

「統合報告書 2024」説明会 質疑応答要旨

(2024 年 9 月 5 日)

◆ 質問者：質問者 A

Q1	MSV 実現に向けて、ウィー共同社長は主に「EPS の最大化」に、若月共同社長は主に「PER の最大化」にそれぞれ尽力するという役割分担であるが、この数年間で EPS は着実に積み上がっている一方、PER が低下している状況を踏まえ、改めて共同社長体制のメリットや課題点があれば教えて欲しい。
A1	結論から申し上げますと、共同社長体制に課題があるとは現時点では考えていません。共同社長就任時に指名委員長の原がそれぞれの役割をシンプルにお示しするため、事業会社のバックグラウンドがあるウィーは「EPS の最大化」に注力する一方、ファイナンスのバックグラウンドがある若月は M&A や資本市場とのコミュニケーション、資金調達などを含めて、今後の「持続的な EPS 積み上げ」に対する資本市場からの期待値を醸成することで、「PER の最大化」を目指す分担とご説明しました。 ご承知の通り、PER それ自体をコントロールできるものではなく、「持続的な EPS 積み上げ」に対する期待やそのトラックレコード、当社に対する信頼が PER に反映され则认为しています。その上で、既存事業は持続的に成長できていることはお示しできているものの、M&A を通じた「持続的な EPS 積み上げ」についてはまだお示しできていない認識です。2023 年は大規模な M&A がありませんでした。決算説明会や投資家の皆様との対話において若月がご説明している通り、水面下ではさまざまな交渉を進めています。 統合報告書 P27 の「株価を意識した経営」で記載した通り、PER 低下の背景には外部要因もあるものの、当社としては M&A を通じて積極的に EPS を積み上げていくことによって、インオーガニックな成長を実現し、資本市場からの期待や信頼につなげていきたい考えです。

◆ 質問者：質問者 B

Q1	PER の低下について、米国の競合他社を除いて、貴社を含めた塗料業界全体でバリュエーションが低下していることから、貴社と業界全体でバリュエーションを比較して欲しい。また、バリュエーション低下の背景として、米国を除いた地域で成長が鈍化している、あるいはグローバルで金利が上昇していることが指摘されるが、競合他社または業界全体でバリュエーションが低下していることに対する貴社の考え方を伺いたい。
A1	統合報告書 P27 の「株価を意識した経営」で記載した通り、マクロ動向としては、2022 年以降に米国で長期金利が上昇し、高バリュエーション銘柄が軒並み調整に入りました。また、中国における不動産ディベロッパーの債務不履行問題も影響したと分析しています。 業種分析としては、マクロ動向の影響によって高バリュエーション銘柄の PER が競合他社平均でもかなり下がっています。5 年推移で見れば、当社の PER は依然として高い水準を維持しているものの、マクロ要因に加えて、塗料業界全体における高バリュエーション銘柄の PER 低下が影響しています。 個社分析としては、株式市場において 2020 年まで中国関連銘柄への関心が強く、アジア合併事業の 100%化や当社株式の低流動性などが相まって PER が上昇しましたが、2021 年以降はマクロ動向の影響を受けてそれが逆回転してしまっています。特に 2020 年ごろに PER が大きく上昇したことに対する反動もあって、PER が大きく下がってしまっている状況です。 現状の PER は複合的な要因によって形成されており、例えば米国の長期金利

	が下がれば、高バリュエーション銘柄が改善する可能性もありますが、当社でコントロールできるものではありません。当社としては、インオーガニックのトラックレコードを投資家の皆様へお示ししつつ、統合報告書 P29 「「PER の最大化」に向けた考え方」で記載したようなポイントで情報を整理しながら、皆様とのコミュニケーションの機会を設けてお伝えしていきたい考えです。
--	--

