

三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuiichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

■ 中長期的な成長に向けて、4 つの事業セグメントで着実な新製品開発・新事業展開が進む

三井化学〈4183〉はエチレンプラントを擁する総合化学メーカー。1997 年に三井東圧化学（株）と三井石油化学工業（株）が対等合併し、現在の三井化学（株）となった。石油化学や基礎化学品の分野で培った高い技術力をベースに様々なファインケミカル製品を開発し、モビリティ、ヘルスケア、フード＆パッケージング及び基盤素材の 4 セグメントで事業を展開している。

自動車関連市場を対象とするモビリティ事業では、バンパー用のポリプロピレン（PP）コンパウンドやドアシール用エラストマーなどで世界的存在感を持つが、それ以外にも注目すべき製品が出てきている。光学樹脂で車載カメラのレンズ市場でガラス代替を狙うほか、金属樹脂一体成型技術で軽量化とコストダウンを両立し、新需要分野を開拓することを狙っている。

ヘルスケア事業ではメガネレンズ用材料で世界シェア 45% と圧倒的な存在だ。幅広いラインアップでほぼ全世界で市場を押さえている。プレミアム紙おむつ用の基材となる不織布でも 60% ～ 70% のシェアを有して存在感を発揮している。3 本目の柱と期待される歯科材料は、2013 年に買収した Heraeus Kulzer の業績回復への道筋が付き、収益貢献が期待できるステージに入ってきた。

フード＆パッケージング事業では、包装用フィルムやコーティング・機能材、産業用のフィルム・シートなどで安定した強みを誇っている。加えて今後の展開が注目されるのが農薬事業だ。パイプラインに 5 つの新規原体を抱え、そのうちトップバッターの殺菌剤トルプロカルブが 2016 年 3 月に 3 つの製剤として上市された。今後は、残る 4 原体の上市によって、農薬事業の売上高の倍増を目指している。

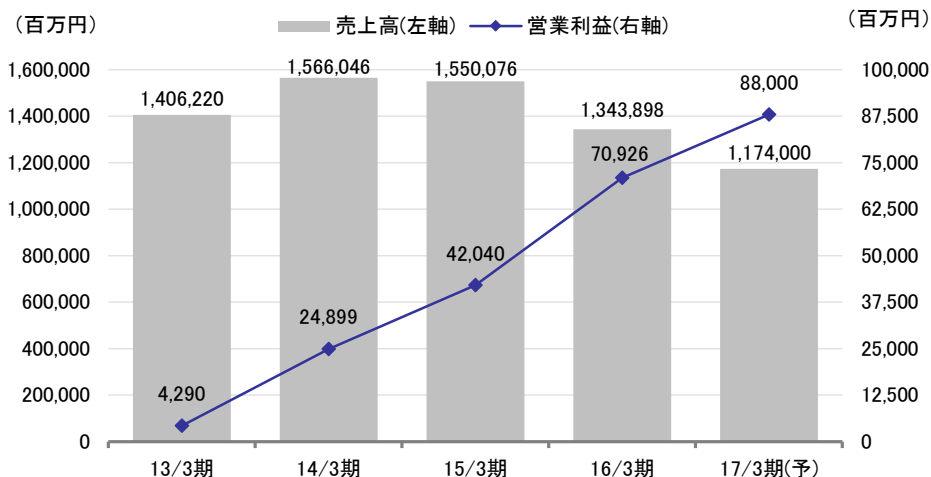
基盤素材事業は上記の 3 事業の各種化学品を支えるベースを形作る事業だ。収益変動性の高さや国際競争力向上が課題とされてきたが、同社はエチレンセンターのフル稼働体制の確保やエチレンの国内消費率 90% 以上の実現（“地産地消”化推進）、高付加価値化学品へのシフトなどの施策を行い、収益安定性の向上を着実に進めている。

足元の業績は順調だ。同社は好調な 2017 年 3 月期第 2 四半期決算を受けて 2017 年 3 月期通期見通しを上方修正した。修正予想における下期の為替レートの前提は 100 円 / ドルとなっているが、実際には 11 月から急速かつ大幅な円安ドル高となっている。今後も現在の為替レートの水準が続けば、今下期においても業績の上方修正が期待される。

■ Check Point

- ・ 17/3 期 2Q は、利益面で上方修正予想に対し上振れて着地
- ・ 17/3 期業績予想を引き上げ、大幅増益を見込む
- ・ 株主還元を経営上の重要課題として位置づけ、連結配当性向 25% が目安

業績の推移



■ 会社概要

「世界の市場で存在感のある総合化学会社」を目指し、三井東圧化学と三井石油化学工業が合併し、現在に至る

(1) 沿革

三井化学株式会社は直接的には 1997 年に三井石油化学工業と三井東圧化学が対等合併し、三井石油化学工業が存続会社となって発足した。大元をたどると 1912 年に三井鉱山(株)が本格的に化学事業を開始したところに遡る。三井鉱山は合成アンモニアや化学肥料などの事業を拡大するため、1933 年に福岡県大牟田市に東洋高压工業(株)を設立し、そこから現在の三井化学に至る一方の柱の事業がスタートした。その後三井グループは、1941 年に三井鉱山の染料事業などを引き継ぐ三井化学工業(株)を設立した。

一方、石炭から石油へのエネルギー革命や、石油から合成樹脂(いわゆるプラスチックのこと)や合成繊維、合成ゴムなどの石油化学製品の輸入量の増大、高分子化学分野における技術革新などを背景に、日本においても石油化学製品の国産化のニーズが高まった。三井グループでは、当時の東洋高压工業や三井化学工業などグループ 8 社が出資して、1955 年に三井石油化学工業を設立した。三井石油化学工業は 1958 年に岩国大竹工場を完成させ、日本初のエチレンプラントを稼働させた。岩国大竹工場では 1962 年に日本初のポリプロピレン(PP)を製造するなど、石油化学分野でのリーディング企業として順調に業容を拡大した。

石炭化学からスタートした東洋高压工業も、1965 年に大阪石油化学(株)を設立して石油化学事業へと進出するとともに、1968 年には三井化学工業を吸収合併して三井東圧化学となり、三井グループ内において 2 つの化学会社が石油化学コンビナートを擁する体制となった。

その後 1997 年に三井東圧化学と三井石油化学工業は「世界の市場で存在感のある総合化学会社」を目指して対等合併し、三井化学株式会社へと商号変更して現在に至っている。



三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

沿革

1912年	三井鉱山が大牟田で化学事業を開始
1933年4月	東洋高压工業設立
1941年4月	三井化学工業設立
1955年7月	三井石油化学工業設立
1958年	三井石油化学工業・岩国大竹工場完成
1962年10月	東京・大阪証券取引所市場第 2 部に株式を上場
1965年	東洋高压工業が大阪地区での石油化学コンビナート建設を目指して大阪石油化学を設立
1965年2月	東京・大阪証券取引所市場第 1 部に指定替え
1967年	三井石油化学工業が日本石油化学とともに浮島石油化学を設立
1967年	三井石油化学工業が千葉地区の石油化学コンビナート計画に参画し、千葉工場発足
1968年10月	東洋高压工業が三井化学工業を吸収合併し、三井東圧化学と商号変更
1970年	三井東圧化学傘下の大阪石油化学に年産 30 万トンのエチレンプラント完成
1970年	浮島石油化学が川崎市浮島地区に年産 30 万トンのエチレンプラントを完成
1973年	三井東圧化学、三井石油化学工業他数社でイラン・ジャパン石油化学（IJPC）を設立し、国家プロジェクトのイランでの石油化学事業に参画（イランの政情悪化で 1991 年に事業を清算）
1997年10月	三井東圧化学と三井石油化学工業が対等合併し、三井化学と商号変更（存続会社は三井石油化学工業）

出所：会社資料からフィスコ作成

化学品と一口に言っても石油化学製品からファインケミカル製品まで極めて多岐にわたる。生産技術も複雑で設備投資が多額になることも多い。またコストダウンのためにはスケールメリットの追求も不可欠だ。こうしたことを背景に、化学業界では合併企業で事業を展開するケースが非常に多い。同社も国内外で製品に応じて子会社・合併会社を多数擁している。2016 年 3 月期末時点において、同社は子会社 104 社、関連会社 29 社でグループを形成している（子会社のうち 95 社を連結し、一部の子会社と関連会社合わせて 36 社に持分法を適用）。

(2) 事業の概要

a) 主な事業と製品

沿革の項で述べたように、同社は東洋高压工業に始まる石炭化学の流れと、三井石油化学工業に始まる石油化学の流れとを併せ持つ総合化学企業だ。“化学産業”というのは化学というプロセスに基づいた分類であり、化学プロセスから生み出される製品は川上の合成樹脂から川下の医薬品や化粧品、衣料品原料など極めて広範囲にわたっている。同社自身も川上から川下まで幅広い製品ラインナップを有している。

同社は時代やユーザーの変化などに対応して事業セグメントを何度か変更してきたが、2017 年 3 月期からは新たに、モビリティ、ヘルスケア、フード & パッケージング、基盤素材の 4 つの事業本部に分類している。理由は、2014 年度中期経営計画（2015 年 3 月期－2017 年 3 月期の 3 ヶ年中期経営計画）における基本戦略の更なる推進を図るため、とされている。従来のセグメント分けが製品に視点を置いたセグメント分けだったのに対し、新セグメントは市場に視点を置いたものとなっている。市場が同じかもしくは近縁のものを統括して事業を展開したほうがシナジーの追求につながるとの判断が働いたと思われる。

変更の具体的内容は、従来の機能樹脂セグメントと石化セグメントの中の海外 PP（ポリプロピレン）コンパウンド事業を統合し、モビリティセグメントとした。また、従来のフード & パッケージングセグメントと、ウレタンセグメントのうちのコーティング・機能材事業を統合し、フード & パッケージングセグメントとした。さらに、従来の基礎化学品セグメントと、海外ポリプロピレン・コンパウンド事業を除く石化セグメント、及びウレタンセグメントのうちポリウレタン材料事業を統合して新たに基盤素材セグメントとした。ヘルスケアはそのまま引き継がれた。



三井化学

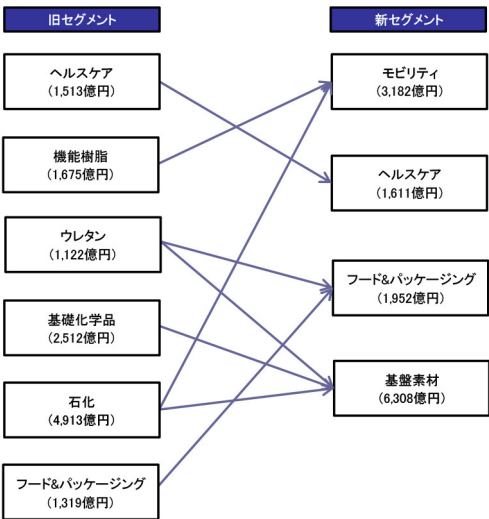
4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

