

2015年2月期 第2四半期決算説明 グローバルカンファレンスコールサマリー

【説明者】

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

※ 英語で開催された機関投資家向けグローバル・カンファレンスコールの日本語訳（要約版）です。
当社 HP にて音声配信を掲載しておりますので、是非ご覧ください。
www.ichigo-holdings.co.jp/module/newsPdfGroup/918/IchigoHD_20141014_Global_Conference_Call_FY2015H1.mp3

いちごグループホールディングスのスコット キャロンです。当社の2015年2月期 第2四半期決算説明カンファレンスコールにご参加いただき有難うございます。本日は2人の独立役員に同席をいただいています。藤田哲也氏は、当社の監査委員長であり、元 AXA フィナンシャル生命の代表取締役社長であります。また、吉田憲一郎氏は長年トップアナリストとして証券会社の株式調査部に所属していました。本日のカンファレンスコールの流れとしては、まず、私がプレゼンテーション資料にのっとりて決算の説明をし、その後、質疑応答に移らせてさせていただきますが3名のうち誰に質問をいただいても構いません。

当社ホームページとブルームバーグに掲載している決算説明資料に沿ってご説明します。まず5ページをご覧ください。このたび中期経営計画に「ROE 目標」を追加しました。これまでも ROE (Return on Equity=自己資本利益率)を意識しており、2013年2月期は6%と低水準でしたが、現在は約12%、来期以降は15%を上回ると予想しています。15%という数字は、日本の不動産業界では高水準です。ご存じのとおり、ROE とは利益率×総資産回転率×財務レバレッジですが、我々の最大の強みは高い資産回転率であり、不動産再生事業の効率性が非常に高いため、同業他社に比べて確実に高い ROE を実現することができるのです。

次のページは中期経営計画ですが、3年間で1株利益（EPS）を5倍に、2016年2月期までに東証一部上場を目指します。また私たちの業績予想に基づく試算では、2016年8月までに「JPX 日経インデックス 400」に組み入れられることは現実的であると考えています。

では、説明資料の本編、9ページに参ります。第2四半期累計連結業績についてですが、前年同期比で営業利益は1.4倍、経常利益は1.3倍に成長しており、営業利益率32%は同業他社に比べて圧倒的に高い水準です。当社の主たる収益源は不動産再生事業です。この事業が高い営業利益率と ROE の源泉であり、今後も継続的に成長させていきます。今上期の高営業利益率は、利益率の高い不動産売却の実現によるものであり、売上高は減少していますが、売上総利益、営業利益、経常利益ともに増加しています。純利益の減少要因は、前年同期に大きな特別利益が計上されていたためです。安定収益は50%増で堅調であり、固定費は28%増加していますが、その多くは資産取得を進めていることによる支払利息です。主に不動産再生事業でいい取得価格で買い進めることができている。

10ページへ移ります。このグラフからも当社の業績については売上高ではなく、利益率に着目するべきであることがわかります。不動産売却における前年同期の粗利率は8%に対し、今期は45%で、粗利は前年比32%の伸びとなりました。

11ページは各セグメントにおける損益内訳です。アセットマネジメントセグメントの売上高が下がっていますが、期初から上半期は売上高が少ないことは想定しており、結果は計画通りでした。利益では、営業利益、経常利益、純利益において期初に定めた目標値を超えました。セグメント別利益では、

アセットマネジメントセグメントでは前年同期に比べて前期にあった仲介など一過性収益がなかったため、減少しました。不動産賃貸セグメントでは利益は前年比+102%の成長、不動産再生セグメントでは+60%の成長となり、全体の営業利益では40%の伸びを実現しました。

