

2024年10月28日
AOC社の買収に関する説明会 説明要旨



皆様こんにちは。日本ペイントホールディングス共同社長の若月です。
本日はご多忙の中、急なお知らせにも関わらず、ご参集いただきまして、誠にありがとうございます。

これより、本日発表しました AOC 社の買収についてご説明いたします。

本日のサマリー

- ▶ 米国に本社を置く、グローバル・スペシャリティ・フォーミュレーター※であるAOC社を買収する契約を本日正式に締結
- ▶ 本件取引は、「アセット・アsembler」モデルに基づく買収基準に合致：
 - (1) 買収初年度からEPSにプラス貢献、(2) 事業リスクの低い優れた企業、
 - (3) 優秀な経営陣を擁する企業、(4) 当社グループの傘下でさらなる価値創造を見込む
 当社の優れたアセット・ポートフォリオにAOC社が新たな柱として加わることで、将来のさらなる成長を期待
- ▶ AOC社は米国・欧州のスペシャリティ・フォーミュレーション市場においてリーディングポジションを確保し、優れたビジネスシステムと少ない設備投資負担に裏打ちされた高い収益性とキャッシュ・フロー創出力を有する。これまでプライベート・エクイティの傘下で利益成長とマージン拡大を遂げてきたAOC社が当社グループに加わることで、オーガニック・インオーガニックの両面にわたり長期視点でさらなる価値創造を追求することが可能
- ▶ クロージンは2025年上期中を予定。初年度から通年寄与ベースで+15～17円のEPS貢献を見込み、「アセット・アsembler」モデルにおけるEPSの積み上げに大きく貢献
- ▶ 買収費用は手元現預金と新規借入により充当。新株発行の計画はなし

まずは、AOC 社の買収に関する概要をご説明いたします。

AOC 社は米国に本社を置く、グローバル・スペシャリティ・フォーミュレーターです。スペシャリティ・フォーミュレーターとは、建築物、インフラ設備、輸送機器、船舶などの幅広い分野で使用されるコーティング剤・接着剤・密封材・エラストマー（CASE）、着色剤、複合材料などのコーティング周辺製品向けに、不飽和ポリエステルやビニルエステルなどを配合設計、製造、販売する企業です。

本件取引は、当社の成長戦略として従前申し上げている「アセット・アsembler」モデルに合致する案件であり、ある意味で当社が今後目指す姿を体現するものと考えています。すなわち、(1) シナジーに依らず、買収初年度からEPSにプラス貢献すること、(2) 事業リスクが低い優れた企業であること、(3) 経営陣が優秀であること、(4) 当社グループの傘下でさらなる価値創造が見込まれること、の全ての要件に合致しており、当社のパートナー会社群に新たな柱として加わっていくものです。こうした意味では、2019年にDuluxGroupを買収して以来の大きな柱の構築に資する案件となります。

AOC 社は米国・欧州の市場でリーディングポジションを確保しており、後述する優れたビジネスシステムや少ない設備投資負担に裏打ちされた収益性とキャッシュ・フロー創出力を有しています。これまで複数のプライベート・エクイティの傘下における高い規律のもとで利益成長を遂げてきましたが、当社グループの傘下では数年単位でのエグジットを意識せず、より長期視点でさらなる価値創造を追求してもらえると確信しています。当社はこれまでにAOC社の経営陣と密なコミュニケーションを実施してきましたが、両社ともに今後の成長機会にエキサイトしています。

クロージングについては、各規制当局の承認を前提として 2025 年上期中を予定しています。EPS は現時点での諸前提を置いた見込みではありますが、年換算で 15～17 円となる見通しで、買収前と比較して約 30%もの EPS 増大を見込んでいます。

買収費用は、手元現預金と新規借入によって充当します。レバレッジ余力は十分にあり、本件取引に伴う新株発行は想定していません。

本件取引の概要

買収先概要

- ▶ 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・複合材料ソリューションにかかるリーディング・フォーミュレーターとして、不飽和ポリエステルやビニルエステルなどを配合設計・製造・販売
- ▶ 2023年売上高:1,496百万米ドル(216,907百万円)、EBITDA:528百万米ドル(76,571百万円)、EBITDAマージン:35.3%
- ▶ 市場プレゼンス:北米市場のリーダー、より細分化された欧州市場でリーディングポジション
- ▶ 強固なビジネスモデル、高度にカスタマイズされた製品、魅力的な市場構造を背景とした優れたマージンプロファイル
- ▶ 業界・事業への豊富な知見と実績を持つ優れた経営陣

買収対価スケジュール

- ▶ 買収対価(株式価値ベース^{*1}/企業価値ベース)
 - 2,304百万米ドル/4,350百万米ドル(334,080百万円/630,750百万円)
- ▶ EV/EBITDA^{*2}:c.8.2x
- ▶ クロージング
 - 2025年上期中を予定(当局からの承認取得後)