Q2	ROIC が近年低下傾向にある背景について、統合報告書の中で説明があれば教えて欲しい。
A2	ROIC に関する質問はまさに最近増えており、統合報告書 P44 の「若月共同社長が語る財務戦略」で解説しています。事業特性として有する高いキャッシュ創出力を活用して自社株買いを進めていけば、米国の競合他社のように ROIC を高めていくことは可能であり、ROIC を非常に重視する投資家の皆様にとっては受け入れられやすいストーリーと考えています。 当社としては、既存事業の成長と M&A の両輪で EPS 成長を加速することが MSV に資するとの考えであるため、結果として M&A に伴いのれんがバランスシートに乗ることで、過去 5～10 年で見ると ROIC は少し低下傾向にあります。ただし、ROIC を重視していないわけではなく、注意深く見ています。統合報告書 P45 に「個社 ROIC 推移」を掲載していますが、買収時・買収後においても ROIC を経営指標の 1 つとして見ており、少なくとも買収後 4 年程度で連結ベースの WACC（加重平均コスト）約 6%を上回るような事業経営を進めています。 当社としては M&A を実施する過程でどうしても連結 ROIC は低下傾向になるものの、有望な M&A 案件が多数ある中で、M&A を実施せずに純粋な塗料会社にとどまり、EPS 成長は 5%程度で、生み出したキャッシュを自社株買いに充当するという選択は、株主価値を最大化するものではないと考えています。長期的な成長に貢献する事業・案件に対してキャッシュを投じていくことが、MSV の実現に必要であるとの認識です。そのため、M&A による価値創造を重視する当社としては、キャッシュ・コンバージョン・サイクル（CCC）なども含めて ROIC を注視していく一方、連結 ROIC を最重要視するものではありません。

◆ 質問者：質問者 C

Q1	感想としては、中国のマクロデータと貴社業績が必ずしもイコールではないとの分析が気に入っている。中国のマクロデータで貴社株価が動くことが多いため、そこが必ずしも直結していないと分析してもらえるのはありがたいと感じる。 質問としては、貴社資本コストは 6%と記載されているが、その根拠を教えてください。また、資本コストを引き下げるための具体的な方策についても伺いたい。
A1	WACC についてはさまざまな計算方法がありますが、各種データをもとに一定の客観性を持って計算した結果を記載しています。 WACC はデット、エクイティともに加味して計算していますが、どのように WACC を引き下げていくかについては、現時点で社内に具体的な動きがあるわけではありません。当社としてはまず、自社の WACC に対する正しい認識と資本効率を含めてしっかりと価値を生み出しているかを確認した上で、各アセットの買収後の推移を見守っている状況となります。
Q2	気候変動関連について、Scope 3 までを含めた情報開示の重要性が増している。Dunn-Edwards のデータは未開示だと思うが、今後どのような時間軸で全社のデータが出そうのか？

A2	Scope 3 を巡っては、今年度版の統合報告書で中国を含めた NIPSEA グループの大部分のデータをようやく開示することができました。Dunn-Edwards については、事業規模が小さいこともあり、気候変動関連データの整理などが少し遅れています。現時点で具体的にいつ開示するかは決めてはいないものの、SSBJ（サステナビリティ基準委員会）などの法定開示に間に合わせるべく、Dunn-Edwards のメンバーと話を進めている段階です。
----	---

