

雪印メグミルク株式会社
スモールミーティング（投資家・アナリスト向け）
質疑応答

実施日

2026 年 6 月 9 日（火） 午後：セルサイド

出席者

説明者：	代表取締役社長	佐藤 雅俊
同席者：	取締役常務執行役員	稲葉 聡
	常務執行役員	堀 成輝
	常務執行役員	河本 紳
	常務執行役員	畑本 二美
	執行役員	大沼 貴教
	財務部長	渡邊 基

主な質疑応答内容

※ 皆様にご理解いただきやすくするために、編集しています。

Q 1

同業他社と比較した当社の強みや魅力はどこにありますか。構造改革や資本効率改善にめどがついた後、どのような成長に期待すればよいでしょうか。

A 1

当社の最も大きな強みは、酪農生産に立脚し、一次産業から最終商品までつながるミルクバリューチェーン全体に知見を有している点です。食品企業ではありますが、単に原料を仕入れて加工・供給するのではなく、酪農の生産現場から最終商品まで一貫した事業基盤を持っていることが強みです。

事業面では、国内においてチーズが当社の強みを発揮できる分野であり、今後の乳業事業拡大における課題を解決する大きな要素になると考えています。加えて、企業価値向上と次の成長につなげるため、資本効率の改善や生産性向上に取り組んでおり、Next Design 2030 の達成に向けて進めています。

Q 2

酪農・乳業における重要な役割は理解していますが、御社単体として市場から評価されるためには何が重要でしょうか。

A 2

企業価値には、経済的価値と社会的価値があると考えています。当社の経済的価値は、原料乳に付加価値をつけて市場に供給できる力です。特に重要視しているのは機能性素材であり、MBP は希少価値があり、国内だけでなく海外への拡大も見据えています。設備投資やアセットを大きく膨らませて稼ぐ事業ではないため、効率的に経済価値を生み出せる分野と考えています。

乳を余すところなく、さまざまな形に変えてアウトプットできる力も当社の経済的価値です。社会的価値については、食の持続性や食の安全保障において乳業が担う役割は大きいと考えています。日本のカロリーベース自給率は 38% です。学校給食乳については、全国の牛乳供給において一定の構成比を占めており、当社は大手の中でも継続的に取り組んでいる数少ない企業の一つです。

Q 3

乳業における協業や M&A について、現状をアップデートしていただけますか。

A 3

M&A については、公表前に具体的な内容をお話しすることは難しいです。当社は飛び地での展開は考えておらず、酪農生産から最終商品までのミルクバリューチェーンに関連する領域を対象としています。対象にはロジスティクスや AI を含むソフトウェアなど、バリューチェーンに関わる領域も含まれます。

日本の乳業はオーバーファクトリーの状態にあり、人口減少を踏まえると各社に生産性向上が求められます。当社としては、最適な生産体制の構築を M&A の中心に据えています。具体例として、ヨシダコーポレーションでは、小ロットかつフレキシブルな商品展開が可能であり、当社のアウトプットの幅を広げ、効率的に生産することを主眼にしています。海外も含めて同様の考え方で進めていきます。

Q 4

牛乳事業における他社との協業について、サツラクとの取り組みや大手他社との協業の進捗を教えてください。

A 4

サツラクとは 2025 年 4 月からプロジェクトを組成し、さまざまな可能性について協議しています。この 1 年間でも事業環境が変化しているため、どのような形が最適かを含め、両方で引き続き慎重に検討を進めています。現在も共同プロジェクトとして推進しており、サツラクの組合長とも今後の酪農乳業に関する取り組みを検討しています。

今後、他社を含めて取り組みが広がる可能性については、現時点では具体的な展開はありません。大手との具体的な協業についても、現在そのような話が進んでいる事実はありません。

Q 5

乳製品領域での協業について、牛乳と比べた難易度や、アセットの大改革による協業余地の変化、業界全体へのメリットをどう見ていますか。

A 5

協業のメリットは大きいと考えています。本州では市乳事業が中心となり、乳製品については北海道の生産地帯が中心になると見えています。北海道の乳製品工場は都府県の市乳工場のように多くあるわけではありませんが、各社で老朽化が進んでおり、一緒に取り組める部分はあると考えています。酪農生産拠点も離農などで変化しており、生産拠点と酪農拠点の合致が必要になると考えています。

一方で、現時点で具体的にお話しできる内容はありません。他社も、基幹となる乳製品については各社が同様の課題認識を持っている可能性はあります。行政も乳業再編について以

