

## Q3 決算：契約施設数増加と高付加価値サービス浸透で 17 期連続増収の流れが継続

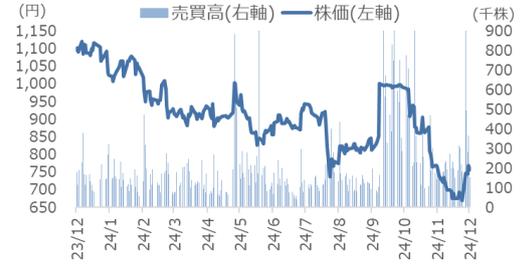
24/12期 Q3 決算は、売上高 348 億円（前年同期比 14.5%増）、売上総利益 80 億円（同 11.5%増）、営業利益 27 億円（同 0.2%増）、当期純利益 18 億円（同 3.0%減）となった。17 期連続増収の流れが継続した一方で、ベトナムでの M&A 関連費用やエムスリーによる TOB 関連費用計上により、経常利益以下は減益となった。

22/12 期の下半期以降、売上総利益率以下の各利益率は見かけ上低下傾向にあるが、これはオリジナル患者衣「リフテ」の導入が本格化したことによる。リフテは導入時に調達コストを一括計上してその後レンタル料で数年かけて回収する事業形態のため、導入時に売上原価が膨張して利益へのマイナス影響が大きく出る。決算説明資料の複数の記載に基づき、1 施設当たりの導入費用を約 5 百万円と設定して営業利益にリフテ導入費用を足し戻した利益を計算すると、現在も利益率は概ね安定的に推移している、という結果となる。

売上高成長は契約施設数増加に連動し、直近は関越エリアが増加をけん引している。今期は福島支店を開業するとともに南九州支店を拡大移転する計画で、東北エリアと九州沖縄エリアの営業力をさらに強化する戦略である。また、CS セット R・LC、リフテといった高付加価値サービスの浸透も、売上高と利益の押し上げにつながっている。

コロナ禍前に 40 倍台だったエランの PER はコロナ禍による需要増で 60 倍を超える水準を付けた後、コロナ禍収束で低下が続いて現在は 17 倍近辺である。コロナ禍前より利益は増加しており ROE も配当性向も高いことに鑑みると割安感が強い。主要同業と比較すると、エランは Cintas (ROE40.3%, PER55.2 倍) に次ぐ ROE の高さだが UniFirst (ROE7.1%, PER25.6 倍) のほうが PER は高く、この点にも割安感がある。また、リフテの収益寄与が先行費用をカバーして顕在化すれば株価上昇につながるだろう。

### 株価・出来高 (過去 1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価(12/13)	757
年初来高値(1/3)	1,105
年初来安値(12/5)	669
上場来高値(14/11/11)	4,350
上場来安値(24/12/5)	669
発行済株式数(百万株)	60.6
時価総額(十億円)	45.8
EV(十億円)	42.1
自己資本比率(実績、%)	59.3
ROE (23/12、%)	25.4
PBR (LTM 実績、倍)	16.6
PER (24/12 会予、倍)	20.0
PBR (23/12 実績、倍)	6.2
配当利回り (24/12 会予、%)	1.4

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 日本基準

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)
23/12Q3累計	30,426	13.7	2,726	6.4	2,742	6.3	1,888	7.1	31.2	-
<b>24/12Q3累計</b>	<b>34,847</b>	<b>14.5</b>	<b>2,731</b>	<b>0.2</b>	<b>2,697</b>	<b>-1.6</b>	<b>1,832</b>	<b>-3.0</b>	<b>30.3</b>	-
20/12	26,056	21.1	2,068	38.6	2,148	43.1	1,446	46.1	23.9	14.0
21/12	31,636	21.4	2,799	35.3	2,819	31.2	1,906	31.8	31.5	9.0
22/12	36,265	14.6	3,391	21.2	3,412	21.0	2,083	9.3	34.5	11.0
23/12	41,426	14.2	3,665	8.1	3,682	7.9	2,519	20.9	41.7	13.0
24/12 会社予想	50,000	20.7	4,200	14.6	4,230	14.9	2,850	13.1	47.1	14.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 1. 24/12 期 Q3 の業績は順調に拡大

### CS セットの新規施設獲得・利用者数の増加等で増収増益

エランの 24/12 期第 3 四半期連結累計期間の業績は、売上高 34,847 百万円（前年同期比 +14.5%）、売上総利益 7,991 百万円（同+11.5%）、営業利益 2,731 百万円（同+0.2%）、経常利益 2,697 百万円（同-1.6%）、当期純利益 1,832 百万円（同-3.0%）となった。増収の要因は、CS セットの新規施設獲得・利用者数の増加・仕入価格高騰分の価格転嫁等による。経常利益以下減益の要因は、ベトナムでの M&A 関連費用やエムスリーによる TOB 関連費用の計上である。

### ベトナムでの M&A 関連費用や従業員昇給によって営業利益率は低下

リフテを 108 施設に導入した分についての原価計上で売上総利益率は低下。加えて、ベトナムでの M&A 関連費用や従業員の昇給等によって販管費が増加したこともあり、営業利益率も低下した。

### CS セット導入施設数は 2,503 に

第 3 四半期連結累計期間の新規契約の施設数は 249 施設、解約施設数は 66 施設となり、当第 3 四半期連結会計期間末の CS セット導入施設数は、前連結会計年度末より 183 施設増加して 2,503 施設となった。

