

2025年3月期 第2四半期決算説明会 質疑応答

開催日： 2024年11月5日（火） 10:00～11:20

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>

業績全体の考え方について、今期の資産リサイクル益が1,000億円超と大きいので、マーケットはどうしても来期にかけての持続性の懸念や一過性利益の剥落を見がちです。来期に向けての考え方を外的要因と内的要因から教えてください。外部経営環境について、例えば現場の声や、堀さんのネットワーク、海外の経営者との日頃の対話を通じ、今後の景気を肌感覚としてどのように感じているのか。また、内的な経営の自助努力では、例えば来期に向けて資産リサイクルの一定程度の手ごたえやミドルゲームの推進があるのか、つまり外部要因以外で確信をもった増益のメッセージがあるのか、これらの点について解説をお願いします。

<堀>

景況感を外と中の二つの面からお話しします。外部環境について、自分自身が回っていて、或いは色々な経営者と世界中で話している中で、特に国ごとや地政学のリスクは上がっており、ボラティリティは確かに上がっていると感じます。但し、米国、北米の経済は、底堅いものが続いている見方が多く自分自身もそう思います。中国も下方リスクが少し出ていると思いますが、経済運営に関するコミットメントの中国の為政者からの発信がありますので、既に若干小出しで出ていますが、纏まった形になるかどうかを注視しているところです。

また、G20 の各国・地域が独自の経済運営を模索し、或いは G20 同士の繋がりも少し変化していて、当社は北半球と南半球の両方のグローバルな地域戦略をしっかり持つことが大事だと思っています。日本国内もさまざまな課題はありますが、産業の再編が行われる中で伸びる仕事を押さえていきたいと考えていますし、色々な経営者と話している中で、日本国内でのチャンス、或いは日本と海外の新しい繋がり方も見えてきています。

大きな流れでは、各経営者や当社も含めて、手元の選択肢をなるべく厚くしておきたいのが大変本質的なことだと思っています。そのため、手元の経営の選択肢を、オプションを確保しながら、前に進めていくことがポイントと思っています。

内的要因について、資産リサイクルが今期も相応にあるのはご指摘の通りですが、資産リサイクルに関しては整理しておきたいことがあります。一つはそもそもの事業モデルの一環として資産を売って利益を実現していくモデルを行っている部門がいくつかあること。インフラの Develop & Sell や、当社のコーポレートディベロップメント本部は、ビジネスモデル上このような事業がもともと多いです。もう一つは先ほどの世界の概観の中で、選択肢を多く持ちながらポートフォリオを強くしていくために、資産の入替えを機動的かつ戦略的に、相当な決断力をもってやっていく必要があり、今はこれが重要と思っています。この数年、その実績が見えていると思いますし、結果的には毎期一定程度あると思っています。当社は相応に投資しているので、例えばこの 7~8 年をみても相当投資をしており、併せて資産の入替えをしていくということです。

中期経営計画(中経)3 年目に向けて、この 2 つの側面から、資産リサイクルは実際に起こっていくと思いますし、もちろん成果を上げながら出していきたいので、ペースは年によって多少上下しますが、そこは一定程度組み込まれていると思います。中経公表時の 3 年目の目標に、ビジネスモデルのものは別ですが資産リサイクルはそれほど入れていません。目線は多少高く、一定の商品市況及び為替にて策定した計画ですので、今足元でやっているミドルゲームからの基礎収益力の向上との組合せで、足元の施策をしっかりと積み上げていけば、市況や為替レベルに合わせて調整していきますが 26 年 3 月期の中経達成を目指していける状況になっていると思います。但し、上半期が今終わったところで来年のことはまだ若干早いので今後じっくり詰めていきたいと思っています。

<質問 2>

キャッシュ・フロー・アロケーションの考え方について、強固な財務基盤を背景に追加の設定も可能と力強くコメントしています。一方で、2,000 億円の自社株買いの積み増しにより基礎営業キャッシュ・フローに対する株主還元の割合 45%超は容易に計算できるので、これ自体はマーケット

も何もサプライズもないと思います。マネジメント・アロケーションを 4,500 億円残している点について、あるべきバランスシートやベンチマークがなかなか分からないところもあり、45%超えた先の資本効率の上げ方をどのようにイメージすれば良いか、何かヒントをお願いします。また、この強固な財務基盤、特に前中経で残している 1.2 兆円の使い方の議論の進展があれば解説をお願いします。

