

## 2023年3月期 第2四半期決算説明会 質疑応答

---

開催日： 2022年11月2日（水） 10:00～11:15

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

司会進行： IR 部長 常世田 円

---

### <質問1>

マネジメント・アロケーションについて、財務体質強化のために手元流動性を確保していく方向感  
は今の環境から理解できる一方で、2年分の返済を手元流動性で確保する今までのスタンスは変わ  
っていないと思います。また、今後の流動性の枯渇の状況にも依存しますが、今のキャッシュの状  
況と Net DER0.62 倍を見ても、あまり問題はないかと考えます。それを踏まえた上で、今回のマ  
ネジメント・アロケーション 1.74 兆円の、還元、成長投資、財務体質強化夫々への配分の比重に  
関する現時点の考え方を教えて下さい。

### <堀>

この中期経営計画3年間を通してマネジメント・アロケーションの枠組みで対応し、おかげさまで  
当社の稼ぐ力が上にシフトし、全体のキャッシュ・インが増えているが故に、想定より数字が少し  
上がっているのは経営的には非常に良いことと思っています。この不確実性の中でメニューを広げ  
ることができ、また、守りを固めながら成長投資もじっくり検討できますし、株主還元もさらに充  
実させていけるという選択肢が増えるため良い状態だと思っています。

ご質問の比重に関しては、ざっくりばらんに申し上げると、具体的な案件の積上げが確定していき次  
第お話ししたいところです。冒頭の説明で少し申し上げましたが、現在世界中の投資案件を、現場  
に通って目視している状態ですが、相応に案件があります。但し、その案件も今取り組んでいる事  
業の資産のすぐ横にあるものなどが多いです。それから、既存のパートナーと従前から話してい  
る中で出てくる案件や、サプライチェーンの大きな改革、あるいはお客様が求める高度化、サプ  
ライチェーンのバックアッププランをつくるような要請といったようなものがあります。

当社もサプライチェーンにおける仕事のつくり方で、必要なロジの資産等を組み合わせた形でマージン率を上げていくような投資の機会が結構多いです。そのため、十分なマージンと利益が見込める、サプライチェーンの更なる充実に資する事業への投資機会が大・中・小規模と手元にあることに自信を持っています。

一方、このような不確実性の高い時代にはしっかりと交渉したいですし、契約合意及び実行のベストなタイミングを見出していきたいです。足許で今すぐに抑えるべきものは抑えますし、もう少し交渉して他の準備運動をしてから実行した方が良いものも出てきますので、そういった案件の積み上げを、マネジメント・アロケーションの用途の中でどう実行していくかが、今後大事になると思っています。

また、財務体質強化は手元資金をどれくらい置くかですが、円安もあり、もう少し手元流動性を厚くしておいたほうが下方耐性等、いざというときの機動力につながることもありますので、もう少し厚めに持っておいたほうが恐らく良いです。

株主還元も3年間の基礎営業キャッシュ・フローの累積値に対する33%は、今回の1,400億円の自社株式の購入も含めると概ね達していますが、さらなる還元の検討を俎上に載せて、今説明したバランスの中で時間軸を少しとりながら考えていきたいと思っています。

例えば、案件の成立が次期中期経営計画にずれていくこともあり得ると思いますが、これは案件良質化の時間軸の中で行われていくことだにご理解いただきたいです。今日の段階ではやや定性的な話にはなりますが、引き続き四半期ごとに、或いは大きなイベント毎に説明していきたいと思っています。

## <質問2>

現中期経営計画の今までの手応えと、次期中期経営計画に向けて乗り越えようとしている点に関する今の社長の考え方及び問題意識について、財務と非財務の両方の観点から教えて下さい。

## <堀>

安定的に再現性のある稼ぐ力については、例えば商品市況や為替を一定と置いても、前中期経営計画に比べて恐らく1,000億円を超える純利益のベースアップが見えています。また、今期さらに上乘せされている実感があります。今回の業績予想の修正は、それに為替要因等も加えているとご理解いただければと思います。今後現中期経営計画の完成と次期中期経営計画の策定に向けて、この再現性のある上方シフトの新しい利益のベースを礎にどれだけ伸ばしていけるかを戦略、アクション

