

2018年度第3四半期決算説明会 <質疑応答：詳細版>

開催日：2019年2月6日（水）

出席者：代表取締役 専務執行役員 CFO 高畑 恒一（以下、高畑）

理事 主計部長 菅井 博之（以下、菅井）

理事 インベスターリレーションズ部長 田村 達郎（以下、田村）

質問事項

<質問者1>

- ・輸送機・建機事業部門の足元の事業状況と、4Qの一過性損益の中身を教えてください。
- ・BTPN売却の背景について教えてください。

<質問者2>

- ・部門毎の通期見直しに対する着地の見方を教えてください。
- ・油価下落に伴い、鋼管事業のビジネス環境の変化は出てきているのか。

<質問者3>

- ・マダガスカルニッケル事業（アンバトビー）の減損の背景を教えてください。
また、操業改善に関して現時点での課題は。
- ・来年度の利益見直しについて教えてください。

<質問者4>

- ・鉄鋼業界の統合・再編が増加する中、当社の金属事業の課題や取組方針を教えてください。
- ・中計の全社投融资枠3,000億円の投資実績を教えてください。

<質問者5>

- ・キャッシュ・フローについて、「その他の資金移動」のキャッシュ・アウトの中身と期末に向けての見方、および低進捗の投資についてどう認識しているかを教えてください。
- ・豪州石炭事業（クレアモント）の権益買い増しを決定した理由を教えてください。
- ・Fyffesの業績が悪化している背景と、今後の減損可能性について教えてください。

<質問者6>

- ・ニッケルの中長期の価格前提と需給の見方を教えてください。
- ・ボリビア銀・亜鉛・鉛事業（サンクリストバル）の通期上振れ確度と、来期の生産量の見方を教えてください。

<質問者7>

- ・今後の一般炭権益の取組方針と、保有権益などの定量基準があれば教えてください。

<質問者 1>

質問を2つ、どちらも輸送機・建機についてです。9ページ目の期初予想に対する見通しの説明として、4Qで一過性損益を見込むとありますが、その金額を教えてくださいというのが1つです。また、3Qの実績があまり良くなかったようにも見えますが、現状、貿易摩擦など事業環境を踏まえて、輸送機・建機で何か悪影響が出ているのかも教えてください。

2つ目ですが、BTPNの売却について、この事業はインドネシアで、OTO/SOF含めて、銀行と一緒にアジアで横展開していくというスタンスでされていた事業と理解していましたが、売却する背景と、銀行と一緒にアジアで事業を広げていくという方針が何か変わったということなののでしょうか。現状どうなっているかを含めて、補足をお願いできればと思います。

<高畑>

はい、ありがとうございます。まず輸送機・建機の3Qまでの進捗は、やはり計画よりは若干弱いのかなというところですね。ご案内のとおり、ここの主力がリース関係のビジネスと建設機械と自動車全般とありまして、前者2つは非常に順調にっていますが、自動車の特に新興国向けの販売事業は、引き続きまだ環境が変わってきていないということに加えて、製造事業がやはり全般的に景気の成長鈍化の影響が若干ですけど出始めているという見方をしています。通常のビジネスでも、やはり当初の計画よりは少し弱いと見ています。

その上で、4Qですけれども、一過性の1つは今ご質問があったBTPNのイグジットに関するものです。これは既に売却し、回収し終わっていて、それに伴い約100億円の損がでます。これはどちらかと言うと、投資時と回収時のルピアの目減りによる、いわゆるTAの実現損で、これが4Qに計上されることはほぼ確定しています。

それ以外では、リース事業(SMFL)の再編の中で、金額はまだ精査中ですが、一部4Qに一過性の税メリットの計上があります。ただ、部門全体で言うと、通期計画に対しては弱いということだと思います。

次に、BTPN売却の背景についてですが、投資時にもご説明を申し上げましたが、元々当社はインドネシアで、自前でOTO/SOFという二輪・四輪のファイナンス事業を展開しており、それ以外にもファイナンス系のビジネスを、インドネシアを中心に少しずつアジアで大きくしていく時のプラットフォームということで、銀行との協業としてBTPNに出資参画をしました。

