

## 本業の好調が株価に結び付く

## Executive Summary

2017年4月18日

| 連結      | 売上高     |         | 営業利益   |         | 利益率   |
|---------|---------|---------|--------|---------|-------|
|         | 百万円     | 前年比 (%) | 百万円    | 前年比 (%) | %     |
| 16.12   | 120,051 | -12.5%  | 17,409 | -4.9%   | 14.5% |
| 17.12   | 156,761 | 30.6%   | 22,925 | 31.7%   | 14.6% |
| 18.12予想 | 175,572 | 12.0%   | 24,753 | 8.0%    | 14.1% |
| 19.12予想 | 196,640 | 12.0%   | 27,723 | 12.0%   | 14.1% |
| 20.12予想 | 220,237 | 12.0%   | 31,050 | 12.0%   | 14.1% |
| 21.12予想 | 246,666 | 12.0%   | 34,776 | 12.0%   | 14.1% |
| 22.12予想 | 276,266 | 12.0%   | 38,949 | 12.0%   | 14.1% |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

小林製薬株式会社(以下、当社)は 20 期連続で増益しており、今後も成長が続いていくと予想される。その要因としては、事業の成長と衰退事業の切り離しが考えられる。当社に 2014 年から新たに加わった 2 つのセグメントである海外家庭用品製造販売事業と通信販売事業の成長、そして、国内向けのスキンケア事業・漢方事業といった新事業の成長により、今後も業績を拡大させると考えられる。また、インバウンド需要があることから、2018 年以降も増益を続けると予想した。そして、2000 年には(株)コバシヨウ設立により卸事業を、2010 年には小林メディカル株式会社設立により医療機器事業を切り離した(2012 年株式譲渡)ことで成長しない事業への支出をなくすことが増益につながると予想した。

【新事業の成長】当社は 2014 年にセグメントを一新し、国内家庭用品製造販売事業を国内と海外に分割した。国内の成熟製品で海外での潜在需要の獲得を目指している。また、スキンケア事業の拡大のため、企業買収を行っており、新事業の成長のための投資を盛んに行うことが予想できる。

【衰退事業の切り離し】2013 年には小林メディカル株式会社を株式譲渡し、不採算事業の切り離しを行っている。過去には卸売事業の切り離しも行っており、成長が見込めず、利益率の低い事業を売却することで、より成長を見込める事業に集中投資を行うことができるかと予想できる。

なお、これらの業績予想を踏まえて、当分析チームは DCF 法を用いて当社の企業価値及び理論株価を算出した結果、理論株価は 7,460 円となった。現実の株価は 7,680 円であり、当社の業績は市場から正当に評価されているといえる。

## 株価 (2018/3/30)

7,680 円

高値 7,700 円

安値 7,590 円

## 発行済株式数

82,050,000 株

## 時価総額

630,144 百万円

## PER (17.12 期)

37.9 倍

## PBR (17.12 期)

3.9 倍

## EV/EBITDA (17.12 期)

25.3 倍

## 配当利回り (17.03 期)

0.75%

大阪市立大学商学部  
宮川研究室 4 回生  
小林製薬分析チーム

木岡公貴  
小松千織  
中尾亮太  
原田春貴

## 目 次

---

1. 会社概要：“あったらいいな”をカタチにするファミリー企業
  - (1) 会社概要
  - (2) 事業概要
  - (3) 沿革
  
2. 事業戦略分析：ニーズを生み出し、新市場創造
  - (1) トイレタリー市場動向
  - (2) 家庭用品製造販売事業
  - (3) 通信販売事業
  
3. マルチプル分析：上昇し続ける株価、株式分割で流動性向上を図る
  - (1) 日経平均との株価比較
  - (2) PER の同業他社比較
  - (3) PBR の同業他社比較
  - (4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較
  
4. 財務分析：利益は増加するも ROE、ROIC、ROA は大きく変化せず
  - (1) ROE の同業他社比較
  - (2) ROE のデュポン分解
  - (3) ROIC の同業他社比較
  - (4) ROA の同業他社比較
  - (5) 現預金保有率
  
5. 業績予想：事業の成長に伴い、利益増大
  - (1) 売上高予想
  - (2) 営業利益予想
  - (3) 減価償却費予想
  - (4) 運転資本の増減額予想
  - (5) 設備投資費予想
  
6. 理論株価：市場に正常に評価される
  - (1) DCF 法による予想フリーキャッシュフローの算出
  - (2) 加重平均資本コスト (WACC) の算出
  - (3) 企業価値の算出
  - (4) 理論株価の算出

## 1. 会社概要：“あったらいいな”をカタチにするファミリー企業

### (1) 会社概要

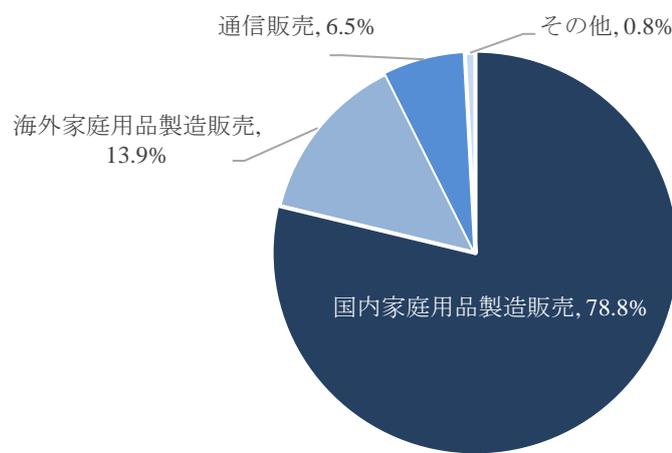
社名：小林製薬株式会社

本社：大阪府中央区道修町4丁目4番10号

事業内容：家庭用品製造販売、通信販売

### (2) 事業概要

【図表1】事業概要



出所) 日経 Needs FQ より作成

### 家庭用品事業

：家庭用品事業では小林製薬グループのブランドスローガンである「あったらいいな」をカタチにする」を具現化するユニークで独創的な製品を消費者に提供している。

家庭用品事業が平均約13ヶ月（医薬品を除く）でひとつの新製品を生み出すスピードは業界内外から定評がある。このスピード開発体制は「研究・開発」「品質保証」「試作・生産準備」「販売企画」を同時に行う独自の「エンカレント開発」により支えられている。また、同事業の新製品は今まで市場になかったものが多いため、卓越したマーケティング力が必要とされる。常に「わかりやすさを徹底的に追求する」を最優先し、いたずらにイメージや洗練されている事を追及するのではなく、見ただけ・聞いただけで何に使う製品なのか、どんな製品なのかがお客さまにわかるように心掛けている。

**新製品寄与率の高さ、わかりやすさを追求したマーケティングが強み**

### 通信販売事業

：「お客さまとのダイレクトな接点を構築できるビジネス」として、1993年にスタートした。『製薬会社ならではの品質』を前面に打ち出すことで、現在も成長を続けている。

#### 多様な商品展開、今後の成長に期待

製薬会社ならではの「強み」を生かした製品開発・マーケティング戦略を展開している。通信販売向けの OTC 製品のみを販売しており、それらは主に健康補助食品とサプリメントであるため客層は 60~70 代が多い。通信販売で他の製品を販売しないのは、通信販売と店頭とのシェアの食い合いが起こることを避けるためである。

## (3) 沿革

| 年 月    | 沿 革  |
|--------|--|
| 1886 年 | 小林忠兵衛が名古屋市中区に合名会社小林盛大堂を創業  |
| 1919 年 | 株式会社小林大薬房を設立   |
| 1940 年 | 製剤部門を分離、小林製薬株式会社を設立  |
| 1956 年 | 小林製薬株式会社を合併<br>商号を小林製薬株式会社に変更  |
| 1967 年 | 外用消炎鎮痛薬「アンメルツ」を発売し、家庭用品製造販売事業の基盤確立   |
| 1969 年 | 芳香洗浄剤「ブルーレット」を発売し、日用雑貨分野へ新規参入  |
| 1972 年 | 米国バード社と提携し現株式会社メディコンを設立  |
| 1975 年 | 芳香剤「サワデー」を発売し、芳香・消臭剤市場へ本格的に参入  |
| 1982 年 | 製造強化のため、富山小林製薬株式会社を設立  |
| 1988 年 | 株式会社エンゼルを子会社化  |
| 1992 年 | 小林メディカル事業部を設置<br>仙台小林製薬株式会社を設立   |
| 1996 年 | 合弁会社小林ソファモアダネック株式会社を設立   |
| 1998 年 | アジア地域の製造・販売拠点として、上海小林友誼日化有限公司を設立   |
| 1998 年 | 米国の製造・販売拠点として、小林ヘルスケア社を設立  |
| 1999 年 | 大阪証券取引所市場第二部に上場  |
| 2000 年 | 東京証券取引所市場第一部に上場、大阪証券取引所市場第一部に指定<br>株式会社コバショウを設立  |
| 2001 年 | 桐灰化学株式会社を子会社化、小林ヘルスケア ヨーロッパ社を設立  |
| 2005 年 | 日立造船株式会社から健康食品事業（杜仲茶）の営業権を譲り受ける<br>井藤漢方製薬株式会社と業務資本提携。小林コム株式会社を吸収合併                                   |
| 2006 年 | イーベント メディカル リミティッドを子会社化<br>ヒートマックス インコーポレーティッドを子会社化  |
| 2008 年 | 桐灰小林製薬株式会社を設立  |
| 2010 年 | 小林メディカルカンパニーを会社分割し、小林メディカル株式会社を設立  |
| 2012 年 | 合肥小林日用品有限公司を設立   |
| 2013 年 | 小林メディカル株式会社の株式 80%を三菱商事株式会社に譲渡<br>日本メディカルネクスト株式会社の全株式を三菱商事株式会社に譲渡<br>スキンケア事業を強化するため、ジュジュ化粧品株式会社を子会社化 |
| 2015 年 | 株式会社メディコンの全株式を株式会社メディコンに譲渡   |
| 2016 年 | ベルリンインダストリーズインコーポレーティッド及びその子会社を子会社化  |