<堀>

キャッシュ・フロー・アロケーションについて、先ほど申し上げた外部要因を踏まえて選択肢を手元に置いておきたいということで、まさに前中経からバランスシートを少し強化させてもらった状況です。これは重要な選択肢と思っています。

いざ経営環境が振れたときに、これを頼りに耐えていくことになりますので、一定の備えが必要と思っています。一方で、同時に当社のパイプライン案件は、さらに案件そのものの数が増えています。規律を余計に利かせているので、実行したいけれども、まだ当社の目に適うリターンに仕上がっておらず、ホールドしているようなものもいくつかあります。

これが仕上げられると実行していきますので、そのときに案件の規模等によっては自社株買いの機動性とも併せて、場合によってはバランスシートにあるゆとりを活用する選択肢も辞さない構えが非常に大事と思っています。

今、中経のキャッシュ・フロー・アロケーションは基本的にはフローで見ていると思いますが、その中にバランスシートを見ながら、少し積極策を踏むこともあり得るということです。これは前から申し上げていることではありますが、今、概観する世界観も踏まえて、今回の資料において道筋を少し入れているとご理解いただければと思います。

また、還元率について、結果論として、現中経の基礎営業キャッシュ・フローの3年間の見込みに対して45%超えとなっていますが、そもそもの入り口は37%程度というモデルでつくっています。これも前中経の3年目の辺りを思い出していただくと、株主還元率が相当上がり、その3年間の実績を見た上で、次の中経はこれをベンチマークとして提示するのがよからうということで、37%を出しました。その後、順調に1年半経っており結果的に株主還元を少し増やす形になっている。このような感覚でいます。

投資家、市場とのエンゲージメントも継続しながら、次期中経をやるかやらないかはまだ決めていませんが、現中経の後の事業計画を発表する時にベンチマークを出していきたいと思っています。現中経の実際の動きを見ながら、次のことを考えていきたいと思っています。但し、時期的に詳しい議論するのは時期尚早と思っています。資本効率と資本に対するリターンのベンチマークも当

然、同時に提示していくこととなりますが、まだ1年半経ったところなので、現中経3年間は今のベンチマークを続ける中で株主還元率が結果的に上振れしていると理解していただければと思います。

<質問3>

資料10ページの基礎収益力の拡大の進捗について、資料16ページの要素別増減分析では前年同期比で160億円の基礎収益力マイナスですが、資料10ページでは1,200億円増益になっています。この差について教えてください。

<堀>

基礎収益力の拡大の進捗については、資料10ページがポイントです。資料16ページの前年同期の比較では前年からの反動もあり、基礎収益力の拡大が見えにくくなっています。資料10ページの既存事業強化やターンアラウンド等は年間ベースの数字ですが、上半期の効果が入っています。

一方、既存事業強化では外部環境等によるマイナスがあります。例えば鉄鋼の市況が少しアゲインストで想定通りの既存事業強化の数字が出ていない、水産事業における市況の影響、あるいは穀物集荷事業が足元では対応に苦労している等ありますが、これらは下半期に回復してくると思います。このように環境要因の影響で低迷している部分については、基礎収益力の拡大から引き算しています。また、コーヒートレーディングについては、23年3月期のベンチマークに比べるとターンアラウンドでプラスになっていますが、予算に対しては未達でまだ課題があると思っています。在庫のポジション圧縮や、コーヒー相場のバックワーデーションが継続する中でヘッジコストの影響を少しでも緩和していくような手を打っています。このように各論を見ると、まだ宿題が手元にある状態は変わらないと思っています。然しながら、この基礎収益力の拡大1,700億円のターゲットを中経3年目において実現することに対して、1,200億円までの進捗には手ごたえを感じています。新規事業の収益貢献も積み上がっており、中経3年目で目標の600億円が見通せる状態と評価しています。全社一丸となつてのミドルゲームなので、一つ一つの各論をつなげていくことは非常に大事と思っています。

赤字事業からの撤退については、170億円の効果が出ています。1件1件はそれほど大きくなく、小口の集積ではありますが、ここは効き方が非常にはっきりしています。一過性のロスが出ることもありますが、撤退損を吸収しながら、将来の基礎収益力の強化につなげる大事な作業ですので、特に力を入れています。