OTO/SOF との協業を進めつつ、BTPN についても成長に向け取り組んできましたが、なかなか当初の計画どおりに成長していかない。特に、BTPN が強かった年金受給者向けのローンについて、競争が激化して事業環境が非常に厳しくなり、なかなかアセットが伸びていかない。金融事業なので、アセットが伸びていかないと、イールドも立ってこないということで非常に苦戦していた中で、三井住友フィナンシャルグループ（以下、SMFG）が海外拠点の統合・再編に踏み切るということになりました。我々としては一旦そこで整理をして、元々の投資目的等々を踏まえて、OTO/SOF との協業は必ずしも出資を継続しなくてもできるのではないかということと、出資の有無に関わらず、国内外含め金融事業については SMFG と引き続き強固な関係を維持して取り組むという方針を確認しました。あとは会社全体もそうですし、事業部門としてもキャッシュのアロケーションというのを進めながら成長しようと。キャッシュの規律もありますので、ここはキャッシュで投資資金を回収して、それを他の分野に使うと、そういった背景で撤退を決めたということでございます。

< 質問者 1 >

確認ですが、従来、BTPN に OTO/SOF の顧客データを活用することで、いろいろなビジネスができるという話があったかと思いますが、やはりなかなか難しかったのでしょうか。

< 高畑 >

協業が全然進んでいないということではないですが、想定していたスピードでは進んでないということは事実です。協業の手前で想定した、BTPN 単独でのバリューアップ、成長について、環境が大きく変わってしまったということがあるかと思います。

< 質問者 2 >

2 問、よろしくお願いたします。1 問目は、資料 9 ページの見通しのところで、全体の進捗は 76% と数字上は通期達成しそうな感じですが、セグメント間で、先ほど教えていただいた輸送機・建機など少し弱いところもあります。部門で、どこが強めに出て、どこが弱めに出ているのか、今の見通しを教えてください。これが 1 点目です。

2 点目は金属の特に鋼管について、原油価格がかなり下がったので、これによって鋼管の受注、あるいは販売に何か影響が出てきているのかどうか、足元の営業部隊の感触を教えてください。よろしくお願いたします。

<高畑>

セグメント毎では、期初計画に対して弱いのは、先ほど申し上げた輸送機です。

逆に、計画線より今のところ強めで、通期でも少し強いのは金属とインフラです。

金属は、今お話がありました鋼管が想定よりは良い環境が続いています。鋼管の基礎収益は毎四半期 50 億円ぐらいのペースで来ていますので、これが想定より強いということで、油価の回復や、米国通商拡大法 232 条の影響などにより、鋼管の価格が上がってきていて利益が出ていました。ただ足元にきて、油価低迷というのがありますが、どちらかと言うと、顧客がある程度先まで在庫を手当てして買っているという影響により、少し鋼管の価格が下がり気味です。ただ、今までのペースではいけないとは見ていますが、まだ急激に悪くなるとは思っていませんので、全体としては計画よりは強い感じで着地すると見ているということです。

あとインフラも、元々大体スケジュール通り利益が出る事業ですが、前からご説明の通り、大型の EPC の受注案件が今期・来期は集中しており、その進捗が非常に順調にしていることで、計画よりは利益が多く出ています。これもこのペースでいくと思います。輸送機はちょっと弱いですが、金属とインフラがそれをカバーすると見えています。

あと資源は、上期非常に市況も順調で、大体前提よりは強く出ていましたけど、下期に入って少し市況も弱くなり、想定していなかったニッケルの一過性コストの計上もあり、それが相殺され、大体計画線で結果としては着地するという感じです。それも踏まえて、全体としては期初予想の 3,200 億円を達成できると見えています。