出所) 小林製薬ホームページより作成

## 2. 事業戦略分析：ニーズを生み出し、新市場創造

市場の成長は見込めないが、インバウンド需要により売上高は上昇

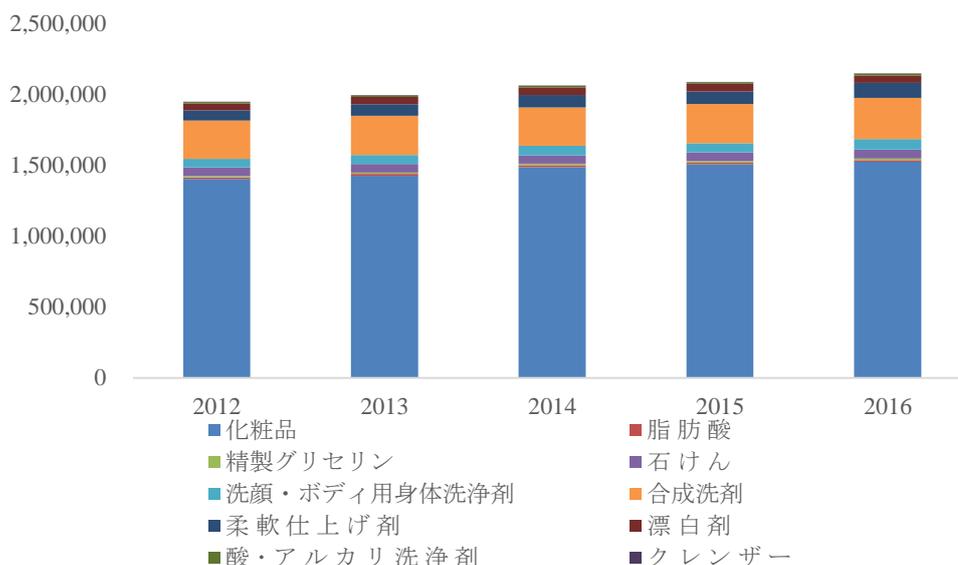
### (1) トイレタリー市場動向

当社が属する国内トイレタリー市場は既に成熟化しており、市場全体の売上高はほぼ横ばいであった。そのため、市場全体として大きな成長が見込めなかった。2015～2017年に売上高が伸びたのはインバウンド需要の影響である。

トイレタリー市場は経済産業省「生産動態統計 化学工業編」の油脂製品、石けん・合成洗剤等及び界面活性剤、化粧品に分類される企業としている。出荷額は年々微増しているが、ほぼ横ばいである。しかし、特に2015～17年の上昇はインバウンド消費の影響が大きい。

【図表 2】過去5年間の国内トイレタリー市場出荷額推移

(百万円)



出所) 経済産業省 生産動態統計 化学工業編より作成

### (2) 家庭用品製造販売事業

MS 明朝

当事業では、国内と海外にセグメントを分けて分析を行った。

国内家庭用品製造販売事業では、「“あったらいいな”をカタチにする」のブランドスローガンのもと、世の中になく新製品を開発し、新市場で高いシェア・高い利益率を獲得することで成長を続けている。毎年、春と秋に新製品を発売し、確実に市場に定着させ、5年後、10年後と売上・利益を稼ぐ製品に育てていくことを目指している。最近では、肌トラブルを改善する「スキンケア医薬品」という新たな市場を開拓した。『アットノン』や『ニノキュア』といった製品を投入し、市場の拡大を進めている。

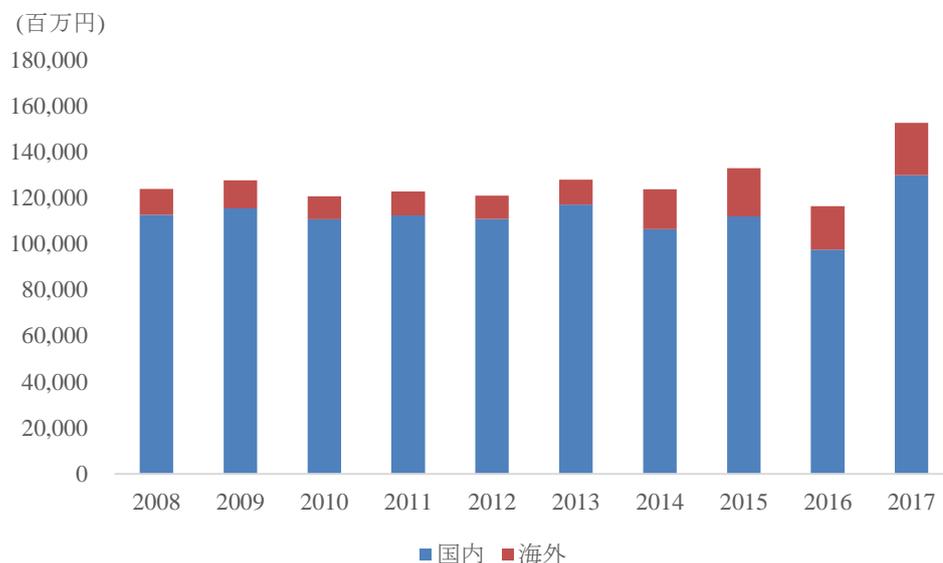
主力エリアに合わせた潜在的なニーズを生み出す

海外家庭用品製造販売事業では、米国、中国、東南アジアを主力エリアとして事業を拡大させている。中国のカイロ、東南アジアの額用冷却シート『熱さまシート』、外用消炎鎮痛剤『アンメルツ』などが順調に売上を伸ばした。今後は、カイロ、『熱さまシート』、『アンメルツ』に、オーラルケアやスキンケア、日用品を加えた6つのグローバルブランドを各国・各地域に導入し、それぞれに合った生活習慣を創出

本資料は大阪市立大学商学部宮川研究室の所属学生がゼミ用教材資料として作成したものです。本資料内には、事実ではなく仮説として設定された内容も含まれています。また、本研究室は、内容の正確性および完全性に責任を負うものではありません。これ以外の目的で使用すること、並びに無断で複製することを固くお断りします。

することで、さらなる事業拡大を図る。海外事業の成長を加速させるために、OTC医薬品の導入を開始した。2016年3月以降、韓国で『アイボン』や、香港で『ニノキュア』を発売し売上拡大に取り組んでいる。

【図表 3】 家庭用品製造販売事業の売上高推移



出所) 日経 Needs FQ より作成

### 売り上げ拡大に向け、積極的に広告投下を行う

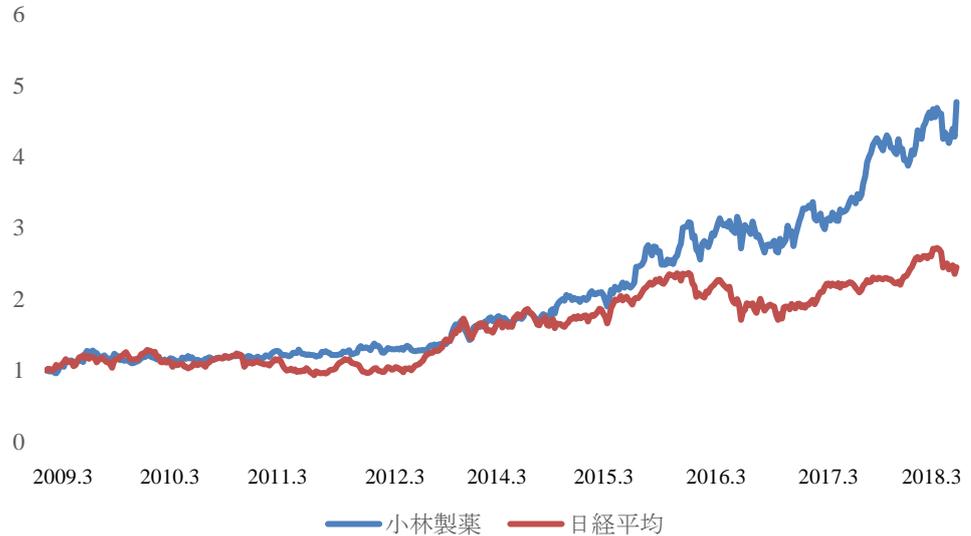
#### (3) 通信販売事業

当事業では、栄養補助食品やスキンケア製品などを電話やインターネットを通じて販売している。広告費を積極的に投入し、定期的に消費者のもとに製品を届ける「定期お届け便」を全製品に導入したことにより、売上高を成長基調に戻した。今後も積極的な広告費投入や定期お届け便の導入拡大により、確実な売上成長を目指している。中長期的な成長のために、素材研究にも投資しており、競合他社と差別化が可能な新製品の開発強化を進めている

### 3. マルチプル分析：上昇し続ける株価、株式分割で流動性向上を図る

#### (1) 日経平均株価との株価比較

【図表 4】 過去 10 年間の株価推移



**増益に後押しされ、順調に価格は伸びる**

図表 4 は当社の株価と日経平均株価の 10 年間の推移を表している。当グラフは 2007 年 3 月末を 1 と基準にグラフ化したものである。日経平均株価は、2007 年度からサブプライムローン問題や原油価格高騰による先行き不透明の影響を受け大きく下落した。それに対し、当社の株価は市場から毎年の増益を評価され、大きく下げることはなかった。また 2016 年度に株価が下落しているが、株式分割を行ったためである。

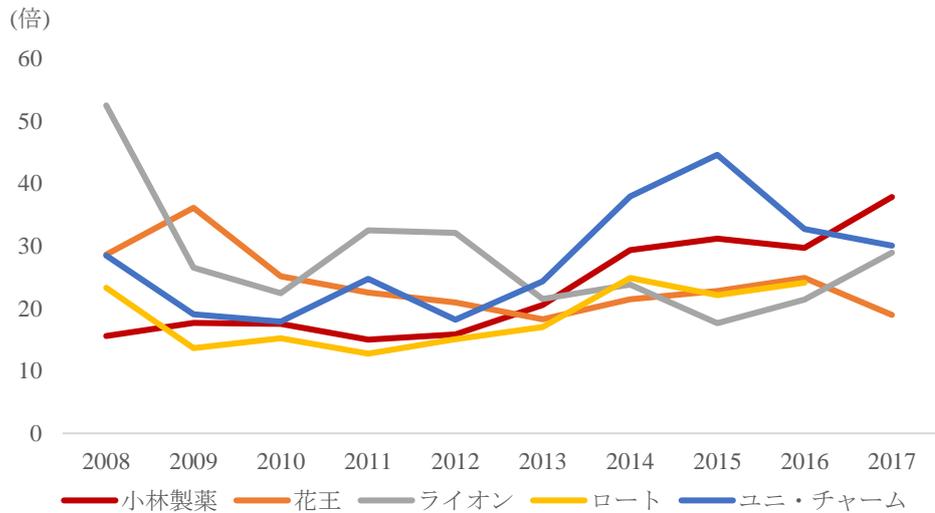
#### (2) PER の同業他社比較

$$\text{PER}(\%) = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり利益}}$$

**株価上昇に伴い同業他社、市場に対して割高に評価される**

図表 5 より、当社の株価は上昇をうけ、PER も上昇傾向にある。当社の PER は 2008 年から 2013 年あたりでは割安で推移していたが、2013 年に株価が急激に上昇したため、割安水準を脱し正常な水準を保っている。また 2017 年にも当社の PER は急激に上昇したために、2017 年は同業他社の中でも最も高い値を示している。

