

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画
がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

中期経営方針

28 中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

30 若月共同社長が語る財務戦略

33 M&A戦略

34 ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画
がもたらす成長と機会

36 パフォーマンス・ハイライト

MSVロジック・ツリー

◎ 詳細は、「[MSV実現に向けた道筋](#)」をご覧ください。

株主価値最大化
(MSV)

EPSの
最大化

PERの
最大化

サステナビリティ

環境&安全	低炭素・環境配慮型製品の開発	+	労働安全衛生の確保
人とコミュニティ	多様な従業員の確保・育成	+	ステークホルダーからの信頼獲得
イノベーション	サステナブル製品の開発(NPSI / LCA把握)	+	化学物質管理
ガバナンス	経営の監督	+	リスクテイクの促進
調達	低コストで持続可能な調達	+	環境・人権リスクの抑制

サステナビリティを
事業へ深く
結び付ける
Ⅱ
MSV実現の大前提

オーガニック(既存事業)

「自律・分散型経営」に基づくEPS成長(市場シェア・収益性の向上)	テクノロジー・人材の飽くなき追求、ITの集約的な利用 品質向上、コスト低減、設備投資の効率化に向けた積極的な追求 「アセット・アセンブラー」としてのプラットフォームの活用
-----------------------------------	---

インオーガニック(M&A)

M&AによるEPSの積み上げ	当社グループへの参画を希望する買収候補先の誘致 資金調達に係るコスト・リスクの低減と高PERの維持
----------------	--

バランスシート・マネジメント

財務規律の徹底	市場が許容する範囲内での負債レバレッジ + EPSの増加を前提としたエクイティ・ファイナンス
---------	--

資本市場とのコミュニケーション

市場期待の醸成	エクイティ・ストーリーの浸透 + 対話の拡充 + 開示資料の充実
---------	----------------------------------

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

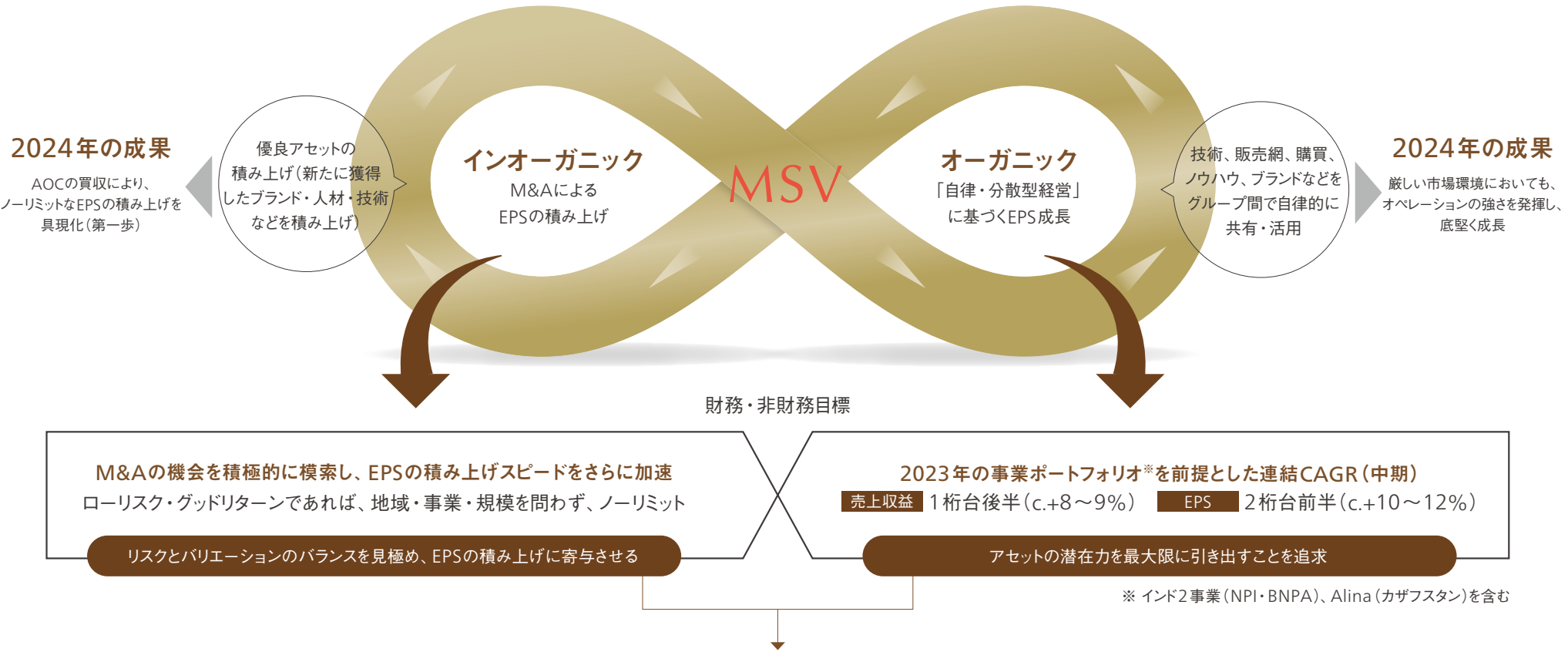
パフォーマンス・ハイライト

中期経営方針アップデート (2025年4月公表)

「アセット・アセンブラー」モデルの強みは変わらず、長期視点でMSVを実現

2024年4月に発表した「中期経営方針」に沿って実施したAOCの買収(2024年10月発表、2025年3月買収完了)により、「アセット・アセンブラー」戦略におけるノーリミットなEPSの積み上げを具現化することができました。オーガニックでも、想定よりも厳しい事業環境の中でもオペレーションの強さを発揮しながら底堅く成長しており、各地域・事業での中期成長予想の達成は十分可能と見込んでいます。

引き続き、低リスクかつ安定的なEPSの積み上げをオーガニックとインオーガニックの両輪で目指し、その積み上げ能力や実績に対する資本市場からの信認によって「PERの拡大」につなげ、長期視点でMSVを実現していきます。



※ インド2事業(NPI・BNPA)、Alina(カザフスタン)を含む

「持続的なEPSの積み上げ」を継続し、その積み上げ能力・実績に対する資本市場からの信認によって、「PERの拡大」につなげる

中期経営方針

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

自律・分散型経営の実践

リスクテイクを支えるガバナンス

企業情報

インオーガニック成長による「EPSの積み上げ」

AOCの買収は「アセット・アセンブラー」戦略を体現

2025年3月に買収完了したAOCの連結化により、初年度からEPSの大幅なプラス貢献が期待されます。これは、「小さな本社」が持つ優位性を生かし、ローリスク・グッドリターンであれば、地域・事業・規模を問わずにノーリミットでEPSを積み上げるM&Aに他なりません。引き続き、リスクとリターンのバランスを見極めながら、安全かつ継続的なEPSの積み上げを追求していきます。

② 「アセット・アセンブラー」モデル P17 ② M&A戦略 P33

オーガニック成長による「EPSの積み上げ」

厳しい市場環境でもオペレーションの強さで底堅く成長

2024年は想定よりも厳しい市場環境となったものの、各アセットが有する強力なブランド力や技術力などを駆使したマーケティング戦略や価格戦略が奏功し、底堅く成長しました。「自律・分散

