

|| 企業調査レポート ||

ダイナパック

3947 東証スタンダード市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2026年3月10日 (火)

執筆：客員アナリスト

佐藤 譲

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2025年12月期の業績概要	01
2. 2026年12月期の業績見通し	01
3. 成長戦略	01
4. 株主還元策	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革	03
2. 事業内容	04
3. 段ボール業界の構造と市場動向	06
4. 事業の特徴と強み	08
■ 業績動向	10
1. 2025年12月期の業績概要	10
2. 財務状況と経営指標	13
3. 2026年12月期業績見通し	14
■ 中期経営計画	15
1. 中期経営計画の概要	15
2. 成長戦略	16
3. キャッシュ・アロケーション	19
■ 株主還元策	20

■ 要約

M&A効果と生産性の向上により業績は過去最高を更新

ダイナパック<3947>は、2005年に大日本紙業(株)と日本ハイパック(株)が合併して誕生した段ボールメーカーで専業では国内2番手。M&Aに積極的で2024年3月にベトナムの軟包装材メーカー、Vietnam TKT Plastic Packaging Joint Stock Company (以下、TKT) を子会社化したのに続き、2025年8月には段ボールメーカーのHoang Hai Vietnam Packaging Joint Stock Company (以下、Hoang Hai) を子会社化し、海外事業の拡大に取り組んでいる(2025年12月期の海外売上比率は約23%)。

1. 2025年12月期の業績概要

2025年12月期の連結業績は、売上高で前期比7.3%増の67,083百万円、営業利益で同68.1%増の2,881百万円となり、売上高は5期連続の増収、営業利益は2期ぶりの増益に転じ、いずれも過去最高を更新した。売上高は国内事業が販売数量の増加(同0.5%増)や価格改定効果により同3.7%増と堅調に推移したことに加えて、海外事業もM&A効果により同21.1%増と大きく伸長した。利益面では、人件費や物流費等の増加があったものの、生産数量増による増益効果や価格改定効果に加えて、継続的な原価低減活動により生産性が向上したことも増益要因となり、営業利益率で4.3%と前期比1.6ポイント上昇した。直近10年間で見ると最高水準となった。

2. 2026年12月期の業績見通し

2026年12月期の連結業績は、売上高で前期比8.8%増の73,000百万円、営業利益で同7.6%増の3,100百万円と増収増益が続く見通し。売上高は前第4四半期から連結に加わったHoang Haiがフル寄与するほか、新規連結した丸中紙工(株)が上乘せ要因となる。国内既存事業についても前期に実施した価格改定効果により堅調な推移を見込む。一方、利益面では材料費上昇の影響を増収効果や原価低減に取り組むことで吸収し、増益を維持する見通し。なお、材料費の上昇分については価格転嫁すべく、顧客と交渉を進めていく予定だが、2026年に実施する値上げの効果については若干程度しか計画に織り込んでいない。

3. 成長戦略

2024年12月期からスタートした3ヶ年の中期経営計画では、「既存事業の強化」と「成長分野の取り込みと創出」を推進することで、2026年12月期に売上高700億円、営業利益30億円、ROE5%以上を目標に掲げていた。2025年12月期までの2年間の業績はおおむね順調に推移し、2026年12月期目標値の達成が射程圏内に入っている。2027年12月期以降も国内事業は生産性向上とM&Aによるシェア拡大により事業基盤をさらに強化し、成長性の高い海外事業を成長エンジンとしていく方針だ。

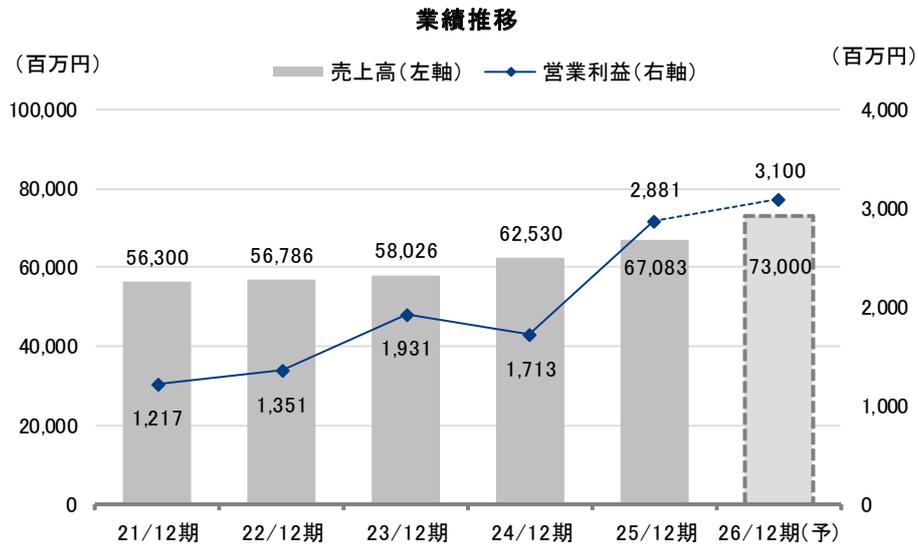
要約

4. 株主還元策

同社は安定配当を基本として、業績状況に見合った配当の実施を基本方針としている。2025年12月期の1株当たり配当金は前期比10.0円増配の80.0円と3期連続の増配を実施した。2026年12月期についても前期と同額の80.0円を予定している。

Key Points

- ・ 2025年12月期はM&A効果や生産性の向上等により過去最高業績を更新
- ・ 2026年12月期もM&A効果で増収、営業利益と経常利益で増益を見込む
- ・ M&A戦略や海外事業を成長エンジンとして収益拡大を目指す



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

2005年に大日本紙業と日本ハイパックの合併により誕生

1. 会社沿革

同社は2005年に食品業界向けを主力とする大日本紙業と、家電製品や機械など工業製品向けを主力とする日本ハイパックが合併して誕生した。2009年には両社の主力工場（大日本紙業の大府工場と日本ハイパックの名古屋工場）を閉鎖し、新たに国内最大拠点となるみよし事業所を開設した。その後も国内で段ボール業界の再編が進むなかで、2016年にクラウン紙工業（株）、2018年に旭段ボール（株）、2020年に（株）小倉紙器（現 駿河ダイナパック（株））、2022年に（株）城西及び城西パック（株）を相次いで子会社化していった。直近では2025年10月に丸中紙工の株式を取得し（出資比率100%、取得価額343百万円）、国内での事業基盤を拡大し続けている。丸中紙工については愛知県を地盤に、中小企業を主な顧客としており、2025年3月期の売上高で1,179百万円となる。近隣にある同社工場との連携強化を図ることでシナジー創出が見込めると判断し、双方の経営陣が協議のうえでグループ化した。

