

日 時： 2023 年 5 月 11 日(木) 13:00 ～ 14:30

説明者： 岡藤会長 CEO、石井社長 COO、鉢村 CFO、中 CSO、山浦経理部長

用 語： FM=ファミリーマート、CVS=コンビニエンスストア

1. P/L 関連(含む経済環境等)

Q：23 年度計画の基礎収益は、他商社と比べて若干楽観的な印象を受ける。23 年度計画の策定前提やダウンサイドリスク等があれば教えてほしい。

A1：前提として、当社は、非資源中心のポートフォリオを構築していることから、他商社と比べて資源価格の下落による影響を受けづらい。当社の資源エクスポージャーは、主にエネルギーと鉄鉱石・石炭。エネルギーについては、LNG プロジェクトからの配当の減少を見込むものの、エクスポージャーとしても大きいロシア関連権益は 22 年度段階で利益貢献しておらず、油価下落による 23 年度計画への影響は限定的。また、鉄鉱石・石炭については、価格下落による影響を一定程度受けるものの、既に出資済みのカナダ鉄鉱石案件や豪州内の拡張・新規案件に加え、今後出資予定の案件の利益貢献を見込んでいる。結果として、資源分野の基礎収益の落ち込みは限定的な計画となっている。なお、鉄鉱石・石炭の価格前提は非開示であるが、足元価格並みの水準で設定している。次に非資源分野については、22 年度に好調であったエネルギー・トレードの反動による影響があるものの、22 年度に大きな損失となった Dole・HYLIFE の回復等により、増益計画となっている。ダウンサイドリスクとしては、日本経済は人流の回復やインバウンド需要の増加により一定の回復が見込まれるが、世界経済は米中関係やロシア・ウクライナ情勢を含む地政学リスクの不確実性が継続しており、これまでの経済構造の抜本的な見直しが必要となるような不測の事態が発生することを警戒している。

A2：他商社は、資源割合が大きいことから、極めて保守的な前提で資源価格を設定していると推察する。資源価格の変動により資源分野の利益は大きく左右されるが、為替の前提条件は保守的に設定していることから一定程度の資源価格の下落は十分カバー可能。

A3：資源価格の前提条件については、足元の価格や先物指標に準じて、全体として、やや保守的に設定している。23 年度計画における資源価格の下落影響は、22 年度比約△280 億円。出資済みのカナダ鉄鉱石案件や豪州内の拡張による影響が 22 年度比約+130 億円。更に新規投資の実行に伴う利益貢献も見込んでいる。結果、資源分野の基礎収益は 22 年度比△65 億円と若干の減益にとどまるが、適切な見立てに基づく計画となっていることをご理解頂きたい。

Q：第 8 の 23 年度計画における利益伸長は小幅にとどまっているが、FM の成長戦略の進捗、今後の利益貢献に対する見立ては。

A1：CVS 事業は一般に、既存のビジネスだけでは成長余地は限定的であり、当社が目指す姿は進化するコンビニ。デジタル技術の活用による店舗の利便性や効率化の向上にとどまることなく、EV 充電器の設置や調剤薬局の併設、宅配便の受取といった新たなサービスを追加することでインフラとしての機能を強化し、顧客を呼び込む仕組みの強化を進めている。

A2：当社は、FM 個社が行う CVS 事業だけでなく、FM を中心とした CVS 事業のバリューチェーン全体で利益を上げる収益構造を構築している。従って、FM の当社グループに対する利益貢献は、FM 個社だけではなく、周辺ビジネスを行う事業会社も併せて判断すべきことをご理解頂きたい。実際に FM と取引を行う日本アクセス等の業績は極めて順調に伸長しており、最高益^(*)を更新している。22 年度下期より第 8 の持合投資を解消し、23 年 4 月より会長 CEO の直轄組織としてグループ CEO オフィスを新設、その管下に第 8 を配置したが、FM と事業会社との間に生じる利害関係を円滑に調整する必要があった。従来の組織では第 8 が FM と事業会社の双方の株主であることから、上手く利害調整できないケースが多かったが、その点についても解消が図られる。^(*)10 年度の資本再編時を除く。

A3：FM 個社の連結純利益の推移は、19 年度が 410 億円、新型コロナウイルスの影響により 20 年度は 170 億円まで落ち込んだが、21 年度は 280 億円、22 年度は 344 億円、23 年度計画は 360 億円と着実に回復している。FM は、加盟店の電気代の 9 割を負担しているが、22 年度は電気代高騰の影響で、利益が大幅に落ち込んだ。この影響を除けば、22 年度でほぼコロナ前の利益水準に到達している。今後、電気代高騰や円安等によるコスト増の状況が徐々に収束していけば、利益水準の更なる回復が期待できる。更に

