

# JT(日本たばこ産業)における 企業価値創造

M&A戦略を中心にした事前情報共有

2018年11月10日  
一橋大学CFO教育研究センター事務局



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

- 1 本セッションの狙い
- 2 たばこ業界をとりまく経営環境
- 3 JTの現状
  - i. 1980年代半ばのJT
  - ii. JTのM&Aのシナリオ
  - iii. JTの国内事業構造改革
  - iv. JTのM&Aターゲットの選択肢
- 4 分析上の論点

## 本セッションの狙い

## 本セッションの狙い

M&Aを持続的な企業価値創造に結びつけることができている企業は多くない。M&Aを通じて、成熟しつつ国内市場中心の事業構造から国内外でバランスの取れた事業構造を実現し、安定的にキャッシュ・フローを創造することができる日本たばこ産業を事例に、その手法や基本思考を学ぶ。

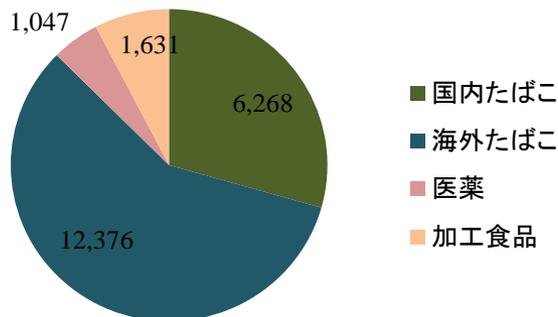
1. JTが株式を上場させた1990年代半ばの同社のファンダメンタルを基礎とした場合、どのような成長戦略の選択肢がありうるか。その実現にあたっての課題は何か。
2. JTはいつ、なぜM&Aを積極的に取り組むようになったのか。そうした狙いのためM&Aターゲットをどのような基準で絞り込んでいるか。
3. JTは、M&Aへの取り組みを加速するのに先立って、大きなプレゼンスを占めていた国内の事業構造改革を実践した。なぜそれが可能であったのか。
4. JTは、M&Aを成功させるために何を革新させたのか。JTのM&Aをテコとした成長戦略から皆さまは何を学ぶことができるか。

事例分析(予習、参考資料)+グループ・ディスカッション+ゲスト・スピーカーによる講演とQ&AでM&Aを戦略的に企業価値創造に結びつける手法や基本思考を学ぶ。

# JT 会社概要

| 項目      | 概要  |
|---------|---|
| 名称      | 日本たばこ産業株式会社   |
| 本社所在地   | 〒105-8422 東京都港区虎ノ門2-2-1                               |
| 設立      | 1985年4月1日   |
| 資本金     | 1,000億円   |
| 代表取締役社長 | 寺島 正道   |
| 従業員数    | 連結 57,963人（2017年12月31日現在）<br>単体 7,336人（2017年12月31日現在） |

## 売上収益: 2兆1,397億円



90以上のたばこを、120をこえる国・地域  
で販売。従業員の国籍は100以上。

### JTグループミッション

私たちJTグループの使命。

それは、自然・社会・人間の多様性に価値を認め  
お客様に信頼される「JTならではのブランド」を  
生み出し、育て、高め続けていくこと。

### JTグループWAY

そのために、私たち一人ひとりが、

- お客様を第一に考え、誠実に行動します。
- あらゆる品質にこだわり、進化し続けます。
- JTグループの多様な力を結集します。

JTグループが存在するこの世の中は、

多様な自然・社会・人間から成り立っており、そうした世の中の多様性を認めてこそ、  
お客様にとって価値ある「ブランド」を生み出すことができると、私たちは考えます。

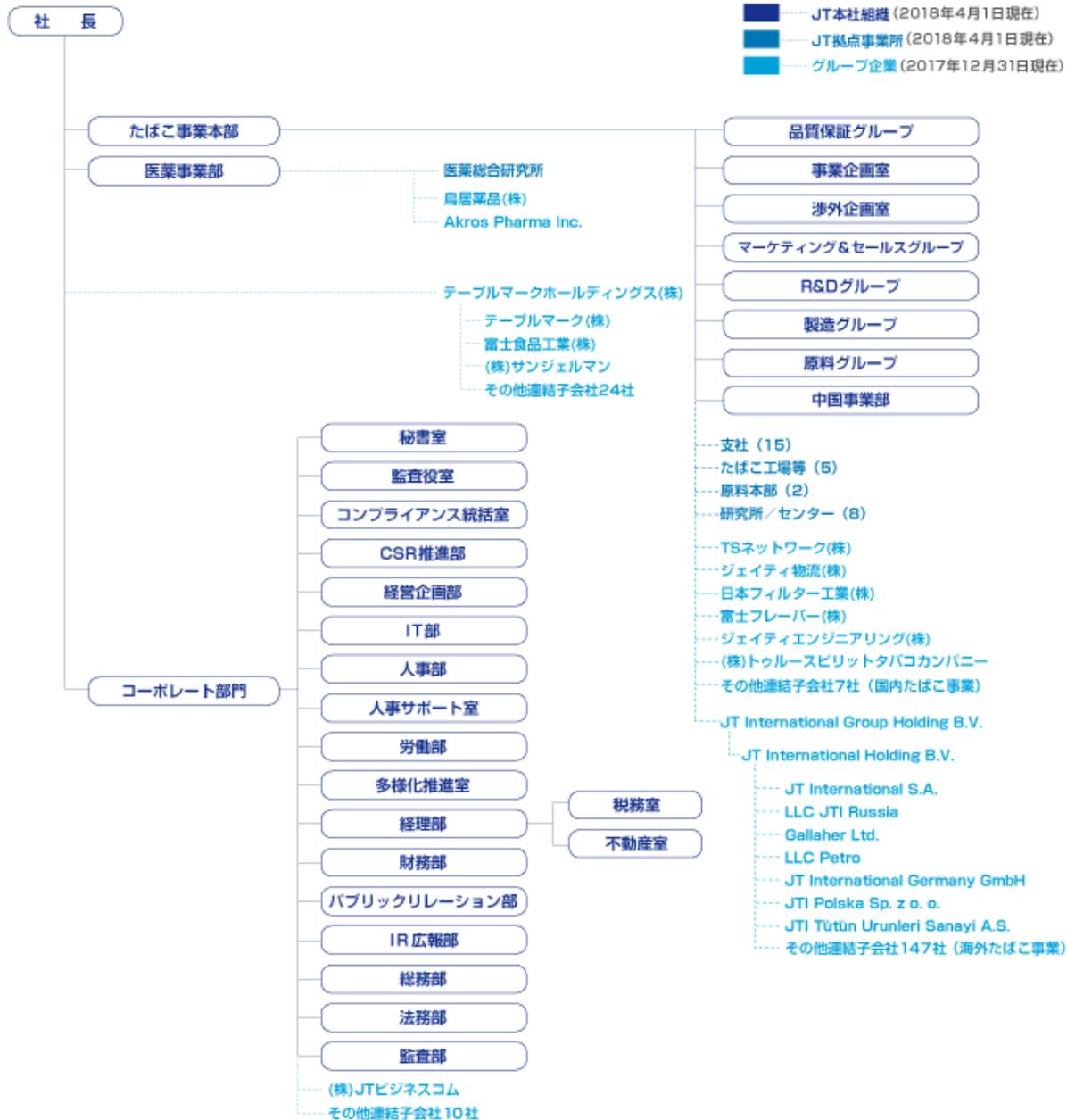
「ブランド」とは、お客様に信頼される商品・サービス・行動のすべてであり、  
私たちとお客様とを結ぶ深い絆を形成するものだと考えています。

私たちは、この「ブランド」を最大の経営資源と位置づけ、

お客様に信頼される「JTならではのブランド」を、これからも生み出し、育て、高め続けていきます。

そのために私たちJTグループで働く一人ひとりが、「JTグループWAY」を行動指針として、実践していきます。

# JTの組織図



# JTの歴史

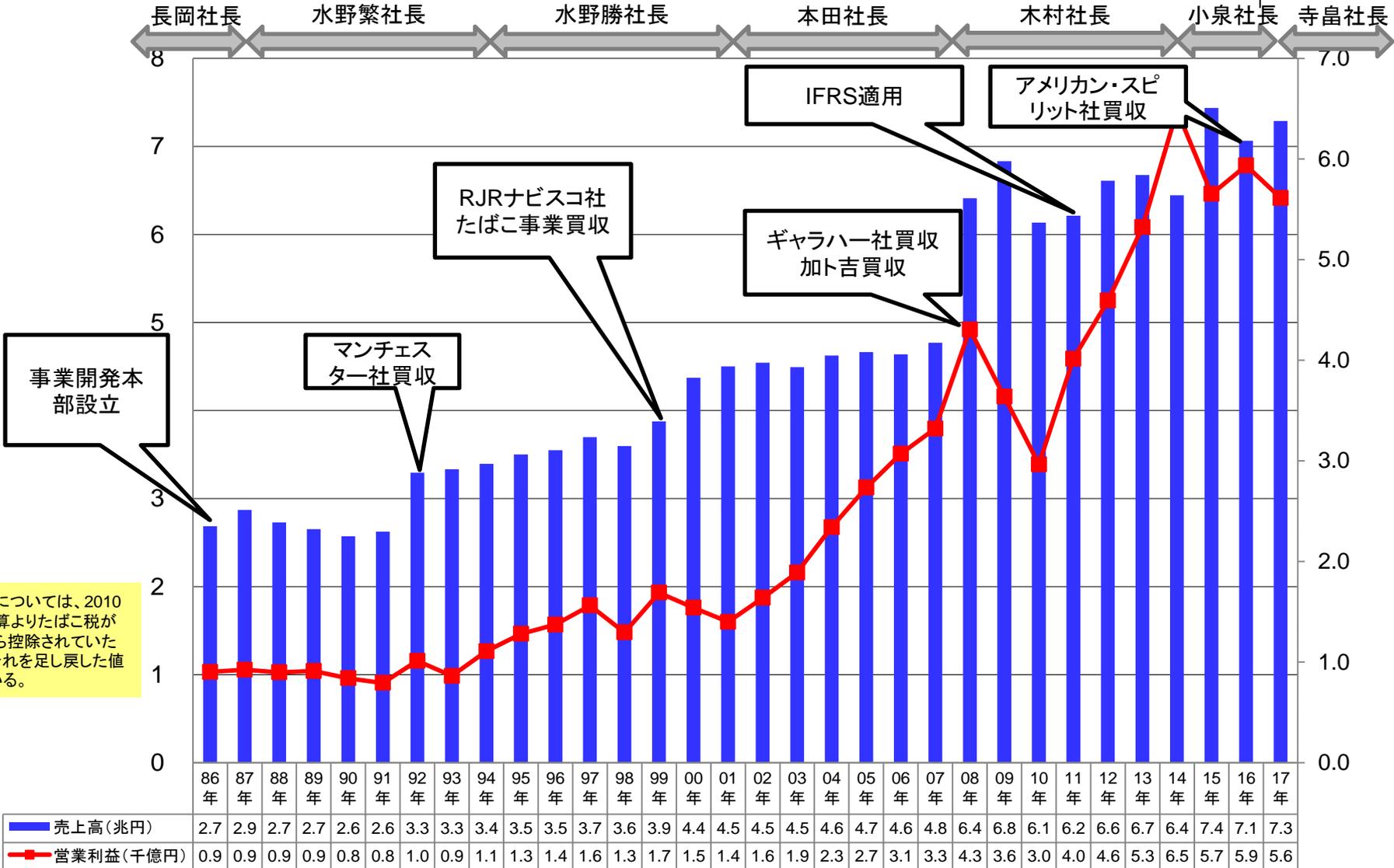
| 年月       | 変遷の内容  |
|----------|--|
| 1985年4月  | 日本たばこ産業株式会社設立  |
| 1985年4月  | 新規事業の積極的展開を図るため事業開発本部を設置。その後、1990年7月までの間に各事業の推進体制強化のため、同本部を改組し、医薬、食品等の事業部を設置                                       |
| 1986年3月  | たばこ製造の近代化、効率化のため福岡・鳥栖両工場を廃止し、北九州工場を設置。その後、1996年6月までの間にたばこ製造体制の合理化のため9たばこ工場を廃止                                      |
| 1988年10月 | コミュニケーション・ネーム「JT」を導入   |
| 1991年7月  | 新本社ビル建設のため、本社を東京都港区から東京都品川区に移転   |
| 1993年9月  | 医薬事業研究開発体制の充実・強化を図るため、医薬総合研究所を設置   |
| 1994年10月 | 政府保有株式の第一次売出し(394,276株)  |
| 1994年10月 | 東京、大阪、名古屋の各証券取引所市場第一部に株式を上場  |
| 1994年11月 | 京都、広島、福岡、新潟、札幌の各証券取引所に株式を上場  |
| 1995年5月  | 本社を東京都品川区から東京都港区に移転  |
| 1996年6月  | 政府保有株式の第二次売出し(272,390株)  |
| 1997年4月  | 塩専売制度廃止に伴い、当社の塩専売事業が終了   |
| 1997年4月  | たばこ共済年金を厚生年金に統合  |
| 1998年4月  | ㈱ユニマッココーポレーションと清涼飲料事業での業務提携に関する契約を締結。その後、同社の発行済株式の過半数を取得   |
| 1998年12月 | 鳥居薬品㈱の発行済株式の過半数を、公開買付により取得   |
| 1999年5月  | 米国のRJRナビスコ社から米国外のたばこ事業を取得  |
| 1999年7月  | 旭フーズ㈱など子会社8社を含む旭化成工業㈱の食品事業を取得  |
| 1999年10月 | 鳥居薬品㈱との業務提携により、医療用医薬品事業における研究開発機能を当社に集中し、プロモーション機能を鳥居薬品㈱に統合  |
| 2003年3月  | 国内たばこ事業の将来に亘る利益成長基盤を確立するため、仙台・名古屋・橋本工場を閉鎖  |
| 2004年3月  | 国内たばこ事業の将来に亘る利益成長基盤を確立するため、広島・府中・松山・那覇工場を閉鎖  |
| 2004年6月  | 政府保有株式の第三次売出し(289,334株)  |
| 2005年3月  | 国内たばこ事業の将来に亘る利益成長基盤を確立するため、上田・函館・高崎・高松・徳島・臼杵・鹿児島・都城工場を閉鎖   |
| 2006年4月  | マルポロ製品の日本国内における製造及び販売、商標を独占的に使用するライセンス契約の終了  |
| 2007年4月  | 英国法上の買収手続きであるスキーム・オブ・アレンジメントに基づき、英国の Gallaher Group Plc の発行済株式を取得  |
| 2008年1月  | ㈱加ト吉株式を公開買付により取得   |
| 2009年3月  | 国内たばこ事業における競争力ある事業構造を構築するため、金沢工場を閉鎖  |
| 2010年3月  | 国内たばこ事業における競争力ある事業構造を構築するため、盛岡・米子工場を閉鎖   |
| 2011年3月  | 国内たばこ事業における競争力ある事業構造を構築するため、小田原工場を閉鎖   |
| 2012年3月  | 国内たばこ事業における競争力ある事業構造を構築するため、防府工場を閉鎖  |
| 2013年2月  | 日本国内でMILD SEVENのブランドをMEVIUSへ刷新   |
| 2013年3月  | 政府保有株式の第四次売出し(253,261,800株)  |
| 2015年3月  | 国内たばこ事業の更なる競争力強化のため、郡山・浜松・岡山印刷工場を閉鎖  |
| 2015年7月  | ㈱ジャパンビバレッジホールディングス及びジェイティエスター㈱等の当社保有株式並びにJT飲料ブランド「Roots」「桃の天然水」を譲渡。その後、2015年9月にJT飲料製品の製造販売事業から撤退、2015年12月に飲料事業部を廃止 |
| 2016年3月  | 国内たばこ事業の更なる競争力強化のため、平塚工場を閉鎖。   |

# JTのファンダメンタルズの特徴

## 売上高と営業利益の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



売上高については、2010年度決算よりたばこ税が収益から控除されていたため、それを足し戻した値にしている。

たばこ業界をとりまく  
経営環境



# グローバルたばこ市場の概況①

2014年のたばこの国別市場の消費量でみると、中国、ロシア、米国、インドネシア、日本、ドイツ、インド、トルコ、韓国、ベトナム。

単位：兆本

|     | 国名          | 消費本数<br>(兆本) | 喫煙率<br>(男性) | 喫煙率<br>(女性) |     | 国名             | 消費本数<br>(兆本) | 喫煙率<br>(男性) | 喫煙率<br>(女性) |
|-----|-------------|--------------|-------------|-------------|-----|----------------|--------------|-------------|-------------|
| 1位  | China       | 2.568        | 47.6        | 1.8         | 20位 | Spain          | 0.050        | 31.3        | 27.1        |
| 2位  | Russia      | 0.321        | 59          | 22.8        | 21位 | Thailand       | 0.049        | 41.4        | 2.3         |
| 3位  | USA         | 0.281        | 19.5        | 15          | 22位 | Poland         | 0.045        | 32.4        | 23.7        |
| 4位  | Indonesia   | 0.239        | 76.2        | 3.6         | 23位 | United Kingdom | 0.043        | 19.9        | 18.4        |
| 5位  | Japan       | 0.189        | 33.7        | 10.6        | 24位 | Argentina      | 0.043        | 29.5        | 18.4        |
| 6位  | Germany     | 0.106        | 32.4        | 28.3        | 25位 | Taiwan         | 0.036        | -           | -           |
| 7位  | India       | 0.100        | 20.4        | 1.9         | 26位 | Canada         | 0.034        | 17.7        | 12.2        |
| 8位  | Turkey      | 0.090        | 39.5        | 12.4        | 27位 | Belarus        | 0.030        | 46.2        | 10.6        |
| 9位  | South Korea | 0.088        | 49.8        | 4.2         | 28位 | Romania        | 0.030        | 36.9        | 22.7        |
| 10位 | Vietnam     | 0.087        | 47.1        | 1.3         | 29位 | Algeria        | 0.029        | -           | -           |
| 11位 | Philippines | 0.086        | 43          | 8.5         | 30位 | Mexico         | 0.029        | 20.8        | 6.6         |
| 12位 | Brazil      | 0.076        | 19.3        | 11.3        | 31位 | Saudi Arabia   | 0.029        | 27.9        | 2.9         |
| 13位 | Italy       | 0.076        | 28.3        | 19.7        | 32位 | Iraq           | 0.026        | -           | -           |
| 14位 | Bangladesh  | 0.074        | 39.8        | 0.7         | 33位 | Kazakhstan     | 0.026        | 43.9        | 9.3         |
| 15位 | Ukraine     | 0.071        | 49.4        | 14          | 34位 | Belgium        | 0.022        | 26.5        | 20          |
| 16位 | Egypt       | 0.068        | 49.9        | 0.3         | 35位 | Greece         | 0.020        | 52.6        | 32.7        |
| 17位 | Pakistan    | 0.063        | 41.9        | 3           | 36位 | South Africa   | 0.020        | 31.4        | 6.5         |
| 18位 | France      | 0.053        | 29.8        | 25.6        | 37位 | Czech Republic | 0.020        | 37.4        | 29          |
| 19位 | Iran        | 0.052        | 21.5        | 0.7         | 38位 | Netherlands    | 0.019        | 26.2        | 23.9        |

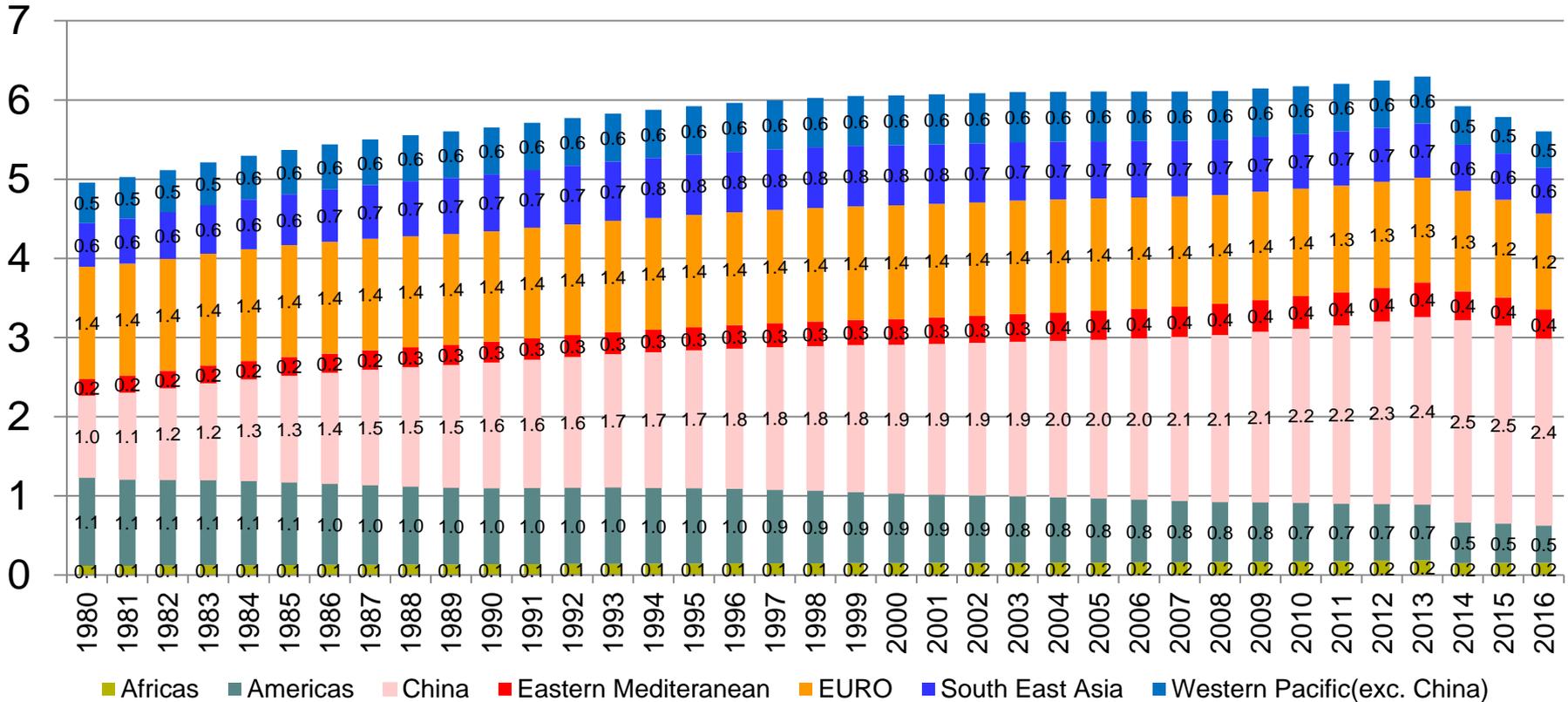
※たばこの消費本数は2014年(The Tabacco Atlas "Consumption by Region")。喫煙率は2015年(15歳以上、WHO)。



# グローバルたばこ市場の概況②

1980-2013年までのたばこのグローバル市場の消費量の推移を分析すると、アフリカ、中国とEastern Mediteranean市場が横ばい。アメリカ、Euro市場は減少傾向にある。

単位:兆本



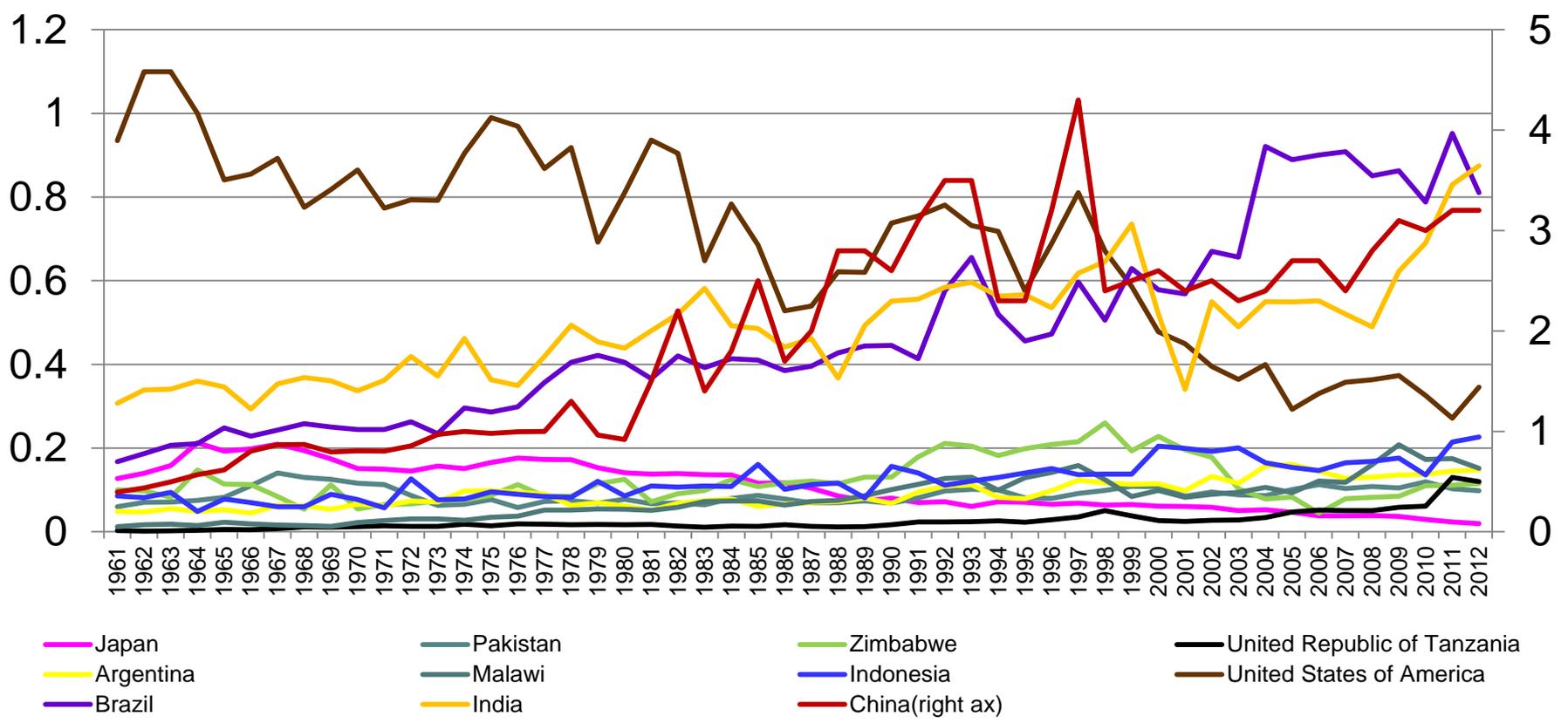
※The Tobacco Atlas "Consumption by Region"



