

# ラクト・ジャパン

乳原料・チーズの独立系専門商社：国内は国産在庫余剰の影響が続くが、コロナ禍収束で徐々に業務用需要の回復を見込む

TICKER:3139 | 東証1部 | HP: <http://www.lactojapan.com/ir/Top.html> | LAST UPDATE: 2022.03.17

## 事業概要

国内最大規模の独立系乳製品商社：食肉加工品、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（輸入シェア約35%：2020年度）。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。乳原料・チーズの取扱量は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。しかし、新型コロナウイルス感染症拡大の影響により、2021年11月期には184,358トン（前期比3.8%減）に減少。輸入に関わる手数料（口銭）を収入・利益の源泉とする。営業利益に為替差損益を加えた実質利益の利益率は3%程度。従業員数323名（2021年11月30日現在）。

**事業領域の拡大**：乳原料・チーズ（2021年11月期売上高構成比69.0%）のほか、食肉加工品などの輸入事業を2005年11月期より行う（同12.9%）。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14.2%）およびチーズ製造販売（同3.0%）を行っている。残りは、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）を含むその他事業（2020年11月期より開始：同0.9%）。

## 業績動向

2022年11月期：コロナ禍の収束で業務用需要は徐々に回復を想定

**2021年11月期実績**：売上高110,884百万円（前期比0.0%）、経常利益2,681百万円（同3.6%減）。通年でコロナ禍の影響を受けて業務用需要が停滞、国内脱脂粉乳在庫高止まりで入札や大手乳業向け販売が減少。国産乳原料販売と低率関税枠を活用した輸入原料販売でカバーし、売上高はほぼ横ばい。同社修正後予想を3.6%下回った。上期は利益率の高い商品の取扱いが増加したものの、下期は乳原料の国際相場急騰や物流費上昇等で粗利が低下、修正後の予想を4.6%下回って、前期比3.6%の経常減益となった。為替の影響を考慮すると、実質微増益。

**2022年11月期同社予想**：売上高126,000百万円（前期比13.6%増）、経常利益2,900百万円（同8.1%増）を予想。国内は国産在庫余剰の影響が続くが、コロナ禍の収束で徐々に業務用需要の回復を見込む。アジア市場は比較的早い経済回復を想定。乳原料・チーズ11.1%増、食肉加工5.1%増、アジア事業・乳原料販売14.3%増、アジア事業・チーズ製造販売9.8%増を見込む。

## 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-LJ2024」**：2024年11月期業績目標は、売上高150,000百万円（2021年11月実績比35.3%増）、経常利益3,900百万円（同45.5%増）、当期純利益2,850百万円（同45.5%増）。新型コロナウイルス感染症の影響を受けて、前回中期経営計画「NEXT-LJ2023」の初年度（2021年11月期）の各業績は期中に上方修正した予想値に売上・経常利益には若干未達となったものの、期初予想に対しては利益ベースはクリア。通年でコロナ影響がある中、利益は確保。自由貿易協定を活用した輸入原料の販売強化、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：約35%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が約20年あり、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】** 上記+新規商材の拡大+アジアでのチーズ製造販売と乳原料販売

\*発行株式数には自己株式を含む

業績推移													
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	ROA (%)	ROE (%)	
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	連結予	126,000	13.6%	-	-	2,900	8.1%	2,100	7.2%	212.95	-	-	-

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(輸入シェア約35%)：食肉加工品、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（輸入シェア約35%：2020年度）。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日本に輸入し、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。営業利益に為替差損益を加えた実質利益の利益率は約3%程度。従業員数323名（2021年11月30日現在）。

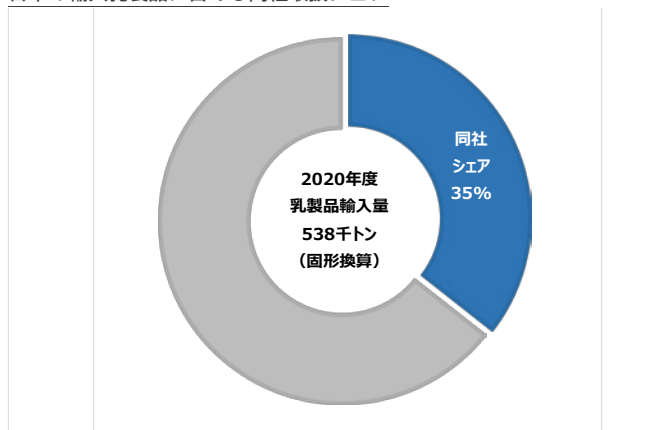
#### 設立の経緯

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。同社は2018年5月に創業20周年を迎えた。

#### 国内最大規模の独立系乳製品商社

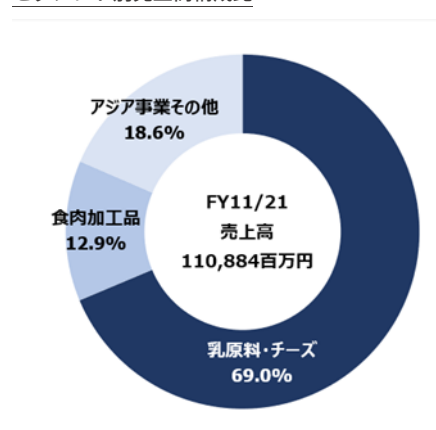
- ▶ シェア35%のリーディング企業
- ▶ 乳原料・チーズを世界の酪農国（仕入先100社超）から日本に輸入
- ▶ 約40種類の汎用原料に加え、カスタマイズ品（一次加工品）500種類超を扱う
- ▶ 顧客は国内大手の乳業・菓子・油脂・飲料・飼料メーカーなど
- ▶ 従業員323名（2021年11月30日現在）

日本の輸入乳製品に占める同社取扱シェア



出所：農林水産省「食料需給表」を参照のうえ同社作成  
注1：輸入総量を固形換算（係数0.1）してシェアを計算  
注2：乳製品輸入量には飼料向け原料も含む

セグメント別売上高構成比



出所：同社資料

#### 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61

名（2021年11月30日現在）の規模の人員を要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次加工を仕入先に依頼・製造して加工品を顧客に納品している。

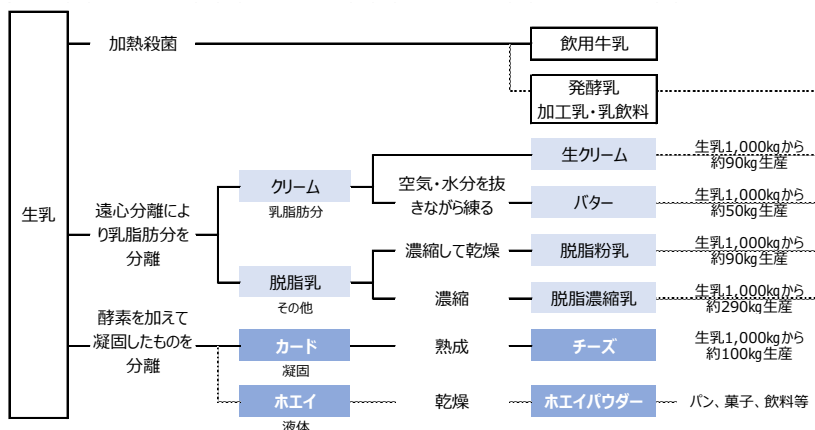
### 事業領域の拡大

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（2021年11月期）

- 乳原料・チーズ（69.0%）：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の。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
- カゼイン：生乳やチーズに含まれるリンタンパク質の一種（牛乳の場合、牛乳に含まれる乳タンパク質の約80%を占める：20%はホエイ）



出所：農林水産省の資料を基にSR社作成

- 食肉加工品（12.9%）：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（17.2%）：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（0.9%）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

### 事業領域の拡大

- 乳原料・チーズ（2021年11月期売上構成比69.0%）
  - 食肉加工品（同12.9%）
  - アジア事業（同17.2%）
  - その他（同0.9%）
- 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併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

**\*\*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3地域欧州、オセアニア、北米の乳原料メーカー（世界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。しかし、2020年11月期には新型コロナウイルス感染症拡大の影響により191,575トン（前期比6.1%減）、2021年11月期には184,358トン（同3.8%減）に減少した。
- ▼ 食肉加工品：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 ESPUNA S.A./ハモンセラノ（スペイン）。

## 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

## 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）。
- ▼ 食肉加工品：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

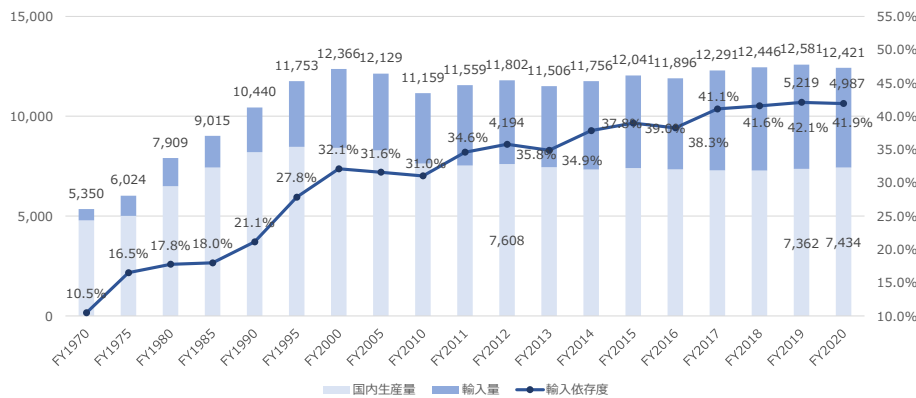
## 市場環境

### 同社を取り巻く外部環境はポジティブに推移

世界の酪農国から乳原料を輸入する同社を取り巻く外部（市場）環境は、短期的には新型コロナウイルス感染症の影響を受けてはいるが、構造的にはポジティブに推移している。具体的には、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な推移をしている。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ている（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、2021年には13,800戸にまで減少。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1,356千頭へと若干ながら増加に転じている。（数値の出所は、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、2020年の日本の乳製品輸入量（固形換算）は前年比1.9%増の413,444トン（生乳換算比0.09）、同輸入金額は同1.2%増の173,528百万円であった（下表参照）。ホエイ等（数量ベース前年比6.7%増）とチーズ・カード（同4.4%増）が増加する一方で、発酵乳製品（同57.1%減）、バター等（同19.2%減）、ミルク・クリーム（同16.7%減）、粉乳等（同8.8%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（同ホエイ等、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先国である。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（2021年）

