

Steady as She Goes — MOL's Proven Course for Realizing **Value**

「直進前進」—
商船三井の**価値**を明らかにする揺るぎない針路

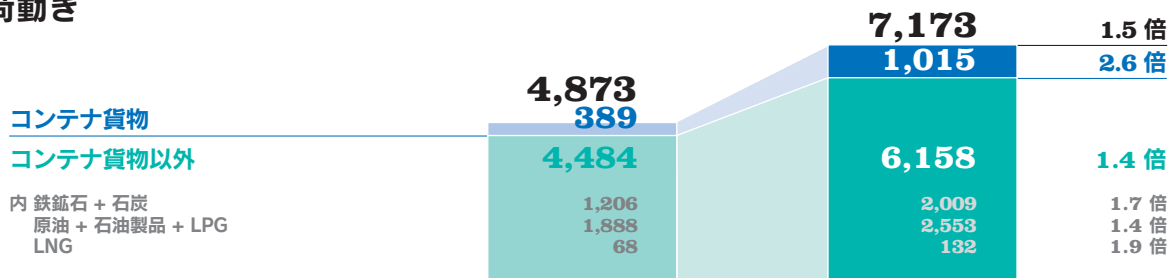


海運業と商船三井の10年 Ten Years of Progress

1995 \ 2005

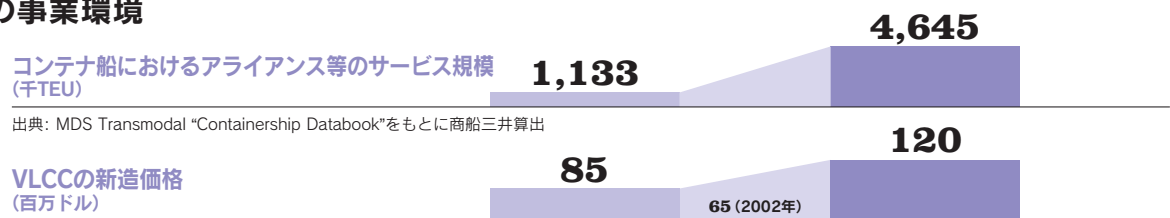
世界の海上荷動き

(百万トン)



出典: Clarkson Research Studies Autumn 2005

外航海運業の事業環境



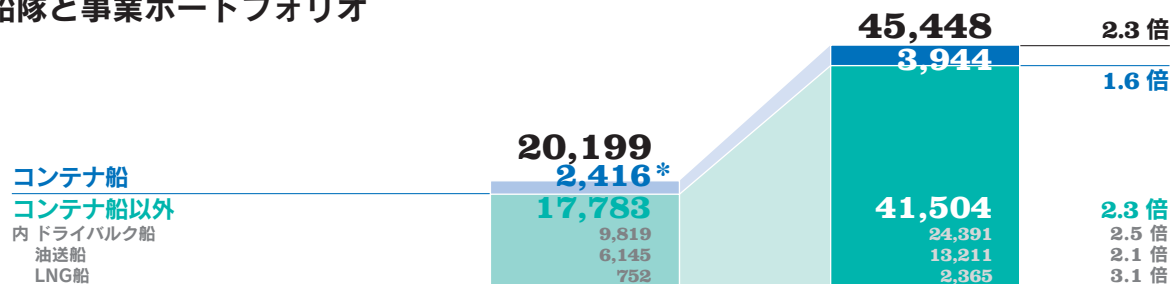
出典: MDS Transmodal "Containership Databook"をもとに商船三井算出

出典: Clarkson Research Studies

ダブルハル(二重船殻)化、
CSR(共通構造規則)等

商船三井の船隊と事業ポートフォリオ

DWT(千トン)



*セミコンテナ船、その他定期船を含む。

海運業における変化

海運業は成長産業です。近年、経済のグローバル化により最適地生産が進展、生産が移転した先の国では経済がテイクオフし、資源・エネルギー需要を急増させています。あらゆる分野の海上荷動きが、連鎖反動的に拡大しているのです。

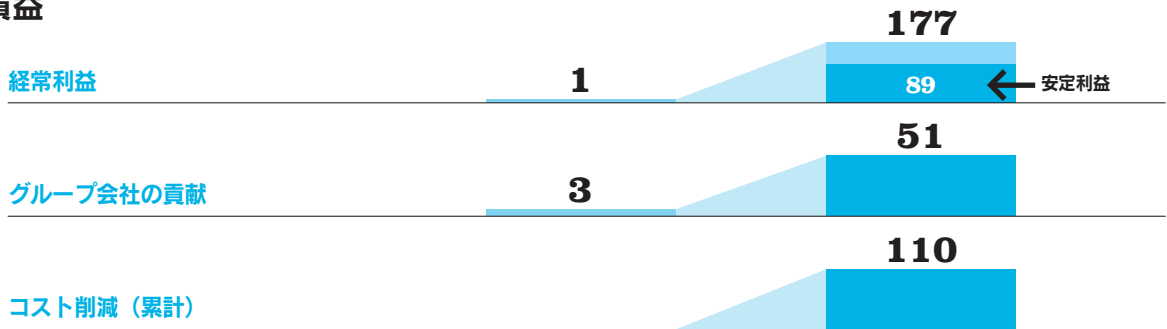
一方、こうした旺盛な荷動きは、海運会社のサービス規模の拡大をもたらしました。船価の急騰も、その一つの結果です。造船所のキャパシティや環境規制により供給が制限されるという現象も、かつては見られなかったものです。正しい針路を選び取るため、市場動向に対する確かな先見性がかつてないほどに求められています。

