

〒102-0083

東京都千代田区麹町 2-14-2

麹町 NK ビル

ライフネット生命保険株式会社

代表取締役社長 森 亮介様

貴社株式を、運用顧客口座にて保有しております、機関投資家のひびき・パス・アドバイザーズと申します。本日は、一少数株主として、ご提言があり、このような書簡を送付させていただきました。よろしく願い致します。

貴社は、2006年の創業以来、インターネット時代の新しい生命保険会社のビジネスモデルを常に切り開き、気付くと現在 50 万契約という大台を超え、足元、さらなる飛躍のスタート地点に立たれていると理解しております。創業者の岩瀬氏、出口氏、そしてそれを若く引き継がれて今に至る森社長および経営陣、従業員の皆さまの汗と涙の努力の賜物であり、賞賛されてしかるべき実績であると存じます。

しかしながら、株価を見ますと、賞賛どころか、そのような実績が無視されているような状態で低迷しております。2020年初頭の株価急上昇の前の状態に比べ、事業面では実績は力強く積みあがっているにも関わらず、株価が厳しく低迷している事実は、経営陣の皆様が貴社のビジネスモデルや本質的な価値を市場に伝達しきれていないということを反映しているとも言え、Value Proposition の表現の方法を大きく転換すべき時に来ていると考えられます。後段に私どもが考えました以下の 4 点のご提案がございます。

1. 開示や KPI の重心を価値ベースにシフトする
2. 新規事業・ホワイトレーベル等の進捗、IFRS の基準などをさらに開示
3. コミットメントの提示
4. 株式報酬及びストックオプション制度の拡充・拡大

提案の内容については後段に説明と共に記載を致しておりますが、何故そのような提案になるのか、ご理解いただきたく、まずは現在の市場の評価について独自に分析を行いましたので共有させていただきます。最初は、事業の状況と株価が大きく乖離している現状を 2 つの視点からご説明させていただきます。貴社も大事な KPI とされている、保険契約件数との比較、そして European Embedded Value との時系列による比較です。

(図 1 a & 図 1 b : 新規契約及び総契約数と株価の推移)



(出所：貴社説明会資料より弊社作成)

上記、図 1 a の通り、新規契約数（赤線）は 2015 年頃の低迷期を底に順調に回復し、コロナ禍での需要の先食いのような状態が 2020 年にあったものの、その後 2021 年に入っても月 8,000 件程度を推移しており、明らかに 2015 年頃の月 2,000 件程度であった頃と大きく実態は変化しています。また、図 1 b の総契約件数（赤線）も 50 万件を超えてきているにもかかわらず、株価（青線）はここ半年の下落でその実態から大きく乖離しています。よって現在、時価総額を保険契約数で割った保険契約一件当たりの時価総額は 3 月末で 77,035 円（図 2）と、2017 年に付けた過去最低の 74,688 円に限りなく近づいております。

(図 2 : 契約一件当り時価総額推移 2016-)



(出所：貴社説明会資料より弊社作成)

別の視点で、貴社が経営目標でも使われる、EEV (European Embedded Value) との対比ですが、以下の表 1 をご覧ください。足元の株価で計算した場合、貴社の P/EEV (時価総額/EEV)は **0.32x** で過去最低であった 2017 年頃を大きく割り込み、PBR も **1.34x** でほぼ過去最低に近い水準となっております。経営の基盤が拡充し、EEV も着実に増加し、安定したリカーリング収入が年率で 200 億円を超える企業に発展しているにも関わらず、総合的には、契約ストック面でも EEV 面でも「過去最低」の評価となっています。

(表 1 : 貴社 EEV の推移とヒストリカル P/EEV、PBR)

