

コカ・コーラ（KO）投資戦略レポート - 上場来高値と140億ドルの税務リスク

KO

第2四半期決算で通期見通しを4項目すべて上方修正し、株価は上場来高値90.22ドルを更新。数量主導への転換と濃縮原液モデルの構造優位は本物ですが、目的別3モデルの妥当価格はいずれも現値を下回ります。潜在負担140億ドルの移転価格訴訟が判決待ちである点も含め、判定はWatchとしました。

米国株 生活必需品 飲料 高配当 ディフェンシブ

公開日	2026-07-29
著者	Kekke
分析モデル	Claude Opus 5 (1M context)

本レポートは特定の有価証券・金融商品の売買を勧誘・推奨するものではありません。投資判断は読者ご自身の責任において行ってください。詳細は本文末尾の免責事項をご参照ください。

対象銘柄

KO / The Coca-Cola Company (ニューヨーク証券取引所・生活必需品／飲料)

結論

主目的: クオリティ・ディフェンシブ ○ (3～5年) / 総合: Watch / 目標株価 75.24 ドル / 損切りライン -

データソース

SEC EDGAR (10-K / 10-Q / 8-K / DEF 14A)、The Coca-Cola Company 投資家向け情報、PepsiCo・Keurig Dr Pepper・Monster Beverage・Celsius Holdings・Nestlé・Danone 各社開示、米連邦準備制度、米労働統計局、米エネルギー情報局、米財務省、第 11 巡回区控訴裁判所、第 8 巡回区控訴裁判所、世界保健機関、欧州委員会、UNESDA、Yahoo! Finance

レポート概要

2026 年 7 月 28 日の第 2 四半期決算で通期見通しを 4 項目すべて上方修正し、株価は上場来高値 90.22 ドルを更新しました。数量主導への転換と濃縮原液モデルの構造優位は本物ですが、目的別 3 モデルの妥当価格はいずれも現在値を下回ります。潜在負担 140 億ドルの移転価格訴訟が判決待ちである点も含め、事業の質と現在の価格を切り分けて整理します。

分析モデル

Claude Opus 5 (1M context)

本資料は情報提供のみを目的とし、投資勧誘・投資助言を行うものではありません。投資判断は読者ご自身の責任で行ってください。なお、本レポートは作成時点のスナップショットであり、公開後の株価・決算・ニュースの変化を反映しません。

決算は文句のつけようがなく、株価は 40 年ぶりの高値。それでも「いま買うか」は別の問いになります。

0. 結論

この章で見えてくること

The Coca-Cola Company の投資判断と、その根拠となる 7 つの論点を 1 行ずつ示します。詳細は §2 以降の各章で検証します。

レポート時点

作成日 2026-07-29

株価基準日 2026-07-28 終値 \$88.27

長期判断

WATCH 対象期間 3～5年

スイング判断

様子見 想定保有 —

本レポートは作成時点のスナップショットです。公開後の株価・決算・ニュースは自動反映されません。投資判断に使う場合は、基準日以降の変化を必ずご確認ください。

中長期見通し

WATCH

確信度 中

目標株価 想定保有
75.24 (弱) 3～5年
気 46.26
～ 強気
104.22)

事業の質は本物だが、あらゆる評価軸が示す妥当価格を大きく上回る位置

スイング見通し

様子見

2026-07-28 時点

RSI 過熱圏・需給スコア中立未満・25日線からの上方乖離でエントリー帯が成立せず

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

業績モメンタム — 値上げ頼みから、数量が伸びる成長へ切り替わりました

同社の成長構造は、この2年で質が変わっています。FY2024 通期はオーガニック +12% のうち価格ミックスが +11% と寄与率 92% だったのに対し、FY2026Q2 は濃縮液販売 +4% が寄与率 67% を占める数量主導へ切り替わった **A** という変化です。値上げは需要を削りながら売上を作りますが、数量の伸びは需要そのものが増えている証拠ですから、成長の中身としては明確に良くなっています。直近の四半期は純営業収益 13,380 百万ドル、前年同期比 +7% (オーガニック +6%) **A**、FY2026 第2四半期のユニットケース数量成長率 +5% (インド・中国・米国・ブラジルが牽引) **A** となりました。通期見通しも 2026-07-28 の FY2026 通期ガイダンスは上方修正 (オーガニック売上・comparable EPS・comparable 通貨中立 EPS・FCF の4項目すべて) **A** で、FY2023～FY2025 の3期連続で comparable EPS が期初ガイダンス上限を上回り、FY2026 も Q1・Q2 と2期連続で上方修正した。4期間で下方修正はゼロ **A** という実績が積み上がっています。

株価とバリュエーション — 上場来高値まで買われ、目標株価にも到達しています

株価は2026-07-28 NY 引け 終値 88.27 ドル **B** で、決算当日には 2026-07-28 の日中高値 90.22 ドルは、1985 年 1 月以降の月足 500 本で確認できる KO の上場来高値。2026 年 7 月より前の最高値は 2026 年 6 月の 84.04 ドル **B** を付けました。年初来では約 26% 上昇し、S&P 500 を大きく上回っています。ところが目的別に組んだ 3 つの評価モデルは、いずれも現在値より低い妥当価格を示します。目標株価 75.24 ドル（quality_defensive レンズの DCF、bull 0.25 / base 0.50 / bear 0.25 のシナリオ加重。終値 88.27 ドルに対して -14.8%）**A** であり、終値 88.27 ドルが示唆する永久成長率は 3.07%（WACC 6.43%、同一の FY2027-FY2031 FCF projection で逆算）。base 前提の 2.5% を 0.57pt 上回る **B** という水準です。

構造リスク — 訴訟・利回り・規制が同時に効いています

リスクは分散ではなく、いくつかの太い線に集約されています。以下が同時並行で進行している点を、まずご確認ください。

- **租税裁判所の算定方法が最終的には是認され IRS が後続年度にも適用した場合、2010～2025 年分の追加的な税・利息負担は 2025 年 12 月 31 日時点で約 140 億ドルに達すると会社が試算 **A**（引当は約 5 億ドルのみ）**
- **自前試算: KO の配当利回り 2.40%（年間 DPS 2.12 ドル ÷ 終値 88.27 ドル）は米 10 年債 4.65% を 225bp 下回り、2023 年 Q1 以降で最も不利な水準にある **A**（債券に対する妙味が消えています）**
- **CEO 交代から 4 ヶ月後に北米 OU 社長の退任が公表され、2026-08-01 から CFO が最大 OU を暫定兼務、後任は未定 **A****
- **メキシコは 2026 年 1 月 1 日から非カロリー甘味料を含む飲料に対しても 1 リットルあたり Ps.1.50 の新規物品税を導入し、ゼロシュガー化による課税回避経路を塞いだ **A****
- **アジア太平洋は FY2026Q2 に数量 +8% と全セグメント最速で伸びた一方、価格ミックスは -9%、オーガニック収益は +2%、comparable 恒常為替営業利益は横ばいの 0% **A****

とくに気になるのは、これだけの規模を持つ税務リスクについて公式トランスクリプトが存在する直近 4 四半期を通じて、アナリストが IRS 移転価格訴訟について質問した事例は 0 件 **A** という点です。市場が価格に織り込んでいないものは、表面化したときの反応が大きくなりやすいと考えられます。

判定 — Watch（確信度: 中）

論点を集計すると、論点「数量主導への転換と、利益成長への変換率」と論点「濃縮原液モデルの構造優位を、コスト転嫁の非対称が証明した」が positive、論点「絶対評価と相対評価の乖離」、論点「利回り支持の喪失と、新興国通貨への依存」、論点「移転価格訴訟の規模の非対称が未評価のまま残っている」、論点「規制と痩身薬は遅く効くが方向は一方通行」が negative、論点「計画承継の完成度と、北米空席という綻び」が neutral となります。

方向の数では negative が優勢ですが、内訳を見ると意味が違います。positive の 2 本はいずれも事業の質そのものに関わる論点で確信度が高く、negative のうち 2 本は「事業」ではなく「いまの価格」に関する論点です。つまり **事業を否定する材料はほとんどなく、価格と未確定リスクを否定する材料が積み上がっている** という非対称な構図になっています。

そのため判定は Watch としています。企業として避けるべき理由は見当たりませんが、いま買う理由も見当たらない、という位置づけです。総合的な検証は §10 で扱います。

この章のまとめ

- 判定は Watch（確信度: 中）。事業の質は高いものの、目的別のどの評価軸で見ても現在値は妥当価格を上回っています
- 目標株価は 75.24 ドル。ただし控訴審の結果次第で上下 5 割近く振れる構造にあります
- 論点 7 個のうち positive 2 / neutral 1 / negative 4。論点連鎖の総合検証は §10 で行います

目次

0. 結論

1. 銘柄の現在地
2. 業績 — 数量主導への転換と、利益成長への変換率
3. 業界・競合 — 濃縮原液モデルの構造優位を、コスト転嫁の非対称が証明した
4. バリュエーション — 絶対評価と相対評価の乖離
5. マネジメント・ガバナンス — 計画承継の完成度と、北米空席という綻び
6. マクロ・ニュースフロー
7. テクニカル・需給とスイング戦略
8. シナリオ・反証・モニタリング KPI
9. リスク・カタリスト
10. 投資判断
11. 用語集
12. 参考資料

1. 銘柄の現在地

この章で見えてくること

§0 結論で示した投資判断の前提となる、The Coca-Cola Company の事業構造・株価水準・収益性を 1 章にまとめて確認します。以降の論点の土台となる「濃縮原液モデル」の意味もここで押さえます。

1.1 事業構造

The Coca-Cola Company は、清涼飲料のブランドを保有し、その原液（コンセントレート）を世界中のボトラーに販売する企業です。イメージとしては、飲料そのものを作って運ぶ会社というより、レシピとブランドを貸して手数料を得る会社に近いと考えていただくと分かりやすいかもしれません。FY2025 の純営業収益に占める濃縮液（concentrate）事業の比率は 59%、完成品（finished product）事業は 41% **A** という構成です。

事業の管理単位は地域で分かれており、営業セグメントは EMEA / Latin America / North America / Asia Pacific / Bottling Investments の 5 つ **A** となっています。売上の地理的な広がりも大きく、FY2025 の米国外純営業収益は 28,814 百万ドルで連結の約 60%。地理的分散が為替感応度の源泉 **A** です。この「6 割が海外」という構造は、あとで見る為替の話に直結します。

規模感としては、KO の商標を冠する飲料は 1 日あたり 22 億サービング消費され、全世界の総飲用サービング 650 億の約 3.4% に相当 **A** します。世界中で 1 日に飲まれるすべての飲み物のうち、およそ 30 杯に 1 杯が同社の製品という計算になります。母数となる全世界で 1 日あたり消費される全飲料のサービング数は推計 650 億サービング **A** です。

米国外売上比率

60.1% **A**

上位 4 カ国の数量比率

33% **A**

炭酸飲料の数量比率

69% **A**

先進国の飲料シェア

14% **A**

新興国の飲料シェア

6% **A**

原液事業の売上寄与

96% **A**

シェアの現在地も確認しておきます。米国 liquid refreshment beverage（LRB）カテゴリーの測定チャネル小売売上シェアは The Coca-Cola Company が約 20%（2022 年 21%、2023 年 20%、2024 年 21%）**A** で、ほぼ横ばいを保っています。一方で米国 LRB カテゴリーの PepsiCo シェアは 2025 年に約 16% で、2022 年の 20% から 4 年間で 4pt 低下し

た **A** という差がついています。直近も KO は 2026 年第 2 四半期に総 NARTD 飲料で価値シェアを獲得したと報告し、ユニットケース数量は +5%、オーガニック売上は +6% となった **A** 状況です。競合がシェアを落とすなかで守り切っている、という点は評価できます。

1.2 株価・主要指標



現在の株価水準は、この 5 年で最も高い位置にあります。長期の株価チャートを見ると、2026 年に入ってからの上昇が際立っていることが分かります。

PER (実績)

26.51倍

予想 PER

26.9倍

PBR

10.51倍

配当利回り

2.4%

EV/EBITDA

25.9倍

時価総額

3,797.8 億ドル

指標面では、PER（株価を 1 株当たり利益で割った倍率）が実績ベースで 26.5 倍です。この水準をどう見るかは §4 で正面から扱いますが、ひとまず「同業の PepsiCo が 16 倍台であるのに対し、かなりのプレミアムが付いている」という事実だけ押さえておきます。

1.3 収益性と財務の健全性

同社の収益性は業界内で際立っています。FY2025 の ROIC は 16.3% **A**、ROE は 46.0% **A** です。ROIC は投じた資本に対してどれだけ利益を生んだかを示す指標で、同業の PepsiCo が自社開示する FY2025 の ROIC（非 GAAP）は 14.3%、比較可能性影響項目を除く Core Net ROIC は 19.1% **A** と比べても遜色ありません。

財務基盤も改善しています。FY2025 末 自己資本比率 32.7%（純資産合計 34,275 ÷ 総資産 104,816。FY2024 は 26.2%）A から、2026-07-03 時点 自己資本比率 35.5%（純資産合計 38,315 ÷ 総資産 107,922）A へと 3 ポイント近く上昇しました。

なお財務健全性の総合スコアは 76 点（100 点満点）で、格付けとしては B にあたります。飲料の原液メーカーは在庫を大量に抱える必要がないため、在庫回転率を重く見る採点方式では流動性の項目が構造的に低く出る点には注意が必要です。実態としては FY2025 の配当支払額は調整後フリーキャッシュフローの 73%。2023-2025 の 3 年調整後 FCF 転換率は 93% で長期目標 90～95% のレンジ内にあり、64 年連続増配の継続余力を裏づけているA という水準にあり、支払能力に不安はないと考えられます。

この章のまとめ

- 売上の 59% が濃縮原液、6 割が米国外という構造。これが後の利益率と為替の話の土台になります
- 米国シェアは約 20% で横ばい、競合が 4 ポイント落とすなかで守り切っています
- ROIC 16.3%、ROE 46.0% と収益性は高水準。§2 業績では、この収益力が「数量の伸び」に支えられ始めた変化を掘り下げます

2. 業績 — 数量主導への転換と、利益成長への変換率

この章で見えてくること

§1 で確認した高い収益性が、いま何によって支えられているかを見ます。§0 結論で示唆した「数量主導への転換」を、四半期実績・見通しの修正履歴・地域別の内訳から掘り下げます。

P&L

FY2025 売上	47,941 百万ドル
FY2025 営業利益	13,762 百万ドル
FY2025 希薄化後 EPS	3.04 ドル
Q2 売上	13,380 百万ドル
Q2 comparable 営業利益率	35.6%

Balance Sheet

自己資本比率	35.5%
長期債務 平均実効金利	3.3%
IRS 訴訟 税務引当金	520 百万ドル

Cash Flow

FY2025 営業 CF	7,408 百万ドル
FY2025 フリー CF	5,296 百万ドル
FY2026 フリー CF ガイダンス	12,400 百万ドル
FY2026 年間配当	2.12 ドル

2.1 直近四半期の実績

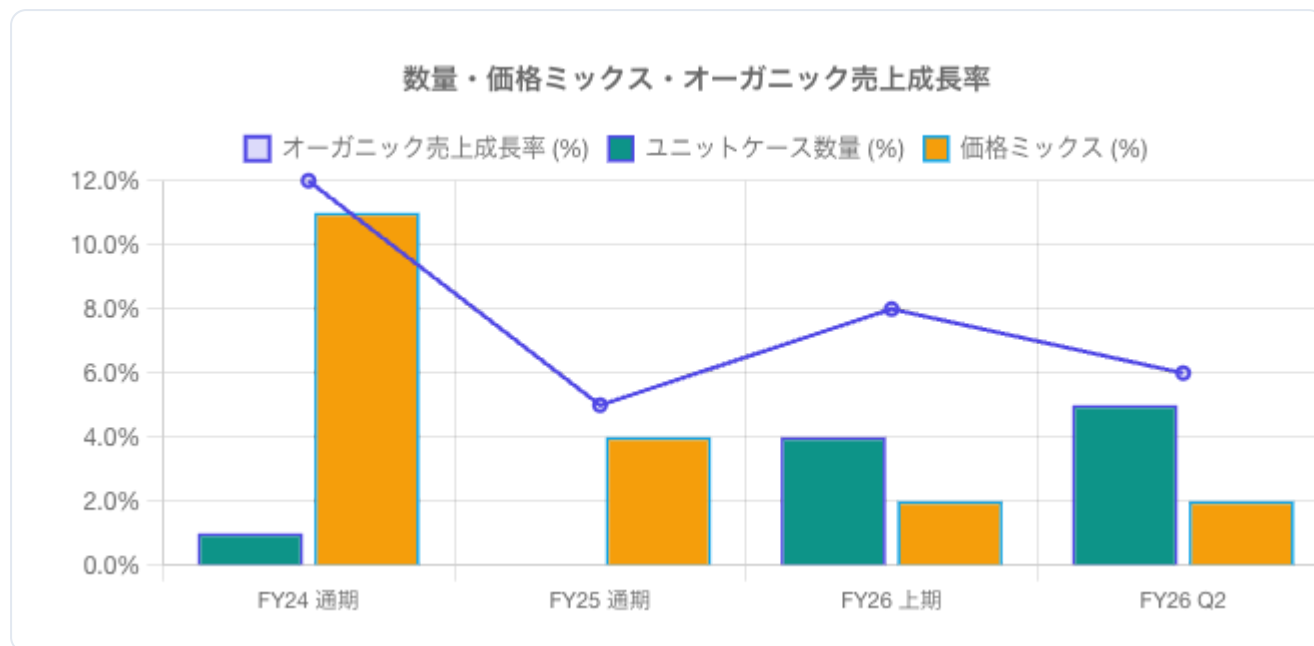
2026 年 7 月 28 日に発表された第 2 四半期は、内容の良い決算でした。FY2026 Q2 売上 13,380 百万ドル（前年同期比 +7%）A、2026 年第 2 四半期の営業利益は 4,672 百万ドル（前年同期 4,280 百万ドル、+9%）、営業利益率は 34.9%（前年同期 34.1%）A となり、FY2026 Q2 営業利益 4,672 百万ドル（前年同期比 +9%）A です。

