

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

2020年12月12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。

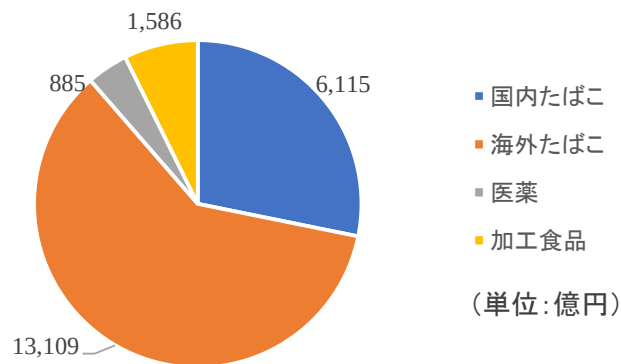
1. JTが株式を上場させた1990年代半ばの同社のファンダメンタルを基礎とした場合、どのような成長戦略の選択肢がありうるか。その実現にあたっての課題は何か。
2. JTはいつ、なぜM&Aを積極的に取り組むようになったのか。そうした狙いのためM&Aターゲットをどのような基準で絞り込んでいるか。
3. JTは、M&Aへの取り組みを加速するのに先立って、大きなプレゼンスを占めていた国内の事業構造改革を実践した。なぜそれが可能であったのか。
4. JTは、M&Aを成功させるために何を革新させたのか。
5. JTのM&Aをテコとした成長戦略から皆さまは何を学ぶことができるか。
6. JTの現在の経営課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

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	寺畠 正道
従業員数	連結 61,975人(2019年12月31日現在)
	単体 7,464人(2019年12月31日現在)

売上収益:2兆1756億円(2019年12月期)



130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。

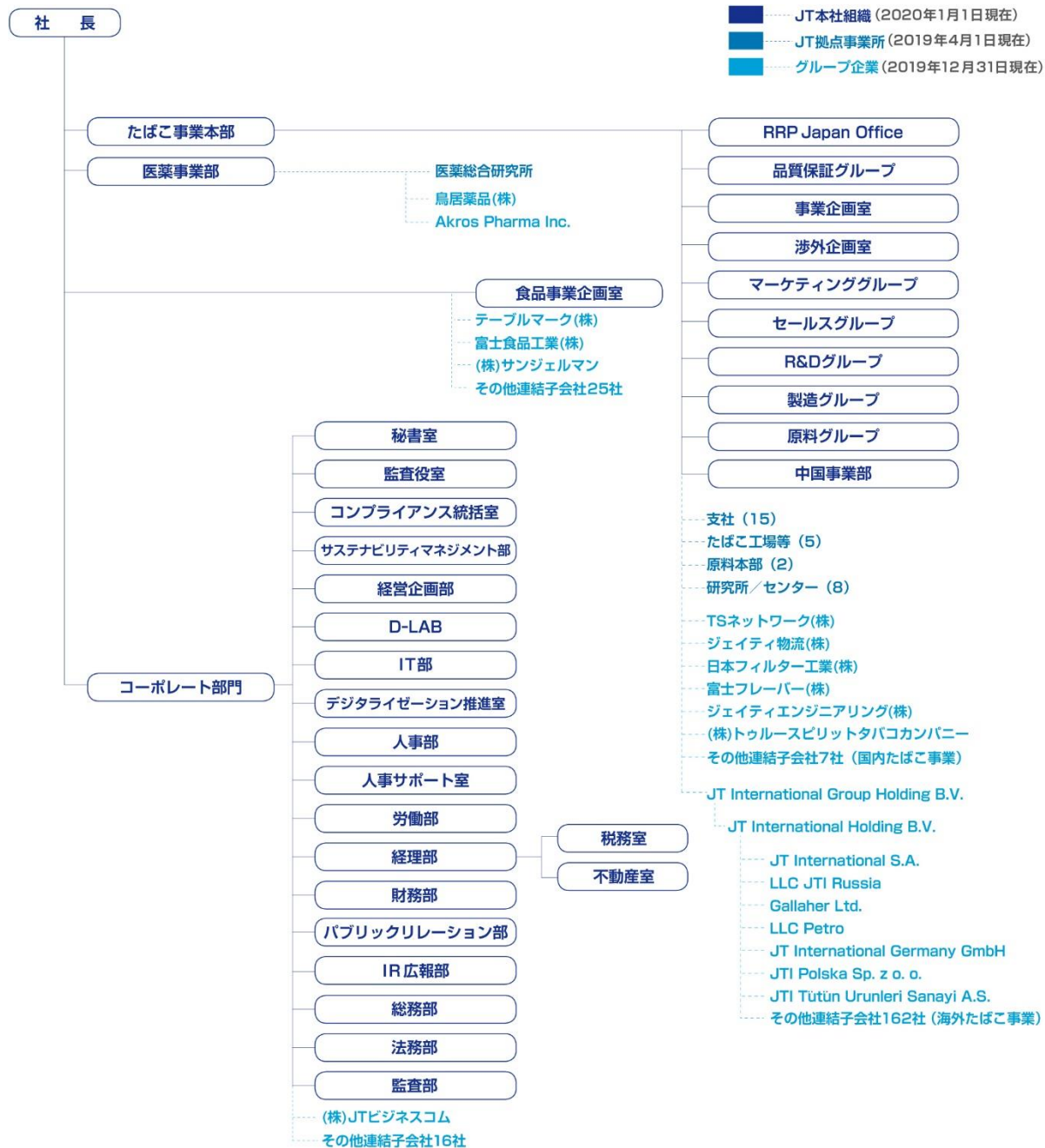
JTグループWAY

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①

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	(株)ユニマット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(株)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(株)など子会社8社を含む旭化成工業(株)の食品事業を取得
1999年10月	鳥居薬品(株)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(株)に統合

JTの歴史②

年月	変遷の内容
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	マールボ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	(株)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	(株)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ースター(株)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。
2016年3月	National Tabacco(エチオピア)の株式40%を取得(510百万ドル)(201712に30.95%追加取得)
2017年4月	インドネシアのたばこ会社2社を13.3超IDR(999百万ドル)で買収
2018年3月	ロシアのCJSC Donskoy Tabakを買収(1,737百万ドル)
2018年6月	加熱式たばこを全国発売開始
2018年8月	バングラディッシュのUnited Dhaka Tobacco を買収(1,477百万ドル)

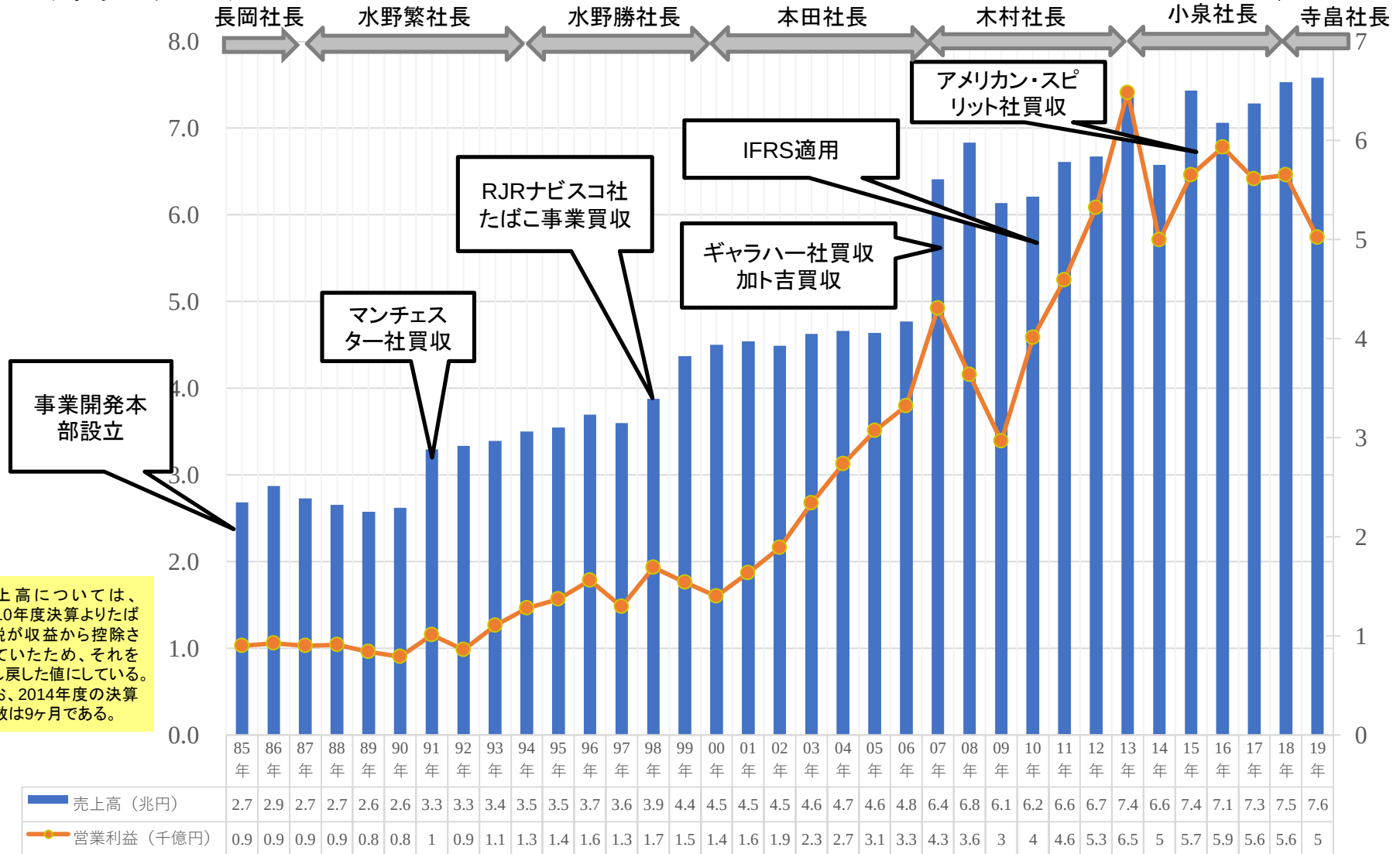
JTのファンダメンタルズの特徴

売上高と営業利益の推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 兆円)



(単位: %) 9

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、消費量のTOP10は中国、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。

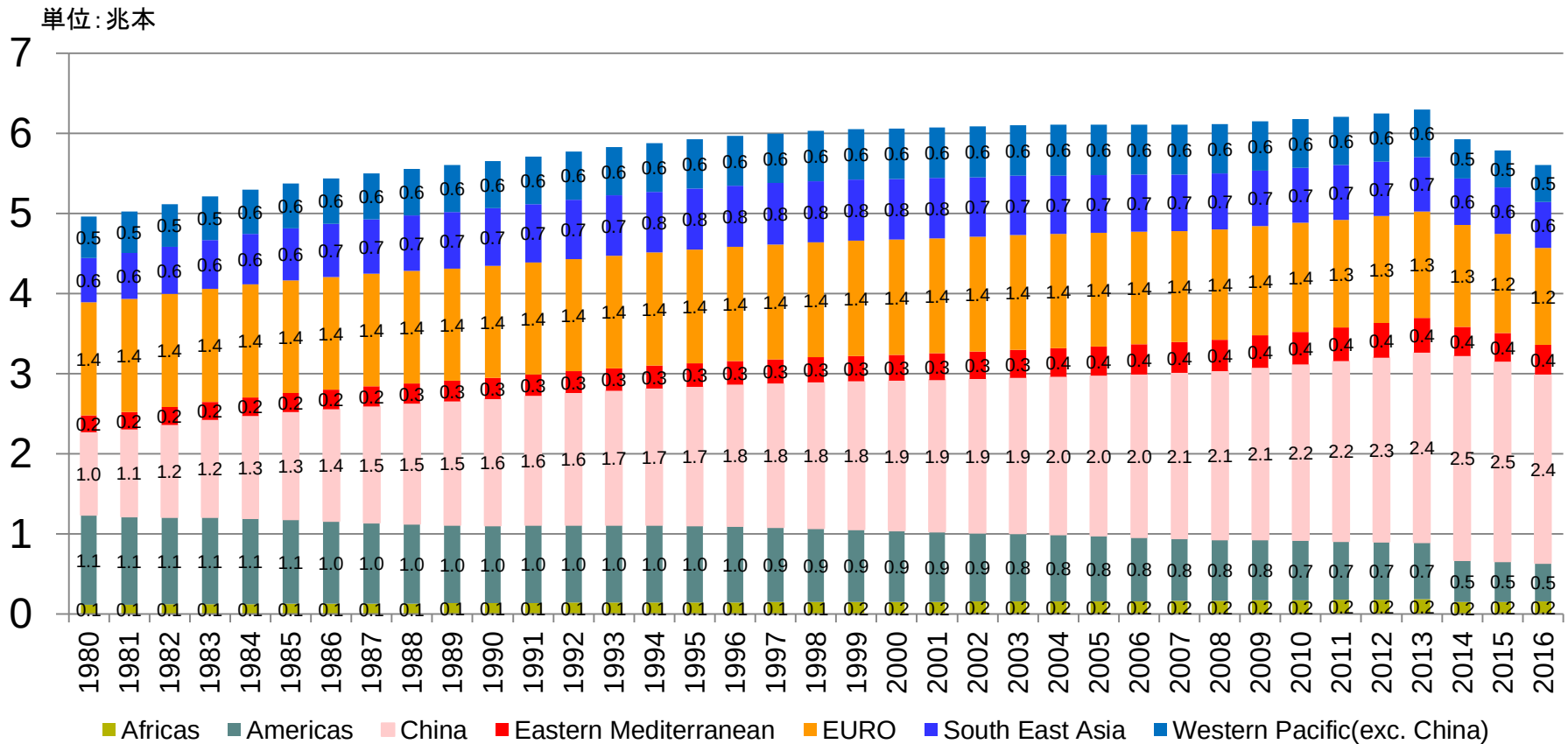
単位: 兆本

	国名	消費本数 (兆本)	喫煙率 (男性)	喫煙率 (女性)		国名	消費本数 (兆本)	喫煙率 (男性)	喫煙率 (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 Tobacco 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

1980-2016年までのたばこのグローバル市場の消費量の推移をみると、アフリカ、中国とEastern Mediterranean市場が横ばい。アメリカ、Euro市場は減少傾向にある。

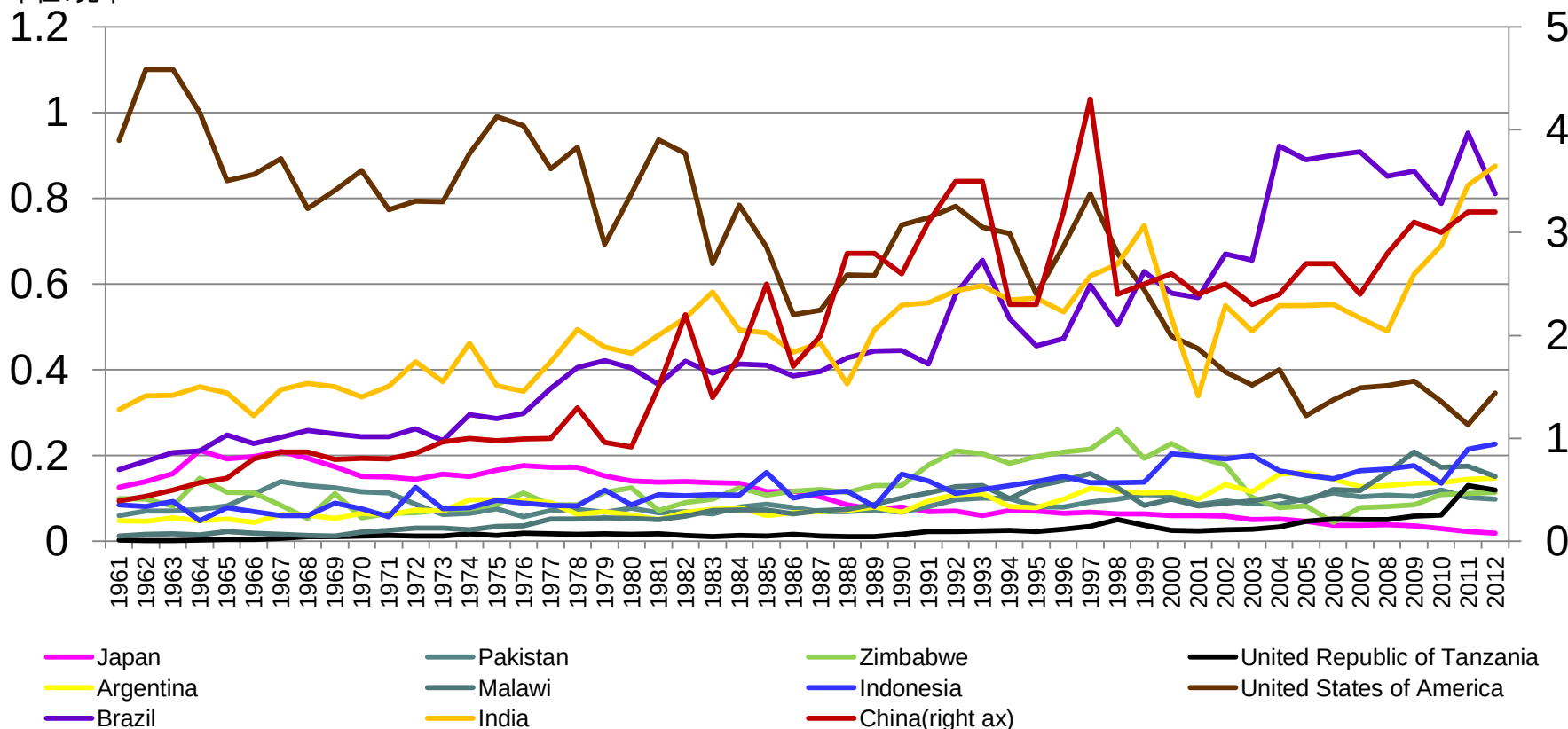


※The Tobacco Atlas "Consumption by Region"

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みると、アフリカ、中国とEastern Mediterranean市場が増大。アメリカ、Euro市場は減少傾向にある。グローバルメーカーの多くは生産量の低下を契機に、工場閉鎖を進めている。

単位: 兆本



※The Tobacco Atlas "Consumption by Region"

グローバルたばこ市場の概況④

2016年の売上を2014年と比べると、増加傾向にあるのはインドネシア、ドイツ、トルコ、エジプト、バングラディシュ。中国、ロシア、アメリカ、日本など多くは減少。

順位	国名	消費本数（兆本）	一人当たり年間消費本	男性喫煙率	女性喫煙率	男性死亡率増	女性死亡率増
1位	China	2.351	2043	44.8%	2.0%	24.89%	12.75%
2位	Indonesia	0.316	1675	66.6%	2.1%	21.37%	7.02%
3位	Russia	0.278	2295	51.1%	15.8%	24.58%	6.20%
4位	United States	0.266	1017	14.4%	11.7%	19.27%	16.21%
5位	Japan	0.174	1583	26.6%	9.3%	18.30%	4.88%
6位	Germany	0.114	1600	25.1%	17.4%	18.42%	8.93%
7位	Turkey	0.106	1771	41.4%	16.3%	26.06%	7.58%
8位	Egypt	0.090	1449	44.5%	0.1%	17.14%	5%
9位	Bangladesh	0.086	744	35.4%	0.5%	25.54%	9.68%
10位	India	0.085	89	17.3%	1.4%	12.95%	5.28%
11位	Philippines	0.079	1132	33.9%	3.6%	22.65%	13.25%
12位	Italy	0.078	1493	22.8%	14.9%	20.63%	7.90%
13位	Vietnam	0.076	1050	38.7%	0.9%	26.14%	14.15%
14位	South Korea	0.073	1667	33.5%	8.8%	19.26%	7.31%
15位	Ukraine	0.072	1849	40.6%	11.5%	24.14%	5.17%

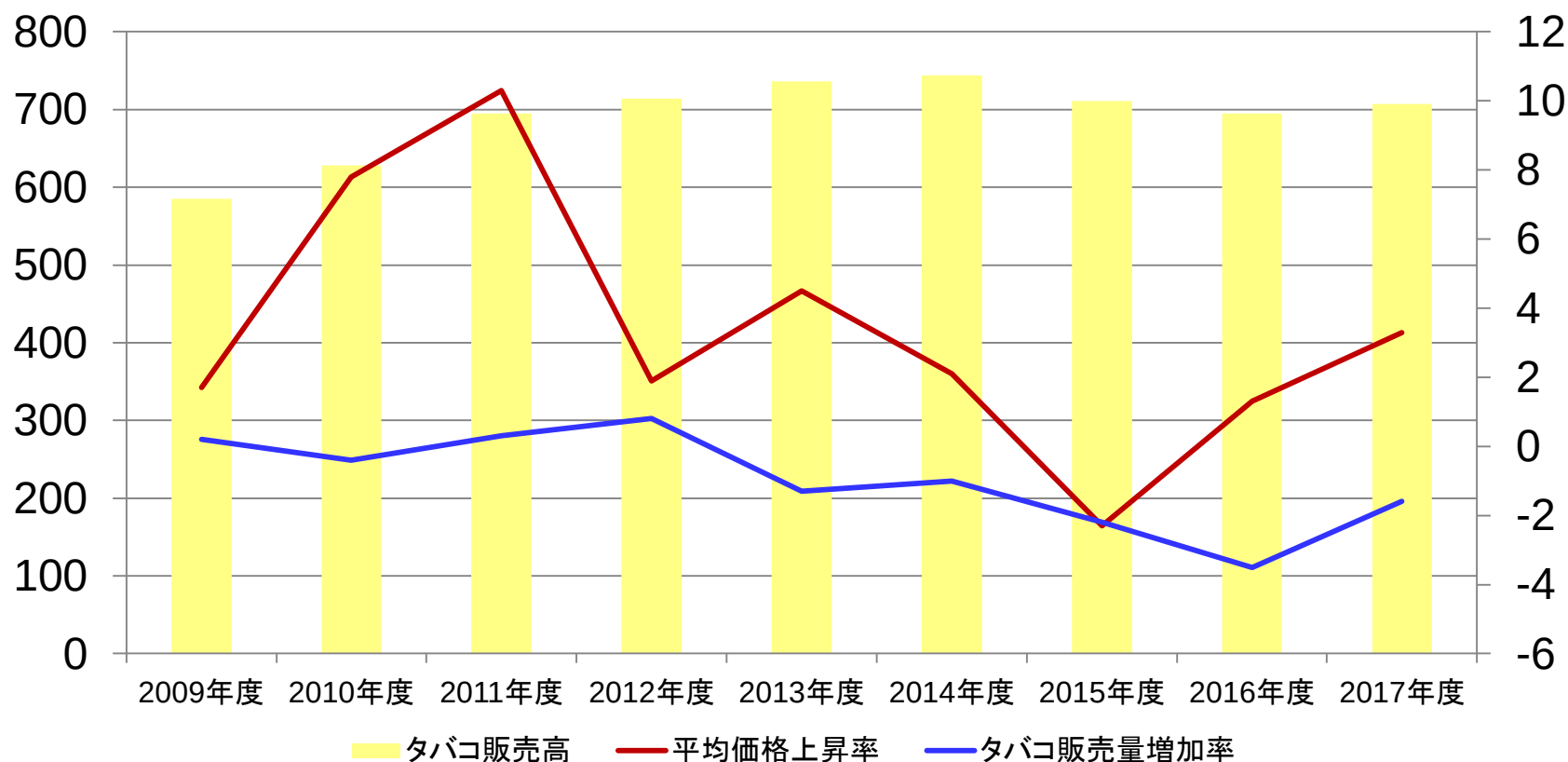
※データは2016年（The Tobacco Atlas ”Consumption by Region”などより作成）。

