2018年度 第2四半期
決算説明会

伊藤忠商事株式会社

2018年11月7日

ひとりの商人、無数の使命

ご挨拶

代表取締役社長COO
鈴木善久

Brand-new Deal 2020

当社株主帰属四半期純利益：非資源分野を中心に基礎収益が着実に伸長した結果、
前年同期比155億円の増益、２年連続で過去最高益の更新となる2,580億円。

「稼ぐ・削る・防ぐ」を徹底し、資源価格の変動によらない更なる収益基盤を強化。
事業会社損益：上期としての過去最高益を3年連続で更新
黒字会社比率：前年同期の81%から86%と着実に向上。

営業キャッシュ・フロー及び実質営業キャッシュ・フロー：過去最高、キャッシュ創出力も更に強化。

当上期において、ユニー・ファミリーマートの連結子会社化に伴う再評価益及びCITIC Limited投資に
係る減損損失を認識。

2018年度連結純利益見通し：10月1日公表のとおり、期初計画4,500億円より500億円上方修正、
総合商社としては、史上２番目の大台到達となる5,000億円の見込み。

５月の新中期経営計画の公表以降、株主の皆様やアナリストの方々との対話等も踏まえ、且つ、
当社の今後の収益性やキャッシュ・フロー等を精査し、「配当性向の段階的な引き上げ」及び
「1億株程度を目途とした自己株式取得」を中長期の方針とした。

「商いの次世代化」についても旧態依然としたビジネスモデルは急速に「進化」させていく必要があり、
社員一人ひとりに改革の必要性を意識させ、顧客の価値観にも沿ったビジネスモデル構築を推進している。

2018年度
第２四半期決算

代表取締役 専務執行役員 CFO
鉢村　剛

Brand-new Deal 2020

今回の決算にあたり、本日の説明会の前に11月2日（金）にネットカンファレンスを開催、
決算及び上方修正、特殊損益の説明を行い、HPに音声データと配布資料を掲載した。

本日は上期決算、上方修正のポイント、UFHDの再評価及びCITICの減損につき説明する。

2018年度 第２四半期
決算説明資料

伊藤忠商事株式会社

2018年11月2日

ひとりの商人、無数の使命

（見通しに関する注意事項）
本資料に記載されているデータや将来予測は、本資料の発表日現在において入手可能な情報に基づくもので、種々の要因により影響を受けることがありますので、実際の業績は見通しから大きく異なる可能性があります。従って、これらの将来予測に関する記述に全面的に依拠することは差し控えるようお願いいたします。また、当社は新しい情報、将来の出来事等に基づきこれらの将来予測を更新する義務を負うものではありません。

2018年度第2四半期　当社株主帰属四半期純利益

（単位：億円）

- **「当社株主帰属四半期純利益」**は、**前年同期比155億円増益の2,580億円。上半期として2年連続で過去最高益を更新。**
  エネルギー、建設・物流、生活資材を中心に基礎収益が伸長し、機械を除く全営業セグメントで前年同期比増益。
  非資源分野の利益は、**前年同期比38億円増益の2,112億円。2011年度以降、上半期として継続的に過去最高益を更新。**
  修正見通し（5,000億円）に対する進捗率は52%と順調に推移。
- 当期の一過性損益（140億円の利益。前年同期は420億円の利益）を除いた**「基礎収益」**は**2,440億円程度**となり、
  前年同期比430億円程度の増益。上半期の基礎収益としては、3年連続で過去最高益を更新。
- **「事業会社損益（含、海外現地法人）」**は**2,417億円**となり、**上半期として3年連続で過去最高益を更新。**
- 営業キャッシュ・フローから運転資金等の増減を除いた**「実質営業キャッシュ・フロー」**は**2,100億円**となり、**上半期として3年連続で過去最高を更新。**

