

## Company Report

2025年12月4日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ

酒井田 浩之



## Q3 進捗は遅れ気味の方、営業強化活動とエムスリーとの協業が進展

25/12期 Q3 累計決算は、売上高は前年同期比 16.9% 増の 40,739 百万円、営業利益は同 11.4% 増の 3,042 百万円となった。通期会社予想は変更されなかったものの、通期会社予想に対する進捗率は売上高が 69.0%、営業利益が 64.4% とやや低めであった。営業力の改善を強めに織り込んでやや高めに設定していた新規顧客の獲得目標が到達できていないことが、売上高進捗が低い主要因である。営業利益については、売上高の進捗遅れの影響もあるものの、オリジナル患者衣リフテの獲得数が伸びたことで初期費用が想定より増加した影響が大きかったようだ。通期配当予想は 15 円で変更はない。

決算発表（11月7日）から 6 営業日後の 11月17日までに株価は 7.3% 下落したが、その後は TOPIX 並みの動きであり、進捗率の影響はいったん織り込んだと考えられる。

各種 KPI の中では、Q2 から低下し始めた解約率が Q3 も継続して低下していることに注目したい。昨年下半期から解約対策の営業活動を開始し、今年 Q2 から効果が出始めたものである。また、Q2 から全国展開を始めた新サービスのスマイルウエアは Q3 末で 38 施設に導入され、順調な進捗である。

エムスリーとの協業・シナジーに関しては、徐々に具体的な事例が出てきているようだ。Q3 決算説明資料では、CS セットの差別化プロダクトの病院への導入が実際に始まったこと、エムスリーとの協力によって解約を予防できた事例が出ていることが報告されている。

2018年から2021年までの同社株は、PBR が 10 倍前後、PER が 40~70 倍であった。それに対して足元で PBR は 3.4 倍と比較的高い水準にあるが、PER は 14.0 倍で市場平均に比べて低い水準にとどまっている。現在の株価は高い ROE で支えられているものの、魅力的なエクイティストーリーによって PER にプレミアムが付与されるまでには至っていない状況と考えられる。ストラテジー・アドバイザーズでは、1) エムスリーとの提携効果の更なる発現と、2) プラットフォーム企業としての再評価の可能性、の 2 つが、今後の同社のエクイティストーリーを魅力あるものとし、バリュエーションに再度プレミアムを付与する可能性につながる要素と考えている。関連する項目の開示に注目しておきたい。

### 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)
24/12 Q3 累計	34,847	14.5	2,731	0.2	2,697	-1.6	1,832	-3.0	30.3	-
<b>25/12 Q3 累計</b>	<b>40,739</b>	<b>16.9</b>	<b>3,042</b>	<b>11.4</b>	<b>3,025</b>	<b>12.1</b>	<b>2,022</b>	<b>10.4</b>	<b>33.5</b>	<b>-</b>
22/12	36,264	14.6	3,391	21.2	3,411	21.1	2,082	9.3	34.4	11.0
23/12	41,425	14.2	3,665	8.1	3,681	7.9	2,518	20.9	41.6	13.0
24/12	47,513	14.7	3,577	-2.4	3,544	-3.7	2,354	-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

### 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(25/12/3)	712
52週高値(25/8/1)	870
52週安値(25/4/7)	621
上場来高値(21/1/25)	1,662
上場来安値(16/3/29)	117
発行済株式数(百万株)	60.5
時価総額(十億円)	43.1
EV (十億円)	38.9
自己資本比率(24/12、%)	57.9
ROE (24/12、%)	20.2
PER (25/12 会予、倍)	14.0
PBR (24/12 実績、倍)	3.4
配当利回り (25/12 会予、%)	2.1

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 目次

1.	決算と主要 KPI の動向.....	3
1)	25/12 期 Q3 累計実績と期初予想の進捗状況 .....	3
2)	営業利益率は依然として安定 .....	4
3)	戦略商品「リフテ」と「スマイルウエア」の動向と新規事業への取り組み .....	5
2.	最近のトピック .....	8
1)	エムスリーグループとの協業によるシナジーの進捗状況.....	8
2)	持分法適用会社クラシコの上場 .....	9
3.	株価とバリュエーション .....	10
1)	最近の株価の動き.....	10
2)	バリュエーションが再上昇するためには .....	10
3)	バリュエーションが上昇する条件：エムスリーとの提携効果 .....	11
4)	バリュエーションが上昇する条件：プラットフォーム企業としての再評価の可能性 .....	11

## 1. 決算と主要 KPI の動向

### 1) 25/12 期 Q3 累計実績と期初予想の進捗状況

**売上高、利益共に前年同期比二桁増加となった**

**利益進捗率がやや低く通期会社予想には未達リスク**

エラン（以下、同社）の 25/12 期第 3 四半期（以下、Q3）累計の売上高は前年同期比 16.9% 増の 40,739 百万円、営業利益は同 11.4% 増の 3,042 百万円となった。CS（ケア・サポート）セットの新規契約の獲得に伴う利用者数の拡大に加えて、前年度第 4 四半期（以下、Q4）から徐々に連結を開始した海外事業も寄与している。

一方、通期会社予想に対する進捗率は売上高が 69.0%、営業利益が 64.4% とやや低めであった。売上高については、営業力の改善を強めに織り込んでやや高めに設定していた新規顧客の獲得目標が到達できていないことが主要因である。リフテの導入施設数が Q3 累計で 173 施設と前年同期の 108 施設を大きく上回るなど獲得が順調な分野もあるものの、全体としてはまだ営業力が想定ほどには向上していない模様である。今年度下半期（7 月～12 月）から営業プロセスの詳細を共有する施策など営業力の向上を図る試みを始めており、今後の営業力向上は注目点の一つである。

