

Cromology 社の買収に関する説明会 Q&A 概要
(2021年10月20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	Cromology 社はフランスの売上高がかなり大きい。フランスは欧州において非常に競争が激しい市場のため、西欧の主要な競合他社は東欧に注力している印象がある。何故フランスがメインの Cromology 社の買収を決めたのか伺いたい。
A1	(フリーハン) DuluxGroup 社は、欧米市場の基礎をなす「共通の能力」と呼ぶべきものに、大きな強みを持っています。ほとんどの塗料が協力店を通して販売されるアジア市場とは対照的に、欧米市場で我々はプロ向けの塗料販売店を直営しています。アジア地域の多くの国での DIY 塗料の販売量は、欧米と比較して明らかに少なく、欧米市場では大半が大規模なホームセンターや中規模の独立系ホームセンターを通じて販売されています。そのため、販売チャネルの強さは、すなわち欧米市場での強みであり、その重要な要素は、DIY・DIFM (Do It For Me: 業者による施工) とともに消費者となります。したがって、欧州及び Cromology 社への注力には、販売チャネルの強みなどを活用できますし、これは他国でも通用すると想定しており、東欧市場への事業拡大も期待できます。Cromology 社はこの販売チャネルの強みをよりどころに経営を続けてきており、今回 Cromology 社と DuluxGroup 社を結び付けるポイントでもありました。

Q2	本件は、今後東欧も含めて欧州地域で大幅に事業を拡大させていく足がかりの第一歩との理解でいいのか？今後の考え方を伺いたい。
A2	<p>(フリーハン) Cromology 社の現在のポジションを考慮すると、最初に重視すべき市場は西欧であることは明確です。Cromology 社にとって最大市場であるフランスでは、建築用塗料市場全体の規模は 1.6 億ユーロで、Cromology 社はシェア 2 位ですが、約 14% にすぎません。したがって、長期的には市場シェアを拡大できる大きな機会があると見込んでいます。また、Cromology 社のプロ向け市場でのさらなるポジション強化を DuluxGroup 社が支援するだけでなく、DuluxGroup 社がオーストラリア市場でさらに事業拡大するために必要な要素を、Cromology 社から学べると考えています。</p> <p>当社が Cromology 社の小売り市場での事業拡大を支援することで、Cromology 社のシェア拡大につながると考えています。また、シェア拡大を達成し、かつ財務規律を維持できれば、トップラインからボトムライン (最終利益) に至るまでの全てで大幅に向上が可能です。さらに DuluxGroup 社がオーストラリアで Selleys ブランド事業を展開した際と同様に、フランスをはじめ各国において、建築用塗料だけでなく密封剤、接着剤、充填剤などの塗料周辺分野にも参入する機会があ</p>

