



“タギング”は産業分野への AI 実装に貢献
～ビッグデータ収集の基盤となるエッジ機能を担う

私たちの身の回りには、文字やバーコード、QR コードが印刷された多くのラベルやタグが溢れている。物流においても、モノの動きを管理するために段ボールやトレイにラベルやタグが貼付けられている。サトー（以下、同社）は、人やモノに ID や状態情報を付与する“タギング”を事業領域としており、プリンタやラベルの供給を通じて「自動認識ソリューション」を丸ごと提供するユニークな BtoB 企業である。ラベルに RFID を内蔵すれば、情報の書き換えや高速読み取りが可能となり、利便性が更に大きく向上する。“タギング”は、AI を今後様々な産業分野に実装する上で、ビッグデータ収集の基盤となるエッジ機能を果たすことが期待される。

同社の 26/3 期決算は、売上高が前年同期比（以下 YoY）5.6%増の 1,634.3 億円、営業利益が同 10.5%減の 110.4 億円となり、増収減益であった。2 月時会社予想に対して、売上高は日本の好調を背景に上振れたものの、営業利益は海外の一時的費用計上も含めた収益性低下で若干の未達となった。当期純利益は Q4（3 ヶ月）に発生したシステム開発関連の特別損失 12.4 億円もあり、同 28.9%減の 50.9 億円となった。

地域別では、日本がプリンタの販売好調などで増収増益となったが、海外ベース事業が増収ながらコスト増等で減益となった。海外プライマリー専業もロシアの収益性低下が響き増収ながら大幅減益だったが、23/3～25/3 期の好調がロシアにおける一過性の事業環境好転の結果であったことを鑑みれば、26/3 期はプラス要因が剥落し平時に戻ったとも言える。

27/3 期会社予想は売上高 1,685 億円、営業利益 117 億円。旺盛な需要と新型プリンタ効果などを背景に増収を見込む一方、戦略投資（R&D 中心）10 億円増加を織り込み、営業利益は YoY6.6 億円増に留まる予想。なお、半導体や各種材料の原価高騰に対して、価格改定を実施し粗利を確保する方針。25 年 12 月の中計アップデートのポイントは「収益安定化と持続的成長の両立」、及び「資本コストを意識した経営への変革」。

株価は現在 2,300 円前後で推移している。27/3 期会社予想ベース PER は 10.1 倍、26/3 期実績ベース PBR は 0.9 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、AI 普及を背景に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。“グローバル経営基盤の強化”を着実に進め、その上で“コアビジネスの収益盤石化”、及び“PUT（Perfect and Unique Tagging）構想の事業化”を推進する姿勢は評価に値する。今後、業績成長に伴いエクイティストーリーの実現性が高まれば、株価バリュエーション上昇余地が生まれよう。

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(6/23)	2,299
52週高値(2025/12/15)	2,529
52週安値(2025/6/25)	2,022
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)	74.6
EV (十億円)	67.9
自己資本比率(26/3、%)	58.6
ROE (26/3、%)	6.3
PER (27/3 会予、倍)	10.1
PBR (26/3 実績、倍)	0.9
配当利回り (27/3 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)
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	154,807	7.9	12,341	18.9	11,144	24.4	7,151	100.6	220.4	75.0
26/3	163,434	5.6	11,041	-10.5	9,881	-11.3	5,086	-28.9	156.69	76
27/3 会社予想	168,500	3.1	11,700	6.0	11,200	13.3	7,400	45.5	227.94	80

注：純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益。

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

1. 26/3 期決算の概要	3
2. 部門別の動向：Q4（3ヶ月）	5
1) 海外（ベース事業）	5
2) 海外（プライマリー専業）	7
3) 日本	8
3. 27/3 期見通しと説明会トピックス	9
4. 株価とバリュエーション	11
5. エクイティストーリー	14
【イニシエーション・アップデート】	15
6. 概要（事業の概況・沿革・社長プロフィール）	15
1) 事業の概要	16
2) 沿革	19
3) 社長プロフィール	21
7. タギング・ソリューションで社会に貢献	22
1) ビジネスモデル	22
2) ベース事業とプライマリー専業	23
3) 多くの市場に様々な商品・サービスを提供	24
4) メカトロ及びサプライ品の特徴、及び生産拠点	27
8. セグメント別の業績推移	29
1) 日本（メカトロ、サプライ）の状況	29
2) 海外（米州、欧州、アジア・オセアニア）の状況	31
9. 企業 DNA と模倣困難性	35
1) ポジショニング理論	35
2) 企業 DNA	35
3) 模倣困難性	36
4) 事業における今後の課題	37
10. 中期経営計画と今後の見通し	39
1) 中計アップデートの概要	39
2) コアビジネス盤石化	41
3) 新たな収益基盤（Perfect and Unique Tagging に向けて）	44
4) 財務戦略	48
5) グローバル経営基盤の強化	51
11. リスク要因	52
12. サステナビリティ経営の推進	53
1) コーポレートガバナンス体制（2025 年 6 月 25 日株主総会後）	53
2) 人的資本経営	54
3) 気候変動対応	55

1. 26/3 期決算の概要

26/3 期決算は YoY 増収減益

5月15日発表の26/3期決算は、売上高が前年同期比（以下 YoY）5.6%増の1,634.3億円、営業利益が同 10.5%減の110.4億円となり、増収減益にて着地した。セグメント別では海外ベース事業が YoY2.3%増収であったが、アジア・オセアニアの一時的な費用発生等も響き同 11.5%減益。海外プライマリー専業が同 7.0%増収となったものの、競争環境悪化やコスト増により同 53.1%減益となった。一方、日本は同 7.3%増収、同 38.6%増益と好調だった。

特別損失 12.4 億円を計上

同社は4月14日付リリースで、26/3期における特別損失12.4億円（固定資産の減損）計上を開示した。これは、21/3期より進めてきた保守サービスシステム開発計画変更に伴うものである。同社は25/3期に各業務システムとの一括開発を断念して、基幹システム、サプライ品（以下、サプライ）生産システム、保守サービスシステムの3つに対象を限定した開発の方針変更していた。現在、基幹システムとサプライ生産システムの開発は計画通りに進捗しているが、保守サービスシステムに関しては選定したシステムパッケージや開発品質に関連する重大な課題が発生したことから、計画の変更を決断した。27/3期は、システムパッケージと開発ベンダーの選定から再スタートする予定。

Q4（3ヶ月）は YoY 減益、貸倒損失 4 億円がマイナス寄与

Q4（3ヶ月）では、売上高が YoY8.0%増の416.8億円、営業利益が同 4.3%減の23.7億円となった。YoY 営業利益変動-1.1（ロシア子会社除き+0.4）億円の内訳は、日本が+5.6億円、海外ベース事業が-3.6億円、海外プライマリー専業が-1.3（同+0.2）億円等となった。海外ベース事業では、アジア・オセアニアの貸倒損失約4億円がマイナス寄与した。

2 月時計画対比では売上高上振れ、営業利益は僅かな未達

2月時会社計画対比では、売上高は上振れた。日本で、ロジスティクスをはじめ各市場が好調だったことに加え、新型プリンタ販売開始（実績1,400台）によってメカトロ製品（以下、メカトロ）が伸びたことが要因。一方、営業利益は海外のマイナス要素（ベース事業における費用発生や、プライマリー専業におけるロシアのコスト増）を日本の好調で補い、全社では僅かな未達に留めた。

図表 1. 26/3 期 決算の要約

(百万円)	25/3	26/3	YoY	27/3 CoE	YoY
売上高	154,807	163,434	5.6%	168,500	3.1%
海外	75,587	78,396	3.7%	82,000	4.6%
ベース事業	52,632	53,833	2.3%	57,400	6.6%
プライマリー専業	22,955	24,562	7.0%	24,600	0.2%
国内	79,220	85,038	7.3%	86,500	1.7%
メカトロ	31,626	36,769	16.3%	-	-
サプライ	47,593	48,269	1.4%	-	-
(サプライ比率)	60.1%	56.8%	-	-	-
営業利益	12,341	11,041	-10.5%	11,700	6.0%
売上高比	8.0%	6.8%	-	6.9%	-
海外	8,478	5,704	-32.7%	6,200	8.7%
売上高比	11.2%	7.3%	-	7.6%	-
ベース事業	4,317	3,822	-11.5%	4,300	12.5%
売上高比	8.2%	7.1%	-	7.5%	-
プライマリー専業	4,199	1,970	-53.1%	1,900	-3.6%
売上高比	18.3%	8.0%	-	7.7%	-
国内	3,906	5,415	38.6%	5,500	1.6%
売上高比	4.9%	6.4%	-	6.4%	-
消去	-43	-78	-	-	-

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 2. 26/3 期決算の要約(四半期)

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	FY	FY
売上高	37,674	38,415	40,121	38,596	37,829	40,418	43,507	41,679	154,807	163,434	168,500
YoY	10.8%	7.3%	6.6%	7.1%	0.4%	5.2%	8.4%	8.0%	7.9%	5.6%	8.8%
海外	19,321	19,223	19,104	17,937	18,737	18,944	20,648	20,064	75,587	78,396	82,000
YoY	17.4%	12.4%	8.2%	7.2%	-3.0%	-1.4%	8.1%	11.9%	11.3%	3.7%	8.5%
ベース事業	13,355	12,806	13,329	13,142	12,628	13,022	13,915	14,267	52,632	53,833	57,400
YoY	13.4%	8.5%	7.3%	8.9%	-5.4%	1.7%	4.4%	8.6%	9.5%	2.3%	9.1%
プライマリ専業	5,966	6,416	5,775	4,796	6,109	5,922	6,733	5,797	22,955	24,562	24,600
YoY	27.6%	21.1%	10.5%	2.9%	2.4%	-7.7%	16.6%	20.9%	15.6%	7.0%	7.2%
日本	18,353	19,191	21,016	20,658	19,091	21,473	22,858	21,614	79,220	85,038	86,500
YoY	4.7%	2.7%	5.2%	7.0%	4.0%	11.9%	8.8%	4.6%	4.9%	7.3%	9.2%
メカトロ	6,848	7,559	7,987	9,231	7,180	9,743	9,868	9,976	31,627	36,769	-
YoY	7.1%	2.4%	7.2%	8.9%	4.8%	28.9%	23.6%	8.1%	6.5%	16.3%	-
サプライ	11,505	11,633	13,029	11,426	11,911	11,729	12,989	11,638	47,593	48,269	-
YoY	3.3%	2.8%	4.0%	5.5%	3.5%	0.8%	-0.3%	1.9%	3.9%	1.4%	-
(サプライ比率)	62.7%	60.6%	62.0%	55.3%	62.4%	54.6%	56.8%	53.8%	30.7%	56.8%	-
営業利益	2,864	2,914	4,086	2,475	2,359	2,741	3,571	2,368	12,341	11,041	11,700
YoY	32.6%	18.5%	17.9%	7.8%	-17.6%	-5.9%	-12.6%	-4.3%	18.9%	-10.5%	-5.2%
売上高比	7.6%	7.6%	10.2%	6.4%	6.2%	6.8%	8.2%	5.7%	8.0%	6.8%	6.9%
海外	2,586	2,303	2,405	1,183	1,629	1,626	1,782	666	8,478	5,704	6,200
YoY	19.2%	-1.8%	-3.4%	-4.4%	-37.0%	-29.4%	-25.9%	-43.7%	2.9%	-32.7%	-26.9%
売上高比	13.4%	12.0%	12.6%	6.6%	8.7%	8.6%	8.6%	3.3%	11.2%	7.3%	7.6%
ベース事業	1,277	1,053	1,200	785	1,118	1,133	1,147	423	4,317	3,822	4,300
YoY	27.3%	55.1%	-10.4%	50.1%	-12.5%	7.6%	-4.5%	-46.1%	21.7%	-11.5%	-0.4%
売上高比	9.6%	8.2%	9.0%	6.0%	8.9%	8.7%	8.2%	3.0%	8.2%	7.1%	7.5%
プライマリ専業	1,301	1,290	1,198	409	561	468	658	281	4,199	1,970	1,900
YoY	16.4%	-14.5%	5.4%	-47.2%	-56.9%	-63.7%	-45.1%	-31.3%	-7.5%	-53.1%	-54.8%
売上高比	21.8%	20.1%	20.7%	8.5%	9.2%	7.9%	9.8%	4.8%	18.3%	8.0%	7.7%
日本	186	773	1,824	1,123	864	1,036	1,830	1,682	3,906	5,415	5,500
YoY	-	622.4%	96.8%	24.6%	364.5%	34.0%	0.4%	49.8%	126.6%	38.6%	40.8%
売上高比	1.0%	4.0%	8.7%	5.4%	4.5%	4.8%	8.0%	7.8%	4.9%	6.4%	6.4%
消去	92	-162	-143	169	-134	78	-41	20	-43	-78	-

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 部門別の動向 : Q4 (3ヶ月)

1) 海外 (ベース事業)

売上は米州の好調が牽引

海外ベース事業の Q4 (3ヶ月) 実績は、売上高が YoY8.6%増の 142.7 億円、営業利益が同 46.1%減の 4.2 億円となった。売上高は米州が堅調に推移したことに加え、為替変動がプラスに作用し、YoY 増収となった。営業利益は米州が増益に寄与したものの、アジア・オセアニアにおける貸倒損失計上、及び欧州におけるコスト増がマイナス要素となり、全体で YoY 減益となった。以下、地域ごとの状況を記載する。

RFID は売上高 YoY 横ばい、自動化ソリューションは減収

ソリューション関連の需要は、労働力不足や DX 化への対応を背景に、増加が継続中である。RFID は、オーストラリアの大口案件が一服したものの、米州の大口案件がカバーし、概ね横ばいとなる YoY0.1%増収となった。自動化ソリューション (自動貼り機) は、前年同期の米国ロジスティクス市場向け大口案件が減少したことで、YoY29.6%減収となった。

米州 ~リテール向け BLE センサータグ関連の大口案件が寄与

米州は YoY 増収増益となった。売上高は、米国ではリテール向け BLE (Bluetooth Low Energy) センサータグ関連の大口案件が寄与したことに加え、ヘルスケア市場向けが堅調に推移した。南米はアルゼンチンが好調だったが、ブラジルがインフレによる需要減の影響を受け売上高トータルでは横ばいとなった。営業利益は、米国にてプロダクトミックスが改善し増益。南米では人件費などのコスト増の影響で減益となった。

欧州 ~地域本部の体制強化のため先行費用 (約 2 億円) 計上

欧州は YoY 増収となったが減益だった。売上高は、全般に需要環境が厳しく、現地通貨ベースでは減収だったが、為替変動がプラスに働き増収を確保した。ただし、イギリスはフード市場における食品表示ラベル向けプリンタの大口商談が寄与して、現地通貨ベースでも増収だった。営業利益は、現地通貨ベースにおける減収の影響に加え、人件費などのコスト増と地域本部の体制強化のための先行費用計上 (約 2 億円) により赤字に転落した。

アジア・オセアニア ~シンガポール販社で貸倒損失 (約 4 億円) 計上

アジア・オセアニアも YoY 増収減益となった。売上高は、中国が前年同期の低迷からは回復したことに加え、タイのマニファクチャリング市場を中心に堅調に推移したことがプラス要因となった。ただし、台湾 Argox における顧客の在庫調整継続がマイナスに影響した。全体では、中国とタイの好調が台湾の不振を補い、増収を確保した。なお、オーストラリアの RFID 大口案件にはやや一服感がある。営業利益は、シンガポール販社における貸倒損失約 4 億円の計上によって、減益となった。

図表 3. 海外（ベース事業）の収益動向（半期・四半期）

(百万円)	24/3		25/3		26/3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
売上高	23,583	24,486	26,161	26,471	25,650	28,183
米国	8,766	8,568	8,863	9,273	8,579	9,458
欧州	5,705	6,008	6,250	6,229	6,320	7,040
アジア・オセアニア	9,246	9,777	11,047	10,971	10,751	11,684
営業利益	1,682	1,864	2,330	1,987	2,251	1,571
米国	278	261	372	4	297	211
欧州	595	298	250	160	205	9
アジア・オセアニア	824	1,292	1,707	1,823	1,748	1,351
売上高営業利益率	7.1%	7.6%	8.9%	7.5%	8.8%	5.6%
米国	3.2%	3.0%	4.2%	0.0%	3.5%	2.2%
欧州	10.4%	5.0%	4.0%	2.6%	3.2%	0.1%
アジア・オセアニア	8.9%	13.2%	15.5%	16.6%	16.3%	11.6%

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	FY	FY
売上高	13,355	12,806	13,329	13,142	12,628	13,022	13,915	14,267	52,632	53,833	57,400
米国	4,568	4,294	4,503	4,770	4,264	4,315	4,450	5,008	18,136	18,037	-
欧州	3,221	3,028	3,106	3,121	3,129	3,191	3,582	3,457	12,479	13,360	-
アジア・オセアニア	5,564	5,483	5,718	5,253	5,234	5,516	5,882	5,801	22,018	22,435	-
営業利益	1,277	1,053	1,200	785	1,118	1,133	1,147	423	4,317	3,822	4,300
米国	318	54	-24	28	164	133	27	183	376	508	-
欧州	105	144	73	85	109	95	133	-125	410	214	-
アジア・オセアニア	853	854	1,151	671	843	904	986	364	3,530	3,099	-
売上高営業利益率	9.6%	8.2%	9.0%	6.0%	8.9%	8.7%	8.2%	3.0%	8.2%	7.1%	7.5%
米国	7.0%	1.3%	-0.5%	0.6%	3.8%	3.1%	0.6%	3.7%	2.1%	2.8%	-
欧州	3.3%	4.8%	2.4%	2.7%	3.5%	3.0%	3.7%	-3.6%	3.3%	1.6%	-
アジア・オセアニア	15.3%	15.6%	20.1%	12.8%	16.1%	16.4%	16.8%	6.3%	16.0%	13.8%	-

用途別売上高構成比		24/3	25/3	26/3
		FY	FY	FY
マニュファクチャリング		26.7%	28.9%	29.5%
ロジスティクス		4.2%	4.0%	3.9%
リテール		32.1%	30.8%	30.4%
ヘルスケア		7.5%	7.3%	7.3%
フード		10.0%	9.2%	9.6%
公共		0.5%	-	-
その他		19.0%	19.8%	19.3%

注：売上高の内訳はセグメント情報に基づく。営業利益の内訳はセグメント情報および説明会資料を基に作成。

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 (プライマリー事業)

**欧州 (ロシア) は厳しい競争環境に
回帰、米州は好調**

海外プライマリー事業は、売上高がYoY20.9%増の58.0億円、営業利益が同31.1%減の2.8億円となり、増収減益であった。欧州 (ロシア) では、生産設備増強の効果はあったものの、競争環境が従前の厳しい状況に回帰したことにより、現地通貨ベースでは減収となったが、為替変動がプラス作用し増収を確保した。営業利益は、能力増強に伴うコスト増 (人件費含む) がマイナスに影響し、減益となった。ただし、ロシアにおける競争環境の平時へ回帰、生産能力増強に伴うコスト増など、収益性低下に繋がる複数のマイナス要因は、既に一巡しており、年度ベースの業績は26/3期で底打ちしたとみられる。なお、米州 (南米) は、インフレ環境下でも顧客開拓の進展によって需要は堅調であり、人件費等のコスト増を受けたにもかかわらず増収増益となった。

図表 4. 海外 (プライマリー事業) の収益動向 (半期・四半期)

