

日 時：2026 年 2 月 6 日（金） 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、CM=CSN Mineração

冒頭説明（鉢村 CFO）

2025 年度 1-3Q の連結純利益は前年同期比 4.3%増、過去最高となる 7,053 億円となり、進捗率も 9,000 億円に対して 78%と順調に推移。金属等の資源分野の減速を、過去最高益となる食料、第 8、繊維等の非資源分野で補った。基礎収益は 5,735 億円と概ね前年並み。グロス投資はキャッシュアウトベースで 6,970 億円、優良投資案件の意思決定も徐々に進んでおり順調に推移している。株主還元については、上期決算公表時に株式分割後ベースで 2 円の増配を公表し、配当性向を 33%に引き上げたが、足元の順調な推移を踏まえ、2026 年 3 月末までの追加の自己株式取得 200 億円を決定。総還元性向を 50%から 52%に引き上げ、更なる株主還元強化を図った。重要な後発事象は決算短信 P.12 に記載した 3 点。1 点目は、2026 年 1 月 1 日付で実施した普通株式 1 株につき 5 株の株式分割、2 点目は本日公表した 200 億円の自己株式取得、3 点目は 2026 年 2 月 5 日付での 487 億円の社債発行。

セグメント別の実績は決算公表資料 P.5~6 に記載。好調なセグメントとして、最大の牽引役となったのは食料、基礎収益で過去最高を記録。食糧関連取引・事業が好調。Dole は加工品事業とアジア青果事業の両者がターンアラウンドを遂げ、順調な決算。食品流通分野の日本アクセスや伊藤忠食品も、商品価格の値上げ効果もあり極めて順調に推移した。また、既に決算公表済みの第 8 の FM も基礎収益が過去最高を記録。商品力・販売力強化による日商の向上、店舗再構築や新規事業の好調さ等がある。更にセブン銀行やアンドファーマへの投資も実行し、新たな取組みも進めている。繊維も基礎収益が過去最高を記録。特に中国を中心としたデザート事業が好調であり、海外スポーツ関連や OEM 事業も順調に推移。その他セグメントは、1Q に計上した CPP 売却益に加え、CITIC も円高影響により取込損益は前年同期比ややマイナスとなるものの、総合金融セグメントの好調等を受けて堅調に推移。機械は連結純利益ベースで過去最高を記録。前年同期の売船利益の反動に伴い、基礎収益は若干減益となるも、北米電力事業や日立建機の取込増加等、コアな事業は堅調に推移している。情報・金融も、増益幅は大きくないものの基礎収益は過去最高を記録。コア事業である CTC やほけんの窓口も順調に推移しており、期末のファンド評価益も増加、海外リテール金融も好調であり、携帯補償事業の契約終了による減益影響を補完する形となった。エネルギー・化学品は、伊藤忠エネクスのカーライフ事業が低調に推移したことに加え、日本南サハ石油や CIECO Azer の数量・価格下落はあったものの、タキロンシーアイや伊藤忠プラスチック等の化学品事業の好調さが補った形。

一方で、基礎収益が若干弱かった理由として挙げられるものとして、上期同様に金属と住生活。金属は、ターンアラウンドに取組む原料炭 2 案件について今期は当初見込んだ程の収益改善とならず。但し確りと手は打っており、来期より黒字化の見込み。昨年度追加投資を実行したブラジル鉄鉱石事業の CM については為替評価損によるマイナス影響あり。販売会社で保有する米ドルに対してドル安レアル高に伴う為替評価損が発生。ストラクチャー変更について議論を行い、来期以降は影響が出ないよう対策を実施。3Q の取込損益は▲1 億円と赤字が継続しているが、操業自体は堅調であり通期は黒字を見込む。レアル高による影響が想定外の要素となった。IMEA は、販売価格の下落に加えインフレに伴うコスト増の影響が大きく前年同期比で利幅が減少している。伊藤忠丸紅鉄鋼も北米の鋼材・鋼管の弱含みが継続。これらの要因により金属の減益幅が大きくなっている。住生活は、2 月 5 日公表通り、保有する Metsä

