

若月共同社長が語る、MSV実現に向けた財務・M&A戦略

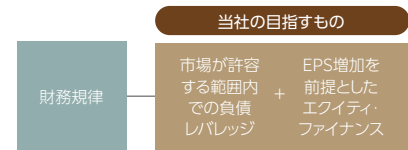


取締役 代表執行役共同社長
若月 雄一郎

当社は「アセット・アsembler」モデルによる中長期経営戦略を推進しています。当ページでは、取締役 代表執行役共同社長の若月雄一郎が、財務戦略、M&A戦略の基本的な考え方や特長、競争優位性などについてご説明します。

財務戦略

MSV実現に向けた道筋 ▶ P5参照



「資本コスト」への意識

当社は「EPSの最大化」と「PER最大化」を図りながら、ROIC(投下資本利益率)がWACC(加重平均資本コスト: 約6%)を最終的に上回るM&Aを実行

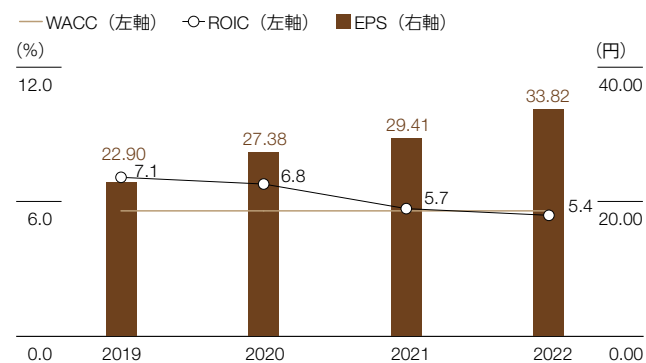
する方針です。

積極的なM&Aに伴うのれんの計上により資本効率はやや低下傾向にありますが、そもそも買収する会社は初年度からのEPS貢献を見込んでおり、買収後の利益成長やキャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)の短縮化などを通じて、3~4年でROICがWACC(連結ベース)を上回ることを目指し、資本効率の改善につなげています。

資本効率の低下は、リスク増大につながるため警戒心を持って注視する必

要がある一方、ROICに傾倒し過ぎると優良なM&Aの機会損失につながりかねないため、利益成長とのバランスが必要と考えています。当社が展開する市場のリスク・リターンの優位性に加え、強固なバランスシートや低ファンディングコストにより、リスクをコントロールした上で、EPS向上を加速させることは十分可能と考えています。

WACC・連結ROIC・EPS



個社ROIC^{※1}

	Year 1 ^{※2}	Year 2	Year 3	Year 4
DuluxGroup (太平洋)	1.2%	3.2%	3.9%	5.3%
Betek Boya	3.5%	9.4%	11.8%	8.1%
PT Nipsea	3.7%	5.3%	-	-

※1 ROIC(IFRS): 税引後営業利益(PPAによる無形資産償却後)÷取得原価(移転対価、その後の増資などを含む)。いずれも各年度の実績レートによる円換算後
※2 DuluxGroup(太平洋)は4ヵ月分、Betek Boyaは6ヵ月分の業績をもとに算出

P55の表の通り、2019年以降に買収した主要なアセットのROICは、買収以降の利益成長とバランスシート・マネジメントが奏功し、年々改善しています。Betek BoyaのROICは買収2年目で連結ベースのWACCを上回っており、PT Nipseaは買収4年目の2024年、DuluxGroup(太平洋)もROICが徐々に改善し、2024年にスプレッドがプラスになると見込んでいます。

