

総合商社の26/3期決算の注目点

総合商社各社（三菱商事、住友商事、三井物産、丸紅、伊藤忠商事、双日の6社）の26/3期決算および27/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

1. 業界動向

資源分野では、権益への投資を数多く行っており、価格によって利益が増減しやすい。26/3期は銅価格が上昇したものの、鉄鉱石、原油、原料炭、一般炭は下落し、資源分野全体では減益になった会社が多かった。具体的には銅は25/3期にトン当たり約9,200ドルから26/3期には約10,000ドルに上昇し、原料炭は約210ドルから約200ドル、鉄鉱石は約105ドルから約100ドルへ下落した。各社によってその影響額に差はあるが、三菱商事では26/3期の親会社の所有者に帰属する当期利益（最終利益）に対し、銅で約430億円のプラス要因、原料炭で約240億円のマイナス要因が生じた。資源価格は21/3期以前に比べ依然として高い水準を維持している品目が多く、各社とも資源分野で一定規模の利益を確保している。なお、資源価格はグローバルな政治、経済の変化によって影響を受けやすく、確度の高い予想を行うのは難しい。引き続き市況の動向を注意深く見守っていく必要がある。

各社とも新規投資を継続しており、新たな収益源の開拓を進めている。6社合計の新規投資額は、近年2兆円台で推移していたが、24/3期は3兆5,000億円程度、25/3期は3兆7,000億円程度、26/3期は4兆4,000億円程度へと増加している。高水準の利益確保によって資金的な余裕が生じており、投資を積極化させている。大型投資も散見されており、最近では三菱商事の米国シェールガス事業（投資金額約8,000億円）、住友商事のSCSK完全子会社化（同約8,800億円）などがある。27/3期も積極投資が継続される見通しであり、特に伊藤忠商事では約1.2兆円と過去最大規模を計画している。新規投資と並行して投資回収にも取り組んでおり、継続的な資産の入れ替えが総合商社の大きな特徴である。回収案件では、低効率な事業からの撤退を目的としたものもあるが、事業のライフサイクルの観点からピークアウトしつつある事業をより有利に売却することを目的としたものもある。丸紅では、26/3期に新規投資2,409億円に対して投資回収2,768億円を実施しており、低成長・低資本効率事業の売却/回収を積極的に進めている。

2. 決算動向

26/3期の6社合計の最終利益は前期比3.9%減の3兆7,825億円となった。資源分野での鉄鉱石、原料炭などの価格下落の影響を強く受けた三菱商事、三井物産、双日は減益となり、非資源分野が好調を持続した住友商事、伊藤忠商事、丸紅は過去最高益を更新した。三菱商事では、前年に計上されたりサイクル・特殊要因に伴う利益の反動減が大きく、減益幅が拡大した。

26/3期末の6社合計の財務数値については、ネット有利子負債が2兆2,333億円増加した一方、自己資本（資本合計－非支配持分）も2兆9,639億円増加した。その結果、ネットDERは前期末比0.02ポイント悪化し、0.49倍となった。

ネット有利子負債は丸紅以外の5社で増加した。新規投資を従来以上に積極化した会社が多く、三菱商事、三井物産、住友商事では投資額が1兆円を超えた。自己資本は住友商事以外の5社で増加した。住友商事では子会社SCSK株式の追加取得に伴い自己資本にマイナス影響（約7,200億円）が生じた。その他の会社では利益の蓄積が順調に進み、為替変動によるプラス効果も大きかった。例えば丸紅では、自己資本が7,345億円増加したうち、利益剰余金の増加が4,414億円、為替変動による増加が3,458億円となっている。総合商社は海外投資などに伴う外貨建て資産を多額に保有している。これらの評価によって自己資本が影響を受けるケースが多く、注意が必要である。

3. 業績予想における格付上の注目点

27/3期の6社合計の最終利益は、前期比13.9%増の4兆3,100億円が計画されている。資源分野では銅、原油などの価格上昇が見込まれている。非資源分野では引き続き順調な事業が多く、業績は堅調に推移するとみられる。中東情勢に関しては、ある程度のマイナス要因は避けられないが、連結業績全体への影響は大きくないとみている。ただし、ホルムズ海峡の封鎖が長期化し、世界的な景気減速が強まる可能性も否定はできず、今後の動向について注意深く見守りたい。

