

日 時：2023 年 2 月 3 日（金） 14:45 ～ 15:45

説明者：鉢村 CFO、山口経理部長

用 語：CTC=伊藤忠テクノソリューションズ

1. **3つのバランス（成長投資・株主還元・有利子負債コントロール）・高 ROE の維持**

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・フローは、1-3Q で既に 8,000 億円弱の黒字となっているが、更なる企業価値向上に向けた今後のキャッシュ・アロケーションの方針について確認したい。また、追加の自己株式取得（250 億円）を含めた 22 年度の総還元性向は 33%となっているが、23 年度以降の総還元性向のターゲット等について教えてほしい。

A：まだ現中計の 2 年目であることから、現段階で現中計の株主還元方針よりも踏み込んだ内容のご説明は、あえて控えて頂く。現中計の株主還元方針は、「機動的・継続的な自己株式取得」と「23 年度までに配当性向 30%コミットメント」がポイント。自己株式取得を「機動的・継続的」に実施することの意味合いになるが、これまで累進配当を基本とする配当金に見劣り等が生じた場合には、その時々余資の状況を見極め、自己株式取得を実施することで、株主還元の拡充を図ってきた。自己株式取得は実に 7 年連続。総還元性向の定量目標を掲げるのではなく、配当金の水準感や他商社との相対感等を勘案しながら柔軟に対応している。引続き、事業環境等を踏まえ、四半期毎にキャッシュ・アロケーションを見直し、自己株式取得も確りと機動的・継続的に実施していく。また、1-3Q のネット投資は▲4,000 億円弱であったが、4Q 以降も株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字は維持しつつ、創出したキャッシュは株主還元過度に傾注するのではなく、バランスよく成長投資にも振り分ける方針。更に、株主資本は現在の 4 兆 7,000 億円超の水準で十分とのご意見もあるかもしれないが、極めて不透明な経営環境下、抛り所となる株主資本も出来る限り充実させたい。現状、23 年度以降の株主還元方針を直ちに变える考えはないが、キャッシュ・アロケーションの方針は、次期中計の柱の一つになると考えている。従来通り四半期毎に余資の状況を精査し、キャッシュ・アロケーションを見直す方針に変更はなく、今後も自己株式取得を含む株主還元方針の実績を着実に積み重ねることで、市場のご期待にお応えする考え。

Q：株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字を堅持することは、NET DER と ROE の低下にも繋がるが、次期中計以降の適正なレバレッジや ROE の水準について、現時点で検討している内容や問題意識等があれば、教えてほしい。

A：適正なレバレッジや ROE の水準は、私が 2015 年に CFO に就任した時から直面している課題であり、当社としても常に問題意識を持っている。過去、伊藤レポートでは、ROE の目標水準は最低 8%とされたが、当社の強みは高効率経営であり、株主資本コストが 8%であることから、それをはるかに超える水準を意識して経営を行ってきた。しかしながら、現中計で ROE の下限として掲げる 13%は、他商社の ROE も向上している中、グローバル水準との比較の観点でも、まだ低いと考えている。上期の経営会議では、当社が将来的に連結純利益 1 兆円を目指す上で、最適な資本構成や ROE の向上について、様々な前提条件等を用いて試算を行い、その問題意識をマネジメント間で共有した。ROE は、市場が重視する財務指標の一つであるため、グローバル水準を意識するのであれば、個人的には最低 15%は必要と考えている。将来的に連結純利益 1 兆円に到達し、高 ROE を維持していくためには、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字を前提にした上で、積極的な成長投資が必要となる。成長投資のパイプラインは足元でも複数存在するが、中長期的な成長ドライバーとなり得るのか、丁寧にその内容を精査している。22 年度は、3Q までに 5,100 億円を超える投資を実行した。今後も数千億円規模の大型投資を中心に取組むのではなく、小口であっても質の良い投資を着実に積み上げて、利益水準をコツコツと上げていく方針。現状、適正なレバレッジや ROE の水準について、長期的な定量目標は掲げていないものの、引続き、高 ROE は維持する方針である点、成長投資にも積極的に取組む方針である点、それらの実現を図る上で、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財務・資本戦略の維持が必要と考えている点について、ご理解頂ければと考える。

