

2024 年度第 2 四半期決算説明会：質疑応答

開催日：2024 年 10 月 31 日（木）

出席者	代表取締役 社長執行役員 CEO	上野 真吾（以下、上野）
	代表取締役 専務執行役員 CFO	諸岡 礼二（以下、諸岡）
	理事 主計部長	布施 吉康（以下、布施）
	理事 インベスターレーションズ部長	高山 宜典（以下、高山）

<質問者 1>

バッファの意味合いについて、業績上振れへの期待値と読み替えて良いのか、或いは個別事業のリスクとして見定める必要があるか。下期における業績回復遅れのリスクとして、北米鋼管、建機レンタル、アグリ事業等が想定されていると思うが、その他個別事業のアンバトビーについて、スラリーパイプラインの破損に関し、今後の業績下振れリスクも含めバッファとの関連をどのように見るべきか。

<諸岡>

昨年度末に大口案件の減損が 4 件あり、懸念を持たれていると思うが、今回のバッファは、特定の案件に紐ついたものではない。北米鋼管やアグリ事業、建機レンタルは、通期見通しを期初想定から現実的な水準まで下方修正しているものの、下期に一定の回復を見込んでいることから、回復遅れ等の不確実性への備えとしている。また、一過性損益についても、例えばティーガイアの非公開化が成立する前提で通期見通しを策定しているが、今年度の実現しない可能性もゼロではない。アンバトビーについても、長期性の投融資については全ての簿価を落としているが、一部ステータスの異なる融資はあり、今後のキャッシュフローの状況によっては、当社の損益に全く影響がないとは言い切れない。こういったものを含め、全体で 200 億円のバッファを設定し、下期に入っていく。

<上野>

通期見通しを集計した際、下期にかけて力強い数字が出てきたことから、バッファを織り込んだうえで通期見通しを据え置きとした。下期にかけて成長する余地のあるビジネスがあるをご理解頂きたい。アンバトビーは、23 年 12 月末の補助プラントの不具合については設備入替を完了している。他方、9 月末にスラリーパイプラインが破損する事態があった。パイプライン入替の準備を進めていた矢先に破損したものであり、想定よりも摩耗が早かったもの。早急に入替を進める方針。現状は、破損した部分を交換、水を流すテストを実施、圧力をコントロールしながらスラリーの流し込みを再開している。また、簿価はゼロまで落としているものの、貸付金は 45 億円程度ある。今後操業を継続する中でキャッシュが不足する可能性については否定できず、ニッケル市況も想定より上がっていないため、操業維持を目的にキャッシュを注入することで、同キャッシュが減損対象になることは、現段階で完全に否定はできない。将来の方針については、従前の通り、あらゆる選択肢を早急に検討していくことに変わりはなく、そのためにも足元の生産体制を整えていく。

<質問者 1>

資料 P.2 について、わかりやすく開示されたことに感謝する。一過性を除く業績の段差を見た際に、成長事業が今後どのような形で来期、再来期と積み上がっていくのかが、一番の主眼になると思う。今回、特に都市総合開発グループは、期初予想以上に利益が積み上がっており、例年よりも大きい規模の利益が出ているが、来期に同様の

金額規模が出るのか等、成長事業が今後どのように Organic に成長するのか。また、投資リターンについても現時点で 40 億円とある中で、Inorganic の観点で、来期、再来期への利益成長の期待が持ちにくい印象。現時点で、成長事業の積み上げについて、手応えを感じている領域を教えてください。

<上野>

一過性損益を除く 2024 年度通期見通しは 5,100 億円であり、資料 P.2 右側に記載ある通り、主な成長事業の中でもリース、不動産、アグリ事業、エネルギーソリューションによる利益貢献を見込む。不動産については、アセットを更に積み増しながら、回転のスピードも上げることで、収益化させていく方針であり、来年度、再来年度にも強みを活かして収益を伸ばしていく分野の一つ。また、リースも今後の成長を期待しており、アセットを積み増しながら継続的に成長していく。

一方、足元苦しんでいる事業として北米鋼管や北米建機があるが、北米鋼管は市況の回復とともに必ずや回復してくる。また北米建機についても、在庫のたぶつきが解消されることで収益が回復してくる。アグリ事業については、南米中心に天候不順に見舞われ、農薬の販売減が見られるが、今後需要期に入らな中で天候については昨年ほどの影響はないと見ており、種子・肥料・農薬の販売に拍車をかけていく。