Fibre 株式の一部売却により一般投資とすることを決定。これまで四半期毎に資本政策も含めた抜本的な対応を行うと説明してきた通り。ロシア・ウクライナ戦争以降のフィンランド国内における原木価格上昇等も含めた収益構造悪化を受けて、原木価格交渉やフィンランド政府へのアプローチ等を行った上で、どの程度の割合・金額で売却を行うか現地経営陣との長期に亘る交渉を経て、このタイミングでの一部売却に至った。損失は来期以降に持ち越さない形となったが、3Q までの赤字取込は残る。また、国内建材事業である DAIKEN の低調な推移に加え、北米建材事業も前年同期比での反動影響等で業績が伸び悩み、セグメント全体が低調に推移した。各セグメントの強弱については以上の通り。

それ以外の主要な定量項目について。まずは B/S 関連、決算公表資料 P. 33 参照。株主資本は 2025 年 3 月末比 5,580 億円増加の 6.3 兆円。総資産は円安影響もあり 1.4 兆円増加の 16.6 兆円。ネット DER は 0.52 倍。借入金はグロスで 3.8 兆円、ネットで 3.3 兆円。一過性損益については決算公表資料 P. 31 参照。上期時点で 1,215 億円の一過性損益を計上済、3Q でも繊維関連の事業売却や電力・環境ソリューションでの蓄電池関連事業の再編等で約 100 億円の計上があり、3Q 累計で 1,320 億円。年間見通し 1,000 億円程度とやや差が開いている状況。

事業会社関連については決算公表資料 P. 13 参照。連結対象 267 社の内、黒字会社比率は 87.6%、通期での 90%達成に向けて着実な対応を実施。黒字会社損益は合計約 6,000 億円、前年同期比約 200 億円の減益は IMEA での△196 億円の減益とほぼ合致、資源分野の減益が今期は特に大きくなっている。前年同期比で増益となった会社は 139 社、黒字会社の内、20 億円以下は連結対象全体の約 55%となる 148 社、100 億円超の事業会社は 3Q 段階で CITIC、IMEA、FM、CTC、東京センチュリー、伊藤忠丸紅鉄鋼、日本アクセスに加え、北米電力事業を統括する I-Power を含み合計 8 社。12 月末時点の上場子会社は伊藤忠エネクス、プリマハム、伊藤忠食品の 3 社、国内の上場持分法適用会社はセブン銀行、辻・本郷 IT コンサルティングが加わり 14 社、海外を含めると、合計 24 社の上場子会社・関連会社を保有。

投資については決算公表資料 P. 12 参照。単 3Q でのグロス投資は 3,050 億円と投資額が比較的大きく、3Q 累計では約 6,970 億円。新規投資約 5,000 億円、CAPEX 約 2,000 億円、累計で約 7,000 億円との状況。通期の投資額として掲げた 1 兆円には届かないが、来期以降に資する投資案件は 3Q まででも着実に実行し、4Q においても投融資協議委員会等で多くの案件について議論を進めている。3Q の主な投資案件は、セブン銀行 637 億円、北米マルチファミリー向けレジデンスビルダーである Wood Partners で金額非開示なるも数百億円単位、北米電力事業 216 億円、日本ジェネリック医薬品事業のアンドファーマ 162 億円等。上期までの大型投資としては、カワサキモーターズ、デサントのスクイーズアウト、日立建機への追加出資、アイチコーポレーション等。グロス投資約 7,000 億円のカンパニー別内訳は、機械は約 2,000 億円、第 8 は約 1,300 億円弱、住生活は約 800 億円、他カンパニーでも 400~600 億円等あり。特定分野に巨額の投資を行うのではなく、CAPEX も含め良い案件を見極め、分野分散を図りつつ投資を実行している状況。

株主還元については決算公表資料 P. 10 参照。2025 年 11 月に株式分割前ベースで 200 から 210 円への増配を発表。長期の経営方針を踏まえた「配当性向 30%または 1 株当たり 200 円のいずれか高い方」という方針の下、期初は 1 株当たり配当額 200 円でロールオーバーしたものの、株主との対話を続ける中で、増配・累進配当とならなかったことへの低い評価を踏まえて、まずは好調な上期決算を経て、200 億円相当である 1 株当たり 10 円の増配を目に見える形で先行させた。自己株式取得については、期初計画 1,700 億円のうち 1,500 億円分を 12 月末まで継続中であつたため、残りは今後の進捗を踏まえて対応を考えると、1,500 億円「以上」と表現。今回、連結純利益の進捗率が 78.4%と堅調で過去最高であることを踏まえ、期初計画で掲げた 1,700 億円を実行すべく、残りの 200 億円についても今年度中に取得完了させるとして本日決定、公表した。これにより長期の経営方針における株主還元方針「配当性向 30%、総還元性向 40%以上」を 2 年連続、且つ前年をも上回り、11 期連続増配・10 期連続自己株式取得と

