

業種別格付方法「食品」「陸運」を改定

株式会社日本格付研究所（JCR）では、業種別格付方法「食品」「陸運」を改定しましたので、お知らせします。

「食品」の改定は、JCR が 26 年 2 月 9 日付の意見募集のニュースリリース「業種別格付方法『食品』の見直しにつき意見募集」により公表した検討の結論です。意見募集時にお示しした案のとおり格付方法を改定しました。

「陸運」の改定は、枠組み、考え方および取扱いなどの内容を変更するものではありません。格付方法の背景となる業界特性の説明に最近の動向等を反映させるため、あるいは考え方の説明をより分かりやすくするため、記述を見直したものです。

上記 2 件の改定に伴い見直しが必要となる個別の格付はありません。

改定された格付方法は「格付方法 事業法人」（https://www.jcr.co.jp/rinfo/meth_corp/）のページに掲載されます。

（担当：食品）井上 肇・三浦 麻理子

（担当：陸運）上村 暁生・加藤 直樹

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、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、JCR の格付は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。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、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。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL : 03-3544-7013 FAX : 03-3544-7026

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

業種別格付方法

【食品】

本格付方法では、食品加工業者を中心に、商流の川上に位置する畜産業や水産業、さらには川下にあたる食品関連の物流事業や卸売業も含め、加工食品や飲料に係わる広範な企業群を対象としている。

1. 事業基盤

国内の食品市場は成熟しており、参入障壁も低いため食品業界の販売競争は厳しい。新製品や高付加価値製品の開発能力に加え、マーケティング力やブランド力などが各企業の収益力に大きな影響を与える。これら定性面の分析が重要となる。また、多くの企業が複数の食品カテゴリーを取り扱っているほか、医薬品や物流など食品以外の事業にも参入している。各事業の市場や収益特性、役割、リスクなどを把握する。

(1) 産業の特性

① 市場概要

国内の食品需要は人口との相関性が高いが、人口そのものの変動は小さい。気候変動により飲料やビールなど需要が大きく変動するカテゴリーもあるが、他業界に比べると中期的な需要は総じて安定している。食品業界の格付には安定した需要による業績の安定性を反映させている。

ただ、長期的に見れば人口減少や少子高齢化などによる需要の縮小は避けられない。また、食生活や嗜好の変化から構造的に減少しているカテゴリーもある。中長期的な収益力の維持・成長のために、新たなカテゴリーへの進出や海外展開を図っている食品企業は多い。また、企業買収、合併や統合、アライアンスにより事業基盤を強化するケースも多くなっている。これら収益成長のための投資については、各社の方針や財務構成への影響度などに注目する。

② 競合状況

参入障壁が低く、製品の技術革新も少ないことから販売競争は厳しく、消費者の低価格志向にも応じなければならない。そのため、ブランド力の強化、高付加価値製品の開発、マーケティング費用の効果的な使用など、各社の競合と販売拡大に向けた取り組みに注目する。また、市場縮小により業界再編が進行しているカテゴリーについては、再編の進捗状況や企業の市場シェアの変化等にも注意を払う。

③ コスト構造

食品の加工度が高まるほど売上高総利益率は高まる傾向にある。しかし、加工度の高い製品は、マーケティング費用の負担が重くなる傾向があり、営業利益段階では大きく落ち込むケースも多い。また、業務用製品と市販用製品では、収益性やコストの価格転嫁の難易度が異なる。業務用製品としては加工食品メーカーや中食・外食産業向け、小売のプライベートブランド向けなどがある。業務用製品につい

