MARGIN OF SAFETY　BALANCE OF POWER　MANAGEMENT ANALYSIS

HIBIKI PATH ADVISORS

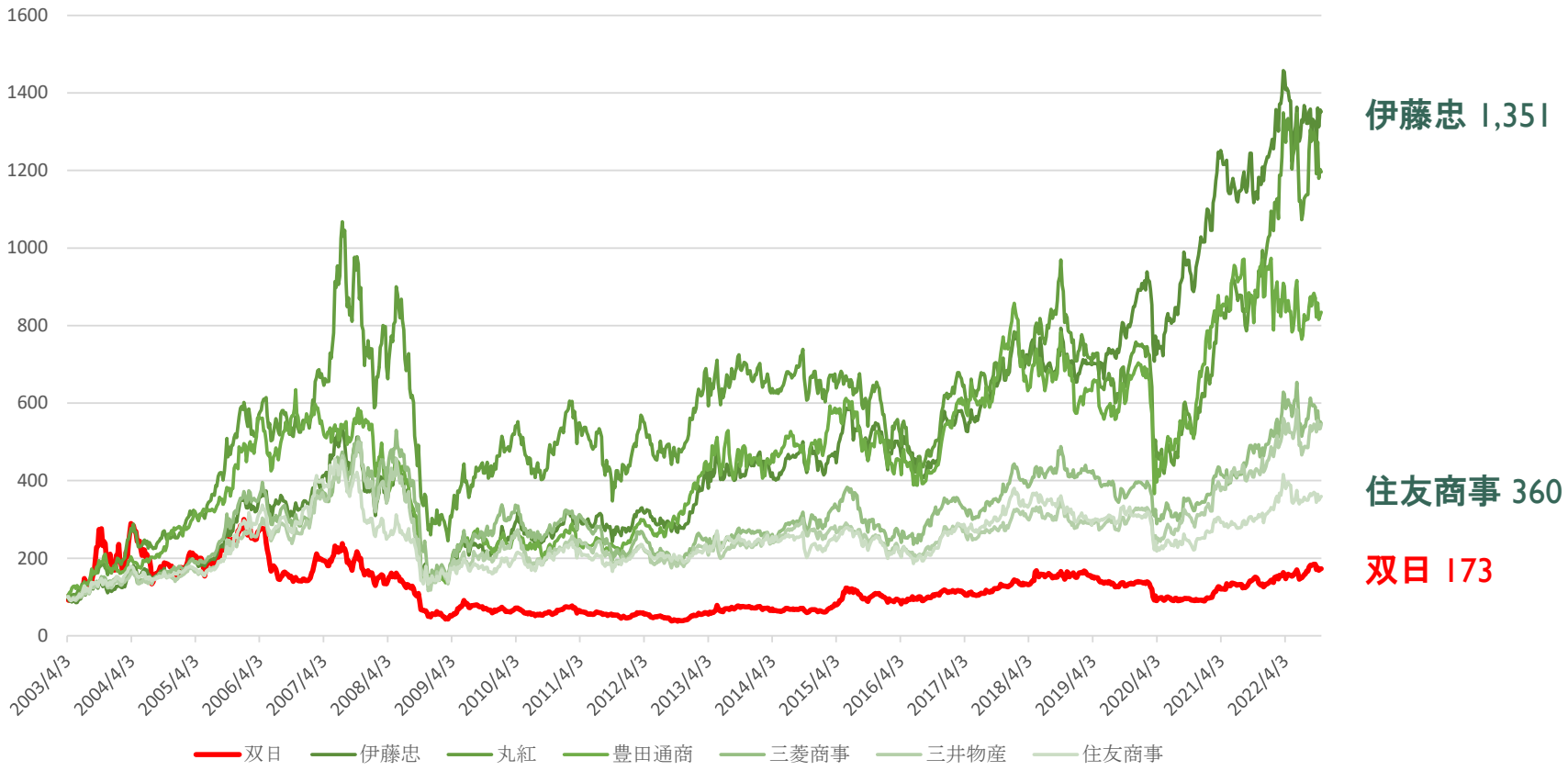
早期のPBR1倍達成に向けて

2022年11月

他商社との株価パフォーマンスの差は歴然

- 総合商社の中でも貴社株価パフォーマンスは冴えず、発足時から20年弱の歳月を費やして1.7倍
- 同じ金額を投資していたら、伊藤忠であれば13.5倍、住友商事でも3.6倍になっていた計算

