



回答 ブラジルの Multigrain や米国の電解事業が、ようやく実を結びつつある。ブラジルでは、昨年買収した VLI との連携により、内陸輸送の効率化や港湾の選択と集中を進める体制が出来てきた。電解事業については、昨年は材料のエチレン高騰と、製品の EDC 市況悪化により苦戦していたが、足元の収益は改善している。また GE とのエンジン開発についても、回収期に入っており、これ以上の損失は見込んでいない。

3 案件以外にも、バルーンチャートで示される非資源の優良案件が着実に収益貢献する見込みである。GreenField 案件については、プロジェクト・マネジメントを確り行い、順次立ち上げ期に入っていることから、手応えを感じている。資源以外の分野に大きくリソースを投じることを 16/3 期の目標として掲げている。

質問 モザンビーク次第なのかもしれないが、16/3 期のフリーキャッシュ・フローは黒字の見込みか。

回答 3 年間でフリーキャッシュ・フローの黒字化を掲げており、単年度では、その時々投資キャッシュ・フローニーズによると考えている。

質問 15/3 期は 1,900 億円の新規事業への投資を行ったが、16/3 期も非資源分野に積極的に投資を行う予定か。また、資源についても、価格下落に伴い、売り出される案件が増えていると理解するが、Bottom Fishing 的な投資についてどう考えるか。

回答 16/3 期の成長投資の予算の実額は申し上げられないが、説明会資料 14 ページに記載の通り、3 年間でキャッシュイン・フローと既存案件及びパイプライン案件への投資の差額である 1.1 兆円を新規投資と株主還元割り当てる状況に変わりはない。16/3 期の新規事業への投資は、モアティーズ案件についてはクロージング次第キャッシュアウトが行われるため、15/3 期の 1,900 億円よりは多額になると考えている。

資源分野については、資源価格下落に伴い、案件は持ち込まれている。千載一遇の案件があれば、Bottom Fishing することもあり得るが、戦略性や収益性を確り検証し選別したい。

質問 配当については、安定性を重視するとのことであるが、年間配当 64 円は下限であると考えて良いか。社内での議論もあわせて教えて欲しい。

回答 中経 3 年間については、キャッシュ・フローに想定外の大きな乖離が生じない限り、安定性・継続性を重視した配当を実施したいと考えている。ただし、想定外の事態が起きた場合の経営の自由度については確保したいと、社内でも議論している。

質問 自社株買いは機動的とのことであるが、ROE 目標との関連も含めて、どのような場合に自社株買いを期待することが出来るのか。

回答 成長投資の案件がディール・フローとして充実しており、選別基準を相当上げて投資を実行しているが、このような投資に係るキャッシュアウト及び、財務基盤の安定性や格付けも勘案した上で、自社株買いも選択肢として確保している。2 桁代の ROE は、中経での目標として維持している観点からも、自社株買いは重要な選択肢の一つと考える。

質問 社長就任にあたり、経営に対する抱負及び方針を教えて欲しい。従来の経営方針のうち、踏襲するもの、及び変化するものについて教えて欲しい。

回答 当社事業の根幹は、中長期的視点で行う大型・複雑な案件であり、社長やマーケット環境の変化により、基本的な考え方を変えるべきではない。そのため、経営の一貫性は、社長が変わっても不変である。

一方、若返りのメッセージとして、機動性の確保や、長期的な会社対会社の関係構築を考えている。機動性向上のため、会議体の在り方を見直すことで、外向きのエネルギーを最大限に発揮できるようにすることや、パートナー企業・客先との経営幹部間での交流により、新しい事業分野への展開を考えている。

また、潤沢なディール・フローからの案件絞り込みについて、キャッシュ・フローマネジメントとあわせて、よりトップダウンで案件を選別すべきと考える。ポートフォリオ管理委員会で全社ポートフォリオのマネージを議論しているが、どの分野を深堀すべきかを、早い段階で経営の意思として現場に伝えることで、案件の選別度を上げること及び、案件の新陳代謝の速度を上げることがを率先したい。