営業利益については、売上高の進捗遅れの影響もあるものの、前述のようにリフテの獲得数が伸びたことで初期費用が想定より増加した影響も大きく、進捗率が低くなっている。

リフテの Q3 までの導入ペースが早かったため Q4 の初期費用計上額は Q3 までの金額よりは低下する可能性があること、利益進捗の遅れに対応して経費の削減努力も行われていることから、現時点では通期会社予想の見直しは行われていない。ただし、リフテ導入数の増加による初期費用の増加や、短期的な経費削減が不足する場合には未達のリスクがあることは留意しておく必要がある。

**図表 1. エランの 25/12 期 Q3 累計決算要約**

(百万円)	24/12 Q3 累計	25/12 Q3 累計 (A)	前年同期比 (A)/(B)	進捗率 (A)/(B)	25/12 会社予想	前期比
					(B)	
売上高	34,847	40,739	16.9%	69.0%	59,000	24.2%
営業利益	2,731	3,042	11.4%	64.4%	4,720	31.9%
経常利益	2,697	3,025	12.1%	63.8%	4,740	33.7%
当期純利益	1,832	2,022	10.4%	65.4%	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

**営業施策により解約数が減少に向かい始めた**

Q3 末の契約施設数は 2,761 件で 1 年前（前年 Q3 末）に比べて 258 件の純増である。この年間純増ペースは過去 2 年の平均値（255 件）とほぼ同じであるが、おそらく同社は今期、もう少し高い新規獲得を計画していたものと見られる。

とは言え、内訳を細かく見ると悪い話ばかりではない。第 1 四半期（以下、Q1）まで上昇してきた解約率が第 2 四半期（以下、Q2）には 3.7% と低下し、Q3 は 3.5% と低下傾向が続いている（図表 2）。昨年の解約増加の背景には、新型コロナ発生以降の訪問回数の減少が昨年上半期まで続いている契約施設とのコミュニケーションが不足していたことがあると考え、昨年下半期から担当者が訪問して利用状況、利用者の不満、施設からの要望などを確認する会合を行うようにした。若干のタイムラグを置いて、このようなコミュニケーションを深める対策による効果が出てきていると考えられる。前述のように、新規獲得の営業体制についても今年下半期から対策を始めている。こう

といった対策は効果が出るまでタイムラグがあると考えられるため、来年のデータで新規獲得にも改善の兆しが見えるかどうか確認したい。

図表 2. 契約施設数のエリア別推移（3ヶ月毎）

(件)	23/12				24/12				25/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
全国	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	2,503	2,570	2,589	2,691	2,761
北海道	138	143	145	149	152	163	170	173	172	178	185
東北	270	279	284	298	301	315	319	331	332	340	351
関越	332	345	371	392	404	422	433	454	458	476	497
中部	406	419	418	426	432	437	444	445	450	460	464
関西北陸	375	403	421	438	447	464	481	503	502	526	557
中四国	407	417	421	429	435	442	450	451	455	472	457
九州沖縄	153	165	177	188	189	196	206	213	220	239	250
全国解約率	2.8%	3.0%	3.2%	3.3%	3.2%	3.2%	3.1%	3.7%	4.0%	3.7%	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

## 2) 営業利益率は依然として安定

リフテ費用調整後の営業利益は安定している

総利益率、販管費率、営業利益率の傾向は Q2 までと同様である。

Q3 累計の国内営業利益率（リフテ費用調整後）は 9.5%で、これは 2024 年 Q3 の 9.4%、2023 年 Q3 の 9.4%と同水準である。季節性による動きを排除するために図表 3 右上グラフに営業利益率の 12 か月移動平均値（リフテ費用調整後）を表示したが、2022 年以降ほぼ横ばいで推移していることがわかる。売上総利益率は緩やかな低下傾向にあるものの、販管費率が同程度のペースで低下しているためである。この傾向はこの Q3 も継続していると見てよいだろう。

