

2020 年度 機関投資家様向け説明会 Q&A 概要  
(2020 年 2 月 21 日)

◆ 質問者：SMBC 日興証券株式会社 竹内忍氏

Q1	M&A の活用による成長について、相手がある話だとは思いますが、地域や分野などでの優先順位はあるのか。
A1	<p>世界のマーケットを見ると、建築用塗料の分野が一つのターゲットになると思います。ご存知のように 2019 年に DuluxGroup 社と Betek Boya 社の 2 社を買収しましたが、どちらも建築用塗料を主に扱う会社です。この分野は今後最も成長していきますので、非常に重要です。</p> <p>ただし、建築用塗料以外の分野でも、当社のポジショニングがグローバルで非常に高い伸びとなり、確りと株主価値の最大化に寄与できる案件であれば、検討していきたいと考えています。</p>
Q2	条件が合えば、例えば欧米の自動車用塗料メーカーなどもターゲットになり得るのか。
A2	<p>自動車はどうでしょうか。世界の塗料需要の内、自動車用塗料が占める割合は約 10%です。やはり今後の伸び率は明らかに自動車用塗料以外、特に建築用塗料が大きいと言われていきますので、ある程度の成長力がある分野を目指していきたいと思います。</p>
Q3	資料 P30 のアジア合弁事業の 100%子会社化については、M&A との兼ね合いの中での優先順位や今後の時間軸の観点からどのような位置づけなのか。
A3	<p>先ほど申し上げたように、3 月の株主総会を経て指名委員会等設置会社に移行した後に取締役会で議論していきます。当社はすでに 51%の株式を所有していますが、100%にすることが経営の観点からどのような課題があるのかをよく議論する必要があります。</p> <p>例えば 100%子会社になるということは、中国にいる 9,000 人以上の従業員の方々やその家族を私の背中に負うこととなります。それは一体どういう意味なのか、と言った、財務面だけでなく、様々な面での対応の必要性も含めて取締役会でじっくりと議論したいと思います。</p> <p>そのため、議論が熱したところでは考えていますが、一方でやはり現在の当社が 51%、Wuthelam が 49%という構成は少しやりにくい所もあります。要するに、100%子会社ではないため、一所懸命に合弁会社と事業をして、例えば当社側の技術を提供して合弁会社で収益を上げたとしても結局 51%しか戻って来ないこととなります。</p>

	そのようなことも踏まえて、2020年4月以降取締役会でしっかり議論したうえで決めていきたいと思います。
--	---

Q4	アジア合併事業の100%子会社化に関する議論は今までもあったと思うが、その議論は一度ゼロクリアし、3月の株主総会後の新しい取締役会メンバーでもう一度ゼロから検討していくということか。
A4	ゼロクリアというのは適切ではなく、100%子会社化する方法を議論していくと思っています。やはり慎重に見極めたうえで100%子会社化することが大事と考えています。

Q5	先ほどの適切なレバレッジを目指すという話について、数字だけ出すと独り歩きする可能性があることや案件にもよるが、どのくらいのレバレッジまで可能と考えているのか。
A5	数字で出すのはなかなか難しいため、格付けでご説明いたします。基本的にはシングル A を念頭に置いています。しかし資料 P44 で Sherwin-Williams の Valsper 買収例を取り上げたように、当社にとってこの案件しかない、しかもそれが当社にとってまさに将来を作るような大きな M&A の機会である場合は、一時的にレバレッジが高くなること、もしくは格付けが若干下がることを許容し、その後戻していくといった可能性はあり得ると思います。

◆ 質問者：メリルリンチ日本証券株式会社 榎本尚志氏

Q1	御社は NIPSEA が持株比率 39%の大株主であるが、39%の持分が変化する可能性はあるのか。さらに NIPSEA の支配体制が強まって経営体制が将来変化する可能性はあるのか。
A1	NIPSEA の持株比率 39%が変化する可能性はあり得ると思いますが、具体的に何%になるのかは分かりません。ただし可能性として減ることはあまりなく、増えることはあり得ると思います。 しかし、仮に増加したとしても経営体制がドラマティックに変わることは、私はあまり考えていません。 特に取締役体制について、現在の 11 人から 9 人となり、かつ独立性と客観性を高めることは、実は NIPSEA 代表であるゴー・ハップジンさんとも話し合いをし、やはり少数株主権を保護する点についてよく理解をしてもらった上で決めました。 したがって、彼の言葉で言うと「自分は大株主だが、大株主も少数株主もどちらも株主価値が上がるような経営を是非して下さい。」という話ですので、このように言われている限りは大きな変化はないだろうと思います。

Q2	アジア合併事業の中で、インドネシアの事業会社における御社の持分比率は現在 0%だと思うが、これを 100%にするのか 51%にするのか様々な選択肢がある中でどのように考えているのか。
A2	インドネシアの経済発展は将来的にも非常に期待できますので、検討対象にしたいと思います。