商船三井における変化

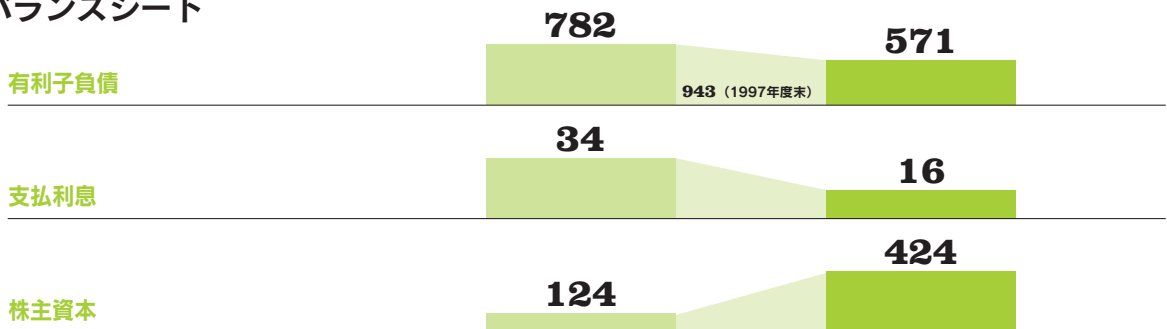
海運業の変化とともに、当社もまた変わりました。資源・エネルギー輸送分野に重点を置いた大規模な船隊の構築と徹底したコスト削減によって、当社は、戦略的な事業ポートフォリオを有する、持続的成長が可能な、高い収益を生み出す企業となりました。(当社のセグメント別売上高構成及び他社比較については17ページ・26ページのグラフをご参照下さい。)

1995 \ 2005

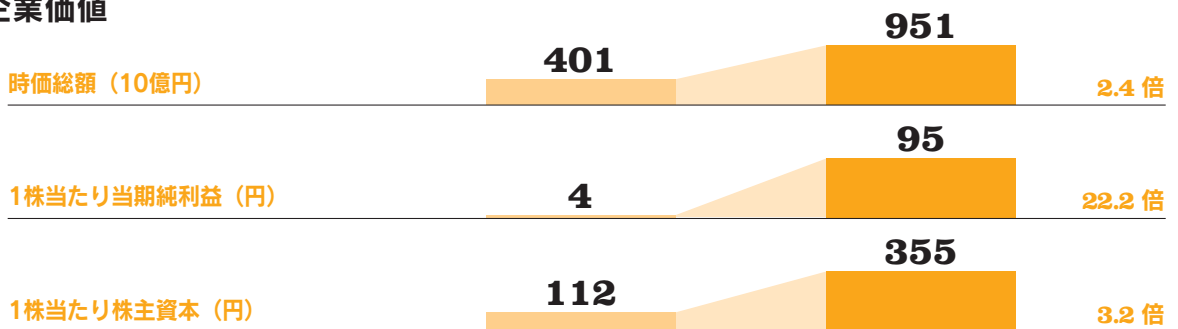
商船三井の損益 (10億円)



商船三井のバランスシート (10億円)



商船三井の企業価値



特筆すべきは、2006年3月期の経常利益のほぼ半分が、市況変動に左右されない安定収益源からもたらされたという事実です。加えて、この間に築き上げてきた強固な財務体質が、当社の企業競争力を高めています。10年前に比較して格段に増大した時価総額が、当社の変貌の大きさを端的に物語っています。

持続的成長に向けた当社の戦略

変革の10年を経てもなお変わらないこと、それは当社が海運業をコアとする企業グループであり続けることです。海運業が成長産業であり、当社がその中で最大限にその専門性と先見性を発揮できる限り、この戦略に変更はありません。しかしその海運業が、国際的な自由競争の中であり、市況変動の影響を受ける産業であることも、本質的には変わらない事実です。では当社は、どのようにして成長を持続させるのでしょうか。昨年のアニュアルレポートで当社は、そのための5つ

の課題を挙げて、解答を書きました。2006年3月期、その結果はどうだったのでしょうか。一昨年のアニュアルレポートで「持続的な成長に向けて大きな一歩を踏み出した」と書いた当社の成長戦略に、変更はあるのでしょうか。そして当社は、その成長を株主価値の向上に結びつけることができるのでしょうか。今年度の特集では、こうしたテーマに対する当社の考えを、4つの質問に答えるかたちで明らかにしていきたいと思えます。

Question 01:

2006年3月期の業績について どのように評価しますか。

逆風のもとで増益を達成 — 実証された当社固有のビジネスモデルの価値

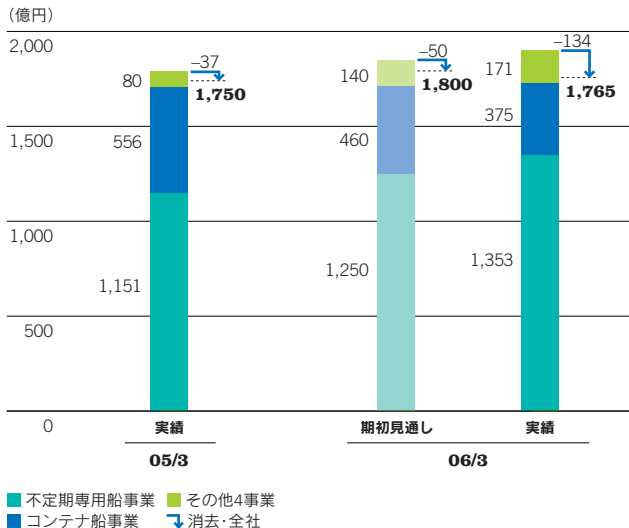
市況抵抗性を証明した不定期専用船事業

何よりもまず、2006年3月期は当社不定期専用船事業の市況抵抗性を証明した年であったということが出来ます。当期、ケープサイズ・バルカーやVLCCなどの市況は、なお高い水準にあるとはいえ、少なからず軟化しました。しかし当社不定期専用船事業は、この影響と燃料油高騰のインパクトを優に打ち消し、再び過去最高益を達成しました。この利益は、“MOL STEP Review”で設定した当期の計画値をも上回っています。

