

業種別格付方法「タイヤ」「電機」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「タイヤ」「電機」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

【タイヤ】

(注) 略語については、EV（電気自動車）、HV（ハイブリッド車）、PHV（プラグインハイブリッド車）

1. 事業基盤

新車用タイヤの需要は景気変動の影響を受け易いが、総需要の多くを占める市販用タイヤは新車用タイヤに比べ需要変動が小さく、タイヤメーカーの生産量や業績のボラティリティを小さくしている。一方、高い技術力に加え、新車用タイヤでは顧客基盤とグローバル供給能力、市販用タイヤでは広範な流通網の構築も求められる。原材料価格上昇が業績に影響しやすい上、グローバル展開には設備投資負担も重く、これらの事業リスクを格付には織り込んでいる。

(1) 産業の特性

① 市場概要

日米欧など先進国の新車用タイヤの需要は成熟しているが、新興国市場ではモータリゼーションの進展を背景に需要が高まっており、中期的に新興国需要が世界需要の成長を牽引していくとみられる。一方、需要が比較的安定している市販用タイヤは、輸出も含めると販売の7~8割を占める。このため、市販用タイヤが、新車用タイヤの需要変動を下支えする形で中長期的に緩やかな市場の成長が見込まれている。

業界の構造変化という点では、内燃機関搭載車からEVなどに動力源が変化してもタイヤは必要である。一方、長期的にみて、エリアによっては自動運転やシェアリングの普及によって新車販売が減少する可能性があり、新車用タイヤの需要も影響を受ける。

② 競合状況

タイヤを低コストで生産するには大規模な工場が必要であり、グローバル展開の投資負担も含め、参入障壁は高い。このため、世界のタイヤ市場はブリヂストンとミシュラン、グッドイヤーを中心とした寡占市場となっているが、近年は新興国市場の拡大や新興メーカーの台頭などで3社のシェアはやや縮小傾向にある。

近年、北米を中心にセダンからSUV（多目的スポーツ車）など大型車へ需要シフトが進んでいる。このため、高付加価値品である大口径タイヤの需要が増加している。大口径タイヤは真円度の確保など高い技術力が必要であり、日系タイヤメーカーに優位性がある。

一方、低インチタイヤではコモディティー化が進みつつあり、新興メーカーの台頭もあって価格競争が厳しくなっている。

③ コスト構造

タイヤの原価構成に占める原材料コストの割合は大きく、市況変動が収益面に影響しやすい。自動車用タイヤは原料ゴム（天然ゴム、合成ゴム）・配合剤（加硫剤等）・補強材（カーボンブラック等）・タイヤコード（スチール、ポリエステル等）など多種類の原材料を組み合わせ製造されている。特に天然ゴムや原油価格の市況変化の影響を受けやすく、市況変化の状況に応じて各社とも価格改定を図ることになるが、原材料価格が上昇する局面では利益率が圧迫されることが多い。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

典型的な装置産業であるため規模のメリットが働きやすい。日系メーカーの販売は輸出も含め7～8割が市販用とみられることから、市販用タイヤの広範な流通網の構築も重要と言える。

新興国市場を中心とする汎用品、先進国市場における高付加価値品とも競争が激化しており、各々の市場で収益確保に向けた事業体制を確立する必要がある。

タイヤの市場は消費財タイヤ（乗用車用など）と生産財タイヤ（トラックバス用、農業機械用・産業車両用など）と言う観点でも分けることができる。タイヤの用途の分散を図ることができれば収益力の安定化につながる可能性が高い。

日系タイヤメーカーにとっての当面の競争力のポイントは、高付加価値品のラインナップ拡充と販売強化、環境対応技術の強化と言える。

② 原材料コスト変動への対応

新車用タイヤの販売価格については、現在では日系タイヤメーカーは大半の取引先と原材料コスト連動方式を導入しており、タイムラグはあっても価格改定が可能な形になっている。

市販用タイヤについては国・エリアや競合状況によって値上げのしやすさに差があるため、競合状況を見極めながらの価格設定になる。

③ グローバル市場対応、商品ラインナップ対応

海外売上高比率は各社とも高い。タイヤは輸送コストが嵩むため、消費地生産が基本原則である。また、低インチタイヤなどではグローバルでのコスト競争にさらされるため、コストの安い地域での集中生産が必要となることもある。

他社とのアライアンスや M&A などによりグローバル体制を補完しているメーカーもある。海外販売ネットワーク拡充、商品ラインナップ充実、次世代技術への対応に向けてアライアンスや M&A が続く可能性があり、そのような場合にはシナジー効果の発現状況が重要となる。

④ 高付加価値製品の強化、環境技術強化

日米欧を中心に燃費、CO2 排出量など規制が厳しくなる中、環境対応車の開発が加速している。消費者の意識も自動車メーカーの開発も燃費性能重視に傾斜しており、安全性能とともに、タイヤの燃費性能を向上させることによる製品差別化は、今後の商品戦略上の重点項目となろう。