# グローバルたばこ市場の概況③

1961-2012年までのたばこのグローバル市場の生産量の推移を分析すると、アフリカ、中国とEastern Mediteranean市場が増大。アメリカ、Euro市場は減少傾向にある。

単位:兆本



※The Tobacco Atlas "Consumption by Region"

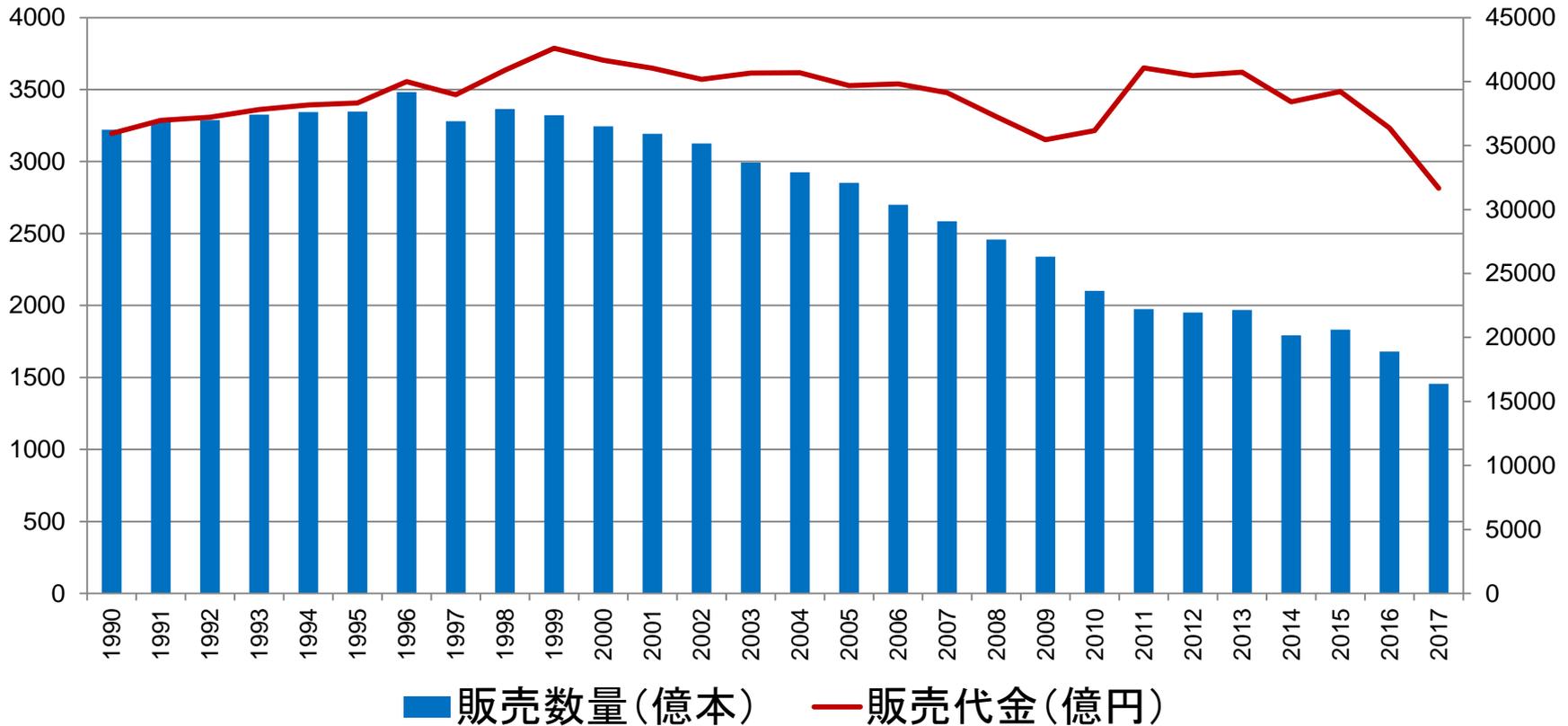
# 各国におけるたばこをめぐる規制

たばこについては、先進国を中心に、政府による規制に組み込まれる傾向がある。市場の動向を分析するにあたっては、こうした規制のトレンドも見ておく必要がある。

|      | 買取価格制度             | 小売価格制度       | 課税率 | TV・ラジオ広告 | 新聞雑誌等広告                 |
|------|--------------------|--------------|-----|----------|-------------------------|
| 米国   | (2014年まで<br>助成金あり) | 法定           | 43% | 禁止       | なし(注意文<br>書の表示義<br>務)   |
| ドイツ  | —                  | 法定           | 73% | 禁止       | 禁止                      |
| 日本   | 葉たばこ審議<br>会決定      | 法定           | 64% | 禁止       | 成人のみを対<br>象としたもの<br>に限定 |
| 中国   | CNTC決定             | 法定           | 44% | 禁止       | 禁止                      |
| インド  |                    |              | 60% | 禁止       | 一部規制                    |
| ブラジル |                    | 法定(最低価<br>格) | 65% | 禁止       | 禁止                      |
| ロシア  |                    | 法定(最低価<br>格) | 48% | 禁止       | 一部規制                    |

# 日本のたばこ市場

日本におけるたばこ市場は、販売本数で1996年、販売代金で1999年をピークとして低下ないしは横ばい傾向にとどまっている。JTでは1988年時点で1998年前後でたばこの市場がピークアウトすることを予測。

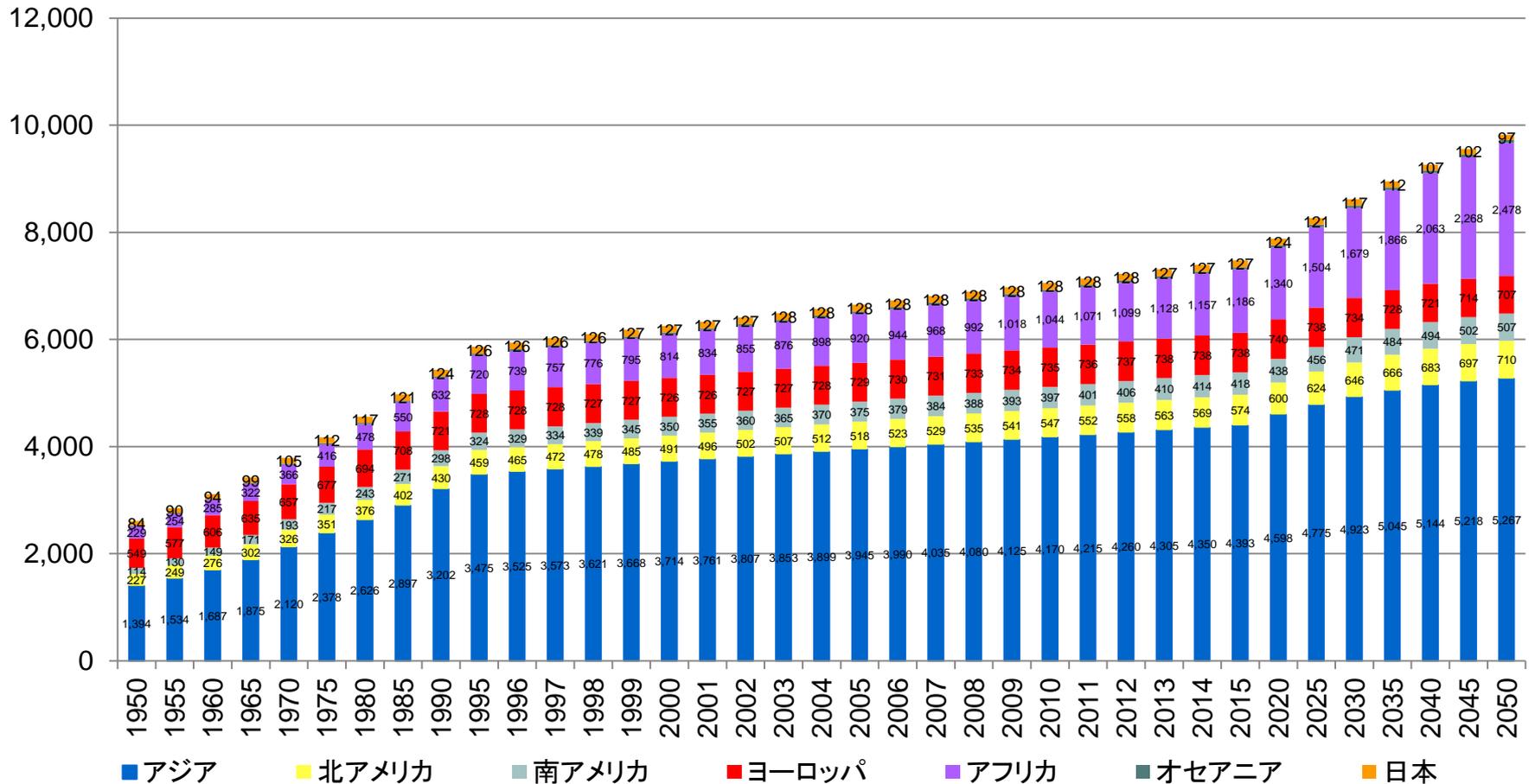


※一般社団法人 日本たばこ協会



# 世界における人口動態

たばこの需要は人口動態、特に60歳未満に強く影響される。人口1996年=1.00とすると、2005年、2015年に欧州・日本は横ばい、2050年には減少。一方でアフリカは2005年に1.24倍、2015年に1.60倍、2050年に3.35倍に増大。北米、南米、アジアは2005年に1.11-1.13倍、2015年に1.23-1.24倍、2050年に1.49-1.54倍。

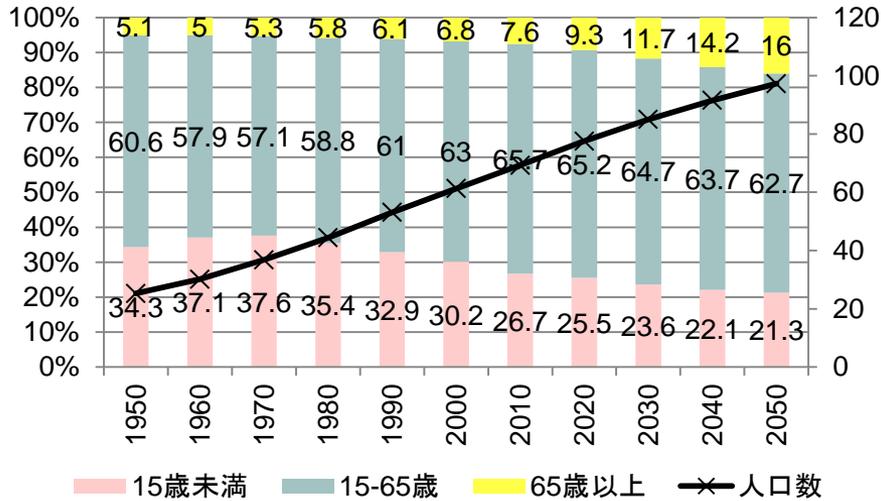


# 世界における人口動態

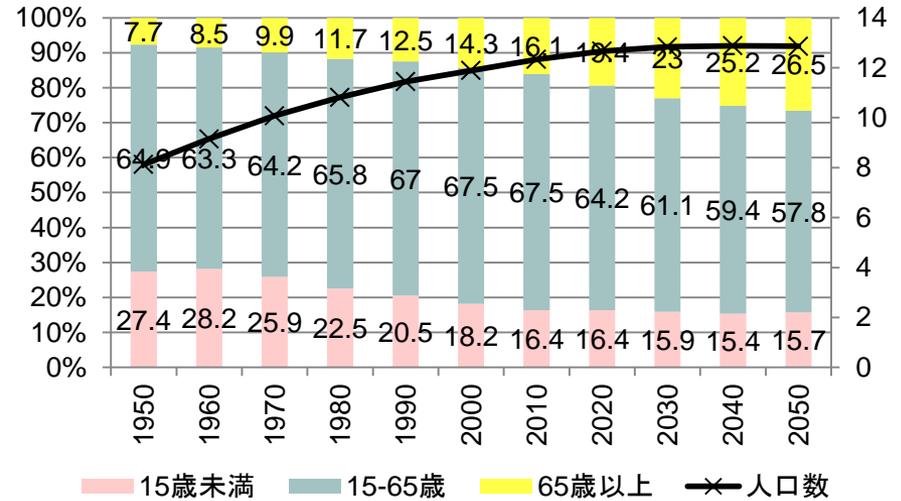
## 年齢別①世界、先進国、新興国、日本



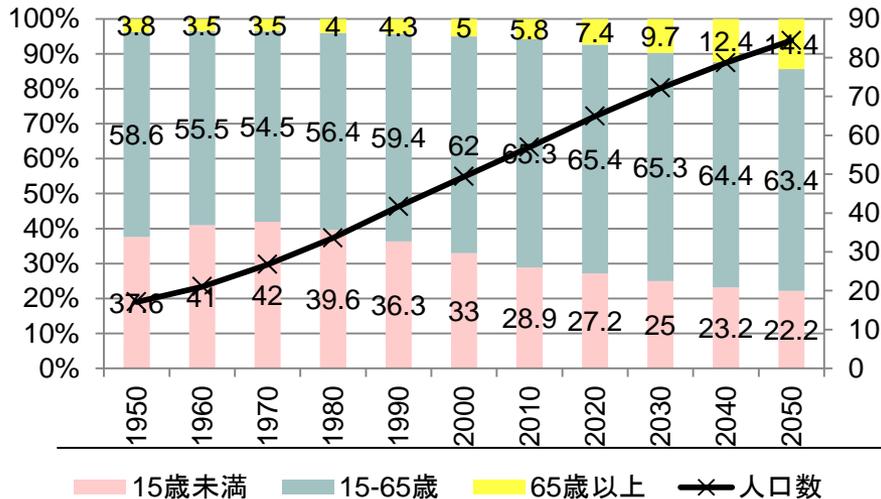
■世界(単位:%表示、億人)



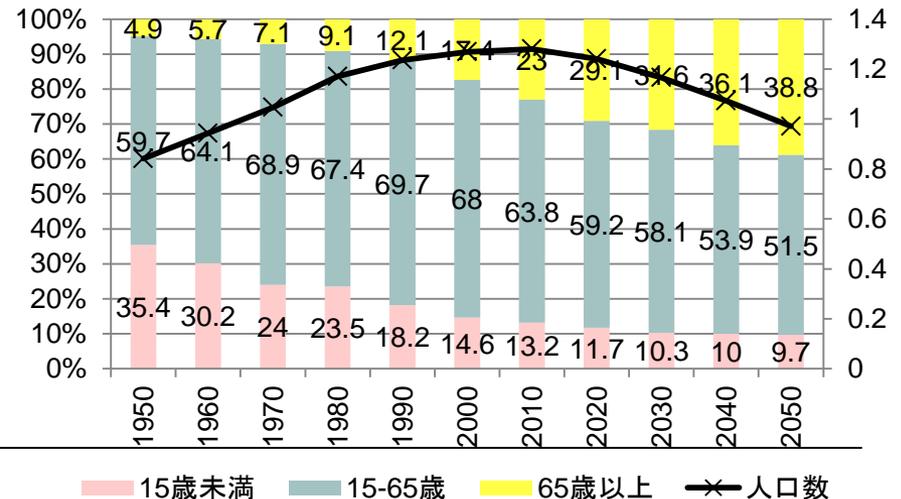
■先進国(単位:%表示、億人)



■新興国(単位:%表示、億人)



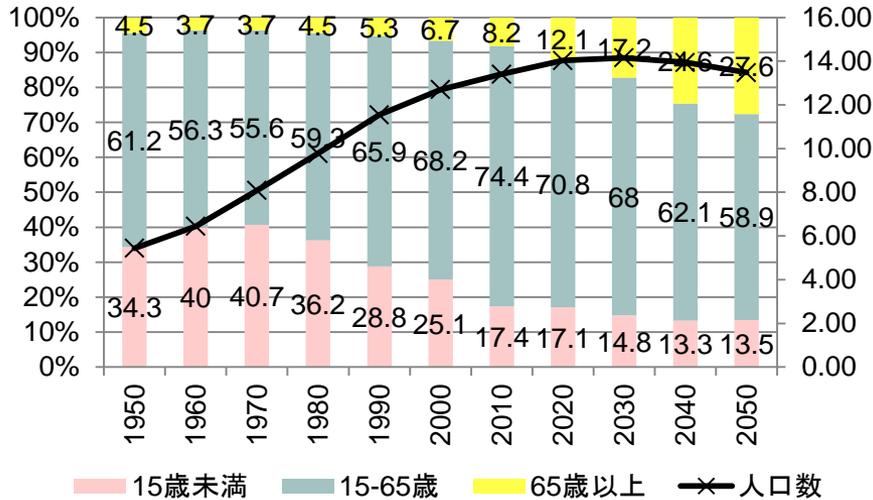
■日本(単位:%表示、億人)



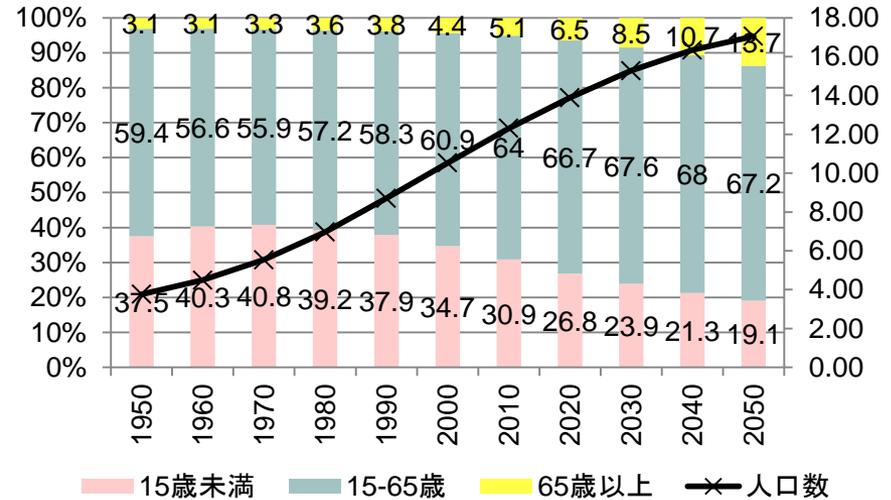
# 世界における人口動態 年齢別②中国、インド、インドネシア、フィリピン



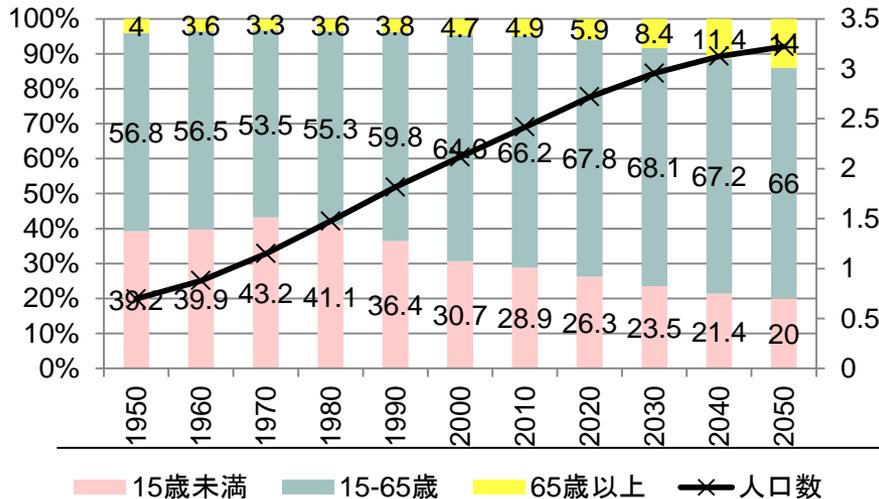
■中国(単位:%表示、億人)



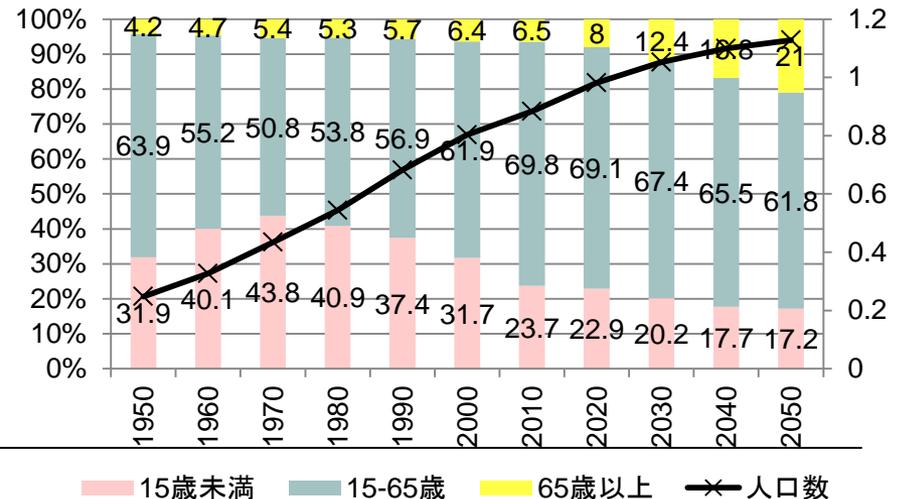
■インド(単位:%表示、億人)



■インドネシア(単位:%表示、億人)



■ベトナム(単位:%表示、億人)

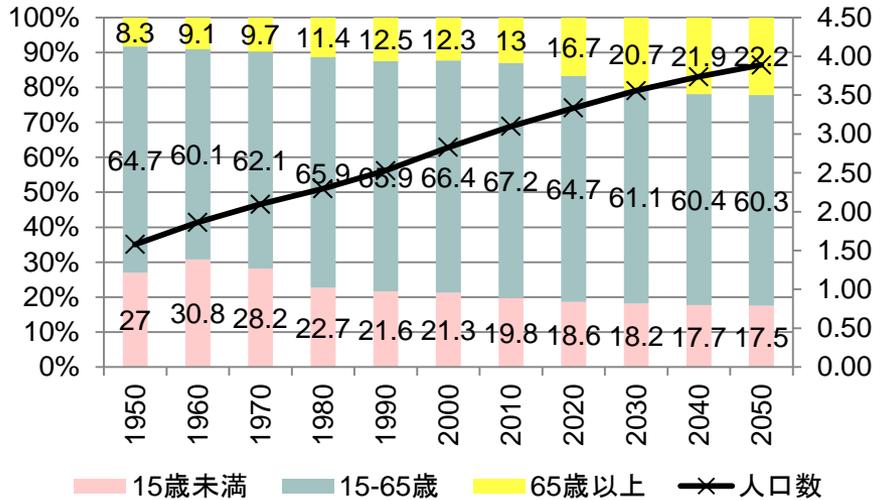


# 世界における人口動態

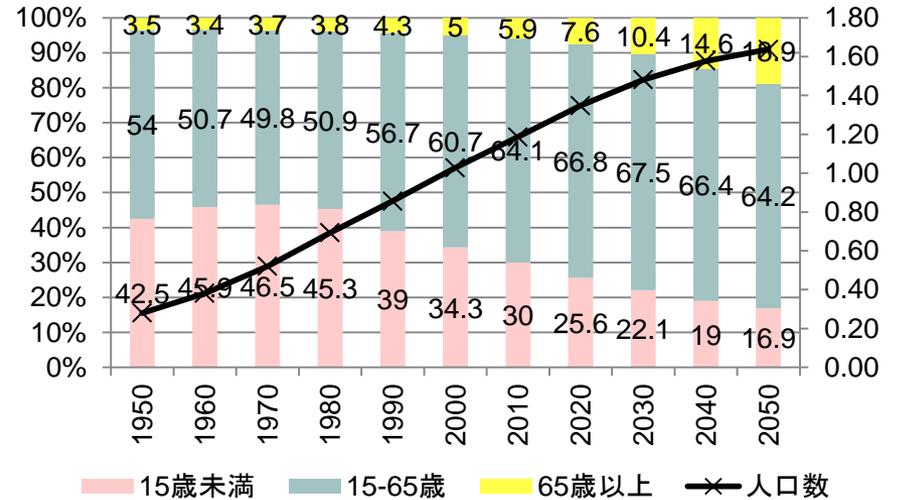
## 年齢別③アメリカ、メキシコ、ブラジル、ロシア



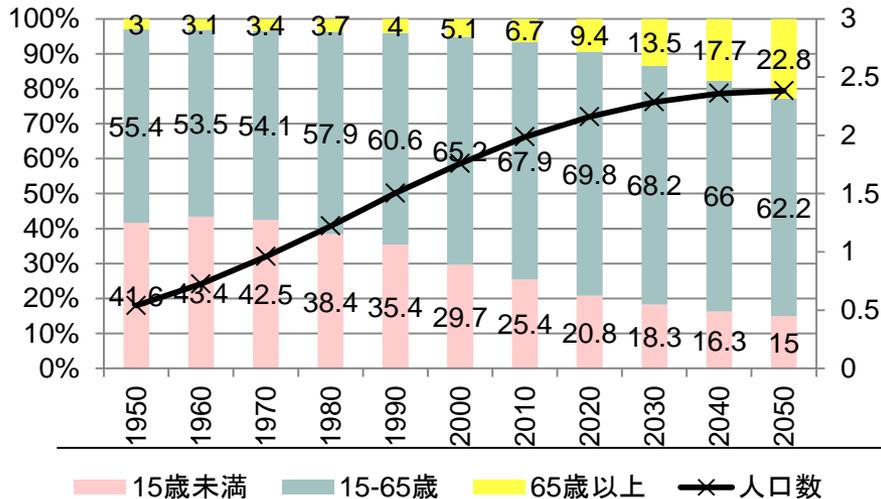
■アメリカ(単位:%表示、億人)



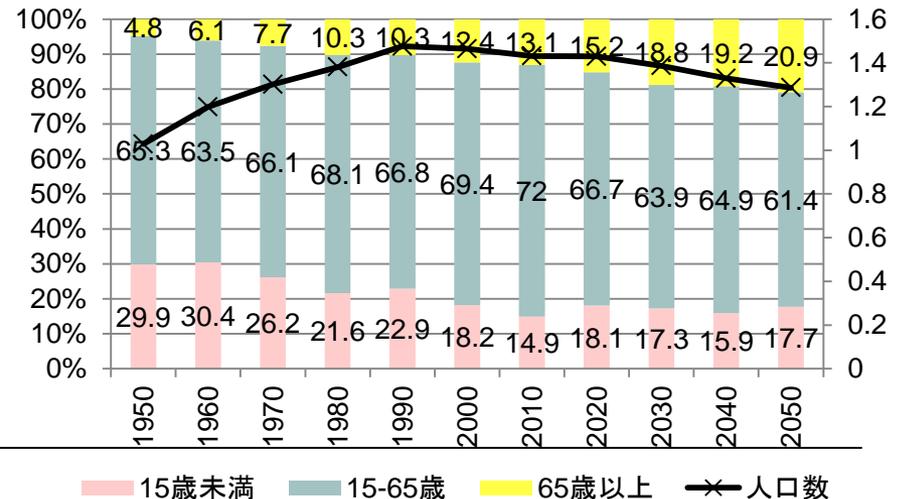
■メキシコ(単位:%表示、億人)



