

高炉各社の20/3期決算の注目点

高炉各社（日本製鉄、ジェイ エフ イー ホールディングス（JFE）、神戸製鋼所の3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

19年度の国内粗鋼生産量は9,842万トンと10年ぶりに1億トンを下回った（図表1）。米中貿易摩擦の長期化により製造業向けに全般的に需要の減速感が強まったほか、建設向けでも東京オリンピック・パラリンピック関連需要の一巡により、需要が弱含んだ。また、20年2月以降は新型コロナウイルスの影響も自動車向けなどで需要を押し下げた。20年度は新型コロナウイルスの感染拡大により、鋼材需要は一段と落ち込むと想定される。現時点で感染収束の時期や鋼材需要への影響度合いは不明であるが、感染拡大が長期化した場合、20年度の粗鋼生産量が19年度比で大きく落ち込むことも懸念される。

18年度末から19年度上半期にかけて鉄鉱石の価格が上昇した。中国における旺盛なインフラ関連需要を背景に粗鋼生産量が増加し、鉄鉱石の需要が高まったことが背景にある。19年度下半期には価格が下落したが、18年度対比では高い水準を維持した。一方、原料炭価格は19年度上半期に下落し、その後も大きな価格上昇は見られなかった。しかし、鉄鉱石の値上がりによる影響が上回り、各社のコストアップ要因となった。

米中貿易摩擦に伴い中国で薄板などの需要が減退したほか、インドやロシアの鋼材輸出量増加などにより、19年度はアジアの鋼材市況が落ち込んだ。また、20年2月以降は新型コロナウイルスの影響を受けた各国における需要の減退により、市況は一段と下落した。原料コストが上昇した反面、海外の鋼材価格が低下したことで、高炉各社の輸出におけるメタルプレッド（原料価格と製品価格の差）が縮小した。

2. 決算動向

高炉3社の20/3期営業利益（日本製鉄およびJFEについては売上総利益から販売費および一般管理費を控除した値を使用）合計額は858億円（前期比81.1%減）と大幅減益となった（図表2）。原料の値上がりや海外鋼材市況下落に伴う採算性の悪化、生産量の減少などが各社の減益要因となった。また、親会社の所有者に帰属する当期利益（神戸製鋼所は親会社株主に帰属する当期純利益）合計額は6,972億円の赤字（19/3期4,506億円の黒字）となった。事業環境の悪化に対し、日本製鉄で継続的に赤字を計上している事業用資産および休止予定資産にかかる減損損失（計3,966億円）を計上したほか、JFEで国内の生産体制の見直しに伴う減損損失（約2,200億円）を計上したことが主因である。また、神戸製鋼所でも需要の低下や生産性の悪化、設備の立ち上げ遅れなどを要因として固定資産の減損損失（計499億円）が発生した。なお、新型コロナウイルスの影響については時間差があり、高炉各社の20/3期業績に与えた影響は限定的であった。

財務面では、20/3期末の3社合計の有利子負債残高（劣後ローンの資本性評価後）は4兆7,846億円（前期末比9.3%増）となった。各社で高水準の設備投資が実施された一方で、営業キャッシュフローが落ち込んだことが背景にある。また、3社合計の親会社の所有者に帰属する持分（劣後ローンの資本性評価後、神戸製鋼所は自己資本）は5兆3,505億円（同13.3%減）と減少した。各社において最終赤字を計上したこと

が要因である。結果、20/3 期末の 3 社合計の親会社の所有者に帰属する持分（同上）および有利子負債（同上）による DER は 0.9 倍と 19/3 期末の 0.7 倍から悪化した（図表 3）。