の株主還元を強化した形とした。この考え方の背景には、期初計画で定めた自己株式取得の金額はコミットメントとして確り実行すべきだとの考え、また経営方針で提示している財務マトリックスも踏まえ、来期以降の我々の考え方を理解頂く上での補足になるとも考えたもの。短い期間、かつ 2 ヶ月とは言え、実務上営業日では 29 日となるため、急いで買付を進めることになる。

2025 年度の見通しについては丁寧に説明。連結純利益の見通しは 9,000 億円に変更ないものの、セグメント間の強弱を踏まえ、金属を 100 億円下方修正、第 8 は 30 億円上方修正、CITIC を含むその他セグメントも 70 億円上方修正。基礎収益はレンジ表示としていた 8,000~8,200 億円から、「8,000 億円程度」と修正。変更の考え方は、為替前提を 145 円/\$ から 150 円/\$ に見直し、景気後退リスクはオーガニック成長の中に落とし込み、アップデートした結果。現時点で 9,000 億円の達成に阻害要因はなく、ROE15% 程度の達成にも問題があるとは考えていない。株価については、もちろん期末の株価をピンポイントで予測することは困難だが、財務・借入等で使う平残ベースの考え方を見て、実質的な時価総額については、他商社との相対比較で見ても商社トップの日が極めて多いと認識しており、引き続き商社三冠を目指し、この 4Q もしっかり対応していきたい。

決算公表資料 P.7 通期見通しについて。基礎収益を補完する形となる一過性損益は、現状、連結純利益 9,000 億円と基礎収益 8,000 億円程度との差額である 1,000 億円程度として変更なし。4Q において基礎収益と一過性損益の間で上下変動する可能性も考慮し、「程度」と表現している。想定される変動要因として、単 4Q での為替感応度は 1 円あたり約±8 億円、見通し前提は 150 円/\$ だが、足元 156~8 円/\$ 程度で推移。他には CTC、繊維、食料、機械の一部等で 4Q にかけて駆け上がり大きい事業もある。また、資産入替による売却益が基礎収益に含まれるセグメントもある。期末の資産時価評価についても上下の変動、また売却の場合は一過性損益に含まれるケースもあり。これらの変動要因を踏まえ、一過性利益は 1,000 億円程度としている。改めて今回の見通しの考え方として、景気後退リスクは個別セグメントのオーガニック成長に織込み済だが、上期までに懸念していた関税影響や地政学リスクについて、単 4Q に過大な影響を与えるとは現状想定していない。景気後退リスク・オーガニック成長・2025 年度新規投資からの利益貢献の 3 要素を合算表記とし、変動要因として +150 億円とした。基礎収益の伸びは、株主還元の算定前提となる連結純利益よりも遅効性があり、単年度でなく複数年の成長率で評価すべきもの。また当社はこれまでも連結純利益に関して、1,000 億円単位でステップアップし、足場固めをしながら現在の 9,000 億円の収益ステージに辿り着いた。基礎収益の 25% 程度を占めていた資源分野は直近では徐々に絶対額を減らしながら、足元は基礎収益全体の 1/6 を切る 15% 程度まで低下。これを優良な非資源での成長と新規投資からの利益貢献で補うという構造が、21 年度に 8,000 億円の収益ステージとなって以降、続いているのが現状。非資源はその特性からして収益のブレが少なく利益成長は着実だが、その成長はなだらかであるという特徴がある。今期の基礎収益伸長が鈍化している理由は、原料炭 2 案件及び IFL のパルプ事業改善の遅れ、この 3 事業に尽きる。これらについては既に対策は完了し、来期はプラス効果が期待される。例えば、原料炭 2 案件の損益が仮にゼロだとしても IFL と合わせて数百億円規模の基礎収益改善となる見込み。24 年度以降キャッシュアウトしている新規投資からの利益貢献を踏まえても、基礎収益の伸びの鈍化は来期以降緩和されるとの期待を持っている。

