2027 年 3 月期　第 2 四半期決算説明会　質疑応答

開催日：　2026 年 11 月 6 日（金）　10:00～11:30

説明者：	代表取締役社長 CEO	堀　健一
	代表取締役常務執行役員 CFO	田中　誠
	常務執行役員 経理部長	栗原　雅男
司会進行：	IR 部長	橋本　明信

質疑応答

＜質問 1＞

エネルギー事業について、数量増加や機能高度化により来期以降の増益を見込んでいるとの説明がありました。中東情勢が落ち着いた場合でも増益を実現できるという理解で良いでしょうか。また、具体的な増益要因について教えてください。

＜堀＞

LNG トレーディングでは、27 年 3 月期後半からこれまで構築してきたさまざまな取引のデリバリーが実現し、28 年 3 月期以降も継続すると考えています。

28 年 3 月期以降は、当社が自己名義で取扱う LNG の数量増加に加え、ボラティリティの高い市場環境におけるトレーディング機能や需給調整機能の高度化による更なる利益貢献を見込んでいます。

27 年 3 月期から 29 年 3 月期までの 2 年間で、ミドルゲームによる増益を 700 億円見込んでいますが、この内の相当な部分を 28 年 3 月期の LNG トレーディングによる追加的な利益貢献だけで実現できると考えています。来期の事業計画策定はこれからであり、今後、精緻に予算化する必要はありますが、取扱数量の拡大や機能の高度化を踏まえ、力強い業績につながると見ています。当然、市況の影響は受けますが、ダウンサイドリスクを抑えながら成果を実現する管理能力も向上しています。

エネルギーにおけるもう一つの増益要因は、豪州 Waitsia による利益貢献です。当社がオペレーターを担い、豪州国内向けガスと LNG の双方を取扱う案件で、今期から来期以降のアップサイドを期待しています。

＜質問 2＞

金利が世界的に上昇する中、Rhodes Ridge や LNG 事業など、投資から収益貢献開始までの期間が長い案件も多いと理解しています。支払利息が資産化されている場合、損益計算書には表れず利息負担の影響が確認できませんが、どの程度あるのか教えてください。

＜堀＞

Rhodes Ridge に関する支払利息のうち、鉱業権に対応する部分は貸借対照表上で資産化しています。これは、案件がそのような会計処理を行える段階まで進んでいることを示しています。

他方で、通常の事業における金利上昇の影響は損益計算書に表れています。金利上昇と健全なインフレは連動し、一定の遅行性はありながらも当社のビジネスモデルでは売上総利益に反映されるため、大きな懸念はもっておりません。

新規投資については、長期金利の上昇に伴って加重平均資本コスト（WACC）も上昇するため、ハードルレートの調整を行っています。投資の審査は、こうした前提を反映して厳格に行っており、事業部の現場においてもそのような認識をもって案件の検討を進めています。

＜質問 3＞

中東情勢の影響（説明会資料 8 ページ）として、今期はネットで 400 億円の増益が見込まれていると理解しましたが、LNG トレーディング以外の増益要因の内訳と、中東情勢が平常化した場合の来期以降の利益見通しについて教えてください。

＜堀＞

ホルムズ海峡などのチョークポイント(物流やエネルギー輸送が集中する重要な海峡や運河)が安定すれば、一部の市場は落ち着くと考えていますが、ボラティリティが高い状況下では、エネルギーを巡る

新たなチョークポイントが発生することも見据えて事業運営を行う時代になったと認識しています。メタノール事業は、ホルムズ海峡の状況が安定し、サウジアラビアからの供給が回復することは当社にとってプラスとなります。価格が過去の水準に平準化した場合でも、サプライチェーンのレジリエンス確保に伴い、当社のトレーディング機能に対する需要が増加していることから、市況要因による減益を補えると見ています。タンカー事業は、市況変動が大きい事業ですが、傭船料などの前提は比較的保守的に設定しています。化学品トレーディングの取引量も引き続き活発に推移すると見ています。最近では AI を導入し、同じ人数でより多くの取引や提案に対応できる体制を整えています。米国の Novus では、中東からの原料供給の制約がある一方、米国で液体メチオニンを供給できる唯一のプレイヤーであることに加え、米国の関税政策がプラスに作用しています。

