

タイヤメーカー大手各社の18/12期決算の注目点

タイヤメーカー大手各社※の18/12期決算および19/12期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所(JCR)の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

※ブリヂストン(証券コード:5108)、住友ゴム工業(同:5110)、横浜ゴム(同:5101)、TOYO TIRE(同:5105)

1. 業界動向

日系4社が国内外で生産するタイヤは世界生産の3割近くを占め、グローバルでの各社のプレゼンスは高い。新車用タイヤの需要は景気変動の影響を受けやすいが、需要が比較的安定している市販用タイヤが、輸出も含めると販売の7~8割を占める。タイヤの世界需要は、市販用タイヤが需要を下支えする形で中期的に緩やかな成長が見込まれている。ただ、足元では米中貿易摩擦やブレグジット(英国のEU離脱)など政治問題の影響が懸念される。ブリヂストンの18年度決算説明会資料によると、19年度はアジア以外のエリアで新車用、市販用ともに厳しい販売環境が想定されている。具体的には新車用タイヤ需要(乗用車用)の主要市場の伸び率(18年度実績及び19年度予想)は日本が±0%と±0%、北米が±0%と▲6%、欧州が+1%と▲2%、アジア(タイ・インドネシア・インド・中国)が▲4%と+1%となっている。市販用(乗用車用)は同様に日本が▲1%と▲1%、北米が+3%と▲2%、欧州が+1%と▲1%、アジアが+2%と+6%となっている。

タイヤは輸送コストがかさむため消費地生産が基本原則である。各社とも現地生産を拡大してきており、ブリヂストンの海外生産比率は73%程度である。タイヤの原価に占める原材料コストの割合は大きく、業績は天然ゴムや原油の市況変化の影響を受けやすい。18年は天然ゴム価格が安定的に推移し、原油価格は年初から秋まで上昇を続けたものの足元で下落している。

近年、提携解消や新たな提携、M&Aの動きが活発化してきている。住友ゴム工業は米グッドイヤー社とのアライアンス契約を15年に解消した一方で、17年に英国大手のタイヤ販売会社であるMicheldever Group Ltd.を買収(取得価額約312億円)し、また海外のDUNLOPブランド事業を買収(取得価額約154億円)した。横浜ゴムは独コンチネンタルとの業務提携を16年3月に解消した一方で、農業機械用・産業機械用タイヤを主力とするインド拠点のAlliance Tire Groupを16年7月に買収(取得価額1,339億円)した。ブリヂストンは海外での販売ネットワークの拡充に積極的で、16年以降も仏大手自動車整備業チェーンや仏大手タイヤ小売チェーンを買収するなど欧州事業で小売網の強化を進めている。19年1月にはネットを利用した車両管理サービス事業を手掛けるオランダのトムトムテレマティクスを買収(買収金額約1,138億円)すると発表した。TOYO TIREは18年11月に三菱商事との資本業務提携について発表した。第三者割当増資による三菱商事からの調達資金は米国およびマレーシアのタイヤ工場の生産能力増強、新生産拠点建設などに充当される計画としている。

住友ゴム工業などにみられる提携解消は、日米欧以外での需要増加、自社の海外生産基盤の拡充など経営を取り巻く環境が大きく変化する中で事業展開の自由度を求めた動きと言えよう。一方、新たな提携やM&Aは商品ラインナップの充実、海外販売ネットワークの拡充、タイヤの売り切りからサービス化への対応を目指したものと考えられる。

2. 決算動向

4 社合計の営業利益（住友ゴム工業は 16 年度以降、横浜ゴムは 17 年度以降で事業利益（IFRS）は 09/12 期を底に 15/12 期まで 6 期増益が続いたが、16/12 期は円高の影響で減益、17/12 期は原材料価格上昇の影響で減益となった（図表 1 参照）。18/12 期は前期比 0.3%の減収、営業利益は同 4.2%の減益となった。利益増減分析（4 社合計）では主な増益要因が「売値 MIX 数量他」137 億円、「原材料価格」38 億円であった（図表 2 参照）。「売値 MIX 数量他」は段階的に進めたタイヤの値上げ効果と SUV 用など高付加価値の大口径タイヤの販売増加が貢献した。「原材料価格」の内訳（ブリヂストンを除く 3 社合計）は天然ゴム+226 億円（増益要因）、石油系▲152 億円（減益要因）で、ナフサ由来の石油化学製品であるカーボンブラックなどの価格が上昇した。一方、主な減益要因は「為替変動の影響」56 億円その他、海外新拠点展開などによる固定費や経費の負担増加であった。