<質問者 2>

ありがとうございます。インフラについては、どちらかと言えば計画からぶれにくい部門ですが、先ほどご説明いただいたのは、工事の進捗が順調で、計画よりも業績が良くなってきていると。これは、工事進行が順調に進んでいるが、トータルで稼ぐ金額は変わらず、つまり少し早く終わってしまうということの意味なのか。あるいは、それ以外の事業でうまくいっていて、実際稼ぐ金額が中計全体で増えるのか。どちらでしょうか。

<高畑>

基本的には、電力などのプラントの EPC は、既に受注してほぼ利益が見えていて、そのスケジュールどおり終われば計画に基づいた利益が上がります。逆に遅れると、リキダメ（予定損害賠償）などが出て減ることになります。ですから、そんなにトータルとして損益が変わったりする話ではないです。

あとはハードの船積み時期が予定より早く出ることによって、進行基準で利益を分割計上していますので、現状それが予定より早いということです。なので、全体の利益を前で上げているというのは、言ってしまうとそういうことになります。

<質問者 3>

質問 2 つお願いいたします。1 つがアンバトビーのところですけど、まず今回減損テストになった背景は、価格が下がったことなのか、ほかに要因があるのかということと、先ほど HPAL はプロセス改善も行っているものの改善途上であって、今後効率改善がもう少し必要とコメントされていたと思いますけれども、今も残っている課題みたいなものがあれば教えてください。

それから 2 点目ですけども、今年度の全社の着地がある程度見えてきた中で、来年度はどんなふうに見ていらっしゃるのかを教えてください。3,200 億円で着地して、一過性の損益みたいなものが当年度どれぐらいで見えていて、じゃあそこを発射台に何が上振れするのか、下振れするのか、そんなところをご紹介ください。お願いいたします。

<高畑>

アンバトビーはやはり大きなエクスポージャーを持っていますし、環境も変わるということで、四半期毎に減損の兆候あるなしも含めて、見直しをしています。生産についての計画も定期的にリバイスしますので、その新しい生産計画を踏まえて、あと一方で、足元では中長期価格についてアナリストの方の見方も少し慎重というか、価格が下がってきましたので、中長期の価格を下げた上で、一部ドルの金利が上がってきている影響も織り込んで再評価をしたということです。結果として、プロジェクト自体では減損を計上していないものの、当社ベースで減損を認識したというものです。

課題はやはり安定操業を継続するということだと思っていまして、振り返ると去年の初めにサイクロンが来てプラントのダメージがあって修繕をしてということで、いろいろな部品も取り替えながらやっています。

操業率は直近の 3Q 単独でも 7 割を若干切るぐらいです。これをもう少し高いレベルで、なおかつ年を通じて安定をさせていくのが非常に大事で、そのための努力をしています。従って、パーツ交換やプロセス見直し等、また、どうしても定期修繕で一時的にシャットダウンということもありますけれども、そうなった時にすぐ復活させるような準備をしておくとか、経験値を上げながら年間の安定した操業を目指していくということです。

まだまだ結果は出てきていないですけども、それに向けた手は打って、1 つ 1 つですけども、確認しながら、良い方向には行っているのではないかと考えています。

今後の前提としては、中長期で年間4万6,000トンぐらいのニッケルを生産する前提で、今評価をしています。年間で大体このぐらいの生産が出来るように早くもっていき維持していくことになる、それがアンバトビーの状況です。

2問目は、まだそんな方向感が決まるとかということではなくて、次年度の予算の策定に入ったところです。来期の予算前提の地域別GDPや、為替、金利、市況を一旦決めて、今、各現場で予算の策定をしてもらっています。

単にP/Lを積み上げるというだけではなくて、3年間の中計でやろうとした投資の進捗や、そこからリターンが出てくるのか、できないとしたら次はどうしていくのかという、キャッシュ・フローとP/L、B/S、それを見直したうえで決めていくということなので、どういう数字が集計されてくるかは我々もまだわかりません。

ただ基本的には、持続的に安定した収益成長を目指していますし、それをマーケットにも出していますので、今期の目標をベースとして、さらに上を目指していくことになるとは思いますが、今はその手前の作業をしているということです。

