

2013年12月6日（金）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
馬目 俊一郎

■外部環境に負けない経営基盤の構築を目指す

J-オイルミルズ<2613>（以下、同社）は味の素<2802>傘下の大手食用油脂メーカーである。2003年に味の素製油とホーネンコーポレーション、吉原製油の3社統合によって設立された。業界再編が進む国内の食用油脂業界にあって、同社は業務用を強みに日清オイリオグループ<2602>と業界トップの座を競う。

2014年3月期の第2四半期（4-9月期）累計決算は、売上高が前年同期比14.7%増の101,913百万円、営業利益は同14.3%増の2,742百万円となり、これは期初の同社予想（売上高103,000百万円、営業利益2600百万円）並みの着地であった。主な増益要因は、原料価格の上昇を製品価格への転嫁で吸収したうえ、家庭用プレミアムオイルや業務用高機能オイルなど付加価値製品の市場投入が奏功したことによる。

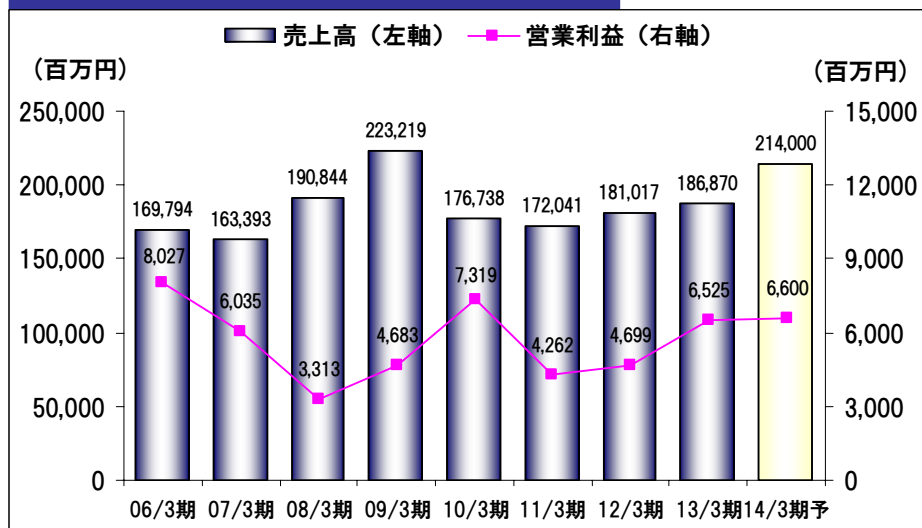
上期の状況から同社は期初予想を据え置き、2014年3月期は売上高が前期比14.5%増の214,000百万円、営業利益は同1.1%増の6,600百万円を見込む。

進行中の2011～2013年度中期経営計画では、新興国の需要拡大による大豆や菜種などの継続的な原料高に対応すべく、外部環境に負けない経営基盤の構築を目指す。国内では製品への価格転嫁と、家庭用プレミアムオイルなどの高付加価値製品の育成を進め、大豆由来の機能性食品を市場投入するなど食品・ファイン事業を強化する方針である。他方、海外事業は中国で合併による食用油脂参入を検討するほか、インドでは現地企業との合併会社を8月に設立、タイでは加工でん粉事業を強化する方針である。

■Check Point

- ・販売量ベースの推定シェアは29.7%でトップとの差は0.2%程度
- ・2Q業績は付加価値製品の市場投入も奏功し増収増益
- ・国内製油事業を主力基盤に海外油脂事業、新規事業を拡大

通 期 業 績 の 推 移



■会社概要

豊年味の素製油に吉原製油が参画し2003年に誕生

(1) 沿革

同社の前身は、味の素製油とホーネンコーポレーションが2002年に経営統合した豊年味の素製油。これに吉原製油が参画して2003年にJ-オイルミルズが誕生し、現在の事業基盤が構築された。その後、3社のノンコア事業（非製油事業）の再編や統合、事業譲渡等を進めて事業基盤を再構築し、製品ブランドや物流、原料調達などのSCM（supply chain management：供給連鎖管理）を強化してコスト削減に取り組んできた。

他方、成長戦略では2007年にマーガリン等の製菓・製パン材料である加工油脂強化を目的に豊年リーバを100%子会社化したほか、不二製油<2607>と業務提携を結び業務用や加工用油脂を強化している。

一方、遅れていた海外展開は、2013年に入り新たな施策を打ち出している。2011年から技術供与を行ってきた中国の龍大食品集团有限公司との提携を強化し、中期的には合併による中国市場参入の検討に入ったほか、インドのRuchi Soya Industries Limitedと豊田通商<8015>とで高付加価値植物油の製造・マーケティングを目的とした合併会社設立に合意した。

