三菱UFJモルガン･スタンレー証券

食品セクター

2018年度　食品セクター投資戦略

～強い企業を再評価する好機～

2018年7月

インベストメントリサーチ部
角山　智信
03-6627-5263
tsunoyama-tomonobu@sc.mufg.jp

結論

注目銘柄

- **不二製油グループ本社（2607）：Overweight TP 4,600円** 収益構造の革新による企業価値向上で株価上昇を予想する
- **キッコーマン（2801）：Overweight TP 5,700円** 新中計では、高い利益総出力と利益成長への意欲を再確認
- **ニチレイ（2871）：Overweight TP 3,500円** 限界利益最大化に向けた前向きな投資を評価する
- **ヤクルト本社（2267）： Overweight TP 9,600円** 大事なことは、値上げ後も中国で順調な数量の拡大が確認できたこと

カバレッジ一覧

コード	銘柄名	投資判断	目標株価（円）	株価 7月19日	潜在リターン（%）	直近レポート発行日	時価総額（億円）	PER（倍）		PBR（倍）		ROE（%）	
								18年度	19年度	18年度	19年度	18年度	19年度
2206	江崎グリコ	Neutral	5,200	5,160.0	0.8	2018/6/5	3,583	24.2	21.3	1.6	1.5	6.6	7.1
2229	カルビー	Neutral	3,700	3,955.0	-6.4	2018/5/21	5,296	28.1	26.7	3.5	3.2	12.9	12.5
2267	ヤクルト本社	Overweight	9,600	7,630.0	25.8	2018/5/25	13,051	32.6	29.9	3.2	3.0	10.2	10.3
2269	明治ホールディングス	Neutral	9,800	9,050.0	8.3	2018/6/5	13,818	20.9	19.9	2.5	2.3	12.3	11.9
2282	日本ハム	Neutral	4,700	4,265.0	10.2	2018/5/28	4,585	13.6	14.1	1.0	0.9	7.5	6.8
2296	伊藤ハム米久ホールディングス	Neutral	960	903.0	6.3	2018/5/28	2,685	15.8	14.9	1.2	1.1	7.6	7.7
2502	アサヒグループホールディングス	Neutral	5,900	5,529.0	6.7	2018/6/15	26,737	17.3	16.4	2.0	1.9	12.3	11.9
2503	キリンホールディングス	Neutral	2,900	2,983.5	-2.8	2018/6/15	27,269	17.6	15.8	3.1	2.7	17.0	18.5
2607	不二製油グループ本社	Overweight	4,600	3,745.0	22.8	2018/5/21	3,279	21.7	19.6	1.9	1.8	8.9	9.3
2801	キッコーマン	Overweight	5,700	5,350.0	6.5	2018/5/9	10,373	37.4	34.4	3.9	3.6	10.8	11.0
2802	味の素	Neutral	2,150	2,103.5	2.2	2018/5/31	12,029	19.6	18.4	1.9	1.7	9.5	9.7
2809	キユーピー	Neutral	2,900	2,910.0	-0.3	2018/7/12	4,365	21.7	21.4	1.8	1.7	8.4	8.0
2871	ニチレイ	Overweight	3,500	2,608.0	34.2	2018/5/23	3,649	16.7	15.7	2.0	1.8	12.4	12.2
2914	日本たばこ産業	Neutral	3,300	2,940.0	12.2	2018/5/9	58,800	13.4	12.4	1.9	1.8	14.1	14.7

出所：MUMSS作成、予想はMUMSS。注記：目標株価の期間は今後12ヶ月ベース。

食品業界

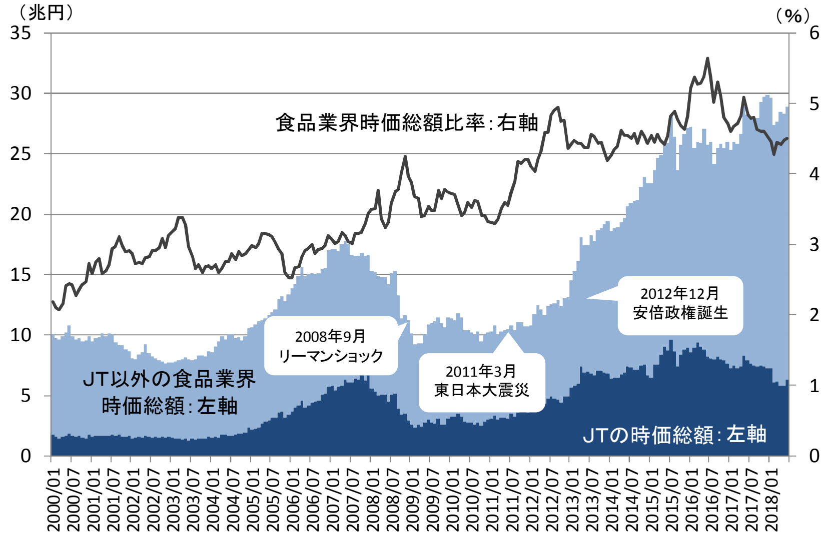
時価総額

	2000年　2016年
● 食品業界の時価総額比率（対ＴＯＰＩＸ）	約2%→約5%
● 食品業界の時価総額	約10兆円→約25兆円 (昨年7月のピーク28兆円からは1割下落)
● JTの時価総総額	約1.8兆円→約8兆円

● アベノミクス相場以降、ＪＴの依存度が低下

ＪＴ以外の食品株の重要性が高まった

食品業界時価総額と時価総額比率



出所：Astra ManagerデータよりMUMSS作成

食品企業が評価されたポイント

● 国内事業の収益構造改革（値上げ、高付加価値化）
● 海外事業の成長
● 潤沢なFCFの有効的な活用（M&A、海外進出、株主還元）

海外業績比較（2016年度）

海外収益（億円）	グリコ	不二製油	キユーピー	ヤクルト	カルビー	明治HD	ニチレイ	アサヒ	キリン	味の素	JT
売上高	453	1,151	378	1,719	290	381	708	2,503	5,614	5,717	11,992
営業利益	36	75	33	430	8	0	－	123	433	445	3,018
海外構成比	グリコ	不二製油	キユーピー	ヤクルト	カルビー	明治HD	ニチレイ	アサヒ	キリン	味の素	JT
売上高	13%	39%	7%	43%	11%	3%	13%	10%	27%	52%	56%
営業利益	15%	38%	11%	80%	3%	0%	－	7%	31%	52%	51%

出所：会社資料よりMUMSS作成、一部MUMSS推定

食品業界のテーマと関連カバー銘柄

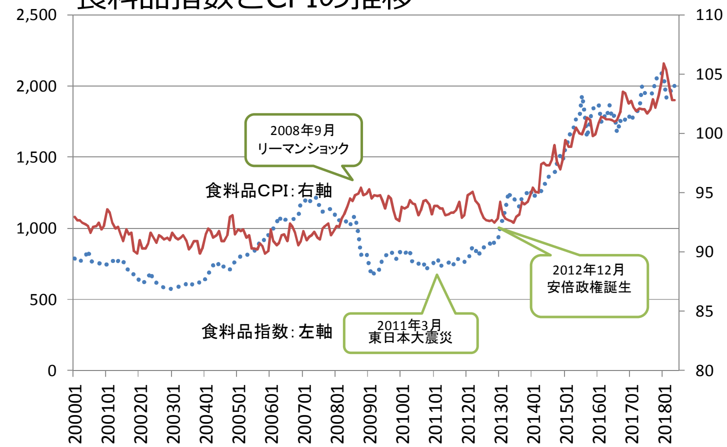
- 食品業界のテーマ
  - 値上げ、構造改革
    - 牛乳、パン、チーズ、ビール、たばこ
      - 明治、キリン、アサヒ、ＪＴ
  - 健康
    - タンパク質（スポーツ栄養、大豆たんぱく、豆乳）
      - 明治、不二製油、キッコーマン
  - 調理の簡便化
    - 冷凍食品、調理食品
      - ニチレイ、味の素、伊藤ハム米久
  - 海外展開
    - 先進国型
      - キッコーマン、アサヒ、ＪＴ
    - 新興国型
      - ヤクルト、味の素、不二製油、キユーピー