決算公表資料 P.7 における通期見通しの個別要素(前期比)に関して補足。為替影響は 140 円/\$ を前提として期初△400 億円を見込んだものの、足元より若干保守的な 150 円/\$ の前提に見直し、△100 億円を見込む。資源価格影響は△100 億円を期初から維持し、為替・資源価格影響合計で△200 億円。ターンアラウンドは、期初+300 億円を見込んでいたが、原料炭 2 案件・IFL の不振を受け、上期時点で+200 億円に下方修正し、3Q 時点での見直しは行っていない。原料炭 2 案件の改善状況は上期から不変。IFL では赤字が拡大しているが、先程説明の通り対策済み、これを Dole の好調さがプラス要因として補っている形。

2024 年度新規投資からの利益貢献は、期初+200 億円を見込んでいたものの、上期時点で 50 億円下げ +150 億円程度とした。これはブラジル鉄鉱石事業 CM 社の為替評価損▲50 億円程度を含めたもの、但し本件は既に対応済み。またデザート等は想定以上に好調に推移している。景気後退リスクについては期初△400 億円程度、うち直接的な関税影響は△150~200 億円程度とし、コロナ禍での基礎収益の落込みも参考にして見込んだ。上期までの経過を踏まえて、関税影響や地政学リスクの影響は限定的と判断し、上期時点で△200 億円に半減させ、更に今回はそれらをオーガニック成長に織り込む形とした。オーガニック成長と 2025 年度新規投資からの利益貢献は、期初時点では不透明な点多かったことから+400~800 億円と幅を持たせ、上期時点で+500~700 億円と見直した。その後、新規投資の収益化の遅れ等もあり、景気後退リスク△200 億円も含めて、今回ネットで+150 億円とした。一過性損益は 3Q 時点で 1,320 億円まで積み上がっているが 1,000 億円程度として変更なし。4Q での各種要因の増減要因は注視していく。

QA セッション

Q：株価における競合他社比プレミアムが剥落している背景には、利益成長に対する期待値の低下があると思料。その根幹となる基礎収益に関して、まずは今期 8,000 億円の達成確度、および来期にむけた成長軌道の道筋について伺いたい。

A：（回答者：鉢村 CFO）基礎収益について、今期 8,000 億円達成の旗は下ろしていない。但し、簡単であるとは思っておらず、これまでの原料炭 2 案件・IFL での想定外の苦戦や、新規投資の進捗遅れ等も踏まえつつ、4Q にて出来る限り基礎収益力を積み上げたい。尚、来期にネガティブな要因を持ち越さないために IFL・原料炭 2 案件の対応を進めた。IFL は時間を要したが、パルプ販売代理権は維持しつつも、損失取込やボラティリティを避ける形とした。また原料炭 2 案件については、来期以降は操業が通常化する予定であり、これら合わせて今期と比べ数百億円程度のプラスが期待できる。来期の方向性についてはこれからの議論ゆえ、この場で詳細な説明は出来ないものの、これらターンアラウンド案件の改善、そして投資済の案件が想定通りに進捗すれば、少なくとも今期以上の基礎収益は目指せる。

指摘のあったバリュエーション上のプレミアムが剥落してきている点については、成長性をもう少し長い目で見て頂きたいと考えている。当然、基礎収益は每期継続的に成長を目指すものではあるが、同時に商社のビジネスモデルとして定期的に資産入替も行う。当社は、基礎収益のみならず一過性損益を含めた連結純利益ベースで市場に対しコミットしている。この連結純利益の成長をまず確認頂いた上で、基礎収益の持ち上がりについては多少長い目で見て頂きたい。非資源分野の成長には時間を要するものであり、一方、取込利益を目的とする拙速な投資を行う考えはないため、多少時間をかけながらも、着実に基礎収益力の向上に取り組む方針。一時的な基礎収益伸長の遅効性を一過性利益でカバーする流れは少しの間必要になるかもしれない、との見方が今の私の考え方。9,000 億円の収益ステージに入り、基礎収益の成長ペースはやや緩やかに見えるかもしれないが、資源分野の落ち込みを非資源分野でカバーしきれていないことが主因。良質な投資案件を積み上げていくことで資源分野の落ち込みも非資源分野で必ずカバーできると考えており、来期以降の非資源分野における成長を見て判断頂きたい。

