

2022.1.18 Q&A SCRIPT (日本語)

MR. IEMURA: ホセさん、今日はフィリピンの 10大財閥についてお話ししたいと思います。10大財閥は、外国人にとって投資会社の入り口のようなものです。財閥はフィリピン経済で大きな力を持っていますし、株式市場でも大きなシェアを持っています。そのため、この10社のほとんどは、フィリピン経済において大きな力を持っています。現在、持ち株会社の価値はかなり低くなっています。このような観点から、10社の持株会社を買うのは良いタイミング、良い機会だということで、プレゼンテーションをお願いしたいと思います。では、始めましょう。

Mr. JOSE: 財閥というのは、コングロマリットのことでしょうか？

MR. IEMURA: ええ、コングロマリットです。そうです。

MR. JOSE: 今朝、実は会議があったんです。メトロ・パシフィックのことを話していたんです。メトロ・パシフィックは今、4ペソを切る価格で取引されています。純資産価値よりもはるかに低く、基本的には有料道路とMayniladをゼロで値付けしているのです。

MR. IEMURA: MPI？

MR. JOSE: はい。もう1つのコングロマリットは、JGサミットです。JGサミットは最も高価なコングロマリットで、その子会社のうち2社が今年は良い経験をする事になりそうです。セブパシフィックは、JGペトロケムの首位に立ち続ける可能性が高いです。ということで、前回の会議での結論は、メトロパシフィックとGTCAPに決定しました。ここで正常化すれば、自動車販売も回復すると考えています。実際、12月の11月の自動車販売台数はすでに回復を見せていますし、金融機関業界も回復が見込まれ、すでにメトロバンクの株価にも反映されています。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語会話

MR. IEMURA: ホセさん、この表の見方はどうですか？ 今期の予想は何%届いているか？

MS. MARGA: これは、以前、イアンが見せてくれたものです。これは、まず収益スコアボードを示す表で、2列目が2019年の収益です。3 列目は 2020 年の 9 カ月分です。そして4番目は2021年です。もう終わったので、2021年

のアニニュアルレポートがまだ入っていません。ですから、年度見込みのパーセンテージながら、9ヶ月の変化です。これはもう1年分の話ですね。ですから、9ヶ月であれば、少なくとも我々の研究者の予想の75%に達するはずなので、それがグリーンと呼ばれる理由です。グリーンは、75%の予測値を上回っていることを意味し、赤は下回っていることを意味します。

MR. IEMURA: マイナス38.8%というのは、どういう意味ですか？ JGSについて？

MS. MARGA: 2021年3月期の9ヶ月間の収益がマイナスということですね。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語会話

MR. IEMURA: ホセさん、まずMPIについて質問させてください。実は私はこの会社が好きなんです。これは、基本的に公共交通から収益を得るという、非常に安定したビジネスモデルだと思うんです。フィリピンのCOVIDの状況は緩和されつつあり、もうロックダウンされることはないだろうというのが私の感触です。しかし、それでも、なぜMPIの収入は2020年からマイナス29%なのでしょう？ MPIの収入はもっと大きくなるはずです。MPIに何が起きているのでしょうか？

MS. MARGA: ヘルスケア、病院、ロジスティクス電力があります。また、ベトナムやインドネシアで料金所も持っています。また、インドネシアでは水事業とエネルギー事業も行っています。

MR. IEMURA: そうですね、でも、一番大きいのは、高速道路のビジネスですよね？

MR. JOSE: はい。

MR. IEMURA: MPIの収入や所得は何パーセントですか？ 道路の有料道路事業からの収入がほとんどですか？

MS. MARGA: はい。

MR. JOSE メトロ・パシフィック・トールウェイ・コーポレーションの収入の3分の1くらいです。水道の最終的な数字はわかりませんが、高速道路はその通りです。メラルコやPLDTのように、過半数を所有しているわけではないので、統合されることはありません。

