

「アジア合弁事業 100%化並びにインドネシア事業の買収」

記者会見兼投資家説明会 Q&A 概要

(2020年8月21日 15:30~17:00)

◆ 質問者：日刊工業新聞社 錦織承平氏

Q1	冒頭に田中社長から、例えば公募増資を実施すると Wuthelam (ウットラム) グループの持分比率が下がるけれども、そのことはゴーさんも承知しているのご発言があったと思いますが、具体的に公募増資の計画があるのでしょうか？もし公募増資があるのであれば、その狙いや目的を教えてください。
A1	現在、公募増資の予定はございません。ただ先々に例えば M&A を実施する場合、公募増資、つまり資本を取り込むことが必要なケースも当然出てくる可能性があります。公募増資をすると、自動的にゴーさん(ウットラムグループ)の持ち分が減ることになります。「それはそれで良い」というのがゴーさんの考えです。つまり、この 58.7%という持ち分を取ることが目的ではないというところが、非常に大事なポイントです。

Q2	ウットラムグループの塗料事業は、今回の取引で全て日本ペイントホールディングスに売却したことになるのでしょうか？
A2	その通りです。ゴーさんのお父様であるゴー・チェンリャン (Goh Cheng Liang) さんの時代から経営されていた塗料事業を全て、当社に売却することになります。

Q3	今後、例えばウットラムグループが日本ペイントホールディングスの株式を他社に売却して塗料事業から撤退する可能性も、もしかしたらあるのでしょうか？
A3	私はゴーさんと随分色々な話をしているのですが、その可能性は限りなくゼロに近いと思っています。

Q4	それ (A3 回答) は、どのような理由からと理解すればよろしいですか？
A4	ゴーさんは本当に頭の良い人で色々な研究をされているのですが、この塗料事業の将来の成長性は他の産業より勝るとゴーさんから伺っています。リスク・リターンを考えてもこの (塗料) 産業は、投資の対象として最も良いと考えておられ、将来的な成長もこの会社には非常に大きな期待があると認識されておられます。そうした観点から、ゴーさんは、売る気は全くないという言葉は何回か私に言っておられます。

◆ 質問者：ゴールドマン・サックス証券株式会社 池田篤氏

Q1	2014年の貴社とウットラムグループの戦略的提携の時に、ウットラムグループの貴社に対する持分比率が39%になりましたが、その際、契約上これ以上増やせない取り決めになっていたかと思えます。まずその認識が違っていたら訂正していただきたいのですが、今回58.7%に増えることに至った背景や考え方が変わった理由を教えてくださいませんか？
A1	そのような契約があったことは事実でございますが、今回その契約は全て破棄しました。当社の特別委員会の社外取締役の見解も、主要株主との間で特別な契約を持つということはそもそもあまり望ましいことではないということもございまして、当社としては今回の買収・増資のこの機会に、その契約書を破棄することで合意しております。

Q2	そうしますと、持分比率に対しての上限がなくなったことで、例えば今後、極端な話ですが、ウットラムグループが貴社を完全子会社化する可能性もゼロではないということですか？
A2	法的には可能です。

Q3	インドネシアのバリュエーションに関してお伺いします。結論からすると、かなり安い価格で100%化することができたと思っておりますが、2014年の戦略的提携の際に連結化したアジア合弁事業、これは中国がメインでしたが、その時のバリュエーションは確かPERで30倍ぐらいだったかと理解しております。その時、確かインドネシアの連結化及び100%化はバリュエーションが折り合わず、連結ができなかったという背景があったかと思っておりますが、今回も30倍という非常に低いバリュエーションで100%化できた背景について教えてください。当時田中社長はいらっしゃらなかったわけですが、前回から何か変わったのでしょうか？何かリスクとして見ておかなければならないところがあれば、教えてください。
A3	<p>今回ゴーさんとお話する中で、プライシングの話は一つのテーマになるわけです。ただし、もちろんゴーさんのお立場は、先ほどご説明しましたように、売り手であると同時に買い手の株主であるという形になっていまして、非常に悩んでおられたと私は思います。</p> <p>もちろん売り手としては、ゴーさん個人というより、むしろゴーさんのご家族が持っておられる資産でございますから、当然高い値段で売りたいというのが自然ですし、一方で買い手の方の当社主要株主としては、これは安い方が良いというところで、さまざまな形のシナリオを作りながら協議をしてみました。</p> <p>やはりその時にも、もちろん色々な指標を使うわけですが、類似会社比較法や</p>

