

## 総合商社各社の21/3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21/3期決算および22/3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、品目によって価格の動きに違いがみられた。例えば原油はバレル当たり20/3期の60ドル程度から21/3期には40ドル台、原料炭はトン当たり160ドル程度から120ドル弱へと下落した。一方、銅はトン当たり6,000ドル程度が6,500ドル程度へ、鉄鉱石はトン当たり90ドル台から120ドル台へと上昇した。各社によってその影響額に差はあるが、三井物産では21/3期親会社の所有者に帰属する当期利益（最終利益）に対し、原油・ガスで500億円、石炭で220億円のマイナス影響、鉄鉱石では560億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、概ね2兆円から3兆円で推移している。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、21/3期に1,118億円の新規投資を実施したのに対し、海外発電事業や再保険事業の売却など投資回収は1,083億円となり、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

21/3期の6社合計の最終利益は1兆87億円（前期比31.0%減）となった。資源分野では原油、石炭の価格下落があり、非資源分野では新型コロナウイルスにより自動車関連、生活関連、繊維関連などの事業に影響が生じた。20/3期に赤字となった丸紅を除いた5社全社で減益となった。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。伊藤忠商事は非資源分野が強く、減益とはなかったものの、業界トップの金額となる4,014億円を確保した。丸紅は、20/3期に多額の損失処理により赤字に陥っていたが、一過性損失を除いたベースの最終利益では増益を確保しており、収益の安定性が認められる。住友商事では、マダカスカルニッケル事業や鋼管事業など幅広い分野で多額の一過性損失が計上され、最終利益は1,974億円の赤字に陥った。

6社合計の財務数値については、ネット有利子負債が約3,400億円減少し、自己資本（資本合計－非支配持分）は約1兆7,800億円増加したため、ネットDERは前期末比0.11ポイント良化し、0.79倍となった。ネット有利子負債は、三菱商事、住友商事、三井物産、丸紅で減少、双日はほぼ横ばいであったが、伊藤忠商事はファミリーマートの株式追加取得によって増加しており、会社によってやや動きに差が生じている。自己資本は、赤字となった住友商事を除く5社で増加した。各社とも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3,203億円増加したが、為替変動で1,694億円、金融資産の評価増で707億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。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

22/3期は、資源分野では、鉄鉱石、銅、石炭、原油など主要品目の価格が上昇しており、非資源分野では新型コロナウイルスの影響が緩和するとみている。それら結果、資源分野、非資源分野ともに全般的に好調に推移し、6社合計の最終利益は前期比88.7%増となる1兆9,030億円が計画されている。6社全社で増益の計画ある。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倍程度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。最近の多額の損失計上の事例としては、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。資源分野では市況変動に伴って過去に高値で取得した権益からの損失が計上されるケースが多い。非資源分野でも投資時の計画通りに事業が進捗せず、損失を計上するケースがある。今後、ESG対応として資源権益の売却を急ぐケースでは損失が顕在化する可能性もあると考えている。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、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。21/3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)		
	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想
収益	147,797	128,845	-	52,998	46,450	-	84,841	80,102	-
営業利益	3,578	2,073	-	1,962	505	-	2,545	2,050	2,300
最終利益	5,353	1,725	3,800	1,713	-1,530	2,300	3,915	3,354	4,600

  

	丸紅 (8002)			伊藤忠商事 (8001)			双日 (2768)		
	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想
収益	68,276	63,324	-	109,829	103,626	-	17,548	16,024	-
営業利益	1,338	1,415	-	3,994	4,034	4,440	472	270	420
最終利益	-1,974	2,253	2,300	5,013	4,014	5,500	608	270	530

  

	6 社合計		
	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想
収益	481,291	438,373	-
営業利益	13,892	10,349	-
最終利益	14,629	10,087	19,030

※営業利益＝売上総利益－販管費

※22/3 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		
	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想
ネット有利子負債	43,362	41,784	-	24,687	23,004	-	34,867	32,997	-
自己資本	52,273	56,136	-	25,441	25,279	-	38,176	45,704	-
ネット DER	0.83	0.74	-	0.97	0.91	-	0.91	0.72	-

  

	丸紅			伊藤忠商事			双日		
	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想
ネット有利子負債	18,591	16,878	18,500	22,568	26,013	-	6,131	6,106	7,800
自己資本	15,154	18,190	-	29,959	33,162	-	5,791	6,191	6,400
ネット DER	1.23	0.93	-	0.75	0.78	-	1.06	0.99	1.22

  

	6 社合計		
	20/3 期	21/3 期	22/3 期予想
ネット有利子負債	150,209	146,785	-
自己資本	166,797	184,664	-
ネット DER	0.90	0.79	-

※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

※22/3 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なるものを問わず、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