これらの要因を総合すると、中東情勢に伴うボラティリティなどによる 400 億円の増益効果は、LNG 関連の寄与を中心に、28 年 3 月期以降は拡大すると見ています。

＜質問 4＞

キャピタル・アロケーション（説明会資料 12 ページ）について、マネジメント・アロケーションを 1,300 億円拡大し、未決定ながら確度が高まった成長投資として 8,000 億円を示されています。追加の成長投資と株主還元やネット DER に関して御社内でどのような議論がされているか教えてください。

＜堀＞

8,000 億円の成長投資については引続き未確定ですが、確度が高まったことから、より明確に示しました。レジリエンス強化を目的とする案件を含め、当社に対して共同で取り組みたいという提案が増えており、投資パイプラインも拡充しています。金利が上がっている環境であっても十分なリターンを得られる優良投資は、積極的に追求しますが、株主還元も同時に積極的に進めます。

株主還元のうち、既に公表済みの内容に加え、累進配当の増加分や追加の自己株式取得についても、市場環境を見ながら、比較的早いタイミングで機動的に実施する考えです。

成長投資と株主還元は、どちらかを選ぶものではなく、優良投資を実行すると同時に、自己株式取得によって資本効率を向上させることが絶対的に重要です。このため、キャッシュ・アウト総額は 6 兆円程度まで拡大することを想定しており、その場合ネット DER は示しているレンジの上限に近づく可

能性があります。29 年 3 月期の ROE12%超を稼ぐ力と資本効率の双方によって達成し、次のステージを目指すため、現中経でキャピタル・アロケーションを積極的に進めていきます。

＜質問 5＞

ロシア当局が外国企業の現地法人を管理下に置く事例が報じられています。同様の事態が御社のロシア事業で発生した場合、サハリンⅡ事業から日本への LNG 供給停止や受取配当金の減少など、どのような影響が考えられるでしょうか。

＜堀＞

当社のサハリンⅡ事業は、日本 LNG 輸入の約 9%を占める重要な供給源です。サハリンⅡのパートナーや日本政府と連携し、引き続き制裁を遵守しながら、日本への安定供給を継続していきます。

＜質問 6＞

ミドルゲーム（説明会資料 15 ページ）の説明において、鉄鉱石、原料炭、銅事業の数量増が見込まれておりますが、それぞれどの案件で数量が増えるのでしょうか。また、鉄鉱石事業においては、Simandou からの増産などで供給が増加する中でも、増益を見込むのか教えてください。

＜堀＞

鉄鉱石については、Simandou から実際に供給されている数量は海上貿易全体に対してまだ限定的で、ランプアップも段階的に進んでいると理解しています。

新規案件は対外的に発表され、認識しやすいですが、今後終掘を迎える鉱山も出てきます。また、中国に続く需要国としてインドやアジア諸国が鉄鉱石の輸入を開始しており、鉄鉱石の海上貿易市場の基盤は強固だと考えています。

生産面では、中国国内の鉄鉱石生産者は相対的にコストが高く、当社が参画する鉄鉱石事業は、Rhodes Ridge も含めコスト競争力、埋蔵量、品位の面で優位性を有しています。

銅については、チリの Collahuasi 及び Anglo American Sur にて、28 年 3 月期以降の生産量回復が見込まれるほか、Vale も銅事業を拡大しており、同社配当を通じた間接的な貢献も期待しています。原料炭については、サイクロンなどの影響で減少した生産量の回復による増量を見込んでいます。

＜質問 7＞

トレーディング機能の高度化による 29 年 3 月期に向けた増益は、リスクを取って取扱数量を確保することでリターンを拡大する計画でしょうか。それとも、プロジェクトからのオフテイク権などを活用し、取扱数量を増やす計画でしょうか。収益向上の再現性と、増益実現までの時間軸という観点で教えてください。

