

# [ 岐ベログ ]

インフロニア・ホールディングス  
取締役 代表執行役社長 岐部一誠

第13回

## 日本風力開発を買収した理由

ステークホルダーのみなさま、インフロニア・ホールディングス社長の岐部一誠です。

いつも「岐ベログ」をご覧いただき、誠にありがとうございます。

昨年12月、インフロニアは日本風力開発株式会社の買収を発表しました。買収額は2,031億円。グループの時価総額は1月31日の終値ベースで約4,250億円ですから、その半分近くを買収に充てた計算です。

1月31日に日本風力開発の全株式を取得、子会社化が完了しましたので、今回の岐ベログでは、買収の狙いについて、私の言葉でみなさまにお伝えしようと思います。

日本風力開発の買収を発表して以降、市場関係者からはさまざまな反応をいただきました。その声を大別すると、以下の4つだと感じています。

- ① 買収金額が高すぎるのではないか
- ② 巨額買収によって格付けが引き下げられ、資本コストがあがるのではないか
- ③ いつから業績に寄与するのか
- ④ コンプライアンスに問題のある会社を買収して大丈夫なのか

どの指摘も、至極まっとうなものだと思います。ただ、今回の買収は私としても、かなりの自信を持って進めました。インフロニアグループの企業価値向上に、間違いなく寄与すると確信しています。

## インフラビジネス強化の“特急券”

まず、第一の指摘である買収金額について。

先ほども申し上げた通り、今回の買収金額は時価総額のおよそ半分、事業価値を EBITDA で割った直近の指標も約 98 倍と、表面上の数値で見れば、かなり割高と感ずるかもしれません。ただ、日本風力開発とプロジェクトを進めた立場で言えば、割高どころか、かなり安価に手に入ったというのが正直な感想です。

国会議員への贈賄疑惑で会社の信用に傷がつく前、日本風力開発の価値は 3000 億円を優に超えると言われていました。不祥事があったことから、2,000 億円で買収できたということです。

買収後、海外の投資家と話をしても、「いい買い物をしたな」という反応がほとんどです。

私たちが日本風力開発の何を評価したのかというと、まずは彼らが開発を進めている“案件”です。

インフロニアはインフラへの投資と運営で稼ぐ、特に再生可能エネルギー事業では EXIT まで行い、資本をリサイクルするというビジネスモデルに転換しようとしています。ただ、インフラに投資すると言っても、案件形成にはとてつもない時間や人手がかかります。

その点、日本風力開発は総容量 3,800MW（メガワット）の発電プロジェクトを抱えているうえに、開発や運営、メンテナンスのリソースがあります。同社の存在は、インフロニアがインフラビジネスを強化するための“特急券”と言っても過言ではありません。

それでは、3,800MW のプロジェクトに対して、2,031 億円という金額が妥当なのかという話ですが、私たちはかなり保守的に彼らのプロジェクトを評価しました。「手堅すぎる」ぐらいかもしれません。

風力発電プロジェクトは、地元住民や自治体などの反対によって計画を撤回するケースが少なくありません。弊社グルー

プでも何度も痛い目に遇っています。そんな中、日本風力開発は事業性評価のプロセスまで到達したプロジェクトの成功率が95%と、極めて高い成功率を誇っています。

青森県のねぶた祭に社を挙げて参加するなど、同社の社員は地域に密着した活動を続けています。そういった地道な関係構築がプロジェクトの成功率に表れているのだと感じています。

## 評価額の算定は3,800MWの35%のみ

このように、日本風力開発が進めてきたプロジェクトはほぼほぼ完成しているわけですが、買収における評価額の算定では、3,800MWの案件の35%に当たる1,350MWしか対象にしませんでした。

評価の対象としたのは、同社が既に運営している発電所か開発中の案件のみ。計画に入っている大規模な洋上風力発電などは、あえて外しています。100%確実と弊社の開発部隊が判断したプロジェクト以外は評価に含めなかったということです。

評価額にはO&M（運営・維持管理）の事業価値として550~600億円を見込んでいますが、それも全体で見れば3割にも達していません。残りの1,400~1,450億円は、彼らが保有している発電プロジェクトの35%だけを評価したものです。

「成功率が95%」とお話したように、全体の35%しか成功しないということはまずありません。それ以外の分は、アップサイドになる可能性が高いとみています。

加えて、細かな話ですが、日本風力開発は完成した発電事業をファンドなどの投資家にすでに売却しています。こういった発電事業の多くはFIT\*1やFIP\*2の期間が終了した後、解体のため日本風力開発に無償で戻ってくるという契約になっています。

※1：FIT…再生可能エネルギーの固定価格買取制度。

※2：FIP…売電価格に、月ごとに算定される一定のプレミアムが上乗せされる制度。国はFITからFIPへ移行しようと

している。

ただ、固定買取の期間は終わっていますが、風力発電は電気を生み出し続けています。

また、日本風力開発はメンテナンスの部隊も持っているため、適切な維持管理によって、30年、40年と発電能力を維持させることができるでしょう。投資との見合いですが、最新の設備にリプレースし、さらに発電能力を高めるケースもあると思います。