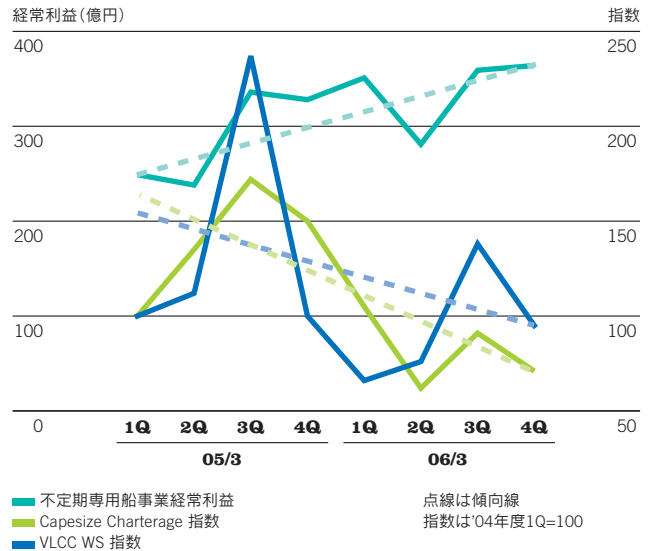
戦略的な船隊ポートフォリオがもたらした安定性と収益性

この好業績をもたらしたキーポイントの一つが、確かな先見性をもって行われた船隊整備でした。当社はここ数年、とりわけ2003年以降、他社に先駆け、船価が上昇する前に大量の船舶を発注しました。船腹需要が長期にわたって着実に伸びていくことを、当社は的確に予測していたのです。2006年3月期にはこのうち52隻の不定期専用船が竣工しました。新造船の竣工がもたらす第一の効果は、言うまでもなく事業規模の拡大です。第二に、これら低船価で発注した船の竣工は、それが可能とした高船価船の返船と相俟って、当社船隊の平均

2005年度セグメント別経常利益実績
対前年度・対期初見通し比較



不定期専用船事業
2004～05年度四半期毎業績と市況



船舶コストを大きく引き下げました。第三に、これら新造船の多くはこれまで通り長期契約に投入され、市況変動の影響を受けない利益に厚みを加えました。このように長期契約を積み上げる一方で、ドライバルク船を中心に一定の船を、1年から5年の短・中期契約に投入しました。こうした契約は市況動向をにらみながら最適なタイミングで結ばれたものが多く、当期業績の押し上げに大きく貢献しました。2006年3月期の業績は、長期、中期、短期の契約を最適なバランスで組み合わせる当社戦略的確さを浮き彫りにしました。

この好業績はまた、成長する船種・地域への多様化という戦略が功を奏した結果でもあります。VLCC市況が軟化する中で好業績をあげた油送船部門がその好例です。需給が逼迫しているプロダクトタンカーで船隊を拡大したこと、ケミカルタンカーを運航するグループ会社が好調だったこと、そして2004年に中国・インドのマーケットをターゲットとして設立されたVLCC運航のジョイントベンチャーが貢献したことが、この好業績の原因でした。

当社固有のビジネスモデルが創り出す企業価値とは

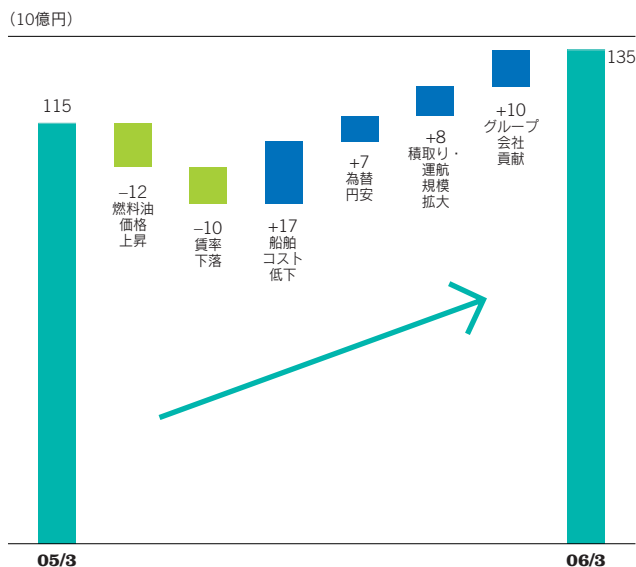
当社は、「安定利益」の基盤を着実に拡大しています。2007年3月期の当社経常利益見込みのうち実に57%は、契約により確定しているか、或いは他の理由により極めて

安定性の高い収益源から見込まれる「安定利益」です。「安定利益」拡大の主たる要因は、不定期専用船事業における長期契約の積み上げです。更に、2004年10月にダイビル(株)を連結子会社化し、海運業の市況変動に左右されない不動産収益を「安定利益」に加えました。「安定利益」の積み上げは、一方で、その身の丈にあった範囲でマーケットでリスクを取り、より高い収益を目指すことを可能にします。