図表 1. エランの 24/12 期 Q3 期決算要約

(百万円)	23/12Q3累計	24/12Q3累計	前年同期比	進捗率	24/12会社予想	前期比
	計	(A)		(A)/(B)	(B)	
売上高	30,426	<b>34,847</b>	14.5%	69.7%	50,000	20.7%
売上総利益	7,170	<b>7,991</b>	11.5%	-	-	-
リフテ導入費用（推計）	135	<b>540</b>	300.0%	-	-	-
リフテ費用戻し売上総利益（推計）	7,305	<b>8,531</b>	16.8%	-	-	-
販管費	4,443	<b>5,259</b>	18.4%	-	-	-
営業利益	2,726	<b>2,731</b>	0.2%	65.0%	4,200	14.6%
経常利益	2,742	<b>2,697</b>	-1.6%	63.8%	4,230	14.9%
当期純利益	1,888	<b>1,832</b>	-3.0%	64.3%	2,850	13.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### リフテ導入費用計上によって利益実態が把握しにくくなっている

売上総利益率低下の要因とされているリフテ導入費用は、導入時にリフテの調達コストが一括で計上され、そのコストと利益を、リフテのレンタル料によって回収していく性質のものである。したがって、導入時の利益へのマイナス影響が大きく、エランの利益実態が把握しにくくなる面がある。実際、リフテ導入開始以後は見かけ上、売上総利益率と営業利益率が低下している。

図表 2. オリジナル患者衣「リフテ」

※Netflix 独占配信ドラマ「さよならのつづき」への衣装提供も実施



出所：会社資料

**1 施設当たりのリフテ導入費用は施設規模によって異なり、約 3 百万円～約 7 百万円程度と推計される**

**リフテ導入費用を足し戻した営業利益の成長率は現在も売上高成長率を上回っていると推測**

Q2 の決算説明資料において、リフテ導入見込みは 100 施設だったところ、実際は 65 施設にとどまったため、営業利益は予想を 250 百万円上振れて着地した、旨の記載がある。この記載から 35 施設分の導入費用が 250 百万円と判断すると、1 施設当たりの導入費用は約 7 百万円という計算となる。他方、Q3 の決算説明資料において売上総利益率が前年同期比 0.7%低下した要因はリフテ導入費用とあり、ここから計算すると 1 施設当たりの導入費用は約 3 百万円（81 施設分の導入費用が 221 百万円）となる。施設規模の違いによって生じる変動と考えられる。

22/12 期 Q3 以降の各四半期のリフテ導入施設数は決算説明資料から取得可能であり、各四半期のリフテ導入費用が推計できる（1 施設当たりのリフテ導入費用は便宜上、約 5 百万円と設定）。この推計値を各四半期の営業利益に単純合算すると結果は下表の通りとなり、リフテ導入費用を足し戻した売上総利益率及び営業利益率は現在も概ねリフテ導入前と同水準で推移していると推測できる。

図表 3. 売上高・売上総利益・営業利益・リフテ導入費用（推計）・リフテ費用戻し営業利益（推計）の推移（3ヶ月毎）

(百万円)	22/12				23/12				24/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	8,793	8,811	9,162	9,499	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002
(前年同期比)	17%	15%	14%	14%	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%
売上総利益	2,270	2,185	2,200	2,372	2,390	2,322	2,458	2,581	2,821	2,551	2,619
(売上総利益率)	<b>26%</b>	<b>25%</b>	24%	25%	24%	23%	23%	23%	25%	22%	22%
営業利益	914	800	848	829	992	809	925	939	1,059	872	800
(営業利益率)	<b>10%</b>	<b>9%</b>	9%	9%	10%	8%	9%	9%	9%	8%	7%
リフテ導入施設数（累積）	-	5	7	8	12	27	35	52	74	117	160
リフテ導入施設数	-	-	2	1	4	15	8	17	22	43	43
リフテ導入費用（推計）	-	-	10	5	20	75	40	85	110	215	215
リフテ費用戻し売上総利益	-	-	2,210	2,377	2,410	2,397	2,498	2,666	2,931	2,766	2,834
(リフテ費用戻し売上総利益率)	-	-	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>23%</b>	<b>24%</b>	<b>26%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>
リフテ費用戻し営業利益	-	-	858	834	1,012	884	965	1,024	1,169	1,087	1,015
(リフテ費用戻し営業利益率)	-	-	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 売上高成長率は利用者数成長率と連動も、最近では単価上昇が重要性を増しつつある

エランの売上高成長率（前年同期比）を構成する要素である利用者数変化率と一人当たり単価変化率を見ると、利用者数変化率が概ね売上高成長率と連動しており、利用者数変化率が主たる要素であることがわかる。他方、23/12期Q4以降は一人当たり単価変化率が上昇傾向を示し始めており、売上高成長率の構成要素として重要性を増しつつある。

図表 4. 売上高・利用者数・単価の前年同期比推移（3ヶ月毎）

前年同期比変化率	22/12				23/12				24/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	17%	15%	14%	14%	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%
利用者数	17%	16%	13%	11%	11%	10%	14%	12%	11%	10%	6%
一人当たり単価	-4%	-4%	-1%	1%	0%	1%	0%	2%	4%	3%	5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 利用者数変化率は契約施設数変化率との連動が強い