＜堀＞

LNG トレーディングに関しては、26 年 3 月期の取扱数量約 1,200 万トンに対し、今後数年間で契約に基づく数量が約 300 万トン増加する予定です。交渉中の案件やスポット取引分を含めると、2030 年には当社の自己名義取扱数量として年間 1,500 万トンから 2,000 万トンを見込んでおり、量の拡大を通じて再現性を高めていきたいと思っています。また、モザンビーク LNG や Ruwais LNG などのプロジェクトからの取扱数量も加わることでよりプレゼンスが高まり、トレーディング機能との相乗効果も追求していきます。

化学品では、物流施設、貯蔵設備、パイプライン、専用船などの既存の資産に加え、必要な資産を追加していきます。これらの資産と当社がトレーディングを通じて培ったネットワークを組み合わせることで相乗効果があるので、リスクポジションを大きく引き上げなくても商流と取扱量を増やすことで収益を高めることができます。また、メタノールやメチオニンなどの製造事業との組合わせや、AI を活用し、同じ人員数でより多くの取引ができる体制の構築も進めています。

このように、エネルギーや化学品のミドルゲームでは、トレーディングを軸としつつ、周辺資産との組合わせによる収益拡大をしていく方針です。

＜質問 8＞

Penske Automotive Group への投資を発表されていますが、成長投資を行う際には、投資損益を取り込むだけに留まらず、その後のシナジー効果発揮による収益力向上が重要と考えます。投資後に ROIC をどのように高めていくのか、教えてください。

＜堀＞

Penske Automotive Group の浮動株買収に関しては、現段階では既に開示させて頂いている内容以上の回答は差し控えさせて頂き、買収が完了しましたら、改めてお話させていただきます。

一方で、これまでの同社との取組みを通じた一般論をお話させてください。自動車産業では様々な技術革新が起きており、消費者との接点に関しても、メンテナンス、商用車や商用トラックのフリートマネジメント、レンタル・リースなどの金融的な手法を含め、お客様の便益を高めるサービスが重要になっています。当社はこの様な点に関してもパートナーとして共に取り組んでおり、バリューチェーンにおける一例として Taylor & Martin のようなトラックオークション事業があります。また、既存のパートナーシップの中では欧州、豪州、アジアなどへの地理的展開に取り組んでいます。このような、自動車産業に付随する新たな事業の深掘りと、地域的な広がりの双方に大きな可能性があると考えており、クロージングができた際には、改めてご説明させていただきます。

＜質問 9＞

マネジメント・アロケーションのうち、成長投資へ 3,500 億円を配分しています。また、レジリエンス強化に資する案件のパイプラインも拡充しているとことですが、投資を通じてどのようにレジリエンスを高めていくのか、今後想定される投資と併せて教えてください。

＜堀＞

一つは、優良案件のリスクを、専門性を持つ複数のパートナーで共有しようとする動きです。従来は、当社が参画を希望しても、参画余地がない案件が相応にありましたが、案件のレジリエンスを高めるには、多様な機能を持つパートナーが必要であるとの認識が広がっています。当社のように他産業との幅広い接点を持つ商社が参画することで、有事の際に多様なアイデアを提供できることを評価いただき、参画の機会が増えています。

また、トレーディングを支える物流設備など、レジリエンスの確保に必要な防衛的アセットの価値も高まっており、投資対象になり得ると考えています。

加えて、当社は、新興国と先進国のバランスを取りながらポートフォリオを構築してきました。パートナーからは、このバランスの取り方を評価いただき、共同で案件に取り組みたい、あるいは当社がノウハウを提供するケースなど、当社ならではのディールフローが生まれています。

こうした動きには、事業会社だけでなく、プライベート・エクイティをはじめとする金融投資家も加わっています。今後は、事業会社と金融投資家を組み合わせた案件が増えると見ており、このネットワークはポートフォリオの組替えにも活用できるため、今後さらに広げていきます。