	<p>キャッシュフロー法、PER、それから色々なマルチプルを出してくるのですが、その時に最終的にゴーさんと当社との間では、この会社の将来を考えた場合に「EPSの2桁成長を重視しよう」というところで折り合ったわけです。</p> <p>これがやはり非常に大きくて、PERだけで見れば、特にインドネシアの事業は類似する会社は40倍、50倍という非常に大きな数字ですから、そこまで行きますとむしろEPSはマイナスになってしまうくらいになります。そこで当社としてはゴーさんと、前々から私どもは「株主価値最大化」をずっと標榜し、その時の一番重要な指標としてEPSを使っておりますので、最終的に色々ありますけれども、「EPS2桁」で折り合っていくことが、最も少数株主の利益にも資するというところで、この取引がまとまりやすくなったわけです。</p> <p>ただし、これを裏返しますと、ゴーさんのお立場からすると一種、大変な犠牲を伴うというか、譲歩していただいたことになりますので、私としては非常にその点については感謝しているところです。</p>
--	--

Q4	そうすると、EPSを2桁にすることを目的として、バリュエーションや貴社の買収価格が調整されたイメージになりますでしょうか？
A4	そうです。EPS2桁というところが一番のポイントでした。

Q5	分かりました。そうすると、ゴーさんとしては、塗料事業は全て貴社に任せて、日本ペイントホールディングスの株式価値最大化に最大限の重きを置かれているという理解でよろしいでしょうか？
A5	ゴーさんには、非常に譲歩された値段でもって事業を売却していただいて、私どもの株式を持っていただき、当社としてはこの会社を成長させてそれに報いることになります。ゴーさんは株主ですから、私共経営陣は、そういう重い責任を負ったと理解しています。

Q6	今回のウットラムグループの持ち分が上がることによって、日本ペイントホールディングスの経営体制に何らかの影響や変化は及ぼしませんか？今の体制は変わらないのか、一応確認させてください。
A6	全く変わりませんし、かつ上場も維持します。

◆ 質問者：日本経済新聞社 川上梓氏

Q1	2点あります。1点目は、先ほどお話のあった2013年にウットラムグループが貴社に対してTOBを提案され、そこから当時かなり交渉と、両社の間で色々な資本関係を模索されてきたかと思うのですが、当時TOBを提案された
----	---

	<p>時の貴社の置かれている環境と、そこから今の事業環境と照らし合わせて何が一番変わってきたと感じますでしょうか？日本の塗料メーカーが置かれているグローバルな競争環境や、当然今、色々な新興国などが戦場になっているわけですが、買収の手法や特に成長戦略の観点から当時と比較して置かれた環境は何か変わったのでしょうか？また2点目の質問は、今後グローバルで事業を展開するに当たって、日本ペイントホールディングスとして何が課題になってくるのでしょうか？</p>
A1	<p>2013年当時、私は当社におりませんでしたが、少なくとも先ほどご説明しましたように、当時どのような議論があったのかに関わらず、この会社はその後、時価総額、株価ともにものすごく上昇をしており、結果的に当時の経営者とゴーさんたちが決められたことは、ものすごく企業価値を高めたという事実が残っております。私はその時になされた判断というのは、当時は酒井健二社長でしたが、非常に立派なものだと思っています。</p> <p>当社はその後、グローバルな展開を急速に進めてきましたから、そういう意味ではグループ全体の体制が非常に変化したと考えています。今回、インドネシアだけで6,000人以上の従業員が当社の傘下に入ってこられるわけですから、合計で3万人以上の従業員になります。日本人はその中で3,000人ぐらいです。このような体制を持つ企業がグローバルに事業を発展し、成長させていこうとしています。こうした前提のもとに当社は成長戦略を作っていこうとしています。</p>