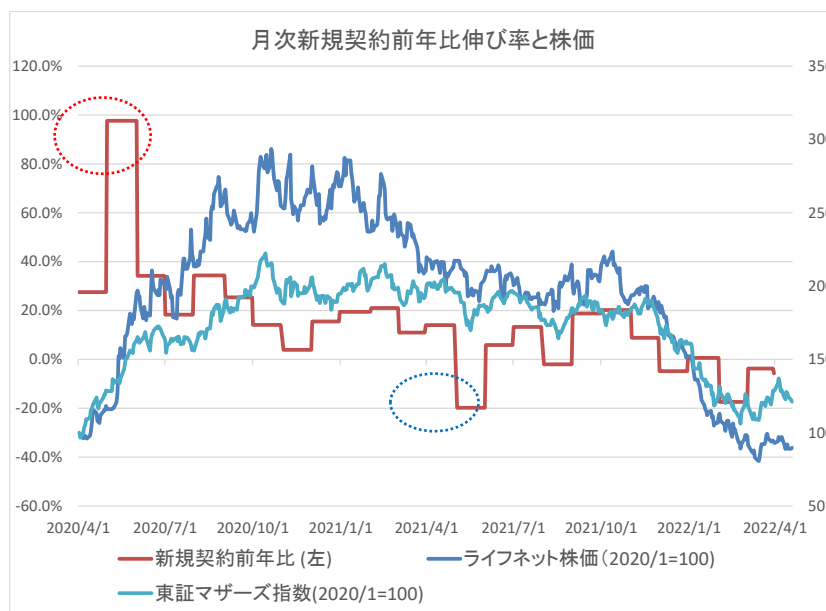
| (百万円) | 株価(円) | EEV | 年度平均時価総額 | P/EEV (x) | PBR (x) |
|--------|-------|---------|----------|--------------|--------------|
| Dec-21 | 530 | 114,068 | -- | 0.32x | 1.34x |
| Mar-21 | 1,200 | 95,140 | 84,977 | 0.89x | 4.47x |
| Mar-20 | 599 | 73,431 | 32,372 | 0.44x | 2.58x |
| Mar-19 | 604 | 63,378 | 30,124 | 0.48x | 2.03x |
| Mar-18 | 449 | 44,440 | 20,415 | 0.46x | 1.28x |
| Mar-17 | 383 | 36,261 | 19,119 | 0.53x | 1.19x |
| Mar-16 | 470 | 30,578 | 20,843 | 0.68x | 1.30x |
| Mar-15 | 369 | 25,248 | 16,360 | 0.65x | 1.47x |
| Mar-14 | 428 | 22,907 | 27,184 | 1.19x | 2.45x |
| Mar-13 | 829 | 18,746 | 40,799 | 2.18x | 3.38x |
| Mar-12 | 1,252 | 18,547 | | | |

(出所：貴社説明会資料より弊社作成)

皆様が、EEV を主眼に置くと明示され、経営に邁進いただき結果を残されているとしても、市場がそれを見て貴社を適切に評価しない限り、企業価値最大化という取締役の責務が果たされているとは言い難い状況です。

では、市場が何を見てしまっているのか、につき私どもの推論考察を次のグラフでお見せしたいと思ひます。図3で、赤線による月次新規契約数の前年比伸率を、発表のタイミングと株価の反応を確認するために一か月後ろにずらしたものと株価を比べてみました。

(図3：月次新規契約数の前年比%推移と正規化株価推移 2020-)

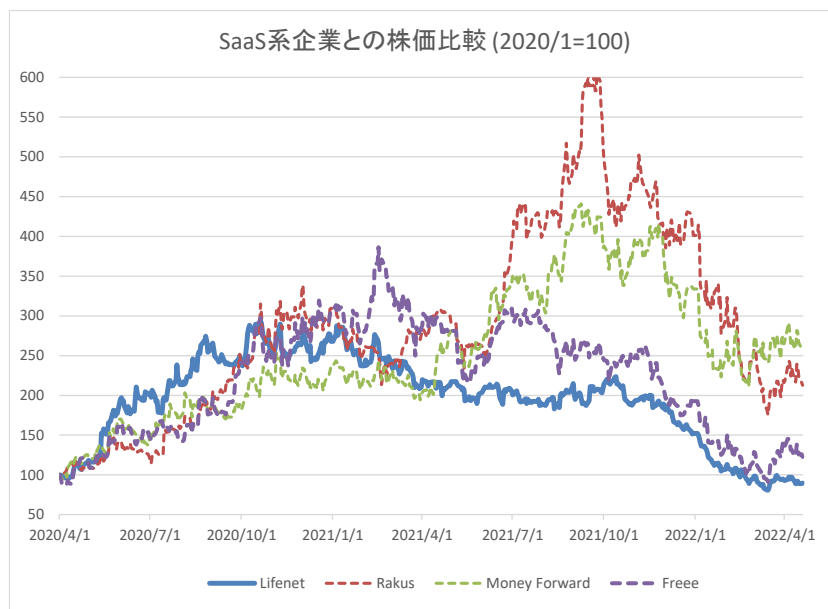


(出所：貴社開示資料及びブルームバーグより弊社作成)

