

日 時：2023 年 8 月 4 日（金） 15:00 ～ 16:10

説明者：鉢村 CFO、山浦経理部長

用 語：CTC=伊藤忠テクノソリューションズ、FM=ファミリーマート、
TOB=公開買付け、CAGR=年平均成長率、FA=ファイナンシャル・アドバイザー

1. 決算関連（P/L、通期見通し、株主還元方針）

Q：各商社共に 1Q 決算はまだら模様の傾向があるが、1Q 決算を踏まえ、「期中上方修正時には総還元性向 40% を目途とした追加還元を実施。」とする追加株主還元方針に変更はないか。また、今後、バッファ ▲500 億円を使用する可能性等、損失懸念やリスクがあれば、教えて欲しい。

A：当社は有言実行を掲げる会社であり、慎重に今後の景況感や業績を見極めて、議論を進めているが、上方修正時の追加還元方針について、現時点で変更はない。1Q 決算では、当社の安定的な収益力をお示しできたと考えており、期初計画の連結純利益 7,800 億円の達成、更に 3 年連続となる「8,000 億円の収益ステージ」を目指し、特に大きな懸念等は抱えていない。今後、期初計画の達成確度を高めていく上で、住生活ではパルプ価格下落の影響が出ている IFL や建材関連、食料では Dole や HYLIFE については、確りとした対策を講じ、ターンアラウンドを図っていく必要があるが、第 8（FM）や機械を中心にその他のカンパニーは、大きな懸念はなく、堅調に推移している。一方、極端な景気後退を招く金融政策等が今後実施される可能性は低いと考えているが、景気の先行きに対する不透明感は解消できず、鉄鉱石を含む資源価格は、現状の価格水準を維持できるかが懐疑的で、個人消費等も注視が必要な状況にあるため、決して楽観視はしていない。

Q：1Q 決算を見る限り、機械や第 8 の上振れが期待でき、食料も強含んでいるように見えるが、上方修正については慎重な印象。下振れ懸念があるのか、現状の通期見通しについて教えて欲しい。

A：期初計画は、資源価格を含む経営環境の不透明感からバッファ ▲500 億円を含めて慎重に 7,800 億円としたが、対外的にも「8,000 億円の収益ステージ」を掲げており、社内の議論でも 8,000 億円は必ず達成したいという考えに変わりはない。未だ経営環境の不透明感は解消していないが、1Q 決算でも着実に 8,000 億円に向けて進捗しており、特に大きな懸念はない。上方修正時には追加還元を同時に行う計画としており、慎重に見極める必要があるが、1Q 決算が終わったばかりの 8 月時点で、上方修正を行うのは余りにも時期尚早。まずは上期決算を確りと着地させ、足場を固めることが重要と考えている。通期に向けて挺入れが必要と考えているのは住生活。IFL や ETEL 等が前年同期比で減益となっており、これらをどのように回復させていくかが鍵となる。情報・金融についても、CTC の非公開化に伴う利益貢献を織り込む考えもあろうが、本件は TOB を公表したばかりで、TOB を成立させることの方が先決。CTC の従業員や株主の方々にご理解を頂くことを最優先に取組んでいく。

Q：Dole の 23 年度 1Q 実績は、黒字化したものの 1 億円にとどまっている。足元の状況と通期見通し 25 億円の達成確度について伺いたい。

A：22 年度に苦戦した加工食品事業については、販売価格の引上げや物流コスト改善に加え、効果的な販促によって回復の兆しが見られている。一方で、23 年度 1Q については、アジア青果事業における包材等を中心としたコスト増加や米ドル金利上昇に伴う支払利息増加の影響があった。22 年度 1Q は業績が大きく落ち込む前であったこともあり、前年同期比としては大きく落ち込んでいる。但し、22 年度下期の大きな赤字の状況と比較すれば、ターンアラウンドは確実に進んでいる。現場は通期見通しの達成に向けて、組織改編やコスト削減等の構造改革や収益力の強化策を着実に実行しているが、引続き注視していく。