出所：MUMSS

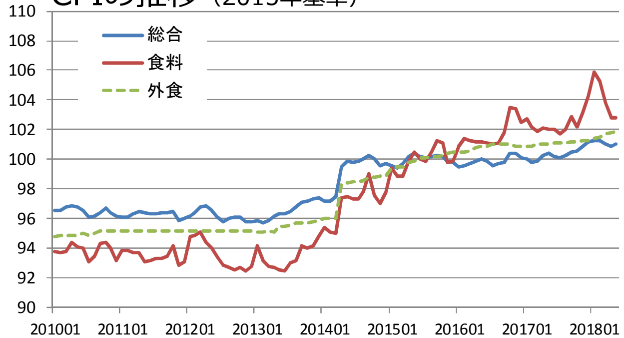
食料品指数

食料品の脱デフレに市場は注目

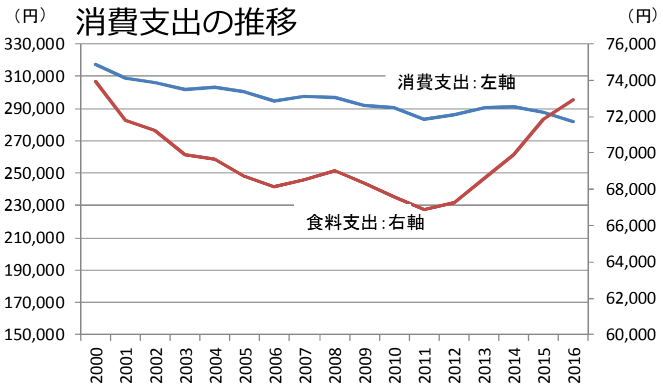
食料品指数とCPIの推移



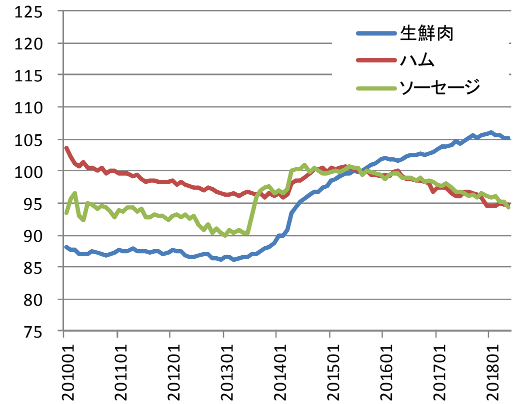
CPIの推移（2015年基準）

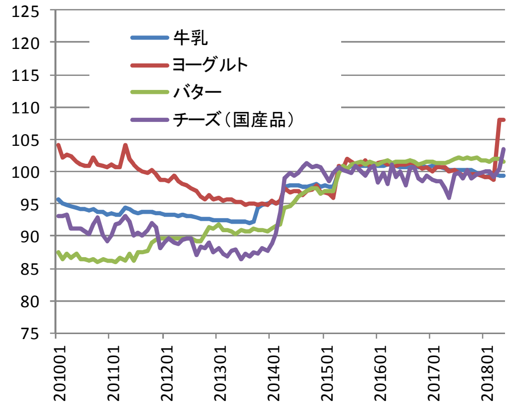


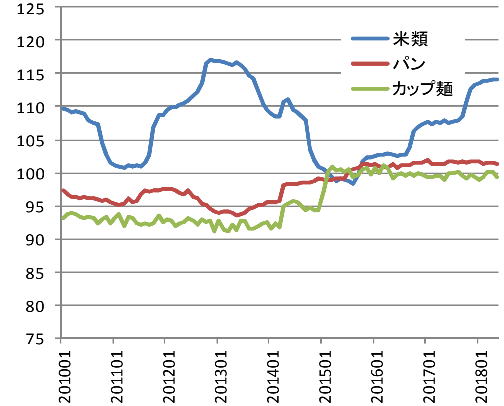
消費支出の推移

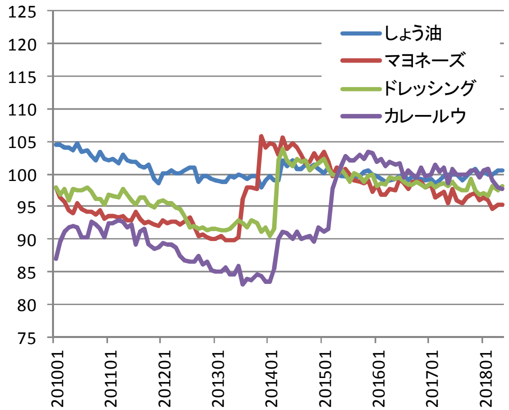


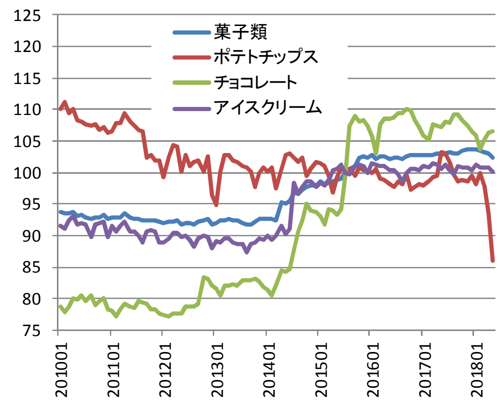
出所：総務省データよりMUMSS作成

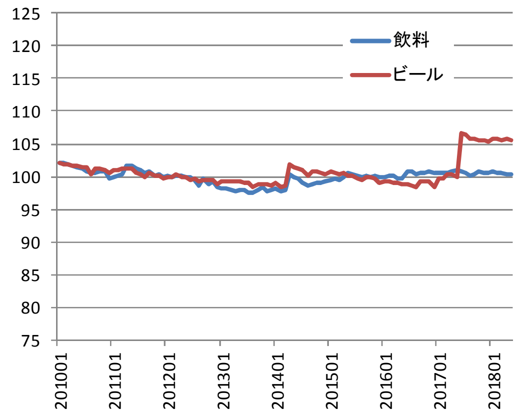








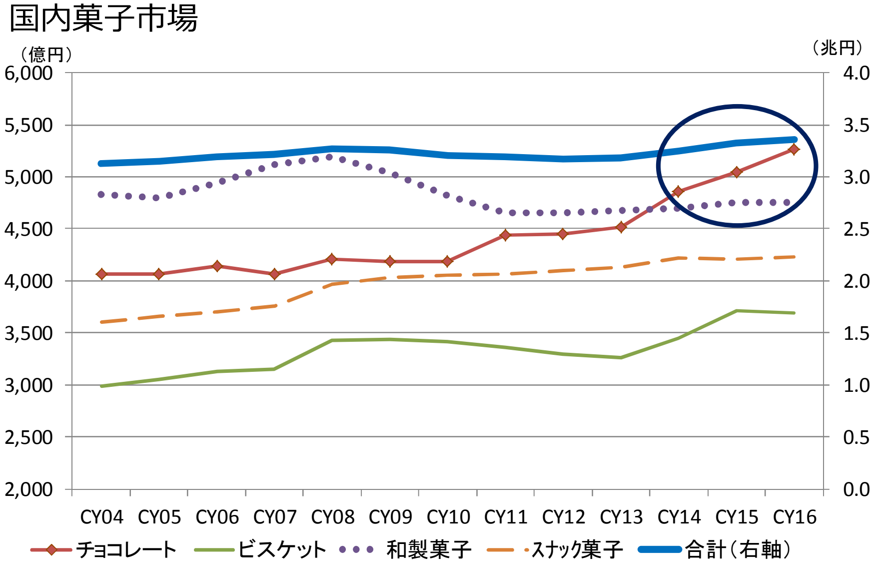




国内菓子・チョコレート市場

三菱UFJモルガン･スタンレー証券

チョコレートが国内菓子No.1カテゴリーへ



出所：全日本菓子協会データよりMUMSS作成

年齢別菓子類の消費パターン

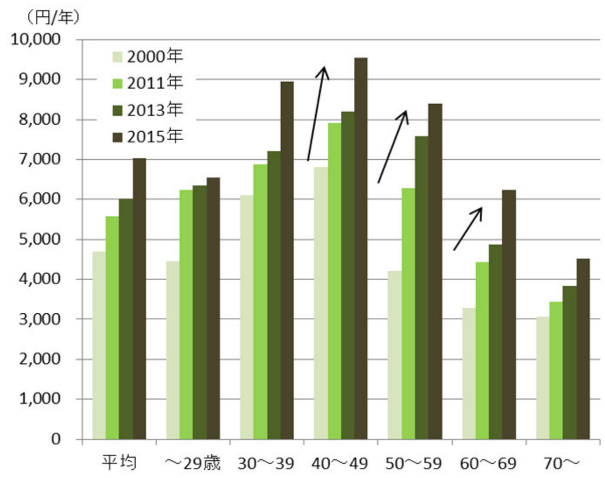
チョコレートと和菓子の消費パターンの特徴

- 消費年齢層の中心は、チョコレートは若年層、和菓子は高齢者
- 高齢者の消費量は、チョコレートが増えて、和菓子は減っている

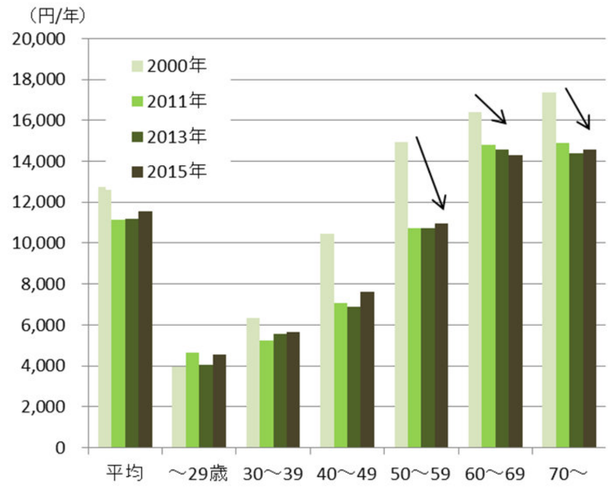
今までチョコレートを食べなかった高齢者が、チョコレートを食べ始めている理由

- チョコレートの機能性に関心が高まっている
- 子供の頃にチョコレートを食べていた世代が高齢者になっている

世帯主の年齢別　チョコレート類購入額



世帯主の年齢別　和菓子計購入額



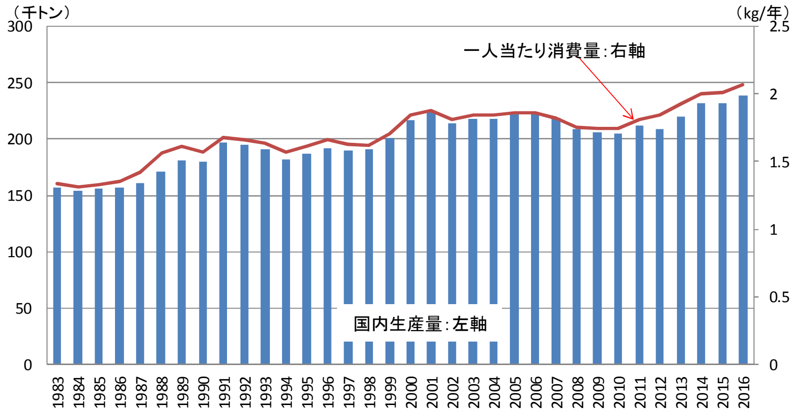
出所：お菓子何でも情報館データよりMUMSS作成
注：チョコレート類はチョコレート＋チョコレート菓子、和菓子計は、ようかん＋まんじゅう＋他の和菓子

チョコレート消費量と市場シェア

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

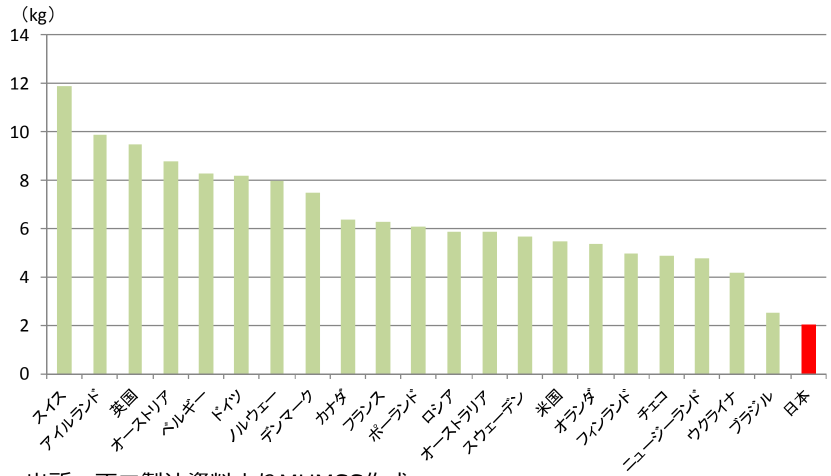
一人あたりの消費量から見ても日本のチョコレート市場の伸び代は大きい

チョコレート国内生産量と一人当たり消費量



出所：日本チョコレートココア協会データよりMUMSS作成

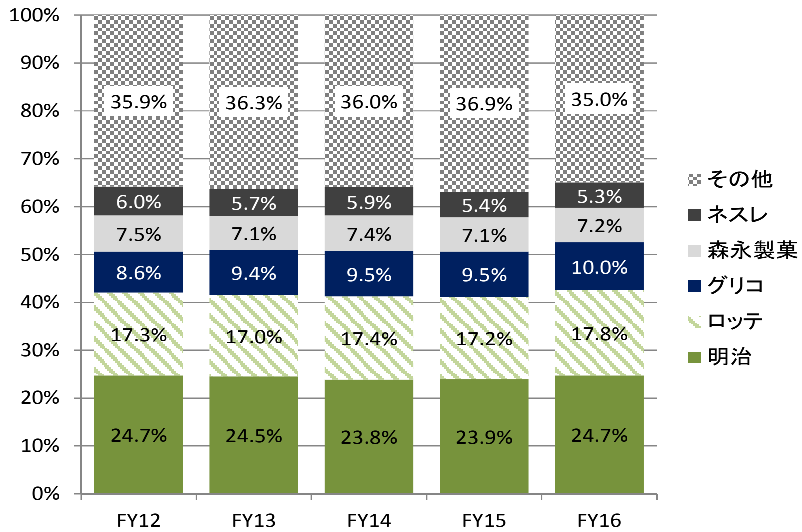
国民一人あたりのチョコレート消費量（2013年）



出所：不二製油資料よりMUMSS作成

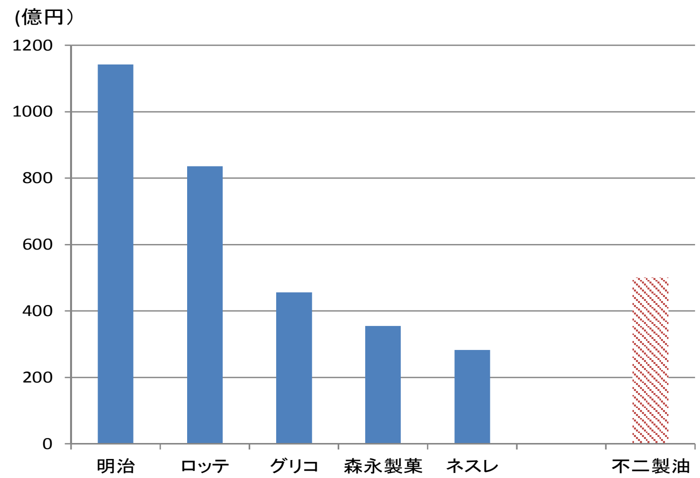
業務用No.1の不二製油にも注目

チョコレート市場シェア



出所：ヒアリングよりMUMSS作成

国内チョコレート売上高推定値(2016年度)

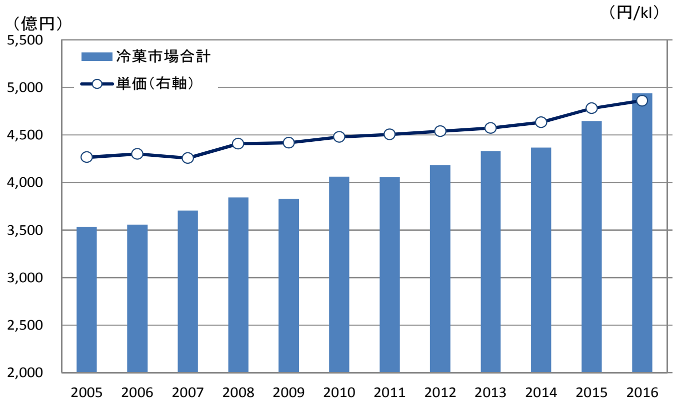


出所：全日本菓子協会データ、ヒアリングによりMUMSS作成
注：チョコレート市場（生産金額）と各社市場シェアよりMUMSSが推定。不二製油は業務用チョコレートの売上高推定値