	17年度 1-2Q実績	18年度 1-2Q実績	増減	2018年度 通期見通し 期初見通し（5/2公表）	修正見通し	進捗率
当社株主帰属四半期純利益	**2,425**	＊ **2,580**	**＋ 155**	4,500	＊ **5,000**	**52%**
売上総利益	5,790	＊ 6,196	＋ 407	15,930	＊ 16,000	39%
販売費及び一般管理費	▲ 4,296	▲ 4,526	△ 230			
有価証券損益	373	1,922	＋1,549			
持分法による投資損益	1,093	▲ 97	△1,190	2,140	820	－
法人所得税費用	▲ 572	▲ 801	△ 229			
（参考）						
一過性損益	420	140	△ 280			
基礎収益	約 2,010	＊ 約 2,440	約 ＋ 430			
事業会社損益（含、海外現地法人）	2,268	＊ 2,417	＋ 149			
黒字会社比率	81.3%	＊ 85.6%	4.3pt 上昇			

配当状況（1株当たり）	期初見通し（5/2公表）	修正見通し
年間(予想)	74円(下限)	83円(下限)
中間	37円	37円

＊：過去最高

Brand-new Deal 2020

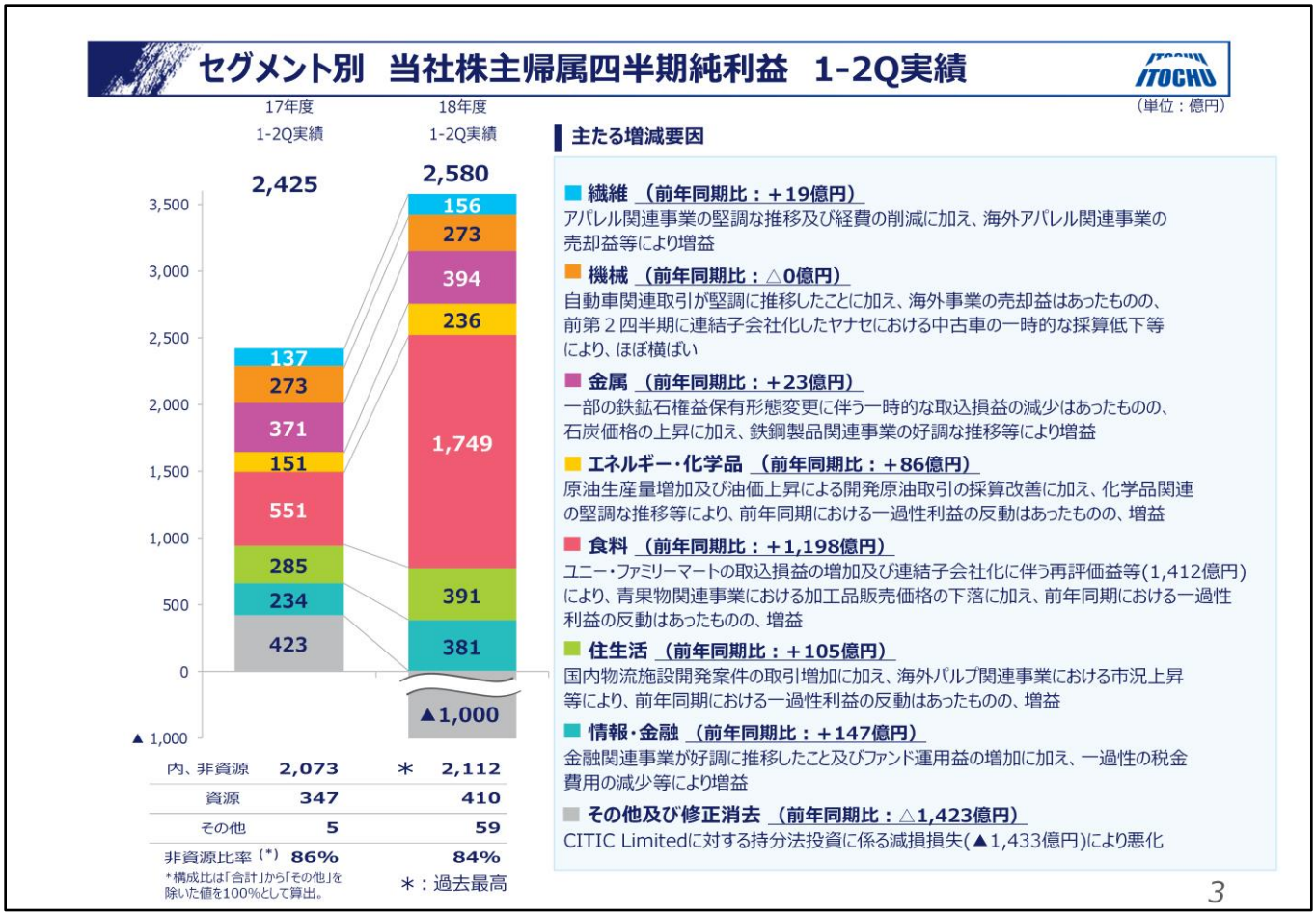
2

当社株主帰属当期純利益：史上最高益となる2,580億円。

進捗率：3年連続で最高益を更新する5,000億円に向けて52%と順調に推移。

基礎収益：2,440億円程度。

実質営業CF：2,100億円。



機械を除く全営業セグメント前年同期比増益。

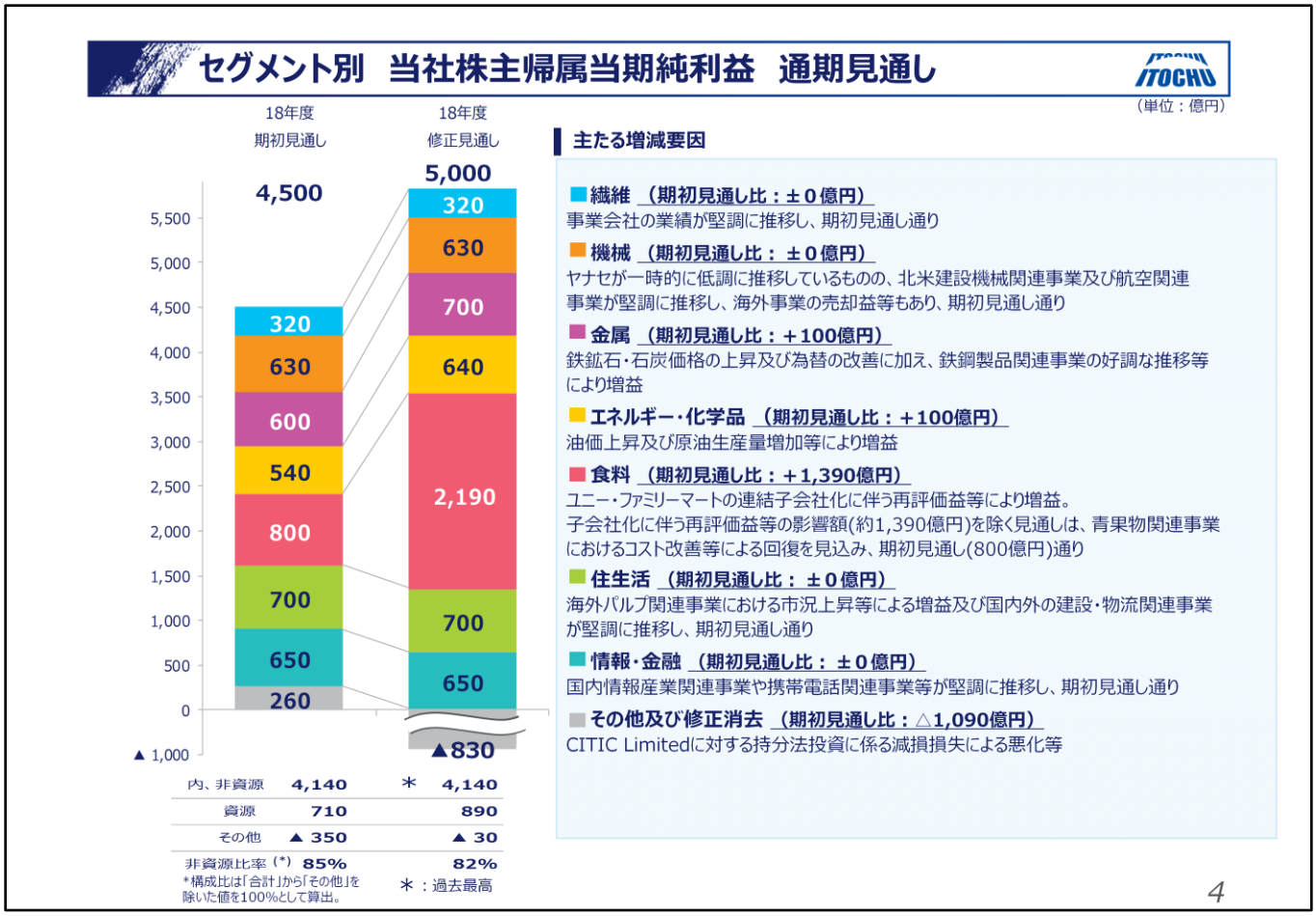
住生活：パルプ市況、国内物流施設開発が好調。
情報・金融：国内外の消費者金融事業が好調。
エネルギー：好調。