輸入量・額	分類別					
	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）	132	25,812	17	44,428	11,460	254,972
金額（百万円）	63	8,489	24	9,658	6,496	123,836
単価（円/kg）	479	329	1,428	217	567	486
主要3国（トン）	2	19,184	6	24,604	8,380	159,924
オーストラリア	-	5,133	-	4,557	76	61,236
ニュージーランド	2	7,838	4	4,947	8,171	59,947
米国	-	6,212	2	15,100	133	38,740
上記3カ国シェア	1.5%	74.3%	38.0%	55.4%	73.1%	62.7%
欧州（トン）	84	6,307	10	11,770	2,994	93,125
うちオランダ	-	1,221	2	2,793	907	33,936
ドイツ	61	582	2	5,887	170	25,526
デンマーク	-	54	-	90	5	18,133
フランス	5	4,112	0	1,574	1,911	5,075
イタリア	-	110	-	1,425	2	10,455
南米（トン）	34	19	-	1,440	25	1,848
アルゼンチン	-	-	-	1,440	25	1,848
ブラジル	34	19	-	-	-	-
アジアその他	12	302	-	6,614	60	76

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）。2021年1~11月は確報値、同年12月は速報値。  
 注：HSコード桁がそれぞれ0401から0406の品目を合計

国際市況

乳製品の国際価格は、2016年央以降に上昇局面があったが、現在は総じて安定的な基調で推移している。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。

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

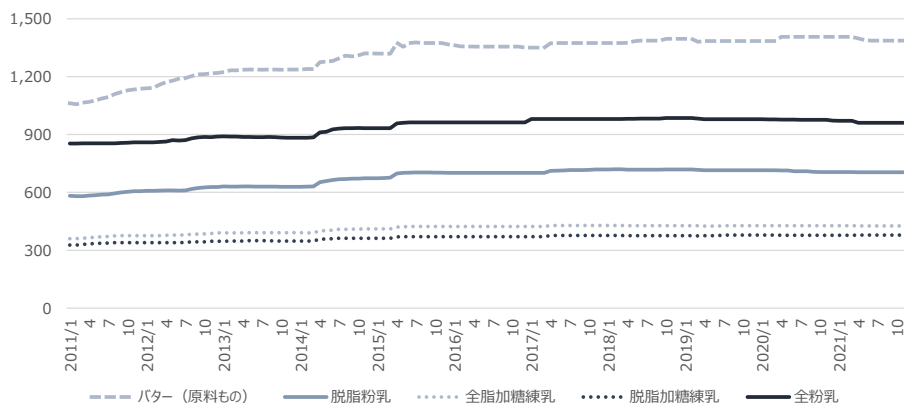
に転じ、その後、2018年と2019年の初夏にかけて一時的な上昇局面があったものの、2020年春先にかけて下落傾向となっている。その後はほぼ横ばい圏で推移している。脱脂粉乳の価格は、欧州の脱脂粉乳の在庫解消により、2018年後半以降、特に2019年に入って上昇傾向にあった。2021年には、新型コロナウイルス感染症拡大に伴い夏に向けて下降したものの、新型コロナウイルスとの共存・共生の動きによる需要の急拡大などから、10月以降年末にかけて急騰した。

### 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

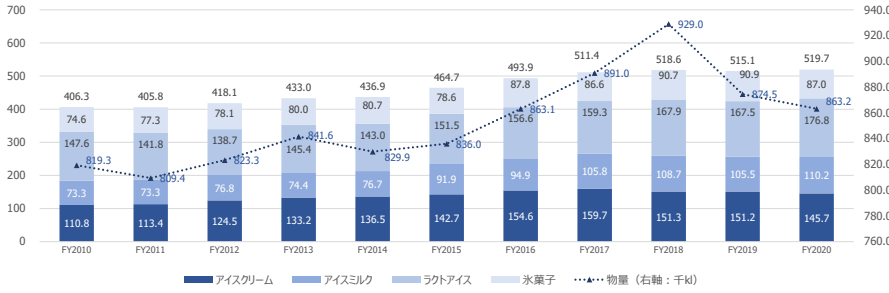


出所：農林水産省「主要製品の価格動向」

### 需要者製品の需要動向

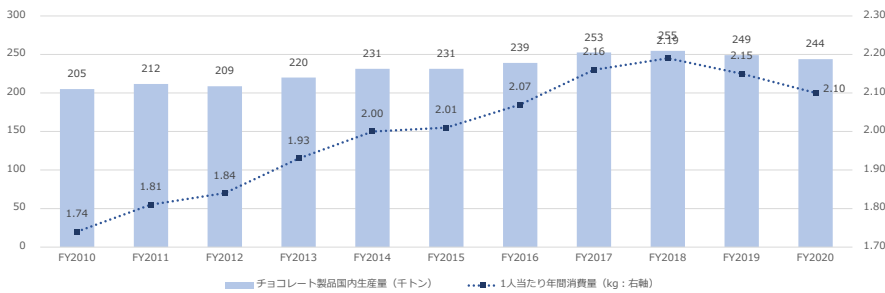
新型コロナウイルス感染症が拡大する前の2019年までの期間において、乳業メーカーや菓子メーカーの主要商品の国内需要は総じて堅調な伸びを示し、乳原料の需要が拡大した。また、日本におけるチーズの消費量は、1995年の204,535トンから2020年には360,744トンへ、年率2.3%成長で拡大している。そのうち約8割を輸入に頼っており、チーズの輸入量は1995年の159,345千トンから2020年には291,741千トンへ、年率2.4%成長で拡大している。

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



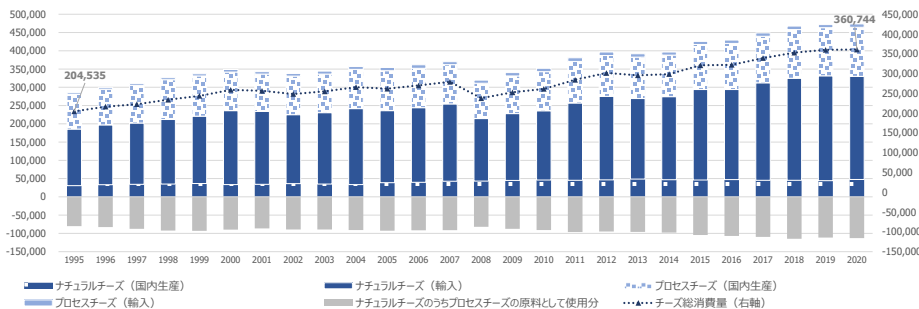
出所：一般社団法人日本アイスクリーム協会のデータに基づきSR社作成

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。尚、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流れ

米国を除く環太平洋連携協定「TPP11」（以下、TPP）や、日欧EPA（経済連携協定）といった新自由貿易協定の発効により、チーズやホエイなどの関税が段階的に削減されることになる（日米貿易協定における乳製品については、TPPと同じであり、また、米国輸入枠は設けていない）。例えば、同社が得意とするチェダー、ゴーダチーズといったハード系チーズなどの関税率は29.8%から、毎年約1.9%低減され、16年後には0%となる。日欧EPAにおけるフレッシュチーズと、TPPおよび日欧EPAにおけるホエイについても、毎年一定枠の輸入枠が発給され、11年後には関税がなくなる。また、脱脂粉乳やバターについても、国家貿易品目のALIC入札制度は維持されるものの、TPP参加国やEU諸国を対象に新たな輸入枠が設置され、16年間で関税が撤廃される。同社では、新たな輸入枠の設定や段階的な関税の削減により、商品価格の低下や流通小売業者などのフェアなどの実施により、乳製品の需要が喚起されると考えている。

## 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19US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93USドル（出所：「日本乳業年鑑」2020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。

## 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 <sup>注1</sup> (貸) 繰延税金負債 4,000 <sup>注2</sup> 繰延ヘッジ損益 6,000  <sup>注1</sup> (決算日FR96-予約日FR95) × 10,000ドル <sup>注2</sup> 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 <sup>注3</sup> ② (借) 為替予約 10,000 <sup>注4</sup> (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 <sup>注3</sup> 仕入取引日SR100 × 10,000ドル <sup>注4</sup> (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 <sup>注5</sup> 為替差損益 40,000 ② (借) 現金預金 90,000 <sup>注6</sup> (貸) 為替差損益 90,000 <sup>注5</sup> 仕入決済日SR104 × 10,000ドル <sup>注6</sup> (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）は為替動向に係わらず、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。但し、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）。

## 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（一事業部門）：三菱商事（東証1部、8058）、三井物産（東証1部、8031）、伊藤忠商事（東証1部、8001）
- ▶ 専門輸入商社：正栄食品工業（東証2部、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)					
8058	三菱商事	FY03/21	IFRS	12,884,521	253,527	2.0%	0.9%	3.2%	30.1%
8001	伊藤忠商事	FY03/21	IFRS	10,362,628	512,475	4.9%	3.6%	12.7%	29.7%
8031	三井物産	FY03/21	IFRS	8,010,235	450,202	5.6%	2.8%	8.0%	36.5%
3139	ラクト・ジャパン	FY11/21	連結	110,884	2,682	2.4%	5.6%	10.6%	36.9%
8079	正栄食品工業	FY10/21	連結	96,631	4,279	4.4%	3.6%	6.7%	55.5%
平均				6,292,980	244,633	3.9%	3.3%	8.2%	37.7%

