

日 時：2025 年 5 月 8 日（木） 10:00 ～ 11:30

説明者：岡藤会長 CEO、石井社長 COO 兼 CSO、鉢村 CFO、山浦経理部長

司 会：原田（IR 部長）

冒頭説明：「2024 年度実績・2025 年度計画及び CPP 売却総括」

24 年度連結純利益は 8,803 億円と過去最高益を更新。25 年度計画も 9,000 億円と 2 年連続での過去最高益を見込む。マネジメント一同、25 年度は連結純利益・ROE・時価総額の商社「3 冠」復帰に向けた極めて重要な一年との覚悟の下で経営にあたっている。

24 年度実績 8,803 億円には、デサント再評価・FM 中国事業再編等の一過性利益約 1,100 億円を含み、基礎収益は約 7,700 億円と前期比△190 億円の減益。開示資料 P.12 の通り、基礎収益の減益要因は資源価格影響・原料炭の操業不調等による資源分野約△395 億円の影響が大きい。3Q 公表時の連結純利益見通し 8,800 億円の内訳は 2Q 公表時から変えず、基礎収益 8,200 億円／バッファ含む一過性利益 600 億円としていたが、24 年度単 4Q 社内計画での基礎収益は 2,385 億円／一過性損失▲350 億円に対し、実績は基礎収益 1,885 億円／一過性利益 150 億円と、基礎収益と一過性損益の間で±500 億円の入り組みが起こった。この基礎収益での落ち込みは 24 年度 1-3Q 実績でも低進捗だった金属、エネルギー・化学品、住生活が主因。このビハインドの反動は 25 年度計画における確度の高い増益ファクターであるターンアラウンドや既存事業のオーガニック成長として織り込んでいる。

25 年度計画公表にあたり、不確実性が強まる環境下、どのように経営計画を策定し対外公表するか、議論を重ねた。従来、各カンパニーの利益計画の積み上げを前提に、全社としてバッファを設定してきたが、このような計画策定は楽観的過ぎるとの考えの下、着実に達成可能な基礎収益を出発点に、実現済みの一過性利益を加え、セグメント毎に景気後退リスクを織り込んだ上で、オーガニック成長・新規投資からの利益貢献等で計画達成を目指す定量の全体像を策定し、開示資料 P.6 の通り開示した。詳細数値については、まず、24 年度の基礎収益実績 7,700 億円から、25 年度計画前提の為替・資源価格影響△500 億円を織り込み、ここに今期確実に増益を見込めるターンアラウンド+300 億円及び 24 年度新規投資からの利益貢献+200 億円を加えた 7,700 億円を「基礎収益」のスタートラインとした。更に、公表済みの CPP 売却益等の実現済一過性利益+900 億円を加えた 8,600 億円を「連結純利益」のスタートラインとしている。

改めて CPP への投資について総括すると、キャッシュインの観点では、特別配当と売却収入を合わせて約 1,700 億円を 4 月末に入金。生涯損益でも約 1,200 億円のプラスを確保した。加えてトレード等のシナジーについても、食料をはじめとする幅広い分野で年間取扱高 500 億円程度の取引関係を構築。両社の経営体制下、信頼関係の構築も進んだ。共同出資する CITIC、CTEI、HYLIFE については今後も継続して取り組むことで合意した上で、今般資産入替によるキャッシュ回収を決定した。

景気後退リスク▲400 億円の織り込みについては、相互関税に影響するトレードフローは全てチェックし、▲150-200 億円程度のインパクトもあり得ると算定した上で、更にはセンチメント悪化に伴う景気全体のスローダウンを加味する必要があるとの認識しインパクトを算定。コロナ禍で世界的に経済活動が停止した 2020 年度の基礎収益が 6.8%の減益であったことを踏まえ、一方で米国の関税政策は全世界の経済活動を停止させる程ではない点を考慮し、基礎収益ベースで約 5%程度の減益を各カンパニーに落とし込む形で織り込んだ。連結純利益計画の出発点 8,600 億円から景気後退リスクを織り込んだ 8,200 億円と 25 年度計画 9,000 億円の差分 800 億円については、既存事業のオーガニック成長、1 兆円成長投資からの利益貢献に加え、一過性損益等により実現していく。

