

高炉各社の23/3期決算の注目点

高炉各社（日本製鉄、JFEホールディングス（JFE）、神戸製鋼所の3社）の23/3期決算および24/3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

22年度の国内粗鋼生産量は8,785万トンと21年度の9,563万トンから8.1%減少した（図表1）。半導体や部品不足の長期化によって自動車向け需要が伸び悩むとともに、鋼材市況が悪化し、輸出が振るわなかった。23年度の実績は22年度から微増にとどまる公算が大きい。自動車メーカーの国内生産は回復しつつあるものの、世界的な物価上昇や金融引き締め、ロシアのウクライナ侵攻の長期化などで世界経済の先行き不透明感が強い状況にあるためである。

22年3月から4月にかけて西側諸国でロシア産原料炭の禁輸措置が開始された。これによりロシア産以外の原料炭の需給がひっ迫するとともに、その価格が急騰した。価格は間もなく下落に転じたものの、足元まで比較的高い水準で推移している。為替相場が前年に対して円安で推移したことも重なり、各社の主原料とエネルギーの価格は大幅に上昇し、コストアップ要因となった。一方で、主原料価格の値上がりに対する価格反映が着実に進められたこと、下半期の主原料価格が比較的落ち着いていたことなどから、各社の通年のメタルスプレッドは拡大した。ただ海外では、中国の景気減速などを背景に鋼材市況が軟調に推移しており、輸出の収益性は悪化したとみられる。

2. 決算動向

高炉3社合計の23/3期の営業利益（日本製鉄とJFEは売上総利益から販売費及び一般管理費を控除した値を使用）は1兆174億円（前期比5.3%減）となった（図表2）。日本製鉄が増益、JFEと神戸製鋼所が減益に分かれたが、各社ともに従前に比べて高い利益水準を維持した。生産出荷数量の減少がマイナスに作用した一方、製品構成の改善、主原料価格の値上がり分の販売価格への反映、ひも付き取引の基礎的な採算の改善が進み、マージンが拡大したと考えられる。日本製鉄ではこれに加え、生産設備の構造改革によるコスト改善効果が業績を下支えした。JFEでは為替や在庫評価差等の影響が相対的に大きかった。営業利益の減少を受けて、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）の合計額は9,292億円（同5.7%減）となった。

財務面では、23/3期末の3社合計の有利子負債残高（ハイブリッド商品の資本性反映後）は4.8兆円（前期末比0.8%減）となった（図表3）。各社の設備投資・投融資はおおむね前期並みの水準となり、21/3期以降、全社がプラスのフリーキャッシュフローを確保している。3社合計の親会社の所有者に帰属する持分（ハイブリッド商品の資本性反映後、神戸製鋼所は自己資本）は7.4兆円（同9.1%増）に増えた。堅調な業績を背景に各社で利益の資本蓄積が進んだ。3社合計の親会社の所有者に帰属する持分と有利子負債に基づくDER（ハイブリッド商品の資本性反映後）は0.6倍と前期末の0.7倍から改善した。

3. 業績予想における格付上の注目点

24/3期の各社の業績予想に基づく3社合計の最終利益は6,600億円（同29.0%減）である。日本製鉄が減益、JFEと神戸製鋼所が増益の計画である。日本製鉄の減益幅が大きいのは在庫評価差等の損益へのマイナス影響が大幅に拡大するためである。JFEと神戸製鋼所も在庫評価差等が減益要因となるものの、JFEはスプレッドやコストの改善などにより、神戸製鋼所は電力事業での発電所の新設などにより、それぞれ増益を

確保する見通しである。在庫評価差等の影響を除いた各社の利益水準は、前期に続き、数年前に比べて高い状況が保たれる見通しである。

国内の鋼材需要の下振れのリスクに留意している。24/3期の3社合計の単独粗鋼生産量は6,620万トン程度(23/3期6,454万トン)と前期から微増の計画である。自動車の生産台数の増加が国内需要を支えすとみられるが、中小ビルの建設中止や延期の動きがあるなど建設向けの需要は弱い。インフレや利上げに伴い米国や欧州の景気が減速する中、生産活動や設備投資への悪影響が強まる可能性もある。

