

## 2014年3月期第2四半期決算説明 質疑応答

1. 日時：2013年11月6日(水) 13:30~15:00

2. 場所：東京會館 12F ロイヤルルーム

3. 当社側説明者： 代表取締役社長 飯島 彰己  
 代表取締役専務執行役員 CFO 岡田 譲治  
 執行役員 CFO 補佐兼経理部長 松原 圭吾  
 IR 部長 野瀬 道広

## 4. 質疑応答：

質問 MRMD は赤字が続いているが、いつ頃リストラ効果が出て収益化してくるか。

回答 MRMD が出資するスクラップ事業については、CEO 交代といった陣容刷新の上、不採算事業からの撤退、資産交換等の統廃合を実施し、市場環境と将来予測に応じた規律ある投資基準の管理を徹底して、事業復調に向け取り組んでいる。

スクラップ業者はここ3~5年かなり苦戦、特に、MRMD が出資するスクラップ事業については、新 CEO を含めた同社経営陣と協議しつつ、早急に事業再構築を図っていく。このところスクラップ市況も上昇傾向にあり、今後一年かけしっかりとした体質改善を行う。

質問 次期中期経営計画（中経）につき、現状どのような考えを持ち、いかなる方向性を打ち出そうとしているか、予告編としてお聞かせ願いたい。

回答 予てより申し上げている通り、次期中経については、経営会議で十分議論し、しっかりとしたものを策定した上で、皆様に内容を御報告したい。

主要な論点は、中経期間を何年にするか、2009年発表の長期業態ビジョンにおける2020年の在り姿に向けて、次期中経がどのような位置づけになるか、過去3期連続でのフリーキャッシュ・フロー（FCF）赤字についてどう黒字化していくか、皆様の最大の関心事である株主還元策について、更には成長戦略をどう描いていくかなどであり、斯かる課題につき議論した上で施策を打ち出す所存ゆえ、期待してほしい。

質問 ブラジル、ロシア、インドなど BRICs の景気は今一歩のように見受けられるが、これらの諸国の経済状況、当社収益環境をどう見ているか。

回答 当社は、ブラジルは Vale 関連、ロシアはサハリン LNG 関連を中心に、両国に対し大きなポジションを有している。

ロシアについては、現状様々な話はあるが案件の具体化には至っていないものの、ブラジルについては、水力発電事業、一般貨物輸送事業への投資など Vale 以外でも当社 Exposure は増えており、潜在的な成長力と豊富な資源を有する同国でのビジネスチャンスはまだあると見ている。

また、インドのポジションは大きくはないが、生活産業や鉄鋼製品関連で幾つかの投資を実行しており、少しずつ同国に食い込んでいきたいと考えている。但し、同国は政治、税制、法制のリスクもあるため、注意深く進めていく。

ブラジルの経済成長率は、昨年 0.9%から今年は約 2.5%に上昇するとの予測。来年は大統領選があり経済刺激策が打たれるであろうし、来年の W 杯及び 2016 年のオリンピック、パラリンピックに向けたインフラ投資も行われるであろう。失業率についても完全雇用の状態に近く、一般的に言われているほど同国経済は悪くないとの印象を持っている。

「ブラジルコスト」と言われるように、同国の物流インフラはぜい弱で、製造業は国際競争力の点では問題あるが、旺盛な国内需要をカバーしており、先進国が比較的景気の良い中で、同国経済も前年比では回復してくるものと思われる。

ロシアについても、今年の同国 GDP 成長率は 3%を切ると言われているが、来年は 3.5%に上がるであろうし、極東シベリアを中心とした東地域への進出により、新たな物流や経済開発に取り組む姿勢も感じられ、緩やかながらも回復基調となろう。