出所：各社データよりSR社作成

## 業績動向

22年11月期：新型コロナウイルス感染症の収束で業務用需要は徐々に回復を想定、前期比8.1%経常増益を同社は見込む

### 2021年11月期実績

#### 概要

売上高110,884百万円（前期比0.0%）、営業利益2,787百万円（同5.8%減）、経常利益2,682百万円（同3.6%減）、親会社に帰属する当期純利益1,959百万円（同5.0%減）となった。通年でコロナ禍の影響を受けて業務用需要が停滞、国内脱脂粉乳在庫の高止まりで入札や大手乳業向けの販売が減少したが、国産乳原料の販売と低率関税枠を活用した輸入原料の販売でカバーし、売上高はほぼ横ばい。同社の修正後予想を3.6%下回った。上期は利益率の高い商品の取扱いが増加したものの、下期は乳原料の国際相場の急騰や物流費の上昇等で粗利が低下、修正後予想を4.6%下回って、前期比3.6%の経常減益となった。為替の影響を考慮すると、実質は微増益。

2021年11月期実績：売上高は前期比横ばい、同3.6%経常減益

#### 売上高

販売数量は伸び悩んだものの、乳製品の国際相場の上昇などを背景に、売上高は前期比ほぼ横ばいとなった。

- ▶ 乳原料・チーズ事業においては、感染症拡大の影響による外出自粛などに伴い業務用乳製品需要が停滞し、国産乳製品在庫が高止まりとなったことから、入札と大手乳業向けの販売が減少した。国産乳原料の販売と、低率関税枠を活用した輸入原料の販売でカバーし、前年同期比2.4%減収となった。
- ▶ 食肉加工品は、豚肉の好調に加えて、牛肉など新商品の販売が伸長し、前期比で20%増収となった。
- ▶ アジア事業は、乳原料販売では日本向けの販売が減少して前期比7.5%減収となったものの、生産体制や営業体制の強化を行ったチーズ製造販売においては売上・販売数量ともに過去最高を更新し、同14.8%増となった。

#### 経常利益

前期比3.6%減益となった。利益率の高いアジアのチーズ製造販売が好調だったことから、当上期には粗利率が改善したものの、下期には乳原料の国際相場の急騰に加え、コンテナ不

足や燃料費高騰による輸送料の上昇や、船積遅延による航空便への輸送手段の変更などで物流費が上昇した。さらに品質クレームの発生など、一時的な費用が発生し、利益を押し下げる要因となった。

- ▶ 当期は経常利益に対して、マイナス方向の為替の影響が77百万円あった。この影響を加味した経常利益は2,758百万円となり、同様に修正した前期の経常利益に対しては0.3%の微増益となった。
- ▶ 同社の利益は、販売価格に対する比率で得られるものと、取扱重量当たりで得られるものに大別される。10年程前はほぼ前者によるものであったが、現在では前者と後者が半々であるとのこと。即ち、売上高の絶対額が利益に与える影響は10年前に比べて縮小している。尚、同社が重視しているKPIは販売数量である。

### 事業別動向

- ▼ **乳原料・チーズ**：売上高76,481百万円（前期比2.4%減）となった。販売数量は184,358トン（同3.8%減）であった。

新型コロナウイルス感染症の影響が通年に及び、売上高・販売数量ともに伸び悩んだ。世界市場では感染症の流行が落ち着いた地域で外食などの営業再開とともに需要が戻り始める一方、主要産地における生乳生産量の伸び悩みや物流の混乱などの影響から需給バランスが崩れ、国際相場は上昇基調で推移した。国内においては、例年需要が拡大する夏季の天候不順により、業務用を中心に乳製品需要は低迷した。一方、国内の生乳生産が好調だったことから、国産乳原料の在庫余剰の状況が続いたことから政府による入札数量が減少し、一部の輸入原料が国産原料に置換わるマイナス影響もあった。しかしながら、TPPや日欧EPAなどの自由貿易協定枠の活用を行ったほか、政府および業界団体による余剰在庫対策に積極的に参画して国産原料の取り扱いを増やしたり、国内新規販売先の開拓やアジア地域への輸出事業を行ったことなどが、売上・販売数量を下支えした。

取引先別では、国産原料の販売が増加した飼料メーカー向け販売や、飲料メーカー向けの販売が堅調に推移した。

- ▼ **食肉加工品**：売上高14,278百万円（前期比20.0%増）となった。販売数量は25,699トン（同17.2%増）であった。

輸入ポーク事業では安定した内食需要を背景に、主要取扱商品のチルドポークやハム・ソーセージなどの加工品原料が好調に推移して売上・販売数量ともに前期を上回った。一方、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、一部商品の供給が遅れたことや、物流費などの仕入れコストの高騰により、利益は伸び悩んだ。

生ハム・サラミなどの食肉加工品の販売は、感染症拡大の影響を受けた外食向け需要が軟調だったものの、前期から販売が本格化した牛肉やはちみつの販売が堅調で、売上に寄与した。

- ▼ **アジア事業・その他**：売上高は20,123百万円（前期比2.4%減）となった。内訳は、以下の通り。

- ▶ 乳原料販売部門の売上高は15,754百万円（同7.5%減）となった。販売数量は47,817トン（同20.5%減）であった。新規商売の獲得や既存顧客の取引拡大があったものの、日本の国産乳原料在庫高止まりの影響により、日本向け乳製品の原料販売が減少した。売上高・販売数量の減少の一部には、船積み遅延による納期の後ろ倒しの影響も含まれる。
- ▶ チーズ製造部門の売上高は3,324百万円（同14.8%増）となった。販売数量は4,635トン（同10.4%増）であった。タイやマレーシアなどにおける7月～8月のロックダ

ウンの影響により、外食産業向けの販売が伸び悩んだ。一方、夏場のロックダウンによる影響があったものの、年間では内食・輸出食品用の原料販売は食品メーカー向けに新規ビジネスを獲得するなどにより、販売が伸長した。下期には世界的なコンテナ不足による船積み遅延の影響によりアジア各国でチーズの供給が不足する中、シンガポール工場の生産能力拡大により、販売を伸ばすことができた。新型コロナウイルス感染症の影響はあったものの、チーズ製造販売部門として売上高・販売数量ともに過去最高を更新した。

- その他事業では機能性食品原料販売の営業活動が本格化し、スポーツニュートリション分野を中心に、ホエイプロテイン原料の販売が伸長した。また、植物由来の原料についても市場が徐々に拡大しており、同社は新規商品開発に注力している。

## 2022年11月期同社予想

### 概要

売上高126,000百万円（前期比13.6%増）、経常利益2,900百万円（同8.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益2,100百万円（同7.2%増）を同社は予想。事業別販売数量は、乳原料・チーズ前期比3.1%増（下段参照、以下同じ）、食肉加工同10.1%増、アジア事業・乳原料販売同4.6%増、アジア事業・チーズ製造販売同7.9%増を同社は見込む。

2022年11月期同社予想：前期比13.6%増収、同8.1%経常増益

### 事業環境

- 国内事業については国産在庫余剰による影響が継続するが、業務用需要の回復とともに輸入原料需要は回復基調に転じる、と同社は見込んでいる。
  - 新型コロナウイルス感染症の収束により、業務用需要は徐々に回復すると予測。
  - 国産乳原料在庫のうち、脱脂粉乳については調整に時間を要するも、バターは適正化に向かうと想定。
  - 国産乳原料の需給緩和対策事業は継続を見込む。2022年度からは、酪農・乳業・国により、脱脂粉乳2.5万トンの削減に向けた新たな対策が開始される見込み。
  - 世界的なコロナ禍の収束により需要が急拡大することに加え、飼料・エネルギー価格など酪農コストの上昇と物流の混乱で、乳製品の国際相場は当面高水準が続くと想定。
- ▶ アジア市場については、新型コロナウイルス感染症の懸念は残るものの、比較的早く経済回復が実現すると同社は想定している。
  - 中国、アセアン諸国では、内食需要に加え、業務用需要の回復を同社は見込む。

### 脱脂粉乳の国内余剰在庫に対する同社の対応

- ▶ 過去にも国内において脱脂粉乳の在庫が余剰が生じた際には、業界団体等による需給緩和対策が採られ、対策の効果は次年度以降に着実に発現している。例えば、同社調べでは、2003年度の国内脱脂粉乳推定期末在庫量93.2千トンに対して、2004年度には需給緩和策により22.1千トンが削減され、同年度末の推定期末在庫量は88.0千トンに低下した（前年度末比5.6%減）。以降も需給緩和対策により、国内脱脂粉乳推定期末在庫量は2005年度には前年度末比14.4%減、2006年度には同9.3%減となった。2009年度に推定期末在庫が増加した際にも、需給緩和対策が施され、2010年度末推定在庫量は同15.8%減となった。
- ▶ 新型コロナウイルス感染症の影響を背景とした国内脱脂粉乳在庫の需給緩和対策では、2020年度に国が主体となり飼料向け販売などを促進するために約67億円が予算措