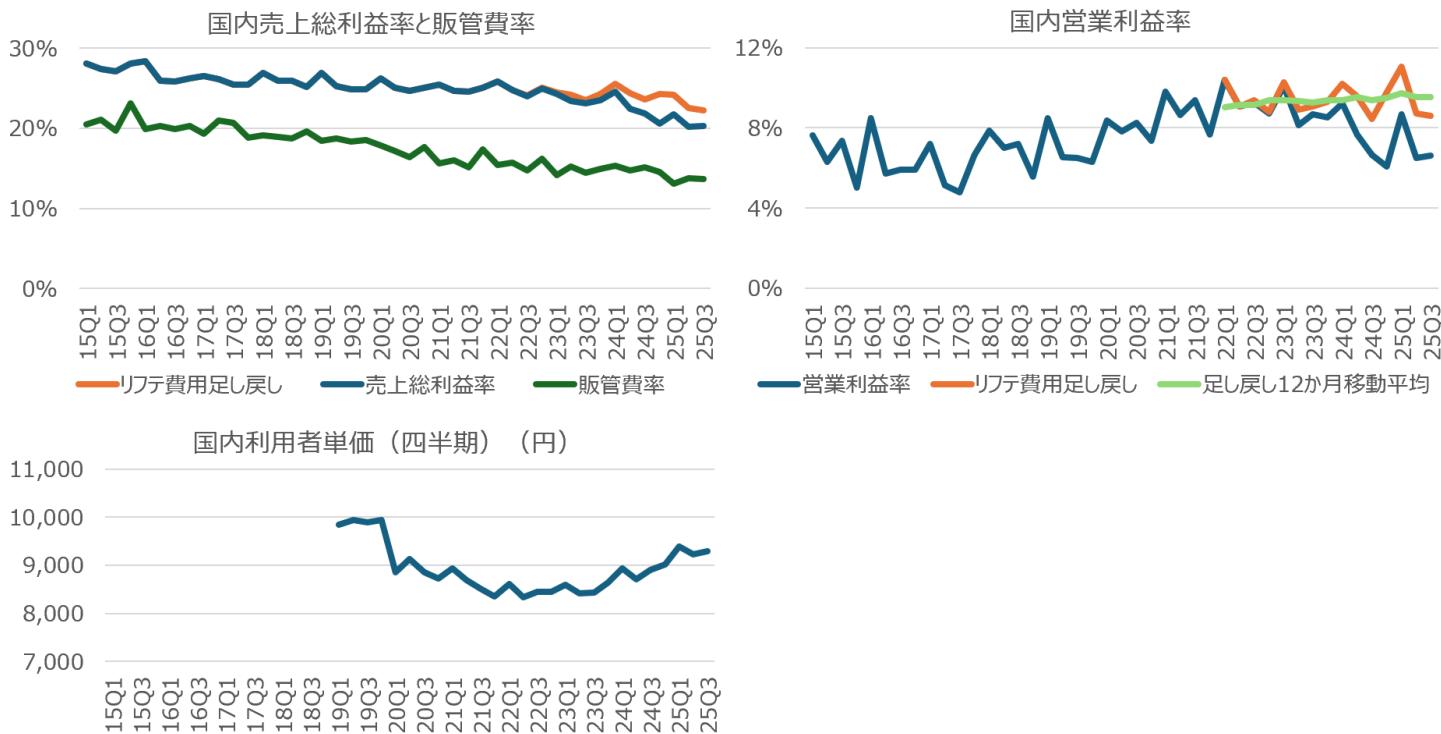
Q3 から売上総利益重視のリフテ導入戦略に変化、Q4 以降の効果に期待

売上総利益率の低下要因の一つには、これまでリフテ普及を優先してリフテ導入を進めてきたことにより、必ずしも本来期待されるような単価と粗利の改善効果が発揮されない場合が見られたことがある。しかし、すでにリフテの普及そのものは進んできたため、25/12 期 Q4 からは普及のための導入ではなく、本来あるべき利益率の改善を狙う導入をさらに進める方針に変更した。これにより、Q4 以降は売上総利益の改善効果が期待される。

利用者単価は上昇傾向が継続

国内利用者平均単価は Q2 には季節要因で下落したが、Q3 には予想通り再び上昇した。利用者単価に関しては 2022 年以降の上昇傾向が継続していると判断できる。

図表 3. 国内事業の売上総利益率、販管費率、営業利益率と利用者単価の四半期推移



注：リフテ費用足し戻しベースの利益率はストラテジー・アドバイザーズの推定値

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) 戦略商品「リフテ」と「スマイルウエア」の動向と新規事業への取り組み

リフテ導入施設比率は Q3 も上昇

オリジナル患者衣リフテは Q3 に新たに 57 施設に導入され、導入施設数は Q3 末で 425 施設となり、導入施設比率は 15.4% にまで上昇した。（図表 4、図表 5）

介護施設市場を担うスマイルウエアの導入施設も増加

25/12 期 Q2 から全国展開を開始した介護施設向け新サービスのスマイルウエアは、Q3 末で全国 38 施設に導入されている。導入施設比率は 1.4% である。同社では想定線での拡大ペースと捉えているとのことで、さらなる拡大に期待したい。

このサービスは、アパレルのプロが厳選した複数種類の洋服が施設内のハンガーにかけてあり、介護施設の入所者がお買い物感覚で楽しみながら衣類を選び、本当に着たいと思える衣類を着る生活を提供できる。おしゃれを通じて気持ちを高めることができると、入所者の生活の質を向上させる効果があると期待されている。

新規事業、退院・在宅セット

同社はこれまで主に病院や高齢者施設におけるサービスを提供してきたが、今後の新たな事業分野として病院を退院した後の生活を支える新サービスの開発を行っている。それが「退院・在宅セット」である。

病院に入院していた患者は、退院すると自宅に戻る場合もあれば、高齢者施設に入る場合もあるが、いずれにしても病院と異なり、通常の生活に戻ることになる。入院患者とは異なるサービスが必要となり、運営方法も工夫が必要になる。また、退院後の再入院などのケースも想定しておく必要がある。病院を退院した後も継続して生活を支えるサービスが実現すれば、利用者にとって非常に役に立つ、社会的な意義のある事業になると考えられる。

同社では、今年度下期からこの新サービスのための基盤整備を始めた。比較的最近打ち出された

# エラン | 6099 (東証プライム)

新サービスであるリフテやスマイルウェアで順調に導入・拡大が進んできた実績があり、退院・在宅セットも来年度以降に同様の事業立ち上げと拡大が見られるか注目しておきたい。

図表 4. 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)	23/12				24/12				25/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
CSセットR契約施設比率	8%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	13%	13%
CSセットLC契約施設比率	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%
リフテ導入施設比率	1%	1%	2%	2%	3%	5%	6%	10%	11%	14%	15%

