

総合化学各社の20/3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HD）、宇部興産の7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

業界の事業環境は不透明感が強い状況にある。19年度は前年度からの米中貿易摩擦や中国経済減速の影響を引き継ぐ形で始まったが、悪材料を抱える中でも事業動向は概ね安定した推移となっていた。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、年度終盤においてユーザー業界の生産活動や個人消費が急速に悪化。以後、当業界の製品需要面でも大きなマイナス影響が生じている。

バルクケミカルに関し、国内エチレンセンターの19年度の平均稼働率は94.2%（18年度平均96.1%）となり、15年度以来、4年ぶりに95%を下回った。需要減速を受け、年度終盤にかけて石化製品や基礎化学製品、合繊原料などの市況は下落傾向が強まり、採算も悪化した。足元では、中国経済の回復やアジアの設備定修などで供給が絞られ、石化製品の市況も底入れの動きが見られる。ただ、国内外の経済活動が従前の状態に戻るまでには時間を要する可能性が高い。各製品の需要や市況の回復は、当面、緩やかなものになると考えられる。一方、原材料価格について、19年度の平均ナフサ価格（1キロリットル当たり）は4万円前半となった。20年1-3月は44,800円であったが、原油価格の下落を受け、同4-6月は2万円台に急落することが確実な状況となっている。

スペシャリティケミカルも全般に足元の事業環境は厳しい。特に大口需要先である自動車は新型コロナウイルスの影響で操業が制限され、国内外で生産台数が落ち込んでいる。このため、成型部材向けの高機能材料やタイヤ用の合成ゴム、リチウムイオン二次電池材料など、幅広い製品で需要が減少している。フラットパネルディスプレイ関連製品も需要は減少しているが、テレワークや巣ごもり消費の効果もあり、感染拡大当初の想定に比べれば落ち込みはマイルドとなっているようである。半導体関連製品は、18年後半以降、軟調な状況が続いている。足元では回復の動きも見られるが、5G関連の需要増加を睨んでユーザーが在庫を積み上げている可能性もあり、実需に沿ったものかには留意が必要である。一方、ヘルスケア関連は新型コロナウイルスによる影響は限定的だが、開発負担の増加や主力医薬品の特許切れなど、個社毎にマイナス材料を抱える。

2. 決算動向

20/3期（昭和電工は19/12期）の7社合計のEBITDA（※）は1.4兆円となった。過去最高となった前期に対し12%の減少となったが、歴史的に見れば高水準となった（図表1）。20/3期はバルクケミカルの業績悪化が大きなマイナス要因となったものの、コロナショック発生前までは過年度の構造改革の効果などもあって、一定の業績を確保。スペシャリティケミカルも成長戦略の効果などで通期業績は堅調さを維持した。また、当業界は様々なサプライチェーンの上流に位置し、末端の需要動向などが生産面に発現するまでにはタイムラグがある。このような特性もあって、同期業績における新型コロナウイルスの影響は、比較的、限定的なものに留まった。

個社別の20/3期営業利益（住友化学および三菱ケミカルHDはコア営業利益）では、7社全社が減益となった。期初時点では各社で概ね前期並みの業績予想となっていたが、第2四半期以降、業績の下方修正が相次いだ。このうち、昭和電工、住友化学、三菱ケミカルHDは前期比で3割超の大幅な減益を余儀なくされた。昭和電工は黒鉛電極の需給軟化が大きな業績悪化要因となった。また、住友化学および三菱ケミカル

HD は MMA や石油化学製品の市況下落が響いた格好となった。残る 4 社については、東ソー、三井化学、宇部興産の 3 社が前期比 2 割超の減益、旭化成は同 15%の減益となっており、事業ポートフォリオや安定収益源の寄与の違いなどで、やや減益幅にバラつきが見られる着地となった（図表 2）。なお、新型コロナウイルスのマイナス影響は、最も大きいと考えられる三菱ケミカル HD で 78 億円（コア営業利益ベース、同社公表値）であった。