13 ページに移ります。この資料でおわかりいただける通り、投資家にとって意味のあるより多くの情報を開示しようという取り組みを行っています。というのも、業績は非常に良いのですが、株価が低迷し、業績と株価の乖離が著しく目立っています。私が就任している6年の間でもっとも大きな乖離です。これはすなわち株式市場に認識されている情報に実情との隔たりがあるということです。内部の人間としては、今後の成長にも自信を持っています。しかし、明らかに株式市場は同じようには捉えていません。上場企業として、業績とは関係なく解消すべき2つの問題があると認識しています。ひとつはブラックボックスの問題です。株主の方々は大きな数字を示されても、その背景にある数字が知りたいわけです。このページでご覧いただけるとおり、どのような不動産を取得して、その不動産からどのようなリターンが期待できるのかを開示していこうと思っています。不動産賃貸セグメントにおいて2015年2月期に7物件120億円取得し、当社の投資額30億円に対して7億円のNOI、約20%のリターンとなります。非常に生産性の高いビジネスであると感じています。

14 ページに移りまして、当社の第一の柱は不動産再生事業であり、とても収益性が高く、他の不動産会社に対して特に差別化できている事業です。同セグメントにおいては、2015年2月期に14物件229億円取得しています。当社の投資額60億円に対して想定NOIは15億円、これだけで25%のリターンとなりますが、ここには不動産物件の再生による利回りの向上は含まれていません。

15 ページには想定マルチプル（投資リターンの倍率）を記載し、これらの物件がどのような利益をもたらすのかを示しています。2015年2月期取得物件の想定マルチプルは2.5倍と試算しています。ビジネスプランを前提としてこの倍率は現実的であると考えています。当社にとっても株主の皆様にとってもこの上期において重要視すべきはこの期に計上した利益だけでなく、我々が行った先行投資です。この上半期で取得した再生案件は当社の株主の皆様のための将来利益のストックであると考えています。

16 ページは新規に取得した物件の写真です。先ほど申しましたように、2015年2月期上期の大きな実績は新規物件の取得でした。9月末までに420億円の物件を取得するとともに、約80億円の高確度案件に目処がついています。年間700億円を不動産取得に充当する予定なので、4分の3程度が達成していることとなります。

17 ページは取得物件事例です。福岡でドミナント戦略を進めています。天神西通りエリアに重点的に投資することで、地域における優位性と存在感を高め、スケールメリット（規模の経済性）や、情報の収集、テナントとの関係構築におけるメリットを高めています。福岡は経済的、人口構成的に好ましいことに加え、当社の社長が福岡出身であるため地域の不動産会社とも深い関係を築くことができおり、我々は福岡で強みがあります。このように株主のために当社の強みを活かしています。半年で5物件に投資し、年内にさらに2物件の取得を予定しています。

18 ページは京都のホテルのバリューアップ事例です。本案件は、三年後には物件価値を倍以上にする予定です。

次はクリーンエネルギー事業です。当社のクリーンエネルギー事業は太陽光発電が中心ですが、これが昨今もっぱら話題になっています。制度変更は間違い無く行われるでしょう。すでに電力会社の方針に変更があり、東京電力、関西電力、中部電力以外で電力の買い取りが一部見直されています。この太陽光発電の方針変更は2つの問題を引き起こす可能性があります。いずれも当社に影響はありませんが、ご説明します。まず、系統連系にかかる承諾通知を受領する前に発電所を建設した場合は投資回収ができないことを意味します。また、再生エネルギー事業のトレンドに乗って採用の拡大や設備投資を進め、多くの固定費を抱えてしまった場合についても事業リスクを負うこととなります。我々は、資金投入の前に必要な承諾をとっており、また、制度変更リスク、テクノロジー・リスクの存在も承知しているため、本事業は変動費用事業と捉え対応しています。改めてお伝えしますが、売電開始もしくは開発確定の24発電所と83MWについては予定通り進んでおり、変更はありません。また今月は2件の

