

総合化学各社の21/3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

近年、業界の事業環境はやや厳しく推移している。18年以降、米中貿易摩擦がマイナス要因となっていたが、20年に入り新型コロナウイルス感染症が発生。その拡大で、世界の社会・経済活動は大きな悪影響を受けた。感染拡大当初に比べれば景気動向の先行きの不透明感は和らいできたが、依然としてコロナ禍の収束は見通せない状況が続いている。

バルクケミカルに関し、国内エチレンセンターの20年度の平均稼働率は93.9%（19年度平均94.2%）と、実質フル稼働水準の95%を2年連続で下回った。ただ、月次稼働率は、年度前半は90%前後での推移となったが、後半は持ち直しが進み、95%を上回る月も見られるようになった。消費活動や川下製品需要の回復に加え、近時では米国寒波で海外製品の流入が抑えられたことなどが背景となった。一方、感染拡大当初の原油価格の大幅な下落を受け、ナフサ価格（1キロリットル当たり）は20年1-3月の44,800円から、同4-6月は25,000円に低下した。この影響で、石油化学製品や基礎化学製品の市況も同4-6月にかけて全般に軟化した。しかし、その後は反転。需要回復や米国寒波に伴う同国内の設備トラブルなどを背景に、一部製品では市況が高騰している製品もある。

スペシャリティケミカルのうち、自動車向けの高機能材料や合成ゴムは、自動車生産の大幅な縮小を受け、20年4-6月に需要が大幅に減少した。しかし、同7-9月以降は自動車生産の持ち直しに伴って順調に回復。また、液晶関連や半導体関連は、テレワーク拡大や巣ごもり消費の増加、5G製品の市場拡大などを背景に、増勢で推移した。一方、リチウムイオン二次電池材料は自動車の電動化などがプラス要因となったが、競合激化などによるマイナス影響も見られるなど、まだら模様となった。また、ヘルスケア関連のうち、救命機器や衛生関連材料は特需もあって堅調に推移した。しかし、一部企業では開発中の医薬品に関し、その進捗や試験結果が不調となったことなどを理由に、21/3期に比較的大きな減損処理（仕掛研究開発費）が行われた。これについては当該事業が抱えるリスクが顕在化する形となった。

2. 決算動向

21/3期（昭和電工は20/12期）の7社合計のEBITDA（※1）は1.4兆円（前期比3.4%減）となった。同期は、期初時点では合理的な算定が困難として、複数社で業績予想が非開示とされた。その後、感染拡大の影響が最も強まった同第1四半期時点の通期会社計画では7社合計の営業利益が4,000億円程度と、前期比で半減程度になるものと予想された（各社予想ベース、一部推定）。主要製品の需要減退に加え、ナフサ価格急落に伴い在庫評価関連で大きなマイナス影響が生じたことなどが、その要因となった。しかし、同第2四半期以降は従前の想定以上のペースで業績回復が進展し、各社で業績の上方修正も相次いだ。

個社別の21/3期営業利益（国際会計基準の場合はコア営業利益）では、住友化学、東ソー、三井化学の3社が増益となった一方、旭化成、昭和電工、三菱ケミカルHD、宇部興産の4社が減益となった。住友化学は情報電子関連製品や飼料添加物、農薬などの需要が堅調となったことが業績を押し上げた。東ソーは下期に塩ビ樹脂の市況が上昇したことが増益要因となった。また、三井化学も下期に入り、フェノールチェーン製品の採算が好転したことや、消費者の生活様式の変化を背景にヘルスケア関連製品の需要が増加したことなどが増益要因となった。一方、減益となった4社は、全般にバルクケミカルの採算悪化が共通のマイナ

ス要因となった。また、昭和電工は黒鉛電極の在庫調整長期化や市況下落、日立化成（現昭和電工マテリアルズ）の買収に伴う関連費用の負担が重く、営業段階以下で赤字となった。ただ、業界全体としてコロナ禍による業績へのマイナス影響は、当初想定に比べ限定的なものに留まった。

21/3 期末の 7 社合計のネット有利子負債（ハイブリッド調達の本質性考慮、以下同）は 4.7 兆円となった（20/3 期末 4.2 兆円）。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、近年、各社で成長投資が活発化したことが増加の主因となっている。一方、21/3 期末の 7 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 6.0 兆円となった（20/3 期末 5.5 兆円）。利益蓄積や有価証券の時価評価の上昇などが増加の主因である。00 年代前半の同水準は 2 兆円前後、リーマン・ショック直前・直後では 3 兆円前後であった。会計基準変更の影響はあるものの、従前に比べ、業界全体の自己資本は大幅に拡充されている。

※1 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

各社の期初予想を前提とした場合、22/3 期（昭和電工は 21/12 期）の 7 社合計の EBITDA（※2）は 1.7 兆円台と過去最高水準になる見込み。個社別の営業利益（国際会計基準の場合はコア営業利益）は 7 社全社が増益を予想。三井化学が実質的に過去最高の更新を予想（21/3 期から国際会計基準を適用）するほか、昭和電工が前期の営業赤字を脱し、大幅な改善を予想する。情報電子関連や自動車関連の高機能材料の需要増加などが共通のプラス要因となる。足元、北米寒波で好採算となっているバルクケミカル製品は、今後、市況が落ち着いてくるが、通期では増益要因となる織り込みとなっている。