成長投資については 25 年度も 1 兆円を上限とする方針。既に 24 年度に機関決定済みの 2,400 億円と每期想定される CAPEX2,000-3,000 億円もあり、各カンパニーでそれぞれ多くのパイプラインを抱えている状況。1 兆円上限の新規投資に対して EXIT は CPP 売却に伴う約 1,700 億円を含めて約 3,000 億円程度を見込む。

25 年度も 24 年度計画同様に、一定程度の新規投資からの収益貢献を織り込んでいる。また 25 年度のオーガニック成長について、開示資料 P.9 にて代表的な 6 つの事業分野を記載。これらの事業を中心に成長を実現する前提。より詳細な主要関係会社の利益計画は各カンパニーの定量説明ページに、また各カンパニーの成長期待領域は開示資料 P.28 に記載。

株主還元については、24 年度において経営方針で定めた「総還元性向 40%以上」を上回る総還元性向約 50%の株主還元を実施したが、25 年度も 2 年連続で総還元性向を 50%とする計画。1 株当たり配当 200 円と合わせると、自己株式取得の金額は約 1,700 億円となるが、不透明な経営環境を加味して、まずは 1,500 億円の自己株式取得を機関決定し、5 月 7 日より取得を開始。

最後に、オーガニック成長の実現に向けた当社の戦略の一つとして、開示資料 P. 21 に掲載した「ハンズオン経営の進化」と題した各事業会社での業績拡大についての分析を紹介したい。当社は利益規模 20 億円以下の小規模会社が 148 社と多く、20-50 億円、50-100 億円規模の会社は 50 社程度に絞られる。既存事業会社での M&A は、隣接領域や知見のある分野を伸長させる比較的リスクの小さい投資を実行する一つの手段と考えており、実際に 24 年度には伊藤忠建材、伊藤忠ケミカルフロンティア、伊藤忠リーテイルリンク、タキロンシーアイ子会社等が自ら投資を実施し、事業拡大を図る事例も出てきている。同資料の分析は、既に各セグメントに落とし込んで今後の対応を検討しており、25 年度の経営管理指標分析でも、ROA の改善等本来の議題に加えて、本件も事業会社の着実な拡大を図るべくより深い分析・議論を実施していく。

質疑応答

Q：他商社が増配した中で、配当を据え置くに至った社内での議論と今後の増配の余地含めた株主還元に対する考え方は。

A：（回答者：鉢村 CFO）長期の経営方針で、株主還元については「総還元性向 40%以上」、配当方針については「配当 1 株当たり 200 円または配当性向 30%のいずれか高い方」としたが、これは 10%の利益成長を続ければ ROE は 15%以上となる財務マトリックスに立脚したもの。24 年度は 1 兆円の成長投資を掲げたことを踏まえ、経営方針で示した「40%以上」を上回る総還元性向 50%、配当性向も 30%を超える 40 円増配の 1 株当たり 200 円とし、経営方針より一歩踏み出した内容とした。25 年度も長期の経営方針がベースとなるが、総還元性向は 50%を維持。今期の利益計画には、不透明な経営環境を反映し景気後退リスク ▲400 億円を織り込んだ。株価・雇用・インフレ等の影響を見てトランプ政権は政策変更する可能性もあり、もしこのマイナス影響が軽減されれば、9,000 億円の利益計画が 9,400 億円に向けて上振れする可能性もあろう。24 年度の自己株式取得の実施により「配当性向 30%」が「一株当たり配当 200 円」を超える分岐点となる連結純利益は 9,600 億円程度から現状 9,400 億円程度となっており、9,400 億円の利益水準が見えてくれば増配も選択肢となろう。

A：（回答者：岡藤会長 CEO）業績の向上に向け投資が極めて重要な局面であり計画公表時点での増配は控えたが、「商社は水」であり、マーケットに合わせていくことも重要。マーケットとの対話も踏まえ株主還元については柔軟に対応を検討していく。

Q：経営計画や決算開示資料を見るに、経営のギアを一段上げた印象。将来的に連結純利益 1 兆円を目指す上で、経営環境の不透明感が高まる中で、今後どこに主眼を置いて経営の舵取りを行っているか。