ンプランにしっかり落とし込んでお話ししたいと思っています。先ほど説明したように、既存の仕事の横、周辺において自分たちのマージン、それから投下資本に対するリターンを上げる方法で積み上げていく方法が今非常に有効であると思っています。

さらに、当社の大きな特徴でもあるグローバルな収益源の広がりも加えていきたいと思っています。特に、地政学の動きが激しい中、地域分散はますます大事になっています。或いは、アメリカ事業での当社のアップサイドも見えていますので、こういったものを組み合わせて次の中期経営計画に向けて進んでいきたいと思っています。

### <質問3>

エネルギーのトレードについて、下期に利益が偏重することは理解しましたが、アジアとヨーロッパの価格差からも利益を得ているというイメージもあります。ヨーロッパの市況の下落に伴いこの価格差が縮小すると逆にロスが出るなどのリスクはあまり考えなくてよいのでしょうか。

### <堀>

LNG トレーディングにおいては、ご指摘の価格差に着目した裁定取引が全くない訳ではないですが、非常に限定的です。基本的には左右つなぐ形でヘッジのメカニズムを使い、機能論でグローバルの活動において商機を捉えています。上半期・下半期における利益の出方は、先ほどの説明の通りです。この期間損益の変動は、現物の受渡が完了するにつれて解消されて、予算が達成される見込みです。

当社は LNG の責任あるプレーヤーとして、価格交渉を含めた契約の構築、様々な安定供給への貢献を総合的に行うからこそ、絶えず新しい案件に入り、より長いサプライチェーンの中での仕事ができています。加えて、一部数量の増加の影響もあります。キャメロンは操業が安定しており、引取数量が増えていることも収益貢献の底上げにつながっています。

### <質問4>

環境が変わってきているため、特に資源以外のところで息切れ感が出ているように見えます。化学品、鉄鋼製品、生活産業など、下期業績予想を弱めに見ているセグメントもあるので、米国の見通しも含め、肌感覚としてリスク視しておいた方がよいことがあれば教えて下さい。

## <堀>

環境に関しては、例えば自動車や化学品など、足元全体のポートフォリオの組合せでは堅調さが続いていると思います。下半期の予算については、足元の状況からは少し保守的になっていると思います。不確実性の高い事業環境なので、多少保守的に見ることはあり得るとは思っています。一方、息切れ感を感じてはおらず、今期ストロング・フィニッシュをしていきたい、と考えています。

米国については、私も先週行ってきたばかりで、様々な現場を訪問し、また多くのパートナーや当社グループの人たちと話をしてきました。確かに全体の基調としては気をつけなくてはいけない、特にマクロ環境で気をつけなくてはいけない事項は増えています。インフレ、金利動向の影響がある一方で、コロナから回復してきて、米国の企業が新たなイノベーション、新しいグローバルイノベーションをどう模索すべきかを考えるようになっているのは非常にポジティブと思っています。そのような中で、バイデン政権が出したインフレ削減法案は、米国をして一気に脱炭素に向けた事業機会を、現実的につまり投資に対するリターンを上げながらやっていく方向に大きくシフトを促す効果があると思います。それは我々も強く感じており、再生可能エネルギー等々の仕事はもちろん、自動車産業そのものにも影響があるので、米国事業はよりメニューを広げて、伸ばしていけるのではないかと改めて感じて帰国したところです。

## <質問5>

投資に関連して、もう少し考え方を教えて下さい。キャッシュ・インが当初の予想より増加している一方、投資額については当初の想定から大きく変わっていないため、マネジメント・アロケーションが増加している状況になっています。

次の中期経営計画において、投資額は増やす方向で考えているのでしょうか。また、その対象領域に関しても Strategic Focus が継続的に中心となるのか、もしくはより新しいステージの領域も考えているのかという点について投資の考え方を教えて下さい。

また、次の中期経営計画のベースとなる世界景気見通しに関して、今の考えを教えて下さい。実力値の上昇を踏まえるとキャッシュ・インが増えていきますが、投資額も増えていく方向性かと思えます。

