

## インベスターデイ 2023 企業価値向上に向けた取組み 質疑応答

---

開催日： 2023年11月30日（木）

回答者： 代表取締役社長 堀 健一

### <Q1：適正なレバレッジの考え方について>

3 ページにある「適切な資本構成」の考え方に関して、例えば、2023 年 9 月末のネット DER は 0.48 倍の実績です。為替が円安になって株主資本が膨らむ影響があるのもわかりますが、例えば 3 月末時点での 1 ドル 132 円～133 円の為替レートに引き直したとしても、0.5 倍近辺になると思います。

もちろん不測の事態に備えてバッファを持たせておきたいということもあると思いますが、「適切な資本構成」に書かれている「適正なレバレッジ」について、どのように読み解けばよいのでしょうか。

同じスライドの「株主還元強化」をどう考えていくのかにもつながると思います。現時点でのこの「適正なレバレッジ」に関するお考えについて教えてください。

<堀>

当社は、経営環境に対する感度を高く持っており、世界中で観測される状況を総合して捉え、どれくらいの振幅度に対して経営を行っているのかを絶えず気にしています。

我々が今世界で直面する経営環境は、振幅度が高く、将来の予測が難しくなっています。そのため、一定の資金を待機させて安全性を担保しながら、バランスシートの健全な運営を心がけ、不測の事態への対応力を常に具備する必要があると考えています。

これらを前提に、キャピタルアロケーションの考え方に基づいて運営しています。中身としては、我々が年度ごとに稼ぐことによるキャッシュの獲得と、ポートフォリオ組み替えによるキャッシュ・インがあります。後者は、先ほどお話しした、ポートフォリオ組み替えによる資産売却等を中心とするものですが、そのような配分可能なキ

キャッシュを見ながら、そして安全性を確保しながら、優良案件への投資や株主還元の充実に向けて、バランスを取っていきたいと思っています。

当社は Own Field 近く、よくわかっている分野で、ある程度即効性のある案件を優先度高く選別しています。その際は、自分たちの見方への自信と、案件自体のキャッシュ創出力や資産としての優良性を加味しながら、ポートフォリオを少しずつ拡充していきます。

具体的には、自分たちがコントロール可能で、リスクレバーが十分であると判断される場合、あるいは案件そのものが非常に優良である場合は、レバレッジに対して機動的な発想をして、仕事の基盤を広げていくことは選択肢に入っています。

株主還元に関しては、3年間の中経において、基礎営業キャッシュ・フローに対して一定のパーセンテージで進める目標を挙げています。これを確実に実現していくとともに、そのようなメニューの中で、結果的にレバレッジはある許容範囲の中で、一定の柔軟性を持って落ち着いていこうと考えています。

#### <Q2：キャッシュ・フロー・アロケーションについて>

キャッシュ・フロー・アロケーションについてうかがいます。先ほどキャッシュ・フロー・アロケーションについてご説明があり、かつ、良い案件があればレバレッジも発動するとのことご説明もいただきました。

ただし、御社も含めて今の総合商社のキャッシュ・フロー・アロケーションは、基本的には株主還元後のフリー・キャッシュ・フローをポジティブにするという考えで運用されており、ネット Debt が増えることはなく、エクイティが積み上がっていくので、ROE が低下していきます。

また、先ほど、良い案件があればレバレッジも考えるとのことでしたが、御社の規模感でレバレッジを上げるような案件というのは、かなり巨大な投資案件になると思います。

そのような案件が出てこない限りは、基本的には ROE が低下しやすいだろうと思いますが、株主還元後フリー・キャッシュ・フローをポジティブにするという考え方を変える可能性を考慮し始めているのか、方針について教えてください。

<堀>

当社では、フリー・キャッシュ・フローから株主還元を引いた後の数字をプラスにすることを、会社全体の、この時代環境に合わせた運営上の規律の一環として捉えています。

この基本線は、この中経では大事だと思っています。ただし同時に、これだけチャンスが増えている経営環境の中で、当社にとっても比較的大型の買収案件等が出てくる可能性は当然あります。