また、成長エンジンとなる新規市場の開拓を目的に東南アジア市場に積極的に展開している。2006年にベトナムのNEW TOYO DYNAPAC CO., LTD.（現 DYNAPAC (HANOI) CO., LTD.）に出資（2007年子会社化）したのを皮切りに、2014年にフィリピンでDYNAPAC PACKAGING TECHNOLOGY (PHILIPPINES) INC.、ベトナムでDYNAPAC (HAIPHONG) CO., LTD.を設立し事業拠点を拡充した。また、2019年にマレーシアのGRAND FORTUNE CORPORATION SDN.BHD.（現 DYNAPAC GF (MALAYSIA) SDN.BHD.）の株式を取得し連結子会社化したほか、2024年3月にベトナムで軟包装材メーカーのTKT（出資比率90.0%、取得価額3,249百万円）、2025年8月に段ボールメーカーのHoang Hai（出資比率80.0%、取得価額5,960百万円）を相次いで子会社化するなど、ベトナムでの事業展開を積極的に推進している。

2025年12月期末時点のグループ体制は同社及び連結子会社18社、持分法適用関連会社1社で構成され、連結従業員数2千名を超える。

会社概要

沿革

年月	項目
2005年 1月	大日本紙業(株)を存続会社として日本ハイパック(株)と合併し、商号をダイナパック(株)に変更
2005年 7月	大日本紙業土岐工場と(株)ユニオンパックの本社工場を経営統合(現 土岐ダイナパック(株))
2005年 7月	中国広東省深圳市に愛柏包装制品貿易(深圳)有限公司を設立(現 泰納包装制品貿易(深圳)有限公司、現連結子会社)
2006年 5月	ベトナムのNEW TOYO DYNAPAC CO., LTD.(現 DYNAPAC(HANOI)CO., LTD.)に出資
2007年12月	NEW TOYO DYNAPACに追加出資し、連結子会社化
2009年 5月	愛知県みよし市にダイナパックみよし事業所を設立、日本ハイパック名古屋工場を閉鎖し、みよし事業所に移転
2009年 7月	サン・パッケージ(株)と(株)パックスアイチを合併、商業を多治見ダイナパック(株)に変更
2009年 8月	大日本紙業大府工場を閉鎖し、みよし事業所に移転
2014年 6月	フィリピンにDYNAPAC PACKAGING TECHNOLOGY(PHILIPPINES)INC.を設立
2014年 8月	ベトナムにDYNAPAC(HAIPHONG)CO., LTD.を設立
2016年 7月	クラウン紙工業(株)の株式を取得し、連結子会社化
2018年 7月	旭段ホール(株)の株式を取得し、連結子会社化
2019年 4月	GRAND FORTUNE CORPORATION SDN.BHD.(現 DYNAPAC GF(MALAYSIA)SDN.BHD.)の株式を取得し、連結子会社化
2020年 1月	(株)小倉紙器(現 駿河ダイナパック(株))の株式を取得し、連結子会社化
2022年 1月	(株)城西および城西パック(株)の株式を取得し、連結子会社化(2024年7月に旭段ホールが吸収合併)
2022年 4月	東京証券取引所及び名古屋証券取引所の市場区分見直しにより、東京証券取引所市場第二部からスタンダード市場に、名古屋証券取引所市場第二部からメイン市場にそれぞれ移行
2024年 3月	Vietnam TKT Plastic Packaging Joint Stock Companyの株式を取得し、連結子会社化
2024年 7月	城西パックを旭段ホールへ吸収合併
2025年 8月	Hoang Haiを子会社化
2025年10月	丸中紙工(株)の株式を取得し、連結子会社化

出所：有価証券報告書、同社ホームページよりフィスコ作成

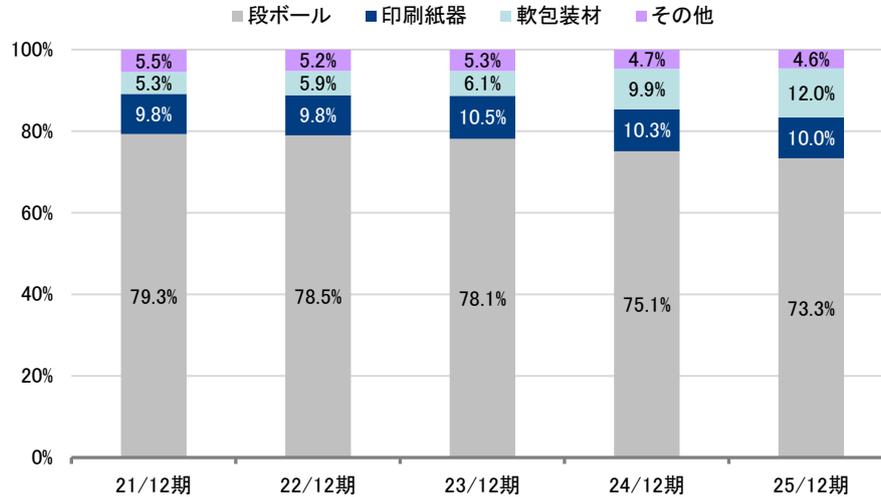
2. 事業内容

同社の事業セグメントは、包装材関連事業と不動産賃貸事業の2つの事業セグメントで開示しており、2025年12月期は包装材関連事業が売上高の99.5%、セグメント利益の90.1%を占める主力事業となっている。

2025年12月期の製品別売上構成比を見ると、段ボールが73.3%、印刷紙器が10.0%、軟包装材が12.0%、その他(不動産賃貸含む)が4.6%となっており、2021年12月期の水準と比較すると段ボールが6.0ポイント低下し、軟包装材が6.7ポイント上昇している。2024年に軟包装材メーカーのTKTを子会社化した効果が大きい。

会社概要

売上構成比



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

段ボールには段ボールシートと段ボールケースがある。大半は最終顧客に販売する段ボールケースで占めるが、段ボールケースメーカーに販売する段ボールシートも一部ある。印刷紙器とはお菓子のパッケージ（紙製）などが大半を占めており、デザインや設計力も問われる部門となる。軟包装材は主にペットボトルのラベルフィルムや食品のフィルム製パッケージなどがある。その他には、段ボールの空きスペースに詰める紙製の緩衝材のほか、化成品などが含まれる。

事業内容とグループ会社

区分	製品等	会社名	
段ボール部門	段ボールシート、段ボールケース	同社、土岐DP、宮城DP、宇都宮DP、沼津DP、神原段ボール、多治見DP、旭段ボール、駿河DP、泰納包装（蘇州）、DP (M)、DP (HANOI)、DP (HAIPHONG)、Hoang Hai、DP GF (MALAYSIA)、丸中紙工	
包装材 関連事業	印刷紙器部門	印刷紙器、美粧段ボール、紙トレイ、オフセット印刷物等	土岐DP、クラウン紙工業
	軟包装材部門	プラスチックフィルム、紙等のグラビア印刷物等	同社、TKT
	その他部門	紙製緩衝材、化成品等	同社
不動産賃貸事業	不動産の賃貸	同社	

