

2024年11月19日

業種 食料品

## ヤクルト本社（東証プライム-2267）

～4～9月期、国内、海外ともに乳製品販売が低調、1%増収、4%営業減益～

## 【業績動向】

[25/3期 第2四半期(累計)]

乳製品の販売本数減少で国内飲料の売り上げは前年を下回った一方、海外売り上げは円安効果で増収となり、第2四半期(4～9月期累計)の売上高は前年同期比1%増と増収を確保した。利益面では、前期の値上げ効果もあって売上総利益率が0.4ポイント上昇したものの、人件費や販売手数料などの増加で販管費比率が1.1ポイント悪化し、営業利益は4%減少。ただ、投資有価証券売却益20億円の計上で、純利益は5%増益に。為替の影響を除くと、4%減収、12%営業減益となる。国内飲料・食品(売上高構成比47%)は、3%減収、17%営業減益。主力のヤクルトシリーズ全体で6%減少した。伸びが続いていた高機能商品ヤクルト1000シリーズも、店頭販売の「Y1000」は10%増えたものの、宅配の「Yakult1000」が13%減少、全体で6%減少した。海外飲料は9%増収(為替の影響を除くと2%減収)、26%増益(同10%増益)。全体では販売本数が減少したが、価格改定と円安で増収増益に。通期見通しは、期初計画に対し売上高を215億円、営業利益を70億円減額し、2%増収、3%営業減益の見込み。

## 【会社概要】

「ヤクルト」をはじめとした乳酸菌飲料・機能性飲料が主力。ヤクルトレディによる宅配に強みを持つ。「エルプラット」などの抗がん剤を柱に医薬品事業も展開してきたが、「エルプラット」など8品目は高田製薬に順次売却へ。残りの品目も終売を検討。ヤクルトビューティエンスのブランドで化粧品も手がける。海外展開にも積極的で現在、世界39の国と地域で毎日約3800万本の乳飲料を販売する。

主要指標		2267			
2024年11月18日	現在				
・株価	: 2,974 円	・予想ROE	: 8.47 %	・発行済株式数	: 342,091 千株
・時価総額	: 10,174 億円	・予想配当	: 64.00 円		
・今期予想PER	: 16.83 倍	・予想配当利回り	: 2.15 %	・売買単位	: 100 株
・実績PBR	: 1.71 倍	・予想配当性向	: 36.22 %		

データ出所: アイフイスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期連結)		2267									
単位: 百万円、円、%		ヤクルト本社									
決算期		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/03		483,071	16.4	66,068	24.2	77,970	13.7	50,641	12.7	162.09	45.0
2024/03		503,079	4.1	63,399	-4.0	79,300	1.7	51,006	0.7	164.52	55.5
2025/03	会社予想	512,000	1.8	61,500	-3.0	81,500	2.8	52,000	1.9	171.50	64.0
2025/03	コンセンサス予想	508,450	1.1	64,975	2.5	83,075	4.8	52,850	3.6	176.70	64.0
2026/03	コンセンサス予想	510,775	0.5	65,950	1.5	83,775	0.8	52,550	-0.6	176.40	65.0
2027/03	コンセンサス予想	519,900	1.8	67,900	3.0	85,267	1.8	53,500	1.8	182.67	-

※23/10/1付で1株→2株の株式分割を実施。EPS、DPSは考慮数値。

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフイスジャパン

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

### 【ビジネスモデルの特徴】

同社事業の原点は、創始者で医学博士の代田稔が発見し、強化培養にも世界で初めて成功した「乳酸菌シロタ株」。これが現在も主力商品の乳酸菌飲料「ヤクルト」として同社の基盤を支えているのはもちろん、「乳酸菌飲料・健康飲料を柱としたグローバルな健康産業」というビジネスモデルにも受け継がれている。乳製品・乳酸菌飲料はすべて「予防医学」「健腸長寿」の考え方に基づいて研究開発され、ヤクルトに続く製品として「ビフィズス菌BY株」を使った「ミルミル」、飲むヨーグルトの「ジョア」、カップヨーグルトの「ソフル」など商品ラインナップを拡充している。

また、健康ニーズに応える健康飲料・機能性飲料にも参入。各種野菜ジュースや栄養飲料「タフマン」で地歩を築いている。また「乳酸菌 シロタ株」が史上最高密度の1本（100ml）に1000億個入った機能性表示食品「ヤクルト1000」はストレス緩和と睡眠の質向上に役立ち、急速に売り上げを伸ばしている。

同社の国内販売を支えるのは、ヤクルトレディによる宅配という独自の販売システム。スーパー、コンビニなどの店頭でも販売するが、乳製品ではヤクルトレディによる販売が約5割を占める。

