

業種別格付方法

【鉄鋼】

1. 事業基盤

鉄鋼業は素材産業であり、需給、市況の変動を避けられない。また製造には大型の設備が必要であるため固定費負担が重いことに特徴があり、需要低迷時に収益が大きく低下しやすい傾向にある。このため格付にあたっては、鉄鋼業界全体で、あるいは個社で、これらの事業リスクをどう抑制しているかに注目している。具体的には、適切な価格反映を通じたマージンの確保、過当競争の抑制度合い、技術力を裏付としたユーザーとの安定的な取引関係、成長する市場の需要捕捉、個社の優位性を活かしたビジネスモデルの構築などがポイントとなる。

(1) 産業の特性

① 市場概要

鉄鋼製品の用途は広範囲に亘っており、短期的な需要は景気循環に伴いシクリカルな動きを繰り返している。中長期的な需要も概ね経済成長に対応していると考えられ、日本国内では緩やかに減退する見通しである一方、世界全般には新興国を主体に成長が見込まれる。市場拡大が急速な新興国では、必ずしも生産能力の拡大が追いついておらず、不足分は輸入によって調達することになる。鉄鋼製品は重量物であり長距離の輸送には適していないため、アジア諸国では、輸入の多くを日本や中国、韓国に依存している。

鉄鋼製品の用途は製造業向けとそれ以外に大別される。前者の例には、自動車、船舶、産業機械、建設機械、家電製品などがあり、後者では建築物、土木工事などがある。前者では鋼材の品質が重視され、鋼材メーカーとユーザーの関係は安定的であるケースが多く、期間を定め販売数量や価格を固定する販売契約（ひも付き取引）が一般的である。一方、後者では、ユーザーが問屋から必要な数量をその時々市況に基づいて調達する取引形態（店売り取引）が一般的である。また、海外市場の取引価格はほぼ市況をベースとしたものになっている。日本の高炉各社や特殊鋼専業各社では、製造業向けの販売構成比が高くなっている。

鉄の利便性については、多様な需要業界で長期間にわたって認識されており、総じて製品寿命は長いと考えられる。ただし、原料価格上昇に伴って鉄鋼製品価格の極端な上昇が続いた場合、他素材に代替されるリスクがある。

鋼材の流通では、ごく一部の直売を除き一次問屋と呼ばれる鉄鋼商社を経由して行われるのが一般的である。鉄鋼メーカーから一次問屋に販売された後は、直接需要家に販売されるものと、加工業者、特約店（二次問屋）を通じて需要家に販売されるものに分けられる。特約店のほとんどは中小企業であり、ほぼすべてが国内の需要家との取引である一方、一次問屋の一部には比較的事業規模が大きく、海外と

の取引を積極的に行っている企業もある。事業規模は事業基盤の安定性、成長性と密接なつながりがある。

また、鉄鋼商社はメーカー系、総合商社系、独立系の3種類に大別され、それぞれに商権が異なっている。メーカー系の商社は親会社である鉄鋼メーカーと資本関係を有し、親メーカーの製品を中心に取り扱っている。総合商社系の鉄鋼商社は親会社から鉄鋼製品事業を分社化、事業統合して設立されており、親会社の商権を引き継いでいる。一部の総合商社では、分社化せず、本体で鉄鋼流通事業を担っている。独立系は特定のメーカーや総合商社の系列に属しておらず、ほとんどの鉄鋼商社がこれに該当する。

② 競争状況

鉄鋼製造における競争状況の判断では、過当競争の抑制と技術力を重視している。

装置産業であり固定費負担が重いため、需要減退時に過大な価格競争が発生しないかどうかに着目している。日本の粗鋼生産の約8割を占める高炉業界では、過去の業界再編によってメーカーが集約されており、競争が激化するリスクは小さい。また、高炉各社が需要見合いの生産に徹する経営方針であるほか、生産体制の最適化を進めており、需給ギャップの発生が抑制されている。一方、普通鋼電炉業界では相対的に業界再編が進んでおらず、需要減退時に競争が激化する可能性がある。

製造業向けでは鋼材の品質がユーザーの生産効率や最終製品の性質に大きな影響を及ぼすため、技術力が重要な競争要件となっている。鉄鋼大手各社はそれぞれ独自に世界トップクラスの技術力を有し、ユーザーと安定的な関係を構築している。

海外メーカーとの差別化において技術力は重要なポイントとなる。ハイエンド品は製造できるメーカーに限られており、高い技術力を持つ日本の高炉メーカーは優位にある。一方、汎用鋼は激しい競争に晒されている。最新鋭の設備の導入などによって高いコスト競争力を持ちながら、かつ日本の高炉メーカーと遜色ない品質の製品を手掛ける海外メーカーが増えている。今後は海外メーカーの技術力向上により、ハイエンド品でも競争が激化する可能性がある。