会社沿革

年月	主な沿革
2002年 3月	株式会社豊年味の素製油株式を東京・大阪証券取引所市場第1部に上場
4月	株式会社ホーネンコーポレーションと味の素製油株式会社との共同株式移転により、株式会社豊年味の素製油設立
	連結子会社である株式会社ホーネンコーポレーションが、同社関連会社である豊年リーバ株式会社の株式を追加取得し、議決権比率75%の子会社とする
2003年 4月	株式交換により吉原製油株式会社を完全子会社とするとともに、社名を株式会社J-オイルミルズに変更する
2004年 7月	連結子会社である株式会社ホーネンコーポレーションが、同社の化成品事業を会社分割し、株式会社J-ケミカルを設立
	連結子会社である株式会社ホーネンコーポレーション、味の素製油株式会社、吉原製油株式会社および日本大豆製油株式会社を吸収合併
2004年 12月	園芸肥料事業を、関連会社である太田油脂株式会社に営業譲渡（同年10月、販売会社である株式会社JOYアグリスを設立）
2005年 9月	連結子会社である株式会社J-ビジネスサービスが、同社完全子会社である楽陽食品株式会社の全株式を売却
2007年 3月	連結子会社である豊年リーバ株式会社の株式を追加取得し、100%子会社とする
7月	ユニリーバ・ジャパン株式会社より、家庭用マーガリン事業（「ラーマ」ブランドを含む全商品）を譲り受ける
9月	不二製油株式会社と業務提携および株式相互保有に関する基本契約を締結
2008年 3月	連結子会社である豊年リーバ株式会社より、業務用加工油脂および製菓・製パン材料の販売事業を譲り受ける
2012年 2月	子会社である豊神サービス株式会社が解散
3月	連結子会社である日華油脂株式会社から、蛋白製品販売事業を譲り受ける
4月	連結子会社である株式会社J-ビジネスサービスを吸収合併

■会社概要

親会社である味の素とは家庭用油脂のマーケティングで連携

(2) 株主構成及び経営陣

同社は3社の経営統合で設立された経緯から、味の素<2802>を筆頭株主に住友商事<8053>や三井物産<8031>などの商社や金融機関が大株主に名を連ねる。このうち、親会社である味の素とは家庭用油脂のマーケティングで連携するほか、同社の取締役6名のうち社長以下4名が味の素出身者で構成されるなど、中長期的な経営戦略は味の素グループの影響を受けやすいと推察される。これはSCMや新製品開発などで味の素グループのリソース利用を利用できるメリットが推察される半面、同社独自の戦略を打ち出しにくいなどのネガティブな面を併せ持つ。

また、株式の所有者別状況では、味の素を筆頭にした法人の持株比率が高い反面、外国人投資家の比率は低い。

大株主上位10位

(2013年3月末時点)

名称	所有割合(%)
味の素	27.02
住友商事	7.31
三井物産	6.48
日本トラスティ・サービス信託銀行	3.67
日本マスタートラスト信託銀行	2.58
東京海上日動火災保険	2.47
取引先持株会	1.92
みずほコーポレート銀行	1.62
三井住友海上火災保険	1.62
農林中央金庫	1.40

出所) 有価証券報告書

所有者別状況

(2013年3月末時点)

区分	所有割合(%)
金融機関	23.27
法人	48.88
外国人	7.24
個人その他	20.62

出所) 有価証券報告書

原料の大豆や菜種の搾油から精製、販売までを一貫して行う

(3) 事業概要

同社の事業セグメントはコア事業の「製油事業」と「その他」で構成され、製油事業が売上高と営業利益の90%以上を稼ぎ出す。主力の製油事業は原料の大豆や菜種の搾油から精製、販売までを一貫して行い、扱う製品によって油脂部門と油糧部門に分けられる。

■会社概要

油脂部門は搾油した食用油脂を「家庭用」や「業務用」に販売するほか、調味料メーカー向け「加工用」及び製菓・製パン素材向け「加工油脂」など、販売チャネル別に4つの製品群に大別される。このうち販売量ベースのチャネル構成比は家庭用25%、業務用45%、加工用25%、加工油脂5%程度と推察される。油脂部門の収益性のキーポイントは、取引先拡大による数量増はもちろんのこと、原料相場の変動を遅滞なく製品価格に反映させた適正マージンの確保、健康志向の高いプレミアム製品や劣化しにくい業務用高機能製品の構成比を高め、高付加価値化で価格競争に巻き込まれにくい製品ポートフォリオの構築、が考えられる。

油糧部門は搾油処理後のミール（油糧）を配合飼料メーカーや味噌・醤油などの醸造メーカー、肥料メーカー向けなどに販売するだけでなく、大豆や菜種などの原料調達資金を捻出する重要な役割を担う。搾油工程ではオイル（食用油脂）とミールが必ず生産され、その大まかな採算性の目安となるのがミールバリューとオイルバリューである。これらは一定量の原料から生産されるミールとオイルの総価額に占めるそれぞれの価格相対比を示し、ミールバリューとオイルバリューの平均的な水準は概ね6：4と推察される。一般的に、ミールバリューが高まれば、競争が厳しいオイル価格に惑わされることなく安定したマージンを確保しやすい。