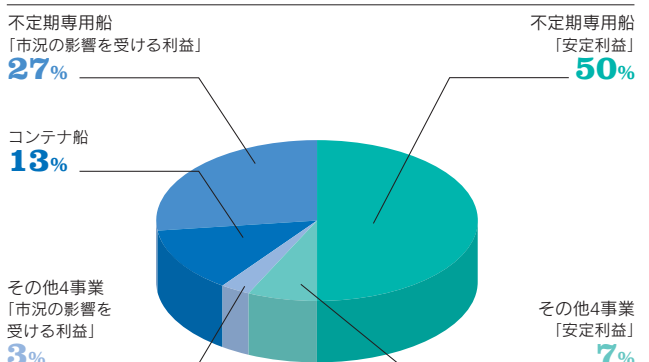
当社は、一つか二つのセグメントに特化し、主として短期マーケットで運航する世界の多くの海運会社とは大きく異なります。当社はより分散された事業ポートフォリオを持ち、その中で、安定的な過半の収益を生み出すビジネスと、マーケットで収益機会を求めるビジネスを有機的に結びつけています。株主にとっての企業価値を最大限に高めることを目指すこのビジネスモデルは、他の海運会社とは異なる、当社固有のものです。

とはいえ、コンテナ船事業の収益変動性が「安定利益」の一部を損なうほどのものなら、当社のビジネスモデルの価値も差し引いて考えざるをえないという見方もあります。事実、2006年3月期の後半、コンテナ船事業の業績は当社の想定を上回って悪化しました。コンテナ船事業に対する当社の考え方を、次のパートで述べたいと思います。

不定期専用船事業 経常利益増減要因 (2004～2005年度)



商船三井の利益構成 2006年度経常利益見通し 1,600億円の内訳



緑色の部分が「安定利益」
「安定利益」とは、契約により確定しているか、或いは他の理由により極めて安定性の高い収益源から見込まれる利益を言う。
「安定利益」に計上：不定期専用船事業の一部の損益、関連事業の損益。
「安定利益」に非計上：コンテナ船事業の損益、不定期専用船事業の一部の損益、ロジスティクス事業/フェリー・内航事業/その他事業の損益。

Question 02:

コンテナ船事業の将来見通しを聞かせてください。

的確な強みをもつ会社に、長期的な成長をもたらす事業

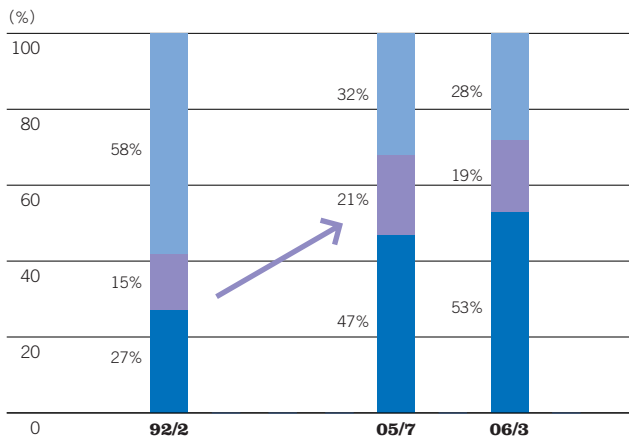
2006年3月期、当社コンテナ船事業は、燃料油価格・内陸輸送コストの高騰と一部航路での運賃下落の影響を受け、減益となりました。今回の収益低下を目の当たりにし、当社コンテナ船事業が、長年にわたって損失を計上していた1980～90年代の状態に戻ってしまうのではないかと懸念をもつ方もおられるかもしれません。

コンテナ船業界に変化はあったか？

ここ10年余りの間に、M&Aによって主要なコンテナ船社の数は確実に減少しました。2005年だけでも2つの大きなM&Aがあり、現在、コンテナ船業界で上位10位が占めるシェアは50%を超えています。これに加えてアライアンスの時代に入ってサービス規模が大きくなったため、

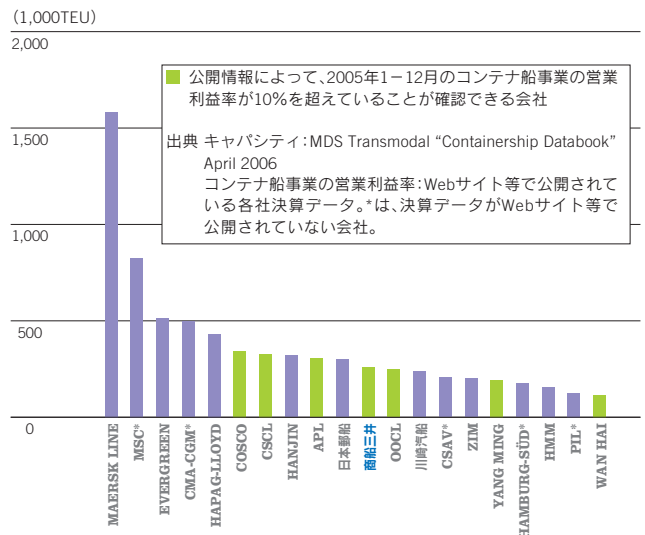
新規にこの市場に参入しようとする会社にとっては、かつてより間違いなく障壁が高くなっています。しかし既存の巨大化したオペレーターどうしの激しい競争は続いています。2005年にはむしろM&Aにともなう混乱が、運賃の軟化を引き起こしました。コンテナ船業界は様々な面で変化しましたが、マーケットは未だに安定したとは言えず、従ってこの事業が海運業の中で最も収益変動性が高いものであり続ける可能性は多分にあると言わざるを得ません。とはいえ、コンテナ船輸送が長期的に際立った成長を見込まれるマーケットであることも事実であり、このことがこのマーケットを魅力的なものにしています。

