

## 高炉各社の24/3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24/3期決算および25/3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

23年度の国内粗鋼生産量は8,683万トンと前年度の8,784万トンから1.1%減少した（図表1）。完成車生産台数の増加により自動車向け需要の回復が続いた一方、その他の製造業向けや土木建築向けの需要が振るわなかった。また、海外鋼材市況は低位にとどまり、輸出を行いつらい環境であった。24年度の生産量も23年度と同程度となる公算が大きい。自動車向けでは足元で認証不正問題の影響が生じているほか、その他の製造業向けや土木建築向けは需要の回復を期待しつつあるためである。海外鋼材市況が依然として低位にあることから、輸出が大きく伸びる状況にもない。

国内の鋼材価格はひも付き取引、店売り取引ともに数年前に比べ高水準が維持されている。近年注力してきたひも付き取引のマージン改善施策が浸透したことに加え、副原料や物流費、労務費など諸コストの上昇分の価格転嫁も進んできている。一方、海外では、中国で需給が緩和した状況が継続しており、同国からの輸出が増え、海外鋼材市況に悪影響を及ぼしている。主原料価格の水準に対して鋼材市況は低位にとどまり、各社の輸出分野の採算は厳しいと推察される。

23年度は海外での事業展開に進展がみられた。日本製鉄は23年12月に粗鋼生産量で米国3位のU.S.Steelを総額約2兆円で買収することを公表、24年下半期での買収完了を予定している。24年2月にはカナダの原料炭事業に約2,000億円の投資を行った。JFEは24年2月にインド高炉大手のJSW Steelと、同国で方向性電磁鋼板の合弁会社を設立した。27年度のフル生産開始を予定している。

### 2. 決算動向

高炉3社合計の24/3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1兆905億円（前期比7.2%増）となった（図表2）。日本製鉄が減益、JFEと神戸製鋼所が増益と分かれたが、各社ともに数年前に比べ高い利益水準を確保している。日本製鉄は在庫評価差等が悪化し減益となったが、マージンの増加とコスト改善により、在庫評価差等を除く利益は過去最高となった。JFEはスプレッドの改善や固定費削減が寄与し増益を確保した。神戸製鋼所は、鉄鋼部門の損益は在庫評価影響の悪化で減益を余儀なくされたが、電力事業の神戸発電所4号機の稼働や一過性のプラス影響などから大幅な増益で着地した。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8,563億円（同7.8%減）となった。日本製鉄の営業減益や設備休止関連損失の増加が主因である。

財務面では、24/3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4.7兆円（前期末比1.2%減）となった（図表3）。日本製鉄の有利子負債は日鉄物産の連結子会社化を受けて微増であったが、JFEと神戸製鋼所の有利子負債は減少が続いている。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8.9兆円（同13.8%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0.5倍と前期末の0.6倍から改善した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

25/3 期の各社の業績予想に基づく 3 社合計の最終利益は 6,400 億円（同 25.3%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。日本製鉄は前期に一時的に拡大したマージンの調整、人的投資や減価償却費の増加、設備休止関連損失の増加などを見込み、大幅減益の見通しである。一方、JFE は棚卸資産評価差等がマイナスに作用するものの、土地売却益の計上などで増益、神戸製鋼所も税金費用の減少などから増益を見込んでいる。

国内の鋼材需要の下振れのリスクに留意している。25/3 期の 3 社合計の単独粗鋼生産量は 6,440 万トン程度（24/3 期 6,441 万トン）と前期から横ばいの計画である。国内の鋼材消費は、自動車の認証不正問題や建設分野の人手不足、建設コストの上昇などから上半期は低位にとどまり、下半期にかけて回復する想定になっているとみられる。想定通りに鋼材消費が回復しない場合には、業績への悪影響が生じる可能性がある。