利用者数変化率と契約施設数変化率及び1施設当たり利用者数変化率の関係を比較すると、契約施設数変化率は利用者数変化率とほぼ連動している一方、1施設当たり利用者数変化率との連動は相対的に小さい。したがって、利用者数変化率の動向を追っていく上では、契約施設数を追っていくことが重要であると言える。

図表 5.利用者数・契約施設数・1施設当たり利用者数の前年同期比推移（3ヶ月毎）

前年同期比変化率	22/12				23/12				24/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
利用者数	17%	16%	13%	11%	11%	10%	14%	12%	11%	10%	6%
契約施設数	13%	12%	12%	12%	11%	10%	10%	11%	12%	11%	11%
1施設当たり利用者数	6%	6%	1%	-1%	1%	0%	4%	1%	-1%	-1%	-4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 関越エリアを中心に施設数が増加

Q3時点での契約施設数増減を22/12期～23/12期と23/12期～24/12期で比較すると、232施設増加（前年同期比+10%）から266施設増加（同+11%）へと、増加数・増加率ともに上昇した。地域別では関越エリアが44施設増加から62施設増加へと大きく増加幅を拡大し、全体の拡大をけん引した。他方、中四国エリアと九州沖縄エリアは鈍化傾向にある。

図表 6.契約施設数のエリア別推移（3ヶ月毎）

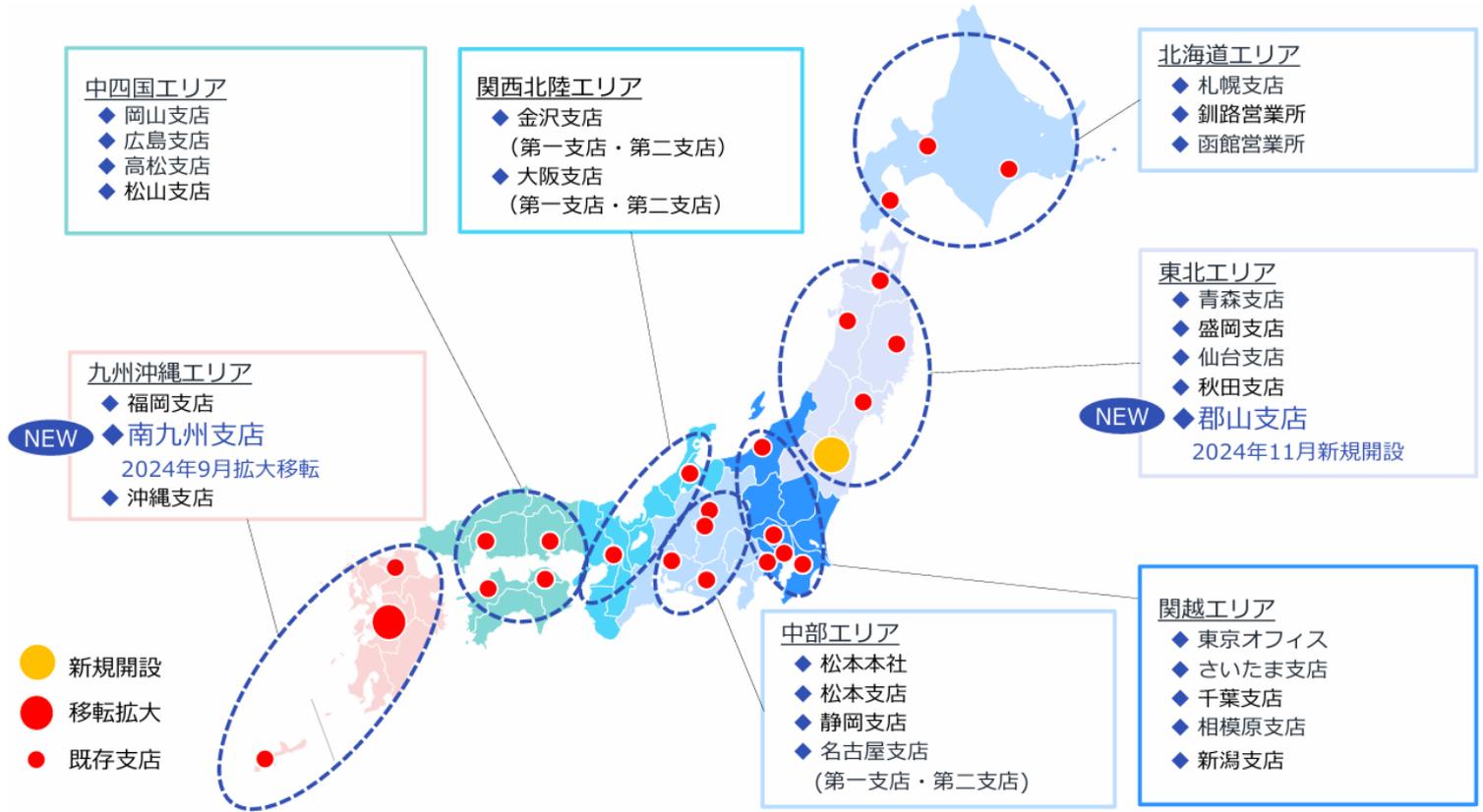
(件)	22/12				23/12				24/12			1年変化 (Q3比較)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	22-23	23-24
全国	1,862	1,945	2,005	2,060	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	2,503	232	266
北海道	120	127	129	136	138	143	145	149	152	163	170	16	25
東北	235	246	259	269	270	279	284	298	301	315	319	25	35
関越	301	316	327	331	332	345	371	392	404	422	433	44	62
中部	388	394	399	405	406	419	418	426	432	437	444	19	26
関西北陸	336	351	363	375	375	403	421	438	447	464	481	58	60
中四国	368	383	389	400	407	417	421	429	435	442	450	32	29
九州沖縄	114	128	139	144	153	165	177	188	189	196	206	38	29