Q：1Q 末の NET DER が 0.49 まで改善する中、次期中計に向け、高 ROE を維持するための財務・資本政策を議論していると推察するが、その議論について教えて欲しい。また、高 ROE 維持に際し、自己株式取得といった資本のマネージと投資のリターンの両方が重要になると思うが、例えば、投資実行時に想定される個別投資のリターン見通しを開示するという考えはないか。

A：以前、ポスト「Brand-New Deal2023」を見据えて、昨年この時期に「1 兆円の収益ステージ」に向けた議論を全社的に行った話をご紹介したと思うが、その後も議論は継続的に行っており、今年も同じタイミングで議論を予定している。その議論の中では、当社の強みである ROE に関し、グローバル水準の 15%以上が必要との認識があり、財務・資本政策への具体的な落とし込みをどのような形で行うのか、継続的に議論している。現中計の下限である 13%から目線を上げて高 ROE を実現していきたいが、今後の利益水準とも密接に関連することから、現時点で具体的なことは申し上げられない。23 年度は、期初計画 13%～16%の範囲内で高水準を維持できると考えている。また、投資実行時における個別投資のリターン見通しの開示

については、開示の拡充の観点での重要性は認識しているが、情報を整理した上で開示する必要があり、個別投資のリターン見通しだけでは、むしろミスリードとなる可能性が高いと考える。高 ROE の維持、自己株式取得と成長投資の関係性で言えば、資金余力があるからといって、むやみに自己株式取得を行うことが企業の成長に資するとは考えておらず、基本的には成長投資を通じた利益成長を実現することで、高 ROE の維持を図りたいと考えている。但し、投資を行うこと自体が目的ではなく、CTC の非公開化は 3,876 億円という大型投資となったが、今後大型投資に傾斜する考えもない。知見のある分野・地域で着実に小口案件を積み上げ、リスク耐性の高い分散したポートフォリオを構築することで、優位性を維持していく考え。統合レポートにも記載している「投資の 4 つの教訓」という過去からの学びもあり、資金余力があるから投資を拡大する、リスクを伴う成長率の高い分野のみに資産配分を集中するといった経営はしておらず、投資規律を緩めることなく、厳選して投資を実行している。マネジメントとして、投資の質は向上していると実感しており、信頼度の高いトラックレコードをお示し出来ていると認識している。高 ROE の維持については、資産の中身やリスクの度合い、ポートフォリオや効率性に関し、各カンパニーとも議論している。財務レバレッジは総本社主導で管理しているが、CFO 就任以降の 8 年間、各カンパニーに対して ROA 改善に注力するよう指示し続けている。但し、簡単ではないのも事実。10 月にマネジメントレベルで同様の議論を行うので、その議論も踏まえ、資本・財務政策や投資リターンの打出し方を考えていきたい。

2. CTC の非公開化

Q：新規投資に関して、CTC の非公開化に至った背景と買付価格の根拠となる成長戦略やシナジーの考え方、更に期初計画でリターンとして織込んでいた投資の進捗状況について伺いたい。

A：CTC の非公開化については、CITIC、FM に次ぐ大型投資となるが、当社の投資基準を満たす適正な価格水準での応募推奨を得ることが出来た。CTC の非公開化については、過去 5 年以上に亘り社内での議論を重ねた結果であり、その間 FA を正式起用して非公開化を検討し、交渉を取りやめたこともあった。IT デジタル分野への新規参入が強まる中、CTC 以上の利益率や成長率を示す競合も数多く存在している。そのような状況下、成長への打ち手を緩めると、CTC が業界の変化に乗り遅れるという危機感もあり、今回の決断に至った。従来 CTC は、IT 機器の販売や保守運用において、高度な技術を活かした付加価値を提供し、システムインテグレーター（SI）機能を中心とする独自の収益基盤を築いてきたが、近年、IT デジタル分野を取巻くビジネス環境が激変する中、成長率や利益率の観点で競合にやや見劣りする部分もあった。IT デジタル分野は、向こう 3 年間の成長率は過去 3 年間よりも高くなると予想されているが、その成長の中心は川上のコンサルティングや川下のデータ分析といった、従来 CTC が重点的に経営資源を投下してこなかった領域になると考えている。顧客のデジタル活用におけるニーズが多様化・複雑化する中、今回の TOB が成立し、非公開化が実現した暁には、既存の SI 機能のオーガニックな成長に加え、グループ内外の企業との提携・M&A 等を模索し、コンサルティングやデータ分析の領域まで裾野を広げた、CTC の収益機会拡大と一層の高収益化を図ることで、今回の投資額に見合った CAGR を実現していきたい。今回の投資は、当社が強みを有する生活消費分野の中でも、特に高い成長率を期待する情報・金融での投資。当社が、24 年度以降も利益成長を目指す上で、IT デジタル分野の成長率の高さに加え、その結果、市場の PER・PBR の高さを当社に取込む意義もあると考えている。

