

スピード判断力を武器に 18 期連続増収中の 高収益病院関連サービス企業

株式会社エランは、病院や介護保険施設等に入院（入所）する際に必要な衣類・タオル・日用品・おむつをレンタルする入院セット事業のパイオニアで、2位の企業をダブルスコアで引き離す市場開拓率約 20%（病院）の業界トップ企業である。2024 年 12 月期業績は、売上高 475 億円（前年度比 14%増）、営業利益 36 億円（同 2%減）、当期純利益 24 億円（同 7%減）、ROE20%となり、18 期連続増収を達成した。

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、直近は関越エリアと関西北陸エリアが増加をけん引している。新たに郡山支店を開設するとともに南九州支店を拡大移転しており、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 10 倍台の水準である。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状況である。

株式会社トーカイ（東証 9729）（直近期 PER13.3）含め病院関連リネンに携わる同業で国際展開する国内企業は皆無に等しい。海外企業では Cintas Corp (NASDAQ CTAS)（同 43.9）、UniFirst Corp (NYSE UNF)（同 24.3）等がエラン同様国際的に事業を展開している。

株価・出来高（過去 1 年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(3/19)	737
年初来高値(2/12)	847
年初来安値(1/17)	721
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)	44.6
EV(十億円)	37.8
自己資本比率(実績、%)	59.3
ROE (24/12、%)	20.2
PER (25/12 会予、倍)	14.5
PBR (24/12 実績、倍)	3.6
配当利回り (25/12 会予、%)	2.0

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/12	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	47,514	14.7	3,578	-2.4	3,545	-3.7	2,355	-6.5	38.9	13.0
25/12 会社予想	59,000	24.2	4,720	31.9	4,740	33.7	3,090	31.2	51.0	15.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1. 業績動向

1) 2024/12 期通期業績

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 期通期連結累計期間の業績は、売上高 47,514 百万円（前年同期比 +14.7%）、売上総利益 10,717 百万円（同+9.9%）、営業利益 3,578 百万円（同-2.4%）、経常利益 3,545 百万円（同-3.7%）、当期純利益 2,355 百万円（同-6.5%）となり、18 期連続増収を達成した。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 200 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 2,570 に

第 4 四半期連結累計期間の新規契約の施設数は 350 施設、解約施設数は 100 施設となり、当連結会計期間末の CS セット導入施設数は、前連結会計年度末より 250 施設増加して 2,570 施設となった。

図表 1. エランの 24/12 期決算要約

(百万円)	23/12	24/12	前期比	達成率	24/12 会社予想	前期比	25/12 会社予想	前期比
		(A)		(A)/(B)	(B)			
売上高	41,426	47,514	14.7%	95.0%	50,000	20.7%	59,000	24.2%
国内	41,426	47,244	14.0%	-	-	-	56,600	19.8%
海外	0	269	-	-	-	-	2,400	792.2%
売上総利益	9,751	10,717	9.9%	-	-	-	-	-
リフテ導入費用（推計）	220	1,000	354.6%	-	-	-	-	-
リフテ費用戻し売上総利益（推計）	9,971	11,717	17.5%	-	-	-	-	-
販管費	6,086	7,139	17.3%	-	-	-	-	-
営業利益	3,665	3,578	-2.4%	85.2%	4,200	14.6%	4,720	31.9%
経常利益	3,682	3,545	-3.7%	83.8%	4,230	14.9%	4,740	33.7%
当期純利益	2,519	2,355	-6.5%	82.6%	2,850	13.2%	3,090	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

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	Q4
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	12,667
(前年同期比)	17%	15%	14%	14%	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%	15%
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	2,726
(売上総利益率)	26%	25%	24%	25%	24%	23%	23%	23%	25%	22%	22%	22%
営業利益	914	800	848	829	992	809	925	939	1,059	872	800	847
(営業利益率)	10%	9%	9%	9%	10%	8%	9%	9%	9%	8%	7%	7%
リフテ導入施設数 (累積)	-	5	7	8	12	27	35	52	74	117	160	252
リフテ導入施設数	-	-	2	1	4	15	8	17	22	43	43	92
リフテ導入費用（推計）	-	-	10	5	20	75	40	85	110	215	215	460
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	3,186
(リフテ費用戻し売上総利益率)	-	-	24%	25%	24%	24%	23%	24%	26%	24%	24%	25%
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	1,307
(リフテ費用戻し営業利益率)	-	-	9%	9%	10%	9%	9%	9%	10%	10%	8%	10%

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	Q4
売上高	17%	15%	14%	14%	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%	15%
利用者数	17%	16%	13%	11%	11%	10%	14%	12%	11%	10%	6%	7%
一人当たり単価	-4%	-4%	-1%	1%	0%	1%	0%	2%	4%	3%	5%	6%

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	Q4
利用者数	17%	16%	13%	11%	11%	10%	14%	12%	11%	10%	6%	7%
契約施設数	13%	12%	12%	12%	11%	10%	10%	11%	12%	11%	11%	10%
1 施設当たり利用者数	6%	6%	1%	-1%	1%	0%	4%	1%	-1%	-1%	-4%	-3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

関越エリアと関西北陸エリアを中心に施設数が増加

Q4 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、260 施設増加から 250 施設増加へと、増加数が減少した。地域別では北海道エリアが 13 施設増加から 24 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。増加数の絶対値としては関越エリアと関西北陸エリアが最も寄与している状況である。

図表 6. 契約施設数のエリア別推移 (3ヶ月毎)

