

日時： 2019年2月5日(火) 16:30 ~ 17:30

説明者： 鉢村 CFO、関経理部長

用語： CF=キャッシュ・フロー、FCF=フリー・キャッシュ・フロー

1. 株主還元、CF・投資関連

Q: 当年度の実質 FCF「1,600 億円+α」について、「+α」は本日公表の自己株式取得 1,000 億円を含むという理解で良いか。自己株式取得の公表は何故このタイミングとしたのか。既に取得済の 15 百万株に 2019 年 6 月末までに取得予定の 55 百万株を合わせると 70 百万株となり、1 億株に対する進捗がかなり早い印象。

A: 3Q 決算を終え、4Q 以降の実質営業 CF と投資のハイラインを精査し、当年度の実質 FCF を見直した。強い実質営業 CF に加え、パンパシフィック(旧ドンキホーテ)に対する投資が現時点で成立していないこと等もあり、キャッシュアウトが想定よりも少なく相当に余裕があるという見通し。また、余剰キャッシュについて、どのように配分するかの議論を常々経営陣で行っているが、対外的なコミットへの対応は出来るタイミングで早めに実行するという考えから、今回の 1 億株の自己株式取得も早めに実行すべきとの結論に至った。1 億株の自己株式取得の前倒し実行は、有言実行という意味でも、会社の正しい経営方針と考える。1 億株の自己株式取得のスケジュール感については、従来より成長投資とのバランスを取りつつ株主還元を行う方針であるため、上手くいけば現中計期間内、場合によっては、一部、次期中計に跨ぐ可能性もあると説明している。当年度中に早めに自己株式取得を行えば、来年度以降、優良案件に対する投資余力が生まれるという考え方も出来る。

Q: 中長期的な株主還元方針について、1 億株の自己株式取得を完了した後の対応は。

A: まだ残り 30 百万株程度あり、取得完了後を考えるには早い印象であるが、企業価値向上への経営姿勢を示す意味でも EPS の向上に取り組んでいく方針。

Q: 自己株式取得とのバランスにおいて、投資に対するスタンスや考え方への変化があるか。

A: 現在の投資スタンスや考え方は不変。当社は 40 弱の分野における明確な投資基準を定めており、ハードル、投資対象会社の FCF と現在価値、単体でのトレッド等のシグナールを含めた現在価値、取込利益や受取配当金等の規模を考慮して投資の正当性を厳格に評価。投融資協議委員会の委員長として厳しく見ながらも、成長投資に対して手を緩める気はなく、株主還元を確りと実施しつつ良い案件があれば成長投資に積極的に取り組む。

Q: 下限配当 83 円(配当性向 25%前後)とした配当の増額と自己株式取得とのバランスは。

A: 総還元性向という観点では、増配と自己株式取得は同一の効果があり、まずは余剰キャッシュを自己株式取得に充当。下限配当 83 円は連結純利益次第で変更される可能性があるが、あくまでも総還元性向を高めていく。

2. 18/3Q 決算概要・通期見通し

Q: 食料は、多くの関係会社が前年同期比で減益。来年度以降、回復していくと考えて良いか。

A: 主な関係会社では、Dole、日本アケス、HYLIFE 等が前年同期比減益。Dole は、期初計画 105 億円は現時点で変えていないが、グローバル加工食品事業がパン缶の価格下落等、市況の影響を受けたことに加え、冷凍食品の売上減少により減益。投資当初に想定していた安定的に 100 億円を稼ぐレベルには達していないが、アジア青果物事業は天候の影響による変動を抑えるため、数量を確保すべく農地を集約し灌漑設備を整備する等、必要な設備投資を継続することで、当初の想定に近づける対応を行っている。日本アケスは、本社移転費用やシステム改修に伴う償却費用増加等の特殊要因により前年同期比で減益となっているが、通期見通しを達成すれば特に問題はないと考えている。日本の流通業界の中でも強力な全温帯の物流インフラを保有しており、他の事業会社とのシグナールを含め、成長の余地は十分にある。海外展開を含め様々な検討をしており、来年度以降も当社グループにおける流通分野のコアとしての成長を期待。不二製油は、米国チョコレート事業等の積極的な買収を実施し、今後、大きく成長するための準備が出来ている。高級原料の供給等においても良好な関係を維持していく。プリマムは、ソーセージ等で同業間の競争が厳しくなっているが、高品質の製品を持っており、来年度に向けて様々な対応を行うと聞いている。HYLIFE は、豚肉相場は軟調に推移しているが、日本・中国・韓国をはじめとする輸出量は堅調に推移すると見ている。ユニバーファミリーマートホールディングスは連結純利益見通しを 400 億円から 440 億円に上方修正しており、600 億円の早期実現に向けて当社と共に収益を拡大していくことを期待。食料は、当社の収益ドライバーとなる事業会社群を揃えていると考える一方で、CFO としては、食品流通分野に対する大きな経営資源の投下が、当社が志向する高い効率(ROE や ROA 等)の悪化に繋がることを懸念している。従い、食料には事業会社を含めた資産効率の改善、食料以外の加パニーには