■ブラジル(単位:%表示、億人)



■ロシア(単位:%表示、億人)

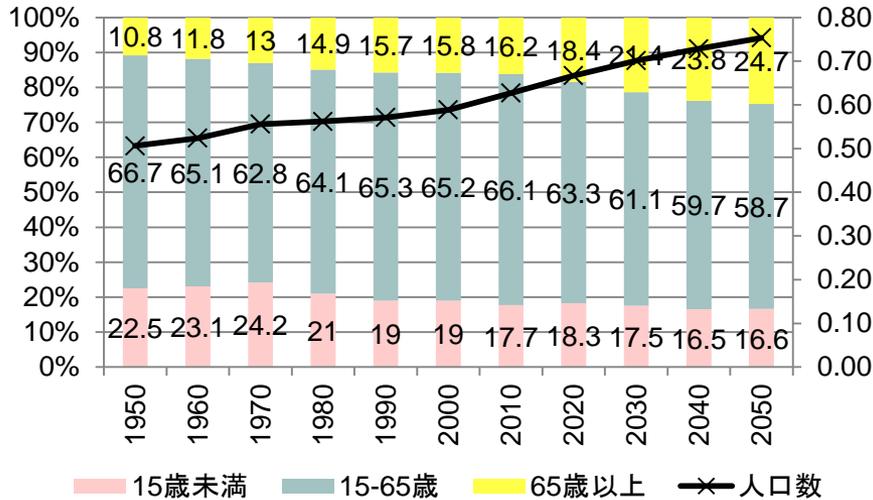


# 世界における人口動態

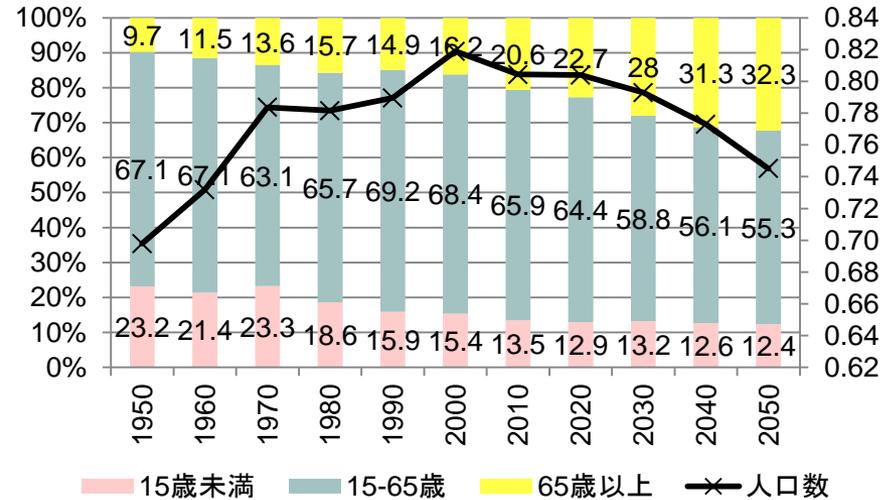
## 年齢別④イギリス、ドイツ、フランス、イタリア



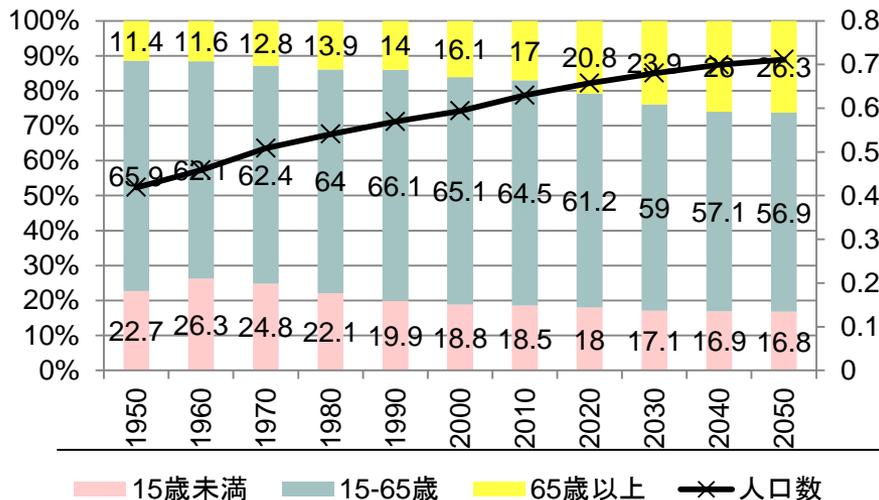
### ■イギリス(単位:%表示、億人)



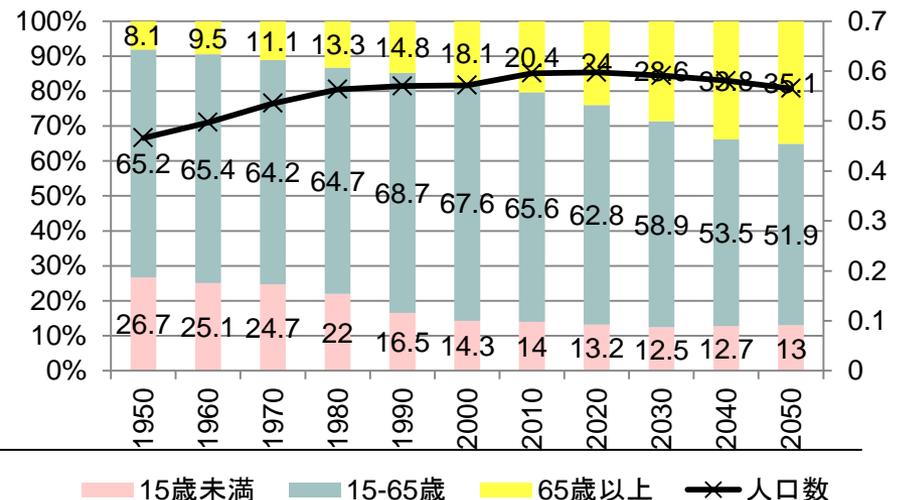
### ■ドイツ(単位:%表示、億人)



### ■フランス(単位:%表示、億人)



### ■イタリア(単位:%表示、億人)

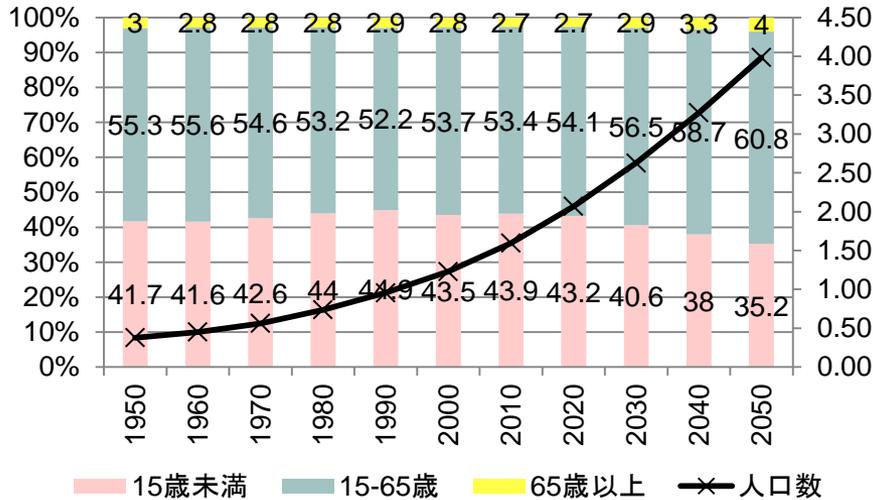


# 世界における人口動態

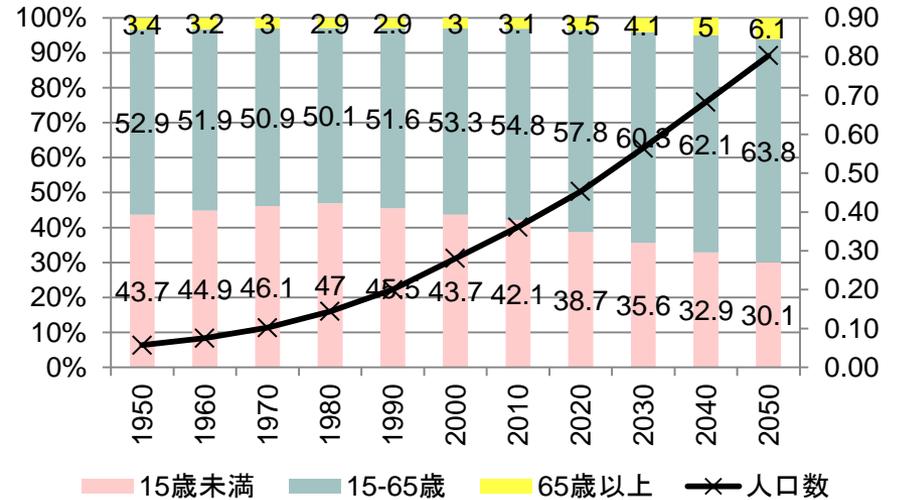
## 年齢別⑤ナイジェリア、スーダン、ケニア、エチオピア



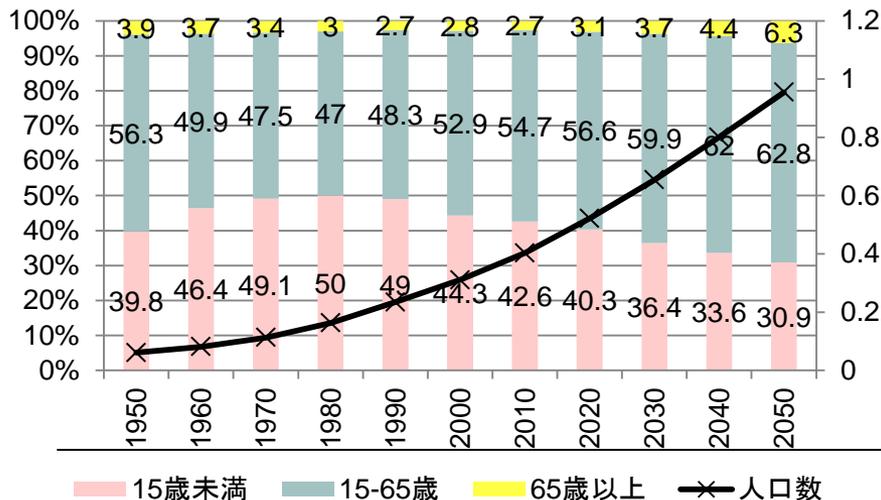
■ナイジェリア(単位:%表示、億人)



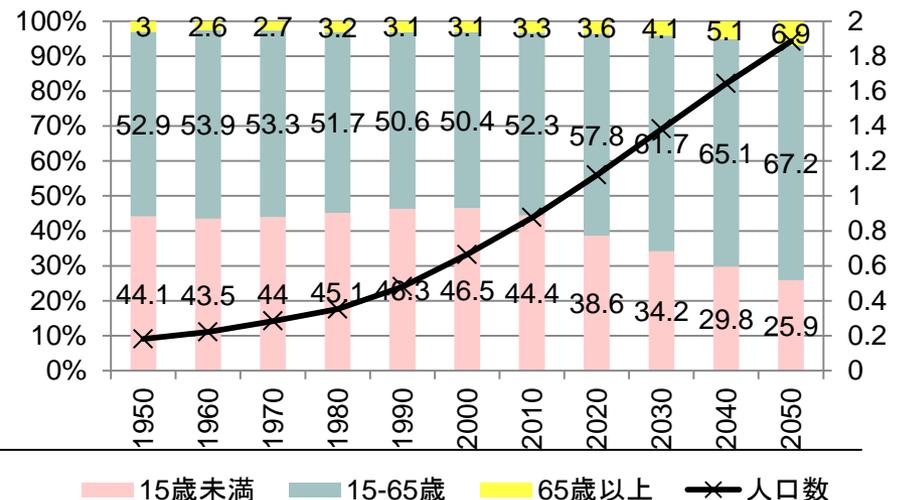
■スーダン(単位:%表示、億人)



■ケニア(単位:%表示、億人)



■エチオピア(単位:%表示、億人)



# グローバルたばこ市場の競争状況

## 2017年度の主要データ



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

| 会社名                                   | 売上高    | EBITDA | 総資産     | 株主資本     | 従業員数   | FCF    | 株式時価総額  |
|---------------------------------------|--------|--------|---------|----------|--------|--------|---------|
| Philip Morris International Inc.      | 32,380 | 13,942 | 48,397  | (11,523) | 80,600 | 13,433 | 184,829 |
| British American Tobacco p.l.c.       | 29,784 | 12,015 | 214,741 | 92,838   | 60,593 | 36,372 | 174,737 |
| Altria Group, Inc.                    | 21,957 | 11,455 | 48,661  | 17,366   | 8,300  | 6,070  | 153,481 |
| Japan Tobacco Inc.                    | 21,397 | 6,623  | 52,215  | 28,420   | 39,000 | 7,718  | 65,029  |
| ITC limited                           | 6,632  | 2,510  | 10,492  | 8,624    | -      | 988    | 51,991  |
| PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk      | 3,664  | 1,412  | 3,585   | 2,834    | 28,212 | 1,309  | 45,858  |
| Imperial Brands PLC                   | 23,169 | 5,925  | 46,091  | 8,159    | -      | 5,354  | 45,773  |
| KT&G Corporation                      | 4,921  | 1,673  | 10,518  | 8,256    | -      | 1,550  | 15,344  |
| PT Gudang Garam Tbk (IDX:GGRM)        | 6,922  | 1,121  | 5,547   | 3,505    | 35,272 | 951    | 13,439  |
| Swedish Match AB                      | 2,216  | 625    | 1,877   | (575)    | 5,240  | 249    | 7,893   |
| Pakistan Tobacco Company Limited      | 452    | 144    | 328     | 173      | 1,029  | 133    | 5,602   |
| Vector Group Ltd                      | 1,517  | 306    | 1,496   | (374)    | 1,484  | 194    | 3,408   |
| British American Tobacco (MLY) Berhad | 388    | 184    | 289     | 106      | 497    | 81     | 3,163   |
| Eastern Company S. A. E.              | 781    | 324    | 1,113   | 623      | -      | 246    | 2,846   |
| British American Tobacco Bangladesh   | 707    | 251    | 632     | 314      | 1,453  | 241    | 2,776   |
| Philip Morris CR a.s. (SEP:TABAK)     | 646    | 259    | 824     | 472      | 1,349  | 169    | 2,406   |
| Scandinavian Tobacco Group A/S        | 1,174  | 221    | 2,360   | 1,535    | 7,300  | 207    | 2,171   |
| Philip Morris (Pakistan) Limited      | 143    | 19     | 167     | 132      | 936    | 35     | 2,012   |
| Al - Eqbal Investment Co. (PLC)       | 257    | 93     | 411     | 148      | -      | 142    | 1,523   |

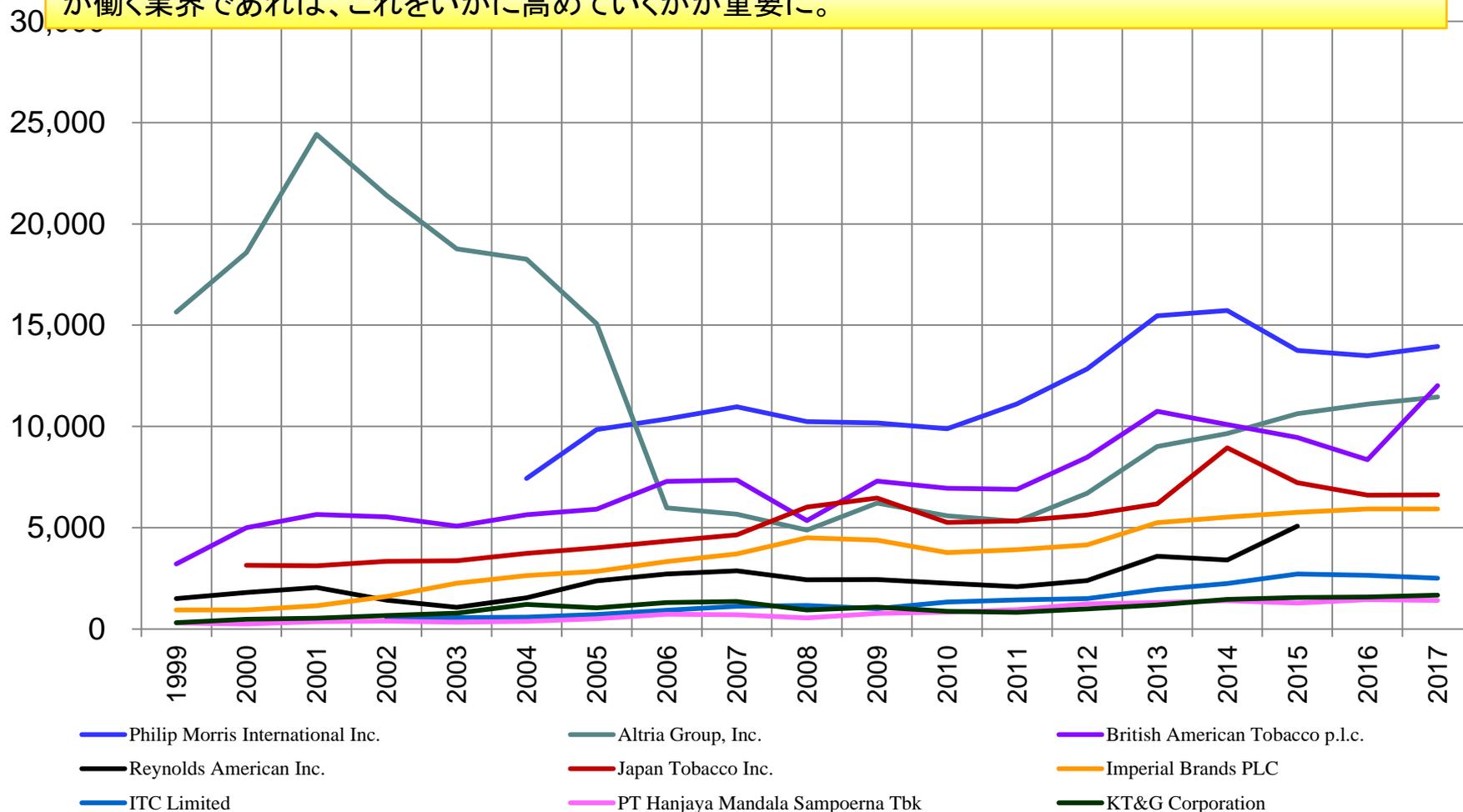
※2017年12月31日決算期末時点 (ITC Limitedは2018年3月期決算期末、

# グローバルたばこ市場の競争状況

## EBITDAの推移



EBITDAで見ると、Philip Morris InternationalとAltria Groupが過去17年間平均で1.1～1.2兆円、British AmericanやJapan Tobaccoで0.5～0.6兆円、Imperial Brandsで0.2～0.3兆円。たばこ会社が規模の経済性が働く業界であれば、これをいかに高めていくかが重要に。



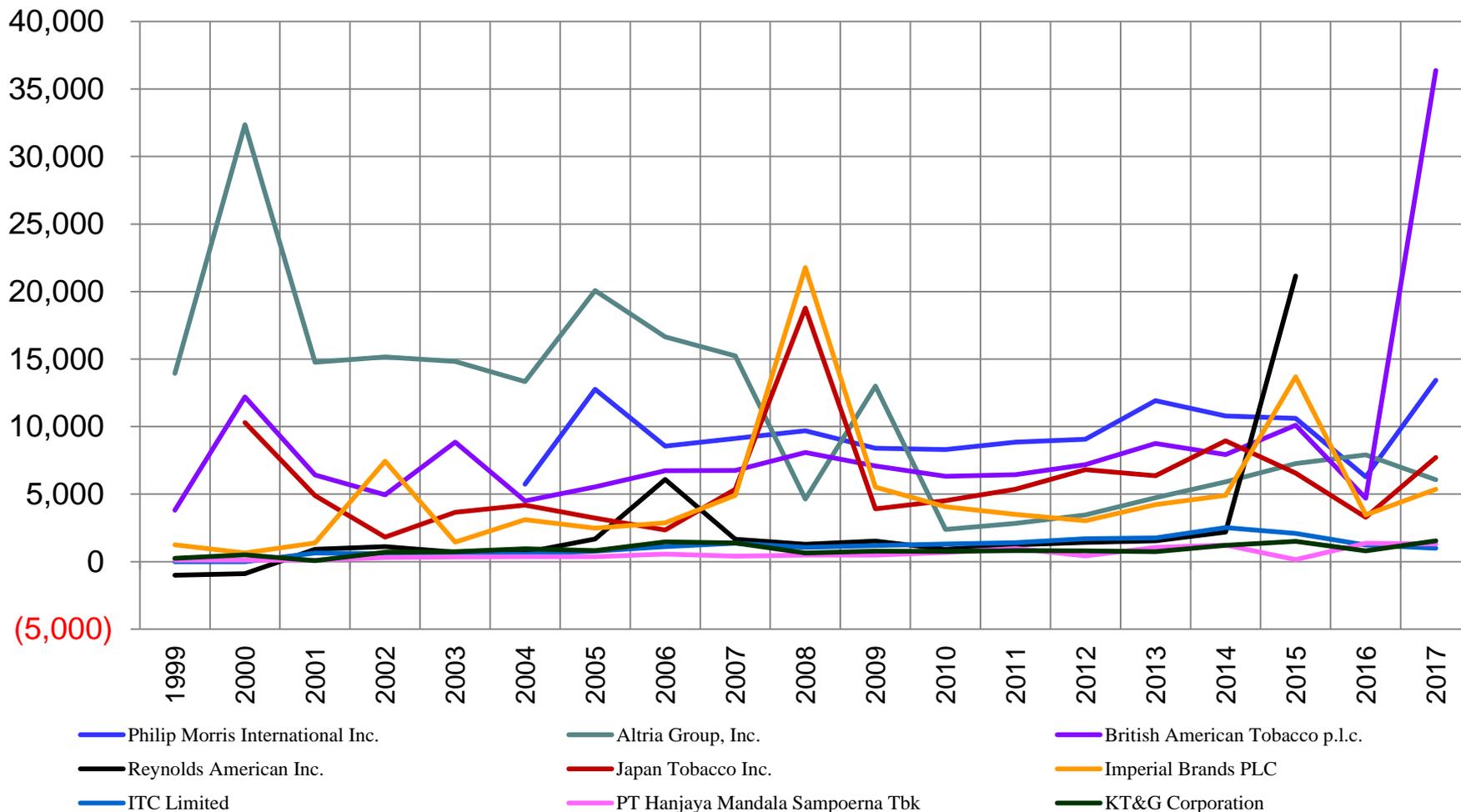
# グローバルたばこ市場の競争状況

## Free Cash Flowの推移



HITOTSUBASHI

FCFで見ると、Altria Groupが過去17年間平均で1.1兆円、Philip Morris Internationalが0.9兆円、British AmericanやJapan Tobacco、Imperial Brandsで0.5～0.7兆円。British Americaの2017年度は事業売却による影響。



