



みずほ証券
渡辺 英克 氏



副社長執行役員 チーフファイナンシャルオフィサー (CFO)
竹内 康雄



大和証券
綾田 純也 氏

次なる成長を目指す 16CSPにおける財務戦略

— CFOとアナリストとの対話 —

2016年3月末に当社は新中期経営計画(16CSP)を公表し、その中で財務戦略の方向性として、キャッシュの効率的配分による「財務健全性の確保」と「資本効率性の向上」を図る方針としています。危機的な状態から脱却し、攻めるステージへと変わりつつある当社とその財務戦略について、CFOの竹内がアナリストの皆さまとの対話を通じて率直な意見交換を行い、ご提言をいただきました。(2016年7月5日 当社会議室にて実施)



渡辺 英克 氏 みずほ証券株式会社
エクイティ調査部
シニアアナリスト

プロフィール
1990年慶應義塾大学経済学部卒業、野村総合研究所入社、企業調査部配属。1995年からヘルスケアセクター担当。2000年みずほ証券入社。現在、医療機器分野をはじめ、ヘルスケア分野を広範囲にカバー。



綾田 純也 氏 大和証券株式会社
企業調査部
シニアアナリスト

プロフィール
2003年早稲田大学第一文学部卒業、大和総研(現大和証券)入社。中小型株調査、ロンドン駐在等を経て2011年より電機業界担当。現在は主に民生用エレクトロニクスセクターをカバー。

16CSPの財務・資本戦略について

【竹内】

これまでの4年間は、経営の再建を中心に取り組み、自己資本の充実と大幅なROEの改善を実現することができました。

16CSPでは、経営目標として「ROE」「営業利益率」「EBITDA成長率」「自己資本比率」の4つを掲げ、これらの数値指標で評価します。ポイントは、健全性の確保により財務レバレッジが低下する中でも、収益性と資産効率性を高めるという純粋な事業活動の改革により、ROE 15%を長期的に維持していくということです。この15%という水準は、適切な資本構成により健全性を確保した上で、当社の株主資本コストを上回り、グローバルに展開する他の医療機器メーカーと肩を並べて、

永続的に成長し続けるために必要な水準と考えています。

株主の皆さまをはじめさまざまなステークホルダーの期待に応え、株主価値や顧客価値、従業員や取引先の方々にとっての価値をバランス良く高めることが、企業価値の向上につながると認識しています。それを持続的に行っていくためには、財務の健全性を確保した上で、ステークホルダーが期待するリターンを継続的に創出し、中長期的に持続して事業を拡大する企業であることが重要です。この考え方のもと、4つの経営目標および視点とそのバランスを重視した経営に取り組み、企業価値の向上を図っていく考えです。

ROE重視の経営

ROE 15%		純利益 自己資本			■ グローバル企業に肩を並べ、永続的に成長し続けるために必要な水準	■ 収益性・資産効率性(成長性)を高め、ROE 15%を長期的に維持
				2016年3月期 (実績)	2021年3月期 (イメージ)	
収益性	売上高純利益率 = $\frac{\text{純利益}}{\text{売上高}}$		7.8%	↗	約10%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 営業利益率改善 ■ 営業外損益改善
資産効率性	総資産回転率 = $\frac{\text{売上高}}{\text{総資産}}$	×	0.8回	↗	約0.9回	<ul style="list-style-type: none"> ■ 売上高拡大 ■ 事業用資産効率化 ■ 全社資産効率化
財務レバレッジ	$\frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$	×	2.6倍	↘	約2.0倍	<ul style="list-style-type: none"> ■ 財務レバレッジコントロール ■ B/Sマネジメント

【渡辺】

まず、16CSPの数値目標は、非常にバランスがとれているというのが率直な感想です。この数年間で、バランスシートは大きく改善され、その点は賛辞を贈りたいと思います。新中計で発表された資本政策上のアプローチは、誰が見てもそうだという答えになっています。一方で、外科分野を大きく伸ばすという成長戦略のメッセージに関しては同意できる一方、過去を振り返ると計画未達という結果でしたので、またかと感じている投資家が多いことは事実です。外科分野は、エネルギー

を含めて10%を少し超える成長の計画ですが、これはこれまでも御社が目指してきた目標です。投資家はその点が気がかりであると同時に、外科のシェアは上がるのかと必ず確認します。私は17年間、御社を担当しており、そう簡単にシェアは上がるものではなくて、徐々に上がっていくものだと説明をするのですが、結局、投資家の考える時間軸と、医療機器特有の長期的な時間軸のボタンのかけ違いがずっと残っている気がします。