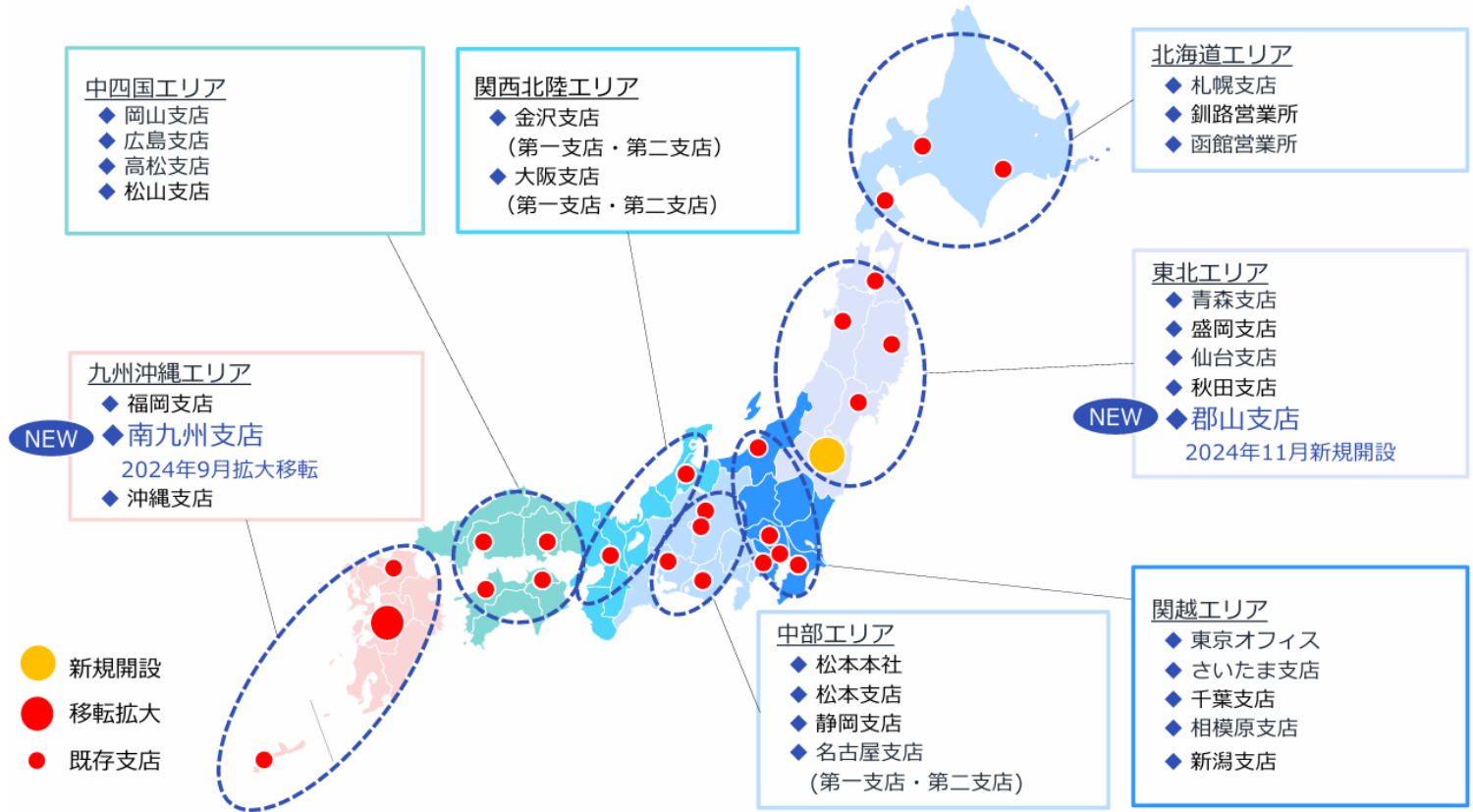
(件)	22/12				23/12				24/12				1 年変化 (Q4 比較)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	22-23	23-24
全国	1,862	1,945	2,005	2,060	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	2,503	2,570	260	250
北海道	120	127	129	136	138	143	145	149	152	163	170	173	13	24
東北	235	246	259	269	270	279	284	298	301	315	319	331	29	33
関越	301	316	327	331	332	345	371	392	404	422	433	454	61	62
中部	388	394	399	405	406	419	418	426	432	437	444	445	21	19
関西北陸	336	351	363	375	375	403	421	438	447	464	481	503	63	65
中四国	368	383	389	400	407	417	421	429	435	442	450	451	29	22
九州沖縄	114	128	139	144	153	165	177	188	189	196	206	213	44	25

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している。

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

リフトの導入費用を足し戻した営業利益率（推計）は 9%台から 10%へと徐々に上昇傾向にある。この背景には、CS セット R・LC、リフトといったより高付加価値のサービスが徐々に浸透していることがある。直近の契約施設比率は CS セット R が 11%、CS セット LC が 9%、リフトが 10%となっている。特にリフトについては過去 1 年間で 8%、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 (Q4比較)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	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	12,667	1,501	1,667
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	1,307	190	283
リフテ費用戻し営業利益率 (推計)	-	-	9%	9%	10%	9%	9%	9%	10%	10%	8%	10%	1%	1%
CSセットR 契約施設比率	6%	6%	7%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	3%	1%
CSセットLC 契約施設比率	5%	5%	5%	6%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	2%	1%
リフテ導入 施設比率	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	5%	6%	10%	2%	8%

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 9. 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	Q4
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	12,667
(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%	15.2%
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	9,940
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	2,726
(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%	21.5%
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	1,880
営業利益	914	800	848	829	992	809	925	939	1,059	872	800	847
(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%	6.7%
営業外損益	4	7	7	2	5	7	4	1	7	11	14	16
経常利益	918	808	855	831	997	816	929	940	1,066	883	749	847
(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%	6.7%
特別損益	0	0	0	-377	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	918	808	855	454	997	816	929	940	1,066	883	749	847
法人税等合計	291	257	269	136	302	258	293	310	339	284	243	324
(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%	38.3%
当期純利益	627	551	585	320	696	557	636	630	727	598	507	523
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%	4.1%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 2025/12 期通期業績予想

2025/12 期通期も増収増益見通し

25/12 期の通期業績予想は売上高 59,000 百万円 (対前期比+24.2%)、営業利益 4,720 百万円 (同+31.9%)、経常利益 4,740 百万円 (同+33.7%)、当期純利益 3,090 百万円 (同+31.2%) である。全国 29 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。

エムスリーとの協業・シナジー

資本業務提携を結んだエムスリーとの協業・シナジーとしては、①エムスリーのサービスとの連携を通じた新規事業開発・CS セットの付加価値向上、②両社取引先に対するクロスセル、③エムスリーのリソースを活用した競争力強化、④海外展開のサポートの 4 項目を掲げる。既にエランの営業先にエムスリーの社員が同行する等、具体的アクションが取られ始めている。

3) エムスリー連結子会社化となりつつ上場も維持し、複数分野でのシナジーを追求

2024年9月にエムスリーがエラン に対する TOB を実施

2024年9月19日にエムスリー株式会社(2413 東証プライム)はエランに対する公開買付けの開始と資本業務提携契約の締結を発表した。公開買付けの期間は9月20日から10月21日までの20営業日で、買付価格は1,040円(9月6日の終値812円に対して28.08%のプレミアム)、買付予定数の所有割合は下限50.10%、上限55.00%と、エランの連結子会社化と上場維持を両立するTOBとなっている。