「アセット・アsembler」モデルに資する財務戦略

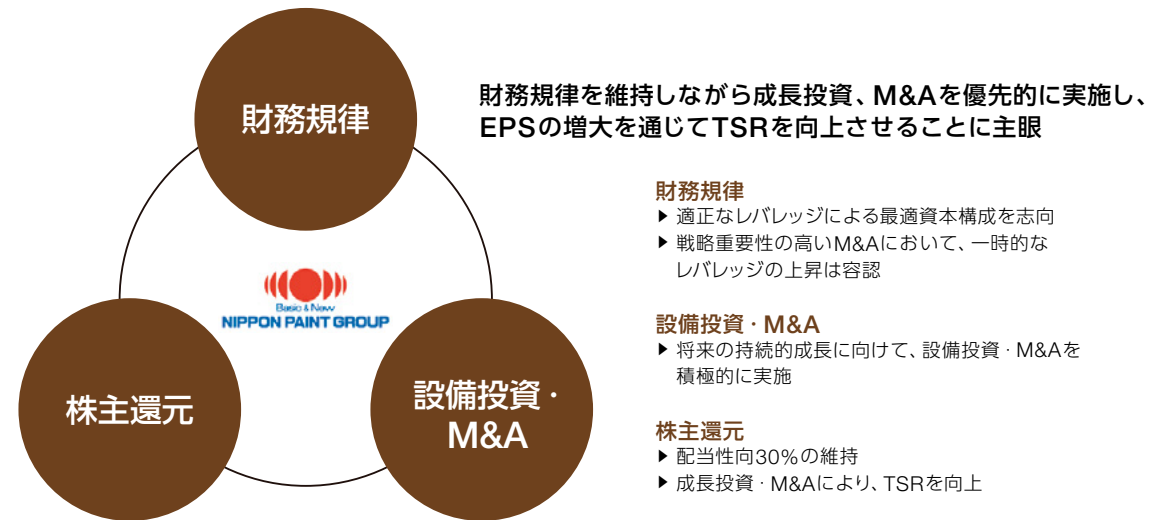
当社の資本政策は、財務規律を維持しつつ、成長投資を優先的に実施し、EPSの持続的増大を通じてTSR(株主総利回り)を向上させることに主眼を置いています。

財務規律としては、①負債調達を優先、②レバレッジ余力を維持、金融機関・格付機関との対話の促進、③EPS増加を前提として資本調達も選択肢、の3点を重視しています。塗料・周辺事業はキャッシュ・フロー創出力が非常に強く、当社としてはM&Aの実現に向けた資金を確保するべく、低ファンディングコストを積極的に活用していきます。

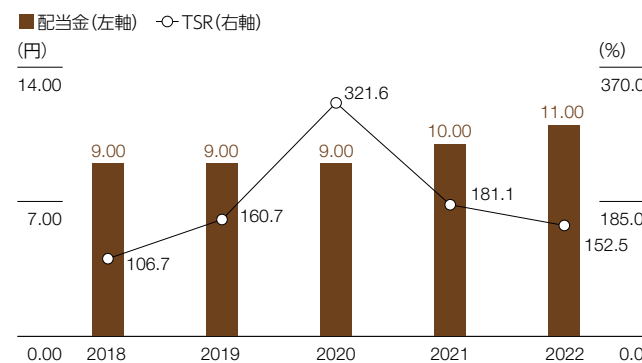
設備投資については、将来の持続的成長に向けて積極的に実施していますが、当社事業の売上規模やキャッシュ・フローに比べると設備投資の負担は比較的限られています。生産能力の増強やDX・研究開発の強化などの新規投資は規律を持って各地で実施していることから、M&Aこそが最も資金需要の高い投資先となります。「アセット・アsembler」モデルのもと、引き続

き良質で低リスクのM&Aを適正なバリュエーションで積み上げていきます。M&Aを中心とした成長投資を最重要視する中、株主還元についてはEPSの増大を通じたTSRの向上に主眼を置いています。配当は、業績動向、投資機会などを総合的に勘案しながらも、配当性向30%を目途に安定的に行う方針です。