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 5. 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)	23/12				24/12				25/12		
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002	12,667	13,433	13,407	13,899
(前年同期比)	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%	15%	17%	18%	16%
売上総利益	2,390	2,322	2,458	2,581	2,821	2,551	2,619	2,726	2,994	2,772	2,871
(売上総利益率)	24%	23%	23%	23%	25%	22%	22%	22%	22%	21%	21%
営業利益	992	809	925	939	1,059	872	800	847	1,187	888	966
(営業利益率)	10%	8%	9%	9%	9%	8%	7%	7%	9%	7%	7%
リフテ導入施設数(累積)	12	27	35	52	74	117	160	252	293	365	425
リフテ導入施設数	4	15	8	17	22	43	43	92	41	72	60
リフテ導入費用(推計)	20	75	40	85	110	215	215	460	310	290	270
リフテ費用戻し売上総利益	2,410	2,397	2,498	2,666	2,931	2,766	2,834	3,186	3,150	2,898	2,979
(リフテ費用戻し売上総利益率)	24%	24%	23%	24%	26%	24%	24%	25%	24%	22%	22%
リフテ費用戻し営業利益	1,012	884	965	1,024	1,169	1,087	1,015	1,307	1,444	1,126	1,153
(リフテ費用戻し営業利益率)	10%	9%	9%	9%	10%	10%	8%	10%	11%	9%	9%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# エラン | 6099 (東証プライム)

図表 6. 四半期別業績動向 (単位:百万円)

決算期	23/12				24/12				25/12			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	
<b>売上高</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>	<b>12,667</b>	<b>13,433</b>	<b>13,407</b>	<b>13,899</b>	
(前年同期比)	12.1%	12.6%	16.2%	15.8%	16.5%	14.4%	12.7%	15.2%	17.0%	18.0%	15.8%	
売上原価	7,467	7,603	8,187	8,417	8,666	8,806	9,385	9,940	10,440	10,633	11,028	
<b>売上総利益</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>	<b>2,726</b>	<b>2,994</b>	<b>2,772</b>	<b>2,871</b>	
(売上総利益率)	24.2%	23.4%	23.1%	23.5%	24.6%	22.5%	21.8%	21.5%	22.3%	20.7%	20.7%	
販売費及び一般管理費	1,397	1,513	1,533	1,643	1,762	1,680	1,817	1,880	1,806	1,885	1,905	
<b>営業利益</b>	<b>992</b>	<b>809</b>	<b>925</b>	<b>939</b>	<b>1,059</b>	<b>872</b>	<b>800</b>	<b>847</b>	<b>1,187</b>	<b>888</b>	<b>966</b>	
(売上高営業利益率)	10.1%	8.2%	8.7%	8.5%	9.2%	7.7%	6.7%	6.7%	8.8%	6.6%	7.0%	
営業外損益	5	7	4	1	7	11	-52	1	-8	-19	10	
<b>経常利益</b>	<b>997</b>	<b>816</b>	<b>929</b>	<b>940</b>	<b>1,066</b>	<b>883</b>	<b>749</b>	<b>847</b>	<b>1,180</b>	<b>868</b>	<b>976</b>	
(売上高経常利益率)	10.1%	8.2%	8.7%	8.5%	9.3%	7.8%	6.2%	6.7%	8.8%	6.5%	7.0%	
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	
<b>税引前利益</b>	<b>997</b>	<b>816</b>	<b>929</b>	<b>940</b>	<b>1,066</b>	<b>883</b>	<b>749</b>	<b>847</b>	<b>1,180</b>	<b>868</b>	<b>976</b>	
法人税等合計	302	258	293	310	339	284	243	324	374	288	308	
(法人税率)	30.3%	31.6%	31.5%	33.0%	31.8%	32.2%	32.4%	38.3%	31.7%	33.2%	31.6%	
<b>親会社株主に帰属する四半期純利益</b>	<b>696</b>	<b>557</b>	<b>636</b>	<b>630</b>	<b>727</b>	<b>598</b>	<b>507</b>	<b>523</b>	<b>800</b>	<b>567</b>	<b>656</b>	
売上高当期純利益率	7.1%	5.6%	6.0%	5.7%	6.3%	5.3%	4.2%	4.1%	6.0%	4.2%	4.7%	

出所: SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 最近のトピック

### 1) エムスリーグループとの協業によるシナジーの進捗状況

#### 今回決算では3つの分野でアップデートがあった

エムスリー（2413 東証プライム）との協業・シナジーは以下の4つの分野で計画されている。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) 両者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点である（図表7）。このうち、Q3決算資料では3つの分野でアップデートがあった。図表7の青字で記載されている部分がアップデート項目である。

#### CS セットの協業における進捗

CS セットでは以前から差別化プロダクトの開発とテストが行われていたが、Q3からは事業としての展開が始まったようである。Q2 決算説明資料では、「差別化プロダクトを開発。近日中に実証トライアル予定」との記載であったが、今回のQ3 決算説明資料では「差別化プロダクトを開発・展開開始」との表現になっており、進捗が伺われる。

また、Q2 決算説明資料にはなかった「ソリューション型営業の基盤強化」という記載にも注目したい。エムスリーの担当社員は病院全体のプロセスに詳しく、病院での困りごと・課題に対するソリューション型営業を行っている。一方、同社の担当社員は入院患者のケアに詳しく、患者の困りごとを解決するアプローチを探っている。同社営業担当者がエムスリーの営業に同行してエムスリーの得意分野を学び、共同で行う新たなソリューション型営業の展開に向けた基盤強化を始めているとのことである。

#### 解約予防の効果発現

これまで、同社のサービスを解約したいという病院が出た場合にも同社のサービスの範囲内での提案しかできなかった。エムスリーと協力することで、エムスリーと同社のサービスを組み合わせた提案も可能となった。実際にこのような取り組みによる解約阻止の事例が出てきたとのことである。

#### 抜本的なコスト削減による粗利率向上の探索

エムスリーが持つ様々なノウハウの中には、まだ同社が着手していない取り組みが多く含まれている。現時点での詳細は不明だが、新たな取り組みを取り入れるために同社主導による共同プロジェクトを立ち上げたとのことである。

