

## Q1 決算は計画線で通期予想変更なし。年末に向けて粗利率の改善に注目したい。

エランの26/12期第1四半期決算(以下、Q1)は、契約施設数の増加を主因に増収増益となり、通期計画に対しても概ね順調な進捗を示した。売上高は前年同期比9.9%増の14,762百万円、営業利益は同21.9%増の1,441百万円となった。契約施設数は前年同期比10.3%増の2,856件まで拡大しており、継続的な営業活動が成長を支えている。利益面では、売上拡大に加え、リフテの償却方法を一括計上から3年償却へ変更したことや、販管費率の低下も寄与した。通期会社計画は売上高60,800百万円、営業利益5,000百万円で据え置かれており、通期配当予想も16円で変更はない。

今後は価格転嫁と解約率の改善が注目される。リフテ費用調整後ベースで営業利益率は概ね安定している一方、売上総利益率は原価上昇の影響で低下傾向が続いてきた。このため会社側は価格転嫁を重要課題と位置付け、中期経営計画で示されたように契約再設計と仕入れ方法の見直しを進めている。交渉に一定の時間は要するものの、今年Q4くらいから改善効果が表れる可能性があり、注目しておきたい。

新型コロナ禍以降に弱まっていた顧客施設との接点を強化し、営業担当者が利用状況や要望を確認する取り組みを進めた結果、解約率は25/12期Q1の4.0%をピークに低下し、26/12期Q1は3.5%で安定した。今後はエムスリーとの協業を通じた病院支援サービスとの組み合わせにより、さらなる解約防止効果を追求する方針である。

戦略商品では、リフテの導入施設数が505施設、導入比率17.7%まで拡大したほか、介護施設向けスマイルウェアも74施設、導入比率3.8%まで伸長した。中東情勢については、リネンや紙おむつの欠品リスクは低く、仮に一部供給障害が起きても業界の相互扶助制度により影響は限定的とみられる。一方で原価上昇は想定されるため、価格転嫁の進捗が今後の注目点となる。

株価は決算発表直後に市場全体の物色動向の影響でいったん下落したが、業績に大きなネガティブ要素は見当たらない。今後は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再評価、ROEを維持しながらの利益成長が、バリュエーション見直しの材料となろう。

### 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(26/5/28)	696
52週高値(25/8/1)	870
52週安値(26/1/29)	665
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)	42.1
EV(十億円)	37.6
自己資本比率(25/12、%)	55.1
ROE(25/12、%)	20.5
PER(26/12 会予、倍)	13.2
PBR(25/12 実績、倍)	2.9
配当利回り(26/12 会予、%)	2.3

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)
25/12 Q1	13,433	16.9	1,182	11.7	1,175	10.3	800	10.1	13.2	-
<b>26/12 Q1</b>	<b>14,762</b>	<b>9.9</b>	<b>1,441</b>	<b>21.9</b>	<b>1,410</b>	<b>20.0</b>	<b>949</b>	<b>18.7</b>	<b>15.7</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	3,575	-2.5	3,542	-3.8	2,354	-6.5	38.9	13.0
25/12	55,448	16.7	4,272	19.5	4,184	18.1	2,767	17.5	45.8	15.0
26/12 会社予想	60,800	9.7	5,000	17.0	5,000	19.5	3,200	15.6	52.8	16.0

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

1.	決算と主要 KPI の動向 .....	3
1)	26/12 期 Q1 実績 .....	3
2)	26/12 期通期予想 .....	3
3)	営業利益率は安定傾向継続、解約率が改善 .....	4
4)	戦略商品「リフテ」と「スマイルウェア」の動向と新規事業への取り組み .....	6
5)	エムスリーとの取り組みの状況 .....	6
2.	中東情勢の影響 .....	9
3.	株価とバリュエーション .....	11
1)	最近の株価の動き .....	11
2)	かつての PER プレミアムは縮小した状況 .....	11
3)	今後のバリュエーションを後押しする要素 .....	11

## 1. 決算と主要 KPI の動向

### 1) 26/12 期 Q1 実績

#### 売上高、利益共に増収増益となった

エラン（以下、同社）の 26/12 期第 1 四半期（以下、Q1）決算の業績は、売上高 14,762 百万円（前年同期比 9.9%増）、売上総利益 3,397 百万円（同 13.5%増）、営業利益 1,441 百万円（同 21.9%増）、経常利益 1,410 百万円（同 20.0%増）、当期純利益 949 百万円（同 18.7%増）と増収増益の決算となった。Q1 実績は通期会社予想に対して営業利益で 28.8%、経常利益で 28.2%の進捗となっている。同社によれば、ほぼ会社計画通りの進捗とのことである。