エムスリーは医師向け情報提供サイ トの世界的大手

エムスリーは会員制の医師向け情報提供サイト「m3.com」を運営しており、医療に関するニュースや海外論文、特定のテーマに関する意見交換の場等を提供している。海外においても特に欧米で同様のサービスを展開しており、国内医師数の約9割(29万人)、世界の医師数の約半分(650万人)が会員となっている。またエムスリーはインターネットで気軽に医師に相談できる「AskDoctors」や、病院・薬の検索やがん・遺伝性疾患の情報サービスを提供する「QLife」等、患者向け情報提供サイトも運営している。

様々なパターンのシナジーを実現で きる可能性がある

エランの提供する入院セット「CSセット」は医療機関がまず導入を判断し、その上で、当該医療機関に入院する患者が利用するかしないかを判断するのが基本形である。したがって、医師の9割が利用する「m3.com」においてCSセットの拡販施策を図れば、医療機関への導入促進の強力な武器となりうる。また、エムスリーの患者向け情報提供サイトにおいてもCSセットの情報が表示されるようにして患者の認知度が高まれば、入院時にCSセットを使用する確率が高まる可能性がある。他にも連携しうる事業分野が複数存在し、シナジーは入院セット拡販、エランの欧米展開、エムスリーの医師キャリア事業拡大等に及ぶ可能性がある。他方、エランの同業他社は単純な規模拡大戦略に注力しており、他事業とのシナジーを追求するエランの戦略は異彩を放っている状況である。

2. 同業他社比較及び市場動向

1) グローバル展開するエランの事業ポートフォリオを国内外の同業他社と比較

エラングループと国内外の同業他社 15社を比較

国内事業に限定すると CS セット事業しか行っていないエランであるが、海外事業においてはインド・ベトナムにて病院向けのリネン・衣服リース事業、インドにて関連物品販売事業と人材関連事業と幅広い事業に携わっている。この点を踏まえ、国内の入院セットサービス提供企業 9 社に加えて、海外の病院向けリネンリースに携わる代表的な上場企業 6 社をエランの比較対象とした。

売上高上位 4 社は多様な業種の顧客を有する欧米企業

売上高が大きい上位 4 社は欧米の企業で、これらの企業は制服、職場備品、トイレタリー、リネン等多様な物品のレンタルを行っている。したがって顧客業種も病院関連のみならず宿泊施設、レストラン、各種小売店、工場等幅広い。対象企業中売上高が最大の Cintas は、従業員向け制服、タオル、マット等のレンタルサービス大手である。2 位の Elis は、職場向け制服、リネン、飲料レンタル・メンテナンスサービスを提供する。3 位の Vestis は、ユニフォーム、マット、タオル、リネン、その他の職場用品のレンタルを行う。4 位の UniFirst は、職場用ユニフォーム、作業用防護服を提供する。なお欧米においては、病院が独自に入院セットサービスを行っている。

国内最大手は伊藤忠商事の持分法適用会社であるワタキューセイモア

エラン以外の日本企業の海外事業は皆無に等しく、ほぼ全て日本国内の事業である。最大手はワタキューセイモア株式会社（非上場）で、複数の同業買収を経て規模拡大を進めてきた、伊藤忠商事株式会社（8001 東証プライム）の持分法適用会社である。地域密着型の企業が多い業界の中で、日本全国に拠点を有して大きな存在感を有する。

国内 2 位は上場企業で調剤薬局も運営するトーカイ

売上高でワタキューセイモアに次ぐのが株式会社トーカイ（9729 東証プライム）である。トーカイは、1955 年に、岐阜県で建設業の宿舍向けに「貸し布団」のレンタル事業を開始した企業である。現在は、病院向けリネンサプライ、「入院・入居セット」、ホテル・旅館向けリネン・寝具サプライ、介護用品レンタル、調剤薬局などを手掛ける。

入院セット後発のアメニティは安値攻勢でエランの半分の売上高まで達した

ワタキューセイモアやトーカイ含めほとんどの国内同業がリネン洗濯工場を有するが、エラン同様に洗濯工場を有しない企業が 2007 年創業の株式会社アメニティ（非上場）である。エランの後発として入院セット事業に参入した企業で、低価格を武器にエランの半分程度の売上高まで成長してきた企業である。

市場全体が成長中のベトナムでは、エランは洗濯工場を有する

エランは国内では入院セット事業に特化して病院や介護施設等のリネンリース事業を行わず洗濯工場も保有しないが、これは、成熟市場において後発の同社が過当競争を引き起こすのを避ける判断をした結果である。他方で、国内と違ってインドとベトナムでは市場全体が成長途上にあり、そもそもリネンリースサービスが行き届いていない状況にあるため、同社は出資先を通じてリネンリース事業を保有する。入院セット事業については、リネンリースサービスがある程度行きわたった上での導入を見据える。

事業の成長可能性が見込める形で医療関連物品販売に参入

また、同業他社の中には病院や介護施設とのつながりの強さを活用して医療関連の機器や物品をこれらの施設に卸す事業をおこなっている企業がある。しかしこれらのビジネスは局地的で価格の透明性が乏しく、ビジネスの広がりや欠く側面がある。このような中、エランはインド最大の医療関連 BtoB E コマースプラットフォームを運営する Boston Ivy Healthcare Solutions への出資を実現した。同プラットフォームでは地理的な制約無く多くの業界関係者が参加できるため、価格の透明性も担保される点で、成長性の高いビジネスと言える。

IT を活用した人材関連のソリューション提供拡大も狙う

さらに、医療関連の人材派遣・紹介についても同様に、普段のつながりを活用した地理的に限定された範囲内での事業を医療機関や介護施設向けに行っている同業他社が存在するが、エランはこのようなビジネスの広がりや欠く事業は行っていない。インドにおいて人材関連の IT サービス企業であ

