

日時： 2023 年 11 月 8 日（水） 10:00 ～ 11:30

説明者： 岡藤会長 CEO、石井社長 COO、鉢村 CFO、中 CSO、山浦経理部長

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、PB=プライベートブランド、
CVS=コンビニエンスストア、PPIH=パン・パシフィック・インターナショナルホールディングス

1. 投資関連等

Q：経営のビックピクチャー、特に今後の投資方針について。現在、8,000 億円の収益ステージが確立されつつある中、次の成長ステージを見据えた布石として、今後も積極的な投資を推進するのか、更には着実な収益期待ができる投資案件が出てくると考えてよいのか、その温度感を伺いたい。また、例えば足元の円安や市況価格の状況、地政学リスクの高まり等を勘案して、投資の狙い目となる分野や地域等に変更があるのかを伺いたい。

A1：近年の投資は CTC、大建工業、デサント、日立建機等、長きに亘り商売上の付き合いや人的交流があるグループ会社やパートナーへの投資が中心となっており、非資源分野を中心に安定収益と当社とのシナジーが期待できる会社に投資を行うスタンス。地政学リスクの急激な高まり等、足元の非常に不透明な経営環境に注意を払いつつも、投資実行に際しては、「投資の 4 つの教訓(*)」を踏まえ、投資規律を緩めることなく、ビジネスの知見の有無やハンズオンによる機能発揮の可否といった論点について、時間をかけて検討し、着実に儲かる会社への投資機会を選別している。今後もこの方針に変更はない。

(*)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パートナーへの依存・過信、④ハンズオン不足

A2：営業の現場は投資に対してかなり積極的であり、多くの投資案件が出てきているが、現在の景況感等を勘案すると足元の株価には依然として割高感があり、来期以降、株価下落局面に向かう可能性も高いと考える。従い、投資を実行するタイミングの見極めが重要。投資案件の検討に際しては、むしろこれまで以上に厳しい目でチェックし、手綱を締めるべく、全社に号令をかけている。現在、投資案件のパイプラインが積み上がり、良質の案件が出やすい状況と考えているのも事実であるが、限りある資金を有効に使うべく、投融資協議委員会で案件を厳しく審査し、実際に却下する案件も多数存在する。当社は CTC や大建工業の買増しのように、投資実行後、それを起点とする関連ビジネスの拡大が図れる投資を基本的に重視している。日立建機も単に北米におけるビジネスパートナーとしての役割にとどまらず、今後は北米以外の地域でのビジネス展開といった機能発揮も期待されている。更に東京センチュリーも当社と共に北米建機ファイナンス会社に出資することで、従来以上に日立建機のパートナーとしての関与度合いを強めており、今後、機械は東京センチュリーと日立建機の 2 社を核とするビジネス展開が可能と考えている。他のカンパニーでも、核となる事業会社を中心に今後どのようにビジネスを展開していくかという視点で戦略を練っており、新規投資や既存投資の買増しもその戦略の延長線上にあるが、投資の実行タイミングについては、かなり慎重な判断が必要。

Q：現中計期間における株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの積み上がり状況を勘案すれば、来期に成長投資や株主還元の余資を持ち越す可能性もあると思うが、次期中計の成長投資や株主還元等、キャッシュ・アロケーションの議論に関し、現時点で話せる内容があれば教えてほしい。

A：23 年度上期の実質投資キャッシュ・フローは▲3,410 億円であるが、下期の CTC と大建工業のスクイーズアウト、CAPEX 等を考慮すると、投資で約▲7,000 億円のキャッシュアウト、更に、コミット済みの株主還元▲3,320 億円を加えると▲1 兆円程度のキャッシュアウトが既に見込まれることは、外からも見えると思う。足元、投資のパイプラインは 1 兆円を超える規模で積み上がっているが、各投資案件のシナジーの実現確度や実行のタイミング、来期以降の利益貢献等をきめ細やかに精査している。投資案件の審議においては、投融資協議委員会で複数の案件を却下しており、投資規律の遵守を徹底している。今後のキャッシュ・アロケーションの議論の前に、まずは前提となる全体の利益成長に繋がる投資案件を精査し、来期以降の利益貢献の見込みの確度を見極める議論が先決。現中計期間では、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字を前提とし、A 格にふさわしい B/S マネジメント、ROE13～16%程度の高効率経営の継続を掲げ、成長投資・株主還元・有利子負債コントロールの 3 つのバランスを伴うキャッシュ・アロケーションをお示ししてきたが、来期以降のキャッシュ・アロケーションについては、今後の利益成長や投資実行の確度を見極めた上で検討していく。なお、23 年度の修正見通しにおけるバッファ▲300 億円は、23 年度中に利益貢献を見込む投資案件が、来期以降にずれ込む可能性も想定し、保守的に設定している。また、来期以降の成長投資の規模感、23 年度下期

