

総合化学各社の17/3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）宇部興産の7社）の17/3期決算および18/3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

16年度の業界の事業環境は概ね安定した推移となった。前半においては各社の想定以上に円高が進みマイナス影響が強まったが、後半に入り緩和が進んだ。産油国の減産合意を受け、原油価格やナフサ価格は年度半ば以降、上昇基調となったものの、通年では低位で落ち着いた動きとなり、各社で収益のサポート要因となった。欧米では保護主義の強まりが見られるなど従来にない変化も生じたが、世界的な経済状況に大きな混乱はなく、堅調な推移となった。

バルクケミカルに関し、16年度の国内のエチレン生産量は628万トンとなり、前年度に比べ7.3%減少した。ただ、国内エチレンセンターの年度平均の稼働率は96.6%となり、07年度以来、9年ぶりに高稼働の目安とされる95%を上回った。月次稼働率も一貫して95%以上で推移。17年1月には100%を上回るなど、やや過熱気味となる局面も見られた。14年5月から16年2月にかけて国内全体で約15%のエチレン生産能力が削減された一方、16年度は内外の誘導品需要が堅調に推移したことなどで、設備稼働率が押し上げられた。ナフサ価格低下を受け、エチレン市況はこれを反映した動きとなったが、東南アジアでのプラントトラブルの影響などもあって相対的には強基調で推移。この結果、エチレン-ナフサスプレッドは15年度に続き高水準の状況が継続した。また、川下のポリオレフィンや合繊原料、ウレタン原料などの幅広い製品で需要が堅調に推移。アクリロニトリルやカプロラクタム、TDIなどでは、スプレッドが顕著に改善・拡大した。

スペシャリティケミカルの事業環境や収益動向に関しては、まだら模様の状況となった。医薬品は16年度が薬価改定年であったことに加え、市場拡大再算定（保険収載時の予測よりも大幅に市場が拡大した医薬品について価格を引き下げる制度）が大きなマイナス影響となるケースも見られた。また、農薬は最大市場であるブラジルの景気低迷や害虫抵抗性作物の普及などを受け、15年度に続き、世界的に需要は軟調な動きとなった。一方、自動車生産や半導体市況が良好に推移したことから、関連部材や製品などの需要は全般に好調に推移した。また、従前から各社で成長分野として位置付けられていたリチウムイオン二次電池関連材料については、電気自動車やハイブリッド車の生産増加を受け、市場拡大が本格化してきた。

2. 決算動向

17/3期（昭和電工は16/12期）の7社合計のEBITDAは1.4兆円となり、2期連続で過去最高水準を更新した（三菱ケミカルは17/3期から国際会計基準任意適用のため、合算に当たっては売上総利益-販管費+減価償却費を使用）（図表1）。特に増益に寄与したのがバルクケミカルで、石油化学（ポリオレフィン、塩ビ樹脂等）はナフサ価格低下に伴う交易条件の改善が収益を押し上げた。また、合繊原料やウレタン原料では、近年の構造改革で不採算事業が縮小されたことに加え、事業環境の好転もあって採算が改善した。個社別の営業利益では、昭和電工、東ソー、三井化学、三菱ケミカル（国際会計基準ベースの営業利益から非経常的な原因により発生した損益を除いたコア営業利益、16/3期も同じベースで比較）の4社が営業増益となった。東ソーは2期連続で、三井化学は10期ぶりの最高益更新となり、両社とも初めて営業利益が1,000億円を超えた（図表2）。三菱ケミカルは過年度業績との単純比較は出来ないが、実質的には過去最高の収益であったと見られる（16/3期営業利益は日本基準ベースで過去最高益）。

各社の期初予想を前提とした場合、18/3期（昭和電工は17/12期）の7社合計のEBITDA（三菱ケミカルは売上総利益-販管費+減価償却費のJCR予想を使用）は3期連続で過去最高水準を更新する見込み。個社別の営業利益では旭化成、昭和電工、住友化学、三菱ケミカル（コア営業利益）、宇部興産の5社が営業増益を予想。このうち、住友化学は2期ぶりに営業最高益を更新する予想となっている。東ソー、三井化学は減益予想となっているが、両社とも歴史的に見れば高水準の収益が継続する見込みとなっている。

