

業種別格付方法

【機械】

機械は一般機械、電気機器、輸送機械、精密機械など多岐にわたるが、本格付方法では一般機械（以下、機械）を対象とする。

1. 事業基盤

機械需要は総じて民間設備投資動向による影響を受けやすく、また汎用機を中心に価格競争が激しいケースも多い。格付評価では収益やキャッシュフローの源泉となる製品競争力に加え、収益変動の緩和に向けた取り組みおよび業績の悪化局面に対する財務耐久力なども分析している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

機械は工場や事業所などにおける生産活動などで使用される産業機械や各種機械に組み込まれる機械器具等を指す。前者は工作機械、建設機械、農業機械など、後者は原動機、動力伝動装置などが挙げられる。工作機械などの資本財は民間設備投資による影響を強く受ける。一方、動力伝動装置などの機械部品はユーザーの生産量や設備稼働状況に左右されるものの、資本財と比較すれば需要変動は小さい。

機械は多岐にわたるが、特定の分野を手掛ける専門メーカーもあれば、基礎技術の派生や応用または買収などを通じて多角的に事業展開するメーカーもある。大半の機械は過去に形成された技術を基礎としており、そこに改良や応用を重ねた高性能化が進んでいる。また近年は環境意識の高まりや自動化の進展などから機械に対する新たな要請も生まれてきている。電気自動車や産業用ロボットなどはその典型例といえよう。こうした変化への対応状況次第では新たなビジネスチャンスとなる反面、代替または淘汰されるリスクが生じることにも注意する必要がある。

機械の需要は日欧米諸国の工業化とともに、20世紀後半以降大幅に拡大した。これまでは先進諸国向けの需要が中心であったが、今後は経済成長の進む新興国向けの需要も加わり、機械需要は増加すると考えられる。

② 競合状況

競合状況は各機械によって大きく異なる。ニッチな市場で圧倒的なシェアを有するメーカーもあれば、新規参入を受け激しい競争を余儀なくされているメーカーもある。一般的に付加価値の高い機械は日欧米等の先進諸国の老舗メーカーが強く、品質に劣る安価な機械はアジアメーカーが生産量を拡大している。

現状では先進諸国メーカーが精度や耐久性などの品質面で優れており、高付加価値製品における競争優位性は保たれている。また、新興国市場では品質や価格面において中間帯に位置する機械の市場が伸びている。こうした市場は価格競争が激しいことから、機械メーカーはコストダウンや品質を絞り込んだ製品開発などの対策を講じている。ただこうしたボリュームゾーンではアジアメーカーの知見やノウハウがキャッチアップしてくる速度も速く警戒が必要である。

③ コスト構造

コスト構造は手掛ける機械などによって多様であり、個社ごとの分析が不可欠である。総じてみると、近時は原材料費や外注費などの変動費が上昇しているほか、競争力の向上や新興国市場の開拓などに向けた生産能力増強投資や人材確保を積極化しており、固定費も増加傾向にある。

引き続き競争力の維持向上や新興国市場の開拓を背景に研究開発や設備投資は積極的に実施する必要があり、固定費は増加する方向と考えられる。また、原材料価格や人件費も上昇基調と見られる。こうした状況において、各メーカーは高付加価値化による販売価格の引き上げ、生産効率の改善などによるコストダウンに注力している。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

技術力を背景とした高い市場シェアは、ユーザーとの安定的な取引関係の維持や採算確保に結びつくことから、市場地位の確認は重要である。ただ、顧客への価格交渉力や収益力の強さを保証するものではなく、市場シェアの推移や市場シェアを形成する要因も確認している。要因としては製品開発力、生産技術、特許、製販体制などが挙げられる。さらに多くの資本と時間が投入される過程で培われるノウハウや知見等も市場地位を支える要因といえよう。これらを競合他社との比較から類似点や相違点を整理し、競争力の強弱を把握する。長年の実績を通じて顧客の信頼を確保し、ブランド力や強固な取引関係を構築できるメーカーは安定した市場シェアを維持できると考えられる。

② 顧客基盤

機械の需要は顧客の生産活動や設備投資動向によって変動することから、主な販売先や特定顧客への依存度を確認している。これは需要変動リスクの抑制を見るうえでも重要なポイントとなる。機械メーカーは汎用品を手掛ける一方、特定顧客の要求に即した特注品も手掛けることがある。顧客は製品の供給および機能の安定性を志向していることから、発注先を絞り込むケースが多く、特定メーカーとの結びつきを強める傾向がある。こうした結びつきの強さは基本的にポジティブな見方となるが、顧客の経営状況など留意すべき点はある。なお出資による資本関係の強化も見られる場合など、特別な関係が認められれば相手先の信用力も考慮する。

③ 事業構成や販売地域構成

事業セグメントおよび地域別セグメントの観点からリスクの分散度合いを確認し、需要変動への対応力を見極めている。手掛ける複数の事業が互いに需要相関性の低い場合、または経済情勢の異なる販売地域から構成されている場合などは景気循環における業績変動を一定程度緩和すると考えられ、ポジ

タイプに評価している。また、事業間シナジーの有無や経営の効率性にも留意しているほか、生産拠点の海外シフトが進んでいることから為替変動や自然災害等のリスクも踏まえ、生産地域の分散についても注意を払っている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

営業利益の水準や推移に着目している。ただ需要変動が総じて大きいことから、単年度の実績だけで各社の収益力を判断することは難しい。需要の増減を踏まえた1サイクルで生み出される営業利益の総量、趨勢的な動向も重視している。また、競争力を測る尺度として売上高営業利益率、投下資本に見合った収益性評価としてROAにも注目している。

そのほか、景気後退局面での収益力をみる上で、不況抵抗力の強弱を検証している。損益分岐点売上高を推定し、需要変動による営業利益などへの影響を予想している。また、中長期的なコスト構造の変化を想定、景気後退局面での対応力も考察する。中には定期的なメンテナンスや部品交換を求められる製品もある。こうしたアフターサービスの売上高は景気後退局面でも底堅さを示す傾向があり、採算も比較的良好であることから、売上高や営業利益に対する貢献度を確認している。

(重視する指標)

- 営業利益
- 売上高営業利益率
- ROA

(2) キャッシュフロー創出力

設備投資や有利子負債返済などの原資となる営業キャッシュフローの創出力を重視している。景気後退局面では収益悪化のみならず、売掛債権の回収遅延や意図せざる在庫増加も見られ、営業キャッシュフローの減少を助長することがある。生産リードタイムの短縮や在庫のコントロールなどの取り組みにより、キャッシュフローの安定性を高められるかに注目している。また、柔軟な財務戦略を実行する上で、フリーキャッシュフローの推移も重要と考えている。

さらに、設備投資やM&Aなどに伴う有利子負債が過度な負担を招いていないか、今後も継続的な投資余力を有しているかなどを把握するため、EBITDAや営業キャッシュフローと有利子負債とのバランスも考慮している。

(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
- EBITDA
- 有利子負債/EBITDA 倍率

(3) 安全性

一般的に収益やキャッシュフローの変動が大きいことから、業績の安定性が高い業種に比べて良好な財務基盤の構築が求められる。とりわけ不況局面での財務耐久力を重視しており、リスクバッファーとなる自己資本の厚みや手元流動性の潤沢さ、自己資本比率やデット・エクイティ・レシオなどに注意を払っている。

(重視する指標)

- 自己資本
- 手元流動性
- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

◆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