A：（回答者：岡藤会長 CEO）如何なる環境においても目的地に到達すべく手を尽くし、変化に対応することが重要。各プレジデントに対してはハングライダー経営をやり切るよう常々指示。25 年度計画策定にあたって、他商社の計画公表も踏まえ、計画値の引き下げも選択肢として検討したが、マネジメント内で改めて議論し、各カンパニーでの達成確度を確かめた上で、当初策定通りの 9,000 億円で計画値を公表することとした。資源価格高騰の追い風を受ける他商社の後塵を拝した過去 4 年間、当社は商社 No.1 を奪還するための準備を重ねてきた。脱炭素分野のように利益貢献に時間を要する事業に大金を投じることはせず、確実なリターンが見込める投資を実行。内情をよく理解している CTC やデザート等の買増しを実行し成功している。また、ホワイトナイトのビジネスモデルを確立する中で、日立建機等の優良投資も積み重ねた。過去厳しい時代もあった機械は、優良投資の積み上げに伴い現在では金属に次ぐ利益規模に到達し、今後の成長期待も高い。

企業価値向上には定量面だけでなく定性面も重要、職能部署における外部評価の向上に向けた取り組みも継続。就職人気ランキングにおいても主要 7 媒体において過去最高となる 6 媒体で全業種 1 位を獲得。現在、時価総額は商社 No.1 を維持しているが、今期は連結純利益首位奪還の又とない好機。連結純利益の 9,000 億円達成、更にその先の 1 兆円を目指すにあたっては、各事業の成長を前提とした積み上げでは不十分。不調に転じる事業は必ずあり、マイナスを如何に最小限に抑えるかが重要。25 年度の利益計画についても各事業を確りと見極めた上でお示ししており、達成には自信を持っている。足元の不透明感は極めて高いが、不動産出身のトランプ大統領は経済への影響を見極めて政策を柔軟に変更するのではないかと。仮にトランプ政権の現方針が継続しても、連結純利益 1 兆円に向けた重要なステップとなる 9,000 億円は必ずやり切る。

Q：開示資料 P.7 に記載のターンアラウンドについて伺いたい。24 年度期初時点の基礎収益計画 8,600 億円に対し実績は 7,700 億円と下振れた要因として、原料炭 2 案件や Dole 等での想定外の赤字は影響が大きかったものと認識。25 年度でのターンアラウンド案件の見立てについて確認したい。

A：（回答者：鉢村 CFO）P.10 にセグメント別計画を記載しており、セグメント毎に 24 年度の基礎収益と 25 年度の計画値を比べて頂けると、各セグメントでの成長に対する期待値は確認頂けると考える。24 年度基礎収益の下振れ要因である原料炭 2 案件に関して、北米の NCR 案件では 25 年 10 月には操業再開予定

で今後大きな改善を予定するも、黒字化は今期の4Qからを予定。豪州の Fitzroy 案件は新鉱区での操業は開始済みで、足元計画よりも高い採炭効率で操業しているものの、現行鉱区は早く期中にパネル移行の必要があり、今期の黒字化は困難な状況。但し2案件合計で100億円超の赤字縮小を見込んでいる。Dole では、24年度北米加工食品事業は回復したものの、アジア青果物事業において天候不順の影響からパイナップルの生産量が減少し業績が悪化。足元天候不順等の問題は生じておらずパイナップルの生産量も回復基調にあり、ターンアラウンドの目途は立ってきている。人員も継続的に派遣し今後も細かくフォローしていく。また今後の当事業への取組方針はマネジメントで継続的に議論をしていることに変わりはない。不二製油に関しては、油脂関連を中心としたビジネス全般は好調であったものの、米国チョコレート事業での不振が減益要因となったことは3Q時点で公表済。不二製油での経営陣も変わり今後期待感あり。尚、25年度計画については不二製油の決算公表で確認いただきたい。IFLでは、工場での爆発事故に伴う操業停止により24年度は赤字が継続したが足元では操業は回復、また原木価格の水準や対中販売動向も改善傾向にある。25年度は当社がハンズオンで関与できるトレードにおいて更なる機能発揮を模索する。