グローバルたばこ市場の概況⑤

グローバルたばこ販売高を分析すると、過去7年間は横ばい状況。販売ボリュームは減少傾向にある一方で、それを平均価格の上昇にて支える構造にある。

単位:十億ドル

単位: %



出所: TFK『The Global Cigarette Industry』

グローバルたばこ市場の概況⑥

高所得国では、たばこを購入する消費者が低下傾向にあることに加えて、課される税率も高く、価格が高止まりしている。

所得水準	購買力低下	変化なし	購買力上昇	情報なし
高所得国	66.1%	22.0%	3.4%	8.5%
中所得国	35.3%	36.3%	22.5%	5.9%
低所得国	26.5%	38.2%	14.7%	20.6%
全体	43.1%	32.3%	15.4%	9.2%

出所：WHO『WHO Report on Global Tobacco Epidemic, 2019』

高所得国ではたばこ1箱平均6.35ドルに対して、63%の税率が賦課される。高中所得国で1.85ドル(58%)、低中所得国1.76ドル(48%)、低所得国は1.02ドル(33%)。

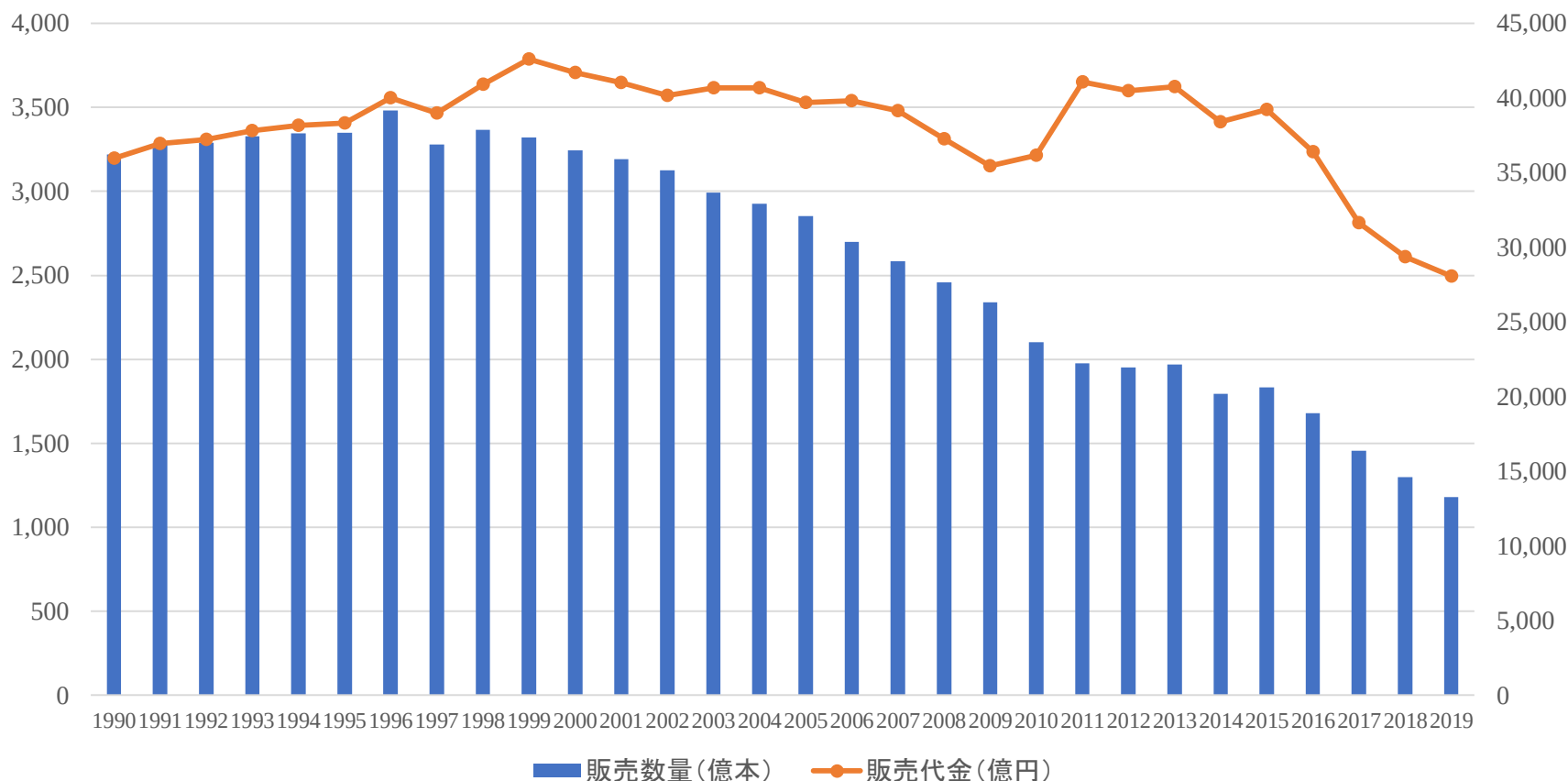
各国におけるたばこをめぐる規制

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 助成金あり)	法定	43%	禁止	なし(注意文書 の表示義務)
ドイツ	—	法定	73%	禁止	禁止
日本	葉たばこ審議 会決定	法定	64%	禁止	成人のみを対 象としたものに 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(最低価格)	65%	禁止	禁止
ロシア		法定(最低価格)	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。



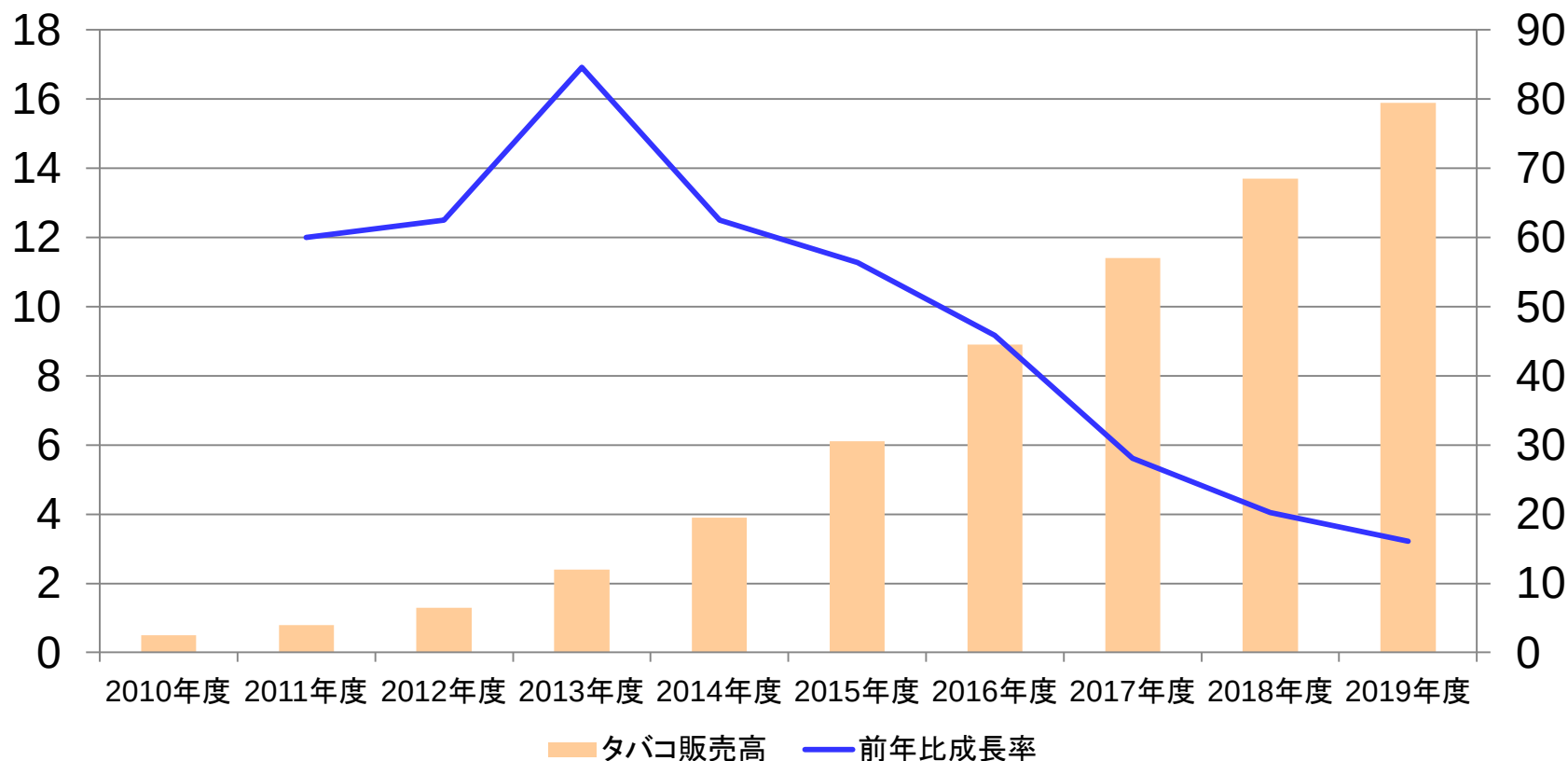
※一般社団法人 日本たばこ協会

電子たばこ市場の概況

電子たばこ市場は前年比で2ケタ以上の成長性が続いているものの、近年では成長性が鈍化している。

単位:十億ポンド

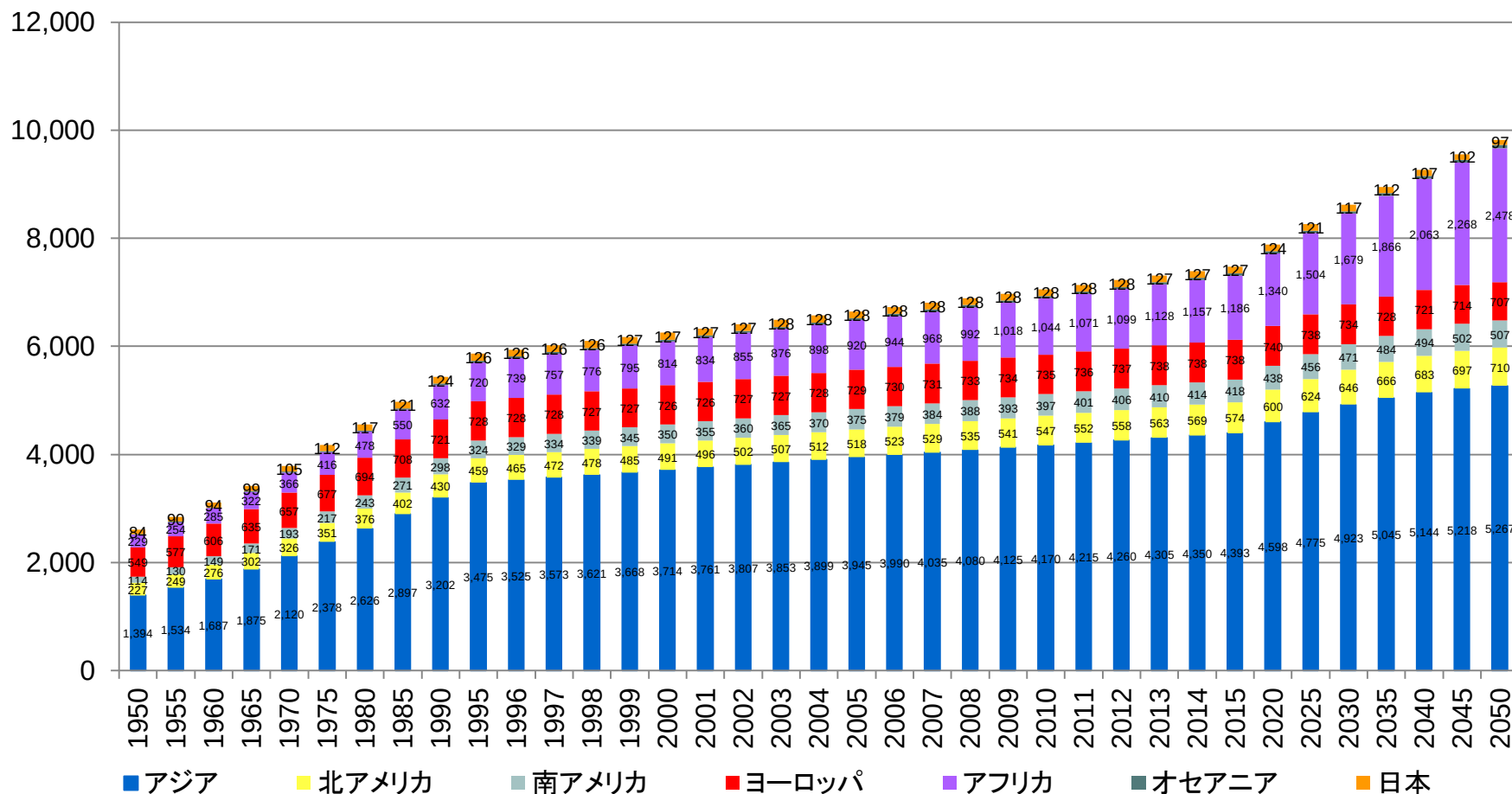
単位: %



出所: EY『E-cigarettes: an emerging category』、注: 2016年以降の値は予測値

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。



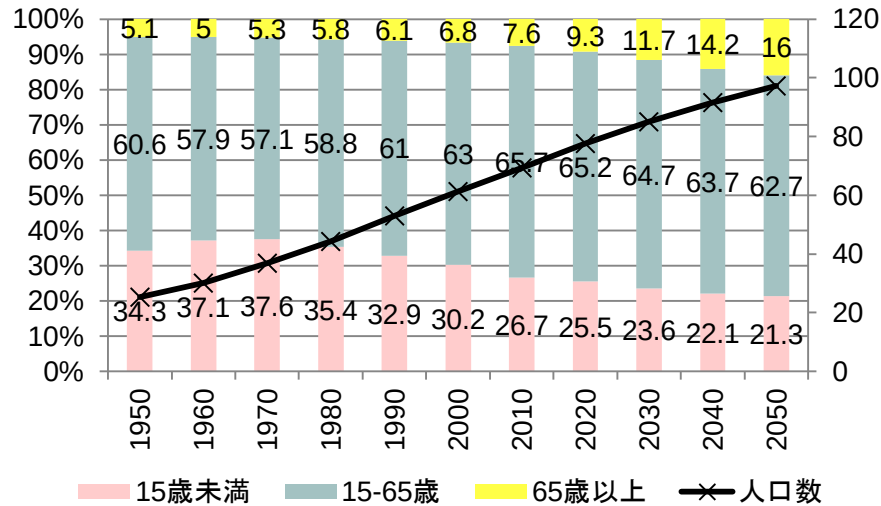
世界における人口動態

年齢別①世界、先進国、新興国、日本

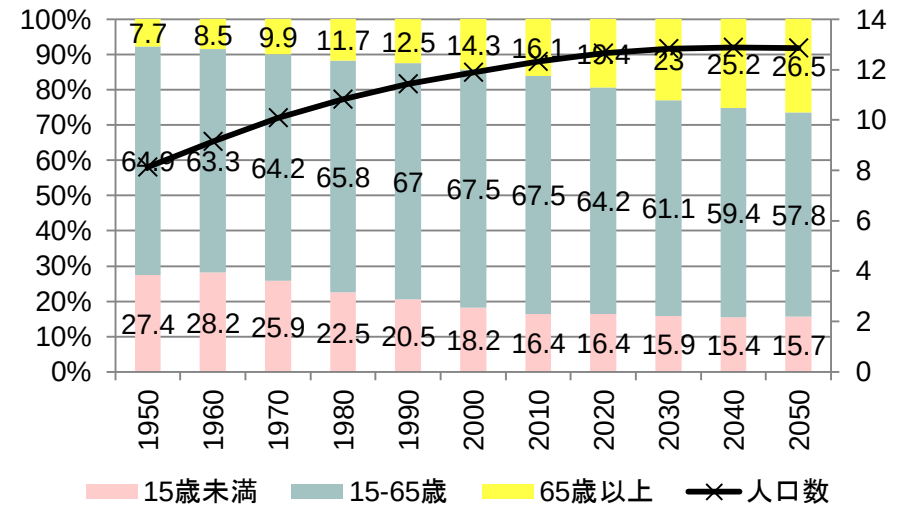


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

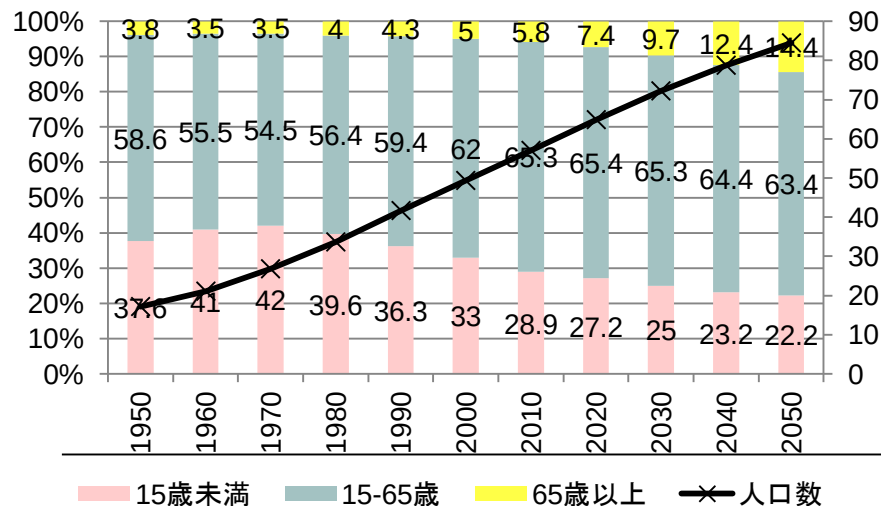
■世界(単位:%表示、億人)



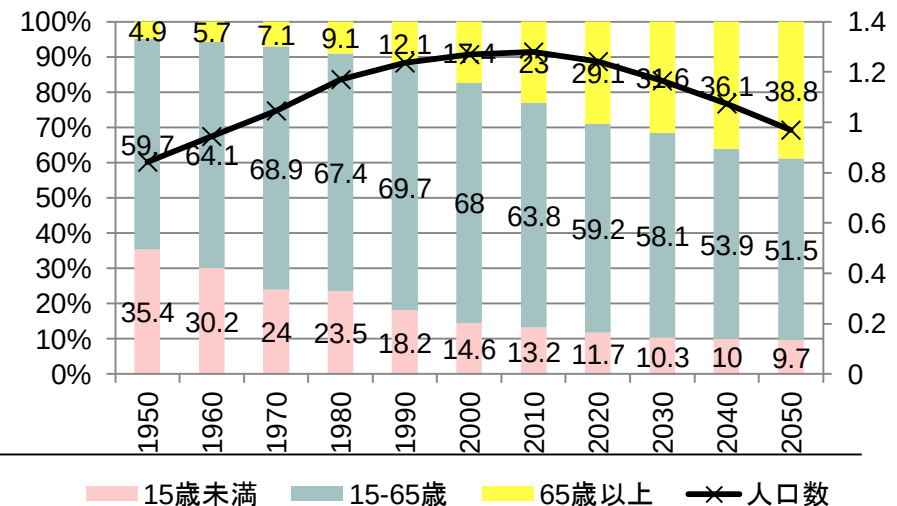
■先進国(単位:%表示、億人)



■新興国(単位:%表示、億人)



■日本(単位:%表示、億人)



