

日 時： 2025 年 2 月 6 日（木） 14:45 ～ 15:45

説明者： 鉢村 CFO、山浦経理部長

用 語： CTC=伊藤忠テクノソリューションズ、FM=ファミリーマート、CVS= コンビニエンスストア

Q： 来期を見据え、現在不調な事業(Dole、METSА FIBRE、原料炭 2 案件等)への対応策を教えてください。また他にダウントレンドを懸念している分野があれば教えてください。

A： Dole について、北米加工食品事業ではハンズオンで回復軌道に戻つつあるが、アジア青果物事業は今期パイナップルの生産が不調であり、下期でのスローダウンは事実。ターンアラウンド策を打ち続けているが、当事業はアップダウンが多くどこまでハンズオンが及ぶのかを真剣に考える局面。どのように対処すべきか検討している案件の一つ。全社として 25 年度以降も利益成長を実現していく上で、利益を上げながら資産の入替を行っていくことも重要。Dole については、どのようなオプションが取り得るのか、より踏み込んで考え方を議論しているところ。METSА FIBRE も前期の赤字により今期減益幅は大きく見えないものの、工場での爆発事故や原材料・人件費等のコスト増により今期も赤字継続。当事業も当社がハンズオン出来ているかという議論に改めて戻る。問題が発生した場合、ハンズオンでターンアラウンドをさせられるかが、事業経営上、重要なポイントとして改めて認識。当事業が今後もコントロール可能なのか、単体トレードで収益は取れていることも踏まえて、どのようにパルプ事業を大きく出来るのか改めて議論している。不運な事故が相次ぎ大きな影響が出ている原料炭 2 案件について、豪州 Fitzroy 案件では採掘が困難な鉱区を漸く掘り終え、新鉱区での生産は 3 月を予定。但し、新鉱区では短いパネルからの操業となりパネルの移設・展開が続くため、利益貢献をもう暫く待つ必要がある。北米 NCR 案件は、坑道内での火事は鎮火し現在各種点検中。しかし本格的な操業再開は 10 月頃を見込む。両案件共に足元での改善は難しく、利益貢献は 26 年度以降にずれ込む可能性はあるが、他の分野でカバーをしていくことになる。それ以外の分野では、電力、LNG トレード等で不調。在庫管理等含めて改めてどのようにリスク管理をしていくのか、極当たり前のことではあるが、しっかり見ていく必要性をマネジメントも認識している。不二製油での米国チョコレート事業の立て直しにも、当社側からも人員を派遣しながら注力。今後はこれらターンアラウンド事業の状況を十分確認し、見極めることも重要になる。

その他の懸念点としては、北米の景気動向に改めて注視している。消費は好調と言われるが、当社事業では軟調なものもある。北米 IPP では前期と比較して電力価格が上昇せず、前期ほどの利益が確保できていない。日立建機は建機需要の弱さから在庫が溜まりスローダウン。北米建材関連事業についても、米金利高止まりを受けた住宅市況低迷の影響もあり前期比減益。鉄鋼関連事業については、過去 3 年間で極めて好調で、その反動もありスローな状況。但し、建材用の鉄鋼製品については住宅市況の回復に期待。鋼管についても市況が底を打ったとの見方もある。これら全ての事業は米国内の景気が今後も底固く推移すれば、一定のアップサイドが見込めると考えている。

投資の教訓から学びつつ TOB に成功したデサント、FM、CTC、タキロン等の大型投資案件は大きく数字を伸ばすところまで来ている。CTC が 3Q で数字が落ち込んだのは特殊な赤字取引による一時的な要因。受注残高は過去最高であり AI 基盤関連の積み上げも極めて大きい。広域・社会インフラセグメントを筆頭にほぼ全事業分野が好調。このようなコアになる分野を今後の成長に繋げていることに対して、経営陣としては自信を持っている。

Q： 期初時点では今期から利益貢献を見込んでいた豪州 Fitzroy 案件と米国 NCR 案件は、操業不調が長期化している印象。今後の改善見通しと利益貢献の時間軸を伺いたい。

