

成長戦略を軸に
バランス感のある
財務運営を行い、
経営指標の改善、
フリーキャッシュ・フローの
黒字化をめざします。



常務取締役 財經担当
横山 宏

急速かつ急激に事業環境が変化する中、当社はステークホルダーに対して経済価値、社会価値、環境価値を創出する「真の統合型ESG経営」の実現をめざしています。2023年度を初年度とする中期経営計画(2023～2025年度)においては、成長を支える基盤構築として「サステナブル視点での財務基盤強化と組織体制構築」を掲げており、持続的な成長を可能とする経営基盤強化を図っています。

当社の企業価値向上に向けて、現状分析から見てくる財務運営上の課題、そして課題解決に向けた対策とめざす姿について、財經担当の横山が説明します。

現状分析／経営指標及び株価指標の推移

当社では、将来にわたるキャッシュ・フローの最大化および企業価値向上を目的に、目標とする経営指標として、「EPS成長率7% (2019年度を起点とした年率成長率)」、「純有利子負債EBITDA倍率4.5倍以内」、「投下資本利益率(ROIC)5%以上」を目標値に定めています。現状の推移としては下図の通りで、新型コロナが発生した2020年以降業績が低迷した影響もあり、いずれの指標も目標値には達していません。

株価指標を見ましても(▶ P.89 / 11年間の主要財務データ参照)、従来PBRは1倍を上回る水準で推移していましたが、やはり新型コロナが発生した2020年以降PBRは1倍を割れる傾向が続いています。PBRをPERとROEに分解してみると、業績低迷に伴うROEの低下が大きな要因と考えられます。

目標とする経営指標

採用指標	分類	目標値	2014年度	2015年度	2016年度	2017年度	2018年度	2019年度
ROIC	効率性	6%以上	4.9%	4.5%	4.4%	4.6%	4.4%	4.3%
自己資本比率	安全性	30%以上	36.4%	34.2%	34.6%	33.2%	31.9%	28.5%
ネットD/Eレシオ(倍)	安全性	1倍程度	0.5	0.8	0.8	0.9	1.1	1.5

2019年度よりIFRS第16号が適用となったこと、また、将来にわたるキャッシュ・フローの最大化および企業価値向上を目的として、目標とする経営指標を変更。

採用指標	分類	目標値	2020年度	2021年度	2022年度
ROIC	効率性	5%以上	2.2%	2.4%	2.5%
EPS成長率 (2019年度基点の年率)	成長性	7%	-※	▲25.0%	▲27.6%
純有利子負債 EBITDA倍率(倍)	安全性	4.5倍以内	6.2	6.6	6.0

※ 2020年度のEPS成長率は、1株当たり当期純利益が損失のため算出していません。

価値創造戦略

- 22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗
- 23 2023—2025中期3カ年経営計画
- 33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～
- 40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談
- 44 DX(デジタルトランスフォーメーション)戦略
- 46 サステナビリティ戦略
- 47 人材戦略
- 60 環境戦略
- 68 人権への配慮

価値創造戦略

- 22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗
- 23 2023—2025中期3カ年経営計画
- 33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～
- 40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談
- 44 DX(デジタルトランスフォーメーション)戦略
- 46 サステナビリティ戦略
- 47 人材戦略
- 60 環境戦略
- 68 人権への配慮

資本コストの把握

企業価値向上に向けては、株主資本コストを上回るROE(エクイティスプレッドがプラスの状態)が要求されますが、当社では効率性指標であるROEとROICに関して、それぞれ株主資本コストとWACCが対応しています。

株主資本コストの算定に当たっては、CAPM(キャップエム)ベースで算定しており、過去のトレンドから概ね6～7%を当社の株主資本コストとして設定しています。WACCの算定に当たっては、この株主資本コストと負債コストの加重平均で算定しており、過去のトレンドから概ね3%程度を当社のWACCとして設定しています。

効率性指標と資本コストの関係は以下の通りで、ROEに対しては株主資本コスト、ROICに対してはWACCが対応。



株主資本コストはCAPMベースで算定。

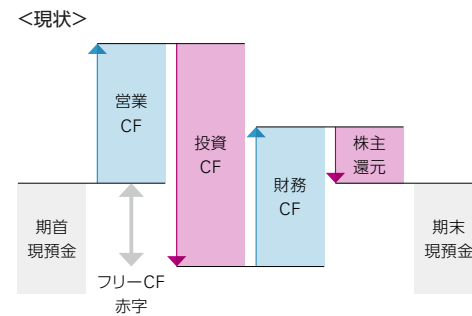
$$\text{株主資本コスト} = \text{リスクフリーレート} + \beta \times \text{マーケットリスクプレミアム}$$

