

日 時： 2022 年 5 月 12 日(木) 10:00 ~ 11:30

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

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

1. 経済環境・P/L 関連

Q：インフレが食料等の生活消費分野に与える影響を教えてください。また、中国のゼロコロナ政策によるロックダウンが発生しているが、中国関連ビジネスへの影響について説明頂きたい。

A：当社は、景気の下降局面においてもハンズオン、マイクロマネジメントで景気耐性を高め、強みを発揮してきたが、現在も各ビジネスにおいてイニシアティブがとれるよう、各事業で「稼ぐ、削る、防ぐ」を徹底して基礎収益力を高め、更に強固な収益基盤の構築を目指している。インフレは、当社の生活消費分野にも一部影響を与えているが、ポイントは各ビジネスにおいて適時適切な価格転嫁が可能か否かと考えている。食料等のメーカー系の事業会社は、現時点で価格転嫁が容易ではないケースもあるが、消費者と直接接点のある川下ビジネスは着実に価格転嫁を進めている。商社の機能を活かしたエネルギーや化学品等のトレードは、インフレの状況を的確に捉えながら価格転嫁を進め、マージンの確保を図る必要がある。また、北米建材関連事業は、市況が乱高下する中で需要を十分に見極め、値上げを先行することにより利益率の向上を図った。その結果、21 年度の連結純利益は約 200 億円の高水準となったが、市況が落ち着いた状況下で利益率を高めることは難しい。更にインフレに伴うコスト高については、「マーケットイン」の視点で対応策を考える必要がある。CVS 大手 3 社は 4 月以降、商品価格の値上げを実施したが、消費者はある程度の値上げは許容していると考えている。CVS 以外の生活消費分野の一部では、現状、価格転嫁が進んでいないビジネスもあるが、顧客目線で新たな付加価値の提供や魅力的な商品を販売し、利益を確保していく必要がある。

中国の足元の状況については、22 年 1-3 月の GDP 成長率は 4.8%となり、中国政府が掲げる年間の GDP 成長率目標 5.5%には届いていないが、21 年 10-12 月の GDP 成長率 4.0%や市場コンセンサス 4.3%を上回り、改善傾向にある。中国における新型コロナウイルスの感染状況は 4 月前半にピークを迎え、中国の GDP の約 40%を占める 45 都市でロックダウンとなっていた。安心は出来ないが、4 月末から 5 月にかけて感染者数も大きく減少し、ロックダウンの解除も進んでいる。かかる状況下、21 年度の中国関連損益は約 2,600 億円、連結純利益全体の 3 割程度となっているが、CITIC 取込損益と中国向けの IMEA 鉄鉱石取引を除く事業収益は約 500 億円、全体の 6%程度となっている。ロックダウンの影響として、まず CITIC については、以下 3 点により下振れリスクは限定的と判断している。1 点目は、中国政府の国有企業強化の方針のもと、CITIC は政府支援や景気対策の受け皿として恩恵を享受できると考えられること。2 点目は、CITIC は 21~25 年度で、連結純利益を HKD1,000 億まで倍増させる 5 か年計画を掲げているが、21 年度の連結純利益は、前期比 24%増益の HKD702 億と極めて高水準の利益を達成し、順調に進捗。CITIC はこれまでも計画の達成確度は高く、22 年度も 5 か年計画達成に向けて高成長率の計画を策定しているが、当社の 22 年度計画では様々なリスク要因を織り込み、保守的な計画としている。3 点目は、当社が 22 年度 1Q で取込む CITIC の 22 年 1-3 月決算は、主力の CITIC Bank が前年同期比 110%と足元も好調な進捗となっており、以上を理由に下振れ懸念は限定的と考えている。次に中国向け鉄鉱石取引であるが、足元はロックダウンの影響を受けているものの、三選を目指す習近平政権の最大の課題が経済の維持・拡大であり、今後更なるインフラ投資や設備投資等の増加が見込まれるため、中国における鉄鉱石需要が大きく低下することはないと考えている。最後に CITIC、IMEA 鉄鉱石取引を除く事業収益について、22 年度計画では、ロックダウンの長期化による企業活動の制約や景気減退等の影響を織り込み、保守的に 20%減益の約 400 億円を計画値としている。中国政府による企業への減税等による財政政策や金融政策等も見込まれており、当社の保守的な計画を下回る大きな影響は、想定していない。