土地を貸しているオーナーも、解体よりも継続的な地代収入を望む方が多いと思われるので、償却が終わった風力発電による売電収入も期待できます。

これらの要素を考えると、売却金額はかなりリーズナブルだというのが私たちの判断です。

## 「営業利益 1,000 億円」への道筋

次に、第二の指摘である格付けの引き下げについて。

ここ数年、前田道路の完全子会社化やインフラプロジェクトへの投資など、インフラサービス企業への脱皮を図るための投資を進めています。そこに来ての今回の買収ですから、財務の悪化に伴う格付けの引き下げを懸念する気持ちもよく分かります。

この部分については、2月9日に発表したように、社債型種類株式の発行で対応することを検討しています。

今回、発行を検討している社債型種類株とは、普通株と比べて権利などが制限された種類株の一種で、議決権や株式への転換権がない一方、配当は普通株に優先し、発行後おおむね5年間は固定配当、その後は変動配当を得ることができるという株式です。

この種類株については東証プライム市場への上場申請を予定しており、上場すれば、通常の株式のように売買することも可能になります。

社債型種類株式の資本性、すなわち調達した資金をどれだけ資本に組み入れられるのかという部分についても、会計としては調達額の 100%、格付上も 50%は資本に組み入れられるような設計になっています。

社債型種類株式を発行するか、発行するとして、いつどの程度のお金を調達するかはこれからの決定事項ですが、日本風力開発の買収のために増えた負債は、資本性のある資金を調達して置き換えていくことで格付けが下がるリスクをヘッジしていきます。

また、3月21日に、5年もののグリーンCB（転換社債）600億円の発行も発表しました。これも、転換抑制型という設計にしました。具体的には、発行後4年間は、当社株価が発行時の株価である3月21日の終値である1,649.5円に15%のプレミアムを載せた1,897円の150%の2,845円を一定期間上回るまでは転換できず、最後の1年間も（償還直前の3か月間を除き）130%の2,466円を一定期間上回るまでは転換ができないということです。

一般的にCBは資本コストが殆どゼロであるかわりにダイリューションが起きる懸念がありますが、今回はダイリューションが起きる可能性は極めて小さいと考えています。

さらに、第三の指摘である「いつから業績に寄与するのか」という点について。この点についてはいろいろなところでお伝えしていますが、日本風力開発の単体で、2030年度には300億円以上の営業利益を出すことが可能とみています。

これは、同社が開発した風力発電所をすべて保有したという前提の数字。仮に運営している発電所や開発している発電所をファンドなどに売却すれば、日本風力開発の想定営業利益は2024年度以降に年間50億円以上、2030年度には350～400億円の営業利益も可能とみています。

インフロニアは2030年に1,000億円以上の営業利益を稼ぐという目標を掲げています。そのうち半分の500億円はインフラビジネス、その半分は日本風力開発で稼ぎ出すという想定です（残りの250億円はインフラのコンセッションです）。これは、十分に可能な想定です。

しかも、先ほど申し上げた、ファンドから戻ってくる風力発電所の存在もあります。

FIT や FIP の期間が終わった後、売電価格は下がるとみられていますが、一方で事業での使用電力を 100%再エネでまかなう「RE100」を進める企業もさらに増えると思います。

「RE100」を実現すれば投資家からの評価が上がると考えれば、風力発電による電力に環境価値を見出し、高値で購入しようとする企業も出てくるはずです。

こういった将来の環境価値については営業利益 1,000 億円という目標に含めていませんが、この部分での上振れ要素もあると感じています。

## グループ入りで得るシナジー

そして、最後のコンプライアンスについて。

日本風力開発は国会議員に対する贈賄疑惑で前社長が起訴されました。過去には、有価証券報告書等の虚偽記載で処分を受けたこともあります。このように、同社がコンプライアンスに問題を抱えていたというのは厳然たる事実です。

買収に当たって私たちが注力したのは、贈賄を含めた問題が前社長個人によるものなのか、会社ぐるみなのかを見極めることでした。そのために、20 人を超える弁護士を入れて精査しました。その結果、会社ぐるみではないという結論に達したため、買収提案を進めることになりました。

この経営判断に不安は全くありません。

逆に、インフロニアは指名委員会等設置会社で、取締役会の過半数を占める独立取締役によるガバナンス強化に努めています。グループに入ることで更なるガバナンスの向上を図っていきたいと考えています。

こういったシナジーはほかにもあります。

先の贈賄疑惑によって、日本風力開発の信用力が低下しているため、調達金利はインフロニアと比べれば、かなり高いです。私たちはグループ全体でCMS（キャッシュ・マネジメント・システム）を導入していますので、彼らの調達コストは大きく引き下げられます。金利が2%違えば、50億円を借りるのでも利払い負担は1億円の差が出ます。これは大きいですよ。

そうしたことを踏まえれば、双方にとっていい買収案件だったのではないのでしょうか。

インフロニアは「脱請負」という旗印の下、従来の建設業から総合インフラサービス企業へと進化しようとしています。今回の買収によって、その地盤固めができたと自負しています。

こういう話はいくら口で説明しても結果で示さなければ納得してもらえないもの。市場関係者である皆様の不安を完全に払拭するには結果を示すことだと思っています。今後の我々の取り組みを、ぜひ楽しみにしていただければと思います。