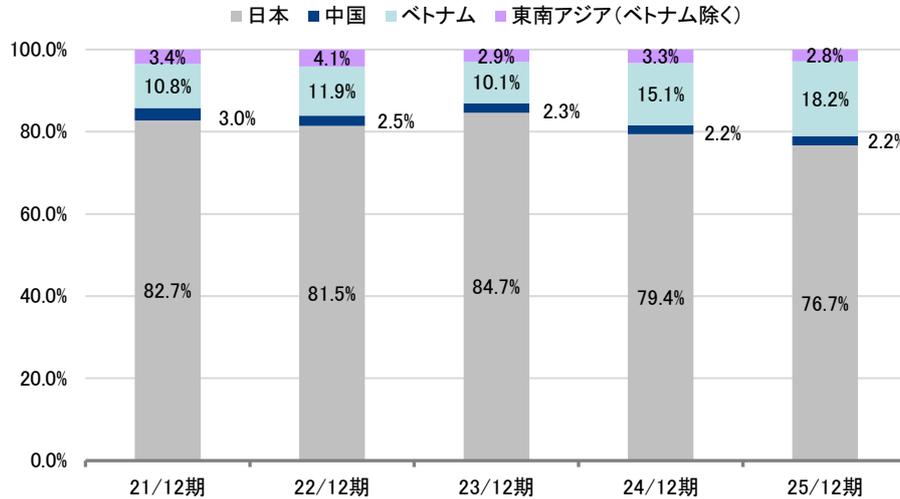
注：DP=ダイナパック

出所：有価証券報告書等よりフィスコ作成

2025年12月期の地域別売上構成比では、日本が76.7%、ベトナムが18.2%、東南アジア（ベトナム除く）が2.8%、中国が2.2%を占める。TKT、Hoang Haiの連結化によって、ベトナムの構成比が2023年12月期までの10%強の水準から2倍弱に上昇した点が特徴となっている。従前の海外売上高は現地日系企業を中心であったが、TKTやHoang Haiはローカル企業並びに東南アジア諸国企業などを顧客としており、グループで見れば日系企業以外の顧客比率が高まっている。

会社概要

地域別売上構成比



出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

段ボールの国内市場は成熟化、大手資本による集約化が進む

3. 段ボール業界の構造と市場動向

(1) 段ボールの製造工程

食料品や工業製品等を安全に配送するための包装材として幅広く利用されている段ボールは、ほぼ100%リサイクル可能なエコシステムが確立されており、回収率は95%以上となっている。段ボールとは古紙から原紙を作り、波型に成型した中芯の片面または両面にライナを貼り合わせたものを指す。製造工程を簡単に見ると、製紙工場で古紙から段ボール原紙を作り、段ボール工場にて段ボール原紙を貼り合わせて段ボールシートに加工し(貼合工程)、印刷や切れ込みを入れて段ボール箱に仕上げる(製箱工程、顧客には折りたたんだ状態で出荷)。同社は、段ボール原紙を大手製紙メーカーから仕入れて段ボールを製造しているが、製造量の2割弱程度は段ボールシートの状態で製箱メーカーに出荷している。

貼合工程では、3枚の段ボール原紙を貼り合わせる。まず「シングルフェーサ」という部分で、中芯を波型に成型して糊を付け、裏ライナと貼り合わせて片面段ボールを作り、その後に片面段ボールのもう一面に糊を付け、「ダブルフェーサ」で表ライナと貼り合わせる。そして「スリッタースコアラ」で罫線を入れ、所定の寸法に裁断し段ボールシートが完成する。貼合工程は設備集約型であるため、安定した稼働率を維持することが収益性にも大きく影響する。段ボールシートを製箱メーカーに出荷する理由の1つとして、貼合工程の設備稼働率の安定維持が挙げられる。

会社概要

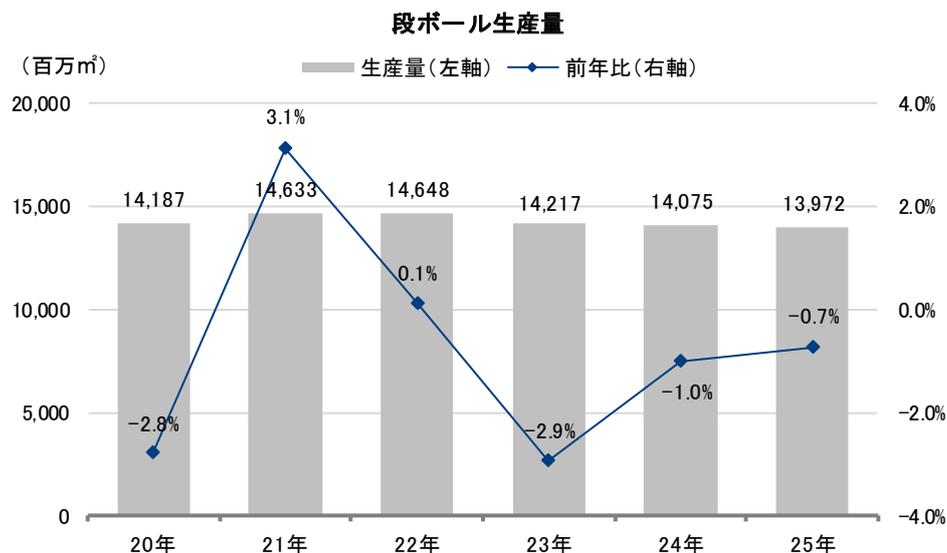
(2) 市場構造と業界ポジション

段ボールメーカーは国内で2,000社以上あり、特に中小企業が多い業界構造となっている。これは顧客の工場で毎日必要となる資材であり、物流費も考えると近隣に段ボール工場があることが望ましく、長らく地域密着型のビジネスモデルを維持できている要因となっている。ただ、物流インフラの整備が進んだことで段ボールメーカーの営業エリアが広がったこと、家電製品などの海外生産シフトによって国内の工業製品の生産量が2000年以降減少し、段ボールの国内需要が頭打ちとなってきたこと、さらには顧客企業から品質管理や環境対策などの要求事項が増え、これらに対応するためには一定の投資が必要になってきたことなどから、ここ数年は中小事業者が淘汰され大手資本の集約化が進む格好となっている。また、今後についても経営者の高齢化や人手不足の問題などもあり、集約化の流れが続くと見込まれる。

こうしたなか、段ボールの国内シェアは大手製紙メーカー2社（レンゴー<3941>、王子ホールディングス<3861>）のグループ会社で5割強を占めている。段ボール専業では、トーモク<3946>がトップで約8%、同社が約3%で2番手となっている。今後も大手資本の集約化が進むなかで、同社はM&Aによって市場シェアを拡大していく戦略だ。

(3) 市場動向

全国段ボール工業組合連合会が発表した統計資料によれば、2025年の国内段ボール生産量は前年比0.7%減の13,972百万m²と微減が続いた。業界別消費動向については、通販・宅配・引越用が同1.4%増と2年ぶりに増加に転じたほか、電気器具・機械器具用が同0.8%増、薬品・洗剤・化粧品用が同0.2%増、と堅調に推移した一方で、需要の5割強を占める食料品用が同0.8%減と低調に推移した。物価上昇で加工食品の買い控えが強まったほか、天候不順の影響による青果物の出荷低迷が影響した。



