

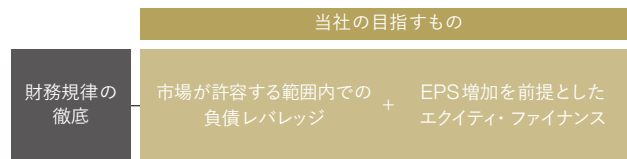
若月共同社長が語る財務戦略

「EPSの積み上げ」を
後押しする財務戦略を
推進していきます。

取締役
代表執行役共同社長

若月 雄一郎

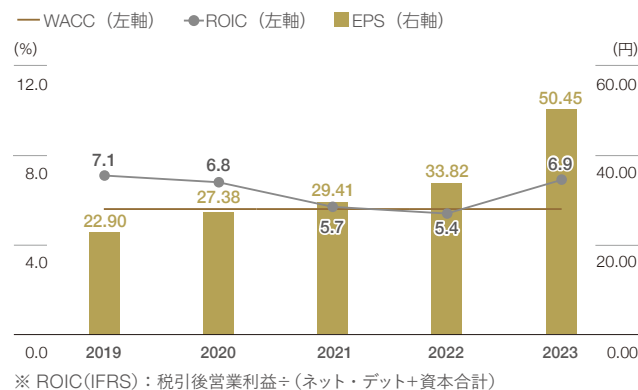
MSV実現に向けた道筋 ※ P3-4



連結ROIC実績

2023年の連結ROIC(投下資本利益率)は6.9%に上昇し、前年を1.5ポイント上回りました。これは、①2023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、②既存事業のEPSの積み上げが加速したこと、③中国事業を中心にキャッシュ・コンバージョン・サイクル(CCC)が改善したこ

WACC・連結ROIC・EPS



と、などによるものです。なお、WACC(加重平均資本コスト)は約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%で停滞しているのは、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。

ROICに対する考え方

投資家の皆様からROICに関する質問が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。

Q1 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」^①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。

次ページの「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WACCを上回ることを目指す中、実際に2019年以降で買収した主要5社は既にWACCを越えているか、WACC越えが視野に入っており、いずれもROICは年々改善傾向にあります。一方、ご参考とし

若月共同社長が語る財務戦略

て、「のれん抜き」の個社ROIC推移を見ると、いずれも買収直後（初年度～2年目）から比較的高いROICであることが見て取れます。

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生み出し、設備投資負担も軽いため、実はとても効率性が高いのが当社ビジネスの特長です。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。

Q2 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えば、ROICは着実に改善していきます。例えば、ROICの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」で示した通り、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」と十分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。買収において株主資本を活用する可能性があることは常々表

明しているものの、もちろん負債調達を優先する中で、自社株買いなどの短期的な還元はそうした意味でも劣後し、ファイナンスの選択肢を狭めることから、将来のM&A機会の損失にもつながりかねないとも考えます。

当社は「アセット・アセンブラー」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。

個社ROIC推移※

	2019	2020	2021	2022	2023
DuluxGroup（太平洋）	-	3.6%	4.2%	5.6%	5.8%
Betek Boya	-	9.4%	11.8%	8.1%	12.6%
PT Nipsea	-	-	3.7%	5.3%	6.5%
Cromology	-	-	-	2.6%	3.1%
JUB	-	-	-	-	5.9%

※ 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

※ DuluxGroup(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

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

2022年はCromology、JUBの取得関連費用（その他少額案件を含む）を除く

※ Betek Boyaは、超インフレ会計などで法人税率が異常値になる2022年、2023年は法定実行税率を使用

ご参考：個社ROIC推移（のれん抜き）※

	2019	2020	2021	2022	2023
DuluxGroup（太平洋）	-	9.7%	10.5%	12.6%	12.9%
Betek Boya	-	16.8%	21.1%	14.5%	22.5%
PT Nipsea	-	-	13.8%	19.5%	24.1%
Cromology	-	-	-	6.9%	7.8%
JUB	-	-	-	-	8.4%

※ ROIC(IFRS)：税引後営業利益（PPAによる無形資産償却後）÷取得原価（のれんを除き、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

