

総合化学各社の19/3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19/3期決算および20/3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

業界の事業環境は近年、良好に推移してきたが、18年度は潮目に変化した。同年度前半は原料価格の上昇はあったものの、これまでの好環境を引き継ぐ形で推移した。しかし、後半に入ると、米中貿易摩擦の影響で中国経済の減速傾向が強まった。また、これを背景としたスマートフォン市場の悪化などで、近年、好調を続けていた半導体需要も軟化した。

バルクケミカルに関し、国内エチレンセンターの18年度平均の稼働率は96.1%となり、16・17年度に続き、ほぼフル稼働の状況が継続した。同年度はエチレンセンターの定修が集中したことが生産面でマイナス要因となったが、石化製品の内需は年間を通じ堅調に推移し、設備稼働も高水準の状況が続いた。ただ、15年から続いてきたアジアの歴史的な石油化学の好環境は、陰りが見られるようになってきた。18年秋以降、世界的に景気の先行き不透明感が強まり、かねてから予想されてきたとおり、米国からシェール由来ポリエチレン製品のアジアへの流入も増加してきた。18年秋以降、これらの影響でエチレン市況が軟化した。また、消費の先行きに対する警戒から、合繊原料やウレタン原料などの上流製品の市況も18年秋以降、下落傾向となった。ただ、製品によって動きには違いもあり、また、需要の底堅さもあって市況が底割れするような状況とはなっていない。

スペシャリティケミカルの18年度の事業環境は、まだら模様となった。主要需要分野のうち、自動車は18年の中国の販売が28年ぶりに減少するなどやや変調も見られたが、米国ではおおむね良好な状況が継続。大型車への需要回帰もあり、内外装部材用の高機能材料は堅調に推移した。また、ハイブリッドや電気自動車の市場拡大を受け、リチウムイオン二次電池材料は販売が増加した。一方、スマートフォン販売の減速を受け、半導体関連製品や液晶・有機ELパネル向けの各種部材などには悪影響が生じた。このほか、医薬品を主とするヘルスケアは、国の医療費抑制方針の強まりで事業環境は厳しさを増してきた。個社によっては、主力薬の特許料収入の見通しが不透明となるケースも生じた。

2. 決算動向

19/3期（昭和電工は18/12期）の7社合計のEBITDA^(※1)は1.6兆円となり、4期連続で過去最高水準を更新した（図表1）。事業環境は期中で大きく変化した。上期までは好業績が継続。原料価格上昇で全般に交易条件は悪化したものの、自動車向けの高機能材料やリチウムイオン二次電池材料などの需要増加が、主なプラス要因となった。同期第4四半期にかけてはナフサ価格が大きく下落し、バルクケミカル製品の市況も軟化した。ただ、過年度の構造改革効果でこれらによる業績下振れリスクが抑制されたことは、業績のサポート要因となった。

個社別の営業利益（住友化学および三菱ケミカルHDはコア営業利益）では、旭化成と昭和電工がそれぞれ2期連続で最高益を更新した。旭化成は収益源であるアクリロニトリルや住宅、クリティカルケアなどが全般に堅調に推移したことが業績を押し上げた。また、昭和電工は黒鉛電極の需給タイト化と買収効果で同製品の利益が急拡大し、営業利益は前期比で1,000億円超の大幅な増益となった。その他の5社はいずれも減益で、うち4社は前期比2桁のマイナスとなった。事業環境の悪化が共通の要因だが、三菱ケミカルHDはヘルスケアで主力薬のロイヤリティ収入について仲裁手続きに入ったこと、また、住友化学は北米で19

年 1-3 月に大規模な洪水が発生し、農薬出荷が減少したことが大きなマイナス要因となった。全体としては高水準の利益が維持されたが、個社によって好不調の差が目立つ着地となった（図表 2）。

7 社合計の有利子負債は、18/3 期末の 3.8 兆円から 19/3 期末では 4.6 兆円に増加した。三菱ケミカル HD 傘下の太陽日酸が欧州産業ガス事業の大型買収を行ったことや、旭化成が米国自動車内装材の大手メーカーを買収したことなどがその要因となった。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、18/3 期末の 5.2 兆円から 19/3 期末では 5.6 兆円と拡充が進んだ。リーマン・ショック直後の 09/3 期末（2.7 兆円）と比較した場合、倍増以上となった。個社別の財務構成では、三菱ケミカル HD のネット DER が 18/3 期末の 0.9 倍から 19/3 期末では 1.3 倍に上昇したが、同社以外については改善方向または良好な水準が維持された。

