

2015年3月期第2四半期決算説明会 質疑応答

1. 日時：2014年11月7日（金） 10:00～11:30

2. 場所：東京會館

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 自社株買いについて、2Q で見送った理由、社内での議論について教えてほしい。キャッシュ・フロー（CF）は潤沢な一方で、中期経営計画（中経）の目標 ROE10～12%達成は、当期年間業績予想から単純計算すると、ギリギリの状況になってきていると思う。

回答 自社株買いについては、従来から、ROE、Net DER をはじめとする各種指標や、今後の投資需要、経営環境などを考えて、機動的に対応すると申し上げている点は変わっていない。当上半期のフリーキャッシュ・フロー（FCF）は潤沢というのは御指摘の通りだが、既存・パイプライン案件や新規投資が来期以降にずれ込むケースも見受けられるので、もう少し当期の FCF や投資実行の状況等を精査した上で検討したい。本件を、当期における重要事項の一つに位置付けていることは事実であり、2Q では見送ったものの、3Q 以降も引き続き社内で検討していく。

質問 中経では、当期利益や EBITDA が右肩上がりで増加する計画だったと思うが、資源価格が想定以上に下落し、当時の前提からかなり乖離していると思われる状況下、足元の資源価格が続いた場合に、中経におけるキャッシュ・フローマネジメントの戦略や目標 ROE 達成にどのような影響があるか。ROE の目標値 10～12%とキャッシュ・フローマネジメントのどちらを優先するのか教えてほしい。

回答 鉄鉱石、原油などの価格がかなり弱含みで下落していることは御指摘の通り。近々行われる経営会議では、様々な経営課題について議論をするが、来期以降の経営や中経 2 年目以降の事業計画をどうすべきか、中経で謳っている FCF 黒字化及びその常態化をどう図るか、ROE10%以上をどのような形で実現していくかなど、色々とシミュレーションを交えながら相当突っ込んだ議論を行うことにしており、回答は今後の課題としてお待ちいただきたい。

質問 資源価格の下落と同時に、円安も急激に進行しており、ROE の分母である株主資本が増加している。一方、現在の資源価格を単純に Sensitivity に当てはめると、計算上来期の増益は難しいのではないと思われる。その場合、ROE10%というハードルから乖離してしまうことになるが、中経公表後に単年度の達成にも拘っていきたいと発言されている。現時点での目標 ROE10～12%に対するコミットメントについての考えを聞かせてほしい。

回答 厳密に言えば中経期間中の達成目標として掲げており、毎期達成というのは無理かもしれない。但し、この数値に対する拘り、意識は常に持ちながら進めていきたいと思っているので、こうした Context の中で自社株買いもあり得るだろうし、利益向上に向けた努力、あるいは資産リサイクルなど様々な施策を考えながら3年間で達成したいということ。

質問 多額の減損を計上した他商社において、投資の審査体制を抜本的に見直す方向で考えているとの話がある。同体制については商社全般に然程大差はないと思っているが、この点につき御社としての考えをお聞かせ願いたい。

回答 当社における投資の審査体制は従来通りで、変更はない。他社との優劣についてはコメントを控えさせていただくが、不得意、もしくは弱い分野を強化するためには、人材育成から始める必要があり、時間を要する。従って、当社は金属資源・エネルギー分野への依存度が高い状況下、それ以外の分野強化にあたっては人材育成、事業基盤強化など多少時間がかかるものと捉え、拙速に行動し失敗することのないよう取組む。金属資源・エネルギー分野に関しては、過去から先輩が築いてきた事業基盤とパートナーを大切にしており、パートナーの目利き力に基づき、当社の経験も蓄積されてきている。例えば、エネルギー分野においては、三井石油開発はじめ国内外で計100名程度の技術陣を抱えており、ここに技術的な知見がかなり溜まっている。また、三井石油開発はオペレーターも務めているので、操業に関するノウハウも蓄積している。鉄鉱石事業でも、BHP Billiton、Rio Tinto、Valeといった三大メジャーと組んでいることにより知見が蓄積されている。このように、優良パートナーと組んでいること、過去の歴史の中で培ってきた金属資源・エネルギー業界における人的関係を構築していることなどが、多少我々の投資判断を助けている部分はあるが、とりわけ、金属資源・エネルギー分野の場合、プロジェクト実現までに10年、20年といった長時間を要すること、巨額な先行投資が必要となることを考えると、謙虚に取り組まなければ大失敗に繋がる可能性が高いので、気を引き締めて対応するよう社員一同に対し指示している。

