

ラクト・ジャパン

乳原料・チーズの独立系専門商社：乳原料の輸入回復と販売価格の高止まりの影響で国際在庫余剰は調整が進む

TICKER: 3139 | 東証プライム | HP: <http://www.lactojapan.com/ir/Top.html> | LAST UPDATE: 2023.02.22

事業概要

国内最大規模の独立系乳製品商社：食肉食材、アジアへも事業領域拡大

トップレベルのシェアを誇る乳原料・チーズ輸入のリーディング企業：国内最大規模の乳原料・チーズの独立系専門商社（輸入シェア30%超：2021年度同社推定）。世界の酪農国から乳原料、チーズを輸入し、国内大手メーカーなどに卸売する。約40種類の汎用原料、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超をフルラインナップで扱う。系列に縛られない100社を超える仕入先および多様な顧客を有する。輸入に関わる手数料（口銭）が収入・利益の源泉。営業利益に為替損益を加えた実質利益の利益率は3%程度。乳原料・チーズの取扱量は、2022年11月期には182,957トン（前期比0.8%減）に減少。

事業領域の拡大：乳原料・チーズ（2022年11月期売上高構成比67.0%）のほか、食肉食材（同10.3%）などの輸入事業を2005年11月期に開始。また、シンガポールを拠点にアジアにおいて乳原料販売（同18.1%）およびチーズ製造販売（同2.7%）を行う。その他事業（同1.9%）には、主に日本で機能性食品原料販売（ホエイプロテイン原料、ゼラチンなどの販売、2020年11月期開始）を含む。

業績動向

2023年11月期予想：物価上昇による消費低迷で数量減となるも、販売価格は上期中心に高止まる。国産脱脂粉乳在庫も適正化に向かい、乳原料輸入回復を想定

2022年11月期実績：売上高147,423百万円（前期比33.0%増）、経常利益3,134百万円（同16.9%増）、当期純利益2,287百万円（同16.7%増）。コロナ禍の影響を受けたものの、行動制限緩和に伴う経済の回復とともに販売数量は堅調。乳製品の国際相場高騰と急激な円安により販売価格が上昇して増収、最高益を更新した。

2023年11月期会社予想：売上高160,000百万円（前期比8.5%増）、経常利益3,200百万円（同2.1%増）、当期純利益2,330百万円（同1.9%増）。上期は物価上昇による消費低迷で乳原料、チーズ、食肉共に需要は伸び悩むと想定。下期は国産脱脂粉乳在庫も適正化に向かい、乳原料の輸入が回復するとみる。アジアのチーズ製造販売では、上期は原料チーズ高の影響で利益率は低下、下期には徐々に改善を見込む。売上高は、乳原料・チーズ前期比7.7%増、食肉食材同0.4%増、アジア事業・乳原料販売同0.5%増、アジア事業・チーズ製造販売同15.5%増、機能性食品を含むその他は同約2.4倍を予想。

中期戦略

既存ビジネスの進化、アジア事業拡大、次世代ビジネス構築で持続的成長目指す

中期経営計画「NEXT-LJ2025」：ローリング方式から期間固定方式に変更。最終年度となる2025年11月期業績は、売上高200,000百万円（3年間CAGR10.7%）、経常利益4,000百万円（同8.7%）、当期純利益2,900百万円（同8.2%）、ROE10%以上、配当性向20~25%、自己資本比率30~35%を目指す。感染症の収束や国産脱脂粉乳の在庫適正化による乳製品輸入量回復に合わせて乳原料・チーズの拡販に注力するほか、日本産乳製品の輸出事業展開、アジアにおけるチーズ事業の拡大を図るとともに、機能性食品事業の展開を加速。

S&Wサマリー

強み

専門性に裏打ちされた情報力・提案力・対応力：30%超のシェアを誇る乳原料・チーズ輸入のリーディング企業（専門商社）。東食時代を含め、長期に亘り専門知識・ノウハウを蓄積

独立系（資本関係や複雑な取引関係に縛られない）：競合となる総合商社との大きな相違点。多様な仕入先（100社超）、顧客を確保

アジアでの展開とメーカー機能の付加：シンガポールでの事業経験は20年以上。総合商社が乳製品製造事業への出資により参画した時期よりも早い時期に、アジアで自社工場を立ち上げ、商社機能にメーカー機能を付加

弱み

高位安定する国内市場への依存度の高さ（成長の制約要因）：輸入比率が上昇してはいるものの、国内乳製品消費量は横這い推移

獲得できる付加価値の限定性：原料安定供給、情報、提案、対応等で得られる付加価値が、仕入先や顧客が得る付加価値よりも小さい

利益成長ドライバー

【従来】 国内への乳原料・チーズの輸入（販売）

【中期】 アジアでのチーズ製造販売＋機能性食品の拡大

指標	
時価総額	19,523 百万円
株価 (2023/2/22)	1,969 円
発行済株式数	9,915,200 株
外国人持株比率	9.7 %
BPS (FY11/22)	2,265.51 円
PBR (FY11/22)	0.87 倍
PER (FY11/23会予)	9.9 倍
配当 (FY11/23会予)	48.00 円
配当利回り (FY11/23会予)	2.44 %
ROE (FY11/23会予)	10.4 %
純負債/株主資本倍率 (FY11/22)	91.1 %

*発行株式数には自己株式を含む

業績推移													
		売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	ROA	ROE
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(%)	(%)
FY11/14	連結	96,550	27.1%	1,532	118.8%	1,653	-1.0%	988	-1.9%	127.79	1,165.58	4.5%	12.2%
FY11/15	連結	98,001	1.5%	720	-53.0%	1,343	-18.8%	831	-15.9%	98.94	1,062.54	3.3%	8.5%
FY11/16	連結	88,679	-9.5%	3,349	365.1%	1,434	6.8%	946	13.8%	96.79	1,167.72	3.7%	8.7%
FY11/17	連結	101,335	14.3%	1,924	-42.6%	2,523	75.9%	1,755	85.5%	179.48	1,302.98	6.0%	14.5%
FY11/18	連結	115,441	13.9%	3,009	56.4%	2,613	3.6%	1,784	1.7%	182.31	1,462.35	5.5%	13.2%
FY11/19	連結	116,794	1.2%	3,144	4.5%	2,747	5.1%	1,963	10.0%	200.11	1,618.31	5.7%	13.0%
FY11/20	連結	110,838	-5.1%	2,959	-5.9%	2,781	1.2%	2,062	5.1%	209.47	1,774.58	6.1%	12.3%
FY11/21	連結	110,884	0.0%	2,787	-5.8%	2,682	-3.6%	1,959	-5.0%	198.73	1,978.42	5.6%	0.11
FY11/22	連結	147,423	33.0%	2,959	6.2%	3,135	16.9%	2,287	16.7%	231.64	1,774.58	6.1%	12.3%
FY11/23	連結会予	160,000	8.5%	-	-	3,200	2.1%	2,330	1.9%	235.52	-	-	-

出所：会社資料よりSR社作成、注：百万円未満を四捨五入（会社発表数値は百万円未満切り捨て）

事業概要

国内最大規模の乳製品商社(輸入シェア30%超)：食肉食材、アジアへも事業領域拡大

会社概要

国内最大規模の独立系乳製品商社

同社は国内最大規模の乳原料・チーズの独立系専門商社（輸入シェア30%超：2021年度同社推定）。生乳成分を濃縮・抽出した全脂粉乳、脱脂粉乳、ホエイ（ヨーグルトやチーズを作る際に固形物と分離されてできた水溶液）、加糖練乳やカスタマイズ品（一次加工品）といった乳原料、チーズなどを世界の酪農国から輸入し、国内大手メーカー、独立行政法人農畜産業振興機構（ALIC：Agriculture Livestock Industries Corporation）などに卸売する。約40種類の汎用原料に加え、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超を扱う。系列に縛られない仕入先は、100社を超える。卸売（輸入）に関わる手数料（口銭）が、収入・利益の源泉。営業利益が為替差損益を加えた実質利益の利益率は、約3%程度。

設立の経緯

2023年5月に創業25周年を迎える同社は、かつて東食の酪農品本部で乳製品輸入に携わっていたメンバーにより、子会社の過剰投資を背景とした東食の経営破綻後、仕入先と顧客双方からの強い要請をもとに設立された。代表取締役社長の三浦元久氏も同社創業メンバーの1人であり、東食時代から長期に亘る乳原料・チーズの営業経験がある。

同社の特徴

- 独立系専門商社**：乳製品を扱う商社は、三菱商事、三井物産、伊藤忠商事など旧財閥系大手総合商社（1事業部門）の他は、中小規模の企業が多い。同社の特徴は乳原料をフルラインで取り扱い、資本系列に縛られないこと。同社によれば、乳原料・チーズ部門に68名（2022年11月30日現在）の規模の人員を有するのは同社だけである（大手総合商社でも5名～10名程度）。また、同社以外の乳原料専門商社は規模が小さく、かつ、取扱品も各専門分野に特化している。
- 仕入先および顧客との長期関係性**：乳原料メーカー（仕入先）や国内乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカーなど（販売先）の双方に対して、同社はビジネスパートナーとしての地位を確立している。例えば、海外情報を顧客に伝える一方で、顧客の細かな要望に応じた1次加工を仕入先に製造依頼して、加工品を顧客に納品している。

事業領域の拡大

同社は乳原料・チーズのほか、食肉および食肉加工品などを輸入する事業を2005年11月期より行っている。また、シンガポールに設立した子会社LACTO ASIA PTE LTD.を中核企業として、マレーシア、タイ、インドネシア、フィリピン、中国に子会社・孫会社および関連会社を設立。乳原料の卸売、チーズの製造（シンガポール、タイの自社工場でプロセスチーズを製造、インドネシア工場ではシュレッドチーズを製造。）・販売など行っている。