	EPSの積み上げを加速する財務戦略 「アセット・アセンブラー」として「EPSの積み上げ」を後押しする財務戦略を推進	② 若月共同社長が語る財務戦略 P30
	EPS・PERに資するサステナビリティ サステナビリティ活動を通じて、収益の拡大や期待値の向上を図り、MSVの実現を目指す	② MSVの前提としてのサステナビリティ P23
	「PERの最大化」に向けて 「アセット・アセンブラー」としてのエクイティ・ストーリーの浸透により、資本市場からの期待値を向上	② 株価を意識した経営 P25

型経営」が持つ優位性を生かしてレジリエントな成長が継続しており、引き続き「市場成長+α」の成長を通じたEPSの積み上げを目指します。

アセット別成長予想 ② アセット別の中期成長戦略を含めた詳細は、当社ウェブサイト「[中期経営方針アップデート説明会](#)」[📄](#) 説明会資料をご覧ください。

		2024年実績		中期成長予想（現地通貨ベース）		市場成長予想 ^{※2}	
		売上収益YoY （現地通貨ベース）	営業利益率 （短信ベース）	売上収益CAGR	営業利益率 （vs2023年） ^{※1}	数量ベース	金額ベース
日本		+0.1%	9.6%	+0～5%	↗	-1%（汎用）	+1%（汎用）
NIPSEA中国	セグメント合計	+6.3%	11.1%	+10%前後	→		
	汎用（TUC）	+6%		+10～15%		+3%	+1%
	汎用（TUB）	-15%		+5%前後		+1%	+2%
セグメント合計		+13.1% ^{※3}	17.2%	+5～10%	→		
NIPSEA中国以外	マレーシアグループ シンガポールグループ タイグループ			+5～10%	→	シンガポール +1% マレーシア +3% タイ +2%	シンガポール +1% マレーシア +5% タイ +2%
	PT Nipsea（インドネシア）	+3.4%	34.9%	+10%前後	→	+3%	+6%
	Betek Boya（トルコ）	+34.9%	13.2%	+10%前後	（→） ^{※4}	+1%	+7%
	NPI・BNPA（インド）	（ご参考）+0.8% ^{※5}	（ご参考）4.2% ^{※5}	+10%前後	→	+5%（汎用）	-2%（汎用）
	Alina（カザフスタン）	（ご参考）+8.1% ^{※6}	13.2% ^{※7}	+10%前後	→	+3%	+4%
DuluxGroup	DGL（太平洋）	+4.5%	13.3%	+5%前後	→	～+1%	+2～2.5%
	DGL（欧州）	-2.3% ^{※8}	4.9%	+5～10%	↑	～+1%（フランス）	+1～3%（フランス）
Dunn-Edwards		+4.8%		+5%前後	↑	+2%（全米）	+5%（全米）
AOC ^{※9}		（ご参考）-8.9%	（ご参考）30.7%	+5%前後	→	+3%（米国）/ +3%（欧州）	+5%（米国）/ +5%（欧州）

※1 ↑: +2%以上、↗: +1～2%、→: -1～+1%、↘: -1～-2%、↓: -2%以下 ※2 当社推定。金額ベースには数量増減を含む ※3 インド(NPI・BNPA)、Alinaを含まず ※4 超インフレ会計の影響により変動 ※5 プロフォーマ値(未監査)。2024年は通年換算
※6 2023年はプロフォーマ値(未監査) ※7 PPAに伴う棚卸資産のステップアップ費用(一過性)を含む ※8 NPT(6ヵ月分)を含まず ※9 2024年はプロフォーマ値(未監査)。PPAは現時点の想定を反映しているが、在庫ステップアップなどの一過性費用は除く。AOC買収に関わるM&A費用は除く。当社買収後の損益構造と同条件にするため、欧州・中東・アフリカ(EMEA)セグメントにおけるインド事業や旧株主関連会社への費用支払いなどを除く

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A 戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

若月共同社長が語る財務戦略



「EPSの積み上げ」を 後押しする 財務戦略を推進

取締役 代表執行役共同社長
若月 雄一郎

MSVロジック・ツリー

② 詳細は、「[MSV実現に向けた道筋](#)」[📄](#)をご覧ください。



Executive Summary

エグゼクティブサマリー

- 1 ROICは指標の1つであり、買収会社や既存会社の資本効率は年々改善傾向
- 2 M&Aを戦略の柱としている中、M&Aに伴うのれんの計上が影響するため、ROIC一辺倒の考え方はMSVに資さない
- 3 キャピタル・アロケーションは、成長投資 (M&A) を優先的に実施し、配当方針は累進配当を導入
- 4 自社株買いは常に検討対象であるものの、多数の魅力的な投資候補があるM&Aに使うことがMSVへの寄与度が高いと現時点では判断

連結ROIC実績

2024年の連結ROIC (投下資本利益率) は7.3%と前年から若干改善しました(図表 [A](#))。これは、①2024年に大きなM&Aがなく追加のれん計上が僅少だったことから投下資本回転率が改善したことに加え、②事業成長に伴う税引後営業利益の増加、などによるものです。WACC (加重平均資本コスト) は約5~6%を見込んでいます。

一方、過去5年間で見れば、EPSは着実に増加しているものの、ROICが約5~7%にあるのは、積極的なM&Aに伴うのれんの計上が大きく影響しており、M&Aを戦略の柱としている中、不可避なものであると考えます。また、投下資本は毎年増加しており、税引後営業利益は2024年までの5年間で着実に増加しています。

図表 [A](#)

ROIC/ 投下資本 / 税引後営業利益*

	2020	2021	2022	2023	2024
ROIC (開示ベース)	6.6%	5.5%	5.4%	7.2%	7.3%
投下資本 (億円)	10,082	13,980	17,297	18,525	20,812
税引後営業利益 (億円)	680	681	851	1,243	1,330

※ ROIC=税引後営業利益÷(ネット・デット+資本合計)
※ 各年度の税率は、過去の連結実効税率平均値24%を適用
※ 投下資本=ネット・デット+資本(非支配株主持分を含む)
※ ネット・デット=「社債及び借入金」+「その他の金融負債(流動・非流動)の合計」
-「現金及び現金同等物」-「その他の金融資産(流動)」

ROICに対する考え方

ROICに関する質問が投資家の皆様から最近増えていることを踏まえ、下記の質問に回答する形で、基本的な考え方をご説明します。

— 資本効率の高い会社を 買収できているのか？

「アセット・アsembler」としての当社の強みは、安全な買収を継続的に積み上げる力にあり、買収を通じた長期的かつ持続的な「EPSの最大化」を目指す中、ROIC一辺倒の考え方は当社プラットフォームの最有効活用に資さず、戦略とも整合しないと考えています。特に私が強調したいのは、買収対象会社が、①運転資本や設備投資などの投下資本に対して、現地で非常に高い資本効率で事業をオペレーションしていること、②安定的なビジネス

モデルや高いブランド力、優秀な経営陣などの観点から、総じて事業リスクが低く、安全性が高いこと、の2点です。

図表⑧の「個社ROIC推移」をご覧ください。投資家の皆様から預かる資本を使用して買収する以上、個社のROICはもちろん確認し、買収後数年内に想定WACCを上回ることを目指す中、実際に2019年以降に買収した主要5社は既にWACCを超えているか、WACC超えが視野に入っており、全体的にROICは年々改善傾向にあります。

一般的に、積極的なM&Aを推進する企業はリスクが高いと思われるがちですが、現地でキャッシュや利益を着実に生み出し、設備投資負担も軽いことから、実はとても効率性が高いのが当事業の特長です。当社はこうした安全性の高い会社をM&Aで積み上げていくため、連結ではのれんが加算されるものの、

非常にリスクが低いアセットの集合体であると言えます。

— 株式投資家へのリターンはどう考えるのか?還元強化によるリターン向上の考えはないのか?