エムスリーとの資本業務提携を通じた将来的なビジネス領域拡大は、必然的に同業他社の増加につながる

る Akal Information Systems への出資を実現し、IT を活用した人材関連のソリューションを提供していく機会を狙っている。

エムスリーと資本業務提携を結んだエムスリーは会員制の医師向け情報提供サイト「m3.com」を運営しており、医療に関するニュースや海外論文、特定のテーマに関する意見交換の場等を提供している。海外においても特に欧米で同様のサービスを展開しており、国内医師数の約 9 割（29 万人）、世界の医師数の約半分（650 万人）が会員となっている。国内においては同業のメドピア（6095 東証プライム）、ケアネット（2150 東証プライム）をおさえてシェアトップであり、世界でも出版大手 Wolters Kluwer（WKL アムステルダム）が運営する同種サービスの会員数を上回る。またエムスリーはインターネットで気軽に医師に相談できる「AskDoctors」や、病院・薬の検索やがん・遺伝性疾患の情報サービスを提供する「QLife」等、患者向け情報提供サイトも運営しており、この点は医師向け情報提供に特化している同業他社と大きく異なる。

図表 10. 医師向け主要情報提供サイト運営企業

企業名	連結売上高 (百万円)	ティッカー	国	会員数 (千人)		患者向けサイト
				日本	世界	
Wolters Kluwer	946,560	WKL	オランダ	-	3,000	無し
エムスリー	238,883	2413	日本	290	6,500	有り
メドピア	14,948	6095	日本	160	-	無し
ケアネット	11,183	2150	日本	230	-	無し

※為替はユーロ円 160 円で計算

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 11. 病院向けリネンリース事業及び情報提供サービス事業に携わる代表的な企業の主要事業ポートフォリオ

企業名	連結売上高 (百万円)	ティッカー	国	主要事業ポートフォリオ								
				入院 セット	情報サイト		リネン・衣服リース		関連 物品 販売	人材関連		
					患者用	医師用	病院・ 介護	宿泊・ 飲食		派遣・ 紹介	IT サービス	
Cintas Corp	1,439,492	CTAS	アメリカ	-	-	-	○	○	○	-	-	
Wolters Kluwer	946,560	WKL	オランダ	-	-	○	-	-	-	-	-	
Elis SA	731,776	ELIS	フランス	-	-	-	○	○	-	-	-	
Vestis Corp	420,873	VSTS	アメリカ	-	-	-	○	○	-	-	-	
UniFirst Corp	364,115	UNF	アメリカ	-	-	-	○	○	-	-	-	
エムスリー	238,883	2413	日本	-	○	○	-	-	-	○	-	
			北米・欧 州・アジア	-	-	○	-	-	-	○	-	
ワタキューセイモア	185,867	-	日本	○	-	-	○	○	○	-	-	
トーカイ	138,222	9729	日本	○	-	-	○	○	○	-	-	
エラングループ												
エラン	47,514	6099	日本	○	-	-	○	-	-	-	-	
TMC Viet Nam	910	-	ベトナム	-	-	-	○	-	○	-	-	
Green Laundry	433	-	ベトナム	-	-	-	○	-	-	-	-	
Quick Smart Wash	552	-	インド	-	-	-	○	-	-	-	-	
Boston Ivy	-	-	インド	-	-	-	-	-	○	-	-	
Akal Information	-	-	インド	-	-	-	-	-	-	-	○	
K-Bro Linen	35,297	KBL	カナダ	-	-	-	○	○	-	-	-	
小山	33,800	-	日本	○	-	-	○	○	○	-	-	
ヤマシタ	30,380	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-	
柴橋商会	28,900	-	日本	○	-	-	○	○	-	○	-	
アメニティ	27,700	-	日本	○	-	-	-	-	-	○	-	
小山商会	25,600	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-	
メドピア	14,948	6095	日本	-	-	○	-	-	-	○	-	
ケアネット	11,183	2150	日本	-	-	○	-	-	-	○	-	
ニック	8,362	-	日本	○	-	-	○	-	-	-	-	
ベネック	7,500	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-	

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 160 円、カナダドル円 110 円、ベトナムドン円 0.006 円、インドルピー円 1.8 円で計算

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 事業展開国の比較

米国企業の展開国数が限定的な一方で、欧州企業は多数の国に展開

各社の事業展開国を比較すると、Cintas、Vestis、UniFirst の米国企業 3 社はアメリカとカナダにのみ展開する。2 国とも面積が大きいので地理的には広い範囲をそれぞれの企業がカバーしているが、国数自体は少ない。Elis はフランスとイギリスを始め欧州約 20 カ国とメキシコ、ブラジル、チリ、コロンビアの南米 4 カ国に展開するが、アジアには展開していない。

日本企業はエラン以外にヤマシタが海外展開

日本企業ではエランがベトナムとインドに展開していることに加えて、株式会社ヤマシタ（非上場）が中国で福祉用具レンタル・販売事業と介護リフォーム事業を行っている。

エランとエムスリーの事業展開国は補完的

エムスリーは日本、中国に加えて欧米主要国でも事業を展開しており、エランの展開地域と補完関係にあるような状況である。なお、Wolters Kluwer は世界 150 以上の国と地域で事業展開しているが、これは医療関連のみならず、税務会計情報サービス、法務専門家向け情報サービス、金融・リスク関連情報サービス等も含んだ数値である。

図表 12. 病院向けリネンリースに携わる代表的な企業の主要事業展開国

企業名	国	直近期 売上高 (百万円)	主要事業展開国										
			日本	中国	ベトナム	インド	トルコ	イタリア	フランス	イギリス	アメリカ	カナダ	
Cintas Corp	アメリカ	1,439,492	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○
Wolters Kluwer	オランダ	946,560	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○	○
Elis SA	フランス	731,776	-	-	-	-	-	-	○	○	○	-	-
Vestis Corp	アメリカ	420,873	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○
UniFirst Corp	アメリカ	364,115	-	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○
エムスリー	日本	238,883	○	○	-	○	-	-	-	○	○	○	○
ワタキューセイモア	日本	185,867	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
トーカイ	日本	138,222	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
エラン	日本	47,514	○	-	○	○	-	-	-	-	-	-	-
K-Bro Linen	カナダ	35,297	-	-	-	-	-	-	-	-	○	-	○
小山	日本	33,800	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ヤマシタ	日本	30,380	○	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
柴橋商会	日本	28,900	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
アメニティ	日本	27,700	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
小山商会	日本	25,600	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
メドピア	日本	14,948	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ケアネット	日本	11,183	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	7,500	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 160 円、カナダドル円 110 円で計算