Q3	中国は新型コロナウイルスの影響で工場の稼働率が低下しているとのことだが、競合も当然同じように影響を受けている中で、御社は競合と比較して今どのようなポジションにいるのか。 例えば弱った企業は今後復活する局面において遅れをとると思うが、御社のシェアはより加速して伸びていく見通しなのか。あるいは少し障壁などがあり意外に伸びない見通しなのか。
A3	地元の NIPSEA 中国の声をお伝えします。彼らには「要するにキャッシュを持っているところが勝ちであり、その観点から競合の中で弱る企業はいくつか出てくる。その時に我々はシェアを伸ばす、もしくは場合によっては M&A をする。そのような時期が来るのではないか。」という意識があります。 やはり地元のトップ塗料会社で、かつ当社がしっかりと後ろでサポートしているので、その意味では彼らは非常に自信を持って自分たちのシェアを伸ばす、もしくはプレゼンスを高めることができる、との声をよく聞きます。またそうやってほしいと思います。

◆ 質問者：シティグループ証券株式会社 池田篤氏

Q1	M&A に関して、成長性、安定性、塗料の魅力というのは非常によく理解しており、低金利という事業環境の良さも相まって M&A は非常に実施しやすい状況にあるかと思う。一方、バリエーションも上がり、先日のインドや欧州の自動車事業において減損が突然発表されるなど、全般的に戦線を少し広げ過ぎている気もしている。 また、失礼ながら、経営トップの方に塗料事業に詳しい方が少なく、投資会社のような印象を受けている。今後、パークシャー・ハサウェイのように投資会社として生きていくのか、聞かせてほしい。 また、ガバナンスをどのように効かせていくのかについても、資料 P21 のシステムなどをうまく使われていると思うが、考え方を聞かせてほしい。
A1	投資会社のようになるのかという質問から先にお答えいたします。 おそらくその方向感も一つの選択肢ではないかと考えています。塗料の専門家ではありませんし、勉強が足りていないのかもしれませんが、ゴー・ハップジン

さん曰く、塗料事業は非常に分かりやすい事業です。総合化学産業や半導体事業などとはだいぶ違います。分かりやすい事業であると思いますが、それでもやはり専門家である事業会社を中心となり事業を行う一方で、我々としては持株会社として取り組んでまいります。

バークシャー・ハサウェイの話が出ましたが、ウォーレン・バフェット氏は「自分たちのすることは2つしかない」という話をしています。1つはCEOの選解任で、もう1つはキャピタル・アロケーションを含めた資本、財務に関する決定です。当社もそうした取り組みを中心としながら、グループ全体をマネジメントする態勢に変わっていくと思います。

一方、現在、日本の事業は5つに分かれており、これらの統括機能が必要です。これはまさに旧日本ペイント、すなわち分社化する前の日本ペイントのトップが行っていた仕事ですが、その部分は現在、私が担当することで進めています。

幸いなことに、当社は良い人が多く、色々なことを教えてくれるなど、良いカルチャーを持っている会社です。今後も、特に日本の社員を中心に、働きやすい会社になり、着実に伸びていく態勢にした上で、次のステップを考えていきます。次に海外のガバナンスや減損についてお答えします。

インドの自動車事業は、インド経済そのものが、ご存知のように昨年大きく落ち込みました。これは金融政策や経済政策などが大きな一因かと思います。銀行が例えばオートローンや住宅ローンを出さなくなるなど、インドの経済情勢を考えると保守的に見なければならぬ状況であるため、インドの事業会社の将来の収益性を見直しました。減損は、何か悪いから計上するというよりも、将来の見通しが低下したから計上するのが原点です。そのため当社も、あえて減損に踏み切りました。

欧州の Bollig & Kemper 社 (B&K 社) も同様であり、先々5年間ぐらいの計画を毎年策定するにあたり、その中で自動車産業、特に欧州や日系の自動車会社の動きがポイントになります。ご承知のように、自動車産業は昨年、販売台数及び生産台数ともに非常に厳しい時期でしたので、今後5年間も保守的に見直すことにし、減損に踏み切りました。

私自身もかつて財務の世界にいましたが、財務はやはり保守的に対応する必要があり、今回あえて減損に舵を切りました。ただし、両社とも会社を閉じることはしていません。むしろそれぞれの会社に対しては、減損の前提になる計画は「それはそれ」として、言ってみればボトムラインになるので、さらに良いものにする計画を別途策定することにしました。