MR. IEMURA:なるほど。つまり、彼らのパフォーマンスは、2019年の時点でも、まだ大手の後塵を拝しているわけです。しかし、コロナの規制がなくなれば、彼らの収入は回復するはずですよ？

MR. JOSE:ええ、私は実際に増収を見ているのです。彼らの収入は実際に増加しました。メトロ・パシフィックのコア利益は前年比プラスで、トールウェイは昨年赤字でしたから、トールウェイは好転したのです。つまり、黒字ではないのです。メイニラッドは大体1桁前後の減少を記録しています。まあまあでしょう。しかし、Metro Pacificの最大のカタリストは、MayniladがいつIPOするかということだと思います。マニラで新聞を読まれているかどうかわかりませんが。水道事業は法律でIPOが義務付けられており、来年3月に水道料金の改定を行う予定ですが、その直後にIPOを行い、議会の要求事項を満たすことになります。そうすれば、現在、私たちの分析意見ではゼロであるメイニラッドの価値も、トールウェイと一緒に解放されるでしょうし、メイニラッドのトールウェイがいつか上場すれば、メトロパシフィック社の株価も上がるはずです。しかし、問題はメイニラッドのIPOが今年ではなく来年になることです。しかし、それでもネスが大量に割安であることを示しています。

MR. IEMURA: なるほど、巨大な割安感。ああ、目標株価はあるのですか？

MR. JOSE:私たちが保持する目標株価は、少し前にこのスライドを持っていたのですが、友人のために1枚だけスライドを用意しました。そうですか。

MR. IEMURA: MPIも、今、すごく安いんですね。

MR. JOSE: これが、今日お話した箇条書きです。これは、メトロ・パシフィックのスライドです。メイニラッドのレートリベースは3月22日に行われます。もちろん、プロジェクションを行う際には、投資家がプロジェクションや予測を行うために、すでにある程度の固定レートが必要です。IPOが実現すれば、先ほど申し上げたように、メイニラッドの価値が明らかになり、MPIが経験しているディスカウントが解消されるでしょう。MPIの収益に大きく貢献している2

つの会社は両方とも上場しておらず、それが有料道路とメイニラッドです。来年は、メイニラッドが最初に上場する予定です。

MR. IEMURA: 来年というのは、2023年ということですか？

MR. JOSE: 2023年、現在の市場価格である約4ペソを基準にすると、メトロパシフィック社は実に60%のディスカウントで取引されていることになります。

MR. IEMURA: 6割引きですか？

MR. JOSE: これは基本的に上場企業の価格だけで、メイニラッドと有料道路事業はゼロと見積もっています。ですから、すでに割安で取引されているのです。視点を変えて、MPIがメラルコだけで46株の株式を保有していることは、メラルコだけに対してメトロパシフィックがすでに安いとして、MPIの現在の時価総額の146%に相当します。最悪の場合、メイニラッドは無価値になる等と仮定すると現在の市場価格は7.58になるはずです。

MR. IEMURA: 7.58...わかりました。

MR. JOSE: はい、アナリストの実際の予測は、1株あたり8.66ペソです。

MR. IEMURA: ABキャピタルのアナリストですか？

MR. JOSE: 現地のアナリストです。コンセンサスがないんです。必要ならコンセンサスを取ってきてMargaに渡しますよ。そうですか、でもMetro Pacificはアナリストからあまり注目されていないようですね。そのため、MPIがこのようなディスカウント価格で取引されているのは、誰もそのことを話題にしないからです。MPIについて話すよりも、むしろ上場している子会社、例えばメラルコが割安に見えるとか、そういうことについて話すべきだと思います。

MR. IEMURA: わかりました、ありがとうございます。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語会話

MR. IEMURA: JGサミットの件ですが、セブパシフィック航空と全ての代理店販売事業の話がありましたね。実は、セブ・パシフィックの業績が今、本当に厳しい、深刻な状況であることは理解しています。しかし、JGSの主要なビジネスとは何でしょうか？ JGSには、アルコール製造業があると思います。