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 主要財務指標及び PER の比較

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 (上場企業のみ) を比較すると、3 年平均 ROE と PER どちらも最も高いのは 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 がずっと低い UniFirst Corp のほうが PER が 24.3 とエランの 18.9 より高い状態である。また同じく ROE がエランより大きく劣後する K-Bro Linen も、PER 20.0 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。なお Vestis については、契約先の減少や値下げ、コスト上昇によって利益が大幅に縮小した結果、高い PER となったものである。

図表 13. 病院向けリネンリースに携わる代表的な企業の直近決算期主要指標

企業名	国	直近決算期主要指標							
		売上高 (百万円)	3年 CAGR	当期純 利益率	総資産 回転率	財務レ バレッジ	ROE	3年平均 ROE	PER
Cintas Corp	アメリカ	1,439,492	10.5%	16.3%	1.1	2.2	38.3%	37.0%	43.9
Elis SA	フランス	731,776	14.5%	7.4%	0.5	2.6	9.6%	8.0%	13.2
Vestis Corp	アメリカ	420,873	4.5%	0.7%	0.9	3.4	2.4%	7.8%	93.4
UniFirst Corp	アメリカ	364,115	10.0%	6.0%	0.9	1.3	7.1%	6.0%	24.3
ワタキューセイモア	日本	185,867	5.0%	3.5%	1.9	2.0	13.1%	11.2%	-
トーカイ	日本	138,222	5.4%	4.2%	1.2	1.3	6.9%	7.4%	13.3
エラン	日本	47,514	14.5%	5.0%	2.3	0.7	20.2%	23.3%	18.9
K-Bro Linen	カナダ	35,297	17.7%	5.5%	0.9	2.0	10.0%	5.5%	20.0
小山	日本	33,800	-	6.1%	1.0	1.3	7.9%	9.6%	-
ヤマシタ	日本	30,380	-	-	-	-	-	-	-
柴橋商会	日本	28,900	-	2.9%	1.3	2.8	10.6%	6.3%	-
アメニティ	日本	27,700	-	-	-	-	-	-	-
小山商会	日本	25,600	-	-	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	-	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	7,500	4.9%	-	-	-	-	-	-

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 160 円、カナダドル円 110 円で計算

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4) 国内入院セット市場

高齢化率の上昇は止まらない

2025年2月現在、65歳以上人口が3,624万人、総人口の29.3%を占める（総務省統計局人口推計概算値）。2070年には、高齢化率（65歳以上の人口割合）が38.7%、2.6人に1人が65歳以上、4人に1人が75歳以上の見込みである。高齢化の進行によりエランのサービス市場規模はますます拡大する見込みである。

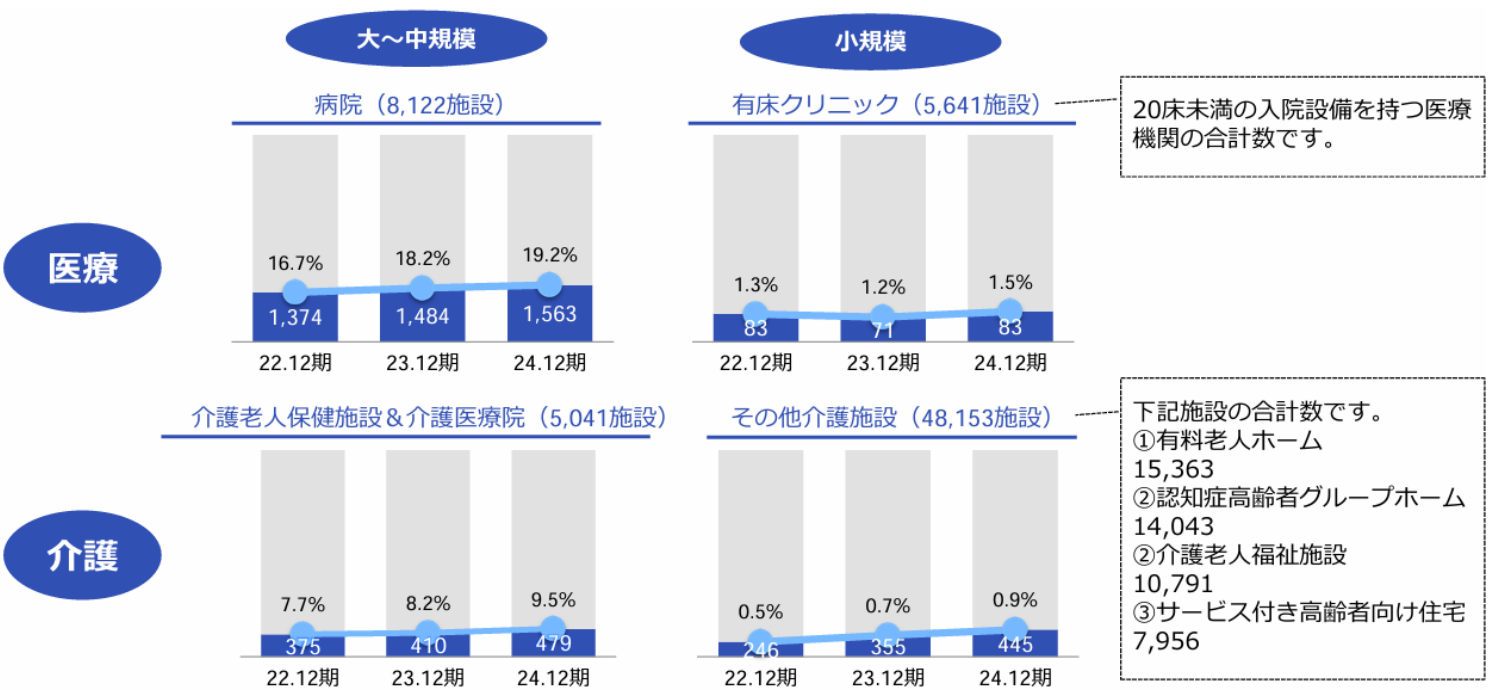
市場規模は10年で10倍に拡大

国内の入院セット市場（CS市場）は2022年度1,220億円であり、2012年度の122億円から10倍成長している。年平均成長率は25.9%である。

業界トップのエランは価格競争を避けるため付加価値向上を図る戦略

エランは、CSセットの市場開拓率シェアは約20%（病院）で業界トップである（2024年12月期）。CSセットのターゲットは病院8,122施設、有床クリニック5,641施設、介護老人保健施設&介護医療院5,041施設、その他介護施設48,153施設である。病院契約数は1,563施設であり、開拓率は19.2%、介護老人保健施設&介護医療院の契約数は479施設であり、開拓率は9.5%である。エランは、CS市場トップを走るが、サービスの同質化、価格競争を避けるため、周辺サービス開発による付加価値の向上を図る。

