

業種別格付方法「紙パルプ」「石油」「セメント」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「紙パルプ」「石油」「セメント」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。

（格付企画部）

■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

業種別格付方法

【紙パルプ】

製紙メーカーは、原料であるチップからパルプを製造して各種の紙・板紙製品を生産している。製紙メーカー自体は基本的に販売機能を持たず、一次卸である代理店から二次卸である卸商を経てエンドユーザーに製品が供給される。本格付手法は製紙メーカー及び代理店を対象としている。

1. 事業基盤

紙パルプ製品は、輸送コストの制約から内需依存度が高い。国内市場では印刷・情報用紙を中心とする洋紙分野で需要の減少傾向が続くなど、事業環境は厳しい。こうした中、大手製紙メーカーでは成長力が高い海外市場に活路を見出すとともに、紙パルプ以外の事業にも注力して成長を目指す動きが続いている。国内市場における生産体制の見直しによる効率化、海外市場での事業拡大などの成長戦略の進捗動向が、今後の各社の事業基盤や、収益・財務面での格差につながるとみている。

(1) 産業の特性

① 市場概要

紙パルプ製品は洋紙と板紙に大別され、双方とも内需依存度が高い。洋紙のうち主力の印刷・情報用紙の内需は、情報収集手段の多様化やデジタル化などを背景に減少傾向にある。一方、板紙のうち主力の段ボール原紙は、輸入比率が相対的に低いことに加え、加工食品や青果物など物流関連が主用途で他に有力な代替品がないことから底堅く推移している。

国内の紙流通市場は、製紙メーカー、代理店（一次卸）、卸商（二次卸）という階層構造になっている。新聞など一部の大口需要家向けでは製紙メーカーによる直販が主流の場合もあるが、全体としてみれば代理店から卸商を経由して需要家、あるいは代理店から需要家という販売ルートが主流である。

② 競合状況

洋紙・板紙は典型的な装置産業で、規模拡大のメリットが大きい。洋紙・板紙の生産における上位 3 社のシェアはそれぞれ 5 割を越えており、寡占率は比較的高い。印刷・情報用紙では過去に行った大型設備投資や内需の縮小傾向に伴い供給過剰が続いており、設備の稼働率維持のため価格競争に陥りやすい。また円高局面では安価な輸入紙が流入しやすくなり、競争が激化する場合もある。ただ、19 年以降は大手製紙メーカーを中心に生産能力削減と販売戦略の見直しを進めた結果、販売市況の下落リスクは従前ほど高くなっていない。一方、板紙の主力製品である段ボール原紙は洋紙と比べて付加価値が低く、物流コストが制約となって生産地からカバーできる販売エリアがある程度限られる。このため、国内では工場立地によりある程度棲み分けが可能のほか、輸入品との競合も限定的である。また、段ボー

ル原紙メーカーの再編や、上位の段ボール原紙メーカーによる下流の段ボール事業を含めた垂直統合の進展もあり、過去の過当競争体質から脱却している。

流通市場においても競争激化を受けて、複数の大手製紙メーカーの製品を取扱い、幅広い品揃えに強みを持つ大手代理店が3社に集約された。また、大手製紙メーカーが直系代理店を強化する動きがみられるほか、総合商社系の代理店も一定の勢力を保っている。

③ コスト構造

紙パルプは市況産業で、製造原価に占める原燃料コストの割合が比較的高い。このため、市況および原燃料価格変動の影響を受けやすい収益構造になっている。為替影響については、円安（円高）局面で原燃料コストに対してマイナス（プラス）、製品輸出に対してプラス（マイナス）に作用する。利益の安定性を確保するには、原燃料価格上昇時に適正な価格転嫁を実現できるかが重要である。

板紙の原料は古紙の割合が高く、古紙価格変動の影響を受けやすい。もっとも、主力の段ボール原紙では輸入品との競合が限定的であるうえ、垂直統合の進展もみられることから、上位の段ボール原紙メーカーが主導する形で価格転嫁が進みやすい構造になっている。

代理店の主な収益源は卸売マージンであるため、赤字に陥るリスクが小さく、利益の安定性は比較的高い。和紙問屋を前身とするなど創業年次が古い大手代理店では、好立地の自社所有物件を活用した不動産賃貸事業も手掛けており、こうした紙卸売以外の収益源の貢献も格付評価に織り込んでいる。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

紙パルプ事業では、工場単位でスケールメリットが働きやすいほか、市場シェアがマーケットに対する影響力を左右することから、市場地位が競争力に与える影響は比較的大きいと考えられる。

