

日時： 2024 年 4 月 3 日（水） 16:00 ～ 17:00

説明者： 石井社長 COO、鉢村 CFO

用語： CTC=伊藤忠テクノソリューションズ、FM=ファミリーマート

Q： 「企業価値の持続的向上を目指す」との経営方針で想定する長期的な株主還元・利益の水準について確認したい。まず株主還元について、24 年度の総還元性向を 50%目途とした一方、長期の経営方針ではそれよりも低い 40%以上。改めて総還元性向の考え方を確認したい。また長期的な利益水準について、配当方針（配当性向 30%、または 1 株当たり配当金 200 円のいずれか高い方）に鑑みると 9,700 億円程度までの利益成長が想定されるが、24 年度利益計画 8,800 億円における基礎収益の水準とこの配当方針から類推される利益水準に到達する時間軸について伺いたい。

A： ご質問への回答にあたり、まずは今回中計を廃止し中長期の経営方針と単年度の経営計画の公表に至った財務的な考え方の背景から説明したい。今回の経営方針は以前から言及している、①ROE15%、②前中計でコミットとした配当性向 30%、③23 年度の総還元性向 41%の 3 つを目指すべき水準の出発点とした上で、マーケットとの対話を通じて感じた「今後における利益成長水準の提示」と「株主還元に対する強い期待」の 2 点に対する声の高まりを踏まえ、検討したもの。利益成長については「投資なくして成長なし」との強いフレーズにも表れているが、成長投資の加速を打ち出した。株主還元については、24 年度に想定される実質営業キャッシュ・フローの水準を、成長投資と株主還元に関ね半分ずつ配分することで市場の期待に応えた形。また 24 年度に計画するキャッシュ・アロケーションは、前中計期間中の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローのキャリーオーバーを全額投資に充てることで、投資可能な枠を出来る限り大きくするとの考えに基づき決定したもの。この中で成長投資 1 兆円がまず固まり、株主還元についてもやや前倒しとの形になるが、50%を目途とした総還元性向を打ち出した。成長投資については 1 兆円を超えるパイプラインがあり、過去の教訓を踏まえつつも、確りと投資実行を進めていく。

次に言及したいことは、当社のアピールポイントである高効率経営。今回の経営方針の公表にあたって、「変えること・変えないこと」があると整理しており、過去 3 回の中計における財務方針・財務戦略と同様に、ROE 重視の方針にも変更はない。以前から高水準の ROE 維持にあたっては「R（利益）を大きくすることで達成する」と説明しているが、その背景には、連結純利益の CAGR10%と総還元性向 40%以上を維持すれば 15%以上の ROE を実現できるとの考えがある。単年度の利益では振れ幅はあるものの、本日公表した資料にもある通り、10～23 年度のトラックレコードである連結純利益の CAGR13%、ROE 平均 16%をすれば、今後も CAGR10%の達成は不可能な水準ではない。前中計公表時に、6,000 億円の収益レベルを念頭に ROE の目線を 13～16%と下げたことは反省しており、今回の経営方針では現状の効率性を下げることは意図していない。ROE 水準は成長率と総還元性向によるマトリックスと整理される中、総還元性向は 40%「以上」としており、40%を上限とするものではない。また総還元性向 40%以上と配当性向 30%の差分もあり、自己株式取得も活用しながら高効率経営を目指す方針は不変。

但し、「持続的な企業価値の向上」の根幹はあくまで利益成長。株主還元の担保や資本が積み上がる中で、効率性維持は利益成長があつてこそ成立するもの。今後もトラックレコードと同等の成長率での利益成長を維持することで、高効率経営を実現するという点が今回の一番強いメッセージ。前倒しで引き上げた総還元性向や今回提示した配当方針にも表れている通り、利益成長の実現に対する自信は相応にあり、今回の経営方針において利益成長が実現しないケースは前提にない。

配当性向 30%とした場合、200 円下限配当で連結純利益が 9,600 億円程度となる計算。逆に 2024 年度経営計画の 8,800 億円で配当性向 30%を維持した場合の 1 株当たり配当金は 183 円。今後、仮に 8,800 億円から 9,600 億円への成長過程があるとして、配当額が 200 円から一定となった場合、それを累進配当と呼ぶかは別として、提示している総還元性向からすれば自己株式取得を通じた総還元額は増加していく仕組み。

本日時点では、24 年度の基礎収益と一過性損益の内訳についての説明は控えるが、例年通り一定規模の一過性損益やバッファが織り込まれたもの。3Q 決算公表時のトレンドは継続しており、各セグメントのオーガニックグロース、苦戦している事業のターンアラウンド、新規の成長投資からの利益貢献で 8,800 億円を着実に達成していく。