財務面に関し、17/3期末の7社合計の有利子負債（昭和電工は16/12期末）は2期ぶりに4兆円台となり、16/3期末に対し、1,100億円強の増加となった。ただ、個社別で有利子負債が増加したのは傘下子会社で比較的大きなM&Aが実施された住友化学、三菱ケミカルの2社で、これら以外の5社については減少した。一方、好業績を背景に、7社合計の自己資本（三菱ケミカルは親会社の所有者に帰属する持分）は16/3期末の4.0兆円から17/3期末では4.5兆円と拡充が進んだ。この結果、業界全体のDER（7社合計有利子負債/7社合計自己資本）は17/3期末で0.91倍となり、過去20年で最低水準にまで低下（図表3）。個社別のDERも有利子負債が増加した2社を含め、全社で16/3期末に対し17/3期末の水準が低下した。

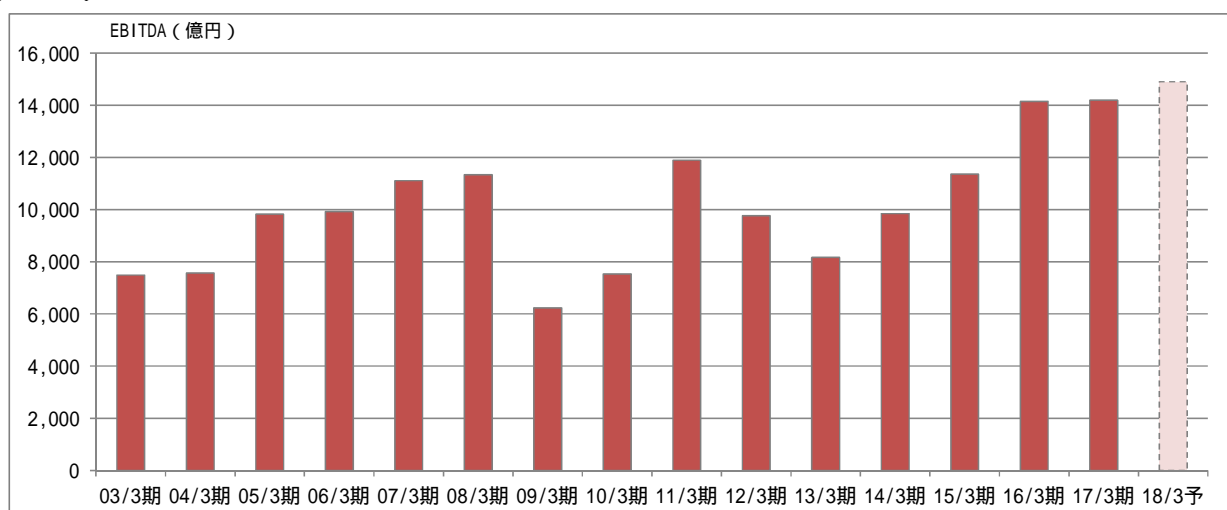
3. 決算における格付上の注目点

18/3期については、好業績の持続性が最大の注目点となる。前提条件に関しては、為替は3月決算の全社が110円/\$としており、17/3期の108円/\$台に対し、若干の円安方向。ナフサ価格は4.1~4.2万円/klが大勢となっており、17/3期の3万円台前半の水準に比べ、上昇予想となっている。こうした前提に沿った動きとなれば、バルクケミカルの売上高はこれまでの減収傾向から反転するが、17/3期に大きな収益プラス要因となった交易条件はマイナス方向で作用する。また、海外のプラントトラブルも収束してくると見られ、これによる市況押し上げ効果も剥落してくると予想される。もっとも、エチレンセンター再編をはじめとする構造改革で収益体質が改善・強化されてきており、内外の景気動向に大きな変化がなければ、バルクケミカルの収益が大きく下振れすることはないと考えられる。ただ、期後半からは北米のシェールガスを利用したエタンクラッカーの稼働が増加してくると予想され、事業環境は徐々に厳しさを増してくる可能性がある。高機能材料の販売拡大など、成長戦略の取り組みもあわせてトップラインの成長を図りつつ、良好な収益を維持できるかが、重要なポイントとなる。