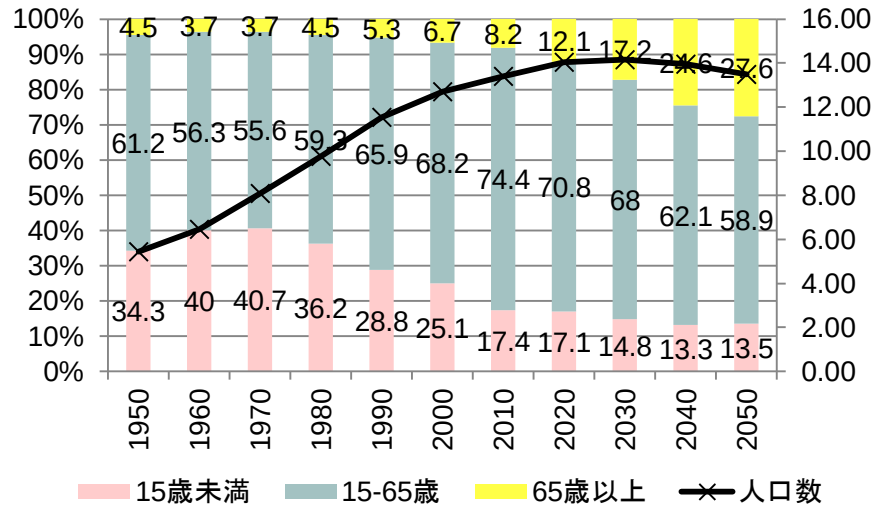
世界における人口動態

年齢別②中国、インド、インドネシア、フィリピン

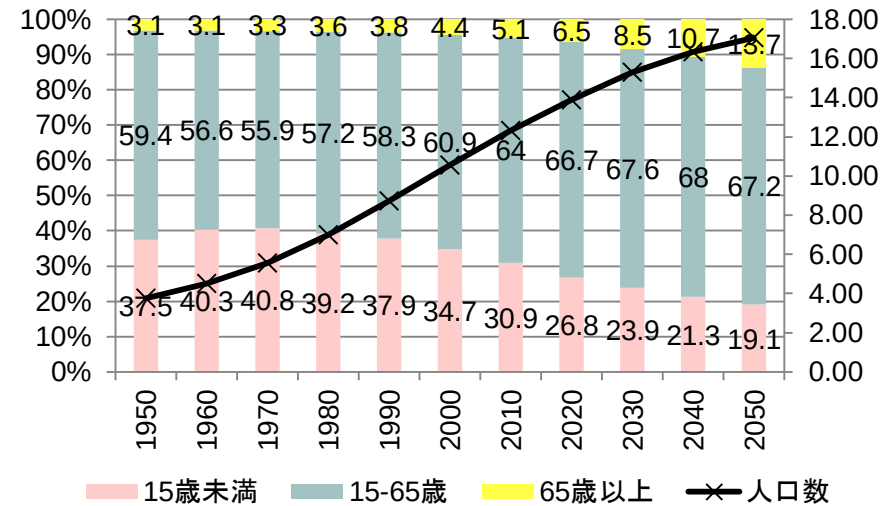


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

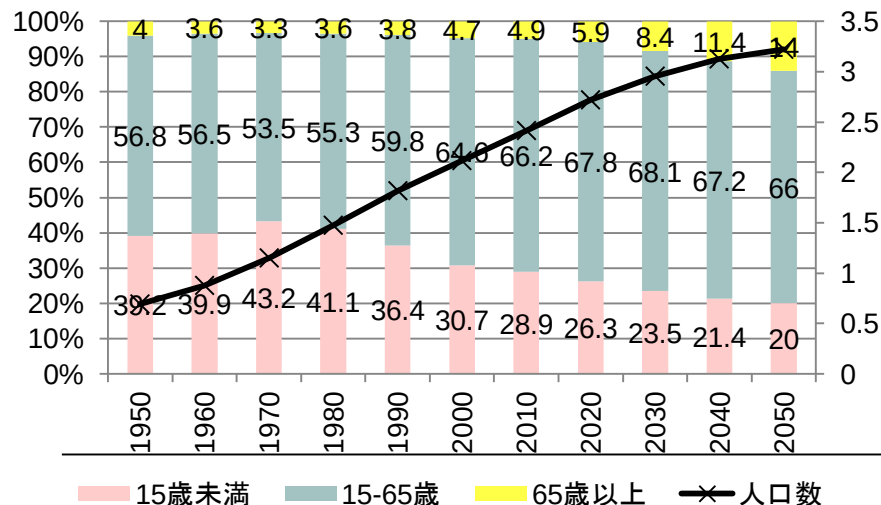
■中国(単位:%表示、億人)



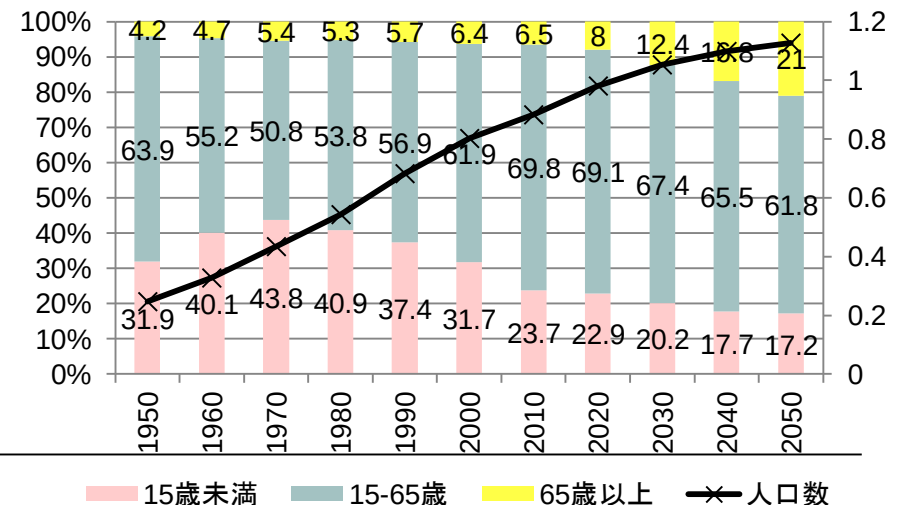
■インド(単位:%表示、億人)



■インドネシア(単位:%表示、億人)



■ベトナム(単位:%表示、億人)



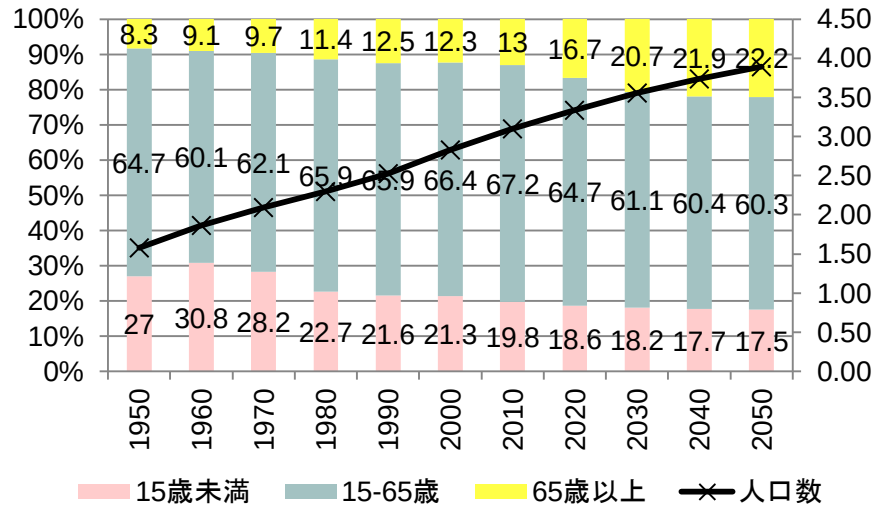
世界における人口動態

年齢別③アメリカ、メキシコ、ブラジル、ロシア

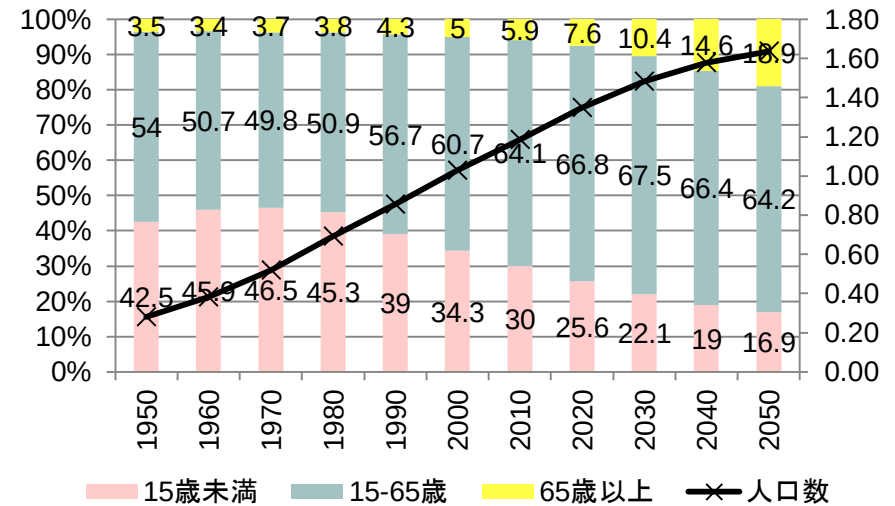


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

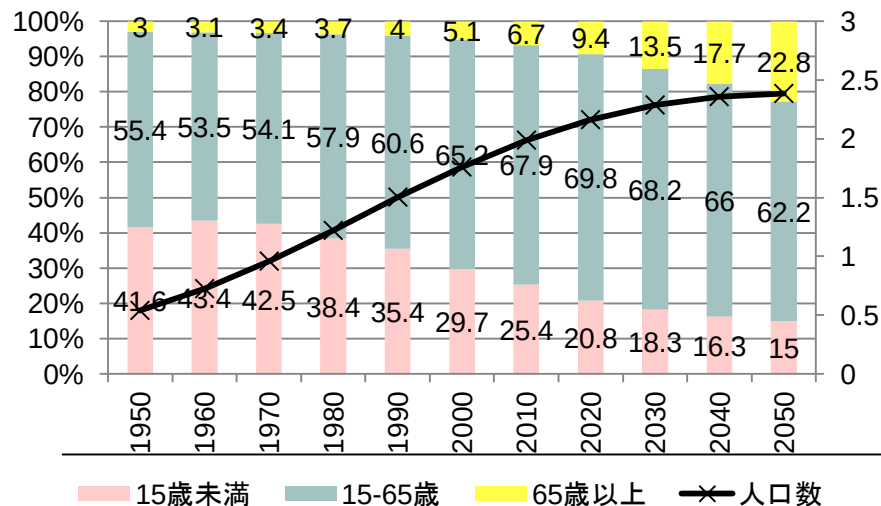
■アメリカ(単位:%表示、億人)



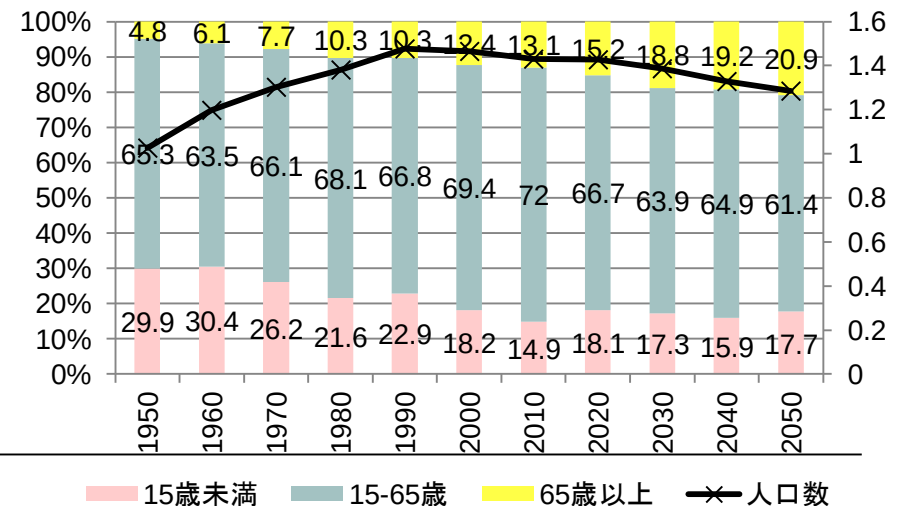
■メキシコ(単位:%表示、億人)



■ブラジル(単位:%表示、億人)



■ロシア(単位:%表示、億人)



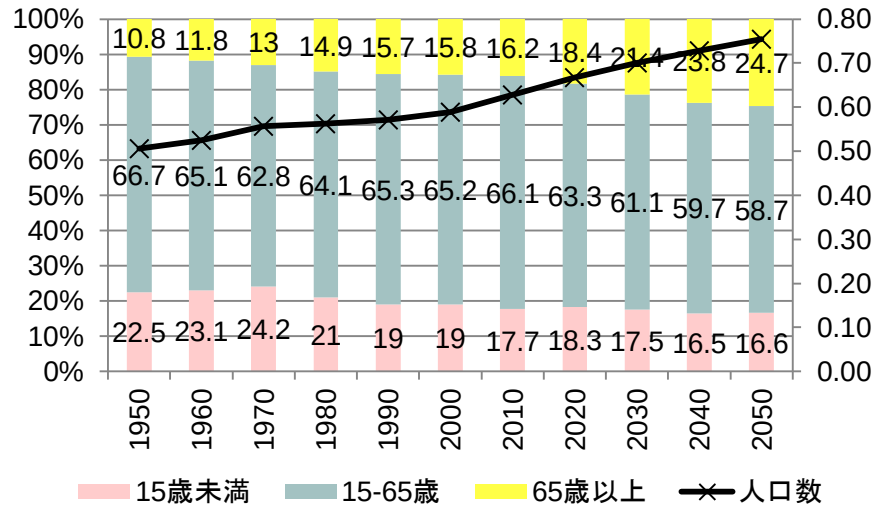
世界における人口動態

年齢別④イギリス、ドイツ、フランス、イタリア

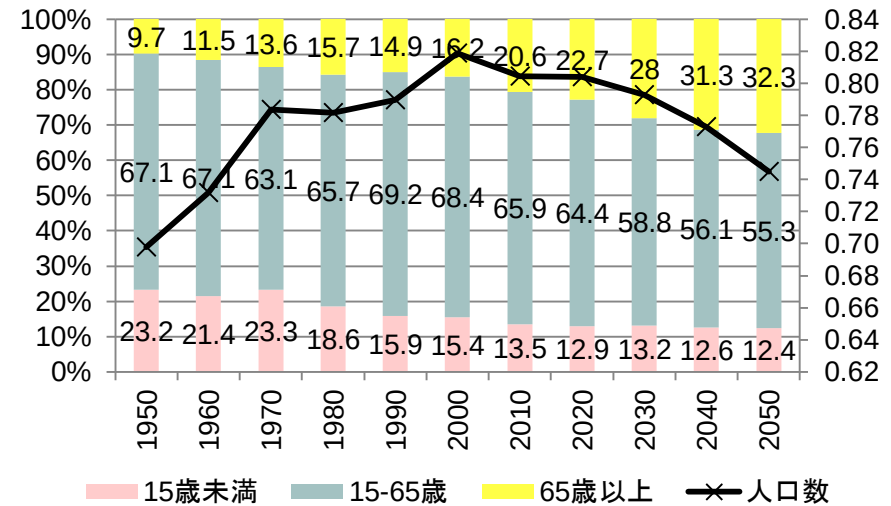


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

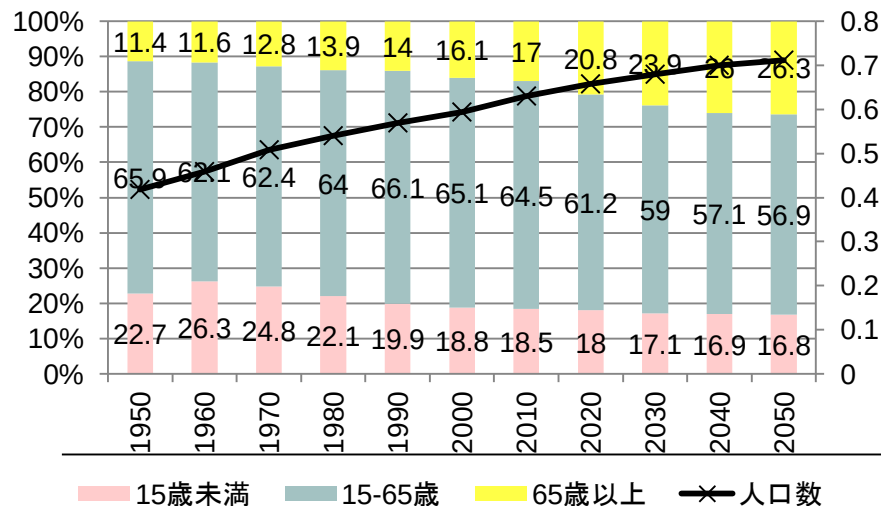
■イギリス(単位:%表示、億人)



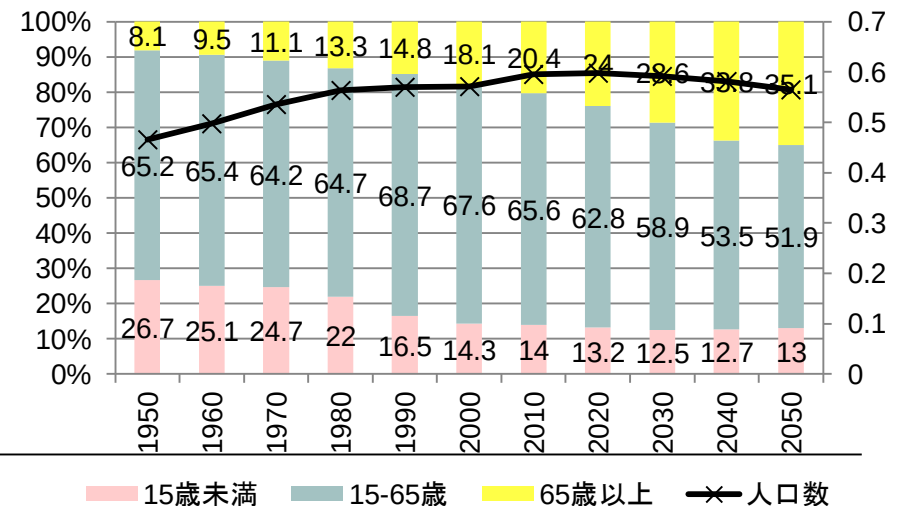
■ドイツ(単位:%表示、億人)



■フランス(単位:%表示、億人)



■イタリア(単位:%表示、億人)



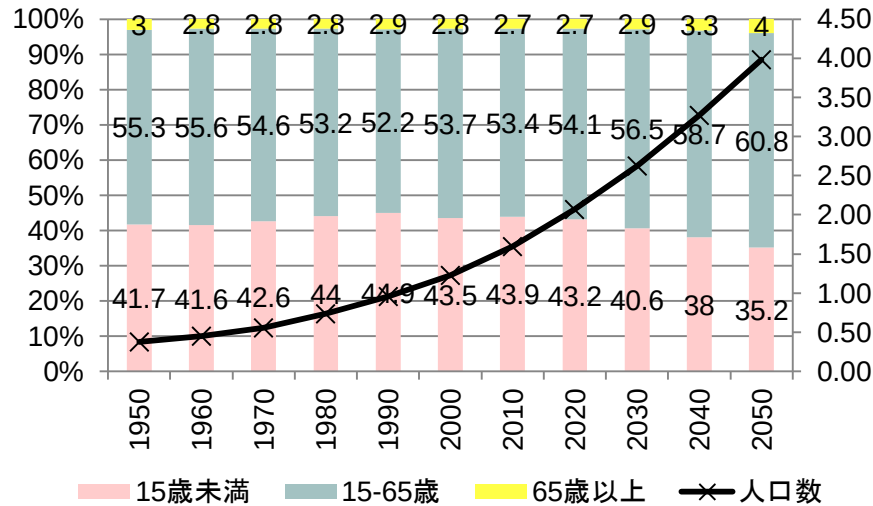
世界における人口動態

年齢別⑤ナイジェリア、スーダン、ケニア、エチオピア

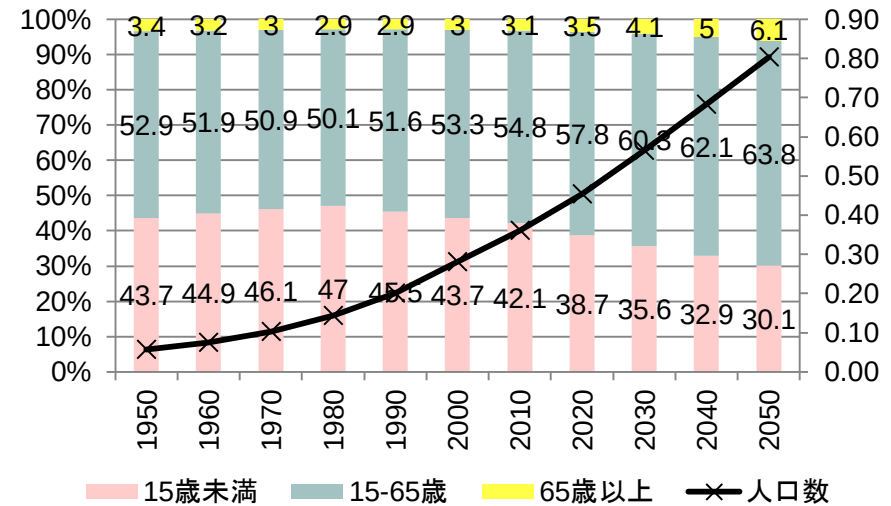


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

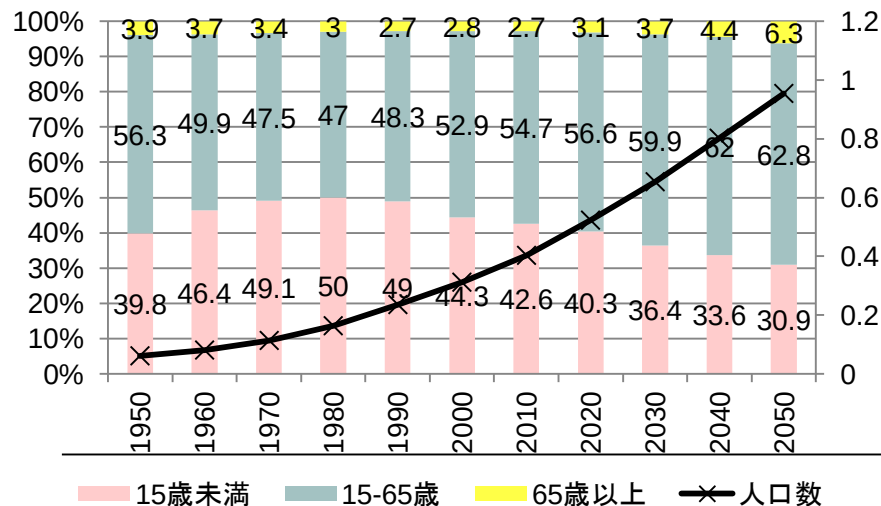
■ナイジェリア(単位:%表示、億人)