大手紙代理店においても、販売および物流ネットワークの充実度、大手製紙メーカーに対する価格交渉力などの観点から市場地位は重要である。

② 業界再編

大手製紙メーカー間の企業再編は一段落しているが、引き続き事業分野別のアライアンスの動きがみられる。経営統合や事業アライアンスにより、コスト削減や効率化を含むシナジー効果の発現が期待できるほか、単独では困難であった生産能力の削減余地が生まれるなどのメリットがある。こうしたシナジーの実現により、競争力の強化につなげられるか注目している。

同様に大手代理店間の再編も一巡しているが、国内では経営が厳しさを増している卸商の再編が今後さらに進む可能性があり、大手代理店にどの程度の影響が及ぶかに注意を払っていく。

③ 工場の競争力

洋紙では厳しい競争が続く中、主力工場を中心にコスト競争力の向上を図ることが課題である。製紙工場の競争力については、工場立地や設備稼働率、エネルギー構成などの要素も勘案して評価している。印刷用紙を中心とする内需減少下で、中期的に工場競争力の維持・向上を図るためには、生産能力削減

や輸出拡大等により設備稼働率を一定以上のレベルに保つ必要があり、こうした取組みの違いが今後のコスト競争力格差に繋がる可能性が高い。

板紙も中期的に大きな内需の伸びが期待できない中、設備統廃合等によりコスト競争力向上を図ることが課題である。また、設備の老朽化対策としてマシンを新設する選択肢もあるが、生産能力の増加につながる場合が多いことから、マシン新設時には国内需給および市況への影響に注意を払う必要がある。

④ 成長戦略

大手製紙メーカーにおいて、紙パルプ事業では需要増加が見込めない国内市場において経営統合や生産体制見直しによる効率化を進める一方、成長力が高い海外市場に活路を見出すとともに、紙パルプ以外の事業にも注力して成長を目指す動きが一般的になっている。

格付の判断上、国内の紙パルプ事業を中心として一定の収益・キャッシュフローを維持しつつ、海外展開や新規事業によりいかに収益の底上げを図っていけるかが大きな注目点である。なお、海外事業展開を行なう際には、対象事業分野や投資金額の多寡のほか、現地生産を主体とするか M&A を主体とするか等により事業リスクも異なることから、こうした点も考慮に入れて判断している。

2. 財務基盤

(1) 事業規模

事業規模に係わる指標として、売上高、生産・販売量、市場シェアのほか、スケールメリットにつながる工場規模にも着目している。

(重視する指標)

- 売上高
- 生産・販売量
- 市場シェア

(2) 収益力

市況および原燃料価格変動の影響を受けやすい収益構造であるため、原燃料価格の動向や価格転嫁の進捗のほか、事業ポートフォリオの違いなども考慮して収益力を判断している。また、大手代理店では製紙メーカーとの力関係や価格転嫁の進捗なども考慮しつつ、マージン水準のトレンドに着目している。

(重視する指標)

- 営業利益
- 経常利益
- 売上高営業利益率
- 売上高経常利益率

(3) キャッシュフロー創出力

装置型産業で減価償却負担が相対的に大きいことから、営業キャッシュフローや EBITDA 等によりキャッシュフロー創出力を判断することの重要性が高い。また、EBITDA とネット有利子負債との対比等により、債務支払能力についても評価している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- EBITDA
- ネット有利子負債/EBITDA 倍率

(4) 安全性

利益が原燃料価格や市況の変動に大きく左右されるほか、設備廃棄などに伴う減損等により自己資本を毀損するリスクもある。こうしたリスクへの対応力を増すためには、一定の自己資本の厚みを持つことが必要である。

また、成長に向けた海外投資拡大に伴い、事業リスクも高まる傾向にあることから、財務体質の健全化も併せて図っていく必要がある。

(重視する指標)

- 自己資本
- 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

最終更新日：2025 年 6 月 2 日

業種別格付方法

【石油】

1. 事業基盤

石油事業は、石油開発、石油精製・販売、石油化学に大別される。以下では、石油精製・販売事業を中心に、石油化学や石油開発についても記述する。

石油製品の内需は長期的に減少傾向にあり、石油元売は精製能力削減に取り組むとともに製油所の競争力強化を図ることが課題である。また、国内の石油精製・販売以外の分野における成長戦略および事業ポートフォリオ転換の成否が将来の収益力を左右し、企業間格差が拡大する可能性がある。また、今後の各社の成長に向けた投資戦略や財務健全性にも注目している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