財務インパクト

- ▶ 初年度のEPSは過年寄与ベースで+15~17円の貢献を見込む^{*3}
- ▶ 買収費用は手元現金と新規借入により充当。新株発行の計画はなし
 - 日本国内の金融機関よりコミットメントレター取得済み
- ▶ 2024年プロフォーマでのNet Debt/EBITDA:c.3.5x、ネットD/Eレシオ:c.0.7x

(注) AOC社の数値は為替レート:USD/JPY=145.0を使用

^{*1} 株式価値は買収のバランシートのベースに計算。実際の買収価格は、売り手との合意に基づき、本件取引完了時に一部の項目を調整した上で決定

^{*2} 2023年EBITDA(IFRS)を使用

^{*3} クロージングは2025年上期中を見込み、初年度のEPS貢献度はクロージングのタイミングに応じて比例配分。

本資料の買収後EPSは、2024年過年の貢献を前提とした試算に基づいており、金利コスト、為替変動、PPA償却・税法上の償却の予備見直しを含む

次に、本件取引の概要をお伝えいたします。

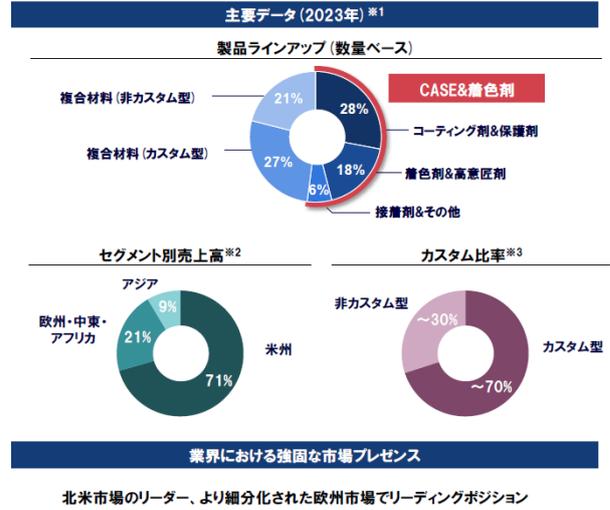
2023年の売上高は約15億米ドル、EBITDAは約5.3億米ドル、EBITDAマージンは約35%となります。北米・欧州ともにリーディングポジションを獲得しており、ポイントとしては、塗料事業と同様に地産地消的な側面が強く、顧客ビジネスへの深い理解と高い技術サービス力に裏打ちされた優れた顧客サービスを提供することによって、競争優位を築き、優れたパフォーマンスにつながっている点です。特に2018年以降に参画したCEOのJoe Salley氏を中心とした非常に優れた経営陣がこうしたパフォーマンスを実現してきており、本件買収後も継続して経営に当たってもらうことを確認しています。

買収対価は負債込みで約43.5億米ドル、EV/EBITDAベースのマルチプルは2023年で約8.2倍です。

財務インパクトは既にお伝えしましたが、レバレッジ余力の観点では2024年のプロフォーマ値でNet Debt/EBITDAが約3.5倍、ネットD/Eレシオが0.7倍と、従前申し上げている通り、ともに安全圏にあります。実際、AOC社の設備投資負担は売上高に対して2~3%と塗料事業と同水準にあるほか、塗料事業よりも魅力的なマージンであることに鑑み、全く問題がない水準と考えています。

AOC at a Glance

事業・財務プロフィール		ページ 番号
1	AOC社は、CASE・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	P5 P8
2	高度にカスタマイズされた製品、細分化された顧客基盤、魅力的な市場構造を背景とした優れたマージン	P5 P8 P9 P12
3	さらなる価値創造が追求可能なビジネスシステム	P10
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	P11
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	P12
6	価値創造で確固たる実績を持つ優れた経営陣	P13