MR. JOSE: はい、基本的にはセブ・パシフィック、JGペトロケムです。ユニバーサル・ロビナです。

MR. IEMURA: ユニバーサル・ロビナですね。

MR. JOSE: 一番大きいのはユニバーサルランドですね。Robinsons land

MR. IEMURA: そうですね。そうですね。

MR. JOSE: 私が知っているのはこの4社ですが、赤字が出ているのは主にセブエアーからです。

MR. IEMURA: どうなのでしょう？

MR. JOSE: JGサミットについて、私の同僚からもらった表があります。JGサミットは今一番パフォーマンスの良い銘柄です。そしてこれが、JGサミットが年明けに上昇した理由です。なぜなら、2022年の業績予想を見てください。ほぼ3倍になっているんです。しかし、これは2022年に予測される50億ペソから160億ペソという低いベースからきているからだと考えなければなりません。しかし、本当のテストは、パンデミック前の310億の水準に戻るべきであり、収益の大幅な増加を織り込んでいます。今、収益が3倍になったとしても、JGサミットの評価を他のコングロマリットと比較してみると、逆さまになっています。次に高いのはSM Ayala Corp.です。AEV、MPIIは真ん中くらいで、その次がGT Cap DMC、Alliance Global、一番安いのがLTGで、コングロマリットの中ではJGは高いです。

MR. IEMURA: 60ペソですね、今のところ60ペソです。

MR. JOSE: はい、しかしPEでは27と見ています。JGは27前後です。

MR. IEMURA: 2022年？

MR. JOSE: 2022年JGのPEは27ぐらいです。他と比較するのであれば、JGの過去の平均値を見るのが良いかと思います。調べてみます。今お渡しできるようでしたら。

MR.IEMURA:JGSの60ペソという価格は、すでにオーバーバリューだと思うのですが、いかがでしょうか？

MR.JOSE: 同業他社と比較するのであれば、そうですね、JGS自身の過去の平均値を見なければならないと思います。少しお時間を頂ければと思います。マーゴが先に行ってくれるかもしれません。

MR.IEMURA:では、今日現在で評価されているディスカウントストックはどれか、ピックアップしてください。この点から、他の会社の説明もお願いします。

MS. MARGA : 菅野 Jovis卿が示した表の中で評価されているのは、LTGです。P EレシオではDMCが最も低く、DMCも低い部類に入ります。

MR. IEMURA: DMC？

MS. MARGA: そうです。

MR. IEMURA:わかりました

MS. MARGA: そしてGTキャップ。

MR. IEMURA:わかりました。そうですね。LTGの話は、PNBとフィリピン航空に関連しています。だから、かなりセンシティブな話なんです。しかし、フィリピン航空のチャプター11の進捗状況や、LTDグループ自体への影響や効果について、何か新しい進展はありますか？

MS. MARGA: 先週から、フィリピン航空はチャプター11を終了しています。

MR. IEMURA: 終わったんですか？

MS. MARGA: そうです。そして、Ian が言ったように、その価格もすでに織り込み済みです。前回のLTGのプレゼンテーションでIanが述べたように、親会社によって織り込み済みです。

MR. IEMURA: では、LTGはすでにフィリピンの航空会社からの損失を含んでいるのですか？

MS. MARGA: はい。

MR. IEMURA: 損失は含まれているのですか？

MS. MARGA: はい、含まれています。

MR. JOSE: JGサミットの典型的なPEは、パンデミックが起きた場合、おそらく22倍から27倍の価格になると思います。セブの好転次第ですが、アナリストは27倍でセブの損失を予測していると思います。しかし、もし事態が急速に改善し、第3四半期か第4四半期までにパンデミック前の水準に戻るようなことがあれば、それはそれでいいのです。私の考えでは、セブの足を引っ張っているのはPNBです。PNBは、不良資産の面でもひどい。PNBがLTGの足を引っ張ったのは、昨年第3四半期だったか、彼らが転機を発表したときでした。昨年第3四半期だったと思いますが、PNBが決算を発表したとき、私たちはPNBの膨大な不良債権に驚きました。ほとんどの銀行が不良債権を予想を下回って報告しましたが、これは資産の質が良くなったことを意味し、アナリストはパンデミックのために資産の質が悪くなることを織り込んでいました。一方、PNB は、予想をはるかに上回る不良債権を計上しました。そのため、第3四半期に巨額の損失を出す引当金を計上しなければならなかったのですが、PNBは開示しなかったため、投資家から罰せられました。今、私はアナリストにヒントというかガイダンスを与えました。そして、魅力的な配当を宣言し、面目を保とうとしたのです。しかし、今のところ、株価はあまり回復していません。