※1 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

各社の期初予想を前提とした場合、20/3 期（昭和電工は 19/12 期）の 7 社合計の EBITDA^(※2) は 1.7 兆円台になる見込み。個社別の営業利益では、昭和電工、住友化学、三井化学、宇部興産が増益予想。旭化成、三菱ケミカル HD、東ソーが小幅減益予想となっている。増減益要因は個社によって違いがあるが、全般にバルクケミカルの海外市況軟化がマイナス要因となる一方、高機能材料は堅調に推移する織り込みとなっている。また、情報電子関連も期後半には持ち直してくる前提となっている。なお、三菱ケミカル HD は仲裁手続きに入っている主力薬のロイヤリティ収入について、期初時点では収益認識を行っておらず、これによって業績予想が大きく押し下げられている。

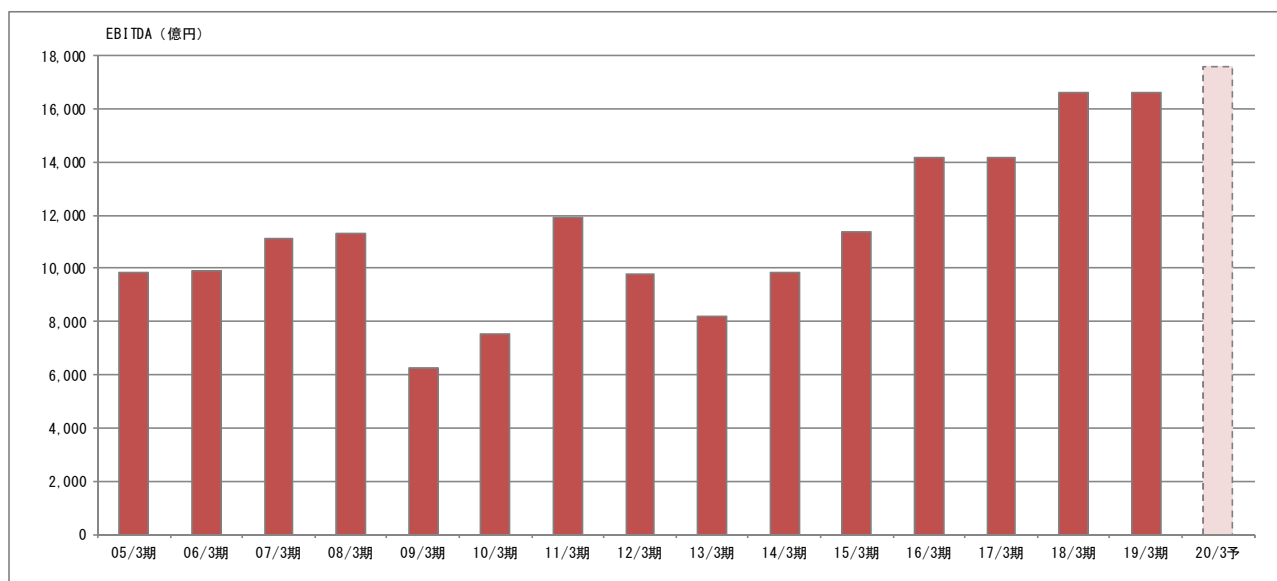
20/3 期は好業績の持続性が最大の注目点である。足元では、米中貿易摩擦が一段と激化している。米国の中国製品への関税措置による直接的な影響は小さいと見られるが、化学製品のサプライチェーンは複雑であり、間接的な影響は発生する可能性が高い。また、20/3 期の各社のナフサ価格の前提は 43,000 円/kl～48,000 円/kl（19/3 期は 49,400 円/kl）とややバラつきがあるが、産油国の減産や中東情勢の悪化で原油価格が上昇した場合、交易条件が悪化することも考えられる。一方、為替は足元で落ち着いた動きとなっているものの、各国の通商政策や世界的な景気動向によっては不安定なものとなる可能性がある。全体として事業環境の先行き不透明感が強く、業界業績の方向感は見通しにくい状況となっている。