3. 業績予想における格付上の注目点

新型コロナウイルス感染拡大による影響が不透明であることなどを要因として、各社とも 21/3 期業績予想を未定と公表している。

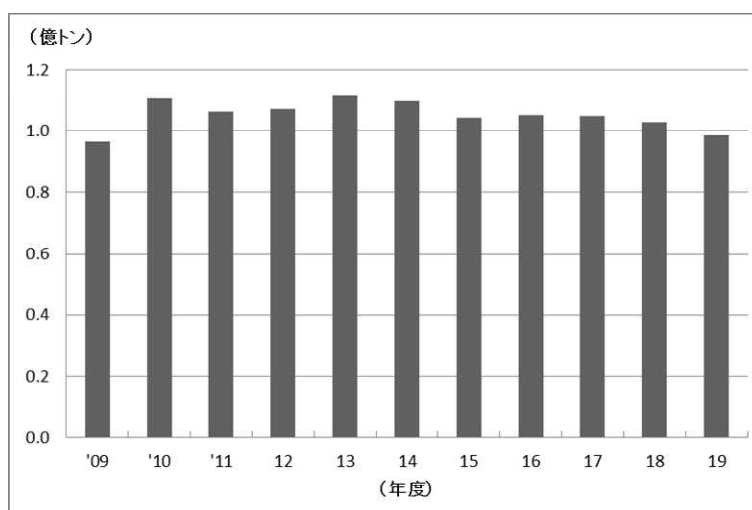
足元では新型コロナウイルス感染拡大により、自動車メーカーで工場を停止する動きがみられるなどユーザーの生産活動の減速感が強まっている。当面は国内外で製造業向けを中心に鋼材需要の落ち込みが続くとみられ、国内の粗鋼生産量が 20/3 期比でもう一段減少することが懸念される。このため、高炉各社において販売数量の減少が見込まれるほか、生産数量の減少に伴い生産性が低下するとみられる。また、店売りや輸出において鋼材価格低下圧力が強まることによる採算性の悪化も想定される。これらの要因により、各社の業績は下押しされる見通しであるが、その度合いについては今後の感染拡大の状況に左右される部分が大い。感染収束の時期やその後の需要回復、およびそれに伴う粗鋼生産量の動向が各社の 21/3 期業績における最大の注目点となろう。

21/3 期は極めて厳しい事業環境が予想され、各社は業績の悪化抑制に向けた対応を進める方針である。日本製鉄は修繕費の抑制や償却費の減少により、2,000 億円規模の固定費圧縮を計画しているほか、操業最適化などにより 500 億円以上の変動費のコスト改善を進める方針である。JFE では補修費や労務費を中心とした固定費の削減のほか、20/3 期に実施した設備投資効果の発現などによる変動費の削減を通じ、1,000 億円規模のコスト削減を目指している。神戸製鋼所でも固定費の圧縮を中心とした 200 億円規模の緊急収益改善に取り組む方針であるほか、素材系事業において設備投資効果などを通じた 200 億円以上のコスト改善を計画している。急激な事業環境の変化に対して高炉各社は迅速な対応を進めており、各社の取り組み内容はおおむね適切であると考えられる。しかし、新型コロナウイルスの感染拡大の状況によっては追加の対応が必要となる可能性もあり、今後の各社の動向を注視していく。

事業環境の悪化によりキャッシュフロー創出力が低下している。こうした状況において財務内容の悪化を抑制すべく、各社は設備投資額の削減や、資産圧縮の実施などのキャッシュ対策を実施する予定である。これらの対応を通じて有利子負債の増加を抑えるとともに、財務の健全性を維持していけるか注目していく。なお、各社ともそれぞれ一定水準の手元流動性を確保しているほか、コミットメントラインの空き枠を有しており、当面の資金繰りに特段の懸念はない。

（担当）水川 雅義・近藤 昭啓

（図表 1）国内粗鋼生産量推移



（出所：日本鉄鋼連盟、経済産業省資料より JCR 作成）

(図表 2) 高炉 3 社の業績推移

(単位：億円、%)