その他は、大豆由来の素材を活かした健康食品やファイン、大豆たんぱくが出発点の化成品やでん粉由来のスターチ、糖鎖研究から開発されたレクチン製品等のメディカルサイエンスなど、食品から化学まで幅広い製品をカバーしている。その他はまだ事業規模が小さいものの、製油事業とは違い収益性が原料相場の影響を受けにくいことから、安定収益源としての育成が期待される。

事業構成

製油事業	油脂部門	家庭用 業務用 加工用 加工油脂	健康志向のプレミアム製品 劣化を抑えた高機能品 大口顧客は調味料メーカー 製菓・製パン素材を強化
	油糧部門	ミール販売	全農などの飼料メーカーが大口顧客
その他	スターチ 健康食品 化成品 メディカルサイエンス その他	澱粉ベースの食品素材を提供 ビタミンEやイソフラボン配合の健康食品 幅広い用途の合成樹脂接着剤 がん診断薬キット 健康素材のファインや飼料など	

出所）有価証券報告書より作成

国産ミールは円高の是正もあり中期的に堅調な需要を想定

(4) 業界環境

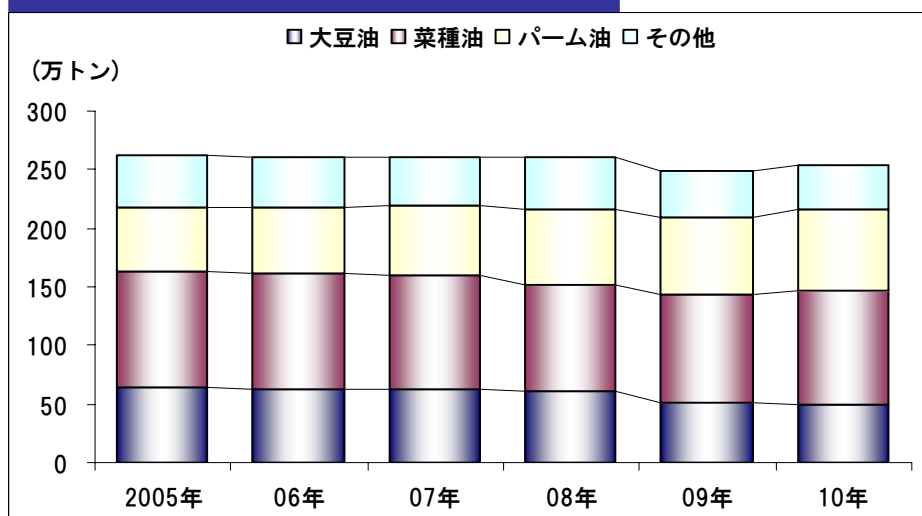
少子高齢化による総人口の減少とともに、国内の食用油脂市場は緩やかな縮小トレンドに入っている。植物油の国内需要は2006年の260.7万トンから2011年には252.3万トンに減少した。アベノミクスによる景気押し上げ効果で、短期的には業務用や加工用の回復が想定されるものの、植物油の国内需要は長期的に緩やかな減少トレンドが予想される。

■会社概要

他方、大豆ミールの供給量は2007年の399.2万トンから2011年には378.8万トンに減少したものの、菜種ミールは129.4万トンから132.2万トンに増加。これは原料相場の変動で、搾油が高騰した大豆から菜種にシフトし、大豆ミールの供給可能量が減少したうえ、2012年まで続いた円高で国産より相対的に安価になった輸入大豆ミールの需要が増加したためと考えられる。

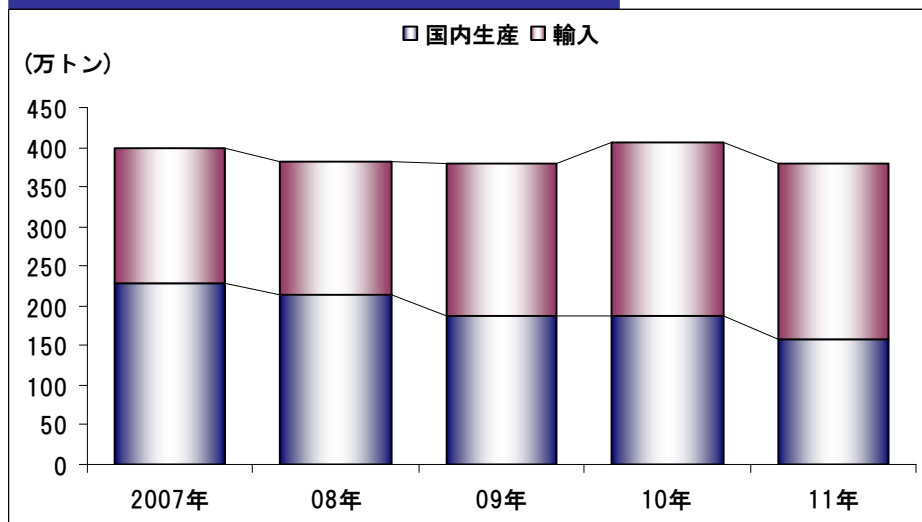
一方、ミールを原料とする飼料メーカーの配合飼料生産量は、ここ数年横ばいを続けている。今後のTPP（Trans-Pacific Partnership）交渉によっては、飼料の最終需要家でもある畜産農家にネガティブな影響を与えかねず、TPP交渉がミールの長期的な需給バランスを崩す可能性もあるが、輸入品よりも品質に優れた国産ミールは、過度な円高の是正もあり中期的に堅調な需要が想定される。