WACCは株主資本コストと負債コストを加重平均して算定。

$$\text{WACC} = \text{株主資本コスト} \times \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債}}{\text{時価総額} + \text{有利子負債}} + \text{負債コスト} \times \frac{\text{有利子負債}}{\text{時価総額} + \text{有利子負債}}$$

キャッシュ・アロケーション

当社の現状のキャッシュ・アロケーションは下図の通りで、投資キャッシュ・フローが営業キャッシュ・フローを上回る、フリーキャッシュ・フローが赤字の状態が続いています。不足分については、社債発行や金融機関借入等の有利子負債調達による財務キャッシュ・フローでカバーする構図となっているため、レバレッジの上昇に伴い純有利子負債EBITDA倍率が低下していることも課題です。フリーキャッシュ・フローの赤字解消が大きな課題でありますが、当社は成長投資が今後も続く局面であり、投資キャッシュ・フローのバランスをとりながら営業キャッシュ・フローを最大化していくという財務運営が必要となります。



将来の高い成長力を見据えた海外への積極出店に伴い、当面は営業キャッシュ・フローを上回る設備投資水準が続く。

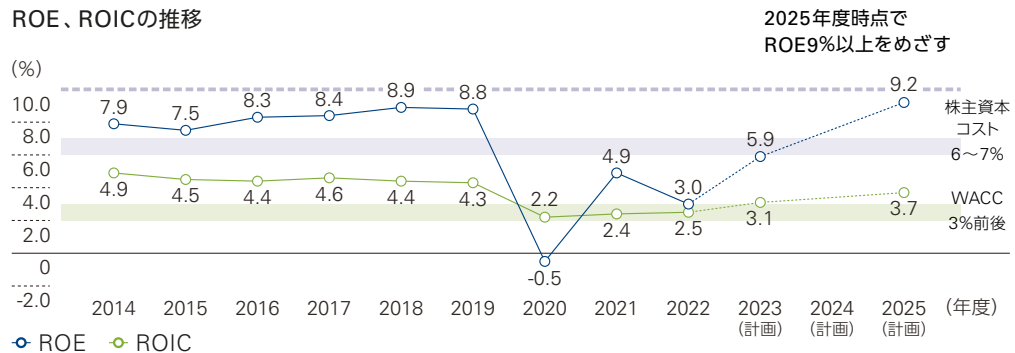
これらの状況から、「資本コストを下回るROE」「フリーキャッシュ・フロー赤字の常態化」が優先的に対応すべき財務上の課題として認識しています。

企業価値向上の実現に向けて、「2025年度にROE9%以上」「2028年度にフリーキャッシュ・フロー黒字化」を目標として設定いたします。これらを達成すれば、必然的に目標とする経営指標についても改善していくものと見込んでいます。

課題	<ul style="list-style-type: none"> • 資本コストを下回るROE • フリーキャッシュ・フロー赤字の常態化 	➔	目標	<ul style="list-style-type: none"> • 2025年度にROE9%以上 • 2028年度にフリーキャッシュ・フロー黒字化
-----------	--	---	-----------	--

これまでの推移は下図の通りで、2020年度以降、株主資本コスト(現状6～7%)よりROEが下回る、すなわちエクイティスプレッドがマイナスの状態が続いています。本年度の利益計画ベースではROEは5.9%まで回復しますが、エクイティスプレッドを早期にプラスに戻していくことが急務となっています。

ROE、ROICの推移



価値創造戦略

- 22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗
- 23 2023—2025中期3カ年経営計画
- 33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～
- 40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談
- 44 DX(デジタルトランスフォーメーション)戦略
- 46 サステナビリティ戦略
- 47 人材戦略
- 60 環境戦略
- 68 人権への配慮