Q：「新しいサプライチェーンへの転換等は新規ビジネス参入の好機」という説明があったが、具体的なイメージを教えてください。

A：例えば、ロシア産原油の輸入禁止等、脱ロシア化が起こった場合、世界有数の産油国であるロシア以外からの代替調達が必要となり、原油・ガスのサプライチェーンに変化が生じることが想定される。西欧諸国に理解を示す産油国の協力が必要となるため、原油・ガスのサプライチェーンを短期間で構築することは極めて難しい一方で、このようなサプライチェーンの転換が起きるタイミングでは、資源関連

ビジネスで思わぬチャンスがあり得る。天然ガスを原料とするアンモニア肥料も、ロシアからの輸入が困難になれば、調達経路の変更を余儀なくされると考えている。更に化石燃料に依存しない、あるいは脱炭素やバイオ系肥料の製造技術等も含めたビジネスチャンスが生まれる可能性もある。また、石油製品であるジェット燃料やガソリンは、米国や中東での生産が増え、調達先変更の必要も出てくるであろう。今後、同様に基礎産業分野や非資源分野のビジネス環境も徐々に変化していくことが想定されることから、商社のグローバルなネットワークを通じて、新規ビジネス参入の好機を模索していきたい。

Q：21年度3Qから4Qにおける基礎収益の減益要因と業績モメンタムの変化について教えてほしい。

A：基礎収益は、21年度の3Qは約1,715億円、4Qは約1,400億円となり、約315億円の減益となっているが、季節性等の特殊要因が含まれるため、22年度1Qでは回復を見込んでいる。機械の△63億円(204億円→141億円)は、業績の好調推移に伴う事業会社での賞与引当の積増し等、一時的な経費の増加が影響しており、22年度1Qでは正常化する。食料の△25億円(132億円→107億円)は、季節性の要因があり、需要期である3Qの反動による減益。加えて、Doleは4Qに物流コスト増に伴う経費の悪化があったが、22年度にかけては改善を見込む。住生活の△72億円(205億円→133億円)は、北米建材関連事業は仕入価格上昇に伴う利益率の平準化及び冬場の工事の不需要期による影響があった。これらの季節性の特殊要因等は剥落し、22年度1Qには回復していく見込み。

Q：22年度の資源の基礎収益は、前期比90億円減益の約1,900億円となっているが、資源価格前提をどのように設定しているか。

A：金属資源の資源価格前提は開示していないが、金属資源の基礎収益は、鉄鉱石の減益幅を大きく織り込む一方、エクスポージャーは小さいが石炭は増益を見込んでいる。また、エネルギーの資源部分については、油価はプラスを見込む一方、数量はマイナスを見込んでおり、これらの合計で90億円減益としている。

※ 本説明会の実施後に、当社グループ会社である東京センチュリーが、22年3月末時点のロシア向けエクスポージャー(約6億ドル)の内、リース機体に係るエクスポージャー(約3.8億ドル)について、22年度に減損損失計上を行う旨を公表しました。

当該損失計上に係る当社持分の税後インパクト(約▲85億円)につきましては、22年度計画において全て織り込み済みです。

2. キャッシュ・アロケーション(株主還元・成長戦略)

Q：キャッシュ・アロケーションの考え方について教えてほしい。

A：現状の経営環境下では、非資源分野に属する投資候補先の価値が想定以上に低くなる可能性があり、候補案件の積極的な選定と冷静な価値評価を同時に実施することが重要になる。今後の成長を考えた場合、既存投資の磨きだけでは限界があるため、新規投資を積極的に推進することが重要と考えており、キャッシュ・アロケーションの中で投資を劣後させることは考えていない。当社は厳格な投資基準を設定しており、海外の投資は、円安やインフレにより、ハードルレートは上昇しているが、投資基準をクリアし将来性が認められるのであれば、投資は実行していく方針。15年度のCITICや、20年度のFMのような6,000億円レベルの超大型投資は想定していないが、1,000億円規模の案件はいくつか議論している。また、レバレッジをかけずに投資を実行できる状況にあるとも考えている。当社は、厳しい経営環境下でも資金調達に懸念が生じない格付の水準を目指す。現在、株主資本は4.2兆円、株主資本比率は30%を超える水準。NET DERは0.5倍台となり、当初想定0.7~0.8倍を大幅に下回る格付機関にとっても心地よい水準となっている。21年度は、株主還元後の実質フリー・キャッシュ・フローが積み上がっているが、21年度から22年度にずれ込んだ投資案件があることに加え、各営業部が検討している投資のパイプラインもあるため、これらをマネージしながら、株主還元と成長投資のバランスをコントロールする必要がある。定量的に示すことは極めて難しいが、このバランスをどう取るかがマネジメントの力だと考える。株主還元後の実質フリー・キャッシュ・フローをプラスにし、株主還元の満足度も高めていくことを株価を見ながら常に考えている。相対的に劣後しない株主還元を実施していく。