取扱商品および売上構成比（2022年11月期）

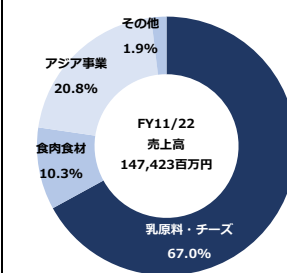
- 乳原料・チーズ（67.0%）**：約40種類の汎用原料に加え、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超を扱う

- 乳原料**：乳製品（生乳を加工して作られる製品の総称）の原料。固める、粉にするなどの方法で生乳を変化させる。一方、チーズを除く乳製品は、牛乳やその他乳製品への還元が可能
- 全脂粉乳**：生乳から水分を除去して乾燥させたもの。脱脂粉乳に比べて脂質含有が多いため、脂質の酸化による風味劣化が早く長期保存には向かない。主にカフェオレを含むミルク入りブレンドタイプの缶コーヒー（コーヒー飲料）、ミルクティータイプの紅茶飲料の原料などに使用
- 脱脂粉乳**：脱脂乳（生乳から脂肪に富んだ部分を分離したもの）から、水分を除去したものと全粉乳と比較して保存性に優れるため工業的にも広く用いられる
- カード**：生乳に、酸やキモシンなどの酵素を作用させてできる凝固物。カードを成型して熟成させたものがナチュラルチーズ
- ホエイ**：生乳から乳脂肪分やカゼインなどを除いた水溶液

国内最大規模の独立系乳製品商社

- ▶ シェア30%超のリーディング企業
- ▶ 乳原料・チーズを世界の酪農国（仕入先100社超）から日本に輸入
- ▶ 約40種類の汎用原料に加え、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超を扱う
- ▶ 顧客は国内大手の乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカーなど
- ▶ 従業員364名（2022年11月30日現在）

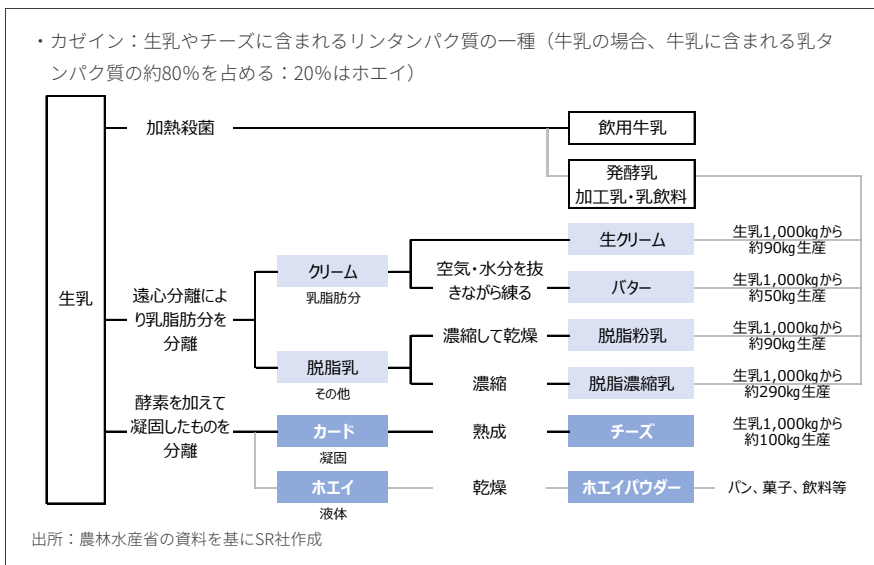
セグメント別売上高構成比



出所：同社資料よりSR社作成

事業領域の拡大

- ▶ 乳原料・チーズ（2022年11月期売上構成比67.0%）
 - ▶ 食肉食材（同10.3%）
 - ▶ アジア事業（同20.8%）
 - ▶ その他（同1.9%）
- ① 欧米化が進むアジア市場におけるビジネスチャンス刈り取り（乳原料の販売）
 - ② メーカー機能の拡充による新しいビジネスモデル（チーズの製造・販売）
 - ・シンガポールおよびタイにおいて自社ブランドによるチーズの製造
 - ・インドネシアに現地メーカーと合弁でチーズの加工会社を設立
 - ・子会社がフィリピンに乳製品原料の販売子会社（同社から見れば孫会社）を設立



- 食肉加工品（10.3%）：豚肉（冷蔵・冷凍）、牛肉、鶏肉、生ハム、サラミ、ベーコンなど
- アジア事業（20.8%）：乳原料・チーズ、自社ブランドチーズ（プロセスチーズ**FOODTECH；ナチュラルチーズ*CHOOSY）
- その他（1.9%）機能性食品原料販売（ホエイプロテイン原料、ゼラチンなどの販売）

*ナチュラルチーズ：生乳を固めて発酵熟成させたもの

**プロセスチーズ：1種類または数種類のナチュラルチーズを細かく刻んでから加熱溶解し、乳化剤などを加えて再び成型したもの

仕入先

- 乳製品・チーズ：世界の酪農主要産地である欧州、オセアニア、北米の乳原料メーカー（世界約20カ国、100社超）。同社の乳原料・チーズ輸入取扱量は2006年11月期76,868トンから2019年11月期204,105トンへ過去13年間で2.7倍に増加した。新型コロナウイルス感染症拡大の影響により2020年11月期には191,575トン（前期比6.1%減）、2021年11月期は184,358トン（同3.8%減）、2022年11月期は182,957トン（同0.8%減）に減少した。
- 食肉食材：豚肉加工品の大手サプライヤーであるSEABORAD FOODS（米国）、生ハムやサラミのリパックメーカーのメインサプライヤーであるFRATERRI GALLONI S.P.A./パルマハム（イタリア）、VILLIANI S.P.A./ミラノサラミ（イタリア）、ESTEBAN ESPUNAS.A./ハモンセラノ（スペイン）。

顧客

- 乳製品・チーズ：明治、森永乳業、よつ葉乳業、雪印メグミルク、江崎グリコ、ロッテをはじめとする国内の乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカー、独立行政法人農畜産業振興機構（後述の「国家貿易制度」参照）。
- 食肉食材：日本国内におけるハム・ソーセージをはじめとする食品メーカー。

※乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカーにとって、同社のような商社は、原料の安定調達（調達ルートの分散化）、生産効率の向上（原料加工のアウトソーシング）などの機能を担っている

市場環境

同社を取り巻く外部環境は概ね安定

日本における乳製品消費量は、2000年度以降、生乳換算で約12百万トンのレベルで安定的に推移している。国内生産量（生乳換算）が2011年度7,534千トンから2020年度7,434千トンと年率0.1%のマイナス成長*を辿るなか、高位安定的な需要を賄うために、輸入への依存度が年々高まった（輸入依存度：2011年度34.6%⇒2020年度42.7%）。日本の乳製品輸入量（生

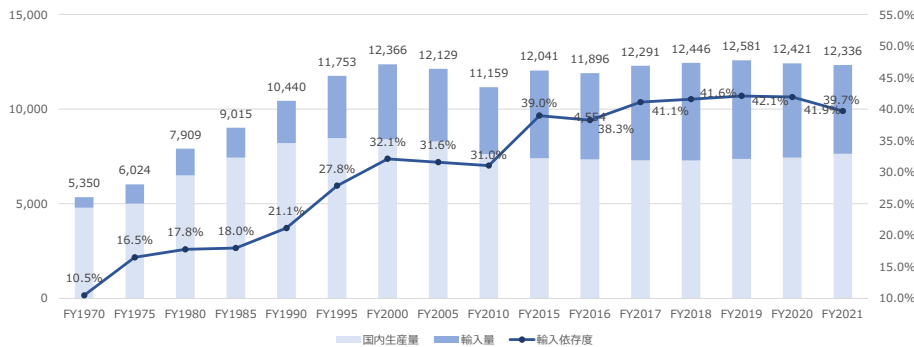
グローバルネットワーク

- ▶ 調達を主目的とした同社の拠点：米国、オーストラリア、オランダ、イタリア
- ▶ 製造・販売を主目的とした同社の拠点：シンガポール、マレーシア、インドネシア、タイ、フィリピン、中国

乳換算)は、2011年度4,025千トンから2020年度4,987千トンへ年率3.5%成長を遂げた。しかしながら、2021年度以降はバターや脱脂粉乳がいずれも十分な在庫があるとして、乳製品の輸入枠数量はWTO協定で約束している最低数量(生乳換算137千トン)となっている。

*日本の酪農家は、1963年の418千戸をピークに、高齢化に伴う廃業などを背景に、2022年には13,300戸(前年比3.6%減)にまで減少。乳用牛の飼育頭数も1985年の2,111千頭から2017年には1,323千頭にまで減少したが、2018年には1,328千頭、2019年には1,332千頭、2020年1,352千頭、2021年1,356千頭、2022年1,371千頭へと徐々に増加している。(出所:農林水産省「畜産統計」)

日本の乳製品消費量(単位:千トン:生乳換算)



出所:農林水産省「食料需給表」のデータよりSR社作成
 *便宜上、国内生産量と輸入量の合計を消費量としている。実際には、この数値から輸出货量を差し引き、在庫増減量を加減した数値が国内消費量となる。但し、差分は僅少

日本の乳製品輸入先国

財務省「貿易統計」によると、2022年の日本の乳製品輸入量(固形換算)は前年比7.7%増の362,884トン(生乳換算比0.09)、同輸入金額は同48.2%増の220,193百万円であった(下表参照)。ホエイ等(数量ベース前年比25.4%増)とチーズ・カード(同7.0%増)が増加する一方で、発酵乳製品(同31.4%減)、バター等(同12.5%減)、ミルク・クリーム(同24.6%減)、粉乳等(同6.4%減)が減少した。輸入先主要3国はオーストラリア(チーズの最大の輸入先国)、ニュージーランド(バター等)、米国(同ホエイ、粉乳等)。それらに加えて、オランダ、ドイツ、デンマーク、フランス、イタリアなどの欧州諸国が主な輸入元である。同社によれば、同社の仕入先主要国も同様とのことである。

日本の乳製品輸入量・額(2022年)

