

## 格付方法を一部改定

株式会社日本格付研究所（JCR）は、複数の業種別格付方法を改定しましたので、お知らせします。

対象となった業種別格付方法は「不動産」、「電力」、「外食」です。

いずれの業種の改定も、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。したがって、個別格付への影響もありません。

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

(格付企画部)

### ■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、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

### 【不動産】

#### 1. 事業基盤

不動産業界は、分譲や仲介業においては市場地位が競争力の絶対的な条件ではないものの、賃貸や大規模再開発事業においては業界順位の高い大手企業に優位性があり、現在の業界順位を変えるのも容易ではないと考えられる。同業界をみる上では、こうした業界順位に加え、ファイナンス能力、安定度の高い賃貸事業のウエイトや同事業資産の競争力等を重視している。

#### (1) 産業の特性

##### ① 市場概要

不動産は、不動産の社会的重要性及び公共性等から、乱開発や投機を排除するために、都市計画法、建築基準法、宅地建物取引業法、不動産税制など様々な法規制や政策の影響を受けており、企業分析に当たってはこれら法規制や政策の動向には十分な留意が必要である。

参入形態は、オフィスビルや商業施設などの不動産賃貸、マンションや戸建分譲の不動産分譲、不動産売買や不動産賃貸の仲介する不動産仲介、オフィスビルやマンション等を管理する不動産管理などが挙げられる。また、公募形式のJ-REIT、私募形式のREITや不動産ファンドの増加によって、証券化市場の拡大や不動産の金融商品化が進捗し、アセットマネジメントなど事業領域が広がっている。

不動産は、動かない資産を扱っており、伝統的に売り手と買い手の相対取引が存在する。株式売買のようなオープンな市場がないことから、地場産業的な側面が強く、国内完結型の市場である。ただ、上述の通り、不動産の金融商品化が進展しており、海外投資家から資金が流入するケースが目立つようになってきている。

一般に国内景気変動の影響を受ける業種であるが、サブセクターごとにボラティリティは異なっている。マンション分譲などの短期回転型のビジネスは市況変動が大きく、事業の安定性は低い。一方で不動産賃貸業は、長期にわたって固定的に賃料を得ることが可能であることから事業の安定性、予見性は高い事業であると認識している。

国内の人口が減少するだけでなく、少子高齢化の進展に伴い労働人口も減少に向かう見込みである。したがって、中長期的な分譲マンションといった住宅やオフィスビル等の需要動向を注視していく必要がある。このように国内不動産業は高い成長が見込みづらいことから、今後は海外市場への取組みが経営戦略上重要になると考えられる。

## ② 競合状況

参入障壁は他産業と比較すると低いとみられる。資金調達ができ、宅地・建物の売買・交換もしくは賃貸の代理・媒介をするために必要な宅地建物取引業免許等があれば、個人でも参入可能である。特に資金負担が軽く地域密着型のビジネスである不動産仲介業では個人での参入が多い。こうした個人レベルでの仲介業から不動産分譲業、不動産賃貸業、さらにはこれら事業を複数手がける総合不動産業まで参入業者は多岐にわたっている。

不動産賃貸業では、総合不動産各社を中心に社歴のある企業が多く、地価の安価な時期から好立地物件を保有していることに加え、新規開発についてもデベロップメント力、資金負担に耐える資金調達力、テナント誘致力などを有し、高い競争優位性を維持している。一方、マンション分譲事業では、ブランド力や商品企画力は重要であるものの、これら以上に物件の立地や販売価格が競合上は重要になっている。従って必ずしも企業規模やブランド力による優位性は絶対ではなく、個別物件ごとの競合となっている。だが、市況変動が大きいことから、好況期には新規参入組が増加するものの、不況期には資金繰りの不安定な中小企業の淘汰が進みやすく、不動産賃貸業といった安定収益源のウエイトが高い企業やスポンサーを有する企業でなければ、同事業を継続的に手がけるのは難しいとみられる。