冷菓市場/食品メーカーの営業利益率と総利益率

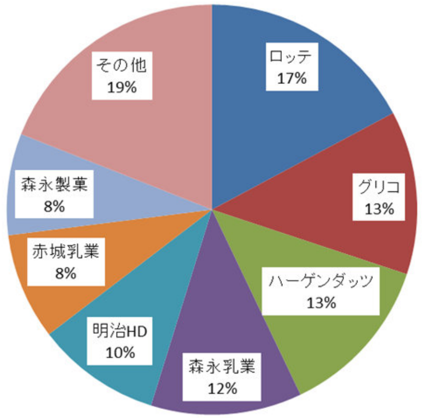
冷菓市場も堅調

冷菓市場



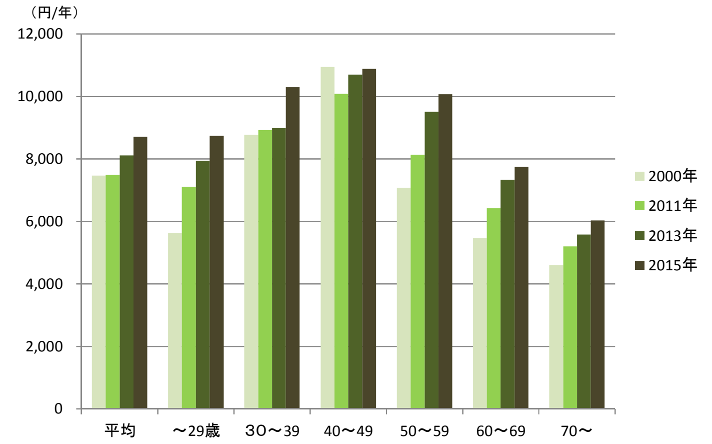
出所：日本アイスクリーム協会データよりMUMSS作成

冷菓市場シェア(2016年度)



出所：会社ヒアリングよりMUMSS作成

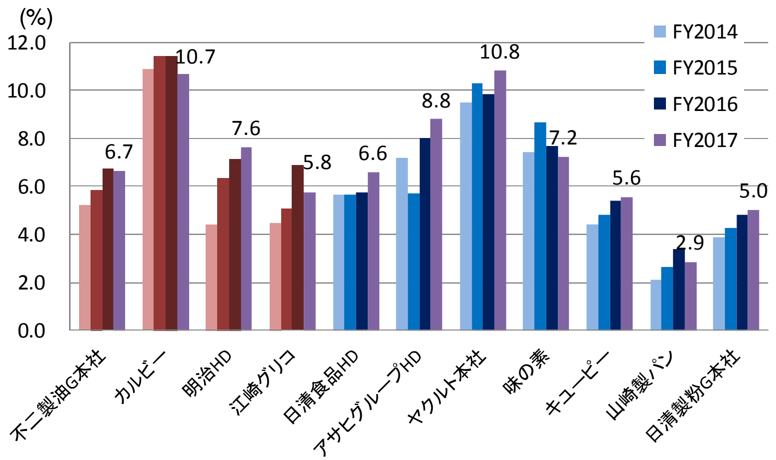
世帯主の年齢別冷菓の消費パターン



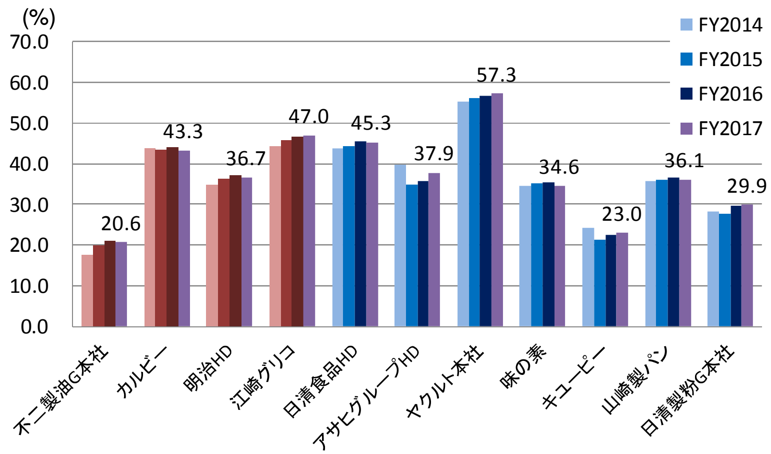
出所：お菓子何でも情報館データよりMUMSS作成

主要食品メーカーの営業利益率と総利益率（2014-2017年度）

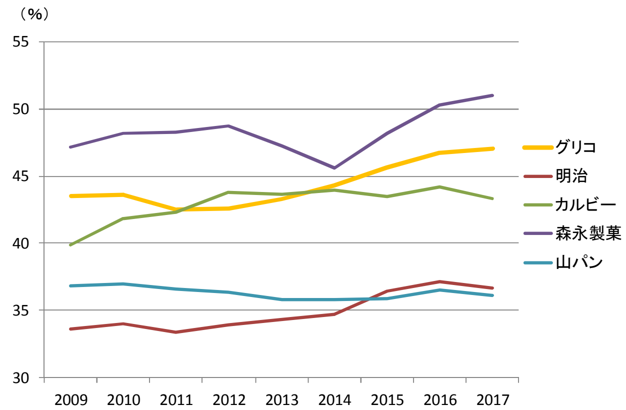
売上高営業利益率



売上高総利益率



売上高総利益率



出所：AstraManagerデータよりMUMSS作成

出所：AstraManagerデータよりMUMSS作成、アサヒ2105-16年度はIFRS基準

注目銘柄と投資戦略　ヤクルト本社（2267）

注目銘柄

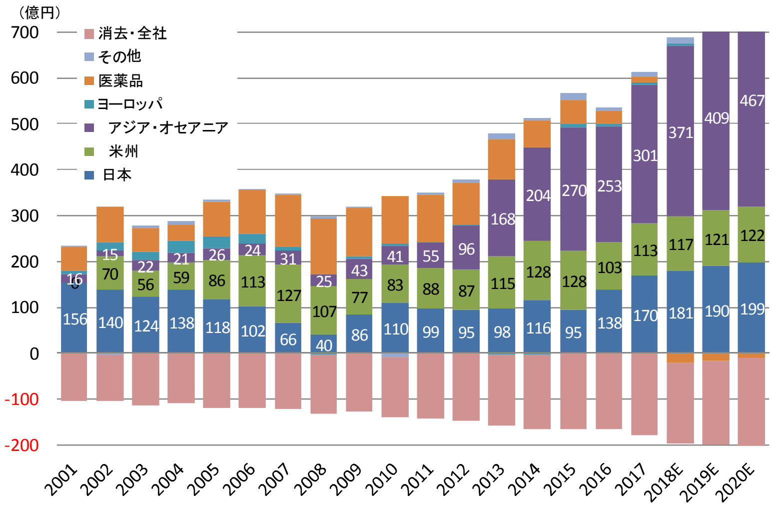
ヤクルト本社 (2267)

レーティング	Overweight
目標株価	9,600円
株価 (7/19)	7,630.0円
潜在リターン	+25.8%

ポイント

- 投資判断理由
  大事なことは、値上げ後も中国で順調な数量の拡大が確認できたこと
- カタリストとリスク
  カタリスト：（1）中国でのトップライン成長の加速と広州での値上げの実行、（2）国内飲料事業での高付加価値製品の導入による業績拡大
  リスク　：（1）中国での販売モメンタムの低下、（2）人民元やメキシコペソなど新興国通貨の下落
- バリュエーション
  目標株価9,600円は、20/3期弊社予想EPS254.8円と妥当PER37.5倍から算出

セグメント別営業利益



出所：会社資料よりMUMSS作成、EはMUMSS予想

2267	連結	売上高		営業利益		経常利益		当期純利益		EPS	1株配当	PER	PBR
決算期		百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	円	円	倍	倍
17/3	実績	378,307	-3.1	37,281	-6.9	49,370	-2.5	30,154	4.5	187.9	32.0	-	-
18/3	実績	401,569	6.1	43,463	16.6	53,054	7.5	34,064	13.0	212.2	34.0	-	-
19/3	予想	413,000	2.8	49,000	12.7	59,000	11.2	37,500	10.1	233.7	40.0	32.6	3.21
	ｺﾝｾﾝｻｽ	417,500	4.0	48,550	11.7	59,000	11.2	37,614	10.4	234.4	-	32.6	-
	会社予想	418,000	4.1	46,500	7.0	56,500	6.5	35,500	4.2	221.2	40.0	34.5	-
20/3	予想	424,000	2.7	54,000	10.2	64,000	8.5	40,900	9.1	254.8	45.0	29.9	2.96
	ｺﾝｾﾝｻｽ	434,914	4.2	55,600	14.5	65,914	11.7	42,400	12.7	264.2	-	28.9	-
21/3	予想	439,000	3.5	60,500	12.0	70,900	10.8	45,600	11.5	284.1	50.0	26.9	2.73

19/3	上期予想	202,319	2.3	23,372	2.5	26,657	-0.8	18,786	5.1	117.1
	下期予想	210,681	3.4	25,628	24.1	32,343	23.5	18,714	15.6	116.6
19/3	1Q予想	96,368	2.0	9,511	-4.7	11,082	-7.8	8,191	1.9	51.0
	2Q予想	105,951	2.6	13,861	8.1	15,575	5.0	10,595	7.7	66.0
	3Q予想	114,064	2.5	19,055	11.3	23,725	11.3	15,741	5.8	98.1
	4Q予想	96,616	4.3	6,572	86.0	8,617	76.6	2,973	126.8	18.5

出所：会社資料よりMUMSS作成、予想はMUMSS
注記：EPS、1株配当、PER及びPBRは今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算。コンセンサスはIFISコンセンサス。

ヤクルト本社（2267）

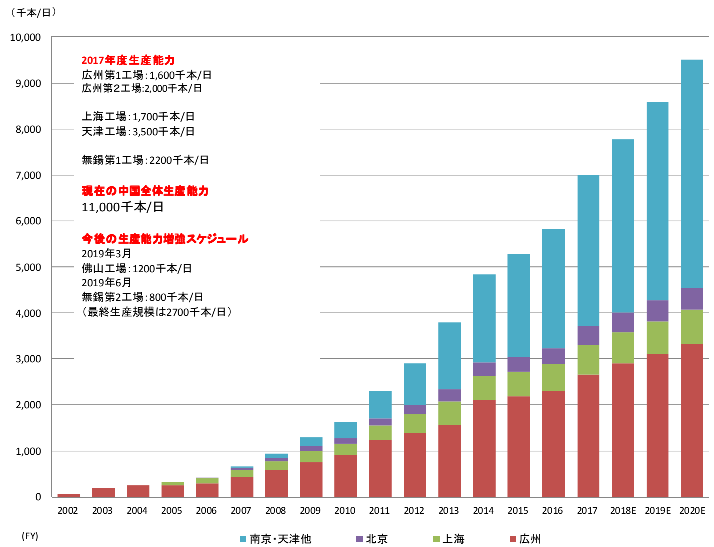
新中期経営計画の定量目標～利益重視の姿勢への転換

	2010年度 スタート時	2013年度 【第1フェーズ】	2016年度 【第2フェーズ】	2020年度 【第3フェーズ】	対2016年度差
売上高(億円)	3,059	3,503	3,783	4,540	20%
国内飲料食品	1,897	2,004	2,041	2,340	15%
海外飲料食品	716	1,188	1,464	1,900	30%
医薬品	388	353	278	290	4%
その他	171	180	199	240	21%
調整額	-115	-223	-200	-230	
営業利益(億円)	204	320	372	570	53%
国内飲料食品	110	97	138	250	81%
海外飲料食品	129	278	361	460	27%
医薬品	102	85	28	20	-29%
その他	-6	13	9	20	122%
調整額	-131	-155	-164	-180	
営業利益率	6.7%	9.1%	9.8%	12.6%	
国内飲料食品	5.8%	4.8%	6.8%	10.7%	
海外飲料食品	18.0%	23.4%	24.7%	24.2%	
医薬品	26.3%	24.1%	10.1%	6.9%	
その他	-3.5%	7.2%	4.5%	8.3%	
乳製品販売本数(万本/日)	2750	3237	3737	4350	16%
国内	877	896	937	1050	12%
海外	1873	2341	2800	3300	18%
人口比					
国内	6.9%	7.0%	7.3%	8.2%	
海外	1.4%	1.5%	1.6%	1.4%	
販売対象人口	14.5億人	17.0億人	19.2億人	24.2億人	