ニチメン・日商岩井HD発足（2003年4月）時点を100とした株価パフォーマンス

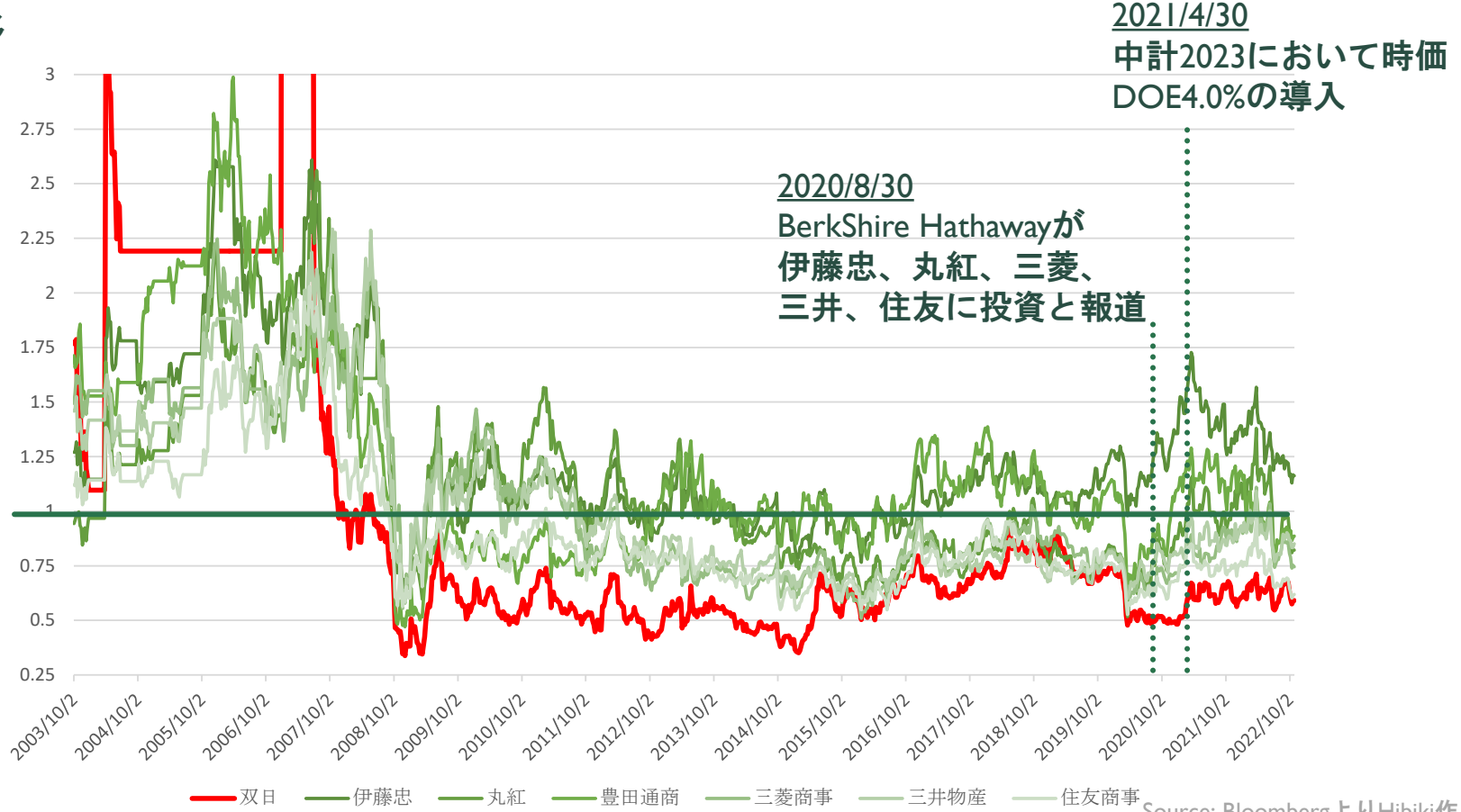


Source: BloombergよりHibiki作成

PBR1倍への道程は遠い

- 貴社に限らず総合商社は低PBRで知られ、資源依存度の低い事業ポートフォリオを有する伊藤忠を除き多くが簿価割れで取引されている
- 貴社は時価DOE4.0%を導入しPBR1倍への到達に強くコミットしているが、道半ば

PBRの長期推移



Source: BloombergよりHibiki作成

時価DOEとは、配当利回りそのもの

- DOEへのコミットメントは長期投資家を引き付ける安心材料であるものの、PBRが1倍を切る間は時価DOE4%即ち配当利回り4%にコミットしているにすぎず、過去の配当利回りの推移からすると、実は物足りない水準であり、殆どの投資家にとってはノーサプライズ

