

## 総合化学各社の22/3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）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

基礎素材に関し、国内エチレンセンターの21年度の平均稼働率は94.3%（20年度平均93.9%）となった。実質フル稼働水準の95%は下回ったものの、月次稼働率は一貫して高稼働の目安である90%を上回って推移した。コロナ禍の影響が残る中ではあったが、製造業の生産活動や巣ごもり需要などが堅調に推移したことなどが背景となっており、製品市況も概ね良好に推移した。また、基礎化学品や合繊原料では、需要が堅調に推移したことに加え、21年2月に北米で発生した記録的な大寒波の影響もあって需給がタイト化。これに伴い、年度半ばにかけて多くの製品で市況が上昇し、一部製品では歴史的な高水準となるものも見られた。一方、経済活動の回復に伴う需要増加のほか、近時のロシア-ウクライナ情勢の悪化を受けて原燃料価格は上昇。ナフサ価格（1キロリットル当たり）は21年1-3月の38,800円から、同4-6月は47,700円となり、22年1-3月では64,600円となった。

機能系製品については、需要分野毎に基調に差が見られた。自動車は、世界的なサプライチェーン混乱や半導体不足の影響で生産面に悪影響が生じ、自動車向けの高機能材料の需要回復は当初想定に比べ下押しされる形となった。一方、世界的なカーボンニュートラルへの動きから自動車の電動化はさらに強まることとなり、リチウムイオン二次電池材料の需要は堅調に推移した。ただ、市場成長に対し、中国や韓国を含めた供給メーカーの生産増強も活発化してきている。エレクトロニクスについては、市場は前年度からの拡大を引き継ぐ形で好調に推移。こうした状況の中、半導体向けの高純度薬品や製造工程関連製品、機能フィルムなどの需要は旺盛となった。また、食品やヘルスケアなどについては、概ね安定した推移となった。もともと、機能系製品全般に、年度後半においては原燃料価格の上昇が採算面のマイナス要因となった。

### 2. 決算動向

22/3期（昭和電工は21/12期）の6社合計のEBITDA（※）は1.8兆円（前期比33.8%増）と過去最高となった。半導体向けをはじめとして、エレクトロニクス関連製品の需要が好調となったほか、自動車関連やヘルスケア関連、農業関連など、各社が強みを有する事業や製品が堅調に推移した。また、基礎素材の市況が高水準で推移したことや、在庫評価益などが業績やキャッシュフローを押し上げた。もともと、年度後半にかけて基礎素材の市況が落ち着いてきたことや、原燃料価格の上昇、中国の新型コロナ感染対策の再強化などの影響を受け、同期第4四半期の業績はやや減速感が強まる形となった。

個社別の22/3期営業利益（国際会計基準の場合はコア営業利益）では6社全社が増益を確保し、このうち、東ソーと三井化学は過去最高となった。東ソーは塩ビ樹脂や苛性ソーダ、ウレタン原料の海外市況上昇でクロロ・アルカリが増益となったほか、主要製品の需要回復で機能商品が大幅増益となったことなどが業績を押し上げた。三井化学は、自動車関連は部材不足の影響を受けたものの、ビジョンケアや歯科材料、ICT材料、農薬などが堅調に推移。また、需給ひっ迫を背景にビスフェノールAの海外市況が高水準で推移したことなどが、大きなプラス要因となった。残る4社についても、概ね好調時の利益水準に回復した。ただ、期中に上方修正された通期予想に対しては、下回って着地するケースも目立つものとなった。

22/3 期末の 6 社合計のネット有利子負債（ハイブリッド調達の本資本性考慮、以下同）は 4.4 兆円となった。00 年代から 19/3 期にかけてはおおむね 3 兆円前後で推移してきたが、各社で積極的な成長投資が行われたことから、21/3 期末では 4.6 兆円にまで増加していた。22/3 期は各社の業績が好調に推移したことや、事業売却の効果などで、減少に転じた。一方、22/3 期末の 6 社合計の自己資本（国際会計基準の場合は親会社の所有者に帰属する持分）は 6.6 兆円となり、21/3 期末（5.6 兆円）に対し大幅に増加した。利益蓄積のほか、円安となったことで為替換算調整勘定が改善したことなどが主因である。自己資本は、00 年代から 10 年代前半にかけては 2 兆円から 3 兆円前半で推移していた。会計基準変更や為替の影響はあるものの、従前に比べ、業界全体の財務耐久力は大幅に強化された形となっている。