出所：会社資料よりMUMSS作成

人口比から見た中国飲料事業

中国飲料販売数量

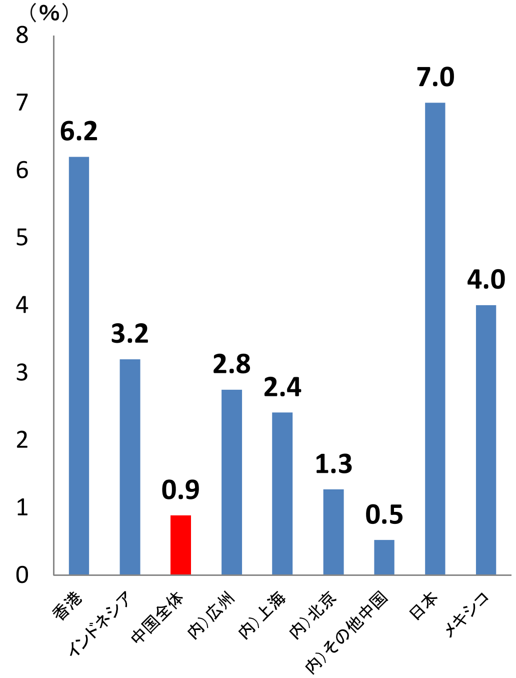


出所：会社資料よりMUMSS作成、EはMUMSS予想

国・地域別人口比（17年6月末時点）

	販売人口（百万人）	販売実績（千本/日）	人口比 販売実績/販売人口（%）	進出年度（年）
アジア				
香港	8	489	6.2	1969年
インドネシア	160	5,178	3.2	1991年
中国	**703**	**6,304**	**0.9**	**2002年**
広州	88	2,426	2.7	2002年
上海	24	578	2.4	2005年
北京	30	386	1.3	2006年
その他	560	2,914	0.5	2007年
米州				
ブラジル	101	1,887	1.9	1968年
メキシコ	94	3,799	4.0	1981年
アメリカ	79	286	0.4	1999年
欧州				
イギリス	69	205	0.3	1996年
ドイツ	81	81	0.1	1996年
イタリア	61	95	0.2	2007年

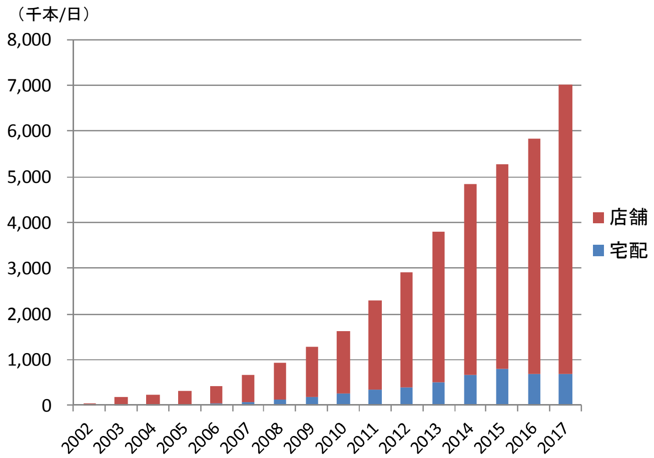
出所：会社資料よりMUMSS作成　注：一部MUMSS推定



中国とインドネシア

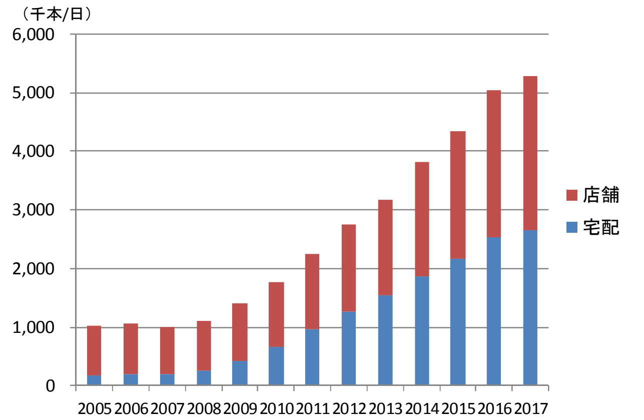
- 宅配チャネルは、購入頻度の向上→人口比の増加に貢献
- インドネシアは、2007年あたりから宅配チャネルを強化
- 15/3期の宅配比率は、中国14%・インドネシア49%

中国チャネル別販売数量



出所：会社資料よりMUMSS推定

インドネシアチャネル別販売数量



出所：会社資料よりMUMSS推定

ヤクルト本社（2267）

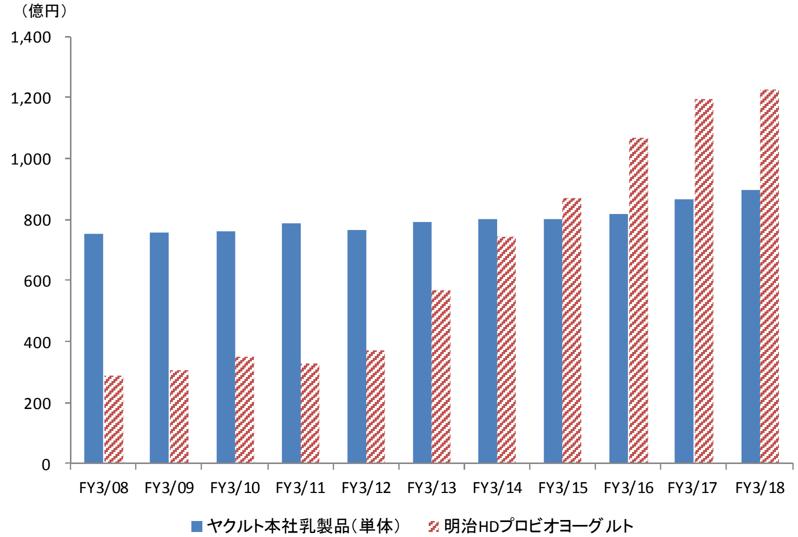
国内事業の取り組み

・最大の課題はYLの確保、増員。
　ＹＬ処遇改善→利益を稼ぐ意識の高まり
・2016年のヤクルト400の値上げの成功
・明治ＨＤに対するライバル心
・CVS等販売チャネル拡大
・21/3期までに、大型新商品の導入予定

New ヤクルト	ヤクルト400	ジョア	ミルミル	毎日飲むヤクルト	Newヤクルト6本パック
40円/65ml	70円/80ml	100円/125ml	100円/100ml	110円/100ml	240円/6本

出所：会社資料よりMUMSS作成

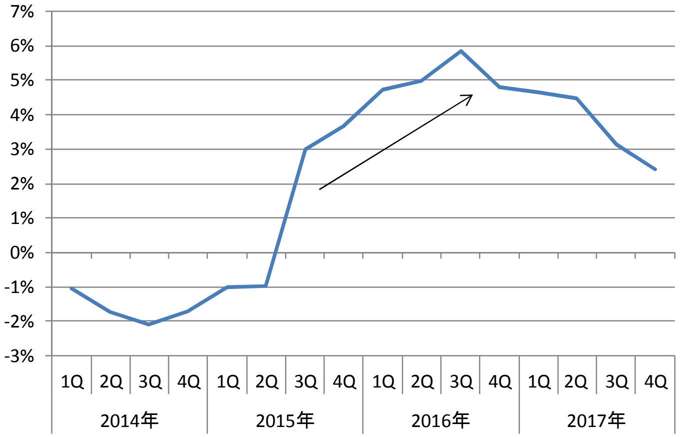
ヤクルト乳製品と明治プロビオヨーグルトの販売実績



出所：会社資料よりMUMSS作成

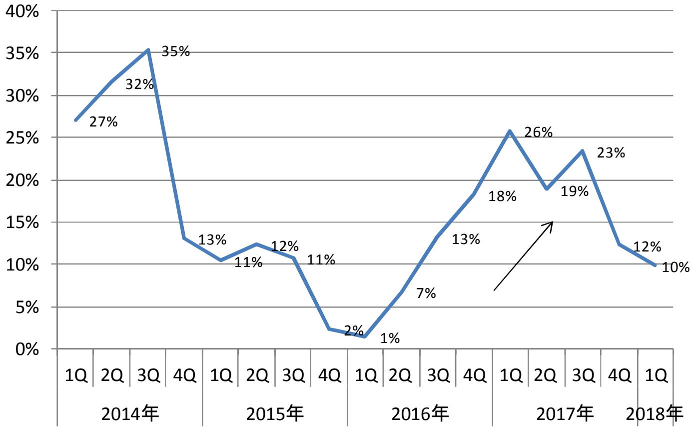
国内と中国の四半期乳製品販売数量と主要為替

日本乳製品販売数量

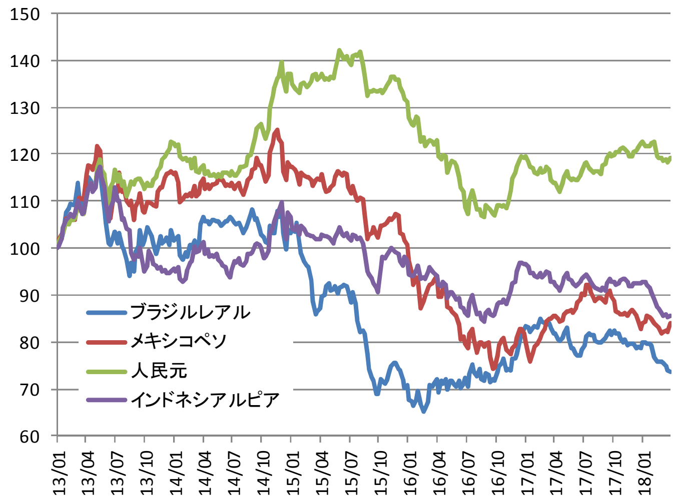


出所：会社資料よりMUMSS作成

中国飲料販売数量



主要為替動向（対円レート）



出所：BloombergよりMUMSS作成　注：2013年1月＝100

注目銘柄

明治ホールディングス (2269)

レーティング	Neutral
目標株価	9,800円
株価 (7/19)	9,050.0円
潜在リターン	+8.3%

ポイント

- 投資判断理由

  コア商品の販売モメンタム回復と中計施策の進捗を見極める局面

- カタリストとリスク

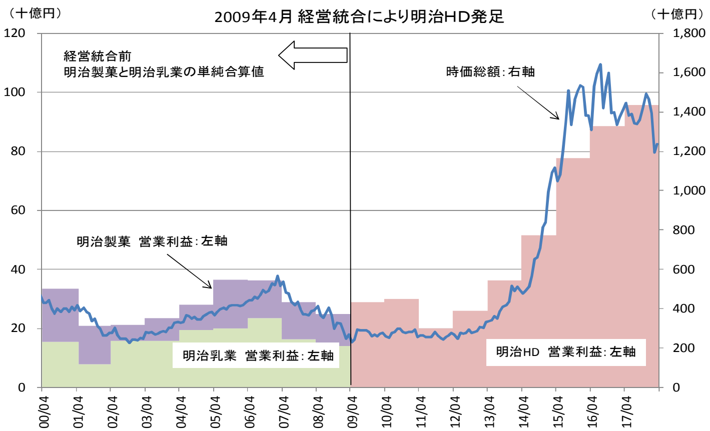
  カタリスト：(1)ヨーグルト、チョコレート等コア製品の成長加速、（2）海外事業の利益貢献の拡大、（3）牛乳の黒字化の達成

  リスク　　：(1)ヨーグルト、チョコレートの販売低迷の長期化、（2）原材料コストの高騰騰

- バリュエーション

  目標株価9,800円は、20/3期弊社予想EPS455.9円と妥当PER21.6倍から算出

営業利益と時価総額



出所：Astra ManagerよりMUMSS作成

2269 連結		売上高		営業利益		経常利益		当期純利益		EPS	1株配当	PER	PBR
決算期		百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	百万円	前年比(%)	円	円	倍	倍
17/3	実績	1,242,480	1.5	88,395	13.6	88,839	8.6	60,786	-2.9	419.2	110.0	-	-
18/3	実績	1,240,860	-0.1	94,673	7.1	95,877	7.9	61,278	0.8	422.6	130.0	-	-
19/3	予想	1,261,000	1.6	98,000	3.5	98,700	2.9	62,900	2.6	433.8	130.0	20.9	2.47
	ｺﾝｾﾝｻｽ	1,260,144	1.6	101,289	7.0	101,981	6.4	65,807	7.4	453.8	-	19.9	-
	会社予想	1,260,000	1.5	99,500	5.1	99,500	3.8	63,000	2.8	434.5	130.0	20.8	-
20/3	予想	1,273,000	1.0	103,000	5.1	103,700	5.1	66,100	5.1	455.9	137.0	19.9	2.27
	ｺﾝｾﾝｻｽ	1,274,267	1.1	107,722	6.4	108,469	6.4	70,340	6.9	485.1	-	18.7	-
21/3	予想	1,267,000	-0.5	110,000	6.8	110,700	6.8	70,900	7.3	489.0	147.0	18.5	2.09