新規投資・資産入替等を行うことで資産効率を更に向上させるように指導している。

Q: やねの利益水準は回復したのか。また、ETELは3Qの数値が弱い印象であるが要因は。

A: やねは在庫水準の適正化を図る必要があったが概ね達成したことに加え、新型モデルの受注も好調。収益構造で見ると、約1/3が新車販売、約1/3がアフターサービス等のメンテナンス関連、残りがパーツ販売・その他であるが、それぞれ改善してきており、下方修正後の年間見通しは達成できる見込み。ETELは、タイヤ市況がBrexitの問題により停滞している中、労働環境の逼迫に伴う人件費の上昇が影響。Brexitの影響により現状の業績を悲観的に見がちではあるが、タイヤ交換以外の付加価値をつけるためワスストップ・ショップのサービス向上に取り組む他、eコマース関連での受注努力や輸入タイヤ価格を上げないための為替予約、ノンブランドの品種増加等の対応を取っており、慎重に取り組んでいる。

3. 中国経済関連

Q: 中国の現状と中国のマクロ経済が急変する中、来年度はどのようなスタンスで経営していくのか教えて欲しい。

A: 中国駐在員によれば、実体経済以上に個人消費マインドへのプレッシャーや設備投資に対する慎重な姿勢があるとのこと。また、当社の中国における大きなビジネスである合成樹脂関連のトレードがスローダウンの傾向にある。当社は、中国への懸念を含め、ある程度の景気変動に対する備えを行ってきた。具体的には、当社の収益構造は特定分野に偏らずポートフォリオの分散が効いており、3Q決算における連結対象会社は約300社あるが、20億円以下の収益貢献の事業会社が全体の約3/4。これらの事業会社の取込利益の着実な積み上げが、当年度の見通しが強含む一因。一般論として、最終的に中国のGDP成長率が6%台前半となるかもしれないが、巡航速度で安定的に成長していくという当社の見立ては不変。中国においては米中貿易摩擦とは別にGDP per capitaの1万ドルのライン、即ち中進国の罫を乗り越えるという課題があるため、GDP成長率を巡航速度に戻すべく意識的にGDP成長率は6%台に押さえ、計画経済の中でコントロールすることになると考える。従い、ある程度のGDP成長率の落ち込みを織り込む必要がある一方で、巡航速度ベースのGDP成長率を必達すべく、中国政府は様々な政策を講じてくると当社は考えており、既に実際の施策として具現化しはじめている。債務削減に関しては金融緩和を進めており、民間の資金流動性についても資金が回るようになってきた。また、落ち込んでいる個人消費については終了した優遇税制を復活させたり、1月から個人所得税における所得控除項目の増加等の施策を打ち出している。米中貿易摩擦については、個人消費マインドや設備投資等に影響が出ているが、何らかの形で両者は合意していくと考える。先端技術や知的財産権の確保等の問題については、一定の時間がかかるであろうが、当社ビジネスの関与度は極めて限定的であり、影響は殆どない。当社のビジネスに言及すれば、公表済みのCITIC Bankの決算が好調である等、CITIC Limitedの決算は極めて堅調に推移。上期決算公表時には取込利益見通しを期初計画600億円から630億円に上方修正した。また、CITICを除く当社の中国関連ビジネスについても現状の収益規模を考慮すれば、5,000億円を達成する上での大きなインパクトになるとは捉えていない。中国のスローダウンを見据えた上での対応が出来ている。来年度以降は中国のGDP成長率は6%台前半になっていくと見ている。当社のビジネスにおいては、木目細かいリスク管理を行っていく。また、来年度以降は、CITIC関連のシナジー案件をいくつか公表できると考えており、確りとグリップし経営していく。

4. その他

Q: 伊藤忠を分析する上で、チェックすべき指標等はあるか。

A: パルプ市況の高騰は一旦終息し、3Qにかけてパルプ価格は若干下がったが、商品不足から現状は下げ止まりの状況。従い、パルプ価格の大幅な下落は想定せず、足元の価格水準が暫く維持されるのではないかと見ている。また、資源関連では、プラント価格と鉄鉱石価格の動向は注視している。鉄鉱石はValeの影響もあり、足元の価格が70ドル台まで上がっているが、豪州の供給余力が大きいため、当社に有利な状況になるとは見えていない。また、為替と金利の動向についても注視が必要。金利は、FEDは利上げの回数を減らす可能性が高いと考えているが、金利上昇のリスクは常に意識している。

Q: Valeのダム決壊事故を踏まえ、伊藤忠が保有する鉱山のオペレーションを見直す等の影響は出るのか。市況に加え、数量のリスクを考える必要はあるのか。

A: Valeの事故は特殊設備であるTailings Dam（鉱滓ダム）の決壊であり、当社が保有する西豪州の鉱山では同様の特殊設備は保有しておらず、特殊事故を前提にBHPを主体とした西豪州鉱山のオペレーションを見直すという考えは持っていない。BHPの経営陣は厳しく安全規制を遵守しており、オペレーション上の問題はなく安心度は高い。鉄鉱石関連は価格を注視していれば特に問題ないが、South Flankも2021年から生産開始するため、豪州側の供給余力は依然高く、需給がタイトとなり鉄鉱石価格が高止まるとは考えていない。

以上