

Metro Supply Chain Group の株式取得に関する WEB 説明会 主な質疑応答（要旨）

4 月 21 日(火)の Metro Supply Chain Group（以下、「メトロ社」という）の株式取得に関する説明会は Web 会議形式にて実施しました。寄せられた質問と当社説明は下記の通りです。

質疑・回答 1

Q1. メトロ社の事業利益率はおおよそ 4%程度とのことだが、NX の米州リージョンの利益率が従来 5%程度であったため、それほど高くはないという印象である。これは単に FWD 事業の有無といった事業構造の違いによるものなのか。また、28 年度のメトロ社の事業計画においても事業利益率 5%以下であるが、この利益率は適正の範囲との認識で良いのか。

A1. メトロ社は FWD 事業を取り扱っておらず、3PL 事業を専業とする会社である。FWD とロジスティクスを利益率で比較すると、ロジスティクスの事業利益率が FWD を下回ることがある。一方、ロジスティクス事業は FWD 事業のようなボラティリティの高さによる影響を大きく受けないという強みがあり、安定した収益基盤を持つことによって、当社収益に貢献するものと考えている。

※事務局追記：説明会資料 P9 の Metro 社事業計画は Metro 社単体の事業計画。別途、End to End ソリューション拡大加速やクロスセルの推進による連結でのシナジー創出を想定している。

Q2. メトロ社の買収により M&A の予算枠を超過するのか、それとも予算枠の範囲であるのか、キャッシュアロケーションについて伺いたい。

A2. 現経営計画 5 年間の M&A のキャッシュアロケーションは、4,500 億円を設定している。現経営計画期間中に、カーゴパートナー社、シーモンヘーゲレ社、TCS ロジスティクスという 3 件の M&A を実行している。メトロ社の M&A を 4 件目とすると累計のキャッシュアウトは約 3,800 億円で、メトロ社の M&A はキャッシュアロケーションの枠内で実行している。

Q3. メトロ社の M&A がキャッシュアロケーションの範囲内ということであれば、株主還元等の方針についても、変更はないという認識で良いのか。

A3. その認識で結構である。

質疑・回答2

Q1. メトロ社買収の発表後、御社の株価は低下した。過去に、海外事業の強化として M&A を実施する中で、御社の EBITDA マルチプルは上昇していないように見受けられる。企業価値向上に向けた取組を着実に実行しているにもかかわらず、資本市場において評価が上がらない原因について、どのように分析しているのか伺いたい。

A1. M&A を実施していく中で、当社の主張通りに資本市場から評価されず、企業価値が上昇しないことについて非常に残念に思うが、当社と市場との認識の相違が生じている一つの要因は時間軸にあると考えている。当社は 2037 年の長期ビジョンを目指し、そのために必要なことをバックキャストで検討して、このようなグローバルな M&A を実施している。そのような中でマーケットの状況やボラティリティの影響や、2、3 年という短期の業績では減損を生じていることが、市場で評価されないことの要因となっていると考えている。一方、過去の M&A を踏まえて、初期の M&A においては失敗もあったと反省し、そこからの教訓を今に活かしている。中長期目線では、イタリアでの M&A によるライフスタイル産業軸の確立、あるいは米国での MD ロジスティクス社の買収によるヘルスケア産業軸の確立と、M&A が着実に当社の財産になり、将来キャッシュフローの源泉となりつつある。社内では M&A に対してそのように評価しているにも関わらず、私たちの市場関係者に対する説明が不十分な点もあり、それが市場との認識の乖離につながっていると思われる。したがって、個々の買収における取り組みや方針に対して教訓を活かし、今後の市場との対話についても更に改善をしていくことにより、M&A に対する社内と市場の評価を一致させていきたいと考えている。

Q2. のれんの減損が発生しており、M&A による利益シナジーが業績の推移から確認できない。無形資産の価値がある会社を買収しているのかもしれないが、買収による利益成果が出ていないため、御社が PMI に対するケイパビリティがあるのかを市場関係者として判断できない。PMI の実行能力について、御社内ではどのように評価、分析し、過去の M&A による失敗から何が変わり、今回の M&A は問題ないと判断しているのか伺いたい。