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 利用者数変化率は契約施設数変化率との連動が強い

今年度は東北エリアに福島支店を新規開設（11月）するとともに、九州沖縄エリアの南九州支店を拡大移転（9月）することで、これらのエリアの営業力を更に強化する計画である。

図表 7.新営業支店の開設と移転・拡大



出所：会社資料

## 高付加価値サービスの浸透が利益率上昇に寄与

リフテの導入費用を足し戻した営業利益率（推計）は9%台から10%、11%台へと徐々に上昇傾向にあり、24/12期Q3はM&AやTOB関連費用計上がありながらも、9%を維持した。この背景には、CSセットR・LC、リフテといったより高付加価値のサービスが徐々に浸透してきていることがある。直近の契約施設比率はCSセットRが11%、CSセットLCが9%、リフテが6%となっている。特にリフテについては過去1年間で4%、契約施設比率が上昇した。

図表 8.リフテ費用戻し営業利益率（推計）とCSセットR・LC、リフテの各サービス導入施設比率推移（3ヶ月毎）

(百万円)	22/12				23/12				24/12			1年変化 (Q3比較)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	22-23	23-24
売上高	8,793	8,811	9,162	9,499	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002	1,483	1,357
リフテ費用戻し営業利益 (推計)	-	-	858	834	1,012	884	965	1,024	1,169	1,087	1,015	858	834
リフテ費用戻し営業利益率 (推計)	-	-	9%	9%	10%	9%	9%	9%	10%	10%	8%	9%	9%
CSセットR 契約施設比率	6%	6%	7%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	2%	2%
CSセットLC 契約施設比率	5%	5%	5%	6%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	3%	1%
リフテ導入 施設比率	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	5%	6%	2%	4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 当面の業績見通し

### 2024/12 期通期も増収増益見通し

24/12 期の通期業績予想は売上高 50,000 百万円（対前期比+20.7%）、営業利益 4,200 百万円（同+14.6%）、経常利益 4,230 百万円（同+14.9%）、当期純利益 2,850 百万円（同+13.1%）である。全国 28ヶ所の営業拠点からCSセットの導入施設の開拓をさらに進めるとともに、サービスの付加価値を高めることで競合他社に対する優位性を確保し、新規導入施設数の増加、利用者数の増加を推進していく計画である。また、各種システム化をさらに推し進めることで、業務効率化及び生産性の向上を図り、同社グループ全体の収益性を高めていく予定である。

### 売上高増加ペースは下半期に加速する見通し

24/12 期 Q3 累積実績では、売上高が対前年同期比で+14.5%、営業利益が+7.8%となった。通期業績予想については変更していないが、Q3 時点での売上高、利益の進捗率がいずれも60%台にとどまっていることに鑑みると、業績予想未達となる可能性はある。

## 3. 株価動向

ROEと配当性向が上昇しているにも関わらず PERは低下

エランの株価は2017年から2019年にかけて、事業成長と株主還元の拡大を背景に、PERとともに上昇。2020年に入るとコロナ禍による入院セット需要の増加期待からPERは60倍を超える水準まで上昇し、2021年1月に最高値1,736円をつけた。その後はコロナ禍の収束とともに株価は下落し、エムスリーによるTOBによって一時的に株価が上昇した局面はあったものの、現在はPERが16倍台となっている。コロナ禍前の2017年から2019年に比べて現在のほうがROEも配当性向も同水準が高い状態にあるにもかかわらずPERは低くなっており、過去実績との比較では割安感が出ている状況と言える。

図表 9. エランの株価及び主要指標推移

	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	LTM
株価 (円)	355	674	805	1,499	1,110	938	1,116	675
当期純利益 (百万円)	658	865	990	1,446	1,906	2,083	2,519	2,462
PER (倍)	32.2	47.2	49.3	62.8	35.2	27.2	19.6	16.6
ROE	20.5%	22.3%	21.3%	25.8%	27.9%	25.3%	25.4%	22.3%
配当性向	18.2%	24.5%	27.6%	29.3%	28.5%	31.9%	31.2%	-

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### Servizi Italia は非上場化の見通し

過去約1年間の株価推移をエランを含めた同業8社と比較すると、エランが結果的には下落している一方、Vestis (VSTS NYSE)を除く6社は業績拡大を背景に上昇した。特に Servizi Italia (SRI Italy)は、大株主である施設管理サービス業の Coopservice (非上場) が完全子会社化を目指して株式公開買付けを始めた影響で高止まりの状態となっている。完全子会社化の目的は経営の柔軟性と迅速性を獲得するためである。

