

最終更新日：2011年7月13日

## 業種別格付方法

### 【セメント】

#### 1. 事業基盤

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も否定できない。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ほか、国内セメント以外の収益源としての海外事業や非セメント事業の重要度も高まっている。格付評価上もこの点を重視している。

##### (1) 産業の特性

###### 市場概要

セメントの国内需要は、石油危機などを契機に70年代、80年代にそれぞれ落ち込みがあったが、その後、90年度をピークに長期に亘り減少傾向が続いている。特にリーマンショックを機に大きく減少した。今後についても需要の先行きについてはネガティブな要素が多い。国の財政逼迫による公共事業の削減、人口減少によるインフラ増強や建築工事の必要性の低下などを考慮すると、需要減少には業界の構造的な問題が影響しているともいえる。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と考えている。また、11年3月に発生した東日本大震災による復興需要は、国内のセメント需要を押し上げることも予想される。ただ、長期的に見れば需要の反転増につながるとは言いがたく、今後の防災におけるインフラ整備への国の指針等を確認していく必要がある。

セメントの主用途は建設関連であり、公共投資および住宅や設備投資などの民間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、主に北米などの先進国、アジアなどの新興国に進出している。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、進出エリアが競争過多となっていないか確認する必要もある。

###### 競合状況

セメント需要の減少に伴い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、その後も需要の減少傾向は止まらないため、需給バランスは安定しているとは言

い難く、供給過剰となりやすい。その対応策として輸出も行っているが、セメント輸出は利益面に難があることから、国内需給の完全な調整弁とまではなりにくい。さらに、セメント製品は差別化が難しく、価格競争に陥るリスクが常にある。そのため供給過剰となれば、価格維持のためには生産調整を実施せざるを得ない。一方で、短中期的には震災の復興需要などにより需要超過となる可能性もありうる。需給バランスをふまえながら、適正価格を維持できているか確認している。

## 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。近年は新興国需要の高まりにより石炭価格は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おり、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、ともにセメント各社におけるリスク要因である。適正価格の実現と維持可能なシステム構築がなされない限り、格付上ネガティブな要素であると捉えている。

実際に適正価格の実現は容易ではないと見ている。その理由として、セメントメーカーサイドの供給過剰になりやすい体質や製品差別化の困難さがあげられよう。一方で、主要販売先である生コン業界の体質にかかわるところも大きい。生コン業界はかねてから過剰設備が問題となっており、過剰設備廃棄による適正生産規模、適正配置などが課題となっている。セメント価格の適正化には生コン業界の改善も必要であり、今後の生コン業界の変化に注目している。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### 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と見ている。一方で、下位メーカーについては、販売体制の確認が必要だ。セメント製品の一部又は全部について販売を委託している場合は、需要減少の際には委託先の調整弁とされるリスクが高くなり、売上が大きく落ち込む可能性があるため注意が必要だ。

### 供給能力の調整

セメント需要減少が続いている中では、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ていくことが常に求められている。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の廃棄物処理場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ほか、各社の供給能力の削減余力についても検証していく。また、生産統合などによるアライアンスなどの動きも注目している。

#### 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削減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となっている。各社の廃棄物・副産物の処理能力だけでなく、その収集能力、収益の貢献度合いについて把握していく必要がある。

#### 海外展開

国内市場に将来性がないため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依然として成長が期待できる市場である。しかし、これらの市場は既に圧倒的な資金力を有する世界のセメントメジャーが進出しており、競争は厳しい。ただ、国内需要は縮小しており、新たな需要を獲得するには海外進出は欠かせない。各社の海外事業の収益貢献と今後の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。

#### セメント事業以外の収益力

石灰石や骨材の採取・販売、建材の製造・販売のほか、エレクトロニクスやセラミックスなどの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、収益や資産効率面で劣り、アライアンス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、売上高の伸びは限定的である。限られた売上の中で、いかに収益力を向上させるかが重要となる。生産効率の向上や処理が困難な廃棄物の活用などによ

るコスト削減や合理化に加え、石炭などの燃料コストの適切な価格転嫁などが収益性改善の重要なポイントとなる。海外事業は、国内に比較すれば売上高が伸びる可能性が高い。ただ、海外の各セメントメジャーの収益性は高く、競合していくためには限られた経営資源の中で高い収益性を維持していく必要がある。

(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。生産過剰となりやすいため、生産設備への投資は抑制されているが、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への進出のため相応の投資も必要となる時期があると考えられる。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を注視している。

(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設備投資負担は重く、各社相応の有利子負債を抱えている。今後は、海外や非セメント事業の M&A などの投資や、国内事業のリストラ費用の負担などにより有利子負債が増加する可能性は十分ある。有利子負債水準の動向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。また、新規事業や海外事業のリスクや国内事業のリストラクチャリングの際の特別損失などに対する財務耐久力も重要である。

(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