19/3	上期予想	614,404	1.3	44,083	18.1	44,736	24.0	31,551	29.7	217.6
	下期予想	646,597	0.1	53,917	7.2	53,964	0.6	31,349	5.9	216.2
19/3	1Q予想	298,974	-0.8	23,591	-3.4	23,918	-4.9	17,042	0.2	117.5
	2Q予想	315,430	1.7	20,492	-1.0	20,818	-0.6	14,510	0.6	100.1
	3Q予想	333,629	2.6	29,581	9.4	30,027	6.5	20,018	3.8	138.1
	4Q予想	312,967	2.9	24,335	8.1	23,937	11.0	11,331	7.3	78.1

出所：会社資料よりMUMSS作成、予想はMUMSS

注記：EPS、1株配当、PER及びPBRは今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算。コンセンサスはIFISコンセンサス。

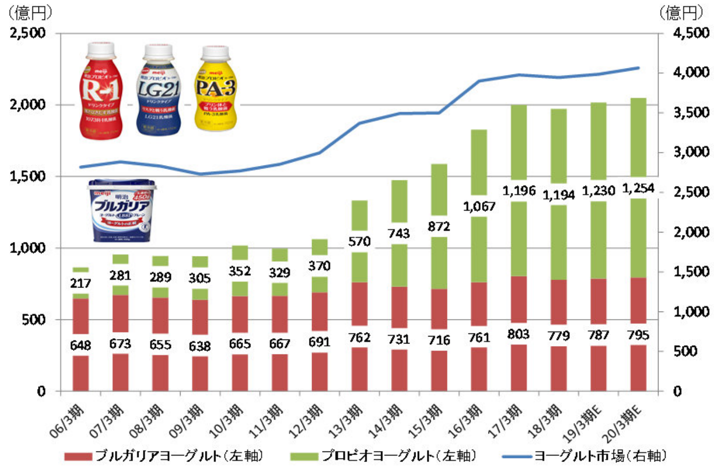
明治ホールディングス（2269）

三菱UFJモルガン･スタンレー証券

新中期経営計画の概要

1、コア製品の伸長
　（ヨーグルト、チョコレート、スポーツ栄養）
2、牛乳の構造改革
3、海外の伸長
4、医薬品事業の各種施策
　原価低減、メドライクによるCMO/CDMOの拡大、農薬・動物薬の構造改革、GE拡大
5、設備投資　約3,300億円（前３ヵ年は1,645億円）

明治　ヨーグルトの売上高推移



出所：会社資料よりMUMSS作成、EはMUMSS予想

新中期経営計画の数値目標

	18/3期	19/3期 CE	21/3期 CE
売上高	**12,408**	**12,600**	**13,500**
食品	10,737	10,900	11,597
国内	10,301	10,382	10,700
ヨーグルト	2,035	2,100	2,240
チョコレート	1,040	1,059	1,300
栄養食品	720	778	1,079
チーズ	352	356	405
フローズンデザート	430	449	521
業務用食品	586	581	598
牛乳	1,071	1,060	946
その他	4,067	3,999	3,611
海外	434	518	900
中国	119	158	230
東南アジア	38		135
米国	186		345
輸出	90		190
医薬品	1,684	1716	1,900
国内	1,290	1297	1,380
海外	394	419	520
営業利益	**946**	**995**	**1,250**
食品	841	900	1,100
国内	834	892	1,070
海外	7	8	30
医薬品	110	100	150
国内	66	70	85
海外	44	30	65

18/3期比	19/3期CE	21/3期CE
売上高	2%	9%
食品	2%	8%
国内	1%	4%
ヨーグルト	3%	10%
チョコレート	2%	25%
栄養食品	8%	50%
チーズ	1%	15%
フローズンデザート	4%	21%
業務用食品	-1%	2%
牛乳	-1%	-12%
その他	-2%	-11%
海外	19%	107%
中国	33%	93%
東南アジア		255%
米国		85%
輸出		111%
医薬品	2%	13%
国内	1%	7%
海外	6%	32%
営業利益	5%	32%
食品	7%	31%
国内	7%	28%
海外	14%	329%
医薬品	-9%	36%
国内	6%	29%
海外	-32%	48%

出所：会社資料よりMUMSS作成、CEは会社計画

中計3ヵ年の主な増減益計画（億円）

増益要因		減益要因	
売上拡大	420	減価償却・製造間接費	120
値上げ	50	マーケティング費用	30
牛乳構造改革	50	原価アップ	135
子会社収益改善	24		

出所：会社資料よりMUMSS作成

APPENDIX

バリュエーション比較

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

コード	銘柄名	日付	通貨	株価	時価総額	直近期	PER (倍)			PBR (倍)			EV/EBITDA (倍)			ROE (%)		
					(十億)		FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E	FY18E	FY19E	FY20E
2206	江崎グリコ	07/19	JPY	5,160.0	358.3	03/2018	24.2	21.3	20.3	1.6	1.5	1.4	8.6	7.7	7.3	6.6	7.1	7.1
2229	カルビー	07/19	JPY	3,955.0	529.6	03/2018	28.1	26.7	25.8	3.5	3.2	3.0	13.0	12.1	11.3	12.9	12.5	11.9
2267	ヤクルト本社	07/19	JPY	7,630.0	1,305.1	03/2018	32.6	29.9	26.9	3.2	3.0	2.7	17.9	16.3	14.6	10.2	10.3	10.6
2269	明治HD	07/19	JPY	9,050.0	1,381.8	03/2018	20.9	19.9	18.5	2.5	2.3	2.1	9.4	8.7	7.9	12.3	11.9	11.8
2282	日本ハム	07/19	JPY	4,265.0	458.5	03/2018	13.6	14.1	14.1	1.0	0.9	0.9	7.6	7.4	7.3	7.5	6.8	6.5
2296	伊藤ハム米久HD	07/19	JPY	903.0	268.5	03/2018	15.8	14.9	14.4	1.2	1.1	1.1	7.8	7.5	7.2	7.6	7.7	7.6
2502	アサヒグループHD	07/19	JPY	5,529.0	2,673.7	12/2017	17.3	16.4	15.9	2.0	1.9	1.7	11.4	10.6	10.0	12.3	11.9	11.3
2503	キリンHD	07/19	JPY	2,983.5	2,726.9	12/2017	17.6	15.8	14.8	3.1	2.7	2.4	12.0	11.4	10.4	17.0	18.5	17.5
2607	不二製油グループ本社	07/19	JPY	3,745.0	327.9	03/2018	21.7	19.6	18.0	1.9	1.8	1.6	10.8	9.8	9.0	8.9	9.3	9.5
2801	キッコーマン	07/19	JPY	5,350.0	1,037.3	03/2018	37.4	34.4	32.2	3.9	3.6	3.4	19.6	17.7	16.8	10.8	11.0	10.9
2802	味の素	07/19	JPY	2,103.5	1,202.9	03/2018	19.6	18.4	17.9	1.9	1.7	1.6	10.5	10.0	9.3	9.5	9.7	9.4
2809	キユーピー	07/19	JPY	2,910.0	436.5	11/2017	21.7	21.4	20.5	1.8	1.7	1.6	9.3	8.8	8.4	8.4	8.0	7.9
2871	ニチレイ	07/19	JPY	2,608.0	364.9	03/2018	16.7	15.7	14.6	2.0	1.8	1.7	8.6	7.9	7.4	12.4	12.2	11.9
2914	日本たばこ産業	07/19	JPY	2,940.0	5,880.0	12/2017	13.4	12.4	11.8	1.9	1.8	1.7	7.0	6.7	6.4	14.1	14.7	14.7
2201	森永製菓	07/19	JPY	4,960.0	268.8	03/2018	18.2	17.6	18.3	2.4	2.2	2.0	9.6	9.1	8.6	13.7	12.5	11.5
2212	山崎製パン	07/19	JPY	2,792.0	615.0	12/2017	30.8	27.9	26.9	1.8	1.7	1.7	8.6	8.2	8.0	6.2	6.3	6.5
2270	雪印メグミルク	07/19	JPY	2,794.0	197.7	03/2018	13.0	12.0	11.3	1.1	1.1	1.0	7.1	6.6	6.4	9.1	9.2	9.0
2587	サントリーBF	07/19	JPY	4,705.0	1,453.8	12/2017	18.0	17.7	16.7	2.0	1.9	1.7	9.1	8.9	8.6	11.5	11.1	10.9
2801	キッコーマン	07/19	JPY	5,350.0	1,037.3	03/2018	37.7	34.8	32.2	3.9	3.7	3.5	19.8	18.3	16.9	10.7	11.0	11.1
2875	東洋水産	07/19	JPY	3,845.0	426.3	03/2018	20.2	19.4	18.7	1.3	1.3	1.2	8.1	7.8	7.6	6.8	6.8	6.8
2897	日清食品HD	07/19	JPY	7,700.0	813.9	03/2018	29.1	27.4	27.2	2.2	2.1	2.0	13.9	13.3	12.9	7.5	7.5	7.5
BN FP	Danone	07/19	EUR	65.82	45.1	12/2017	18.0	16.4	15.0	2.6	2.4	2.2	12.9	12.0	11.3	15.0	15.2	15.5
PEP US	PepsiCo	07/19	USD	115.77	163.7	12/2017	20.3	19.1	17.8	14.7	13.2	12.2	14.1	13.3	12.7	72.6	71.9	71.8
MDLZ US	Mondelēz	07/19	USD	42.24	62.3	12/2017	17.3	16.0	14.4	2.3	2.2	2.2	14.9	13.8	13.6	13.6	14.0	14.3
NESN VX	Nestlé	07/19	CHF	80.16	245.5	12/2017	21.1	19.3	17.5	4.0	3.9	3.9	14.1	13.0	12.1	19.2	21.1	23.3
HSY US	Hershey	07/19	USD	92.23	19.3	12/2017	17.3	16.6	15.7	17.5	14.2	12.6	12.5	12.1	11.8	147.0	97.0	327.9
K US	Kellogg	07/19	USD	69.60	24.1	12/2017	15.6	14.8	14.3	8.9	7.0	6.2	12.6	12.1	11.8	60.2	55.4	52.5

出所：Bloomberg データよりMUMSS 作成
注：江崎グリコ、カルビー、ヤクルト本社、明治HD、日本ハム、伊藤ハム米久HD、アサヒグループHD、キリンHD、不二製油、キッコーマン、味の素、キユーピー、ニチレイ、日本たばこ産業はMUMSS予想、その他はBloomberg コンセンサス