ここで 1 つ注意が必要です。決算報道でよく目にする数字と、会計基準どおりの数字が食い違っています。会社が経営実態を示すために調整した「comparable」ベースでは 2026 年第 2 四半期の comparable net operating revenues（非 GAAP）は 13,373 百万ドル（GAAP 報告値 13,380 百万ドルから比較可能性影響項目 7 百万ドルを調整）A、2026 年第 2 四半期の comparable operating income（非 GAAP）は 4,758 百万ドル、comparable operating margin は 35.6%A、2026 年第 2 四半期の comparable operating margin（非 GAAP）は 35.6%（前年同期 34.7%）A です。1 株当たり利益も、FY2026 Q2 希薄化後 EPS 1.03 ドル（前年同期比 +16%）A に対して 2026 年第 2 四半期の comparable EPS（非 GAAP）は 0.97 ドル、前年同期比 +11%（GAAP EPS は 1.03 ドル、+16%）A と、両者に関ぎがあります。2026 年第 2 四半期の EPS は 1.03 ドル（+16%）、comparable EPS（非 GAAP）は

0.97 ドル (+11%)。EPS には 4 ポイントの為替追い風が含まれる [A](#) という点も押さえておきたいところです。どちらか一方だけを見ると印象が変わってしまうため、本レポートでは両方を併記していきます。

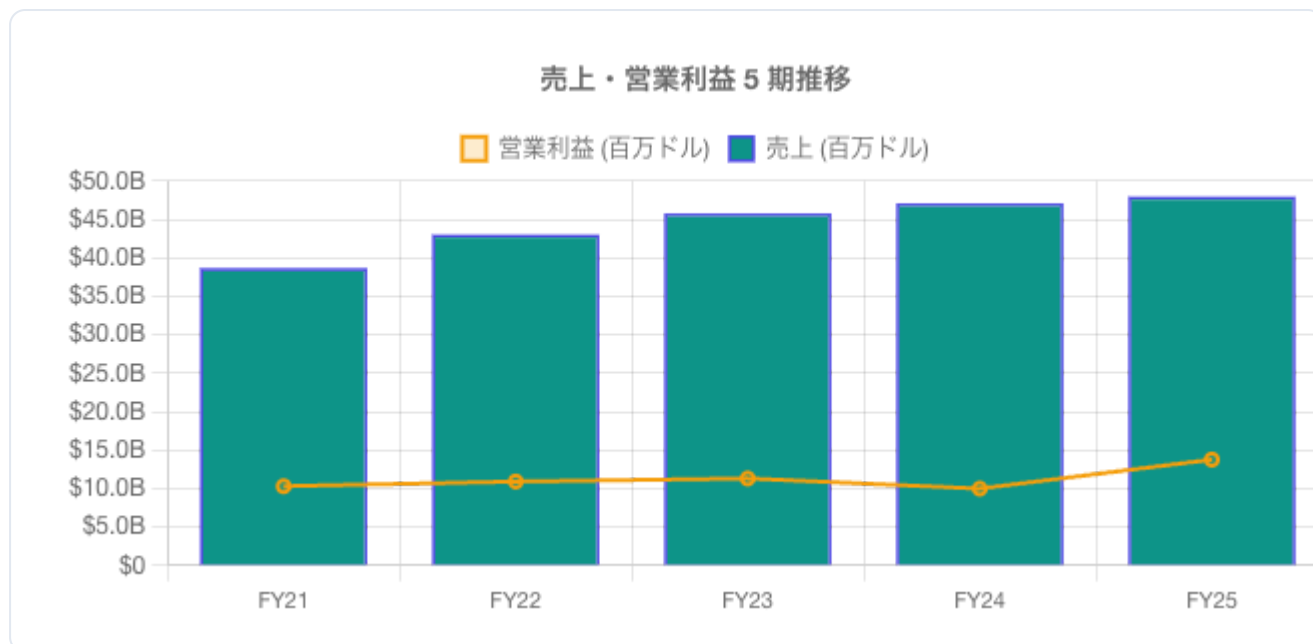
2.2 成長の中身が変わりました

この四半期でいちばん重要なのは、成長のドライバーが入れ替わったことです。2026 年第 2 四半期の全社ユニットケース数量は +5%（インド・中国・米国・ブラジルが牽引）。Trademark Coca-Cola +5%、Coca-Cola Zero Sugar +16% [A](#) となりました。



このグラフが示すのは、数年前まで成長の大半を値上げが作っていたのに対し、直近では数量そのものが伸びている、という構造変化です。値上げによる成長には限界があります。価格を上げれば買う人が減るからです。一方で数量の増加は、飲む人が増えたか、飲む回数が増えたことを意味しますから、持続性という点では明確に上です。

過去 5 期の推移も確認しておきます。FY2025 の純営業収益は 47,941 百万ドル（FY2024: 47,061 百万ドル、FY2023: 45,754 百万ドル）[A](#)、FY2024 売上（純営業収益）47,061 百万ドル [A](#)、FY2025 の営業利益は 13,762 百万ドル（FY2024 は 9,992 百万ドル。FY2024 は other operating charges 4,163 百万ドルの計上で圧縮されていた）[A](#)、FY2024 営業利益 9,992 百万ドル [A](#) です。

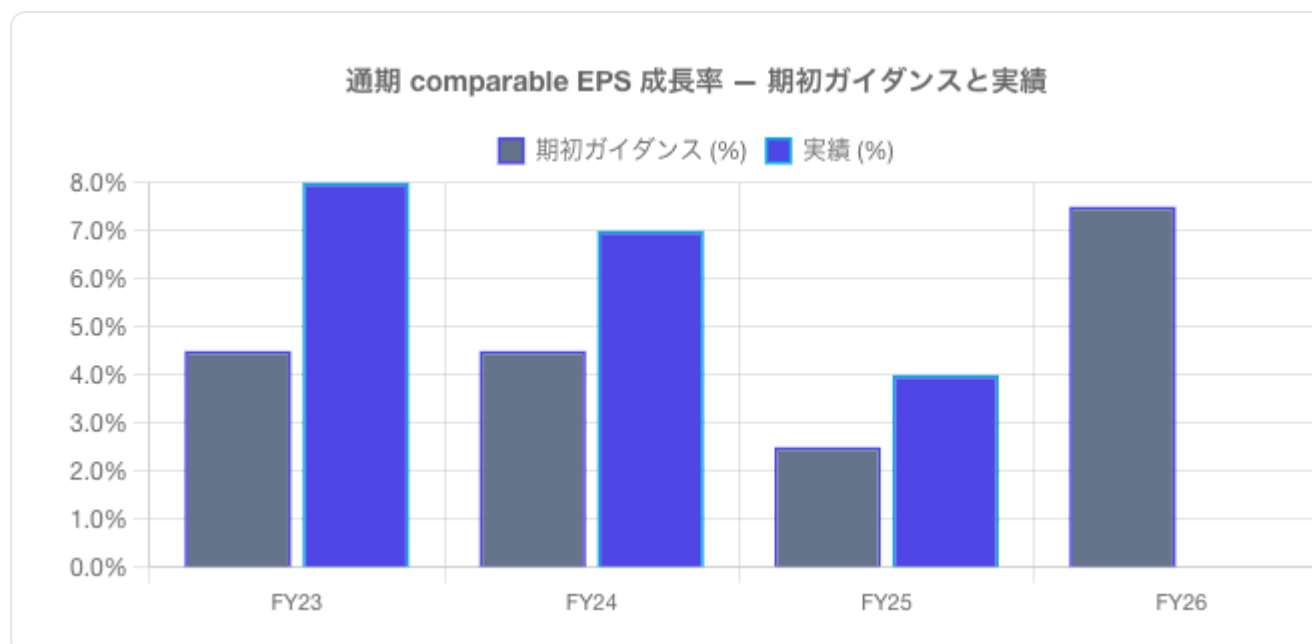


利益面ではFY2025の株主帰属当期純利益は13,107百万ドル（FY2024: 10,631百万ドル）
 A、FY2025希薄化後EPS 3.04ドル（前年比+23%）
 A、FY2025の希薄化後EPSは3.04ドル（FY2024: 2.46ドル、FY2023: 2.47ドル）
 A、直近12か月ではTTM希薄化後EPS 3.33ドル（2026-07-03まで）
 Aとなっています。

2.3 見通しの引き上げは、中身が前回と違います

通期見通しは4項目すべてが引き上げられました。FY2026通期ガイダンス: オーガニック売上成長率約+5%（従来+4~5%から上方修正）
 A、この改定は2026-07-28の公表分で、従来の4~5%から約5%へ引き上げられました
 A、FY2026通期ガイダンス: comparable EPS成長率+9~10%の下限（従来+8~9%から上方修正）
 AからFY2026通期ガイダンス: comparable EPS成長率+9~10%の上限
 A、FY2026のcomparable EPS（非GAAP）成長率ガイダンスは9~10%（従来8~9%から上方修正）。約3%の為替追い風と約1%のM&A・売却影響を含む
 A、キャッシュ面ではFY2026通期ガイダンス: フリーキャッシュフロー約12,400百万ドル（従来12,200百万ドルから上方修正）
 A、FY2026のフリーキャッシュフロー（非GAAP）ガイダンスは約124億ドル（営業CF約146億ドル、設備投資約22億ドル）。従来の約122億ドルから上方修正
 Aです。

引き上げの「質」に注目すると、前回との違いが見えてきます。FY2026Q1のcomparable EPSガイダンス引き上げ（7~8%から8~9%）は実効税率の20.9%から19.9%への低下によるもの
 Aでしたが、今回はFY2026Q2のcomparable EPSガイダンス引き上げ（8~9%から9~10%）は、想定実効税率19.9%・EPSへの為替影響約+3%・EPSへの買収売却影響約-1%がいずれも据え置かれたうえでの本業由来
 Aです。税率が下がって利益が増えたのと、本業が伸びて利益が増えたのとでは、意味合いがまったく異なります。



見通しの精度そのものにも信頼が置けます。過去 4 期の期初見通しと実績を並べると、FY2023 期初（2023-02-14 発表）の comparable EPS 成長ガイダンスは 4～5%（中央値 4.5%）[A](#) に対して FY2023 通期の comparable EPS 実績は 2.69 ドル、前年比 +8% で期初ガイダンス 4～5% を上回った [A](#)、FY2024 期初（2024-02-13 発表）の comparable EPS 成長ガイダンスは 4～5%（中央値 4.5%）[A](#) に対して FY2024 通期の comparable EPS 実績は 2.88 ドル、前年比 +7% で期初ガイダンス 4～5% を上回った [A](#)、FY2025 期初（2025-02-11 発表）の comparable EPS 成長ガイダンスは 2～3%（中央値 2.5%）[A](#) に対して FY2025 通期の comparable EPS 実績は 3.00 ドル、前年比 +4% で期初ガイダンス 2～3% を上回った。為替 5 ポイントの逆風を吸収した結果 [A](#) という具合です。今期は FY2026 期初（2026-02-10 発表）の comparable EPS 成長ガイダンスは 7～8%（中央値 7.5%）[A](#) からのスタートでした。

長期目標に対しても達成が続いています。長期成長アルゴリズムはオーガニック売上成長 4～6%、comparable currency neutral 営業利益成長 6～8%、comparable currency neutral EPS 成長 7～9%、調整後 FCF 転換率 90～95% [A](#) という枠組みに対し、FY2025 は長期アルゴリズムの 3 指標すべてを達成。オーガニック売上 +5%（目標 4～6%）、comparable currency neutral 営業利益 +13%（目標 6～8%、大幅超過）[A](#)、オーガニック売上成長は FY2021 +16%、FY2022 +16%、FY2023 +12%、FY2024 +12%、FY2025 +5% と 5 期連続で目標レンジ 4～6% の下限以上を確保 [A](#) という結果です。

2.4 ただし、変換効率には穴があります

ここまで良い話が続きましたが、素直に喜べない部分もあります。地域別に見ると、数量がいちばん伸びた市場で利益が増えていないのです。アジア太平洋は FY2026Q2 に数量 +8% と全セグメント最速で伸びた一方、価格ミックスは -9%、オーガニック収益は +2%、comparable 恒常為替営業利益は横ばいの 0% だった [A](#) という状況です。

これは「数量主導への転換」を評価するうえで、必ず添えておくべき留保です。数量が伸びること自体は良いのですが、それが利益に変換されて初めて株主価値になります。安い製品が大量に売れても利益が増えないのであれば、成長の質は見た目ほど高くありません。この変換効率が今後どうなるかが、次の検証点になると考えています。

強気シナリオ

- 目標株価: 104.22
- 数量主導への転換と、利益成長への変換率
- 濃縮原液モデルの構造優位を、コスト転嫁の非対称が証明した

弱気シナリオ

- 目標株価: 46.26
- 絶対評価と相対評価の乖離
- 利回り支持の喪失と、新興国通貨への依存
- 移転価格訴訟の規模の非対称が未評価のまま残っている
- 規制と痩身薬は遅く効くが方向は一方通行
- 第 11 巡回区控訴裁判所が納税者側勝訴の判決を出し、供託金 60 億ドルと未収利息 4.57 億ドルが還付される
- 第 11 巡回区控訴裁判所が租税裁判所の判決を支持し、2010 年から 2025 年分にも同じ算定方法が適用される
- アジア太平洋型の利益なき数量成長が他地域へ波及し、通貨中立営業利益の成長が長期アルゴリズム下限の 6% を割り込む
- 追加利上げにより配当利回りと米 10 年債のスプレッドが 300bp 悪化する
- 北米オペレーティングユニット社長の後任が 2026 年内に発表されず、北米セグメントが 2 期連続で減益となる
- 主要市場で加糖飲料課税がさらに強化され、炭酸飲料の数量が前年割れに転じる

2.5 キャッシュフローは一過性要因を外して見る必要があります

キャッシュフローの数字は、そのまま読むと誤解を招きます。FY2025 の営業活動キャッシュフローは 7,408 百万ドル。fairlife の最終マイルストーン支払い 62 億ドルのうち 61 億ドルが含まれ実力値より圧縮されている [A](#)、FY2025 営業キャッシュフロー 7,408 百万ドル [A](#)、FY2025 フリーキャッシュフロー 5,296 百万ドル。fairlife 条件付対価 6,100 百万ドルの支払を含む [A](#)、FY2024 フリーキャッシュフロー 4,741 百万ドル。IRS 訴訟供託金 6,000 百万ドルの影響 [A](#) という具合に、2 期連続で大型の一時支払いが挟まっています。

足元は正常化しており、2026 年上期（～7 月 3 日）の営業 CF は 7,543 百万ドル、設備投資 684 百万ドルを差し引いたフリーキャッシュフロー（非 GAAP）は 6,859 百万ドル **A** となりました。半年でこの水準ですから、通期見通しの 124 億ドルは十分に射程内と考えられます。

なお 2026-07-29 時点で 2026 年第 2 四半期（～7 月 3 日）の 10-Q は未提出。SEC への直近 10-Q は 2026-04-30 提出の Q1 FY2026 分 **A** であるため、第 2 四半期の詳細な貸借対照表とキャッシュフロー計算書は決算リリースベースの数字である点にご留意ください。

この章のまとめ

- 第 2 四半期は数量 +5%、comparable 営業利益率 35.6% と内容の良い決算でした
- 通期見通しは 4 項目すべて上方修正。しかも前回の税率要因と違い、今回は本業由来です
- ただしアジア太平洋では数量 +8% に対し利益が横ばい。数量を利益に変える効率が次の課題です
- §3 業界・競合では、この高い利益率を支えている事業モデルそのものを検証します

3. 業界・競合 — 濃縮原液モデルの構造優位を、コスト転嫁の非対称が証明した

この章で見えてくること

§2 で見た 35% を超える利益率が、なぜ実現できているのかを構造から説明します。2026 年のコスト高がこのモデルの価値を実証した、という点が本章の中心です。

3.1 原材料高が本体にほとんど届いていません

2026 年は原材料価格が大きく上がった年でした。米プラスチック原材料・樹脂製造 PPI は 2026 年 6 月に前年比 +16.2%・年初来 +21.9% と急騰しており、原油高が PET 樹脂の川上価格へ伝達していることを示す **B**、アルミの世界価格は 2026 年 6 月時点で 1 トン

3,438.85 ドル、前年比 +31.9%・年初来 +19.6% と急騰しており、ボトラーの缶調達コストを直撃している **B** という状況です。

普通に考えれば、飲料メーカーには逆風のはずです。ところが実際の価格指数を上流から下流へ並べると、まったく違う絵が見えてきます。2026 年 6 月の BLS 価格指数を上流から下流へ並べると、樹脂 +16.2%/金属缶 +9.1%/PET ボトル +6.7%/ソフトドリンク製造 +5.8%/香料シロップ・濃縮原液 +2.1%/非アルコール飲料 CPI +2.0% **B** という並びです。

上流の樹脂が 16% 上がっているのに、同社本体の製品にあたる香料シロップ・濃縮原液はわずか 2.1% しか上がっていません。米金属缶製造 PPI は 2026 年 6 月に前年比 +9.1% 上昇した。アルミ世界価格の +31.9% を大きく下回っており、Section 232 関税とアルミ高の転嫁がまだ完了していないことを示唆する **B** という点も同じ方向を指しています。**コストの圧縮が起きているのはボトリングの層であって、同社本体ではない**ということです。