質問 既存事業とパイプライン案件への投資は3年間1.5兆円で不変とのことであるが、期ズレのVLIを除いた15/3期の水準と同様であれば1.5兆円に達しないと考えられる。既存事業及びパイプライン案件の投資状況について、確認させて欲しい。

回答 2014年5月時点でのパイプライン案件について、その後の円安により金額が増加した一方、一部については、市況等を勘案し、投資支出が遅れている案件もあり、それらを差し引きすると、今回の見直しでも1.5兆円は不変となった。

質問 モザンビーク LNG の状況について Update して欲しい。昨年末に現地政府の関連措置法が成立しているが、他にどのようなマイルストーンがあるのか。パイプラインの進捗図では2019年にStart Upが想定されているが、FIDの時期等、今後のマイルストーンの進捗を教えて欲しい。

回答 現在、EPCコントラクター選定の最終局面に来ており、マーケティングについては販売量の8割程度まで購買の興味を得ている。年度内のFIDに向けてパートナー間で協議を進めている。

質問 資産リサイクルの考え方について教えて欲しい。16/3期は、どの程度の金額になるのか。また、資源関連の資産の入替の考え方は。

回答 3年間で9,000億円の資産リサイクルは達成可能と考えており、15/3期の3,400億円に対し、16/3期は3,000億円かそれを下回る金額を見込んでいる。ポートフォリオ委員会でリサイクルの対象案件を特定し、優先順位及び流動性を勘案した上で、着実にリサイクルを実行する。資源関連の資産についても、良いものを入れ、悪いものを早めに売却するとの考え方をしている。例えば、燃料炭はカーボンコストの観点からリサイクル対象と考えられ、石油関連の資産についても生産コストや地政学的な要素を勘案し、売却すべき資産を選択する。

質問 増減要因の図を見ると、資源関連コストによる増益要因は、それほど大きくないように見えるが、コスト削減の考え方を教えて欲しい。

回答 金属資源・エネルギーのコストカットは前期から実施しているので、15/3期と16/3期との差分としては少なく見えるかもしれないが、継続的に進めている。鉄鉱石については、オペレーションの自動化や、トラックの輸送距離の短縮、業界全体での人件費も含めたコストの見直しを行っている。また、石炭については、15/3期に、プロセスの見直し等により、かなりコスト削減を実施している。エネルギーでも、業界全体で人件費を含めたコストカットを実施している。一方で、安全性も大きなテーマであることから、慎重にコスト削減しているのが現状。

質問 基礎営業 Cash Flow の最新見通し 1.7 兆円という数字からは、去年の発表よりあまり減少していないという印象を受けるが、現実的には鉄鉱石や原油価格が下落し、利益水準は当初見通しより下がっている。去年発表した 17/3 期の EBITDA 1 兆円という目標値が、現在ではどのくらいの金額になっていると見込まれ 1.7 兆円でいけるとみているのか、利益の見通しをどのくらい変更しているのか。

回答 EBITDA については 15/3 期が 7883 億円となった。16/3 期については、市況要因で 1600 億円ほど利益が低下する見込みだが、一方で生産量の増加あるいはコスト削減効果もあり、EBITDA は 6600 億円を見込んでいる。そのような前提でキャッシュインを想定すると、中経の残り 2 年間同じような前提であれば、キャッシュイン・フローとして 1 兆円というのは達成可能と見ており、資源価格が緩やかに戻っていくという想定において十分に保守的な計画と考えている。

質問 Cash Flow Allocation における成長投資と株主還元の両立について。15/3 期の新規投資は 1900 億円、16/3 期はそれよりも多い数字をイメージしているとのことだったが、2 年間で 5000 億円程度には達しそうに聞こえる。Recurring Free Cash Flow の最新見通しは 1.1 兆円となっているが、1.1 兆のうち成長投資と株主還元それぞれ幾ら回るのか。社長の言う両立という考え方を教えて欲しい。