## JTの現状

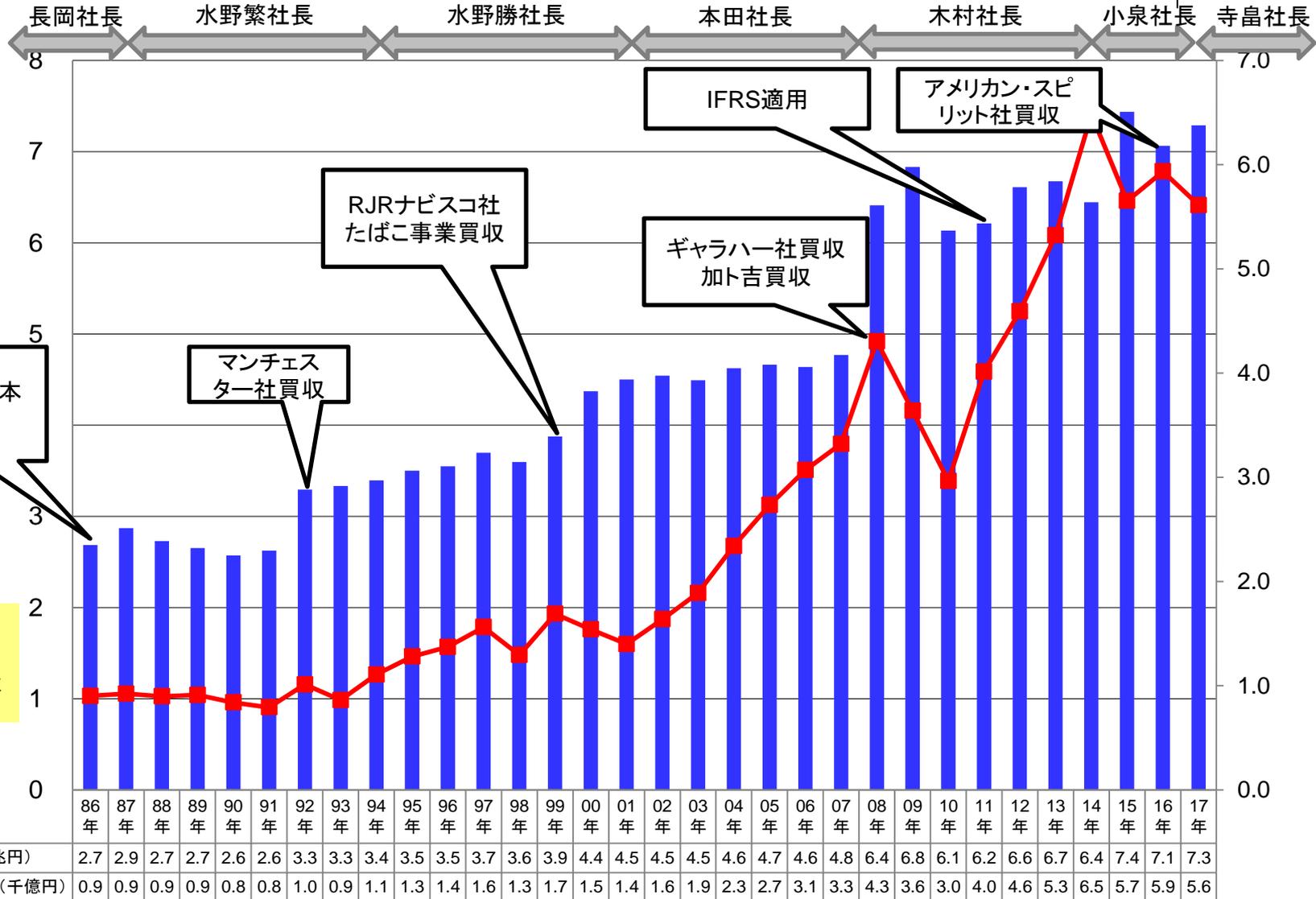
# 1980年代半ばのJTの 状況

# JTのファンダメンタルズの特徴

## 売上高と営業利益の推移(再掲)



HITOTSUBASHI UNIVERSITY



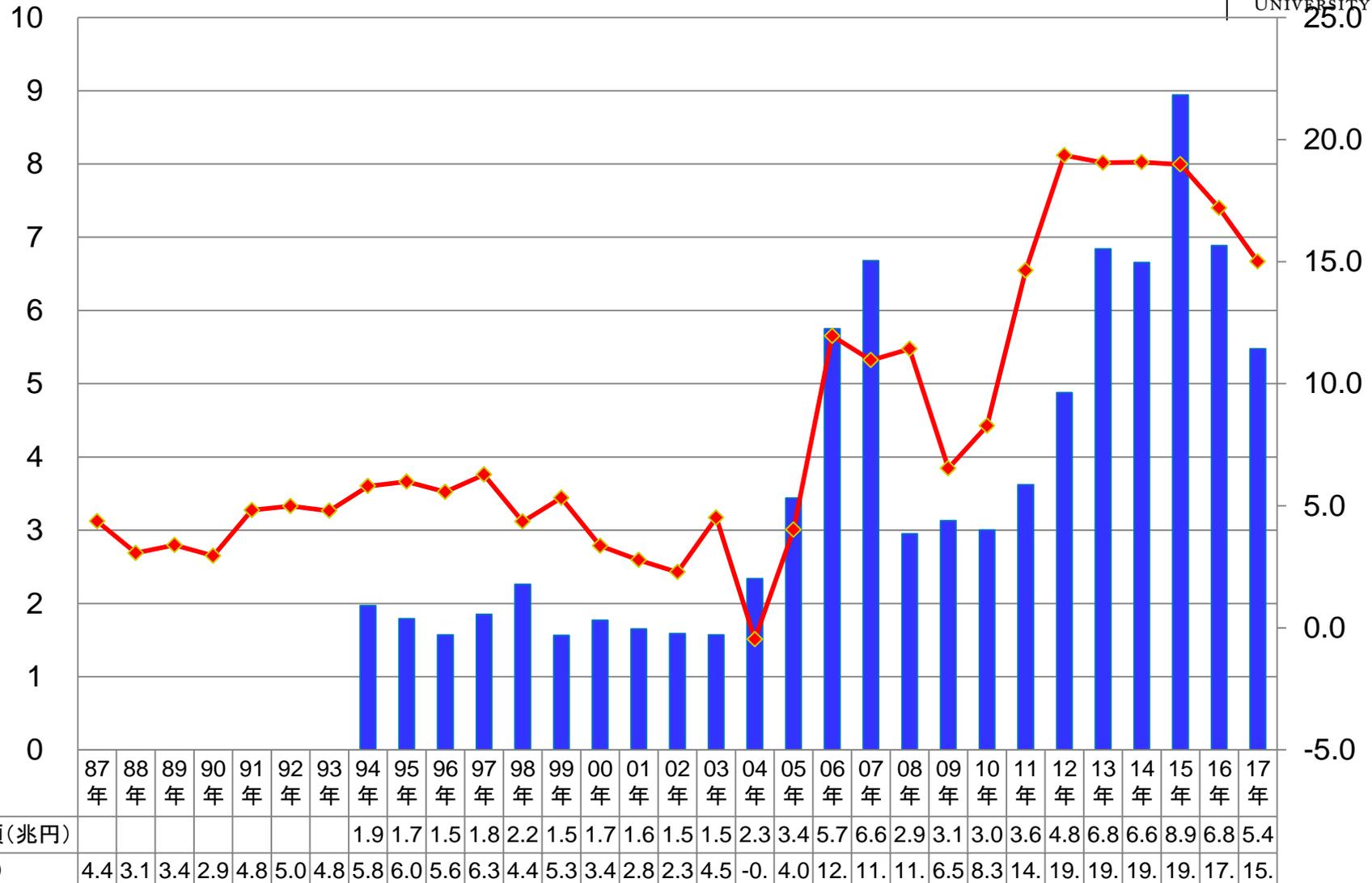
売上高については、2010年度決算よりたばこ税が収益から控除されていたため、それを足し戻した値にしている。

# JTのファンダメンタルズの特徴

## 時価総額とROEの推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



# 日本たばこ産業 ファンドメンタルズの特徴

## 1987年度 連結貸借対照表



HITOTSURASHI

日本たばこ産業には1988年度時点で将来の売上を予測。20-60歳人口と名目GDPから推測すると1998年度時点で国内市場がピークアウトすることが判明。そのタイミングで、RJRナビスコからJTに対してRJRIを買収しないかとの打診。D当時、どのような意思決定の選択肢があったか。

| 1988/3決算期 | 資産                | 金額(百万円)   | 負債・持分         | 金額(百万円)   |
|-----------|-------------------|-----------|---------------|-----------|
|           | 流動資産              | 90,780    | 流動負債          | 326,651   |
|           | 現金及び現金同等物         | 127,256   | 支払手形・買掛金      | 9,845     |
|           | 有価証券              |           | 短期借入金・社債合計    | 56,140    |
|           | 受取手形・売掛金          | 3,029     | 未払金・未払費用      | 193,278   |
|           | 棚卸資産              | 850,588   | 未払法人税等        | 55,755    |
|           | 固定資産／非流動資産        | 456,534   | 固定負債／非流動負債    | 209,853   |
|           | 有形固定資産            | 415,300   | 社債・転換社債・長期借入金 | 16,374    |
|           | 償却対象有形固定資産        | 305,209   | 退職給付引当金       | 186,318   |
|           | 土地・その他非償却対象有形固定資産 | 103,711   | 負債合計          | 536,504   |
|           | 無形固定資産／無形資産       | 1,199     | 資本金           | 100,000   |
|           | 投資・その他の資産合計       | 40,034    | 資本剰余金         | 736,400   |
|           |                   |           | 利益剰余金         | 74,411    |
|           | 資産合計              | 1,447,315 | 資本及び負債合計      | 1,447,315 |
| 1999/3決算期 | 資産                | 金額(百万円)   | 負債・持分         | 金額(百万円)   |
|           | 流動資産              | 1,389,375 | 流動負債          | 505,282   |
|           | 現金及び現金同等物         | 500,111   | 支払手形・買掛金      | 99,400    |
|           | 有価証券              | 306,143   | 短期借入金・社債合計    | 49,767    |
|           | 受取手形・売掛金          | 72,755    | 未払金・未払費用      | 254,833   |
|           | 棚卸資産              | 452,251   | 未払法人税等        | 37,559    |
|           | 固定資産／非流動資産        | 837,924   | 固定負債／非流動負債    | 276,180   |
|           | 有形固定資産            | 675,883   | 社債・転換社債・長期借入金 | 63,638    |
|           | 償却対象有形固定資産        | 503,126   | 退職給付引当金       | 169,878   |
|           | 土地・その他非償却対象有形固定資産 | 164,692   | 負債合計          | 781,463   |
|           | 無形固定資産／無形資産       | 53,684    | 資本金           | 100,000   |
|           | 投資・その他の資産合計       | 108,356   | 資本剰余金         | 736,400   |
|           |                   |           | 利益剰余金         | 579,596   |
|           | 資産合計              | 2,228,565 | 資本及び負債合計      | 2,228,565 |

# 日本たばこ産業 ファンダメンタルズの特徴

## 1987-98年度 連結損益計算書



|            | 1988/03   | 1989/03   | 1990/03   | 1991/03   | 1992/03   | 1993/03   | 1994/03   | 1995/03   | 1996/03   | 1997/03   | 1998/03   | 1999/03   |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 売上高・営業収益   | 2,727,150 | 2,654,024 | 2,572,459 | 2,623,479 | 3,293,744 | 3,333,477 | 3,393,571 | 3,502,479 | 3,548,846 | 3,697,483 | 3,596,919 | 3,876,527 |
| 売上原価・営業原価  | 2,404,983 | 2,316,818 | 2,214,624 | 2,237,680 | 2,833,455 | 2,870,321 | 2,890,743 | 2,946,671 | 2,976,359 | 3,081,793 | 2,970,742 | 3,149,388 |
| 販売費及び一般管理費 | 232,344   | 246,072   | 273,949   | 306,562   | 359,112   | 376,902   | 392,129   | 427,725   | 435,249   | 459,453   | 496,652   | 558,240   |
| 営業利益       | 89,822    | 91,133    | 83,885    | 79,236    | 101,177   | 86,254    | 110,698   | 128,082   | 137,237   | 156,236   | 129,524   | 168,898   |
| 受取利息・配当金   | 5,221     | 12,156    | 19,669    | 24,768    | 15,836    | 11,492    | 10,565    | 6,623     | 5,600     | 8,771     | 9,810     |           |
| 支払利息・割引料   | 3,069     | 1,611     | 1,945     | 3,413     | 10,518    | 10,215    | 10,383    | 9,623     | 8,024     | 6,149     | 4,908     | 4,289     |
| 経常利益       | 94,385    | 91,539    | 94,601    | 97,343    | 108,814   | 95,269    | 107,223   | 128,678   | 132,003   | 141,717   | 115,167   | 165,263   |
| 当期純利益(連結)  | 27,606    | 31,267    | 27,809    | 46,731    | 50,328    | 50,386    | 63,699    | 69,456    | 67,949    | 80,197    | 58,020    | 74,633    |
| 減価償却実施額    | 42,800    | 46,100    | 48,200    | 50,970    | -         | -         | -         | -         | -         | -         | -         | 88,673    |
| 資本的支出      | 46,030    | 45,853    | 57,789    | 69,669    |           |           |           |           |           |           |           |           |
| 期末従業員数(単独) | 27879     | 26464     | 23966     | 23865     | 23907     | 23808     | 23669     | 23208     | 22625     | 22160     | 20834     | 20509     |

1980年代後半のJTの営業キャッシュ・フローは税引後で700億円前後。年間あたりの有形固定資産増加額＋減価償却実施額が400-500億円前後、資本的支出400億円前後。

→どれほどの資金調達力とみるべきか？

1989年10月、KKRがRJR Nabiscoを買収した際の金額は24.53十億ドル(約3.5兆円)。買収した場合にどのような影響があったと予測できるか。

## JTのM&Aのシナリオ

# 日本たばこ産業 ファンドメンタルズの特徴

## 中期経営計画の推移



HITOTSUBASHI

情報が入手できた範囲でいえば、日本たばこ産業の中期経営計画は2003年度以降、EBITDAを軸にした経営目標を掲げている。それ以降、それに配当性向やEPSなどの成長率指標を加えている。Mid to high single digit

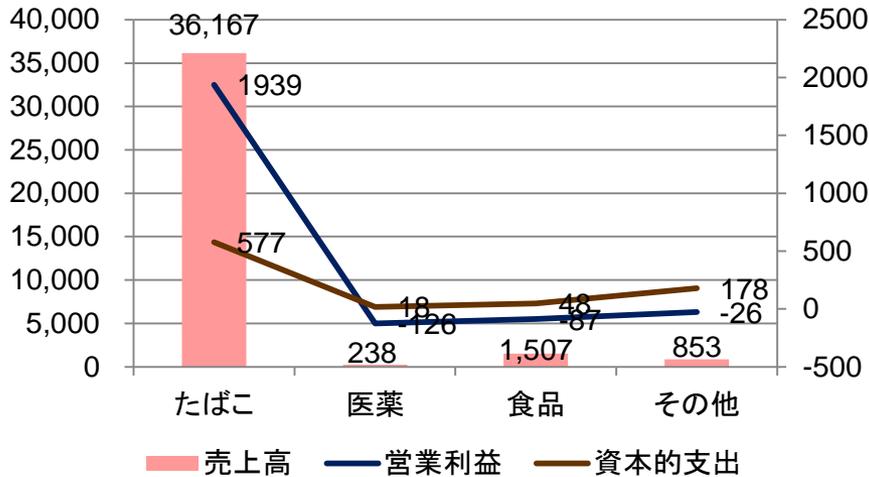
| 期間        | 内容   |
|-----------|--|
| 2003～05年度 | 2005年度にEBITDA3,600億円、ROE7.0%以上、3カ年FCF4,500億円   |
| 2006～08年度 | 全社EBITDA200億円以上増加<br>※国内たばこ維持、海外たばこ10%台半ば成長、食品営業利益率3.5%  |
| 2008～11年度 | 全社EBITDA(為替一定)CAGR5%、配当性向30%   |
| 2011～     | 調整後EBITDA(為替一定、Mid to high single digit)、連結配当性向(2013年度まで40%、その後中長期的に50%)、調整後EPS成長率(為替一定、high single digit)<br>※今後の経営計画は期間を3年間とする1年毎のローリング方式を採用、各年の計数目標は公表。 |

# JTのファンダメンタルの特徴 事業セグメントの推移



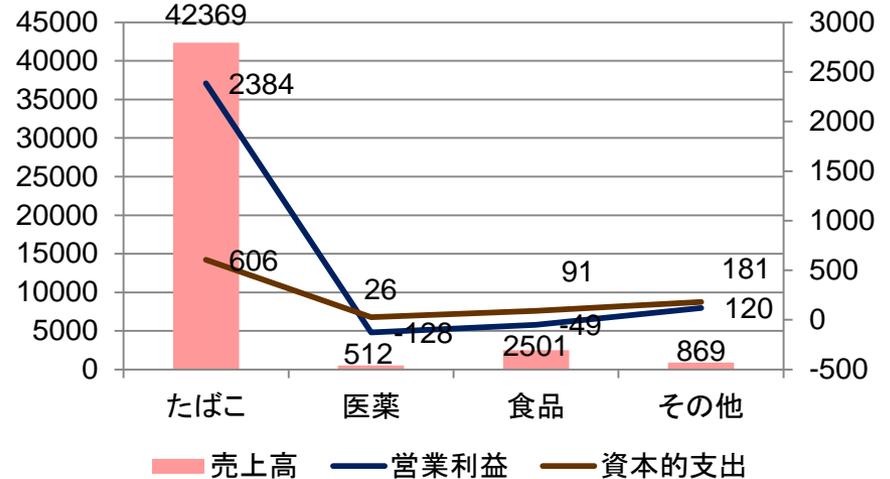
■1999年3月期

単位:億円



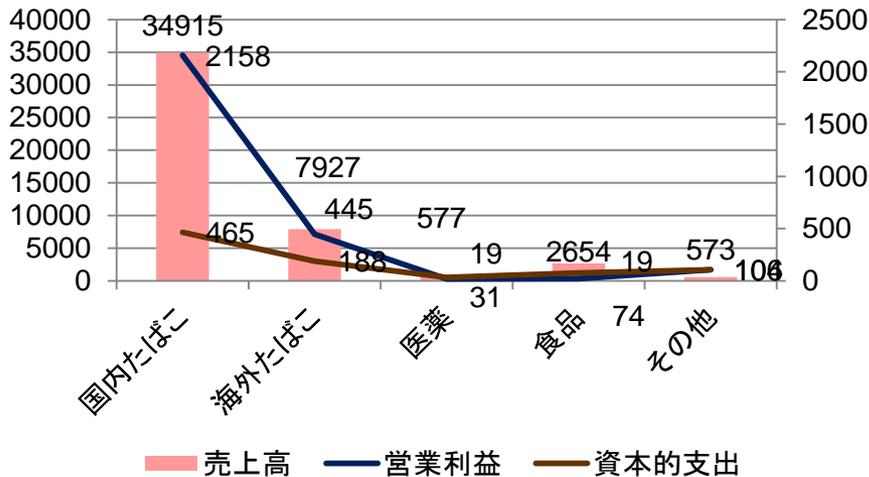
■2004年3月期

単位:億円



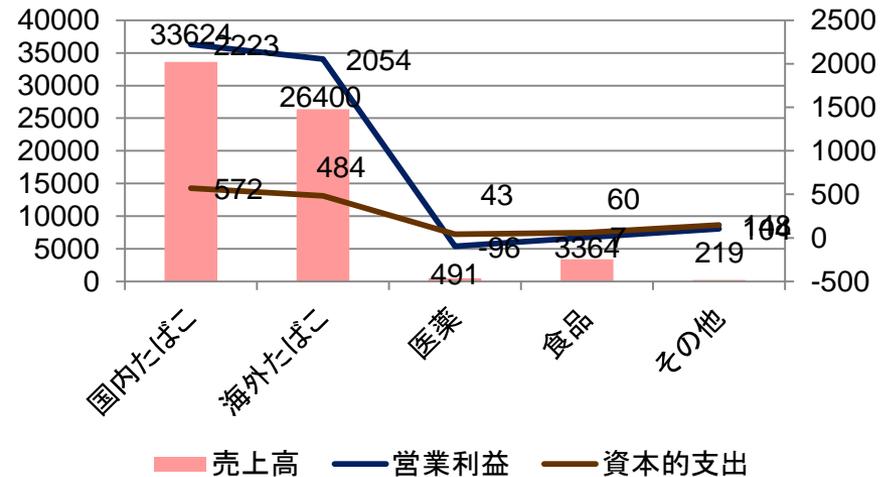
■2005年3月期

単位:億円



■2008年3月期

単位:億円

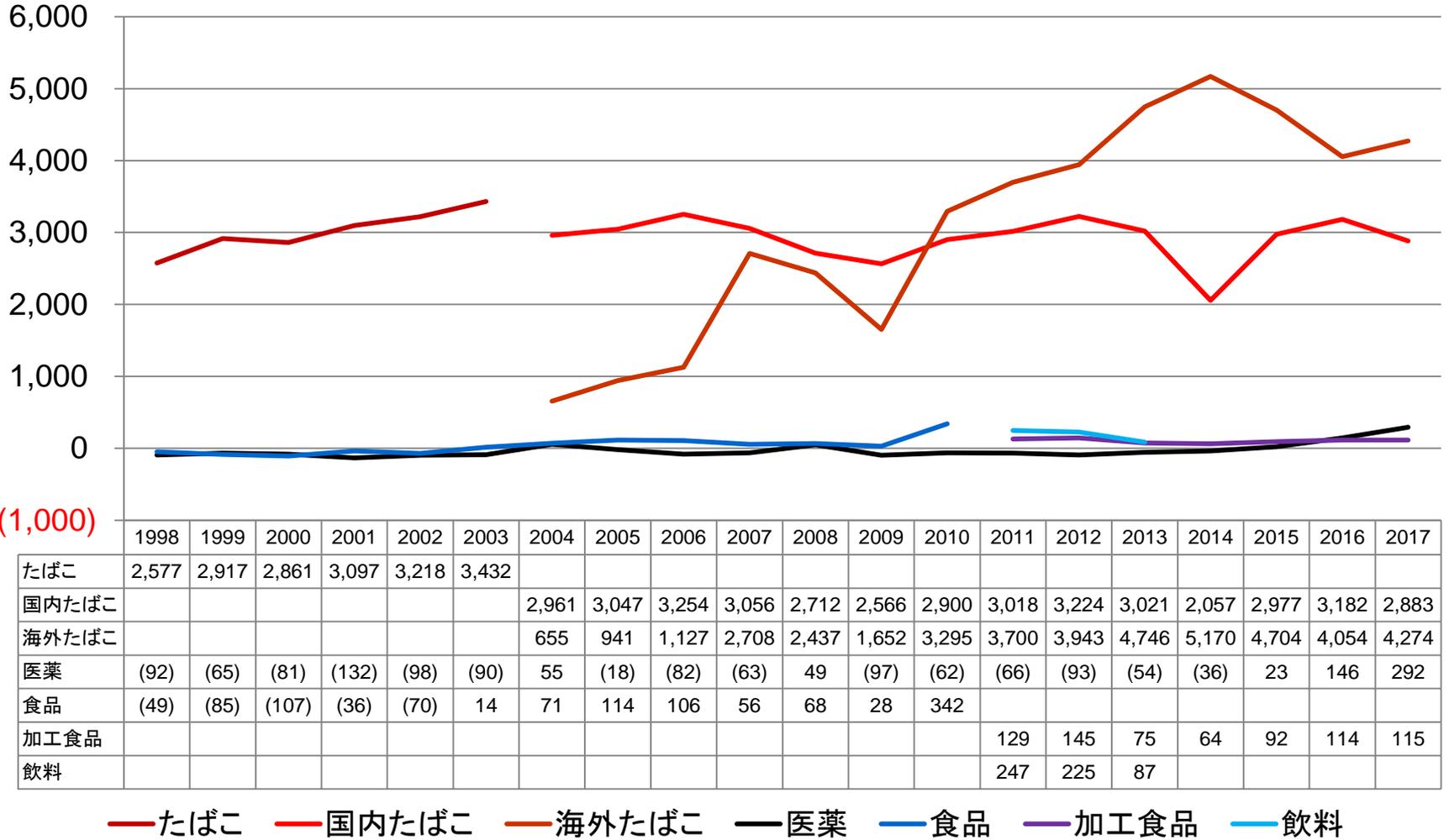


# JTのファンダメンタルの特徴

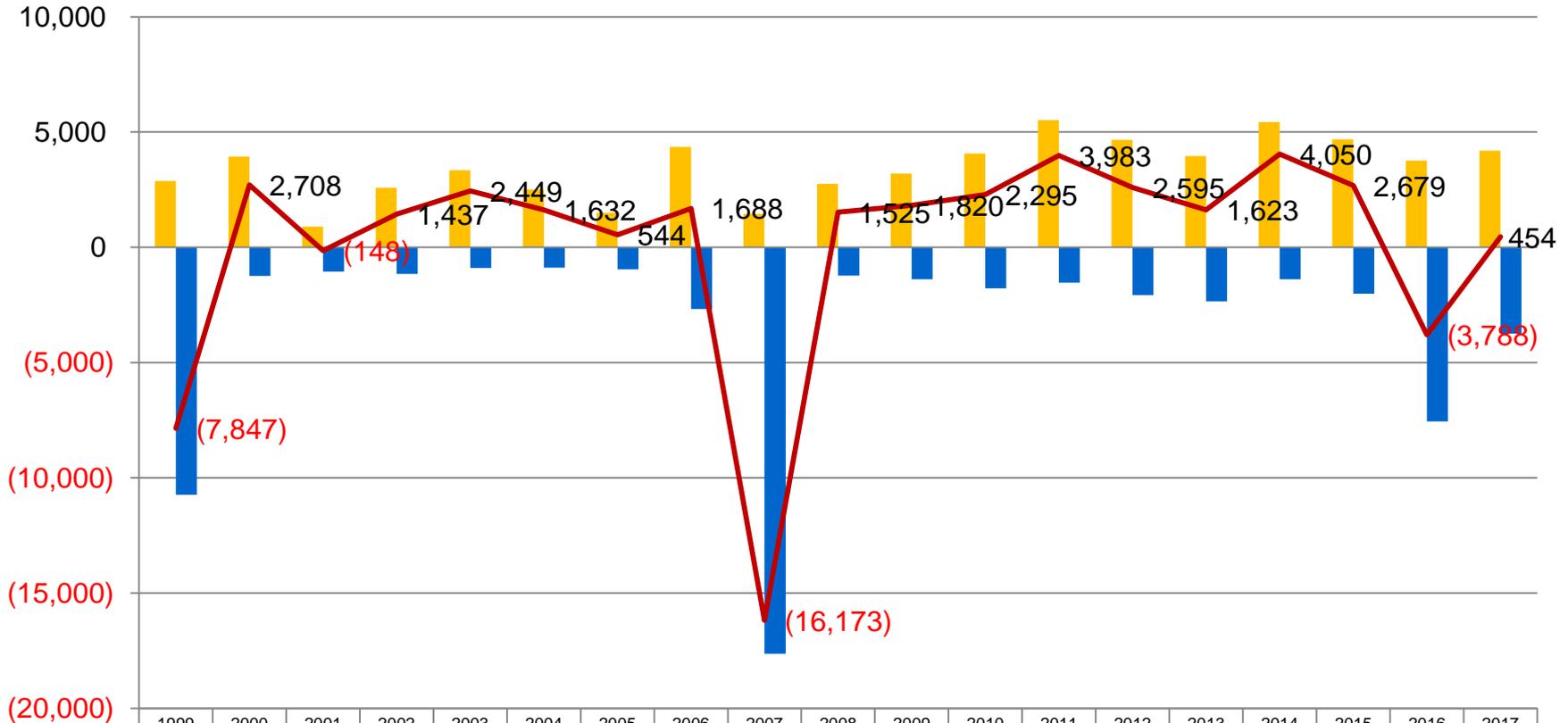
## 事業セグメントのEBITDA推移



単位: 億円



# 日本たばこ産業のキャッシュ・フローの状況



■ 営業CF   ■ 長期投資支出   — FCF

※長期投資支出＝固定資産の支出＋子会社・関連会社株式取得



# 日本たばこ産業における主要なM&A(買い手)

| 公表日        | 役割    | ターゲット   | 買い手                        | Size (\$mm) |
|------------|-------|---|----------------------------|-------------|
| 1999/1/27  | Buyer | Asahi Chemical Industry Co., Ltd., Food Products Business                       | Japan Tobacco Inc.         | 197         |
| 1999/3/10  | Buyer | RJR Nabisco Holdings Corp., Non USA Tobacco Business                            | Japan Tobacco Inc.         | 7830        |
| 2000/10/6  | Buyer | Katokichi Co., Ltd. (nka:TableMark Holdings Co., Ltd.)                          | Japan Tobacco Inc.         | 68.56       |
| 2003/2/6   | Buyer | Snow Brand Milk Products Co. Ltd.   | Japan Tobacco Inc.<br>etc, | 92.65       |
| 2006/12/15 | Buyer | Gallaher Group Plc  | Japan Tobacco Inc.         | 18893.28    |
| 2007/11/22 | Buyer | Katokichi Co., Ltd. (nka:TableMark Holdings Co., Ltd.)                          | Japan Tobacco Inc.         | 1547.83     |
| 2008/1/18  | Buyer | Fuji Foods Corporation  | Japan Tobacco Inc.         | -           |
| 2009/6/12  | Buyer | Tribac Leaf Limited   | Japan Tobacco Inc.         | -           |
| 2010/4/30  | Buyer | JT International (India) Private Limited  | Japan Tobacco Inc.         | 66.1        |
| 2012/5/24  | Buyer | V.D.M. Invest CVA   | Japan Tobacco Inc.         | 598.2       |
| 2012/11/16 | Buyer | Al Nakhla Tobacco Company S.A.E. and Al Nakhla Tobacco Company Free Zone S.A.E. | Japan Tobacco Inc.         | 200         |
| 2014/6/11  | Buyer | Zandera Ltd.  | Japan Tobacco Inc.         | -           |
| 2015/4/30  | Buyer | Logic Technology Development LLC  | Japan Tobacco Inc.         | -           |
| 2015/10/29 | Buyer | Evolable Asia Corp. (TSE:6191)  | Japan Tobacco Inc.<br>etc  | 5.28        |
| 2016/2/11  | Buyer | Fluxo Brasil Distribuidora do Produtos SA                                       | Japan Tobacco Inc.         | -           |
| 2016/5/31  | Buyer | National Tobacco Enterprise S.C.  | Japan Tobacco Inc.         | 510         |
| 2017/8/4   | Buyer | PT. Karyadibya Mahardhika and PT. Surya Mustika Nusantara                       | Japan Tobacco Inc.         | 999         |
| 2017/12/21 | Buyer | National Tobacco Enterprise S.C.  | Japan Tobacco Inc.         | 473.78      |
| 2018/8/6   | Buyer | United Dhaka Tobacco Company Limited  | Japan Tobacco Inc.         | 1476.93     |