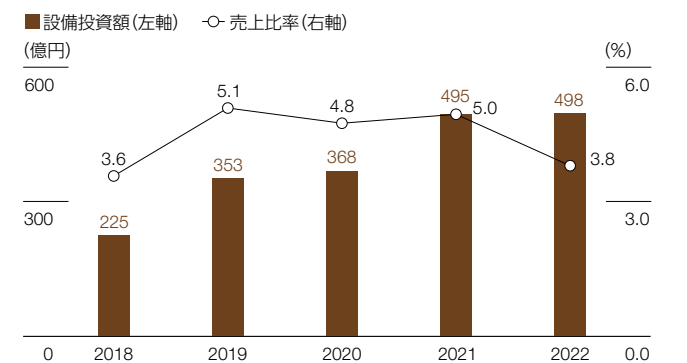
資本政策



配当金・TSR



設備投資額



若月共同社長が語る、MSV実現に向けた財務・M&A戦略

財務規律の徹底と最適資本構成の構築によるバランスシート・マネジメント

財務規律の徹底に向けては、当社は負債調達を優先する一方、低コストの資金調達を継続するべく、レバレッジ余力を維持しています。当社のリスクの性質について金融機関や格付機関からの適切な理解を獲得することが非常に重要であることから、積極的な対話の実施や開示資料の充実を図っています。

バランスシート・マネジメントとしては、CCCをKPIの1つに設定しており、

各パートナー会社は各地域・事業で取引条件を見直すなどの短縮化を進めています。政策保有株式についても、最近実施した売却などを通じて、継続して縮減に取り組んでいます。

固定資産(有形固定資産、無形資産、のれん)はM&Aの実施などにより増加傾向にあります。そうした中、資産効率や収益性の観点から積極的にモニタリングしており、欧州自動車用・インド事業の譲渡や、日本グループや船舶用事業の構造改革をはじめとした戦略的なコーポレート・アクションを適宜実施しています。

のれんについては、「自律・分散型経営」による円滑なPMIの実施や適切なバリュエーションで「良質なM&A」を積み上げることで、減損リスクを低減しています。

財務レバレッジとしては、2022年末時点のネット・デット/EBITDAが3.4倍(一過性調整後)、2023年末では追加のM&Aがない前提で約2.9倍となる見通しです(▶ P51「中期経営計画(2021-2023年度)の概要と進捗」参照)。

負債による資金調達は基本的に全て円ベースで実施しており、2022年末時点で平均年限は3.5年、平均金利

は税引前で0.35%と、極めて安定的な負債構成となっています。今後も新たな機会確保に向けた十分な負債余力を維持するべく、最適な資本構成を志向するとともに、借入金金融機関や格付機関などからの信頼や信用を獲得していきます。

持続的な成長に向けたキャピタル・アロケーションの考え方

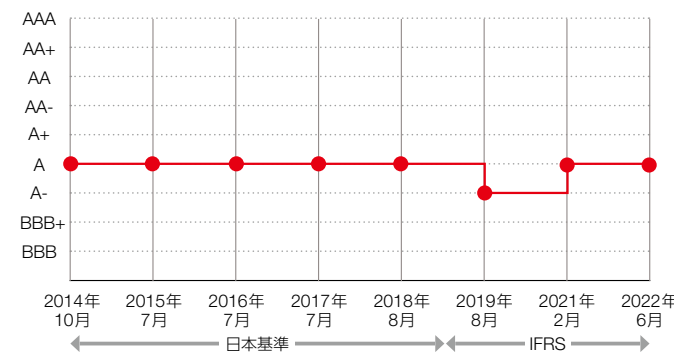
前中計(N-20:2018-2020年度)の営業キャッシュ・フローが約2,400億円であったのに対して、2021年に実施したアジア合併事業100%化に伴い、利益の社外流出がなくなったことなどにより、現中計(2021-2023年度)のキャッシュ・フロー創出力は向上しています。

現中計の3年間で、営業キャッシュ・フローで約3,000億円を稼ぐ一方、継続的な売上・利益成長に向けて連結売上3%程度を設備投資に振り向ける計画です。こうして残った1,700億円の約半分は配当性向30%を目安に配当として株主還元する一方、残りはタ

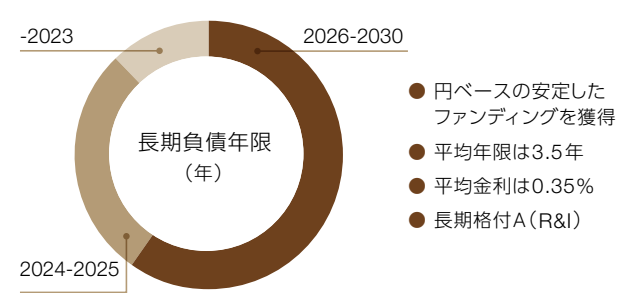
イミングによって負債の返済、または新たなM&Aに充当していく方針です。

今後も、金融機関や格付機関、株式投資家のサポートや理解を得ながら、2024年以降の成長戦略に沿ったM&Aに積極的に取り組んでいきたい考えです。

格付推移(R&I)