輸入量・額	分類						
	ミルク・クリーム	粉乳等	発酵乳製品	ホエイ等	バター等	チーズ・カード	
全体(トン)	362,884	100	24,152	12	55,722	10,030	272,869
金額(百万円)	220,193	55	12,248	18	20,284	8,963	178,624
単価(円/kg)	607	551	507	1,522	364	894	655
主要3国(トン)	217,679	1	19,904	4	30,323	6,698	160,749
オーストラリア	69,719	-	4,423	0	6,177	170	58,950
ニュージーランド	84,843	1	12,206	4	6,176	6,431	60,025
米国	63,117	-	3,275	0	17,971	97	41,774
上記3カ国シェア	60.0%	1.1%	82.4%	36.1%	54.4%	66.8%	58.9%
欧州(トン)	137,713	69	4,218	7	20,866	3,241	109,312
うちオランダ	17,253	-	236	1	2,776	409	28,612
ドイツ	12,615	55	615	0	5,450	345	20,247
デンマーク	32,035	-	25	-	30	7	16,404
フランス	16,466	2	2,405	0	1,890	2,101	10,855
イタリア	26,712	-	179	-	1,415	2	11,020
南米(トン)	5,892	30	30	-	3,195	56	2,581
アルゼンチン	4,905	-	-	-	2,447	0	2,459
ブラジル	34	30	5	-	-	-	-

出所:財務省「貿易統計」のデータを基にSR社作成(百万円未満四捨五入)、HSコードがそれぞれ0401から0406の品目を合計

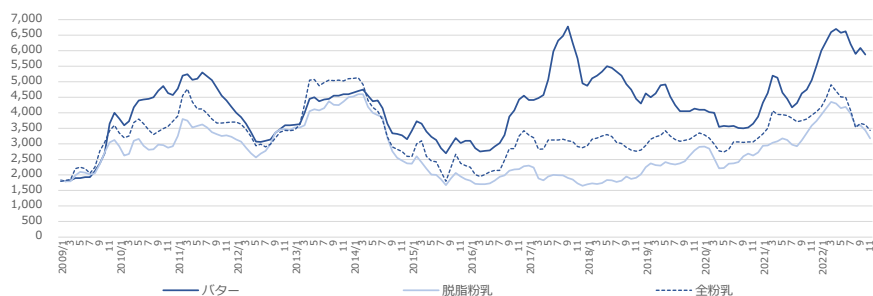
国際市況

乳製品の国際価格は、2016年前半までは軟調に推移していたが、世界的な需給調整が終了したことにより、2016年後半から上昇に転じた。2017年後半にかけて下落傾向を辿り、2018年

から2020年にかけては総じて低位安定推移となり、事業者が調達しやすい環境であった。2021年は、主要産地における生乳の生産量が減少したこと、新型コロナウイルス感染症が落ち着いた時点における需要の急拡大に加え、世界的な物流の混乱によって上昇した。2022年には相場の急騰は一服して下落傾向にあるが、ロシア・ウクライナ情勢に伴う世界的なインフレとエネルギーコストの上昇により、高値圏で推移している。

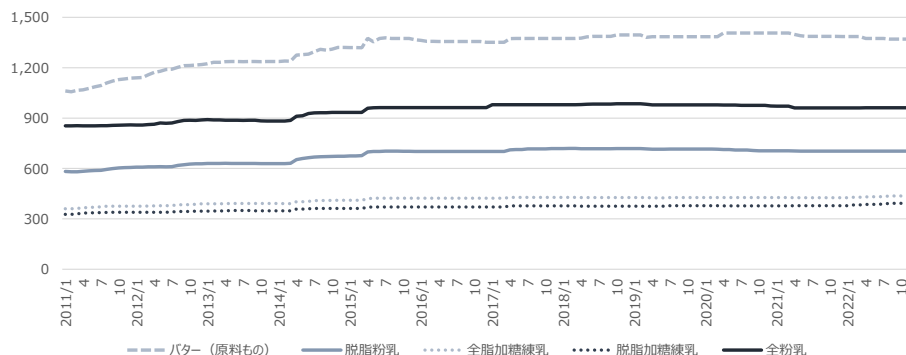
バター価格は、世界的な自然食志向を背景に2016年から2017年央にかけて高騰した後、下落に転じた。新型コロナウイルス感染症拡大の影響を受け、2020年春先にかけて下落したが、2021年には急騰した。2022年には相場の急騰は一服し、2023年に入っても下落傾向にある。脱脂粉乳の価格は欧州の脱脂粉乳の在庫解消により、2018年後半以降、特に2019年に入ってから上昇傾向にあった。2020年初はバター価格と同様に、新型コロナウイルス感染症拡大に伴い下降したものの、新型コロナウイルスとの共存・共生の動きによる需要の急拡大などから、2021年から2022年春にかけて急騰し、その後相場は落ち着いた状態となった。

乳製品の国際価格（USドル/トン）の推移



出所：一般社団法人Jミルク（独立行政法人農畜産業振興機構の元データを使用）が作成したデータを基にSR社作成
注：価格は高値と安値の単純平均（西欧積み出し港のFOB価格）

主要乳製品の大口需要者国内価格（円/kg）の推移

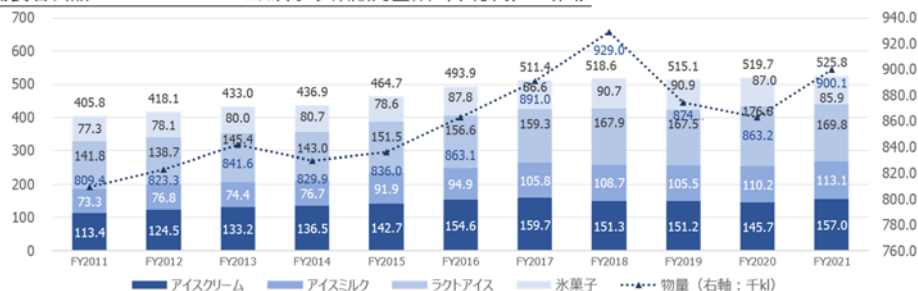


出所：農林水産省「主要製品の価格動向」

需要者製品の需要動向

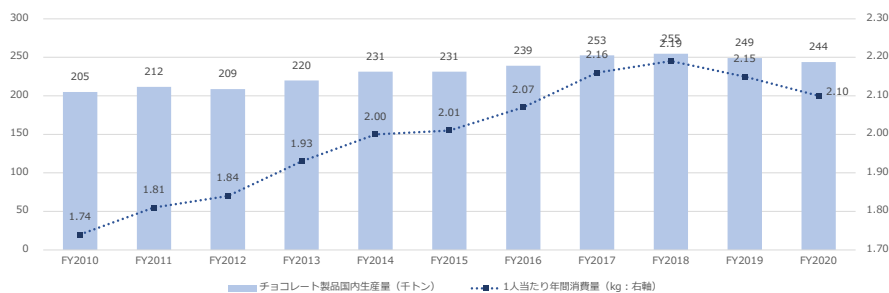
新型コロナウイルス感染症が拡大する前の2019年までの期間において、乳業メーカーや菓子メーカーの主要商品の国内需要は総じて堅調な伸びを示し、乳原料の需要が拡大した。また、日本におけるチーズの消費量は、1995年の204,535トンから2021年には354,517トン（前年比0.3%減）へ、年率2.1%成長で拡大している。そのうち約8割を輸入に頼っており、チーズの輸入量は1995年の159,345千トンから2021年には286,099千トン（前年比1.9%減）へ、年率2.3%成長で拡大している。

需要者製品：アイスクリーム類及び氷菓販売金額（十億円）の推移



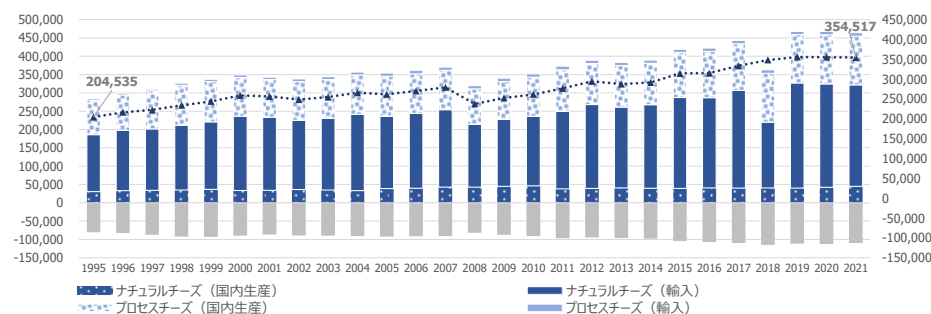
出所：一般社団法人日本アイスクリーム協会のデータに基づきSR社作成

需要者製品：チョコレート製品国内生産量（千トン）の推移



出所：日本チョコレート・ココア協会のデータに基づきSR社作成

日本のチーズ消費量（単位：トン）



出所：一般社団法人Jミルクの統計（出典：農林水産省生産局畜産部牛乳乳製品課調べ）を基にSR社作成

乳製品の国家貿易と関税割当制度

国家貿易

脱脂粉乳、バター、ホエイなどの指定乳製品*は、国が独立行政法人農畜産業振興機構(ALIC)を通じて輸入を一元管理し、国家貿易と関税割当制度が実施されている。そして、国家貿易による輸入差益は国内の酪農に対する助成金の財源として用いられている。バターや脱脂粉乳は可逆性が非常に高く、この2つの乳製品の還元によりほぼ全ての牛乳・乳製品の生産が可能であるため、バターや脱脂粉乳の無秩序な輸入は国内において飲料牛乳を含む乳製品全体に悪影響を及ぼすという国の俯瞰的視点が国家貿易の背景にある。なお、国家貿易の入札方式には一般入札方式**とSBS（Simultaneous Buy and Sell：売買同時入札制度）方式***の2種類がある。

