

アクゾノーベル社の東南アジア建築用塗料事業の買収に関する説明会

質疑応答要旨

(2026 年 10 月 5 日)

◆ 質問者：ゴールドマン・サックス証券株式会社 池田篤氏

Q1	貴社は買収対象事業の 2026 年業績予想について、売上・マージンともに 2025 年比で改善を見込んでいる。2026 年予想 EBITDA マージン約 26%は、カーブアウト後の単独運営コストなどを織り込んでも、今後の基準として理解して良いのか？また、年間ランレート・シナジーとして示された「売上高比 HSD (1 桁台後半) %以上」の算定基準、主要国の市場シェアや今後の見通し、既存事業とのシナジーについても伺いたい。
A1	買収対象事業は、「Dulux」ブランドの活用を進めることで、売上成長と収益性を維持・向上できると見込んでいます。市況や原材料動向などの不確定要素はありますが、デューデリジェンスの結果、持続的な成長力と収益性があると判断しています。ただし、具体的な水準を保証するものではありません。 年間ランレート・シナジーは、買収対象事業の 2026 年の売上予想約 3.3 億米ドル超を基準としています。1 桁台後半は最低水準、2 桁台の実現も可能と見込んでいます。 国別の市場シェアについては、現時点で回答を差し控えます。買収対象事業はインドネシアとベトナムで強みを有しており、当社既存事業と補完関係があると見込んでいます。

Q2	インドネシアなどでは買収後の市場シェアが高くなると推察されるが、独占禁止法上の観点から、事業の分離・売却などの留意点はあるのか？
A2	当社は、当局の承認取得を含むクロージング条件の充足は十分に可能と判断して本買収を進めています。規制手続には一定の不確実性が伴いますが、承認取得に自信を持っています。

◆ 質問者：UBS 証券株式会社 大村俊太氏

Q1	貴社は 2,000 億円超の本買収だけでなく、1 兆円を超える規模の M&A も検討していたと推察しているが、レバレッジ水準の許容度はどの程度なのか？また、アクゾノーベル社の残りの建築用塗料事業に対する今後の買収方針を伺いたい。
A1	レバレッジ水準は、従来通り Net Debt/EBITDA の 4 倍を 1 つの目安としています。ただし、4 倍を超えた場合に直ちに新株を発行する方針ではありません。 当社事業は強いキャッシュ創出力を有しています。本買収後の 2026 年末のプロフォーマ・ベースの Net Debt/EBITDA は約 2.8 倍となる見込みですが、単年で約 0.6 倍のレバレッジ低下が可能と見込んでいます。買収対象事業もキャッシュ創出力が高く、買収後も相応の追加買収余力を維持できると見込んでいます。 アクゾノーベル社の残りの建築用塗料事業については、何も決まっていません。本買収は独立した取引であり、アクゾノーベル社とアクサルタ社の統合に伴う売却戦略に沿って、当社が経済性を検証し、支払可能な価格を提示したものです。

Q2	買収対象 7 カ国の企業価値は、国別に評価する「サム・オブ・ザ・パーツ方式」で算定したのか？また、AOC のような先進国の買収では PER を低下させる一方、本買収のような新興国における高い成長率が期待できる買収は PER を上昇させると理解しているが、貴社はどのように考えているか？
A2	当社は「サム・オブ・ザ・パーツ方式」も含めて、さまざまな手法を用いて企業価値を算定しています。詳細な将来予測も作成し、今回の価格で十分な価値創出が可能と判断しました。評価の詳細は公表しませんが、算定結果には自信を持っています。 私は、AOC の買収が PER を低下させるという認識には同意しません。AOC は米国で十分な成長余地を有し、初年度から EPS に大きなプラス貢献があるため、PER の上昇につながってもおかしくないと考えています。ただし、市場がそうに評価しなかったことも事実です。今後はペントアップ需要の顕在化による成長を見込んでいます。 成長と PER には関連があります。特に最近成長を実現している東南アジア事業に本買収をボルトオンすることで成長をさらに加速させることは、PER にもプラスに働くと見込んでいます。市場からの評価を高めるには、買収後の施策を着実に実行することが重要と考えています。

◆ 質問者：大和証券株式会社 梅林秀光氏

Q1	買収対象事業の販売チャネルは、TUC に相当するリテールと TUB に相当するプロジェクトのどちらが中心なのか？国別の違いや、貴社既存事業の販売チャネルとの補完関係はあるのか？
A1	国別の詳細は回答を差し控えますが、販売チャネルの構成は国によって異なります。一部の国では、当社が十分に展開していないプロジェクト向け事業の強化やクロスセルの機会があると見込んでいます。 製品・サービスやブランドの選択肢を拡充することで、顧客への提供価値を高められる見込みです。国ごとの違いを踏まえながら、着実に顧客価値を創出していきます。