Q：22年度の1株当たり配当金は130円下限、21年度から20円の増配となったが、株主還元はどのような考えに基づき決めているのか。21年度3Q決算公表時に、総還元性向30%を意識した株主還元への言及があったが、株主還元として30%をベンチマークとしているのか。

A：21年度は、当社の株主還元方針が他商社に比べて劣後しているという市場からの厳しいご意見等も踏まえ、2Q決算公表時に中計期間中の具体的な累進配当及び23年度までに配当性向を30%とするという新配当

方針を提示した。更にキャッシュ・アロケーションに余裕があれば、自己株式取得や増配により、可能な限り総還元性向を上げていきたいとの方向性も述べさせて頂いた。現中計期間でも累進配当の継続するコミットに基づき、21年度の総還元性向 27.1%（1株当たり配当金 110円及び自己株式取得 600億円）を意識した結果、22年度の1株当たり配当金は130円下限、配当性向は27.3%とし、若干ではあるが21年度の総還元性向を上回るという点をお示しした。21年度・22年度共に、目標とする23年度配当性向30%との現時点での乖離を自己株式取得で補う考えを総還元性向として述べたものである。総還元のベンチマークが30%ということではない。

Q：NET DER が中計で掲げる水準よりも低下している中、企業価値向上のための今後のキャッシュ・アロケーションの方針に注目している。競合が多く、収益化にも長い時間を要するため、簡単な分野ではないと認識しているが、蓄電池や水素・アンモニア等のSDGs関連ビジネスが加速する可能性はあるのか。

A：SDGs関連ビジネスは収益的に不確実性があり、中長期で考える必要がある。バリューチェーンの川上に位置する水素や洋上風力発電等の大型プロジェクトは、完工・創業に5年超を要する等、時間が掛かる。更にその間もコスト構造の変化や技術の進展等が想定されるため、慎重に長期戦略を練る必要がある。今すぐに投資せねばならないという焦りはなく、パートナーや事業体の選定等、最良の選択肢を見極めながら取組んでいる。また、川中のビジネスも、安易に飛びつくとは失敗する可能性があり、今後、どのような補助金が付くかといった政策面も併せ、慎重に見定める必要がある。例えば、川中のアンモニア船や水素船、タンク等の運搬・貯蔵設備等は、比較的风险が高い分野で時間を要するビジネスのため、日本に必要な量・頻度・キャパシティ等を慎重に分析・判断して取組む方針。一方、当社が強みを持つ川下の分野は、然程大きな投資も必要なく、先が見通し易いため、現中計期間中はこの分野に注力したいと考えている。単に電源を原子力にシフトしたり、風力発電を増やす等、需要に合わせて闇雲に電力供給を増やせば良い訳ではない。日本が海外依存を下げエネ自給率を高めるために一番重要な点は、効果的にクリーンな電力を使えるシステムを創り上げ、川下で電力制御を行うことと考えている。現状、送電ロス等の様々な電力の無駄遣いも多く、昨今の電力供給の逼迫も需要のピークを平準化することで解決可能と考えているが、こうした社会課題を解決し、究極の省エネを推進することが、日本の電力自給率を高めることにも繋がると考えている。