【綾田】

投資家との日々のディスカッションで感じることは、オリンパスが属している市場とその中でのポジショニングに対する評価、つまり消化器内視鏡で7割のシェアというのは盤石である点は皆さん理解されていると思います。これまではその良いポジショニングを謳歌して成長してきましたが、今回の新中計は、ここから先は会社の意志で市場の成長をアウトパフォームするんだという、新しいチャレンジングな目標の数字が出てきたと感じました。渡辺さんもおっしゃったように、中計に対する市場の評価は非常に好意的です。一方で、外科と処置具では、競合も磐石なビジネスモデルを持っており、その牙城を本当に崩すことができるか、というところに疑問があります。

私は主に電機業界を担当しています。消化器内視鏡が、いわゆるエレクトロニクスの製品と明らかに違うのは、完全にお客さまに寄り添っているという点です。消化器内視鏡は常にドクターとの連携による製品開発を行っている点、つまりマーケットインの発想により、ビジネスモデルを盤石なものとしています。エレクトロニクス製品は時にプロダクトアウトに偏りすぎることがあり、消費者のニーズと製品にギャップが生まれることもあります。その観点でいえば、外科・処置具においても、消化器内視鏡で築いたマーケットイン的なプロダクト開発の仕方やニーズの捉え方ができれば、うまくいくのではないかと思います。

【竹内】

エレクトロニクスのコンシューマー商品と圧倒的に違うのは、我々が患者さんに何かをするのではなくて、医師に委ねられる



ということです。ゆえに医師のニーズ、それも医学的な経済効果が伴うニーズに基づいていますので、結果としてお客さまである患者さんに寄り添うことができます。ただ、直接的なターゲットが患者さんではないため、ダイレクトマーケティングはできません。また、医師一人ひとりにアプローチすることも

できませんので、医師のソサイエティーの中で認知度を上げて、デファクトにしてきた、その結果として今の消化器内視鏡があると考えています。

例えばTHUNDERBEAT(サンダービート)というエネルギーの製品を4年前に導入しましたが、医師からの評判は非常に良いです。しかし、その評判も当社がアプローチできる医師の割合でしかありません。ある学会やある診療領域で、ほぼ満場一

“さまざまなステークホルダー
バランス良く高めていく。”



致でサポートしてくれている、ということまではいっていません。逆にいうと、消化器内視鏡はそう評価されているのです。ここに時間がかかると思っています。消化器内視鏡で展開したように、外科の領域でこれから競合と戦い、医学的、総合的なニーズでオリンパスを選んでもらえるようにしよう、それを5年でどこまでやるかが、この新中計です。

【渡辺】

投資家の間で、なぜ映像事業をやり続けるのかと、未だに話題になります。マネジメントの定性的な評価の部分が、その区切りの条件のようになっていて、どうしても懸念する投資家があります。

【綾田】

おそらく、投資家がマネジメントに対して本当に信頼を寄せているかという、まだそこまでいっていない気がします。その例として、カメラ事業が挙げられてしまうのです。個人的な意見では、カメラを続けていいと思っていますが、そのためには株式会社市場から見ても事業を継続する合理的な理由、すなわち利益を出すことができるかがポイントだと思います。もっといえば、その稼ぐ利益が資本コストを上回るような利益水準かどうか

にとっての価値を



問われているのだと思います。御社は今、かなりの製品絞り込みと付加価値の高い商品へのシフトを進めていますが、これをそのまま続け、売に見合った適切な固定費水準にまでコントロールできれば、例えばレンズで収益を上げるような資本効率の高いビジネスモデルを実現できるのではないかと考えています。さらにこれを単年度だけ達成するのではなく、複数年継続することができればカメラ事業が不採算ビジネスという見方は後退するでしょうし、光学技術での医療事業とのシナジーも含めて映像事業は持つ意味があるという評価に変わると思います。そうなれば、マネジメントに対する株式市場の評価も一段と上昇するのではないかと思います。

【竹内】 正直に申し上げますと、映像事業をやめるリスクはあると思っています。やめたくないというより、やめるべきではないということです。そのためにも、映像事業単独でも利益を出すしかありませんが、オリンパスの体力・規模で安定的に利益を出すことは、マーケットの変化の不確実性から見ると容易ではありません。だからこそ、これまでのカンパニー制からマトリクス体制にしたのです。新設した新規事業の部門で全く新しいビジネスモデ