図表 7. エムスリーとの協業・シナジー



出所：会社資料

## 2) 持分法適用会社クラシコの上場

### 持分法会社クラシコが 11 月に上場

2025 年 11 月 5 日に持分法適用会社であるクラシコ（442A 東証グロース）が東京証券取引所グロース市場に新規上場した。クラシコの時価総額は 42 億円、同社の保有比率は 28.73% であるため、同社保有分の評価額は 12 億円である。

### クラシコの高いデザイン性がリフテの製品競争力の源泉

オリジナル患者衣リフテの衣類はクラシコから仕入れている。クラシコは創業時から D2C (Direct to Consumer、自社 EC サイトでの直販) モデルによる事業展開をしてきた。エンドユーザーである医療従事者の声を直接製品開発に反映させることで、「機能性」と「ファッション性」を両立した商品を提供している。リフテを始めるときに、このような特徴を持つクラシコと資本業務提携を行い、リフテ商品を提供してもらうこととなった。リフテによる売上拡大がクラシコの業績に寄与すると同時に、デザイン性の高いリフテ衣料によって同社のビジネス展開にも貢献する Win-Win の関係である。

## 3. 株価とバリュエーション

### 1) 最近の株価の動き

決算から 6 営業日後に株価が一度下落した

決算発表日（11月7日）から6営業日後の11月17日までに同社株価は7.3%下落したが、その後はTOPIX並みの動きであり、Q3までの進捗率が低い影響はいったん織り込んだと考えられる。

### 2) バリュエーションが再上昇するためには

2018～2022年は10倍前後の高いPBRだった

[25/12期 Q2 決算レポート](#)で詳細説明を記載したが、同社株のバリュエーションは2018年から2022年にかけて同業他社と比べて高い水準にあった。最初はエルタスク買収による注目度上昇やその後のエルタスク連結効果による増益が株価の上昇をサポートしたと考えられる。その後、新型コロナの流行による病院の運営変化（面会制約など）によってCSセットの利用者数が増加したことによって2020年にさらに株価が上昇し、2021年1月25日に終値で1,662円と最高値を記録した。2018年から2022年にかけて、PBRで10倍前後の高いバリュエーションが維持されていた。

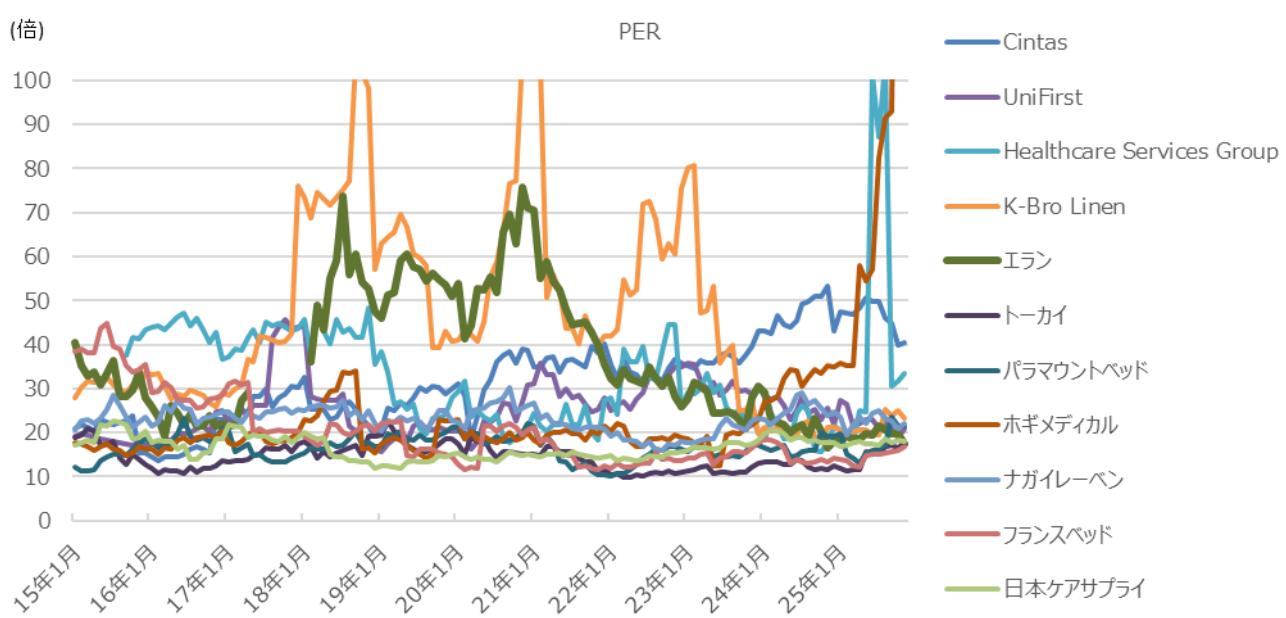
現在のバリュエーションにはプレミアムは観察されない

その後、期待感が落ち着いてきたことにより株価は徐々に低下してきた。PBRは3.4倍と今でも比較的高い水準にあるが、PERは14.0倍と株式市場平均より低い水準にとどまっている。現在の株価は高いROE（24/12期20.2%）で支えられているものの、魅力的なエクイティストーリーによってPERにプレミアムが付与されるまでには至らない状況と考えられる。

