

総合商社の22/3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22/3期決算および23/3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、価格上昇が顕著であった。例えば銅ではトン当たり21/3期6,000ドル台から22/3期には9,000ドル台、原料炭はトン当たり120ドル程度から300ドル前後へ、一般炭はトン当たり70ドル弱から180ドル程度へ、原油はバレル当たり40ドル台から80ドル前後へと上昇した。資源価格上昇の背景としては、新型コロナウイルス禍からの回復に伴う需要の急増が挙げられる。また、CO2削減など環境に対する意識の高まりによって、資源関連の新規投資が抑制されていることもある。足元ではロシアのウクライナ侵攻に伴って、一般炭などではさらなる価格上昇が発生している。各社によって価格上昇の影響には差があるが、三井物産では22/3期親会社の所有者に帰属する当期利益（最終利益）に対し、鉄鉱石で620億円、石炭で610億円、原油・ガスで620億円のプラス影響が生じた。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。6社合計の新規投資額は、2兆円台で推移している。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。丸紅では、22/3期に935億円の新規投資を実施したのに対し、発電事業や北米天然鮭鱒事業の売却など回収は1,295億円となり、新規投資資金は既存投資の回収で賄われている。なお、丸紅は23/3期に米国Gavilon社の穀物事業売却を予定しており、運転資金も含め回収資金は3,000~4,000億円にもなる見通しである。

2. 決算動向

22/3期の6社合計の最終利益は3兆6,428億円（前期比261.9%増）と大幅な増益となり、全社で過去最高益を更新した。資源分野では価格上昇が追い風になり、非資源分野では多くの事業で新型コロナウイルス禍からの経済回復がプラス要因となった。ただし、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。三菱商事、三井物産では、他社に比べ資源分野で強みを有しており、資源価格上昇の恩恵が著しく、ともに最終利益は9,000億円台であった。伊藤忠商事は、非資源分野が業界トップの利益規模を誇っており、非資源分野を中心に最終利益は8,000億円台となった。住友商事は、21/3期に多額の損失処理により最終赤字に陥っていたが、22/3期は4000億円台まで回復している。

6社合計の財務数値については、ネット有利子負債が約2,100億円減少し、自己資本（資本合計-非支配持分）は約4兆3,900億円増加したため、ネットDERは前期末比0.16ポイント良化し、0.63倍となった。ネット有利子負債は、三菱商事、住友商事、伊藤忠商事で減少、三井物産、丸紅、双日で増加し、会社によってやや動きに差が生じている。自己資本は各社とも増加した。利益による積み上げに加え、為替や金融資産評価の変動によるプラスの影響が大きかった。例えば伊藤忠商事では、自己資本が8,830億円増加したが、為替変動で2,516億円、金融資産の評価増で1,078億円のプラ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。

3. 業績予想における格付上の注目点

23/3期は、資源分野では一部の品目で価格がやや低下する可能性があり、非資源分野では前期好調であった利益の反動減が生じる可能性がある。それらの結果、6社合計の最終利益は前期比12.0%減となる3兆2,050億円が計画されている。双日を除く5社で減益の計画であるが、全般的に多くの事業で業績は順調に推移し、引き続き高水準の利益が確保される見通しである。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、三井物産では過半が資源分野で占められている。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倍弱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。22/3期には、各社でロシア関連（LNG・石油開発、航空機リースなど）の損失が計上された。ただし、損益財務への影響は大きなものではなかった。現状、ロシア関連のエクスポージャーは会社によって差はあるものの、特に問題となる金額ではないと判断している。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。22/3期末はリスクアセットを開示している3社（住友商事、伊藤忠商事、双日）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)		
	21/3期	22/3期	23/3期予想	21/3期	22/3期	23/3期予想	21/3期	22/3期	23/3期予想
収益	128,845	172,648	-	46,450	54,950	-	80,102	117,575	-
営業利益	2,073	7,187	-	505	2,956	-	2,050	5,450	-
最終利益	1,725	9,375	8,500	-1,530	4,636	3,700	3,354	9,147	8,000

	丸紅 (8002)			伊藤忠商事 (8001)			双日 (2768)		
	21/3期	22/3期	23/3期予想	21/3期	22/3期	23/3期予想	21/3期	22/3期	23/3期予想
収益	63,324	85,085	-	103,626	122,933	-	16,024	21,007	-
営業利益	1,415	2,844	-	4,034	5,825	5,900	270	910	900
最終利益	2,232	4,243	4,000	4,014	8,202	7,000	270	823	850

	6社合計		
	21/3期	22/3期	23/3期予想
収益	438,373	574,200	-
営業利益	10,349	25,174	-
最終利益	10,066	36,428	32,050

※営業利益＝売上総利益－販管費

※23/3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		
	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想
ネット有利子負債	41,784	39,397	-	23,004	22,737	-	32,997	33,389	-
自己資本	56,136	68,802	-	25,279	31,978	-	45,704	56,052	-
ネット DER	0.74	0.57	-	0.91	0.71	-	0.72	0.60	-

	丸紅			伊藤忠商事			双日		
	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想
ネット有利子負債	16,878	18,599	-	26,013	22,830	-	6,106	7,702	8,000
自己資本	18,147	22,421	-	33,162	41,993	-	6,191	7,280	7,600
ネット DER	0.93	0.83	-	0.78	0.54	-	0.99	1.06	1.05

	6 社合計		
	21/3 期	22/3 期	23/3 期予想
ネット有利子負債	146,785	144,656	-
自己資本	184,621	228,527	-
ネット DER	0.80	0.63	-

※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

※23/3 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

■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、改変等する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