理由は事業構造にあります。KO の FY2025 売上のうち完成品事業は 19,479 百万ドル (40.6%)、濃縮原液事業は 28,462 百万ドル (59.4%)。アルミ缶・PET ボトルを実際に購入するのは完成品事業だけであり、KO 本体のパッケージング原価へは 4 割しか効かない **A** という構造です。缶やペットボトルを買っているのは売上の 4 割にあたる完成品事業だけで、残る 6 割の原液事業には原材料高がほとんど関係しません。

ヘッジの姿勢もこの構造と整合します。KO のコモディティデリバティブ想定元本は FY2025 末で 535 百万ドルにとどまり、売上原価 18,397 百万ドルのわずか 2.9% **A** という水準です。原材料の値動きを金融取引で打ち消す必要がほとんどない、と会社自身が判断していることの表れと言えます。同業と比べると差は明確で、Keurig Dr Pepper は原材料・資材が売上原価の約 55% を占めると開示している。濃縮原液の販売者である KO 本体は缶・PET・甘味料の価格変動に対する直接的な感応度が構造的に低い **A** 状況です。

3.2 同じ会社の中に、51 ポイントの利益率差があります

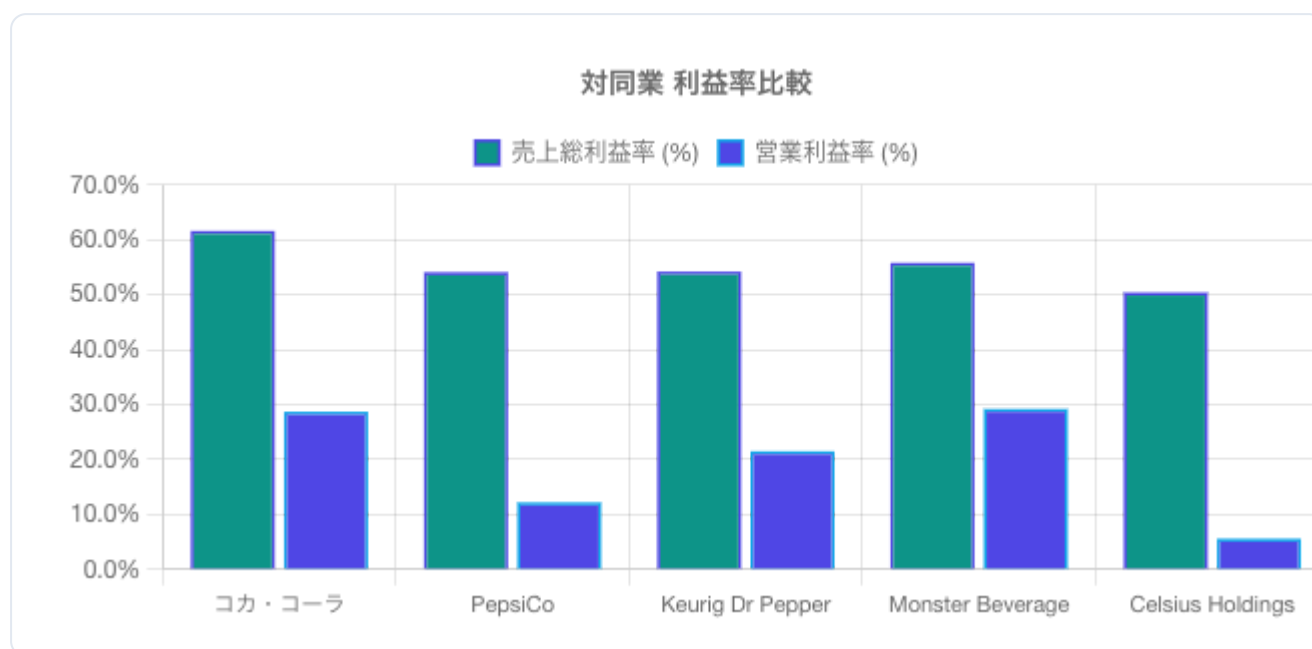
この構造の価値は、同社の社内でも観察できます。KO の FY2025 Latin America セグメント営業利益率は 59.1%。連結ボトリングをほぼ持たない純粋な濃縮原液モデルの上限値を示す **A** のに対し、KO の FY2025 Bottling Investments セグメント営業利益率は 7.4% (売上 5,735 百万ドル、営業利益 426 百万ドル) **A** です。同じ会社の中で、原液を売る事業と自ら充填する事業の間に 51.7 ポイントもの差があります。

同じ構造は競合にもあります。PepsiCo の FY2025 International Beverages Franchise セグメント営業利益率は 35.4% (売上 4,997 百万ドル、営業利益 1,769 百万ドル) **A** に対し、PepsiCo の FY2025 北米飲料 (PepsiCo Beverages North America) セグメント営業利益率は 3.9% (売上 28,197 百万ドル、営業利益 1,089 百万ドル、Rockstar 減損 1,946 百万ドルを含む) **A** という数字です。つまり **PepsiCo の利益率が低いのは経営が劣るからではなく、バリューチェーンのどこに立っているかの差**である、と理解するのが正確です。

同社はこの立ち位置を意図的に純化してきました。KO はリフランチャイズにより 2025 年時点で Bottling Investments セグメントを除く売上寄与が 96% (2015 年 48%) に達し、ROIC は 23% (2015 年 17%) へ改善した [A](#) という経緯です。自ら充填する事業を外部のボトラーに譲り渡し、原液とブランドに集中する方向へ 10 年かけて舵を切ってきました。

FY2025 もその流れが続いています。KO は FY2025 に事業・持分法投資の売却で 3,567 百万ドルを回収した (Coke Consolidated 持分 2,392 百万ドル、CCEP 持分一部 741 百万ドル、インド再フランチャイズ 218 百万ドル) [A](#)、FY2025 の事業・持分法投資等の売却収入は 3,567 百万ドル [A](#) です。進行中の案件として 2025 年 10 月にアフリカのボトリング事業 (CCBA) の持分の一部を CCHBC へ売却する確定契約を締結。規制当局承認を条件に 2026 年末までのクロージングを見込み、完了時に連結除外 [A](#) という動きもあります。

3.3 収益性はピア最上位、成長率は最下位グループ



利益率でのポジションは明確です。KO の FY2025 売上総利益率は 61.6% (売上総利益 29,544 百万ドル ÷ 売上 47,941 百万ドル) でピア 5 社中最高 [A](#)、KO の FY2025 営業利益率 (GAAP) は 28.7% (営業利益 13,762 百万ドル)。会社開示の comparable 営業利益率は 31.2% [A](#)、KO の FY2025 純営業収益は 47,941 百万ドル [A](#) です。

競合を並べると、PepsiCo の FY2025 売上総利益率は 54.1% (売上総利益 50,859 百万ドル) で KO の 61.6% を 7.5pt 下回る [A](#)、PepsiCo の FY2025 営業利益率 (GAAP) は 12.2% (営業利益 11,498 百万ドル)。Rockstar 等の無形資産減損 1,946 百万ドルが押し下げ要因 [A](#)、PepsiCo の FY2025 (2025 年 12 月 27 日) 純売上は 93,925 百万ドルで KO の 1.96 倍 [A](#)、PepsiCo の 2025 年 12 月 27 日時点の従業員数は約 306,000 人 (うち米国 約 125,000 人) で KO の 4.6 倍 [A](#) となります。売上は約 2 倍、従業員は 4.6 倍でありながら営業利益率は半分以下、という対比がモデルの差を物語ります。

その他のピアは、Keurig Dr Pepper の FY2025 営業利益率は 21.5%（営業利益 3,575 百万ドル、前年比 +38.0%）[A](#)、Keurig Dr Pepper の FY2025 純売上は 16,603 百万ドル（前年比 +8.2%）[A](#)、Monster Beverage の FY2025 営業利益率は 29.2%（営業利益 2,419 百万ドル）でピア 5 社中最高。自社製造を持たない軽資産モデルの帰結 [A](#)、Monster Beverage の FY2025 純売上は 8,294 百万ドル（前年比 +10.7%）[A](#) という状況です。

一方で成長率では見劣りします。Monster Beverage の売上 3 年 CAGR（FY2022 6,311 → FY2025 8,294 百万ドル）は +9.5% で KO の 2.6 倍 [A](#)、Celsius Holdings の FY2025 売上は 2,515 百万ドル（前年 1,356 百万ドルから +86%）。Alani Nu と Rockstar の買収が寄与 [A](#)、Celsius Holdings の売上 3 年 CAGR（FY2022 654 → FY2025 2,515 百万ドル）は +56.7% [A](#) です。ただし急成長組は利益率が伴っておらず、Celsius Holdings の FY2025 営業利益率は 5.6%（営業利益 141 百万ドル）。旧 Alani Nu ディストリビューターの契約解除費用 327 百万ドルが押し下げた [A](#) という状態です。

直近四半期の勢いも各社で分かれています。PepsiCo の 2026 年第 2 四半期はオーガニック売上 +2.4%、コア営業利益率 16.8%（前年同期比 -40bp）。同期の KO はオーガニック売上 +6%、comparable 営業利益率 35.6% [A](#)、Keurig Dr Pepper の 2026 年第 1 四半期純売上は 39.8 億ドルで +9.4%（恒常為替 +8.1%）[A](#)、Monster Beverage の 2026 年第 1 四半期純売上は 23.5 億ドルで前年同期比 +26.9%（為替調整後 +22.1%）、営業利益は +28.1% の 7.30 億ドル [A](#)、Celsius Holdings の 2026 年第 1 四半期売上は 7.826 億ドルで前年同期比 +138% [A](#) です。

FY2026 の会社見通しを並べると成熟度の違いが出ます。PepsiCo の FY2026 通期ガイダンスはオーガニック売上 +2~4%、コア恒常為替 EPS +4~6%、株主還元総額 約 89 億ドル（配当 79 億ドル + 自社株買い 10 億ドル）[A](#)、Keurig Dr Pepper の FY2026 通期ガイダンスは純売上 259~264 億ドル、恒常為替の調整後希薄化 EPS 成長率が low-double-digit [A](#) という水準です。

3.4 エナジー市場には、自社ブランドで入れません

構造優位の裏側には制約もあります。業界で最も成長しているカテゴリーに、同社は自社ブランドで参入できないのです。エナジードリンクは業界内で最も高成長のカテゴリーで、Monster Beverage の FY2025 エナジードリンクのケース販売は 9.59 億ケース（前年比 +13.3%）、純売上は 82.9 億ドル（+10.7%）[A](#) という市場ですが、The Coca-Cola Company は 2026 年 2 月 13 日時点で Monster Beverage の発行済普通株式の約 20.9% を保有し、取締役 1 名を指名している。両社は一定地域でエナジーカテゴリーの競業避止契約を結んでいる [A](#) という関係にあります。出資と引き換えに、自ら競合しない約束をしている形です。

流通面では、Monster Beverage は米国内のエナジードリンク流通権をすべて KO の流通ネットワークへ移管済みで、一部の国を除き KO が世界的な優先流通パートナーとなっている。FY2025 の Monster 純売上に占める KO 系ボトラー経由は 15% [A](#) という補完関係が成立しています。対する陣営では Celsius Holdings は 2022 年 8 月以来 PepsiCo を主要流通

パートナーとしており、2025 年 8 月 28 日の Pepsi Transactions で PepsiCo が米国エネルギーカテゴリーの Captaincy を担う体制に移行した [A](#) 状況です。陣営の規模も拮抗しており、Celsius Holdings のポートフォリオ（CELSIUS / Alani Nu / Rockstar Energy）は 2026 年第 1 四半期の米国 RTD エネルギー市場で約 20.9% の金額シェア [A](#) を握っています。エネルギーは「Coca-Cola × Monster」対「PepsiCo × Celsius」の陣営対立という構図です。

3.5 大手のブランド買収は、両社とも失敗しています

成長カテゴリーを買収で取りに行く戦略は、大手 2 社ともうまくいきません。KO は 2021 年に買収した BodyArmor 商標について FY2024 に 760 百万ドル、FY2025 に 960 百万ドルの非資金性減損を計上し、累計 1,720 百万ドルを計上した [A](#)、PepsiCo は FY2025 に Rockstar ブランドを中心とする無形資産で税前 19 億ドル（税後 15 億ドル、1 株あたり 1.11 ドル）の減損を計上した [A](#) という結果です。買った側が減損する一方で、独立系の Monster や Celsius が伸びたという皮肉な構図になっています。

同社では KO は 2020 年の fairlife 買収に伴う条件付対価負債を FY2025 に 47 百万ドル追加計上して総額 6,173 百万ドルとし、2025 年 3 月に全額を支払った。うち 61 億ドルが営業 CF に計上 [A](#) という大型支払いも発生しました。

一方でピア各社は攻勢を続けています。PepsiCo は新興ブランドの取り込みを進めており、PepsiCo は 2025 年 5 月 19 日に prebiotic soda の poppi を現金 19.5 億ドル + 条件付対価（取得日公正価値 2 億ドル）で買収し PBNA セグメントに計上した [A](#)、PepsiCo は 2025 年 8 月 28 日に Celsius Holdings との取引で転換優先株を取得し、米国・カナダの Rockstar ブランド（帳簿 5 億ドル）と現金を Celsius へ移転した [A](#) という動きを見せました。

Celsius も買収で規模を拡大しています。Celsius Holdings は 2025 年 4 月 1 日に Alani Nu を現金 12.75 億ドル + 自社株 22,451,224 株 + 条件付対価 0.25 億ドルで取得した [A](#) ほか、Celsius Holdings は 2025 年 8 月 28 日に PepsiCo から米国・カナダの Rockstar ブランドを取得した [A](#) という経緯です。

最も大きく動いたのは Keurig Dr Pepper でした。Keurig Dr Pepper は 2024 年 12 月 31 日に RTD エネルギーブランド GHOST の持分 60% を 9.99 億ドルで取得（残り 40% は 2028 年に取得義務）。総取得対価は 16.88 億ドル [A](#) に続き、Keurig Dr Pepper は 2025 年 8 月 24 日に JDE Peet's の全普通株式を 1 株 31.85 ユーロの現金で取得する合意を締結した [A](#)、そのために Keurig Dr Pepper は JDE Peet's 買収資金として 2026 年 3 月 30 日に転換優先株 450 万株を 45 億ドルで KKR・Apollo 等へ発行した [A](#) という規模です。

構造改革も進んでいます。Keurig Dr Pepper は 2025 年 8 月 25 日に飲料事業とコーヒー事業を 2 つの独立上場会社へ分離する計画を公表した [A](#) ほか、PepsiCo は 2019 年 Productivity Plan を 2030 年末まで延長し、税前費用 約 61.5 億ドル（うち現金支出 51 億ドル）を見込む [A](#) という動きもあります。

こうしたなかでFY2025に資産の純売り手だったのは同社だけでした。これは規律の表れとも読めますし、機会を逃しているとも読めます。判断は §9 の資本配分制約の話と合わせて行う必要があります。

3.6 水カテゴリーは、利益率を薄めます

成長ドライバーの候補として水がよく挙げられますが、収益性は高くありません。Nestlé の FY2025 売上は 89,490 百万スイスフラン、Underlying Trading Operating Profit は 14,389 百万スイスフラン（マージン 16.1%）[A](#) のうち、Nestlé の Waters & Premium Beverages (NW&PB) の FY2025 売上は 3,551 百万スイスフラン、UTOP は 322 百万スイスフラン（マージン 9.1%）[A](#) にとどまります。実際 Nestlé はこの事業を切り離す方向に動いており、Nestlé は 2026 年 7 月 23 日に Platinum Equity と共同で水・プレミアム飲料事業の 50:50 ジョイントベンチャー「Peranel」を設立する計画を発表した。企業価値は 49 億ユーロ [A](#) という状況です。

Danone も同様で、Danone の FY2025 売上は 27,283 百万ユーロ、like-for-like 成長率 +4.5%（数量ミックス +2.7%、価格 +1.8%）[A](#) のうち Danone の Waters カテゴリーの FY2025 売上は 4,848 百万ユーロ、like-for-like 成長率 +1.9%、recurring operating margin は 10.9% [A](#) です。全社 31.2% の利益率を持つ同社が水を成長の柱に据えるほど、平均利益率は薄まる計算になります。

なお顧客側の集中も業界共通のリスクです。PepsiCo の FY2025 連結純売上に占める Walmart 向けは約 14%（Sam's Club を含む）[A](#) という水準で、小売の買い手としての交渉力は年々強まっています。

この章のまとめ

- 樹脂 +16% に対し原液の価格指数は +2.1%。原材料高がほとんど本体に届かない構造が実証されました
- 社内でも原液事業 59.1% と充填事業 7.4% で 51.7 ポイントの利益率差があります
- 反面、最も伸びるエナジー市場には競業避止契約で参入できず、水は利益率を薄めます
- §4 バリュエーションでは、この「質の高さ」がどこまで株価のプレミアムを正当化するかを検証します

4. バリュエーションー絶対評価と相対評価の乖離

この章で見えてくること

§3 で確認した事業の質が、いまの株価にどこまで織り込まれているかを検証します。ここでは絶対評価と相対評価で結論が正反対になるという、本レポートで最も悩ましい論点を正面から扱います。

4.1 3つのモデルは、いずれも割高を示します

投資の目的によって適した評価方法は変わりますから、目的別に 3 つのモデルを組みました。結論から言うと、すべてが現在値より低い妥当価格を示しています。

企業	FY2025 売上 (百万ドル)	売上総利益率 (%)	営業利益率 (%)	売上 3 年 CAGR (%)	CapEx/売上 (%)
The Coca-Cola Company	47941	61.6	28.7	3.7	4.4
PepsiCo, Inc.	93925	54.1	12.2	2.8	4.7
Keurig Dr Pepper Inc.	16603	54.2	21.5	5.7	2.9
Monster Beverage Corporation	8294	55.8	29.2	9.5	1.6
Celsius Holdings, Inc.	2515	50.4	5.6	56.7	1.4