Q：22 年度は、他商社と比較して積極的に投資を実行している印象。但し、カントリーリスクの低い国内や米国が中心であることから、期待リターンの低下がないか懸念している。現在の投資案件に対する期待リターンの考え方を教えてほしい。

A：当社は、約 70 の業種別にハードルレートを設定する際に、カントリーリスクプレミアムも毎年見直している。新興国等の高リスク国は、ハードルレートも当然高くなるため、現状、

資源分野であっても投資が難しい。投資の期待リターンを下げても新たな投資に取り組む考えはなく、知恵を働かせながら総合的に儲ける構図を描いていく。一つの好事例は日立建機。単純に投資するのではなく、トレードやファイナンスリースといった周辺事業にも取り組むことで、リスクをミニマイズしつつ、期待リターンを高めることが可能となった。4Q も少なからず投資を検討しているが、22 年度の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローは、黒字を維持できると考えている。現中計の最終年度となる 23 年度は、余剰キャッシュを持って迎えることになるため、良い案件があれば、引続き積極的な投資を検討していく。但し、当社は数千億円規模の大型投資を実行するのではなく、従来通り小口の質の良い投資を着実に積み上げることで、確りと収益力を上げていくのが基本方針。

2. 景況感・各セグメントの状況

Q：弱含みの状況が続く情報・金融や食料は、どの時点で回復に転じると期待すれば良いか。また、景気後退局面に差し掛かる状況下、特に「防ぐ」や「削る」の観点で講じている打ち手があれば、教えてほしい。

A：情報・金融は、ファンド保有株式の評価損に加え、携帯関連事業や CTC の実績が想定通りに積み上がっておらず、進捗が若干低い印象であるが、通期見通しの 640 億円は十分に達成できる見込み。ファンド保有のベンチャーキャピタル投資は、ある程度のボラティリティは止むを得ず、そうしたスタートアップ企業等への投資は、目先の収益性に多少目を瞑っても、関連する分野に様々なバリューチェーンを構築する上で極めて重要。情報・金融は、そのようなボラティリティを補うだけの収益基盤を既に構築しており、これまで順調に成長を続けてきたが、今後も継続的な資産入替を行いつつ、CTC を中心として「面」で拡大していく方針は不変。早期の連結純利益 1,000 億円レベルの回復に向けて手を打っていく。特に情報・通信は、変化が激しい分野であり、手を打つタイミングを逃すと乗り遅れてしまい、折角の強みが弱みになるリスクもある。従い、目先の成長や進捗に右往左往せず、良い案件を見極めながら積極的に取り組む方針。一方で、食料の Dole や HYLIFE については、打ち手が遅れた印象を持っている。Dole の悪化は、米国の加工食品事業の不振が主要因。2Q までにある程度の手を打ってきたが、マーケットも 3Q に類例のない程に悪化した。サンクスギビングやクリスマスシーズンといった需要期にコスト上昇分の価格転嫁を行ったが、低価格の PB 商品への置き換えり状況を含め、マーケット動向や消費者の購買行動等の変化を見誤ってしまった。2Q までに発生していたサプライチェーンの混乱や物流コスト上昇等に対して、どのようなタイミングで値上げし、販促のための広告を打ってシェアを維持・拡大していくかの対応が、遅れたと総括している。既に加工食品事業の現地の社長は退任させ、1 月から伊藤忠出身者が直接経営を見る体制に切り替えている。しかしながら、残った原価率の高い商品在庫を 4Q で販売せねばならず、Dole の加工食品事業は、すぐに急回復するとは申し上げにくい。一方、アジアの青果物事業は、フィリピンでの生産数量が多雨により想定通りに伸びず、肥料価格の上昇等もあって、原価率が高くなっていた。但し、青果物事業の生産数量は回復してきており、Dole 全体としては、4Q から 23 年度にかけて、徐々に回復していくと考えている。HYLIFE は、中国向け豚肉価格が大きく下落したことに加え、日本でプレミアムポークとして販売しているカナダ産の HYLIFE ポークが、急激な円安に伴い価格競争力が落ち、価格転嫁を含め苦戦している。円安は若干落ち着いてきているが、回復に時間を要しており、3Q 以降、抜本的な資本政策に向けた対応を行っている。残念ながら、HYLIFE も多少時間を掛けて対策を講じる必要がある。但し、食料が当社のコア分野であることに変わりはなく、堅調に推移する食糧原料や流通分野に加え、出来るだけ早期に海外事業の立て直しを図ることで、基礎収益を上げていくという動きは変わらない。人事面での施策も併せ、今後も着実に収益向上に向けた対応を進めていく方針。