負債状況

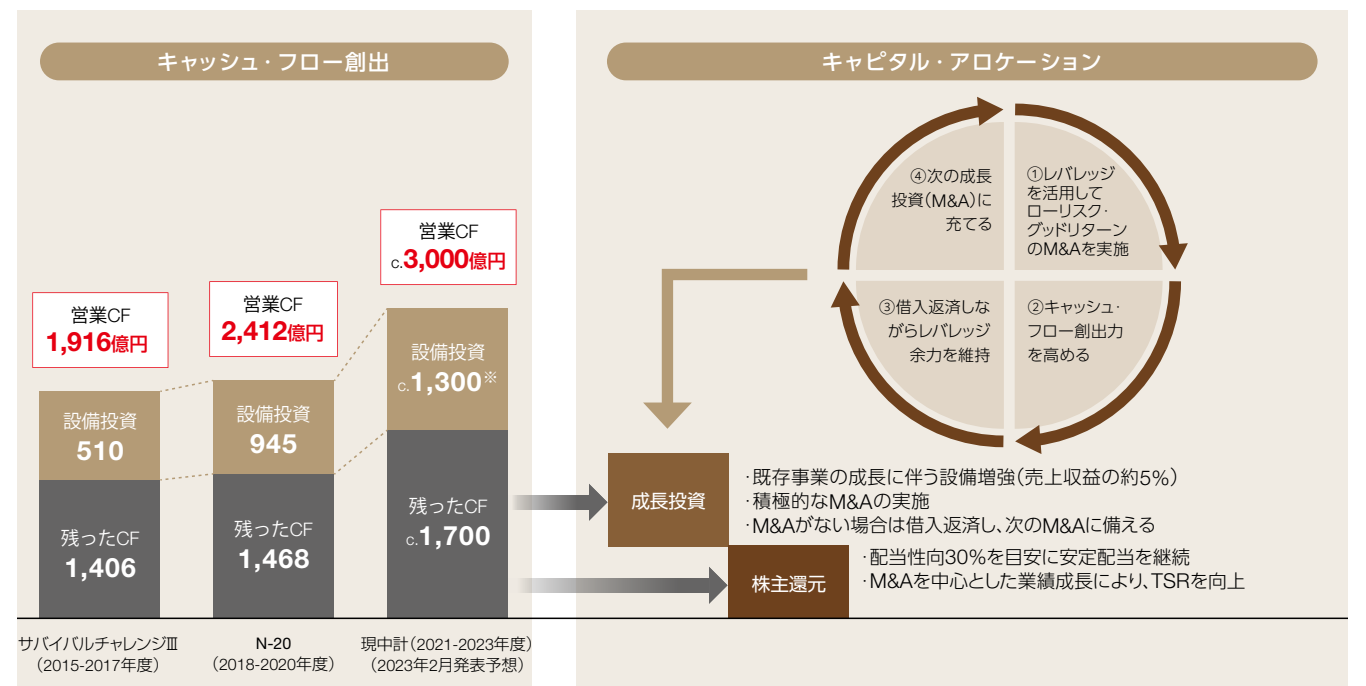


バランスシート・マネジメント方針

資産		負債	
現金・現金同等物 営業債権及びその他の債権 ● コロナ影響や中国不動産市況の悪化に対応したCCCの見直し(取引条件の見直しなど) ● 将来の債権回収リスクを踏まえた対応(中国売上債権に対する貸倒引当金の計上等) その他の金融資産(非流動資産) ● 政策保有株式について、保有継続の合理性を毎年検証(2022年度も一部株式を売却) 有形固定資産 ● 事業売却や構造改革を通じて資産効率の向上や収益性改善に取り組む(欧州自動車用・インド事業の譲渡、日本事業・船舶用事業の構造改革など) のれん / その他の無形資産 ● 「自律・分散型経営」でPMIリスクを最小化し、「良質なM&A」の積み上げによる減損リスクを低減	現金・現金同等物 2,426億円 営業債権及びその他の債権 3,113億円 その他の金融資産(非流動資産) 261億円 有形固定資産 3,768億円 のれん 8,255億円 その他の無形資産 4,001億円 合計 24,423億円	営業債務及びその他の債務 2,568億円 社債及び借入金 7,221億円 合計 12,870億円	社債及び借入金(有利子負債) ● 負債調達を優先し、レバレッジ余力を維持(2023年末時点のネット・デット/EBITDAは、追加のM&Aがない前提で約2.9倍を予想) ● 格付機関からの評価(R&I格付「A」を維持) ● 円ベースの安定した資金調達(低金利・長期年限)
資本		資本	
	資本金 6,714億円 利益剰余金 2,725億円 合計 11,554億円	資本金 利益剰余金	「資本金」 / 「利益剰余金」 ● M&Aなどの成長投資に向けて財務基盤を強化(第三者割当増資による資本増強) ● EPSが増加する前提に、資本調達も選択肢 ● M&Aにおいて、ROICがWACCを上回るなど、資本効率も考慮 ● 配当性向30%を維持

2022年12月末時点

キャピタル・アロケーションの考え方

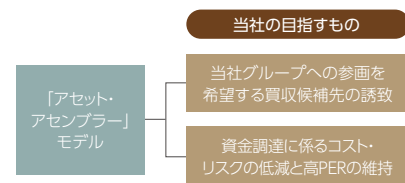


※ リースによる設備投資は含まず

若月共同社長が語る、MSV実現に向けた財務・M&A戦略

