



ソフトバンクグループ株式会社

2020年3月期 第2四半期 決算発表

2019年11月6日

決算説明会

孫：孫でございます。よろしくお願いいたします。

今回の決算発表、ぼろぼろです。真っ赤っ赤の大赤字で四半期の決算で、これだけの赤字を出したのは創業以来ではないかと思えます。

まさに台風、大嵐のような状況です。特にこの2カ月間ぐらい、ソフトバンクグループ株式会社（SBG）は倒産するのではないかと思われた方もいらっしゃると思います。ソフトバンク・ビジョン・ファンド（SVF）が大赤字で、Uberも上場以来株価が下がり、WeWorkも倒産するかもしれない。SBGはその泥沼に足を入れ、強気の戦略、投資戦略は全て失敗であると、あらゆる報道がなされております。ある面では正しいのだらうと思えますし、市場はそのように見ているということです。



要約すると大幅減益と、WeWork問題の二つです。このことでSBGの株価も大きく痛んでおりますし、CDS（クレジット・デフォルト・スワップ）もリスクを想定し大変に上がっています。今日は言い訳抜きで状況、事実を解説したいと思います。

連結業績

(億円)

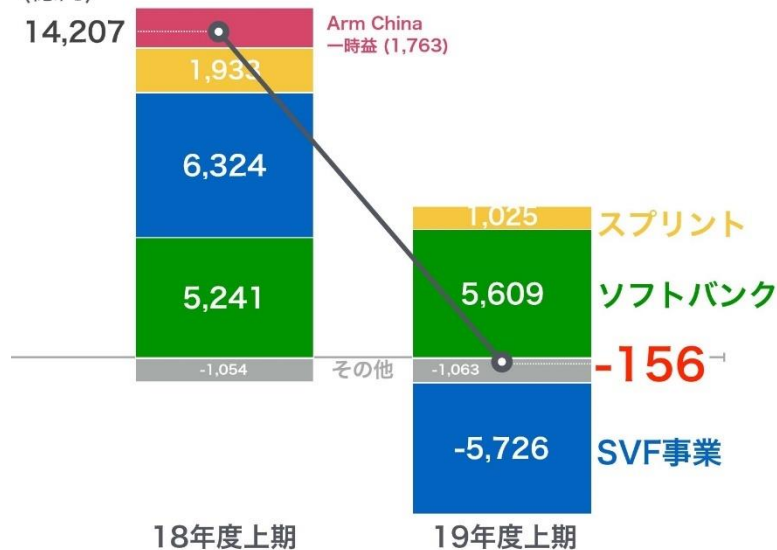
	18年度上期	19年度上期	増減額	増減率
売上高	46,539	46,517	-22	-0%
営業利益	14,207	-156	-14,363	-
当期純利益	8,401	4,216	-4,185	-50%

当期純利益：親会社の所有者に帰属する純利益

6

営業利益

(億円)



Arm China 一時益：2018年6月26日にArmはArm China の持分の51%を複数の機関投資家等へ売却。この結果、Arm China は当社の子会社に該当しないこととなったため、当社は子会社の支配喪失に伴う利益を計上。
 その他 = Arm + プライスター + 「その他」 + 調整額
 SVF事業：ソフトバンク・ビジョン・ファンドおよびデルタ・ファンド事業

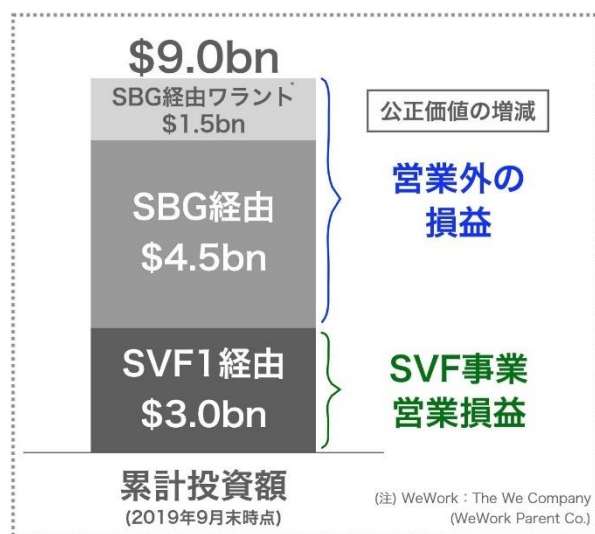
8

営業利益は去年の上期、黒字のけん引役でありましたSVFが真っ逆さまに落ちて、去年の営業利益と同等額が営業赤字で計上しました。他の事業は順調に進んでいますが、当期の純利益も半減しています。

WeWorkの影響

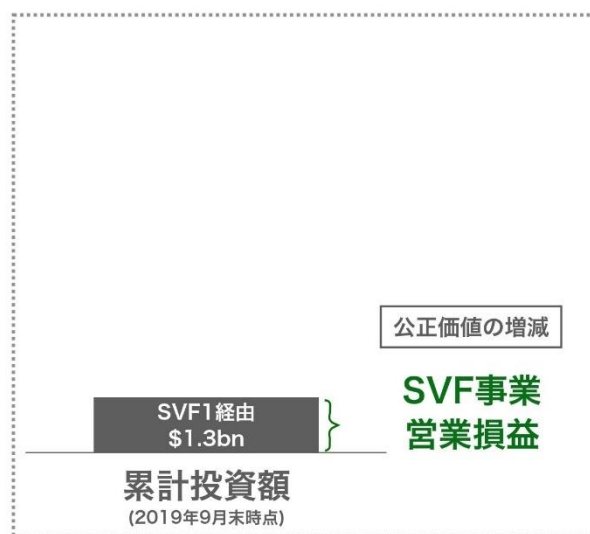
wework

WeWork



* 2020年4月に優先株式に自動的に転換されるワラントの契約時の公正価値 (2019年9月末時点) で未実行のコミットメント)
\$3.0B : 取得原価 (SBG連結ベース)

WeWork JV 3社



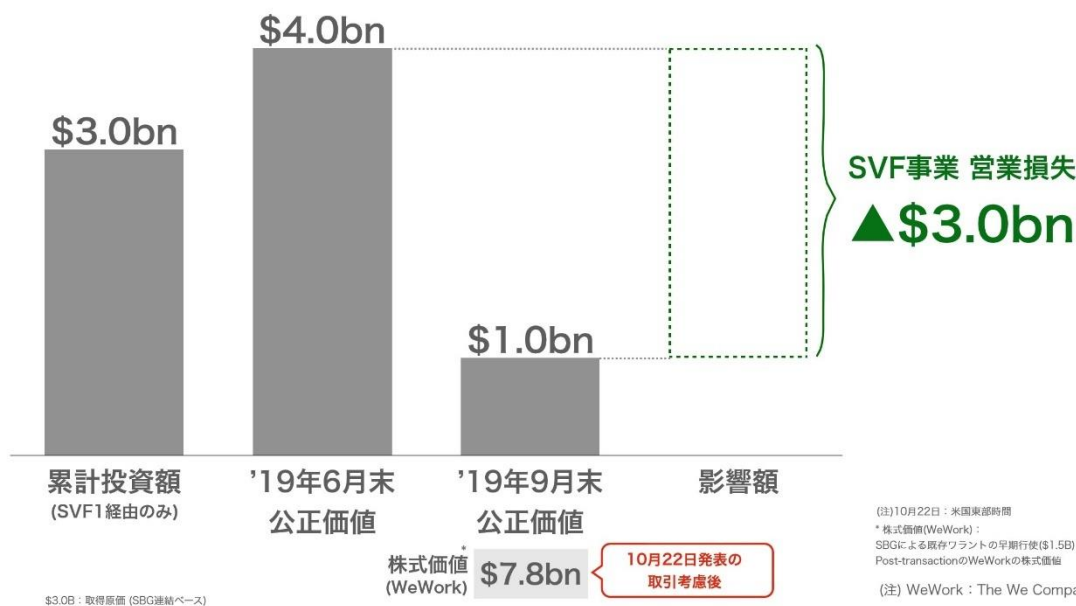
13

その中で特に大きいのは WeWork の影響です。WeWork には SVF から 3 ビリオンドル、約 3,000 億円の投資を行いました。さらに、SBG から追加で 4.5 ビリオンドルの投資が既に行われています。また、来年 4 月に 1.5 ビリオンドルを投資する約束が契約上なされており、これに対するワラントの調達という形になっています。これらの公正価値の増減が営業外の損益として影響を与えるということです。

また、WeWork Japan、WeWork Asia、WeWork China の三つに SVF としてジョイントベンチャー投資を行っています。これも全て影響を受けます。

WeWorkの影響 (SVF1保有分)

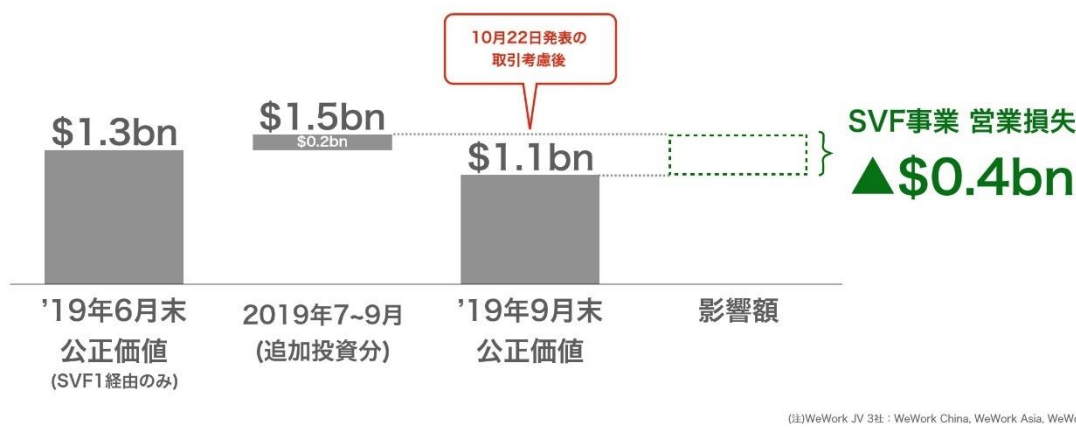
wework



WeWorkは、もともとSVFから3ビリオンドル投資していましたが、今年6月末の公正価値として4ビリオンドルに上げていましたが、今回1ビリオンドルとなりましたので、約3ビリオンドルの損失をSVFとして営業利益にマイナス計上します。

WeWork JV3社の影響 (SVF1保有分)

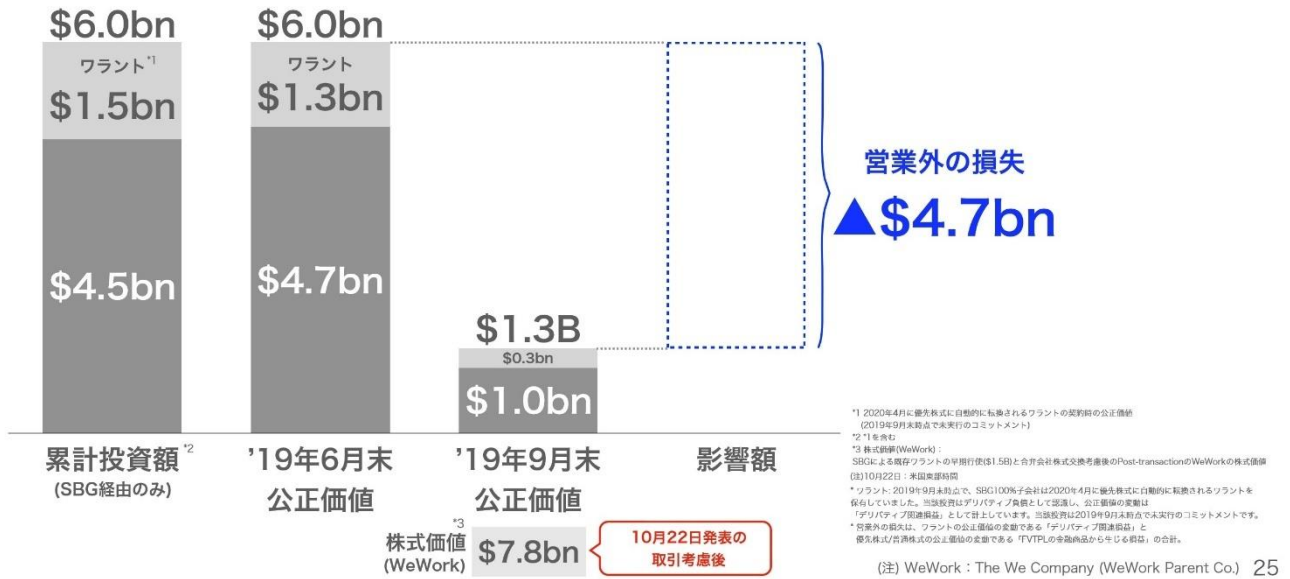
wework



そして、ジョイントベンチャーの影響ですが、6月末の公正価値が1.3ビリオンドル、さらに0.2ビリオンドルの追加投資分が行われ、今回の公正価値は1.1ビリオンドル。これは本体株式に組み替えられ、本体株式の価値に転換されます。その分のマイナスが約0.4ビリオンドル。