図表 14. 開拓率の年度推移



出所：会社資料

第2位はアメニティでエランの半分程度の売上高

エランの市場規模に次ぐ企業は、入院セットを手掛けるアメニティである。アメニティはエランの半分程度の規模である。売上高は明らかでないものの、他の主要同業他社としてはワタキューセイモアやトーカイが挙げられる。

トーカイも売上高を伸ばしている

トーカイの主力商品の一つが、「入院・入居セット」であり、入院・入居の際に必要な衣類・タオル・日用品などをセットにして、1日ごと(日額請求)でレンタルサービスを提供する。リネンサプライの契約件数は、病院が約1,000件、介護福祉施設約2,700件である。「入院・入居セット」の売上高は、2022年度は前年度比11.2%の伸びであるものの、売上高の数値は開示されていない。

今後も中長期的な市場成長が見込まれる

エランによると、以下の理由により、今後も中長期的に CS 市場の成長が続くと考えられるとのことである。第一に、2021 年の介護報酬改定で感染症対策が運営基準で義務化（3 年間の経過措置あり）されるなど、感染予防への注目が高まることで新規導入が増加している。第二に、新型コロナウイルス対応（面会禁止）で高利用率の利便性を体験した施設にて、積極的な利用促進の継続が確認できている。第三に、新型コロナウイルスが 5 類に移行し、今後の病床利用率の上昇に期待できる。

5) 世界の病院向けリネンリース市場

年率 10%近くのスピードで成長する見通し

米調査会社の Market.US によると、世界の病院向けリネンリース市場はコロナ禍による衛生意識の高まりや、病院外部の専門業者に任せたい傾向が結果的にコストが安くつくとの認識の高まり等を背景に、2022 年から 2032 年までの 10 年間、年平均 9.8%で成長する見通しである。最大の市場は北米であるが今後の成長ドライバーはアジア太平洋地域の見通しである。

図表 15. 世界の病院向けリネンリース市場

(十億ドル)	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	CAGR
世界市場	11.5	12.7	13.9	15.3	16.8	18.4	20.2	22.2	24.4	26.7	29.4	-
(前年比)	-	10.4%	9.4%	10.1%	9.8%	9.5%	9.8%	9.9%	9.9%	9.4%	10.1%	9.8%

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6) インドの病院向けリネンリース市場

インド市場の成長を見据えて Quick Smart Wash は設備能力を積極的に増強する計画

Quick Smart Wash によると、現在同社の 1 日当たりの取扱量は 35 トンであるところ、今後は設備能力を 1 日当たり 200 トンまで高めて業界シェアの 10%を取りに行くことを目指すとのことである。したがって、インド市場全体の 1 日当たり処理量は約 2,000 トンで、Quick Smart Wash の現在の市場シェアは約 2%ということになる。Quick Smart Wash の直近期の売上高は 246 百万円なので、市場全体の規模は約 14,000 百万円という計算になる。前出の通り、世界市場全体の平均成長率は約 10%で成長を主導するのはアジア太平洋地域ということなので、インド市場は 10%を上回るペースでの成長が見込まれると考えられる。

7) インドの人材関連 IT サービス市場

人材関連 IT サービス市場は年率約 26%で成長する見通し

米調査会社の TechSci Research によると、インドの人材関連 IT サービス市場の 2023 年時点の市場規模は 344 百万ドルで、今後 2029 年まで、年率 26.2%で成長する見通しとのことである。インド企業が人材関連事務の IT 化の重要性を認識し、より多くの事務の IT 化に取り組みつつあることが大きな要因である。また、インドでは州の定める規制が州ごとで大きく異なっており、州政府への報告業務が複雑を極める状態にあることも、IT 化推進を支える要因の一つとなっている。

Akal Information の同業他社も売上高が急成長中

エラン傘下の Akal Information Systems の業績は公開されていないが、同業の Alldigi Tech (Bombay 532633)や Greyp Software Pvt Ltd (非上場) の直近 3 年の売上高成長率は 20%近辺もしくはそれを超える水準となっている。

3. バリュエーション

1) 過去実績との比較における割安感

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、現在はPERが20倍を切る水準となっている。コロナ禍前の2017年から2019年に比べて現在のほうがROEも配当性向高いにもかかわらず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 16. 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	24/12
株価 (円)	355	674	805	1,499	1,110	938	1,116	738
当期純利益 (百万円)	658	865	990	1,446	1,906	2,083	2,519	2,355
PER (倍)	32.2	47.2	49.3	62.8	35.2	27.2	19.6	18.9
ROE	20.5%	22.3%	21.3%	25.8%	27.9%	25.3%	25.4%	20.2%
配当性向	18.2%	24.5%	27.6%	29.3%	28.5%	31.9%	31.2%	33.4

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 同業他社との比較における割安感

UniFirst、K-Bro Linenと比較するとエランは割安

前述の通り、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がずっと低いUniFirst Corpのほうが、PERが24.3とエランの18.9より高い状態である。また同じくROEがエランより大きく劣後するK-Bro Linenも、PER20.0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 17. 病院向けリネンリースに携わる代表的な企業の直近決算期主要指標 (再掲)