今後の成長に向け、各社とも投資スタンスを積極化している。このため、18/3期の研究開発費は7社全社で17/3期に対し、増額の計画となっている（図表4）。また、7社合計の設備投資は17/3期の5,937億円から18/3期は7,009億円と、前期比18.1%の増額計画となっている。個社別では宇部興産を除く6社が増額計画となっており、三井化学が前期比63.1%増、昭和電工が同32.1%増など、比較的大きな上積みも予定する会社も少なくない。ただ、各社とも自己資金の範囲内には収まると見られ、大型M&Aなどがなければ18/3期も財務構成は全般に改善傾向が維持されると考えられる。財務規律を遵守しつつ、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 といった好循環サイクルを確立できるかが、今後の各社の財務運営における注目点である。

（担当） 湊岡 由典・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 16/3 期まで日本基準ベース、17/3 期以降は EBITDA = 売上総利益-販管費+減価償却費 (18/3 期は JCR 予想)

(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) | 16/3 期 | 19,409 | 1,652 | 1,614 | 918 | 4,482 | 10,419 | 22,117 | 0.43 | 47.1 |
| | 17/3 期 | 18,830 | 1,592 | 1,606 | 1,150 | 4,021 | 11,513 | 22,545 | 0.35 | 51.1 |
| | 18/3 予 | 19,900 | 1,650 | 1,700 | 1,150 | | | | | |
| 昭和電工 (4004) | 15/12 期 | 7,757 | 335 | 321 | 9 | 3,508 | 3,145 | 9,405 | 1.12 | 33.4 |
| | 16/12 期 | 6,712 | 421 | 387 | 123 | 3,419 | 3,146 | 9,327 | 1.09 | 33.7 |
| | 17/12 予 | 7,450 | 545 | 475 | 250 | | | | | |
| 住友化学 (4005) | 16/3 期 | 21,018 | 1,644 | 1,712 | 815 | 8,315 | 7,669 | 26,622 | 1.08 | 28.8 |
| | 17/3 期 | 19,543 | 1,343 | 1,666 | 855 | 8,753 | 8,203 | 28,621 | 1.07 | 28.7 |
| | 18/3 予 | 21,900 | 1,650 | 1,850 | 1,000 | | | | | |
| 東ソー (4042) | 16/3 期 | 7,537 | 694 | 658 | 397 | 1,996 | 3,402 | 7,348 | 0.59 | 46.3 |
| | 17/3 期 | 7,430 | 1,112 | 1,131 | 757 | 1,398 | 4,132 | 7,826 | 0.34 | 52.8 |
| | 18/3 予 | 7,700 | 1,000 | 1,000 | 680 | | | | | |
| 三井化学 (4183) | 16/3 期 | 13,439 | 709 | 632 | 230 | 4,718 | 3,820 | 12,589 | 1.24 | 30.3 |
| | 17/3 期 | 12,123 | 1,021 | 972 | 648 | 4,372 | 4,497 | 13,255 | 0.97 | 33.9 |
| | 18/3 予 | 13,000 | 980 | 960 | 650 | | | | | |
| 宇部興産 (4208) | 16/3 期 | 6,418 | 414 | 396 | 191 | 2,153 | 2,666 | 6,798 | 0.81 | 39.2 |
| | 17/3 期 | 6,166 | 350 | 333 | 242 | 2,086 | 2,866 | 7,094 | 0.73 | 40.4 |
| | 18/3 予 | 7,000 | 400 | 380 | 245 | | | | | |