# 日本たばこ産業における主要なM&A(売り手)

| 公表日        | 役割     | ターゲット  | 買い手   | Size (\$mm) |
|------------|--------|--|---|-------------|
| 2001/2/2   | Seller | Japan Tobacco Inc., 25 Burger King Outlets   | LOTTERIA Co.,Ltd.   | -           |
| 2004/8/9   | Seller | Six Properties in Japan  | Frontier Real Estate Investment Corp. ; Frontier REIT Management Inc. | 586.05      |
| 2005/2/18  | Seller | AEON Nagoya Dome-mae Shopping Center   | Frontier Real Estate Investment Corp. ; Frontier REIT Management Inc. | 234.65      |
| 2005/8/29  | Seller | Belltown Tambaguchi Eki-mae Store  | Frontier REIT Management Inc. Frontier Real Estate Investment Corp.   | 19.27       |
| 2005/10/31 | Seller | Summit Shin-Takinogawa Store   | Frontier REIT Management Inc. Frontier Real Estate Investment Corp.   | 26.64       |
| 2005/12/31 | Seller | Japan Tobacco, Inc., U.S. Duty-Free Cigarette Business   | R.J. Reynolds Global Products, Inc.                                   | 45          |
| 2006/8/7   | Seller | You Me Town Hiroshima  | Frontier REIT Management Inc. Frontier Real Estate Investment Corp.   | 180.24      |
| 2007/3/27  | Seller | Sports Club Renaissance Hiroshima  | Frontier Real Estate Investment Corp. Frontier REIT Management Inc.   | 16.47       |
| 2007/6/21  | Seller | Japan Tobacco Inc., Kadoma Logistics Center  | Japan Logistics Fund, Inc. Mitsui & Co., Logistics Partners Ltd       | 8           |
| 2007/10/31 | Seller | Joyfultown Tosu (Sokochi)  | Frontier Real Estate Investment Corp.; Frontier REIT Management Inc.  | 27.59       |
| 2008/2/18  | Seller | Frontier REIT Management Inc. (nka:Mitsui Fudosan Frontier REIT Management Inc.)                 | Mitsui Fudosan Co. Ltd.   | -           |
| 2009/2/18  | Seller | Hans Continental Smallgoods Pty Ltd.   | P&M Quality Smallgoods Pty Ltd.                                       | -           |
| 2010/5/6   | Seller | Japan Tobacco Inc., Housing Site in Setagaya Ward, Tokyo   | Odakyu Real Estate Co., Ltd.  | -           |
| 2015/5/25  | Seller | 70.5% of Japan Beverage Holdings, Jt A Star, 49.7% of Japan Beverage Ecology and Beverage Brands | Suntory Beverage & Food Limited (TSE:2587)                            | 1234.8      |



# 日本たばこ産業における主要なM&A(タバコ・買い手)

| 公表日        | ターゲット   | 取引価額(百万円) | 買い手                                       |
|------------|---|-----------|---|
| 03/10/1999 | RJR Nabisco Holdings Corp., Non USA Tobacco Business                                  | 938,347   | Japan Tobacco Inc.                        |
| 06/19/2000 | Liggett-Ducat, CJSC   | 42,137    | JTI UK Limited                            |
| 06/22/2001 | Austria Tabak GmbH & Co KG  | 81,584    | JTI UK Limited                            |
| 08/29/2001 | Austria Tabak GmbH & Co KG  | 178,886   | JTI UK Limited                            |
| 11/30/2001 | Liggett-Ducat Ukraine   | 2,494     | JTI UK Limited                            |
| 02/28/2003 | JTI Polska Sp. z o.o.   | -         | JTI UK Limited                            |
| 06/10/2005 | Cres Neva Company Ltd.  | 1,518     | JT International Company Netherlands B.V. |
| 09/06/2006 | Cita Tabacos De Canarias, S.L.  | 14,866    | JTI UK Limited                            |
| 12/15/2006 | Gallaher Group Plc  | 2,227,423 | Japan Tobacco Inc.                        |
| 07/28/2011 | Haggar Cigarette & Tobacco Factory Ltd.   | 35,407    | JT International Company Netherlands B.V. |
| 05/24/2012 | V.D.M. Invest CVA   | 47,524    | Japan Tobacco Inc.                        |
| 11/16/2012 | Al Nakhla Tobacco Company S.A.E. and Al Nakhla Tobacco Company Free Zone              | 16,254    | Japan Tobacco Inc.                        |
| 03/31/2014 | JT International Berhad   | 26,928    | JT International Company Netherlands B.V. |
| 06/11/2014 | Zandera Ltd.  | -         | Japan Tobacco Inc.                        |
| 04/30/2015 | Logic Technology Development LLC  | -         | Japan Tobacco Inc.                        |
| 09/29/2015 | Reynolds America Subsidiaries And Trademarks For Natural American Spirit Outside U.S. | 600,000   | JT International Company Netherlands B.V. |
| 05/31/2016 | National Tobacco Enterprise S.C.  | 56,582    | Japan Tobacco Inc.                        |
| 08/04/2017 | PT. Karyadibya Mahardhika and PT. Surya Mustika Nusantara                             | 110,670   | Japan Tobacco Inc.                        |
| 12/21/2017 | National Tobacco Enterprise S.C.  | 49,200    | Japan Tobacco Inc.                        |
| 08/06/2018 | United Dhaka Tobacco Company Limited  | 164,517   | Japan Tobacco Inc.                        |

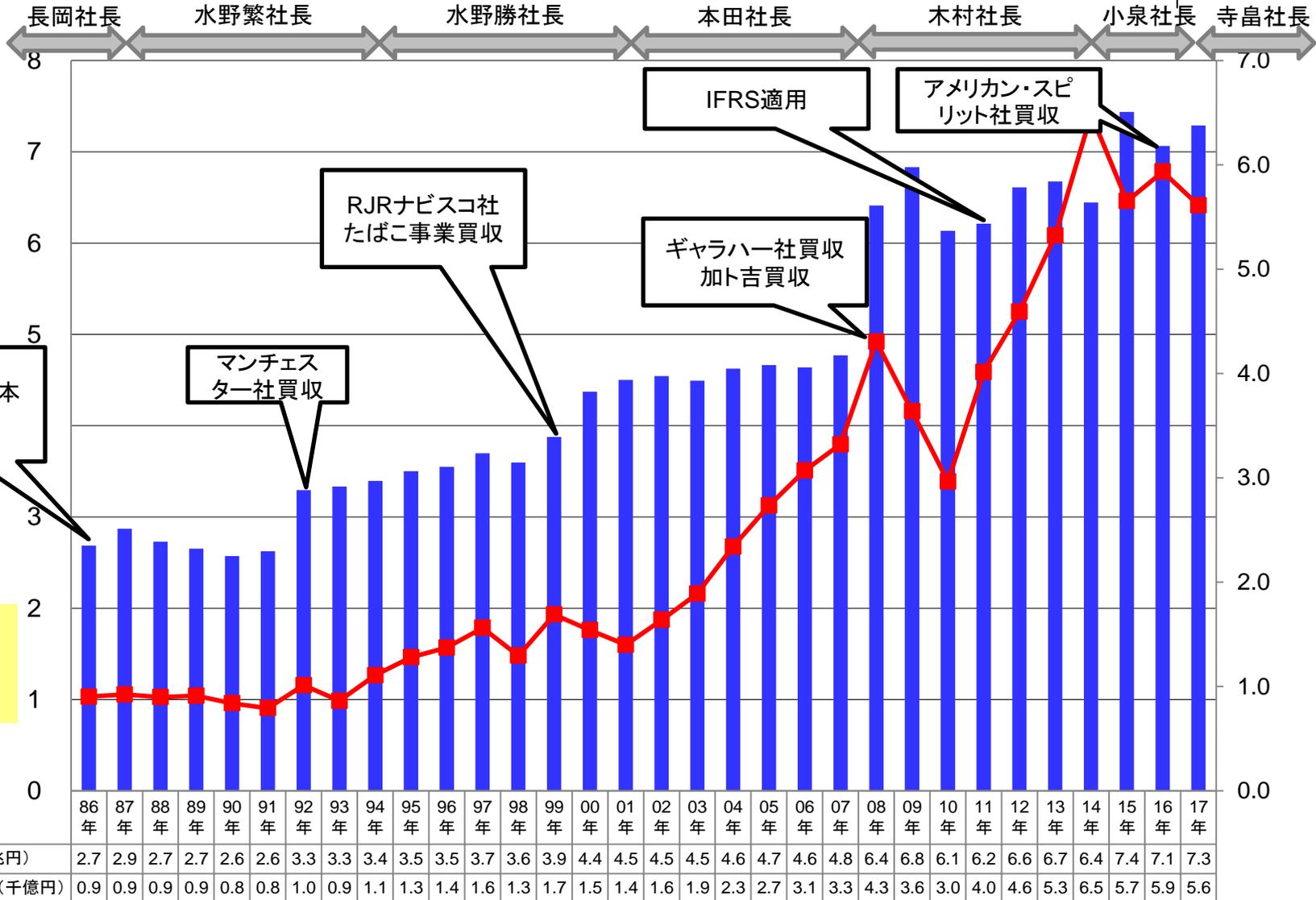
# JTの国内事業構造 改革

# JTのファンダメンタルズの特徴

## 売上高と営業利益の推移(再掲)



HITOTSUBASHI UNIVERSITY



売上高については、2010年度決算よりたばこ税が収益から控除されていたため、それを足し戻した値にしている。

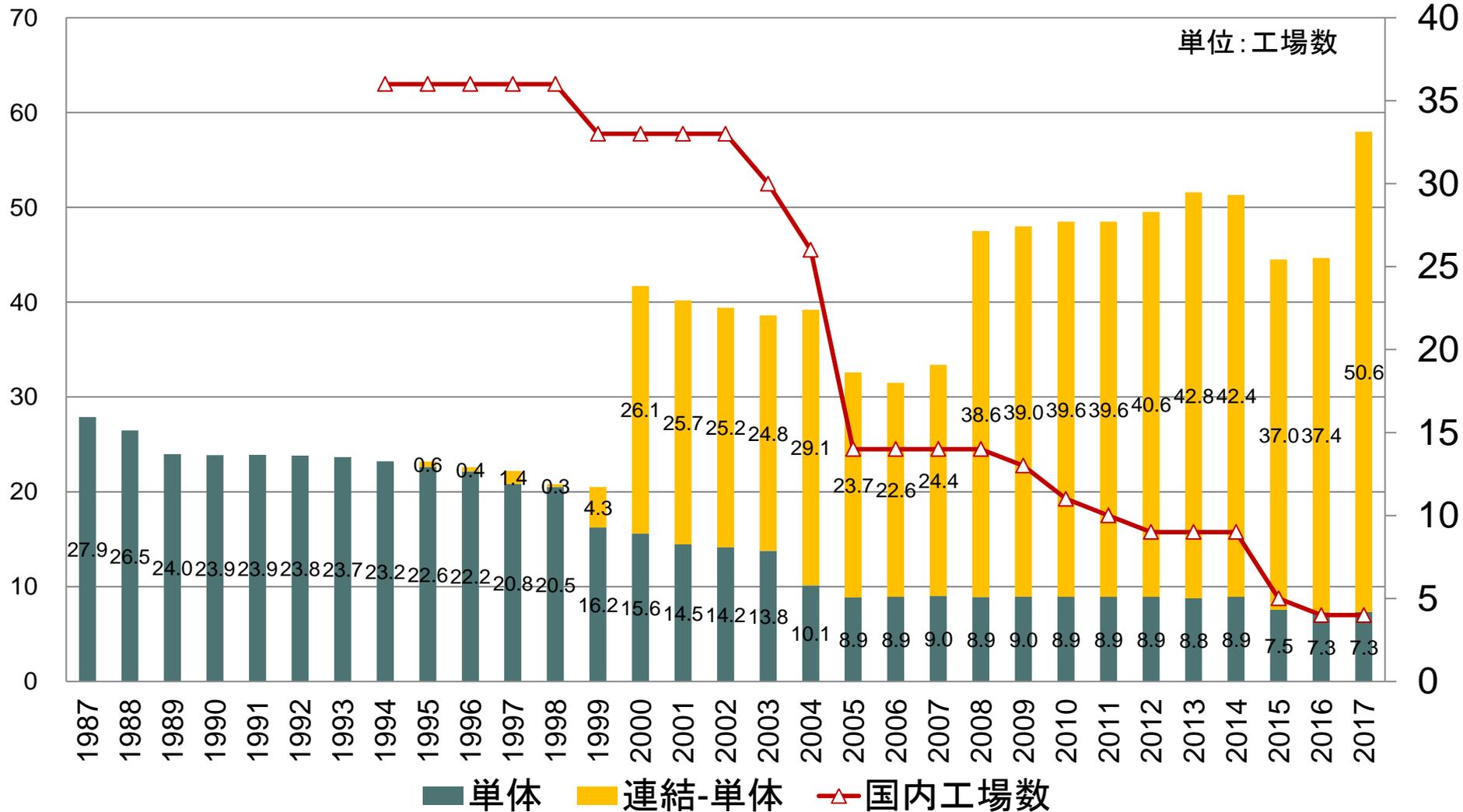
# JTのファンダメンタルの特徴

## 期末従業員数の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

単位:千人



# JTのファンダメンタルの特徴

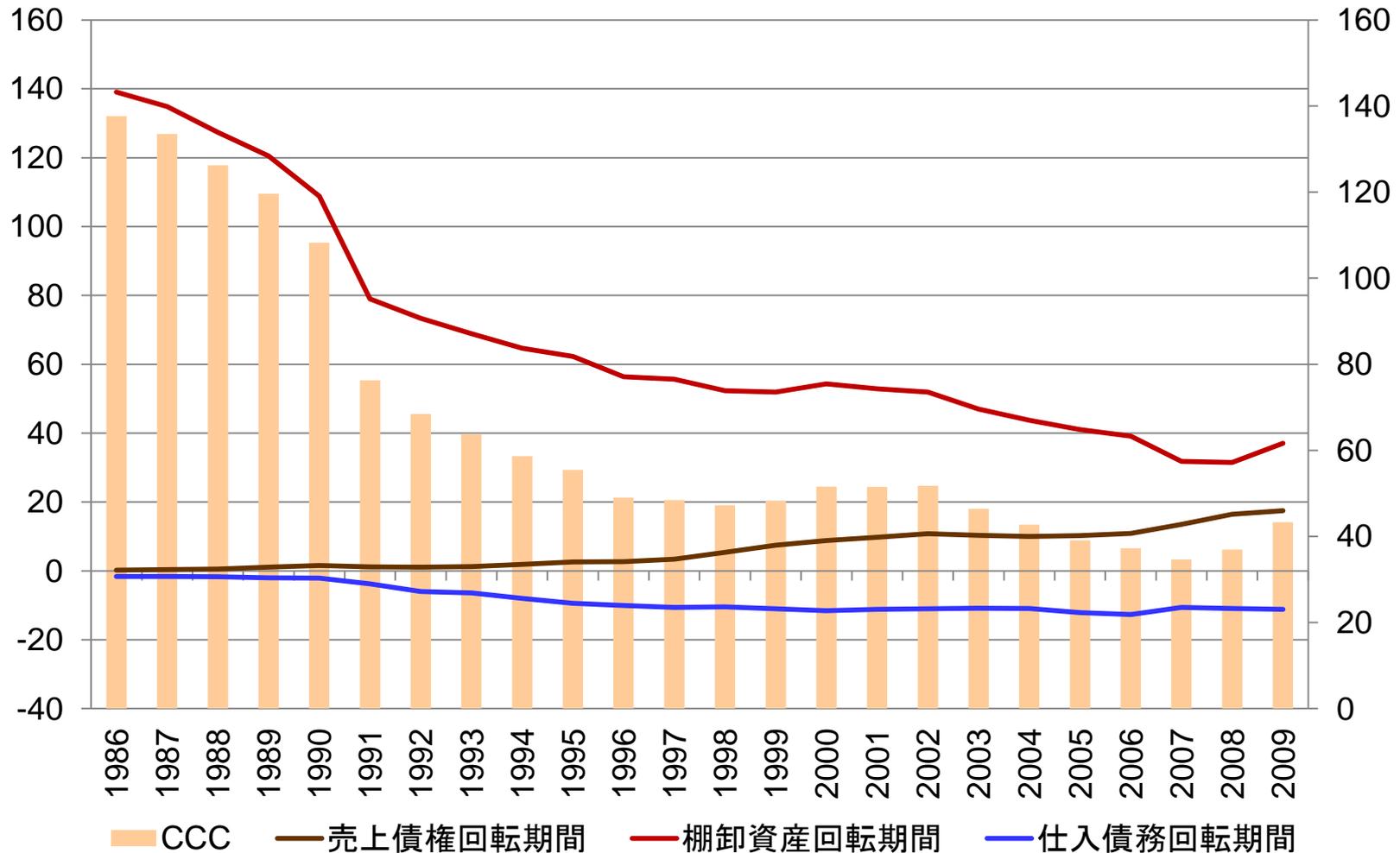
## セグメントごとの従業員数の近年の動向



|           |                |                |            |             |              |             |              |             |
|-----------|----------------|----------------|------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 2004年3月期  | たばこ産業<br>28504 | -              | 医薬<br>1551 | 食品<br>5409  | -            | その他<br>2608 | 全社業務<br>1171 | 合計<br>39243 |
| 2005年3月期  | たばこ産業<br>24350 | -              | 医薬<br>1566 | 食品<br>5357  | -            | その他<br>706  | 全社業務<br>661  | 合計<br>32640 |
| 2006年3月期  | 国内たばこ<br>11795 | 海外たばこ<br>11943 | 医薬<br>1532 | 食品<br>5232  | -            | その他<br>604  | 全社業務<br>370  | 合計<br>31476 |
| 2007年3月期  | 国内たばこ<br>11534 | 海外たばこ<br>12401 | 医薬<br>1554 | 食品<br>7084  | -            | その他<br>461  | 全社業務<br>394  | 合計<br>33428 |
| 2008年3月期  | 国内たばこ<br>11548 | 海外たばこ<br>22324 | 医薬<br>1569 | 食品<br>11169 | -            | その他<br>441  | 全社業務<br>408  | 合計<br>47459 |
| 2009年3月期  | 国内たばこ<br>11281 | 海外たばこ<br>23227 | 医薬<br>1616 | 食品<br>10975 | -            | その他<br>429  | 全社業務<br>449  | 合計<br>47977 |
| 2010年3月期  | 国内たばこ<br>11282 | 海外たばこ<br>24751 | 医薬<br>1634 | 食品<br>11143 | -            | その他<br>352  | 全社業務<br>503  | 合計<br>49665 |
| 2011年3月期  | 国内たばこ<br>11191 | 海外たばこ<br>23902 | 医薬<br>1664 | 食品<br>10864 | -            | -           | 全社業務<br>851  | 合計<br>48472 |
| 2012年3月期  | 国内たばこ<br>11092 | 海外たばこ<br>24237 | 医薬<br>1693 | 食品<br>10646 | -            | -           | 全社業務<br>861  | 合計<br>48529 |
| 2013年3月期  | 国内たばこ<br>11043 | 海外たばこ<br>24397 | 医薬<br>1744 | 飲料<br>4912  | 加工食品<br>6563 | -           | 全社業務<br>848  | 合計<br>49507 |
| 2014年3月期  | 国内たばこ<br>11022 | 海外たばこ<br>26731 | 医薬<br>1787 | 飲料<br>5035  | 加工食品<br>6096 | -           | 全社業務<br>892  | 合計<br>51563 |
| 2015年12月期 | 国内たばこ<br>9470  | 海外たばこ<br>26200 | 医薬<br>1839 | -           | 加工食品<br>5798 | -           | 全社業務<br>1178 | 合計<br>44485 |
| 2016年12月期 | 国内たばこ<br>9486  | 海外たばこ<br>26558 | 医薬<br>1850 | -           | 加工食品<br>5683 | -           | 全社業務<br>1090 | 合計<br>44667 |
| 2017年12月期 | 国内たばこ<br>10291 | 海外たばこ<br>39281 | 医薬<br>1883 | -           | 加工食品<br>5489 | -           | 全社業務<br>1019 | 合計<br>57963 |
|           |                |                |            |             |              |             |              |             |

# JTのファンダメンタルの特徴

## キャッシュ化速度



## M&Aターゲットの選択 基準



# たばこ産業における主要なM&A(1988-2004年)

JTのM&Aは、他社と比べてどのような特徴を持っているか。それはどのような長所、短所があるか。

| 公表日        | ターゲット  | 取引価額(百万円) | 買い手  |
|------------|--|-----------|--|
| 1988/10/27 | RJR Nabisco  | 3,258,811 | KKR & Co. L.P.   |
| 1994/6/30  | Branded Consumer Products AB                                   | 60,451    | AB Volvo   |
| 1998/4/7   | Douwe Egberts Van Nelle Tobacco                                | 144,374   | Imperial Brands PLC  |
| 1998/12/17 | Consolidated Cigar Hldngs                                      | 85,236    | Societe Nationale d'Exploitation Industrielle des Tabacs et Allumettes SAS |
| 1999/1/11  | Rothmans International B.V.                                    | 815,707   | British American Tobacco p.l.c.  |
| 1999/3/10  | RJR Nabisco Holdings Corp., Non USA Tobacco Business           | 938,347   | Japan Tobacco Inc.   |
| 1999/8/3   | Imasco Ltd.  | 1,288,097 | Imperial Tobacco Canada Limited  |
| 2001/1/30  | British American Tobacco Australasia Limited                   | 68,552    | British American Tobacco p.l.c.  |
| 2001/6/22  | Austria Tabak GmbH & Co KG                                     | 81,584    | JTI UK Limited   |
| 2001/7/21  | CBHC Inc.  | 122,850   | Houchens Industries, Inc.  |
| 2001/8/29  | Austria Tabak GmbH & Co KG                                     | 178,886   | JTI UK Limited   |
| 2002/3/7   | Reemtsma Cigarettenfabriken GmbH                               | 583,494   | Imperial Brands PLC  |
| 2003/5/6   | Papastratos Cigarette Manufacturing Company S.A.               | 72,471    | Philip Morris Holland B.V.   |
| 2003/6/3   | Imperial Tobacco Maroc SA                                      | 181,290   | Altadis S.A.   |
| 2003/7/16  | British American Tobacco Italia S.p.A.                         | 307,565   | British American Tobacco p.l.c. (; Confcommercio                           |
| 2003/10/28 | Brown & Williamson Tobacco Corporation, U.S. Domestic Business | 290,253   | Reynolds American Inc.   |
| 2004/1/22  | Reemtsma Cigarettenfabriken GmbH                               | 74,760    | Imperial Brands PLC  |
| 2004/11/8  | Standard Commercial Corp.                                      | 77,158    | Alliance One International, Inc.   |

※日本円で500億円以上のディールで、同意までいたったものを中心に取り上げている。



# たばこ産業における主要なM&A(2005-2016年)

| 公表日        | ターゲット   | 取引価額(百万円) | 買い手   |
|------------|---|-----------|---|
| 2005/3/13  | PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk  | 343,452   | PT Philip Morris Indonesia                                    |
| 2005/3/14  | PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk  | 210,020   | PT Philip Morris Indonesia                                    |
| 2006/4/24  | American Snuff Company, LLC   | 402,255   | Reynolds American Inc.  |
| 2006/7/31  | Imperial Tobacco Maroc SA   | 54,516    | Altadis S.A.  |
| 2006/8/23  | Tchibo Holding AG, Davidoff Cigarette   | 80,471    | Imperial Brands PLC   |
| 2006/12/15 | Gallaher Group Plc  | 2,227,423 | Japan Tobacco Inc.  |
| 2007/2/8   | CBHC Inc.   | 230,214   | Imperial Brands PLC   |
| 2007/3/15  | Altadis S.A.  | 2,775,654 | Imperial Brands PLC   |
| 2007/10/31 | John Middleton Co.  | 334,095   | Altria Group, Inc.  |
| 2008/2/22  | Tekel AS, Tobacco Processing and Cigarette Production Unit                                    | 184,014   | British American Tobacco p.l.c.                               |
| 2008/2/28  | Skandinavisk Tobakskompagni AS, Cigarette Business, Certain Roll Your Own and Snus Activities | 441,522   | British American Tobacco p.l.c.                               |
| 2008/7/31  | Rothmans Inc.   | 234,384   | Philip Morris International Inc.                              |
| 2008/9/8   | UST LLC   | 1,270,202 | Altria Group, Inc.  |
| 2009/6/17  | PT Bentoel International Investama Tbk (JKSE:RMBA)  | 61,958    | British American Tobacco p.l.c.                               |
| 2014/7/15  | Lorillard, LLC  | 2,892,951 | Reynolds American Inc.  |
| 2014/7/15  | US Cigarette Brands and Other Assets of Lorillard, Inc. and Reynolds American Inc.            | 717,263   | Imperial Brands PLC   |
| 2015/2/23  | Souza Cruz S.A.   | 303,717   | British American Tobacco Americas Prestacao de Servicos Ltda. |
| 2015/6/1   | TDR   | 74,685    | British American Tobacco p.l.c.                               |
| 2015/9/29  | Reynolds America Subsidiaries And Trademarks For Natural American Spirit Outside U.S.         | 600,000   | JT International Company Netherlands B.V.                     |
| 2016/10/21 | Reinolds America  | 6,197,893 | British Americans   |