鉄鋼流通ではM&Aや事業譲渡によって商権が変動するケースがあるものの、総じて業界秩序が安定しており、競争は限定的である。

③ コスト構造

高炉法による製造費用の内訳は、原材料費が最も大きく、外注作業費、減価償却費、労務費、修繕費などが主要なものとなっている。このため格付評価にあたっては、原料コストの変動リスク、固定費負担の大きさ、コストダウンの余地などに着目している。

高炉の主原料は鉄鉱石と石炭である。これらの原料価格は需給をベースに市況に基づいて決定されるものの、原料供給者の寡占化が進んでいることから、総じて供給者側の交渉力が強くなりやすい。これらをふまえ、原料コストの水準やボラティリティに着目している。さらに、原料コストの変動をどの程度製品価格に転嫁できるか、スプレッド（製品価格と原料価格の差）を維持できるか、といった点を重視している。具体的には、技術力を背景にユーザーとの長期安定的な取引が構築され、原料コストアップ分をユーザーと鉄鋼メーカーで応分に分担することが定着しているかなどの観点から判断している。

電炉メーカーの主原料は鉄スクラップであり、その市況変動幅は比較的大きい。ただ、特殊鋼専業各社は多くのユーザーとの間で鉄スクラップサーチャージ制度を導入しており、タイムラグはあるもののスプレッドを確保できている。また、サーチャージが適用されていない鋼材についても、技術力、ユーザーとの安定的な取引関係などを背景に原料価格の変動を製品価格に反映できている。一方、普通鋼電炉業界ではサーチャージ制が導入されていないため、原材料の価格変動を十分に販売価格に反映できないリスクがある。

高炉は大規模な設備であり、減価償却費をはじめ固定費負担が大きい。電炉は高炉に比べると設備規模は小さいものの、コスト全体の中に占める固定費負担が重くなりやすい。高炉、電炉とも、能力増強、省力化、維持更新など投資が恒常的に実施され、減価償却費も一定以上の水準となる。格付評価においては各社のコスト構造や損益分岐点生産量などに着目している。

鉄鋼商社の場合、固定費負担は総じて軽減されている。ただし、事業基盤強化のために、コイルセンター、海外拠点、資源権益などに対し投資を行っているケースではコスト負担が過度に重くなっていないか留意が必要である。

④ 政策に関するリスク

高炉は温室効果ガスの排出量が多い産業であり、脱炭素に関する技術開発や、公租公課の動向に着目している。先行してカーボンニュートラルを実現できれば販売力が強化されうる一方、技術開発の遅れによって競争力が低下するリスクがある。また、海外で炭素税や排出量取引制度などのカーボンプライシングを実施する動きがあり、追加的なコスト負担を課される可能性がある。

電炉メーカーは高炉メーカーと比べて温室効果ガスの排出量が少ない。一方、製造工程において多量の電力を消費する。このため、長期的には電源構成に占める再生可能エネルギー比率の向上や化石燃料の値上がりに伴い、電力価格が上昇して製造コストが増加することも想定される。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

鉄鋼製造では市場地位、プレゼンスの重要性が高い。規模、マーケットシェアが大きい企業ほど、コスト面でスケールメリットが出やすく、また市況に対するコントロール力が大きいと考えられるからである。また、原料供給者、主要ユーザー業界とも総じて業界再編によって大手による寡占が進んでおり、仕入れ、販売における交渉力の点でも、市場地位は重要である。ただし、企業全体の規模のみにとらわれず、製品ごとのシェア、1製鉄所あたりの能力規模などにも留意した上で、格付判断を行っている。

鉄鋼商社においても、マーケット情報の収集、市況に対するコントロール力、仕入先（鉄鋼メーカー）との価格交渉力などの観点から、事業規模、プレゼンスは重要である。

② 技術力を背景とした安定した顧客基盤

既述のとおり、製造業向けの鋼材では、その品質が最終製品の性能に大きな影響を与えるケースも多い。鋼材の品質を支える技術力は上工程から下工程まで様々な工程に及んでいる。さらに、鉄の分子構造や成分に関する技術、製法に関する技術など多岐に亘る。こうして蓄積してきた技術力をベースに、国内鉄鋼メーカーはユーザーの課題解決や製品品質の向上に貢献し、長期安定的な取引関係を構築してきた。こうした関係性は、需要や市況の変動リスクを抑制し、スプレッドの維持、ひいてはキャッシュフローの安定につながるものと考えている。