注意を要するのは、同社のような総合化学企業の事業や製品は、向け先や用途などで明確に区切ることが難しいものが多いということだ。例えば機能性コンパウンド事業部の製品は、向け先としては自動車向けの割合が比較的高いというだけで、電気・電子部品などのエレクトロニクス分野や機械、土木・建築などの幅広い産業において利用されている。また、フード＆パッケージング事業本部に属する三井化学東セロ（株）の製品（合成樹脂のフィルムやシート等）には、半導体チップの製造過程で使用される保護テープ（世界シェアトップ）や太陽電池封止シートなども含まれている。

事業セグメントの新旧比較



注：数値は 2016 年 3 月期実績の売上高。
出所：会社資料からフィスコ作成

同社の新セグメントの所管事業と主要製品

事業セグメント	事業部	主な製品・用途
ヘルスケア 事業本部	ビジョンケア材料事業部	メガネレンズ用プラスチック
	パーソナルケア材料事業部	医薬品、医薬中間体
	不織布事業部	紙おむつ、衛生用品用不織布
モビリティ 事業本部	エラストマー事業部	自動車、工業用向けのゴム系材料など
	機能性コンパウンド事業部	自動車、エレクトロニクス等向けの高機能プラスチック材料など
	機能性ポリマー事業部	エレクトロニクス等向けの高機能プラスチック材料など
	Mitsui Elastomers Singapore	自動車、工業用向けのゴム系材料など
フード & パッケージング 事業本部	コーティング・機能材事業部	コーティング剤、塗料原料など
	三井化学東セロ（株）	食品包装用フィルムなど
	三井化学アグロ（株）	農薬、殺虫剤など
基盤素材 事業本部	フェノール事業部	フェノール樹脂原料、ポリカーボネート原料など
	PTA・PET 事業部	ポリエステル繊維原料、PET 樹脂、PET ボトル原料など
	工業薬品事業部	肥料原料、有機合成原料など
	石化原料事業部	エチレン、プロピレンなどの石化基礎原料。プライムポリマーなどに供給
	ライセンス事業部	
	（株）プライムポリマー	出光興産<5019>との JV。ポリエチレンやポリプロピレンなどの合成樹脂メーカー
	Mitsui Chemicals & SKC Polyurethanes	合成ゴムやウレタン系合成樹脂製品

出所：会社資料からフィスコ作成



三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

b) 生産設備

事業主体が多数の子会社・関連会社に分かれているのとは対照的に、生産設備は石油化学コンビナート内に集約されているケースが多い。その理由は、原料から最終製品まで、エネルギーのロスを抑えることや、生産プロセスの途中経過が気体であるためにパイプラインで結ぶ必要があることなどがある。それゆえ同社の石油化学コンビナート内に他社の設備が組み込まれているケースや、逆に、同社の製造設備や製造子会社が他社のコンビナート内に位置するケースも多い。

日本の石油化学プラントではナフサを分解し、エチレンを取り出すことから始まるため、このプロセスを“ナフサクラッカー”や“エチレンプラント”、“エチレンセンター”などと呼んでいる。このエチレンプラントを中核にその前工程である石油精製設備（原油を精製して自動車用ガソリンや石化原料のナフサなどを製造）と川下の誘導品工場（ナフサ分解で得られたエチレンなどを利用して合成樹脂や様々な化学品を製造）がパイプラインで結ばれた集合体を石油化学コンビナートと呼んでいる。同社は総合化学企業として数多くの生産工場や生産設備を有しているが、石油化学コンビナートについては、岩国大竹工場、市原工場、及び大阪工場の 3 ヶ所となっている。このうちナフサクラッカー（エチレンプラント）を有しているのは、市原工場と大阪工場の 2 拠点となっている。

この中には子会社の（株）プライムポリマー（同社が 65% 出資）の合成樹脂工場も組み込まれている。プライムポリマーはパイプで直接、原料のエチレン、プロピレンの供給を受け、ポリオレフィン系合成樹脂（ポリエチレンとポリプロピレンの総称）を生産している。

石油化学コンビナート以外にも、同社本体及びグループ会社の国内製造拠点は数多い。中でも重要なのは同社の大牟田工場だ。大牟田工場ではメガネレンズ材料やウレタン、機能樹脂、イソシアネート・チェーンの各種誘導品、包装用フィルムなど、川下に属する化学品が数多く製造されている。

同社グループの石油化学コンビナート

会社	工場名	エチレン生産能力	主要製品
三井化学	市原	553（千トン / 年）	エチレン、プロピレン、ポリブテン、フェノール、アセトン、トルエン、キシレン、合成パルプ、 α -オレフィン系共重合体など
	岩国大竹	-	高純度テレフタル酸（PTA）、ポリエチレンテレフタレート、超高分子量ポリエチレン、ポリメチルペンテン、メタパラクレゾール、アセトンなど
	大阪	455（千トン / 年）	エチレン、プロピレン、ベンゼン、トルエン、キシレン、イソプロパノール、アクリルアミド、フェノール、ビスフェノール A、エチレンオキシド、エチレングリコールなど

出所：会社資料からフィスコ作成

同社グループの主要国内工場

会社	工場名	主要製品等
三井化学	大牟田工場	ウレタン、機能樹脂、ヘルスケア、フード & パッケージングの各事業の製品
	市原工場茂原分工場	ウレタン、基礎化学品
	名古屋工場	機能樹脂、ウレタン
	袖ヶ浦センター	全社的な研究開発業務
プライムポリマー	市原工場	ポリプロピレン、ポリエチレン
	姉崎工場	ポリプロピレン、ポリエチレン
	大阪工場	ポリプロピレン

出所：会社資料からフィスコ作成

海外ではシンガポールに Mitsui Phenols Singapore（フェノール、ビスフェノール A 等）、Mitsui Elastomers Singapore（合成ゴム等）の 2 社を展開するほか、中国やタイでも樹脂原料や合成ゴム、合繊原料などを生産している。また子会社のプライムポリマーもシンガポールで LLDPE（直鎖状低密度ポリエチレン）を生産している。

海外の主要子会社（石油化学・基礎化学分野）

会社名	国	海外法人名	持分	主要生産品目
三井化学	シンガポール	Mitsui Phenols Singapore	95.0%	フェノール、ビスフェノール A
	シンガポール	Mitsui Elastomers Singapore	100.0%	合成ゴム等
	中国	上海中石化三井化工有限公司	50.0%	フェノール、ビスフェノール A
	中国	上海中石化三井弾性体有限公司	50.0%	合成ゴム等
	タイ	Siam Mitsui PTA	50.0%	テレフタル酸
プライムポリマー	シンガポール	Prime Evolve Singapore	80.0%	直鎖状低密度ポリエチレン

出所：会社資料からフィスコ作成

石油化学・基礎化学以外の分野についても海外に製造拠点を有しており、中国・天津とタイ・ラヨンで紙おむつや衛生用品用不織布を製造している。また、歯科材料を手掛ける Heraeus Kulzer を買収した結果、ドイツにその本社工場も有し、各種歯科材料の生産を行っている。

海外の主要子会社（ヘルスケア分野）

会社	工場名	主要製品等
三井化学不織布（天津）有限公司	天津	衛生材料用不織布
Mitsui Hygiene Materials Thailand	Eastern Seaboard	衛生材料用不織布
Heraeus Kulzer	本社	歯科材料

出所：会社資料からフィスコ作成

■ 各事業セグメントの詳細

自動車業界を対象とする事業・製品の集合体

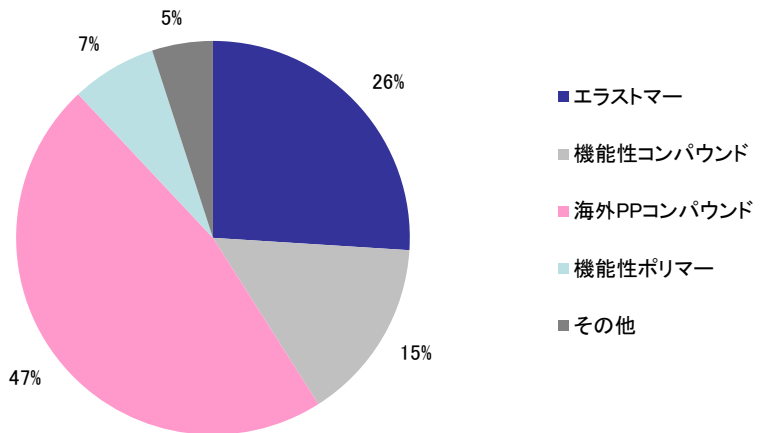
(1) モビリティ事業

a) 事業の全体像

モビリティ事業は自動車業界を対象とする事業・製品の集合体だ。その製品群別売上構成比は、海外 PP（ポリプロピレン）コンパウンドが 47% と最も大きく、エラストマー、機能性コンパウンドが続いている。最大構成比を占める海外 PP コンパウンドは、主な用途が自動車のバンパーだ。“海外” というのは米国を主体に、アジア、欧州など日本以外の市場で、日系メーカーの現地工場及び海外メーカーに供給していることを表している（日本国内の自動車工場に対しては、国内工場から PP コンパウンドを供給しており、それは基盤素材事業に属している）。

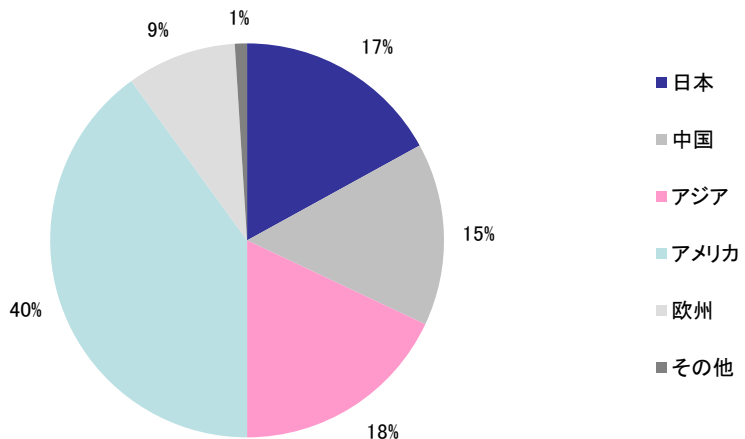
売上高の地域別内訳は、海外 PP コンパウンドの約 60% が北米で、約 40% が中国を含むアジアで販売されていることもあり、地域別売上構成比もそれに沿った形となっている。機能性コンパウンドやエラストマー、機能性ポリマーは地域的に日米欧アジアの各自動車工場にバランスよく販売されているとみられる。自動車業界の地理的勢力分布に照らすと欧州の構成比が現状は 9% と低い、この数値は今後、海外 PP コンパウンドの欧州自社拠点建設の検討などと合わせて次第に上昇してくる見通しだ。