※日本円で500億円以上のディールで、同意までいたったものを中心に取り上げている。

# たばこ産業における主要なM&A取引概要 (1999-2005年)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

| Agreement Date            | Jan-11-1999                       | Mar-10-1999  | Aug-03-1999             | Mar-07-2002                      | Jul-16-2003                  | Oct-27-2003  | Mar-12-2005                      | Apr-24-2006           |
|---------------------------|-----------------------------------|--|-------------------------|----------------------------------|------------------------------|--|----------------------------------|-----------------------|
| Closed Date               | Jun-07-1999                       | May-12-1999  | Feb-01-2000             | May-15-2002                      | Dec-23-2003                  | Jul-30-2004  | May-18-2005                      | May-31-2006           |
| Target                    | Rothmans International B.V        | RJR Nabisco Holdings Corp., Non USA Tobacco Business | Imasco Ltd.             | Reemtsma Cigarettenfabriken GmbH | ETI - Ente Tabacchi Italiani | Brown & Williamson Tobacco Corporation, U.S. Domestic Business | PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk | Conwood Company LLC   |
| Buyer                     | British American Tobacco plc      | Japan Tobacco Inc.                                   | Imperial Tobacco Canada | Imperial Tobacco Group PLC       | British American Tobacco plc | Reynolds American Inc.   | PT Philip Morris Indonesia       | Reynolds American Inc |
| Seller                    | Compagnie Financiere Richemont SA | Reynolds American Inc.                               |                         | Tchibo Holding AG                | GE Capital Interbanca S.p.A. | Brown & Williamson Tobacco Corporation,                        | -                                | -                     |
| %acquired                 | 100%                              | 100%   | 58%                     | 90%                              | 100%                         | 100%   | 100%                             | 100%                  |
| Currency                  | Pound(M)                          | Dollar(M)  | Dollar(M)               | Euro(M)                          | Euro(M)                      | Dollar(M)  | Dollar(M)                        | Dollar(M)             |
| Transaction Value         | 4,577.25                          | 7,830.00   | 7,410.00                | 5,221.00                         | 2,320.00                     | 2,679.34   | 2,899.99                         | 3,350.00              |
| Enterprise Value/Revenue  |                                   | 2.6  | 2.8                     |                                  |                              |  | 2.50                             | 7.7                   |
| Enterprise Value/EBITDA   |                                   |  | 7                       |                                  |                              |  | 13.4                             | 13.6                  |
| Equity Value/Net Income   |                                   |  | 24.5                    |                                  |                              |  | 21.6                             |                       |
| Equity Value/Book Value   |                                   |  | 5.2                     |                                  |                              |  | 8.4                              |                       |
| Buyer Revenues            | 14,584.00                         | 26,985.66  | 5,908.38                | 2,534.42                         | 15,147.07                    | 5,439.00   | 1,990.37                         | 8,259.00              |
| Buyer EBITDA              | 1,948.00                          | 1,034.58   | 2,401.09                | 1,108.55                         | 4,560.24                     | 907  | 379.38                           | 2,081.00              |
| Buyer EBIT                | 1,624.00                          | 923.54   | 2,220.56                | 1,020.00                         | 3,325.56                     | 725  | 351.43                           | 1,915.00              |
| Buyer Net Income          | 346                               | 435.29   | 529.35                  | 591.99                           | 1,238.99                     | -3,409.00  | 230.29                           | 984                   |
| Buyer Total Common Equity | 64                                | 10,170.80  | 2,496.78                | -1,626.75                        | 7,403.73                     | 3,102.00   | 595.64                           | 6,718.00              |
| Buyer Total Debts         | 3,730.00                          | 868.49   | 3,801.15                | 3,506.05                         | 7,862.78                     | 1,748.00   | 258.95                           | 1,735.00              |
| Buyer Net Debts           | 2,575.00                          | -4,487.00  | 3,780.00                | 2,761.55                         | 1,968.57                     | 73   | 209.14                           | -446                  |
| Buyer Total Assets        | 7,452.00                          | 15,445.12  | 36,445.88               | 3,643.80                         | 23,316.36                    | 10,181.00  | 1,203.05                         | 13,927.00             |

※日本円で3000億円以上のディールで、同意までいたったものを取り上げている。

# たばこ産業における主要なM&A取引概要 (2006-2016年)



| Agreement Date            | Dec-15-2006       | Mar-15-2007                | Oct-31-2007              | Feb-28-2008   | Sep-07-2008        | Jul-15-2014  | Sep-28-2015   |
|---------------------------|-------------------|----------------------------|--------------------------|---|--------------------|--|---|
| Closed Date               | Apr-18-2007       | Jan-25-2008                | Dec-11-2007              | Jul-02-2008   | Jan-06-2009        | Jun-12-2015  | Jan-13-2016   |
| Target                    | Gallahar Group    | Altadis S.A.               | John Middleton Co.       | Skandinavisk Tobakskompagni AS, Cigarette Business, Certain Roll Your Own and Snus Activities | UST LLC            | US Cigarette Brands and Other Assets of Lorillard, Inc. and Reynolds American Inc. | Reynolds America Subsidiaries And Trademarks For Natural American Spirit Outside U.S. |
| Buyer                     | Japan Tobacco Inc | Imperial Tobacco Group PLC | Altria Group, Inc        | British American Tobacco p.l.c.   | Altria Group, Inc. | Imperial Tobacco Group PLC   | JT International Company Netherlands B.V.   |
| Seller                    | -                 | -                          | Bradford Holding Company | Skandinavisk Tobakskompagni AS  |                    | Lorillard, Inc.; Reynolds American   |   |
| %acquired                 | 100%              | 100%                       | 100%                     | 100%  | 100%               | 50%  | 100%  |
| Currency                  | Pound(M)          | Pound(M)                   | Dollar(M)                | DKK mm  | Dollar(M)          | Dollar(M)  | Yen(M)  |
| Transaction Value         | 7,487.41          | 12,671.07                  | 2,755.00                 | 20,529.00   | 10,324.51          |  | 600,000.00  |
| Enterprise Value/Revenue  | 3.5               | 1.2                        |                          |   | 6.1                |  | 34.1  |
| Enterprise Value/EBITDA   | 12.2              | 13.2                       |                          |   | 12.7               |  | 285.7   |
| Equity Value/Net Income   | 18.7              | 25.1                       |                          |   | 19.2               |  |   |
| Equity Value/Book Value   | 23                | 21.6                       |                          |   |                    |  |   |
| Buyer Revenues            | 2,700.50          | 12,517.66                  | 71,768.00                | 101,717.10  | 1,931.00           | 23,977.59  | 22,528.84   |
| Buyer EBITDA              | 773               | 1,151.11                   | 20,600.00                | 37,638.78   | 972.14             | 5,476.78   | 7,216.06  |
| Buyer EBIT                | 674               | 950.31                     | 18,777.00                | 34,795.82   | 921.28             | 4,199.09   | 5,954.01  |
| Buyer Net Income          | 399.5             | 505.42                     | 12,072.00                | 21,626.81   | 537.78             | 1,780.55   | 4,856.91  |
| Buyer Total Common Equity | 325               | 586.35                     | 17,239.00                | 69,855.62   | -423.55            | 8,663.30   | 25,215.55   |
| Buyer Total Debts         | 2,158.00          | 3,570.52                   | 8,025.00                 | 70,292.22   | 1,280.00           | 16,987.94  | 2,635.20  |
| Buyer Net Debts           | 1,940.00          | 2,314.46                   | 716                      | 56,757.69   | 1,232.47           | 14,494.14  | -,2,810.14  |
| Buyer Total Assets        | 7,452.00          | 15,445.12                  | 36,445.88                | 3,643.80  | 23,316.36          | 10,181.00  | 45,582.35   |

※日本円で3000億円以上のディールで、同意までいたったものを取り上げている。

# たばこ産業における主要な企業 時価総額ランキング



| Company Name                           | 2000    |
|--|---------|
| Altria Group, Inc.                     | 111,875 |
| British American Tobacco p.l.c.        | 18,841  |
| Japan Tobacco Inc.                     | 17,720  |
| Imperial Brands PLC                    | 6,150   |
| Reynolds American Inc.                 | 5,651   |
| KT&G Corporation                       | 3,275   |
| British American Tobacco Malaysia Bhd  | 3,007   |
| Swedish Match AB                       | 1,710   |
| PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk       | 1,643   |
| Universal Corporation                  | 1,101   |
| Casey's General Stores, Inc.           | 845     |
| Philip Morris CR AS                    | 483     |
| Vector Group Ltd.                      | 464     |
| Alliance One International, Inc.       | 285     |
| PT Bentoel International Investama Tbk | 107     |

| Company Name                          | 2005    |
|---------------------------------------|---------|
| Altria Group, Inc.                    | 183,415 |
| British American Tobacco p.l.c.       | 55,658  |
| Japan Tobacco Inc.                    | 32,955  |
| Imperial Brands PLC                   | 25,561  |
| Reynolds American Inc.                | 16,565  |
| ITC Limited                           | 13,875  |
| KT&G Corporation                      | 7,723   |
| PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk      | 4,654   |
| Swedish Match AB                      | 4,329   |
| British American Tobacco Malaysia Bhd | 3,585   |
| PT Gudang Garam Tbk                   | 2,674   |
| Philip Morris CR AS                   | 2,406   |
| Eastern Company SAE                   | 1,628   |
| Casey's General Stores, Inc.          | 1,471   |
| Universal Corporation                 | 1,314   |

# たばこ産業における主要な企業 時価総額ランキング



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

| Company Name                          | 2010   |
|---------------------------------------|--------|
| Philip Morris International Inc.      | 86,163 |
| British American Tobacco p.l.c.       | 62,317 |
| Altria Group, Inc.                    | 41,705 |
| Japan Tobacco Inc.                    | 28,788 |
| Imperial Brands PLC                   | 25,296 |
| ITC Limited                           | 24,480 |
| Reynolds American Inc. (NYSE:RAI)     | 15,431 |
| PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk      | 11,124 |
| PT Gudang Garam Tbk                   | 6,939  |
| KT&G Corporation                      | 5,957  |
| Swedish Match AB                      | 5,158  |
| British American Tobacco Malaysia Bhd | 3,380  |
| Casey's General Stores, Inc.          | 1,308  |
| Philip Morris CR AS                   | 1,220  |
| Vector Group Ltd.                     | 1,053  |

| Company Name                          | 2015    |
|---------------------------------------|---------|
| Philip Morris International Inc.      | 163,711 |
| Altria Group, Inc.                    | 137,186 |
| British American Tobacco p.l.c.       | 124,190 |
| Japan Tobacco Inc.                    | 80,063  |
| Reynolds American Inc.                | 79,276  |
| Imperial Brands PLC                   | 60,296  |
| ITC Limited                           | 47,819  |
| PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk      | 38,089  |
| KT&G Corporation                      | 13,439  |
| PT Gudang Garam Tbk                   | 9,217   |
| Swedish Match AB                      | 8,185   |
| Casey's General Stores, Inc.          | 5,647   |
| British American Tobacco Malaysia Bhd | 4,480   |
| Vector Group Ltd.                     | 3,476   |
| Pakistan Tobacco Company Ltd.         | 3,263   |

## 分析上の論点

## 本セッションの狙い

M&Aを持続的な企業価値創造に結びつけることができている企業は多くない。M&Aを通じて、成熟しつつ国内市場中心の事業構造から国内外でバランスの取れた事業構造を実現し、安定的にキャッシュ・フローを創造することができる日本たばこ産業を事例に、その手法や基本思考を学ぶ。

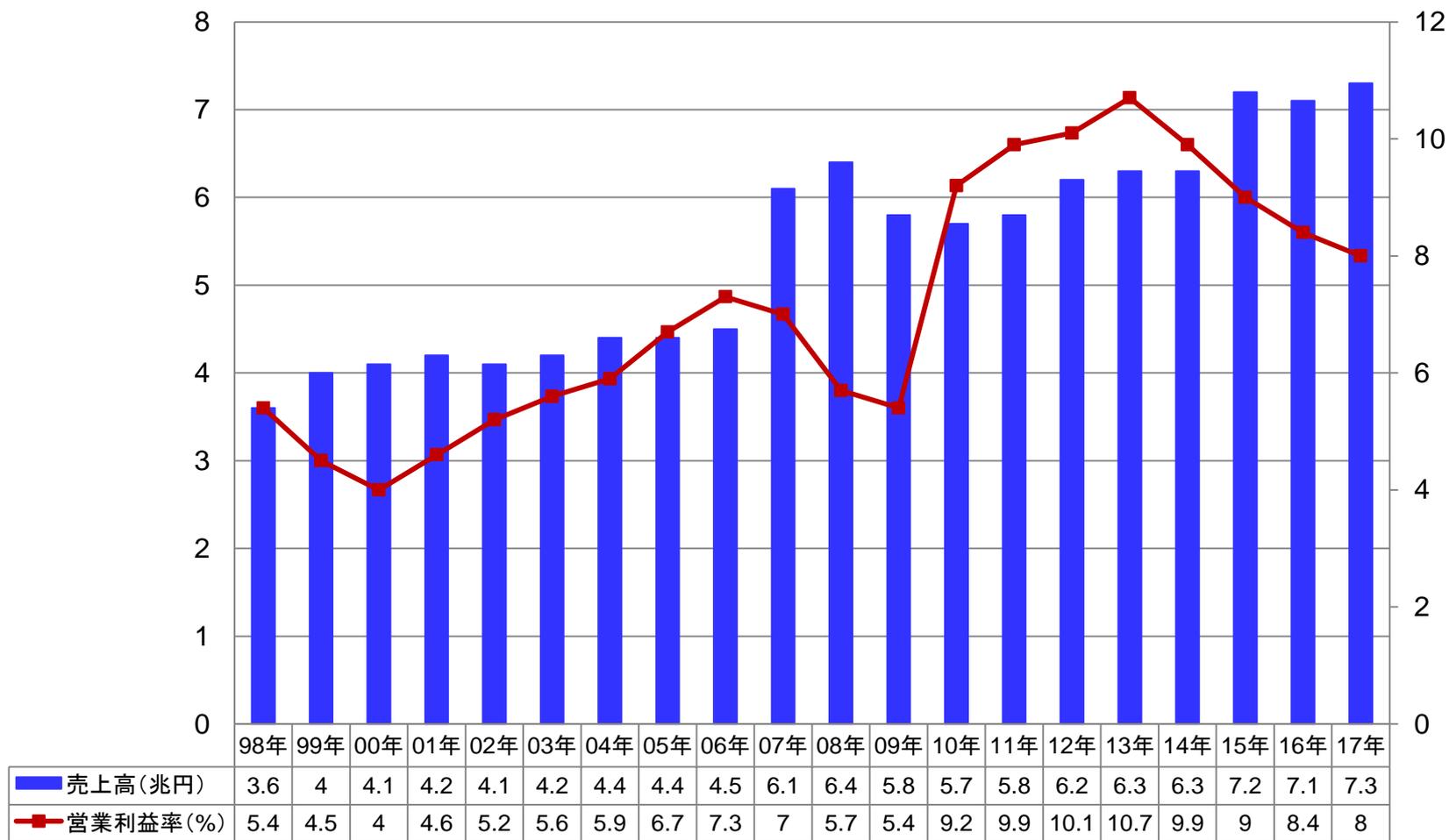
1. JTが株式を上場させた1990年代半ばの同社のファンダメンタルを基礎とした場合、どのような成長戦略の選択肢がありうるか。その実現にあたっての課題は何か。
2. JTはいつ、なぜM&Aを積極的に取り組むようになったのか。そうした狙いのためM&Aターゲットをどのような基準で絞り込んでいるか。
3. JTは、M&Aへの取り組みを加速するのに先立って、大きなプレゼンスを占めていた国内の事業構造改革を実践した。なぜそれが可能であったのか。
4. JTは、M&Aを成功させるために何を革新させたのか。JTのM&Aをテコとした成長戦略から皆さまは何を学ぶことができるか。

事例分析＋グループ・ディスカッション＋ゲスト・スピーカーによる講演とQ&AでM&Aを戦略的に企業価値創造に結びつける手法や基本思考を学ぶ。

参考資料  
セグメント情報

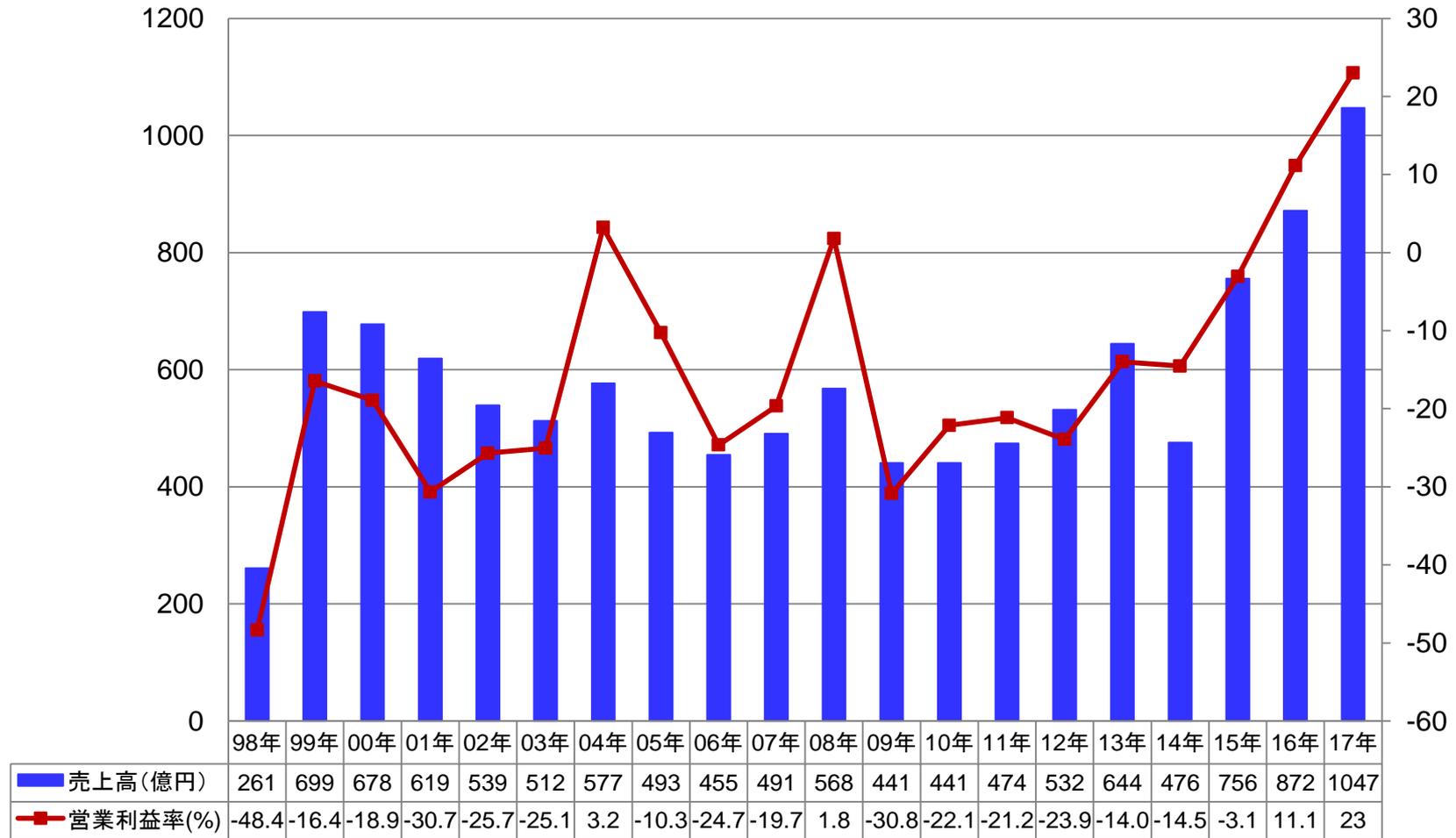
# JTのファンダメンタルズの特徴

## 事業セグメント:たばこ事業



# JTのファンダメンタルズの特徴

## 事業セグメント: 医薬事業



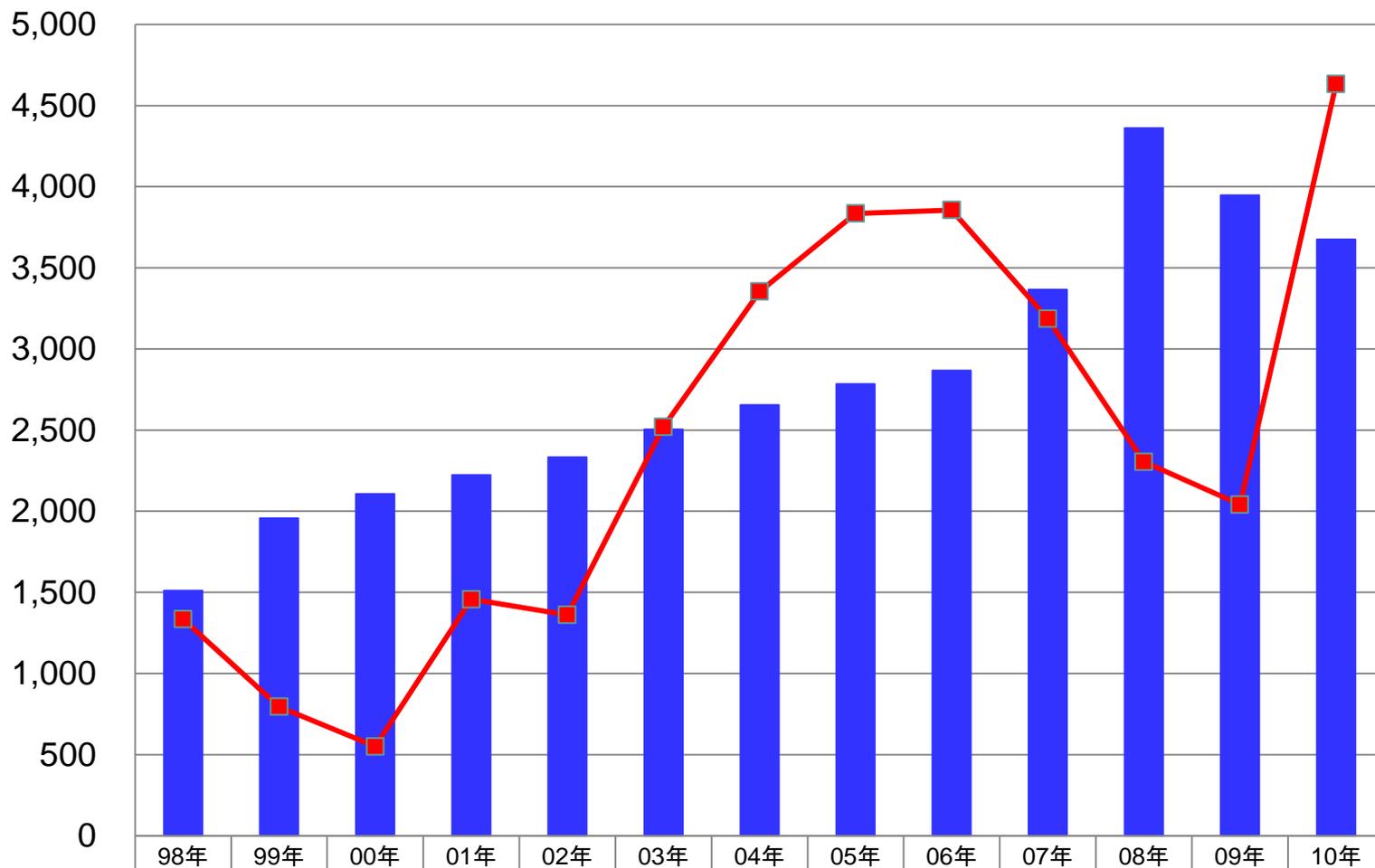
# JTのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント：食品（2010年以降はセグメントの統廃合により廃止）



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

6.0  
4.0  
2.0  
0.0  
-2.0  
-4.0  
-6.0  
-8.0  
-10.0



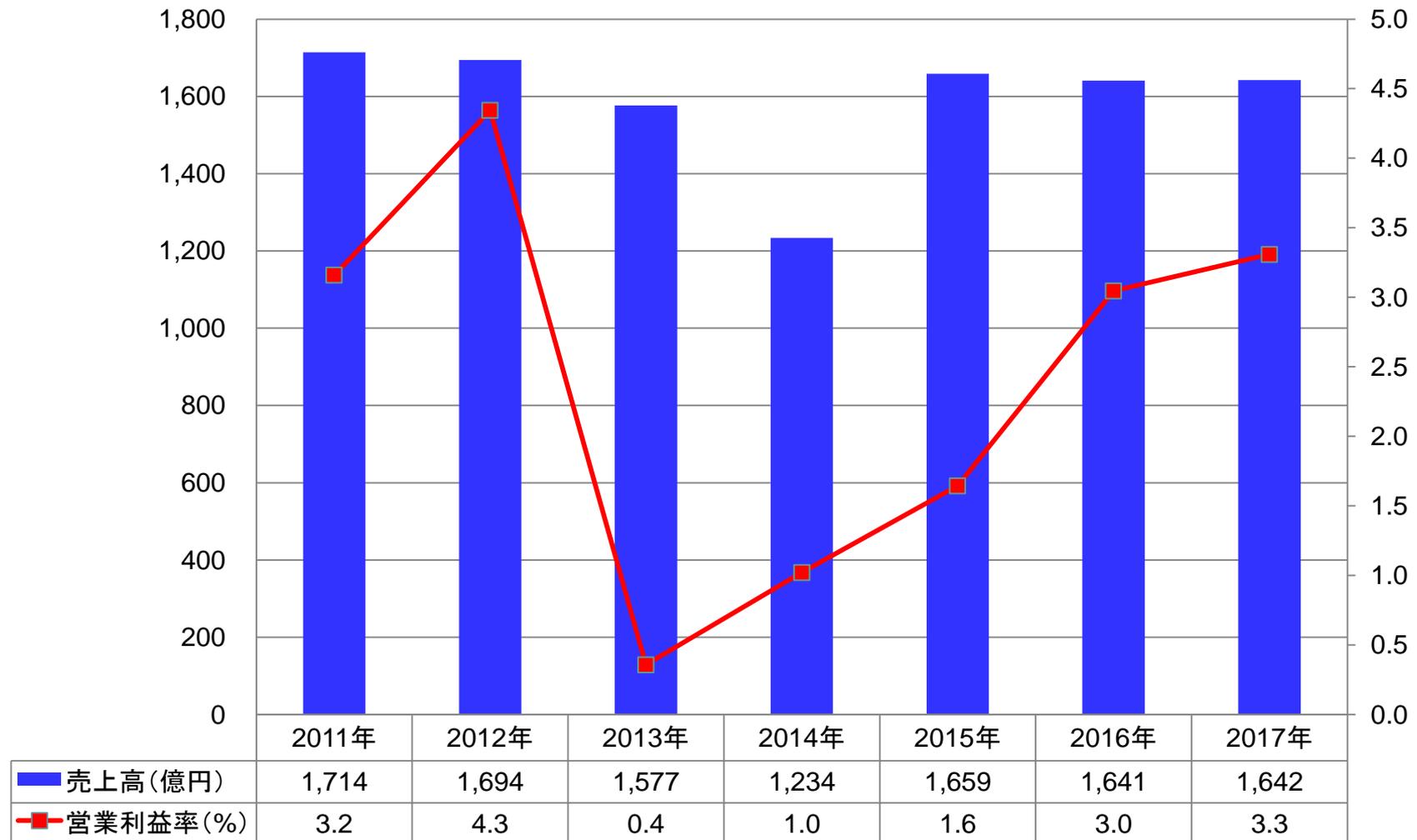
|           |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ■ 売上高(億円) | 1,512 | 1,956 | 2,107 | 2,223 | 2,333 | 2,505 | 2,656 | 2,785 | 2,867 | 3,365 | 4,361 | 3,948 | 3,676 |
| ■ 営業利益率   | -5.7  | -7.5  | -8.2  | -5.3  | -5.6  | -1.9  | 0.7   | 2.3   | 2.3   | 0.2   | -2.6  | -3.5  | 4.8   |