国内植物油需要の内訳推移



出所) 農林水産省

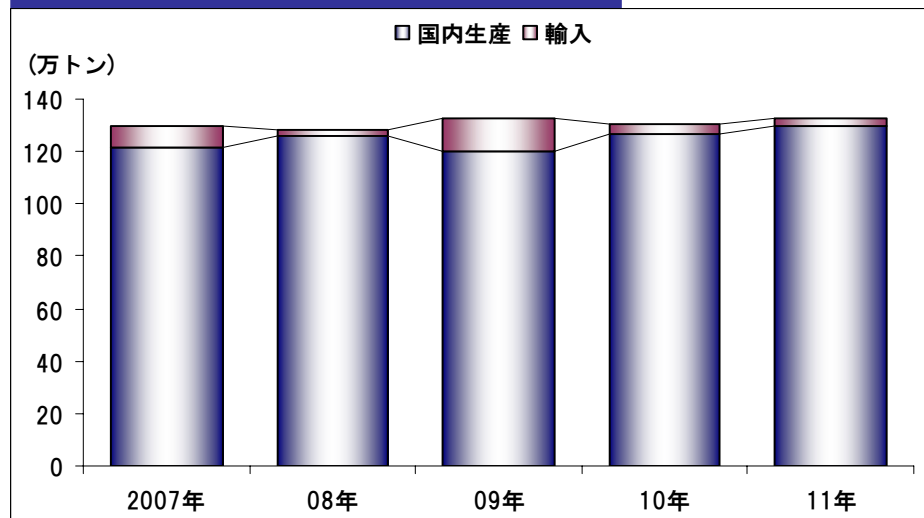
大豆ミールの国内供給量推移



出所) 農林水産省

■会社概要

菜種ミールの国内供給量推移



出所) 農林水産省

販売量ベースの推定シェアは29.7%でトップとの差は0.2%程度

(5) 業界ポジション

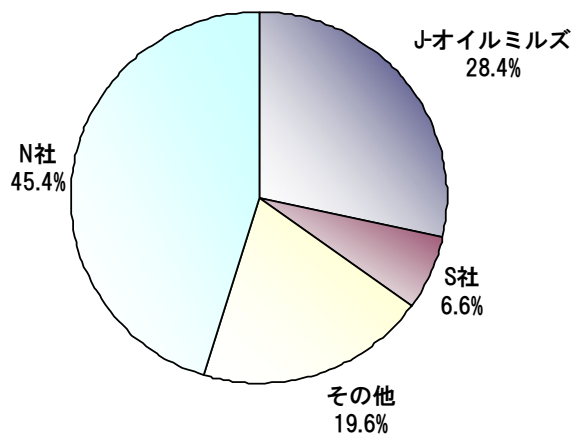
食用油脂業界は2000年代以降の業界再編でプレーヤーが大手メーカーに集約されるなか、各企業は独自の強みを発揮しながら成長を模索している。国内の植物油市場全体に占める同社のポジションは日清オイリオグループに次ぐ2位。販売量ベースの推定シェアは29.7%でトップとの差は0.2%程度の僅差に迫っている。

チャネル別に同社の特徴を見ると、業務用に強みを持つものの、味の素ブランドで販売する家庭用と、製菓・製パン素材などの加工油脂シェアは伸び悩んでいる。この要因として、プレミアムオイルなどでの製品開発力は競合に劣らないものの、家庭用は味の素ブランドで販売するため、消費者にとっては製品ブランドとメーカーブランドが一致せず、このブランドイメージの乖離が家庭用シェアの遅れにつながったと考えられる。また、加工油脂の競合メーカーは、その多くが同社にとって加工用の顧客でもあるため、積極的な販促活動は行いにくいのが実情である。

現時点における同社の製油事業は海外拠点を持たないことから、成長の源泉としては国内シェアを高める必要がある。そのためにも、シェアの低い加工油脂は業務提携等による他社リソースの活用、家庭用は味の素グループと連動した小売店対応などによるシェアアップ、強みの業務用は高機能製品の構成比を高めた収益性の向上が求められよう。

