

業種別格付方法「総合重機」「空運」を改定

株式会社日本格付研究所（JCR）は、このたび業種別格付方法「総合重機」「空運」を改定しましたので、お知らせします。

いずれの業種の改定も、枠組み、考え方および取扱いなどの内容を変更するものではありません。格付方法の背景となる業界特性の説明に最近の動向等を反映させるため、あるいは考え方の説明をより分かりやすくするため、記述を見直したものです。したがって、個別格付への影響もありません。

改定された格付方法は「格付方法 事業法人」（https://www.jcr.co.jp/rinfo/meth_corp/）のページに掲載されます。

（担当：総合重機） 関口 博昭・山口 孝彦

（担当：空運） 水川 雅義・長安 誠也

■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が定める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

最終更新日：2024年10月4日

業種別格付方法

【総合重機】

1. 事業基盤

総合重機各社は、多種多様な事業・製品群を有している。それらの納期、収益性、ボラティリティといった事業リスクは一律ではないため、総合重機の格付評価では、コア事業を中心としたポートフォリオ分析を重視している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

総合重機の事業には、社会的なインフラや輸送用機器、企業の生産設備にかかわるものが多い。

まず、各社ごとにどの事業がコア事業であるかを把握した上で、そのコア事業を中心に各事業が属する市場を多角的に分析している。切り口は、景気感応性（需要の変動性のほか景気循環とのタイムラグなど）、成長性、地域性（国内型・海外型など）、顧客属性（民・官、大口特定顧客・マス顧客など）、競合状況などである。競合状況については次項②で後述する。

社会的なインフラを例に取れば、海外を中心とした大規模なもの、国内の公共施設（官需）に大別される。前者については、新興国を中心とした電力需要の増加により、発電プラントの需要は高まっている。ただ、脱炭素化の潮流が続く中、CO2排出量がより少ない発電方式へのシフトが進むと考えられる。また、高速鉄道については、先進国・新興国問わず多くのプロジェクトが計画・検討されているが、この動きは今後も続く。一方、国内の公共施設（橋梁、廃棄物処理施設など）は、厳しい財政事情を反映し、新設需要が低迷している。ただ、安全や環境の面からも、一定以上の更新需要はあると考えられる。なお、海外案件にせよ国内公共施設にせよ、インフラという性格上、景気変動の影響は比較的小さいと考えられる。

② 競合状況

競合状況は、業績への影響が大きく重要な要素であり、競合条件、変化などについては事業ごとに注意している。

多くの事業では自由競争下、激しい競合を展開している。ただその中で、特異な様相を示すものもある。例えば、発電プラントや高速鉄道といった、国際的な大型プロジェクト系事業では、企業とその所属国政府が連携する動きが見られる。一方、戦闘機や艦艇などの防衛関連事業は供給者が限られ随意契約とされやすく、従前より比較的競合が緩やかである（後述参照）。

③ コスト構造

受注においては通常コストも勘案するため、資金回収と利益確保の蓋然性は比較的高いと考えられる。ただ、原材料費、資機材費のウェイトが総じて高く、受注とこれらの調達タイミングのズレから、価格変動リスクを抱えやすい。また、国際市場に展開しながらも生産を海外にシフトしにくい製品も多く、これらは為替面で売上とコストのミスマッチは避けられず、為替リスクの抑制に限界がある。格付先ごとに、こうしたリスクに対する業績の感応度と、ヘッジなどリスクへの実際の対応状況を確認することで、リスクの程度を把握するようにしている。

個別事業で特筆すべきは、航空機関連であり、加えてこれは官需と民需では様相を異にする。官需では、原材料費・経費などの製造原価にコスト変動調整率と品質面や納期面での企業努力を反映して算出される利益率などを上乘せして価格が決まることから、安定収益源として評価している。これに対して、民需では、相応の開発費や設備投資の先行負担が不可欠である。赤字先行は避けられず、また当該航空機に対する一定の受注が確保されなければ投じた資金の回収が困難となる。民間航空機にかかる取り組み当初の赤字はネガティブな要素とは見ておらず、航空輸送や当該航空機にかかる需要の見通しをアップデートしながら、中長期的な業績貢献及び資金回収の蓋然性をその都度判断している。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

市場地位の観点では、総合重機各社の事業は、(a)ビッグ・プレーヤーの地位を確立している事業、(b)多くのプレーヤーの中の一社に過ぎない事業に大別できる。(b)であっても、一定の収益力を有するものもあるが、事業基盤の強さを見るうえで、(a)の地位にある事業（ほとんどはコア事業である）の状況をより重視している。