<質問者4>

質問2点、よろしくお願いします。1点目が最近国内外の鉄鋼ビジネスで買収・統合が相次いでいると感じています。メタルワングループとの国内鋼管事業統合や、日鉄住金物産とのコイルセンターへの出資など、いろいろ出ていますが、国内外の鉄鋼ビジネスに関して、どういうところに問題意識を感じていて、今後どうしていくつもりなのかというところを教えてください。これが1点目です。

2点目は、中計で3,000億円の全社株の投資がありますが、現時点でどういう案件が出てきているのか、実績を教えてください。以上2点です。

<高畑>

金属事業については、合従連衡を前提とした戦略をとっているということではなく、分野や地域の将来の成長性だとか、業界のポジショニングなどを踏まえて、しっかり大きくできるところは自前でやります。一方で、効率化を進める必要があるような事業は、他社との合併事業に組み替えるということをやっているだけです。

別にこれは金属だからということではなく、いろいろなビジネスについて成長していくためにどうするのかということ、マクロの環境の変化や競合、パートナーの状況などを踏まえて必要に応じてやっているということです。

次に、全社枠の3,000億円については、この3Qまで特段大きなものは出てきていません。ただ、投融資委員会に付議されている案件としては、以前にも申し上げましたが、テクノロジー×イノベーションとかヘルスケアというのは新しい分野なので、いきなりそこに大きく投資するという事ではないと思います。

もし比較的まとまった投資が出てくるとしたら、電力とか水以外の、当社が従来取り組んでいなかった社会インフラについて、ポートフォリオの安定性やキャッシュ・フローを考えてやっていくということで、ここで幾つか出てくるのではないかと思います。今、その案件は社内でも協議をしています。

ただ実績としてはこの3Qまでにまだ大きなものは出てきておりません。

<質問者5>

本日はご説明ありがとうございます。

質問を3つお願いしてもよろしいでしょうか。1点目がキャッシュ・フローに関して、その他の資金移動が、2Q時点では△1,100億円で、3Qには△1,900億円と、少しマイナスが膨らんでいます。実ビジネスによるものとお話だったので、あまり心配はしなくていいとは思いますが、こういうご時世なので、この背景と、年度末にかけてどういうふうになると見ればいいのかというところを。また、キャッシュ・フローの投資のところ、まだ3Qなので語るには早いかもかもしれませんが、3Q実績は2,000億円と、ちょっと進捗が遅いので、このペースが遅いという点を今どうご認識されているのか、このキャッシュ・フローに関する質問が1点目です。

2点目が、単刀直入に3QにFyffesで何が起きているのか。3Q単独で△13億円は若干残念です。この背景のところと、のれんがあると思いますが、ここに何か変更を加えるような必要性があるのか、今のご認識を教えてください。これが2点目です。

3点目が、決算とは離れるのですが、先般発表されたクレアモントの一般炭の権益の買い増しです。あくまで一般論ですが、一般炭アセットへの風当たりが世界的に強くなっている中で、どうしてこの投資を決定されたのか。改めて背景についてご解説をお願いします。

以上3点です。

<高畑>

まず、キャッシュ・フローについては、いわゆるワーキングキャピタルが出たりへこんだりということですが、1Q、2Qの時も少し申し上げましたが、鋼管やその他のビジネスを含め、事業環境が戻ってくると、在庫や債権で一旦キャッシュ・アウトになる。それが利益につながっていればいいと思いますが、利益が出ずに在庫の回転が悪くなって、キャッシュが出っ放しというのは問題だと思います。

上期、クォーターで見ると最初の第1四半期で大分キャッシュが出て、第2四半期単独では若干戻ってきて、第3四半期でまた出ていっていますが、中身を見る限りは在庫の回転が悪化していることもなく、収益が悪化していることもないです。あとはコモディティビジネスなどのポジションを調整するビジネスについては、每期しっかり管理できていますので、全体として心配はないと見ております。