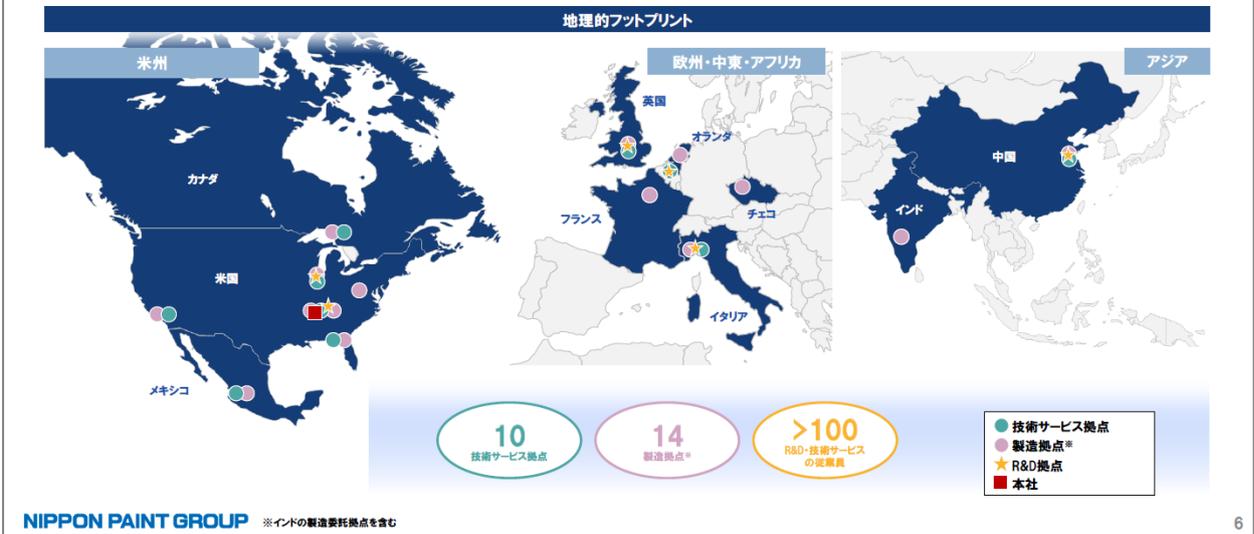
次に、AOC 社の概要について、もう少しご説明いたします。

左側の事業・財務プロフィールについては既に述べましたが、右側の主要データで特に確認いただきたいのが、売上高の7割程度がカスタム型の製品である点です。配合情報はAOC社の機密情報であり、顧客に対してソリューションを提供することで顧客ニーズに応え、競合他社との差別化を図っています。また、米州が全体の7割を占めており、欧州はまだ少ないものの、逆にさらなる成長の余地があると見込んでいます。

顧客基盤も分散しており、上位10社の顧客に対する売上依存度は3分の1程度です。

戦略的に最適化された地理的フットプリント

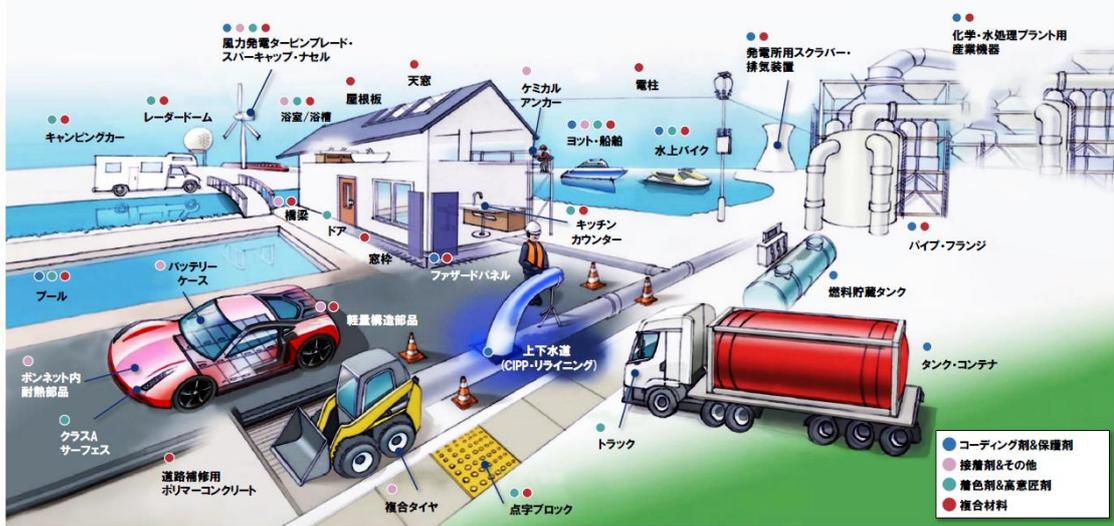
技術サービス、製造、R&Dの各拠点は、顧客にサービスを提供する上で最適な地域に立地



グローバルな地理的フットプリントについては、世界で 14 の製造拠点、10 の技術サービス拠点があり、ともに顧客に近い地域に立地しています。製品の供給力も含めて、顧客に対して現地で付加価値を提供することに重点を置いています。