発電所が発電開始しています。

また 22 ページを見ていただくとお分かりいただくとおり、今のところ太陽光発電は主な収益源ではなく投資先行事業であり、かつ、承諾が取れ契約を締結するまでは、実際に資金を使うことはありません。稼働開始から 20 年間の固定価格買取制度（FIT）では継続的な収益が保証されており、たとえ今後政府の方針が変わったとしても、当社が運営している発電所からの売電は影響を受けず、電力会社との契約は民法で守られています。

23 ページは想定発電量に基づく将来収益想定です。現状の発電効率を勘案しますと、事業計画策定に際して使用される計算では当初 20 年間の減価償却後 NOI（Net Operating Income=利益）は 310 億円の見込みでしたが、現状の発電効率を加味し再試算すると 10%上まわる 340 億円になる見込みです。太陽光発電は当初 20%の ROI（Return on Investment=投資利回り）を予想していましたが、実際の ROI は 40%になる見込みです。非常に収益性が高い事業です。

クリーンエネルギー業界における最近の電力会社の再生エネルギーの新規供給に対する回答保留は業界関係各社に影響を及ぼし、当社を含め、関係各社の株価に影響しています。当社の株価への影響については、明らかに株式市場の当社ビジネスに対する誤解があります。当社の稼働中および計画中の 24 太陽光発電所について変更はありません。地域および地球に優しいエネルギーを発電しながら、株主の皆様のために今後 20 年間に渡って高いリターンを生む事業だと言えます。

【藤田哲也氏 自己紹介】【吉田憲一郎氏 自己紹介】

Q.稼働を予定している発電所の発電開始予定日に変更の可能性はあるか。

A. 変更はありません。早まることもあるかと思いますが、現時点で変更はありません。

Q. クリーンエネルギー事業における、最悪シナリオとそれが起きる可能性は。また、逆に最善シナリオは。

A. 20 ページに書かれている発電所の稼働はすべて実現します。最悪のシナリオは 20 ページが実現し、23 ページの通り大きな利益を出しますが、これ以上太陽光発電の事業展開をしないことです。最善のシナリオは答えにくいですが、我々の事業が現時点より 2 倍、5 倍、10 倍になることでしょうか。年末にかけて政府の方針変更はあるでしょうから今後 3 カ月はそれを見極める必要があると思います。

Q. 当初借入金の予測が LTV 65-75%（Loan To Value=借入比率）にもかかわらず、金融機関が 90%に増やした理由は、プロジェクトに対する理解か、スケールメリットか。

A. 理由はいくつかあります。2012 年では新規事業であり、2012 年 7 月に法制化されました。また、事業やテクノロジーについてあまり知られていませんでした。太陽光パネルはとても古いテクノロジーです。例えば、私の兄は今 51 歳ですが、我々が生まれ育ったカリフォルニアで高校時代の夏の間、太陽光パネルを売っていました。2 つめは当社のオペレーターとしての能力が証明されたことです。予測を上回る実績を上げる一方、承諾を得て契約を締結するまでは資金を投下せず、とても保守的に運営してきました。3 つめは、昭和村の案件のような大規模案件の実現です。

Q.不動産再生事業における競合相手と、最近の市場におけるプレイヤーの変化や競合の状況は。

A. 今上半期の不動産再生事業は、NOI 利回りが不動産賃貸事業は 5.7%、不動産再生事業は 6.4%で不動産を取得しており、5~6%の間で取得しています。27 ページに不動産再生における収益獲得のイメージを説明しています。取得時のままでの投資利回りは約 15%、バリューアップ後には約 32%の利回りを実現しています。これはあくまでビジネスプランにのっとった試算ですが、これまではビジネスプランの想定を上回るケースが多くありました。上期計画においては物件取得に注意を払いましたが、計画を上回るスピードで進捗しています。

