

新中期経営計画説明会 質疑応答

1. 日時：2014年5月8日(木) 13:30~15:00
2. 場所：帝国ホテル 3F 富士の間
3. 当社側説明者： 代表取締役社長 飯島 彰己
代表取締役副社長執行役員 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 新しい中経では、Recurring Free Cash Flow(RFCF)という考え方を一つのベースとしているが、この考え方に投資予算という概念はないと理解してよいか。既存・パイプライン案件のCash-outは1兆5,000億円と記載されているが、それ以外の投資はCash Flow(CF)を見ながら考えていくということか。これまでは投融资計画がセグメント毎に出ていたが、今後は開示されないのか。

回答 Free Cash Flow (FCF) 黒字化を中経の大目標としており、CF 経営を徹底していく。3年間で、基礎営業CF とリサイクルで創出されるCashに対し、2014年3月以前から計画していた投資のCash-outとして1.5兆円が出ていく予定。残った資金を新規事業と株主還元に分けていく。従来は漠然としていた部分もあったが、今回は投資のガイドラインとして投資とリサイクルのNet 金額を各営業本部と確認している。ガイドライン以外の大型投資をするのであれば、更なるリサイクルも考えながら取り組むという方針。

質問 RFCFに含まれる基礎営業CFには、営業債権の増加などB/Sの変化による効果が考慮されていない。これらの影響は小さくないはずだが、自社株買いなどの株主還元には影響を与えないと考えてよいか。

回答 Working Capital(WC)は、短期の景気に左右され、その時々大きく変化する可能性がある。例えば当社の場合、期末が休日の場合増える傾向にある。基本的な収益力の指標ということで、WCは基礎営業CFから除いている。

質問 2020年の在り姿も、最初に策定したときから変化している部分があるのでは。変化した部分と変化の背景について伺いたい。

回答 長期業態ビジョンの中では、川上インフレ・川下デフレ、資源から非資源へのシフト、バリューチェーン、新興国の興隆を視野に入れていたが、大きい流れや見方は変わっていない。川上から川下へのバリューチェーンをどのように繋いでいくか、これを攻め筋という言葉で表現している。他に現象面としての具体的な変化として、シェール革命が挙げられる。ハイドロカーボンチェーンでは川上から川下まで、大きい流れが明確に出てきており、当社の目標もはっきりしてきた。

日本の環境が変わってきた。新興国が世界経済を引っ張っていく構図から、米国を中心とした先進国が引っ張っていく構図に変わりつつある。構造的な問題を抱える中国経済の先行きに対する懸念も出て来ている。東京オリンピック・パラリンピックが開催されるなど、日本が新しい姿になろうとしている。当社も2020年に向けて新しい姿を描いていきたい。社屋の建設と我々の移転も含め、2014年は三井物産にとって節目の年になる。

質問 ガイドラインを超えるような投資が出てきた場合、FCFの黒字化にはこだわらないということか。

回答 FCFの黒字化には大いにこだわる。そのような場合は、大型リサイクルを考える必要がある。積極的に資産売却を進め、FCFを赤字化しないように対応していきたい。

質問 2月に発表された自社株買いだが、なぜあのタイミングを選んだのか。自社株買いについての機動的な対応、成長投資と株主還元のバランスの取れた配分について、もう少し具体的にご説明願いたい。

回答 従来から機会があれば自社株買いをしたいと考えていた。2Qの決算説明会のタイミング時点での成長戦略と株主還元の二兎を追うとご説明したが、既にその時には視野に入っており、投資需要、FCFの状況、ROEや有利子負債等、色々な要因を勘案して実行した。一度実績ができたことで、動きやすい環境が整ったと考えている。資本効率の向上は、経営陣が常に考えていかなければならない重要課題と認識している。将来の自社株買いは、色々な要因を考えて機動的に行う。

質問 攻め筋別の利益成長率を見ると、高い投資リターンを予想しているようだが、これまでの投資だけで達成できるのか、それとも新規の投資が必要なのか。投資規律が各部門に影響を与えることを期待しているが、どのような状況か。

回答 既存事業とパイプライン案件の実現でカバーできると考えている。新規もあるが、あまり勘案していない。投資規律という点では、前中経でもポートフォリオ管理委員会で案件毎にリターンやCFの状況を定期的にモニタリングしていた。更にCF経営を徹底していくために、投資規律の徹底と案件の厳選について、ポートフォリオ管理委員会がモニタリングしていく。