Q2	<p>成長戦略の今後の課題に関して、先ほど新たな買収なども計画されているというお話でしたが、2019年も豪州などでいくつか案件がありました。特に今後、進出を考えられている地域、アジア以外ではどの地域が焦点となってくるのか教えてください。</p>
A2	<p>これまでは「地域」を意識したやり方を取っていましたが、今後はできるだけ「事業」軸で物事を考えていく方が良いのではないかと考えています。そのように考えますと、やはり建築用塗料の分野が最も成長率が高いと思います。そういう意味で建築用塗料の分野で、世界のどこに買収の機会があるのか、成長の機会があるのかというところを拾っていきます。具体的には、当社がまだ弱い地域は欧米ですので、そういうところも含めて考えていくことになります。</p> <p>一方、自動車用塗料も当社の事業としては極めて大事で、現在は残念なことに若干、世界の自動車産業がコロナの影響で弱っていますが、それでも必ず回復してくるだろうと思っています。それから、特に自動車に関しては色々なリサーチを見ますと、今後、自動車の製造・販売で伸びるのは中国になります。我々は中国には非常に強いフットプリントを持っているので、今後はこの自動車に関しては中国をターゲットにして、世界の自動車市場でOEMビジネスを拡大してい</p>

	<p>きたいと思っています。</p> <p>そのための体制については、先ほど少し申しましたが、整備をしていきたいと考えています。地域でどこかというよりも、むしろ事業軸で物事を考えていく形になっていくと思います。</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>まず1点目には、買収のバリュエーションについて確認させてください。インプライドPERではアジア合弁事業が44倍、インドネシア事業が30倍でかなり割安とのことですが、バリュエーションではEV/EBITDAなどが用いられることも多いですので、そちらではどの程度のバリュエーションであるか教えてください。合弁事業は既に連結されているので説明が難しいのは承知していますが、試算ベースで何かありましたら、よろしくをお願いします。</p>
A1	<p>手元に色々な数字があるのですが、この場でEVを見たマルチプルについて細かい数字を申し上げるのもあまり適切ではないと思います。いずれにしても我々のマルチプルよりも今回の対象とした会社のマルチプルは低いところで我々は買収しているのは間違いのないのです。後ほどまた事務レベルで必要でしたらその辺の話をしていただければと思います。</p>

Q2	<p>承りました。2点目の質問としては、買収の意義をもう一度確認させてください。インドネシアでトップシェアの事業を買収されるというご説明は、素直に分かりやすい成長を期待できると思うのですが、一方で連結が既にされているアジア合弁事業を完全子会社化するのは、営業利益レベルではメリットはあまり見えてこなくて、純利益が増えてくることになります。キャッシュフローの流出が止まるとは言え、約200億円の純利益の取り込みに1兆円を支払うのは、単純計算しただけの投資効率の観点からはあまり合理的ではないという考えもできると思います。こちらは資料P31でご説明いただいたような合理的である理由があるのでしょうか？例えばシナジー効果でNIPSEAとのフロント部分でどのくらいの固定費が削れるなど、どう見ても数字を見たら合理的だと思えるようなご説明いただけますでしょうか？</p>
A2	<p>シナジーは、これから色々な形で作っていく可能性についてご説明したのですが、その前に、例えば資料P33などで財務上の分析だけを考えたとしても、これだけのプラスになっていることを私はご説明したつもりです。一番大事なものは、これは200数十億円の当期利益を取り込むことにより、EPSが10%以上上がっています。それは発行する株式総数が45.7%増えるところに対して、当期利益の伸びが6割であることから出てくるわけです。</p>

	<p>この EPS も、ご存知のように世界の企業が決算を発表する時に一番初めに説明する、そういう指標です。会社の企業価値を高めるにはここに焦点を当てた財務上の判断をするのが私は適切だと思っています。</p>
--	---

Q3	<p>以前、説明会で私がお伺いさせてもらったように、ROE や ROIC などの指標も一般的に使われていますが、それらは色々と何とでもできる部分もあるので、やはり貴社は EPS にコミットすることを今回改めて強調されているという理解でよろしいでしょうか？</p>
----	---

A3	<p>経済指標・財務指標には色々なものがあります。EBITDA もあるでしょうし、色々なマルチプルがあるので、やはり企業価値を高めていくことを考えた場合には、EPS を使うのが一般的ではないでしょうか。私は海外の会社にもいましたが、海外の会社でも決算発表をする時には、通常はアナリストの方々の平均値の予想よりもいくつ高かったです、低かったですという説明から決算発表がされるのが一般的ですが、それぐらい EPS は注目されている指標だと思いますし、企業価値を考える時にはやはりそこに焦点を置くのが一つのやり方だと思います。</p>
----	--