WeWorkの影響 (SBG保有分)

wework



さらに SBG から投資した 4.5 ビリオンドルと 1.5 ビリオンドルのワラントがあります。今回、4.7 ビリオンドルの評価損を SBG で営業外損失を計上しました。

WeWork 問題が与えた SVF への成績の影響、そして SBG に対する影響は非常に大きなものでありました。これは私自身の投資判断がいろいろな意味でまずかったと大いに反省しています。

2つの事実

株主価値
1.4兆円増

SVF1 累計投資成果
1.2兆円増

27

一方、併せて二つの事実があります。一つは株主価値で、赤字を計上した3カ月間でSBGの株主価値は1.4兆円増えています。またもう一つは、SVFは大赤字で価値が半減しているのではないかという市場の見方・うわさに対し、実はSVFにおける投資は累計で1.2兆円の利益を出していることです。

従って、半減ではなく、むしろ増えているということ。多くの人から見れば、いくら私が説明をしても違うと心情的に思う数字だろうと思います。でも、この二つは事実です。

2つの事実

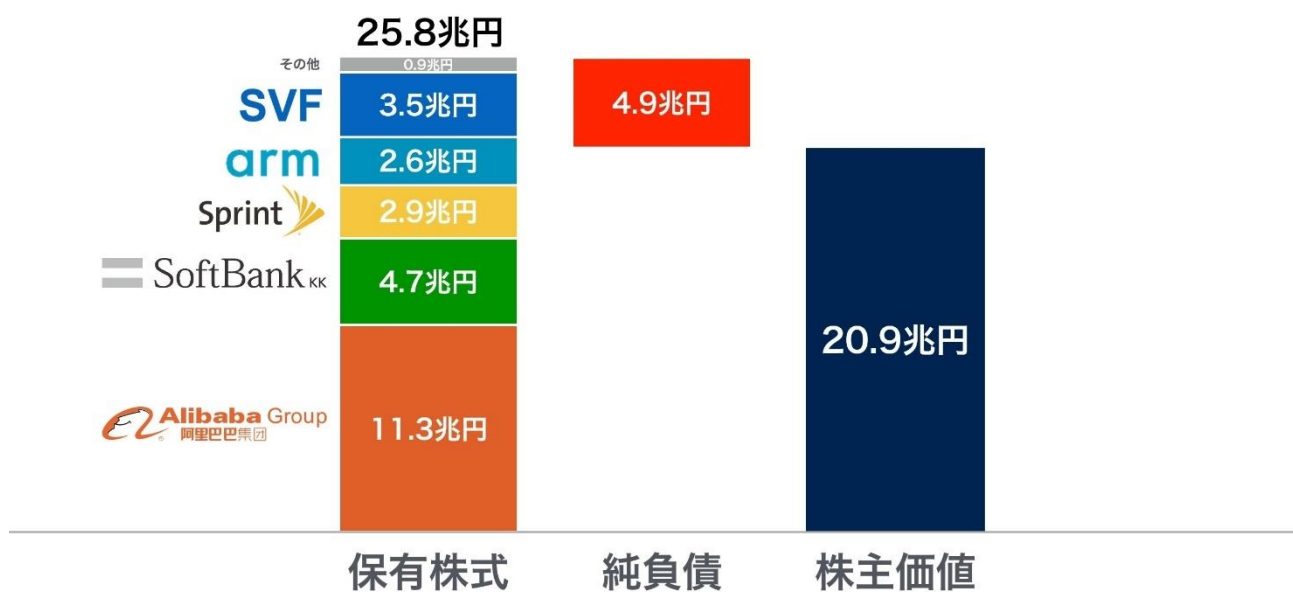
株主価値
1.4兆円増

SVF1 累計投資成果
1.2兆円増

28

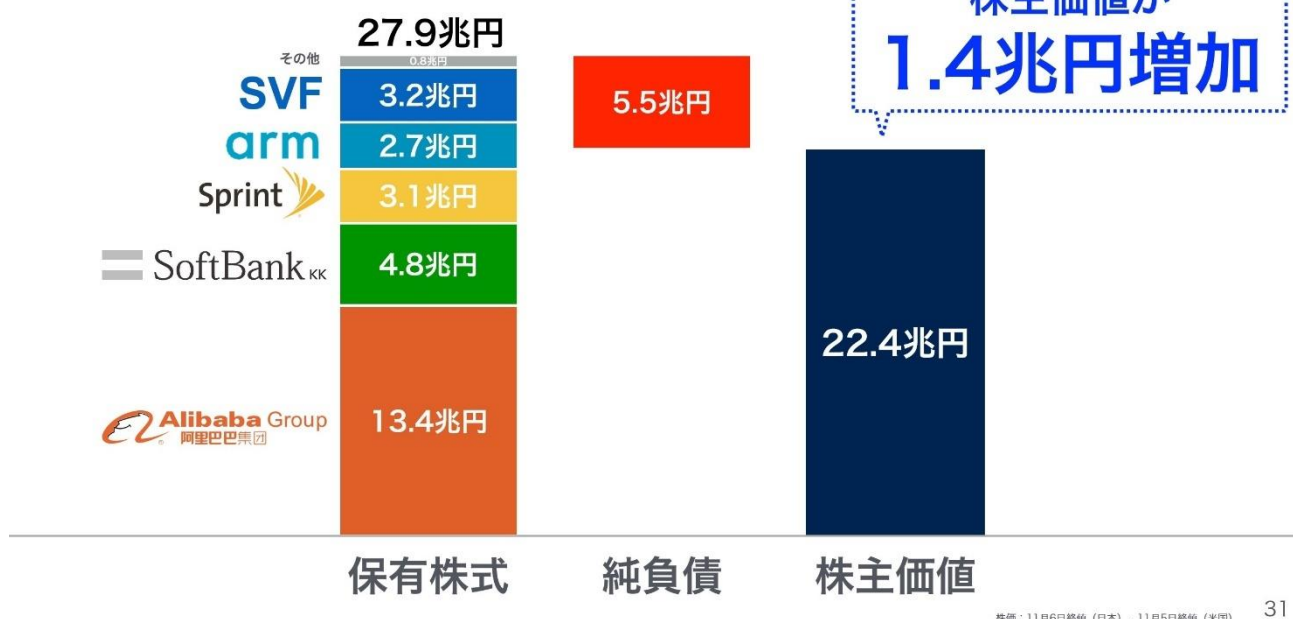
今まで何回もこの決算発表の場で、会計上の利益よりも株主価値が、投資会社として生まれ変わったSBGにとって、より適正で重要な物差しだということを申し上げてきました。

SOTP (前回発表時点)

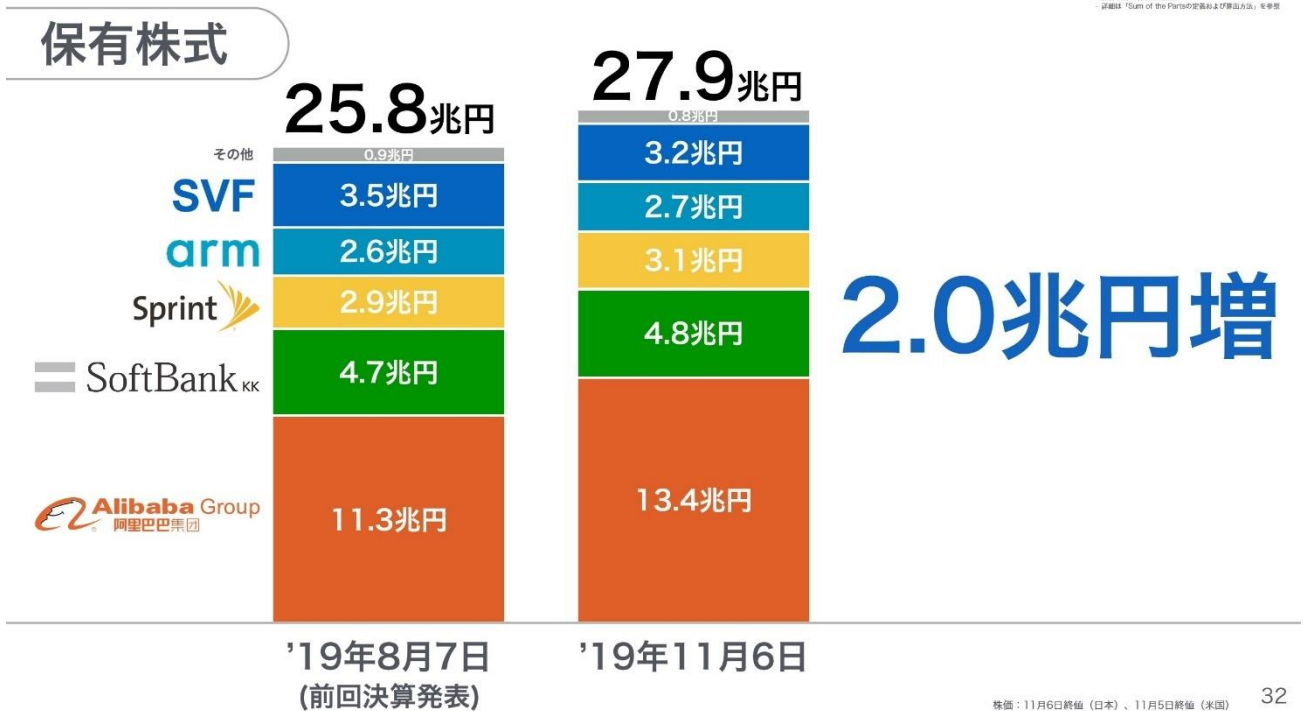


前回の発表時点では、25.8兆円の保有株式に対して、SBGが責務を負っている純負債が4.9兆円で、それを差し引いた株主の価値は20.9兆円と申し上げました。

SOTP (今回発表)



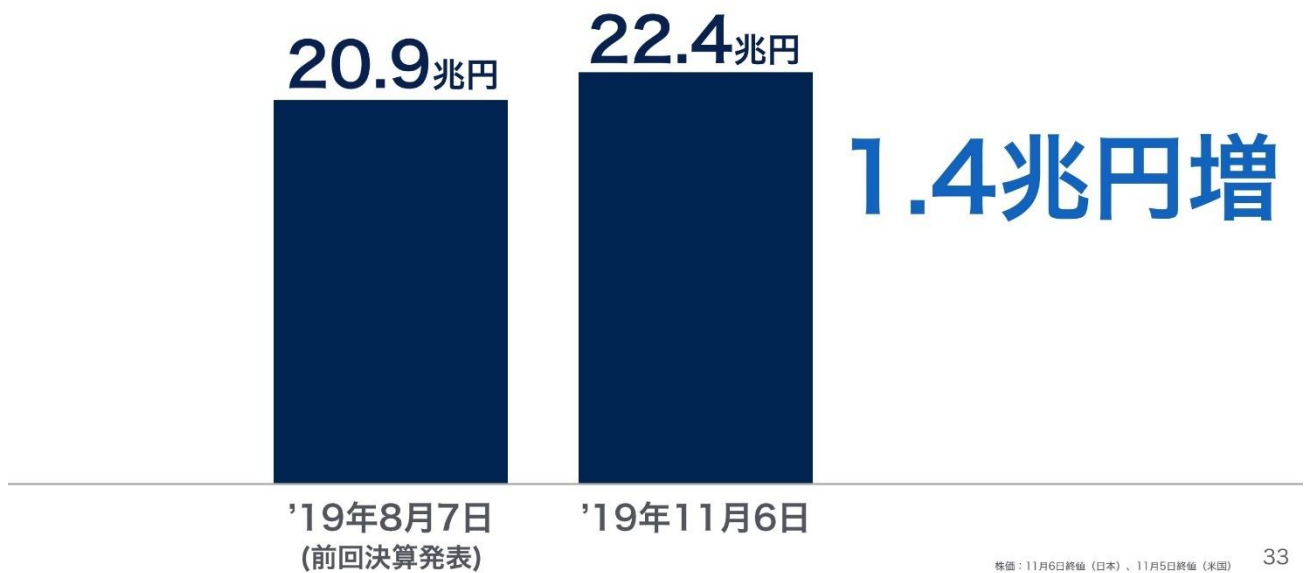
今回は保有株式 25.8 兆円が 27.9 兆円に増え、株主価値は 1.4 兆円増え 22.4 兆円になっております。つまり、SBG の株主の価値は、史上最大の赤字を出した 3 カ月で、1.4 兆円増えて、史上最大の価値になっています。