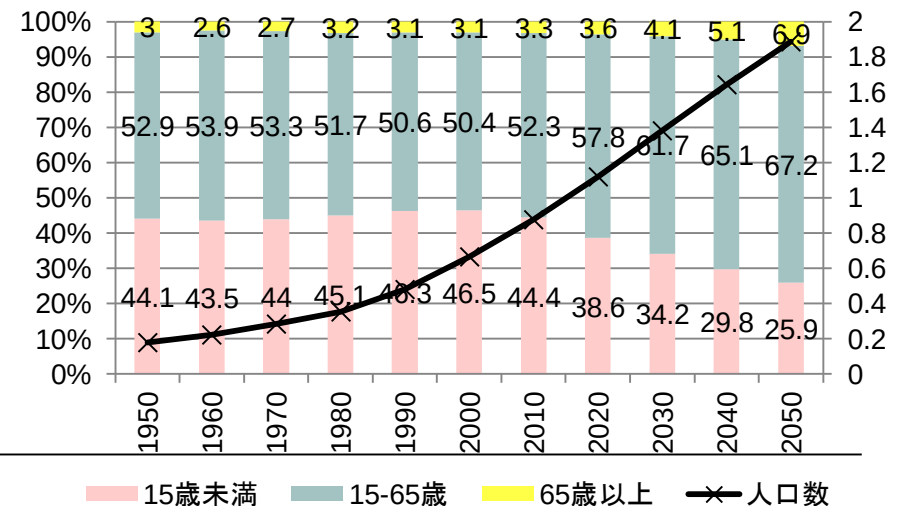
■スーダン(単位:%表示、億人)



■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

2018年度の主要データ



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

会社名	国名	売上高	EBITDA	総資産	株主資本	従業員数	FCF	時価総額
Philip Morris International Inc.	アメリカ	32,391	12,854	46,595	-12,582	73,500	8,817	143,877
British American Tobacco p.l.c.	イギリス	37,246	16,358	202,953	91,847	56,689	7,627	106,342
Altria Group, Inc.	アメリカ	21,514	11,994	53,546	6,762	7,300	7,451	101,328
Japan Tobacco Inc.	日本	21,756	6,051	55,531	26,627	61,975	2,968	43,148
Smoore International Holdings Limited	中国	1,188	405	515	115	10,540	140	36,115
ITC Limited	インド	7,060	2,745	11,056	9,327	-	1,438	30,160
Imperial Brands PLC	イギリス	21,538	4,984	44,844	6,564	32,700	2,137	22,922
Swedish Match AB	スウェーデン	1,715	704	1,656	-736	6,712	412	9,305
PT Hanjaya Mandala Sampoerna Tbk	インドネシア	3,602	1,431	3,998	2,802	23,423	1,064	19,184
KT&G Corporation	韓国	4,672	1,473	10,084	8,143	-	419	11,149
PT Gudang Garam Tbk	インドネシア	8,680	1,384	6,177	4,000	32,491	395	8,009
Pakistan Tobacco Company Limited	パキスタン	365	132	284	128	1,127	35	4,374
British American Tobacco Bangladesh Company Limited	バングラディッシュ	727	244	761	458	1,426	178	2,234
Anhui Genuine New Materials Co.,Ltd.	中国	105	36	250	183	1,041	-6	1,466
Vector Group Ltd.	アメリカ	1,578	277	1,636	-745	1,418	156	2,151
Philip Morris CR a.s.	チェコ	820	273	786	453	1,367	196	2,012
Eastern Company S. A. E.	エジプト	966	344	1,354	740	-	65	1,910

※2019年12月決算（ITC Ltd9は2020年3月期決算、Imperial Brands PLCは2019年9月期決算。単位は億円、従業員数のみ人。）

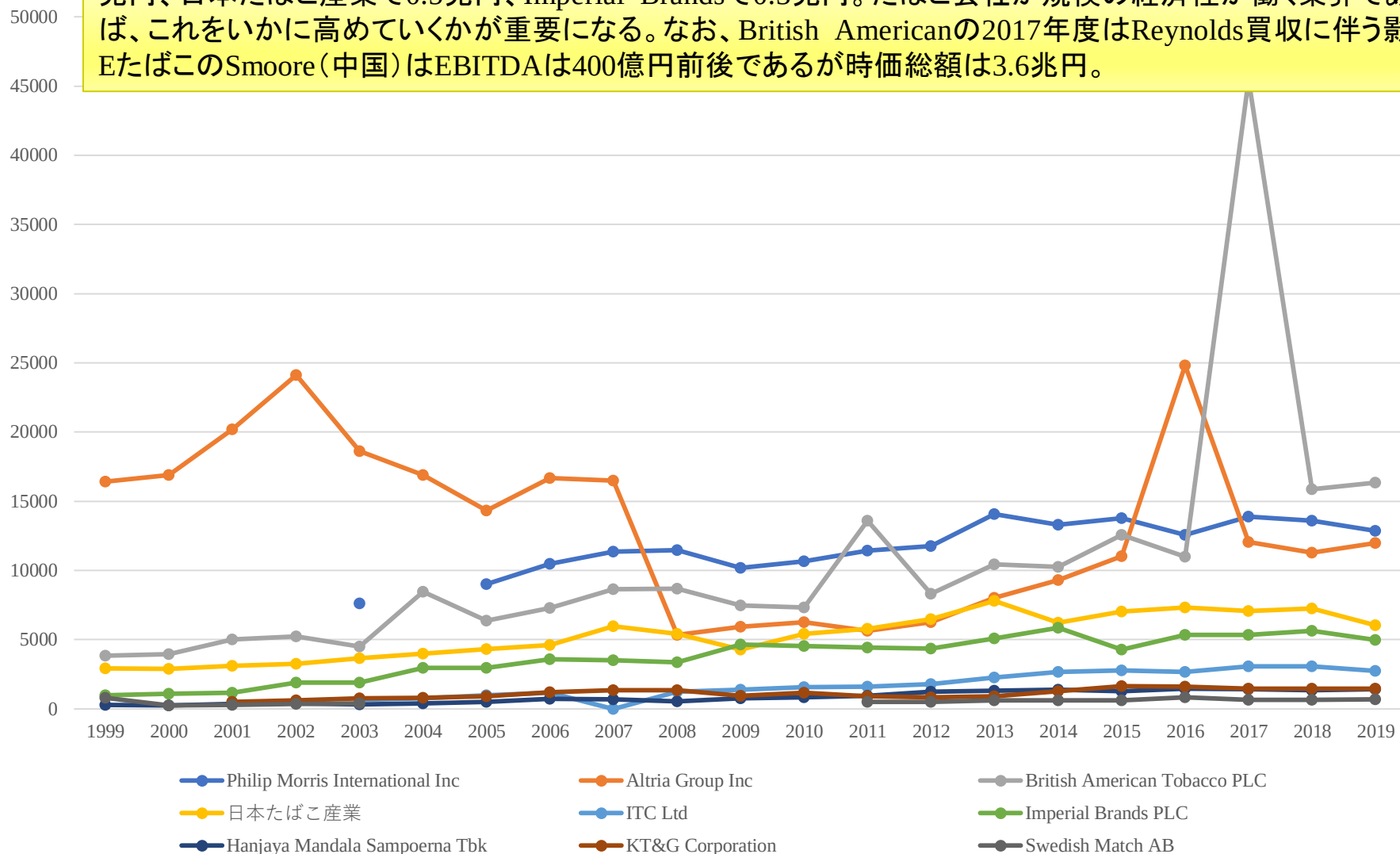
グローバルたばこ市場の競争状況

EBITDAの推移



HITOTSURASHI

EBITDAでみると、Philip Morris InternationalとAltria Group、British Americanが過去20年間平均で1.0～1.3兆円、日本たばこ産業で0.5兆円、Imperial Brandsで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なる。なお、British Americanの2017年度はReynolds買収に伴う影響。EたばこのSmoores (中国)はEBITDAは400億円前後であるが時価総額は3.6兆円。



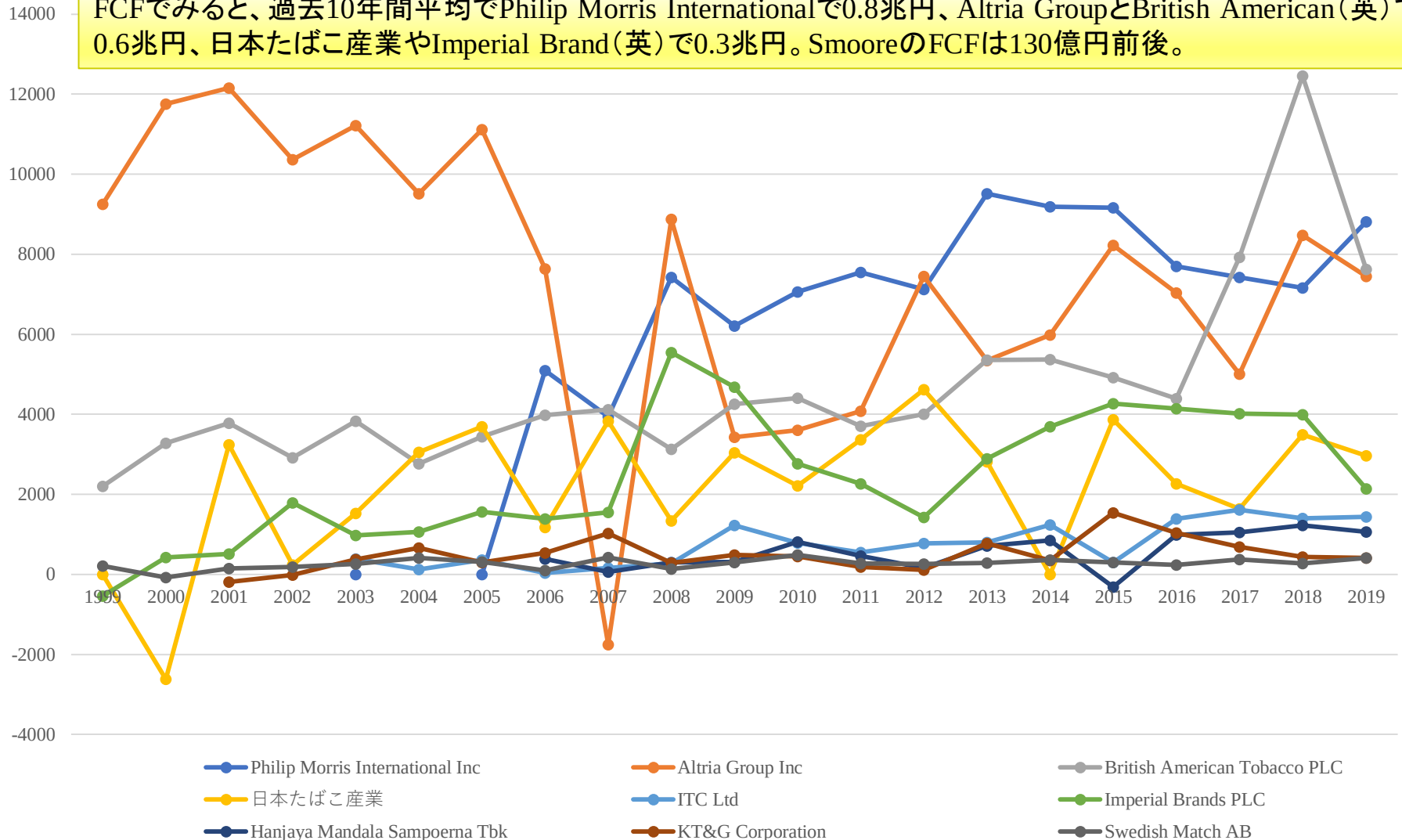
グローバルたばこ市場の競争状況

Free Cash Flowの推移



HITOTSUBASHI

FCFでみると、過去10年間平均でPhilip Morris Internationalで0.8兆円、Altria GroupとBritish American(英)で0.6兆円、日本たばこ産業やImperial Brand(英)で0.3兆円。SmoooreのFCFは130億円前後。



JTの現状

1980年代半ばのJTの 状況

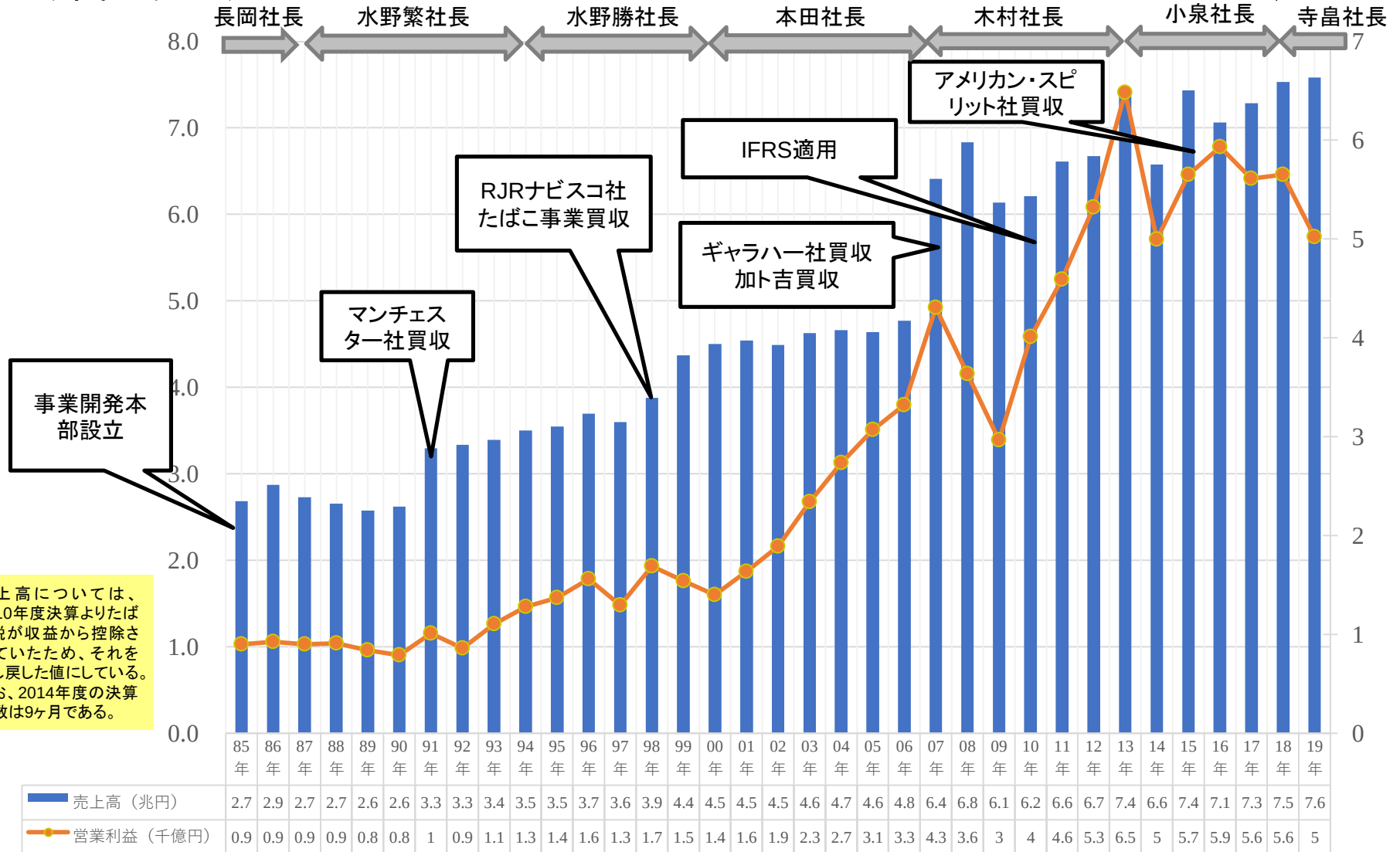
JTのファンダメンタルズの特徴

売上高と営業利益の推移(再掲)



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 兆円)



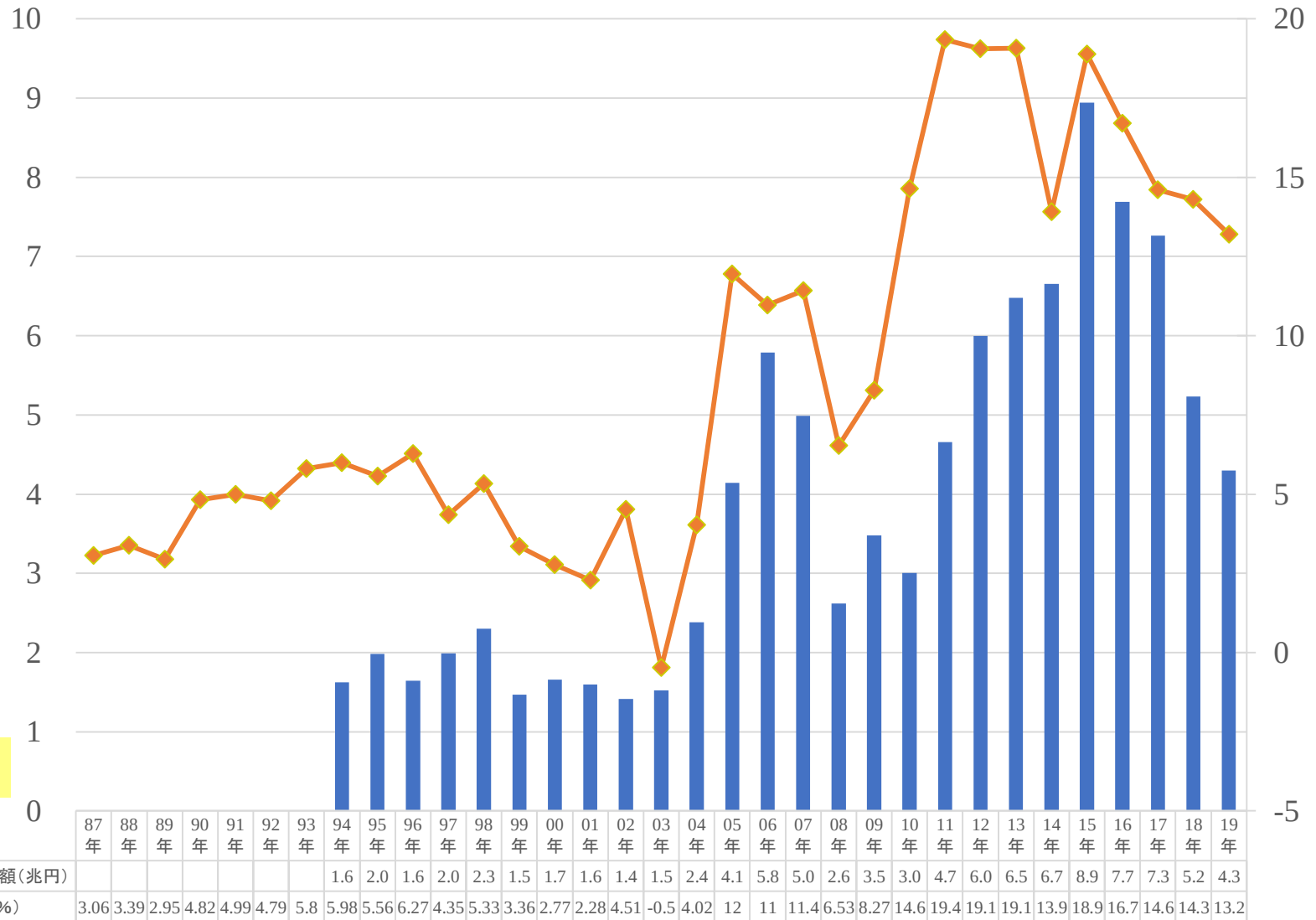
(単位: %) 31

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



2014年度の決算月数は
9ヶ月である。

(単位:%) 32

日本たばこ産業 ファンダメンタルズの特徴

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。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



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

	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)	27,879	26,464	23,966	23,865	23,907	23,808	23,669	23,208	22,625	22,160	20,834	20,509

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 ファンダメンタルズの特徴

中期経営計画の推移



HITOTSUBASHI

情報を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 digitS

期間	内容
2003～05年度	2005年度にEBITDA3,600億円、ROE7.0%以上、3力年FCF4,500億円
2006～08年度	全社EBITDA200億円以上増加 ※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) ※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ズの特徴

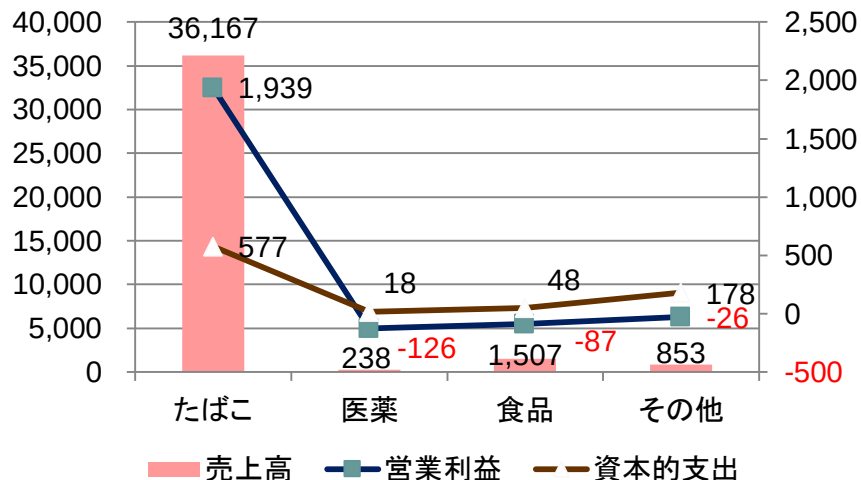
事業セグメントの推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