Q：来期も ROE15%を死守する前提で、株主還元に関してどのような議論がなされているか。

A：（回答者：鉢村 CFO）資本市場で長期的に高い評価を得るために最も大事な KPI は「ROE」であると、CFO として 11 年間お伝えし続けてきた。24 年に公表した長期の経営方針は来期も変わらない前提で、その内容を踏まえた来期の経営計画については、今後 4 月にかけて議論を重ねた上で皆様にお示ししていく。先の経営方針では、成長率・総還元性向・ROE をベースとした財務マトリックスを提示。

尚、会長 CEO も最近は ROE 重視の考えを各所で積極的に発信している。直近のフォーラムでも「経営者は透明性の高い情報開示や積極的な対話を行うことが重要で、企業価値、PBR、ROE の向上を怠ってはいけない」と明確に述べている。「ROE を上げる、あるいは下げない」という考えは経営陣の根幹にあり、今後この考えに基づいた経営計画が策定されていくはず。現時点で株主還元や ROE について、私として申し上げられるのはここまでとご理解頂きたい。

Q：基礎収益の減少要因になっている原料炭 2 案件について、足元の操業状況と今後の改善見込みを伺いたい。

A：（回答者：鉢村 CFO）米 Allegheny は、23 年 12 月の商業生産開始直後、24 年 3 月にボルティモア港の橋梁崩落、5 月に天盤崩落、6 月に坑内火災といった事故が相次いだ。ロングウォール採掘設備が利用できなくなったことで、追加の資金が必要になり、24 年 11 月に Chapter 11 を申請、25 年 3 月下旬に裁判所による再建計画が承認された。そして 6 月以降、新規機材の調達や坑道展開を進め、漸く 9 月からロングウォールで操業を再開している。操業再開後の生産は順調であり、来期も通常操業が継続可能であることを確認している。豪州 Fitzroy についても資本構成の変更等も含めて対応。採掘条件の悪い旧鉱区での操業は 25 年 1 月に終掘し、移設作業実施後の 3 月から新鉱区で操業を開始。但し、4 月に第 1 パネルの断層に直面して生産が遅延。9 月に断層を通過するまで採掘ペースが大幅に遅延した。10～11 月での機材移設後、第 2 パネルの採掘を開始し、以降操業は安定。現在、同パネルの掘削も完了し、第 3 パネルの採掘に向けた準備を進めている。この第 3 パネル以降はパネルが大きくなり、操業上のリスクは少ないことは確認済み。今期の計画策定時に当初見込んでいた損失改善幅までは実現出来なかったものの、来期は正常な操業に戻り、相応規模での業績改善が見込まれる。

Q：来期の基礎収益水準を考える上で期待できる増益要因は何か。

A：（回答者：鉢村 CFO）ターンアラウンド案件での改善に加え、各カンパニーの主要事業の伸びには期待。また新規投資においては、大きな取込が期待出来る何千億円もの大型案件とはなっていないものの、セブン銀行、アンドファーマ、Wood Partners 等からの貢献が見込まれる。加えて、年度末に向けて検討している新規投資の案件を含めると、少なくとも足元の基礎収益 8,000 億円レベルからの伸長は可能。連結純利益 1 兆円への到達までは多少時間を要するであろうものの、1 兆円達成に向け着実な利益成長を描くことができる案件を出来る限り多く汲み上げていきたい。来期以降の投資水準は目下議論をしているところではあるが、営業キャッシュ・フローが過去最高の 9,000 億円水準で推移する中、来期も成長投資は 1 兆円規模の水準を目指していくことになろう。年度末に向けても複数の規模感ある投資を検討している。

Q：岡藤会長 CEO も 10%程度の成長は目指したいとする中、足元の基礎収益における低い伸び率は満足のいくものではないと想像する。基礎収益の成長ペースを加速させるためにどのような議論が行われているのか。