FY2025 実績ベースの事業指標比較（バリュエーション倍率は §4 参照）

まず本レポートの主軸である質重視の観点では、DCF base 公正価値 75.94 ドル（WACC 6.43%、terminal growth 2.5%、FY2027-FY2031 の FCF projection、ネットキャッシュ -32,179 百万ドル）[A](#) となり、シナリオを加重すると DCF シナリオ加重 target_price 75.24 ドル（bear 46.26 / base 75.94 / bull 104.22 を 25:50:25 で加重）[A](#) です。

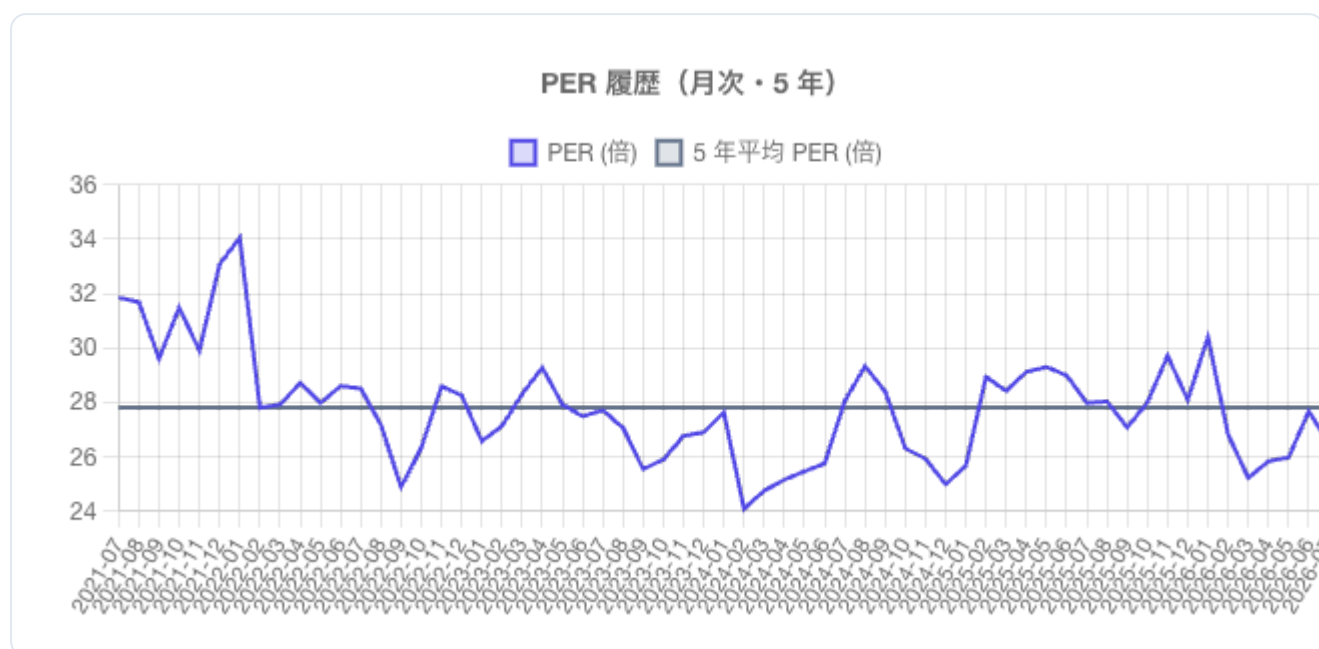
割安さを重視する観点では目標 PER 22.0 倍 × FY2027E comparable EPS 3.53 ドル = 公正価値 77.66 ドル [A](#)、配当収入を重視する観点では配当割引モデル（Gordon）の公正価値 62.36 ドル（FY2026 年間配当 2.12 ドル、永久増配率 3.24%、株主資本コスト 6.75%）。終値 88.27 ドルに対して -29.4% [A](#) という結果になりました。現在値との差は 12% から 29% です。

▶ バリュエーション・モデルの前提（クリックで展開）

市場が何を織り込んでいるかを逆算すると、この差の意味がはっきりします。終値 88.27 ドルが示唆する永久成長率は 3.07%（WACC 6.43%、同一の FY2027-FY2031 FCF projection で逆算）。base 前提の 2.5% を 0.57pt 上回る **B** という水準です。永久成長率 3.07% は、名目 GDP 成長率に近いペースで**永久に**伸び続けることを前提にした数字にあたります。規制と嗜好の変化に晒される飲料カテゴリーとしては、やや強気寄りの想定だと考えられます。

4.2 ところが PER で見ると、割高ではありません

ここからが本章の核心です。絶対評価とは逆に、**相対評価では割高という結論になりません**。

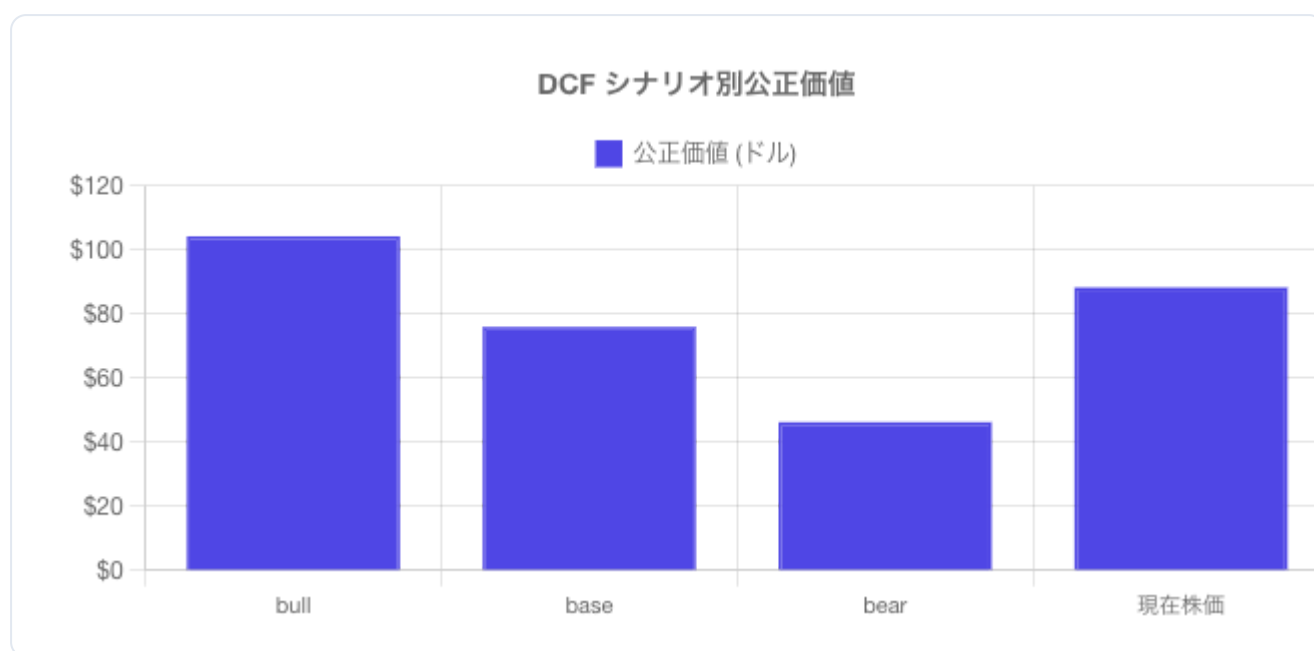


現在の実績 PER 26.5 倍は、同社自身の 5 年平均 27.8 倍を 1.3 ポイント下回っています。過去 4 年はおおむね 26 倍から 28 倍のレンジで推移しており、いまの水準はそのレンジの中央からやや下です。つまり「同社が過去に付けられてきた値段を基準にすれば、いまは割高ではない」という読み方が成立します。

同じ数字を見ながら、将来キャッシュフローの現在価値で測ると割高、過去の値付けと比べると適正、という食い違いが起きているわけです。個人的には、この乖離自体が現在の同社を理解するうえで最も重要な情報だと考えています。どちらが正しいかを断定するより、**両方の物差しが存在することを認識したうえで、自分がどちらを重視するかを決めるのが実務的**だと思います。

ピアとの比較では、プレミアムの大きさが際立ちます。同社の予想 PER 26.9 倍に対し、PepsiCo は 16.3 倍です。6 割を超えるプレミアムであり、配当利回りでも PepsiCo を 1.83 ポイント下回ります。§3 で見たとおり利益率と資本効率では明確に上回っていますから、プレミアム自体は理由のあるものです。ただ、その幅が妥当かどうかは別の議論になります。

4.3 シナリオの振れ幅が異常に大きい理由



シナリオ別に見ると、上下の幅が極端です。DCF bull 公正価値 104.22 ドル（IRS 勝訴で供託金 6,000 百万ドル + 未収利息 457 百万ドルが還付、FCF 成長率 7.0%→5.0%、WACC 6.00%、terminal growth 2.9%）[A](#) に対し、DCF bear 公正価値 46.26 ドル（IRS 敗訴で追加負担 14,000 百万ドル、実効税率 +3.8pt、FCF 成長率 3.0%、WACC 7.10%、terminal growth 2.0%）[A](#) です。現在値からは +18% から -48% という幅になります。

これほど振れるのは、事業の good/bad ではなく**司法判断がバリュエーションを支配している**からです。詳しくは §9 で扱いますが、税務訴訟の帰趨が上下シナリオの大半を作っているとご理解ください。

なお本レポートの DCF は保守側に 2 つ丸めています。FY2026 下期のフリーキャッシュフロー（1 株あたり 1.27 ドル）を算入せず、期末割引を前提にしているためです。これらを戻すと公正価値は 79.85 ドル、現在値比で -9.5% となります。したがって割高幅は **-9.5% から -14.8% のレンジ**で捉えるのが誠実であり、「15% 割高」と断定するのは避けたいところです。

需給の面でも上値余地は乏しくなっています。アナリスト目標株価コンセンサス平均は 88.30 ドル [B](#) で、現値に対する上値余地はわずか +0.03% [C](#) という水準です。FY2026 の利益予想も会社見通しとほぼ一致しており、今回の上方修正は**すでに株価に織り込まれてい**

ると読むのが自然だと考えられます。加えて90日間のコンセンサス改定率は+0.31%にとどまる **c** ため、この先さらに予想が引き上げられる期待も限定的です。

この章のまとめ

- 質重視 75.24 ドル、割安重視 77.66 ドル、配当重視 62.36 ドル。3 つとも現在値を下回ります
- 一方で PER 26.5 倍は自身の 5 年平均 27.8 倍より低く、相対評価では割高になりません
- 保守的な丸めを戻すと 79.85 ドル。割高幅は 9.5% から 14.8% のレンジで見るのが妥当です
- §5 マネジメントでは、この評価を左右する経営体制の安定度を確認します

5. マネジメント・ガバナンスー計画承継の完成度と、北米空席という綻び

この章で見えてくること

§4 で見たバリュエーションの前提には「この経営体制が計画を実行できるか」が含まれます。本章では 2026 年 3 月に完了した社長交代と、その 4 か月後に生じた綻びを確認します。

5.1 社長交代は、丁寧に設計されていました

経営トップの交代は、突発的なものではありませんでした。CEO 交代は突発ではなく計画承継。2025-12-10 に取締役会が Henrique Braun（当時 EVP 兼 COO、57 歳）を CEO に選任し、発効日 2026-03-31 を同日公表 **A** という経緯です。2025 年 12 月 10 日公表の通り、Henrique Braun が 2026 年 3 月 31 日付で CEO に就任し、James Quincey は Executive Chairman に移行 **A**、EVP 兼 COO の Henrique Braun が 2026-03-31 発効で CEO に就任し、前 CEO James Quincey は Executive Chairman へ移行した **A** という形で、公表から発効まで 3 か月半の準備期間が置かれました。

新しい最高経営責任者は生え抜きです。新 CEO Henrique Braun は 1996 年入社で在籍 30 年。ブラジル BU 社長（2016-2020）、中南米 OU 社長（2020-2022）、President International Development を歴任 **A** という経歴で、成長市場である中南米と新興国開発を実務で率いてきた人物です。

路線の連続性も明示されています。Braun は CEO 初の決算説明会（2026-04-28、Q1 FY2026）で Quincey 時代からの all-weather strategy を明示的に継承 [A](#) し、「非常にスムーズな移行だった。この数年で正しくやってきたことが非常に多く、私がそれに手を付けて軌道を変えることはしない。私はそれを完全に信じている」と述べた [A](#) とされます。実績面でも Braun 体制初年度の FY2026 ガイダンスは Q2 決算（2026-07-28）で上方修正された [A](#) という結果を出しました。

一方で自己評価は率直です。Braun は CEO-elect 段階の FY2025Q4 コールで「過去数年で全体の成功率は改善したが、当社のイノベーションは今あるべき水準にない」と述べた [A](#) という発言があります。§3 で見た BodyArmor の減損を踏まえると、この認識は妥当なものだと思います。

5.2 ただし、最大市場のトップが空席になりました

丁寧に設計された承継に、就任 4 か月で綻びが生じています。2026-06-25 の 8-K で Jennifer Mann（EVP 兼 北米オペレーティングユニット社長）の退任を開示した。2026-07-31 付で現職を退任し、2026-08-01 から John Murphy が暫定的に統括する [A](#)、CEO 交代から 4 ヶ月後の 2026-06-25 に北米 OU 社長 Jennifer Mann（29 年在籍）の退任が公表され、2026-08-01 から CFO John Murphy が最大 OU を暫定兼務する [A](#) という事態です。

気になるのは、これが 4 か月前の設計を反転させている点です。2026-01-14 の 8-K により、President 兼 CFO の John Murphy は 2026-03-31 発効でデジタル戦略と顧客・商業統括を移管した [A](#) ばかりでしたが、Murphy は 2026-03-31 に財務・IR・税務へ職掌を絞り込んだ 4 か月後の 2026-08-01 から、最大オペレーティングユニットである北米の運営を暫定兼務する。当初設計を短期間で覆す変更 [A](#) となりました。

財務責任者に財務・IR・税務を集中させるという設計意図が、最大市場の運営で希釈される形になります。後述する税務訴訟の重要性を考えると、この時期に財務責任者の負荷が増えるのは望ましい配置とは言いにくいところです。退任理由は開示されていません。

5.3 ガバナンスの水準は高い一方、目標設定には疑問が残ります

取締役会の構成は良好です。2026 年株主総会で選任された取締役 12 名のうち 10 名が NYSE 基準の独立取締役で比率は 83.3% [A](#) となっており、独立性は十分に確保されています。

報酬設計も業績連動に大きく寄っています。会社開示ベースで FY2025 は CEO の total direct compensation の 94%、その他 Named Executive Officer は平均 89% が業績連動報酬だった [A](#)、FY2025 の CEO 総報酬に占める株式報酬（PSU + ストックオプション 22,868,364 ドル）の比率は 73.3%。基本給比率は 5.4% にとどまる [A](#) という構成で、株主と利害が揃いやすい設計になっています。

中期目標の達成度も高く、2023-2025 年 PSU プログラムは 2026-02 に支給率 229%（上限 250%）で確定。売上 CAGR・EPS CAGR・累計 FCF の財務 3 指標がいずれも上限水準 **A** という結果でした。

ただし 1 点、引っかかる動きがあります。2023-2025 年 PSU では ESG 指標だけが未達で、包装（グローバル rPET 使用率）は閾値 22.5% に届かず、水は閾値どまりだった。その直後の 2025-2027 年 PSU から ESG 指標が業績条件から削除された **A** という経緯です。財務 3 指標が上限を突き抜けるなかで、唯一届かなかった指標を、理由の説明なく外したことになります。目標設定の運用姿勢としては疑問が残る対応だと感じています。

5.4 資本配分は配当が主役です

株主還元的设计は明快で、配当を最優先に据えています。2026 年の資本配分優先順位は、ブランド投資、FCF 成長に支えられた増配、機動的な M&A、従業員プランによる希薄化を打ち消す自社株買い、IRS 税務訴訟の判断に備えたバランスシート管理の 5 項目 **A** という順序です。

配当は FY2026 年間配当 2.12 ドル（2026 年 2 月の取締役会で四半期配当を 0.53 ドルへ増配） **A**、2026 年 2 月の取締役会で四半期配当を 1 株 0.53 ドル（年換算 2.12 ドル）へ増配。64 年連続の増配（2025 年の年換算は 2.04 ドル、2024 年は 1.94 ドル） **A** という実績です。64 年続く増配は、米国市場でも屈指の記録にあたります。

一方で自社株買いは限定的です。2019 Plan（授權 150,000,000 株）の残枠は 2026-04-03 時点で 62,066,840 株（授權枠の 41.4%、発行済株式数の 1.44%） **A** という規模で、従業員向け株式報酬による希薄化を打ち消すのが主目的とされています。**還元の主役はあくまで配当**という理解が正確です。

株主構成では著名投資家の存在が需給を支えています。Berkshire Hathaway Inc. は子会社経由で 4 億株・発行済株式の 9.29% を保有する単独筆頭株主（2025-12-31 時点、会社への通知ベース） **A** という状況です。

この章のまとめ

- 社長交代は 3 か月半の準備期間を置いた計画承継で、路線も明示的に継承されています
- ただし就任 4 か月後に最大市場のトップが空席となり、財務責任者が暫定兼務しています
- 独立取締役 83.3%、業績連動報酬 94% とガバナンス水準は高いものの、ESG 指標の削除は疑問が残ります
- §6 マクロ・ニュースフローでは、業績の 3 割を左右する為替と金利の話に移ります

