

積水ハウス株式会社

国際事業説明会 質疑応答

開催日時：	2024年1月18日（木）21：30～22：30		
説明者：	代表取締役 社長執行役員 兼 CEO	仲井 嘉浩	
	代表取締役 副会長執行役員	堀内 容介	
	取締役 専務執行役員	石井 徹	
	執行役員 経理・財務担当 財務部長	藤田 徹	
	IR 部長	川畑 弘幸	

<質疑応答まとめ>

（注）国際事業説明会資料や適時開示資料にて説明済の内容は割愛しております。

質問

- Q.1 M.D.C. Holdings の優位性は何か。また、積水ハウスが新たなエリアとして検討していたフロリダ等での M.D.C. Holdings の事業規模について。
- Q.2 M.D.C. Holdings のバランスシートの規模はどのくらいか。また、“のれん”の償却方法・規模感等について。

回答

- A.1 M.D.C. Holdings の平均価格帯は 56 万ドル程。エリアにより特性があるが、当社グループビルダーよりは少し下の価格帯を販売している。商品を少なめに効率よく、そこまでコストをかけずにファーストバイヤー・セカンドバイヤーのレンジに対し価値を見出して販売している点は素晴らしいと考える。M.D.C. Holdings は、ソリッドな組織体であり、商品開発についても非常にシンプルに、そしてコストダウンを図り、建売を中心に回転率を重視しながら効率よく販売している印象。フロリダについては、1 千戸以上の販売体制（拠点）を持っている点や、後々 SHAWOOD が流行る州だと考えており、それらの点は非常に魅力的と考えている。
- A.2 スピーディーに土地を買い、目つセラーとの強固な関係を構築しており、高回転率で土地を回していくのが特徴な会社と考えている。
- 総資産の規模としては、2022 年度実績で 53 億ドル、負債が 22 億ドル、株主資本が 30 億ドル。キャッシュが 12 億ドル、有利子負債が 15 億ドル、不動産の棚卸資産が 35 億ドル。
- “のれん”について、49 億ドル（1 ドル 140 円換算で約 6800 億円）で買収するが、クロージング時の見込みの純資産で試算すると、“のれん”については 2 千億円程、純資産に対し 1.4 倍程になると見ている。償却については買収価格の配分（PPA）の手続きを今後行っていく為、一律に何年と現段階では言えないが、棚卸資産に振り分けられるものの以外の“のれん”はこれまでどおり 5 年償却で考えている。

質問

- Q.1 買収にあたり19%（前日終値に対して）のプレミアムで大丈夫か。成立の可能性、条件について。
- Q.2 “のれん”考慮後の利益はどの程度と考えれば良いか。

回答

- A.1 プレミアムについては、過去のホームビルダーの取引事例等も踏まえ、様々な調査を行った結果、現時点では妥当な価格と考える。最終決定は M.D.C. Holdings の数か月先の株主総会となるため、カウンターパーティーが出てくるなどのリスクはあると考える。
- 適時開示資料（共同ステートメント）に掲載しているが、21.2%を創業者・社長及びその2名関連で保有されている。90日間の売買高加重平均価格を見た場合は41%のプレミアムであり、株主総会ではその点も加味いただいて、可決されることを期待している。
- A.2 “のれん”については、棚卸資産やのれん・商標権などに配分されるが PPA の手続きを経ないと最終結論が出ず、これは買収完了後1年以内に確定する必要がある。確定前の暫定的な処理をする際、合理的な割合で配分する必要があるが、この場でお答えすることは難しい。過去の買収事例等は開示されており、それは一つの参考になると考えている。

質問

- Q.1 自社株買いについて。来期の実施は見送るということだが、再開の時期はどのくらいとお考えか。
- Q.2 D/E レシオがかなり上昇するが、それに伴う他の事業への支障はあるか。国内の都市再開発など不動産関連事業への投資を抑制するなどの影響はないか。

回答

- A.1 還元方針については変更の予定はない。大きなディールであることから、自社株買い再開の時期は、資金調達等の財務戦略や米国の成長スピード・回復度合い等で大きく変わってくるため、精査の上、機動的に対応するというご理解頂きたい。
- A.2 第6次中計での3兆円の不動産投資は計画に沿い順調にオンラインで進捗している。今後も予定通り進捗させながら、今回のディールをプラスオンしていきたい。

質問

- Q.1 今回の M&A にあたってのバリュエーションの妥当性について。
- Q.2 今回の M&A による ROE への影響はどう考えれば良いか。また、将来的にどの程度を目指していくか。

