

業種別格付方法

【機械】

1. 事業基盤

機械は一般機械、電気機器、輸送機械、精密機械など多岐にわたることから、本稿では一般機械を対象としている。機械産業は今後も成長していくとみられるものの、総じて需要変動が大きく、販売競争が激しいと考えられる。格付評価では収益やキャッシュフローの源泉となる主力製品の競争力に加え、需要変動の大きさなど事業リスクの抑制策を中心に分析している。

(1) 産業の特性

市場概要

一般機械は工場や事業所で生産に使われる産業機械や各種機械に組み込まれる機械器具等を指し、前者は建設機械、工作機械、農業機械など、後者は原動機や動力伝動装置などが挙げられる。

参入形態としては特定の事業を手掛ける専門メーカーもあれば、基礎技術の派生や応用、事業買収や企業合併などを通じ、事業を多角化するメーカーもあり、様々である。

技術革新は絶え間なく進行している。大半の機械は過去に形成された技術を基礎に開発されており、改良や応用を重ねたケースが多いとみられるが、電子工学の進歩を受け高性能化が著しい。また、近年は環境意識の高まりなどから、機械に対する要請も変化しつつある。電気自動車や自然エネルギーなどの開発に伴う新たな機械の需要は典型例といえよう。開発では環境規制、軽量化、新素材活用など克服すべき課題が多いことから、ビジネスチャンスが広がっている反面、代替されるまたは淘汰される機会が生じることにも注意する必要がある。

機械の需要は日欧米諸国の工業化とともに、20世紀後半以降大幅に拡大した。これまでは先進諸国向けの需要が中心であったが、今後は経済成長の進む中国、インド、ロシア、ブラジルなど新興国向けの需要も加わり、機械需要がさらに増加する見通しである。

ただ、景気循環を通じた需要変動は今後も予想される。工作機械など生産財は民間設備投資による影響を受け、需要が急速に変化する傾向にある。他方、動力伝動装置など機械部品の需要は顧客の生産量や設備稼働状況に左右されることから、生産財ほど需要変動が大きい。

競合状況

競合状況は各機械によって大きく異なる。ニッチな市場で圧倒的なシェアを有するメーカーもあれば、新規参入を受け激しい競争を余儀なくされているメーカーもある。一般的に付加価値の高い機械では日欧米等の先進諸国の老舗メーカーが強く、品質に劣り、安価な機械ではアジアメーカーが生産量を拡大している。

現状では先進諸国メーカーが精度や耐久性など品質面で競争優位にある。しかし、新興国市場では品質や価格面で中間帯に位置する機械の市場が伸びており、この市場攻略が機械メーカ

一の課題となっている。こうした市場は価格競争が激しいことから、機械メーカーはコストダウンを進めたり、品質を絞り込んだ製品開発に取り組むなどの対抗策を講じている。一方、アジアメーカーのキャッチアップにも警戒が必要である。彼らは生産量を伸ばし、知見やノウハウを蓄積しつつある。さらに先進諸国の技術や成功体験を活用できることから、先進諸国メーカーへのキャッチアップのスピードが速くなっている。

コスト構造

コスト構造は取扱製品や競合状況によって多様であり、個社ごとの分析が不可欠である。総じてみると、変動費の売上高に占める構成比が高い。特に、近年は需要変動への対応として従業員のパート化、製造の外注化による人件費の変動費化が進められたうえ、原材料価格が上昇していることが変動費の構成比を高めている要因として指摘されよう。

中長期的な需要成長が見込まれる中、機械メーカーは競争力の維持向上や新興国市場の開拓を背景に研究開発や設備投資を増やし、固定費が増加する方向にある。また、原材料価格や人件費は需給環境により、上昇基調とみられる。一方、販売価格は競争激化により下方圧力を受ける見通しである。こうした状況下、各メーカーは生産効率の改善、海外生産比率の引き上げおよび安価な原材料調達の拡大などコストダウンに注力している。

