

野村インベスター・リレーションズ 個人投資家向けオンライン会社説明会
(2024年10月3日)

Q1	2022年以降、株価の低迷が続いていますが、原因についてどのように分析されているのか伺いたい
A1	<p>2020年から2021年にかけて株価は上昇し、2021年から2022年にかけて下落しましたが、当社の株価変動はマクロ経済の影響と当社固有の要因の2つが大きく関与しています。</p> <p>マクロ要因としては、2021年までは米国の低金利と中国市場の好調が影響し、中国の売上構成比が大きくグロース銘柄である当社の評価も高まりました。</p> <p>一方で、2022年以降、米国の金利上昇による競合他社も含めた、高バリエーション銘柄調整の影響と、中国市場の不安材料（不動産デベロッパーの債務問題など）が影響し、当社の評価は低下しました。</p> <p>当社の連結業績は毎年過去最高の売上と営業利益を更新しており、中国市場でも成長を続けています。中国業績は、住宅新築着工件数などのマクロデータとの相関性は低いのは、当社の中国事業がリノベーション（既存住宅の塗り替え）需要を主とし、新築住宅塗装需要の割合が低いからです。また、中国市場でのシェアはNo.1の25%であり、ブランド優位性の高さから現地競争力もあるため、競合他社に対して高い成長を遂げています。</p> <p>このような当社の中国事業の特長や優位性が市場には十分に浸透しておらず、中国市場の悪化が当社の業績悪化と直結するという誤解が株価に影響していると考えています。中国以外の地域の成長やM&AによるEPSの積み上げにより、結果として、中国の売上構成比は下がりますし、今後も市場とのコミュニケーションを密にし、当社の安定的な成長力を説明することで、市場とのギャップを解消したいと考えています。</p>

Q2	今後の配当政策について伺いたい
A2	<p>基本的に配当性向は30%と考えています。当社の基本スタンスとしては、塗料は成長産業であり、優れたM&Aの対象となる企業が多いという現状から、株主価値最大化のためには中長期的に成長が見込まれる案件に投資するのが最良の選択だと考えています。そのため、現状では生み出したキャッシュを優先的に成長投資（M&A）に活用する方針です。</p> <p>この結果、業績が向上すれば1株あたり当期利益も増加し、配当性向が30%であるため、配当額も年々増加する可能性が高いと考えています。</p>

Q3	社長の人柄について教えて欲しい
A3	<p>当社は共同社長体制を敷いており、まず 1 人目の共同社長の若月雄一郎は、日本人で金融出身、特に M&A を長年手掛けており、主に PER（株価収益率）の最大化を担当しています。経営にあたっては誠実さ（Integrity）を重視しており、ビジネスや M&A、従業員との対応においても、信頼と誠実さを基盤に経営を進めていくという考えを持ち、MSV を判断基軸として合理的かつ誠実に社内外の対応を進めている人物です。</p> <p>もう 1 人の共同社長ウィー・シューキムは、シンガポール人で、EPS（1 株利益）の最大化を主な役割としています。彼は非常に情熱や真摯さを持ってグローバルでオペレーションに従事しています。共同社長就任前の過去 15 年間、アジアグループのトップとして毎年 2 桁以上の成長を牽引してきた人物でもあり、社内外から非常に信頼されている存在です。</p>

Q4	インドでの展開状況を伺いたい
A4	<p>2 年前にインド事業立て直しのため、大株主のウットラムと協議し改善を進めてきました。現在、2024 年中にウットラムグループからインド 2 事業の買い戻し完了予定を発表しており、順調にいけば、当社として 2025 年から本格的にインドビジネスを展開していく計画です。インド事業の 2023 年度の売上は約 450 億円で、過去 2 年間、インド南部の 2 州に特化したマーケティングを実施し、その結果、インド南部 2 州では市場シェア No.2 を確保し、3 位以下を大きく引き離しました。インド市場では他社が先行していますが、当社も有望な市場と考え、上位に追いつくことを目指して進めています。</p>