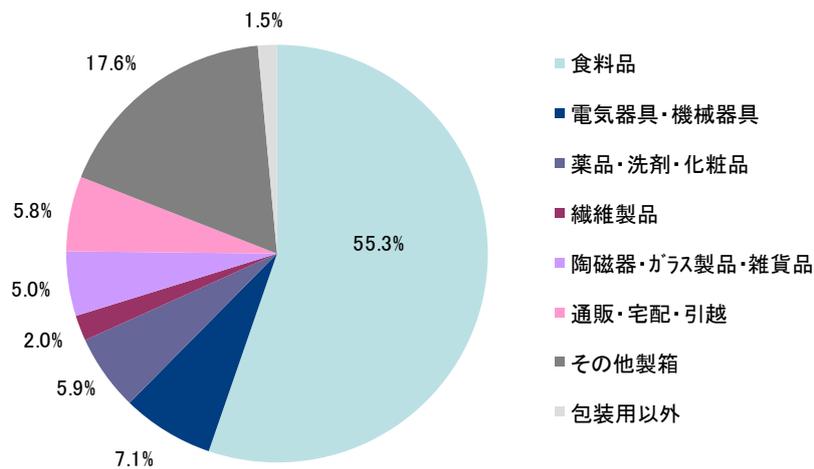
出所：全国段ボール工業組合連合会発表資料よりフィスコ作成

会社概要

国内の段ボール箱の需要はGDPと高い相関があったが、ここ最近ではGDPのなかでコト消費の影響が強まってきたため相関が薄れてきており、食料品や工業製品等の国内生産量や消費量との相関がより強まっている。ここ2～3年の為替の円安シフトにより、一部の工業製品の生産が国内に回帰するなどプラス材料があるものの、基本的には人口の増減が段ボール需要に影響を与えるものと考えられ、外国人居住者が増加傾向にあるとはいえ、中期的には前年比±2%程度と横ばい水準で推移する可能性が高いと弊社では見ている。

なお、2025年の段ボールの消費先別構成比を見ると、食料品が55.3%（飲料含む加工食品42.1%、青果物8.9%、その他食料品4.2%）と最も高く、次いで電気器具・機械器具が7.1%、薬品・洗剤・化粧品が5.9%、通販・宅配・引越が5.8%、陶磁器・ガラス製品・雑貨が5.0%、繊維製品が2.0%、家庭紙を含むその他製箱が17.6%と続く。5年前の2020年との主な変化を見ると、通販・宅配・引越が0.5ポイント上昇したのに対して、薬品・洗剤・化粧品や陶磁器・ガラス製品・雑貨用がそれぞれ0.3ポイント低下した。

消費先別構成比(2025年)



※段ボールシート販売除く
出所：全国段ボール工業組合連合会発表資料よりフィスコ作成

包装材の多様なニーズに国内外で対応可能な点が強み

4. 事業の特徴と強み

同社の事業の特徴について見ると、段ボールの業界別売上構成比では、業界平均と比べて電気器具・機械器具の構成比がやや高い点が挙げられる。また、加工食品分野では主要株主でもあるカゴメ<2811>が主要顧客となっている。

会社概要

その他にも同社は業界で初めて大型の段ボール専用デジタル印刷機を導入し(2016年)、段ボールを使った販促ツールの企画・制作を開始するなど新たな取り組みに積極的にチャレンジしている点も特徴と言える。デジタル印刷機の導入によって、高精細印刷、小ロット対応、短納期、バリエブル印刷(言語、デザインの違いなどの印刷分けが容易)、大判印刷などが可能となり、付加価値の向上につながっている。特に、小ロット・短納期対応が可能のため、新商品発売イベント関連ツールや展示会・イベントブースの什器などで実績を積み重ねており、業界での認知度も高く新たな商談獲得のためのドアノックツールとしての役割も担っている。

ギガプリンターによる販促ツールの一例



出所：同社ホームページより掲載



同社の強みは、第1に国内において中部エリアから東北エリアまでグループ会社もあわせて19の製造拠点を持つほか、海外でも東南アジア・中国あわせて8拠点を展開するなど国内外で事業基盤を確立している点が挙げられる。国内が低調だったとしても海外の成長を取り込むことで収益の拡大が可能である。

第2に、大口から中小ロット品まで対応可能な生産体制を構築している点が挙げられ、中小ロット品の受注獲得に際しては大手製紙メーカーグループに対する強みとなる。また、緩衝材の設計開発力の高さも強みとなる。家電製品等の工業用製品の段ボールでは配送時の衝撃を吸収するために緩衝材が用いられるが、いかに効率よく(材料費を少なく)衝撃を吸収する緩衝材を作れるかは、設計開発力にかかっている。同社は長年蓄積してきたノウハウをもとに効率の良い緩衝材の設計が可能であり、こうした点が家電メーカーなどから評価され、工業用製品向けの売上構成比が高い一因になっていると考えられる。

第3に、中小メーカーに対する強みとして、品質管理や環境対策など年々厳しくなる顧客要求に対応可能な経営体力を持つ点が挙げられる。品質管理面では、外観検査装置を製造ラインに実装することが求められているほか、食品メーカー向けでは防虫管理対策なども必須となる。また、環境対策への企業の意識が高まるなかで、温室効果ガス削減や資源リサイクルの取り組みを行っていること、FSC®認証※を取得していることなどを取引開始の必須要件とする企業が増加傾向にある。これらの体制を整備するには一定の投資が必要で、経営体力のない中小企業に対する優位点となる。

※ FSC®認証制度：森林の管理や伐採が、環境や地域社会に配慮されているかどうかを信頼できるシステムで評価認証し、その森林から生産された木材、木材製品(紙製品含む)に認証マークを付け、市場に流通させている制度。同社は認証を受けた原料を使用した包装資材を提供しており、国内のすべての事業拠点が認証されている。

第4に、同社グループは段ボールだけでなく印刷紙や軟包装材など様々な包装材を手掛けており、包装材に関する顧客の多様なニーズにワンストップで対応可能な点もほかの段ボール専門メーカーにはない強みと言える。

業績動向

2025年12月期はM&A効果や生産性の向上等により過去最高業績を更新

1. 2025年12月期の業績概要

2025年12月期の連結業績は、売上高で前期比7.3%増の67,083百万円、営業利益で同68.1%増の2,881百万円、経常利益で同44.1%増の3,557百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同6.6%増の3,178百万円となった。売上高は5期連続の増収、営業利益は2期ぶりの増益、経常利益は7期連続の増益となり、すべての項目で過去最高を更新した。また、2025年5月に期初計画から上方修正した会社計画に対してもおおむね計画どおりに着地した。ここ数年来、取り組んできた生産性向上の取り組みや製品価格改定効果により営業利益率は前期の2.7%から4.3%に上昇し、直近10年間では最高水準となった。

2025年12月期連結業績

(単位：百万円)