6. マクロ・ニュースフロー

この章で見えてくること

§5 まで見てきた事業と経営の話に対し、本章では外部環境が業績と株価評価にどう効くかを確認します。とくに「配当利回りが国債に負けている」という点は、投資判断に直結します。

6.1 債券に対する妙味が消えています

同社のような銘柄は、伝統的に「値動きが小さく配当が安定しているから、債券の代わりに買う」という位置づけで買われてきました。ところが現在、その前提が成立していません。

自前試算: KO の配当利回り 2.40% (年間 DPS 2.12 ドル ÷ 終値 88.27 ドル) は米 10 年債 4.65% を 225bp 下回り、2023 年 Q1 以降で最も不利な水準にある。2025 年末の -1.26pt から年初来 99bp 悪化 **A** という状況です。米 10 年債利回りは 4.65% (2026-07-27) で、2025 年末 4.18% から年初来 +47bp 上昇している **B** ため、金利上昇と株価上昇の両方がスプレッドを悪化させました。

これが意味するのは、**年初来の株価上昇は利回りの魅力ではなく、業績の確実性で買われた**ということです。裏を返せば、業績の確実性という前提が揺らいだとき、利回りによる下値の支えは期待できません。参考までに、配当利回りが 10 年債と並ぶ株価水準は 45.59 ドル、現在値の半分ほどになります。

配当そのものは着実です。KO は 2026 年 2 月の取締役会で四半期配当を 1 株 0.53 ドル（年 2.12 ドル）へ引き上げ、64 年連続増配となった **A** という記録が続いています。

6.2 金利は損益より、相対的な魅力度に効きます

金利上昇が業績に与える直接的な影響は限定的です。KO は 10-K Item 7A で、金利が 1 パーセントポイント上昇した場合 FY2025 ベースで支払利息が 120 百万ドル増加すると開示している（受取利息の増加で一部相殺） **A** という水準で、営業利益に対して 1% 未満です。KO の FY2025 末長期債務は 439.41 億ドルで、平均実効金利は 3.3%（固定金利中心） **A** という低利の固定調達を確保しているためです。

効いてくるのは借り換えのタイミングです。KO の長期債務のうち 2026～2030 年に満期到来する額は 159.28 億ドルで、長期債務総額 439.41 億ドルの 36.2% にあたる（2027 年単独で 48.17 億ドル） **A** という償還スケジュールですから、高金利が続けば調達コストは段階的に上がっていきます。

金融政策の方向感も確認しておきます。FF 金利誘導目標レンジは 2026 年 6 月 17 日 FOMC で 3.50～3.75% に据え置かれた（12-0 の全会一致）。実効 FF 金利は 3.63%（2026-07-27） **A** という現状に対し、2026 年 6 月の FRB 経済見通し要約（SEP）では 2026 年末の FF 金利中央値が 3.8% と、3 月時点の 3.4% から 40bp 上方修正された **A** 状況です。中央銀行自身が利上げを 1 回織り込んでいることになります。背景には 2026 年 6 月 SEP の 2026 年 PCE インフレ中央値は 3.6%（3 月時点 2.7% から +90bp 上方修正）、コア PCE は 3.3% **A** という物価見通しの悪化があります。

市場も同じ方向を織り込んでいます。米 2 年債利回り 4.31% は実効 FF 金利 3.63% を 68bp 上回り、6ヶ月 T-Bill 4.10% も 47bp 上回っている。イールドカーブ短期ゾーン全体が現行政策金利より高く、市場が利上げを織り込んでいることを示す **B** という状態です。なお 2026 年 7 月 28-29 日 FOMC 会合の政策声明は本レポート基準時点で未公表 **A** であり、報道では Reuters が 2026-07-24 に、FOMC は据え置きが本線ながら市場が利上げ確率を織り込みつつあると報じた **B** とされていました。結果は本レポート公開の直後に判明します。

6.3 最大の変動要因は、実は為替です

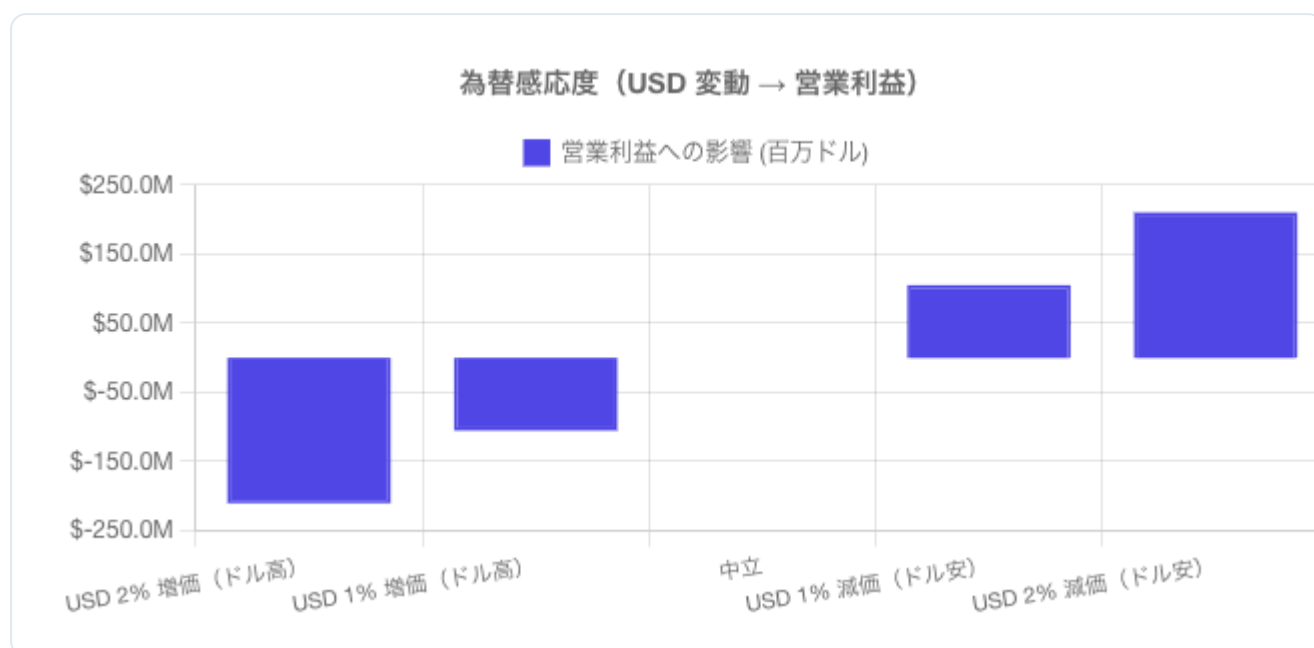
金利よりも大きく効くのが為替です。KO の FY2026 通期ガイダンスは comparable EPS 成長率 9～10% で、そのうち約 3 ポイントが為替の追い風による寄与と会社が明記している **A**、為替と M&A を除いた comparable currency neutral EPS 成長率の FY2026 ガイダンスは 7～8% であり、報告ベースの 9～10% との差が為替寄与分にあたる **A** という構造です。**見た目の成長率のうち 3 割弱は為替が作っていること**になります。

しかも感応度は直線的ではありません。FY2025 は全営業通貨の加重平均変動が -1% にとどまったにもかかわらず、ヘッジ後の連結営業利益への為替影響は -12% だった（FY2024 は加重平均 -5% に対し -11%） **A** という実績があります。通貨バスケット全体では 1% しか

動いていないのに、利益は 12% 削られたわけです。ドル指数のような総合指標では捉えられない、特定通貨への集中が原因です。

地域別に見ると明暗が分かります。2Q26 の Latin America セグメントは売上・営業利益ともに為替が +11 ポイントの追い風となり、連結 +2 ポイントの追い風の大半を単独で生み出した **A** のは、ブラジルレアルは 2026 年年初来で対ドル +8.3% (USD/BRL 5.4770→5.0592) と大幅に増価し、KO の Latin America セグメントの為替追い風の主因となっている **B** ためです。

逆に困っているのがインドです。インドルピーは 2026 年年初来で対ドル -7.0% (USD/INR 89.84→96.56)、前年比 -11.4% と主要通貨で最も下落しており、KO の最速成長市場の為替換算を圧迫している **B**、2Q26 の Asia Pacific セグメントは数量が +8% と全社最速で伸びた一方、為替は売上・営業利益ともに -1 ポイントの逆風だった **A** という状況です。**数量が最も伸びる市場の通貨が最も弱い**という構造は、今後も続く可能性があります。しかも KO のインド向け有形固定資産（純額）は連結の 17% を占め、前年の 13% から拡大した。2027 年に予定されるインドボトラ上場を控えてルピー安のエクスポージャーは拡大方向にある **A** ため、この弱点は当面広がる方向です。



為替エクスポージャーの全体像は、KO の米国外売上比率は FY2025 で 60.1% (288.14 億ドル / 479.41 億ドル) **A**、KO の FY2025 米国外純営業収益は 288.14 億ドルで、連結売上 479.41 億ドルの 60.1% を占める **A**、KO の FY2025 北米以外セグメント営業利益は 10,508 百万ドル **A** という規模です。ヘッジは厚く行っており、KO の為替デリバティブ想定元本は FY2025 末で 211.28 億ドル (前年 184.42 億ドル)、米国外売上の 73.3% に相当する **A** 状況です。§3 で見たコモディティのヘッジ比率 2.9% と比べると、会社が何を本当のリスクと考えているかがよく分かります。

数量の地理的な集中も押さえておきます。KO の世界ユニットケース数量のうち、米国外で最大のメキシコ・中国・ブラジル・インドの 4 カ国が合計 33% を占める。米国は 16%、米国外全体で 84% [A](#) という分布です。

6.4 コモディティと地政学、そして景気サイクル

原油については、報道と公式統計で数字が食い違う点に注意が必要です。EIA が公表するブレント原油公式スポット価格は 2026-07-20 時点で 1 バレル 86.99 ドル、年初来 +41.8%・前年比 +22.7%。2026 年内のピークは 4 月 7 日の 138.21 ドル（年初来 +125.3%）だった [A](#) というのが公式値です。§3 で見たとおり、この水準でも同社本体への影響は限定的でした。

通商政策では米国の Section 232 アルミ関税は一次アルミ製品に 50%、アルミ缶を含む派生品に 25% の従価関税を課している（米国内で溶解・鋳造されたアルミが重量比 85% 以上の派生品は 10%） [A](#) という措置があり、原材料調達では KO は 10-K でスクラロースを「critical raw material」と明記し、調達先は主に米国および中国であると記載している。米中通商措置が直接効く唯一の特定原材料である [A](#) という点が唯一の直接的な接点です。

景気サイクルの位置づけも確認しておきます。ミシガン大学消費者センチメント指数は 2026 年 5 月に 44.8 まで低下し、2026 年 2 月の 56.6 から 3 ヶ月で 11.8 ポイント悪化した [B](#)、米コア PCE デフレーターは 2026 年 5 月に前年比 +3.41%、CPI 総合は 2026 年 6 月に前年比 +3.46% と、FRB の 2% 目標を大きく上回って推移している [B](#) という環境です。消費者心理が冷え込む一方で同社の数量は加速しているわけで、生活必需品としての強さが表れているとも言えますし、景気後退局面で選好される資金がこの銘柄に集まっているとも読めます。

6.5 株価の位置と、市場での評価

2026-07-28 の日中高値 90.22 ドルは、1985 年 1 月以降の月足 500 本で確認できる KO の上場来高値。2026 年 7 月より前の最高値は 2026 年 6 月の 84.04 ドルで、7 月に入ってから月次で更新中 [B](#) という状態で、40 年分の値動きのなかで最も高い位置にあります。上に抵抗となる価格帯が存在しない、という点は §7 で詳しく扱います。

相対的な強さも確認しておきます。直近 1 ヶ月は生活必需品セクターを 4.05 ポイント上回った [B](#) うえ、3 ヶ月では 7.87 ポイント上回る [B](#)、年初来では S&P 500 を 17.62 ポイント上回る [B](#) という水準です。景気の先行きが不透明ななかで、資金が守りの資産へ向かう「ディフェンシブ・ローテーション」の受け皿として買われている構図がうかがえます。

報道でも決算の内容は好意的に受け止められました。Reuters は 2026-07-28 に、KO が第 2 四半期決算で通期ガイダンスを上方修正し株価が一時 7% 上昇したと報じた [B](#) という反応です。

この章のまとめ

- 配当利回り 2.40% は米 10 年債を 225bp 下回り、2023 年以降で最も不利な水準です
- 金利の直接影響は小さく、効いてくるのは 2027 年以降の借り換えと相対的な魅力です
- 見た目の EPS 成長 9~10% のうち約 3 ポイントは為替が作っています。しかも数量が最も伸びるインドの通貨が最も弱いという構造です
- §7 テクニカル・需給では、この株価水準を短期の売買という観点から点検します

7. テクニカル・需給とスイング戦略

この章で見えてくること

§6 で確認したマクロ環境を踏まえ、テクニカル面と需給面から短期の立ち回りを整理します。長期の投資判断とは別の物差しで見えていきます。

株価 1 年推移（日次）



7.1 チャートは強い一方、需給は追いついていません

直近の株価は、テクニカル指標のうえでは強い形をしています。日足では短期から長期まで移動平均線がきれいに上から順に並ぶ「パーフェクトオーダー」が成立しており、週足も上向きです。相対力指数（RSI、買われすぎ・売られすぎを 0 から 100 で示す指標）は 66.8 で、一般に過熱とされる 70 にはまだ届いていません。

ただし、伸びすぎている面もあります。200 日移動平均線からの上方乖離は 16.5% に達しており、25 日移動平均線に対しても 6.7% 上に離れています。決算翌日の急騰でできた 84.14 ドルから 86.25 ドルの価格帯は、まだ埋められていない「窓」として残っています。

一方で需給の実態は、チャートほど強くありません。同社株の需給を採点すると 100 点満点で 38.7 点と、中立の 50 を下回ります。理由はいくつかあります。

まず著名投資家の動きです。Berkshire Hathaway の KO 保有株数は 2025-06-30 / 2025-09-30 / 2025-12-31 / 2026-03-31 の 4 四半期連続で 400,000,000 株と 1 株も動いていない [A](#)、Berkshire Hathaway は KO 株 400,000,000 株を保有し、2026 年委任状説明書では発行済株式数の 9.29% と開示されている [A](#) という状況です。売られていないのは安心材料ですが、買い増しもされていません。需給を押し上げる力にはならない、という意味です。

次に自社株買いです。§5 で見たとおり希薄化の相殺が主目的で、株数を減らす方向の力は限定的です。加えて経営陣による自社株の買い付けは直近 6 か月でゼロという状態が続いています。

7.2 上値の抵抗はない一方、下値の支えは近い

価格帯別の出来高を見ると、興味深い構造が見えます。66 ドルから 82 ドルの範囲に売買の 74% が集中しており、86 ドル以上での売買は全体の 0.8% しかありません。つまり**現在値より上の価格帯で買った人がほとんどいないため、戻り売りの圧力が事実上存在しない状態**です。上場来高値の更新中ですから、過去の値動きから導かれる抵抗線というものも存在しません。

下値については、支えとなる水準が段階的に並びます。決算日の安値 86.25 ドル、窓の下限 84.14 ドル、25 日線 82.73 ドル、50 日線 81.59 ドル、そして最終防衛線となる 200 日線 75.76 ドルという順です。窓の下限と 50 日線の間隔が平均的な日々の値動きの 1.3 倍しかないため、この帯を割ると下げが加速しやすい構造にあります。

7.3 短期の売買としては、いまは見送りが妥当です

以下のスイングプランはあくまで **2026-07-28 時点の目安**であり、市況の変化により随時無効になります。

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

現時点でスイングの妙味は限定的です（RSI 過熱圏・需給スコア中立未満・25日線からの上方乖離でエントリー帯が成立せず）。新規のエントリー水準は提示しません。

見送りと判断した理由を3つ挙げます。第1に、押し目買いを組もうとすると、支えとなる直近安値が25日移動平均線より上に来てしまい、エントリーの範囲が成立しません。決算のギャップアップで株価が移動平均線から離れすぎているためです。第2に、高値更新に乗る形を検討しても、想定される利益と損失の比率が0.7倍程度にとどまり、リスクに見合いません。第3に、需給スコアが中立を下回っている点です。

長期の判断が Watch であるのに対し、短期も見送りという結論になりました。ただし理由は別々です。長期はバリュエーション、短期は水準と需給という異なる物差しで、たまたま同じ方向を向いています。逆に言えば、片方だけが変わっても結論は動きません。

この章のまとめ

- テクニカルは強い形ですが、200日線から16.5%上方乖離と伸びすぎの面もあります
- 上値の戻り売り圧力はほぼ不在。一方で下値の支えは86.25ドルから段階的に並びます
- 短期の売買は見送りが妥当です。エントリー範囲が成立せず、リスクに見合う値幅も取れません
- §8 シナリオ・反証では、これらの前提が変わる条件を整理します

8. シナリオ・反証・モニタリング KPI

この章で見えてくること

§2 から §7 で見てきた論点を、強気・中立・弱気の3シナリオに織り込みます。あわせて「どの事実が出れば判断を変えるべきか」を明示します。

8.1 シナリオ別の妥当価格

3つのシナリオと確率、それぞれの妥当価格は次のとおりです。強気シナリオを25%、中立を50%、弱気を25%としています。

強気は税務訴訟に勝訴して供託金が戻り、数量主導の成長が続く場合で104.22ドル。中立は判決が出ないまま推移し、成長が計画線に沿う場合で75.94ドル。弱気は敗訴が確定して追加負担が現実化する場合で46.26ドルです。加重平均すると75.59ドルとなり、現在値を14.4%下回ります。