ROE9%以上の達成に向けて／ROE改善への課題

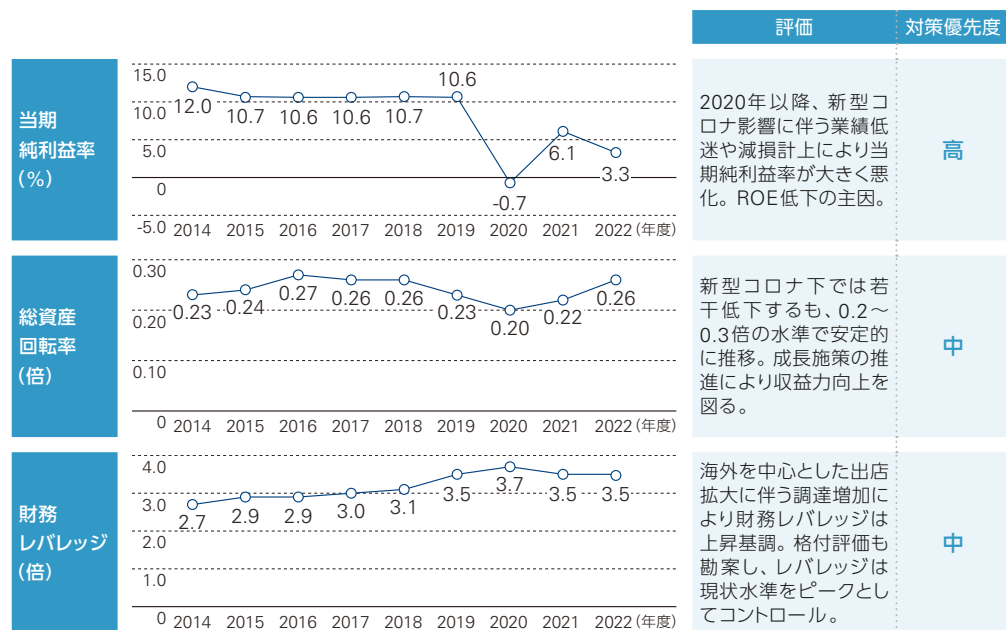
ROEを当期純利益率、総資産回転率、財務レバレッジの3つに分解すると、現状の課題がよく見えてきます。

当期純利益率については、2020年度以降の新型コロナの影響等により低下トレンドであり、減損やスクラップ&ビルドに係る特別損失を計上してきたことも足元の低下要因となっています。

総資産回転率については安定的に推移してきていますが、中期経営計画に掲げた成長施策を確実に推進していくことで収益力向上を図っていくことが必要です。

財務レバレッジに関しては、海外出店の拡大に向けた資金需要に対して有利子負債による調達を積み上げてきたことから上昇基調にあります。格付機関の評価も勘案するとこれ以上過度なレバレッジをかけることは難しく、流動化スキームを活用しながら現状水準を維持する形でコントロールしていく考えです。

これらを勘案すると、ROE改善に向けては、まず何よりも当期純利益の最大化を図っていくことが重要となります。



ROE改善策

下図は2025年度時点のROE9%以上という目標に対して、事業、財務、サステナビリティの各分野において、どのような視点から何を行っていくかをまとめたものです。

事業の分野においては、成長性や効率性を意識したうえで国内外において必要な投資を執行し事業ポートフォリオを改善させていくこと、財務の分野においてはバランスシートコントロールにより効率性を向上させ、またフリーキャッシュ・フローの黒字化を実現させること、そしてサステナビリティの分野においては、脱炭素や資源循環の取り組み、人的資本活用など、さまざまな社会課題に対して真摯に取り組み続けることで、株主・投資家の皆さまを含め全てのステークホルダーの方々から信頼され、選び続けてもらえる企業となっていくことが必要です。

これらの取り組みは2023—2025 中期3カ年経営計画における成長施策とも連動したものであり、また中期3カ年経営計画最終年度の2025年度時点での利益計画ベースではROEは9%を超過する見通しです。中期3カ年経営計画に掲げた利益目標を必達させていくことが重要と考えています。