これらターンアラウンド事業に加え、24年度基礎収益の下振れには、北米の各事業が苦戦した影響も相応にあり。伊藤忠丸紅鉄鋼は、建築用の鋼材および鋼管の回復、24年度4Qでの米国鋼管事業における低価法適用による特殊な対応をした反動もあり25年度は増益を期待しており、底は打った状況。北米建材事業は、仕入価格の高騰・米金利の高止まり・新築住宅着工件数の低迷等により苦労はしたが、M&A等を通じた着実な業容拡大を進めており、来期に向けて厳しい環境は脱したとの認識。北米電力事業は、24年度での追加買収効果や値差が確保出来ている電力販売契約により収益回復が見込める。北米で協業している日立建機は、24年度はディーラーでの在庫調整等もあり減益となったが、個社ベースで25年度計画は増益を公表済。尚、当社の日立建機に対する当社持分は24年度末に2.7%増加し取込比率も増加。その後、大量保有報告書で6%強の単独での持分増も開示済。

Q：1兆円を上限とした成長投資について。不透明な経済環境が続くことが想定される中、どのような分野に投資をしていく方針か。

A：（回答者：岡藤会長 CEO）効果的な成長投資の取組み方はカンパニーによって異なる。例えば入口では飛び地かもしれないが事業の裾野を広げる投資を行い、後からシナジーを創出していくようなカンパニーがあってもよい。一方、新規買収はせず既存ビジネスでの拡大を優先すべきカンパニーもあり、各事業分野での成長戦略に沿ってメリハリをつけた対応を行っていく。成長投資を加速する中で、昨年あたりから各カンパニーがそれぞれに合った買収戦略を見つけ出しつつあり、今期はその形が更に進んでいくものと考えている。

Q：景気後退リスク▲400億円のセグメント別の内訳イメージ、およびセグメント毎の利益計画・オーガニック成長についての見立てを伺いたい。

A：（回答者：鉢村 CFO）景気後退リスクは、既存事業のオーガニック成長・新規投資からの収益貢献・一過性損益を含めた4つの要素でまとめて考えている側面もあり。米国の関税影響に関して言えば、機械・食料が大きいと想定するものの、価格転嫁が可能なケースも多い。商流別に整理すると、日本から米国への輸出事業では機械のカワサキモーターズ、日立建機、いすゞ自動車パーツ等があり多少影響は出てくると想定。中国を含めたアジア各国から米国への輸出については食料のDoleが大きく、加えて繊維のアパレル関連、金属の鉱山機器のパーツ、エネルギー・化学品の合成樹脂関連やポリ袋等があげられる。またメキシコ・カナダから米国への輸出では金属のアルミの原料やペレットフィードがある。住生活では関税除外になる適合品もあるものの、北米建材事業の住宅構造材関連で仕入価格への影響も想定される。これらに加え、米国の消費動向への悪影響等、経済全体へのネガティブインパクトを考慮し景気後退リスクを▲400億円とし、機械、エネルギー・化学品、食料を中心として各カンパニーに落とし込んでいる状況。一過性損益は、ジャムコに対するTOBへの応募、植物油を取扱うProvence Huilesの不二製油への売却、東京センチュリーにおけるロシア航空機リースに関する保険金入金等がアップサイドとして想定される。セグメント毎のオーガニック成長については、繊維はデサントの取込損益増加、アンダーアーマーを扱うドームのターンアラウンド、スポーツ関連分野での増益を見込む。機械は北米電力事業、北米建機事業、ヤナセがプラス要因だが、船舶事業では24年度の保有船売却益が大きく反動減をどうカバーするかがポイント。金属は24年度に投資実行したブラジル鉄鉱石事業からの収益貢献、伊藤忠丸紅鉄鋼のターンアラウンド、世界有数のコスト競争力を持つIMEA鉄鉱石等でプラスを見込むが、資源価格・為替影響等によるマイナス要因もあり25年度計画は前期比微増。エネルギー・化学品は24年度は無かった海外上流権益からの配当が見込まれることに加え、タキロンシーアイ、伊藤忠ケミカルフロンティア、伊藤忠プラスチックの国内化学品主要3社が堅調に推移する確度が高い一方、資源価格下落の影響で、基礎収益は前期比ほぼ横ばいを想定。食料はプリマハムが既に増益計画を公表、伊藤忠食品と日本アクセスもビジネス状況は