重要なのは期待値そのものより、**分布の形**です。強気と弱気が現在値から上下5割近く離れており、その分岐が事業の実力ではなく司法判断に依存しています。事業分析では埋められない不確実性が価格の半分を決めている状態は、ポジションを取る局面としては望ましくないと考えられます。

8.2 論点ごとの効き方

各シナリオで論点がどう作用するかを整理すると、次のような構造になります。

強気シナリオでは、数量主導の成長が増幅し、税務訴訟が反転してプラス要因になり、利回りの不利も金融緩和で中和されます。中立シナリオでは、構造優位と数量成長は持続する一方、評価の割高と利回りの不利も持続します。弱気シナリオでは、評価の割高・利回りの不利・税務訴訟・規制のすべてが同時に増幅し、数量成長の変換効率だけが低下します。

8.3 判断を覆す事実

投資判断が変わる条件を、出現確率とあわせて整理します。

第1に、控訴審で勝訴した場合です。出現確率は40%程度と見ており、供託した60億ドルと未収利息が戻れば妥当価格は104.22ドルまで切り上がります。第2に、控訴審で敗訴し後続年度にも同じ算定方法が適用される場合です。出現確率25%程度で、妥当価格は46.26ドルまで下がります。

第3に、アジア太平洋型の「利益なき数量成長」が他地域に広がる場合です。出現確率30%程度で、成長前提の切り下げにより12%程度の下押しとなります。第4に、追加利上げで配当利回りや国債のスプレッドがさらに悪化する場合で、確率35%程度、影響は8%程度です。

第5に、北米責任者の後任が年内に決まらず北米が2期連続で減益となる場合で、確率20%程度。第6に、主要市場で加糖飲料への課税がさらに強化され炭酸飲料の数量が前年割れに転じる場合で、確率25%程度、影響は10%程度です。

8.4 追うべき指標

数量成長率

5% A

配当利回りと米 10 年債の差

-2.25 pt A

税務引当金

5.2 億ドル A

市場の織り込み成長率

3.07% B

COMPARABLE 営業利益率

35.6% A

インドルピー 年初来

-7% B

これらの指標のうち、とくに優先度が高いのは税務引当金と配当利回りのスプレッドです。前者は会社自身の勝訴見込みの変化を映しますし、後者は下値の支えがいつ戻るかを示します。

この章のまとめ

- 強気 104.22 ドル、中立 75.94 ドル、弱気 46.26 ドル。加重平均は 75.59 ドルで現在値を 14.4% 下回ります
- 上下の分岐が事業ではなく司法判断に依存している点が、この銘柄の特殊性です
- 判断を覆す条件は 6 つ。最も確率が高いのは控訴審勝訴の 40% です
- §9 リスク・カタリストでは、これらの条件が具体的にいつ動きうるかを時系列で確認します

9. リスク・カタリスト

この章で見えてくること

§8 で示した反証条件のうち、短期に動きうるものと中長期に効くものを分けて整理します。本章の中心は、規模に対して市場の関心が著しく低い税務訴訟です。

9.1 短期のカタリスト

2026-07-29

FOMC 政策声明 (7/28-29 会合)

据え置きならベータ 0.35 のディフェンシブ高配当として PER 26.5 倍を支持。利上げなら割引率上昇でバリュエーション切り下げ圧力

2026-08-01

北米 OU 社長の空席発生 (CFO John Murphy が暫定兼務開始)

全社売上 40.9% の最大セグメントのトップが不在。正式後任は未定で、Q3 決算が最初の発表チェックポイント

2026-08-12

Q2 FY2026 Form 10-Q 提出期限 (四半期末 2026-07-03 から 40 日)

IRS 税務引当 (Q1 は 5.20 億ドル) の更新、fairlife 事案の後発事象注記、売却目的保有資産の更新が焦点

2026-08-21

ARAGON v. ROLLINS の政府側 控訴期限 (FRAP 4(a)(1)(B) 60 日)

控訴断念なら 23 州で承認済みだった SNAP 食品制限ウェイバーが失効し、米国低所得層チャネルの数量下押しが解消

2026-09-15

四半期配当 0.53 ドルの権利落ち日・基準日 (2026-07-15 宣言済み)

64 年連続増配。配当利回り 2.4%。インカム需給が権利落ちまで下支えし、以降は剥落

2026-09-16

FOMC (SEP 付き、9/15-16 会合)

ドットチャート更新。金利パスの再評価がディフェンシブ高配当のバリュエーションに直結

2026-10-01

四半期配当 0.53 ドルの支払

確定事項

2026-10-20

Q3 FY2026 決算 (会社未公表、過去 4 年の実績 10/21・10/23・10/24・10/25 からの推定日)

北米 OU 社長の正式後任発表の有無、アフリカ売却の進捗、2027 年コスト前提への言及。コンセンサスは売上 123.5 億ドル・EPS 0.88 ドル

2026-10-28

FOMC (10/27-28 会合)

90 日窓の末端。金利パス

直近で株価を動かさうる材料を確認します。配当については2026-07-15の取締役会で四半期配当1株0.53ドルを宣言。基準日2026-09-15、支払日2026-10-01 **A** が確定しています。事業再編ではCoca-Cola Beverages Africa (CCBA) のボトリング事業売却は、FY2026Q2 リリース時点で第3四半期末頃または第4四半期中のクロージング見込み **A** という段階です。

そして最大の材料が控訴審の判決です。IRS 移転価格訴訟の控訴審（第11巡回区控訴裁判所、事件番号24-13470）の口頭弁論は2026-06-25にマイアミで実施済み **A** という状況で、書面提出も弁論も終わり判決を待つだけになっています。**明日出てもおかしくありませんし、1年先になる可能性もあります。**日付が読めないカタリストというのは、ポジション設計を難しくする要因です。

FY2026 第3四半期 決算発表

2026 年 10 月中～下旬(会社未公表)

過去4年の発表日は10月21～25日。日程告知は9月下旬の見込みです。

日付未定(判決待ち)

第11巡回区控訴裁判所による移転価格訴訟の判決。書面提出も口頭弁論も完了しており、いつ出てもおかしくありません。勝訴なら供託金60億ドルと未収利息が還付され、敗訴なら後続年度に約140億ドルの追加負担が及ぶ可能性があります。

高

2026-08-21

米国の補助的栄養支援プログラムにおける清涼飲料購入制限をめぐる連邦地裁判決に対する控訴期限。米国は世界数量の16%を占めるため、制限の復活は数量成長に影響します。

中

9.2 中長期の構造リスク

2026-12-31

アフリカ (CCBA) ボトリング事業の CCHBC への売却クロージング期限

FY2026 通期ガイダンスは Q3 末～Q4 のクロージングを前提。ナイジェリアで 3.93 億ドルの損失を計上した前例があり、益出しになるとは限らない

2027-02-15

65 年連続増配の判断 (例年 2 月の取締役会) + 2024-2026 PSU の確定支給率認定

配当 ÷ 調整後 FCF は 73% で当面の余力あり。2024-2026 PSU は ESG 指標を含む最後のプログラムで、未達なら 2025-2027 からの削除の解釈に影響

2027-06-30

Hindustan Coca-Cola Holdings (HCCH) のインド市場上場 (BSE / NSE、2027 年予定)

KO 持分 60% の一部売却でインドのリフランチャイズが完了。成長市場の数量の果実をボトラー側に配分する構造が確定する一方、KO 本体の ROIC は改善

2027-12-31

FDA による石油由来合成着色料 6 色素の排除期限

KO は 2026-06-16 時点の FDA 産業界コミットメント一覧に未掲載。期限を未掲載のまま迎えると規制対応の遅れとして表面化しうる

2028-01-01

英国 Soft Drinks Industry Levy の閾値引き下げ (5g → 4.5g/100ml) と加糖乳飲料・植物性ミルク代替への課税拡大

fairlife / Core Power の英国展開に直接影響。KO が成長ドライバーに据える付加価値乳製品への初の本格課税

2028-01-01

ドイツの加糖飲料課税 (2026-07-17 に賦課金から一般財源の税へ設計変更、年 6.5 億ユーロの税収見込み)

EMEA セグメント (FY2025 売上 115.13 億ドル、営業利益率 37.3%) への規制圧力。税率・開始時期の詳細は財務省と協議中

2028-12-31

Braun CEO の株式保有ガイドライン (基本給 8 倍=約 1,160 万ドル) 達成期限

経営陣のスキーンインザゲームの検証点。オプションを除く実保有は 114,208 株 (2026-03-02 時点)

2029-01-01

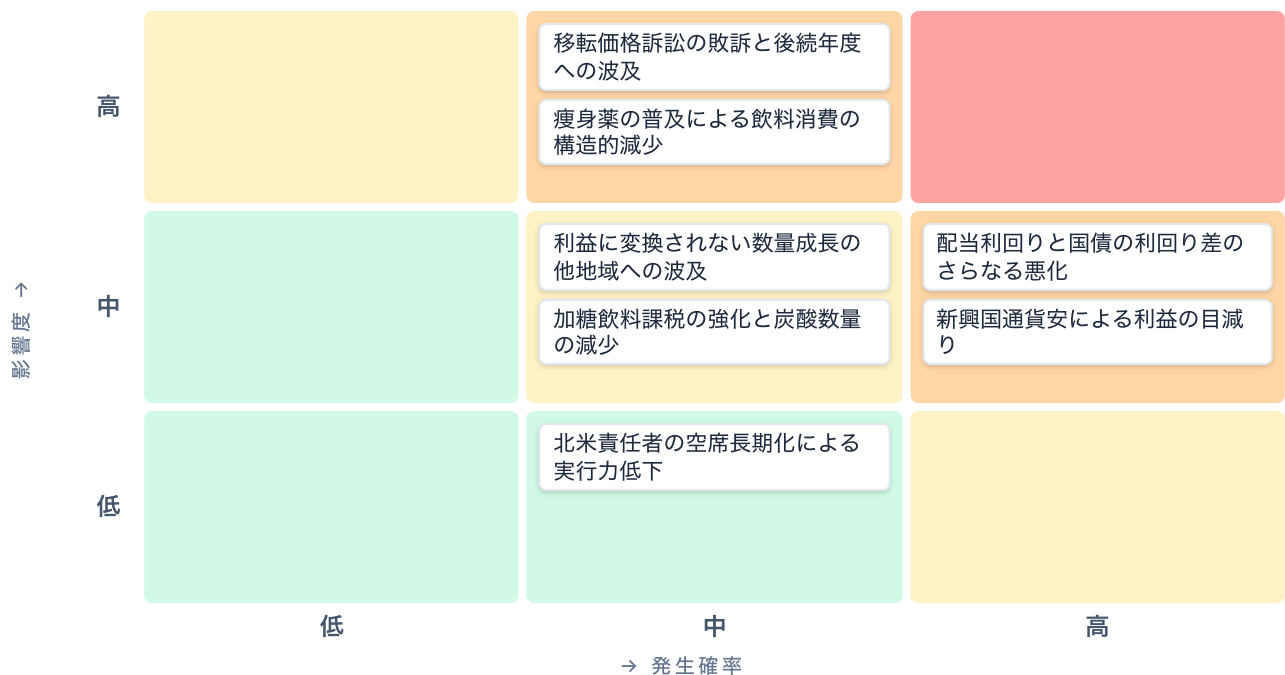
EU PPWR: 単回使用プラボトル・金属飲料容器の分別回収率 90%、デポジット返還制度 (DRS) の原則義務化

EPR 費用・DRS 運用費の増加。2026 年に 80% 回収を達成した加盟国は免除申請可

2030-01-01

EU PPWR: 単回使用プラボトルの再生材 30% 義務、飲料の 10% をリユース容器で提供する義務

KO の 2024 年実績は PET 中の rPET 比率 18%、リターナブル容器比率 14% で、2030 年義務に対して大きな距離がある。rPET 調達コストの構造的上昇



9.3 税務訴訟 — 規模に対して、関心が低すぎます

同社が抱える単一で最大のリスクは税務訴訟です。まず経緯を整理します。2015 年 9 月 17 日に IRS から 2007～2009 年分について約 33 億ドルの追徴課税通知（Statutory Notice of Deficiency）を受領 [A](#) したのが発端で、2024 年 8 月 2 日の租税裁判所判決に基づく 2007～2009 年分の追徴税は 27 億ドル、利息込みで 60 億ドル。2024 年 9 月 10 日に全額を IRS へ供託 [A](#) という経過をたどりしました。現在は 2024 年 10 月 22 日に第 11 巡回区控訴裁判所へ上訴。主意見書 2025 年 3 月 12 日、IRS 側 2025 年 7 月 7 日、反論書 2025 年 8 月 27 日で書面提出は完了 [A](#) という段階です。

問題はここからです。租税裁判所の算定方法が最終的には是認され IRS が後続年度にも適用した場合、2010～2025 年分の追加的な税・利息負担は 2025 年 12 月 31 日時点で約 140 億ドルに達しうると会社が試算 [A](#) のに対し、IRS 訴訟に関する税務引当金は 2026 年 4 月 3 日時点で 520 百万ドル（2025 年 12 月 31 日時点 512 百万ドル、2020 年計上時 438 百万ドル）[A](#) しか積まれていません。潜在的な負担の 3.7% しか引き当てていない計算になります。

会社は勝訴の見込みが高いと判断しているため引当を積んでいないわけですが、裏を返せば、敗訴した場合の備えは会計上ほとんど存在しません。損益への影響も大きく、租税裁判所の算定方法が 2026 年も継続適用された場合、実効税率を約 3.8% 押し上げると会社が試算 [A](#) されています。FY2026 の underlying effective tax rate（非 GAAP）ガイダンスは 19.9%。IRS 訴訟で敗訴した場合の影響は含まれていないと明記されている [A](#) という点は、見通しを読むうえで必ず押さえておくべきです。

供託した資金には利息が付いています。供託金 60 億ドルに対する未収利息は 2026 年 4 月 3 日時点で 457 百万ドル [A](#)、供託金に係る純受取利息として FY2025 に 217 百万ドル、FY2024 に 77 百万ドルを income taxes 行で計上 [A](#) という状況で、勝訴すればこれらが戻

ってきます。

追い風となる判例も出ています。2025-10-01の第8巡回区控訴裁判所判決（3M社の事案）は「Statutes trump regulations」として blocked-income 規則を内国歳入法と整合しないと判断し、租税裁判所判決を破棄した **A** という判決で、同社もこれを控訴審に提出しました。**ただし「3M社が勝ったから同社も勝つ」と読むのは危険です。**理由は2つあります。第8巡回区の判断は第11巡回区を拘束しませんし、3M社の争点はブラジルにおける送金規制に限られていて、同社の追徴の大半を生む算定方法そのものは決着していないためです。

最も気になるのは市場の反応です。公式トランスクリプトが存在する直近4四半期を通じて、アナリストがIRS移転価格訴訟について質問した事例は0件。潜在負担の規模に対して市場の関心が著しく低い **A** という状態です。時価総額の3.7%に相当する潜在負担について、4四半期にわたり誰も質問していません。事前の議論が乏しいほど、判決が出たときの株価の反応は大きくなりやすいと考えられます。

この訴訟は資本配分そのものも縛っています。2026年の資本配分優先順位に「IRS税務訴訟の判断に備えたバランスシートの慎重な管理」が会社自身によって明記されており、大型M&Aや自社株買い加速の余地が税務訴訟の帰趨に実質的に制約されている **A**、CFO John MurphyはFY2025Q4とFY2026Q1の2四半期連続で準備原稿に「IRSとの継続中の係争に関する裁判所の判断を待つ間、バランスシートを慎重に管理し続ける」と記した **A** という状況です。§3で見た「同社だけが資産の純売り手」という姿勢も、この制約と地続きに理解できます。

9.4 サイバー攻撃 — 会社は重要性を否定しました

2026年7月に子会社でサイバー攻撃が発生しました。2026-07-16にfairlife, LLCでランサムウェアによる不正アクセスが判明し米国生産を一時停止した **A**、2026年7月16日、傘下のfairlifeでランサムウェアによる第三者の不正アクセスを確認したと8-Kで開示。製品の品質・安全性への影響はないものの米国内の生産を一時停止（カナダは影響なし） **A** という経緯です。

注目すべきは開示の形式です。fairlifeインシデントの開示形式は8-K Item 8.01（Other Events）で、Item 1.05（Material Cybersecurity Incidents）ではない **A** という点で、2026-07-29時点でKOはfairlifeのサイバーインシデントについて8-K Item 1.05（Material Cybersecurity Incidents）を提出していない **A** 状態が続いています。米国の開示規則では、重要な事案はItem 1.05で報告することが求められますから、Item 8.01を選んだことは会社が重要性を認めていないことを意味します。

実際、2026-07-27の会社発表で、KOはfairlifeのランサムウェア事案について「現時点で入手可能な情報に基づき、本事案は当社の財政状態および経営成績に重要な影響を与えておらず、また与える可能性も合理的には低い」と明言した **A** という発表がありました。現時点では業績に響く事案ではないと判断してよさそうです。

勝訴を支持する材料

- 第 8 巡回区は同種の争点で納税者側を勝たせ、規則より法律が優先するという枠組みを示しました
- 会社自身が勝訴の見込みが高いと判断しており、それゆえ引当を 5.2 億ドルにとどめています
- 供託した 60 億ドルには利息が付いており、勝訴すれば未収利息とあわせて還付されます
- 資本配分の制約も同時に外れるため、還元強化や大型買収の自由度が戻ります