ヤクルト本社（2267）

三菱UFJモルガン・スタンレー証券

図表 1：ヤクルト本社（2267）財務諸表（連結）　（百万円）

決算期	17/3	18/3	19/3E	20/3E	21/3E
P/L					
売上高	378,307	401,569	413,000	424,000	439,000
売上総利益	214,335	229,930	237,475	244,648	254,620
販管費	177,053	186,466	188,475	190,648	194,120
営業利益	37,281	43,463	49,000	54,000	60,500
経常利益	49,370	53,054	59,000	64,000	70,900
税前利益	48,681	53,481	59,000	64,000	70,900
法人税等	13,708	14,820	16,500	17,900	19,900
実効税率（%）	28.2	27.7	28.0	28.0	28.1
当期純利益	30,154	34,064	37,500	40,900	45,600
EBITDA	59,941	64,995	71,000	76,300	83,000
前年比（%）					
売上高	-3.1	6.1	2.8	2.7	3.5
営業利益	-6.9	16.6	12.7	10.2	12.0
経常利益	-2.5	7.5	11.2	8.5	10.8
税前利益	-2.1	9.9	10.3	8.5	10.8
当期純利益	4.5	13.0	10.1	9.1	11.5
EBITDA	-7.0	8.4	9.2	7.5	8.8
売上高比（%）					
売上総利益	56.7	57.3	57.5	57.7	58.0
販管費	46.8	46.4	45.6	45.0	44.2
営業利益	9.9	10.8	11.9	12.7	13.8
経常利益	13.1	13.2	14.3	15.1	16.2
税前利益	12.9	13.3	14.3	15.1	16.2
当期純利益	8.0	8.5	9.1	9.6	10.4
EBITDA	15.8	16.2	17.2	18.0	18.9
投資関連					
設備投資	23,365	23,304	33,000	27,000	22,000
減価償却費	22,660	21,532	22,000	22,300	22,500
B/S					
流動資産合計	228,795	250,341	197,407	227,261	267,234
手元流動性	132,030	151,788	93,223	120,302	156,491
売掛債権	54,437	56,479	59,019	60,591	62,735
棚卸資産	28,525	28,136	29,919	30,716	31,802
その他流動資産	13,803	13,938	15,247	15,653	16,207
固定資産合計	356,945	380,900	444,920	450,640	451,531
有形固定資産	198,299	201,198	212,198	216,898	216,398
無形固定資産	5,464	5,727	5,727	5,727	5,727
投資その他資産	153,181	173,974	226,994	228,014	229,405
資産合計	585,741	631,241	642,327	677,901	718,765
流動負債合計	114,152	161,800	143,738	147,567	152,787
短期有利子負債	46,669	87,213	62,428	64,091	66,358
買掛債務	24,618	29,528	27,774	28,514	29,523
その他流動負債	42,865	45,059	53,536	54,962	56,906
固定負債合計	94,708	82,767	82,767	82,767	82,767
長期有利子負債	57,491	41,898	41,898	41,898	41,898
その他固定負債	37,217	40,869	40,869	40,869	40,869
負債合計	208,860	244,567	226,505	230,334	235,554
純資産合計	376,880	386,674	415,822	447,568	483,211
自己資本	343,502	352,179	381,327	413,073	448,716
負債合計+純資産合計	585,741	631,241	642,327	677,901	718,765
C/F					
営業 CF	59,998	61,989	53,423	61,571	65,879
投資 CF	-44,986	-30,285	-33,000	-27,000	-22,000
FCF	15,012	31,704	20,423	34,571	43,879
財務 CF	-13,749	-21,969	-33,137	-7,492	-7,689
現預金増減	-6,669	10,806	-12,713	27,079	36,189
比率分析（%）					
ROA	5.2	5.6	5.9	6.2	6.5
ROE	8.9	9.8	10.2	10.3	10.6
自己資本比率	58.6	55.8	59.4	60.9	62.4
DE レシオ（ネット）	-8.1	-6.4	2.9	-3.5	-10.7
1 株あたり指標					
EPS（円）	187.9	212.2	233.7	254.8	284.1
BPS（円）	2,140.3	2,194.3	2,375.9	2,573.7	2,795.8
DPS（円）	32.0	34.0	40.0	45.0	50.0
配当性向（%）	17.0	16.0	17.1	17.7	17.6

（注 1）一株あたり指標は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算
（出所）会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

【会社概要】

ヤクルト本社は主に乳製品乳酸菌飲料、ジュース・清涼飲料、食品等を製造および販売。同社は化粧品や医薬品なども製造販売。

【中期経営計画、21/3 期】

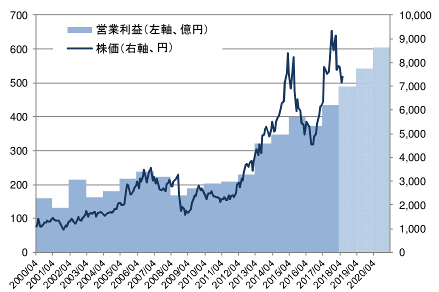
1. グローバル乳製品販売本数　4,350 万本/日
2. 売上高　4,540 億円
3. 営業利益　570 億円

【業績変動要因】

1. メキシコペソ、人民元、インドネシアルピア等の対円に対する変動
2. 薬価改定
3. 国内外の乳製品の販売動向
4. 原材料コストの変動

【大株主構成、17/9 末】

1. ダノン プロバイオティクスプライベートリミテッド　20.02%
2. 自社(自己株口)　6.00%
3. 株式会社フジ・メディア・ホールディングス　3.69%
4. みずほ信託銀行株式会社 退職給付信託みずほ銀行口　2.82%
5. 松尚株式会社　2.80%



出所：Astra ManagerよりMUMSS作成
注：19/3期以降の営業利益はMUMSS予想

2267	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
売上高(億円)	3,503	3,680	3,904	3,783	4,016	4,130	4,240	4,390	4,570	4,770	4,180
飲料及び食品											
日本	2,005	1,973	1,990	2,041	2,100	2,165	2,141	2,158	2,182	2,207	2,194
海外計	1,189	1,427	1,585	1,464	1,684	1,809	1,952	2,110	2,285	2,478	1,856
米州	492	546	527	453	502	485	501	518	535	553	507
アジア･オセアニア	610	792	971	934	1,099	1,237	1,364	1,505	1,663	1,838	1,256
ヨーロッパ	86	89	86	78	83	87	87	87	87	87	93
医薬品	353	326	348	278	257	208	196	180	166	154	200
その他	180	178	203	200	208	218	230	230	231	232	218
調整額	-224	-223	-222	-200	-232	-270	-279	-288	-294	-301	-288
営業利益(億円)	320	349	401	373	435	490	540	605	670	745	465
飲料及び食品											
日本	98	116	95	138	170	181	190	199	209	225	181
海外計	279	330	404	361	420	495	537	595	657	716	473
米州	115	128	128	103	113	117	121	122	126	130	117
アジア･オセアニア	168	204	270	253	301	371	409	467	524	579	349
ヨーロッパ	-3	-2	6	5	7	7	7	7	7	7	7
医薬品	86	58	54	29	13	-20	-15	-10	-10	-10	-20
その他	13	7	14	9	10	11	11	11	11	12	9
消去・全社	-155	-162	-166	-164	-179	-177	-183	-190	-197	-198	-178
前年比（%）	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
売上高	9.8	5.0	6.1	-3.1	6.1	2.8	2.7	3.5	4.1	4.4	4.1
飲料及び食品											
日本	4.5	-1.6	0.9	2.6	2.9	3.1	-1.1	0.8	1.1	1.1	4.5
海外計	35.8	20.1	11.0	-7.6	15.0	7.4	7.9	8.1	8.3	8.5	10.2
米州	26.9	11.0	-3.5	-14.2	10.8	-3.3	3.3	3.3	3.3	3.3	1.1
アジア･オセアニア	47.8	29.8	22.7	-3.9	17.7	12.6	10.3	10.4	10.5	10.5	14.3
ヨーロッパ	15.5	3.0	-3.0	-9.5	6.9	4.3	0.0	0.0	0.0	0.0	11.5
医薬品	-4.7	-7.8	6.9	-20.0	-7.8	-19.1	-5.5	-8.4	-7.6	-7.2	-22.1
その他	3.5	-1.4	14.2	-1.8	4.1	5.0	5.4	0.0	0.4	0.4	4.9
営業利益	38.8	9.0	14.8	-6.9	16.6	12.7	10.2	12.0	10.7	11.2	7.0
飲料及び食品											
日本	2.5	18.8	-18.0	44.9	23.3	6.5	4.7	4.7	5.4	7.5	6.3
海外計	50.3	18.5	22.3	-10.5	16.4	17.6	8.6	10.9	10.3	9.1	12.5
米州	32.2	11.7	-0.2	-19.2	9.3	3.8	3.2	0.7	3.3	3.3	3.7
アジア･オセアニア	74.6	21.7	32.3	-6.2	18.9	23.2	10.4	14.1	12.2	10.5	16.0
ヨーロッパ	+ → -	- → -	- → +	-20.6	35.2	3.2	2.2	0.0	0.0	0.0	5.4
医薬品	-4.8	-31.7	-8.2	-46.1	-54.3	+ → -	- → -	- → -	- → -	- → -	+ → -
その他	87.8	-49.5	110.2	-35.7	5.1	15.8	0.0	0.0	0.0	9.1	-5.3
	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
営業利益率（%）	9.1	9.5	10.3	9.9	10.8	11.9	12.7	13.8	14.7	15.6	11.1
飲料及び食品											
日本	4.9	5.9	4.8	6.8	8.1	8.4	8.9	9.2	9.6	10.2	8.2
海外計	23.4	23.1	25.5	24.7	25.0	27.3	27.5	28.2	28.7	28.9	25.5
米州	23.3	23.4	24.2	22.8	22.5	24.1	24.1	23.5	23.5	23.5	23.1
アジア･オセアニア	27.5	25.8	27.8	27.1	27.4	30.0	30.0	31.0	31.5	31.5	27.8
ヨーロッパ	-3.9	-2.0	7.2	6.3	8.0	7.9	8.0	8.0	8.0	8.0	7.5
医薬品	24.2	17.9	15.4	10.4	5.2	-9.6	-7.6	-5.6	-6.0	-6.5	-10.0
その他	7.3	3.8	6.9	4.5	4.6	5.0	4.8	4.8	4.8	5.2	4.1
為替の前提（対円）	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
メキシコペソ	7.5	8.0	7.6	5.8	6.0	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8	5.8
ブラジルレアル	45.0	45.0	36.9	31.6	35.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.0	33.2
人民元	15.4	17.2	19.3	16.4	16.6	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0	17.0
インドネシアルピア	0.94	0.89	0.91	0.82	0.84	0.80	0.80	0.80	0.80	0.80	0.79
ユーロ	125.0	139.0	134.4	120.3	127.2	130.0	130.0	130.0	130.0	130.0	132.3

出所：会社資料よりMUMSS作成、EはMUMSS予想、CEは会社予想

明治ホールディングス（2269）

三菱UFJモルガン･スタンレー証券

図表 1：明治ホールディングス（2269）財務諸表（連結）（百万円）

決算期	17/3	18/3	19/3E	20/3E	21/3E
P/L					
売上高	1,242,480	1,240,860	1,261,000	1,273,000	1,267,000
売上総利益	461,326	454,882	472,875	481,194	481,460
販管費	372,931	360,208	374,875	378,194	371,460
営業利益	88,395	94,673	98,000	103,000	110,000
経常利益	88,839	95,877	98,700	103,700	110,700
税前利益	89,192	91,079	93,700	98,700	105,700
法人税等	27,991	29,117	30,000	31,600	33,800
実効税率（%）	31.4	32.0	32.0	32.0	32.0
当期純利益	60,786	61,278	62,900	66,100	70,900
EBITDA	134,267	141,184	148,501	161,500	176,500
前年比（%）					
売上高	1.5	-0.1	1.6	1.0	-0.5
営業利益	13.6	7.1	3.5	5.1	6.8
経常利益	8.6	7.9	2.9	5.1	6.8
税前利益	-6.3	2.1	2.9	5.3	7.1
当期純利益	-2.9	0.8	2.6	5.1	7.3
EBITDA	12.0	5.2	5.2	8.8	9.3
売上高比（%）					
売上総利益	37.1	36.7	37.5	37.8	38.0
販管費	30.0	29.0	29.7	29.7	29.3
営業利益	7.1	7.6	7.8	8.1	8.7
経常利益	7.2	7.7	7.8	8.1	8.7
税前利益	7.2	7.3	7.4	7.8	8.3
当期純利益	4.9	4.9	5.0	5.2	5.6
EBITDA	10.8	11.4	11.8	12.7	13.9
投資関連					
設備投資	50,400	71,700	89,900	120,000	120,000
減価償却費	45,872	46,511	50,501	58,500	66,500
B/S					
流動資産合計	377,707	392,674	409,711	404,461	406,760
手元流動性	24,761	27,613	50,645	44,524	48,520
売掛債権	183,807	195,760	192,933	192,223	191,317
棚卸資産	134,234	136,467	136,188	137,484	136,836
その他流動資産	34,905	32,834	29,945	30,230	30,087
固定資産合計	506,187	534,870	560,436	614,702	660,597
有形固定資産	365,986	383,962	423,361	484,861	538,361
無形固定資産	25,936	22,555	20,914	19,273	17,632
投資その他資産	114,264	128,352	116,160	110,567	104,603
資産合計	883,895	927,544	970,147	1,019,163	1,067,357
流動負債合計	314,191	294,430	292,338	295,120	293,729
短期有利子負債	80,574	49,749	56,745	57,285	57,015
買掛債務	110,730	120,107	119,795	120,935	120,365
その他流動負債	122,887	124,574	115,798	116,900	116,349
固定負債合計	112,513	137,936	138,583	138,583	138,583
長期有利子負債	48,923	69,353	70,000	70,000	70,000
その他固定負債	63,590	68,583	68,583	68,583	68,583
負債合計	426,704	432,366	430,921	433,703	432,312
純資産合計	457,190	495,177	539,226	585,460	635,045
自己資本	448,901	487,311	531,360	577,594	627,179
負債合計+純資産合計	883,895	927,544	970,147	1,019,163	1,067,357
C/F					
営業 CF	81,888	108,775	119,840	128,204	140,581
投資 CF	-44,291	-64,394	-84,900	-115,000	-115,000
FCF	37,597	44,381	34,940	13,204	25,581
財務 CF	-46,548	-40,121	-11,207	-19,325	-21,585
現預金増減	-8,892	4,289	23,732	-6,121	3,996
比率分析（%）					
ROA	7.0	6.8	6.6	6.6	6.8
ROE	14.2	13.1	12.3	11.9	11.8
自己資本比率	50.8	52.5	54.8	56.7	58.8
DE レシオ（ネット）	23.3	18.8	14.3	14.3	12.5
1 株あたり指標					
EPS（円）	419.2	422.6	433.8	455.9	489.0
BPS（円）	3,095.8	3,360.7	3,664.5	3,983.3	4,325.3
DPS（円）	110.0	130.0	130.0	137.0	147.0
配当性向（%）	26.2	30.8	30.0	30.1	30.1

