

日 時： 2021 年 11 月 9 日(火) 13:00 ~ 14:30

説明者： 石井社長 COO、鉢村 CFO、中 CDO・CIO(兼)業務部長、山口 CFO 補佐(兼)経理部長

用 語： CVS=コンビニエンスストア、FM=ファミリーマート、CTC=伊藤忠テクノソリューションズ、VPP=仮想発電所、PB=プライベートブランド、SI=システムインテグレーション

1. 株主還元・成長戦略関連

Q： 今回の「新配当方針」の決定にあたり、自己株式取得についてどのような議論がされたか教えてほしい。23 年度の配当金 130 円/株から想定される 6,500 億円の連結純利益は、中計で掲げる 6,000 億円の収益基盤から 500 億円を積み増すことになるが、どのような成長を想定しているか。

A： 本年 5 月に中計を公表した後、6 月に中長期的な株主還元方針（18 年 10 月公表）に基づく自己株式取得の未実行分 570 億円弱を一旦リセットした。但し、機動的・継続的に自己株式取得を行う方針自体は、変更していない。現状、他商社比劣後している配当性向について、東証一部上場の平均である配当性向 30%を意識しながら、まずは、自己株式取得ではなく配当金を優先した。なお、110 円/株、120 円/株、130 円/株とした場合の中計 3 年間の配当総額は、6,000 億円の連結純利益を 3 年間継続した場合の配当性向 30%の還元額とほぼ一致する。年度末のキャッシュの状況を踏まえて、更なる増配をするのか、自己株式取得を実施するのか検討していきたい。

23 年度の配当金 130 円/株から想定される 6,500 億円の連結純利益は、130 円/株の配当金をコミットすることによる、我々自身の目標設定の意味合いもある。連結純利益 6,500 億円は、中計期間 6,000 億円の足場固めに加え、更に 500 億円を積み増す必要があり、飛躍が大きいと受け止める方もいるかもしれないが、掲げた目標をやり抜くことがこれまでの実績であり、当社の使命。130 円/株を下限とした配当性向 30%を実現していく。今後の経営環境には不透明感があるものの、安定した非資源分野を中心とした収益基盤の強化もあり、6,500 億円の達成に目途がたっている。

新型コロナウイルスは世の中に様々な問題を提起したが、当社は一番影響を受けたリテール分野において学びも多くあり、「稼ぐ・削る・防ぐ」や低重心化を徹底する契機となった。客先訪問が出来ない中で、どのように商品を販売していくのかを考えなければならず、EC 対応等のデジタルを使った販売方法や流通モデルの変更等、コスト削減も進めてきた。その結果、リテール関連事業の耐久力が強くなり、下期にかけて消費活動が回復すれば、更に利益貢献が期待できる。

中計ではマーケットインを基本方針に掲げており、2 つの事業分野を柱としている。1 つ目は FM。日商を上げるために、魅力的な商品を開発し、人を呼び込み、役に立つ機能を提供することで、親しみやすい店舗作りを取組んでいる。足立 CMO を迎えてマーケティングを見直し、新しい PB の「ファミマル」の導入や、40 周年キャンペーンも行っている。また、繊維とはコンビニエンスウェア、第 8 とはデジタルサイネージ設置による店舗のメディア化、新生銀行グループと共同でのファミペイの後払いサービス等を既に開始しており、今後、更にメディア事業・金融事業の拡大を図っていく。更に、人型 AI による店長サポート、店舗の無人化や郵便局との提携等で積極的な店舗展開を推進していく。環境対応についてもリサイクル、グリーンエネルギー、フードロス等、様々な手を打っている。「FM に行けば何かある」といった魅力的で新しい CVS 店舗の実現を図るために、第 8 を中軸に周辺事業との連携を更に進める。

もう 1 つの柱は情報・金融。BPO 領域のベルシステム 24(コールセンター)、通信モバイル領域での携帯電話の販売代理及び保守・メンテナンス、金融・保険領域での海外消費者金融事業の経験を活かしたフィンテック、CTC を中心とする DX や SI の領域から構成される 4 つの領域が中心となっている。

通信モバイル領域は、携帯電話やスマートフォンを大手キャリアと組んで販売や保守・メンテナンス、保険等のビジネスを行ってきた。また、中古携帯の海外展開や Belong による中古携帯のクリーンアップ、更には 5G 対応等、アフターサービスの多様化・強化を目指していく。

