

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

三井化学

4183 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 7 月 5 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

要約	01
1. 2018 年 3 月期は 4 セグメントすべてで全般的に収益が拡大し、増収増益で着地	01
2. 『2025 長期経営計画』の取り組みは各事業セグメントで順調に進捗	01
3. 2019 年 3 月期通期は販売数量の増加などにより、3 期連続最高益更新の見通し	01
事業の概要	02
1. 全体像	02
2. モビリティ	03
3. ヘルスケア	04
4. フード & パッケージング	05
5. 基盤素材事業	06
業績の動向	07
1. 2018 年 3 月期決算の概要	07
2. セグメント別動向	08
中長期成長戦略と進捗状況	10
1. 『2025 長期経営計画』の概要と進捗状況	10
2. モビリティの成長戦略と進捗状況	12
3. ヘルスケアの成長戦略と進捗状況	14
4. フード & パッケージングの成長戦略と進捗状況	16
5. 基盤素材の事業ビジョンと進捗状況	18
6. 次世代事業の進捗	19
今後の見通し	20
1. 2019 年 3 月期通期見通し	20
2. セグメント別動向	21
株主還元策	24
ESG への取り組み	25

■ 要約

『2025 長期経営計画』は順調な滑り出し。 能力増強や競争力強化の取り組みが着実に進捗

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、現在の三井化学株式会社となった。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。

1. 2018 年 3 月期は 4 セグメントすべてで全般的に収益が拡大し、増収増益で着地

同社の 2018 年 3 月期決算は、売上高 1,328,526 百万円（前期比 9.6% 増）、営業利益 103,491 百万円（同 1.3% 増）と増収増益となった。売上高は成長 3 領域と基盤素材の 4 事業すべてで需要拡大や市況上昇により増収となった。利益面では、数量差と交易条件のプラス寄与で固定費他のマイナス寄与をカバーし、営業利益以下の増益を実現した。固定費他のマイナス寄与は成長 3 領域それぞれでの積極的な研究開発費投入や基盤事業での大規模定修が要因だ。これらは将来の成長のための言わば必要経費とも言え、これを全社的な販売数量の増加でしっかりカバーした点で、利益の質の面でも好決算だったと弊社では考えている。

2. 『2025 長期経営計画』の取り組みは各事業セグメントで順調に進捗

同社は 2026 年 3 月期に売上高 2 兆円、営業利益 2,000 億円の達成を目指す『2025 長期経営計画』に取り組んでいる。初年度の 2018 年 3 月期は、業績において順調な滑り出しとなったが、成長に向けた諸々の取り組みも着実に進んでいる。モビリティではソリューション提案力向上に向けてアーク <7873> を連結子会社化したほか、能力増強投資にも取り組んだ。ヘルスケアでは歯科材料事業 Kulzer の減損処理を行い反転への基礎を固めた。フード & パッケージングでは農薬の新規 5 原体のうちの 2 つについて世界農薬大手とライセンス契約を締結した。基盤素材ではフル販売・フル稼働を達成して 300 億円超の営業利益を確保した。

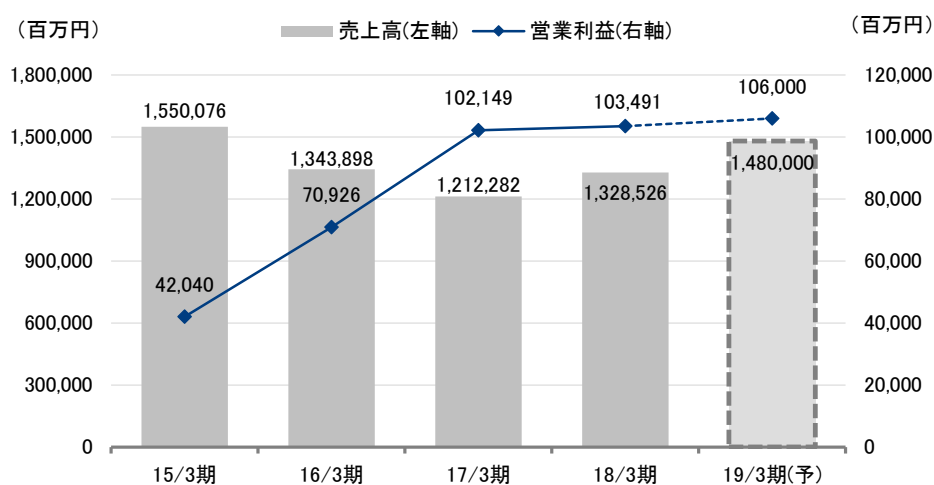
3. 2019 年 3 月期通期は販売数量の増加などにより、3 期連続最高益更新の見通し

2018 年 3 月期について同社は、売上高 1,480,000 百万円（前期比 11.4% 増）、営業利益 106,000 百万円（同 2.4% 増）と増収増益を予想している。達成されれば 3 期連続で最高益更新となる。営業増益の要因別内訳は、交易条件と固定費他のマイナス寄与を、数量差のプラス寄与で吸収して増益というものだ。前期に引き続いて数量差が増益のメインエンジンとなっていることは、同社の想定通りの展開が続いていることを示唆していると言えるだろう。弊社では基盤素材の利益見通しがやや控え目だと考えているが、まずは進捗を見守りたい。2019 年 3 月期はアークとの実体的な協業の進捗度合いと、Kulzer の業績回復・反転の状況が注目ポイントだと考えている。

Key Points

- ・ 2025 長期経営計画初年度の 2018 年 3 月期は順調な滑り出し。販売数量の拡大で利益の質の面でも狙いどおりに推移
- ・ 2019 年 3 月期は各セグメントとも、実現可能性の高い業績予想とみる
- ・ アークの子会社化でトータルソリューション提案力がアップ。両社の実体的な協業の進展に注目

業績の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業の概要

総合化学企業として幅広い製品ラインナップを誇る。
“市場”の視点で分類した 4 セグメントで事業を展開

1. 全体像

同社は東洋高压工業（株）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、基盤素材の 4 セグメントで事業を展開している。このセグメント分類は市場に視点を置いたものとなっている。市場が同じ、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いう判断が働いたと思われる。

自動車・ICT 関連領域で多様な製品をグローバル展開。 ソリューション提案力の強化に注力中

2. モビリティ

モビリティは自動車を中心にあらゆる移動手段を「モビリティ」と定義し、その領域を対象とする事業・製品の集合体だ。世界・アジア市場で高シェアを有して高い存在感を示す製品が多いのが特徴だ。モビリティは、エラストマー、機能性コンパウンド、海外 PP コンパウンド、機能性ポリマーの 4 つで構成されている。自動車業界への拡販では、開発段階から関与することが非常に重要になってくる。そのためにはソリューション提案力が不可欠だ。その具体的なアクションとして自動車業界への開発支援で強みを持つアークを 2018 年 1 月に子会社化するとともに、実効的に機能させるための新組織として「ソリューション事業管理室」を 2018 年 4 月にスタートさせた。

製品群別売上構成比は、海外 PP（ポリプロピレン）コンパウンドが最も大きく、エラストマー、機能性コンパウンド、機能性ポリマーと続く。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、それは基盤素材セグメントに属している）。

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 α-オレフィンコポリマー	プライムポリプロ® タフマー®	軽量・耐衝撃性・ デザイン性	世界 No.2 アジア No.1
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	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：会社資料よりフィスコ作成

売上高の地域別内訳は、北米が 40% と最も多くなっているが、日本、中国、アジアを合計したアジア全体で 50% を占めている。機能性コンパウンドやエラスト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、現状は欧州の構成比が相対的に低いが、今後は次第に上昇してくるとみられる。同社は 2018 年 5 月に、オランダ国内に年産 3 万トンの PP コンパウンド工場の建設を発表した（2020 年 6 月稼働予定）。これは同社にとっての初の欧州自社工場となるが、これを第 1 歩として今後も欧州域での事業強化に取り組んで行くと予想される（詳細は後述）。

事業の概要

モビリティの製品群別・地域別売上構成比（2017 年 3 月期実績）

2017 年 3 月期			
製品群別内訳		地域別内訳	
エラストマー	26%	日本	18%
機能性コンパウンド	16%	中国	14%
海外 PP コンパウンド	47%	アジア	18%
機能性ポリマー	8%	アメリカ	40%
その他	3%	欧州	9%
		その他	1%
合計	100%	合計	100%