*多国籍貿易交渉（ガット・ウルグアイ・ラウンド）において、日本が輸入しなければならない指定乳製品の量が定められている（生乳換算で毎年度137千トン）

**国（ALIC）が輸入入札により、在庫を一時保有し、その後、売渡入札により実需者に売り渡す方式

***入札資格を持った輸入業者（売り手）と国内の実需者（買い手）がペアとなって連名で入札に参加する方式。輸入業者と実需者は国（ALIC）に対しマークアップ（売買差益：例えば、バターでは949円；2018年4月1日現在）を支払う。このマークアップが高い者から落札できる。国（ALIC）と落札した輸入業者、実需者の3者間で売買契約を結び、国（ALIC）が輸入業者からの買い入れと実需者への売り渡しを同時に行う。

※同社の場合、年度によって異なるが、SBS方式による入札の比率の方が多い（約6割）尚、同社のALICへの卸売は2019年11月期乳原料・チーズ事業の売上高の7.3%。

関税割当制度

関税割当制度とは、一定の輸入数量の枠内に限り無税又は低税率（一次税率）を適用し需要者に安価な輸入品の供給を確保する一方、この一定の輸入数量の枠を超える輸入分には高税率（二次税率）を適用する*ことによって、国内生産者の保護を図る仕組み。

関税割当枠内の関税率（一次税率）は、脱脂粉乳25%、バター35%、ホエイ25%（砂糖を加えたもの35%）、無糖練乳25%。割当枠外に適用される二次税率は、脱脂粉乳21.3%+396円/kg、バター29.8%+985円/kg、ホエイ29.8%+425円/kg（または687円/kg）、無糖練乳21.3%+254円/kg（または25.5%+509円）。尚、ホエイと脱脂粉乳については飼料原料用の無税枠がある。チーズの輸入は自由化されており、関税率は、ナチュラルチーズ29.8%（一部品目は26.3%、22.4%）、プロセスチーズ40%。

新自由貿易協定発効の影響

2018年12月に発効した環太平洋連携協定「TPP11」（以下、TPP）や、2019年2月発効の日EU経済連携協定（以下、日EU・EPA）といった新自由貿易協定の発効により、乳製品の関税が段階的に削減されている。例えば、同社が多く扱っているチェダーチーズやゴーダチーズなどの関税率は、協定発効前は29.8%という高関税であったが、発効後は毎年約1.9%低減され、2033年には0%となる。また、国家貿易品目の脱脂粉乳やバターについても、農畜産業振興機構（ALIC）による入札制度は維持されているものの、それとは別にTPPや日EU・EPA参加国に対しては低関税の輸入枠が設けられている。このように、自由貿易協定の発効により段階的に乳製品の関税が下がる、もしくは低関税の枠が設定されたことにより、同社が扱う乳製品の需要が喚起され、輸入量は今後も増加していくことを同社は期待している。

乳製品の内外価格差

バターの小売価格（1kg）*は、酪農主要国で約8USドルであるのに対し、日本では約20USドル。生乳の生産者価格（1kg）*が、酪農主要国では約35~40USドルであるのに対して、日本では約96USドル（出所：「日本乳業年鑑」2021年版、一般社団法人 日本乳業協会）あるところに起因する面が大きい。

競合

乳製品を扱う商社は、旧財閥系大手商社（一事業部門）の他は、中小規模の企業が多い（競合との違いなどは、「同社の特徴」の段に前述）

- ▶ 大手総合商社（事業部門）：三菱商事（東証PRM 8058）、三井物産（東証PRM 8031）、伊藤忠商事（東証PRM 8001）
- ▶ 専門輸入商社：正栄食品工業（東証PRM 8079）

競合（上場企業）との比較

コード	企業名	決算期	売上高 (百万円)	経常利益		利益率 (%)	ROA (%)	ROE (%)	自己資本比率 (%)
				または 税引前利益 (百万円)	税引前利益 (百万円)				
8058	三菱商事	FY03/22	IFRS	17,264,828	1,293,116	7.5%	6.4%	15.0%	31.4%
8001	伊藤忠商事	FY03/22	IFRS	12,293,348	1,150,029	9.4%	7.0%	21.8%	34.6%
8031	三井物産	FY03/22	IFRS	11,757,559	1,164,480	9.9%	8.5%	18.0%	37.6%
3139	ラクト・ジャパン	FY11/22	連結	147,423	3,135	2.1%	5.0%	10.9%	30.5%
8079	正栄食品工業	FY10/22	連結	103,188	3,749	3.6%	5.0%	6.0%	58.2%
平均				8,313,269	722,902	6.5%	6.4%	14.3%	38.5%

出所：各社データよりSR社作成

為替の影響

同社の収益・利益に為替変動が与える影響を理解するためには、外貨建取引等会計処理基準

と金融商品に関する会計基準（ヘッジ会計）についての理解が必要である。以下の取引を想定して、為替の影響についてポイントを整理する。

【取引の想定】 xx年10月31日に日本のA乳業と乳製品10,400ドル（売上高：10,400ドル×98円/ドル＝1,019,200円）の売買契約を締結し、xx年12月31日に予定されているドル建て輸入取引10,000ドルについて、為替変動をヘッジする目的で、買掛金の決済が行われる予定であるx1年2月28日を決済日とする10,000ドルの買い予約を売買契約締結と同時に銀行と行った。尚、外貨建取引については独立処理*（原則）による。この為替予約は金融商品会計基準のヘッジの要件を満たしているものとする。実効税率40%とする。

*独立処理とは、ヘッジ対象である外貨建取引とヘッジ手段である為替予約を、それぞれ独立した取引とする会計処理方法。ヘッジ会計は、ヘッジ対象に係る損益とヘッジ手段に係る損益を同一の会計期間に認識するための特殊な会計処理。

【為替予約】 10,000ドルの買い予約（予約日：xx年10月31日；決済日：x1年2月28日）

【為替前提】（円安想定）

	直物レート（SR）	予約レート（FR）
売買契約時点 = 為替予約締結（xx年10月31日）	98円/ドル	95円/ドル
決算時（xx年11月30日）	99円/ドル	96円/ドル
船積時点 = 仕入計上時（xx年12月31日）	100円/ドル	97円/ドル
仕入決済時（x1年2月28日）	104円/ドル	-

注：SRとFRは便宜上3円/ドルの差とした（厳密な計算に基づくものではない）

【外貨建取引（繰延ヘッジ）：会計処理一巡】

外貨建取引（繰延ヘッジ）：会計処理一巡	
為替予約締結日（xx年10月31日）	仕訳なし
決算日（xx年11月30日）	<為替予約の時価評価>
	(借) 為替予約 10,000 ^{注1} (貸) 繰延税金負債 4,000 ^{注2} 繰延ヘッジ損益 6,000
	^{注1} (決算日FR96-予約日FR95) × 10,000ドル ^{注2} 10,000ドル × 実効税率40%
	決算整理後残高試算表
	為替予約 10,000 繰延税金負債 4,000 繰延ヘッジ損益 6,000
仕入（xx年12月31日）	① (借) 仕入 1,000,000 (貸) 買掛金 1,000,000 ^{注3} ② (借) 為替予約 10,000 ^{注4} (貸) 繰延税金負債 4,000 繰延ヘッジ損益 6,000 ③ (借) 繰延税金負債 8,000 (貸) 為替予約 20,000 繰延ヘッジ損益 12,000
	^{注3} 仕入取引日SR100 × 10,000ドル ^{注4} (仕入取引日FR97-決算日FR96) × 10,000ドル
仕入決済（x1年2月28日）	① (借) 買掛金 1,000,000 (貸) 現金預金 1,040,000 ^{注5} 為替差損益 40,000 ② (借) 現金預金 90,000 ^{注6} (貸) 為替差損益 90,000
	^{注5} 仕入決済日SR104 × 10,000ドル ^{注6} (為替予約決済日SR104-予約日FR95) × 10,000ドル
販売（X1年3月15日）	(借) 売掛金 1,019,200 (貸) 売上 1,019,200
一連の取引の集計 (仮想的な1会計期間として 集計した損益計算書)	売上高 1,019,200 売上原価 1,000,000 売上総利益 19,200 為替差益 50,000 利益 69,200
*販管費は便宜上無視	
	※売上高から予約レート（予約日FR）で換算した売上原価950,000を控除した 実質利益69,200円と上記の利益は等しくなる
一連の取引の集計 (仕入に伴うキャッシュアウト)	買掛金の決済 -1,040,000 為替予約の差金決済 90,000 差引 -950,000

出所：SR社作成

注：仕入時の仕訳③（貸方の勘定項目）は同社の実務に基づく

【ポイント】 為替予約を行うことによって、上記の想定では、実質利益（為替差損益を加減した売上総利益）は為替動向に係らず、69,200円で固定化されている。即ち、実質売上原価は950,000円（予約日の予約レート換算）で固定化されている。

このように、同社は全ての売買契約の締結と同時に、金融機関とも為替予約の契約を結ぶ*ことにより、売上総利益に為替差損益を加味した実質利益を売買契約時点で確定させている。言い換えれば、売買契約締結後の実質利益ベースでは、為替変動の影響を受けない。ただし、売買契約締結時に決定される売上高およびそれに伴う口銭の観点からは円安である方が好ましい（国内原料との価格競争面では不利ではあるが、顧客には不足する国内生産量を輸入

で賄わなければならない現状がある)。売買契約締結から販売(収益計上)時点までは、4～6ヶ月の差異がある。

* 同社には為替相場にベットしないポリシーがある。円高が予想される局面でもドル等の買い予約を行う(即ち、全ての売買契約について例外なく為替予約を行う)。

業績動向

2023年11月期予想：物価上昇による消費低迷で数量減となるも、販売価格は上期中心に高止まる見込み。国産脱脂粉乳在庫も適正化に向かい、乳原料の輸入回復を想定

2022年11月期実績

概要

売上高147,423百万円(前期比33.0%増)、経常利益3,134百万円(同16.9%増)、当期純利益2,287百万円(同16.7%増)。コロナ禍の影響を受けたものの、行動制限緩和に伴う経済の回復とともに販売数量は堅調。乳製品の国際相場高騰と急激な円安により販売価格が上昇し、大幅に増収、各段階利益は最高益を更新した。