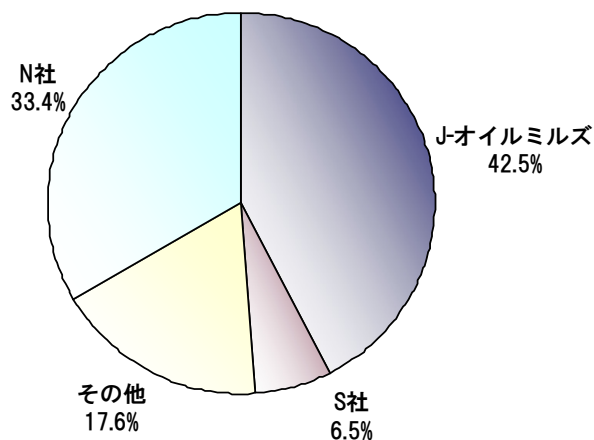
■会社概要

家庭用シェア（販売量ベース）



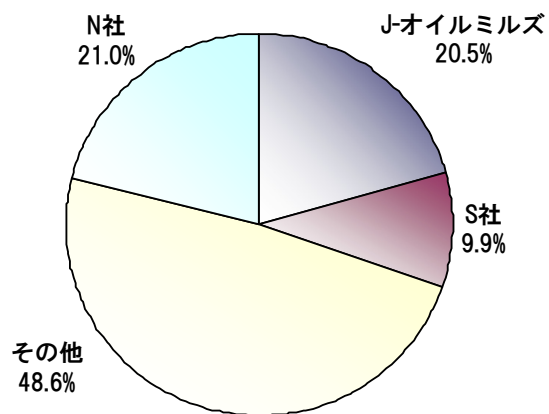
出所) 酒類食品統計月報

業務用シェア（販売量ベース）



出所) 酒類食品統計月報

加工用シェア（販売量ベース）



出所) 酒類食品統計月報

■業績動向

原料相場、ミールバリューも収益性に影響を与えるファクター

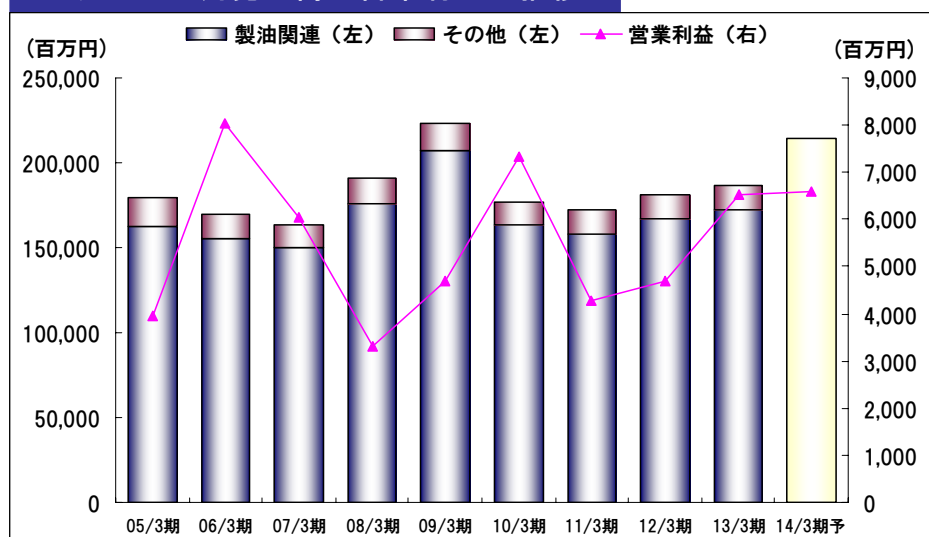
(1) 業績推移

原料の大豆や菜種を輸入に頼っているため、同社の業績は原料相場の影響を強く受ける。国際指標のシカゴ大豆相場（CBOT：シカゴ商品取引所）は、中国など新興国の経済成長に伴う輸入拡大に加え、新エネルギー需要なども加わり騰勢を強めている。その結果、大豆市況は2000年初頭に200ドル/トンだったものが2012年8月には過去最高値の623ドル/トンに達した。直近では米国穀倉地帯の天候要因などで472ドル/トンで落ち着いているが、それでもシカゴ大豆はこの10数年で2.5倍前後の水準で推移している。原料大豆の高騰に伴い大豆ミールも高値水準を保っており、同社の業績は原料高を遅滞なく製品価格に転嫁することが求められてきた。

2005年3月期以降の業績推移を見ると、原料市況を製品価格に反映させることから、売上高は3～6ヶ月のタイムラグを伴いながらシカゴ大豆相場と同様の動きをみせている。一方、営業利益は原料市況を製品価格に反映させるタイムラグが大きく影響する。シカゴ大豆相場が高騰を始めた2007～2008年は、原料高を吸収するだけの価格転嫁に遅れ、2007年3月期と2008年3月期の営業減益につながった。逆にシカゴ大豆相場がリーマンショックで調整入りした2008年後半～2010年は、製品価格引き下げまでのタイムラグがプラスに働き営業利益を回復させている。

また、油糧部門の項で述べたミールバリューも収益性を占う重要なファクターである。ミールバリューを高水準で維持できれば、原料高騰時にマイナスに作用するタイムラグをミールの売却資金である程度は吸収できる。2011年3月期～2012年3月期の営業利益低迷は、過度の円高で輸入ミールが国産ミールに比べて割安になった結果、国内のミールバリューを引き下げた影響によるもので、2013年3月期はミールバリューの回復が営業利益を押し上げたものと推察される。