貴社によるご説明

下限配当の考え方

年度末時点でPBR×1.0倍未満の時
- 時価DOE4%
- 株価終値の年間平均をもとに計算

➡ 結果として配当利回り4%

時価DOE：年間配当総額÷（当社株価日々の終値の当該年度の年間平均×期末発行済株式総数）

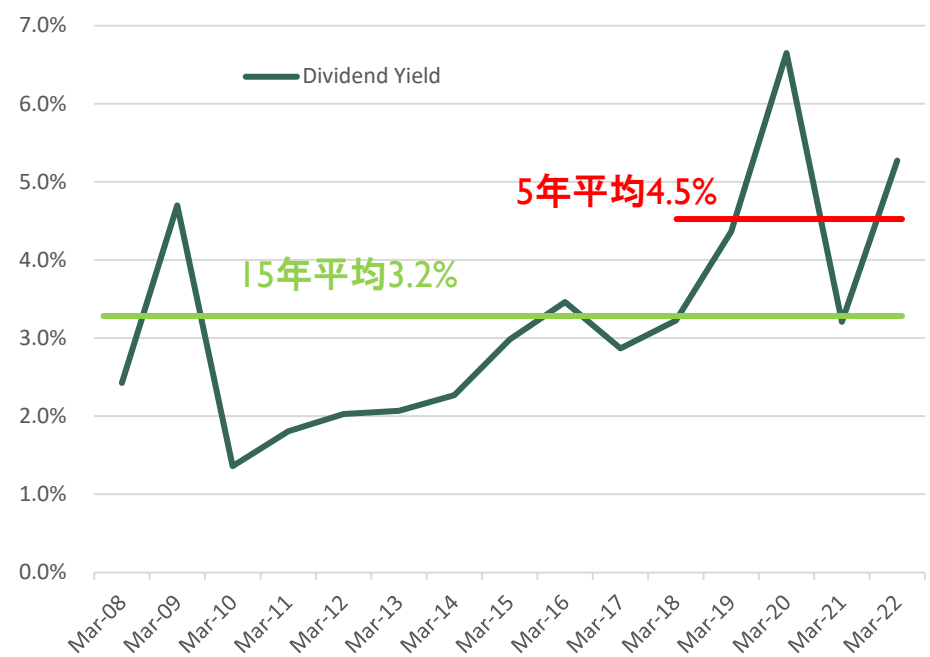
年度末時点でPBR×1.0倍以上の時
- 簿価DOE4%

➡ 株主資本コスト8%程度の半分を還元

簿価DOE：年間配当総額÷当該年度末の株主資本（簿価）

時価DOE、簿価DOEのいずれを用いるかについては、2022年3月期末時点のPBRで判定します。
* DOE：株主資本配当率

配当利回りの推移

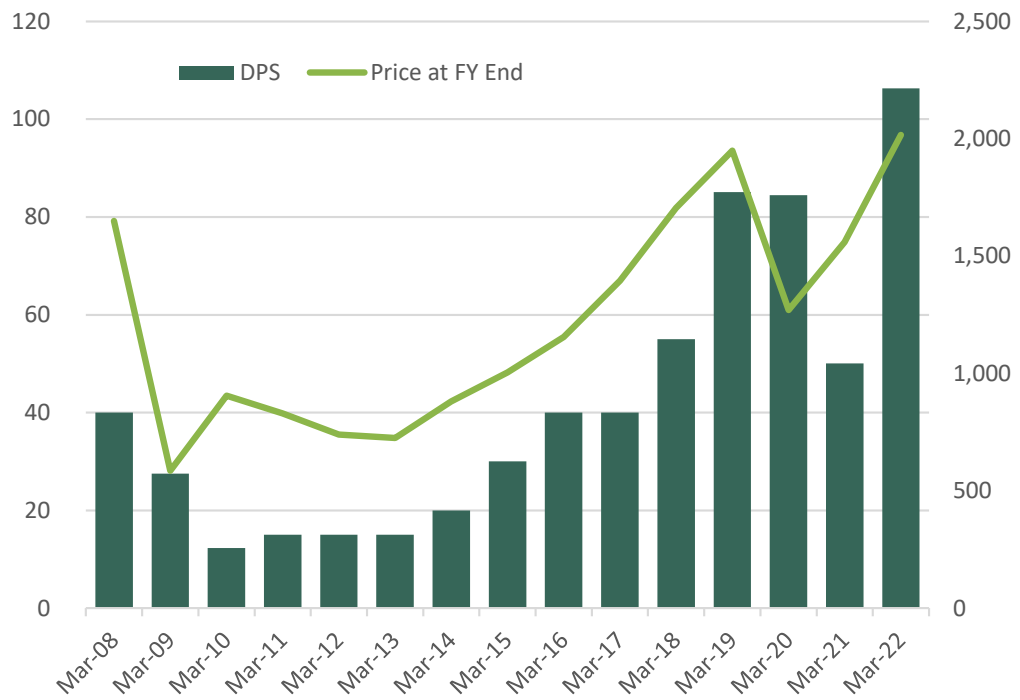


Source: 貴社開示資料、BloombergよりHibiki作成

配当利回りでバリュエーションされている

- 貴社株価の推移は、配当との連関が如実に表れている、いわゆる「配当銘柄」
- 時価DOE=配当利回り4%へのコミットにより下限がサポートされており、貴社としては投資家の視線を配当予想に集めることに成功しているともいえるが、アップサイドの見えにくい状況