Q1 期末の契約施設数が 2,856 件と前年同期比で 10.3%増加したことが増収の主な要因である。営業利益増益の主な要因は、売上高の増加に加えて、リフテの償却方法を一括償却から 3 年償却に変更したことによる売上総利益率上昇と、以前から継続している販管費率の低下が主な要因である。

### 2) 26/12 期通期予想

#### 26/12 期通期予想は増収増益見通しを据え置き

Q1 の業績が計画通りであったことにより、26/12 期の通期業績予想は期初予想から変更されていない。売上高 60,800 百万円（対前期比 9.7%増）、営業利益 5,000 百万円（同 17.0%増）、経常利益 5,000 百万円（19.5%増）、当期純利益 3,200 百万円（同 15.6%増）である。配当予想についても Q2 期末配当なし、Q4 期末配当 16 円で変更はない。

#### 26/12 期からリフテの償却方法を 実態に合わせて変更

25/12 期まで導入期に初期費用を一括計上していたリフテについて、導入から 3 年以上が経過してリフテ用の衣類が 3 年以上使用可能であることが実地確認できたため、26/12 期からは費用を 3 年償却で計上できることになった。この影響でリフテ導入の一過性コストによる利益のゆがみがなくなるため、26/12 期の営業利益率は 8.2%に上昇する見込みである（25/12 期は 7.7%）。

図表 1. エランの 26/12 期 Q1 決算要約

(百万円)	25/12 Q1	26/12 Q1 (A)	前年同期比	進捗率 (A)/(B)	26/12 会社予想 (B)	前期比
売上高	13,433	14,762	9.9%	24.3%	60,800	9.7%
営業利益	1,182	1,441	21.9%	28.8%	5,000	17.0%
経常利益	1,175	1,410	20.0%	28.2%	5,000	19.5%
当期純利益	800	949	18.7%	29.7%	3,200	15.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 解約減少に継続して取り組んでいる

26/12 期 Q1 末の契約施設数は 2,856 件で 1 年前 (前年 Q1 末) に比べて 267 件 (10.3%) の純増である。過去 1 年は 10%程度の純増が続いており、同様のペースが継続している。

25/12 期 Q1 に 4.0%でピークとなった解約率は、Q2 から低下を始め、昨年 Q3 以降は 3.5%程度で安定している (図表 2)。26/12 期 Q1 も 3.5%であった。新型コロナ発生を機に発生した顧客訪問回数の減少による契約施設とのコミュニケーション不足をカバーするため、2024 年下半期から営業担当者が積極的に施設を訪問して利用状況、利用者の不満、施設からの要望などを確認する会合を行ってきた。これによる成果が出てきているようである。

今後同社は、エムスリーとのシナジーを活用することによる追加的な解約防止効果も追求していく方針である。エムスリーの病院支援サービスを同社の CS セット (ケア・サポートセット、入院生活に必要な衣類等を日額定額でレンタルするサービス) と同時に導入してもらうことにより、顧客が利便性を評価して解約しにくくなる効果が期待される。

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				26/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
全国	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	2,503	2,570	2,589	2,691	2,761	2,830	2,856
北海道	138	143	145	149	152	163	170	173	172	178	185	190	189
東北	270	279	284	298	301	315	319	331	332	340	351	372	376
関東	332	345	371	392	404	422	433	454	458	476	497	511	513
中部	406	419	418	426	432	437	444	445	450	460	464	484	487
関西北陸	375	403	421	438	447	464	481	503	502	526	557	554	554
中四国	407	417	421	429	435	442	450	451	455	472	457	465	464
九州沖縄	153	165	177	188	189	196	206	213	220	239	250	254	273
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%	3.4%	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

## 3) 営業利益率は安定傾向継続、解約率が改善

### リフテ費用調整後の営業利益率は安定している

Q1 の国内営業利益率 (リフテ費用調整後) は 10.2%で、これは 25/12 期 Q1 の 11.1%より低い。24/12 期 Q1 の 10.2%と同水準である。季節性による変動を排除するため図表 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。図表 3 左上グラフにあるように、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ことが要因である。

### リフテの償却方法の変更で、今後は本来の収益性を把握しやすくなる

なお、26/12 期 Q1 からリフテの償却方法を一括償却から 3 年償却に変更した。これにより、前年 Q4 のリフテ導入費用 170 百万円から、今年 Q1 は 13 百万円に減少した。制度変更の影響で Q1 のリフテ導入費用 (償却費) は 3 年償却の平年値よりも小さくなっており、図表 3 で売上総利益率、営業利益率ともに、Q1 はリフテ費用足し戻し前と足し戻し後の差がほとんどなくなっているよう

