

タギング・ソリューションで社会課題を解決する企業、独自の事業モデルで拡大する需要を捉える

サトーは1940年創業、1962年に国内初のハンドラベラー（価格等を印字して商品に貼付けるハンディなプリンタ）の販売を開始、1965年には印字品質を担保するためラベル製造も開始し、スーパーマーケットとともに成長してきた。1981年に熱転写式バーコードプリンタを開発し、バーコードの世界的普及に貢献。1990年以降は、メカトロ（プリンタ等）とサプライ（ラベル等）の双方を顧客に供給可能であることを活かし、モノ売りからコト売り、すなわちタギング・ソリューション事業への転換を図った。

サトーの企業DNAは「社員の力を結集し、タギングを通じて社会の発展に貢献する姿勢」、そして模倣困難性は「タギング・ソリューション企業としてメカトロ（ラベルプリンタ）とサプライの双方の商品を持つことで培われた顧客への提案力」と考える。結果としてプリンタ、自動貼り機、ソフトウェア、サプライから保守に至るまで、タギングに関する全てをグローバルに直販供給可能な唯一無二のビジネスモデルを有する強みを持っている。

中期経営計画（25/3～29/3期）ではコアビジネス強化、新たな収益基盤（Perfect and Unique Tagging）、経営基盤の強化の3点の施策に取り組む。2月12日発表の25/3期Q3決算では国内の粗利率改善、及び海外にて競争力のあるエントリーモデルの上市など好材料が揃い、今後の業績拡大への期待も高まる状況。営業部門の意識改革により国内の粗利率が改善し始めたこと、海外ソリューション事業拡大への準備が整いつつあること等、足下で変化の兆しがある。特に国内の粗利率改善の継続性に注目したい。

現在、人手不足を背景とした各産業の業務効率化、地球環境保全、トレーサビリティ強化など、世界共通の深刻な社会課題が浮上している。同社独自のタギング・ソリューションは、こうした課題解決の手段として、事業機会が今後大きく拡大するだろう。中計の施策を着実に進めてROICを改善し、企業価値上昇に繋げることが期待される。

25/3期会社計画ベースのPERは9.8倍、24/3期実績ベースのPBRは1.0倍と低位に留まる。弊社の考えるエクイティストーリーは「日本国内のソリューション展開で脈々と積み上げた現場の知見を活かし、未だモノ売り中心の海外をソリューション売りに自ら変革することで、急成長する自動認識市場にて世界シェアを引き上げること」である。エクイティストーリーの実現性が高まれば、株価は上昇に向かうだろう。

株価・出来高（過去1年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(3/31)	2,110
52週高値(24/4/10)	2,338
52週安値(24/8/5)	1,733
上場来高値(2018/9/26)	3,795
上場来安値(2009/3/13)	634
発行済株式数(百万株)	32.5
時価総額(十億円)	68.5
EV(十億円)	63.2
自己資本比率(24/3、%)	53.8
ROE(24/3、%)	5.2
PER(25/3 会予、倍)	9.8
PBR(24/3 実績、倍)	1.0
配当利回り(25/3 会予、%)	3.5

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/3	109,052	-6.3	5,847	-21.6	5,521	-16.0	12,959	-788.6	385.9	70.0
22/3	124,783	14.4	6,404	9.5	6,057	9.7	3,794	-70.7	112.7	70.0
23/3	142,824	14.5	8,841	38.1	9,068	49.7	4,184	10.3	126.7	72.0
24/3	143,446	0.4	10,383	17.4	8,961	-1.2	3,565	-14.8	110.0	73.0
25/3 会社予想	155,000	8.1	11,400	9.8	10,400	16.1	7,000	96.4	215.8	74.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

エグゼクティブサマリー	3
1. 会社概要	4
2. 沿革	7
3. 社長プロフィール	10
4. タギング・ソリューションで社会に貢献	11
1) ビジネスモデル	11
2) ベース事業とプライマリー事業	12
3) 多くの市場に様々な商品・サービスを提供	13
4) メカトロ及びサプライ品の特徴、及び生産拠点	17
5. セグメント別の業績推移	19
1) 国内（メカトロ、サプライ）の状況	19
2) 海外（米州、欧州、アジア・オセアニア）の状況	21
6. 企業 DNA と模倣困難性	25
1) ポジショニング理論	25
2) 企業 DNA	25
3) 模倣困難性	26
4) エクイティストーリー	28
5) 今後の課題	28
7. 財務戦略	30
8. 業績の動向と今後の見通し	33
1) 短期的な業績動向	33
2) 中期経営計画	36
3) コアビジネス強化（国内事業：利益を生む体質への回復）	37
4) コアビジネス強化（海外事業：持続的・効率的な成長の追求）	40
5) 新たな収益基盤（Perfect and Unique Tagging に向けて）	42
6) 経営基盤の強化	44
9. バリュエーションと株価見通し	45
10. リスク要因	49
11. サステナビリティ経営の推進	50
1) コーポレートガバナンス体制（24/3 期末時点）	50
2) サステナビリティ基本方針	51
3) 価値創造基盤	52
4) 地球環境	52

エグゼクティブサマリー

世界的バーコード普及の一翼を担う

1940年創業の佐藤竹工機械製作所が前身。その後1962年に国内初のハンドラベラー（価格等をラベルに印字して商品に貼るハンディなプリンタ）を投入、1965年には印字・貼付け品質を担保するためにラベル製造も開始し、スーパーマーケットの拡大とともに初期の成長を遂げた。1970年代に登場したバーコードに同社はいち早く対応し、その後1981年に熱転写式バーコードプリンタを投入し、世界的なバーコード普及の一翼を担った。1990年以降はメカトロ（ラベルプリンタ等）とサプライ（ラベル等）の製品ラインアップを同時に有する強みを活かして、ソリューション提供型ビジネスモデルに転換した。同社の中興を支えた2代目社長が創業者の思想をまとめ「三行提報」という独自の仕組みを整備するなど、社員の知恵を結集し改善に繋げる力を備えている強みを持つ。

海外はシェア拡大に至らず

事業セグメントは自動認識ソリューション（国内）、自動認識ソリューション（海外）の2つ。また、同社の顧客は様々な産業分野（マニュファクチャリング、ロジスティクス、リテール、ヘルスケア、フード、公共など）に属している。国内では従前より同社シェアが高いが、2000年以降は他国と比較して景気低迷が続き、同社の事業も成長率がやや頭打ちの期間が継続した。一方、海外は市場規模が大きいことに加えて需要自体が伸張しており、シェアが低い同社はM&A等を活用しながら成長してきた。ただし、シェアは国内ほどの拡大には至っておらず、同社の目指す高付加価値ソリューションの横展開については道半ばといえる。

企業DNAと模倣困難性

サトーの企業DNAは「社員の力を結集し、タギングを通じて社会の発展に貢献する姿勢」、であると我々は考える。また、ハンドラベラーからバーコード用ラベルプリンタに展開し、スーパーマーケットの“現場視点”で顧客のニーズを直接吸い上げてきた経緯を踏まえ、サトーの模倣困難性は「タギング・ソリューション企業として、メカトロ（ラベルプリンタ）とサプライの双方の商品を併せ持つことで培われた顧客への提案力」、と考える。結果としてプリンタ、自動貼り機、ソフトウェア、サプライから保守に至るまで、一気通貫でグローバルに直販供給可能な唯一無二の事業モデルを有している。

中計では27/3期目標数値を設定

中計（25/3～29/3期）で同社は、コアビジネス強化（日本／海外）、新たな収益基盤（Perfect and Unique Tagging）、経営基盤の強化という3点の施策を掲げている。27/3期の目標数値は売上高1,600億円、営業利益115億円、営業利益率7.2%、ROIC7%、PBR1.5倍としている。欧州の一時的な好調が今後剥落する中、海外ソリューション展開を加速することで事業成長し、更に高付加価値ビジネスを増やすことでROIC改善を進める方針。営業部門の意識改革により国内の粗利率が改善し始めたこと、海外ソリューション事業拡大の準備が整いつつあること等、足下で変化の兆しがある。特に国内の粗利率改善の継続性に注目したい。

世界共通の社会課題解決に貢献

現在、人手不足を背景とした各産業での業務効率化、地球環境保全、トレーサビリティ強化など、世界共通の深刻な社会課題が次々に浮上している。同社のタギング・ソリューションは、こうした社会課題の解決に貢献することが期待される局面を迎えている。同社の築いてきた模倣困難性を活かし、中計に掲げた施策を着実に実行することで、事業規模を拡大するオポチュニティを獲得できる可能性が高まるだろう。

エクイティストーリー実現性が高まれば株価上昇が期待される

25/3期会社予想ベースのPERは9.8倍、24/3期実績ベースのPBRは1.0倍と低位に留まっている。直近ではサプライの原価上昇に対応した価格改訂効果が発現しはじめたことに加え、メカトロも海外代理店での在庫調整が終了し、業績が拡大傾向。中長期的には、弊社の考えるエクイティストーリー「日本国内のソリューション展開で脈々と積み上げた現場の知見を活かし、未だモノ売り中心の海外をソリューション売りに自ら変革することで、急成長する自動認識市場にて世界シェアを引き上げること」の実現性が高まれば、株価上昇が期待される。

1. 会社概要

25年4月より持株会社体制を解消し、株式会社サトーとして再出発

同社は直近の2025年3月末までサトーホールディングス株式会社（株式会社サトーの株式100%を保有）としてプライムに上場。25年4月以降は持株会社体制を解消し、株式会社サトーとして再出発したことになる。

図表 1. サトーグループの組織図

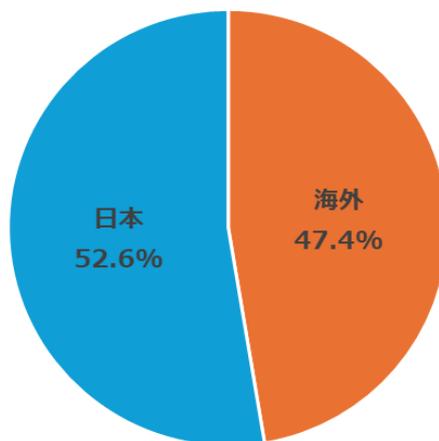


出所：会社資料

自動認識ソリューション（国内）と自動認識ソリューション（海外）の2セグメント構成

現在、同社の事業は自動認識ソリューション（国内）、自動認識ソリューション（海外）の2つのセグメントから成る。自動認識ソリューションとは、DCS（Data Collection System）&ラベリングという同社ビジネスモデルを実現するための商品やサービスである。具体的にはプリンタ、ラベル、ソフトウェア、保守サポート等や、それらの組み合わせを指している。なお、海外事業には、2012年のAchernar社（アルゼンチン）、2014年のOkil社（ロシア）、2015年Prakolar Rotulos Autoadesivos社（ブラジル）などM&Aで獲得した企業も含まれている。

図表 2. サトーのセグメント別売上高構成（24/3期実績）

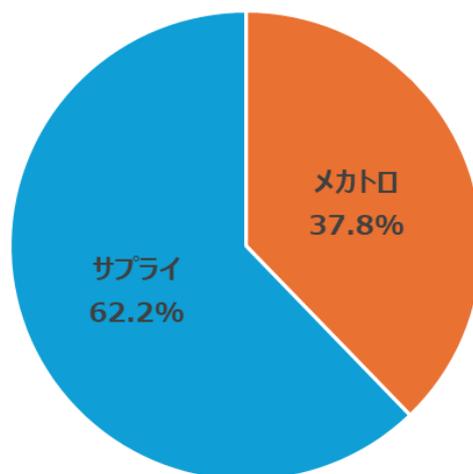


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

商品・サービスで分類すると、メカトロとサプライ品

商品・サービスで分類すれば、同社の製品はメカトロニクス（以下、メカトロ）とサプライ品（以下、サプライ）が存在する。メカトロはプリンタ、ラベル貼付け機器、スキャナー、ハンドラベラー等のハードウェア、並びにソフトウェアや保守サポートを指す。一方でサプライは可変情報ラベル、RFID タグ、プライマリーラベル（商品シール）、リボン等の消耗品を指す。なお、可変情報ラベルとは、バーコードや商品価格、製造年月日、消費期限など顧客の現場で変化する情報を印字するもの。なお、一般にサプライの利益率はメカトロに比べて低い。しかしながら、サプライは継続的な需要が見込まれるため、業績の安定化に貢献する。売上高に占めるサプライ比率は、以前より概ね 60%前後で安定的に推移している。

図表 3. サトーの商品別売上高構成（24/3 期実績）

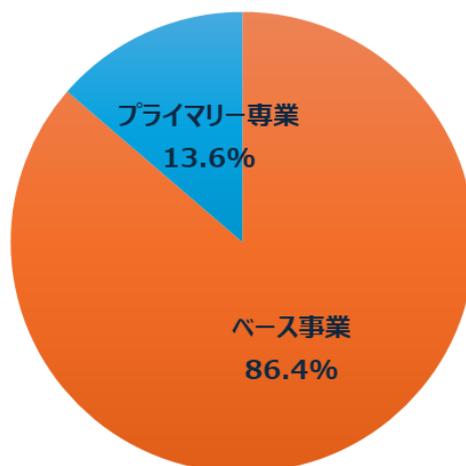


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

事業形態では、ベース事業とプライマリー事業

同社における事業形態では、ベース事業とプライマリー事業に分別される。ベース事業は可変情報のタギング（モノや人に ID・位置などの情報を物理的にヒモ付けすること）を実現する一方、プライマリー事業は固定情報のタギングを担っている。国内はベース事業が大半を占めるが、海外はベース事業とプライマリー事業が混在している。なお、海外プライマリー事業は、2014 年以來 M&A で獲得した企業が主体となって手掛けている。

図表 4. サトーの事業形態別売上高構成（24/3 期実績）

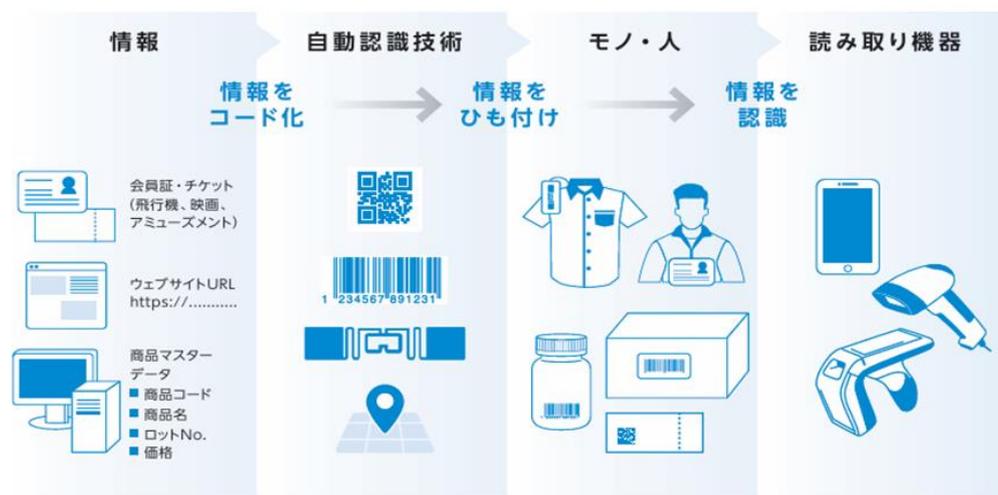


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

タギング・ソリューションでモノ・人の動きを最適化

同社の事業ドメインであるタギングは、様々な現場でモノや人の ID・位置などのスモールデータを収集する仕組み。ビッグデータや AI 活用が進む現在、あらゆる産業におけるモノ・人の動きを最適化し、持続可能な社会の実現に貢献するポテンシャルがますます高まっている。同社では、既存分野の収益力強化を進めると同時に、新しい産業分野で付加価値の高いタギング・ソリューションをいち早く提供し、中長期的な業績成長を目指す。

図表 5. タギング・ソリューションとは何か

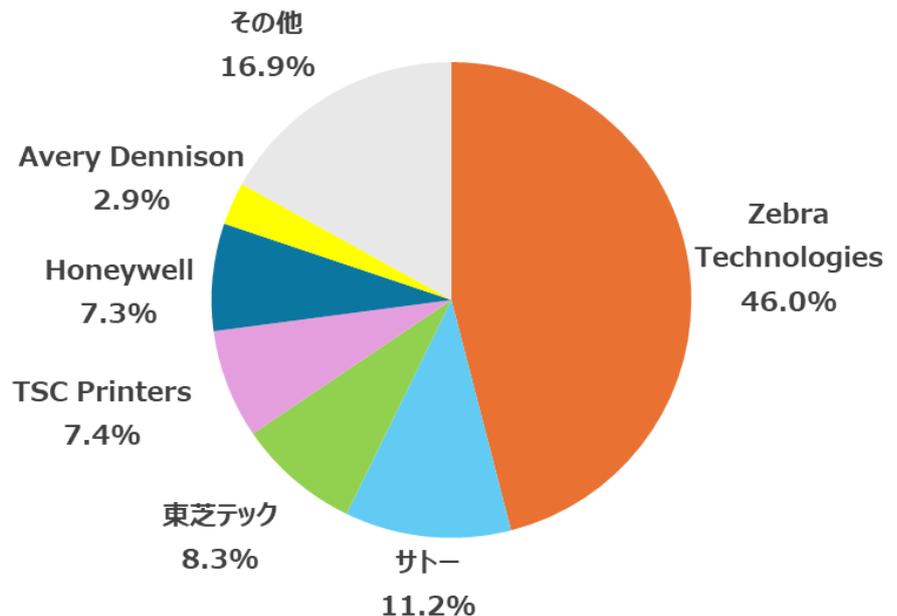


出所：会社資料

世界シェア：プリンタでは Zebra Technologies に次いで 2 位

ラベルプリンタの世界市場シェアは、首位の Zebra Technologies (ZBRA NASDAQ) に次いで同社は 2 位。他の競合は東芝テック (6588 東証プライム)、TSC Printers (3611 TWO)、Honeywell (HON NASDAQ)、Avery Dennison (AVY NYSE)、シチズンシステムズ、寺岡精工、等。一方、サプライ品の競合は大阪シーリング印刷 (非上場)、フジシールインターナショナル (7864 東証プライム)、Avery Dennison、CCL Industries (CCL.B CA)、Multi-Color (LABL NASDAQ)、等となっている。Zebra 社に代表されるプリンタの競合他社は、ビッグデータを収集するためのハードウェアを販売し顧客の持つシステムと繋げる、いわゆる「上位起点」のソリューションを提供している。一方、サトーは顧客の現場にてデータを収集する際の問題を抽出し、プリンタ等のハードウェアやサプライ品供給を通じて「現場起点」のソリューションサービスを提供する。サトーはメカトロ (プリンタ等) とサプライの双方を有することで、こうした独自の「現場起点」のソリューションを提案可能であるというユニークな事業モデルといえる。

図表 6. ラベルプリンタの世界市場シェア (2022 年)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 沿革

佐藤竹工機械製作所が前身、竹製組立箱の普及に尽力

サトーの前身となる佐藤竹工機械製作所は 1940 年、創業者の佐藤陽氏（1921-2001、当時 19 歳）が、父・清治とともに発明した竹製組立箱の加工機械を事業化するために創業された。竹製組立箱とは、竹を素材として使った組み立て式の箱である。軽量・堅牢で環境負荷が低く、かつ部品を分解して平らにできるため、輸送や保管が容易で省スペース化が可能。このような特徴を活かし、物資の輸送や保管に適した竹製組立箱のニーズが急速に高まった。同社は、低コスト大量生産を実現できる竹工機械の販売量を伸ばし、1951 年に株式会社佐藤竹工機械製作所となった。特に戦後、アジアの復興のために竹工機械を供給し、創業者自らフィリピン、インド、ミャンマー（当時はビルマ）、タイ等に赴き技術指導を行った。このとき、アジア諸国から受けた多大なる支援に対する感謝の気持ちが、その後の同社事業発展へのベースとなった。

ハンドラベラーの生産・販売を開始、その後バーコード対応プリンタを拡販

その後、佐藤陽氏は国内で初めてハンドラベラーの開発に成功し、1962 年より生産・販売を開始した。ハンドラベラーは小型プリンタの一種であり、商品に対して値段・製造年月日等の印字（文字情報を印刷）したラベルを手軽に貼付けることができる装置。ハンドラベラーの需要はスーパーマーケットの成長とともに拡大した。その後、ハンドラベラーは小売業界における必需品として日本から海外に広まり、現在でも世界中で使用されている。1970 年代になると文字に代わってバーコード（縞模様状の線の太さによって数字や文字を表す識別子）ラベルが登場。同社はバーコード印刷が可能なハンドラベラーをいち早く開発して市場に投入し、バーコード実用化の一翼を担った。当時のバーコード用プリンタは感熱式を採用していたが、熱や光によって数日で印字が薄くなるという欠点があった。その後 1981 年に、同欠点を解消し耐久性を高めた世界初の熱転写式バーコードプリンタ「M-2311」を開発し、バーコードの世界的な普及に大きく貢献した。同時に、プリンタ用ラベルも自社製造を開始した。アパレル・物流・製造・ヘルスケアといった各業界の用途に合わせたプリンタとラベルを提供し、バーコードが適用可能な市場領域を拡大することに成功した。こうした取り組みの中

で、顧客に適したタギング・ソリューションを提案するための基盤となる「現場力」が培われたことになる。

1980年以降は海外展開を積極的に進める

1980年以降の同社は、グローバルな事業拡大を目指して海外展開を本格化。まず1986年にマレーシア工場を設立し、ハンドラペラーの製造を開始した。1987年にはアメリカとシンガポール、1989年にドイツに現地法人を設立。1996年にはイギリス Nor Systems 社を買収した。また、2004年にはベトナム工場を設立し、プリンタの製造を開始した。2005年にはフランス L'etiquetage Rationnel 社、2006年にはアメリカ Checkpoint Systems 社を買収し、海外事業の強化を図った。世界的な自動認識技術の普及とともに、同社も成長を遂げたことになる。

1997年に東証1部上場を果たす

1990年に株式会社サトー（1974年に商号変更）は株式を店頭登録、1994年東証2部上場、1997年東証1部上場を果たした。なお、2代目社長で創業者の娘婿であった藤田東久夫氏（1951-2011）は1990年に社長に就任（入社は1985年）。

DCS&ラベリングを提唱

藤田東久夫2代目社長は、DCS（Data Collection System）&ラベリングという考え方を提唱し、サトーがソリューション提案型企業に変貌するための先鞭を付けた。2000年以降はIT技術の進展でモノの動きの管理が高度化し、現場におけるデータ収集の重要性がますます高まった。このトレンドに対して、同社はハードウェア、ソフトウェア、サプライ、保守をトータルで提案する「自動認識ソリューション」事業を強化した。

医療分野にも進出

医療事故が頻発した2000年前後には、患者の情報を印字したリストバンドの提供や、医療用に適したコンパクトなプリンタである「レスプリ」を発表。2015年には遠隔で予防保守が可能なラベルプリンタ「スキャントロニクス CL4/6NX-J」を発売した。

持株会社体制を2025年4月より解消

なお、同社はグループ経営の効率化、事業別の意思決定の迅速化、M&A推進などを理由に、2011年10月に持株会社へ移行し、サトーホールディングス株式会社に商号変更した。ただし現在は収益力を強化するために、日本事業と海外事業の管理を一元化し、メカトロ、サプライそれぞれの商品企画・開発・生産・営業をグローバルで最適化するシンプルな体制の再構築を推進。前述のように2025年3月末にて持株会社を解消し、4月1日より再び商号を株式会社サトーに改めた。