ては、取引先の製品や価格への要求は厳しいが、マーケティング費用が不要であり、特注品であるため販売が一旦開始すれば安定した販売量が見込め、原材料コストの価格転嫁も比較的容易である。しかしながら、全国展開する小売のプライベートブランドについては、度々採用の入札があり、規模が大きいいため、採用されなくなった場合の影響は大きい。また、大手小売は価格交渉力を持っているため、価格低下圧力も強い。一方、市販用製品は食品企業のブランド力を高めるためには欠かせないが、マーケティング費用の負担が重く、製品の改廃も激しい。これら、各製品の収益特性やポートフォリオが中長期的な収益力にどのように影響しているのかを評価する。

④ 政策に関するリスク

政府の国内農業保護のための規制により、厳しい販売競争に陥りにくいカテゴリーもある。例としては製粉や製糖などがあげられる。これらは国内農業保護のため国産原料の調達に義務づけられていることに加え、輸入原料については数量を制限され、農業保護のための負担金が上乗せされている。そのため原料価格が所与となり自助努力によるコストダウンが限定的となる一方で、価格競争にも陥りにくい。業界内に多数の同業者が存在するにもかかわらず、これらのカテゴリーの収益は比較的安定している。ただ、制度変更などによりリスクに転じる可能性もあることから、それぞれの枠組みの変更可能性、変更された場合の影響などを検証する。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

食品の各カテゴリーにおいてシェアの高い製品は、消費者の認知度が高く、小売にとっても欠かせない商品である。これらの製品が多いほど安定した販売量により生産効率が高まるほか、小売に対して価格や棚割りなど納入条件の交渉力を高める効果もある。各社のシェアの高い製品の市場やラインアップ数などを確認することが重要である。

また、シェアの高さは食品企業のブランド力を高める効果もある。高いブランド力は、消費者の企業に対する信頼感や安心感にもつながるため、既存製品だけでなく新製品の販売にも貢献する。また、ブランド力の強い製品は、低価格競争に巻き込まれにくい側面もある。各企業のブランド強化策に注目する。

② 原材料調達力

原料相場は過去よりもボラティリティが高くなっている。頻発する天候不順・異常気象、疫病、新興国の人口増大や経済成長にともなう食生活の変化、バイオ燃料の台頭や投機資金の流入、地政学的リスクなどがその要因である。各企業は原材料の調達リスクを抑制すべく、調達先や手段の多様化を進めている。主要な原材料の価格動向とともに調達方法を確認する。また、輸入原料が多いことから為替の影響やそのヘッジ方法なども把握している。

③ 価格転嫁

収益力維持のため、原材料価格の変動に応じて、製品価格に適切に転嫁することは重要である。近年では物流費や人件費のコスト増加も顕著であり、これらも状況に応じて価格転嫁する必要がある。食品の値上げについては、消費者が敏感に反応するため需要への影響が大きく、小売や卸の抵抗力も強い。販売競争も厳しいことから競合先の状況をみて価格改定を判断するケースも多い。そのため、価格転嫁

が浸透するまで長い時間が必要となる。また、競合状況などで製品群によって価格転嫁の難易度に格差があることも留意した評価を行う。半面、価格転嫁により販売数量が落ち込むケースが多いため、中期的な販売量に影響が生じていないか検証する。

④ コスト競争力

恒常的に価格低下圧力にさらされている食品業界では、不断の生産合理化とコスト削減が求められる。コスト競争力を高めることで、より安い製品を提供することが可能となり、販売量拡大がさらなるコスト競争力の強化に結びつく。各企業の生産から物流までの合理化策やコスト削減策に注目する。

⑤ マーケティング費用

消費者の購買意欲や企業のブランド力を高めるには、販売促進費や広告宣伝費などのマーケティング費用が必要不可欠である。マーケティング費用は効果的に使用すれば販売数量拡大につながるが、効果が小さければ一転して利益の圧迫要因となる。特に販売促進費は小売の安売りの原資となるケースも多く、消費不振と小売のバイイングパワーにより増大する傾向にある。これらマーケティング費用については、増減による売上高への影響度を注視することに加え、各企業の投入方針、効果の検証方法、管理手法、コントロール能力などを確認する。