A：（回答者：鉢村 CFO）基礎収益の成長ペースを加速させるために過度な投資拡大等、無理をするという考えはなく、あくまで着実な積み上げを継続していく方針。一方、成長を諦めるとのことではなく、出来る限り基礎収益の水準を引き上げていく考えは、経営陣の共通理解であり、本日の取締役会でも、来期に向けて基礎収益を積み上げる大切さを経営陣で改めて共有。現状に満足していないのは経営陣共通の思い。資産入替を先行させ一過性利益を実現している一方、基礎収益力の引き上げに時間を要している側面もあるが、今後も着実な基礎収益の伸長に向けた取組みを継続していくことに変わりはない。

Q：赤字会社である Metsä Fibre 社が連結除外となることで評価損益の認識はあるのか。また撤退ではなく一部売却であり、資産を相応に残す意図は。将来的に改めて力を入れる領域との考えか。Metsä Fibre 社に対する今後の方針を教えてください。

A：（回答者：鉢村 CFO）従来のブラジルパルプ事業のセニブラからフィンランドパルプ事業に舵を切り、こちらをコアとして伸ばすことを目的に投資を実行したもので、パルプ部隊としては、フィンランドのパルプを世界、特にアジアを中心に販売するとの当時の基本的な考え方は不変。Metsä Fibre 社への投資における取込収益獲得に加え、マーケティングの力を活かした販売増加も狙ったもの。ボラティリティのあるパルプ市況において、同社は上昇局面で大きな利益を上げ、下降局面でもコスト競争力を武器に赤字とはならない事業であったが、ロシアによるウクライナ侵攻により経営環境が大きく変化。主原料であるフィンランド原木価格の急騰により収益構造が崩れ、2年連続の赤字となる状況。我々の投資基準では連続した赤字は厳格に見ており、単に持分の希薄化を目指すだけではなく、現場も先方と一生懸命交渉を行い、フィンランド政府に対して木材価格安定化を働きかけるアプローチやサプライヤーに対する値下げ交渉を行ってきた。しかし、これ以上の赤字取込は許容出来ない状況下、引き続き我々のパルプ販売に対するコミットメントは変えないとのスタンスにおいて、先方も許容出来る範囲での一部売却で、ギリギリの交渉継続。過去2回の四半期決算公表タイミングで、私も資本政策については言及してきており、結果時間を要したが、来期にこの事業に関する損失を持ち越さないために、この対応を実行。尚、Metsä Fibre 社投資の評価は、円高時に実行したこともあり、決算に対するインパクトは今後精査。

Q：決算公表資料 P.7 の通期基礎収益見通しでは、オーガニック成長と 25 年度新規投資からの利益貢献が想定より下振れている印象。ターンアラウンドを除くと成長が乏しいとの見え方になるが、この下振れ要因について教えてください。

A：（回答者：鉢村 CFO）決算公表資料 P.5 基礎収益の前年同期比を見ると、繊維、食料、情報・金融、第8は増益となった一方、機械、金属、エネルギー・化学品、住生活が減益。基礎収益力が落ちていると見えるセグメントの内、機械の減益要因としては、船舶事業で前期の売船による売船益の反動、アジア発電事業での一時的なメンテナンス、ヤナセの主力商品メルセデスベンツのモデルチェンジ端境期による減益、更に米国関税影響等による自動車輸出の減速が挙げられる。これらのマイナス要因を、北米電力事業の好調や日立建機への追加投資、伊藤忠マシンテクノスの増益によって打ち返した形。金属はCMと原料炭2案件のマイナス影響が極めて大きい。加えて IMEA では、元来コスト競争力の高い鉱山ではあるものの、インフレによる操業コスト上昇をオペレーションでマネージして高採算を確保することが出来ずに利幅が縮小。伊藤忠丸紅鉄鋼では北米鋼管事業の回復が遅れている。我々がコントロールできない価格変動もあるが、コントロール可能な部分には確りに対応しており来期に期待。エネルギー・化学品は、日本南サハ石油や CIECO Azer といった上流権益で原油価格の影響あり。エネルギー分野は減耗資産であり常に資産入替を考えながら利益の最大化を目指していく。来期以降のような上流権益を保有し利益を積み上げていくか、これは一つのチャレンジ。一方、化学品の国内事業会社は極めて好調で着実に貢献度が高まっている。住生活では、国内および北米の建材事業が市況影響で販売不振、更にロールアップの反動もあり減益。来期はコスト削減や新たなロールアップを推進していく。

以上