ご覧いただける通り、株価は概ね新規契約数の「前年比伸び率」の方向性を後追する形となっており、特にコロナウイルス発生後の急激な新規契約があった2020年4月(図3内左赤丸)の反動減が2021年4月(図3内中央下部青丸)に出るであろうことを市場が推察して株価が下落基調となり、さらに2022年に前年とのハードルが全体的に高いことで前年比がマイナスに転じてきたことをきっかけにマザーズ指数より大きく下落する状況となっております。

また、次図4は貴社の株価評価が大きく上方に変化するきっかけになったリカーリングインカムをベースにしたLTV(Life-time Value)型ビジネスモデルである企業及び個人向けのSaaS型ソフトウェア会社との株価対比を2020年初頭から追ったものです(他社：ラクス、マネーフォワード、フリー)。

(図4：SaaS系企業との株価推移比較 2020-)



(出所：ブルームバーグより弊社作成)

ご覧いただける通り、2020年は概ね各社同様の動きでしたが、金利が上昇しないことで楽観的雰囲気世界的に浸透した2021年7月頃から大きく上昇した他社に比べ、貴社の評価は上がりず、反対に、インフレ懸念が台頭した昨年末から現在までの間、他社と同様に株価が半年程度で半分前後になっております。興味深い点は、東証マザーズ指数との株価の(日次)相関係数は2020年初頭から他社3社は**0.64-0.67**とかなり高いのですが、貴社は**0.47**と相関が低い点です。相関が低いにも関わらず、上下動は比較3社に比べ最も東証マザーズに近くなっております。

このようなことから、外形的には、貴社の株式は「新規契約の前年増減%」「マザーズ指数の寒暖計」といった要素で変動していることが理解出来ます。株式市場は日和見とはよく言いますが、このような事業価値を無視したような値動きは到底許容できるものではないでしょう。

確かに貴社の事業モデルは、非常に足が長く、乗り換えの少ないリカーリングインカム中心で、まさにSaaS的であるともいえます。では、株価の値動きでなく、市場がそういったSaaS系との対比において価値をどう評価しているのか、以下に表を添付します(表2)。各社間の評価の高低の議論を避けるため、他社3社をA社、B社、C社としました。

(表 2 : SaaS 各社との主要 KPI 及び市場評価比較)

(単位:10億円)

| 企業 | リカーリング 収入(A) | 解約率(%) | 粗利益率(%) | 解約調整後 リカーリング 粗利益年額(B) | 株式時価 総額(C) | 調整PSR (C/A) | 調整PCFR (C/B) |
|----|-----------------|--------|---------|-----------------------------|---------------|----------------|-----------------|
| 貴社 | 20.9 | 6.5% | 45% | 8.8 | 39 | 1.9x | 4.4x |
| A社 | 11.2 | 14.5% | 80% | 7.7 | 231 | 20.6x | 30.2x |
| B社 | 11.2 | 16.8% | 64% | 6.0 | 290 | 25.9x | 48.6x |
| C社 | 12.2 | 5.0% | 78% | 9.0 | 305 | 25.0x | 34.0x |

- (注1) 各社決算説明会資料及びヒアリングにて、一部弊社推定数値含む
 (注2) 調整後リカーリング粗利はリカーリング収入に(1-解約率)と粗利益率を掛け合わせたもの
 (注3) 解約率については最新資料の過去12か月平均を年率したものを利用(一部弊社推定あり)
 (注4) 時価総額は2022年4月11日時点

特徴的なのは、①貴社は年率解約率が6%程度と、SaaS型企業他社平均に比べて低めであることから“キャッシュフローの質”が相対的に高めにも関わらず、②そのキャッシュフローのクオリティに対して“市場の評価”が相対的に極めて低い、と言う点です。時価総額をリカーリング型収入で割った弊社独自の調整PSR(Price-to-Sales)倍率で足元、依然として20倍を超える他社に対して貴社は1.9倍程度です。生命保険業という事業の特徴として、顧客の守秘性が大事で、アップセルやクロスセルが難しい点は他の事業に比べてはあるということは事実かと存じますが、それでいて貴社はれっきとしたSaaS型ビジネスモデルであることは間違いありません。この評価の大きいギャップも貴社の本質的な事業のクオリティ、またValue Propositionが市場に浸透していないことを示唆していると考えられます。