前から言及しており、需給のアンバランスや跛行性の問題が大きくなる中で、一緒に検討したいという考えがあるように感じています。

Q 6

資本コストや金利上昇を踏まえ、ROIC 向上に向けた追加施策があったら教えてください。

A 6

当社は Next Design 2030 の KPI として、2030 年度に調整後 ROE9.0%、ROIC6.0%を掲げています。これらは財務レバレッジとも関係が強い指標です。インフレ、金利、為替、世界情勢が不安定な中で、急激に進めるべきかについては検討が必要と考えています。

一方で、資本コストを考えれば、資本効率改善は必ず意識しなければなりません。2025 年度は自己株式を取得しましたし、政策保有株式の売却を進めて成長投資に回す動きも開始しました。現状では負のエクイティスプレッドが生じており、これを改善していく必要があるという認識のもと、速度を急激に上げるのではなく、着実に進めていきます。

Q 7

乳業は他の食品セクターと比べて資本効率が上がりにくいように見えますが、本業で資本効率の上昇余地はありますか。

A 7

酪農乳業自体は高利益な事業ではないと認識しています。その改善策の一つとして、機能性素材の国内販売だけでなく、海外事業の拡大に取り組んでいます。この機能性素材は食品業界でも一定の利益率が見込めると考えていますが、具体的な利益率はお話しできません。この機能性素材の拡大は、当社の構造を変える大きな要素の一つになると考えています。

また、チーズ事業の拡大も重要です。世界的にチーズの副産物であるホエイプロテインの価値が大きく上昇しています。国内のホエイの需要は約 7 万トンですが、国内生産量は約 1 万 5,000 トンにとどまり、残りは輸入です。チーズ生産を拡大し、副産物であるホエイの展開を広げることで、チーズと同様の売上・利益基盤ができる可能性があると考えています。ただし、当社単独ではできず、酪農生産者や行政との連携が必要です。具体的な時間軸や組み立てはまだできていません。

Q 8

ホエイプロテインの需要拡大に対し、御社の海外チーズ事業やなかしべつ工場、阿見工場の大型投資が関係してくる可能性はありますか。

A 8

チーズへの 475 億円の投資は、日本およびグローバルの環境を見据え、生乳生産量が増える場合と減る場合の両方に対応できる体制を考えています。政府は生乳生産の維持・拡大を掲げていますが、酪農生産者は減少しており、乳量も低下傾向にあります。今回の投資は両方のシナリオに対応できる体制を意識しています。

海外ではベトナムやインドネシアに投資していますが、現時点で現地の生乳を調達してナチュラルチーズを展開する形ではありません。海外メジャーと正面から競争するのは難しいため、当社が得意とするプロセスチーズで、東アジア・東南アジアの需要拡大を取り込む考えです。原料チーズの調達力は国内でも当社が強みを持つと考えており、今後、調達ハードルが高まる中でも有利に展開できると見えています。

ホエイプロテイン等は、今回の Next Design 2030 には織り込んでいません。ただし、展開によってはプラス要素として十分に取り込める形になっています。

Q 9

ホエイプロテインを日本から輸出する可能性はあるのでしょうか。

A 9

現在の日本の生乳生産量を前提にすると、海外へ輸出できるほどの生産量を確保できるかは疑問があります。国内ホエイ需要 7 万トンを満たすには、チーズ換算で 30 万トン、生乳で 120 万トンが必要ですが、現在チーズ向けに使用している生乳は約 30 万トンです。国内需要を満たすだけで十分な領域があると考えています。

Q 1 0

Next Design 2030 の調整後 ROE9.0%目標は、主にアセット大変革などの施策で達成できる数字ですか。機能性素材などの成長領域はどの程度織り込んでいますか。

A 1 0

成長領域を含めていないわけではありませんが、資本効率を高めることは大きな要素です。当社は 2000 年の事件により財務基盤を大きく毀損し、復配を目指して資本を強化し、借入を減らしてきました。次の 100 年の成長を目指すうえでは、株主資本を含む資本効率を徹底的に高め、財務指標を改善し、次の成長投資ができる体制にすることが重要と考えています。ただし、最終的には営業キャッシュ・フローが増えなければ指標改善にはつながらないため、成長投資から生み出すキャッシュも含めて目標を達成していく考えです。

