

2015年2月期 第2四半期決算説明会 Q&A サマリー

【決算説明会登壇者】

いちごグループホールディングス株式会社（コード番号 2337 東証 JASDAQ）

代表執行役会長 スコット キャロン

代表執行役社長 岩崎 謙治

執行役副社長 石原 実

常務執行役 南川 孝

いちご不動産投資顧問株式会社

代表執行役社長 織井 渉

いちご ECO エナジー株式会社

代表取締役社長 五島 英一郎

※ 当社 HP に音声配信を掲載しておりますので、是非ご覧ください。

www.net-presentations.com/2337/20141014/

1. 再生可能エネルギーについて、認定を受けても発電を開始しない事業者の買取価格を引き下げるという話があるが、御社において別なチャンスとなりうるのか？

[五島]

- ・ 昨年9月末頃からかなり大きく報道されているが、現実には3月頃から申請するものについては、系統がいっぱいだということが各電力会社 HP に記載はされていた。対応は各電力会社により異なる。今回の九州電力については、かなり申請がたまった状態であったことからかなり大きな問題になったと認識している。一方で当社のパイプラインの中でも、発表した24発電所以外の部分では、九州電力の回答保留にひっかかっているものもある。保留にひっかかったことで、今後数年かかるなら、パネルや権利そのものを手離したいという話がここ1、2週間かなり増えている。そういう意味では、多すぎた認定が、実際の事業者がやれる適正な範囲まで下りてくることで系統容量が空く、もしくは機材が安く手に入るチャンスがあるとは感じている。新規の接続については、今受け付けているのが、東京電力、関西電力、中部電力の3電力のみとなっているので、新規については限られたエリアとなると感じている。これまで着実に建設してきた実績を見て、お話を持ち込んでいただくこともかなり多いので、そういったチャンスを当社としては繋げていきたい。

2. 太陽光発電所のインフラファンドを含めた出口についての方向性は？

[岩崎]

- ・ インフラファンドはメガソーラーの出口の一形態として位置付けている。しかし、インフラファンドが唯一無二の出口とは考えていない。株主資本を使わせていただき、開発から売電まで順調に進めているが、例えば、案件によっては収益が安定的なため、長期かつ好条件のファイナンスを引くことも出来る。ものによっては50%を超えるROI(注1)の物件も作ってこれている。そうすると、インフラファンドに上場して、そこで一過性の収益を得るのが良いのか、中長期的に安定収益のベースとしておきながらハイブリッドに他の不動産でアップサイドを取りにいくような収益構造をとるのが良いのかは、経済条件次第。中長期的な経営を目指しているので、一過性の収益よりは安定的な収益とは思っているが、インフラファンドで受けることによって、アセットマネジメントの業務があるので、そこでのシナジーが取れるとかそういったことも総合的に勘案しながら、インフラファンド市場の最終的な投資家様の利回りを勘案して判断していきたい。そのため、今時点で必ず上場する、しないといったことを決めているわけではない。

3. ROE (注2)は上がっているようだが、新規の太陽光が厳しい中、不動産において持続的に ROE15%を出せるような案件に今後も投資し続けていくことが出来るか？

御社の強みを含めて答えて欲しい。

[岩崎]

- ・ 確かにメガソーラー案件はファイナンスも含め、高いROIを出せる環境にある。一方、不動産案件も当社が扱う案件は平均しても15%以上のROIの投資が実行出来ている。むしろ過去に投資をして、あまり効率が良くない案件もまだ残っている。これを回収して、不動産ないしはメガソーラーに再投資することによって、ROEはまだまだ十分に上げられる余地がある。
- ・ ROEを上げていく時には、レバレッジと資産回転の組み合わせの問題がある。たとえば、不動産再生案件でバリューを上げた物件については物件を売却することによって回転させていくとか、REIT事業のようなノンアセット事業をきちんと成長させることによって、ROEを上げていくとか、当社がやれることはまだまだたくさんある。こういったことを実行していく中で、ROE15%以上の達成は十分出来ると考え、今回目標設定をした。

[キャロン]