※ DuluxGroup(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

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

2022年はCromology、JUBの取得関連費用（その他少額案件を含む）を除く

※ Betek Boyaは、分母から控除したのれんは超インフレ会計による影響を未反映。
超インフレ会計などで法人税率が異常値になる2022年、2023年は法定実行税率を使用

若月共同社長が語る財務戦略

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きます。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。

財務規律

1. 負債調達を優先
2. レバレッジ余力を維持、金融機関との対話を促進
3. EPS増加を前提として資本調達も選択肢

バランスシート・マネジメント

KPI: CCC、キャッシュ・フロー、ネット・デット/EBITDA、ROIC など

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、2023年はアジア、特に中国事業でCCCが大きく改善しました。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おり、日本グループの船舶用事業など

では構造改革も実施しています。「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、2023年は収益成長やCCCの改善により、キャッシュ創出が大幅に増えたため、2023年末のネット・デット/EBITDAは2.2倍にまで低下しています（下図）。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、2023年末時点で平均年限は3.5年、平均金利は税引前で0.4%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（下図）。

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を適正なバリュエーションで積み上げていきます。

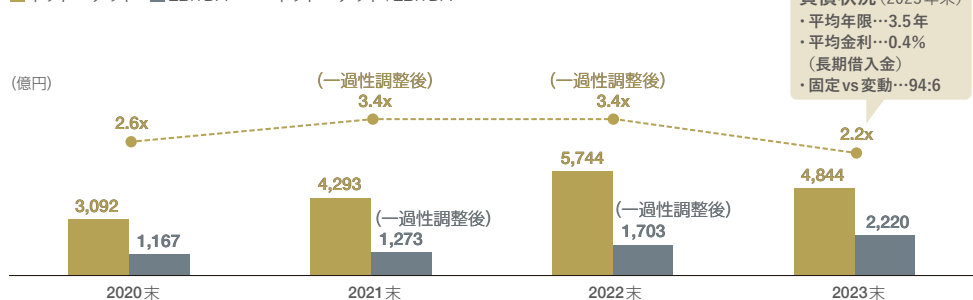
配当については、業績動向や投資機会などを総合的に勘案しながら、現時点では配当性向30%を目途に安定的に行う方針です。

2021～2023年の3年間を見れば約3,700億円のキャッシュを創出した一方、設備投資に約1,200億円、配当に約800億円、M&Aに3,000億円強を振り向けた結果、負債調達によってネット・デットは増えたものの、EBITDAも増えており、当社の事業特性に鑑みても全くの安全圏にあります。

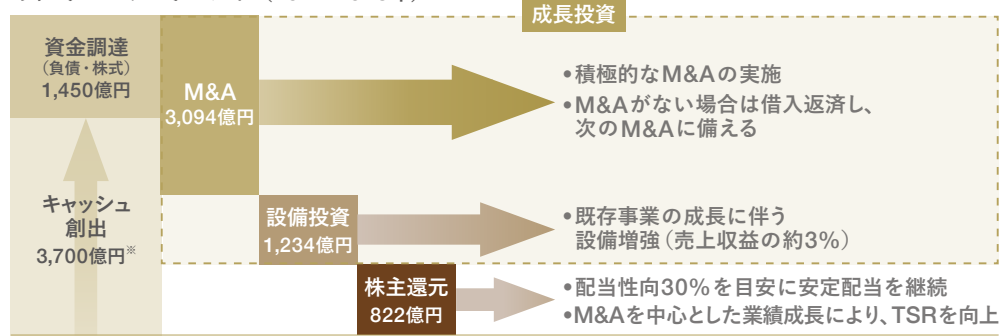
自社株買いに関しては、現在（2024年7月末時点）の株価水準には満足していないものの、現時点では検討していません。貴重な資本を当社株式の購入に充てるよりも、安全なM&Aに使うことの方が、将来の持続的なEPSの積み上げに寄与すると考えるためです。ただし、将来的には市場の動向を常に見極めながら、あらゆる選択肢を確保していきます。

ネット・デット/EBITDA推移

■ ネット・デット ■ EBITDA ● ネット・デット/EBITDA



キャピタル・アロケーション(2021-2023年)



※ 営業キャッシュ・フロー(継続事業ベース)