Q： 従来、投資のキャッシュ・アロケーションは示していなかったが、24 年度は 1 兆円を上限とする投資計画を

公表しており、一步踏み込んだ説明の印象。足元の経営環境を踏まえて想定通り 1 兆円の投資を積み上げることは可能か。

A : 21~23 年度は、新型コロナウイルスの影響や資源価格の高騰等がある不確実な経営環境下であったものの、8,000 億円の収益ステージを確立したことは一定の成果と評価している。一方、前中計期間中の連結純利益が 8,000 億円台で横ばいとなったことについて、マネジメント間では危機感を持っていたことも事実。市場の期待に応えて、もう一段上の収益ステージの確立には、成長投資を積極化していく必要があると考え、1 兆円という高水準の投資計画をお示しした。当社は CTC、FM、デサント等の他商社にはない川下分野の強固な事業基盤を有し、消費者データや市場情報を的確に捉えることで収益水準を高めてきており、今後も川下分野に注力していく方針は不変。また、当社の強みは、ハンズオン経営で事業を磨き上げることであり、当社が現場に深く入り込むことで企業価値の向上を図れるような投資先にアプローチしていきたい。前中計期間中は、CTC や大建工業といった既存事業会社の買増しを中心に投資を実行してきたが、もう一段上の収益ステージの確立には、当社グループが持つ機能やノウハウを活用することで企業価値の向上が可能な、既存事業の隣地にある、取引先やパートナー企業とも取組む投資も検討対象としたい。但し、川下分野の事業のみを投資のターゲットとするのではなく、社会からの要請や川下事業の成長に資する川上・川中分野にも投資を実行していく。足元、複数のパイプラインがあり、各案件を慎重に精査しながら取組むことで、1 兆円の投資を積み上げることは可能と考えている。2024 年度経営計画で掲げる連結純利益の 10%成長は、既存事業のオーガニックグロースやターンアラウンドに加え、新規投資も実行することで達成可能な範疇と考えている。

Q : 24 年度も 10%の利益成長を見込んでいることから、今後も高い利益成長を目指す方針であると理解。自己株式取得も考慮した EPS は前期比 10%超の成長を見込んでいるが、25 年度以降も継続して EPS を 10%程度成長させることは可能か。

A : 連結純利益の CAGR は重要であるが、これは言い換えれば EPS、BPS の持続的な成長が極めて重要と同義。過去 10 年強で EPS は前期比で 4 回マイナスとなったが、これは連結純利益が前期比若干減益になったことに加え、自己株式取得の金額規模が小さかったことに起因。仮に業績がブレたとしても、株主に対しての 1 株当たりの単位としての価値である EPS を上げていくことは重要と考えており、今回公表した経営方針で「総還元性向 40%以上」をコミットした意味は長期的に EPS も BPS も向上させていくという当社の姿勢をお示したものの。

Q : 1 兆円を上限とする投資計画は、今後の成長に向けて非常に意欲的な経営方針と感じた。一方、円安等の足元の投資環境を踏まえると、高値掴みのリスクもあると思うが、パイプラインにある案件は相応の収益性が期待できるのか。

A : 投資規律は緩めることなく、今後も「投資の 4 つの教訓」（以下の防止を徹底：①高値掴み、②取込利益狙い、③特定客先・パートナーへの依存・過信、④知見のない分野）を徹底していく。これまで通り各案件の収益性はきめ細やかに精査し、大型案件も選別しながら取組んでいく。また、必ずしも短期的な収益性のみならず中長期的な目線や既存事業の隣接領域にあり、当社グループ内で横展開が可能でシナジーが追求できる案件については投資を検討していきたい。

Q : 2024 年度経営計画では「NET DER 0.6 倍未満」と設定されているが、具体的にはどの程度の水準まで許容できると考えているか、教えてほしい。

A : NET DER は、特に拘りを持ってお示したメッセージ。現在、NET DER の実績が 0.5 倍水準まで低下している中で、中長期的にこれまでの財務方針を維持するにあたり、格付機関からの高評価を継続することは重要。特に今後「金利がある世界」になることを考えると、資金調達が多様化を睨み、高格付の維持は欠かせない。今後も安定的な営業キャッシュ・フローの積み上げが継続される前提ではあるものの、中計を廃止したため、中計の累計期間内で株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字を確保するという考え方ではなく、単年度ベースの数字で見ると、年度によってはプラスマイナスが発生することもあり得る。前中計では ROE の目線が低かったことに加え、NET DER の目線が現状実績の 0.5 倍台と比べて高過ぎたという反省もある。これらを踏まえ有利子負債コントロールは、長期的に見れば稼ぎの範囲内で投資を行うというのがあるべき姿。少なくとも 24 年度は大きく成長投資に舵を切るとはいえ、現在想定される営業キャッシュ・フローの水準を踏まえ 0.6 倍には届かない範囲でマネージ出来ると判断したもの。