(百万円)	24/3		25/3		26/3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
売上高	9,974	9,888	12,383	10,572	12,032	12,530
米国	1,809	1,765	1,787	1,688	1,827	1,932
欧州	8,029	7,969	10,402	8,692	10,019	10,379
アジア・オセアニア						
営業利益	2,628	1,912	2,592	1,607	1,030	940
米国	422	506	391	240	252	343
欧州	2,191	1,389	2,264	1,261	759	591
アジア・オセアニア						
売上高営業利益率	26.3%	19.3%	20.9%	15.2%	8.6%	7.5%
米国	23.3%	28.7%	21.9%	14.2%	13.8%	17.8%
欧州	27.3%	17.4%	21.8%	14.5%	7.6%	5.7%
アジア・オセアニア	0.0%	0.0%	14.9%	6.3%	9.8%	2.3%

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	FY	FY
売上高	5,966	6,416	5,775	4,796	6,109	5,922	6,733	5,797	22,955	24,562	24,600
米国	960	827	794	894	922	905	908	1,022	3,475	3,759	-
欧州	4,904	5,498	4,882	3,810	5,089	4,930	5,714	4,664	19,094	20,398	-
アジア・オセアニア	101	93	98	92	97	87	110	110	384	405	-
営業利益	1,301	1,290	1,198	409	561	468	658	281	4,199	1,970	1,900
米国	255	136	82	158	135	116	155	187	631	595	-
欧州	1,028	1,143	1,110	243	413	346	495	96	3,525	1,351	-
アジア・オセアニア	17	11	6	6	12	5	7	-2	41	23	-
売上高営業利益率	21.8%	20.1%	20.7%	8.5%	9.2%	7.9%	9.8%	4.8%	18.3%	8.0%	7.7%
米国	26.6%	16.4%	10.3%	17.7%	14.6%	12.8%	17.1%	18.3%	18.2%	15.8%	-
欧州	21.0%	20.8%	22.7%	6.4%	8.1%	7.0%	8.7%	2.1%	18.5%	6.6%	-
アジア・オセアニア	16.8%	11.8%	6.1%	6.5%	12.4%	5.7%	6.4%	-1.8%	10.7%	5.7%	-

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 日本

メカトロが YoY 大幅増収、サプライの需要も堅調

日本事業は、売上高が YoY4.6%増の 216.1 億円、営業利益が同 49.8%増の 16.8 億円となり、増収増益だった。メカトロ（プリンタ等）は、ロジスティクス市場の改正物流効率化法関連の需要増に加えて、ヘルスケア市場とフード市場の大口商談も寄与し、YoY8.1%増収となった。マニファクチャリング市場ではプリンタの新機種が好調な販売を牽引している。サプライ（ラベル等）の需要も全般に堅調であり、同 1.9%の増収。営業利益は、プリンタ生産工場であるマレーシアの現地通貨高に伴うマイナス影響はあったものの、メカトロを中心とした増収効果とプロダクトミックス改善が大きく貢献し、大幅な増益となった。

Q4（3ヶ月）の営業利益率は Q3 と同水準、粗利低下要素は Q3 で一巡

QoQ では、売上高 12.4 億円減少に対して営業利益が 1.5 億円減少と小幅に留まり、営業利益率は Q3（3ヶ月）の 8.0%に対して Q4（同）も 7.8%と、ほぼ同水準を維持した。メカトロの大口戦略案件獲得による短期的な粗利率低下要素は Q3 で一巡し、Q4 は正常な利益率の水準に回帰していると考えられる。

RFID は YoY 微減収、自動化ソリューションは増収

ソリューション関連の需要は、労働力不足や DX 化への対応を背景に、堅調な需要が続いている。RFID はマニファクチャリング市場で設備予備品管理の商談が牽引したものの、前年同期のヘルスケア市場やフード市場の大口案件の効果が剥落したため、YoY1.2%減収となった。一方、自動化ソリューション（自動貼り機）は、ロジスティクス市場における改正物流効率化法関連の需要増、及びフード市場における小口案件の積み上げにより、YoY5.7%増収だった。

マニファクチャリング市場 ～新型プリンタの販売が電機業界で伸びる

マニファクチャリング市場では、AI 普及を背景とした先端半導体の生産好調に加え、人手不足に伴う DX 投資が底堅い。サプライは、半導体生産に関連する化学品や電子部品業界などでの需要が好調に推移した。メカトロでは、新型プリンタの販売が電機業界で伸びたものの、前年同期の自動貼り大口案件が無くなったことによる反動減があり、全体では減収となった。ただし、顧客の投資意欲自体は高水準とみられる。

ロジスティクス市場 ～大口戦略案件は Q3 で一巡、今後は粗利率回復へ

ロジスティクス市場は、EC（E コマース）やインバウンド需要活況に伴う物流増、並びに物流改正法への対応ニーズが継続している。サプライは、小売り各社の好調な販売を受けて、卸売業を中心に販売が伸びた。メカトロは、改正物流効率化法関連の需要増加や、インバウンド需要増加を背景とした観光客向け荷物配送用プリンタ販売が貢献した。なお、大口戦略案件は Q3 にてプリンタ出荷が一巡し、今後は粗利率の回復とサプライ・保守の販売増が見込まれる。

リテール市場 ～食品スーパー等で店舗 DX 化需要が拡大

リテール市場では、食品スーパーの店舗 DX 化が進展中であることに加え、EC 業界での投資も堅調に推移している。サプライは、インバウンド需要の好調を受けた商品小売業が牽引して伸びた。メカトロは、店舗の荷札発行用プリンタや自動化ソリューションの販売が牽引した。

ヘルスケア市場 ～RFID の自動貼りソリューションが牽引

ヘルスケア市場は、管理業務効率化に向け RFID を活用したソリューション需要が増加している。サプライは、院内物流向け RFID ラベルの販売が堅調だった一方、前年同期の大口案件の反動減で、減収となった。メカトロは、医薬品業界の包装管理関連や RFID の自動貼りソリューションなどの大口案件が牽引し、好調に推移した。

フード市場 ～人手不足を背景に効率化投資が継続

フード市場は、原材料と物流費の増加や人手不足を背景に効率化投資（RFID、自動化）が継続中である。サプライは食品製造業で特定商品の販売減があったものの、外食業界が堅調に推移し、全体では横ばいとなった。メカトロは、トレーサビリティ関連、及び自動化ソリューションの大口案件が牽引して増加した。

図表 5. 日本の収益動向 (半期・四半期)

(百万円)	24/3		25/3		26/3	
	H1	H2	H1	H2	H1	H2
売上高	36,229	39,285	37,545	41,675	40,565	44,473
マニファクチャリング	10,953	11,979	10,758	13,292	11,653	13,506
ロジスティクス	8,182	8,736	8,475	9,055	9,848	10,735
リテール	4,765	5,321	5,587	5,913	6,183	5,899
ヘルスケア	4,639	5,195	4,754	5,298	4,711	5,600
フード	3,902	4,218	4,194	4,192	3,925	4,624
その他	2,980	4,644	3,777	3,925	4,245	4,109

(百万円)	25/3				26/3				25/3	26/3	27/3CoE
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	FY	FY
売上高	18,353	19,191	21,016	20,658	19,091	21,473	22,858	21,614	79,220	85,038	86,500
マニファクチャリング	5,202	5,557	6,260	7,030	5,633	6,021	6,292	7,212	24,050	25,159	-
ロジスティクス	4,141	4,334	4,684	4,370	4,410	5,438	5,927	4,806	17,530	20,583	-
リテール	2,777	2,809	3,207	2,705	2,938	3,244	3,140	2,758	11,500	12,082	-
ヘルスケア	2,268	2,486	2,581	2,716	2,233	2,477	2,736	2,863	10,052	10,311	-
フード	2,062	2,131	2,298	1,893	1,899	2,026	2,511	2,112	8,386	8,549	-
その他	1,903	1,874	1,986	1,939	1,978	2,267	2,252	1,863	7,702	8,354	-

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 27/3 期見通しと説明会トピックス

会社予想は売上高 1,685 億円、営業利益 117 億円

27/3 期通期の会社予想は、売上高 1,685 億円 (YoY3.1%増)、営業利益 117 億円 (同 6.0%増) と示された。為替前提は 1 ドル 150 円。セグメント別では、海外ベース事業の売上高は、ヘルスケア・マニファクチャリング市場の深耕や血液・検体 SCM の商談メリ取りによって YoY6.6%増となる 574 億円、営業利益は 43 億円 (同 12.5%増) を見込む。海外プライマリー事業は前年度とほぼ同水準となる売上高 246 億円 (同 0.2%増)、営業利益 19 億円 (同 3.6%減)。日本は、売上高が新型プリンタ拡販等により YoY1.7%増の 865 億円、営業利益は 55 億円 (同 1.6%増) を予想している。なお、中東情勢の変化に伴う需要変動は、計画に織り込んでいない。また、原材料価格高騰 (半導体、樹脂等) が今後発生したとしても、価格改訂により補い、業績への影響をニュートラルとする方針である。同社は 6 月 2 日付ニュースリリースにて、全製品に対する概ね 20%の値上げを発表している。一方で、原材料の調達不足による生産部門の稼働率低下については、現状見込んでいない。

営業利益は YoY6.6 億円増、販管費増加 22 億円がマイナス要素

営業利益予想は 117 億円と示された。YoY6.6 億円の増益となる要因についての考え方を示す。プラス要素としては増収分 (YoY49.6 億円増) の限界利益創出、及びコスト先行の大口案件が 26/3 期中に収束したこと等に伴う日本のプロダクトミックス改善 (16 億円)、等が挙げられる。一方、マイナス要因としては、日本の販管費増加 22 億円 (R&D を中心とした戦略投資 10 億円含む) の計上、等が挙げられる。

Q4 営業利益は実力値ベースで 30 億円程度 ~27/3 期会社予想は十分に達成可能

四半期ベースの 26/3 期営業利益推移をみると、Q1 : 23.6 億円、Q2 : 27.4 億円、Q3 : 35.7 億円に対して、Q4 : 23.7 億円であったが、アジア・オセアニアの貸倒引当金と欧州の体制強化に掛かるコストを一過性と考えれば、実力値では 30 億円程度であったといえるだろう。例年 Q3 業績が年度のピークとなる季節性を考慮すれば、ファンダメンタルズに大きな変化はなく、業績は好調に推移していることが伺える。また、新型プリンタの販売好調、“PUT”構想の事業化進展、

及びグローバル経営基盤の着実な強化を鑑みれば、27/3 期会社予想は十分に達成可能であろう。

海外ベース事業の前提

海外ベース事業は、DPP (Digital Product Passport) 等の法規制、及びソリューションの効率的な展開が追い風になるとみられる。地域別では、欧州などで PJM-RFID が血液関連の商談が決まり、販売増が期待される。米州では、リテール市場にて BLE (Bluetooth Low Energy) センサタグ関連の大口案件が継続することに加え、マニファクチャリング市場やヘルスケア市場での需要増が見込まれる。アジア・オセアニアでは、ASEAN のある国で、政府主導でペットボトルのリサイクル制度が実施されようとしており、ここでのソリューション需要が見込まれる。

海外プライマリー専門の前提

海外プライマリー専門は、生産設備増強に伴う販売数量の増加を見込む一方、厳しい事業環境下での価格下落を織り込んでいる。

日本事業の前提

日本は、ロジスティクス市場における物流効率化法対応に関する需要が継続することに加え、マニファクチャリング市場などでの業界規格への提案、リテール市場における消費税率変更なども追い風になるとみられる。

27/3 期 1 株当たり配当予想は 80 円

1 株当たり配当は、26/3 期予想が 76 円 (中間 38 円、期末 38 円)、27/3 期予想は 4 円増配となる 80 円 (DOE3.0%) とした。同社は安定した累進配当を目指しており、株主還元方針 DOE3%以上を念頭に置いている。

説明会のトピックス 3 点

同社は現中計 (25/3~29/3 期) において、27/3 期以降を成長投資の再開期と位置づけている。5 月 15 日開催の説明会では、今後のコアビジネスの盤石化 (海外、日本) と、“PUT”構想の事業化に関する説明がなされた。また、それを支えるグローバル経営基盤の強化に関して、直近の取り組みが紹介された。以下、内容について記載する。

コアビジネスの盤石化 (海外) ~ベース事業

海外ベース事業では、成長性が見込まれる国や地域に経営資源を重点的に配分し、キーマカウントの攻略と、生産・販売・在庫の管理を含めた体制の強化を行う方針である。また、収益性が低下している欧州では、各国に分散していた戦略立案・事業企画・マーケティング・投資判断・プロジェクト管理などの機能をドイツの地域本部に集約し、司令塔機能の再構築を図る。27/3 期は効果を見極めながら施策を実施し、28/3 期の収益寄与に繋げる計画としている。さらに、新型プリンタをリテール市場やロジスティクス市場 (物流倉庫) に拡販し、顧客の標準機としての地位を確立することで、ラベルを大量集中発行する用途にてシェア拡大を図る予定である。サプライでは、成長が見込まれる分野で生産能力増強を進める。加えて、製造実行システムの導入を継続し、生産性向上を実現する方針である。

~プライマリー専門

海外プライマリー専門では、売上・利益の安定化が課題となっている。26/3 期に実施した生産能力増強を活かし、商品ラインアップの拡充と新用途の開拓を進める。

コアビジネスの盤石化 (日本) ~共通プラットフォーム構築

日本では、26/3 期に投入した新型プリンタを起点に、リプレイス需要を着実に取り込む予定としている。バリューチェーン管理については、26/3 期に構築した共通プラットフォームを活用し、ソフトウェアと制御基板の共通化を進めることで、開発・評価プロセスの効率化や品質向上、複数機種への展開を推進する方針である。

“PUT”構想の事業化 ~31/3 期 350 億円目指す (3 テーマ合計)

新たに事業化する拡張領域“PUT”は、26/3~31/3 期の 5 年間における売上高予想 CAGR を 3.6%ポイント押し上げる要素になると同社は予想している。また、“PUT”は既存の事業と比較して収益性が高いことが特徴である。同社では“個品管理”と“規格化”という 2 つのカテゴリーに分類。“個品管理”では、「血液・検体ソリューション」と「スマートパッケージング」の戦略 2 テーマ、“規格化”では「サーキュラーエコノミー」と「物流 DX」の戦略 2 テーマを、それぞれ有している。各テーマには担当役員を配置し、執行のスピードを上げていく。上記 4 テーマから、既存のコア事業と位置づ

ける「物流 DX」を除いた 3 テーマ合計の売上高で 29/3 期 220 億円、31/3 期 350 億円を目指している（詳細は第 10 章 3 節を参照）。

グローバル経営基盤の強化

上述したコアビジネスの盤石化、“PUT”構想の事業化を推進するためのグローバル経営基盤の強化に同社は注力している。27/3 期は、役割と評価を明確化した新人事制度の導入、また地域別 CFO を設置して子会社の財務ガバナンスの実効性向上に取り組む。前述の欧州の体制強化もその一環である。サイバーセキュリティについても、対象範囲の拡大と管理水準の高度化を図る。

図表 6. 損益計算書（四半期）

(百万円)	25/3				26/3				26/3	27/3
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	CoE FY
売上高	37,674	38,415	40,121	38,596	37,829	40,419	43,507	41,679	163,434	168,500
売上原価	22,070	22,902	23,393	22,972	22,497	24,315	26,469	24,822	98,103	
売上総利益	15,604	15,513	16,728	15,624	15,332	16,104	17,038	16,857	65,331	
売上総利益率	41.4%	40.4%	41.7%	40.5%	40.5%	39.8%	39.2%	40.4%	40.0%	
販売管理費	12,740	12,598	12,641	13,148	12,973	13,361	13,467	14,488	54,289	
売上高販売管理費率	33.8%	32.8%	31.5%	34.1%	34.3%	33.1%	31.0%	34.8%	33.2%	
営業利益	2,864	2,914	4,086	2,475	2,359	2,742	3,572	2,368	11,041	11,700
売上高営業利益率	7.6%	7.6%	10.2%	6.4%	6.2%	6.8%	8.2%	5.7%	6.8%	6.9%
営業外収支	-453	-442	-47	-255	-474	-167	-154	-366	-1,161	
経常利益	2,411	2,472	4,040	2,221	1,885	2,575	3,417	2,004	9,881	11,200
売上高経常利益率	6.4%	6.4%	10.1%	5.8%	5.0%	6.4%	7.9%	4.8%	6.0%	6.6%
特別損益	-8	4	8	514	-67	7	-28	-1,444	-1,532	
税前利益	2,404	2,474	4,049	2,735	1,819	2,580	3,390	560	8,349	
法人税等	984	415	1,276	1,155	556	702	1,259	592	3,109	
(法人税率)	40.9%	16.8%	31.5%	42.2%	30.6%	27.2%	37.1%	-	37.2%	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,197	1,830	2,564	1,558	1,211	1,841	2,053	-19	5,086	7,400
売上高当期純利益率	3.2%	4.8%	6.4%	4.0%	3.2%	4.6%	4.7%	-	3.1%	4.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. 株価とバリュエーション

株価は現在 2,300 円前後で推移

サトー（以下、同社）の株価は 2025 年 4 月のトランプ大統領の相互関税導入発言を契機に急落した。4 月 7 日ザラ場で 1,776 円のボトムを付けた後は切り返し、一貫して上昇を続けた。12 月 15 日の中計アップデート直後は更に急伸し、翌日 16 日ザラ場で 2,565 円の高値を付けた。2026 年に入って株価はやや落ち着き、決算発表を通過した現在は 2,300 円前後での推移となっている。

ラベルプリンタ企業との比較

同社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 は 2025 年に入り業績の停滞に伴い、株価も低調に推移していた。しかし、2026 年度 Q1（1-3 月）決算が好調だったこともあり、直近では株価の巻き返しがみられる。

一方、「コト売り」（ソリューション提供）で人手不足や業務効率化などの世界的な社会課題を解決する新しい需要を着実に取り込むフェーズに入った同社は、現在徐々に景気変動を受けにくい体質に変遷中である。アップデートされた中計の内容も好感されている。結果として株価のボラティリティは相対的に抑制されており、Zebra の株価動向と比較して安定感が出ている。

図表 7. サトーとラベルプリンタ企業の株価比較



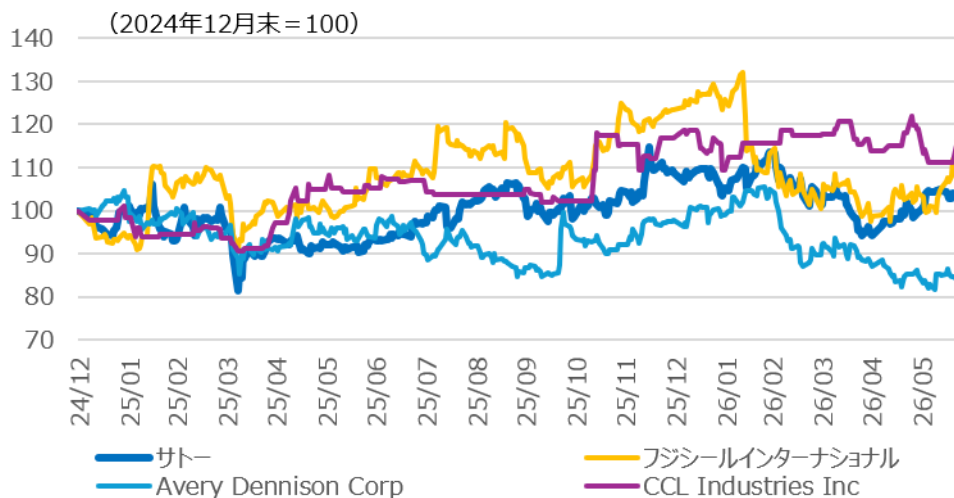
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

