

ラクスル (4384 JP)

「印刷」の先へ - テクノロジープラットフォームへの変革と Quality Growth の加速

エグゼクティブサマリー

2025年3月31日

ラクスルは、印刷など BtoB の EC プラットフォーム事業で高い競争力を持つ優良企業である。同社の潜在成長余力は大きく、Quality Growth の方針導入により過去3年の収益性の改善も著しい。継続的な M&A 効果も含めて、今後も安定した高成長路線が継続すると予想される。CGS では、Incremental ROI や Cash ROIC が回復サイクルに入ることを考えれば、同社の EV/EBITDA 倍率は客観的に見て割安感が強いと分析している。

本レポートでは、同社のエクイティストーリーを主に以下の3つのポイントから考察し、解説していく。また、投資家の方々により深くエクイティストーリーを理解していただくために、代表取締役社長永見氏、CFO 杉山氏との議論の記録も掲載している（後日、バフェットコードに動画掲載予定）。

同社のエクイティストーリーの3つのポイントは以下の通り：

① **潜在成長力と M&A 遂行能力が魅力。** 同社の TAM は、トランザクション領域のみで 7.8 兆円と大きく、普及率も未だ低い。主要 EC 市場でのシェアも高く、安定したオーガニック成長が可能。24 年度から積極化した M&A も効果を発揮している。今後は、ユーザーID の統合効果や大企業向けサービスの拡大に期待する。

② **CGS は今後4年間の営業利益 (non-GAAP) の平均成長年率を 33% と予想。** 10% 台後半のオーガニック売上成長、M&A 効果、スケールメリットや印刷内製化による収益性の改善が、利益成長を牽引する。

③ **同社の利益成長 1% あたりのマルチプルに上昇余地が残されている。** CGS が重視する利益成長 1% あたりの Valuation を、4つのドライバー（資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、及びキャピタルアロケーションの質）で分析した。CGS では、Incremental ROI は現在の約 15% から 25% 超の水準に改善し、過去数年で悪化した Cash ROIC も中期的に 25~28% 水準へ回復サイクルに入ると予想。利益成長のボラティリティも低く、中長期的に安定した FCF 創出力の改善が見込める。また、調達プラットフォーム業界で成長を続ける企業の FCF 創出力と比較した場合、同社の期待 EBITDA 成長 1% あたりのマルチプルに上昇余地が残されていると考える。

株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

ラクスル株式会社 (4384 JP)

株価 (2025年3月28日) 1,046 円

時価総額 620 億円

年度(7月決算)	F25E	F26E	F27E	F28E
Cash EPS	68	74	106	143
Cash P/E	15x	14x	10x	7x
EV/EBITDA	11x	9x	6x	4x
P/B	3.6x	3.0x	2.5x	2.0x
配当利回り	0.3%	0.3%	0.5%	0.8%
Cash ROIC	18%	20%	24%	28%
ROE	16%	15%	21%	25%
調整 FCF 転換率*	75%	63%	69%	74%
Incremental ROI**	27%	-12%	45%	50%

*調整後 FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益 (non-GAAP)

**Incremental ROI = FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額

目次

エグゼクティブサマリー	01
エクイティストーリー① 潜在成長力と M&A の遂行能力が魅力。オーガニック成長回復に向け、ユーザーID 統合やラグスルエンタープライズの効果が期待材料。	03
エクイティストーリー② CGS は、今後 4 年間の営業利益 (non-GAAP) の平均成長年率を 33%と予想	14
エクイティストーリー③ Cash ROIC が回復することで、利益成長あたりのマルチプルに大きな上昇余地があると考え	18
会社概要とビジネスモデル	27
リスク要因	31
CEO・CFO との対談	32
CGS による業績予想モデル	39

*CGS による業績予想

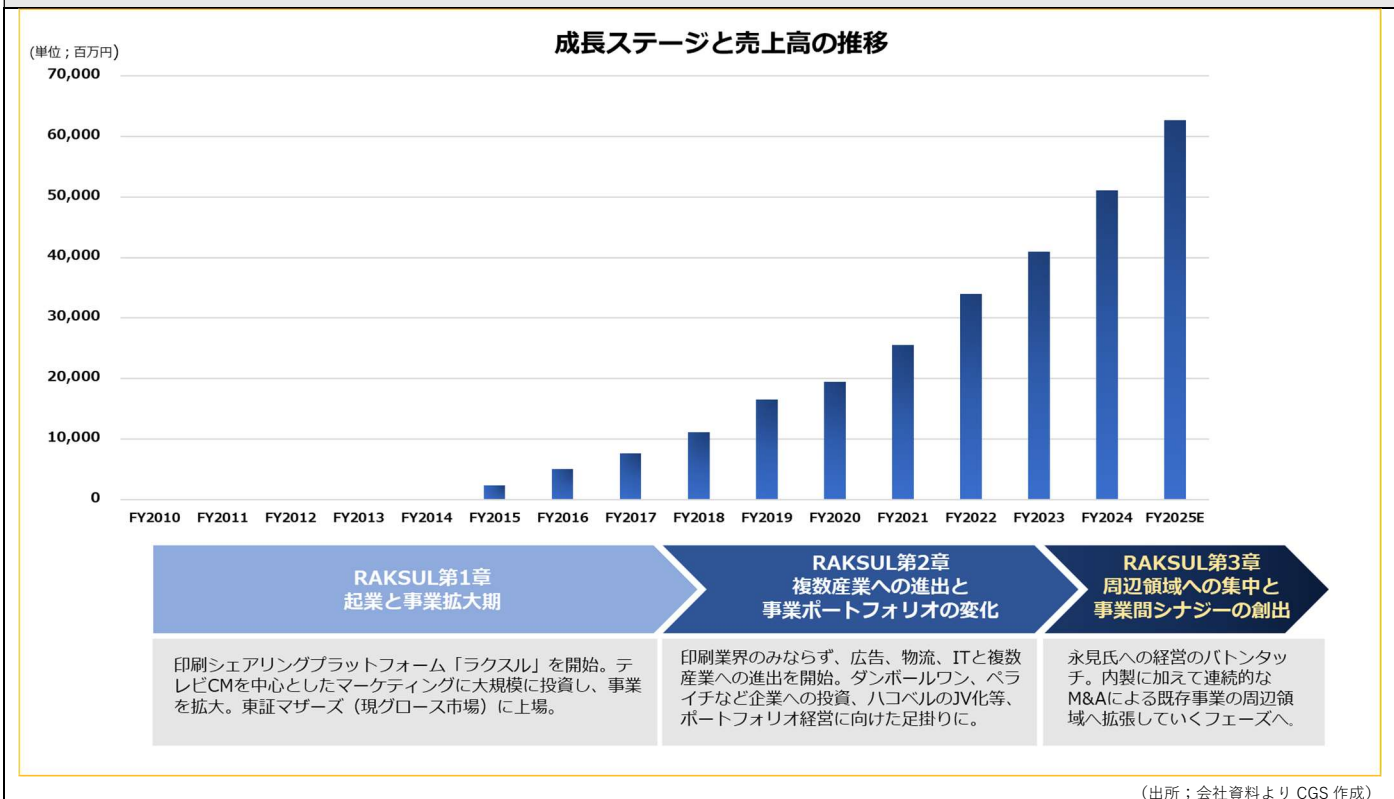
エクイティストーリー①；潜在成長力と M&A の遂行能力が魅力。オーガニック成長回復に向け、ユーザーID 統合やラクスルエンタープライズの効果が期待材料。

サマリー：ラクスルの投資魅力は、以下の4点。①普及率が未だ低く TAM が大きいこと、② Quality Growth 方針の遂行や印刷内製化等により安定した利益成長が見込めること、③PMI を含め M&A の遂行能力が高くインオーガニックの成長も予想されること、④ユーザーID の統合やラクスルエンタープライズ（大企業向けサービス）の拡大により今後オーガニック売上の成長率回復が期待されること。

Quality Growth を伴う RAKSUL 第3章の成長ステージへ

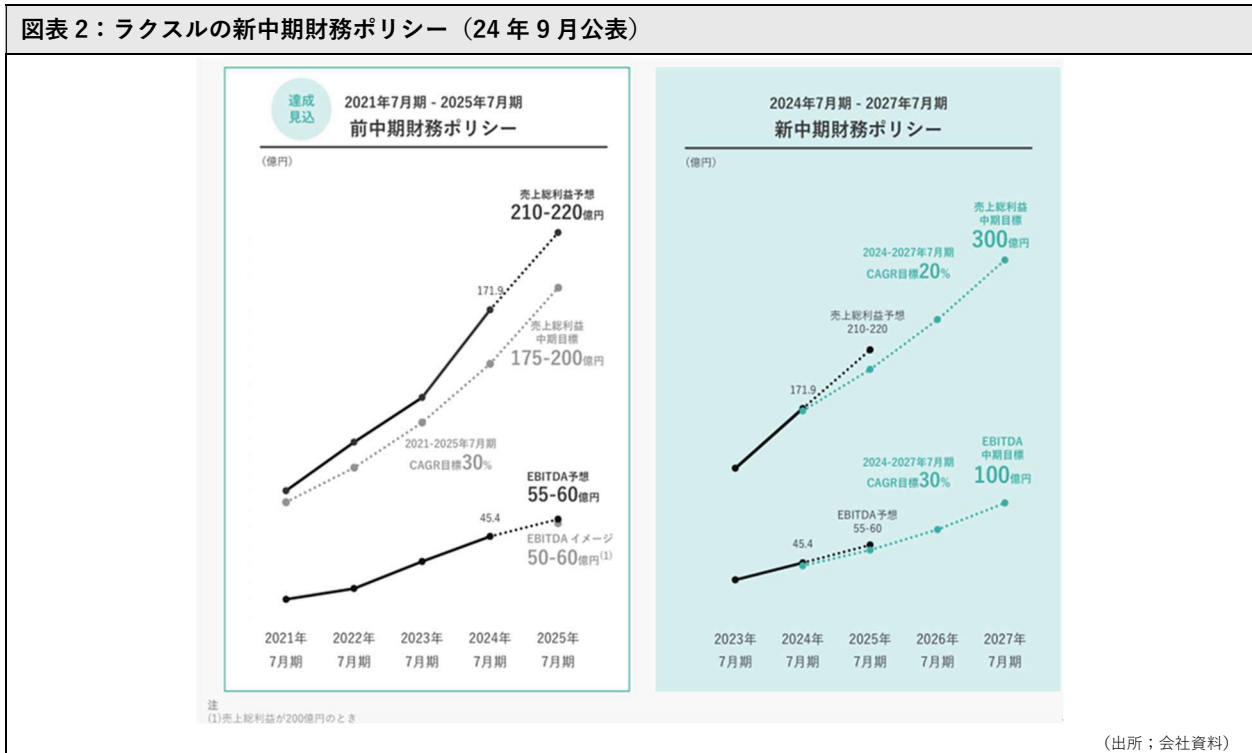
○ラクスルは、シェアリングエコノミー（印刷会社の未稼働時間の印刷機のネットワーク化）を活用した印刷の EC プラットフォームで創業。その後、同様な仕組みで、広告や物流など事業エリアを広げた。2023年8月に創業者の松本恭攝氏（現代表取締役会長）からバトンを引き継いだ永見社長のもと、RAKSUL 第3章と呼ぶ新しい成長ステージに入っている（図表1参照）。RAKSUL 第3章の特徴は、主に以下の3点。① Quality Growth への転換（2022年6月から開始）、②連続的な M&A によるインオーガニック成長の実現、③「End-to-End で中小企業の経営課題を解決するテクノロジープラットフォーム」という方向性を再定義し、金融やソフトウェアなど新領域へ参入している。

図表1：ラクスルの成長ステージと売上高の推移



○ラクスルが追求する Quality Growth とは、売上成長（Growth）と収益性（Quality）の両立を図ることで、持続可能で高収益な成長を目指す経営戦略。22年度までの売上優先による低収益体質からの脱却を意味し、CFや

ROIC も重視する。ハコベルやジョーシスの非連結化もその一環。具体的な数値指標としては、①中長期的に ROE 及び ROIC で 20%以上を目指す、②Rule of 40（成長率と利益率の合計が 40%以上であれば企業は健全な運営ができていていると考える SaaS 企業で使われる手法）を意識し、売上総利益の成長率と利益率（EBITDA/売上高総利益）の合計が 40%を上回ることを目指す、がある。また、24 年 9 月に公表した新中期財務ポリシー（2024-2027 年度）では、売上総利益の CAGR 目標 20%、EBITDA の CAGR 目標 30%の数値目標を掲げている。



○ラクスルの Quality Growth を伴う成長シナリオ自体は概ね認知されているものの、中長期での高成長継続や資本効率の改善まで株価に織り込んでいるとは思えない。本レポートでは、エクイティストーリー①で中長期の売上成長シナリオを解説し、エクイティストーリー②では収益面も含め定量的な数値予想、エクイティストーリー③で全体的な CF 創出力を加味したバリュエーション分析を行う。

- CGS では、連続的な M&A を織り込んだ上で、今後 3 年間の売上高成長率を 22%と予想している。内訳は、
- 17%分はオーガニック成長による貢献(利益の大半を稼ぐ調達プラットフォーム事業のオーガニック成長が 16-18%)
 - 5%程度が M&A による寄与
 - 新規事業（金融、ソフトウェア）の貢献は少額

○ここでは、以下の順でラクスルの成長ポテンシャルを説明していきたい。

- I) TAM が大きく長期的に成長余地が大きい
- II) オーガニック成長戦略
- III) M&A 戦略は有効的
- IV) 新規事業の概要

図表 3：今後 3 年間の CGS 売上高成長率予想

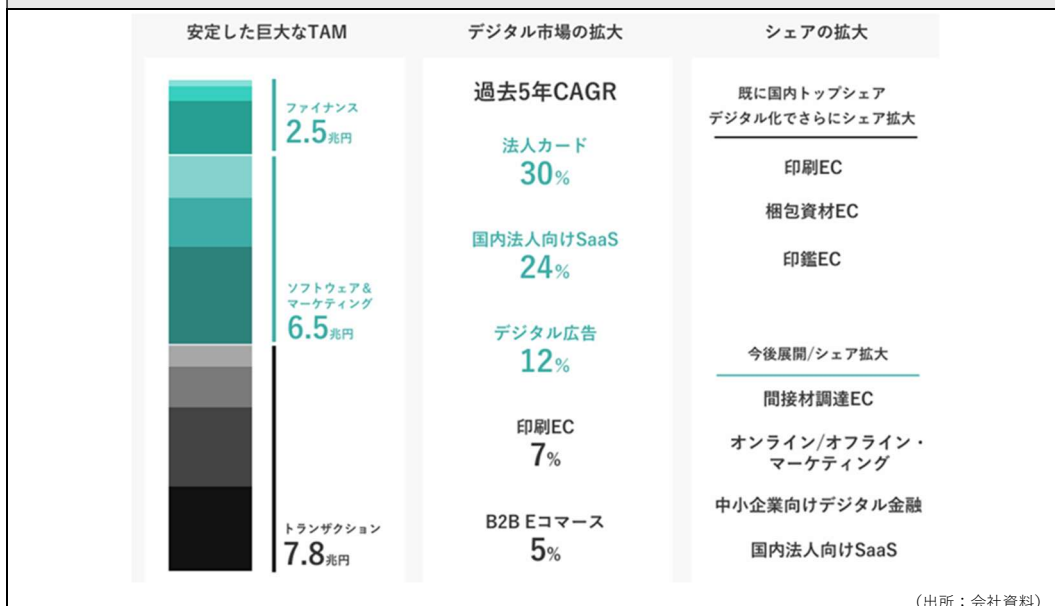
(単位 百万円)	25年7月期E	26年7月期E	27年7月期E
売上高	62,730	75,978	92,845
増収率	23%	21%	22%
増収額	11,609	13,248	16,867
オーガニック成長			
増収率	17%	17%	17%
増収額	8,609	10,748	12,967
うち調達PFオーガニック成長	16%	18%	18%
M&A寄与	3,000	2,400	3,600
新規事業	0	100	300

(出所：CGS)