今回と前回の発表では、アリババが約 2 兆円増えています。他も若干増えたり減ったりしていますが、一番大きいのはアリババです。SVF の中で SBG の持分は 3.5 兆円から 3.2 兆円に減りましたが、つまり、0.3 兆円減って、2 兆円 Alibaba 株が増えた。SVF が与えている影響は全体価値の 1% ちょっと、保有株式の中の 1% を少し上回る程度価値に変動の影響を与えただけで、むしろ大きい影響はアリババの保有株式だということです。

株主価値

～ 保有株式 - 保有株式価値
～ 詳細は「Sum of the Parts」を参照してください。～



33

従って、純有利子負債を差し引いた株主価値は 1.4 兆円増えています。こういう説明をすると、また孫がいいところ取りをして適当に言っているなど批判されますが、これは事実です。

2つの事実

株主価値
1.4兆円増

SVF1 累計投資成果
1.2兆円増

34

2点目はSVFです。Uber、Slackが上場した後も下がっていて、WeWorkも大失敗ではないか。その結果、SVFは価値が半減して大赤字という見方に対しての事実です。

SVF1 累計投資成果 (2019年9月末)

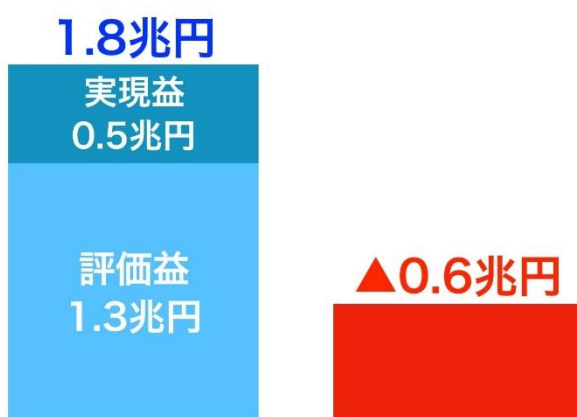


価値増
(37社)

累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA、Flipkart、Guardant Healthの一部を含む)、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益 35
投資利益：ヘッジ影響考慮後 税金・控除費用考慮前、1ドル=107.92円で換算

SVF1 は2年ちょっとで約1.8兆円価値が増加。その中の1.3兆円が評価益です。また、評価益をいくら出しても株を売らなければ、つまり現金を手にしなければ架空の価値とおっしゃる方がいますが、実現益が約5,000億円です。

SVF1 累計投資成果 (2019年9月末)



価値増
(37社)

評価減
(22社)

累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA、Flipkart、Guardant Healthの一部を含む)、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益 36
投資利益：ヘッジ影響考慮後 税金・控除費用考慮前、1ドル=107.92円で換算

また、評価減が 6,000 億円のマイナスで、実現益が 5,000 億の黒字です。また、評価益は 1.3 兆円。合計 1.8 兆円の価値増大、そして 0.6 兆円の価値の毀損が起きた。金額的にいえば 3 勝 1 敗です。

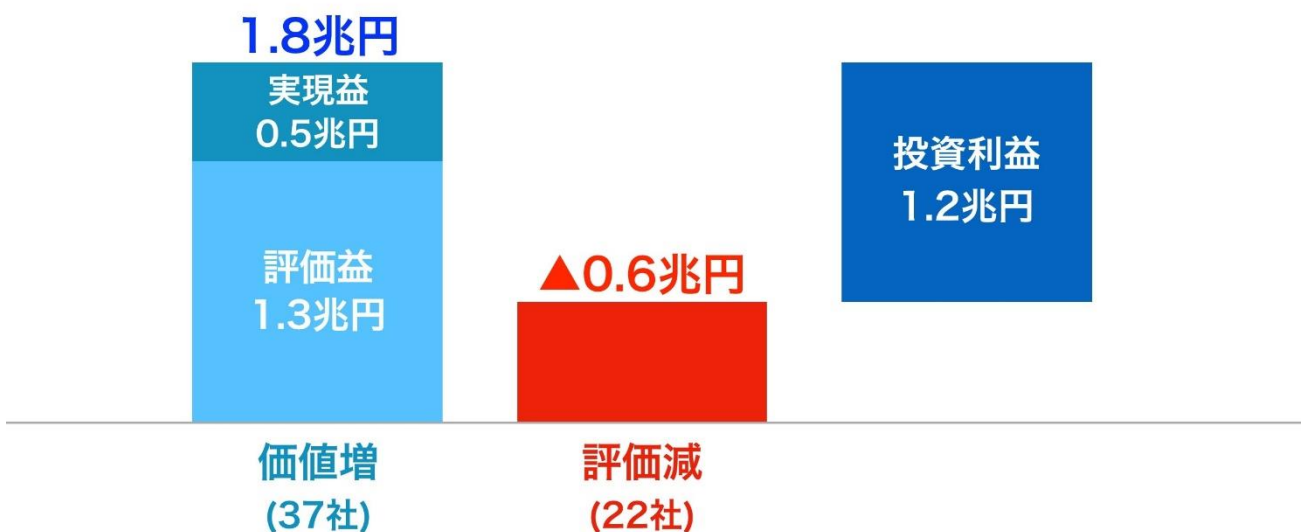
価値を増大させたのが、約 90 社の中で 37 社、価値を減らしたのが 22 社。社数では 3 対 2、金額では 3 対 1 で、むしろ価値が増えているほうが大きいということです。

もちろん中には、犬の散歩の会社に高い価値を払った、ばかじゃないかという評価もいただいております。大いに反省する点はありますが、実は Slack は、上場してから株価は下がっていますが、投資金額から見ると大いに上がっています。Uber も上場してから価値は下がっていますが、投資したときの価格に比べるとほとんど変わらないレベルです。

一切合切を含めての評価損が約 6,000 億円で、評価益、そして実現益の合計が 1.8 兆円。IRR 的には今日数字を出しておりませんが、全世界の約 5,000 社のベンチャーキャピタルの平均が 13%程度の IRR、年間の評価益と言われていました。SVF はこれだけ土砂降りだと、これだけ高値つかみだ、大損したと言われても、世界平均のベンチャーキャピタルの倍近い IRR を出しているということです。

世界のベンチャーキャピタル平均の倍近い状態、金額的に 3 勝 1 敗ぐらいの金額の益を出して、どうしてこれほどぼろぼろに言われなきゃいけないんだろうと、言い返したいですが、今日はこの辺で話を次に進めたいと思います。

SVF1 累計投資成果 (2019年9月末)



累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA, Flipkart, Guardant Healthの一部を含む、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益) 37
投資利益：ヘッジ影響考慮後、税金・控除用参考値前、1ドル=107.92円で換算

SVF1 累計投資成果 (2019年9月末)



累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA, Flipkart, Guardant Healthの一部を含む、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益) 38
投資利益：ヘッジ影響考慮後 税金・控除費用考慮前、1ドル=107.92円で換算

投資利益は 1.2 兆円むしろプラス。1.2 兆円プラスはどのくらいの比率かといいますと、SVF で投資したのが 8.2 兆円です。8.2 兆円の元本に対して 1.2 兆円の益を出しました。もちろん、この元本には実現益を出した分、われわれのリミテッド・パートナー、出資者である LP の皆さんに分配した額等がありますので、既にもう少し少なくなっています。回収がこの期間に急ピッチで始まりだしたということです。

評価益を申し上げると、SBG はお手盛りで、鉛筆をなめながら適当に付けているのではないかと批判される方がおられますが、勝手に、適当には評価できない構造になっています。

SBIA評価フレームワークとガバナンス



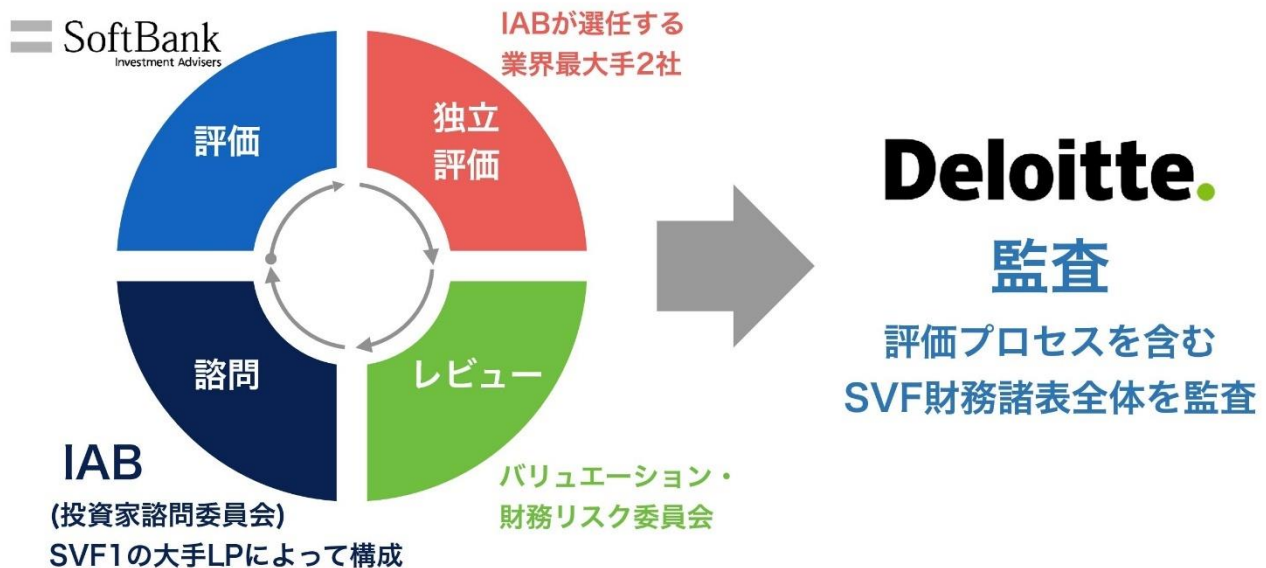
国際・業界基準に準拠

All Holdingsを除く、すべての投資は2019年12月31日に、独立評価されました。

39

SBIA の評価フレームワークは、まず報告のフレームワークとして国際会計基準、その他いろいろあります。また、規制遵守ということで、さまざまな規制当局の管理の下、このファンド運営が行われています。

評価プロセス



40

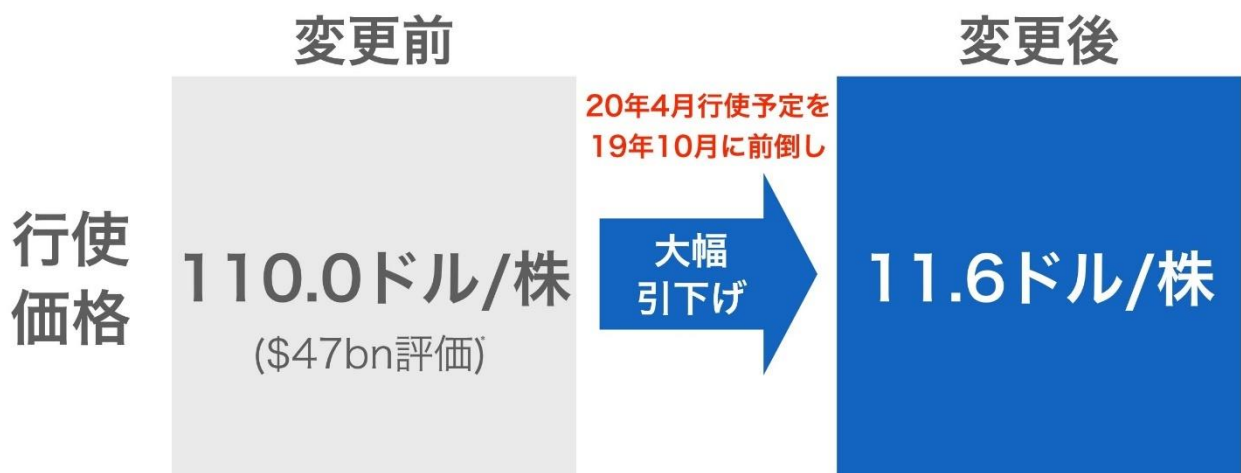
また評価についてですが、われわれに対する投資元であるリミテッド・パートナーは、投資をしたものが正しく評価されているかをチェックする立場にあります。彼らは過大に評価されると困ると