に見えている。

年間合計のリフテ導入費用（償却費）は、25/12期の約10億円から26/12期には3分の1の3億円程度に減少すると推測される。リフテ導入費用が利益の変動要因としては小さくなるため、今後はリフテ導入費用を足し戻さない会計上の営業利益そのもので本来の収益性を見ることができるようになると考えられる。

## 売上総利益率の改善を重視

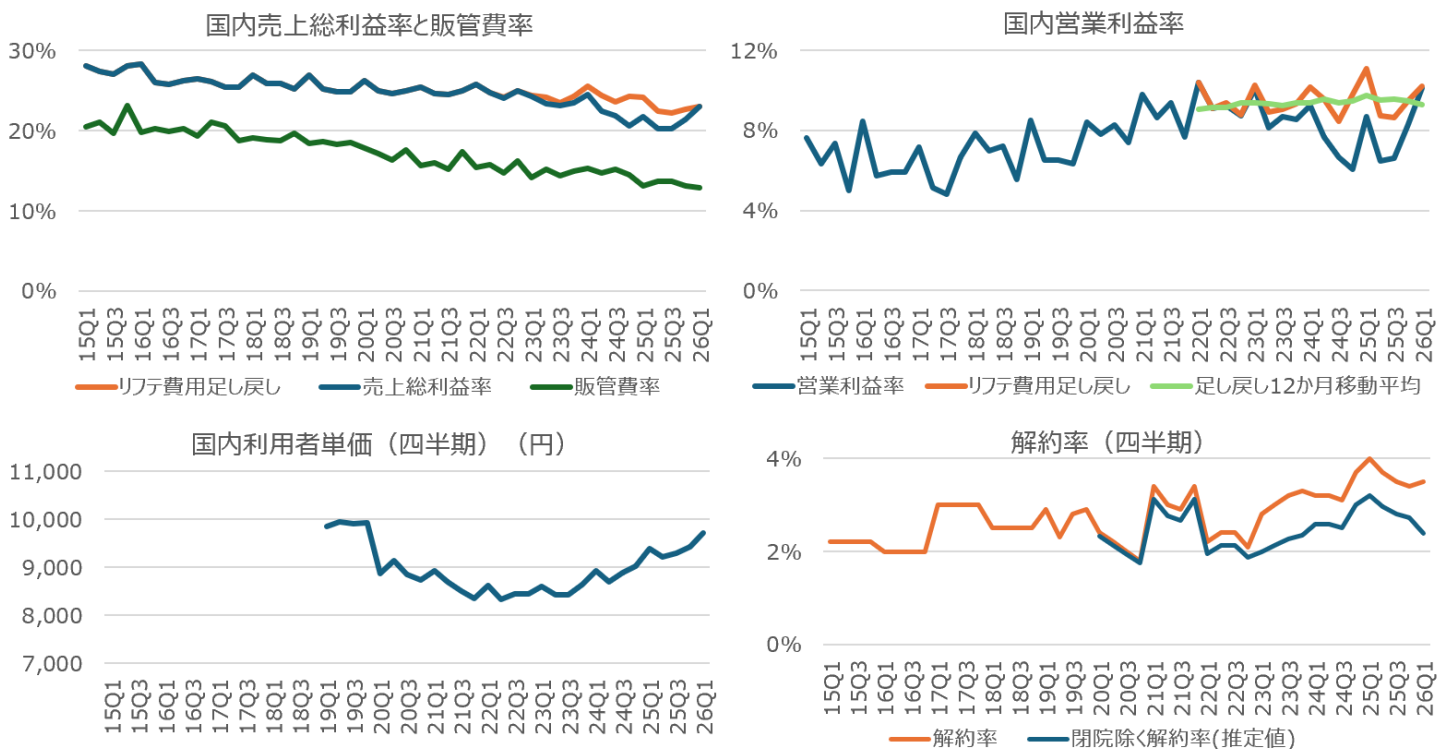
営業利益率は横這いを維持できているとは言え、原価の上昇をなかなか価格に転嫁できてこなかったため、売上総利益率が低下してきている。

同社経営陣は国内事業の売上総利益率低下を重要課題と捉え、価格転嫁を交渉するための社内体制の整備を進めてきた。今年2月に発表された中期経営計画の資料で「契約再設計と仕入れ方法の見直し」によって売上総利益率の低下を抑制することが謳われているが、いよいよ今年から本格的な価格転嫁交渉を始めている模様である。交渉にかかるリードタイムを考慮すると、今年Q4くらいから売上総利益率の上昇が確認できるようになる可能性がある。

