# 農業法人の企業価値とは

## ―第３回　畜産農業「酪農業」：自給飼料と安定的な販売戦略による持続的経営―

株式会社　事業性評価研究所　代表取締役社長　田井　政晴

## １．事業データと概況

本号で取り上げる企業（Z社）は売上高1,522百万円、営業利益22百万円、経常利益28百万円、総資産3,683百万円、1,800頭の乳牛を飼養し、660haの圃場で自給飼料を確保しながら、生産効率を高めています。また、生産性向上を目的に自動化を進め、積極的な設備投資を行うことで、業界をけん引しつつA2ミルクの普及を目指しています。

## ２．財務分析：収益性が低く、借入依存度が高い

近年、積極的な設備投資を行った結果、償却負担が増加しているために、収益性は業界平均を下回る水準にあります（減価償却前経常利益は黒字）。一方で、借入金を活用した設備投資により借入依存度は高いものの、現預金が増加しているため、流動性比率は比較的高い水準にあります。今後の投資支払いに伴い段階的に消化される見込みです。

## ３．定性的評価

農業法人の価値を評価する上で、事業継続性が最も重要視されます。この継続性を支えるためには、事業実績に裏付けられた成長性、地域社会との良好な関係、そして持続可能な農業技術の導入を含む包括的な視点が欠かせません。同社はこれらを踏まえた現実的で信頼性の高い事業予測（プロジェクション）を可能にしています。

**①事業基盤**

660haの圃場で自給飼料を生産し、1,800頭の乳牛を飼養しています。敷料にサンドベッドを導入して飼育環境を整備し、国内初の農場HACCP認証を取得するなど先進的な取り組みを実施しています。また、近年ではA2ミルク対応設備への投資に注力しており、積極的な先行投資を続けています。

**②マネジメント**

地域社会との連携を重視し、商品開発や事業展開を積極的に推進しています。さらに、ESG（環境・社会・ガバナンス）への取り組みを通じた社会的価値創出にも取り組んでおり、経営意欲の高さが評価されています。

**③事業体制と技術導入**

計画的に設備更新を進め、既存畜舎と新設畜舎が適切に運営されています。飼養管理やシステム化を通じて生産性向上を図り、投資採算性の検証も継続的に行われています。

**④環境分析**

飼料生産から肥育、搾乳、堆肥活用までを、地域全体で一体的に運営し、金融機関との関係も良好です。A2ミルク市場で確固たる地位を築き、独自のビジネスモデルにより安定した経営基盤を維持しています。

**⑤リスク管理**

事業運営は高水準に保たれており、自給飼料を活用することで生産コストの上昇リスクを抑えています。付加価値の高い販売戦略が好循環を生み出し、経営全体を支えています。

**⑥ESG関連要素**

完成度の高い事業継続計画（BCP）を策定しており、重要業務の影響度評価や復旧時間の見積もりが行われています。こうした先進的な取り組みにより人材確保にも成功しており、これが安定した経営基盤の確立につながっています

## ４．課題

定性的評価によって、財務分析では見えてこなかった以下の２つの課題が明らかになりました。

**１）コスト増加への対応**

飼料価格の高騰や燃料費の上昇は経営に大きな影響を与えていることに加えて、積極的な設備投資を借

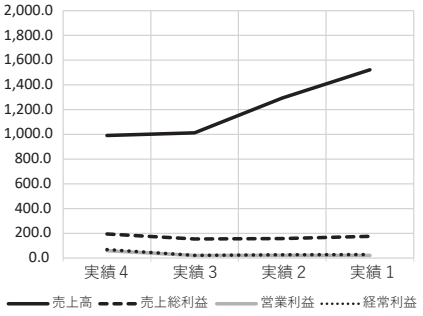


図１　業績推移

図２　定性的評価

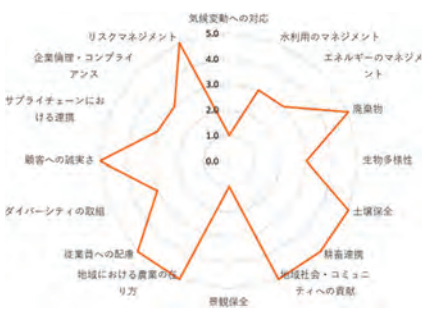


図３　ESG関連要素

表１　事業実績と事業想定（単位：百万円）

| | 実績４ 20XX | 実績３ 20XX | 実績２ 20XX | 実績１ 20XX | 想定１ 20XX | 想定２ 20XX | 想定３ 20XX | 想定４ 20XX | 想定５ 20XX |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 売上高 | 991.3 | 1,013.3 | 1,294.1 | 1,522.0 | 1,670.0 | 2,045.0 | 2,253.0 | 2,572.0 | 2,753.0 |
| 売上総利益 | 194.7 | 154.3 | 157.3 | 175.0 | 125.0 | 237.0 | 335.0 | 470.0 | 533.0 |
| 営業利益 | 59.3 | 20.7 | 21.8 | 22.0 | −41.0 | 45.0 | 126.0 | 242.0 | 286.0 |
| 経常利益 | 68.4 | 21.8 | 25.8 | 28.0 | −42.0 | 38.0 | 118.0 | 235.0 | 279.0 |

