

業種別格付方法

【総合重機】

1. 事業基盤

総合重機各社は、多種多様な事業・製品群を有している。それらの納期、収益性、ポラティリティといった事業リスクは一様ではないため、総合重機の格付評価では、コア事業を中心としたポートフォリオ分析を重視している。

(1) 産業の特性

市場概要

総合重機の事業には、社会的なインフラや輸送用機器、企業の生産設備にかかわるものが多い。

まず、各社ごとにどの事業がコア事業であるかを把握した上で、そのコア事業を中心に各事業が属する市場を多角的に分析している。切り口は、景気感応性（需要の変動性のほか景気循環とのタイムラグなど）、成長性、地域性（国内型 vs. 海外型など）、顧客属性（民 vs. 官、大口特定顧客 vs. マス顧客など）、競合状況などである。競合状況については次項で後述する。

社会的なインフラを例に取れば、海外を中心とした大規模なもの、国内の公共施設（官需）に大別される。前者については、新興国を中心とした電力需要の増加により、発電プラントの需要は高まっていこう。また、高速鉄道については、先進国・新興国問わず多くのプロジェクトが計画・検討されているが、この動きは今後も続こう。一方、国内の公共施設（橋梁、廃棄物処理施設など）は、厳しい財政事情を反映し、需要が低迷している。ただ、安全や環境の面からも、一定以上の更新需要はあると考えられる。なお、海外案件にせよ国内公共施設にせよ、インフラという性格上、景気変動の影響は比較的小さいと考えられる。

競合状況

競合状況は、事業収益への影響が大きく重要な要素であり、競合条件、変化などについては事業ごとに注意している。

多くの事業では自由競争下、激しい競争を展開している。ただその中で、特異な様相を示すものもある。例えば、発電プラントや高速鉄道といった、国際的な大型プロジェクト系事業では、韓国企業など新興勢力の参入が見られ競合が激しさを増している。加えて、従来は自由競争であったものが、近年は企業とその所属国政府が連携する動きも見られる。今後の動向とともに各社の対応や受注動向に注目している。一方、戦闘機や艦艇などの防衛関連事業は供給者が限られ随意契約とされやすく、従前より比較的競合が緩やかである（後述参照）。

コスト構造

受注においては通常コストも勘案するため、資金回収と収益確保の蓋然性は比較的高い。た

だ、造船を代表格として、総じて原材料費、資機材費のウェイトが高く、受注とこれらの調達
のタイミングのズレから、価格変動リスクを抱えやすい。また、国際市場に展開しながらも生
産を海外にシフトしにくい製品も多く、これらは為替面で売上とコストのミスマッチは避けら
れず、為替リスクの抑制に限界がある。格付先ごとに、こうしたリスクに対する収益の感応度
と、ヘッジなどリスクへの実際の対応状況を確認することで、リスクの程度を把握するよう
にしている。

個別事業で特筆すべきは、航空機関連であり、加えてこれは官需と民需では様相を異にする。
官需では先述したように、「コスト+フィー」的な随意契約が主でありリスクは小さいといえ、
安定収益源として評価している。これに対して、民需では、部品であれ完成機であれ、相応の
開発費や設備投資の先行負担が不可欠である。赤字先行は避けられず、また当該航空機に対す
る一定の受注が確保されなければ投じた資金の回収が困難となる。民間航空機にかかる取り組
み当初の赤字はネガティブな要素とは見ておらず、航空輸送や当該航空機にかかる需要の見通
しをアップデートしながら、中長期的な収益貢献及び資金回収の蓋然性をその都度判断してい
る。

(2) 市場地位、競争力のポイント

市場地位

市場地位の観点では、総合重機各社の事業は、(a)ビッグ・プレーヤーの地位を確立している
事業、(b)One of them プレーヤーに過ぎない事業に大別できる。(b)であっても、一定の収益力
を有するものもあるが、事業基盤の強さを見るうえで、(a)の地位にある事業（ほとんどはコア
事業である）の状況をより重視している。

(a)にはさらに、限定的ではあるが他のビッグ・プレーヤーと激しく競合する事業（発電プラ
ント、鉄道車両、モーターサイクルなど）と、特定顧客との強い関係によって排他的に近い地
位を確立している事業（航空機部品、防衛関連など）がある。また、化学プラントや産業機械
のように、必ずしもビッグ・プレーヤーではないが得意分野・製品で一定の地位を確立してい
るものもある。いずれについても、既往顧客（リピーター）や潜在顧客の需要動向などを把握
するとともに、顧客深耕・開拓のカギとなる受注・納入実績を注視している。

(b)は、造船や公共施設などである。規模の点での優位性はほとんどなく、需要が細るたびに
厳しい事業運営を余儀なくされるが、結果的に残存者メリットを享受している事業もないわけ
ではない。これらについては、事業のあり方も含め今後の収益貢献の方向性を確認している。

