

総合化学各社の18/3期決算の注目点

総合化学各社（旭化成、昭和電工（12月決算）、住友化学、東ソー、三井化学、三菱ケミカルホールディングス（三菱ケミカル）、宇部興産の7社）の18/3期決算および19/3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

17年度の業界の事業環境は全般に良好なものとなった。期終盤にかけて円高が進んだことや原油価格の上昇があったものの、通期ではこれら諸条件はおおむね各社の期初想定に沿った水準となった。中東や東アジアでは地政学リスクの高まりが見られたが、大きな悪影響とはならず、先進国の景気はおおむね良好に推移、新興国経済も順調に成長した。

バルクケミカルに関し、17年度の国内のエチレン生産量は646万トンとなり、前年度に比べ2.7%増加した。国内エチレンセンターの年度平均の稼働率は96.9%となり、16年度に続き、ほぼフル稼働の状況が継続した。設備定修が比較的少ない中、内需が堅調に推移したほか、アジア全体でもエチレン需要が好調に推移した。また、新興国の個人消費拡大でポリオレフィンなどの誘導品需要が押し上げられたほか、中国が環境規制を強化したことで供給に制約がかかった形となり、これらを背景に石油化学製品の需給バランスはタイト基調が続いた。また、合繊原料やウレタン原料の需要も好調に推移。一部製品では海外での設備トラブルの影響もあって需給バランスが極度にタイト化した。MMAのほか、アクリロニトリルやカプロラクタム、TDIなどではスプレッドが顕著に改善・拡大し、業績面で大きなプラス要因となった。

スペシャリティケミカルの事業環境もおおむね良好なものとなった。自動車や電子機器をはじめとする最終製品の好調を受け、各種高機能材料の需要も好調に推移。原材料価格が安定した動きとなったことも、業績面でサポート要因となった。期終盤にかけてはスマートフォン需要が減速したが、従前に比べ半導体や電子部品の需要の裾野が広がってきたことがプラス材料となった。また、電気自動車やハイブリッド車の生産増加を受け、リチウムイオン二次電池関連材料も増勢となった。農業は近年、ブラジルの景気低迷などで軟調な状況が続いていたが、17年は世界市場全体として持ち直しの動きとなった。一方、医薬品を主とするヘルスケアは国の医療費抑制方針の強まりで事業環境は厳しさを増しているものの、各社の主力剤や主力製品はおおむね安定した推移となった。

2. 決算動向

18/3期（昭和電工は17/12期）の7社合計のEBITDAは1.6兆円となり、3期連続で過去最高水準を更新（住友化学および三菱ケミカルは国際会計基準のため、合算にあたっては売上総利益-販管費+減価償却費を使用）（図表1）、直近でボトムとなった13/3期（0.8兆円）に対し、倍増以上に拡大した。前期に続き、バルクケミカル分野は全般に設備が高稼働となったことに加え、製品市況上昇で交易条件が改善したことで利益が拡大した。また、スペシャリティケミカル分野は高機能材料が好調に推移したことが利益面のプラス要因となり、これらが業績を押し上げた。個別の営業利益（住友化学および三菱ケミカルはコア営業利益。17/3期も同じベースで比較）では、7社全社が営業増益を確保。旭化成が2期ぶり、昭和電工が10期ぶりに、また、東ソーが3期連続、三井化学が2期連続で営業最高益を更新。国際会計基準を採用する住友化学と三菱ケミカルも、実質的に過去最高となった。宇部興産は営業最高益の更新はならなかったものの、過去二番目の利益水準となった（図表2）。

各社の期初予想を前提とした場合、19/3期（昭和電工は18/12期）の7社合計のEBITDA（住友化学および三菱ケミカルは売上総利益-販管費+減価償却費のJCR予想を使用）は18/3期対比で小幅低下となるが、2