基礎収益ベースでは各セグメントで最高益に近い利益。

上期においてアンダーパフォームしたのは次の2社。

ヤナセ：上期実績▲4億円、年間見通しを47億円から26億円に修正。
上期は適正在庫への在庫調整に注力し、新車販売台数減少や中古車の利益率低下があったが、9月末には概ね適正在庫水準になった。下期にはターンアラウンドできると考えている。

ドール：加工食品価格が世界的に軟調だったこと等で前年同期比マイナスも、通期見通し105億円は達成見込み。



年間見通し：10月1日に5,000億円へ上方修正。3年連続で最高益を更新の見通し。

「上方修正500億円の内訳」

金属：＋100億円
エネルギー・化学品：＋100億円
その他及び修正消去：期初に損失対応バッファーとして見込んでいた▲300億円を不要と判断し取崩し。

セグメント別には強弱あり、上方修正後も若干余裕があるのが金属。
機械は史上最高の630億円を狙うが、ヤナセの見通し修正によりチャレンジングな水準。

各セグメントで見通しを達成できれば、各セグメントで事実上の史上最高益を達成することとなる。

キャッシュ・フロー

（単位：億円）

■ **営業キャッシュ・フロー及びフリー・キャッシュ・フロー**
食料、金属、エネルギー及び情報・通信における営業取引収入の堅調な推移等により、**「営業キャッシュ・フロー」**は、**1,675億円のネット入金**。
金属、食料及びエネルギーにおける固定資産の取得等はあったものの、ユニー・ファミリーマートの連結子会社化による現金の受入等もあり、
「フリー・キャッシュ・フロー」は、**2,208億円のネット入金**。

■ **実質的なフリー・キャッシュ・フロー**
営業キャッシュ・フローから運転資金等の増減を除いた**「実質営業キャッシュ・フロー」**は**2,100億円のネット入金**となり、**上半期として3年連続で過去最高を更新**。一方、金属、食料及びエネルギーにおける固定資産の取得等に加え、ユニー・ファミリーマートへの追加投資等もあり、**「実質フリー・キャッシュ・フロー」**は、**▲150億円のネット支払**。
見直し後の18年度イメージは、1,400億円＋α。