DPSと年度末株価の推移



予想DPSと配当利回りで計算した理論株価

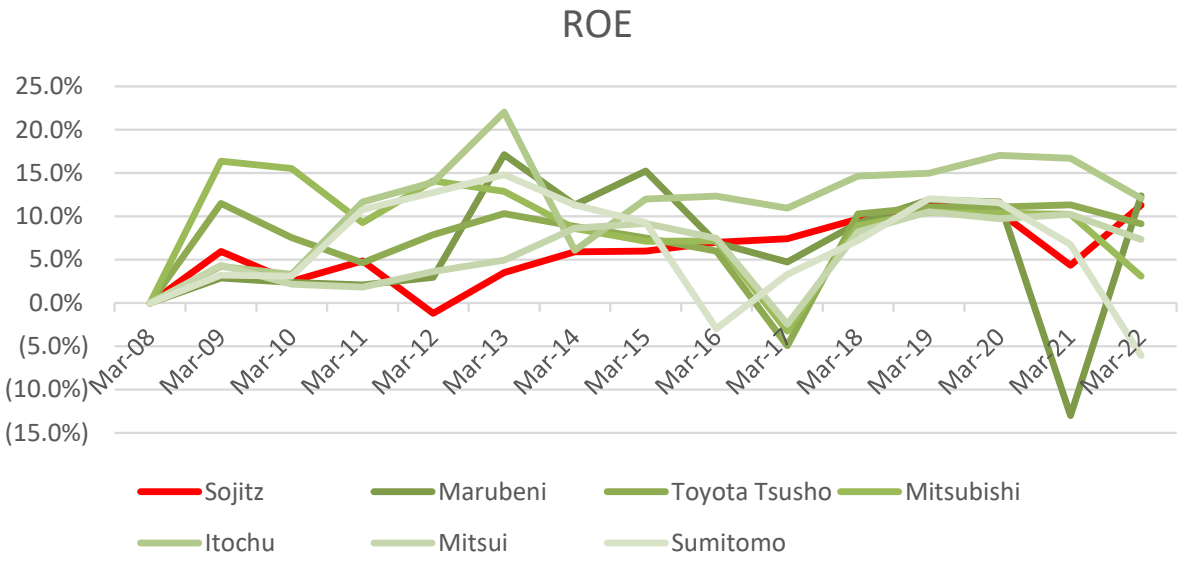
配当利回り	4.0%
予想DPS	理論株価
90	2,250
100	2,500
110	2,750
120	3,000
130	3,250
140	3,500
150	3,750
160	4,000
170	4,250
180	4,500

Source: Bloomberg、Hibiki

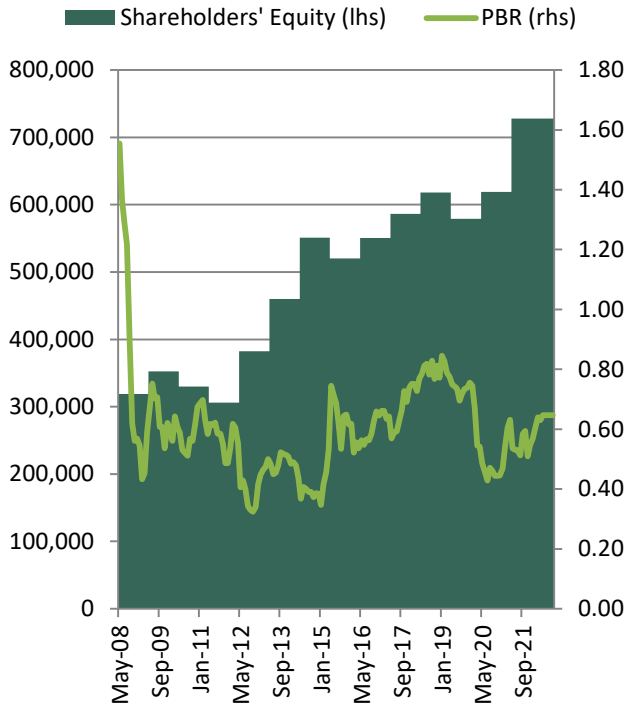
PBRとROE

- ROEとPBRの間に強い正相関があることは広く知られている中、貴社のROEは足許で決して低くはなく、日本株の評価で重要な8%を上回っている
- また、他商社と比較しても上下変動が小さいことが特徴であり、絶え間ない努力の甲斐あって伸びている。<u>にもかかわらず、万年最下位</u>のバリュエーションに留まっている理由の一つに、資本の積み上がりが考えられる

貴社のROEはボラが低く、長期で緩やかに伸びてきている



資本の積み上がりと共にPBRが低下



Source: BloombergよりHibiki作成

簿価DOE導入シミュレーション

- 貴社の開示資料、説明会での発言に符合する範囲で簡易なシミュレーションを行うと、PBR1x到達前であっても配当政策を「簿価DOE4%で一定」へ変更することも十分に可能な余力がある
- 現実的には非資源領域の投資とそのリターン、資源領域の市況影響を強く受けると思われるが、それでも均して見れば巡航速度でROEが時間と共に低下していく印象