【図表 5】PER の同業者比較



出所) 日経 Needs FQ より作成

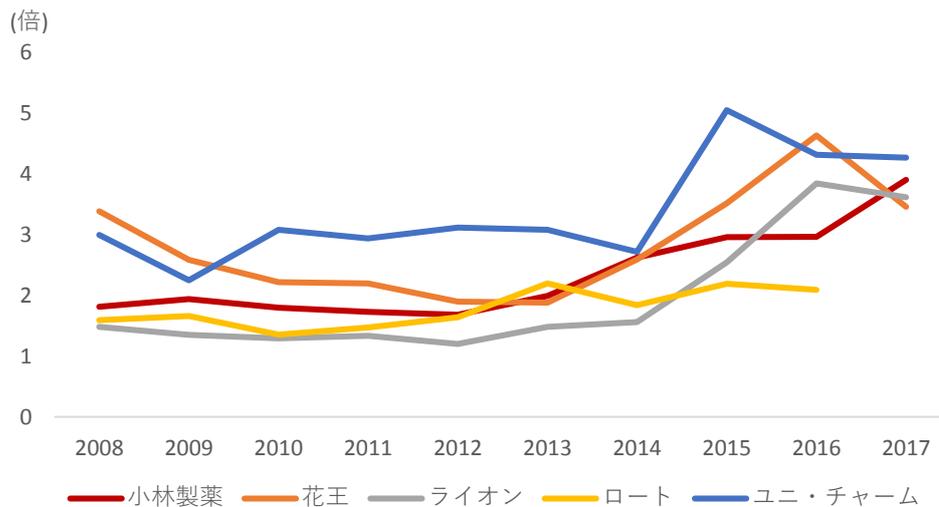
(3) PBR の同業他社比較

$$PBR(\text{倍}) = \frac{\text{株価}}{\text{一株当たり自己資本}}$$

安定的に推移していたが、株価上昇に伴い PBR も上昇

図表 6 より、当社の PBR は株価が上昇しているものの自己資本の増加によって大きな変動がなく安定推移をしていることが分かる。2008～2010 年度にかけて株価が下落し、自己資本が増加したことにより PBR は低下した。2013～17 年度にかけては株価が上昇し続けたことにより PBR が約 1.5 倍から 4 倍へと推移している。

【図表 6】PBR の同業者比較



出所) 日経 Needs FQ より作成

## (4) EV/EBITDA 倍率の同業他社比較

$$\text{EV/EBITDA 倍率} = \frac{\text{時価総額} + \text{有利子負債} - \text{保有現預金}}{\text{営業利益} + \text{減価償却費}}$$

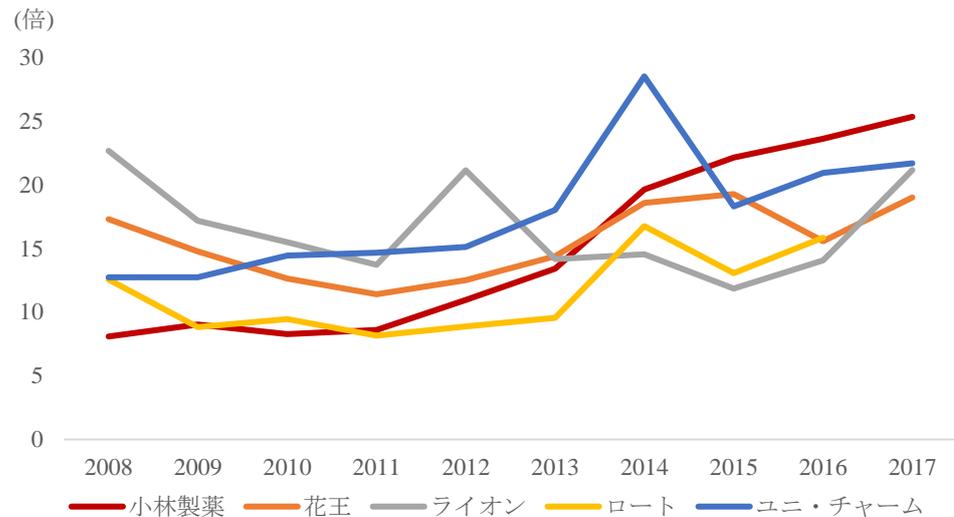
## 時価総額上昇に伴い他社よりも割高に評価

図表 7 より、近年、当社の EV/EBITDA 倍率は、時価総額が上昇しているため、2008 年 3 月の 8.08 倍から 2017 年 12 月には 25.3 倍へと上昇した。PER、PBR は同業他社と比較すると、ほぼ同水準であったが、キャッシュに注目する EV/EBITDA 倍率は高くなっている。これより当社は同業他社に対してキャッシュを生み出す能力が高く評価されていることがわかる。近年は利益を継続して獲得し続けていることが評価され、当社の時価総額の上昇に伴い EV/EBITDA 倍率も上昇している。

## 株式分割により流動性が高まったので、今後も上昇することが予想される

当社は 2016 年度に株式分割を実施し株式の流動性が高まった。今後は、海外事業拡大とスキンケア事業への注力による増益が見込まれることにより、株価上昇が見込まれる。

【図表 7】 EV/EBITDA 倍率の同業他社比較



出所) 日経 Needs FQ より作成

#### 4. 財務分析：利益は増加するも ROE、ROIC、ROA は大きく変化せず

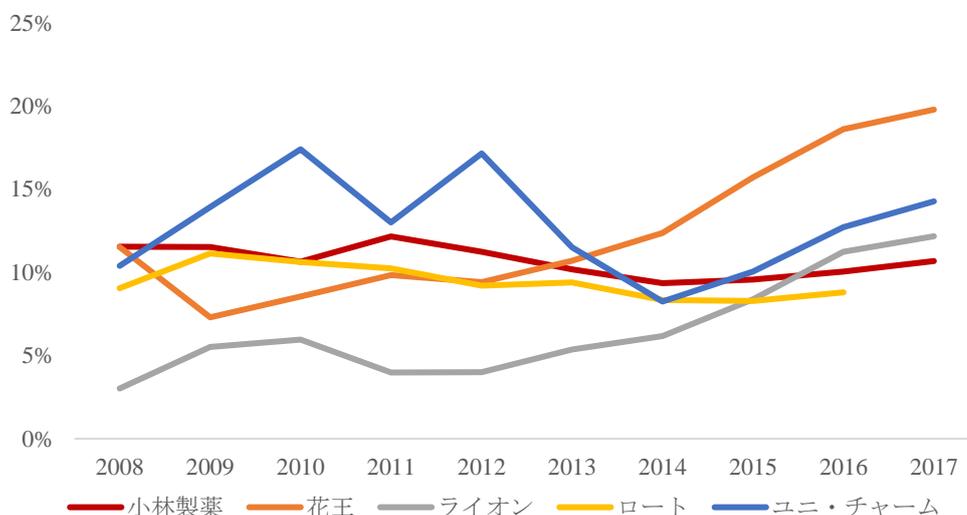
##### (1) ROE の同業他社比較

$$ROE(\%) = \frac{\text{当期純利益}}{\text{自己資本}} \times 100$$

**大きな変化は見られず、10%を維持**

当社の ROE は 2008 年度から 2017 年度において大きな変化が見られず、10%前後の水準で推移している。この要因は当期純利益が 1.8 倍に増加した一方で、自己資本を 2.0 倍増加させたことにある。増加した自己資本の内訳の大半は利益剰余金が占めており、当該期間で 2.0 倍増加している。このことから当期純利益を高めたが、それと同等水準で内部留保を増やしたため ROE に大きな変化が見られなかったことが推測される。

**【図表 8】ROE の同業他社比較**



出所) 日経 Needs FQ より作成

##### (2) ROE のデュボン分解

$$ROE = \text{売上高当期純利益率} \times \text{総資本回転率} \times \text{財務レバレッジ}$$

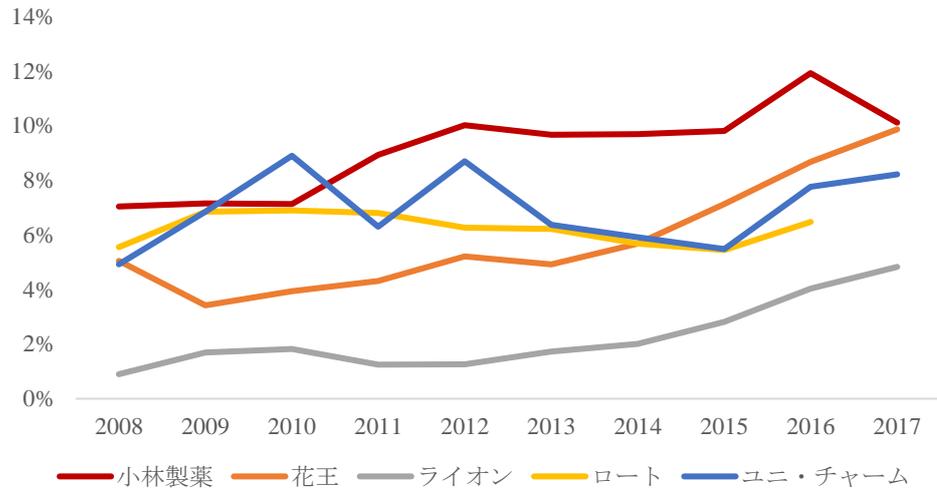
$$ROE = \frac{\text{当期純利益}}{\text{売上高}} \times \frac{\text{売上高}}{\text{総資産}} \times \frac{\text{総資産}}{\text{自己資本}}$$

##### 1. 売上高当期純利益率

**事業売却により、利益率増加**

当社の売上高当期純利益率は当該期間を通して 3.57 倍に上昇している。その要因としては 2012 年 5 月に連結対象であった、小林メディカル株式会社を株式譲渡し、同社が連結対象から外れたことがあげられる。売上高は 7.34%減少したが、売上高当期純利益率は 1.8%改善した。また 2017 年度は前年度と比べ、1.8%減少しているが、これは大きな落ち込みではなく安定的に推移しているといえる。