乳酸菌研究から「化粧品事業」「医薬品事業」も生まれた。医薬品はビフィズス菌・乳酸菌製剤の一般用整腸剤などのほか、1967年から医療用医薬品の販売も開始。現在は大腸がんの治療になくてはならない2つの抗がん剤「エルプラット」と「カンプト」が主力製品だが、「エルプラット」など8品目は高田製薬に順次売却が決定。

グローバル化も加速しており、現在、アジア、オセアニア、米州、欧州など世界39の国と地域で販売。日本を含め全世界で毎日約3800万本（持ち分法適用会社も含む）の乳製品が飲まれている。海外事業の構成比は売上高で48%にまで高まっている。。

### 【リスク要因】

同社は海外展開を強化しているが、そのグローバル化に伴うリスクがある。具体的には、1. 為替変動のリスク、2. 政治的・経済的に不安定な国もあり予測不可能な事態が発生したときのリスク、3. 予期しない法律や諸規制の制定・改廃などによって事業活動に問題が生じるリスク。

### 【セグメント情報】

売上高 2267					セグメント利益 2267					
単位: 億円、%					単位: 億円、%					
	2023/03		2024/03		2023/03			2024/03		
	構成比		構成比		構成比	利益率	構成比	利益率		
日本	2,319	48	2,432	48	474	57	20.5	495	61	20.4
米州	649	13	822	16	160	19	24.6	217	27	26.4
アジア・オセアニア	1,405	29	1,333	26	187	22	13.3	98	12	7.3
ヨーロッパ	97	2	104	2	1	0	1.0	-3	0	-2.9
その他事業	361	7	340	7	11	1	2.9	8	1	2.4
調整額	-	-	-	-	-172	-	-	-181	-	-
合計	4,831	100	5,031	100	661	100	13.7	634	100	12.6

データ出所: アイフィスジャパン

### 【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

ヤクルト本社 2267		2024年11月18日	
実績PBR	: 1.71 倍	現株価	: 2,974 円
Fモデルによる妥当PBR	: 1.45 倍	Fモデルによる理論株価	: 2,536 円
		現株価との乖離	: -14.7 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
2267	2024年3月					2025年3月				
ヤクルト本社	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	122,115	130,714	134,892	115,358	503,079	122,644	132,449			255,093
前年同期比	13.1%	4.7%	-0.1%	0.1%	4.1%	0.4%	1.3%			0.9%
営業利益	16,981	18,324	20,597	7,497	63,399	16,098	17,679			33,777
前年同期比	15.0%	-10.7%	-10.6%	-3.0%	-4.0%	-5.2%	-3.5%			-4.3%
経常利益	20,859	21,374	26,743	10,324	79,300	22,288	22,968			45,256
前年同期比	13.0%	-9.1%	0.9%	8.8%	1.7%	6.9%	7.5%			7.2%
純利益	13,111	12,963	17,265	7,667	51,006	14,089	13,383			27,472
前年同期比	14.5%	-16.2%	-10.8%	75.9%	0.7%	7.5%	3.2%			5.4%
売上高営業利益率	13.9%	14.0%	15.3%	6.5%	12.6%	13.1%	13.3%			13.2%
自己資本比率	67.7%	68.5%	67.5%	65.9%	-	66.8%	67.5%			-
純資産	567,785	617,041	620,370	605,946	-	635,568	660,253			-
総資産	763,990	815,979	828,334	833,286	-	857,259	883,107			-

データ出所：アイフィスジャパン

## 【過去の業績動向】

## [25/3期 第1四半期]

乳製品販売の低調で国内売り上げは小幅減収だったが、海外売り上げが円安の影響もあって伸び、第1四半期(4~6月期)の売上高は前年同期比0.4%増と、わずかながらも増収を確保した。利益面では、前期の値上げ効果もあって売上総利益率が小幅改善したものの、人件費や販促費などの販管費の増加を吸収できず、営業利益は5%減少した。純利益は、投資有価証券売却益19億円を特別利益に計上したことで、8%増益だった。国内飲料・食品(売上高構成比50%)は、乳製品の販売本数減少で、2%減収、6%営業減益と減収減益に終わった。乳製品の販売本数だが、主力のヤクルトシリーズ全体で12%減少。前期まで伸びが続いていた高機能商品のヤクルト1000シリーズも、店頭販売の「Y1000」は19%増えたものの、宅配の「Yakult1000」が14%減少、全体で4%減少した。海外飲料は6%の増収増益。円安で売上高が62億円、営業利益で13億円増えた。世界全体の乳製品売上本数は持分法適用会社含め1日平均3681万本で9%減少した。通期見通しは期初計画を据え置き、6%増収、8%営業増益の予想。