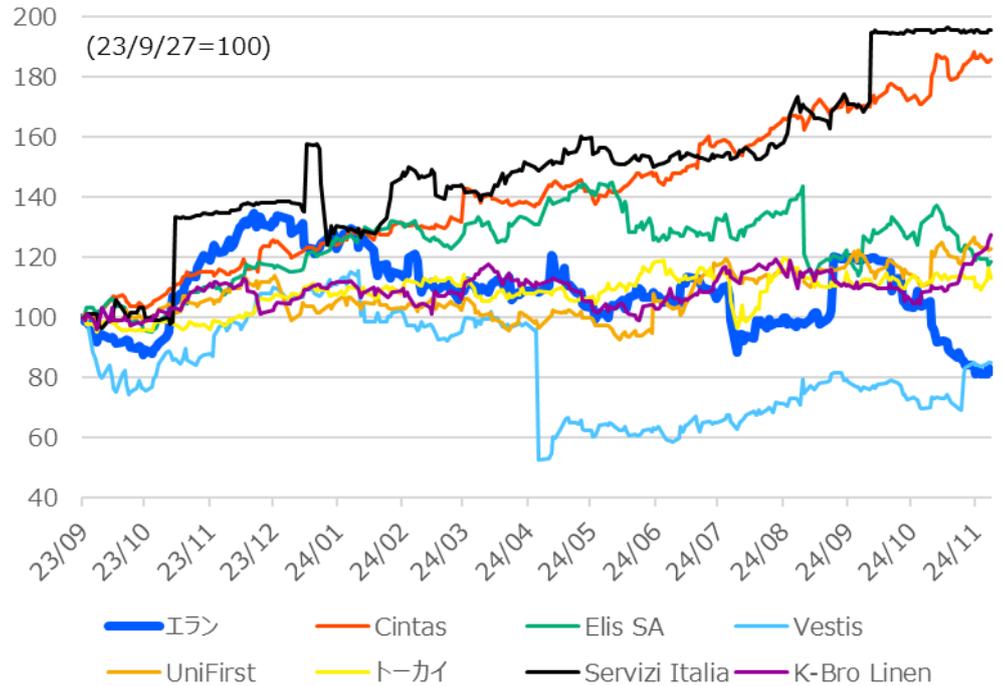
### Servizi Italia はインドで順調に事業拡大中

なお、Servizi Italia はエランと同じくインドへの進出を果たしている。インドの医療施設のランドリースervice外注率がまだまだ低いことに商機を見出してビジネスを拡大しており、出資先企業の2023年度の売上高は約640百万円となった。

### Elis は、Vestis と UniFirst の二社買収を目論むも合意に至らず、代わりにオランダとスペインの非上場同業を買収

Vestis は主要顧客を失って業績予想を大幅下方修正したことによって株価は約40%下落し、その後も低迷している。この状況を受けて欧州で事業を行っている Elis (ELIS Paris)は9月にVestisの買収交渉に入り、並行してUniFirst (UNF NYSE)に対する買収交渉にも入った。しかし10月には両交渉とも合意に至らなかったため断念した一方で、10月末にはオランダの同業である Wasned (非上場) を、11月末にはスペインの同業である Carsan Renting & Laundry (非上場) と Alquitex Renting Textil (非上場) を買収した。

図表 10. エラン及び同業他社の株価推移



※23/9/27 は Vestis の取引開始日

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ROE、PERともにCintasが最も高い

直近決算期主要財務指標及びPER（実績）を比較すると、ROEとPERどちらも高水準なのはCintasである。CintasのROEの高さの主因は当期純利益率の高さで、比較対象企業中唯一当期純利益率が二桁に達している。

## UniFirst、K-Bro Linenと比較するとエランは割安

エランは、総資産回転率の高さを主要因として、ROEが2番目に高い。しかし、ROEが大きく下回るUniFirst CorpのPERが25.6倍とエランの16.6倍より高い状態である。また同じくROEがエランに大きく劣後するK-Bro Linenも、PER22.4倍と、エランと近い水準となっている。これらの企業と比較すると、エランの株価は割安の状態にあると言える。

図表 11. 同業他社のバリュエーション比較 (直近実績)

会社名	国	コード	直近実績	株価 (12/5) (円)	時価総額 (百万円)	PER 直近実績 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	ROE 直近実績 (%)
Cintas Corp	アメリカ	CTAS	24/8	33,624	13,057,713	55.2	22.4	40.3
Elis SA	フランス	ELIS	24/9	3,020	714,567	20.3	1.4	7.2
Vestis Corp	アメリカ	VSTS	24/9	2,460	307,131	102.6	2.4	2.4
UniFirst Corp	アメリカ	UNF	24/8	30,124	538,669	25.6	1.8	7.1
トーカイ	日本	9729	24/9	2,232	75,080	12.1	0.9	7.4
Servizi Italia	イタリア	SRI	24/9	375	10,865	14.8	-	-
<b>エラン</b>	<b>日本</b>	<b>6099</b>	<b>24/9</b>	<b>675</b>	<b>40,813</b>	<b>16.6</b>	<b>3.4</b>	<b>22.3</b>
K-Bro Linen	カナダ	KBL	24/9	4,275	44,209	22.4	2.2	10.3

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 12. 同業他社の収益性比較 (通期)