◆ 質問者：株式会社化学工業日報社 小椋響稀氏

Q1	貴社は 7 月にアクゾノーベル社が有するグローバルの建築用事業に対して買収提案をしていたが、本買収は東南アジア事業のみとなる。今後、対象地域の拡大に向けた計画はあるのか？
A1	アクゾノーベル社が有するグローバルの建築用事業に対する買収提案と、今回の東南アジア事業の買収は、完全に独立したものです。本買収は、アクゾノーベル社がアクサルタ社との統合に伴って進める地域別の戦略的売却に対し、当社が検討した案件です。 アクゾノーベル社の東南アジア事業は当社とのシナジーが大きい領域であり、精査の結果、「株主価値最大化（MSV）」に資する買収と判断しました。それ以外の地域の買収については、何も決まっていません。今後の可能性を否定するものではありませんが、価格やシナジー創出の可能性などを総合的に判断します。また、アクゾノーベル社側に売却の意思があることが前提となります。

Q2	両社にとってのシナジーが、本買収の成立につながった理解で良いか？
A2	アクゾノーベル社は、統合後のコーティング事業への注力に向け、東南アジアの建築用塗料事業を売却する意向でした。一方、当社はシナジー創出の可能性を評価し、それを含めて価格を設定しました。その結果、両社の意向が一致して取引に至りました。

◆ 質問者：シティグループ証券株式会社 西山祐太氏

Q1	貴社は M&A において現地経営陣の能力や MSV に対する方向性の一致を重視しているが、買収対象事業の経営陣をどのように評価しているのか？また、貴社戦略や MSV に関する方向性のすり合わせをどのように進めていくのか？
A1	繰り返し申し上げている通り、本買収は「アセット取得型」ではなく、既存事業とのシナジーを追求する「ボルトオン型」の買収です。経営の自律性をより重視する 2025 年の AOC の買収や 2019 年の DuluxGroup の買収とは、前提が異なります。 他方、決して容易ではない東南アジア地域で成長と高いマージンを両立している現地経営陣を当社は高く評価しており、期待を持って迎え入れたい考えです。そして、最終的には MSV に資する形で事業を統合していきます。 買収後に単独で自律的な成長を求める「アセット取得型」の M&A とは、本買収は性質が異なる点にご留意ください。

◆ 質問者：野村證券株式会社 吉武祐翔氏

Q1	買収対象事業の地域別売上構成比はどのような状況なのか？また、2024 年から 2025 年にかけて EBITDA が若干減少する一方、2026 年に大幅な増加を見込む背景を伺いたい。
A1	地域別売上構成比の回答は差し控えます。 当社としては、現在の経営陣がブランド力を活用して進めている施策を高く評価しており、今後も成長と収益性の両立が可能と見込んでいます。 単年度では、内部・外部の要因により業績が変動することはあります。当社はこうした点も検証した上で、持続的な成長と収益性を維持できると判断し、買収を決定しました。

◆ 質問者：SMBC 日興証券株式会社 新谷泰大氏

Q1	2026 年予想の EBITDA マージン約 26%は持続可能であり、これを基準にシナジーを見込んで良いのか？シナジーにはコスト削減と売上成長の双方が含まれるのか？また、どちらをより重視しているのか？
A1	買収対象事業のマージンは持続可能と見込んでいます。東南アジアは当社が熟知している地域であり、市場や販売チャネルの状況を十分に精査した上で、価値創出の可能性が高いと判断しました。 シナジーについては一定の前提を置いているのですが、クロージングまでに PMI 計画を精緻化するため、現時点では詳細な説明を差し控えます。 主なシナジーとしては、効率化によるコスト削減です。

Q2	買収価格には一定のシナジーを織り込んでおり、成長とシナジーの実現によって実質的な買収倍率が将来的に10倍台前半まで低下する可能性も含めて判断したという理解で良いのか？
A2	本買収が「アセット取得型」ではなく、「ボルトオン型」である繰り返し申し上げているのは、その点を意味しています。2019年のDuluxGroup買収時の約16倍と、本買収の約16倍では意味合いが異なります。 買収対象事業そのものの成長に加え、主にコストシナジーによる収益性向上を見込んでいます。3年目までにROICがWACCを上回る見通しも含め、将来的な追加価値の創出余地が大きいM&Aと見立てています。

Q3	買収対象事業のEBITDAマージンについて、国別の高低を伺いたい。特にインドネシアは構造的にマージンが高い地域と推察するが、今回の買収対象事業にも同様の特徴があるのか？
A3	諸制約があるため、国別の詳細については回答を差し控えます。ただし、2026年予想のEBITDAマージン約26%は、当社グループ全体やNIPSEA中国以外の事業と比較しても高い水準であり、高い収益性を有する事業を取得できたと考えています。