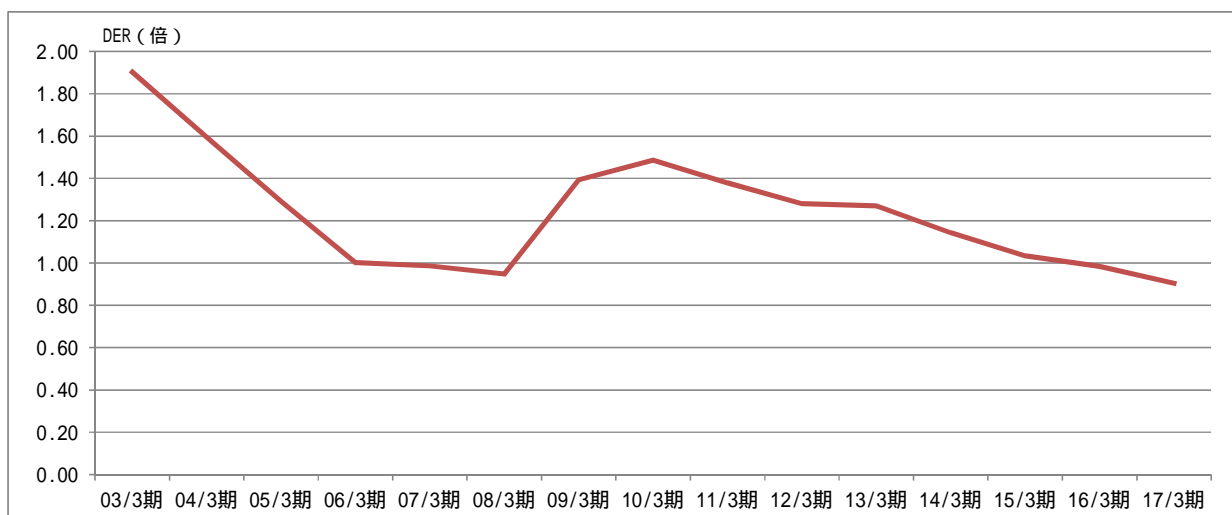
| | | 売上収益 | コア営業利益 | 営業利益 | 最終利益 | 有利子負債 | 親会社所有者 帰属持分 | 資産合計 | DER | 親会社所有者 帰属持分比率 |
|------------------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|----------------|--------|------|------------------|
| 三菱ケミカル HD (4188) | 16/3 期 | 35,434 | 3,004 | 2,687 | 514 | 15,796 | 9,722 | 42,238 | 1.62 | 23.0 |
| | 17/3 期 | 33,761 | 3,075 | 2,686 | 1,563 | 16,937 | 10,914 | 44,635 | 1.55 | 24.5 |
| | 18/3 予 | 36,500 | 3,100 | 2,900 | 1,370 | | | | | |

1 三菱ケミカル HD は 17/3 期より国際会計基準適用。上記 16/3 期は同基準ベース

2 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

3 有利子負債は借入金、社債、CP の合計。昭和電工は劣後ローンの資本性考慮

(図表3) 総合化学7社のDER推移



三菱ケミカルHDは16/3期まで日本基準ベース

(図表4) 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 | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| | 17/3期 | 18/3予 | 17/3期 | 18/3予 |
| 旭化成 (3407) | 796 | 870 | 906 | 1,000 |
| 昭和電工 (4004) | 173 | 185 | 393 | 519 |
| 住友化学 (4005) | 1,576 | 1,680 | 1,301 | 1,400 |
| 東ソー (4042) | 144 | 160 | 378 | 440 |
| 三井化学 (4183) | 308 | 360 | 454 | 740 |
| 三菱ケミカルHD (4188) | 1,263 | 1,400 | 2,065 | 2,490 |
| 宇部興産 (4208) | 136 | 145 | 441 | 420 |
| 7社合計 | 4,396 | 4,800 | 5,937 | 7,009 |

三菱ケミカルHDは国際会計基準ベース

(出所: 図表1~4とも各社決算資料より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