	<p>ると見込んでいます。</p> <p>加えて、フランス国内では今後も M&A の機会が生まれる可能性があるものの、即座に検討すべき事項とは考えていません。Cromology 社は、フランス以外にもシェア 3 位内のトッププレーヤーとして強みを発揮している国々があり、これまでの事業成長に成功した法則に基づき、プロ向け事業で基盤を確立、小売り事業を強化した上で製品ポートフォリオを拡大、かつ厳格な財務規律を導入しグループのレバレッジを活用することにより、さらなる事業成長が可能と見込んでいます。</p> <p>また事業成長する中で、塗料周辺事業でのオーガニック (M&A を含まない) 成長の機会も出てくると見込んでいます。例えば、別の国に販売拠点を持つ顧客と手を組むことも想定され、それが M&A につながるかもしれません。したがって、当社は広範な欧州市場に目を向けますが、まずは Cromology 社の強みを基盤に何ができるかを検討し、また、さらなる事業強化に適切なパートナー企業を時間をかけて検討していきます。</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	<p>Cromology 社の業績や会計処理に関して伺いたい。Cromology 社の EBITDA は、IFRS 第 16 号適用前の数字だが、同社の過去開示資料を見ると、IFRS 第 16 号の影響を含むかどうかで金額が大きく異なるので、背景を確認したい。また日本ペイントグループへの連結化に伴い、EBITDA の金額が大きく見える理解でよいのか。また同社の営業利益率は 9%程度との説明だが、2020 年実績ベースでは 8%弱と少々低かったと思える。足元の業績がかなり回復し、現在は 9%程度に改善している理解でよいのか。純利益についても、金利負担の軽減等のシナジーを期待してよいのか。</p>
A1	<p>(若月) まず IFRS 第 16 号はリース会計に関する影響であり、日本ペイントグループが通常使用する EBITDA に近い数字は、IFRS 第 16 号適用前の数字です。IFRS 第 16 号適用後は EBITDA が大きくなるため、少々ミスリードと考え、適用前の数字を開示しています。</p> <p>2 点目が、Wendel 社の開示でも、直前年度の IFRS 第 16 号適用前の EBITDA が 90 百万ユーロを超えており、今回当社は 2021 年度の見通しを示していますが、今年は殆ど終わっているため、そちらも加味した数値を開示しています。プレゼンテーション資料でもご説明のとおり、ここ数年、新しいマネジメントチームが入ってきたことにより、利益率が著しく改善傾向にあり、2021 年度は全体的に改善傾向の中での数字になります。しかし、これまでのデューデリジェンス及び、先方の開示なども含めて、IFRS 第 16 号適用前の EBITDA で 80 百万ユーロ程度</p>

	<p>を想定しており、以前よりも改善している点は間違いありません。</p> <p>純利益については、Wendel 社と日本ペイントグループでは、税金含め各種会計処理が異なる想定です。現時点では計算中であり、クロージング後の開示になりますが、例えば無形資産の償却費用が営業利益にどの程度影響するかなどを計算していきませんが、そこを合わせても基本的には EPS の成長が十分見込めると考えています。</p>
--	---

Q2	つまり、現在開示されている Cromology 社の純利益に関しては、Wendel 社の数字は様々な取引が入っているため、それらを参考にするよりも、貴社の買収により、今後は金利負担が減り、営業利益と純利益の差が小さくなる理解でよいか？
A2	(若月) その通りです。細かい点では、繰延税金資産などが若干あり、どのように計算していくかという点ではありますが、基本的な考え方はその通りです。

◆ 質問者：BofA 証券株式会社 榎本尚志氏

Q1	資料 P6 の 2021 年度の EBITDA の予想 80 百万ユーロについて伺いたい。Wendel 社の開示資料では、Cromology 社の本年度上期の EBITDA 実績が 56.9 百万ユーロと開示されており、通期予想から上期を差し引くと、下期は 23.1 百万ユーロと算出され、上期と比較して下期はかなり減益の予想となる。原材料高騰の影響と推察するが、Cromology 社の価格転嫁力などを伺いたい。
A1	(フリーハン) Cromology 社は利益率のコントロールや、各社で対処を余儀なくされている原材料価格の高騰について、大変適切に対応しています。ここでも非常に重要となるポイントは、ビジネスの大部分がプロ向けの直営店舗を通じた販売であることです。つまり、直営店舗の販売網で自ら価格設定ができ、中間業者と取引する必要がないため、競争状況の中で何を選択し、実行すべきかを自ら即座に決めることができます。Cromology 社が実践してきた財務規律や、そのプレミアムな製品特性に見合う価格設定を実現してきた手法、および価格に合わせた販売やマーケティング活動等を考慮すると、彼らは粗利益率を適切にコントロールしており、営業利益水準の向上を支える要因となっています。

◆ 質問者：ジェフリーズ証券会社 東佳宏氏

Q1	Cromology 社の直近 5-6 年の年率成長率ほどの程度か？
A1	<p>(フリーハン) ここ数年では、Cromology 社の売上高はほぼ横ばいで推移しています。売上成長は緩やかですが、粗利益率のコントロールや生産性の改善を通じた固定費のコントロールにより、利益率を改善してきました。</p> <p>2020 年度上期の売上収益は、新型コロナによる規制や店舗閉鎖により、大きな</p>