MR. IEMURA: なるほど、なるほど。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語での会話

MR. IEMURA: ホセさん、LTGについてお聞きしたいのですが、LTGの決算には、セブパシフィックからの損失とPNBからの損失がすでに含まれていますね。

ということは、今後、PNBやフィリピン航空からの損失が増える可能性はあるのでしょうか？

MR. JOSE: フィリピン航空に関しては、航空業界としてはイエスと言うべきでしょう。しかし、銀行ビジネスに関しては、高いレベルの不良債権は、これ以上悪化しないという意味で、改善する可能性があると思います。経済が好転し、ビジネスが軌道に乗り、人々がローンを払えるようになれば、PNBのような不良債権引当金の高いところは、今年中に元に戻る可能性が高いと思います。そうなれば、2022年に向けて増益になるような錯覚に陥りますが、PNBもその一つでしょう。そのようなことを考えると、不良債権は悪化するどころか、むしろ良くなっていくしかないのです。LTGは2022年に向けてより良い収益を報告するはずです。

MR. IEMURA: ああ、2022年ですか、そうですか。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語での会話

MR. IEMURA: しかし、DMCの株価はまだ過小評価されている。なぜこのようなことが起こるのか？

MR. JOSE: 割安かどうかはわかりません、確認させてください。

MS. MARGA: 前述のように、先生、コングロマリットの中で、あなたはそれが最も低いものの一つであることを示しました。

可能です。

Mr. JOSE: ええ、ではなぜでしょうか？おそらく、今の主な収入源はSemiraraから来ているからです。株価は上がりたいと思っています。しかし、石炭価格がいつまで上昇し続けるかは本当にわかりません。私たちは、この冬の

シーズンに石炭価格がピークを迎えると予想していた。そして、この第1四半期あたりがピークになると思います。その後、誰もが石炭から離れ、自然エネルギーに移行していくので、高い石炭価格の持続可能性には疑問があります。それくらいしか思いつきません。もし、メイニラッドがIPOしたら考えると、DMCもMERウォーターとともにメイニラッドの一部を所有していることになりますね。

MR. IEMURA: DMCも持っているんですか？

MR. JOSE: はい、彼らはそれを所有しています。

MR. IEMURA:わかりました。

MS. MARGA: 彼らはMayniladの20%を所有していました。

MR. IEMURA: DMCの目標株価はありますか？

MR. JOSE: 目標価格は、私が確認します。

MR. IEMURA: 現在8.50ペソですが、アナリストの目標株価が知りたいのですが。

MR. JOSE:どうぞどうぞ。Margaは探していませんでした。

MS. MARGA:もちろんです。あの、DMCは歴史的に寛大な配当も行っていることもお伝えしたいです。ご覧のように、2021年には特別配当で12%という高配当を出しましたが、これはセミラの石炭価格の上昇に伴う10月頃のことです。ですから、今年の2022年の2月か3月には、DMCは5%程度の配当をしてくれるだろうと予測しています。

MS. MARGA: では、DMCの目標株価は決まっているのでしょうか？

Mr. JOSE: DMCのフェアバリューは？12ヶ月のターゲットは8.89です。

MR. IEMURA: ああ、8.89ですか。現在 8.50 ですので、それほど大きくはないです。

MR. JOSE: 少し上値が重い

MR. IEMURA: そうです。ちょっとだけ上向きです。ああ、なるほど。なるほどね。そうですか。

MR. JOSE: すみません、私はこちらで離席させていただきます。

MR. IEMURA: ありがとうございました。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語の会話

