

最終更新日：2011年7月13日

## 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、収益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

###### 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、半導体や液晶パネル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。

###### 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コモディティ化した製品などで海外勢との競争が激しい。こうした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。今後国内メーカー同士だけではなく、アジアメーカーなど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。

###### 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、電機メーカーに対するユーザーからの値下げ圧力は恒常的に強く、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

### 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デジタル AV 機器事業などにおいて、研究開発負担をカバーして高い収益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。

### 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。

### 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、半導体デバイス事業などにおいては、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。

#### 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。

#### 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、近年、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差別化要素となる。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および規模拡大によるスケールメリット享受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。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。

#### マネジメント

半導体デバイス事業など継続的な設備投資や研究開発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。事業に精通した経営者がタイムリーに迅速な意思決定を行うことができる体制になっているか、などの点を注目している。

## 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、安定した収益が上げづらい事業といえる。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、好況期や不況期をおしなべてみて每期平均どのくらいの収益を生み出す力があるか、すう勢的な評価を重視している。ただ、不況時においても一定水準の収益を確保することが重要となる。赤字転落など不況期の収益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高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収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やデジタル家電事業など多額の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、収益ボラティリティが高い電機メーカーの場合、収益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