日常生活に欠かせない製品へソリューションを提供

日本ペイントと共通・近接したエンドマーケットで展開

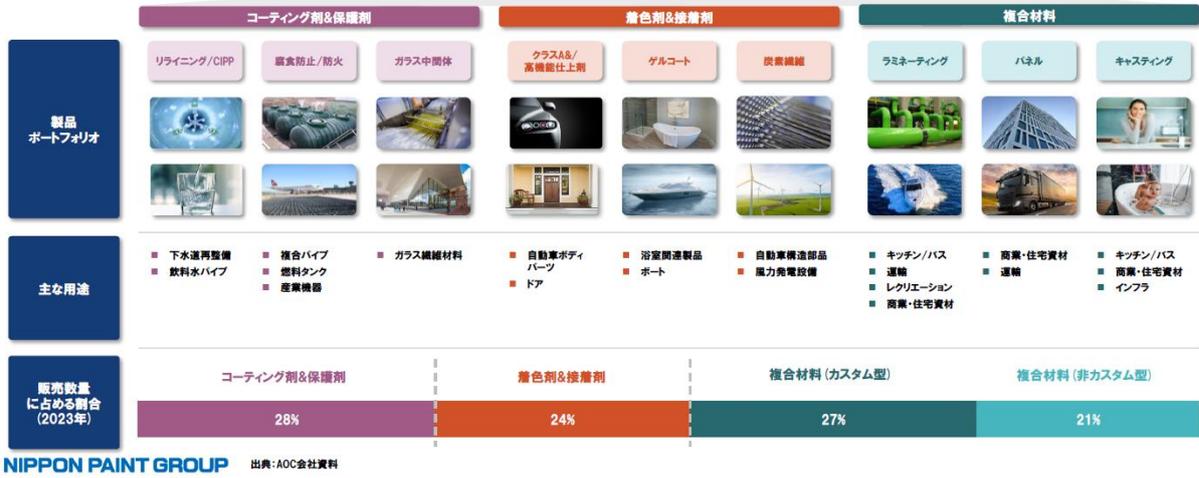


NIPPON PAINT GROUP

当ページでお示している通り、AOC 社の製品はかなり幅広いエンドマーケットで展開しています。

製品ポートフォリオ

CASE&着色剤フォーミュレーションにフォーカスした製品ラインアップで業界をリード



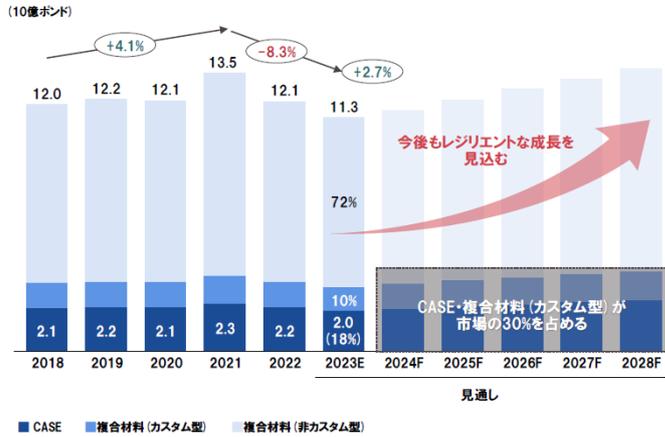
当ページでは、製品ラインアップの一端をお示ししています。

ご覧の通り、かなり幅広いエンドマーケットをカバーしており、これらの中には景況感や金利の影響を受けるものもある一方で、米国全体でインフラ整備の必要性が間違いなく謳われていることから、中長期的に成長していく市場であると考えています。

安定的な成長が見込まれる魅力的な市場

CASE・複合材料フォーミュレーション市場で安定的な市場成長を見込む

CASE・複合材料フォーミュレーション市場※の推移



コロナ禍やインフレ・高金利下における需要の変動を経て、中長期的にはインフラ投資を中心としたレジリエントな成長が見込まれる市場

NIPPON PAINT GROUP

出典:Advancy最新資料、AOC会社資料
※本報和ポリエステル・ビニルエステルの配合、ゲルコート、着色剤分岐を含む

全体の市場としては、いわゆるカスタマイズされていない複合材料の方が大きいものの、AOC社は市場の約30%を占めるCASEやカスタム型の複合材料市場にフォーカスしています。この数年間はコロナ禍やサプライチェーンの混乱、インフレ、高金利などで市場の変動率が大きかったのに対し、今後については中長期的にレジリエントな成長が見込まれる市場と認識しています。