モビリティ事業の製品群別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

モビリティ事業の地域別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

主力製品の PP コンパウンドは、PP 樹脂をベースに、様々な改質剤を配合（コンパウンド化）し、目的に見合った特性を持たせたものをいう。同社の場合はタフマー®という自社開発の改質剤が優れた特性を有していることも、自動車向け PP コンパウンドのシェア獲得につながった。すなわち、同社の PP コンパウンド事業の強みは、タフマー®など添加物質の配合ノウハウと、ベースとなる PP 樹脂を世界各地の市場で調達してコストを削減し、コンパウンドとしての性能と価格競争力を両立できている点にあると言える。2016 年までにグローバルで生産能力 100 万トン体制を確立、2017 年に現有能力を 105 万トンに拡大、今後の市場拡大への対応力を整えた。

モビリティ事業ではほかに、ドアシール材、内装表皮、燃料タンクなどの領域において、同社の製品が強みを発揮し、高シェアを握っている。ドアシール材では同社のエラストマー（合成ゴム的一种）である三井 EPT™が耐候性や加工性を武器にシェアを伸ばしている。また、機能性コンパウンドに含まれるミラストマー®がリサイクル可能な点やデザイン性が評価されて内装表皮材としてダッシュボード周りに使用されている。同じく機能性コンパウンドに含まれるアドマー®は、樹脂製燃料タンクの製造時の接着剤として広く利用されている。



三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

モビリティ事業の主要製品と主要市場

市場・用途	製品群	主要製品	商品名	特長	市場での ポジション
自動車 バンパー	PP コンパウンド	ポリプロピレン	プライムポリプロ®	軽量・耐衝撃性・ デザイン性	世界 No.2 アジア No.1
		α -オレフィンコポリマー	タフマー®		
ドアシール材	エラストマー	エチレンプロピレンゴム	三井 EPT™	加工しやすい、 耐候性、耐熱性	世界 No.4 アジア No.1
内装表皮	機能性 コンパウンド	オレフィン系熱可塑性 エラストマー	ミラストマー®	リサイクル可能、 低密度、軽量化、 デザイン性	世界 No.3 アジア No.2
燃料タンク	機能性 コンパウンド	接着性ポリオレフィン	アドマー®	多層成型可能、 樹脂製による軽量化	世界 No.1

出所：会社資料からフィスコ作成

b) 事業の収益構造

モビリティ事業の販売先は自動車関連業界であるため、販売数量は自動車生産台数の動向の影響を受けることになる。特に同社の PP コンパウンドは北米とアジアで販売されているため、両地域での生産台数の影響をより大きく受けるものの、自動車の軽量化ニーズの高まりに伴い、PP コンパウンド等の需要拡大が期待される。

価格については、販売価格はほぼ一定していると考えてよい。したがって各製品の利幅は、主として原料価格の変動によっての影響を受けると考えられる。原料価格の下落局面では製品価格の値下げを要求されることも多いと想定されるが、逆の場合には価格転嫁できないことも多いとみられる。

モビリティ事業のもう 1 つの特徴は、為替感応度が高いということだ。1 円の変動で年間 3 ～ 4 億円の営業利益インパクト（円安メリット）とされている。これは、PP コンパウンドを始めとした海外現地法人の利益を邦貨換算する際に発生する為替差が主である。

c) 注目される成長製品

モビリティ事業には、現在の事業規模は小さいが、高機能や高付加価値を武器に、平均よりも高い成長性と採算性の実現が期待される製品や市場が数多くある。そのうちのいくつかを以下に紹介する。

1) 自動車ミッションオイル用添加剤『ルーカント®』

ルーカント® はエラストマー事業の中に属する製品で、潤滑油の添加剤だ。特に自動車のディファレンシャルギアやトランスミッション（特に AT や CVT）で使用されるオイルの添加剤として使用された場合、燃費改善とギア長寿命化に優れた効果を発揮する点が評価されている。

同社はルーカント® の販売において、2014 年 9 月に米ルーブリゾール（Lubrizol）と提携を行った。ルーブリゾールはディファレンシャルギアやトランスミッション用オイル、エンジンオイルなどの添加剤パッケージ分野で世界最大手であり、強力な販売網を有している点に特長がある。同社はルーブリゾールとのエクスクルーシブ契約（独占契約）のもと、岩国工場で生産したルーカント® を米国のルーブリゾールの工場に送っている。ルーカント® はそこでギアオイルやミッションオイルの添加剤として調合され、大手石油会社各社の自動車用油脂類となって、最終的には世界中の自動車の中に入っていくという流れだ。アフターマーケットで販売されるギアオイルにもルーカント® が使用されているのは言うまでもない。



三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsui-chem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

ルーカント® のイメージ図



出所：会社資料から転載

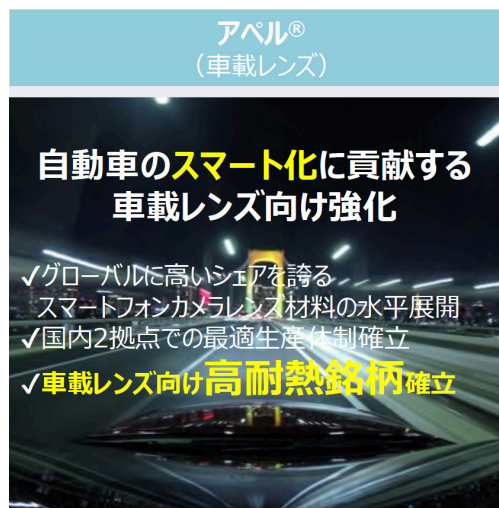
2) 車載用カメラレンズ材『アペル®』

アペル® は高機能樹脂シクロオレフィン・コポリマーの一種で、透明・高屈折・低複屈折が特長の光学樹脂だ。防湿性や耐薬品性にも優れている。これまでアペル® は光ピックアップレンズ向けに圧倒的なシェアを持つとともに、スマートフォン等のモバイルカメラの撮像レンズ向けにも高い採用実績を誇ってきた。

現在同社がアペル® で取り組むチャレンジは、車載用カメラのレンズへの採用だ。サイドミラーレス車や自動運転車などの実現はカメラ抜きには語れない。車載カメラ台数は現在 8,000 万台と言われているが、2020 年までにはこれが 2 倍以上に増加するという見通しもあり、同社はここを狙っている。ライバルはガラスレンズとなるが、加工性やコストの面から、ガラスからプラスチックへと素材代替が進む余地が大きいとみての決断だ。

ハードルは熱や湿度などの耐環境性や黄ばみ、変形などに対する要求性能のクリアだ。これまでのところは、これらの点ではガラスレンズが上回っていた。同社は 2013 年に車載向けレンズをにらんだ開発をスタートしたが、半年後には各種の要求性能をクリアし、車載用レンズとしての採用が決定した。自動車用部材の実際の販売には家電などに比べて格段に長いリードタイムを要するが、2017 年 3 月期中に量産が開始され、2018 年 3 月期からは実際に自動車に搭載される見通しとなっている。

アペル® のイメージ図



出所：会社資料から転載

2017 年 1 月 6 日（金）

3) 金属樹脂一体成型部材『ポリメタック®』

一般に、金属と樹脂（プラスチック）という異種素材の接合には、ねじ止めや溶接などの技術が用いられている。それに対してポリメタック®は金属と樹脂を射出一体成型することで、そうした接合の工程を不要とし、かつ、強度確保と軽量化を実現する技術だ。

自動車に対する軽量化ニーズはよく知られているが、一方でコスト面も重要な視点だ。ポリメタック®は、様々な金属と様々な樹脂を一体成型できる、“つなぐ技術”である点がポイントだ。すなわち、強度と重量及びコストのバランスをとりながら様々な部材の成型が可能となる点に大きな特長がある。

ポリメタック®は既に実用化されており、エアロセンス（株）（（株）ZMP とソニーモバイルコミュニケーションズ（株）の合併企業）の無人飛行機の骨格や、スマートフォンやモバイル機器の筐体（プラスチックと金属フレームを一体成型したボディ材）など、様々な方面で採用されている。しかし、自動車の構造材としての利用には、強度や耐久性など様々な性能試験や評価のプロセスが必要であり、開発から生産までのリードタイムも長い。現在は 2020 年の自動車用材料としての実用化に向けて開発が進められているところだ。前述のように、ポリメタック®は強度・重量・コストの 3 つのバランスの実現を可能にする技術であるため、実用化されれば普及は早いのではないかと弊社では期待している。

ポリメタック®の具体例



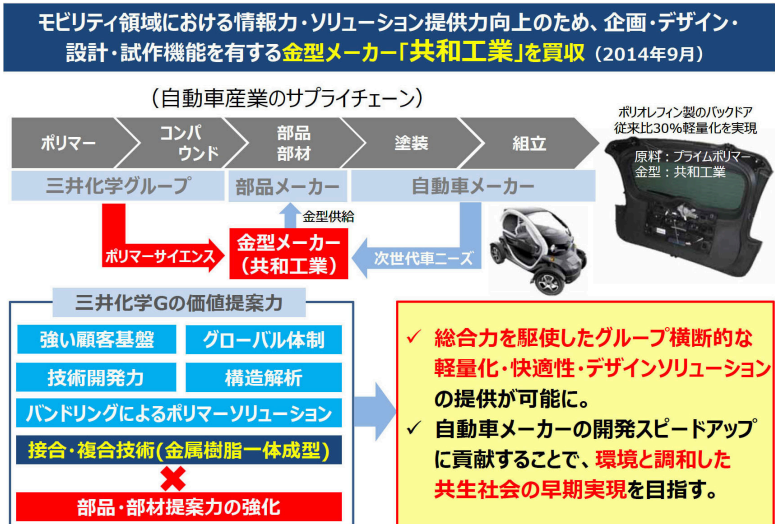
出所：会社資料から転載

4) 共和工業買収と新たなシナジー追求の取り組み

同社は、上述のような新“製品”のほかにも、“ビジネスのしくみ”という点でも新しいことにチャレンジしている。その一例が 2014 年 9 月に行った金型メーカー共和工業（株）の買収だ。