エムスリーとの提携効果、プラットフォーム企業としての評価がカギ

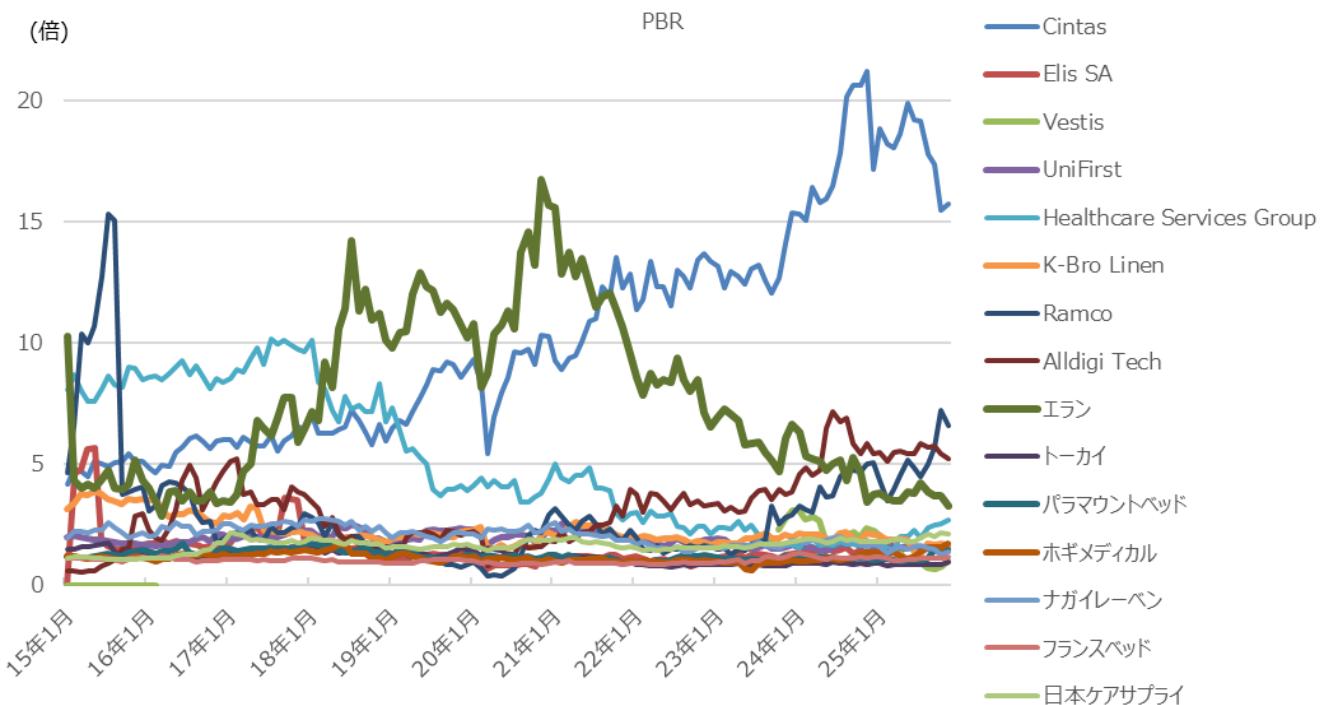
今後同社のバリュエーション上昇を後押しする可能性のある要素としては、エムスリーとの提携効果の更なる発現と、プラットフォーム企業としての再評価の可能性の2つが考えられる。

図表 8. PER 比較



注：PER80倍以上は省略 出所：SPEEDAよりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. PBR 比較



出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) バリュエーションが上昇する条件：エムスリーとの提携効果

進歩はあるものの数値に明確に効果が表れるまでには至っていない

エムスリーとの提携効果については四半期ごとの決算説明資料で毎回アップデートが行われている。第2章で紹介したように、Q2 決算説明資料に比べて今回の 25/12 期 Q3 決算説明資料ではいくつかの点で進歩があったことが示唆されている。ただし現時点では、展開開始や効果が見え始めたという状況であり、効果が明確な数値で表れているわけではない。

開示されている KPI への影響に注目したい

しかし、同社は契約数、解約率、新規サービス導入数などの様々な KPI を四半期ごとに詳細に開示している。今後エムスリーとの提携効果が数値に表れてくるにつれ、これらの開示を通じて外部からも効果が理解されるようになることが期待される。

### 4) バリュエーションが上昇する条件：プラットフォーム企業としての再評価の可能性

細分化された業界構造

同社の属する産業は、病院や介護施設などの顧客も、顧客にリネンサービス等を提供する取引先も、多くの小規模なプレーヤーで構成される細分化された産業構造が特徴である。リネン業界ではワタキューセイモア（非上場）のような大手企業もあるが、大手であっても必ずしもビジネスの現場まで本部が統一的にコントロールしているわけではない場合もあるようだ。従って、業界全体として顧客やサプライヤーと互いに協力して効率的な運営をする余地がまだ残されていると考えられる。

利用者、施設、取引先の悩みを解決するビジネスモデル

図表 10 が同社のビジネスモデルである。上記の業界特性の中で、既存の取引関係をそのまま活用する共存共栄モデルである点が特徴である。入院患者との間の利用申し込みや請求書発送、料金回収などは病院やリネン会社などが個別対応すると非効率になりかねない。これらの業務を同社が一手に引き受けることで、関係者それぞれにメリットのある取引、すなわち同社 Credo（行動指針）にある WIN-WIN-WIN の関係となる。

