

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