M&A戦略

MSV実現に向けた道筋 ▶ P5参照



M&A基本方針

当社のM&Aの基本的な方針は、P37に記載の通り、「アセット・アセンブラー」モデルにおける3つの優位性である①低ファンディングコストのメリットを十分に活用できる力、②持株会社の介入によらず、アセット会社のEPS寄与を維持・拡大する力、③当社の経営モデルに共感する世界中の優秀な経営クラスのタレントを惹き付ける力、を駆使してM&Aを推進することです。これらの基本方針のもと、当社が現在、塗料・周辺分野でM&Aを推進しているのは、リスク・リターン

の優位性が高い市場であるためです。塗料市場の過半を占める建築用市場は地産地消のビジネスであり、原材料の調達や消費者の嗜好、販売ネットワーク、環境規制に至るまで、国や市場ごとにビジネスモデルが大きく異なります。また、塗料は代替製品の脅威が低いことに加え、特に建築用塗料においては地域特性が強いことから、①強いブランド力、②充実した流通網、③現地に精通したオペレーションの確立、などが成功の鍵となります。したがって、これらをベースに市場シェアNo.1を獲得すれば、競合他社による逆転は容易ではなく、No.1の会社は市場シェアをさらに伸ばして収益を享受できるなど、好循環サイクルを生み出すことが可能です。

「アセット・アセンブラー」モデルにおける当社グループのM&Aの具体的なポイントは下図の通りであり、①業態や地域にとらわれずリスクの低い安定収益事業でMSVに資すること、②強いブランド・優秀な経営陣を擁すること、

③初年度からEPSへのプラス貢献が見込まれ、適切なリスク・リターンが得られること、を重視しています。

2014年以降に当社が買収した主要パートナー会社のパフォーマンスは、P23「アセット運用報告」にも記載の通り、高成長国・成熟国のどちらの市場でも高い成長を遂げています。

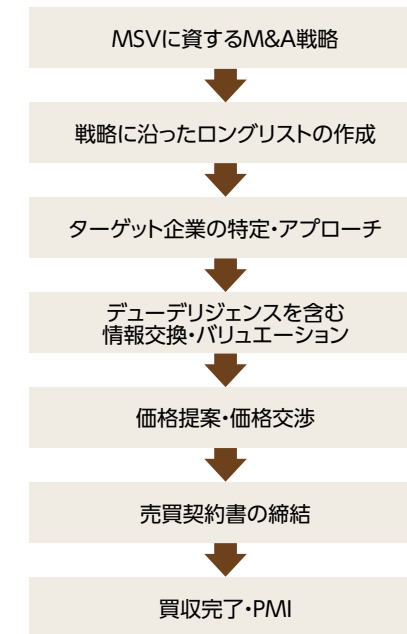
今後もM&A案件の成功実績(トラックレコード)を数多く積み上げることで、M&A対象企業に対して、当社グループ傘下に入ることのメリットを幅広く伝えていく一方、株式市場に対しても、当社が今後も継続的に高いEPS成長が可能な企業であるという期待値を醸成していきます。