同社は素材メーカーとして、合成樹脂（例えば PP 樹脂）を製造し、場合によっては様々な改質剤を加えてコンパウンド化（例えば PP コンパウンド）して自動車メーカーに販売してきた。その過程でも積極的な提案を行いながら営業してきたが、さらに効率性と提案力を高める営業の実現に何が必要かと考えたとき、浮かび上がったのが“見える化”だ。例えば新型コンパウンドのデザイン性や塗装性などを説明する際、実際にモノを作って見せるのが何よりも効果的と言える。共和工業は金型メーカーとして対外的にビジネスを行いながら、一方で同社グループの“社内工場”として提案力やソリューション力の強化に貢献している。

共和工業の付加価値のイメージ図



出所：会社資料から転載

ビジョンケア材料、不織布、歯科材料が中核

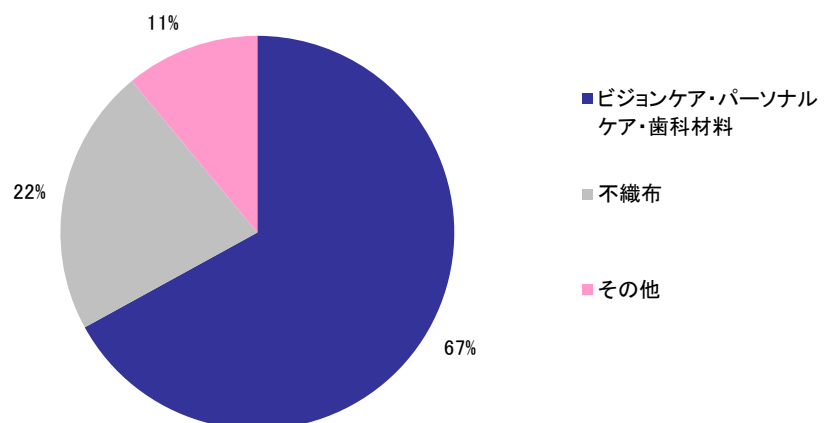
(2) ヘルスケア事業

a) 事業の全体像

同社のヘルスケア事業は、製品別ではビジョンケア材料、不織布、歯科材料の3製品群が中核となっており、同事業セグメントのおよそ90%を占めている。市場としては、ビジョンケア材料はメガネレンズ市場、不織布は紙おむつ市場や衛生用品市場、歯科材料は歯科治療市場、という対応関係にある。

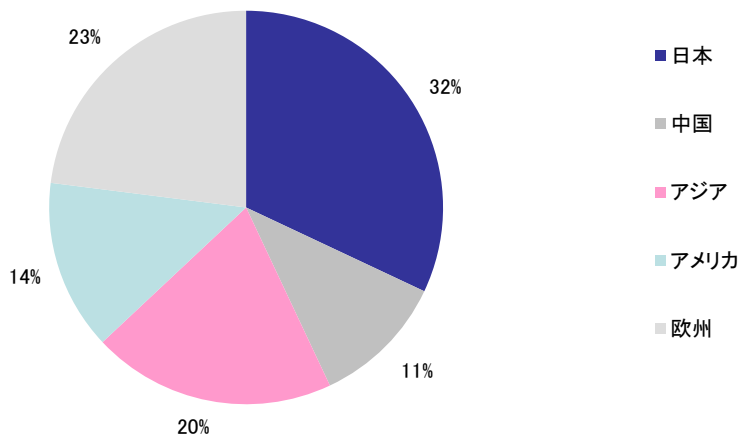
売上高の地域別内訳は、日本、アジア、欧米が約3分の1ずつというバランスのとれた構成になっている。不織布を日本、中国、タイの3ヶ国で生産しているほか、ビジョンケア材料も日本、韓国、中国の3ヶ国で生産してグローバルで販売している。また、歯科材料はドイツの世界6位の歯科材料メーカーである Heraeus Kulzer を2013年に買収して業容を拡大した。こうした点が売上高の地域別構成に反映されていると言える。

ヘルスケア事業の製品群別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

ヘルスケア事業の地域別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

b) 事業の収益構造

ヘルスケア事業のうち、メガネレンズ材料はファインケミカル品の領域に属し、価格は安定的だ。一方、原料価格の変動も販売価格に占める割合が小さく、結果的に利幅の変動も小さいと考えられる。したがって数量の伸びが売上高と利益を決定付けると考えられる。

不織布も価格や原料については安定していると考えている。同社はプレミアム紙おむつの領域に特化しており、性能や機能といった付加価値ゆえに選ばれているため、代替が効きにくいと考えられるためだ。一方で、顧客の幅が狭くなるため、その生産動向に販売数量が影響を受けると考えられる。アジアでのプレミアム紙おむつ市場全体は高成長が期待できても、顧客がシェアを失うようなことがあれば、その影響が同社にも及ぶ可能性があるということに注意が必要だ。

為替レートの影響は小さい。理由は、メガネレンズ材料においては円建て取引を行うケースが多いことがまず挙げられる。また、不織布については、中国とタイに生産拠点を有し、為替影響を排除できていることがある。こうした要因から為替レートの影響はほぼニュートラルとみている。

c) 各製品群の詳細**1) ビジョンケア材料**

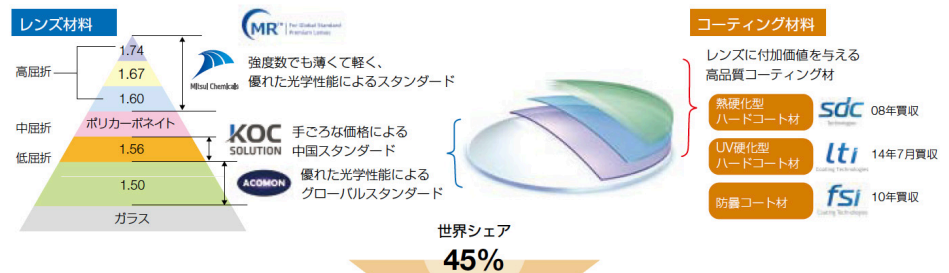
同社のビジョンケア材料事業は、プラスチック製のメガネレンズ用の樹脂材料（形状としては液体）を、レンズメーカーに販売するビジネスだ。メガネレンズの素材はガラスとプラスチックに大別されるが、現状はプラスチックが約 80% を占めている。このプラスチック用メガネレンズ市場において、同社のレンズ材料は世界シェア 45% を占めている。

メガネ用レンズは光の屈折率により、高屈折、中屈折、低屈折とグレードが分かれている。高屈折レンズは矯正の度数が強くても薄肉化・軽量化が可能だ。この屈折率の特性は、レンズメーカーが加工で実現するだけでなく、同社のようなレンズ材料メーカーが供給する樹脂の特性によっても決まる。同社は得意の光学樹脂の技術を生かし、高屈折レンズの分野から事業を開始し、この高付加価値分野では圧倒的な世界シェアを握るに至っている。

2017 年 1 月 6 日（金）

ビジョンケア事業の製品ラインアップのイメージ図

ポリウムゾーンからハイエンドまで、幅広い屈折率の材料でマーケットシェアを拡大



眼の健康や高齢化、多様化する社会のニーズに応える新技術を展開

光のコントロールにより目の健康や快適さを追求環境との調和

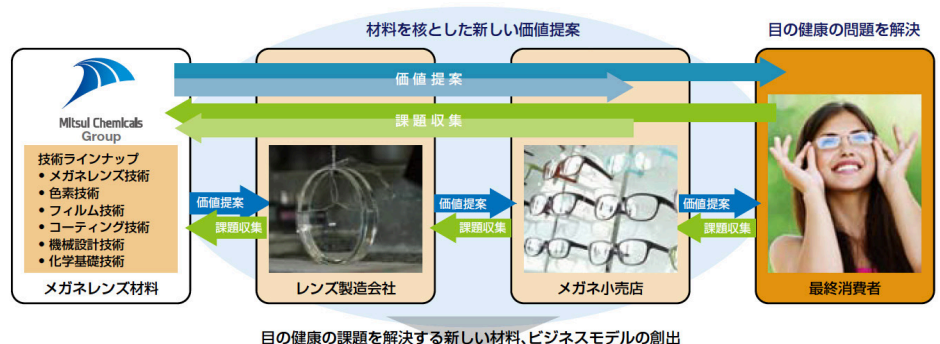
出所：会社資料から転載

世界的に見た場合、市場のすそ野としては中屈折や低屈折のレンズの市場も大きいため、それに対応すべく、中屈折に強い KOC Solution を 2013 年 3 月に、低屈折に強い ACOMON を 2011 年 4 月に、また、調光レンズ（光の強さでレンズの濃度が変わるレンズ）用材料に強い SunSencors を 2014 年 5 月に買収し、メガネレンズ市場のサブセグメント全域にわたって対応できる体制を整えた。それが前述の世界シェア 45% というトップポジションの獲得につながっている。

プラスチックメガネレンズは表面コーティングがなされているが、同社はコーティング材でも強みを有している。自社技術に加えて、防曇コート材の FSI Coating Technologies（2010 年）、UV 硬化型ハードコート材の Lens Technology International（2014 年 7 月）、熱硬化型ハードコート材の SDC Technologies（2008 年）を次々と買収し、コーティング材でも幅広いラインアップを完成させている。

メガネレンズ市場は世界的に年率 4% の成長が続いており、今後もそのペースで拡大すると期待されている。そうした市場拡大に対応すべく、同社は主原料の XDI（メタキシリレンジイソシアネート）について大型設備を建設し 2016 年 3 月に営業運転を開始した。高級品から普及品までの幅広いラインアップと、コーティング技術や色素技術やフィルム技術などの幅広い要素技術を武器に、ニーズの拾い上げと新たな価値の提案について、直接の顧客であるレンズ製造メーカーの先の小売店や消費者にまでリーチを広げ、更なるシェア拡大を目指す方針だ。