質問 新たに導入されるストックオプションの行使条件を見ると、当社株価成長率の計算に配当が含まれているが、TOPIX 成長率の計算には配当が含まれるか。

回答 配当を含んだ TOPIX 指数の公表は限定的であり、分かりやすさを重視し、通常の配当を含まない TOPIX の成長率と比較することとした。PBR は 1 を切っている状態であり、早くこれを超えるような株価にしていきたい。経営陣も企業価値向上のメリットとリスクを共有していきたいという意思の表れ。役員報酬の見直しにあたり、中長期の視点でのインセンティブを導入することにした。業績連動報酬は既に導入しており、業績だけではなく株価に対しても経営陣が敏感になり企業価値向上に努力していくということを目的として制度を導入する。

質問 2017/3 期の ROE の目標が 10-12%ということだが、中経期間中の 3 年間における自社株買いは毎年 1 回というイメージか。

回答 時期と金額はコミットできないが、出来るか出来ないか、選択肢として 50:50 の確率で常に考えている。一方で格付けも重要で、財務基盤維持についても考える必要がある。

質問 FCF の黒字化を達成するために、投資のハードルレートを従来のものより引き上げていくのか。具体的に資金を捻り出すための変化はあるか。

回答 投資のハードルレートは変えるつもりはない。投資規律を強化し、案件を厳選していく。各営業本部に投資ガイドラインという形で枠が与えられている。その範囲の中で Cash-in と Cash-out のバランスをどう取っていくかということ。これに加え、過去の投資のモニタリングを強化しており、投資規律は厳しくなっている。

質問 新規事業は長期的な視野に立つものと理解したが、長期はリターンに対する見方が甘くなりがち。即戦力で寄与するものと先々寄与するものと、新規事業のバランスはどのようにしていくのか。

回答 ガイドライン枠外の案件で当社としてやるべきと判断した場合は、リサイクルを行う。どの資産がリサイクルできるのか、各本部でコンティンジェンシープランがあり、計画外の投資についてはリサイクルで対応する。一方で収益の方はプロジェクト毎に収益貢献の時間軸が異なるので、それらを並べ、5 年ぐらいの中長期で見ながら投資の判断をしていく。

質問 新規事業のブラウンフィールドとグリーンフィールドの比率は。

回答 両方あるが、当社はグリーンフィールドが多い。

質問 RFCF の 1-1.4 兆円を新規事業と株主還元で割り振るとのことだが、どのように最適化していくのか。

回答 今までは FCF 黒字化に焦点を当てていたが、今後は RFCF から新規の投資と株主還元で振り分けていく。従来は FCF ゼロで還元しないということもあり得たが、今後は還元も意識しながらやっていく。

質問 3年間で多額の RFCF を出していくとのことだが、2020 年に向けて、この中経の次も RFCF を出していけるのか。

回答 基本的に、今回示した考え方を継続する。ガイドラインも含め新しい試みであり、さらに進化させていきたい。

質問 17/3 期末の B/S を見ると、3年間で有利子負債が 4,000 億円増加することになっているが、FCF が黒字であれば減少するはずではないか。

回答 配当は 3年間で 4,000 億円近くになるであろうし、WC もある。枠の外で配当を払う場合も想定しており、そのような場合には有利子負債が増加する。投資が計画を超えた場合でも、有利子負債を増やして配当性向 3割の配当を実行する考えである。

質問 定量目標として EBITDA1 兆円を挙げているが、EBITDA の伸びと純利益 (PAT) の伸びは平行に推移すると予想しているのか。シェール開発など償却が増え、PAT がそれ程増えないということも考えられる。

回答 EBITDA は、一過性の減損などに左右されにくい比較的 Cash に連動した指標であり、当社の強靱な Cash 創出力を PAT より表しやすい。PAT と必ずしも平行には動かない。

質問 3年後に株主資本が 4.8 兆円になるということは、PAT が相当伸びるということの意味する。一方で、EBITDA の水準は PAT に比較すると低い。自社株買いをして資本を 1割位落とさないと ROE10%は達成できないのではないか。

回答 PAT は 15/3 期しか開示していないが、16/3 期及び 17/3 期の PAT は 3年後の株主資本からある程度計算できる図式になっている。既存案件とパイプラインで ROE 目標は十分達成可能と考えており、これをベースに今回の中経を策定している。

質問 当社は資源の比重が高いが、3年後の利益の資源・非資源比率は。

回答 70:30 くらいと考えている。

質問 当社はエネルギー・鉄鉱石の比重が重いですが、市況が下がり利益が減る場合は、ROEの目標値達成の為に分母である株主資本を減らすと理解してよいか。

回答 基本的にはその通り。16/3期、17/3期とも、価格前提は保守的に計画を策定している。利益が薄く、資本が厚い場合は次の方策を考えていく。

質問 15/3期から17/3期にかけてのEBITDAの伸びは1,500億円だが、PATはより伸びるということか。

回答 17/3期末の株主資本とROEの目標値を合わせると、PATで4,800-5,800億円を目指しているということになる。EBITDA1兆円は必ず超えていきたい数字で、PATは1,500億円以上増えると考えている。ROE12%を目指したい。