サプライ品（シール）企業との比較

また、同社の株価をサプライ（シール）企業と比較する。主に競合する Avery Dennison との株価パフォーマンス比較では、2025 年 9 月まで同社がやや優勢であったが、10 月に発表された 25 年 Q3 の好決算を受けて Avery Dennison が巻き返した。Avery Dennison は 2 月 4 日発表の 2025 年度通期決算も好調だったが、3 月以降は需要の先行き不透明感から一転して下落傾向となっている。

同社の特徴は「コト売り」を重視するビジネスモデルだが、売上高に対する販管費率が高いというデメリットを有する。ソリューション事業を拡大するとともに事業の付加価値を高め、デメリットの解消に努めたい。現在、海外にてサプライの生産能力増強を図るなど、同社は積極的な拡販政策を実施中。プリンタとサプライの双方を有するユニークなビジネスモデルを活かし、競合との差別化を図ることが同社の株価にとって重要となろう。

図表 8. 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

ラベルプリンタメーカー、サプライメーカー、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 9、図表 10 である。サトーのバリュエーションは低位に留まっている。27/3 期会社予想基準の PER は 10.1 倍、26/3 期実績 BPS ベースの PBR は 0.9 倍

である。27/3 期予想ベースの配当利回りは 3.5%。PER は競合する企業の中で相対的に低位に留まっている。PBR は一般的なプリンタ企業を除けば、こちらも低位である。なお、ROE は 25/3 期の 9.7%から、26/3 期は特別損失発生もあり 6.3%に低下した。一般的なプリンタ企業と比較しても中位に位置しており、競合企業の中では依然として低水準である。

同業他社とのバリュエーション比較

一方、業界最大手の Zebra Technologies は PER が 13.2 倍、PBR が 3.4 倍、サプライ最大手の Avery Dennison の PER が 15.7 倍、PBR が 5.4 倍となっており、この 2 社が PER、PBR とも群を抜いて高水準である。弊社では、低バリュエーション状態からの脱却に向けて同社の ROIC（並びに ROE）の改善に注目する。

今後の株価の方向性

同社の株価には今後、アップサイド余地が発生するとみる。理由の一つ目は、不振の海外プライマー専業（特にロシア）が 26/3 期の最悪期を脱し、27/3 期は業績に対するネガティブ要因とならない可能性が高いことである。二つ目は、ベース事業（日本、海外とも）がアップデートされた中計施策の推進を通じ、業績成長を牽引する局面に入ると予想されることである。地域別では、日本における収益力の向上、海外におけるコト売り（ソリューションビジネス）の拡大が今後のポイントとなる。独自開発の共通プラットフォームを初めて搭載し、顧客からの評価が高い新型プリンタの拡販状況、及び“PUT”構想の事業化の動向にも注目したい。

図表 9. 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	26/03	日本円	163,434	11,041	6.8	6.3	7.7	58.6
Zebra Technologies	ZBRA	25/12	米ドル	5,396	800	14.8	11.7	8.6	42.2
TSC Auto ID Technology	3611.TW	25/12	台湾ドル	11,529	1,155	10.0	17.9	10.5	42.6
フジシールインターナショナル	7864	26/03	日本円	217,752	20,463	9.4	13.5	10.3	71.3
Avery Dennison	AVY	25/12	米ドル	8,856	1,124	12.7	30.2	14.4	25.5
リコー	7752	26/03	日本円	2,608,314	90,713	3.5	5.1	3.4	45.5
キヤノン	7751	25/12	日本円	4,624,727	455,390	9.8	9.7	7.3	56.9
セイコーエプソン	6724	26/03	日本円	1,413,251	49,558	3.5	2.2	1.7	55.6
ブラザー工業	6448	26/03	日本円	893,464	77,868	8.7	9.3	7.8	74.9
コニカミルタ	4902	26/03	日本円	1,087,738	49,869	4.6	6.1	4.3	43.4

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 10. 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 (6/23)	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 会社予想 (%)
サトー	6287	26/03	日本円	2,299	74,636	10.1	0.9	3.8	3.5	8.4
Zebra Technologies	ZBRA	25/12	米ドル	246	1,891,636	13.2	3.4	10.7	-	17.7
TSC Auto ID Technology	3611.TW	25/12	台湾ドル	193	46,770	9.6	1.7	-	-	17.8
フジシールインターナショナル	7864	26/03	日本円	2,815	150,163	9.8	1.0	4.1	3.1	9.5
Avery Dennison	AVY	25/12	米ドル	157	1,946,586	15.7	5.4	10.3	-	33.2
リコー	7752	26/03	日本円	1,456	828,801	13.1	0.8	5.5	3.0	5.4
キヤノン	7751	25/12	日本円	4,222	3,667,177	10.9	1.1	6.2	3.8	9.7
セイコーエプソン	6724	26/03	日本円	2,673	856,343	14.5	1.1	4.9	3.0	6.9
ブラザー工業	6448	26/03	日本円	3,780	940,822	13.1	1.4	5.5	2.6	9.4
コニカミルタ	4902	26/03	日本円	558	275,755	9.7	0.6	5.3	3.2	5.3

注：海外企業は 6/22 終値。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割って算出。海外企業は Factset コンセンサス予想。EV/EBITDA の EBITDA は、通期の会社予想営業利益に直近通期実績の減価償却費を足して計算。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. エクイティストーリー

「AI 普及を背景に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」

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

AI 実装社会到来の中で“タギング”はビッグデータ収集の基盤となるエッジ機能を担う

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、AI 普及を背景に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。現在、推進する RFID や自動化ソリューション（自動貼り）への対応に加えて、“PUT”構想の事業化によって新たな領域を切り開きたい。

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（「物流 DX」）。そのほかにも小売、医療（「血液・検体 SCM」）などでも省人化が必須となっている。こうした日本で起こっている事象は、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（「サーキュラー・エコノミー」）、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。最近の潮流としては、商品のラベルパッケージに可変情報を付与する動き（「スマートパッケージング」）も発生しており、今後は大きな需要が期待される。以上のように大きなトレンド変化の中で、世界共通の新たな社会課題が数多く顕在化しており、これから先も継続的に発生するだろう。

一方、同社が注力する“タギング”領域において、モノ・人の動きが状態情報とともに膨大な量のデータとして収集されれば、それらを蓄積するデータベースは今後様々な産業分野に AI を実装する上で有効活用されよう。言い換えれば、サトーの「自動認識ソリューション」は、AI 社会到来の中でビッグデータ収集の基盤となるエッジ機能の一翼を担うことが期待される。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、“PUT”構想の事業化を加速すれば、長期的な企業成長につながると考える。

【イニシエーション・アップデート】

6. 概要（事業の概況・沿革・社長プロフィール）

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である。その後 1962 年に日本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、1964 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。創業者・佐藤陽氏は、社員が毎日欠かさずに、経営トップに宛てて「会社を良くする創意・くふう・気付いたことの提案や考えとその対策の報告」を 3 行（100～150 文字）にまとめて提出する「三行提報」という独自の仕組みを始めており、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

事業セグメントは地域別に日本、海外（ベース事業、プライマリー専業）の 2 つ（ないしは 3 つ）に分けられている。また、同社の顧客は様々な産業分野（マニファクチャリング、ロジスティクス、リテール、ヘルスケア、フードなど）に属している。日本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く、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、シェアは日本ほどの高水準には至っておらず、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途上といえる。

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、一貫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 29/3 期 KPI を設定

～売上高 1,860 億円、営業利益 157 億円

中計（25/3～29/3 期）で同社は、“PUT”構想の事業化、コアビジネスの収益盤石化（日本／海外）、グローバル経営基盤の強化という 3 点の施策を掲げる。29/3 期の KPI は売上高 1,860 億円、営業利益 157 億円、営業利益率 8.4%、ROIC9.4%、ROE10.2%、PBR1.0 倍以上としている。26/3 期は欧州プライマリー専業の一時的な好調が剥落したものの、コアビジネスの収益回復を実現した。27/3 期以降は成長投資再開期と位置付け、収益安定化と持続的成長を両立し、資本コストを意識した経営への変革を進める方針である。

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。模倣困難性を活かし、中計の施策を着実に実行することで、事業規模を拡大する機会が広がるだろう。

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

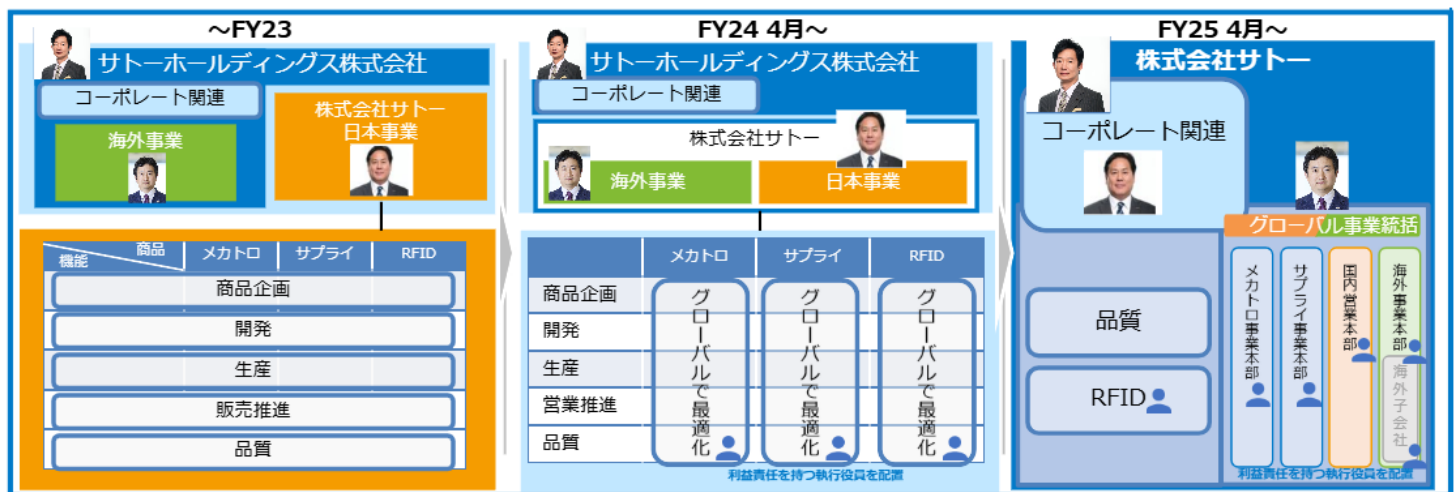
27/3 期会社予想ベースの PER は 10.1 倍、26/3 期実績ベースの PBR は 0.9 倍と前年 5 月の 0.8 倍から若干上昇したものの、依然低位に留まる。直近では欧州プライマリー専業の業績が底を打ったことから、27/3 期の業績が回復に向かう可能性が高い。中長期的には、弊社の考えるエクイティストーリー「日本国内のソリューション展開で脈々と積み上げた現場の知見を活かし、未だモノ売り中心の海外をソリューション売りに自ら変革することで、AI 普及を背景に急成長する自動認識市場にて世界シェアを引き上げること」の実現性が高まれば、更なる株価上昇が期待される。

1) 事業の概要

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 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）として東証プライム市場に上場していた。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。小沼代表取締役社長執行役員（グループ CEO）が全体を統括し、笹原取締役上席執行役員副社長とともにグループ全体の事業に対する執行を担っている。進藤上席執行役員はグローバル事業を統括する役割を持つ。また、益子上席執行役員（グループ CFO）は財務戦略を担っている。また、中計では、コアビジネスの盤石化や PUT 構想の推進を支える施策として、グローバル経営基盤の強化を進めている。

図表 11. サトーグループの組織図

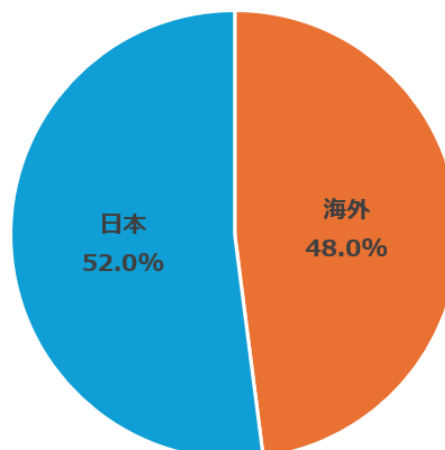


出所：会社資料

日本と海外の 2 セグメント構成

同社の事業は、地域別に日本、海外の 2 つのセグメントから成る（海外事業については更に、ベース事業とプライマリー専業に区分）。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 12. サトーのセグメント別売上高構成（26/3 期実績）

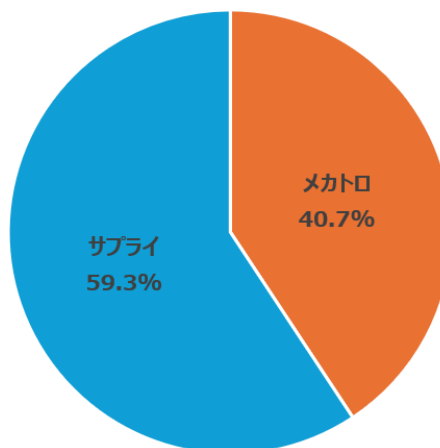


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

商品・サービスで分類すると、メカトロとサプライ品

商品・サービスで分類すると、同社の製品はメカトロと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 13. サトーの商品別売上高構成 (26/3 期実績)

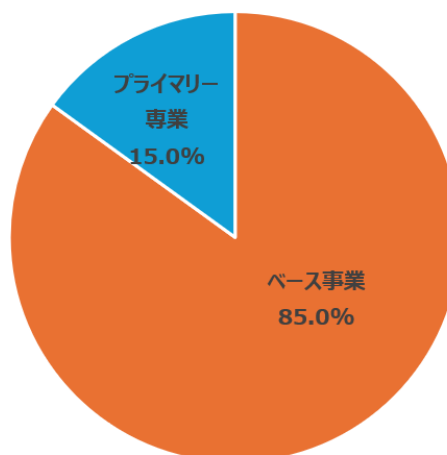


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

事業形態では、ベース事業とプライマリー専業

同社における事業形態では、ベース事業とプライマリー専業に分別される。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、プライマリー専業は固定情報のタギングを担っている。日本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専業が混在している。なお、海外プライマリー専業は、2014 年以來 M&A で獲得した企業（プライマリー専業）が主体となって手掛けている。

図表 14. サトーの事業形態別売上高構成 (26/3 期実績)

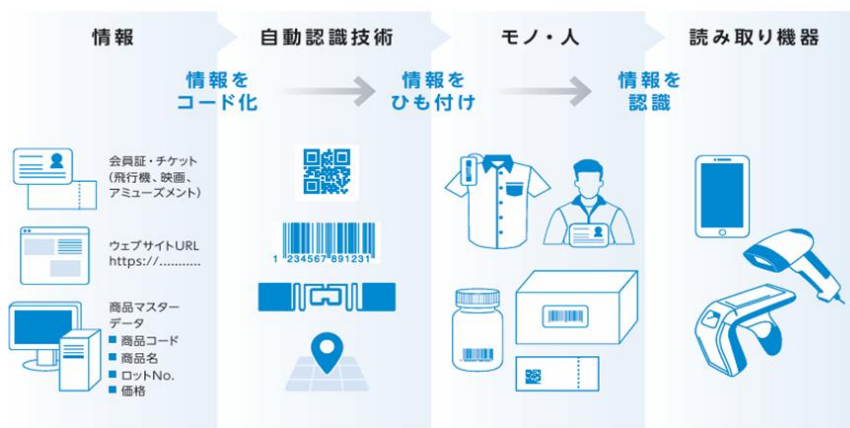


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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 15. タギング・ソリューションとは何か

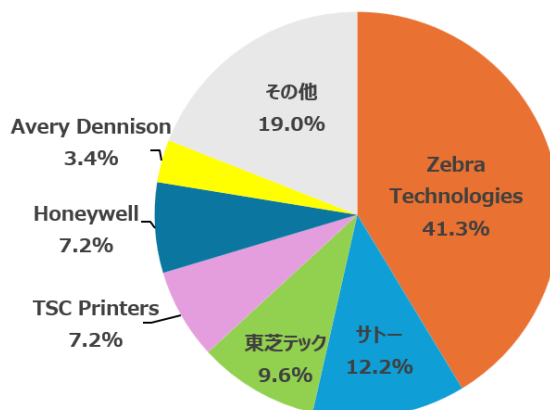


出所：会社資料

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 位である。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、等となっている。一方、サプライ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、いわば「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を有している。

図表 16. ラベルプリンタの世界市場シェア (2024 年)



出所：会社資料よりストラテジー・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、のち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、佐藤陽氏は日本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・製造年月日等を印字したラベルを手軽に貼付けることができる装置を指す。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、ハンドラベ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 年に社長に就任した（入社は 1985 年）。

DCS&ラベリングを提唱

藤田 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高まった。このトレンドに対して、同社はハード・ソフト・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」を強化した。

医療分野にも進出

医療事故が頻発した 2000 年前後は、患者の情報を印字したリストバンドの提供や、医療現場に適した小型プリンタ「レスプリ」を発表。2015 年には遠隔で予防保守が可能な機種も投入した。

持株会社体制を 2025 年 4 月より解消

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 推進等を理由に、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強化のために、日本と海外の管理を一元化し、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 月末で持株会社を解消し、翌 4 月頭より再び商号を株式会社サトーに改めて、今日に至る。

図表 17. 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 European 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：会社資料よりストラテジー・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 53 歳。2000 年、27 歳で 3 社目となるサトーに入社した。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。

営業マンとしてメディカル分野にて活躍し業績貢献

小沼氏は医療分野の営業担当者として 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、2010 年からメディカル事業部長（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、既にメディカル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をあげている。これにより、会社に危機感が醸成されていった。一方、サトーがメカトロ（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、2025 年に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 18. サトーの歴代社長

代		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	1977 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

7. 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、26/3 期実績では売上高に占める海外比率が 48.0%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（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 19. ビジネスモデル進化に伴う売上高成長



注：DCS&L: Data Collection Systems & Labeling

出所：会社資料

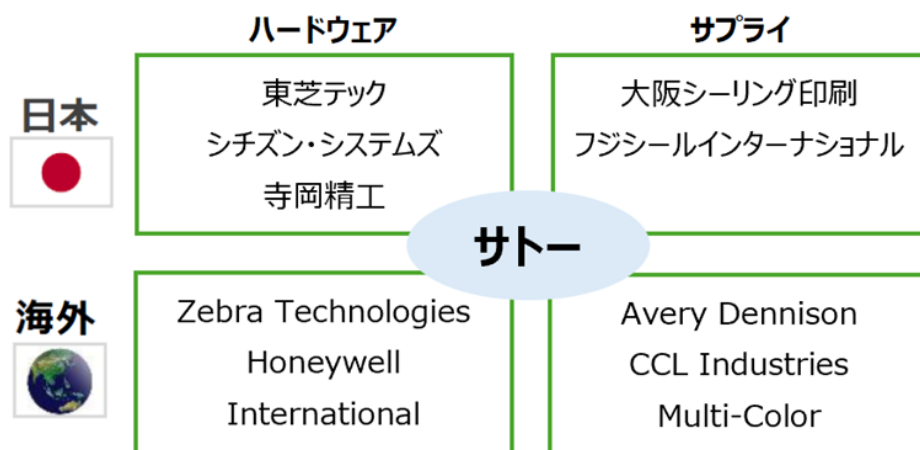
コト売りで顧客に最適ソリューションを提供

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

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。

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 20. 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専業

日本はベース事業主体、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専業に分けて説明している。日本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専業が混在している。