回答

- A.1 バリュエーションにあたっては、上場ホームビルダーの売買事例において有形純資産の倍率が平均1.47倍程度ということとを参考に1.4倍程を適用。加えて、DCF法でも当社の考えるレンジに収まっていることや、2つほど大きな類似事例も検証した上で適正な買収価格と判断している。
- A.2 2024年度はクロージングの時期にも影響されるが、2025年度以降はフルイヤーで寄与してくる為、現中計（第6次）期間中の目標水準である11%というレベル感は超えてくると考える。次期（第7次）中計期間中には12%後半・13%以上というように、買収効果をしっかりと発現させていくとの期待も込めて、そのように見ている。

質問

- Q.1 今回の M&A により積水ハウステクノロジーの移植が早期に進むのか等、事業上のシナジーについて。
- Q.2 今回の M&A により増加する有利子負債の金利コストはどの程度か。また、“のれん”と借入コストの増加が純利益に与える影響について。

回答

- A.1 積水ハウステクノロジーの移植については、これまで Woodside Homes を中心に、様々な技術の移植について緊密に議論を重ねてきた。M.D.C. Holdings は商品開発チームをはじめとし、本社機能が非常に充実していることから、どの技術を移植するかが決まれば、展開は早いと考えており、技術の移植は、今後加速すると考える。
- A.2 M.D.C. Holdings の既存有利子負債は主に社債。金利上昇前に発行しており比較的 low cost で平均 4% 程。今回の M&A に係る調達について、具体的な調達コストは申し上げられないが、円建てとドル建てを組み合わせることで可能な限り調達コストを下げ、且つ為替リスクもマネジメントしながらブリッジローンを組み込むことを考えている。
- 純利益への影響について、2024 年度は今回の M&A のクローズ時期により寄与度は変わってくることや、一時的なコストもあり精査中。2025 年度以降は“のれん”の影響や、M&A に係る調達分の利払いの増加はあるが、利益としてはプラスとなると見込んでいる。

質問

- Q.1 既存ビルダーの展開エリアと重複するエリアもあるが、既存ホームビルダー含めどのような事業展開をお考えか。また、今後の供給戸数はどのように増えていくか、今後の成長のイメージについて。
- Q.2 今回の M&A に係る調達資金のパーマネント化を図るうえでの調達方法について具体的なイメージはあるか。

回答

- A.1 今回、Sekisui House Residential Holdings (SHRH) の傘下に 4 つのビルダーを抱えることとなる。今後の体制・エリア戦略・商品戦略について、クロージング後直ちに 4 つのビルダーの幹部、SHRH との協議を開始したい。米国の場合、同じ州といっても面積は広大であり、重複しているエリアはプロジェクト単位で 8% 程度。当面は今まで通り活動を進め、クロージング後に最適な体制を議論し、構築していく。
- 今後の供給戸数の拡大については、4 社の体制を強化しながら更なる拡大・成長を図っていきたい。大きな M&A は一旦終了。小さいものも含め M&A 案件情報は入ってくるが、臨機応変に検討していきたい。
- A.2 パーマネント化については、銀行からの借入れ、外債を含めた社債に加え、資本金のある資金調達として、劣後債・劣後ローン等のハイブリッドファイナンスをメインに考えている。2017 年の Woodside Homes 買収時に 1,200 億円のハイブリッド社債を発行した経験もあり、それをメインに考えている。

質問

- Q.1 M.D.C. Holdings が売りに出た背景について。
- Q.2 M&A 成立後、どのようにガバナンスを効かせていくと考えるか。

回答

- A.1 背景については創業者・社長のお二人の年齢的な部分が発端と聞いている。ESG についても関心が高い会社であり、同じような意向を持った買い手を探していたところ、当社のビジョンと一致するところがあったものと考えている。

- A.2 ガバナンスについては、既存のホームビルダーに、ソリッドなプラットフォーム・充実した本社機能を持つ M.D.C. Holdings が加わることでガバナンス体制は大幅に強化できると考える。その為にも、ディールが成立した暁には、早急に4社でベストな体制を模索する委員会を設置し議論していきたい。

質問

- Q.1 今回買収する会社は、既存のビルダーと比べると単価がやや安めということだが、事業環境として、過去の住宅ローン金利の変動に対して、どのような影響を受けてきたか、あるいは今後どのようになりそうか、既存のビルダーとの違いがあれば教えて欲しい。

回答

- A.1 説明会資料の10ページに記載の通り、引渡戸数は順調に成長を続けている。M.D.C. Holdings は、経営の切り替えが非常に早く、金利上昇局面では在庫を圧縮するなど、回転率重視の非常に堅実な経営をされており、事業環境の変化にもフレキシブルに対応していると理解している。

以上