

2024年3月期 決算説明会 質疑応答

開催日： 2024年5月7日（火） 10:00～11:30

説明者： 代表取締役社長 堀 健一
代表取締役専務執行役員 CFO 重田 哲也
執行役員 経理部長 栗原 雅男

司会進行： IR 部長 小西 秀明

質疑応答

<質問1>

前中経の未配分のマネジメント・アロケーションや現中経のマネジメント・アロケーション 5,600 億円の余力の大きさを考慮すると、資本効率を向上させる余地がまだあると理解しています。このマネジメント・アロケーションの使い方について、もう少し踏み込んだ形で説明をお願いします。また、基礎営業キャッシュ・フローに対する株主還元の割合について、37%程度の目標から 40% 超の見通しに表現を変更した点について、次期中経との関係も含めて説明願います。

<堀>

キャピタル・アロケーションに関係する投資及び株主還元の観点から回答します。新型コロナ禍の収束後、当社は世界中の案件を改めて掘り起こして再確認し、いち早く案件形成を行ってきました。その結果、投資案件のパイプラインは非常に充実しており、優先して取り組むべき案件を選ぶ状態になっています。一方で、同時にハードルレートも上がっていると会社中で認識しており、そのハードルを意識して、パイプラインから外している案件も多くあります。このような投資の厳選を行いながら、この中経の舵取りをしているという前提をまずは伝えさせて下さい。足元で豊富な案件パイプラインがあり、それらに資金配分した結果のマネジメント・アロケーションが決算説明会資料の 13 ページで示したものです。これも今後出てくる優良投資案件、今回配分した投資案件以外の案件、あるいは追加の還元を含めて、機動的に考えていきます。

その結果、一つ一つ精査しますが、バランスシートの強さを踏まえて、投資規律を効かせた投資及び基礎収益を確りと伸ばした上で還元を厚くするといった踏み込んだ動きをすることも当然、選択肢の中には入れていると思っていただければと思います。この選択肢の広さがポイントで、今後一つ一つ案件ができれば発表していきますが、比較的即効性のある短期で成果を出せる投資と、10年の視野で当社の基礎収益力を固める、あるいは面を広げる両方の案件があります。

特に後者については、当社が今取り組んでいる案件の非常に近いところにあるケースも多く、また、三つの攻め筋に沿った大型案件も当然見えています。そのようなものを固めながら、当社の収益基盤を強固にして、その結果、株主還元に対する根拠をさらに高めて、株主還元も強化していきたいという考え方です。従い、ご質問の40%超の見通しについて、これは株主還元の基礎営業キャッシュ・フローに対する割合が37%の目標を超えて、中経3年間で40%を超えていくのは見えている、という意味で書いています。最終的な結果は、投資家の皆様とのエンゲージメントの中で会話させていただきたいと思いますが、基礎収益力をこの中経で固めて、まだタイミングは早いですが次期中経につなげていきます。そういう意味では、株主還元の継続した充実という文脈でご理解いただければと思います。

<質問2>

決算説明会資料の13ページについて、成長投資（投資決定・方針確認済み）の金額が従来の1.17兆円から1.8兆円に修正され、これらは株主資本コストを上回るリターンが見込める投資案件と理解していますが、本当にそのような優良な投資案件が多いのでしょうか。例えば、テキサスのシェールガス案件は昨年投資しましたが第4四半期に94億円の減損を計上している経緯もあり、資本を有効に活用しているかどうかという観点でご説明願います。

また、新規投資の見通しが増額されている一方で、資料14ページの新規事業からの投資リターンは+600億円と金額が変わっていない点の説明もお願いします。

<堀>

優良な投資案件については、質問1の回答をご参照ください。South Texas Vaqueroについて、当社はオペレーターとして市況に合わせて生産計画を調整しています。今回の減損は、北米のシェールガスの市況が想定より低い状況下、この市況で生産を上げる必要はないという判断から生産調整を行った結果、生産計画が後ろ倒しになっており、また足元の値段が低いということで会計上の評価をした結果となります。これは取り戻すつもりで考えておりますので、鋭意対応します。

新規投資について、基礎収益力向上の中経3年目の+600億円の目標は、中経開始時点で想定していたものをベースにつくっています。今後出てくる新規案件や即効性のある案件あれば、その目標は見直していくムービングターゲットではありますが、今のところ順調に積み上がっています。