技術力

総合重機の製品には、安全面を含め高度の技術を要するものが数多い。また、各社は、高効
率やCO2 排出量削減といった付加価値で製品を差別化し、競争力を高めることに注力している。
加えて、顧客ニーズへの対応という観点のみならず、新たな市場開拓のためにも先進技術の開
発・展開は不可欠といえる。韓国企業などの新興勢力も含め競合相手も技術面での進歩は著し
く、技術優位性の確保は総合重機の競争力の根幹といえる。これまでの実績も踏まえながら、

各社のコア事業を中心とした技術力のポジションにつき極力把握するよう努めている。

コスト競争力

コスト競争力は、ある意味で技術力と一対をなす。いかに当該製品の性能が高くとも、その付加価値を上回るような価格設定しかできなければ受注競争に勝つことは困難である。もともと韓国メーカーなどは価格優位性を打ち出す傾向がある上、日本メーカーは特に円高局面では状況は厳しくなる。

総合重機各社は総じて減価償却費を中心に固定費負担が大きいことは否めないが、生産性向上も含めコスト削減余地がないわけではない。グローバル調達を含む資材調達の最適化、流通在庫を含む製品在庫管理の適正化などのほか、「一品モノ」が多い中での部品の標準化やモジュール化なども有効に作用する。また、需給動向次第では生産拠点の見直しも検討課題となりうる。各社の対応とその実効性ととともに、今後の方向性についても確認している。

プロジェクト管理能力

プラントや高速鉄道システムは事業として大きなリスクを内包しており、過去に巨額損失が計上された例もある。規模が大きいため 1 案件であっても企業経営に甚大な影響を与えることもあり、プロジェクト管理能力はきわめて重要である。

カントリーリスク、費用見積もり、契約内容、資材価格や為替変動、プロジェクト進行管理、資金回収など多岐にわたって適正・的確な判断と対応が求められる。また、建設工事、オペレーション、アフターメンテナンスといった顧客ニーズの高まりに対応する必要もある。各社のリスク管理への取り組み状況、すなわち対象となる事業について前記した各段階における具体的なリスク管理のあり方を確認している。

事業ポートフォリオ

各社の事業ポートフォリオを分析するに当たり、各事業の納期の長さに着目している。長納期型事業は売上計上が長期にわたるため、収益貢献は景気遅行的で且つ比較的安定度が高い。逆に短納期・量産系の事業は景気に敏感で収益の振幅も大きい。いずれも一定の収益を得るためには継続的な受注と一定の受注残高の確保が必要であるが、その蓋然性をこれまで述べてきたような各事業の市場や各社の競争力の状況により判断している。

長納期型コア事業に優位性がありかつ全体に占めるウェイトが高い場合、格付上ポジティブに織り込んでいる。逆に、短納期・量産系事業では、短期的な収益変動を格付に都度織り込むのではなく、中期的な平均収益水準と変動幅を把握するようにしている。ただ、短期的な変動が大きいこと自体はリスクとしてとらえている。こうした認識のもと、格付にあたっては、各事業の集合体である事業ポートフォリオがどのような特性を有するか、すなわち収益の安定性の高低のほか、複数事業の展開によるリスク分散効果は認められるかなどを分析している。

事業ポートフォリオに大きな影響を及ぼす大型の M&A や民間航空機など新規分野への進出は、成長への大きな足掛りとなる半面、相応のリスクを伴うことは言うまでもない。ただ、そ

うした事象の格付への反映は、財務面も含め中期的な影響がある程度明確になったときに行なうようにしている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

総合重機の収益は、各事業の納期の長さからくる収益計上のタイミングや、先行投資負担に留意する必要がある。したがって全体の状況のみならず、事業ごと(実務的な分析の中心はセグメント)の状況についても時間軸の概念をもって把握する必要がある。その上で、コア事業の収益貢献度とその安定性を格付評価上の最大のポイントとしている。

(重視する指標)

- 営業利益
- 受注高
- 受注残高
- 売上高営業利益率

(2) キャッシュフロー創出力

総合重機は、総じて減価償却負担が大きいのが、これはキャッシュフローが損益計算書における損益をかなり上回るということでもある。資金回収という観点から、有利子負債とキャッシュフローのバランス分析を重視している。

(重視する指標)

- 有利子負債 / EBITDA 倍率

(3) 安全性

総合重機は総じて、設備投資や研究開発費が大きいことに加え、工期の長さのため多額の運転資金も必要であることから、有利子負債が膨らみやすい。一方で、自己資本は過去の損失計上による毀損などもあり、必ずしも十分な水準にあるとはいえないところもある。今後の事業展開にかかる資金調達や、金利上昇リスク、事業リスクを考えれば、有利子負債の削減と自己資本の拡充を通じた財務構成の改善が望まれる。格付においては、実際の改善状況ないし方向性を織り込んでいる。

(重視する指標)

- デット・エクイティ・レシオ
- 自己資本比率
- 自己資本
- インタレスト・カバレッジ・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