転がり抵抗の低減は走行中の CO2 排出削減につながる。環境規制への対応として EV 開発が本格化しており、タイヤでは転がり抵抗低減、軽量化、耐摩耗性、静粛性といった点で高い性能が求められる。日系タイヤメーカーは従来から HV、PHV 向けにおいて、これらの点で技術向上に取り組んできており、抜本的な変革を求められるわけではないが、性能の差によって競争力に影響が出てくると考えられる。

また電動化の他に、自動運転やコネクテッドなどへの対応次第でもタイヤの付加価値において差が出てくる可能性がある。

⑤ 非タイヤ事業

日系タイヤメーカーの事業構成では、連結売上高の 1~2 割を非タイヤ事業（スポーツ事業、工業資材など）が占める。同事業では比較的高シェアの製品群を多く持つ一方で、過去においては不採算の製品も散見されてきた。各社ともより安定性の高いポートフォリオを目指して、採算性、成長性、タイヤ事業とのシナジー効果といった点を踏まえ事業再編を進めている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

売上高営業利益率の高低が、どのような要因に起因していて、今後どのように改善していくかに注目している。ブランド力、コスト競争力、原材料コスト上昇への対応力、為替変動への対応力、販売ネットワークなど様々な要因が考えられる。

新車用、市販用、輸出用の各々の収益状況についても確認する。新車用は原材料コスト連動方式導入などで採算は改善傾向にあるが、市販用、輸出用に比べ収益性が劣るケースも散見されてきた。また利益・キャッシュフローを予想する上では、タイヤの価格改定の浸透度を確認している。

(重視する指標)

- 売上高営業利益率
- 営業利益
- 経常利益

(2) キャッシュフロー創出力

激しいグローバル競争と投資負担が続く中、競争力の維持向上に向けた投資のための十分なキャッシュフロー創出力が求められる。新規投資や海外生産拡充の利益・キャッシュフローへの貢献状況を重視している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー、EBITDA
- フリーキャッシュフロー

- 有利子負債/EBITDA 倍率

(3) 安全性

グローバルに事業展開するには多額の設備投資や研究開発費を要することから、相応の財務体力が求められる。生産能力増強に加え、電動化などの対応に向けた投資が増加する見通しである。そのような中での財務体質の維持・強化の進捗が重要となる。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 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

業種別格付方法

【電機】

1. 事業基盤

電機メーカーが扱う製品は、民生用電子機器や産業用電子機器などの最終製品のほか、各種部品・デバイスや製造装置等まで幅広い。各社の事業構成は様々であり、業績の柱となる事業も異なる。各社の事業リスクや競争力等を把握するには、主要事業について個々にその状況を分析していくことが必要となる。ただ、電機メーカーの事業は総じて技術革新のスピードが速く、需要変動性が大きいなど事業リスクの高いものが多い。そのため格付評価においては中核事業の競争優位性および会社全体としてのリスクの抑制策などを重視している。

(1) 産業の特性

① 市場概要

電機メーカーの扱う製品は一般的に需要変動性の大きさが特徴といえる。製品が多岐にわたり需要のすそ野も広いことから、需要に影響を及ぼす要素は様々である。国内消費の影響を受けるものもあれば、世界的な需要動向に左右される製品も存在する。電子部品の需要は最終製品の動向に影響され、半導体メモリやフラットパネルディスプレイ（FPD）ではシクリカルな需要変動も見られる。半導体製造装置のようにユーザーの設備投資の影響を大きく受けるものもある。

また、技術革新のスピードの速さやそれによる製品ライフサイクルの短さも電機メーカーの扱う製品の特徴である。

電機製品のグローバル需要はこうした製品の世代交代や時には非連続なイノベーションにより創出がなされてきており、数々の変動を繰り返しながらもすう勢的には着実な増加が続いている。

② 競合状況

半導体製造装置のように技術難易度の高まりなどにより装置ごとに事業者が絞り込まれているものもみられるが、電機メーカーの扱う製品は概して国内外で激しい競合に晒されている。国内には有力メーカーが数多く存在するうえ、グローバル市場においても海外勢との競争が激しい。特に競合の激しい汎用品などでは需要減少局面で価格競争に陥りやすく、販売数量減少と単価下落の両面により売上が大幅に減少するケースがある。

また、競合状況の厳しさから事業者間で事業統合などの再編がなされるケースも多い。今後も国内メーカー同士だけではなく、海外勢との再編により競争環境が大きく変化しうる点については留意すべきといえる。

③ コスト構造

電機メーカーの事業には先端技術開発やその量産化に向けて多額の研究開発投資や設備投資を継続的に行う必要があるものが多い。そのため、コスト構造をみると、一般的に減価償却費をはじめとする固定的なコストが多い。製品需要の変動性の大きさとこうした柔軟さにかけるコスト構造があいまって電機メーカーの損益の振幅は大きくなりやすいと言える。

また、競争環境の厳しさなどを背景として、製品価格には低下圧力がかかることが多く、事業環境の悪化局面だけでなく、好況時にも継続的なコスト削減の取り組みが求められている。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