投資については、我々の強みがあるところでの投資案件のパイプラインが積み上がっており、充実した投資パイプラインをしっかりと実行につなげていく。

<高山>

資料 P.2 について補足する。資料右側の黄色枠内の矢印は、2023 年度通期実績と 2024 年度通期見通しの増減を表しているもの。アグリ事業は資料 P.36 の補足スライドに記載している通り、昨年度実績 60 億円に対し今年度通期見通しは 100 億円のため、40 億円の増益見通しだが、絶対値としては足元期初予想よりビハインドであるため、上野から説明があった通り、下期における回復を図っているもの。

<質問者 2>

建機について、昨年度まで業績好調で強みのある事業として投資を進めていた中、業績が鈍化している状況だが、今後の建機市場をどう見ており、投資機会についてどのように考えているか。

また、IPP/IWPP 事業は業績を上方修正しているが、今期の実績をベースに、来期以降もここから積み上がる想定で良いか。

<諸岡>

建機は、主に米国建機レンタル事業が昨年後半頃まで好調であり、市場環境も良く、寧ろレンタル資産を増やしたくとも増やせないような状況だった。今後も市場が成長する前提だったが、非住宅用建設向けの市場成長が鈍化してきた。資産を増やしているため売上は増加しているものの、想定したほどの伸びではない。また、成長のための支店網拡大によりコストが先行している面もあり、資産積み増しによる償却費負担も大きく、マージンが圧縮されている。米国金利が下がれば、市場回復も一定程度見込まれると思うが、当社事業においても在庫のたぶつきやコスト増の軌道修正を実施することで、下期からの業績改善を見込んでいる。建機レンタル事業は北米の他、アジアや日本でも取り組んでおり、アジア等の事業においては買収時計画を上回る水準で推移している。米国建機レンタル事業は個別要因もあったと捉えており、建機分野でより成長を求めていく方針に変更はない。またコマツさんの建機販売代理店事業を米国、カナダ等で事業展開しているが、資料 P.3 にも記載の通り、アフリカにおけるインフラや

鉱山向けといった市場規模の大きいエリアに強みがある建機販売代理店企業 BIA Group へ出資し、カナダにおけるプロダクトサポート等のノウハウを活用し、同社の企業価値を向上できると考えている。こうした取り組みを含め、今後も継続的に拡大していく。

<布施>

IPP/IWPP 事業は今回より地域別の開示をしており、エネルギー変換グループにおける上方修正の主因はアジア事業。これは、2024 年年初に立ち上がったベトナムの Van Phong 事業において、一部持分売却による持分利益の減少を期初計画に織り込んでいたが、売却時期が来期以降となる蓋然性が高まったことから、今年度は 100%保有の前提としたことが一因。加えて、円安効果やコスト削減効果もあり、上方修正している。グループ全体の一過性を除く業績では、上期 550 億円に対し下期 390 億円と、下期はやや落ちる前提であり、これはアジア事業における上期の円安効果の剥落、また個別事業における下期の定期メンテナンスによる稼働率低下等の要因がある。

欧州事業においても下期にやや落ちる計画としており、洋上風力の季節性による収益減や上期における一部資産売却益の反動減等がある。また、電力 EPC 事業では、Q1 にコストの修正計上といった一過性の益もあった。こうした一過性的な利益があったことを考慮すると、足元のグループの実力値としては通期で 800~850 億円程度が現状の見立て。来期以降の見立てについては、今後精緻化するが、期初見えていたところから少しベースが切り上がっている。

<高山>

少し補足すると、IPP/IWPP 事業は案件を積み増さない限り、Organic に伸びるビジネスモデルではない。当社は再エネ中心に前中期経営計画で大口の投資をしているが、それらの利益貢献開始時期は 2027 年度以降のため、利益の積み上がりという意味では 2026 年度まではさほど大きくない。

<質問者 2>

資料 P.3 について、投資・資産入替、投資による利益貢献額の開示は有難く、感謝する。こういった開示においても、上野社長が取り組む経営意識の改善が出て来ているものと思うが、上野社長の経営意識の変化が社内に対してどのような変化をもたらしていると感じるか。

<上野>

私自身がアナリストや株主、投資家の方々と直接話をする中で、質問に共通点があった。資料 P.3 はそういった共通の質問に対する解を記載したもの。まず、投資の成果を分かりやすく説明すべく作成した。社内では、40 億円の利益貢献額では小さいといった声や、まだ半年なのでミスリードではないか等の意見もあった。ただ、中期経営計画が開始したばかりで、今後利益が積み上がる部分もあり、26 年度に 40 億円というのも次期中計にはさらに拡大する想定。皆様の疑問に対して極力答えていこうという趣旨。

社内の変化として、権限委譲や経営会議の在り方を変更しており、また強みや競争優位を磨いて更に強くしていこう、との考え方が社内でも浸透してきており、成長事業における投資意欲が更に高まってきている。情報を開示することで、社内の意識の高まりにも繋がっている。

<質問者 3>

御社の強みの不動産やインフラ等はアセットを積み増す必要がある事業で、金額に対する期待値と効率に対する期待値を消化しきれてない。ROE の向上につながる、例えば回転率を加速させるような具体的な方向感や取組みが社内で始まっているか。

<諸岡>

不動産やインフラ等のアセットを持つビジネスの効率性については、ROIC を如何に上げていかに尽きる。不動産の個別案件の回転期間について経営会議レベルで議論することは難しいが、ROIC を引き上げるべきとの議論は常々戦略議論でも上がっており、それを受けて SBU 内でも戦略の修正を頻度高くやっている。不動産については、国内、海外等エリアの違いでもリスクが異なる中、資産を持たずに収益を上げる仕組みも合わせ、如何に価値を創出して早いタイミングでサイクルを回していくかを工夫し、ROIC 向上を図っている。こうした取組みを前提に、不動産では投下資本を期初計画よりも積み上げる議論を行い、効率性との兼ね合いも含め方針を決定している。事業によって内容は異なるものの、効率性の観点は非常に重要であり、意識して議論をしている。

<上野>

例えば不動産は、国内は ROIC が低く、海外は ROIC が高いが、海外は同時にリスクも高いため、リスクとリターンバランス。国内不動産は WACC を上回っており、強みもあるため、投下資本は積み増す代わりに、資産を回転させていく話をしている。

究極的には資産入替を進め、全て良い案件になっていくようにしたい。例えばエチオピアやミャンマーにおける通信事業や北欧駐車場事業等、まだ積み残しとなっている案件もあるが、こうした案件が整理されてくると、社内ではキャッシュの取り合いになり、その際には ROIC が一つの指標になってくる。ROIC を低いところから高いところを持っていくことが ROE 向上に繋がる。先ほど申し上げた通り、ROIC が高いものはリスクも高いため、バランスを取りながら進める必要があるが、良い案件を回転させられる状態まで持っていきたい。

<質問者 3>

例えばアンバトビーやエチオピア通信事業等、ハイリスク国における事業展開での損が出てきている。前中計、前々中計の反省でもあるかもしれないが、リスクを溜めて最後に大きく減損をするのではなく、定期的な損失処理など、これまでとは違う形で、プロジェクトのクオリティを良く保つ工夫や取組みはあるか。

<上野>

上手くいっていない事業の原因には様々な要素がある。例えば飛び地だったのではというケースや、地政学リスクが顕在化したケース、具体的にはエチオピアやミャンマー等がある。地政学リスクに対しては、1 件 1 件保険付保等のリスクヘッジ策を確認しながらリスク管理を高めていくが、同時にポートフォリオ全体として、カントリーリスクが高い案件をどれくらいやるのか、といったバランスも見ることが必要。ポートフォリオのバランスを見ながら経営することが大切であり、ハイレベルな視点で管理していく。

<質問者 4>

上期苦戦した事業の回復について、アグリ事業は天候要因とのことだが、鋼管については昨年下半年から回復すると思っていた一方で 1 年程回復が遅れているように感じる。今回も回復を前提としているが、下期に回復が見られてい

る背景や兆しについて、現場での動き等を教えてほしい。建機レンタルについても、在庫だぶつきに関する言及があり、各建機メーカーにおいてもまだ悪化しているようだが、回復をみている中で何かしらの変化の兆しはあるか。

<布施>

鋼管は、期初計画時点では2024年前半頃からの緩やかな回復を見込んでいたが、その回復が遅れており、リグカウントの減少や鋼管市況価格の低迷が継続していることから、通期見直しを見直した。現状の見立てとしては、下期以降リグカウントは足元とほぼ変わらない水準の前提、鋼管市況価格については年明けから回復する前提で見直しを策定している。輸入量の減少や米国内ミルのキャパがある程度埋まるケースが見られ、また一部のミルが値上げを発表する等のマーケット反転の兆候が出てきている。

建機については、マーケットの要素もあるが、寧ろ効率的な経営に舵を切っている点が要素としてあり、米国建機レンタル事業では、例えば単価改善による売上増やコスト圧縮等の施策を通じた回復を見込む。

<質問者 4>

商社セクター全体として、市況が弱くなっている中、来年度に対する懸念の声が多い。御社は元々来年度6,000億円との数字を掲げていた中で、成長事業が順調に積み上がり、投資案件も出てきているとのことだが、来年度の増益に対する自信や見立てについて、社長の見解はどうか。

<上野>

中期経営計画では2024年度から2026年度の6,500億円に向けてリニアに成長していくと説明している。各グループCEOにも感覚を確認する中で、グループによっては従来の計画より下振れる可能性があるグループがある一方、従来の計画以上を見込むグループもある。これらを総合的に考えると、リニアに近い形で2025年度は成長できるのではないかと見立てている。市況にあまり晒されないポートフォリオになっているため、市況が下がることに対してそれほどのマイナス影響はないとの感触を得ている。今後更に伸びていく事業、例えばメディアや不動産、ヘルスクア等は市況に左右されない分野なので、ある程度キャッシュを使いながら積極的に積み増して成長させていきたい。2025年度の6,000億円に対しては、ある程度自信あり、と現時点では考えている。

<質問者 5>

上期の進捗率が低いメディア・デジタルとライフスタイルの下期見直しについて教えてほしい。また、Fyffesのメロン事業の回復目途はいつ頃か。

<布施>

メディア・デジタルについて、エチオピア通信事業は上期に為替の評価損が一時的に発生したが、これにより下期に取り込む持分損が減少する効果もあるため、予算に対しては下期の持分損が減少する見立て。また、その他の当社主要事業であるSCSK等は、年度後半に利益が上がってくる。

ライフスタイルについては、Fyffesにおけるメロン事業が、前シーズンの冬メロンで需要減や天候不順による一時的な損失が発生したものの、バナナ事業とパイン事業は好調であり、下期にかけても更に利益が上がることを想定しており、またメロン事業も今年度の下期には通常利益を見込んでおり、下期に大きく改善する。

リテイルは、スーパーマーケットのサミットにおいて年末商戦等があり、下期にかけて利益が上がることを期待。

ヘルスクアも季節的な要素として、冬場の方がインフルエンザ等に対する薬の販売があるため、下期に利益が上がる

ることを見込んでおり、更にロールアップによる利益貢献も織り込んでいる。

<質問者 6>

鉄鋼について、北米のシェール会社における合従連衡等、合理化が進んでいることを考慮すると、リグカウントは現状維持というよりも減少していくことも想定できる。リグカウントが横ばいでありながら原油生産量は過去最高を更新している状況に鑑みれば、もう少し市場環境を厳しくみる必要があるのではと考えるが、会社の考えはどうか。

<上野>

私自身、鋼管ビジネスを 30 年やり、北米鋼管にも深く関与してきた。業界の合従連衡は以前から進んでおり、その中で顧客側での効率化や技術革新が進み、リグカウントが上がらない中でも、リグ 1 本あたりに使用する鋼管の量は格段に増えている。米国の鋼管業界では、国外に対してダンピングをしながら国内メーカーを保護してきた歴史があるものの、最近は輸入材が入ってきたことで市場の阻害要因になっている。ダンピングも含めた今後の方針は、大統領の政策によって変わるため、注視する必要がある。

一方、当社は在庫リスクを抱えて評価損を計上する管理手法を辞めており、3-4 年かけて売り繋ぎ比率を増やしてきたため、ある程度の下振れ耐性ができており、そのうえでアップサイドを取りにいこうとしている。

<質問者 7>

資源グループについて、景況感に不安がある中、業績を上方修正しているが、同グループの現在の利益水準に対して、社内ではどのように評価しているか。

<上野>

資源グループでは商品を絞り込んで投資していく方針。ニッケルだけでなく、過去には他にも減損した事業や、成功して売却した事業もあり、そういった経験を生かして、将来の需要構造を見ている。AI やデータセンター等が出てくる中では、銅の需要が右肩上がりになっていくと見ており、当社は既に出資しているチリの銅鉱山 Quebrada Blanca2 が立ち上がっており、今後収益化に向けて増産していく段階にあるため、成長を期待している。また、マレーシアのアルミ精錬事業についても、火事は発生したものの、これが復旧し、今後アルミ価格が上昇することを期待して、新たな展開も検討している。こうした絞り込みを図りながら、資源グループを成長させていきたい。

以上