敗訴を警戒すべき材料

- 第 8 巡回区の判断は第 11 巡回区を拘束せず、先例としての効力は限定的です
- 争点も部分的にしか重ならず、追徴の大半を生む算定方法そのものは別に争われません
- 引当が潜在負担の 3.7% しかないため、敗訴時の影響はほぼ丸ごと表面化します
- 直近 4 四半期でアナリストの質問がゼロという状態は、株価に織り込まれていない証拠です

9.5 規制と痩身薬 — 遅く効きますが、方向は一方通行です

需要側には、時間をかけて確実に効く逆風が積み上がっています。まず課税です。2024 年 7 月時点で 116 か国が少なくとも 1 種類の加糖飲料に国レベルの物品税を課しており、うち 114 か国が加糖炭酸飲料を課税対象にしている **A** という広がりですが、加糖炭酸飲料 330ml に対する物品税シェアの世界中央値は小売価格の 2.4%、総税シェアは 17.8% にとどまり、WHO は課税水準が低すぎると指摘している **A** 状況です。**引き上げの余地が大きいこと自体がリスク**という構図になっています。

実際に強化が進んでいます。メキシコの加糖・HFCS 飲料に対する物品税 IEPS は 2026 年 1 月 1 日から 1 リットルあたり Ps.1.6451 (2025 年) から Ps.3.0818 へ 87.3% 引き上げられた **A** うえ、対抗策まで塞がれました。ゼロシュガー製品への切り替えは業界の定石でしたが、メキシコはそこにも課税したためです。英国も英国は Soft Drinks Industry Levy の課税閾値を 100ml あたり総糖 5g から 4.5g へ引き下げ、加糖乳飲料・植物性ミルク代替飲料も課税対象に追加する (2028 年 1 月 1 日施行) **A** 方向で、ドイツではドイツの加糖飲料課税は 2026-07-17 時点で、目的税的な賦課金ではなく一般財源に入る税として設計し直されている **A** という動きがあります。この件は報道段階では Reuters が 2026-04-29 に、ドイツが 2028 年の加糖飲料課徴金導入に向けて調整を進めていると報じた **B** とされていました。

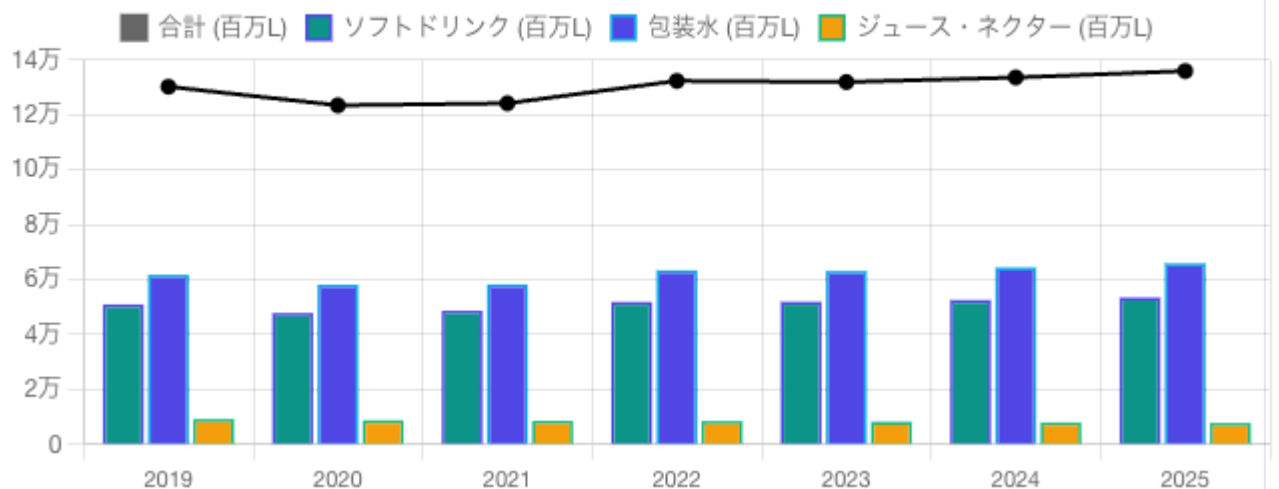
包装規制も確定しています。EU 包装・包装廃棄物規則 (Regulation (EU) 2025/40) は 2030 年 1 月 1 日から単回使用プラスチック飲料ボトルに再生材含有率 30% を義務づけ、2040 年には 65% へ引き上げる [A](#)、EU PPWR は 2030 年 1 月 1 日から最終流通業者に対し、加盟国内で提供する酒類・非アルコール飲料の 10% をリユース容器で提供することを義務づける [A](#) という内容です。原材料側でも FDA は 2025 年 4 月 22 日に石油由来合成着色料の段階的廃止を発表し、残る 6 色素を 2027 年末までに排除する方針 [A](#) が示されました。

同社の事業構成は、これらの規制に対して集中度が高くなっています。KO の世界ユニットケース数量に占める炭酸ソフトドリンクの比率は 2025 年・2024 年ともに 69%、Trademark Coca-Cola は 47% と、規制の直撃を受けるカテゴリーへの集中度が高い [A](#) という状態です。低カロリー化自体は進んでおり、EU 圏のソフトドリンク+希釈用飲料に占める no/low カロリー製品の比率は 2025 年に 43.7% となり、2015 年の 19.9% から 23.8pt 上昇した [B](#) のですが、メキシコの例が示すとおり制度側もそれを追いかけています。

そして新しい変数が痩身薬です。FDA は 2025 年 12 月 22 日に経口セマグルチド 25mg (Wegovy 錠) を慢性体重管理の適応で初承認し、2026 年 1 月上旬に米国で上市された。OASIS 4 試験の平均減量は 16.6% [A](#) という動きがありました。注射ではなく飲み薬になったことで、普及の障壁は大きく下がります。同社自身も FY2025 10-K のリスクファクター「Obesity and other health-related concerns」に、痩身薬 (weight-loss drugs) の使用が消費パターンに与える実際または認識上の影響を明記している [A](#) という状況です。ただし飲料需要への影響を定量化した研究は現時点で存在せず、確度としては中程度にとどまります。

市場そのものは緩やかに成長しています。非アルコール飲料業界の直近成長率は小売額ベースで約 4% (数量約 2% + 価格/ミックス約 2%) であり、1990 年以降の約 50% の年が 3-5% 成長のレンジに収まった [A](#)、EU 圏 (EU 加盟国+ノルウェー・スイス・英国) の非アルコール飲料販売数量は 2025 年に 135,927 百万リットル (前年比 +1.8%、5 年 CAGR +1.9%) [B](#) という水準です。ただしカテゴリー間の明暗は分かれ、EU 圏のジュース・ネクター販売数量は 2025 年に 7,797 百万リットル、前年比 -2.4%・5 年 CAGR -2.3% と構造的に縮小している [B](#)、米国では米国の「alternative」飲料カテゴリーの卸売売上は 2025 年に約 768 億ドル、前年の約 750 億ドルから +2.4% [A](#) となっています。

EU 圏 非アルコール飲料市場の推移（カテゴリー別販売数量）



長期の成長余地としては新興国が挙げられます。新興・発展途上市場の商業飲料に対する KO の数量シェアは 6% にとどまり、先進国の 14% と 8pt の差がある（同市場は世界人口の約 80% を占める）[A](#)、先進国市場の商業飲料（Cold + Hot + Alcohol RTD）に対する KO の数量シェアは 14% [A](#) という差があり、埋める余地は大きく残っています。ただし §6 で見たとおり、**その市場は通貨が最も弱い市場**でもあります。この二面性が同社の長期テーマの難しさだと感じています。

なお将来の資本イベントとして KO はインド最大ボトラーの親会社 Hindustan Coca-Cola Holdings (HCCH) の 2027 年のインド市場上場と、上場に伴う保有株の一部売却を検討している [A](#) という計画もあります。

この章のまとめ

- 潜在負担 140 億ドルに対し引当は 5.2 億ドル。しかも 4 四半期にわたり誰も質問していません
- 控訴審は判決待ちのみで、日付が読めないカタリストです。3M社の判例は追い風ですが射程は限定的です
- サイバー攻撃は会社が重要性を正式に否定しました
- 加糖飲料への課税は 116 か国に広がり、ゼロシュガーという逃げ道も塞がれつつあります
- §10 投資判断では、これらすべてを統合して最終的な結論を示します

10. 投資判断

この章で見えてくること

§2 から §9 で検証した論点を統合し、§0 で示した判定を目的別に整理し直します。
同じ銘柄でも、何を目的に持つかで評価が変わる点をご確認ください。

投資目的別の適性

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
グロース	×	—	—	長期成長アルゴリズムはオーガニック売上 4~6%、業界成長率も約 4%。 Monster の 3 年 CAGR 9.5%、Celsius の 56.7% と比べて成長率で選ぶ銘柄ではない。
インカム（配当）	△	6ヶ月〜3年	\$62.36（配当割引）	64 年連続増配と配当 / 調整後 FCF 73% という継続余力は本物だが、配当利回り 2.40% は米 10 年債を 225bp 下回り 2023 年以降で最も不利。配当割引モデルの公正価値も現値を 29.4% 下回る。
バリュー	×	—	—	予想 PER 26.9 倍は PepsiCo 16.3 倍に対し 64% のプレミアム。マルチプル法の公正価値 77.66 ドルも現値を 12.0% 下回り、バリューの土俵にない。

目的	適性	保有期間	参考フェアバリュー	ひとこと
クオリティ・ディフェンシブ 主目的	○	3～5年	\$75.24 (DCF)	売上総利益率 61.6% はピア 5 社中最高、リフランチャイズ後の ROIC は 23%、対 S&P 500 の 3 年ベータは 0.03。資産効率と値動きの安定性はクオリティ・ディフェンシブの教科書的な条件を満たす。ただし現在値は公正価値を 14.8% 上回り、妙味は価格の外側にある。
イベント・短期	△	数日～6ヶ月	—	第 11 巡回区の控訴審は口頭弁論を終えて判決待ちで、勝訴なら 104.22 ドル、敗訴なら 46.26 ドルという上下 5 割の分岐を持つ。ただし判決日が読めないため、期日を起点にしたポジション設計ができない。

10.1 目的別に見ると、評価が分かります

上の表が示すとおり、同じ銘柄でも投資の目的によって適性が大きく異なります。

成長を求める場合は不向きです。長期の成長目標がオーガニック売上 4～6% であり、業界全体の成長率も約 4% にとどまります。§3 で見たとおり Monster の 3 年平均成長率は 9.5%、Celsius は 56.7% ですから、成長率で銘柄を選ぶのであれば選択肢は他にありません。

配当収入を求める場合は条件付きです。64 年連続の増配と、調整後フリーキャッシュフローの 73% という支払い余力は本物です。ただし §6 で見たとおり、配当利回り 2.40% は米 10 年債を 225bp 下回っています。同じ現金収入を得るなら国債の方が有利という状態ですから、いま新規に買う理由としては弱いと考えられます。想定する保有期間は 6 か月から 3 年程度です。

割安さを求める場合は不向きです。予想 PER 26.9 倍は PepsiCo の 16.3 倍に対して 6 割超のプレミアムであり、マルチプル法の妥当価格も現在値を 12% 下回ります。バリューという土俵で戦う銘柄ではありません。

質を重視した守りの資産としては妙味ありです。これが本レポートの主軸となる見方です。売上総利益率 61.6% はピア 5 社で最高、リフランチャイズ後の資本効率も高く、S&P 500 に対する 3 年の連動性はほぼゼロという特性を持ちます。景気の波に左右されにくい資産と

して、これ以上の候補を探すのは難しいでしょう。想定する保有期間は 3 年から 5 年です。ただし妥当価格は 75.24 ドルであり、**いまの株価はその妙味の外側にあります。**

イベントを狙う短期の売買としては条件付きです。控訴審の判決は勝訴なら 104.22 ドル、敗訴なら 46.26 ドルという大きな分岐を持ちます。ただし §9 で見たとおり判決日が読めないため、期日を起点にしたポジション設計ができません。想定期間は数日から 6 か月です。

終値 88.27 ドル 2026-07-28 NY 引け	目標株価 75.24 ドル 現値比 -14.8%	配当利回り 2.40% 米 10 年債を 225bp 下回る
予想 PER 26.9 倍 PepsiCo は 16.3 倍	想定保有期間 3～5 年 クオリティ・ディフェンシブ目的	短期スタンス 見送り 2026-07-28 時点

強気 (Bull)

25%

104.22 ドル

+18.1%

控訴審で勝訴し供託金 60 億ドルと未収利息が還付。数量主導の成長も継続

中央 (Base)

50%

75.94 ドル

-14.0%

判決が出ないまま推移し、成長は計画線に沿う

弱気 (Bear)

25%

46.26 ドル

-47.6%

敗訴が確定し追加負担 140 億ドルと実効税率 3.8 ポイント上昇が現実化

10.2 論点の連鎖と最終判断

論点同士のつながりを整理すると、判断の構造が見えてきます。

構造優位 (§3) が数量主導の成長 (§2) を利益率の面から支え、この 2 つが「高い倍率を払う理由」を作ります。一方で利回り支持の喪失 (§6) と税務訴訟 (§9) が「それでも払いきり」という結論を作り、4 本すべてがバリュエーション (§4) に合流します。

とくに注意したいのは、為替の追い風が業績の実力を実際より良く見せている点です。見た目の利益成長 9~10% のうち約 3 ポイントは為替が作っており、通貨中立では 7~8% に落ちます。同様に、規制と痩身薬という長期の需要制約は、いまの数量成長というテーゼを時間をかけて侵食していきます。

中長期見通し

WATCH

確信度 中

目標株価 想定保有
**75.24 (弱 3~5年
気 46.26
~ 強気
104.22)**

事業の質は本物だが、あらゆる評価軸が示す妥当価格を大きく上回る位置

スイング見通し

様子見

2026-07-28 時点

RSI 過熱圏・需給スコア中立未満・25日線からの上方乖離でエントリー帯が成立せず

作成時点の仮説です。現在の有効性は未判定で、公開後の株価・ニュースは反映していません。

なお上のカードで並べているとおり、本レポートの主軸はあくまで長期の判断です。短期のスイング判断は、いま入るべき水準かどうかを補助的に示すものとお考えください。

- ✓ 事業の質は同業最上位（売上総利益率 61.6% でピア 5 社中最高）
- ✓ 成長構造が値上げ主導から数量主導へ転換した
- ✓ 通期見通しを 4 項目すべて上方修正し、4 期連続で下方修正なし
- ✓ 64 年連続増配と配当 / 調整後フリー CF 73% の支払余力
- ✗ 目的別 3 モデルの妥当価格がいずれも現値を下回る
- ✗ 配当利回りが米 10 年債を 225bp 下回り、下値の支えがない
- ✗ アナリスト目標株価の平均に到達済みで上値余地がほぼない
- ! 潜在負担 140 億ドルの移転価格訴訟が判決待ちで、日付が読めない
- ! 最大市場である北米の責任者が空席で、財務責任者が暫定兼務
- ! 数量が最も伸びる地域で利益が増えていない

10.3 この判断が変わる条件

最後に、Watch という判断を改めるべき条件を挙げておきます。

第 1 に、株価が 79.85 ドルを下回り、絶対評価での割高幅がほぼ解消したうえで数量主導の成長が続いている場合です。このときは強気側に見方を変える余地があります。第 2 に、控訴審で勝訴が確定し、供託金の還付と資本配分制約の解除が同時に実現した場合です。上値余地の前提そのものが変わります。

第 3 に、逆方向の条件として、アジア太平洋型の「利益なき数量成長」が北米と欧州に波及し、通貨中立の営業利益成長が長期目標の下限を割り込んだ場合です。このときは事業の質という前提自体を見直す必要があります。

投資判断に使った専門用語は §11 用語集にまとめていますので、あわせてご確認ください。

この章のまとめ

- 判定は Watch。事業の質は同業最上位ですが、目的別のどの軸で見ても現在値は妥当価格を上回ります
- 質重視の守りの資産としては妙味ありますが、いまの株価はその範囲の外側にあります
- 79.85 ドル割れか控訴審勝訴のいずれかが、判断を見直す起点になります
- 詳細な用語は §11、出典は §12 をご参照ください

11. 用語集

主要用語

濃縮原液(コンセントレート)モデル

飲料の原液とブランドをボトラーに提供し、充填・配送・販売は任せる事業形態。設備投資と原材料負担が軽く、利益率が高くなる。

ユニットケース

飲料数量の業界標準単位。24本の8オンス（約237ml）容器に相当する量を1ケースと数える。

オーガニック売上成長率

買収・売却と為替の影響を除いた、既存事業だけの売上成長率。事業の実力を測るために使う。

comparable(非 GAAP)指標

会計基準どおりの数値から、一時的な要因（減損・買収関連費用など）を除いて経営実態を示した数値。会社が独自に定義する。

EPS

1株当たり利益。純利益を発行済株式数で割った値で、株主1人分の取り分を示す。

FOMC

米連邦公開市場委員会。米国の政策金利を決める会合で、年8回開催される。

価格ミックス

売上成長のうち、値上げと製品構成の変化によって生じた部分。数量の増加とは区別して見る。

移転価格

多国籍企業がグループ内の国をまたぐ取引に付ける価格。利益をどの国に計上するかを左右するため、税務当局と見解が対立しやすい。

逆 DCF

現在の株価から逆算して、市場がどれだけの成長率を織り込んでいるかを求める手法。実績や予想と比べることで、強気か弱気かが分かる。

WACC(加重平均資本コスト)

企業が資金を調達するのにかかる平均的なコスト。将来のキャッシュフローを現在価値に割り引くときの割引率に使う。

永久成長率

将来キャッシュフローを評価する際、予測期間の先で企業が永続的に成長すると仮定する率。わずかな違いで評価額が大きく動く。

ROIC(投下資本利益率)

