

業種別格付方法

【セメント】

セメント各社は、セメントを主力とする専門メーカーと他事業を本業とする兼業メーカーがある。兼業メーカーは本業の製品生産時に出る副産物や廃棄物を処理活用するため付随的にセメント事業を行っているケースが多いことから、兼業メーカーの信用力は本業の状況に依存している。このため本格付方法はセメント事業を主力とする専門セメントメーカーを対象としている。

1. 事業基盤

セメント産業は、ビルやダム、トンネル、橋など、さまざまな社会基盤を整備するための基礎素材産業として不可欠なものである。しかし、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が高い。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。

(1) 産業の特性

① 市場概要

セメントの国内需要は、高度経済成長に合わせるように増加していたが、70年以降は建築需要の動向に合わせて増減を繰り返すようになった。バブル経済の終盤の90年度にピークを迎え、以降は景気低迷、公共工事削減などによりセメント需要は長期にわたり減少傾向となった。10年代に入ると減少度合いは低下したが、需要の先行きについてはネガティブな要素が多い。人手不足により施工能力が限界を迎えており、建設工事量を増やすことは難しい。さらに人口減少によるインフラ増強や建築工事の必要性低下などを考慮すると、需要減少は業界の構造的な問題だといえる。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。

セメントの主用途は建設関連であり、公共投資および民間建設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、主に北米やアジアなどに進出している。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、進出エリアが供給過剰で過当競争となっていないか確認する必要もある。

② 競合状況

セメント事業は典型的な装置産業であり、稼働率を高めるために生産過剰となりやすい。加えて差別化が難しい製品であることから需給バランスが崩れると価格競争に陥りやすい。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、その後のセメント需要減少に対して生産能力の削減が遅れ気味であり、依然として販売競争となりやすい体質を有している。セメント各社は、設備の維持更新を適切に進めるだけのキャッシュフローを確保するために、適正価格での販売を志向しており、機会を見て値上げを打ち出している。

③ 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。新興国需要の高まりや地政学的リスクなどから石炭価格は過去より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いる。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力の維持・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、セメント各社におけるリスク要因である。適正な販売価格の実現がなされるかどうか注目している。

近年、各社はカーボンニュートラルに向けて省エネルギー設備の導入や廃棄物・副産物などの代替エネルギーの活用拡大などを進めており、これらは生産効率改善につながっている。一方でCO2排出削減に向けた新技術開発や実証実験なども進めており、これらは費用負担増加につながる可能性がある。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 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。

また、セメント販売については、メーカーと最終需要家であるゼネコンとの間に中小零細企業である生コン会社が存在しており、この複雑な流通形態が価格支配力を弱める要因となっている。この販売状況は今後も変化はないと考えている。

② 供給能力の調整

セメント需要減少が続いている中、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ることが求められる。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経済を支え、廃棄物処理施設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。また、各社の供給能力の削減余力についても検証していく。生産委託や生産統合などによるアライアンスなどの動きも重要となる。

③ 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、収益力の維持・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効率的な使用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である。各社の廃棄物・副産物の処理能力のほか、収集能力、利益の貢献度合いについて把握していく。

④ 海外展開

国内セメント市場の成長性が見込めないことから、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成長が期待できる市場である。ただ、これらの市場は既に地場メーカーやセメントメジャーが進出しており、競争は厳しい。進出しているエリアの市場動向や収益貢献に加え、今後の海外事業の取り組み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。

⑤ セメント事業以外の収益力

セメント専門メーカーは、石灰石や骨材の採取・販売、建材の製造・販売などセメント関連事業のほか、電子部品や不動産などの非セメント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力の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、利益貢献や資産効率面で劣り、シナジー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、国内事業の成長性は限定的である。数量が増えないため販売単価を上げていかないと固定費負担が増加する。このため、価格転嫁に加え、生産効率の向上や製造コストの削減が不可欠となる。これらの状況を確認するために売上高総利益率に注目している。上記に加えて、間接部門の合理化を含めた収益性改善も重要となるため、営業利益率も確認していく。また、装置産業であるため固定資産の規模が大きい、加えて今後は老朽化対応や環境対応により投資が増加する可能性が高い。成長戦略のため海外事業強化のための投資をしていくことも考えられる。投資により資産も増えやすく、償却負担増により利益も低下しやすい。資産効率を意識した投資姿勢の確認が重要となるため ROA の推移も確認していく。

(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

収益力の低下局面でも、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。しかし、設備の維持更新投資は重く、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の強化のため大型の投資も必要となることもあったと考えられる。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に加え、有利子負債水準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。

(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維持更新のための設備投資負担が重いことに加え、海外やセメント以外の事業の強化を進める中で、各社は相応の有利子負債を抱えている。今後もそういった投資に加え、カーボンニュートラルに向けた設備投資も必要となり、有利子負債はさらに増加する可能性がある。また、新規事業や海外事業、国内事業再編のリスクを考慮すれば、減損損失など特別損失に対する財務耐久力も重要となる。円滑な資金調達のために不可欠な財務内容を維持できているか、リスクバッファーとなる自己資本規模を有しているか確認している。

(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