歴史を振り返ると、リーマンショックの時期に、御社は他社と異なり期初から投資を絞り、結果として正しかったということがありました。足元の不確実性の高い状況で、投資を増やしていくべき

時期にあるのかどうかという点や、そのベースになる景気の見通しについてどう考えているかを教えて下さい。

#### <堀>

投資について、Strategic Focus の内、今回説明で触れましたエネルギーソリューションとヘルスケア・ニュートリションについては良い案件候補が増えてきており、1.5兆円を超える良質な案件があるのは事実だと思います。

既存事業の隣接という観点でも、水素・アンモニアはお客様の仕組みにも組み込ませていただき、全体でファイナンスが付くところまで仕上げる話なので、時間軸が長いかもしれませんが、なるべく早いタイミングで、プロジェクトとして成立できればと思っています。

また、再生可能エネルギー事業のリターンをより魅力的するために、例えば電力関連トレーディングや、再生可能エネルギー由来の水素のビジネスを付けるなど、クラスター型で取り組んでいく必要があります。従い、大きな金額が積み重なるイメージではないですが、厳選していく必要があると思っています。

さらに、自然資本への関心の高まりもあり、農業においてもインプットの事業が高度化していますし、投資機会もあります。これらから食べるところまで繋げて考え、ニーズが高まりそうな領域が見えはじめています。足元の中期経営計画3年目である今年に完成するものは限定的だと思いますが、次期中期経営計画でいよいよ開花する、実行できるものが一定程度出てくる確率が高いと思っています。

一方、当社として投資に対する規律はむしろ強化していくべきだと思っています。そのため、あるものは取り組まない、あるものは少し時間をかけて準備運動をしてから取り組むといった仕分けもあります。つまり、場合によっては少し時間軸をとらせていただきたいというのが我々の考え方です。

手元にマネジメント・アロケーションの余裕が増えているので投資のドライブをかけるのではなく、良い案件が日頃の活動から出てきているが故にそれを厳選し、結果的にマネジメント・アロケーションが十分あってよかったなという順番にしたいと、強く思っております。

その中で還元の充実はしていきたいです。そうすると比重はどの程度かという話になると思うのですが、そこは確りと全体のバランスをとった目線でやっていきたいと思っています。

世界の景況感に関してはたくさんの方が分析しているわけですが、結局は地域分散しておかないといけないと思っており、グローバルな地域分散をどう効果的に行うかということで一定程度、それ

に資する投資、あるいは社内体制の強化も同時に図っていきたいと思います。これは、いざというとき機動的に動ける範囲を財務的にも裏打ちされた形で行っていかなくてはいけないと思っています。その点についてステークホルダーの皆さまとご相談させていただきながら進めていきたいと思います。

世界景気が不透明なときは我々商社にはチャンスなので、メニューを広げてグローバルの分散を行い、グローバル基軸通貨での収入をしっかりと確保し、規律とコンティンジェンシー・プランを組み合わせながら対応していきたいと思っています。

### <質問6>

成長投資については、直近の利益貢献が見込まれる既存案件のポルトオン・周辺領域への投資と、時間軸の長い Strategic Focus 領域への投資があると理解しています。各々への資金配分の考え方、規模感について解説して下さい。

また、Mainstream における開発案件の取組方針について教えて下さい。三井物産は各々の開発案件に追加の資金拠出があるのでしょうか。また時間軸の観点では、それら開発案件が 2030 年に向けて集中的に立ち上がるのでしょうか。或いは年度毎に配分された、なだらかな成長を期待できるのでしょうか。

### <堀>

成長投資の例として、Mainstream についてお話させていただきます。Mainstream は従来 Develop & Sell の事業モデルでしたが、当社参画後、親会社の Aker とパートナーシップを組み、事業の保有期間を長期化し、フローでのキャッシュを取りにいくポートフォリオとして育てていく方針です。

資料 25 ページ目は現在のパイプラインですが、これに pre-development も含めると 27GW 以上となります。2030 年頃には、これらの多くがフローのキャッシュ収益として十分な状態になり、収益の柱になることをイメージして取り組んでいます。もちろんその手前から徐々に利益は出ますし、部分的なサクセスを順次お見せしていければと思います。