事業環境

2022年は年初に新型コロナウイルスのオミクロン株による感染症再拡大により、過去最大の感染者数となった。同年3月には行動制限が緩和されたことに加え、年後半にかけて政府や自治体による全国旅行支援策や入国規制の緩和により、レジャー需要が回復した。しかしながら、長期化するロシア・ウクライナ情勢に伴うエネルギー価格の高騰とインフレ圧力の高まり、急激な円安進行などで先行きは不透明である。

国内の食品業界においては、外食・レジャー需要の回復に伴い、業務用の食品原料需要は好調となった。乳製品については、夏季に猛暑日が続き、7～8月のアイスクリームの生産量が前年比増加した。下期には世界における商品市況の上昇や円安進行を背景とした原料価格の上昇を受け、最終製品の値上げが相次いだことから、消費者の買い控えの動きが顕在化した。一方、国産脱脂粉乳の在庫は、国内の生乳生産量が堅調で、引き続き高水準に留まった。

増収増益の要因

同社はグローバルな調達ネットワークを最大限に活用して原料の安定調達と、顧客のニーズに合わせた商品の提案に注力した。また、余剰が続く国産脱脂粉乳在庫の対策として、国内での販売に加えてアジアへの輸出を行った。その結果、国内・アジアともに乳原料およびチーズ販売は堅調に推移した。

販売数量は、計画には若干未達となったものの、乳製品の国際相場の上昇と円安による販売価格の上昇もあり、過去最高の売上高となった。増収要因は、数量1,124百万円、単価の上昇30,483百万円、為替4,931百万円であった。

アジアのチーズ製造販売における原料チーズ価格の上昇や急激な円安の進行などで売上総利益率が5.1%(前期比0.9%ポイント低下)となり、943百万円の減益要因となった。販管費は本部やアジアにおける人員増により人件費が増加したほか、発送配達費や出張費などの増加により16.5%増加したが、増収により販管費率は3.0%(同0.5%ポイント低下)となった。当期は経常利益に対して、プラス方向の為替の影響が117百万円あった。この影響を加味した経常利益は3,016百万円、同様に修正した前期の経常利益に対して9.3%増益であった。

事業別動向

■ **乳原料・チーズ部門**：売上高98,821百万円(前期比29.2%増)、販売数量は182,957トン(同0.8%減)、単価は540円/kg(同30.2%増)であった。

乳製品の国際市況の高騰や円安の進行により販売価格が上昇し、売上高は29.2%増となった。販売数量は、上期は業務用需要が回復したことで前年同期を大きく上回ったが、

- ▶ 2022年11月期実績は前期比33.0%増収、同16.9%経常増益
- ▶ 会社予想達成率：売上高105.3%、経常利益101.1%、当期利益101.6%
- ▶ 為替レートは1米ドル129.67円(前期実績108.97円)、1ユーロ136.86円(同129.68円)

下期は最終製品の値上げによる消費減退に加え、粉乳調整品において汎用品を中心に国産原料への置き換えが進み、通期では前年並みとなった。

国産脱脂粉乳の在庫は、2022年5月に10万トンを超えるなど、高水準であった。そのためALIC（農畜産業振興機構）による脱脂粉乳やバターの入力は低水準に留まった。

- ▼ **食肉食材部門**：売上高15,135百万円（前期比6.0%増）、販売数量は24,775トン（同3.6%減）、単価は611円/kg（同10.0%増）であった。

国際市況の上昇と円安の進行により販売価格が上昇し、増収となった。販売数量は、前期を若干下回った。輸入ポーク事業において米国の主要サプライヤーの生産工場における労働力不足などにより、加工が必要な一部商品の生産が制限される状況が継続したことが主因であり、代替調達先の開拓を行っている。

生ハム・サラミなどの食肉加工品はイタリアで発生したASF（アフリカ豚熱）の影響により調達先をスペインにシフトし、販売数量は前期を上回った。

▼ **アジア事業**

- 乳原料販売部門の売上高は26,672百万円（同69.3%増）、販売数量は50,423トン（同5.5%増）、単価は529円/kg（同60.6%増）であった。国際市況や円安の影響により販売単価が上昇し、大幅増収となった。シンガポール、タイ、インドネシアなどでは現地向け販売が好調で、主要な供給元となるオセアニア地域の生乳生産が不振となる中、欧州や米国などの原料を安定的に供給した。また、日本産脱脂粉乳の販売（在庫高止まりに対応した輸出事業）も、販売数量増加に寄与した。一方、日本向けの粉乳調整品原料販売は、日本における国産原料への置き換えの影響もあり、低調であった。

- チーズ製造販売部門の売上高は3,984百万円（同19.9%増）、販売数量は4,786トン（同3.3%増）、単価は832円/kg（同16.1%増）であった。原材料価格の上昇に伴い、期中に複数回の価格改定を行ったことなどにより販売単価が上昇し、増収となった。価格改定は概ね順調に進んだものの、一部販売先では販売数量が減少した。中国向け販売はロックダウンの影響により伸び悩んだものの、経済回復が順調であったマレーシアやシンガポール向けの販売は堅調であった。需要が増加しているナチュラルチーズ加工品については、生産設備の増強で対応したことで販売が大きく伸長した。

- ▼ **その他**：その他事業の売上高は2,808百万円（同169.0%増）となった。

成長事業として注力している機能性食品原料の販売が、順調に推移した。同社が調達力に優位性のある乳由来のホエイプロテイン原料は、最大の供給国である米国の優良なサプライヤーと、プロテインの最終製品について協業を行っている。また、植物由来の原料については日本市場の拡大ペースが遅く、販売は伸び悩んだ。

2023年11月期同社予想

概要

売上高160,000百万円（前期比8.5%増）、経常利益3,200百万円（同2.1%増）、当期純利益2,330百万円（同1.9%増）。上期は物価上昇による消費低迷で乳原料、チーズ、食肉共に需要は伸び悩むと想定。下期は国産脱脂粉乳在庫も適正化に向かい、乳原料の輸入が回復するとみる。アジアのチーズ製造販売では、上期は原料チーズ高の影響で利益率は低下、下期には徐々に改善を見込む。乳原料・チーズ前期比7.7%増、食肉加工同0.4%増、アジア事業・乳原料販売同0.5%増、アジア事業・チーズ製造販売同15.5%増、機能性食品を含むその他は同約2.4倍を予想。

2023年11月期同社予想：前期比8.5%増収、同2.1%経常増益

事業部別業績予想

- ▶ 乳原料・チーズ部門：売上高106,400百万円（前期比7.7%増）、数量172,000トン（同6.0%減）
- ▶ 食肉食材部門：売上高15,200百万円（同0.4%増）、数量28,000トン（同13.0%増）
- ▶ アジア事業・乳原料販売部門：売上高26,800百万円（同0.5%増）、販売数量56,500トン（同12.1%増）。
- ▶ アジア事業・チーズ製造販売部門：売上高4,600百万円（同15.5%増）、販売数量5,900トン（同23.3%増）。
- ▶ その他：売上高7,000百万円（前期比149.3%増）。

事業環境の見通しと予想の前提

乳原料・チーズ部門

- ▶ 国産脱脂粉乳の在庫余剰による影響が継続するが、需要回復および需給緩和対策事業の効果と生産抑制政策の効果で国内の生乳生産が減少傾向にあり、脱脂粉乳在庫は適正化に向かうとみている。国産乳原料の需給緩和対策事業は、2022年度予算の事業が継続中である。
- ▶ 国内乳製品の需要については、ウィズコロナとインバウンドの回復により、業務用需要が戻ることを想定している。国内生乳生産の調整が進めば需給環境は急転する可能性もある。ただし、今後も続くとみられる食品値上げに伴う消費動向については不透明。
- ▶ 乳製品の国際市況については、相場の急騰は一服したものの、世界的なインフレやエネルギー価格の高止まりにより、高値圏で推移するとみている。中国の需要と為替動向は、市況の変動要素として注視を続ける。

食肉食材部門

- ▶ 課題となっていた国際物流については、コンテナの滞留問題は解消傾向にある。運賃についても下落基調であり、物流は正常化に向かっている。
- ▶ 商品の供給については、ポークの米国主要サプライヤーにおける労働者不足は徐々に回復し、減少していた主要製品の生産も戻りつつある。サプライヤーの開拓が進み、カナダ、スペイン、ベルギーからの調達が増加している。メキシコなど、さらにほかの地域において開拓を推進している。イタリアで発生したASF（アフリカ豚熱）の影響によりイタリア産の調達が難しくなった生ハム・サラミなどの加工品は、スペイン産の調達により商品を確保する。
- ▶ 食肉及び食肉加工品の国内需要は、外食・レジャー産業の回復傾向により業務用需要の戻りに期待しているものの、今後の食品値上げ後の消費動向は不透明。

アジア事業・その他

- ▶ アジア市場では、アセアン地域における需要が好調で、乳製品、チーズともに取引拡大の可能性はある。中国はロックダウンから経済停滞の傾向が強まり、市場は弱含みとなっている。
- ▶ 日本向け粉乳調整品原料の販売は、前期に汎用品を中心に国産脱脂粉乳への置き換えが進んでおり、厳しい状況が続く。
- ▶ チーズ製造販売事業のコストについては、原料チーズの価格が引き続き高値圏で推移するとみているが、下期には徐々に改善を見込む。原材料価格に応じた適正な販売価格への改定や、コスト削減をさらに進める。

