

総合化学各社の26/3期決算の注目点

総合化学各社（旭化成、レゾナック・ホールディングス（レゾナック HD、12月決算）、住友化学、東ソー、三井化学、三菱ケミカルグループの6社）の26/3期決算および27/3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

基礎素材に関しては依然、厳しい事業環境が続いている。中国経済の不調やインフレ圧力を受けた個人消費の低迷などで川下製品の需要が軟調に推移する一方、中国におけるエチレン設備の新增設が継続。これにより、世界的に石化製品の需給はインバランスの状態が継続している。加えて、26年2月末以降の中東情勢の悪化で原料調達に制約が生じており、ナフサ価格が大幅に上昇している。25年度の国内エチレンセンターの平均稼働率は76.4%（25年4月～26年3月の月次稼働率の平均、24年度79.3%）と、2年連続で80%を割り込んだ。26年4月は同稼働率が67.3%にまで低下しており、96年の統計開始以来の最低水準を2カ月連続で更新するなど、歴史的な低稼働となっている。

こうした中、国内ではエチレン設備の再編の動きが加速している。25年度においては、千葉地区では出光興産と三井化学が27年度に設備を三井化学側に集約する方針で合意。水島地区では旭化成と三菱ケミカルグループが30年度を目途にエチレン設備を停止し、大阪地区の三井化学の生産設備に集約する計画を発表した。また、すでに石油化学事業の分社化を実施・発表しているレゾナック HD、三井化学に続き、先般、三菱ケミカルグループも同事業を主体とする基礎化学品事業の分社化に向けた検討開始を公表した。

スペシャリティ系の事業や製品について、自動車関連はEV市場の成長減速や米国関税措置といった逆風を受けつつも、ハイブリッド車の再評価が製品需要を下支えしている。エレクトロニクス分野では、生成AIの需要拡大や活発なデータセンター投資を背景に半導体市場が拡大し、半導体向けの高純度薬品や配線材料、工程関連製品などの需要が増加している。特に先端製品向けの需要は旺盛で、関連材料を持つ企業の業績を押し上げている。ディスプレイ関連は米国関税措置に伴う前倒し需要の反動などがマイナス要因となっているが、車載需要の増加もあり、底堅い需要が続いている。ただ、こうした高機能製品分野でも、中国メーカーの技術力が向上している点には留意が必要となってきた。

ヘルスケア分野では薬価改定や開発コスト増大といった構造変化が続く中、個社により対応に差異が生じている。25年度においては、三菱ケミカルグループが傘下の田辺三菱製薬（25年12月1日付で田辺ファーマに商号変更）を売却する一方、旭化成は医薬品事業の業容拡大に向け、同事業で3件目の大型買収案件となる独アイキュリス社の獲得を発表した。また、住友化学は傘下の住友ファーマが、パーキンソン病患者を対象とするiPS細胞由来製品の国内における製造販売承認（条件及び期限付承認）を取得。先進医療を中心とする成長戦略を進めた。

2. 決算動向

26/3期（レゾナック HD は25/12期）の6社合計のEBITDA（※）は約1.7兆円と前期対比ではやや下押しされた。スペシャリティ分野や各社の独自性のある事業は全般に堅調に推移したほか、基礎素材の構造改革効果もプラス要因となった。ただ、基礎素材の低マージンが続いたことや、期終盤にかけて事業環境が一段と悪化したなどがマイナス要因となった。

個社別では旭化成、レゾナック HD、住友化学が営業増益（国際会計基準の場合はコア営業利益）を確保する一方、東ソー、三井化学、三菱ケミカルグループはそれぞれ小幅減益となった。旭化成はヘルスケア、住宅

の成長が全体業績を牽引し、石油化学を含むマテリアルの減益をカバー。2期連続で最高益を更新した。レゾナック HD はグラファイトの需要減退などがマイナス要因となったが、半導体関連材料やデバイスソリューションの需要増加が業績を押し上げた。住友化学はディスプレイ材料の出荷減少がやや大きなマイナス要因となったが、構造改革の効果などでエッセンシャル&グリーンマテリアルズや住友ファーマの採算が大きく改善したことがプラス要因となった。東ソー、三井化学、三菱ケミカルグループについては、前3社同様、半導体関連の事業や製品は堅調に推移したものの、基礎素材の業績悪化や収益改善が遅れたことが響いた。