質問 モザンビーク LNG プロジェクトに関し、FID が予定より多少遅れるとの一部報道があったが、背景について解説願いたい。

回答 今年8月に、同国では投資、ガス開発に関する法整備に一定の進展はあったものの、大統領選実施などの影響もあり、若干議会での審議が遅れている。本来であれば、年内にFID 予定だったが、これがやや遅れており、現在の見立てでは、今年度内である来年3月末までのFIDを目指し、同国政府やAnadarkoなど関係者含め交渉中である。

質問 金属資源セグメントで、期首予想を380億円下方修正しているが、何が織り込まれているか教えてほしい。豪州資源税、チリ税制改正の影響で計300億円強あるため、これらを除くと70～80億円程度の方下方修正にしか見えない。鉄鉱石については、価格前提は非開示だが、上期から下期にかけどの程度業績が落ちる前提としているか、あるいは期首予想との前提価格差が何ドルか、といった説明は可能か。

回答 豪州資源税とチリ税制改正で 300 億円強の影響とおっしゃったが、チリ税制改正で約 170 億円のマイナスが織り込まれている。一方、豪州資源税については、過去に計上した繰延税金資産の取崩が 140 億円程度あったものの、本年 10 月以降の税負担がなくなったため、本影響は相殺されているので、税金関連の減少は 170 億円程度とお考えいただきたい。

質問 資源以外の減損懸念について伺いたい。米国電解事業、Multigrain の 2 案件で投資額は 1,000 億円程度と思われるが、両案件での業績悪化により、これら非資源での減損懸念はないのか。

回答 米国電解事業は、現在エチレン価格の高騰、EDC 及び苛性ソーダなどの製品需給軟化によって赤字となっており、厳しい状況が当面続く。但し、この赤字を縮小すべく様々な操業上の工夫を凝らしており、現状減損を見込む状況にはない。また、Dow と同様、当社も本事業から撤退する選択肢もある。

Multigrain に関しては、当上半期の赤字は、貸倒引当金の計上基準の更なる厳格化、若干のトレーディングにおける損失の発生に加え、現状穀物価格が大きく値下がりしていることにより、農家が作物の売契約を渋っていることが原因であるが、その殆どは一過性によるものと捉えている。こうした分析を踏まえた上で減損の兆候はないと判断している。

質問 本年 2 月の自社株買い、5 月の新中経の公表により、株価は一旦上昇したものの、依然として PBR は 1 倍割れの状況にある。自社の株価について思うところがあればコメントを頂きたい。

回答 当社株価については、早く PBR1 倍に引き上げたいと、常々思っている。本年 2 月に発表した 500 億円の自社株買いをはじめ、株価を上げるべく IR 活動もかなり注力している。9 月には順調に 1,820 円まで上昇し、2,000 円を超えれば PBR1 倍になるとの感触を持っていたが、その後、商社株がかなり大きく下げ、一旦 1,500 円台まで落ち、現在 1,600 円台となっている。PBR1 倍を目指す気持ちは依然として強く、従来の方法に加え、当期は新たに、等身大の三井物産を様々なステークホルダーの皆様にご確りと理解いただく取組を進めている。社長をヘッドとする海外 IR は、通常欧州・米州年 1 回ずつのところ、今年は 2 回ずつ訪問するといった努力を継続している。

また、先程申し上げたような機動的な自社株買いなどは必要であり、財務的に余裕があれば当社として様々な手段を検討していきたいと考えている。株価については日々動きを見ながら、どうすれば上昇するかといった点も成長戦略と同時に考えていきたい。

質問 エネルギーセグメントについて、今回連結油価の前提は殆ど変わらず、一方為替はやや円安となっているが、期首予想比 400 億円の上方修正の要因につき教えてほしい。

回答 400 億円の上方修正要因として最も大きいのは LNG プロジェクトからの配当金の増加、そして石油・ガスの数量増効果、これらに加えて、一部コストの削減、円安による増加がある。なお、石油・ガスの数量増効果は、MOECCO におけるアジアでのオペレーションで生産好調によるものを反映させたものである。

質問 金属資源セグメントにつき、もう少し詳細に解説願いたい。今回、期首予想以上にコスト削減が進んだと了解するが、現在どのような形でコスト削減が実施されているか、また来期以降どのような形で更なる削減効果が見込めるのか教えてほしい。

回答 当上半期は石炭での改善がかなり大きかった。具体的には、MCH、BMC において、採掘機材の稼働率向上、トラック操業効率の改善を図っているが、特に MCH で改善が大きい。また、鉄鉱石に関しても、例えば、トラックの輸送距離改善や遊休時間の削減、余剰人員の削減、更には鉄道自動運行システムの導入といったことを Rio Tinto や BHP Billiton は実行しており、コスト単価は徐々に改善している。当期首からの改善幅としては石炭が大きいものの、鉄鉱石も来期以降かかるコスト削減効果が確りと利いてくるのではないかと見ている。