では、次に、他のトラディショナルな「保険会社」との比較という意味で、先に貴社の過去との対比で見たEuropean Embedded Value(EEV)と時価総額の比較(P/EEV, Price-to-EEV)の、他社との相対比較を掲げてみます。私どもは、当指標は、EEVの算定に用いる割り戻し割引率やリスクプレミアムの前提に各社微妙な違いがあり、盲目的に単純に比較することは多少危険があるとは言え、国際的に認められた手法でなされている上、外部からも評価を受けていることから、信頼性が担保されている修正PBRのような指標であると認識しております。

(表 3 : EEV/EV と時価総額の比較 – P/EEV 倍率)

| 海外 | EV or EEV | 時価総額 通貨 | 単位 | P/EEV (x) |
|------------------|-----------|-------------|-----|-------------|
| AIA | 73.0 | 122.0 USD | 10億 | 1.67 |
| Cathay | 1,144.0 | 833.0 NTD | 10億 | 0.73 |
| China Life | 1,072.1 | 615.0 CNY | 10億 | 0.57 |
| China Pacific | 459.3 | 194.0 CNY | 10億 | 0.42 |
| Fubon | 781.4 | 877.1 NTD | 10億 | 1.12 |
| Great Eastern | 17.4 | 10.2 SGD | 10億 | 0.58 |
| Manulife | 61.1 | 41.4 CAD | 10億 | 0.68 |
| Ping An | 876.5 | 855.9 CNY | 10億 | 0.98 |
| Prudential | 54.9 | 45.5 USD | 10億 | 0.83 |
| Sun Life | 189.0 | 251.0 HKD | 10億 | 1.33 |
| P/EEV平均 | | | | 0.89 |
| 国内 | EV (EEV) | 時価総額 通貨 | 単位 | P/EEV (x) |
| MS&AD (Life Div) | 1,515.7 | 374.8 JPY | 10億 | 0.25 |
| Daiichi Life | 7,460.6 | 2,721.0 JPY | 10億 | 0.36 |
| T&D Life | 3,377.6 | 1,000.0 JPY | 10億 | 0.30 |
| Kampo Life | 4,026.2 | 857.3 JPY | 10億 | 0.21 |
| Lifenet | 114.1 | 38.9 JPY | 10億 | 0.34 |
| P/EEV平均 | | | | 0.29 |

- (1) EEV は各社最新開示数値を利用 (ライフネットは 2022/3 Q3, 第一生命は 2022/3 Q2, 他社は 2020 年度末)
- (2) MS&AD は生命保険 2 社の EEV を合算、時価総額は 2021/3 の生命保険純資産比 (16.6%) を按分
- (3) 時価総額は 4/20 計算

(出所 : 各社発表資料より弊社計算)

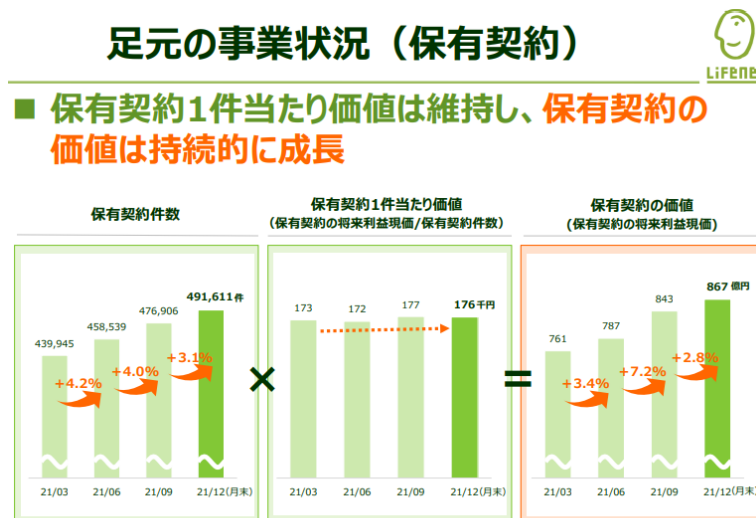
P/EEV は海外企業では世界的株式市場の下落があったものの 0.4-1.7 倍の間に納まっており平均は 0.89 倍となっています。日本の生命保険会社は、成長性が低いことなどの理由により国際水準より常に低めに評価される傾向がありますが、貴社もその平均 0.3 倍にほど近い水準に低下しております。このように、事業価値に対する評価を分析した結果、他業種の SaaS 型企業と比較した場合において、そして、国内外の生命保険会社各社と比較した場合において、貴社の株式評価は、そのビジネスモデルの独自性及び成長ポテンシャルを十分評価されている状態とは言えません。以下にその評価からの脱却に向けて、ご検討いただきたい施策を 4 点に分けてご提案、ご説明させていただきます。