投資家の皆様との対話において、「2桁の期待成長率」を求める声があります。当社が手掛ける事業領域の特徴として、M&Aを実施せず、豊富に創出されるキャッシュを自己株式の取得に使えば、ROICは着実に改善していきます。例えば、ROICが高いある競合塗料メーカーでは、「オーガニックEPS成長1桁%+自己株式取得」で2桁成長が可能というストーリーを描いています。

一方、当社としては「中期経営方針」で示している通り、オーガニックの中期連結

CAGR目標は自社株買いなしで「10～12%のEPS成長」を見込み、既に2桁の成長力があります。

豊富に創出されるキャッシュは長期的なEPSの最大化に資するM&Aに優先的に振り向け、結果として初年度からEPSに貢献するM&Aを志向する中で、「オーガニックEPS成長10～12%+M&Aでアップサイド」と非常に高い成長を目指しています。

こうした一貫した戦略のもと、還元については、①短期的な株主還元よりも、M&Aを通じたEPSのベースを拡大する、②短期的にレバレッジが低下したとしても、将来のM&Aに活用するためのドライパウダー（待機資金）とする考えです。

当社は「アセット・アsembler」モデルにおいて、ローリスク・グッドリターンであれば、M&Aの対象地域・事業・規模は問わずノー

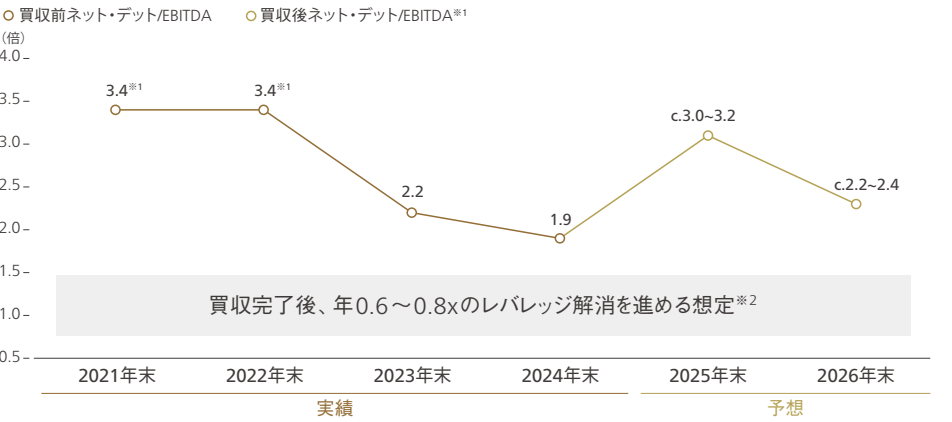
リミットであり、安全性が高くEPSに貢献する案件は多数あることから、以上のような方針・戦略には合理性があると考えています。当然、ROICも指標の1つとして捉えており、オーガニックでの利益成長やCCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）の短縮化などを徹底するものの、連結ROICだけで当社の潜在力を評価するのは不十分と考えます。

財務規律

当社は財務規律の方針として、負債調達を優先し、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。当社が抱える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。

図表⑨

レバレッジ水準



※1 一過性項目を除く ※2 他の買収がない前提

図表⑧

個社ROIC推移[※]

	2020	2021	2022	2023	2024
DGL (太平洋)	3.7%	4.4%	5.6%	5.8%	7.0%
Betek Boya	7.4%	9.9%	7.9%	11.8%	16.4%
PT Nipsea	–	3.8%	5.3%	6.6%	7.1%
Cromology	–	–	2.5%	2.9%	2.8%
JUB	–	–	–	5.7%	6.6%

※ ROIC: 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

※ DGL (太平洋)、Betek Boya、JUBは期中に買収したため、初年度は除外

※ 各社とも初年度の取得関連費用は負担せず

※ DGL (太平洋)は、2023年までは、DuluxGroup連結からCromology、JUBを控除した数値。

2024年は、DuluxGroup連結から欧州を控除した太平洋の数値

※ Betek Boyaは、超インフレ会計などで法人税率が異常値になるため、2024年の法定実効税率を各年度に適用。
それ以外の各社は、過去の法人税率平均値を各年度に適用

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①：
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

バランスシート・マネジメント

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、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。その結果、2024年は中国事業において大幅にCCCが改善した前年からの反動があったものの、日本やアジアを中心にヒストリカルでは改善傾向が続いています。固定資産(有形固定資産、無形資産、のれん)はM&Aの実施を主因として増加傾向にある中、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います。「のれん」については、キャッシュを生む対象事業の選定や「自律・分散型経営」による円滑なPMIの実施、適切なバリエーションで「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。

当社は強力なキャッシュ創出力を維持しており、当社のアセット・ポートフォリオは基本的に全てのパートナー会社が自律的に成長し、安定したキャッシュを生み出すことができる状態にあります。したがって、財務レバレッジとしては、2024年は収益成長などにより、キャッシュをしっかりと創出できたことから、2024年末のネット・デット/EBITDAは1.9倍にまで低下しています(図表②)。2025年末はAOCの買収に伴い、3.0～3.2倍まで上昇すると見込んでいますが、2026年末までにはほぼ2023年末(AOC買収前)と同じ水準の2.2～2.4倍に戻すことができる見通しであり、競合他社のトラックレコードと比較しても、財務の健全性は十分

にあると考えます。

今後も新たな機会確保に向けた十分な負債余力を維持しながら、最適な資本構成を志向するとともに、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。

キャピタル・アロケーション

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の持続的かつ長期的な最大化に主眼を置きながら、結果として「PERの最大化」にもつなげることを志向しています(図表③)。