上位20位コンテナ船社キャパシティ[TEU]シェアの推移



■ 上位10位シェア ■ 上位11～20位シェア ■ 21位以下シェア
出典: Containerisation Internationalデータをもとに商船三井作成

主要コンテナ船社のキャパシティと利益率



当社コンテナ船事業が見せた変化 — コスト削減とネットワーク拡大

このようにコンテナ船業界が根本的に変わったと言うことはできませんが、当社のコンテナ船事業は大きく変わりました。まず、徹底したコスト削減により競争力を強化しました。同時に、貨物をコモディティ・仕向地などで選別し歩留まりを最大化することを目指すカーゴ・イールド・マネジメントも、著しく高度化されています。正確なコストデータを全世界で共有するITシステムと、長い年月をかけて全世界のスタッフに徹底してきた歩留まり重視の意識は、一朝一夕に模倣できるものではありません。この結果、当社は現在、世界でも上位3分の1に位置づけられるコスト競争力を有するコンテナ船オペレーターとなりました。2007年3月期も当社はコンテナ船事業の減益を見込みますが、競合他社を上回る業績を確保できると考えています。そしてひとたび需給動向等の環境が改善すれば、当社はその無駄の無いコスト構造によって、いち早く高い収益レベルを回復することができるでしょう。

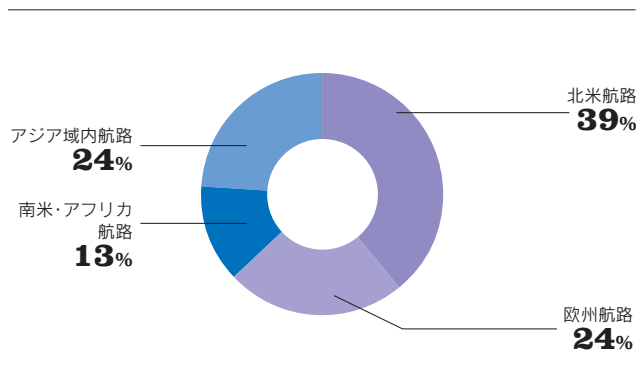
もうひとつ、当社がコンテナ船事業の安定化のために取り組んでいるのが、巨大オペレーターどうしの競争が激しい東西航路に過度に依拠しない、多様化された航路ポートフォリオの構築です。当社は歴史的に南米・アフリカ航路で優れたプレゼンスを有していますが、この強みを更に確かなものとするべく、過去1～2

年、南・北半球を結ぶ様々な航路や、FTAの拡大やインド・中東等の急速な経済発展によって荷動きが伸びるアジア域内航路の拡充に努めてきました。これらの航路にも自社で整備したコスト競争力の高いコンテナ船を投入しますが、他社との提携も行い、また、状況によっては航路の買収という手段をとることもあります。2005年に実施した欧州・南アフリカ航路の航権買収はその例です。

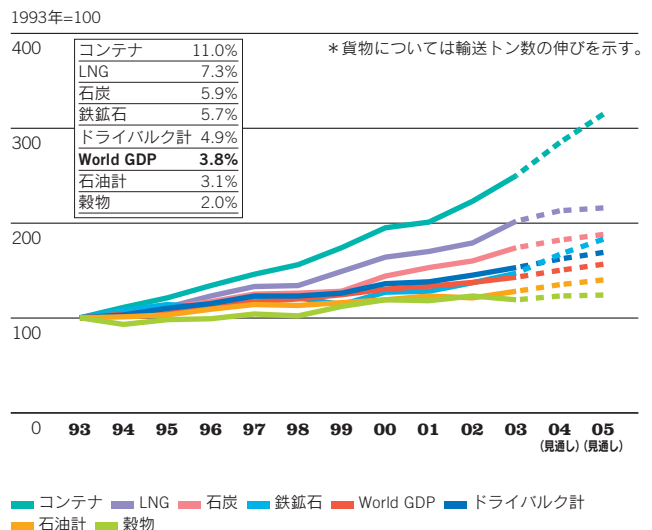
成長産業としてのコンテナ船事業

世界のコンテナ輸送需要が伸び続けることに疑問の余地はありません。過去5年間、世界の海上コンテナ荷動きは年率10%以上で増加し、この成長率は今後も維持されると予測されています。近年、コンテナ輸送の需要拡大はメーカーの世界最適地生産の動きに支えられており、この流れは今後も変わらないと考えられているからです。当社では引き続き収益性を重視しながら、少なくともマーケットの成長に合わせて規模を拡大していきます。集中が進展する業界で生き残るには、規模も大事だからです。カーゴ・イールド・マネジメントとコスト削減を進めることにより、当社は更に競争力を向上することができると考えます。十分な財務基盤、市場洞察力、及びリスク管理能力をもち続ける限り、コンテナ船事業は引き続き成長機会に富んだ魅力的なマーケットであるというのが、当社の考えです。

商船三井コンテナ船事業 航路別キャパシティ (2005年度実績)



貨種別海上荷動きの伸び



出典: Clarkson Research Studies Autumn 2005をもとに商船三井作成

Question 03:

商船三井の長期にわたる持続的成長の 見通しを聞かせてください。

事業ポートフォリオと船隊整備計画 — 利益目標達成と持続的成長の鍵

過去数年間の業績は、当社の成長戦略的確さを証明しました。この間、当社は船隊整備のための積極的な設備投資を行いました。2010年3月までの4年間に竣工する船の約90%は不定期専用船であり、その過半は中・長期契約に投入され、長期的に安定した利益を積み上げていきます。一方で不定期専用船の一定部分は短期・スポットマーケットで運航されます。コンテナ船事業も1年以内の契約がほとんどですから、短期・スポットマーケットでの運航にあたります。これまでそうであったように、この契約期間の分散とバランスが、身の丈を伸ばし、それにあった範囲でリスクをとりながら高い収益を目指す当社の成長戦略を支えます。

