

## 総合商社各社の20/3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20/3期決算および21/3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. 業界動向および新型コロナウイルス感染拡大による影響

20/3期は、非資源分野では新型コロナウイルスの影響が一部の事業で生じ、資源分野では鉄鉱石の価格は上昇したが、原油、銅、石炭の価格は下落し、利益の増減要因となった。非資源分野では多様な事業を展開しており、利益の安定性は比較的高いが、事業ポートフォリオは各社様々であり、新型コロナウイルスによる影響度は会社によって異なっている。影響を大きく受けている事業としては、自動車関連、素材関連などがある。資源分野では価格が引き続き不安定な動きを見せており、直近では原油価格が著しく下落した。主な品目の価格推移は、原油はバレル当たり19/3期の約70ドルから20/3期には約60ドル、足元では35ドル前後、原料炭はトン当たり約200ドルから約160ドル、足元では約110ドル、鉄鉱石はトン当たり約70ドルから約95ドル、足元では約100ドルへと変動している。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32億円（同社IR資料より）などであり、20/3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、石炭などで約340億円のマイナス要因、鉄鉱石では約500億円のプラス要因が生じた模様である。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。引き続き価格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、20/3期2兆6,000億円弱と高水準の新規投資が続いている。ただし、21/3期は新型コロナウイルスの影響で外部環境に不透明感が強まっており、新規投資は抑制される可能性がある。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。丸紅では、20/3期に新規投資が約1,500億円であったのに対し、国内小売関連や海外発電事業の売却など投資回収は約1,000億円となり、新規投資資金の大半は既存投資の回収で賄われている。

### 2. 決算動向

20/3期の6社合計の最終利益は1兆4,629億円（前期比31.2%減）となった。非資源分野を中心に相応の利益を確保した事業が多かったが、自動車関連や素材関連などで新型コロナウイルスの影響が出始めた。事業ポートフォリオの違いによって各社の決算状況には差が生じている。伊藤忠商事では特に非資源分野が強く、ほぼ前年並みとなる5,013億円を確保し、三菱商事、住友商事、三井物産、双日とも減益となったが、相応の利益を維持した。ただし、丸紅については新型コロナウイルスの影響や原油市況の急落もあって資源

関連や米国穀物関連などで多額の損失を計上し、最終利益は 1,974 億円の赤字となっている。これまでの投資案件のリスクが外部環境の変化によって一気に顕在化した。

6 社会計の財務数値については、ネット有利子負債が約 4,300 億円増加し、自己資本（資本合計－非支配持分）は約 1 兆 5,800 億円減少したため、ネット DER は前期末比 0.1 ポイント悪化し、0.90 倍となった。ネット有利子負債は、三菱商事、双日で増加、三井物産、伊藤忠商事で減少、住友商事、丸紅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、伊藤忠商事のみ増加したが、他 5 社は減少した。丸紅は最終赤字の影響が大きい、三菱商事、三井物産、住友商事、双日では為替や金融資産評価の変動の影響が生じている。例えば三井物産では、自己資本が 4,454 億円減少したが、為替変動で 3,016 億円のマイナス要因、金融資産の評価減で 3,490 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

21/3 期は、新型コロナウイルスの影響が本格化する。各社の最終利益は、三井物産が前期比 54.0%減、伊藤忠商事が同 20.2%減、双日が同 34.2%減、丸紅は前期赤字であり一過性損益を除いた実態純利益ベースで同 46.7%減、三菱商事、住友商事は環境見通しが不透明として業績予想を公表していない。いずれの会社も減益となるが、その中では伊藤忠商事の影響が比較的軽微に止まる見通しである。影響が少ない事業としては電力関連、インフラ関連、食料関連などがあり、影響が大きな事業としては自動車関連、素材関連、航空関連、繊維関連などがある。また、原油関連は価格が下落しており、マイナス影響が生じる。

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。新型コロナウイルスの影響で外部環境に不透明感が強まる中、各社とも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を強めている。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くの会社で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。20/3 期は新型コロナウイルスの感染拡大や原油価格の下落により丸紅において石油・ガス開発事業、米国穀物市場、チリ銅事業などで多額の減損損失が発生した。基本的には各社とも資産の見直しを継続的に行っており、今後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会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。20/3 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)		
	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想
収益	161,037	147,797	-	53,392	52,998	-	69,575	68,850	-
営業利益	5,844	3,578	-	2,756	1,962	-	2,721	2,545	700
最終利益	5,907	5,353	-	3,205	1,713	-	4,142	3,915	1,800

  

	丸紅 (8002)			伊藤忠商事 (8001)			双日 (2768)		
	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想
収益	74,012	68,276	-	116,004	109,829	-	18,561	17,548	-
営業利益	1,730	1,338	-	3,614	3,994	-	675	472	450
最終利益	2,308	-1,974	1000	5,005	5,013	4,000	704	608	400

  

	6 社合計		
	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想
収益	492,584	465,300	-
営業利益	17,343	14,066	-
最終利益	21,273	14,629	-

※営業利益＝売上総利益－販管費

※21/3 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		
	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想
ネット有利子負債	37,235	43,362	-	24,271	24,687	-	35,921	34,867	-
自己資本	56,962	52,273	-	27,714	25,441	-	42,631	38,176	-
ネット DER	0.65	0.83	-	0.88	0.97	-	0.84	0.91	-

  

	丸紅			伊藤忠商事			双日		
	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想
ネット有利子負債	18,588	18,591	18,100	24,067	22,568	-	5,847	6,131	6,800
自己資本	19,777	15,154	-	29,369	29,959	-	6,182	5,791	6,000
ネット DER	0.94	1.23	-	0.82	0.75	-	0.95	1.06	1.13

  

	6 社合計		
	19/3 期	20/3 期	21/3 期予想
ネット有利子負債	145,929	150,209	-
自己資本	182,638	166,797	-
ネット DER	0.80	0.90	-

※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

※21/3 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：A- 見通し：安定的

## ■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