# エラン | 6099 (東証プライム)

## プラットフォーム的特性を持つ事業構造

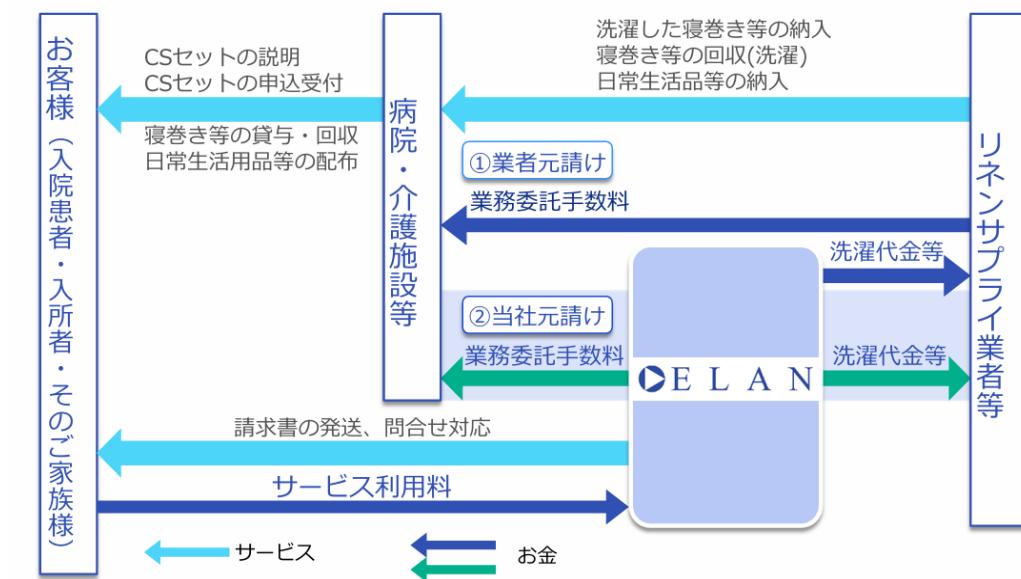
同社の事業は、多くの利用者と入院・入所先施設、さらに現場で直接リネンサプライ等の業務を行う多くの取引先を束ねる事業構造を有しており、「プラットフォーム」的な特性を有する構造であると考えられる。システムの工夫により、契約施設数が増えるほど調達・供給の効率が向上し、利益率の維持・改善が可能になると考えられる。実際に、同社の売上高販管費率は過去10年間ほぼ継続して低下しているが、上場後に実施された管理業務のシステム化により、利用者数が増加しても人件費が増えない仕組みが構築されたためである。

## 収益貢献度を高めるためのプラットフォーム機能の拡張

プラットフォーム企業であるエムスリーとの提携により、同社におけるプラットフォーム構造の強みをさらに発揮する方向に向かうことが期待される。今後、同社が取引先等の関係先との協業度合いを高めてプラットフォーム企業としての見方がなされるようになり、同時に契約施設数・利用者数の順調な増加が続く場合、プラットフォーム企業としての再評価が行われて同社のバリュエーションにポジティブな影響を与える可能性があると考えられる。

図表 10. エランのビジネスモデル

①業者元請け、②当社元請けともに、契約形態が違うのみで各関係者の役割は共通



出所：会社資料

図表 11. 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
<b>売上高</b>	<b>15,466</b>	<b>18,585</b>	<b>21,518</b>	<b>26,056</b>	<b>31,635</b>	<b>36,264</b>	<b>41,425</b>	<b>47,513</b>	<b>59,000</b>
国内	15,466	18,585	21,518	26,056	31,635	36,264	41,425	47,244	56,600
海外	-	-	-	-	-	-	-	269	2,400
売上原価	11,468	13,758	16,045	19,492	23,758	27,237	31,674	36,796	-
<b>売上総利益</b>	<b>3,997</b>	<b>4,827</b>	<b>5,473</b>	<b>6,563</b>	<b>7,876</b>	<b>9,027</b>	<b>9,751</b>	<b>10,716</b>	-
国内	3,997	4,827	5,473	6,563	7,876	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	3,084	3,548	3,980	4,495	5,078	5,635	6,085	7,139	-
<b>営業利益</b>	<b>912</b>	<b>1,278</b>	<b>1,492</b>	<b>2,068</b>	<b>2,798</b>	<b>3,391</b>	<b>3,665</b>	<b>3,577</b>	<b>4,720</b>
国内	912	1,278	1,492	2,068	2,798	3,391	3,665	<b>3,480</b>	-
海外	-	-	-	-	-	-	-	<b>96</b>	-
(売上高営業利益率)	5.9%	6.9%	6.9%	7.9%	8.8%	9.4%	8.8%	22.6%	8.0%
営業外収益	11	4	13	82	25	27	32	51	-
固定資産売却益	2	0	0	0	1	1	0	3	-
受取遅延損害金	-	-	6	16	15	13	11	10	-
経営指導料	3	-	-	-	-	4	4	4	-
助成金収入	1	1	2	0	3	1	6	5	-
営業外費用	1	0	4	2	5	7	16	84	-
固定資産売却損・除却損	1	0	4	0	1	2	3	3	-
投資事業組合運用損	-	-	-	-	3	4	4	18	-
<b>経常利益</b>	<b>923</b>	<b>1,282</b>	<b>1,501</b>	<b>2,148</b>	<b>2,818</b>	<b>3,411</b>	<b>3,681</b>	<b>3,544</b>	<b>4,740</b>
(売上高経常利益率)	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	-376	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	-376	0	0	-
税金等調整前当期純利益	950	1,282	1,501	2,148	2,818	3,035	3,681	3,544	-
(売上高税引前利益率)	6.1%	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	8.4%	8.9%	7.5%	-
法人税等	292	417	511	702	912	952	1,162	1,190	-
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>657</b>	<b>865</b>	<b>989</b>	<b>1,446</b>	<b>1,905</b>	<b>2,082</b>	<b>2,518</b>	<b>2,354</b>	<b>3,090</b>
(売上高当期純利益率)	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