目標	分野	方針・対策	2023—2025 中期3カ年経営計画
2025年度 ROE 9%以上	事業	<p>将来成長性および資本効率性を意識した投資実行による事業ポートフォリオの改善</p> <ul style="list-style-type: none"> 成長市場である海外への重点投資による積極出店 国内モールのビジネスモデル改革による安定成長の実現 国内モールの新店投資は選別対応 低採算事業の撤退・縮小 新規ビジネス創出による新たな収益源の創出 	<p><取組方針></p> <ul style="list-style-type: none"> 国内外におけるリージョナルシフトの推進 ヘルス&ウエルネスプラットフォームの創造
	財務	<p>B/Sコントロールによる効率性の向上とフリーキャッシュ・フロー黒字化の実現</p> <ul style="list-style-type: none"> 投資採算基準(ROIC>WACC)に基づく投資の実行 物件流動化による財務レバレッジの維持・改善 フリーキャッシュ・フローの改善 安定的かつ利益成長による継続的な増配 	<p><成長施策></p> <ul style="list-style-type: none"> 海外成長市場における事業機会の発掘と事業化 国内におけるビジネスモデル改革の推進 既存事業の枠組みにとられない新たなビジネスモデルの創出
	サステナビリティ	<p>真の統合型ESG経営実現に向けたサステナビリティの取り組み推進</p> <ul style="list-style-type: none"> 脱炭素に向けた地産地消の再エネでのモール運営へ移行 サーキュラーモールによる循環型経済圏の構築 人的資本経営による革新の原動力となる人材の育成・輩出 	<p><基盤構築></p> <ul style="list-style-type: none"> サステナブル視点での財務基盤強化と組織体制構築

※ 各指標は以下にて算出。

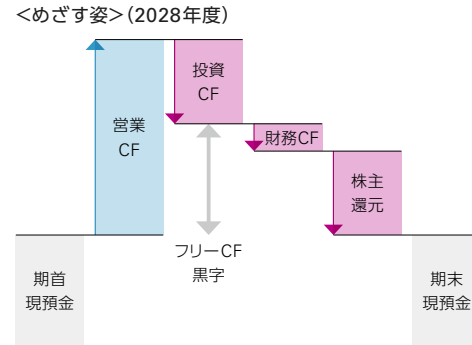
- ・ROE=親会社株主に帰属する当期純利益÷自己資本
- ・当期純利益率=親会社株主に帰属する当期純利益÷営業収益
- ・総資産回転率=営業収益÷総資産
- ・財務レバレッジ=総資産÷自己資本

価値創造戦略

- 22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗
- 23 2023—2025中期3カ年経営計画
- 33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～
- 40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談
- 44 DX(デジタルトランスフォーメーション)戦略
- 46 サステナビリティ戦略
- 47 人材戦略
- 60 環境戦略
- 68 人権への配慮

フリーキャッシュ・フロー黒字化の達成に向けて

右図は当社のキャッシュ・アロケーションのめざす姿です。営業キャッシュ・フローを拡大し、その範囲内で設備投資を行い、かつ有利子負債の圧縮も進めていくことをめざします。各キャッシュ・フローにおける対策については次の通りです。