回答 両立についての明確なフォーミュラは定めていないが、計画の中で述べている既存案件の充実、企業価値向上、新規投資を中長期的に遂行していくにあたり、株主還元についても考え方としては同じように中長期的視点でスタンスをとっていく必要があるというのが、安定性・継続性を重視し、株主還元の中では配当を最重視するという姿勢につながっている。議論の結果として安定性を重視し 64 円配当を維持することになった。

質問 EBITDA は 16/3 期が 6600 億円で、17/3 期がいくらか示されていないが、実際は横ばいで資源価格が上昇すれば上振れるという理解でよいか。

回答 17/3 期のことは現段階で確定的なことは申し上げられないが、現在よりもう少し需給環境が改善することにより商品市況も改善し、EBITDA も上向くと考えている。

**質問** 機械・インフラ部門がかなり良くなってきたという印象があり、さらにパイプラインも充実しているとのこと。現在、全社ベースで 600 億円の利益を見込んでいるということだが、この先どのくらいのポテンシャルを持っているのか。例えば 1000 億円くらいの利益を出す自信を持っているのか。そのあたりの方向性を教えて欲しい。

**回答** 機械・インフラについては 600 億円を 700-800 億円にする絵は描けているが、1000 億円となると、資産の積み増しについてどう考えていくかということによる。例えば IPP 事業については発電容量が 10GW 近くまで数字が増加しており、むしろこれからは、ハンズオンにより自分でオペレーターシップを張り、切り盛りしていく力をさらに蓄えていくことが必要と考えている。それによって自分たちで主導的に案件選別やリサイクルを実行できる。言い換えると、単純に積み増すのではなく、案件を作ってはリサイクルしていくというモードに入っていくイメージ。その中で利益率は現状より上げていくことを計画している。

700-800 億円というレベルを将来的に見込んでいるが、現在の 10GW という発電容量を超えていくというより、10GW 弱で回していくイメージを持っている。同様に、機械部隊の一つの柱であるリース案件についても、今後リース資産を積み増すというより、他人資本をうまく巻き込みながら当社のネットのアセットは増やさないという手堅い経営を志向している。アセットサイズをある程度コントロールしながら利益率を上げていくというのが、今後の機械・インフラの方向性になると考えている。

**質問** 同じく生活産業も、これまで期待は裏切られてきたという印象あるが、本当によくなるのか。もう少し詳細な説明をしていただきたい。

**回答** 生活産業は私にとってもチャレンジと考えている。まず、一番のボトルネックであったマルチグレインの回復については、かなり手応えを感じている。同社を確りと黒字化していく他、現在、自ら精力的に生活産業関連のパートナーや顧客を回っている。三井物産としてこの分野をしっかりと育てていくということを、改めて業界の皆様にも相当強く訴えている。この分野の社員も、経営が持っている期待感を、自分たちが着実に実際のビジネスにつなげていくことができるという手応えを感じている。今後の期待も込めて着実に良くなっていくと考えている。

**質問** バブルチャート上の既存・パイプライン案件は、安永社長の在任期間に状況が見えてくるものばかりだと考えているが、向こう 5-6 年後を見据えると、具体的にどのようなタイミングで当社の実力値が一段上がってくるのか。どのような期待を持っているか。

**回答** 回答が難しい質問だが、原油価格に代表される市況の回復のペースが一つの要因。また、かつてオーストラリアや、サハリン、ブラジルで行ってきたように、当社は資源開発を一つの梃として、それに繋がるインフラ事業や B to C の案件も含めて、国に対してコミットし、事業を行うことを得意としてきた歴史がある。その意味では、モザンビークにおける炭鉱案件・LNG 案件が実現するタイミングで、大幅に収益のフェーズが上がることになると考えている。資源国としての米国における事業をマーセラスやイーグルフォードの開発に留めるだけではなく、キャメロン LNG、関連する MMA やメタノールなどのダウンストリームにあるガスベースの化学品製造事業、そしてガス火力発電やガスパイプライン事業にも広げて取り組んでいる。ガス価格の上