Q : 25、26 年度も含めた向こう 3 年間の投資の水準と、それを踏まえた利益成長のイメージについて教えて頂きたい。

A : 中長期的な数字の見方が非常に難しいため、今回「経営方針」を策定し、単年度の利益計画を策定した。25、26 年度の投資に対しても意欲はあるが、まずは足元の 24 年度を確りやり切った上で、翌年の単年度計画を出していくことになる。数字をお示し出来ず申し訳ないが、一つひとつ乗り越えていきながら、高みを

目指していくとご理解いただきたい。

Q：2024年度経営計画の前提となる世界景気（特に米国・中国）に対する見立てを教えてください。

A：景気見通しは、非常に予測が難しい。IMFは2024年の世界経済成長率を3.1%と予測しているが、米国の大統領選等のイベントも控えていることから、不確実性は高いと考えている。米国は足元においては好景気が継続しているものの、景気の過熱感に加え、トランプ氏が大統領に再選した場合に及ぼす影響の不透明さには細心の注意が必要。但し、先行きを見通すことは難しい状況にあることは事実だが、米国景気自体は他地域との比較において好調に推移するものと見ている。中国は2024年成長率目標を例年と同水準の5%前後に設定しているものの、不動産不況の長期化に端を発した先行き不透明感は強い。一方で、中国政府としても景気回復は極めて重要な課題と認識しているものと思われ、成長率目標達成に向けてインフラ投資等のマクロ的な経済政策を実施していくものと予想。今後も中国政府は、5%前後の成長率を維持すべく取組んでいくと推測している。

Q：2024年度経営計画における重点分野や、CTC、大建工業等のグループ会社の買増しを行った上での成長戦略に対する考え方を教えてください。

A：計画における重点分野として、まずは23年度に実行した投資のシナジー効果の最大化に向けて取組んでいく。CTCを中心としたデジタルバリューチェーンは24年度の収益の柱の一つとなると考えている。川上のコンサルティング機能強化に向けた出資実行や、デジタルバリューチェーンを構成する企業群との連携強化等により、提供できる機能を拡充することで、更なる顧客基盤を強化していく。大建工業についても、米国での事業展開に向けた取組みを進めている。新規案件の発掘においては、投資先のリターンのみではなく、事業会社の成長戦略の推進と当社の事業領域の拡大に繋がり、協業シナジーを含めたリターンを創出できる投資案件を積極的に獲得していきたい。24年度に投資を実行し同年度内に利益貢献が見込める案件だけではなく、中長期での利益貢献が見込まれる案件についても間口を広げて検討する。

Q：24年度の投資額の上限を1兆円と高水準にしているのは、前中計での余資によるものと理解している。一方、25年度以降は株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローが投資余力の上限となるのか、それとも売却による資金回収を加えることで24年度と同水準の投資を継続するのか。

A：経営方針においては単年度の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字に必ずしも拘るわけではない。25年度以降の投資については、投資のパイプラインと想定される当該年度のキャッシュ・フローの状況による。むしろ重要なのは有利子負債のコントロール。当然、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローで不足している場合においては、有利子負債で投資資金を賄う必要があり、有利子負債をコントロール出来る範囲内でどこまで投資資金を捻出できるかが重要。

Q：経営方針から累進配当の文言が消えているが、仮に1株当たり配当金が210円に増配した後に、下限である1株当たり200円に配当額を下げる可能性があるのか。

A：コンセプトの問題はあるが、同額維持を累進配当とする会社もある中、その文言以上に、「配当性向30%または1株当たり200円のいずれか高い方」という設定であることから、まず1株当たり配当金200円下限はマスト。先ほどご説明した通り今回提示した経営方針は今後の利益成長が前提。株主還元方針もあくまで利益成長に伴う増配がベースの考え方。仮に1株当たり配当金が210円となった場合、もう一つの条件である配当性向30%を踏まえると、その時の利益水準は当然上がっており、配当がその後引き下げられることは現状考えづらい。

Q：長期的にROE15%程度を維持する上で、その分母となる株主資本の絶対額について目指すターゲットは存在するか。

A：長期的な株主資本の水準については、現時点で絶対額のターゲットは存在せず、NET DER等の率で管理していく。足元、当社の株主資本は5兆円を超える水準にあり、株主資本の更なる拡充も当然目指していくことになるが、株主資本の絶対額は利益の積み上がり以外にも、為替の変動等のコントロール出来ない要素にも影響を受けるため、実額レベルで目標を定めることは難しく、まずはより大きな株主資本を有する同業他社の水準も念頭に置きつつ、株主資本を積み上げていく。

Q：自己株式取得が進むことで発行済株式数が減少した場合、1株当たり配当金の200円についても連動して変化する想定か。

A：配当金200円は下限としてお示ししたが、株主還元については、総還元性向及び配当性向の率で管理していくため、総発行株式数の変動に連動した配当額の調整との発想はない。

以上