<質問 4>

中経の半分が終わって、約 1 兆円の成長投資を実行していますが、ここまでの進捗についての評価をお聞かせください。また、中経の後半戦における成長投資の見通しについて教えてください。

<堀>

成長投資については、足元のパイプラインの案件は前よりさらに増えています。今後実行していく確度が高い案件として、当社がよく知っている分野やその隣接地で、当社に知見があると自覚があり、また当社が主体者として進めていける案件がいくつかあります。一方、投資規律を非常に利かせていますので、目標リターンが取れなければ実行しません。実行するときは比較的大型の案件が出てくる可能性はあります。これは嬉しい悲鳴ですが、複数案件が実現するときは会社の懐をよく考えてやっていきたいと思っています。

パイプラインの案件には、すぐ収益に貢献する即効性のあるものと、長期的に当社の収益基盤を万全にするものがあります。両方に投資した方がバランスがとれるので、そのような舵取りでポートフォリオの強化をしていきたいと思っています。

<質問 5>

決算説明会資料 10 ページにある「基礎収益力拡大の進捗状況」について、全体として順調に進捗している印象です。領域別などで見ると、当初の想定より順調に進捗しているものと、逆に想定通り進捗していないものがあると思いますが、こういった領域が該当するか教えてください。また、その際進捗が順調である背景や、順調でない場合の原因がどこにあるか、また今後どのようなミドルゲームを通じて改善に繋げようとしているか教えてください。

<堀>

順調に進捗している領域としては、船舶部門、米州の自動車関連は比較的良いと思います。化学品も順調だと思います。生活産業分野では、三井製糖や、フィード・ワン、あるいはブランド事業も想定通りに進捗しています。

一方、コーヒートレーディングは注力していますが、市況環境は向かい風の要因が多く、成果に繋がられるよう手を打っています。また、決算説明会資料に創薬支援ファンドと記載していますが、ポートフォリオの中で少し綻びが出ているので、挽回していく、あるいは投資モデルを少し修正していくようなことも取り組んでいます。

ご紹介した領域は各論になりますが、経営としてそういう見方でポートフォリオ良質化を、ハンズオンで実施していることが大事だと思っています。現場の関係者もよく意識してやっているので、「基礎収益力拡大」に向けた取組みを中経に取り入れてよかったと思っています。

新規事業からの収益貢献も、比較的順調に進捗しています。国内の BPO（含むフードサービス）は順調に計画どおり進捗していますし、フードサイエンスや、タイのガス火力発電なども順調に進捗しており、手ごたえを感じています。

エビ等に代表されるタンパク質ポートフォリオに力を入れています。今は市況に打たれているところがあります。来期に向けて回復を期待していますが、足元の収益基盤と市況は少し区別して、今後お見せすることも考えています。

<質問 6>

キャッシュ・フロー・アロケーションについて教えてください。決算説明会資料 11 ページに記載ある「強固な財務基盤を背景に追加の設定も可能」というところは、前中経 3 年間で財務体質を強化された部分のことを指し、そのためこの中経で株主還元後フリー・キャッシュ・フローを完璧にプラスにする必要はないということと推察しています。

そのとき、目指す指標、もしくは気にする指標を教えてください。例えばネット DER でこの水準までは許容できる、もしくは ROE 目標は現在 12%ですが、投資が想定より進捗しているので、次期中経につながる意味で意識が上がってきているかなどということ。キャッシュ・フロー・アロケーションにおける負債の使い方及び ROE に対する考え方を教えてください。

<堀>

指標について、例えばネット DER で目標を設定するかというと、当社は、今は設定しないというポジションです。世の中の変化が激しいことを踏まえ、ネット DER の目標を固めることにより、足元の選択肢を失いたくないというのが率直なところ。です。

ただ、今のネット DER を維持する必要性が高いのかというと、そうは思っていないと言えるかと思います。もう少しネット DER を緩めることは可能だと思っていますが、今晚に予定される米国大統領選など、これだけ経営環境が動いているときに、目標ネット DER を掲げる方にリスクがあると思っています。