新たな計画では技術陣も含めてかなりの人的資源を投入します。その意味で、この減損が将来的にはプラスで返ってくると私は考えています。

Q2	<p>中国のDIYにおけるシェア拡大に向けた地域とチャネル戦略について伺いたい。直近は36%とかなり高いシェアであり、40%の目標が視野に入ってきた一方で、例えば、シェア50%に引き上げるためにTier3及びTier4の都市を伸ばすことは、収益性が大きく低下するのではないか。</p> <p>他方、販売チャネルとしては、専売店や併売店を通じて、住民に代わって塗装するケースが多いと思うが、ネット販売においてデジタル技術を活用してシェアを伸ばしていくのかを聞かせてほしい。</p>
A2	<p>まずセグメンテーションに関してお話しします。現在はTopとTier1、Tier2が中心ですが、Tier3まで念頭に置いて取り組んでいます。中国政府自体がTier2やTier3における都市のあり方を様々な形で指導しています。そうした動きについていくことが大事であり、TopとTier1、Tier2に留まるのではなく、もう少し中堅層を広げるため、中堅層地域に専門店を作るなど様々な施策を実施しようとしています。</p> <p>次にデジタル対応ですが、実はすでにiColor（アイカラー）という会社が存在します。ウェブサイト上で塗料を購入できるサービスを始めたのですが、残念ながらあまり上手くいっていません。したがって、もう少し違う方法で活用していきます。DIYのお客様は塗料を買うだけでなく、塗料を塗るサービスや絵を描くサービスなどと一体となったものを好む傾向にあります。デジタルで塗料を購入できるサービスは提供していますが、あまりニーズに合致していないため、別の方向を考えています。</p>

Q3	<p>中国におけるシェアの目標について、5年後、10年後で50%が視野に入るのか。</p>
A3	<p>現地ではそれくらいの気持ちで取り組んでいます。我々も現在のシェアでは満足していないというメッセージを彼らにも伝えていますが、50%まで到達すれば良いと思っています。</p>

◆ 質問者：みずほ証券株式会社 吉田篤氏

Q1	資料 P35 の「国内の生産拠点への投資による生産性向上」について、具体的にどのようなタイムスパンで実施していくのか、またどれぐらいの投資を計画しているのか。工場の再編や生産ラインの統合などもあるかと思うが、分かる範囲で教えてほしい。
A1	<p>以前、田堂さんのインタビュー記事がありましたが、当時、8 つの国内主力工場を 3 つに集約する計画から検討が始まりました。東日本においては栃木工場に集約する、中部では岡崎に土地を購入して工場を作り、周辺にあるいくつかの工場を集約する、西日本では岡山工場に集約する、という計画でした。その結果、1,000 億円近い投資が必要になるというのが前回の結論でした。</p> <p>今回は、前回の結論をベースにしながら、単に工場を集約するだけでなく、調達から製造、在庫、販売などを一気通貫にする必要がある、という方向に若干舵を切っています。3 工場をベースにするものの、もう少し広がりがあってもいいのではないかと考え、検討を再開しています。</p> <p>また現在、千葉工場内に粉体工場を作っていますが、3 つの集約工場には入っていませんので、千葉工場の跡地を使っても良いのではないかとの議論も出ています。いくつかの製品の枠で考えた方が良いのではとも考えており、今年具体的にいくら投資する等の話は出ていません。今年はむしろそのプランニングの時期であると思っています。</p> <p>同時に、ファイナンス面についても、単に建屋を新しくし、新たな機械を購入し、それを減価償却するだけでなく、様々なファイナンスの仕組みの利用を検討しています。例えば、土地を売却してリースバックすることや、通常のリースファイナンスの利用など、当社の財務に与える影響を考えながら一番良い方法を検討しています。検討に際して約 20 人のチームを作っているほか、サプライチェーン企画部は私へのダイレクトレポートにして検討を進めています。</p> <p>このように、今の段階ではいつ頃にどれだけのお金が必要になるのかの結論には至っていません。</p>

Q2	この案件が完了するのは 10 年後となるのか。タイムスケジュールがあれば伺いたい。
A2	<p>前回の案では 10 年を要するかもしれませんが、私は少し遅すぎるのではないかと考えています。中国では約 1、2 年で工場が完成します。日本と中国では大きく建設期間が違いますが、機材や設備は世界で一番良いものを一番安く使えないか、各工場で製造している約 800～900 種類の小口塗料を集約できないかなど、これらの観点から地道に取り組もうとしています。</p> <p>計画としては、決定した内容からフェーズ分けして進めることを考えています。全体像を策定してからフェーズ分けを順番に行うアプローチよりも、むしろ先にフェーズ分けし、できるところから進めていくアプローチになるかと思います。</p>

Q3	特に人員削減は予定していないのか。
A3	そうしたプランは持ち合わせていません。元々人員は高齢化に伴い次第に減少するため、減少スピードよりも速く進めなければなりません。