【図表 9】過去 10 年間の売上高当期純利益率



出所) 日経 Needs FQ より作成

2. 総資本回転率

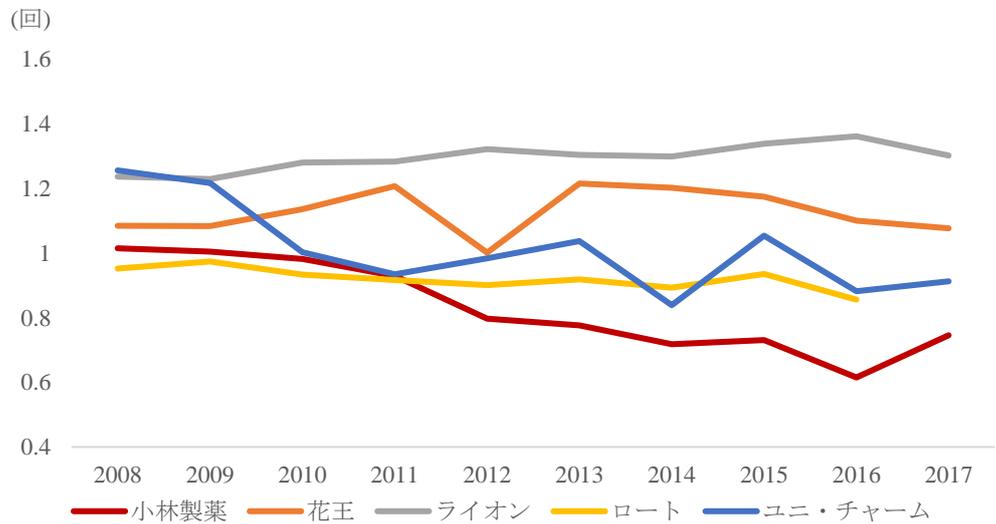
当社の回転率は下落傾向にある

図表 10 より、当社の総資本回転率は当該期間を通して 1 回転を下回っており、同業他社と比較

しても低い値を示していることが分かる。大きな要因としては利益剰余金が継続して増加して

いることから総資産が増加し続けているためである。

【図表 10】過去 10 年間の総資本回転率



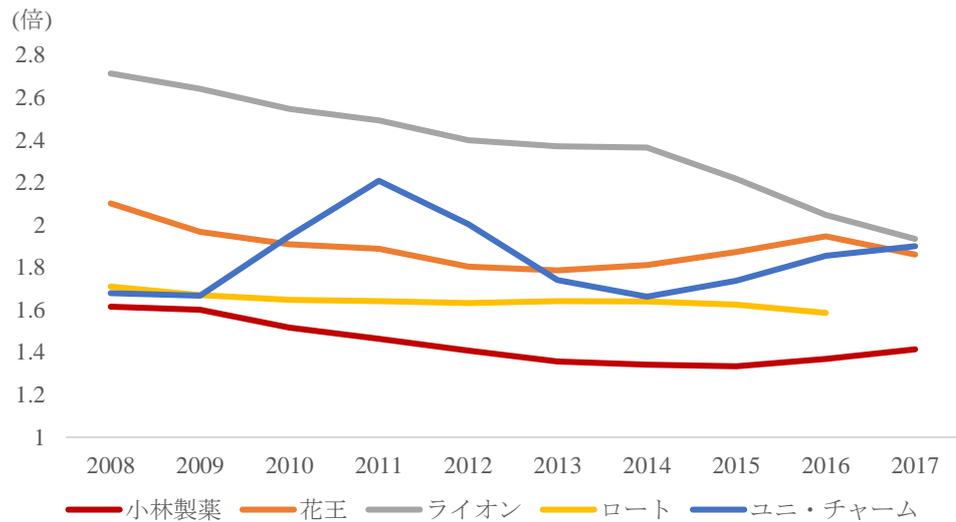
出所) 日経 Needs FQ より作成

負債による資金調達をおさえ、財務レバレッジは減少傾向にある

3. 財務レバレッジ

図表 11 より、当社の財務レバレッジは当該期間において減少傾向にあり、同業他社と比較しても当社が最も低いことがわかる。これは負債による資金調度を抑えたことに起因する。当社は利益剰余金が継続して増加しているため内部留保を有効に使うことで、負債による資金調度を抑えることができると考えられる。

【図表 11】過去 10 年間の財務レバレッジ



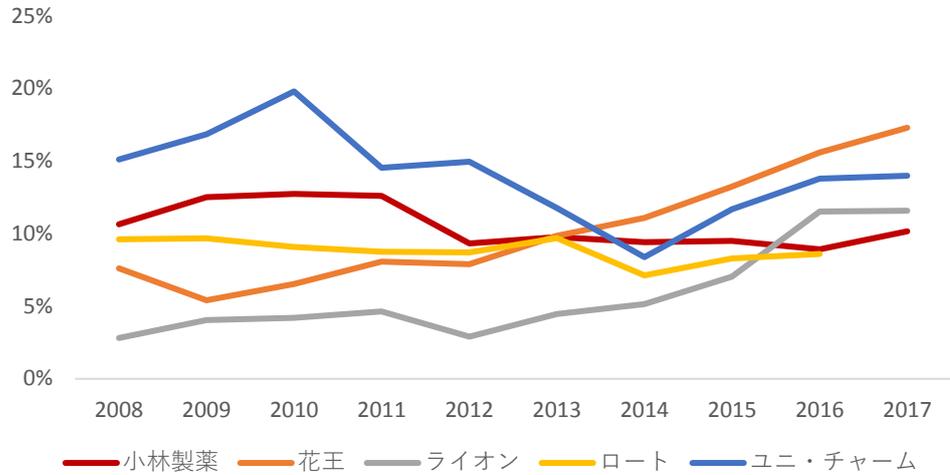
出所) 日経 Needs FQ より作成

(3)ROIC の同業他社比較

$$ROIC = \frac{\text{税引後営業利益}}{\text{自己資本} + \text{有利子負債}} \times 100$$

図表より、当社の ROIC は安定的に推移していることが分かる。これらは本業に用いた資本で利益を得る、資本の効率性が安定していることを意味している。また、当社の ROIC は ROE と近い値を示しているが、同業他社の値は ROE よりも低い値を示している。このことから、当社の本業は他社よりも安定的に推移し、持てる資本を効率よく運用していることが分かる。

【図表 12】ROIC の同業他社比較



出所) 日経 Needs FQ より作成

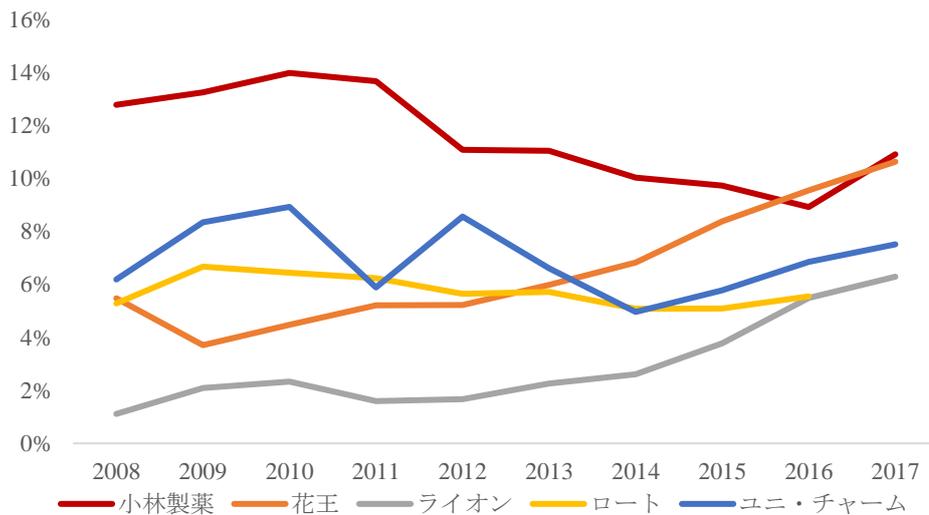
(4) ROA の同業他社比較

$$ROA = \frac{\text{当期純利益}}{\text{総資産}} \times 100$$

ROA は他社に比較して高い水準を維持している

図表 13 より、当社の ROA は相対的に高いといえる。しかし総資産の増加に当期純利益の増加が追いつかず、緩やかな減少を続けている。2017 年は当期純利益が大きく増加した影響を受け、ROA も上昇した。

【図表 13】ROA の同業他社比較



出所) 日経 Needs FQ より作成

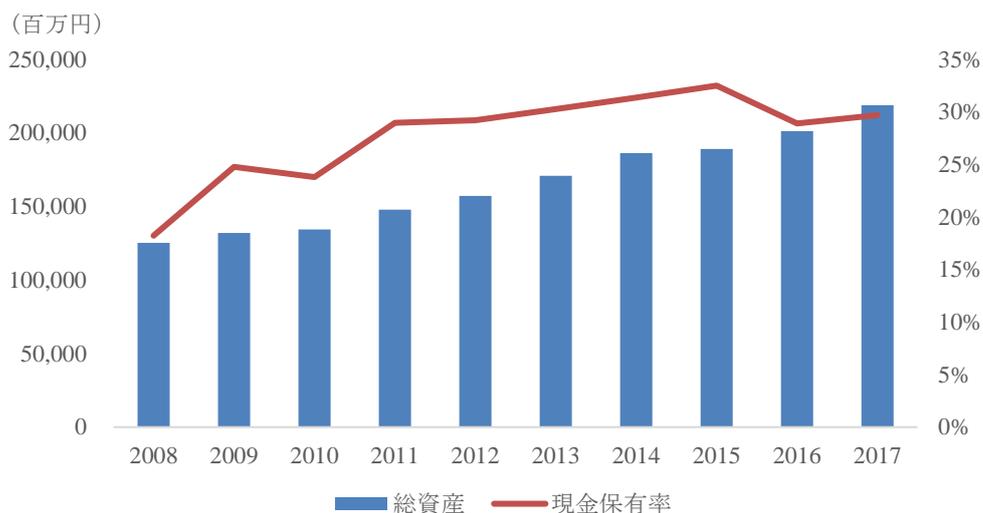
## (4) 現預金保有率

$$\text{現預金保有率(\%)} = \frac{\text{保有現預金}}{\text{総資産}} \times 100$$

2007年に大きく上昇し、  
その後も高水準を維持

図表より、現預金保有率は2008年度から右肩上がりの傾向にある。M&Aや増配を行っているにもかかわらず現預金保有率が増加し続けているのは、業績が好調であることから現金収入が増加し、使用する以上の現金を手に入れているためである。当社は、増加した利益を財務体質の改善に利用し、資金調達を借入に頼らない経営を行っている。一時的な現預金保有額の下落はあったが、今後は事業投資を拡大させていくと予想される。