◆ 質問者：株式会社東洋経済新報社 山田雄大氏

Q1	本買収は、初年度からEPSにプラス貢献し、3年目までにROICがWACCを上回る見通しとの説明だが、のれんや償却対象の無形資産はどの程度を想定し、EPSへの影響に織り込んでいるのか？また、従来の「シナジーありきの買収はしない」という方針と、本買収のシナジーを織り込んで買収を判断したことは、どのように整合するのか？
A1	無形資産の償却額については、通常クロージング後に確定しますが、現時点でも一定の前提を置きながら償却負担を計算に織り込んでいます。 本買収の建築用塗料事業では、無形資産は技術や顧客関係よりも「Dulux」ブランドが中心です。本買収では、ブランドは償却しない無形資産として想定しており、のれんも償却しません。そのため、無形資産の償却負担は比較的小さいと見込んでおり、EPSなどの経済性はそうした負担も加味して計算しています。 「シナジーありきの買収はしない」とは、シナジーの存在を理由に過大な価格を支払わず、シナジー自体を買収の目的にしないという意味です。重要なのは、価値創出が可能な価格で買収することです。「アセット取得型」では買収対象事業が単独でも十分なリターンとキャッシュを創出できることを重視する一方、「ボルトオン型」では既存事業との統合による価値創出も含めて判断します。 本買収は、シナジーを除いてもプラスの価値を生みますが、EBITDAの約16倍の買収価格に対し、投下資本に見合うリターンを得るにはシナジーが重要です。特に効率化によるコストシナジーは比較的確実に見込めるため、それを織り込んでもMSVに資する十分な経済性があると判断しました。

Q2	最近の金利上昇も織り込んだ上で、十分なリターンが得られると判断しているのか？
A2	その通りです。金利は上昇傾向にあります。銀行の支援も受けながら低コストで資金を調達しています。金利コストは税引後で評価しており、引き続き競争力のある調達金利水準であると考えています。

◆ 質問者：株式会社日本経済新聞社 山口和輝氏

Q1	M&A によってグループ規模が拡大する中、現地経営陣の自律性を重視するガバナンス方針に変更はないのか？また、塗料業界の再編が進む中で、今後の M&A 候補は減少するのか？それとも、「アセット取得型」も含めて引き続き幅広い M&A 機会はあるのか？
A1	ガバナンス面については、「アセット取得型」と「ボルトオン型」では、経営・統合の進め方が異なります。本買収は既存事業に重ねる「ボルトオン型」であり、買収対象事業の経営陣の実績や強みを尊重しながら、東南アジアにおける当社の既存プラットフォームと一体的に運営していきます。買収後の事業を独立させ、自律的な経営を重視する「アセット取得型」とは異なります。 今後の M&A については、塗料やその他周辺分野の市場は、上位 10 社でも市場シェアが 50%に満たないため、引き続き買収機会があると見込んでいます。加えて、当社プラットフォームの価値を最大化するため、AOC のような機能性を有するコーティング事業や、それに近い安定的で高いマージンとキャッシュ創出力を有する事業も対象とします。コアの塗料・その他周辺分野と「アセット取得型」の両面で、個々の事業を十分に見極めながら買収機会を検討していきます。

Q2	本買収に際し、貴社グループから経営陣を派遣するなど、具体的なガバナンス体制をどう想定しているか？
A2	今後の具体的な体制については、買収対象事業の経営陣との十分な協議が必要のため、現時点では回答を差し控えます。 当社は、本社から経営陣を派遣することを基本としていません。現地の経営陣と協力し、その強みを引き出す方法を PMI 計画の中で決定していきます。 当社は買収対象の 7 ヶ国全てで既に事業を展開し、強い基盤を有しています。新しい地域に進出する買収ではなく、熟知している国において、対象事業の人材や技術を最大限に活用する買収であり、現地の力を最大限に活用してクロージング後の統合を進めます。

Q3	本買収の発表後に株価は数%上昇したが、PER は貴社収益性に対して依然割安とも解釈できる水準にある。株主価値の最大化に向けて、シナジーの実現に加えて、どのような課題を認識しているのか？
A3	市場とのコミュニケーションを改善し、当社の強みに対する理解を深めていただくことが重要です。本買収は、第 2 四半期にも成長力を示した東南アジア事業に重ねる「ボルトオン型」の M&A であり、買収後の実績を積み重ねることで、当社の M&A と既存事業基盤の双方に対する再評価につながると見込んでいます。 M&A は、買収そのものではなく、買収後の価値創出が重要です。その成果が顧客にも十分なメリットをもたらすことを示し、市場の声にも耳を傾けながら、着実に施策を実行していきます。

以 上