業界全体の財務構成は概ね健全な水準となっている。26/3 期末の6社合計の自己資本水準は7兆円台半ばとなっており、17/3 期以降の10期間で倍増した。会計基準の変更や円安による為替換算調整勘定の増加があるため単純比較はできないが、継続的な利益蓄積で財務耐久力の強化が進んでいる。一方、6社合計の26/3 期末のネット有利子負債は約4兆円となっており、ピークとなった23/3 期末に対し、約1兆円削減された。成長投資や運転資金需要増加の一方、各社で事業ポートフォリオや資産効率の見直しに伴う事業・資産の売却などが進められていることが、こうした動きにつながった。近年は株主還元を積極化する動きが顕著となっているが、財務規律を遵守する姿勢は維持されており、キャッシュアロケーションや財務健全性は適切にコントロールされている。

※国際会計基準は売上総利益-販管費+減価償却費

3. 業績予想における格付上の注目点

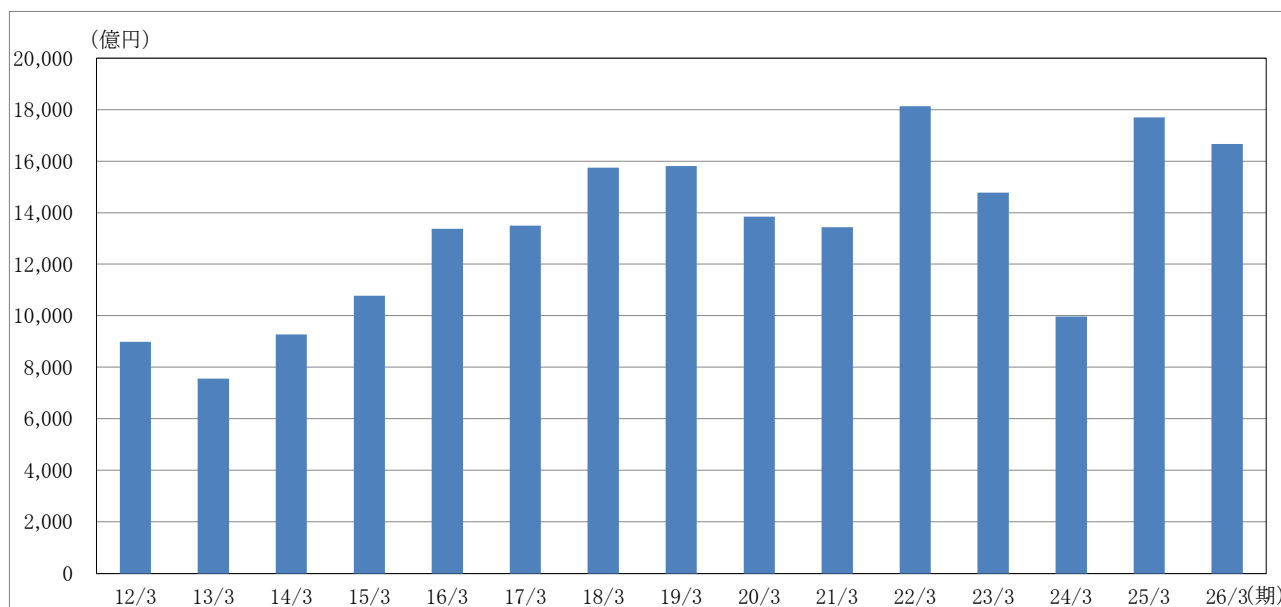
27/3 期は引き続き、半導体関連製品の需要増加と構造改革の効果が業績のプラス要因になると見込まれる。ただ、現時点ではホルムズ海峡の航行正常化の見通しは不透明なため、中東情勢の影響が27/3 期における最大の注目点となる。非中東産ナフサの確保で、当面のエチレン設備の稼働は目途が立っている模様だが、水準としては当面、低稼働を余儀なくされる可能性がある。また、ナフサ価格の大幅な変動は在庫評価面で業績を不安定化させるほか、同価格の上昇を製品価格へ十分に転嫁できるかは、個人消費などを含む需要環境にも左右される。特に川下ほど価格転嫁にタイムラグが生じる可能性がある。エチレン設備の稼働率の管理や、価格政策の巧拙が業績を左右する要素となる。