出所：アニュアルレポートよりフィスコ作成

ビジョンケア材料、不織布、歯科材料の 3 つの事業ドメインで構成。 高機能・高シェア製品を数多く抱えてグローバルに展開

3. ヘルスケア

同社のヘルスケアは、製品別ではビジョンケア材料、不織布、歯科材料の 3 つの事業ドメインが中核となっており、これらの 3 製品群合計でヘルスケア事業セグメント売上高の約 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、歯科材料は歯科治療市場、という対応関係にある。

ヘルスケアセグメントも高シェアを握る製品が多いことが特徴だ。ビジョンケア材料はメガネのプラスチックレンズ材料だが、世界シェア 45% を占めている。不織布では同社は日本メーカー製プレミアム紙おむつ向けに的を絞って展開しており、そこでは 50% のシェアを有している。歯科材料では、同社は国内の歯科用接着剤市場で高シェアを獲得してきたが、2013 年には米 DENTCA（デンカ）と世界第 6 位の独 Heraeus Kulzer を相次いで買収し歯科材料市場に本格進出した。2017 年からはブランドを Kulzer に改めグローバルに展開している。2018 年 4 月にはデジタル化への対応力強化を目的に米国の 3D プリンタメーカー B9Creations（以下、B9C）の株式を取得（30.74%）した（詳細は後述）。

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取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 Kulzer が北米と欧州を中心に世界 6 位のシェアを有しており、これをベースとしてアジア市場でのシェア拡大に取り組んでいる。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。

事業の概要

ヘルスケアの製品群別・地域別売上構成比（2017 年 3 月期実績）

製品群別内訳		地域別内訳	
2017 年 3 月期			
ビジョンケア・パーソナルケア・歯科材料	65%	日本	37%
不織布	23%	中国	11%
その他	12%	アジア	19%
		アメリカ	13%
		欧州	20%
合計	100%	合計	100%

出所：アニュアルレポートよりフィスコ作成

“フィルム・シート”、“コーティング・機能材”、“農薬”の 3つの製品群で、第一次産業から半導体産業まで、 産業界を幅広くカバー

4. フード & パッケージング

フード & パッケージングはコーティング・機能材、機能性フィルム・シート及び農業化学品（農薬）の3つのサブセグメントに分かれている。コーティング・機能材はコーティング材、接着剤、シーラント材、エラストマーなどで、自動車や食品パッケージ、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。

機能性フィルム・シートは、同社の有する高機能のポリオレフィン系合成樹脂の技術と、それをフィルムやシートに加工する技術及び接着剤の技術とを組み合わせ、包装用と産業用の2つの市場に製品を供給している。包装用についてはレトルト食品やシャンプーや液体洗剤の詰め替え用パックの容器などで目にすることができる。産業用では半導体・電子部品の製造工程用フィルムなどが典型的な製品だ。

農業化学品は農薬が中心で殺虫剤・殺菌剤・除草剤・生活環境薬剤を展開している。現状は国内市場向けが3分の2となっているが、今後上市予定の新剤では海外市場の開拓も積極的に行っていく方針で、現地ニーズに合致した製品の市場投入に向けて、拠点整備や現地パートナー企業との提携などを継続的に進めている。

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。しかし、今後はアジアを中心に海外比率が高まる見通しだ。機能性フィルム・シートでは包装用、産業用ともにアジア地域の需要拡大を成長エンジンと位置付けていることや、農薬の新規薬剤では海外の大手農薬メーカーと提携して世界展開していく方針であることが背景にある。

事業の概要

フード & パッケージングの製品群別・地域別売上構成比（2017 年 3 月期実績）

2017 年 3 月期			
製品群別内訳		地域別内訳	
コーティング・機能材	33%	日本	69%
機能性フィルム・シート	43%	中国	6%
農業化学品	24%	アジア	17%
		アメリカ	5%
		欧州	3%
合計	100%	合計	100%

出所：アニュアルレポートよりフィスコ作成

高付加価値製品シフトで安定市場である国内で優先的に販売し、石油化学コンビナートの安定的高稼働を実現

5. 基盤素材事業

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・化学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げが立つが、同社は 4 つのサブセグメントで管理している。

基盤素材事業では、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。PE と PP を総称してポリオレフィンと言う。同社のポリオレフィンは優れた触媒技術に基づく高付加価値グレードの構成比が高い点に特長がある。川下のプロセスでは、ポリオレフィン以外にも、フェノール等の数多くの誘導品が生産・販売され、基礎化学品セグメントを構成している。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現状では日本が 80% 近くを占めている。基盤素材事業では“地産地消”によって設備稼働率を高く維持することを目指している。同社は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おり、それぞれの地域で“地産地消”を進めている。

事業の概要

基盤素材の製品群別・地域別売上構成比（2017 年 3 月期実績）

2017 年 3 月期			
製品群別内訳		地域別内訳	
石化原料、ライセンス	27%	日本	78%
ポリオレフィン	35%	中国	9%
基礎化学品	33%	アジア	10%
ポリウレタン	5%	アメリカ	1%
		欧州	1%
		その他	1%
合計	100%	合計	100%

出所：アニュアルレポートよりフィスコ作成

業績の動向

成長 3 領域と基盤素材で全般的に収益が拡大し、増収増益で着地

1. 2018 年 3 月期決算の概要

同社の 2018 年 3 月期決算は、売上高 1,328,526 百万円（前期比 9.6% 増）、営業利益 103,491 百万円（同 1.3% 増）、経常利益 110,205 百万円（同 13.4% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 71,585 百万円（同 10.4% 増）と、増収増益で着地した。

同社は四半期決算毎に通期見通しを上方修正したが、第 3 四半期時点での修正予想に対しては、売上高と営業利益が若干未達となったものの、経常利益は上回った。また、親会社株主に帰属する当期純利益は、特別損失により未達幅が拡大したが、前期比では増益を確保した。

2018 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

	17/3 期			18/3 期					
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 実績	下期 実績	通期			
						3Q 時予想	実績	前期比 伸び率	3Q 時予想比 伸び率
売上高	568,727	643,555	1,212,282	620,855	707,671	1,365,000	1,328,526	9.6%	-2.7%
営業利益	45,368	56,781	102,149	48,247	55,244	105,000	103,491	1.3%	-1.4%
売上高営業利益率	8.0%	8.8%	8.4%	7.8%	7.8%	7.7%	7.8%	-	-
経常利益	41,902	55,294	97,196	49,944	60,261	108,000	110,205	13.4%	2.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	27,767	37,072	64,839	38,184	33,401	78,000	71,585	10.4%	-8.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

売上高についてはモビリティ以下の成長 3 領域において、全般に需要が堅調に推移し、3 領域共に前期比増収を確保した。また基盤素材セグメントも、国内の堅調な需要や一部の低迷していた化学品の海外市況回復などにより増収となった。

利益面では、営業利益が前期比 14 億円の増益となったが、これを数量差、交易条件、固定費他の 3 要因に分解すると、数量差が 91 億円の増益要因、交易条件が 20 億円の増益要因、固定費他が 97 億円の減益要因という内訳となる。数量差については、各セグメントにおいて全般に需要が好調だったことが寄与した。交易条件については、原料（原油、ナフサ等）価格上昇や為替レートの円安進行という環境のなか、それに対する利益変動性によってセグメント間で明暗が分かれたものの、全社ベースではプラス影響となった。固定費他については、積極的な研究開発費の投入やプラントの大規模定修の費用により、マイナス影響となった。

経常利益の増益率が営業利益のそれを上回ったのは、営業外収益において持分法投資利益が 2017 年 3 月期の 208 百万円から 2018 年 3 月期は 7,063 百万円に大きく改善したことが大きな要因を占めている。また、金融収支の改善や受取保険金なども営業外収益を押し上げた。

特別損益においては、第 4 四半期に約 150 億円の減損損失を特別損失に計上した。このうち約 143 億円は、2014 年 3 月期に実施した歯科材料事業を担う Kulzer の買収にかかるのれん等の無形資産だ。こうした一時的要因をこなし、親会社株主に帰属する当期純利益は、前期比 10.4% 増と 2 ケタ増益を確保した。

各セグメントとも堅調な需要により販売数量を順調に拡大。 その一方で、成長投資も着実に実施

2. セグメント別動向

セグメント別売上高・営業利益の増減分析

(単位：億円)