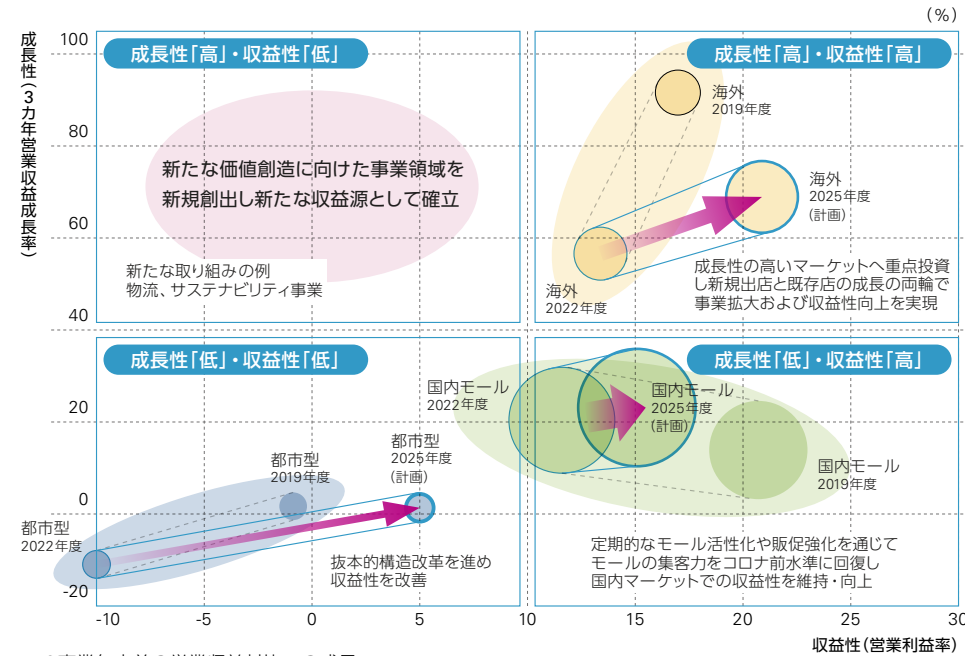
営業キャッシュ・フロー

右図は当社の事業ポートフォリオを示したのですが、横軸を収益性(営業利益率)、縦軸を成長性(3カ年営業収益成長率)とし、各事業のポジションを2019年度、2022年度、2025年度でマッピングしたものです。各円グラフの大きさは営業収益額を表しています。

右上の象限には、海外事業がマッピングされています。成長ドライバーである海外事業も新型コロナの影響によって、2022年度では収益性、成長性ともに悪化していますが、新規出店および既存店の高い成長の両輪で、事業拡大および収益性の向上を実現してまいります。

右下の象限には国内モール事業がマッピングされています。国内モールも収益性が低下していますが、コロナ禍を経て明確となった課題は集客力です。マーケットの特性に応じた活性化や、大規模な集客イベントや販促活動等を通じて集客力を戻していき、安定成長を実現させていきます。

左下の象限には都市型事業がマッピングされています。これまでも消費者のトレンド変化への対応が遅れたことから業績低迷が続いてきましたが、抜本的な構造改革を進め、2025年度には収益性をプラス水準まで改善していくことに注力していきます。



※ 3事業年度前の営業収益対比での成長
 ※ 各円グラフの大きさは事業規模(営業収益)の大きさを表しています。

そして左上の象限ですが、変化のスピードが速い不確実性(VUCA)の時代において、新たな価値創造に向けた新規事業の創出を進めていきます。現時点では、まだ新たな収益の柱として確立したものではありませんが、地域共創という理念のもと、早期に収益化をめざしていきたいと考えます。

事業ごとにポートフォリオ上のポジションは異なっており、必要となる具体的な対策は異なりますが、いずれにも共通して言えることは、営業キャッシュ・フローの最大化に向けては、国内、海外ともに成長性や効率性を意識した投資を実行し事業ポートフォリオを改善させていくことだと考えています。

価値創造戦略

22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗

23 2023—2025中期3カ年経営計画

33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～

40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談

44 DX(デジタルトランス
フォーメーション)戦略

46 サステナビリティ戦略

47 人材戦略

60 環境戦略

68 人権への配慮

下図は、海外事業、国内事業、連結ベースの業績および事業別ROICの実績推移と2025年度時点の計画値を示しています。当社では投資効率性の指標としてROICを採用しており、事業別に見ると、国内事業は2025年度時点で5.3%見込みと目標値を上回っていますが、海外事業が2.4%見込みとなっており、海外事業が連結ベースでのROIC低下要因となっています。

当社はベトナムを中心に、将来の高い成長が見込まれる国・エリアに先行して投資をしてきたため、2025年度時点で切っけて見てしまうと、ROICの改善は緩やかであり、まだ低い水準となっています。

		2019年度実績	2022年度実績	2025年度計画	
海外事業	営業収益	491億円	773億円	1,300億円	
	営業利益	83億円	98億円	270億円	
	営業利益率	16.9%	12.7%	20.8%	
	ROIC(事業別)	2.0%	1.5%	2.4%	
国内事業	国内モール	営業収益	2,503億円	2,998億円	3,680億円
		営業利益	526億円	363億円	570億円
		営業利益率	21.0%	12.1%	15.5%
	都市型	営業収益	246億円	218億円	220億円
		営業利益	▲2億円	▲22億円	10億円
		営業利益率	▲0.8%	▲10.4%	4.5%
	ROIC(事業別) (国内モール・都市型合算)	4.6%	2.7%	5.3%	
連結	営業収益	3,241億円	3,982億円	5,200億円	
	営業利益	607億円	439億円	850億円	
	営業利益率	18.8%	11.0%	16.3%	
	ROIC(全体)	4.3%	2.5%	3.7%	