例えば私も先日訪問した南アにおいては、国全体の電力事業に対してしっかりと組み込まれた形で取り組んでおり、そこに電力トレーディング事業を加えていくと、更に収益力が上がる絵姿を描いています。チリの案件も現在進捗があり、同国における当社の活動と組み合わせで受注率を上げる取組み、あるいは周辺事業との組合せを行っていきます。

また、基本的には Mainstream 持分から入ってくる利益を軸に考えていますが、個別案件において当社機能があれば、個別投資することもあるかと思えます。

Mainstream のように、低炭素化に向けた新事業も Strategic Focus の大事な構成因子です。フローでの利益が将来的に確保され、当社収益の新たな柱となる見込みで取り組んでおり、再生可能エネルギーに加え、アンモニアも水素も、同様に取り組んでいます。

一方、Strategic Focus 領域に取り組むことができる土台として、ボルトオンの投資が確実に利益を出し、足元が万全であることが必要です。このような土台を基に、LNG のような長期のトランジションの仕事を、安定供給に対する責任を果たしながらしっかり収益化していきます。このような組合せで取り組むと、全体としては成長路線で、特にエネルギー、産業分野におけるポートフォリオの組替えを、やや時間軸の長い形で行っていく方針です。次期中期経営計画においても、これらをより深掘りして、議論していきます。

#### <質問 7>

鉄鉱石及び原料炭の今後の価格動向についてどのように見ているかを教えてください。

#### <堀>

鉄鉱石及び原料炭の前提価格は非開示になっていますが、基本的には足元の値段も意識しつつ、下期に関しては一定の保守性も持った予想をしています。石炭については市況のアップサイドの動きも少し意識していますが、その点も含め CFO より補足してもらいます。

#### <重田>

鉄鉱石は、足元における中国を中心とした世界的な鋼材需要の減退に伴い、短期的には強い上げの要因はないため、年末まで弱含みで推移すると見立てています。一方、例年の不確定要因である天候次第で少し価格が動く可能性は踏まえる必要があります。中長期的にも中国需要は緩やかに減退、また環境配慮による電炉生産へのシフト、即ち原料としてのスクラップ活用が拡大することが予想されるため、需要減が見込まれると考えています。

一方で、当社の鉄鉱石事業は総じてコスト競争力が高いため、価格が一定程度下落しても競合他社より高い投資リターンを確保することは期待しています。原料炭の見方も似ていますが、中国経済の動向を中心とした要因により、下期は横ばいから下落を見込んでいます。東南アジアの一部は需要回復、あるいは豪州の生産不調などの要因も聞こえてきているため、短期的な上下はあると思

ます。中長期的にも先進国では需要は横ばいから漸減、新興国では引き続き需要が強いところはあると見ています。

#### <質問 8>

機械・インフラ、化学品を中心に非資源領域の利益規模が大きくなってきていますが、今後の成長性をどのように考えているかをご教示下さい。

#### <堀>

機械・インフラ、化学品等各分野の成長性はあると思っており、特に北米、南米、アジアの自動車事業は非常に好調で今後も楽しみにしています。様々な事業モデルを地域特性に合わせて移植することもできますので、例えば Penske グループとはアジアにおける取組も共同で開始するなど、米国からグローバルへという動きもしています。特にレンタル、リース、サービス、オークション、といったありとあらゆる機能をワンストップで幅広く発揮していくことが、自動車産業の川下で益々付加価値を生むのを今実感しており、この分野におけるボルトオン投資も相当程度検討しています。

船舶部門もマーケットシェア、サプライチェーン全体におけるポジションも強化されているため、伸びしろがあると思っています。

さらに、インフラはポートフォリオの組替えやエネルギーの大転換を意識しながら取り組んでいきたいと思います。伸びている南米のガス配給事業はパートナーが今回 Cosan という会社に変わり、同社とも様々な新機軸を協議している状況です。