ベース事業は多彩な製品ラインアップ

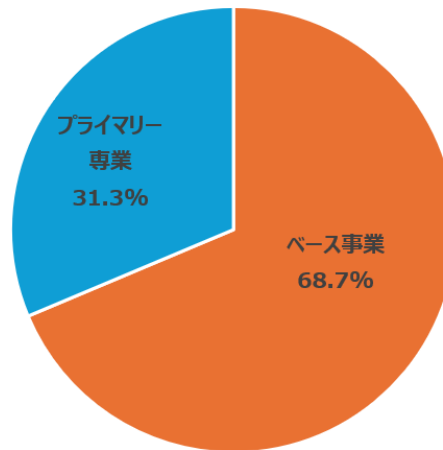
ベース事業は「可変情報」をタギングするビジネスを指す。「可変情報」とはバーコードや商品価格、製造年月日、消費期限などである。顧客の現場で、ラベルに文字やバーコード（QRコード）を印刷するためのプリンタ、ラベル自動貼付け機、情報を読み取るスキャナー、等のハードウェア（メカトロ）をサトーが販売。同時に、用途に対して最適化されたサプライ（タグ、ラベル等の消耗品）を同時に供給することで、タギングのトータルソリューションを提供する。また、RFIDの普及に併せて、RFID対応のラベルプリンタ、RFIDリーダライタ、RFIDタグ・ラベル等の供給も行い、こちらもトータルソリューションを提供している。

プライマリー専業は海外のM&Aで獲得した子会社が主に担当

プライマリー専業は「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。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、顧客側でシールやステッカーを貼付ける。海外のプライマリー専業は過去、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。地域別では欧州の売上高構成比率が高く、ロシアでは最大手の市場シェアを有する。同社グループは高性能印刷設備にて「粘着」、「シュリンクスリーブ」、「イン

モールド」といった高水準の製造技術を実現可能であり、これらを活用して収益性の良好な高付加価値品（現在の売上高構成比は 25～30%：ストラテジー・アドバイザーズ推定）に徐々にシフトする戦略を採っている。なお、今後はスマートパッケージングという新規事業領域が期待される。

図表 21. ベース/プライマリー比率（26/3 期売上高実績） ～海外



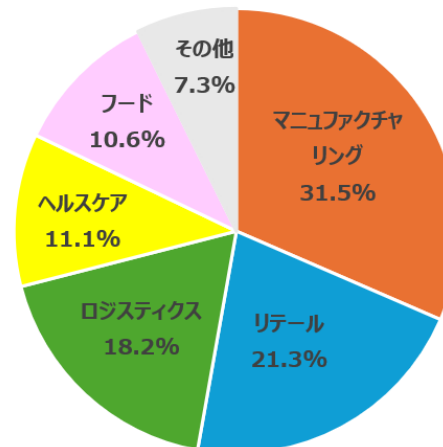
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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。26/3 期実績売上高の用途別構成比は、連結でマニファクチャリング 31.5%、ロジスティクス 18.2%、リテール 21.3%、ヘルスケア 11.1%、フード 10.6%、その他 7.3%となっている。

図表 22. 用途別売上高構成比（26/3 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に、多くの課題を抱えている。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、等が挙げられる。特に近年、不正検査問題に端を発する品質管理への意識が高まり、トレーサビリティの精度向上が求められている。サトーは製品のトレースに加え、製品・作業者・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、課題を解決している。また

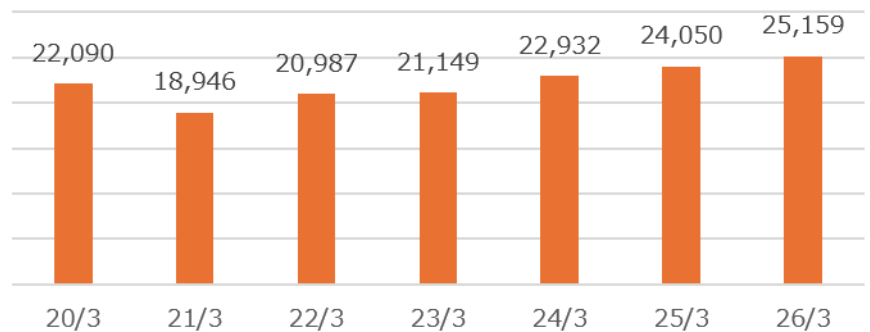
電子部品業界では、小型部品に対する精度の良いラベル貼付けが課題となっている。サトーは同ニーズに対応した高精度な極小ラベル貼付け機を用いたソリューション提供が可能である。

～「物流 DX」の需要が拡大中

なお、拡張領域として同社が説明している「物流 DX」は、各市場への広がりを見込むものの現在はマニュファクチャリング市場が中心である。製造現場の工程管理ソフト“IritoDe”や、資産管理ソフト“ASETRA”は、ともに RFID を使ったソリューションであり、需要が拡大している。「物流 DX」全体の売上高は 26/3 期実績 25 億円（日本中心）。商談数は日本で約 2,000 件（26/3 期末）と増加中。現在は 2 つの業界関連団体に参画している（半導体関連、化学関連）。

図表 23. マニュファクチャリングの売上高推移（日本）

（百万円）



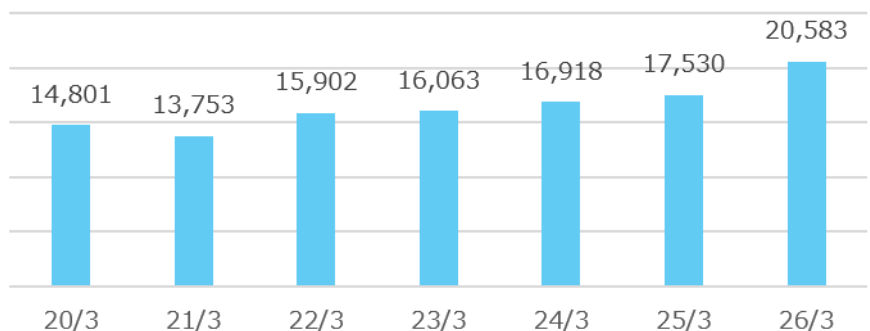
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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となっている。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 24. ロジスティクスの売上高推移（日本）

（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

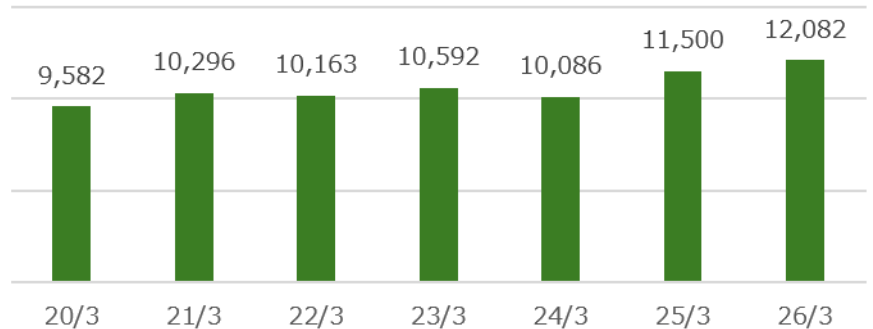
リテール

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 25. リテールの売上高推移 (日本)

(百万円)



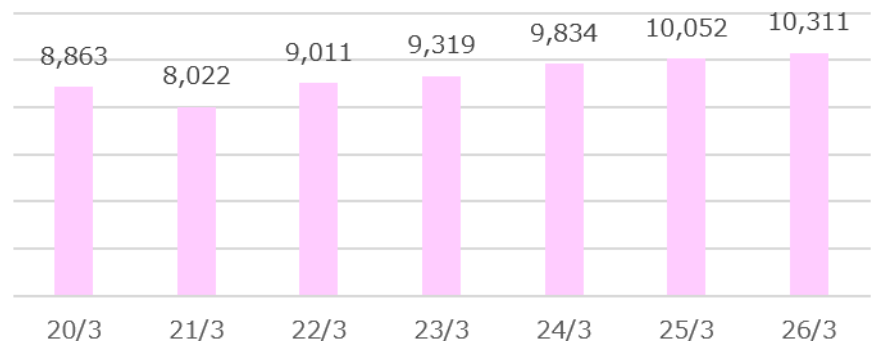
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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 26. ヘルスケアの売上高推移 (日本)

(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

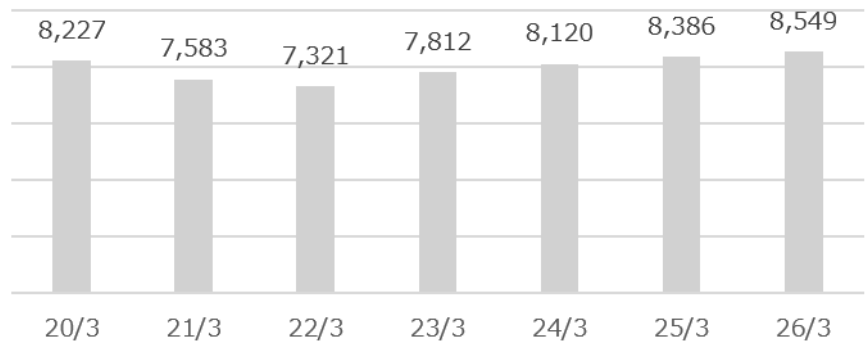
フード

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 27. フードの売上高推移 (日本)

(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、及びシールやパッケージ（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。同社がスキャントロニクスと呼ぶ主力機種は、従来の「CL4/6NX」から新製品「CL4/6-SXR」に現在、切り替え途上である。顧客の持つ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 28. 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）、ノンセパラベル（台紙なし）、耐熱サーマル紙、透明ラベル、ハクリシート（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 29. サプライの製品ラインアップ

■ サプライ



■ シール（プライマリーラベル）



出所：会社資料

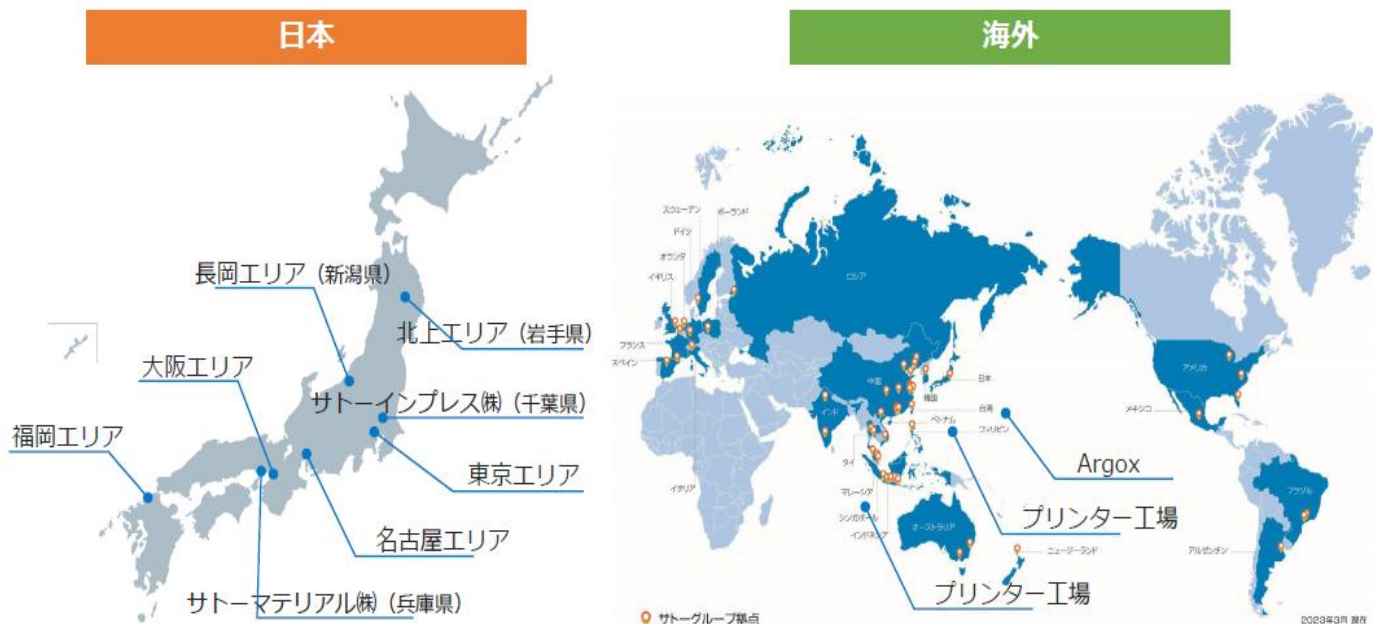
生産拠点（メカトロ）：アジアが主体

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。同社はプリンタのプラットフォーム共通化に伴うラインアップ数の最適化、及び在庫の適正化を進めており、コスト削減に繋がることが期待される。なお、サトーの日本事業は、海外のプリンタ工場で生産された製品を輸入し日本で販売するので、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となっている。

生産拠点（サプライ）：全世界に42 拠点

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。同社は海外におけるソリューションビジネス強化を戦略的に推進しており、ラベルの生産能力増強、及び生産性の向上を図っている。

図表 30. 生産拠点



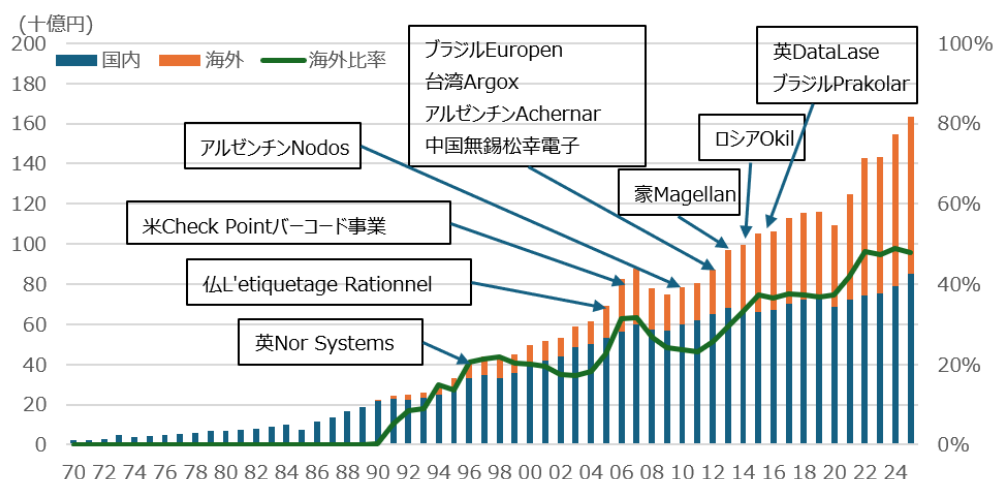
出所：会社資料

8. 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。営業利益100億円超えは25/3期、26/3期も継続した。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%、26/3期は48%となった。日本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 31. 海外売上高比率の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

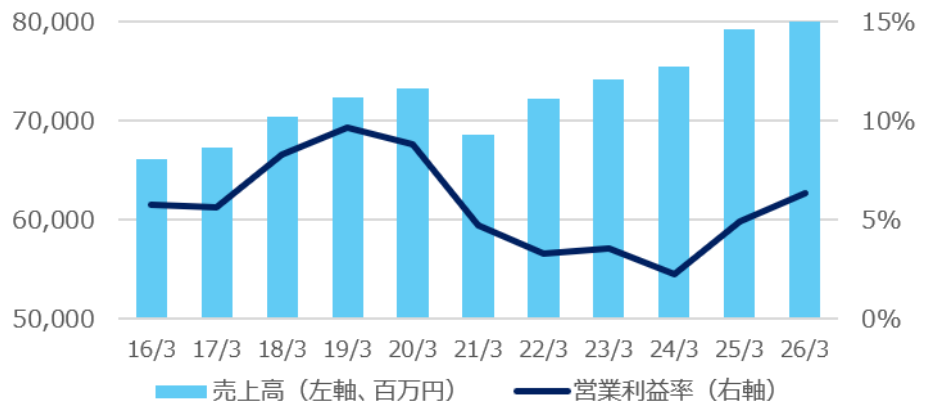
1) 日本（メカトロ、サプライ）の状況

業績は着実に伸びており、近年は売上高成長のペースが加速

<日本：26/3期全社売上高に占める構成比 52.0%、営業利益率 6.4%>

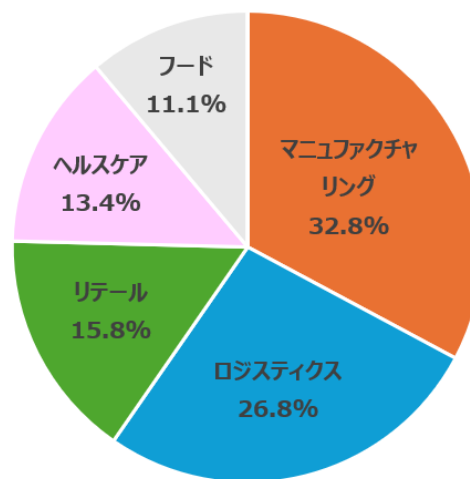
日本事業の業績は着実に伸びており、特に営業利益率が25/3期以降、回復トレンドとなっている。なお、売上高に占めるサプライ品比率は2000年以降、概ね60%前後で安定推移している。一般的に景気変動による売上高のボラティリティは、メカトロで相対的に高く、サプライで低い。よって、リーマンショック後の景気後退により09/3～12/3期はサプライ比率が上昇し65%付近で推移した。26/3期実績は56.8%であり、現在は新規案件獲得の増加やプリンタのリプレイス需要の捕捉により、通常の60%近辺からやや低下傾向にある。売上高成長率（10年CAGR）は2.5%だが、5年CAGRでは4.4%であり、近年成長ペースが加速している。過去5年間の経緯ではロジスティクスが高い伸びを続けており、マニファクチャリング、ヘルスケアも着実に成長している。リテール、フードも労働力不足に伴う業務効率化に関連する需要等が顕在化し始めた。なお、26/3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 32.8%、ロジスティクス 26.8%、リテール 15.8%、ヘルスケア 13.4%、フード 11.1%である。

図表 32. 自動認識ソリューション（日本）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 33. 日本の用途市場別売上高構成比（26/3 期実績）

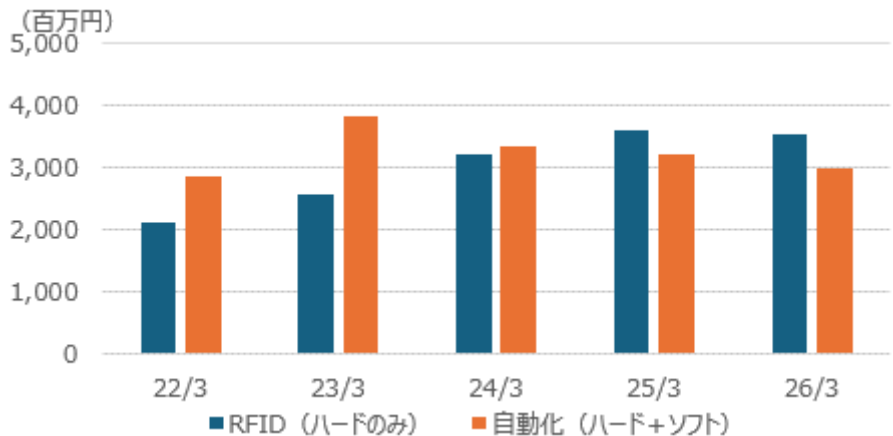


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業利益率は回復トレンド

営業利益率は26/3期実績で6.4%。17/3～20/3期の4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21/3期に4.7%と5%を割り込み、以降は24/3期の2.3%まで概ね低下傾向が続いていた。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、その後はコスト上昇に対応した価格改定のアクションが適正に取られてきたことに加え、高付加価値分野の事業規模も徐々に拡大を始めている。こうした状況を背景に、営業利益率は24/3期の2.3%をボトムとして25/3期4.9%、26/3期6.4%と反転し、回復傾向が伺える。