買付価格については、3,800 円から交渉を始め、最終的に 4,325 円で合意したが、高いか安いかは別にして、当然、当社内の投資基準を緩めた訳ではなく、当社が使用した DCF 法の価格レンジの範囲内であることから適正価格と判断。

CTC 以外の投資案件については、案件名をお示しすることは控えるが、様々な分野で数多くの案件の検討を進めており、投資の実行を決定している案件、投資の方針のみ了承している案件、却下した案件がそれぞれある状況。本年 5 月に 23 年度は成長投資に舵を切る方向性をお示しし、中計期間累計での株主還元後実質フリー・キャッシュ・フロー黒字を念頭に置けば、1 兆円程度の投資余力があるとも申し上げたが、財務規律を緩める考えは全くない。1Q では、私が委員長を務める投融資協議委員会で、例年の倍以上の投資案件を審議したが、例えば、CTC と同じ情報産業分野であっても 2 件の大型案件を却下する等、却下した案件も多い。決して投資に前のめりにならず、各案件を厳しく精査する方針に変更はない。

Q：現在、IT デジタル分野は人材確保が厳しい業界になるが、CTC の非公開化が離職率の上昇を招くといった人材確保に悪影響を及ぼす懸念はないか。FM 非公開化の前例を踏まえ、想定を伺いたい。

A：先ほどの CAGR の議論になるが、CTC の事業計画では、システム人材の採用・拡充について非常に楽観的な見立てとなっており、当社と意見が大きく分かれた。システム人材が不足する経営環境下、当社は、今後

CTC がビジネス拡大を図る場合、システム人材を含む人材の確保・拡充、他の人的リソースの活用が最重要課題の一つと捉えている。CTC の非公開化を成功するためには、CTC の従業員の方々のご理解を得ることが必須であり、最も慎重かつ丁寧に取組むべき点であると認識している。上場会社であることが CTC の従業員の方々へのエンゲージメントにどの程度繋がっているかについても、社内で議論を重ねた。様々な視点で分析・議論した結果、従業員の方々のご理解を得る上で最も重要な点は、上場の維持そのものではなく、非公開化後も満足できる仕事に取組める環境があり、処遇も着実に改善し、新しいチャレンジやキャリア形成の機会が与えられるという将来像について、どれだけ丁寧に説得力のある説明が出来るかと判断している。また、非公開化後に CTC の事業領域の拡大を目指す上で、今後、従来と違うスキルを持つ人材、より高い処遇の人材を増やす必要があるが、そうした新たな雇用機会を創出していくことで、結果的にモチベーションの向上と人材獲得力の強化に繋がると想定している。

FM については、業績が伸長する過程において現場の活力も上がっており、リテール・メディアといった新たな付加価値・機能についても共感が得られている。フランチャイズ店のオーナーの方々や従業員の方々にも、業務の負荷を下げる自動化施策を推進することで、人を大切にする、寄り添う姿勢を示し、一定のご評価を頂いている。昨年ピークを迎えた旧サークル K・サンクスのフランチャイズ契約のロールオーバーについても、当初想定以上の契約継続を頂いている状況であり、FM で人材流出が大きな経営課題になっている認識はない。

Q：CTC の非公開化等、グループ会社の買増しについて。投資効率を議論する場合、取込利益の増加分のみならず、シナジーも含まれると理解しているが、CTC とそれ以外のグループ会社の買増しにおいて、伊藤忠はどのようにシナジーを発揮しているのか。

