

2019年10月9日

株式会社 資生堂

Drunk Elephant Holdings, LLC 買収について アナリスト・機関投資家向け電話会議
主な質疑応答(要旨)

当社出席者: 代表取締役 社長 兼 CEO 魚谷 雅彦
執行役員 最高財務責任者 マイケル クームス

Q) 買収金額が高めに見えるが、ROIC が資本コストを上回っていくタイミングはいつか。Drunk Elephant を資生堂のプラットフォームに乗せることで、今後の売上成長率をどう見ているのか。

A) 買収に先立って、様々なバリュエーション手法で検証した。他の事例との比較や、当社独自の DCF 計算も行った。最終的に合意した価格について満足しており、IRR については 10%台半ばとなっている。ROIC は当社が設定している加重平均資本コストを常に上回ることを目標としており、今回もそのケースに当てはまる。今後も高い売上成長を継続することは可能だとみており、特に米州市場での成長可能性はまだまだある。今後の欧州などグローバルでの本格的展開も見据えると、投資対効果は十分にあると考えている。購買やサプライチェーンなどのシナジー効果については、あまり高く見すぎないようにしており、今後プラスアルファで考えていく。また、米国現地のマネジメントも目標についてコミットしている。Drunk Elephant はすでに 2 桁の margins を達成しており、当社との取り組みを通じて、さらに収益性を高めることができると考えている。

Q) 動物実験の兼ね合いもあり、Drunk Elephant の中国への展開は難しいのではないかと。今後の戦略をどのように考えているのか。

A) 資生堂は基本ポリシーとして 2013 年に動物実験を廃止している。Drunk Elephant は、中国に向けた越境 E コマースの展開を始めており、現地タレントも雇い、ローカルマーケティングを行っている。中国ではオンラインチャネルを主軸としながらも、将来的に店舗への展開を通じてブランドプレゼンス拡大も考えていく。ただし、現段階では消費者調査を行うなど、中国での基盤を作るフェーズである。薬事については、動向を注視していく。また、トラベルリテールについても、将来的な事業展開拡大を視野に進めていく。

Q) 買収金額のほかに、将来的に成功報酬などを支払うことはあるのか。PL にどの程度影響するのか。

A) リテンションプログラムはあるが、今回一番重要なことは、Drunk Elephant の持つ独自の価値を活かすことである。Drunk Elephant には 100 名ほどの従業員がいるが、非常にコミットメントが高く、クリエイティブな組織である。こうした環境をいかに守れるかについては、私自身現地へ赴き、議論してきた。ガバナンス、ファイナンスや IT などは統合していくが、商品開発、マーケティング、人材などはそのまま維持し、各人の持つ能力を今まで以上に発揮してもらいたい。

Q) 今回の買収によって、PLにどのような影響が出るのか。

A) (買収前)米州は制度会計での開示上は赤字だが、コマーシャルベースでの営業利益率は1桁%の黒字であり、来年は2桁の利益率を目指している。米州の収益基盤は改善してきている。Drunk ElephantのEBITDAマージンは20~30%で、のれん等の償却費負担は精査中だが、EBITDAベースで見るとPLへの影響はポジティブである。また、2020年はDrunk Elephantののれん等償却がある一方、ヘアミネラルの償却が終わるので、一部相殺される部分もある。

Q) Drunk Elephantが資生堂を選んだ理由は何か。単独で進めることに限界を感じていたのか。

A) 1つは、金額がある程度満足いくものだったということだろう。当社のそもそものバリュエーションと大きく相違ないレベルで決着しており、最終価格に至る過程で価格が吊り上がったわけではない。2つ目は、創業者としては自身が大事に育ててきたブランドであり、資本的にどこかの傘下に入ることに不安はあったと思うが、資生堂のカルチャー、現地に権限を委譲したマネジメント、歴史、買収したブランドにおける実績などが評価されたのではないかと。3つ目は、“Clean”ブランドはサステナビリティとの関連性が高く、社会的価値観がモチベーションの源になっている。資生堂は文化的な活動を支援してきた会社であること、日本企業に三方良しという考えがある等を説明した。Tiffanyさん自身も、お客さま視点、ヘリテージなど資生堂の価値観に共鳴したとコメントしてくれている。また、米国のスタートアップ企業によるアジア地域への展開を考えると、Drunk Elephantが独自で行うには時間がかかるということはあるだろう。

Q) “Clean”市場の定義があいまいだが、今後、日本で“Clean”市場はどのようになるとみているのか。

A) 広い視点で見ると、若い世代ではライフスタイルにおいて様々な価値観変化が起きている。こういった大きな流れを受けて、化粧品業界ではDrunk Elephantをはじめとした“Clean”市場が成長している。Drunk Elephantは肌に不必要あるいは悪影響をもたらす可能性がある原料を排除しつつ、効果が高く、肌に合う高品質の原料を使用している。日本では“Clean”市場としての文脈で語られることは少ない。日本での消費者の関心も相対的に低いが、今後世界のトレンドになっていくとみている。

Q) 米州市場でDrunk Elephantの成長余地があるとする根拠は。店舗やSKUの拡大余地は。

A) 消費者の使用率という点ではまだまだ低く、店頭もEコマースも拡大できると考えている。また、Drunk Elephantはスキンケアブランドであり、リピート率が非常に高い。今後さらに新規のお客さまが増えれば、もっと成長できるとみている。このブランド価値をしっかりと活かし、同時に資生堂と協力し合い、新しいものを生み出すことを期待している。マーケティングや営業面での取り組みでも、互いにメリットがあると考えている。店舗数はむやみに拡大すればよいわけではないが、決して多くはない状況であると思っている。また、SKU数が30程度と少ないのは、リピート率や収益性の面でもこのブランドの魅力であるが、さらなる展開も描いている。

<魚谷社長のコメント>

2010年のベアミネラル買収時との違いは大きく3つある。

1つ目は、当時とは当社の組織がまったく異なる。地域本社制になり、マネジメントを含めグローバル企業で経験を積んだ有能な人材が集まっている。今回の買収案件も、米州で常に市場を見て情報を集めていたため、Drunk Elephant に対して、かなり前から興味を持って検討していた。また、買収にあたっては、金額だけではなく、先方にとってもパートナー選択は重要であり、今回しっかり信頼関係を築くことができた。

2つ目は、プロセスである。今回の意思決定にあたっては、ガバナンスとして日本にある本社組織（HQ）で、R&D、経営戦略、ブランドなどについて社内で多くの議論をし、現地に質問を投げかけるなどした。現場のオペレーションは米州のチームが行い、HQ がチェック&バランスを機能させて、取締役会で議論し、承認を得るというプロセスだった。今後は、PMI が重要であり、現地の経験があるプロフェッショナルなチームが進めていく。ベアミネラルの時はHQ が意思決定とPMIを行ったが、日本から行うには限界があった。

3つ目としては、ベアミネラルとは買収のタイミングが異なる。Drunk Elephant は上市して数年のこれからの成長が期待できるブランドだが、ベアミネラルは買収当時、既に大きな規模になっていた。

以上