キャッシュ・フロー

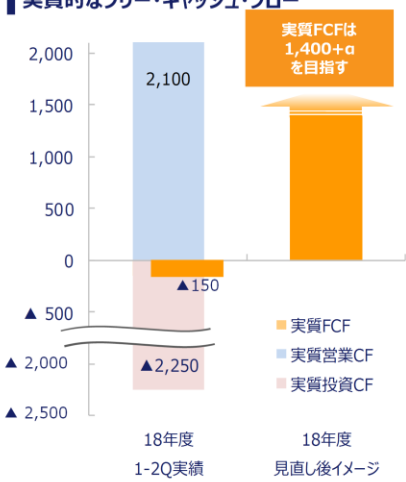
	17年度 1-2Q実績		18年度 1-2Q実績
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,550	＊	1,675
投資活動によるキャッシュ・フロー	▲ 748		533
(フリー・キャッシュ・フロー)	(802)	＊	(2,208)
財務活動によるキャッシュ・フロー	▲ 1,864		▲ 489

実質的なフリー・キャッシュ・フロー

	17年度 1-2Q実績		18年度 1-2Q実績	18年度 期初イメージ (5/2公表)	18年度 見直し後イメージ
実質営業キャッシュ・フロー(*1)	2,100	＊	2,100	5,000程度	5,000以上
実質投資キャッシュ・フロー(▲ネット投資)(*2)	▲ 1,050		▲ 2,250		
実質フリー・キャッシュ・フロー	1,050		▲ 150	1,200以上	1,400+α

＊：過去最高

実質的なフリー・キャッシュ・フロー



(*1) 「営業CF」－「運転資金等の増減」
(*2) 実質的な出資及び設備投資に係る支出及び回収
「投資CF」＋「非支配持分との資本取引」－「貸付金の増減」等

Brand-new Deal 2020

5

営業キャッシュ・フロー：1,675億円。当期純利益同様、好調。
実質営業キャッシュ・フロー：2,100億円。
いずれも過去最高を更新。

当期純利益の上方修正を踏まえ、実質フリー・キャッシュ・フローと実質営業キャッシュ・フローの
18年度イメージを強含みの表現に変更した。

財政状態

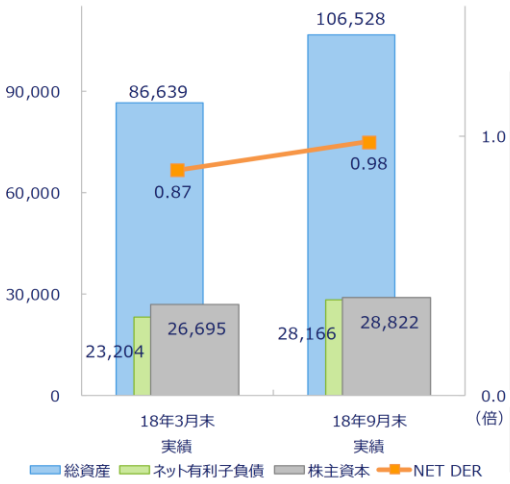
（単位：億円）

■ **総 資 産**：ユニー・ファミリーマート及び金融関連事業の連結子会社化並びに中南米自動車関連事業の新規連結に加え、円安による為替影響等もあり、前年度末比1兆9,889億円増加の**10兆6,528億円**。

■ **ネット有利子負債**：ユニー・ファミリーマート及び金融関連事業の連結子会社化に加え、円安による為替影響等もあり、前年度末比4,962億円増加の**2兆8,166億円**。

■ **株主資本**： 配当金の支払等はあったものの、当社株主に帰属する四半期純利益の積上げ等により、前年度末比2,127億円増加の**2兆8,822億円**。

■ **株主資本比率、NET DER**： **株主資本比率**は、前年度末比3.8ポイント低下の**27.1%**。
NET DERは、前年度末比若干増加の**0.98倍**。



	18年3月末 実績	18年9月末 実績	増減	19年3月末見通し 期初見通し (5/2公表)	19年3月末見通し 修正見通し
総資産	86,639	＊106,528	+ 19,889	106,000	103,000
ネット有利子負債	23,204	28,166	+ 4,962	24,500	25,500
株主資本	26,695	＊28,822	+ 2,127	30,000	＊30,000
株主資本比率	30.8%	27.1%	3.8pt 低下	28.3%	29.1%
NET DER	0.87 倍	0.98 倍	0.1 増加	0.82 倍	＊0.85 倍
ROE	15.8%	－	－	15.9%	17.6%