MR. IEMURA: マルガさん、他に視聴者の皆さんにお見せしたいことはありますか？

MS.MARGA: 私たちはいつも電力セクターについて触れていますが、AEVも好きです。

MR. IEMURA: AEV はすでに過大評価されていますよね？

MS.MARGA: 過大評価されています。しかし、この 2022 年のテーマは電力です。

MR. IEMURA: : 動きって何ですか？

MS. MARGA: 電力株で、値動きが出ています。そうです。そうです。AEVとACENを比較すると、PERは50倍です。AEVは12倍程度に過ぎません。AEVとAPの現在の値動きから、この値動きの大きさがわかると思います。

MR. IEMURA: よし、いいですね。よし、よし。AEV の目標株価はありますか？

MS.MARGA:別の資料で確認しなければなりませんが、現在この資料を見ているところです。

MR. IEMURA:わかりました。そうですね。

MR. IEMURA AND MR MATSUSHITA: 日本語で会話する

MR. IEMURA: では、サンミゲル社、SM社、アヤラ社 の株価の状況はどうなのでしょう？

MS. MARGA: SMCやサンミゲルの場合。ラモン・アン氏が彼の会社で何をやっているかに影響されるので、通常、アナリストは触れません。だから、San Miguelがどうなっているかを評価するのは難しいんです。

MR. IEMURA: なぜ評価しにくいのですか？

MS.MARGA: 通常、San Miguelは、彼らが外国為替に大きく依存しています。

MR. IEMURA: FX 外国為替/

MS. MARGA: はい。

MR. IEMURA: サンミゲル社のビジネスは、基本的に国内のビール販売とインフラ整備とか、そういうものです。これが彼らの収入ですか？

MS. MARGA: はい。また、ペトロロンも持っています。

MR. IEMURA: ああ、ペトロロンね。

MS.MARGA: はい

MR. IEMURA: 彼らは石油を輸入しているのですか？

MS.MARGA: そうです。彼らは食品と飲料のFBを持っています

MR. IEMURA: Sea refinery ?

MS.MARGA: はい、そうです。だから、彼らは、石油、燃料、エネルギー、セメント、インフラストラクチャと不動産である。そうです。SMCは多かれ少なかれ、すべてに手を出しています。

MR. IEMURA: あ、あ、だから評価しにくいんですか？ そうなんです。そうですね。で、これはどうなんでしょう？ 今のところアンダーバリュー？ フェアバリュー？

MS.MARGA: 私たちのリサーチでは、DO NOT TOUCH SMCはありません。ですから、現在SMCの評価はありません。政府はPetronを買い戻したいと考えています。

MR. IEMURA: それは、サン・ミゲルから株を買い戻すということですか？

MS. MARGA: そうです、ペترونです。

MR. IEMURA: San miguelから買い戻す？

MS. MARGA: そうです、ペترونの所有権です。そして、ラモン・アンは「はい、どうぞ」と言い、政府は「これがペترونの価値です」と返事をしました。それで、サンミゲル社との間で、そのような事例があるのです。

MR. IEMURA: わかりました。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語の会話

MR. IEMURA: アヤラコーポレーションについてどう思われますか？アンダーバリューなのかオーバーバリューなのか、それともフェアバリューなのか。

MS/. MARGA: アヤラコーポレーションは、現時点ではフェアバリューですが、パンデミック前の水準を下回っている、まだ上昇する可能性があります。アヤラコーポレーションは、アヤラランドは不動産、BPIIは金融機関、グローブは通信、マニラウォーターは水、IMIはテクノロジー、ACEエネルギー、ロジスティクス、ACEXと、多くの企業を傘下に置いており、多くの銘柄を保有しています。現在、ACEの主要なドライバーは、水事業や通信事業など、ディフェンシブな銘柄です。