成長投資のうち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、売上収益に占める割合は維持更新

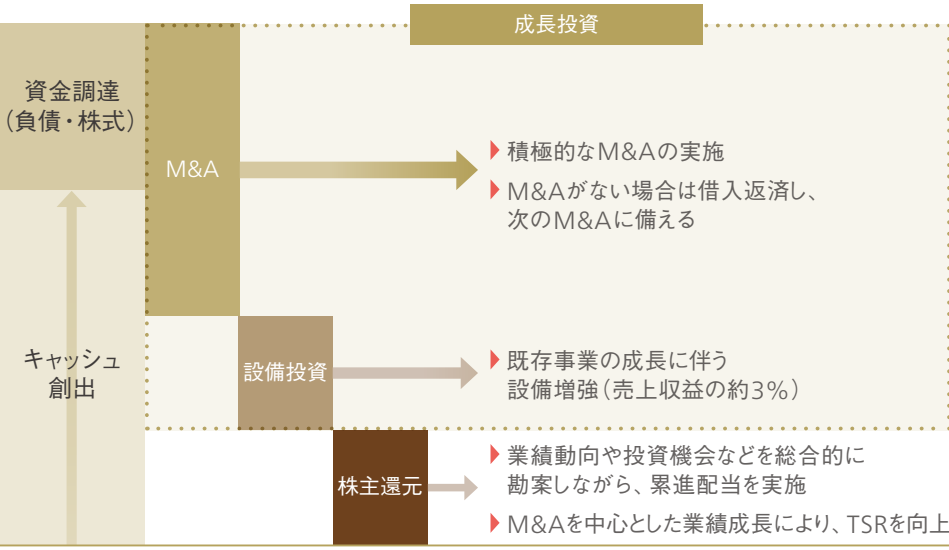
投資を中心に3%程度であり、設備投資の負担は比較的限られています。そうした中、生産能力の増強やDX・研究開発の強化などの新規投資は規律を持って各地域・事業で実施していることから、M&Aこそが最も資金需要の高い投資先となります。「アセット・アsembler」モデルのもと、引き続き良質で低リスクのM&Aを適正なバリエーションで積み上げていきます。

配当については、業績動向や投資機会などを総合的に勘案しながら、現時点では累進配当(原則として減配せず、配当の維持もしくは増配)を行う方針です。AOCの買収に伴ってEPSが飛躍的に増加する見込みの中、従来の配当性向30%ではなく、負債返済を

優先し、EPS貢献可能な次の買収に備えるという考え方です。

自社株買いは常に検討対象ですが、当社株式への投資とM&A候補への投資とを客観的に比較し、MSVへの寄与度合いを判断しています。現時点では、多数の魅力的な投資候補がある中で自社株買いの魅力は劣後していることから、2024年は実施に至っていません。

図表 ③
キャピタル・アロケーションの考え方



HOME

Why Invest in Nippon Paint?

共同社長メッセージ

株主価値最大化（MSV）の実現

中期経営方針

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

自律・分散型経営の実践

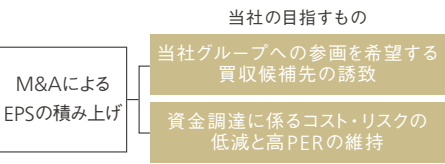
リスクテイクを支えるガバナンス

企業情報

M&A戦略

「アセット・アセンブラー」モデルの競争優位性を生かし、M&Aの機会を積極的に模索することで、EPSの積み上げスピードをさらに加速していきます。

MSVロジック・ツリー
②詳細は、「MSV実現に向けた道筋」をご覧ください。



厳格な買収基準

ターゲット

- ▶ ローリスク・グッドリターンの優良企業
- ▶ 優秀な経営陣を擁する企業
- ▶ 買収初年度からEPSにプラス貢献

当社の強み

- ▶ 良質なターゲットの見極め
- ▶ 自律性とアカウンタビリティ
- ▶ グループ入りした人材のモチベーション維持・向上
- ▶ 低ファンディングコストの享受

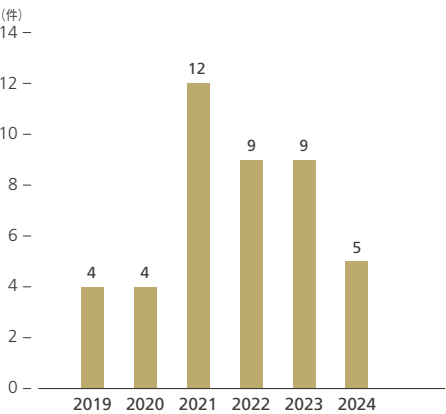
対象事業・地域・規模はノーリミット

当社は、「アセット・アセンブラー」モデルの競争優位性  を活用すれば、M&Aの対象事業・地域・規模に制限を設けることなく、リスクを抑えたEPSの積み上げが可能と考えています。MSVに資する案件であれば、塗料・周辺事業に限定することなく、ノーリミットで積極的に検討していきます。その意味で、2024年10月に発表したAOCの買収は、「アセット・アセンブラー」戦略を本格的に体现し、その可能性を示す重要な一歩となりました。

リスクを抑えた厳格な買収基準

M&Aの選定に当たっては、「MSVに資するかどうか」を唯一の判断軸にしています。具体的には、①ローリスク・グッドリターンであること、②優秀な経営陣を擁すること、③キャッシュを生み出すこと、などを掲げており、いわゆる「良い会社」を選別して買収しています。特に、

M&A[※]件数推移



買収初年度からEPSにプラス貢献することを財務規律の1つとして重要視しており、リスクに対して非常に敏感な低リスクのM&Aを志向しています。

インオーガニックにおける当社の強み

当社はM&Aにおいて、①良質なターゲットの精緻な見極め、②自律性とアカウンタビリティの維持、③当社グループ入りした人材のモチベーションの維持・向上、④低ファンディングコストの積極的な活用、の4つを強みとしており、そうした強みを活用して2019年以降に実施したM&A案件では、のれんの減損を実施していません。M&Aの経験が豊富な共同社長や取締役が目利き力を発揮して、買収対象会社の魅力やCEOの資質を見極めるとともに、当社プラットフォームの活用を通じてパートナー会社の潜在成長力を引き出しており、既存事業・M&A対象会社の双方に成長シナジーをもたらしています。

当社グループ入り後の成長

	2019–2024年		
	売上収益CAGR	営業利益CAGR	市場シェア
DGL（太平洋）	+13.0%	+15.7%	48% → 50%
Betek Boya	+27.0%	+30.7%	27% → 35%
PT Nipsea [※]	+21.0%	+22.1%	17% → 19%

※ PT Nipsealは2020～2024年での比較

「アセット・アセンブラー」モデルが

もたらす新たなM&A機会

当社のM&Aは、欧米型の単なるコスト・カット・モデルとは一線を画しており、そのトラックレコードとレピュテーションは新たなM&Aの機会を創出しています。特に、成長を志向する現地企業のCEOは、自身の経営手腕をいかに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事例が増加しています。また、非上場会社においては、対象会社の歴史、ブランド、経営陣などを最大限にリスペクトする当社の方針は、次世代への橋渡しを探りながらも自社に思い入れのあるアセットオーナーに高い関心をもたらしています。今後ともMSVに貢献するローリスク・グッドリターンを確保できる案件であれば、継続的に実行していく方針です。