I) TAM (Total Addressable Market) が大きく、長期的に成長余地が大きい

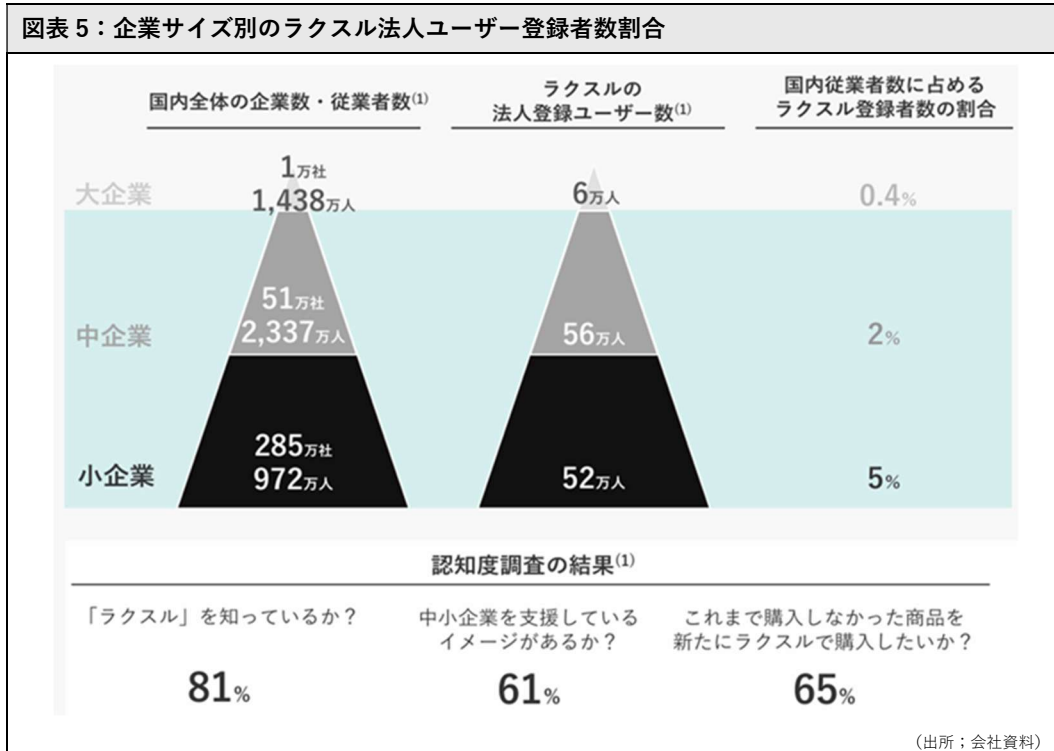
OTAM とは、「各々の企業や事業が実現できる最大の市場規模を表す指標」。図表 4 に、同社が推定する TAM を示した。広告や今後の新規事業領域（ファイナンス、ソフトウェア）を除くトランザクション市場（調達プラットフォーム事業の TAM）は、7.8 兆円と大きい。この数字には、紙への印刷以外にオフィス資材や産業資材への印刷も含むが、紙への印刷市場（商業印刷と事務用印刷）だけでも 2.6 兆円、ダンボール市場でも 1.8 兆円の市場がある。一方で、EC 化比率を見ると、印刷で 5-6%、ダンボールで 1%程度に過ぎず、ともにこの比率は上昇傾向にある。印刷市場、ダンボール市場、印鑑市場（24 年度に買収）の EC 市場でトップシェアを持つ同社のシェアは、上昇傾向が継続している模様。また、今後も継続的な買収や新規事業を続けることにより、TAM も広がるとともに、現状の TAM の中での蓋然性も上昇すると予想される。カスタム品が大半のため全ての TAM を取る訳ではないが、長期的な市場拡大余地が大きいことに変わりはない。

図表 4：ラクスルの TAM



(出所：会社資料)

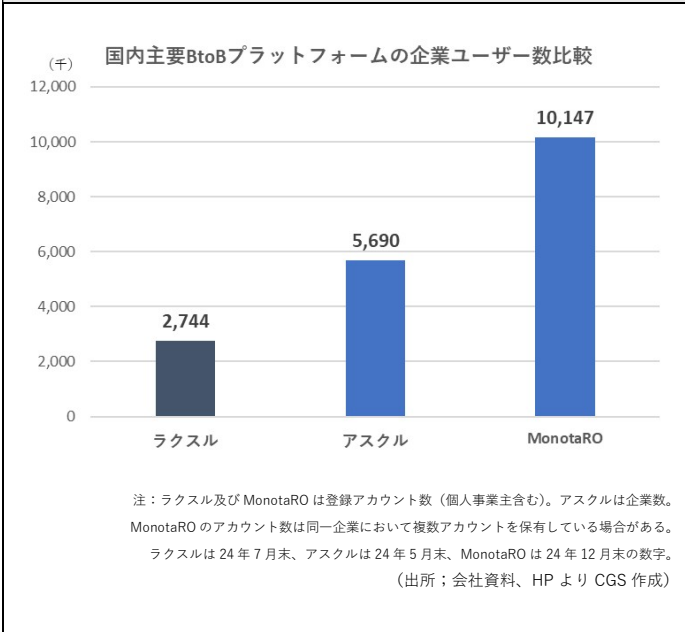
○ラクスルの登録法人ユーザー数を見ても、成長余地の大きさはわかる。図表 5 は、従業員数で大企業、中企業、小企業に区分し、ラクスル法人登録ユーザー数と比較したものである。同社が得意とする小企業でさえラクスルの占有率は 5%。中企業は 2%、大企業は 0.4%の占有率に留まる。開拓余地は大きい。



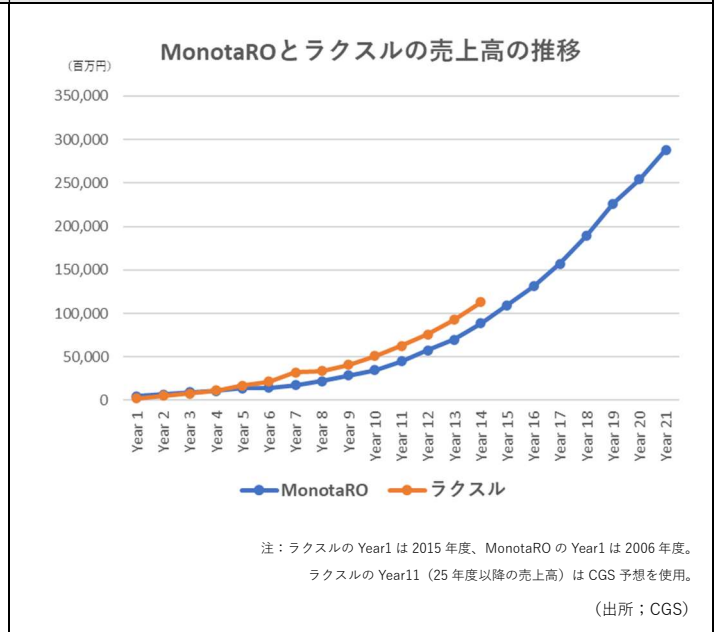
○次に、同じ BtoB の EC プラットフォームで成長する MonotaRO とアスクルとの登録ユーザー数を比較する（図表 6 参照）。個人ユーザーも含めラクスルの 2024 年 7 月末の登録ユーザー数は 274 万（印刷の raksul.com のみ）。アスクルは 2024 年 5 月末で 560 万（BtoC の LOHACO は含まず）、MonotaRO は 2024 年 12 月末で 1,015 万。ラクスルのユーザー数は、アスクルの半分、MonotaRO の 3 割弱に過ぎない。

○また、図表 7 に MonotaRO の過去の売上高推移と、ラクスルの売上高推移を比較したものをのせる。ここまでのラクスルの売上推移は、MonotaRO の約 9 年遅れで同じような軌跡を辿っている。TAM（MonotaRO が公表している TAM は 8-10 兆円）や市場・製品・購買頻度・新規流入など両社には様々な違いがあるため単純な比較は出来ないが、参考値にはなるだろう。なお、MonotaRO は売上高が 500 億円を超えても、オーガニック成長のみで年率 20% 台半ばの成長を遂げた。カスタム品主体のラクスルがオーガニックのみで同様なペースで成長する難易度は高く、連続的な M&A によるインオーガニック成長は必要だと考える。

図表 6：国内 BtoB プラットフォームのユーザー数比較



図表 7：MonotaRO とラクスルの売上高の推移比較

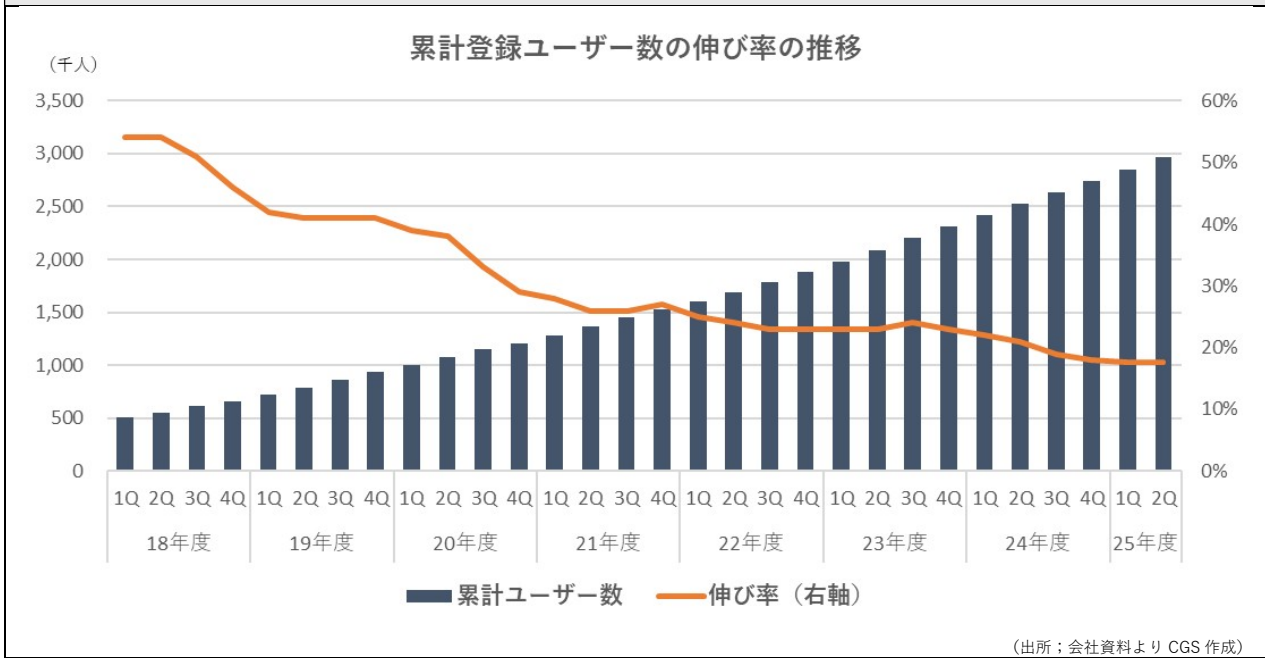


II) オーガニック成長戦略

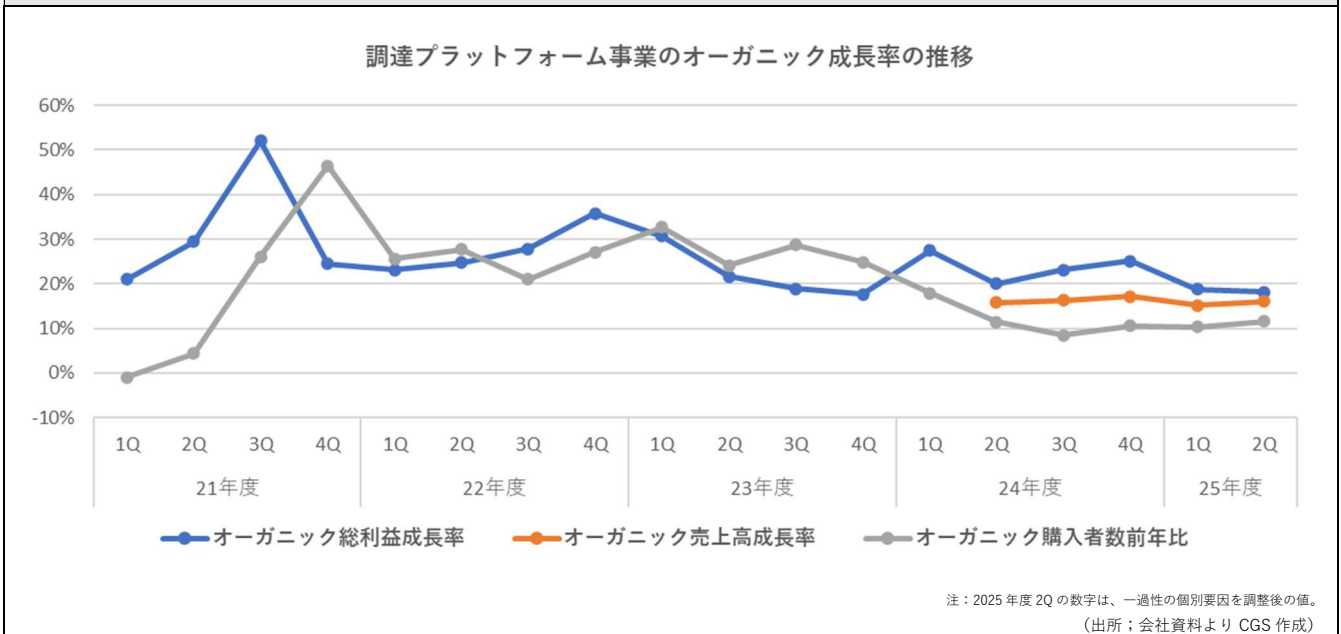
OCGS では、調達プラットフォーム事業のオーガニック売上成長に関し、2025 年度で 16%、2026 年度以降で 18%を見込んでいる（図表 3 参照）。図表 8 で示したように、調達プラットフォーム事業の主力である印刷の raksul.com の累計登録ユーザー数は順調に伸びている。25 年度 2Q も 18%増。自然増（検索流入や紹介プログラムなど）やマーケティング（TV 広告、デジタル広告、交通広告、DM送付など）による新規ユーザー獲得は、有効に機能している。

一方で、24 年度に実施した M&A の影響を除く調達プラットフォームのオーガニック成長率は、登録ユーザー数の増加率を下回る。直近 4 四半期の平均をみると、オーガニック成長率が 16%、うち顧客数増加率が 10%強。ラクスルエンタープライズの効果もあり、購入回数や平均単価は伸びているものの、アクティブユーザー比率（購入ユーザー数/ユーザー登録者数）が低下している。ポストコロナの回復需要が一巡してきた影響もあろう。

図表 8：raksul.com の累計登録ユーザー数の伸び率の推移



図表 9：調達プラットフォーム事業のオーガニック成長率の推移



○オーガニック成長率の回復やアクティブ比率向上のため、主に以下の施策が講じられる。特に ID 統合による活性化に期待し、2026 年度以降の調達プラットフォーム事業のオーガニック成長率が 18%に復調すると、CGS では予想する。

- (1) 商材やサービスの拡充
- (2) ラグスルエンタープライズ（大企業向けサービス）の強化
- (3) ID 統合によるクロスセル強化やサービス強化

(1) 商材やサービスの拡充

○従来から商材やサービスの拡充には注力しており、印刷以外のカスタマイズ品、ノベルティ、ダンボール、アパレル、ユニフォーム、ハンコへ商材は拡張してきた。直近では、カスタマイズ品ではない店舗用品や包装資材の取り扱いも始め、選挙用のセット販売やまとめ買いによるディスカウントなどのサービスも開始。カスタマイズが必要な領域では、デザインを無料で提供する、カスタマーサポートを充実させるといった機能を提供し、顧客満足度を高めている。

(2) ラクスルエンタープライズ（大企業向けサービス）の強化

○ラクスル エンタープライズは、法人向けに特化した印刷・販促物の発注管理プラットフォーム。オンライン発注・配送管理・販促支援・ブランド統制などをワンストップで提供し、特に多拠点・多店舗を展開する企業の活用が多い。具体的なサービス内容は、図表 10 の通り。

図表 10：ラクスルエンタープライズのサービス内容

カテゴリ	サービス内容
アカウント管理・権限設定	複数の部署・拠点の発注を一元管理し、発注権限を設定可能
承認ワークフロー	発注前に承認フローを設定し、コスト管理・ミス防止を実現
企業専用の発注ポータル	企業ごとにカスタマイズ可能な注文カタログを作成し、スムーズな再注文を可能に
請求書払い & 経理業務の効率化	請求書払いに対応し、締め日設定や経費仕分け機能で経理業務を効率化
印刷・販促物の一元管理	名刺、チラシ、パンフレット、POPなどの印刷物をオンラインで一括管理・発注
多拠点・多店舗向けの販促支援	各店舗・拠点ごとに販促物を最適化し、定期発注機能でスムーズな供給を実現
印刷 + 配送の一元化	印刷から各拠点への配送をワンストップで管理し、販促効果を最大化
コスト削減・発注の最適化	複数の印刷会社の遊休設備を活用し、スケールメリットを活かしたコスト削減
ブランド統制の強化	デザインデータ管理機能でブランドガイドラインに準拠した印刷を管理
専用サポートとカスタマイズ機能	企業ごとにカスタマイズ可能な管理画面を提供し、API連携や専任サポートを実施

(出所：会社資料、HPより CGS 作成)