いう立場にあります。国際会計事務所の最大手2社が、独立評価機関としわれわれが評価したものを再チェックする構造があり、また、レビューにバリュエーション・財務リスク委員会等があります。

さらに、われわれに対する投資者、出資者のIAB（インベスター・アドバイザー・ボード）がさまざまにチェックをする諮問委員会等があります。そして、それらの全てが監査法人のDeloitteなどによって監査をされるという立場にあります。

また、評価委員会には、私やラジープのような実際に運営する側、投資を運営する側の人間は一切入ってはならない基準があります。ということで厳正に行われていることを解説させていただきました。

コミット済ワラント\$1.5bnの行使価格引下げ



* WarrantのValuation (Post-money) 42

さて、次は WeWork についての話を申し上げたいと思います。

なぜ今回 SBG が WeWork に対してさまざまな財務パッケージを用意したか、これは救済か、という疑問、質問がありました。われわれがやりたかったことは WeWork の救済ではなく、既に投資している株式価値が高過ぎたということを大いに反省し、株価をもう少し安く仕入れた形に、株価の洗い替えをしたいというのが一番の願望でした。

既に投資している額はさることながら、契約上来年4月に SBG はさらに 1.5 ビリオンドルのワラントをコミットしていたので、その 1.5 ビリオンドルの出資を行わなければならないという契約が

発生していました。弁護士にチェックしたのですが、免れることのできない契約だということでした。

従って、これをどうやればもう少し価格の見直しができるのかと苦慮しました。その投資を行わなければいけない、この投資前の条件は47ビリオンドルの株価評価で、つまり1株当たり110ドルで追加出資をせねばならないという契約を締結済みでした。これを今回の財務パッケージを用意したことで、約10分の1近い株価に評価替えをする、そして見返りとして同じ投資した額でも、より多くの株式を得るという交渉をしました。

どうしてこの交渉が成り立ったのかというと、来年4月に、この1.5ビリオンドルを会社に入れるのを今年10月（先月末）に約半年間前倒しする代わりに価格を10分の1近くに下げしてほしいと要望を出したわけです。もちろんそれだけでは交渉はうまくいきません。

WeWorkへのファイナンス

金融機関からの支払保証枠(信用状)¹へのサポート

+

無担保債券 \$2.2bn
担保付シニア債券 \$1.1bn

SBGからWeWorkへの
貸付枠を準備

ファイナンスの対価として
ワラントを取得
(17%)²

¹ クレジットサポートの内容は現時点でSBGと金融機関で協議中

² 経済持分比率、Post-moneyのTSM (treasury stock method)ベースにより算出、その他の取引がすべて完了したと仮定し算出 43

そこで、もう一つ金融機関からの支払保証枠へのサポート、そして無担保の債権、担保付のシニア債権、これらをトータルでわれわれが財務パッケージを用意して、その見返りとして17%の株式を事実上無償でわれわれに追加でもらう交渉をしました。

多くの皆さんが株式を投資するとき、ナンピンということで、高い株価で買ってしまった場合、安く下がったところでもう一度株を取得し直すことがあります。われわれは、追加で株式を得るためにお金を投資するというよりも、追加のお金なしで株価を事実上下げることをしたかったわけです。

SBGの持ち株比率 (SVF除く)



さらに最大30億ドル相当の公開買付けを
19.19ドル/株で実施予定

*1 最大30億ドル相当の公開買付け (19.19ドル/株で実施予定) を除く、その他の取引がすべて完了したと仮定し算出
*2 経済持分比率、TSM (treasury stock method)ベースにより算出 44

この信用枠を与えることで現金を追加するのではなくて、契約済みの出資金額を前倒しすること、そして信用枠を与えることで事実上の株価を下げる。実施後、SBGの持株比率は12.8%が41.2%に増えたわけです。つまり事実上追加の現金を出さずに89.40ドルを19.38ドル、約4分の1に取得価格、平均取得価格を下げるという交渉が成立したわけです。

これはハードな交渉だったのですが、マルセロを中心にこの交渉にうまく成功したと見ています。

多くの皆さまからすると、沈みゆくWeWorkを、SBGが泥沼の中で、さらに手を突っ込み、足を突っ込んで救済にいったと見る人が大半だと思いますが、追加現金を出さずに取得価格を4分の1に下げるとい行われわれ我々の本音です。

マルセロ・クラウレが Executive Chairmanに就任 企業統治の適正化へ

* 創業者であるAdam Neumannは取締役会オブザーバーとなります。

* 取締役会は構成員が増えるとともに、原則としてAdam Neumannが保有する議決権は取締役会に委ねられます。



しかし、この信用枠を与えた WeWork が本当に沈んでは意味がありません。そこで、マルセロが WeWork 本体の Executive Chairman として企業統治に乗り込むことを決定しました。マルセロはスプリントの立て直し、そしてスプリントと T モバイルの合併に専念しており、ラテンアメリカへの投資も開始していましたが、急きょ重要案件として WeWork の再建、立て直しに力を注いでほしいと、彼に指示をしたわけです。

さて、この WeWork のビジネス、一体全体どうなっているのか。なぜ SBG は十分やっていけると思っているのかを少し解説します。



47

まず、WeWork のビジネスは赤字です。年々急激な勢いで増えております。



48

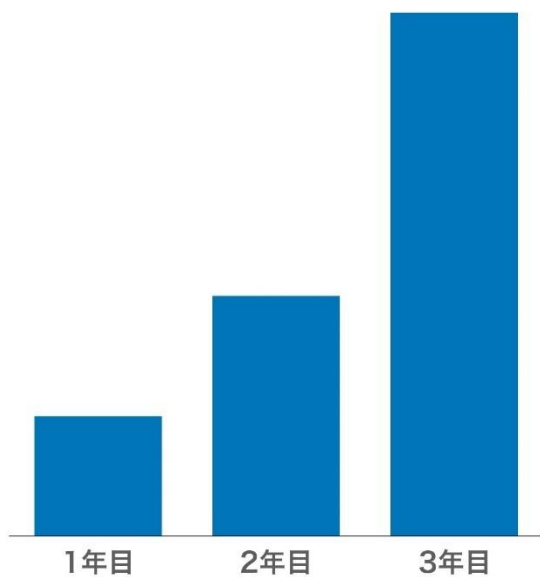
その背景はビルディングレベルでの粗利が低い、経費が高いので EBITDA が赤字だという数式になっています。



49

それに対し、われわれは粗利を上げる、経費を下げるので利益が出るという風にシンプルに立て直したいと思っています。

デスク数 (イメージ)

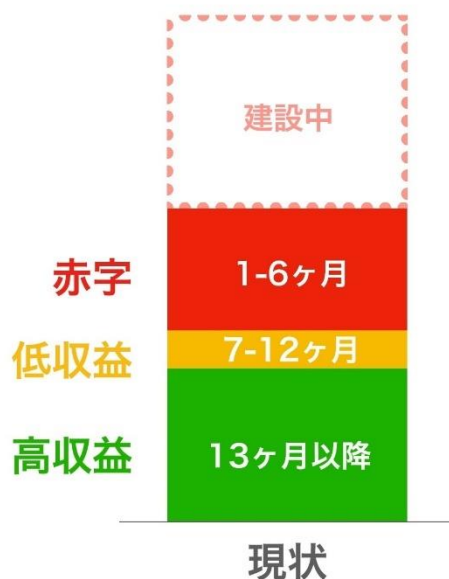


毎年倍増

50

では、どうやってそれをやるのか、簡単です。結論はそんなに難しい話ではありません。

まず、WeWork は年々ビルディング数、座席数を倍増させてきました。この数年間、倍増が続いています。倍増が続いているときにどうなっているのかというと、多くの建物は内装を建設中です。



多くのビルが
開業後6ヶ月以内

51

建設中の建物は売り上げがゼロですが、仕掛品として大なる経費がかかります。資産計上できるものはしますが、それでも多くの経費がかかります。営業マンも、ビルの開拓のために多くの社員が動いていますし、その内装設計のデザイナーたちは膨大な部屋を新たに設計しています。これらのように売り上げゼロで経費だけが先行します。

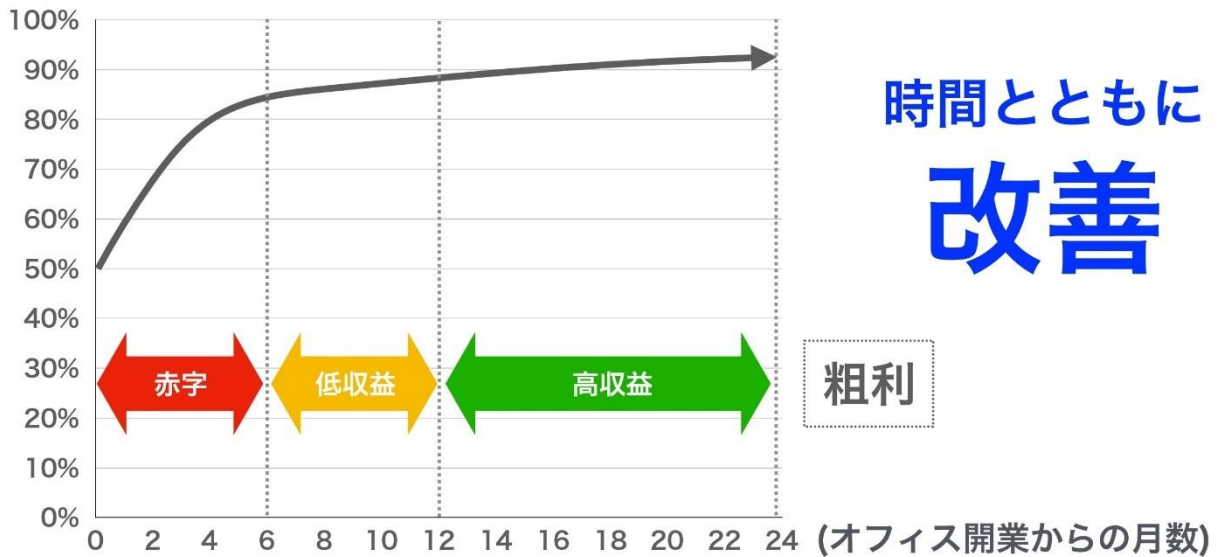
そして、ビルディング数が年々倍増ということは、ビルをオープンしても直近12カ月前にオープンしたばかりが、黄と赤です。そして、全体の約40%がビルをオープンして13カ月以上たったビルで、それなりに立派な利益が出ます。7~12カ月は利益が出るか出ないかと黄色信号です。1~6カ月は真っ赤っ赤です。

この真っ赤っ赤が全体のビルの中の40%ぐらいあります。リンゴでいえば青いリンゴ、熟していない酸っぱいリンゴがたくさんある。この酸っぱい、まだ食べられないリンゴが、1~6カ月で全体の約4割です。黄色が2割。黒字となるところが4割です。このような状況から、ビルディングレベルで利益が出ないということです。

実際に約700のビルが今月既に開業しております。日本では22のビルが開業しています。これらについて、全体稼働率はどうなっているのか。WeWorkのオフィスをオープンして、それぞれに小分けし、いろんな企業がお客さまとして入ります。転貸するわけですから、一体何%お客さんが付いているかと、一つ一つのビルごとに、1カ月間、われわれ精査しました。デューデリです。

稼働率 (イメージ)

wework



52

例えばニューヨークのロウアー・マンハッタンの例がこのグラフです。一つ一つのビルが赤色、オレンジ色、緑色ですね。縦軸に稼働率、一番上が100%、一番下が0%です。そして、横の軸が開業して何たったかたかというものです。

ご覧のように、最初の6カ月は稼働率が非常に低い。7~12カ月目で徐々に上がります。12カ月を過ぎたところから88%の稼働率です。全世界の約700のビルを全部精査しました。

それらを加重平均したのがこのカーブの線です。最初の6カ月間は赤字のものがあるわけですが、これが全体の4割のビル。黄色い部分が全体の2割、緑が全体の4割。4割、2割、4割という分布になっているわけです。なぜならば年々倍増、倍増、倍増で来たから、新しく増えたところのビルが全体の半分だということです。ということで、このような分布になっております。