## 利用者単価は上昇傾向が継続

国内利用者平均単価は毎年Q1に季節要因で大きめの上昇となり、Q2には低下するが、トレンドとしては2022年以降の上昇傾向が現在も継続していると判断できる。リフテなど新商材の導入効果と、滞在日数が病院より長くなる高齢者向け施設の増加が、足元までの利用者単価上昇の主要因である。今後は、原価上昇を価格に転嫁することによる効果にも注目していきたい。

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

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

### リフテ導入による単価上昇効果を重視する方針を強めている

オリジナル患者衣リフテの導入施設数は Q1 に 34 施設増加して導入施設数は Q1 末で 505 施設となり、導入施設比率は 17.7%にまで上昇した（図表 4）。リフテ新規導入施設数は昨年 Q1 の 41 施設からは減少しているが、これは計画通りとのことである。昨年までは、まずはリフテの導入を増やすことに力を入れていたが、すでに一定の普及率に達した。今期からは単価上昇効果を重視した導入を進める方針である。

### 介護施設市場を担うスマイルウェアの導入は順調に進んでいる

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ェアは、Q1 末で全国 74 施設に導入されている。導入施設比率は 3.8%となり、同社では順調に進んでいると評価しているとのことである。

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ため、施設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。

## 5) エムスリーとの取り組みの状況

エムスリーとのシナジーの実現件数は Q1 期間中に 9 件増加した。シナジーの内容の詳細までは開示されていないが、エムスリー商材を導入することにより、1) 新規契約先を開拓する時の営業の幅が広がること、2) 他社がまねできないエムスリー商材が組み合わせられていることで解約リスクを低下させられること、などのメリットがあると考えられる。

図表 4. 付加価値サービス等の導入状況推移（3ヶ月毎）

	24/12				25/12				26/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
CSセットR契約施設比率	10%	11%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	13%
CSセットLC契約施設比率	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%
リフテ導入施設比率	3%	5%	6%	10%	11%	14%	15%	17%	18%
スマイルウェア導入施設比率	NA	NA	NA	0.3%	NA	0.9%	1.4%	2.3%	3.8%
エムスリーとのシナジー実現件数								100	109

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・リフト導入費用（推計）・リフト費用戻し営業利益（推計）の推移（3ヶ月毎）

(百万円)	24/12				25/12				26/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	11,487	11,358	12,002	12,667	13,433	13,407	13,899	14,709	14,762
(前年同期比)	17%	14%	13%	15%	17%	18%	16%	16%	10%
売上総利益	2,821	2,551	2,619	2,726	2,994	2,772	2,871	3,237	3,397
(売上総利益率)	25%	22%	22%	22%	22%	21%	21%	22%	23%
営業利益	1,059	872	800	847	1,187	888	966	1,231	1,441
(営業利益率)	9%	8%	7%	7%	9%	7%	7%	8%	10%
リフト導入施設数(累積)	74	117	160	252	293	365	425	471	505
リフト導入施設数	22	43	43	92	41	72	60	46	34
リフト導入費用 (推計)	110	215	215	460	310	290	270	170	13
リフト費用戻し 国内売上総利益	2,931	2,766	2,834	3,186	3,150	2,898	2,979	3,144	3,314
<b>(リフト費用戻し 国内売上総利益率)</b>	<b>26%</b>	<b>24%</b>	<b>24%</b>	<b>25%</b>	<b>24%</b>	<b>22%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>	<b>23%</b>
リフト費用戻し 国内営業利益	1,169	1,087	1,015	1,307	1,444	1,126	1,153	1,318	1,464
<b>(リフト費用戻し 国内営業利益率)</b>	<b>10%</b>	<b>10%</b>	<b>8%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>9%</b>	<b>10%</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 6. 四半期別業績動向 (単位: 百万円)