質問 モザンビークの LNG 事業に関する進捗状況は。

回答 現在 FEED 中、2014 年に FID、2018 年生産開始予定との目標は変えていない。進捗としては順調である。

質問 MEP Mozambique の負担投資額が今後増大すると思われるが、FCF の黒字化との兼ね合いにおいて、どのように考えているか。

回答 エネルギーセグメントに限って申し上げると、本件の投資負担が重いのは事実だが、今後回収する Cash Flow と MEP Mozambique の Cash out がバランスするよう計画を立てていく。

質問 今回のカセロネス宛投資の減損は開発投資額の上昇によるものと理解するが、今後市況前提に変更なければ、減損は今回限りと考えてよいか。

回答 市況が変わらず、建設・操業が予定通り進めば追加減損はない。

質問 下期のエネルギーセグメントの業績が上期に比べ落ちる予想となっている点につき、解説願いたい。

回答 最大の理由はサハリン配当の上期・下期の差である。また、為替前提が若干異なっている点も理由の一つである。

質問 FCF 黒字化達成のために、今後は投資額を落していく方向性か。また、投資額を落とす場合の施策は。

回答 前期・当期に投資額が顕著に増加したのは、金属資源関連である。前々期以前は、金属資源・エネルギーとそれ以外の比率は凡そ 4:6 であったが、ここ 2 期は逆に約 6:4 となっている。これは、主に鉄鉱石関連の拡張であり、計画されていたものが予定通りに実行されたことによる。来期以降は巡航速度に戻るのので、金属資源関連の投資は減少する見込みである。

また、これまで以上に投資規律の再徹底を図ると共に、戦略的資産リサイクルを進め資金回収を行っていく。

質問 当社の銅事業に関しては、生産量が堅調に回復しているコジャワシや、アングロスールの持分権益数量が大きいですが、今後の長期的拡張を考えた場合、カセロネス減損に見られるような開発費の上昇がある中で、膨大な埋蔵量をどのように経済性をもって利益に繋げていくお考えか。

回答 コジャワシについては、前期の粉砕機の故障や採鉱の品位低下の状況が改善されてきており、この調子が続けば一定の利益水準に戻せると考えている。  
また、アングロスールは順調に立ち上がっているものの、一部の鉱山で計画と比べ若干下回っており、今後挽回し収益をより上げていきたい。また、近郊の鉱山を新たに開発することで生産量を増やし、シナジー効果を追求していくことを将来的には見据えている。

質問 金属資源セグメントは、今回の通年業績予想で期首計画から 230 億円下方修正しているが、上期に計上した減損分を減額したのか。上期と下期で利益額は略同額となっており、下半期に減損等が発生しなければ業績は上振れると思われるがどうか。

回答 下方修正の主な理由は、カセロネス減損が約▲140 億円、スクラップ事業の減損を含めた利益の低迷が約▲60 億円である。また、石炭価格の下落と鉄鉱石価格の上昇は、年間業績予想に与える影響としては略打消し合っていると見ている。

質問 生活産業、次世代・機能推進の両セグメントについては、一過性利益を除くと略ゼロ又は赤字のように見えるが、次期中経に向けて、来期以降も売却する資産や、何らかのビジネスでの伸長はあるか。

回答 生活産業セグメントに関し、食糧本部は海外が Multigrain 含め若干苦戦中だが、グローバル穀物物流では 2,000 万トンの取り扱いを目指しており、当上半期で 800 万トンを取り扱っているため、物流益はしっかり稼いでいる。従って、Multigrain が巡航速度に入れば、もう少し伸びると思う。食品事業本部は、食品卸については他商社に後れをとっているものの、7&i との協業を含め、今後とも着実に利益を出せるものと考えている。コンシューマーサービス事業本部が当期大きな売却益を出す計画となっているが、当本部はメディカルヘルスケアという大きな柱を作りつつあり、IHH、日本マイクロバイオファーマ等が着実に利益をあげていることや、エームサービスなどのサービス事業やメディア関連も基礎的な収益はあげていけると考えており、これらをいかに伸ばせるか、今後の戦略をしっかりと立てていきたい。