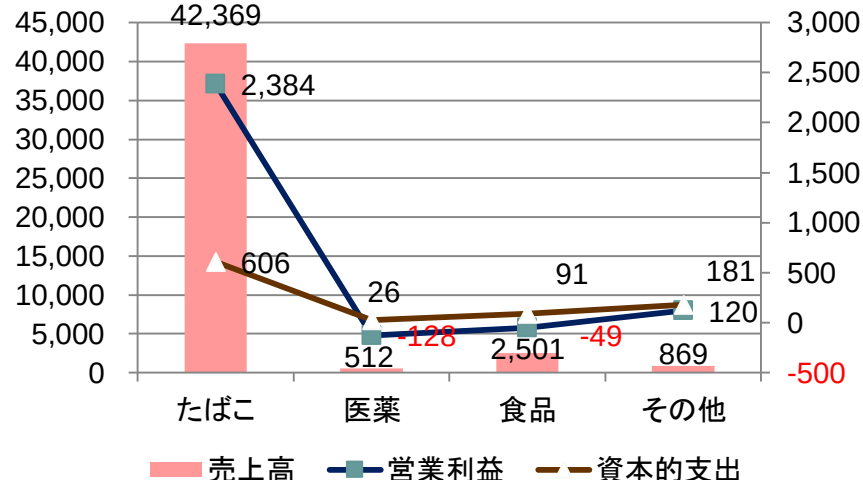
■1999年3月期

単位:億円



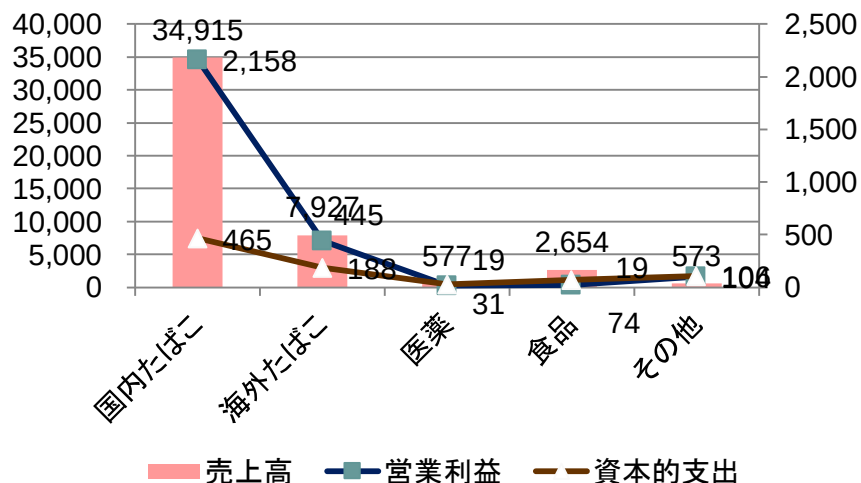
■2004年3月期

単位:億円



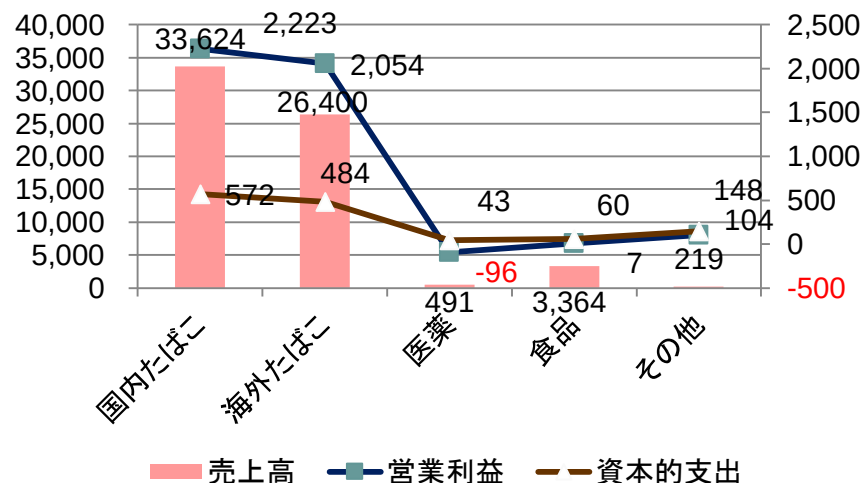
■2005年3月期

単位:億円



■2008年3月期

単位:億円



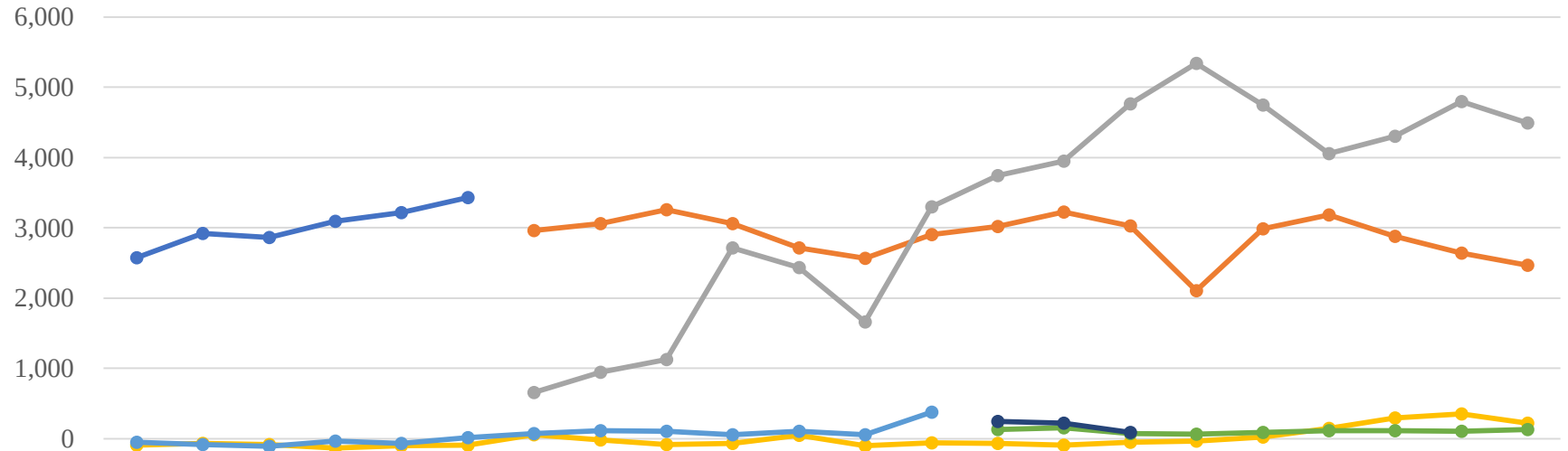
JTのファンダメンタルズの特徴

事業セグメントのEBITDA推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



-1,000

	98年	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年	19年
たばこ	2,577	2,917	2,861	3,097	3,218	3,432																
国内たばこ							2,961	3,057	3,261	3,060	2,712	2,566	2,907	3,021	3,224	3,025	2,106	2,989	3,183	2,883	2,640	2,465
海外たばこ							655	943	1,128	2,711	2,437	1,662	3,299	3,746	3,946	4,763	5,338	4,748	4,060	4,300	4,797	4,491
医薬	-92	-65	-81	-132	-98	-90	55	-18	-82	-63	49	-97	-62	-66	-93	-54	-36	25	146	292	357	219
食品	-49	-85	-107	-36	-70	14	71	114	106	59	107	59	374									
加工食品														133	157	75	65	93	114	118	110	130
飲料														247	225	87						

● たばこ ● 国内たばこ ● 海外たばこ ● 医薬 ● 食品 ● 加工食品 ● 飲料

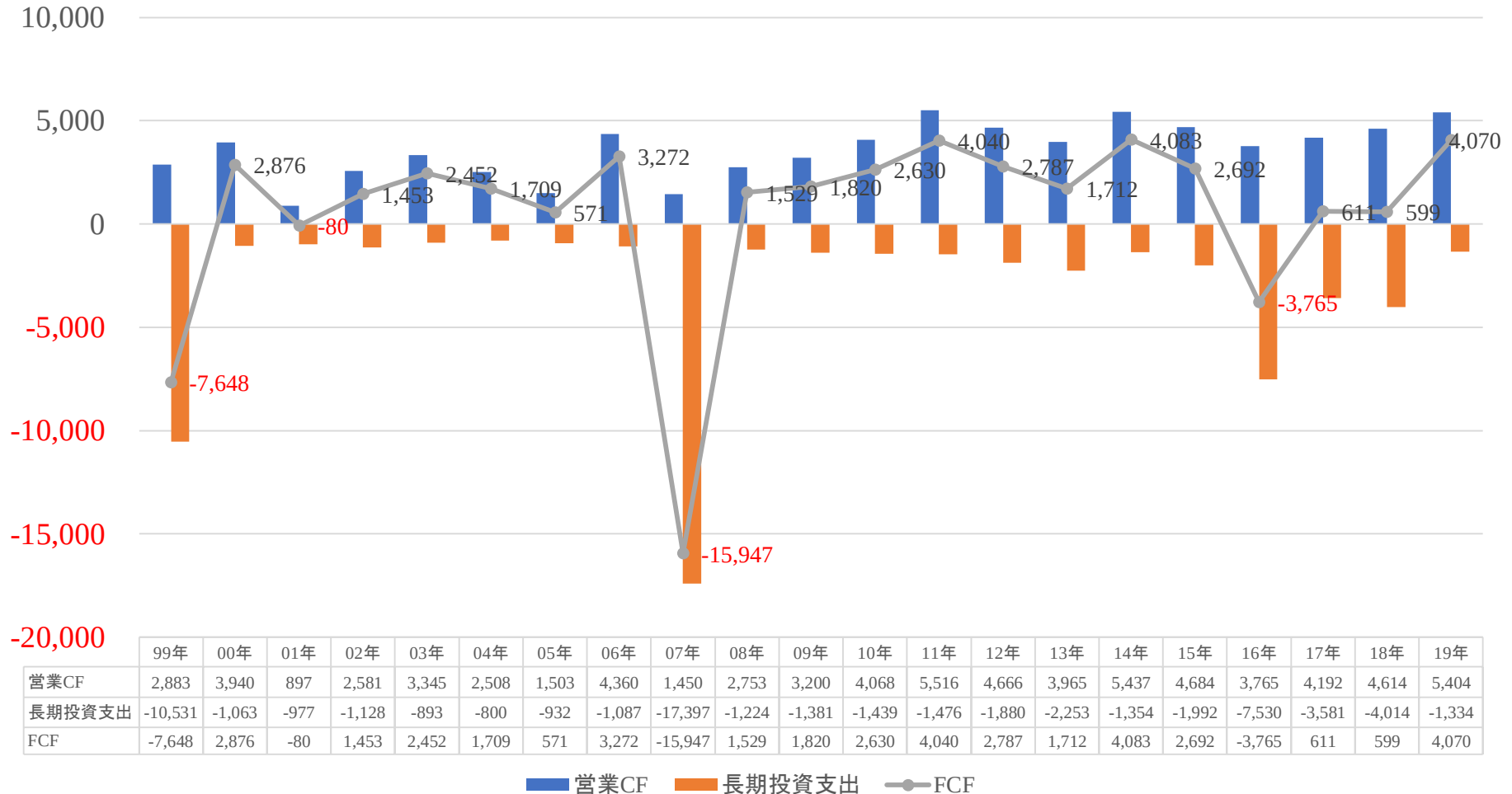
JTのファンダメンタルズの特徴

キャッシュ・フローの状況



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



※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. 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. 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
2018/5/16	Buyer	CJSC Donskoy Tabak	JT International	1476.93
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

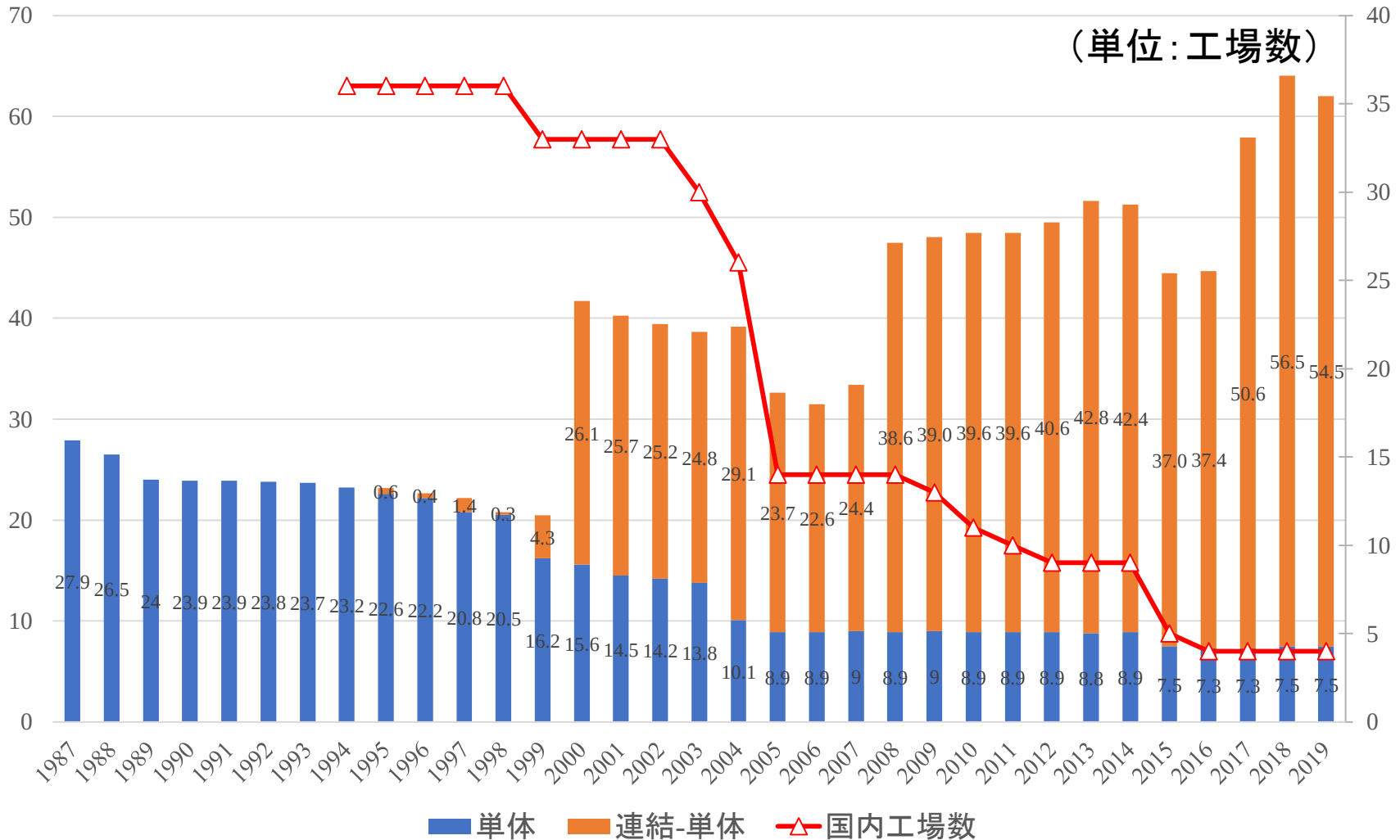
JTのファンダメンタルズの特徴

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ズの特徴

セグメントごとの従業員数の近年の動向



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位:人)

2004年3月期	たばこ産業	-	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	28,504		1,551	5,409		2,608	1,171	39,243
2005年3月期	たばこ産業	-	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	24,350		1,566	5,357		706	661	32,640
2006年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	11,795	11,943	1,532	5,232		604	370	31,476
2007年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	11,534	12,401	1,554	7,084		461	394	33,428
2008年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	11,548	22,324	1,569	11,169		441	408	47,459
2009年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	11,281	23,227	1,616	10,975		429	449	47,977
2010年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	その他	全社業務	合計
	11,282	24,751	1,634	11,143		352	503	49,665
2011年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	-	全社業務	合計
	11,191	23,902	1,664	10,864			851	48,472
2012年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	食品	-	-	全社業務	合計
	11,092	24,237	1,693	10,646			861	48,529
2013年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	飲料	加工食品	-	全社業務	合計
	11,043	24,397	1,744	4,912	6,563		848	49,507
2014年3月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	飲料	加工食品	-	全社業務	合計
	11,022	26,731	1,787	5,035	6,096		892	51,563
2015年12月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	-	加工食品	-	全社業務	合計
	9,470	26,200	1,839		5,798		1,178	44,485
2016年12月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	-	加工食品	-	全社業務	合計
	9,486	26,558	1,850		5,683		1,090	44,667
2017年12月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	-	加工食品	-	全社業務	合計
	10,291	39,281	1,883		5,489		1,019	57,963
2018年12月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	-	加工食品	-	全社業務	合計
	10,566	45,319	1,877		5,303		903	63,968
2019年12月期	国内たばこ	海外たばこ	医薬	-	加工食品	-	全社業務	合計
	10,508	42,868	1,485		5,169		945	61,975

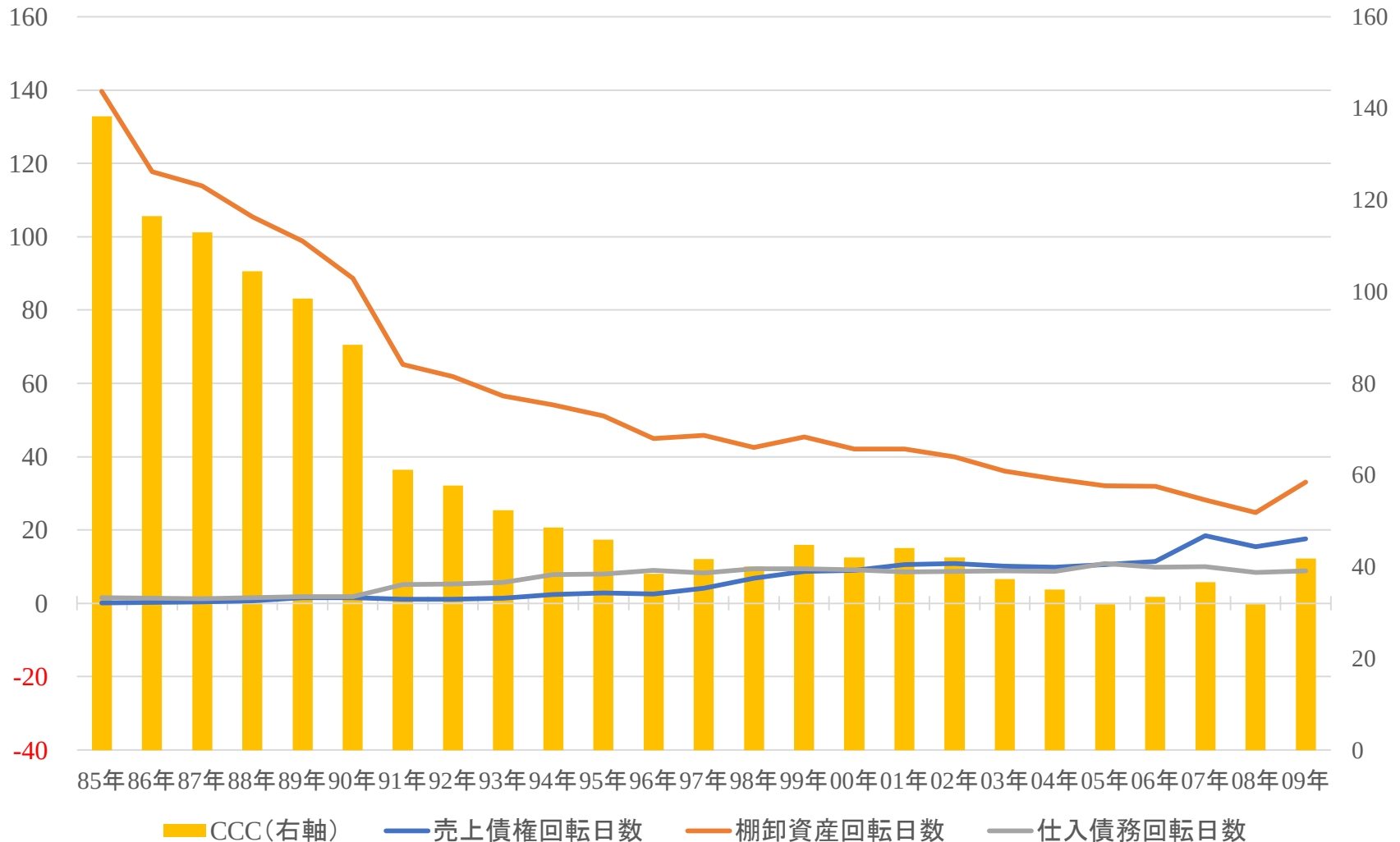
JTのファンダメンタルズの特徴

キャッシュ化速度



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 日)



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)



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

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



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

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(再掲)

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。
5. 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。
6. JTの現在の経営課題は何か。