MR. IEMURA: なるほど。

MR. IEMURA AND MR MATSUSHITA: 日本語で会話する

MR. IEMURA: マルガさん、メディックについていくつかお聞きしたいことがあります。メディックは IPO で 50%以下になったわけですが、メディックの現状と、何か最新の財務予測とかがあるのでしょうか？

MS. MARGA: メディックについては、私どもの会長であるアントン氏からも質問がありましたので、彼が答えたのと同じ答えをさせていただきます。ABキャピタルのような証券会社は、今のところ、自分たちの行動がどうなるのかわからない。イアンは、メディックの価格が下落した理由についても言及している。まず、メディックの上場に際して、引受証券会社からのサポートがなかったということです。

MR. IEMURA: では、メディックの引受人は誰だったのでしょうか？

MS. MARGA: 引受人は PNB です。

MR. IEMURA: ああ、PNB ですね。そうですか。

MS. MARGA: 昨年最も優れた IPO の 1 つであった SPNEC のように、引受会社のサポートがあるものもないものがあります。SPNECは昨年最高のIPOの1つでしたが、彼らもまたサポートを受けていました。メディックはサポートがない状況でしたが、引受会社のサポートはありました がIPO価格を下回ったとき。2つ目の理由は、IPOの際、2つの資金調達を行わなければならないと述べたことです。1つ目は会社のため、2つ目はオーナーのためです。2回目の増資は、IPOで得た金額の25%程度です。つまり、その資金はオーナーの懐に入ったということです。

MR. IEMURA: 25% IPOで新しいお金ってどういうことですか？ 資金には2種類あります。1つは新しいお金で、もう1つは元の所有者に戻ってくるお金ですね？

MS. MARGA: はい、そのとおりです。前回、私たちがプレゼンテーションを行った際にも、2種類の資金調達が行われたことが紹介されましたが、1つは会社のための資金、つまり1つ目の資金です。もうひとつはオーナー向けです。では、IPOの際も同じように行ったのですか？

MR. IEMURA: 新しい資金についてはどうでしょうか？ 市場から新しい資金を調達したのですか？

MS. MARGA: そうです。すべてIPOで調達したのですか？ その資金の一部は
オーナー

MR. IEMURA: ビラール家ですか？

MS. MARGA: Villar家ではなく、Virgilio Villarという兄の方です。

MR. IEMURA: わかりました、ABキャピタルもメディックについてPSEiに何が起きているのか聞いていますね？

マルガ: はい、私たちもPSEからの発表を待っているところです。もし、今後のIPOの規制を変更するのであれば、あるいは、メディックについても、この件について何かするつもりなのであれば

Mr. IEMURA: メディック ああ、メディックには、財務上の予測のための公式発表を行い、何かアクションを起こす義務があるのですね。

MS.MARGA: そうですね、全銘柄、全上場企業のようなものです。四半期報告書を開示しなければならないのです。ですから、おそらく今年の2月に何か発表があるはずです。

MR. IEMURA: 2月ですか？

MS. MARGA: そうです、2月から3月にかけて、2021年の報告書です。

MR. IEMURA: なるほど、なるほど。Villar family はこの IPO Villar family について何か言っていますね。

MS.MARGA: 私の知る限りではありません。彼らからは何も語られていません。

MR. IEMURA :わかりました。市場シェアや競合他社の強みなど、実際のビジネスの状況についてどう思われますか。実際のビジネスの側面について、どう思われますか？

MS. MARGA: そうですね、メディックでのプレゼンテーションでもお話したとおりです。COVIDがすでに減少しているため、現時点では、医療用品は2020年と2021年のように政府にとって前面に出てこないかもしれませんので、彼らの機器が現時点でどれだけ必要とされているかは分かりませんでした。

MR. IEMURA: そうですね。

MR. IEMURA AND MR. MATSUSHITA: 日本語での会話

MR. IEMURA: ありがとうございます。では、マーケット・ウィークリー・マーケット・ラップアップについて手短に説明していただけますか？