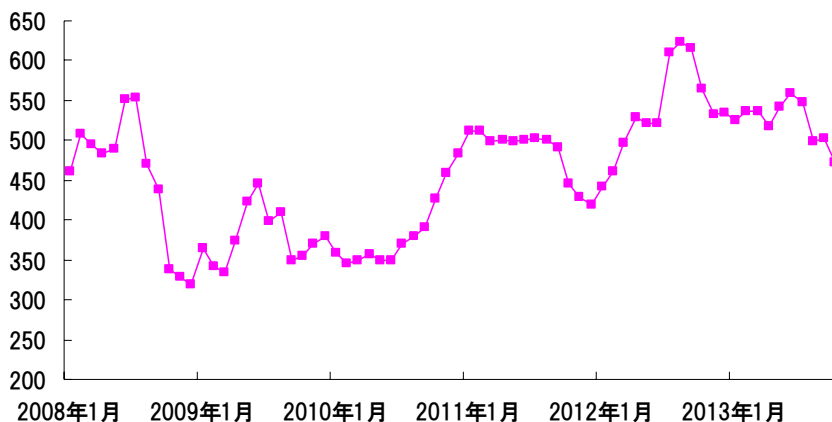
セグメント別売上高・営業利益の推移



■業績動向

大豆価格の推移（2008年1月～2013年10月）

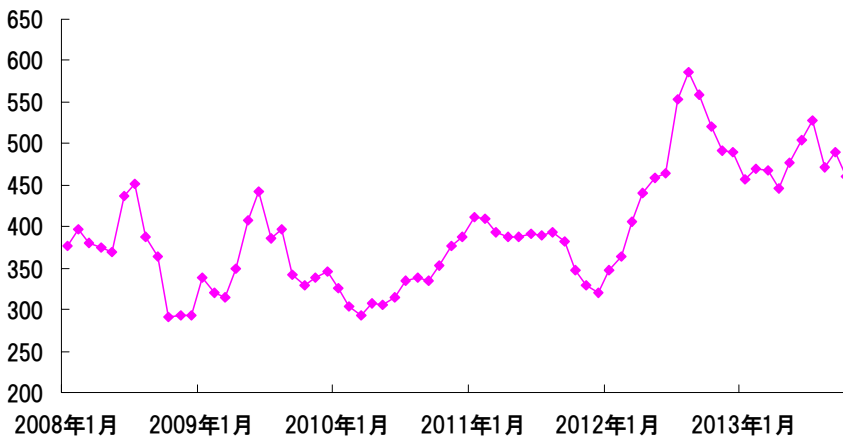
(USドル/トン)



出所）世界経済のネタ帳

大豆粕価格の推移（2008年1月～2013年10月）

(USドル/トン)