決算期	24/12				25/12				26/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
<b>売上高</b>	<b>11,486</b>	<b>11,358</b>	<b>12,003</b>	<b>12,666</b>	<b>13,433</b>	<b>13,407</b>	<b>13,899</b>	<b>14,709</b>	<b>14,762</b>
(前年同期比)	16.5%	14.4%	12.8%	15.2%	17.0%	18.0%	15.8%	16.1%	9.9%
売上原価	8,665	8,807	9,384	9,940	10,439	10,634	11,028	11,473	11,365
<b>売上総利益</b>	<b>2,820</b>	<b>2,552</b>	<b>2,618</b>	<b>2,726</b>	<b>2,993</b>	<b>2,773</b>	<b>2,871</b>	<b>3,237</b>	<b>3,397</b>
(売上総利益率)	24.6%	22.5%	21.8%	21.5%	22.3%	20.7%	20.7%	22.0%	23.0%
販売費及び一般管理費	1,761	1,680	1,818	1,880	1,806	1,885	1,904	2,006	1,956
<b>営業利益</b>	<b>1,059</b>	<b>871</b>	<b>801</b>	<b>846</b>	<b>1,187</b>	<b>888</b>	<b>967</b>	<b>1,230</b>	<b>1,441</b>
(売上高営業利益率)	9.2%	7.7%	6.7%	6.7%	8.8%	6.6%	7.0%	8.4%	9.8%
営業外損益	6	12	-52	1	-7	-20	10	-71	-31
<b>経常利益</b>	<b>1,065</b>	<b>883</b>	<b>749</b>	<b>847</b>	<b>1,180</b>	<b>868</b>	<b>977</b>	<b>1,159</b>	<b>1,410</b>
(売上高経常利益率)	9.3%	7.8%	6.2%	6.7%	8.8%	6.5%	7.0%	7.9%	9.6%
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>税引前利益</b>	<b>1,065</b>	<b>883</b>	<b>749</b>	<b>847</b>	<b>1,180</b>	<b>868</b>	<b>977</b>	<b>1,159</b>	<b>1,410</b>
法人税等合計	338	285	242	325	373	289	308	385	470
(法人税率)	31.7%	32.3%	32.3%	38.4%	31.6%	33.3%	31.5%	33.2%	33.3%
<b>親会社株主に帰属する 四半期純利益</b>	<b>726</b>	<b>599</b>	<b>507</b>	<b>522</b>	<b>800</b>	<b>567</b>	<b>655</b>	<b>745</b>	<b>949</b>
売上高当期純利益率	6.3%	5.3%	4.2%	4.1%	6.0%	4.2%	4.7%	5.1%	6.4%

出所: SPEEDA より戦略・アドバイザーズ作成

## 2. 中東情勢の影響

### 欠品の可能性は低い

中東情勢の影響としては、リネン、紙おむつなどの商品が欠品する可能性は低いと見られる（図表7）。プラスチック手袋など一部の消耗品については欠品のリスクも考えられるようだが、全社的な影響は限定的なものとなる見込みである。

### 原価の上昇は転嫁の準備を整えている

一方、これら商品等全般に原価の上昇が予想される。しかし同社は、今年初め頃までに課題であった価格転嫁のための諸体制の整備を進めてきていたため、その仕組みを活用して原価上昇の転嫁を進めると見られる。

図表 7. 分野別の影響見通し

	欠品可能性	原価高騰の可能性
リネン（衣類・タオル）	低	高
消耗品類	中 （一部商品）	高
紙おむつ	低	高

出所：会社資料

### リネンサプライ業界は相互扶助制度で供給途絶にも対応

重要な事業パートナーであるリネンサプライ工場では、シーツ、衣類、タオルなどの洗濯時の燃料としてガスや重油を利用しており、うち約 50%の工場が重油を用いている。これらの燃料供給に支障が出ることは現状では考えにくいものの、仮に何らかの要因で工場の運営が停止した場合でも相互扶助制度により影響が抑えられる仕組みとなっている。

リネンサプライ事業者の団体である日本病院寝具協会は、「業務代行保証制度」と呼ばれる相互扶助制度を持っている。これは、天災等の不測の事態に協会会員が病院に対する寝具などの供給ができなくなった場合に、他の会員が代わりに業務を代行して供給の停止を防ぐ仕組みである。1975 年以降、何らかの被害があった 36 社の業務代行保証を 111 社の会員が実施してきた実績がある。

リネンサプライ事業者には小規模な企業も多いが、このような仕組みがあることにより顧客である病院や高齢者施設などへの影響を防ぐ仕組みとなっている。

図表 8. 日本病院寝具協会の概要

名称	一般社団法人 日本病院寝具協会
所在地	〒103-0026 東京都中央区日本橋兜町16-5 Y'sビル 8階 電話：03-5623-0321 FAX：03-5623-0322 ホームページ：https://www.nbsk.net Eメール：nbsk@nbsk.net
設立年月日	昭和39年(1964年)12月14日
理事長	小野木 孝二
会員数 (令和7年7月1日現在)	190名 (社) 正会員 137社 賛助会員 53社(平成25年4月1日より賛助会員制度を導入)
シンボルマーク及びスローガン	 <p>スローガン：清潔を人に社会にとどける日病寝 (デザインの企画意図) 柔らかな寝具をモチーフに、清潔感を爽やかなブルーで表現し、3本のラインは寝具・清潔・信頼のそれぞれの頭文字「S」を表現しております。</p>