(a)にはさらに、限定的ではあるが他のビッグ・プレーヤーと激しく競合する事業（発電プラント、鉄道車両、モーターサイクルなど）と、特定顧客との強い関係によって排他的に近い地位を確立している事業（航空機部品、防衛関連など）がある。また、化学プラントや産業機械のように、必ずしもビッグ・プレーヤーではないが得意分野・製品で一定の地位を確立しているものもある。いずれについても、既往顧客（リピーター）や潜在顧客の需要動向などを把握するとともに、顧客深耕・開拓のカギとなる受注・納入実績を注視している。

(b)は、公共施設などである。規模の点での優位性はほとんどなく、需要が細るたびに厳しい事業運営を余儀なくされるが、結果的に残存者メリットを享受している事業もないわけではない。これらについては、事業のあり方も含め今後の業績貢献の方向性を確認している。

② 技術力

総合重機の製品には、安全面を含め高度の技術を要するものが数多い。また、各社は、高効率やCO2排出量削減といった付加価値で製品を差別化し、競争力を高めることに注力している。加えて、顧客ニーズへの対応という観点のみならず、新たな市場開拓のためにも先進技術の開発・展開は不可欠といえる。競合相手も技術面で進歩がみられ、技術優位性の確保は総合重機の競争力の根幹といえる。これまでの実績も踏まえながら、各社のコア事業を中心とした技術力のポジションにつき極力把握するよう努めている。

③ コスト競争力

コスト競争力は、ある意味で技術力と一対をなす。いかに当該製品の性能が高くとも、その付加価値を上回るような価格設定しかできなければ受注競争に勝つことは困難である。もともと韓国メーカーなどは価格優位性を打ち出す傾向がある上、日本メーカーは特に円高局面では状況は厳しくなる。

総合重機各社は減価償却費を中心に総じて固定費負担が大きいことは否めないが、生産性向上も含めコスト削減余地がないわけではない。グローバル調達を含む資材調達の最適化、流通在庫を含む製品在庫管理の適正化などのほか、「一品モノ」が多い中での部品の標準化やモジュール化なども有効に作用する。また、需給動向次第では生産拠点の見直しも検討課題となりうる。各社の対応とその実効性ととともに、今後の方向性についても確認している。

④ プロジェクト管理能力

プラントや高速鉄道システムは事業として大きなリスクを内包しており、過去に巨額損失が計上された例もある。規模が大きいため1案件であっても企業経営に甚大な影響を与えることもあり、プロジェクト管理能力はきわめて重要である。

カントリーリスク、費用見積もり、契約内容、資材価格や為替変動、プロジェクト進行管理、資金回収など多岐にわたって適正・的確な判断と対応が求められる。また、建設工事、オペレーション、アフターメンテナンスといった顧客ニーズの高まりに対応する必要もある。各社のリスク管理への取り組み状況、すなわち対象となる事業について前記した各段階における具体的なリスク管理のあり方を確認している。

⑤ 事業ポートフォリオ

各社の事業ポートフォリオを分析するに当たり、各事業の納期の長さに着目している。長納期型事業は売上計上が長期にわたるため、業績貢献は景気遅行的で且つ比較的安定度が高い。逆に短納期・量産系の事業は景気に敏感で業績の変動も大きい。いずれも一定の業績を得るためには継続的な受注と一定の受注残高の確保が必要であるが、その蓋然性をこれまで述べてきたような各事業の市場や各社の競争力の状況により判断している。

長納期型コア事業では、市場動向や競争優位性などから受注の持続性や業績の方向性を把握するようにしている。一方、短納期・量産系事業では、短期的な業績変動ではなく、中期的な平均利益水準と変動幅を把握するようにしている。ただ、短期的な変動が大きいこと自体はリスクとしてとらえている。こうした認識のもと、格付にあたっては、各事業の集合体である事業ポートフォリオがどのような特性を有するか、すなわち業績の安定性の高低のほか、複数事業の展開によるリスク分散効果は認められるかなどを分析している。

事業ポートフォリオに大きな影響を及ぼす大型の M&A や新規分野への投資は、成長への大きな足掛りとなる半面、相応のリスクを伴うことは言うまでもない。そうした事象の格付への反映は、業績・財務面への影響や財務運営方針などを確認の上、適時対応するようにしている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

総合重機の収益力評価にあたっては、各事業の納期の長さからくる収益計上のタイミングや、先行投資負担に留意する必要がある。したがって全体の状況のみならず、事業ごと（実務的な分析の中心はセグメント）の状況についても時間軸の概念をもって把握する必要がある。その上で、コア事業の業績貢献度とその安定性を格付評価上の最大のポイントとしている。