○2021年10月に開始し、新聞折込・ポスティング、ダイレクトメール、グッズ・ノベルティなどサービスの幅を広げ、2025年度2Q時点で導入企業数は3,659社。専任の営業部隊（約20名）やトップ営業、セミナーでの紹介など積極的に新規顧客開拓を行っており、1企業当りの使用金額も増加中。足元の売上は倍増ペースで伸びており、2025年度2Qでは調達プラットフォームの売上の6%強、印刷・ソリューション領域の16%を占めるまでに成長している。同事業は、解約率も低く、相対的に収益性も高い。

(3) ID 統合によるクロスセル強化やサービス強化

○ Raksul ID と他のサービスのユーザーID は統一されていない。今後、ユーザーID の統合を進めていく。2025

年春には、ダンボールワンのユーザーID が統合予定。その後、ハンコヤドットコムやエーリンクサービスなど他のサービスもユーザーID の統合を計画。なお、2025 年度 1Q の raksul.com の購入ユーザー数 32.6 万に対し、raksul.com 以外の購入ユーザー数は 18.9 万。

○ユーザーID の統合メリットを、図表 11 に簡単にまとめた。効果が大きいのは、クロスセルとコスト削減、と推定される。ID 統合効果がどの程度発現するかは予想は難しいが、効果が小さくはないだろう。また、ID 統合により、今後展開予定の金融事業との連携もスムーズになるメリットもある。

図表 11：ユーザーID 統合のメリット

カテゴリー	メリット	詳細
ユーザー側のメリット	シームレスなサービス利用	1つのアカウントで複数サービスを利用可能 ワンストップで注文管理ができ、業務効率化
	購買履歴・データの一元管理	過去の注文履歴を統合し、簡単に再注文可能 経理・請求処理が簡略化
	一貫したカスタマーサポート	共通サポートにより、問い合わせがスムーズ ポイントや会員特典の統合で利用頻度向上
ラクスル側のメリット	クロスセル（関連サービスの利用促進）	印刷・ハンコ・ダンボールなどを相互提案 顧客の購買データを活用した最適な広告展開
	顧客の囲い込み	総合的なビジネスプラットフォームの形成 利用頻度向上によるLTV（顧客生涯価値）の最大化
	コスト削減	ID管理・顧客データベースの統合で運用コスト削減 マーケティング・広告の最適化による広告費削減

(出所：CGS)

III) M&A 戦略は有効的

○永見社長が就任する前の買収は、ダンボールワンのみ（他の 2 つは出資）。ダンボールワンは、2020 年 10 月に 49.9%出資し、2022 年 2 月に 100%子会社化した（23 年 8 月にラクスル単体と合併）。永見社長が社長に就任した 24 年度には一気に 6 社の買収を実施。25 年度も既に 2 社の買収を行い、連続的な M&A が実行できることを証明した。

○M&A の専門部隊を 24 年度に組成。上級執行役員 CAO の西田氏他 3 名の専任（M&A 仲介会社や経営企画出身者で構成）が従事している。ソーシングも強化し、既に 200 社以上の候補リストを持つ。

○同社の M&A の特徴は以下の 3 点。

- 買収企業と直接交渉するため（ファンドや競合他社とのビット合戦にはならないという意味）、比較的低 Valuation での買収が出来る
- プラットフォームに乗る、もしくはプラットフォームとシナジーがある周辺事業を買収する形態。ロールアップ型の M&A に比べリスクはあるが、PMI の力があれば大きな効果を期待できる
- PMI（Post Merger Integration：M&A 後の統合作業）の成果は順調に発現している

図表 12：ラクスルの直近の M&A 案件

	2023年7月期以前の合計	2024年7月期	2025年7月期
調達PF事業	<ul style="list-style-type: none"> PRNET SQUARE 出資 (2021年9月) ダンボールワン 子会社化 (2022年2月) 	<ul style="list-style-type: none"> 777 ファクトリー (株式会社) 子会社化 (2023年8月) ダンボールワン 合併 (2023年8月) AmidA Holdnet 子会社化 (2023年10月) A-LINK SERVICES 子会社化 (2024年6月) 	<ul style="list-style-type: none"> 印刷・ソリューション領域の事業会社 子会社化 (2024年11月)
マーケティングPF事業	<ul style="list-style-type: none"> ペライチ 出資 (2020年10月) 	<ul style="list-style-type: none"> ペライチ 子会社化 (2023年8月) 子会社化 (2024年3月) アルター 子会社化 (2024年6月) 	<ul style="list-style-type: none"> All Marke 子会社化 (2025年1月)

(出所：会社資料)

図表 13：ラクスルの M&A モデル

	プラットフォーム	+	ロールアップ M&Aモデル	=	当社の成長モデル
メリット	<ul style="list-style-type: none"> 事業基盤/テクノロジー基盤を前提として、事業間のシナジーやオーガニック成長の再現性を担保できる 		<ul style="list-style-type: none"> 多くの買収機会がある PMIでの利益拡大余地が大きい 		<ul style="list-style-type: none"> 事業基盤/テクノロジー基盤を前提として、事業間のシナジーや成長の再現性を担保できる 周辺領域に多くの買収機会があり、M&Aした企業の利益をPMIにおいて拡大できる蓋然性が高い
課題	<ul style="list-style-type: none"> 事業基盤に対する先行投資がかかり利益が短期的に出にくい 事業開発に時間がかかる 		<ul style="list-style-type: none"> ロールアップM&Aのみではオーガニック成長を創出しにくい 高いM&Aバリュエーションの場合は減損リスクがある 		<ul style="list-style-type: none"> 前提条件を満たすために、高度な組織力が求められる
前提条件	<ul style="list-style-type: none"> ソフトウェア開発力 ブランド セールス組織 		<ul style="list-style-type: none"> 強いバランスシート M&A時の適切なバリュエーション M&A及びPMIの体制 		<ul style="list-style-type: none"> 左記の前提条件全て <p style="background-color: #008080; color: white; padding: 5px; text-align: center;">当社は全ての条件を充足</p>

(出所：会社資料)

○図表 14 に買収案件の買収金額や EV/EBITDA を列挙した。EV/EBITDA で 5 倍以下の投資基準をクリアしている。AmidAHD (現ハンコヤドットコム) やエーリンクサービスのネット価格 (CF 上の買収価格、買収金額から買収対象企業が保有するネットキャッシュを引いた数字) でみた EV/EBITDA は 4 倍台。ダンボールワンの EV/EBITDA は不明だが、後述するようにラクスル出資後にダンボールワンの売上は大きく伸びており、EV/EBITDA5 倍以下の基準はクリア出来ていると推定される。

図表 14：M&A 案件の買収金額と関連指標

企業名	買収前売上高 (a)	ネット買収金額* (b)	Net Price/Sales (a)/(b)	買収金額 (c)	Price/Sales (a)/(c)	EBITDA	EV/EBITDA	のれん代 (d)	のれん比率 (d)/(b)
ダンボールワン	4,340	3,789	0.9x	4,001	0.9x			4,955	131%
AmidAHD	3,000	2,230	0.7x	4,001	1.3x	480	4.6x	1,720	77%
エーリンクサービス	1,510	1,025	0.7x	1,370	0.9x	256	4.0x	709	69%
ラクスルファクトリー		900		1,200				531	59%

*買収先の現金等をネットしたキャッシュアウトベースでの買収金額 (単位：百万円)

(出所：会社資料より CGS 作成)

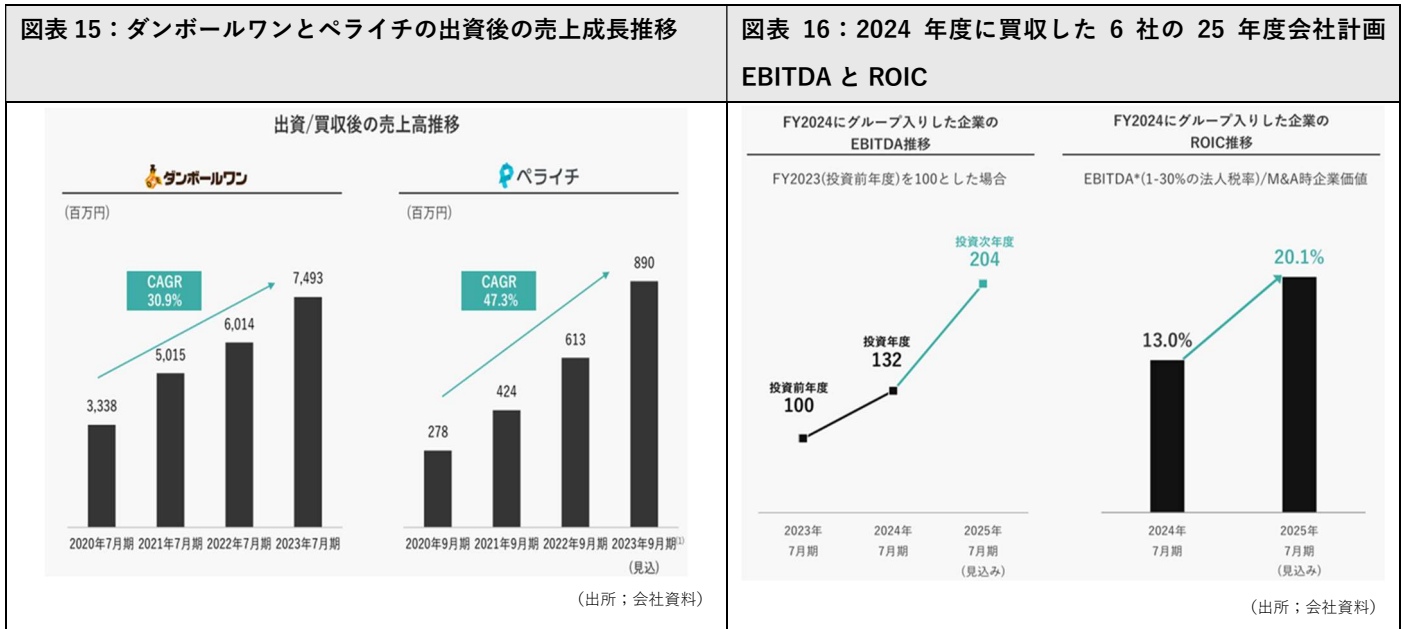
○PMI の成果が順調に出ていることに関し、ダンボールワンと 24 年度の買収案件の事例を示す。

(成功例 1) ダンボールワン

2020 年 10 月に、ダンボール EC で 50% のトップシェアを持つダンボールワンに出資。ラクスルから 15 名の人員を送って課題の特定やその解決策を講じ、コスト削減、生産性向上、マーケティング・エンジニア支援を実現。買収前に 33 億円だった売上高は、2023 年度には 75 億円に倍増。2024 年度も 84 億円と前同比 16% 増だった。日本企業の PMI の場合、買収先の経営に任せて関与しない、自社事業優先でグループ企業への人員派遣を限定的にする (問題化してから人員派遣し後手に回る) などの例が多いが、買収直後から積極的な支援を行った同社の対応は評価できよう。なお、2020 年 10 月に 49% 出資したペライチ (Web サイトをノーコードで作成・運用できるホームページ作成 SaaS を提供する企業、23 年 8 月子会社化) に関しても、売上を大幅に伸ばしている。

(成功例 2) 2024 年度に買収した企業群

会社側が公表した数字によれば、買収した 6 社の 2025 年度の EBITDA は買収前の約 2 倍。ROIC は 20%となる計画。ROIC20%は税前で 29%。EV/EBITDA は 3.5 倍と計算できる。



IV) 新規事業の概要

○「End-to-End で中小企業の経営課題を解決するテクノロジープラットフォームへ」という新しい方向性を打ち出し、中小企業向けの金融やソフトウェアなど周辺領域への新規参入を発表している。中長期的なビジネス拡張の種まきという位置付け。ただし、事業の詳細が未公表であり、株価へのインパクトも小さいと考えるため、ここでは簡単な紹介にとどめる。

○金融事業は、住信 SBI ネット銀行との協業。住信 SBI ネット銀行の BaaS (Banking as a Service ; 銀行機能をクラウド経由で他の企業が利用できるようにするサービス) である NEOBANK の仕組みを活用する。NEOBANK は、JAL など既に 20 社に BaaS を提供している。ラクスルのバランスシートは使わないため、ユーザーやサプライヤーへの決済機能や融資の仲介業務が主体となると予想される。

○ソフトウェアは、名刺印刷で得られる従業員情報と活用した労務・総務領域と、ノバセル事業やチラシ・DM・ノベルティ印刷で得られる顧客情報・運営ノウハウを活用したマーケ・CRM 事業を検討。比較的事業化しやすい CRM から始める予定。ただし、CRM を手掛ける企業は多く、ラクスルの差別化ポイントがどこにあるのかはまだ明確ではない。

図表 17：ラクスルが考える中長期でのサービス群

	トランザクション B2Bユーザーとの多様な接点作り グループGMVの最大化	ソフトウェア データの取得を通じたロックイン	ファイナンス Share of Walletの拡大、ロックイン マネタイズの強化		
顧客ニーズ・提供価値	Get Items 必要なものを適時適切な価格で調達したい	Manage Workers 従業員管理を効率化したい	Get Customers 顧客を獲得・管理したい	Get Paid 決済を簡単に済ませたい	Improve Cashflow 資金繰りを改善したい
領域	購買・調達	労務・総務	マーケ・CRM	経理	財務
蓄積データ	購買データ	従業員データ	顧客データ	与信データ 購買データ	与信データ 購買データ
具体的なサービス領域	カスタマイズ品 (印刷、ノベルティ、BtoBアパレル) ノンカスタマイズ品 (物販)	今後検討	マーケティング 顧客接点 (ペライチ(ウェブサイト、決済、予約)) CRM	中小企業向け金融サービス	

現在の事業領域
 順次展開

(出所：会社資料)

図表 18：金融事業で想定されるサービス内容

カテゴリ	想定されるサービス内容
中小企業・個人事業主向けの金融サービス	住信SBIネット銀行が融資・与信を提供
	ラクスルは「ラクスルバンク」として金融サービスを統合管理
	キャッシュフロー改善のための決済支援（後払い・分割払い、銀行が提供）
ラクスルのECプラットフォームとの連携	銀行の金融サービスをラクスルのECプラットフォームに組み込むことで、競合に対する差別化が可能
	取引先企業が「ラクスルバンク」経由で銀行の融資・決済を利用
	ラクスルは金融サービスを直接提供せず、手数料モデルで収益化
サプライヤー向けの金融サービス	サプライヤー向け融資・資金繰り支援は銀行が提供
	ラクスルは「プラットフォームの提供者」として、決済など金融機能を統合
	サプライヤーが資金繰りを円滑にするための金融サポート

(出所：CGS)

エクイティストーリー②；CGS は、今後 4 年間の営業利益（non-GAAP）の平均成長年率を 33%と予想。

サマリー：CGS では、M&A 等で前提条件を設け、業績予想を作成。今後 4 年間の EBITDA（non-GAAP）平均成長年率、営業利益（non-GAAP）の平均成長年率を 33%増と予想する。売上高の伸びに加えて、スケールメリットや内製化促進等による売上高総利益率の改善が寄与しよう。アップサイドポテンシャルとしては、M&A 投資額の上振れやユーザーID 統合効果等によりオーガニック成長率が上昇する可能性が考えられる。

- CGS 予想における M&A における前提条件は、以下の通りである。
 - M&A 買収額（買収先の現預金等をネットしたキャッシュアウトベース）は、2025 年度 10 億円、2026 年度以降は年間 30 億円（25-28 年度の総額で 100 億円）。CF の範囲内で投資可能なため、エクイティファイナンスは想定しない。
 - M&A 投資の買収時 Valuation は EV/EBITDA5 倍。
 - 30 億円の M&A 投資に対するリターン・資産は、売上高 36 億円、EBITDA6 億円、のれん代 21 億円（10 年償却）。ただし、初年度は半分の 6 ヶ月分。
 - PMI 効果で、買収後の EBITDA は年率 20%増加。
- M&A 以外の主だった前提条件は、以下の通りである。
 - オーガニック売上高成長率は年率 17%増（2026 年度以降は調達プラットフォーム 18%、広告プラットフォーム 5%）
 - 売上高総利益率は、2024 年度で 33.6%だが、2025 年度に 34.7%に改善し、2028 年度には 37.0%に達する。印刷の内製化は 2024 年度で 10%だが、2028 年度には 25%へ。
 - EBITDA/売上高総利益は、2024 年度で 26.4%だが、2028 年度には 34.2%へ上昇。売上総利益増加額の約 40%が EBITDA 増に寄与する。

○上記の前提で作成した CGS 業績モデルの結果は、図表 19 の通り。28 年度（28 年 7 月期）の売上高 1,128 億円（24 年度からの CAGR22%）、EBITDA（non-GAAP）143 億円（同 CAGR33%）、営業利益（non-GAAP）125 億円（同 CAGR33%）、EPS（non-GAAPEPS）は 143 円（同 CAGR 25%）。EPS の伸びが、営業利益より低い理由は、24 年度に特別利益 14 億円を計上しているためである。