図表 7. サトーの沿革

1940年	佐藤式竹工機械製作所として創業
1951年	株式会社佐藤竹工機械製作所を設立
1960年	サトー機工株式会社に社名変更
1962年	携帯式値付け機 ハンドラベラーの製造・発売開始
1974年	株式会社サトーに社名変更
1981年	世界初の熱転写方式バーコードプリンタ「M-2311」を発売
1986年～	マレーシア、アメリカ、シンガポール、ドイツに現地法人設立
1990年	日本証券業協会に店頭登録
1994年	東京証券取引所 市場第二部に株式を上場
1996年	イギリス Nor Systems Ltd.の株式を取得し、連結子会社化
1997年	東京証券取引所 市場第一部に株式を上場
2000年～	シンガポール、タイ、ポーランド、中国、ベルギー、ベトナム、マレーシア、アメリカ、ドイツ、スペイン、オーストラリア、ニュージーランド、スウェーデンに現地法人設立
2005年	フランス L'etiquetage Rationnel S.A. の株式を取得し、連結子会社化
2006年	ニュージーランド Walker Datavision Ltd.の自動認識技術関連事業部門を譲受
2009年	ソフトウェア開発の株式会社イン・アウトの株式を取得し、連結子会社化
2010年～	オランダ、ドイツ、インド、ベトナム、オーストラリア、インドネシア、フィリピン、台湾、スイス、メキシコに現地法人設立
2010年	アルゼンチン Nodos S.A.の株式を取得し、連結子会社化 株式会社三協印刷社（2015年、サトーインプレス株式会社に社名変更）の株式を取得し、連結子会社化
2011年	新田工業株式会社の株式を取得し、サトーマテリアル株式会社を設立。連結子会社化 ブラジル Europen Do Brasil Ltda.（2012年、SATO Auto-ID do Brasil Ltda.に社名変更）の株式を取得し、連結子会社化 純粋持株会社体制へ移行し、サトーホールディングス株式会社へ社名変更 中国 無錫松幸有限会社の株式を取得し、連結子会社化
2012年	台湾 Argox Information Co., Ltd.の株式を取得し、連結子会社化 アルゼンチン Achernar S.A.の株式を取得し、連結子会社化 インドネシア PT. Indonagatomi と合併会社 PT. SATO Nagatomi（2016年、PT. SATO Label Indonesia へ社名変更）を設立
2013年	オーストラリア Magellan Technology Pty Ltd の RFID 事業を譲受。SATO Vicinity Pty Ltd を設立
2014年	ロシア Okil-Holding, JSC の株式を取得し、連結子会社化
2015年	ニュージーランド Jenkins Labels Limited のラベル事業を SATO New Zealand Ltd.が譲受 ブラジル Prakolar Rotulos Auto-Adesivos S.A.（2017年、Prakolar Rotulos Autoadesivos Ltda.に社名変更）の株式を取得し、連結子会社化
2017年	イギリス DataLase Ltd.の株式を取得し、連結子会社化（2020年、MBO方式により全株式を譲渡）
2020年	イギリス DataLase Ltd.の全株式を MBO方式にて DataLase Holdings Limited へ譲渡
2022年	東京証券取引所の上場市場を市場第一部からプライム市場へ変更
2023年	アメリカの子会社である SATO International America, Inc. を通じて Stafford Press, Inc.の株式を取得し、子会社化
2025年	持株会社体制を解消し、株式会社サトーへ社名変更

出所：会社資料より戦略ی・アドバイザーズ作成

3. 社長プロフィール

7代目社長として2023年に就任

2023年に就任した7代目の小沼宏行社長は1973年東京生まれの52歳。サラリーマンの父を持つ家庭に育ったが、転校の多い少年時代を過ごす。水泳やバンド活動に精を出す青春を送ったあと、大学卒業後は2社の勤務経験を経て2000年、27歳で3社目となるサトーに入社した。サトーはハローワークで見つけたとのことであり、選んだ理由として創業60年の歴史を持つ大きな会社であること、加えてメーカーに対して良いイメージを抱いていたことを挙げている。

営業マンとして医療分野にて活躍し業績貢献

小沼氏は医療分野担当の営業マンとして7年間務め、その後プリンタ販促部門の係長、課長と昇進し、2012年から医療事業部長（事業部は2010年に発足）となった。サトーは小沼氏が入社する以前の1998年、既に医療分野に参入していたが、2002年に政府の補助金支給に伴い医療現場への電子カルテ導入が進み、そこに接続するプリンタの需要も急激に高まった。このように市場環境が好転した時代であったことも踏まえ、小沼氏は医療分野における自身の大きな業績貢献について、「タイミングが良かったことが主たる理由である」と謙虚に語っている。

プリンタのコモディティ化への危機感

入社後の10年間で印象に残っているのは、まずハードウェアの主力製品であるプリンタがコモディティ化し、価格の下落基調が鮮明になったこと。これにより、会社に危機感が醸成されていった。一方、サトーがメタトロ（ハードウェア）とサプライの双方を手掛けることで、競合Zebra社とは一線を画すユニークな事業モデルを有していることへの自社認識も深まった。顧客との関係においては、現場のニーズを直接把握することを重要視する余り、下請け的な状況が常態化し値下げ圧力にさらされることの厳しさも、営業マン時代に肌で感じていたようだ。

今後のM&A戦略に注目

M&Aに関して最近の社長アクションを振り返ると、5代目の松山一雄氏（現アサヒビール代表取締役）の時代は実施頻度が高かった反面、6代目小瀧龍太郎氏の時代は頻度が低下した。小沼宏行氏は2023年の就任後、まずは収益の健全化を推し進める戦略を採ったが、今後はM&Aの実施頻度を高める可能性もあると我々は考える。ただし、持株会社体制を解消したことからわかるように、社会課題が徐々にグローバルで共通となる中、グループ組織の階層構造をシンプルにし意思決定の迅速化を図るという志向も併せ持つ。よって、今後M&Aを実施する場合、獲得した事業を早期にグループ組織内で有機的に機能させるためのPMI（Post Merger Integration）にも注目したい。

図表 8. サトーの歴代社長

代	社長	社長在任期間	サトー入社
1	佐藤 陽	1951年5月～1990年6月	
2	藤田 東久夫	1990年6月～2003年6月	1985年
3	大塚 正則	2003年6月～2007年6月	1997年
4	西田 浩一	2007年6月～2011年9月	1981年3月
5	松山 一雄	2011年10月～2018年3月	2001年6月
6	小瀧 龍太郎	2018年4月～2023年3月	1988年2月
7	小沼 宏行	2023年4月～現在	2000年7月

出所：有価証券報告書よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. タギング・ソリューションで社会に貢献

タギング・ソリューションとは？

タギング・ソリューションは、様々な現場においてモノや人に ID や状態等の情報（スモールデータ）を付与し、収集する仕組みを指している。サトーはタギングに必要なメカトロ、及びサプライを供給し、顧客にとって最適な仕組み（タギング・ソリューション）を提供する企業と位置づけられる。

1) ビジネスモデル

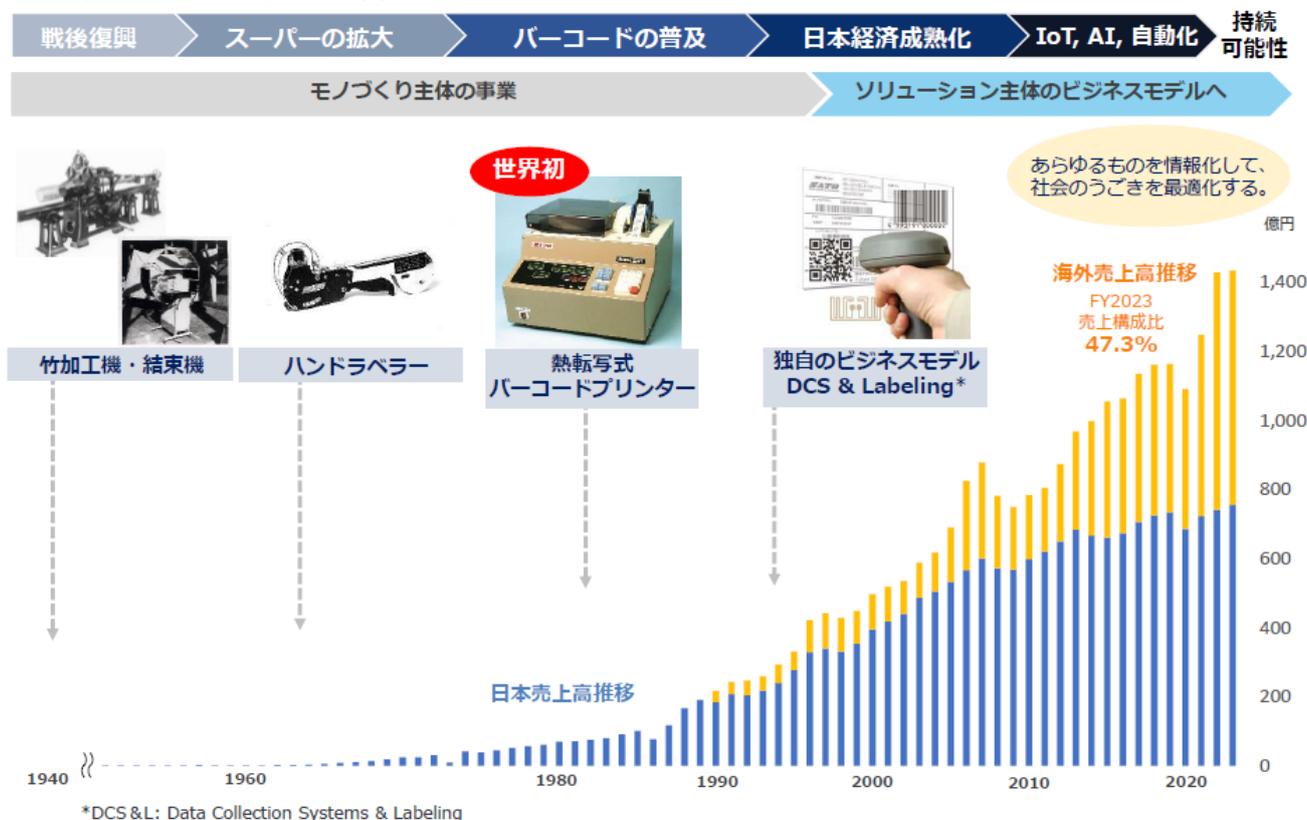
竹加工機からハンドラベラー、そしてバーコードプリンタへ

同社の主力商品は創業期の竹加工機や結束機から、1962 年以降のハンドラベラー、1980 年代の熱転写式バーコードプリンタへと進化した。ここまでは主にモノづくり主体（モノ売り）のビジネスモデルであったといえよう。一方、1990 年代半ば、同社は DCS&ラベリングという考え方を提唱し、ソリューション主体（コト売り）のビジネスモデルに転換したこととなる。また、1990 年代から海外への進出を進め、24/3 期実績では売上高に占める海外比率が 47.3%にまで拡大している。

モノ売りからコト売りのビジネスモデルに転換

モノ売りの時代における顧客のニーズは、例えば現場における労働生産性を上げるために「ラベルをもっと早く発行したい」等であった。同社は供給するハードウェア（例えばプリンタ）の性能向上によって、こうしたニーズに対応していた。ところがコト売りの時代では、顧客の作業現場に出向き、モノに情報を付ける際の人・プリンタの配置やプリンタ性能の選択、サプライ品（例えばラベル）の選定などを提案する。こうした顧客とのコラボにより、例えば生産性を従来比 20%向上させることができれば、「人手が足りない」といった、より根源的な顧客の課題解決への貢献となる。

図表 9. ビジネスモデル進化に伴う売上高成長



出所：会社資料

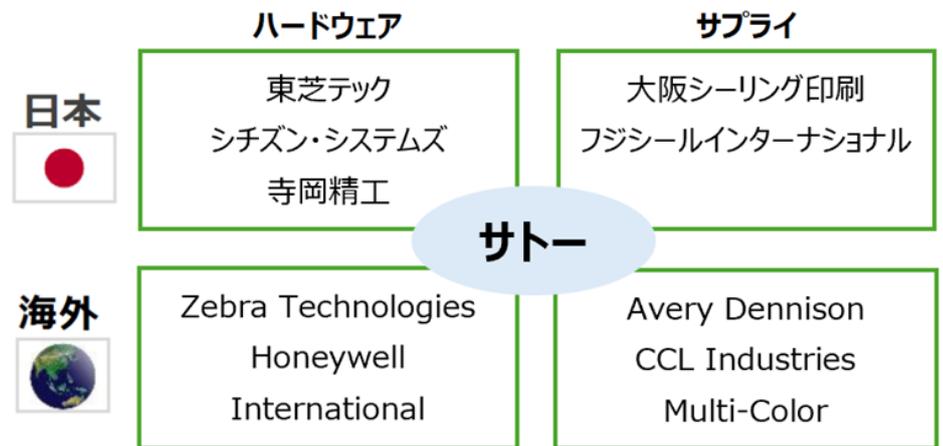
コト売りで顧客に最適ソリューションを提供

サトーがコト売りにこだわる理由は、社会の変化によって刻々と変容する顧客の課題に対して、技術革新を用いて最適なソリューションを継続的に提供したいとの思いがあるからである。ここでいう社会の変化とは、例えばデジタルシフト、産業構造変動、安心・安全への要求、労働力不足、SDGsへの意識の高まり、等が挙げられる。これらに対応するため、サトーはIoT、AI、無線通信技術、センシング、ロボティクスなどの技術革新をタイムリーに取り入れていく方針を採る。

ハードウェア（メカトロ）とサプライ品の双方を持つことが強み

コト売りの実践をするためには、ハードウェア（メカトロ）とサプライの両方の事業を有することが必要となる。タギングを事業領域とする同社が自らサプライを手掛けることで、カバーする多様な業界での現場の知見が蓄積される。そこから派生する継続的な課題解決力が、他社にない強みといえる。そして、メカトロ（例えばプリンタ）とサプライの最適な組み合わせにて実現されるソリューションは、一度構築されると他社にとって代替することが極めて難しくなる。こうして参入障壁を築き、安定的な事業基盤を積み上げることが同社ビジネスの勝ちパターンとなる。

図表 10. 競合マップ ～業界内におけるサトーの立ち位置



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) ベース事業とプライマリー事業

国内はベース事業主体、海外はベースとプライマリーが混在

同社は自動認識ソリューションを、タギングする情報の中身によってベース事業とプライマリー事業に分けて説明している。国内はベース事業が大部分を占めるが、一方で海外はベース事業とプライマリー事業が混在している。

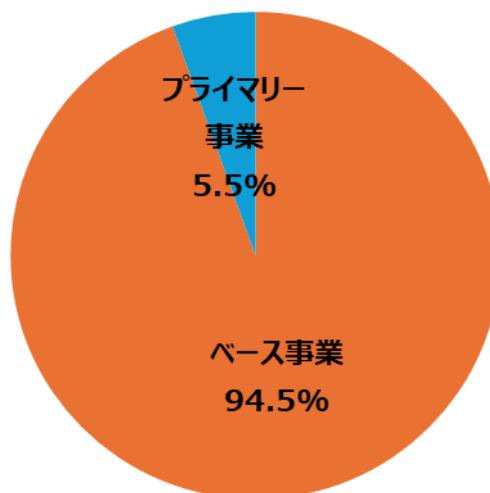
ベース事業は多彩な製品ラインアップ

ベース事業は「可変情報」をタギングするビジネスを指す。「可変情報」とはバーコードや商品価格、製造年月日、消費期限などである。顧客の現場で、ラベルに文字やバーコード（QRコード）を印刷するためのプリンタ、ラベル自動貼付け機、情報を読み取るスキャナー、等のハードウェア（メカトロ）をサトーが販売。同時に、用途に対して最適化されたサプライ（タグ、ラベル等の消耗品）を同時に供給することで、タギングのトータルソリューションを提供する。また、RFIDの普及に併せて、RFID対応のラベルプリンタ、RFIDリーダーライタ、RFIDタグ・ラベル等の供給も行い、こちらもトータルソリューションを提供している。

プライマリー事業は海外のM&Aで獲得した子会社が主に担当

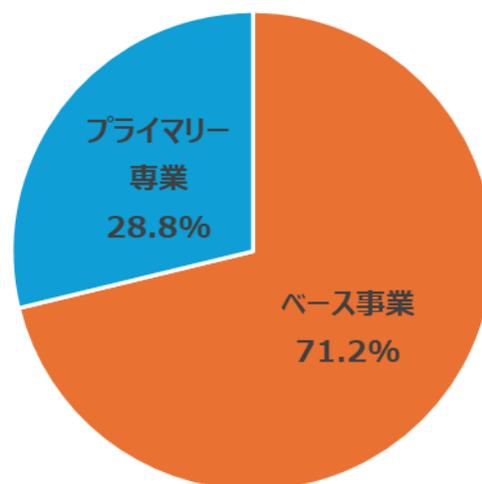
プライマリー事業は「固定情報」をタギングするビジネスを指す。「固定情報」とは、例えば商品ラベルに記載する予め決められた情報である。よって、供給する商品は単にシール、あるいはステッカーと呼んだ方が、一般には馴染みやすいかもしれない。文字や絵柄が既に印刷された状態でサトーから出荷され、顧客側ではシールやステッカーの貼付け作業を行うのみである。海外のプライマリー事業は過去、M&Aで獲得したアルゼンチンのAchernar社、ブラジルのPrakolar社、ロシアのOkil社とX-Pack社、ベトナムのHirich社、以上子会社5社が担っている。

図表 11. ベース/プライマリー比率 (24/3 期売上高実績) ~日本



出所：会社資料より戦略ی・アドバイザーズ作成

図表 12. ベース/プライマリー比率 (24/3 期売上高実績) ~海外



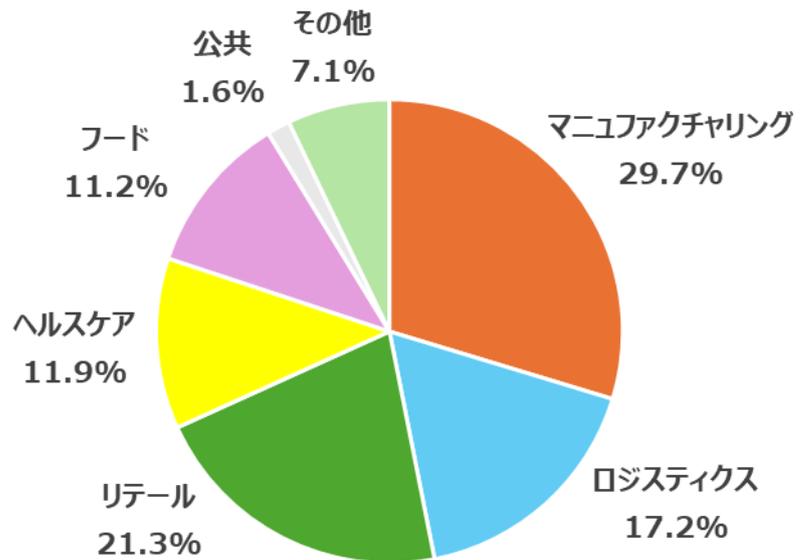
出所：会社資料より戦略ی・アドバイザーズ作成

3) 多くの市場に様々な商品・サービスを提供

事業領域は多様な市場に分散

サトーの事業領域は特定の市場向けに集中しておらず、多様な市場にバランス良く分散している。24/3 期実績売上高の用途別構成比は、連結でマニュファクチャリング 29.7%、ロジスティクス 17.2%、リテール 21.3%、ヘルスケア 11.9%、フード 11.2%、公共 1.6%、その他 7.1%となっている。

図表 13. 用途別売上高構成比 (24/3 期実績)



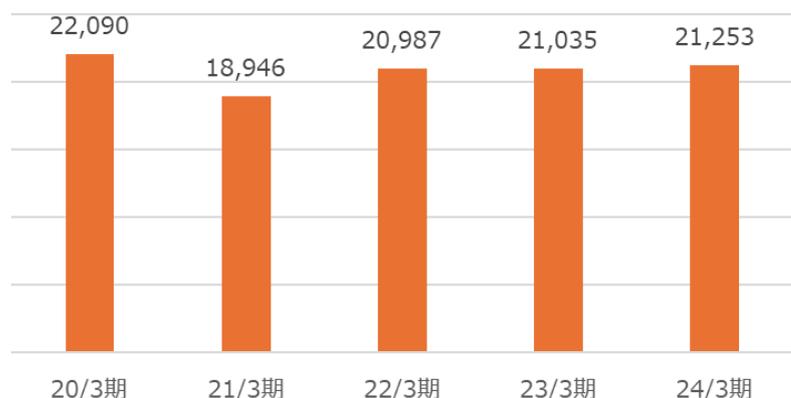
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

マニファクチャリング

自動車、電機・電子部品、化学・鉄鋼などの製造業は常日頃、数多くの課題に直面している。例えば自動車業界では、トレーサビリティの精度向上、部品補給の効率化、部品入荷や製品出荷時の作業効率化、などが挙げられる。特に近年、不正検査問題に端を発する品質管理への意識の高まりによって、トレーサビリティの精度向上が極めて重要となっている。サトーはこうした課題に対して、製品のトレースのみならず、製品・作業員・作業内容が紐付けられたトレースを位置測位、ラベル、RFID 等により実現し、顧客の課題を解決している。また、電子部品業界では、エレクトロニクス製品の軽薄短小化に伴い、小さなチップや部品に対する精度の良いラベル貼付けが課題として浮上している。サトーはこうしたニーズに対応した高精度な極小ラベル貼付け機を用いたソリューションを提供することが可能である。

図表 14. マニファクチャリングの売上高推移 (国内)

(百万円)



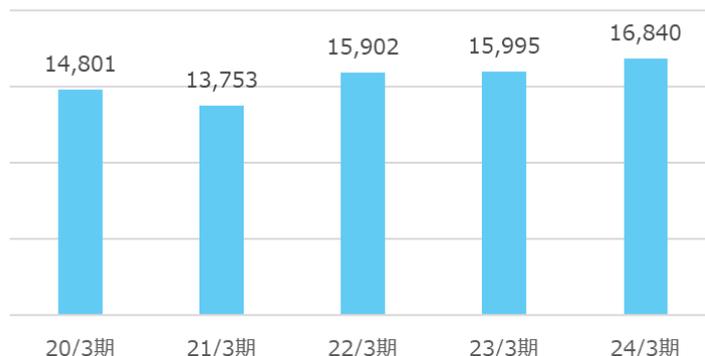
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ロジスティクス

流通業界では倉庫での受け入れ、仕分け、格納、ピッキングにおける効率化、運輸業界では集荷先や配送先での事務処理やドライバーの健康管理などが課題。特に働き手不足が常態化する中、こうした課題は顧客を悩ませている。運搬に使われる段ボール箱に貼付けるラベルを中心とした課題解決のためのソリューション提案は、訴求性が高い。サトーは、現場力を発揮して作業者の負担を軽減する様々な提案を実施することで、顧客に貢献することを目指している。自動搬送ロボットとの統合ソリューション、音声認識とウェアラブル端末を活用した検品作業など、倉庫内で進展する最先端技術を取り入れた開発力も強み。また、宅配作業ではモバイルプリンタ導入による集荷や再配達時のラベル発行時間短縮、RFIDによる未配達荷物の一括管理など、ドライバー等の負担軽減にも、サトーのソリューションが貢献している。

図表 15. ロジスティクスの売上高推移 (国内)

(百万円)