	売上高					営業利益						
	17/3 期	18/3 期	増減額	増減内訳		17/3 期	18/3 期	増減額	増減内訳			
				数量差	価格差				数量差	交易条件	固定費他	
モビリティ	2,933	3,310	377	228	149	407	423	16	34	18	-36	
ヘルスケア	1,342	1,391	49	43	6	101	108	7	20	4	-17	
フード&パッケージング	1,825	1,958	133	78	55	206	199	-7	39	-21	-25	
基盤素材	5,656	6,377	721	134	587	385	389	4	-2	19	-13	
その他	367	249	-118	-	-118	-78	-84	-6	-	-	-6	
合計	12,123	13,285	1,162	483	679	1,021	1,035	14	91	20	-97	

出所：決算短信よりフィスコ作成

(1) モビリティ

モビリティは売上高 3,310 億円(前期比 377 億円増)、営業利益 423 億円(同 16 億円増)と増収増益で着地した。売上高増収の内訳は、数量差が 228 億円、価格差が 149 億円だった。エラストマーや海外 PP コンパウンド、機能性コンパウンドは、自動車生産がグローバルで堅調だったことで販売を伸ばした。機能性ポリマーは ICT (情報通信技術) 関連用途を中心に販売が伸長した。

業績の動向

利益面では、増収を反映して数量差がプラスとなったほか、為替が前期比円安で推移したことで交易条件もプラス寄与となった。固定費他については研究開発費の積極的な投入により、マイナス寄与となり、セグメントの営業利益は前期比 16 億円の増益となった。

同社は 2018 年 1 月にアークを子会社化した。アークは自動車向けを中心に開発支援サービス(デザイン、設計・解析、試作・評価等をトータルでサポート)を提供する国内最大手企業であることに鑑み、同社の事業をソリューション事業としてモビリティの中に取り込んだ。アークの連結は第 4 四半期途中からであり、2018 年 3 月期は若干のプラス寄与となった。

(2) ヘルスケア

ヘルスケアは売上高 1,391 億円(前期比 49 億円増)、営業利益 108 億円(同 7 億円増)と、増収増益で着地した。増収の内訳は数量差が 43 億円、価格差が 6 億円となった。これはヘルスケアの製品は川下に近い製品が多いことを反映している。製品分野別では、ビジョンケア材料は世界トップシェアを有することもあり、堅調に推移した。不織布はプレミアム紙おむつの需要増大を背景に売上げを伸ばした。歯科材料は主としてドイツで販売が減少した。

利益面では、ビジョンケア材料と不織布の販売増で数量差がプラスとなった。交易条件は、不織布で原料価格上昇の影響があったものの、ビジョンケア材料や歯科材料は堅調に推移し、トータルではプラス影響となった。固定費他は研究開発費などによりマイナス影響となった。これらの結果、営業利益は 7 億円の増益となった。

(3) フード & パッケージング

フード & パッケージングは売上高 1,958 億円(前期比 133 億円増)、営業利益 199 億円(同 7 億円減)と、増収減益となった。増収の内訳は数量差が 78 億円、価格差が 55 億円だった。コーティング・機能材は様々な工業用途向けに販売を伸ばした。機能性フィルム・シートは、包装用フィルムが食品用高機能分野に、産業用フィルム・シートが電子材料用などに堅調に伸びた。農業は海外を中心に販売が堅調に推移した。

利益面では、全般に販売数量を伸ばしたことを反映して数量差はプラス寄与となった。しかしながら、コーティング・機能材や機能性フィルム・シートが原料価格上昇の影響を受け、交易条件はマイナス寄与となった。固定費他は研究開発費の投入でマイナス寄与となった。これらの結果、営業利益は前期比 7 億円の減益となった。

(4) 基盤素材

基盤素材は、売上高 6,377 億円(前期比 721 億円増)、営業利益 389 億円(同 4 億円増)と、増収増益となった。増収の内訳は数量差 134 億円、価格差 587 億円となった。価格差が拡大したのは、原料ナフサの上昇により一部製品が値上がりしたことや、一部化学品の海外市況上昇による。同社は国内の石化プラントで生産する製品の約 80% を国内で消費・販売しているが、堅調な国内需要を背景に主力製品のポリエチレンやポリブレンが販売を伸ばした。この結果、ナフサクラッカーの稼働率も前期並みの高水準を維持した。

利益面では、数量差は大規模定修によりマイナス寄与となったが、交易条件は市況の改善により大幅なプラス寄与となった。固定費他は市原工場の大規模定修の費用増によりマイナス寄与となった。製品別では、主力化学品の 1 つであるフェノールが、海外市況の上昇と事業構造改革の効果で損益が好転した。これらの結果、営業利益は前期比 4 億円の増益となった。

■ 中長期成長戦略と進捗状況

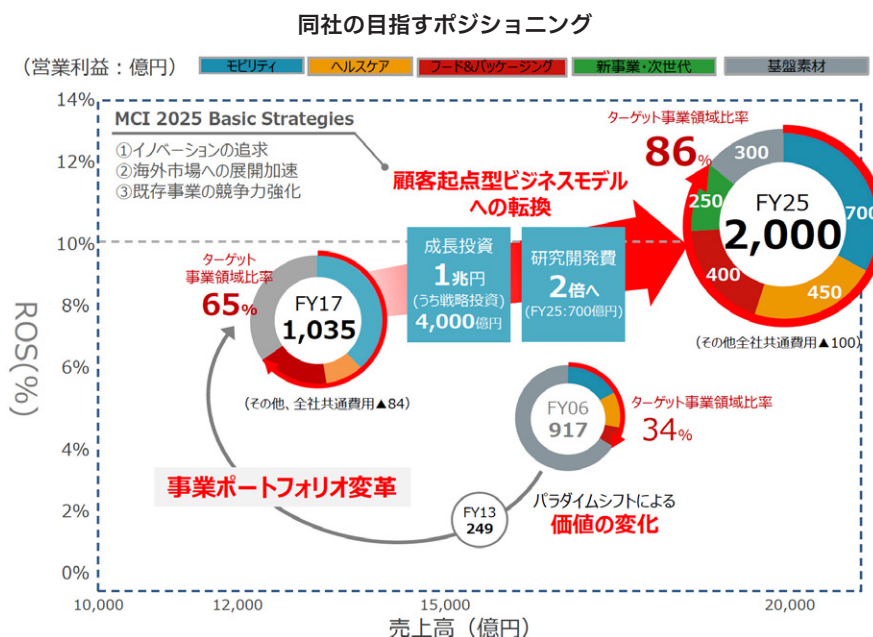
初年度の 2018 年 3 月期は順調な滑り出し。利益の質的な面でも、販売数量増が増益の中核を形成しており、狙いどおりに進捗

1.『2025 長期経営計画』の概要と進捗状況

同社は 2018 年 3 月期から“2025 長期経営計画”への取り組みを開始した。これは 2026 年 3 月期をゴールとする長期経営計画で、1) イノベーションの追求、2) 海外市場への展開加速、3) 既存事業の競争力強化、の 3 つの基本戦略から成る。その着実な実行を通じて長期にわたる持続的な成長の実現を目指している。

2025 長期経営計画では、売上高 2 兆円、営業利益 2,000 億円、売上高営業利益率 10% というのが収益面での目標値となっている。一方財務面では、ROE10% 以上、ネット・デット / エクイティ比率 0.8 倍以下の達成を目指している。途中経過となる業績計画については、毎年、向こう 3 ヶ年の業績計画をローリング（見直し）して発表する方針だ。

同社はまた、2025 長期経営計画で目指す姿として、モビリティ、ヘルスケア、フード & パッケージングの 3 セグメントに新事業・次世代事業を加えた“ターゲット事業領域”で全社の利益の 80% 以上を稼ぎ出すことを目指している。一方、基盤素材は、市況サイクルをまたいで 300 億円前後の営業利益を安定的に確保することを目標に掲げている。かつての同社は石化製品市況に収益が左右されやすい体質だったが、企業統合や各種施策を経て、現在では収益安定性が大きく改善している。“300 億円”という数値は、市況産業である基盤素材に対する自信の表れであると同時に、同社自身が緊張感をもって事業に臨むための戒めでもあると弊社ではみている。