置され、2021年度にはホクレンが国産乳製品の販売促進用に100億円の予算を発表した。

- ▶ 同社でも、国内において脱脂粉乳の在庫が過剰となった際には、国産の脱脂粉乳の販売にも積極的に対応している。通常、価格競争力のある輸入品の方がユーザーのニーズが強いため、同社では価格が高い国産脱脂粉乳の取扱いは基本的にはないが（一部乳業メーカーに供給する原料を除く）、補助金がつくと国産の価格が低下し競争力ができるため、同社は業界のリーディングカンパニーとして国産脱脂粉乳の販売にも積極的に対応している。国産在庫が余っている顧客の在庫を、同社の販路または同社が販路を新に開拓し、販売を推進している。
  - 同社における短期的メリット：輸入原料販売の減少分をカバーできること、過剰在庫の早期解消に同社が貢献できること。
- ▶ こうした対応が中長期的には新規顧客の開拓にも繋がり、国内在庫が掃ければ、安定的に安価で調達できる輸入原料の販売につながる。脱脂粉乳の在庫を抱えていたメーカーも、同社が在庫解消に協力していることもあり、国産乳製品在庫が一巡すると、新規原料や新規ビジネスの相談を同社にしてくるケースが多いとのこと。
  - 同社における中長期的メリット：対策事業を契機に新規顧客を開拓できること、乳業メーカーとの関係を強化できること。

#### 事業別同社予想

- **乳原料・チーズ**：売上高85,000百万円（前期比11.1%増）を同社は予想。数量190,000トン（同3.1%増）が前提。
- **食肉加工品**：売上高15,000百万円（前期比5.1%増）を同社は予想。数量28,300トン（同10.1%増）が前提。
- **アジア事業**：売上高は乳原材料販売18,000百万円（前期比14.3%増）、チーズ製造販売3,650百万円（同9.8%増）を同社は予想。販売数量の前提は、乳原料販売50,000トン（同4.6%増）、チーズ製造販売5,000トン（同7.9%増）が前提。
- **その他**：売上高4,350百万円（前期比316.7%増）を同社は予想。

#### 事業計画

##### 乳原料・チーズ

- ▶ TPPや日欧EPAなど、自由貿易協定枠を活用した商品の取り扱いや、新たな開発商品の拡販などによる販売増を目指す。売上・数量の維持と国産在庫削減への寄与を念頭に国産原料の販売には積極的に対応する。2021年11月期に開始した、アジア地域における販売網を活用した国産乳製品の輸出ビジネスを推進する。香港や台湾では日本産の品質への評価が高く、健康志向が高まり富裕層・中間層の人口が急速に拡大しているアセアンや中国市場の開拓を目指す。
- ▶ 中期的には国内生乳生産量減少傾向の定着による輸入乳製品原料へのシフトの流れは継続すると同社は見込む。日本の乳価は、先進国の中でも群を抜いて高い\*1。にも関わらず、乳価の値上げ\*2が続いており、輸入乳原料は価格面で競争力が高い。
- ▶ 一方、前述の通り、TPPや、日欧EPA、日米貿易協定といった新自由貿易協定の発効により、安価な乳製品の輸入拡大に更に勢いが付く可能性が高い。

\*1 主要国の生産者平均乳価格（2018年：100kg当たり円換算価格）は、ニュージーランド4,423円、EU28カ国が4,215円、米国が3,930円に対し、日本は10,310円（出所：Jミルク；出典：JIDF「世界の酪農」）。

\*2 約8割が加工用に使われる北海道産の生乳の価格を決定するホクレン農業協同組合連合会の発表によれば、2019年度の利用別原料乳価格は、飲用向け、発酵乳向け、その他向けともに、現行価格比+4円/kg（消費税別）となり、引き上げ率はそれぞれ、+3.4%、+4.6%、+4.2%となった。飲用向けとしては、4年振りの値上げ。一方、バターや脱脂粉乳などの乳製品向け乳価についても、北海道の生産者側は3年連続の引上げを目指していたが、乳業各社の強い抵抗により据え置きとなった。ホクレンは乳価引き上げで酪農家の増産意欲を喚起したいと価格引き上げを要求していたのに対し、乳業メーカー側は価格引き上げが一段の需要減につながるとして抵抗した。尚、2020年度、2021年度も全用途で据え置きとなった（2021年3月23日発表）。

### 食肉加工品

- ▶ 輸入ポーク事業では、サプライヤーとの連携により商品のブランド化を進め、販売増を目指す。また、米国（北米）、カナダ、欧州に続く、新たなサプライヤーの開拓を進めるとともに、外部環境（船積スケジュールや他国の動き）を注視する。
- ▶ 国内市場では、品質改善と認知度向上により外国産豚肉の輸入量が増加している。2020年度の豚肉需要（推定出回り量）1,827千トン（前年度比0.9%増；過去10年間に年率1.0%成長）のうち、輸入品は884千トン（同7.3%減、同年率2.5%増）、国産品は917千トン（同1.5%増、同年率0.2%減）であった（2017年度において、初めて輸入品が国産品の量を上回った）。
- ▶ 日本における国民1人当たりの豚肉年間消費量は、農林水産省「食料需給表」によると、2000年の10.6kg/人から2020年には12.9kg/人へ増加している。OECD Meat consumptionによれば、日本における国民1人当たりの豚肉年間消費量は2020年16.1kg/人となっているが、欧米の消費水準は日本に比べて高く、アジアにおいても中国や韓国は日本に比べて多く消費している（EU：34.3kg/人、中国22.7kg/人、韓国31.6kg/人）。これらを鑑みると、国内の豚肉消費は今後も成長する可能性があると同社では考えている。同社は成長に向けた取り組みとして、サプライソースの開拓と確保に注力する。
- ▶ 主力商品である豚肉以外の取扱商品（牛肉・加工品・はちみつ）の販売についても着実に拡充し、多角化を進める。
- ▶ 米国を豚肉（チルド/フローズンポーク）の主要調達先とする同社にとって、2020年よりスタートした日米貿易協定が、同社の価格競争力向上に作用すると同社では考えている。豚肉の関税\*1については、従価税部分（下記枠囲み内の3）は段階的に関税を撤廃（発効前4.3%から、1年目1.9%、9年目0%）、従量税部分（枠囲み内の1）は関税を発効前の482（枝肉361）円/kgから段階的に9年目50（同37.5）円/kgまで削減する（TPPと同様の内容）。

\*1 豚肉の関税：豚肉は、課税価格によって、以下の3種類（貿易協定発効前）の税率が適用されている。分岐点価格524円/kgの豚肉が最も関税額が低くなる（発効前23円/kg⇒関税削減最終年度無税）。

（参考：<https://www.maff.go.jp/j/kokusai/tpp/attach/pdf/index-2.pdf>）

<発効前>

1. 従量税適用限度価格（課税価格64.53円/kg）を下回るもの：関税額482円/kg
2. 従量税適用価格以上、分岐点価格（同524円/kg）以下：1kg当たり基準輸入価格（546.53円/kg）と課税価格との差額
3. 分岐点価格以上：従価税現行4.3%

<関税削減最終年度>

- ・従量税（課税価格474円/kgを下回る）：関税額50円/kg
- ・従量税（同474円/kg～524円/kgを下回る）：1kg当たり基準輸入価格（524円/kg）と課税価格との差額
- ・従量税（同524円/kg以上）：無税

### アジア事業・その他

- ▶ 乳原料販売：同社は、2022年11月期においても日本産脱脂粉乳の在庫は高水準を維持すると考えており、日本市場向け乳調製品の原料販売への影響を懸念している。また、乳製品の国際相場も高値圏で推移することが予想されており、価格訴求の強いアジア市場において、一時的に乳製品の消費に影響が出る可能性も示唆している。同社はグローバルネットワークを最大限に活用して価格競争力のある産地からの調達を行い、コスト低減が見込める代替品の提案などを行うことで、シェアの維持・拡大を目指す。それぞれの消費国における現地法人の営業体制をさらに強化し、地域ごとのニーズに応じて販売の拡充を図る。
- ▶ チーズ製造販売：原料となるナチュラルチーズだけでなく、副原料や包装資材の価格も上昇している。値上げによる競争力の低下を回避すべく、新規サプライヤーの開拓や、独自の商品開発などにより原材料コストの低減に努める。また、従来品より安い低コストのダイスチーズを開発し、コスト削減案として提案することで継続使用や販売数量の維持拡大を目指す。また、自社ブランドの「ヴィーガンチーズ」を開発し、アジア地域において発売を予定している。ほかに、2022年11月期後半から2023年11月期にかけて、複数の新製品の販売開始を予定。
- ▶ 機能性食品原料事業では、特にスポーツニュートリション向けの販売を強化し、新規販売先の開拓を行うほか、事業開発本部と乳原料本部との連携により、既存顧客へのクロスセルによる販売拡大を図る。世界的な需要の増加によってホエイプロテイン原料は価格上昇が続いており、同社は価格競争力のある商品の安定的な供給に取り組む。また、乳由来以外のタンパク質として注目されている植物や昆虫由来の原料についても、国内食品メーカーとの協業により新商品のアイテムを拡充し、将来的にはアジア市場向けの輸出についても検討したい考え。