期連続で 1.6 兆円台となる見込み。個社別の営業利益では、バルクケミカルの取引条件悪化を織り込み、旭化成、住友化学、東ソー、三菱ケミカル、宇部興産の 5 社が営業減益予想となっている。一方、昭和電工と三井化学は営業増益の予想となっている。このうち、昭和電工は黒鉛電極の事業環境好転と M&A 効果を主に因に大幅増益を予想。同社として初めて、営業利益が 1,000 億円台に乗る見通しとなっている。

財務面は全般に改善が進展した。18/3 期末の 7 社合計の有利子負債は 3.8 兆円となり、17/3 期末に対し 2,500 億円強の削減となった。また、7 社合計の自己資本（住友化学および三菱ケミカルは親会社の所有者に帰属する持分）は 17/3 期末の 4.5 兆円から、18/3 期末では 5.1 兆円と拡充が進んだ。好業績のほか、一部企業では米国の法人税減税で税負担が減少したこともその要因となった。この結果、業界全体の 18/3 期末 DER（7 社合計有利子負債/7 社合計自己資本）は 0.74 倍となり、17/3 期末の 0.91 倍から更に改善が進んだ（図表 3）。個社別の DER でも、7 社全社で 17/3 期末に対し 18/3 期末の水準が低下した。

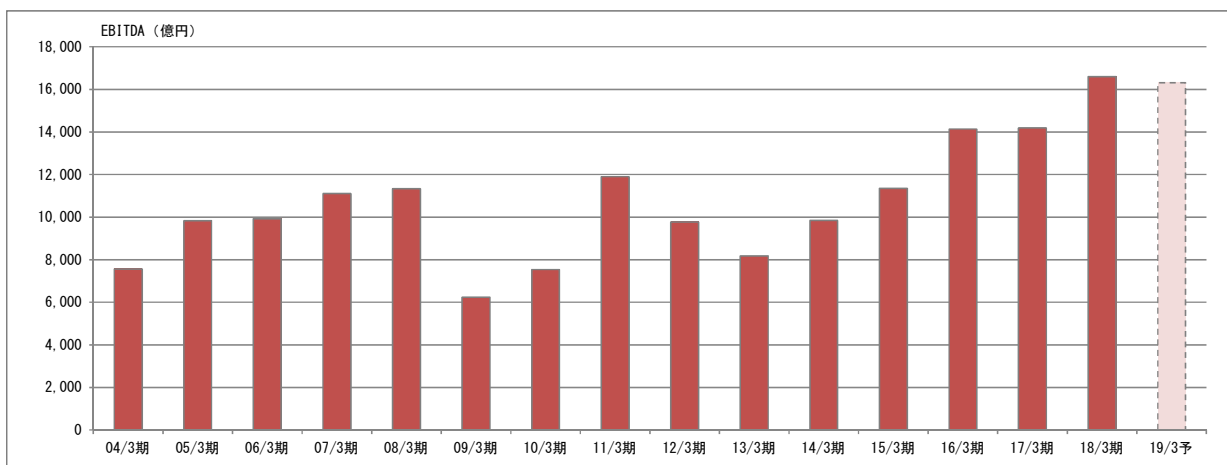
3. 決算における格付上の注目点

19/3 期については、引き続き、好業績の持続性が最大の注目点となる。前提条件に関しては、為替は 18/3 期が 111 円/\$程度となったのに対し、今期は 4 社が 105 円/\$、3 社が 110 円/\$となっている。足元では 109 円/\$前後で推移しているが、18 年 3 月にかけて円高が進行したこともあり、やや見方が分かれるものとなっている。各社で業績の為替感応度には違いがあるが、円高基調で推移した場合、業績に対し下押し圧力が働くこととなる。一方、ナフサ価格の前提は 3 月決算の 6 社については 4 万円台半ばから 5 万円となっており、18/3 期の 4 万円台前半の水準に比べ、上昇予想となっている。海外の設備トラブルも収束してくると見られ、これによる製品市況の押し上げ効果も剥落してくると予想される。また、北米のシェールガスを利用したエタンクラッカーの稼働が増加してくると予想されたため、事業環境は徐々に厳しさを増してくる可能性がある。ただ、構造改革で事業体質が改善・強化されているほか、18 年はアジアのナフサクラッカーの定修が比較的多い。内外の景気動向に大きな変化がなければ、バルクケミカルの業績は底堅く推移すると考えられる。高機能材料の販売拡大など、成長戦略の取り組みもあわせてトップラインの成長を図りつつ、高水準の利益を維持できるかが重要なポイントとなる。