M&Aの選定プロセス

M&Aの選定プロセスは右図の通りです。まず、ターゲット候補となる企業のロングリストを作成した上で、優先順位を付け、実現可能性に関して検討しながら、今後どのようなタイミングでどのような提案でM&Aを実現していくかなどの具体的な議論を進めます。ターゲット選定に当たっては、「MSVに資するかどうか」を唯一の判断としており、例えば、「売上世界No.1になりたい」などの規模だけの議論、あるいは「社長として大きな実績を作りたい」といった経営者のエゴや思惑などが入る余地は一切ありません。当社にとっては、仮に売上世界No.1になったとしても、そこに至るまでの過程で株主価値を毀損するようでは意味がないのです。

具体的な検討に当たっては、魅力的な案件であったとしても、常に「健全な警戒心」を持ってパートナー会社グループ(PCG:地域・事業ごとのPC群)を中心としたPMIや、さまざまなリスク度合いを多角的に議論した上で判断しています。「アセット・アセンブラー」モデルで重要な人的資本に関しては、現地マネジメントからのコミットメントやサクセッションプランなど、リスクを極小化する仕組みを取り入れています。特に重要なのは、初年度からEPSにプラス貢献することを財務規律の1つに据えていることであり、いたずらに買収シナジーを正当化し、買収3年後にEPSがプラスとなればよしとするような楽観的な想定は組んでいません。当社が実施する価値計算においては、「PER」や「EV/EBITDA」などだけではなく、案件を実行した結果として当社グループのバランスシート上での余裕をどこまで求めるのかなどの点を同時に検討しています。

M&A選定プロセス



既存事業と買収会社の双方に成長をもたらすプラットフォーム

「アセット・アセンブラー」モデルのプラットフォームの強さは、買収を実施した後に、既存事業、M&A対象会社の双方に成長シナジーをもたらすことにあり、欧米型の単なるコスト・カット・シナジーとは一線を画します。日本企業による海外M&Aでは、買収実施後の数年内に減損を計上する事例が少なくない中、当社ではM&Aを本格化した2019年度以降、全ての案件で想定以上の結果を出しています。これは、当社のプラットフォームが奏功している証左であり、その要諦をご説明します。