同社事業部別業績推移

	事業別業績推移											24年11月期 連結会予
	12年11月期	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)	非連結	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	55,201	75,943	96,550	98,001	88,679	101,335	115,441	116,794	110,838	110,884	126,000	150,000
(前年比)	-1.6%	37.6%	27.1%	1.5%	-9.5%	14.3%	13.9%	1.2%	-5.1%	0.0%	13.6%	10.6%*
<事業部門別売上高>												
乳原料・チーズ	-	47,899	63,978	69,047	60,543	70,019	85,290	85,206	78,330	76,481	85,000	96,000
(前年比)	-	-	33.6%	7.9%	-12.3%	15.7%	21.8%	-0.1%	-8.1%	-2.4%	11.1%	7.9%*
(構成比)	-	63.1%	66.3%	70.5%	68.3%	69.1%	73.9%	73.0%	70.7%	69.0%	67.5%	64.0%
食肉加工	-	14,971	15,673	15,449	16,338	15,253	12,576	12,280	11,895	14,278	15,000	17,000
(前年比)	-	-	4.7%	-1.4%	5.8%	-6.6%	-17.6%	-2.4%	-3.1%	20.0%	5.1%	6.0%*
(構成比)	-	19.7%	16.2%	15.8%	18.4%	15.1%	10.9%	10.5%	10.7%	12.9%	11.9%	11.3%
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	18,000	24,000
(前年比)	-	-	-	-	-	-	9.2%	9.9%	6.2%	-7.5%	14.3%	15.1%*
(構成比)	-	-	-	-	-	13.2%	12.6%	13.7%	15.4%	14.2%	14.3%	16.0%
アジア事業 (チーズ製造販売)	-	-	-	-	-	1,919	2,116	2,651	2,895	3,324	3,650	4,500
(前年比)	-	-	-	-	-	-	10.3%	25.3%	9.2%	14.8%	9.8%	10.6%*
(構成比)	-	-	-	-	-	1.9%	1.8%	2.3%	2.6%	3.0%	2.9%	3.0%
その他	-	-	-	-	-	793	878	630	690	1,044	4,350	10,000
(前年比)	-	-	-	-	-	-	10.7%	-28.2%	9.5%	51.3%	316.7%	112.4%*
(構成比)	-	-	-	-	-	0.8%	0.8%	0.5%	0.6%	0.9%	3.5%	6.7%
<地域別売上高>												
日本	-	62,387	79,693	84,879	77,395	85,418	98,483	97,879	90,912	-	-	-
(前年比)	-	-	27.7%	-	-8.8%	10.4%	15.3%	-0.6%	-7.1%	-	-	-
(構成比)	-	82.1%	82.5%	86.6%	87.3%	84.3%	85.3%	83.8%	82.0%	-	-	-
アジア地域	-	13,142	16,824	13,083	11,270	15,911	16,945	18,866	19,879	-	-	-
(前年比)	-	-	28.0%	-	-13.9%	41.2%	6.5%	11.3%	5.4%	-	-	-
(構成比)	-	17.3%	17.4%	13.4%	12.7%	15.7%	14.7%	16.2%	17.9%	-	-	-
その他	-	414	33	39	14	6	12	49	46	-	-	-
(前年比)	-	-	-92.1%	-	-63.9%	-54.8%	92.9%	300.9%	-5.8%	-	-	-
(構成比)	-	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-
<顧客別売上高：構成比10%以上>												
米久株式会社	-	10,530	10,170	-	10,235	8,823	-	-	-	-	-	-
(構成比)	-	13.9%	10.5%	-	11.5%	8.7%	-	-	-	-	-	-
<部門別販売数量>												
販売数量合計	-	-	192,263	202,732	215,504	246,757	275,530	289,299	277,856	262,509	273,300	-
乳原料・チーズ (t)	113,123	122,148	129,810	141,540	148,091	172,885	198,445	204,105	191,575	184,358	190,000	-
(前年比)	1.3%	8.0%	6.3%	9.0%	4.6%	16.7%	14.8%	2.9%	-6.1%	-3.8%	3.1%	-
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	447,368	-
(前年比)	-	-	25.7%	-1.0%	-16.2%	-0.9%	6.1%	-2.9%	-2.1%	1.5%	7.8%	-
食肉加工 (t)	-	-	25,809	25,010	28,029	26,349	21,595	21,532	21,925	25,699	28,300	-
(前年比)	-	-	-	-3.1%	12.1%	-6.0%	-18.0%	-0.3%	1.8%	17.2%	10.1%	-
t 当たり単価 (円)	-	-	607,257	617,713	582,896	578,883	582,357	570,314	542,531	555,586	530,035	-
(前年比)	-	-	-	1.7%	-5.6%	-0.7%	0.6%	-2.1%	-4.9%	2.4%	-4.6%	-
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	50,000	-
(前年比)	-	-	-	-2.0%	9.5%	20.1%	17.3%	13.4%	0.4%	-20.5%	4.6%	-
t 当たり単価 (円)	-	-	-	-	-	296,530	275,983	267,434	283,000	329,464	360,000	-
(前年比)	-	-	-	-	-	-	-6.9%	-3.1%	5.8%	16.4%	9.3%	-
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	5,000	-
(前年比)	-	-	-	13.2%	-2.4%	31.2%	6.3%	40.1%	12.3%	10.4%	7.9%	-
t 当たり単価 (円)	-	-	-	-	-	764,847	793,103	709,393	689,778	717,152	730,000	-
(前年比)	-	-	-	-	-	-	3.7%	-10.6%	-2.8%	4.0%	1.8%	-

出所：同社データおよびヒアリングを基にSR社作成

\*2021年11月期～2024年11月期会社予想の年率成長率

\*\*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）

四半期（累計）業績動向

四半期累計 (百万円)	19年11月期				20年11月期				21年11月期				21年11月期	
	1Q 連結	1~2Q 連結	1~3Q 連結	1~4Q 連結	1Q 連結	1~2Q 連結	1~3Q 連結	1~4Q 連結	1Q 連結	1~2Q 連結	1~3Q 連結	1~4Q 連結	達成率	会予
売上高	27,886	57,712	87,536	116,794	28,222	57,912	85,065	110,838	23,994	52,648	79,630	110,884	96.4%	115,000
前年同期比	-5.3%	-2.5%	-0.5%	1.2%	1.2%	0.3%	-2.8%	-5.1%	-15.0%	-9.1%	-6.4%	0.0%		3.8%
乳原料・チーズ部門	21,109	42,675	64,795	85,206	20,061	39,927	59,925	78,330	17,090	36,952	54,996	76,481	93.9%	81,470
前年同期比	-3.9%	-2.6%	-1.3%	-0.1%	-5.0%	-6.4%	-7.5%	-8.1%	-14.8%	-7.5%	-8.2%	-2.4%		4.0%
構成比	75.7%	73.9%	74.0%	73.0%	71.1%	68.9%	70.4%	70.7%	71.2%	70.2%	69.1%	69.0%		
食肉加工品部門	2,941	6,104	9,291	12,280	2,900	6,107	8,781	11,895	3,116	6,769	10,380	14,278	109.9%	12,990
前年同期比	-11.8%	-7.7%	-3.3%	-2.4%	-1.4%	0.0%	-5.5%	-3.1%	7.4%	10.8%	18.2%	20.0%		9.2%
構成比	10.5%	10.6%	10.6%	10.5%	10.3%	10.5%	10.3%	10.7%	13.0%	12.9%	13.0%	12.9%		11.3%
アジア事業（乳原料販売）	2,992	7,303	11,013	16,026	4,411	10,138	13,752	17,025	2,829	6,809	11,111	15,754	100.7%	15,640
前年同期比	-12.9%	0.0%	5.6%	9.9%	47.4%	38.8%	24.9%	6.2%	-35.9%	-32.8%	-19.2%	-7.5%		-8.1%
構成比	10.7%	12.7%	12.6%	13.7%	15.6%	17.5%	16.2%	15.4%	11.8%	12.9%	14.0%	14.2%		13.6%
アジア事他（チーズ製造販売）	658	1,284	1,963	2,651	680	1,352	2,036	2,895	801	1,689	2,428	3,324	106.5%	3,120
前年同期比	31.9%	28.8%	26.5%	25.3%	3.3%	5.3%	3.7%	9.2%	17.9%	24.9%	19.3%	14.8%		7.8%
構成比	2.4%	2.2%	2.2%	2.3%	2.4%	2.3%	2.4%	2.6%	3.3%	3.2%	3.0%	3.0%		2.7%
その他	184	345	473	630	168	386	570	691	156	428	712	1,044		
前年同期比	-14.8%	-20.9%	-30.8%	-28.2%	-8.7%	11.9%	20.5%	9.7%	-7.1%	10.9%	24.9%	51.1%		
構成比	0.7%	0.6%	0.5%	0.5%	0.6%	0.7%	0.7%	0.6%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%		
<販売数量>														
乳原料・チーズ部門(トン)	49,784	100,139	152,953	204,105	49,413	98,294	145,534	191,575	43,141	91,993	135,032	184,358	95.8%	192,431
前年同期比	-7.0%	-3.9%	-0.9%	2.9%	-0.7%	-1.8%	-4.9%	-6.1%	-12.7%	-6.4%	-7.2%	-3.8%		0.4%
食肉加工部門(トン)	4,985	10,511	16,317	21,532	5,220	11,453	16,143	21,925	5,736	12,567	19,013	25,699	101.9%	25,210
前年同期比	-13.9%	-7.5%	-1.1%	-0.3%	4.7%	9.0%	-1.1%	1.8%	9.9%	9.7%	17.8%	17.2%		15.0%
アジア事業(乳原料販売)(トン)	11,298	27,892	41,746	59,925	14,676	34,921	48,281	60,159	9,918	22,690	34,546	47,817	90.4%	52,920
前年同期比	-5.7%	5.5%	8.7%	13.4%	29.9%	25.2%	15.7%	0.4%	-32.4%	-35.0%	-28.4%	-20.5%		-12.0%
アジア事業(チーズ製造販売)(トン)	874	1,804	2,732	3,737	1,014	1,983	2,949	4,197	1,120	2,334	3,355	4,635	100.9%	4,593
前年同期比	35.8%	40.0%	40.1%	40.1%	16.0%	9.9%	7.9%	12.3%	10.5%	17.6%	13.8%	10.4%		9.4%
<単価>														
乳原料・チーズ部門(円/kg)	424	426	424	417	406	406	412	409	396	402	407	415		
前年同期比	3.3%	1.3%	-0.4%	-2.9%	-4.3%	-4.7%	-2.8%	-2.1%	-2.4%	-1.1%	-1.1%	1.5%		
食肉加工部門(円/kg)	590	581	569	570	556	533	544	543	543	539	546	556		
前年同期比	2.3%	-0.2%	-2.2%	-2.1%	-5.8%	-8.2%	-4.5%	-4.9%	-2.2%	1.0%	0.4%	2.4%		
アジア事業(乳原料販売)(円/kg)	265	262	264	267	301	290	285	283	285	300	322	329		
前年同期比	-7.7%	-5.2%	-2.9%	-3.1%	13.5%	10.9%	8.0%	5.8%	-5.1%	3.4%	12.9%	16.4%		
アジア事業(チーズ製造販売)(円/kg)	753	712	719	709	671	682	690	690	715	724	724	717		
前年同期比	-3.0%	-8.0%	-9.7%	-10.6%	-10.9%	-4.2%	-3.9%	-2.8%	6.6%	6.1%	4.8%	4.0%		
売上原価	26,319	54,347	82,387	109,994	26,535	54,505	79,981	104,211	22,316	49,274	74,599	104,243		
前年同期比	-5.8%	-3.0%	-0.7%	1.0%	0.8%	0.3%	-2.9%	-5.3%	-15.9%	-9.6%	-6.7%	0.0%		
原価率	94.4%	94.2%	94.1%	94.2%	94.0%	94.1%	94.0%	94.0%	93.0%	93.6%	93.7%	94.0%		
売上総利益	1,567	3,365	5,149	6,801	1,686	3,407	5,084	6,626	1,678	3,375	5,032	6,641		
前年同期比	3.1%	7.3%	4.2%	4.4%	7.6%	1.2%	-1.3%	-2.6%	-0.5%	-1.0%	-1.0%	0.2%		
利益率	5.6%	5.8%	5.9%	5.8%	6.0%	5.9%	6.0%	6.0%	7.0%	6.4%	6.3%	6.0%		
販管費	831	1,757	2,660	3,656	922	1,826	2,709	3,667	865	1,844	2,786	3,854		
前年同期比	10.4%	6.0%	3.6%	4.4%	10.9%	3.9%	1.8%	0.3%	-6.2%	1.0%	2.9%	5.1%		
売上高販管費率	3.0%	3.0%	3.0%	3.1%	3.3%	3.2%	3.2%	3.3%	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%		
営業利益	736	1,608	2,490	3,144	764	1,581	2,375	2,959	813	1,530	2,245	2,787		
前年同期比	-4.0%	8.7%	4.9%	4.5%	3.8%	-1.7%	-4.6%	-5.9%	6.4%	-3.2%	-5.5%	-5.8%		
利益率	2.6%	2.8%	2.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.8%	2.7%	3.4%	2.9%	2.8%	2.5%		
為替差損益	-116	-185	-186	-114	15	-39	-21	3	50	0	123	81		
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	224.7%	-	-	2,325.6%		
売上高比率	-0.4%	-0.3%	-0.2%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.2%	0.1%		
営業利益 + 為替差損益	620	1,423	2,303	3,030	780	1,542	2,354	2,962	863	1,531	2,369	2,868		
前年同期比	-22.9%	12.8%	8.8%	5.4%	25.7%	8.4%	2.2%	-2.2%	10.7%	-0.8%	0.6%	-3.2%		
利益率	2.2%	2.5%	2.6%	2.6%	2.8%	2.7%	2.8%	2.7%	3.6%	2.9%	3.0%	2.6%		
経常利益	536	1,253	2,087	2,747	753	1,434	2,209	2,781	737	1,412	2,213	2,682	95.4%	2,810
前年同期比	-28.2%	10.5%	8.4%	5.1%	40.6%	14.5%	5.8%	1.2%	-2.1%	-1.5%	0.2%	-3.6%		1.1%
利益率	1.9%	2.2%	2.4%	2.4%	2.7%	2.5%	2.6%	2.5%	3.1%	2.7%	2.8%	2.4%		2.4%
四半期純利益	376	888	1,490	1,963	546	1,040	1,608	2,062	527	1,011	1,601	1,959	97.5%	2,010
前年同期比	-23.8%	20.5%	15.4%	10.0%	45.3%	17.2%	7.9%	5.1%	-3.4%	-2.8%	-0.4%	-5.0%		-2.5%
利益率	1.3%	1.5%	1.7%	1.7%	1.9%	1.8%	1.9%	1.9%	2.2%	1.9%	2.0%	1.8%		1.7%
為替レート														
円/米ドル	110.62	110.78	109.71	109.33	109.53	108.55	107.97	107.27	104.30	106.65	107.80	108.97		
円/ユーロ	125.89	125.30	123.73	122.63	120.87	119.33	120.52	121.40	126.62	128.73	129.43	129.68		