従って、資源価格は中経策定時点より下がっているが、コスト削減がプラスで利いてきているので、今後の業績に関しても一定の自信を持っているとの理解で良いか、との質問に対しても、計画通りの数字を出していく所存に変わりはない。資源価格・鉄鉱石価格が下がったから、感応度の分は業績も下がる、といったことにならない努力を続けている。

質問 総資産については、中経期間終了時点の 17/3 期末で 13 兆円のイメージ感であるが、2Q 末で 12.3 兆円となっており、今後の円安も踏まえ、総資産のマネージの仕方について解説願いたい。

回答 総資産 12.3 兆円に増加した、相当大きな部分は円安効果によるものである。円安になれば、円貨換算した業績も同時に上がり、受取配当金も円貨ベースで増えるなど、業績上もキャッシュ・フロー上も貢献は大きい。一方、ある一時点で区切った Balance Sheet 上は、自己資本も含め総資産が増加することになる。当社では、海外宛に投資する際にある程度のヘッジを掛けることにより、リスクをコントロールしているが、為替が 1 ドル 120 円、130 円となり、総資産が 13 兆円、14 兆円へと増加するから投資を止めるということではなく、海外の投資や資産はそれぞれの外貨ベースで管理していかざるを得ないものと考えている。

質問 既存事業及びパイプライン案件についての Update に関し、VLI 案件が 2Q より 10 億円程度と小規模ながら利益貢献を開始している。当社は本案件に約 700 億円投資し、VLI 社は今後 5 年間で約 4,000 億円の新規投資を行う計画なので、どの程度の投資リターンを見込んでいるのか、規模感と今後のスケジュール感について教えてほしい。

回答 VLI 案件は当期から収益貢献を開始しているが、本案件自体は、ブラジルを広範にカバーしている鉄道と港湾のセットであり、機関車・貨車の調達や鉄道網、港湾ターミナルを整備・拡張していく計画である。当社としては、例えば、プロジェクト本部主管子会社の Portek の機能を利用しバリューアップしていく、あるいは機械・輸送システム本部で行っている鉄道関連のインフラ、機関車・貨車の調達といった機能を活用していくことで、今後もっと利益や価値を上げるべき事業である。個別案件の収益性はなかなか申し上げられないが、既にかかなり高いポテンシャルを有しており、将来性が非常に楽しみである。

質問 生活産業セグメントの業績を、期首予想比 140 億円下方修正しているが、その内訳につき解説願いたい。

回答 大別して 3 つの要因がある。最大の理由は、食糧本部のマルチグレインの集荷販売事業不振であり、期首予想における利益見通しから、今回損失見込となったことによるもの。次に、食品事業本部におけるコーヒートレーディングの不調、更には、持分法適用会社に係る投資評価損の計上、下方修正の要因である。

質問 FCF が黒字となった時の Cash の使い方について伺いたい。中経策定時に、Recurring FCF (RFCF) を新規事業と株主還元へバランス良く配分すると説明しており、当上半期では 200 億円の新規事業への投資を行っているが、新規事業でいくら程度を計画しているかお聞かせ願いたい。また、当該年度に発生した RFCF から、見込まれる新規事業の金額を差引いたものが株主還元の原資となるのか、それとも借入返済も加味し原資から控除するのか、還元の考え方を整理願いたい。

回答 新規投資の見込額については現時点ではお答えできないが、略予定通りに出てきている。一方で、新中経では RFCF という考え方を取り入れ、これを新規事業と株主還元へバランス良く配分する方針に変わりはなく、借入返済はこの枠外となっている。

中経では従来と異なり、FCF 黒字化とその常態化を目指している。既存事業及びパイプライン案件の投資キャッシュ・アウト 1.5 兆円、RFCF 1.0~1.4 兆円を、中経期間の 3 年間で実行していくもので、株主還元もこの 3 年間で行っていく。勿論、単年度の積み重ねではあるが、現在 1 年目で、残り 2 年間でどの程度の投資が発生するかを見据えながら、株主還元も考えていきたい。かなり厳しい投資の審査を行っていることもあり、当上半期では相当 Discipline が利いていることは事実だが、依然として新規投資案件は目白押しなので、良質案件をどう選別していくかが経営の課題である。

今後の新規投資案件の検討も、現在と同様の Discipline で行うが、中経期間後半にずれ込んでいる投資案件があるのは事実。本日発表したブラジル旅客鉄道事業など、未だリリースできていない投資案件が今後発生する。

質問 MEPUSA は 1Q の黒字に関し、冬場の一過性利益があったとの説明があった。2Q の黒字については斯かる一過性要因を含まない、通常状態の利益と考えてよいか。

回答 同社の生産は順調であり、当期は黒字基調に転じている。ご指摘の通り、1Q は高い冬場のガス価の影響で利益額が大きかったが、2Q も黒字基調を維持することができた。勿論、今後のガス価の動きにもよるが、現在の状況下であれば黒字を維持することは可能と考えている。