＊：過去最高（総資産は過去最大、NET DERは過去最小）

Brand-new Deal 2020

6

UFHD子会社化により9月末の連結B/Sは拡大。

総資産：当社初の10兆円超。UFHD子会社化の影響は約1.6兆円。

株主資本：史上最高の2.9兆円。

財務指標：足元の総資産増加による悪化は、年度末に向けて見通し通りに調整していく予定。

ROE：19年3月末見通しは17.6%。当社は規模ではなく効率性を重視。

総資産及び有利子負債の見通し：円安、UFHDにおけるユニー売却等の資本政策の影響により、年初計画よりも総資産は微減、有利子負債は若干の増加を見込む。

前提条件

	17年度 1-2Q実績	18年度 1-2Q実績	18年度見通し 期初見通し (5/2公表)	18年度見通し 修正見通し	(参考) 市況変動が当社株主帰属当期純利益(下期)に与えるインパクト
為替（円 / US$ 期中平均ﾚｰﾄ）	111.25	109.44	105	110	約▲12億円 （1円の円高）
為替（円 / US$ 期末ﾚｰﾄ）	18/3 106.24	18/9 113.57	105	110	-
金利（%） TIBOR 3M（¥）	0.057%	0.069%	0.10%	0.10%	約▲25億円 （1%の金利上昇）
原油（ブレント）価格（US$/BBL）	51.49	75.40	55	70	±1.1億円
鉄鉱石（中国着）価格（US$/ﾄﾝ）	67*	66*	N.A.**	N.A.**	±3.4億円
強粘結炭（豪州積）価格（US$/ﾄﾝ）	190*	189*	N.A.**	N.A.**	±0.7億円
一般炭（豪州積）価格（US$/ﾄﾝ）	87*	111*	N.A.**	N.A.**	

（インパクトは、販売数量、為替、生産コスト等により変動致します。）

* 2017年度1-2Q、2018年度1-2Qの鉄鉱石・強粘結炭・一般炭価格実績は、市場情報に基づく一般的な取引価格として当社が認識している価格。
** 2018年度見通しにおける鉄鉱石・強粘結炭・一般炭価格は、市場情報に基づく一般的な取引価格等を勘案した価格を前提としておりますが、実際の価格は鉱種、炭種及び顧客ごとの個別交渉事項となるため、開示を控えております。