A2. 初期の買収においては失敗もあったと認識し、反省しているが、以降の M&A については PMI の能力も含めて、徐々に改善してきていると実感している。その実例がイタリアでの M&A や、ヘルスケア産業軸の取り組みであり、どのようにして改善されていったのか、解像度を上げた説明を次の決算説明会で行いたいと思っている。例えば、イタリアはフランコバーゴ社、トラコンフ社、トラモ社と 50～200 億円程度の中小規模の M&A を 3 件実施している。当初イタリアは、オーガニックな組織だけでは非常に小さい経営規模であったが、M&A によって現在は当社グループ内でほぼトップレベルの規模に成長している。イタリアの売上は年間 1,000 億円超の規模、FWD のボラティリティ環境のため増減はあるものの、好調の際には事業利益ベースで、50 億円を超える水準にまで成長している。今後はイタリアのような M&A の事例も含めて、より解像度を上げた説明をしたいと考えている。

Q3. 今度の説明会で過去の成果が示されることはポジティブで、投資家が理解できる説明を期待する。一方、御社が買収したような海外企業で、グローバルに FWD 事業を行っている会社の EBITDA マルチプルは 10 倍を超えている。一方、御社は 5~6 倍程度と海外企業の半分にも満たない状況となっている。そのため、このような海外企業の買収を続けることで、逆に海外企業にとって御社を買収することが魅力的に映るといふ副作用が発生するのではないか。グローバルでの企業再編が進む中で、外部からの買収圧力に対するリスクについてどのように考えているのか。

A3. 当社の EBITDA マルチプルは、5~6 倍程度で、事業規模に対する企業価値が現状低いため、買収リスクは絶えず考慮している。そのリスクに対する対策として、24 年 2 月に企業価値向上に向けた取り組みを今期経営計画のスタート時点で公表した。さらに 25 年 2 月に企業価値向上に向けた取り組みのアップデートとして、低収益不動産の売却と M&A への投資、自己株式の取得について、従来なかった規模での取り組みを開始している。これは危機感の表れであり、企業価値の向上に向けた取り組みをパッケージ化したものである。現在、この計画に則り、スピードを上げながら、公約したことの実現に向けて取り組んでいる。今回の M&A についても今期経営計画 5 年間で 4,500 億円という枠内での実行であり、公表している企業価値向上に向けた取り組みを確実に進め、企業価値の向上に取り組んでいく。

Q4. 企業価値向上に向けた取組については十分理解できる一方で、結果的にマルチプルが上がらない。取り組みを実施しても、マルチプルが上がらないのであれば、取り組みが不十分であるものと思われる。取り組みに対して前進していることは理解しているが、今の資本市場の評価を見て、現在の取り組みに対するブラッシュアップの必要性を改めて考えていただきたい。

A4. 承知した。引き続き検討する。

質疑・回答 3

Q1. メトロ社の株式取得の経緯について伺いたい。ビッド（入札）によるものなのか、あるいはこれまでにメトロ社との関係があつて、株式取得に至ったのか等を伺いたい。

A1. メトロ社については、従前から関係があつたわけではなく、M&A の方針に従い、北米にて調査をしている中で発掘した会社である。

経緯について、具体的な交渉の経緯等は先方との関係により開示は差し控えることを了解いただきたい。メトロ社の株式取得の動きは約一年前から始まっており、「相対」の形で交渉を進め、交渉を重ねた結果、最終的に今回の株式取得に至った。

北米をターゲットに M&A の対象会社を調査していた経緯として、北米は、マーケットに比べて当社のビジネス規模が小さいエリア。非常に大きなマーケットであるにも関わらず、日系顧客を中心にビジネスを展開してきた当社は、北米、特にカナダにおいて大きな成長ができていなかった。また、アジアから北米へのトレードレーンを開発しようとして

も、北米、特にカナダでの事業規模が小さく、北米における存在感をより高めていく必要があると感じていた。このような状況において、M&Aの対象となり得る会社を調査し、複数の候補が挙がる中、当社とのシナジーや買収価格、減損リスクなどを踏まえて、最終的にメトロ社を M&A の対象に選定することとなった。

Q2. 買収価格の高騰傾向の中、マルチプルは従来の水準より高いという話も伺った。また、被買収会社の事業内容を熟知している状況でもないように思われるが、買収後のシナジーが比較的短期間で顕在化すると想定されているか。

A2. シナジーという点で明確なものは金融収支に関するものである。メトロ社には借入金があるが、これを親子ローン、社内金融に切り替えることにより、(移転価格税制上問題のない範囲で) 金利を下げることで、金融利息コストが減少することができる。その他に、クロスセルによるシナジーが大きいと考えている。一方、ロジスティクス事業は FWD 事業と異なり、スイッチングコストが高く、他業者への切り替えに時間を要するという特徴があるため、この面では買収の 1 年目からクロスセルによる成果を出すことは難しいと捉えている。顧客にアプローチをして契約を取り付け、実際に倉庫を手配して顧客が入庫し、オペレーションが軌道に乗って利益が発生し始めるためには数ヶ月から一年ぐらいの期間を要する。既に様々なお客様からお問い合わせをいただいているので、顧客獲得の見込みがあり、潜在的に大きなシナジーがあるものと考えているが、このシナジー発生には一定の時間を要するものと考えている。