## ③ コスト構造

コスト構造はサブセクターごとに異なるものの、総じて固定費の負担が重い業種である。不動産賃貸事業は、減価償却費のウエイトが高く、サブリースを手がける企業では不動産賃借料の負担も大きくなっている。これら費用のほとんどがプロジェクト開始時にはほぼ確定していることから、コストコントロールというよりは、売上規模を確保することが採算面には重要となっている。一方、不動産分譲事業では、土地代、建築費など直接費が大半を占める。賃貸業同様にプロジェクト開始時にはこれら大半のコストが確定しているため、プロジェクトの成否は、いかに土地代を安く仕入れ、市況の変動の影響を受けないようにいかに短期で販売できるかが大きなポイントであると考えられる。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

不動産業は、各事業ともエリア、物件毎の個別競争であることから、特に分譲や仲介業においては市場地位が競争力の絶対的な条件ではない。ただ、大規模再開発事業など一般競争入札では、過去の実績、開発ノウハウ等を有する業界順位の高い大手企業が優位性を持っている。こうした大手企業の市場地位は、会社設立からの長い社歴の中で培ったものであり、今後大手以外の企業がその地位を獲得するのは容易ではないと考えられる。

### ② ファイナンス能力

不動産仲介業等一部を除き、用地費や建築費などプロジェクト遂行には多額の資金支出が伴うため自己資金で賄うのは難しい事業である。事業期間も、比較的短い分譲事業でも2年超、大規模プロジェクトでは10年超かかるケースもみられる。加えて、資金回収期間は賃貸事業で数十年かかることから、長期で安定した資金を外部から調達できるか否かが安定した経営基盤や競争力に重要な要素となる。特に不況期には、金融機関の融資姿勢が厳格化しやすく、過去には資金繰りの悪化で経営破綻する企業が相

次いだこともあり、平時から金融機関との関係や資金調達構造など、個社のファイナンス能力について十分留意していく必要がある。

### ③ 事業構成

一般に、マンション分譲事業などの短期回転型のビジネスは、市況変動が大きく、安定したキャッシュフローを上げるのが難しい。一方で、不動産賃貸や管理事業は長期にわたって固定的に賃料やフィーを獲得することが可能であることから、キャッシュフローの安定性が高い事業である。このため、これら事業のキャッシュフローを向上させることに加え、事業構成比を高めることができれば、市況変動リスクに対する対抗力が増し、将来キャッシュフローの安定化につながるため、重要なポイントとして注目している。

### ④ 賃貸資産ポートフォリオ

不動産賃貸業のキャッシュフローの安定度を高めるため、リスクを軽減するような資産ポートフォリオとなっているか注目される。特定の物件に左右されないようなポートフォリオが構築できているか考慮する必要がある。資産の分散は一定程度必要であるが、地方都市は潜在需要が少なく、事業リスクが高いとみられる。都心5区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区）など潜在需要の多いエリアに競争力ある物件を数多く保有、新規物件を供給することが資産ポートフォリオの競争力を高める条件のひとつであると考えられる。

## 2. 財務基盤

### (1) キャッシュフロー創出力

債務償還原資であるキャッシュフロー創出力は重要である。キャッシュフロー水準だけでなく、その源泉も留意が必要。不動産賃貸業から生み出されるキャッシュフローは安定度が相対的に高い一方で、資産売却や分譲によるキャッシュフローは外部環境にも大きく影響を受けるため安定度は低いと考えている。また、有利子負債など財務面とのバランスも考慮した推移に注目している。

#### (重視する指標)

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

### (2) 安全性

不動産業は多額の設備資金が必要となるケースが多い。特に不動産賃貸業や不動産分譲事業においては、開発用地の取得資金の負担が大きい。これらの取得には自己資金で賄うことは稀であり、外部資金の調達が必要となる。このため、収益水準や財務安全性を維持しスムーズな資金調達を行えるか否かが、企業間格差につながるとみられる。特に自己資本の水準を高めることは、資産の劣化リスクに対するバッファーになると考えている。