Q4	<p>承りました。最後に今後の戦略について確認させてください。今までは特定の事業・地域をあまり明確にはしてこなかったと思いますが、今後は強みであるアジア、建築用塗料を明確な成長戦略に設定するとの理解でよろしいでしょうか？より直接的に聞けば、中国以外の自動車用塗料や船舶用塗料などをアグレッシブに広げていくような考えはしないのでしょうか？そうした戦略上の優先順位の考え方について最後に確認させてください。</p>
----	---

A4	<p>M&A はある意味ではオポチュニスティックなところがありますから、具体的などのようなアクションにつなげるか、この順番でやりますとはあえて申しませんが、戦略的な重要性から考えますと、やはり世界の建築用塗料が一番に来ると思います。これはやはり他社を色々見ても、世界の会社を見ても、収益率からしてもリスクからしても、明らかに魅力的な財務上のプロフィールを持っていることがあります。世界の建築用塗料というセグメントは、一つの非常に大きなプライオリティとしては高いところにあると思います。</p> <p>それに加えて、当社は自動車用塗料もしっかりやっていますし、工業用塗料、船舶用塗料もやっていますが、こうしたところも機会があれば伸ばしていきたいと思っています。ただ、自動車用塗料は今のところ若干苦労していますが、私どもとしてはしっかり立て直してグローバルに展開していけるようにしたいと思っています。</p>
----	--

◆ 質問者：朝日新聞社 西尾邦明氏

Q1	<p>これまでの経緯を振り返った時に、2013年に買収提案があった際は防衛策を講じ、2014年はウットラムグループによる貴社株の取得上限の取り決めがありましたが、その時の状況と変わってきたのは、やはり2014年に提携してから、すごく価値を高めてくれているという信頼関係が醸成できたことが大きいのでしょうか？</p>
A1	<p>先ほども申しましたが、現時では私はおりませんでしたので、当時に関するコメントはし兼ねますが、現在どのような経営環境かという点、とにかく先ほどから何回も申していますが、ゴーさんは本当にすごい人で、大変な実業家であり、日本にはこんな人は本当にいないと思うくらい立派な方です。この方と一緒にやってこの会社の価値を高めていく、成長させていくということがきちんと合意されながら進んでいる、そういう会社になっています。</p> <p>ですから、以前どうだったかは少々コメントしづらいですが、現在の我々の事業環境、経営環境はまさにゴーさんと我々経営陣が同じ方向、同じ夢を見ている、そういう経営環境、経営体制であることは間違いないと思います。</p>

◆ 質問者：野村證券株式会社 岡寄茂樹氏

Q1	<p>先ほど来、今後のM&Aへの考えについて建築用塗料などを中心に、との説明がありましたが、今後も基本的にはシナジー効果を考慮しなくてもEPSが上がるスキームで考えているのかどうか、またその辺の考えが従来と変わっていないのか教えてください。</p>
A1	<p>基本的に我々は、買収案件は常にいくつも抱えて検討していますが、まずは、シナジー効果がなくともEPSが上がるかどうかをベースケースとして検討します。その検討の結果、見送った案件もいくつもあります。ただし、ケースによっては、既に我々が拠点を持っていて、その地域にある現地法人と統合すれば明確にシナジーが出る場合は、シナジー効果を考える可能性もあります。</p> <p>私はシナジーというのは、だいたいレベニュー（収益）の面と、それからエクスペンス（支出）の面があるわけですが、レベニューの協働によるシナジーが出てくるというのはあまり確たるものではないと思っています。一方で投資やエクスペンスを減らすことによって、シナジーを出すことはあり得ます。ですから、シナジー効果については常々、EPS増加のためにどれだけ現実的に貢献するかどうかをしっかりと見定めることが必要と考えています。</p>

Q2	<p>拡大戦略は非常にうまくいっていると認識している一方、2019年のインドや欧州など、うまくいっていない事業で減損などの議論があったと思うのですが、いわ</p>
----	---