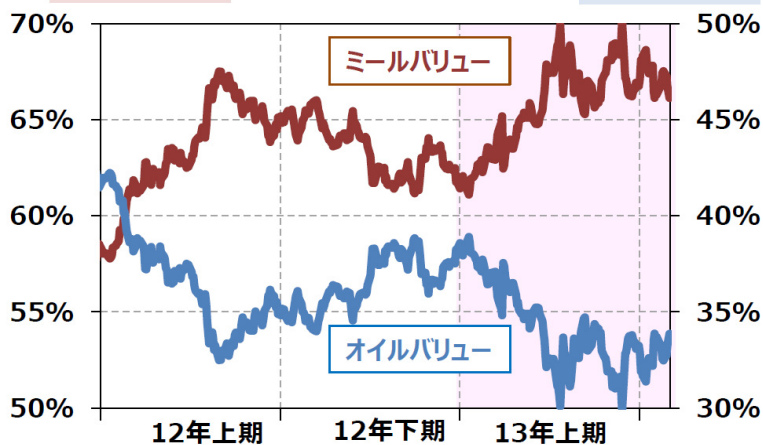


出所）世界経済のネタ帳

ミールバリュー・オイルバリューの推移

ミールバリュー

オイルバリュー



出所）会社資料より引用

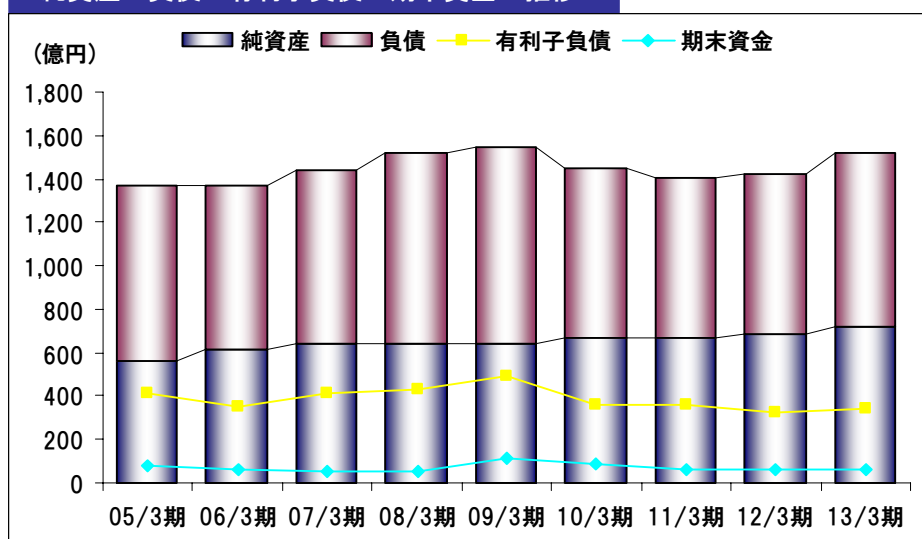
■業績動向

内部留保の積み上げと有利子負債の返済を継続

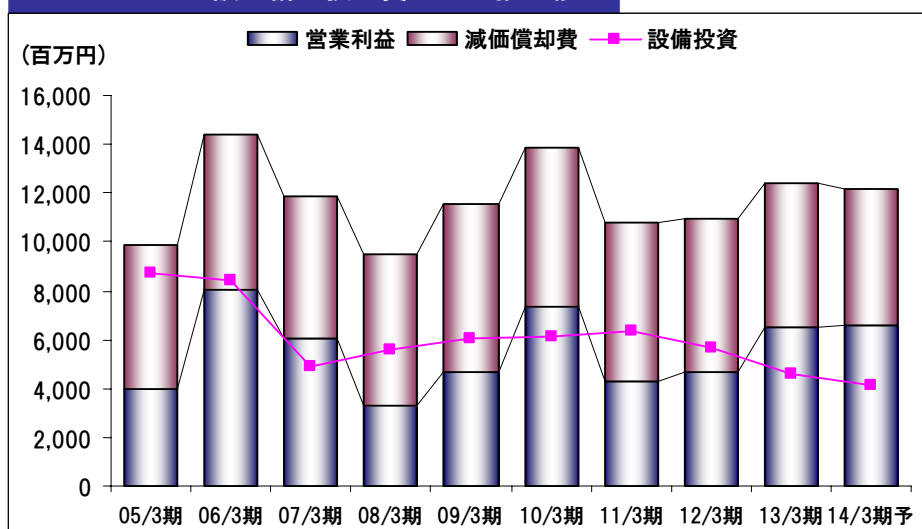
(2) 財務内容

同社は事業統合以降、大型の設備投資を行っておらず、内部留保の積み上げと有利子負債の返済を継続したことで、2013年3月期末の自己資本比率は47.5%となっている。M&Aによる資金需要を除き、設備投資は更新投資が中心になると考えられることから、中期的に同社の財務内容が悪化するリスクは小さいと考えられる。

純資産・負債・有利子負債・期末資金の推移



EBITDA・設備投資の推移



※EBITDA＝営業利益＋減価償却費

■業績動向

2Q業績は付加価値製品の市場投入も奏功し増収増益

(3) 2014年3月期の第2四半期累計決算

2014年3月期の第2四半期（4-9月期）累計決算は売上高が前年同期比14.7%増の101,913百万円、営業利益は同14.3%増の2,742百万円となり、これは期初の同社予想（売上高103,000百万円、営業利益2,600百万円）並みの着地であった。主な増益要因は、原料価格の上昇を製品価格への転嫁で吸収したうえ、家庭用プレミアムオイルや業務用高機能オイルなど付加価値製品の市場投入が奏功した。

上期の状況から同社は期初予想を据え置き、2014年3月期は売上高が前期比14.5%増の214,000百万円、営業利益は同1.1%増の6,600百万円を見込む。

通期業績の推移

(単位：百万円)

	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 (円)	配当金 (円)
09/3期	223,219	17.0%	4,683	41.4%	4,403	0.6%	1,702	-32.9%	10.19	8.00
10/3期	176,738	-20.8%	7,319	56.3%	7,064	60.4%	3,375	98.3%	20.21	8.00
11/3期	172,041	-2.7%	4,262	-41.8%	4,228	-40.2%	1,796	-46.8%	10.75	8.00
12/3期	181,017	5.2%	4,699	10.3%	4,672	10.5%	2,629	46.4%	15.75	8.00
13/3期	186,870	3.2%	6,525	38.8%	6,736	44.2%	4,060	54.4%	24.34	9.00
14/3期予	214,000	14.5%	6,600	1.1%	6,800	0.9%	4,100	1.0%	24.58	8.00

注) 13/3期の配当金は特別配当1円を含む

■成長戦略

国内製油事業を主力基盤に海外油脂事業、新規事業を拡大

同社は2020年度の目指す姿として、1) 安定した国内製油事業を主力基盤とする、2) 海外油脂事業を一定の柱へ、3) 食品・ファイン、新規事業をさらに発展させ、大きな収益の柱へ、などを掲げている。