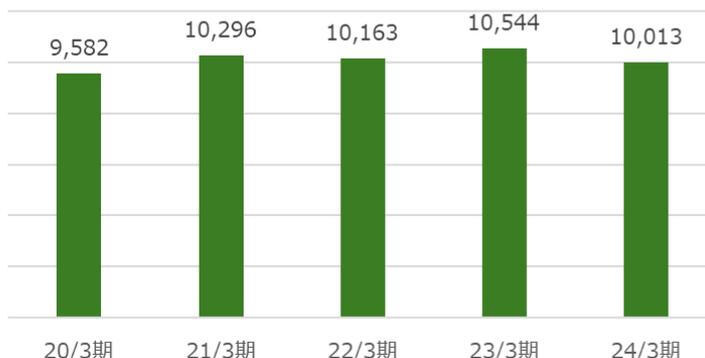
出所：会社資料より戦略ی・アドバイザーズ作成

リテール

スーパーマーケットの値札を発行するハンドラベラーから始まり、現在は多くの用途が派生している。複雑なラベル表示、食品衛生管理、フードロス削減のための値引き、店舗スタッフの作業効率向上、ラベル貼り間違い防止、など顧客ニーズに対応するソリューション提案をサトーは継続的に担当する。特にフードロス削減のための値引きの判断に AI を使うなど、先端技術活用の余地も大きい。小売店(アパレル、雑貨、宝飾等)では、売れ筋製品の把握と工場生産管理との連動、バックヤードの在庫把握、店舗スタッフの作業負担軽減による接客の質の向上、などが共通の課題。サトーでは、商品タグをバーコードから RFID に変えることで工場や物流の業務を効率化し、更にクラウドサービスで店舗の販売状況と連携するソリューションを提案。これによりサプライチェーン全体のリードタイムを短縮し、販売機会を逃さない最適化されたオペレーションを目指す。

図表 16. リテールの売上高推移 (国内)

(百万円)



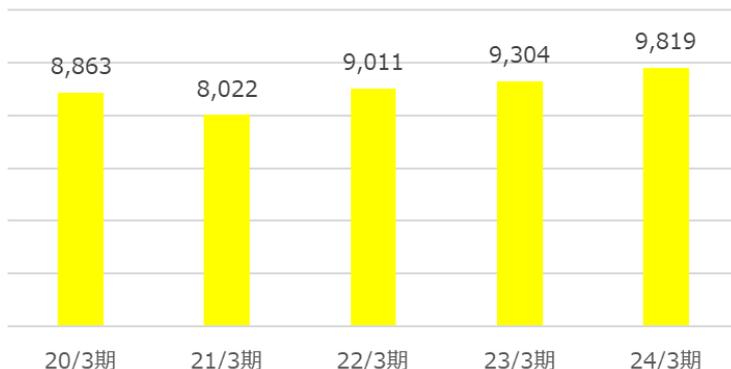
出所：会社資料より戦略ی・アドバイザーズ作成

ヘルスケア

医療関連は、サトーにとって 2000 年前後から本格的に立ち上がった比較的新しい事業領域である。病院では入院患者への注射や点滴時のミス防止のため、リストバンドを利用したバーコードによる認証が広く普及している。ただし、人員不足に伴う作業時間短縮ニーズや、就寝中の患者を起こしてしまうという課題に対応するため、RFID リストバンドの導入を同社では推進中。医薬品業界では製品のトレーサビリティが最重要視されるが、厚生労働省 CSV ガイドラインと ER/ES 指針に準拠したラベル発行システムのパッケージ提案を同社は行っている。また、医療機器業界では RFID 標準化が進んでおり、既存バーコードをスキャナーで読み取るだけで RFID への書き込みや印字ができるソリューションを供給している。

図表 17. ヘルスケアの売上高推移 (国内)

(百万円)



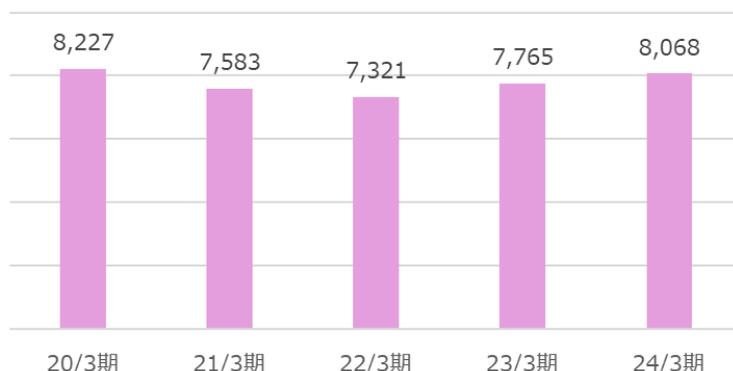
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

フード

食品は人々の健康に直結するため、法律への対応と業務効率化を両立させる必要がある。食品製造業界では、食品表示法に対応したミスの無いラベル発行、食品衛生管理のモニタリング、ラベル貼り付け作業の自動化、フローズンチルド食品の期限表示ラベルにおける品質維持、サプライチェーンのトレーサビリティ強化、在庫の正確な把握などが課題。サトーでは対応するソリューションを提案する。外食業界では、ファミレスチェーン等における食材の一括管理、現場で行う食材の期限管理などに、ラベルを用いたソリューション導入をサトーは推進している。

図表 18. フードの売上高推移 (国内)

(百万円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

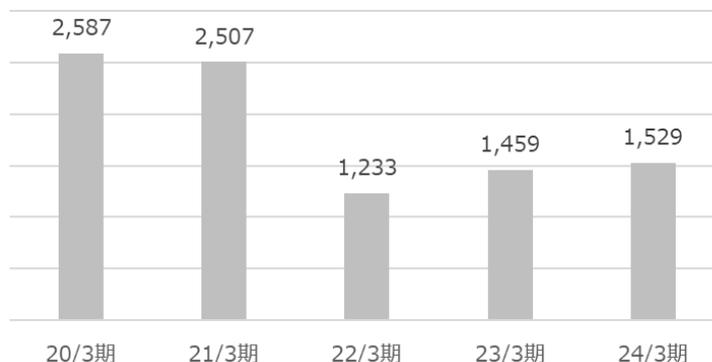
公共

屋外に設置されたインフラ機器（電気・ガス等のメーター、道路付帯設備、消防関連設備、防災設備、エレベータ、立体駐車場など）に対して、屋外で 10 年の耐久性を有する QR コード印字が可能なラベルの提供がサトーでは可能である。一方、オフィスへの入退出に使用する社員証 IC カー

ドへの RFID 導入が進んでおり、サトーは RFID プリンタで社員証を自社発行できるシステムを提供している。

図表 19. 公共の売上高推移 (国内)

(百万円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4) メカトロ及びサプライ品の特徴、及び生産拠点

ハードウェア、ソフトウェア、サプライ品などを一括提供

サトーの販売するメカトロの主力はラベルプリンタだが、それ以外のハードウェアではハンディターミナル・スキャナー、ラベル自動貼り付け機、ラベル剥離機、ハンドラベラー、磁気カードのリーダーライターシステム等の製品群を有し、そのほかに保守サポートやソフトウェアも取り扱う。一方、サプライは主にラベルやタグ、及びシール（プライマリーラベル）を指している。

メカトロ

<メカトロ> 同社のラベルプリンタは、それぞれの業種において様々なニーズを持つ顧客に対して、数多くの製品ラインアップを有することが特徴。現在は同社がスキャントロニクスと呼ぶ「CL4/6NX-J」などが売れ筋商品である。様々なニーズとはラベルの幅（インチサイズ）、設置スペース、印字スピード、印字の解像度、印字位置の精度、給紙方式（手動 or 自動）、複数のラベル素材への対応性、表示ディスプレイのサイズ、タッチパネル搭載有無、予防保守機能の有無、可搬性、等々と数多い。また、それぞれ RFID ラベルに対応する機種も準備されている。例えば工場の製品トレーサビリティ用ラベルに向いている商品群、物流における段ボール用貼り付けラベル向けの商品群、病院での RFID リストバンド発行向け商品など、各業界のソリューションに適したラベルプリンタを顧客が選定できることが強みとなっている。

図表 20. メカトロの製品ラインアップ



出所：会社資料

サプライ品

＜サプライ＞ ラベルの種類は、標準ラベルに加えて耐溶剤性ラベル、クリーンペーパー、耐熱ラベル、厚紙強化合成紙、高耐候性ラベル、耐水性サーマル紙、ノンピサーマル紙（3層構造）、ノンセパラブル（台紙なし）、耐熱サーマル紙、透明ラベル、ハクリート（剥離が容易）等がある。タグにもブランド用タグ、エコタグ、百貨店用タグなどのバリエーションがある。そのほか、病院用にはリストバンド（RFIDにも対応）、検体（採血）ラベル、注射（点滴）ラベル等の種類もある。

図表 21. サプライの製品ラインアップ

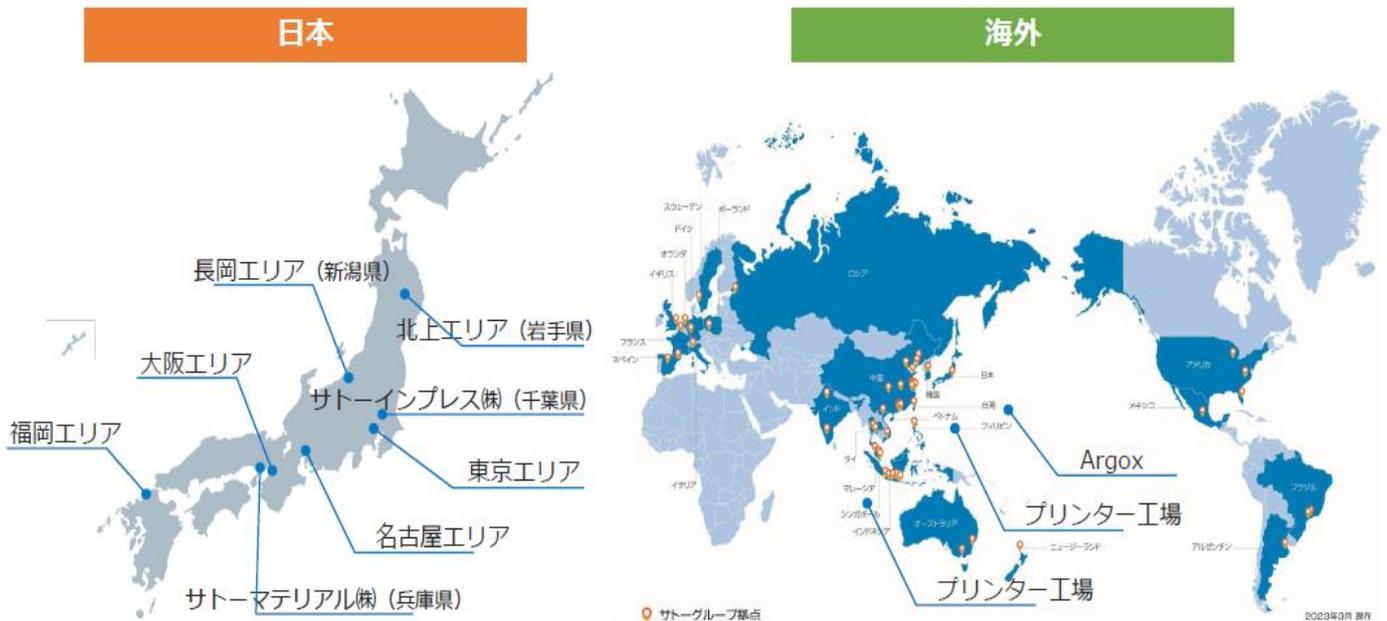


出所：会社資料

生産拠点：メカトロはアジアが主体

メカトロ（主にラベルプリンタ）の生産はマレーシア、ベトナムの各工場に加え、グループ会社の台湾 Argox の 3 か所で行っている。一方、サプライの生産は全世界で 42 拠点。うちラベル工場が 37 社、リボン工場が 3 社、グループ会社の工場が 2 社という内訳。サトーの国内事業は、海外のプリンタ工場で生産された製品を輸入し国内で販売するので、円安アジア通貨高は営業利益にマイナス寄与し、逆に円高アジア通貨安はプラス寄与する構図である。

図表 22. 生産拠点



出所：会社資料

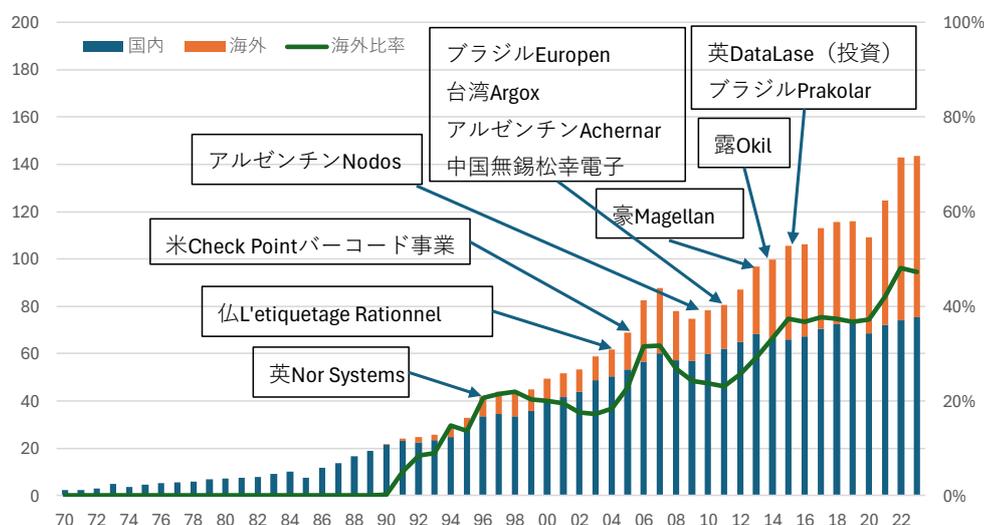
5. セグメント別の業績推移

安定成長を継続中

1980年代の熱転写式バーコードプリンタ発売以降も、サトーの売上高は概ね右肩上がりであり、着実に成長してきた。特に1990年代から本格的に始まったグローバル展開の効果、及びソリューション主体の独自ビジネスモデルの貢献もあり、02/3期に売上500億円を突破、16/3期には1,000億円を上回った。24/3期実績は売上高1,434億円、営業利益103億円となり、営業利益も初めて100億円を超過した。なお、海外売上高比率の実績は02/3期にて19%だったが、16/3期は37%、24/3期は47%となった。国内の堅実な成長に加えて海外が急成長し、連結業績を牽引していることがわかる。

図表 23. 海外売上高比率の推移

(単位：十億円)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

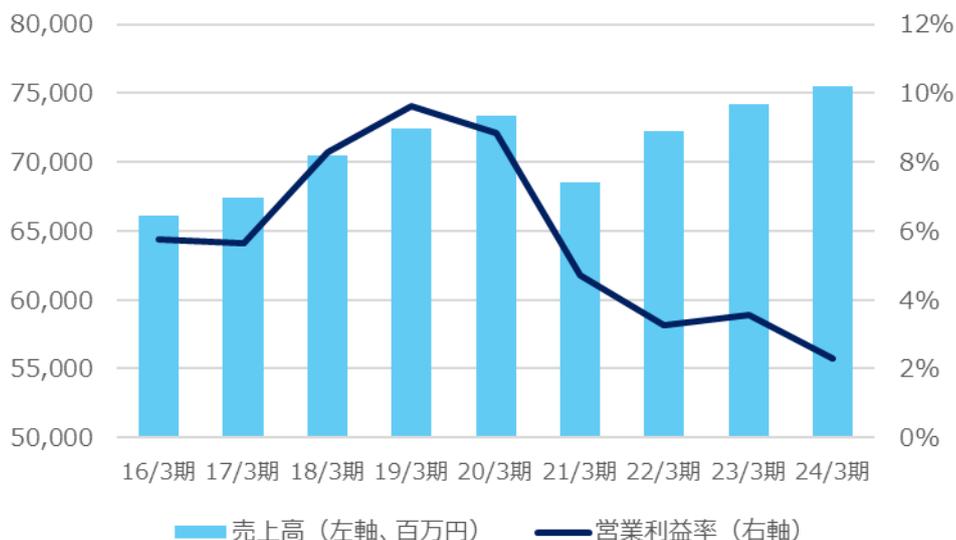
1) 国内 (メカトロ、サプライ) の状況

売上高成長率は停滞気味

<国内：24/3期全社売上高に占める構成比 52.6%、営業利益率 2.3%>

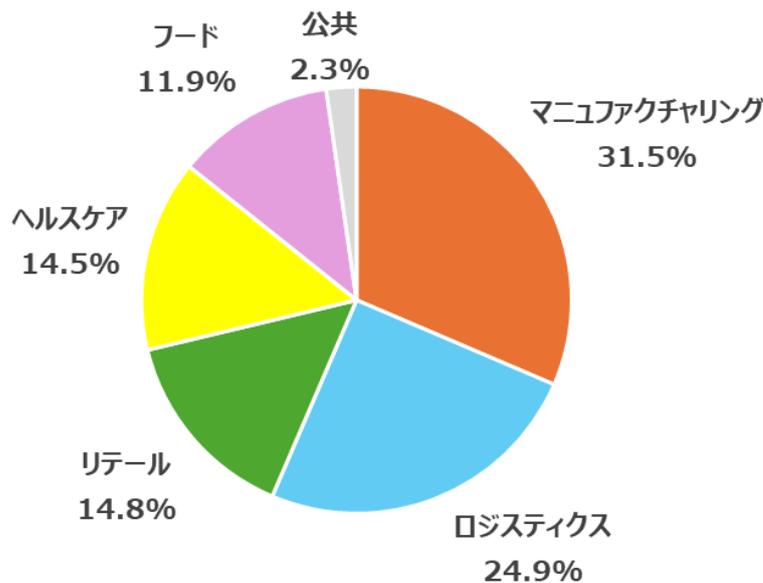
自動認識ソリューション (国内) の業績は堅調に推移している。なお、売上高に占めるサプライ品比率は2000年以降、概ね60%前後で安定推移している。一般的に景気変動による売上高のボラティリティは、メカトロで相対的に高く、サプライで低い。よって、リーマンショック後の景気後退により09/3~12/3期はサプライ比率が上昇し65%付近で推移した。24/3期実績は60.7%であり、通常の60%近辺の推移に戻っている。売上高成長率 (10年CAGR) は1.0%であり、横ばい微増圏に留まる。過去5年間の経緯ではロジスティクス、ヘルスケアが伸びている反面、マニファクチャリング、リテール、フードを伸ばせていないことが、売上高の停滞につながっている。なお、24/3期実績売上高の用途別構成比は、日本 (保守等除く) がマニファクチャリング 31.5%、ロジスティクス 24.9%、リテール 14.8%、ヘルスケア 14.5%、フード 11.9%、公共 2.2%である。

図表 24. 自動認識ソリューション (国内) の業績推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 25. 国内の用途市場別売上高構成比 (24/3 期実績)

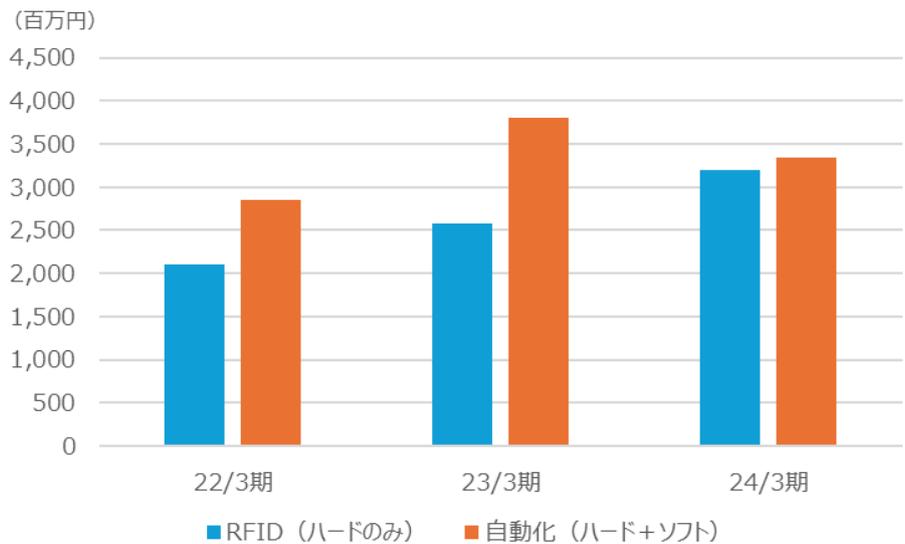


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業利益率は低下傾向

営業利益率は 24/3 期実績で 2.3%。15/3 期以降の 6 年間では 5%を超えており、過去 10 年間のピークは 19/3 期の 9.6%であった。ところが、直近 4 年間では 21/3 期に 4.7%と 5%を割り込み、22/3 期 3.3%、23/3 期 3.6%、24/3 期 2.3%と低下傾向が続いている。要因として考えられるのは、原材料コスト高や円安に伴う原価上昇で粗利率が低下していること、及び新製品開発や新規ソリューション提案に連動する人員増、及び本社移転に伴うコスト増などで、販管費が増加傾向にあったことが挙げられる。一方、コスト上昇に対応した価格改定のアクションは緒に就いたところであり、24/3 期実績の段階では過去の値上げに伴うマイナスを充分相殺するに至っていない。また、「RFID・自動化」といった、今後の成長が見込まれる高付加価値分野の事業規模も現状では相対的に小さく、こちらプラス寄与が顕在化するのはまだ先であろう。

図表 26. 国内の「RFID／自動化」領域の売上高推移



注：ストラテジー・アドバイザーズ推定及び作成

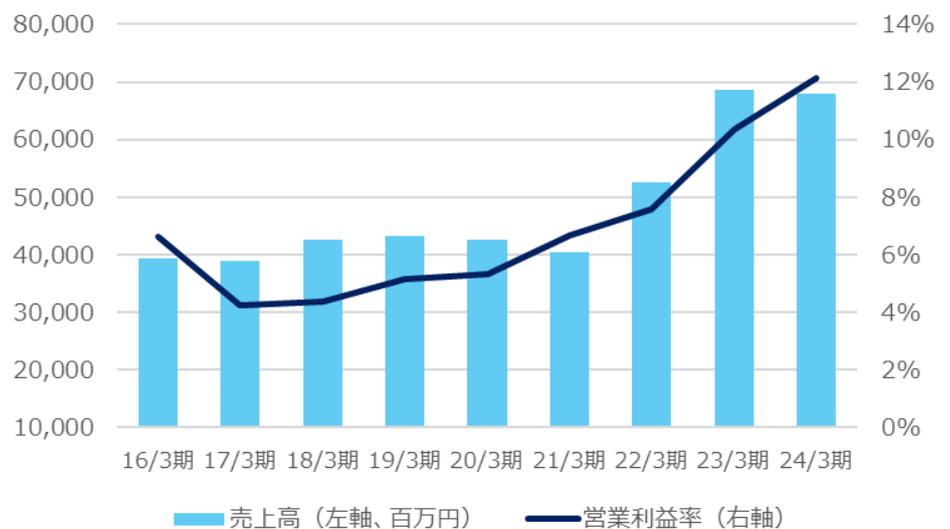
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 海外（米州、欧州、アジア・オセアニア）の状況

売上高はベース事業が着実に成長、
プライマリー事業も M&A で急成長

自動認識ソリューション（海外）の業績は成長を続けている。なお、サトーは同セグメントをベース事業とプライマリー事業に分けて開示している（4章を参照）。海外事業の売上高成長率（10年 CAGR）は 9.1%と高く、全社トップライン成長を牽引している。ベース事業の着実な成長（5年 CAGR 6.9%）に加え、プライマリー事業（シール）は M&A により急成長（5年 CAGR 17.6%）を示した。なおベース事業は、国内のようにメカトロとサプライに分けての開示を同社は見送っているが、売上高に占めるサプライ比率は代理店経由での販売が多いことから、国内よりやや低い 50%前後と弊社では推定している。

図表 27. 自動認識ソリューション（海外）の業績推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業利益率は近年上昇し、23/3期、24/3期と10%超え