投資の全社枠を除く3年間1兆円の計画に対して、まだ2,000億円というのは遅いといえれば遅いですが、全部埋めることを目的にしているわけではありません。それぞれの分野でいろいろな案件があって、投融资委員会だとか経営会議で承認しても、ある程度価格をしっかりと持って臨むため、入札で負けるケースも結構出てきています。負けたものについては、負けた背景などを踏まえ、また戦略面を見直してやっていけばいいのかなということです。

おっしゃったように、中計1年目の4分の3が過ぎた段階でどうかを評価するのは、まだ早いかと思います。

来期以降の計画については、もう1度、全社のキャッシュ・フロー計画を見直したものを今集計しており、それを踏まえて再評価していきたいと思います。

<菅井>

2つ目のFyffesについては、私からご説明します。3つほど原因がありまして、1つはメロンです。メロンは第2四半期から冬メロンが市況低下の影響を受けており、夏はほぼ売上がありませんでした。ただ、足元また冬メロンのシーズンに入ってきており、価格も回復しつつあるので、今後見通しよりは少し上がってくるのではないかと見ています。

次に、マッシュルームも状態がよくないと第2四半期で説明させていただいたと思いますが、こちらは一部老朽化した設備をリニューアルする必要もあるということで、もう少し回復には時間がかかると見ています。

それから主力のバナナですが、原油等の価格が上がったことを受け、輸送コストが増加したことが若干効いてきています。

それらを合計しまして、第3四半期単独ではマイナスになっています。これらを踏まえて、期末に向けどう整理するのかを、まさに今検討していくところであります。以上です。

<高畑>

石炭のクレアメントを買った背景については、まず全体感で言うと、やはり石炭の上流もそうですし、発電事業もそうですけれども、いわゆる脱炭素といった動きが非常に進んできており、元々期初で計画を立てた時以上に外部環境の変化が激しいことは痛切に感じています。我々もそれは必要に応じて見直していこうと思っています。

石炭についての今の基本的な考え方は、一般炭の上流権益については、気候変動の深刻化も踏まえて、原則として新規の開発案件は取り進めない。ただ、既存の案件について、その納入先の発電所に対する安定供給に資するような権益の積み増し、あるいはエネルギーの安全保障等の観点で必要であれば取組む、そういうスタンスでやっています。

このクレアメントについても、そういった観点に加え、非常に経済性も優良であるということも踏まえて、今回パートナーのGlencoreとのジョイントベンチャーでこの権益の取得買い増しを決めたというのが背景です。

<質問者5>

少し確認したいのですが、その他の資金移動の△1,900億円について、期末にかけて着地点のイメージはありますか。

<高畑>

数字は持っていませんが、ここからどんどん積み上がるイメージは持っていません。

やはり年度末にある程度ポジションを調整することを前提にやっているオペレーションもありますので。

<質問者5>

わかりました。ありがとうございます。あともう1つ、先ほど投資のご回答は、来期の期初にこの3カ年全体のキャッシュの配分をもう1度見直すとおっしゃられたと、そういう理解でよろしいですか。

<高畑>

中計では最初に会社としての全体感を踏まえたキャッシュ・フローの制約を持ち、その規律に基づいて各部門が投融資計画を立てていきます。ただ3年間なので、計画したものの中で、できているもの、できていないものがあります。投資だけでなく、入替で売却するものもありますし、通常オペレーションのキャッシュ・フローもありますので、そういったキャッシュ・フロー全体を見直した上で、配分し直す必要があるのか含め、再整理が必要ということです。

<質問者 5>

なるほど、わかりました。もう1点、Fyffes ののれんは、単刀直入ですけれども、あまり心配しなくていいということによろしいですか。

<菅井>

これはまさに今、検討中です。

<質問者 6>

質問2点で、1点目はサンクリストバルです。期初予想を一旦169億円に下げましたが、3Q実績でそれに近い数字が出ています。通期の着地についての上振れ余地と、できれば来期の生産状況について、現時点での状況のアップデートをいただければというのが1点目です。

それから、アンバトビーに絡んで、ニッケルの中長期価格の前提を置かれていると思うのですけれども、途中の経過を含めて、どういう感じで置いていらっしゃるのかということと、その背景としてニッケルの中長期的な需給見通しについて少しお話いただければというのが2点目です。

