

## 業種別格付方法

### 【自動車】

(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）、CASE（コネクテッド、自動運転、シェアリング、電動化）

#### 1. 事業基盤

新車需要は景気変動の影響を受け易く、ボラティリティは比較的高い。自動車メーカーは環境・安全規制をクリアし、顧客ニーズに合った新車開発を常に求められる一方で、短いモデルチェンジのサイクルの中で投資回収していく必要があり、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

自動車は高額商品であり世界に普及していることから新車販売の市場規模は大きい。自動車産業は国内就業人口の約1割を占めるなど裾野が広い。日米欧など先進国市場は成熟しており、景気動向や買い替え需要に依存するところが大きい。一方、新興国市場はモータリゼーションの進展に伴い中長期的に世界需要の成長を牽引していく可能性が高い。但し、長期的にエリアによってはシェアリングの普及により新車販売が減少する可能性もある。

大手日系メーカーの新車販売は8割強を海外が占めるところが多い。為替リスク軽減、輸送コスト軽減、現地ニーズ把握などを背景に海外生産比率も高まっている。

###### ② 競争状況

日本の自動車産業は自動車メーカーを頂点として系列部品メーカーと垂直的な分業体制をとっており、部品メーカーの新型車開発への関与が大きい点が特徴である。系列の流動化が進んだグループもあるが、全般的には両者の関係は緊密で、共同で品質向上とコスト削減に努めていることが競争力の源泉になっている。

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し、参入障壁は高い。但しEVについては、内燃機関搭載車に比べ部品点数が少なく、競争力はバッテリーシステムの優劣に大きく左右される。このため、他業界からの参入、業種の垣根を越えた提携も想定される。

###### ③ コスト構造

自動車産業は3万点ともいわれる部品を、自動車メーカーと部品メーカーが共同で作りこむことで成り立っている。自動車メーカーの総コストの約7割は部品、資材の購入が占めるため、部品メーカーも含めたグループでの原価低減力が重要になる。新型車開発や環境規制、安全規制の対応には多額の研究

開発費が必要である。また新工場建設には多額の設備投資を必要とすることから減価償却費など固定費負担も重く、工場稼働率の低下によって採算が大きく悪化することもある。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

世界生産の中で日系メーカーの国内外での生産台数は約3割を占める。日系メーカーは高い品質や価格競争力などを背景に全般的に優位性が高い。

多額の設備投資や研究開発費が必要なため、スケールメリットが働きやすい。一方、各国で排ガス規制、CO2排出量規制などが厳しくなっており、これらの環境規制に対する今後の対応次第では競争状況が変わる可能性がある。環境規制、安全規制で要請される技術を提携も含め効率よく充足し、魅力あるクルマづくりができるかがより重要になってきている。

### ② 販売戦略、商品競争力

商品競争力はキャッシュフロー創出力のベースと言える。量販車種を多く有し、販売地域は地理的に分散している方が業績は安定することが多い。世界の主要市場はマーケット特性が異なるため、どの市場に重点を置くかによって販売戦略や商品構成も異なってくる。収益源を地理的に分散した上で、注力する販売エリアの環境規制、安全規制、顧客嗜好（高級感、走行性能など）に対応した商品投入が重要となる。ブランド力の差が米国市場などでインセンティブ（販売奨励金）の差として出ることもある。

### ③ コスト競争力

環境規制、安全規制が厳しくなり、またCASE対応を求められる中で、クルマづくりのコストは上昇している。開発効率向上、部品メーカーとの協業による開発・生産コストの削減、他社との業務提携によるコスト軽減と競争力アップなどがより重要になっている。

商品機能強化に伴うコストアップや原材料価格上昇について、商品競争力とバランスをとりながら自動車価格に適正に反映できないと収益性が圧迫される。

### ④ 品質管理

安全性能での要求水準は高い。モジュール化や部品共通化が進んできたが、コスト削減でメリットがある一方で、不具合が出た場合の影響は大きく、大量リコール（無料回収・修理）などのリスクが高くなる。部品メーカーを含めたサプライチェーンの強化と品質管理の徹底がより重要になっている。

### ⑤ グローバル生産体制

需要の大きい地域、注力する地域に効率的に供給できるフレキシブルなグローバル生産体制の構築が重要である。近年、海外生産シフトが進んできたものの、依然、国内生産の5割程度は輸出向けであり、為替変動の影響を受けやすい体質のメーカーが多い。円高局面でも利益を確保するため、国内生産拠点の継続的な効率化が求められる。海外生産では労働力の安定確保、現地での安定した部品調達が重要になる。保護主義的な通商政策が導入されたりすると、グローバルの生産体制を再構築する必要が出てくることもある。

## ⑥ 環境規制対応

各国政府はカーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を目指すことを宣言しており、CO2排出量規制、ガソリン車規制などが厳しくなっている。消費者も地球温暖化対策に関する意識が高まっている。

ライフサイクルアセスメント視点で考えれば、国ごとの電源構成の違いなどを背景に自動車に対する環境規制、顧客ニーズも異なってくる可能性がある。販売エリアの状況に対応できるようにラインナップを揃えておく必要がある。

EVは加速性で優れ、音や振動も少ないが、航続距離や電池寿命、充電時間、充電インフラの問題など本格的普及に向けては課題も多い。また現状ではガソリン車等に比べ収益性が低下する可能性が高い。このような状況を背景に、バッテリーを含むコスト削減に注力して一気にEV化を進める企業もあれば、EV・HV・PHVなど多様なラインナップを揃えて収益性を維持しつつ、徐々にゼロエミッション車の開発・拡販を目指す企業もみられる。バッテリー価格の低下や開発効率向上、原価低減の進捗が必要であり、コスト競争力の強化が求められる。

ゼロエミッション車としてEV以外にも多様な開発が進んでおり、今後も進んでいくと考えられるが、注力する販売エリアの環境規制に対応しつつ収益性を維持できるかが重要である。

## 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、量販車種の販売動向、コスト競争力、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。

利益を海外に大きく依存する日系メーカーが多いことから、損益及びキャッシュフローの予測には、世界の主要市場の需要見通しはもとより、実質的な収益源がどの国・地域であるかの分析が必要である。輸出比率が高い場合、所在地別営業損益と仕向地別営業損益が全く別の姿になるケースもあることから、仕向地別営業損益の把握にも努めている。収益力の安定性という点で、北米・欧州・アジアなどを含め収益バランスがとれているかに注目している。

#### (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

厳しいグローバル競争と投資負担が続くため、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。販売金融事業を有する企業では、同事業が拡大している局面では連結のフリーキャッシュフローがマイナスになることも多く、自動車事業のフリーキャッシュフローに注目している。

#### (重視する指標)

- 営業キャッシュフロー、EBITDA

- 自動車事業のフリーキャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率

### (3) 安全性

グローバル展開や新型車開発など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。販売金融事業を有する場合、連結有利子負債が多額になることが多く、販売金融事業を除いた自動車事業のネット有利子負債、ネット D/E レシオに注目している。様々なイベントリスク、業績悪化時の固定費支払いの備えという点で自己資本拡充と自動車事業のネットキャッシュの積み上げが重要と考えている。

販売金融事業は販売を促進する機能がある一方で有利子負債を増加させ、与信管理が適切になされないと貸倒れロス、金融資産の劣化というリスクも伴うため、貸倒れロス率等のチェックも重要である。

#### (重視する指標)

- 自動車事業のネット有利子負債
- デット・エクイティ・レシオ
- 貸倒れロス率（販売金融事業を営む場合）

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