Q：8,000 億円の収益ステージを掲げる中、2Q 末よりも円高が進行する等、景況感にも徐々に変化が生じてきているが、23 年度にかけて利益成長が期待できるセグメントを教えてください。

A：23 年度の 8,000 億円の収益ステージについて、厳しい見方が多いことは認識しているが、当社としては現中計でそのステージに入ったと考えている。23 年度の短計の議論は既に始まっており、3Q 決算公表後に本格化していくが、他商社と同様、今後の資源価格の動向を見極めて全体の計画を立てる必要がある。1-3Q の非資源比率が 76%であると申し上げたように、23 年度も非資源分野を中心としたポートフォリオになるが、1-3Q の基礎収益に占める割合は金属が最も大きく、エネルギー・化学品でも高い資源価格の影響を享受できるエネルギー・電力・化学の収益貢献が大きかったのも事実。今後、資源分野の収益がどうなるかは注視する必要がある。23 年度にかけて、セグメント毎に濃淡はあるが、特に期待できるのは、足元で通期 1,000 億円を超える基礎収益が見込まれる金属、エネルギー・化学品、更に機械。機械は、様々な分野で投資を実行しており、引続き好調な推移を期待している。また、情報・金融は、

一時的な鈍化はあるものの、21 年度に連結純利益 1,000 億円を達成しており、依然として期待は大きく、今後も手を緩めず投資を実行していく。住生活も 21 年度に連結純利益 1,000 億円を達成したが、資産入替を進めながら着実に基礎収益を伸長させており、引続き期待ができる。食料は、国内の流通分野と大きな投資が出来ていない食糧分野のみでは利益伸長が困難なため、足元で苦戦している Dole や HYLIFE 等、海外事業の立て直しと併せて、今後どのように伸長させていくかが課題。第 8、繊維は、相対的に収益規模は小さいが、消費者接点を有する重要な事業分野であり、着実に伸長させていく考え。また、第 8、繊維、機械の航空機関連は、これまで新型コロナウイルスの影響を大きく受けたが、人流の回復等に伴い、回復の余地が大きいと考えている。

Q：中国経済の見通しに関する伊藤忠の見立ては。

A：中国経済の見通しについては、エコノミストによっても様々な見解や分析があり、非常に難しい。当社グループ内の総研も多くのエコノミストと同様、中国経済の見通しについて慎重なスタンス。中国国内の新型コロナウイルスの感染拡大のピークは越えたとの見方が一般的であるが、ダウンサイドリスクとして、新型コロナウイルスの感染再拡大や米中対立に伴う輸出鈍化に加え、個人消費と不動産市場の回復の遅れといった要因等が挙げられる。当社の総研も中国政府が目指すとみられる 5%程度には届かないという慎重な見立てとなっている。勿論、当社が新たに中国エクスポージャーを積み増すような状況や足元の景況感も楽観視できる状況にはないが、一方で、中国の景気回復は 2023 年の後半にかけて、上振れシナリオも十分あり得ると考えている。1 月末に IMF が発表した中国の 2023 年の実質成長率の予測は、5.2%と 5%を超えており、ポジティブな見方をすれば、米国の対中輸出は、輸出規制対象の半導体を含む電気機械が、前年比約 19%減少となったことから落ち込んでいるが、米中の貿易総額自体は増加している。中国国内の製造業の固定資産投資は、政府のインフラ投資と関連性の高い鉄鋼関連や電気機械・通信機器等のハイテク関連を中心に伸長している。また、ゼロコロナ政策の解除を受けた感染拡大に伴い、一時停滞していた人流や物流は、12 月末から回復傾向にあり、足元こそ春節の影響で落ち込んでいるが、春節明け以降、更なる回復が期待されている。当然、中国政府も景気回復を重要視しているものと思われ、様々な景気刺激策を打ち出し始めている。このような点から、2023 年は、米国の経済成長が多少落ち込んだ場合でも、世界経済の成長を中国が牽引することに期待感はある。

以上