<田村>

サンクリストバルについては、私からご回答いたします。おっしゃるとおり、1Qでは契約条件の変更もあり利益が出ましたが、2Qはそのプラス面が剥落したことに加えまして、市況も大分落ち込んだということで、年間見通しではこの188億円の予算を20億程度引き下げました。

3Qになりまして、一過性のコスト減などもあり、3Q単独で43億円の利益になり、合計でほぼ見直しの数字まで来たということです。

4Qにつきましては、一過性の反動により 3Q 比では多少落ち込みますが、出荷が順調に進むと見ており、結果としては、見通しの 169 億円を若干上振れ、当初の予算並みの水準まで戻ってくるのではないかなと見ています。

それから来年度以降については、これはまだこれから予算を作成するため明確なことは申し上げられませんが、以前から申し上げておき、生産は昨年度がピークであり、今後ゆるやかに減少していく想定です。

<高畑>

ニッケルの価格ですけれども、今回のいわゆる減損テストに使った長期価格 7.4 ドルというのは、これは当社で独自に決めたというものではありません。これは複数のアナリストが出されている数字を前提に価格の引き直しを行ったということです。

足元の価格 6 ドル弱ぐらいから、今後 4~5 年間で徐々になだらかに価格が上がっていき、2024 年以降の中長期価格ということでは 7.4 ドルというのを置いたということです。

需給の背景としては、EV だとか従来になかった需要がもう少し先に行くとしっかりしてくるだろうという前提で、われわれの見立てよりはこの需要の伸びがちょっと遅れているので、足元が下がっているとは思っています。

<質問者 7>

先ほどのクレアモントの権益買い増しの質問に関連して、ご回答はスタンスとしては理解できますが、特定の局面においては次々と一般炭を買い増す可能性があるのか、もう少し聞かせていただきたいのです。

例えば、電力は、ポートフォリオで火力や再生可能エネルギーの比率をどうするかといった話がありますが、石炭については定量的な基準をお持ちなのか、もしくはこれから作ろうとされているのか、お考えを教えてくださいたいのですが。よろしくお願いします。

<高畑>

電力については、今後 20 年間かけて徐々にポートフォリオを入れ替えていくとお話ししましたが、一般炭については、現時点では持分権益の数量や生産量について定量的な目標なり KPI があるわけではありません。

ただ、だからと言ってどんどん買い増すことを想定しているわけではありません。環境問題や脱炭素は重要ですが、これはビジネスですので、収益の安定性があるかどうかとい

うことも大事だと思うのです。

クレアモントは、オペレーターはGlencoreですが、当社としても事業の中身は良く理解しており、マインライフも短く、残りどのぐらいのキャッシュが出てくるかもわかっています。

クレアモントは、日本の需要家向けもありますので、安定供給に資する案件であると、社内でそういう議論をしてこれを買ったということなのです。

ある程度収益性が見えていて、なおかつオペレーションがしっかり安定していて、当社としてもしっかり供給責任を果たすべき山が多くあるかということ、必ずしもそうではないと思いますので、そんなに次々に買うことはないと思っています。定性的な説明となりますが。

<質問者 7>

クレアモントの買い増しについて、社内で反対意見はあったりしたのですか。

<高畑>

一般炭のエクスポージャーを増やすことについては、いろいろな意見があります。

外部環境や、ESG投資の動きや、GPIFの動向など、投資家の立場から石炭をやめるべきとの意見もありました。一方で、やはり石炭が発電において必要であることは間違いありません。日本の発電でも3割がまだ石炭に依存しています。そういうことを踏まえた時に、原材料を安定供給するという商社としての社会的使命もあり、それはやはり考えるべきだという意見があったり、いろいろな意見があります。

したがって、社内でも方向性がはっきりしているわけではなく、いろいろな議論をして、なおかつ外部の環境変化も踏まえて、もう少しきっちり見直していく必要があるということで、引き続き課題があるとは認識しております。

以 上