

2023 年度決算及び 2024 年度経営計画説明会 質疑応答要旨

日時： 2024 年 5 月 10 日（金） 10:00 ～ 11:30

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

用語： CPP=C.P. Pokphand、FM=ファミリーマート、CTC=伊藤忠テクノソリューションズ

- Q： 24 年度計画における 710 億円の基礎収益伸長の内訳、既存事業のオーガニック成長とターンアラウンド、新規投資による利益貢献をそれぞれの程度見込んでいるのか。
- A： 24 年度連結純利益計画 8,800 億円は 23 年度基礎収益 7,890 億円に対し、基礎収益 710 億円の積み上げと一定程度の確度ある一過性利益 600 億円を加え、更にバッファー▲400 億円を含めた構成。24 年度計画における基礎収益の伸長の内訳は、①ターンアラウンドを含む既存事業のオーガニック成長と②新規投資からの利益貢献が、概ね半分ずつになると想定。オーガニック成長には金属等の 23 年度までに投資した案件からの利益貢献も含む。既存事業の利益伸長としては約 5%、400 億円程度を見込んでいる。足元、事業会社群の業績は極めて好調であり、高水準の黒字会社比率に加え、61 社もの事業会社が 23 年度に過去最高益を達成、24 年度もオーガニック成長を十分期待できる。更に、投資済の北米の鉄鉱石・原料炭や豪州の原料炭案件等からの利益貢献に加え、Dole、豚事業、パルプ事業等のターンアラウンドによる基礎収益伸長も見込む。Dole はシンガポールからマニラに本社機能を移転、より現場に近いところでハンズオン経営に取組み、更なるコスト改善を進めている。市況の影響を大きく受ける豚事業とパルプ事業についても回復の兆し。パルプ市況は欧州のストライキ等による供給タイト化、また中国の在庫減等もあり回復基調。豚市況については、ベトナムでは足元で回復、中国では過剰供給に伴う市況低下により、養豚事業者の採算悪化の長期化を懸念した中国政府が数量の抑制策を進めていることで、今後は需給バランスが回復することが見込まれる。夏以降の市況回復が期待される中、HYLIFE、CPP の豚事業も今後回復を見込む。これらの要因から既存事業の伸長として約 400 億円を見込む。残る 300 億円程度は、住生活、機械、第 8、金属、エネルギー・化学品等のセグメントにおける実現確度が高い新規投資からの利益貢献を見込んでいる。一方、為替や資源価格等の変動に加え、新規投資案件の仕立て上げに時間を要し、利益貢献が遅れた場合等も考慮し、バッファー▲400 億円を設定。1 兆円を上限とした成長投資については、闇雲に投資を実行する訳ではなく、しっかり見極めた上で着実に利益を創出できるよう仕立て上げた上で行う前提に変わりないが、規模感ある案件の検討を促すことも考慮した打ち出し。今後の新期投資には、早期の利益貢献が見込めるものと将来の成長に向けた時間を要するもの、双方あるが、事業領域拡大や事業会社の強化等、将来の成長に向けた投資の比重が多くなるものと想定。最も重要なのはシナジーが創出できるか、事業領域を拡大できるかという点。今後の成長に向けた投資により、次の収益ステージを目指す布石を打っていきたい。
- Q： 投資のパイプラインに含まれる案件の質について、現状どのように評価しているか。過去の投資案件等と比較して、今後の伊藤忠の成長に資する良質な案件が揃っているのか。
- A： 足元の投資環境について、国内は日本市場への注目の高まりから海外勢含めた競争が激化、海外は円安により割高になっており、良い案件をいかに見つけ出すかが重要。24 年度経営計画で示す 1 兆円を上限とした成長投資は、投資を主軸に成長を目指すことへの本気度を社内外に示したものの。既存事業の伸長は 5%程度と見ており、10%の利益成長を今後も継続していくには新規投資による利益の積上げが必須。但し、当社は投資の失敗事例を教訓に、慎重に案件を見極めている。実際、足元で検討に上がっている案件にて、約半分は投資の仕立て方を見直すように既に指示。過去の失敗事例から、投資ファンドが売却する案件については特に注意して見極めるよう徹底。一方、投資ファンドが持つ情報は当社としても非常に有用であるケースもあり、例えば日立建機や WECARS のように、彼らと一緒に共同投資を行った例もある。1 兆円を上限とした成長投資には今後検討を進める案件も含むが、既に利益貢献が確りと見込める実行確度の高い案件も一定程度あることは事実。投資規模に関しては、数千億円といった大型投資ではなく、数百億円規模の投資中心に実行していく方針は変わらず。他商社の 24 年度計画には多額の一過性利益が含まれており、資源価格下落の減益を一過性利益で穴埋めしつつ、その間に大型投資を行うことで新たな収益源を作るとの発想もあろう。一方で、非資源中心の当社は資源価格下落局面においても影響は限定的、減益をカバーするための大型投資の実行や多額の一過性利益を捻出するために資産売却を積極化する必要はなく、着実に身の丈に合った投資を積み上げることで利益成長を目指す。今後の当社の利益成長にご期待頂きたい。
- Q： 基礎収益の伸長額 710 億円の解像度を更に上げたい。約 400 億円を占めると説明のあった既存事業分の詳細を