A：例えば、1Q のデザートへの追加投資等、どの投資案件でも常に当社のポートフォリオや投資先の対面業界の状況を踏まえ、次の打ち手を考えた上で、投資を実行しており、単純な取込比率の上昇のみを目的とする投資を承認することはない。CTC についても、これまでに複数の DX 関連企業との資本業務提携等を進め、川上から川下まで幅広い機能を提供できるようにバリューチェーン構築を行ってきた。具体例としては、データ活用・分析、コンサルティングの領域では、ウイングアーク 1st、ブレインパッド、シグマクス等と提携を行い、AKQA との合併事業である AKQA uka を設立した。また、クラウド、アプリ開発の領域では、GI Cloud の設立や 1Q でもコムチュアとの資本業務提携といった打ち手を講じており、シナジーの創出を模索している。コンサルティングやデータ分析等の機能強化を図りながら、今後 CTC が提供する機能や領域を拡充することで、競合と遜色のない CTC の高収益化・成長率の向上を実現していきたい。また、その他の買増し案件についてもトレードメリットやグループ会社との連携効果を含むシナジーを織り込めるのが、総合商社の投資の特徴・優位性であり、具体的な数字の開示は難しいものの、シナジーの実現確度を十分に精査し、社内の投資基準をクリアした上で、投資を実行している。

Q：CTC の非公開化は、コンサルティング機能を強化して、CTC の成長率の向上と伊藤忠グループの DX 推進を図ることが、最大の狙いとなるのか。

A：SI 起点から DX 起点での展開を図る上で、川上部分は利益率が高く、市場拡大も顕著であるため、コンサルティング機能の強化が至上命題であることに違いはないが、当社が考える DX 化のバリューチェーン構築は、川上から川下まで、より拡がりのある機能の提供と拡充を想定している。コンサルティングやデータ分析の機能を持った企業との資本提携等について、今後、更に強化していくことも想定しているが、従来 CTC だけでは難しかった提供機能の拡充や人的リソースの確保を補完する意味合いもある。また、今後の更なる市場拡大に伴い、業界内でのポジショニングが自ずと決まってくると想定しているが、非公開企業の方が、比較的自由度が高い資本政策を実行できる。更に、現状では難しい海外展開等も含め、非公開化によって CTC の全般的なサポートを機動的に推進できると考えている。

3. その他

Q：伊藤忠の機能を活用した、日立建機との協業の進捗状況について教えて欲しい。

A：北中南米市場における建機ビジネスは全般的に好調であり、日立建機もその影響を受けて好業績となっている。特にマイニング関連の建機の需要は高く、マイニングショベルの販売や部品販売、アフターサービスが好調に推移している。日立建機との協業に際し、まずは北米市場に注力することを掲げているが、当初の想定通り北米向けの建機輸出を中心に取組みは順調に進んでいる。更に、日立建機・東京センチュリー・当社の 3 社で、北米建機ファイナンス会社を設立し、既に稼働を開始しているが、与信リスク等には十分注意しながらも、既存の顧客ネットワークも活かした新たな客先の展開等、リース関連ビジネスの更なる伸長に期待している。中南米のビジネスについては、現状、当社の関与は限定的であるが、北米を起点に地域を拡大し、今後、製品によっては当社が関与することも検討中。日立建機との

協業は開始して間もないが、想定以上に順調に進捗している。

Q：FM は日商の回復を中心に業績好調であるが、リテール・メディア事業等の基盤強化に向けた先行投資の拡大やコスト高が継続する外部環境等を踏まえ、業績改善傾向の継続性や今後の利益率に関する見立てを伺いたい。

A：FM の今後の成長に関し、ベースは商品力強化に加え、顧客を呼び込む施策であると考えている。その上で、FM はデジタルサイネージや広告配信事業等のリテール・メディア事業を育成すべく先行布石を打っており、今はコストが先行しているが、同事業は将来的に 100 億円の利益規模のビジネスに育てていく考え。また、利益率についても物流コスト改善や省人化・自動化施策等のコスト削減余地は残っており、FM の現場が確りと推進している。日本アクセスを含めた事業会社群との協業やシナジーについても、今後更なる伸長が可能であると考えている。また、日本におけるビジネスモデルの強化は、将来的に海外事業へ横展開を行う際の競争力にも繋がる。現状は大きな進捗はないが、近い将来、海外事業での利益貢献を見込めると考えている。

以上