(以下余白)

施策 1：開示や KPI の重心を価値ベースにシフトする

今までの貴社の開示は、成長スピードに重心を置き、市場にアピールしてきましたが、端的に申し上げて、市場は結果的に、細かい数値を気にすることなく、最も簡単に咀嚼出来る「新規契約の前年比」ばかりを追うようになってきていることは株価推移の分析結果から類推出来ます。よって、その見方を転換する方向にシフトいただきたく存じます。新規契約の月次開示をやめることは、開示姿勢の悪化となり、避けなければなりません、その開示の仕方に「契約価値」の部分で以前より大きく重心を置いて挟み込んでいくような姿勢が必要ではないでしょうか。貴社の 22 年 3 月期第三四半期の説明会資料の以下のページはその点で秀逸であると感じます。加えて保有契約一件当たりの価値と一件当たりの時価総額を敢えて比較されることもご検討下さい。

(図 5：保有契約価値の開示)



24

(出所：貴社説明会資料 2022/3 Q)

施策 2：新規事業・ホワイトレーベル等の進捗、IFRS の基準などをさらに開示

現在まで、ホワイトレーベルや生命保険の周辺業務のプラットフォーム型のビジネスモデルの発表がありました、その進捗が十分に見て取れません。絶対数が小さい場合でも、その「軸の数値を見せない」で、成長の度合いを説明会資料などで開示することにより、ある程度のイメージが浸透していくことと存じます。大手では、Z ホールディングスや楽天等が新規事業の進捗を報告する際に利用される開示スタイルです。そして、規模感がまだ到底及ばないのかもしれませんが、年間 50 億円程度の顧客獲得コストをそういった周辺事業のキャッシュフローで一部でも補填出来るような状況を投資家に見せることは特に安心感につながっていきます。最後に、IFRS の新会計基準の適用及び参考開示は、各社とも、現時点では慎重な「ご参考程度の開示」の範疇となっていますが、特に日本の会