Q 1 1

御社は、多くの強い商品や素材をお持ちだと思いますが、商品価値を消費者に伝え、経済価

値に転換していく力をどのように見えていますか。

A 1 1

ここ数年で価格改定を実施し、特に 2025 年度はもう一段の値上げを行いました。市乳事業を中心に先行して実施した結果、需要回復が半年以上遅れ、最終利益は 7 億～8 億円ほど未達となりました。しかし後半にかけて、価格が上がった中でも物量が回復し、四半期ベースでは前年並み以上の物量まで戻ってきています。

足元では「牧場の朝」や「ナチュレ恵」等のファミリーユースの数量が大きく伸びており、生産調整を行っている状況です。これは当社にとって自信につながる要素です。ただし、これだけに頼ると限界があるため、機能性商品や新しいユーザーの発掘などを進めていきます。

Q 1 2

MBP のように、これから認知を高めていく素材について、どのように価値を伝えていきますか。

A 1 2

当社が保有する素材や乳酸菌など、独自の価値を持つものを基本に展開していきます。例えばソフトチーズの「torochi」なども含め、国内営業、Web を使ったマーケティング、広告宣伝を通じて広げています。MBP については、医療機関へのサンプリング等を行いながら普及活動を進めています。営業での展開とマス向けの発信を組み合わせ、市場を作っている段階です。

骨粗鬆症の予備軍を含めると 2,000 万人以上いると認識していますが、気づいていない方もいます。医療機関等を通じて価値を直接伝える取り組みに、今年度は力を入れていきます。国内では、ドリンクやタブレット以外の形態での市場導入も検討しています。また、ガセリ菌についても、内臓脂肪抑制の価値を海外で本格展開していく可能性があると考えています。

Q 1 3

生乳生産量について、行政は 780 万トンを目指すとのことですが、御社は減少する可能性もあるとお考えでしょうか。

A 1 3

当社としては、生乳生産は拡大してもらいたいし、当社としても拡大させたいと考えています。食料安全保障や食の持続性を考えても重要であり、乳の価値はまだあると見ています。過去には 860 万トンの実績があり、そこまで戻すのは難しいとしても、行政が掲げる 780 万トンは目指したいと考えています。

一方で、人口減少など環境変化を踏まえると、何が起こるかわからないため、その備えとして事業展開を進めています。生乳生産が減る可能性が高いから施策を行う、という趣旨ではありません。当社は 780 万トン以上の生産を活用できると考えていますが、当社単独では実現できず、酪農家や行政を含む関係者との連携が必要です。

Q 1 4

生乳生産拡大はある意味プロダクトアウト型だと思います。消費がついてこない場合、どのように考えますか。

A 1 4

当社としては、プロダクトアウトの発想で話しているつもりはありません。日本の乳製品需要は生乳換算で約 1,200 万トンあり、そのうち輸入相当分約 400 万トンの多くがチーズです。すでに国内に市場があり、それが海外品に置き換わっていると認識しています。今後、海外からの調達ハードルが高まる可能性もあるため、日本の乳業として、また当社として、どのようなシナリオが最適かを考えています。

Q 1 5

建設資材コストの上昇により、新経営計画での投資や中長期戦略に変更はありますか。

A 1 5

金利のない世界から金利のある世界に移行し、さまざまな仕組みが変わりつつあると認識しています。営業キャッシュ・フローを拡大または維持し、効率的に稼ぐことは、どのような環境でも重要です。資本効率改善の観点から借入を活用する方向に若干シフトしたい考えはありますが、不安定な環境下で過度にそちらへ引っ張られるのは危険であり、バランスを見ながら進めます。

建設資材コストがさらに上昇し、投資額が想定以上に膨らむ場合は、戦略の優先順位変更などを検討する必要があります。ただし、現段階で戦略の変更や大きな対応を行う予定はありません。

Q 1 6

乳業会社の合従連衡が進むことと、生乳需給や脱脂粉乳の需給バランス改善はリンクしますか。

A 1 6

合従連衡によって需要が大きく増えるという変化はないと考えています。ただし、乳業会社が集約されることで、規律に沿った需給調整は行いやすくなる可能性があります。現在は乳