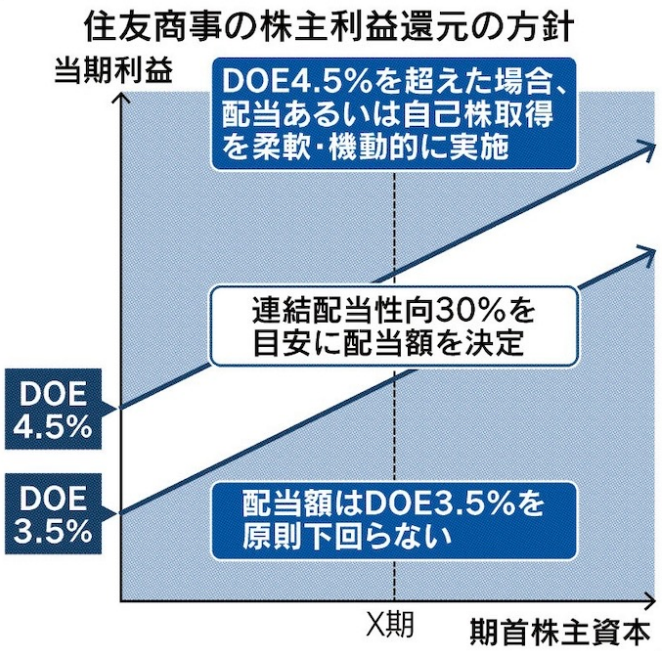
	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期	2026/3期	2027/3期
指標						
ROE	12.2%	14.4%	12.0%	9.1%	8.7%	8.3%
EPS	356.7	480.7	444.8	359.0	362.3	365.6
BPS	3,153.9	3,512.9	3,832.6	4,048.9	4,261.8	4,471.4
DPS	106.3	127.3	143.0	154.7	163.4	172.0
配当性向	29.8%	26.5%	32.2%	43.1%	45.1%	47.1%
総還元性向		31.0%	42.2%	49.3%	51.4%	53.3%
簿価DOE	3.4%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%	4.00%
時価DOE		5.1%	5.7%	6.2%	6.5%	6.9%
配当利回り	5.3%	5.1%	5.7%	6.2%	6.5%	6.9%
NetD/E	1.07x	0.88x	0.81x	0.77x	0.74x	0.72x

Note: 23/3-27/3期の純利益を順に1,100億、1,000億、以降800億円とし、FCF/純利益が50%、有利子負債の残高が1兆円、株価2,500で一定と仮定した場合の非常に簡易なシミュレーション

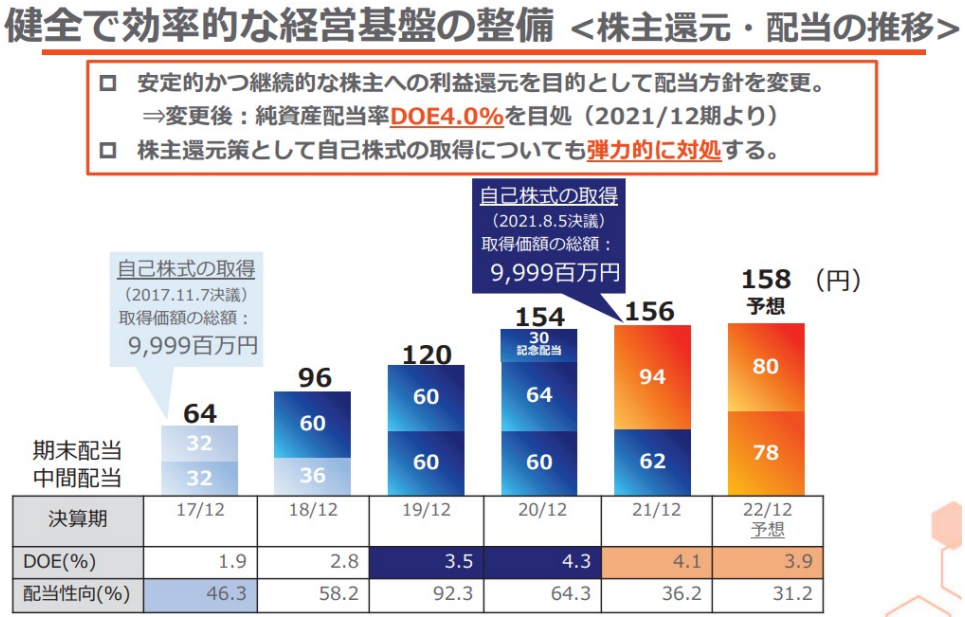
DOEの導入事例

- 直近では2022年8月に住友商事が簿価DOEへのコミットメントを表明
- 商社セクター以外でも市況で利益がブレやすい企業では、長期投資家を味方につけるために導入する事例が多数