ROE は、この中経は 12%以上の目標がありますが、投資家の皆さまに 2 桁の ROE を前提に、当社のポートフォリオの潜在性から考えてもこれぐらいは期待できるだろうということについて、絶えずレバレッジのあるべき姿と ROE を考えながらやっていきたいと思えます。

また、長期的に保ちたい ROE がありますが、それに加えて、短期の強さの双方を追っていききたいと思っており、足元の ROE の水準は重要視しています。

<質問 7>

一つひとつの案件で、基礎収益力強化の結果を見せて頂くことが大事だと考えています。米国の事業環境は底堅いというコメントがありましたが、例えば北米のトラックリース事業は好調期に比べれば減速感が見られます。また、同じく機械・インフラセグメントでは Mainstream の赤字額が縮小してはいますが、今後、本格的な立ち上がりを迎えるにあたってどういう見立てを持っているかお聞かせください。米国が利下げに転じていく中、向かい風が追い風になる部分もあると思えますが、特に機械・インフラセグメントを中心にミドルゲーム、基礎収益力の強化に取り組んでいる成果がまだ見えていない分野について教えてください。

<堀>

北米のトラックリース事業は、コロナ禍後のサプライチェーンが混乱した時点を基準にすると見誤りますが、サプライチェーンが正常化した状態で基礎収益力が伸びるかという点については手応えを感じています。前年度対比では少し減速しているように見えますが、ベースの取扱いや取扱商品の幅は拡大していくと考えており、米国景気の潜在的な強さを取り込めるようモニターしていきます。また、よく分かっている周辺事業として出資した米国の中古トラックオークション事業は、当社の北米モビリティ事業に補完的かつ収益に即効性のある事業です。

Mainstream は成果を出したいと考えていますが、足元はターンアラウンドの対応をしています。チリのポートフォリオを整理する一方、例えば南アフリカや豪州等の案件は有望で、地域のバランスを変えているところです。電力マーケットを含めて再生可能エネルギー事業への投資には様々な規制があります。これは例えば火力発電の長期 IPP 契約のストラクチャーとは異なり、練度が足りていません。リスクを取る人が適切なリターンを得られるよう、産業全体が自己変革しながら進んでおり、当社はその半歩先に動き Lesson Learnt を活かして収益化したいと考えています。

また、足元では建設機械や船舶事業で基礎収益力向上の成果が出ており、引き続き機械・インフラセグメントを当社の新たな収益ドライバーとして見て頂けると考えています。

<質問 8>

「新規案件の収益貢献開始時期」のスライドは分かりやすく、年が進むにつれて、先々の絵が具体化するの理想です。27/3期以降が一括りになっていますが、27/3期に収益貢献を開始するものとそうでない案件があると思います。パイプライン案件が積み上がっている中、より具体性や確度が高いもの、前倒しで収益貢献を見込む案件があれば教えてください。

<堀>

27/3期以降に示している案件のうち、どの案件が27/3期に収益貢献を開始するか、確たることを申し上げるのは時期尚早ですが、金属資源やガスの事業等で手を打っています。LNGの開発事業はプロジェクトの期間が長くランプアップまで少し時間を要するので一つずつ精査してお話する必要がありますが、全体として金属資源、天然ガスの開発事業は一定の成果が毎年少しずつ出てくると見ていますし、再生可能エネルギーはターンアラウンドを進めたいと思います。クリーンアンモニアやクリーンメタノールの案件も着々と進めており、規模の経済を達成するまで出だしは緩やかですが、27/3期以降の収益貢献が期待できます。CT Corpについても、将来のキャピタルイベントを目指して取り組んでいます。

<質問 9>

LNG事業に関して、配当、物流それぞれ前回予想から何が変わって今回増益要因になっているのか、その持続性と併せて教えてください。また、LNGに関してはここ数年、期初の見通しを超える水準感で収益を出されていると思いますが、現在三井物産が想定するベースとしての利益水準も上がってきているのか、中経の初年度で考えていたところからは少し上がってきているのか、一過的ではないかもしれませんが想定以上に利益が出過ぎているのか、肌感覚に関してコメントをいただければと思います。