営業利益率は過去10年間、年度のバラツキはあるものの概ね4~8%の範囲内で推移してきたが、直近2年間は23/3期が10.4%、24/3期が12.1%と2桁超えを達成している。ベース事業の営業利益率は6~7%前後で概ね安定しているが、その一方でともと低水準（20/3期は1.0%）であったプライマリー專業の営業利益率が21/3期8.1%、22/3期9.9%、23/3期17.9%、24/3期23.0%と急上昇し、利益成長を牽引していることが分かる。プライマリー專業の利益率を押し上げているのは、ロシア子会社2社（Okil社、X-Pack社）の業績拡大である。なお、海外事業の管理にかかる費用が国内事業に計上されることから、営業利益率は国内がやや低め、海外がやや高めを示す傾向がある。

図表 28. 自動認識ソリューション（海外）の営業利益内訳一覧

(百万円)	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
自動認識ソリューション（海外）					
売上高	42,648	40,349	52,496	68,657	67,931
営業利益	2,277	2,684	3,978	7,111	8,243
営業利益率	5.3%	6.7%	7.6%	10.4%	12.1%
ベース事業					
売上高	33,378	31,010	40,209	47,841	48,359
営業利益	2,184	1,857	2,745	3,604	3,577
営業利益率	6.5%	6.0%	6.8%	7.5%	7.4%
プライマリー專業					
売上高	9,270	9,339	12,287	20,816	19,572
営業利益	94	756	1,218	3,719	4,509
営業利益率	1.0%	8.1%	9.9%	17.9%	23.0%

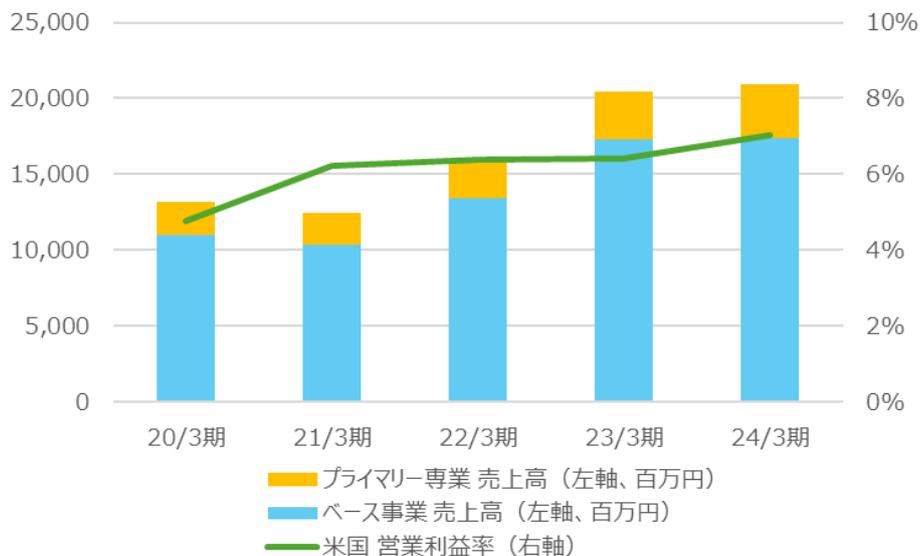
出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

米州

<24/3期全社売上高に占める構成比14.6%、営業利益率7.0%>

米州売上高に占めるプライマリー比率は17.1%。売上高成長率（5年CAGR）は9.0%と高く、内訳はベース事業9.0%、プライマリー專業9.5%と差は僅少である。営業利益率7.0%の内訳はベース事業が3.1%と低水準、プライマリー專業は26.0%となっており近年著しく収益性が向上している。米州全体として代理店経由の販売が多い。24/3期は代理店におけるプリンタ在庫調整に見舞われたが期中で一巡し、今後は大手顧客からの好調な引き合いを背景に、成長路線に回帰するものとみられる。

図表 29. 米州の売上高と営業利益率推移 (ベース/プライマリー)



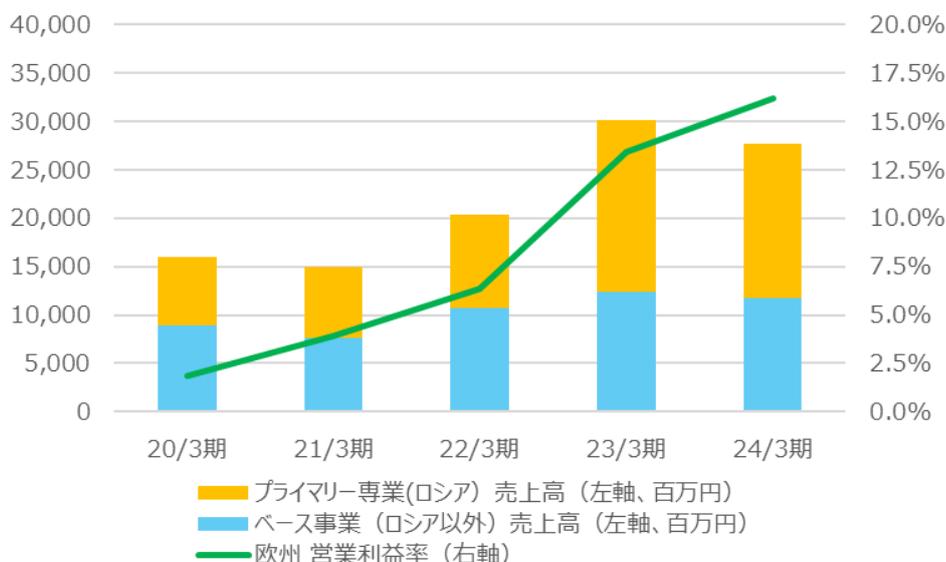
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

欧州

<24/3期全社売上高に占める構成比 19.3%、営業利益率 16.1%>

欧州売上高に占めるプライマリー比率は 57.7%。売上高成長率 (5年 CAGR) は 12.3%と高く、内訳はベース事業 5.2%に対して、プライマリー専業 20.0%と全体を牽引している。営業利益率 16.1%の内訳はベース事業 7.6%に対してプライマリー専業は 22.4%とトップライン成長のみならず収益性も向上している。プライマリーの好調は M&A で獲得したロシアの子会社 2 社、すなわち Okil 社 (15/3期~)、X-Pack 社 (17/3期~) の業績が、地政学的な情勢の変化により変動したことが要因である。ベース事業 (ロシア 2 社以外) は 24/3期までに代理店のプリンタ在庫調整が一巡し、今後は低迷を脱却して回復期入りすると想定される。

図表 30. 欧州の売上高と営業利益率推移 (ベース/プライマリー)



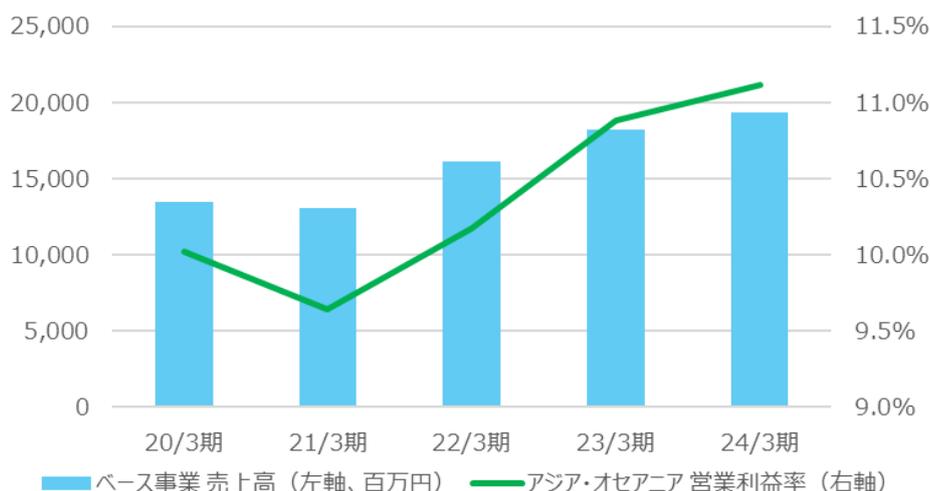
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

アジア・オセアニア

<24/3 期全社売上高に占める構成比 13.5%、営業利益率 7.0%>

アジア・オセアニア売上高は全てベース事業が占める。売上高成長率（5年 CAGR）は 6.3%とやや高い。営業利益率 11.1%であるが、過去 5 年間でも安定して概ね 10%超を維持している。中国は景気低迷により不振が継続しているものの、東南アジアは自動車や電機・電子の生産が回復基調。オセアニアは好調を維持している。

図表 31. アジア・オセアニアの売上高と営業利益率推移（ベース）

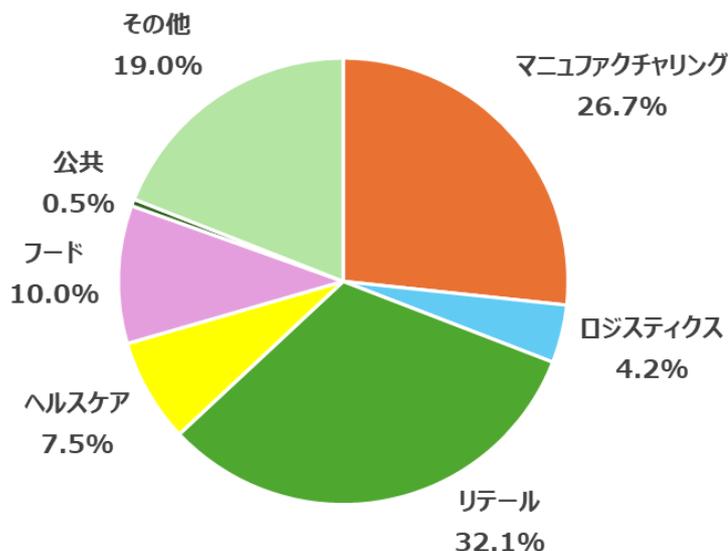


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

用途別売上高構成比

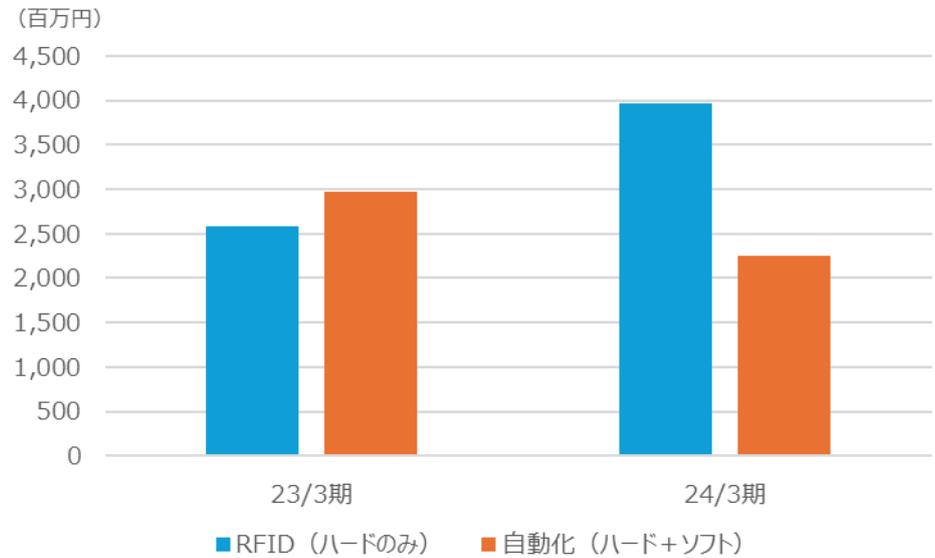
用途別売上高における国内との違いはロジスティクスの構成比が低く、リテールが高いこと。過去 5 年間の推移をみるとヘルスケアの伸びがやや大きいことを除けば、用途別で成長率に大きな差異はみられない。24/3 期実績売上高の用途別構成比（主な販社、プライマリー除く）はマニファクチャリング 26.7%、ロジスティクス 4.2%、リテール 32.1%、ヘルスケア 7.5%、フード 10.0%、公共 0.5%、その他 19.1%。また、「RFID・自動化」といった高付加価値分野も、現状では本格的な寄与に至っていない。

図表 32. 海外（プライマリー専業除く）の用途市場別売上高構成比（24/3 期実績）



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 33. 海外の「RFID／自動化」領域の売上高推移



注：ストラテジー・アドバイザーズ推定及び作成

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6. 企業 DNA と模倣困難性

1) ポジショニング理論

集中戦略、及び差別化戦略を採る

マイケル・E・ポーターが唱える競争の基本戦略は、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の3つで成り立っている。このうち、サトーが採っている戦略は、③集中戦略、そして②差別化戦略である。創業時の主力製品である竹製組立箱の加工機械から、ハンドラベラーに事業を展開して以来、ラベルを介して人やモノに情報を付与する「タギング」周辺の事業に集中してきた(③)。また、バーコード用ラベルの普及期には、メカトロ（ラベル用プリンタ等）とサプライの両事業を同時に有するという特徴を活かして、1990年代半ばに「DCS&ラベリング」と命名したソリューション提案ビジネスに展開した。これは、Zebra Technologies に代表される競合他社にはないビジネスモデル(②)である。

ラベルプリンタというニッチ市場でソリューション事業を展開

一般的なプリンタ市場（BtoB、BtoC 形態）では HP（HPQ NYSE）、キヤノン（7751 東証プライム）、リコー（7752 東証プライム）、Xerox（XRX NASDAQ）等の複数の大企業がしのぎを削っている。一方、ラベルプリンタ市場は BtoB 形態のみのニッチ領域であり、先行したハンドラベラーの知見や顧客基盤を活かして、市場黎明期から一定のシェアを安定的に獲得した。その後はメカトロとサプライの双方を有する強みを発揮してソリューション事業を展開し、業界シェア首位の Zebra Technologies に次ぐ 2 位に位置している。

2) 企業 DNA

創業者の佐藤陽氏は発明品を次々と世に送り出す

サトーの創業者、佐藤陽氏（1921-2001）は発明家であり実業家でもあった。祖業である竹製組立箱を製造するための竹加工機をはじめ、結束機などを世に送り出し、現在のビジネスの源流で国産初となるハンドラベラーの生産・販売を始めた。佐藤陽氏は、戦後の東南アジア復興期にフィリピン、インド、ミャンマー、タイ等で竹加工機を使った生産の技術指導を行った際、多くの人の支援を

受けた。このことが、その後の社会貢献を見据えた発明の着想と、タギング技術の事業化に対する強烈なモチベーションになっていたと考えられる。

2代目社長の藤田東久夫氏は「DCS&ラベリング」を確立

2代目社長の藤田東久夫氏（1951-2011）は強いリーダーシップの下、サトー独自の「DCS&ラベリング」を確立し、タギング・ソリューションのグローバル展開の基盤を整備するという極めて重要な役割を果たした。藤田氏は、創業者の考え方を「仕事のやり方基本要綱」、「サトーの経営ルール」、「経営の着想」、「サトーのエスプリ」にわかりやすくまとめて社員に示し、更に自ら経営基本方針を策定した。ここでは要綱として、生産・販売を業とし全力を尽くして社会の発展に貢献する、とある。さらに信条として、発展を成し遂げるには各人の協力が必要で使命感を持って一致協力社業に励む、とある。また具体的なメッセージとして、「四者還元」、「三行提報」、「一石伝波」等の独自の概念を提示した。「四者還元」とは株主、社員、社会、会社の四者への還元のどれ一つたりとも欠けては会社をうまく経営できないことを指す。「三行提報」とは、たった三行で会社は変わる、すなわち全社員が日々考えている「会社をよくする創意・工夫・気付いたことの提案や考えとその対策の報告」の励行であり、社員の結束を重視する考え方である。「三行提報」の思想は現在のサトーにも「TEIHO(提報)」として受け継がれている。「TEIHO」は全社員が書く3行の日報をスクリーニングで30-50件に絞り込み、経営トップに毎日提出する仕組みを指しており、その後経営トップから担当部署に指示を出して改善活動に繋げている。

企業 DNA : 「社員の力を結集し、タギングを通じて社会の発展に貢献する姿勢」

創業者が立ち上げたメカトロ製品であるハンドラベラーを点とすれば、次に登場したバーコード用プリンタとサプライ（ラベル）を組み合わせたソリューション提案は線である。こうした点から線へのビジネスモデル転換を経て醸成されたサトーの企業 DNA は、「社員の力を結集し、タギングを通じて社会の発展に貢献する姿勢」であると我々は考える。企業 DNA に基づき事業を推進することが成長企業にとって不可欠であり、このことはサトーにも当てはまるであろう。長期的な視点でみれば産業構造は変化し、新しいテクノロジーも登場するため、顧客の現場の様相も刻々と変化するのは自然の流れである。ただし、各産業のサプライチェーンにモノや人が介在する限り、タギングにより可変情報を付加するニーズは形を変えて存在し続けると考える。サトーが企業 DNA を保持し続けることは、今後激変する世の中においても、顧客ニーズにアジャストしたタギング・ソリューションを提案する上で必要不可欠な要素となる。

3) 模倣困難性

弊社では模倣困難性に注目

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・ベスト・ビューは、企業の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものがVRIO フレームワークである。すなわち Value（経済的価値）、Rarity（希少性）、Inimitability（模倣困難性）、Organization（組織）について検討するべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に着目している。

「メカトロとサプライ品の双方の商品を持つことによる顧客への提案力」

サトーの模倣困難性は、「タギング・ソリューション企業として、メカトロ（ラベルプリンタ）とサプライの双方の商品を併せ持つことで培われた顧客への提案力」、と考える。

現場視点で最適なソリューションを提案するユニークなビジネスモデル

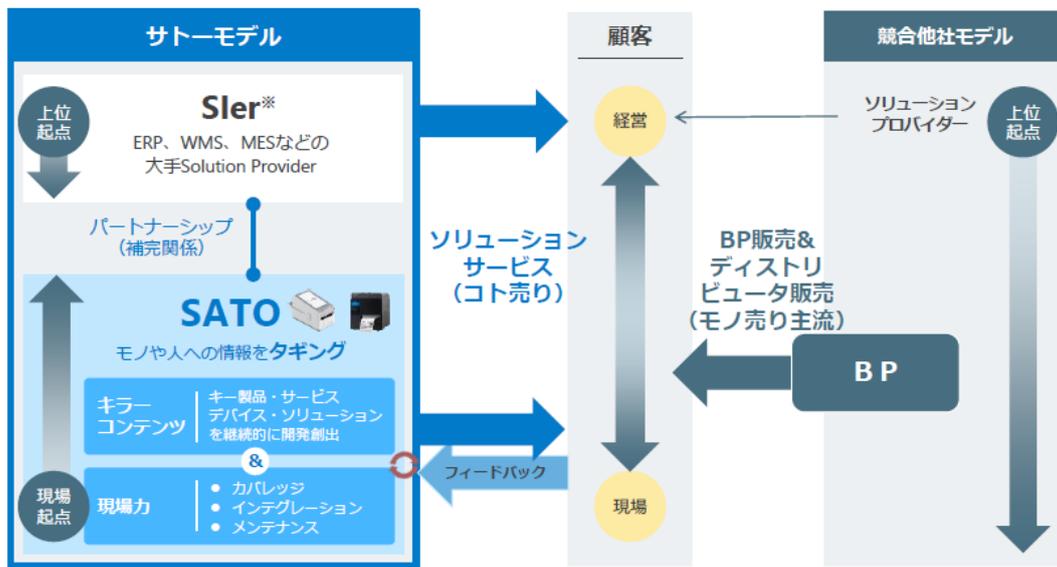
ラベルプリンタ企業の事業モデルを競合他社とサトーで比較してみると、両者の違いが浮かび上がる。競合他社は代理店を通じたプリンタ販売というモノ売りに徹すると同時に、収集したビッグデータを活用して「経営者視点」での情報の可視化や分析といったソリューション提案を目指している。言い換えれば、SIer（System Integrator）の要素を兼ねたプリンタメーカーと位置付けられる。一方サトーは、自ら豊富な商品ラインアップを誇るラベルプリンタ販売を手掛けることに加え、ラベルやタグ（サプライ）、並びにソフトウェアの供給を扱うことで「現場視点」の最適なタギング・ソリューション（コト売り）を提案する。逆にいえば、「経営者視点」での収集したビッグデータ解析はパートナーシップを結ぶSIerに任せ、自らは現場の困りごと解決に集中するスタンスを徹底している。こうしたサト

ーのユニークな事業モデルは、同社の企業 DNA を基盤として構築され、模倣困難性を育んだと推察される。

社会貢献へのこだわりと「三行提報」に根付くチームワークと改善思考

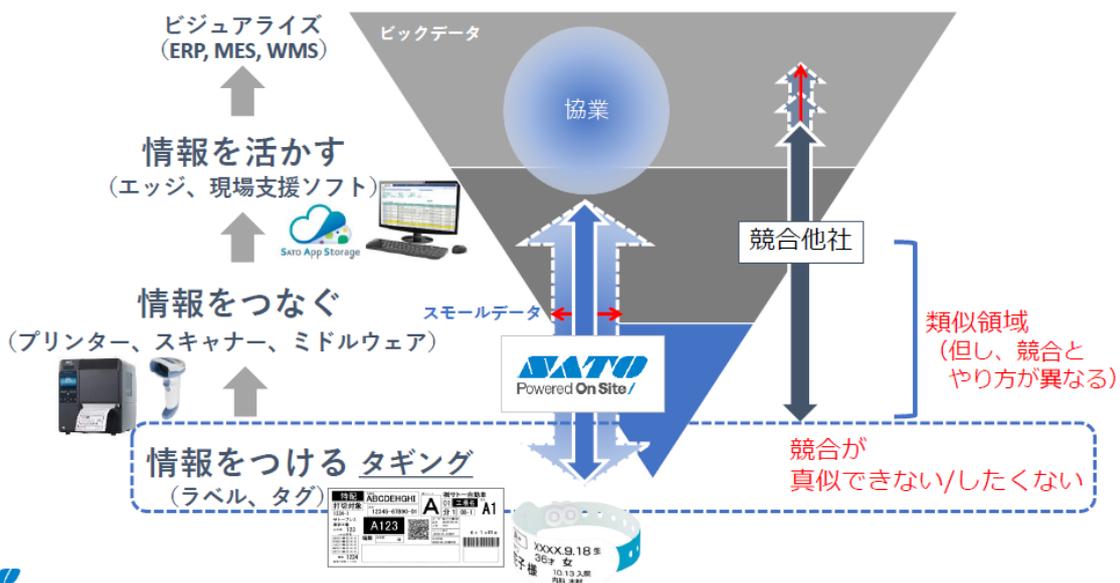
なお、模倣困難性が確立された背景として、顧客と共同で困りごとを解決するという現場に根差した泥臭く細かい作業を、社員の力を結集して行うボトムアップ志向が徹底されており、競合他社のトップダウン志向とは一線を画していることを付記しておく。ここには、創業者の製造業を通じた社会貢献に対する強いこだわりと、2 代目社長である藤田氏が体系化した「三行提報」に根付く社員のチームワークと改善思考が、企業 DNA として現在にも脈々と受け継がれている。

図表 34. 競合とのビジネスモデルの差異領域 (1)



出所：会社資料

図表 35. 競合とのビジネスモデルの差異領域 (2)



