

日 時：2022年11月8日（火） 10:00～11:30

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

用 語：FM=ファミリーマート

1. PL 関連（含む来期見通しの蓋然性）

Q：10月4日の「2022年度見通しの上方修正及び追加株主還元」公表時に言及された23年度の連結純利益8,000億円の目標は、外部環境も極めて不透明な中、数値予想として具体的な落とし込みが難しく、株式市場は未だ確信を持ちきれない節がある。伊藤忠の自信が、どのような戦略に基づくものか、今一度説明してほしい。

A：10月4日の公表時、連結純利益の目線を7,000億円から8,000億円に上げたが、将来の資源価格や為替の前提条件を現時点で正確に設定することは困難であり、厳密には23年度の数字は未だ詰め切っていない。しかしながら、足元の不透明な外部環境下であっても、基礎収益力は確りと積上がっており、その状況を踏まえれば、基礎収益力を上げることは不可能ではない。また、直近で布石を打った日立建機、西松建設、外為どっとコム等への新規投資からの収益貢献も期待でき、更に今後の仕掛けも加味すれば、8,000億円は十分に達成可能なレベルだと認識している。すぐに23年度計画の策定作業も始まるため、影響が大きい資源価格や為替の前提条件を詰め、8,000億円への道筋を確りと定めていきたい。

A：某大学の名誉教授の方が仰っていた、京セラ創業者の故・稲盛和夫さんの話を紹介したい。とある経営者が、京セラが強いのは特別な技術を持っているからに違いないと考え、質問したところ、稲盛さんは「特別なものは何もない」と答えた。そこで、その経営者は京セラの主力の工場を訪問したが、そこにあったのは、どこでも使っている普通の技術だった。「一体何故？」と再度質問した経営者に対して、稲盛さんは「特別な技術に頼れば、もっと良いものが出た時に負ける。何もないから強い。強みは、『普通の技術で特別な結果を出す現場の力』と答えたそうだ。資源等の特別なビジネスが少なくても伊藤忠が強みを発揮できるのは、『稼ぐ・削る・防ぐ』で鍛えた現場力、そして『マーケットイン』が生み出す特別な結果」であり、稲盛さんの話は、伊藤忠の特徴にどこか通ずるものを感じた、とその話を聞いた経済界の方より伺った。勿論、稲盛さんのような立派な経営というのは、なかなか我々には真似できないが、やはり何か特別なビジネスに頼ると、その終焉時に脆さが出るため、全体を上げていく。例えば、機械は22年度に1,000億円を超える見込みだが、元々は他商社比で周回遅れだったところから、ようやくここまで来た。しかも、東京センチュリーは、航空機リースで多額の減損を計上しており、この反動だけでも、23年度は相当の取込利益の嵩上げが期待できる。勿論、マイナスも出ると思うが、何か特別なビジネスに頼って儲けるだけでは経営としてまずいと考えており、弱点を如何に人並みにするかという観点で、全体を底上げする平均点経営を目指す。株式市場の皆様には、その観点で今後の当社を見て頂きたいと思っている。

Q：23年度に連結純利益8,000億円を目指すにあたり、22年度からの変動要因をどう考えているか。

A：上期はエネルギーパニックや食料パニックがあった。元々、総合商社は基礎産業や権益産業に強い体質であり、重化学工業に関わるビジネスを積極的に拡大してきた。当社は川下のビジネスに舵を切ったが、基礎産業も確りと基礎収益の一部になっている。足元のエネルギー市況の高騰は、段階的ではあるが基礎産業全体に影響を及ぼしてきた。例えば、電力取引は石油やガス価格の高騰に伴い収益を大きく伸ばしたビジネスになるが、エネルギー価格の高騰は電力代だけではなく、輸送費に繋がる燃料価格や石化原料であるナフサ価格等にも影響を与え、自動車や他の産業にも相当に影響を与えている。他商社も重化学工業のビジネスは大きく伸長しており、急激な市況下落は想定しづらい。また、半導体不足や新型コロナウイルスによる人手不足等のサプライチェーンの混乱は、ハイテク機器や物流コスト等の上昇にも繋がり、総合商社にはプラス効果となっている。更に為替の円安影響も総合商社にはプラス効果となっている。23年度には、状況が激変している可能性も否定できないが、現状がある程度続けば、22年度並みの収益を確保できると考えている。