出所：同社データを基に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）

## 四半期業績動向

四半期 (3か月) (百万円)	19年11月期				20年11月期				21年11月期			
	1Q 連結	2Q 連結	3Q 連結	4Q 連結	1Q 連結	2Q 連結	3Q 連結	4Q 連結	1Q 連結	2Q 連結	3Q 連結	4Q 連結
売上高	27,886	29,826	29,824	29,258	28,222	29,690	27,153	25,773	23,994	28,654	26,982	31,253
前年同期比	-5.3%	0.4%	3.6%	6.4%	1.2%	-0.5%	-9.0%	-11.9%	-15.0%	-3.5%	-0.6%	21.3%
売上原価	26,319	28,028	28,040	27,607	26,535	27,969	25,476	24,231	22,316	26,957	25,325	29,644
前年同期比	-5.8%	-0.2%	4.0%	6.5%	0.8%	-0.2%	-9.1%	-12.2%	-15.9%	-3.6%	-0.6%	22.3%
原価率	94.4%	94.0%	94.0%	94.4%	94.0%	94.2%	93.8%	94.0%	93.0%	94.1%	93.9%	94.9%
売上総利益	1,567	1,798	1,784	1,651	1,686	1,721	1,677	1,542	1,678	1,697	1,657	1,609
前年同期比	3.1%	11.1%	-1.1%	5.2%	7.6%	-4.3%	-6.0%	-6.6%	-0.5%	-1.4%	-1.2%	4.3%
利益率	5.6%	6.0%	6.0%	5.6%	6.0%	5.8%	6.2%	6.0%	7.0%	5.9%	6.1%	5.1%
販管費	831	926	903	997	922	904	883	958	865	979	942	1,067
前年同期比	10.4%	2.3%	-0.9%	6.7%	10.9%	-2.4%	-2.2%	-3.8%	-6.2%	8.3%	6.7%	11.4%
売上高販管費率	3.0%	3.1%	3.0%	3.4%	3.3%	3.0%	3.3%	3.7%	3.6%	3.4%	3.5%	3.4%
営業利益	736	872	882	655	764	817	794	584	813	717	715	542
前年同期比	-4.0%	22.3%	-1.4%	3.1%	3.8%	-6.3%	-10.0%	-10.8%	6.4%	-12.2%	-9.9%	-7.2%
利益率	2.6%	2.9%	3.0%	2.2%	2.7%	2.8%	2.9%	2.3%	3.4%	2.5%	2.6%	1.7%
為替差損益	-116	-69	-1	72	15.5	-54	18	24	50.3	-50	123	-43
前年同期比	-	-	-	-40.3%	-	-	-	-66.5%	224.7%	-	580.0%	-
売上高比率	-0.4%	-0.2%	-0.0%	0.2%	0.1%	-0.2%	0.1%	0.1%	0.2%	-0.2%	0.5%	-0.1%
営業利益+為替差損益	620	802	881	727	780	762	812	608	863	667	838	499
前年同期比	-22.9%	75.9%	2.7%	-3.9%	25.7%	-5.0%	-7.8%	-16.3%	10.7%	-12.5%	3.3%	-18.0%
利益率	2.2%	2.7%	3.0%	2.5%	2.8%	2.6%	3.0%	2.4%	3.6%	2.3%	3.1%	1.6%
経常利益	536	717	834	660	753	680	775	572	737	675	801	469
前年同期比	-28.2%	84.9%	5.5%	-4.1%	40.6%	-5.1%	-7.1%	-13.3%	-2.1%	-0.8%	3.3%	-18.1%
利益率	1.9%	2.4%	2.8%	2.3%	2.7%	2.3%	2.9%	2.2%	3.1%	2.4%	3.0%	1.5%
当期純利益	376	512	602	473	546	495	567	455	527	484	590	358
前年同期比	-23.8%	110.6%	8.6%	-4.0%	45.3%	-3.4%	-5.9%	-3.9%	-3.4%	-2.2%	4.0%	-21.2%
利益率	1.3%	1.7%	2.0%	1.6%	1.9%	1.7%	2.1%	1.8%	2.2%	1.7%	2.2%	1.1%

出所：同社データを基に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

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することとしている。「NEXT-LJ2023」（2021年11月期～2023年11月期）をローリングし、2022年1月14日に最新中期経営計画「NEXT-LJ2024」（2022年11月期～2024年11月期）を発表した。

## 概要

最新の中期経営計画「NEXT-LJ2024」では、2024年11月期の業績目標として、売上高150,000百万円（2021年11月実績比35.3%増）、経常利益3,900百万円（同45.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益2,850百万円（同45.5%増）を掲げている。

取扱数量の拡大によるトップラインの伸長と、海外事業の利益寄与度上昇、同社グループの次世代を担う新規事業の拡大が業績目標の根底にある。

## 中期戦略

- ▶ 2024年11月期会社計画売上高150,000百万円（2021年11月期実績比35.5%増）
- ▶ 同経常利益3,900百万円（同45.4%増）
- ▶ 取引数量拡大によるトップライン伸長と海外事業（アジア）の利益寄与度上昇
- ▶ 次世代を担う新規ビジネスの構築を図る
- ▶ 重点施策：①既存顧客とのビジネスの「進化」と新規顧客の開拓、②「アジア」での事業拡大、③次世代ビジネスの構築、④持続的成長のための経営基