また、AOC社の特徴として、これまで大きく変動する需要環境下でもしっかりと収益を上げてきたトラックレコードを有していることが挙げられます。

ビジネスシステムが生み出す付加価値・競争優位性

フォーミュレーション事業で付加価値を生み出す強固なビジネスシステムが高い市場プレゼンスと財務プロファイルの源泉

高いレベルの再現性が担保された原則・実践・手順で構成される統合的アプローチによるビジネスシステム



- 商業的・エクセレンス**
 - 成果: 米州、欧州・中東・アフリカにおける組織強化。強固なビジネスプロセス、アルゴリズム、パフォーマンスマネジメントの確立
 - 施策: 欧州・中東・アフリカ、アジアにおける商業的・プロセスの継続強化
- 新製品開発**
 - 成果: 新製品のイノベーションにおける強力なリーダー。ビジネスシステムにおけるサイクルタイム効果の実証
 - 施策: さらに成長をもたらす豊富なイノベーション・パイプライン。サイクルタイム削減による新製品の商品化スピードを向上
- 調達**
 - 成果: 米州において世界水準のチーム、プレイブック、パフォーマンスシステムを構築
 - 施策: 米州での成功体験をさらに蓄積し、欧州やアジアで再現
- 無駄のないオペレーション**
 - 成果: 低コストな生産ネットワークを米州で構築
 - 施策: 製造ネットワークの最適化によるオペレーション効率の向上と複数地域にわたるコストポジションの維持・改善

AOC 社の付加価値の源泉の 1 つである「ビジネスシステム」について、簡単にご説明いたします。

基本的には、トヨタ自動車様の生産システムに端を発するもので、価値創造プロセスの一つひとつを原則、実践、手順に細かく分析・改善していく包括的なアプローチを指します。当社を含めた数多くの企業で採用されている中、AOC 社はかなり組織的に、かつ徹底的に適用しながら事業の改善につなげています。新製品開発、無駄のないオペレーション、調達、商業的・エクセレンスの各分野で、各チームが多層的に協力しながら最終的な価値創造につなげています。

AOC 社のビジネスシステムについては、現在相当高いコスト意識を持って事業を行っている当社グループでも、色々と学ぶ余地があると考えています。

長期的な需要トレンドに応える革新的で持続可能な製品

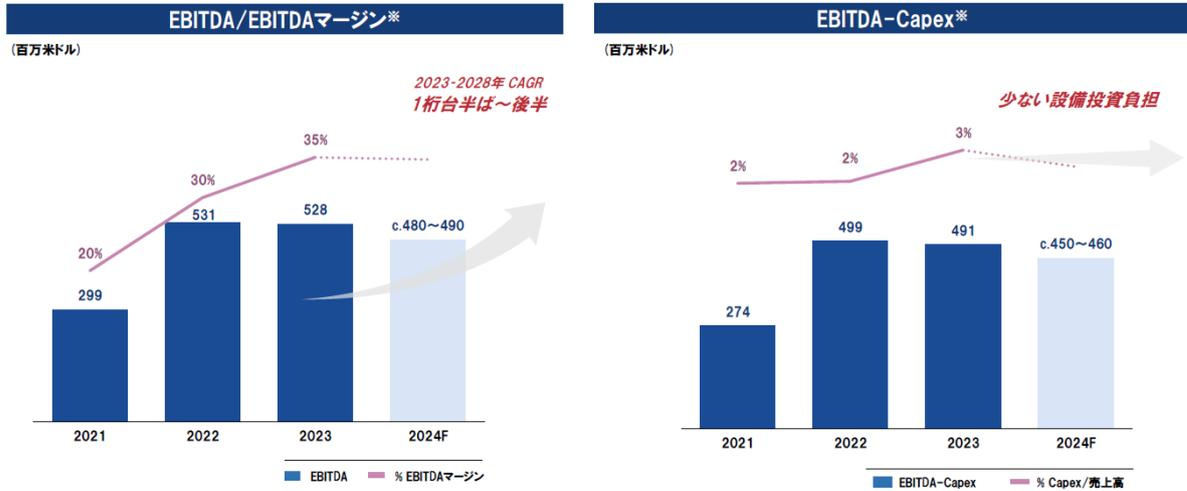
中核エンドマーケットにおける安定的成長をけん引するメガトレンド

	軽量化/EV	エネルギー転換	グローバルなインフラ成長	住宅不足&リサイクル材料
				
AOC社製品 & 用途例	<ul style="list-style-type: none"> 自動車構造部品・ボディ部品関連の配合 超低密度クラスAガラス繊維・炭素繊維ソリューション 	<ul style="list-style-type: none"> カーボンファイバー・スーパーキャップ関連の配合 タービナセル関連の配合 	<ul style="list-style-type: none"> リライニング用の新規配合 飲料水、ラテラル、排水溝などの水関連用途 	<ul style="list-style-type: none"> 多数の建設関連用途 リサイクル素材を使用した配合
代替 & 差別化	<ul style="list-style-type: none"> 鉄鋼製品などの伝統的な材料の代替 大幅な軽量化と排出ガスの削減 高い費用対効果、デザインの柔軟性向上 	<ul style="list-style-type: none"> スーパーキャップと長いタービンブレードによる発電効率の向上 エポキシ溶液の代替 	<ul style="list-style-type: none"> 特許で保護されたソリューションと主要なCI/PPプレーヤーとのパートナーシップ 都市部などでの交通渋滞の緩和 	<ul style="list-style-type: none"> リサイクル素材の使用比率の変更を可能とするオーダーメイドのソリューション さまざまなリサイクル素材 未使用の新原料を使用して同じ特性を生み出す配合