（重視する指標）

- 営業利益
- 受注高
- 受注残高
- 売上高営業利益率

(2) キャッシュフロー創出力

総合重機は、減価償却負担が総じて大きいですが、これはキャッシュフローが損益計算書における損益をかなり上回るということでもある。資金回収という観点から、有利子負債とキャッシュフローのバランス分析を重視している。

（重視する指標）

- 有利子負債／EBITDA 倍率

(3) 安全性

総合重機は、設備投資が総じて大きいことに加え、工期の長さのため多額の運転資金も必要であることから、有利子負債が膨らみやすい。一方で、自己資本は過去の損失計上による毀損などもあり、必ずしも十分な水準にあるとはいえないところもある。今後の事業展開にかかる資金調達や、金利上昇リスク、事業リスクを考えれば、有利子負債の削減と自己資本の拡充を通じた財務構成の改善が望まれる。格付においては、実際の改善状況ないし方向性を織り込んでいる。

（重視する指標）

- デット・エクイティ・レシオ
- 自己資本比率
- 自己資本
- インタレスト・カバレッジ・レシオ

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、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、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

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

業種別格付方法

【空運】

1. 事業基盤

空運は遠距離を短時間で結ぶ唯一の交通インフラとして重要性が高い。しかし、収益に影響を与える主要な変動要因を自社でコントロールするのが困難である上、短期的な収益変動が大きくなりやすい業界である。このため格付にあたっては、事業リスクをどう抑制しているかを重視している。具体的には、収入増大に向けた施策、機材戦略、コスト削減への取組状況などに注目している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

旅客需要の中長期的な趨勢を見通す上では、人口動態や経済成長などの社会・経済の動向が重要となる。国内線の旅客数は少子化の影響により今後も大きな伸長は期待できない。また、リモート会議の普及などによってビジネス需要の増加も見込みにくい。他方、国際線は訪日外国人の増加をけん引役に、旅客需要が拡大の方向にある。もっとも、日本発の旅客数については国内線同様、顕著な伸びは難しいと考えられる。

短期的にはテロや感染症、景気動向などによる旅客需要の変動が大きく、特に国際線ではその傾向が強い。2000年以降で見ても、米国での同時テロ、中国でのSARS、リーマンショック、東日本大震災、新型コロナウイルス感染症などイベントの発生により需要が大きく落ち込む局面があった。中でもコロナ禍の影響は著しく、従来のイベントと比べて需要の落ち込みが大きかったことに加え、回復までに時間を要した。

② 競合状況

国内線は、基幹空港である羽田空港の発着枠に制限があることから全日本空輸、日本航空の大手2社の寡占状態となっている。しかし、空運業界はサービスの差別化が難しい上、装置産業ということもあり、需要が減退する局面で価格競争に陥りやすい。また、新幹線と競合するケースもある。長距離路線での航空機の優位性に変化はなく、新幹線の延伸計画が少なくなってきたとはいえ、新幹線の高速化や路線整備の状況などを確認する必要がある。

国際線では、オープンスカイの進展や首都圏空港の拡張などによって海外エアラインの就航路線が増加していることから、競合が激しくなっており、その動向に注目している。特にインバウンド需要が拡大する中で海外のロー・コスト・キャリア（LCC）が存在感を高めている。とはいえ、大手2社は傘下

のLCCを含めて多くの発着枠を確保しているほか、日本人旅客における自国ブランドの選好度の高さもあり、大手2社の優位性が大幅に低下しているわけではない。

③ コスト構造

空運業界は、装置産業でありながら高い専門性を必要とされる労働集約型産業の側面も持つため、機材関連費や人件費などの固定費負担が大きい。このため、イベントの発生などによって需要が急変するような場合には短期的に収益が大きく変動しやすい。

変動費は、燃料費、公租公課（空港使用料、着陸料、燃料税など）などが代表的なコストとなる。特に燃料費はコストに占める割合が大きく、振れ幅も大きい。大手2社は燃油サーチャージの導入やヘッジ取引の活用などで収益に与える影響を軽減しているが、完全に抑制できるわけではない。

④ 政策に関するリスク

空運は交通インフラとしての重要度が高いことから、制度融資など政府による一定のサポートが見られる。コロナ禍の影響で大幅な減便を余儀なくされた際は、公租公課の減免をはじめとする経済的支援が行われた。他方、様々な規制が多く、政策の変更によって空運業界にプラスマイナス両面の影響を与える可能性がある。また、航空会社には民間企業として自立した経営が求められており、経営が悪化した場合に政府のサポートを過度に織り込むことは難しいと考える。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