企業名	国	直近決算期主要指標							
		売上高 (百万円)	3年 CAGR	当期純 利益率	総資産 回転率	財務レ バレッジ	ROE	3年平均 ROE	PER
Cintas Corp	アメリカ	1,439,492	10.5%	16.3%	1.1	2.2	38.3%	37.0%	43.9
Elis SA	フランス	731,776	14.5%	7.4%	0.5	2.6	9.6%	8.0%	13.2
Vestis Corp	アメリカ	420,873	4.5%	0.7%	0.9	3.4	2.4%	7.8%	93.4
UniFirst Corp	アメリカ	364,115	10.0%	6.0%	0.9	1.3	7.1%	6.0%	24.3
ワタキューセイモア	日本	185,867	5.0%	3.5%	1.9	2.0	13.1%	11.2%	-
トーカイ	日本	138,222	5.4%	4.2%	1.2	1.3	6.9%	7.4%	13.3
エラン	日本	47,514	14.5%	5.0%	2.3	0.7	20.2%	23.3%	18.9
K-Bro Linen	カナダ	35,297	17.7%	5.5%	0.9	2.0	10.0%	5.5%	20.0
小山	日本	33,800	-	6.1%	1.0	1.3	7.9%	9.6%	-
ヤマシタ	日本	30,380	-	-	-	-	-	-	-
柴橋商会	日本	28,900	-	2.9%	1.3	2.8	10.6%	6.3%	-
アメニティ	日本	27,700	-	-	-	-	-	-	-
小山商会	日本	25,600	-	-	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	-	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	7,500	4.9%	-	-	-	-	-	-

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 160 円、カナダドル円 110 円で計算

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

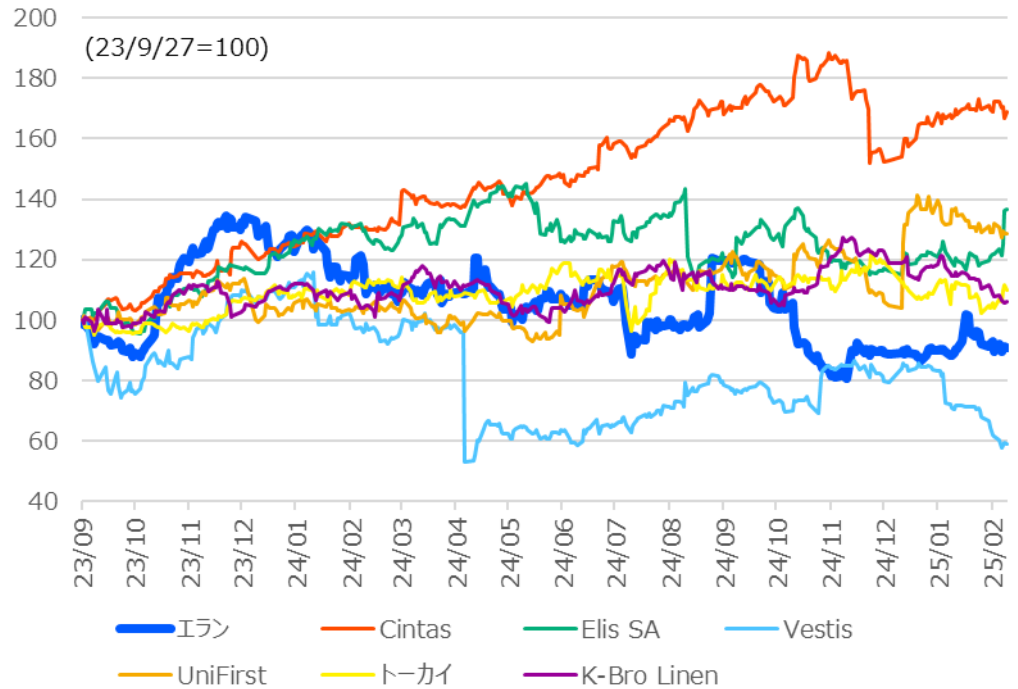
Elis は、Vestis と UniFirst の二社買収を目論むも合意に至らず、代わりにオランダとスペインの非上場同業を買収

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 は 9 月に Vestis の買収交渉に入り、並行して UniFirst 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。

2025 年 1 月に Cintas が UniFirst に対して買収を提案

2025 年に入ると、今度は Cintas が 1 月に UniFirst に対して 1 株当たり 275 ドル (60%以上のプレミアム) で買収を提案。このかなりの高額提案にもかかわらず、UniFirst の取締役会は全会一致でこの提案を拒否し、会社とステークホルダーの最善の利益にならないと述べている。Cintas による UniFirst 買収の試みは今回が初めてではなく、2022 年 2 月にも 1 株当たり 255 ドル (当時 43%のプレミアム) で提案し、拒否された。

図表 18. 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24.3倍とエランの18.9倍より高い状態である。（UniFirstのPERが高い状態はCintasによる買収提案以前から続いている。）また同じくROEがエランに大きく劣後するK-Bro Linenも、PER20.0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 19. 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	24/12	会予 25/12
売上高	15,467	18,585	21,519	26,056	31,636	36,265	41,426	47,514	59,000
国内	15,467	18,585	21,519	26,056	31,636	36,265	41,426	47,244	56,600
海外	-	-	-	-	-	-	-	269	2,400
売上原価	11,469	13,758	16,045	19,493	23,759	27,238	31,674	36,797	
売上総利益	3,998	4,827	5,473	6,564	7,877	9,027	9,751	10,717	
国内	3,998	4,827	5,473	6,564	7,877	9,027	9,751	10,545	
海外	-	-	-	-	-	-	-	171	
売上総利益率	25.8%	26.0%	25.4%	25.2%	24.9%	24.9%	23.5%	22.6%	
販売費及び一般管理費	3,085	3,548	3,981	4,495	5,078	5,636	6,086	7,139	
営業利益	913	1,279	1,492	2,068	2,799	3,391	3,665	3,578	4,720
国内	913	1,279	1,492	2,068	2,799	3,391	3,665	3,480	
海外	-	-	-	-	-	-	-	96	
営業利益率	5.9%	6.9%	6.9%	7.9%	8.8%	9.4%	8.8%	7.5%	8.0%
営業外収益	12	4	14	82	26	28	33	52	
固定資産売却益	2	0	1	0	2	1	0	3	
受取遅延損害金	-	-	7	17	16	14	11	11	
経営指導料	3	-	-	-	-	4	4	4	
助成金収入	1	1	3	0	3	1	6	6	
営業外費用	1	1	5	2	6	7	16	85	
固定資産売却損・除却損	1	0	4	0	1	2	4	3	
投資事業組合運用損	-	-	-	-	3	5	5	18	
経常利益	924	1,282	1,501	2,148	2,819	3,412	3,682	3,545	4,740
経常利益率	6.0%	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	9.4%	8.9%	7.5%	8.0%
特別損益	27	0	0	0	0	-377	0	0	
段階取得に係る差益	27	0	0	0	0	0	0	0	
投資有価証券評価損	0	0	0	0	0	-377	0	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	3,545	
税引前利益率	6.1%	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	8.4%	8.9%	7.5%	
法人税等	293	417	512	702	913	953	1,163	1,190	
当期純利益	658	865	990	1,446	1,906	2,083	2,519	2,355	3,090
当期純利益率	4.3%	4.7%	4.6%	5.5%	6.0%	5.7%	6.1%	5.0%	5.2%