出所：会社資料

「高付加価値ソリューションの提供、及び新事業領域への進出を加速して、成長ポテンシャルを高める」

人手不足の深刻化や地球環境保全に対する意識の高まりで新ニーズ出現

粗利率改善と販管費低減が課題

4) エクイティストーリー

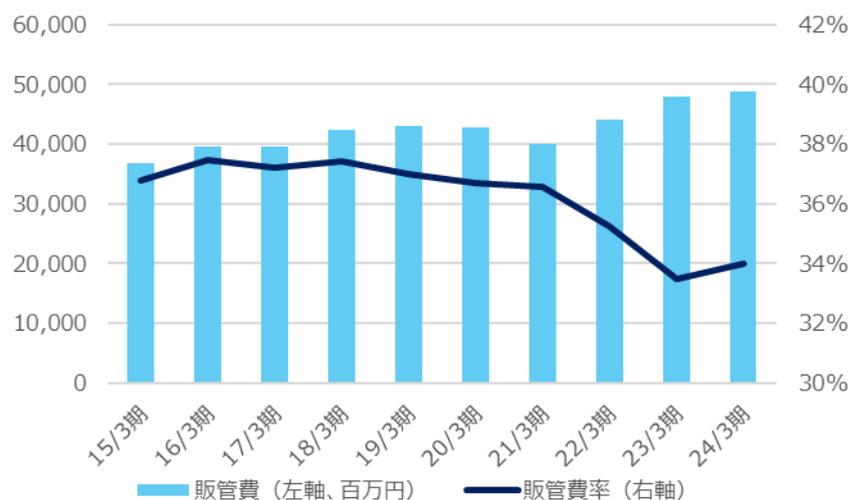
我々が考えるエクイティストーリーは、企業 DNA をベースに培われた模倣困難性を最大限に活用し、「日本国内のソリューション展開で脈々と積み上げた現場の知見を活かし、未だモノ売り中心の海外をソリューション売りに自ら変革することで、急成長するタギング市場にて世界シェアを引き上げること」、である。RFID や自動化への早期対応は実施すべき好例である。

現在、日本では労働人口の減少に伴う人手不足が各業界で深刻化している。製造業ではロボットによる組立や自動搬送、物流では自動搬送は勿論のこと配送ドライバーの作業効率向上が喫緊の課題に浮上。そのほかにも小売、医療などでも省人化が必須となっている。こうした日本で発生している現象は、今後世界各国で遅れて発現することが充分予見されるため、同社が先行することでシェアを高め、中長期的に大きな事業機会を得ることができると考える。また、地球環境保全に対する意識の高まりから資源リサイクルにおける物流ネットワーク構築、フードロス低減の取り組み等の新たなニーズも出現している。以上のように大きなトレンド変化の中で、世界共通の新たな課題が数多く顕在化し、これから先も発生するだろう。同社が企業 DNA から生み出された模倣困難性を活かして、社員のチームワークと改善思考に基づく英知を結集し、付加価値の高いタギング・ソリューション、及び新領域への進出を加速すれば、長期的な企業成長につながると考える。

5) 今後の課題

売上高成長とともに営業利益率向上、すなわち粗利率改善と販管費率低減がサトーの今後の課題となる。まず粗利率改善（売上原価率低減）については、原材料調達コスト上昇（為替変動含む）や賃金上昇に伴う適切な価格是正をタイムリーに実施すること、及び様々なタギング・ソリューションにおけるハードウェアの共通化推進に伴い量産効果を生み出し生産コストを低減すること、等が必要。また、販管費率低減では、営業部門や開発部門における生産性改善（=1人当たり売上高の引き上げ）へのアプローチが最も重要である。

図表 36. 販管費の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

中計における施策実行で課題解決へ

各部門での従業員比較が難しいため、従業員数と売上高の関係をみることにする。サトーの24/3期末の従業員数は5,744名で1人当たり売上高は25.0百万円。一方、「モノ売り」中心のZebra社は9,900名で同65.1百万円(24/12期)であり、労働生産性が2.6倍程度高いことがわかる。サトーは「コト売り」、すなわちソリューション提案中心であるため、現場に足繁く通ってニーズを掘り起こし、更に顧客ごとの細かなニーズに対応した製品を開発する上で一定の人員を確保する必要があることが要因。一方、扱う製品は違うがソリューション提案型センサ企業であるキーエンス(6861東証プライム)は従業員数12,286名、1人当たり売上高は78.7百万円(24/3期)であり、Zebra社と労働生産性が同水準であることがわかる。このことから、サトーのソリューション提案型ビジネスは、その付加価値が売上高に充分反映されていないといえよう。

ただし、時代の変化とともに様々な社会課題が浮かび上がる中、同社のタギング・ソリューションは課題解決の手段として、今後ますます高付加価値化するであろう。国内で高シェアを誇る同社が、人口減少に伴う人手不足など世界でいち早く喫緊の課題に直面する日本で、標準化された高付加価値品ソリューションを展開すれば、価格の上昇により生産性が上昇に向かうとみる。更に、いまだ「モノ売り」中心の海外において、同社が国内での実績を背景に「コト売り」すなわち高付加価値ソリューションを横展開できれば市場シェアは上昇し、更なる生産性向上につながる。

図表 37. 従業員 1 人当たり売上高比較

(単位：百万円、人)

企業名	FY	売上高	従業員数	1人当たり 売上高
サトー	24/3期	143,446	5,744	25.0
Zebra Technologies	24/12期	644,817	9,900	65.1
キーエンス	24/3期	967,288	12,286	78.7
キヤノン	23/12期	4,180,972	169,151	24.7
リコー	24/3期	2,348,987	79,544	29.5

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

中計における施策実行で課題解決へ

同社は2030年Visionとして、「“Perfect and Unique Tagging”を活用し、あらゆるものが情報化され、社会の動きが最適化されている未来の実現に貢献する」掲げる。31/3期目標は、連結売上高2,000億円、営業利益210億円(利益率10.5%)、EBITDA295億円、ROIC10%以上。目標達成に向けて現在進行中の中計(25/3~29/3期)では、日本事業の目標として利益を生む体質への回復、また海外事業の目標として持続的・効率的な成長の追求を挙げている。エクイティストーリーを実現するため、企業DNAを基盤として創造した模倣困難性を活用し、上記課題を解決するための正しい方向性を示した中計目標であるといえよう。

図表 38. 2030年 Vision

連結経営目標

売上高	2,000億円
営業利益	210億円
営業利益率	10.50%
ROIC	10%以上

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. 財務戦略

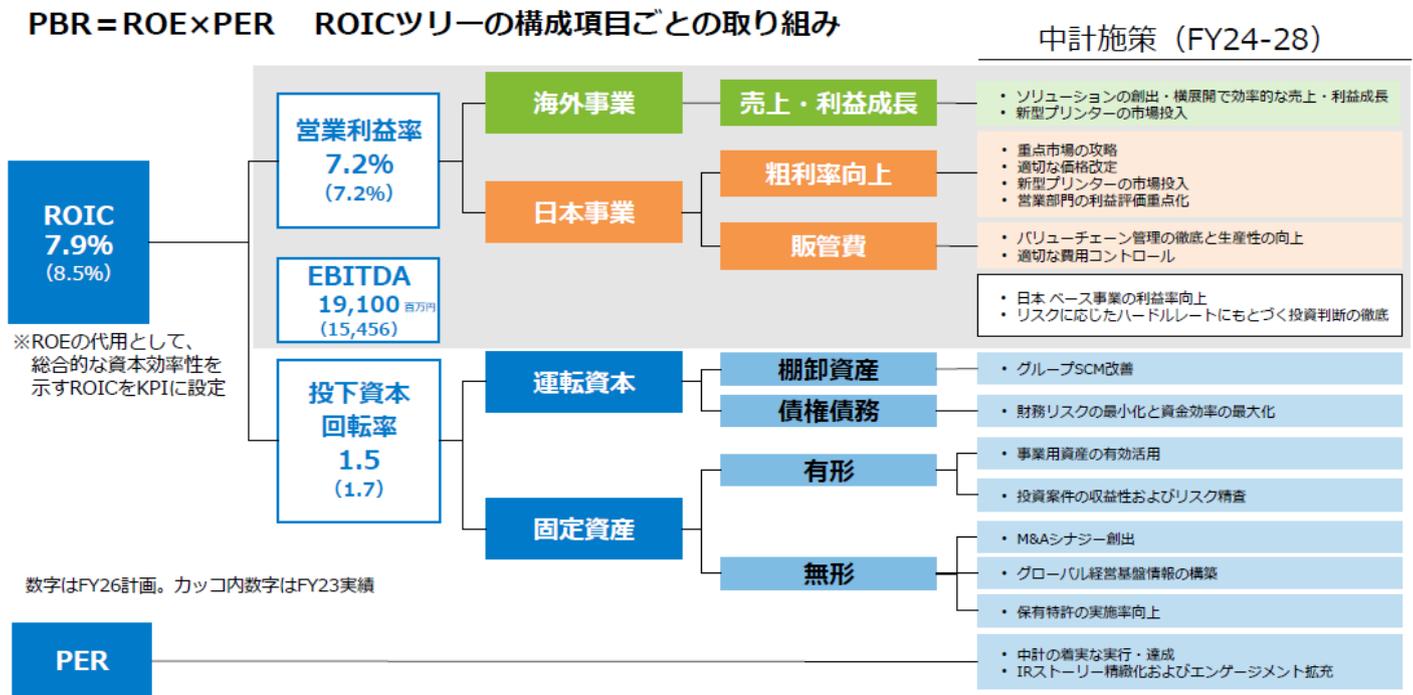
27/3 期目標は営業利益 115 億円、ROIC7%

同社の財務担当は益子統上席執行役員 CFO。大手銀行より 2014 年サトーに入社後、いったん他の事業会社に転籍したが 2024 年 4 月サトーに CFO として復帰した。同社は中計における中間点 27/3 期の財務計画として連結売上高 1,600 億円、営業利益 115 億円（利益率 7.2%）、EBITDA191 億円、ROIC7%、PBR1.5 倍との目標を設定している。

PBR 向上達成への 3 つの基本戦略

現在 1.0 倍近辺で推移する PBR 向上という目標達成に向け、益子 CFO には主導的な役割が期待されている。同社における財務戦略の基本方針は、(1) 最適資本構成の追求、(2) 中長期的な企業価値向上による安定的な累進配当（減配しない）、(3) 自己株式取得は余剰資金が生じた場合に総合的判断により機動的に実施。

図表 39. PBR 改善 : ROIC ツリーの構成項目ごとの取り組み



出所：会社資料

自己資本比率は 24/3 期末で 53.8%

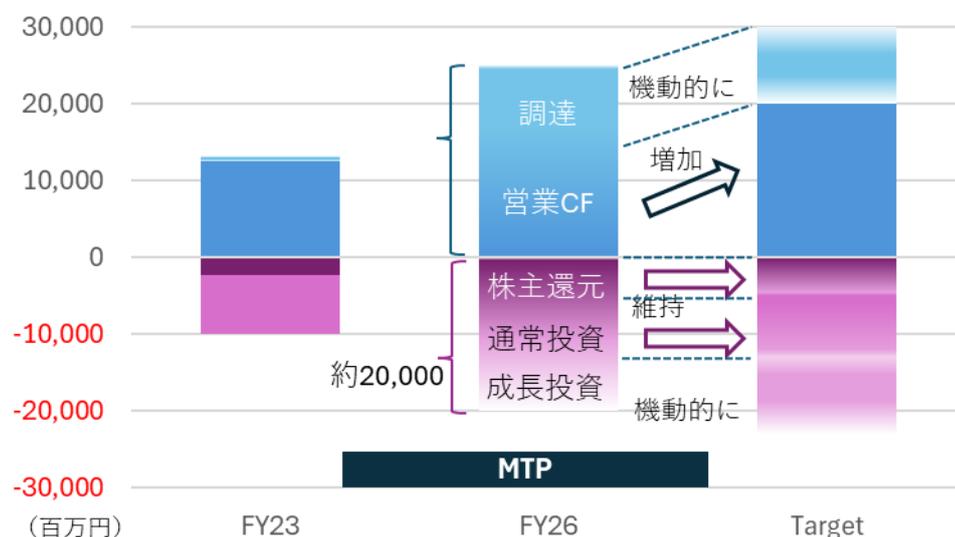
24/3 期末の現預金は 251 億円、有利子負債は 177 億円、自己資本 631 億円、DEレシオは 0.25。自己資本比率は 53.8%と保有キャッシュの過度な余剰感はなく、概ね健全な財務バランスとなっている。同社の配当は過去から減配がなく、近年もコロナ渦前後の業績変動がありながら安定的な累進配当を堅持（図表 40）。過去 10 年間の自己株式取得は一度のみ、23/3 期に 25 億円分を実施した。

キャッシュアロケーション

キャッシュ創出側では、中計施策の着実な実行により営業 CF の増加を図ることに加え、必要な戦略投資を考慮し、資本コスト（WACC）を意識しながら資金調達を実施する方針。一方、キャッシュ配分については、通常投資（RFID、サプライ品の供給能力増強）に加えて資本コストを考慮した投資可否の判断を徹底した上で、高い ROIC が期待されるタギング高度化のための成長投資（M&A 等含む）を実施。株主還元については、安定配当が基本となることに加え、機動的な自

己株式取得を行う方針を明らかにしている。なお、投資可否の判断基準となる WACC は 8%とされている（同社算出）。

図表 40. キャッシュアロケーションの考え方



出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

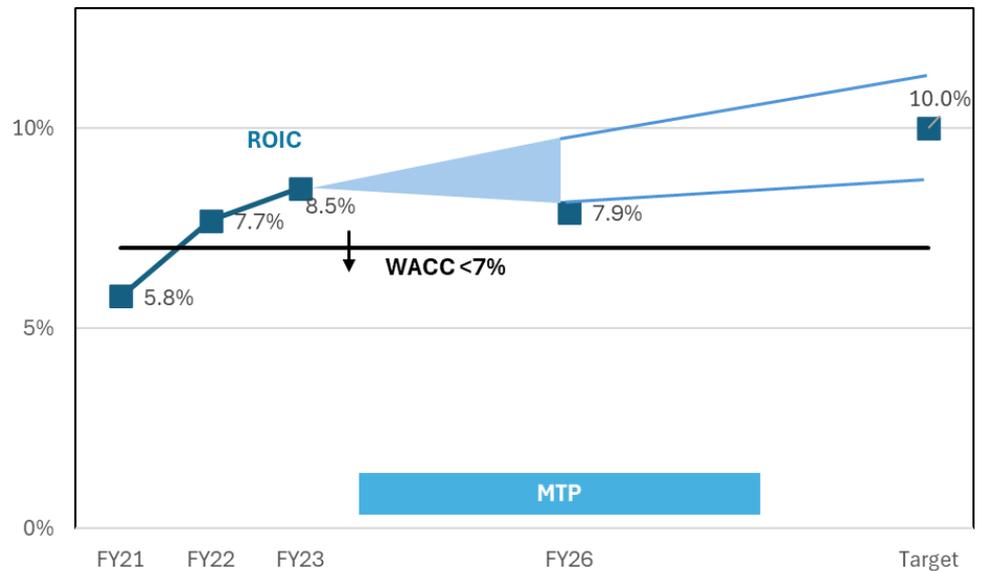
M&A に対する姿勢

M&A については、松山一雄 5 代目社長の時代に積極策に転じた。例えば 2015 年、英 DataLase 社へ出資（33.3%）し新しい印字技術 IDP（Inline Digital Printing）の独占販売権を取得。2017 年には DataLase 社を 100%子会社化した。IDP は特殊な発色顔料をコーティング剤として、様々な包装材に塗布することで塗布面を感熱素材に転換し、レーザー照射でデジタル印刷を可能とする画期的な技術として大いに期待された。しかし、同技術を実現するためのハードウェア開発に課題が残り、事業化時期の大幅な遅延が不可避となったため 2020 年 9 月に事業譲渡。これは 2018 年に就任した小瀧龍太郎 6 代目社長の時代であった。こうした経緯もあって、最近 5 年間では同社は本業に集中し大型 M&A を実施していない。ただし、現在の小沼社長は Perfect and Unique Tagging への戦略的な布石を打つために、現中計期間にて再び M&A に対する積極姿勢に転じる可能性もあろうと考える。

資本効率向上、資本コスト低減、及び成長期待の醸成を重視

同社は前述のように 2030 年 Vision にて PBR1.5 倍の達成を目指している。PBR 向上には資本効率（ROIC）向上、資本コスト（WACC）低減、及び成長期待の醸成が重要な要素となる。ところが、27/3 期目標の ROIC は成長投資が先行することで 7%に留まり、現時点の WACC8%を下回る計画となっている。ROIC 上昇には中計に掲げた成長戦略の実行に伴う営業利益率の向上、並びに投下資本回転率の改善が必要と同社は認識している。WACC 低減には営業利益のボラティリティが高いロシア事業の比率低減、資金調達方法の最適化、及び短期業績変動の抑制を同社は重要視している。また、成長期待の醸成に関しては、現中計の遂行により Perfect and Unique Tagging への準備が着実に進展し、IR 活動を通じて株式市場に広く報知されることが必要となろう。

図表 41. ROIC スプレッド拡大の目標



出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 42. 財務体質の推移

(百万円)

決算期	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
【キャッシュフロー】							
当期純利益	4,074	3,773	-1,882	12,959	3,794	4,184	3,565
減価償却費	5,565	5,570	5,914	4,315	4,456	5,119	5,072
資本的支出	-7,330	-4,288	-3,903	-4,321	-3,753	-7,256	-7,722
自己株取得	0	0	0	0	0	-2,500	0
配当	-2,089	-2,293	-2,393	-2,329	-2,362	-2,376	-2,337
【B/S】							
現預金	16,461	16,837	23,796	33,037	29,854	21,923	25,078
有利子負債	16,792	15,957	18,423	15,425	15,814	15,599	17,732
自己資本	54,804	55,375	47,793	58,274	63,136	65,452	71,276
【主要指標】							
自己資本比率	51.6%	51.5%	46.4%	53.3%	52.6%	53.3%	53.8%
D/E レシオ	30.6%	28.8%	38.5%	26.5%	25.0%	23.8%	24.9%
ネット D/E レシオ	0.6%	-1.6%	-11.2%	-30.2%	-22.2%	-9.7%	-10.3%
1 株当たり配当(円)	65.0	70.0	70.0	70.0	70.0	72.0	73.0
配当性向	53.5%	62.2%	-124.9%	18.1%	62.1%	56.8%	66.4%

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

8. 業績の動向と今後の見通し

1) 短期的な業績動向

25/3 期は上期決算好調で通期計画を上方修正

25/3 期は前年度比で見れば、海外事業が堅調に推移していることに加え、国内事業はコスト増に対応した価格是正の効果が発現し、好調な業績となっている。また、2024 年 5 月公表の期初会社計画比では、上期決算にて海外事業がアジア・オセアニアの好調とロシアのプライマリー専業が上振れ。国内事業は Q1 (4-6 月) におけるメカトロの販売低調とプロダクトミックス悪化が響き若干の下振れ。これを反映して同社は会社計画を上方修正。売上高は 25 億円増額の 1,535 億円 (YoY7.0%増)、営業利益は 10 億円増額の 114 億円 (同 9.8%増) となった。ただし、この 11 月時点の修正は上期の上振れ分を従来計画に上乗せしたものであり、下期は期初計画を概ね据え置いた内容であった。

Q3 も好調が継続し売上高を再度上方修正、営業利益は据え置き

2 月 12 日発表の Q3 決算 (9 か月累計) では、11 月時点の会社計画に対して円安効果を除いたとしても国内・海外ともに上振れて推移した。同日、今期 2 度目の会社計画修正を実施。売上高は 15 億円増額 (全て海外事業) の 1,535 億円に上方修正となった。営業利益は据え置きの 114 億円としたが、国内事業で Q4 (1-3 月) に一過性の費用計上 (約 5 億円) の発生を新たに見込んでいるため、実質的には上方修正といえる。Q3 (10-12 月) 好業績のポイントは、国内事業の利益率が 8.7%に急回復したこと。要因は効果が大きい順に、(1) 価格改訂効果の発現 (サプライ中心、メカトロは進展中)。(2) 粗利率の高いソフトウェアやメンテナンスの好調、(3) マニュファクチャリング市場回復、となる。

国内事業の動向

国内事業は全ての市場で堅調に推移している。特にマニュファクチャリングは、半導体生産の回復により、関連する電子部品や化学業界でサプライが増加していることに加え、メカトロでは鉄鋼業界向け自動貼り機の大口案件や、自動車業界向けでは認証問題で延期されていた案件が再開されたことが大きい。ロジスティクスはサプライ品が価格改定と物量増で増加、メカトロも 2024 年問題対応への大口案件が継続している。リテールは小売業界の回復が全体を牽引している。ヘルスケアはメカトロが前年度コロナ渦反動増に対して需要は一服したが、サプライは価格改定と RFID 対応で増加。なお、高付加価値ソリューションの「RFID/自動化」の売上高は、自動化分野 (自動貼り関連) がロジスティクスやヘルスケアの大口案件獲得により伸張している。

国内事業の計画：営業利益は一過性損失を考慮し 32 億円に減額

新会社計画は、11 月時点の計画に対して売上高 790 億円は据え置き。営業利益は本社オフィス縮小に伴う一過性損失を考慮し 5 億円減額の 32 億円に下方修正された。なお、新 Q4 計画は売上高 204 億円、営業利益 4 億円 (一過性損失約 5 億円を考慮すれば実質約 9 億円) となる。Q3 実績が売上高 210 億円、営業利益 18 億円であったこと、及び足下の事業環境が Q3 に対して大きく変化していないことを踏まえれば、十分に達成可能な数字であろう。

海外ベース事業の動向

海外ベース事業では、アジア・オセアニアが全体を牽引したものの、欧米の販社にて収益性が悪化傾向と総括される。米州では、米国の自動貼り機の大口案件にて売上が伸びたもののサプライの一時的な商品ミックス悪化と販管費増加で収益性が低下、南米はアルゼンチン子会社の為替変動に伴う業績悪化が響いた。欧州は代理店におけるプリンタ在庫調整一巡による需要反転や、ドイツにおけるサプライ品需要堅調があったものの、収益性は低下。ただし今後はモバイルロジックの技術を活用した「静脈物流」需要 (欧州 DPP : Digital Product Passport の施行) の獲得が期待される。一方、アジア・オセアニアは豪州のエンターテインメント施設向け大口 RFID 案件継続の効果や ASEAN のマニュファクチャリング市場 (電子部品や半導体関連) 回復が需要を牽引。さらに稼働率上昇による生産工場の収益貢献がみられた。なお、高付加価値ソリューションの「RFID・自

動化」領域では、RFID が豪州の大口案件等で大幅増加が継続、自動化も米国ロジスティクス市場の大口案件獲得で増加基調となっている。

海外プライマリー専門の動向

海外プライマリー専門では、米州にて価格改定がプラス寄与したが為替変動のマイナスを相殺できず。欧州（ロシア）で高付加価値品販売が好調に推移した。結果として、営業利益率は 20% 超の高水準を継続している。

海外事業の計画：営業利益は 85 億円に増額

新会社計画は、11 月時点の計画に対して売上高は 15 億円増額（内訳はベース 5 億円、プライマリー 10 億円）の 760 億円。営業利益は 7 億円増額（内訳はベース 3.5 億円、プライマリー等 3.5 億円）の 85 億円に上方修正された。なお、新 Q4 計画は売上高 183 億円、営業利益 12 億円となる。Q3 実績が売上高 191 億円、営業利益 24 億円であったことを考えれば、例年の季節性に伴う Q4 の減速を考慮しても、十分に達成可能な数字であろう。

図表 43. 短期業績動向（半期／通期）

	23/3 期		24/3 期		25/3 期
	1H	2H	1H	2H	1H
売上高	70,463	72,361	69,786	73,660	76,090
自動認識ソリューション（海外）	34,878	33,779	33,557	34,374	38,545
ベース事業	24,608	23,233	23,583	24,776	26,162
プライマリー専門	10,270	10,546	9,974	9,598	12,383
自動認識ソリューション（日本）	35,585	38,581	36,229	39,285	37,545
メカトロ	13,669	16,208	13,774	15,926	14,407
サプライ	21,916	22,373	22,455	23,359	23,138
（サプライ比率）	61.6%	58.0%	62.0%	59.5%	61.6%
営業利益	3,776	5,065	4,620	5,763	5,778
自動認識ソリューション（海外）	3,029	4,082	4,515	3,728	4,889
ベース事業	1,849	1,755	1,682	1,895	2,330
プライマリー専門	1,220	2,499	2,628	1,881	2,592
消去	-40	-172	205	-48	-33
自動認識ソリューション（日本）	933	1,704	-103	1,827	959
消去	416	-1,323	208	208	-70
営業利益率	5.4%	7.0%	6.6%	7.8%	7.6%
自動認識ソリューション（海外）	8.7%	12.1%	13.5%	10.8%	12.7%
ベース事業	7.5%	7.6%	7.1%	7.6%	8.9%
プライマリー専門	11.9%	23.7%	26.3%	19.6%	20.9%
自動認識ソリューション（日本）	2.6%	4.4%	-0.3%	4.7%	2.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 44. 短期業績動向 (四半期)