【図表 14】当社の現金保有率の推移



出所) 日経 Needs FQ より作成

## 5. 業績予想：事業の成長に伴い、利益増大

本節では当社の理論株価を算出するために、今後5年間の(1)売上高、(2)利益率、(3)減価償却費、(4)運転資本の増減額、(5)設備投資額の予想を行った。

## (1) 売上高予想

全セグメントの成長が見込まれる

国内・海外家庭用品製造販売事業、通信販売事業の3つのセグメント別に売上高予想を行った。セグメント分けがこの3つに変更になったのは2014年であり、国内・海外家庭用品製造販売事業は2014年に新しく分けられたものである。過去の売上高推移から成長率を算出し、成長率を国内家庭用品製造販売事業は年率13%、海外

家庭用品製造販売事業は 20%、通信販売事業は年率 6%とした。

【図表 17】各セグメントの売上高予想

| 売上高/(百万円)  | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国内家庭用品製造販売 | 129,836 | 146,715 | 165,788 | 187,340 | 211,694 | 239,214 |
| 海外家庭用品製造販売 | 22,811  | 27,373  | 32,848  | 39,417  | 47,301  | 56,761  |
| 通信販売       | 10,179  | 10,780  | 11,416  | 12,090  | 12,803  | 13,559  |
| 合計         | 162,826 | 184,868 | 210,051 | 238,847 | 271,798 | 309,534 |

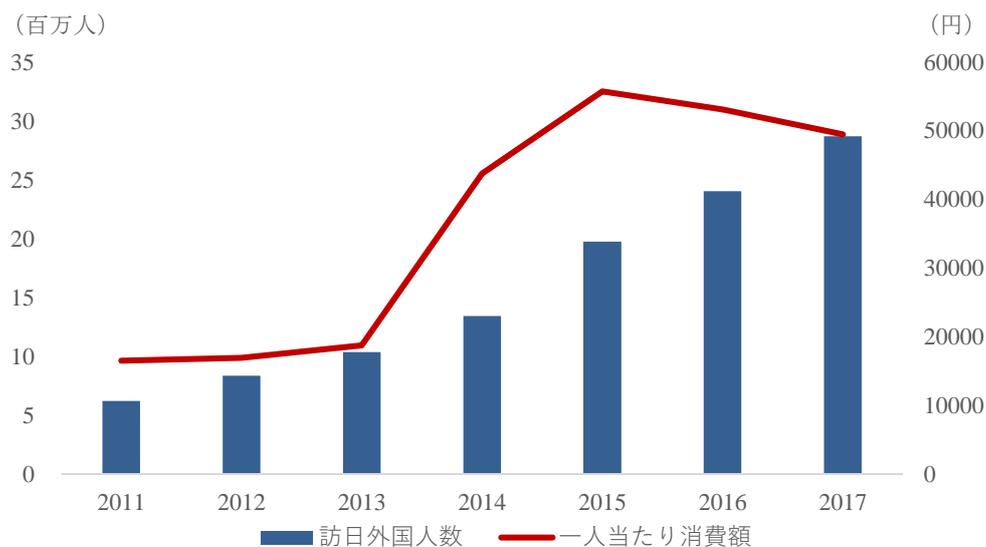
出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

1. 国内家庭用品製造販売事業

市場は成熟化するもインバウンド需要による成長が見込まれる

国内トイレタリー市場は成熟化しており当事業の売上高の成長は鈍化している。しかしながら、2015~17 年度にかけてインバウンド需要により売上高が上昇した。図表 18 では訪日外国人数の推移と一人当たりが一回の買い物で使うトイレタリー商品消費額を示している。2015 年~2017 年にかけて一人当たり一回の消費額は下落しているが、2008 年度~2017 年度にかけて訪日外国人数は右肩上がりである。このことから、国内市場はインバウンド需要により成長を続けると考え、年率 13%の成長を予想した。

【図表 18】訪日外国人数と訪日外国人一人当たりトイレタリー商品消費額の推移



出所) 国土交通省官観光庁「訪日外国人消費動向調査」より作成

【図表 18】国内家庭用品製造販売事業の売上高予想

| 売上高/(百万円)  | 2017    | 2018    | 2019    | 2020    | 2021    | 2022    |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 国内家庭用品製造販売 | 129,836 | 146,715 | 165,788 | 187,340 | 211,694 | 239,214 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

海外需要の獲得に向けた積極的な投資で大きく成長

2. 海外家庭用品製造販売事業

当事業は著しい成長が見られる。国内市場で成熟化した製品の海外需要獲得に向けた動きがあり、今後さらなる投資によって成長を持続する。また当社は 2018 年に中国企業を M&A で買収したことにより、さらなる成長が期待される。そのため、当事業の売上高は、過去 1 番の成長が続くと考え、2014 年～2015 年度の 20%の成長が今後 5 年間継続すると予測した。

【図表 19】海外家庭用品製造販売事業の売上高予想

| 売上高/(百万円)  | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 海外家庭用品製造販売 | 22,811 | 27,373 | 32,848 | 39,417 | 47,301 | 56,761 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

成長率は 1.5%にとどまると予想

3. 通信販売事業

当事業は広告費に積極的な投入を行っているが、中期的に見ても利益獲得までに時間を要する。そのため、過去 4 年間の成長率を用いて、売上高成長率は 1.510%と予想した。

【図表 20】通信販売事業の売上高予想

| 売上高/(百万円) | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 通信販売      | 10,179 | 10,780 | 11,416 | 12,090 | 12,803 | 13,559 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

成長事業への投資により過去 5 年の成長率を上回る

(2) 営業利益予想

当社は 2016 年の中期経営計画で、成長が見込める、海外・通販・スキンケア・漢方の 4 つの事業への投資を積極的に行うとしている。また、新市場創造製品の開発と育成を強化することで国内事業を成長させようとしている。今後 5 年間は過去 4 年間の営業利益率 14%が推移すると考えた。

【図表 21】営業利益予想

| (百万円) | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 営業利益  | 22,925 | 17,396 | 19,483 | 21,821 | 24,440 | 27,372 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

過去 5 年の平均で推移

(3) 減価償却費予想

減価償却費は、過去 5 年の固定資産の成長率をもとに予測を行った。当社は海外事業や通信販売事業などに積極的な投資を行っている。今後 5 年間も設備投資は同様に行われていくと予測し、減価償却費は過去 5 年間の固定資産の年成長率 4.3%増加で推移すると予測した。

【図表 22】減価償却費予想

| (百万円) | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 減価償却費 | 2,926 | 3,053 | 3,186 | 3,325 | 3,470 | 3,620 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

## 過去5年の平均で推移

## (4) 運転資本の増減額予想

運転資本の増減額は過去5年間で変動があるものの、大きく変化することはないと考えられるため過去5年間平均で今後5年間は推移すると予想する。

【図表 23】 運転資本の増減額予想

| (百万円)   | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 運転資本増加分 | 6,401 | 5,639 | 5,639 | 5,639 | 5,639 | 5,639 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

当期純利益の成長に伴い  
上昇

## (5) 設備投資額予想

設備投資額は2015年度をピークに減少傾向にある。しかし、海外事業や通信販売事業への注力やM&Aをきっかけに今後設備投資を活発に行うことが予測される。そのため、過去5年間と同水準の設備投資を行うと予測し、過去5年成長率2.1%を用い、設備投資額を予測する。

【図表 24】 設備投資額予想

| (百万円) | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 設備投資額 | 3,337 | 3,407 | 3,478 | 3,551 | 3,625 | 3,701 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

## 6. 理論株価：市場に正常に評価される

DCF 法を用いて理論株価を算出する。まず(1)予想フリーキャッシュフローの算出、(2)加重平均資本コストの算出を行い、それをもとに(3)企業価値の算出をする。最後に企業価値を発行済み株式数で割ることで(4)理論株価の算出を行う。

### (1) DCF 法による予想フリーキャッシュフローの算出

$$FCF = \text{営業利益} (1 - \text{税率}) + \text{減価償却費} - \text{運転資本増加額} - \text{設備投資額}$$

| (百万円)   | 2018   | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 税引後営業利益 | 17,396 | 19,483 | 21,821 | 24,440 | 27,372 |
| 減価償却費   | 3,053  | 3,186  | 3,325  | 3,470  | 3,620  |
| 設備投資額   | 3,407  | 3,478  | 3,551  | 3,625  | 3,701  |
| 運転資本増加分 | 5,639  | 5,639  | 5,639  | 5,639  | 5,639  |
| FCF     | 11,403 | 13,552 | 15,956 | 18,645 | 21,653 |

出所) 日経 Needs FQ より筆者作成

### (2) 加重平均資本コスト (WACC)の算出

WACC 法 (加重平均資本コスト法) によって WACC を算出する。

$$r_{wacc} = \frac{E}{E+D} \times r_e + \frac{D}{E+D} \times r_d \times (1 - \tau)$$

CAPM によって、当社の株主資本コスト  $r_e$  は 4.11% と算出される。算出にあたっては以下の式を用いた。株主資本コスト ( $r_e$ ) は、リスクプレミアム ( $r_{Mkt} - r_f$ ) を 6% と仮定し、 $\beta$  値を 2017 年度決算日より過去 2 年間分の小林製薬と TOPIX の週次株価の収益率より 0.67 とし、無リスク利率 ( $r_f$ ) は日本国債 10 年物利回り 0.047% (2017 年 12 月 31 日時点) とした。

$$\begin{aligned} r_e &= (r_{Mkt} - r_f)\beta + r_f \\ &= 4.11\% \end{aligned}$$

負債の資本コスト  $r_d$  は 4.90% と算出される。算出にあたっては有利子負債利率を用いた。有利子負債は、短期・長期借入金、社債、転換社債、コマーシャルペーパーの 5 つに設定した。

$$\begin{aligned} r_d &= \frac{\text{支払利息}}{\text{有利子負債}} \\ &= 4.90\% \end{aligned}$$

よって、加重平均資本コスト $r_{wacc}$ は3.91%と算出された。

株主資本 E と有利子負債 D は 2017 年度の値を、法人税率 $\tau$ を 2017 年度の法人税率 29.72%を用いる。当社は実質無借金企業であるため正味借入額は 0 とする。支払利息節税枠は借入額が毎年減少しているため、減少を予想している。

$$\begin{aligned} r_{wacc} &= \frac{E}{E+D} \times r_e + \frac{D}{E+D} \times r_d \times (1-\tau) \\ &= 3.91\% \end{aligned}$$

### (3) 企業価値の算出

割引キャッシュフロー法により、当社の企業価値 594,682 百万円と算出された。予測した今後 5 年分の FCF と継続価値 (TV) を WACC で割り引くことで企業価値を導いた。なお、継続価値の算出において、永久成長率は 0.5%、6 年目を以降も WACC は変動しないと仮定した。