会社名	国	コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本 比率 (%)
Cintas Corp	アメリカ	CTAS	24/5	1,439,550	310,350	21.6	38.3	24.7	47.1
Elis SA	フランス	ELIS	23/12	689,440	89,280	13.0	7.9	5.2	37.4
Vestis Corp	アメリカ	VSTS	24/9	422,399	23,779	5.6	2.4	6.1	30.8
UniFirst Corp	アメリカ	UNF	24/8	366,195	27,694	7.6	7.1	6.5	78.2
トーカイ	日本	9729	24/3	138,222	8,082	5.8	6.9	6.3	75.0
Servizi Italia	イタリア	SRI	23/12	46,080	1,920	4.1	4.1	4.6	34.0
<b>エラン</b>	<b>日本</b>	<b>6099</b>	<b>23/12</b>	<b>41,426</b>	<b>3,665</b>	<b>8.8</b>	<b>25.4</b>	<b>25.3</b>	<b>56.9</b>
K-Bro Linen	カナダ	KBL	23/12	33,705	2,940	8.9	10.0	8.3	47.8

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 四半期別業績動向 (累積) (単位: 百万円)

決算期	23/12				24/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4 会予
<b>売上高</b>	<b>9,857</b>	<b>19,781</b>	<b>30,426</b>	<b>41,426</b>	<b>11,487</b>	<b>22,845</b>	<b>34,847</b>	<b>50,000</b>
(前年同期比)	12.1%	12.4%	13.7%	14.2%	16.5%	15.5%	14.5%	20.7%
売上原価	7,467	15,070	23,257	31,674	8,666	17,472	26,857	
<b>売上総利益</b>	<b>2,390</b>	<b>4,712</b>	<b>7,170</b>	<b>9,751</b>	<b>2,821</b>	<b>5,372</b>	<b>7,991</b>	
(売上総利益率)	24.2%	23.8%	23.6%	23.5%	24.6%	23.5%	22.9%	
販売費及び一般管理費	1,397	2,910	4,443	6,086	1,762	3,442	5,259	
<b>営業利益</b>	<b>992</b>	<b>1,801</b>	<b>2,726</b>	<b>3,665</b>	<b>1,059</b>	<b>1,931</b>	<b>2,731</b>	<b>4,200</b>
(売上高営業利益率)	10.1%	9.1%	9.0%	8.8%	9.2%	8.5%	7.8%	8.4%
営業外損益	12	18	24	33	11	22	36	
<b>経常利益</b>	<b>997</b>	<b>1,813</b>	<b>2,742</b>	<b>3,682</b>	<b>1,066</b>	<b>1,949</b>	<b>2,698</b>	<b>4,230</b>
(売上高経常利益率)	10.1%	9.2%	9.0%	8.9%	9.3%	8.5%	7.7%	8.5%
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	
<b>税引前利益</b>	<b>997</b>	<b>1,813</b>	<b>2,742</b>	<b>3,682</b>	<b>1,066</b>	<b>1,949</b>	<b>2,698</b>	
法人税等合計	302	560	853	1,163	339	623	866	
(法人税率)	30.3%	30.9%	31.1%	31.6%	31.8%	32.0%	32.1%	
<b>当期純利益</b>	<b>696</b>	<b>1,253</b>	<b>1,889</b>	<b>2,519</b>	<b>727</b>	<b>1,325</b>	<b>1,832</b>	<b>2,850</b>
売上高当期純利益率	7.1%	6.3%	6.2%	6.1%	6.3%	5.8%	5.3%	5.7%

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 14. 四半期別業績動向 (単位 : 百万円)

決算期	22/12				23/12				24/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
<b>売上高</b>	<b>8,793</b>	<b>8,811</b>	<b>9,162</b>	<b>9,499</b>	<b>9,857</b>	<b>9,924</b>	<b>10,645</b>	<b>11,000</b>	<b>11,487</b>	<b>11,358</b>	<b>12,002</b>
(前年同期比)	16.9%	14.5%	13.6%	13.7%	12.1%	12.6%	16.2%	15.8%	16.5%	14.4%	12.7%
売上原価	6,523	6,626	6,962	7,127	7,467	7,603	8,187	8,417	8,666	8,806	9,385
<b>売上総利益</b>	<b>2,270</b>	<b>2,185</b>	<b>2,200</b>	<b>2,372</b>	<b>2,390</b>	<b>2,322</b>	<b>2,458</b>	<b>2,581</b>	<b>2,821</b>	<b>2,551</b>	<b>2,619</b>
(売上総利益率)	25.8%	24.8%	24.0%	25.0%	24.2%	23.4%	23.1%	23.5%	24.6%	22.5%	21.8%
販売費及び一般管理費	1,356	1,385	1,352	1,543	1,397	1,513	1,533	1,643	1,762	1,680	1,817
<b>営業利益</b>	<b>914</b>	<b>800</b>	<b>848</b>	<b>829</b>	<b>992</b>	<b>809</b>	<b>925</b>	<b>939</b>	<b>1,059</b>	<b>872</b>	<b>800</b>
(売上高営業利益率)	10.4%	9.1%	9.3%	8.7%	10.1%	8.2%	8.7%	8.5%	9.2%	7.7%	6.7%
営業外損益	4	7	7	2	5	7	4	1	7	11	14
<b>経常利益</b>	<b>918</b>	<b>808</b>	<b>855</b>	<b>831</b>	<b>997</b>	<b>816</b>	<b>929</b>	<b>940</b>	<b>1,066</b>	<b>883</b>	<b>749</b>
(売上高経常利益率)	10.4%	9.2%	9.3%	8.7%	10.1%	8.2%	8.7%	8.5%	9.3%	7.8%	6.2%
特別損益	0	0	0	-377	0	0	0	0	0	0	0
<b>税引前利益</b>	<b>918</b>	<b>808</b>	<b>855</b>	<b>454</b>	<b>997</b>	<b>816</b>	<b>929</b>	<b>940</b>	<b>1,066</b>	<b>883</b>	<b>749</b>
法人税等合計	291	257	269	136	302	258	293	310	339	284	243
(法人税率)	31.7%	31.8%	31.5%	30.0%	30.3%	31.6%	31.5%	33.0%	31.8%	32.2%	32.4%
<b>当期純利益</b>	<b>627</b>	<b>551</b>	<b>585</b>	<b>320</b>	<b>696</b>	<b>557</b>	<b>636</b>	<b>630</b>	<b>727</b>	<b>598</b>	<b>507</b>
売上高当期純利益率	7.1%	6.3%	6.4%	3.4%	7.1%	5.6%	6.0%	5.7%	6.3%	5.3%	4.2%