- ・ 日本の不動産会社として、ROE15%以上は、決して低いハードルではない。大手で大体5%程度なので、その3倍に相当する。しかし、再生の事業モデルか賃貸の事業モデルかで決定的に違う。ROEの一つの要因としては、回転するかしないのか。回転しない場合は、ROEは全然低くなる。ところで、当社が再生に取り組む時に、仮に再生出来なくても15%程度のROIは取れる。再生は長年の実績がある、また極力大手と競合しないようにあえて中規模程度の物件に取り組んでいるため、非上場企業、個人との競合となるが、我々の技術的な強みや与信的な強みが活かせるところである。むしろこちらの事業モデルであることを責任を持って説明する必要があると思う。15%は十分ありうるし、来期以降実現する。また、それ以降継続する。ところで、レバレッジ (注3) も関係してくる。安全性の高いレバレッジを活用しないといけない。当社の平均的な借入期間は今8年になっている。ものすごく安定性の高い財務基盤になっている。これも今回の事業モデルを裏付ける極めて大事な手段の一つと認識している。この長い期間の借入は非常に保守的。短期的に借りてしまえば、もっと安い金利で取れるが、万が一、金融危機が起これば、危なくなる。アグレッシブに事業展開しながらも、保守的に株主を保護しながら、付加価値をつけるようにしている。

4. 前期の不動産売却の粗利率があまり良くなく今期が良いというのは、今期が特殊なのか。どのように解釈すれば良いのか、今期の具体的な案件の内容を教えて欲しい。

[岩崎]

- ・ 前期の売上における粗利が8.2%に対し、今回が50%近いということで大きく違いが出ている。8.2%は通常より若干低い。きちんとバリューアップした物件であれば、大体10%から20%程度の粗利はバリューアップ分で取れる。一方、50%は高い。一つはマーケットが上昇したということもあるが、一点当社の連結会計上の問題もある。この売上は複数物件によるもの。連結している物件の売却時は、普通に売上が立って利益が出るわけだが、非連結で匿名組合出資を入れている物件については、売上自体が出資に対する売却配当という形で出てくるが、今期売却分にそのような案件があったため、それが大きく粗利率を上げている。それを差し引いて考えれば、25%程度の粗利率で利益が取れていて、残りのかさ上げ分は匿名組合出資の利益が、売上と粗利にほぼ同額で計上されていることによる。

5. 今期、今後同様の粗利率で売却できる案件はまだいくつか出てくる可能性はあるのか？

[岩崎]

- ・ 日々物件を買っているのですが、我々が持っている物件のバリューはよく分かっているつもりであるが、当然に含み益を大きく持った物件をたくさん持っている中で、これについてポートフォリオを考えながら下期売却を考えており、また実現出来ると考えている。

[キャロン]

- ・ 我々の事業の強みは「再生」。今期取得した再生案件は将来の利益のストックと考えていただきたい。上期で、いかに良い再生が出来ると考えられる案件を価格が上がらないうちに購入させていただいたかということ。現在、株価はひどい一方で、事業は絶好調と、非常に大きな乖離がある。一経営者として、情報の非対称性を痛感している。我々は上場企業である以上、株主のために良い企業価値をつけていくことが使命。自身の反省として、我々の事業展開と言うよりは、我々の事業説明が不十分。今回の決算発表よりその改善のために力を入れていただいているが、非常に安定性のある事業モデルである。大きなものを買いたい、買わなければいけないということでは、安定性、継続性はない。我々のターゲットとする 20、30 億円という物件は、全国に何万棟、何十万棟、何百万棟位ある。こういった物件を対象としているため、非常に継続性が高い。それを今も実現しているし、これからも実現していく。その前に 1 日でも早く、きちんと説明させていただいて、今回の開示で非常に大きくしたが出来ただけ我々のやっていることをご理解いただけるようにしていくことが、一つの株価対策でもあると思っている。中長期的には、我々が結果を実現していくことによって、株価は上がっていくと確信している。

6. 現状のレバレッジと今後の借入余力および投資余力は？

[岩崎]

- ・ 案件によって実際のレバレッジはかなり違う。例えば、ビジネスモデルとして戦略的に REIT に向けてやっていく中で、ある程度、金融機関ともベクトルを合わせながらレバレッジを深く持っていくことで、キャピタルゲインを多く取るというよりは、期中の収益をきちんと取りながらやっていくためにレバレッジをかけていく。その代わり、当初予定通り、例えば以前と同じ 2 年程度で PO（公募増資）により REIT に入れるとしても、あえて 5 年以上のローンを設定し、ビジネスプラン上、2 年で PO 出来なかった時は、アモチ（注 4）を増やして LTV（注 5）を落としていく。ただ、当初のプランにチャレンジしている間は、資本効率を考えれば、良いレバレッジを深くひいた方が効率が良いので、ある程度レバレッジを深くさせてもらう。プランが実現出来なければ、アモチを増やしていく。こういった議論を踏まえさせていただきながら、案件によってレバレッジをコントロールさせていただく。あともう一つは、レバレッジのコントロールという意味では、ローン期間を長く持つことによって、アモチで返していき、期限が来た時にファイナンスの返済原資が大きくなるような工夫をする。あとは、グループ全体で見れば、デューレーションを分散化（注 6）する等、こういったことを配慮しながら、全体の中でのレバレッジをコントロールしている。そういう意味では、ファイナンス環境は悪くないため、案件によってはもう少し攻めてレバレッジをかけていっている物件もあるので、レバ後のエクイティ利回り（注 7）は、案件によっては非常に高いものを作ることも可能と考えている。