## [24/3期 通期]

高付加価値商品のヤクルト1000シリーズが引き続き大きく伸びて国内売り上げが堅調に推移したほか、海外では円安効果もあって米州が売り上げを伸ばし、24年3月期通期の売上高は前期比4%増えた。利益面では、原材料費の高騰で売上総利益率がやや低下したほか、人件費、広告費、販促費の増加も利益を圧迫し、営業利益は4%減少した。純利益は受取利息の増加で1%増益を確保。国内飲料・食品(売上高構成比49%)は5%増収、営業利益はヤクルト1000シリーズの増加で4%増益。そのヤクルト1000シリーズだが、宅配の「Yakult1000」が1日当たり本数で6%増の216万9千本、店頭販売の「Y1000」が98%増の102万2千本と成長が続いた。ただヤクルトシリーズ全体では893万7千本と3%減少した。海外飲料は5%増収(為替の効果を除くと3%減収)、11%減益(同21%減益)。米州、欧州が増えた半面、アジア・オセアニアは中国の落ち込みで前年割れ。25年3月期は引き続き高付加価値商品の伸びと円安効果で6%増収、8%営業増益を見込んでいる。配当は年64円(株式分割を考慮しないと111円)の予定。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## [24/3期 第3四半期(累計)]

機能性表示食品「1000」シリーズの大幅増で国内飲料の販売が好調に推移したほか、海外飲料も価格改定効果と円安メリットで売り上げが増え、第3四半期(4~12月期累計)の売上高は前年同期比5%増えた。利益面では、高単価商品「1000」シリーズの販売増があったものの、原材料費の高騰で売上総利益率が低下、さらに人件費、販促・広告費の増加で販管費比率も悪化し、営業利益は4%減少した。純利益は特別利益の減少も加わって6%減益。国内飲料・食品(売上高構成比48%)は7%増収、4%営業増益。単体でのヤクルトシリーズの販売本数は2%減少したが、「Yakult1000」(宅配)が1日当たり本数で12%増の220万2千本、「Y1000」(店頭)が2.2倍の98万7千本と「1000」シリーズが引き続き大きく伸びた。海外飲料・食品(同44%)は5%増収、11%減益だが、為替の影響を除くと3%減収、27%減益となる。売上高では景況感が悪化した中国での販売本数減少、利益面では原材料費の高騰が響いた。通期見通しは11月に減額修正した数値を据え置き、6%増収、1%営業増益の予想。

## [24/3期 第2四半期(累計)]

国内で機能性表示食品「1000」シリーズの販売数量が引き続き大きく伸びたほか、海外飲料も円安および価格改定効果で売り上げが伸び、第2四半期(4~9月期累計)の売上高は前年同期比9%増えた。利益面では、高単価商品「1000」シリーズの数量増効果があったものの、原材料の高騰や人件費、販促・広告費の増加が押し下げ要因となり、営業利益は前年同期並みにとどまった。また、営業外での為替差損13億円が響き、純利益は3%の減益となった。国内飲料・食品(売上高構成比51%)は9%増収、10%営業増益。主力のヤクルトシリーズの販売数量が3%増えたが、ストレス緩和・睡眠の質向上に効果のある「1000」シリーズは「Yakult1000」(宅配)が1日当たり2256千本で前年同期比25%増、「Y1000」(店頭)が同978千本と2.5倍に急増した。海外飲料・食品は米州中心に伸び、10%増収、6%減益だが、為替の影響を除くと1%増収にとどまる。通期見通しは上期の実績を踏まえ、期初計画に対し売上高を180億円、営業利益を85億円それぞれ減額し、6%増収、1%営業増益に下方修正した。

## [24/3期 第1四半期]

国内で機能性表示食品「1000」シリーズの販売数量が大きく増えたほか、海外飲料も価格改定効果および円安で伸び、第1四半期(4~6月期)の売上高は前年同期比13%増えた。利益面でも、高単価で粗利率の高い「1000」シリーズの数量増効果が大きく、原材料費などコスト増を吸収して、営業利益は15%増えた。国内飲料・食品(売上高構成比52%)は15%増収、28%営業増益。ストレス緩和・睡眠の質向上に効果のある「1000」シリーズは、「Yakult1000」(宅配)が1日当たり2334千本で前年同期比48%増、「Y1000」(店頭)が同943千本と3.2倍に急増し、合わせて3278千本と76%増まで拡大した。海外飲料・食品は16%増収、6%増益だが、為替の影響で売上高が52億円、営業利益が11億円増加しており、この影響を除くと5%増収、9%減益となる。為替の影響を除いた地域別動向を見ると、アジア・オセアニアが2%増収、26%減益、米州が12%増収、12%増益。通期見通しは期初計画を据え置き、売上高で10%増、営業利益で14%増、純利益で16%増を見込んでいる。

## 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>