次世代・機能推進セグメントは、一番苦勞しているセグメントではあるが、名称からもお分かりのように、機能を他本部に提供しつつコストも負担しているため、黒字化がなかなか難しい部分はある。組織も含め内容を精査し、収益をあげることのできる体制にしていきたい。

なお、これらの本部は通常の事業においてもある程度の収益はあげられようが、一方で、利益の出る売却対象資産も保有している。下期にも相応の資産売却を計画しており、これまで蓄積してきた投資の果実化によるリターンも得る予定。

質問 FCF 黒字化と株主還元はペアだと思うが、黒字化しないと新たな株主還元策はないのか。また、配当、自社株買いなど、どのような還元策を考えているか。

回答 次期中経において FCF 黒字化を達成したいと考えているが、現状でも当社の Cash 創出力はかなり強い。毎年約 5,000 億円の営業 CF と約 2,000 億円のリサイクルにより計 7,000 億円、配当支払後でも通常 5,000~6,000 億円の Cash を生み出している。FCF 黒字化も重要ではあるが、株主還元策もしっかり考えていきたいし、Net DER が 1 倍以下の現状に鑑み、株主還元と成長戦略の投資という二兎を追うことは可能と認識している。

質問 IFRS においては、一般社外の非上場投資が時価評価されるため Equity が増加し ROE が低下することになるが、その対策は。

回答 当社は、IFRS 導入を未だ正式決定していない。ご質問には、ROE が低下するので Equity を減らしたらどうか、との意図があるものと理解するが、ROE を上げるためには先ず R (Return) を上げたい。特に、サハリン II などの LNG 関連の投資については、時価評価された金額相応の利益を稼得している。即ち、他の資産の収益性が低く、ROE、ROA が上がらず薄まっているため、これらの資産効率を改善させたい。

質問 (2012 年 5 月公表の現中経で) 3~5 年後のイメージとして、資産 10~12 兆円、連結純利益 5,000~6,000 億円とあるが、ROA 5%は将来的に達成可能か。また、他商社は当期からの中経において資産抑制型の施策を打ち出してきているが、どう考えているか。更に、現中経の配当方針では配当性向 25%を下限としているが、当期は減損があるものの営業 CF は強いので、現在の Net DER を考えると、下限を再考しても良いと思うが、考えをお聞かせ願いたい。

回答 中経策定に当たっては、PL のみならず、資産、投資、CF など全てを睨みつつ立案していきたい。当社は、これまで、資産 10~12 兆円、連結純利益 5,000~6,000 億円を定量イメージとしてきたが、現時点ではこれに変更はない。

資産規模 12 兆円ともなると、資産の管理に相応の人手を要するため、人的資源としても当該規模が限界であろう。また、投資に回せる資金に関しても、当社の現在の借入額を考えると限界に近づくと思うので、その中でどうすれば利益水準を上げられるかを考えていきたいが、そのタイミングについては、次期中経を精査し回答を出したい。

当社の投資は、初期段階から携わっている Green field の案件が多く、今後こうしたものから Return が出てくる。例えば、化学品の電解事業、セラニーズとのメタノール事業、ブラジル一般貨物輸送事業や Gestamp 案件、Robe River J/V の Cape Lambert (鉄鉱石積出) 港拡張などが今後リターンを生む案件であり、2015 年から 2017 年にかけてかなりのものが果実化してくる。従って、連結純利益 5,000~6,000 億円は達成可能と考えるし、当社の現在の Net DER を踏まえると、総資産 10 兆円から、あと 2~3 兆円増やしても良いのではないかと。利益の増加と共に Cash 創出力も伸びるので、株主還元に使えるお金も増えるだろうし、資産抑制型よりも成長戦略のための投資に資金を回したいと考えており、成長戦略の投資と株主還元の双方を追求したい。よって、現中経に止まらず、次期中経でいかなる株主還元策を打ち出すかが当社の課題と認識しており、発表まで今暫くお待ちいただきたい。