入金で賄っている状況では、償却負担や金利負担が収益性低下を招く可能性があります。これに対応するため、中期経営計画に基づいた経営方針の浸透と管理体制の強化が必要です。「イノベーター」としての立場を活用し、新たな事業戦略を採用することで、収益性の改善、コスト管理の強化、新市場の開拓に注力しなければなりません。これには、既存の販売戦略の見直しや新しい流通チャネルの模索も含まれます。

### ２）中長期の事業計画の確実な実行

設備更新の投資シミュレーションや生産性分析を積極的に行い、ステークホルダーとの信頼構築を図っています。特に経済状況を考慮した長期的な収益予測や資金計画の策定が進められており、これにより利害関係者への説明責任を果たすだけでなく、内部での意思決定の透明性と一貫性が高まります。一方で、現状認識の精度を上げる必要から、乳価の推移や他牧場との比較分析、将来予想のための具体的なデータ収集の強化が課題です。これらの情報を活用し、現場改善やリソース配分の最適化を進めることが戦略転換の鍵となります。

## ５．ストックとフローの指標についての視点

ストックとは、過去から現在までの事業実績の蓄積を示す指標であり、フローは将来の期待値を含み実現可能性を示します。ストックとフローのどちらを重視するかは、企業の成長フェーズに応じて異なります。創業期ではフローが重視される傾向がありますが、業歴が長くなるほど、ストックも同様に重要視されるようになります。

創業期における、あるいは設備投資が先行している企業においては、創業赤字や償却負担によって、債務超過に陥るケースがあります。その一方で、債務超過の原因が、過去の経営失敗による場合には、①将来収益によって補填が可能か、②金融支援によって再起可能か、③それでも再起が困難な場合には廃業を検討する必要があるか、などを検討しなければなりません。

同社のプロジェクション（事業予測）は、包括的で客観的な要素を備えており、事業の成功可能性を裏付ける内容となっています。これにより、酪農業を事業として評価するために必要な全ての要件を満たしており、経営戦略の確固たる基盤を形成していると判断されました。

## ６．投融資先としての魅力

同法人は、地域や取引先との強固な連携を基盤とし、明確な戦略とリーダーシップを発揮してきました。この結果、地域の重要企業としての地位を確立しています。さらに、先進的な取り組みを継続し、「オンリーワン構想」の実現に向けた努力が高く評価されています。これらの取り組みにより、事業基盤の強化と持続可能な成長が推進されています。

同時に、多様な販売チャネルを活用することで、事業の持続可能性をさらに高めるポテンシャルを有しています。また、経営管理の強化を通じて、経営環境の変化にも柔軟に対応可能な体制を構築しており、持続的な成長と競争力の向上が期待されています。

## ７．事業価値評価の方針

本評価では、貸借対照表を基に時価ベースで事業投下資本を分析するネットアセットアプローチを採用しました。さらに、損益計算書計画（プロジェクション）を基にフリーキャッシュフロー（FCF）を算出し、加重平均資本コスト（WACC）を用いて現在価値に割り引くことでインカムアプローチによる事業価値を評価しました。また、類似会社比較法（マーケットアプローチ）も併用し、多角的な評価を試みました。

評価の結果、インカムアプローチによる分析ではネットアセットアプローチを下回り、のれん相当額がマイナスであることが確認されました。しかし、同法人は長い社歴を有するものの、近年の構造転換により実質的に創業期にあり、設備投資が先行する段階にあることが確認されました。今後の成長可能性に期待できることを考慮して、最終的に、事業価値1,333.8百万円が算定され、投資対象として「Positive」と評価されました。

表２ FCF想定（単位：百万円）

| | NOPAT | 賞味運転資本 | 減価償却費 | 設備投資 | FCF |
|---|---|---|---|---|---|
| 20XX | 27.5 | 22.0 | 200.0 | 145.0 | 60.5 |
| 20XX | 45.5 | 26.0 | 214.0 | 138.0 | 95.5 |
| 20XX | 53.4 | 17.0 | 234.0 | 80.0 | 190.4 |
| 20XX | 61.2 | 23.0 | 243.0 | 80.0 | 201.2 |
| 20XX | 62.4 | 15.0 | 232.0 | 80.0 | 199.4 |
| 永続フロー | 62.4 | 15.0 | 232.0 | 232.0 | 47.4 |

表３　Z社の事業価値（単位：百万円）

| | 対象法人 |
|---|---|
| **事業価値** | **1,333.8** |
| 事業投下資本 | 2,672.0 |
| のれん相当額 | −1,338.2 |