金融・保険領域のほけんの窓口は、新型コロナウイルスの影響で対面販売が出来なかったが、個別にカスタムメイドを行うマーケットインの保険を提供している。

CTC は有数のシステムインテグレーターであるが、CTC だけでは対応できない分野について、複数の機能補完会社と資本提携をしている。データ解析可視化のブレインパッド、ウイングアーク 1st、DX コンサルティングのシグマクシス、デジタル・コンサルティングの AKQA、セキュリティの SilverSky 等、

様々な周辺企業との連携を強化している。CTCがSIサービスを提案する際に、パートナー企業のノウハウも加えて、ワンランク上の提案が来ている。また、CTCは再生可能エネルギーのマネジメントに関する経験が長く、風力、地熱、太陽光等、エネルギーマネジメントのシステムもエネルギー・化学品と共に実証実験を行っている。以上の通り、情報・金融は多くのツールを持っており、顧客のデジタル化が進む中、様々なノウハウを提供することが出来る。また、当社における「商品縦割り」の組織の壁を壊すためのDX化も手掛けており、非常に重要な役割を担っている。

脱炭素関連では、新型電池、再利用電池の活用、VPP等が、来期以降に収益化される予定。非資源分野は安定収益が期待できるビジネスが多く、大きな景気後退等がない限り、連結純利益6,500億円は実現できると考えている。

Q：21年度の基礎収益見通しは、期初計画の約5,300億円から約6,300億円へ上方修正された。エネルギー・化学品、情報・金融、住生活の上方修正の詳細と収益の持続性について教えてほしい。

A：21年度は、中国を除けば新型コロナウイルスの影響で縮小していた需要が一気に回復しており、生産活動が間に合っていない状況。需給バランスが狂い、供給不足と需要過多が発生したため、製品価格が通常よりも高値となった。エネルギー・化学品においては、エネルギー・トレードやLNG等の利益は下期偏重となっている。また、一般的にガソリン価格や灯油価格も冬場に上昇する傾向があることから、伊藤忠エネクスの収益に貢献する見込み。電力・環境ソリューションも冬場の電力相場の上昇を見込む。更に、新型コロナウイルスの影響で販売できなかった個人や企業向けの蓄電池販売の回復に加えて、半固体電池の商業化による収益貢献を見込む。情報・金融は、対面販売の再開による携帯関連事業やほけんの窓口の回復、CTCの既受注分の収益化等を見込んでいる。

住生活は、1Qで日伯紙パルプの売却があったが、それを除いた柱が大きく3つある。1つ目はMaster Halco、Alta Forest等の北米建材関連事業。ウッドショックや新型コロナウイルスによる巣籠り需要の中、相場上昇と仕入れのタイミングを捉えて好調に推移。住宅着工件数も順調に推移しており、下期は若干控えめには見ているものの、今後も期待できる。2つ目はETELであり、新型コロナウイルスによるロックダウンの影響を大きく受けたが徐々に解消し、卸売・小売の数量が回復していることから、来期以降も利益貢献が見込める。3つ目は、パルプ価格が堅調に推移するIFL。下期のパルプ価格は中国相場の下落はあるが、欧州相場は引続き高い水準であり、収益貢献を見込む。一番のポイントは、住生活が自らの業態を大きく変えてきたという点。元々は、パルプや天然ゴムのトレードを行っていたが、取扱商品を変え、関連事業を買収して磨き上げ、その一部を売却することによりキャッシュ・インを図るビジネスモデルを構築してきた。住宅関連分野や不動産分野は、今後国内を含めたビジネスチャンスが数多くあり、更なる伸長が期待できる。今後はより生活消費に近い分野で、買収等の取組みを推進していく。