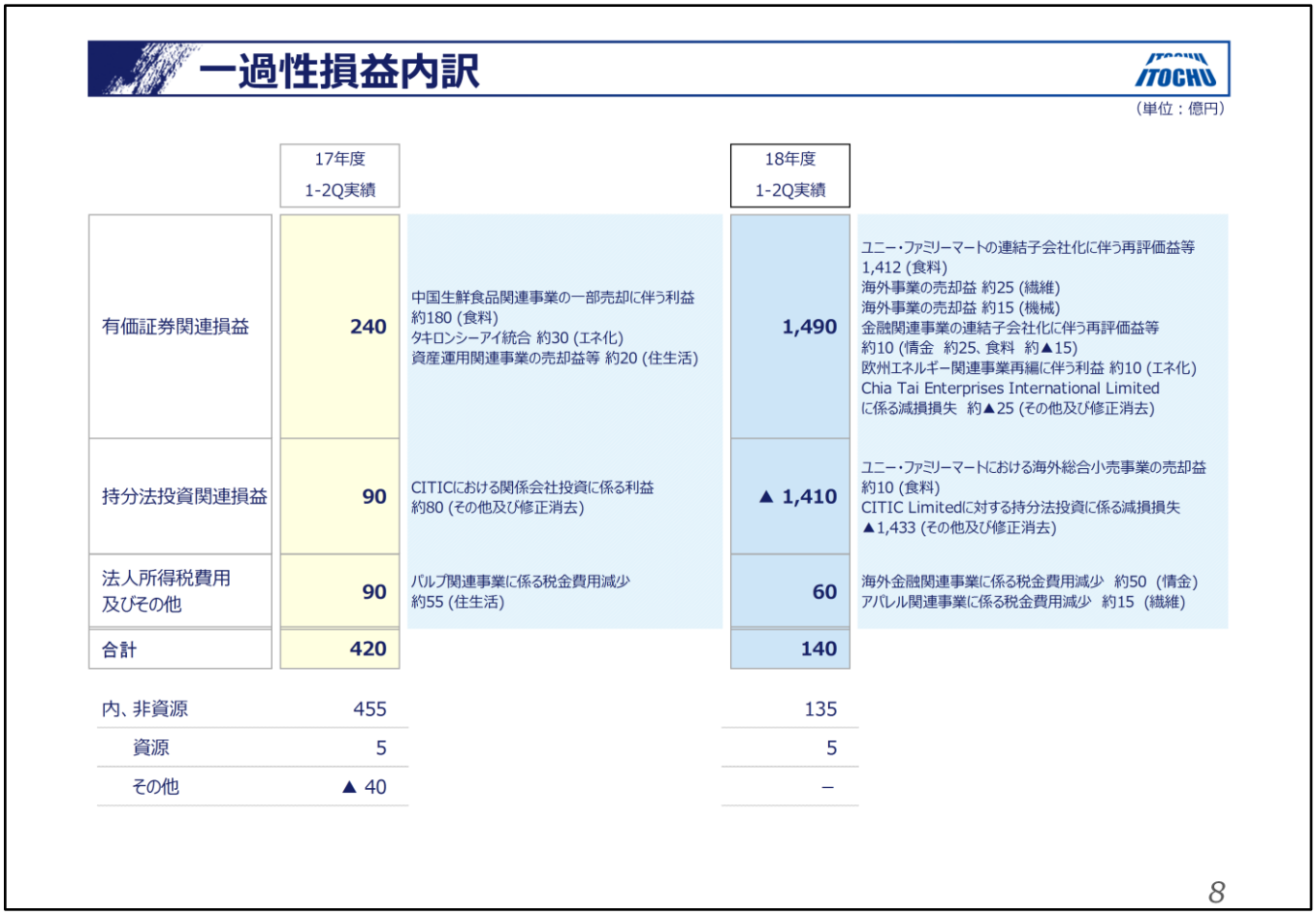
Brand-new Deal 2020

7

	期初見通し	修正見通し
ドル円：	105円	110円
原油（ブレント）：	55ドル	70ドル

非開示となっている金属資源関連の価格も足元の水準で見直し。

上半期の終了を受け、感応度の数字も見直しを行った。



一過性損益内訳

（単位：億円）

	17年度 1-2Q実績		18年度 1-2Q実績	
有価証券関連損益	240	中国生鮮食品関連事業の一部売却に伴う利益 約180 (食料) タキロンシーアイ統合 約30 (エネ化) 資産運用関連事業の売却益等 約20 (住生活)	1,490	ユニー・ファミリーマートの連結子会社化に伴う再評価益等 1,412 (食料) 海外事業の売却益 約25 (繊維) 海外事業の売却益 約15 (機械) 金融関連事業の連結子会社化に伴う再評価益等 約10 (情金 約25、食料 約▲15) 欧州エネルギー関連事業再編に伴う利益 約10 (エネ化) Chia Tai Enterprises International Limited に係る減損損失 約▲25 (その他及び修正消去)
持分法投資関連損益	90	CITICにおける関係会社投資に係る利益 約80 (その他及び修正消去)	▲ 1,410	ユニー・ファミリーマートにおける海外総合小売事業の売却益 約10 (食料) CITIC Limitedに対する持分法投資に係る減損損失 ▲1,433 (その他及び修正消去)
法人所得税費用及びその他	90	パルプ関連事業に係る税金費用減少 約55 (住生活)	60	海外金融関連事業に係る税金費用減少 約50 (情金) アパレル関連事業に係る税金費用減少 約15 (繊維)
合計	420		140	
内、非資源	455		135	
資源	5		5	
その他	▲ 40		–	