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 15. 連結損益計算書 (単位: 百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	会予 24/12
売上高	15,467	18,585	21,519	26,056	31,636	36,265	41,426	50,000
売上原価	11,469	13,758	16,045	19,493	23,759	27,238	31,674	
売上総利益	3,998	4,827	5,473	6,564	7,877	9,027	9,751	
売上総利益率	25.8%	26.0%	25.4%	25.2%	24.9%	24.9%	23.5%	
販売費及び一般管理費	3,085	3,548	3,981	4,495	5,078	5,636	6,086	
営業利益	913	1,279	1,492	2,068	2,799	3,391	3,665	4,200
営業利益率	5.9%	6.9%	6.9%	7.9%	8.8%	9.4%	8.8%	8.4%
営業外収益	12	4	14	82	26	28	33	
固定資産売却益	2	0	1	0	2	1	0	
受取遅延損害金	-	-	7	17	16	14	11	
経営指導料	3	-	-	-	-	4	4	
助成金収入	1	1	3	0	3	1	6	
営業外費用	1	1	5	2	6	7	16	
固定資産売却損・除却損	1	0	4	0	1	2	4	
投資事業組合運用損	-	-	-	-	3	5	5	
経常利益	924	1,282	1,501	2,148	2,819	3,412	3,682	4,230
経常利益率	6.0%	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	9.4%	8.9%	8.5%
特別損益	27	0	0	0	0	-377	0	
段階取得に係る差益	27	0	0	0	0	0	0	
投資有価証券評価損	0	0	0	0	0	-377	0	
税金等調整前当期純利益	951	1,282	1,501	2,148	2,819	3,035	3,682	
税引前利益率	6.1%	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	8.4%	8.9%	
法人税等	293	417	512	702	913	953	1,163	
法人税等-当期分	328	469	547	778	973	1,066	1,219	
法人税等調整額-繰延分	-35	-51	-35	-76	-60	-114	-56	
当期純利益	658	865	990	1,446	1,906	2,083	2,519	2,850
当期純利益率	4.3%	4.7%	4.6%	5.5%	6.0%	5.7%	6.1%	5.7%

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 16. 連結バランスシート(単位:百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
現金及び預金	2,147	3,057	3,472	4,498	5,632	6,036	5,489
営業債権	3,409	3,658	4,476	5,044	5,848	7,105	8,622
棚卸資産	499	595	767	995	1,080	1,332	1,899
繰延税金資産	110	157	0	0	0	0	0
その他流動資産	-239	-317	-388	-357	-430	-397	-503
<b>流動資産</b>	<b>5,926</b>	<b>7,150</b>	<b>8,327</b>	<b>10,180</b>	<b>12,130</b>	<b>14,076</b>	<b>15,507</b>
土地	114	114	114	114	114	269	269
その他有形固定資産	180	188	198	203	227	292	271
<b>有形固定資産</b>	<b>294</b>	<b>302</b>	<b>312</b>	<b>317</b>	<b>341</b>	<b>561</b>	<b>540</b>
のれん	166	127	88	49	10	0	0
その他無形固定資産	61	112	108	113	95	92	109
<b>無形固定資産</b>	<b>227</b>	<b>239</b>	<b>196</b>	<b>162</b>	<b>105</b>	<b>92</b>	<b>109</b>
<b>投資その他の資産</b>	<b>79</b>	<b>133</b>	<b>402</b>	<b>1,030</b>	<b>1,371</b>	<b>1,342</b>	<b>2,838</b>
<b>固定資産合計</b>	<b>601</b>	<b>674</b>	<b>909</b>	<b>1,509</b>	<b>1,818</b>	<b>1,996</b>	<b>3,486</b>
<b>資産合計</b>	<b>6,527</b>	<b>7,824</b>	<b>9,236</b>	<b>11,689</b>	<b>13,948</b>	<b>16,072</b>	<b>18,993</b>
買入債務	2,340	2,746	3,340	4,158	4,868	5,568	6,427
未払金・未払費用	335	369	397	564	617	622	700
未払い法人税等	250	390	425	712	847	730	859
その流動負債	105	57	49	68	85	92	103
<b>流動負債</b>	<b>3,030</b>	<b>3,562</b>	<b>4,211</b>	<b>5,502</b>	<b>6,417</b>	<b>7,012</b>	<b>8,089</b>
株式給付引当金	-	-	-	-	14	20	28
役員株式給付引当金	-	-	-	-	31	50	63
その他固定負債	0	0	4	3	2	1	0
<b>固定負債</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>47</b>	<b>71</b>	<b>90</b>
<b>負債合計</b>	<b>3,030</b>	<b>3,562</b>	<b>4,215</b>	<b>5,505</b>	<b>6,464</b>	<b>7,083</b>	<b>8,179</b>
資本金・剰余金	1,102	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
利益剰余金	2,396	3,142	3,919	5,093	6,575	8,112	9,964
自己株式	0	0	0	0	-197	-194	-194
<b>株主資本</b>	<b>3,497</b>	<b>4,263</b>	<b>5,021</b>	<b>6,184</b>	<b>7,484</b>	<b>8,990</b>	<b>10,814</b>
評価換算差額	0	-14	-15	-25	-11	-45	-73
新株予約権	0	18	0	0	0	0	0
<b>純資産合計</b>	<b>3,497</b>	<b>4,263</b>	<b>5,021</b>	<b>6,184</b>	<b>7,484</b>	<b>8,990</b>	<b>10,814</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>6,527</b>	<b>7,824</b>	<b>9,236</b>	<b>11,689</b>	<b>13,948</b>	<b>16,072</b>	<b>18,993</b>