出所：日本病院寝具協会ウェブサイトより引用

## 3. 株価とバリュエーション

### 1) 最近の株価の動き

決算発表の翌営業日に株式市場の動きの影響も受けて株価が下落

Q1 決算発表（5月1日 15時30分公表）の翌営業日（5月7日）に同社株価は8.8%下落した（TOPIXは3.0%上昇）。同社が発表したQ1 経常利益は通期計画に対して28.2%の進捗であった。通期計画は変更されておらず、特段ネガティブにとらえなければならぬ個別要因はなかったと考えられる。

今回の決算発表後の株価下落の要因として考えられる要素は以下の2点であろう。

第一に、5月7日は半導体関連銘柄などを中心に株式市場は大きく上昇し、日経平均株価は終値で5.6%上昇、取引時間中に一時63,000円を超える活況であった。このため、ディフェンシブ銘柄と見られているエランの株価にネガティブな影響を与えたと見られる。

第二に、親会社エムスリーの株価が5月7日に5.5%下落したことも影響した可能性がある。

5月7日終値は693円に下落したものの、その後の株価はほぼ横ばいで推移しており、5月28日の終値は696円である。

### 2) かつての PER プレミアムは縮小した状況

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。最初は東北地方で展開していた同業のエルタスク買収（2017年に子会社化、2020年に吸収合併）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で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かつてのような高い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2.9倍と今でも株式市場平均と比べて高い水準にあるが、PERは13.2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（25/12期20.5%）で支えられているものの、魅力的なエグゼクティブ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。

### 3) 今後のバリュエーションを後押しする要素

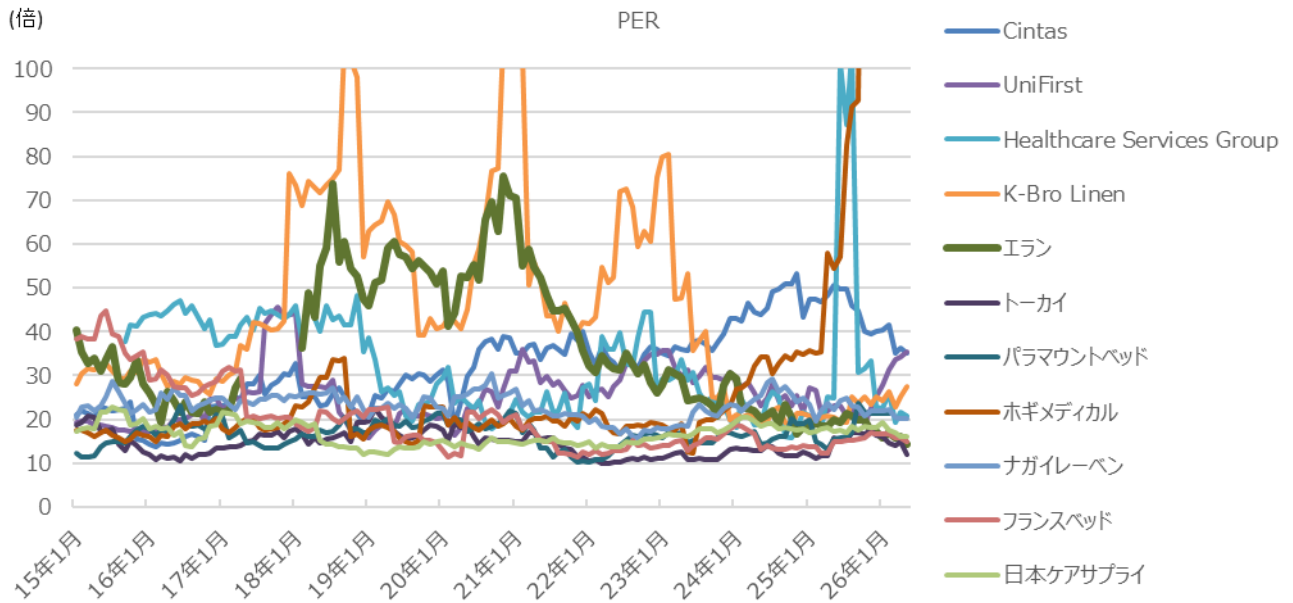
エムスリーとの提携効果、プラットフォーム企業としての魅力、ROE25%を確保しながらの利益成長