事業に投じた資本に対してどれだけ利益を生んだかを示す指標。事業の効率を測る代表的な尺度。

リフランチャイズ

自社で保有していた充填・配送事業を、外部のボトラーへ売却して委ねること。資本効率が上がる一方、売上規模は縮小する。

NARTD

Non-Alcoholic Ready-To-Drink の略。すぐ飲める非アルコール飲料全般を指す業界区分。

加糖飲料税	砂糖などを加えた飲料に課される物品税。肥満対策を目的に各国で導入が進んでいる。
GLP-1 受容体作動薬	食欲を抑える作用を持つ薬剤の総称。肥満症治療に用いられ、食品・飲料の消費行動に影響する可能性が指摘されている。
移動平均線	一定期間の株価の平均を結んだ線。25 日・50 日・200 日などがあり、短い線が長い線の上に順に並ぶ状態を強い形とみなす。

12. 参考資料

情報の出典



本レポートで出典タグを付した情報 658 件の品質内訳です。一次資料 (Tier A) の比率が高いほど、公開情報から再現しやすい構成です。

- Tier A

 3M Company and Subsidiaries v. Commissioner of Internal Revenue, No. 23-3772 (8th Cir., filed October 1, 2025), slip opinion ↗
- Tier A

 Berkshire Hathaway Inc. Form 13F-HR (CIK 0001067983、2026-03-31 期ほか 4 四半期分) ↗
- Tier A

 Board of Governors of the Federal Reserve System, FOMC Meeting calendars, statements, and minutes ↗
- Tier A

 Board of Governors of the Federal Reserve System 「Board Members」 ↗
- Tier A

 Board of Governors of the Federal Reserve System 「Federal Reserve issues FOMC statement」 2026-06-17 ↗
- Tier A

 Board of Governors of the Federal Reserve System 「Summary of Economic Projections, June 17, 2026」 Table 1 ↗
- Tier A

 Bundesministerium für Gesundheit, Interview mit Bundesgesundheitsministerin Nina Warken (2026-07-17): 「Wir brauchen mehr Steuerung im Gesundheitssystem.」 ↗
- Tier A

 Celsius Holdings, Inc. Form 10-K FY2025 (Risk Factors / Human Capital) ↗
- Tier A

 Celsius Holdings, Inc. Form 8-K Exhibit 99.1 「Celsius Holdings Reports First Quarter 2026 Financial Results」 (原データ: Circana Total US MULO+ w/C L13W ended 3/29/2026) ↗

Tier A Coca-Cola FEMSA Form 20-F FY2025 (Taxation / Regulation) [↗](#)

Tier A Coca-Cola FEMSA 「Coca-Cola FEMSA Reports 2Q26 Results」 Form 6-K [↗](#)

Tier A Danone 「2025 Full-Year Results」 プレスリリース (2026-02-20) [↗](#)

Tier A Danone 「2026 First Quarter Sales」 プレスリリース (2026-04-22) p.2-3 「Other Recent Developments」 [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「celsius holdings」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「coca-cola」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「danone」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「keurig」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「monster energy」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「nestle」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A European Patent Office Espacenet 検索 (クエリ: pa= 「pepsico」 AND pd within 「2021-2025」) [↗](#)

Tier A FINRA Consolidated Short Interest (KO / NYSE、2025-07-15～2026-07-15 の 25 期分) [↗](#)

Tier A GOV.UK / HMRC 「Changes to the Soft Drinks Industry Levy — policy paper」 [↗](#)

Tier A GOV.UK / HMRC 「Increasing the rates of the Soft Drinks Industry Levy」 [↗](#)

Tier A Indiana Family and Social Services Administration 「SMART SNAP」 [↗](#)

Tier A Keurig Dr Pepper Inc. Form 10-K FY2025 (Human Capital Resources) [↗](#)

Tier A Keurig Dr Pepper Inc. Form 10-K FY2025 (Material Resources) [↗](#)

Tier A Keurig Dr Pepper Inc. Form 8-K (2026-04-01, Items 1.01 / 1.02 / 2.01) [↗](#)

Tier A Keurig Dr Pepper Inc. Form 8-K Exhibit 99.1 「Keurig Dr Pepper Reports Q1 Results and Reaffirms Guidance for 2026」 (2026-04-23) [↗](#)

Tier A Keurig Dr Pepper 公式採用サイト careers.keurigdrpepper.com [↗](#)

Tier A Monster Beverage Corporation Form 10-K FY2025 (Human Capital Resources) [↗](#)

Tier A Monster Beverage Corporation Form 10-K FY2025 (MD&A) [↗](#)

Tier A Monster Beverage Corporation Form 8-K Exhibit 99.1 「Monster Beverage Reports 2026 First Quarter Financial Results」 (2026-05-07) [↗](#)

Tier A Nestlé S.A. Half-Year Report January–June 2026, Operating segments [↗](#)

Tier A Nestlé S.A. 「Appendix 4: Analyses by segment for the year ended December 31, 2025」 [↗](#)

Tier A Nestlé S.A. 「Appendix 4: Analyses by segment」 「Appendix 5: 2025 RIG and OG by operating segment and information by products」 [↗](#)

Tier A Novo Nordisk A/S 「Wegovy pill FDA approval」 company announcement ↗

Tier A PepsiCo Form 10-K FY2025 (Our Competition、原データ: Information Resources, Inc.) ↗

Tier A PepsiCo 公式採用サイト pepsicjobs.com ↗

Tier A PepsiCo, Inc. Form 10-K FY2025 (Note 1 Other Segment Information) ↗

Tier A PepsiCo, Inc. Form 8-K Exhibit 99.1 「PepsiCo Reports Second-Quarter 2026 Results」 (2026-07-09) ↗

Tier A Proclamation 11032 of June 1, 2026 「Further Adjusting the Tariff Regimes for Imports of Aluminum, Steel, and Copper Into the United States」 Federal Register Vol. 91, No. 106 ↗

Tier A Proclamation 11045 of July 20, 2026 「Further Strengthening Actions Taken To Adjust Imports of Aluminum Into the United States」 Federal Register Vol. 91, No. 140 ↗

Tier A Regulation (EU) 2025/40 (PPWR) recitals 145-148 / Article 50 ↗

Tier A SEC EDGAR Form 4 (The Coca-Cola Company、CIK 0000021344、60 件を XML から直接集計) ↗

Tier A SEC EDGAR Schedule 13D/13G インデックス (The Coca-Cola Company、CIK 0000021344) ↗

Tier A SEC EDGAR submissions index, The Coca-Cola Company (CIK 0000021344), Form 10-Q filing history and period-end dates ↗

Tier A SEC EDGAR XBRL companyfacts (CIK 0000077476, Revenues) ↗

Tier A SEC EDGAR XBRL companyfacts (CIK 0000865752, PaymentsToAcquirePropertyPlantAndEquipment) ↗

Tier A SEC EDGAR XBRL companyfacts (CIK 0001341766, PaymentsToAcquirePropertyPlantAndEquipment) ↗

Tier A SEC EDGAR XBRL companyfacts (CIK 0001418135, PaymentsToAcquirePropertyPlantAndEquipment) ↗

Tier A SEC EDGAR XBRL companyfacts API (CIK 0000021344 / The Coca-Cola Company) ↗

Tier A SEC Form 13F 構造化データセット (2026 年 3～5 月提出分および 2025 年 12 月～2026 年 2 月提出分の比較) ↗

Tier A The Coca-Cola Co. Q1 2026 Earnings Call Corrected Transcript (KO IR 公式) ↗

Tier A The Coca-Cola Co. Q3 2025 Earnings Call Corrected Transcript (KO IR 公式) ↗

Tier A The Coca-Cola Co. Q4 2025 Earnings Call Corrected Transcript (KO IR 公式) ↗

Tier A The Coca-Cola Company 2022 Q4 Earnings Release (Form 8-K Exhibit 99.1) 2023 Outlook ↗

Tier A The Coca-Cola Company 2023 Q4 Earnings Release (Exhibit 99.1) 2024 Outlook ↗

Tier A The Coca-Cola Company 2024 Q4 Earnings Release (Exhibit 99.1) 2025 Outlook ↗

Tier A The Coca-Cola Company CAGNY 2026 Presentation p.26 ↗

- [Tier A The Coca-Cola Company CAGNY 2026 Presentation p.31 More Optionality on Our Capital Return Model ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company DEF 14A 2026 p.11 Board Composition and Refreshment ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 10-Q 2026 年第 1 四半期 Part II Item 2 Unregistered Sales of Equity Securities and Use of Proceeds ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 8-K \(2026-01-14\) Item 5.02 経営体制変更 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 8-K \(2026-07-16\) Item 8.01 fairlife 不正アクセス事案 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 8-K filed 2025-12-10 Item 5.02 and Exhibit 99.1 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 8-K filed 2026-02-20 Item 5.02 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 8-K filed 2026-05-01 Item 5.07 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Form 8-K filed 2026-06-25 Item 5.02 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company FY2021 Form 10-K ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company FY2023 Form 10-K ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company FY2024 第4四半期・通期決算リリース \(Form 8-K Exhibit 99.1\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company FY2025 Form 10-K ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company FY2025 第4四半期・通期決算リリース \(Form 8-K Exhibit 99.1\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company FY2026 第2四半期決算リリース \(Form 8-K Exhibit 99.1\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Investor Relations, Events page ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Investor Relations, Press Releases listing \(2026-04-30 through 2026-07-28\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company press release, Announces Significant Progress in Restoring fairlife Operations Following Technology Disruption \(2026-07-27\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company press release, Board of Directors of The Coca-Cola Company Elects New Officer and Declares Regular Quarterly Dividend \(2026-07-15\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company press release, Exploring Potential Public Listing in India for Hindustan Coca-Cola Holdings Pvt. Ltd. \(2026-06-01\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Q2 2026 Margin Analysis Schedule \(KO IR 公式\) ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company Sustainability Update \(2026-03-21\) p.5 ↗](#)
- [Tier A The Coca-Cola Company 公式採用サイト \(Workday: coke.wd1.myworkdayjobs.com/coca-cola-careers\) ↗](#)
- [Tier A U.S. Bureau of Labor Statistics, PPI Industry: Soft Drink Manufacturing \(PCU312111312111\) ↗](#)
- [Tier A U.S. Court of Appeals for the Eleventh Circuit, Oral Argument Recordings, Docket No. 24-13470 \(The Coca-Cola Company and Subsidiaries v. Commissioner of Internal Revenue\) ↗](#)

- Tier A** U.S. Court of Appeals for the Eleventh Circuit, Published Opinions Listed by Case Name (newest first, through 2026-07-28) ↗
- Tier A** U.S. Energy Information Administration 「Europe Brent Spot Price FOB, Daily」 ↗
- Tier A** U.S. FDA 「Tracking Food Industry Pledges to Remove Petroleum Based Food Dyes」 ↗
- Tier A** WHO Global report on the use of sugar-sweetened beverage taxes, 2025 (Section 1 Background) ↗
- Tier B** ARAGON v. ROLLINS, No. 1:26-cv-00861 (D.D.C.) docket, CourtListener/RECAP mirror of PACER (entries #36 Memorandum Opinion, #37 Order, #39-40, #41) ↗
- Tier B** Even B, Abdulai A-R, Ambikapathi R, Béné C, Kennedy G, Lundy M. Shrinking appetites: Will GLP-1 adoption in high-income countries accelerate Big Food's push into low- and middle-income countries? Globalization and Health, 2026 May 28 (online ahead of print). PMID 42210374 ↗
- Tier B** Federal Reserve Board H.10 Foreign Exchange Rates 系列DEXBZUS (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board H.10 Foreign Exchange Rates 系列DEXCHUS (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board H.10 Foreign Exchange Rates 系列DEXINUS (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board H.10 Foreign Exchange Rates 系列DEXMXUS (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board H.15 Selected Interest Rates 系列DGS10 (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board H.15 Selected Interest Rates 系列DGS2 / DGS6MO / EFFR (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board Nominal Advanced Foreign Economies U.S. Dollar Index 系列DTWEXAFEGS (FRED經由) ↗
- Tier B** Federal Reserve Board Nominal Emerging Market Economies U.S. Dollar Index 系列DTWEXEMEGS (FRED經由) ↗
- Tier B** Financial Times 「America's 'other' economy tells a different growth story」 ↗
- Tier B** Financial Times 「Coca-Cola and Unilever sales surge after World Cup marketing blitz」 ↗
- Tier B** International Monetary Fund Primary Commodity Price System 系列PALUMUSDM (FRED經由) ↗
- Tier B** International Monetary Fund Primary Commodity Price System 系列PCOFFOTMUSDM (FRED經由) ↗
- Tier B** International Monetary Fund Primary Commodity Price System 系列PSUGAISAUSDM (FRED經由) ↗
- Tier B** Reuters 「Berkshire buys Delta, more Alphabet; sheds Amazon, UnitedHealth, Visa and Mastercard」 ↗
- Tier B** Reuters 「Coca-Cola appoints JPMorgan, Citi for India bottler IPO, sources say」 ↗
- Tier B** Reuters 「Coca-Cola hails World Cup hydration breaks as it lifts annual forecasts」 ↗
- Tier B** Reuters 「Coca-Cola says fairlife halts US production after cyber attack」 ↗
- Tier B** Reuters 「Coca-Cola says fairlife resumes production at 4 US plants after cyberattack」 ↗
- Tier B** Reuters 「Coca-Cola, battling high aluminium costs, loses market share in India」 ↗

Tier B Reuters 「Gang claims responsibility for hack at Coca-Cola's fairlife unit」 [↗](#)

Tier B Reuters 「Germany to impose levy on sugary drinks in bid to reduce obesity rates」 [↗](#)

Tier B Reuters 「In India, Iran war forces Diet Coke to roll out a bigger can, heftier price tag」 [↗](#)

Tier B Reuters 「Ingredion to buy UK's Tate & Lyle for \$3.6 billion」 [↗](#)

Tier B Reuters 「Nestle pushes for simpler US food labels to shed 'Frankenstein' ingredients image」 [↗](#)

Tier B Reuters 「PepsiCo warns of higher commodity costs amid faltering North American food sales」 [↗](#)

Tier B Reuters 「PepsiCo's turnaround stutters as Americans rethink snacking」 [↗](#)

Tier B Reuters 「US judge blocks Trump administration SNAP restrictions on soda, candy」 [↗](#)

Tier B Reuters 「Wall St Week Ahead US stocks face tests from Fed decision, tech-led earnings deluge」 [↗](#)

Tier B The Coca-Cola Company and Subsidiaries v. Commissioner of Internal Revenue, No. 24-13470 (11th Cir.) docket entries #70, #72, #83, #85 — CourtListener/RECAP mirror of PACER [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Economic Analysis Core PCE Price Index 系列PCEPILFE (FRED経由) [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Economic Analysis Personal Saving Rate 系列PSAVERT (FRED経由) [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Economic Analysis Real Personal Consumption Expenditures 系列PCEC96 (FRED経由) [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Labor Statistics PPI by Industry: Flavoring Syrup and Concentrate Manufacturing 系列PCU311930311930 (FRED経由) [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Labor Statistics PPI by Industry: Metal Can Manufacturing 系列PCU332431332431 (FRED経由) [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Labor Statistics PPI by Industry: Plastics Material and Resin Manufacturing 系列PCU325211325211 (FRED経由) [↗](#)

Tier B U.S. Bureau of Labor Statistics PPI/CPI 系列PCU325211325211 / PCU332431332431 / PCU326160326160 / PCU312111312111 / PCU311930311930 / CUSR0000SAF116 (FRED経由) [↗](#)

Tier B UNESDA Soft Drinks Europe EU統計 2026年版 (原データ: GlobalData Soft Market Insights 2025 Cycle) [↗](#)

Tier B UNESDA Soft Drinks Europe 「Sugar and calorie reduction」 [↗](#)

Tier B University of Michigan Consumer Sentiment 系列UMCSENT (FRED経由) [↗](#)

Tier B Yahoo Finance CBOE 10-Year US Treasury Note Yield Index (^TNX) [↗](#)

Tier B Yahoo Finance Celsius Holdings, Inc. (CELH) Valuation Measures [↗](#)

Tier B Yahoo Finance Keurig Dr Pepper Inc. (KDP) Valuation Measures [↗](#)

Tier B Yahoo Finance KO 月次 OHLC 全期間 500 本 (1985-01~2026-07) および日次 OHLC 3 年 751 本 [↗](#)

Tier B Yahoo Finance Monster Beverage Corporation (MNST) Valuation Measures [↗](#)

Tier B [Yahoo Finance PepsiCo, Inc. \(PEP\) Valuation Measures ↗](#)

Tier B [Yahoo Finance The Coca-Cola Company \(KO\) ↗](#)

Tier B [日本経済新聞 電子版「米国株、ダウ続伸で始まる 決算発表の銘柄が押し上げ 半導体株安は続く」 ↗](#)

Tier C [Yahoo Finance, The Coca-Cola Company \(KO\) quote and Analyst Ratings, Estimates & Forecasts \(aggregated consensus\) ↗](#)

本レポートは、特定の有価証券・金融商品の売買を勧誘・推奨することを目的としたものではなく、執筆者が個人的に整理した投資調査メモを共有するものです。記載内容は作成時点で入手可能な公開情報に基づいていますが、情報の正確性・完全性・適時性について保証するものではありません。

投資判断はすべて読者ご自身の責任において行ってください。本レポートの利用により生じたいかなる損害についても、執筆者は一切の責任を負いません。為替変動・流動性低下・規制変更・地政学的事象などにより、想定外のリスクが顕在化する可能性があります。

記載される目標株価・損切ライン・タイムホライズン等は、公開時点での執筆者の見解であり、将来の運用成果を保証するものではありません。過去のパフォーマンスは将来のリターンを示唆するものではありません。