8

今回、当社は如何に財務健全性を保つかを前提に、保守性を伴った決算を行っている。

UFHDの子会社化により会計上の再評価益が発生することは認識した上でTOBを行った一方、
CITICに関しては、17年度末、18年度第1四半期末の段階では減損の兆候はなかった。

CITICに関して、当社の投資についてのレビューは種々考えられるが、CITIC自体の業績は順調。
減損はあくまでも将来懸念の早めの払拭のために保守的な対応をしたものである。
米中貿易摩擦で株価低迷との報道もあったが、同社株は直接的には米中貿易摩擦の影響はない。

UFHD子会社化は、巨額の再評価益が発生する可能性がある中、中長期的に妥当な価額を議論した。
TOB価格の妥当性は、市場株価平均法、類似会社比較法、DCF法等から11,000円とした。

株価は年初7,000円台、3月8,000円台、TOB公表前9,000円台、4月19日TOB公表後10,000円台に入り、TOBを実際に行った7月17日～8月16日の前には、12,000円と高含みの状況となった。
株価が高く、PERが他社比高いことは、同社に対する成長性への期待の表れで有り難いことではあるが、TOB価格は過去事例においても支配プレミアムが含まれ、剥落後をベースに株価妥当性を測るのが通例。
第三者評価も取得し妥当な公正価値を議論したが、TOB完了後の9月初めに9,600円を付けた後、9月末に資本政策の影響で株価も上がっている。
好調な決算の中、そもそも中長期に貢献しない特別利益（一過性利益）には期待しておらず、暖簾の積み上がりにも留意する必要があることから、最終的には9,000円台半ばの価額で本件をクローズし、結果、評価益は1,412億円であった。

CITICの業績は堅調に推移しており、年初の取込損益見通し600億円を今回630億円とした。
CITICの株価が低迷しているのは事実だが、当社は投資時に純資産価値を下回る価格で買収した。
買収した株価は13.8香港ドルだったが、当時の純資産は17.37香港ドルだった。

同社は四半期決算非公表だが、現在の一株当たり純資産は19.5香港ドルまで上昇している。
本投資はキャピタルゲインを目的とした投資ではないが、純資産が12%程度上がっていることになる。
株価が上がらないことが問題で、投資対象としてのCITICの資産価値は上昇し、同社業績も順調である。
シナジーが当初想定よりも遅れているのは残念だが、本件は中長期で見るべき案件であると考えている。

同社株式は58%を中国政府が保有しており流動性が低く、また、中国市場での同社金融事業比率は
事業全体の8～9割に近い水準となっており、香港市場では金融関連株はディスカウント傾向である。
徐々に株価は上昇しているが、11香港ドル～12香港ドルのボックス圏を抜けられずにいる。

順調な業績の一方、会計上の損益取込で、配当性向を上回る未分配剰余金の積み上がりにより
連結上の簿価は上がっていく。
当該簿価上昇と株価上昇のスピードの差が大きいほど、将来の減損可能性は高くなる。

17年度末、18年度第1四半期末時点では株価だけでなく、回収可能性、CITICの今後の将来性、
中国の成長性も総合的に判断した結果、減損の兆候なしと判断していた。
一方で、四半期毎の損益取込により連結上の簿価が上昇していくため、改めて18年度第2四半期末
時点で見直しを行った結果、中国はあらゆる政策を講じるとは思うが、株価上昇のスピードは速くないだろう
と考え、CITIC、香港市場、中国経済の見通し等につき、シンクタンク、投資銀行等の第三者評価を
取った上で、監査法人と議論し、13.8香港ドルという購入価格を若干下回る価額で見直すことが妥当と
判断し、その結果1,433億円の減損を行った。