国内線では、収益源である羽田発着路線のスロット（発着枠）をどれだけ保有できているかが重要である。定期的に発着枠の見直しが行われているが、大手2社が約8割のスロットを確保している。また、羽田空港は国際線のスロットの拡大が段階的に進んでおり、国内線と国際線の乗り継ぎの利便性を高めることで国内線の利用率を向上させることも期待される。

国際線でも同様に成田空港のスロット確保が重要であり、大手2社が傘下のLCCを含めて一定のシェアを確保している。他方、国際線では世界の航空会社が3つの航空連合（アライアンス）に集約されており、アライアンスから一歩踏み込んだ共同事業による提携も広く行われている。国際提携を通じてネットワークの競争力を維持・向上していけるか確認している。

② 収入増大に向けた施策

ビジネス客は観光客に比べて価格よりも利便性を優先する傾向があり、比較的単価が高い。また、同一顧客の利用頻度も高くなる傾向がある。このため、各社はビジネス客の獲得・囲い込みに注力しており、高単価の座席クラスのサービス改善、法人向け営業の強化、マイレージサービスの拡充、予約・搭乗手続きの簡素化、路線ネットワークの拡大などの利便性向上に取り組んでいる。このような施策によってビジネス客を安定的に獲得できているかに注目している。

他方、アジアを中心に観光需要の拡大が見込まれる中で、各社はフル・サービス・キャリア（FSC）だけでなく、LCCの強化や、新ブランドの立ち上げなどを進めている。各サービスの棲み分けを図りつつ、顧客層をどこまで広げられるかがポイントである。

供給量や価格の調整によって需要の変動に適切に対応し、収益を極大化させることも重要である。供給面では需要に合った機材繰りを実施することがポイントとなる。また、価格面では需要予測を精緻化するとともに競合状況を正確に把握し、需要を喚起しつつ採算を確保できるようなきめ細かい運賃設定が必要となる。機材繰りや運賃設定を誤れば収益機会を失うこととなり、事業運営能力によって各社の収益力に格差が生じることとなる。

③ 機材戦略

航空機は収益の源泉となるものであり、その機材戦略は空運各社の経営戦略を具現化するものとして注目している。特に、機材戦略は燃油コスト削減と成長戦略の両面で重要性が高い。また、各社が進める省燃費機材への更新は CO2 排出量削減の中心的な役割を担う。

燃油コスト削減には、燃費効率の高い新鋭機の導入が大きな効果を発揮する。特に、長距離飛行が可能な中小型機の導入によって大型機から代替すれば、長距離路線での固定費を下げることができ、1 フライト当たりの採算が改善する。

新鋭の中小型機の導入は路線の拡充にも有効である。低コストでの飛行が可能な機材によって、従来であれば採算が合わなかった路線についても設定できるようになる。また、低採算路線の改善にも効果を発揮すると考えられる。

④ コスト削減と安全運航

今後、国際線を中心にさらなる競合激化が予想される。また、景気変動やイベントの発生などによる需要の変動も避けられない。従って、より一層のコスト引き下げに注力し、外部環境の変化に対する耐久性を向上させることが重要である。一方で、空運業界にとって安全運航の確保が最重要課題である。コスト削減と両立させ、安全に関するトラブルを回避できるか注視していく。

2. 財務基盤

(1) 収益力

事業の維持・拡大の観点から収益力を重視している。ただし、景気循環やイベントなどの影響を受けやすいため、一時期の実績のみを捉えるのではなく、一定のサイクルの中で評価を行う。収益水準に顕著な変化が見られる場合、その要因を分析し、景気循環や一時的な要因ではなく、構造的、趨勢的な変化が生じている場合には格付に反映させる。なお、好況時に高水準の利益を獲得することも重要であるが、それ以上に、景気低迷時にも業績の下ぶれを抑制できるような不況抵抗力の強い収益構造であるかどうかに着目している。

(重視する指標)

- 営業利益
- 経常利益
- EBITDA
- 売上高経常利益率
- ROA

(2) キャッシュフロー創出力

空運会社では新鋭機材への更新、システム投資などのために恒常的に資金を調達し、継続的に投資を行っている。これまでの投資が計画どおり成果を生み、創出されたキャッシュフローが適切に外部負債の返済に充当されるかどうか確認する必要がある。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- フリーキャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率
- 有利子負債/営業キャッシュフロー倍率

(3) 安全性

空運会社は収益のボラティリティが高いことから、収益変動のバッファとして自己資本の充実が重要となる。また、多額の設備投資によって有利子負債がかさみやすく、各社の機材にはオフバランス取引で調達したものも多い。従って、バランスシートに計上された有利子負債だけでなくリース取引を含めた債務の状況にも注目している。

(重視する指標)

- 自己資本
- 有利子負債
- 有利子負債＋リース債務
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、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なるものを問わず、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、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

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