<質問3>

25年3月期基礎営業キャッシュ・フローの計画では、エネルギーのプラス要因としてLNG配当がありますが、前期大きく出ていたところからさらに増えるのでしょうか。一過性を除くと利益は減少する計画なので、利益と基礎営業キャッシュ・フローの入り繰りについて教えて下さい。

<堀>

基礎営業キャッシュ・フローの計画において、エネルギーは二つ要因があります。1つ目は、配当の会計上の利益認識と、キャッシュが入ってくるタイミングに期ズレがあります。24年3月期に利益計上した配当金の入金、25年3月期にずれているところが一番大きい要因となります。2つ目はLNG物流についてです。これは一定の前提を置いて予算化していますが、マーケットの動きや、天候等の影響によって、当社の需給調整機能がより要求されるときはアップサイドがあります。

<質問 4>

ご説明の中で資本の厚みが出ているという話がありました。基礎営業キャッシュ・フローの40%を株主還元に戻していますが、これを60%、70%とすることは簡単ではないと思いますので、良い水準にきていると思っています。一方で、24年3月末のDEレシオは0.45倍で、レバレッジは下がり続けています。従前からレバレッジの考え方については決算説明会などでも質問が出ていますが、この考え方に変化があったのでしょうか。それとも投資のパイプラインが結構あるという話なので、株主還元に戻さなくても、レバレッジは今のDEレシオ0.45倍から上がっていくようなパイプラインの積上げになっているのでしょうか。レバレッジについての考え方を補足お願いします。

<堀>

先ずROEを継続的に高めていきたいと考えています。この中経ではROE12%超を目標としています。これを継続的に出すためには、資本効率を意識したアロケーションが大事であることはよく認識しています。従い、ある程度柔軟なメニューを持って、資本効率を意識したキャピタル・アロケーション、あるいはバランスシートの強みも意識したキャピタル・アロケーションはあり得ると考えています。同時に、地政学的な要因も含め、経営上の環境の急変などのリスクはあり得ますので、それらをよく見ながら対応していきたいと思っています。従い、資本効率を重視した経営という軸は全く変わっていません。

<質問 5>

Industrial Business Solutions、Global Energy Transition、Wellness Ecosystem Creationの攻め筋別の投資額が記載されており、中経が始まったときよりも、成長投資1.8兆円の内訳がより具体的になったと思います。

投資実行に対する中経1年目の成果として、約400億円の利益を認識していると説明がありました。この投資におけるROIについて、中経時点から変化があれば教えて下さい。攻め筋それぞれについてのROIはどのような見立ての下、成長投資は1.8兆円に増加したのか教えて下さい。

<堀>

3つの攻め筋について、現時点でのROIの見込み、もしくは経営から見た感覚をそれぞれ説明します。

Industrial Business Solutionsは、やはり当社のBread and Butter（本業）で、また一つ一つの打ち手が長期的に安定収益をもたらす場合が多い領域です。ROICの観点では、即効性もある程度認められるのですが、長期的なアップサイドを確保するような形もあると思います。Industrial Business Solutionsに関しては、当社の過去のトラックレコードに沿った形でのROICを見込んでいます。

Global Energy Transitionは、2030年に向けて、本領域の資産全体に対するROICを（現中経期間終了時の）5~6%から、9%~10%まで上げていくと説明しましたが、この確度は少し上がってきていると思います。

再生可能エネルギーなど、足元で手直しをしている案件があるのは事実ですが、だいぶ練度が上がってきています。また、バリューチェーン全体の中で、より分かりやすい利益配分になるような構造が少しずつできてきつつあると感じています。

こういったものを学びながら取り組んでいます。そして、新規の案件の競争力確保という意味では、当社は以前から動いていますので、相当程度低いプレミアムで、あるいはプレミアムのないグラウンドレベルから入る案件も含めて投資案件のパイプラインが充実しています。そのため、1ポイント程度は、予想のROIが上がっているという感覚です。

Wellness Ecosystem Creation について、既存の病院事業等は、ベースの収益がオーガニックグロースで伸びている傾向にあります。またタンパク質領域の新規案件同士の、ノウハウの共有、物流を介したサプライチェーン上の取組みという双方の観点からシナジー創出が実現できており、今後の積上げを楽しみにしています。