住友商事



東京応化工業（半導体フォトレジストメーカー）

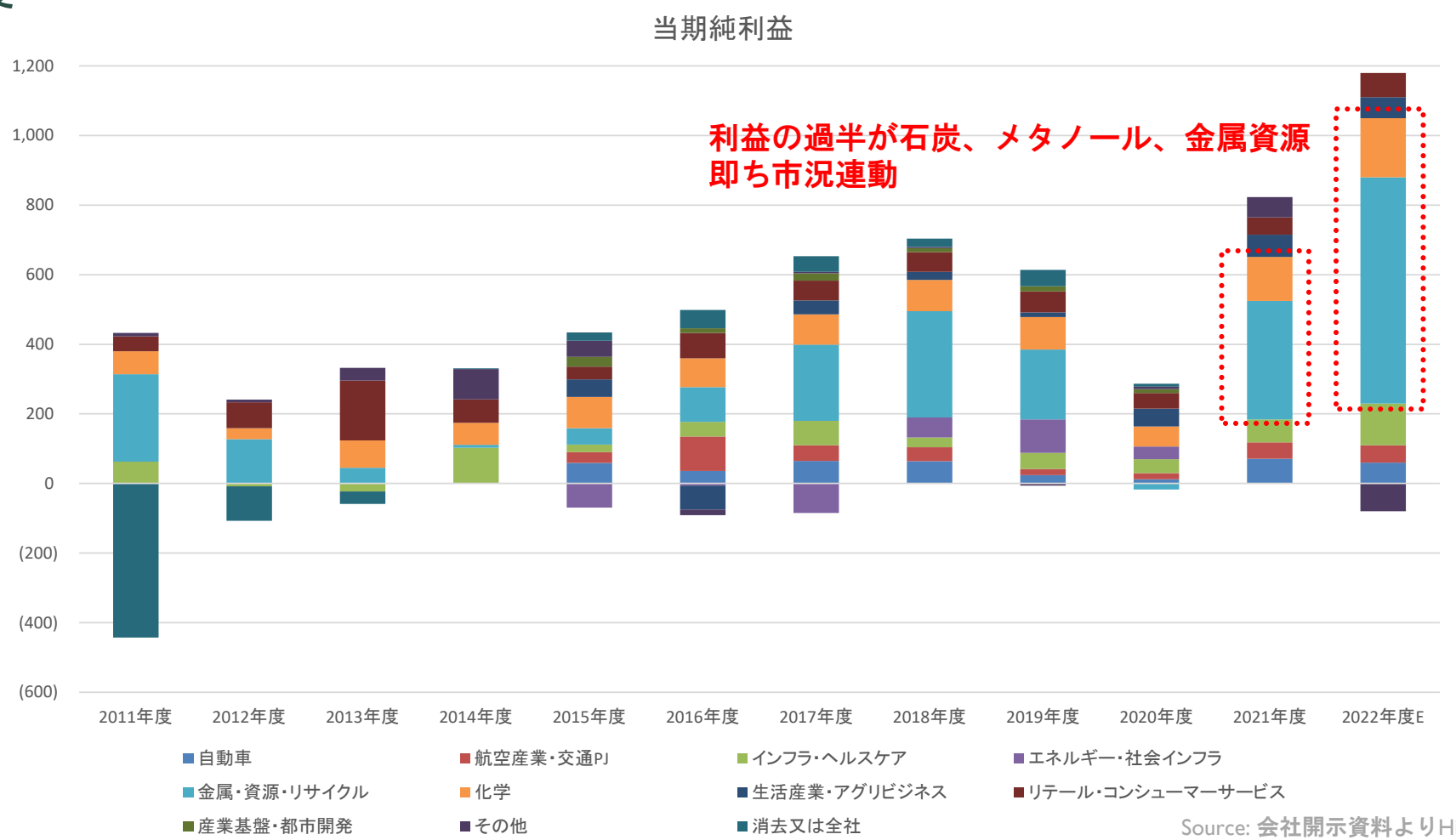


決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12 予想
DOE(%)	1.9	2.8	3.5	4.3	4.1	3.9
配当性向(%)	46.3	58.2	92.3	64.3	36.2	31.2

Source: 会社開示資料、日本経済新聞

環境は追い風なるも、脱資源依存未だならず

- 貴社は「非資源分野での資産の積み上げと収益化までのスピードが課題」との自己認識にありながら、依然市況連動性の高い利益構造となっており、結果としてマーケットからの見方は不変