質問 PATが伸びるのであればROE10%は達成できるのであろうが、12%達成に向けて株主還元を強化するというのが今回の意気込みか。

回答 株主資本が積み上がっていくと、それに見合った利益を上げなければROEが10%を割ってしまう。積み上げにふさわしい利益を上げたい。ROE10%、二桁はボトムラインと考えている。

質問 資源価格が下がり利益が計画通りにならない場合でも、ROE10%はミニマムで、株主資本を減らすという施策も考えているのか。

回答 格付けや財務基盤との両にらみとなる。格付けの問題がなければ、色々な応用動作が考えられる。2月に自社株買いを実施した際にも金額については色々と議論あり、1,000億円という声もあったが、500億円にとどめた。

質問 RFCFの表で、新規事業は投資CFの横にわざわざ「ネット」と記載されているが、新規事業の投資の金額規模は、あまり大きくしないということを意図しているのか。7つの攻め筋も、既に強いものがあり、これに追加投資するというのであれば、金額は然程大きくないということを暗示しているのか。

回答 新規案件に対するCash-outであり、新規事業をリサイクルしたら差し引くということで、それ以上の意味は無い。

質問 有利子負債の調達・返済と記載された部分で「±」と記載あるが、FCF黒字でも有利子負債を減らさないということは、株主還元に戻る原資が増えるということか。

回答 例えばFCFがニュートラルで、配当を行う場合は、借入が4,000億円近くに増えるという例を、一つのシミュレーションとして示した。

質問 これまでの商社の組織は縦軸で、今回の攻め筋は横軸と理解しているが、横軸に対応した組織を新設するのか。縦横の調整や人事交流はどのようにマネジメントしていくのか。

回答 ビジネスモデルによって組織の在り方・人の配置の在り方が変わってくる。前中経では、プロジェクト、鉄鋼製品、化学品から人を集めてシェールガス事業部という一つの組織をつくった。またペトロプラスやヴァーレなど、クライアントオフィサーが横の部門を束ねるというやり方もあった。中経初年度に走りながら色々な組織を作っていきたい。例えばエネルギーと化学品の合体などという考え方があってもいい。

質問 社内にアレルギーはないか。

回答 少しはあるが、人材ポートフォリオ制度や組織再編を度々行っており、社員も慣れつつある。

質問 EBITDA を指標に掲げているが、持分法投資先からの Cash 回収姿勢に変化はあるか。回収率は既に高いがこの姿勢は継続的なものか。

回答 持分法投資先については、株主間協定書ではっきりと配当方針を取り決めておく必要がある。会社として CF を重視することにより、株主間協定を作成する際の姿勢や、パートナーに対する配当の働きかけが強くなっていくことを期待している。

質問 パイプライン案件の PV は、ネットの PV かグロスの PV か。

回答 例えば 2014 年 4 月以降に Cash-out がある案件であれば、Cash-out とそれに見合う Cash-in の現在価値を示している。NPV と記載すると、3 月以前に Cash-out した金額も差し引いたかのような印象を与えてしまう恐れがあるので、PV として現時点から将来にかけての Cash-in を現在価値に割り引いて示している。

質問 投資の引き締めについて、社内のコンセンサスは取れているのか。

回答 投資については 3 年間で 1.5 兆円の既存・パイプライン案件投資を行う予定で、年間では 5,000 億円ぐらいとなる。更に RFCF を原資とする投資があり、まだ決めていないが、計画通り行けば年間 7,000 億円ぐらいは投資できるということになる。ただし、やみくもに総資産を増やしていけるかと言うと、現在の人員構成ではできない。20/3 期あたりに総資産がピークを迎える時期が来ると考えている。投資をずっと続けていく訳にもいかず、ポートフォリオの入れ替えは習慣として継続する必要があり、営業本部もその点を理解している。全社で考え、そして共有されている。

質問 B to B の当社がブランドプロジェクトに取り組む理由は。三井物産プレミアムと関係しているのか。

回答 2020 年は日本にとって三井物産にとって節目の年。2019 年秋に新社屋も竣工する。等身大の三井物産を皆さんに理解していただけるような形ができないか。これも一つの挑戦。B to B の仕事の中でどのような形でブランド戦略が発信できるか、1 年でできるとは思っていない。この中経期間、場合によっては 2020 年にかけて考えていくテーマ。

以 上