<堀>

昨年比較では今期はやや平準化していますが、当社のLNG事業の配当や物流は、利益の実現が下期に傾斜しております。配当も物流も期首の想定よりも活発で、例えば物流では需給調整機能をお客様に提供している中で仕事の機会が想定よりも増えたことで、物流利益のアップサイドが顕在化していくことを下期の予想に入れております。

配当も足元では好調に推移しており下半期の数字を修正しております。ここは積上げで相応の確度を見込んでおり、LNG 事業のアップサイドがある程度顕在化していると考えていただければと思います。

利益水準に就きましては、例えばアメリカのキャメロン LNG 事業の生産量が順調に推移すると、当社が扱う LNG の量も増えていきます。LNG の生産計画は、標準的な前提を置いて期首に策定しておりますが、順調に生産が進んで少し計画を超える量となった場合には、当社の物流や需給調整機能に基づくさまざまな仕事の機会が増えることは事実です。これは事業計画に織り込む性質のものではないと考えており入れておりません。

<質問 10>

上期の進捗率があまり高くない化学品、鉄鋼製品、生活産業それぞれの下期に向けてのキャッチアップ要因としてどういったものがあるのか、定性要因でも良いので教えてください。

<堀>

当社は四半期ごとの予算は発表しておりませんが、今年度の純利益見通しはどちらかというと下半期傾斜型となっており、上半期もおおむねインラインで進捗しているというのが当社の手ごたえです。ただ、仰るように一部キャッチアップが必要な部分もあります。

例えば鉄鋼製品では鋼材の需要が上半期はだいぶ弱かったことで、下半期では米国の利下げなどを通じてトレード量や生産量を含めた一定程度の回復を見込んでおります。コスト削減等の徹底は行われていますので、この効果は確実に出てくると思いますが、鉄鋼製品に関しては多少のキャッチアップが必要と思っています。

化学品は上期も基礎営業キャッシュ・フローは順調に進捗しており、当期利益は一部資産の減損がありました。下半期には川下の領域で資産のリサイクルが予定されておりキャッチアップしていくことを見込んでおります。そういったことも含め、事業計画を達成する方向で進捗していると考えております。

生活産業は、先程も申し上げたようにコーヒートレーディングのターンアラウンドを一定程度見込んでおり、これを実行していく必要があります。それから食料や流通事業では年末に向けての需要増をある程度見込んでおり、これを下半期に計画しております。生活産業全体では、FVTPL の改善等も見られておりますので、下半期に若干キャッチアップは必要だと思っておりますが、足元の積上げで今回の数字を出しております。

次世代のところで、一部計画では想定していなかったキャピタルゲインやFVTPLが盛り込まれていますが、これは積上げで出てきているもので、確度は非常に高いと思っております。そのような形で下半期を見ております。

全体的な確度としましては期首計画からインラインで、いくつかご説明申し上げているアップサイドが出ていますので、一部上方修正しているという総括ができると思っております。

<質問 11>

決算説明会資料7ページを見ると、機械・インフラ、次世代・機能推進の両セグメントの上方修正要因は資産リサイクル益となっており、後者の資産リサイクル益は、事業計画には織り込まれていなかったものという説明がありました。今期の上方修正に関して、もともと来期以降に見込んでいた利益が今期に前倒しで発生したなどの要因はありますか。

<堀>

年間予想の事業計画対比での上方修正要因に関して、来期に予定していたものを前倒しした、来期に発生する利益を先取りしたというものはありません。今期、通常の事業活動の中で発生した機会を拾えたのご理解いただければと思います。

<質問 12>

金属資源セグメントと鉄鋼製品セグメントの下方修正は、鉄鋼需要が弱いことが背景かと考えています。下半期の鋼材・鉄鉱石の市況・需要の想定を教えてください。

<堀>

金属資源・鉄鋼製品の両セグメントについては、中国要因は一定程度、モニターしていくべきと考えています。中国の不動産に関する各種政策は小出しに出されていますが、もう少し纏まった形で出てくるかどうか、また中国からの鋼材輸出状況も注視しています。

現状よりさらなる悪化があった場合は対応が必要となりますが、今足元で見えている状況は、両セグメントの市況要因として業績予想に織り込んでいます。

また、鉄鉱石の海上貿易に関して、中国現地の鉄鉱石生産者の競争力を考慮すると、鉄鉱石価格には一定の下方レジリエンスはあると思います。現在では中国が最大の鉄鉱石需要国ですが、中期的