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= \sum_{t=1}^5 \left\{ \frac{FCF_t}{(1+r_{wacc})^t} \right\} + \frac{TV}{(1+r_{wacc})^5} \\ &= 594,682(\text{百万円}) \end{aligned}$$

### (4) 理論株価の算出

(3)で算出した企業価値を発行済み株式総数 82,050,000 株 (2017 年 3 月期時点) から自己株式数 2,358,300 株を引いた流通株式数株 79.6917 百万株で割ることで当社の理論株価 7,460 円を導いた。これは実際の株価 7,680 円 (2018 年 3 月末時点) と比べると若干割安であるであるが、ほぼ同じ値と見なし、市場は当社を正常に評価しているといえる。

$$\begin{aligned} \text{理論株価} &= \frac{594,682(\text{百万円}) - 194(\text{百万円})}{79.6917(\text{百万株})} \\ &= 7,460(\text{円}) \end{aligned}$$

【図表 25】連結貸借対照表

|                          | (単位：百万円)       |                |                |                |                |                |                |                |                |                |
|--------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
|                          | 2008           | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           |
| <b>流動資産</b>              | <b>73,172</b>  | <b>85,208</b>  | <b>88,837</b>  | <b>102,538</b> | <b>94,353</b>  | <b>105,614</b> | <b>115,990</b> | <b>120,347</b> | <b>128,646</b> | <b>142,346</b> |
| 現金・預金／現金及び現金同等物          | 22,814         | 32,670         | 31,963         | 42,835         | 45,862         | 51,748         | 58,449         | 61,428         | 58,173         | 64,990         |
| 受取手形・売掛金                 | 27,439         | 26,397         | 29,879         | 32,113         | 30,818         | 34,428         | 35,969         | 36,088         | 47,045         | 50,032         |
| 有価証券                     | 6,000          | 10,006         | 11,005         | 11,004         | 1,506          | 3,703          | 4,500          | 4,500          | 5,500          | 8,300          |
| 棚卸資産                     | 12,818         | 11,446         | 10,894         | 12,011         | 11,197         | 10,531         | 12,484         | 13,951         | 12,805         | 13,289         |
| 商品・製品                    | 10,502         | 8,965          | 8,402          | 9,505          | 8,500          | 7,515          | 8,996          | 10,378         | 9,222          | 9,789          |
| 半製品・仕掛品                  | 572            | 548            | 477            | 457            | 584            | 559            | 773            | 777            | 751            | 693            |
| 原材料・貯蔵品                  | 1,744          | 1,933          | 2,015          | 2,049          | 2,113          | 2,457          | 2,715          | 2,796          | 2,832          | 2,807          |
| 繰延税金資産                   | 3,115          | 3,639          | 4,170          | 3,287          | 3,885          | 3,240          | 2,724          | 2,772          | 2,899          | 3,221          |
| その他流動資産                  | 1,081          | 1,130          | 1,284          | 1,353          | 1,141          | 2,016          | 1,909          | 1,681          | 2,267          | 2,547          |
| 貸倒引当金 (▲)                | -97            | -83            | -361           | -69            | -58            | -56            | -46            | -75            | -45            | -34            |
| <b>固定資産／非流動資産</b>        | <b>52,037</b>  | <b>46,763</b>  | <b>45,518</b>  | <b>45,352</b>  | <b>62,753</b>  | <b>65,304</b>  | <b>70,340</b>  | <b>68,650</b>  | <b>72,587</b>  | <b>76,484</b>  |
| 有形固定資産                   | 17,617         | 14,779         | 14,156         | 13,628         | 13,730         | 14,945         | 16,023         | 17,187         | 17,833         | 18,247         |
| 償却対象有形固定資産               | 11,831         | 11,236         | 10,577         | 10,060         | 10,165         | 10,667         | 12,091         | 12,239         | 13,890         | 14,107         |
| 建物・構築物                   | 7,076          | 6,281          | 6,042          | 6,064          | 6,259          | 6,254          | 7,340          | 7,082          | 8,377          | 8,212          |
| 機械装置及び運搬具                | 1,661          | 2,225          | 2,306          | 2,159          | 2,410          | 2,667          | 2,851          | 3,131          | 3,478          | 3,985          |
| 工具・器具及び備品                | -              | -              | 1,016          | 1,049          | 1,111          | 1,016          | 1,318          | 1,351          | 1,407          | 1,337          |
| リース資産                    | 1,988          | 1,601          | 1,213          | 788            | 385            | 730            | 582            | 675            | 628            | 573            |
| その他償却対象有形固定資産            | 1,106          | 1,129          | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| 建設仮勘定                    | 313            | 69             | 107            | 98             | 137            | 901            | 549            | 1,564          | 388            | 562            |
| 土地・その他非償却対象有形固定資産        | 5,471          | 3,471          | 3,471          | 3,468          | 3,425          | 3,374          | 3,380          | 3,380          | 3,552          | 3,576          |
| 無形固定資産                   | 10,043         | 8,447          | 5,922          | 5,287          | 5,092          | 5,426          | 5,582          | 5,334          | 7,223          | 4,798          |
| 営業権                      | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| ソフトウェア                   | 917            | 937            | 897            | 884            | 896            | 924            | 971            | 1,078          | 962            | 906            |
| のれん                      | 7,682          | 6,316          | 4,021          | 3,592          | 3,637          | 3,970          | 4,023          | 3,542          | 4,729          | 2,626          |
| リース資産                    | 140            | 95             | 74             | 46             | 14             | 16             | -              | -              | -              | -              |
| 商標権                      | 1,016          | 846            | 677            | 513            | 350            | 187            | 83             | 29             | 480            | 410            |
| その他無形固定資産／その他無形資産        | 286            | 251            | 250            | 249            | 193            | 327            | 503            | 684            | 1,051          | 855            |
| 投資・その他の資産                | 24,376         | 23,536         | 25,440         | 26,437         | 43,930         | 44,932         | 48,735         | 46,128         | 47,529         | 53,438         |
| <b>資産合計</b>              | <b>125,210</b> | <b>131,972</b> | <b>134,356</b> | <b>147,890</b> | <b>157,106</b> | <b>170,919</b> | <b>186,331</b> | <b>188,997</b> | <b>201,234</b> | <b>218,831</b> |
| <b>流動負債</b>              | <b>39,834</b>  | <b>39,024</b>  | <b>34,525</b>  | <b>37,791</b>  | <b>34,477</b>  | <b>34,216</b>  | <b>35,890</b>  | <b>36,481</b>  | <b>46,975</b>  | <b>54,274</b>  |
| 支払手形及び買掛金                | 15,533         | 14,570         | 12,880         | 12,823         | 11,577         | 11,368         | 13,521         | 13,660         | 16,018         | 17,500         |
| 短期借入金及び仕債                | 462            | 1,892          | 25             | 5              | 4              | 6              | 40             | 181            | 192            | 194            |
| リース債務                    | 647            | 580            | 462            | 391            | 262            | 158            | 82             | 66             | 56             | 55             |
| 未払金・未払費用                 | 13,551         | 12,747         | 12,859         | 14,669         | 12,360         | 13,053         | 12,723         | 14,417         | 20,191         | 24,446         |
| 未払法人税等                   | 4,455          | 3,451          | 2,177          | 4,497          | 4,091          | 3,639          | 3,191          | 1,788          | 3,357          | 4,654          |
| 未払消費税等                   | 538            | 602            | 567            | 382            | 542            | 633            | 1,476          | 751            | 1,090          | 1,245          |
| 賞与引当金                    | 1,855          | 2,024          | 2,086          | 2,095          | 1,881          | 1,958          | 1,915          | 1,996          | 1,147          | 2,250          |
| その他短期引当金                 | 1,277          | 1,365          | 1,661          | 1,038          | 2,156          | 1,856          | 1,272          | 1,478          | 1,409          | 1,793          |
| 資産除去債務                   | -              | -              | 13             | 13             | 10             | 29             | 19             | 24             | 37             | 38             |
| その他流動負債                  | 1,513          | 1,788          | 1,790          | 1,873          | 1,588          | 1,513          | 1,646          | 2,114          | 3,472          | 2,095          |
| <b>固定負債</b>              | <b>9,011</b>   | <b>8,344</b>   | <b>8,488</b>   | <b>8,220</b>   | <b>7,757</b>   | <b>9,749</b>   | <b>10,829</b>  | <b>10,492</b>  | <b>10,938</b>  | <b>10,744</b>  |
| 長期借入金・社債・転換社債            | 182            | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| 長期借入金                    | 182            | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |
| リース債務                    | 1,503          | 1,149          | 874            | 483            | 163            | 609            | 513            | 618            | 581            | 527            |
| 引当金合計                    | 6,254          | 4,850          | 5,173          | 5,329          | 4,903          | 5,885          | 5,523          | 4,508          | 4,370          | 2,842          |
| 退職給付に係る負債 (退職給付引当金)      | 4,678          | 4,814          | 5,159          | 5,312          | 4,883          | 5,861          | 5,496          | 4,477          | 4,337          | 2,805          |
| (役員退職慰労引当金)              | 1,576          | 36             | 14             | 17             | 20             | 24             | 27             | 31             | 33             | 37             |
| 繰延税金負債                   | -              | -              | -              | -              | -              | 1,167          | 2,683          | 3,184          | 3,841          | 5,224          |
| 資産除去債務                   | -              | -              | 73             | 87             | 72             | 91             | 90             | 86             | 80             | 81             |
| その他固定負債                  | 1,071          | 2,344          | 2,366          | 2,318          | 2,616          | 1,995          | 2,018          | 2,093          | 2,063          | 2,068          |
| <b>負債合計</b>              | <b>48,845</b>  | <b>47,368</b>  | <b>43,013</b>  | <b>46,011</b>  | <b>42,234</b>  | <b>43,965</b>  | <b>46,720</b>  | <b>46,974</b>  | <b>57,914</b>  | <b>65,019</b>  |
| <b>株主資本</b>              | <b>81,641</b>  | <b>88,521</b>  | <b>95,154</b>  | <b>104,094</b> | <b>112,912</b> | <b>121,695</b> | <b>129,320</b> | <b>132,710</b> | <b>135,221</b> | <b>142,132</b> |
| 資本金                      | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          | 3,450          |
| 資本剰余金                    | 4,219          | 4,219          | 4,219          | 4,219          | 4,219          | 4,219          | 4,219          | 4,953          | 4,958          | 4,183          |
| 利益剰余金                    | 78,678         | 85,552         | 92,185         | 101,127        | 109,946        | 118,731        | 127,858        | 137,486        | 147,901        | 146,758        |
| 自己株式 (▲)                 | -4,706         | -4,700         | -4,701         | -4,702         | -4,703         | -4,706         | -6,207         | -13,179        | -21,088        | -12,259        |
| 評価・換算差額等／累積その他の包括利益      | -5,432         | -4,093         | -3,984         | -2,374         | 1,958          | 5,174          | 10,076         | 9,163          | 8,031          | 11,642         |
| その他有価証券再評価差額金／金融資産の公正価値  | -1,725         | -961           | 489            | 1,998          | 4,357          | 5,369          | 7,553          | 8,860          | 9,481          | 13,267         |
| 繰延ヘッジ損益／キャッシュフローヘッジ      | -728           | -322           | -599           | -323           | 504            | 1,043          | 1,359          | -38            | 40             | 9              |
| 為替換算調整勘定／在外営業活動体の換算差額    | -2,978         | -2,808         | -3,874         | -4,050         | -2,904         | -373           | 1,874          | 1,668          | 680            | 403            |
| 退職給付に係る調整累計額             | -              | -              | -              | -              | -              | -864           | -710           | -1,327         | -2,171         | -2,038         |
| 新株予約権                    | 142            | 162            | 160            | 159            | -              | 83             | 191            | 75             | 67             | 36             |
| 非支配株主持分／非支配持分            | 12             | 12             | 12             | -              | -              | -              | 22             | 75             | -              | -              |
| <b>純資産合計</b>             | <b>152,573</b> | <b>169,032</b> | <b>182,511</b> | <b>203,598</b> | <b>229,739</b> | <b>253,821</b> | <b>279,005</b> | <b>283,896</b> | <b>286,570</b> | <b>307,583</b> |
| <b>負債・純資産合計／資本及び負債合計</b> | <b>125,210</b> | <b>131,972</b> | <b>134,356</b> | <b>147,890</b> | <b>157,106</b> | <b>170,919</b> | <b>186,331</b> | <b>188,997</b> | <b>201,234</b> | <b>218,831</b> |