	ゆる守りのリストラチャリングなどは、現状どのように考えていますか？またそういったことを実施する必要があるのか教えてください。
A2	<p>昨年 2 つ、大きな減損を計上しました。このような減損を計上した会社が今どうしているかといいますと、徹底的な再建計画をつくり、不死鳥のようにもう一回戻ってくる体制を作ることを両方とも進めています。実施に当たっては、これもまた本当にありがたいのですが、NIPSEA の方々の力を借りて、再建計画を作り、また彼らのネットワークを使って、色々なリソースを持っていくことを進めています。したがって、減損は計上したのですが、我々としてはその会社を売却したり、潰したりせずに、むしろ再建することを現在行っていて、着実に戻ってくるだろうと思います。</p> <p>そういう中で現在、どこかのタイミングで、ダイベストする案件があるかのご質問だとすれば、今のところはそういう案件は見当たらないと考えています。</p>

◆ 質問者：朝日新聞社 西村宏治氏

Q1	<p>経営の国際化について教えてください。今回のディールでアジア事業が全て貴社のものになりました。そうすると、販売規模・従業員規模ともに貴社にとってアジアが一番大きいセグメントになると思います。一方、現在貴社の本社は大阪で、経営陣、執行役を見ても日本人が大半ということですが、これが今後変わってくることはあるのでしょうか？あるいは、そこに対する問題意識、課題意識みたいなものがあるのか教えてください。</p>
A1	<p>大変に良いポイントだと思います。既に、ウィー・シューキムさんという NIPSEA (NIPSEA Management Company Pte., Ltd.) のトップを務めている方を私どもの副社長執行役員として迎え、経営に参加してもらっています。そして、彼はシンガポールにいながら必要なさまざまな案件について、私の指示の下に働いてもらっています。これは非常にうまくいってしまっていて、彼の実力・能力は非常に高く、彼のシンガポールのチームも非常に素晴らしい方、能力の高い方がおられますので、彼らに色々ところで助けてもらっています。</p> <p>こうした中で、今回 100%の会社の仲間になるわけですから、次第に体制全体の中で、今は日本にある会社ですが、外国人が増えてくる、もしくは外国人の方々が活躍する場が増えていく流れは自然に出てくるでしょうし、意図的に何か上から押しつけなくとも、そうした流れは間違いなく出てくるだろうと思います。</p>

Q2	<p>貴社の本社は東京ではなく大阪ですが、大阪に本社があることの良さ、強みみたいなものはあるのでしょうか？</p>
A2	<p>僕は関西人なので大阪が好きなのですが、東京の京橋に今年 4 月から東京本社</p>

	<p>を設立しており、現在、東京で記者会見させていただいております。東京本社にはだいたい100人弱の当社スタッフが来ており、さまざまな業務を進めています。実は会見場所は取締役会室でして、取締役会も既に大阪ではなくて全て東京で開催しています。やはり情報の集積地という意味では東京は非常に大事な場所であること、それから、今はコロナで色々環境が変わっていますが、大阪から海外へ飛行機で移動するには若干不便なところがあります。それよりも東京からの方が、羽田空港から非常に動きやすいので、東京にも本社を設立し、本部機能を持たせています。いずれにしても、現在は、東京で本部体制を整え、一種のワールドヘッドクォーター体制を作っていますので、これを充実させていながら、海外の方々とのつながりができる機能もしっかり充実させて色々なことを進めていきたいと考えています。</p>
--	--

◆ 質問者：みずほ証券株式会社 吉田篤氏

Q1	<p>アジア合弁事業の100%化について、貴社へのウットラムグループの出資比率が39.6%から58.7%に上がったことにより、マネジメントが大きく変わらないとの説明がありましたが、今回のアジア合弁事業100%化により中国の合弁会社の経営方針などが、今後変わってくるのでしょうか？</p>
A1	<p>まったく変わりません。中国の特に建築用塗料のヘッドにエリック・チャンさんという方がいますが、すごい人ですよ。この人に任せておけば全てのことがうまくいくくらいすごい人で、中国全体の建築用塗料の責任者ですが、環境変化への対応力やビジネスモデルを変えていく力は極めて傑出したものがあります。色々なコミュニケーションはしっかり行っていますが、このような優秀な方々にしっかり現場で運営していただきたいと思っています。</p>