#### (重視する指標)

- 営業利益

- 経常利益
- 自己資本
- 有利子負債
- 自己資本比率
- DER
- 保有資産含み益

### (3) 資金調達構造

前述の通り、開発資金に多額の外部資金を調達する業界だけに、資金調達の優劣や柔軟性が将来の事業展開や事業環境悪化時に大きく影響すると考えられる。例えば、回収期間が長期にわたる資産に対して長期での調達がされているか確認する必要がある。事業環境悪化時に借入金の返済期限や社債の償還期限を迎えた場合、再調達が厳しくなるケースも想定される。また、担保付債務のウエイト、担保余力の高低によっても将来の資金調達に格差が出やすいため留意が必要である。

#### (重視する指標)

- 担保余力
- 担保付債務
- 無担保借入比率
- 長・短借入比率

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

## 業種別格付方法

### 【電力】

#### 1. 事業基盤

国内の電気事業者の中で発電・送配電・小売を兼業する電気事業者（電力会社）の格付方法の概要を中心に記し、併せて大手の発電事業者（旧卸電気事業者など）において特に留意すべき点を付記しておく。

電力事業は国内の生産・消費活動に不可欠なエネルギー供給者としての公益性の高さから、需要家保護の為に多くの規制を受けてきた。95年から4度にわたり段階的な規制緩和が進められてきたが、東日本大震災を機とした電力システム改革は、約60年ぶりの大規模な変更となった。当改革は電力の安定供給の確保を前提に電気料金の最大限の抑制、需要家の選択肢や事業者の事業機会の拡大を目的とする。15年4月から3段階にわたり、20年4月までの5年をかけて進められ、第1段階（15年4月）は電力広域的運営推進機関の発足、第2段階（16年4月）は小売参入の全面自由化や卸規制の撤廃、第3段階（20年4月）は送配電事業の分離が実施された。

16年4月の第2段階から、従前の「一般電気事業者」「特定規模電気事業者」「卸電気事業者」事業類型が廃止され、「発電事業者」「送配電事業者」「小売電気事業者」という3つの類型が設けられている。格付は個々の電力会社の特性等に注目し、また発電・送配電・小売の総合力を考慮しつつ、根底にある電気事業制度の安定性を相対的に重視した評価を行い、今後も規制変更による事業基盤への影響を適宜反映していくことになる。

#### (1) 産業特性

##### ① 市場概要

電力需要は、短期的な景気変動や天候変化の影響を受けつつも、わが国の経済成長に連動して安定した伸びを示してきた。しかし、国内人口の減少や産業構造の変化、CO2排出量削減をはじめとする地球温暖化対策の推進、東京電力福島第一原子力発電所事故を機とした原子力発電所の稼働停止以降の節電マインドの定着や、省エネ機器の普及拡大により、長期的には電力需要は逡減していく可能性がある。

##### ② 競争状況

社会インフラである電力事業は、規模の経済が圧倒的に働く。また電気は基本的に大量に貯めることができず、周波数の違いはあるものの常に財の品質は同一である。こうした市場や商材に競争原理を導入した場合、詰まる所は価格競争に陥りやすく、既存の顧客基盤や燃料の調達力、財務体力などが競争力の決定要因となる。現状、電力の供給者としては、需要家に対して発電・送電・配電を兼業する電力



会社が大宗を占める。ただし電力会社は実質的に独占状態であった市場に新規事業者が参入することで事業基盤が損なわれるリスクはある。半面、自社供給区域外への進出機会の増加、弾力的な料金設定など戦略的な経営が可能になる。格付は電力システム改革による競合進展のスピードや程度を確認し、需要の獲得、逸失など競争力の変化がどのように収益力や財務内容に影響を与えるのかを評価していくことになる。

### ③ コスト構造

小売事業を除けば典型的な大規模装置型産業であり、固定費負担が大きく、コスト構造の柔軟性は高くない。また、発電事業の主な変動費である燃料費は、調達燃料価格の動向次第では振れが比較的大きなものとなる。発電事業のコスト構造に関連し、業界特性上、温室効果ガスの排出量が多くならざるを得ない。政府の環境規制が強化され、個々の制度設計次第では電力業界に相応の負荷がかかり、収支・財務への悪影響が及ぶシナリオも想定し得る。その結果、電力会社の信用リスクに下方圧力がかかるだけでなく、低炭素化に向けた技術開発や設備投資に経営資源を費やすことで、成長が鈍化する可能性もある。発電・小売事業は、経過措置期間を経て、将来的には総括原価方式の適用がなくなるため、投資回収の確実性は顧客基盤の安定性を確認し、評価していくことになる。