質疑・回答 4

Q1. 3 月に開催された社長スピーカーのスモールミーティングでは、過去の M&A を振り返り、全世界で PMI を行う体制に変えたことで格段に進歩しているという話を伺った。今回のメトロ社の買収においても、PMI は今までのレベルとは異なるものと考えて良いのか。

A1. M&A の PMI 体制について、過去に比べて社内の体制や知見・ノウハウ、あるいはマインドセットも大きく変化しており、以前とは比べものにならないほどレベルは向上していると自信を持っている。なお、カーゴパートナー社の PMI では、ネットワークビジネス企業に対する PMI であり、カーゴパートナー社の 40 カ国以上のネットワークと当社約 50 カ国のネットワークを全世界で統合する PMI となった。一方、メトロ社はロジスティクス企業で、50 年以上の歴史と、高いノウハウを持っている会社である。事業展開している国はカナダが約 8 割、アメリカとイギリスがそれぞれ 1 割ずつで、3 カ国での PMI が中心となるが、難易度はカーゴパートナーの PMI よりも下がるものと考えている。PMI に対する知見は、M&A を重ねるごとにレベルが向上しており、より自信を持って今回の PMI に臨めると考えている。

Q2. カーゴパートナー社の M&A においては市況の読み違いもあったとも伺っている。メトロ社は FWD 主体ではないため、市況による影響は小さいかもしれないが、事業環境をどのように分析されているのか伺いたい。

A2. カーゴパートナー社を買収した後に FWD のビジネス環境が非常に悪化して、ボラティリティの底辺の方に向かう中、欧州全体がその影響を大きく受けて、昨年度に欧州ののれんの減損を計上した。そのことについて市況を読み違えたと言明した。今回の M&A において市況を正確に把握できているかは時間が経過しないと証明はできないが、私の見解としては、現在、北米は少し軟調、厳しい状況にあると考えている。先日、米国に赴き、現地の投資家や当社の現地法人幹部社員とのコミュニケーションの中で、米国関税政策などにより物価が高騰しており、消費者マインドが低下して物流のボリュームが減少しているといった状況であると認識している。また、メトロ社の業績も 2025 年の後半には低下傾向を生じているものと捉えている。一方、市況の悪化は長期的市況の中ではあり得ることであり、今回の買収交渉においても、メトロ社の示す事業計画や市況の見通しに対して、北米市場が軟調であろうという当社の見解を伝え、粘り強い交渉の結果、比較的当社の主張を通してもらう形となった。その結果として、約 460 億円という高額なアーンアウトとなったが、当社の市況は厳しい見方とメトロ社が可能と主張する事業計画との差が、この大きさに表れているものと考えている。現在の市況を厳しく捉えて、メトロ社の買収計画を進めていった。

Q3. 本年度には社外取締役として M&A にも精通した方を招聘するという話もあったと思うが、社外取締役とはメトロ社の M&A に対してどのような議論をされたのか。

A3. 社外取締役からは減損リスクやリスクの感応度など様々な観点で問題の有無を確認された。複数回にわたり、各時点での交渉状況も踏まえて説明し、賛否両論からの様々な意見をいただいた。その結果、最終の交渉結果による買収条件については概ね会社の方針に沿った条件となったという評価をいただいたと認識している。

質疑・回答 5

Q1. 今回の M&A によって北米における倉庫拠点等を含めたアセットが増えると思われるが、北米における事業の拡大をしていく上で、必要な要素は揃ったと考えているのか、それとも未だ不足する部分があり、今後も引き続き M&A を含めた投資をしていくのか。

A1. 北米におけるアセットや機能は 8、9 割程度が揃ったと捉えている。過去においては MD 社という医薬品関連の倉庫 DC に強みを持つ会社を、小規模ながら買収を行った。この会社は医薬品物流に関連するニッチな事業に強みを持っており、今後、当社の重点産業軸の成長に大きく貢献する見込みがある。また、今回の M&A により、当社の事業戦略全体の中で必要とする重要な機能として、従前より米州で事業を行う NX アメリカを中心としたフォワーディング等の機能に、メトロ社のロジスティクス機能が加わり、米州におけ

る FWD とロジスティクスの両輪の大枠が揃ったと考えている。

以 上