	24/12期		会社計画※1	25/12期			
	実績	対売上比		実績	対売上比	前期比	計画比
売上高	62,530	-	66,000	67,083	-	7.3%	1.6%
売上原価	50,684	81.0%	-	53,383	79.6%	5.3%	-
販管費	10,132	16.2%	-	10,817	16.1%	6.8%	-
営業利益	1,713	2.8%	2,900	2,881	4.3%	68.1%	-0.6%
経常利益	2,468	4.0%	3,400	3,557	5.3%	44.1%	4.6%
特別損益	1,979	-	-	1,397	-	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,982	4.8%	2,900	3,178	4.7%	6.6%	9.6%
EBITDA※2	3,960	6.3%	-	5,398	8.0%	36.3%	-

※1 2025年5月発表値

※2 EBITDA = 営業利益 + 減価償却費 + のれん償却額

出所：決算短信よりフィスコ作成

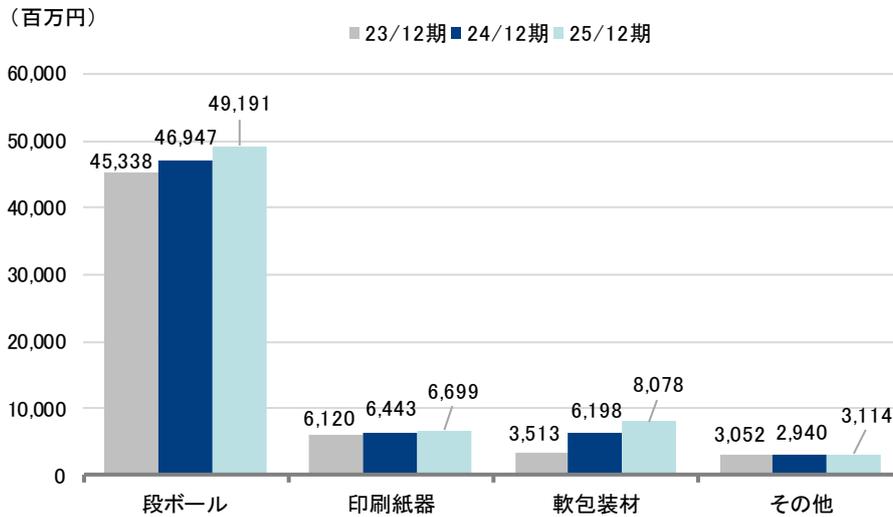
2025年の段ボール業界の国内生産量が前年比0.7%減(確報値)と若干減少するなかで、同社グループの国内販売量は前期比0.5%増と堅調に推移した。加工食品分野の販売数量が主要顧客向けを中心に前年を上回ったほか、衛生用紙や麺業界向けの販売量が堅調に推移した。麺業界向けについてはコメ不足が追い風となったようだ。また、人件費や物流費、資材価格の高騰に対応するため製品価格の改定に取り組んだ結果、国内事業の売上高は同3.7%増の51,469百万円となった。価格改定効果により3%程度の増収要因になったと見られる。

業績動向

一方、海外事業については2024年12月期第1四半期末から連結対象に加わったTKT※がフル寄与したことに加え、2025年12月期第4四半期から加わったHoang Hai※が寄与したこともあり、同21.1%増の15,614百万円と2ケタ成長が続いた。地域別ではTKT、Hoang Haiの寄与によりベトナムが同29.4%増の12,238百万円となり、中国も日系企業の顧客開拓が進んだことで同6.0%増の1,471百万円となった。ベトナムを除く東南アジアは、マレーシアの低迷が響いて同7.1%減の1,904百万円となった。

※ 子会社化前の売上規模は、TKTが30億円強、Hoang Haiが50億円強の水準であった。

部門別売上高



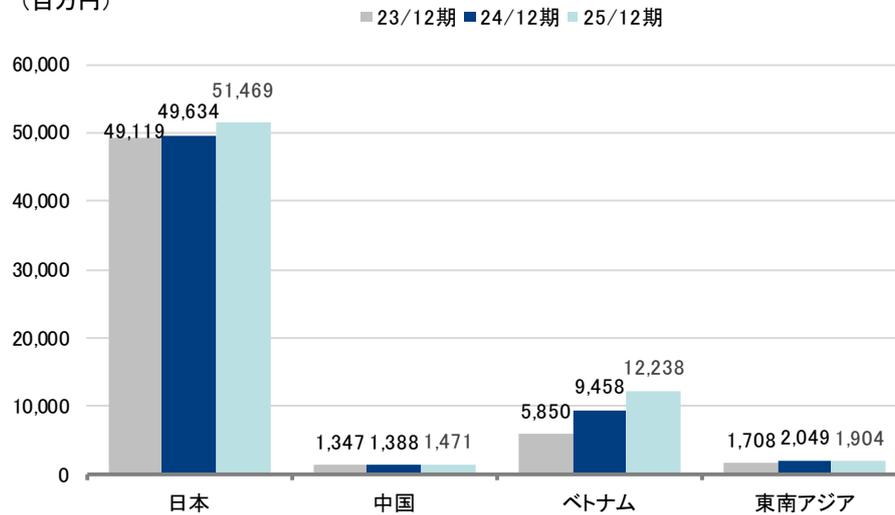
出所：決算短信よりフィスコ作成

部門別売上高では、段ボールが前期比4.8%増の49,191百万円、印刷紙器が同4.0%増の6,699百万円といずれも販売数量増や製品価格改定効果によって堅調に推移したほか、軟包装材がTKTのフル寄与により同30.3%増の8,078百万円と大きく伸長した。その他売上高も同5.9%増の3,114百万円となった。

業績動向

地域別売上高

(百万円)



出所：決算短信よりフィスコ作成

売上原価率は前期の81.0%から79.6%と1.4ポイント改善した。生産数量増加に伴う操業度効果や価格改定効果に加えて、各事業拠点で進めている設備効率化活動により時間当たり生産量が増加するなど生産性が向上したことが要因だ。設備効率化活動とは設備のトラブルや生産品目の変更による製造ラインの停止によって発生するロスを極力削減する取り組みのことで、設備の自主保全なども含めて10年来取り組んでいる活動となる。また、最も生産性の高い事業拠点をロールモデルとして、ほかの事業拠点にもそのノウハウを共有していく取り組みも推進している。時間当たり生産量が増加したことで、残業時間削減による労務費の抑制効果も出ている。

販管費率は前期の16.2%から16.1%と若干低下した。金額ベースでは685百万円の増加となったが、このうちのれん償却額がM&Aの実施により116百万円増加の306百万円となった。そのほか人件費や物流費が主な増加要因となったが、効率化を推進したことで対売上比率では横ばい水準となった。同社では間接部門においてもペーパーレス化や経費の節減に取り組んでおり、販管費率の改善に寄与した。

なお、特別利益として投資有価証券売却益1,719百万円を計上した一方で、特別損失として減損損失162百万円、投資有価証券評価損158百万円等を計上した。前期と比べて特別利益が減少したため、経常利益の増益率に対して当期純利益の増益率は小幅にとどまった。

事業セグメント別の業績では、主力の包装材関連事業が売上高で前期比7.0%増の70,460百万円、営業利益で同63.3%増の3,097百万円となり、不動産賃貸事業が売上高で同11.7%増の402百万円、営業利益で同13.2%増の338百万円となった。