これまで、日本の高炉各社は、世界全体で見ても技術開発をリードしてきた立場にあり、その技術力はトップクラスにあると考えられる。特殊鋼專業各社においても、自動車部品の中でも重要保安部品への素材供給を担っており、技術力は全世界的に見ても高いレベルにある。日本の鉄鋼メーカーが技術力で優位性を保ち、競争力を維持していけるかが格付評価のポイントとなる。

鉄鋼商社においても、顧客基盤の安定性は重要である。ひも付き取引では仕入先・販売先の変更が少ないことから、メーカー系、総合商社系の事業基盤は比較的安定度が高い。

③ ビジネスモデル

鉄鋼メーカー各社は独自に自社の優位性を活かしたビジネスモデルを構築して事業リスクの抑制に努めており、その成果を格付に反映させている。具体例としては、ハイエンド品を中心に幅広い需要分野に対し多様な鋼材を製造・販売するケースや、鉄鋼以外の事業を拡充し収益源を分散させるケースがある。さらに、海外需要の捕捉においても、各社の規模、財務体力などに応じた展開が図られている。

④ コスト競争力

鉄鋼製品は技術力によって差別化されるものの、総じてユーザーからの価格協力要請が強く、継続的なコスト削減が求められる。このため格付評価では、各製鉄所における主要設備のコスト競争力に加え、上工程から下工程まで一貫で見た際の物流コストなどを含めた総合的なコスト競争力に注目している。

⑤ 海外需要捕捉に向けた体制

国内では中長期的に需要が減退する見通しである一方、海外では新興国を主体に需要の増加が見込まれる。各社が安定的にキャッシュフローを確保し、成長を持続するためには、海外需要の捕捉が重要である。このため、各社の海外戦略を、進出地域、現地企業との提携のあり方、生産体制（上工程、下工程の地域別分担）、各地での製品構成や主要ユーザー構成、販売体制などの観点から分析している。

⑥ 原料の安定的な調達力

世界的な鋼材需要の増加に伴い、鉄鉱石や石炭などの鉄鋼原料も中長期的に需要の拡大が見込まれる。一方、原料供給者は寡占化が進んでいる。こうした環境下、数量、価格の両面で原料を安定的に確保することが競争力に与える影響は大きいと考えられる。なお、原料調達機能の充実にはメーカーのみでなく、商社にも求められている。

2. 財務基盤

(1) 事業規模

スケールメリットが出やすい業界であること、マーケットに対するコントロール力を維持する必要があること、プレゼンスを高め大手ユーザーとの安定的取引を持続する必要があることなどの観点から、事業規模に着目している。

(重視する指標)

- 売上高
- 生産量または取扱量
- シェア

(2) 収益力

事業の維持・拡大の観点から収益力を重視している。ただし、景気循環などの影響を受けやすいため、1 決算期の実績のみを捉えるのではなく、一定のサイクルの中で評価を行う。収益水準に顕著な変化が見られる場合、その要因を分析し、景気循環ではなく、構造的、趨勢的な変化が生じている場合には格付に反映させる。なお、好景気時に利益を蓄積していくことも重要であるが、それ以上に、景気低迷時にも、極端に業績を悪化させない、不況抵抗力の強い収益構造を有しているかどうかに着目している。

また、原料価格や製品価格の変動局面では、スプレッドとの相関が高い売上高営業利益率の推移も確認している。

商社の場合、口銭体系や口銭率も主要なポイントとなる。

(重視する指標)

- 営業利益
- 経常利益
- 売上高営業利益率
- ROA

(3) キャッシュフロー創出力

各社では、恒常的に資金調達を行い、継続的に投資を行っている。これまでの投資が計画どおり成果を生み、創出されたキャッシュフローが適切に外部負債の返済に充当されるかどうかを確認する必要がある。さらに今後の資金調達を円滑に行う観点でも、キャッシュフロー創出力の重要性は高い。

(重視する指標)

- EBITDA
- 営業キャッシュフロー
- フリーキャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率

(4) 安全性

各社では、今後も、海外需要捕捉に向けた投資、原料権益投資、カーボンニュートラル関連投資、研究開発投資など、事業リスク抑制のために継続的に多額の投資が求められている。このため、円滑な資金調達を可能にする健全な財務体質の確保が重要と考えられ、下記の指標を重視している。これらの指標の分析にあたっては、一時的な水準のみを捉えるのではなく、企業の財務運営方針や中長期的なトレンドをふまえた上で格付に反映させている。

(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
- 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なるを問わず、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