教えて欲しい。(含む、ここ数年で投資実行した資源分野の新規案件の貢献等)

A: 金属では、北米及び豪州の原料炭案件、カナダの鉄鉱石案件にて、通期での利益貢献を見込む。但し、資源価格の前提はある程度保守的に設定、これら案件からの収益貢献は然程強気に織り込んでいない。また、感応度は小さいが原油(ブレント)の前提条件も80ドル/バレルと他商社よりも保守的に設定。LNG関連も含めた資源ビジネスは、資源価格上昇の際には上振れ余地がある計画。また、パルプ・豚市況の回復によるターンアラウンドを見込むことに加え、国内・米国等の好調な事業会社群の業績モメンタムが継続すると考えれば、米大統領選等の留意すべきイベントはあるものの、十分に達成可能な計画と考えている。

Q: 好調な業績の下、変化やリスクの兆しはあるか。また、どのような点に留意し経営をしているか。

A: 例えば人材面において、就職人気ランキングでの評価も高く、多くの優秀な人材が入社するのは喜ばしいことであるが、若手人材に見られる傾向として、習ったこと・出来ることの範疇を外れた場合、対処に苦慮するケースが見られる。一方で、前例のない様々な課題に対応するのが、本来の商社の仕事。自ら考え、困難を乗り越える経験を積ませることが、ハンズオン経営における現場力の強化に繋がる。若手社員を出来るだけ早く海外・事業会社の現場に派遣し、現地での交流やチーム内での役割を果たすことで、「現業の喜び」・「リアルな喜び」を感じさせたい。世間では「Z世代は冷めている」とも言われるが、給与水準などの価値観ではなく、周囲の人の役に立つこと・世の中に貢献することをモチベーションに出来れば、非常に熱心に取り組む、大きく育つケースもある。成功体験を通じて成長させることを重視し、人材育成を進めていきたい。

Q: キャッシュ・アロケーションについて。他商社では中計期間の余資を還元に戻すとの考えもあるが、長期の「経営方針」へ変更し、中期的な区切りが無い中で、投資実行できずにキャッシュに余剰が生じた場合等、どのようなアロケーションとする予定か。

A: まず、中計を廃止し長期の「経営方針」を示した背景として、単年度毎に予見可能な数字を積上げマーケットに開示する方が、より真摯で正しい情報をお伝えすることが可能、との基本的な考え方がある。

この「経営方針」にて、株主還元については総還元性向40%以上と設定、業績の向上に関しては、過去のトラックレコードに即した10%以上の利益成長を実現していきたいとの考え方。2024年度は投資に大きく舵を切る方針と強調した中、投資・還元のバランスも考え、まずは従来より踏み込んだ形で半分を株主還元、残りの半分を投資に使うとして整理。加えて、前中計での株主還元後実質フリー・キャッシュ・フロー累計約7,000億円も投資に充当し、成長投資1兆円とするキャッシュアロケーションの枠組み。