＜質問 10＞

第 1 四半期から第 2 四半期にかけて、ROE12%超の達成や資本効率の向上に対する経営の姿勢が、以前より積極的になったように見えます。経営の議論にどのような変化があったのでしょうか。

＜堀＞

キャピタル・アロケーションの基本的な枠組みに変更はありません。従来から、キャッシュ・アウトの上限を引き上げたいと考えていましたが、今回はその考えをより明確に示しました。

中東での紛争が発生した当初は、不確実な情報が多く、状況を見極めながら対応する必要があった為、より慎重な施策も選択肢として考えていました。

しかし、第 2 四半期までの業績と今後の利益源を確認した結果、足元の収益基盤を固めることができたと評価しています。また、中東情勢を受けて高まったボラティリティやレジリエンス強化への需要を収益として取り込めていることで、自信を深めることができました。

今後はより高い水準での拡大均衡を目指しており、前回から見直した点は、キャッシュ・アウト総額の目線を 6 兆円超に引き上げたことです。成長投資によってリターンを高める施策と、資本効率を向上させる施策をバランスよく進めます。中経 3 年目の目標達成に加え、その先を見据えた施策も、市場動向を見極めながら早期かつ機動的に検討していきます。

また、現中経の先に利益貢献が期待される複数のプロジェクトには、非常に優良な案件がそろっています。これらが組み合わさることで、利益水準の大きなレベルチェンジが期待できると考えており、その実現に向けて、現中経期間中から着実に手を打っていきます。

＜質問 11＞

資産リサイクルの見通しを上方修正した背景について、従来見込んでいた案件の具体化、売却対象の拡大、売却価格の上昇など、どのような要因があるのでしょうか。また、未決定の 8,000 億円以外の追加成長投資について、案件の規模感を教えてください。

＜堀＞

資産リサイクルの取組みは一段と強化しており、ポートフォリオ委員会を中心に、全保有資産について継続保有とリサイクルのどちらが適切かを、短期・中期・長期の時間軸で精査しています。

当社が保有し続けるよりも、他の保有者が価値を高められる資産や、売却資金を当社の得意分野に振り替えた方がよいと判断した資産は、機動的に売却します。現場だけでは売却の判断が進みにくい案件については、経営が直接関与して進めるケースも増やしています。また、保有中に資産価値を高め、より高い価格で売却することは、ミドルゲームの延長線上にある取組みであり、社内への浸透を図っています。

さらに、世界中の金融投資家や事業会社などの買い手候補と日常的に対話し、時間差を伴うアセットスワップに近い取引も含め、選択肢を広げています。

29 年 3 月期の利益見通しは、一過性などを含まない継続的な事業収益による積み上げが基本となりますが、資産リサイクルによる売却益は、年度によって増減はあるものの、利益見通しに対して追加的なアップサイドになり得ます。資産リサイクル益の予算化は難しいため、エンゲージメントを通じて状況をご説明していきます。

＜質問 12＞

ウェルネスエコシステムでは、今期の基礎営業キャッシュ・フローの見通しを 200 億円に下方修正しています。タンパク質、流通、ヘルスケアの現状と、収益を改善するための施策を教えてください。

＜堀＞

上半期のウェルネスエコシステムセグメントは、当社の見通しを下回る少し苦しい展開となりました。タンパク質関連では、関連市況の下落が影響しました。流通では、国内事業の先行費用発生に加え、米国の主力事業でレストラン業界向けの取引が伸び悩み、利益率が低下しましたが、米国ではすでに改善策を実行しています。ヘルスケア関連では、保有する金融資産の公正価値評価の変動が損益に影響しました。

下半期に向けては、タンパク質関連市況が回復していることや国内流通事業においても下半期に季節的な需要増加が見込まれ、先行費用の影響も減少するため、回復を見込んでいます。また、IHH Healthcare が買収などを通じて病床数を着実に増やしており、今後さらに数千床を追加する計画です。デイケアという新たな事業モデルも加わっており、デイケア事業自体の収益に加え、病院事業全体の効率化にもつながるため、引き続き IHH Healthcare のオーガニックグロースを期待しています。