7 社合計の有利子負債（ハイブリッド調達の本質性考慮、以下同）は、19/3 期末の 4.6 兆円から 20/3 期末では 5.3 兆円に増加した。旭化成（米国の製薬企業のベロキシス社を取得）、住友化学（大日本住友製薬が英国のロイバント社の関連資産を取得）、三菱ケミカル HD（田辺三菱製薬を完全子会社化）でヘルスケア関連を中心に大型 M&A が行われたことが主な要因となった。一方、7 社合計の自己資本（住友化学および三菱ケミカル HD は親会社の所有者に帰属する持分）は、19/3 期末の 5.6 兆円から 20/3 期末では 5.5 兆円となった。これは田辺三菱製薬の完全子会社化に伴い、三菱ケミカル HD の資本剰余金が減少したことが主因である。なお、リーマン・ショック直前（08/3 期）・直後（09/3 期）の 7 社合計の自己資本は 3 兆円前後であり、当時に比べ、業界全体の自己資本は大きく拡充されている。

※ 住友化学および三菱ケミカル HD は国際会計基準のため売上総利益-販管費+減価償却費を使用

3. 業績予想における格付上の注目点

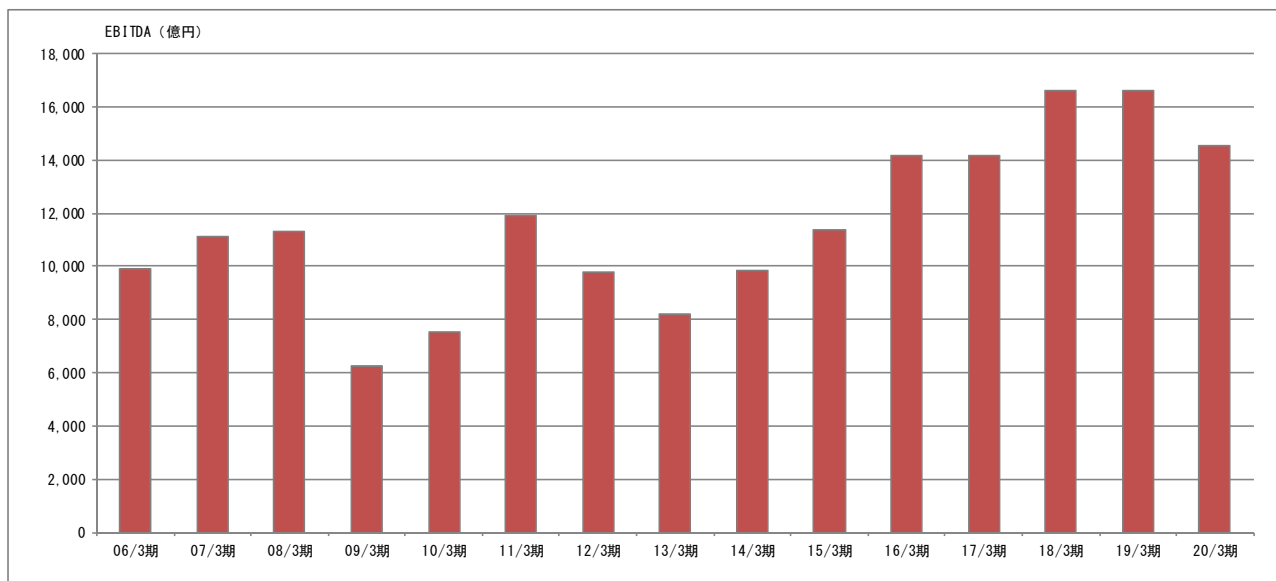
21/3 期業績予想は合理的な算定が困難として、旭化成、昭和電工、住友化学、東ソーの 4 社が未定となっている。また、業績予想を公表した三井化学、三菱ケミカル HD、宇部興産も大幅な減益見通しとなっている。バルクケミカルでは需要減退に加え、原料価格下落に伴い在庫評価関連で大きなマイナス影響が生じると見られる。また、スペシャリティケミカルでは自動車関連製品の大幅な需要減少が避けられない。包装資材や衛生材料、ヘルスケア関連などは堅調な推移が予想されるものの、全体として業績は強い下押し圧力を受けると考えられる。新型コロナウイルスについては、三菱ケミカル HD で 785 億円、住友化学では 150 億円～350 億円のマイナス影響（いずれもコア営業利益ベース）が生じる見込みと公表されている。具体的な公表のない 5 社についても、同様に大きなマイナス影響が予想される。