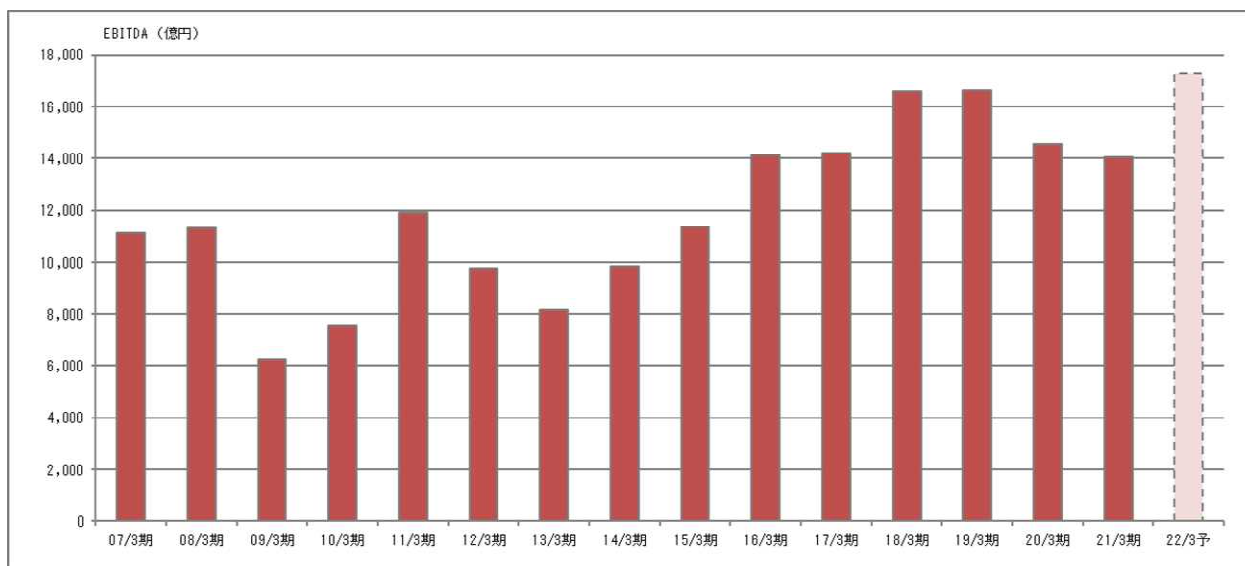
業績面の注目点は前期後半からの回復の持続性だが、懸念材料も少なくない。その一点目としては、コロナ禍の状況とこれに伴う世界的な景気動向である。米国や英国などでワクチン接種が進む一方、国内の感染状況は依然、厳しく、社会活動への悪影響も続いている。早期にワクチン接種が進むことが、業績回復に向けた前提条件となろう。二点目は自動車生産の動向である。情報端末の需要増加や供給メーカーの事故などで、近時、自動車向け半導体の需給がタイト化している。また、インドにおける感染の再拡大で、一部自動車メーカーでは生産を停止する状況も生じている。これらが自動車関連の高機能材料の需要の制約とならないかには、留意を要する。三点目は原材料価格の動向である。景気回復が遅れる中で同価格の上昇が続いた場合、これに伴うマイナス影響が拡大する可能性がある。

業績面以外では、大きく三点に注目している。一点目は財務改善の進捗である。既述のとおり、近年、業界全体として有利子負債が増加しており、一部企業では顕著な増加となっている場合もある。こうしたケースでは、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、早期に財務構成の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。成長戦略の推進やデジタル化対応などを含め、近時、各社で事業体制再構築の動きが強まってきている。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。三点目は環境問題である。ESG やカーボンニュートルなどの社会的要請の強まりから、当業界でもこれらへの取り組みが不可欠となっている。中長期での視点となるが、投資やコスト負担などを含め、これに伴って個社や業界にどのような影響や事業機会が生じるか、注視していく必要がある。

※2 国際会計基準は売上総利益-販管費+減価償却費の JCR 予想を使用

（担当）殿村 成信・藤田 剛志

(図表 1) 総合化学 7 社の 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 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)	20/3 期	21,516	1,772	1,840	1,039	7,038	13,593	27,979	0.52	48.6%
	21/3 期	21,060	1,718	1,780	797	6,589	14,674	29,189	0.45	50.3%
	22/3 予	23,750	1,900	1,960	1,550	—	—	—	—	—
昭和電工 (4004)	19/12 期	9,064	1,207	1,192	730	2,985	4,993	10,763	0.60	46.4%
	20/12 期	9,737	-194	-439	-763	11,728	5,434	22,036	2.16	24.7%
	21/12 予	13,450	680	640	110	—	—	—	—	—
東ソー (4042)	20/3 期	7,860	816	859	555	958	5,675	8,865	0.17	64.0%
	21/3 期	7,328	878	951	632	1,265	6,155	9,827	0.21	62.6%
	22/3 予	8,000	930	920	600	—	—	—	—	—
宇部興産 (4208)	20/3 期	6,678	340	357	229	1,879	3,323	7,272	0.57	45.7%
	21/3 期	6,138	259	232	229	2,092	3,590	7,697	0.58	46.6%
	22/3 予	5,700	370	345	210	—	—	—	—	—

		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)	20/3 期	22,258	1,326	1,375	309	11,796	10,473	36,503	1.13	28.7%
	21/3 期	22,869	1,476	1,371	460	12,260	11,442	39,902	1.07	28.7%
	22/3 予	26,100	2,000	1,800	1,000	—	—	—	—	—
三井化学 (4183)	20/3 期	13,495	723	645	339	5,460	5,292	15,305	1.03	34.6%
	21/3 期	12,117	851	780	578	5,102	6,079	15,581	0.84	39.0%
	22/3 予	14,000	1,150	1,130	790	—	—	—	—	—
三菱ケミカルHD (4188)	20/3 期	35,805	1,948	1,442	540	22,832	11,702	51,321	1.95	22.8%
	21/3 期	32,575	1,747	475	-75	23,495	12,363	52,872	1.90	23.4%
	22/3 予	36,600	2,300	2,160	970	—	—	—	—	—

※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：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：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