石油精製・販売事業は原油を精製して、様々な石油製品を生産・販売している。石油製品には、ガソリン、ジェット燃料、灯油、軽油、重油などの燃料油のほか、ナフサなどの化学原料としての用途がある。オイルショックを契機として、わが国の石油依存度は低下傾向をたどってきたが、現在でも石油が主要な一次エネルギーであることに変わりはない。ただし、エコカーの普及や温室効果ガス排出削減に伴う燃料転換の進展などにより、石油製品の内需は長期的に減少していくことが避けられない。

わが国では、原油を輸入し国内で精製した石油製品を供給する「消費地精製方式」が基本的に維持されており、石油製品の内需依存度は高い。一方、石油製品の内需減少に伴い国内精製能力が過剰となる中、需給調整を主眼として石油製品の輸出を拡大してきた。この結果、過去と比べて輸出比率が上昇している。しかし、輸出の採算は海外市況に左右されるほか、新興国でコスト競争力の高い大型の精製設備が増加しており、競争が厳しい。こうした状況の下、国内精製能力の削減が進んでいる。

石油事業はかつて典型的な規制業種であったが、96 年 4 月の特石法（特定石油製品輸入暫定措置法）廃止により石油製品の輸入が実質的に自由化された。ただし、品質確保法（揮発油等の品質の確保等に関する法律）により一定の品質基準を満たさない製品の販売が禁止されているほか、石油精製業者や輸入業者が民間備蓄義務を負うなど現在でも多くの規制に服している。また、輸入段階で原油には関税、石油製品には石油石炭税、製品段階では揮発油税、軽油引取税、航空機燃料税などが課されている。

石油製品の流通経路は、石油元売から直接「需要家」に販売する直接販売（直売）と、石油元売会社と販売契約を締結した特約店およびその傘下の販売店を通じた販売（特約店販売）に大別される。産業部門向けの重油やナフサ、ジェット燃料などの石油製品は販売ロットが大きく、販売先や供給エリアも

限られることから直売比率が高い。一方、自家用車向けのガソリンや軽油、民生用灯油などは、広い地域の一般消費者を相手として販売ロットも小さいことから、SS（サービスステーション）を中心とする特約店販売が主体となっている。

② 競争状況

供給面では国内燃料油販売（ガソリン、灯油、軽油、A 重油合計）で大手 2 社が約 8 割、流通段階においても石油元売系列の SS 数が国内全体の 8 割弱を占める。かつては国内精製能力や SS 数の過剰を背景として過当販売競争が続いていた。また、石油製品は連產品のため製品毎の生産調整が難しく、一部製品を除いて差別化を図る余地が小さいこともあり、需給緩和が石油製品の市況低下に直結しやすい面がある。しかし、国内石油元売会社の統合・再編が進み、現在では過当競争が緩和されている。また、各製品の市場価格に連動して仕切価格（石油元売の卸売価格）を決める「市場連動方式」の採用が浸透し、仕切価格体系の公正透明化とともに競争条件の同一化が図られている。

今後も二大グループによって業界秩序が保たれ、中期的に石油精製・販売事業で安定したマージンを確保できると見られる。長期的には国内需要の減少に合わせて各社が精製能力を削減し、適正な需給バランスを維持していくことが重要である。一方、石油精製・販売以外の分野での成長事業や脱炭素化への取り組みの違いにより、競争力の差が拡大する可能性がある。

流通段階では、石油元売系列の SS 数が引き続き減少する一方、スーパーディーラーをはじめとする大手石油流通業者の SS 数も減少が続いている。また、業界再編の進展後は、国内の業者間転売品の取引数量が低位で推移している。

③ コスト構造(収益構造)

石油元売の石油精製・販売事業の収益は仕切価格から原油コストを差し引いたマージンが基本であり、製造業ながらマージン商売という点に特徴を持つ。このため、原油価格上昇に伴い利益率が低下する傾向がある。

また、原油市況変動に伴う利益の振れが大きいことも特徴である。石油元売会社は、法律によって原油および石油製品の備蓄が義務付けられており、一定量の在庫を抱えている。このため、在庫評価の影響によって原油価格上昇時に利益が上振れし、原油価格下落時には利益が下振れする。こうした在庫評価の影響を含む利益は必ずしも実質的なキャッシュフロー創出力を表していないことから、在庫評価の影響を除くベースの利益の推移に注目している。