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。

参考資料
セグメント情報

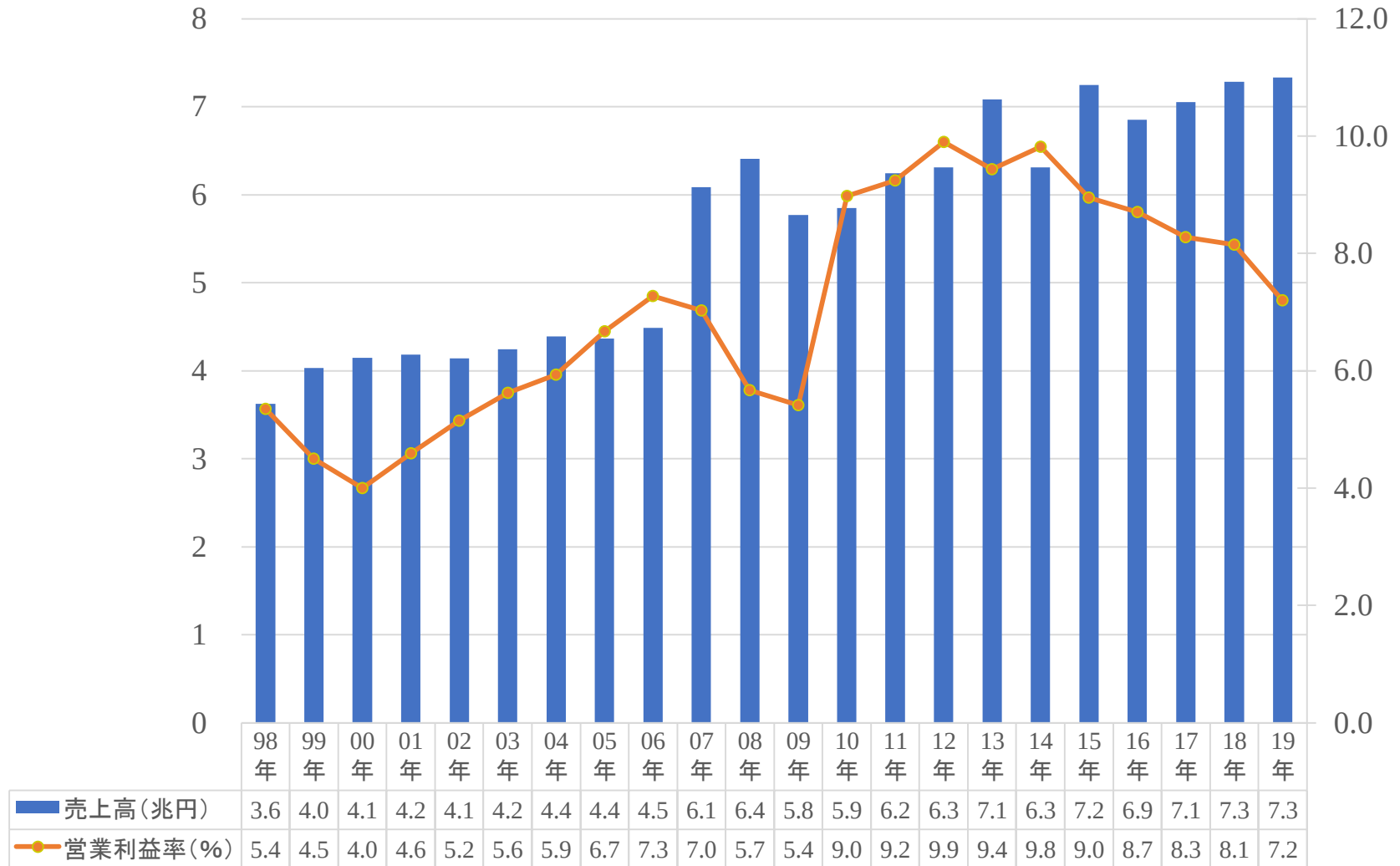
JTのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント:たばこ事業



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位:兆円)



(単位:%) 57

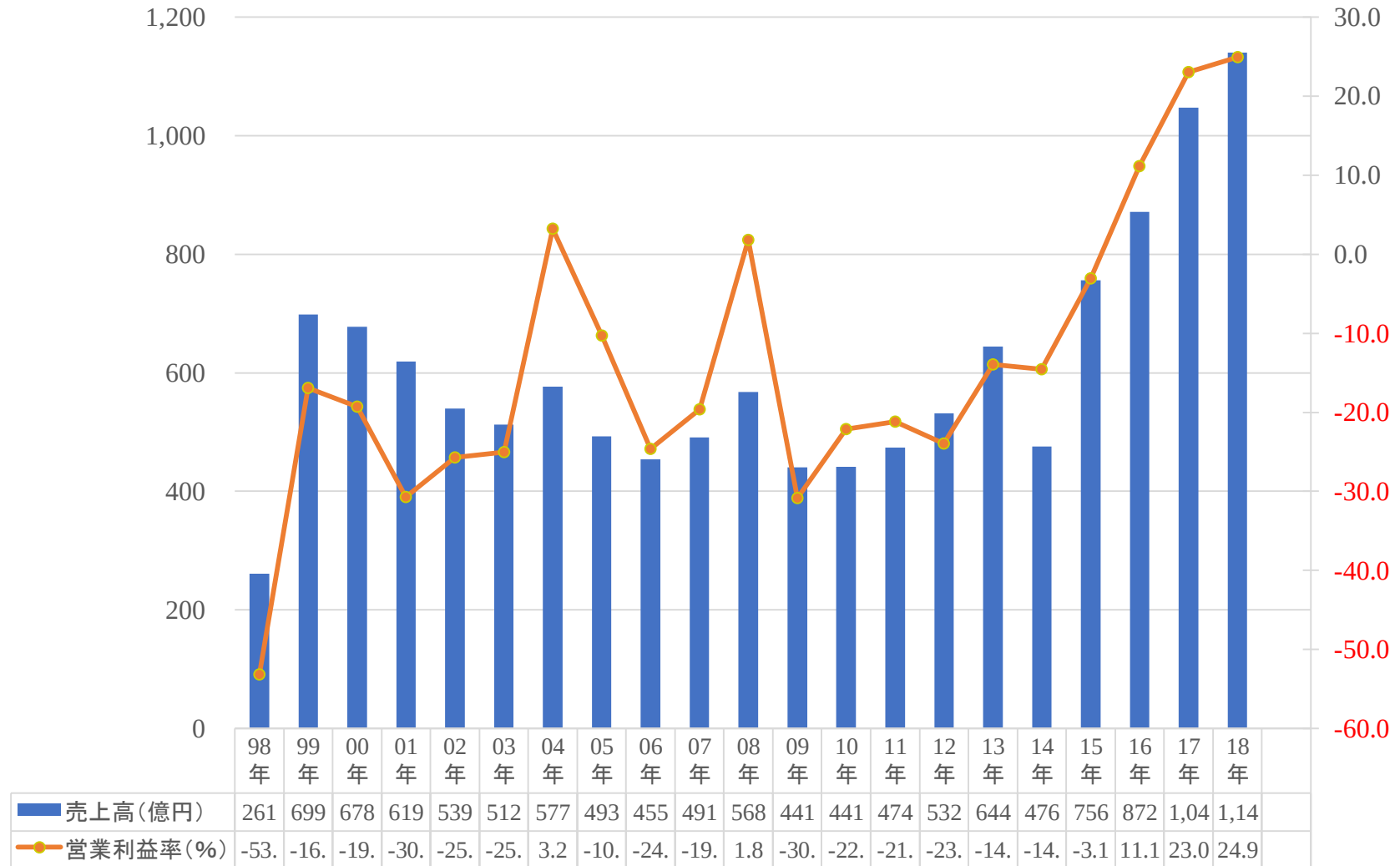
JTのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント: 医薬事業



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



(単位: %) 58

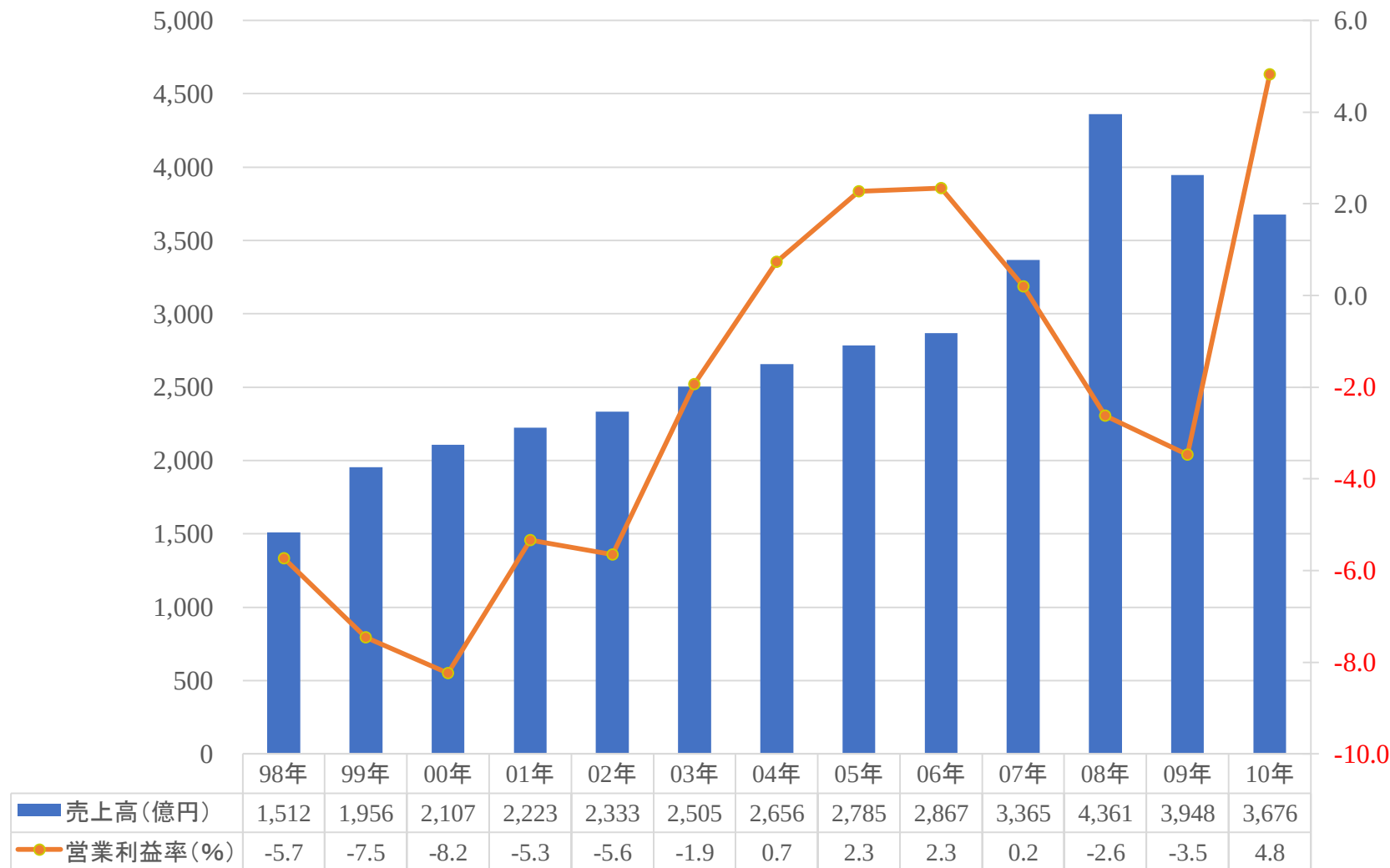
JTのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント：食品事業(2010年以降はセグメントの統廃合により廃止)



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位：億円)



(単位：%) 59

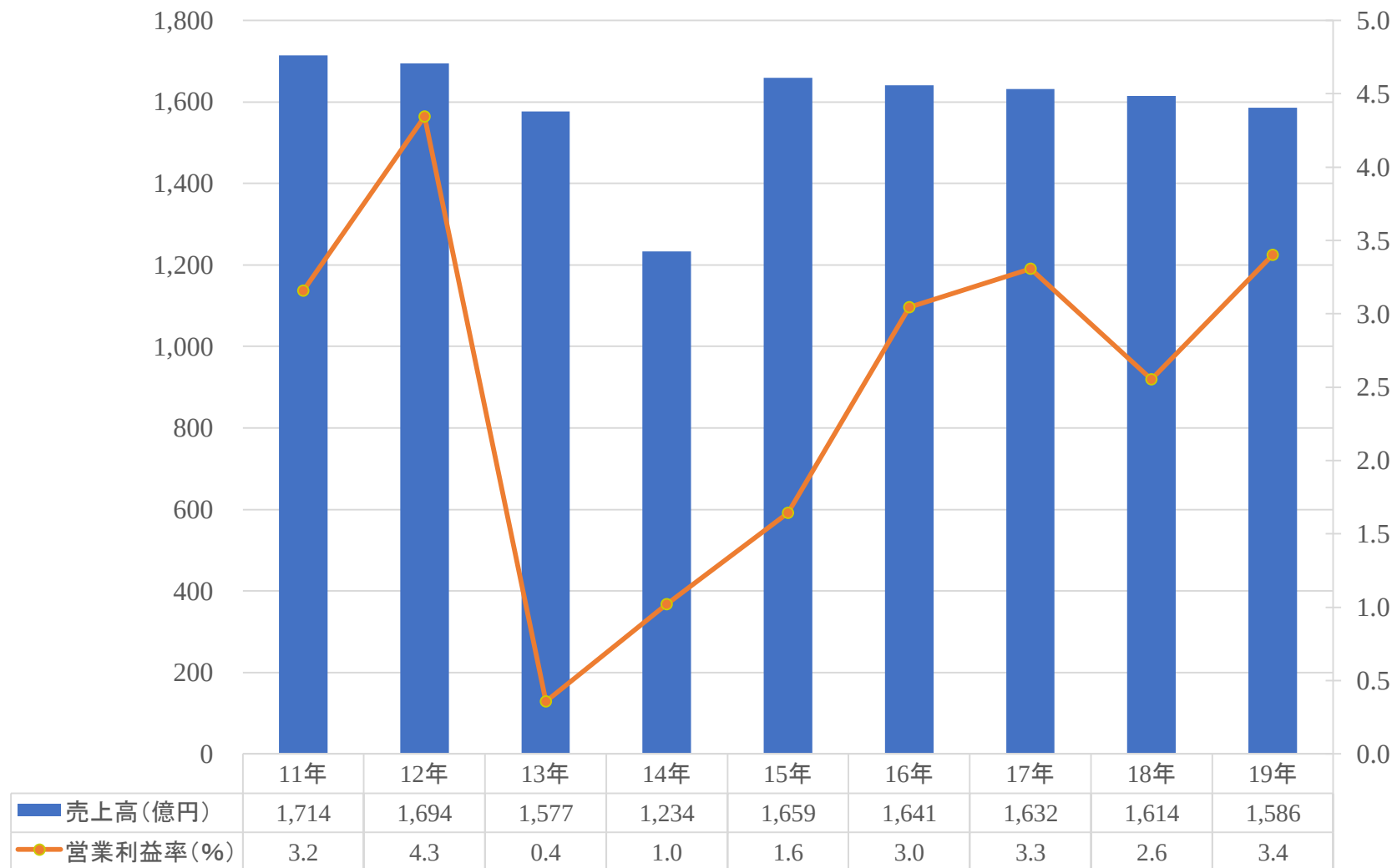
JTのファンダメンタルズの特徴

事業セグメント:加工食品事業(2011年より開始)



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位:億円)



(単位:%) 60

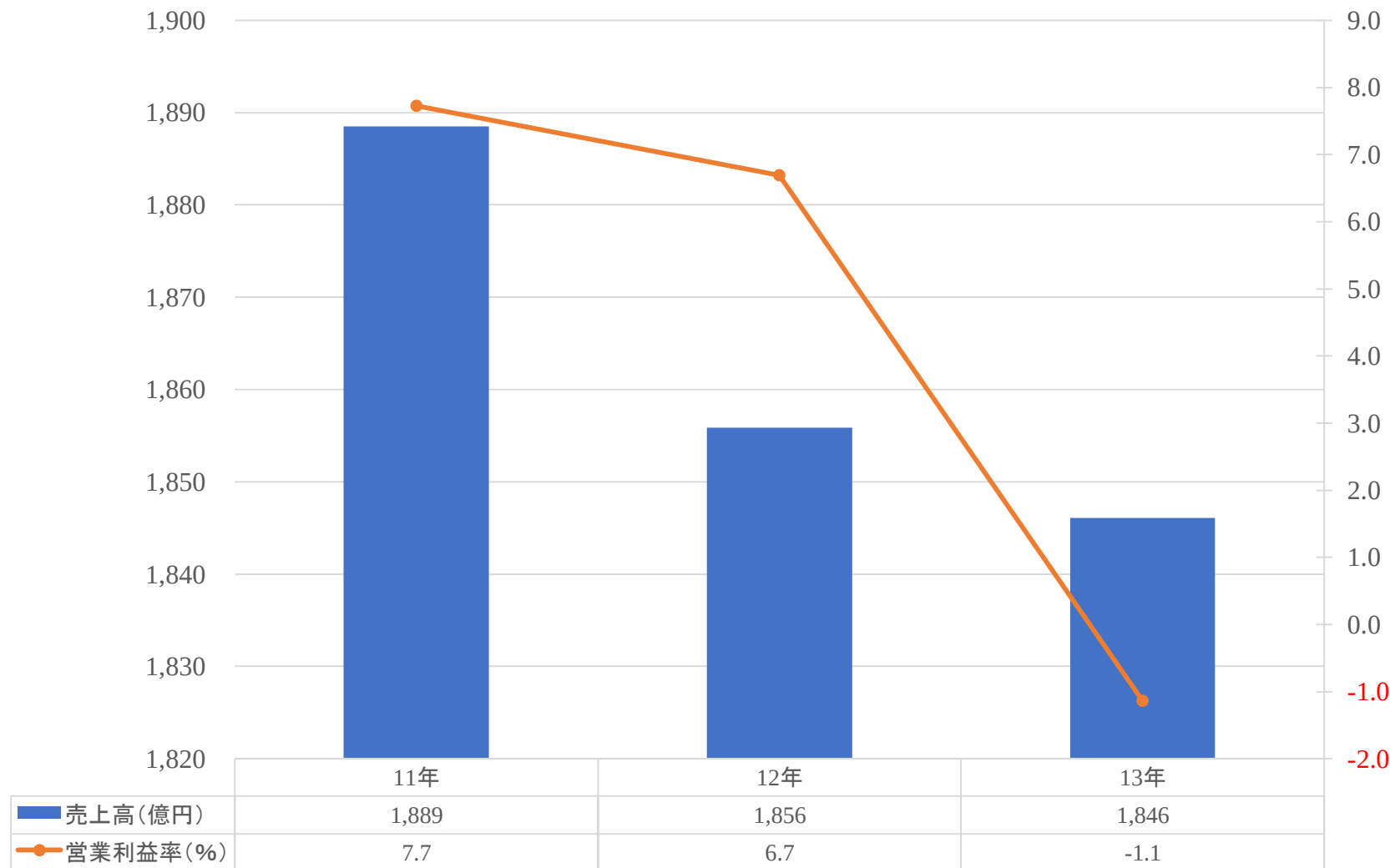
JTのファンダメンタルズの特徴

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



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



(単位: %) 61

JTのファンダメンタルズの特徴

セグメントごとの営業利益の推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)

	たばこ	医薬	食品	加工食品	飲料	合計
1998年	1,939	-126	-87	-	-	1,726
1999年	1,815	-115	-146	-	-	1,555
2000年	1,659	-128	-174	-	-	1,357
2001年	1,921	-190	-119	-	-	1,613
2002年	2,133	-139	-132	-	-	1,863
2003年	2,384	-128	-49	-	-	2,207
2004年	2,603	19	19	-	-	2,641
2005年	2,911	-51	63	-	-	2,924
2006年	3,265	-112	67	-	-	3,220
2007年	4,277	-96	7	-	-	4,187
2008年	3,630	10	-115	-	-	3,526
2009年	3,125	-136	-137	-	-	2,852
2010年	5,251	-98	177	-	-	5,330
2011年	5,770	-100	54	-	-	5,724
2012年	6,245	-127	74	-	-	6,191
2013年	6,685	-90	-	6	146	6,747
2014年	6,193	-69	-	13	124	6,260
2015年	6,484	-23	-	27	-21	6,468
2016年	5,964	97	-	50	-	6,111
2017年	5,836	241	-	54	-	6,131
2018年	5,935	284	-	41	-	6,261
2019年	5,279	159	-	54	-	5,493