## 中期経営計画「NEXT-LJ2024」の数値目標

(単位：百万円)	19年11月期	20年11月期	21年11月期	22年11月期	24年11月期
	実績	実績	実績	会予	会予
売上高	116,794	110,838	115,000	126,000	150,000
経常利益	2,747	2,781	2,600	2,900	3,900
利益率	2.4%	2.5%	2.3%	2.3%	2.6%
当期純利益	1,963	2,062	1,850	2,100	2,850
利益率	1.7%	1.9%	1.6%	1.7%	1.9%

出所：同社資料よりSR社作成

## 環境認識

同社は、コロナ禍の影響を考慮し、環境認識・収益予想前提を、以下のように考えている。日本市場、アジア市場それぞれにおいて、施策の優先順位や実行方法については適宜見直しを図っていくとしている。

- ▶ 全体感
  - ・ アフターコロナの需要急拡大と、それを背景とした原材料価格の高騰。
  - ・ エネルギー価格の高騰による輸送コストの上昇
  - ・ 「健康」をキーワードとした機能性原料の需要拡大
- ▶ 日本市場
  - ・ 業務要需要の回復による輸入乳製品需要の回復を見込む。
  - ・ 国内生乳生産量は、北海道で堅調な地合いが続く一方で、都府県の搾乳頭数が減少する可能性も見込む。
- ▶ アジア市場
  - ・ 中国の乳製品需要は拡大の見込み。
  - ・ 観光事業の回復とともに業務用乳製品需要が拡大を見込む。
  - ・ 食の欧米化の進展は続く。

## 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。

- ▼ 既存ビジネスの「進化」 (Base)
- ▼ アジア事業の拡大を図る (Growth)
- ▼ 次世代ビジネスを構築する (Challenge)

## 重点施策

- ▼ 既存ビジネスの「進化」

### 自由貿易協定を活用した輸入原料の販売強化

同社が長年培ってきた乳製品や食肉・食肉加工品の輸入に関するノウハウを基に、TPPや日欧EPAといった貿易制度を活用し、原産地・コスト・品質・納期などにおいて顧客ニーズに沿った最適な原料を積極的に提案・供給する。

### 日本産乳製品の輸出事業の展開

新型コロナウイルス感染症拡大の影響による需給バランスの乱れから、国内では国産乳製品のうち、特に脱脂粉乳の余剰在庫が問題となっている。これに対して同社は、これまで取り扱いの少なかった国産乳原料の販売を積極化し、2021年11月期には国内向け販路拡大に加え、輸出事業にも本格的に着手した。

国産脱脂粉乳在庫の解消に向けては、業界団体などが中心となって対策も講じられているが、適正化には時間がかかる見込みである。同社は国産原料を嗜好する新規取引の開拓や、東南アジア市場に構築した販売ネットワークを活用し、日本産乳製品の輸出事業を推進する。

同社によれば、乳業技術が進み、国内では生産していない乳原料がある。日本で生産されている乳原料は、生クリーム、バター、脱脂・全粉乳、チーズ、ホエイのみであるが、世界には100種類以上の乳原料がある。日本の乳業メーカー、飲料メーカーなどに日本では製造していない乳原料を紹介し、提供していく。例えば、育児粉乳のタンパク質については、母乳にいかに近づけるかが鍵となるが、母乳と牛乳の最大の違いであるタンパク質の配合を調整し、抽出し、粉ミルクメーカーに供給する。

現行制度下では高い関税がかかっている。しかし、前述した通り、国内乳原料のみでは国内消費を充足できない結果、輸入依存度は年々上昇している。国内メーカー（顧客）が原料に求める要求は非常に高く、かつ、特殊なものを求める傾向が高い。そうした顧客の要求に迅速に対応するには仕入先との関係性が重要になる（新規参入は実績がないと難しい）。同時に、2次関税を下げるために、砂糖や植物性油脂などを混ぜて半製品（調整品）として輸入するなどの方法による工夫も行うなど、同社は顧客に付加価値を提供している。

## ▼ アジアでの事業拡大：

### チーズ製造販売事業の拡大

自社製品の開発をさらに進め、アジアにおけるBtoBプロセスチーズメーカーとしてのブランドを確立し、アジア地域において業務用チーズのトップブランドを目指す。「NEXT-LJ2024」の期間中に、植物由来の原料を用いた新製品や、従来品よりさらに価格訴求力のあるプロセスチーズの市場投入により市場の開拓を進める。

### 現地営業体制の強化

食の欧米化が加速する地域を重点地域に定め、現地の代理店や現地企業との新規取引開始を目指して営業を展開する。アジア市場では国や地域ごとに異なる様々なニーズがあり、各地のニーズに即した営業活動が必要となる。そのため、各地域に販売拠点を設置し、乳製品原料の営業に精通したプロフェッショナル人材を配置することで、きめ細やかな対応による差別化を図る。重点市場としては、中国、フィリピン、マレーシア、タイ、インドネシア、ベトナムなどを同社は想定している。

同社によれば、同社のアジア地域の駐在員は10名超であり、日本の総合商社の食品部門でもそれだけの駐在員がいる企業は他にない。更に、同社は乳製品に特化しているため、アジアにおける競争力は高い。アジアでのチーズ製造のための設備投資では、投資直後には赤字も計上し苦勞もしてきたが、現在では累損は一掃されており、今後は投資の果実の刈り取り時期となる。

日本が過去に経験してきたように、アジア諸国においても食文化の欧米化が進み、アイスクリーム、チョコレート、ピザなどの乳製品需要が拡大していくと同社では見込んでいる。同社が海外事業の展開地としてアジア諸国を選択している理由は、アジアに進出する日系メーカーに「日本品質」の乳原料・チーズを提供すること、経済その他の情報を熟知しており日本で育まれた独自の乳製品・チーズ文化をアジア諸国へ展開可能である（乳製品の本場である欧米では戦える余地が少ない）と考えることが背景にある。同社ブランドをアジア諸国にも浸透させ、国内で培ってきたビジネスの応用範囲を拡大させていく。

## ▼ 次世代ビジネスの構築：

### 機能性食品事業の展開加速

機能性食品原料の取扱<sup>\*</sup>を拡大し、新たな成長の柱となる次世代ビジネスの構築を進める。消費者の健康志向の高まりとともに、食品メーカー等でも機能性食品原料に対する需要が拡大することが想定される。同社は、得意としてきた乳由来の原料だけでなく、「健康」「機能性」に焦点を当てて取扱商品を拡大し、拡販を目指す。また、食品・飲料業界に加えて、スポーツ、ヘルスケア、美容関連など、新たな業界への販売を広げる取り組みを加速する。

\* 乳製品以外の副原料、周辺領域の商材を含み、それら新規商材を同社スタイルで取り扱っていく。

### 持続可能な社会の実現に資する新ビジネスの構築

中長期的な成長に向けて「新規事業」への参入を引き続き模索していく。「新規事業」は同社グループの強みである調達力や営業力を活かし、既存事業とのシナジー効果が見込める分野を基本とし、長期的な事業成長に向けて「持続可能な社会の実現に資する新ビジネス」という視点を加えて検討していく。

▼ 持続的成長のための経営基盤の強化：

監査等委員会設置会社への移行

2021年2月に、経営体制を監査役会設置会社から監査等委員会設置会社へ移行し、ガバナンス体制のさらなる強化と意思決定の迅速化を図った。今後も透明性の高いガバナンスの推進に取り組む。

サステナブルな成長への取り組み

2021年11月期から、同社はESGへの取り組みを本格的に開始した。取り組み内容、進捗などについてはホームページなどで積極的に情報を公開していく。2021年12月には、「価値創造ストーリー」として同社の考え方を開示した。

**同社が想定している中長期的な資金使途**

- ▶ 成長戦略の柱となるアジア事業での資金需要：有望な販売市場における拠点の設置。
- ▶ アジア事業・チーズ製造販売部門拡大のための投資：設備の増強（製造ラインの自動化・拡充、新工場建設など）。
- ▶ 財務体質のさらなる強化：事業形態の多様化（商社主体から商社+メーカー機能）に備えた自己資本の充実。自己資本比率40%を目標とする。
- ▶ 新規事業立ち上げのための資金：「食品」に関連した新規事業の構築（川上・川下・ヨコ展開）、サステナブルな社会の実現に資するビジネスの構築。

**(参考) 前中期経営計画「NEXT-LJ2023」の振り返り**

- ▶ 2021年11月期は、前期に引き続き、同社の主要取扱商品である乳原料・チーズや食肉・食肉加工品は、新型コロナウイルス感染症拡大を背景とした業務用乳製品の需要減による影響を受けた。供給面においても、主に海外において感染症の影響による労働者不足でサプライヤーの原料生産能力が低下したことに加え、物流の混乱・遅延、国際相場の価格上昇などもあり、2021年7月に上方修正された「NEXT-LJ2023」の初年度計画値は、未達となった。
- ▶ 成長著しい「アジア」での事業拡大：内食向け需要を取り込み、チーズ製造販売事業は売上・販売数量ともに過去最高を更新した。インドネシアにおいて、2021年11月に乳原料販売を目的とした現地法人の営業を開始した。
- ▶ 既存ビジネスの「進化」と新規顧客の開拓：事業開発本部と乳原料本部、チーズ事業本部が連携し営業活動を開始（新規商品を既存顧客へ提案）した。新規に健康・美容産業との取引を開始（高たんぱく乳原料の販売からスタート）。
- ▶ 持続的成長のための経営基盤の強化：監査等委員会設置会社への移行を行い、ガバナンスを強化した。

---

## 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約35%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）よりも多い約60名が乳原料・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、アジアで約20年間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、タイにも工場を建築（2015年）。