現在は2020年に向けた投資フェーズとして、2011～2013年度中期経営計画を進行している。2011～2013年度中期経営計画での成長戦略は、1) 粉末油脂事業、2) 海外油脂事業、3) 食品・ファイン事業及び化成品事業、4) SCM戦略、などを掲げ、新興国の需要拡大による大豆や菜種などの継続的な原料高に対応すべく、外部環境に負けない経営基盤の構築を目指す方針である。

まず、新規市場開拓となる粉末油脂事業は、国内の製油事業が成熟産業との認識のもと、既存事業とのシナジー創出が見込まれる紛体油脂の事業化で油脂部門の新たな市場ニーズを掘り起こし、国内だけにとどまらず将来的には海外展開をも見据えている。



■成長戦略

海外油脂事業はアジアや米国を重点エリアに、現地パートナーとの提携が基本となる。2013年度は中国で合併による食用油脂参入の検討に入ったほか、インドで現地企業との合併会社設立を計画している。同業他社に比べて海外展開に出遅れていた同社は、まずは現地市場のリサーチも兼ねて、リスクの小さい合併で海外展開を進める方針である。

製油事業と違って原料相場に収益性が左右されにくいその他（非製油事業）においては、自社の持つシーズを最大限に活用しながら、食品・ファイン事業及び化成品事業の育成を図る方針である。

■リスク要因

原料相場、製品価格、ミールバリュー低下、為替変動を注視

2011～2013年度の中期経営計画期間において、ミールバリューの回復が追い風になったとはいえ、原料高を克服しながら2012年3月期～2013年3月期の2期連続で営業増益を確保したことは評価に値しよう。

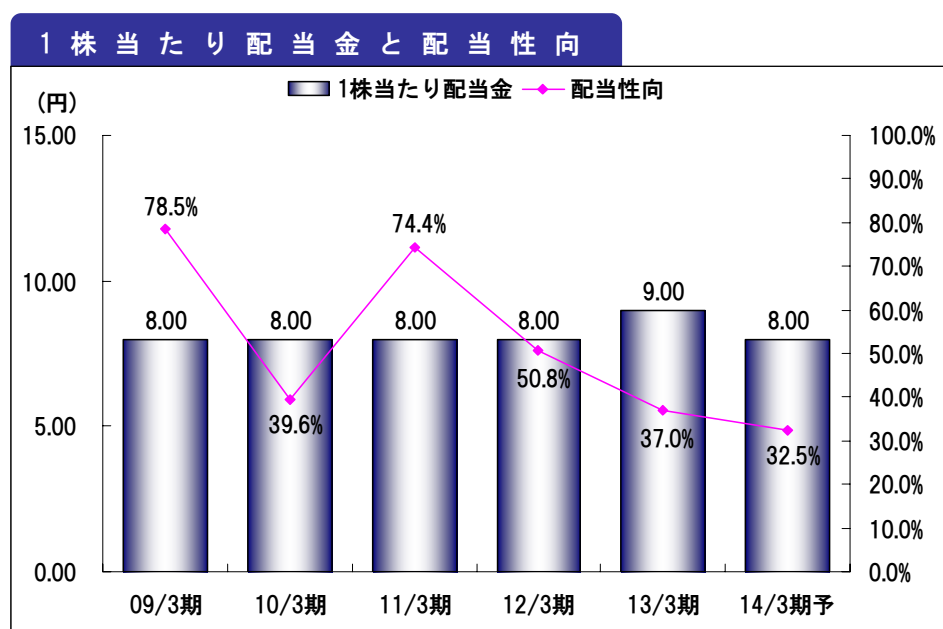
一方、最終年度の2014年3月期における当初の数値目標は売上高が200,000百万円、営業利益は10,000百万円を見込んでいた。しかしながら、実際に同社が示した2014年3月期予想では、原料高で売上高が214,000百万円に増額されたものの、急激な円高是正や非製油事業の育成遅れ、既存油脂部門における高機能製品の伸び悩みなどにより、営業利益は6,600百万円に減額された。まだ下期を残しているものの2011～2013年度中期経営計画は利益成長に課題を残す結果となっている。加えて、海外事業は拠点整備の段階のため、現状では2020年度に同社が目指す海外事業の一本立ちには時間がかかるとみられ、現地パートナーとの合併から一歩踏み込み、時間をお金で買う方法も選択肢の1つに加える必要もあろう。

以上から、同社のリスク要因として、1) 原料相場、2) 原料市況を製品価格に反映させるタイムラグ、3) ミールバリューの低下、4) 為替変動、などが改めて認識させられる。

■株主還元

当面は年8円配当を目途にした安定配当を継続か

同社の配当政策は内部留保を確保しながら、長期的な安定配当を基本方針に掲げている。2013年3月期は特別配当で年1円が上乗せされたものの、普通配当は2009年3月期から年8円配当を継続している。同社の収益性は原料相場の影響を受けやすく、年度ごとの利益変動率が高いため、当面は年8円配当を目途にした安定配当の継続が予想される。



注) 13/3期は特別配当1円を含む

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