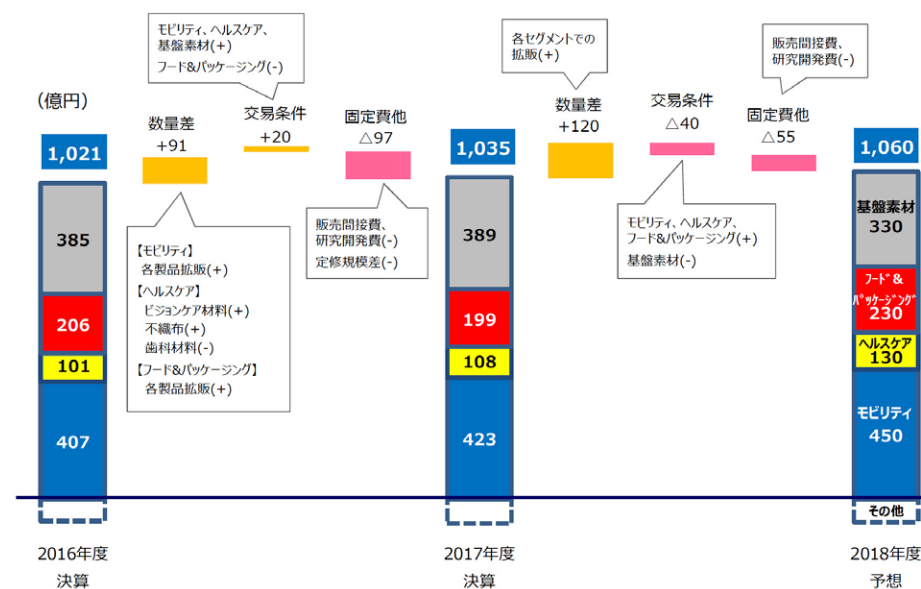


中長期成長戦略と進捗状況

初年度に当たる 2018 年 3 月期の業績は前述のとおりだ。売上高、利益が期初計画を上回って長期計画達成への順調な滑り出しとなっただけでなく、ROE（2018 年 3 月期 14.9%）やネット D/E（2018 年 3 月期末 0.75 倍）などは、長期計画で掲げる水準をもクリアした。

収益の質という点でも、同社の目指すところが想定どおりに実現できたと弊社では分析している。セグメント別の増減益の詳細は前述のとおりだが、弊社が最も注目するのは、全社ベースの営業利益増減分析だ。2018 年 3 月期は数量差による増益効果として 91 億円を達成している。2019 年 3 月期見通しについても数量差による増益要因を 120 億円と見込んでいる。このように、数量差による増益を年間 100 億円前後確保するということが、同社の収益成長シナリオの中核であり、これを安定的に継続していくことができるかが、最も注目すべきポイントだと考えている。

営業利益の増減分析



数量差を利益成長のメインエンジンと位置付ける理由は、外部環境の変化はあっても自社努力（コスト競争力、新商品開発力など）で切り拓いていける領域であり、同社はそうした製品を数多く有していることが理由だ。取引条件は外部環境（原油市況や化学品市況など）の変化によってプラス・マイナス双方の影響が避けられないが、同社はここについては影響度合いを最小化することに注力しており、これをメインの利益成長源とは位置付けていない。固定費他については、研究開発費や大規模定修などが主な内容であり、成長のための必要経費とも言える。これらはコントロール可能である（すなわち、これを削れば利益増につなげられる）が、同社は目先の利益よりも将来の成長のために積極的に投入している状況にある。

詳細は後述するが、同社は 2018 年 3 月期において、各セグメントで様々な設備投資や研究開発を行った。現状の同社は、「販売数量（及び利益）の拡大⇒研究開発投資・生産設備拡充⇒販売数量（及び利益）の拡大⇒」という正のスパイラルができていく状況にあり、足元の好業績の再現性が着実に高まりつつある状況にあると弊社では考えている。

アークの子会社化でトータルソリューション提案力がアップ。 PP や機能性コンパウンド等でも能力増強を着実に実施

2. モビリティの成長戦略と進捗状況

(1) モビリティの長期目標と成長戦略

モビリティは 2026 年 3 月期において営業利益 700 億円の獲得を目標としている。このセグメントの特長は幅広い製品ラインナップや世界市場をリードする高シェア製品が多いことなどだ。成長機会としては自動車の軽量化ニーズ、安全性・快適性ニーズ、市場の成長スピードの地域差などがある。同社は車載カメラレンズ材や金属樹脂一体成型品など、新たな製品の開発を進めており、成長機会をもたらす様々なニーズに適切に対応し、成長につなげる考えだ。

(2) 最近の進捗状況と今後の見通し

a) アーク買収と開発支援のソリューション事業

同社は 2018 年 1 月に東証 1 部上場のアークの株式を TOB により取得し、連結子会社化した。アークは自動車向けを中心に開発支援を提供する国内最大手企業で、デザイン、設計、解析、試作までトータルでサポートしている。海外に 20 拠点を擁し、北米やアジアでは主として日系 OEM の開発をしているが、欧州では欧州系 OEM にトータルソリューションを提供し、売上高の 60% を欧州向けが占めている点が特徴的だ。収益規模は連結売上高 447 億円、連結営業利益 17 億円（2018 年 3 月期）となっている。

アークの子会社化の狙いは明確だ。同社自身は PP コンパウンドを初めとして様々な材料を供給している。自動車業界はとりわけ、開発段階から完成車メーカーや一次部品メーカーに関与していくことがビジネス拡大に不可欠とされる。関与するためにはソリューション提案力が必須となる。その強化に向けて同社は金型メーカーの共和工業（株）を子会社化した（2014 年 9 月）。アークの子会社化により、これまでよりも包括的に、材料から設計、金型、試作までトータルソリューションをグローバルに展開することが可能になった。同社はアーク子会社化によるシナジー効果を、2026 年 3 月期時点で 30 億円から 50 億円としているが、それ以上を狙えるポテンシャルは十分あると弊社ではみている。

アークとの協業による自動車向けトータルソリューションのイメージ

材料・設計・金型・試作のトータルソリューションをグローバルに提供

*MDC : Mobility Development Center



ソリューション戦略実行のためのパーツが整う



- ✓トータルソリューション機能を活用し、部品の樹脂化促進による材料事業拡大
- ✓材料まで踏み込んだ高付加価値な開発支援サービスの提供
- ✓両社顧客ネットワークとグローバル拠点活用による両社事業拡大
- ✓相互拠点を活用した金型・試作事業拡大

出所：経営概況説明会資料より掲載

b) 海外 PP コンパウンド事業

PP コンパウンドについては同社が検討を続けてきた欧州現地生産について、オランダでの年産 3 万トンプラントの建設を発表した(2018 年 5 月 30 日付)。投資額は約 50 億円で、2020 年 6 月の稼働予定とされている。

弊社ではこの新工場についてはスムーズに立ち上がると考えている。同社は既に欧州域内の現地メーカーを顧客として有し、PP コンパウンドを供給している。自社工場稼働後は購入品から自社品への切り替えとなるが、これ自体には大きなハードルはないとみている。今回のオランダ工場は、同社の欧州での初めての自社工場であり欧州強化策の第 1 歩となる。欧州の市場規模と、同社の業容にはギャップが大きいと、今後も同社が欧州での強化を図っていくと弊社ではみている。

PP コンパウンド関連では、長繊維ガラス強化 PP である“モストロン®-L”の世界展開にも取り組んでいる。モストロン®-LはPPというプラスチック樹脂と長繊維ガラス繊維を複合化することで金属代替を狙う素材だ。軽量化や塗装レス、部品点数削減、デザイン性向上などの利点があり、SUV のバックドアなどで採用が進みつつある。日本においては姉崎工場に 2019 年 9 月稼働予定で年産 3,500 トンのプラントを建設する予定だ。これに加えて米国と中国でも生産拠点の設置を検討しており、全世界で年産 1 万トン体制の確立を当面の目標としている。

c) “ミラストマー®” (機能性コンパウンド事業)

ミラストマー®は、オレフィン系熱可塑性エラストマーの同社の商品名で、自動車の内装表皮材に主として使用されている。アジアで第2位、世界で第3位のシェアを誇っている。同社は2017年12月に旭化成<3407>からTPS事業を買収した。TPSはスチレン系熱可塑性エラストマーで、物資としてはミラストマー®の近隣に位置するものだ。使用領域は同じ自動車内装であるが、ドアグリップなどミラストマー®と異なる部位で使用されており、両者は補完関係にある。TPSの買収で自動車内装材の提案力及び商品ラインナップが強化されたことになり、シナジーを追求してミラストマー®の一段の拡販を目指すことになる。