## 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）**：同社の売上高の約70%は乳製品原料・チーズの国内向け輸入に依存している（2021年11月期実績69.0%）。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約3%に止まる。

## 損益計算書

損益計算書										
	12年11月期	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
(百万円)	非連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結	連結
売上高	55,201	75,943	96,550	98,001	88,679	101,335	115,441	116,794	110,838	110,884
前年比	-1.6%	37.6%	27.1%	1.5%	-9.5%	14.3%	13.9%	1.2%	-5.1%	0.0%
売上原価		72,684	92,291	94,352	82,333	95,948	108,930	109,994	104,211	104,243
前年比	-	-	27.0%	2.2%	-12.7%	16.5%	13.5%	1.0%	-5.3%	0.0%
売上原価率	-	95.7%	95.6%	96.3%	92.8%	94.7%	94.4%	94.2%	94.0%	94.0%
売上総利益		3,259	4,259	3,648	6,346	5,387	6,511	6,801	6,626	6,641
前年比	-	-	30.7%	-14.3%	73.9%	-15.1%	20.9%	4.4%	-2.6%	0.2%
売上総利益率	-	4.3%	4.4%	3.7%	7.2%	5.3%	5.6%	5.8%	6.0%	6.0%
販管費		2,559	2,727	2,928	2,996	3,463	3,502	3,656	3,667	3,854
前年比	-	-	6.6%	7.4%	2.3%	15.6%	1.1%	4.4%	0.3%	5.1%
売上販管費率	-	3.4%	2.8%	3.0%	3.4%	3.4%	3.0%	3.1%	3.3%	3.5%
営業利益		700	1,532	720	3,349	1,924	3,009	3,144	2,959	2,787
前年比	-	-	118.8%	-53.0%	365.1%	-42.6%	56.4%	4.5%	-5.9%	-5.8%
営業利益率	-	0.9%	1.6%	0.7%	3.8%	1.9%	2.6%	2.7%	2.7%	2.5%
為替差損益		1,189	638	1,053	-1,537	1,159	-135	-114	3	81
前年比	-	-	-46.3%	65.0%	-	-	-	-	-	-
売上高比率	-	1.6%	0.7%	1.1%	-1.7%	1.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.1%
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
前年比	-	-	14.9%	-18.3%	2.2%	70.1%	-6.8%	5.4%	-2.2%	-3.2%
利益率	-	2.5%	2.2%	1.8%	2.0%	3.0%	2.5%	2.6%	2.7%	2.6%
その他営業外損益		-219	-516	-430	-378	-560	-261	-284	-178	-106
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%
経常利益		787	1,670	1,653	1,343	1,434	2,523	2,613	2,747	2,682
前年比	-47.4%	112.2%	-1.0%	-18.8%	6.8%	75.9%	3.6%	5.1%	1.2%	-3.6%
経常利益率	1.4%	2.2%	1.7%	1.4%	1.6%	2.5%	2.3%	2.4%	2.5%	2.4%
親会社株主に帰属する当期純利益		422	1,007	988	831	946	1,755	1,784	1,963	1,959
前年比	-50.0%	138.6%	-1.9%	-15.9%	13.8%	85.5%	1.7%	10.0%	5.1%	-5.0%
利益率	0.8%	1.3%	1.0%	0.8%	1.1%	1.7%	1.5%	1.7%	1.9%	1.8%
減価償却費・のれん償却額		-	96	100	179	174	226	212	220	291
EBITDA		-	796	1,632	900	3,524	2,149	3,221	3,365	3,250

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

## 貸借対照表

貸借対照表										
	12年11月期	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
(百万円)	非連結	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
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
棚卸資産	-	13,180	19,193	18,496	13,101	21,446	25,216	22,946	21,383	24,335
商品及び商品	-	13,053	19,040	18,331	12,910	21,178	24,873	22,618	21,008	24,335
原材料及び貯蔵品	-	126	153	165	191	268	343	328	375	504
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
流動資産合計	-	29,109	40,139	36,764	35,133	43,491	46,337	45,775	40,623	50,018
有形固定資産	-	344	715	698	663	560	597	569	691	709
建物及び構築物	-	117	142	268	262	205	250	191	175	199
機械装置及び運搬具	-	133	226	281	287	263	221	229	192	245
リース資産	-	-	3	135	96	73	42	121	256	241
その他	-	12	12	14	11	11	33	28	28	24
土地	-	28	-	-	-	-	-	-	-	-
建設仮勘定	-	53	332	-	7	7	52	-	41	0
無形固定資産	-	150	125	95	56	21	39	30	20	45
ソフトウェア	-	150	124	93	54	20	39	29	20	44
その他	-	1	1	2	2	1	1	1	1	0
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
投資有価証券	-	658	735	900	790	998	889	738	784	838
繰延税金資産	-	181	149	45	82	102	117	160	273	260
その他	-	568	661	822	839	735	915	863	996	1,047
貸倒引当金	-	-	-1	-1	-1	-1	-3	-	-17	-17
固定資産合計	-	1,901	2,382	2,558	2,429	2,414	2,631	2,360	2,746	2,882
資産合計	21,894	31,010	42,522	39,322	37,562	45,905	48,968	48,135	43,370	52,900
買掛金	-	6,559	10,189	8,620	6,890	11,411	11,174	12,649	9,740	12,202
短期借入金	-	7,031	10,476	1,560	209	4,796	8,686	6,100	5,500	10,669
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
未払法人税等	-	587	300	175	298	657	397	410	491	365
繰延税金負債	-	-	378	-	130	-	-	18	40	44
その他	-	418	602	703	878	460	730	946	719	679
流動負債合計	-	17,908	25,553	15,099	12,500	20,908	23,979	27,198	19,939	27,525
社債	-	485	385	860	1,590	1,380	720	270	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
繰延税金負債	-	48	65	73	61	91	72	18	40	44
退職給付に係る負債	-	264	269	263	297	264	279	311	350	362
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
その他	-	60	60	171	181	515	982	287	351	342
固定負債合計	-	5,973	7,837	13,832	13,643	12,212	10,557	4,972	5,839	5,796
負債合計	-	23,880	33,390	28,931	26,142	33,120	34,561	32,171	25,778	33,321
株主資本	5,664	6,698	7,673	9,646	10,446	12,050	13,655	15,416	17,328	18,907
(自己株式)	-	(11)	-	-	-	-0	-0	-53	-11	-112
その他の包括利益累計額	-	401	1,459	744	973	700	666	480	195	604
非支配持分	-	30	-	-	-	-	-	-	-	-
新株予約権	-	-	-	-	-	36	111	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
純負債	-	12,362	16,877	13,531	10,378	15,679	15,962	13,038	9,045	12,778
運転資金	-	18,528	23,946	22,571	20,489	27,234	29,916	28,150	25,493	31,411

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)										
	12年11月期	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	
	非連結	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	3,918,200	3,917,400	4,889,500	4,889,500	4,892,500	4,896,500	9,835,200	9,877,200	9,899,200	
EPS (1株当たり当期純利益)	109.80	261.49	255.57	197.87	193.57	358.96	364.62	200.11	209.47	198.73	
EPS (潜在株式調整後)	-	-	-	-	-	-	354.31	356.97	195.98	205.73	
DPS (年間配当金)	16.00	30.00	30.00	30.00	32.00	38.00	40.00	22.00	30.00	32.00	
BPS (1株当たり純資産)	1,472.20	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	

出所：同社データよりSR社作成

## キャッシュフロー計算書

	キャッシュフロー計算書										
	12年11月期	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	
(百万円)	非連結	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	
投資活動によるキャッシュフロー	-	-130	-541	-242	5	-137	-864	849	-137	-292	
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	

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

## 財務指標

	財務指標										
	12年11月期	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	
	非連結	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)	3.5%	6.3%	4.5%	3.3%	3.7%	6.0%	5.5%	5.7%	6.1%	5.6%	
自己資本当期純利益率 (ROE)	7.8%	15.6%	12.2%	8.5%	8.7%	14.5%	13.2%	13.0%	12.3%	10.6%	
棚卸資産回転率 (回)	-	-	4.8	5.0	5.2	5.6	4.7	4.6	4.7	4.6	
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	
流動比率	-	162.6%	157.1%	243.5%	281.1%	208.0%	193.2%	168.3%	203.7%	181.7%	
自己資本比率	25.9%	22.9%	21.5%	26.4%	30.4%	27.8%	29.2%	33.0%	40.4%	36.9%	

注：百万円未満を四捨五入

出所：同社データよりSR社作成

## 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月期は同30.0円（前期比8円増配）、2021年11月期は32.0円（同2円増配）で、2022年11月期は5円増配して37.0円を予想している。また、創立25周年となる2023年11月期には配当性向20%の実現を目指す（2020年11月期配当性向14.3%、2021年11月期配当性向16.1%、2022年11月期会社予想配当性向17.4%）。企業価値向上のため中長期的な成長を実現するために、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、それらのための財務体質の強化にも取り組む。

## 株主

氏名又は名称	所有株式数 (株)	割合
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	1,411,900	14.31%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	1,013,600	10.27%
株式会社日本カストディ銀行（信託口9）	382,600	3.87%
八住 繁	311,400	3.15%
三浦 元久	251,262	2.54%
鎌倉 喜一郎	243,000	2.46%
野村信託銀行株式会社（投信口）	222,300	2.25%
STATE STREET BANK AND TRUST COMPANY 505019	203,200	2.06%
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%
合計	4,639,262	46.97%

出所：同社データよりSR社作成（2021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：会社資料よりSR社作成

## ディスクレーム

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.

東京都文京区千駄木3-31-12

<http://www.sharedresearch.jp>

TEL : (03)5834-8787

Email: [info@sharedresearch.jp](mailto:info@sharedresearch.jp)