(2) 市場地位、競争力のポイント

市場地位

市場シェアの高さとその推移を確認している。高い市場シェアは競争優位性を示し、経営戦略の柔軟性やスケールメリットをもたらすことから、評価上プラスと考えられる。ただ、顧客への価格交渉力や収益力の強さを保証するものではなく、市場シェアの推移や市場シェアを形成する要因を注視している。要因としては製品開発力、生産技術、特許、製販体制などが挙げられる。さらに多くの資本と時間が投入される過程で培われるノウハウや知見等も市場地位を支える要因といえよう。これらを競合他社との比較から類似点や相違点を整理し、競争力の強弱を把握する。長年の実績を通じて顧客の信頼を確保し、ブランド力や強固な取引関係を構築できるメーカーは安定した市場シェアおよび業績を享受できると考えられる。

顧客基盤

機械の需要は顧客の生産活動や設備投資計画によって、変化することから、主な販売先や特定顧客への依存度を確認している。これは需要変動リスクの抑制をみるうえで重要なポイントとなる。機械メーカーは汎用品を手掛ける一方、特定顧客の要求に即した特注品も手掛けることがある。顧客は製品の供給および機能の安定性を志向していることから、発注先を絞り込むケースが多く、特定メーカーとの結びつきを強める傾向がある。こうした結びつきの強さは基本的にポジティブな見方となるが、顧客の経営状況など留意すべき点はある。なお、商取引にとどまらず、相手先への出資といった資本関係の強化もみられる場合、特別な関係が認められれば相手先の信用力も考慮する。

事業構成

製品および地域別の観点からリスクの分散度合いを確認し、需要変動への対応力を見極める。事業が互いに需要相関性の低い機械から構成される、または経済情勢の異なる地域から構成される場合は景気循環における売上変動を緩和すると考えられ、ポジティブに評価している。売上や収益の構成比を時系列で確認し、景気後退局面における収益の耐久性や分散状況を検証しているほか、事業間シナジーの有無や経営の効率性にも留意している。

近年の需要は新興国などにシフトしていることを鑑み、とりわけ地域別販売構成に注目している。また、為替変動や自然災害等のリスクも踏まえ、生産地域の分散についても注意を払っている。

2. 財務基盤

(1) 収益力

営業利益の水準や推移に着目している。ただ、機械事業では需要の変動性が大きいことから、単年度の実績だけで各社の収益力を判断することは難しい。需要の増減を踏まえた1サイクルで生み出される営業利益の総量、趨勢的な動向も重視している。また、競争力を測る尺度として売上高営業利益率、投下資本に見合った収益性評価としてROAにも注目している。

そのほか、景気後退局面での収益力をみる上で、不況抵抗力の強弱を検証している。損益分岐点売上高を推定し、需要変動による収益インパクトを予想している。また、過去のコストダウン実績、現状のコストダウン施策および今後の計画、取組方針を勘案し、中長期的なコスト構造の変化を想定、景気後退局面での対応力も考察する。中には定期的な点検、交換を求められる製品もある。こうした修理、補修部品などの売上高は景気後退局面でも底堅さを示す傾向があり、採算も比較的良好であることから、売上や収益に対する貢献度を確認している。

(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

設備投資の実行や有利子負債の返済などの原資となる営業キャッシュフローの創出力を重視している。景気後退局面では収益悪化のみならず、売掛債権の回収遅延や意図せざる在庫増加もみられ、営業キャッシュフローの減少を助長することがある。運転資本の増減を適切にコントロールし、営業キャッシュフローの変動を軽減できるか、注目している。また、柔軟な財務戦略を実行する上で、フリーキャッシュフローの推移も重要と考えている。

さらに、設備投資やM&Aなどに伴う有利子負債が過度な負担を招いていないか、今後も継続的な投資余力を有しているかなどを把握するため、EBITDA、営業キャッシュフローと有利子負債とのバランスも考慮している。

(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/EBITDA 倍率

(3) 安全性

収益の安定した産業と比べ、収益やキャッシュフローの変動性が大きいことから、良好な財務基盤の構築が求められる。とりわけ、不況局面での財務安定性を重視しており、リスクバッファーとなる自己資本の規模や手元流動性、自己資本比率やデット・エクイティ・レシオなどに注意を払っている。なお、収益変動リスクの大きいメーカーほど財務に対するハードルは高くなる。

(重視する指標)

- 自己資本
- 手元流動性
- 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