メガネレンズ材料のビジネスモデル



出所：会社資料から転載

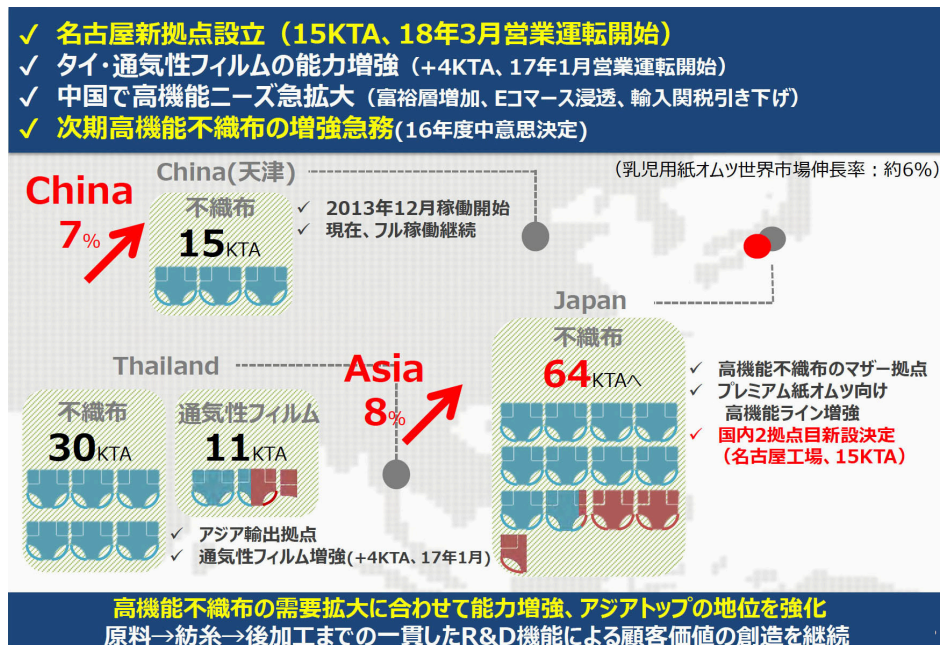
2) 不織布

不織布は繊維を熱や化学的、機械的作用で接着または絡み合わせることで布にしたものだ。繊維の種類を変えることで様々な用途に用いられている。そのなかで同社の不織布は紙おむつ向けで強みを持ち、高シェアを獲得している。50 年以上前に登場した紙おむつは、日本や欧米の先進国で発達してきたが、現在では東南アジアなどの新興国にも広く普及し、現地メーカーも増加している状況だ。

そうした今日でも、日本や一部欧米の紙おむつメーカーの製品は“プレミアム紙おむつ”として、中国や東南アジア諸国の消費者から高い人気を誇っている。同社の不織布は、肌触りや伸縮性、フィット感などが評価され、プレミアム紙おむつ市場で約 60% ～ 70% のシェアを握っている。1 枚の紙おむつには部位に応じて複数のタイプの不織布が使い分けられているが、同社の不織布はその性能を生かし、ギャザーの部分（ウエスト周り）やバックシート等に使用されている。

乳児用紙おむつの世界市場伸長率は年約 6%とされているが、人口増加率の高いアジアやアフリカではより高い成長が見込まれている。そうした高成長市場において、日本や欧米の紙おむつメーカーの製品はプレミアムブランドとしての地位を確立しており、当該地域の経済成長及び個人所得増加とあいまって、今後も高い成長が期待されている。同社は、国内において名古屋工場の増設を決定した（15,000 トン / 年、2017 年 11 月完工予定）ほか、100% 子会社のサンレックス工業（株）においても能力増強を計画している（6,000 トン / 年、2017 年 11 月完工予定）。また中国・天津（15,000 トン / 年）とタイ（不織布 30,000 トン / 年、通気性フィルム 11,000 トン / 年）に工場を擁し、高まるプレミアム紙おむつの需要拡大に十分対応できる体制を整え、現在の高シェアを維持・拡大していく計画だ。また、高機能という特長を生かし、同社にとっては新分野となる医療用途などへの展開も狙っている。

不織布の生産拠点一覧



出所：会社資料から転載

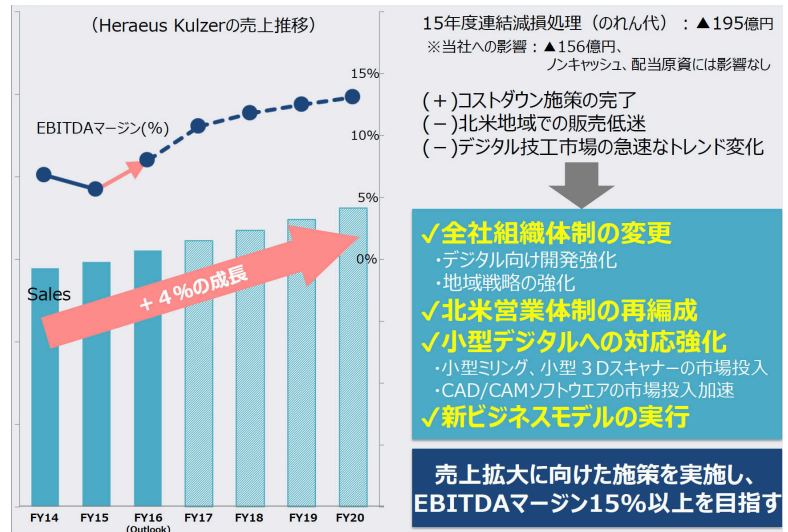
3) 歯科材料

同社の歯科材料の歴史は古い。子会社（出資比率 70%）のサンメディカル（株）の主力製品である歯科用接着剤（スーパーボンド® など）は 30 年の実績に裏打ちされて国内で高シェアを獲得してきた。そうしたなか同社は、2013 年に確固たるブランドとグローバル展開力を有する世界 6 位の歯科材料メーカーである Heraeus Kulzer を買収して歯科治療材料の領域に進出した。

しかしながら、Heraeus Kulzer の買収からここまでは決して順調とは言えない状況だった。北米での低迷や、買収当時に計画していた事業モデルの変更を余儀なくされたりした結果、買収当初の利益計画から遅れが生じた。その結果、2016 年 3 月期において同社はのれんの減損損失約 19,500 百万円の計上を余儀なくされた。

2017 年 3 月期に入り、Heraeus Kulzer の業績は着実に改善しつつある。歯科材料の素材としてはセラミック、金属、樹脂など複数あるが、Heraeus Kulzer は総合的な品ぞろえを有している。一方、義歯の製造においてはデジタル化が進んでおり、CAD/CAM と 3D プリンタの活用が一般化しつつあるが、Heraeus Kulzer もそれへの対応力を高めるべく注力している。そうした技術的なバックグラウンドに、組織体制や営業体制の再編を実行して、収益貢献への道筋がようやく見えてきたという状況にある。

歯科材料事業の成長戦略イメージ



出所：会社資料から転載

海外展開を加速させる計画

(3) フード & パッケージング事業

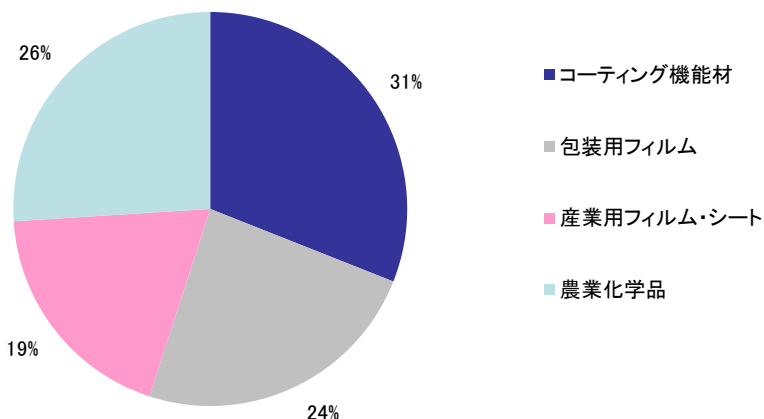
a) 事業の全体像

フード & パッケージング事業はその名称と製品群別サブセグメントに違和感を持つ向きがあるかもしれない。それを解くカギはイソシアネート・チェーンだ。これは化学品の誘導品チェーンの 1 つだが、同社はここに世界レベルの強みを有している。イソシアネート・チェーンは、イソシアネートからポリウレタンという流れが基本だが、付加する物質を変えることで様々な性質を持った化学品を製品化している。具体的な製品としては、コーティング材、接着剤、シーラント材、エラストマーなどがある。同社はこれらを外販しており、販売先においては半導体や電子部品、建設用資材など様々な分野で、原料や生産材として幅広く利用されている。一方で、同社は高機能のポリオレフィン系合成樹脂を生産しており、それをフィルムやシートに加工する技術も高い。各種合成樹脂シートを同社の接着剤で貼り合わせて、強度やガスバリア性など様々な特性を有するフィルムを製造し、食品包装用などに向けて販売している。この包装用フィルムがセグメントの名称を表しているが、産業用途向けの材料も大きな構成比を占めているという点がポイントだ。また、農業化学品は農薬がその内容となっており、“食”の領域にあるため、このセグメントに含まれている。

以上のような事業構造を反映し、製品別内訳はコーティング機能材以下 4 つのサブセグメントに分かれている。このうち包装用フィルムと農業化学品はイメージしやすく、また、レトルト食品の容器などの形で目にすることができる。一方、コーティング機能材や産業用フィルム・シートなどは、生産工程で消費されたり、部品として内部に入り込んだりして一般消費者の目につみにくいものが多い。

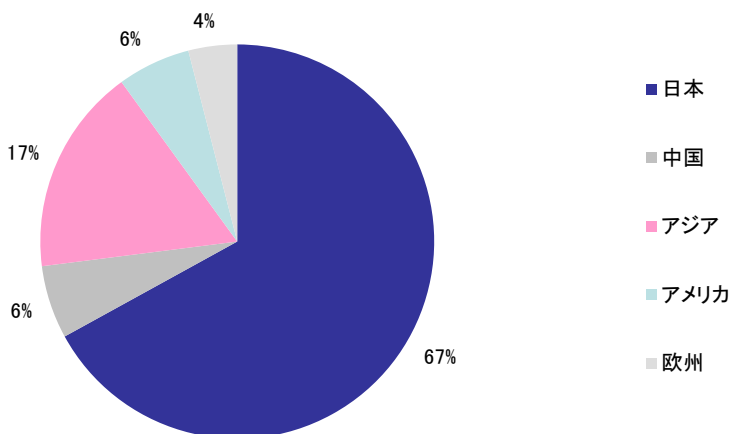
売上高の地域別内訳は日本が約 7 割を占めている点が特徴的だ。これは同社の農薬が他社の例とは異なって 3 分の 2 が国内市場向けである点が大きな要因だ。しかし今後は、農薬の海外展開を加速させる計画であるほか、包装用フィルムやその材料についてアジア展開を進めていることもあり、日本の構成比は徐々に低下していくものとみられる。