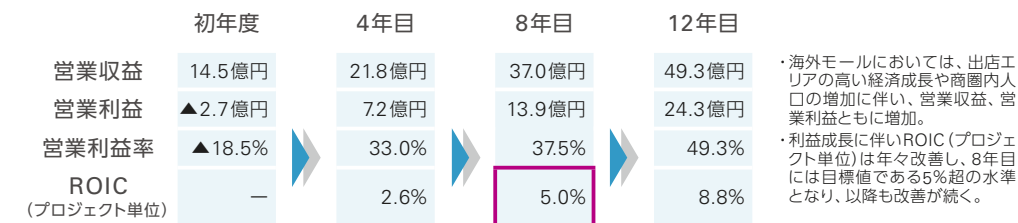
※ ROIC(事業別)は各事業ごとの残存簿価に対する税引き後営業利益の割合にて簡易算定。

2025年度時点のROICは、国内事業では目標値の5%以上を達成見込みであるが、海外事業が未達により連結で3.7%の見込み。

下図は、上段に海外モールの損益モデルおよびプロジェクト単位でのROICの推移、下段に海外出店モール数の推移と海外事業のROIC(事業単位)の推移を示したものです。プロジェクト単位で見ると、海外モールでは概ね8年経過すると、ROICは目標値の5%を超過します。

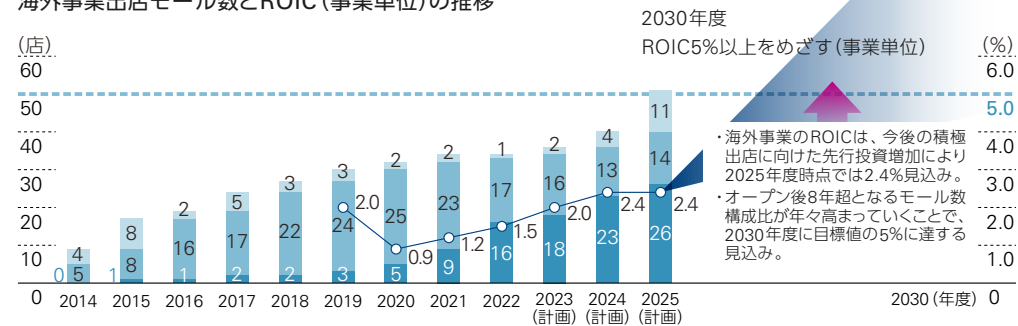
海外事業の出店が本格化したのが2015年度以降であり、8年目以降のモール構成比は今後高まっていきます。2025年度以降は8年目以降のモール構成比が高まっていき、2030年度には事業単位として目標の5%に達する見込みとなっています。

海外モール損益モデルおよびROIC(プロジェクト単位)の推移



※ 既存モールの実績を反映したモデルケース

海外事業出店モール数とROIC(事業単位)の推移



■ 既存店数(8年～) ■ 既存店数(～7年) ■ 新店数 ◆ ROIC(事業単位)

※ 2023年度に中国で1モール営業終了

価値創造戦略

- 22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗
- 23 2023—2025中期3カ年経営計画
- 33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～
- 40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談
- 44 DX(デジタルトランスフォーメーション)戦略
- 46 サステナビリティ戦略
- 47 人材戦略
- 60 環境戦略
- 68 人権への配慮

投資キャッシュ・フロー

下図は中期3カ年のエリア別の設備投資額(キャッシュベース)の構成比です。エリア別では、成長市場かつ当社の重点戦略エリアであるベトナムを含むアセアンへの投資の構成比が高くなります。

現中計での設備投資総額は3カ年で合計5,000億円となります。新型コロナの影響で、海外の一部物件において出店時期が後ろ倒しになった影響等もあり膨らんでいますが、今後の設備投資は、初期投資をおさえるために開発型リース等の出店スキームも活用しながら年間1,500億円相当を巡航ペースとして見込んでいます。

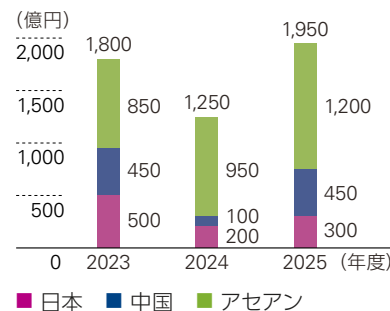
中国の内陸部やベトナムを中心としたアセアンにおける将来成長を享受するために、新規出店にかかる先行投資がまだしばらく続きますが、特に構成比が高まってきた海外既存モールの利益成長により営業キャッシュ・フローが拡大していくことから、目標として2028年度でのフリーキャッシュ・フロー黒字化をめざします。