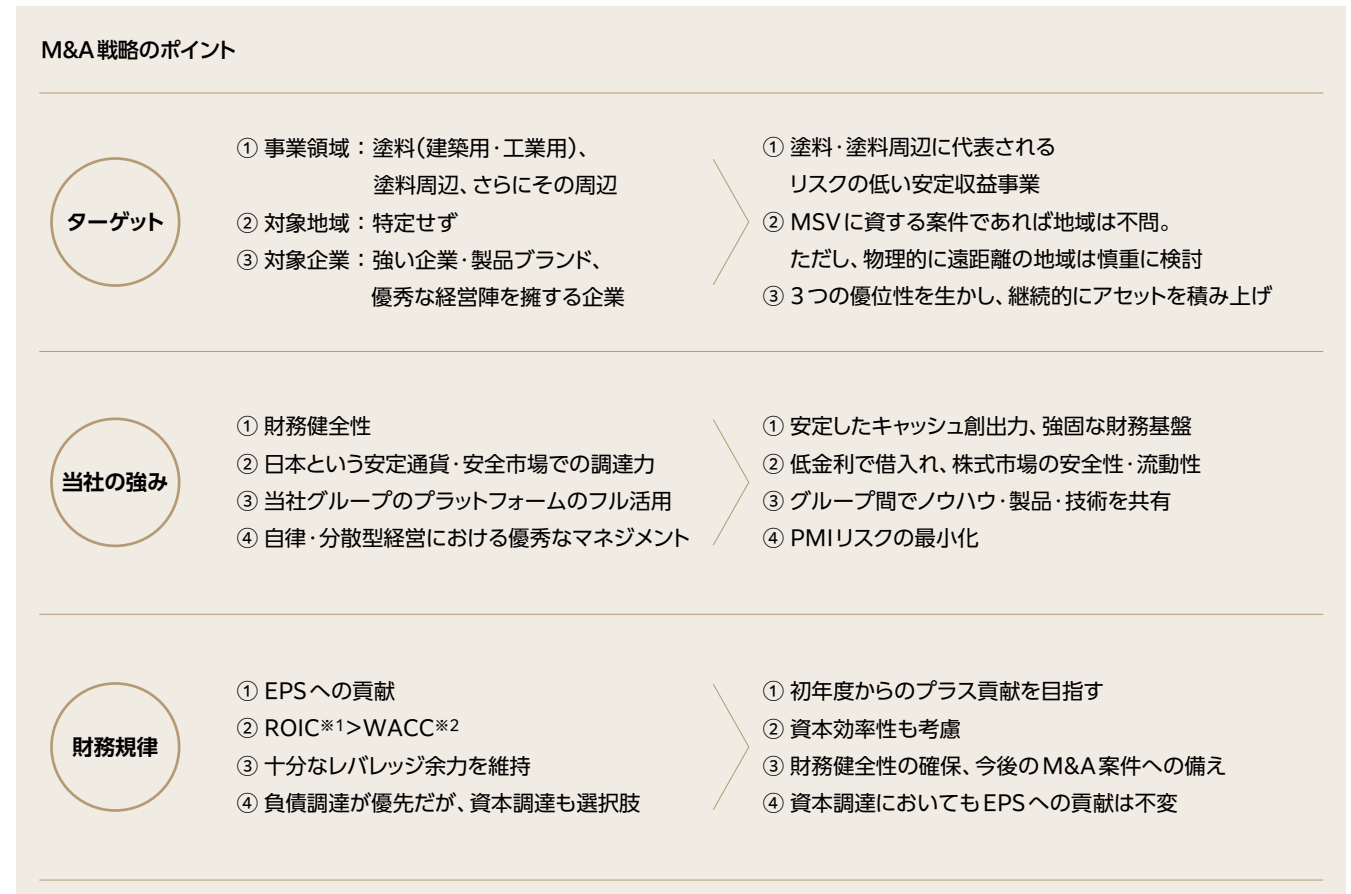
共同社長は現地マネジメントと常にコミュニケーションを重ねた上で、彼らの実績や成長意欲を含めて「信頼」できると判断してから、結果責任とセットで権限を委譲し、現地決裁による

シンプルかつ迅速な意思決定プロセスを採用しています。本社からマネジメントを派遣すれば、現地との溝ができやすく、上位のマネジメントを日本人で固めれば、現地の優秀な人材のモチベーションが低下しかねません。

当社がすべきことは、現地の優秀なマネジメントによるオペレーションを支援することであり、共同社長と直接相談できる関係の構築に加え、成長投資のための日本円ベースの資金調達や「NIPPON PAINT」ブランドの活用、パートナー会社間で自律的に連携可能なプラットフォームを提供しています。もちろん、重要な子会社に対するガバナンスは共同社長も担った上で、一定額以上の資本支出や社長クラスの報酬や選解任については本社が担います。

当社プラットフォームの強さは、MSVの実現という共通の目標を目指す仲間が、必要に応じて国境を越えて助け合うだけでなく、成熟国・新興国での成長施策や、既存・新規事業からのブランド・ノウハウ、原材料購買などをパートナー会社間で積極的に共有することができる一方、本社から押し付けられることなく、自由に取捨選択できる点です。このように、信頼と結果責任を組み合わせることで、既存事業とM&Aの両輪で成長することが可能になっています。

したがって、成長を志向する現地マネジメントであれば、自身の経営手腕をいかんなく発揮することが可能となるため、当社グループへの加入に関心を持つ企業は増え始めています。



※1 投下資本利益率(一過性費用調整後) ※2 加重平均資本コスト