フード&パッケージング事業の製品群別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

フード&パッケージング事業の地域別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

b) 事業の収益構造

フード & パッケージング事業の各製品は、農薬も含めてファインケミカル製品に属するものが多いため、製品と原料の双方で価格変動の影響は少ないと考えられる。したがって収益を左右するのは販売数量ということになる。



三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

また、日本からの輸出が多いため、海外売上比率がセグメント全体の約 3 分の 1 とはいえ、為替の影響が大きい点には注意が必要だ。1 円の変動で年間 1 ～ 2 億円とされている。農業は今後海外市場の開拓を進める方針のため、為替影響は中期的にさらに大きくなる可能性がある。

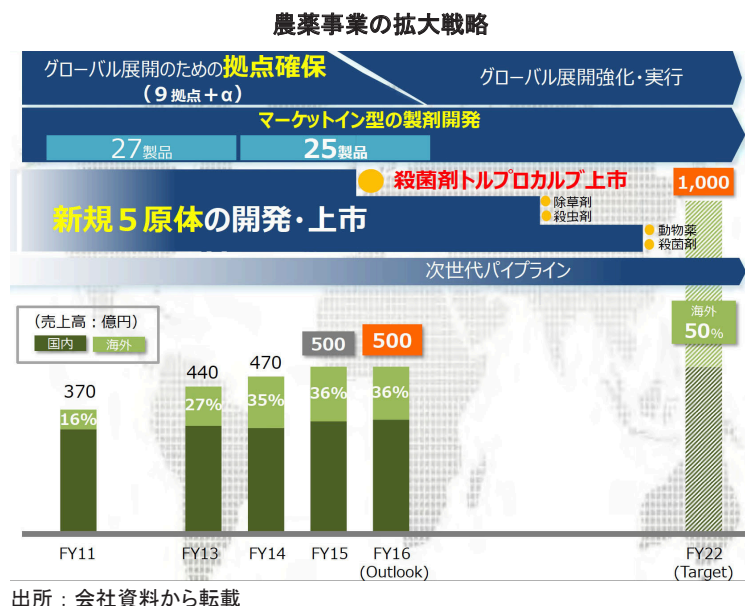
c) 中核製品の動向

1) 農業

農業メーカーには 2 種類あり、元となる成分である原体を自社で製造するいわゆる原体メーカーと、原体を外部から購入し、最終製品に仕上げる製剤メーカーだ。同社は原体から製剤までを一貫して手掛けている。農業の事業規模は年商約 500 億円となっており、製品ラインアップは豊富で、国内シェアは 11% というポジショニングとなっている（いずれも 2016 年 3 月期）。売上高の 3 分の 2 が国内向けとなっているが、国内の農業市場の成長率はわずか 0.3% で、アジアの 3.9%、世界の 2.7%（いずれも 2015 年度～ 2020 年度の年平均成長率）という将来見通しに照らしても、海外市場での事業拡大が 1 つの課題となっている。

海外展開については、ブラジル Iharabras の増資引き受け（2015 年 8 月）、タイ Sotus の株式追加取得（2016 年 1 月）、ベトナム Cuulong の株式取得（2016 年 8 月、出資比率 20%）、インドで合弁企業 Solinnos Agro Sciences の設立（2016 年 9 月）など、着実に地歩を固めている。

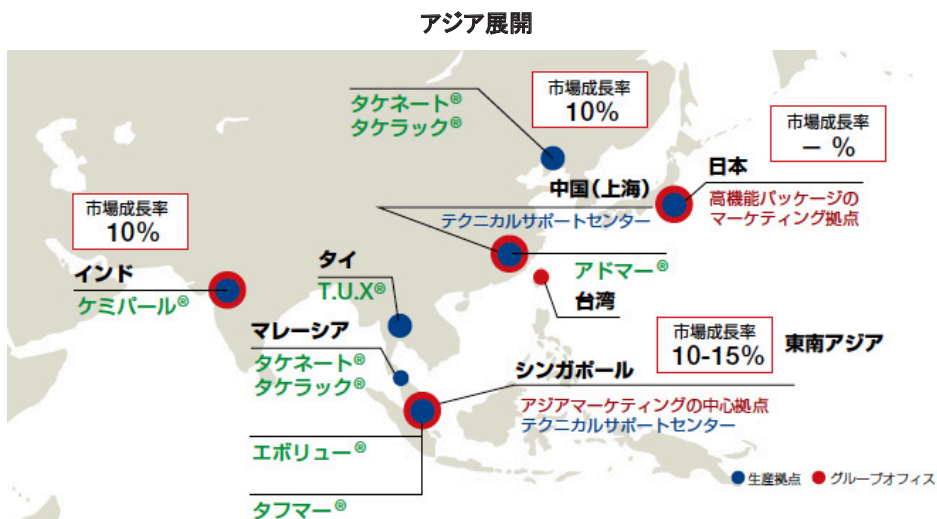
同社の特長・強みの一つは新開発中の原体を 5 種類有している点だ。売上高で 500 億円規模の企業としては異例と言え、同社の開発力の高さを垣間見ることができる。このうち、殺菌剤トルプロカルブ（原体名）がトップバッターとして 2016 年 3 月に 3 つの製剤として上市された。今後の予定は 2019 年以降に、殺虫剤（国内外、水稻・穀物・果樹等向け）と除草剤（国内中心・アジア、水稻等向け）の 2 原体が上市される見通しとなっている。この充実した次世代パイプラインをてこに、2023 年 3 月期において売上高 1,000 億円、海外比率 50% というのが現在の長期事業目標となっている。



2) 包装用フィルム

包装用フィルムはレトルト食品に使われるのが最も典型的でイメージしやすいが、食品に限らず詰め替え用洗剤容器がプラスチックボトルからソフト容器に代わるなど、需要が拡大している状況だ。包装用フィルムは特性の異なる複数のフィルムを貼り合わせて製造するが、同社は、高機能シーラント材において国内及びアジアで No.1 のシェアを有している。

包装用フィルムにおいても成長は海外にある。国内市場が横ばいの見通しであるのに対して、アジア諸国では 10%～15% の成長が見込まれている。同社はそれに対応して、高機能シーラントフィルムや接着剤、改質剤等の構成素材の生産拠点をアジア各地に展開し、高成長の恩恵を着実に取り込む計画だ。

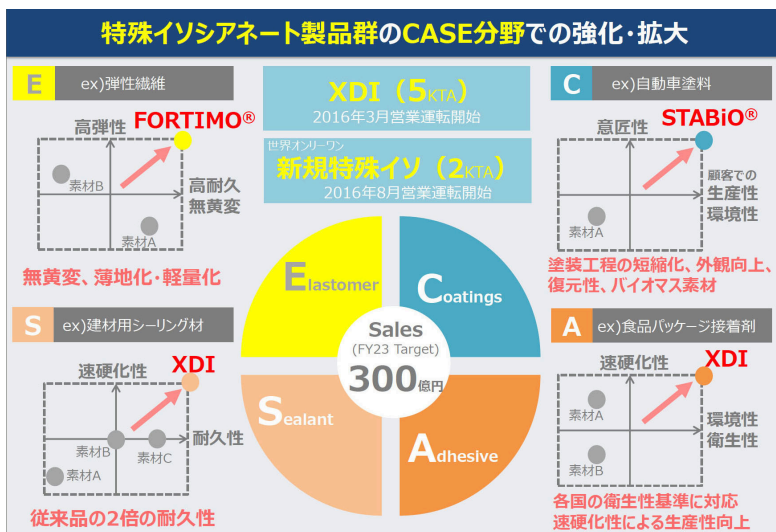


3) 産業用資材

前述のように同社の強みの 1 つとしてイソシアネート・チェーンがある。イソシアネート誘導品の具体的な製品は数多いが、同社はコーティング材（Coating）、接着剤（Adhesive）、シーラント材（Sealant）、エラストマー（合成ゴム的一种）（Elastomer）の 4 つの製品群について、頭文字から“CASE 分野”とし、この領域の強化・拡大を目指している。

2016 年 3 月にはメガネレンズ材料の主原料でもある XDI（メタキシリレンジイソシアネート）について、5,000 トン / 年の大型設備の営業運転を開始した。また、2,000 トン / 年の新規特殊イソシアネートの設備を 2017 年 3 月期中に稼働させる計画だ。この製品については世界で同社が唯一の製造メーカーとなる。

特殊イソシアネート製品の拡大



業績変動性をやわらげ、最低限の利益を確保できる体制を整える

(4) 基盤素材事業

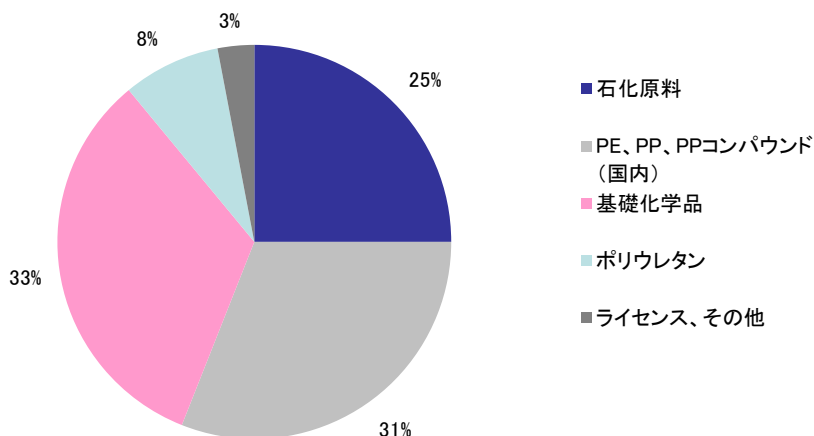
a) 事業の全体像

基盤素材事業はいわゆる石油化学コンビナートで生産される基礎素材としての石化製品を製造販売する事業だ。石油化学プロセスの各段階で他社に原料として供給したり、自社で製品にまで加工してから販売したりと、様々な形で販売されて売上に立つが、同社は 4 つのサブセグメントで管理している。

具体的には、ナフサを原料として投入し、ナフサクラッキング・プロセスを経て、エチレン、プロピレン、B-B 留分などを生産する。同社はこの段階で中間品であるエチレンやプロピレン等の一部を製品として販売しており、それが石化原料というサブセグメントとなる。残りのエチレンやプロピレンは自社グループ企業に送られ、そこで完成品であるポリエチレン（PE）やポリプロピレン（PP）という合成樹脂（プラスチック）が生産・販売される。また川下のプロセスでは PE や PP 以外にもフェノール等の数多くの誘導品が生産・販売され、基礎化学品として売上に立つ。また同社が強みを持つポリウレタンも独立したサブセグメントとなっている。