一方、送配電事業については、20年4月の事業分離後も電力会社の100%子会社としてグループ傘下にある。23年4月よりレベニューキャップ制度が導入された。同制度では経営効率化を促すと共に事業者が必要な投資を確実に実施できるよう措置されている。投資回収の確度は保たれるとみられ、従前の総括原価方式と比べても、事業者の収支やキャッシュフローの安定性は維持される。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

電気事業制度の枠組みが変化することで、産業全体における電力業界の、もしくは電力事業者間の相対的位置付けがどのように変化し、それが個々の電力会社のキャッシュフローの水準やその配分の自由度、財務改善の状況などに与える影響を見定めていく。

なお、電力会社等に対して電力を供給する発電事業者の主要な事業者としては、電源開発、日本原子力発電、および JERA の 3 社がある。何れもコスト競争力の高い電源を持ち、日本の電源ポートフォリオ上重要な地位を占めているため、電力会社の発電事業の信用力評価になぞらえつつ、個々の事業リスクや受電先との契約関係の変化に着目し、分析・評価していく。

### ② 事業構成

電力会社は、電気事業におけるネットワークインフラを活用した情報通信事業や、その公益性や地域密着性の強さを基にした生活関連事業等を手掛けるが、事業の大宗を電気事業が占める。今後国内電気事業が緩やかな成長にとどまることが見通される中、電力会社によってはガス事業の強化や海外での発電事業への投資・運営管理等の地域的拡大、燃料資源の安定的確保に向けた権益投資、他社向け燃料販売の強化といった派生的展開が進むとみられる。ただし、その実現には総合エネルギー事業者としての長期的な戦略と戦略の実効性を担保する強固な財務基盤が必要である。戦略の方向性と共に資金調達・投資方針とその実績、リスク管理体制の構築状況を確認していく。

### ③ 電源構成

電力会社は発電に際して水力、火力、原子力など各特性を活かし、バランスよく組み合わせる「電源のベストミックス」を図っている。温室効果ガスの排出量の抑制や政府のエネルギー基本計画による最適電源比率の目安に沿って、火力発電の高効率化に向けた取り組みや、原子力発電の設備利用率の高位安定化もしくは廃炉に向けた取り組み、再生可能エネルギーの開発などが進むものと想定される。

留意すべき点は、ベース電源であって発電効率の高い原子力発電にある。電源構成に占める原子力の比率が高まる程、設備利用率の高低が損益に与える影響は大きくなる。そのため、稼働時期や稼働率、定期点検サイクルの適用期間、さらには想定外の低稼働（もしくは廃炉を含む運転停止）となった際の代替電源の保有状況等が損益に与える影響等に注意を払う必要がある。また、原子力事故が発生した場合の損害賠償責任等のリスクは巨大なものとなる。原子力損害賠償・廃炉支援機構による支援を受けることはできるが、責任負担のあり方については強く注意を払う必要がある。さらには全面自由化された市場において、民間事業者が廃炉を含めた原子力事業を安定的に担えるための環境整備の動向にも注意が必要である。このように原子力発電事業に関するリスクは多岐にわたり、かつ長期的、構造的に格付に下方圧力を与えるものが多く、かつ格付に及ぼす影響度も大きい。

### ④ 電源・送配電網投資

電源の開発に関しては、将来的に総括原価方式の適用がなくなる中、その開発規模、投資額、価格競争力、将来の需給バランスなどが判断要素となる。実際はその運用において、需要動向や競合状況、及びそれらが収支に与える影響などの変化を見極めたうえでの対応が行なわれている。需給面に着目すると、電源開発計画の繰り延べや老朽電源の長期計画停止・廃止等で調整の余力は大きい。一方、自由化によって業界全般に進められた合理化についても、追加実施の余力は幾許かは残しているとみられる。そのため、定量分析と共に、外部環境の変化を踏まえ各社がその変化にいかに対応した意思決定を行っているかといった定性的な分析・比較を行うことも重要である。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益性