質問 2Q 末は負債も増加しているが、FCF が黒字となっている中で、返済と新規借入の単なる入り繰りなのか否か、特に長期債務が増えている理由をお聞かせ願いたい。

回答 VLI や米国シェールガス・オイル事業の見合いの借入、円安の影響により増加していることが理由の一つ。また、現在のような金利情勢下、借入を短期から長期に切り替えている中で増加していることも理由としてある。

質問 機械・インフラセグメントにおいて、年間予想で上方修正している理由・背景と、上期より下期が利益増となっているので、来期に向けても増益を期待して良いのか教えてほしい。

回答 年間予想の上方修正、及び上期から下期にかけて利益増となる理由は、IPP 事業の好調が主な理由である。メキシコのバジャドリド発電所など既存案件の収益が上がっているほか、NY のガス火力、FPS0 新規案件などが利益貢献を開始しており、これらが下期に向けて更に増益要因となる。従って、来期以降も想定外のことが発生しなければ、増益基調で推移する。

質問 サハリンⅡからの受取配当金が 1Q に続き 2Q もあったが、従前の説明では、今後は同プロジェクトからのリターンは期待しにくくなるとのことだった。今後も高収益が期待できる雰囲気にあるのか。LNG 価格が本年 4 月に引き上げられたこともポジティブに影響しているのかなど含め、足元の状況について説明願いたい。

回答 サハリンⅡについては、現時点で何か申し上げられる、新しい情報が特段あるわけではないが、オペレーションは堅調であるため引続き収益貢献していくと考える。

質問 原油価格について、現状の認識と今後の見通しをお聞かせ願いたい。

回答 従来の原油価格は、需給関係から考えると、地政学的リスクを加えつつ、かなり高止まり状態にあった。ここに来て、米国 QE3 の終了といった流れの中で下がってきており、今後サウジアラビアを含め産油国がどう動いていくか注視していく必要がある。また、ゴールドマン・サックスが今後の長期の油価を\$75 に設定したことで市場のセンチメントを動かしているなど、かなり心理的要因も含め現在の原油価格は動いている。

質問 当社の FPS0 事業と原油価格の関係について、今後原油価格が下落していった場合に、同事業にどのような影響があるか。

回答 当社の同事業モデルは、10～20 年といった長期の使用契約を締結した上でのビジネスであり、原油価格が下がったことにより、当社が推進中又は今後デリバリーの案件に直ちにマイナス影響が出ることはない。勿論、中長期的に斯かる海洋開発案件がペースダウンするのであれば、当社が手掛ける件数が減るといった影響はありうるが、未だこうした情勢変化には至っていない。

質問 海外投資家から、「商社とは何か？」と問われた場合に、どのような説明を加えると効果的と考えるか。資源価格を当社が非開示としている中で、例えば、計画と実績の前提価格の差額すら定量的に開示しないと、必要なのはコングロマリット・ディスカウントをどうプレミアムとして捉えてもらうかにかかってくる。他社ではあるが、同じ商社セクターで多額の減損が発生すると、特に現在のような資源価格の下落局面においては、この点がどうしてもセクター全体のリスクに繋がってしまう。

回答 海外投資家への説明に際しては、新中経で謳っている「7つの攻め筋」が現在どう進捗しているかについて、具体的な事例と数字をもって説明しようと、現時点では考えている。来週の経営会議においても、更にその点を深掘りする予定である。
なお、価格について開示していないのは、鉄鉱石のみと了解している。

質問 「商社とはどのような業態なのか？」との問いに対しては、どう回答するのか教えてもらえれば、是非参考にしたい。例えば、コーポレートスローガンにある、あらゆるビジネスを革新することと、金属資源ビジネスがどう繋がるのか、を具体的にどう説明したら良いか、といった回答を現時点でお持ちであれば教えてほしい。

回答 金属資源の場合は、原料から鉄の生産までの広がり、なおかつ自動車も含めて需要産業の裾野が広がっていくバリューチェーンの中で説明をしていきたい。一方で、「7つの攻め筋」以外に、三井物産の生い立ち、即ち、当社がどのような形で生まれ、各時代の日本の産業構造や世界のグローバル化の中で、どう業態を進化、変化させ、いかなる役割を果たしてきたかについて、historical に説明したいと考えている。また、マスコミからは ” What is Mitsui? ” との質問を受けており、我々は常に進化していくのでなかなか掴みにくいアメーバのような存在ではあるが、この質問にもきっちり回答していかなければ、コングロマリット・ディスカウントという商社に対する指摘を解消することはできない、との危機感を持っており、非常に重要なテーマと捉えている。

以上