A：当社は、3,000億円から4,000億円、5,000億円、8,000億円と着実に連結純利益のステージを上げてきた。3～4年かけて、ステージを着実に上げており、今後も継続していく方針であり、自信もある。生活消費関連の繊維や食料にとって、22年度は厳しい環境であるが、23年度には必ず回復すると考えている。機械は航空機リース関連の減損の反動に加え、日立建機の通期の利益貢献が期待でき、ある程度の利益が計算できる。23年度は資源価格や為替が落ち着く可能性はあるが、22年度に低調であったビジネスの回復等で、ある程度カバー出来ると考えており、悲観的な見方はしていない。

- Q：既存投資先の買増しの成果とシナジーの刈取りについて、具体的な事例を踏まえて教えてほしい。
- A：子会社の買増しの成果の一つは、子会社の B/S は全て連結される中、外部流出していた利益を取込むことで、資産効率を上げること。加えて、当社がより強い経営権を発揮することにより、新たな分野への事業展開を推進しやすくなるという側面がある。例えば、FM は、非上場化により利益の外部流出を減らすと共に、広告・メディア事業や物流の最適化等の新しい取組みを着実に推進できている。関連会社では、高い技術を有し、極めて重要な事業会社である不二製油の買増しが好事例として挙げられる。当社は不二製油に複数の人材を派遣しているが、不二製油の北米事業会社には当社の CFO グループからも人材を派遣し、現地のオペレーションをサポートしている。既存投資先の買増しによるリターンは、毎年定期レビューを実施しているが、ここ数年の取組みは、新期投資よりも低リスク、かつ着実な利益増加に伴い資産効率を改善するという意味で、効果があったと考えている。
- A：デザートも既存投資先の買増しの好事例として挙げられる。韓国事業に依存する収益構造であったが、当社の買増し後の経営改革により日韓中のバランスが取れた収益体制を確立することが出来た。
- Q：機械や住生活は、上期実績が通期修正見通しに対して高進捗であったが、下期見通しが低進捗となる理由を教えてほしい。また、北米住宅需要の落ち込みが懸念されているが、北米建材事業のダウンサイドリスクについて教えてほしい。
- A：機械と住生活の下期見通しは、景気の後退等を考慮し、保守的な見通しとしている。機械は、自動車販売が足元の好調を牽引しているが、下期はドル金利上昇を要因とした購買意欲低下に加え、半導体不足の影響等により販売が低迷する可能性を保守的に織り込んでいる。また、住生活は、米国の住宅着工件数の減少や季節要因による需要の減退やパルプ市況の下落等を織り込み、下期見通しを策定している。北米建材事業は、住宅着工件数の減少による受注悪化の影響はあるが、新規投資を実行した北米住宅用構造材事業の利益貢献もあることから、堅調に推移していくことを期待している。

2. B/S 関連（含む投資方針）

- Q：投資方針について教えてほしい。
- A：当社は、景気耐性が極めて高く市況変動等にも左右されない、分散型でバランスの取れたポートフォリオを構築してきているが、今後もその点を十分に意識して、投資を実行していく方針。特に既存ビジネスの視野や裾野の更なる拡大が見込める、将来に繋がる投資を実行していきたい。また、中長期視点で環境関連や ICT 関連の投資を実行し、強化を図りたい。
- A：22 年度上期末の NET DER が 0.5 倍という状況であり、投資も積極的に実行したいが、極端な円安状況を踏まえると海外への投資は極力避け、当面は国内への投資を中心にすべきと考えている。円安の影響により多くの海外ファンドが日本への投資を増やしているが、国内の M&A 等については海外ファンドよりも優位性があるため、集中的に投資を実行したい。
- Q：22 年度上期末の NET DER は 0.5 倍と過去最良の水準まで低下しているが、適正なレバレッジ水準をどのように考えているか。レバレッジの水準を踏まえ、投資や株主還元への取組姿勢が変わる可能性はあるか。
- A：敢えてレバレッジをかけずとも、自然体でキャッシュ・フローが順調に積上がっており、格付評価等も意識しながら、現状は、必要な成長投資と総還元性向 30%超レベルの株主還元の双方のバランスを取り対応している。22 年度上期の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローは、成長投資を実行した上でもプラスとなっているが、下期も同様に投資パイプラインを考慮してもプラスが見込まれ、今後も敢えてレバレッジをかけずとも成長投資が実行できる状況。従い、自ずと NET DER が低下することまで否定しない。21 年度期初に公表した中計では、NET DER を中長期的に 0.7~0.8 倍程度とすることを掲げたが、急激なインフレや FED の金融政策等、この約 2 年間で状況は大きく変化している。今後、継続的に営業キャッシュ・フローを更に積上げ、格付機関からもご評価頂ける場合にはレバレッジ水準を高めること自体は可能であるが、当社の有利子負債約 3 兆円のうち約 3 割は米ドルであり、足元の金利上昇の環境下、極端なレバレッジをかける必要はない。
- Q：現中計で注力分野として掲げている SDGs 関連ビジネスへの取組状況や進捗は。
- A：SDGs 関連ビジネスは収益化に時間を要するビジネス。川上の上流開発プロジェクトは、水素・アンモニア等の取組みに焦点が当たっているが、各プロジェクトは未だ事業化の可能性の検証段階（FS 段階）にあるものが多い。当社も、プロジェクト参画への初期的な意思表示は行っているが、パートナー・顧客の選定、輸送方法の検討段階であり、収益化には数年を要する見込み。但し、将来における収益拡大の機会を逃さぬよう、再生エネルギー関連の上流開発プロジェクトにも確りと手は打っている。また、電力消費コントロールといった川下における脱炭素施策は、エネルギー自給率の向上に資する重要分野の一つであり、蓄電により電力を無駄なく使うことが重要。将来的に EV の拡大等により蓄電池の重要性は高まると