25年3月期も一定の成果が出ると見込んでいますので、予定通りと見ていただいて良いと思います。また、面での広がり、ニュートリション領域における買収の経過などを含めて広がっていると思います。

<質問6>

基礎営業キャッシュ・フローに関する総還元の割合が40%超という点についてのご説明がありました。中経2年目の期初になり、投資案件は具体的に金額が決まってきた状況と推察します。今後、もう1年経ったときに投資案件の予算が増える割合と、株主還元配分できる割合は、中経2年目の期初と中経3年目の期初は少し違うのではと思っています。

大きな投資案件が出てきたなどの例外はあるかもしれませんが、残っているマネジメント・アロケーションについて、株主還元の比率が拡大してくる蓋然性はあるのか、基本的な見方をお教え下さい。

<堀>

マネジメント・アロケーションの配分については、メニューを広く持つておくことが当社経営にとり重要と考えており、またステークホルダーの皆様とのエンゲージメントの中で、丁寧にリアルタイムで説明することも必要だと思っています。

先ほどの質問の文脈で説明した点と重なりますが、ステークホルダーの皆様に対して十分な株主還元が実施されることを念頭に置きながら、基礎収益を上げるために案件を厳選するハードルは上げていきます。グローバルに強いところを意識して、分散効果を出す、あるいは先進国と新興国のバランスを、基礎収益力の向上につながるような形で確立することも含めながら、実行していきたいと思っています。

従い、しっかりと二兎を追う形で取り組みたいと思っており、投資過多で株主還元が窮屈な思いをするようなイメージは全く持っていません。ただもう少し手元のメニューとしては機動性を持つておきたいというのが今の当社の考え方でもあるので、引き続きエンゲージメントをさせていただきたいと思っています。

中経2年目が終了する頃には景色も固まってくると思いますので、さらに透明性を持った形で、中経をどういう仕上げにしていくのかお話ができることをイメージしています。

<質問7>

良い投資案件が当初の計画よりも積み上がっているとすると次期中経の基礎収益力は、おそらく1年前のときよりもイメージが上がっていると推察します。即ち、より多くのキャッシュ・フローを次期中経では使える想定かと推察しますが、株主還元も、より前向きにできるような自信が付き始めているのか、教えてください。

<堀>

ご質問のポイントと同時に資本効率を意識していかないと、当社が満足するROEのレベルは維持できないと考えています。そのため、おそらくベクトルの方向は合っていると思います。

<質問8>

決算説明会資料の14ページ記載の基礎収益力の拡大において、外部環境の悪化に伴い減益している事業も一部あります。中経の2年目・3年目に向けて、これらの事業を増益に持っていく追加策をとり得るのでしょうか。

<堀>

14ページの対象として選定された諸事業は、基礎収益力拡大のためのドライバーとして選定したものであり、これらの事業に注力して経営の目が行き届くようにしています。

既存事業の強化の中で、外部環境の影響で低迷している事業に関しては、当社でコントロール可能な施策を全て講じ、中経の最終年度には増益になることを目指して取り組んでいます。事業を順調に強化し進捗させるというイメージです。

ターンアラウンドには、コーヒートレーディングや、ブラジルの水力発電等の事業が入っており、確り取り組むという明確な目標があります。また、残念ながら恒常的に赤字だった会社に関しては、撤退により損失取込を中止します。

これらと新規事業の組合せで、為替・市況・マクロ環境を一旦除いた形で基礎収益力の拡大に取組み、収益力が恒常的、持続的、かつ長期的に拡大することを目指して、会社全体の収益基盤の底上げを狙っており、ミドルゲームの推進というキャンペーンと相まって取り組んでいます。

<質問9>

決算説明会資料の15ページに記載の新規案件に関しては、10年程度の中長期的な案件と共に、収益貢献の即戦力となる案件にも取り組んでいるという説明をいただきました。

特に過去1年では即戦力となる案件にも資金配分しているという印象を受けていますが、規模感としては中長期的な案件が大きく、また27年3月期以降との記載はあるものの、どちらかというともう少し長い目線の案件が中心になっているイメージがあり、25年3月期、26年3月期で端境期とならないかを懸念しています。