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 20. 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	24/12
現金及び預金	2,147	3,057	3,472	4,498	5,632	6,036	5,489	6,849
営業債権	3,409	3,658	4,476	5,044	5,848	7,105	8,622	8,179
棚卸資産	499	595	767	995	1,080	1,332	1,899	2,293
その他流動資産	-129	-160	-388	-357	-430	-397	-503	-448
流動資産	5,926	7,150	8,327	10,180	12,130	14,076	15,507	16,873
土地	114	114	114	114	114	269	269	269
その他有形固定資産	180	188	198	203	227	292	271	307
有形固定資産	294	302	312	317	341	561	540	576
のれん	166	127	88	49	10	0	0	814
その他無形固定資産	61	112	108	113	95	92	109	102
無形固定資産	227	239	196	162	105	92	109	916
投資その他の資産	79	133	402	1,030	1,371	1,342	2,838	3,241
固定資産合計	601	674	909	1,509	1,818	1,996	3,486	4,733
資産合計	6,527	7,824	9,236	11,689	13,948	16,072	18,993	21,606
買入債務	2,340	2,746	3,340	4,158	4,868	5,568	6,427	7,223
未払金・未払費用	335	369	397	564	617	622	700	783
未払い法人税等	250	390	425	712	847	730	859	630
その流動負債	105	57	49	68	85	92	103	468
流動負債	3,030	3,562	4,211	5,502	6,417	7,012	8,089	9,104
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-	77
株式給付引当金	-	-	-	-	14	20	28	39
役員株式給付引当金	-	-	-	-	31	50	63	60
その他固定負債	0	0	4	3	2	1	0	10
固定負債	0	0	4	3	47	71	90	186
負債合計	3,030	3,562	4,215	5,505	6,464	7,083	8,179	9,104
資本金・剰余金	1,102	1,116	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	11,531
自己株式	0	0	0	0	-197	-194	-194	-191
株主資本	3,497	4,263	5,021	6,184	7,484	8,990	10,814	12,502
評価換算差額	0	-14	-15	-25	-11	-45	-73	45
新株予約権	0	18	0	0	0	0	0	0
純資産合計	3,497	4,263	5,021	6,184	7,484	8,990	10,814	12,502
負債純資産合計	6,527	7,824	9,236	11,689	13,948	16,072	18,993	21,606

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 21. 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	24/12
税引前利益	951	1,282	1,501	2,148	2,819	3,035	3,682	3,545
減価償却費	79	99	110	117	120	144	188	897
有価証券及び投資有価証券評価損益	0	0	0	0	0	377	8	0
貸倒引当金	60	87	120	24	75	-44	102	70
運転資本	-394	60	-445	13	-162	-728	-1,069	1,151
法人税等支払額	-346	-376	-560	-563	-916	-1,082	-1,098	-1,283
その他営業キャッシュ・フロー	-32	39	53	209	170	-121	-32	120
営業活動によるキャッシュ・フロー	318	1,191	779	1,948	2,106	1,581	1,781	4,500
有価証券及び投資有価証券の取得	0	-68	-71	-550	-268	-211	-1,475	-354
有形及び無形固定資産の取得	-74	-102	-71	-87	-78	-347	-195	-896
子会社株式の取得	-161	-	-	-	-	-	-	-867
敷金	-8	-8	-12	-14	-11	-68	9	-13
その他	5	2	2	3	-1	1	18	-104
投資活動によるキャッシュ・フロー	-238	-176	-152	-648	-358	-625	-1,661	-2,234
株式の発行	7	16	0	0	0	3	0	0
株式の償還及び消却	0	0	0	0	-197	0	0	0
配当金の支払額	-89	-119	-212	-272	-416	-555	-666	-788
その他の財務キャッシュ・フロー	0	-1	-1	-2	-1	-1	-1	-62
財務活動によるキャッシュ・フロー	-82	-104	-213	-274	-614	-553	-667	-850
Free Cash Flow	80	1,015	627	1,300	1,748	956	120	2,266

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 22. 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	24/12	会予 25/12
EPS (円)	44.2	28.8	32.7	23.9	31.5	34.5	41.7	38.9	51.0
BPS (円)	233.9	140.1	165.7	102.1	123.8	148.7	178.9	206.8	
1株当たり配当金 (円)	8.0	14.0	9.0	14.0	9.0	11.0	13.0	13.0	15.0
配当性向	18.2	24.5	27.6	29.3	28.5	31.9	31.2	33.4	29.4
終値 (円)	1,418	1,347	1,610	1,499	1,110	938	1,116	738	
PER (倍)	32.2	47.2	49.3	62.8	35.2	27.2	26.8	18.9	14.9
PBR (倍)	6.1	9.6	9.7	14.7	9.0	6.3	6.2	3.6	
期末発行済株式数 (千株)	14,950	15,150	30,300	30,300	60,600	60,600	60,600	60,600	
自己株式数 (株)	162	220	440	469	140,969	138,769	138,795	138,912	
自社株控除株式数 (千株)	14,950	15,150	30,300	30,300	60,459	60,461	60,461	60,462	
時価総額 (百万円)	21,199	40,814	48,782	90,839	67,110	56,713	67,475	44,622	
株主資本比率	53.6	54.5	54.4	52.9	53.7	55.9	56.9	57.9	
有利子負債残高	-	-	-	-	-	-	-	77	
D/E レシオ	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.8	-0.7	-0.5	0.0	
EV(Enterprise Value)	19,052	37,757	45,310	86,341	61,478	50,677	61,986	37,850	
EBITDA (百万円)	992	1,378	1,602	2,185	2,919	3,535	3,853	4,495	5,637
EV/EBITDA 倍率	19.2	27.4	28.3	39.5	21.1	14.3	16.1	8.4	7.0
ROE	20.5	22.3	21.3	25.8	27.9	25.3	25.4	20.2	22.6
ROIC (投下資本)	-	22.2	21.1	24.4	27.6	29.6	25.3	20.4	
ROIC (事業資産)	-	103.7	124.0	208.7	329.7	402.0	288.7	139.9	
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