業績面の大きな注目点としては、業績悪化幅や底入れ時期、以後の回復ペースなどである。三菱ケミカル HD、宇部興産の 2 社は半期別の業績予想を公表しているが、いずれも上期業績は極めて低調となり、下期の回復を見込む。これら 2 社以外も、概ねこのような業績推移を想定しているものと推察される。在庫評価影響もあって、第 1 四半期の利益は大きく下振れすると考えられる。新型コロナウイルス感染拡大の第 2 波・第 3 波の状況にもよるが、第 2 四半期に反転できるかがポイントとなろう。また、以後の回復ペースについては、自動車の生産回復状況や個人消費の動向などによって大きく左右されると考えられる。

近年、業界各社では成長投資が活発化しており、業界全体として有利子負債は増加傾向となっている。既述のヘルスケア関連の大型 M&A 以外でも、20 年 4 月に昭和電工による日立化成の買収手続きが完了した。21/3 期は業績悪化が予想されることから、成長投資と株主還元、財務健全性のバランスが適切に維持されるかが、例年以上に大きな注目点となる。また、大型 M&A でのれんや仕掛研究開発費などが増加しているケースにおいては、業績動向や研究開発の進捗などによる減損リスクの増大に注意する必要がある。

（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)	19/3 期	21,704	2,095	2,199	1,475	4,244	13,814	25,752	0.31	53.6%
	20/3 期	21,516	1,772	1,840	1,039	7,038	13,593	27,979	0.52	48.6%
	21/3 予	未定								
昭和電工 (4004)	18/12 期	9,921	1,800	1,788	1,115	2,879	4,459	10,749	0.65	41.5%
	19/12 期	9,064	1,207	1,192	730	2,985	4,993	10,763	0.60	46.4%
	20/12 予	未定								
東ソー (4042)	19/3 期	8,614	1,057	1,130	781	1,010	5,408	8,781	0.19	61.6%
	20/3 期	7,860	816	859	555	958	5,675	8,865	0.17	64.0%
	21/3 予	未定								
三井化学 (4183)	19/3 期	14,829	934	1,029	761	4,820	5,519	15,010	0.87	36.8%
	20/3 期	13,389	716	655	379	5,284	5,275	14,800	1.00	35.6%
宇部興産 (4208)	19/3 期	7,301	445	478	324	1,856	3,295	7,402	0.56	44.5%
	20/3 期	6,678	340	357	229	1,879	3,323	7,272	0.57	45.7%
	21/3 予	6,140	260	235	140	—	—	—	—	—

		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)	19/3 期	23,185	2,042	1,829	1,179	8,395	9,987	31,716	0.84	31.5%
	20/3 期	22,258	1,326	1,375	309	11,796	10,473	36,503	1.13	28.7%
	21/3 予	未定								
三井化学 (4183)	20/3 期	13,495	724	656	321	—	—	—	—	—
	21/3 予	11,450	350	370	200	—	—	—	—	—
三菱ケミカル HD (4188)	19/3 期	38,403	3,141	2,947	1,695	22,467	13,779	55,725	1.63	24.7%
	20/3 期	35,805	1,948	1,442	540	22,832	11,702	51,321	1.95	22.8%
	21/3 予	33,340	1,400	1,370	490	—	—	—	—	—

※1 住友化学および三菱ケミカル HD は国際会計基準。三井化学は 21/3 期より国際会計基準

※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。住友化学の 20/3 期有利子負債および自己資本は劣後債の資本性考慮

(出所：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：ネガティブ

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：安定的

発行体：三井化学株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

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：安定的

発行体：宇部興産株式会社

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