計基準で収益と費用の期間ミスマッチの問題で赤字となってしまう貴社にとっては、他社に先行して対応すべき喫緊の課題ではないでしょうか。

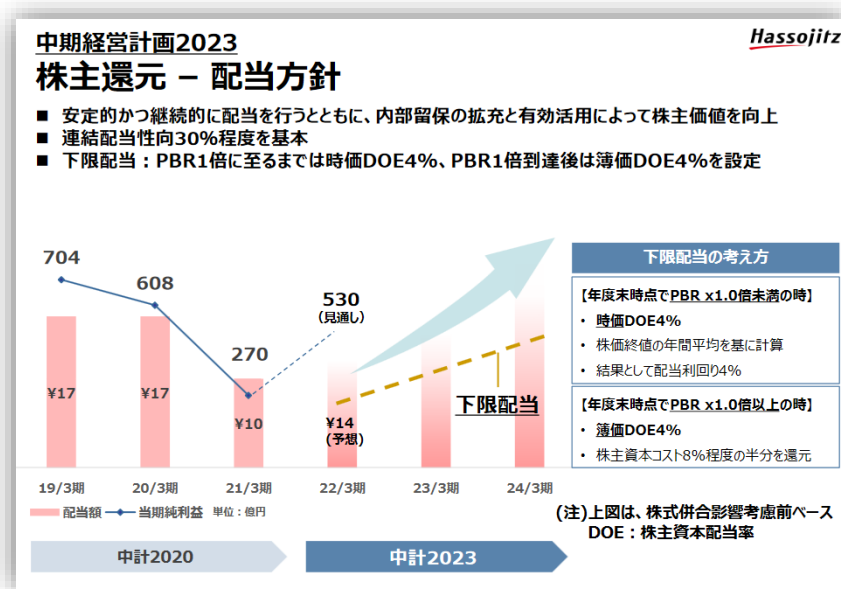
施策3：コミットメントの提示

貴社は EEV2000 億円という目標値を掲げておられますが、例えば、P/EEV 倍率の水準もしくは前述の私どもの考える調整 PSR 倍率などで「X年後に Y倍を到達する」など資本市場に目標値及びコミットメントを提示いただくことも経営陣の覚悟を示すことにならうかと存じます。他業種ですが、例えばアステラス製薬は資料内に「時価総額目標 7兆円」と、発表時から2倍の目標値を明示化され、総合商社の双日は「PBR 1xに到達するまで DOE 4%」を堅持することが明示されるなど、資本市場からの評価指標をも中期経営計画の基軸に置く、覚悟ある会社様も増えてきております（下図参照）。株価推移を含む TSR（Total Shareholders Return）を取締役再任議案の賛否に利用する機関投資家も急激に増加してきており、株価評価の目線は今後加速こそすれ停滞はしないものと考えます。

（図6：アステラス製薬及び双日の資料）



（出所：アステラス製薬 経営計画 2021）



(出所： 双日 中期経営計画 2023)

未だに高い成長過程にあり、市場の息吹を味方につける必要性が経営課題として重要な位置づけである貴社であるからこそ、そのようなコミットメントを市場に指し示し、その成長に対して託してくれる株主をいかに増やすかが事業の成功に対しても重要な要素となります。そして、その達成をするための戦略オプションは、IR 戦略、自社株買い、資本業務提携、最終手段は M&A など色々あろうかと存じますが、全ての戦略オプションを予断なく使い、保身に走ることなくとことん企業価値を高め続ける姿勢、それを先ずは「覚悟」の形で指し示していただくことをご提案申し上げたく存じます。

施策 4： 株式報酬及びストックオプション制度の拡充・拡大

拝見するに、2021/3 期で、「社内」取締役 4 名の総株式保有は 148,236 株で、一人平均の株数 37,059 株、現在の株価（540 円で計算）で 2,000 万円です。社内取締役の平均固定年収の 83% でしかありません。次に、昨年 8 月に発行された株式報酬は、取締役 4 名に対し、37,402 株であり、現在の価値で合計 2,020 万円（一人当たり 505 万円）でしかありません。成長企業の取締役として、株主とのベクトル合致が全く十分とは言えないと感じます。また、この株式報酬の譲渡制限解除が 3 年と短い点も気になりますので、例えば、3 年、10 年、そして 30 年（≒退任するまで）、という時間軸の違った株式報酬を、短期、中期、長期インセンティブの形でバランスよく配賦する制度に進化させることをご検討いただきたく存じます。万が一、他の株主から、赤字である現状このようなインセンティブを好ましく思わないというフィードバックがあるようであれば固定報酬部分を削ってでも株式報酬分を増加させるべきです。経営目標の EEV や総契約数、といった KPI ターゲットを追加的に権利行使ハードルに付与するストックオプションの形なども、より経営目標と株主との目線の合致に寄与することと存じます。最後に、2012 年発行のストックオプションが既に今年の 1 月に失効しているよう

ですので、従業員の皆様一人ひとりも株主目線をお持ちいただきたく、幅広い層でのストックオプションの付与を同時に検討いただきたく存じます。

以上4点、ご提案申し上げました。尚、私どもは、全ての株主に問うべきと判断した場合には株主提案も辞さない投資家ですが、資本主義の中心である崇高な株主総会の場合、不毛な言い争いに陥るような提案は原則しない方針を持っております。貴社とは、経営層とIR会合の場で闊達に意見交換をさせていただいている信頼関係を鑑み、現状こういった提案を株主総会に持ち込むことは企図しておりません。その代わりに、貴社のことを真剣に考えている一株主よりこのような提案があったことを真摯に受け止めていただき、経営陣、従業員株主、取引先株主含む貴社全ての株主にメリットがあると思われる上記提案を取締役会・経営会議体にてご検討いただき、経過を逐次、全ての株主に適時開示を頂きたいようお願い申し上げます。

令和4年4月22日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.



※尚、本書簡は私どもより公開される可能性がございます。

本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。