7. クリーンエネルギー24件83MWについては、電力会社との接続について問題がないとのことだが、国が政策そのものを変えてしまうことで、やはり影響が出てくるというようなことはないのか？

[五島]

- まず、大元は非常に参入障壁が低い制度を作ったということが背景にあると思われる。結果的に未利用地が利用されたり非常に良いこともある。ただ、もう一方で、いわゆる野山、例えばこの木を切れば、間違いなく水害が起こるであろう山でも実現可能性を考えずに申請した、それでも受け付けられた制度である。それが積み重なって申請量だけがどんどん増えていった。6月末現在であるが、今現在、設備認定と言われているものに対して、実際に稼働しているものというのは、産業用メガソーラーに限って言えば、12%。恐らく、私見ではあるが、うまくいって30%くらいしか実現できないのではないかな。それは、我々に持ち込まれる年間約8ギガ近い案件の中身を見ていると、ほとんどが開発許可が必要な土地。道すらないというようなものが大半を占めている。そのようなことを背景に今回のようなことが起き、九州電力の例で言えば、認定量をベースとしたら系統がもうおかしくなる、周波数が保てなくなるというような話になっており、それを経済産業省をはじめとし、系統が今どこまでいけるのかというようなことを年末、年度末に向かって整理をし始めている状況と認識している。一方で、認定量イコールの再生可能エネルギーが出来ると、国民負担も極端に増えるわけで、そういった部分において、FIT（固定買取制度）の制度に対する批判が起こることが今の状況だと思っている。現実問題としてはそこまでの量は実際には作られないのではないかと今は考えている。ただ、今後、国の政策ですので、途中で制度変更が全くないかと言うと、正直我々にも分からないところではあるが、これだけ、40円、36円と続いた中で、太陽光電池の産業という一つの産業が出来て、数千億単位のお金が投資されているという中で、これを途中で遡って切り下げて、価格を下げるということは考えづらい。

[キャロン]

- 我々は現制度のもと、認定のもと、発電をしている。発電するにあたっては、国の認定の後に20年の民法の契約を電力会社と結ぶ。それがちゃんと民法のもとに正式に契約された内容をだめにするということは聞いていないし、国が考えているとは思えない。何が問題になっているかというと、認定のないまま、または、系統連系のないまま、作ってしまった事業会社がある、パネルを設置してこれから認定を受ける会社がある。これはその方々にとって大きな問題になる。我々は一切そういうことはない。もう一つは、仮に認定を受けてやるとしても、これからこの太陽光事業が大きく伸びると思って、大量に社員を採用したり、工場を作ってしまったら、将来に期待した伸びがないとなればもしかしたらうまくいかないかもしれない。というのは、今現在のものは20年の保証があるので問題ないが、これからのものについてはそもそも政策が変わってしまうと将来の収益が変わってしまう可能性がある。そのため、当社は固定費ではなく変動費で取り組むべきと考えている。現在、いちごECO エナジーは16名でやっている。少人数で、しかも不動産がバックグラウンドの者がほとんど。これが仮に終われば、不動産にシフトすることも可能。そのため、これで、大きな固定費を作ってしまったとか、将来の足かせを作ってしまったというようなことは一切ないし、もしそのようなことをしていたら、それは正しくない経営だと認識している。今回の国の政策で参入障壁はかなり上がってくるし、撤退も出てくる。これは、当社のためになるか、ならないか分からない中で、株価に影響を受けていることも、情報の非対称性を痛感した背景にある。非常に良い事業である、国民のためになる、株主の皆さんのためになると信じている。

[本資料における用語の意味]

(注1) ROI…投下資本利益率 (Return on Investment)。自己投資額 (エクイティ) に対する収益率

(注2) ROE…自己資本利益率 (Return on Equity)。株主資本に対する当期純利益の比率で、株主資本に対していかに効率的に収益を獲得しているかを示す指標

(注3) レバレッジ…自己資金だけでなく借入による外部資金を活用することで、高い利益率を目指すこと

(注4) アモチ…アモチゼーション (Amortization)。借入金元本の分割返済を指す

(注5) LTV…投資対象不動産の資産価値に対する負債の比率 (Loan to Value)

(注6) デュレーションを分散化…平均借入期間の長期化と返済期日の平準化の意味

(注7) レバ後のエクイティ利回り (レバレッジ後のエクイティ利回り) …借入を考慮した上での、自己投資額 (エクイティ) に対する投資利回り

以 上