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が考えられる。また、新中計において打ち出されたROE25%を維持しながらのM&A投資と利益成長が実現されれば、これもバリュエーションにとってはプラスの要素となる可能性がある。

価格転嫁と利益率も注目点

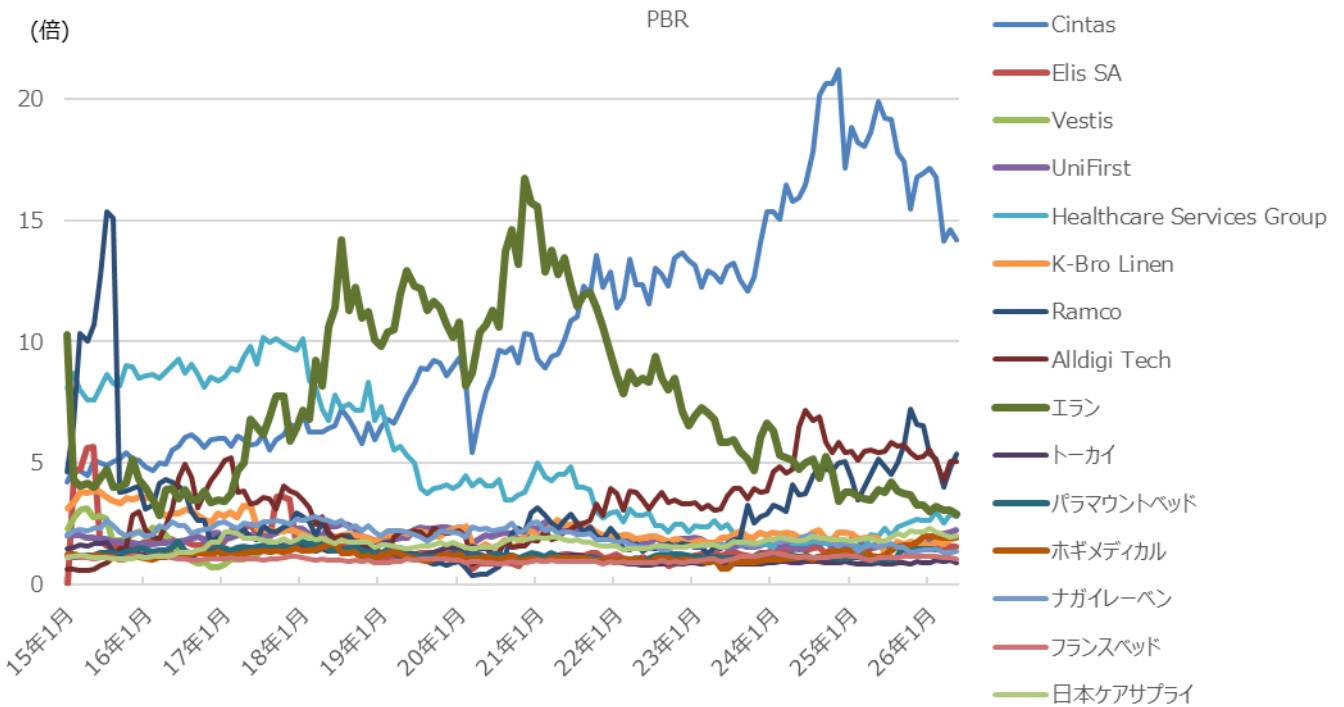
価格転嫁の進捗にも注目しておきたい。もし売上総利益率の下げ止まりや営業利益率の改善が見られる場合には、過去トレンドからの転換点となるため、株式市場からの見方を変える要素の一つとなりうる。