データ・ワン、ゲート・ワンによる広告・メディア事業も順調に進捗しており、数年後には一定程度の利益貢献が見込まれる状況。

Q：23年度に基礎収益の過去最高益を目指すにあたり、22年度に不調であった食料の現状と具体的にどのように回復させていくのかを教えてください。

A1：まず、22年度はロシア・ウクライナ問題に端を発した肥料価格・飼料価格の高騰、主力販売先である中国や日本の通貨安による価格競争力低下、コロナ禍からの回復による輸送混乱を受けた物流コストの上昇等、外部環境の悪化に伴う影響が極めて大きかった。現在、肥料価格・飼料価格、為替水準、物流コストの何れも落ち着きを取り戻しつつあり、販売・製造原価の改善がかなり期待できる。また、Doleの本社機能はシンガポールにあるが、現場である青果物の生産はフィリピン、加工食品の販売は米国で行っており、遠隔管理で現場が見えづらい状況となっていた。加工食品事業は、米国で同業他社の販売価格動向を見誤り、需要期であるサンクスギビングやクリスマスシーズンに急激な値上げを行った結果、深刻な販売不振に陥った。改めて現場主義でのハンズオン経営の徹底を図ると共に、新しい管理体制への切替えは既に実施済み。更に、22年度に実施した将来懸念払拭のための暖簾減損等の反動もあることから、23年度での業績回復にはある程度の自信を持っている。

A2：22年度のDoleには、減損等による▲225億円の一過性損失が含まれている。また、HYLIFEには、EXITを決めた米国事業に係る減損等が含まれており、これらの減損等の反動だけでも、23年度は300億円近い回復となる。更に、両社の取込赤字の解消も勘案すれば、合計で500億円近い回復が見込まれる。Dole・HYLIFEの23年度計画見通しのレベルであれば、然程ハードルが高い話とは考えていない。

Q：計画策定の前提となる、米国及び中国のマクロ経済の見立てについて伺いたい。

A：米国経済については、インフレによる消費活動への影響は懸念されるものの、今のところ個人消費は底堅さを維持している。また、インフレ抑制のための金融引締めについても、先般の一部金融機関の破綻等を受け、景気の過度な加熱を防ぐ程度にとどまると想定している。また、米国はエネルギー関連が主力産業にもなっており、資源価格上昇のメリットを受ける産業・地域もあるため、米国経済は再加速の可能性があると考えている。中国経済についても、大国であるが故に、急速なゼロコロナ政策の解除による雇用・所得環境の改善には若干の時間を要するものの、春節での移動等、回復の兆しが見え始めている。潜在的な個人消費需要は大きく、消費活動の正常化による年後半以降、更なる回復が期待できると考えている。

Q：習近平政権の国営企業重視の政策等を踏まえ、CITICに対し、大きな懸念はないとの見立てに変化はないか。

A1：ご認識の通り、習近平政権における国営企業重視の方針は全く変わっておらず、CITICがその要の位置付けである点も不変。中国の不動産問題の際にもいち早く対応しており、当社の投資後、CITICは8期連続で最高益を記録している。株価についても、足元では反転しており、現状、特段の懸念は抱いていない。

A2：CITICは、業績に比べて、株価が余りにも低いのが問題。足元で株価は底を打ち、反転しているが、CITICも株価対策には真剣に取り組んでいる。

A3：CITICは、業績面では年平均8.8%の成長率で8期連続の利益成長を実現している。財務健全性の観点でも、Moody's社の長期格付けは「A3」となっており、主要子会社CITIC Bankの不良債権比率も中国四大銀行よりも低い。また、SDGsについても、中国政府は2030年のカーボンピーク、2060年のカーボンニュートラルを目標として掲げているが、CITICグループとしてはそれらを前倒し、2025年のカーボンピーク、2050年のカーボンニュートラルの達成を目指す方針を公表している。これらの底堅い収益成長や財務健全性、定性的な取組みが正当に評価されていないとの思いをCITIC経営陣は抱いており、株価対策チームを組成の上、IR活動も強化している。昨年も年約10回のロードショーや1,000社規模の決算説明会も実施する等、CITIC経営陣も株価に対して強い危機感を持っており、株価向上への非常に強い本気度が感じられる。これら取組みの結果、CITICが上場する香港のハンセン指数は、米中貿易摩擦や中国のゼロコロナ政策・不動産問題、ロシア・ウクライナ危機等で2022年初から直近5月8日までで約13%下落しているのに対し、CITICは同日に株価が10.58香港ドルを付け、同期間の上昇率は37.4%と大きくアウトパフォームしている。株価対策の効果もあり、不確実性の高い環境下においても安定した収益成長を見せるCITICの実力が徐々に株価に反映されつつある。但し、足元でPBRは0.4倍程度、PERは4倍弱と株式市場での評価は未だ低く、株価向上余地は非常に大きいと考えている。