A： 豪州 Fitzroy 案件では、年明けに苦戦していた鉱区の採掘を完了。現在パネルを移設しており 3 月には新鉱区にて採掘開始予定。但し、当初は短いパネルの採掘になり、今後もパネルの移設・展開が続く予定。間違いなく赤字幅は削減できるが、利益貢献は 26 年度にずれ込む可能性がある。米国 NCR 案件は、想定外のトラブルが続く現在坑道内に入ることは可能な状況も、操業は停止中。パートナーとの関係等から操業会社での Chapter11 を申請する等、法的なプロセスも 3 月末を目途に進めており、予定通り今年 10 月に本格的な操業を再開しても利益貢献は 26 年度にずれ込む公算。こちらも赤字額は縮小するが来期の利益貢献は難しい。但し、来期の生産量は、豪州 Fitzroy 案件で 200 万トン、米国 NCR 案件は生産量 100 万トン規模であり、今期のような特殊な事情による赤字がなければ、全社決算へ与えるインパクトは限定的。よって資源価格が現行水準を維持する限り、資源分野の基礎収益が更に悪化するとは考えていない。

Q： 来期の発射台となる基礎収益のセグメント毎の見通しに対する強弱と、今後の成長に向けた来期計画の見方を伺いたい。

A： 来期計画については、目下検討中。当社は計画策定プロセスを極めて精緻に行い計画必達のコミットメント経営を継続してきた。マネジメントとして、まず 8,800 億円からの成長を前提にしている。基礎収益の水準を考える上では、各不調事業の最悪期やターンアラウンドの実現確度を見極めるとともに、今期に実行した新規投資からの利益貢献や来期の投資パイプラインをどの程度計画に織り込めるかを議論中。

今期については、エネルギー・化学品と住生活で 4Q に一過性を見込むと説明をした通り、年間の一過性利益は 1-3Q 累計の 950 億円を超える水準を想定。バッファーをどの分野に使いカバーできるか、資源分野の下振れもよく見極める必要あり。基礎収益の見通しについては、期初の 8,600 億円から 11 月の公表時にデサント TOB による再評価益を見込み、400 億円を差し引いた 8,200 億円としたが、ここから若干下振れる可能性はある。セグメント別では、機械、食料、情報・金融、第 8、その他は強含みで通期見通しに対する上振れがあり得るとの見立て。一方、進捗率が極めて低い金属、エネルギー・化学品では化学品は堅調も、進捗が低調なエネルギー、電力・環境ソリューション及び住生活は公表見通しを下回る可能性もある。

Q： 機械が好調に推移しているが、日系自動車メーカーや建機業界において減速感が出てきている中、機械における各事業の今後のモメンタムについて教えてほしい。

A： 1-3Q 決算好調であった当社の航空関連事業は政府・民間両方の航空機事業に取り組んでおり、政府関連ビジネスの好調に加え、今年度の航空機部品関連事業への出資も利益貢献している。政府関連ビジネス含め航空関連事業の好調は今後も持続するものと期待。建機関連として日立建機との展開については、当社が出資以降米国トレードに関与を開始、地場で上げたリースビジネスにも今後更に期待。建機関連は米国景気の回復を見込み今後伸ばしていくべき分野。また今期に公表したカワサキモーターズへの出資についても来期に一定の利益貢献を見込む。自動車については、販売堅調であるヤナセに加え、パナマの RICARDO PÉREZ 等の海外事業も 1 社での利益規模はさほど大きくないものの利益を着実に積み上げている。自動車は対面業界の大きな変化はありつつも、当社としては確りと伸ばしていくべき分野。

Q： 24 年度の投資について、期初に掲げた 1 兆円に対し 9,500 億円まで積み上がったとのことだが、新規投資による利益貢献については伊藤忠が目標としている水準に対してどの程度積み上がっている認識か。

A： 現状では現在積み上がった新規投資からの利益貢献については申し上げられない。今後の新規投資からの利益貢献規模についても、今まさに精査をしている最中。24 年度に実行・意思決定した新規投資の利益貢献が来期にずれ込んでいるものもあり、25 年度における新規投資からの利益貢献は 24 年度見通しに含まれる 100 億円という水準感よりは当然大きなものを想定している。