◆ 質問者：質問者 D

Q1	統合報告書 P27 の「株価を意識した経営」で記載がある通り、2020～2021 年にかけて付いていたプレミアムが、現在ではほとんど付かなくなっていると認識している。PER 低下の背景としては、中国マクロ経済に関するリスクや、直近で買収した Cromology の業績低迷など、資本市場が貴社に対して持っている期待値に届いていないことが要因と分析している。 中国事業は常に市場をアウトパフォームしているものの、その点を資本市場はなかなか評価していないことから、基本的には将来にわたる中国の事業リスクを投資家が懸念していると考えている。セルサイドアナリストとして日ごろ議論している一部の投資家からの質問として、中国事業そのものを切り離す可能性は基本的にはない理解で良いのか？
A1	マクロ動向の分析については、統合報告書 P27 に記載の通りです。その上で、中国の事業リスクについては、投資家の皆様の中でも意見や見解が分かれていると認識しています。当社が先週面談した中国出身の投資家からは、「当社ほど中国市場でうまくオペレーションしている企業はない」「中国市場に進出している事業会社の多くが伸び悩んでいる中で、マージンを維持しながら成長し続けているのは非常に素晴らしい」との意見がありました。別のロングオンリーの投資家からは、「長年中国市場を見てきたが、素晴らしいオペレーションを実践している」との評価も受けています。 確かに四半期単位での売上成長率にはブレがあるものの、年間ベースの成長実績を振り返る限り、業績変動リスクがそこまであるとは認識していません。また、これから中古住宅の塗り替え需要が増えてくれば、よりいっそう新築住宅市場との連動性は低下してくるし、市場シェアがさらに向上してドミナンスが進めばさらに事業は安定してくると見込んでいます。 当社はオーガニック、インオーガニックの両面で「持続的な EPS 積み上げ」を目指す中、共同社長の若月が以前にもご説明した通り、当社は大きなリスクを取りながら派手な M&A を進めていく会社ではなく、事業リスクを抑え、安定的なキャッシュ・利益を積み上げていく慎重な経営スタイルです。したがって、M&A においても、市況に左右されにくく業績変動リスクが少ない、キャッシュを安定的に創出できて、バリエーションの低い案件の獲得を志向しています。 Cromology については、現時点でうまくいっているとは明言しづらいものの、年間ベースで赤字に陥っているわけではなく、資本の再注入をしているわけではありません。現地で市場シェアも向上できているとの認識もあり、どの水準まで到達すると成功や失敗の判断になるのかは、今後皆様とディスカッションさせていただければと考えています。 中国事業は今後も引き続き成長すると見込んでいますが、M&A を継続していくことで、結果として連結売上収益に占める中国事業の割合は低下していく可能性があります。中国事業の比率を引き下げる意思はないものの、「アセット・アセンブラー」モデルを追求していくことで各地域・事業の構成比は変わっていく見込みです。 当社は今後もオーガニック、インオーガニックの両面で、事業リスクが低く、キャッシュが安定的に創出されて、EPS が持続的に積み上がる経営スタイルを追求していきたい考えです。

Q2	直近で買収した案件のうちいくつかは想定よりうまく進捗していないと思われるが、そうしたケースも統合報告書で解説してもらえると、記載のバランスがより取れるのではないか？
A2	2019 年以降の経営体制で実施した案件で減損を余儀なくされたケースはありません。ただし、欧州 Cromology の買収など、当初想定に対して進捗が芳しくない案件も少なからず存在していることから、ご指摘の通り、少し掘り下げて紹介する価値はあるかと考えています。

Q3	中国事業の中でもあまりうまくいっていない会社もあるかと思うが、そうした会社と順調な会社との比較があっても良いのではないか？また、住宅建材会社と貴社との対比などがあっても面白いと感じる。
A3	投資家の皆様との認識ギャップが埋まる企画を今後も検討していきます。

◆ 質問者：質問者 E

Q1	統合報告書 P43 記載の「オペレーティング・レバレッジ効果」について伺いたい。貴社はレバレッジ効果を享受しながらも基本的にはマージンを維持する方針とのことだが、ドミナンス化を実現してさらなる利益成長が見込めるタイミングや地域などについて具体的に教えて欲しい。
A1	統合報告書では、設備投資などの固定費負担が比較的軽い事業特性ゆえにレバレッジ効果は出やすく、事業をしっかりと回してトップラインが成長すれば、基本的にはマージンも改善しやすい特徴があることをお示しました。その上で、当社としては、超過マージン分をさらなる成長に向けたマーケティング活動などへ戦略的に回しています。トップラインの成長を比較的重要視しており、将来的に市場でドミナンス化することができれば、いずれマージンは返ってくると見込んでいます。 その最たる事例が、米国最大の競合他社であり、50%以上の市場シェア有するプライスリーダーとして、マージンが年々上がっています。 つい先日の投資家面談でも、「貴社中国事業もシェア No.1 なのだから、米国の競合他社のようにさらに製品値上げし、マージンを享受すべきではないか？」との質問が寄せられました。当社としては、中国市場でシェア 1 位ではあるものの、その割合は 25%にとどまっており、現時点ではドミナンスに達していないと認識しています。 1つの目安としては、シェアが 50～60%程度に達すればドミナンスと言えるのではないかと考えています。しかし、地域によってドミナンスの考え方は当然異なってくるため、50～60%程度のシェアを獲得すれば価格を自由にコントロールできてマージンを享受しやすい地域もあれば、そうでない地域もあります。最終的なドミナンス化を中長期で目指しながら、その過程で税前利益を確実に増やし、マージンも慎重に管理していくのが、当社の考え方となります。

以 上