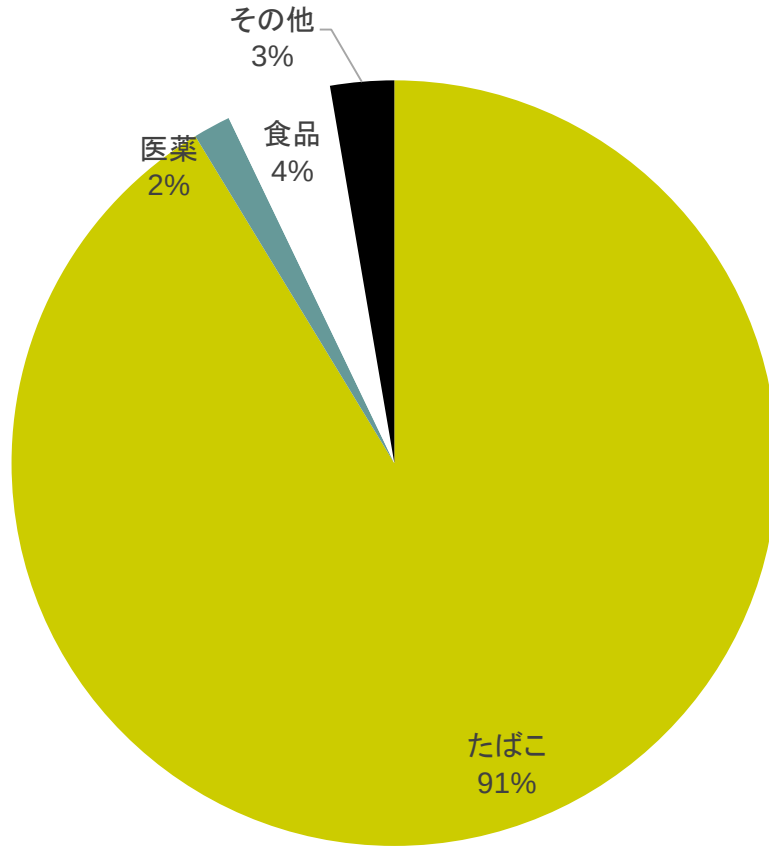
JTのファンダメンタルズの特徴

事業別セグメント売上高

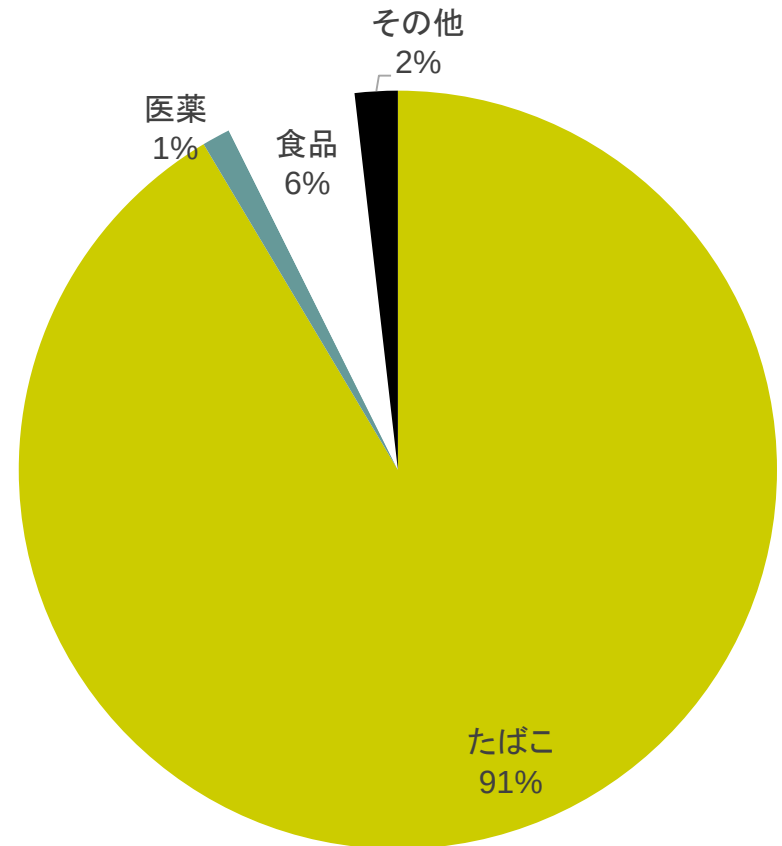


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

2000年3月期



2005年3月期



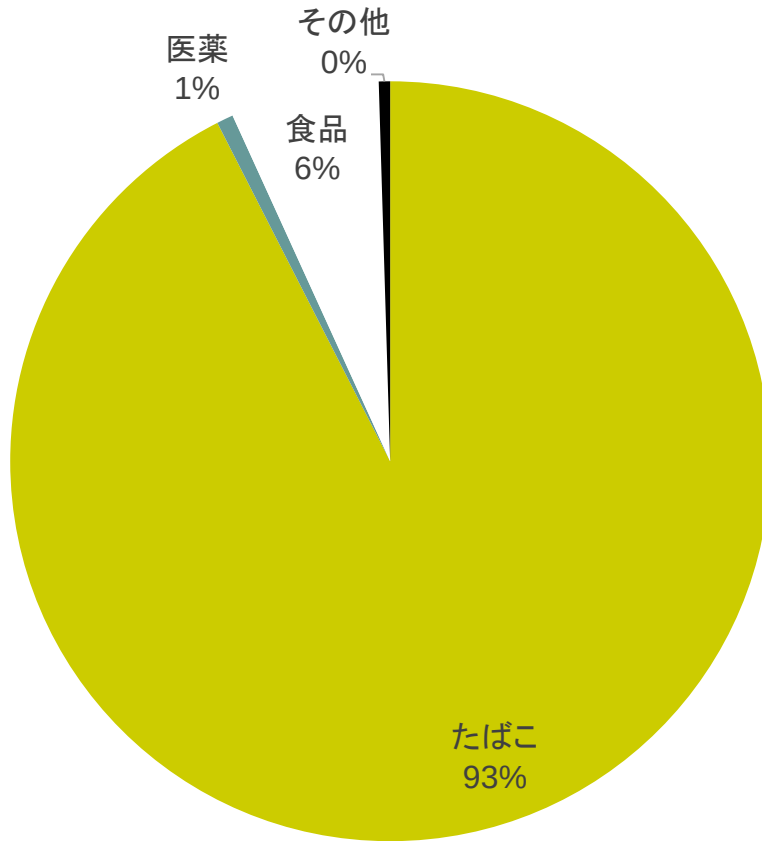
JTのファンダメンタルズの特徴

事業別セグメント売上高

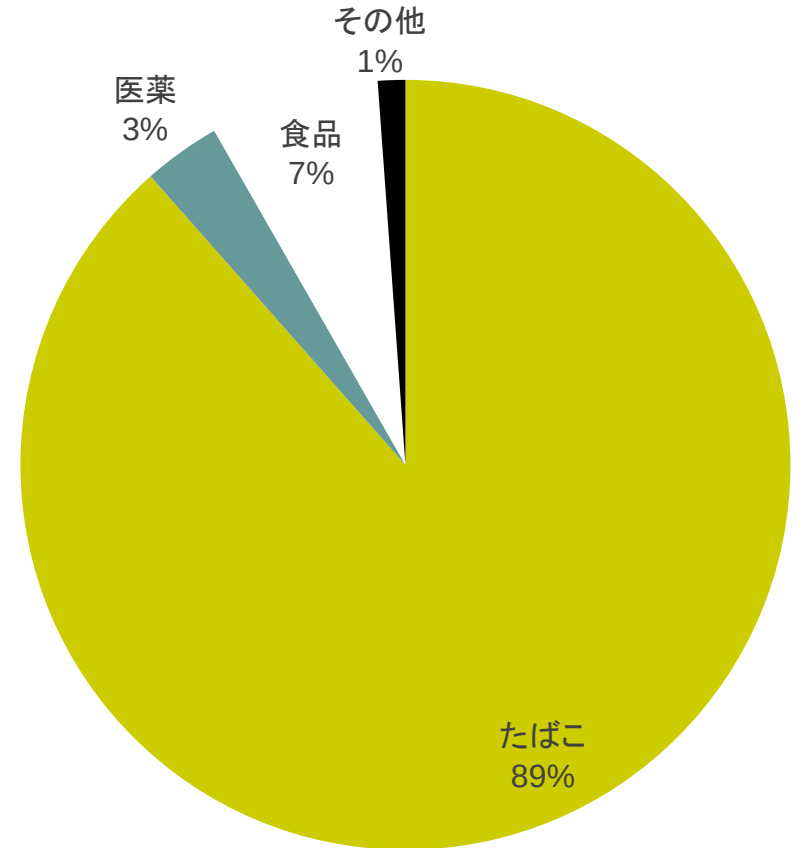


HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

2010年3月期



2015年12月期



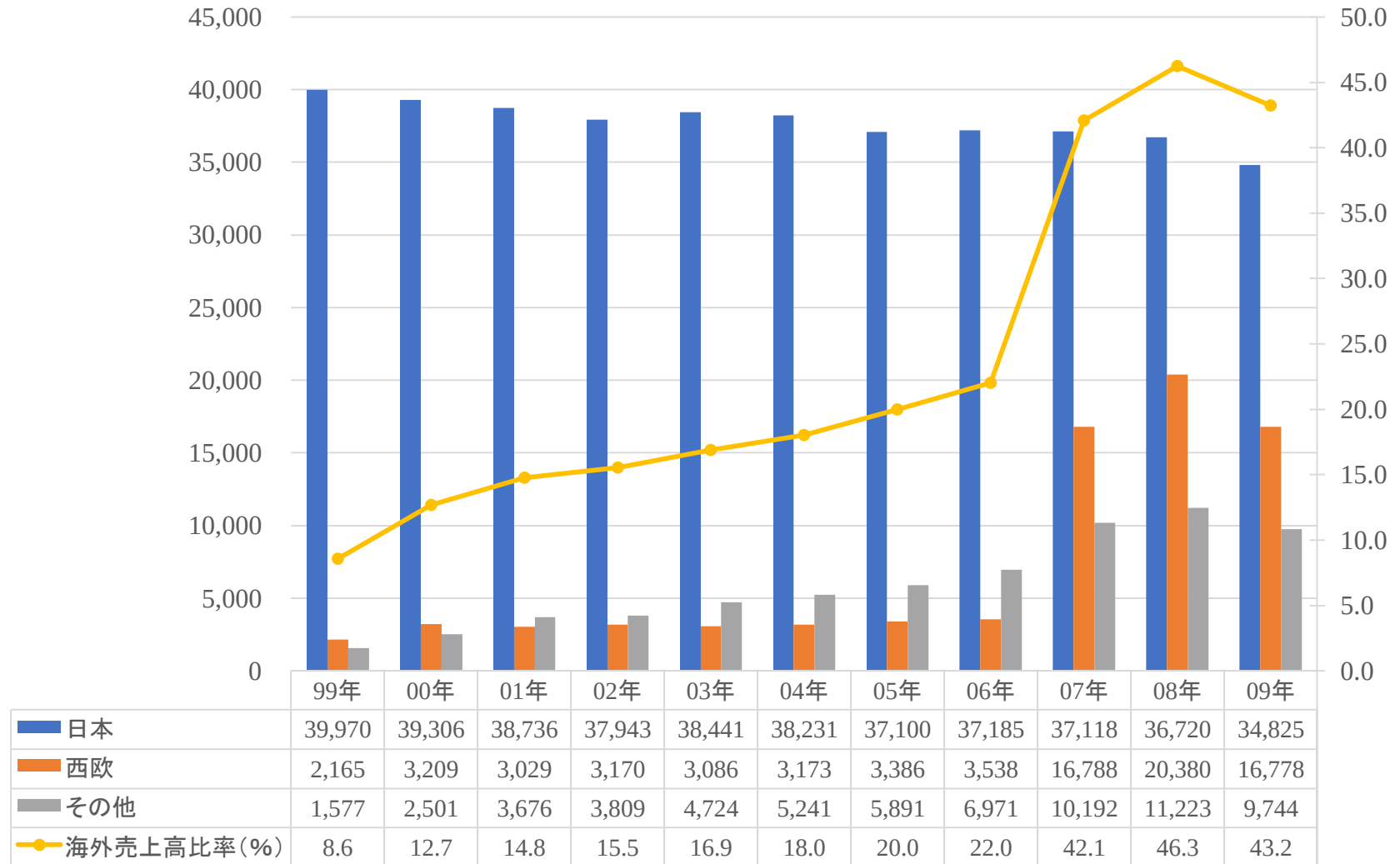
JTのファンダメンタルズの特徴

所在地別セグメント:売上高



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位:億円)



(単位:%) 65

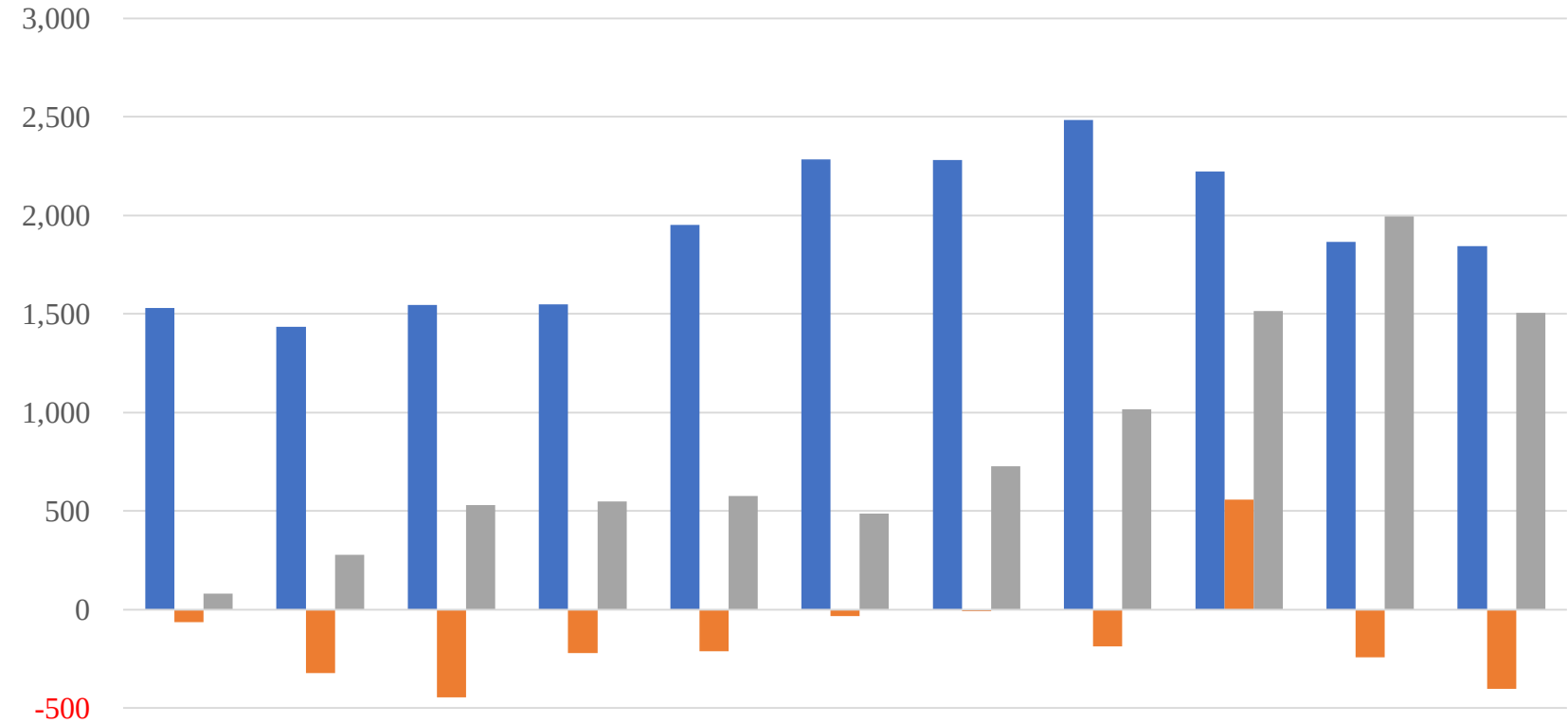
JTのファンダメンタルズの特徴

所在地別セグメント: 営業利益①



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



-1,000

	99年	00年	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09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

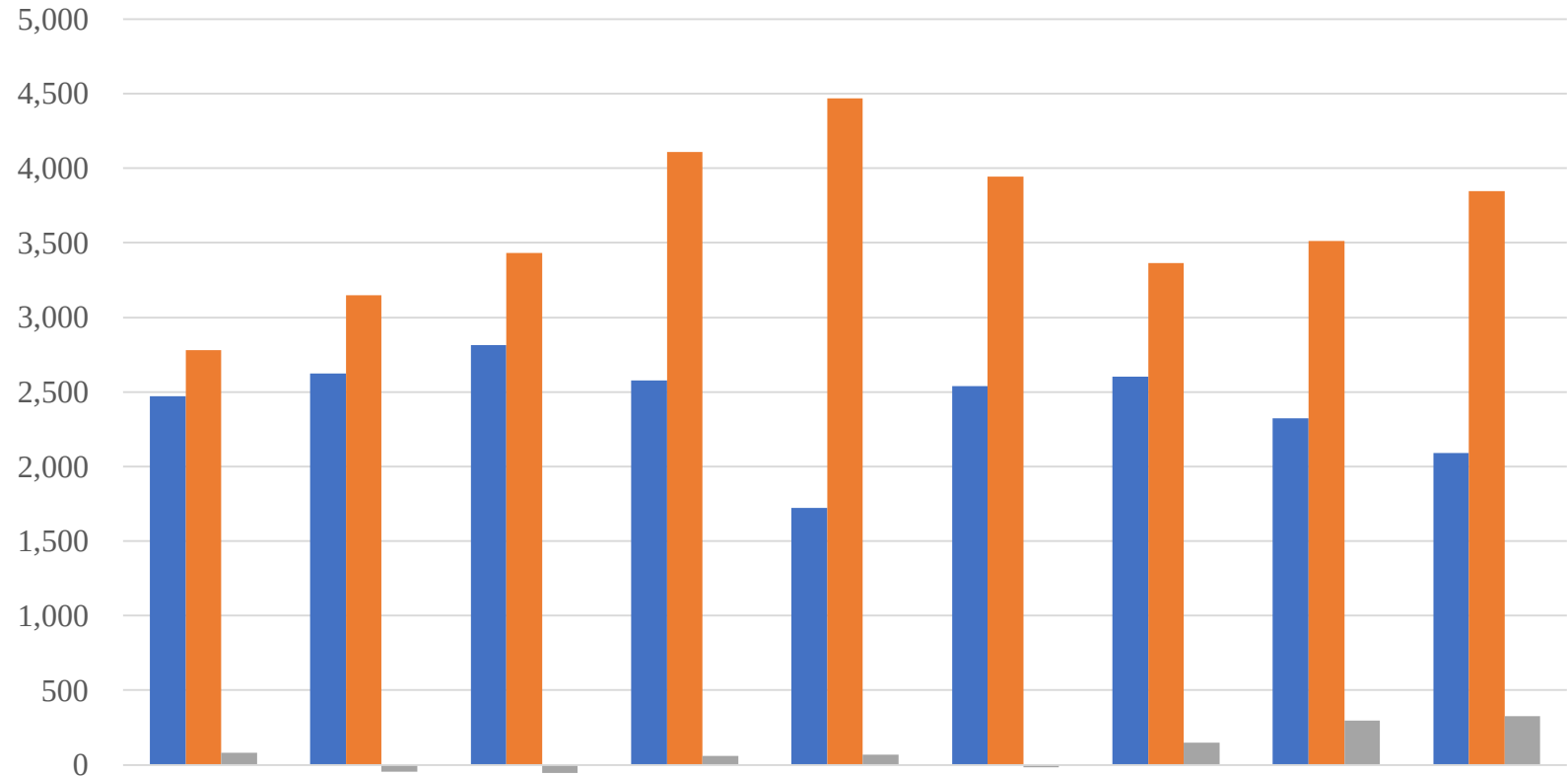
JTのファンダメンタルズの特徴

所在地別セグメント: 営業利益②



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



-500

	10年	11年	12年	13年	14年	15年	16年	17年	18年
■ 国内たばこ	2,472	2,623	2,813	2,577	1,722	2,541	2,602	2,323	2,090
■ 海外たばこ	2,779	3,148	3,432	4,108	4,471	3,944	3,362	3,513	3,845
■ その他事業	80	-46	-54	61	68	-17	147	295	326