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

Case Study

日本ペイントグループへの参画 がもたらす成長と機会



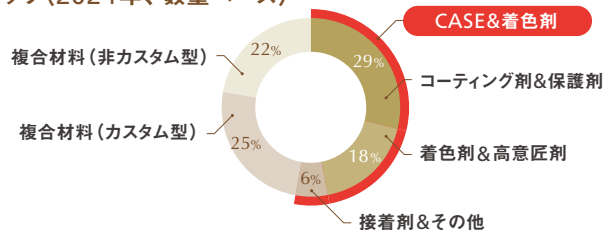
日本ペイントグループに加わった背景や決め手は何か?MSVのミッションのもと、パートナー会社としてどのような成長を目指しているのか?——ケーススタディ①では、日本ペイントグループの傘下に直近で加わったパートナー会社のCEOが、買収に至るまでの経緯や今後の成長に向けたビジョンについて語ります。

AOCの概要

事業・財務プロフィール

- ① AOCは、CASE (Coatings, Adhesives, Sealants and Elastomers:コーティング剤・接着剤・密封剤・エラストマー)・着色剤ソリューションのリーディング・フォーミュレーター
- ② 高度なカスタマイズ製品、競争力のある製品ラインアップ、差別化されたサービスによる高い収益性
- ③ さらなる価値創造が追求可能なビジネスシステム
- ④ 市場成長率を上回る、コントロール可能で多面的な成長機会
- ⑤ 業界でも突出したキャッシュ・フロー創出力と財務プロフィール
- ⑥ 価値創造で確固たる実績を持つ優れた経営陣

製品ラインアップ(2024年、数量ベース)



AOC



Chief Executive Officer
ジョー・サリー

会長のゴー・ハップジン氏、共同社長の若月雄一郎氏、ウィー・シューキム氏と初めて対面した際、私は日本ペイントHDとAOCがそれぞれ持つ企業文化の相性の良さを即座に感じ取りました。私たちも、まず顧客や従業員などのステークホルダーのニーズに応えた上で、株主価値の最大化を特に重視する強い信念を共有しています。また、主体性や起業家精神、協調を重んじる共通点も持ち合わせています。

私が特に感銘を受けたのは、日本ペイントグループが成長に対する強い意欲とそれを実現するための能力を兼ね備えている点でした。日本ペイントHDの経営陣は、優れた経営チームが率いる優良企業の価値を認めた上で、比較的高い自律性を持った運営

を後押しすることで、オーガニック、インオーガニックにわたる成長を追求しています。私がゴー氏に対して、「AOCに期待することは何か?」と尋ねたところ、返ってきたのは「私は、AOCとして何を実現したいのか?そして、その理由はなぜか?をむしろ聞きたい。そして、日本ペイントHDとしてAOCにどのような支援が提供できるのか?」という答えでした。

AOCは日本ペイントグループの傘下において今後も成長が可能であると確信しています。日本ペイントグループに加わってすぐに、私たち経営陣の議論は株主価値の最大化とEPSの成長加速に集中しています。並行して、各国のパートナー会社の経営陣からサポートの申し出や協業の提案、知見の共有などの提案を受けており、さまざまな連携が加速しています。

AOCはこれまで、自社の「ビジネスシステム」を通じて、顧客には優れた価値を、従業員には成長の機会を、株主には高いリターンをそれぞれ提供することで、オーガニック、インオーガニックの成長が実現可能であることを証明してきました。こうした挑戦は今後もまだまだ続きます。日本ペイントグループが持つリソースや資本へのアクセス、「アセット・アsembler」モデルの活用によって、今後も持続的な成長を確かなものにしていきたいと考えています。

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A 戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

DuluxGroup



Chairman and
Chief Executive Officer

パトリック・フーリハン

1918年に創業したDuluxGroupは、1997年まで世界的な大手塗料メーカーICIの一員であるなど、さまざまな企業体制を経て成長してきました。また、オーストラリア証券取引所 (ASX) に約10年間上場して成功を収め、利益と配当を半期ごとに着実に伸ばし、株主総利回り (TSR) でも市場を上回る実績を積み重ねてきました。そうした中、日本ペイントHDから買収の提案を受けたのは2019年のことです。DuluxGroupは当時、業績も順調で成長計画も描いていたため、会社を売却する意思はありませんでしたが、ゴー・ハップジン氏やウィー・シューキム氏などの経営陣と面会する中で、非常に魅力的な提案をもらい、最終的には株主から賛同

を得ることができました。同時に、日本ペイントHDの唯一のミッションである「株主価値最大化 (MSV)」に合致した成長戦略を加速できるチャンスが得られることも明確に示されました。実際、その通りでした。

私はゴー氏と初めて面会した際、ゴー氏から「日本ペイントHDが株主となった今、DuluxGroupの経営陣として何をしたいのか?そして、その理由は何か?」と尋ねられたことを覚えています。そして、私たちは、MSVに合致している限りにおいて、戦略的な成長施策を追求するために必要な支援やリソースを得られると確信しました。「自律・分散型経営」を採用している「アセット・アセンブラー」モデルにおいて、パートナー会社は戦略的な自律性と同時にアカウントビリティを持つことになります。アカウントビリティは重要な要素であり、私たちが一貫してそれを実践してきました。すなわち、規律と厳格さ、強固なガバナンスを持ちながら、自らの価値観や株主・顧客・従業員・地域社会などのステークホルダーへの責任と軌を一にし、有言実行を徹底しています。

日本ペイントグループが有するグローバルな規模とリソース、自律的なパートナー会社モデルのおかげで、DuluxGroupはこれまで以上に強みを生かし、従来では難しかった高い成長を実現する機会を得ることができました。こうした考え方はDuluxGroupの上級リーダー約200名にも広く浸透しており、そのほぼ全員が現時点でもDuluxGroupに残り、実際に活躍しています。

2019年に日本ペイントグループの傘下に入ってからわずか5年間で、事業規模は2倍に拡大し、25件以上の新事業を加え、欧州の塗料市場で確固たる地位を築き、従業員数も約4,000名から8,000名超へと増えました。日本ペイントグループに入る前の5年間で約4%だった営業利益の年平均成長率 (CAGR) は、グループ入り後の5年間で約12%へと大きく伸長しました。こうした成長の大部分は毎年のオーガニック成長に由来するものであり、これに中欧のJUBグループや西欧のCromologyなどを取り込んだボルトオン買収 (既存事業の補完・強化を目的とする買収) や変革的な買収が加わることで、高い成長が可能となっています。

DuluxGroupは、既存事業において市場平均を上回る成長力を長年維持 してきました。

日本ペイントグループに入る前の15年間、豪州のDulux事業は、数量ベースで年1%程度しか伸びない成熟市場において、年平均約5%の売上成長率を安定して達成し、堅実な営業利益率を維持しながら市場シェアの拡大を続けてきました。こうした各地域・事業できめ細かく成長を実現する「成長の粒度 (granularity of growth)」が引き続き重要と考えており、日本ペイントグループの一員となった今も一貫して重要視しています。

DuluxGroupの成功を支えているファンダメンタルズは、今も変わっていません。プレミアム・ブランドへの投資、イノベーション、小売り・プロ双方の顧客との強固な関係、これら全てを支える高いスキルを持った献身的な従業員——こうした要素がDuluxGroupの「利益ある成長 (profitable growth)」実績の原動力となっています。