の投資の進捗次第で変わり得るため、現在同時並行で議論している株主還元方針と併せ、来年5月の公表までお待ち頂ければ幸い。

Q：現中計期間の投資は既存投資の買増しが多く、新たな分野に対する投資は限定的な印象であるが、次期中計以降の新たな軸となるような投資戦略はあるか、今後の狙いを教えて欲しい。

A：手堅い既存投資の買増しに集中していると見えるかもしれないが、当然のことながら、新規の大型投資についても複数検討している。検討の結果、これまでに見送った案件もあるのは事実だが、継続して検討している案件もある。但し、投資金額が大きく、相手もあることから、実行の可否とタイミングは慎重に見極める必要がある。必ずしもそうした案件が24年度以降に持ち越しになるというわけではなく、23年度に実行できる可能性もある。

Q：「成長投資」の定義について。CTCや大建工業といった上場の子会社・関連会社の買増しは、成長投資との位置付けか。また、買増しによる取込利益の増加分は利益成長と考えているか。

A：上場の子会社・関連会社の買増しは、単に外部流出していた利益を取込むのであれば成長投資ではないという見方もあるが、当社はシナジーの創出・拡大を目的にCTCや大建工業の非公開化に舵を切っており、買増しも成長投資の一つであると考えている。当社は、上場の子会社・関連会社毎の経営戦略や保有意義を継続的に見直した上で、必要に応じて買増しや売却を実施している。来期以降の成長戦略を議論する中でも、投資案件の利益貢献やB/S規模、キャッシュ・フローに与えるインパクト等についての精査を継続しており、来年5月の公表時に投資方針について改めてご説明する。

Q：8,000億円の収益ステージが確立されつつある中、市場は今後の成長率に注目している。成長投資の成長率を上げるために、どのような戦略や時間軸を検討しているか伺いたい。

A：10年度に1,610億円であった連結純利益は右肩上がりの成長を遂げ、10年度以降のCAGRは10%超、特に8,000億円の収益ステージに切り上がったタイミングでは15%超となり、かなり高水準の成長率を達成してきたと自負している。定量的な目標として掲げてはいないが、今後も成長率10%超を如何に継続していくかを常に念頭に置き、投資を含む成長戦略を策定していきたい。

Q：ビジネスモデルとして、一定割合のキャピタルゲインを予め定量計画に織り込む他商社もあるが、今後の成長率を示していく上で、資産入替についての考え方を伺いたい。

A：近年、資産入替に注力している他商社も多いが、当社は過去から戦略的な資産入替を実施しており、ピークアウトのタイミングを見極めて1,100億円程度のキャッシュ回収を実現したPrimeSource売却、キャッシュ効率等を勘案して、広葉樹パルプ事業（セニブラ）の売却資金を針葉樹パルプ事業（METSAFIBRE）への追加投資に充当したのもその一例。持続的な収益が見込める優良事業は、当然、継続保有する方針であるが、時にカンパニーでは予算達成のために優良事業でも売却が議論される場合がある。キャピタルゲインによる一時的な業績押上げのために成長余地のある事業を売却することがないようにウォッチしている。逆に、投資効率が低くてもカンパニーの利益規模の維持のために黒字事業の売却に消極的になる場合もあり、全社としてピークアウトしている事業売却を推進することもある。コネクシオについてはキャリアとの関係を理由に継続保有を希望するカンパニーの意見もあったが、代理店への手数料削減等の事業構造の変化が見込まれる中、よりシナジーを發揮できる買い手への売却を決定した。このように資産入替は、個別の案件の内容をきめ細やかに精査しつつ、継続的に実施している。

2. PL関連(含む経済環境等)

Q：非資源分野は、繊維や食料等、これまで苦戦していたビジネスの底打ちが見られる一方、パルプ関連や豚肉事業等、新たに苦戦しているビジネスが出始めている。全体の感触として非資源分野の収益力は増益基調なのか、減益基調なのかを教えてください。また、24年度の連結純利益は、23年度比で増益となる可能性はあるか、教えてください。