中長期的には景況感の回復だけではなく、さまざまなトレンドが市場成長を支えると見込んでいます。自動車の軽量化やエネルギー転換、インフラ成長、住宅不足などは、タイミングの問題こそあれ、大きなトレンドとして今後起こり得るものであり、そうした中で AOC 社の革新的な製品を通じてさまざまな付加価値を今後も提供でき、既存材料の代替を含めた成長をもたらすと考えています。

少ない設備投資負担による安定的かつ高いキャッシュ・フロー創出力

EBITDAの成長と少ない設備投資負担によってキャッシュ・フローを創出



NIPPON PAINT GROUP

出典：AOC会社資料・推計
※注記がない限りはIFRSベースの未監査の数値

12

これまで申し上げた通り、高い収益性を誇る AOC 社ですが、市場の需要は 2021 年に発生したコロナ後の反動増の後、2022~2023 年にサプライチェーン上の在庫調整や不況などを受けて市場は大きく落ち込みました。AOC 社はそうした中でも収益性を改善・維持しており、今後は中期的に 1 桁台半ばから後半の収益成長を見込んでいます。

価値創造の実現に向けて豊富な実績を有する優秀な経営陣

現地経営陣の自律性のもと、各地域で成長可能

○ 業界経歴年数 ○ AOC社在籍年数



Joe Salley
Chief Executive Officer

30+ 6



Bob Seidel
Chief Financial Officer

20+ 3



Lori Browne
Executive Vice President &
General Counsel

25 2



Stefan Osterwind
Managing Director, EMEA

35+ 4



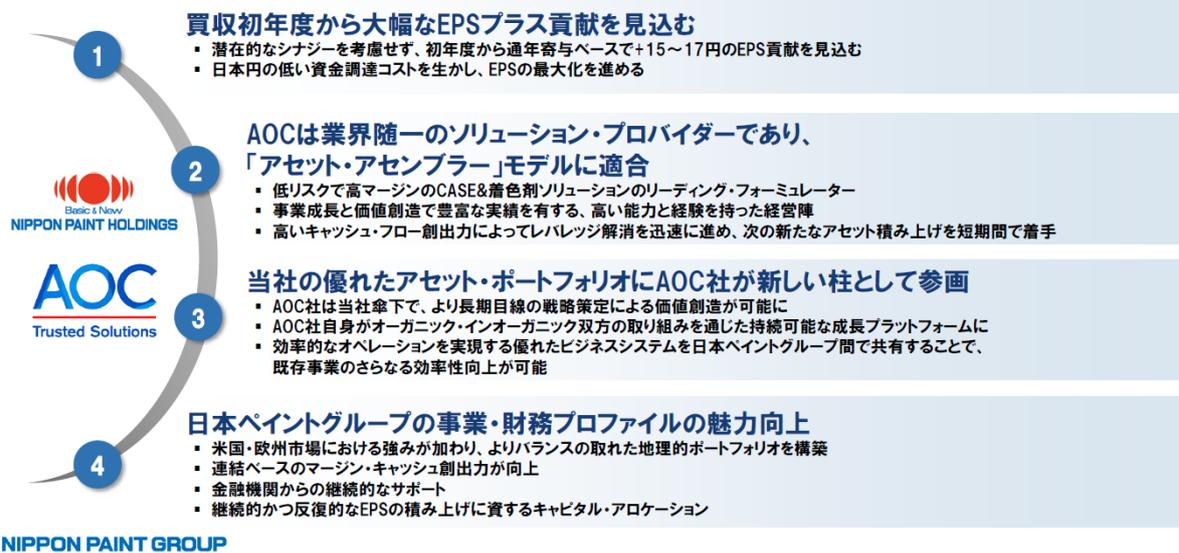
Eric Gao
Managing Director, Asia

20+ 12

AOC 社の経営陣とは、当ページに掲載している以外にも複数名のメンバーとミーティングをしてきましたが、全員が非常に高いモチベーションを保持しているだけでなく、チームとして一体となって価値創造を目指していることを、私もウィー・シューキムも確認しています。