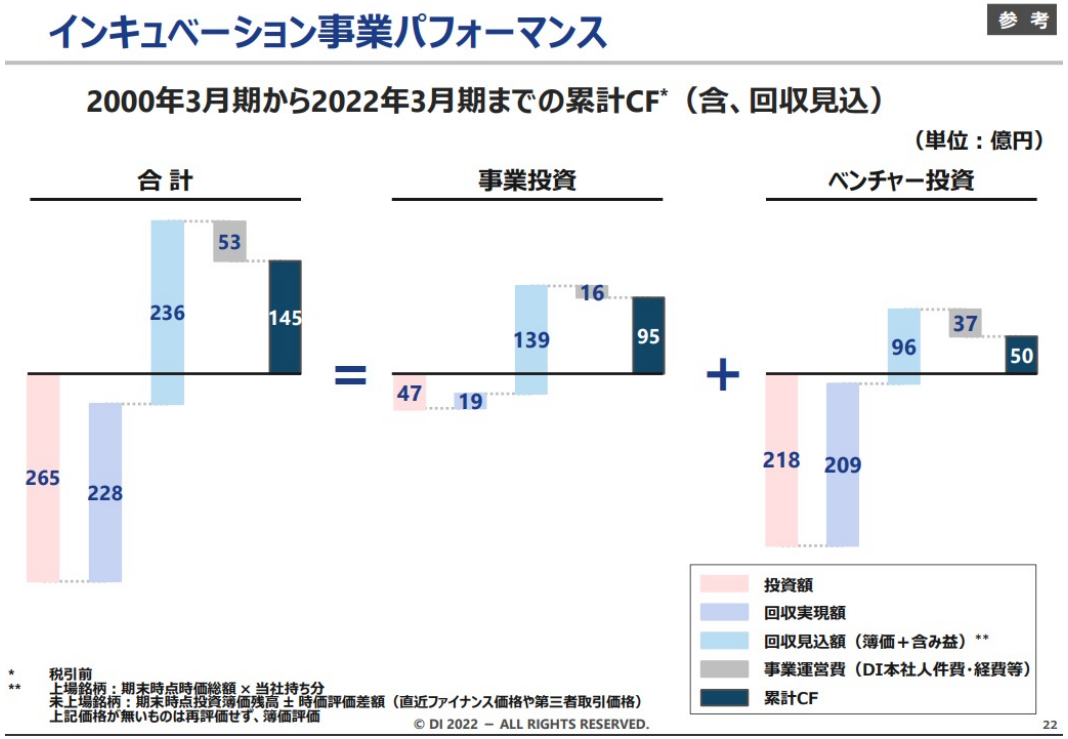


Source: 会社開示資料よりHibiki作成

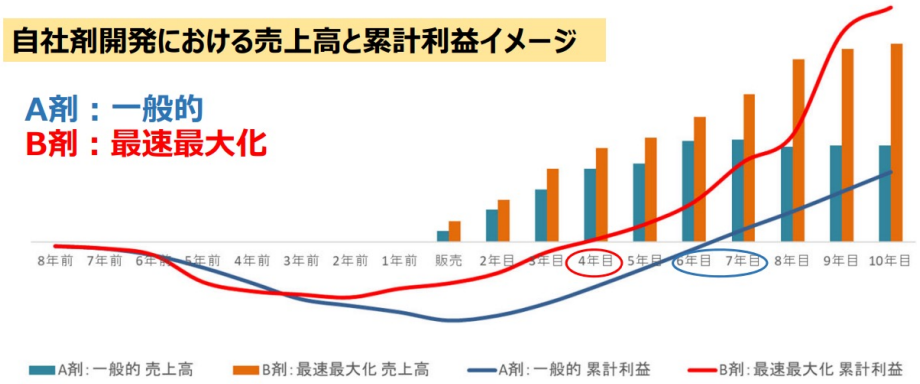
非資源分野での取り組み…投資リターンは？

- JALUX、ロイヤルHD、ベトナム製紙事業、ゴールドマンとの賃貸住宅運用JV… など、非資源分野での投資の進捗が見られるが、どのくらいのリターンがいつ頃実現する計画かが見え辛い
- 事業投資がリターンを生むプロセスについて、イメージだけでも表現できないか？