設備投資計画

(億円)				
	2023	2024	2025	3カ年合計
国内	500	200	300	1,000
新規	375	120	230	725
活性化	110	50	50	210
都市型SC	15	30	20	65
海外	1,300	1,050	1,650	4,000
中国	450	100	450	1,000
アセアン	850	950	1,200	3,000
合計	1,800	1,250	1,950	5,000

※ 設備投資計画は開発型リースおよびREIT活用の数値を加味したNET数値。

設備投資計画国別構成比



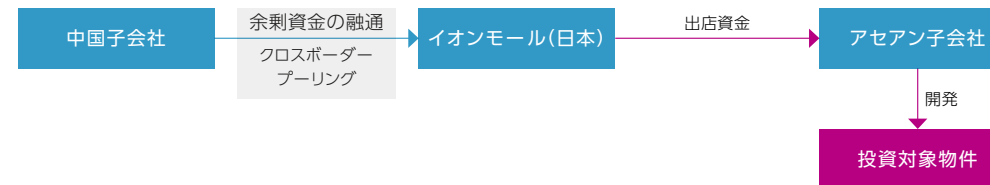
財務キャッシュ・フロー

成長市場への設備投資が続き、かつフリーキャッシュ・フローが赤字であることから、社債発行や金融機関からの借入等、有利子負債による資金調達が必要となります。一方で、当社の財務レバレッジは上昇基調にあり、格付評価も勘案するとこれ以上の過度なレバレッジはかけることが難しく、現状水準をピークとしながらコントロールしていくことが必要と考えています。

フリーキャッシュ・フロー黒字化に向けて、バランス感のある財務運営が要求されますが、そのためにも多様な資金調達手段を確保しておくことは極めて重要です。当社では国内外における間接金融と直接金融、不動産流動化等を組み合わせたグローバルファイナンスミックスを推進しています。

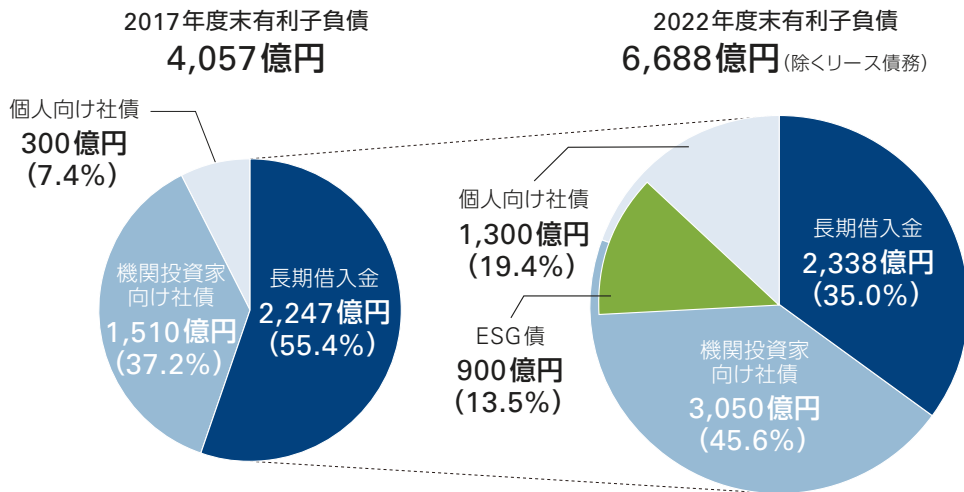
具体的な取り組みをご紹介しますと、クロスボーダープーリングの活用により、キャッシュマネジメントを強化しています。海外事業の規模拡大、利益創出ステージへの移行に伴い、特定エリアでは資金残高が大きく増加していることから、資金余剰となっているエリアから資金需要の旺盛なエリアに資金を融通する、キャッシュマネジメントの最適化を進めています。

一例としては、中国子会社とイオンモール(日本)との間で2020年度に構築したクロスボーダープーリングを活用して、2021年度より中国子会社の余剰資金をイオンモール(日本)に融通し、有利子負債圧縮やアセアン子会社への出店資金等に活用しています。