Q. ある新聞報道での固定価格買取制度(FIT)の見直しについて。承諾時のFITの価格ではなく、稼働時のFITの価格で買い取る可能性についての見解は。

A. もともとの固定価格買取制度に問題点があり見直しがありました。というのも、当初は、契約時に買取価格が決定し、事業者がパネル等のコストが下がるまで発電所の建設に取り掛からないという事態が発生しました。この事態を是正するために、認定取得から半年以内に着工するという方針に経産省の制度が改正されました。また、改正時には、着工の準備が進んでいない事業者は認定を取り消されることになりました。当社は、将来を予測して事業に取り組むのではなく、将来制度改定などの変化があっても対応できる態勢を整えています。今後、競争環境が変化することは間違いありませんが、多くの参入業者の撤退により競争環境は変化するでしょう。

(藤田) 真面目な事業者以外は振り落とされ、当社にとって追い風になると思います。

(キャロン) その通りです。問題はFIT(固定買取制度)が今後どのように見直されるか、いくら買取価格になるかということで、将来の展望は変わってきます。いずれにせよ、当社の発電所については保証があるため懸念はありません。

Q. 再生可能エネルギー買い取りについての有識者委員会開催が事業に与える影響。

A. FITが見直される可能性はあります。これから2ヶ月の間に何らかの結論が出るでしょう。買取価格が減らされるかもしれません。技術の進歩にともない買取価格が下がることは分かっています。むしろこれで新規参入がなくなると思います。重要な事は、当社の24発電所については、これらの影響はなく20年間の収益は保証されているということです。既存発電所は、現制度ではなく電力会社との契約で20年間契約が結ばれているため、制度が変わっても影響はありません。最悪のシナリオは、向こう20年間に渡って40%のリターンが得られることがかわらなくても、FITが下がることによって、2倍、5倍、10倍の成長が達成できなくなることです。

また、最悪のシナリオで仮にこの事業から撤退することになったとしても、今いる人材は全員不動産に戻ることができる人材です。参入業者が多くなりすぎ、ある電力会社の例で言えば、認定量をベースとしたら系統がおかしくなり、周波数が保てなくなるというような話になっています。そういった意味で、体制の見直しは不可欠であり、また系統の強化は不可避だと思われます。今後、系統のインフラ整備、増税に伴う改善などマクロ的な影響もあるかと思われます。

再生エネルギー市場を取り巻く現在の状況は注意が必要ですが、当社の発電所については問題ありません。今後さらに発電所を増やしていくかについては、今後3カ月ないし、6カ月である程度目処がつけられると思います。

Q. 株価とファンダメンタルの乖離の改善のために取りうる施策

A. (吉田) 独立役員として答えにくい質問ですが、個人投資家のみならず、機関投資家に向けてもIRを強化していくべきだと考えています。そのため2016年2月末までに東証一部上場を目標としており、これによって、流動性が高まり、海外も含めて機関投資家の当社への関心がさらに高まると思われます。そのため経営と投資家コミュニティとの乖離を解消するためにすべきことが沢山あります。

(キャロン) 当社の経営陣は株主目線を持っています。株主の皆様との株主利益意識の共有のため、全役職員に対し、賞与の一部としてストックオプションを付与しており、社長である岩崎は個人で継続的に当社株を購入しています。我々全員が株主です。そのため、株主の皆様のための経営という方針から外れることはありません。

私たちは急激に成長してきました。株式市場は、この成長が持続可能であるか検証したいのかもしれませんが、日本の不動産大手のROEが5%程度であるのに対し、我々は日本の不動産会社としては高い、二桁台のROEを達成しています。我々の強みである不動産再生のビジネスモデルは非常にパワフルなものであると断言します。収益性は圧倒的であり、想定を下回る場合でも利回りは15%、ビジネスプラン通りであれば30~40%の利回りです。クリーンエネルギー事業も同様です。

皆様、本日はありがとうございました。私たちは株主および投資家の皆様にとって、国内でも世界でも最高の上場企業でありたいと願っていますので、企業価値向上策等においてご意見やご提案などありましたら、是非、お知らせください。

以 上