図表 34. 日本の「RFID／自動化」領域の売上高推移



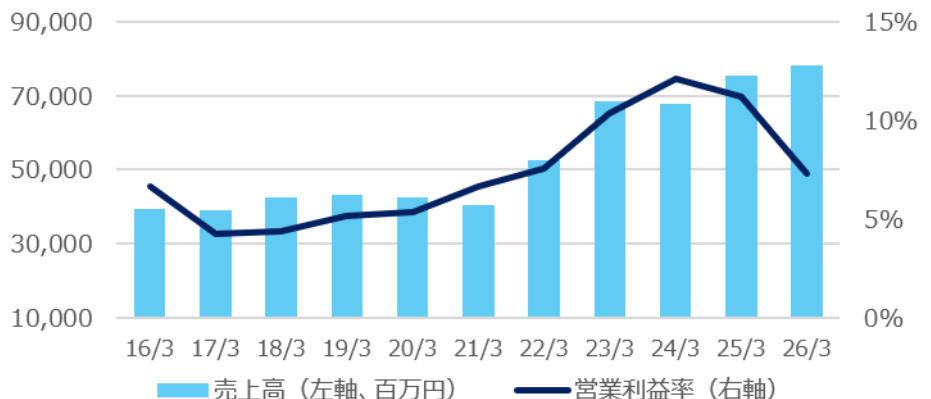
注：ストラテジー・アドバイザーズ推定及び作成
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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、プライマリー専業はロシアが急成長

海外事業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専業に分けて開示している（7章を参照）。海外事業の売上高成長率（10年CAGR）は7.1%と高く、特に5年CAGRは14.2%と近年伸び率が加速している。ベース事業の着実な成長（5年CAGR 11.7%）に加え、プライマリー専業（シール）はロシアの好調により急成長（5年CAGR 21.3%）を示した。なおベース事業は、日本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、日本よりやや低い50%弱と弊社では推定している。

図表 35. 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

23/3～25/3 期は営業利益率10%超も、26/3 期は 7.3%

営業利益率は17/3期以降、概ね4～8%の範囲内で推移してきたが、23/3期以降の3年間は23/3期10.4%、24/3期12.1%、25/3期11.2%と2桁超えを達成した。一方、26/3期はプライマリー専業の低迷により、7.3%に低下した。ベース事業の営業利益率は6～8%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専業の営業利益率が23/3期17.9%、24/3期23.0%、25/3期18.3%と急上昇し、利益水準を押し上げていたことが分かる。プライマリー専業の高い利益率を実現したのは、ロシア子会社2社（Okil社、X-Pack社）の一時的な競争環境好転であった。26/3期の営業利益率は8.0%に低下したが、3年間継続したプラス要因が剥落し、平時の事業環境に戻ったことが主な要因であ

る。なお、海外事業の管理にかかる費用が日本事業に計上されることから、営業利益率は日本がやや低め、海外がやや高めを示す傾向がある。

図表 36. 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)	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
自動認識ソリューション(海外)						
売上高	40,349	52,496	68,657	67,931	75,587	78,396
営業利益	2,684	3,978	7,111	8,243	8,478	5,704
営業利益率	6.7%	7.6%	10.4%	12.1%	11.2%	7.3%
ベース事業						
売上高	31,010	40,209	47,841	48,069	52,632	53,833
営業利益	1,857	2,745	3,604	3,546	4,317	3,822
営業利益率	6.0%	6.8%	7.5%	7.4%	8.2%	7.1%
プライマリー専業						
売上高	9,339	12,287	20,816	19,862	22,955	24,562
営業利益	756	1,218	3,719	4,540	4,199	1,970
営業利益率	8.1%	9.9%	17.9%	22.9%	18.3%	8.0%

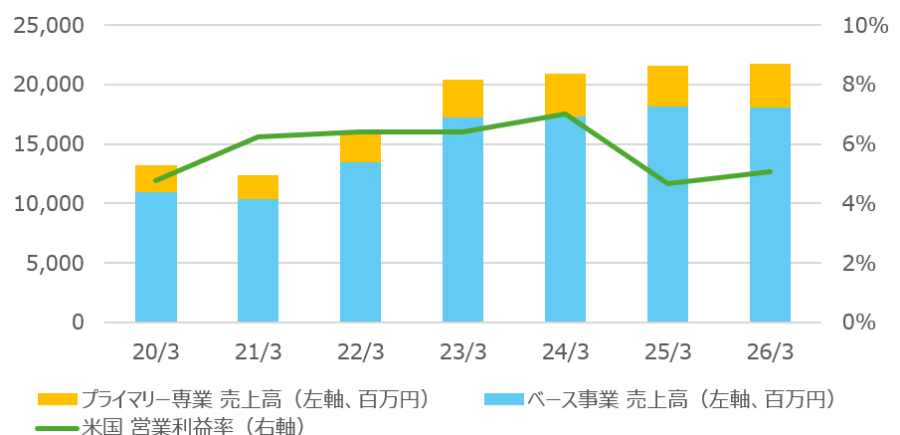
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

米州

<26/3 期全社売上高に占める構成比 13.3%、営業利益率 5.1%>

米州売上高に占めるプライマリー比率は 17.3%。売上高成長率（5 年 CAGR）は 11.9%と高く、内訳はベース事業 11.7%、プライマリー専業 13.2%と差は僅少である。営業利益率 5.1%の内訳はベース事業が 2.8%と低水準である一方、プライマリー専業は 15.8%と高水準となっている。米州全体として代理店経由の販売が多い。26/3 期の売上高は YoY でほぼ横ばいとなったものの、Q4 ではリテール関連の大口案件（BLE センサータグ関連）への取り組みが結実し販売がスタートするなど、今後の成長に繋がるポジティブな動きがみられる。

図表 37. 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

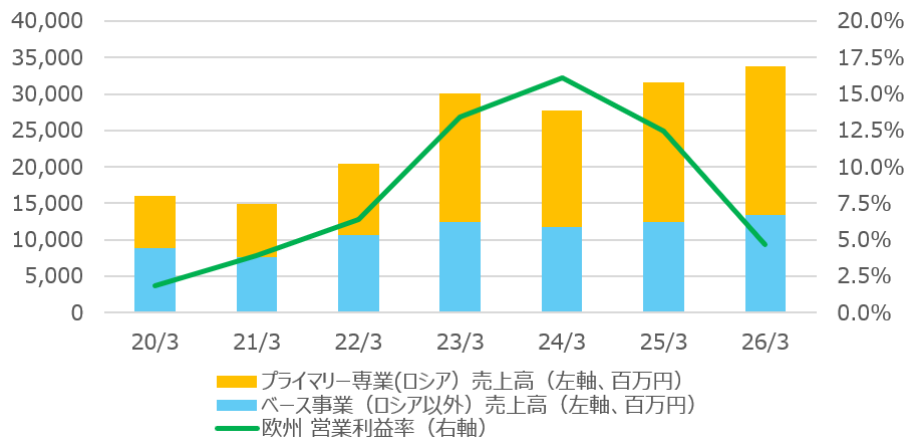
欧州

<26/3 期全社売上高に占める構成比 20.7%、営業利益率 4.6%>

欧州売上高に占めるプライマリー比率は 60.4%。売上高成長率（5 年 CAGR）は 17.8%と高く、内訳はベース事業 12.0%に対して、プライマリー専業 22.8%と全体を牽引している。営業利益率 4.6%の内訳はベース事業 1.6%に対してプライマリー専業は 6.6%と、ともに前年度に対して低下した。プライマリーは 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、23/3～25/3 期の3年間、一時的な競争環境好転によって拡大し、営業利益率も20%前後の水準まで上昇した。しかし27/3 期は競争環境が平時に戻り、営業利益率も1桁台に回帰したこととなる。ベース事業(ロシア2社以外)は、売上高が24/3 期のボトムから回復傾向にあるものの、コスト増に伴い営業利益率は継続的に悪化している。26/3 期下期より、ベース事業の収益性改善に向け、各国に分散していた各機能を地域本部に集約するなどの取り組みをはじめている。

図表 38. 欧州の売上高と営業利益率推移 (ベース/プライマリー)



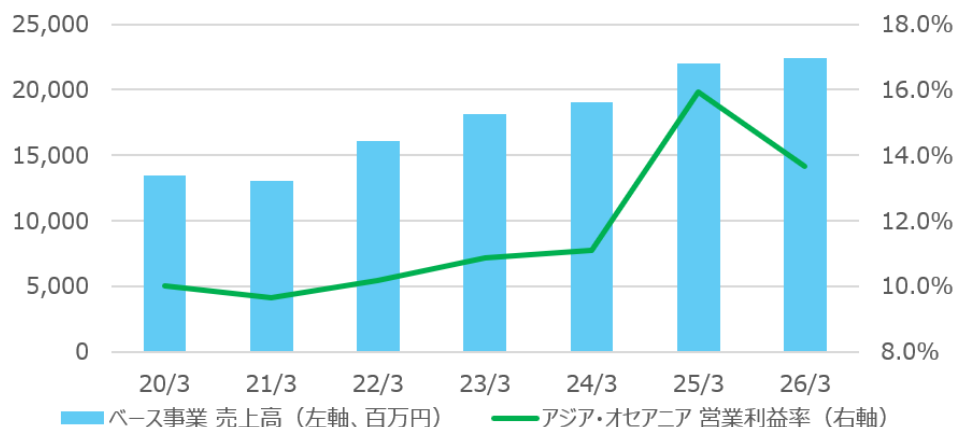
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

アジア・オセアニア

<26/3 期全社売上高に占める構成比 14.0%、営業利益率 13.7%>

アジア・オセアニア売上高に占めるプライマリー比率は1.8%と小さく、ほとんどがベース事業である。売上高成長率(5年CAGR)は11.9%と高い。営業利益率13.7%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低迷しているものの、東南アジアは自動車や電機・電子の生産が増加している。オセアニアの需要は大口のRFID案件を中心に、堅調に推移している。一方、台湾Argoxは顧客の在庫調整により低調となっている。

図表 39. アジア・オセアニアの売上高と営業利益率推移 (ベース)



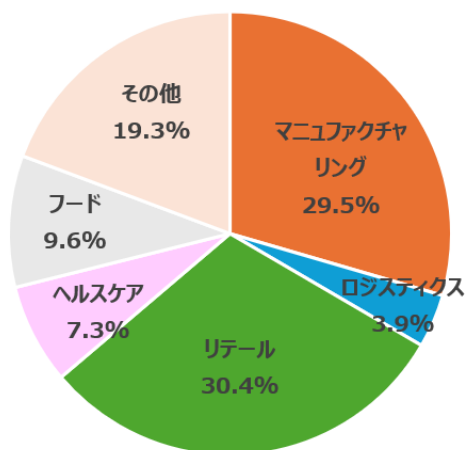
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

用途別売上高構成比

用途別売上高における日本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である。過去5年間の推移をみるとヘルスケア、フード、マニュファクチャリングの売上高CAGRが10%を超えているが、リテール、ロジスティクスも伸びている。26/3 期実績売上高の用途別構成比(主な販

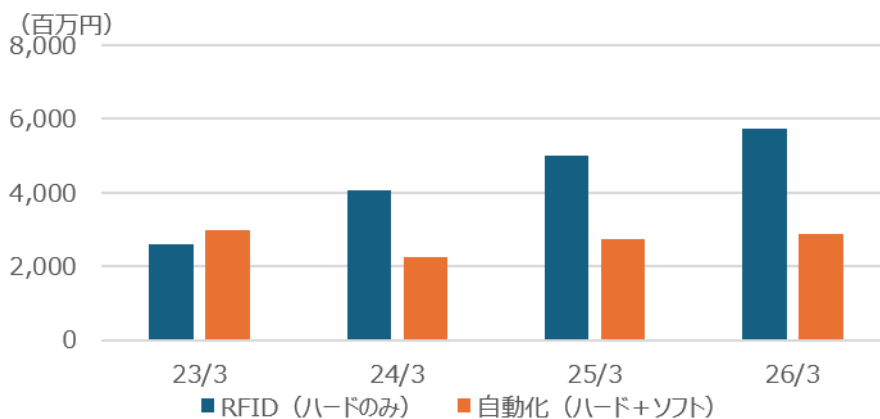
社、プライマリー除く) はマニファクチャリング 29.5%、ロジスティクス 3.9%、リテール 30.4%、ヘルスケア 7.3%、フード 9.6%、その他 19.3%であった。また、「RFID・自動化」といった高付加価値分野では、RFID が成長軌道に乗り始めた。

図表 40. 海外（プライマリー専業除く）の用途市場別売上高構成比（26/3 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 41. 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

9. 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年)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年)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「仕事のやり方基本要綱」の考え方を「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。創業者がまとめた要綱には、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、同社には、「四者還元」、「三行提報」等、独自の仕組みや概念が存在する。「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」が活力ある社風を支えている

「三行提報」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。「三行提報」は日々の業務の改善のみならず、組織や制度に対する様々な意見の把握にも役立っており、経営層と社員間のコミュニケーションを促進し、齟齬を解消するツールでもある。同社の活力ある社風は、「三行提報」を始めとする独自の概念に支えられているといっても過言ではなからう。

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自然の流れである。例えば AI が社会実装されたとしても、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残存する。逆に、タギングによりモノ・人の流れをビッグデータとして取り込み、顧客が AI に活用する流れは、同社の需要にとって追い風となろう。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・バースト・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（Value：経済的価値、Rarity：希少性、Inimitability：模倣困難性、Organization：組織）である。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。

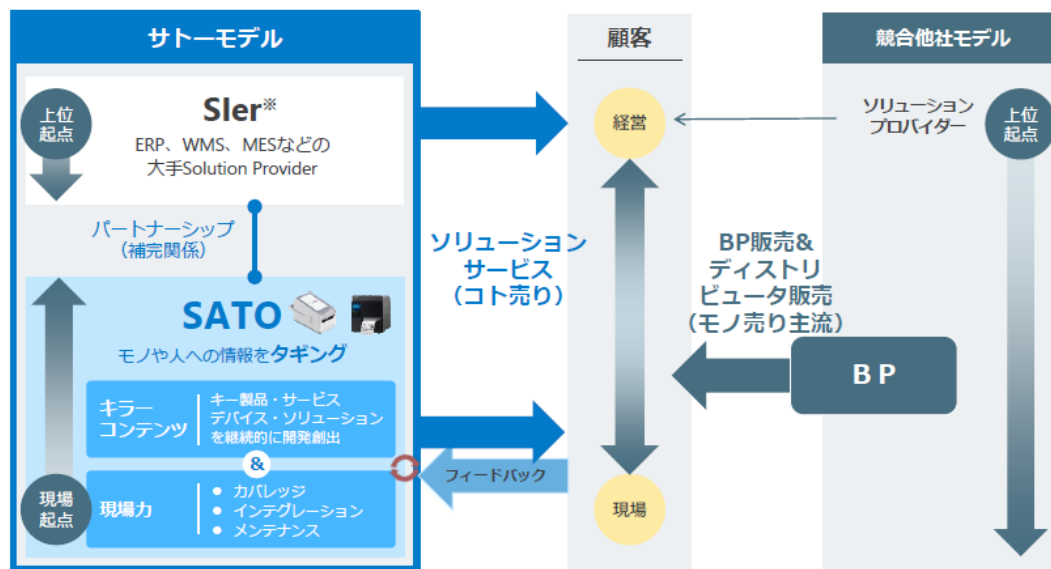
現場視点で最適なソリューションを提案するユニークなビジネスモデル

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すると、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（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」での情報可視化や AI 分析といったソリューションを提案する。すなわち、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）、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。つまり、「経営者視点」で AI 活用等を念頭に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、模倣困難性を育んできた。

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

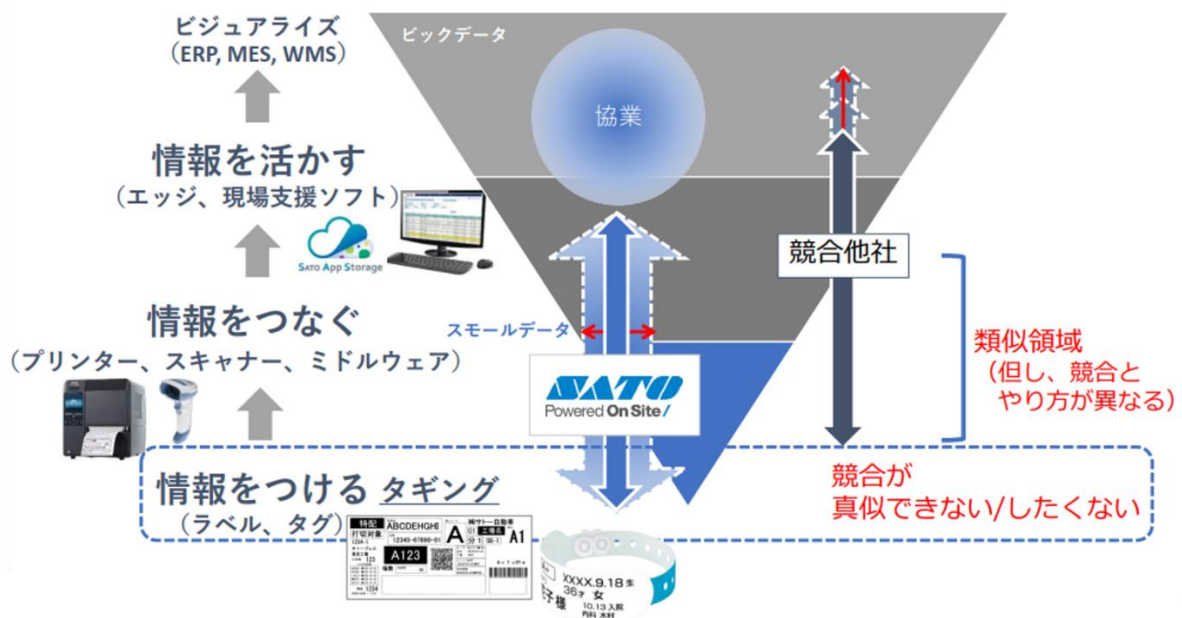
なお、模倣困難性が確立された背景として、顧客と共同で困りごとを解決するという現場に根差した泥臭く細かい作業を、社員の力を結集して行うボトムアップ志向が徹底されており、競合他社のトップダウン志向とは一線を画していることを付記しておく。ここには、創業者の製造業を通じた社会貢献に対する強いこだわりと、「三行提報」に根付く社員のチームワークと改善思考が、企業 DNA として現在にも脈々と受け継がれている。

図表 42. 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 43. 競合とのビジネスモデルの差異領域 (2)



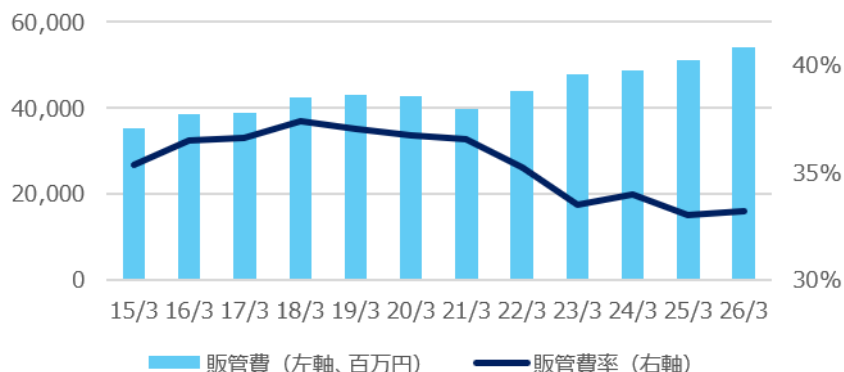
出所：会社資料

4) 事業における今後の課題

粗利率改善と販管費低減が課題

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、並びにモデル数削減によって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、開発部門や営業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 44. 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