A1：安定的な非資源分野においても、市況価格に晒されるビジネスがあるのは事実だが、今後、成長が期待できるカンパニーとしては、機械、情報・金融、食料等。機械は、日立建機の好調に加え、足元は北米電力関連事業が好調を継続している。発電所の企画・開発・建設・売却に関連するビジネスに加え、売却後も維持・保守にて継続関与するという長期に亘るビジネスモデルを構築している。米国はインフレ抑制法等、再エネ投資を支援しており、太陽光・陸上風力発電等についても取組みを強化している。また、現状を踏まえれば、EV化が急速に進展するとは考えづらく、当面の間、自動車関連事業・取引は好調を維持すると考えている。情報・金融は、デジタル化需要の強さからCTCが好調を維持すると見ている。加えて、非公開化により既存のデジタル事業群を活用した提案やサービスの柔軟性も更に向上すると考えており、DX案件の受注増も期待できる。

更に、ほけんの窓口や外為どっとコム等の消費者接点を持つ多数の事業会社に加え、23年度に組織再編を行い情報・金融に集約した医療ビジネスでもデータを活用したサービスの拡大余地が大きく、CTCの活用も併せ、積極的に推進していく。食料は、日本アクセスをはじめ国内事業会社が好調。先日、事業会社約50社の社長と面談を実施したが、面談の場でも食料の各事業会社の好調な様子が伺える内容であった。HYLIFEとDoleは現状苦戦しているが、HYLIFEは23年度に米国事業から撤退を完了し、24年度以降の回復を見込んでいる。また、Doleについては、北米の加工食品事業のマネジメントを当社から派遣、更に本社をシンガポールから現場に近いフィリピンに移管する等、ハンズオン経営を従来以上に徹底することで、回復基調に入っている。

A2: 食料に限らず、他のカンパニーでも好調な事業会社が多く、過去最高益を更新している会社も多数ある。伊藤忠丸紅鉄鋼は、前年同期の好調の反動により減益となっているが、上期も引続き好調を維持しており、競合他社との対比で大きな利益伸長を達成している。単なるトレードにとどまらず、北米の金属加工事業等の投資を積極的に進めたことで、利益率を大きく改善・伸長させている。また、FMも非常に好調。暖冬を背景に利益率の高い飲料等の販売が好調を牽引しており、23年度下期も好調持続が期待できる。当社グループはFMを起点としたバリューチェーンを構築しており、FMの好調な業績は、日本アクセスや伊藤忠リーテイルリンクといったバリューチェーンに連なる事業会社に波及する構造となっている。その他、伊藤忠食品が上期実績として過去最高益を更新。デザートについても、中国事業のみならず国内事業も好調であり、今後も成長が期待できる。事業会社が好調な要因は、各社それぞれ利益率改善に向けた取組みを進めている点が非常に大きい。一例として繊維のロイネの事例をご説明する。ロイネは、売上の約半分をユニクロが市場を席卷するインナーウェアで占めており、経営的に厳しい状況にあった。そうした状況を打破すべく、18年度に製薬会社と消臭効果のある薬剤で加工した生地を使った高機能商品を開発し、大手衣料チェーンでPB商品として発売したところ、売れ筋の商品となり、コロナ禍にあった20年度でも利益を大きく伸長させていた。しかしながら、その後、大幅な円安や物流費の高騰等に見舞われ、増加したコストの価格転嫁にも苦戦した結果、赤字販売の商品となった。22年度に就任した新社長は、その商品を再度見直し、ネーミングから男性に需要が偏っていた既存商品を廃止し、男性も女性も買いやすいネーミングの新商品を提案し、コストを転嫁した新価格で売り出すことに成功。その結果、23年度は最高益の更新が見込まれている。社内の経営幹部には、知恵を絞り次の一手を打ったロイネの事例を参考に、経営に取組むように伝えている。24年度以降も、このような経営努力を積み重ねることで、非資源の事業会社の業績は更に伸長できると考えている。一方で商品市況の下落の影響は大きいと考えている。パルプ等、今後の回復が期待できる商品もあるが、資源価格は現在の水準でも高値圏にあると考えており、今後は一段安になると想定している。資源比率の高い他商社を中心に商社業界全体として24年度以降の経営の舵取りは相当に難しくなると考えている。総合商社の中で最も資源比率の低い当社であっても、市況下落に伴う資源分野のマイナス影響は大きく、カバーすることは容易ではない。過去のトラックレコードからも見て取れる通り、当社は景気変動耐性が高く、これまでも着実な成長を実現している。24年度は何とか減益とならないように策を講じ、舵取りを行っていく所存。