ドリームインキュベータ（4310）の事例



日本農薬（4997）の事例

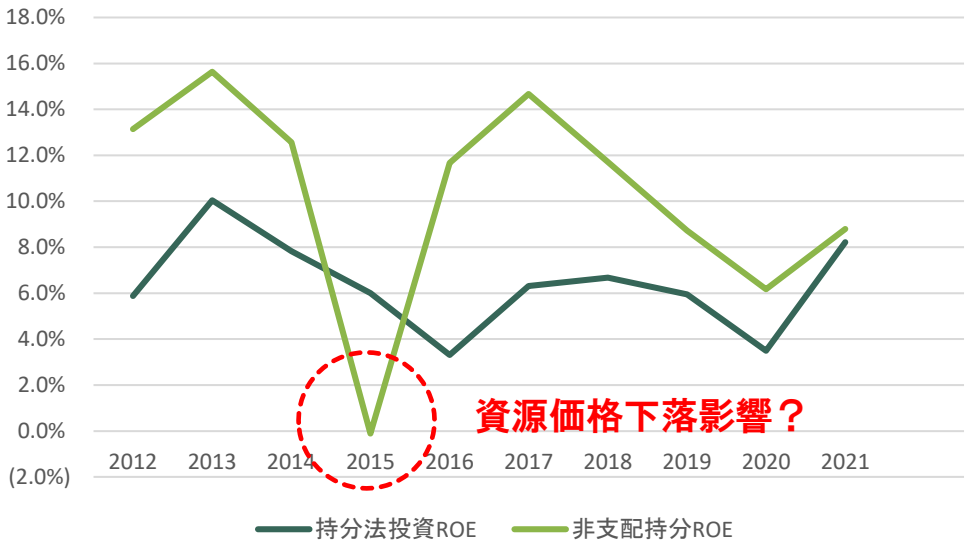


Source: 会社開示資料

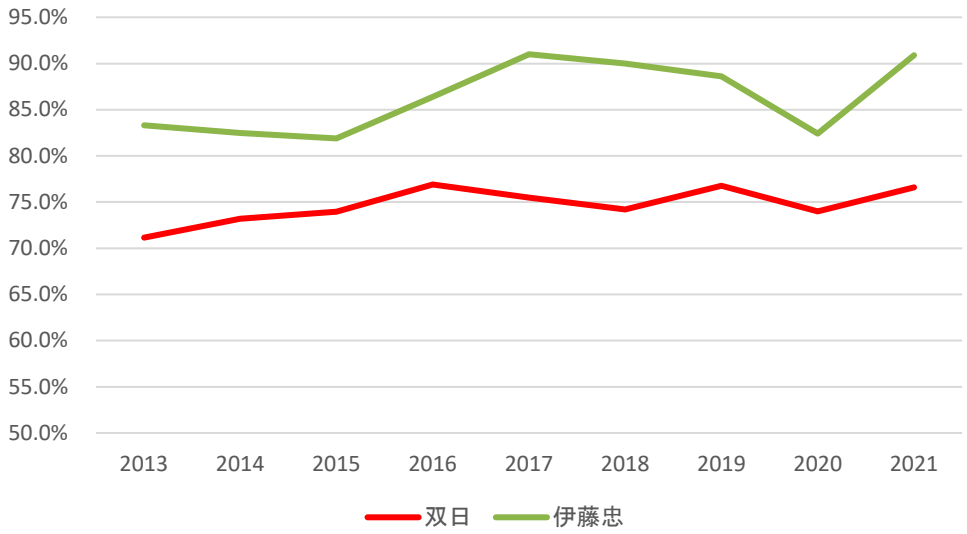
子会社のガバナンス

- 貴社の場合、持分法投資のROEと非支配株主持分のROEを比較すると、足許では接近してきたが多くの期間で非支配株主持分の方が高かった　⇒　高ROEを狙って投資できているand/or貴社による経営関与が上手くいっているサイン
- 黒字会社比率が目立って上昇しているわけではなく、伊藤忠とは歴然の開き
  ⇒　社内KPIとしてどの程度重要視？

双日の子会社ROE



黒字会社比率の比較



Source: 会社開示資料よりHibiki作成

IRは、花形ですか？

- 社内でIRの位置付けを「出世への登竜門」のレベルに置いて欲しいと考えております
- 様々な投資家と接することで企業の認知・位置付けを多面的に捉えることができ、財務的見地のみならず、採用から事業開発に至るまで影響するブランド認知の大切さに気付き、一気通貫で企業価値向上を柱に据える習慣が身につきます

三井物産の堀CEOは元IR部長！

代表取締役社長、CEO

堀 健一（ほり けんいち）

1984年4月	当社入社
2009年10月	当社商品市場部長
2010年7月	当社IR部長

コーポ―レート・ブランドPJを自ら推進

社員一人ひとりがメディア
三井物産ブランド・プロジェクト

Source: 会社開示資料

DISCLAIMER

HIBIKI PATH ADVISORS

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

Tel: +65 6931 3914

Email: info@hibiki-path-advisors.com

Website: www.hibiki-path-advisors.com

Address: 39 Temple Street, #02-01 Singapore (058584)

Capital Market Services License (Singapore) – CMS100710-1

- Important Information: This document is prepared and issued by Hibiki Path Advisors Pte. Ltd. (HPA) and has not been reviewed by any regulatory authority. This document does not constitute an offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or enter into any other transaction. Its content must not be reproduced, distributed or transmitted without the prior written consent of HPA. Past performance is not indicative of future performance or returns. HPA does not guarantee or make any representations or warranties that any performance or returns referred to in this document will be achieved by the investment. This document contains general information only. HPA does not purport to provide any investment, financial, legal or other expert advice or recommendation in this document. You must not rely on this document as any such advice or any offer, recommendation or solicitation to buy or sell any security or to implement any investment strategy.