今後の成長に向け、各社とも投資スタンスを積極化している。このため、19/3 期の研究開発費は 7 社全社が 18/3 期に対し、増額の計画となっている（図表 4）。一方、19/3 期の設備投資は 7 社合計で 8,360 億円となっており、18/3 期（6,876 億円）に対し 2 割超の増額計画となっている。個社別では宇部興産を除く 6 社が増額計画となっており、このうち、旭化成が前期比 48.1%増、東ソーが同 72.2%増と比較的大きな上積みを見込んでいる。また、投融資は現状で住友化学がペトロラービグ 2 期計画へ 1,000 億円の出資を予定している。こうした成長投資の増加で、同社を含め、一部企業では 19/3 期末にかけて有利子負債が増加すると見られる。ただ、大型 M&A などがなければ、19/3 期も財務構成は全般に健全な状況が維持されると考えられる。財務規律を遵守しつつ、成長投資の成果で財務基盤を強化し、次の投資余力を高める—といった好循環サイクルを確立できるかが、当面の各社の財務運営における注目点である。

（担当）窪田 幹也・藤田 剛志

(図表 1) 総合化学 7 社の EBITDA 推移



※1 EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却費

※2 三菱ケミカル HD は 17/3 期から、住友化学は 18/3 期から国際会計基準適用

(図表 2) 総合化学 7 社の連結業績・財務

(単位：億円、倍、%)

		売上高	営業利益	経常利益	最終利益	有利子負債	自己資本	総資産	DER	自己資本比率
旭化成 (3407)	17/3 期	18,829	1,592	1,606	1,150	4,020	11,513	22,545	0.35	51.1%
	18/3 期	20,422	1,984	2,125	1,702	3,011	12,873	23,161	0.23	55.6%
	19/3 予	21,550	1,900	1,990	1,400	—	—	—	—	—
昭和電工 (4004)	16/12 期	6,711	420	386	123	3,419	3,145	9,326	1.09	33.7%
	17/12 期	7,803	778	639	334	3,287	3,664	10,247	0.90	35.8%
	18/12 予	9,350	1,370	1,315	850	—	—	—	—	—
東ソー (4042)	17/3 期	7,430	1,112	1,130	756	1,398	4,132	7,826	0.34	52.8%
	18/3 期	8,228	1,305	1,322	887	1,078	4,908	8,528	0.22	57.6%
	19/3 予	8,500	1,100	1,120	760	—	—	—	—	—
三井化学 (4183)	17/3 期	12,122	1,021	971	648	4,372	4,496	13,255	0.97	33.9%
	18/3 期	13,285	1,034	1,102	715	4,605	5,111	14,441	0.90	35.4%
	19/3 予	14,800	1,060	1,120	800	—	—	—	—	—
宇部興産 (4208)	17/3 期	6,165	349	333	241	2,086	2,865	7,093	0.73	40.4%
	18/3 期	6,955	502	507	316	1,939	3,153	7,431	0.61	42.4%
	19/3 予	7,400	440	455	305	—	—	—	—	—

		売上収益	コア営業利益	営業利益	最終利益	有利子負債	親会社所有者 帰属持分	資産合計	DER	親会社所有者 帰属持分比率
住友化学 (4005)	17/3 期	19,390	1,845	1,264	765	8,840	8,126	28,781	1.09	28.2%
	18/3 期	21,905	2,626	2,509	1,337	8,421	9,271	30,686	0.91	30.2%
	19/3 予	24,900	2,400	2,050	1,300	—	—	—	—	—
三菱ケミカル HD (4188)	17/3 期	33,760	3,075	2,686	1,562	16,937	10,913	44,635	1.55	24.5%
	18/3 期	37,244	3,804	3,557	2,117	16,061	12,857	47,005	1.25	27.4%
	19/3 予	39,300	3,550	3,370	1,840	—	—	—	—	—

