

## 「アジア最大の民間病院グループ IHH Healthcare Berhad の株式追加取得」

## テレフォンカンファレンス 質疑応答

1. 日時： 2018年12月5日（水） 15:15~16:15
2. 当社説明者： 代表取締役常務執行役員 CFO 内田 貴和  
 執行役員ヘルスケア・サービス事業本部長 永冨 公治  
 ヘルスケア事業部医療事業第一室長 齋藤 武  
 IR 部長 真野 雄司
3. 質疑応答：
- 質問1 ● 過去一部売却もしている中、追加取得に至った経緯について説明してほしい。カザナ社より売却する旨の話があったのか。
- ヘルスケア分野は長期で成長性も高いと理解しているが、キャピタルゲインを前提とした収益果実化の方針か、または長期保有方針か。
- 回答1 ● 2011年のIHH社出資以降、取締役会や経営陣に人員も差入れ、病院事業の経営ノウハウを蓄積しつつ、将来筆頭株主になるチャンスを伺ってきた。また、中期経営計画においてヘルスケアを「成長分野」の一つと位置付け、中核となる病院事業については、2011年にIHH社、2016年にColumbia Asia社に出資し取り組む中で、その重要性を再認識。マレーシアの政権交代等によるカザナ社の売却方針について、当社としてポジティブに受け止め、今回の追加取得に至ったもの。尚、2016年の一部売却によりIHH社シェアは20%から18%に減少したが、当社のIHH社における立場や経営への関与の仕方には特に変更はなく、アセットの積上げと果実化実行の為、IHH社への影響力が変わらない範囲で、一部売却したもの。
- IHH社の更なる成長の為に新規投資とのバランスを見極めながら、配当で回収していく。また、中期的には病院周辺事業のスピリアウトやデータプラットフォーム化によるキャッシュインも図る。加えて、過去と同様に、当社総合力も発揮することで、IHH社の企業価値を4-5年で2倍、10年後には更に2倍を目指す。
- 質問2 ● ヘルスケアは全般的にEBITDAが相当に高いセクターであり、相対的に割高な印象はないが、価格に関する社内の議論について説明してほしい。
- M&Aとのバランスを考えるとということは、IHH社は現在中国での病床数を増やしているが、病床数増加のペースを見直すということもあり得るのか。
- 回答2 ● そもそも今回の売り手と買い手はカザナ社と当社であり、両社ともに各々IHH社の事業内容、将来性について充分理解している者同士の売買。価格決定に際し、勿論様々なValuation上の指標はあるが、アテスト的に使用し、寧ろどのようにValueを見える化していくかについて議論を深めた。結果として、相手がカザナ社であったということもあり、価格は落ち着くべきところに落ち着き合意に至ったという認識。
- IHH社は当期印第二位の病院グループのFortis社を買収、中国でも新規の病院を立上げ中。現在立上げ期にある病院事業については確りとランプアップしていく。その後については従来の病床数増加ペースの見直しも含めて考えていきたい。