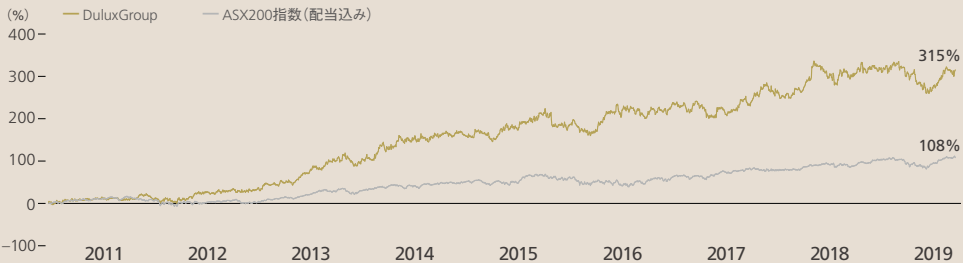
既存事業や新たに加わった事業の成長を後押ししている要素として、これまで培ってきた自社の強みに加えて、今では日本ペイントグループのパートナー会社との連携によるグループ全体の総合力の活用 もあります。例えば、豪州・ニュージーランドでNo.1の市場シェアを誇るSelleys事業は、自社の技術力や幅広い製品ラインアップを、NIPSEAグループが有する豊富な現地市場の知識、ネットワーク、専門性と組み合わせることで、日本ペイントグループのアジアにおけるSAF (密封剤・接着剤・充填剤) 事業の成長を加速しています。

DuluxGroupは「利益ある成長」を確固たるものにするべく、今後の成長機会に対して意欲的な取り組みを進めています。MSVと合致した野心的な目標と中長期的な成長戦略を掲げ、次の3つの柱に対して重点的に取り組んでいく方針です。

- ① DGL (太平洋) 塗料事業において、ファンダメンタルズと「成長の粒度」を重視しながら、安定した実績を継続的に積み重ねていく
- ② DGL (欧州) 塗料事業の成長プラットフォームの拡大を加速させる。特に、DGL (太平洋) の強みを生かしてCromology (フランス) を飛躍的に成長させるとともに、Cromology (南欧)、JUB (中欧) も継続的に成長させる
- ③ Selleys (豪州・ニュージーランド) の強みやNPT (イタリア) の技術基盤を活用し、NIPSEAグループによるSelleys Asia事業の成長を後押ししながら、日本ペイントグループのグローバルSAF事業の成長を支援する

DuluxGroupはこのような取り組みを進める中で、日本ペイントグループ内においてベストプラクティスやノウハウの共有を通じた連携にも取り組んでいきます。

DuluxGroupのTSRの推移 (会社分社化後～日本ペイントHDによる買収)



中期経営方針

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A 戰略

ケーススタディ①：
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

自律・分散型経営の実践

リスクテイクを支えるガバナンス

企業情報

市況に左右されにくい事業モデルと各アセットの「稼ぐ力」により、着実に結果を創出

期初ガイダンスに対する達成率(2020-2024年)

① 2021年：期中に下方修正
(要因) コロナ影響、原材料価格の高騰、自動車半導体不足など

② 2022年：期中に下方修正
(要因) 中国における引当金の増加、トルコにおける超インフレ会計の適用など

※ 期初ガイダンスは2020年5月発表時点。EPSは株式分割後。期末結果は遡及修正前の数字

コーポレートアクションを機動的に実行

- ▶ アジア合併事業100%化、インドネシア事業の買収完了(2021.1)
- ▶ 若月雄一郎、ウィー・シューキムによる共同社長体制へ移行(2021.4)
- ▶ 欧州自動車用・インド事業のウットラムグループへの譲渡(2021.8)
- ▶ 株式の海外売出しを実施(2022.1)

日本事業の収益性改善

- ▶ 日本ペイントコーポレートソリューションズ(NPCS)設立
(2022.1)

複数のM&Aによるアセット積み上げ

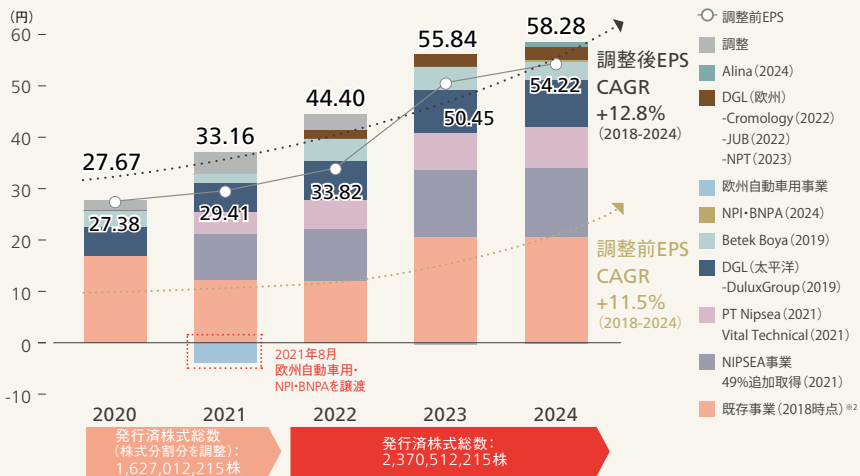
- ▶ Vital Technical (2021.3)
- ▶ Cromology (2021.10)
- ▶ JUB (2021.10)
- ▶ 中国自動車用弁合弁会社 (2021.11)
- ▶ NPT (2023.2)
- ▶ インド事業のウットラムグループからの買い戻し (2023.8)
- ▶ Alina (2023.11)
- ▶ AOC (2024.10)

サステナビリティ

- ▶「気候変動に関連する財務情報の開示に関するタスクフォース(TCFD)」への賛同(2021.9)
- ▶自律型サステナビリティ体制の深化(2022.1)

オーガニックとインオーガニックの組み合わせにより、EPSの大幅な積み上げを実現

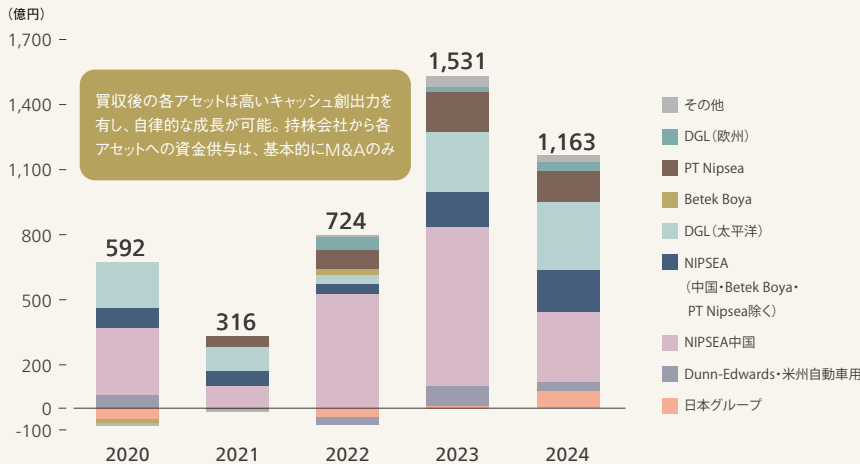
調整後EPS※¹積み上げ推移



※1 影響が大きい一部の過一次性要因(減損損失、M&A費用引当金、超インフレ会計影響額など)、グループ間の受取配当金を控除して単純合算で要因。2018-2020年は2021年株式分割を調整・算出 ※2 日本グループ、米州自動車用、アジア自動車用、海外船舶用、Dunn-Edwards、欧州自動車用、NIPSEA事業(持分51%)