流通段階では、石油製品の販売価格から仕入価格（仕切価格）を差し引いたマージンが収益源となる。他方、石油化学事業は、石油化学品と原料となるナフサとの価格差が利益のベースとなる。また、石油開発事業では原油価格の動向が利益に大きな影響を与える。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

石油精製・販売事業では、製油所単位でスケールメリットが働きやすい。また、市場シェアによってマーケットに対するコントロール力が左右されることから、市場地位が競争力に与える影響は大きい。

大手石油流通業者においても、石油ターミナルを含む物流ネットワークの充実度、石油元売に対する価格交渉力などの観点から市場地位は重要である。

② 中期的な精製能力削減

「エネルギー供給構造高度化法」第1次告示および第2次告示への対応に伴い、業界全体で常圧蒸留装置の処理能力削減が進んだ。これによって国内の石油製品の需給が締まるとともに各社の常圧蒸留装置の稼働率が上昇した。

しかし、国内の石油製品の需要減少は続いており、海外での競合状況を踏まえれば輸出を大幅に伸ばしていくことも難しい。このため、中期的に需要減少に合わせて精製能力を削減していく必要がある。

③ 製油所の競争力

中国などアジア地域で最新鋭の大型製油所が相次いで立ち上がっており、国内製油所も国際的な競争力の向上が求められている。製油所の競争力を判断するうえでは単に常圧蒸留装置の規模だけでなく、重質油分解能力やエネルギー効率、原油調達力なども重要である。

石油化学製品については、より直接的に海外勢と競合している。エチレン誘導品で高いコスト競争力を持つ中東に加え、中国でも基礎化学品の生産能力増強が進んでおり、国内の基礎化学品の競争力低下が避けられない情勢にある。こうした中、石油精製とのインテグレーションを含むコンビナート内の連携強化や設備集約などの進捗に注目している。

④ 成長戦略および事業ポートフォリオ転換

中長期的な石油製品の内需減少が避けられない中、石油精製・販売を中心とする事業構造では持続的な成長が望めない。このため、今後の成長が期待できる事業分野の育成・強化に注力している。具体的に各社は、カーボンニュートラルな製品へのシフトのほか、石油開発、海外石油精製・販売、電力、電子材料などの事業の拡大に取り組んでいる。

成長戦略および事業ポートフォリオ転換の成否が将来の収益力を左右し、長期的に企業間の差が広がる可能性がある。海外事業の拡大や新規事業へのシフトで事業リスクが高まる場合には、キャッシュフローや財務基盤への影響に注意が必要である。

2. 財務基盤

(1) 事業規模

事業規模に係わる指標として、売上高、販売量、市場シェアなどに着目している。

(重視する指標)

- 売上高
- 販売量
- 市場シェア

(2) 収益力

石油精製・販売事業はマージン商売であるため、利益率ではなくマージンの水準に着目している。また、原油価格変動に伴う在庫影響が大きいことから、在庫影響を除く利益を重視している。

大手石油流通業者の場合も、マージンの水準が重要である。

(重視する指標)

- 営業利益（在庫影響を除く）
- 経常利益（在庫影響を除く）

(3) キャッシュフロー創出力

石油精製・販売事業は装置型産業で減価償却負担が相対的に大きいことから、EBITDA などによりキャッシュフロー創出力を判断することの重要性が高い。また、EBITDA については会計ベースに加え、在庫評価の影響を除いて、ネット有利子負債と対比している。

(重視する指標)

- EBITDA（在庫影響を除く）
- ネット有利子負債/EBITDA 倍率（在庫影響を除く）

(4) 安全性

石油精製・販売事業の利益は原油価格変動に伴う在庫影響を受けるため、原油価格急落時には自己資本を毀損するリスクがある。こうしたリスクへの対応力を増すために、自己資本を充実させることが必要である。また、一時的な水準のみではなく、各社の財務運営方針や中長期的なトレンドを踏まえて判断している。

(重視する指標)

- 自己資本
- 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

最終更新日：2025 年 6 月 2 日

業種別格付方法

【セメント】

セメント各社は、セメントを主力とする専門メーカーと他事業を本業とする兼業メーカーがある。兼業メーカーは本業の製品生産時に出る副産物や廃棄物を処理活用するため付随的にセメント事業を行っているケースが多いことから、兼業メーカーの信用力は本業の状況に依存している。このため本格付方法はセメント事業を主力とする専門セメントメーカーを対象としている。