過去の中計では、株主資本の充実により格付を向上させる考えの下、一方的に投資・株主還元へ偏ることなく、成長投資・株主還元・有利子負債コントロールの3つのバランスを堅持する財務戦略を実践。当初は単年度での株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローを黒字化する前提としていたものの、投資額は年度毎に振れ幅が大きい中、後に中計期間累計でのキャッシュ・フロー黒字化として対応し、結果的に3つのバランスは堅持。前中計から繰り越す余資を成長投資に充当するとしても、実際の投資実行に際しては有利子負債の調達が必要。投資に舵を切る方針を示す中での「上限」として、今期のキャッシュ・フローに加えて前中計の余資を振り向けるとの整理。但し、「経営方針」においても3つのバランスを堅持する財務方針は不変であり、今後もこの3つのバランスを踏まえ、每期単年度の数値を提示していくことでキャッシュアロケーションの方向性は十分理解頂けるものと考えている。

Q: 今後10%の利益成長を目指すにあたり、注力分野や成長戦略について。これまでは、成長の塊としてCITIC含む中国関連ビジネスとFMを提示。現在はCTC、WECARS、日立建機、FM、北米建材事業等、より幅広い分野に成長機会が拡大している印象。現時点で2~3年後に期待をかけている分野について教えて欲しい。

A: 当社経営における成長の考え方は「平均点経営」、特定分野に絞らず全体を引上げていくというもの。過去「A&P戦略」として注力分野を明示し、リソースを集中投下した結果、注力分野以外の社員のモチベーションが低下、対面業界からも非注力分野と見られ、上手く行かなかったこともあった。特に不調な事業は、丁寧に挺入れを行い改善させていく必要があり、この改善による業績向上への貢献も大きい。また、商社ビジネスは投資とトレードだとよく言われるが、これらは分けて考えるべきではない。トレードを安定かつ拡大し利益率を向上させるため、川中としてのトレードを繋ぐ川上・川下分野に投資をするという考えを持っている。例えば、川下のFMへの投資により関連するトレードの拡大が見込め、川上の日立建機への投資によってトレードの取扱地域の拡大等、更なる事業展開が見込める。間雲に投資をするのではなく、トレードと繋げて考えるよう各カンパニーには常に指示している。

また、時価総額の向上を目指すには3つの手段があると考えている。一つ目は「弱みを補完するためのM&A戦略」。自社が弱い地域にある同業他社との合併や特定部門の機能強化を目的とした買収等、着々と収益

のステージを上げていくことで時価総額も拡大している事例。二点目は「選択と集中」、但し、対面業界が広い総合商社にはそぐわない。一度特定のビジネスを止めてしまうとその業界からの情報は入りづらく、後から取引を再開することも難しい。メリハリはつけながらも全方位的にビジネスに取り組むのが総合商社。三点目は「市場にインパクトを与える株主還元策」。大幅な増配や大規模な自己株式取得で株価に大きな影響を与えた事例があるが、市場からは更なる増配を期待され続け、万一減配とした場合の懸念は大きく、これは「増配の罠」。株主還元も着実に向上させていくことが重要。先日、社内の経営幹部向け会議でも、これら三つの事例について共有。株価向上のためにまずは業績を上げる必要があり、その業績向上のためには「平均点経営」と「トレード強化を意識した川上・川下への投資」、これらの戦略や事例を各カンパニー・各業界毎で参考とするよう伝えている。

Q：今回、1兆円を上限とする投資枠を新たに提示したことは、新しい成長ステージに向けた意気込みの現れと感じるが、今後の成長投資からのリターンに対するコミットメント（規模感・収益貢献の時間軸等）について、考え方を教えて欲しい。