ミラストマー®ではまた、北米（オハイオ）での新拠点設置計画が公表されている。これは2019年10月の稼働を目指して年産6,000トンプラントを立ち上げるもので、これが稼働するとグローバル能力は年産51,000トンとなる。ミラストマー®への潜在需要は強く、2021年3月期までにさらに年産60,000トン体制に引き上げることも計画している。

d) 車載用リチウムイオン電池 (LIB) 関連製品

同社は車載用LIB向け材料を複数展開しており、それぞれ同社特有の強み・特長を生かし、販売を伸ばしている。電解液については、2017年中に名古屋（4月）と中国・寧波（11月）に、それぞれ年産5,000トンの生産体制を確立し、現在順調に稼働している。航続距離と電池消費性能に優れた添加剤技術が強みで、日本と中国で採用が拡大している。セパレーター分野では、同社はセパレーター用材料として超高分子ポリエチレン「ハイゼックスミリオン®」を供給している。こちらも需要拡大に対応して、2019年3月期中に15%の能力増強を行い年産8,500トン体制とする計画だ。LIB分野では他に、熱暴走抑制材のSTOBA®を使用した部材を開発し、本格的な事業拡大を急ぐほか、LIBパッケージ用材料として、ポリメタック®（金属樹脂一体成型技術）やプライムポリプロ®、アドマー®等の各種接着材料の拡販を目指している。

歯科材料は事業構造改革の終了で反転攻勢へ。 ビジョンケア材料と不織布は順調な拡大が続く

3. ヘルスケアの成長戦略と進捗状況

(1) ヘルスケアの長期目標と成長戦略

ヘルスケアでは2026年3月期の営業利益目標を450億円（他にヘルスケア領域の新事業からの利益）としている。ヘルスケアは3つの事業ドメインそれぞれの事業モデルが異なるが、需要が成長を続けていること、同社の技術的優位性を発揮できること、高シェアを握っていること、などの共通点がある。これら同社の特長・強みと、需要に応じた適切な能力増強及び新製品開発の実行によって、2026年3月期目標の達成を目指す方針だ。

(2) 最近の進捗状況と今後の見通し

a) 歯科材料事業

前述のように、2018 年 3 月期において、2014 年 3 月期に実施した歯科材料事業を担う Kulzer の買収にかかるのれん代等の無形資産について減損処理を行った。これによって Kulzer の負の側面はほぼ解消され、あとは攻めるだけという状況となった。Kulzer は歯科材料全般を手掛けるが、この業界ではデジタル化という大きな潮流がある。デジタル化とは義歯などの歯科技工物の製作において歯科技工士による手作業から 3D プリンタ等デジタル機器による作製への転換の動きを言う。またデジタル化というなかにおいても、大型デジタル機器から小型デジタル機器へという潮流がある。Kulzer は小型デジタル化という点で出遅れていたが、追い上げ体制が整いつつある。

歯科技工物のデジタル製作プロセスは、データ取得、データ設計、作製の 3 つのステップをたどる。このうちデータ取得とデータ設計については、3D スキャナやソフトウェアの開発が完了している。2018 年 3 月期は作製段階において、小型 3D プリンタの開発に注力してきた。これについて Kulzer は米国の 3D プリンタメーカーの B9C と機器の共同開発を行っているが、そのスピードアップと関係強化を狙って同社が B9C の株式を 30.74% 取得した（2018 年 4 月）。また同社は、3D プリンタ用レジンインクと 1,000 超のレシピを開発済みだ。これらの結果、材料、機器、デンタル分野での知見がすべてそろい、今後はデジタルワークフローのトータルソリューション展開を加速させる考えだ。

歯科材料分野でのデジタルワークフローと同社グループの対応状況



出所：経営概況説明会資料より掲載

b) 不織布事業

同社はプレミアム紙おむつ市場向けに高機能不織布を展開している。直近の動きとしては、名古屋工場に 15,000 トン / 年の設備を新設したほか、四日市工場ではギャザー部分に使用される柔軟伸縮不織布の能力を 6,000 トン / 年増強した（いずれも 2019 年 3 月期稼働）。これらの結果、グローバル生産能力は約 20% 増加し、足元では 115,000 トン / 年に達している。

同社はまた、中空糸を使用した軽量・柔軟・高強度の不織布エアリファ®の量産体制確立に注力している。国内では 2017 年 5 月までに量産体制を確立し、市場投入をスタートした。エアリファ®も需要家立地での展開を計画しており、今後はタイと中国での量産体制の確立を急ぐ方針だ。

c) ビジョンケア材料

同社はプラスチックメガネレンズモノマーで世界シェア 45% を握るトップ企業だ。この市場は年率 4% で安定成長が続いている。直近の進捗では、ワンタッチで遠近を瞬時に切り替えられる次世代アイウェア Touch Focus™ を 2018 年 2 月に販売開始したことが挙げられる。Touch Focus™ は、フレームのタッチセンサーで液晶レンズを作動させ、遠近の切り替えを行うものだ。メーカー希望小売価格は 1 本 25 万円（税別）で、7 店舗で販売がスタートした。2019 年 3 月期までに販売拠点を 100 店舗に拡大することを目標としている。中期的には 2023 年 3 月期において、年間 5 万本の販売を目指すとしている。

世界的農薬大手企業との提携が相次ぎ決定

4. フード & パッケージングの成長戦略と進捗状況

(1) フード & パッケージングの長期目標と成長戦略

フード & パッケージングでは 2026 年 3 月期の営業利益目標を 400 億円（ほかにフード & パッケージング領域の新事業からの利益）としている。フード & パッケージングのうちコーティング・機能材や機能性フィルム・シートは、同社が強みを持つイソシアネート・チェーンから生み出されるコーティング材や接着剤の製品・技術と、同様に強みを持つ高機能ポリオレフィン樹脂及びそのフィルム化技術から成り立つ。

コーティング・機能材は原材料として販売されるため、用途・需要先が非常に幅広い。マーケットインと呼ばれる顧客の製品開発段階から入り込む形で市場を開拓し、安定成長を目指す方針だ。

機能性フィルム・シートは包装用と産業用の 2 つに大別できる。包装用では、生活水準向上や食品加工業の発展に伴い、アジアでの需要拡大が見込まれている。同社は生産・マーケティング・サポートの各拠点をアジア各地に設けて成長機会の着実な取り込みに努めている。

(2) 最近の進捗状況と今後の見通し

a) 農薬事業

2018 年 3 月期に最も顕著な進捗があったのは、農薬事業だ。同社は次世代の収益成長を担うと期待される新規 5 原体をパイプラインとして保有しており、そのうち最初の殺菌剤をトルプロカルブとして 2016 年に上市し、また、水稻用除草剤のシクロピリモレートの登録申請を行った。2018 年 3 月期中には、殺虫剤プロフラニリドについてドイツ・BASF と長期商業化契約を締結し、殺菌剤キノフメリンについてはドイツ・バイエルとグローバルライセンス契約を締結した。BASF とバイエルはともに世界 4 大農薬メーカーの一角を占めるワールドメジャー企業であり、これらに対して同社の農薬原体を導出できたことの意義は極めて大きいと弊社では考えている。

中長期成長戦略と進捗状況

新規農薬 5 原体の進捗状況

薬剤名	種類	対象作物・害虫	現在の進捗状況
トルブロカルブ	殺菌剤	水稻	水稻用殺菌剤として 2016 年 3 月期第 4 四半期より国内販売を開始
シクロピリモレート	除草剤	水稻	水稻用除草剤として登録申請済み
プロフラニリド	殺虫剤	葉菜類、豆類、 トウモロコシ等、 生活環境の害虫	2017 年 12 月に BASF と長期商業化契約を締結。2014 年 6 月に締結したグローバルライセンス契約に続くもの。三井化学アグロ（株）が日本・アジア、BASF が欧米の販売権。各国の登録申請を順次実施中。
キノフメリン	殺菌剤	果樹類、果菜類、 ナタネ、水稻等	2018 年 2 月にバイエルとグローバルライセンス契約を締結。三井化学アグロが日本・アジア、バイエルは欧米をそれぞれ独占的に販売し、南米等は両社が独自に製剤を開発・マーケティングする内容。2020 年の日本での登録申請を皮切りに順次各国で登録申請予定。
-	動物薬 (殺虫剤)	-	ベット用を中心とする、ダニ、ノミ駆除剤。現在順調に開発中

出所：会社資料よりフィスコ作成

農薬については販売面でもグローバル展開を見据えて、世界各地の現地パートナー企業との提携などを進めている。これまでに、ブラジル、ベトナム、タイ、インド、ベルギーの現地企業に出資してきたが、2017 年 8 月にはインドネシアの PT Agriculture Construction (Agricon) の株式を 30% 取得した。Agricon とは 2009 年の殺菌剤フルスルファミドの上市以来、販売面で良い関係を築いており、今後の展開を見据えて一段踏み込んだ形だ。