即戦力となる案件の積み上げについての見通しについて、教えてください。

<堀>

短期的な収益貢献に狙いを定めた案件と、中長期的な案件の間にギャップが生じないように、案件の選別という意味でのポートフォリオ構築には取り組んでいます。そして地域的な分散や当社の業際の力を利用した案件に当社の特徴があると思いますので、そうした業際のプレミアムを出すような案件に取り組んでいます。例えば **Global Energy Transition** であればインフラ、エネルギー、化学品、食料部門が協業しています。このような案件も入れて、地域、産業分散を利かせることで、結果的に収益貢献の時間軸もスムーズにできると考えています。

この資料に記載している一部の長期案件は競争力、またマクロ環境における爆発力を有する、当社トラックレコードに比較的合っている案件も含まれています。このように安定的なものとアップサイドの期待できるもの、両方の組合せで取り組んでいますので、案件実現の都度ご説明し、少しずつパイプライン案件の穴埋めを増やしていくという形で、エンゲージメントを継続させて下さい。

<質問 10>

決算説明会資料の 29 ページで、2030 年 3 月期あり姿の ROIC のターゲットが上がってきたという話がありました。中経で掲げていたターゲットは 9%だったので、1 ポイント上がっていると思いますが、この背景についてもう少し詳しく教えてください。

また、**Global Energy Transition** の成長投資が 6,000 億円となっていますが、表現は異なりますが中経公表時は投下資本の増加額は 1 兆円との説明でした。この違いについても教えてください。

<堀>

最初の質問については、色々な案件形成をしている中で中身が見えてきたこと、また案件の選別が進んだこともあります。

当社は業際におけるアイデアで競争力のある案件形成をしようとしています。グローバルの産業的な展開の中では、案件によっては希少性のマネジメントをより必要とする状況にシフトしています。当社は責任ある供給者として自律しなければいけないので、難易度も高いと思いますが、想定通りに案件形成が出来れば、利益率が上がることが見えてきているところです。

特に **Global Energy Transition** では、当社自身が色々な要素を組み合わせる必要がありますので、そういった部分でアイデアがもう少し練られることで期待収益が上がるイメージです。

投資規模については、投資の勢いが衰えているということではなく、（中経公表時の）1 兆円には既存事業維持に対する投資が含まれています。今後新しい案件が出てきたら変わる可能性はありますが、引続きアップデートさせていただきたいと思います。

<質問 11>

投資のパイプラインの積上げと投資額拡大についての質問です。外部環境、不透明感が強まる中で、投資に対するハードルレートも上げていて、かつ投資の厳選も行っており、パイプラインの積み上げの観点では難しい環境と考えています。外部環境が難しい中で投資のパイプラインが増えている背景について教えてください。

<堀>

脱炭素、地政学、ウェルネスエコシステムも、世界中で課題意識が高くなっており、当社もまだまだ行うべきことはありますが、一つの会社でその解決方法や組合せを作ることが出来る会社に対してソリューションを出してほしいと求められるケースが多くなっています。この傾向はここ数年顕著になっており、案件パイプラインが自然と増えているのが実態と考えています。

一方で、当社が経営資源を割くべき効率的な案件か、あるいは責任を果たせる案件か、という判断が必要であり、最終的にはかなり絞っていくものと考えています。

経営としては、広い選択肢から自分たちが責任を持って完遂できる、また効率良く一定の収益性が担保できるものを選別し、良い案件を仕上げるができる感覚を持っています。

<質問 12>

モビリティの事業群が 23 年 3 月期に 3 つ、24 年 3 月期に 5 つ、26 年 3 月期に 9 つと増える見通しとなっていますが、具体的にどの様な事業群でしょうか。どのようにして事業群が増え、成長していくのか教えて下さい。

<堀>

さまざまな切り口がありますが、自動車を中心とするモビリティ製品のマーケティング、お客様への直接的な販売、付随するファイナンス事業、フリートマネジメント等です。例えば Penske のトラック事業では、リース、レンタル等、さまざまなメニューを持って対応し、お客さまの層も厚くなってきました。地域別では主に北米、中南米、アジアで事業を展開しており、取組みを進めることでプロダクトラインと地域別で見て、9 つの事業群を目指します。