Q：23年度の配当金130円/株から想定される連結純利益6,500億円を目指すにあたり、どのような成長投資を実行していくのか。

A：成長投資については大きく3つ考えている。1つ目は既存ビジネスに付加価値を付け、欠如している機能を補完するような成長投資。例えば、情報・金融は、既存ビジネスに欠如している新機能を補完する投資を進め、統合することで企業価値を高めてきた。2つ目は、3-4年前から実行している既存投資先の買増し。既存投資先はハンズオンで経営していることから、事業の中身を細かく把握しており、今後の成長戦略を描きやすい。3つ目は脱炭素分野等の新分野への投資。新分野への投資は回収に時間を要する先行投資型であるが、将来のために実行していく必要がある。これらの投資パイプラインは複数あるため、今後の投資実行、更には収益の具現化を図ることで、23年度に連結純利益6,500億円を達成していく。

Q：今回の「新配当方針」に基づく21年度の配当性向は、中計公表時の配当性向を下回っているが、仮に22年度も利益率の高い状態が継続し、連結純利益の水準が低下しない場合、120円/株から更に増配を行う可能性はあるのか。

A：当社は、年度単位で連結純利益や株主還元を大きくぶらさず、安定的かつ着実に積み上げていく方針。今回の21年度の配当性向が、期初計画の配当性向を下回るという点は、社内でも議論を重ねた。株主還元は21年度の単年度ではなく、中計3年間トータルでの中長期的な還元を見て頂きたい。22年度以降の収益を正確に見通すことが難しい中、今回は配当性向のみに固執するのではなく着実な累進配当を行う、即ち、20年度の88円/株から22円の増配とし、相応の増額を提示すべきと考えた。また、更なる増配の可能性については、過去、大型投資を実行した結果、増配に至らなかったこともあったが、来年度以降の見通しが不透明な状況下、今回、各年度の配当金を「下限」としてコミットした。株主還元については、21年度を含む各年度末のキャッシュ・アロケーションの状況を見極めながら、柔軟に考えていきたい。

Q：NET DER は 0.61 倍と過去最も低い水準まで低下、フリー・キャッシュ・フローも 5,000 億円弱と高い水準になっているが、適切なレバレッジについてどのように考えているか。また、大型投資は予定されているか。

A：キャッシュ・アロケーションについても中計 3 年間という単位で考えている。現在のビジネスを維持するにあたり CAPEX は約 2,000 億円/年、連結純利益 6,000 億円で配当性向を 30%とすれば約 2,000 億円/年の株主還元が見込まれる。残りのキャッシュで成長投資を実行していくが、大型投資を含めた投資パイプラインの中身を精査し、慎重に検討を進めていく。足元の NET DER 0.61 倍は、総合商社の中で最も低い水準であり、もう少しレバレッジをかけても良いと考えている。但し、当社は、株主資本を小さくすることでレバレッジを高めるやり方は、志向していない。当社は、「格付」を意識した財務・資本方針を掲げているが、適正な NET DER は 0.7~0.8 倍程度。不測の事態に備えて株主資本の充実を図っておく必要がある、まずは 4 兆円レベルの株主資本を目指す。21 年度から 22 年度上期で株主資本の拡充も進めており、22 年度以降の成長投資に重きを置いていく。

Q：統合レポートで用いている企業価値算定式について、分子の「創出価値」は株主還元策等で具体的に提示されているが、分母の「資本コスト」や「成長率」に寄与するアクションプランは、どのように考えているか。

A：当社の資本コストは、低金利の環境下、CAPM で積み上げると 5%程度となるが、外部からの期待収益率を意識して 8%と設定している。当社が中長期的にも ROE 13%を上回る魅力的な会社であるためには、投資を検討する際に用いる資本コストを低い水準で設定することは良くないと考えている。一方で、ボラティリティを抑制し資本コストを低減することも必要。当社は、環境対応要請の高まりも意識し、他商社に先駆けた SDGs への取組みを強化しているが、環境対応の投資を進める中で、既存ビジネスと同等のリターン獲得への難しさや、相対的なリスクの高さといった課題もある。全体として資本コストを下げていくには時間を要すると考え、既存ビジネスを更に磨き基礎収益を高めること、新規ビジネスのコストを吸収可能な形にすること、低い資本コストで実施した投資の入替を検討すること等に、問題意識を持って取組んでいる。