考えており、当社は蓄電池関連ビジネスを推進している。現在、5～10 億円程度の小規模な投資に複数取組んでおり、各投資を連携させることで収益化を図っていく。蓄電池ビジネスも実証段階にあるものが多く、短期的に大きな利益を生むというものではないが、着実に推進していく。その他、還元鉄や CO2 固定化セメント等の SDGs に資する取組みも小規模ながら着実に推進している。

3. その他

Q：中国は、習近平 3 選により台湾に対するスタンスが更にアグレッシブになる等、地政学リスクが増している印象が拭えない。エクスポージャーの大きい中国に対する現在の考えを教えてください。

A：習近平 3 選による盤石な体制構築により、共産党主導の統制型の経済が進むと考えている。「共同富裕」により、今までのように大富豪や地方政府が自らの意思で勝手に資金投下をすることは簡単には容認されず、配下の国営企業等が中心となって、中国経済を牽引していくのではないかと考える。その観点で言えば、実質的に国営企業である CITIC は、相対的に不安感は少ないと考える。習近平体制が更に強まると、米国の反発も想定されるが、米中は、経済面では密接に繋がっており、サプライチェーン上、互いに簡単に外せない関係にもなっているため、通信・ハイテク・システム分野等に規制をかけたとしても、一般消費財や部材等に同様の規制をかけることは考えにくく、トレードについても、当面、急激なブレーキになるような規制や中国が鎖国のような政策を採ることはないかと考える。また、今回のウクライナ侵攻でのロシアの国際社会からの孤立を一番近くで見ているのは中国であり、国際社会と縁を切り単独成長を志向するのは考えにくい。台湾問題についても、世界の二大大国が戦争する想定は現実的ではなく、個人的にもそのような展開は望まない。中国は現実的であり、因果関係を十分に考えながら行動すると思われ、やや楽観的かもしれないが、口先の小競り合いはあっても、米中が互いに知恵を絞り、微調整を繰り返しながら関係を継続すると考えている。

A：1 ヶ月程前に、中国大手企業の某経営者と会食をした際、「習近平 3 選に向け、今は政治的な緊張感が高まっているため、投資を抑えているが、共産党大会が終わった暁には、思い切ったビジネスが出来る」と発言していた。「共同富裕を受けて民間企業の海外進出が継続すれば中国経済は失速してしまうが、それは中国としても容認できないため、共産党大会後は経済政策重視に舵を切っていくだろう」との考えだった。中国ビジネスは読めないところがあり、今の状況がいつまで継続するかは不明だが、経済に対して中国は日本以上に現実的な考えであるため、個人的には、やはり経済政策重視に舵を切っていくのではないかと考えている。

Q：期中での第 8 の枠組変更は唐突感があつたが、その背景は。FM 関連ビジネスの取組状況や今後の他カンパニーとの連携における課題等と併せて教えてください。

A：事業会社の経営陣と話す中で、第 8 が持合投資を行う日本アクセス等の事業会社と FM との間でコンフリクトが生じた際に、第 8 が双方の株主であると上手く利害調整が図れないと気付き、速やかに持合を解消することとした。第 8 は、今後、FM の立場で FM の事業を拡大させることに注力し、常に進化を続けていく。また、FM で実証した新規ビジネスの横展開は着実に進捗しており、設立当初の想定通り、今後も第 8 で取組んでいく方針。FM が成長していくことで、FM の周辺ビジネスに携わる事業会社も大きくなるが、事業会社間での馴れ合いは避け、収益拡大と共に合理化も進めていく。

以上