こうしたグローバル展開の結果として、同社は 2023 年 3 月期の農薬売上高を 1,000 億円に引き上げ、国内外の売上比率を 50：50 とする計画だ。足元の状況（2017 年 3 月期実績では売上高は約 450 億円で、大部分が国内売上）から大きく様変わりすることになる。このようなダイナミックな変化が想定される同業他社は現状では見当たらない。

b) イクロステープ™（機能性フィルム・シート事業）

イクロステープ™ は産業向けの代表的製品であり、半導体製造工程で使用されている。現状は名古屋工場に 2 ラインを有するが、需要拡大を受け、台湾の高雄に新工場を建設することを決定している。380 万㎡/年（ただし銘柄構成で能力は変動する）の能力を有する 1 ラインが 2019 年 9 月に稼働する予定だ。台湾新工場が稼働すれば供給能力は現行の 1.5 倍となり、年 6% 以上のペースで拡大を続ける需要に対して十分対応できることになる。これまでの進捗としては、2017 年 11 月に台湾工場のための新会社が設立された後、2018 年 5 月に起工式が挙行されて建設がスタートしたところだ。

販売数量を着実に伸ばして高稼働率を維持。 今後は海外大型事業の収益貢献や、能力増強の動きにも注目

5. 基盤素材の事業ビジョンと進捗状況

(1) 基盤素材の使命と事業ビジョン

基盤素材の事業ビジョンは競争力の強化と収益安定性の増大だ。同事業は石化製品・化学品の外販が事業の柱であるが、同時に、同社のほかのセグメントに対して様々な種類の素材を提供するという重要な役割があり、この部分での競争力なしには同社の成長戦略は成り立たない。製品の対外販売では、川上に位置するという事業の性質上、原料ナフサ価格や石化製品・化学品市況（特に海外市況）の影響を受けて業績が変動しやすい特性がある。収益変動性を低下させ、安定的に一定水準の利益を確保することが同事業の最大の使命といえる。

基盤素材では 2026 年 3 月期の営業利益目標を 300 億円としているが、これは市況サイクルの谷間においても確保するベースとしての利益であり、状況次第ではこれ以上の利益を目指すだろうし、また、十分可能だろう。

(2) 最近の進捗状況と今後の見通し

基盤素材の最重点課題である競争力強化と収益安定についての取り組みは、これまで着実に進捗している。キーワードは 1) ナフサクラッカーの高稼働率の維持、2) 地産地消、3) 高付加価値品シフト、の 3 点だ。同社は 2015 年の京葉エチレン（株）からの離脱を手始めにこれら 3 つのテーマに取り組んできた（この詳細については 2017 年 12 月 27 日付レポートを参照）。いずれのテーマもゴールのないものではあるが、これまでに 1 つの区切りをつけており、それが 2018 年 3 月期の堅調な業績に反映されたと言っている。

2018 年 3 月期の進捗としては、再構築 3 事業（フェノール、PTA/PET、ウレタン）がいずれも収益回復を果たした。またシンガポールのエポリユーTMなどの海外大型事業が収益拡大期に移行しつつあることも挙げられる。需要拡大への対応も進めており、韓国の MDI の能力増強を 2018 年 3 月までに完了したほか、同社が得意とする特長ある差別化製品（ハイドロキノンや半導体製造用ジシランガスなど）の能力拡大も検討されている状況だ。

基盤素材については、シェールリスクが当面の最大懸念要因とされている。シェールリスクとは、シェールオイル・ガス由来の石化原料（エチレン）の供給が増加することでエチレンの需給バランスが崩れ、世界的にエチレンプラントの設備稼働率低下が懸念されていることを言う。2018 年後半から 2019 年にかけてシェールリスクが顕在化するという見方がされてきた。

この点についての現状は、米国においてシェールガススペースのオレフィン（原料ガス。エチレンもオレフィン的一种）プラントが立ち上がりつつあるが、ポリオレフィン（いわゆるプラスチック樹脂）プラントの稼働が上がっていないため、エチレンに余剰感が出つつあるという状況のようだ。このエチレンがアジアに流入するとシェールリスクの顕在化につながるが、現状では輸送インフラが壁となってそうした状況には至っていない。足元では、シェール・リスクへの懸念は一旦和らいだ状況にあると弊社では考えている。

今後注視すべきは原油価格の動向だろう。原油価格が例えば 100 ドル / バレルを超えるような上昇となればアジア地域や日本でのナフサ価格が上昇し、米国とのエチレンの価格差が拡大することになる。それは輸送コストの壁が取り払われることにつながる。具体的に原油価格がどの水準になると対アジア輸出のトリガーが引かれるのかは一概には言えないが、今後注視しておきたい点と言える。

灌漑農業に省資源と高生産性をもたらす iCAST® の大規模評価試験がスタート

6. 次世代事業の進捗

同社は、ターゲット 3 領域の周辺・外縁分野において事業開発を加速させるために「次世代事業」という新たな事業ドメインを創り、事業化に取り組んでいる。エネルギーソリューションやメディカルソリューション等 4 つのテーマが挙げられているが、これに限定されるものではなく、今後も新たなシーズが生まれてくると期待される。計数目標としては、長期経営計画最終年度の 2026 年 3 月期において、営業利益 250 億円を目標としている（次世代事業と、ターゲット 3 領域における新事業からの営業利益の合計）。

2025 長期経営計画における次世代事業の施策

2017 年 3 月期営業利益	-
2026 年 3 月期営業利益目標	250 億円
テーマ	具体的事業
エネルギーソリューション	発電事業 太陽光発電診断事業
メディカルソリューション	細菌迅速検査システム（敗血症）
アグリソリューション	節資源型作物栽培システム（iCAST）
IoT ソリューション	圧電センサ 次世代ディスプレイ材料

出所：会社資料よりフィスコ作成

最近進捗があったものに、アグリソリューションの iCAST® がある。これは同社が開発した節資源型作物栽培システムで世界の灌漑農業地域での利用を見込んでいる。現状では、灌漑農業では点滴灌漑（全体の約 30%）やスプリンクラー（同約 60%）が使用されている。これらの弱点は水の利用効率が低いことや土壌劣化などだ。

同社の iCAST® は給液タンクと作物栽培チューブから成るが、ポイントは、作物の成長に必要な量だけの水分や栄養分、空気を吸収できる点だ。水を節約するだけでなく、適切な栄養管理によって収穫量の増加や品質向上が期待できる点が強みだ。これまでは実験室レベルの開発が続いていたが、2018 年 4 月から米国と豪州の大規模農家での評価実験がスタートした。食料不足や水不足は全世界の課題でもあるため、今後の評価結果が注目される。

■ 今後の見通し

各セグメントが引き続き販売数量を伸ばして費用増等を吸収し、3 期連続過去最高益更新を目指す

1. 2019 年 3 月期通期見通し

2018 年 3 月期について同社は、売上高 148,000 百万円（前期比 11.4% 増）、営業利益 106,000 百万円（同 2.4% 増）、経常利益 112,000 百万円（同 1.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 80,000 百万円（同 11.8% 増）と増収増益を予想している。この予想が達成されれば、3 期連続の過去最高益更新となる。

2019 年 3 月期通期見通しの概要

(単位：百万円)

	18/3 期			19/3 期					
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計		下期		通期	
				予想	前年同期比 伸び率	予想	前年同期比 伸び率	予想	前期比 伸び率
売上高	620,855	707,671	1,328,526	715,000	15.2%	765,000	8.1%	1,480,000	11.4%
営業利益	48,247	55,244	103,491	47,000	-2.6%	59,000	6.8%	106,000	2.4%
売上高営業利益率	7.8%	7.8%	7.8%	6.6%	-	7.7%	-	7.2%	-
経常利益	49,944	60,261	110,205	52,000	4.1%	60,000	-0.4%	112,000	1.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	38,184	33,401	71,585	36,000	-5.7%	44,000	31.7%	80,000	11.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

基本的な事業環境は 2018 年 3 月期から大きくは変わらないとみられる。グローバルの自動車生産台数を始め、同社の各製品がエキスポージャーを有する市場は全般に、着実な成長を続けるとみられる。また原油価格も、2018 年 3 月期は期首の 50 ドル / バレルの水準から期末の 60 ドル / バレル超の水準に上昇基調をたどったが、2019 年 3 月期は期初から 60 ドル / バレル台での推移となっている。こうした状況のなか同社は、2019 年 3 月期の国産ナフサの価格を 49,000 円 / kl（前期実績は 41,900 円 / kl）、為替レートを 105 円 / 米ドル（同 111 円 / 米ドル）を前提条件として、売上高予想 1,480,000 百万円を予想している。