- ① 新規ビルの増加を一時停止
- ② 経費削減
- ③ 不採算事業の整理

53

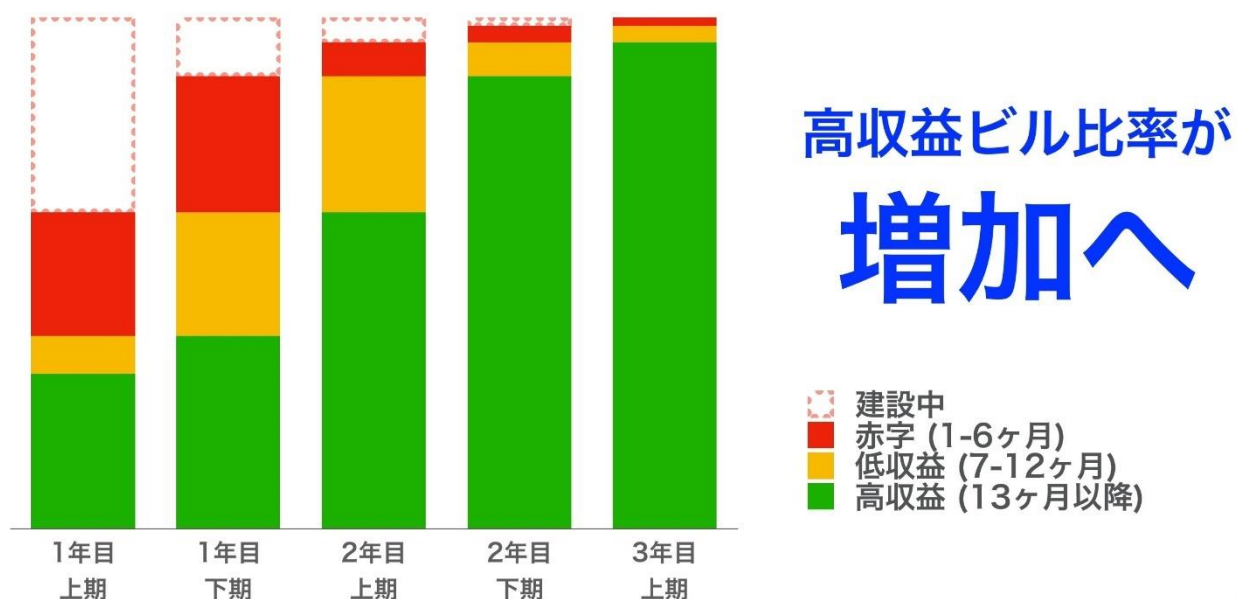
SBG が WeWork の大株主として一緒に経営に参画し、まずマルセロ会長が三つの施策を行います。一つ目は新規のビルの増加をいったん全てストップします。既に 1 カ月前から新規契約のビルは全部ストップしました。順調な利益、増益体制ができるまでの間、恐らく 2~4 年の間は新規ビルはゼロにします。

ただ、日本、例えば東京は 99%の稼働率です。そういう場合は例外的にビルを増やすかもしれません。

2 番目は経費の削減です。先ほどから説明しているように、新規ビルは成長のための経費として、全経費の半分以上ありました。新規ビルの契約が頭打ちということは、経費を半分以下に削減ができます。

そして、不採算の新規事業、WeWork とほとんど関係のない事業をいくつもこの数年間買収したり、新規で始めたりしていました。これらを原則全て売却、あるいは手じまいします。本体以外は原則カットします。

この三つの施策で大幅に WeWork は改善します。ソフトバンクグループは今まで難しい経営再建、何度もやってきました。Yahoo! BB のスタートのときも大変でした。日本テレコムを買収したとき、ボーダフォンジャパンを買収したとき、スプリントのときもそうです。難しい再建を何度も行ってきました。そういうときに行うのは一貫して同じことなんです。



54

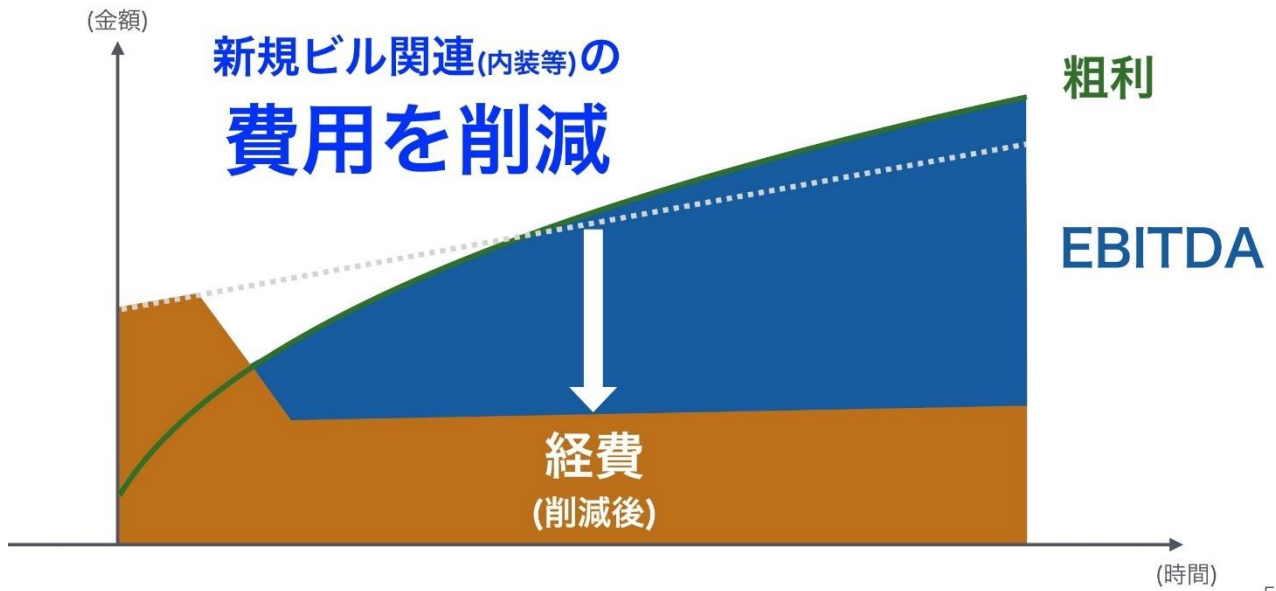
新規ビルをストップすることは、この赤い点線の建設中が徐々にオープンになります。このオープンになったところが赤いビルとして追加になり、緑が増えます。6カ月たつと赤色が黄色に変わります。さらに6カ月たつと、また赤色が黄色に、黄色が緑色に生まれ変わります。このように半年、半年でどんどん色が塗り替わっていきます。

従って、1年半もすればほとんどが緑色になる。つまり収益を稼ぐビルに生まれ変わります。われわれが新たに何かを生み出すとか、何かを工夫してやって改善すると言いたいのですが、単に時間が解決するという事です。熟せばもうかる、それだけの話であります。

これがビルに対する粗利の改善です。倍々で、急ぎ過ぎて伸ばし過ぎた部分をいったんストップすれば、ビルディングレベルの粗利は一気に改善していくということです。

収益構造 (イメージ)

wework

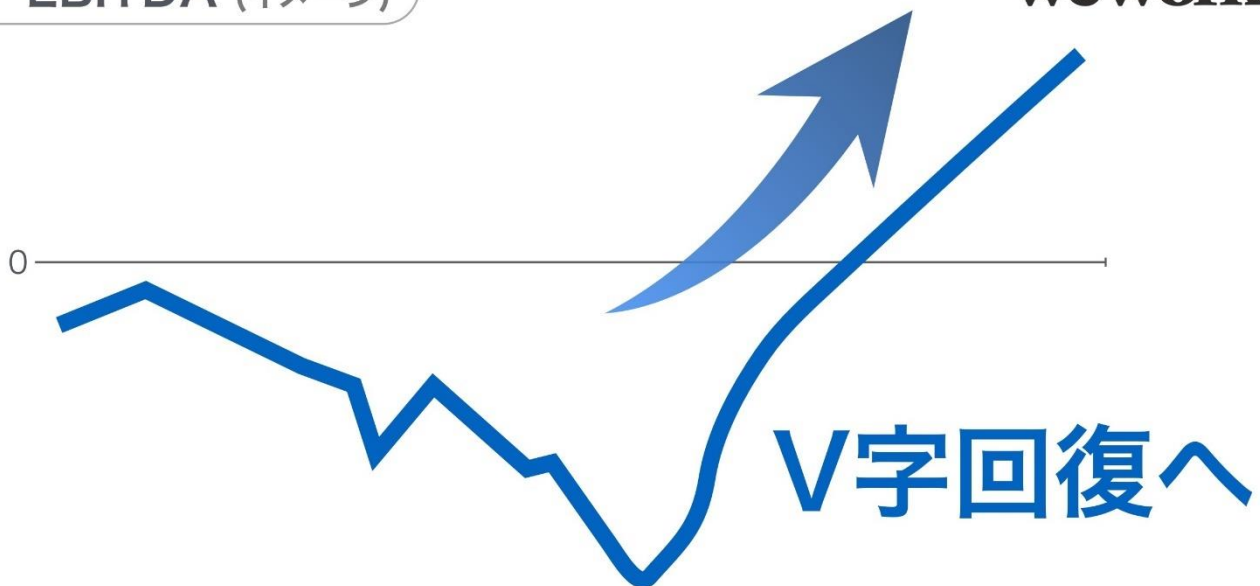


57

改善後の粗利がこの緑色の線です。それに対して今まで経費が膨大にかかっておりました。これは倍々で成長するための仕掛かりの部分だとか、設計だとかいろんな経費。この損益分岐点が上の方にあったわけですが、一気に新規のビルを止めるということは、経費が半減する。経費が半減すると当然損益分岐点は前倒しすることができ、ビルディングレベルでの EBITDA、利益は一気に増大するという事です。

EBITDA (イメージ)

wework



59

答えはシンプルです。不採算の新規事業を全て削除する、そして新規のビルを止める、経費を半減させる、以上。ということで、赤字が増大していた部分が一気にV字回復する。これはわれわれが今思い描いている経営計画、再建計画ですが、このようにいくかどうかは、ぜひこれから結果をご覧いただきご批判をいただきたい。

これまで何度もソフトバンクは難しい経営の再建を行ってそれを成功させてきたという自負があります。今回もそのようにいく。なぜならばシンプルなロジックで、新規のビルを止め、契約を止めて、熟すのを待つ。そして、十分に利益が出たら2年後、3年後には健全な利益を保ったまま、徐々に加えていくことで、立派にWeWorkの価値は上がる。

今回の財務パッケージは救済ではなくて投資した額の単価を4分の1に下げたかった。これが投資家としてのSBGの目線です。

今回の財務パッケージ、そして経営への取り組みは、株主の皆さまや、われわれに資金を提供いただいている銀行団の皆さんなど、多くの人々に心配をかけました。SVFは、あくまでも投資なんだから、しかも50%以上株を押さえにしているわけではなくて、通常は20~30%。全部が成功するわけじゃないんだから、損切りすればいいじゃないか、失敗したところに深手を負うようなことをなぜするんだというご批判をたくさんいただきました。

われわれは救済のために投資するというよりは、既に投資したものを4分の1の価格に下げたいというのが一番の願望だったわけですが、多くの皆さまの目には一緒に泥沼に突入するように映ってしまい、ご心配をかけた。その結果、株価も下がり、CDSも上がりというようにご批判を浴びた。私は深くそのことに対して反省をし、また多くのことを学びました。

投資先サポートの方針

投資先の財務は
独立採算

救済投資は
行わない

61

そこで、もう一度 SBG の投資に対する財務基準を明確にし、決意を表明したいと思います。一つは、投資先へのサポートの方針です。投資先の財務はあくまでも独立採算であって、彼らが赤字になったからといってそれを救済しに行くような投資は行わない。今回の WeWork は、今言いましたとおりそれなりの事情があったわけですが、しかしこれで終わり。このような例外はもうしないということであります。ここを明確に申し上げたい。

ここを明確にいわないと CFO の後藤が僕を責めるんです。社長、たいがいにしてくれ、皆さん心配しているからちゃんと決意表明をしてくれと、今日ここに来る前にこんこんと彼に言われております。言われなくても私自身、そのつもりでおりますし、改めてここで明確に、救済のための投資は行わない。あくまでも投資先の財務は独立採算であることをしっかりと誓うことを宣言させていただきたい。

財務方針を堅持

1 通常時 LTV25%未満で運用 (異常時でも上限35%)