2. B/S・C/F 関連(含むキャッシュ・アロケーション、ROE 水準等)

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。また、将来的な ROE 水準や総還元性向等も踏まえ、現在の考え方を教えてほしい。

A : 現中計「Brand-new Deal 2023」における株主還元の基本方針は、「23 年度までに配当性向 30%を達成」、「機動的・継続的な自己株式取得の実施」の 2 点。自己株式取得の「機動的・継続的」の意味合いは、累進配当を基本とする配当金に見劣り等が生じた場合、その時々之余資の状況を見極め、継続的に自己株式取得を実施することで、株主還元の拡充を図るという意味。自己株式取得は実に 7 年連続になる。22 年 10 月に公表した「2022 年度見通しの上方修正及び追加株主還元」では、連結純利益見通しを 8,000 億円に上方修正し、配当金は 30 円増配の 140 円/株、自己株式取得は 350 億円としたが、配当性向は 25.6%となり、23 年度に配当性向 30%を目指す状況下では、若干物足りない印象が市場にあった。そうした状況下、市場のご期待に応えるべく、23 年 1 月に追加の自己株式取得 250 億円(累計 600 億円)を公表し、総還元性向を 33%まで高めることで、中計最終年度となる 23 年度の配当性向 30%を遵守する当社の姿勢を市場にお示しした。23 年度計画では、連結純利益 7,800 億円に対し配当性向 30%となる配当金 160 円/株(20 円増配)を公表したが、22 年度の総還元性向 33%を下回らないようにキャッシュ・アロケーションを考えている。私が CFO に就任した 15 年以降、中計を 3 回公表しているが、成長投資・株主還元・有利子負債コントロールの 3 つのバランスを取る方針を継続してきた。更に、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字、高 ROE の実現、資産ポートフォリオの割合(非資源 9 割、資源 1 割)を大きく変えない前提でのバランスのとれた成長、事業会社全体の 2/3 以上を占める、非資源分野を中心にした連結純利益 20 億円以下の事業会社のハンズオン経営、といった考え方を 9 年間ブレずに提示してきた。

ここで過去の中計を 2015 年まで遡ると、まず「Brand-new Deal 2017(15~17 年度)」は、3 年間の実質営業キャッシュ・フローは 1 兆 2,550 億円。一方、ネット投資は CITIC への投資等もあり▲9,700 億円、株主還元は▲3,185 億円となり、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローは、ほぼゼロとなった。この中計 3 年間の投資と株主還元の配分は「3 : 1」であった。次に「Brand-new Deal 2020(18~19 年度、20 年度)」は、3 年間の実質営業キャッシュ・フローは、1 兆 6,910 億円のキャッシュ・イン。一方、ネット投資は FM の子会社化もあり▲1 兆 650 億円、株主還元は▲5,289 億円となり、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローは、約 1,000 億円の黒字。この中計 3 年間の投資と株主還元の配分は概ね「2 : 1」となり、「Brand-new Deal 2017」と比較すると株主還元の比率が高まった。この 2 つの中計 6 年間では、CITIC への投資や FM の子会社化等、現在の成長基盤となる大型案件を実行したものの、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字を維持してきた。連結純利益はこの 6 年間で、4,000 億円から 8,000 億円へと、倍の収益ステージに伸長している。