Q2	<p>(回答 A1 のとおり) これまでの経営方針はそのまま継続するのであれば、今回の100%子会社化においては、当期利益の6割増とEPSの10%以上増の2点が非常に重要なポイントということによろしいですか？</p>
A2	<p>財務的にはその通りです。ただし、先ほど少し申しましたが、例えば中国には自動車用塗料の子会社として、日本ペイント・オートモーティブコーティングスの会社とNIPSEAのオートモーティブコーティングを運営している会社の2つがあります。NIPSEAの合弁事業は現在51%を当社、49%をウットラムが持っているため、競合関係が発生したり、協働がやりづらいという面がどうしても出てきます。</p> <p>従いまして、NIPSEA合弁事業を当社が100%保有しますと、日本ペイント・オートモーティブコーティングスの会社およびNIPSEAの会社がお互い当社の</p>

	<p>100%子会社同士となるわけですから、片方がもう片方のために働き、もう片方で収益があがるということも自然に進めやすくなると思っています。一体的な経営が進みやすくなることで、色々な意味でまさにシナジー効果が発揮できる環境が整うのではないかと私は思います。</p>
--	---

Q3	<p>インドネシアの事業について、これまでのウットラムグループ中心だったものが貴社にマネジメントが変わることによって、経営に変化はあるのでしょうか。また、中国のノウハウをインドネシアに注入していくとの説明もありましたので、もし何か具体的にお考えのことがあれば教えてください。</p>
A3	<p>そもそもインドネシアに中国のノウハウを注入するというか、インドネシアのPT-NIPSEAという会社は、今でもNIPSEAマレーシアチームのサポートを得て事業運営しておられるのですね。そういう中で、NIPSEAの中国展開は極めて成功していますので、そうしたノウハウを彼らが共有することは一層進むと考えています。</p> <p>今の説明はどちらかというと建築塗料の分野ですが、一方で工業用塗料、これは自動車とか二輪車の構成比が大きいのですが、むしろ日本の日本ペイント・サーフケミカルズや日本ペイント・インダストリアルコーティングなどとの連携を非常に強くすることができるのではないかと考えています。また自動車用塗料についても現在、インドネシアでは日本ペイント・オートモーティブコーティングスの出先がありますが、こうしたところとも今後連携が見込まれ、場合によっては統合してもいいのではないかと考えています。</p> <p>今回、インドネシア事業が100%我々の仲間になってくれましたので、繰り返しになりますけれど蜘蛛の巣型経営のシナジー効果がどこかに見つかるだろうと考えています。</p>

◆ 質問者：ジェフリーズ証券会社 東佳宏氏

Q1	<p>今まで連結されていなかったインドネシアやインドなどの子会社について、買収に伴い付随してくるデットや簿外債務があるかどうか、ご説明ください。</p>
A1	<p>デットはございません。簿外債務もございません。</p>

Q2	<p>インドネシア事業を安く買えることは大変結構なことですが、これほど安いマルチプルで買えたのは、先ほどのご説明ですとゴーさんの譲歩とのことですが、インセンティブは何だったのでしょうか？</p>
A2	<p>インセンティブは、これは私の理解ですが、日本ペイントホールディングスの株主としての立場が大きくなるわけですが、その当社グループ全体がこれから</p>

	<p>成長していく基盤が作れると。そうするとさらに当社株主として、ゴーさんとしては成長の果実が取れると判断していただいたと思います。何よりも私が一番思いますのは、ゴーさんは日本ペイントホールディングスや日本が好きの方なんです。したがって、最後の最後、色々な計算の中でEPS10%などを見た上でご判断いただいたと考えています。</p>
--	--

Q3	<p>1,000億円がデットファイナンス、1.2兆円程度が株式ファイナンスとのことですが、このバランスはどのように決めたのでしょうか？良いバランスではないかという気もしますが、どのような判断基準で決められたのでしょうか？</p>
A3	<p>これは交渉の結果です。どの程度にしようかとかいう交渉は当然あったわけですが、我々側の立場からすると当然、できあがりのデットとエクイティの割合であるとか、財務バランスの問題などを当然考慮しながら交渉していました。その結果ということですが。</p>

以 上