2 少なくとも2年分の社債償還資金を保持

3 SVFや子会社からの継続的な配当収入を確保

62

さらに加えて、われわれの財務方針についても、後藤からしっかりもう一度皆さまの前で確認をしてほしいということです。一つはLTV、われわれの持っている財産価値に対して、純有利子負債は25%未満で原則運営すると。既に投資したあとに、持っている株価が下がってしまった場合、異常時でも35%を超えないようにしようと。これは従来から申し上げているとおりで、この方針は堅持する。

2番目は、少なくとも2年分の償還、社債の返済財源を手元に現金で置いておくということ。そして、3番目はわれわれのグループ会社、SVF、あるいはソフトバンク株式会社などからの潤沢な配当を継続的に確保するということです。この三つの方針は従来どおり微動だにしない、一切変えないということを改めて申し上げたいと思います。

一方、SVFの投資の物差しは一体どうなっているのか。そもそも今回のWeWorkやUberの株価下落等で、孫の選択眼力は既に老いてしまったとか、そもそもそんな力がなかったんじゃないか、あるいは、孫だけではなくSVFのファンドマネージャーの選球眼、眼力は物差しが狂っているんじゃないかというご批判に対して、われわれの企業価値の重要な指標について、どう見ているのか、改めて確認させていただきたい。

企業価値の最重要指標

FCF

63

実は、約1カ月前にロサンゼルスでSVFの投資先の経営陣全員、そしてSVFのマネージャーたちも全部集合し、その場で改めて確認として方針を申し上げた。企業価値の唯一最大の物差しはフリー・キャッシュ・フローにある。

売上の何倍とか、GMV（流通取引総額）の何倍、粗利の何倍、またはEBITDAの何倍、あるいはDaily Active Users（1日当たりのアクティブユーザー）の数に対して何倍など、いろんな物差しがあるわけですが、一つだけ指標を取れということであれば、フリー・キャッシュ・フロー一つだと思っています。



64

ただし、このフリー・キャッシュ・フローを、今日現在のフリー・キャッシュ・フローで見ると、インターネットの創業期、みんな真っ赤っ赤ですからね。の米国ヤフーも真っ赤っ赤でした。Alibabaも10年ぐらい真っ赤っ赤です。FacebookもAmazonもGoogleもみんな赤字でした。では、赤字のときに投資できないのかというとそうではなく、何年後かにフリー・キャッシュ・フローの利益が出るようになります。

フリー・キャッシュ・フローが出るようになった、つまりその会社がある程度成熟してきた、ステディステートと英語では言いますが、軌道に乗った時点でのフリー・キャッシュ・フロー、その倍率が企業価値の唯一最大の物差しであると私は思っています。

FCF倍率 (2020年 予測値)

45x

 Square

Tencent 腾讯

amazon.com

facebook

 Alibaba Group
阿里巴巴集团

Booking.com

Google

NETFLIX

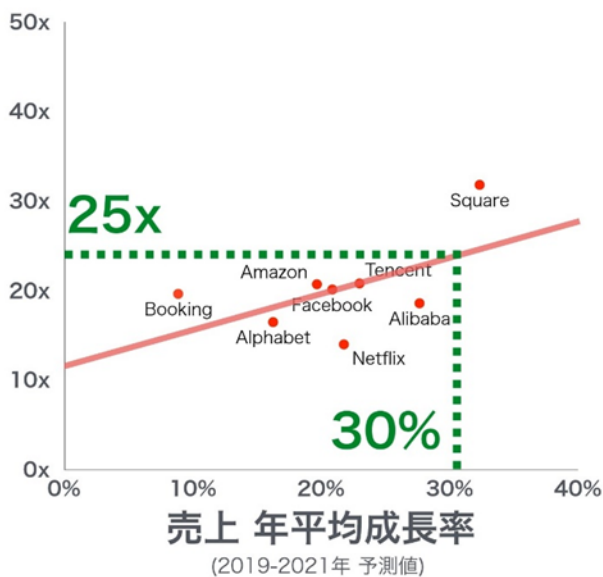
15x

(出所) S&P Capital IQ 65

このフリー・キャッシュ・フローのシグマを出すときに、当然その時点のフリー・キャッシュ・フローに対して成長率というもう一つ重要な物差しがあります。フリー・キャッシュ・フローが出た会社においても、15倍～45倍ぐらい散らばっております。

企業価値 / FCF (2021年 予測値)

(倍率)

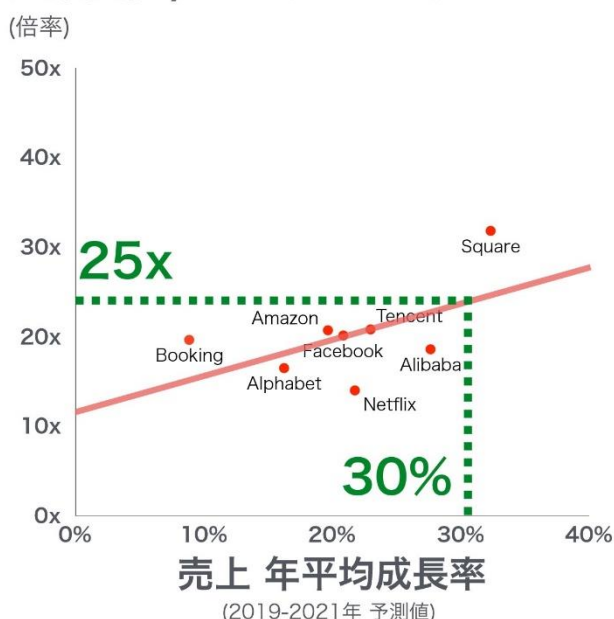


(出所) S&P Capital IQ 66

既に軌道に乗り上がっている会社が、一体何倍ぐらいかという散らばりを見て売上の年間成長率 10%、20%、30%、40%に対してフリー・キャッシュ・フローが何倍、時価総額で付いているのか。この散らばりが物差しです。全体の平均値のようなものを取ると、この赤い線になります。

つまり、その会社がある程度軌道に乗ったところで、30%の売上成長率のときには大体 25 倍のフリー・キャッシュ・フローの倍率がある会社の企業価値であると。今日現在われわれが投資している、あるいは 20 年前われわれがインターネットで投資した頃は、フリー・キャッシュ・フローは出ていなかったわけですが、今から計算して 5 年後に、どのくらいフリー・キャッシュ・フローが出るか。

企業価値 / FCF (2021年 予測値)



企業価値(5年後)

(売上 年平均成長率 30%の場合)

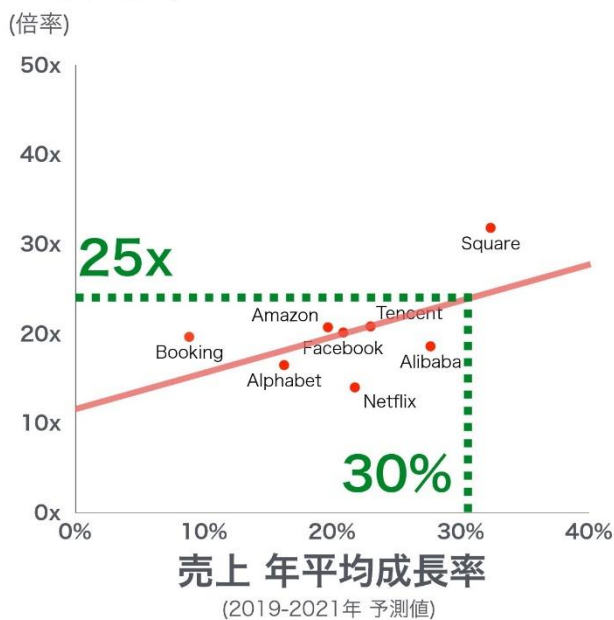
仮定	金額
FCF	\$1bn
FCF倍率 (25x)	\$25bn
IRRの割引率 (年間30%)	\$7bn
リスク (40%ディスカウント)	\$4bn

(出所 S&P Capital IQ 67)

例えばある会社で、1 ビリオンドルのフリー・キャッシュ・フローが 5 年後に出たとします。それを 25 倍すると 25 ビリオンドルになります。それを IRR で、30%の利益成長率を一つの目線として見ているわけですが、年間 30%で割り引く、割り引く、割り引くというのを 5 年間繰り返すと 7 ビリオンドルになります。

マネジメントがわれわれに提示するビジネスプランはリスクファクターがありますので、そこからさらに 40%ディスカウントする。そうすると 4 ビリオンドルになる。今日現在フリー・キャッシュ・フローが出ていなくても、5 年後に出るであろうフリー・キャッシュ・フローから割り引いて計算して、現在の価値が、この 4 ビリオンドル以上であれば高過ぎる、4 ビリオンドル未満であれば買いたと、これがわれわれの投資判断の物差しです。

企業価値 / FCF (2021年 予測値)



企業価値(7年後)

(売上 年平均成長率 30%の場合)

仮定	金額
FCF	\$2bn
FCF倍率 (25x)	\$50bn
IRRの割引率 (年間30%)	\$8bn
リスク (50%ディスカウント)	\$4bn

(出所) S&P Capital IQ 68

こういう物差しでわれわれは投資委員会を運営し、その手前のファンドマネージャーもこういう物差しで常にチェックしながら、我々は投資判断を行っているということでもあります。

5年後に利益が出ない場合には、例えば7年後ということで計算します。7年後の場合には、さらにディスカウントをより大きくかけていくということです。

われわれは、他の投資ファンドがいくらで投資しようとしている、あるいはマネジメントが素晴らしい会社だと口から泡を飛ばしている、そういうことを寄りどころにして企業価値を判断するのではなくて、ちゃんと数式に基づいた、フリー・キャッシュ・フローによる価値の割引で行う方向で考えてはいたわけですが、SVFのマネージャー諸君に再確認として、他の投資グループに左右されるのではなくて、われわれ自身の物差しとして行っていくと申し上げた。

さらに WeWork 問題で大いに反省し、創業者あるいはマネジメントのガバナンスに対する問題点は、しっかりと基準を設けてやっていくことを確認させていただきました。

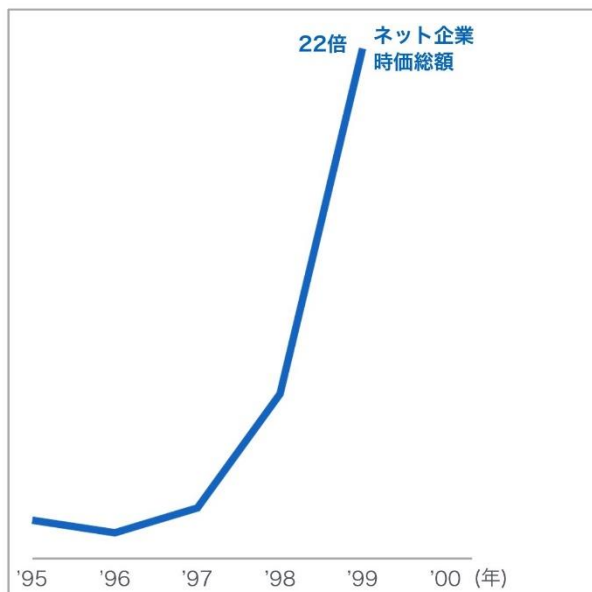
SoftBank Vision Fund 1 88社



2019年9月30日時点 70

ということでSVF、今日現在 88 社。既に売却済みを含めると 90 社ありますが、SVF は多くの皆さまが心配している、価値が半減しているのではないかと、つぶれるのではないかとという見方に対し、実はそうではなくて、3勝1敗ぐらいで、金額的にはむしろ 6,000 億の評価減に対して 1.8 兆円の評価益で価値を増大させているということです。