また、鉱山機械を中心とする事業群もあります。鉱山のサイトでの販売活動、保守を含むサービス提供、デジタル機能の付加等にお客さま並びに OEM を展開するパートナー企業さまと一緒に取組み、モビリティ事業群を形成しています。

このようなマトリクスで事業群を拡大し、収益基盤を世界的に確立します。

<質問 13>

年間で数百億円レベルの利益だった機械・インフラセグメントは、今や 2,000 億円レベルになっています。同様に年間数百億円の利益が 1,000 億円を超えていくことを期待できるセグメントはありますか。例えば生活産業セグメントにはそのような可能性があると考えますが、期待を教えてください。

<堀>

長い歴史で見ると、機械・インフラセグメントの利益水準は 1 桁上がっており、今まで積み上げてきたものの成果と考えています。地道な積上げに加えて、例えば Penske グループとの取組みの様に、企業結合投資をきっかけに大きく成長したケースもあります。その結果として、さらにその周辺領域で様々な案件に取り組むことができるようになり、相乗効果が生まれています。

全セグメントで同様の期待を持っていますが、生活産業セグメントにおける「食、ニュートリション、ウェルネス」の取組みにおいては、Celanese 傘下の機能性食品素材事業の株式取得、鶏とエビを注力分野とする新たな事業への出資・参画等、この1年で進捗がありました。

また化学品セグメントではトレーディングが占める割合が大きいです、その中から出てくる新規案件もあります。エネルギートランジションで化学品が果たす役割を考えれば、潜在的な成長率は相当あると考えています。

他のセグメントも同様に申し上げたいことは多くありますが、それぞれのセグメントで面を広げ、基礎収益力を拡大させていきます。

<質問 14>

決算説明会資料の14ページに、「新規事業からの26年3月期収益貢献の積み上げは現時点で+400億円」とある一方で、「中期経営計画2026目標」では「新規案件+600億円」とあります。また、24年3月期進捗では+100億円となっています。投資案件パイプライン案件の内、既に投資を決定または実行した案件からの収益貢献見込が400億円で、投資済み案件による24年3月期の収益貢献が+100億円という認識で正しいでしょうか。

<堀>

ご理解の通りです。例えば24年3月期に投資実行した案件でも、実行のタイミングにより24年3月期に数か月間しか収益貢献しなかった案件もあります。これらの案件は、25年3月期以降は通年でフルに収益貢献する上に、一定のオーガニックな成長を見込んでいるので、26年3月期はより大きな収益貢献が見込めます。24年3月期は各新規案件の収益貢献の期間が短いことから、新規案件からの収益貢献の数字は一番小さくなります。これらの投資決定済・実行済案件と、今後投資決定・実行する投資案件からの収益貢献の合計が600億円とご理解いただければと思います。

<質問 15>

「現時点での+400億円」は、15ページの投資パイプラインに掲載されている案件からの26年3月期の収益貢献見込みを指し、計画の+600億円に対する差分の200億円は、15ページに掲載されている案件以外からという理解で正しいでしょうか。もしくは差分の200億円もここに掲載されているパイプライン案件からの収益貢献でしょうか。

<堀>

15ページに掲載している案件が当社のパイプライン案件の全てではなく、このような案件リストはもっと細かくありますが、基本的にはご理解の通りです。現時点で投資決定済・実行済のもので26年3月期に+400億円を見込みますが、差分の200億円は、まだこの表に掲載されていない案件からの今後の収益貢献も含まれます。

<小西>

補足として、15ページのパイプライン案件の内、緑で記載しているものは、まだ投資決定していない案件です。+400億円という数字は、投資決定・実行した案件からの収益貢献の積み上げ、一方+600億円には、この15ページのパイプラインの中から今後投資決定していく案件からの収益貢献も含まれます。

<質問 16>

生活産業と次世代・機能推進は、中経でそれぞれ 1,000 億円と 800 億円の当期利益を計画しています。今期の計画を見ると順調に進捗しているように思いますが、次世代は FVTPL も含まれており、改めて、生活産業と次世代・機能推進のそれぞれ 1,000 億円、800 億円という中経目標が達成可能か、教えて下さい。