財務面では、16/12 期では免震ゴム問題（性能評価基準への不適合）の関連で特別損失を計上した TOYO TIRE と、大型買収を実施した横浜ゴムで自己資本比率が悪化した。17/12 期ではブリヂストンと住友ゴム工業で同比率が若干悪化した。住友ゴム工業は 17 年に 2 件の大型買収を実施し有利子負債が増加した。ブリヂストンは 16/12 期末に 1,289 億円のネットキャッシュポジションに転じた後、1,500 億円を上限に自己株式取得を進めた。18/12 期では TOYO TIRE 以外の 3 社は自己資本比率が改善したが、TOYO TIRE は海外工場の生産能力増強投資や免震ゴム改修工事の進捗に伴うキャッシュアウトにより有利子負債が増加し、同比率は若干悪化した。

3. 業績予想における格付上の注目点

19/12 期は 4 社合計で前期比 1.5%の増収、同 0.3%減の営業減益の見通しである。利益増減分析では主な増益要因が「売値 MIX 数量他」971 億円、主な減益要因が「為替変動の影響」318 億円、「原材料価格」23 億円である。「売値 MIX 数量他」では、18 年の石油系原材料の価格上昇分について市販用タイヤを中心にどこまで値上げで回収を進められるか、天然ゴム価格の低下分が新車用タイヤの原材料コスト連動方式でどこまで減益要因として効いてくるかが注目される。市販用タイヤは国・エリアによって値上げのしやすさに差があり、競合状況を見極めながらの対応になってくるため会社によってばらつきがでてこよう。「原材料価格」の影響については若干の増益要因と想定するメーカーが多いが、減益要因と想定するメーカーもあり、原材料価格の見通しに幅がある。

当面、外部環境として米中貿易摩擦やブレグジットなど政治問題による景気減速の影響が懸念される。また米国政権が検討している日米間の追加関税については、日本から米国へのタイヤの輸出量は大きくないものの、追加関税が現実化した場合は国内自動車生産が減少するリスクがある。

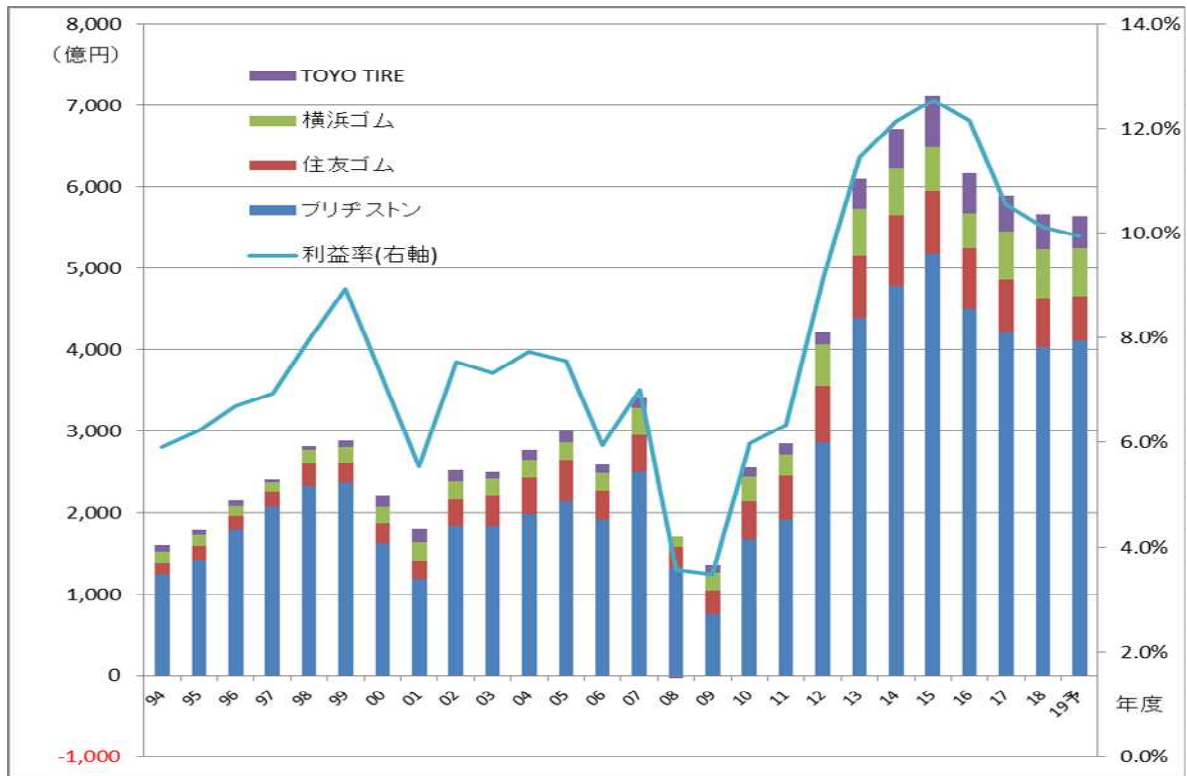
財務面では、各社ともタイヤ事業の安定したキャッシュフロー創出力により中期的に財務構成は改善していくと予想される。一方で設備投資は、SUV 用など大口径タイヤの供給体制強化を背景に、海外での投資が高水準で推移している。このため有利子負債の大幅な削減は見込みにくく、当面は緩やかな財務構成の改善に留まると考えられる。