そうしたチームを取りまとめている CEO の Joe Salley 氏の手腕に今後も期待したい考えです。

本件取引の戦略的意義



15

次に、本件取引の戦略的意義ですが、大枠は既に申し上げたため、ポイントを絞ってご説明いたします。

1. 当然のことながらさまざまなシナジーを追求していきますが、ポイントとしては、そうしたシナジーを考慮しなくても、安全で大幅にEPSの増大を図ることができます。
2. キャッシュ創出力が高いため、レバレッジ解消を迅速に進めていきます。次の柱となるような大型M&Aこそすぐには実施しないと思いますが、常に次のターゲットを検討していきます。ボルトオンM&Aについては、今後も継続していくつもりです。
3. DuluxGroupがそうであったように、優れた会社は当社のプラットフォームを生かしながらさらなる成長機会を求めますし、当社としてもそれを奨励します。そういう意味では、持株会社レベルもさることながら、AOC社レベルでの追加M&Aも、当然リスクとリターンが見合うことを条件に追求していきます。
4. そして、従前申し上げている通り、短期的な株主還元よりは成長投資を優先し、本件取引のようなEPSの積み上げに資するキャピタル・アロケーションを今後も継続していく計画です。ただし、重要なのは、M&A自体を目的化するのではなく、あくまで安全なEPSの積み上げ、EPSの最大化が目的です。

買収初年度から大幅なEPSプラス貢献

	 2024年予想	 2024年予想	 買収後 ^{※2} 2024年予想 (単純合算)
売上収益 (億円)	16,000	c.1,997	c.17,997
営業利益 (億円) ^{※1} 営業利益率	1,840 11.5%	c.686 c.34%	c.2,526 c.14%
EPS (円)	52.8	N/A	+15~17円のEPS貢献 (通年寄与ベース)
ネットD/Eレシオ	c.0.3x	N/A	c.0.7x
株主資本のれん倍率	c.0.6x	N/A	c.0.9x
Net Debt/EBITDA	c.2.0x	N/A	c.3.5x ^{※3} 年0.6~0.8xの レバレッジ解消を進める

注: AOC社の数値については為替レートUSD/JPY=145.0を使用。2024年予想はいずれも現時点の予想

※1 営業利益は有形固定資産の売却を含みます。また、特定の非継続的項目を除く

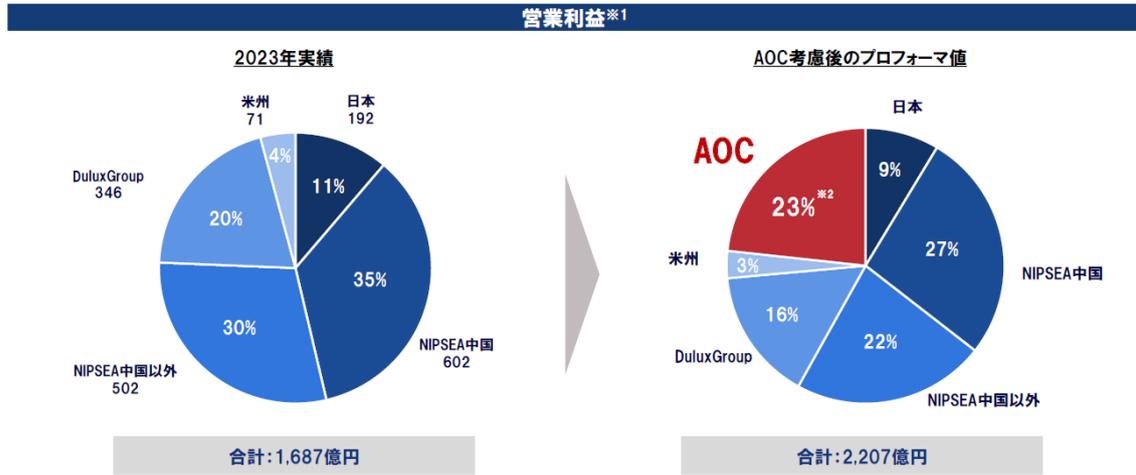
※2 2024年末に合算すると仮定した場合の予備的な合算数値

※3 Net Debt=当社黒字Net Debt+AOC社買収に伴う借入/EBITDA=当社黒字EBITDA (2024年予想)+AOC社黒字EBITDA (2024年予想)

当ページはプロフォーマ値での概要となり、2024年予想はあくまで現時点での予想値となります。

■ アセット・ポートフォリオ

■ AOC社の買収により、地理的ポートフォリオが多様化



当ページは、地域別の実績が出ている 2023 年の数値をベースに単純合算した営業利益の分布イメージとなります。

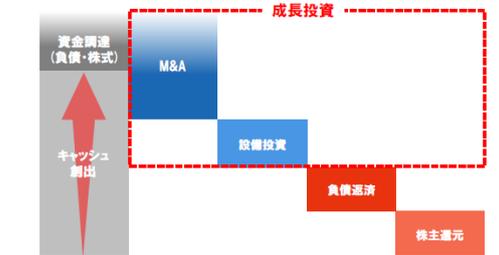
ご覧のように、AOC 社は NIPSEA 中国、NIPSEA 中国以外のアジア、DuluxGroup と並ぶ大きな柱の 1 つとなります。