労働生産性の引き上げが課題

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26/3期末の従業員数は6,012名で1人当たり売上高は27.2百万円。一方、「モノ売り」中心のZebra社は10,700名で同75.4百万円（25/12期）であり、労働生産性が2.8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である。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12,784名、1人当たり売上高は91.5百万円（26/3期）であり、Zebra社を上回る労働生産性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、サトーの1人当たり売上高は24/3期の25.0百万円と比較すると、改善の方向にある。

標準化された高付加価値ソリューションの展開がカギ

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。日本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、同社が日本での実績を背景に「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ろう。また、同社は制御部やインターフェイスの共通化を進めた共通プラットフォームを採用している。これにより、開発期間の短縮や評価プロセスの効率化、品質の維持・向上を図るとともに、複数機種への展開を容易にしている。

図表 45. 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	26/3期	163,434	6,012	27.2
Zebra Technologies	25/12期	807,306	10,700	75.4
キーエンス	26/3期	1,169,289	12,784	91.5
キヤノン	25/12期	4,624,727	165,547	27.9
リコー	26/3期	2,608,314	75,600	34.5

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 年ビジョンとして、「“PUT”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」を掲げる。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%）、EBITDA300 億円、ROIC12.3%、ROE14.1%。目標達成に向けて 25 年 12 月にアップデートされた中計（25/3～29/3 期）ではコア事業の収益盤石化、PUT 構想の事業化、及びグローバル経営基盤の強化を挙げている（第 10 章を参照）。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言える。

図表 46. 2030 年ビジョン

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	10.5%
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

10. 中期経営計画と今後の見通し

1) 中計アップデートの概要

25/3～29/3 期の 5 か年計画だが、27/3 期に KPI を設定

2024 年 3 月に発表した中期経営計画（25/3～29/3 期）は、2025 年 12 月にアップデートされた。従来中計は 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ており、ひとまず中間点の 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%）のみ定めていた。しかし、利益回復期を経て 27/3 期から成長投資の再開期に入るにあたり、最終年度 29/3 期の数字目標（売上高 1,860 億円、営業利益 157 億円、営業利益率 8.4%、ROIC9.4%、ROE10.2%、PBR1.0 倍以上）を新たに設定した。セグメント別内訳を以下に示す。26/3 期実績の営業利益 110 億円に対して、29/3 期目標は 47 億円増加となる 157 億円となっているが、内訳は日本事業で±0 億円、海外ベース事業で+12 億円。海外プライマリー専業で+10 億円。拡張領域“PUT”で新たに 23 億円等。海外プライマリー専業の営業利益は 10 億円増の 30 億円を想定しているが、ピークの 24/3 期 45 億円を大きく下回る数字となっている。

図表 47. 中期経営計画 (25/3 期～31/3 期)

	25/3 期 (実績)	26/3 期 (実績)	27/3 期 (会社計画)	29/3 期 (中期計画)	31/3 期 (目標)
連結					
売上高	154,807	163,434	168,500	186,000	210,000
営業利益	12,341	11,041	11,700	15,700	21,000
営業利益率	8.0%	6.8%	6.9%	8.4%	10.5%
				拡張領域	
売上高				22,000	35,000
営業利益				2,300	
営業利益率				10.5%	
コアビジネス					
売上高	154,807	163,434	168,500	164,000	175,000
自動認識ソリューション(海外)	75,587	78,396	82,000	77,000	
ベース事業	52,632	53,833	57,400	51,000	
プライマリー事業	22,955	24,562	24,600	26,000	
自動認識ソリューション(日本)	79,220	85,038	86,500	87,000	
メカトロ	31,626	36,769	-	-	
サプライ	47,593	48,269	-	-	
(サプライ比率)	60.1%	56.8%	-	-	
営業利益	12,341	11,041	11,700	13,400	
自動認識ソリューション(海外)	8,478	5,704	6,200	8,000	
ベース事業	4,317	3,822	4,300	5,000	
プライマリー事業	4,199	1,970	1,900	3,000	
消去	-38	-88	-	-	
自動認識ソリューション(日本)	3,906	5,415	5,500	5,400	
消去	-43	-78	-	-	
営業利益率	8.0%	6.8%	6.9%	8.2%	
自動認識ソリューション(海外)	11.2%	7.3%	7.6%	10.4%	
ベース事業	8.2%	7.1%	7.5%	9.8%	
プライマリー事業	18.3%	8.0%	7.7%	11.5%	
自動認識ソリューション(日本)	4.9%	6.4%	6.4%	6.2%	
EBITDA	17,884	17,028	18,100	24,000	30,000
ROIC	9.3%	7.7%	-	9.4%	12.3%
ROE	9.7%	6.3%	-	10.2%	14.1%
PBR	0.9 倍	0.9 倍	-	1 倍以上	

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

中計前半（25/3～26/3 期）を振り返ると、26/3 期にロシア子会社が減速したものの、各施策すなわち（1）コアビジネス強化、（2）PUT 具現化、（3）グローバル経営基盤強化、については着実に進捗した。（1）コアビジネス強化では、組織的に取り組んだ価格改定効果が発現したことに加え、営業部門の評価に利益重視の指標を導入し利益創出に対する意識改革を図った。また、グローバルキアアカウントの攻略を進めると同時に、新型の産業用プリンタ（共通プラットフォーム使用）の開発が完了し市場投入を開始した。（2）PUT 具現化については、ソリューション開発のための出資・協業を実施した。（3）グローバル経営基盤強化では、組織の変更による責任・権限を簡素化、マテリアリティの見直し、人的資本経営実践に向けた制度改革を行った。

新型プリンタの市場投入は大きな成果

コアビジネス強化 (2) の成果である新型の産業用プリンタ CL4/6-SXR の市場投入について、追加で説明する。CL4/6-SXR は前期種 CL4/6-NX Plus に対して更に性能を向上させており、産業用プリンタ業界におけるプロフェッショナルモデルまでカバーする位置付けとなる。一方、プロフェッショナルモデルとして競合する他社に対して価格優位性を維持することで、高い競争力を目指す。なお、エントリーモデルとして同社は WT4-AXB を 25 年 2 月に市場投入し、広範な顧客ニーズを捕捉する体制を構築している。

3 つの施策に取り組む

中計アップデート版においても引き続き (1) ~ (3) の施策に取り組む。なお、足下の課題認識として、地政学リスク増大 (特にロシア) への対応、日本事業の収益力回復の継続、及びサイバーセキュリティやガバナンスリスクの高まりを踏まえた、(3) グローバル経営基盤の強化を掲げる。

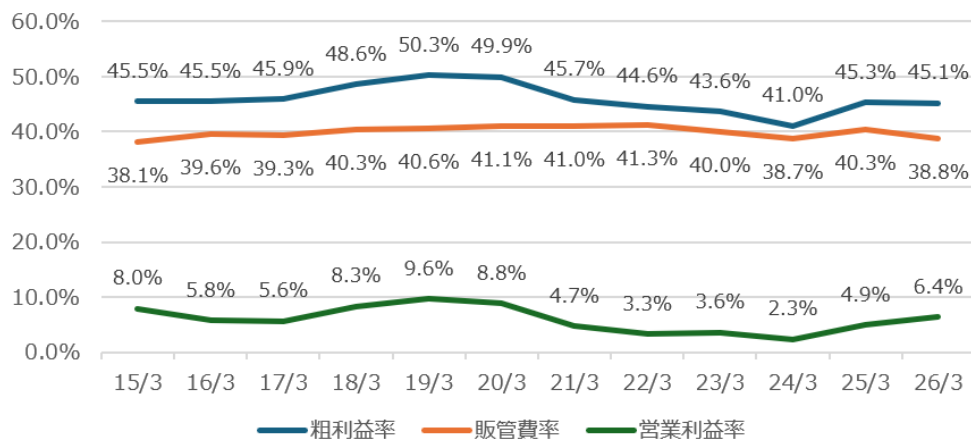
2) コアビジネス盤石化

<日本事業：安定収益の創出>

日本の競合環境に変化はみられず

日本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みられない。ただし、重点市場を中心に拡大する事業機会を捕捉することで、売上高トップラインを伸ばす方針を掲げている。一方、営業利益率は 21/3 期以降 5%を割り込み、24/3 期実績では 2.3%となるなど低下の一途であった。その後は、中計の施策が功を奏し 25/3 期は 4.9%まで回復、26/3 期は 6.4%と久し振りに 5%を上回った。

図表 48. 日本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「安定利益の創出」、施策は 4 つ

日本事業におけるコアビジネス (既存事業) 盤石化のテーマは、「安定収益の創出」である。29/3 期目標の営業利益率は R&D を中心とした戦略投資の増加を含めて 6.2% (26/3 期実績は 6.4%)。施策は順に (1) 重点市場・領域の攻略、(2) バリューチェーン管理の徹底、(3) 営業部門の利益評価重点化、(4) 販管費コントロール、となる。以下、各項目について説明する。

(1) 重点市場・領域の攻略

成長ポテンシャルの高い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である。メカトロの製品戦略では、2025 年秋にフラッグシップモデルの新型プリンタ「CL4/6-SXR」を発表し、2026 年に市場投入した。これにより新規需要と更新需要に対応した拡販を進める。また、保守・サービス等のストック事業を安定収益源とする事業モデルを構築する方針。RFID・自動化ソリューションでは、パッケージソフトも含めた販促を推進し、事業拡大を目指す。

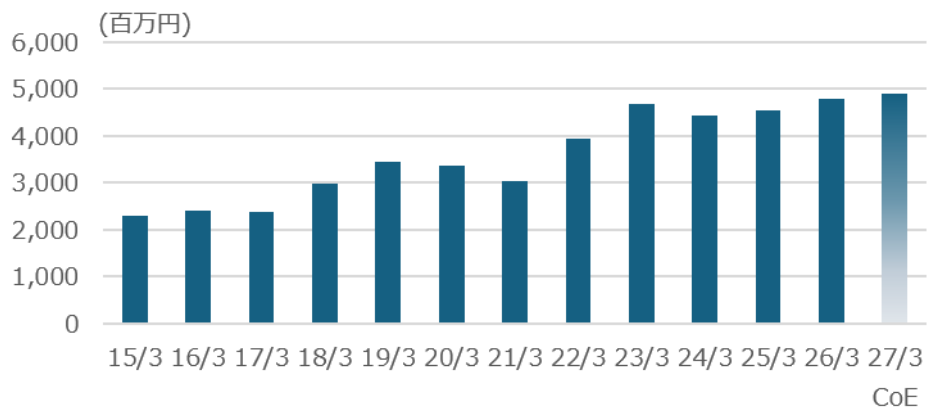
(2) バリューチェーン管理の徹底 ～共通プラットフォーム化

商品ラインアップ最適化による生産性向上、コスト削減、及び在庫の最適化が狙い。新型プリンタ「CL4/6-SXR」の最大の特徴は、同社初の共通プラットフォーム採用である。顧客側のメリットは、より一層の機能向上が図れること。例えば CL4/6-SXR では (1) 拡張性、(2) ユーザーインターフェース、(3) 印字性能と品質、(4) 予兆保守、等で性能が向上した。一方、同社側のメリットとして、ラインアップの最適化が挙げられる。同社は多くのプリンタモデル数を抱えており、管理コストが高むという問題があった。よって、共通プラットフォームの水平展開に伴うモデル数最適化により、今後は総コストの削減が期待される。また、開発リソースの柔軟な活用が可能となり、研究開発効率の改善が見込まれる。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れば、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。

～R&D を中心とした戦略投資を重視

同施策の効果を日本事業のみならず、全社ベースで考えてみる。27/3 期会社予想に織り込まれた戦略投資 10 億円は主に R&D 費用であり、同様な水準の戦略投資額が 28/3 期も継続する可能性が高い。ただし、こうした R&D 費用計上は中長期的な視点でみれば、社内の多様な部門における効率性改善を通じてコストを抑制しながら 1 人当たり売上高を引き上げ、ROIC (及び ROE) 上昇に貢献する施策である。今後の企業価値向上を見据えた積極的な先行投資として、評価に値すると考えられる。

図表 49. 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

(3) 営業部門の利益評価重点化

利益率向上のための実際のアクションは、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である。ただし、こうした施策を進める上で、営業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。25/3 期初より営業の評価を利益重視に切り替えることで、マインドセットの修正が徐々に図られてきており、27/3 期以降は役割と評価を明確にした新たな人事制度の導入を計画している。

(4) 販管費コントロール

組織力の強化、並びに人財育成による生産性向上を図り、最適なリソース配分を実現する予定である。また、業務効率向上を目指し AI 活用の領域を広げる。

<海外事業全体：着実な利益成長の実現とリスク、ボラティリティの低減>

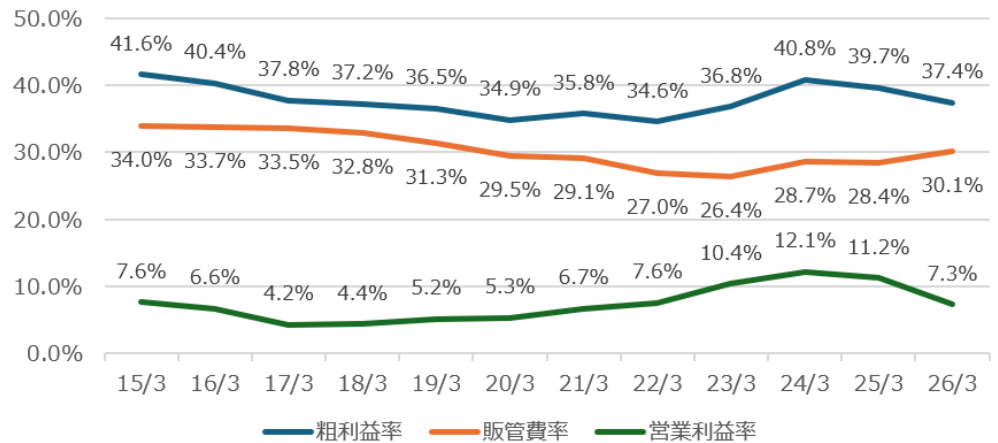
海外の売上高は高成長が継続

海外はベース事業主体の日本とは異なり、ベース事業とプライマリー専門が混在しているのが特徴である。また、直販中心の日本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専門のボラティリティが高く、26/3 期は、ロシアのプライマリー専門会社が低迷し、業績に対するマイナス要因となった。

営業利益率は直近で 7.3% に低下

営業利益率は、代理店販売では販管費が抑制でき、価格交渉条件も日本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 23/3 期以降は、ロシアの好調を反映して 10% 超となっていたが、26/3 期は一転ロシアが低迷し、7.3% に低下した。なお、本社費用は日本事業が主に負担していることも日本と海外の利益率の違いの理由となっている。

図表 50. 海外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

ベース事業の数字目標と施策 2 項目

(1) 注力国・地域にリソースを重点配分

(2) ソリューションの効率的な創出・横展開

～海外におけるソリューション展開

～「コト売り」への転換でシェア拡大と販管費抑制を目指す

■ 海外ベース事業の 29/3 期売上高目標 510 億円 (26/3 期比 5.3%減)

営業利益の 29/3 期目標は 50 億円、利益率 9.8% (26/3 期比 2.7%pt.増) である。達成に向けた施策は以下の 2 項目、(1) 注力国・地域にリソースを重点配分、(2) ソリューションの効率的な創出・横展開、を挙げている。

売上規模や、国（地域）自体の成長力などを勘案してリソースを重点配分する方針。例えば、米州ではアメリカ、アジアではベトナム、インド、インドネシア等は有望とみており、内需系（リテール、フード等）も含めて注力する。また、マニファクチャリング市場規模の大きい中国・ASEAN 等では、世界に先駆けて新たなソリューション需要が発生するため、それを捕捉するためのリソースを配分する。

まず、ソリューション展開を考える上で重要となるサプライ品、メカトロの戦略を記す。サプライ品では、グローバルで生産能力の増強を図る方針。MES（Manufacturing Execution System）の継続的な導入により生産性を向上させる。メカトロでは、グローバルキアアカウント攻略を目指して、新型プリンタ「CL4/6-SXR」を拡販する。

海外事業では、日本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。更に、同社独自の PJM-RFID、並びに自動化ソリューション（自動貼り）の用途展開を進める。更に Wiliot 社との協業（2021 年 9 月発表）を活かし、BLE（Bluetooth Low Energy）センサータグ関連のソリューション供給にも期待が高まる状況となっている。なお、Wiliot 社は電池レス IoT で米国の大手小売り企業と提携し、物流用パレットに搭載する IoT ピクセルを 26 年末までに納入することを目標としている。

「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）を最小化することが、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。

プライマリー専業の目標数字

■ 海外プライマリー専業の 29/3 期売上高目標 260 億円（26/3 期比 5.9%増）

営業利益の 29/3 期目標は 30 億円、利益率 11.5%（26/3 期比 3.5%pt.増）である。商品ラインアップ拡充により、売上・利益の安定化を目指す。足下のロシア子会社（Okil 社、X-Pack 社）のボラティリティ緩和が重要となる。また、今後の成長に向けて、スマートパッケージングを事業化し、ベース事業とのシナジーを追求するための準備を進める方針である（次節を参照）。

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

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

PUT（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、完全で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 350 億円

同社は中計アップデートにおいて、PUT に対応する部分を表す「拡張領域」の 29/3 期数値目標を売上高 220 億円、営業利益 23 億円、利益率 10.5%としている。ちなみに、26/3 期における「拡張領域」の売上高実績は 14 億円（物流 DX の 25 億円除く）と、極めて小さい数字である。また、31/3 期（2030 年ビジョン）の売上高目標は合計 350 億円となっている。

図表 51. 31/3 期の売上高構成

	31/3 期
売上高合計	2,100 億円
コアビジネス	1,750 億円
PUT（規格化）	100 億円
PUT（個品管理）	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。

テーマは“個品管理”と“規格化”

「拡張領域」にてターゲットとするテーマは、“個品管理”と“規格化”に集約される。“個品管理”とはアイテム単位でのトレーサビリティを意味しており、付与すべき情報量の増加に伴って重要度が増している。“規格化”とは、業界団体と連携したエコシステム構築に伴うサプライチェーンを横断した情報の規格化を指す。まず、“個品管理”の代表的テーマとしては血液・検体 SCM、スマートパッケージングの 2 つが挙げられる。また、“規格化”の代表的テーマにはサーキュラーエコノミー、物流 DX の 2 つを挙げる。ここでは血液・検体 SCM、サーキュラーエコノミー、スマートパッケージングを取り上げ、同社のソリューションを説明する。

例 1 : 血液・検体 SCM

医療現場では献血から輸血に至るまでの血液管理に課題を抱えている。これを解決するのが同社の血液・検体 SCM ソリューション。献血センターでの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担を増大させており、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で実現でき、血液不足の解消や医療従事者の負担軽減につながる。

～31/3 期売上高目標 100 億円

血液・検体 SCM ソリューションの売上高は 26/3 期実績で 3 億円、2030 年ビジョンの売上高目標（31/3 期）は 100 億円としている。現在、グローバルで商談が急増（2025 年 12 月：約 80 件→2026 年 3 月末：約 150 件）しており、主要国にて協業パートナー選定が進行中である。特に欧州向けでは、血液 SCM ソリューションの開発を既に完了しており、27/3 期以降の商談刈り取りが期待される。