Q： キャッシュ・アロケーションに対する考え方を伺いたい。今後も単年度計画を打ち出していく中、10% 成長を継続するために来期も今期同様の 1 兆円レベルの投資枠の設定を継続する考えか、ないしは投資枠を設定せずに従来の財務方針に戻るのか、改めて考え方を整理させてほしい。

A： 長期の経営方針である The Brand-new Deal に加え、単年度計画を打ち出していく中で長期でコミットしているのは、まず株主還元。即ち、キャッシュ・アロケーションの考え方として、キャッシュ・フローのうち、「総還元性向 40% 以上」として株主還元に充てられる。その上で投資をどの程度積み上げていくかについては営業キャッシュ・フローの出方次第。現在の当社の営業キャッシュ・フローは約 9,000 億円程度。今後の新規投資は営業キャッシュ・フローがどの程度伸長するかを想定し、株主還元に充てる部分を差し引いた部分でキャッシュ・アロケーションを検討。新規投資からの利益貢献開始の時間軸は案件毎に異なる。持続的成長に資するとの確信を持つことが出来、過去の投資の失敗事例から得られた「投資の 4 つの教訓」（以下の防止を徹底：①高値掴み、②取込利益狙い、③特定客先・パートナーへの依存・過信、④知見のない分野）をクリアできる良い投資案件があれば、必ずしも株主還元後実質フリー・キャッシュ・フローのプラスに拘る考えにはない。レバレッジを高めることについては従前よりお伝えしている通り、NET DER が 0.6~0.7 程度であれば、現在の格付を維持しながら対応できるとの考え。勿論、それ以上の大型投資を実行する場合は、格付機関とも事前に協議の上、投資実行後どの程度で元のレバレッジ水準に回復できるかを十分に精査した上で検討していく。

Q： 米中関係を踏まえた上でも、今後も引き続き CITIC からの安定的な利益貢献を期待してよいか。また、伊藤忠として CITIC に対し何等かの対応を行う考えはあるか。

A： 米中関係としては、トランプ大統領の政策については、就任当初は大きな政策変換を一気に行うことは予期されていた通りであり、関税引き上げについても想定通り。予定調和がない劇場型の政策を進める政権に対して、途中経過に右往左往する必要はない。勿論、トランプ政権が中国に対して厳しい対応を

行うことは十分理解しており、米中関係に対しては楽観視してはいけない。当社が中国に対して新規の大型投資を行う環境にないという認識は変わっていない。一方、当社の中国関連事業は CITIC に対する投資と IMEA 鉄鉱石の輸出を除き、繊維、食料、化学品のトレード等に限定され、連結純利益に占める割合も 5%未満。なお、CITIC については当初想定していた CITIC の海外展開において当社が機能を発揮し協業を推進することは考えづらくなっているが、取込利益ベースで 1,000 億円の規模感に成長している。また、米中関係が CITIC に及ぼす影響は限定的と考えている。CITIC は資産の 97%、収益の 92%が中国国内。中国国内の景気には当然影響を受けるが、不良債権比率も改善しており、国営銀行として安定的な経営を行っている。更には、当社として CITIC 経営陣とコミュニケーションを活発に行ったことで、漸く CITIC も配当性向を引き上げる方針を対外公表した。配当性向は 23 年度 26%に対し 24 年度は 27%以上、25 年度は 28%以上、26 年度には 30%を目標とすることを開示済。このような環境下、CITIC は当社にとってこれまで通りの対応を継続する投資先。加えて、FM の中国再編が頂新グループとの和解に至ったことで、展開済の地域に関しては従来通り頂新グループとの提携を継続、未展開地域については頂新グループではなく FM が展開を進めるべく調査を開始。CVS ビジネスに関して中国は大きな市場であり、当社は台湾に次いで事業基盤を持っていることから今後も引き続きマーケティングを行っていきたい。

以上