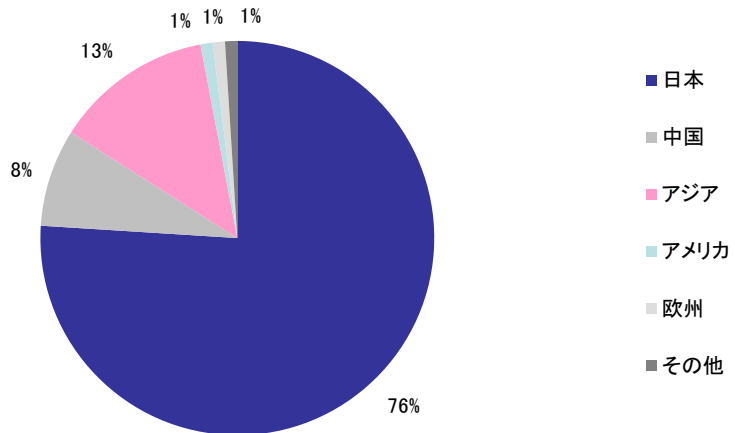
売上高の地域別内訳は日本が約 4 分の 3 を占めている。しかし、中国やシンガポール、タイなどアジア各地に生産拠点を擁して、地産地消を進めていることもあり、この比率は今後次第に低下していく方向にある。

基盤素材事業の製品群別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

基盤素材事業の地域別売上構成比(2016年3月期実績)



出所：会社資料からフィスコ作成

b) 収益構造

基盤素材事業の収益構造は、国内と海外とで異なる点がポイントだ。国内ではいわゆるフォーミュラ方式の値決めが浸透している。これは原料ナフサの価格を基準に一定の利幅を載せる形で各種誘導品の価格が決定されるという仕組みだ。両者の値動きのタイムラグで一時的には利幅の縮小・拡大はあるが、基本は一定という構造だ。したがって収益は数量の変動に左右されることになる。

海外市場では、各化学品の価格は、コモディティ商品の原則通り、その時々の需給バランスにより市況が決定され、その価格での取引となる。需給バランスを崩す要因は新工場の稼働や、既存工場の増産またはトラブルなどによる減産など、様々だ。海外市場では数量要因と価格要因の両方により収益が影響されることになる。

為替影響についてはニュートラルと考えてよい。後述のように、同社は原料のナフサを用いて製品を作りその 80% を国内で販売している。フォーミュラ方式による値決めは円建ての原料価格をベースとしているため、為替影響はニュートラルと言える。

c) 基盤素材事業における同社の特長と強み

基盤素材事業の製品はいわゆるコモディティ（市況品）型のもも多く、需給バランスによって価格が大きく上下動するためそれだけ業績も影響を受けやすい。これに対して同社は、後述する 3 つの施策を進めて、こうした業績変動性をやわらげ、また、市況のサイクルが最悪期にあるようなケースでも最低限の利益を確保できるような体制作りに取り組んでいる。

1) エチレンセンターのフル稼働体制の確保

石油化学コンビナートは典型的な装置産業であり、設備稼働率がコストに直結する。特に、一番の川上であるナフサクラッカーの部分の稼働率がカギを握っている。この点について同社は、2015 年 3 月をもって京葉エチレン（株）から離脱した。京葉エチレンはエチレン不足の時代に丸善石油化学（株）、住友化学〈4005〉、同社の 3 社が出資して設立され、同社は京葉エチレンから年産 768 千トン／年（定修スキップ年）の 25% を引き取っていた。しかしエチレン余剰時代となってからは、京葉エチレンからの引き取り分があるがゆえに、自社の千葉プラントの稼働率を落とさざるを得ない状況となっていた。京葉エチレンからの離脱で、千葉と大阪の両エチレンセンターでフル稼働ができるようになり、コスト競争力が大きく改善している。

2017 年 1 月 6 日（金）

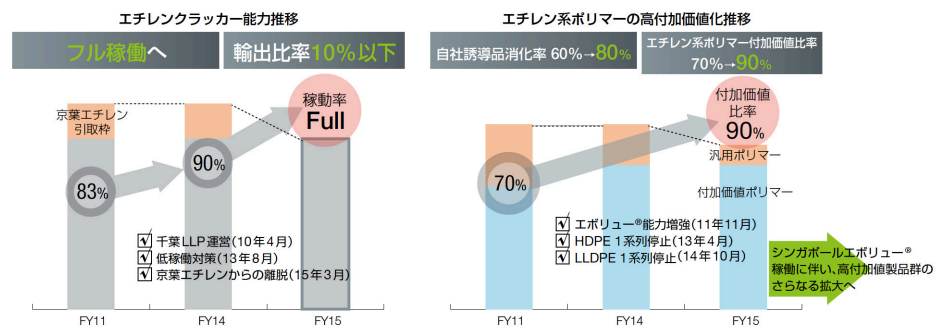
2) “地産地消” 政策によるエチレン国内消費率 90%

同社は生産したエチレンの 90% 以上を国内で消費している。しかも国内消費分の 90%（生産量に対しては約 80%）は自社誘導品で消費している。この意義は非常に大きい。国内の値決め方式はフォーミュラ方式で、原料ナフサの価格変動を製品価格に転嫁できる仕組みとなっているのは前述のとおりだ。それに対して輸出は、価格はその時々需給で動くため、大儲けできるときもあれば、赤字での輸出となることもある。一般には日本勢は諸外国勢に比べてエチレンのコストは高いとされているため、輸出に頼る事業モデルはそれだけ赤字になるリスクが高いと言える。生産量の 90% を国内で消費する同社は、業績安定性や赤字転落への抵抗力がそれだけ高いと言える。

3) 高付加価値ポリマーの構成比率 90%

上記 2) とも密接な関係にあるが、高い国内消費率を維持するためには、各種誘導品（製品としての化学品）をきちんと国内で売り切る力が必要だ。エチレンを始め化学品の中間体はガスであることが多く、その状態で在庫として保持することが難しい。これが鉄鋼や金属などとの大きな違いであり、それゆえ国内の需給が崩れると減産する（稼働率を落とす）か、余剰分を海外に輸出せざるを得なくなる。こうした事態を防ぐために、同社は需要が安定してより高価で販売できる高付加価値型ポリマーに注力している。エチレンの最大消費先はポリエチレン（PE）樹脂だ。ここに関して同社は、汎用ポリエチレンのプラントを停止する一方、高機能タイプのポリエチレンの能力を増強した。これはメタロセン触媒を利用した直鎖状低密度ポリエチレンで、エボリュ® ブランドで販売されている。同社の包装用フィルムの基材としても利用されている。

基板材料事業におけるコスト競争力改善の戦略



出所：会社資料から転載

業績動向

17/3 期 2Q は、利益面で上方修正予想に対し上振れて着地

(1) 2017 年 3 月期第 2 四半期決算

2017 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 568,727 百万円（前年同期比 19.7% 減）、営業利益 45,368 百万円（同 9.6% 増）、経常利益 41,902 百万円（同 1.7% 増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 27,767 百万円（同 2.4% 減）と減収ながら営業利益、経常利益は増益で着地した。同社は第 1 四半期決算時点第 2 四半期及び通期の業績見通しを上方修正していたが、第 2 四半期決算は修正予想に対して利益面ではさらに上振れた。

2017 年 1 月 6 日（金）

2017 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	15/3 期	16/3 期			17/3 期			
	2Q 累計	2Q 累計	下期	通期	期初予想	1Q 時 修正予想	2Q 累計	前年同期 比
売上高	775,959	708,647	635,251	1,343,898	600,000	583,000	568,727	-19.7%
売上総利益	115,031	145,001	129,446	274,447	-	-	137,143	-5.4%
売上高売上総利益率	14.8%	20.5%	20.4%	20.4%	-	-	24.1%	-
販管費	96,452	103,589	99,932	203,521	-	-	91,775	-11.4%
売上高販管費率	12.4%	14.6%	15.7%	15.1%	-	-	16.1%	-
営業利益	18,579	41,412	29,514	70,926	27,000	44,000	45,368	9.6%
売上高営業利益率	2.4%	5.8%	4.6%	5.3%	4.5%	7.5%	8.0%	-
経常利益	19,428	41,194	21,989	63,183	23,000	40,000	41,902	1.7%
親会社株主に帰属する 四半期（当期）純利益	7,364	28,461	-5,498	22,963	10,000	25,000	27,767	-2.4%

出所：決算短信からフィスコ作成

モビリティ事業は前年同期比で減収減益となった。サブセグメントであるエラストマー、機能性コンパウンド、機能性ポリマー、PP コンパウンドはいずれも需要は堅調で、数量的には伸長した。しかし円高の影響に加え、エラストマーや PP コンパウンドで交易条件が悪化し、減益となった。

ヘルスケア事業は減収ながら微増益となった。ビジョンケア材料は堅調な販売を示したが不織布は中国で流通在庫の調整があったために、販売が伸び悩んだ。歯科材料は、需要自体は堅調な状況が続いたが、2016 年 3 月期における子会社の決算期変更の影響で販売数量が減少した。利益面では、のれん償却費等の固定費が減少したため増益となった。

フード & パッケージング事業は減収・微増益で着地した。コーティング・機能材や機能性フィルム・シートは需要が堅調で販売数量が伸びたほか交易条件の改善も見られた。しかしながら農薬の販売数量が減少し、輸出では円高影響を受けたため、増益幅が縮小した。

基盤素材事業は大幅減収ながらも利益は大幅増益となった。石油化学では、ナフサクラッカーが高稼働率をキープし、国内のポリオレフィンの需要も堅調だったことから交易条件が改善した。フェノール、ポリウレタン、高純度テレフタル酸の各事業も事業構造改善の効果が発現しつつあり、収益の底上げに寄与した。

事業セグメント別売上高・営業利益の詳細

（単位：億円）

セグメント	売上高			営業利益			増減内訳			16年度4-9月前予想 (16.8.2発表)	
	15年度 4-9月決算	16年度 4-9月決算	増減	15年度 4-9月決算	16年度 4-9月決算	増減	数量差	交易条件	固定費他	売上高	営業利益
モビリティ	1,645	1,417	△ 228	240	211	△ 29	27	△ 50	△ 6	1,490	210
ヘルスケア	874	672	△ 202	51	54	3	1	△ 3	5	710	60
フード & パッケージング	966	883	△ 83	109	110	1	5	0	△ 4	880	100
基盤素材	3,413	2,532	△ 881	43	118	75	△ 16	53	38	2,570	110
その他	188	183	△ 5	△ 29	△ 39	△ 10	-	-	△ 10	180	△ 40
合計	7,086	5,687	△ 1,399	414	454	40	17	0	23	5,830	440