1. 事業基盤

セメント産業は、ビルやダム、トンネル、橋など、さまざまな社会基盤を整備するための基礎素材産業として不可欠なものである。しかし、セメントの国内需要は長期に亘り減少傾向が続いている。今後一時的な需要増があったとしても構造的な問題から、長期的に見ればさらに需要が減少していく可能性が高い。セメント業界各社には国内需要減少に合わせた生産体制とコスト構造が常に求められている。

(1) 産業の特性

① 市場概要

セメントの国内需要は、高度経済成長に合わせるように増加していたが、70 年以降は建築需要の動向に合わせて増減を繰り返すようになった。バブル経済の終盤の 90 年度にピークを迎え、以降は景気低迷、公共工事削減などによりセメント需要は長期にわたり減少傾向となった。10 年代に入ると減少度合いは低下したが、需要の先行きについてはネガティブな要素が多い。人手不足により施工能力が限界を迎えており、建設工事量を増やすことは難しい。さらに人口減少によるインフラ増強や建築工事の必要性低下などを考慮すると、需要減少は業界の構造的な問題だといえる。一方で、国内のインフラや職住環境の維持にセメントは欠かせず、代替資材がないことを考慮すれば一定程度の需要は維持できる。

セメントの主用途は建設関連であり、公共投資および民間建設投資の動向にセメント需要は左右される。また、業界各社はセメント以外にも骨材・石灰石販売、建材販売なども営んでおり、これらの需要も建設投資の影響が大きい。今後の建設投資の予想から中長期的なセメントの需要量を推察した上で、各社の収益予想に反映させている。また、需要動向が各社の生産・販売の戦略に大きな影響を及ぼすことから、これら戦略の見極めも必要である。

海外については、主に北米やアジアなどに進出している。各国の建設投資動向、人口動態、インフラ整備状況などを勘案し、将来的なセメント需要の方向性を推測していく。また、需要成長が見込まれるところが多いとはいえ、進出エリアが供給過剰で過当競争となっていないか確認する必要もある。

② 競合状況

セメント事業は典型的な装置産業であり、稼働率を高めるために生産過剰となりやすい。加えて差別化が難しい製品であることから需給バランスが崩れると価格競争に陥りやすい。90年代に業界再編が進み、国内市場は大手数社の寡占状態となった。しかし、その後のセメント需要減少に対して生産能力の削減が遅れ気味であり、依然として販売競争となりやすい体質を有している。セメント各社は、設備の維持更新を適切に進めるだけのキャッシュフローを確保するために、適正価格での販売を志向しており、機会を見て値上げを打ち出している。

③ コスト構造

装置産業であるため、工場の稼働率は収益面で大きな要素となる。セメントの需要減退時には、各社は工場の閉鎖、キルンの休止などにより稼働率の低下を防いできた。また、コスト削減を進めるとともに、廃棄物・副産物をセメントの原燃料とすることで、その処理料も一つの大きな収益源となっている。

製造原価では燃料として使用される石炭価格の影響が大きい。新興国需要の高まりや地政学的リスクなどから石炭価格は過去より高値で推移している。一方で販売価格については、過去からの過当競争もあり低価格で推移している。実態的には各社は長らくコスト削減と廃棄物処理で収益力の維持・向上を図ってきたともいえよう。もともと低い販売価格とボラティリティの高くなった石炭価格は、セメント各社におけるリスク要因である。適正な販売価格の実現がなされるかどうか注目している。

近年、各社はカーボンニュートラルに向けて省エネルギー設備の導入や廃棄物・副産物などの代替エネルギーの活用拡大などを進めており、これらは生産効率改善につながっている。一方でCO2排出削減に向けた新技術開発や実証実験なども進めており、これらは費用負担増加につながる可能性がある。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位と販売体制

販売量は各社の収益規模の重要な要因となる。ただ、90年代の業界再編以降、大きなシェアの変動はない。各社の製品に格差がないことから、再度の業界再編により各社の生産能力が大きく変化しない限り、上位メーカーのシェアが大きく変動する可能性は低い。

また、セメント販売については、メーカーと最終需要家であるゼネコンとの間に中小零細企業である生コン会社が存在しており、この複雑な流通形態が価格支配力を弱める要因となっている。この販売状況は今後も変化はないと考えている。