27/3 期の期初計画では、東ソーが合理的な算出が困難として業績予想を未定としたが、同社を除く4社（旭化成、住友化学、三井化学、三菱ケミカルグループ）はいずれも営業増益を予想する。ただし、中東リスクの織り込みは各社で対応が分かれている。旭化成、三菱ケミカルグループの2社は、マイナス影響は基本的に織り込まず、下振れ要因として位置付けている。住友化学は各事業で一定額のマイナス影響を織り込むが、ペトロ・ラービグの精製マージンが改善することはプラス要因となる見込み。一方、三井化学は一定の条件を設定した上で約150億円のマイナス影響を織り込んでいる。もっとも影響の織り込み方は異なるが、各社とも下期には中東情勢が落ち着き、ナフサ価格は高騰前の水準に低下するとの見方では一致をみる。なお、レゾナック HD は26/12 期第1 四半期時点では下期の業績の見積もりが困難として、26/12 期通期予想を期初計画（営業増益予想）のまま据え置きとしている。

業績面以外では、引き続き、事業構造改革が大きな注目点となる。成長戦略の推進や脱炭素などに向け、近年、各社で事業ポートフォリオ変革の動きが加速している。具体的にはエレクトロニクスやモビリティ、ヘルスケア、環境などを成長領域と定め、経営資源を重点配分することで成長を加速させる一方、基礎素材は能力の適正化やグリーンケミカル化を図るものである。これらを通じ、業績のボラティリティ低減を図り、成長軌道を確認なものにしていくかに注目していく。

(担当) 殿村 成信・藤田 剛志

(図表 1) 総合化学 6 社合計の EBITDA



※ 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 6 社の連結業績・財務

[日本会計基準]

(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	ネット DER	自己資本比率
旭化成 (3407)	25/3 期	30,373	2,119	1,934	1,349	11,574	18,594	40,152	0.41	46.3%
	26/3 期	30,745	2,312	2,304	1,587	9,675	20,884	41,379	0.28	50.5%
	27/3 予	32,540	2,480	2,475	1,600	—	—	—	—	—
東ソー (4042)	25/3 期	10,633	989	1,030	580	1,791	8,270	13,272	0.05	62.3%
	26/3 期	10,199	955	1,067	416	2,289	8,317	14,089	0.06	59.0%
	27/3 予	未定								

[国際会計基準]

		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	ネット DER	親会社所有者 帰属持分比率
レゾナック HD (4004)	24/12 期	13,914	921	890	735	8,587	8,021	21,726	0.70	37.7%
	25/12 期	13,471	1,091	466	290	8,778	7,676	21,067	0.80	36.4%
	26/12 予	13,100	1,400	1,050	770	—	—	—	—	—
住友化学 (4005)	25/3 期	26,062	1,405	1,930	385	11,611	10,257	34,397	0.93	29.8%
	26/3 期	23,285	2,083	1,517	609	10,264	11,336	34,050	0.72	33.3%
	27/3 予	23,600	2,150	1,770	700	—	—	—	—	—
三井化学 (4183)	25/3 期	18,091	1,009	783	322	7,379	8,482	21,539	0.67	39.4%
	26/3 期	16,687	1,000	738	343	7,401	8,647	21,516	0.64	40.2%
	27/3 予	19,000	1,050	830	450	—	—	—	—	—
三菱ケミカル G (4188)	25/3 期	39,475	2,288	1,415	450	20,409	17,405	58,946	0.99	29.5%
	26/3 期	37,039	2,250	300	118	18,905	17,616	58,766	0.77	30.0%
	27/3 予	38,000	3,050	3,000	1,270	—	—	—	—	—

※1 三菱ケミカルグループの業績は 25/3 期および 26/3 期とも旧田辺三菱製菓 (25 年 7 月 1 日付で譲渡) を非継続事業に分類したもの

※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。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：株式会社レゾナック・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：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：AA- 見通し：安定的

発行体：三井化学株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：三菱ケミカルグループ株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

他の格付関連レポートや発行体レポートは、RatingEye 会員限定のサービスとなっております。

RatingEye のご案内・入会につきましては、以下をご覧ください。

<https://www.jcr.co.jp/service/provision/#RatingEye>

■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ことを問わず、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ことを問わず、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