発電事業においては燃料価格、とりわけ火力燃料（石油・LNG・石炭）の輸入価格の動向が、短期的には利益に影響を及ぼす。しかし、電気料金については、短期的な燃料価格の変動を反映させる燃料費調整機能が組み込まれていることが多く、中期的な視点では損益への影響は軽減可能である。ただし、小売市場における価格競争や政府の環境規制の変化等が、電力事業者の収支に与えるマイナス影響は少なくないと考える。そのため中長期的視点に立った利益率の推移に留意していく。また、大規模発電所建設は初期投資が嵩む。電源構成によって期間は異なるが、長期にわたって回収していく事業モデルであるため、電源設備の利用率と共に供給区域内外の需要規模やその安定性に留意しつつ、投資効率の高低を見定めていく。

#### (重視する指標)

- 売上高経常利益率
- 電源設備利用率



## (2) キャッシュフロー創出力

恒常的な維持更新投資に加えて、送配電設備の経年化対応や、高効率化を目指した発電設備の新設・リプレース、原子力発電所にかかる安全対策投資等への対応により、設備投資負担が重い局面にある。原子力発電所が長期稼働停止している電力会社では、代替火力燃料費の負担も続いている。小売市場での価格競争が本格化する中では電気料金の値上げは容易でないことから、経営効率化によるコストダウンや、海外も含めた新しい事業分野の拡大によってキャッシュフロー創出力の向上が図られているかに注目していく。

### (重視する指標)

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

## (3) 安全性

発電事業や送配電事業は多額の設備投資を必要とするため、有利子負債の多い企業が多い。総資産に占める固定資産の比率が高くなる他、負債・資本バランスも他業種との比較において見劣りするなど財務構造は安定的とはいえない。海外発電事業投資、さらには地球温暖化対策投資等への対応など、従前とは異質の資金ニーズが増加することも考えられる。また、原子力発電所の長期停止による収支悪化から、財務基盤が大きく毀損している場合はその回復が求められる。電力自由化による競争の進行、国内電力以外の事業への進出などによる事業リスクの変化に対応するため、財務構成の改善に向けた取り組みの重要性は高い。

### (重視する指標)

- 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なるものを問わず、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

## 【外食】

## 1. 事業基盤

外食業界は、市場規模は大きいものの成熟化した産業であり、企業の栄枯盛衰が激しく、また、収益の変動リスクも大きいという特徴がある。このため格付評価においては、コアメニューの訴求力や店舗マネジメント力など競争力の基礎となる差別化の持続性や、コスト構造などから中長期的に一定の収益力を維持できるかを重視している。

## (1) 産業の特性

## ① 市場概要

わが国の外食業界は、海外展開している企業も一部にみられるが、ほとんどの企業が国内を主要市場としている。このため、国内総人口の減少や少子高齢化の影響、消費者の嗜好の変化により、外食産業全体としては成熟期に位置しているといえる。ただ、外食産業の市場規模は97年の約29兆円をピークに縮小傾向にあるとはいえ依然巨大市場であるほか、ファストフードやファミリーレストランなど比較的産業化が進んでいる業態は必ずしも市場規模が縮小しているわけではなく、中小・零細事業者の淘汰が進む中で新たな出店余地も見込まれる。

消費者の嗜好は移ろいやすく、外食業界は一時的なブームで市場が急拡大したかと思えば、その後の反動減で大きく落ち込んだり、と収益の変動が大きいという特徴もある。また、消費者の行動様式の変化に伴い、テイクアウトやデリバリーなど店舗以外での外食の利用機会も広がりつつある。そうした需要や外部環境の変化にスムーズに対応し、時流に即した事業ポートフォリオを構築できているかを確認していく。

他方、外食産業は食べ物を扱うという性格上、衛生管理面で徹底した対策を求められるのは勿論のこと、トレーサビリティなど「食の安心・安全」に対する規制の強化と消費者の関心の高まりもあり、こうしたリスクへの取り組みも欠かせない。

## ② 競合状況

外食産業は参入障壁が低く新規参入しやすいことから、競争が激しい市場といえる。過去には、ハンバーガーチェーンや牛丼チェーンなどで、相次ぐ値下げ競争により激しい消耗戦が展開された。他方、狭義の外食業界はコンビニ弁当や持ち帰り弁当など中食業界と競合する関係にある。