⑥ 事業ポートフォリオと海外進出

食品企業においては、食品製造以外にも、卸売、物流、中食、外食、医薬品、不動産などの事業を兼業しているケースが多く見られる。各事業の収益性や事業間のシナジーなどを確認する。また、縮小する国内市場に対して海外に進出して成長を図っている企業も多い。進出しているエリアの市場動向や成長性などに留意を要する。

新たなカテゴリーや海外に展開する際に、一から事業基盤を作るには非常に時間がかかるため、提携や M&A などにより進出するケースも多い。これらについては、投資規模や財務への影響を精査するほか、今後の利益寄与やシナジー効果などを注視する。

⑦ 安心・安全

「安心・安全」は食品企業としての根幹であることから、格付上は重要なポイントとなる。製造や流通行程、トレーサビリティ対応、コンプライアンスへの取り組み等を確認する。格付には「安心・安全」について問題ないことが基本として織り込まれている。そのため、これらの問題が生じた場合は、具体的な内容、対処、取引や業績への影響等を精査し、格付に反映させる。

2. 財務基盤

(1) 収益力

営業利益は企業の収益力を表す指標であり、企業のブランド力、製品の市場での優位性が影響する。このため、営業利益の規模や安定感を確認することで、企業の事業基盤を評価する。売上高総利益率には、製品の生産効率や付加価値度、さらには原料コストの価格転嫁能力などが影響する。一方で売上高営業利益率には、消費者の低価格志向や小売のバイイングパワーに対抗できるブランド力、マーケティ

ング費用のコントロール能力などが影響する。また、収益性を高めている製品やカテゴリーを把握し、その持続力を検証することも重要である。

(重視する指標)

- 営業利益
- 売上高総利益率
- 売上高営業利益率

(2) キャッシュフロー創出力

食品事業は、価格競争力向上のための生産効率化や省人化、安心・安全のための投資が多い。これらは直接売上高増加につながらない投資であるため、キャッシュフローの確保と、回収状況を確認していく。また、成長力のある海外への投資を拡大している企業も増えているが、食文化や食習慣の違いから市場への浸透は時間がかかる。こうした中長期の投資を支えるには、キャッシュフロー創出力が重要であり、EBITDA の水準や推移を確認していく。また、想定している投資計画とキャッシュフロー創出力とのバランスを把握するため、有利子負債/EBITDA 倍率の推移を長期的な観点から検証する。

(重視する指標)

- EBITDA
- 有利子負債/EBITDA 倍率

(3) 安全性

今後の国内需要の低下など長期的な事業環境を考慮すると、海外や新カテゴリーへの進出、さらには業界再編により業績の維持・向上を目指す動きが活発化することが予想される。M&A にも積極的に取り組むことが予想され、買収資金調達のための投資余力が必要となる。また、人件費削減や労働負担軽減のため省人化や自動化の設備投資もさらに必要となっている。このため、自己資本の規模、自己資本比率やデット・エクイティ・レシオにより財務構成の現状および見通しを確認する。食品企業の財務構成は安定した収益構造もありおおむね良好であるため、多少の投資余力は備わっていると見える。しかし、投資意欲が強い企業については、有利子負債やのれんなどの増加に対する財務耐性などを確認する。

一方で、原材料や商品の在庫状況のチェックも必要である。特に水産や畜産などの食品卸も兼業している場合は、市況変動や景況変化などにより棚卸資産の在庫損失や売上債権の貸倒引当金が発生し、利益の不安定要因となる可能性がある。有利子負債に占める運転資金割合に留意するとともに、棚卸資産回転期間や運転資金回転期間を確認し、在庫管理が適切にできているかを検証しながら財務体質の健全性を把握する。