② 供給能力の調整

セメント需要減少が続いている中、工場閉鎖やキルン停止で供給能力を落としていくことにより生産コストを下げることが求められる。ただ、販売エリアや災害リスクの観点から各社の削減可能な工場数も限りがある。また、販路や物流の効率化の点から工場を閉鎖すると不都合が生じ、コスト削減効果が十分に生じないケースもあると考えられる。さらには、セメント工場は地域経済を支え、廃棄物処理施設の役割を果たしているところもあり、容易には閉鎖できない事情もある。実際に生産能力削減を実施した場合は、その収益貢献の確度について確認する。また、各社の供給能力の削減余力についても検証していく。生産委託や生産統合などによるアライアンスなどの動きも重要となる。

③ 合理化余力

国内セメントの成長性は期待できないことから、収益力の維持・向上のためには、恒常的なコスト削減が必要不可欠である。生産面におけるコスト削減だけでなく、サービスステーションの統廃合やタンカーなど輸送設備の効率的使用など物流におけるコスト削減も重要である。また、廃棄物・副産物の活用により、原燃料コストの削減だけでなく、処理料の確保による収益底上げも重要である。各社の廃棄物・副産物の処理能力のほか、収集能力、利益の貢献度合いについて把握していく。

④ 海外展開

国内セメント市場の成長性が見込めないことから、海外展開している企業もある。今後需要成長が予測されるアジア地域のほか、米国は人口が増加しているという点から成長が期待できる市場である。ただ、これらの市場は既に地場メーカーやセメントメジャーが進出しており、競争は厳しい。進出しているエリアの市場動向や収益貢献に加え、今後の海外事業の取り組み方針について確認する。

また、どのような形態で海外事業を行っているかという点についても把握する必要がある。子会社化しているのか出資先に止まっているのか、セメント製造業への投資か生コン事業などの川下にも投資を行っているか、などである。

⑤ セメント事業以外の収益力

セメント専門メーカーは、石灰石や骨材の採取・販売、建材の製造・販売などセメント関連事業のほか、電子部品や不動産などの非セメント事業分野にも進出している。これらの非セメント事業は、セメント事業の収益力の落ち込みを補完するほどの水準ではないが、今後安定収益の下支えとなる事業であれば、相応の評価は可能となる。一方で、資産効率や有利子負債削減の観点から、利益貢献や資産効率面で劣り、シナジーも期待できないような事業は売却、整理する必要もあろう。これらが全体の収益力、資産効率、財務体質の改善に寄与しているか確認する。

2. 財務基盤

(1) 収益力

長期的な国内のセメント需要を考慮すれば、国内事業の成長性は限定的である。数量が増えないため販売単価を上げていかないと固定費負担が増加する。このため、価格転嫁に加え、生産効率の向上や製造コストの削減が不可欠となる。これらの状況を確認するために売上高総利益率に注目している。上記に加えて、間接部門の合理化を含めた収益性改善も重要となるため、営業利益率も確認していく。また、装置産業であるため固定資産の規模が大きい、加えて今後は老朽化対応や環境対応により投資が増加する可能性が高い。成長戦略のため海外事業強化のための投資をしていくことも考えられる。投資により資産も増えやすく、償却負担増により利益も低下しやすい。資産効率を意識した投資姿勢の確認が重要となるため ROA の推移も確認していく。

(重視する指標)

- 売上高総利益率
- 売上高営業利益率
- ROA

(2) キャッシュフロー創出力

収益力の低下局面でも、償却負担が大きいため一定のキャッシュフロー創出力は維持される。しかし、設備の維持更新投資は重く、合理化や省力化などの投資は欠かせない。また、海外やセメント以外の事業の強化のため大型の投資も必要となることもあると考えられる。将来的な投資リスクを考慮すれば、継続的な財務改善が必要であり、有利子負債を削減できるようなフリーキャッシュフローも確保しておく必要がある。そのためには一定程度のキャッシュフロー創出力が必要であり、キャッシュフロー水準の推移に加え、有利子負債水準とそのキャッシュフローとのバランスは常に注視している。

(重視する指標)

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

(3) 安全性

装置産業であるため維持更新のための設備投資負担が重いことに加え、海外やセメント以外の事業の強化を進める中で、各社は相応の有利子負債を抱えている。今後もそういった投資に加え、カーボンニュートラルに向けた設備投資も必要となり、有利子負債はさらに増加する可能性がある。また、新規事業や海外事業、国内事業再編のリスクを考慮すれば、減損損失など特別損失に対する財務耐久力も重要となる。円滑な資金調達のために不可欠な財務内容を維持できているか、リスクバッファーとなる自己資本規模を有しているか確認している。

(重視する指標)

- 自己資本
- デット・エクイティ・レシオ
- 自己資本比率

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