外食業界はそのほとんどが個人経営の零細飲食店で占められており、企業化された外食チェーンが占める割合は小さい。しかし、チェーン化された企業の台頭と中小零細飲食店の淘汰により、徐々に大手チェーンのシェアは高まる傾向にある。特に、ファストフード、ファミリーレストランなどの業態では、大手チェーンによる寡占化が進んでいる。

### ③ コスト構造

外食産業のコスト構造では、「FLR コスト」と呼ばれる食材費、人件費、賃借料が3大コストとして挙げられる。このうち、食材調達コストが最も大きなウェイトを占めている場合が多い。食材調達には、天候不順や疫病の発生など一時的な変動要因による価格変動リスクがあるほか、為替影響にも留意する必要がある。また食肉や水産物、大豆などは、グローバルな需要構造の変化により長期的に価格上昇が懸念される。このため、安定的かつ低価格で食材を調達できる調達基盤を有しているかを確認している。食材調達コストを下げするため、安定した調達先の確保や調達ルートの多様化に加え、セントラルキッチンを活用やAIの需要予測を通じた食材ロスの抑制、適正な原価を保つための柔軟なメニュー戦略などにも注目する。

食材費に次いで大きなコストは人件費である。外食産業は労働集約型産業であり、人件費のウェイトが比較的高い。このため、パートやアルバイトを活用して人件費の固定化を抑え、効率的な人員配置に基づく店舗オペレーションを行うことが求められる。一方、外食産業は他産業に比べて労働条件が厳しく、人材の確保や定着を図りにくいという難点がある。また、少子高齢化や人口減少といった社会構造上の課題もあるため、人材を早期戦力化するための作業の標準化や、店舗業務自体を減らす効率化の推進が重要である。単純作業を省人化することで、店舗の人員をより付加価値を創出するような業務に充当できれば、店舗での体験価値や顧客満足度が向上し、競合との差別化につながる可能性もある。

食材費、人件費に次ぐ第3のコストが賃借料である。賃借物件により多店舗展開を行うことが多い外食業界では、出店に関わる賃借料も比較的高いウェイトを占めている。特に賃料は固定化しやすい費用であり、売上低下時にはそのコスト負担が重くなるため、売上高に対する賃借料比率が一定の水準に抑えられているかを確認する。また、出店を急ぐあまり割高な条件で賃貸契約を結んでいないかなども留意している。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

外食業界は新興プレーヤーによる参入が容易なため栄枯盛衰が激しく、現在の市場シェアや売上規模の順位が、必ずしも将来の競争力の強弱に直結するわけではない。

一方で食材や資材調達の面においては、スケールメリットによるバイイングパワーが働く。また、店舗展開においても、全国展開しているような知名度の高い企業の方が物件紹介などの面で優位にある。加えて、トレーサビリティシステムの構築など「食の安心・安全」を担保する上でも、一定の規模がないとそのコストを負担することは難しい。以上を踏まえ、事業基盤の確立状況を評価する上で、市場における地位に注目している。

### ② 既存店の集客力

市場の成熟化と供給圧力が強く「オーバーストア」状態にあるという業界構造により、外食企業は既存店売上高の減少と収益力の低下に陥りやすい。また、外食業界は「流行り廃り」による売上の変動が大きいこともあり、既存店売上高の維持・拡大策は非常に重要となる。既存店売上高を維持するには、週、あるいは月に1回など定期的に足を運んでくれるリピーターを確保することがポイントとなる。そ

のためには、期間限定のメニューや値引き、クーポン券の配布などが施策として挙げられるが、リピーターを確保する上で最も重要なのは、メニューや価格による差別化ができてきていることである。

### ③ コアメニューの訴求力

外食産業における差別化の原点はコアメニューである。外食業界では多様なメニューを取り揃えた企業よりも、コアメニューに強みを持った企業の方が成功している事例が多い。他社が容易に追従できない品質・価格のコアメニューを持ち、顧客のニーズを捉えているか、接客サービスは利用者の期待を満たしているか、お値打ち感を与えているか、それらの優位性を維持し、顧客を飽きさせないようにするためにどのような取組みを実施しているかなどを重視している。