(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
- 棚卸資産回転期間
- 運転資金回転期間

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

業種別格付方法

【陸運】

本格付方法は、主に国内で①企業間物流事業（特積）②宅配事業（宅配）③業務請負およびサードパーティーロジスティクス（3PL）事業を展開する陸運会社を対象とする。陸運会社の多くはそれぞれの事業だけを行っているのではなく、他の事業もあわせて展開している。このため、以下では共通する部分を中心に格付の考え方を示すが、個々の業務の特性に応じて重視する点についても適宜言及する。

1. 事業基盤

陸運会社の多くは主に国内で事業を展開している。海外で事業を展開する会社もみられるが、その多くは国内で取引がある顧客の海外ビジネスが対象である。一般に顧客にとって物流は価値を生まないノンコアビジネスであり、効率化の対象となりやすい。このため、陸運会社にとっては、顧客の物流を最適化しサプライチェーン全体の効率性の向上に資する提案力、および提案を実行するための情報システムと物流ネットワークの確保が重要である。

(1) 産業の特性

① 市場概要

陸運業は基本的に内需型産業であり国内景気動向との連動性が高いが、顧客が属する産業の特性を把握した上で、マクロ経済ともどもその動向を確認することが重要である。不特定多数の荷主から集められた荷物を1台のトラックにまとめて積載する特積を主に行っている陸運会社は、顧客の業績変動等による取扱貨物量などへの影響を確認する。請負や顧客の物流業務を一括して請け負う3PLを主に行っている会社は特積や宅配と比較して顧客との結びつきが強いことが多いことから、特に顧客の業績動向や経営方針が陸運会社に及ぼす影響に注目していく。顧客の物流業務全般を請け負い、物流品質と輸送効率の向上を図るにはシステム面での優位性も重要なため、システム関連投資の状況も確認する。宅配を主に行っている会社については、配送先の多くが個人宅となる。このため、特積や3PL以上に輸送効率の状況を確認することが重要である。

② 競合状況

特積、宅配、3PLのいずれにおいても、大手得意先の物流ニーズに対して全国規模で柔軟かつ迅速に対応できる業者は限られる。ただ、そのなかでの競合は避けられないため、顧客との取引関係などの把握を通じて競合状況およびその変化を確認する。3PLでは特定の顧客と長期安定的な取引関係が維持される傾向があり、参入障壁は比較的高い。顧客に対する提案力の差が新規顧客の獲得や既存顧客からの

新たな業務の受注に影響することが多いことから、各社が提供している物流業務やシステム投資などの把握を通じて、新規顧客の開拓状況や既存顧客への他社の参入の状況などを確認する。

③ コスト構造

陸運業界は装置産業であると同時に労働集約型産業でもあり、固定費の割合が高い傾向がある。主なコストは人件費、備車費、燃料費である。備車費は貨物輸送量の季節変動等を外注でカバーするための変動費だが、実際には繁忙期の輸送力確保にあわせるため閑散期にも余剰を抱え込むことになりやすく、固定費的な性格が強い。人件費についてはドライバー確保のための処遇改善等に伴うコストへの影響も確認する。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位

全国規模の自社物流ネットワークを有している特積会社は、備車先等との連携や同業他社との業務提携等を通じて物流ネットワークの密度を高めている。これにより季節変動等の影響を軽減するとともに、定時配送率の上昇など輸送品質の向上を進めている。宅配は特積以上に細かい物流ネットワークが求められるが、全国規模で対応できる会社は限られることから、市場は寡占状態にある。ただ EC サイトの運営会社が小規模な物流会社を組織化し配送業務の一部を行っている場合があるため、それらによる影響を確認する。業務請負や 3PL については参入障壁が高く、主要顧客ごとのシェアも比較的安定している。ただ、特積や宅配を中心に事業を行っている会社が、顧客に対して 3PL 業務を組み合わせた提案を行うケースもある。このため、顧客内シェアの変動や新規業務の獲得状況を把握し競合状況の変化の有無を確認することが重要である。