ルを構築し、映像の技術を活かしたレンズビジネス等を成長させる計画です。人員も含めて、資産を効率的に活用するしかありません。時間はかかりますが、そうした形で正当性を証明するしかないと思います。私はCFOという立場で、ビジネスにしっかり紐づけて資産効率を上げていくことが、大きなポイントだと思っています。

【綾田】

新中計の5年の数字はどちらかという後半の数字が重要だと見ています。前半は仕込み時で投下資本を増やしていくと思いますが、後半にどういった果実を生むか、スケジュール感も含めて見えない部分が多くあります。また、前半での取り組みが正しい方向に向かっているということ、トップラインや利益成長という



成果がすぐに見えていない中でも、投資家や我々が理解しようとした際には、医療事業の中でも分野ごとの資産効率が十分にコントロールされているか、といったKPIがあるとマネジメントと株式市場との間でディスカッションしやすいかもしれません。CFOの立場から、資産効率がポイントだということですが、マトリクス体制になって、個別のビジネスの資産効率をどう見れば良いのかが、若干分かりにくいように思います。全社ではROE 15%がターゲットになっていますので、そこを見て欲しいということですが、個別のビジネスで資本効率が確保できているか、向上しているか、ということが、例えば医療事業だけでも分かると良いと思います。

【渡辺】

新中計の数値で、もう少し踏み込んで欲しかったのは、R&Dと設備投資です。5年間の累計の総額は出ていますが、何らかのブレークダウンがあればと思います。医療機器業界のR&Dは分かりにくく、実は投資家が考えないといけないうテーマに入ってきています。医薬品の場合には各社パイプラインが出るため、おのずと分かりますが、医療機器の基礎的な部分の開発が見えづらい。R&Dの費用対効果が良くなってきているのか、悪くなっているのかすら分からないのです。売上に占める新製品比率という概念がないため皆がストレスを抱えている中で、逆に一歩踏み込んで説明があっても良かった、またこれから踏み込んで欲しいと思います。

【竹内】 投資家の方がR&Dに対してそういう見方をしているというのは、私にとってヒントになります。R&Dは、しばらくは売上に対して10%程度を想定しています。設備投資は、大きな投資はほぼ完了し、あとは継続的なセールスのデモ投資程度です。その点では、当社はグローバルな医療機器メーカーと比較して、これらの投資の水準は当面は低いと思います。

【渡辺】 日本の他の医療機器メーカーと比較して、オリンパスの利益成長性を見たときのバリュエーションは低い、ということ、海外の投資家に説明したところ、逆に、株価は高いと思っている、といわれました。推測ですが、日本の他の医療機器メーカーは、海外の投資家にとっては極東のニッチ企業ですので、そのバリュエーションが高いかどうかは、それほど重大なテーマではないのかもしれませんが、御社は、完全に新しいこれから大きくなる市場で、アメリカのジャイアントと真っ向勝負をしていますので、海外の投資家にとっては、例えばジョンソン・エンド・ジョンソンやメドトロニック等の企業との比較対象とされるから高くなるのです。これはある意味、そういう対象として見られているという証明ですし、逆にハードルでもあると思います。

【竹内】 それは嬉しいことでもありますね。この4年間、海外でもIRをしてきましたが、当初はワン・オブ・日本株、と見られる傾向が強かったように思いますが、現在はグローバル扱いてくれる比率が高まってきている、という実感があります。

【綾田】 全産業の中でオリンパスへの投資判断を行っているようなグローバル投資家に対して訴求しやすい指標があるとすれば、キャッシュ・フロー・イールドだと思うところがあります。年間600～700億円程度のキャッシュ・フローを創出するとして、時価総額が1兆3,000億円程度とすればイールドは約5%ですが、この水準は他産業の企業と比べてすごく割安かというところも言い切れないように感じます。また、キャッシュの用途という点で考えた際、新中計では5年間累計で2,500億円以上のフリー・キャッシュ・フローを計画されています。中計前半に行った施策の成果として、中計後半にキャッシュ創出力が上昇していったときに、そのキャッシュを何に使うのか、ということも株式市場としては注目しているところだと思います。御社は、シェアの高さとビジネスの確からしさ、いわゆるリカーリング型の収益モデルができて上がっていますので、キャッシュ・フローを生み出す力は評価をされていると思います。あとはキャッシュをいかに使い、さらに資本効率を上げていけるのか。将来の成長のためにお金を使うことができれば、投資家の期待を醸成するという形になっていくと思います。単にキャッシュを配当や自社株買いという形で株主に還元するだけでなく、株価が安いときに自社株買いをして、それをM&Aの原資にする等のお金の使い方も中長期で期待したいと思っています。