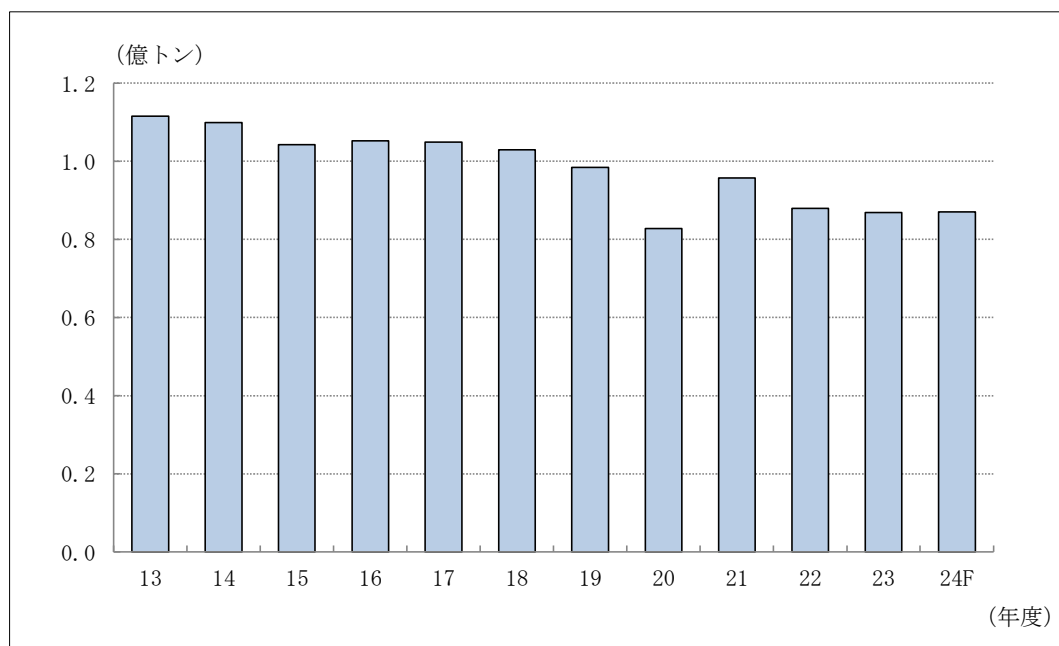
海外市況の動向と市況に連動する輸出取引の収益性に注目している。22 年以降、アジアの鋼材市況は下落基調にあり、メタルスプレッドも低水準で推移している。中国では内需が振るわない中で高水準の生産が続き、足元でも鋼材輸出が増加傾向にあることから、国際市況への影響に引き続き注意が必要となる。

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、利益やキャッシュフロー創出力の向上を背景に、各社の財務内容は改善してきた。各社が公表した業績予想に基づけば、25/3 期も利益の資本蓄積が進む公算が大きい。ただ、各社ともに成長や老朽設備の更新、CO2 排出量の抑制などに向けた設備投資が増加傾向にある。また、日本製鉄は U.S.Steel の買収資金の負担により、財務構成が大きく変化する可能性がある。各社の営業キャッシュフローと投資のバランスに注目していく。

（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)	23/3 期	79,755	17.1	7,141	5.5	9,164	▲2.3	11.5	6,940	8.9
	24/3 期	88,680	11.2	6,563	▲8.1	7,786	▲15.0	8.8	5,493	▲20.8
	25/3 期予	88,000	▲0.8			6,500	▲16.5	7.4	3,000	▲45.4
JFE (5411)	23/3 期	52,687	20.7	2,169	▲30.0	2,358	▲43.4	4.5	1,626	▲43.5
	24/3 期	51,746	▲1.8	2,475	14.1	2,982	26.5	5.8	1,974	21.4
	25/3 期予	53,900	4.2			3,000	0.6	5.6	2,200	11.4
		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)	23/3 期	24,725	18.7	863	▲1.4	1,068	14.6	4.3	725	20.8
	24/3 期	25,431	2.9	1,866	116.1	1,609	50.6	6.3	1,095	51.0
	25/3 期予	26,600	4.6	1,650	▲11.6	1,500	▲6.8	5.6	1,200	9.5
		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	23/3 期	157,168	18.6	10,174	▲5.3	9,292	▲5.7			
	24/3 期	165,858	5.5	10,905	7.2	8,563	▲7.8			
	25/3 期予	168,500	1.6	-	-	6,400	▲25.3			

※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)	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
	24/3 期	51,527	23,366	0.5	10,409	2.2	10,101	▲7,106
JFE (5411)	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
	24/3 期	27,178	15,765	0.6	5,266	3.0	4,789	▲3,252
		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)	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
	24/3 期	10,565	8,234	0.8	3,131	2.6	2,052	▲537
		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	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
	24/3 期	89,271	47,365	0.5	18,807	2.5	16,944	▲10,896

※1 日本製鉄、JFE はハイブリッド商品の資本性反映後

※2 日本製鉄と JFE の 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