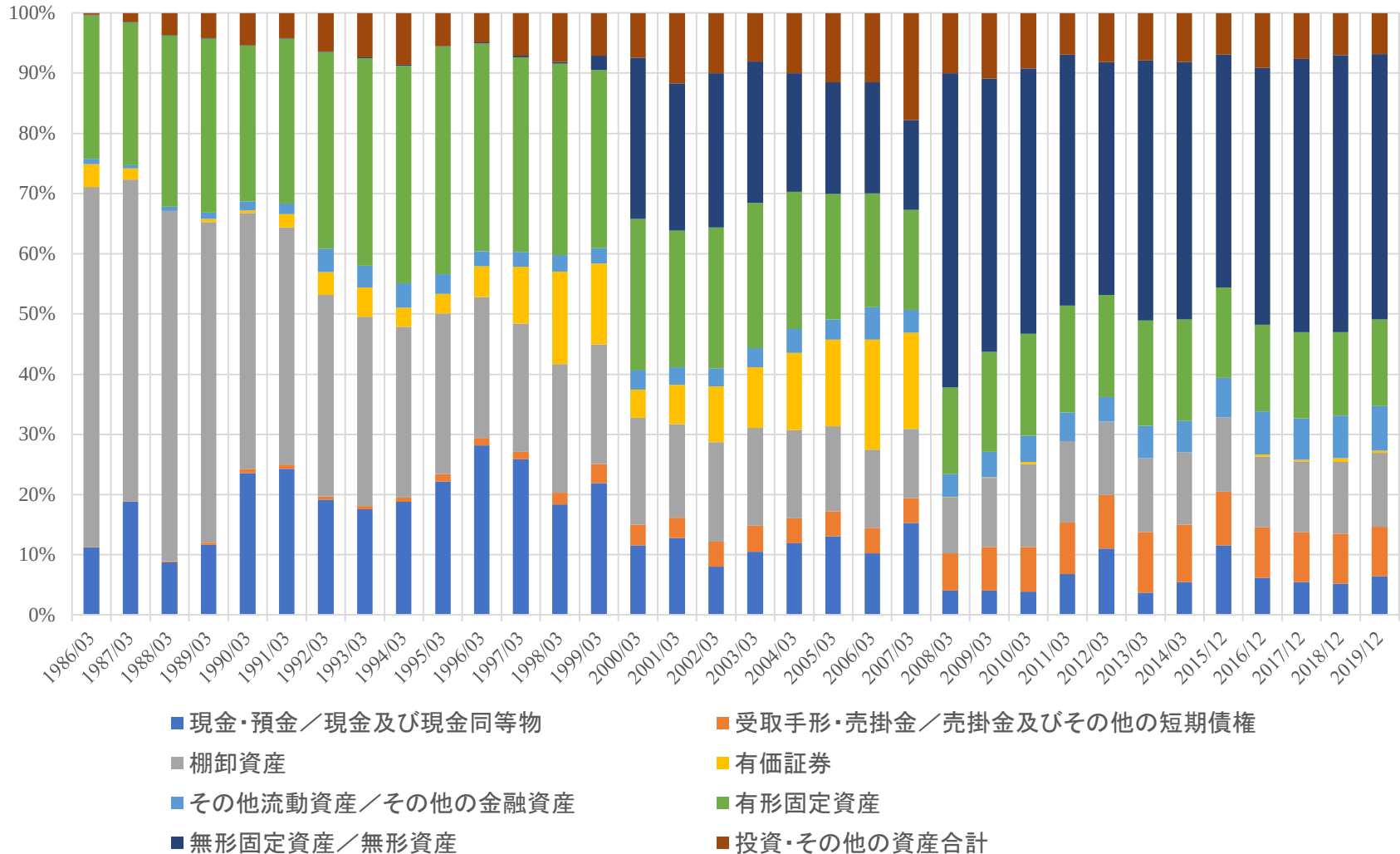
参考資料
財務諸表数値

JTのファンダメンタルズの特徴

資産構成



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

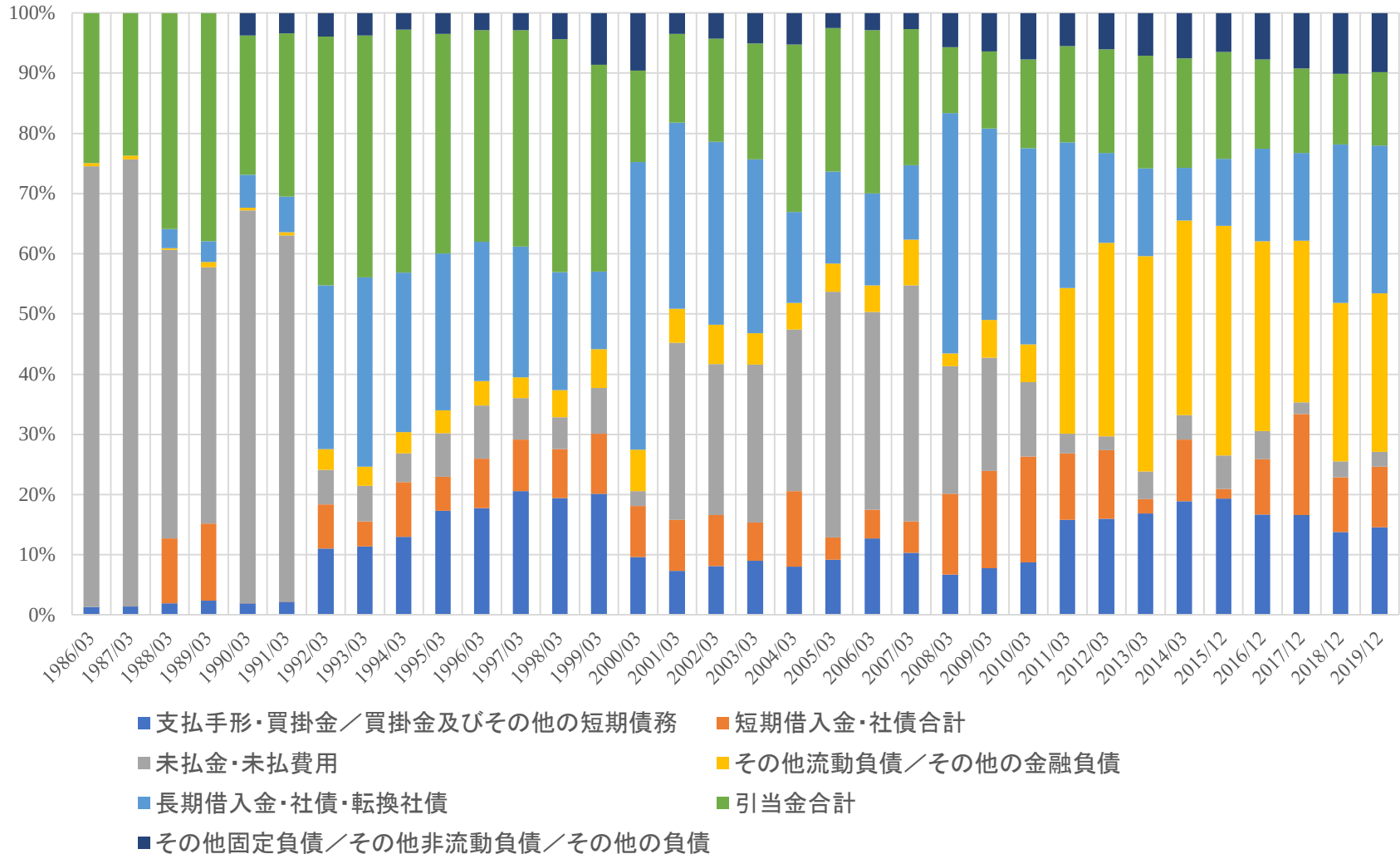


JTのファンダメンタルズの特徴

負債構成



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

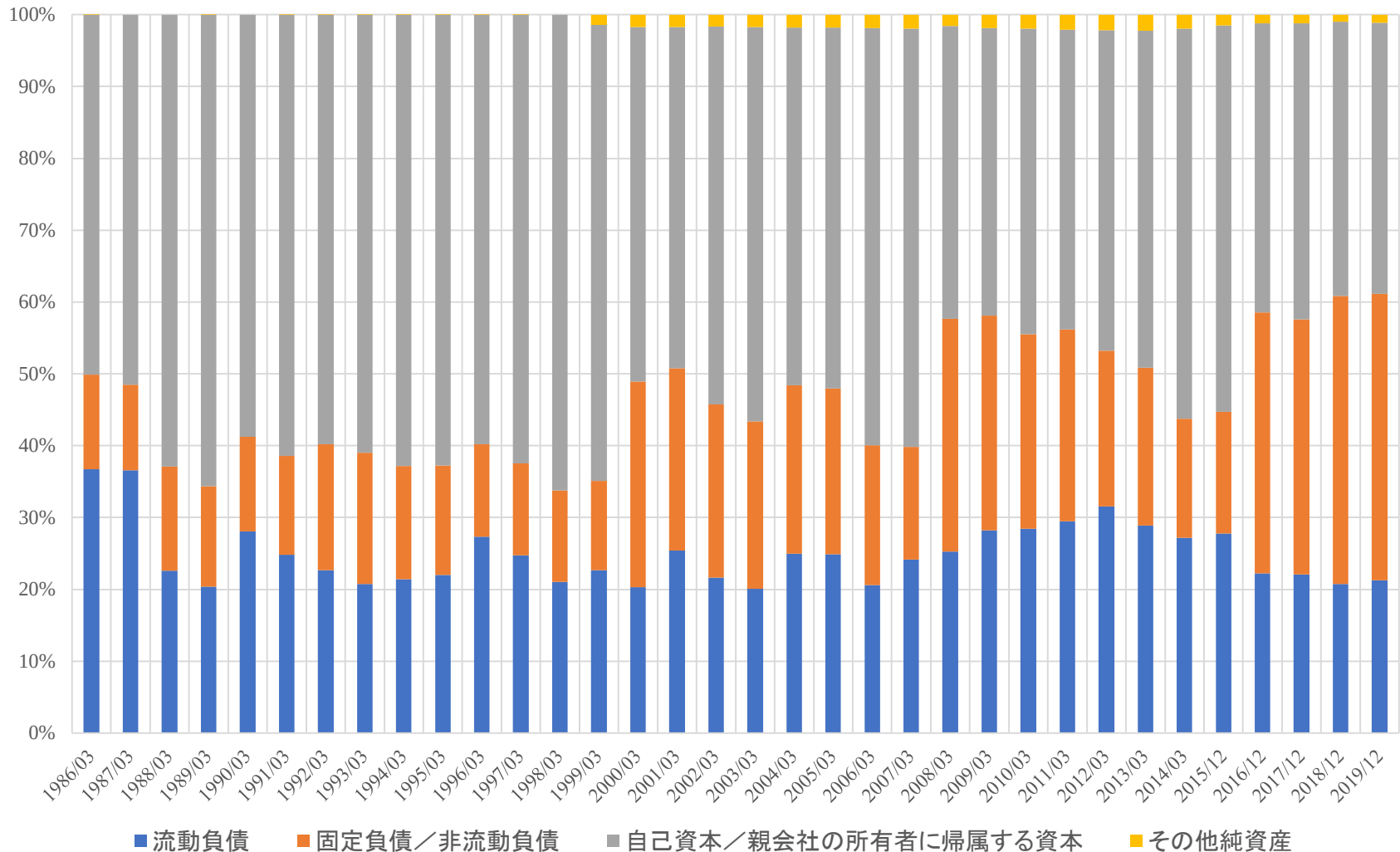


JTのファンダメンタルズの特徴

負債・純資産構成



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY



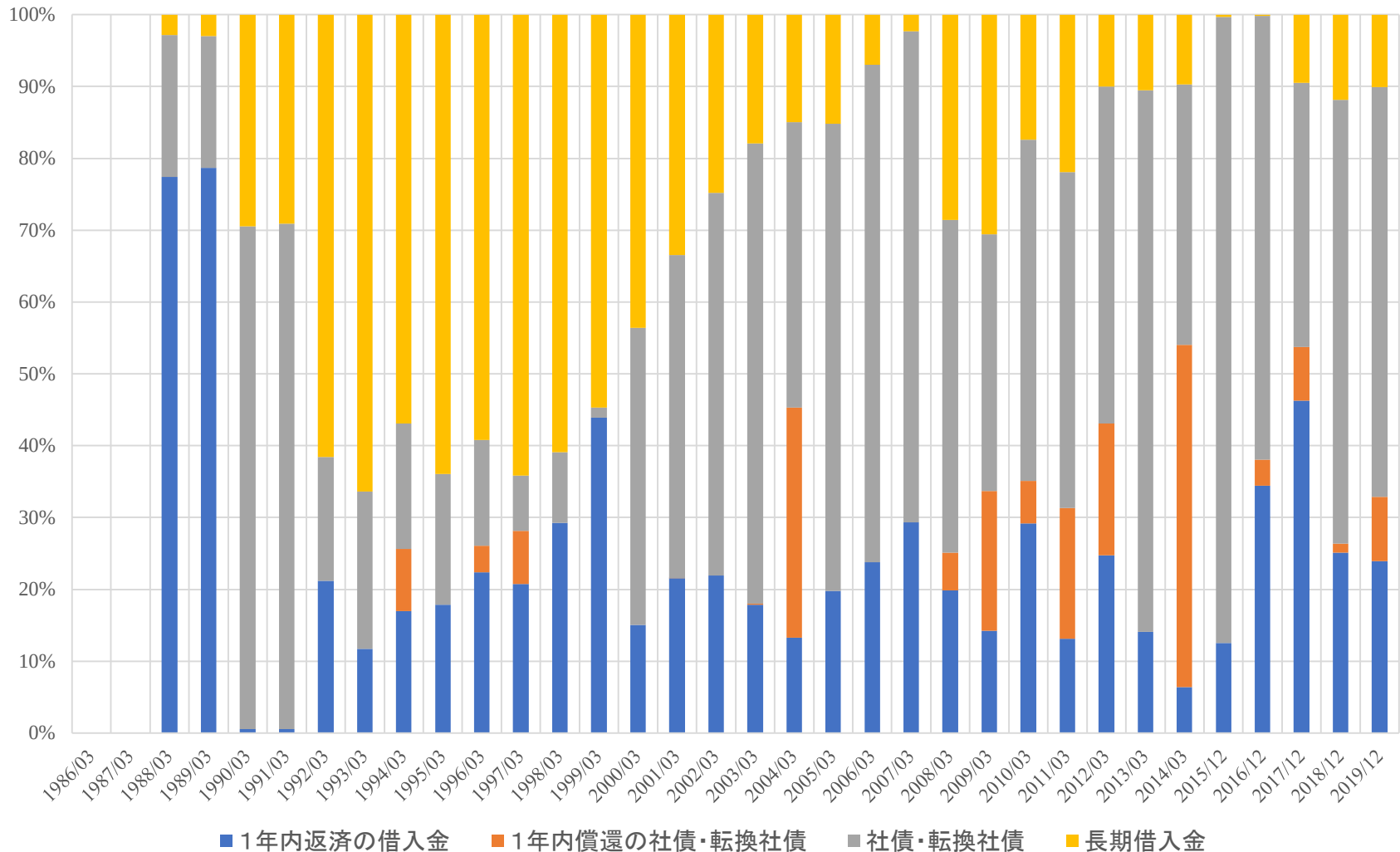
JTのファンダメンタルズの特徴

有利子負債構成



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

86・87年は該当項目なし。



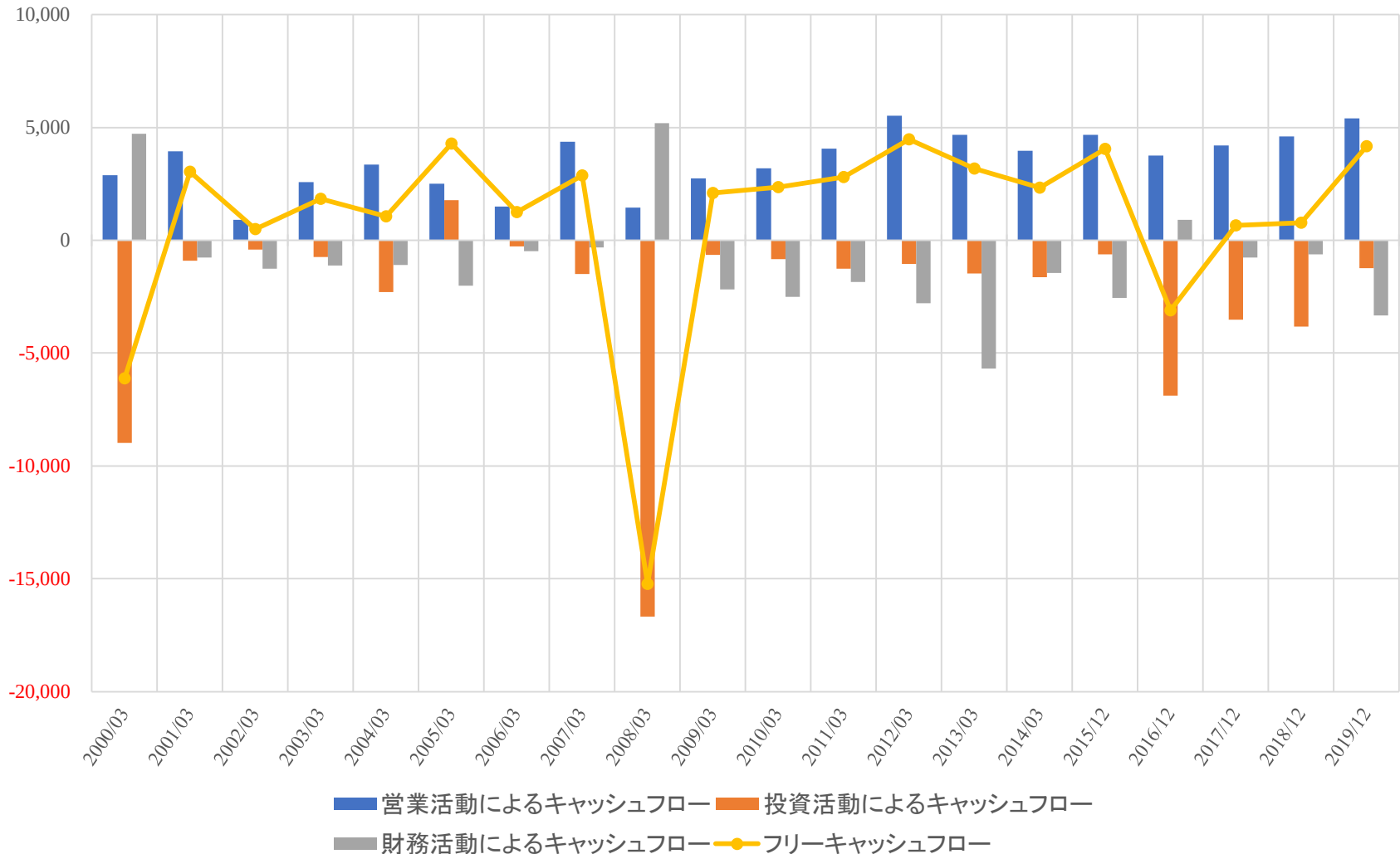
JTのファンダメンタルズの特徴

キャッシュフローの推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)



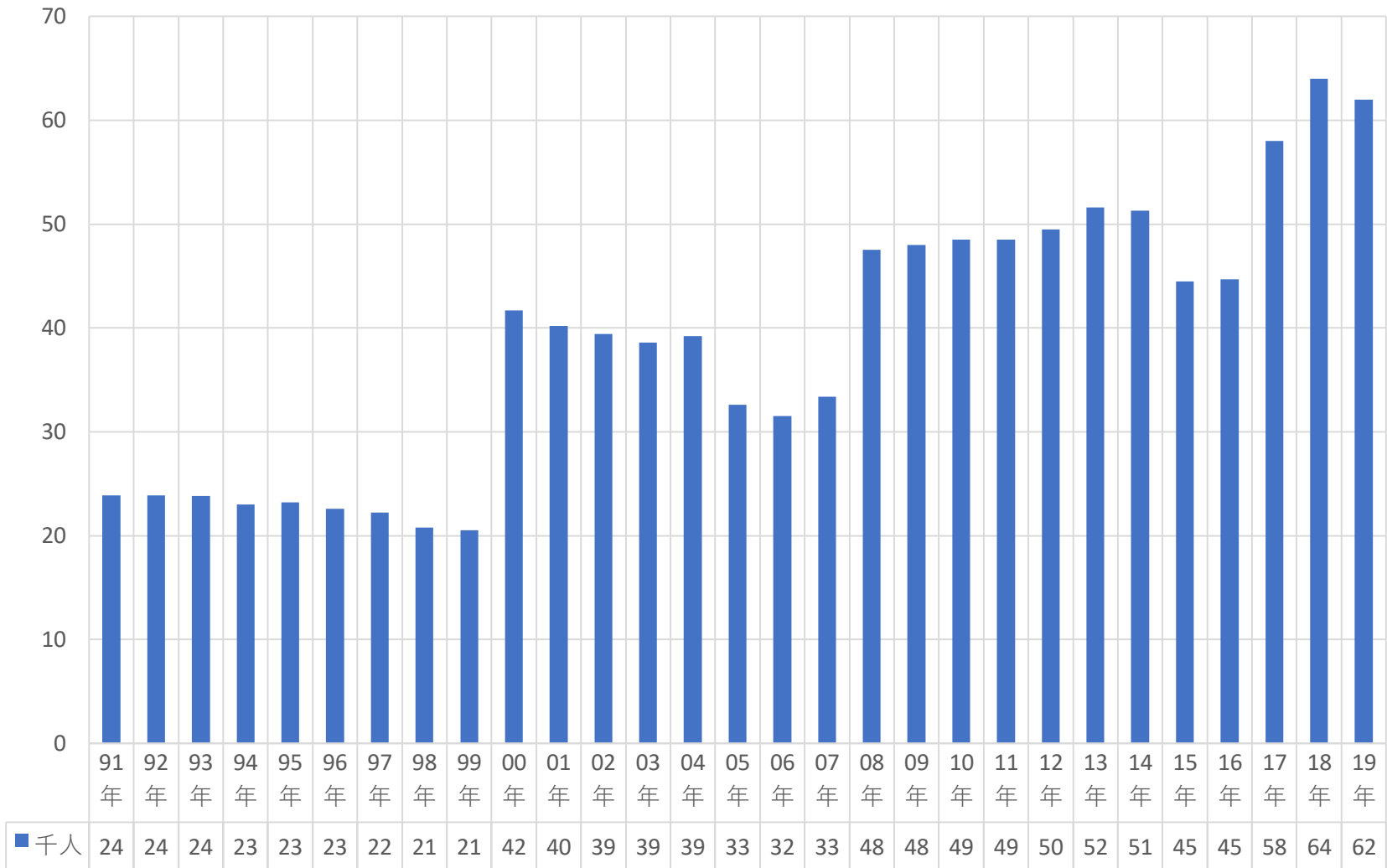
JTのファンダメンタルズの特徴

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ズの特徴

セグメントごとの従業員数の近年の動向



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 人)

2004年3月期	たばこ産業 28,504	-	医薬 1,551	食品 5,409	-	その他 2,608	全社業務 1,171	合計 39,243
2005年3月期	たばこ産業 24,350	-	医薬 1,566	食品 5,357	-	その他 706	全社業務 661	合計 32,640
2006年3月期	国内たばこ 11,795	海外たばこ 11,943	医薬 1,532	食品 5,232	-	その他 604	全社業務 370	合計 31,476
2007年3月期	国内たばこ 11,534	海外たばこ 12,401	医薬 1,554	食品 7,084	-	その他 461	全社業務 394	合計 33,428
2008年3月期	国内たばこ 11,548	海外たばこ 22,324	医薬 1,569	食品 11,169	-	その他 441	全社業務 408	合計 47,459
2009年3月期	国内たばこ 11,281	海外たばこ 23,227	医薬 1,616	食品 10,975	-	その他 429	全社業務 449	合計 47,977
2010年3月期	国内たばこ 11,282	海外たばこ 24,751	医薬 1,634	食品 11,143	-	その他 352	全社業務 503	合計 49,665
2011年3月期	国内たばこ 11,191	海外たばこ 23,902	医薬 1,664	食品 10,864	-	-	全社業務 851	合計 48,472
2012年3月期	国内たばこ 11,092	海外たばこ 24,237	医薬 1,693	食品 10,646	-	-	全社業務 861	合計 48,529
2013年3月期	国内たばこ 11,043	海外たばこ 24,397	医薬 1,744	飲料 4,912	加工食品 6,563	-	全社業務 848	合計 49,507
2014年3月期	国内たばこ 11,022	海外たばこ 26,731	医薬 1,787	飲料 5,035	加工食品 6,096	-	全社業務 892	合計 51,563
2015年12月期	国内たばこ 9,470	海外たばこ 26,200	医薬 1,839	-	加工食品 5,798	-	全社業務 1,178	合計 44,485
2016年12月期	国内たばこ 9,486	海外たばこ 26,558	医薬 1,850	-	加工食品 5,683	-	全社業務 1,090	合計 44,667
2017年12月期	国内たばこ 10,291	海外たばこ 39,281	医薬 1,883	-	加工食品 5,489	-	全社業務 1,019	合計 57,963
2018年12月期	国内たばこ 10,566	海外たばこ 45,319	医薬 1,877	-	加工食品 5,303	-	全社業務 903	合計 63,968
2019年12月期	国内たばこ 10,508	海外たばこ 43,868	医薬 1,485	-	加工食品 5,169	-	全社業務 945	合計 61,975

JTのファンダメンタルズの特徴

自己株取得の推移



HITOTSUBASHI
UNIVERSITY

(単位: 億円)