② 顧客基盤

顧客基盤の状況を把握するため、顧客との関係が比較的強固な請負や 3PL だけでなく、特積や宅配においても、顧客の顔ぶれと取引状況、収益貢献度などを継続的に把握し、顧客との取引の安定性を確認する。特定の顧客への依存度が高い場合は、顧客の業績変動や経営方針の変更等に伴う影響についても確認を行う。さらに、新規顧客の獲得や既存顧客からの新規業務の受注状況などを確認し、顧客基盤の広がりを把握する。

③ 輸送品質

輸送品質は配送の定時性、荷物の安全性、荷物の内容や量への柔軟な対応など、海外展開を含む多様化・複雑化する顧客ニーズへの対応力を示している。高い輸送品質を維持することが顧客からの信頼性を高め、同業他社に対する競争優位性を確保することになる。輸送品質を高めるための各社の施策と進捗および成果を確認する。

④ インフラ

インフラは物流ネットワーク（物流拠点と輸配送力）および情報システムに大別される。備車先を含むドライバーもインフラに含める。顧客が要求する輸送品質が維持されれば、必ずしも物流ネットワークをすべて自前で対応する必要はないため、借庫の活用や営業区域が異なる同業他社などとの提携を含めた物流ネットワークの構築状況や実効性を確認する。情報システムは、輸送品質の維持や顧客の物流

効率化を支える上で、重要なインフラである。このため、物流ネットワークの維持・拡大に要するコストの状況と今後の見通しおよびシステムの強化の状況を確認する。

⑤ コスト競争力

輸送品質を確保するために物流ネットワークの維持、拡充が求められる中で、ドライバーに関する人件費や庸車費を継続的に削減することは難しいと考えられるものの、輸送効率の向上や物流施設の自動化等を進めることでコスト増を吸収していく取り組みと成果に注目していく。輸送効率については、自社のみの取り組みだけでなく、同業他社との共同輸配送などの取り組みを含め効果を確認する。間接部門における業務効率化の推進によるコスト削減状況の把握も重要である。

2. 財務基盤

(1) 収益力

業務の受注状況等を把握するため売上高の推移を確認する。その際には新規顧客の獲得や既存顧客からの受注領域の拡大および料金改定の状況等を分析し、売上高の増減要因を把握する。輸送効率の改善状況や間接部門を含めた業務効率化の進展を把握するため、営業利益および営業利益率の水準と変化に注目するとともに、営業費用の主要項目の増減とその要因を確認する。

(重視する指標)

- 売上高
- 営業利益
- 売上高営業利益率

(2) キャッシュフロー創出力

陸運各社は顧客ニーズに対する対応力を高めるための物流ネットワークの強化やシステム投資などを継続的に実施している。これまで実施した設備投資や M&A の投資回収の状況などを把握するため、キャッシュフロー創出力を示す EBITDA を確認する。さらに営業キャッシュフローと投資キャッシュフローの差額であるフリーキャッシュフローの把握を通じて、投資に伴う外部資金調達の有無を確認する。足元で有利子負債がキャッシュフロー創出力を占める EBITDA に対して過剰になっていないか、当初想定した EBITDA の獲得によりキャッシュフロー対比でみた財務負担の軽減が進んでいるかどうか、今後想定される投資計画とキャッシュフロー創出力とのバランスはどうか、などを判断するため、有利子負債/EBITDA 倍率の推移および見通しを確認する。

(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

顧客ニーズへの対応などのために投資負担が増加し、結果として財務への負担が高まる可能性がある。また物流施設の資産価値の下落や既存設備のリニューアル等に伴って損失処理が必要となる場面も想定されることから、相応の財務耐久力が必要と考えられる。このため、有利子負債および自己資本の規模と推移を確認するとともに、デット・エクイティ・レシオおよび自己資本比率の水準と推移を分析し、財務構成の現状および見通しを確認する。なお、リース関連の債務の状況も確認していく。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 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