<堀>

生活産業と次世代・機能推進の何れもそれなりに意欲的な中経の目標ではあると思いますが、積み重ねでやり切れると思っています。生活産業は、IHH のオーガニックな成長、エームサービスの子会社化、米国医療スタッフィング事業等のコア事業が随分伸びており、パイプライン案件の貢献も少しあると思いますが、本日ご説明した、ニュートリションやタンパク質を含め、これらの積み重ねで十分到達可能だと思っています。一つ一つを確りと実行していくことが大事であり、そこに焦点を置いています。次世代・機能推進は、確かに FVTPL が一部ありますが、これはビジネスモデルそのものだと思っています。いわゆる商社型の特性を使ったバイアウト事業や不動産事業は、回転させるのが基本となり、毎年ある程度出て来るもので、中経期間中にこのようなりサイクル型の利益実現のイメージを持っています。商品市場のトレーディングは、マーケットのボラティリティが分からないと予想は難しいのですが、一定のコントロールをしながら、ボラティリティをうまく取り込む仕組みはできており、ここも結果的に再現性が上がっていると思います。これらを総合的に判断すると、ある確度を持って達成できるとしており、鋭意進めています。

<質問 17>

エネルギーの安定供給はマテリアリティ上も重要だと理解していますが、シェールはエネルギーの中でも生産コストが高く、環境に関しても様々な議論があり、機関投資家の中にはエクスクルージョンポリシーを設けているところもあります。これらの観点も含め、改めて米国シェールオイル&ガス事業のスタンスについて、教えて下さい。

<堀>

北米シェールの環境問題については、当社または他社がオペレーターを行っている場合も含めて、絶えず状況をモニターして、透明性を持って、確りとした運営をしていかなければならないと思っています。基本の環境対策等を行う前提ですが、世界の **Transition Fuel** としての天然ガス及び輸送に特性のある LNG は、例えば 30 年先のエネルギートランジションのあり姿を目指す中で必要だと考えています。当社は LNG プロジェクトを北米で推進していますが、必要となる原料の天然ガスを自社で持っていることも非常に大きく、また、天然ガスからアンモニア、メタノールが精製され、これは当社の戦略的な化学品の商品であり、カーボンキャプチャーとの組合せで一定のエネルギートランジションへの役割を果たすと考えています。グリーンモレキュールへの製造転換という意味での北米シェールガスの重要性を鑑みると、戦略的に一定の規模では保有しておくべきではないかという考えを持っています。ご指摘の経営上の留意事項はしっかり対応しながら、戦略的商品として保有意義を引き続き見出しているという状態です。

<質問 18>

決算説明会資料 24 ページの基礎収益力の主な減益要因として記載されている自動車・船舶について、例えば 24 年 3 月期の第 4 四半期の業績の実態ベースを見ても、機械・インフラが落ちているようにも見えず、また当社のモビリティのポートフォリオも、足元の状況はそこまで大きく落ちているようなイメージはないです。船舶は堅調なタンカーもあります。今の足元の事業環境を踏まえ、この減益要因の確からしさをご説明願います。

<堀>

自動車・船舶について、24 年 3 月期にかけて 2 年ぐらい、製品のひっ迫度やタンカー市況が非常に良かったこともあり、その一部正常化を予算に織り込んでいます。自動車も半導体のひっ迫度が少し落ち着いてきて、全体のチェーンの中の在庫もある程度正常化しつつありますし、金利が高いとレンタル事業等はなかなか金利の転嫁が難しい部分もあって、ここは少し慎重に見たほうがよいです。一方で、リースは比較的堅調です。船舶も、例えばタンカーの事業ももう少し正常化を見ておいたほうがいいのか、予算を組む際は、現場のインテリジェンスを加味して作成しています。この予算の進捗についてはニュートラルで見ていただいて良いと思っています。

<質問 19>

決算説明会資料 16 ページの右側の説明について、「国内外の業界再編を機会とする複数の M&A の実行」及び「保有する上場株式の積極的な縮減」を記載した意味合いを解説願います。

<堀>

国内外の業界再編はいつも見ているところですが、パイプラインは業際案件が増えており、当社にお声がけ頂いたり、あるいは自分たちで動くときも潜在的には業界再編の中で起こり得ることと見えるものが多いので、この案件パイプラインの特徴の一部を記載したとご理解下さい。上場株式の縮減は一つ一つ丁寧に見ていますが、上場株の銘柄数を毎年減らしており、これはその一環として記載したものです。特に深い意味はなく、引き続き対応していきます。

以上