A：「経営方針」において“投資なくして成長なし”と掲げる中、一定の規模感を示さなければ対マーケットでの説得力に欠けるとの考えの下、今回1兆円という枠を示したが、これはあくまで「枠」であり、使い切ることが目的ではない。「経営方針」では、成長を通じて企業価値を持続的に向上させていくことをお約束しており、新規投資やオーガニック成長等、様々な手段を通じて成長を実現していく。個別案件のリターンについては、これまでも資本コストを意識したハードルレートを設定し、失敗投資事例からの4つの教訓（①高値掴み、②取込利益狙い、③特定客先・パートナーへの過度な依存・過信、④知見のない分野、に留意）を徹底してきたが、成長投資に舵を切る中でもこの取組は不変であり、投資規律を緩めることでリターンを積上げるとの考えはない。ROE15%以上を持続的に維持できる水準で成長投資にも取り組んでいく。成長投資からの収益貢献の時間軸は案件毎に異なるが、時間軸が中長期となる案件であっても、リターンの確度が高いものに取組む。「経営方針」で掲げた株主還元方針（総還元性向40%以上、配当性向30%または1株当たり配当金200円のいずれか高い方）から、先の利益水準として連結純利益は9,600億円程度は計算できるが、この利益水準を目指してどのように新規投資に取り組んでいくかを意識しており、過去のトラックレコードに即した10%成長を目指すとする中、そう遠くない時間軸で達成していきたいとの考え。足元、投資のパイプラインは各分野で積み上がっており、川中トレードへの関与に資する投資や川下事業の強化等の案件が複数ある。来期以降の投資枠については、24年度の進捗を見ながら今後検討していく。

Q：前中計で8,000億円の収益ステージを確立したとの説明があったが、違う見方をすれば、前中計期間の3年間は利益が大きく伸長しておらず、踊り場であったとも捉えられる。そのような中、1兆円の投資枠も新たに掲げ、10%成長を示した背景にある考え方を教えて欲しい。

A：前中計で8,000億円の収益ステージを確立できたが、これはトレードの積み上げや事業の磨き等、地道な取組みを着実に積み上げてきた結果と考えている。当社は、他商社のような資源価格高騰による利益貢献は限定的であったが、非資源分野を中心とする事業会社群を叱咤激励しながら着実に利益を積み上げることで、現在の収益ステージを構築出来た。一方、更なる高みへ挑戦するためには、従来型の「商品縦割り」ビジネスの延長線上では限界があり、物事の見方・案件へのアプローチ方法自体を変えていく必要があると考え、今回の「経営方針」では改めて“マーケットインの発想”“利は川下にあり”を掲げた。今後、川下から川上・川中にビジネスを拡大させていくことが成長に繋がると考えており、例えば、FMについては、食料品やパッケージの納入に加え、再生可能エネルギーの導入や情報・金融の機能を活用したデータ分析等、当社グループ全体で企業価値向上に取り組んでいく方針。先般公表したWECARSも同様に、住生活のみならず、当社グループ全体の案件と捉え、各カンパニーの機能・サービス・商品を集約し、グループの総合力を発揮することで企業価値向上を実現していく。

Q：4月の「経営方針」及び2024年度経営計画説明会にて、連結純利益に加えEPSも10%成長を目指したいという意気込みをご説明頂いたが、仮に新規投資が後ろ倒しとなり、連結純利益の成長率が10%に満たない場合、EPS成長率を担保するため、自己株式取得を選択肢として考えているか。

A：まず、24年度のEPSは23年度から約11%の成長を見込む（EPS：23年度実績553円、24年度計画615円）。「経営方針」において、“企業価値の持続的成長を目指す”と明示した中、市場から高い評価を継続して頂くため、株主還元と成長率のマトリクスで整理されるROEの水準を重視していることは4月3日にもご説明した通り。「経営方針」で明確に成長戦略を示した中、現時点で利益成長が出来ないケースは想定していない。個人的には、機関投資家において15%未満のROE水準ではスクリーニングにもかからないとの事実は、市場と

の対話を通じて十分認識しており、2024 年度経営計画でも ROE16%と示した通り、今後も持続的に高い ROE 水準を目指していくメッセージは提示したつもり。EPS、BPS も上げていきながら、ROE の水準もカバーするとなると、仮に連結純利益が想定を下回る水準になった場合、どのような資本構成にするべきなのかとの議論は出てくるであろう。長期で総還元性向 40%「以上」とコミットしており、この範囲で株主還元は着実に対応していく。

Q：第 8 の 10 年度から 23 年度の CAGR は 18%と高成長を遂げてきたが、24 年度は増益幅が小さく物足りない印象。第 8 における 24 年度計画策定の前提や伸びしろ等について教えて欲しい。