【竹内】 M&Aに関しては、規模を大きくするためのM&Aは考えていません。当社のM&Aは丸ごと会社を買うという発想ではなく、技術を買うということがあります。今回のキャッシュ・フローの



計画は、従来のR&Dに投資を含めて2,500億円以上と計画しています。あくまでオーガニックな成長が大前提の数値計画ですが、キャッシュ・フローとしては、ある程度のM&Aの金額を当然、きちんと見ているということです。

【綾田】 R&Dに焦点を当ててM&Aをするという場合、どう考えれば良いのでしょうか。足りない技術を買うということなのか、そこに人を買うということなのか。時間を買うという考え方もあると思いますが、御社に今、足りないものがあるとすれば、どちらでしようか。

【竹内】 買収後のインテグレーションの絵が描けないようなM&Aは、それが技術であれ人であれ、うまくいきません。医療機器の業界ではこれまでうまくいっていないケースが多くありますが、結局それはM&A後のシナリオが甘いのではないかと思っています。今後の投資は外科の方に傾注していく、そういう方向になると思います。

【渡辺】 配当性向を30%に上げる目標については、復配からの流れで考えると極めてオーソドックスです。ただ、本来医療機器セクターには成長性を期待していますので、これ以上の水準は求めていません。そう考えると、技術を買うというのはその通りだと思います。御社の内視鏡ビジネスは、診断用も治療用とともに、今後10年、15年と、間違いなくずっと伸び続ける分野だと考えています。15年後の内視鏡は大きく形を変えているでしょうから、そういうお金の使い方は、広義でいうR&Dに入って良いと思います。さらに、借入金なくなる局面でキャッシュが積み上がるときは、次のフローを考える必要が出てきますが、そこで総還元性向を高めようというのは、期待していません。



ご意見やご提言、当社に期待すること

【渡辺】 日本の医療機器の上場企業の中で、実質的な先発メーカーはオリンパスだけだと思います。アメリカの競合を真似て今の地位にきたのではなく、消化器内視鏡はオリンパスが自力で広げてきたものです。一方、外科、エネルギーの分野では後発ですが、ここで今起きていることは、北米の会社も日本の会社も並行して新しい治療用デバイスを開発して、市場をつくっている世界だということです。意外にそこは盲点で、分かっていない投資家が多いように思います。また、日本では医療機器のステージが変わりつつあります。高齢化も含めてその部分のポテンシャルは考えないといけません。よって、医療機器が産業として成立している北米をベースとした会社と、むしろ高齢化が最も進む日本を主戦場にしている会社とでは、バリュエーションは日本の方が高く当然だと、理屈ではそう思います。日本でなくてはならない、保有しなければいけないセクターという論議で、医療機器はもっと掘り下げられる余地があるのではないかと、思っています。

【綾田】 オリンパスはかなりいいポジションにいると思います。日本株の中核銘柄として、コア銘柄にするかどうかの議論がされています。だからこそ期待値も高い、要求水準も高いのだろうと思います。そうした中で、投資家の期待に応えるためには、やはり今回発表された中期経営計画を着実に実行できるかどうか、ということを株式市場は注視していると思います。冒頭でも触れましたが、今回の中計は外科分野や処置具分野においてマーケットシェアを上げられるかどうか、目標達成の可否に大きく関わっていると思います。そうした意味では、短期的なマクロ景気や為替の動向に過度に振り回されず、5年後、10年後を見据えた中長期的な視点で事業ポートフォリオを強化する取り組みに期待したいです。

【竹内】 16CSPは1年以上の時間をかけて、何度も議論を重ね、理詰めで作り上げたものです。計画の出来に自信を持っていますし、実現可能性も当然それなりに高いと確信しています。足下では為替が変動していますが、短期的な影響をすべてヘッジするような方法はなく、そこを力ずくで何とかしようとは考えていません。とにかく実行あるのみです。確実にやりきります。