業会社の数が多く、需給調整機能がうまく働いていない面があります。乳業会社の集約により落ち着きを取り戻せば、酪農生産基盤にとってもマイナスではないと考えています。

Q 1 7

ホエイプロテインは脱脂粉乳から作ることはいくつかの理由から難しいのでしょうか。

A 1 7

脱脂粉乳にはカゼインタンパクとホエイタンパクが概ね 8 対 2 の割合で含まれています。カゼインをチーズまたはカゼインとして取り出せばホエイタンパクは生まれますが、日本国内ではカゼイン需要がそれほど大きくありません。カゼインも多くが輸入であるため、脱脂粉乳をすぐにタンパクへ転換するのは難しいと考えています。ホエイタンパクは、基本的にはチーズの副産物として生産されます。

Q 1 8

国内生乳価格が高い中で、チーズやホエイで輸入品を国産に置き換えることは可能ですか。今後は内外価格差が縮小する前提とお考えでしょうか。

A 1 8

この点は業界全体にとっても難しい課題であり、読み切れない部分があります。グローバルの需給は大きく変動しています。例えばオーストラリアではインフレや労働賃金、乳価の上昇により、現地で生産し、海外展開したり日本へ輸出する環境が変わってきています。

大きなトレンドとして、生乳生産で成長できる国は限られ、従来の生産基盤は縮小傾向にあると見ています。世界人口が 80 億人から 100 億人へ増える中、生乳生産量が大きく伸びない場合、価格にも変化が起こればと考えています。日本の乳価は高く、チーズ向け乳価も政策的に低く設定されているものの、なお高いため輸入比率が高まっています。

一方で、副産物であるホエイの価値が高まれば、チーズ以外の価値も取り込めるため、構造が変わる可能性があります。そのためには、当社単独ではなく、行政や生産者団体との連携が必要です。

Q 1 9

チーズとホエイのうち、どちらが先に成長の転換点になるとお考えでしょうか。

A 1 9

ホエイの価値向上が先に明確になれば展開はわかりやすく、スピードも速まると考えます。ただし、ホエイはチーズから生まれるため、まずはチーズの拡大が先と考えます。行政も付加価値のあるナチュラルチーズの拡大を掲げています。今後の環境変化に合わせ、付加価値

の高いホエイプロテインへ展開できる準備が必要と考えています。

Q 2 0

海外の機能性素材事業について、Next Design 2030 達成に向けた調達・販売面の進捗や確度を教えていただけますか。

A 2 0

機能性素材については、原料調達のめどが立ったことが大きな一歩です。販売面では、機能性素材という性質上、各国でヘルスクレームや安全性、機能性の審査が必要です。この数年で認証取得が進んでおり、韓国では MBP で日本の特定保健用食品に相当する認証を取得し、実際に販売が伸び始めています。その他の国でも安全性認証や効果効能の認証に取り組んでおり、アメリカでは GRAS 取得の準備を進めています。

MBP に関する当社の研究開発知見はユーザーから関心を持たれており、これらが組み合わせることで商品化のめどが立っていくと考えています。ただし、商品化には2年程度かかる場合があります。現在の段階ではまだ成果が見えにくいものの、今後商品化が進むことを想定しています。

MBP は最終商品ではなく、BtoB の素材として展開します。販売先が自社で商品を開発するため、商談が成立しても実際に物量が動くのは2～3年後と見ています。Next Design 2030 の利益計画がテールヘビーのJカーブになっているのは、この時間軸を織り込んでいるためです。現時点で具体的な成果をお示しできない点もありますが、期待していただきたい領域です。

Q 2 1

海外機能性素材の原料調達は、目標を達成できる物量をカバーできますか。

A 2 1

はい、計画している物量を担保できる原料は確保できています。さらにそれ以上の展開も目指しています。本格的に市場が広がれば、当社自身が投資して海外で展開する可能性もありますが、現時点ではその判断段階には至っていません。中計目標達成に必要な物量の確保はできています。

Q 2 2

御社がチーズ生産から得ているホエイは、現在どのように活用していますか。

A 2 2

自社製品に活用しているほか、少量ではありますがユーザー向けに販売しています。また飼

料向けにも販売しています。ただし、飼料向けはメーカー向け販売とは価値が異なり、輸入ホエイとの競争環境下での価格となるため、当社が理想とする価格ではありません。加えて、絶対量も少ない状況です。

Q 2 3

どの程度チーズ生産が増えれば、高付加価値ホエイへの投資判断やブレイクスルーが見えてきますか。他社との連携も考えられますか。

A 2 3

日本のホエイ需要は約7万トンであり、国内生産は約1万5,000トンです。当社はチーズ生産量が大きいため、展開できる環境になれば先頭を切って進められると考えています。ただし、チーズ生産が一気に2年、3年で大きく増えるわけではないため、ステップを踏みながら市場を獲得していく形になります。