電機メーカーの格付評価においては中核事業の市場シェアの高さに注目している。これは、市場シェアの高さは製品競争力などの裏づけと捉えられることによる。また、装置産業である半導体デバイスやFPDなどにおいて、減価償却費等の負担をカバーして高い収益性を確保するためには市場シェアを高めてスケールメリットを享受することが重要な戦略になる。さらに、高い市場シェアを有していれば価格交渉力も強くなり、需要変動などの影響を緩和することも可能だと考えられる。

② 事業ポートフォリオ

電機メーカーの格付評価においては事業ポートフォリオにも注目している。事業リスクの高い個別事業が多いことから、需要分野が異なる事業の組み合わせおよび収益源の分散などにより会社全体としてリスクの抑制がはかられているかを確認している。

一方、大手電機メーカーでは、従来の総花的な事業ポートフォリオを見直し自社の得意分野に注力する方向で事業ポートフォリオの再構築を行っているケースが見られる。こうした取り組みの状況も確認している。

③ 技術開発力

電機メーカーの格付評価においては各社の技術開発力を重要視している。これは、総じて技術革新のスピードが速い事業を行う電機メーカーにとって製品の品質や機能などが他社との大きな差別化要因になると考えられることによる。また、半導体デバイスなどにおいては、製品性能とともにコストが重要な差別化要因となることからコスト競争力強化のための微細加工技術などでも他社に先行して開発することが重要となる。

ただ、技術革新のスピードが速いため技術優位性など競争条件は変化しやすい。また、技術難易度の高まりにより研究開発費負担が増大している事業も見られる。評価にあたっては、知財戦略など技術優位性を維持する取り組みの状況および好不況にかかわらず継続的な研究開発投資を行うことが可能な企業体力を有しているかといった点についても注目している。

一方、近年、事業売却など事業の取捨選択を進めるケースも多いことから、将来の新たな収益事業構築に必要な技術開発力の維持に支障がでないか注視していく必要がある。

④ 顧客基盤

電子部品メーカーなどにおいては顧客基盤も競争力のポイントとなる。電子部品の需要は使用される最終製品の競争力によって大きく左右されるため、電子部品メーカーにとっては成長分野で競争優位なポジションを確保しているセットメーカーに食い込んでいるかが大きな要素といえる。そうしたセットメーカーを中心に相応に分散された顧客基盤を形成しているかが重要と考えている。

⑤ コスト競争力

機器製造や組立などの事業分野においては、パーツのモジュール化などにより参入が容易になった結果、競争が激化し得られる付加価値が低くなっている。こうした事業分野では品質や機能とともにコスト競争力が重要な要素となる。生産技術力の向上を図るとともに、全体最適となる生産体制の構築などコスト競争力強化に向けた取り組みが重要になると考えている。

電子部品メーカーにおいてもコスト競争力強化は重要といえる。セットメーカーによる恒常的な販売価格低下圧力や原材料価格上昇などの利益圧迫要因をコスト削減などにより吸収する力があるかが大きなポイントである。海外への生産シフト、材料効率の向上および原材料価格上昇の影響を受けにくい新たな材料の開発・製品化などに注目している。

⑥ マネジメント

半導体デバイスなど継続的な設備投資を行う必要がある事業においてはそのタイミングや規模などがその後の事業を大きく左右することになる。そのため、マネジメントの意思決定は極めて重要なポイントになると考えている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

電機メーカーの行う事業は、総じて好不況の需要の波が大きく、安定した業績が上げづらいといえる。そのため、収益力の評価においては単年度の水準だけでなく、一定の期間においてどの程度の利益を生み出す力があるか、すう勢的な収益力を重視している。ただ、不況時においても一定水準の業績を確保することが重要となる。赤字転落など不況期の業績の落ち込み方が大きい場合は財務面への悪影響があることから、単年度といえども格付上大きなネガティブ要因になると考えている。

具体的には、製品の競争優位性等をトータルで反映した総合的な収益力を見る指標として、営業利益額やその売上に対する比率などを重視している。また、継続的な設備投資が必要な事業も多いことから、投下した資本に見合った利益を確保できているか ROA にも注目している。

(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

投資や有利子負債返済の原資となるキャッシュフローの創出力も重視している。生産リードタイムの短縮や売上債権・在庫の圧縮といった資産効率化の取り組みなどにより、好不況にかかわらず安定的なキャッシュフローを確保できるか注目している。

電機メーカーが行う事業の中には半導体デバイスなど多額の設備投資が必要な事業が多い。格付評価において、投資に伴う有利子負債が過度な負担になっていないか、今後も継続的な投資を行う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に注目している。

(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／営業キャッシュフロー倍率
- 有利子負債／EBITDA 倍率

(3) 安全性

一般的に製品需要や価格の変動が大きく、業績のボラティリティが高い電機メーカーの場合、業績が安定的な業種の企業に比べて高い水準の財務安定性が求められると考えている。

また、一部の事業では研究開発投資や設備投資の負担が増大しており、こうした投資負担への耐久力および機動的な外部資金の調達余力といった観点からも、良好な財務構成の維持が重要となる。

格付評価においては、リスクバッファーとしての自己資本の規模のほか、自己資本比率やデット・エクイティ・レシオなど財務安定性の諸指標を重要視している。

(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