A：第 8 の連結純利益の大宗を占める FM は、23 年度は人流の回復やインバウンド等の追い風、一過性利益等もあり増益となったが、24 年度はインバウンドの恩恵等の落ち着きを見込んでいることに加えて、電気・ガスに係る公的補助金の減少や金利の上昇等のコスト増加を見込み、ほぼ横ばいと想定。一方、第 8 全体では、AI 等を活用した新たな取組みや広告・メディア事業等の新規事業の利益が着実に積み上がっており、これらのビジネスを拡大していくことが新たな収益の柱の構築に繋がると考えている。将来的には、FM の広告・メディア事業等で培ったノウハウを他小売業や他業種へ横展開していくことを模索しており、今後はある程度の規模感がある投資も検討していく。

Q：業界環境が厳しいと想定される繊維の成長性について教えて欲しい。

A：繊維は、下手に M&A を追いかけるのではなく、リテール関連の既存資産に対する更なる磨きでも成長余地は大いにあると考えている。アパレル業界では、一時は先行きが懸念された企業でも、経営陣が交代し業績が伸長した事例があり、現状 10 億円の利益規模の当社のアパレル系事業会社でも、今後 30 億円程度までの伸びしろはある。ポイントは原価率と商品力。当社の取扱商品は他社と比べ原価率が高いケースがあり、原価率低下によってまだまだ利益捻出できる余地はあり。アパレル系事業会社のトップには、必ずしも計数管理の強い当社社員が適しているとは限らず、適任の外部人材登用も選択肢。商品力強化についても、商品が売れない場合には迅速にデザイナーを代える等、速やかに手を打つことが必要。例えば、近年暖冬が続く中で、利益率の高いものの厚手のダウンを販売し続けて本当にニーズがあるのか等、時流を捉えて経営せねばならない。また、注力するシューズ分野でも、当社グループは数多くの有カブランドを展開しており成長余地があるはず。シューズは利益率も良く、経験のある外部人材も登用しながら取組中。FILA やアンダーアーマー等、有力なブランドは、今後商品力を強化することで更なる伸びしろあり。現状勢いのあるデサントも、先日韓国訪問の際に現地で見かけたが、非常に高品質であった。これら原価率の改善、商品力の向上等により、カンパニーの純利益として 500 億円レベルを目指すことも可能。また、人材面でも、当社はセグメントとして繊維があることで、ファッションに興味のある優秀な人材の確保が可能。特に当社は繊維部隊が本体にあり、事業会社化している他社と比べ、得られる情報や人材が格段に異なる。総合商社に繊維セグメントが存在することには、取引先に与える印象への影響を含め、様々な役割がある。

Q：電力・環境ソリューションの足元の状況と今後の成長戦略は。

A：当社は以前より蓄電池ビジネスを推進してきたが、漸く蓄電池の価値が世間に認められてきたと実感。日本は火力発電の燃料を海外に依存しているため、電力の有効活用は重要な課題であり、電力需給の調整弁となる蓄電池の必要性は極めて高い。今後は、発電量が不安定な再生エネルギーの利用が増加することが見込まれ、中・大型の蓄電池の必要性は増す。この潮流は半導体製造の国内回帰や AI 需要に伴うデータセンターの大規模化等により電力需要増加が見込まれる中、更に加速すると想定。洋上風力を含めた風力発電だけでなく、太陽光・地熱発電による再生エネルギー由来の電力を大型蓄電池を用いた「蓄電所」により需給調整を行った上で、不足分を電力系統から調達する仕組みが求められる。実際に、原子力発電所の稼働が制限されていることから大型蓄電池を用いた「蓄電所」の建設ニーズは非常に高い。

当社が取り組んできた家庭用蓄電池等を用いた分散型マイクログリッドについても、他のマイクログリッドとの接続が可能になれば、P2P 電力取引等の仕組みと併せてより円滑な需給調整が可能になり、更なる電力の有効利用に繋がる。

当社はこれらの取組みを包括的に進め、分散型エネルギーマネジメントシステムの構築に向けた実証実験を日本各地で行っている。将来的には、実証実験から得たデータを蓄積し、システム化を行い、蓄電池とその他システムと併せた販売や運営受託を目指す。

以上