M&A資金を借入金で充当し、自己資本比率は若干低下

2. 財務状況と経営指標

2025年12月期末の資産合計は前期末比8,069百万円増加の84,874百万円となった。Hoang Haiを第4四半期より連結化したことに加えて、丸中紙工の株式を2025年10月に取得し、期末より連結の範囲に含めたことが主な増加要因となった。主要項目別で見ると、流動資産では現金及び預金が1,178百万円、売上債権が1,216百万円、たな卸資産が784百万円それぞれ増加した。固定資産では投資有価証券の売却及び時価の下落によって投資有価証券が2,164百万円減少した一方で、新規に2社を連結化したことにより有形固定資産が伴い有形固定資産が4,020百万円、のれんが3,113百万円増加[※]した。

| [※] 新規連結時点ののれんは、Hoang Haiが3,078百万円、丸中紙工が234百万円。 |

負債合計は前期末比6,360百万円増加の37,034百万円となった。M&A資金を借入金で充当したことにより、有利子負債が3,693百万円増加したほか、新規2社を連結化したことにより仕入債務などの流動負債が増加した。純資産合計は同1,709百万円増加の47,840百万円となった。配当金支出700百万円、自己株式取得508百万円等の株主還元を実施した一方で、親会社株主に帰属する当期純利益3,178百万円を計上したことにより株主資本が1,982百万円増加したほか、Hoang Haiの連結化等により非支配株主持分が703百万円増加した。また、投資有価証券の売却や評価損を計上したものの、保有株式の時価上昇によりその他有価証券評価差額金は901百万円の減少にとどまり、期末時点で8,778百万円のプラスとなっている。

経営の安全性指標を見ると、自己資本比率は前期末の59.7%から55.2%に低下し、有利子負債比率が7.8%から15.6%に上昇するなど財務体質はやや悪化した。積極的なM&Aを実施したことで有利子負債残高が積み上がったことが主因だ。ただ、財務の健全性を懸念するほどの水準ではなく、今後も80億円を超える投資有価証券含み益を活用しながら、M&A戦略を推進し収益拡大を目指す方針に変わらない。収益性を見ると、ROAで4.4%、ROEで6.9%、営業利益率が4.3%といずれも上昇した。ROEは前期比0.2ポイント上昇したが、3つの構成要素に分解すると総資産回転率が0.79回、売上高当期純利益率が4.7%とそれぞれ横ばい水準だったのに対して、財務レバレッジが1.67倍から1.81倍に拡大しており、ROEの上昇に寄与した。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	22/12期末	23/12期末	24/12期末	25/12期末	増減額
流動資産	25,341	27,664	27,504	30,613	3,108
(現金及び預金)	4,478	6,243	3,921	5,100	1,178
(売上債権)	16,947	17,566	18,612	19,828	1,216
(たな卸資産)	3,352	3,162	3,739	4,523	784
固定資産	42,707	45,362	49,300	54,261	4,961
(のれん)	367	306	1,830	4,943	3,113
資産合計	68,049	73,026	76,805	84,874	8,069
流動負債	20,291	23,115	23,727	30,118	6,390
(仕入債務)	15,375	16,482	15,365	16,259	894
固定負債	7,101	7,001	6,945	6,915	-30
負債合計	27,392	30,117	30,673	37,034	6,360
(有利子負債)	1,454	1,376	3,566	7,259	3,693
純資産合計	40,657	42,909	46,131	47,840	1,709

出所：決算短信よりフィスコ作成

2026年12月期もM&A効果で増収、営業利益と経常利益で増益見込む

3. 2026年12月期業績見通し

2026年12月期の連結業績は、売上高で前期比8.8%増の73,000百万円、営業利益で同7.6%増の3,100百万円、経常利益で同1.2%増の3,600百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同21.3%減の2,500百万円となる見通し。当期は2024年12月期からスタートした中期経営計画の最終年度となり、当初目標値(売上高700億円、営業利益30億円)を上回る業績を目指す。

2026年12月期業績見通し

(単位：百万円)

	25/12期		26/12期				
	通期実績	対売上比	中間期計画	前年同期比	会社計画 ^{※1}	対売上比	前期比 ^{※2}
売上高	67,083	-	35,000	10.8%	73,000	-	8.8%
営業利益	2,881	4.3%	1,300	-8.3%	3,100	4.2%	7.6%
経常利益	3,557	5.3%	1,700	-5.6%	3,600	4.9%	1.2%
特別損益	1,397	-	-	-	-	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,178	4.7%	1,100	-37.6%	2,500	3.4%	-21.3%
1株当たり当期純利益 (円)	320.18		112.81		256.39		

※1 2026年2月発表値

※2 前期比増減率は、企業結合に係る暫定的な会計処理の確定に伴い遡及修正が行われたため、遡及修正後の数値と比較して記載

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

売上高については、前第4四半期より連結化したHoang Haiが通年でフル寄与することや丸中紙工を新たに連結化することが増収要因となる。また、既存事業についても国内は新規顧客開拓効果により販売数量で微増となり、前期に実施した製品価格改定の効果が通年で寄与することで売上高は堅調な伸びを見込む。海外事業についても、TKTや中国子会社で増収が続くほか、前期に低迷した東南アジアも微増収を想定している。

利益面では、段ボール原紙メーカーが2026年に入って10%程度の値上げを実施するなど、材料価格の上昇が見込まれるが、増収効果や生産性の向上で吸収し増益を確保する見通しだ。また、材料費の値上げ分に関しては製品価格に転嫁すべく顧客との価格交渉を開始しているが、業績計画には若干程度しか織り込んでいない。

営業外収支は前期比で約2億円悪化する計画だが、前期に計上した為替差益213百万円が無くなることを前提としている。また、親会社株主に帰属する当期純利益については、現時点で特別利益を見込んでいないため減益計画となっているが、投資有価証券の売却について状況に応じて検討していく方針であることから、その動向次第で上振れする可能性もある。

なお、中間期の業績はM&A効果により売上高で前年同期比10.8%増の35,000百万円と2ケタ成長を見込む一方で、材料価格上昇の影響により営業利益は同8.3%減の1,300百万円と減益で計画しており、下期から増益に転じる見通しだ。下期については前下期に計上したM&Aに係るアドバイザー費用が無くなることも増益要因となる。

■ 中期経営計画

中期経営計画は順調に進捗、 経営数値目標はほぼすべて達成する見通し

1. 中期経営計画の概要

同社はグループの2030年度の「ありたい姿」として、1) 国内・海外ともに拠点近隣に根差した「特色ある事業力」を武器として、市場で存在感を示すこと、2) 価値を生む仕事に喜びを感じ、使命感を持つ仲間が国地域・性別・人種を超えて活躍すること、3) 高能率により高収益を計上し、高賃金を実現することの3点を掲げ、これらを実現していくための成長戦略を策定し、2024年12月期から2026年12月期までの3ヶ年の中期経営計画として発表した(2024年2月発表)。