同社事業部別業績推移

事業別業績推移												
	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期	23年11月期	
(百万円)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結会予
売上高	75,943	96,550	98,001	88,679	101,335	115,441	116,794	110,838	110,884	147,423	160,000	
(前年比)	37.6%	27.1%	1.5%	-9.5%	14.3%	13.9%	1.2%	-5.1%	0.0%	33.0%	8.5%	
乳原料・チーズ	47,899	63,978	69,047	60,543	70,019	85,290	85,206	78,330	76,481	98,821	106,400	
(前年比)	-	33.6%	7.9%	-12.3%	15.7%	21.8%	-0.1%	-8.1%	-2.4%	29.2%	7.7%	
(構成比)	63.1%	66.3%	70.5%	68.3%	69.1%	73.9%	73.0%	70.7%	69.0%	67.0%	66.5%	
食肉食材	14,971	15,673	15,449	16,338	15,253	12,576	12,280	11,895	14,278	15,135	15,200	
(前年比)	-	4.7%	-1.4%	5.8%	-6.6%	-17.6%	-2.4%	-3.1%	20.0%	6.0%	0.4%	
(構成比)	19.7%	16.2%	15.8%	18.4%	15.1%	10.9%	10.5%	10.7%	12.9%	10.3%	9.5%	
アジア事業・その他	13,073	16,899	13,503	11,797	-	-	-	-	-	-	-	
(前年比)	-	29.3%	-20.1%	-12.6%	-	-	-	-	-	-	-	
(構成比)	17.2%	17.5%	13.8%	13.3%	-	-	-	-	-	-	-	
アジア事業(乳原料販売)	-	-	-	-	13,348	14,578	16,026	17,025	15,754	26,672	26,800	
(前年比)	-	-	-	-	-	9.2%	9.9%	6.2%	-7.5%	69.3%	0.5%	
(構成比)	-	-	-	-	13.2%	12.6%	13.7%	15.4%	14.2%	18.1%	16.8%	
アジア事業(チーズ製造販売)	-	-	-	-	1,919	2,116	2,651	2,895	3,324	3,984	4,600	
(前年比)	-	-	-	-	-	10.3%	25.3%	9.2%	14.8%	19.9%	15.5%	
(構成比)	-	-	-	-	1.9%	1.8%	2.3%	2.6%	3.0%	2.7%	2.9%	
その他	-	-	-	-	793	878	630	690	1,044	2,808	7,000	
(前年比)	-	-	-	-	-	10.7%	-28.2%	9.5%	51.3%	169.0%	149.3%	
(構成比)	-	-	-	-	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.9%	1.9%	4.4%	
販売数量合計	-	192,263	202,732	215,504	246,757	275,530	289,299	277,856	262,509	262,941	262,400	
乳原料・チーズ(t)	-	-	5.4%	6.3%	14.5%	11.7%	5.0%	-4.0%	-5.5%	0.2%	-0.2%	
(前年比)	8.0%	6.3%	9.0%	4.6%	16.7%	14.8%	2.9%	-6.1%	-3.8%	-0.8%	-6.0%	
t当たり単価(円)	392,136	492,861	487,827	408,823	405,003	429,792	417,462	408,874	414,850	540,132	618,605	
(前年比)	-	25.7%	-1.0%	-16.2%	-0.9%	6.1%	-2.9%	-2.1%	1.5%	30.2%	14.5%	
食肉食材(t)	-	25,809	25,010	28,029	26,349	21,595	21,532	21,925	25,699	24,775	28,000	
(前年比)	-	-	-3.1%	12.1%	-6.0%	-18.0%	-0.3%	1.8%	17.2%	-3.6%	13.0%	
t当たり単価(円)	-	607,257	617,713	582,896	578,883	582,357	570,314	542,531	555,586	610,898	542,857	
(前年比)	-	-	1.7%	-5.6%	-0.7%	0.6%	-2.1%	-4.9%	2.4%	10.0%	-11.1%	
アジア事業(乳原料販売)(t)	-	34,914	34,223	37,472	45,014	52,822	59,925	60,159	47,817	50,423	56,500	
(前年比)	-	-	-2.0%	9.5%	20.1%	17.3%	13.4%	0.4%	-20.5%	5.4%	12.1%	
t当たり単価(円)	-	-	-	-	296,530	275,983	267,434	283,000	329,464	528,965	474,336	
(前年比)	-	-	-	-	-	-6.9%	-3.1%	5.8%	16.4%	60.6%	-10.3%	
アジア事業(チーズ製造販売)(t)	-	1,730	1,959	1,912	2,509	2,668	3,737	4,197	4,635	4,786	5,900	
(前年比)	-	-	13.2%	-2.4%	31.2%	6.3%	40.1%	12.3%	10.4%	3.3%	23.3%	
t当たり単価(円)	-	-	-	-	764,847	793,103	709,393	689,778	717,152	832,428	779,661	
(前年比)	-	-	-	-	-	3.7%	-10.6%	-2.8%	4.0%	16.1%	-6.3%	

出所：同社データおよびヒアリングを基にSR社作成
 *百万円未満を四捨五入（会社発表数値は百万円未満切り捨て）

中期戦略

既存ビジネスの「進化」、アジアでの事業拡大、次世代ビジネスの構築などにより持続的成長を目指す

中期戦略

ローリング方式から期間固定方式に変更

同社では経営環境の変化等に柔軟に対応するため、ローリング方式により中期経営計画を毎年度改定していたが、各期の目標を明確化することで計画の実効性を高め、確実な成長の原動力とするため、期間固定方式に変更した。

「NEXT-LJ2025」（2023年11月期～2025年11月期）の最終年度となる2025年11月期業績は、売上高200,000百万円（3年間CAGR10.7%）、経常利益4,000百万円（同8.7%）、当期純利益2,900百万円（同8.2%）、ROE10%以上、配当性向20～25%、自己資本比率30～35%を目指す。感染症の収束や国産脱脂粉乳の在庫適正化による乳製品輸入量回復に合わせて乳原料・チーズの拡販に注力するほか、日本産乳製品の輸出事業展開、アジアにおけるチーズ事業の拡大を図るとともに、機能性食品事業の展開を加速する。

中期経営計画「NEXT-LJ2025」の数値目標

(百万円)	22年11月期 実績	23年11月期 会予	24年11月期 計画	25年11月期 計画	3年間 CAGR
売上高	147,423	160,000	180,000	200,000	10.7%
前年比	33.0%	8.5%	12.5%	11.1%	
経常利益	3,135	3,200	3,900	4,000	8.5%
前年比	16.9%	2.1%	21.9%	2.6%	
経常利益率	2.1%	2.0%	2.2%	2.0%	
当期純利益	2,287	2,330	2,850	2,900	8.2%
前年比	16.7%	1.9%	22.3%	1.8%	
当期純利益率	1.6%	1.5%	1.6%	1.5%	
ROE	10.9%			10%以上	
配当性向	17.3%			20~25%	
連結自己資本比率	30.5%			30~35%	

出所：同社資料よりSR社作成

基本方針：既存顧客ビジネスの「進化」とアジア事業の拡大による成長と次世代ビジネスの構築に向けた基礎固め

具体的には以下の3つで、従来の方針から変更はない。

- ▶ 既存ビジネスの「進化」 (Base)
- ▶ アジア事業の拡大 (Growth)
- ▶ 次世代ビジネスの構築 (Challenge)

事業戦略：国内事業

- ▶ 乳原料：安定供給を確保し、市場シェアを拡大する。サプライソースの多様化、国産乳原料の販売強化と輸出拡大、プラントベースフードの取り扱い拡充を主要施策とする。
- ▶ チーズ：安定供給を確保し、需要を拡大する。主要施策は、サプライソースの多様化、機能性チーズの開発、国産チーズの輸出。
- ▶ 食肉食材：米国産豚肉の輸入事業からの多角化を進める。調達先（原料畜種）の拡大、調達先（加工品・加工食材）と取扱商品の拡大、総菜などの製造・加工への進出が主要施策。人材不足の外食産業などを中心に、高まる一次・二次加工のニーズに対応。
- ▶ 機能性食品：既存の優良顧客基盤に新商材を提案営業し、次世代ビジネスを創出する。スポーツニュートリションなどの機能性食品の拡販、提携・協業による事業拡大、機能性食品の輸出・三国間貿易を主要施策とする。

事業戦略：海外事業

現地体制の強化と新工場への移転などの積極的な投資を行い、川上、川下分野に展開して複合型食品事業に進化する。

- ▶ 乳原料（アジア）：現地体制を強化し、旺盛な市場成長の取り込み・シェアアップを図る。主要施策としては、サプライソースの多様化、ナショナルスタッフの育成、現法ガバナンス体制の構築、拠点拡充・エリア展開。
- ▶ チーズ製造（アジア）：製造能力を拡大し、旺盛な市場成長の取り込み・シェアアップを図る。シンガポールの新工場移転、タイ工場機能強化・生産性向上、高付加価値製品の開発が主要施策。
- ▶ 製造・加工（川下分野）：海外での製造品目を増やし、メーカー比率を高める。健康食品やサプリメントの製造、小売向け商材の開発・製造、食品メーカーのM&Aを主要施策とする。
- ▶ 酪農など（川上分野）：持続可能な酪農・畜産業への貢献。東南アジアにおける酪農業への関与は、環境に配慮した飼料の販売などを想定。

重点施策

チーズ製造販売事業の拡大

- ▶ **アジアにおけるチーズ製造販売数量を、15千トンに拡大：**シンガポールに新工場を建設し、現在の工場から移転することに加え、製造工程の自動化を推進し、グループの生産能力を現在の3倍に増強する。
- ▶ **ナチュラルチーズ製品の販売拡大：**需要が高いシュレッドチーズの取り扱いを強化するため、製造（加工）能力の拡大を図る。アジア地域の対象市場である小売・外食業界における消費量はさらに拡大すると見込んでおり、プロセスチーズ製造とナチュラルチーズ加工ラインを併設している強みを活用することにより、シナジー効果を創出する。
- ▶ **新製品の開発・製造：**ビーガンチーズなどの高付加価値製品や小売向け製品など、新製品の開発・製造を行う。