Q5	海外展開の現状や将来性について伺いたい
A5	<p>当社の海外売上は 86%に達しており、既存事業だけでも売上は年々増加しています。M&A 対象地域はグローバルに行っており、海外比率の上昇が加速しています。既存事業では、すでに 14 カ国で市場シェア 1 位を獲得しており、さらに No.1 市場シェアを拡大し、より優位性の高い状況を構築していきたいと考えています。</p> <p>現状の市場シェアでは、シンガポールで 75%、オーストラリアで 50%、マレーシアで 48%、トルコで 35%、中国で 25%を占めており、これらの既存事業では毎年徐々に市場シェアを上げていきます。この傾向を継続しながら、新たな地域への展開も M&A を通じて大きく進めていくことで、今後も当社は海外を中心に高い成長を目指していく方針です。</p>

Q6	中国経済の落ち込みが業績に与える影響を教えてください
A6	<p>当社の業績はマクロ経済との相関係数が比較的低いです。これは既存事業の特性によるもので、例えば海外では数年に1度、居住者が内装を塗り替える文化が根付いています。日本や韓国以外の国では壁紙ではなく塗料で内装を塗り替えるため、安定的な塗り替え需要が存在し、この需要をしっかりと捉えることで景気の変動による影響を受けにくいと考えています。</p> <p>当社の「統合報告書 2024」P57 にマクロ経済動向と当社中国業績の相関図を記載していますが、影響は完全にゼロではないものの、基本的には低い相関関係にあります。例えば、現在中国の営業利益率は12.5%ですが、中国市場が悪化している中でも高い利益率を維持できているのは、塗り替え需要を的確に捉え、市場シェアやブランド認知度が非常に高いなど、当社の複数の強みが業績を支えていると考えています。</p>

Q7	M&Aは、どのような企業を考えているのか？
A7	<p>基本的には、地域や事業を特定していません。例えば、ヨーロッパに集中して買収するとか、などは考えておらず、以下の4つの条件を満たしている企業であれば、ノーリミットで積極的にM&Aを検討しています。</p> <p>1つ目は事業リスクが低いことが重要です。一般的な化学企業のような景気変動や石油価格の影響を受けやすい、事業リスクが高い企業は検討していません。一方で、塗料事業のように、人口成長や一人当たりGDP成長、塗り替え需要など、比較的マクロ経済の影響を受けにくく安定的な需要が見込める事業を重視しています。</p> <p>2つ目は、安定的なキャッシュフローや利益創出が見込める企業を重視しています。塗料のように、一度市場シェアを取るとその地位が覆されにくく、設備投資も少なくキャッシュフローが安定している企業などを対象としています。</p> <p>3つ目に、買収価格が割安であることが重要です。一般的に買収価格が割高な企業を無理して買うことで数年後に減損するケースを良く聞きますが、当社はいくら良い企業でも買収価格の高い企業を買わない方針を徹底しています。M&Aに対する経営陣のこの目利き力が、2019年以降の新しい経営体制での買収案件で減損損失を計上していない理由の1つと考えています。</p> <p>4つ目は、買収企業に優秀な経営陣がいる点です。当社は自律・分散型経営のため、買収した企業に経営を任せる方針を採っています。買収企業は、基本的にその地域に最も精通し、十分な経営手腕を有している優秀な経営陣が買収企業に存在することが重要な条件となります。</p> <p>この4つの条件を満たしていれば、当社は地域を問わずM&A検討対象としています。</p>

Q8	M&A が経営戦略上、重要な要素になることは理解できるが、明らかな失敗案件があるなら、どのようなケースか？
A8	<p>2019 年から新しい経営体制を導入し、グローバルで経営経験のある人材を取締役に選定しています。新体制以降で買収した M&A 案件においては減損損失を計上した事例は 1 件もありません。</p> <p>ただし、2018 年以前にはいくつかの失敗事例があります。例えば、ドイツの自動車用塗料会社に関しては、減損損失を計上しました。これは、当時の経営体制やグループ間の連携が不足していたため、欧州顧客への訴求が不十分となり、現地の競合他社に対する優位性を発揮できず、市場シェアを落とす結果となりました。</p>