出所：会社資料から転載



三井化学

4183 東証 1 部

<http://jp.mitsuichem.com/ir/>

2017 年 1 月 6 日（金）

17/3 期業績予想を引き上げ、大幅増益を見込む

(2) 2017 年 3 月期通期業績見通し

2017 年 3 月期通期について同社は、第 1 四半期決算に続き第 2 四半期決算において再度通期業績予想を引き上げた。新予想は、売上高 1,174,000 百万円（前期比 12.6% 減）、営業利益 88,000 百万円（同 24.1% 増）、経常利益 80,000 百万円（同 26.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 50,000 百万円（同 117.7% 増）となっている。

2017 年 3 月期通期予想の概要

（単位：百万円）

	16/3 期			17/3 期					
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	前年同期比	下期（予）	前年同期比	通期（予）	前期比
売上高	708,647	635,251	1,343,898	568,727	-19.7%	605,273	-4.7%	1,174,000	-12.6%
営業利益	41,412	29,514	70,926	45,368	9.6%	42,632	44.4%	88,000	24.1%
売上高営業利益率	5.8%	4.6%	5.3%	8.0%	-	7.0%	-	7.5%	-
経常利益	41,194	21,989	63,183	41,902	1.7%	38,098	73.3%	80,000	26.6%
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益	28,461	-5,498	22,963	27,767	-2.4%	22,233	-	50,000	117.7%

出所：決算短信からフィスコ作成

2017 年 3 月期下期については、基本的には第 2 四半期までの事業環境が継続すると同社ではみている。為替レートについては、今下期については 100 円 / ドルと、第 2 四半期累計期間の実績から 5 円ほど円高ドル安方向に前提を変更した。全社ベースの今下期の営業利益は、前年同期比では 44.4% 増と大幅増益ながら上期実績と比較して 2,736 百万円減益の 42,632 百万円と予想されている。各事業セグメントについての上下比較は以下のとおりだ。

モビリティ事業は、北米の自動車生産台数が 1,700 万台（SAAR ベース）のペースで推移するなど、世界的に自動車生産は堅調が見込まれている。それを反映して PP コンパウンドを始めとして販売数量は上期比横ばいで堅調に推移するとみている。しかし海外売上分に対する円高影響や、一部原材料上昇の影響による交易条件の悪化を見込んで、今下期のセグメント営業利益は上期比 22 億円の減益を予想している。

ヘルスケア事業では不織布の販売数量回復を主因として、今下期は上期比 42 億円の増益を見込んでいる。歯科材料の Heraeus Kulzer についても、これまで苦戦していた北米で立て直しの効果が見えてきている。また国内の歯科材料市場では、下期が需要期となることから、この点も上下比較では増益要因となる。

フード & パッケージング事業では今下期は上期比 30 億円の減益を予想している。販売数量は堅調に推移するとみているが、為替レートの前足を円高に変更したことにより、農薬の輸出分について円高影響で減益が見込まれる。また、研究開発費が下期に集中する傾向があり、これも上下比較における減益要因となる。

基盤素材事業の今下期は上期比 16 億円の減益を予想している。今下期は、上期にあった定修による費用増加がなくなるためその点は増益要因だ。しかしながら、上期に他社のトラブルで需給がタイト化し市況が押し上げられていた分が、下期にはトラブル解消によってはく落し、交易条件が悪化することが上期比減益をもたらすと想定している。

2017 年 1 月 6 日（金）

セグメント営業利益の上期・下期比較

（単位：億円）

	2017 年 3 月期			主要増減内訳
	上期実績	下期予想	上下増減	
モビリティ	211	189	-22	円高影響 (-)、交易条件 (-) 等
ヘルスケア	54	96	42	拡販 (+) 等
フード & パッケージング	110	80	-30	拡販 (+)、円高影響 (-)、固定費 (-) 等
基盤素材	118	102	-16	定修差 (+)、交易条件 (-) 等
その他	-39	-41	-2	
営業利益合計	454	426	-28	

出所：会社資料からフィスコ作成

以上のような同社の前提に対して、足元の動向は為替レートが前提と大きく異なる動きとなっている。同社の為替感応度は 1 円の変動で年間 6 億円の変動（円安メリット）とされる。セグメント別ではモビリティ事業がそのうち 3 ～ 4 億円を占め、フード & パッケージング事業が 1 ～ 2 億円ですそれに続く。ヘルスケアと基盤素材の各事業は前述のように為替影響はほとんどない（数千万円レベル）という状況だ。2017 年 3 月期下期は 11 月の米大統領選をきっかけに急速かつ大幅な円安が進行しているため、これによる利益押し上げ効果が期待される状況にある。

損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	
					2Q 累計	通期（予）
売上高	1,406,220	1,566,046	1,550,076	1,343,898	568,727	1,174,000
前期比	-3.3%	11.4%	-1.0%	-13.3%	-19.7%	-12.6%
売上総利益	172,917	212,510	241,534	274,447	137,143	-
売上高売上総利益率	12.3%	13.6%	15.6%	20.4%	24.1%	-
販管費	168,627	187,611	199,494	203,521	91,775	-
売上高販管費率	12.0%	12.0%	12.9%	15.1%	16.1%	-
営業利益	4,290	24,899	42,040	70,926	45,368	88,000
前期比	-80.1%	480.4%	68.8%	68.7%	9.6%	24.1%
売上高営業利益率	0.3%	1.6%	2.7%	5.3%	8.0%	7.5%
経常利益	9,206	22,522	44,411	63,183	41,902	80,000
前期比	-59.8%	144.6%	97.2%	42.3%	1.7%	26.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-8,149	-25,138	17,261	22,963	27,767	50,000
前期比	-	-	-	33.0%	-2.4%	117.7%
1 株当たり当期純利益（円）	-8.14	-25.10	17.24	22.95	27.75	49.97
配当金（円）	6.00	3.00	5.00	8.00	5.00	10.00
1 株当たり純資産（円）	376.18	352.41	405.88	381.77	384.20	-

貸借対照表

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 2Q
流動資産	715,396	777,015	731,708	628,210	604,607
現金及び預金	46,514	71,979	52,004	79,578	99,895
売掛金	298,411	296,492	299,052	245,345	212,116
棚卸資産	284,643	301,158	291,295	240,686	233,197
固定資産	622,599	655,147	680,082	630,738	610,855
有形固定資産	446,637	425,840	433,629	413,402	401,379
無形固定資産	14,635	72,210	72,763	40,173	34,936
投資等	161,327	157,097	173,690	177,163	174,540
資産合計	1,337,995	1,432,162	1,411,790	1,258,948	1,215,462
流動負債	493,908	507,056	448,499	364,259	344,081
買掛金	215,666	219,849	164,193	118,331	109,209
短期有利子負債	185,696	191,155	178,396	132,524	130,619
固定負債	415,173	515,459	491,992	451,452	429,095
長期有利子負債	320,956	389,595	368,996	339,299	323,346
株主資本	382,305	351,064	367,072	382,421	405,809
資本金	125,053	125,053	125,053	125,053	125,053
資本剰余金	91,065	91,065	91,065	90,847	90,491
利益剰余金	180,451	149,287	165,408	181,128	204,892
自己株式	-14,264	-14,341	-14,454	-14,607	-14,627
その他包括利益累計額	-5,526	1,779	39,163	-450	-21,419
非支配株主持分	52,135	56,804	65,064	61,266	57,896
純資産合計	428,914	409,647	471,299	443,237	442,286
負債・純資産合計	1,337,995	1,432,162	1,411,790	1,258,948	1,215,462

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	18,512	43,476	58,287	145,913	67,455
投資活動によるキャッシュ・フロー	-58,136	-89,781	-35,036	-36,365	-20,587
財務活動によるキャッシュ・フロー	27,268	66,868	-46,606	-79,041	-22,305
現預金換算差額	2,670	5,735	2,767	-2,978	-3,314
現預金増減	-9,686	26,298	-20,588	27,529	21,249
期首現預金残高	54,564	44,996	71,210	50,622	78,151
連結範囲変更に伴う増減	118	-84	-	-	-
期末現預金残高	44,996	71,210	50,622	78,151	99,400

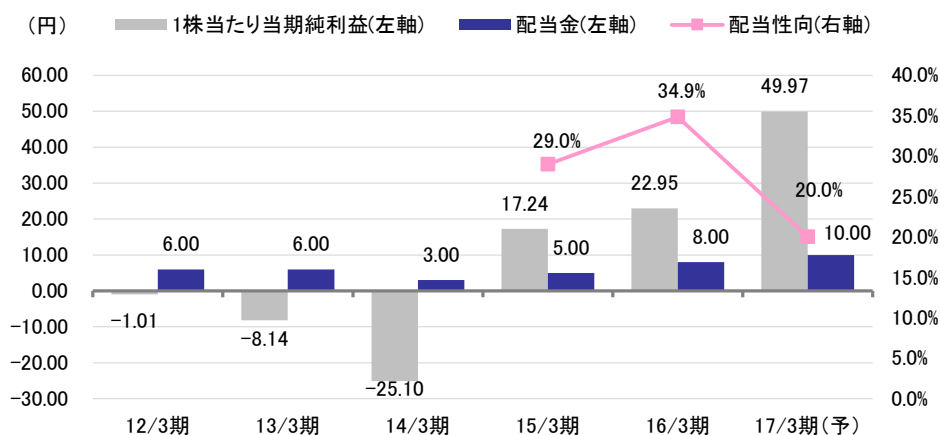
■ 株主還元

株主還元を経営上の重要課題として位置づけ、連結配当性向 25% が目安

同社は株主還元を経営上の重要課題と位置付けており、配当によることを基本としている。利益配分においては、成長・拡大に向けた投資のための内部留保とのバランスをとりながらも、連結配当性向 25% 以上かつ連結自己資本配当率 2% 以上を目安とするとしている。

2017 年 3 月期については、前期比 2 円増配の年間 10 円（中間配 5 円、期末配 5 円）の予想を公表している。期初時点では前期比 1 円増配の年間 9 円配の予想を公表していたが、業績見通しの引き上げに対応して配当予想も引き上げた。2017 年 3 月期の予想 1 株当たり当期純利益は 49.97 円で、これに対する配当性向は 20.0% となる。今後、円安メリットの実現等で一段の利益の上振れがあれば、配当においてもそれに応じた拡大が期待できると弊社ではみている。

1 株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信からフィスコ作成

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