機能性食品事業の展開加速

次世代ビジネスの柱として、新たな成長エンジンとする。

- ▶ **営業活動の積極展開を継続：**商品の付加価値を上げるためのレシピの提案などを行い、スポーツニュートリションを強化する。また、ゼラチン・コラーゲンを含む機能性食品の提案営業を行う。
- ▶ **新展開による加速：**提携・協業による事業領域の拡大や、海外拠点などと連携した機能性食品の輸出・三国間貿易を展開する。2023年からシンガポールへの販売を開始しており、アジアを中心に欧米への輸出も視野に入れている。

国産乳製品の輸出事業の展開

- ▶ **輸出先のターゲットはアジア：**健康志向の高まりとともに、香港や台湾で日本産の品質が高く評価されている。「日本産」の評価が高く、富裕層・中間層の人口が急速に拡大するアジア地域をターゲットとして、乳製品をはじめ、「日本産食品」の輸出・販売ビジネスの構築を目指す。
- ▶ **同社グループの優位性を活用：**日本の牛乳・乳製品の輸出金額は年々増加しており、農林水産省は2025年に328億円、2030年に720億円を目標としている。同社は日本の乳業メーカーとの良好なリレーションを活かし、乳製品については競争力のある商品の調達が可能であり、同社のアジアにおける販売ネットワークを活用する。

サプライソースの多様化

- ▶ **乳原料・チーズ：**グローバルな調達ネットワークを進化させ、安定供給と気候変動問題や、契約形態の多様化に対応する。
- ▶ **食肉食材：**豚肉だけでなく、牛肉や鶏肉についても取り扱いを拡大。また、加工品・加工食材の調達先・調達品目の多様化により、事業の多角化を進める。

同社が想定している中長期的な資金使途

現時点では、シンガポール新工場への移転が「NEXT-LJ2025」期間中の最大の投資と見込む。新工場への投資額は土地・建物合わせて約3,500百万円、稼働開始は2025年初を予定。

- ▶ **設備投資：**シンガポール新工場への移転関連、既存工場設備の維持・更新関連
- ▶ **事業関連投資：**アジアにおける営業力強化（拠点拡充など）、新規事業拡充を目的とした関連投資（商品開発、事業提携、M&Aなど）、事業効率化のための投資（基幹システム更新など）

長期ビジョン

同社は創業25周年を迎えて長期ビジョンを策定し、2032年11月期までの10年間でコロナ禍

以降の新しい時代に対応した第2の創業期ととらえ、以下の3つのスローガンを掲げて収益性の向上を目指す。

- 1) 乳製品専門商社から複合型食品企業へ
- 2) 乳製品取扱高日本一、そして世界一へ
- 3) ベストマッチングで需要を創造、酪農・畜産業発展への貢献

製造業においては取扱商品の拡大と機能の拡充によって加工度を上げ、既存のBtoB商品から最終消費財に近づくことで、事業の幅を広げる。加工食品や嗜好品の取り扱い、総菜などの製造・加工への進出も図る。また、自社ブランドだけでなく海外工場での製造受託など、チーズ以外の製造への拡大や、食品メーカーのM&Aも視野に入れている。

2032年11月期の計数目標は連結経常利益6,000百万円（10年間CAGR6.7%）、連結経常利益ベースの海外比率40%（2022年11月期末実績27%）、グループ合計乳製品取扱高450千トン（同238千トン）。ESG目標として6つのマテリアリティを特定し、個別施策と定量目標（一部）を設定した。

Strength, Weakness分析

強み

▼ **専門性に裏打ちされた情報力・提案力・対応力**：同社は乳原料・チーズの専門商社であり、日本の同輸入において30%超のシェアを誇るリーディング企業である。同社はかつて東食の酪農本部で乳製品輸入に長年携わっていたメンバーが、東食の経営破綻後に、仕入先と顧客双方からの強い要請により1998年5月に設立に至った経緯を持つ。同社は競合の総合商社（競合部門所属人員5～10名程度）よりも多い60名超が乳原料・チーズ分野に携わり、専門知識・ノウハウを長期間に亘って蓄積している。

日本で生産されていない乳原料、国際市況・為替、貿易、税制など、海外の専門的情報を日本の顧客に伝える一方で、顧客の細かな要望に応じた500種類超のオーダーメイド型1次加工品、および約40種類の汎用乳原料をフルラインナップで取扱う。各主要生産国の大手乳業メーカーと長期に渡り良好な取引関係を構築し、世界約20か国100社超の供給源を有する（主要生産国の有力サプライヤーはほぼカバー）。グローバルに幅広い調達が可能となっており、顧客に安定的に輸入（供給）している。

▼ **独立系（資本関係や複雑な取引関係に縛られない）**：同社はどの企業系列にも属さず、独立した事業を展開する。資本関係や複雑な系列取引関係に縛られない仕入先や顧客を開拓できるほか、常に顧客の立場に立った最適な提案や、迅速な意思決定などを、機動的に展開できる。食品分野に特化した専門商社は他にもあるが、規模が小さく、同社のように乳原料・チーズをフルラインナップで揃える競合は専門商社にはいない。

▼ **アジアでの事業展開とメーカー機能の付加**：同社は1999年以降、シンガポールにおいて、アジアに進出する日系メーカーに対して「日本品質」（国際基準に比べて厳しい基準による品質；例：バクテリアの数）の乳原料を輸入販売するなど、アジアで20年以上の事業経験を有する。三井物産、伊藤忠商事、三菱商事が、アジアにおける乳製品製造事業に出資により参画（それぞれ、2007年8月、2009年8月、2012年6月）した時期よりも早い2005年に、同社はシンガポールにプロセスチーズの自社工場を稼働させ、商社機能にメーカー機能を自社で付加している。また、2015年にはタイにも工場を建設。2025年にはシンガポールに新工場の稼働を開始し、現在の工場から移転することに加え、製造工程の自動化を推進し、長期ビジョンの期間中に、グループの生産能力を現在の3倍の15千トンに拡大することを予定している。

弱み

- 高位安定する国内市場への依存度の高さ（成長の制約要因）**：同社は、売上高の約7割を乳製品原料・チーズの輸入に依存している（2022年11月期実績67.0%）。2011年度～2020年度の10年間に於いて、乳製品の国内生産量が年率マイナス0.1%成長となる一方、同輸入は年率2.4%成長を遂げていることは同社にポジティブである。しかし、同国内消費量は、2011年度以降生乳換算で年率0.8%成長に留まり、成長の制約要因となっている。
- 獲得できる付加価値の限定性**：同社は顧客が必要とする乳原料を適切な調達先から輸入し、口銭を得る。同社の付加価値向上要因は、安定的な原料調達に加え、専門性に裏打ちされた情報力・提案力・対応力などが元になる。乳原料メーカー（仕入先）や乳業・菓子・油脂・飲料メーカーなど（顧客）が製造・販売で得る付加価値に比べると、同社が得られる付加価値は限られる。実際、同社の営業利益に為替差損益を加減した利益率は売上高の3%程度に留まる。

損益計算書

損益計算書											
	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期	
(百万円)	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	
売上高	75,943	96,550	98,001	88,679	101,335	115,441	116,794	110,838	110,884	147,423	
前年比	37.6%	27.1%	1.5%	-9.5%	14.3%	13.9%	1.2%	-5.1%	0.0%	33.0%	
売上原価	72,684	92,291	94,352	82,333	95,948	108,930	109,994	104,211	104,243	139,962	
前年比	-	27.0%	2.2%	-12.7%	16.5%	13.5%	1.0%	-5.3%	0.0%	34.3%	
売上原価率	95.7%	95.6%	96.3%	92.8%	94.7%	94.4%	94.2%	94.0%	94.0%	94.9%	
売上総利益	3,259	4,259	3,648	6,346	5,387	6,511	6,801	6,626	6,641	7,462	
前年比	-	30.7%	-14.3%	73.9%	-15.1%	20.9%	4.4%	-2.6%	0.2%	12.4%	
売上総利益率	4.3%	4.4%	3.7%	7.2%	5.3%	5.6%	5.8%	6.0%	6.0%	5.1%	
販管費	2,559	2,727	2,928	2,996	3,463	3,502	3,656	3,667	3,854	4,490	
前年比	-	6.6%	7.4%	2.3%	15.6%	1.1%	4.4%	0.3%	5.1%	16.5%	
売上販管費率	3.4%	2.8%	3.0%	3.4%	3.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.5%	3.0%	
営業利益	700	1,532	720	3,349	1,924	3,009	3,144	2,959	2,787	2,971	
前年比	-	118.8%	-53.0%	365.1%	-42.6%	56.4%	4.5%	-5.9%	-5.8%	6.6%	
営業利益率	0.9%	1.6%	0.7%	3.8%	1.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.5%	2.0%	
為替差損益	1,189	638	1,053	-1,537	1,159	-135	-114	3	81	445	
前年比	-	-46.3%	65.0%	-	-	-	-	-	-	452.7%	
売上高比率	1.6%	0.7%	1.1%	-1.7%	1.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%	0.3%	
営業利益+為替差損益	1,889	2,170	1,773	1,812	3,082	2,874	3,030	2,962	2,868	3,416	
前年比	-	14.9%	-18.3%	2.2%	70.1%	-6.8%	5.4%	-2.2%	-3.2%	19.1%	
利益率	2.5%	2.2%	1.8%	2.0%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%	2.3%	
その他営業外損益	-219	-516	-430	-378	-560	-261	-284	-178	-106	163	
前年比	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
対売上高比率	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	0.1%	
経常利益	1,670	1,653	1,343	1,434	2,523	2,613	2,747	2,781	2,682	3,135	
前年比	112.2%	-1.0%	-18.8%	6.8%	75.9%	3.6%	5.1%	1.2%	-3.6%	16.9%	
経常利益率	2.2%	1.7%	1.4%	1.6%	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%	2.1%	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,007	988	831	946	1,755	1,784	1,963	2,062	1,959	2,287	
前年比	138.6%	-1.9%	-15.9%	13.8%	85.5%	1.7%	10.0%	5.1%	-5.0%	16.7%	
利益率	1.3%	1.0%	0.8%	1.1%	1.7%	1.5%	1.7%	1.9%	1.8%	1.6%	
減価償却費・のれん償却額	96	100	179	174	226	212	220	291	297	325	
EBITDA	796	1,632	900	3,524	2,149	3,221	3,365	3,250	3,084	3,296	