Q9	海外での売上比率はどのくらいになるのか？
A9	<p>現時点で海外売上比率は 86% です。基本的には、日本市場も毎年 0~5% の成長を計画していますが、海外市場はそれを上回る成長を見込んでいます。加えて M&A についても今後海外案件の方が多くなる見込みです。そのため、具体的な数字目標は設定していませんが、今後も海外売上比率は、現状の 86% よりさらに高まると考えています。</p>

Q10	関西ペイントや競合との差別化戦略について教えて欲しい
A10	<p>関西ペイントとの違いとしては、まず主力事業が異なる点が挙げられます。関西ペイントは自動車用塗料や工業用塗料が主力事業です。一方、当社は建築用塗料や汎用塗料が主力事業となります。そのため、関西ペイントとは自動車塗料分野や日本の建築用塗料において競合していますが、グローバルな視点で当社のビジネスに近いのはアメリカの Sherwin-Williams やオランダの AkzoNobel などの企業です。</p> <p>次に経営体制の違いがあります。当社は「自律・分散型経営」を採用しており、本社主導ではなく現地の経営陣に運営を任せ、本社は現地が戦略や施策を実行しやすいようサポートする役割を担っています。関西ペイントでは当社よりももう少し本社主導で対応されていると考えています。</p> <p>また、株主還元についても、関西ペイントでは自己株式の取得を実施されているが、当社は自己株式に資金を使うよりも、中長期的に高い成長が見込める M&A 案件に投資し、株主価値の最大化を図る方針です。</p> <p>これらが差別化と互いの戦略の違いと考えています。</p>

Q11	業績に影響を与えるリスクを教えてください
A11	<p>リスクの程度はありますが、基本として塗料事業では事業リスクは比較的低いです。理由は人口増加や1人当たりGDPの増加、都市化に伴い塗料の需要が見込まれるためです。また、塗料の代替品や代替技術は143年間出現しておらず、1度市場シェアを確立すると覆すのが難しい点も挙げられます。</p> <p>中国事業のリスクに関しても、中国マクロ経済の影響はゼロではありませんが、相関は低い状況で、当社の中国事業が現在右肩上がり成長している事を連結業績でも確認できると思います。</p> <p>為替・市場リスクはゼロではないものの、急激に業績に大きな影響を与えることは通常の事業活動では起きにくいと考えます。例えば、過去5年間でもコロナ禍や原材料高騰時も他業種と同様に影響を受けたこともありましたが、その中でも当社は成長を遂げています。塗料業界自体のリスクが低いことに加え、当社が高い市場優位性を持つことで、他の中小企業よりもリスクが軽減されていると考えています。</p>

Q12	現在、開発中の塗料にはどのようなものがあるのか？
A12	<p>直近のユニークな取り組みとしては自動車用フィルムの開発があります。従来の自動車用塗料は5層構造で塗料の焼き付け作業に多くのエネルギーを使用していましたが、自動車用フィルムでは焼き付けなどの従来塗装工程を減らすことでエネルギー消費を抑える取り組みを進めています。</p> <p>また、船底に塗る船底塗料や屋根や道路などの遮熱塗料など、顧客ニーズに応え、社会課題を解決する製品によりエネルギー消費も抑えるような画期的な製品開発で、結果として事業利益を実現する方針です。今後の新製品発表も楽しみにしていただければと思います。</p>

Q13	今は円高傾向だが、為替の影響度合いを教えてください
A13	<p>為替変動の影響で最も大きいのは中国元です。営業利益に関しては、1円の変動で約33億円の影響があり、円安では1円の変動が33億円の増加、逆に円高になれば33億円の減少となります。上期では為替の影響は業績に良い方向で働いています。今後の影響は不透明ですが、2024年通期予想で米ドルでは141円程度を想定しており、上期ほどの円安効果は期待できませんが、下期も大きな減少影響にはならないと考えています。</p>