Q：中長期的な非資源分野の成長性について教えて欲しい。

A：足元の資源高、市況高の経営環境下では、資源分野、あるいは鉄鋼や化学等の重厚長大の基礎産業が強みを発揮しやすく、各商社の業績を牽引しているが、中長期的な視点で言えば、当社は強みである非資源分野、FM、ヤナセ、ほけんの窓口等の消費者接点の多い事業に大きな期待を持っている。例えば、FMは他社に先駆けてDXを取り入れ、魅力的な店舗や商品の開発に取組むと共に、日本アクセスとも物流の効率化を進めている。また、メーカー系であっても、例えば、食料のHYLIFEやプリマハム等において消費者接点を起点にビジネスをより効率的に変革していく。既存の非資源分野を育てると同時に、日立建機や西松建設のような新規投資も積極的に実行していく。建設業は、従来型のプロダクトアウトのビジネスのみでは今後の成長が見込めず、当社と共同で事業に取組むことで周辺ビジネスにシナジーを創出していく方針であり、それが当社が投資した理由。西松建設とは、建設資材の納入にとどまらず、化学品メーカーとの脱炭素系の素材開発やCTCとのAIによる建設現場監督システムの開発等、ビジネスの裾野を広げていきたい。また、日立建機への投資の狙いは北米建機市場の獲得。北米はコロナ禍においても堅調に成長する地域と考えており、小型建機を販売している当社グループのMULTIQUIPを活用して、日立建機と共に川下のビジネスを拡大していく。また、米国は安全保障の観点から、米国外にある基幹産業拠点を米国内に戻す可能性があることに加えて、老朽化した施設やインフラの改修・建替工事等も想定され、スクラップ&ビルドによる建設機会と建機需要の増加が期待される。関係性が強化されれば、再生可能エネルギービジネス等、今後、様々な事業を共同で取組むことも視野に入る。

Q：西松建設、日立建機への投資の進捗状況を教えてほしい。

A：西松建設は、物流倉庫の建設やトンネル工事を得意にし、約140年に亘り建設業に取組んできた。今後、防災対策や国土強靱化といった設備のリニューアル工事が多く出てくることが想定されるが、当社単独ではやりにくい大型事業にも共同で取組む。既に、数件のホテル等の開発案件や物流団地の再開発に共同で取組んでいる。資材の供給や配当に加え、それ以上の取組みも順調に開始できていると感じている。また、日立建機は、販売や物流の支援を順調にスタートしており、北米向けの建機輸出は当初の想定を超える成約が出来ている。弊社事業会社であるMULTIQUIPの拠点を活用した販売活動も進めている。投資

の狙いは、事業パートナーとして北米市場と一緒に攻めていくことであり、日立建機、東京センチュリー及び当社で、ファイナンス会社の設立に向けた話し合いを進めている。ファイナンス会社を通じて顧客接点を持ち、建機の稼働データを活用することで、部品の販売、修理、中古販売、レンタル等、顧客ニーズに対応していく。投資実行前ではあるが、日立建機との協業も順調に進んでいると認識している。

Q：例えば、日立建機への投資は、東京センチュリーや MULTIQUIP との具体的なシナジーが適時開示で確認できるが、近年の買増し案件は、シナジーの刈取りにどのような KPI を設定しているか。買増しによるシナジーでの増益効果を、どのように見込んでいるか教えてほしい。

A：当社は、キャッシュを前提としたリターンに加え、シナジーを含めて投資判断を行っている。シナジーの妥当性は簡単には正当化できず、投資を判断する上で最も難しい点。投資後のシナジーの実現度合は当然レビューしているが、投資全体でのリターンが投資時の想定を超えているかをより重視している。例えば、CITIC は、想定通りのシナジーはまだ実現できていないが、21 年度の受取配当金は 253 億円あり、全体のリターンは問題ない。各事業投資先の全体のリターンが EXIT 基準に抵触するかは毎年レビューしているが、①取込損益の 3 期累積赤字、②シナジーを含む全体リターンの投資時計画比 50%超の下方乖離、③ハードルレートを超えた付加価値の 3 期累計赤字といった事業 EXIT 基準への抵触状況をチェックしている。更にシナジーとしてどの程度のリターンが本当に見込めるのか、投資判断時に厳格な目利きを行っていることに加え、毎期発生する CAPEX のレベルについても十分に精査している。一方で、これらを含めて当初想定のリターンが得られていない事業投資があれば速やかに EXIT することになるが、既存投資の買増しは、個々の事業内容を十分に理解しているため、投資成果が想定しやすい。個別案件で言えば、FM や CITIC に次ぐ規模の Dole は、全体のリターンをもう少し引き上げるべく注力している。また、ヤナセの業績は極めて順調に推移しているが、過去の大型投資先は、多分に漏れず一社ずつ丁寧にチェックしている。投資の検討に際し、シナジー部分を大きく見ることのリスクは常に意識しており、過去のトラックレコードを踏まえ、本当にそのシナジーが創出できるかを精査している。日立建機への投資は、今後 5 年の間に、北米を中心としたシナジーを如何に積み上げられるかが、投資成否を分けるため、全力を挙げてサポートしていく。

以上