	<p>影響を受けました。しかし2020年度下期には店舗の営業が再開されたことで、非常に好調な業績となりました。2021年度の売上収益も順調な回復が継続しており、堅調に成長しています。</p> <p>このように、まず粗利益率と固定費レバレッジをコントロールし、今後の目指すべき営業利益率に向けて改善を進めています。</p>
--	--

Q2	Cromology 社の市場シェアはどの程度か？
A2	(フリーハン) 市場規模が16億ユーロであるフランスでは、現在の市場シェアは14%です。上位3社が市場シェアの半分近くを占めていますが、残りの半分は細分化されており、成長の余地があります。

Q3	DuluxGroup 社の市場シェアの推移を伺いたい。
A3	(フリーハン) DuluxGroup 社のオーストラリア市場のシェアは、2005年に33%でしたが、2010年には40%、近年では50%に上昇しています。先ほどお話しした成長法則を活用することで1年に1ポイントほど成長しています。

◆ 質問者：JP モルガン証券株式会社 佐野智太郎氏

Q1	<p>Cromology 社の数年先のマージンの見通しに関して伺いたい。2021年度のEBITDA マージン11.7%には、原材料高の影響も一部入っていると推察する。2022年度、2023年度とさらにマージンの改善を重ねていくことで、約3年後にどの程度のマージンを想定して、戦略を練っているのか？</p>
A1	<p>(フリーハン) 当社内ではある程度の見通しを持っていますが、詳細な開示は控えさせていただきます。</p> <p>しかし、我々DuluxGroup 社で実現したことと、Derrien (デリエン) CEO とそのチームが、Cromology 社でこの数年間に行ってきたことの方向性は同じであり、売上成長を続け、粗利率を維持できれば、固定費ベースで利益のレバレッジを図ることができます。本当に優れた塗料メーカーは二桁の利益率を確保します。具体的な数値は申し上げられませんが、我々が欧州市場で目指しているのは、売上を成長させ、利益のレバレッジを図ることです。</p> <p>非常に短期的な面では、各塗料メーカーは原材料価格の値上がりに対処していますが、原材料価格の上昇率に合わせて製品価格を値上げし、利益率を維持することが理想です。しかし、極端な場合には、当社が採用してきた方法、すなわち、金額ベースでの粗利益を維持した上で、全体的な営業利益率をコントロールし、短期から中期の期間で利益率を回復できるようにするのです。ですからこの質問には2つの要素があります。一つは、真に優れた塗料メーカーであれば実現可能</p>

	<p>である中期的な営業利益のコントロールを目指すことです。二つ目は、当社はこれまでの実績に非常に自信を持っており、直近の原材料の課題に対して、デリエン CEO とそのチームが、フランスを始め欧州市場で対処していることです。</p>
--	--

◆ 質問者：コーティングメディア 近藤亮吉氏

Q1	<p>DuluxGroup 社と Cromology 社それぞれの技術分野の違いについて伺いたい。また、DuluxGroup 社は、SAF など塗料周辺分野の技術を Cromology 社に提供していくとのことだが、両社がメインとする建築用塗料では重複する製品群もあるのではないかと技術的な違いがどのようにシナジーを發揮していくのか知りたい。</p>
A1	<p>(フリーハン) DuluxGroup 社は2年前までは、オーストラリアの独立した塗料メーカーで、自社の研究開発ノウハウをベースに経営していました。この2年間で、DuluxGroup 社は80人の化学者・科学者が在籍する企業から、日本ペイントグループとして2,000人の化学者・科学者・技術者が在籍する状態へ拡大しました。グローバルなグループの一員であることによる大きな強みの1つは、ローカル市場に重点を置きつつも、技術チームはグローバルに塗料配合や新製品の情報を共有できる点です。これは建築用塗料だけでなく、木工用塗料、高意匠塗料、重防食塗料といったその他の塗料でも同様です。</p> <p>そして、ご質問の通り塗料周辺分野もあり、これまで、DuluxGroup 社の Selleys ブランドの密封剤、接着剤、充填剤事業を NIPSEA グループと共同展開し、NIPSEA グループの新たな成長基盤となっています。</p> <p>Cromology 社においては、建築用塗料だけでなく、木工用塗料や密封剤や接着剤、充填剤などの塗料周辺分野でも技術や製品を共有可能と見込んでいます。Cromology 社とトルコの Betek Boya 社は、ETICS (断熱材) に強みを持っており、DuluxGroup 社の高意匠塗料ともシナジー發揮の可能性があると考えています。</p> <p>社内では数値見通しを持っていますが、本日は具体的な数値はお伝えできません。ただ Cromology 社とともに目指すのは、DuluxGroup 社がこの2年間、日本ペイントグループの一員として行ってきたことを継続することです。</p>