（注 1）一株あたり指標は今期発行済株式数より自己株式を除外した株数で遡及計算
（出所）会社資料より三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券作成、予想は三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券

【会社概要】

明治ホールディングス株式会社は、明治製菓と明治乳業の統合により設立された持株会社。同社は菓子、牛乳、乳製品、薬品等の製造販売を行う子会社の経営管理及びそれに付帯した事業に従事する。

【中期経営計画、21/3 期】

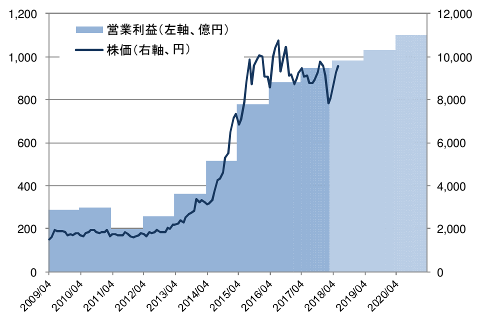
1. 連結売上高　1 兆 3,500 億円
2. 連結営業利益　1,250 億円
   連結営業利益率　（9.3%）
3. 海外売上高　1,420 億円
4. 海外営業利益　95 億円
5. ROE　13%台

【業績変動要因】

1. プロビオヨーグルトの販売動向
2. 国内乳価等原材料コストの変動
3. 為替
   1 円の円安ドル高で約 3 億円の原材料コストアップ（会社予想）

【大株主構成、17/9 末】

1. 日本マスタートラスト信託銀行(信託口)　6.66%
2. 自己株式　5.03%
3. 日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)　4.75%
4. みずほ銀行　3.02%
5. JP MORGAN CHASE BANK 380055　2.03%



出所：Astra ManagerよりMUMSS作成
注：19/3期以降の営業利益はMUMSS予想

					Old	New						
2269	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
売上高(億円)	11,481	11,612	12,237	12,425	12,409	12,409	12,610	12,730	12,670	12,870	13,010	12,600
食品	10,152	10,218	10,613	10,821	10,737	10,737	10,787	10,767	10,725	10,867	11,026	10,900
発酵デイリー	4,814	4,794	5,117	5,447	5,400	3,385	3,390	3,400	3,412	3,425	3,441	3,413
加工食品	1,952	1,945	1,916	1,840	1,804	1,741	1,733	1,737	1,741	1,747	1,754	1,749
菓子	1,565	1,589	1,604	1,602	1,579	1,355	1,302	1,327	1,354	1,382	1,410	1,330
栄養	865	853	957	917	934	841	881	919	959	1,002	1,048	897
海外	-	-	-	-	-	434	502	585	655	734	822	518
その他国内子会社	-	-	-	-	-	2,978	2,978	2,799	2,603	2,577	2,552	2,991
その他	3,284	3,403	3,493	3,590	3,605	-	-	-	-	-	-	-
消去	-2,329	-2,369	-2,476	-2,577	-2,587	-	-	-	-	-	-	-
医薬品	1,351	1,413	1,645	1,616	1,685	1,685	1,836	1,974	1,960	2,019	2,004	1,716
国内	-	-	-	-	-	1,290	1,422	1,532	1,486	1,512	1,461	1,297
海外	-	-	-	-	-	394	414	443	474	507	543	419
調整額	-23	-20	-21	-13	-13	-13	-12	-12	-15	-16	-20	-16
営業利益(億円)	365	515	778	884	947	947	980	1,030	1,100	1,150	1,190	995
食品	281	416	682	830	842	842	883	920	975	1,020	1,061	900
発酵デイリー	226	283	419	517	520	520	515	530	560	570	575	511
加工食品	22	35	60	74	74	74	70	78	87	87	88	69
菓子	56	95	127	184	197	197	213	220	223	232	240	230
栄養	27	46	97	115	124	124	126	140	155	172	190	129
海外	-	-	-	-	-	7	8	12	15	20	25	8
その他国内子会社	-	-	-	-	-	43	47	50	55	55	55	47
その他	-20	4	32	55	51	-	-	-	-	-	-	-
消去	-30	-47	-53	-118	-126	-124	-96	-110	-120	-116	-112	-95
医薬品	83	100	101	58	110	110	100	115	130	135	135	100
国内	-	-	-	-	-	66	70	75	75	75	70	70
海外	-	-	-	-	-	44	30	40	55	60	65	30
調整額	1	0	-5	-3	-5	-5	-3	-5	-5	-5	-6	-5
前年比（%）	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
売上高	-	1.1	5.4	1.5	-0.1	-	1.6	1.0	-0.5	1.6	1.1	1.5
食品	-	0.7	3.9	2.0	-0.8	-	0.5	-0.2	-0.4	1.3	1.5	1.5
発酵デイリー	-	-0.4	6.7	6.4	-0.9	-	0.2	0.3	0.3	0.4	0.4	0.8
加工食品	-	-0.4	-1.5	-4.0	-2.0	-	-0.4	0.2	0.3	0.3	0.4	0.5
菓子	-	1.5	0.9	-0.1	-1.4	-	-3.9	2.0	2.0	2.0	2.1	-1.8
栄養	-	-1.4	12.2	-4.2	1.9	-	4.8	4.3	4.4	4.5	4.6	6.7
海外	-	-	-	-	-	-	15.7	16.5	12.0	12.0	12.0	19.4
その他国内子会社	-	-	-	-	-	-	0.0	-6.0	-7.0	-1.0	-1.0	0.4
その他	-	-	-	2.8	0.4	-	-	-	-	-	-	-
医薬品	-	4.6	16.4	-1.8	4.2	-	9.0	7.6	-0.7	3.0	-0.8	1.9
国内	-	-	-	-	-	-	10.2	7.7	-2.9	1.7	-3.4	0.5
海外	-	-	-	-	-	-	5.1	7.0	7.0	7.0	7.0	6.3
営業利益	-	41.2	50.9	13.6	7.1	-	3.5	5.1	6.8	4.5	3.5	5.1
食品	-	48.0	63.9	21.6	1.5	-	4.8	4.2	6.0	4.6	4.0	6.9
発酵デイリー	-	25.2	48.1	23.4	0.6	-	-1.0	2.9	5.6	1.8	0.9	-1.7
加工食品	-	59.1	71.4	23.3	0.0	-	-5.4	11.7	11.4	0.3	0.4	-6.8
菓子	-	69.6	33.7	44.9	7.1	-	8.1	3.4	1.4	3.9	3.3	16.8
栄養	-	70.4	110.9	18.6	7.8	-	1.2	11.3	11.0	10.8	10.6	4.0
海外	-	-	-	-	-	-	14.3	50.0	25.0	33.3	25.0	14.3
その他国内子会社	-	-	-	-	-	-	9.3	6.4	10.0	0.0	0.0	9.3
その他	-	-	-	71.9	-7.3	-	-	-	-	-	-	-
医薬品	-	20.5	1.0	-42.8	90.7	-	-9.3	15.0	13.0	3.8	0.0	-9.3
国内	-	-	-	-	-	-	6.1	7.1	0.0	0.0	-6.7	6.1
海外	-	-	-	-	-	-	-31.8	33.3	37.5	9.1	8.3	-31.8
	FY3/14	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY3/18	FY3/18	FY3/19E	FY3/20E	FY3/21E	FY3/22E	FY3/23E	FY3/19CE
営業利益率（%）	3.2	4.4	6.4	7.1	7.6	7.6	7.8	8.1	8.7	8.9	9.1	7.9
食品	2.8	4.1	6.4	7.7	7.8	7.8	8.2	8.5	9.1	9.4	9.6	8.3
発酵デイリー	4.7	5.9	8.2	9.5	9.6	15.4	15.2	15.6	16.4	16.6	16.7	15.0
加工食品	1.1	1.8	3.1	4.0	4.1	4.3	4.0	4.5	5.0	5.0	5.0	3.9
菓子	3.6	6.0	7.9	11.5	12.5	14.5	16.4	16.6	16.5	16.8	17.0	17.3
栄養	3.1	5.4	10.1	12.5	13.3	14.7	14.2	15.2	16.2	17.2	18.1	14.4
海外	-	-	-	-	-	1.6	1.6	2.1	2.3	2.7	3.0	1.5
その他国内子会社	-	-	-	-	-	1.4	1.6	1.8	2.1	2.1	2.2	1.6
その他	-0.6	0.1	0.9	1.5	1.4	-	-	-	-	-	-	-
医薬品	6.1	7.1	6.1	3.6	6.5	6.5	5.4	5.8	6.6	6.7	6.7	5.8
国内	-	-	-	-	-	5.1	4.9	4.9	5.0	5.0	4.8	5.4
海外	-	-	-	-	-	11.2	7.2	9.0	11.6	11.8	12.0	7.2

出所：会社資料よりMUMSS作成、EはMUMSS予想、CEは会社予想

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリストは、本レポートで述べられている内容（複数のアナリストが関与している場合は、それぞれのアナリストが本レポートにおいて分析している銘柄にかかる内容）が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に関するアナリスト個人の見解を正確に反映したものであることをここに証明いたします。また、当該アナリストは、過去・現在・将来にわたり、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、直接又は間接的に報酬を一切受領しておらず、受領する予定もないことをここに証明いたします。

重要な開示事項

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社（以下「MUMSS」）及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の1%以上を保有しています：江崎グリコ、カルビー、ヤクルト本社、明治ホールディングス、日本ハム、伊藤ハム米久ホールディングス、アサヒグループホールディングス、キリンホールディングス、不二製油グループ本社、キッコーマン、味の素、キユーピー、ニチレイ、日本たばこ産業、セブン＆アイ・ホールディングス

MUMSS及びその関連会社等は、次の会社の発行済み普通株式等総数の0.5%超を保有しています：江崎グリコ、カルビー、ヤクルト本社、明治ホールディングス、日本ハム、伊藤ハム米久ホールディングス、アサヒグループホールディングス、キリンホールディングス、不二製油グループ本社、キッコーマン、味の素、キユーピー、ニチレイ、日本たばこ産業、セブン＆アイ・ホールディングス

上記保有開示について、上場から1 ヵ月以内の会社については有価証券募集要綱(Offering Memorandum)の記載によります。また、保有割合は米国の適用法令に基づく計算方式により計算します。

MUMSS及びその関連会社等は過去12ヵ月間に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領しており及び／又は対価を得て投資銀行業務を提供するような契約を締結しています：明治ホールディングス、キリンホールディングス、味の素、セブン＆アイ・ホールディングス

MUMSS及びその関連会社等は今後3 ヵ月以内に、次の会社に提供した投資銀行業務の対価として、当該企業から報酬を受領することを見込んでいるか、もしくは得ようとすることを予定しています：江崎グリコ、カルビー、ヤクルト本社、明治ホールディングス、日本ハム、伊藤ハム米久ホールディングス、アサヒグループホールディングス、キリンホールディングス、不二製油グループ本社、キッコーマン、味の素、キユーピー、ニチレイ、日本たばこ産業、セブン＆アイ・ホールディングス

三菱UFJモルガン・スタンレー証券レーティングシステム:

個別銘柄に対するレーティングの定義

Overweight (OW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が上位であるとアナリストが予想する場合
Neutral (N)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が中位であるとアナリストが予想する場合
Underweight (UW)	当社が定めるサブセクター内において、当該銘柄の投資成果が下位であるとアナリストが予想する場合
NR	レーティング及び目標株価を付与しない
RS	一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

中小型に分類された銘柄に対するレーティングの定義

Buy	絶対株価が上昇するとアナリストが予想する場合
Hold	絶対株価の変化が小さいとアナリストが予想する場合
Sell	絶対株価が下落するとアナリストが予想する場合
NR	レーティング及び目標株価を付与しない
RS	一時的にレーティング及び目標株価を付与しない

本レポートに目標株価が記載されている場合、特に断りがない限り、その達成の予測期間は今後12ヵ月間です。

三菱UFJモルガン・スタンレー証券のレーティング分布（2018年7月12日付）

レーティング項目	全対象銘柄	投資銀行部門顧客*
Buy (Overweight, Buy)	40.0%	31.4%
Hold (Neutral, Hold)	53.5%	30.6%
Sell (Underweight, Sell)	4.2%	10.0%
その他	2.3%	36.4%