質問 新規ビジネスからの利益貢献が、2015年以降に、現在の連結純利益4,000億円弱レベルに1,000億円規模で加わってくるイメージか。

回答 新規と既存案件の拡張を合わせて、Returnが出てくるが、既存案件の方が利益貢献度としては大きい。既存案件の拡張が加わるだけでも5,000億円は達成可能だと思う。

質問 MEP USA, MEP TEXAS等のシェール関連の当上半期業績は、一過性要因はあるが、改善傾向が見られる中で、シェールガス(MEP USA)の収益化は、いつ頃からとの見通しか。キヤメロンLNG輸出の状況についても、併せお聞かせ願いたい。

回答 MEP USAの第2四半期単独の黒字は、ガス価上昇に加え、特殊要因としてガス価格ヘッジに伴う時価評価損益が第1四半期は評価損だったものが第2四半期は評価益となったことによるもので、本業は未だ赤字である。いつから黒字になるかお答えは難しいが、キャリアと称する肩代わり負担が昨年7月で終了し、今後はこの追加Cash outがなく、現在はこれに係る減価償却が進んでいる状態で、若干の赤字はまだ続くと思うが、来期と明言はできないにせよ、黒字が視野に入ってきた。

一方のMEP TEXASのイーグルフォードは、キャリアがまだ残っているが、黒字化は既に達成している。今後、追加投資により井戸の数を増やす計画で、利益は増加すると見ている。

また、キヤメロンは現在輸出許可待ちで、4百万トンのLNG輸出に向け、マーケティングも行っており、実現すれば好採算のガスが提供できるものと考えている。なお、申請順通りに次にキヤメリンの許可が下りるかは分からないが、タイミングとしては年内又は来年初めと期待している。

質問 イーグルフォードは、既に黒字化しているが、生産量が増えるにつれて利益も増え、来期もかなりの増益要因になるとの理解で良いか。

回答 開発を進めれば進めるほど、投資も増え、償却費も増えるので、まだ暫くは均衡状態が続くと思う。

質問 サハリンⅡに関しては、今後の配当は投資計画にもよると思われるが、現状どのような話し合いがされており、未だ具体化に至っていないのか。

回答 サハリン第三系列の拡張につき、現在ガスプロムと協議中である。同社内では、ウラジオストックLNGと、サハリン第三系列LNGとが並列的に検討されている。第三系列を立ち上げるに当たって、現状のサハリンⅡの上流ガス量では足りないため、サハリンⅢのガスをどう開発して持ってくるかが懸案事項である。

質問 当期から来期という短期的に見た場合の、大きな利益押し上げ要因は何か。

回答 カセロネス宛て投資の減損など当期の一過性損失がなくなること、カセロネスは稼働開始すれば利益貢献が見込めること、MEP AustraliaのVincent油田における10月までのFPSO改修が終了すること、などが来期増益の大きな要因である。その他、来期から始まるブラジルのコジェネ、化学品の電解事業など、Green field案件の果実化が増益要因となる。

現在の経済環境が続く前提だが、来期から斯かる Green field 案件からの利益が出てきて、再来期くらいからより大きな利益が出るイメージで見ている。

質問

当面の鉄鉱石需給と価格の見方について、考えをお聞かせ願いたい。

回答

鉄鉱石の価格については、中国の鉄鉱石の需要がポイントとなる。現在中国は高水準の粗鋼生産を背景に価格は安定しているが、一方で鋼材については需給ギャップがあり、この点は楽観視できない。短期的には、冬場に豪州でサイクロンにより出荷減となる、或いは中国の国内鉱が減産となるといった季節要因があるので、冬場にかけて価格は下支えされるのが通常だが、中国政府主導で過剰生産能力の淘汰をどのように行うか、また一方でどのような景気対策をとるかに注目している。当社の鉄鉱石事業はコスト競争力があるので、鉄鉱石価格がある程度落ちて、数量増によりカバーできると考えている。