今までも、案件はありながら見送っているケースもありました。案件は相手があつてのお話であり、機会として出てきますし、パイプラインの中から出てくる可能性もあります。そのような大型案件に直面した場合は、全体のバランスを取りながら、借入の許容範囲を柔軟に考えていくべきだと思っています。アセットの質を十分に吟味し、我々がそのアセットから将来収益をどれだけ確保できるかの自信も含めて、その都度検討していく必要があります。

そのような柔軟性は、皆さまとの対話の中で持ち得ることをお伝えしつつ、同時に、3年間の帯におけるキャッシュ・フローのニュートラルリティは守っていくべきだと思っています。

また、還元については、資本の効率化・向上をあわせて考えていきたいと思っています。この中経、およびその先を含めて、少し時間軸を長く取っていくお話だと思いますが、当社はそこを非常に高く意識しています。

ROE に対する構造的な上限が来ないように、投資案件との兼ね合い、あるいは我々が目指している収益力向上との兼ね合いを十分にモニターし、必要に応じて手を打っていきます。これについては、時系列に応じてコミュニケーションさせていただきたいと考えています。

中経での大きな枠組みについては、一定の基軸を持っていくことが大事だと考えています。

#### <Q3：事業ポートフォリオ入替えの規模感について>

先ほど、事業ポートフォリオの入れ替えが今後増えていく可能性についてご説明がありました。2024年3月期における資産売却5,000億円超の投資キャッシュ・インはかなり規模が大きいと思います。今後、どの程度の規模で回していけるかというイメージ感があれば教えてください。

今は円安で、売りやすいタイミングだと思うのですが、円高など環境が変わった場合も、そのような規模感での計画をある程度維持していく目処が出てきているのでしょうか。環境や規模感への考えがあれば教えてください。

<堀>

売却案件は、相手があつてのことであり、かつ各事業部門の戦略と環境変化の中で捉えていくものなので、マクロの数字を事前に予想するのはなかなか難しいものです。しかし、先ほどお話しした事業ポートフォリオ組み替えの度合いが増していることは、肌でかなり感じています。例えば今まで年間2,000億円強ぐらいのイメージだったキャッシュ・インが、今年は5,000億円になっています。規模のレベルが上がっているという認識はおそらく適切だと思います。

当社として加えられる機能は「だいたいこのあたりまでだ」という見通しがあり、1回でキャッシュにしたほうがよいという案件もあれば、投資案件として非常に優良で、当社以上に案件に価値を加えてくれる買い手がいて、入った時点よりかなり高いマルチプルで売却できる場合もあります。それはキャッシュ・インが増えるうれしいケースですが、そのような組み合わせで規模のレベルを上げていきたいと思います。そのような資産の組み換えは、当社の収益モデルの一部になっている面もあるため、これを非常に機敏に、かつ1件1件丁寧に積み上げていくことも、経営方針としています。そのように全体を捉えていただければと思います。

補足として、世界中の投資において、優良パートナーとのクラスター作りがかなり広がっています。例えばアジアであれば、インドネシアのCT Corpグループや、先般公開買付けの終了を発表したフィリピンでのMetro Pacific Investments Corporation、また、歴史が長い北米のモビリティのPenskeグループとの取組みもあります。これらのパートナーとの取組みによって、我々は相当に新しい事業基盤を作ってきました。

他にも、ブラジルのガス配給事業があります。これは、以前はペトロbras社がパートナーだったのですが、今はサトウキビからのバイオマス燃料製造事業のバリューチェーンで、世界最大手に近いCosan S.A.（コザングループ）と組んでいます。そのようなパートナー戦略の中で出てくる様々な潜在的な機会も多いと思っています。このような仕事にしっかりと軸足を置きながら、投資サイドは良い案件を含むパイプラインもあるため、攻めのキャッシュ・アウトと適切なキャッシュ・インを組み合わせ、

その中で一部は事業収益化するような拡大型のモデルで、進めていきたいと思いま  
す。

その活動も全体的に上がっているため、先ほどご質問のキャッシュ・インの規模が少  
し底上げされているイメージをお伝えできればと思っています。

以上