【図表 26】連結損益計算書

|                               | (単位：百万円)       |                |                |                |                |                |                |                |                |                |  |
|-------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|--|
|                               | 2008           | 2009           | 2010           | 2011           | 2012           | 2013           | 2014           | 2015           | 2016           | 2017           |  |
| <b>売上高</b>                    | <b>125,693</b> | <b>129,184</b> | <b>130,824</b> | <b>131,166</b> | <b>121,532</b> | <b>127,293</b> | <b>128,344</b> | <b>137,211</b> | <b>120,051</b> | <b>156,761</b> |  |
| 売上原価                          | 56,864         | 57,193         | 55,889         | 54,635         | 51,732         | 54,193         | 54,718         | 57,518         | 48,638         | 61,238         |  |
| 割賦販売未実現利益・返品調整引当金差額／返品調整引当金差額 | 149            | 102            | 296            | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| <b>売上総利益</b>                  | <b>68,679</b>  | <b>71,888</b>  | <b>74,640</b>  | <b>76,531</b>  | <b>69,799</b>  | <b>73,099</b>  | <b>73,626</b>  | <b>79,693</b>  | <b>71,412</b>  | <b>95,522</b>  |  |
| 販売費及び一般管理費 [累計]               | 52,861         | 54,847         | 56,019         | 57,233         | 52,895         | 54,977         | 55,708         | 61,432         | 54,003         | 72,596         |  |
| <b>営業利益 [累計]</b>              | <b>15,818</b>  | <b>17,041</b>  | <b>18,620</b>  | <b>19,298</b>  | <b>16,903</b>  | <b>18,122</b>  | <b>17,917</b>  | <b>18,260</b>  | <b>17,409</b>  | <b>22,925</b>  |  |
| 営業外収益                         | 1,274          | 1,562          | 1,991          | 2,147          | 2,676          | 2,067          | 1,965          | 1,537          | 2,946          | 2,724          |  |
| 受取利息・配当金                      | 368            | 329            | 335            | 381            | 472            | 566            | 551            | 638            | 539            | 657            |  |
| 為替差益                          | -              | -              | -              | 51             | 257            | -              | 142            | -              | 50             | -              |  |
| 持分法による投資利益                    | -              | 78             | 382            | 408            | 652            | 152            | -              | -              | -              | -              |  |
| 賃貸料収入                         | 82             | 257            | 274            | 275            | 274            | 274            | 285            | 290            | 221            | 296            |  |
| その他営業外収益                      | 822            | 895            | 997            | 1,030          | 1,016          | 1,072          | 984            | 609            | 2,134          | 1,769          |  |
| 営業外費用                         | 1,759          | 1,531          | 1,602          | 1,352          | 902            | 1,421          | 1,039          | 1,847          | 855            | 1,458          |  |
| 支払利息・割引料                      | 1,352          | 1,291          | 1,217          | 1,192          | 751            | 739            | 712            | 721            | 604            | 788            |  |
| (売上割引)                        | 1,229          | 1,203          | 1,157          | 1,149          | 727            | 721            | 690            | 688            | 583            | 750            |  |
| その他資産処分損・評価損                  | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| (その他資産処分損)                    | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| (その他資産評価損)                    | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| 為替差損                          | 86             | 72             | 173            | -              | -              | 570            | -              | 222            | -              | 210            |  |
| 持分法による投資損失                    | 162            | -              | -              | -              | -              | -              | 150            | 607            | -              | -              |  |
| 賃貸収入原価                        | 20             | 76             | 79             | 77             | 74             | 72             | 76             | 70             | 59             | 78             |  |
| その他営業外費用                      | 136            | 90             | 131            | 83             | 75             | 38             | 99             | 226            | 191            | 379            |  |
| <b>経常利益</b>                   | <b>15,333</b>  | <b>17,071</b>  | <b>19,010</b>  | <b>20,092</b>  | <b>18,677</b>  | <b>18,769</b>  | <b>18,843</b>  | <b>17,949</b>  | <b>19,499</b>  | <b>24,191</b>  |  |
| 特別利益                          | 1,572          | 185            | 430            | 552            | 2,661          | 1,230          | 1,349          | 1,395          | 1,807          | 105            |  |
| 事業・組織再編関連利益                   | 1,102          | -              | -              | -              | -              | 462            | 179            | -              | -              | -              |  |
| 有価証券売却益                       | 382            | -              | 53             | 222            | 2,477          | 719            | 1,013          | 1,385          | 1,802          | 3              |  |
| その他資産処分益・評価益                  | 17             | 46             | -              | -              | -              | 1              | 8              | 8              | 4              | -              |  |
| (有形固定資産処分益・評価益)               | 17             | 46             | -              | -              | -              | 1              | 8              | 8              | 4              | -              |  |
| (有形固定資産処分益・評価益 (うち不動産))       | -              | 45             | -              | -              | -              | -              | -              | -              | 2              | -              |  |
| (有形固定資産以外のその他資産処分益・評価益)       | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| 退職給付関連利益                      | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| 引当金・準備金戻入・取崩額                 | 2              | 3              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| その他特別利益                       | 67             | 134            | 377            | 328            | 183            | 46             | 155            | -              | -              | 101            |  |
| 特別損失                          | 635            | 2,703          | 6,263          | 823            | 2,485          | 333            | 136            | 589            | 1,505          | 1,724          |  |
| 事業・組織再編関連損                    | -              | -              | -              | -              | 1,047          | -              | -              | 110            | 9              | -              |  |
| 減損損失                          | 41             | 322            | 636            | 31             | 301            | 211            | 20             | 126            | 1,342          | 1,544          |  |
| 有価証券売却損                       | -              | 1,456          | -              | 640            | -              | -              | -              | -              | -              | -              |  |
| 有価証券評価損                       | 395            | 108            | 5,178          | 2              | 408            | -              | -              | 50             | -              | -              |  |
| その他資産処分損・評価損                  | 97             | 252            | 75             | 86             | 53             | 64             | 82             | 85             | 118            | 96             |  |
| (有形固定資産処分損・評価損)               | 83             | 251            | 73             | 86             | 50             | 62             | 79             | 81             | 116            | 96             |  |
| (有形固定資産処分損・評価損 (うち不動産))       | 31             | 124            | 19             | 23             | 10             | 21             | 40             | 9              | 23             | -              |  |
| (有形固定資産以外のその他資産処分損・評価損)       | 14             | 1              | 2              | -              | -              | -              | -              | 3              | -              | -              |  |
| その他特別損失                       | 99             | 563            | 370            | 61             | 673            | 56             | 32             | 217            | 35             | 84             |  |
| <b>税金等調整前当期純利益 [累計]</b>       | <b>16,270</b>  | <b>14,553</b>  | <b>13,178</b>  | <b>19,822</b>  | <b>18,853</b>  | <b>19,666</b>  | <b>20,056</b>  | <b>18,755</b>  | <b>19,802</b>  | <b>22,572</b>  |  |
| 法人税等                          | 7,420          | 5,303          | 3,842          | 8,096          | 6,676          | 7,360          | 7,608          | 5,300          | 5,544          | 6,709          |  |
| 法人税等調整額                       | -174           | -415           | -1,074         | 1,160          | -745           | 616            | 1,696          | 384            | 321            | -892           |  |
| <b>当期純利益 (連結)</b>             | <b>-</b>       | <b>-</b>       | <b>9,335</b>   | <b>11,725</b>  | <b>12,176</b>  | <b>12,306</b>  | <b>12,448</b>  | <b>13,455</b>  | <b>14,257</b>  | <b>15,863</b>  |  |
| 非支配株主に帰属する当期純利益               | -4             | -              | -              | -              | -              | -              | -              | -10            | -64            | -              |  |
| <b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>        | <b>8,853</b>   | <b>9,249</b>   | <b>9,335</b>   | <b>11,726</b>  | <b>12,176</b>  | <b>12,307</b>  | <b>12,448</b>  | <b>13,466</b>  | <b>14,321</b>  | <b>15,863</b>  |  |