出所：同社データよりSR社作成、百万円未満を四捨五入

財務指標

財務指標										
	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
総資産経常利益率 (ROA)	6.3%	4.5%	3.3%	3.7%	6.0%	5.5%	5.7%	6.1%	5.6%	5.0%
自己資本当期純利益率 (ROE)	15.6%	12.2%	8.5%	8.7%	14.5%	13.2%	13.0%	12.3%	10.6%	10.9%
棚卸資産回転率 (回)	-	4.8	5.0	5.2	5.6	4.7	4.6	4.7	4.6	4.4
有形固定資産回転率 (回)	-	135.0	138.7	130.4	165.8	199.6	200.3	176.0	158.4	178.6
流動比率	162.6%	157.1%	243.5%	281.1%	208.0%	193.2%	168.3%	203.7%	181.7%	170.5%
自己資本比率	22.9%	21.5%	26.4%	30.4%	27.8%	29.2%	33.0%	40.4%	36.9%	30.5%

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

一株あたりデータ (円)

一株あたりデータ (円)										
	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
期末発行済株式数 (株)	3,918,200	3,917,400	4,889,500	4,889,500	4,892,500	4,896,500	9,835,200	9,877,200	9,899,200	9,915,200
EPS (1株当たり当期純利益)	261.49	255.57	197.87	193.57	358.96	364.62	200.11	209.47	198.73	231.64
EPS (潜在株式調整後)	-	-	-	-	354.31	356.97	195.98	205.73	195.90	228.80
DPS (年間配当金)	30.00	30.00	30.00	32.00	38.00	40.00	22.00	30.00	32.00	40.00
BPS (1株当たり純資産)	1,841.88	2,331.16	2,125.08	2,335.43	2,605.95	2,924.69	1,618.31	1,774.58	1,978.42	2,265.51

出所：同社データよりSR社作成

貸借対照表

貸借対照表										
(百万円)	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
現金及び預金	3,305	4,300	5,132	6,724	4,006	4,930	4,475	5,005	5,511	6,380
受取手形及び売掛金	11,908	14,941	12,695	14,278	17,199	15,873	17,852	13,849	19,277	21,066
棚卸資産	13,180	19,193	18,496	13,101	21,446	25,216	22,946	21,383	24,335	39,915
商品及び商品	13,053	19,040	18,331	12,910	21,178	24,873	22,618	21,008	24,335	39,915
原材料及び貯蔵品	126	153	165	191	268	343	328	375	504	1,468
繰延税金資産	8	11	124	28	139	101	-	-	-	-
その他	708	1,694	316	1,001	700	318	501	386	391	1,239
流動資産合計	29,109	40,139	36,764	35,133	43,491	46,337	45,775	40,623	50,018	70,067
有形固定資産	344	715	698	663	560	597	569	691	709	942
無形固定資産	150	125	95	56	21	39	30	20	45	39
投資その他の資産計	1,407	1,543	1,765	1,711	1,833	1,917	1,762	2,035	2,128	2,408
投資有価証券	658	735	900	790	998	889	738	784	838	795
繰延税金資産	181	149	45	82	102	117	160	273	260	456
その他	568	661	822	839	735	915	863	996	1,047	1,176
貸倒引当金	-	-1	-1	-1	-1	-3	-	-17	-17	-20
固定資産合計	1,901	2,382	2,558	2,429	2,414	2,631	2,360	2,746	2,882	3,390
資産合計	31,010	42,522	39,322	37,562	45,905	48,968	48,135	43,370	52,900	73,457
買掛金	6,559	10,189	8,620	6,890	11,411	11,174	12,649	9,740	12,202	17,350
短期借入金	7,031	10,476	1,560	209	4,796	8,686	6,100	5,500	10,669	13,949
1年以内償還予定の社債	688	300	355	620	690	660	450	270		
1年以内返済予定の長期借入金	2,625	3,308	3,687	3,474	2,893	2,333	6,643	3,220	2,610	3,960
未払法人税等	587	300	175	298	657	397	410	491	365	723
繰延税金負債	-	378	-	130	-	-	18	40	44	17
その他	418	602	703	878	460	730	946	719	679	1,119
流動負債合計	17,908	25,553	15,099	12,500	20,908	23,979	27,198	19,939	27,525	41,102
社債	485	385	860	1,590	1,380	720	270	0	0	0
長期借入金	4,839	6,708	12,202	11,209	9,926	8,493	4,050	5,060	5,010	8,960
繰延税金負債	48	65	73	61	91	72	18	40	44	17
退職給付に係る負債	264	269	263	297	264	279	311	350	362	411
役員退職慰労引当金	265	313	225	269	-	-	-	-	-	-
資産除去債務	11	37	37	36	36	36	36	38	38	45
その他	60	60	171	181	515	982	287	351	342	440
固定負債合計	5,973	7,837	13,832	13,643	12,212	10,557	4,972	5,839	5,796	9,873
負債合計	23,880	33,390	28,931	26,142	33,120	34,561	32,171	25,778	33,321	50,975
株主資本	6,698	7,673	9,646	10,446	12,050	13,655	15,416	17,328	18,907	20,923
(自己株式)	(11)	-	-	-	-0	-0	-53	-11	-112	-66
その他の包括利益累計額	401	1,459	744	973	700	666	480	195	604	1,490
非支配持分	30	-	-	-	-	-	-	-	-	-
新株予約権	-	-	-	-	36	111	69	69	69	69
純資産合計	7,130	9,132	10,391	11,419	12,785	14,432	15,964	17,592	19,579	22,481
純負債	12,362	16,877	13,531	10,378	15,679	15,962	13,038	9,045	12,778	20,490
運転資金	18,528	23,946	22,571	20,489	27,234	29,916	28,150	25,493	31,411	43,630

出所：同社データよりSR社作成、百万円未満を四捨五入

経済活動再開に伴う販売契約の増加により商品が増加したこと、原料価格の高騰に伴う商品単価の上昇および円安の影響により、棚卸資産は2021年11月末と比べて16,543百万円増加した。棚卸資産と同様に、買掛金も前期末より5,147百万円増加した。運転資金の増加に伴い、長短期借入金とCPが増加し、有利子負債は前期末より11,730百万円増加した。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書										
(百万円)	13年11月期	14年11月期	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期
	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
営業活動によるキャッシュフロー	-3,229	-4,062	2,535	3,560	-5,048	356	3,365	4,534	-4,037	-10,408
投資活動によるキャッシュフロー	-130	-541	-242	5	-137	-864	849	-137	-292	-287
財務活動によるキャッシュフロー	3,802	5,412	-1,476	-1,655	2,385	990	-3,695	-3,764	4,659	11,079

出所：同社データよりSR社作成、百万円未満を四捨五入

営業活動によるキャッシュフローは、原料価格の高騰と円安の進行により仕入・販売価格の上昇基調が続ぎ、運転資金が増加したことで減少した。財務活動によるキャッシュフローは、運転資金の増加に伴う長短期借入金とCPの増加により増加した。

株主還元方針

同社は、株主への利益還元を経営の重要課題と位置づけ、安定的かつ着実な配当を継続することを基本方針としている。2020年11月期は30.0円（前期比8円増配）、2021年11月期は32.0円（同2円増配）、2022年11月期は40.0円（同8円増配）であった。創立25周年となる2023年11月期には、48.0円（同8円増配）と増配継続を予想しており、配当性向20%の実現を目指す（2020年11月期配当性向14.3%、2021年11月期同16.1%、2022年11月期同17.3%）。企業価値向上のため中長期的な成長の実現に向けて、アジア事業のチーズ製造販売部門における設備増強などへの投資や、財務体質の強化にも取り組む。

大株主

氏名又は名称	所有株式数 (株)	割合
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	1,212,900	12.26%
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	1,186,400	11.99%
八住 繁	306,400	3.09%
三浦 元久	256,249	2.59%
鎌倉 喜一郎	243,000	2.45%
株式会社明治	200,000	2.02%
森永乳業株式会社	200,000	2.02%
よつ葉乳業株式会社	200,000	2.02%
武 勇	176,000	1.77%
前川 昌之	167,391	1.69%
合計	4,148,340	41.90%

出所：同社データよりSR社作成（2022年11月30日現在）

コーポレートガバナンス情報

組織形態・資本構成等	
支配株主の有無	無
親会社のコード	-
取締役関係	
定款上の取締役数	12名
定款上の取締役任期	1年
社外取締役（独立役員）人数	4名
その他	
議決権電子行使プラットフォームへの参加	有
その他機関投資家の議決権行使環境向上に向けた取り組み	有
招集通知（要約）の英文での提供	有
取締役報酬の開示状況（個別報酬の開示）	無
執行役員報酬の開示状況	-
報酬の額又はその算定方法の決定方針の有無	有
買収防衛策の有無	無

出所：同社資料よりSR社作成

連結従業員数

(人)	15年11月期	16年11月期	17年11月期	18年11月期	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期
乳原料・チーズ	50	46	50	55	60	62	61	68
食肉食材	9	8	9	11	11	11	13	14
アジア事業・その他	123	125	147	166	183	197	217	247
全社（共通）	22	23	25	28	31	35	32	35
合計	204	202	231	260	285	305	323	364

出所：同社資料よりSR社作成

ディスクレマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。

本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他 Shared Research レポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。

株式会社シェアードリサーチの役員および従業員、ならびにその関連会社および関係者は、本調査レポートで対象とされている企業の発行する有価証券に関して取引を行っており、または将来行う可能性があります。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業から SR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業と SR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

株式会社シェアードリサーチ / Shared Research Inc.
東京都千代田区神田猿樂町2-6-10 Daiwa猿樂町ビル1階
<http://www.sharedresearch.jp>
TEL : (03)5834-8371
Email: info@sharedresearch.jp