売上高の前期比増収額は約 1,515 億円であるが、数量差と価格差がともにプラスとなることは疑いない。その内訳を同社は開示していないが、弊社では数量差が前期に比べて拡大することで、前期比増収額が 2018 年 3 月期に比べて拡大するとみている。

営業利益の増益額は約 25 億円となっている。この増減要因分析について同社は、数量差が 120 億円の増益寄与、交易条件が 40 億円の減益寄与、固定費差が 55 億円の減益寄与としている。セグメント別の内訳は開示していないが、数量差は各セグメントが全般に売上げを伸ばすことでもたらされるとしている。

交易条件については、モビリティ以下成長 3 領域はプラス寄与を見込んでいるものの、基盤素材では一部の化学品市況の沈静化等の減益寄与を見込んでおり、全社ベースでは 40 億円の減益寄与を想定している。

固定費他については、成長 3 領域では将来の成長のために研究開発費を積極的に投下する方針で、それが減益寄与となる計画だ。

営業外収支は前期にあった受取保険金などの特殊要因を除外して前期よりも縮小するとみている。他方、特別損益では前期にあった Kulzer の減損処理がなくなって通常ペースに戻ると想定しており、それが親会社株主に帰属する当期純利益の前期比増益率が営業利益率や経常利益率のそれに比べて高いことにつながっている。

各セグメントとも、実現可能性の高い業績予想とみる。 アークとの実体的な協業の進捗と、Kulzer の回復に注目

2. セグメント別動向

モビリティは売上高 3,850 億円（前期比 540 億円増）、営業利益 450 億円（同 27 億円増）を予想している。グローバルの自動車生産台数が緩やかに拡大するなか、海外 PP コンパウンドや機能性コンパウンド、エラストマーなどが全般に販売数量を伸ばすと期待される。また、アークのフル連結化もあり、増収額は前期から大きく拡大する予想している。利益面でも同様の理由で前期比増益を予想している。

ヘルスケアは売上高 1,500 億円（前期比 109 億円増）、営業利益 130 億円（同 22 億円増）を予想している。売上高は Kulzer の回復で増収額が前期よりも拡大する見通し。ピジョンケア材料と不織布は前期と同様の事業環境とみられるが、不織布は名古屋と四日市での能力増強があるため販売数量を一段と伸ばすと期待される。利益面では 3 つのサブセグメントがいずれも売上げを伸ばすことで数量差による増益を見込んでいる。

フード & パッケージングは売上高 2,100 億円（前期比 142 億円増）、営業利益 230 億円（同 31 億円増）を予想している。コーティング・機能材、機能性フィルム・シート、農薬のいずれもが売上数量を伸ばして増収を予想している。利益面では増収差に加えてフィルム・シートにおける価格転嫁の進展で、交易条件も増益にプラス寄与となると予想される。

基盤素材は売上高 7,100 億円（前期比 723 億円増）、営業利益 330 億円（同 59 億円減）を予想している。原料国産ナフサを 49,000 円 /kl と想定しており、販売数量増と原料高を受けた製品価格上昇により、前期と同水準の増収額を予想している。利益面では、一部の製品市況の沈静化により、石化原料やポリオレフィンの分野で交易条件をマイナス寄与とみている。これまで苦戦が続いていたフェノールは引き続き交易条件の改善を見込んでいる。固定費他については、今期は大阪工場で大規模定修が予定されているが、定修費は 2018 年 3 月期の市原工場にかかるものと同程度とみられるため、前期比較ではニュートラルとみられる。

三井化学 | 2018 年 7 月 5 日 (木)
4183 東証 1 部 | https://www.mitsuichem.com/jp/ir/index.htm

今後の見通し

2019 年 3 月期通期見通しのセグメント別詳細

(単位：億円)

	売上高			営業利益					
	18/3 期	19/3 期 (予)	増減額	18/3 期	19/3 期 (予)	増減額	増減内訳		
							数量差	交易条件	固定費他
モビリティ	3,310	3,850	540	423	450	27	+	+	-
ヘルスケア	1,391	1,500	109	108	130	22	+	+	-
フード&パッケージング	1,958	2,100	142	199	230	31	+	+	-
基盤素材	6,377	7,100	723	389	330	-59	+	-	-
その他	249	250	1	-84	-80	4			
合計	13,285	14,800	1,515	1,035	1,060	25	120	-40	-55

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

同社の業績に対して上振れや下振れの可能性を論じるのは、判断材料も十分ではなくタイミング的に早すぎると言えるだろう。あえて今後の変動可能性がある点を指摘するならば、基盤素材の営業利益だろう。前述のように、同社は一部の製品市況の沈静化を織り込み、その結果、交易条件が悪化することを主たる理由として前期比 59 億円の営業減益を予想している。交易条件とは、各種製品の市況と原料（ナフサ、及び原料としての各種化学品）市況のスプレッドだ。両者の市況はそれぞれの需給関係で決まるため、同社の想定以上に拡大（増益方向）することも、縮小（減益方向）することも起こりうる。足元（2018 年 6 月末時点）の状況は、同社が想定したほどにはスプレッドは悪化していない模様だ。とはいえ、今後もスプレッドは上下方向に刻一刻と変化していくため、当面は同社の想定に沿って慎重に見守るべきであると弊社では考えている。他に注目すべきポイントとしては、アークとの協業の実体的な進捗状況と、Kulzer の回復状況だと考えている。

損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	
					2Q 累計 (予)	通期 (予)
売上高	1,550,076	1,343,898	1,212,282	1,328,526	715,000	1,480,000
前期比	-1.0%	-13.3%	-9.8%	9.6%	15.2%	11.4%
売上総利益	241,534	274,447	293,014	309,366	-	-
売上高売上総利益率	15.6%	20.4%	24.2%	23.3%	-	-
販管費	199,494	203,521	190,865	205,875	-	-
売上高販管費率	12.9%	15.1%	15.7%	15.5%	-	-
営業利益	42,040	70,926	102,149	103,491	47,000	106,000
前期比	68.8%	68.7%	44.0%	1.3%	-2.6%	2.4%
売上高営業利益率	2.7%	5.3%	8.4%	7.8%	6.6%	7.2%
経常利益	44,411	63,183	97,196	110,205	52,000	112,000
前期比	97.2%	42.3%	53.8%	13.4%	4.1%	1.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	17,261	22,963	64,839	71,585	36,000	80,000
前期比	-	33.0%	182.4%	10.4%	-5.7%	11.8%
併合調整後 EPS (円)	86.20	114.75	324.05	358.38	181.19	402.64
併合調整後配当 (円)	25.00	40.00	70.00	90.00	50.00	100.00
併合調整後 BPS (円)	2,029.40	1,908.85	2,247.70	2,572.50	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

貸借対照表

(単位：百万円)

	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末
流動資産	777,015	731,708	628,210	678,938	749,552
現金及び預金	71,979	52,004	79,578	84,120	80,209
受取手形及び売掛金	296,492	299,052	245,345	271,706	306,899
たな卸資産	301,158	291,295	240,686	247,544	274,342
固定資産	655,147	680,082	630,738	646,587	694,552
有形固定資産	425,840	433,629	413,402	409,429	432,908
無形固定資産	72,210	72,763	40,173	35,188	31,476
投資その他の資産	157,097	173,690	177,163	201,970	230,168
資産合計	1,432,162	1,411,790	1,258,948	1,325,525	1,444,104
流動負債	507,056	448,499	364,259	392,783	443,198
支払手形及び買掛金	219,849	164,193	118,331	145,658	162,179
短期有利子負債	191,155	178,396	132,524	133,000	154,608
固定負債	515,459	491,992	451,452	418,107	414,302
長期有利子負債	389,595	368,996	339,299	304,228	305,963
株主資本	351,064	367,072	382,421	437,797	485,148
資本金	125,053	125,053	125,053	125,053	125,125
資本剰余金	91,065	91,065	90,847	90,491	89,327
利益剰余金	149,287	165,408	181,128	236,961	290,538
自己株式	-14,341	-14,454	-14,607	-14,708	-19,842
その他の包括利益累計額	1,779	39,163	-450	11,895	25,976
非支配株主持分	56,804	65,064	61,266	64,943	75,480
純資産合計	409,647	471,299	443,237	514,635	586,604
負債・純資産合計	1,432,162	1,411,790	1,258,948	1,325,525	1,444,104