もう一つは、ESGファイナンスの取り組み拡大による調達基盤の盤石化です。近年では、ESGに対する投資家の関心が高まっており、当社においても、ESGファイナンスの取り組みを推進しています。

社債調達においては、2020年9月に新型コロナウイルス対策、環境配慮型モールの建設等を資金使途としたサステナビリティ・ボンド300億円を起債。また翌年11月に2025年に国内全イオンモールで使用する電力をCO₂フリー化することを目標としたサステナビリティ・リンク・ボンド200億円を起債しました。さらに同リンクボンドのフレームワークを活用し、2023年4月に本邦初の個人向けサステナビリティ・リンク・ボンド400億円を起債しています。このようにESGに関連した調達を行うことで、当社の持続可能性を提示しつつ、新たな投資先開拓や気候変動オペア対象先からの調達余力拡大など、安定した調達基盤確保につなげていきます。また調達した資金をESGへの取り組みや投資に活用することで更に外部評価を高め、調達環境も安定させるという、好循環を実現していきたいと考えています。

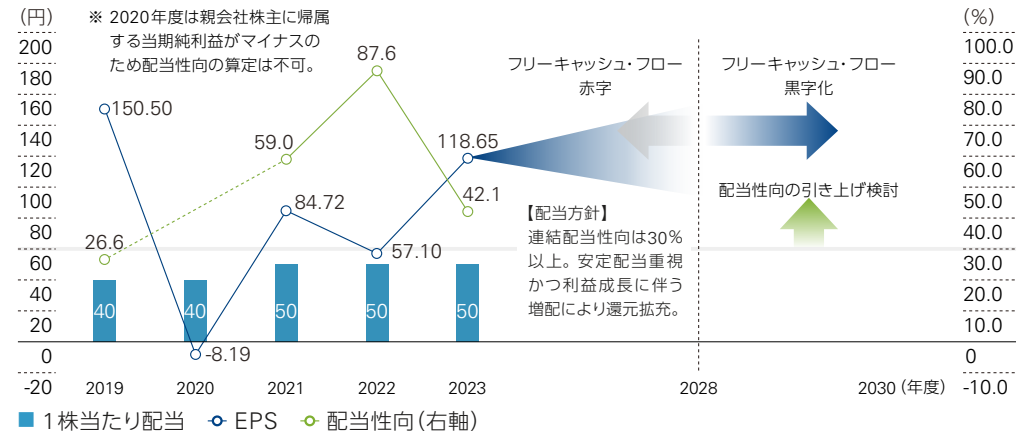


株主還元の拡充

最後に株主還元についてです。当社の配当方針は、安定配当を重視かつ連結配当性向は30%以上としています。下図の通り、コロナ禍の時期はEPSが落ち込みましたが、安定配当の方針のもと減配はせず、十分とは言えないながらも株主の皆さまへの最低限の還元は果たしてきたと考えています。

成長投資の拡大によりフリーキャッシュ・フローが赤字であり、現状は自社株買いや配当性向の引き上げといった形での還元強化は難しい局面です。2025年度の利益計画ベースではEPSは約200円を見込んでおり、利益成長による増配によって株主の皆さまへの還元拡充を図ってまいります。

2028年度を目標として、フリーキャッシュ・フローが黒字化した際には、現状30%以上としている配当性向についても一段引き上げることも視野に入れ検討してまいります。



- ・中期3カ年の利益計画ベースでは、最終年度(2025年度)のEPSは約200円まで成長見込み。
- ・フリーキャッシュ・フロー黒字化(2028年度目標)の段階では、もう一段の配当性向引き上げを検討。

成長施策を確実に推進し、目標に掲げた数値計画を確実に達成していくこと、そしてさまざまな調達手法を織り交ぜながらバランス感のある財務運営を行っていくことで、ROE、ROICといった経営指標の確実な改善につなげ、そしてフリーキャッシュ・フローの黒字化を達成していきます。

価値創造戦略

- 22 中期3カ年経営計画の全体像と進捗
- 23 2023—2025中期3カ年経営計画
- 33 財務戦略
～財經担当役員メッセージ～
- 40 **特集**
社外取締役×証券アナリスト対談
- 44 DX(デジタルトランスフォーメーション)戦略
- 46 サステナビリティ戦略
- 47 人材戦略
- 60 環境戦略
- 68 人権への配慮