※ 国際会計基準は売上総利益－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

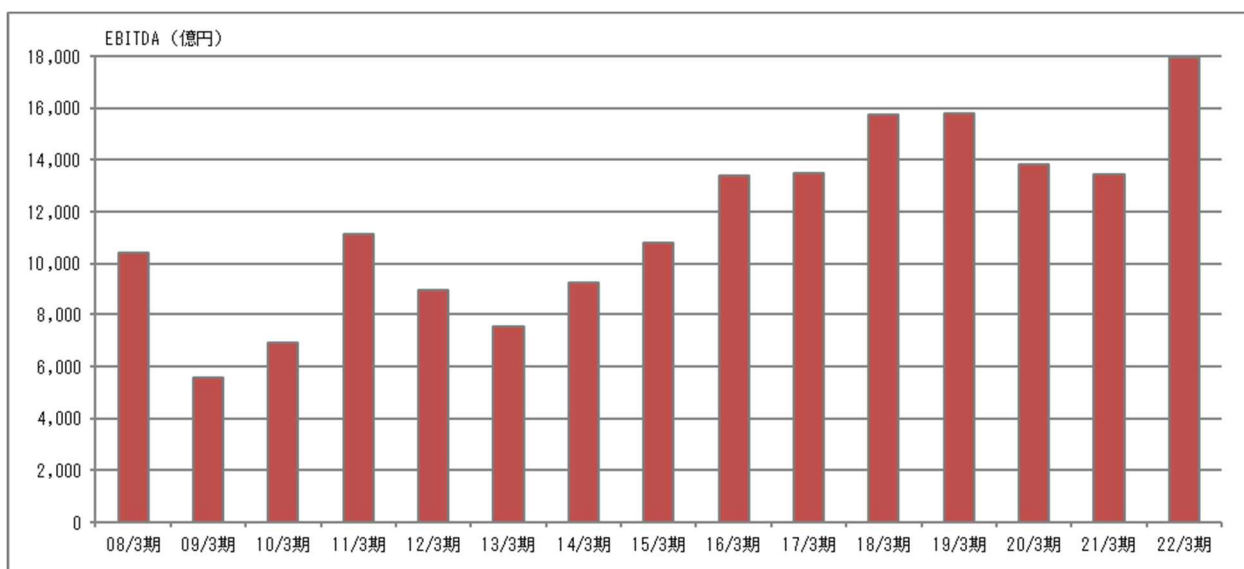
23/3 期業績の各社の期初計画では、旭化成、三菱ケミカル HD が増益を予想する一方、昭和電工、住友化学、三井化学の 3 社が減益予想となっている。また、東ソーは合理的な算出が困難として、未定となっている。増益予想の場合でも増益幅は小幅で、全体としては下押し圧力を受ける見方が優勢となっている。機能系製品の需要に関し、エレクトロニクス関連は引き続き、好調な状況が予想されるほか、自動車関連は完成車の生産回復に伴い、持ち直しが予想される。このほか、食品関連の包装資材などは安定的に推移すると見られる。ただ、原燃料価格の上昇が大きなマイナス要因になると考えられる。また、基礎素材は前期の高水準の市況の反動や在庫評価益の解消などで、全社で採算が悪化する予想となっている。