今後の成長に向け、各社とも投資を積極化している。このため、20/3 期の研究開発費は 7 社全社が 19/3 期に対し、増額の計画となっている。一方、20/3 期の 7 社合計の設備投資は 8,763 億円となっており、19/3 期（7,417 億円）に対し 2 割近い増額となる（図表 3）。個社別では住友化学、東ソーを除く 5 社が増額計画で、このうち、昭和電工と三井化学が前期比 5 割超の大きな上積みを見込んでいる。また、投融資は現状で住友化学がペトロラービグ 2 期計画へ 1,200 億円程度の出資を予定している。こうした成長投資負担で、同社を含め、一部企業では 20/3 期末にかけて有利子負債が増加すると見られる。このほか、期初時点では公表されていない大型 M&A が実施されることも想定される。各社の財務規律に変化がないか、また、過年度の成長投資の成果で財務基盤を強化し、次の投資余力を高めるといった好循環を維持できるかが、当面の各社の財務運営における注目点である。

※2 住友化学および三菱ケミカル HD は売上総利益-販管費+減価償却費の JCR 予想を使用

（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)	18/3 期	20,422	1,984	2,125	1,702	3,011	12,873	23,071	0.23	55.8%
	19/3 期	21,704	2,095	2,199	1,475	4,244	13,814	25,752	0.31	53.6%
	20/3 予	22,680	2,050	2,140	1,475	—	—	—	—	—
昭和電工 (4004)	17/12 期	7,803	777	638	374	3,287	3,704	10,269	0.89	36.1%
	18/12 期	9,921	1,800	1,788	1,115	2,879	4,459	10,757	0.65	41.5%
	19/12 予	11,000	1,900	1,850	1,200	—	—	—	—	—
東ソー (4042)	18/3 期	8,228	1,305	1,322	887	1,078	4,908	8,457	0.22	58.0%
	19/3 期	8,614	1,057	1,130	781	1,010	5,408	8,781	0.19	61.6%
	20/3 予	8,600	950	1,000	670	—	—	—	—	—
三井化学 (4183)	18/3 期	13,285	1,034	1,102	715	4,605	5,115	14,313	0.90	35.7%
	19/3 期	14,829	934	1,029	761	4,820	5,519	15,010	0.87	36.8%
	20/3 予	15,400	1,050	1,100	760	—	—	—	—	—
宇部興産 (4208)	18/3 期	6,955	502	507	316	1,939	3,153	7,424	0.61	42.5%
	19/3 期	7,301	445	478	324	1,856	3,295	7,402	0.56	44.5%
	20/3 予	7,600	470	470	310	—	—	—	—	—

		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)	18/3 期	21,905	2,626	2,509	1,337	8,421	9,271	30,686	0.91	30.2%
	19/3 期	23,185	2,042	1,829	1,179	8,395	9,987	31,716	0.84	31.5%
	20/3 予	24,400	2,050	1,900	1,000	—	—	—	—	—
三菱ケミカル HD (4188)	18/3 期	37,244	3,804	3,557	2,117	16,061	12,857	47,014	1.25	27.3%
	19/3 期	39,234	3,171	2,979	1,695	22,467	13,779	55,725	1.63	24.7%
	20/3 予	40,800	3,000	3,000	1,680	—	—	—	—	—

※1 住友化学および三菱ケミカル HD 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。昭和電工の 17/12 期の有利子負債および自己資本は劣後ローンの資本性考慮

(図表 3) 総合化学 7 社の研究開発費・設備投資額

(単位：億円)

	研究開発費		設備投資額	
	19/3 期	20/3 予	19/3 期	20/3 予
旭化成 (3407)	901	980	1,362	1,480
昭和電工 (4004)	197	226	417	643
住友化学 (4005)	1,635	1,750	1,637	1,530
東ソー (4042)	166	180	648	580
三井化学 (4183)	358	380	619	1,050
三菱ケミカル HD (4188)	1,438	1,510	2,317	2,980
宇部興産 (4208)	121	140	417	500
7 社合計	4,816	5,166	7,417	8,763

※ 昭和電工は 18/12 期実績および 19/12 期予想

(出所：図表 1~3 とともに各社決算資料より 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：ポジティブ

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