さらに、IHH Healthcare が保有する医療データを基盤に、アジアのがんデータをプラットフォーム化する取組みが進んでいます。米国の先端的ながんセンターにも参加していただき、製薬企業や AI 企業に対してヘルスケアデータを活用したサービスを提供する事業を構想しています。この分野は立ち上げの段階ですが、収益性と将来の成長性を見極め、優良な案件としてまとめるべく積極的に進めていきます。

＜質問 13＞

モビリティ・デジタル・インフラは今期の主要な収益貢献領域の一つですが、成長投資による収益貢献開始時期（説明資料 13 ページ）のチャートには関連案件が少ないように見えます。今後のセグメントの成長性をどのように見ればよいでしょうか。

＜堀＞

自動車分野では、一つ一つの案件規模は大きくありませんが、ディーラーシップや金融事業など時間の経過とともに着実に利益を生む案件を北米、中南米、アジアを中心に積み上げています。

自動車分野は年々収益力を高めており、当社の中核事業となっています。

船舶分野では、トレーディングに加え、自社船の保有や合弁事業を展開しています。資産回転型の事業であり、個々の船舶への投資規模は必ずしも大きくありませんが、全体として規模感のあるポートフォリオを構築しています。

また、説明会資料（説明会資料 13 ページ）に 27 年 3 月期の収益貢献開始案件として記載している船舶保有事業についても、現中経の成果として今後の貢献を期待しています。

＜質問 14＞

現中経を進めるにあたり、現在最も警戒しているリスクは何でしょうか。北米における関税などの政策リスクも含めて教えてください。

＜堀＞

最も警戒しているのは、日頃のシナリオから外れた地政学的リスクです。例えば、中東以外のチョークポイントが影響を受けるなど、従来は発生しないと考えられていた事象が起きた場合に、当社がどれだけ機敏に対応し、お客様への機能提供を継続できるかが重要です。このため、会社全体でシナリオ分析の幅を広げています。

政策リスクについても、影響を分析した上で、事業ポートフォリオの分散の中で、地域軸と商品軸できめ細かく対応し、機敏に動くことが重要です。

また、保有しているアセットの本質的な流動性も重視しています。新たな危機が発生した場合に、比較的短い期間でポートフォリオのあり方を調整、移動できるように、実行可能性を絶えず意識してあげておくことが大事であると考えています。

＜質問 15＞

Berkshire Hathaway との関係について、従来は純投資という形であった中で、近年はシナジーという言葉も聞こえるようになっています。具体的な協業に向けた議論が、以前より深まっているのでしょうか。

＜堀＞

Berkshire Hathaway にとっての当社株式は、純投資としての長期保有という位置付けから変わっていないと認識しており、日頃から対話の機会をいただいていることに感謝しています。

報道されているシナジーなどの話については、いつでもお話できる両社の関係を通じて、具体的に共同で取り組める案件があれば協議していきたいと思います。共通する産業上の話題も多いため、長期的な目線で良い案件やアイデアがあればという形で考えています。

＜質問 16＞

鉄鉱石の指標価格が下落し、フレートが上昇している一方、御社の業績への影響は比較的限定的に見えます。粉鉱と塊鉱の構成、プレミアム、物流面の取組みなどを含め、鉄鉱石事業の収益が維持されている背景を教えてください。

＜橋本＞

詳細な契約条件については回答を差し控えますが、公表されている鉄鉱石価格に対し、当社事業では塊鉱へのプレミアムを享受しており、実際の販売価格は見た目以上に維持されています。また、他社と比べても、品位、デリバリーの安定性の観点からもプレミアムを一定程度得られています。フレートについても各社で取り組みを行っていることから、一般的な指標価格から想定される感応度と、実際の業績への影響には見えにくい部分が出ている点はご認識の通りです。