# JTのファンダメンタルの特徴

## 事業セグメント:加工食品(2011年より開始)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

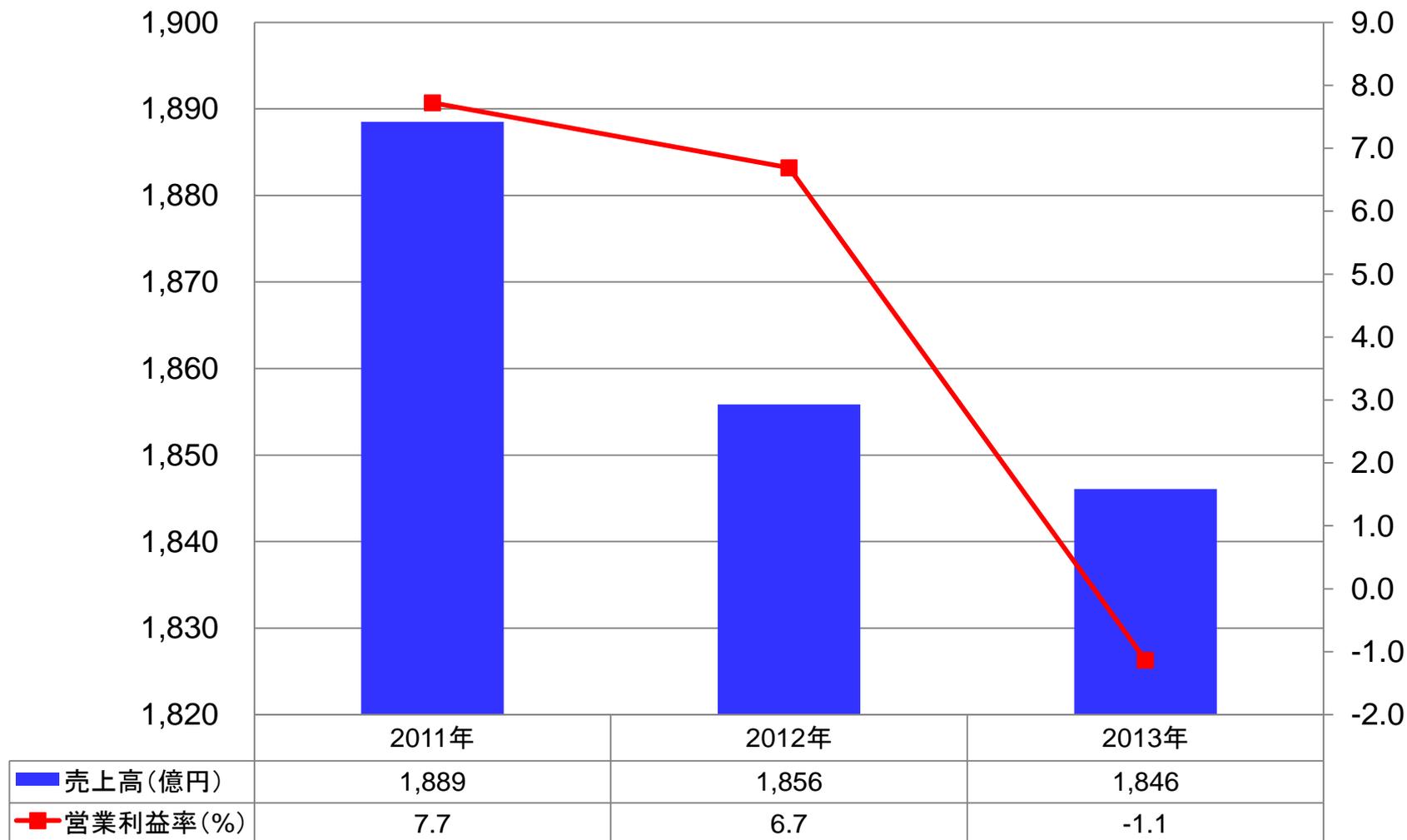


# JTのファンダメンタルの特徴

## 事業セグメント：飲料(2011年より開始、2014年以降はセグメント廃止)



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



# JTのファンダメンタルの特徴

## セグメントごとの営業利益の推移



HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY

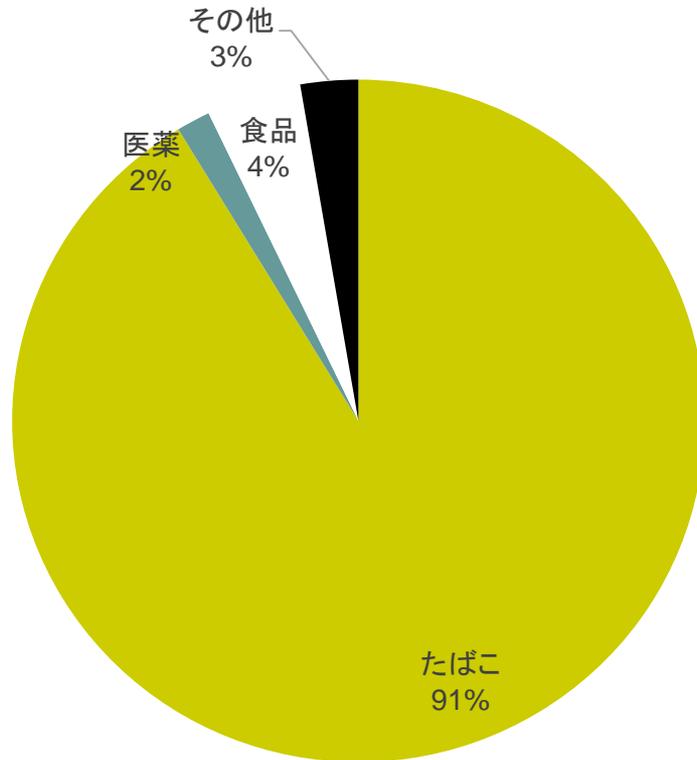
|       | たばこ     | 医薬      | 食品      | 加工食品  | 飲料     | 合計      |
|-------|---------|---------|---------|-------|--------|---------|
| 1998年 | 193,855 | -12,630 | -8,662  | -     | -      | 172,563 |
| 1999年 | 181,519 | -11,482 | -14,581 | -     | -      | 155,456 |
| 2000年 | 165,922 | -12,827 | -17,361 | -     | -      | 135,734 |
| 2001年 | 192,114 | -18,985 | -11,860 | -     | -      | 161,269 |
| 2002年 | 213,341 | -13,855 | -13,168 | -     | -      | 186,318 |
| 2003年 | 238,408 | -12,839 | -4,850  | -     | -      | 220,719 |
| 2004年 | 260,290 | 1,855   | 1,947   | -     | -      | 264,092 |
| 2005年 | 291,125 | -5,057  | 6,325   | -     | -      | 292,393 |
| 2006年 | 326,472 | -11,206 | 6,704   | -     | -      | 321,970 |
| 2007年 | 427,706 | -9,643  | 666     | -     | -      | 418,729 |
| 2008年 | 363,030 | 1,020   | -11,450 | -     | -      | 352,600 |
| 2009年 | 312,466 | -13,592 | -13,695 | -     | -      | 285,179 |
| 2010年 | 525,062 | -9,761  | 17,725  | -     | -      | 533,026 |
| 2011年 | 577,012 | -10,031 | -       | 5,416 | 14,584 | 586,981 |
| 2012年 | 624,498 | -12,726 | -       | 7,357 | 12,414 | 631,543 |
| 2013年 | 668,534 | -9,008  | -       | 563   | -2,097 | 657,992 |
| 2014年 | 619,288 | -6,914  | -       | 1,259 | -      | 613,633 |
| 2015年 | 648,448 | -2,315  | -       | 2,728 | -      | 648,861 |
| 2016年 | 596,432 | 9,717   | -       | 4,998 | -      | 626,657 |
| 2017年 | 583,577 | 24,094  | -       | 5,397 | -      | 585,300 |

# JTのファンダメンタルの特徴

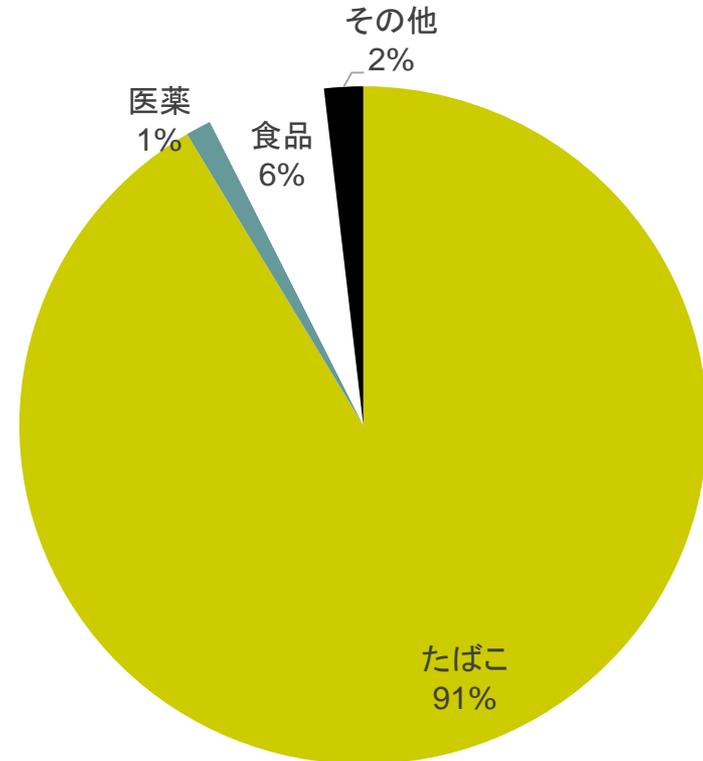
## 事業別セグメント売上高



2000年3月期



2005年3月期



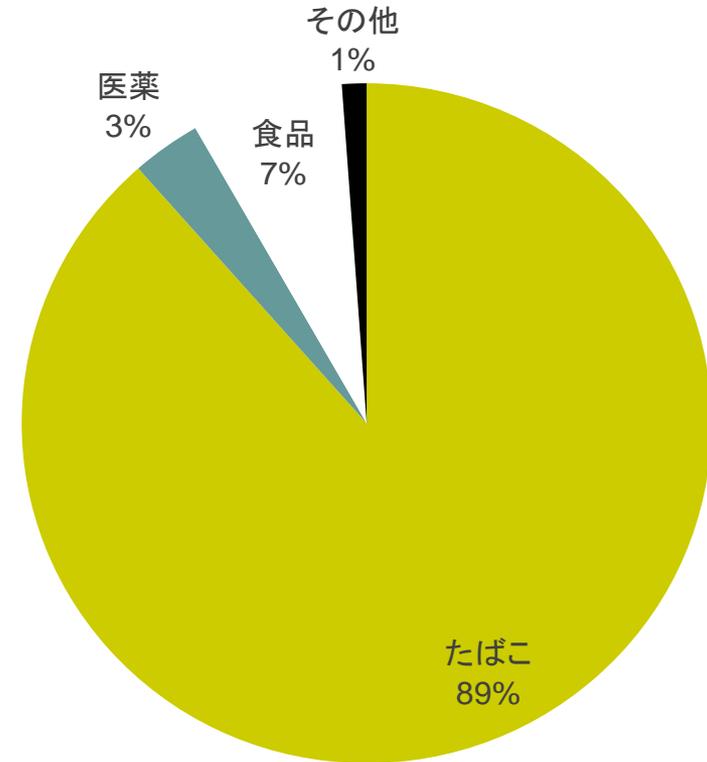
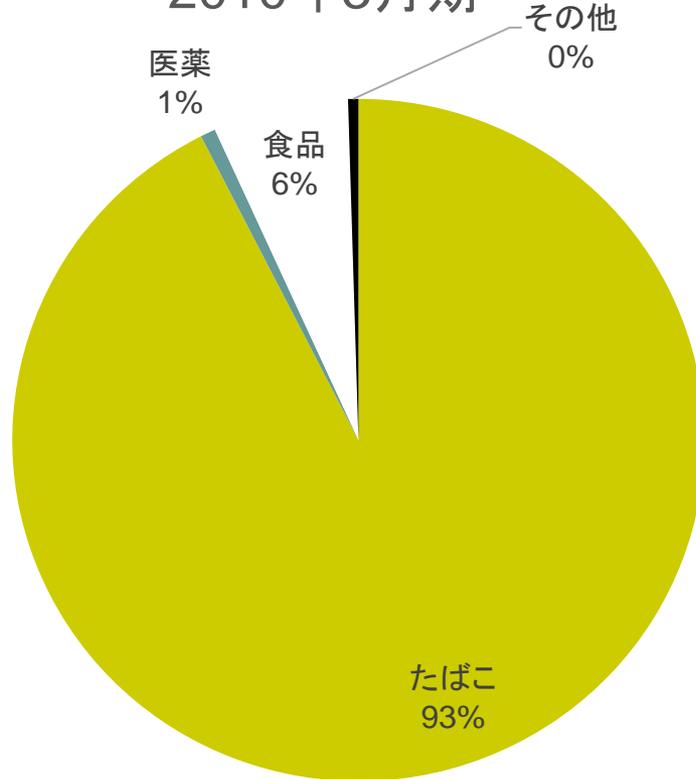
# JTのファンダメンタルの特徴

## 事業別セグメント売上高



2015年12月期

2010年3月期

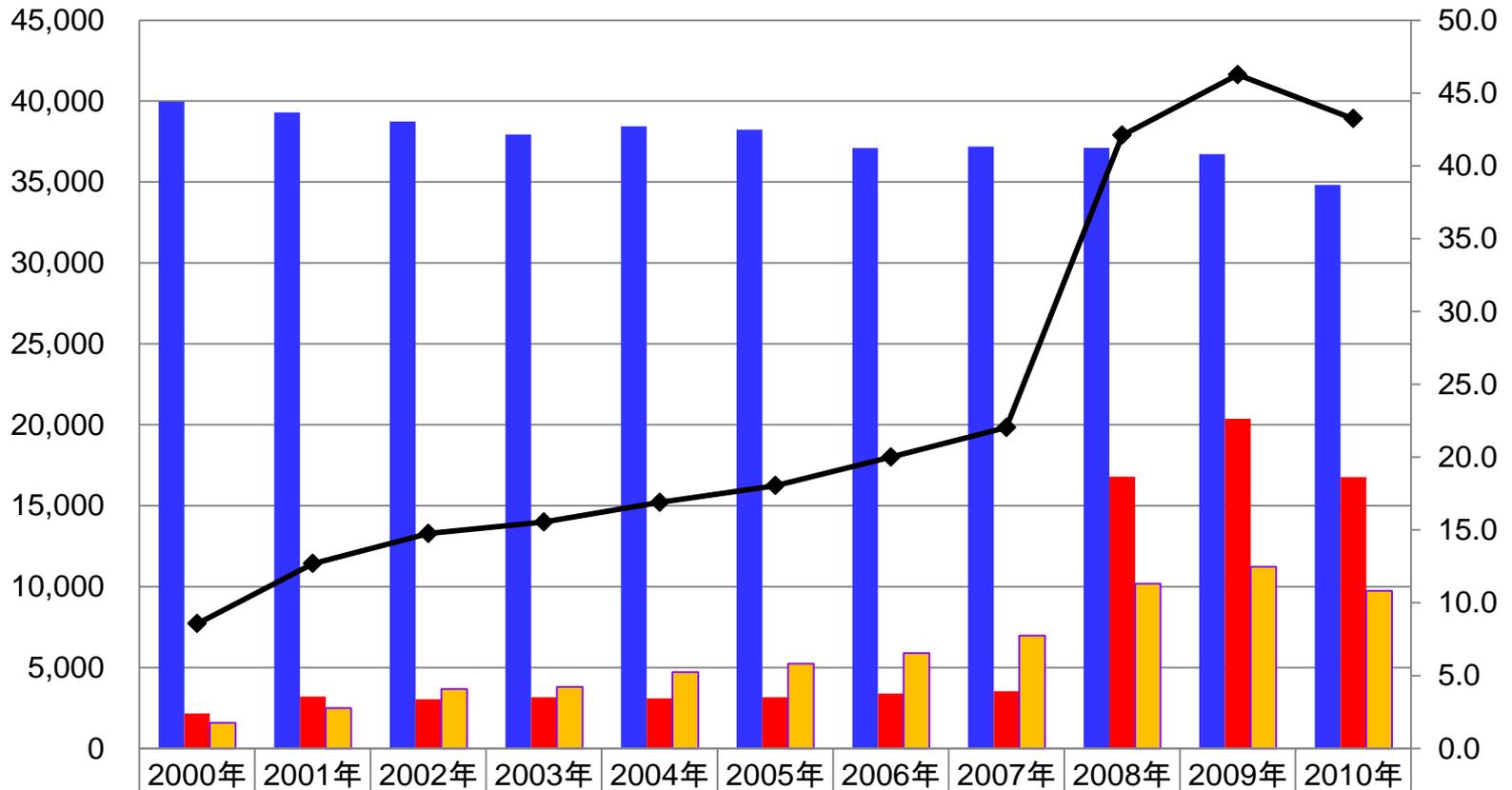


# JTのファンダメンタルの特徴

## 所在地別セグメント:売上高



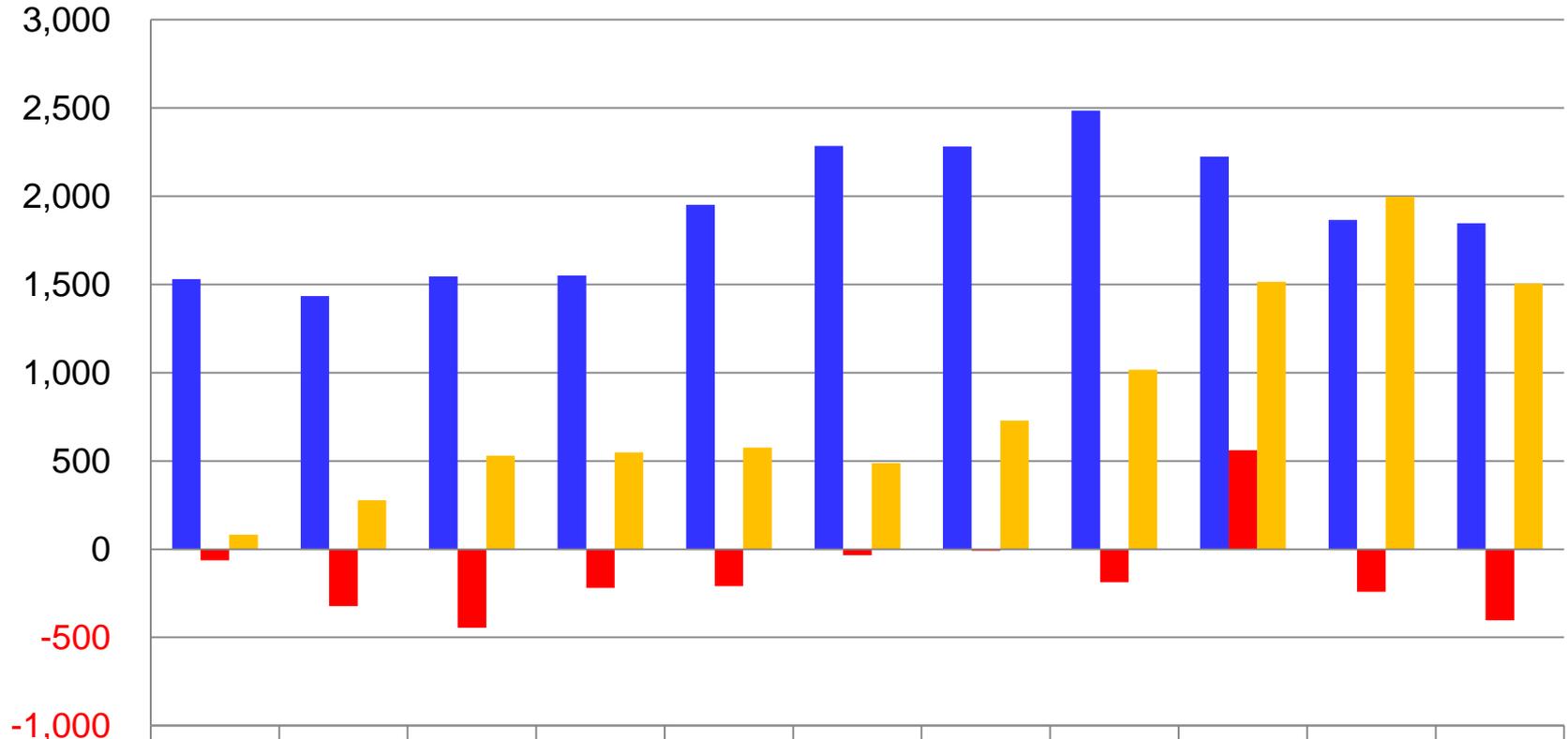
HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



|              |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |        |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| ■ 日本         | 39,970 | 39,306 | 38,736 | 37,943 | 38,441 | 38,231 | 37,100 | 37,185 | 37,118 | 36,720 | 34,825 |
| ■ 西欧         | 2,165  | 3,209  | 3,029  | 3,170  | 3,086  | 3,173  | 3,386  | 3,538  | 16,788 | 20,380 | 16,778 |
| ■ その他        | 1,577  | 2,501  | 3,676  | 3,809  | 4,724  | 5,241  | 5,891  | 6,971  | 10,192 | 11,223 | 9,744  |
| ◆ 海外売上高比率(%) | 8.6    | 12.7   | 14.8   | 15.5   | 16.9   | 18.0   | 20.0   | 22.0   | 42.1   | 46.3   | 43.2   |

# JTのファンダメンタルの特徴

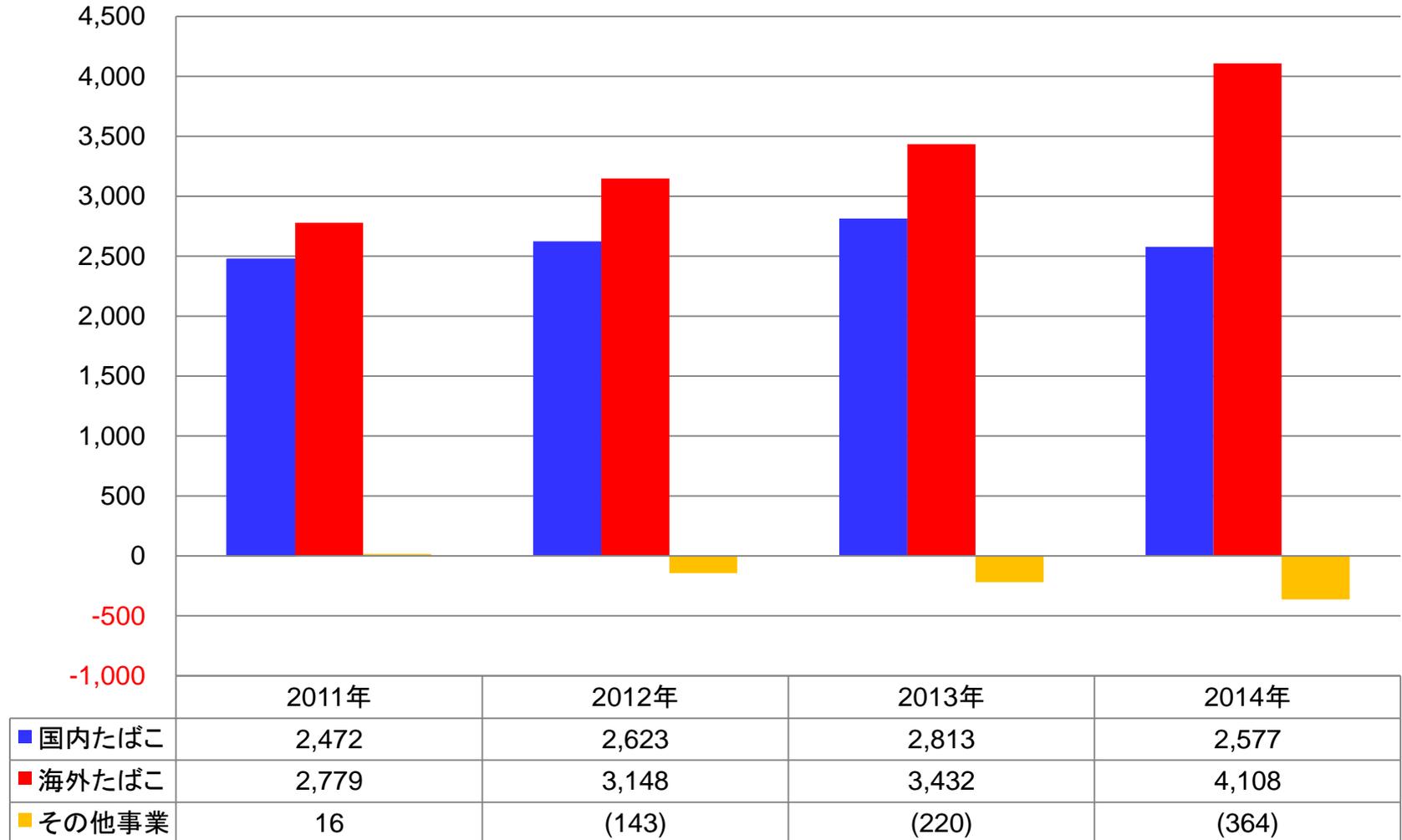
## 所在地別セグメント: 営業利益



|       | 2000年 | 2001年 | 2002年 | 2003年 | 2004年 | 2005年 | 2006年 | 2007年 | 2008年 | 2009年 | 2010年 |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| ■ 日本  | 1,530 | 1,434 | 1,545 | 1,550 | 1,951 | 2,283 | 2,281 | 2,485 | 2,223 | 1,864 | 1,846 |
| ■ 西欧  | (63)  | (323) | (445) | (219) | (210) | (34)  | (8)   | (188) | 559   | (242) | (403) |
| ■ その他 | 82    | 277   | 530   | 548   | 576   | 487   | 729   | 1,016 | 1,514 | 1,996 | 1,505 |