最後に現中計「Brand-new Deal 2023(20~23 年度)」の過去 2 年間(21~22 年度)の実績は、順調な営業キャッシュ・フローの積み上げ等もあり、実質営業キャッシュ・フローが 1 兆 6,610 億円のキャッシュ・イン。一方で、ネット投資は資産入替や EXIT の先行等もあり▲3,460 億円、株主還元は▲4,875 億円となり、過去 2 年間の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローは、8,270 億円の黒字を確保している。23 年度は、既に各分野において、確度の高い投資のパイプラインが積み上がっており、投資に対するキャッシュ・アロケーションの増加を想定している。23 年度の実質営業キャッシュ・フロー見通しは開示していないが、過去 2 年間と同水準と仮定した場合、配当性向 30%、総還元性向 33%を既にコミットしていることから、株主還元は約▲2,600 億円となる。この株主還元を除いた約 5,000~6,000 億円が、追加投資と株主還元の対象になり得る。過去 2 回の中計と同様、現中計 3 年間の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローをゼロ、若しくはゼロに近い黒字にすると仮定すれば、過去 2 年間の株主還元後実質フリー・キャッシュ・フロー 8,270 億円に 23 年度の還元後実質フリー・キャッシュ・フロー 5,000~6,000 億円を加え、追加還元を除いた合計が、23 年度に投資実行可能な金額。

格付維持の対応や過去の反省に基づく投資の厳選も必要であり、全ての投資パイプラインが実行できるとは考えていないが、現時点では、全てのステークホルダーの利益に繋げるべく最大限の投資を実行し、8,000 億円から一段上の収益ステージを目指したいと考えている。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キャッシュ・アロケーションについては、事前に定量の枠を設定するのではなく、経営の状況やキャッシュ・フローの状況を踏まえ、「三方よし」の最適解を見つける

ことで、これまでも結果を出してきた。投資には不安が付き物だが、CITIC や FM といった過去の投資が、現在の当社の成長を支えており、それはトラックレコードに表れている。

24 年度以降の長期的な財務・資本方針については、これから社内で十分な議論を進めていくが、まずは中計最終年度である 23 年度計画の連結純利益 7,800 億円、配当 160 円/株、総還元性向 33%以上の 3 点を確実にコミットした上で、23 年度の投資の進捗状況や経営環境をよく見極め、8,000 億円のステージに相応しい連結純利益、あるいは総還元の上方修正を検討していきたい。当社が将来的に 1 兆円の収益ステージを目指すには、当社の強みである ROE は 13%~16%の水準ではなく、最低でも 15%以上必要という点を議論している。当社が ROE を重視する中、自己株式取得により株主資本を小さくすることで ROE を高めるのではなく、あくまでも投資を中心とした利益を伸長させることにより、高 ROE を実現していくという考え方を議論し、24 年度以降の財務・資本方針に結びつけていく。

Q : ROE の下限を 15%に設定する場合、現行の財務・資本方針を変更する必要性はないのか。例えば、格付機関の格上げを踏まえ、株主資本の拡充の優先度を下げる、あるいは、必ずしも株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字には拘らないといった方針変更の可能性はあるか。

A : 現行の財務・資本戦略の前提となる定量の水準は切り上がっており、現行の良い部分は残した上で、如何に変更を加えるべきかという議論を 22 年度上期より継続的に行っている。将来的に連結純利益 1 兆円を目指す中、最適な資本構成やあるべき ROE の水準についても様々な前提を用いて試算しているが、各企業を比較する上で、ROE は誰もが理解できるグローバルな指標であり、重視すべき指標。個人的に過去から最低 15%の ROE が必要と申し上げ、現中計期間中の ROE は 13%~16%を掲げているが、この数字は、現中計当初の連結純利益 6,000 億円の水準を目指す前提で策定したものであり、現在、8,000 億円の収益ステージにあることを考慮すれば、ROE は 13%~16%を超える水準になり得る。資源比率の高い商社は、資源価格の高騰等により連結純利益が伸長した結果、ROE が向上しているが、今後、資源価格や為替が平常化すると連結純利益や株主資本等の実力値が示されることから、当社が目指すべき ROE の水準も自ずと見えてくる。私の CFO 就任当時、当社の株主資本は 3 兆円未満、株主資本比率は 30%未満であったことから、株主資本の拡充と株主資本比率の改善を最優先事項に掲げ、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローを黒字にすることで、着実に向上を図ってきた。同時にそれは有利子負債コントロールを意味することから、格上げを目指す上でも不可欠な戦略であった。また、株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローの黒字は、原則単年度ベースとしているが、必要に応じ中計期間累計ベースに変更することで、連結純利益への貢献の大きい CITIC、FM といった大型投資の実行を可能とし、連結純利益の伸長が現在の株主還元を可能としている。足元の株主資本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、最後の拠り所となる株主資本を充実させるという考えに変わりはない。足元の株主資本は、4.8 兆円と 3 兆円を大きく超えたが、レバレッジをかける適切なタイミングについても慎重に検討している。