積極的な成長投資(M&Aなど)により、事業基盤の強化と収益拡大を図るとともに、収益力に応じた株主還元施策(増配や自己株式取得など)によって企業価値向上を図ることを骨子とし、経営数値目標として売上高700億円、営業利益30億円、営業利益率4.3%、ROE5.0%以上を掲げた。2025年12月期までの業績進捗状況は売上高で当初計画を上回るペースで推移し、営業利益もおおむね順調に拡大している。2026年12月期は既述のとおり売上高、営業利益ともに当初の目標値を上回る計画を立てており、ROEについても業績が計画どおりに着地すれば目標とする5.0%以上を達成する見通しだ。なお、M&Aについては今後もシナジーが見込める案件であれば、国内外問わず前向きに検討していく方針に変わりない。

中期経営計画

中期経営数値目標

(単位：百万円)

	24/12期		25/12期		26/12期		年平均成長率※
	期初計画	実績	期初計画	実績	当初目標	期初計画	
売上高	62,000	62,530	65,000	67,083	70,000	73,000	8.0%
営業利益	2,100	1,713	2,700	2,881	3,000	3,100	17.1%
営業利益率	3.4%	2.7%	4.2%	4.3%	4.3%	4.2%	
ROE	-	6.7%	-	6.9%	5.0%以上		

※ 3ヶ年の年平均成長率

出所：決算短信、中期経営計画発表資料よりフィスコ作成

M&A戦略や海外事業を成長エンジンとして収益拡大を目指す

2. 成長戦略

中期経営計画では、「現在の深化と未来の創造」をテーマに「既存事業の強化」と「成長分野の取り込みと創出」の2つを成長戦略として取り組んでいる。

(1) 既存事業の強化

主力事業である段ボール事業では収益力強化を図るべく、以下の4点を重点施策として各拠点で四半期ごとに改善提案も行いながら収益力の強化に取り組んでいる。

a) 適正生産量で利益最大化を実現する商品・顧客ポートフォリオへの組替え

人手不足や残業時間が制限されるなかで、生産性をいかに向上し、時間当たり収益を最大化できるかを、各事業所にて議論を進めている。同社グループの事業所では、段ボールシートと段ボールケースの2つの製品形態で状況に応じて生産・出荷している。粗利率は段ボールケースよりも段ボールシートが低くなるため、段ボールケースの構成比を高めていくことが最善ではあるが、貼合工程の稼働率維持を考えると一定割合は段ボールシートも生産する必要がある。このため、この比率を最適化していくことで粗利率の改善に取り組んでいる。

次のステップとして顧客ポートフォリオの見直しを計画している。大量ロットを発注する顧客に対しては1ケース当たりの粗利額が低くても、数量増効果により生産性が向上し、利益額としては大きくなる。一方で、小ロットのユーザーについては1ケース当たり高い粗利額が取れるものの、生産性という面では低くなるため、これらのバランスの最適化や適正価格での販売に取り組み、利益の最大化を目指す。

b) 原価分析から弱点を明確にし、原価率低減に直結する改善活動

売上原価に占める費用としては材料費が最も高いが、量産時に製造ラインが止まることでロスが発生するケースがあり、これを改善していくことで原価率の低減を図る。設備機械の老朽化や電気系統のトラブルのほか、段ボール原紙の質の変化によってもラインが停止してしまうことがある。ラインが停止すれば投入中の原材料がすべて廃棄処分となるほか、稼働を再開するために必要となる人員のコストもかかるため、トラブル発生等による一時停止の発生頻度を少なくすることで原価率や労務費率の改善につなげていく。また、設備トラブル以外でも注文ロット数が少ないと、印刷工程などで機械設備を止める回数が増え生産性が低下する要因となるため、これらの改善を進めていく。こうした取り組みにより製造ライン当たりの人員数を最適化することで、自然減による人員補充も不要となる。

c) 物流クライシス2024への対応

物流の2024年問題によって物流コストが上昇しており、物流効率の向上を図ることも重要課題となっている。物流コストの増加分については、顧客にも値上げ交渉を進めることで対応し、売上比率で6%程度の水準にとどめているが、さらなる効率化を図るため複数の取り組みを進めている。

具体的には、トラックの積載効率を高めるための配送頻度の見直し(毎日配送から隔日配送)や、納品時間の変更(朝一番とする顧客が多いが、待ち時間短縮のため昼間の時間などに分散してもらう)などの交渉を顧客と行っている。そのほか、危険作業(リフトで2階まで運搬する作業)の排除や、原材料の配送に帰便のトラックを活用するなど配送ルートを工夫することでコスト低減に取り組んでいる。

現在、こうした取り組みは各事業拠点で担当者を配置し管理してきたが、属人的になりがちで拠点間で取り組み状況にバラつきが生じていた。こうした課題を解消すべく2025年4月に物流部を新設し、グループ全体の物流を一元管理することで効率アップを図ることにした。同年秋には新物流システムを導入し、本格運用もスタートしている。同システムの稼働によって各事業拠点の物流状況の一元管理が可能となり、トラックの積載効率や待ち時間、回転率など各種指標を可視化し、改善することでグループ全体の物流効率向上に取り組んでいく。

d) サステナビリティ経営の推進

温室効果ガスの削減など環境に配慮した事業運営を行うとともに、働きやすい職場環境づくりに取り組むことで社員のエンゲージメントを高め、生産性向上につなげていく。

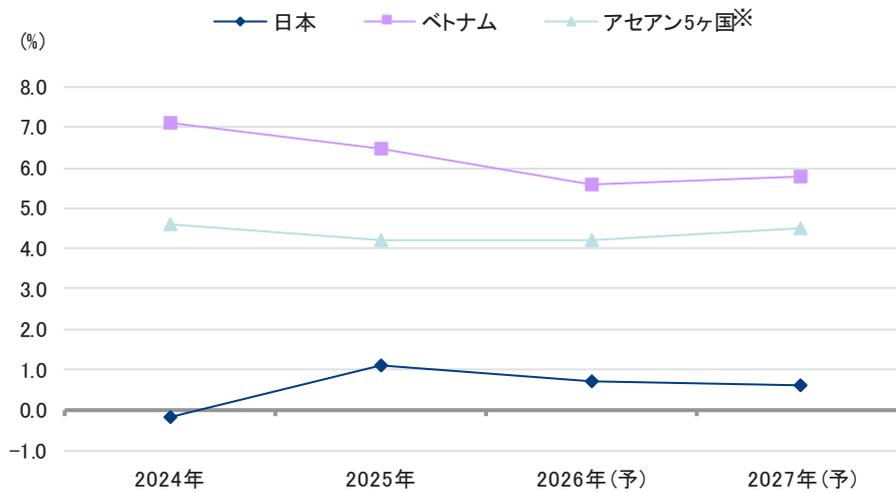
(2) 成長分野の取り込みと創出

自社が保有しない経営資源をM&Aなどで取り込むことで成長を加速していく。M&Aの対象として、国内では段ボール業界における中小企業の淘汰が続くことから、シナジーが期待できる案件を中心に精査してグループ化を進めながらシェア拡大を図っていく方針だ。