○なお、ラグスルが使用する non-GAAP（日本基準の J-GAAP に代わり実態に即した経営成績を示すため企業が独自に定義する指標）は、のれん代償却費と株式報酬費用を除いた数字。ともにキャッシュアウトを伴わない費用で、EPS で言えば Cash EPS に近い。CGS では、連続的な M&A を戦略とするラグスルの場合、non-GAAP の指標で見の方が同社の CF 創出力の実態に近いと考える。尚、25 年度以降の株式報酬費用は年 4 億円の想定。

○ラグスルは、P.4 の図表 2 にあるように、中期財務ポリシーとして 2027 年度に売上総利益 300 億円、EBITDA（J-GAAP）100 億円の目標値を掲げている。CGS の 2027 年度予想は、売上総利益 338 億円、EBITDA（J-GAAP）102 億円であり、会社目標の達成を想定する。

○売上高総利益率の上昇は、主に①ラクスルファクトリーの設備増強に伴う印刷内製化の進展、②スケールメリット、PMI、SCM 改善等によるコスト削減、などが要因。特に、印刷内製化の影響が大きいと推定される。ラクスルファクトリー買収による印刷の一部内製化に関しては、小ロットの印刷においてコスト削減や短納期化に大きな効果を発揮している模様。現状の印刷内製化比率は 10%程度であるが、順次高速印刷機の増設に動いており、中長期的には 30%の内製化比率を目指している。CGS では、28 年度で 25%の内製化比率を見込んだ。

図表 19：CGS の中長期業績予想

(単位 百万円、円)	24年7月期	25年7月期E	26年7月期E	27年7月期E	28年7月期E	CAGR*
売上高	51,121	62,730	75,978	92,845	112,814	22%
売上高成長率	24.6%	22.7%	21.1%	22.2%	21.5%	
売上総利益	17,192	21,750	26,983	33,756	41,741	25%
売上高総利益率	33.6%	34.7%	35.5%	36.4%	37.0%	
売上高販売管理費比率	28.7%	28.9%	29.0%	28.2%	27.5%	
EBITDA (non-GAAP)	4,547	6,033	7,651	10,660	14,273	33%
EBITDA/総利益	26.4%	27.7%	28.4%	31.6%	34.2%	
EBITDA (J-GAAP)	4,072	5,633	7,251	10,260	13,873	36%
営業利益 (non-GAAP)	3,927	5,133	6,554	9,210	12,456	33%
営業利益 (J-GAAP)	2,523	3,591	4,937	7,532	10,757	44%
(売上比)	4.9%	5.7%	6.5%	8.1%	9.5%	
当期利益 (non-GAAP)	3,533	4,152	4,520	6,506	8,812	26%
当期利益 (J-GAAP)	2,118	2,610	2,903	4,828	7,114	35%
EPS (non-GAAP)	58	68	74	106	143	25%
EPS (J-GAAP)	35	43	47	79	115	35%
BPS	256	293	343	423	517	19%
ROE	14%	16%	15%	21%	25%	
ネットキャッシュ	-1,379	-152	-518	664	2,489	

*24年7月期～29年7月期までのCAGR
(出所：CGS)

○EBITDA (non-GAAP) の増加額予想は、売上総利益の増加額の約 40% (2025-2028 年度の平均) で計算している。過去 4 年間は、M&A やハコベル分社化等の影響により、EBITDA 増加額/売上総利益増加額の比率はブレが大きい (図表 20 参照)。ただし、平均すれば 40%である。売上総利益増加額の 50%程度が寄与してもおかしくはないが、M&A や新規事業投資、マーケティング投資など不透明な部分も多く、売上高粗利益率が CGS 想定ほど上昇しないリスクもあるため、保守的に同指数の平均を 40%とした。なお、25 年度予想の同指数が 33%と低めなのは、新規事業投資 4 億円、本社引越しに伴う費用増 2 億円があるため。26 年度も同様に、新規事業投資や本社費用、マーケティング投資が増加する想定。27 年度以降は、それらの影響が一巡する。

図表 20：売上総利益増加額に占める EBITDA 増加額の実績と予想

(単位 百万円)	2021年度	2022年度	2023年度	2024年度	2025年度E	2026年度E	2027年度E	2028年度E
売上総利益増加額 (a)	2,224	2,652	2,492	4,896	4,558	5,233	6,773	7,985
EBITDA (non-GAAP) 増加額 (b)	1,029	604	1,511	1,402	1,486	1,617	3,010	3,612
(a)/(b)	46%	23%	61%	29%	33%	31%	44%	45%

(出所：CGS)

○また図表 21 に、2028 年度までの EBITDA (non-GAAP) の増益要因及びその前提と、アップサイドポテンシャルを示した。ラクスルは、2024 年 7 月期-2028 年 7 月期の累計のキャピタルアロケーションイメージを公表している。この中で、同期間の成長への投資は 175 億円から 400 億円と開示。うち 3 割が設備投資や研究開発投資、7 割が M&A としている。同期間の CGS 予想投資は約 200 億円（設備投資約 50 億円、M&A 約 150 億円）と下限に近い。仮に上限の 400 億円で投資した場合、M&A 投資額は CGS 予想より 200 億円増加する。この前提変更の EBITDA への影響額は 38 億円と計算できる。一方で、調達プラットフォームのオーガニック成長率が CGS 想定 of 18% 増より毎年 1% 上昇すれば、4 年後には 11 億円の EBITDA アップサイドとなる。1% 低下すれば、同様に 11 億円のダウンサイド。

図表 21：今後 4 年間の CGS 予想 EBITDA 増加要因とアップサイドポテンシャル	
(単位 百万円)	
2024年7月期 EBITDA (non-GAAP)	4,547
24~28年度 増益額：	9,726
オーガニック増収による粗利額増加寄与	17,579
粗利益率改善効果	3,836
販売管理費増効果 (M&A影響除く)	-14,189
M&A効果	2,500
2028年7月期E EBITDA (non-GAAP, CGS予想)	14,273
前提	
調達プラットフォームオーガニック平均増収率 (%)	18%
マーケティングプラットフォーム平均増収率 (%)	5%
4年間のM&A実施額 (百万円)	10,000
4年間の粗利益改善率 (%)	3.4%
4年間の販売管理費改善率 (%)	1.2%
前提変更の場合の追加EBITDA貢献額	
調達プラットフォームオーガニック平均増収率が1%上昇した場合	1,117
4年間のM&A実施額が300億円の場合	3,768
粗利益率の改善が年0.1%ポイント上昇する場合	451

(出所：CGS)

【ハコベルとジョーシスについて】

○持分法対象のハコベル、投資有価証券に含まれるジョーシスに関し簡単に説明を加える。ともに連結対象ではなく、業績や株価へのインパクトも限られるが、今後の展開次第では影響が大きくなるためである。

○ハコベルは、企業向けの物流・配送管理プラットフォームを提供する企業。オンデマンド配送や運送マッチング、物流 DX によって、荷主とドライバーのマッチング支援をしている。2015 年にラクスルの新規事業として始まったが、2022 年 8 月にセイノーホールディングスとの合併企業に移行し、その後出資者を広げている。現在の売上高は 60 億円強と、JV 化前の 35 億円から順調に伸ばしているが、当期利益は未だ赤字。将来は、持分比

率をさらに減らす、上場を目指す、増資を受けて連結化するなどの選択肢があるが、現状未定。

項目	内容
ラクスル出資比率：	24.4%（持分法適用会社）
資金調達時評価額：	100億円（将来は上場を目指す）
収益：	売上高は60億円強（直近四半期は16.4億円）、24年3月期は8.7億円の当期損失。
これまでの推移：	2015年：ラクスルの新規事業として開始。 2022年：セイノーホールディングスと合併化（ラクスル出資比率49.9%）。 2023年：山九、福山通運、日本ロジテムが出資 2024年：日本郵政キャピタルが出資（ラクスル出資比率34.9%） 2025年：環境エネルギー投資、SOMPO Growth Partners、JA三井リースが出資（ラクスル出資比率24.4%）

（出所：会社資料より CGS）

○ジョーシスは、企業が従業員に貸与する PC・スマホ・ソフトウェア（SaaS）を一元管理し、セットアップ・更新・セキュリティ対策・廃棄までのプロセスを自動化する SaaS サービスを提供する企業。SHIFT の「ワスレナイ」（無料）のように同様な SaaS サービスを提供する企業は多々あるが、管理できる SaaS サービスが 500 種類以上と多いこと、40 カ国以上でサービスを展開しグローバル企業にとって便利なこと、などで差別化を行っている。

○2021 年に新規事業として開始。2022 年に分社化、第三者割当増資を実施し、非連結化。2023 年 9 月には、135 億円の資金調達を行い（うち 20 億円はラクスルが投資）、現在のラクスルの持ち株比率は非開示。ラクスル創業者の松本会長が、CEO として経営している。連結対象となる出資比率（50%超、もしくは 40%超で支配力を持つ）まで持ち株比率を引き上げられる新株予約権をラクスルが所有しており、この事業が成功すれば連結子会社化する可能性がある。

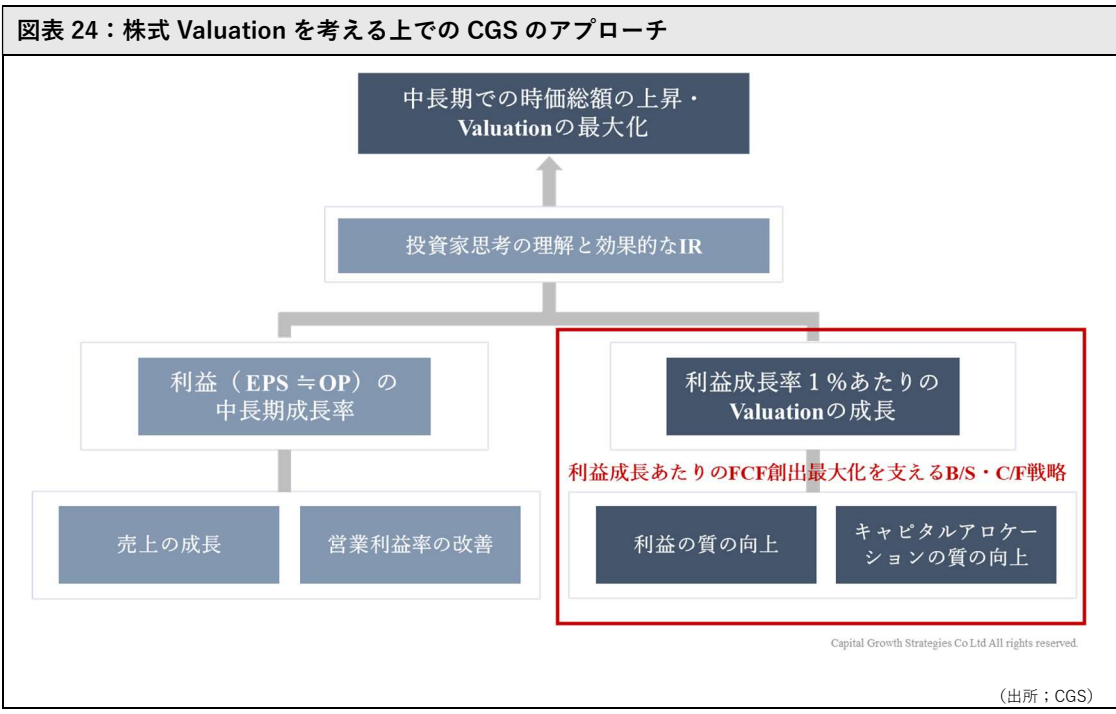
項目	内容												
ラクスル出資比率：	非開示（非持分法適用、新株予約権の行使により連結可能な出資比率に引き上げ可）。												
収益：	23年7月期は10.7億円の当期損失												
経営：	ラクスル会長の松本恭攝氏が社長を務め、経営を主導。												
分社化までの流れ：	2021年9月に、ラクスルの新規事業として開始。 2022年2月に分社化し、2022年3月に第三者割当増資を実施し、ラクスルの持ち株比率は35.6%へ。												
これまでの資金調達：	<table border="1"> <thead> <tr> <th>時期</th> <th>調達額</th> <th>出資ファンド</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>第三者割当増資</td> <td>2022年3月 0.5億円</td> <td>非公開</td> </tr> <tr> <td>シリーズA</td> <td>2022年9月 44.2億円</td> <td>グローバル・ブレイン、ANRI、Yamauchi-No.10、デジタルホールディングス、Wil等</td> </tr> <tr> <td>シリーズB</td> <td>2023年9月 135億円</td> <td>グローバル・ブレイン、グロービス・キャピタル・パートナーズなど全18社</td> </tr> </tbody> </table>	時期	調達額	出資ファンド	第三者割当増資	2022年3月 0.5億円	非公開	シリーズA	2022年9月 44.2億円	グローバル・ブレイン、ANRI、Yamauchi-No.10、デジタルホールディングス、Wil等	シリーズB	2023年9月 135億円	グローバル・ブレイン、グロービス・キャピタル・パートナーズなど全18社
時期	調達額	出資ファンド											
第三者割当増資	2022年3月 0.5億円	非公開											
シリーズA	2022年9月 44.2億円	グローバル・ブレイン、ANRI、Yamauchi-No.10、デジタルホールディングス、Wil等											
シリーズB	2023年9月 135億円	グローバル・ブレイン、グロービス・キャピタル・パートナーズなど全18社											

（出所：会社資料より CGS）

エクイティストーリー③；Cash ROIC が回復することで、利益成長あたりのマルチプルに大きな上昇余地があると考える

サマリー：利益成長率 1%あたりの Valuation ドライバーを 4つの指標；資本効率、CF 転換率、利益成長のボラティリティ、キャピタルアロケーションの質で分析。CGS では、今後規律のとれたキャピタルアロケーションにより、ラクスルの Incremental ROI は約 15%から 25%超水準に改善。同時に、過去数年で悪化した同社の Cash ROIC は今期以降回復サイクルに入り、中期的に 25~28%水準に達すると予想。利益成長のボラティリティも低く、中長期的に安定した FCF 創出力の改善が見込める。CGS では、ラクスルと同様に調達プラットフォーム業界で成長を続けるグローバル企業の FCF 創出力と比較した場合、同社の期待 EBITDA 成長 1%あたりのマルチプルは大きくディスカウントされており、上昇余地が残されていると考える。

○ここからは前述したラクスルの期待成長率（CGS 予想）に対して、株式市場が将来的にどの程度のマルチプルを許容し得るかという点について考えていく。これを考える上で、CGS 経営陣がこれまで長年に渡る投資プロフェッショナル経験上重要視しているのは、同社の利益成長率 1%あたりに株式市場が払うマルチプルである。



○中長期での期待利益成長率が年率 10%の企業群をとっても、ある企業は EV/EBITDA で 15 倍の評価が許容され、また別の企業は EV/EBITDA が 7 倍しか許容されない。これは、それぞれの利益成長率 1%に対して株式市場が許容するマルチプルが異なるため、またそれが変化するためである。営業利益の期待成長率だけ見て投資検討を行うと、過去対比や競合対比で株式 Valuation のロジックが見えづらくなるのはこの利益成長率 1%あたりの Valuation が主な要因であり、中長期投資家にとって非常に重要な分析項目となる。

○CGS では、この利益成長率 1%あたりの Valuation のドライバーを以下の通りに定義している。これらは、言い換えるならば利益成長 1%あたりのフリーキャッシュフロー (FCF) 創出力のドライバーであり、同じ年率 10%

の利益成長でも、より FCF 創出力が高く安定的な企業が株式市場から高いマルチプルを許容される。CGS では、このアプローチを用いて、各調査対象企業の経営陣が目指す中長期成長率に対し、現金利環境下で株式市場が許容し得るマルチプルをフェアに分析する。尚、これらは CGS 独自の投資分析に基づく中長期投資家視点の見解であり、各 Valuation ドライバーや財務モデルに対する調査対象企業の意向は一切含まれていない。

図表 25：CGS が重要視する「利益成長 1%あたりの Valuation」のドライバー
<p>利益の質：</p> <ul style="list-style-type: none"> ① 対バランスシートでの収益性（資本効率） ② キャッシュフロー（CF）転換率 ③ 利益成長のボラティリティ <p>キャピタルアロケーションの質：</p> <ul style="list-style-type: none"> ④ キャッシュの使い方の変化 & 投下資本増加分に対する、CF ベースの ROI の変化
<small>（出所：CGS）</small>

○それでは、今後の中長期的なラクスルの利益成長 1%あたりの Valuation ドライバーについて分析していく。

① 対バランスシートでの収益性（資本効率）

まず資本効率（ROIC、ROE）について見ていく。特に ROIC については、企業の期待利益を創出するために、将来の営業 CF からどの程度投下資本に投資する必要があるか（=将来 FCF をどの程度残せるか）を評価できる指標であるため、利益成長あたりの FCF 創出力の観点から CGS として非常に重要視している。通常、ROIC は NOPAT（税引後営業利益）を分子に計算するが、ラクスルのように株式報酬費用や日本会計基準特有ののれん償却費が営業利益に大きく影響している場合、それを調整する必要がある。理由は、株式報酬費用やのれん償却費は実際のキャッシュアウトを伴わない会計上の費用項目であり、本質的な CF 創出力を分析する上でノイズになるためである。CGS では、ノンキャッシュ費用項目である株式報酬費用及びのれん償却費調整後の税引後営業利益を Cash NOPAT と定義し、ラクスルの Cash ROIC（株式報酬費用及びのれん償却費調整後 ROIC）を分析していく。

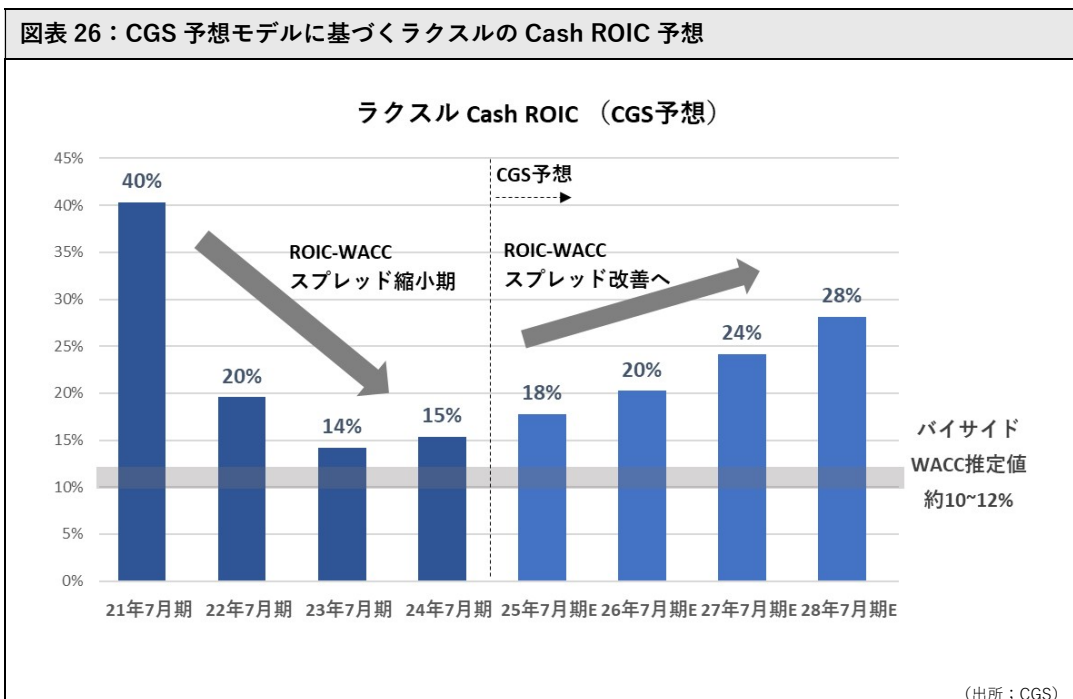
ラクスルの Cash ROIC は、2021 年 7 月期に約 40%と非常に高い CF 創出力を記録し、利益成長 1%あたりでも高い株式マルチプルを許容していた。その後 2024 年 7 月期にかけて、M&A に伴うのれんや投資有価証券等の固定資産の増加により、投下資本が約 3.9 倍に拡大したことで、同社の Cash ROIC は約 15%まで低下した。この CF 創出力の低下に伴い、利益成長 1%あたりの株式マルチプルも下落し、同期間の利益成長による時価総額の押し上げをオフセットしてきた背景がある。

一方、長期投資家にとって重要なのは、過去への評価ではなく、ここから先の変化である。今後の CGS の予想では、同社の Cash NOPAT は前期の約 23 億円から年率約 36%で成長し、2028 年 7 月期には約 81 億円に達すると分析している。これは、前述の通り、オーガニック成長に加え、ラクスルファクトリーの設備増強に伴う印刷内製化の進展や、これまでの M&A の PMI シナジー効果創出が要因である。一方、分母の投下

資本については、主に M&A によるのれんと固定資産、および増収に伴う正味運転資本の増加により、前期の 183 億円から年率約 14%で増加し、2028 年 7 月期には約 310 億円を予想している。したがって、今期から同社の Cash NOPAT の成長率が投下資本の増加ペースを上回る好サイクルに再度入り、Cash ROIC は 2028 年 7 月期に約 28%まで改善すると CGS では予想している。

尚、同社の Cash ROIC 28%という水準について、これは後に紹介するグローバルの比較対象企業の資本効率と肩を並べる水準であり、現実的な改善期待値と言える。そして、同社の Valuation を考える上でより重要な点は、同社の WACC 対比のスプレッドが今後中長期的に改善するという点である。CGS では、現グローバル金利環境に基づく同社のバイサイド WACC（日本の金利水準を基に計算される理論 WACC 値とは異なり、グローバル投資家がグローバル金利ベースで日本企業に求める WACC 値）を約 10~12%と考えている。上場企業としての経済付加価値指標となる ROIC-WACC スプレッドは、前期をボトムにプラス圏を拡大しながらの高利益成長へと反転するため、利益成長 1%あたりの FCF 創出力の拡大（=株式マルチプルの拡大）に寄与できると考えている。

一方で、同社の Cash ROIC にとってのリスクは、分子よりも分母の拡大ペースであると我々は考えている。具体的なリスク要因としては、大型かつ割高な M&A の実施、買収先 PMI の不振による買収 ROI 低下、および連結される買収先の資本集約度合いである。これらのリスクが顕在化し、同社の ROIC-WACC スプレッドが再度縮小するフェーズでは、2024 年 7 月期までの 3 年間のよう利益成長が時価総額の拡大に繋がりにくくなるだろう。同社経営陣はこれらのリスク要因に対し、M&A 含む事業投資の ROIC ハードルを 20%以上（シナジー込み）に設定しながら、資本効率を意識した利益成長を追求している。また、買収後のシナジー創出についても、前述の通り順調に推移しており、今後の経営陣の執行に注目したい。CGS では、同社の目指す EBITDA の高成長と共に、ROIC-WACC スプレッド水準を拡大しながら、中長期的に CF 創出力を成長させていく同社経営陣の舵取りに期待している。



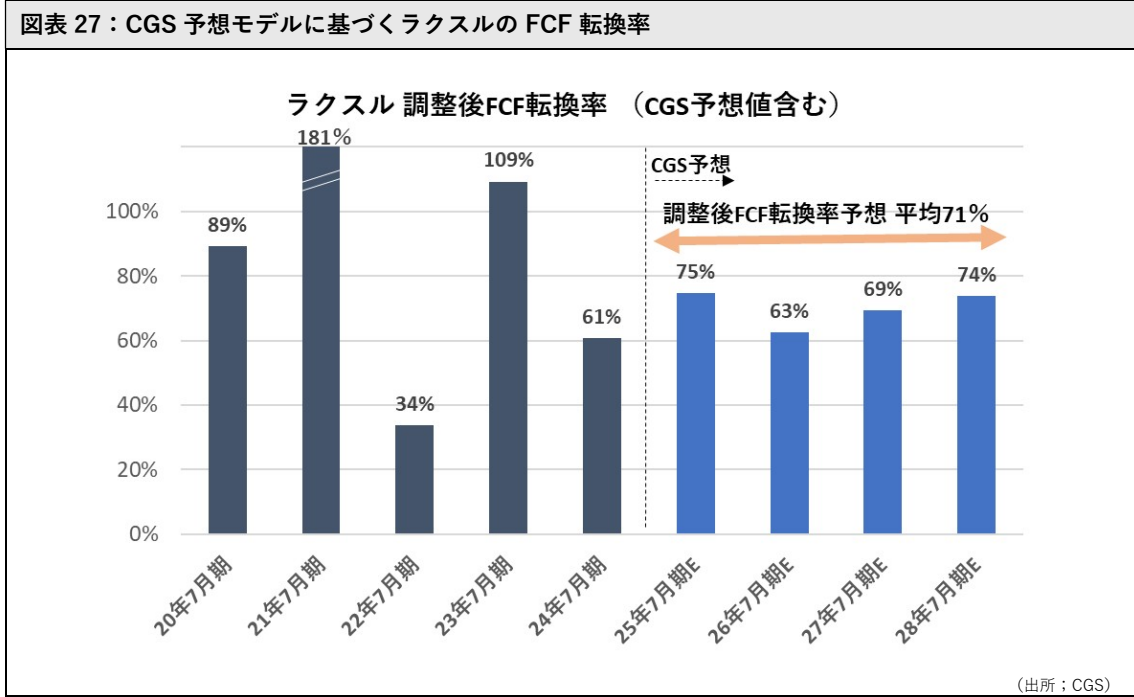
② キャッシュフロー（CF）転換率

損益計算書の利益は、減価償却費やのれん償却費、株式報酬費用等、ノンキャッシュ項目を多く含んでいる会計上の利益であり、CFとはイコールにならない。この損益計算書上の会計利益を、いかに実際のCFとして創出できるかを評価する指標がCF転換率であり、特に海外の中長期投資家が、利益成長あたりのFCF創出力を計る上で重要視している。具体的には、EBITDAから営業CFへの転換率（営業CF/EBITDA転換率）や当期純利益からFCFへの転換率（FCF転換率）を評価し、これらの主なドライバーはキャッシュコンバージョンサイクル（CCC）である。尚、FCFは営業CF－設備投資と定義して分析している。ラクスルの場合、オーガニックの設備投資が一定程度必要となるが、基本はサプライヤーとのシェアリングプラットフォームを軸としており、大きな設備投資によってFCFが赤字になるビジネスモデルではないため、FCF転換率による評価が可能である。

ラクスルのFCF転換率は、過去5年平均で160%、M&Aを加速させた過去3年平均で125%と、名目上は100%以上の高水準で安定している。一方で、これは分母である当期純利益にキャッシュアウトを伴わない費用として含まれる株式報酬費用やのれん償却費の影響も大きいため、これらを控除した調整後当期純利益ベースでのFCF転換率も分析した。この調整後FCF転換率では、過去5年平均で78%、過去3年平均では70%である。単年で見るとボラティリティがあるが、トレンドとしては若干低下傾向にあり、これはM&Aを含む増収に伴う正味運転資本の増加と、規模は小さいながらも営業CFに占める設備投資（システム投資を含む）の割合が少しずつ増加していることが背景にある。一方で、CF転換率の主なドライバーとなるCCCは約5日であり、キャッシュ化の速度が非常に早いことは同社のビジネスモデルの強みである。

CGSでは、今後2028年7月期までの調整後FCF転換率を、平均で71%と予想している。これはM&Aを加速した直近3年間の平均トレンドとほぼ同水準である。尚、調整前の名目FCF転換率は約100%を予想している。これらの予想には、M&Aを含む増収による正味運転資本の増加、および営業CFに占める設備投資比率のゆるやかな増加トレンドの継続を織り込んでいる。設備投資に関しては、またセクション④にて詳しく後述するが、同社のキャピタルアロケーション規律上では、設備投資を営業CFの最大で約30%まで許容している。これに対し、CGS予想では平均約20%の設備投資割合を現実的な水準として想定している。またラクスルは、設備投資もM&Aと同じ20%の事業ROICハードルで管理されており、実際の回収期間のトラックレコードも非常に良いため、設備投資のゆるやかな増加基調の予想に関しては、過度に心配する必要はないと考える。

一方で、今後、同社のCF転換率を考える上で投資家として注目すべきリスクは、将来のM&Aによって、同社の設備投資（システム投資含む）の必要性やCCCのキャッシュ化速度を、我々の想定以上に大幅に変化させる事業を連結するかどうかである。これまでの同社経営陣との議論に基づけば、同社がM&Aのターゲットとしているのは、調達プラットフォーム事業の近隣領域や、ソフトウェア&マーケティング領域が中心であり、現時点では、設備投資やCCCを急激に悪化させる買収は可能性が低いとみている。よってCGSでは、同社のCF転換率は、これらのリスクが顕在化しない限り実質的に現状維持が可能であり、利益成長率1%あたりのValuationに対しても影響はほぼニュートラルと予想している。



③ 利益成長のボラティリティ

次は利益成長のボラティリティについてである。5年後に営業利益が2倍になる企業であっても、リニアに増益し2倍を達成する場合と、増益・減益を繰り返し、5年目のみ営業利益が2倍になって達成する場合は、同期間のFCF創出額が当然異なる（結果、業績ボラティリティの違いが資本コストに影響する）。同じ期待成長率でも、シクリカル業界のValuationが、非シクリカル業界のそれと比べてディスカウントされがちなのは主にこのためであり、利益成長率1%のFCF創出力（Valuation）にとっての重要要素である。この点について、CGSでは売上と限界利益率のボラティリティを評価する。

まずラグスルの売上成長率のボラティリティを見るにあたっては、過去の日本会計基準の新収益認識基準導入やハコベルの非連結化の影響を調整する必要があるが、結論的には実質ベースでの売上成長率のボラティリティは高くない。会計基準変更やハコベルの影響を除いた実質ベースでは、2023年7月期までのコロナ後3年間は31~35%の成長率を維持。直近2年では、そこから鈍化はしたものの、20%台前半~半ばの売上成長率を保っている。同社のビジネスモデルはシクリカル性も低く、現状では売上高が経済サイクルによって大きく変動する可能性は低い。また、限界利益率についても同様の見解である。同社のEBITDAに対する限界利益率は、コロナ後の直近3年間は約15~20%のレンジで、安定的に利益を積み上げている。これらのことから、株式市場が同社の業績ボラティリティをリスク視している可能性は極めて低く、利益成長率1%あたりのValuationに対してもリスク要因にはなっていないと考える。

今後について、CGSでは、引き続きM&A含みで20%台前半の非シクリカルな売上CAGRと、安定的な限界利益率コントロールによるリニアな利益積み上げを予想している。EBITDAに対する限界利益率も、過去3年のレンジに近い12~18%を予想しており、これによりEBITDAマージンは着実に改善していくとみている。よってCGSでは、これまで通り、利益成長のボラティリティは引き続きリスク視されず、利益成長あたりのValuationに対する影響もほぼニュートラルと考える。

④ キャッシュの使い方の変化 & CF ベースの ROI の変化

最後に、今後のキャピタルアロケーションの質の変化を見ていく。CGS では、今後のキャピタルアロケーションを通じて、まず同社のキャッシュの使い方がどう変化するか、そしてその結果、追加的に増加する投下資本に対し、CF をどれだけ増加させることができそうか (Incremental ROI) に注目している。

まずキャッシュの使い方の変化についてみていく。ラクスルにとって、営業 CF の主な使い道は、設備投資、M&A、自社株買い、配当、有利子負債返済の 5 つである。同社の場合、バランスシートはネットデットではあるが、その水準は EBITDA の 0.5x 以下であり、有利子負債返済が営業 CF の用途を圧迫する状況では全くない。したがって実質的には、設備投資、M&A、自社株買い、配当の 4 つが選択肢となる。

前期までの直近 3 年間をみると、同社は営業 CF の約 70% (年間約 20~30 億) を M&A に投下し、インオーガニックによる成長を積極的に推進してきた。一方で、同期間の設備投資への営業 CF 投下率は約 13%。自社株買いは、2023 年 7 月期より、CF 創出力向上を背景に資本効率向上を目的として毎年行われており、前期では営業 CF の約 23%を投下している。配当についても昨年 9 月に初配を発表しており、直近数年間で、TSR (株主総利回り) 最大化に向けたキャピタルアロケーションがさらに積極的に行われてきた印象である。

今後に関しても、同社はキャピタルアロケーション規律をしっかりと開示している。それによると、成長投資の内訳は、設備投資及び研究開発費で最大 30%、残りを M&A へ投下するとしている。CGS でも、2028 年 7 月期にかけて、引き続き年間 30 億円規模の M&A を営業 CF の主な投下先とするキャピタルアロケーションが継続すると予想している。現状、同社の M&A チームは、M&A 経験の豊富なプロフェッショナルを中心とした 4 名体制で構成され、財務規律については前述の通り EV/EBITDA 規律を持ち、シナジーを含めて 20% の ROIC をハードルとして買収を行っている。今後、案件パイプライン次第では、これまでと比較して M&A の規模が少し大きくなる年もあり得ると考えるが、CGS 予想の中では、年間 30 億円の規模を EV/EBITDA 5x で買収することを想定した。一方、設備投資に関しては、今後の買収規模とその買収先の資本集約度合いによって規模が変わる可能性があるが、ROIC ハードルについては M&A のそれと同様の規律を同社は持っている。その上で、システム投資を含め、営業 CF の約 20%程度の投下を現実的な水準として予想した。CGS では、同社の ROIC-WACC スプレッド水準や CF 転換率を含む FCF 創出力を維持もしくは拡大しながら、質の高い M&A が執行されることを期待する。尚、配当性向の大幅な改善や、さらなる自社株買いについては、来期以降はベースケースとして想定していない故に、実現すれば TSR にとってアップサイドである。

さて、キャピタルアロケーションの変化を理解した上で投資家が注目すべきは、それらの投資がどれだけの追加リターンをもたらすかである。これを計るために、投下資本の増加分に対する CF ベースの Incremental ROI が、過去から将来にわたってどう変化し得るかを分析していく。

まず過去の Incremental ROI の推移をみていく。同社は、過去 5 年間で投下資本が約 170 億円増加している。それに対し、FCF の増加分は約 23 億円であり、この期間の FCF ベースの Incremental ROI は平均 14%であった。一方、その中で直近 3 年間をしてみると、約 136 億円の投下資本の増加に対して FCF の増加は 7 億

円であり、Incremental ROI は 5%と、特に直近のパフォーマンスでばらつきが見られた。同社の過去の投下資本の増加は主に固定資産であり、過去 3 年で特に固定資産回転率が悪化していることが背景にある。このうち設備投資については、実際の回収期間が 3 年程度と Incremental ROI が高いことが確認できている。したがって、この固定資産回転率の悪化については、過去の M&A による投下資本に、新規事業のための有価証券をはじめ短期間では CF 創出に貢献しきれていないアセットが含まれていることが主要因と考えており、CGS ではこれらは今後中期的に Incremental ROI の分子としてのリターンを刈り取っていきける（若しくは、リターンが想定以下であれば無駄に投下資本に残り続けることはしない）ものと期待している。

さて最後に、今後の Incremental ROI の予想をみていく。CGS では、今期から 2028 年 7 月期まで、M&A と設備投資を中心に、同社の投下資本が約 120 億円増加する予想をしている。一方、その 3 年間で追加的に創出される FCF は、オーガニックでの収益性の改善と買収シナジーの創出による営業 CF 創出力の改善に加え、規律のとれた事業投資の執行により 30 億円超の増益を見込んでいる。これはつまり Incremental ROI で平均 25%以上ということであり、全体の ROIC 改善を持続的に牽引できるキャピタルアロケーションの質が期待できると考えている。今後、同社のキャピタルアロケーションによる Incremental ROI が CGS の予想数値に達しない可能性をもたらす主なリスク要因は、やはり M&A の質であろう。特に成長産業である IT 業界における M&A を、事業ポートフォリオ戦略上の買収ターゲットに含めている分、大型且つ割高な買収 Valuation が、同社の Incremental ROI にとって最も大きなリスクとなり得る。中長期投資家は、この点を含め引き続き同社のキャピタルアロケーションの執行に注目されたい。

○以上の分析から、ラクスルの今後の利益成長あたりの FCF 創出力（=利益成長 1%あたりの Valuation ドライバー）について予想を行った結果、以下のとおりである。Base Case の考え方は前述の通り。Bull Case は、M&A のシナジー創出を含む収益性改善を Base Case 以上に想定し、キャピタルアロケーションの Incremental ROI が過去ピーク水準（~40%）に再度近づいていく前提。一方 Bear Case においては、同社のオーガニックでの収益性改善と M&A のシナジー創出の遅れに加え、割高な M&A リスクの顕在化による Incremental ROI 及び CCC の悪化を反映させた。

図表 28：ラクスルの利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバー予想

	ラクスル (現在)		Base Case	Bull Case	Bear Case
Cash ROIC	前期15% (今期予想* 18%)	3-4年後 の変化	25~28%	30~32%	15~18%
調整後 FCF転換率	平均約70%		平均71%	平均80%	平均60%
利益成長 ポラティリティ	低		低	低	低
FCF増加額 ÷ 投下資本増加額	~15%		~25%	35~40%	~5%
* CGS 予想			改善・強い	現在の実力 値と同程度	悪化・弱い

(出所：CGS)

○最後に、同社の利益成長あたりの FCF 創出力プロファイルに対し、今の金利環境下で株式市場がどれほどのマルチプルを許容し得るかを分析していく。通常は、エクイティストーリーに共通部分が多い同業界の競合で、成長率と、利益成長あたりの FCF 創出力が同社予想値と似ている企業を抽出し、それらに対して、株式市場が許容しているマルチプルから許容レンジを考えるのが望ましい。今回の場合、まずは調達プラットフォーム事業を主軸としたオーガニックグロスと M&A の両輪によるラクスルの成長モデルに共通部分が多い企業を抽出し、それらの成長率と FCF 創出力をマルチプルと共に比較した。

○ラクスルの比較対象企業として、まずアメリカの産業用資材調達プラットフォーム大手 WW Grainger (GWW US) は外せないだろう。WW Grainger は、直近 5 年間はオーガニック成長中心であるが、それ以前は海外の産業用資材ディストリビューターの買収を中心に、積極的な M&A 戦略を取ってきた背景がある。WW Grainger は、今回日本の比較対象企業として取り上げたモノタロウ (3064 JP) の設立に対しても出資しており、現在もモノタロウの 49.9% を保有する大株主である。また WW Grainger とは異なり、一貫してオーガニック成長中心のモデルではあるが、アメリカの工業用ファスナーや関連資材のプラットフォーム企業である Fastenal (FAST US) も、類似業界において高い成長率と FCF 創出力を持つ比較対象の 1 社として加えた。日本からは、Fastenal と同様にオーガニック成長中心のモデルであるが、調達プラットフォーム業界で共通するモノタロウ (3064 JP) およびアスクル (2678 JP) をローカルの比較対象とした。以下に、比較対象企業の現在の利益成長 1% あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバーを、ラクスルの CGS 予想値と比較したものを纏めている。

図表 29：ラクスルの利益成長 1% あたりの FCF 創出力・Valuation 比較

	ラクスル (Base Case)	WW Grainger	Fastenal	モノタロウ	アスクル
時価総額(\$bn)	\$410mn (2025年3月現在)	\$48bn	\$45bn	\$10bn	\$1bn
EV/EBITDA (NTM)	10x (2025年3月現在)	17x	24x	27x	5x
EBITDA CAGR (3~5年予想)	約35% (CGS予想)	約8%	約10%	約15%	約5%
EBITDA成長1%あたりのマルチプル	~0.3x (2025年3月現在)	~2.1x	~2.4x	~1.8x	~1.0x
Cash ROIC	25~28% (CGS 3~4年予想)	~35%	~30%	~30%	~20%
調整後 FCF転換率	平均71% (CGS 3~4年予想)	~85%	~85%	~60%	~80%
利益成長ポラティリティ	低	中	低	低	中
FCF増加額 ÷ 投下資本増加額	~25% (CGS 3~4年予想)	約30%	約30%	約40%	約15%

*比較対象企業の予想値はBloomberg上のコンセンサスを使用。

ラクスル対比優秀 概ね同程度 ラクスル対比弱い

(出所：CGS)

○今回、ラクスルの比較対象とした4社は、中長期の期待成長率が年率約5~15%のレンジと幅があり、それぞれに株式市場が許容しているEV/EBITDAマルチプルについても、アスクルの5xからモノタロウの27xまで大きく異なっている。これを、期待成長率1%あたりのEV/EBITDAマルチプルで見ると、株式市場はFastenalに最も高いマルチプルを許容していることがわかる。これは、FastenalのCash ROICをはじめ、FCF転換率、利益成長のボラティリティ、Incremental ROIといった利益成長あたりのFCF創出力の値が、他社比で優秀であることが要因となっている。期待成長率あたりのマルチプルの高さで、Fastenalに次ぐのはWW Graingerとモノタロウであるが、この両社も非常に優秀なFCF創出力を誇り、期待成長率1%あたりで2倍前後のマルチプルが許容されている。

○一方ラクスルは、CGS予想に基づけば期待EBITDA成長率は年率約35%、EV/EBITDAマルチプルは約10倍であり、利益成長1%あたりのマルチプルでは他社比で大きくディスカウントされている。このドライバーとなる同社のFCF創出力は、前述の通り今後Cash ROICやIncremental ROIの拡大サイクルに入ること、中長期的に改善していくと予想している。CGS予想に基づけば、3~4年後のラクスルのFCF創出力の姿は、現在のアスクルの数値を追い抜き、モノタロウやWW Graingerの数値に近づいていくと考えられる。ただし、これらを実際にラクスルの利益成長あたりのマルチプルとして当てはめる場合、モノタロウやWW Graingerと株式流動性が大きく異なるため、ラクスルには流動性ディスカウントを考慮する必要がある。しかしそれを考慮しても、現在株式市場がラクスルに許容しているEBITDA成長1%あたりのマルチプル(0.3x)は、同社の中長期的なFCF創出力を客観的に見ても割安であり、今後の期待成長率を踏まえれば現在のEV/EBITDA倍率には大きなアップサイドが存在し得るとCGSは考えている。

事業概要とビジネスモデル

○2009年に、多重下請け構造や低稼働率で苦しむ印刷業界の変革を目的として、現代表取締役会長の松本 恭攝（まつもと やすかね）氏が Tectonics 社を設立。2010年にラクスル株式会社に社名変更し、印刷通販の価格比較サービスサイト「ラクスル」（当初の名前は「印刷価格.com」）の運営を開始。2013年に仕事を受けたい印刷会社とユーザーをマッチングさせる印刷プラットフォームに転換し、TVCM 効果もあって躍進を遂げた。自社で印刷工場を持たないシェアリングエコノミー方式のため（24年度から一部内製化）、マーケティングとエンジニアリングに集中投資でき、競合よりも早い成長が可能になっている。

○「仕組みを変えれば、世界はもっと良くなる」のビジョンを掲げ、印刷のようなデジタル化が進んでいない伝統的な業界にテクノロジー（インターネット）×シェアリングエコノミーを持ち込むことで、産業構造の変革に取り組んできた。業界構造を変革する視点を重視し、既存のやり方にとらわれず挑戦を厭わない企業文化が、同社の最大の強みであろう。2015年には物流プラットフォームの「ハコベル」、2020年にはマーケティングのプラットフォーム「ノバセル」、2021年にはIT デバイス & SaaS 統合管理サービスの「ジョーシス」を開始。2022年の「ダンボールワン」買収を皮切りに M&A も活用することで事業領域の拡張も進め、独自の強みを有するポートフォリオカンパニーに成長している。今後は、「End-to-End で中小企業の経営課題を解決するテクノロジープラットフォーム」の方向性を掲げ、金融やソフトウェア領域への新規参入を計画中。

○上場前の2018年度から2024年度までの6年間の成長率は、売上高で29%、EBITDA (non-GAAP) で70%、営業利益 (non-GAAP) で93%と高成長を実現した。2022年6月以降の Quality Growth の方向性のもと、過去2年は収益性の改善も進んでいる。

図表 30：上場後の業績推移

	18年7月期	19年7月期	20年7月期	21年7月期	22年7月期	23年7月期	24年7月期	CAGR (過去6年間)
売上高	10,993	16,503	19,434	25,523	33,980	41,018	51,121	29%
(伸び率)		50%	18%	31%	33%	21%	25%	
総利益	2,693	3,859	4,866	7,091	9,804	12,296	17,192	36%
(伸び率)		43%	26%	46%	38%	25%	40%	
EBITDA (non-GAAP)	191	256	1	1,030	1,634	3,145	4,547	70%
(伸び率)		34%			59%	92%	45%	
営業利益 (non-GAAP)	75	125	-173	830	1,404	2,912	3,927	93%
(伸び率)		67%	-238%	-580%	69%	107%	35%	
営業利益 (J-GAAP)	93	144	-244	221	462	1,765	2,523	73%
(伸び率)					109%	282%	43%	
EBITDA/売上高	2%	2%	0%	4%	5%	8%	9%	
EBITDA/総利益	7%	7%	0%	15%	17%	26%	26%	

(出所：CGS)

○2024年度の売上高、利益ともに、調達プラットフォーム（旧ラクスル事業）が大半を稼ぐ。マーケティングプラットフォーム事業のノバセルは、2024年度まで営業赤字だが、2025年度には黒字化が見込まれている。なお、その他事業に入っていたペライチは2025年度より広告プラットフォームに組み替えになった。

図表 31：2024 年度のセグメント別の売上高、売上総利益、営業利益

(単位：百万円)	売上高		売上総利益			営業利益 (J-GAAP)	
	額	構成比	額	売上比	構成比	額	売上比
調達プラットフォーム	47,097	92%	14,603	31%	85%	5,139	11%
印刷・ソリューション領域	20,239	40%					
ビジネスサプライ周辺領域	18,446	36%					
梱包材領域	8,411	16%					
マーケティングプラットフォーム	2,476	5%	1,610	65%	9%	-61	-2%
その他	1,547	3%	979	63%	6%	-193	-12%
調整額						-2,360	
合計	51,121	100%	17,192	34%	100%	2,523	5%

(出所：CGS)

(調達プラットフォーム事業)

○印刷 EC 事業は、名刺・封筒、チラシ、パンフレット等の紙印刷から始まり、販促グッズ、ノベルティ、ダンボール、アパレル、ユニフォーム、ハンコ、店舗用品・包装資材へと順次商材を拡張してきた。印刷 EC 市場では業界最大の登録ユーザー数を誇り、ダンボール EC 市場ではシェア 50%以上、7 年連続でトップシェアを維持している。24 年度に買収したハンコヤドットコム of 印鑑市場でもトップ企業である。

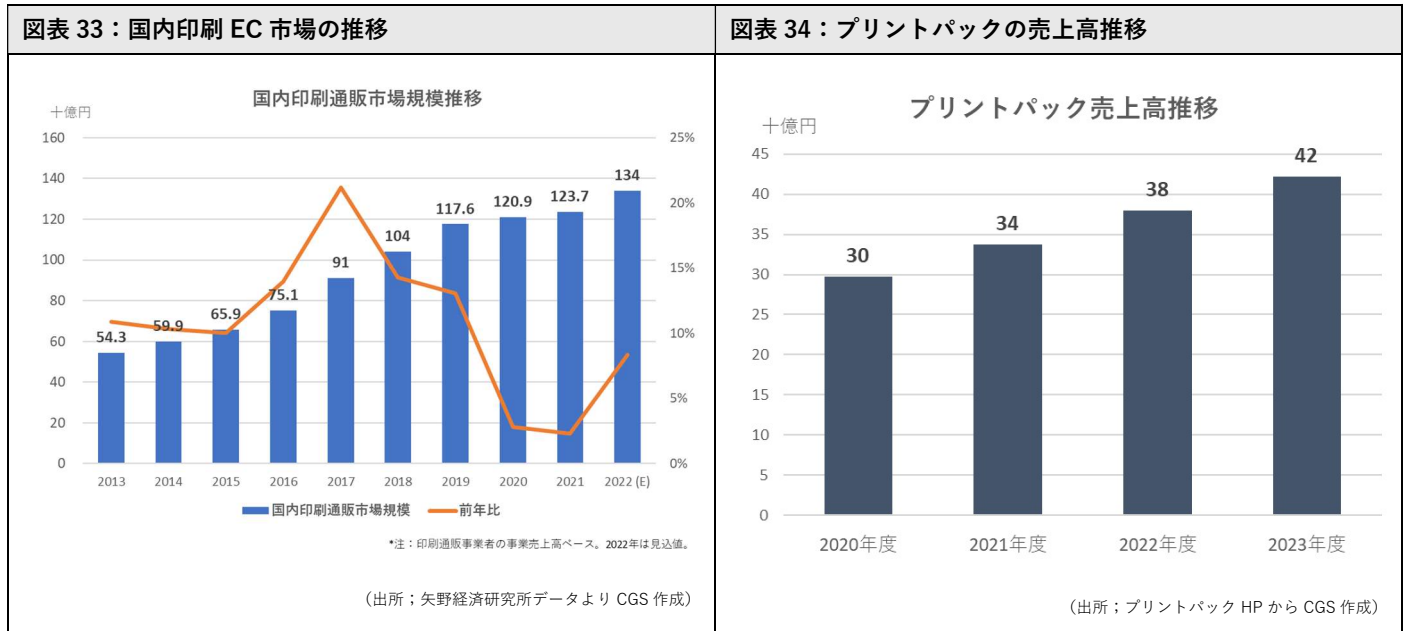
図表 32：調達プラットフォーム事業の多様なサービス

サービス名	概要
印刷EC事業	チラシ・パンフレット・名刺などの印刷物を業界最安水準の価格で簡単に注文できるサービス
集客支援事業	印刷物や販促物、新聞折込、ダイレクトメールなど、多様な手段を組み合わせる企業の集客支援を行うサービス
グッズ・ノベルティ事業	バリエーション豊富なノベルティグッズをオンラインで1個から簡単に注文できるサービス
エンタープライズ事業	印刷物や販促関連業務を一元管理できる、大企業向けのビジネス支援サービス
中小企業向けマーケティング事業	「5万円ですまの投げ出張動画」をはじめとする、SMB向けのマーケティング業務効率化サービス
ダンボール・梱包材事業	さまざまなサイズや種類のダンボールや梱包材を、オンラインで小ロットから簡単に注文できるサービス
アパレル・ユニフォーム事業	多種多様なデザインやサイズのアパレル・ユニフォームを、オンラインで1着から簡単に注文できるサービス
印鑑・スタンプEC通販事業	豊富なデザインとオプションから選べる印鑑やスタンプを、オンラインで1個から簡単に注文できるサービス

(出所：CGS)

○矢野経済研究所の調べによると、2022 年度の印刷 EC 市場は 1,340 億円。印刷市場の 5%を占め、市場は拡大基調を維持している。ラクスル、プリントパック、グラフィックの 3 社による市場の寡占化が年々進んでおり、

3社で約7割のシェアを持つ。



○同社は、プラットフォーム企業らしくテクノロジーの活用も積極的である。印刷工場の生産計画をリアルタイムで把握し、需給状況や競合価格を AI が分析して、印刷提示価格を自動調整。ダイナミックプライシングを随時行うことで、生産性の向上と売上総利益率の安定化をもたらしている。また、需要予測を使って、物流まで含めた SCM の効率化を進めている。

○ラクスルは、将来全業務における AI の活用を通じた AI native platform への進化を目指している。その一環として、2025 年度 2Q 決算説明会でアドビとの連携を発表。アドビの AI を活用したデザイン・印刷の統合プラットフォームを構築することでユーザーの利便性向上を図り、競合との差別化が可能になる。具体的には、アドビの生成 AI「Adobe Firefly」を搭載した「Adobe Express」との機能連携を近日開始予定であり、名刺・チラシ・ポスターなどのデザインを簡単に作成・カスタマイズできるようになる。この連携により、印刷業務におけるクリエイティブプロセスを効率化し、SNS 用画像や Web バナーの制作もスムーズになる。さらに、Adobe Express の多様なデザイン機能（背景削除、AI 画像生成など）を活用し、ラクスルプラットフォーム内でデザイン作業を完結できる。

図表 35：ラクスルの AI・データ活用の強み

領域	具体的な内容
需要予測の高度化	過去の注文データ、季節性、業界トレンドをAIで分析し、需要を予測 工場の稼働率を最適化し、供給過多・供給不足のリスクを低減 印刷工場の生産計画をリアルタイムで調整し、最適な生産リソースを確保
印刷価格のダイナミックプライシング	リアルタイムの需要・供給状況をAIが分析し、価格を自動調整 工場の空き時間を活用し、最適価格を算出することで低コストでの提供を実現 顧客ごとの過去の発注データをもとに、最適な価格プランを提案
マーケティングデータの活用（ノバセル連携）	ノバセルの広告配信データを活用し、ターゲティング精度を向上 広告効果をデータ分析し、最適な印刷物・プロモーション施策を提案 エリアごとの広告ROIを分析し、印刷・配布計画を最適化

(出所：CGS)

（マーケティングプラットフォーム事業）

○ノバセル事業にペライチを加えた事業部。ノバセルを始めた切掛けは、ラクスル自身がテレビCMを活用し、大きな成長を遂げた経験にある。2014年に自社のテレビCMを放映した際、広告の効果を数値化して分析し、ROI（投資対効果）を最大化する手法を確立。この手法によって、高い効果を出すテレビCM運用が可能になり、顧客獲得が加速した。このモデルを外販するという考えから、2018年にノバセル事業を開始。テレビCM、デジタル広告、タクシー広告の効果測定をデータドリブンで行い、広告主がROI（投資対効果）を最大化できる仕組みを提供している。広告配信だけでなく、クリエイティブ制作・メディアプランニング・配信後の分析まで一貫して支援するプラットフォームも展開中。ただし、広告業界の競争は激しく、また事業拡大のための先行投資が続いていることから、営業赤字の状況だった。

図表 36：マーケティングプラットフォーム事業のサービス内容

サービス名	概要
テレビCM支援サービス	効果測定をベースにしたテレビCMの企画・運用支援サービス。広告効果を可視化し、放送枠選定からクリエイティブ制作、データ分析までをワンストップで提供。
オンライン広告支援サービス	SNS・検索広告・ディスプレイ広告など、デジタル広告の運用支援サービス
広告クリエイティブ制作	ターゲットに最適化された広告クリエイティブの制作を支援
データ活用マーケティング支援	データ解析を活用した広告パフォーマンスの最適化支援
エンタープライズ向け広告支援	大企業向けに統合的な広告プランニングと運用を提供
ペライチ（ホームページ制作 SaaS）	誰でも簡単にホームページを作成・運用できるSaaS型サービス。広告や集客施策との連携が可能

(出所：CGS)

リスク要因

- オーガニック成長の伸びが鈍化するリスク。経済環境の悪化等による印刷やダンボール需要の低迷、マーケティングや商品政策が有効に機能せずアクティブユーザーが伸びないこと、競争激化、などの理由が想定される。
- 割高な Valuation で大型の M&A が実行され、ROIC など資本効率が悪化するリスク。23 年度以降の買収においてこのような兆候は見えないが、買収案件次第では起こりうる。
- 原材料や運送費の上昇等により、収益性の改善が鈍るリスク。調達プラットフォーム事業は、商品配送業務を外部に委託しており、一部の商品を除いて無料での配送サービスを提供されている。SCM への尽力によりコスト上昇は抑えられているうえ、ダイナミックプライシングによりコスト上昇は適切に価格に反映されるため、現状このリスクは小さい。
- ハコベル、ジョーシスが将来連結化されることや新規事業への積極投資で、ROIC や ROE が悪化するリスク。ハコベル、ジョーシスに関しては、十分に収益性が担保された場合に連結化されると想定されるうえ、Quality Growth による財務規律をもって経営が運営されているため、現状のリスクは限定的と考える。
- システムトラブルのリスク。サイバー攻撃などによる個人情報の流出や稼働停止のリスクが、最も大きな懸念材料。この他、システム障害、ソフトウェアの不具合、自然災害などでシステムが稼働できなくなるリスクもある。

CEO・CFO との対談（議事録）*後日、バフェットコードにて対談動画を掲載予定

サマリー：

○**全体戦略**；永見社長が 2023 年 8 月に就任して以降、ラクスルは中小企業向けに End-to-End で多様なサービスを提供するテクノロジープラットフォームへの転換を図っている。今後 5~10 年を見据えた中長期戦略では、BtoB の EC マーケットプレイスとして商材を拡充し、金融やソフトウェアといった新事業を加えたエコシステムを構築する。成長はオーガニックを軸に、M&A によるインオーガニックを組み合わせ、売上総利益を年率 20-30% で成長させるモデルを目指す。

○**オーガニック成長戦略**；オーガニック成長はラクスルの成長の軸。まずは登録ユーザー数 280 万の拡大に注力している。中小企業向けには自然流入や TVCM を活用し、大企業向けには「ラクスルエンタープライズ」を展開し、営業組織を強化することで普及率向上を目指す。また、アクティブユーザー比率（現状 10% 前半）を引き上げるため、商材拡充や新事業（金融・ソフトウェア）で購入頻度を高める戦略を採用。

○**M&A・キャピタルアロケーション戦略**；M&A は、成長加速の柱として、周辺領域での連続的なインオーガニック成長を推進している。今後 5 年で最大 400 億円を投資（うち 3 割設備投資、7 割 M&A）し、ROIC20% をハードルレートに規律ある判断を行う。買収は基本的に EV/EBITDA5 倍未満を目指し、コスト（機能統合・調達単価削減）と売上（顧客基盤共有）のシナジーを創出。PMI では B/S 効率や CF を重視し、ダンボールワンの事例のように現地支援で成長を加速させる。買収先のパフォーマンスが低い場合の撤退基準は未設定ながら、資本効率やシナジーを総合判断し、事業ポートフォリオの再構築（例：ハコベルの JV 化）を柔軟に進め、規律あるキャピタルアロケーションで中長期的に株主価値を高め続ける方針。

CGS 信実：本日は、ラクスル株式会社の代表取締役社長グループ CEO の永見様、上席執行役員グループ CFO の杉山様の 2 名をお迎えしております。中長期投資家が投資判断上気になる可能性の高いトピックに関して、我々のレポートに加えて経営陣の生の声を反映させるために、対談のお時間を頂いております。



対談時の写真；右からラクスル杉山 CFO、永見社長、CGS 信実

CGS 信実：最初に、全体戦略について永見社長にお伺いします。御社は、印刷、ビジネスサプライ、広告といった伝統産業のデジタル化で非常に高い成長率を保って来られました。今後5~10年を考えたときに、どのような市場に注力されていくのか、その中長期戦略をお伺いします。これまで通りオーガニック成長がメインドライバーになるのか、それとも M&A によるインオーガニックな成長が大きな成長の柱になるのでしょうか。

永見社長：ラクスルは、2009年に創業した会社で、2018年に上場しています。「仕組みを変えれば世界はもっと良くなる」というビジョンを掲げ、最初は印刷業界を変革することから始めました。具体的にはシェアリングエコノミーのビジネスモデルです。自分たちは工場を持たずに、お客様の需要と稼働率が低くて苦しんでいた印刷工場の供給をマッチングさせるビジネスです。そこから広告や物流など他の業界の変革も進めてきましたが、私が2023年に社長になってから、方向性を変えています。End-to-Endで中小企業のお客様に対して多様なサービスを提供していくテクノロジープラットフォーム、を目指しています。

新しい方向性において、2つの変革点があります。1点目は、印刷だけでなく多様な商材をインターネット上で提供していく、より広範囲な BtoB の EC マーケットプレイスとして成長していく、ということ。2点目は、連続的な M&A によるインオーガニックの成長です。私が社長になった2023年8月以降、周辺の領域に連続的な M&A を実施しています。昨年度で6社、今年度で現状2社がグループインしています。いずれも、周辺領域の企業。我々と一緒になることで多くのシナジーを創出できる企業は沢山あり、グループにジョインして頂いて共に成長していこうと考えています。

この2つの戦略で、今後2、3年の成長は確実に実現できると思っていますが、その先も高成長を維持していくために、さらに進化したエコシステムを作っていく計画です。簡単に言うと、BtoCでヤフーや楽天が築いたようなエコシステムを BtoB の領域において作っていく、という概念です。特に中小企業のお客様に対して End-to-End でサービスを提供していくには、ECだけでなく他のサービス群も加えていくことが有効だと考えています。具体的には、金融とソフトウェアの事業を今年中に開始できるよう準備しています。これらの新事業と、EC マーケットプレイスというトランザクションの事業を全て、1つのプラットフォーム、同じユーザーIDにより、ワンストップで提供していくことを目指しています。

CGS 信実：BtoBの中小企業向けプラットフォームになるため、施策を打っていくという訳ですね。今後5年の成長を考えると、オーガニック成長が一番なのか、それとも M&A が成長のドライバーとして大きくなっていくのかに関しては、如何でしょうか。

永見社長：オーガニック成長が、引き続きメインドライバーです。オーガニック成長は、おそらく20%から20%強程度の伸びで継続すると思っています。プラスして、周辺領域の M&A によるインオーガニックな成長が5%から10%くらい貢献し、売上もしくは売上総利益がトータルで20-30%くらいの水準で成長し続けるようなモデルを考えています。

CGS 信実：クオリティグロースという方針を掲げていらっしゃると思いますが、クオリティグロースの定義、達成しようとしている成長のモデルの質は、どのようなものなのでしょうか。

永見社長：グロースの企業の中においては、単純な売上高成長を追求するのではなく、利益も含めた成長を大事にする戦略へ、かなり早期にシフトした会社だと思っています。2021年からこの方針を取っていて、具体的には売上総利益の成長を一番重視しています。加えて EBITDA の成長も大事にすると言及しています。

SaaS の業界には、ルールオブ 40（成長率と利益率の合計が 40%以上であれば健全な運営ができていると考える指標）があります。我々は、売上総利益の成長率と、EBITDA を売上総利益で割った比率を合わせて、ルールオブ 40 的な概念として社内で考えており、対外的にも同概念を開示しています。40%が適切だと思っている訳ではありませんが、ある程度高い数字を継続することが大事だと思っています。また、売上総利益の成長が 50%、EBITDA マージンが 0%というパターンではなく、両指標ともに 20、30%程度維持されているような状態、というのが我々のクオリティグロースだと考えています。

CGS 信実：クオリティグロースに関して、追加で質問します。EBITDA の成長も重要だと思いますが、EBITDA を達成する上でどれだけの効率性をもって EBITDA 成長を達成しているのか、を投資家は見ています。

Valuation に反映されているケースも多くなっています。例えば、2027年7月期に EBITDA100 億円の達成が有償ストックオプションの条件になっていますが、この目標を達成するためにどれだけの資本を投下するかは含まれていません。EBITDA の成長はもちろん重要ですが、成長を達成する上での投下資本を含めたバランスに関しては、どのようにお考えでしょうか。

永見社長：資本効率は非常に重要だと思っています。ROE もしくは ROIC で 20%以上は早期に実現していきたいと思っています。現状は、10%から 10%後半くらいの ROE です。無暗にバランスシートを大きくして、それで EBITDA の成長を実現するという発想はありません。しっかりキャピタルアロケーションを考えながら、資本効率の高い事業を作っていこうと思っています。過度に純資産が増えていくフェーズでは株主還元も考慮し、資本効率の高い状態で EBITDA100 億円という目標を確実に実現していきたいと思っています。

CGS 信実：そのお話を聞いて、安心しました。次に、成長の柱であるオーガニックの成長戦略について、伺います。調達プラットフォーム事業のユーザー数の拡大が重要だと考えています。会社資料によれば、ラクスルの登録ユーザー数の割合は、大企業で 0.4%、中小企業で 2 から 5%と非常に低い数値となっています。逆に言えば、普及率の観点からは、非常に大きなアップサイドがあると考えられます。大企業、中小企業各々に関し、普及率を上げてユーザー数を拡大していく戦略についてお伺いできますか。

永見社長：我々の最初の事業である印刷は、名刺が代表例のようにどの企業でも幅広く使われている裾野が広い商材で、まだまだ普及率を上げていく余地があると考えています。印刷だけの会社ではもはやありませんが、印刷をフックにしてお客様との接点を広げるポテンシャルが、まだまだあります。現状 280 万強の登録ユーザー数です。一方で提供している商材は異なるものの同じ BtoB の MonotaRO は既に 1,000 万強の登録ユーザーまで伸びていて、我々もまだまだ登録ユーザー数を拡大する余地が大きいと感じます。

中小企業が、最初に獲得できたユーザー層ですが、それでもまだ普及率は低い状況です。中小企業に関しては、自然流入やテレビ CM を中心としたマーケティングにより、引き続き新しいお客様を獲得できると思っています。大企業向けには、3 年前にラクスルエンタープライズというサービスを開始しており、アカウント数も

順調に増えています。専任の営業組織も作りました。ARPUが高く、継続性も強いいため、重要な戦略です。大企業での普及率は非常に低いのでこのサービスの拡大余地は大きく、大いに期待しています。

CGS 信実： MonotaRO と比較して TAM を考えると、非常にアップサイドがあると思います。次に重要な要素が、アクティブユーザー比率だと思います。現在 10%前半ぐらいのアクティブユーザー比率だと思いますが、この比率を引き上げていくための施策をお聞かせ下さい。

永見社長： 主体の印刷物の発注は多くて年間 4 回から 8 回ぐらいです。この購入頻度をさらに上げることによって、どの四半期においてもアクティブユーザー比率を上げていくことが、とても重要です。購入頻度を上げるドライバーは、やはり提供する商材の拡充です。提供カテゴリーを広げていくことは非常に大事だと思っていて、そのために我々は新しい商材の追加を継続的に行い、M&A を通した対象カテゴリーの拡充を行っています。また、大企業向けのラクスルエンタープライズは、購入頻度が高くなっています。このサービスの比率が上がることでアクティブユーザー比率が上昇すると考えています。また、金融やソフトウェアなど、より粘着性がある新しい事業を提供することによりお客様との接点を上げ、結果的に我々のプラットフォーム上で使っていただく頻度を上げていく、というのが我々の戦略です。

CGS 信実： 次に、競合優位性についてお伺いします。シェアリングエコノミー型のビジネスモデルは、参入障壁が比較的低い傾向があり、模倣リスクがあると考えます。技術やパートナーシップなど御社の競合優位性はどこにあるとお考えでしょうか。

永見社長： 投資家から、上場以来同じ質問を受け続けています。印刷のカスタマイズ E コマースの事業では、我々は既にナンバーワンになっています。事実としては、過去 10 年間で新規参入は 1 社もありません。逆に、今は大手 3 社でより寡占化が進んでいる状況になっています。我々の強みは、アセットライトで製造設備にお金をかけなくてよい代わりに、お客様を獲得するマーケティング投資や基盤を作るためのテクノロジー投資にほぼ全ての資金をかけられるということです。この点が、従来のビジネスモデルのプレイヤーとの大きな違いです。このことが、後発ながら 10 年程度でトップシェアになり、さらにシェアを拡大し続けられる一番の要因だと思っています。

CGS 信実： なぜ新規参入がないのかについて、お考えはありますか。

永見社長： 従来の印刷業の会社は、もともと営業で獲得していた顧客が大半なので、マーケティングやオンラインでお客様を獲得する手段や能力は、持ち合わせていません。内製でソフトウェアを開発するテクノロジーもないため、新規参入して来なかったと思っています。

他のカテゴリーのイーコマース企業の新規参入に関しても、壁があります。我々は大きな工場設備は持っていませんが、社内にサプライチェーンマネジメントのチームがあります。彼らが、定期的に新しいサプライヤーパートナーの開拓や交渉をしています。また、共同購買をすることにより共にコストダウンをして、既存のサプライヤーパートナーに対しても便宜を提供できています。こうした製造・サプライチェーンに入っていく比較的泥臭い仕事は、他のマーケットプレイスの会社にはなかなか出来ないと思っています。要は、製造業×ソ

ソフトウェアみたいな部分が強みです。

CGS 信実：M&A 戦略を含むキャピタルアロケーションについて、CFO の杉山さんに伺います。CGS では、キャピタルアロケーションが Valuation のドライバーにとって非常に重要な要素だと考えています。設備投資と M&A の投資に対して、期待リターンを含めたハードルレートの規律、または執行に対しての考え方をご説明下さい。

杉山 CFO：当社では、今後 5 年間のキャピタルアロケーションに関し、最大で 400 億円を成長に向けた投資に使うと公表しています。その中で、約 3 割が設備投資やソフトウェア・研究開発投資、約 7 割が M&A への投資という方針を出しています。投資に関するハードルレートとしては、ラクスル社の事業資産に対する ROIC が現時点で 20%程度という形になっていますので、投資から数年のタイミングでこの ROIC20%に対してキャッチアップができるという基準で投資判断をしています。設備投資やソフトウェアの開発については、回収年数を各々定めています。

M&A においては、利益が出ている会社を正しい Valuation で買うことが基本です。実績として、2024 年度に買収した会社の EV/EBITDA 倍率は 5 倍未満です。さらに連結した翌年には一定の利益成長をコストシナジーで出せています。

CGS 信実：非常に規律の整ったキャピタルアロケーション戦略をお持ちだと理解しました。次に、買収ターゲットとする業界に関して伺います。投資対象の業界の特徴や、逆にターゲットとしない業界の特徴があれば、教えて下さい。

杉山 CFO：買収の投資対象の大半が、調達プラットフォーム事業になると思います。既に巨大なユーザー数を抱え多様な製品ラインナップを持っている事業ですので、最も M&A における成長機会があると考えています。この事業では、横方向、縦方向ともに拡張余地があります。横方向の拡大では、280 万以上のラクスルユーザーが、カスタマイズ品を中心に一緒に買って頂ける商品を見えています。トートバッグの製造販売を行っているエーリンクサービスやハンコヤドットコムが代表例です。

縦方向の拡大では、サプライチェーンを縦方向に伸ばしていくことに、戦略的に大きな意味があると思っています。我々が手掛けている商品は基本的にカスタマイズ品で、サプライチェーンが重要です。例えば、ラクスルファクトリーの買収によるデジタル印刷能力の一部内製化です。小ロットの印刷において、非常に短い納期対応や高い価格競争力を手に入れることが出来ました。トートバッグの事例においても、同じように生産を一部内製化しています。

CGS 信実：M&A において、なぜラクスルが買収候補者として選ばれるのか、なぜビットに勝てるのか、といった点に関してはどのようにお考えでしょうか。

永見社長：いくつか理由はあると思います。我々はファンドとは異なるので、共に成長していく姿勢が強いことです。自分たちのリソースを惜しみなく提供することで共に成長出来る、その方向性に共感共鳴頂いていること

が、一番大きな理由だと思っています。例えば、ダンボールワンの事例です。我々は、15名ほどの社員を石川にあるダンボールワンの本社に送り、あらゆる機能の立て直しや強化を図りました。結果、会社は大きく成長しました。現地での雇用も増え、創業者も非常に満足して頂き、非常に良いM&Aだったと思います。このM&Aの成果や評判が情報として行き渡ることにより、ラクスルと一緒に伸ばせると信じてもらえる効果は、大きいと思います。

また、シナジー効果が出せる基盤があることも、我々が選ばれる要因ではないでしょうか。我々はテクノロジープラットフォームなので、コスト面、売上面両方においてシナジーが提供できると思っています。売上面でいうと、自分たちのユーザーの基盤をシェアしてクロスセルするという施策は既に各事業始まっています。コスト面でですと、我々のテクノロジーエンジニアの力を使って、先方の企業の本社機能やバックオフィス業務を最適化する、一部機能を統合することが出来ます。最適化を図ることによってコストシナジーが実現できるうえ、その利益を事業投資にも使える好循環が生まれます。

杉山 CFO： 広義で見れば、双方にシナジーがあり、さらに買収した対象の会社の経済面にとっても非常に良いシナジーがある。そういったところが評価される理由だと思っています。

CGS 信実： 2024年7月期に買収した企業に関しては、順調にシナジーの創出が出来ているとIR資料で公表されています。買収後のPMIの施策の中で、シナジー創出の最も効果的なドライバーは、何なのでしょう。

永見社長： 大きく分けると、コストシナジーと売上のシナジーの2つがあると思いますが、先に成果が出るのはやはりコストシナジーだと思っています。機能を統合することによりコストが減らせますし、我々のエンジニアリングの力で彼らの業務プロセスを改善して生産性を上げることも出来ます。また、我々の企業規模を使って交渉することにより、調達単価を下げられるシナジーもあります。売上のシナジーは、我々の顧客基盤を共有し、クロスセルしていくことにより、具現化します。ただし、顧客の啓蒙も必要なので、少しずつ成果が発現していくものだと思っており、時間がかかります。

CGS 信実： 買収した会社のパフォーマンスが悪かった場合、撤退や縮小を含めたダウンサイドのプロテクションに関して、どのような規律を持たれていますか。

杉山 CFO： 当社のM&A戦略は初めて2年しか経っておらず、パフォーマンスが悪い事例はまだありませんし、撤退基準のような水準もまだ設けていません。PLの貢献や資本効率、プラットフォームとしていかにシナジーを発揮出来ているのかというポイントを注視しながら、総合的に判断していくと思います。売却を含めて事業ポートフォリオをリオーガナイズする施策を過去に実施しています。今後も、資本効率や株式価値に資するポートフォリオの再構築を継続的にやっていきます。

永見社長： 付け加えると、資本参加とは異なる資本形態で成長する事業もあると思っています。例えば、我々が内製で始めたハコベルです。非常に良い事業で売上は伸びています。ただし、我々とのシナジーは限定的で、違う資本形態の方が伸びると考え、セイノーホールディングスとのJV化に移行しました。その後も、他の事業パートナーに一部株式を売却しています。この施策は、我々のキャピタルアロケーション、資本効率にと

って非常に良かったと思っています。また、ハコベルにとっても成長戦略に資すると思っています。同様な資本政策を取ることは、今後もあると思っています。

CGS 信実：最後の質問です。M&A 戦略においては、どうしても PL の貢献に目が行きがちだと思います。しかし、買収先の B/S の資本効率やキャッシュコンバージョンサイクルも、大事です。これらキャッシュ化のスピードが買収者と買収される会社で大きく異なっていることにより、買収後のキャッシュフロー創出力が劣化してしまうケースも見られます。BS の資本効率やキャッシュフロー創出力に対する PMI 要素に関し、どの様にお考えでしょうか。

杉山 CFO：PL 以外のシナジー創出という観点では、まず買収のタイミングで、キャッシュコンバージョンサイクルや、PL とキャッシュフローがマッチしているかどうかは、しっかりとスクリーニングしています。また、プラットフォームならではの、例えばコスト構造とか支払いのサイクルを非買収対象の会社にも適用するメリットも期待できます。そういった BS のシナジーも出すことができると考えています。

CGS 信実：PMI を含めて規律の取れた M&A 戦略、キャピタルアロケーションが行われていることがよく分かりました。最後に、投資家に対してメッセージをお願いします。

永見社長：仕組みを変えれば世界はもっと良くなるという当社のビジョンは不変ですが、今は中長期で End-to-End で中小企業の皆様に多様なサービスを提供するテクノロジープラットフォームとしての成長を、より志向しています。成長の中心は引き続きオーガニック成長ですが、周辺の領域での連続的な M&A を加えることにより、成長が加速すると思っています。2027 年 7 月期 100 億円の EBITDA 目標は実現できると考えていますが、その先さらに成長する必要があり、そのための仕掛けとして金融やソフトウェアのサービス開始の準備をしています。さらなる成長の種まきをしつつも、一方で中期目標を実現するというバランスの良い経営戦略が出来ていると思っていますので、引き続き応援して頂けることを願っています。

CGS による業績予想モデル

	(百万円)	22年度	23年度	24年度	25年度E	26年度E	27年度E	28年度E	28年度E		
									Base Case	Bull Case	Bear Case
損益計算書:											
売上高		33,980	41,018	51,121	62,730	75,978	92,845	112,814	112,814	139,938	94,886
売上原価		24,176	28,722	33,929	40,980	48,994	59,089	71,073	71,073	85,362	62,625
総利益		9,804	12,296	17,192	21,750	26,983	33,756	41,741	41,741	54,576	32,261
販売管理費		9,342	10,531	14,669	18,159	22,046	26,224	30,984	30,984	38,437	26,044
営業利益		462	1,765	2,523	3,591	4,937	7,532	10,757	10,757	16,138	6,218
税引前利益		497	2,502	3,430	4,387	4,790	7,485	10,713	10,713	16,086	6,174
税金		-524	1,173	1,388	1,777	1,887	2,657	3,599	3,599	5,457	2,163
少数株主持ち分		0	0	-76	0	0	0	0	0	0	0
当期利益		1,021	1,329	2,118	2,610	2,903	4,828	7,114	7,114	10,629	4,011
EBIT		462	1,765	2,523	3,591	4,937	7,532	10,757	10,757	16,138	6,218
減価償却費・のれん代償却		474	726	1,549	2,042	2,313	2,729	3,115	3,115	5,025	2,459
EBITDA		936	2,491	4,072	5,633	7,251	10,260	13,873	13,873	21,163	8,676
株式報酬費用		695	652	473	400	400	400	400	400	400	400
EBITDA (Non-GAAP)		1,634	3,145	4,547	6,033	7,651	10,660	14,273	14,273	21,563	9,076
EBITA (Non-GAAP)		1,404	2,912	3,927	5,133	6,554	9,210	12,456	12,456	18,870	7,503
当期利益 (Non-GAAP)		2,036	2,518	3,533	4,152	4,520	6,506	8,812	8,812	13,361	5,296
希薄化後期末株式数		61.6	61.3	61.2	60.9	61.2	61.5	61.8	61.8	61.8	61.8
GAAP EPS		17	22	35	43	47	79	115	115	172	65
Cash EPS (Non-GAAP)		33	41	58	68	74	106	143	143	216	86
配当金		0	0	2	3	3	5	8	8	34	3
Payout Ratio		0%	0%	5%	7%	7%	7%	7%	7%	20%	5%
売上高原価比率		71%	70%	66%	65%	64%	64%	63%	63%	61%	66%
売上高総利益率		29%	30%	34%	35%	36%	36%	37%	37%	39%	34%
売上高販売管理費比率		27%	26%	29%	29%	29%	28%	27%	27%	27%	27%
売上高営業利益率		1%	4%	5%	6%	6%	8%	10%	10%	12%	7%
売上高EBITDA比率		3%	6%	8%	9%	10%	11%	12%	12%	15%	9%
売上高EBITDA (Non-GAAP) 比率		5%	8%	9%	10%	10%	11%	13%	13%	15%	10%
キャッシュフロー表:											
当期利益		1,021	1,329	2,118	2,610	2,903	4,828	7,114	7,114	10,629	4,011
減価償却費・のれん代償却		474	726	1,549	2,042	2,313	2,729	3,115	3,115	5,025	2,459
運転資金増減		-314	170	-229	-281	-976	-1,295	-1,610	-1,610	-2,035	-1,495
営業CF		837	2,902	2,705	4,002	3,816	5,712	7,972	7,972	12,497	4,647
設備投資		-149	-152	-563	-900	-988	-1,207	-1,467	-1,467	-1,399	-1,613
FCF(営業CF-設備投資)		688	2,750	2,142	3,102	2,829	4,506	6,505	6,505	11,097	3,034
買収資金		-2,176	274	-2,552	-1,000	-3,000	-3,000	-3,000	-3,000	-8,000	-1,000
配当金支払い		0	0	0	-175	-194	-323	-498	-498	-2,126	-201
FCF(営業CF-投資CF-配当金)		-1,971	3,199	-3,310	1,927	-366	1,182	3,007	3,007	972	1,833
自社株買い		91	-225	-629	-700	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減		2,116	-2,013	6,302	0	0	0	0	0	0	0
現預金増減		235	962	2,361	1,227	-366	1,182	3,007	3,007	972	1,833
CF転換率											
営業CF/EBITDA		89%	116%	66%	71%	53%	56%	57%	57%	59%	54%
FCF/当期利益		67%	207%	101%	119%	97%	93%	91%	91%	104%	76%
貸借対照表:											
現預金		13,682	14,644	17,014	18,241	17,875	19,057	20,882	20,882	14,159	21,201
売掛債権		4,903	4,718	5,770	6,545	8,060	10,012	12,363	12,363	15,336	10,398
在庫		209	295	804	778	1,068	1,453	1,947	1,947	1,637	2,574
流動資産		19,660	20,589	24,981	27,326	29,189	33,257	38,574	38,574	35,554	36,787
有形固定資産		373	294	1,328	1,628	2,419	3,076	3,625	3,625	6,440	2,660
長期投資		633	5,025	7,524	7,900	8,295	8,710	9,145	9,145	9,145	9,145
無形固定資産		5,206	4,623	8,322	7,880	8,763	9,585	10,387	10,387	18,653	7,080
固定資産		8,973	12,076	18,882	19,236	21,433	23,463	25,396	25,396	36,477	21,125
総資産		28,633	32,665	43,863	46,562	50,622	56,720	63,971	63,971	72,031	57,911
短期有利子負債		2,495	2,447	9,387	9,387	9,387	9,387	9,387	9,387	9,387	9,387
買掛債務		3,234	3,299	3,825	4,293	5,122	6,165	7,399	7,399	9,355	6,005
その他流動負債		2,045	2,546	4,771	4,771	4,771	4,771	4,771	4,771	4,771	4,771
流動負債		7,774	8,292	17,983	18,451	19,280	20,323	21,557	21,557	23,513	20,163
長期有利子負債		11,440	9,464	9,006	9,006	9,006	9,006	9,006	9,006	9,006	9,006
固定負債		11,547	10,464	10,202	10,262	10,325	10,391	10,460	10,460	10,460	10,460
総負債		19,321	18,756	28,185	28,713	29,605	30,713	32,017	32,017	33,972	30,623
純資産		9,312	13,909	15,678	17,849	21,017	26,007	31,954	31,954	38,059	27,289
負債純資産合計		28,633	32,665	43,863	46,562	50,622	56,720	63,971	63,971	72,031	57,911
CCC											
売上債権回転日数		42	43	37	38	39	39	40	40	40	40
在庫回転日数		2	3	6	7	8	9	10	10	7	15
買掛債務回転日数		42	42	38	38	38	38	38	38	40	35
運転資金日数(CCC)		2	4	5	7	9	10	12	12	7	20
ROE		12%	11%	14%	16%	15%	21%	25%	25%	33%	15%
ROIC (投下資本に現金を含む)		5%	4%	5%	6%	8%	11%	14%	14%	20%	9%
ROIC (投下資本から現金を除く)		7%	5%	7%	9%	11%	15%	18%	18%	23%	12%
Cash ROIC (投下資本に現金を含む)		7%	6%	8%	9%	11%	14%	17%	17%	23%	11%
Cash ROIC (投下資本から現金を除く)		20%	14%	15%	18%	20%	24%	28%	28%	31%	20%
ネット有利子負債/EBITDA		-1.7	-0.5	-0.2	0.1	0.0	-0.0	-0.1	-0.1	0.3	-0.3
1株当たりネットキャッシュ		-4.1	44.6	-22.5	-2.5	-8.5	10.8	40.3	40.3	-68.5	45.4

Disclaimer

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものではありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。