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	43,476	58,287	145,913	100,440	82,660
投資活動によるキャッシュ・フロー	-89,781	-35,036	-36,365	-47,395	-75,041
財務活動によるキャッシュ・フロー	66,868	-46,606	-79,041	-47,575	-10,205
現預金換算差額	5,735	2,767	-2,978	-737	-1,170
現預金増減	26,298	-20,588	27,529	4,733	-3,756
期首現預金残高	44,996	71,210	50,622	78,151	82,884
連結範囲変更に伴う増減	-84	-	-	-	-300
期末現預金残高	71,210	50,622	78,151	82,884	78,828

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元策

2019 年 3 月期は前期比 10 円増配の 100 円配を計画。 総還元性向の動向にも注目

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。株主還元方針については、2018 年 3 月期からその内容を変更した。新しい方針では、業績動向を踏まえた継続的な増配に加えて株価水準や市場環境に応じた機動的かつ柔軟な自己株式の取得により、株主還元を充実・強化するとしている。

具体的には“総還元性向”(配当総額と自己株取得額の和を、親会社株主に帰属する当期純利益で除した割合)30%以上を段階的に目指すとしている。

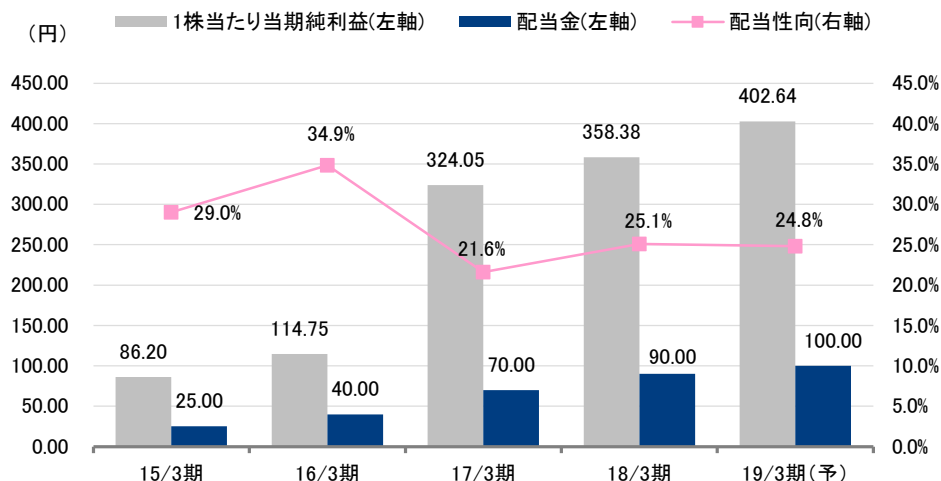
同社は 2017 年 10 月 1 日付で 5 株につき 1 株の株式併合を行った。この株式併合調整後の 2018 年 3 月期の配当金は、中間配 45 円、期末配 45 円の年間 90 円配となった。期初の段階では 80 円配相当(年間 16 円配×5)の配当予想を公表していたが、業績の好調な推移を反映して、中間配、期末配とも 5 円増配し、90 円配とした。

同社はまた、2017 年 12 月～2018 年 2 月に、50 億円を上限とする自社株買いを実施した。配当総額約 180 億円と合わせた総還元額は約 230 億円となり、親会社株主に帰属する当期純利益約 716 億円に対する総還元性向は 32.1%(230÷716)となり、上記の新たな還元方針の基準をクリアした。

2019 年 3 月期について同社は、中間配 50 円、期末配 50 円の年間 100 円配の配当予想を公表している。予想 1 株当たり当期純利益 402.64 円に対する配当性向は 24.8%となる。

上記の配当方針に照らすと、今後の業績推移によっては配当も含めて株主還元に変更が加えられる可能性もあ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：決算短信よりフィスコ作成

ESG への取り組み

Blue Value® と Rose Value™ で、環境・社会への貢献が見える化し、2026 年 3 月期までの数値目標を設定

同社は収益拡大はもとより、ESG（環境・社会・企業統治）についても高い意識を有し、長期経営計画の中の重要な一部として積極的に取り組んでいる。具体的には環境と社会の 2 つの軸において、明確な数値目標を掲げ、2026 年 3 月期までの達成を目指している

環境軸では、低炭素・循環型・自然共生社会の実現を目標に掲げ、その実現のために同社が提供できる価値を“Blue Value®”として見える化を図っている。評価のモノサシとして LCA（ライフサイクルアセスメント）、独自評価指標の m-SI（Mitsui Sustainable Index）、用途別評価などを用い、同社の個々の製品について Blue Value® の認定を行っている。Blue Value® 認定製品の売上比率を、2026 年 3 月期までに 30% にすることを目指している。

Blue Value® 認定製品の具体例としては、塗装レスの PP コンパウンド（CO₂ 削減）、高機能シーラントフィルム（CO₂ 削減）、アドブルー®（NO_x 削減）などがある。

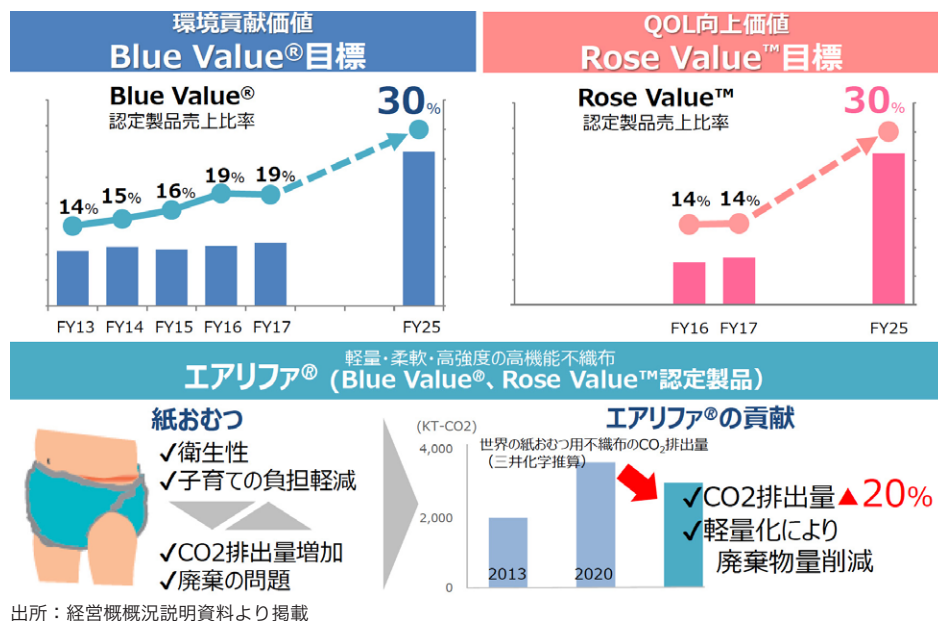
ESG への取り組み

社会軸では、目指す未来社会「健康・安心な長寿社会」に向けて同社が提供できる QOL 向上貢献価値を“Rose Value™”として設定した。その具体的な貢献要素として少子高齢化への対応、医薬・医療の高度化、食糧問題への対応の 3 つを定め、SDGs（持続可能な開発目標、通称：グローバル・ゴールズ）、独自評価指標、用途別評価などを評価基準として Rose Value™ 認定を行っている。Blue Value® 同様、認定製品の売上比率を 2026 年 3 月期に 30% にすることを目標としている。

Rose Value™ 認定製品には、高機能メガネレンズ材料（医薬・医療の高度化）、高機能不織布（快適な暮らしと感染予防・対策）、殺虫剤（食糧問題への対応）などがある。

Blue Value®/Rose Value™ 以外にも同社は様々な ESG 活動に取り組んでいる。最近のトピックスとしては、同社を始めとする世界農薬大手 5 社（住友化学<4005>、BASF、バイエル、シンジェンタ）は 2040 年までにマラリアの撲滅を目指す共同声明“ZERO by 40”を発表したことが挙げられる（2018 年 4 月）。これは米国のビル & メリンダ・ゲイツ財団や英国の IVCC の支援のもと、マラリア撲滅に向けた革新的な製品の研究・開発・供給に取り組む活動だ。同社はこれまでもマラリア媒介蚊に有効な薬剤を供給してきたが、薬剤耐性の蚊への対策が急務となっており、これに貢献していく方針だ。

Blue Value®/Rose Value™ の目標



重要事項（ディスクレマー）

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