不定期専用船事業

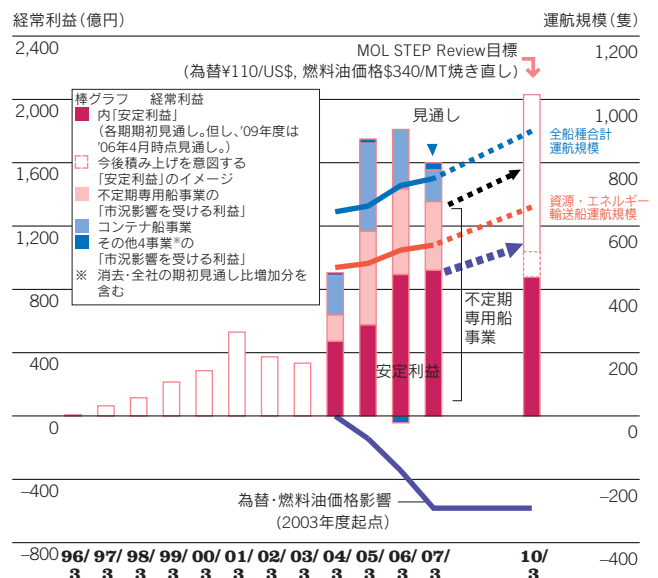
ドライバルク部門: 当社鉄鋼原料船船隊は、絶好のタイミングで発注した新造船の竣工を受けて、今後数年間にわたり拡大を続けます。2006年3月末時点で114隻だった船隊規模は2010年3月末には140隻、スポット備船を加えれば150隻程度にまでなる予定です。需要も確実に拡大します。市況が多少緩むことがあったとしても、競争力のある船が竣工することによる平均船舶コストの低減によって十分埋め合わせることが可能です。一方、ハンディサイズを中心とする一般不定期船の分野では、2007年3月期は1~2年前に結んだ好採算の契約が終了することの影響を受けますが、今後は、配船効率が低い当社

MOL STEP Review 船隊整備計画及び進捗状況

	2003年度末	MOL STEP (2004-2006年度)			(2007-2009年度)	
		新規投入 2004-06 年度	2005 年度末	2006 年度末 (計画)	新規投入 2007-09 年度	2009 年度末 (計画)
資源・エネルギー輸送分野 (ドライバルク船・油送船・LNG船)	運航規模隻数	470	→ 524	→ 540	→ 660	
	新規投入隻数 計画		123		112	
	発注済み		123		111	
製品輸送事業分野 (コンテナ船・自動車船)	運航規模隻数	175	→ 204	→ 210	→ 240	
	新規投入隻数 計画		22		30	
	発注済み		22		37	
合計	運航規模隻数	645	→ 728	→ 750	→ 900	
	新規投入隻数 計画		145		142	
	発注済み		145		148	

註) 隻数には、連結子会社以外の当社出資会社が保有するLNG船、当社が50%の株式を保有する持分法適用会社の運航船を含む。

過去の全社合計利益を上回るレベルの「安定利益」が積み上がっている。
不定期専用船事業の利益は、今後船隊拡充に沿って増加すると見込む。



独自の「世界一周航路」ビジネスのために発注した船が続々と竣工し、ペースカーゴ荷主との密接な関係にも支えられて、この分野の利益を安定的で高い水準へと押し上げていきます。また木材チップ船は、長期契約に基づく運航によって長年にわたり確実な収益を生み出してきましたが、今後、中国における驚異的な紙需要の伸び等によって、かつて無い高水準の成長が期待されます。

油送船部門: 2009年3月期までの3年間に、8隻のVLCCが竣工します。全ての船で長期契約が予定されており、確実に収益増に貢献していきます。原油船市況は短期的には上下するでしょうが、長期的な原油需要の増加とシングルハル船の強制退出期限を考え合わせれば、大きく下落するとは考えられません。石油製品を運ぶプロダクトタンカーも、この部門の収益を押し上げます。原油よりも海上輸送量の伸びは大きく、米国のハリケーン被害が市況を異常なレベルに押し上げた2006年3月期は例外としても、中・長期的に市況は高いレベルで推移すると見込まれます。当社はこの分野の船隊整備でも競合他社に先行しました。2006年3月末時点で28隻の船隊は、2010年3月末には50隻を超える規模になります。

LNG船部門: ほぼ全船を20年から25年の長期備船契約にあてているLNG船部門は、当社の中で最も安定利益の割合が高い部門です。今後についても、2010年3月までに引渡しを受ける分で既に24隻のLNG船を発注し長期契約も結んでいるため、各船が竣工するごとに安定利益の積み上げに貢献していきます。

自動車船部門: 近年、自動車の海上荷動きの伸びは著しく、自動車船の需給は当面逼迫したままで推移すると見られています。安定的な輸送スペースを提供できる当社にとっては、収益を伸ばし、顧客基盤を強化する好機であるといえます。当社は引き続き船隊を拡充し、旺盛な需要に応えることによって収益を拡大していきます。

不定期専用船事業全体では、2007年3月期に約600隻の船隊が1,240億円の経常利益を生み出す見込みです。その後2010年3月までの3カ年に、130~140隻の不定期専用船が竣工します。市況・平均船価・オペレーションの効率性等の影響を受けつつも、基本的には利益も、船隊の拡大に沿って増加していくと考えることができます。