中期経営計画

一方、海外では経済成長率の高い東南アジアで拠点を拡大すべく、ローカル企業も含めてM&Aを引き続き検討していく。特にベトナムに関してはGDP成長率予測が2026年以降も5%台とほかのアセアン5ヶ国が4%台で推移するなか高い成長率が見込まれており、M&Aだけでなく既存子会社の能力増強も含めて積極的に事業展開し、今後の成長エンジンとしていく戦略だ。Hoang Haiの段ボール製造工場については、同社の国内工場と比べて生産性がまだ低く、工場のオペレーションノウハウを移植することで生産性を高め、さらなる収益拡大を目指していく。

実質GDP成長率



※ アセアン5ヶ国：インドネシア、タイ、フィリピン、マレーシア、シンガポール
出所：IMF予測（2026年1月発表値）よりフィスコ作成

新規事業としては、デジタル印刷による段ボールを使ったSP（セールスプロモーション）事業を育成するほか、既存事業を補完する新規事業の立ち上げについても2027年12月期からスタートする新中期経営計画で推進していくものと考えられる。

(3) その他の施策

2つの成長戦略を支える項目として、開発設計力の強化、人的資本の充実、業務革新&生産革新にも取り組んでいる。

a) 開発設計力の強化

開発設計力の強化に向けて、人人体制の拡充を進めている。環境対策として3R（リデュース・リユース・リサイクル）+C（コンポスト※）や、脱プラスチックを促進するサステナブル包装の開発を強化しているほか、社会構造の変化（高齢化、労働人口減少等）に対応して、高齢者にも使いやすいような包装設計や、包装工数の減少によって包装作業の人員削減に資する包装設計にも注力している。そのほか、デジタル印刷技術を用いて顧客の商品価値を高める包装・デザインを強化することで、顧客価値の創造や新規需要の創造に取り組んでいる。

※ 有機物を分解して肥料にするためのプロセス。

b) 人的資本の充実

社員のやる気と成長が会社発展の礎になるとの考えのもと、働き方改革やエンゲージメントの向上、安全で快適な職場環境の整備、ダイバーシティ&インクルージョンを推進している。

c) 業務革新&生産革新

「設備効率化活動」「2SX活動」「標準化」の3本柱で業務革新と生産革新に今後も継続的に取り組むほか、基幹システムの刷新や生産のDX推進、並びにデジタル印刷機を活用した生産革新により、「見える・繋がる・止まらない」「省人化・無人化」を推進し、収益力のさらなる強化を図っていく。

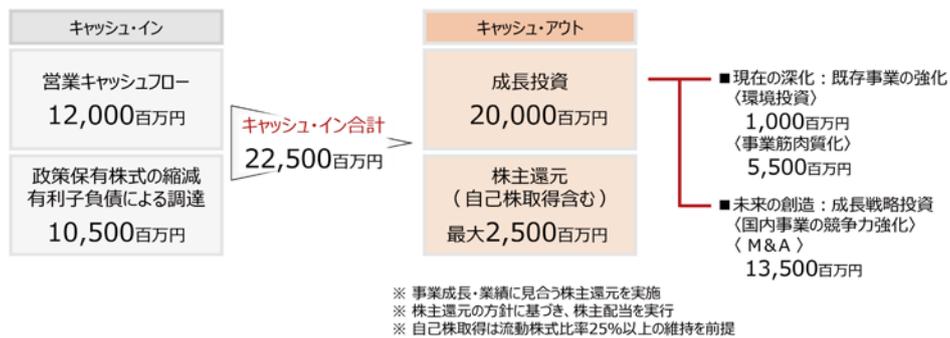
3年間で成長投資に200億円、株主還元にも25億円を配分する計画

3. キャッシュ・アロケーション

2026年12月期までの3年間累計のキャッシュ・アロケーションの考え方として、キャッシュ・インについては営業キャッシュ・フロー120億円と政策保有株式の縮減及び有利子負債の調達で105億円の合計225億円を見込み、キャッシュ・アウトとして成長投資に200億円、株主還元(自己株式取得を含む)に最大25億円を充当する計画である。成長投資のうち既存事業強化のための投資として65億円、M&Aなどの成長戦略投資として135億円を見込んでいる。政策保有株式を縮減し、成長投資に活用することでROEの向上にもつなげていく。

これまでの進捗状況からすると、キャッシュ・イン、キャッシュ・アウトともにおおむね計画どおりに推移する見通しだ。ROEの水準についてはまだ上場企業平均(2024年度の製造業平均で約9%)と比較すると低い水準にあることから、今後も資本効率の改善に向けた施策を継続し、ROEの向上を目指していくものと予想される。

キャッシュ・アロケーション (2024年12月期~2026年12月期)

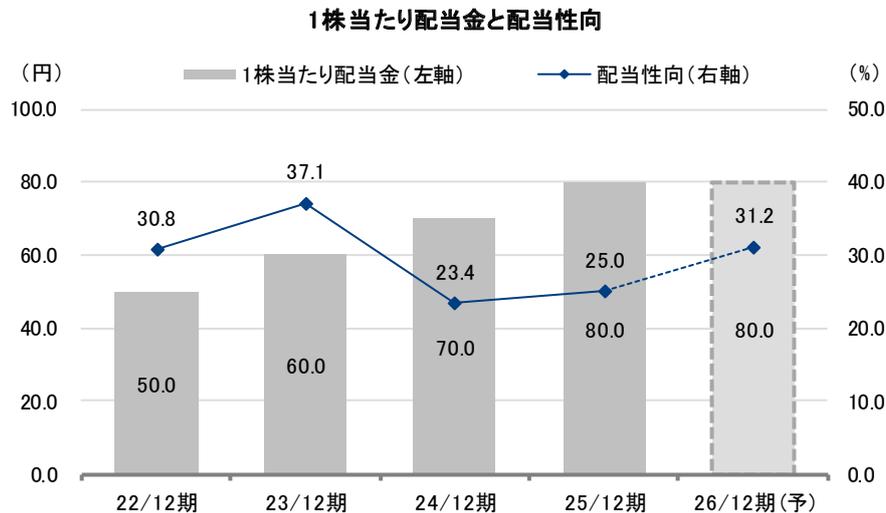


出所：中期経営計画資料より掲載

株主還元策

2026年12月期の1株当たり配当金は80.0円を予定

同社は株主還元方針として、今後の長期・安定的な事業展開に備え、企業体質強化のために内部留保を高めつつ、株主に対して安定的かつ継続的な利益還元を行うことを基本方針としている。また、既述のとおり2026年12月期までの3期間累計で最大25億円の株主還元(自己株式取得を含む)を行う方針を明らかにしており、2025年12月期の1株当たり配当金は前期比10.0円増配の80.0円(配当性向25.0%)と3期連続の増配を実施し、2026年12月期も同額の80.0円(同31.2%)を予定している。3年間累計の配当金支出額は約22億円となる見込みで、2025年に実施した自己株式取得と合わせると総還元額は約27億円となる見込みだ。



出所：決算短信よりフィスコ作成

重要事項 (ディスクレマー)

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受け、企業から報酬を受け取って作成されています。本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかなを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは強く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062東京都港区南青山5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443 (IRコンサルティング事業本部)

メールアドレス：support@fisco.co.jp