	24/3 期				25/3 期		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	33,989	35,797	37,628	36,032	37,674	38,416	40,121
自動認識ソリューション (海外)	16,452	17,105	17,648	16,726	19,321	19,224	19,104
ベース事業	11,776	11,807	12,498	12,278	13,355	12,807	13,329
プライマリー専業	4,676	5,298	5,150	4,448	5,966	6,417	5,775
自動認識ソリューション (日本)	17,537	18,692	19,980	19,305	18,353	19,192	21,017
メカトロ	6,395	7,379	7,451	8,475	6,848	7,559	7,988
サプライ	11,142	11,313	12,529	10,830	11,505	11,633	13,029
(サプライ比率)	63.5%	60.5%	62.7%	56.1%	62.7%	60.6%	62.0%
営業利益	2,160	2,460	3,417	2,346	2,864	2,914	4,086
自動認識ソリューション (海外)	2,169	2,346	2,490	1,238	2,586	2,303	2,405
ベース事業	1,003	679	1,345	550	1,277	1,053	1,200
プライマリー専業	1,118	1,510	1,131	750	1,301	1,291	1,198
消去	48	157	14	-62	8	-41	7
自動認識ソリューション (日本)	-210	107	927	900	186	773	1,824
消去	201	7	0	208	92	-162	-143
営業利益率	6.4%	6.9%	9.1%	6.5%	7.6%	7.6%	10.2%
自動認識ソリューション (海外)	13.2%	13.7%	14.1%	7.4%	13.4%	12.0%	12.6%
ベース事業	8.5%	5.8%	10.8%	4.5%	9.6%	8.2%	9.0%
プライマリー専業	23.9%	28.5%	22.0%	16.9%	21.8%	20.1%	20.7%
自動認識ソリューション (日本)	-1.2%	0.6%	4.6%	4.7%	1.0%	4.0%	8.7%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

説明会トピックス

2月12日開催の決算説明会では、トピックスとして(1)海外ベース事業にてエントリー機種の新製品「産業用プリンタ WT4-AXB」を上市、(2)国内で「製造物流」ソリューション提案を推進、(3)新領域では血液 SCM ソリューション、の3点が紹介された。特に(1)に関して、海外では競合他社に対してコスト競争力を有するエントリーモデルのラインアップ不足が、シェア拡大の足かせになっていた。今回の新製品上市を機に、まずメカトロ品の拡販を起点としてソリューション提案にアプローチすることが可能となる。また(2)ではロジスティクスとマニュファクチャリングの担当者が連携することによる「製造物流」ソリューション提案が本格化しており、開発や営業リソースの効率的な活用事例として注目される。

図表 45. エントリー機種種の産業用プリンタ WT4-AXB を上市



出所：会社資料

今後の業績見通し：Q3 決算には好材料多い

今後の同社業績を見る上で、国内ではマニファクチャリングやヘルスケアを中心とした高付加価値ソリューションの案件増加、海外はベース事業におけるソリューション展開と収益性改善が重要なポイントとなる。海外プライマリ専門における欧州の好調持続性については、やや予測しづらい状況が考えられる。同社顧客を取り巻く市場環境は変動が大きく、業績への影響は避けがたいものの、中計における施策が順調に進展していることは評価される。特に Q3 決算にて国内の営業利益率が改善したこと、及び海外エントリーモデル上市のメドが立ったことは好材料と受け止める。これらを念頭におけば、26/3 期も増収増益基調で推移する可能性が高いとみられる。

2) 中期経営計画

25/3 期～29/3 期の 5 か年計画だが、27/3 期に数字目標を設定

2024 年 3 月に発表した中期経営計画は 25/3 期～29/3 期の 5 年計画である。この中で 25/3 期～26/3 期を利益回復期、27/3 期～29/3 期を成長投資の再開期と位置付け、その後の投資回収期に繋げる流れとなっている。ただし、最終年度 29/3 期の数字目標は設定せず、敢えて中間点の 27/3 期における数字目標（売上高 1,600 億円、営業利益 115 億円、営業利益率 7.2%、ROIC7%、PBR1.5 倍）を設定している。セグメント別内訳を以下に示す。なお、24/3 期実績の営業利益 104 億円に対して、27/3 期目標は 115 億円と伸びが小さくみえている。背景として、海外プライマリ専門において現時点での一時的な好業績が剥落し、営業利益が減少する見通しであることが挙げられる。

図表 46. 中期経営計画 (25/3 期～31/3 期)

	24/3 期 (実績)	25/3 期 (会社計画)	27/3 期 (中期計画)	31/3 期 (長期目標)
売上高	143,446	155,000	160,000	200,000
自動認識ソリューション (海外)	67,931	76,000	80,000	
ベース事業	48,359	53,000	57,000	
プライマリ専門	19,572	23,000	23,000	
自動認識ソリューション (日本)	75,514	79,000	80,000	
メカトロ	29,700			
サプライ	45,814			
(サプライ比率)	60.7%			
営業利益	10,383	11,400	11,500	21,000
自動認識ソリューション (海外)	8,243	8,500	7,500	
ベース事業	3,577	4,200	4,200	
プライマリ専門	4,509	4,400	3,300	
消去	157	-100	-	
自動認識ソリューション (日本)	1,724	3,200	4,000	
消去	416	-300	-	
営業利益率	7.2%	7.4%	7.2%	10.5%
自動認識ソリューション (海外)	12.1%	11.2%	9.4%	
ベース事業	7.4%	7.9%	7.4%	
プライマリ専門	23.0%	19.1%	14.3%	
自動認識ソリューション (日本)	2.3%	4.1%	5.0%	
EBITDA	15,456	16,900	16,900	19,100
ROIC	8.5%	9.4%	8.4%	7.9%

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

前中計の成果と課題

前中計における成果は、19/3 期以降の本業集中により海外ベース事業が伸びたこと、RFID・自動化が成長したこと、プリンタ共通プラットフォームの開発が完了したことが挙げられる。一方、顕在化した課題として、戦略投資の実施や商品ミックス悪化により国内の利益率が低下したこと、プリンタのコモディティ化が進んだこと、顧客の課題が社会全体に渡る業界横断的なものに変化したことが挙げられる。こうした課題への対応が、現中計では必要となる。

3つの施策に取り組む

中期経営計画では、主に3つの施策に取り組む。(1) コアビジネス強化 (日本事業/海外事業)、(2) 新たな収益基盤 (Perfect and Unique Tagging に向けて)、(3) 経営基盤の強化。以下に具体的な内容を記す。

3) コアビジネス強化 (国内事業：利益を生む体質への回復)

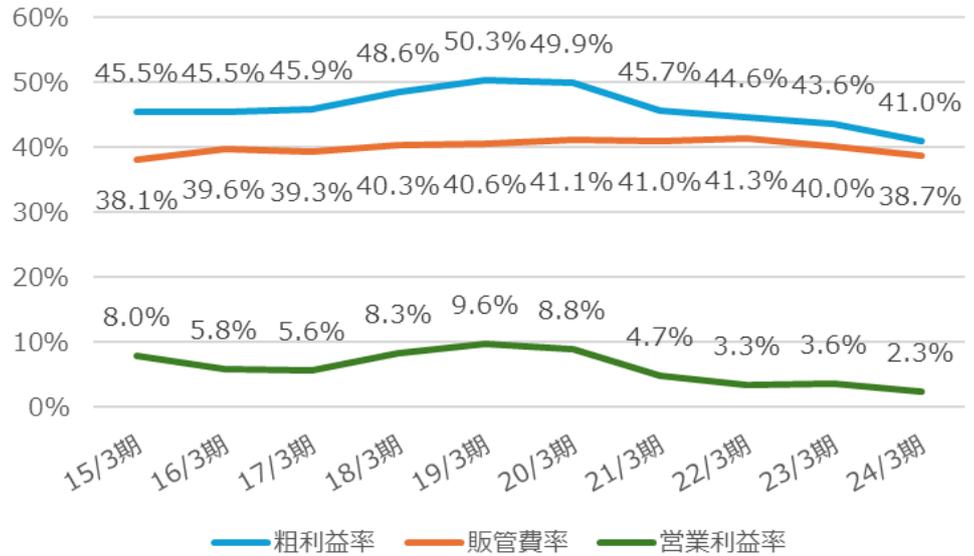
国内の売上高は低成長が継続する前提

国内事業の市場シェアは約40%と既に高く、競合環境に大きな変化がないため今後も大きなシェア変動は起きにくい。加えて、既存事業の売上高トップラインは景気動向や顧客の事業環境に左右される。特に同社の事業領域は幅広い市場に分散しているため、例えばロジスティクスやヘルスケアが好調である一方、マニファクチャリングやリテールが不振である等、プラスマイナスが相殺されやすい状況が生まれている。一方、RFID や自動化といったタギング技術高度化領域の売上高構成比は24/3 期実績8.7%と現時点で小さく、全体を牽引するには力不足である。このような背景から、既存事業を中心とした売上高は少なくとも27/3 期まで低成長が継続する可能性が高い。

営業利益率は近年低下傾向

一方、営業利益率は 21/3 期以降 5% を割り込み、近年低下傾向を示している。24/3 期実績では 2.3% まで低下した。ラベルプリンタのコモディティ化に伴う値引き要求に加え、インフレに伴う部材調達コストの上昇、ASEAN における最低賃金上昇、円安に伴う海外工場からのメカトロ製品仕入れ価格上昇、等により粗利率が低下しているのが主因。加えて、グローバルベースの新製品・新ソリューション向け開発費負担が続いており、販管費が高止まり傾向にあることも利益率低迷の要因となっている。

図表 47. 国内事業の営業利益率の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

テーマは「利益を生む体質への回復」、施策は 4 つ

国内事業におけるコアビジネス（既存事業）強化のテーマは、「利益を生む体質への回復」である。27/3 期目標の営業利益率は 5%（24/3 期実績は 2.3%）。施策は 5 項目あり、想定されるインパクトの大きい方から順に（1）重点市場の攻略、（2）機動的な価格改定、（3）バリューチェーン管理の徹底、（4）新型プリンタの上市、（5）営業部門の利益評価重点化、となる。以下、各項目について説明する。

（1）重点市場の攻略

ヘルスケアとマニファクチャリングを重点市場として攻略する方針。特に今後高い成長性が見込まれるヘルスケアでは、27/3 期の粗利額を 24/3 期比較で 40% 増とする目標を立てている。マニファクチャリングでは、地政学リスクへの対応から半導体をはじめとするエレクトロニクス産業の国内生産回帰が始まっている。25/3 期中に人材配置の最適化を終え、26/3 期より実行に移す予定。なお、25/3 期 Q3（9 か月累計）売上高実績はヘルスケアが前年同期比 4.7% 減、マニファクチャリングが同 6.7% 増となっている。

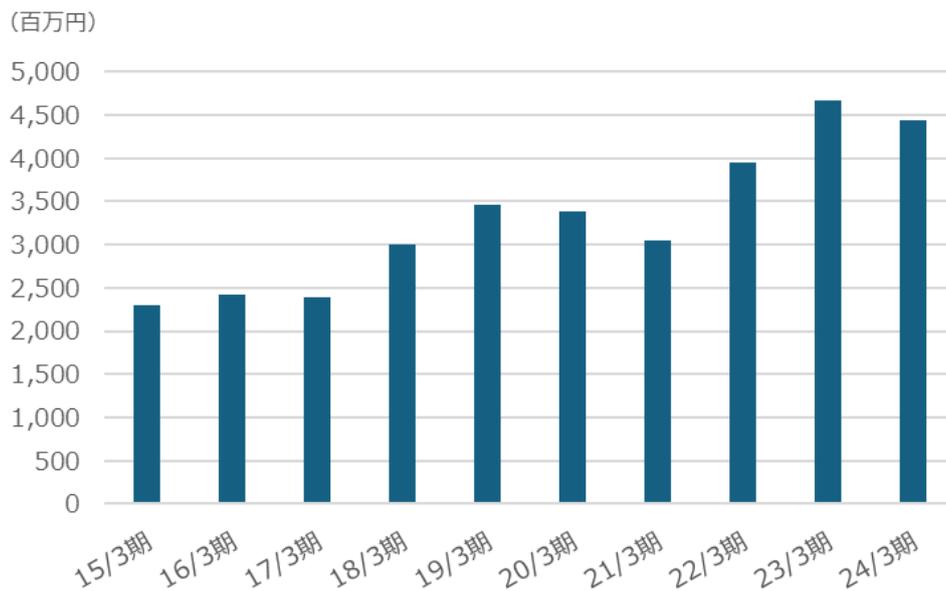
（2）機動的な価格設定

コロナ渦以降の世界的な物流網の混乱、素材価格高騰に伴う原材料のインフレ、東南アジアの人件費高騰などにより近年はコストが上昇傾向となり、粗利率の低下を招いていた。一方、ラベルプリンタはコモディティ化の進展もあり価格は緩やかな下落傾向が継続していたが、2023 年 10 月受注分からコスト上昇分を上乗せした価格是正に同社は踏み切った。効果は 24 年 1 月以降から発現しはじめ、25/3 期の利益率改善に大きく貢献している。今後もコスト変動（特に増加方向）に対してタイムリーに価格是正を顧客に要請し、既存事業の収益性を維持する柔軟なオペレーションが必要。加えて、競合他社との差別化が図られた付加価値の高い新規タギング・ソリューションに対しては、適正な高い利益率を実現できる価格設定が求められよう。

(3) バリューチェーン管理の徹底

バリューチェーン管理の徹底 (3) : 商品ラインアップ最適化による生産性向上、及びコスト削減が狙い。まず、数多いプリンタの製品ラインアップにおけるモデル数の削減によって、サトー側では製造及びモデル管理コストの低減に繋がる。加えて、顧客側でもハード・ソフトの性能向上や様々な用途で同機種が活用できる等のメリットがある。また、サプライ品においても顧客ごとに細かく異なるラベル仕様を標準化することで、サトー側で工数削減による原価低減が実現できる。また、顧客側でも納期短縮や柔軟な在庫活用というメリットがある。26/3 期半ばに課題特定を終え、その後実行に移す計画となっている。

図表 48. 研究開発費の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

(4) 新型プリンタの上市

新型プリンタの上市 (4) : 既存顧客の更新需要を促進することが狙い。中計策定時点 2024 年 3 月では、25/3 期中に開発を完了する予定だったが、現時点では開発スケジュール遅延により一年後ろ倒しとなり 26/3 期中に開発終了見込み。同社は開発プロジェクト管理手法に問題があり、修正・強化するとしている。なお、開発に関しては 24/3 期までにコスト削減を目的としたプリンタ共通プラットフォーム開発が完了しており、現中計に新モデルへの搭載が予定されている。

(5) 営業部門の利益評価重点化

営業部門の利益評価重点化 (5) : 具体的には、低粗利率の製品価格の適正化、及び高粗利率ソリューションの拡販を進める。25/3 期中にスキームを策定し、26/3 期より実行に移す計画。機動的な価格設定 (2) でも述べたように、利益率向上のための各種施策は重要であるが、営業マンの活動の基盤となるマインドセットの変革が必要条件となる。同社のタギング・ソリューションビジネスは「現場視点」を大切にする顧客密着型を特徴としており、顧客との距離が近いゆえに値引きを許容しやすい側面も併せ持つ。25/3 期初より営業マンの評価を売上高連動から粗利連動に切り替えることで、マインドセットの修正を図る方針を採っている。

4) コアビジネス強化（海外事業：持続的・効率的な成長の追求）

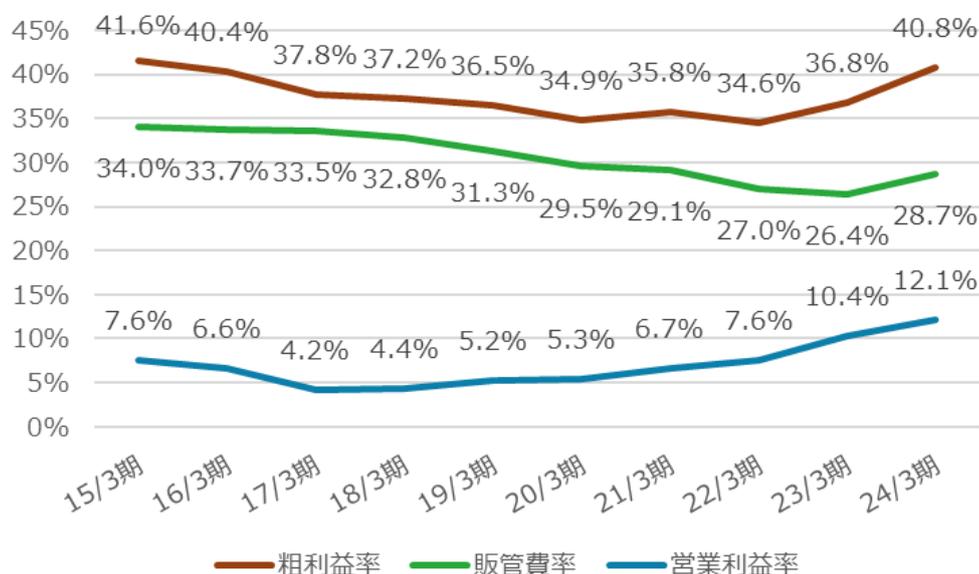
海外の売上高は高成長が継続

海外はベース事業主体の国内とは異なり、ベース事業とプライマリー専業が混在しているのが特徴。また、直販中心の国内と違って代理店を通じた販売が多いという特徴も有する。海外の市場シェアは約 10% であり、依然として上昇余地があるといえよう。売上高トップラインは、ベース事業の着実な伸びに対して、M&A により獲得した海外子会社が担うプライマリー事業の急増が加わり、高成長が続いている。特にプライマリー専業は、ロシアにおける事業環境の一時的好転が貢献している。

営業利益率は直近では 10% 超に上昇

営業利益率についても、代理店販売では販管費が抑制でき、価格交渉条件も国内に比べて相対的に良好であることから、概ね 5% 超となっている。特に直近の 23/3 期、24/3 期は、ロシアの好調を反映して 10% 超まで上昇中。ただし、グローバルに展開する製品（ソフトウェア含む）の開発費は国内事業が主に負担しており、販管費が実体より更に低くみえている。よって、利益率の実績数字は実力値よりもやや高めを示しているといえよう。

図表 49. 海外事業の営業利益率の推移



出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

テーマは「持続的・効率的な成長の追求」

海外事業におけるコアビジネス（既存事業）強化のテーマは、「持続的・効率的な成長の追求」である。24/3 期を起点とした 27/3 期までの売上高成長率 3 年 CAGR 目標は約 6% 増。なお、RFID や自動化といったタギング技術高度化領域の売上高構成比は 24/3 期実績 9.2% と現時点で小さい。一方、27/3 期の営業利益率目標は 7.4%、24/3 期実績の 7.7% に対してほぼ横ばいとしている。以下、ベース事業とプライマリー専業に分けて施策を述べる。

ベース事業の数字目標と施策 4 項目

<ベース事業の 27/3 期売上高目標は 570 億円（24/3 期比 17.9% 増）>

営業利益の 27/3 期目標は 42 億円、利益率 7.4%（24/3 期比横ばい）。地域別内訳は米州 210 億円（同 21.2% 増）、欧州 140 億円（同 19.5% 増）、アジア・オセアニア 220 億円（同 13.9% 増）と、それぞれ伸ばす計画。施策は 4 項目。まず前中計からの継続として（1）サプライ品収益の増強、（2）ソリューション横展開、また新規として（3）本社・拠点の役割・機能見直し、（4）現地に最適なソリューション創出、を挙げている。

図表 50. 海外ベース事業の売上高・営業利益率の計画

(単位：百万円、%)	24/3 期 (実績)	27/3 期 (会社計画)
売上高		
米州	17,333	21,000
欧州	11,713	14,000
アジア・オセアニア	19,311	22,000
売上高合計	48,358	57,000
営業利益率 (ベース事業全体)	7.7%	7.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

(1) サプライ品収益の増強

グローバルでは工程の標準化を推進し、サプライ品全体の供給力の増強を図る方針（コアビジネス強化（国内）のバリューチェーン管理の徹底（3）参照）。地域別では、米州・欧州にて MES（Manufacturing Execution System）導入により生産性を向上させる。欧州では環境配慮型商品の拡販に注力し、競争力アップを図る。米州・アジアでは設備更新を実施し、現地顧客への対応力を引き上げる。さらに全体として RFID ラベルを含めて生産能力の底上げを図る方針。

(2) ソリューション横展開

前中計における成果として、従来「モノ売り」主体であった海外事業に対して「コト売り」の発想を持ち込み、拠点ごとのソリューション創出の道筋を作ってきた。現中計ではソリューション創出を更に幅広く展開するために、グローバル CRM 活用による横展開状況の可視化、研修の強化による社員の知識レベル底上げ、更には成功事例共有会の開催を通じたノウハウ共用と相互支援の活性化、に取り組んでいる。

(3) 本社・拠点の役割・機能見直し

本社・拠点の役割・機能見直し（3）：前中計にて残存した課題は、本社主導体制を採ってきたことで施策の執行に時間が掛かっていたことが挙げられる。2024 年 4 月、2025 年 4 月の体制変更を受けて、海外事業は株式会社サトー直結のシンプルな組織形態となり、役割分担を明確化することが可能になった。本社はグローバルキーアカウントの攻略に注力する方針。一方、各拠点では既存顧客内における他部門へ、既存業界内の新規顧客へ、既存ソリューションの他業界へ等の様々な横展開を担う体制とする。

(4) 現地に最適なソリューション創出

現地に最適なソリューション創出（4）：国内で開発した既存ソリューションを展開すると同時に、各地域への専門組織を設置し、現地のニーズに合致したソリューションの開発を加速する予定。また、ソリューション販売へのアプローチが可能な業界特化パートナー（例えば ISV：Independent Software Vendor）の開拓にも重点を置く。

「コト売り」への転換でシェア拡大と販管費抑制を目指す

以上、特に（2）～（4）の施策の中で述べてきた「モノ売り」から「コト売り」への転換、すなわち同社の強みを活かしたタギング・ソリューションへの展開により世界シェア拡大を目指すにあたって、事業規模拡大に伴う販管費の膨張を抑えることが重要である。開発したソリューションの標準化を進めることで横展開を加速し、現地ニーズに合った機能を付加する開発コスト（ソフトウェア含む）を最小化することで、開発部門における一人当たり売上高の引き上げに繋がろう。また、営業部門ではソリューション販売の横展開を進めると同時に適正な価格設定を心掛け、既存製品の販売では代理店を柔軟に活用することで、一人当たり売上高を高めることが可能になるとみる。

プライマリー専門の目標数字

〈プライマリー専門の 27/3 期売上高目標は 230 億円 (24/3 期比 17.5%増) 〉

営業利益の 27/3 期目標は 33 億円、利益率 14.3% (24/3 期比 8.3%pt 減)。課題は売上・利益の安定化とする。特に足下のロシア子会社 (Okil 社、X-Pack 社) の好調が、今後は継続しない前提としている。

人手を介さず全自動で識別・管理ができるソリューション

5) 新たな収益基盤 (Perfect and Unique Tagging に向けて)