Q：環境ビジネスは収益化に時間を要するものが多く、成長寄与には時間が掛かる印象だが、面展開を行うためにどのように考えて取組んでいるか。

A：過去には飛び地に巨額の投資を行い、失敗・撤退する歴史を繰り返した。その反省を糧に、新規分野への投資は最悪の事態も想定しながら慎重に進めている。巨額のプロダクトアウト型の投資で連結純利益を買うようなことはせずに、少額でも既存ビジネスに付加価値を付ける、あるいは失敗しても次に繋がる、マーケットインの発想による投資を志向している。パートナーと共に付加価値を生む柔軟な施策が打てるようなターゲットに投資を行っていきたい。脱炭素化の推進には、川上の「電源の脱炭素化」と川下の「消費者の需給調整」の両輪が必要となるが、金額規模等から川上が意識されがち。川上は国家レベルの調整が求められる課題も多く、収益化に時間を要する。勿論、川上にも取組むが、早期の収益化が期待できる川下での面展開を進めている。蓄電池から始め、太陽光パネル設置の TPO モデル(第三者所有モデル)、ファイナンス会社と連携したサブスクリプション・サービスの提供、半固体電池の開発・ライセンス等に繋げている。今後は、FM、スーパー、倉庫、ガソリンスタンド等を繋いだマイクログリッドの実証実験を 1 年以内に完了し、マイクログリッドを繋げてスモールグリッドにしていくステージに進みたいと考えている。

Q：21 年度の一過性利益は 1,240 億円の見通しとなっているが、来期以降の水準をどう考えているか。

A：例えば、18 年度に FM 子会社化に伴う再評価益等で 2,000 億円を超える利益を計上する等、利益のグロスでは 1,000 億円超の年度もあったが、損失を含めたネットでは 1,000 億円を超えた年度はなく、21 年度上期のネット額は過去最大。現時点で来期以降の一過性損益に言及することは出来ないが、当社は一過性利益に頼らない基礎収益の伸長による成長を志向している点はご理解頂きたい。

2. 中国・CITIC 関連

Q：CITIC における中国恒大等の不動産関連エクスポージャー、更にそれらが伊藤忠の決算にどのような影響を与え得るのか教えてほしい。

A：中国政府も影響を十分に計算しながら対応を進めているが、中国恒大の当社に対するリスクは限定的。中国の不動産は中国 GDP の 25%を占める市場であり、それをサポートする産業も多く、中国の経済成長を支えてきた。IT 企業への牽制からも分かるように、中国政府は大きくなり過ぎた企業には様々な対策を

講じており、中国政府による中国不動産への牽制は従前から行われている。中国政府は、20 年 8 月に不動産融資のガイドラインを出しており、中国恒大は当時から問題視されていた。当社は中国恒大との直接の取引はなく、当社出資先である CITIC Limited の子会社、CITIC 銀行等で取引がある。当社は日頃より CITIC 幹部と情報交換をしており、中国恒大についても意見を交わしている。本年 9 月には CITIC 銀行総経理より、中国恒大向け債権を 18 年頃から圧縮しており、十分な担保も設定されている旨のコメントが公表されている。先日公表された CITIC 銀行の 21 年度 3Q 決算も順調に推移しており、不良債権比率や残高も検証している。CITIC 銀行はかなり早い段階から中国恒大問題のリスク管理と対応を行っていることから、当社への影響は限定的であると整理している。

Q：CITIC Limited の株価水準や今後の成長性、更に中国経済の成長鈍化に対してどのように考えているか。また、米中対立による影響をどう考えているか。

A：CITIC Limited は、6 期連続の増益増配の中、5 カ年計画に基づいて連結純利益を 2 倍にすることに取組んでいる。今後の成長が見込める点に疑いの余地はなく、配当性向も上げている中、積極的な IR 活動にも取組んでおり、これほどまでに株価が上がらないのか疑問。不動産市場全体に影響が出ると中国に限った問題ではなくなるが、中国恒大へのリスクは先述の通りマネージ出来ている。中国では新型コロナウイルスの再流行や冬場の電力不足を受けた生産停止によるサプライチェーンの影響等が懸念されているが、習近平が唱える共同富裕の下、経済成長の多少の減速は容認すると考えている。但し、北京五輪による堅調な消費活動も予想される中、約 5%の成長率が 2%まで低下するとも思えず、制御が効いた減速になると想定しており、影響は注視していく。米中関係について、経済大国同士での無用な争いは避けられると考えるが、簡単には解決せず、せめぎ合いながらも穏便な解決を探る展開が継続すると考えている。

以上