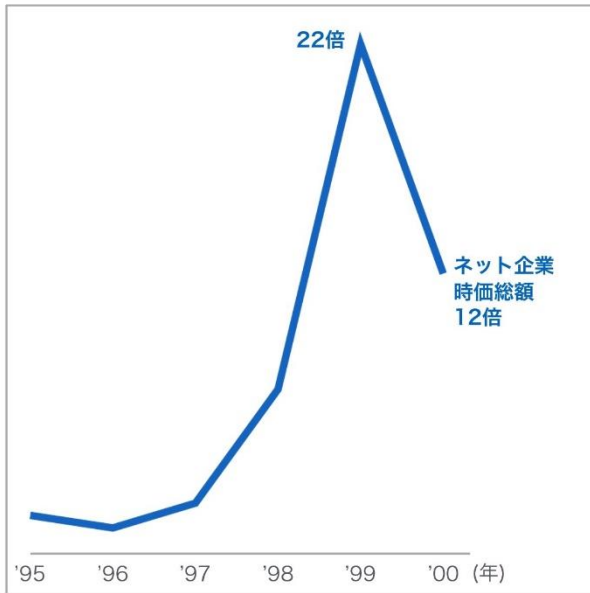
インターネット



ネット企業 時価総額は、1994年を1とした指数
(出所) ネット企業時価総額：S&P Capital IQを基に当社推計

71

インターネット

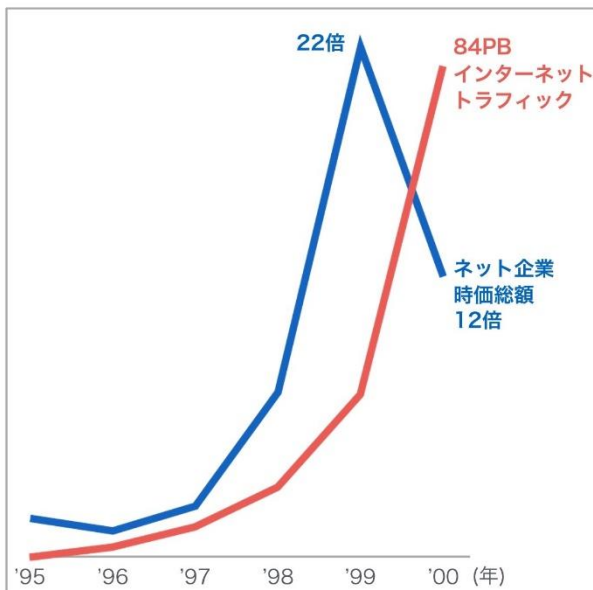


ネット企業時価総額は、1994年を1とした指数
(出所) ネット企業時価総額：S&P Capital IQを基に当社推計

72

この88社は世の中の平均の倍ぐらいいっていますが、それにしても私は思います。インターネットの創業期、インターネットの会社の時価総額がどんどん増えていました。当時も現在と同じように、インターネットの会社への投資はバブっている。赤字の会社、ビジネスモデルが成り立っていない会社に多額の評価を付けて、高値づかみをしている。架空の世界をさまよっていると言われましたが、実際にネットバブはじけました。

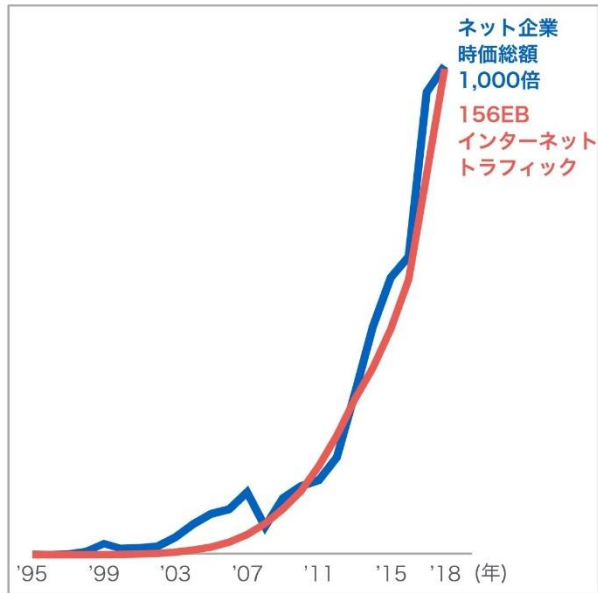
インターネット



*PB(ペタバイト) = 100万ギガバイト
ネット企業時価総額は、1994年を1とした指数
ネットトラフィック：一ヶ月当たり
(出所) ネットトラフィック：Cisco VNI (Visual Networking Index) 及びOECD、ネット企業時価総額：S&P Capital IQを基に当社推計

73

インターネット

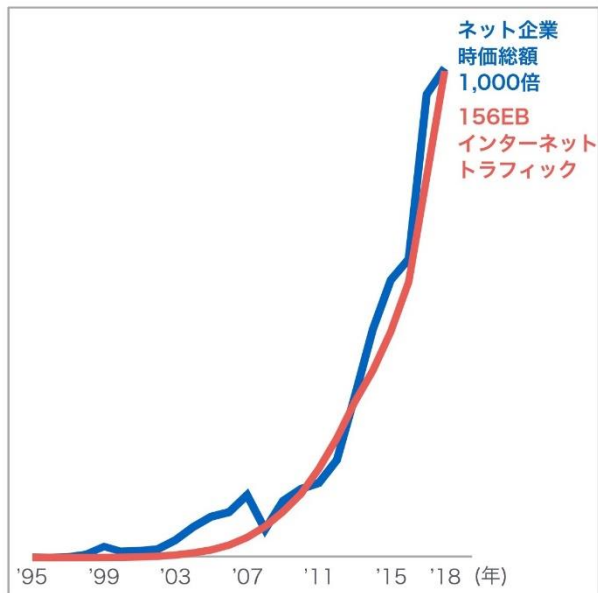


*エクサバイト = 10億ギガバイト ネット企業 時価総額は、1994年を1とした指数 ネットトラフィック：一ヶ月当たり
(出所) ネットトラフィック：Cisco VNI (Visual Networking Index)及ひOECD、ネット企業時価総額：S&P Capital IQを基に当社推計

74

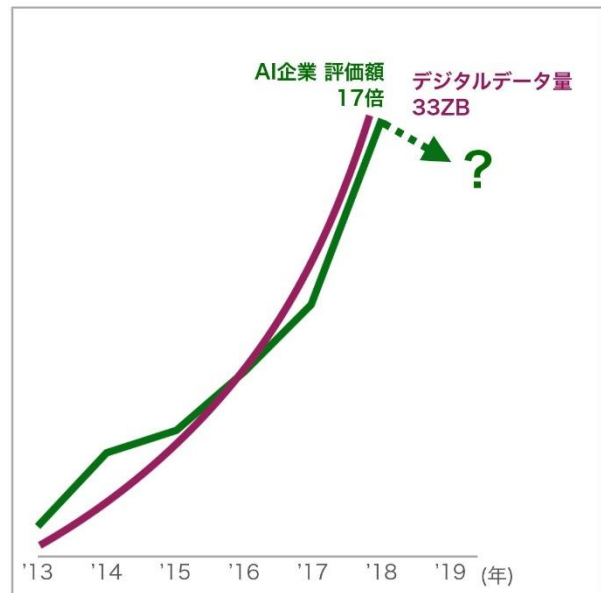
SBG もそこで大いに痛んだわけですが、今振り返ってみるとこの 20 年間で、一気にインターネット企業が世界の時価総額のトップ 10 のうちの 7 社を占めるに至り、インターネットのトラフィックは一貫して伸び続け、ネット企業の価値もフリー・キャッシュ・フローも大いに出るようになった。

インターネット



*エクサバイト = 10億ギガバイト ネット企業 時価総額は、1994年を1とした指数 ネットトラフィック：一ヶ月当たり
(出所) ネットトラフィック：Cisco VNI (Visual Networking Index)及ひOECD、ネット企業時価総額：S&P Capital IQを基に当社推計

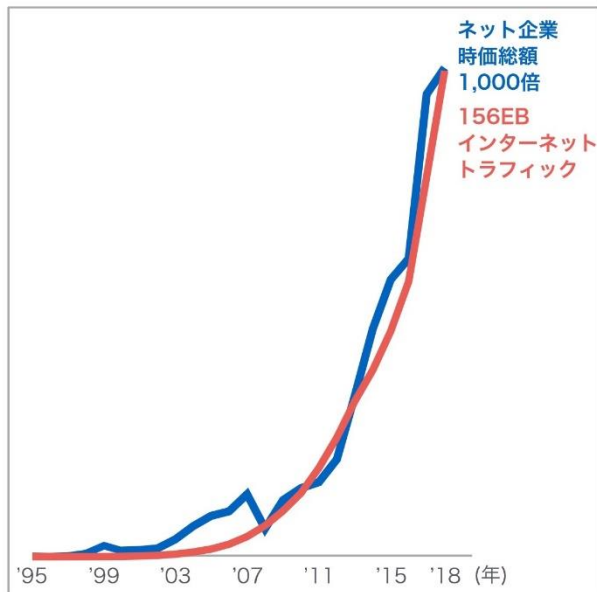
AI



AI企業 評価額：PitchBookで"Artificial Intelligence & Machine Learning"分類の評価額\$100m以上の未公開企業を対象に集計
デジタルデータ量：データセンター（オンプレミス / クラウド）、エッジ、端末上で生成されたデータ総量 (出所) PitchBook、IDC

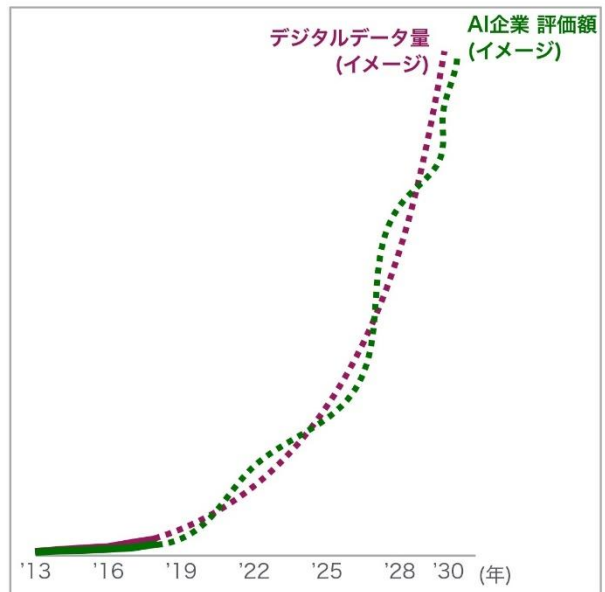
76

インターネット



*エクサバイト = 10億ギガバイト ネット企業 時価総額は、1994年を1とした指数 ネットトラフィック：一ヶ月当たり
(出所) ネットトラフィック：Cisco VNI (Visual Networking Index)及OECD、ネット企業時価総額：S&P Capital IQを基に当社推計

AI



AI企業 評価額：FitchBookで'Artificial Intelligence & Machine Learning'分類の評価額\$100m以上の未公開企業を対象に集計
デジタルデータ量：データセンター (オンプレミス / クラウド)、エッジ、端末上で生成されたデータ総量 (出所) PitchBook、IDC

77



これは何回も私が強調しているところですが、同じく AI の世界においても AI の企業の価値が今、大きく増えたり、あるいは直近では下がったりしています。AI の源泉になるデジタルデータトラフィックは 2 次曲線で伸び続けており、これはまだ始まったばかりで、今から 20 年間、インターネットの成長期と同じように伸びる。まだ AI 革命は始まったばかりで、ここを追わずして何を追うのかということです。

2つの事実

株主価値
1.4兆円増

SVF1 累計投資成果
1.2兆円増

80

まとめます。今回の決算は、3カ月でいえば創業以来の1兆円規模の赤字。累計でも上期の利益、6月期の利益を全部吹っ飛ばしてしまったということで、大赤字でぼろぼろでした。でも一方、二つの事実として株主価値は1.4兆円増えていた。もしAlibabaの価値を営業利益に計上していのであれば、当然2兆円増えているから、実は真っ黒の黒字だったという見方もできるわけです。