Q : 収益ステージは、以前の 5,000 億円から切り上がり、現在は 8,000 億円を掲げるまでに伸長しているが、連結純利益が伸長した要因は過去の投資の成果に加え、資源価格上昇等の影響もあったと考える。今後、収益ステージを更に上げていくためには、一定規模の成長投資が必要となるが、投資方針や注力分野を教えてほしい。また、他商社も成長投資の積極化を掲げているが、現在の経営環境下、投資を実行するタイミングとして適切と判断する理由は。

A : 22 年度は、Moody's 社の格上げを最優先事項に掲げ、不透明な経営環境への備えを行ってきたが、23 年度はこれまで検討してきた複数の投資を実行し、来期以降の収益に繋げていく方針。これまで当社は、投資は国内を中心とする方針を掲げてきたが、ここにきて他商社も投資は海外から国内中心に転換し始めている。地政学リスクのみならず、円安や金利上昇等に伴い、今は海外の方が投資リスクが高い。一方、パークシャー・ハサウェイ社が日本への投資を検討しているように、国内にはリスクが低く、質の良い投資先が多く残っている。商社毎に得手不得手があるが、資源に強みを持つ商社は、将来的な資源権益の座礁資産化を見越し、再生可能エネルギーや水素・アンモニア関連等に積極的な大型投資を実行している。これらのビジネスは、今の資源ビジネスに取って代わる位の収益性があるかという点と疑問があるが、社会インフラとしては重要であり、商社が取組むべき分野と考えている。当社は、非資源分野を中心に質の良い案件を見極め、たとえ小口案件であっても丁寧に取組み、着実に利益を積み重ねてきた。今後もこの方針に変わりはなく、これまで培った知見を活かし、既に幾つかの質の良い投資先も選定済み。高金利が継続する中、ファンドが保有する案件を安く手放す事例も出始めている。現在、景気はやや過熱

気味であるが、23 年度の下期頃には落ち着き始めると考えており、従来通り割安で質の良い案件を見極め、成功確度の高い既存投資の買増しを併せて検討し、実施していく考え。資源比率が高いと資源価格に左右され、どうしても業績のボラティリティが高くなる。当社の安定的な利益成長のトラックレコードが示す通り、今後も非資源分野を中心にコツコツとハンズオンで取組んでいけば、自ずと将来的に連結純利益 1 兆円を目指していけると考える。

3. その他(SDGs 関連ビジネス等)

- Q : 新規投資には、カーボンニュートラルに繋がる SDGs 関連ビジネスへの投資も見込んでいるのか。UAE の還元鉄の取組みやカナダの鉄鉱石権益取得といった案件も公表されているが、脱炭素化に貢献する SDGs 関連ビジネスの状況を教えてほしい。
- A : 水素・アンモニア、洋上風力発電といった川上のプロジェクトは、実用化・収益化を実感するのは 2030 年頃になると考えており、まだ相当の時間を要すると認識している。一方で、実用化後に新たに参入するのでは遅すぎるため、中長期的な視点から様々な案件に着手しており、還元鉄や水素・アンモニアといった取組みも継続している。但し、水素・アンモニアは製造だけではなく、需要の開拓が重要且つ経済性の確認も含めユーザーとの共同実証に取組む必要があり、時間を要するため、いきなり大型投資は行わず、慎重に進めている。一方で、比較的短期での収益化が見込め、すぐに着手できる中規模の取組みとして、蓄電池関連ビジネスやリサイクルによる CO2 削減、廃棄物由来の SAF（再生航空燃料）、廃棄物処理発電に積極的に取組むと共に、再生ポリエステル（RENU）、有力パートナーとのオンサイト／オフサイト太陽光発電事業等にも着実に取組んでいる。これらの取組みにより、時間を要する川上分野ではなく、川下分野でのネットワークを先行して作り上げ、将来的に川上のプロジェクトと繋ぐことで、収益化に繋げていきたいと考えている。
- Q : 先般のバフェット氏との面談内容について、お話しできる範囲で教えてほしい。
- A : 先般のバフェット氏の来日は、新型コロナウイルスが収束に向かう中、ビジネスを前面に押し出した内容ではなく、視察等が主目的であるように感じた。また、面談時にプレゼントを頂戴したが、相手のことをよく考えた、印象に残る素晴らしいプレゼントであり、今後の参考にしたいと考えている。他のことには特に強い拘りは感じなかったが、ビジネスの話に触れた際の一瞬での顔つきの変化や迫力がとても印象的であり、ビジネスに対する強い情熱を感じ取ることが出来た。

以上