～PJM-RFID で強みを発揮

現在、同社のソリューションで強みとなっているのは、独自の PJM-RFID 技術である。PJM とは Phase Jitter Modulation の略であり、HF 帯域（13.56MHz）の電波を使用する。UHF 帯域（860～960MHz）を使用する通常の RFID と比較して液体に強く、高速かつ高信頼性の読み取りが可能という特徴を持つ。特に血液・検体 SCM のケースでは、点滴バッグや検体の管理が主用途となり読み取りエラーが許されないため、PJM-RFID の優位性が際立つ分野となる。PJM の技術は 2013 年 12 月 Magellan Technology 社より事業譲渡され、同社がアンテナ技術等の開発によりソリューション供給を始めている。PJM-RFID の売上高は RFID 全体に対して構成比 25%程度（ストラテジー・アドバイザーズ推定）であり、成長率は YoY9.4%増と高い。現在は、欧州の商談刈り取りに向け、協業と体制のさらなる拡充を行っている。

図表 52. 血液 SCM ソリューション



出所：会社資料

例 2 : サーキュラーエコノミー

電気製品などのモノづくりにおけるサプライチェーンを“動脈”とするなら、廃棄された製品をリサイクルするためのサプライチェーンは“静脈”である。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サーキュラーエコノミー向けソリューション。「静脈物流」は、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を指す。同社のタギング・ソリューションは、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を可能とし、ターゲット素材を時系列で可視化する。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」側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。

～業界横断的な取り組みを開始

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、以降ナカダイ）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。また、ナカダイ、及び Radar Lab（非上場）と協業し、欧州 DPP を基盤とした資源循環モデルを構築する計画を示した（2025 年 9 月リリース参照）。

～DPP 実証実験を主導

同社は 2025 年 7 月に資源循環トレーサビリティシステム「Trace eye Circular Economy」を市場投入しており、認知度向上を目指して 10 月より体制を強化し、普及活動を進めている。同 10 月に DPP の社会実装、並びに企業を横断した DPP 情報の取得と活用を見据えた実証実験を開始し、12 月に結果を公表した。実証実験は、まず同社のラベルプリンタを題材として、製造工程における DPP 情報（製造情報、素材情報、解体手順）をラベルにて付与して出荷する。その後、廃棄されたプリンタを回収した解体業者（ナカダイ）が、解体・破碎・圧縮プロセスにおける様々な DPP 情報（作業時間・回収率・材料の重量・色など）を付加する。再資源化プロセスでは、再生率などの DPP 情報が更にデータとして統合される。そして、再資源化された材料が、再びサトーの生産工場に、統合された DPP 情報によりトレース可能な状態で再入荷される。

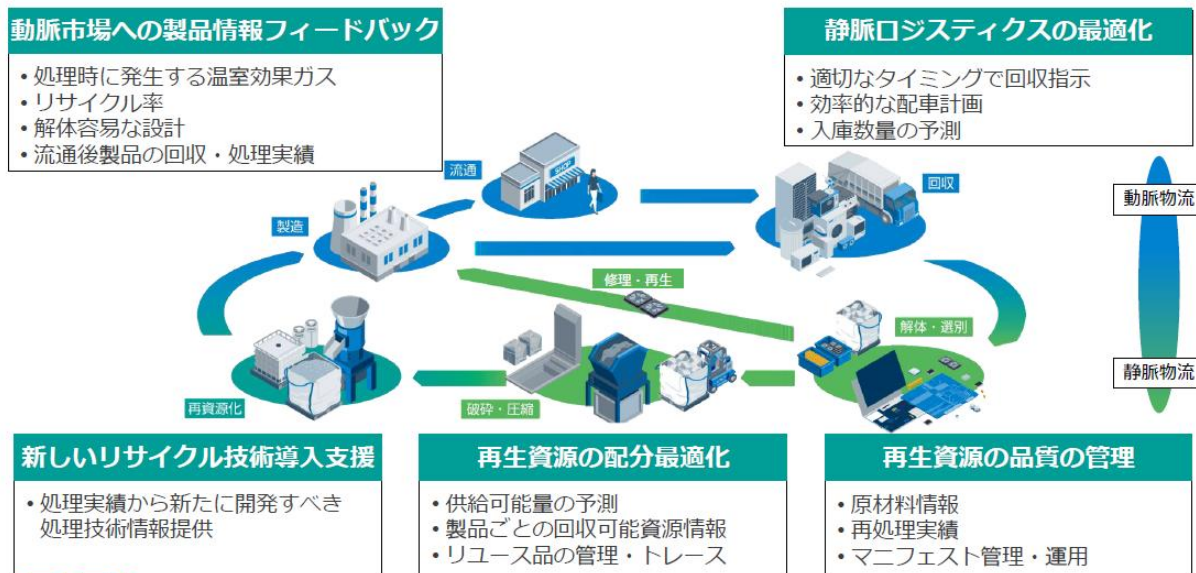
～規格化を重視し業界団体に参画

サーキュラーエコノミーを推進するためには、業界共通のルール作り、すなわち規格化が重要となる。日本ではバッテリーに関する規格化が先行して進んでいるが、その他の業界では未だ動き出していない状態にある。同社は関連の社団法人 7 団体（高度資源循環・デジタル化推進協議会、サーキュラーパートナーズ、等々）に参画中。また、政府機関との関係構築も同時に図っている。

～31/3 期売上高目標 100 億円

サーキュラーエコノミーの売上高は 26/3 期実績で 2 億円とまだ小さいが、2030 年ビジョンの売上高目標（31/3 期）は 100 億円としている。現在、商談数が 2026 年 3 月末で約 130 件と急増中であり、中長期的な成長ポテンシャルは高まっているといえよう。

図表 53. サーキュラーエコノミー向けソリューション



出所：会社資料

例 3：スマートパッケージング

スマートパッケージングとは、販売する商品のラベルパッケージ（固定情報を付与）に可変情報を組み合わせ、新たな付加価値を生み出す次世代包装技術を指す。主な用途としては、真贋判定、開封検知、トレーサビリティ等が挙げられる。同社グループの強みは、プライマリー専業で培ったノウハウを活かしたラベルのデザイン提案に加え、サプライチェーン全体を見据えた情報フロー管理の設計が可能であることである。同社は「JAPAN PACK 2025」に出展するなど、同技術の訴求を行っている。例えば、パウチ型の食品パッケージに QR コードを組み合わせたサンプル、RFID インモールド容器など。市場からはグローバルに強い関心が寄せられている。現在、主要な顧客への提案が進み、商談が始まった段階。同社では担当役員を任命し、事業化に向けた検討を本格化させている。現在の課題は、サプライ品のラインアップが限定的であること、及びグローバル連携体制が構築されていないこと。今後は商品のブランドオーナーや包装材メーカーとの共同提案、並びに実証を進める方針である。また、外部との共創、M&A 等を実施し、事業基盤の構築を図る。

～グループ全体で多くの保有技術

同社グループが持つ特徴として、高性能印刷機を保有し、“粘着”、“シュリンクスリーブ”、“インモールド”、及び“多色”等の技術を駆使した高付加価値パッケージを製造できることが挙げられる。例えば、Okil（ロシア）は国内最大手として、アルコール飲料向け高級ラベルに強みがあり、Prakolar Rotulos（ブラジル）は医薬品向け高品質ラベルに実績がある。サトー本体（日本）は、食品・飲料向けに粘着ラベル等を供給している。同事業は対象となる業界・地域や、必要とされる技術のバリエーションが広範に渡るため、M&A・アライアンスによる不足領域の補完が重要となろう。

～31/3 期売上高目標 150 億円

スマートパッケージング市場規模は今後 CAGR6.2%で成長し、2030 年にはグローバルで約 6.5 兆円、うち医薬品が 1 兆円（ともに Grand View Research Inc. 予想）と推定される。同社のスマートパッケージングの 26/3 期実績は売上高 9 億円、販売商品数は約 2,300 件、アカウント数は約 600 件（国内）。2030 年ビジョンの売上高目標（31/3 期）は 150 億円としている。

図表 54. スマートパッケージングの活用領域



出所：会社資料

4) 財務戦略

29/3 期目標は営業利益 157 億円、ROIC9.4%

同社の財務担当は益子統上席執行役員グループ CFO。大手銀行に新卒で入社し複数社を経て 2014 年サトーに入社。いったん他社に転籍したが 2024 年 4 月サトーに CFO として復帰した。同社は中計アップデートにおける 29/3 期の財務計画として連結売上高 1,860 億円、営業利益 157 億円（利益率 8.4%）、EBITDA240 億円、ROIC9.4%、ROE10.2%との目標を設定し、早期の PBR1.0 倍以上を目指している。

PBR 向上達成への 3 つの基本戦略

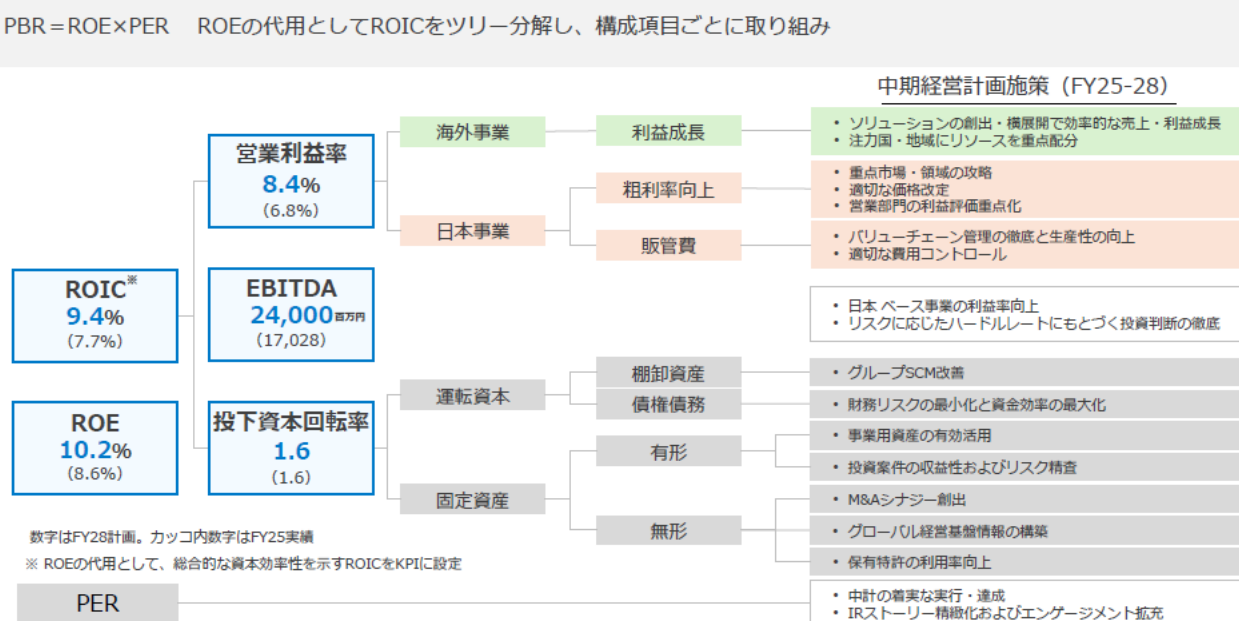
現在 1.0 倍を下回る水準で推移する PBR の改善に向けては、財務戦略を統括する益子グループ CFO が主導的な役割を担うことが期待されている。

同社の財務戦略は、成長投資の強化を前提としつつ、株主還元の強化と資本効率の向上を両立することを基本方針としており、主に以下の 3 点から構成される。

- (1) 成長投資とのバランスを踏まえた最適な資本構成の追求
- (2) 安定的かつ累進的な配当方針（減配を行わない方針）に基づく株主還元の強化
- (3) 資本効率および市場環境を踏まえた自己株式取得の機動的な実施

特に資本構成については、キャピタルアロケーション方針に基づく成長投資の確実な実行と、ROIC 向上施策とを並行的に推進する中で、結果として最適化を図っていく方針である。

図表 55. 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 26/3 期末で
58.7%

26/3 期末の現預金は 283 億円、有利子負債は 173 億円、自己資本 706 億円、DE レシオは 0.20 であった。自己資本比率は 58.7%と上昇傾向にはあるものの、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、近年もコロナ禍前後の業績変動がありながら安定的な累進配当を堅持している（図表 57）。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

同社は中計アップデートにて、26/3 期～29/3 期の 4 年間におけるキャピタルアロケーションの方針を示している。バランスシートについては、健全性を確保し現状レベルの格付けを維持することを前提に、資金調達の多様化・安定化を目指すこととする。キャッシュ創出側では、4 年間トータルの営業 CF550 億円に加え、デットファイナンス 150 億円にて約 700 億円とする。一方、キャッシュ配分については、概ね 7 割を事業投資に振り向け、2 割を株主還元するのが基本方針である。

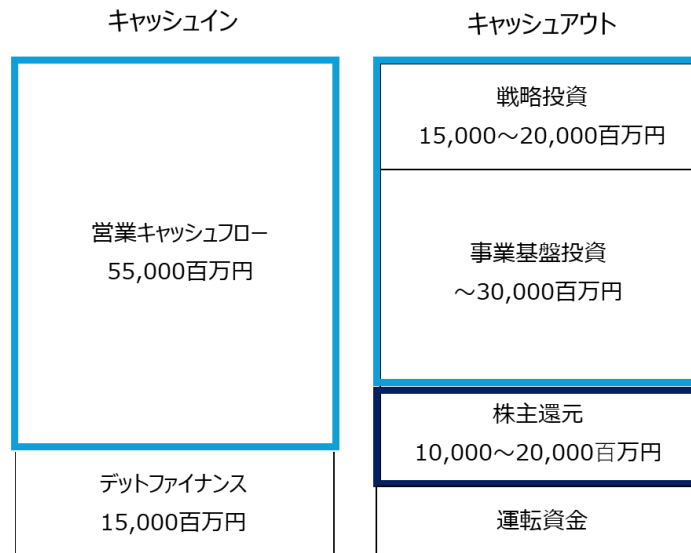
～戰略投資

戦略投資（150～200 億円）では、PUT の事業化を支える R&D、M&A・出資、及び協業を
使途とし、事業収益に貢献するものであることを原則としている。27/3 期はキーパーツのモジュール
共通化等で R&D 費用を YoY10 億円程度積み増す計画となっている。M&A・出資については、
PUT 事業化に貢献する良質の案件を、適切なタイミングで実施することを前提に、枠を確保してお
く方針である。

～事業基盤投資

事業基盤投資（～300 億円）では、グローバル経営基盤強化に向けた投資に加え、必要に応じて既存設備更新を実施する。株主還元については、基本方針「安定的な累進配当継続を目指す」に従うこととする。なお、増配金額については、足下及び将来の業績や資金需要を踏まえて決定する計画となっている。

図表 56. キャッシュフローの考え方 (26/3～29/3 期)



注：2027 年 4 月導入予定の新リース会計基準の影響を除く
出所：会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、近年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 PUT 事業化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現中計期間中の早期に PBR1.0 倍以上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。27/3 期予想の ROIC は成長投資が先行することで 7.6%に留まる計画。同社が前提とする WACC7%をやや上回るものの、中計 KPI の 10.2%を下回る数字となっている。

～ROIC 上昇

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。CCC（Cash Conversion Cycle）改善に向けて、新設する地域 CFO（欧州、米州、APAC）主導のもと、その主要 3 指標 DIO、DSO、DPO の管理を徹底する方針。特に DIO（Days Inventory Outstanding＝在庫回転期間）改善では、開発部門で取り組むプリンタのキーパーツの共通モジュール化、ひいてはモデル数削減が極めて効果的であろうと考えられる。

～WACC 低減

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 PUT 事業化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 57. 財務体質の推移(百万円)

決算期	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
【キャッシュフロー】								
当期純利益	3,773	-1,882	12,959	3,794	4,184	3,565	7,151	5,086
減価償却費	5,570	5,914	4,315	4,456	5,119	5,072	5,541	5,987
資本的支出	-4,288	-3,903	-4,321	-3,753	-7,256	-7,722	-9,022	-8,079
自己株取得	0	0	0	0	-2,500	0	-1	-1
配当	-2,293	-2,393	-2,329	-2,362	-2,376	-2,337	-2,404	-2,474
【B/S】								
現預金	16,837	23,796	33,037	29,854	21,923	25,078	27,481	28,312
有利子負債	15,957	18,423	15,425	15,814	15,599	17,732	19,576	17,265
自己資本	55,375	47,793	58,274	63,136	65,452	71,276	76,540	85,308
【主要指標】								
自己資本比率	51.5%	46.4%	53.3%	52.6%	53.3%	53.8%	54.8%	58.7%
D/E レシオ	28.8%	38.5%	26.5%	25.0%	23.8%	24.9%	25.6%	20.2%
ネット D/E レシオ	-1.6%	-11.2%	-30.2%	-22.2%	-9.7%	-10.3%	-10.3%	-12.9%
1 株当たり配当(円)	70.0	70.0	70.0	70.0	72.0	73.0	75.0	76.0
配当性向	62.2%	-124.9%	18.1%	62.1%	56.8%	66.4%	34.0%	48.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5) グローバル経営基盤の強化

企業価値向上を支える経営基盤整備を重視

企業価値向上を支えるグローバル経営基盤の強化が重要という認識を持っている。テーマは（1）経営管理手法の強化、（2）ガバナンス体制の高度化、（3）サイバーセキュリティの強化、（4）グローバルブランディング、（5）人的資本経営の実行の 5 点である。（5）については 12 章に説明を譲ることとし、以下に（1）～（3）の内容について記載する。

（1）経営管理手法の強化

経営管理については、実績偏重ではなく将来を見据えた高度なものとするために、将来着地点を起点としたシナリオ予測に基づき、KPI や中長期指標の整備を行い、AI 等を活用した分析・予測を実践する方針である。投資判断後は、モニタリングによって随時軌道修正し、次の迅速な判断に繋げる。投資案件は全社視点で比較・選別を行い、短期収益と成長投資を両立するような資源配分を可能とする。なお、ここでは 2021 年 4 月に設置した案件検討委員会が上手く機能しており、執行役員会や最終の取締役会における正しい判断導出に役立っている。結果として、意思決定のスピードと質が向上し、資本効率の改善を目指す体制ができつつある。また、リスクの早期見極めにより、投資効果の最大化に貢献する効果も期待される。

（2）ガバナンス体制の高度化

ガバナンス面では、まず財務・管理面の体制を見直し、新設する地域 CFO（米州、欧州、APAC）をグループ CFO が統括する形とする。これにより、グループ資金を全体最適で運用・配分する仕組みの構築が可能になる。判断基準を標準化し、共通ルール（購買部門も含め）にて判断の一貫性と実効性を確保するのが狙いである。こうした施策によって、グローバルな事業拡大に対応するガバナンス体制を確保し、成長投資や株主還元も含めた経営判断を機動的に行いたい。なお、27/3 期は欧州の体制強化を重点的に実施する計画である。

（3）サイバーセキュリティの強化

同社は 26/3 期中に、セキュリティ部門が各拠点に担当者を統括し、IT・製品・工場などを管轄する基盤整備を実施した。なお 26/3 期はサイバーセキュリティインシデントが 1 件発生したため、27/3 期以降は対応を更に強化する。サイバー技術進化への対策や、AI ガバナンス構築にも取り

組む計画である。これにより、サイバー事案による業務停止や信用失墜を防ぎ、グローバルに BCP を担保する方針である。

図表 58. 業績一覧 (ロシアを分離)