Perfect and Unique Tagging とは、人やモノに対して ID 等の属性情報に加え、位置やセンサから得られる状態情報をヒモ付けることで、完全に唯一無二の固体情報がトレース可能な高度なタギング手法を指す (サトーにて定義)。人やモノが動く中で、人手を介さず全自動で識別・管理ができるソリューションを提供できるため、企業単位の現場の課題のみならず、社会全体の共通課題の解決にも貢献することが期待される。

「新領域」の 31/3 期売上目標は 400 億円以上

同社は説明会資料にて、Perfect and Unique Tagging に対応する部分を表す「新領域」の売上高目標は 31/3 期 400 億円以上としている。これは連結売上高計画 2,000 億円に対して構成比 20%を占めており、既存領域の中でも着実な成長を見込む「RFID/自動化」の売上高計画 350 億円を上回る数字となる。

図表 51. 2030 年度の売上高構成

	31/3 期 (長期目標)
売上高合計	2,000 億円超
ベース事業 (従来型)	1,000 億円
ベース事業 (RFID/自動化)	350 億円
ベース事業 (新領域)	400 億円超
プライマリー専門	250 億円

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

新たな周辺技術を獲得し、社会課題解決に貢献

世界情勢は現在大きく変化しており、気候変動・資源枯渇・労働力不足・新たな法規制・地政学リスクなどが共通の社会課題として顕在化している。サトーの顧客においては、タギング技術で ID を付与することにより、新しいトレーサビリティ構築が必要となってきた。サトーはこれに対応するため、画像認識、PC レスラベル発行、次世代クラウドプラットフォーム、センサ、音声認証、生体認証、位置測位などの新たな周辺技術を獲得し、ソリューション提供範囲の拡大を目指す。

ターゲットは成長性と収益性の 2 軸で選定

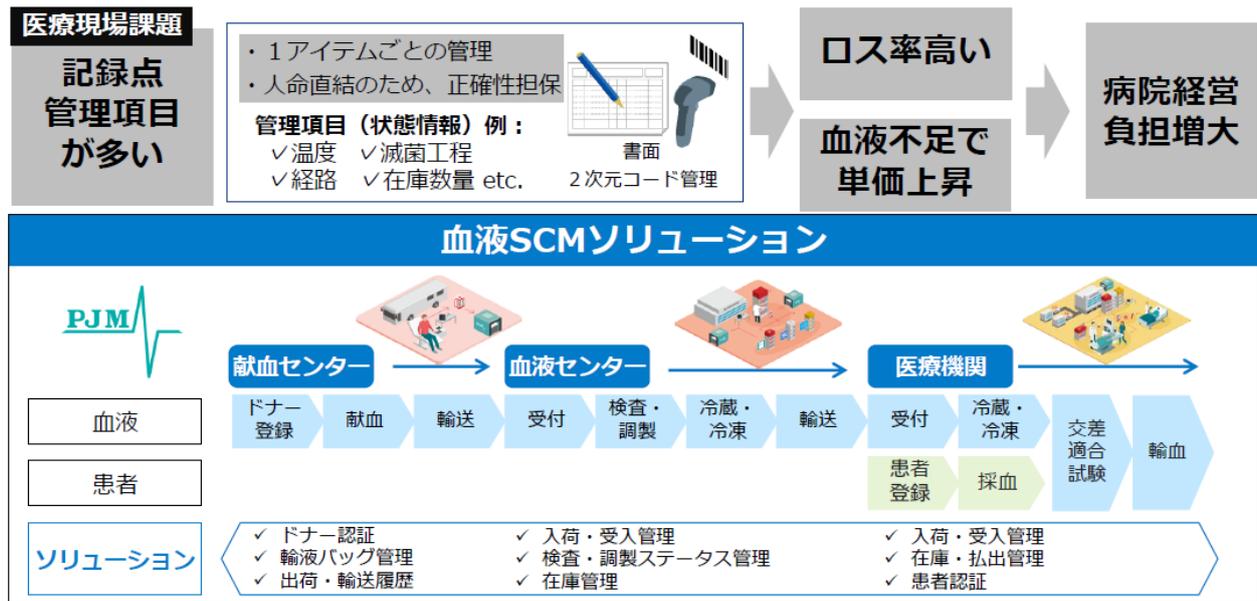
新領域にてターゲットとするテーマは、成長性と収益性の 2 軸にて選定し、積極的に開発リソースをシフトする方針。選定されたテーマには血液 SCM (Supply Chain Management)、AI ソリューション、静脈物流、物流 DX 等が挙げられているが、ここでは血液 SCM と静脈物流について同社の考えるソリューションを説明する。

例 1：血液 SCM ソリューション

医療現場では献血から輸血に至るまでの血液管理に大きな課題を抱えている。これを解決するのが同社の血液 SCM ソリューション。献血センターにおける血液採取の際のドナー認証や、血液センターへ運ばれる際の出荷・輸送・入荷の履歴情報、血液センターでの検査調製ステータス管理・温度管理及び在庫管理の情報、医療機関へ運ばれる際の出荷・輸送・入荷の履歴情報、医療機関での在庫管理情報が必要である。一方、実際の輸血の際には患者認証情報を取得したのちに、輸血用の血液と患者から採取した血液の交差適合試験を実施し、問題なければ輸血の実施となる。この際、SCM を構成する献血センター、血液センター、及び医療機関では、それぞれの方

法で人手を使ったりバーコードラベルを使ったりして情報管理を行っている。こうした人命に係るプロセスをミスなくこなすためには、医療従事者の多くの時間を必要とするのが現状である。労働力不足は医療従事者の負荷を増大させており、こうした課題解決は喫緊の課題である。同社の全自動化されたタギング・ソリューションを使えば、サプライチェーン上での正確な情報のヒモ付け、正確で高効率な発送・入出荷・トレーサビリティ、リアルタイムな在庫の可視化が業界横断的に実現でき、血液不足の解消や医療従事者の負担軽減につながる。同社の売上高目標は 27/3 期で 10 億円、31/3 期で 100 億円としている。

図表 52. 血液 SCM ソリューション

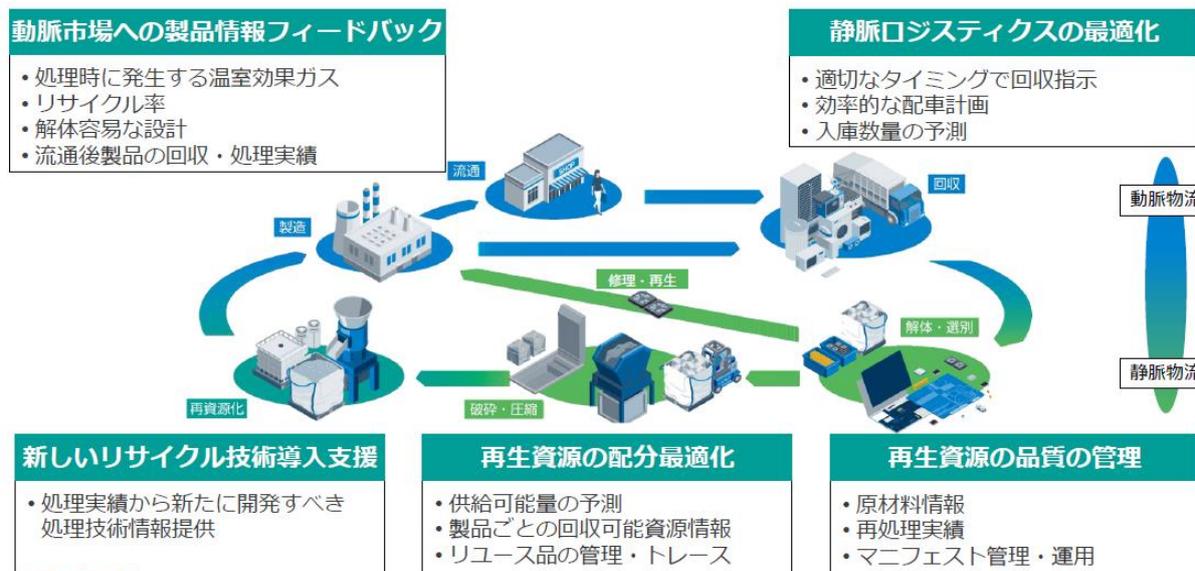


出所: 会社資料

例 2: 静脈物流向けソリューション

カーボンニュートラルの実現、あるいは環境破壊防止の観点から、地球規模で循環型社会への移行の必要性が議論されている。これにはリサイクルを促進し、求められる品質の再生材料を確保して供給することが必要となる。ここでの課題を解決するのが同社の「静脈物流」向けソリューション。電気製品に代表される様々な商品 (モノ) は、まず原材料を調達し、工場で製品を製造 (組立) し、物流網に乗せて出荷する。この一連の流れを「動脈物流」とすると、使用が終わって廃棄された製品を回収・運搬し、工場での再生処理・分別・選別を経て再生材料として生まれ変わるリサイクルの一連の流れは「静脈物流」と呼ばれる。「静脈物流」では、タギング・ソリューションによって回収現場における回収物の特定、再生工場での入出荷作業・コンテナ管理・仕掛かり品のロケーション管理、更にサプライチェーン全体のトレーサビリティが可能となり、ターゲット素材を時系列で可視化できる。また、「静脈物流」におけるトレーサビリティシステムが確立されれば、本家の「動脈物流」でも新たにリサイクルを意識したトレーサビリティシステムの需要が出現する。サトーが、こうした循環型社会の実現に寄与する全自動化されたタギング・ソリューションを業界横断的に供給すれば、同社にとって大きな事業機会を新規に創出できるであろう。なお、同社はエンビプロホールディングス (5698 東証プライム) と LIB (リチウムイオン電池) リサイクルに関して (2024 年 10 月/12 月リリース参照)、またナカダイホールディングス (非上場) と廃棄物の再生資源課程のデジタル化に関して (2024 年 11 月リリース参照)、それぞれ協業している。

図表 53. 静脈物流向けソリューション



出所：会社資料

6) 経営基盤の強化

持続的な企業成長が念頭、施策は3つ

2025年4月よりホールディングスを解消して株式会社サトーとなり、経営体制はよりシンプルになった。持続的な企業成長を念頭に、以下3点の施策を実施する。(1) 経営管理の強化、(2) 資本効率の改善、(3) サステナビリティ経営の推進。なお(2)については7章“財務戦略”に既に記載したので省略する。(3)に関しては11章“サステナビリティ経営の推進”に譲ることとする。ここでは(1)についてのみ説明する。

(1) 経営管理の強化

まず第1点目に、営業部門にて利益重視の業績評価を実践する。この新たな管理手法では、営業マンの評価が売上重視から粗利重視へ変化するため、適切な価格設定を意識した受注活動を行う効果を生む。第2点目として、海外事業拡大に向け、海外子会社が自律成長するための基盤となるガバナンス強化を実施する。具体的には、経営管理を担当する人財を配置した上で権限移譲を進め、「コト売り」すなわちソリューション型ビジネスに転換することでシェア拡大を促す。

図表 54. 業績一覧 (ロシアを分離)

	22/3期	23/3期	24/3期
全社			
売上高	124,783	142,824	143,446
営業利益	6,404	8,841	10,383
営業利益率	5.1%	6.2%	7.2%
ロシア除く全社			
売上高	115,082	125,157	127,448
営業利益	5,353	5,298	6,616
営業利益率	4.7%	4.2%	5.2%
ロシア			
売上高	9,701	17,667	15,998
営業利益	1,051	3,543	3,767
営業利益率	10.8%	20.1%	23.5%

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

9. バリュエーションと株価見通し

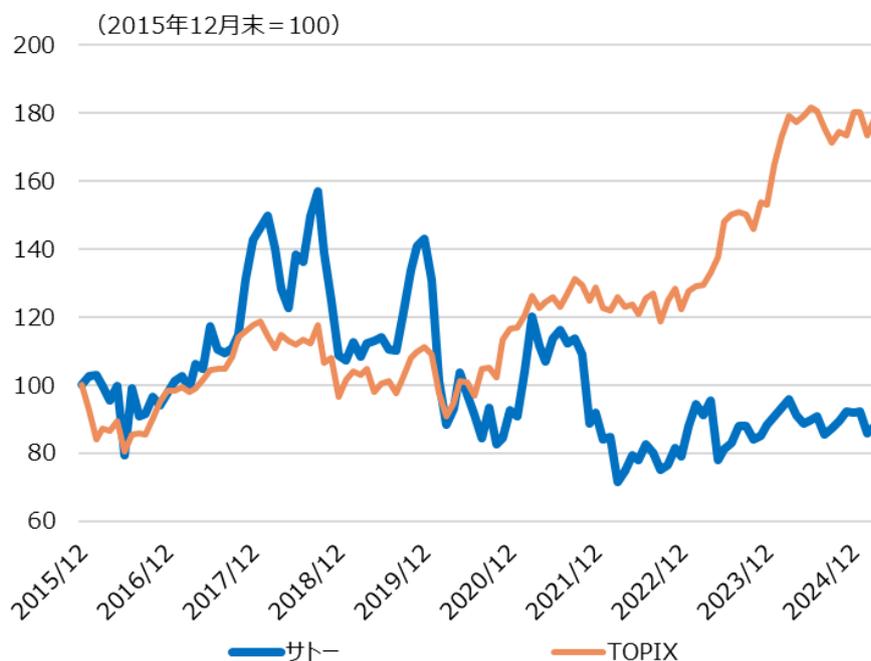
株価は現在 2,200 円前後の推移

同社の営業利益は、リーマンショック後の 09/3 期 7 億円まで急落した後に反転し 6 年連続増益を記録した結果、15/3 期には 74 億円まで上昇し当時の最高益となった。株価は 2012 年頃から上昇を続け、2015 年 6 月にリーマンショック後の高値 3,550 円を付けた。一方、その後の業績は 22/3 期までの 7 年間、60~70 億円台での停滞期間が継続。株価はしばらく下落基調となったが、2016 年 10 月頃からはインダストリー 4.0 への期待から再び上昇し 18 年 9 月に 3,855 円のヒストリカル最高値を記録。その後は下落と上昇を繰り返しながらレンジを切り下げ、現在は 2,100 円前後での推移となっている。直近 2 年間では、2024 年 3 月に発表された中計の内容を好感した一時的な株価上昇はあったものの、概ねレンジ内での動きとなっている。なお、業績は 23/3 期、24/3 期と続伸したが、牽引するプライマリー專業の好調に対する持続性への懸念から本格的な株価上昇には反映されていない。

株価はコロナ渦以降、TOPIX にアンダーパフォーム

サトーの株価推移を TOPIX とともに示す。同社の顧客は様々な産業に幅広く分布しているため、主力の国内事業は日本経済全体の動きと連動性が高い。よって、同社の株価は概ね TOPIX に連動すると考えるのが自然である。実際、コロナ渦以前の 5 年間は TOPIX に概ね連動しているとみることができる。一方、コロナ渦以降は世界的な物流の混乱、人々の活動の抑制、地政学リスク増大等が同社タギングビジネスに大きな影響を与え、同社の株価は TOPIX に対して大きくアンダーパフォームしており、現在は連動性が崩れている。

図表 55. サトーの株価と TOPIX の推移



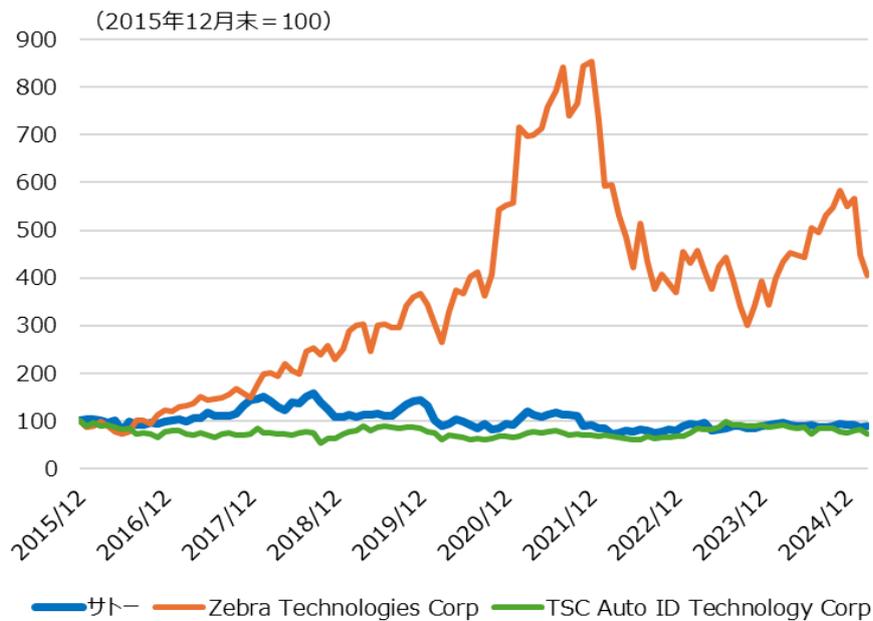
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ラベルプリンタ企業、及びサプライ品 綺語との比較

サトーの株価推移をラベルプリンタ企業と比較する。競合する首位 Zebra Technologies が「モノ売り」中心の市場である海外で大きく業績を伸ばし、圧倒的なパフォーマンスを示している。一方、国内でいち早く「コト売り」にシフトし、既に 40% のシェアを獲得しているサトーは、国内における成長鈍化と、海外の「モノ売り」中心の展開にて特徴が出し切れず、大きく出遅れた形となっている。また、サトーの株価をサプライ品（シール）企業と比較する。ここでも競合するフジシール、Avery

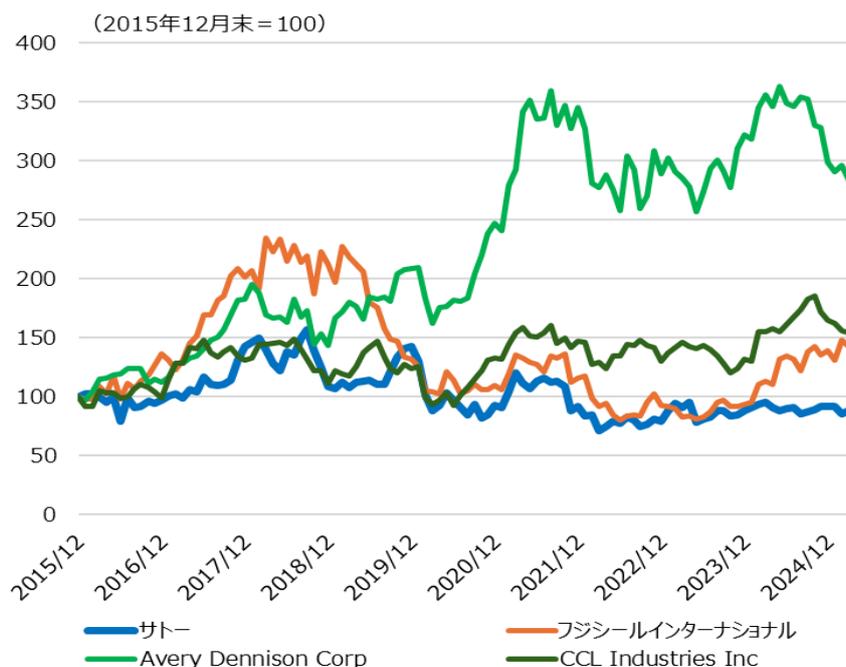
Dennison、CCL Industries にパフォーマンスで劣後する状況となっている。以上から最近 10 年間で総括すると、国内需要が停滞する中で「コト売り」、すなわちソリューション・ビジネスを海外で伸ばし切れておらず、逆に「コト売り」を推進するがゆえに販管費負担が重い状況が業績にマイナス寄与しているといえよう。

図表 56. サトーとラベルプリンタ企業の株価比較



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 57. サトーとサプライ品（シール）企業の株価比較



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

PER/PBRの推移

同社のPERは、IPD事業譲渡に伴う減損で特別損失を計上し当期赤字となった20/3期、旧本社譲渡に伴う特別利益を計上し当期利益が膨らんだ21/3期を除き、2015年以降は概ね15~25倍のレンジで推移している。インダストリー4.0の期待が高まった2018年には30倍を超えた時期もあった。一方、コロナ渦以降は徐々に切り下がり、足下では10倍前後まで低下している。ただし、最近2年で大きく伸びたロシア子会社を除く除外すれば、15~20倍レンジでの推移が継続していると考えられる。また、ROEは15/3期の7.6%からジリジリと低下し、24/3期は5.2%であった。これに伴いPBRもかつての1.5~2.0のレンジを切り下げ、現在は1.0近辺の推移となっている。

同業他社との収益性比較

ラベルプリンタメーカー、サプライ品メーカー、一般的なプリンタ関連企業と同社の収益性やバリュエーションを比較したものが図表60、図表61である。サトーのROICは競合のZebraとほぼ同等だが、TSC Auto IDやAvery Dennisonより低い。一方、キヤノン、リコー等の一般的なプリンタ関連企業よりも高い。ただし、ROEは競合する中で最も低く、一般的なプリンタ関連企業との比較で同程度の低水準に埋没する。同社はKPIとしてROICを採用し、27/3期は一旦7.9%に低下するものの31/3期では10%超が目標。足下では新領域(Perfect and Unique Tagging)への経営資源投下やロシア子会社の反動減がROICに対する逆風となるが、中長期的な収益性向上は同社最大の課題であろう。

同業他社とのバリュエーション比較

株価バリュエーションでは業界最大手のZebra TechnologiesのPERが18.5倍、PBRが4.1倍、サプライ品最大手のAvery DennisonのPERが17.5倍、PBRが6.2倍となっており、この2社がPER、PBRとも群を抜いて高水準。この2社を除いたベースで比較しても、サトーのPERは競合のTSC Auto ID、フジシールより若干低く、一般的なプリンタ関連企業との比較でも最低位にとどまる。また、サトーのPBRは1.0倍であり、TSC Auto IDの1.7倍やキヤノンの1.3倍を除いたPBR1.0倍近辺のグループ(フジシール、リコー、セイコーエプソン:6724東証プライム、ブラザー:6448東証プライム)に包含される。低バリュエーション状態からの脱却に向けてROIC(並びにROE)の改善に注目する。

今後の株価の方向性

今後の株価は上昇に向かう可能性が高いとみる。背景は、コロナ渦後期に積み上がったメカトロやサプライ品の流通在庫が正常化したことで、顧客側の需要増加に従って同社の販売も着実に伸びるフェーズに入ったこと。加えて、国内事業ではコスト増加に対応した価格は正が寄与を始め粗利率が改善し始めたこと、海外事業では、ロシア子会社が手掛けるプライマリー専門の短期的な業績貢献効果が仮に剥落しても、それを補うコア事業のソリューション展開が順調に進展していることが挙げられる。2月12日発表の25/3期Q3決算内容も良好で、Q4における一時的損失発生を考慮すれば、通期計画も実質上方修正と認識されよう。業績が上昇トレンドに入ったことで、今後のEPS切り上がりに伴う株価上昇が期待される。

バリュエーション向上の条件

中期的には、海外コア事業における高付加価値ソリューション展開と、グローバルな新領域(Perfect and Unique Tagging)の開拓により、特に海外でのシェアを拡大して業界平均以上の高い売上高成長率を実現することが重要。営業利益率改善については、製品ラインアップの標準展開による生産コスト低減、並びに適正な価格設定の継続により粗利率の改善を進めることが必要となる。加えて、開発した標準タギング・ソリューション(特にソフトウェア)を積極的に横展開することで研究開発費の膨張を抑制し、販管費比率を引き下げるオペレーションが求められる。以上、述べてきたように高い売上高成長率、及び営業利益率の上昇に対する取り組みが進展し、ROIC(及びROE)改善への期待を醸成することができれば、バリュエーション向上を通じて更なる株価上昇につながるであろう。

図表 58. サトーの PER 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 59. サトーの ROE と PBR 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 60. 同業他社との収益性比較