下によらない、バリューチェーン全体で利益を取り込む一連の事業が完成する 2019 年に、収益レベルは一段跳ね上がってくると期待している。当面はチャートの左側にあるブラウン案件を確り仕上げ、目論見通り収益を上げる。先程新社長の抱負で言いそびれたが、徹底的に結果と収益に拘る。当然のことだが、全社員を如何に戦力化するかが自分の最大のタスクと考えている。既存の案件及び現在開発中の案件も含めて、大幅に収益レベルを上げていかなければならないという危機感の裏返しとして、意識や士気は高まっていると感じている。

質問 非資源に注力という社長の現在の方針において、リターンへのハードルレートをどのように設定しているかが知りたい。案件を選別して利益率を上げていくという説明があったが、非資源に注力していくことで、利益率を上げていくことが可能な案件が実際に来ているのか。どのようにハードルレートを設けて取り組んでいくのかは、アナリストが将来の業績を予想する際に反映されるべきものであり、ヒントが欲しい。

回答 新規案件については、資源・非資源を問わず IRR10%をハードルレートとしており、これをしっかり叩き出せる案件を選別的に取り組んでいくという方針に変わりはない。ただし、既存事業の延長で拡張的に行われるもの、或いは現在取引のある関係先との間で行っているものは、相対的にプラットフォームがあるのでいい数字を出しやすい。当社は非資源において、ある意味 Game Changer 的なことにも Try していかなければいけないと考えている。ハードルレートと戦略性や将来的な展開などの定性的な要因も含めて総合的に勘案していく必要があると考えている。

質問 同じく新規投資についての質問だが、既存+パイプラインよりさらに先のリターンをイメージするものなのか、あるいは直接事業会社を買収して P/L を取り込めるような、即戦力の部分のウェイトもあるのか。このあたりのウェイト配分のイメージがあれば教えて欲しい。

回答 ブラウン案件として Equity Pickup を優先して案件をとっていくのかという質問については、先程からお話している通り、我々は Cash にもっと拘っていきたいと考えている。オペレーターシップに踏み込み、majority でコントロールできる案件、こういったものを、まずは優先的に考えていきたい。もちろん商社なので majority を取れる案件、取れる領域、取れる国というのは選別する必要があると考えているが、自分達で意思をもって主体的にポートフォリオをマネージしていくには、こういった majority をコントロールできる事業を増やしていくことが大事と考えている。Game Changer と呼ぶ案件をイメージした場合、現在の事業からの飛び地・リモートなところを探していくことになるはずで、こういったところで majority を取ることは想定していない。当然 minority 出資から入っていくことになるだろう。なかなか回答が難しいが、両者のバランスを取りながら案件を選別していく、という姿勢に変わりはない。

質問 3 年間の基礎営業 CF の見通しを今回 1.7 兆円に変更したが、資源価格の下振れによるマイナス影響に対し、非資源含めて前回の想定より上振れしているものの内訳とその程度は。

回答 基礎営業 Cash Flow では、減価償却費が大幅に増加しており、特にエネルギーで増えている。P/L 上は費用となるが、営業 Cash Flow の算出では足し戻される。

質問 資源価格は中期的に回復していくとのことであったが、当社の鉄鉱石生産数量の増加を見込む中で、Demand & Supply をどのように予想しているのか。資源価格上昇への期待は。

回答 鉄鉱石価格については、中国港湾在庫が減少傾向にある一方、中国政府による景気下支え等が今後どのように続いていくのかといったことに敏感に反応してくるであろう。各主要 Mining Major が生産力を増強したことと、新興国での設備投資減退が重なり、下げ足がこれだけ早くなかったが、中長期的に鋼材の需要は、世界経済の伸長、人口増に伴うインフラ整備の必要性により回復してくると考えている。設備供給能力とのバランスが依然残るが、2020 年前後には需給バランスも変わっていくため、緩やかに価格も回復していくというのが我々の見立て。