自動車業界では CASE（コネクテッド、自動運転、シェアリング、電動化）に表わされる次世代技術の開発やサービスが本格化している。EV 化によるタイヤ業界への影響は大きくないとみられるが、車両が重くなるため耐久性や燃費性能の要求がより強くなると考えられる。自動運転技術の進歩についてはバンクが許されないため、ランフラットタイヤやエアレスタイヤの需要増加、路面状況の把握と情報管理技術のニーズの増加が想定される。

一般的には世界経済動向によるタイヤ販売への影響に注目したい。戦略商品、高付加価値製品に注力する中で「売値 MIX 数量他」の増益効果を拡大していくことが重要である。個社では、住友ゴム工業と横浜ゴムについては買収先とのシナジー効果発現と財務改善の進捗、TOYO TIRE については三菱商事との資本業務提携のシナジー効果、新生産拠点建設計画の内容、免震ゴム改修工事の進捗に注目している。

（担当）窪田 幹也・上村 暁生

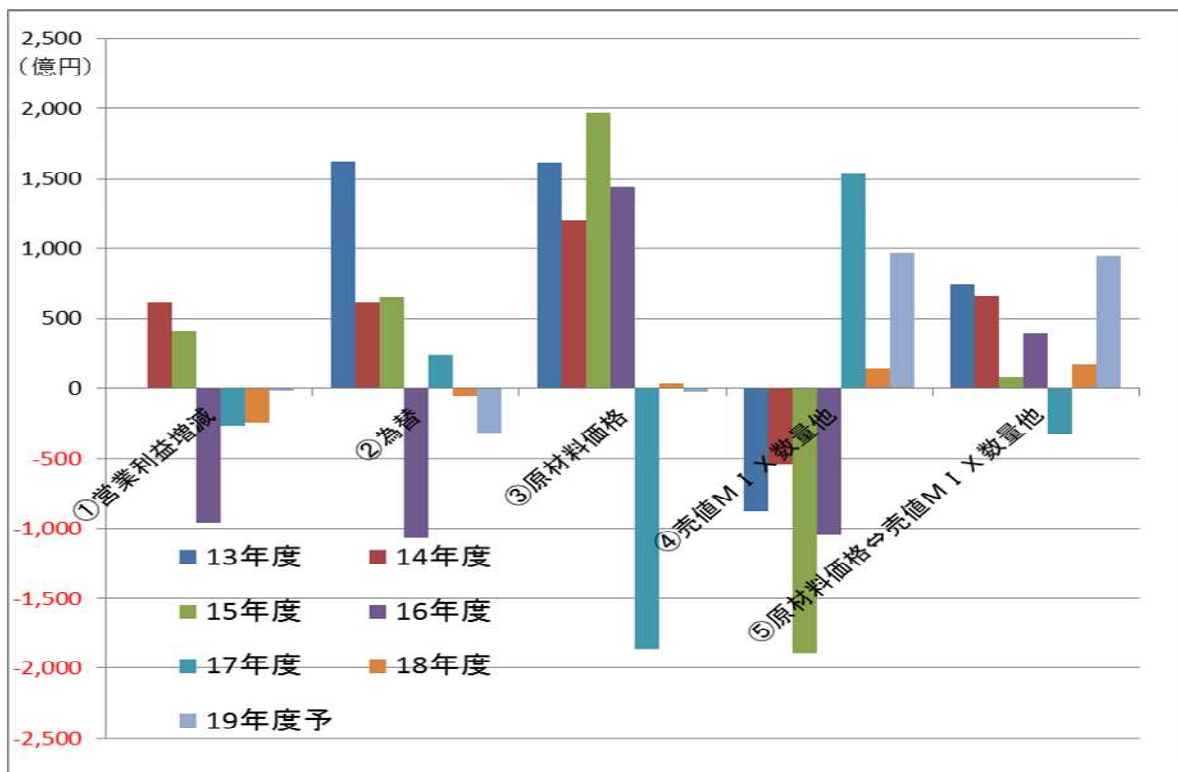
(図表 1) 営業利益、売上高営業利益率の推移 (4 社合計)



(出所: 各社決算資料より JCR 作成)

※住友ゴム工業の 16 年度以降は事業利益 (IFRS)、横浜ゴムの 17 年度以降は事業利益 (IFRS)。

(図表 2) 利益増減分析 (4 社合計)



(出所: 各社決算資料より JCR 作成)

【参考】

発行体：株式会社ブリヂストン

長期発行体格付：AA+ 見通し：安定的

発行体：住友ゴム工業株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

発行体：横浜ゴム株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

発行体：TOYO TIRE 株式会社

長期発行体格付：BBB+ 見通し：安定的

■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、結果的正確性、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