(百万円)	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
全社							
売上高	116,372	109,052	124,783	142,824	143,446	154,807	163,434
営業利益	7,461	5,847	6,404	8,841	10,383	12,341	11,041
営業利益率	6.4%	5.4%	5.1%	6.2%	7.2%	8.0%	6.8%
ロシア除く全社							
売上高	116,372	109,052	115,082	125,157	127,448	135,713	143,036
営業利益	7,461	5,847	5,353	5,298	6,616	8,659	9,593
営業利益率	6.4%	5.4%	4.7%	4.2%	5.2%	6.4%	6.7%
ロシア							
売上高	0	0	9,701	17,667	15,998	19,094	20,398
営業利益	0	0	1,051	3,543	3,767	3,682	1,448
営業利益率	-	-	10.8%	20.1%	23.5%	19.3%	7.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

11. 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業におけるシェア変動、特に好調なロシア子会社にて競合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合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である。

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（特に DRAM、樹脂関連部品）に対応するための価格修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、同社は中計の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、日本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」、すなわち“PUT”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える。

12. 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（2025 年 6 月 25 日株主総会後）

組織形態

サトーの組織形態は、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以上を占める。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）という内訳である。女性役員比率は、18.2%である。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

取締役会における独立社外取締役比率 62.5%である。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いる。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。なお、社外監査役の久保直生氏は、2025 年 6 月の株主総会の選任議案で、76.5%と低い賛成率であった。同社監査法人のあずさ監査法人出身であり、独立性を満たさないとして一部の機関投資家より反対を受けている。

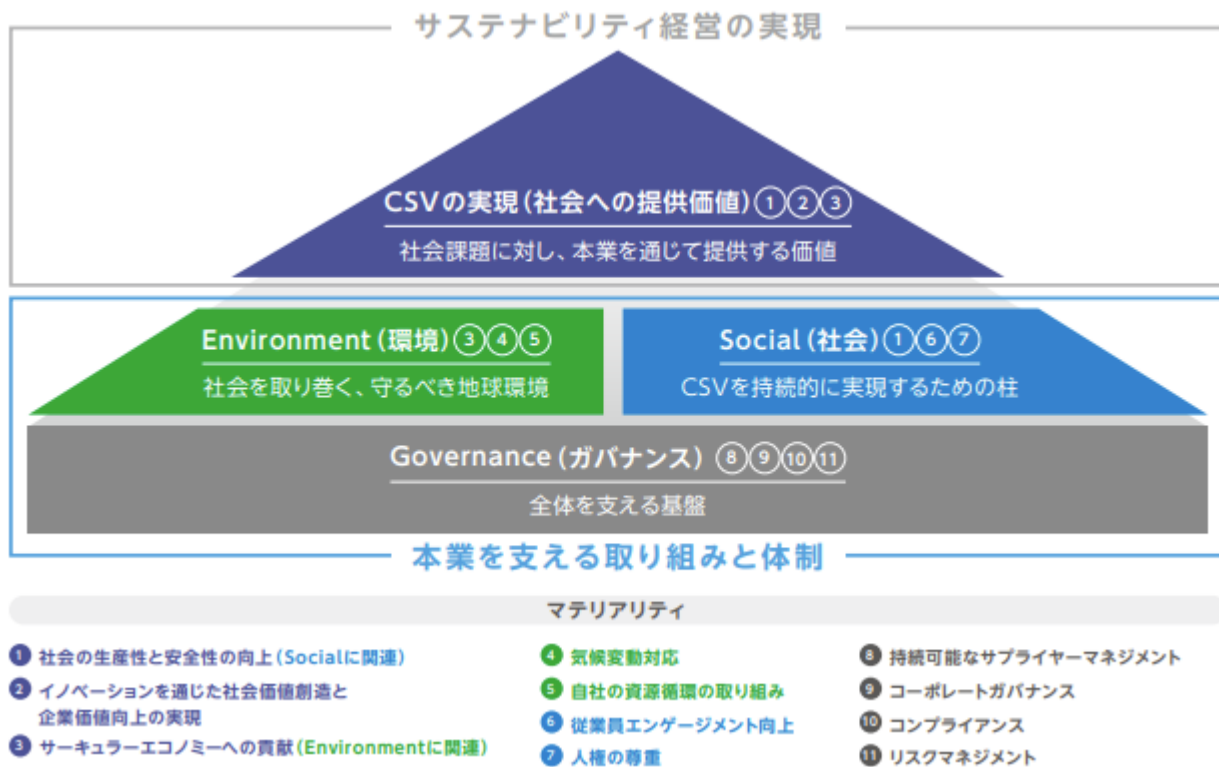
図表 59. サトー：取締役のスキル・マトリックス

	代表取締役	取締役			社外取締役			
スキルマトリクス	社長執行役員	上席執行役員			取締役会議長	指名・報酬諮問		
	グループ CEO	副社長			委員会委員長			
	小沼宏行	笹原美德	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	○	○	○	○	○	○	○	○
技術開発・イノベーション・DX	○	○		○		○		○
グローバルビジネス	○			○		○	○	○
財務・会計				○		○		
ガバナンス・リスク管理・ コンプライアンス	○			○	○	○	○	○
人事労務・人材開発			○		○	○	○	

注：敬称略

出所：サトー「経営統合報告書 2025」

図表 60. サトー: マテリアリティの考え方



出所: サトー「経営統合報告書 2025」

2) 人的資本経営

基本方針

サトーは、自社の事業モデルにおいて持続的に価値を生み出す源泉は「人」であることを認識し、「従業員が財産」という視点に立っている。新しいマテリアリティにおいても、「従業員エンゲージメント向上」と「人権の尊重」を掲げる。グループの競争力の源泉である「現場力」の向上と、その土台である企業理念の実践により、従業員一人一人が日々の業務経験を通して「自ら考え行動し（自立）、変化を起こせる（自律）人財（ジリツ人財）」となっていくことを求める。

人的資本強化政策

従業員エンゲージメント向上のため、グループ全体で、エンゲージメントスコア（従業員のエンゲージメントにダイレクトに関連する 5 項目に対する肯定的回答率）の 65%（2024 年度時点）を 2030 年度までに 70%とする KPI を掲げる。

人的資本強化のための人事施策として、Step1：日常のサイクル実践（個人としての取り組み）、Step2：現場力向上（組織としての取り組み）、Step3：企業文化への定着化（創造性豊かな企業文化の醸成）という人的資本強化のプロセスをとる。「サトーの原動力（≒経営戦略と人財戦略の連動）」となる各種施策と、その「支援と動機づけ（≒従業員総活躍のための仕組み）」となる各種施策の両面から支えていく。

ダイバーシティ

女性管理職比率はグループ全体（連結子会社 50 社含む）で 8.5%である（2025 年 3 月期）。2026 年 3 月期目標（8.4%）を達成したものの、主要子会社では未達の状況である（サトーホールディングス実績 14.9%、2026 年 3 月期目標 15.0%、サトー実績 7.7%、同目標 8.0%）。2031 年 3 月期にはグループ全体では 10%以上とする目標を設定している（サトーホールディングス 16.0%、サトー9.0%）。

男性社員の育児休業の推進をしており、2025年3月期はグループで83.3%であったが、2031年3月期には85%以上とするKPIを設定している。男女賃金差異については、グループ全体で正規雇用72.1%、パート・有期雇用76.1%、全労働者66.0%である。管理職など、上位等級者がまだ少ないことが女性の平均給与が低い要因となっている。

知的財産

タギングを軸にしたソリューションの創出・提供を通じて、特許権、意匠権、商標権、技術ノウハウなど、多様な知的財産を蓄積してきた。これらは、現在および将来にわたる競争力の源泉であり、同社の重要な経営資源と位置づける。

こうした知的財産を戦略的に創出・活用するため、当社では知的財産部門を設置し、知的財産に関する業務を統括している。イノベーションを創出するプロセスにおいては、IP ランドスケープ（知財情報分析）の活用を進める。外部共創による「タギング」の高度化や新規事業の選定においては、ビジネスインテリジェンスを活用し、知財観点からも意思決定の高度化を図る取り組みを開始している。

3) 気候変動対応

TCFD 開示

TCFD（気候関連財務情報開示タスクフォース）の提言に対して2021年に賛同を表明し、提言を踏まえた気候変動への対応に努める。2021年度よりTCFDの枠組みに基づくシナリオ分析を通じ、リスク及びビジネス機会の識別と評価、対応策の策定を実施している。

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。2030年度までにScope1およびScope2の温室効果ガス排出量を2019年度比で50%削減し、2050年度には実質ゼロ（カーボンニュートラル）とする目標を設定している。これまでGHG 排出量削減の基準年を、Scope1、2を2016年、Scope3を2021年としていたが、蓋然性と実効性を総合的に考慮した結果、全ての基準年を2019年に統一した。

図表 61. GHG 排出量の実績と目標

(単位：t-CO2)

対象範囲	項目	2019年度実績 (基準年度)	2022年度実績	2023年度実績	2024年度実績	2030年度目標
グローバル	Scope1、2	14,019	10,592	14,061	11,404	7,010
	2019年度対比	—	-24.4%	0.3%	-18.7%	-50.0%
日本	Scope3	317,836	321,951	324,463	329,219	222,485
	2019年度対比	—	1.3%	2.1%	3.6%	-30.0%

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 62. 損益計算書 (通期)

(百万円)	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3	27/3 CoE
売上高	116,179	116,372	109,052	124,783	142,824	143,446	154,807	163,434	168,500
売上原価	65,503	66,193	63,317	74,385	86,140	84,329	91,337	98,103	
売上総利益	50,676	50,179	45,735	50,398	56,684	59,117	63,470	65,331	
売上総利益率	43.6%	43.1%	41.9%	40.4%	39.7%	41.2%	41.0%	40.0%	
販売管理費	42,997	42,718	39,888	43,994	47,843	48,733	51,129	54,289	
営業利益	7,679	7,461	5,847	6,404	8,841	10,383	12,341	11,041	11,700
売上高営業利益率	6.6%	6.4%	5.4%	5.1%	6.2%	7.2%	8.0%	6.8%	6.9%
営業外収益	569	324	393	404	610	804	863	908	
営業外費用	629	1,213	719	751	384	2,226	2,060	2,069	
経常利益	7,618	6,571	5,521	6,057	9,068	8,961	11,144	9,881	11,200
売上高経常利益率	6.6%	5.6%	5.1%	4.9%	6.3%	6.2%	7.2%	6.0%	6.6%
特別利益	11	824	10,454	49	37	42	1,220	59	
特別損失	1,057	6,760	1,519	143	1,958	3,341	702	1,591	
税前利益	6,573	636	14,457	5,963	7,147	5,662	11,662	8,349	
法人税・住民税・事業税	2,971	2,076	1,403	1,958	2,760	2,246	2,568	2,691	
法人税等調整額	-182	536	-10	47	-570	-784	1,262	418	
法人税等合計	2,789	2,612	1,393	2,005	2,190	1,462	3,830	3,109	
(法人税率)	42.4%	410.7%	9.6%	33.6%	30.6%	25.8%	32.8%	37.2%	
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,773	-1,882	12,959	3,794	4,184	3,565	7,151	5,086	7,400
売上高当期純利益率	3.2%	-1.6%	11.9%	3.0%	2.9%	2.5%	4.6%	3.1%	4.4%
EPS (円)	112.46	-56.06	385.86	112.74	126.66	110.02	220.39	156.69	227.94

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 63. 貸借対照表 (通期)

(百万円)	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
流動資産	59,367	66,195	74,641	81,950	81,137	86,268	91,558	94,274
現金及び預金	16,837	23,796	33,037	29,854	21,923	25,078	27,481	28,312
売上債権	25,522	23,766	24,878	26,688	27,113	28,617	29,697	31,020
未収金・未収収益	1,834	3,759	1,784	2,177	1,763	1,994	2,123	2,014
棚卸資産	13,453	13,053	13,072	20,418	26,854	27,135	28,955	29,632
その他	1,721	1,821	1,870	2,813	3,484	3,444	3,302	3,296
貸倒引当金	-153	-185	-236	-234	-230	-451	-275	-389
固定資産	48,206	36,952	34,671	38,054	41,721	46,188	48,198	51,184
有形固定資産	30,720	28,936	27,306	30,390	32,331	36,406	38,725	41,765
無形固定資産	11,933	3,688	3,356	3,256	4,372	3,841	5,362	6,257
投資その他の資産	5,552	4,326	4,007	4,407	5,017	5,941	4,110	3,161
投資有価証券	1,607	1,188	1,192	1,479	928	1,122	163	155
繰延税金資産	1,865	1,311	1,011	1,087	2,132	2,919	1,899	1,153
その他	2,080	1,827	1,804	1,841	1,957	1,900	2,048	1,853
総資産	107,574	103,147	109,312	120,005	122,858	132,457	139,757	145,459
流動負債	36,904	41,492	36,988	42,071	44,963	43,064	41,677	38,489
買入債務	18,954	18,095	17,740	20,644	19,360	19,402	16,705	14,133
未払金・未払費用	2,835	2,566	3,080	4,705	4,212	4,399	4,920	5,043
有利子負債	4,966	8,549	4,792	4,720	7,722	5,085	4,556	2,575
前受金	0	4,915	5,536	6,820	7,322	7,518	7,761	8,582
繰延税金負債	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	10,149	7,367	5,840	5,182	6,347	6,660	7,735	8,156
固定負債	14,000	12,832	12,862	13,426	10,200	15,307	17,842	17,384
有利子負債	10,917	9,798	10,555	11,011	7,795	12,562	14,934	14,690
退職給付/給与引当金	1,843	1,800	1,193	1,227	1,002	1,065	975	1,006
その他	1,240	1,234	1,114	1,188	1,403	1,680	1,933	1,688
純資産	56,668	48,823	59,462	64,508	67,694	74,085	80,237	89,585
株主資本	56,245	51,999	62,646	64,144	63,451	63,149	68,012	70,623
資本金・剰余金	16,205	16,206	16,208	16,233	16,232	16,231	13,815	13,815
利益剰余金	42,624	38,345	48,974	50,256	52,061	51,718	56,461	59,070
自己株式	-2,584	-2,552	-2,537	-2,345	-4,842	-4,801	-2,265	-2,262
その他包括利益累計額	-870	-4,206	-4,372	-1,008	2,001	8,127	8,528	14,685
新株予約権	57	39	28	28	28	19	12	12
非支配株主持分	1,235	990	1,159	1,343	2,213	2,789	3,685	4,263
負債純資産合計	107,574	103,147	109,312	120,005	122,858	132,457	139,757	145,459
有利子負債	15,957	18,423	15,425	15,814	15,599	17,732	19,490	17,265
自己資本比率	51.5%	46.4%	53.3%	52.6%	53.3%	53.8%	54.8%	58.7%
D/E レシオ	0.29	0.39	0.26	0.25	0.24	0.25	0.25	0.20

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 64. キャッシュフロー計算書 (通期)

(百万円)	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
営業活動によるキャッシュ・フロー								
税引前利益	6,573	636	14,457	5,963	7,147	5,662	11,662	8,349
減価償却費	4,489	5,043	4,092	4,220	4,855	4,926	5,414	5,973
のれん償却額	1,081	871	223	236	264	146	127	14
減損損失	1,024	6,397	448	11	0	2,168	631	1,241
固定資産売却損益	-11	-711	-10,414	-30	-4	-32	-29	-55
売上債権の増減額	-1,093	1,006	-598	-1,633	35	-953	-1,199	-59
仕入債務の増減額	713	-139	-867	2,557	-1,827	-816	-2,152	-2,986
棚卸資産の増減額	-2,254	-291	183	-6,288	-5,907	1,297	-1,647	1,482
未払金の増減額	-188	-96	221	580	378	106	542	-56
利息・配当の受取	143	121	93	140	301	613	568	568
利息の支払額	-140	-187	-220	-217	-252	-340	-679	-662
法人税等支払額	-1,391	-2,469	-1,510	-1,505	-2,230	-2,766	-2,329	-1,655
その他	419	1,078	-302	-732	2,430	2,552	1,562	1,119
合計	9,365	11,259	5,806	3,302	5,190	12,563	12,471	13,273
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	-3,672	-2,858	-3,516	-2,550	-5,247	-5,657	-5,736	-5,032
無形固定資産の取得及び売却による収支	-545	411	13,564	-1,053	-1,903	-2,018	-3,251	-2,963
定期預金の預入による収支	33	0	-10,000	-201	9,562	282	-729	-98
子会社株式の取得及び売却による収支	0	0	-169	0	0	-617	0	0
その他	-1,028	-2	19	66	-122	76	1,508	-24
合計	-5,212	-2,449	-102	-3,738	2,290	-7,934	-8,208	-8,117
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	-101	2,683	-3,522	-262	-295	-3,154	-333	-2,102
長期借入金の純増減額	-386	-977	-27	-15	-21	4,924	2,396	-72
自己株式の売却による支出	0	0	0	0	0	0	0	0
リース債務の返済による支出	-752	-621	-1,251	-1,345	-1,116	-1,214	-1,734	-1,482
配当金の支払額	-2,293	-2,393	-2,329	-2,362	-2,376	-2,337	-2,404	-2,474
自己株式の取得による支出	0	0	0	0	-2,500	0	-1	-1
その他	-2	-3	-2	-3	-1	30	-1	-3
合計	-3,534	-1,311	-7,131	-3,987	-6,309	-1,751	-2,077	-6,134
キャッシュに係る換算差額	-214	-626	629	983	438	473	-403	1,529
キャッシュ増減額	404	6,871	-798	-3,439	1,610	3,350	1,781	550
キャッシュ期首残高	16,026	16,430	23,379	22,580	19,140	20,751	24,102	25,883
キャッシュ期末残高	16,430	23,379	22,580	19,140	20,751	24,102	25,883	26,434

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 65. 主要指標

	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	25/3	26/3
EPS (円)	112.46	-56.06	385.86	112.74	126.66	110.02	220.39	156.69
BPS (円)	1,649.86	1,423.30	1,735.04	1,874.97	2,020.83	2,199.41	2,357.76	2,627.77
DPS (円)	70.0	70.0	70.0	70.0	72.0	73.0	75.0	76.0
配当性向	62.2%	-124.9%	18.1%	62.1%	56.8%	66.4%	34.0%	48.5%
期末発行済株式数 (千株)	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	34,921	33,636	33,636
自己株式数 (千株)	1,358	1,342	1,334	1,248	2,532	2,514	1,173	1,171
自己株控除株式数 (千株)	33,564	33,579	33,587	33,673	32,389	32,407	32,463	32,465
期中平均発行済株式数 (千株)	33,558	33,571	33,587	33,654	33,035	32,403	32,449	32,465
自己資本比率	51.5%	46.4%	53.3%	52.6%	53.3%	53.8%	54.8%	58.6%
有利子負債残高 (百万円)	15,957	18,423	15,425	15,814	15,599	17,732	19,490	17,265
ネット有利子負債残高(百万円)	-880	-5,373	-17,612	-14,040	-6,324	-7,346	-7,991	-11,047
D/E レシオ	0.29	0.39	0.26	0.25	0.24	0.25	0.25	0.20
ネット D/E レシオ	-0.02	-0.11	-0.30	-0.22	-0.10	-0.10	-0.10	-0.13
売上高営業利益率	6.6%	6.4%	5.4%	5.1%	6.2%	7.2%	8.0%	6.8%
EBITDA (百万円)	13,249	13,375	10,162	10,860	13,961	15,456	17,884	17,028
EBITDA マージン	11.4%	11.5%	9.3%	8.7%	9.8%	10.8%	11.6%	10.4%
ROE	6.8%	-3.6%	24.4%	6.2%	6.5%	5.2%	9.7%	6.3%
ROIC	7.5%	7.5%	5.8%	5.8%	7.7%	8.5%	9.3%	7.7%
従業員数 (人)	5,307	5,429	5,451	5,656	5,637	5,744	5,986	6,012

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る、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