### ④ 出店・業態開発力

多店舗展開をしていく上では優良な立地の選定・確保が重要であり、それが可能な組織体制となっているか確認している。一方で、コアメニューの訴求力が落ち、既存業態が衰退してきた場合、既存業態の中で単純にメニュー・価格を変更してもあまり改善効果が出ないケースが多い。むしろ、新たな業態を開発し、既存業態の転換を進めた方が上手く機能したケースもある。このため、事業環境の変化に迅速に対応できる新業態の開発体制があるかが重要となる。その際、これまでの事業運営のノウハウやスケールメリットを活かし、初期段階で競合先に対する優位性が確保できるかなどに注目している。また、業態ポートフォリオの構築力も重視している。例えばファストフードやファミリーレストラン、ディナーレストランなど、顧客層や利用形態が異なる複数業態を展開していれば、収益源の分散効果が働き、外部環境の悪化によるマイナス影響を吸収しあうこともできる。

### ⑤ マネジメント力

経営トップの理念・方針が店舗レベルまで全従業員に浸透し、QSC（クオリティ、サービス、クリンリネス）の徹底が図られているか、チェーン企業として均質的なサービスを維持するとともに、個店の責任・権限により商圈特性に応じた対応がなされているか、店舗網拡大にマッチした人材の確保・育成や、調達・生産・物流コスト低減に向けた取組み、「食の安心・安全」や価格政策など、適切な対応がなされているかなどに注目している。過去にはガバナンス体制が不十分であり、労務管理や品質管理上の問題が発覚し、業績に悪影響を及ぼしたケースもあった。また、パートやアルバイト店員による不祥事のみならず、顧客が引き起こす不適切行為への対策も求められている。特に店舗など現場で不祥事や問題が発生した場合には、根本的な集客力やブランド力を毀損する可能性が高く、社内体制や再発防止策の整備、徹底が不可欠である。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

外食業界では、売上規模は小さくても比較的高い収益性を有している企業も存在するが、外部環境や顧客の嗜好の変化などにより、収益の変動が比較的大きいという特徴がある。このため、外食業界の格付評価においては、そうした収益の変動リスクを勘案して定量的な水準に比べやや厳しく評価している。

外食産業は新店を出すことで売上自体を伸ばすことは容易であるが、収益力のベースとなるのは既存店である。その既存店の収益力を測る上では、売上高自体もさることながら前年の売上高と対比した既存店売上高対前年比を指標として重視している。

(重視する指標)

- 既存店売上高対前年比
- 売上高営業利益率
- 営業利益

(2) キャッシュフロー創出力

外食産業の財務面の特徴として、飲食代金は現金決済が多いため運転資金負担が軽く、中には借入金以上の手元流動性を有する企業も存在する。また、出店形態も賃借物件が多いことから、自社所有型にこだわった店舗投資や大型のM&Aを進めない限り、基本的に財務負担は小さく、有利子負債もさほど大きくない。一方で、既存店売上高の減少によってキャッシュフロー創出力が低下し、債務償還能力が低下しないかを見極める必要がある。

(重視する指標)

- EBITDA
- 有利子負債／EBITDA 倍率

(3) 安全性

外食業界では、食材となる動植物にかかる疫病がまん延した場合や、消費者間で感染症が大流行した場合などには、店舗の休業や営業時間の短縮を余儀なくされ、売り上げが急減するリスクが存在する。このため、こうした不測の事態における損失に耐えられるだけの十分な財務基盤をもっているかどうか重要となる。また、チェーン展開している外食企業では、減損会計適用の判定が基本的に店舗毎に行われるため、減損損失のリスクに留意しておく必要がある。さらに、IFRSを採用している企業の場合、過去の企業買収によって多額ののれんを計上しているケースもあるため、急激な業績悪化によるのれんの減損損失のリスクにも注意が必要である。このため、格付評価においては、こうした会計上の損失リスクに対しても耐えられるだけの十分な自己資本があるかを重視している。

(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

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