資金調達/キャッシュ・アロケーション・ポリシー

買収費用は手元現預金と新規借入により充当。レバレッジ水準は2-3年以内に直近水準まで回復させる計画

規律あるキャッシュ・アロケーション・ポリシー

キャッシュ・アロケーション

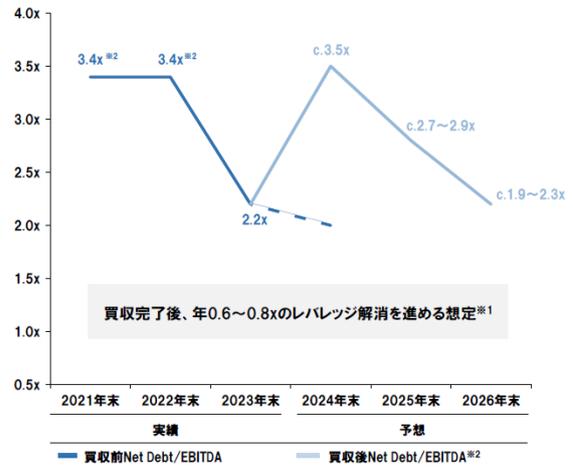


- 高いキャッシュ・フロー創出力を背景に、短期的な株主還元よりも成長投資を引き続き優先
- 「配当性向30%」は買収完了後に再検討：
将来的な追加M&Aを可能にするべく、少なくとも現在の配当水準（2024年予想：15.0円）を維持しながら、配当性向の維持よりもレバレッジ解消を優先する方向で検討

NIPPON PAINT GROUP

注：AOC社の数値は為替レートUSD/JPY=145.0を使用
※1 他の買収がない前提 ※2 一過性項目を除く

レバレッジ水準



当ページの左側は、キャピタル・アロケーション・ポリシーについてのご説明であり、右側はあくまで新たなボルトオン M&A などを想定しないベースではあるものの、年間で 0.6~0.8 倍程度のレバレッジ解消ができる想定となり、約 2 年で今のレバレッジ水準近くまで戻すことができる想定です。

なお、キャピタル・アロケーションについては、アセットの積み上げを通じてこれほどまでの EPS の増大を図ることができることに鑑みれば、これまでの「配当性向 30%」はクロージング後に再検討するべきと考えています。少なくとも現在の配当水準は維持するものの、キャッシュの社外流出を抑えながら、次の買収に備える方が中期的には「株主価値最大化（MSV）」に資すると考えています。この辺りはもう少しお時間をいただければと考えています。

まとめ

AOC社の買収は「アセット・アSEMBラー」戦略を体現

1. 買収初年度から大幅なEPSプラス貢献

- リスクの低い優れた企業
- 高マージン・高キャッシュ創出力
- 優秀な経営陣

2. オーガニック・インオーガニックにわたる「EPSの積み上げ」を継続志向

- AOC社単体で1桁台半ば～後半のオーガニック成長を見込む
- 迅速なレバレッジ解消によって新たな大型買収を可能に。相当数の類似アセットを検討中
- 「MSV」への共鳴により良質なアセットを今後も惹き付けられるという確信

日本ペイントの「株主価値最大化(MSV)」への追求は今後も続く...

最後に、本日のまとめとなります。

本件取引については、2022年より標榜してきた「アセット・アSEMBラー」戦略をまさに体現したとも言えます。日本円をベースとした低いファンディングコストを活用しながら、初年度からEPSの大幅な積み上げができて、かつ当該アセットによる自律的な成長が可能です。

また、従前申し上げている通り、新株発行の可能性を阻害するものではなく、資金調達の選択肢ではありますが、まずはレバレッジ解消を迅速に進めていくことにより、より低い負債コストを中心として次の買収を目指すべきと考えており、こうした買収を継続していくことは十分可能と見込んでいます。

また、本件取引の売り手、AOC社の経営陣とのやり取りを通じて、MSVというシンプルながらも強力なミッションは、将来の価値創造への道りを含めて多くの共鳴を得ることができました。当社が優れた会社の良い株主、長期志向の株主になることを通じて、MSVをさらに実現していきたいと考えています。

そういう意味では、本件取引は非常に大きな買収ではあるものの、オーガニック、インオーガニック双方の成長を追求していく当社の姿勢は全く変わらず、今後も皆様のご期待に応えられるように結果にこだわってまいりますので、よろしくお願ひします。

以上、ご静聴ありがとうございました。