高マージン・低CAPEXを背景として安定的にキャッシュを創出

キャッシュ・フロー※創出推移



※ 営業キャッシュ・フロー（グループ間の受取配当金を除く）－設備投資支出額（M&A、リースを除く）の単純合算で算出

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

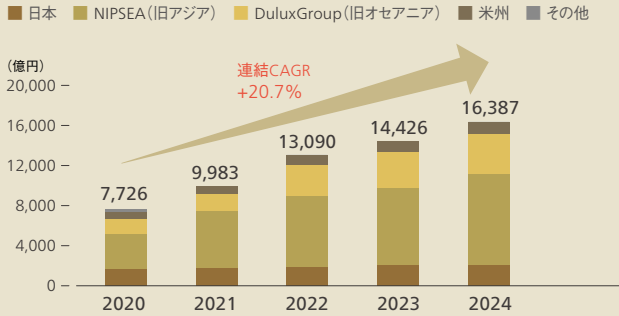
既存事業とM&Aで成長を加速し、過去最高を更新



積極的なM&Aと既存事業の成長の両輪により、売上成長が加速しています。2024年は新規連結効果に加え、建築用を中心とした販売数量の増加やその他周辺事業の成長、円安効果により、8年連続の増収、過去最高の売上収益を達成しました。

◎ 中期経営方針アップデート(2025年4月公表) P28

売上収益



※ 2021年からのセグメント区分の変更による主な変更点は以下の通り

- ▶ 新セグメントでの日本セグメントには、船舶用の海外事業を含む（旧セグメントではアジアに帰属）
- ▶ 新セグメントでのNIPSEAには、Betek Boya、Nippon Paint Turkeyを含む（旧セグメントではその他として表示）

TOPIX化学業種平均を一貫して上回る

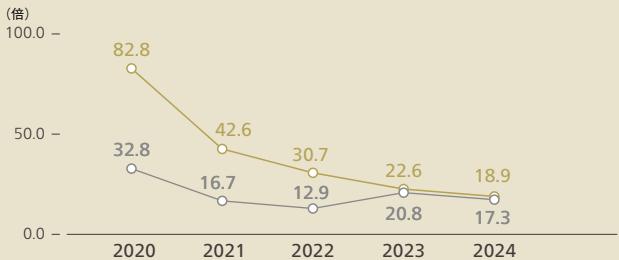


2020年は、株式市場におけるグロース銘柄の選好や当社のM&A実施などの複合要因が重なり、PERは大きく上昇しましたが、2021年以降は、中国リスクに対する市場不安などを背景に低下傾向にあります。

◎ 株価を意識した経営 P25

株価収益率（PER）

○ 株価収益率（PER） ○ TOPIX化学業種平均（ご参考）



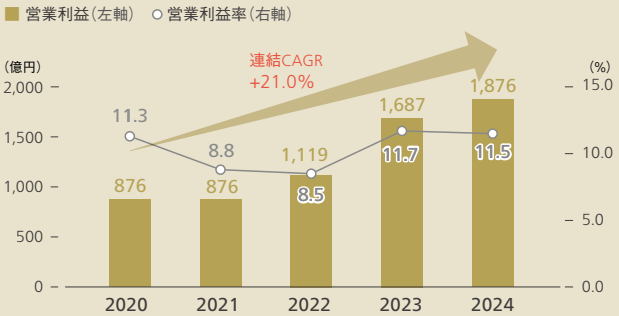
売上成長と収益性の改善で、過去最高を更新



厳しい市況環境が続くも、2020年以降、売上成長に比例して5年連続の増益を達成しています。2024年は増収効果や売上総利益率の改善などにより、過去最高益となりました。また、営業利益率も2年連続で11%台を維持しました。

◎ 中期経営方針アップデート(2025年4月公表) P28

営業利益／営業利益率



4年連続の増配、2025年から累進配当を導入

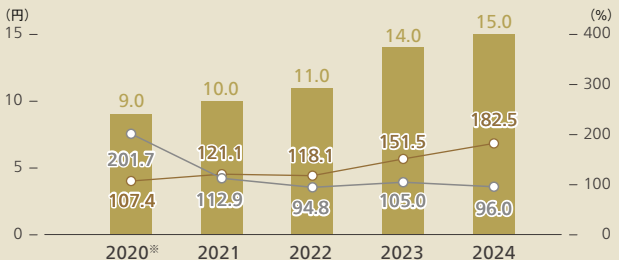


配当金は安定的かつ継続的な配当を基本方針とし、2024年まで4年連続で増配しました。TSRは2021年以降、中国リスクに対する市場不安などの影響もあり、配当込みTOPIXを下回っています。

◎ 若月共同社長が語る財務戦略 P30

1株当たり年間配当金／株主総利回り（TSR）

■ 1株当たり年間配当金（左軸）
○ TSR（右軸） ○ 配当込みTOPIX（ご参考／右軸）



※ 2021年4月1日付で1:5の株式分割を実施したため、2020年1月に行われたものと仮定し、算出

資本効率とEPS成長のバランスで経済価値を拡大

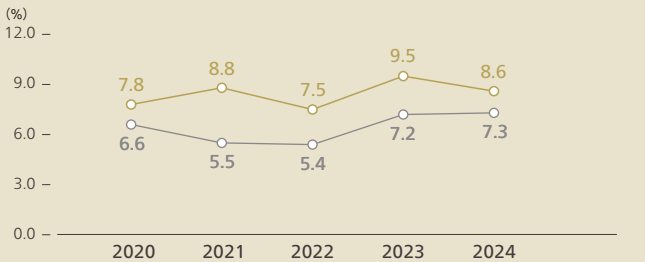


ROEは2023年以降、当期利益の増加やマージン改善により、9%前後で推移しています。ROICは、積極的なM&Aに伴うのれん計上が大きく影響します。2024年は投下資本回転率が改善したことに加え、事業成長に伴う税引後営業利益の増加により若干改善しました。

◎ 若月共同社長が語る財務戦略 P30

自己資本利益率（ROE）／投下資本利益率（ROIC）*

○ ROE ○ ROIC



※ ROIC: 税引後営業利益÷（ネット・デット+資本合計）

積極的なM&Aに伴う負債調達により、増加傾向

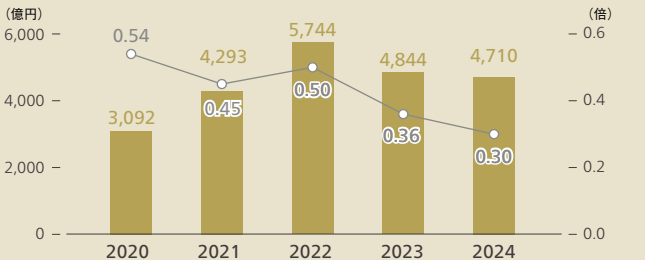


ネット・デットは設備投資負担の低さとキャッシュ創出力の高さにより、マイナス推移する傾向にありますが、近年はM&Aを目的とした資金借入により、プラス推移しています。2024年までのネットD/Eレシオは規模の大きなM&Aがないことにより、低下しています。