コンテナ船事業

現在、コンテナ船社は市況の低迷に苦しんでいますが、過半の船社が赤字運航を強いられるような市況レベルが長期にわたって続くとは考えられません。また、荷動きという点で言えばコンテナ船のマーケットは確実に成長を続けており、当社の輸送能力もその成長に沿って拡大しています。従って、現在もっているコスト競争力を維持し続けさえすれば、当社コンテナ船事業の収益は過去2~3年のレベルに早晩回復していくと確信しています。当社は今後とも営業力・競争力・企業体力といった身の丈の成長にあわせて運航規模を拡大し、この事業を伸ばしていく方針です。これにより、ひとたびマーケットが回復すれば、コンテナ船事業は再び連結収益に大きく貢献する事業となるでしょう。

その他のセグメント・要因

その他の4事業は今後も着実に成長し、連結収益に貢献していくと見込まれます。一点特筆すべきは2007年3月期におけるフェリー事業の収益性回復で、前期に導入した燃料油価格変動調整金の導入が、遅れてではあるものの効果を発揮してくることによるものです。

ここ2~3年、燃料油価格の高騰が大きな損益圧迫要因になっています。燃料油価格変動の影響については全社平均で顧客とほぼ折半するかたちとなっていますが、それでもトン当たり1ドルの上昇で経常利益に対し年間約3億円の押し下げ要因となります。上昇局面においてこれを完全にヘッジすることは、短期的には困難です。しかしたとえ高いレベルではあっても、あるレベルで安定すれば、それは次第に運賃に織り込まれていくと見られます。これは当社が長年の経営の中で為替をはじめとする様々なリスクと向き合う中で見てきた法則です。

Question 04:

商船三井はどのようにして株主価値の最大化を図りますか？

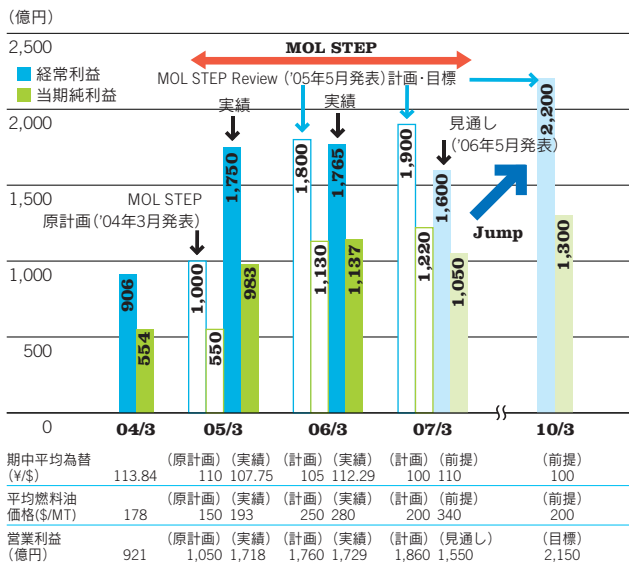
設備投資が生み出す長期的な成長 —そして成長に沿った株主還元

ここ数年、当社は高水準の営業キャッシュ・フローを、積極的な設備投資と有利子負債の削減に充ててきました。この2年間、負債は若干増加していますが、これは主として将来の成長に向けた船舶に対する大規模な投資によるものです。2006年3月期、当社は船舶を中心に総額1,696億円の設備投資を実施しましたが、この額は営業キャッシュ・フローの1,583億円を上回っています。期初から予定していた新造船の引き取りに加え、当期、長期備船・リース船で期中に契約が満期を迎えた船を中心に12隻の中古船を買い取りました。4隻のVLCCと5隻のドライバルク船を含む12隻の中古買船は、直ちに収益に貢献しました。また、次の中期経営計画の期間(2007~2009年度)に竣工する船舶の追加発注に伴う前払い金の支払

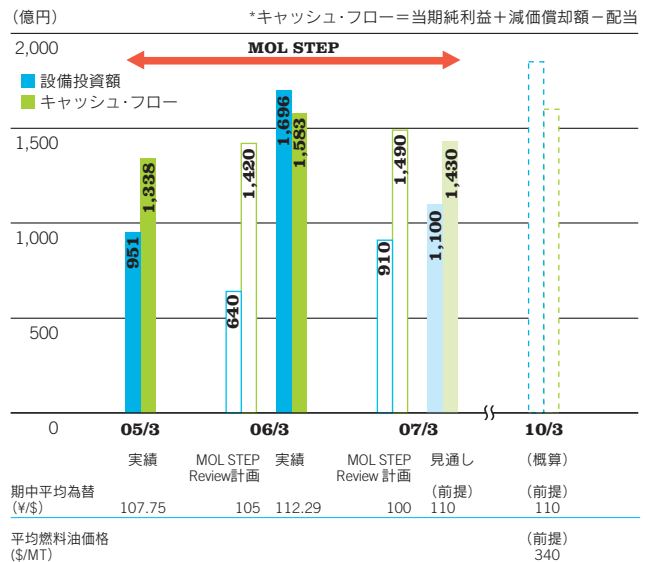
い、コンテナ船事業における航権の取得も、設備投資の増加をもたらしました。

2007年3月期の設備投資額は1,100億円と見込んでおり、キャッシュ・フローの一部を負債の削減に充てることが可能です。当社は、この先3~4年で、ギアリングレシオ(有利子負債÷株主資本)を100%、株主資本比率を40%とすることを目指しています。この目標を達成することによって当社は、世界経済・為替・市況変動等の様々な不確定要因を適切に管理しながら事業活動を推進し得る、強固な財務体質を構築することができます。厳しい国際競争が行われる海運業において、財務体質を一定レベルまで強化することは、株主価値の観点からも重要であると考えます。