Q: 営業現場からの情報も踏まえた中国経済の見通しと、CITICの中長期的な業績の方向性に関する見立て、その全社業績への影響等について教えてほしい。

A: 先日の中国出張時に、現地の客先も「今回は、中国経済の回復に時間がかかるかもしれない」と現場レベルでの肌感覚を語っていたが、中国のGDPの約4分の1を担う不動産の低迷は、地方政府の財源や地方銀行にも関連する事象であり、金融システムの回復や構造的な問題解決には、ある程度時間を要すると見ている。中国政府は利下げや公共投資等、様々な経済対策を講じると思うが、従来規模の巨額の財政出動は見込めず、輸出も欧米の景気減退に伴い低迷する中、中国経済の短期間で急回復は期待しづらく、時間をかけて緩やかに回復すると想定している。個人消費については、これまでは相当に財布の紐が固いとの印象であったが、国慶節での個人消費は堅調であり、まだら模様の状況。独身の日のEC利用等、個人消費の動向を注視していく。CITIC傘下の銀行や証券は計画通り進捗し、特段、大きな懸念は発生していない。金融緩和が進む中、引続きCITICには、中国政府の資金の出し手としての重要な役割を期待する。

3. その他(個別事業の状況等)

Q: FMの業績は好調に推移しているが、その要因や今後の利益拡大余地をどのように考えているか。

A1: FMは周辺ビジネスも含め、当社グループ会社に与える影響が大きく、今後の更なる成長が必須となるが、CVS事業は各店舗の来客数を増やしていくことが大前提。その観点で言えば、魅力的な商品開発と店舗の雰囲気づくりが重要。商品開発については、PB商品の開発・リニューアルを行い、各種販促キャンペーン等の

マーケティング施策と連動することで、来客数の増加に繋げている。店舗の雰囲気づくりについては、サイネージの設置を進めることで店舗のメディア化を加速しており、23年度内に10,000店舗まで設置店舗を拡大する予定。既に実施している国内最大級の広告IDを活かしたターゲティング広告に加え、将来的にサイネージでも顧客に対する最適な広告配信を計画している。また、PPIHとの広告ID連携に加え、名古屋鉄道の旅客データとFMの購買データという、異なるデータを組み合わせたデジタルマーケティングの取組み等、リテールメディア戦略における新たな打ち手も進んでいる。デジタルを活用した新しいCVSを目指し、競業他社とは異なる顧客体験を提供することで、集客力を向上していく。

A2：23年度上期のFM個社の連結純利益は331億円となり、期初の通期計画(360億円)を概ね達成している状況。通期でも好調な業績をお示しできると考えている。小売業では、単に物販で儲けるのではなく、如何に売れ筋のPB商品を作り、利益率を向上させるかが重要になるが、話題となった生コッペパン等のベーカリー商品をはじめとしてFMの商品力は近年目に見えて向上している。専門店では400~500円するパンもあるが、最近のCVSのパンは100円台でも専門店に遜色なく、非常に美味しい。質の良い商品を効果的なマーケティングによって拡販し、本業での収益向上を図っていく。この場での説明は控えるが、未だ公表していない案件も多く、FMの消費者接点を活かした新しいビジネスの可能性は非常に大きい。今後の取組みにご期待頂きたい。

Q：減益となっている北米建材関連事業の現状と今後の見立ては。

A：北米建材関連事業については、前年同期の157億円に対し、23年度上期は129億円と減益になっている。その主な要因は、北米での金利上昇や住宅着工件数の減少の影響を受け、住宅用構造材を扱うCIPA、PWTが減益となったことによるもの。一方で、MASTER-HALCOを中心としたフェンスの加工・卸売事業については、引続き堅調に推移している。統合レポートにも記載の通り、本事業は当社がロールアップを担うことで成長を実現してきており、今後も注力していく。低重心経営を徹底しつつ、来期以降の更なる成長に向け、打ち手を検討している状況。

以上