◎ 若月共同社長が語る財務戦略 P30

ネット・デット＊／ネットD/Eレシオ

■ ネット・デット（左軸） ○ ネットD/Eレシオ（右軸）



※ ネット・デット: 有利子負債（社債及び借入金（流動・非流動）+その他の金融負債（流動・非流動））－手元流動性（現金及び現金同等物+その他の金融資産（流動））

中期経営方針アップデート(2025年4月公表)

若月共同社長が語る財務戦略

M&A 戦略

ケーススタディ①:
日本ペイントグループへの参画がもたらす成長と機会

パフォーマンス・ハイライト

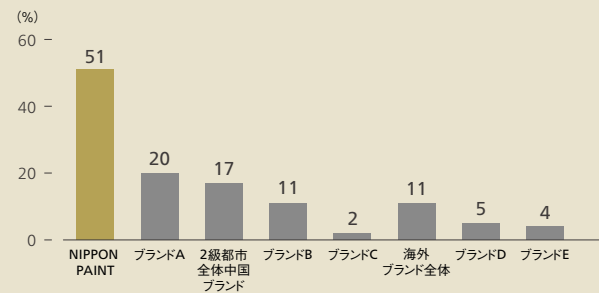
アジア・太平洋市場で高い認知度と信頼を獲得



当社グループは建築用を中心に強固なブランド力を構築しています。例えば、中国の「立邦」ブランドはTop of Mind(第一想起)においてトップスコアを獲得するなど、中国でNo.1ブランドを確立しています。

② ケーススタディ②: ブランド力を活用した市場リーダーシップの強化 (NIPSEA中国事業戦略) P43

Top of Mindスコア(NIPSEA中国)



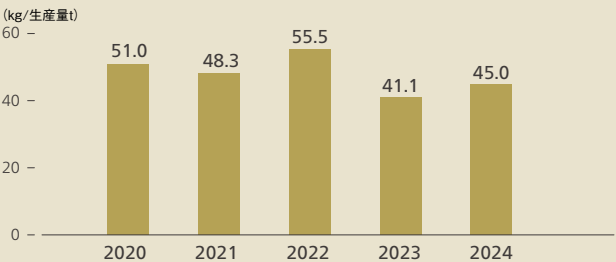
さまざまな削減策により増加を緩和



温室効果ガス排出量(スコープ1,2)は2024年に前年比9.4%増となったものの、運営・エネルギー効率の向上に向けた取り組み(LED照明への転換など)、工場における太陽光発電への投資、車両移行計画、再生可能エネルギー由来の電力購入によって増加は緩和されています。

⑤ 環境戦略 P53

温室効果ガス排出量(スコープ1,2)(グローバル)※



※ 日本グループ、NIPSEAグループ、DuluxGroup (Cromology、JUBは2022年～)が対象

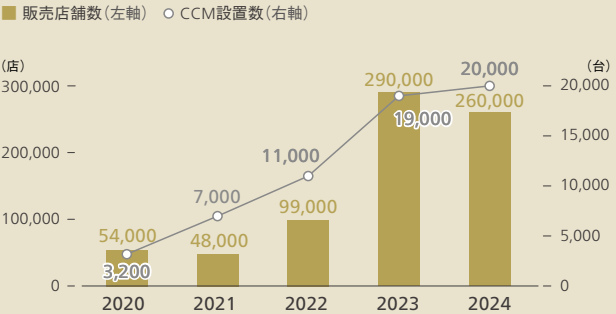
広範な販売チャネルで圧倒的ポジションを確立



当社グループは各国・地域の建築用市場でBtoC(小売り、販売代理店、ECなど)向けを中心とした広範で多様な販売チャネルを構築しています。NIPSEA中国の販売店舗数については、2024年に休止店舗を除外するなどの集計対象の精査を行った結果、2023年比で販売店舗数が減少しましたが、従来通りの比較では約5%増加しています。

② ケーススタディ②: ブランド力を活用した市場リーダーシップの強化 (NIPSEA中国事業戦略) P43

販売店舗数/CCM設置数(NIPSEA中国)



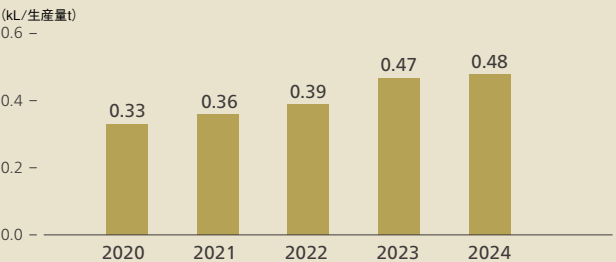
水資源の効率的利用を継続



原料用水の効率的な使用や製造工程における水使用量の削減、水の再利用など、水資源の効率的な利用に継続的に取り組んでいます。2021年以降は、データ集計範囲の拡大や新規買収、複数の事業部門における生産品目の変化により、増加しています。

⑤ 環境戦略 P53

水使用量(グローバル)※



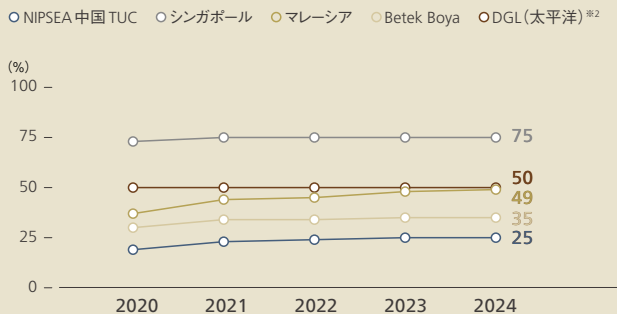
※ 日本グループ、NIPSEAグループ、DuluxGroup (Cromology、JUBは2022年～)、Dunn-Edwards(2020年～)が対象

主要14ヵ国でNo.1シェアを獲得



当社グループは各地域・事業において、利益を確保しながら市場シェアの維持・拡大を進めています。2024年は厳しい事業環境の中で、収益性とのバランスを図った結果、シェアは維持となりましたが、引き続き各国・市場で高い市場占有率を誇っています。

主要地域における市場シェア(建築用)※1



※1 NPHD推計 ※2 数量ベース

革新的技術を使用した製品販売を拡大



新製品売上高指数(NPSI)は、過去3年間に市場導入した新製品が売上収益全体に占める比率と定義しています。NIPSEAグループと日本グループを合わせたNPSIは2024年に25%を達成し、約9,000の新製品を発売しています。

⑤ 研究開発戦略 P63

新製品売上高指数(NPSI)