【図表 27】連結キャッシュフロー計算書

| (単位: 百万円)                     | 2008          | 2009          | 2010          | 2011          | 2012           | 2013          | 2014          | 2015           | 2016           | 2017          |
|-------------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| 税金等調整前当期純利益                   | 16,270        | 14,553        | 13,178        | 19,822        | 18,853         | 19,666        | 20,056        | 18,755         | 19,802         | 22,572        |
| 減価償却費                         | 2,873         | 2,996         | 2,932         | 2,727         | 2,622          | 2,677         | 2,641         | 2,587          | 2,112          | 2,926         |
| 減損損失                          | 41            | 322           | 636           | 31            | 301            | 211           | 20            | 126            | 1,342          | 1,544         |
| 有価証券及び投資有価証券売却損益 (▲益)         | -             | 1,456         | -53           | 418           | -2,477         | -719          | -1,013        | -1,385         | -1,802         | -3            |
| 有価証券評価損益 (▲益)                 | 142           | 108           | 5,178         | 2             | 408            | -             | -             | 50             | -              | -             |
| 固定資産売却損益 (▲益)                 | 80            | 206           | 75            | 85            | 52             | 63            | 81            | 81             | 113            | 96            |
| その他の評価損益 (▲益)                 | -             | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| のれん・負ののれん償却額                  | 1,339         | 1,260         | 1,223         | 504           | 347            | 419           | 454           | 484            | 513            | 593           |
| 貸倒引当金の増加額 (▲減)                | 92            | 57            | 345           | -326          | -32            | -13           | -15           | 38             | 102            | 106           |
| 退職給付及び役員退職慰労引当金の増減額 (▲減)      | 200           | 137           | 342           | 150           | 52             | 118           | -299          | -1,522         | -1,582         | -1,743        |
| 受取利息及び受取配当金 (▲)               | -368          | -329          | -336          | -381          | -473           | -567          | -552          | -638           | -539           | -657          |
| 支払利息                          | 123           | 88            | 60            | 43            | 24             | 18            | 22            | 33             | 21             | 38            |
| 持分法による投資損益 (▲益)               | 162           | -78           | -382          | -408          | -652           | -152          | 150           | 607            | -              | -             |
| 損害賠償損失 (▲益)                   | -             | -             | -             | -             | -              | -             | -155          | -              | -              | -             |
| 事業・組織再編関連損益 (▲益)              | -1,102        | -             | -             | -             | 1,047          | -462          | -179          | -              | -              | -             |
| 売上債権の減少額 (▲増)                 | -1,691        | 1,070         | -3,715        | -2,060        | 213            | -2,322        | -907          | -282           | -11,045        | -2,969        |
| 棚卸資産の減少額 (▲増)                 | -722          | 1,389         | 430           | -1,018        | -596           | 1,572         | -1,651        | -1,534         | 1,147          | -526          |
| 仕入債務の増加額 (▲減)                 | 426           | -922          | -1,598        | -6            | -720           | -835          | 1,930         | 164            | 2,327          | 1,500         |
| 未払消費税等の増加額 (▲減)               | 32            | 101           | -17           | -164          | 180            | 116           | 829           | -705           | 346            | 142           |
| 割引手形の増加額 (▲減)                 | -             | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| その他の流動資産の減少額 (▲増)             | -             | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| その他の流動負債の増加額 (▲減)             | 651           | -875          | 251           | 1,932         | -2,355         | 405           | -701          | 1,882          | 5,955          | 4,057         |
| 役員賞与の支払額 (▲)                  | -             | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| その他の小計欄より上の営業キャッシュフロー         | 713           | 127           | 327           | -348          | -293           | -213          | 388           | 1,318          | 481            | 312           |
| <b>小計</b>                     | <b>19,267</b> | <b>21,671</b> | <b>18,879</b> | <b>21,003</b> | <b>16,501</b>  | <b>19,981</b> | <b>21,098</b> | <b>20,059</b>  | <b>19,294</b>  | <b>27,990</b> |
| 利息及び配当金の受取額                   | 579           | 470           | 479           | 1,036         | 632            | 766           | 589           | 705            | 528            | 675           |
| 利息の支払額 (▲)                    | -169          | -83           | -47           | -28           | -18            | -9            | -16           | -19            | -21            | -27           |
| 法人税等の支払額 (▲)                  | -6,829        | -6,738        | -6,142        | -4,761        | -7,872         | -7,225        | -6,380        | -6,416         | -3,703         | -6,287        |
| 損害賠償金の支払額 (▲)                 | -             | -             | -             | -             | -              | -             | 155           | -              | -              | -             |
| <b>営業活動によるキャッシュフロー</b>        | <b>12,849</b> | <b>15,319</b> | <b>13,168</b> | <b>17,250</b> | <b>9,242</b>   | <b>13,513</b> | <b>15,445</b> | <b>14,329</b>  | <b>16,097</b>  | <b>22,350</b> |
| 日経調整営業キャッシュフロー                | 12,849        | 15,319        | 13,168        | 17,250        | 9,242          | 13,513        | 15,445        | 14,329         | 16,097         | 22,350        |
| 定期預金の預入による支出 (▲)              | -             | -46           | -             | -             | -42,540        | -64,010       | -67,500       | -83,000        | -63,870        | -52,455       |
| 定期預金の払戻による収入                  | -             | -             | 44            | -             | 18,500         | 59,500        | 65,500        | 73,000         | 69,021         | 63,220        |
| 固定資産の取得による支出 (▲)              | -3,068        | -3,273        | -2,390        | -2,311        | -3,101         | -3,571        | -3,720        | -4,153         | -3,548         | -3,337        |
| 固定資産の取得による支出 (うち有形固定資産) (▲)   | -2,208        | -2,624        | -1,867        | -1,747        | -2,512         | -2,885        | -3,100        | -3,381         | -2,850         | -2,841        |
| 固定資産の取得による支出 (うち無形固定資産) (▲)   | -583          | -361          | -298          | -345          | -363           | -459          | -578          | -666           | -635           | -364          |
| 固定資産の取得による支出 (うち投資その他の資産) (▲) | -277          | -288          | -225          | -219          | -226           | -227          | -42           | -106           | -63            | -132          |
| 固定資産の売却による収入                  | 1,208         | 309           | 104           | 60            | 120            | 188           | 135           | 62             | 102            | 52            |
| 固定資産の売却による収入 (うち有形固定資産)       | 25            | 144           | 2             | 15            | 63             | 67            | 23            | 20             | 6              | 3             |
| 固定資産の売却による収入 (うち無形固定資産)       | 1,102         | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| 固定資産の売却による収入 (うち投資その他の資産)     | 81            | 165           | 102           | 45            | 57             | 121           | 112           | 42             | 96             | 49            |
| 有価証券の取得による支出 (▲)              | -18,482       | -26,989       | -36,989       | -39,989       | -16,495        | -             | -             | -              | -              | -             |
| 有価証券の売却による収入                  | 20,303        | 23,000        | 37,000        | 41,000        | 27,500         | 1,000         | 1,000         | -              | -              | -             |
| 投資有価証券の取得による支出 (▲)            | -1,630        | -1,084        | -6,083        | -1,248        | -14,696        | -338          | -21           | -23            | -18            | -1,064        |
| 投資有価証券の売却による収入                | 383           | 1             | 52            | 711           | 192            | 10            | 56            | 338            | 315            | 715           |
| 子会社・関係会社株式取得 (▲)              | -             | -             | -             | -979          | -              | -300          | -             | -              | -2,469         | -             |
| 子会社・関係会社株式売却                  | -             | 3,500         | -             | -             | 4,024          | 1,000         | -             | 2,961          | 19             | -             |
| 貸付金の増加による支出 (▲)               | -178          | -129          | -134          | -176          | -11            | -452          | -71           | -97            | -73            | -89           |
| 貸付金の回収による収入                   | 87            | 22            | 18            | 80            | 200            | 20            | 250           | 28             | 3              | 50            |
| 利息及び配当金の受取額                   | -             | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| その他の投資活動によるキャッシュフロー           | -4            | -10           | -1            | -74           | -296           | -4            | -170          | -49            | -              | -50           |
| <b>投資活動によるキャッシュフロー</b>        | <b>-1,381</b> | <b>-4,701</b> | <b>-8,378</b> | <b>-2,929</b> | <b>-26,605</b> | <b>-6,959</b> | <b>-4,540</b> | <b>-10,932</b> | <b>-519</b>    | <b>7,039</b>  |
| 日経調整投資キャッシュフロー                | -1,381        | -4,701        | -8,378        | -2,929        | -26,605        | -6,959        | -4,540        | -10,932        | -519           | 7,039         |
| 短期借入金による収入                    | -             | 1,236         | -             | -             | -              | 1             | 34            | 140            | 11             | -             |
| 短期借入金の返済による支出 (▲)             | -164          | -             | -1,673        | -30           | -              | -             | -             | -              | -              | -47           |
| リース債務の返済 (▲)                  | -714          | -675          | -601          | -462          | -371           | -286          | -149          | -94            | -52            | -56           |
| 長期借入金による収入                    | 206           | -             | -             | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| 長期借入金の返済による支出 (▲)             | -             | -             | -175          | -             | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| 自己株式の取得による支出 (▲)              | -1,675        | -1            | -             | -1            | -1             | -2            | -1,501        | -8,109         | -8,054         | -5,068        |
| 自己株式の処分による収入                  | 204           | -             | -             | -             | -              | -             | -             | 1,624          | 91             | 352           |
| 配当金の支払金額 (▲)                  | -2,303        | -2,374        | -2,703        | -2,785        | -3,357         | -3,521        | -3,552        | -3,837         | -3,919         | -4,343        |
| 非支配株主からの払い込みによる収入             | -             | -             | -             | -             | -              | -             | 13            | 76             | -              | -             |
| 非支配株主への配当金の支払額 (▲)            | -             | -             | -             | -12           | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| その他の財務活動によるキャッシュフロー           | -             | -             | -             | -             | 1              | -             | -             | -              | -              | -             |
| <b>財務活動によるキャッシュフロー</b>        | <b>-4,445</b> | <b>-1,815</b> | <b>-5,154</b> | <b>-3,292</b> | <b>-3,729</b>  | <b>-3,809</b> | <b>-5,155</b> | <b>-10,199</b> | <b>-11,922</b> | <b>-9,162</b> |
| 現金及び現金同等物に關する換算差額             | -372          | 6             | -295          | -154          | 578            | 831           | 751           | -167           | -760           | 137           |
| 現金及び現金同等物の増加額 (▲減)            | 6,649         | 8,810         | -660          | 10,874        | -20,513        | 3,576         | 6,500         | -6,971         | 2,894          | 20,365        |
| 現金及び現金同等物の期首残高                | 17,164        | 23,813        | 32,623        | 31,963        | 42,835         | 22,322        | 25,898        | 32,399         | 25,428         | 28,322        |
| その他の変更による影響額                  | -             | -             | -             | -1            | -              | -             | -             | -              | -              | -             |
| <b>現金及び現金同等物の期末残高</b>         | <b>23,813</b> | <b>32,623</b> | <b>31,963</b> | <b>42,835</b> | <b>22,322</b>  | <b>25,898</b> | <b>32,399</b> | <b>25,428</b>  | <b>28,322</b>  | <b>48,688</b> |