23/3 期の業績面の最大の注目点は、原燃料価格の動向である。業界全体として、従前に比べて価格転嫁の姿勢が強まっているほか、価格決定のフォーミュラ化が増加していることは、業績面では好材料である。ただ、原燃料価格が今後さらに騰勢を強めた場合、需要家サイドからの抵抗が強まることが想定され、価格転嫁のタイムラグが残ることも予想される。二点目は自動車生産の動向である。情報機器の需要増加やサプライチェーンの混乱の影響を受け、コロナ発生以降、自動車向けの半導体需給はタイトな状況が継続している。23/3 期は基礎素材の利益低下を、機能系製品の利益拡大でいかにカバーできるかがポイントとなるが、自動車生産の回復が遅れた場合、業績面の制約となる可能性がある。三点目は地政学リスクの状況である。ロシア・ウクライナ情勢については、総合化学各社の事業面への直接的な影響は限定的と見られるが、世界的に景気後退が強まった場合、各種製品需要を下押しする可能性がある。コロナ禍も依然として収束しておらず、事業環境は引き続き、先行き不透明な状況が続くと考えられる。

業績面以外では、大きく二点に注目している。一点目は財務改善の進捗である。近年、大型買収の実施などで有利子負債が大幅に増加したケースでは、既に財務構成は改善に転じているが、引き続き、成長投資からの成果獲得や投資規律の順守などによって、早期に改善を進めていくことが求められる。二点目は事業構造改革である。成長戦略の推進や今後の脱炭素などに向け、近時、各社で事業体制再構築の動きが強まってきている。具体的には、エレクトロニクスやモビリティ、ヘルスケア、環境などを成長領域と定め、経営資源を重点配分することで成長を加速させる一方、基礎素材については一部事業の分離や撤退の表明が相次いでいる。特に基礎素材の再編は、個社の動きに留まらず、今後、業界全体にも及ぶ可能性がある。基本的には格付上、好ましい動きではあるが、これらを通じ、事業の競争優位性や継続性を高めていけるかに注目していく。

（担当）殿村 成信・藤田 剛志

(図表 1) 総合化学 6 社合計の EBITDA 推移



※ EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却費 (国際会計基準は売上総利益-販管費+減価償却費)

(図表 2) 総合化学 6 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)	21/3 期	21,060	1,718	1,780	797	6,589	14,674	29,189	0.45	50.3%
	22/3 期	24,613	2,026	2,120	1,618	7,662	16,874	33,490	0.45	50.4%
	23/3 予	27,310	2,105	2,165	1,645	—	—	—	—	—
昭和電工 (4004)	20/12 期	9,737	-195	-440	-764	11,728	5,434	22,036	2.16	24.7%
	21/12 期	14,196	871	868	-121	9,682	6,514	21,423	1.49	30.4%
	22/12 予	13,500	840	790	270	—	—	—	—	—
東ソー (4042)	21/3 期	7,328	878	951	632	1,265	6,155	9,827	0.21	62.6%
	22/3 期	9,185	1,440	1,604	1,079	919	7,089	10,876	0.13	65.2%
	23/3 予	—	—	—	—	—	—	—	—	—

		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)	21/3 期	22,869	1,476	1,371	460	12,260	11,442	39,902	1.07	28.7%
	22/3 期	27,653	2,347	2,150	1,621	12,254	13,431	43,081	0.91	31.2%
	23/3 予	31,200	2,000	1,800	1,250	—	—	—	—	—
三井化学 (4183)	21/3 期	12,117	851	780	578	5,102	6,079	15,581	0.84	39.0%
	22/3 期	16,126	1,618	1,473	1,099	6,660	7,126	19,349	0.93	36.8%
	23/3 予	19,200	1,400	1,380	1,000	—	—	—	—	—
三菱ケミカルHD (4188)	21/3 期	32,575	1,747	475	-76	23,495	12,363	52,872	1.90	23.4%
	22/3 期	39,769	2,723	3,031	1,771	21,599	14,580	55,738	1.48	26.2%
	23/3 予	44,360	2,750	2,770	1,530	—	—	—	—	—

※1 住友化学、三菱ケミカルHD、三井化学は国際会計基準

※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。ハイブリッド調達がある場合は資本性考慮

(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：ポジティブ

### 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

## ■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