Q2	<p>今後は原材料調達なども共有する考えはあるのか？</p>
A2	<p>(フリーハン) 本件は、日本ペイントグループが DuluxGroup 社を買収した際と同様に、成長重視の戦略によるものです。単にコストシナジーを目指したものではありません。すなわち、非常に能力のあるパートナー会社を新たなレベルに導くには何ができるかが重要です。つまり、私たちが Cromology 社と取り組みたいことは、Cromology 社と協力しながら、同社を新たなレベルへと成長させ、グループ内で共有することです。</p>

	<p>日本ペイントグループは、原材料に関して幅広くベンチマークし、調達や価格の共有をグループ内で既に行っています。各パートナー会社は、各地域の市場および競争環境にとって合理的な施策を行うべく、自律的な経営を行っており、Cromology 社のような規模の企業が、アジア太平洋で 1 位、グローバルで 4 位の日本ペイントグループに加わることは一定のメリットが期待できます。</p>
--	---

◆ 質問者：みずほ証券株式会社 吉田篤氏

Q1	<p>過去 3 年間の Cromology 社の業績を見ると、売上高があまり伸びていない中で、EBITDA は大きく伸びている背景を教えてください。2018 年度は当期利益が大きく赤字化しており、この際に大幅な人員削減など固定費を削減したことで当期利益や EBITDA が大きく伸びているのか？</p>
A1	<p>(フリーハン) 仰る通り、この数年間は Cromology 社の経営を適正化する重要な施策の一つとして、事業再建と削減可能な非効率な人件費を検討することでした。しかし、そうした費用を単に削減するだけでなく、売上成長の観点から、投資の増加や販売・マーケティングを強化した上で、収益性の改善に関して取り組むべき事項を検討してきました。このような Cromology 社の再編活動が業績改善に貢献しました。</p>

◆ 質問者：日刊工業新聞 田井茂氏

Q1	<p>日本ペイントホールディングスの欧州地域の売上構成比を教えてください。また、今回の買収を機に、欧州で新たな買収を手がけて欧州市場を拡大していく考えなのか？</p>
A1	<p>(若月) まず欧州の定義ですが、トルコの Betek Boya 社も含めた欧州およびその他地域は、当社の開示上では「その他」となり、基本的には欧州となります。2020 年度時点で、「その他」の売上構成比は 6%です。そこに、今回の Cromology 社の売上高約 890 億円が加わることとなります。なお、欧州の自動車用塗料事業は、2021 年 8 月 10 日にウットラム社への譲渡を発表しており、そちらは除外されます。</p> <p>その上で、今回の買収を欧州市場への橋頭保とすることはもちろん考えています。しかし先ほどフリーハンが申し上げた通り、Cromology 社が持つ強力なブランドや、優秀なマネジメントによる業績改善などの非常に高い潜在能力が当社のプラットフォームに乗ることにより、まずは十分な成長を遂げることを目指しています。加えて機会があればもちろん他の M&A も検討しますが、今後の M&A を期待するために Cromology 社を買収するのではなく、Cromology 社自体に十分</p>

	な成長ポテンシャルや魅力があるをご理解ください。
--	--------------------------

Q2	今回の買収では、株式は 100%取得する理解でよいのか？
----	------------------------------

A3	(若月) その通りです。
----	--------------

以 上