		売上収益	前期比	売上総利益 -販管費	前期比	事業利益	前期比	売上収益事業 利益率	親会社の所有者 に帰属する 当期利益	前期比
日本製鉄 (5401)	19/3 期	61,779	8.1	2,180	▲5.3	3,369	16.7	5.5	2,511	38.9
	20/3 期	59,215	▲4.2	373	▲82.9	▲2,844	-	-	▲4,315	-
	21/3 期予	未定								
JFE (5411)	19/3 期	38,736	6.8	1,878	▲20.4	2,320	6.3	6.0	1,635	67.5
	20/3 期	37,297	▲3.7	386	▲79.4	378	▲83.7	1.0	▲1,977	-
	21/3 期予	未定								

		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	売上高経常 利益率	親会社株主に 帰属する当期 純利益	前期比
神戸製鋼所 (5406)	19/3 期	19,718	4.8	482	▲45.7	346	▲51.3	1.8	359	▲43.1
	20/3 期	18,698	▲5.2	98	▲79.6	▲80	-	-	▲680	-
	21/3 期予	未定								

		売上収益	前期比	売上総利益 -販管費	前期比	最終利益	前期比
3 社合計	19/3 期	120,234	7.1	4,541	▲18.2	4,506	31.9
	20/3 期	115,210	▲4.2	858	▲81.1	▲6,972	-

(出所:各社決算資料より JCR 作成)

- ※1 日本製鉄および JFE は国際会計基準による数値
- ※2 3 社合計の売上収益は神戸製鋼所のみ売上高を使用
- ※3 3 社合計の売上総利益-販管費は神戸製鋼所のみ営業利益を使用
- ※4 3 社合計の最終利益は日本基準=親会社株主に帰属する当期純利益、国際会計基準=親会社の所有者に帰属する当期利益の合計値

(図表 3) 高炉 3 社の財務推移

(単位：億円、倍)

		親会社の所有者 に帰属する持分	有利子負債	D/E レシオ	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業 キャッシュフロー	投資 キャッシュフロー
日本製鉄 (5401)	18/3 期	32,869	20,077	0.6	5,968	3.4	4,855	▲3,631
	19/3 期	33,807	22,192	0.7	6,266	3.5	4,523	▲3,818
	20/3 期	29,416	21,887	0.7	4,547	4.8	4,943	▲3,456
JFE (5411)	18/3 期	19,877	12,662	0.6	4,185	3.0	3,283	▲2,164
	19/3 期	20,513	13,988	0.7	3,841	3.6	2,682	▲3,133
	20/3 期	17,520	16,893	1.0	2,701	6.3	2,610	▲3,583

		自己資本	有利子負債	D/E レシオ	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業 キャッシュフロー	投資 キャッシュフロー
神戸製鋼所 (5406)	18/3 期	7,425	7,388	1.0	1,972	3.7	1,908	▲1,615
	19/3 期	7,395	7,603	1.0	1,579	4.8	671	▲286
	20/3 期	6,568	9,066	1.4	1,225	7.4	270	▲2,189

		親会社の所有者 に帰属する持分	有利子負債	D/E レシオ	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業 キャッシュフロー	投資 キャッシュフロー
3 社合計	18/3 期	60,172	40,128	0.7	12,126	3.3	10,047	▲7,412
	19/3 期	61,717	43,784	0.7	11,686	3.7	7,877	▲7,237
	20/3 期	53,505	47,846	0.9	8,474	5.6	7,824	▲9,229

(出所:各社決算資料より JCR 作成)

- ※5 日本製鉄、JFE は劣後ローンの資本金性評価後
- ※6 日本製鉄、JFE の EBITDA は売上総利益-販管費+減価償却費
- ※7 3 社合計の親会社の所有者に帰属する持分は日本基準=自己資本、国際会計基準=親会社の所有者に帰属する持分の合計値

【参考】

発行体：日本製鉄株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：ジェイ エフ イー ホールディングス株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：JFE スチール株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：株式会社神戸製鋼所

長期発行体格付：A 見通し：ネガティブ

■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