堅調だが、物流費上昇分が一部打ち消す形。住生活は IFL のターンアラウンド、大建工業の成長の期待度が高い。情報・金融はコア事業である CTC は足元 24 年度末の受注残高も過去最高と堅調だが、携帯関連事業でのマイナスがあり、ベルシステム 24、海外リテール金融、スカパーJSAT 等で補い増益を目指す。第 8 は、FM の基礎収益は伸長を見込むものの、計画前提の円金利が 1%に上昇しており、単体での投資金利負担の影響・24 年度の中国事業再編に伴う一過性利益の反動もあり減益の計画となっている。

Q : 近年、資源分野や機械での大型投資が多くみられ、ポートフォリオのボラティリティが高まっている印象。ボラティリティ抑制に向けた議論はなされているか。

A : (回答者：岡藤会長 CEO) 24 年度は資源分野や機械への投資を多く実行したが、個々の投資金額は極めて大きいものではない。資源分野に関しては、既存の収益基盤維持に向けて一定の投資は必要と考えているが、資源分野で高いプレゼンスがある他商社と比較して優良案件の獲得機会は限定的であり、他商社のように将来的な収益貢献のための大型投資を行い、資源エクスポージャーを大幅に増加させる考えはない。他商社とは差別化した取組みを多く検討していく。機械の投資にはむしろトレードを安定させる効果がある。かつては代理店として商流に関与するだけで、メーカーに対してイニシアチブを発揮できず、常に商社間での競争や直質化に晒され、商売が安定しなかった。この状況を脱するべく、メーカーへの投資を通じパートナーとして機能を発揮することで、トレード収益と投資によるリターンの双方を得る戦略。投資先は強力な商品を保有し、安定収益が見込めるメーカーが望ましい。例えば、先日出資を公表したアイチコーポレーションは高いシェアを持つ高所作業用の特装車に強みを持ち安定収益が見込める企業であるが、親子上場解消の目的で当社が投資機会を得た。カワサキモーターズについても、川崎重工業の大きな収益の柱であるが、同社として今後の成長分野への経営資源の再投下が必要、北米事業の強化に向けて信頼できるパートナーが必要であることから、当社に出資の打診があり 20%の出資を実施。こうした課題を抱える企業から支援を求められる時が当社の出番。両案件とも投資によるリターンのみならず、今後安定してトレードに関与することが可能になる。日立建機については、投資に併せて北米のトレードに当社が関与しているが、Win-Win の関係を築くことで今後は他商社が担っている南米等の地域においても商圏獲得を目指す。投資検討にあたっては、成功確度が高く、リスクやボラティリティが低い案件を見極めていたため、必ずしもボラティリティが高まるような取組状況とは考えていない。足元で事業領域の裾野を広げている機械は、今後の利益成長に向けた取組みを加速している段階であり、伸びしろが最も大きいと考えている。

Q : 10%成長を継続するためにどのような時間軸での新規投資のシナジー実現や想定投資リターンへの到達を想定し、投資判断をしているのか。

A : (回答者：鉢村 CFO) 10%成長は、成長率、株主還元、ROE の 3 つの財務マトリックスを前提とした長期の経営方針の背景にあるもので、あくまで中長期での目標目線。また当社では利益貢献までのリードタイムが長い資源分野への大型投資や、先の技術革新を前提にした投資には距離を置いている。つまり予見可能な期間での事業計画に基づき DCF を用いて投資基準への適合状況を判定しているため、投資実行後早期に利益が認識できなければ投資基準を満たせない。10%成長に達する時間軸は案件によって異なるが、早期にキャッシュインがあり利益貢献する案件の優先順位が高い。開示資料 P.23 に、15 年度以降計 3 回の中計期間での非資源分野における新規投資の ROI は 8.4%と開示しており、こちらも参考にして頂きたい。

Q : 伊藤忠の強みである内需関連ビジネスの今後の成長期待について伺いたい。

A : (回答者：岡藤会長 CEO) 数年前、他商社が「国内は少子高齢化でマーケットが縮小する」と決め付けて海外ビジネスを重視していたが、当社は国内に注力する方針をとってきた。元セブン&アイ・ホールディングスの鈴木敏文氏が、CVS 市場の縮小が見込まれた環境下、客数の減少により売上減少が懸念される中、逆に商品力強化による高価格戦略で売上伸長を実現した。世間一般の見方を信じ込むのではなく、商売の仕方を工夫することが何よりも肝要。現在、海外事業はリスクが高いことを踏まえ、他商社も国内回帰の姿勢を示しているが既に周回遅れかもしれない。直近、セブンイレブン店舗の屋根に太陽光パネルを設置するビジネスを加速させているが、先のセブン&アイ・ホールディングス出資検討に関連した関係構築が一つの要因にもなっている。このように、国内には商売のチャンスは無限にあり、当社のネットワークを活用した内需関連ビジネスの拡大余地は大きい。今後も、国内での確実な収益機会を積み上げながら、相対的にリスクの高い海外での取組みとのバランスを取っていく方針。