当社は脱脂粉乳やホエイに関する投資をすでに進めていますが、今後どのように広げるかは、チーズ生産拡大や市場環境を見たうえでの判断になります。

Q 2 4

チーズを介さずにホエイを生産するネイティブホエイのような取り組みは、御社のチーズ戦略の脅威になりますか。また、行政がチーズ重視へ舵を切るには何が必要でしょうか。

A 2 4

ネイティブホエイに関する詳細が見えていないため、脅威かどうかは判断できません。一方、チーズを拡大すると、脱脂粉乳とバターの跛行性の課題解決にもつながります。3万トンの生乳からバターと脱脂粉乳ができますが、脱脂粉乳需要が弱いことが課題です。同じ3万トンの生乳でチーズを生産しつつ、同時にバターもできます。当社もチーズ製造時の脂肪を活用してバターを作っています。

行政主導だけで進むものではなく、事業者が将来展望を描ける事業戦略を持ち、その将来性を確認できて初めて行政の補助事業にもつながると考えています。まずは乳業会社が戦略を作り、生産者と対話する順序が必要です。行政は酪農生産基盤を重視しており、生産者がどう反応するかに注目していると見ています。当社は酪農乳業に立脚したメーカーとして、事業だけを先行させるのではない、ということをご理解いただきながら地道に進めています。

Q 2 5

御社の酪農生産基盤を重視する戦略は、大手乳業メーカーとの協業が進みにくい要因ではないでしょうか。

A 2 5

想像の領域が含まれるため断定はできませんが、決して交わっていないとは考えていません。業界団体の中では、乳業大手 3 社がリーダーシップを持って政策展開を行っており、他社も酪農基盤に立脚した施策を推進していると認識しています。

当社は 2000 年の事件以降、医薬品、冷凍食品、酒類などをスピニアウトし、乳に特化してきました。市乳と乳食品を軸に、日本の酪農乳業としての基盤を作る考えで事業を進めており、その事業展開の違いが他社と異なるように見えている可能性があります。

Q 2 6

本州における工場再編は、今後どのような方向性で進めていくのでしょうか。

A 2 6

現時点で、どの地域・拠点を強化するかはお伝えできません。生乳基盤は大きく変化しており、酪農生産も離農などにより基盤が移っています。全体のバランスを見ながら、生産地との連携、調達コスト、その他の複合的な要素を踏まえ、協業を含めた統廃合を検討していくことになります。

Q 2 7

サツラクとの協業は、創業のルーツを踏まえたものですか。

A 2 7

サツラクは当社の母体ということではありませんが、創業の精神を共有する酪農生産者団体です。当社もその団体に関係していましたが、そこから乳業として事業活動を強化してきたという生い立ちがあります。健土健民の思想も共有しており、目指す方向が同じであることが協業検討のベースにあります。ただし、今後は事業成長を伴う展開であり、広い角度から検討を進めていきます。

Q 2 8

アセットの大変革に対する酪農家の反応や、メリット・デメリットがあれば教えてください。

A 2 8

酪農家が最も重視するのは、自分たちが生産した生乳をしっかり受け入れ、付加価値を高め、展開できるかという点です。当社は、酪農生産から出てきた生乳を受け入れること、企業成長によってアウトプットの付加価値を高め、乳の価値を上げるための取り組みであることを説明しています。結果として、期待を込めて応援していただけていると考えています。

また、生産終了などに際して、大きな反発はありませんが、思い出やこれまでの経緯を語

られることはあります。酪農生産者は自分たちが作った生乳に強い愛情を持っており、それは怒りではなく、今後も頑張ってもらいたいという応援のメッセージを含むものです。期待を裏切らないよう進めていきます。

Q 2 9

海外事業について、インドネシアなどの構造改革や本業利益への貢献は順調でしょうか。

A 2 9

インドネシアでは、コロナ禍により社会環境が大きく変化し、当社が従来進めてきた戦略と合わなくなってきたため、商品の見直し、生産体制の見直し、販売チャネルの見直しまで含めて、前年度に取り組みました。現在は再スタートできる形になっており、ベトナムと合わせてアジアのチーズ展開に期待しています。

また、オーストラリアの育児品工場についても、将来を見据えて生産拠点の転換を進め、育児品原粉についてはパートナーとの合弁で展開する形にしました。これらの構造改革は順調であり、今後利益貢献があると考えています。

以上