なお、資源分野、非資源分野が最終利益に占める割合は、会社によって差がある。現状の資源価格を前提とすれば、三菱商事、三井物産では4~5割が資源分野で占められている模様である。資源分野は価格変動の影響を受けやすく、利益は変動しやすい。一方、非資源分野は一部に価格変動の影響を受ける事業もあるが、資源分野に比べ利益は安定している。多くの会社は非資源分野のさらなる収益強化を目指しており、その進捗状況に注目している。

財務面では、ネットDERを1倍以下でコントロールしている会社が多い。各社とも財務内容を重視する姿勢に変化はなく、フリーキャッシュフローの黒字を確保することで、ネットDERは現状レベルを維持していくとみている。

総合商社の事業分野は幅広く、每期一定規模の損失発生は避けられない。特に新規投資は既存事業に比べ外部環境の変化によって損失が発生しやすい。近年、多額の損失が計上された事例としては、20/3期の丸紅、21/3期の住友商事があり、ともに最終利益は赤字に陥った。24/3期も住友商事で約1,500億円の損失が計上された。25/3期、26/3期は1件当たりで1,000億円以上の損失計上は見当たらず、比較的落ち着いていた。各社とも資産の見直しを継続的に行っており、損失額は各社の財務体力の範囲内に収まるとみているが、引き続きリスク管理は経営上の重要な課題である。

多様な事業を展開する総合商社にとっては想定外の損失に対するリスク管理も重要になる。多くの会社ではリスクアセット（一定条件のもとで想定される最大損失額）を算出し、リスクバッファとなる自己資本などとのバランス（リスクアセット/リスクバッファ）による管理が行われている。現状、26/3期末のリスクアセットを開示しているのは住友商事、双日のみであるが、丸紅、伊藤忠商事についても25/3期末やその後の状況を考慮すれば、1倍に対して一定の余裕を確保していると推測している。

(担当) 関口 博昭・本西 明久

(図表1) 連結業績推移

(単位: 億円)

	三菱商事 (8058)			住友商事 (8053)			三井物産 (8031)		
	25/3期	26/3期	27/3期予想	25/3期	26/3期	27/3期予想	25/3期	26/3期	27/3期予想
収益	186,176	189,160	-	72,921	73,373	-	146,626	139,952	-
営業利益	3,711	4,186	-	4,050	3,983	-	4,007	4,260	-
最終利益	9,507	8,005	11,000	5,919	6,003	6,300	9,003	8,340	9,200

	丸紅 (8002)			伊藤忠商事 (8001)			双日 (2768)		
	25/3期	26/3期	27/3期予想	25/3期	26/3期	27/3期予想	25/3期	26/3期	27/3期予想
収益	77,902	82,658	-	147,242	148,231	-	25,097	27,574	-
営業利益	2,723	9,136	-	6,839	6,839	-	769	769	-
最終利益	5,030	5,439	5,800	8,803	9,003	9,500	1,106	1,036	1,300

	6社合計		
	25/3期	26/3期	27/3期予想
収益	655,964	660,948	-
営業利益	22,099	29,173	-
最終利益	39,368	37,825	43,100

※営業利益=売上総利益-販管費

※27/3期予想は各社が公表している数値

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(図表 2) 連結財務構成推移

(単位：億円、倍)

	三菱商事			住友商事			三井物産		
	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想
ネット有利子負債	30,472	38,882	-	26,725	31,472	-	33,301	41,391	-
自己資本	93,687	94,406	-	46,485	46,286	-	75,466	87,677	-
ネット DER	0.33	0.41	-	0.57	0.68	-	0.44	0.47	-

	丸紅			伊藤忠商事			双日		
	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想
ネット有利子負債	19,655	18,587	21,000 程度	29,613	30,243	-	8,873	10,396	11,400
自己資本	36,292	43,637	37,000 程度	57,551	65,900	-	9,690	10,904	11,400
ネット DER	0.54	0.43	0.4~0.5 倍程度	0.51	0.46	-	0.92	0.95	1.00

	6 社合計		
	25/3 期	26/3 期	27/3 期予想
ネット有利子負債	148,638	170,970	-
自己資本	319,171	348,809	-
ネット DER	0.47	0.49	-

※自己資本=資本合計-非支配持分

※ネット DER=ネット有利子負債/自己資本

※27/3 期予想は各社が公表している数値

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

【参考】

発行体：伊藤忠商事株式会社

長期発行体格付：AA+ 見通し：安定的

発行体：丸紅株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：双日株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

他の格付関連レポートや発行体レポートは、RatingEye 会員限定のサービスとなっております。
RatingEye のご案内・入会につきましては、以下をご覧ください。

<https://www.jcr.co.jp/service/provision/#RatingEye>

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル