

# ラクスル（4384 JP）

ROIC 改善への寄与で M&A 巧者の実力が具現化へ

## エグゼクティブサマリー

2025 年 8 月 27 日

2025 年 3 月 31 日にリリースしたラクスルのイニシャルレポートには、投資家からの様々なご意見を頂いた。その中で、同社の M&A の成果を分析して欲しいというリクエストがあったことから、今レポートでは、以下の 4 点のポイントに沿ってフォローアップしたい。① 同社の M&A は成功しており、ROIC 改善ストーリーの中で貢献度が急拡大していること、② 同社の PMI の基盤となったダンボールワンの軌跡と成功要因、③ 24 年度に M&A でグループ入りした企業群の高い貢献度と 25 年度 M&A 案件のリーズナブルな Valuation、④ 25 年度 4Q 以降の売上モメンタム回復ストーリー。④は、ROIC 改善ストーリーへの評価が売上成長率の鈍化により相殺されている部分があると感じているため、今レポートで追加した。最後に、2025 年度 3Q 決算までの業績推移を受け、CGS モデルの業績予想モデルも微修正している。

本レポートの結論は以下の通り：

。ラクスルの M&A パフォーマンスは良好で、ROIC の改善に貢献。CGS 予想では 25 年 7 月期の Cash ROIC を 18%（現預金を投下資本に含むベースでは 10% 程度）と予想しているが、M&A でグループ入りした企業は、その連結水準を上回る ROIC を創出していると推定され、25 年度から大きな貢献を果たしている。

。ダンボールワンの成功が PMI の基盤を作り、24 年度以降の M&A の好パフォーマンスに繋がる。ダンボールワンの PMI では、当初から多くのラクスル人材を投入し、人材育成に基軸を置いた伴走型の支援で成功した。ここでのノウハウと PMI 人材が、24 年度以降の M&A を成功に導いている。24 年度の M&A でグループ入りした企業群の EBITDA は倍増し、EV/EBITDA は 3 倍程度へ。25 年度の M&A 案件もリーズナブルな Valuation である（ペライチ除く）。

。鈍化傾向にあるオーガニック成長率は 25 年度 4Q よりモメンタム改善へ。3Q までは、ダンボールワンとの ID 統合前だったため、マーケティングが抑え気味だった。4Q 移行は、ラクスル DM 便の貢献も期待へ。

。M&A の成功を認識することは、ラクスルの Cash ROIC 改善ストーリーの蓋然性を高め、将来の Valuation 拡大に繋がると考える。

## 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 8 月 26 日） 1,321 円

時価総額 783 億円

| 年度(7 月決算)         | F25E  | F26E  | F27E | F28E |
|-------------------|-------|-------|------|------|
| Cash EPS          | 68    | 73    | 103  | 141  |
| Cash P/E          | 19x   | 18x   | 13x  | 9x   |
| EV/EBITDA         | 14.5x | 11.3x | 8.1x | 5.7x |
| P/B               | 4.8x  | 4.0x  | 3.2x | 2.6x |
| 配当利回り             | 0.2%  | 0.2%  | 0.4% | 0.6% |
| Cash ROIC         | 18%   | 20%   | 24%  | 28%  |
| ROE               | 17%   | 16%   | 21%  | 25%  |
| 調整 FCF 転換率*       | 80%   | 68%   | 69%  | 75%  |
| Incremental ROI** | 35%   | -14%  | 36%  | 53%  |

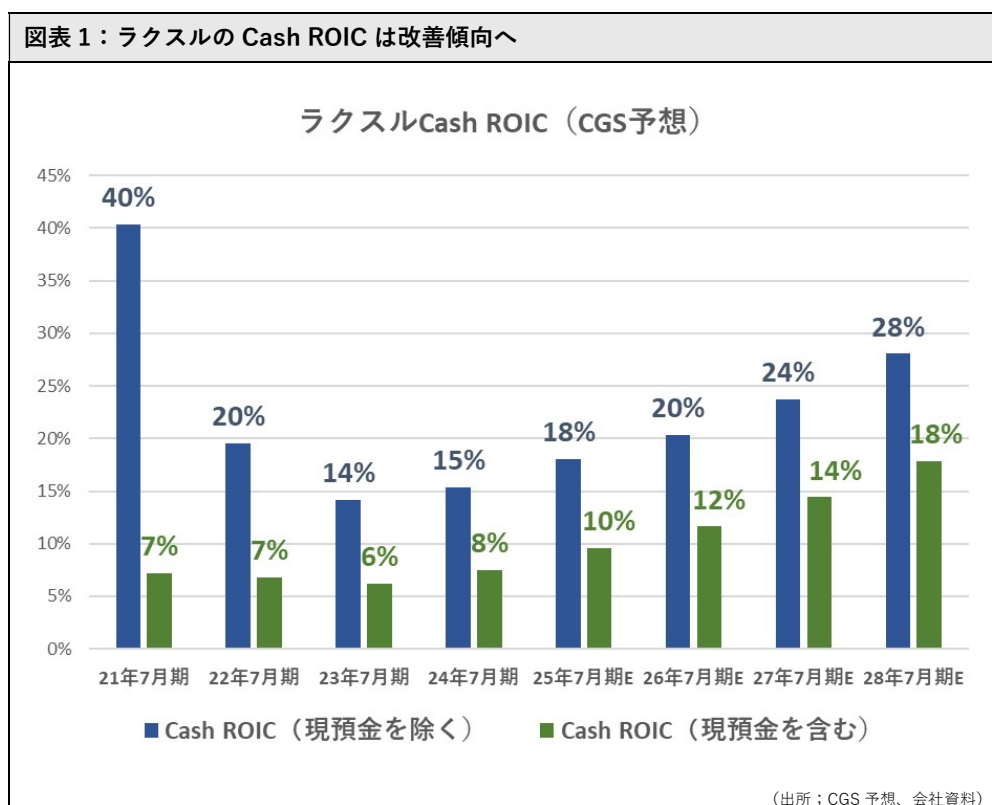
\*調整後 FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益 (non-GAAP)

\*\*Incremental ROI = FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額

## ① ラクスルの M&A パフォーマンスは良好で、25 年度より ROIC 改善にも貢献

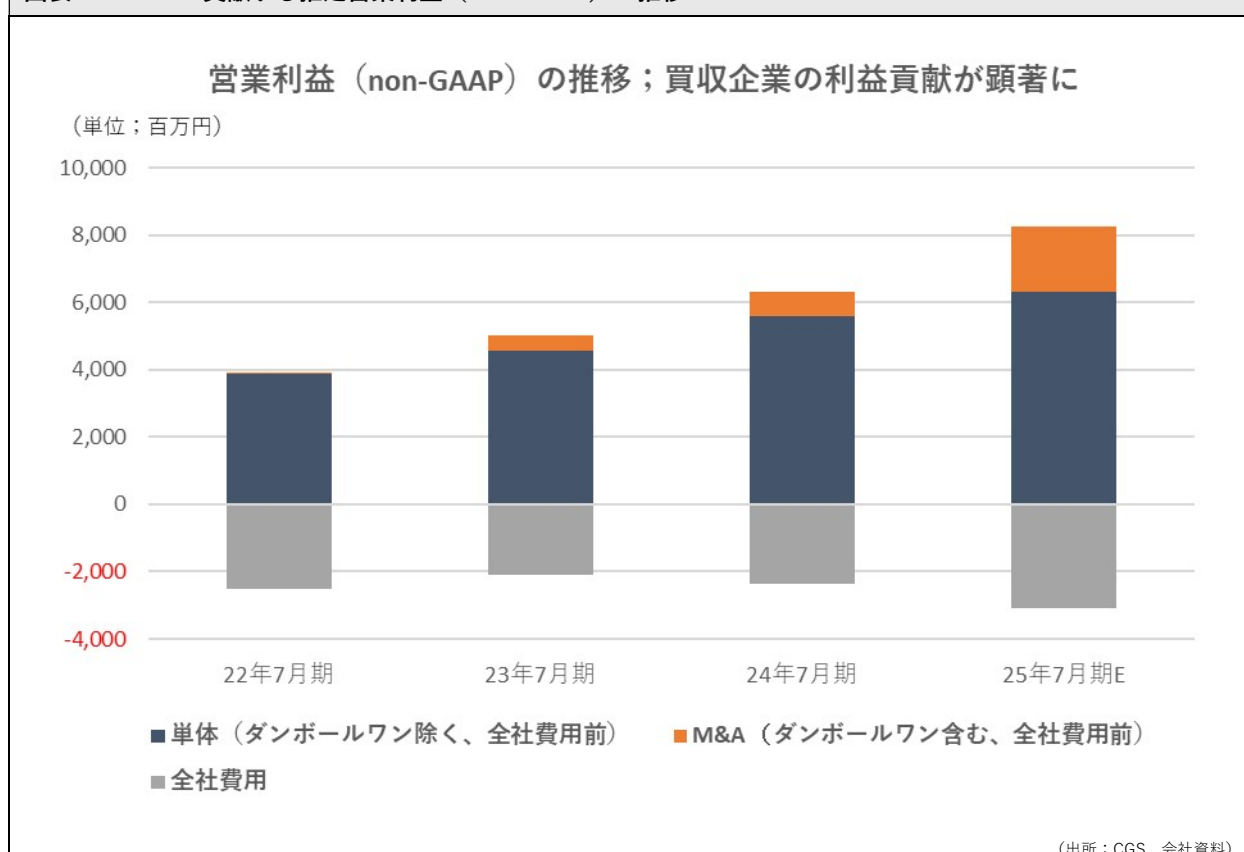
○2025年3月のイニシャルレポートにおいて、ラクスルのM&A遂行能力の高さが魅力と言及した。また、Valuation分析の中で、過去数年で悪化したCash ROICが中期的に25～28%水準を目指す回復サイクルに入ると予想したエクイティストーリーも述べた。ここでは、M&AがCash ROICの改善に貢献していることを数字で示すことで、よりラクスルのエクイティストーリーを理解して頂こうと思う。

○図表1は、同社のCash ROICの推移と今後のCGS予想値であり、Cash ROIC改善ストーリーを再確認する。イニシャルレポートでは、現預金を投下資本から除いたベースのCash ROICの数値のみを表記したが、M&AのROIC貢献を分析し比較するため、現預金を投下資本に含むベースでのCash ROICも記載した。いずれも、23年7月期を底に改善傾向にある。なお、Cash ROIC計算の分母であるNOPAT（税引き営業利益）には、のれん代償却とSBC（株式報酬費用）を除いたnon-GAAP営業利益を使用している。



○また図表2のオレンジ色部分が、CGSの推定したM&Aの貢献営業利益（non-GAAP）である。23年7月期までは、連結営業利益から単体営業利益を引いて計算した数字。24年7月期は、同差額にCGSの推定したダンポールワン（24年7月期より単体に吸収合併）の推定利益を加算した。25年7月期はCGS予想値。あくまでもCGS推定値のため誤差のリスクはあり（ダンポールワンの本社経費負担をどう計算するかも誤差要因）、数字そのものよりも傾向を見て欲しい。25年7月期より、M&Aによる利益が大きく貢献していることがわかる。ダンポールワンの収益改善と24年7月期に買収した5社の貢献が大きい。

図表 2：M&amp;A の貢献する推定営業利益（non-GAAP）の推移

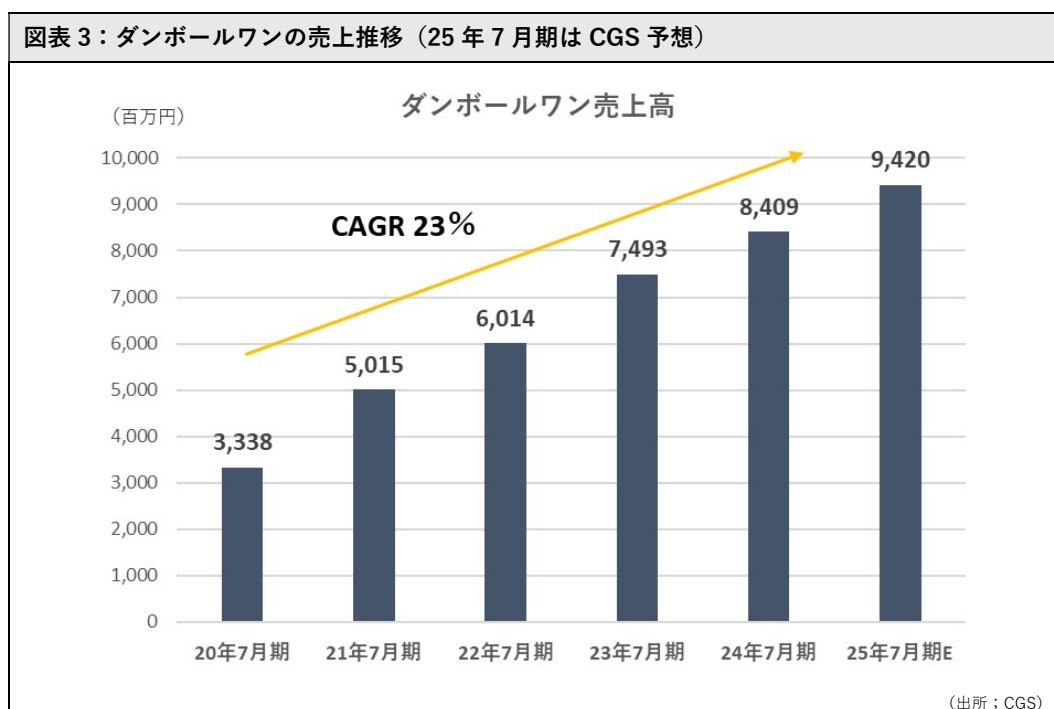


○M&A の具体的な ROIC も計算してみたい。24 年 7 月期末のグループ企業の投下資本は 100 億円強と推定される。連結から単体を差し引いた運転資金、有形固定資産、のれん代以外の無形固定資産の差額にのれん代を加算した数字が 103 億円であり、単体に吸収されたダンボールワンの固定資産を加味しても 105 億円程度である。25 年 7 月期は、のれん代が 10 億円強減少する（償却が進むため）ことを加味すれば、25 年 7 月期末のグループ企業の投下資本は 100 億円を下回ろう。平均すれば 100 億円程度である。一方、図表 2 で示した M&A の貢献営業利益（non-GAAP）から計算した NOPAT は 12 億円程度。Cash ROIC は 12%（現預金を投下資本に含むベース）となり、連結ベースの Cash ROIC（現預金を含むベースで 10%）を上回る。後述するが、PMI の成果により買収企業の収益拡大が好調に推移していることや、24 年 7 月期以降の買収がリーズナブルな価格で行われていること等が、貢献している。また、買収企業の収益拡大は継続するため、26 年 7 月期以降も貢献は期待できよう。

## ② 収益寄与が高まり、PMI の模範となったダンボールワン

○ラクスルの M&A の成果を見るうえで、最初で最大の投資先であるダンボールワンの成功要因を理解することは、重要である。ここでは、前半でダンボールワンの収益状況を説明し、後半で成功に導いた PMI の概要を述べる。

○ダンボールワンの売上高は、ラクスルが 2020 年 12 月に 49.9%を出資して以降、順調に伸びている。20 年 7 月期の売上高は 33 億円だったが、25 年 7 月期の予想売上高は 94 億円。5 年間の平均成長率は 23%である。収益貢献度も高まっている。ダンボールワンは、2022 年 2 月に 100%子会社化され連結化。2023 年 8 月に本体に吸収合併されているため単純な収益比較は難しいが、改善トレンドは説明可能である。連結化された 2022 年 7 月期は営業赤字であったが、2023 年 7 月期に黒字化。25 年 7 月期は、本社費用前で 10%程度の売上高営業利益率（non-GAAP）まで、高まっていると推定される。



○ダンボールワンに投じた資金は 45 億円。2020 年 12 月に 20 億円、2022 年 2 月の追加出資に 20 億円、アーンアウト（成果による追加支払い、25 年 7 月期 1Q に支出）に 5 億円、である。本社費用前で見れば、既に半分程度は CF で回収済み。

○ROIC でも十分な数値を出せている。24 年 7 月期末のダンボールワンに関するのれん代は 41 億円。25 年 7 月期は 33 億円と推定され、平均は 37 億円。固定資産（ファブレス型の EC プラットフォームなので固定資産は小さい）や運転資金等を含めても、投下資本は 40 億円程度。Cash ROIC は本社費用負担前で 15-16%程度。本社経費負担が売上高の 5%（連結全体と同水準）だと仮定しても、現時点で Cash ROIC は 8%超の水準となろう。26 年 7 月期以降は、のれん代がさらに減少し、ラクスル ID との ID 統合効果も含め収益性も高まることが予想されるため、今後 Cash ROIC の改善にさらに寄与していくだろう。

〇次にダンボールワンの PMI について、説明する。ダンボールワンの歴史は、図表 4 の通り。辻俊宏氏が能登紙器でダンボールの EC 事業を立ち上げ、2010 年にマーケットプレイス型の EC 事業に転換。2016 年に MBO で独立し、ダンボールの EC 事業でシェア 50% を持つトップ企業に成長した。しかし、コロナ下の売上急増で属人的な現場オペレーションが混乱し、退職率が 50% を超過。同様なビジネスモデルを持ち、管理基盤や人材資源が厚いラクスルの投資を受け入れることで、成長加速を目指した。

図表 4：ダンボールワンの歴史

|       |                                                                                                    |
|-------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2005年 | ダンボールワンの創業者である辻俊宏氏が、大学在学中に立ち上げた食品EC事業をわずか1年で売却。次に、ダンボール業界の非効率性の改革を目指し、石川県の段ボール製造業「能登紙器」（従業員5名）に入社。 |
| 2006年 | 「ネットで段ボールを売る」実験的な取り組みを開始。最初の半年の売上はわずか7,000円だったが、1枚から注文可能な仕組みと自動見積りシステムの導入により徐々にユーザーが増加。            |
| 2009年 | 株式会社ダンボールワンを正式に創業。                                                                                 |
| 2010年 | マーケットプレイス型のECサイト「ダンボールワン」を立ち上げ、本格的にネット通販による段ボール販売を開始。                                              |
| 2014年 | オーダーメイド見積もり機能や即日出荷対応などを導入し、成長を加速。                                                                  |
| 2016年 | 辻氏がMBO（経営陣買収）によって経営権を取得。独立企業として再スタート。                                                              |
| 2020年 | ラクスルがダンボールワンに49.9%出資し、持分法適用会社に。                                                                    |
| 2022年 | ラクスルが完全子会社化。辻氏から渡邊氏に社長が交代。                                                                         |
| 2023年 | ラクスルがダンボールワンを吸収合併。                                                                                 |

(出所：CGS、会社資料)

〇ダンボールワンの PMI が成功した理由は、①出資当初から多くのラクスル人材を投入したこと、②人材成長に軸を置いた支援型 PMI に徹したこと（上意下達で押し付けるのではなく、対話を重ねた伴走型を重視）、③ビジネスモデルが似ているため、ラクスルの知見を活かし易かったこと、などがある。具体的には、図表 5、6 の通り。出資後に 10 名以上のタレントを投入。最初は、組織・人材体制の整備や、見える化を実施。属人的なトップダウン経営から、可視化された再現性のある経営へと進化させ、生産性向上や SCM 改革によってコスト削減も進めた。組織再構築が軌道に乗ると、マーケティング強化や商品アイテムの拡充によって、売上拡大に注力している。

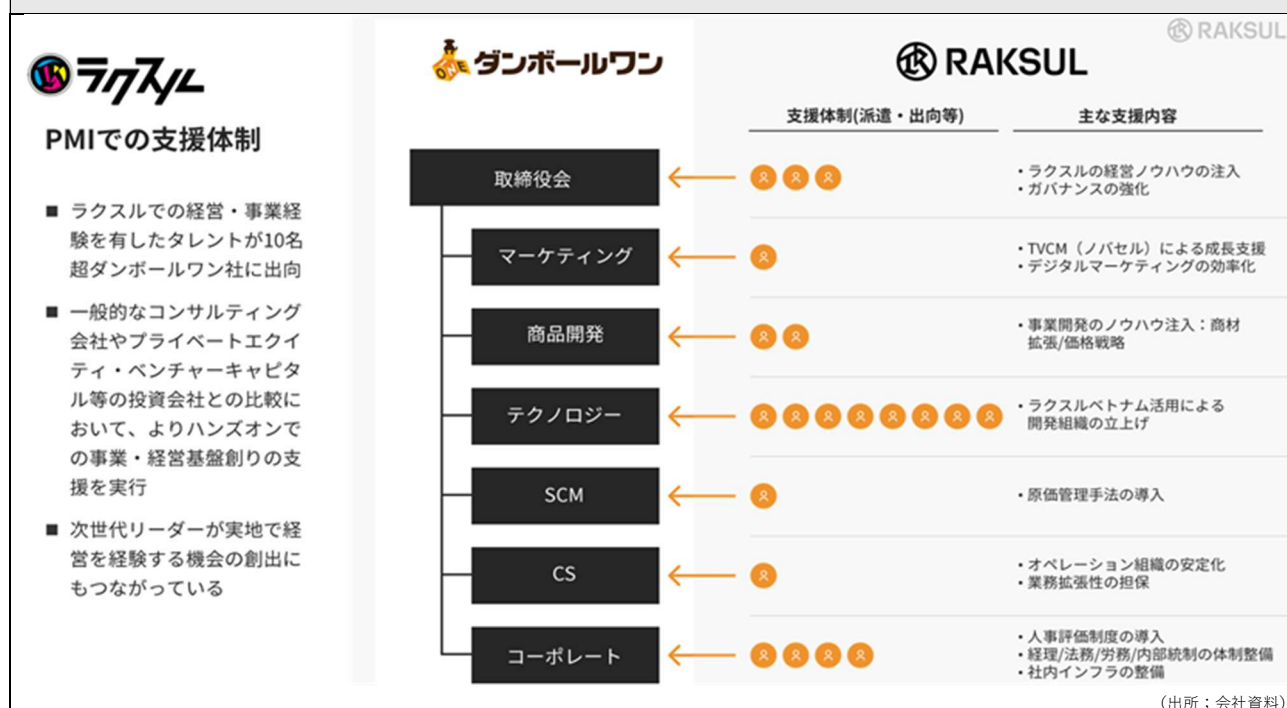
〇ダンボールワンの PMI が成功したことで、多くの PMI 人材が育ち、24 年 7 月期以降に活発化した M&A で大きな貢献を果たしているようだ。辻氏からバトンタッチを受けダンボールワンの社長に就任した渡邊建氏は、現在調達プラットフォーム事業全体の本部長として、SCM や PMI、そして同事業運営全体を統括し、活躍している。

図表 5：ダンボールワンの PMI の内容

|                             |                                                                                                        |
|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| ①<br>経営体制の再構築と<br>チーム経営の導入  | 経営統合の設計：「 <b>トップダウン経営</b> 」から「 <b>チーム経営</b> 」へ移行し、トップダウン型から複数責任者体制へ。                                   |
|                             | 役員派遣：ラクスルより <b>渡邊建氏が代表取締役社長として、木下治紀氏がCOOとして出向</b> 。経営陣の中心となり、組織融和と成長戦略を推進。                             |
|                             | 人事制度の整備：人事が組織再編・バリュー共有・定着率改善にフォーカスし、 <b>離職率が大幅に低下</b> 。                                                |
| ②<br>組織・人材体制の<br>強化         | 組織文化の統合：ミッションやバリュー、評価制度の共通化を通じて、ラクスルとダンボールワン間で <b>組織融合を促進</b> 。                                        |
|                             | 新規採用推進：エンジニア・マーケ担当などスタートアップ型人材を採用し、 <b>多機能チーム化</b> を進める。                                               |
|                             | KPI管理基盤の導入：事業開発・マーケ・オペレーションにおいて、KPIを設計し、定量管理による改善施策を取り入れる。                                             |
| ③<br>マーケティングと<br>製品・商品拡充    | マーケティング力強化：ラクスル本体のCMやデジタル広告リソースを共有し、 <b>初期は300-400品だった商品数を約6,000品、最終的には梱包材・関連商品を合わせて約60,000品へと拡張</b> 。 |
|                             | 商品開発支援：ラクスルのノウハウを活用した商品企画・品揃え改善によって、ニッチニーズへの対応力が大幅に向上。                                                 |
|                             | 新規機能強化：注文UX、在庫連携、オペレーション管理などに <b>ITツールを導入し、効率性と顧客利便性を最大化</b>                                           |
| ④<br>サプライチェーン/<br>オペレーション統合 | 製造・物流リソース共有：梱包材やテープなどの共同調達、倉庫・配送チャネル（在庫も含む）の共有によるスケールメリット獲得                                            |
|                             | クラウド型オペレーション強化：ラクスルが保有する受注～製造～出荷までの自動連携システムを一部導入し、人手依存から脱却。 <b>原価管理手法を導入</b> 。                         |

(出所：CGS、ラクスル)

図表 6：ダンボールワンの PMI での支援体制



(出所：会社資料)



### ③ 24 年 7 月期に買収した 5 社の利益貢献、ROIC は高い。25 年 7 月期に公表した買収案件も非常にリーズナブル。

○24 年 7 月期に買収した 5 社（ラグスルファクトリー、AmidA ホールディングス、Wild Side、エーリンクサービス、Antoo）の PMI パフォーマンスは良好。この 5 社に連結化したペライチを含めた 6 社の EBITDA は、25 年 7 月期に買収前の 2 倍強に増加する模様である（図表 7 参照）。営業赤字であるペライチを除いた 5 社の 25 年 7 月期予想 EBITDA を使用すれば、EV/EBITDA は 3 倍弱（CF ベースの投資額を使用）になる。この 5 社合計の Cash ROIC も、CGS の推定では 25 年 7 月期で 12-13% に達する。垂直統合型でシナジーが出し易いラグスルファクトリーが含まれていることもあるが、ダンボールワンの PMI で培った人材とノウハウが、これらの企業の早期 PMI 効果に貢献していると考えられる。

図表 7：過去 2 年で買収した企業の EBITDA パフォーマンス



(出所：会社資料)

○25 年 7 月期には、4 件の買収を発表。2024 年 11 月に印刷ブローカレッジの会社を、2025 年 1 月にオールマーケ（ウェブマーケティングの代理店）を買収した。ただし、25 年 7 月期 2Q の CF 表に記載された 2 社の投資額は 4,000 万円（買収金額から買収先の現預金を引いた数字）であり、のれん代も影響額が小さい模様。収益や ROIC への影響は軽微とみられる。また、図表 8 に示したように 2025 年 7 月にメーリングジャパン（ダイレクトメールの発送事業）、2025 年 8 月に丸玉工業・丸玉ウェル（オリジナル紙袋の製造・販売）の買収を予定している。買収金額は非公表であるが、CF 表ベースの 3 社への総投資額は数億円（1 桁前半億円）と見られ、非常にリーズナブルな買収と推定される。メーリングジャパンは、日本郵便の代理店であり、ラグスルグループのダイレクトメールのコストを下げる効果（0.4-1.0 億円と会社側は想定）がある。投資額は 1-2 年で回収が可能。丸玉工業は、EBITDA で 0.7 億円程度が想定され、キャッシュリッチな企業であるため、EV/EBITDA は低いと推定される。両社計の 1 年後の EV/EBITDA は 3 倍程度となろう。加えて、丸玉工業の買収に関しては、中堅・中小グループ化税制（中小企業事業再編投資損失準備金）の適用を受ける。買収金額の 90% を 10 年間同準備金に積み立て、初年度に損金算入できる（損金分に対応する税負担が減る）。そのため、買収初年度の CF で見れば買収金額は小さくなる。なお、同準備金は 11 年目から 5 年間をかけて取り崩されるため、15 年間で見れば税効果はない。また、準備金は BS には計上されず、P/L への影響もない。CF 表の営業 CF の項目である税負担が減少するのみ。よって、Cash ROIC へのプラス影響（10 年間）は、現預金のみ。

図表 8：丸玉工業、メーリングジャパンの買収概要

| <div>  <b>RAKSUL</b> </div> <div>3 社の子会社化</div> <div> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 調達プラットフォームの製品開発及びサプライ強化を目的として、丸玉工業株式会社、丸玉ウェル株式会社及び株式会社メーリングジャパンの株式を取得予定</li> <li>■ 丸玉工業の株式取得にあたっては、産業競争力強化法に基づく特別事業再編計画が経済産業省より認定されており、中堅・中小グループ化税制（中小企業事業再編投資損失準備金）の適用を受ける</li> </ul> </div> |                                                                                                                                                                                |                                                                                                                                                        |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               | 丸玉工業株式会社・丸玉ウェル株式会社                                                                                                                                                             | 株式会社メーリングジャパン                                                                                                                                          |
| 事業概要                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>- オリジナル紙袋の製造・販売</li> <li>- 就労継続支援A型事業所の運営</li> </ul>                                                                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「ゆうメール」によるダイレクトメールの発送代行（日本郵便株式会社の代理店）</li> <li>- 郵便物の宛名印字、封入・封緘業務</li> </ul>                                  |
| 目的                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                            | <div>商品・機能の拡充</div> <ul style="list-style-type: none"> <li>- ダンボールと顧客親和性の高い、手提げ紙袋の製造及び販売機能の強化</li> <li>- 障がい者就労支援事業のノウハウを獲得し、ラクスルグループ全体の障がい者雇用を促進</li> </ul>                   | <div>サプライ強化</div> <ul style="list-style-type: none"> <li>- グループ内でダイレクトメールの印刷から発送までを一貫して対応できるオペレーション機能とノウハウの獲得</li> </ul>                               |
| 業績への影響                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025年8月より調達プラットフォームに連結</li> <li>- 安定した顧客基盤による売上高成長を実現</li> <li>- 2026年7月期の連結業績への貢献は、売上高9億円程度、売上総利益3億円程度、EBITDA 0.7億円程度を見込む</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>- 2025年7月より調達プラットフォームに連結</li> <li>- 年間で0.4-1億円程度の売上総利益への貢献を見込む</li> <li>- 買収関連費用が今期4Qに0.3億円程度計上される予定</li> </ul> |

（出所：会社資料）

○一方で、2025 年 3 月に、ペライチの完全子会社化（39.7%出資→100%出資）も実行されている。有価証券報告書の記載によれば、取得金額は 18.8 億円。2020 年 9 月の出資額 4.9 億円と合わせ、23.7 億円の総投資額となった。2023 年 4 月に投資した SMBCCP からの買い取りである。既に連結化されているため、追加出資分はのれん代にはならず、資本準備金の減額で B/S に反映される。よって、Cash ROIC へのマイナス影響は現預金の減少分となる。ペライチは、25 年 7 月期までは営業赤字。ただし、単月黒字化は果たせているため、26 年 7 月期には黒字化する予定である。

○なお、2025 年 7 月 22 日に株式会社 FUSION（デジタルマーケティング専門の広告代理店；売上純額 9.9 億円、EBITDA4900 万円の赤字、買収金額非公表）の買収が開示されているが、詳細情報がないため、今レポートでの記載は割愛する。

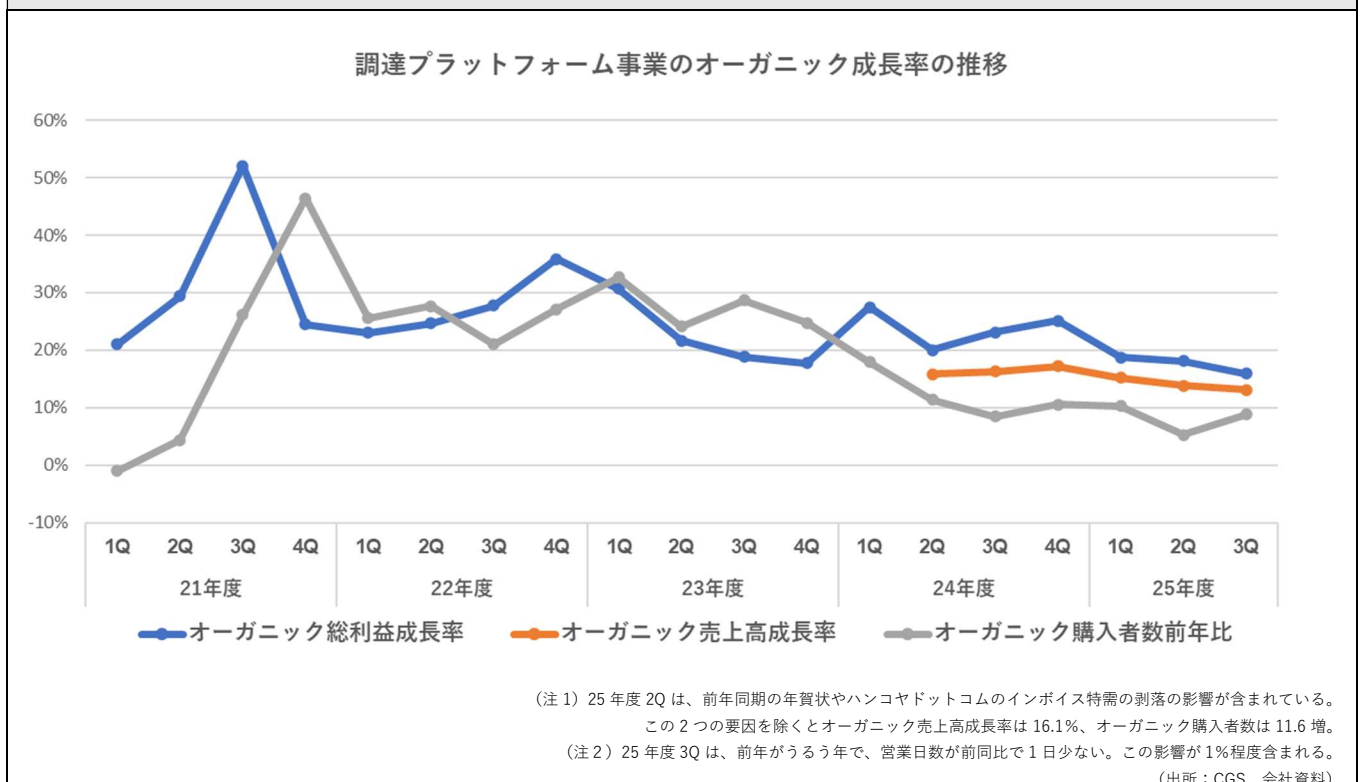


#### ④ 4Q 以降の売上モメンタムは改善へ向かおう

○CGS では、M&A の効果を含め Cash ROIC 等の改善は Valuation にプラスに働いていると推定しているものの、25 年 7 月期のオーガニック成長率が若干鈍化した影響が新たにリスク視されている可能性があると考えている。これは、ラクスルエンタープライズが急成長しているにも関わらず、調達プラットフォーム事業のオーガニック売上成長率が徐々にではあるが鈍化しているためである。ただし、ダンボールワンとの ID 統合前（25 年度 3Q に完了）だったため、マーケティング費用を ROI 重視で抑えていた影響も大きい。今後 CGS では、25 年 7 月期 4Q より、調達プラットフォーム事業のオーガニック売上成長率は改善に向かう可能性が高いと考える。ドライバーとなる理由は、①ダンボールワンとのクロスセルに向けマーケティングを強化すると予想されること、②ラクスル DM 便（ダイレクトメールを低価格短納期で提供するサービス、4Q で 1%の成長率押し上げ要因）の開始すること、③新サービス「パーソナライズ DM」の貢献、などが要因。売上モメンタムの回復が確認されれば、Valuation 面でプラスに働こう。

「パーソナライズ DM」は、顧客データや行動履歴に応じて内容を出し分けるダイレクトメール（DM）サービスで、通常ハガキや圧着ハガキ、ギフト付き DM など約 30 種類のフォーマットから最適な形式を自動選定できる業界初のサービス。各 DM には固有 QR コードが付与され、受け手のアクセス情報をリアルタイムで営業担当者に通知。これにより、反応の見える化とタイムリーな営業連携が可能となり、CRM（Customer Relationship Management；顧客関係管理）などとの連携による高度なターゲティングと施策自動化を実現できる点が大きな差別化要因。「パーソナライズ DM」は、従来の“ばらまき型”紙 DM とは一線を画す、データドリブン型のオーダーメイド DM 配信サービスである。

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



## 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 |
| <strong>損益計算書:</strong>     |       |        |        |        |        |        |        |         |           |           |           |
| 売上高                         |       | 33,980 | 41,018 | 51,121 | 62,000 | 75,205 | 91,284 | 110,169 | 110,169   | 136,965   | 94,794    |
| 売上原価                        |       | 24,176 | 28,722 | 33,929 | 40,503 | 48,496 | 58,095 | 69,406  | 69,406    | 83,549    | 62,564    |
| 総利益                         |       | 9,804  | 12,296 | 17,192 | 21,497 | 26,709 | 33,188 | 40,762  | 40,762    | 53,416    | 32,230    |
| 販売管理費                       |       | 9,342  | 10,531 | 14,669 | 17,797 | 21,767 | 25,857 | 30,165  | 30,165    | 37,714    | 26,283    |
| 営業利益                        |       | 462    | 1,765  | 2,523  | 3,700  | 4,942  | 7,331  | 10,598  | 10,598    | 15,703    | 5,947     |
| 税前利益                        |       | 497    | 2,502  | 3,430  | 4,498  | 4,799  | 7,290  | 10,563  | 10,563    | 15,661    | 5,913     |
| 税金                          |       | -524   | 1,173  | 1,388  | 1,785  | 1,870  | 2,576  | 3,555   | 3,555     | 5,344     | 2,082     |
| 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  | 2,713  | 2,929  | 4,715  | 7,008   | 7,008     | 10,317    | 3,830     |
| EBIT                        |       | 462    | 1,765  | 2,523  | 3,700  | 4,942  | 7,331  | 10,598  | 10,598    | 15,703    | 5,947     |
| 減価償却費・のれん代償却                |       | 474    | 726    | 1,549  | 1,918  | 2,271  | 2,621  | 3,060   | 3,060     | 4,958     | 2,423     |
| EBITDA                      |       | 936    | 2,491  | 4,072  | 5,618  | 7,213  | 9,953  | 13,658  | 13,658    | 20,660    | 8,370     |
| 株式報酬費用                      |       | 695    | 652    | 473    | 350    | 400    | 400    | 400     | 400       | 400       | 400       |
| EBITDA (Non-GAAP)           |       | 1,634  | 3,145  | 4,547  | 5,968  | 7,613  | 10,353 | 14,058  | 14,058    | 21,060    | 8,770     |
| EBITA (Non-GAAP)            |       | 1,404  | 2,912  | 3,927  | 5,157  | 6,490  | 8,923  | 12,294  | 12,294    | 18,470    | 7,215     |
| 当期利益 (Non-GAAP)             |       | 2,036  | 2,518  | 3,533  | 4,170  | 4,478  | 6,306  | 8,704   | 8,704     | 13,084    | 5,098     |
| 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     | 45     | 48     | 77     | 113     | 113       | 167       | 62        |
| Cash EPS (Non-GAAP)         |       | 33     | 41     | 58     | 68     | 73     | 103    | 141     | 141       | 212       | 82        |
| 配当金                         |       | 0      | 0      | 2      | 3      | 3      | 5      | 8       | 8         | 33        | 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%       | 28%       | 28%       |
| 売上高営業利益率                    |       | 1%     | 4%     | 5%     | 6%     | 7%     | 8%     | 10%     | 10%       | 11%       | 6%        |
| 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%       | 9%        |
| <strong>キャッシュフロー表:</strong> |       |        |        |        |        |        |        |         |           |           |           |
| 当期利益                        |       | 1,021  | 1,329  | 2,118  | 2,713  | 2,929  | 4,715  | 7,008   | 7,008     | 10,317    | 3,830     |
| 減価償却費・のれん代償却                |       | 474    | 726    | 1,549  | 1,918  | 2,271  | 2,621  | 3,060   | 3,060     | 4,958     | 2,423     |
| 運転資金増減                      |       | -314   | 170    | -229   | -246   | -970   | -1,247 | -1,537  | -1,537    | -1,960    | -1,497    |
| 営業CF                        |       | 837    | 2,902  | 2,705  | 4,537  | 4,008  | 5,564  | 7,917   | 7,917     | 12,235    | 4,427     |
| 設備投資                        |       | -149   | -152   | -563   | -1,200 | -978   | -1,187 | -1,432  | -1,432    | -1,370    | -1,612    |
| FCF (営業CF-設備投資)             |       | 688    | 2,750  | 2,142  | 3,337  | 3,030  | 4,378  | 6,485   | 6,485     | 10,865    | 2,816     |
| 買収資金                        |       | -2,176 | 274    | -2,552 | -2,024 | -3,000 | -3,000 | -3,000  | -3,000    | -8,000    | -1,000    |
| 配当金支払い                      |       | 0      | 0      | 0      | -182   | -196   | -316   | -491    | -491      | -2,063    | -192      |
| FCF (営業CF-投資CF-配当金)         |       | -1,971 | 3,199  | -3,310 | 1,131  | -166   | 1,062  | 2,994   | 2,994     | 802       | 1,624     |
| 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  | -1,800 | 0      | -500   | -2,000  | -2,000    | -2,000    | -2,000    |
| 現預金増減                       |       | 235    | 962    | 2,361  | -1,369 | -166   | 562    | 994     | 994       | -1,198    | -376      |
| <strong>CF転換率</strong>      |       |        |        |        |        |        |        |         |           |           |           |
| 営業CF/EBITDA                 |       | 89%    | 116%   | 66%    | 81%    | 56%    | 56%    | 58%     | 58%       | 59%       | 53%       |
| FCF/当期利益                    |       | 67%    | 207%   | 101%   | 123%   | 103%   | 93%    | 93%     | 93%       | 105%      | 74%       |
| <strong>貸借対照表:</strong>     |       |        |        |        |        |        |        |         |           |           |           |
| 現預金                         |       | 13,682 | 14,644 | 17,014 | 15,645 | 15,479 | 16,041 | 16,473  | 16,473    | 10,063    | 16,081    |
| 売掛債権                        |       | 4,903  | 4,718  | 5,770  | 6,469  | 7,978  | 9,844  | 12,073  | 12,073    | 15,010    | 10,388    |
| 在庫                          |       | 209    | 295    | 804    | 769    | 1,057  | 1,429  | 1,902   | 1,902     | 1,602     | 2,571     |
| 流動資産                        |       | 19,660 | 20,589 | 24,981 | 24,625 | 26,678 | 30,003 | 33,751  | 33,751    | 31,003    | 31,652    |
| 有形固定資産                      |       | 373    | 294    | 1,328  | 1,919  | 2,674  | 3,331  | 3,899   | 3,899     | 6,804     | 2,944     |
| 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  | 7,315  | 8,267  | 9,175  | 9,979   | 9,979     | 18,226    | 6,681     |
| 固定資産                        |       | 8,973  | 12,076 | 18,882 | 18,962 | 21,192 | 23,308 | 25,263  | 25,263    | 36,415    | 21,009    |
| 総資産                         |       | 28,633 | 32,665 | 43,863 | 43,587 | 47,870 | 53,311 | 59,013  | 59,013    | 67,418    | 52,661    |
| 短期有利子負債                     |       | 2,495  | 2,447  | 9,387  | 7,587  | 7,587  | 7,087  | 5,087   | 5,087     | 5,087     | 5,087     |
| 買掛債務                        |       | 3,234  | 3,299  | 3,825  | 4,243  | 5,070  | 6,061  | 7,226   | 7,226     | 9,156     | 5,999     |
| 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 | 16,601 | 17,428 | 17,919 | 17,084  | 17,084    | 19,014    | 15,857    |
| 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 | 26,863 | 27,753 | 28,309 | 27,544  | 27,544    | 29,474    | 26,317    |
| 純資産                         |       | 9,312  | 13,909 | 15,678 | 16,724 | 20,117 | 25,002 | 31,470  | 31,470    | 37,944    | 26,344    |
| 負債純資産合計                     |       | 28,633 | 32,665 | 43,863 | 43,587 | 47,870 | 53,311 | 59,013  | 59,013    | 67,418    | 52,661    |
| <strong>CCC</strong>        |       |        |        |        |        |        |        |         |           |           |           |
| 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%    | 17%    | 16%    | 21%    | 25%     | 25%       | 32%       | 16%       |
| ROIC (投下資本に現金を含む)           |       | 5%     | 4%     | 5%     | 7%     | 9%     | 12%    | 15%     | 15%       | 21%       | 9%        |
| ROIC (投下資本から現金を除く)          |       | 7%     | 5%     | 7%     | 9%     | 11%    | 15%    | 19%     | 19%       | 23%       | 12%       |
| Cash ROIC (投下資本に現金を含む)      |       | 7%     | 6%     | 8%     | 10%    | 12%    | 14%    | 18%     | 18%       | 25%       | 11%       |
| Cash ROIC (投下資本から現金を除く)     |       | 20%    | 14%    | 15%    | 18%    | 20%    | 24%    | 28%     | 28%       | 30%       | 19%       |
| ネット有利子負債/EBITDA             |       | -1.7   | -0.5   | -0.2   | 0.2    | 0.1    | 0.1    | -0.1    | -0.1      | 0.3       | -0.2      |
| 1株当たりネットキャッシュ               |       | -4.1   | 44.6   | -22.5  | -15.6  | -18.2  | -0.8   | 38.5    | 38.5      | -65.2     | 32.2      |

## 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もありません。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。