当該レーティング項目において、「Buy」は「Overweight」(個別銘柄)と「Buy」(中小型株)の合計、「Hold」は「Neutral」(個別銘柄)と「Hold」(中小型株)の合計、「Sell」は「Underweight」(個別銘柄)と「Sell」(中小型株)の合計に該当します。

*投資銀行部門顧客は過去12ヵ月間のデータに基づいて抽出され、レーティング項目ごとの投資銀行部門顧客比率を計算して表示しています。

その他開示事項

MUMSSは、MUMSSのリサーチ部門・他部門間の活動及び／又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関与する社員の通信・個人証券口座を監視するための適切な基本方針と手順等、組織上・管理上の制度を整備しています。

MUMSSの方針では、アナリスト、アナリスト監督下の社員、及びそれらの家族は、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の証券を保有することも、当該企業の、取締役、執行役又は顧問等の任務を担うことも禁じられています。また、リサーチレポート作成に関与し未公表レポートの公表日時・内容を知っている者は、当該リサーチレポートの受領対象者が当該リサーチレポートの内容に基づいて行動を起こす合理的な機会を得るまで、当該リサーチに関連する金融商品（又は全金融商品）を個人的に取引することを禁じられています。

アナリストの報酬の一部は、投資銀行業務収入を含むMUMSSの収益に基づき支払われます。

MUMSS及びその関連会社等は、本レポートに記載された会社が発行したその他の経済的持分又はその他の商品を保有することがあります。MUMSS及びその関連会社等は、それらの経済的持分又は商品についての売り又は買いのポジションを有することがあります。

MUMSSの役員（以下、会社法（平成17年法律第86号）に規定する取締役、執行役、又は監査役又はこれらに準ずる者をいう）は、次の会社の役員を兼任しています：三菱UFJフィナンシャル・グループ, 三菱倉庫

MUMSSのリサーチ関連部署に在籍する職員は株式会社デンソーの社外監査役を兼任しています。当該社員は株式会社デンソー並びに同社の同業他社・仕入先・販売先企業等のレポートの作成には関与しません。

本レポートの開示情報は以下のリンクにあるWEBディスクロージャーよりご参照ください。
https://mu-st2-pt.ifis.co.jp/disclosure/disclosure.php

免責事項

本レポートは、MUMSSが、本レポートを受領されるMUMSS及びその関連会社等のお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘又は申込みを目的としたものではありません。

本レポート内でMUMSSに言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報を使用することはもとより、当該情報を入手することも禁じられています。MUMSSは株式会社三菱UFJフィナンシャル・グループ(以下「MUFG」)の子会社等であり、MUMSSの方針に基づき、MUFGについては投資判断の対象としておりません。

本レポートは、MUMSSが公的に入手可能な情報のみに基づき作成されたものです。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性、信頼性が客観的に検証されているものではありません。本レポートはお客様が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。また、MUMSS及びその関連会社等は本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものでない可能性があります。本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、また、MUMSSは本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。MUMSSは関連会社等と完全に独立してレポートを作成しています。そのため、本レポート中の意見、見解、見通し、評価及び目標株価は、異なる情報源及び方法に基づき関連会社等が別途作成するレポートに示されるものと乖離する場合があります。

本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化及びそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。

本レポートは、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。本レポートは、特定の個人のための投資判断に向けられたものではなく、本レポートを受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮して作成されているものではありません。本レポートで言及されている証券・関連投資は、全ての投資家にとって適切とは限りません。お客様は、独自に特定の投資及び戦略を評価し、本レポートに記載されている証券に関して投資・取引を行う際には、専門家及びファイナンシャル・アドバイザーに法律・ビジネス・金融・税金その他についてご相談ください。

MUMSS及びその関連会社等は、お客様が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる結果のいかなるもの（直接・間接の損失、逸失利益及び損害を含むがこれらに限られない）についても一切責任を負わないと共に、本レポートを直接・間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終投資判断はお客様自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任はお客様にあります。

過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、又は保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。従って、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

MUMSS・その他MUFG関連会社、又はこれらの役員、提携者、関係者及び社員は、本レポートに言及された証券、同証券の派生商品及び本レポートに記載された企業によって発行されたその他証券を、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有したり、本レポートで示された投資判断に反する取引を行ったり、マーケットメーカーとなったり、又は当該証券の発行体やその関連会社に幅広い金融サービスを提供しもしくは同サービスの提供を図ることがあります。本レポートの利用に際しては、上記の一つ又は全ての要因あるいはその他の要因により現実的もしくは潜在的な利益相反が起こりうることをご認識ください。なお、MUMSSは、会社法第135条の規定により自己の勘定でMUFG株式の売買を行うことを禁止されています。

本レポートで言及されている証券等は、いかなる地域においても、またいかなる投資家層に対しても販売可能とは限りません。本レポートの配布及び使用は、レポートの配布・発行・入手可能性・使用が法令又は規則に反する、地方・州・国やその他地域の市民・国民、居住者又はこれらの地域に所在する者もしくは法人を、対象とするものではありません。

英国及び欧州経済地域： 本レポートが英国において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMUFG Securities EMEA plc. (以下「MUS(EMEA)」。電話番号：+44-207-628-5555)により配布されます。MUS(EMEA)は、英国で登録されており、Prudential Regulation Authority（プルーデンス規制機構、「PRA」）の認可及びFinancial Conduct Authority（金融行動監視機構、以下「FCA」）とPRAの規制を受けています(FS Registration Number 124512)。本レポートは、professional client（プロ投資家）又はeligible counterparty（適格カウンターパーティー）向けに作成されたものであり、FCA規則に定義されたretail clients（リテール投資家）を対象としたものではありませんので、誤解を回避するため、同定義に該当する顧客に交付されてはならないものです。MUS(EMEA)は、本レポートを英国以外の欧州連合加盟国においてもprofessional investors（若しくはこれと同等の投資家）に配布する場合があります。本レポートは、MUS(EMEA)の組織上・管理上の利益相反管理制度に基づいて作成されています。同制度には投資リサーチに関わる利益相反を回避する目的で、情報の遮断や個人的な取引・勧誘の制限等のガイドラインが含まれています。本レポートはルクセンブルク向けに配布することを意図したものではありません。

米国: 本レポートはMitsubishi UFJ Morgan Stanley Securities Co., Ltd. (以下「MUMSS」)によって作成されたものです。MUMSSは日本で証券業務の認可を取得しております。本レポートが米国において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMUFG Securities Americas Inc. (以下「MUSA」。電話番号:+1-212-405-7000) により配布されます。MUSAは、United States Securities and Exchange Commission(米国証券取引委員会)に登録されたbroker-dealer(ブローカー・ディーラー)であり、Financial Industry Regulatory Authority(金融取引業規制機構、「FINRA」)による規制を受けています(SEC# 8-43026; CRD# 19685)。本レポートがMUSAの米国外の関連会社等により米国内へ配布される場合、本レポートの配布対象者は、1934年米国証券取引所法の規則15a−6に基づくmajor U.S. institutional investors(主要米国機関投資家)に限定されております。MUSA及びその関連会社等は本レポートに言及されている証券の引受業務を行っている場合があります。本レポートは証券の売買及びその他金融商品への投資等の勧誘を目的としたものではありません。また、いかなる投資・取引についてもいかなる約束をもするものでもありません。本レポートが米国で大手機関投資家以外の個人に配布される限りにおいて、MUSA は以下の条件のもとでその内容について責任を負っています。本レポートの執筆者であるアナリストは、リサーチアナリストとしてFINRAへの登録ないしFINRAの資格取得を行っておらず、MUSAの関係者ではない場合があります。したがって、調査対象企業とのコミュニケーション、パブリックアピアランス、アナリスト本人の売買口座に関するFINRAの規制に該当しない場合があります。FLOESはMUSAの登録商標です。

IRS Circular 230 Disclosure(米国内国歳入庁 回示230 に基づく開示):MUSAは税金に関するアドバイスの提供は行っておりません。本レポート内(添付文書を含む)の税金に関する記述はMUSA及び関連会社以外の個人・法人が本レポートにおいて研究する事項に関する勧誘・推奨を行う目的、又は米国納税義務違反による処罰を回避する目的で使用することを意図したものではなく、これらを目的とした使用を認めておりません。

日本: 本レポートが日本において配布される場合、その配布はMUFGのグループ会社であり、金融庁に登録された金融商品取引業者であるMUMSS(電話番号:03-6627-5340)が行います。

シンガポール: 本レポートがシンガポールにおいて配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMUFG Securities Asia (Singapore) Limited (以下「MUS(SPR)」。電話番号:+65-6232-7784)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(SPR)はシンガポール政府の承認を受けたmerchant bankであり、Monetary Authority of Singapore(シンガポール金融管理局)の規制を受けています。本レポートの配布対象者は、Financial Advisers RegulationのRegulation 2に規定される institutional investors、accredited investors、expert investors に限定されます。本レポートは、これらの投資家のみによる使用を目的としており、それ以外の者に対して配布、転送、交付、頒布されてはなりません。本レポートが accredited investors 及び expert investors に配布される場合、MUS(SPR)はFinancial Advisers Actの次の事項を含む一定の事項の遵守義務を免除されます。第25条:一定の投資商品に関してファイナンシャル・アドバイザーが全ての重要情報を開示する義務、第27条:ファイナンシャル・アドバイザーが合理的な根拠に基づいて投資の推奨を行う義務、第36条:ファイナンシャル・アドバイザーが投資の推奨を行う証券に対して保有する権利等について開示する義務。本レポートを受領されたお客様で、本レポートから又は本レポートに関連して生じた問題にお気づきの方は、MUS(SPR)にご連絡ください。

香港: 本レポートが香港において配布される場合、本レポートはMUFGのグループ会社であるMUFG Securities Asia Limited (以下「MUS(ASIA)」。電話番号:+852-2860-1500)とのアレンジに基づき配布されます。MUS(ASIA)はHong Kong Securities and Futures Ordinance に基づいた認可、及びSecurities and Futures Commission(香港証券先物取引委員会;Central Entity Number AAA889)の規制を受けています。本レポートはSecurities and Futures Ordinanceにより定義されるprofessional investorを配布対象として作成されたものであり、この定義に該当しない顧客に配布されてはならないものです。

その他の地域: 本レポートがオーストラリアにおいて配布される場合、MUS(ASIA)又はMUS(SPR)により配布されています。MUS(ASIA)はAustralian Securities and Investment Commission (ASIC) Class Order Exemption CO 03/1103に基づき、Corporations Act 2001が定める金融サービスの提供者によるオーストラリア金融業免許の保有義務を免除されています。MUS(SPR)はASIC Class Order Exemption CO 03/1102により同様に義務を免除されています。本レポートはオーストラリアのCorporations Act 2001に定義されるwholesale clientのみを配布対象としております。本レポートがカナダにおいて配布される場合、本レポートはMUS(EMEA)又はMUSAにより配布されます。MUSAはinternational dealer exemptionの措置により次の各州、準州において金融取引業者としての登録を免除されています:アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州、ニュー・ブランズウィック州、ニューファンドランド・ラブラドール州、ノースウエスト準州、ノバ・スコシア州、ヌナブト準州、プリンス・エドワード・アイランド州、サスカチュワン州、ユーコン準州。 MUS(EMEA) はinternational dealer exemptionの措置により次の各州において金融取引業者としての登録を免除されています:アルバータ州、ケベック州、オンタリオ州、ブリティッシュ・コロンビア州、マニトバ州。本レポートはカナダにおけるNational Instrument 31-103によって定義されたpermitted clientのみを配布対象としております。本レポートに含まれる情報は、いかなる場合においても、カナダの州、準州において、目論見書、広告、公募又は特定の証券の売買の勧誘若しくは申込みを目的としたものではありません。また、いかなる場合においても、本レポートに含まれる情報は、カナダの州、準州において投資上のアドバイスとして解釈されるものではなく、また顧客のニーズを考慮して作成されているものではありません。

又は本レポートは、インドネシアにおいて複製・発行・配布されてはなりません。また中国(中華人民共和国「PRC」を意味し、PRCの香港特別行政区・マカオ特別行政区、及び台湾を除く)において、複製・発行・配布されてはなりません(ただし、PRCの適用法令に準拠する場合を除きます)。

国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.404%(税込み)(ただし約定代金193,000円以下の場合は最大2,700円(税込み))の手数料が必要となります。

〒100-8127
東京都千代田区大手町1丁目9番2号 大手町フィナンシャルシティ グランキューブ
三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 インベストメントリサーチ部

三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2336号

(加入協会)日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会