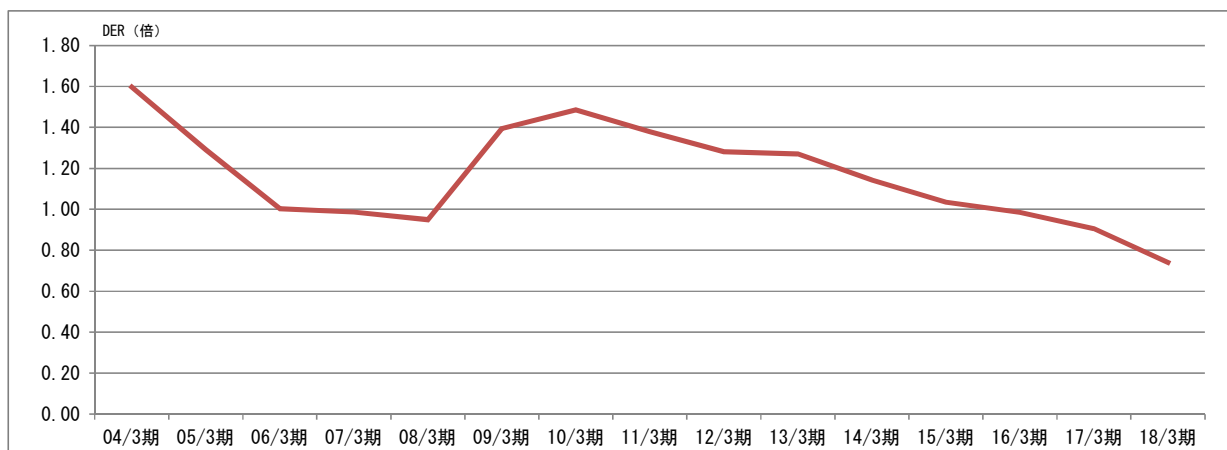
※1 住友化学および三菱ケミカル HD は国際会計基準適用。上記 17/3 期は同基準ベース

※2 コア営業利益は国際会計基準ベースの営業利益から非経常的な要因により発生した損益を除いたもの

※3 最終利益は（日本基準）親会社株主に帰属する当期純利益または（国際会計基準）親会社の所有者に帰属する当期利益

※4 有利子負債は借入金、社債、CP の合計。昭和電工は劣後ローンの資本性考慮

(図表 3) 総合化学 7 社の DER 推移



※ 三菱ケミカルHD は 17/3 期から、住友化学は 18/3 期から国際会計基準適用

(図表 4) 総合化学 7 社の研究開発費・設備投資額

(単位：億円)

	研究開発費		設備投資額	
	18/3 期	19/3 予	18/3 期	19/3 予
旭化成 (3407)	857	910	1,013	1,500
昭和電工 (4004)	185	208	413	490
住友化学 (4005)	1,653	1,690	1,588	1,810
東ソー (4042)	155	160	395	680
三井化学 (4183)	334	360	812	840
三菱ケミカルHD (4188)	1,388	1,600	2,252	2,640
宇部興産 (4208)	132	140	403	400
7 社合計	4,704	5,068	6,876	8,360

※1 住友化学および三菱ケミカルHD は国際会計基準ベース

※2 昭和電工は 17/12 期実績および 18/12 期予想

(出所：図表 1~4 とも各社決算資料より JCR 作成)

【参考】

発行体：旭化成株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：昭和電工株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：安定的

発行体：住友化学株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

発行体：東ソー株式会社

長期発行体格付：A 見通し：ポジティブ

発行体：三井化学株式会社

長期発行体格付：A 見通し：ポジティブ

発行体：株式会社三菱ケミカルホールディングス

長期発行体格付：A+ 見通し：ポジティブ

発行体：宇部興産株式会社

長期発行体格付：A- 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