化学品に関してはエネルギーのトランジションにつながるアンモニアや、クリーンなメタノール、水素といった領域が有望です。水素は例えば地産地消でのロジスティクスをしっかりと組み込むことが大事なので今、米国、豪州、ニュージーランド、など色々な地域で取り組んでいますが、非常に楽しみです。

化学品では、サーキュラーエコノミーに対する様々な新しい貢献ができると思っています。プラスチックのリサイクルはもちろんですが、化学品の再利用、バイオベースのものに対する付加価値で、世界的な課題に対する高度なソリューションの提供に尽力しているので、この分野も楽しみが相当程度あると思っています。

### <質問9>

円安によって御社のバランスシートの外貨換算調整勘定が8,800億円まで膨らんでいると補足資料に記載されています。これも御社の財務体質改善に寄与していると思うのですが、外貨換算調整勘定の膨らみをマネジメント・アロケーションやさまざまな経営判断においてどう考えるのかを教えてください。

為替が1ドル当たり140~150円の際の外貨換算調整勘定なので、縮小するリスクがあると考えなのか、或いは投資判断にあたっては表面上のバランスシートの数字をそのまま受け入れるのかについて考えを教えてください。

### <堀>

足元の為替水準が一時的なものに過ぎない可能性は当然あるので、基本に従い、例えば収益がドルで上がる事業ではファイナンスもドルで行い、なるべく為替が左右でマッチングするような基本運営をしていきます。また冒頭、自己株取得の最大値1,400億円の数字のイメージを申し上げたときにドルの話をしていましたが、社内では、常に国際基軸通貨での数字も念頭に置かなければ判断を間違えるとよく言っています。

財務諸表から離れますが、優秀な人材を三井物産グループ全体で引き続き雇おうと思うと、やはり現地通貨ベース、あるいはスキルに対する市場値をきちんと理解して条件を考えなければならないので、大きな為替の変動によってこの判断を間違えないことはとても大事だと思っています。また、当社の出した成果がグローバルにはどう見えるのかということも意識しています。この点は、CFOにも補足してもらいます。

### <重田>

現在の円安に伴う外貨換算調整勘定による株主資本や自己資本の厚みを、リスクバッファーとして経営判断の目安としては使用しておらず、飽くまでフローで判断しています。キャッシュ・フロー・アロケーションの枠組みの中で、財務の健全性と成長投資、株主還元の三つをバランスよく追求していきます。これが足元はうまく機能しており、皆様へのご理解も得やすいかと考えております。従って、「外貨換算調整勘定の膨らみによる資本の厚みにより、リスクをとれるキャパが増えているから」という論理で、リスクをとっていく経営判断はいたしません。

一方で、リターン、ROE等も意識しなければならないので、TAあるいはFVTOCIは実はもう少しボラティリティを圧縮・管理していきたいところではありますが、コストとの兼ね合いがありますので、100%ヘッジしていくつもりもありません。

従って、最終的にドルベース等の外貨ベースでの数字、あるいは一過性の変動であるか否かを考慮に入れ、これらを多面的に見て、適正なエクイティの水準で、適正なりターンが伴っているかをモニタリングし、経営につなげているのが現在の状況です。

#### <質問 10>

サハリンⅡについて、新会社においても足元のオペレーションは問題ないという話がありました。ただ、中長期的に考えると、シェルがオペレーターから抜けるのは、それなりに操業の安定性に対するリスクとみなされる可能性があると思っています。特に、何らかの設備トラブル等があったときに、シェル抜きで対応できるのかという不安を感じています。そういう観点で、サハリンⅡの中長期的な安定性について、現状の見通しを教えてください。

#### <堀>

サハリンⅡに関しては、もちろんシェルの長年の貢献は間違いなく大きいのですが、既に操業を何年も順調に続けており、今のサハリンⅡに所属するノウハウや日々のオペレーションで発生する課題への対応力は、相当上がってきているのも事実です。もちろんジョイントベンチャーのレベルでは、いずれ明確になる新しい株主構成の中で、自分たちの力を謙虚に自己診断しながら対応を考えていく必要があろうかと思えます。しかし、だいぶ力を付けてきており、おっしゃるような技術リスクは相応に低減しているとは思っています。

以上