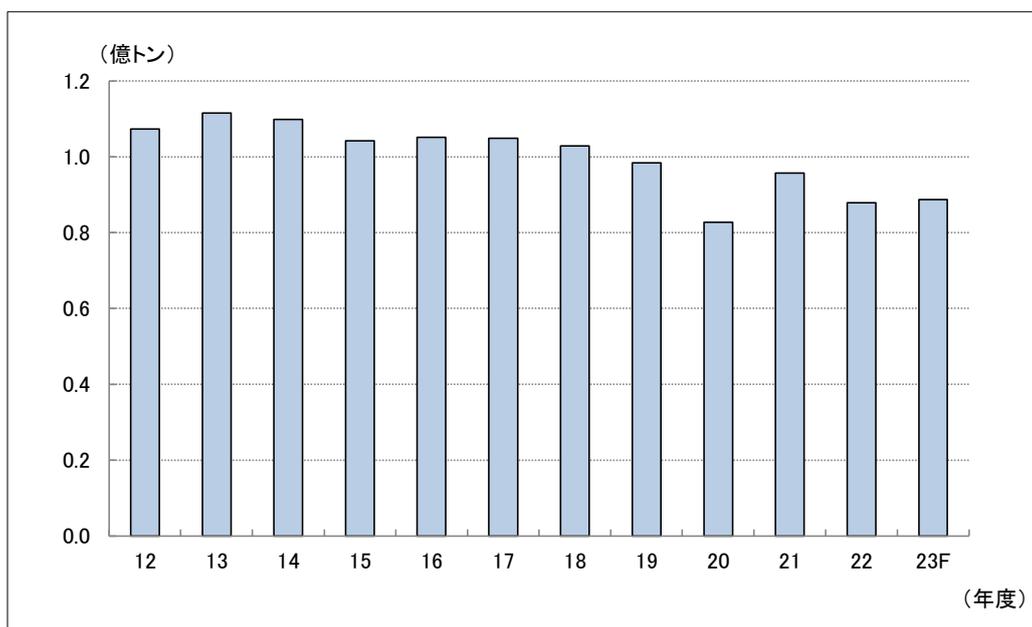
海外市況の動向と市況に連動する輸出取引の収益性に注目している。22年は主要国の鋼材市況が下落し、各社の輸出取引の採算が悪化したとみられる。23年に入り、市況には持ち直しの動きもみられるが、主原料などのコストアップ分を十分に吸収できる水準には至っていないと想定される。足元で増加する中国の鋼材輸出の市況への影響にも注意が必要となる。

ひも付き取引では製品価格の改定が着実に進められており、今後も一定程度のメタルスプレッドを保てる公算が大きい。損益分岐点の引き下げが各社で進んでいるとみられることもあり、計画並みの出荷数量を維持できれば、利益を底堅く確保できると考えられる。

22/3期以降、各社の利益水準やキャッシュフロー創出力が従前に比べて高まっており、財務内容は改善基調にある。各社が公表した業績予想に基づけば、24/3期も利益の資本蓄積による財務構成の改善を見込みやすい状況と考えられる。ただ、今後も成長や老朽設備の更新、カーボンニュートラルなどへの投資支出が見込まれる。営業キャッシュフローと投資のバランス、財務改善ペースが注目点となる。

(担当) 水川 雅義・佐藤 洋介

(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)	22/3 期	68,088	41.0	6,768	603.6	9,381	752.5	13.8	6,373	-
	23/3 期	79,755	17.1	7,141	5.5	9,164	▲2.3	11.5	6,940	8.9
	24/3 期予	90,000	12.8			6,500	▲29.1	7.2	3,700	▲46.7
JFE (5411)	22/3 期	43,651	35.3	3,100	-	4,164	-	9.5	2,880	-
	23/3 期	52,687	20.7	2,169	▲30.0	2,358	▲43.4	4.5	1,626	▲43.5
	24/3 期予	55,400	5.1			2,900	23.0	5.2	1,900	16.8
		売上収益	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)	22/3 期	20,825	22.1	876	188.2	932	475.9	4.5	600	158.6
	23/3 期	24,725	18.7	863	▲1.4	1,068	14.6	4.3	725	20.8
	24/3 期予	26,800	8.4	1,500	73.7	1,300	21.7	4.9	1,000	37.8
		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	22/3 期	132,566	35.8	10,744	817.9	9,854	-			
	23/3 期	157,168	18.6	10,174	▲5.3	9,292	▲5.7			
	24/3 期予	172,200	9.6	-	-	6,600	▲29.0			

※1 日本製鉄および JFE は国際会計基準、神戸製鋼所は日本基準による数値

※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

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(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)	21/3 期	31,349	21,842	0.7	3,870	5.6	4,031	▲3,890
	22/3 期	38,417	22,783	0.6	10,074	2.3	6,156	▲3,788
	23/3 期	45,561	23,243	0.5	10,543	2.2	6,612	▲3,665
JFE (5411)	21/3 期	18,710	16,142	0.9	2,268	7.1	2,472	▲1,642
	22/3 期	21,895	16,482	0.8	5,623	2.9	2,987	▲2,880
	23/3 期	23,740	16,092	0.7	4,865	3.3	3,957	▲2,743
		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)	21/3 期	7,103	9,878	1.4	1,312	7.5	1,947	▲1,418
	22/3 期	8,153	9,084	1.1	1,927	4.7	1,688	▲1,615
	23/3 期	9,139	8,618	0.9	1,988	4.3	1,196	▲972
		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	21/3 期	57,164	47,863	0.8	7,451	6.4	8,452	▲6,951
	22/3 期	68,466	48,350	0.7	17,625	2.7	10,831	▲8,284
	23/3 期	78,441	47,953	0.6	17,397	2.8	11,767	▲7,381

※1 日本製鉄、JFE はハイブリッド商品の資本性反映後

※2 EBITDA は売上総利益－販管費+減価償却費

※3 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

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

【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：JFE 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：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、結果的正確性、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が定める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