# エラン | 6099 (東証プライム)

図表 12. 連結貸借対照表 (単位:百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
現金及び預金	2,146	3,057	3,472	4,497	5,632	6,036	5,488	6,849
営業債権	3,409	3,658	4,476	5,044	5,848	7,104	8,621	8,178
棚卸資産	499	595	767	995	1,080	1,332	1,899	2,292
その他流動資産	-128	-159	-388	-356	-431	-397	-502	-447
<b>流動資産</b>	<b>5,926</b>	<b>7,150</b>	<b>8,327</b>	<b>10,180</b>	<b>12,129</b>	<b>14,075</b>	<b>15,506</b>	<b>16,872</b>
土地	114	114	114	114	114	269	269	269
その他有形固定資産	179	188	197	202	227	292	270	306
<b>有形固定資産</b>	<b>293</b>	<b>302</b>	<b>311</b>	<b>316</b>	<b>341</b>	<b>561</b>	<b>539</b>	<b>575</b>
のれん	166	127	87	48	9	-	-	813
その他無形固定資産	61	111	108	114	96	92	108	102
<b>無形固定資産</b>	<b>227</b>	<b>238</b>	<b>195</b>	<b>162</b>	<b>105</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>915</b>
<b>投資その他の資産</b>	<b>79</b>	<b>133</b>	<b>401</b>	<b>1,029</b>	<b>1,371</b>	<b>1,342</b>	<b>2,837</b>	<b>3,241</b>
<b>固定資産合計</b>	<b>600</b>	<b>674</b>	<b>909</b>	<b>1,508</b>	<b>1,817</b>	<b>1,996</b>	<b>3,486</b>	<b>4,733</b>
<b>資産合計</b>	<b>6,526</b>	<b>7,824</b>	<b>9,236</b>	<b>11,689</b>	<b>13,947</b>	<b>16,072</b>	<b>18,993</b>	<b>21,605</b>
買入債務	2,340	2,745	3,340	4,157	4,868	5,567	6,427	7,222
未払金・未払費用	335	368	397	563	616	622	699	783
未払法人税・消費税等	250	390	425	713	846	729	858	797
その他流動負債	104	58	49	68	87	93	104	302
<b>流動負債</b>	<b>3,029</b>	<b>3,561</b>	<b>4,211</b>	<b>5,501</b>	<b>6,417</b>	<b>7,011</b>	<b>8,088</b>	<b>9,104</b>
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-	76
株式給付引当金	-	-	-	-	13	20	27	38
役員株式給付引当金	-	-	-	-	31	49	62	60
その他固定負債	0	0	4	3	3	1	1	11
<b>固定負債</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>47</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>185</b>
<b>負債合計</b>	<b>3,029</b>	<b>3,561</b>	<b>4,215</b>	<b>5,504</b>	<b>6,464</b>	<b>7,082</b>	<b>8,178</b>	<b>9,104</b>
資本金・剰余金	1,101	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
利益剰余金	2,395	3,141	3,919	5,092	6,574	8,111	9,964	11,530
自己株式	0	0	0	0	-197	-194	-194	-191
<b>株主資本</b>	<b>3,497</b>	<b>4,258</b>	<b>5,035</b>	<b>6,209</b>	<b>7,494</b>	<b>9,034</b>	<b>10,886</b>	<b>12,456</b>
評価換算差額	0	-13	-14	-25	-10	-45	-72	45
新株予約権	-	18	-	-	-	-	-	-
<b>純資産合計</b>	<b>3,497</b>	<b>4,262</b>	<b>5,021</b>	<b>6,184</b>	<b>7,483</b>	<b>8,989</b>	<b>10,814</b>	<b>12,501</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>6,526</b>	<b>7,824</b>	<b>9,236</b>	<b>11,689</b>	<b>13,947</b>	<b>16,072</b>	<b>18,993</b>	<b>21,605</b>

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

# エラン | 6099 (東証プライム)

図表 13. 連結キャッシュ・フロー計算書 (単位: 百万円)

決算期	17/12	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12
税金等調整前当期純利益	950	1,282	1,501	2,148	2,818	3,035	3,681	3,544
減価償却費	79	99	110	117	119	143	187	896
有価証券及び投資有価証券評価損益	0	0	0	0	0	376	8	0
貸倒引当金	59	86	119	23	74	-43	102	70
運転資本	-394	60	-445	13	-162	-728	-1,069	1,151
法人税等の支払額	-345	-375	-559	-562	-916	-1,081	-1,098	-1,282
その他営業キャッシュ・フロー	-32	39	53	208	173	-121	-31	121
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>317</b>	<b>1,191</b>	<b>779</b>	<b>1,947</b>	<b>2,106</b>	<b>1,581</b>	<b>1,780</b>	<b>4,500</b>
有価証券及び投資有価証券の取得	-	-67	-70	-550	-267	-210	-1,474	-353
有形及び無形固定資産の取得	-74	-102	-71	-87	-78	-347	-194	-896
子会社株式の取得	-160	-	-	-	-	-	-	-867
敷金	-7	-7	-12	-14	-11	-68	9	-13
その他	4	0	2	3	-1	1	-2	-104
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-237</b>	<b>-176</b>	<b>-151</b>	<b>-648</b>	<b>-357</b>	<b>-624</b>	<b>-1,661</b>	<b>-2,233</b>
株式の発行	7	15	0	0	0	3	0	0
株式の償還及び消却	0	0	0	0	-196	0	0	0
配当金の支払額	-89	-119	-211	-272	-415	-554	-665	-788
その他の財務キャッシュ・フロー	1	1	-1	-1	-3	-1	-2	-61
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-81</b>	<b>-103</b>	<b>-212</b>	<b>-273</b>	<b>-614</b>	<b>-552</b>	<b>-667</b>	<b>-849</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>	<b>2,266</b>

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