仮の話はどうでもいいとして、1.4兆円株主価値が増えて、SVFも1.2兆円増えた。これは冒頭にいったとおりです。

純負債/保有株式率 LTV

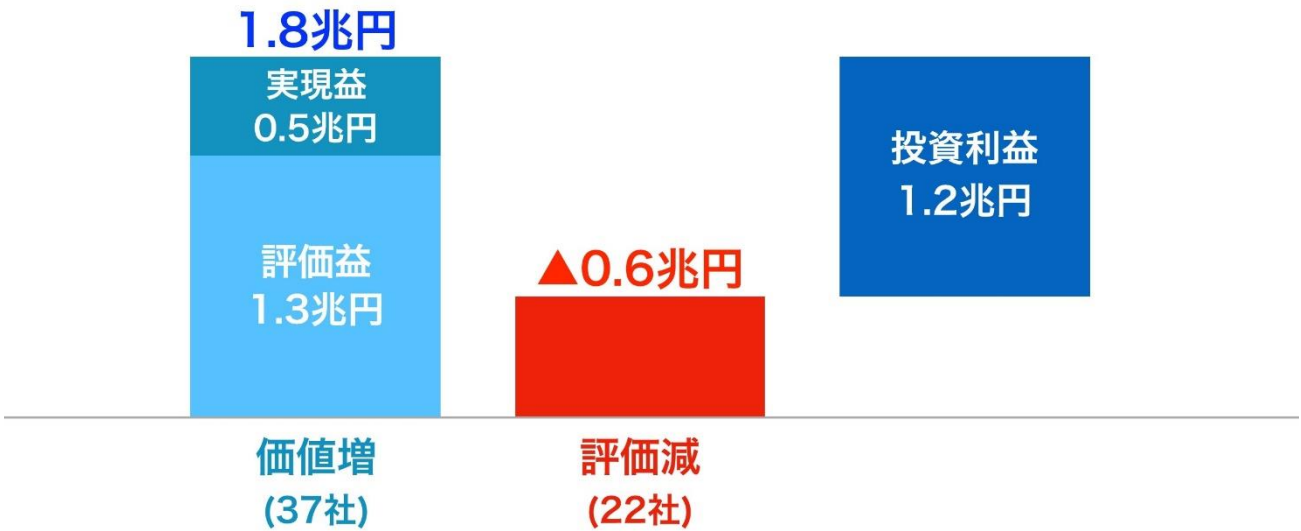
17%

(注)保有株式および純負債の両方からノンリコースのアセットファイナンス(1兆円)を除き算出

株価：11月6日終値（日本）、11月5日終値（米国） 83

そして純有利子負債の LTV。ノンリコースを外して考えると、保有している財産価値に対して 17%という健全な範囲であるということです。

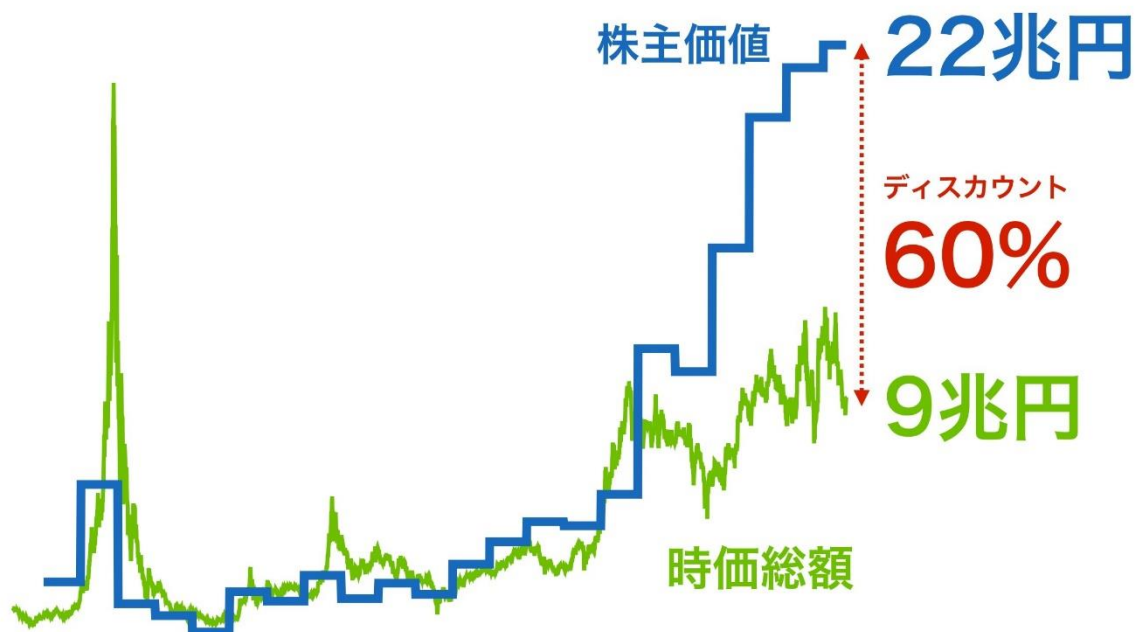
SVF1 累計投資成果 (2019年9月末)



累計投資額及び投資利益：売却済の投資(NVIDIA, Flipkart, Guardant Healthの一部を含む、SVF1開始以降の累計投資額および累計投資利益)
 投資利益：ヘッジ影響考慮後、税金・控除費用考慮前、1ドル=107.92円で換算

84

また SVF は、3 勝 1 敗の投資金額の益とマイナスであった。



85

さらに最近の株価、この2カ月間大いに下がっていて、時価総額が9兆円になっています。でもわれわれの株主価値は史上最大となっています。2000年のネットバブルのときに時価総額が一瞬ピークを打ったのですが、その額を上回る史上最大の株主価値を実は出しています。

決算はぼろぼろ、でも株主価値は史上最大。どちらを重要な指標と見るか皆さま皆様さまご判断にお任せします。



86

ただ私から見れば、大勢に全く異常なし、嵐ではなく、平穩無事なさざ波と笑っています。よく言うわと言われるかもしれませんが、ビジョンに変更はなく、戦略にも変更ありません。このまま肅々と前に進むのが孫正義の決意であり、方針です。ありがとうございました。

免責事項

本資料に記載されている計画、見通し、戦略およびその他の歴史的事実でないものは、作成時点において入手可能な情報に基づく将来に関する見通しであり、さまざまなリスクおよび不確実性が内在しています。実際の業績は経営環境の変動などにより、これら見通しと大きく異なる可能性があります。また、本資料に記載されている当社および当社グループ以外の企業などにかかわる情報は、公開情報などから引用したものであり、情報の正確性などについて保証するものではありません。

本資料中のスプリント・コーポレーション（以下「スプリント」）に関するいかなる記載も、当社がスプリントに対する投資家としての立場から行っているものに過ぎず、スプリントを代理して、又はスプリントのために行われたものではありません。本資料中のスプリントに関するいかなる情報も、スプリント自体が今後行うあらゆる開示に服します。スプリント及び当社はいずれも、スプリントが今後行う開示に関連して、又は今後発生する事象を反映するために、本資料中の情報を更新する義務を負いません。本資料におけるいかなる記載も、スプリントが自ら開示等を行う義務を構成するものとして解釈されてはならないものとします。

IMPORTANT INFORMATION

This presentation (this “Presentation”) is furnished to you for informational purposes in connection with the interests of SoftBank Group Corp. (together with its affiliates, “SoftBank”) and is not, and may not be relied on in any manner as, legal, tax, investment, accounting or other advice or as an offer to sell or a solicitation of an offer to buy limited partnership or comparable limited liability equity interests in SoftBank Vision Fund L.P. (together with, as the context may require, any parallel fund, feeder fund, co-investment vehicle or alternative investment vehicle, the “Vision Fund I” or “SVF I”) or SoftBank Vision Fund II-1 L.P. and SoftBank Vision Fund II-2 L.P. (together with, as the context may require, any parallel fund, feeder fund, co-investment vehicle or alternative investment vehicle, “SVF II” or the “Vision Fund II”), each managed by SB Investment Advisers (UK) Ltd. (the “Manager” or “SBIA”) and its affiliates thereof. This Presentation is not intended to be relied upon as the basis for any investment decision, and is not, and should not be assumed to be, complete. The contents of this Presentation are not to be construed as legal, business or tax advice.

None of Vision Fund I, Vision Fund II, any successor fund managed by the Manager, SBIA, SoftBank or their respective affiliates makes any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and nothing contained herein should be relied upon as a promise or representation as to past or future performance of Vision Fund I, Vision Fund II, any successor fund managed by the Manager or any other entity referenced in this Presentation.

Recipients of this Presentation should make their own investigations and evaluations of the information contained in this Presentation and should note that such information may change materially.

For the avoidance of doubt, the Vision Fund I is a prior fund managed by SBIA which is not being offered to investors. Information relating to the performance of the Vision Fund I or any other entity referenced in this Presentation has been included for background purposes only and should not be considered an indication of the future performance of the Vision Fund I, any other entity referenced in this Presentation or any successor fund managed by SBIA. References to any specific investments of the Vision Fund I, to the extent included herein, are presented to illustrate the Manager's investment process and operating philosophy only and should not be construed as a recommendation of any particular investment or security. The investment performance of individual investments in the Vision Fund I may vary and the performance of the selected transactions is not necessarily indicative of the performance of all of the applicable prior investments. The specific investments identified and described herein do not represent all of the investments made by the Manager, and no assumption should be made that investments identified and discussed herein were or will be profitable.

Statements contained in this Presentation (including those relating to current and future market conditions and trends in respect thereof) that are not historical facts are based on current expectations, estimates, projections, opinions and/or beliefs of the Manager. Such statements

involve known and unknown risks, uncertainties and other factors, and undue reliance should not be placed thereon. In addition, no representation or warranty is made with respect to the reasonableness of any estimates, forecasts, illustrations, prospects or returns, which should be regarded as illustrative only, or that any profits will be realized. Certain information contained herein constitutes “forward-looking statements,” which can be identified by the use of terms such as “may”, “will”, “should”, “expect”, “project”, “estimate”, “intend”, “continue”, “target” or “believe” (or the negatives thereof) or other variations thereon or comparable terminology. Due to various risks and uncertainties, actual events or results or actual performance of the Vision Fund I or any successor fund managed by the Manager (or any other entity referred to herein) may differ materially from those reflected or contemplated in such forward-looking statements. As a result, investors should not rely on such forward-looking statements in making their investment decisions. Further, the targets stated herein are based on an assumption that economic, market and other conditions will not deteriorate and, in some cases, improve. These projections involve significant elements of subjective judgment. No representation or warranty is made as to future performance or such forward-looking statements.

None of the information contained herein has been filed with the U.S. Securities and Exchange Commission, any securities administrator under any securities laws of any U.S. or non-U.S. jurisdiction or any other U.S. or non-U.S. governmental or self-regulatory authority. No such governmental or self-regulatory authority will pass on the merits of the offering of interests in the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager or the adequacy of the information contained herein. Any representation to the contrary is unlawful. Except where otherwise indicated herein, the information provided in this Presentation is based on matters as they exist as of the date of preparation of this Presentation and not as of any future date, and will not be updated or otherwise revised to reflect information that subsequently becomes available, or circumstances existing or changes occurring after the date hereof.

Certain hypothetical company valuation scenarios herein contain projections and assumptions with respect to the performance of companies. These hypothetical scenarios, including the projections and assumptions contained therein, have been prepared and are set out for

illustrative purposes only, and do not constitute forecasts and are not necessarily based on a Vision Fund I company or a SoftBank investment. Such information is presented to demonstrate certain factors considered in the valuation of a company, and does not purport to be a complete list of factors considered by SBIA or SoftBank in the valuations of their respective investments.

Vision Fund I performance herein is based on unrealized valuations of portfolio investments. Valuations of unrealized investments are based on assumptions and factors (including, for example, as of the date of the valuation, average multiples of comparable companies, and other considerations) that the Manager believes are reasonable under the circumstances relating to each particular investment. However, there can be no assurance that unrealized investments will be realized at the valuations indicated herein or used to calculate the returns contained herein, and transaction costs connected with such realizations remain unknown and, therefore, are not factored into such calculations. Estimates of unrealized value are subject to numerous variables that change over time. The actual realized returns on the Vision Fund I's unrealized investments will depend on, among other factors, future operating results, the value of the assets and market conditions at the time of disposition, any related transaction costs and the timing and manner of sale, all of which may differ from the assumptions and circumstances on which the Manager's valuations are based.

Vision Fund I performance is based in part on valuations of certain investments that were recently acquired by the Vision Fund I as a portfolio from SoftBank Group Corp; accordingly, the performance information herein, which is based in part on valuations of unrealized investments, is not indicative of future results. The selection of such investments, the timing of such acquisitions and the valuation and subsequent performance of those investments had a material and positive impact on the performance of the Vision Fund I. SoftBank Group Corp. is under no obligation to offer similar assets to the Vision Fund I in the future.

Past performance is not necessarily indicative of future results. The performance of the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager may be materially lower

than the performance information presented herein. There can be no assurance that the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager will achieve comparable results as those presented herein or that investors in the Vision Fund I, Vision Fund II or any successor fund managed by the Manager will not lose any or all of their invested capital.

Certain information contained in this Presentation has been obtained from published and non-published sources prepared by other parties, which in certain cases has not been updated through the date hereof. While such information is believed to be reliable for the purposes of this Presentation, none of the Vision Fund I, Vision Fund II, any successor fund managed by the Manager, the Manager, SoftBank, or their respective affiliates assumes any responsibility for the accuracy or completeness of such information and such information has not been independently verified.

Third-party logos and vendor information included herein are provided for illustrative purposes only. Inclusion of such logos does not imply affiliation with or endorsement by such firms or businesses. There is no guarantee that the Manager, the Vision Fund I's portfolio companies, any future portfolio companies of a successor fund managed by the Manager or SoftBank will work with any of the firms or businesses whose logos are included herein in the future.