

業種別格付方法

【食品】

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、各社の競合と低価格化への対応に注目する。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。

一方で、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常に検証する。

③ コスト・収益構造

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も収益性が異なる。業務用製品としては加工食品メーカーや中食・外食産業向けなどがある。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る。ただ、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、規模が大きいため、採用されなくなればその影響は大きい。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精査する。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 市場地位とブランド力

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規模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、疫業、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注意を要する。

③ 価格転嫁

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。さらに、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。特に製粉、製糖、製油などは単一原料の影響を受けやすく、原料と製品のスプレッドの変化を注意深くチェックする。スプレッドの変化に構造的なものが認められれば、中長期的な収益力に影響するため格付けに反映させる。一方、加工食品などは、原材料価格が上昇しても、原料は単一ではなく複数が組み合わさっているため直ちに価格を上げにくい。これらの製品は量目変更やリニューアルなど

によって、価格を変更せず原価抑制を図るケースが多い。これら価格転嫁やリニューアルなどにより販売量や利益に影響が生じていないか検証する。

④ コスト競争力

恒常的に低価格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 貿易自由化への対応

農畜産品や食料品の貿易自由化が徐々に進みつつある。近年の貿易交渉により一部関税率の引き下げが段階的に実施されている。各国の通商政策と貿易交渉の経緯を注視するとともに、貿易自由化に対する各企業の備えや対応能力も検証する。また、海外の安価な原料や食料品などの流入により、各企業の業績にどのような影響を与えるのか想定していく。

⑦ 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。

⑧ 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、格付けに反映させる。

2. 財務基盤

(1) 収益力

収益性の高さは、企業のブランド力、製品の市場地位の高さやコスト競争力の強さを表している。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)

- 売上高総利益率
- 売上高営業利益率

(2) 資産効率

製粉、製糖、製油など原料に近い製品は相応の設備投資が必要だが、製品格差が生じにくい。これらの製品は生産の効率化により原価低減を常に追及し、継続的な設備投資に備えていく必要がある。また、トレーサビリティの問題や原料調達をより確実にするために農場などに直接投資するケースも見られる。これら川上への投資は負担が重く収益性が低くなりやすいことから注意が必要である。ROAで資産効率を検証し、有利子負債/EBITDA 倍率では設備投資のために調達した資金の回収状況を確認する。

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。棚卸資産や運転資金の状況を確認するとともに、有利子負債に占める運転資金割合に留意し、財務体質を把握する。

(重視する指標)

- ROA
- 有利子負債/EBITDA 倍率
- 棚卸資産回転率
- 運転資金回転率

(3) 安全性

今後の国内需要の低下や貿易自由化による影響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。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、キャッシュフロー水準や有利子負債増加に対する財務耐性などを確認する。

(重視する指標)

- EBITDA
- フリーキャッシュフロー
- 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ことを問わず、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ことを問わず、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。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■ 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