には、鉄鋼生産地域がインドなどに分散していく動きもあります。そのようなマクロの動きをよく見ながら、機動的に対応していきたいと思います。

<質問 13>

中経期間中の成長ドライバーとして挙げているヘルスケアとタンパク質について、現状の評価と今後の展開、特に注目ポイントがあれば、詳細を教えてください。

<堀>

タンパク質は、直近の案件ではエジプト、インドでのブロイラー事業があり、エジプトは地中海やアフリカ、インドはインド自体において人口と消費が伸びゆくところで投資を決定でき、非常に良かったと思います。エビやサーモンも飼料効率の良いタンパク質源であり、引き続き面でも対応していきたいと思います。若干、今は市況が弱く、特に主力の米国でのエビ、サーモンの市況が緩んでおり、ここは注視していきたいと思いますが、足元のオペレーション、それから将来のアップサイド取込みという意味では、着実に進んでいると思います。特にタンパク質は、例えば鶏だと種鶏、エビやサーモンだと稚エビや卵といったジェネティクスのところ的大事であり、飼料、アニマルヘルス、ジェネティクスに関する事業を選択的に増やし、全体でエコシステムを作っていきたいと考えています。

ヘルスケアは、上半期 IHH の取込みがほぼ 150 億円水準になっていますが、IHH では病院の M&A が相当進んでおり、買収後のインテグレーションも前より高い練度で行われていると思います。買収により病院を増やしていくこともビジネスモデルになりますので、そのような手法も含めたオーガニックグロースが相当期待できると考えています。ヘルスケアは病院事業を中心としていますが、その手前の新しい医療サービス、ヘルスケアサービス、それからフードサイエンスのところで未病対応のものがあ、最近ではロート製薬と共に漢方薬製造販売企業の Eu Yan Sang への投資を実行しています。これも相乗効果があると思いますし、アジアで伸びていますので、この分野も期待できると考えています。病院事業から未病、ニュートリション、ニュートリションに欠かせない非常に重要な食品や科学、例えば Nutrinova の合成甘味料もそのうちに入るとは思いますが、全体を見ながらウェルネスのエコシステムを作っていくところに長期的な戦略目標を置いており、ここは着実に伸ばしていきたいと考えています。

<質問 14>

ヘルスケアは加速しているのでしょうか。

<堀>

加速させていきたいと思っておりますが、既存の事業に M&A をかけていくとマルチプルが高過ぎるため、ディシプリンを利かせ、もう少し早めに入る、機能から入る、あるいは今のプラットフォームから成長していくといった方法により、選別的な案件形成で加速させていきたいと思っております。また、以前よりお話ししているヘルスケアデータについては、今発表する案件はないものの、知見を増やしています。NVIDIA と連携し、コンピューティングタイムと様々な付帯サービスを組み合わせ、日本の製薬企業向けに創薬支援を行っています。創薬における現場、病院のあり方、そこでの治験の行い方もどんどん変わってきており、当社はそれらを第一線で見ているので、そこから出てくる新規事業は大いにあり得ると思っております。具体的にお話しする案件は手元にまだありませんが、中長期的にはこの辺は踏み込んでいきたいと思っております。

<質問 15>

資料 10 ページの赤字事業の撤退について、グロスでどの程度の赤字事業があるのか教えてください。

<堀>

例えば、金属資源やエネルギー事業の開発段階において赤字が出てくる部分は当社のビジネスモデルとしてありますが、殆どの会社は先行投資による赤字となります。そうではなく、ゴーイングコンサーンとして赤字を出している状態が一番良くないため、これらを徹底的に一つ一つ拾い、改善させるため、赤字事業の撤退リストを作って対応しています。小さいものが多いですが、そこに割いている経営資源がもったいないので、経営資源を有効活用する意味も含めて、徹底的に取り組んでいます。

<質問 16>

資料 9 ページのパイプライン案件について、26 年 3 月期に Waitisia が増益要因として掲載されています。来期に向けての Waitisia の改善、増益要因の確実性、あるいは利益の貢献額がこういった規模感なのか、教えてください。

<堀>

来期にかけてあるマイルストーンを達成していくと思っています。アップデートする機会があれば
またご説明させていただきます。

以上