# JTのファンダメンタルの特徴

## 所在地別セグメント: 営業利益



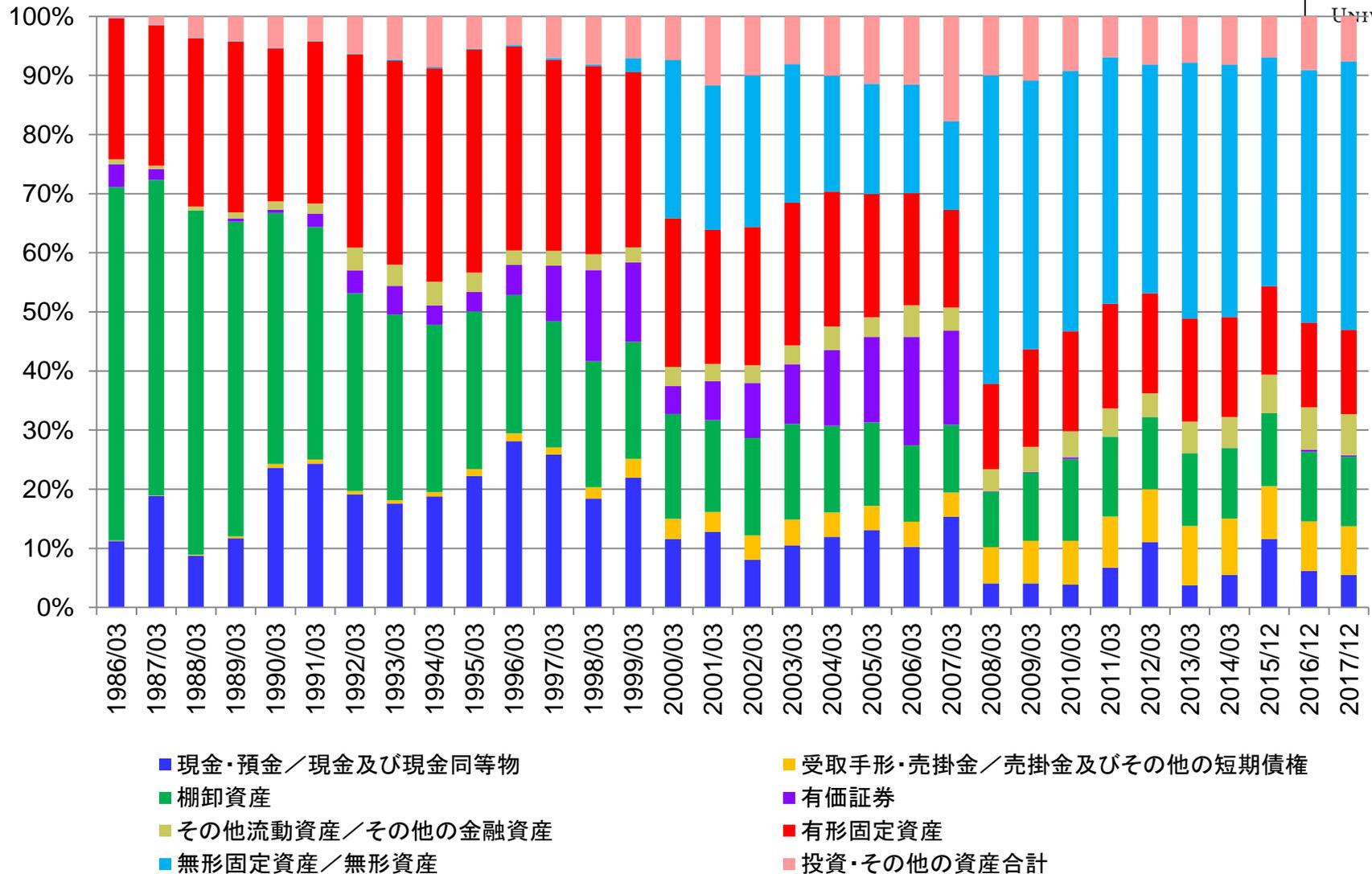
参考資料  
財務諸表数値

# JTのファンダメンタルの特徴

## 資産構成



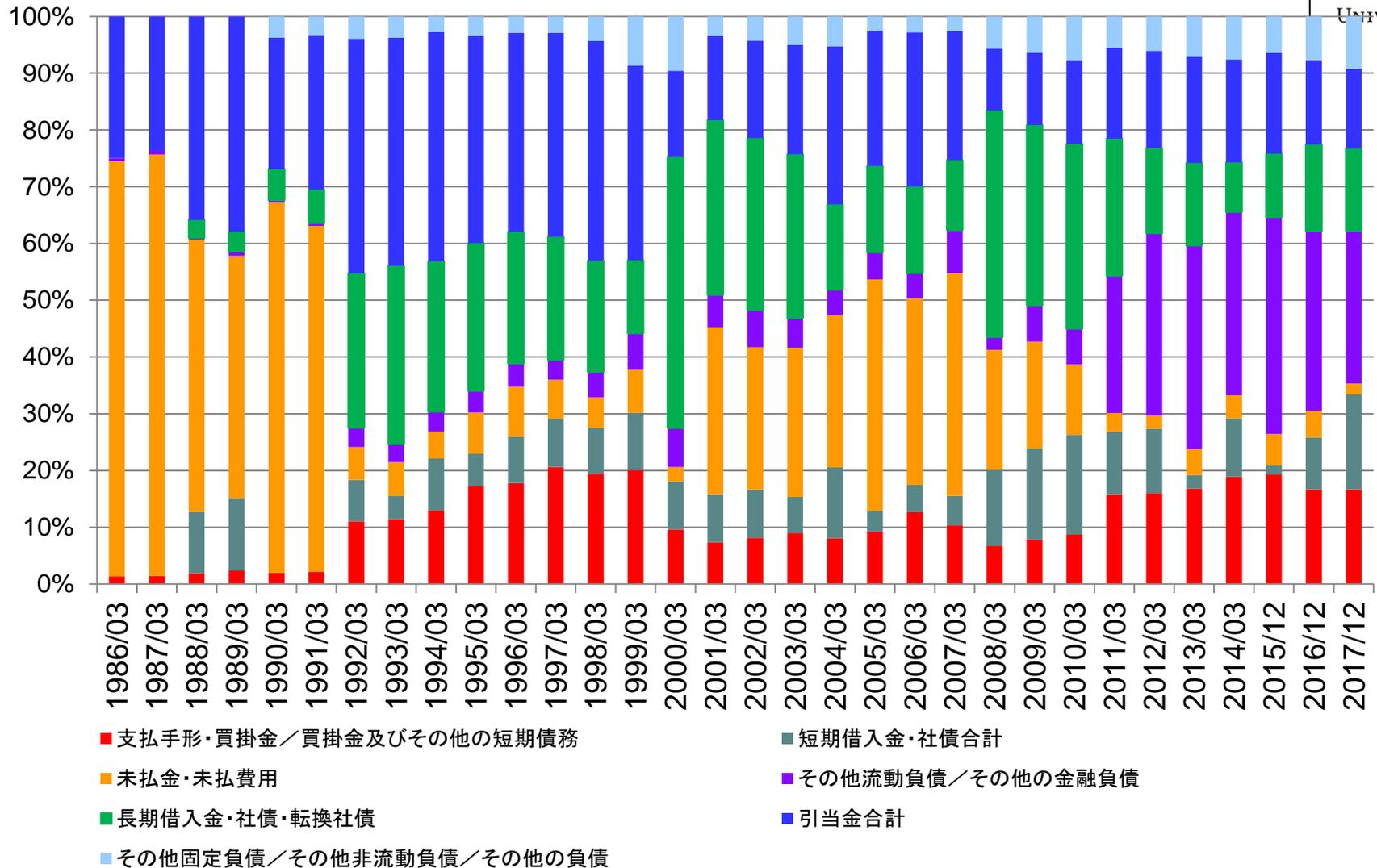
HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



# JTのファンダメンタルの特徴 負債構成

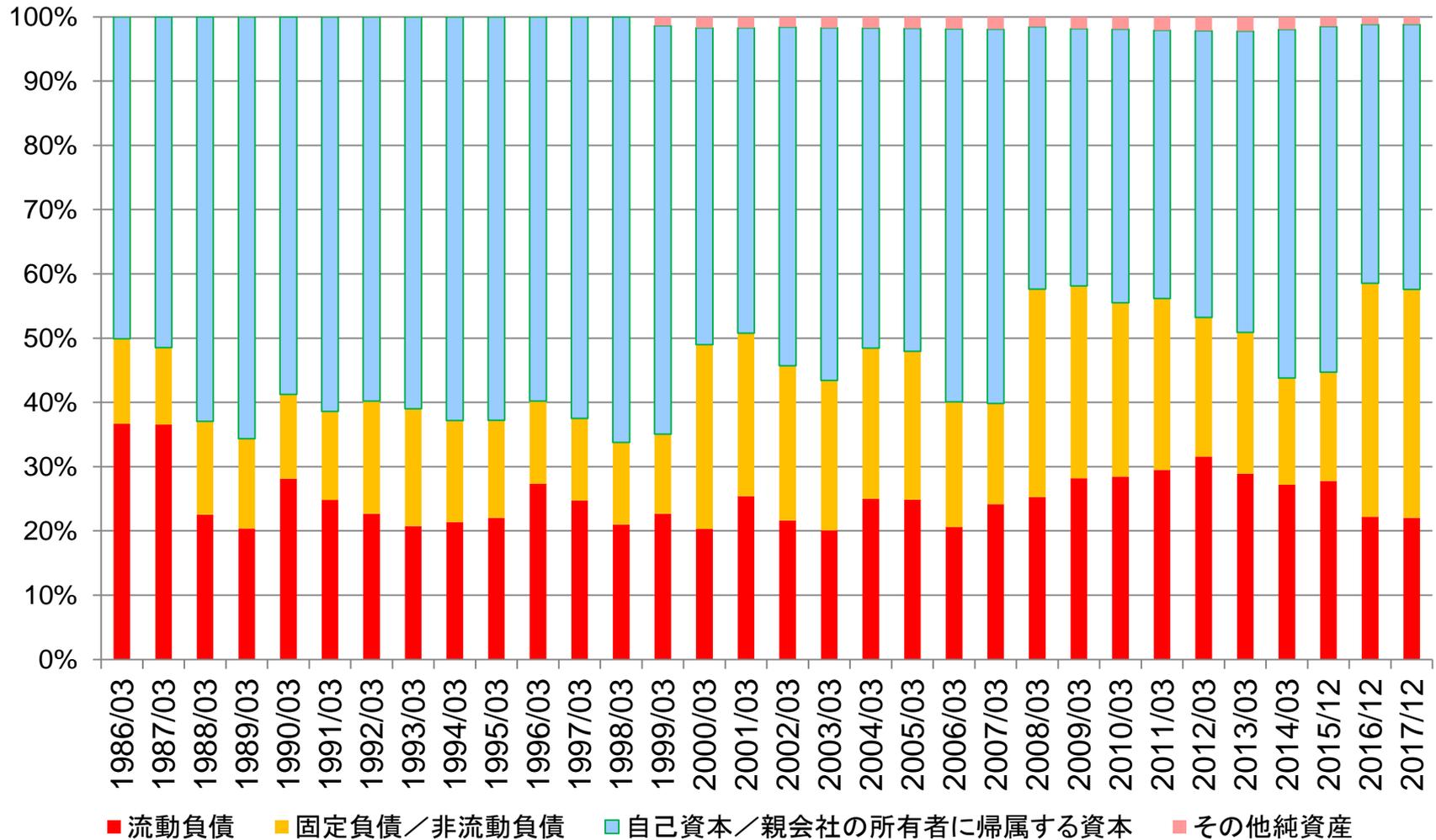


HITOTSUBASHI  
UNIVERSITY



# JTのファンダメンタルの特徴

## 負債・純資産の構成

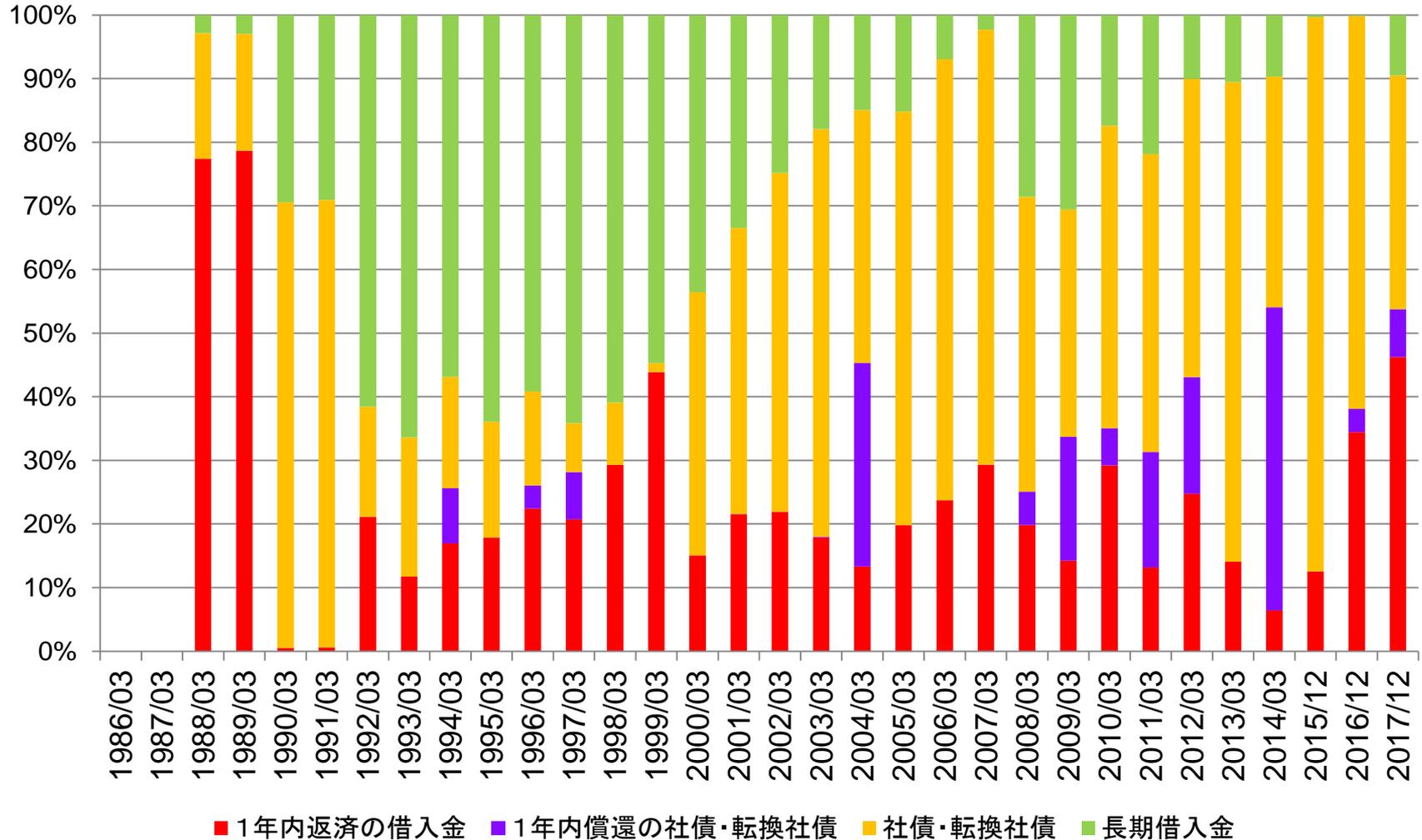


# JTのファンダメンタルの特徴

## 有利子負債

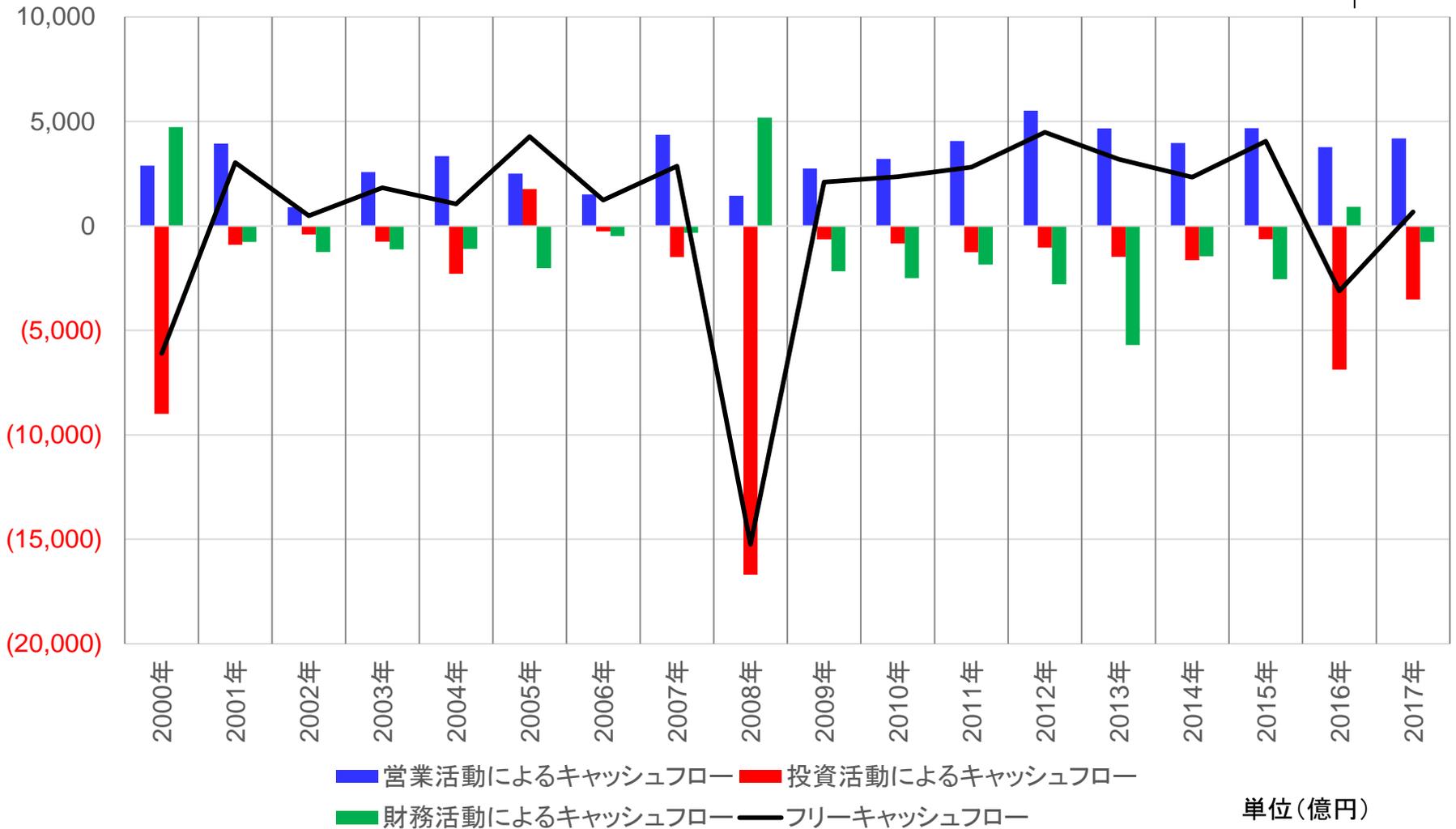


86・87年は該当項目なし。



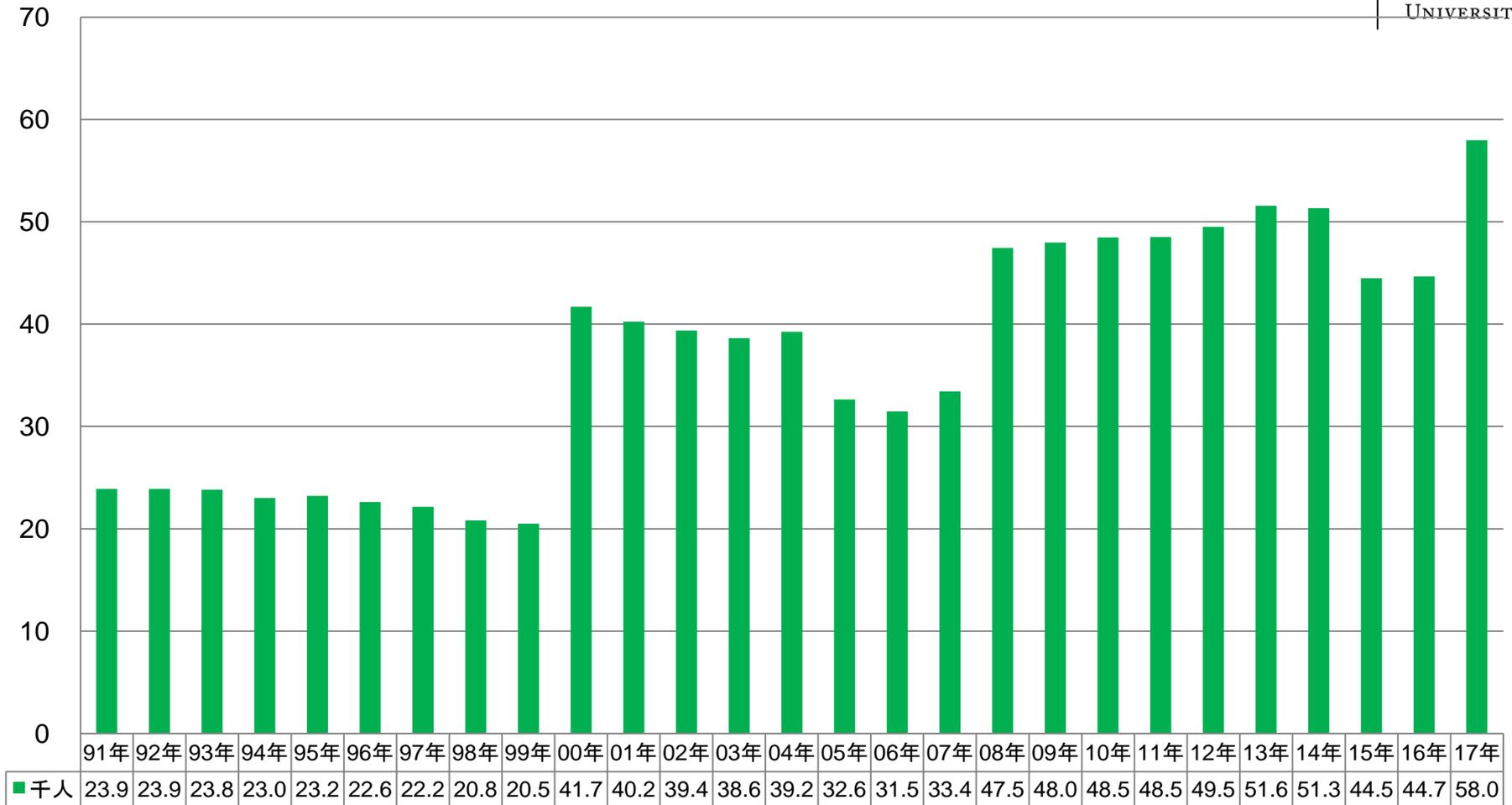
# JTのファンダメンタルの特徴

## キャッシュフローの推移



# JTのファンダメンタルの特徴

## 期末従業員数の推移



# JTのファンダメンタルの特徴

## セグメントごとの従業員数の近年の動向



|           |                |                |            |             |              |             |              |             |
|-----------|----------------|----------------|------------|-------------|--------------|-------------|--------------|-------------|
| 2004年3月期  | たばこ産業<br>28504 | -              | 医薬<br>1551 | 食品<br>5409  | -            | その他<br>2608 | 全社業務<br>1171 | 合計<br>39243 |
| 2005年3月期  | たばこ産業<br>24350 | -              | 医薬<br>1566 | 食品<br>5357  | -            | その他<br>706  | 全社業務<br>661  | 合計<br>32640 |
| 2006年3月期  | 国内たばこ<br>11795 | 海外たばこ<br>11943 | 医薬<br>1532 | 食品<br>5232  | -            | その他<br>604  | 全社業務<br>370  | 合計<br>31476 |
| 2007年3月期  | 国内たばこ<br>11534 | 海外たばこ<br>12401 | 医薬<br>1554 | 食品<br>7084  | -            | その他<br>461  | 全社業務<br>394  | 合計<br>33428 |
| 2008年3月期  | 国内たばこ<br>11548 | 海外たばこ<br>22324 | 医薬<br>1569 | 食品<br>11169 | -            | その他<br>441  | 全社業務<br>408  | 合計<br>47459 |
| 2009年3月期  | 国内たばこ<br>11281 | 海外たばこ<br>23227 | 医薬<br>1616 | 食品<br>10975 | -            | その他<br>429  | 全社業務<br>449  | 合計<br>47977 |
| 2010年3月期  | 国内たばこ<br>11282 | 海外たばこ<br>24751 | 医薬<br>1634 | 食品<br>11143 | -            | その他<br>352  | 全社業務<br>503  | 合計<br>49665 |
| 2011年3月期  | 国内たばこ<br>11191 | 海外たばこ<br>23902 | 医薬<br>1664 | 食品<br>10864 | -            | -           | 全社業務<br>851  | 合計<br>48472 |
| 2012年3月期  | 国内たばこ<br>11092 | 海外たばこ<br>24237 | 医薬<br>1693 | 食品<br>10646 | -            | -           | 全社業務<br>861  | 合計<br>48529 |
| 2013年3月期  | 国内たばこ<br>11043 | 海外たばこ<br>24397 | 医薬<br>1744 | 飲料<br>4912  | 加工食品<br>6563 | -           | 全社業務<br>848  | 合計<br>49507 |
| 2014年3月期  | 国内たばこ<br>11022 | 海外たばこ<br>26731 | 医薬<br>1787 | 飲料<br>5035  | 加工食品<br>6096 | -           | 全社業務<br>892  | 合計<br>51563 |
| 2015年12月期 | 国内たばこ<br>9470  | 海外たばこ<br>26200 | 医薬<br>1839 | -           | 加工食品<br>5798 | -           | 全社業務<br>1178 | 合計<br>44485 |
| 2016年12月期 | 国内たばこ<br>9486  | 海外たばこ<br>26558 | 医薬<br>1850 | -           | 加工食品<br>5683 | -           | 全社業務<br>1090 | 合計<br>44667 |
| 2017年12月期 | 国内たばこ<br>10291 | 海外たばこ<br>39281 | 医薬<br>1883 | -           | 加工食品<br>5489 | -           | 全社業務<br>1019 | 合計<br>57963 |
|           |                |                |            |             |              |             |              |             |

# JTのファンダメンタルの特徴

## 自己株取得(百万円)