- 質問 3
- IHH 社が病院事業を推進する中で周囲からの信頼を獲得してきた背景につき説明してほしい。
  - CF Allocation について、株主還元後のフリーキャッシュフローの一部が今回「追加投資」に配分されたわけだが、残りのフリーキャッシュフローは、株主還元配分されると考えてよいか。それとも有利子負債の返済に配分されるのか。
- 回答 3
- IHH グループ傘下にある Pantai、Parkway、Acibadem は高度先進医療を提供する病院であり、非常に高いマーケットシェアとブランド力を持ち、アジアにおける事業基盤を確立している。これに伴い、優秀な医師も確保しやすく集患にもつながるという好循環を生んでいる。
  - CF Allocation については、中期経営計画(中経)開始時点で 3 年間の見直しを行ない、その後環境変化に応じて見直しを実施してきた。中経開始時点と比較すると、投資額も株主還元額も共に積み増してきており、期中で経営判断をしながらそれぞれに配分してきている。今後も諸環境を踏まえながら、「追加株主還元」「有利子負債の返済」「追加投資」に今後もバランスよく配分していきたい。
- 質問 4
- 一般的に、本邦では出資比率を 33.3% 超えると拒否権を持つが、追加取得後の出資比率 32.9% の意味は。また、現在の出資比率 18% と追加取得後の出資比率 32.9% で、当社としてやれることは何が変わってくるか。
  - 病床数と PAT の関係について。定量イメージの中で 23/3 期から 28/3 期に向けて病床数に然程変化はないにもかかわらず、収益性が急激に改善する背景は。
- 回答 4
- 33% を保有すると、TOB を要求される。その意味に於いて 32.9% が当社にとって追加取得の上限。一方で、法律で定められているわけではないが、マレーシア企業では、商習慣上、取締役会の議長や諮問機関メンバーの指名、CEO・CFO の選定に於いて筆頭株主の意向が強く反映されるケースが多い為、筆頭株主となることが最低限の目標だった。また、現在 IHH 社の取締役 9 名中当社からの差入は 1 名であるが、取締役会での影響力も増やしていきたいと考えている。
  - M&A のスピードは少し緩やかにしていくことを考えている。また、病院事業は立上げ期は稼働率がすぐには上がらず PL 上影響がでるが、ランプアップが一定程度終わった病院は稼働率上昇により、加速度的に収益性が向上する傾向にある。
- 質問 5
- 28/3 期の病床数 25,000 床は、足下の 12,000 床と比較し規模が大きく拡大するように見えるが、今後の成長シナリオは設備投資や買収を続々と進めていくのか、高度化・効率化・周辺ビジネスの取り込みの割合が高まっていくのか。
  - 投資ハードルレートを超えるリターンについて、もう少し詳細に説明してほしい。
- 回答 5
- メインシナリオとして M&A は若干ペースを落とし、周辺事業や既存病院の効率化を進めていきたいと考えている。  
現時点で病床数は 12,000 床だが、Fortis 買収により 4,000~5,000 床増加する。中国を含めた既存病院の増床も考慮すると、23/3 期の 20,000 床は確度が高い。28/3 期迄の更に 5,000 床増加も、これまでの成長の度合いから考えれば、M&A による拡大ではなく、既存病院の病床数増加を着実に進める事で実現可能と考える。  
収益についても、既存病院のランプアップの進捗について当社としては比較的コンサバにみており、定量イメージで示した程度の収益拡大は十分に望めるものと考えている。
  - 通常のビジネスから上がる利益は配当で回収。投資は、従来と比較し相対的に控え、結果として余剰キャッシュが生まれた場合は適宜還元していくことも考えたい。  
病院事業と病院周辺事業を比較した場合、一般的には病院周辺事業のほうがマルチプルが高いというケースも多く、病院周辺事業のスピンアウトによる収益は一定程度の規模感を持ったキャッシュインが見込まれる。

- 質問 6
- 第 2 四半期決算説明会の場で、ヘルスケア事業はキャピタルゲイン型で、途中で果実化していく必要があるとの説明があったが、キャッシュライズしなくても企業価値が向上していることを示せば、コアとなる部分を長期保有するという事も可能ではないか。
  - IHH 社の競争優位性、競合他社との差別化要因は。
- 回答 6
- 両方のバランスと考えており、果実化も組合せながら、ヘルスケアという事業基盤を拡大していく。2016 年に一部売却した理由も同様。
  - IHH 社の強みは高度医療を提供できる病院であり、アジアにおいては希少価値が高く、集患力もある。Gleneagles や Pantai といった病院名も非常にブランド力があり、優秀な医師を確保できている。
- 質問 7
- IHH 社について安定的に利益が伸びていくイメージを持っているが、アップサイドとダウンサイドリスクは。
- 回答 7
- IHH 社は 9 ケ国に亘って多国展開している病院グループであり、経済の影響やカントリーリスクは相対的に分散しているが、昨今のトルコリラ安のように、通貨の影響については IHH 社の経営上注意が必要な部分。  
一方で、ヘルスケア分野全体に言えるが、経済の浮き沈みによる影響は比較的を受けづらく、同リスクからはリモートであると認識している。

以 上