Q4	自然減で対応ということか。
A4	対応というよりも、自然減に追いついていかなければならない、ということです。

◆ 質問者：野村證券株式会社 岡寄茂樹氏

Q1	これまでの説明から、ガバナンス体制や M&A の考え方は、従来の経営よりもやや前向きと感じる。例えば、従来はネットデットと EBITDA との関係で 2 倍以下という指標があったが、今回は少し拡大されている。また、国内の生産拠点の見直しなどもその一例である。一方で、中国をはじめ既存事業は、先ほどオーストラリアの製品を中国で販売するなどの説明があったとおり、これまでの戦略の延長上という理解でよいのか。
A1	<p>中国の事業がこれまでの延長線上かどうかというご質問ですが、先ほど説明しましたように市場構造そのものが変化する場合に、それに合わせて我々も変化することは間違いありません。従来は DIY を中心として、マンションの内装をマンション建設後に現場で塗るモデルから、建設前に塗って現場に届ける Project という新しいビジネスモデルが出てきました。</p> <p>したがって、Project のお客様である中国の建設会社の進め方が変われば、それに合わせていくことが非常に大事です。その点、NIPSEA は非常に上手く、変化対応力を発揮することは間違いありませんので、従来のことを従来通り進めるということではないと思います。</p>

Q2	<p>米州と欧州（その他地域）事業について、中国に比べると利益率が低く、欧州は実質ベースでは赤字である。M&amp;Aの議論もあるが、そもそも既存事業をどのように立て直すのか。減損は実施するが撤退は想定していない印象だが、低採算の地域・事業をどのように立て直していくのか、施策を教えてください。</p>
A2	<p>低採算というのは一つの指標として営業利益率に表れます。ご指摘の通り、例えばアメリカのDunn-Edwardsは営業利益率が低いですが、ビジネスモデルが中国とは全然違います。Dunn-Edwardsは販売店を所有した上で塗料を販売し、その販売店は調色工場を保有するビジネスモデルのため、どうしても固定費の負担があります。</p> <p>当社としてはそのモデルをそのまま継続するのではなく、モデルの転換を可能かと言った話もしていますが、一つは売上規模の問題があります。もう一つは、Dunn-Edwardsの主要地域はカリフォルニアですが、競争相手も同様の収益率です。したがって、市場から見れば、現在の収益性はある程度理解せざるを得ないと思います。</p> <p>ただし、私は、欧米に関しては将来的に我々の事業をさらにどのように展開していくのかが一つ大きな課題だと考えています。</p>

◆ 質問者：ゴールドマン・サックス証券株式会社 中村修平氏

Q1	<p>資料 P11 について、足元では御社はグローバル 4 位だが、最終的に目指すシェアはどの程度なのか。また昨年度の実績では、営業利益率が約 12~13% だが、シェアの拡大と利益率の維持という 2 つのバランスをどのように捉えていくのか教えてください。</p>
A1	<p>資料 P11 に掲載のとおり今は 4 位ですが、いつの日か 1 番になりたいと思います。いつの日かです。それくらいのアグレッシブな気持ちがないと、M&amp;Aの世界では成功しないと思います。そのため、P11 記載のグローバルシェアの円グラフ左側は真っ黒（その他企業が占めている状況）ですが、ここに様々な機会がありますので、いつか自分たちが 1 番になる日をみんなで夢見ようじゃないかと私は言っています。</p> <p>もう一つ、営業利益率ですが、現在は約 13% であり、最近若干低下しています。これは、買収先に営業利益率が低い企業があることも影響しています。一方で、既存事業に関して、当社は本当に実施すべき投資を将来に向けて行っているのかと言った自問自答も重要と考えています。いずれにせよ、現在の営業利益率の水準は何とか守りたいと思います。</p>



◆ 質問者：モルガン・スタンレーMUFG 証券株式会社 藤田知未氏

Q1	資料 P36 に記載の「株主価値の最大化」について、御社として何を株主に価値として提供するのか、その考えを伺いたい。EPS・成長率・配当・ROE など様々な考え方があるが、御社はグローバル企業と比較して少々ROE が低い。EPS を強調しているため、EPS が増えるなら多少株式が増えてもいい、とも受け取れる。ROE など資本効率についてどのように考えているのか。
A1	<p>資本効率は非常に大事だと思いますが、ROE はかなり恣意的に動かすことができる指標です。EPS×PER＝株価ですから、まずは EPS に焦点を当てようというのが当社の基本的な考え方です。</p> <p>また、時価総額だけ増やせばよいという考え方はありません。時価総額は株数を増やせば増加し得ます。言ってみれば、株価が上がるのか株数が上がるのか、その掛け算ですから、当社としては株数に頼るよりも、むしろ1株1株の価値を上げていくことに焦点を当てています。そのために EPS を中心の指標として考えています。</p> <p>当然、他の指標をまったく見ないわけではなく、我々としては EPS を中心にしますが、他の指標もよく分析しながら経営することは間違いありません。</p>

以 上