

総合商社各社の19/3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19/3期決算および20/3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

19/3期は、資源分野の価格が全般的に高値で推移し、業績へのプラス要因となった会社が多かった。例えば一般炭はトン当たり18/3期の94ドル前後から19/3期には106ドル前後、原油はバレル当たり50ドル台から70ドル前後へと上昇した。各社によってその影響額に差はあるが、三井物産では原油の年間純利益への感応度（1ドル/バレルの変動による影響額）は31億円（同社IR資料より）などであり、19/3期当社株主に帰属する当期純利益（当期純利益）に対し原油・ガス、石炭、銅など資源分野の市況要因で約460億円のプラス影響が生じた模様である。ただし、資源市況は、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。

各社とも積極的な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。15/3期、16/3期と資源分野を中心とした損失処理の影響もあって、17/3期の新規投資は6社合計額で2兆円弱（前期比1兆円弱の減）となったものの、その後18/3期は2兆3,000億円弱、19/3期は2兆8,000億円弱と増加に転じている。近年、投資案件1件で1,000億円を超えるような大型案件も散見されており、投資案件の分散状況にも注意が必要である。新規投資と並行して投資回収にも積極的に取り組んでおり、継続的な資産の入れ替えが総合商社の大きな特徴といえるだろう。回収案件では、低効率な投資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。伊藤忠商事では、19/3期に新規投資が約5,000億円であったのに対し、小売関連や資源関連の売却など投資回収は約4,800億円となり、新規投資とほぼ同額の回収を実施している。

2. 決算動向

19/3期の6社合計の最終利益は2兆1,273億円（前期比8.8%増）となった。資源分野では、主要品目の価格が高値で推移し、各社とも高水準の最終利益を維持した。特に資源分野で強い事業基盤を有する三菱商事、三井物産では2,000億円台の黒字を確保している。その他、伊藤忠商事は1,000億円台、住友商事、丸紅、双日も数百億円の規模で最終利益を計上した。ただし、依然として資源分野で損失を計上するケースも見られており、例えば三菱商事ではチリ鉄鉱石事業で309億円の損失を計上した。非資源分野の最終利益は、一部損失計上などの影響で減益となった会社はあるものの、各社とも概ね順調に推移し、高水準の利益を確保した。これらの結果、連結の最終利益は三井物産以外の5社で増益となり、三菱商事、住友商事、丸紅、伊藤忠商事、双日の5社では過去最高益を更新した。

6社合計の財務数値については、ネット有利子負債が約5,000億円増加した一方、自己資本（資本合計－非支配持分）が約1兆3,700億円増加したため、ネットDERはほぼ前期末と同水準を維持した。ネット有利子負債は、三井物産、伊藤忠商事で増加、住友商事、丸紅、双日で減少、三菱商事ではほぼ横ばいと会社によってやや動きに差が生じている。自己資本は全社で増加した。各社とも高水準の最終利益を確保しており、資本の蓄積が進んだ。ただし、会社によっては金融資産の評価や為替変動の影響が生じている。例えば伊藤忠商事では、自己資本が2,674億円増加したが、金融資産の評価増で1,112億円のプラス要因、為替変動で

556 億円のマイナス要因となっている。総合商社は海外投資などに伴う外貨建て資産や投資事業に関わる金融資産を多額に保有しており、これらの評価によって自己資本が影響を受けるケースも多く、注意が必要である。なお、財務基盤の強化を目的にハイブリッド証券を発行している会社もある。格付会社から発行額の50%を資本と見なすと判断されるケースが多いが、会計上は、発行条件によって全額負債に計上される場合と全額資本に計上される場合がある。これらの場合、50%を資本、50%を負債と見なして財務指標を算出すべきと JCR では考えている。

3. 業績予想における格付上の注目点

20/3 期は、資源価格を保守的に見積もる会社が多いものの、非資源分野では各事業分野とも全般的に好調に推移すると見ている。これらの結果、6 社合計の最終利益は前期比 3.5%増の 2 兆 2,020 億円となり、伊藤忠商事を除く 5 社が過去最高益を更新する計画である。なお、資源分野、非資源分野が最終利益に占める割合は、会社によって大きな差がある。現状の資源価格を前提とすれば、三井物産では過半が資源分野で占められており、資源分野への依存度が高いのが特徴である。その他の会社では概ね 1 割から 3 割程度が資源分野となっている。資源分野は価格変動の影響を受けやすく、利益は変化しやすい。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、資源分野に比べれば利益は安定している。多くの会社は非資源分野の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 倍程度でコントロールしている会社が多い。キャッシュフローの黒字を確保し、財務内容を重視する傾向は強い。ネット DER は徐々に改善していくと見ている。

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。資源分野では、15/3 期、16/3 期に価格下落により多額の損失が計上された。非資源分野であっても想定通りに事業が進捗せず、損失を計上する事例が散見されている。資産の見直しを継続的に行ってきたことで、当面の損失額は各社の財務体力の範囲内に収まると見ているが、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。19/3 期末はリスクアセットを開示している 4 社とも 1 倍に対して一定の余裕を確保している。

（担当）千種 裕之・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)		
	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想
収益	75,673	161,037	-	48,273	53,392	-	48,921	69,575	-
営業利益	4,993	5,844	-	2,248	2,756	-	2,190	2,721	3,100
最終利益	5,601	5,907	6,000	3,085	3,205	3,400	4,184	4,142	4,500

	丸紅 (8002)			伊藤忠商事 (8001)			双日 (2768)		
	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想
収益	75,403	74,012	-	55,100	116,004	-	18,164	18,561	-
営業利益	1,180	1,730	1,750	3,169	3,614	4,390	697	675	775
最終利益	2,112	2,308	2,400	4,003	5,005	5,000	568	704	720

	6 社合計		
	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想
収益	321,537	492,584	-
営業利益	14,479	17,343	-
最終利益	19,556	21,273	22,020

※営業利益＝売上総利益－販管費
 ※20/3 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		
	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想
ネット有利子負債	37,141	37,235	-	25,215	24,271	-	30,892	36,592	-
自己資本	53,324	56,962	-	25,581	27,714	-	39,747	42,631	-
ネット DER	0.70	0.65	-	0.99	0.88	-	0.78	0.86	-

	丸紅			伊藤忠商事			双日		
	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想
ネット有利子負債	19,158	18,588	18,100	23,204	24,067	25,500	6,034	5,847	6,400
自己資本	17,714	19,777	-	26,694	29,369	30,000	5,864	6,182	6,600
ネット DER	1.08	0.94	-	0.87	0.82	0.85	1.03	0.95	0.97

	6 社合計		
	18/3 期	19/3 期	20/3 期予想
ネット有利子負債	141,646	146,601	-
自己資本	168,927	182,638	-
ネット DER	0.84	0.80	-

※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
 ※20/3 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：A+ 見通し：安定的

発行体：双日株式会社

長期発行体格付：BBB+ 見通し：ポジティブ

■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が定める 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