MOL STEP Review 利益目標及び進捗状況



キャッシュ・フロー／設備投資額



(注) この特集ページの中では、営業キャッシュ・フローの額は簡便法(当期純利益+減価償却費-配当金)によって算出された額を用いており、キャッシュ・フロー計算書に云う「営業活動によるキャッシュ・フロー」の額とは異なります。また、設備投資額は、キャッシュ・フロー計算書に云う「有形及び無形固定資産の取得による支出」から竣工時に売船してオフバランス化した額を除く、実質的な設備投資額を用いています。

2006年3月、当社は、2011年を満期とする総額500億円の「ユーロ円建て転換社債型新株予約権付社債」を発行しました。この資金調達手法もまた、健全な財務基盤を維持しながら株主価値の増大を図るという当社の方針を表すものです。この手法であれば、当社の株価の上昇に伴って株式への転換とこれによる株主資本の増加が徐々に進み、急激な株式数の増加による1株当たり利益の低下を回避することができます。また、ゼロクーポン債とすることで無利息の資金を調達できたことも、株主価値の向上に資するものと考えます。

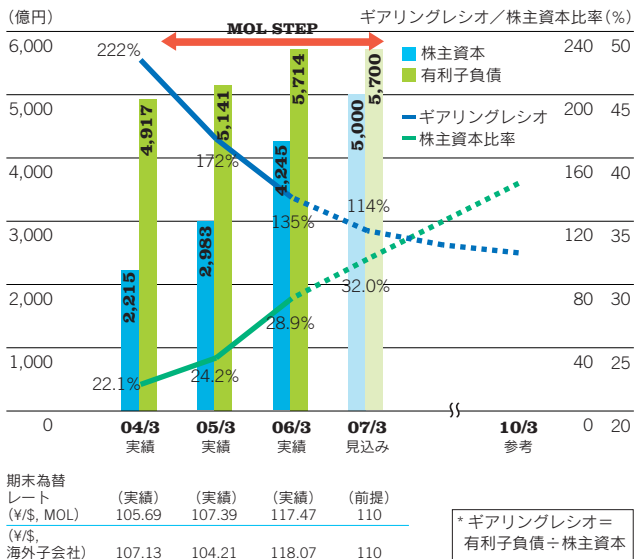
2007年4月からスタートする次期3カ年計画にも、株主価値の増大を目指す数多くの施策が盛り込まれる予定です。具体的には、2010年3月までに当社の船隊を900隻以上の規模に拡大する計画です。この船隊整備計画に基づき「MOL STEP Review」で設定した2010年3月期の経常利益目標は、2,200億円でした。当社は、基本的にこの目標に基づいて次期中期経営計画を策定し、2007年3月に発表する予定です。因みに、この目標を2007年3月期の業績見通しと比較するために同じ為替・燃料油価格前提で換算すると2,000億円強となり、2007年3月期見通しに比べ、400億円以上の増益となります。この目標を達成するために、年平均1,800~2,000億円の設備投資が必要になります。この設備投資によって財務体質改善の速度は落ちることになりますが、一方で1株当たり利益の増加による株主価値の向上につながるものであり、株主・投

資家各位には、将来の成長を確かなものにするための先行投資であることをご理解いただけるものと確信しています。

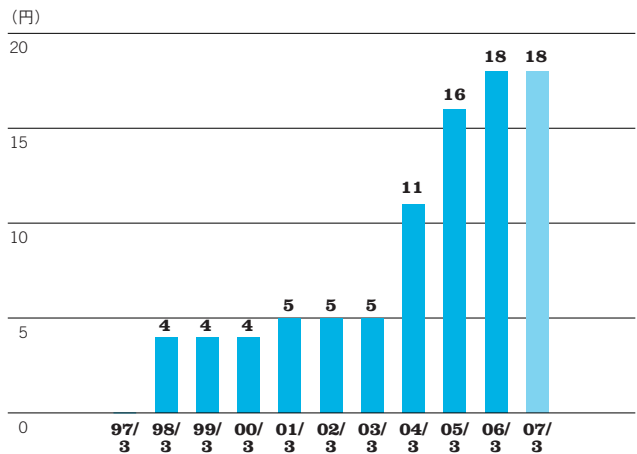
当社は、利益に対し適正な比率の額を株主に直接還元する方針を明確に打ち出しています。配当性向20%を目安とする方針に基づき、2006年3月期の1株当たり配当を、前期比2円増の18円としました。加えて、当社の期末株価が過去3年で3倍近く上昇したことも、株主価値の増大という点で大きな意義を持つと考えます。配当性向については、中長期的経営課題として、その向上にも取り組んでいきます。

最後に、海運業への集中という当社の基本戦略が、株主価値の増大と財務体質の健全化を目指す当社の強い意思の表れだということを申し上げたいと思います。海運会社の中には、当社とは異なるかたちでの多角化を進める企業もあります。しかし商船三井グループには「特色のある世界最大の総合海運企業」になるという明確な長期目標があります。当社は、当社が定める収益基準に合致しない投資案件は退け、高いリターンが見込まれるか、或いは長期的に安定したリターンが保証される案件に絞り込んで資金を投入しています。この方針に基づき、当社は、最適なポートフォリオを維持しつつ船隊を拡充することに経営資源を集中し、船舶以外への投資については慎重な選別を行っているのです。

株主資本/有利子負債/ 株主資本比率/ギアリングレシオ



1株当たり配当額の推移



2006年度は予定