鉄鉱石価格については、中国の粗鋼生産は年ベース 7.85 億トン、昨年は 7.16 億トン、鉄鉱石の輸入量も 8 億トンを超えており、約 8%のアップとなっている。従い、鉄鉱石の需要は、世界的にも堅調に推移すると見ている。鉄鉱石の需給はこのまま比較的タイトな状態が続くだろうが、現状の価格水準であれば、当社の鉄鉱石事業のコスト競争力は相当強いので、着実な収益を上げられるものと理解している。

質問

機械・インフラセグメントにつき、当上半期における投資の進捗が低いが、年間ベースでは計画通りとなるか。

回答

ブラジルにおける貨物輸送事業及び水力発電事業、豪州での発電事業といった大型案件が下期に予定されているので、略計画通りと考える。

質問

カセロネスについては、来期立上げ後は収益貢献してくるとの説明があったが、収益貢献が見込まれる中で減損を計上した背景を確認したい。また、今後の銅価格前提や工期についてどのように判断したかお聞かせ願いたい。

回答

カセロネスについては、一定の利益が確保されるレベルまで減損を認識し投資額を落としたというもの。また、工期については、一般的に冬場に入ると進捗が遅れる可能性があるため、その前に完工させたい。

銅価格の先行きについては、中長期的には需要は今後伸びるであろうし、高品位の鉱山が少なくなれば需給もタイトになると思うが、銅需要の約 40%を占める中国の景気によるところは大きく、この点は比較的保守的に見ている。

質問

投融資については、期首計画の約半分の進捗だが、策定段階より円安となっていることもあり、通期では期首計画の金額を超過するか。また、リサイクルについても、期首計画よりも加速する可能性があるか。

回答

投融資は年間 1 兆円のうち 5,500 億円まで進捗しているが、円安に伴い、着地は 5,500 億円の 2 倍程度になると見ている。リサイクルも期首計画の 1,700 億円より進むと考える。

- 質問 化学品や鉄鋼製品におけるトレーディングの復調が増益要因として挙げられているが、下期及び来期にかけての持続性・継続性は。
- 回答 化学品は、過去にナフサ関連をはじめとして、かなりポジションを取ってビジネスを行い利益が出た局面もあったが、前期は逆に不調であったため取引の形態を見直し、現在は復調している。また、円安の影響もあり、日本からの輸出環境は改善している。しかし、世界経済の足取りはまだ必ずしも強くなく、今後かなり慎重にオペレーションを行っていくこと、シェール由来の化学品など新素材へのアクセスを強めて当社トレーディングのビジネスモデルを変えていこうと考えている。鉄鋼製品についても、アジアでの好調な自動車の需要、国内では建材など復興需要の恩恵を受けている。長期的には、製造・加工事業とトレーディングを組み合わせながら、成長を目指す。
- 質問 投資とリサイクルは双方とも Gross ベースでは膨らむが、Net 金額は期首計画の 8,300 億円前後とのイメージか。
- 回答 そのご理解で問題ない。
- 質問 通期業績予想の連結純利益は今回不変だが、法人所得税が期首計画より負担減となった理由は。
- 回答 「法人所得税及び持分法損益前利益」に加え、持分法損益が期首計画比で減少したことが理由である。
- 質問 金属資源セグメントでは上期に減損があったにもかかわらず、上期・下期で同水準の利益を見込んでいるが、下期は保守的に予想しているのか。
- 回答 下期の石炭価格については、かなり保守的に見なければならぬと考えている。また、為替に関しても、下期に上半期並みの円安が続くかは分からない。鉄鉱石価格も上期は比較的堅調だったが、上期・下期の比較においては、下期は期首計画の前提価格を変えていない点など、様々な要因を加味して策定した。
- 質問 ブラジルからの鉄鉱石の出荷量が、ここ数か月多い理由は。インフラのボトルネックが解消したのか。
- 回答 中国側が在庫積み増しのタイミングであることもあり、Vale の出荷が堅調と認識している。従って、ブラジル国内のインフラの問題ではないと理解している。

以上