Q : 25 年度計画で掲げる成長投資 1 兆円の内、確度の高い案件はどの程度見えているか、リターンの規模感と合わせて教えて欲しい。原資については約 3,000 億円の EXIT も見込むとのことだが、投資実行と EXIT のタイミング次第では一定程度のレバレッジを効かせることも選択肢か。

A : (回答者：鉢村 CFO) 24 年度に実行した投資の利益貢献は当初想定 300 億円が 100 億円程度となった。投資実行タイミングのズレによる影響△200 億円は逆に 25 年度の増益要因となっている。25 年度についても前期同様 1 兆円の投資を掲げているが、このような経営環境下、大きな規模感での利益貢献を想定するより、

まずはこのレベルでの期待があると考えてもらえればと思う。25年度でのキャッシュアウトとしては、デサントのスクイーズアウト分、カワサキモーターズ、アイチコーポレーション等は既に見えている。日立建機等の上場会社の買増しも実行済。年間 2,000~3,000 億円程度の CAPEX を加えると、グロスで約 7,000 億円程度は見込めるだろう。レバレッジは、24 年度末の NET DER が 0.51 倍、25 年度計画では 0.6 倍未満としており、0.6-0.7 倍程度までであれば格付への影響も限定的との認識。借入を大きく増やす前提での計画にはなっていない。

Q：25 年度利益計画における関税影響は景気後退リスクとして▲400 億円織り込まれていると認識。関税影響がプラスに働くビジネスもあるのか教えて欲しい。

A：（回答者：鉢村 CFO）プラス影響はほぼ見込んでいない。25 年度利益計画に織り込んだ景気変動リスク ▲400 億円は、直接的な関税影響に限らず消費を含めた経済全体のスローダウンに伴うマイナス影響をイメージしており、各セグメントにて織り込んでいる。

Q：開示資料 P.21 の「ハンズオン経営の進化」にある事業会社の損益規模別の分析は非常に興味深い。0-20 億円規模が 148 社と多いが、これらの会社の特性や今後の成長期待について教えて欲しい。

A：（回答者：鉢村 CFO）20 億円規模を超えた拡大を見込む会社は多くなく、生活消費分野の小規模なビジネスが多い。オーガニックグロースのために経営改善を進め、「稼ぐ・削る・防ぐ」の「削る・防ぐ」を徹底しながら赤字にならず黒字を確保していく積み上げで貢献している会社群。逆に言えばハンズオンの効果を期待しやすく当社社員や OBOG が出向している会社も多い。10 億円単位での伸長を期待するよりも、地道に成長させていく方針。分野としては繊維、食料、住生活等、非資源の生活消費関連で多い。

Q：WECARS の現状について教えて欲しい。

A：（回答者：鉢村 CFO）定量数値は申し上げられないが、当初想定と比較しても進捗は順調。元々、会社のカルチャーを変えることやコンプライアンスの徹底が最優先で、黒字化には数年かかるという前提で投資を行った。当社 51%・伊藤忠エネクス 49%で SPC に出資し、当グループで合計 70 名近い人員を派遣、徹底したカルチャーの改善に努めている。当社参画前は当初の 1-2 割程度まで販売が落ち込み買取も半減していたが、販売は約 5 割、買取も約 6-7 割まで回復している状況。昨年末から放映開始したテレビ CM の影響も大きく今後も継続予定。24 年度実績や 25 年度計画も赤字ではあるが、元々良い資産を保有しており着実に企業文化が改善されていく中で期待度は不変。元々当社の副社長で、現伊藤忠エネクス社長 CEO の吉田氏が WECARS の会長 CEO に就任予定であり、その手腕に期待している。

/以上