企業名	コード	決算期	通貨	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本比率 (%)
サトー	6287	2024/03	日本円	143,446	10,383	7.2	5.2	8.5	55.9
Zebra technologies	ZBRA	2024/12	米ドル	755,578	116,044	15.4	15.9	9.3	45.0
TSC Auto ID technology	3611.TW	2023/12	台湾ドル	37,698	5,401	14.3	18.2	14.7	61.0
フジシールインターナショナル	7864	2024/03	日本円	196,624	13,309	6.8	8.1	7.2	68.6
Avery Dennison	AVY	2024/12	米ドル	1,328,170	169,197	12.7	31.7	15.2	27.6
リコー	7752	2024/03	日本円	2,348,987	62,023	2.6	4.5	2.7	46.6
キャノン	7751	2024/12	日本円	4,509,821	279,754	6.2	4.8	3.8	63.2
セイコーエプソン	6724	2024/03	日本円	1,313,998	57,533	4.4	6.8	4.0	57.4
ブラザー工業	6448	2024/03	日本円	822,930	49,792	6.1	5.0	4.2	74.6
コニカミルタ	4902	2024/03	日本円	1,159,999	26,091	2.2	0.9	1.6	39.9

注：ROE（会社予想）は進行期の会社予想純利益を直近四半期決算期末の自己資本で乗じて算出

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 61. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	通貨	株価 (3/31)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	EV/ EBITDA (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
サトー	6287	2024/03	日本円	2,110	68,498	9.8	1.0	4.4	3.5	5.2
Zebra technologies	ZBRA	2024/12	米ドル	282.56	2,181,869	18.5	4.1	26.5	0.0	15.9
TSC Auto ID technology	3611.TW	2023/12	台湾ドル	190.50	40,594	10.0	1.7	9.0	6.8	18.2
フジシールインターナショナル	7864	2024/03	日本円	2,614	141,986	12.2	1.1	5.9	2.5	8.1
Avery Dennison	AVY	2024/12	米ドル	177.97	2,143,744	17.5	6.2	12.9	1.9	31.7
リコー	7752	2024/03	日本円	1,577	897,867	20.7	0.9	7.3	2.4	4.5
キャノン	7751	2024/12	日本円	4,645	4,384,842	11.9	1.3	10.0	3.4	4.8
セイコーエプソン	6724	2024/03	日本円	2,387	772,028	14.8	1.0	5.4	3.1	6.8
ブラザー工業	6448	2024/03	日本円	2,694	688,733	12.1	1.0	5.7	3.7	5.0
コニカミルタ	4902	2024/03	日本円	503	248,943	NA	0.5	6.8	0.0	0.9

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

10. リスク要因

サトーの業績や株価の動向に与えるリスクとして、短期と中長期に分けて列挙する。

短期的リスク（外部要因）

短期的なリスクとして、外部に起因するものを挙げる。まず実現性の高いものとして、海外プライマリー専門におけるシェア変動、特に好調なロシア子会社にて競争環境の悪化によるシェア低下が想定される。次に一般的なリスクとなるが、国内外を問わず顧客の属する様々な産業（製造業、物流、小売り、医療・ヘルスケア、食品、公共、等）の好不調の波が業績に大きく影響する。また、それぞれの顧客内での競争激化に伴うシェア低下、及びラベルプリンタのコモディティ化に伴う価格下落もリスクとなる。為替変動、人件費上昇、サプライチェーンの在庫変動もリスク要因。

短期的リスク（内部要因）

同社内部のリスクでは、コスト上昇に対応するための価格是正のタイミング遅延が挙げられる。また一般的なリスクとして、新製品の上市タイミング遅延、品質問題や生産拠点における歩留まり・生産性低下が挙げられる。現在、同社は中計における施策として経営基盤の強化に取り組んでおり、こうしたリスクに向けた対策が進めば、リスクは最小化できると考える。

中長期的リスク (外部要因)

次に中長期的なリスクとして、外部に起因するものを挙げると、まずタギングビジネスの根幹をなすバーコードラベルや RFID などに対する代替技術の出現が考えられる。ただし、人・モノへの ID 情報等の付加手段として、安価で使いやすい新技術の出現の兆しはなく、現段階でのリスクは低い。また、競合他社がサトーのタギング・ソリューションの提案を強みとしたメカトロ (ソフトウェア含む) とサプライ品を一体供給するビジネスモデルに参入してくることも想定される。現時点ではそのような動きはみられず大きなリスクではないが、注視が必要とみる。

中長期的リスク (内部要因)

内部要因では、国内における粗利率改善、海外における高付加価値ソリューション展開、及びグローバルに「新領域」開拓が進まないことであろう。特に海外事業は、経営基盤強化の施策を効果的に進め、子会社が主体的にシェア拡大に貢献する必要があるが、上手いかなければ ROIC (及び ROE) の改善が遅れる可能性があると考えます。

11. サステナビリティ経営の推進

1) コーポレートガバナンス体制 (24/3 期末時点)

組織形態

サトーホールディングスの組織形態は、監査役会設置会社である。取締役会は 8 名 (うち女性 1 名) で構成され、うち執行役員を兼務する取締役が 2 名、社内非業務執行取締役 1 名、社外取締役 5 名 (うち女性 1 名) と、社外取締役が過半数を占めている。監査役会は 3 名 (うち女性 1 名) で構成され、常勤監査役 1 名、独立社外監査役 2 名 (うち女性 1 名) という内訳。2021 年 4 月より取締役会の諮問機関として、指名委員会と報酬委員会を設置している。

取締役会

取締役会における社外取締役比率 62.5%。コーポレートガバナンスコード原則 4-8 により、プライム市場上場の会社には、少なくとも 3 分の 1 の独立社外取締役を選任することを求めており、同社は基準を満たしている。社外取締役 5 名はコンサル出身で会社経営に精通した経験者、弁護士、マーケティングや商品企画の経験者、エレクトロニクス業界の経営経験者、ヘルスケア業界の経営経験者で構成されている。

図表 62. マネジメント体制とスキル

	代表取締役		取締役			社外取締役			
	社長執行役員 グループCEO	上席執行役員				取締役会議長	指名・報酬諮問 委員会委員長		
スキルマトリクス	小沼 宏行	笹原 美徳	鳴海 達夫	伊藤 良二	山田 秀雄	藤重 貞慶	野々垣 好子	南雲 浩	
企業経営・組織運営	○	○	○	○	○	○	○	○	○
業界知識 (営業・技術)	○	○							
国際ビジネス	○						○	○	○
財務・会計					○		○		
法務・コンプライアンス			○			○			
人事・労務			○			○	○	○	
ガバナンス・サステナビリティ	○	○	○	○	○	○	○	○	○
リスクマネジメント	○	○	○	○	○	○	○	○	○
多様性・異業種経験	○		○	○	○	○	○	○	○

注：敬称略

出所：会社資料

2) サステナビリティ基本方針

基本方針

同社の使命は「優れた製品・サービスでお客様の新たな価値を創造し、より豊かで持続可能な世界社会の発展に貢献する」こと。サステナビリティ基本方針として、「価値の創造」、「本業の帰結」、「再現性の重視」、「現場とのヒモ付け」、「開示の充実」を策定し、本業であるタギングを通じた社会貢献を目指す。

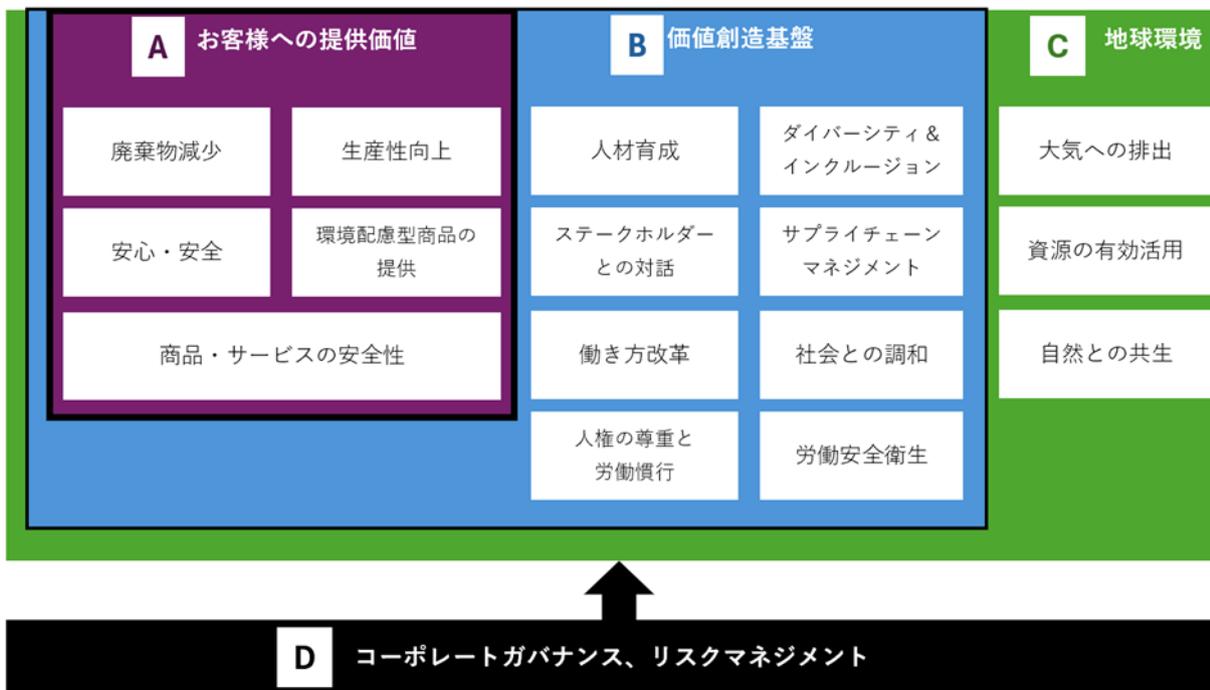
サステナビリティ推進委員会を設置

サトーグループでは、CSR・ESG・SDGs等の取り組みを全てサステナビリティに包含している。この取り組みのために同社はマテリアリティ（重要課題）を特定し、サステナビリティ推進委員会を設置している。マテリアリティは、タギングを軸とした自動認識ソリューション事業と密接に関係する「お客様への価値提供」、人材育成やサプライチェーンマネジメントなどの社内外の取り組みを通じて持続的価値創造を支える「価値創造基盤」、環境と事業を調和させる「地球環境」の3つのカテゴリーから構成されている。更に、「コーポレートガバナンス/リスクマネジメント」がこれを支える土台になる。以下にマテリアリティを列挙する。

マテリアリティ

- (A) お客様への価値提供：廃棄物減少、生産性向上、安心安全、環境配慮型商品の提供、商品・サービスの安全性および品質の確保
- (B) 価値創造基盤：人材育成、ダイバーシティ&インクルージョン、ステークホルダーとの対話、サプライチェーンマネジメント、働き方改革、社会との調和、人権の尊重と労働慣行、労働安全衛生
- (C) 地球環境：大気への排出、資源の有効活用、自然との共生

図表 63. サトーのマテリアリティ構成・全体像



注：RBA = Responsible Business Alliance

出所：会社資料

3) 価値創造基盤

人的資本経営

サトーグループでは、顧客価値の創造には「イノベーションを生み出す組織文化」の醸成が不可欠と考えている。従業員は「創意工夫」や、「小さな変化を喜ぶ」といった日常サイクルを実践しており、現場力向上に繋げている。こうした自立（自律）人財、そして目指す組織像を意識し挑戦することでイノベーションが促進される。これを継続して組織文化まで高めて定着させることを目標に、人的資本への投資を実践中。具体的には、指名・報酬諮問委員会直下に設置する人財開発委員会において、中核人財の育成や多様性の確保、各種人財マネジメント施策の策定と意思決定を行い、実行に移している。

知的財産

顧客の現場課題を解決する中で生み出される知的財産は、現在から将来に渡り競争力の源泉になり、重要な経営資源と位置づける。グループ CEO 直下に知財部門を設置し、知的財産の創出に取り組んでいる。また、イノベーションを創出するプロセスに IP ランドスケープの提供と活用を開始し、競争優位を支える知財創出に向けた戦略立案と、国内外での知財ポートフォリオ充実に取り組んでいる。

4) 地球環境

GHG 排出量削減目標

GHG 排出量削減による地球温暖化防止は、持続可能な社会の実現のために必須と位置づける。同社グループはグローバル中長期目標として、「2030 年度 GHG 排出量目標：2016 年度対比 50%削減」を設定し、再エネ活用や省エネ推進による GHG 排出量削減を進める方針。更に気候変動に連動する水リスクについても、適切な水資源の管理を強化すると同時に、こうした取り組みが外部から評価されるよう透明性の高い情報開示を行うとしている。

図表 64. GHG 排出量の実績と目標

(単位：t-CO2)

対象範囲	項目	17/3期実績	22/3期実績	23/3期実績	24/3期実績	31/3期目標
グローバル	Scope1、2	11,931	10,252	8,709	12,188	5,965
	17/3期比	-	-14.1%	-27.0%	2.2%	-50.0%
日本	Scope3	299,300	332,652	314,271	318,269	232,856
	22/3期比	-	-	-5.5%	-4.3%	-30.0%

出所：会社資料

図表 65. 損益計算書

(百万円)	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3 CoE
売上高	106,302	113,383	116,179	116,372	109,052	124,783	142,824	143,446	155,000
売上原価	61,280	64,728	65,503	66,193	63,317	74,385	86,140	84,329	
売上総利益	45,022	48,655	50,676	50,179	45,735	50,398	56,684	59,117	
売上総利益率	42.4%	42.9%	43.6%	43.1%	41.9%	40.4%	39.7%	41.2%	
販売管理費	38,917	42,405	42,997	42,718	39,888	43,994	47,843	48,733	
営業利益	6,104	6,249	7,679	7,461	5,847	6,404	8,841	10,383	11,400
売上高営業利益率	5.7%	5.5%	6.6%	6.4%	5.4%	5.1%	6.2%	7.2%	7.4%
営業外収益	516	455	569	324	393	404	610	804	
営業外費用	1,194	816	629	1,213	719	751	384	2,226	
経常利益	5,426	5,888	7,618	6,571	5,521	6,057	9,068	8,961	10,400
売上高経常利益率	5.1%	5.2%	6.6%	5.6%	5.1%	4.9%	6.3%	6.2%	6.7%
特別利益	613	2,835	11	824	10,454	49	37	42	
特別損失	605	2,229	1,057	6,760	1,519	143	1,958	3,341	
税前利益	5,434	6,494	6,573	636	14,457	5,963	7,147	5,662	
法人税・住民税・事業税	2,468	2,544	2,971	2,076	1,403	1,958	2,760	2,246	
法人税等調整額	-298	19	-182	536	-10	47	-570	-784	
法人税等合計	2,170	2,563	2,789	2,612	1,393	2,005	2,190	1,462	
(法人税率)	39.9%	39.5%	42.4%	410.7%	9.6%	33.6%	30.6%	25.8%	
親会社株主に帰属する当期純利益	3,221	4,074	3,773	-1,882	12,959	3,794	4,184	3,565	7,000
売上高当期純利益率	3.0%	3.6%	3.2%	-1.6%	11.9%	3.0%	2.9%	2.5%	4.5%
EPS (円)	96.07	121.54	112.46	-56.06	385.86	112.74	126.66	110.02	215.75

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 66. 貸借対照表

(百万円)	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
流動資産	55,571	57,161	59,367	66,195	74,641	81,950	81,137	86,268
現金及び預金	17,375	16,461	16,837	23,796	33,037	29,854	21,923	25,078
売上債権	23,215	24,737	25,522	23,766	24,878	26,688	27,113	28,617
未収金・未収収益	1,577	1,780	1,834	3,759	1,784	2,177	1,763	1,994
棚卸資産	10,990	11,365	13,453	13,053	13,072	20,418	26,854	27,135
その他	2,414	2,818	1,721	1,821	1,870	2,813	3,484	3,444
貸倒引当金	-168	-208	-153	-185	-236	-234	-230	-451
固定資産	48,709	49,286	48,206	36,952	34,671	38,054	41,721	46,188
有形固定資産	27,351	31,398	30,720	28,936	27,306	30,390	32,331	36,406
無形固定資産	16,607	14,436	11,933	3,688	3,356	3,256	4,372	3,841
投資その他の資産	4,750	3,450	5,552	4,326	4,007	4,407	5,017	5,941
投資有価証券	1,379	1,498	1,607	1,188	1,192	1,479	928	1,122
繰延税金資産	2,039	1,782	1,865	1,311	1,011	1,087	2,132	2,919
その他	1,332	170	2,080	1,827	1,804	1,841	1,957	1,900
総資産	104,280	106,447	107,574	103,147	109,312	120,005	122,858	132,457
流動負債	34,446	34,064	36,904	41,492	36,988	42,071	44,963	43,064
買入債務	19,370	18,311	18,954	18,095	17,740	20,644	19,360	19,402
未払金・未払費用	1,876	3,038	2,835	2,566	3,080	4,705	4,212	4,399
有利子負債	5,024	4,049	4,966	8,549	4,792	4,720	7,722	5,085
前受金	0	0	0	0	0	6,820	7,322	7,518
繰延税金負債	0	0	0	0	5,536	0	0	0
その他	8,176	8,666	10,149	12,282	5,840	5,182	6,347	6,660
固定負債	15,616	16,157	14,000	12,832	12,862	13,426	10,200	15,307
有利子負債	11,832	12,671	10,917	9,798	10,555	11,011	7,795	12,562
退職給付/給与引当金	2,345	2,181	1,843	1,800	1,193	1,227	1,002	1,065
その他	1,439	1,305	1,240	1,234	1,114	1,188	1,403	1,680
純資産	54,217	56,225	56,668	48,823	59,462	64,508	67,694	74,085
株主資本	52,747	54,664	56,245	51,999	62,646	64,144	63,451	63,149
資本金・剰余金	16,243	16,180	16,205	16,206	16,208	16,233	16,232	16,231
利益剰余金	39,162	41,145	42,624	38,345	48,974	50,256	52,061	51,718
自己株式	-2,659	-2,662	-2,584	-2,552	-2,537	-2,345	-4,842	-4,801
その他包括利益累計額	209	140	-870	-4,206	-4,372	-1,008	2,001	8,127
新株予約権	99	99	57	39	28	28	28	19
非支配株主持分	1,160	1,320	1,235	990	1,159	1,343	2,213	2,789
総資産	104,280	106,447	107,574	103,147	109,312	120,005	122,858	132,457
有利子負債	17,002	16,792	15,957	18,423	15,425	15,814	15,599	17,732
自己資本比率	50.9%	51.6%	51.5%	46.4%	53.3%	52.6%	53.3%	53.8%
D/E レシオ	0.32	0.31	0.29	0.39	0.26	0.25	0.24	0.25

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 67. キャッシュフロー表

(百万円)	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
営業活動によるキャッシュ・フロー								
税引前利益	5,434	6,494	6,573	636	14,457	5,963	7,147	5,662
減価償却費	3,996	4,307	4,489	5,043	4,092	4,220	4,855	4,926
のれん償却額	1,195	1,258	1,081	871	223	236	264	146
減損損失	557	656	1,024	6,397	448	11	0	2,168
固定資産売却損益	-6	-2,664	-11	-711	-10,414	-30	-4	-32
売上債権の増減額	-570	-1,766	-1,093	1,006	-598	-1,633	35	-953
仕入債務の増減額	12,531	-1,063	713	-139	-867	2,557	-1,827	-816
棚卸資産の増減額	-467	-576	-2,254	-291	183	-6,288	-5,907	1,297
未払金の増減額	-11,168	949	-188	-96	221	580	378	106
利息・配当の受取	148	160	143	121	93	140	301	613
利息の支払額	-129	-141	-140	-187	-220	-217	-252	-340
法人税等支払額	-1,409	-2,985	-1,391	-2,469	-1,510	-1,505	-2,230	-2,766
その他	657	1,555	419	1,078	-302	-732	2,430	2,552
合計	10,769	6,184	9,365	11,259	5,806	3,302	5,190	12,563
投資活動によるキャッシュ・フロー								
有形固定資産の取得及び売却による収支	-3,911	-6,064	-3,672	-2,858	-3,516	-2,550	-5,247	-5,657
無形固定資産の取得及び売却による収支	-849	2,604	-545	411	13,564	-1,053	-1,903	-2,018
定期預金の預入による収支	1,164	191	33	0	-10,000	-201	9,562	282
子会社株式の取得及び売却による収支	-5,308	0	0	0	-169	0	0	-617
その他	188	-235	-1,028	-2	19	66	-122	76
合計	-8,716	-3,504	-5,212	-2,449	-102	-3,738	2,290	-7,934
財務活動によるキャッシュ・フロー								
短期借入金の純増減額	-4,443	-1,353	-101	2,683	-3,522	-262	-295	-3,154
長期借入金の純増減額	5,754	400	-386	-977	-27	-15	-21	4,924
自己株式の売却による支出	500	0	0	0	0	0	0	0
リース債務の返済による支出	-697	-628	-752	-621	-1,251	-1,345	-1,116	-1,214
配当金の支払額	-1,950	-2,089	-2,293	-2,393	-2,329	-2,362	-2,376	-2,337
自己株式の取得による支出	0	0	0	0	0	0	-2,500	0
その他	-507	212	-2	-3	-2	-3	-1	30
合計	-1,343	-3,458	-3,534	-1,311	-7,131	-3,987	-6,309	-1,751
キャッシュに係る換算差額	-164	47	-214	-626	629	983	438	473
キャッシュ増減額	545	-731	404	6,871	-798	-3,439	1,610	3,350
キャッシュ期首残高	16,212	16,757	16,026	16,430	23,379	22,580	19,140	20,751
キャッシュ期末残高	16,757	16,026	16,430	23,379	22,580	19,140	20,751	24,102

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 68. 主要指標

	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
EPS (円)	96.07	121.54	112.46	-56.06	385.86	112.74	126.66	110.02
BPS (円)	1,579.53	1,634.69	1,649.86	1,423.30	1,735.04	1,874.97	2,020.83	2,199.41
DPS (円)	60.0	65.0	70.0	70.0	70.0	70.0	72.0	73.0
配当性向	62.5%	53.5%	62.2%	-124.9%	18.1%	62.1%	56.8%	66.4%
期末発行済株式数 (千株)	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921
自己株式数 (千株)	1,394	1,395	1,358	1,342	1,334	1,248	2,532	2,514
自己株控除株式数 (千株)	33,527	33,526	33,564	33,579	33,587	33,673	32,389	32,407
期中平均発行済株式数 (千株)	33,527	33,527	33,558	33,571	33,587	33,654	33,035	32,403
自己資本比率	50.9%	51.6%	51.5%	46.4%	53.3%	52.6%	53.3%	53.8%
有利子負債残高 (百万円)	17,002	16,792	15,957	18,423	15,425	15,814	15,599	17,732
ネット有利子負債残高(百万円)	-373	331	-880	-5,373	-17,612	-14,040	-6,324	-7,346
D/Eレシオ	0.32	0.31	0.29	0.39	0.26	0.25	0.24	0.25
ネットD/Eレシオ	0.00	0.01	-0.02	-0.11	-0.30	-0.22	-0.10	-0.10
売上高営業利益率	5.7%	5.5%	6.6%	6.4%	5.4%	5.1%	6.2%	7.2%
EBITDA (百万円)	11,295	11,814	13,249	13,375	10,162	10,860	13,960	15,455
EBITDA マージン	10.6%	10.4%	11.4%	11.5%	9.3%	8.7%	9.8%	10.8%
ROE	6.2%	7.5%	6.8%	-3.6%	24.4%	6.2%	6.5%	5.2%
ROIC	6.2%	6.1%	7.5%	7.5%	5.8%	5.8%	7.7%	8.5%
従業員数 (人)	5,012	5,076	5,307	5,429	5,451	5,656	5,637	5,744

注：ROICはNOPAT/(投下資本の期中平均)で計算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があります。あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号