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 17. 連結営業キャッシュ・フロー表 (単位: 百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12
税引前利益	951	1,282	1,501	2,148	2,819	3,035	3,682
減価償却費	79	99	110	117	120	144	188
有価証券及び投資有価証券評価損益	0	0	0	0	0	377	8
貸倒引当金	60	87	120	24	75	-44	102
運転資本	-394	60	-445	13	-162	-728	-1,069
法人税等支払額	-346	-376	-560	-563	-916	-1,082	-1,098
その他営業キャッシュ・フロー	-32	39	53	209	170	-121	-32
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>318</b>	<b>1,191</b>	<b>779</b>	<b>1,948</b>	<b>2,106</b>	<b>1,581</b>	<b>1,781</b>
有価証券及び投資有価証券の取得	0	-68	-71	-550	-268	-211	-1,475
有形及び無形固定資産の取得	-74	-102	-71	-87	-78	-347	-195
子会社株式の取得	-161	-	-	-	-	-	-
敷金	-8	-8	-12	-14	-11	-68	-9
その他	5	2	2	3	-1	1	18
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-238</b>	<b>-176</b>	<b>-152</b>	<b>-648</b>	<b>-358</b>	<b>-625</b>	<b>-1,661</b>
株式の発行	7	16	0	0	0	3	0
株式の償還及び消却	0	0	0	0	-197	0	0
配当金の支払額	-89	-119	-212	-272	-416	-555	-666
その他の財務キャッシュ・フロー	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-82</b>	<b>-104</b>	<b>-213</b>	<b>-274</b>	<b>-614</b>	<b>-553</b>	<b>-667</b>
<b>Free Cash Flow</b>	<b>80</b>	<b>1,015</b>	<b>627</b>	<b>1,300</b>	<b>1,748</b>	<b>956</b>	<b>120</b>

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 18. 株価指標、ROE および KPI

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	会予 24/12
EPS (円)	44.2	28.8	32.7	23.9	31.5	34.5	41.7	47.1
BPS (円)	233.9	140.1	165.7	102.1	123.8	148.7	178.9	
1株当たり配当金 (円)	8.0	14.0	9.0	14.0	9.0	11.0	13.0	14.0
配当性向	18.2	24.5	27.6	29.3	28.5	31.9	31.2	
終値 (円)	1,418	1,347	1,610	1,499	1,110	938	1,116	
PER (倍)	32.2	47.2	49.3	62.8	35.2	27.2	26.8	18.7
PBR (倍)	6.1	9.6	9.7	14.7	9.0	6.3	6.2	
期末発行済株式数 (千株)	14,950	15,150	30,300	30,300	60,600	60,600	60,600	
自己株式数 (株)	162	220	440	469	140,969	138,769	138,795	
自社株控除株式数 (千株)	14,950	15,150	30,300	30,300	60,459	60,461	60,461	
時価総額 (百万円)	21,199	40,814	48,782	90,839	67,110	56,713	67,475	
株主資本比率	53.6	54.5	54.4	52.9	53.7	55.9	56.9	
有利子負債残高	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
D/E レシオ	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-0.5	
EV(Enterprise Value)	19,052	37,757	45,310	86,341	61,478	50,677	61,986	
EBITDA (百万円)	992	1,378	1,602	2,185	2,919	3,535	3,853	4,388
EV/EBITDA 倍率	19.2	27.4	28.3	39.5	21.1	14.3	16.1	10.9
ROE	20.5	22.3	21.3	25.8	27.9	25.3	25.4	
ROIC (投下資本)	-	22.2	21.1	24.4	27.6	29.6	25.3	
ROIC (事業資産)	-	103.7	124.0	208.7	329.7	402.0	288.7	
従業員数	232	242	276	290	320	349	378	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

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

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

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

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