図表 9. PER 比較



注：PER100 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 10. PBR 比較



出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 連結損益計算書 (単位: 百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12	会予 26/12
<b>売上高</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>55,448</b>	<b>60,800</b>
国内	18,585	21,518	26,056	31,635	36,264	41,425	47,244	53,214	
海外	-	-	-	-	-	-	269	2,234	
売上原価	13,758	16,045	19,492	23,758	27,237	31,674	36,796	43,574	
<b>売上総利益</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>	<b>11,874</b>	
国内	4,827	5,473	6,563	7,876	9,027	9,751	10,545	11,131	
海外	-	-	-	-	-	-	171	742	
(売上総利益率)	26.0%	25.4%	25.2%	24.9%	24.9%	23.5%	22.6%	21.4%	
販売費及び一般管理費	3,548	3,980	4,495	5,078	5,635	6,085	7,139	7,601	
<b>営業利益</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>4,272</b>	<b>5,000</b>
国内	1,278	1,492	2,068	2,798	3,391	3,665	3,480	4,001	
海外	-	-	-	-	-	-	96	270	
(売上高営業利益率)	6.9%	6.9%	7.9%	8.8%	9.4%	8.8%	7.5%	7.7%	8.2%
営業外収益	4	13	82	25	27	32	51	117	
固定資産売却益	0	0	0	1	1	0	3	6	
受取遅延損害金	-	6	16	15	13	11	10	13	
経営指導料	-	-	-	-	4	4	4	4	
助成金収入	1	2	0	3	1	6	5	8	
営業外費用	0	4	2	5	7	16	84	205	
固定資産売却損・除却損	0	4	0	1	2	3	3	3	
投資事業組合運用損	-	-	-	3	4	4	18	45	
<b>経常利益</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>4,184</b>	<b>5,000</b>
(売上高経常利益率)	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	9.4%	8.9%	7.5%	7.5%	8.2%
特別損益	0	0	0	0	-376	0	0	0	
段階取得に係る差益	0	0	0	0	0	0	0	0	
投資有価証券評価損	0	0	0	0	-376	0	0	0	
税金等調整前当期純利益	1,282	1,501	2,148	2,818	3,035	3,681	3,544	4,184	
(売上高税引前利益率)	6.9%	7.0%	8.2%	8.9%	8.4%	8.9%	7.5%	7.5%	
法人税等	417	511	702	912	952	1,162	1,190	1,355	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</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>2,767</b>	<b>3,200</b>
(売上高当期純利益率)	4.7%	4.6%	5.5%	6.0%	5.7%	6.1%	5.0%	5.0%	5.3%

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 12. 連結貸借対照表 (単位: 百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
現金及び預金	3,057	3,472	4,497	5,632	6,036	5,488	6,849	6,845
営業債権	3,658	4,476	5,044	5,848	7,104	8,621	8,178	9,319
棚卸資産	595	767	995	1,080	1,332	1,899	2,292	2,965
その他流動資産	-159	-388	-356	-431	-397	-502	-447	-658
<b>流動資産</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>	<b>18,471</b>
土地	114	114	114	114	269	269	269	269
その他有形固定資産	188	197	202	227	292	270	306	1,129
<b>有形固定資産</b>	<b>302</b>	<b>311</b>	<b>316</b>	<b>341</b>	<b>561</b>	<b>539</b>	<b>575</b>	<b>1,398</b>
のれん	127	87	48	9	-	-	427	1,266
その他無形固定資産	111	108	114	96	92	108	585	631
<b>無形固定資産</b>	<b>238</b>	<b>195</b>	<b>162</b>	<b>105</b>	<b>92</b>	<b>108</b>	<b>1,012</b>	<b>1,897</b>
<b>投資その他の資産</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>4,464</b>
<b>固定資産合計</b>	<b>674</b>	<b>909</b>	<b>1,508</b>	<b>1,817</b>	<b>1,996</b>	<b>3,486</b>	<b>4,829</b>	<b>7,760</b>
<b>資産合計</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>21,702</b>	<b>26,232</b>
買入債務	2,745	3,340	4,157	4,868	5,567	6,427	7,222	8,384
未払金・未払費用	368	397	563	616	622	699	783	970
未払法人税・消費税等	390	425	713	846	729	858	797	1,096
その流動負債	58	49	68	87	93	104	116	507
<b>流動負債</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>8,918</b>	<b>10,957</b>
長期借入金	-	-	-	-	-	-	76	399
株式給付引当金	-	-	-	13	20	27	38	44
役員株式給付引当金	-	-	-	31	49	62	60	27
その他固定負債	0	4	3	3	1	1	108	123
<b>固定負債</b>	<b>0</b>	<b>4</b>	<b>3</b>	<b>47</b>	<b>70</b>	<b>90</b>	<b>282</b>	<b>593</b>
<b>負債合計</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>9,200</b>	<b>11,550</b>
資本金・剰余金	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116	1,116
利益剰余金	3,141	3,919	5,092	6,574	8,111	9,964	11,530	13,510
自己株式	0	0	0	-197	-194	-194	-191	-163
<b>株主資本</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>	<b>14,464</b>
評価換算差額	-13	-14	-25	-10	-45	-72	45	-21
新株予約権	18	-	-	-	-	-	-	-
<b>純資産合計</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>14,681</b>
<b>負債純資産合計</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>21,702</b>	<b>26,232</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 13. 連結キャッシュ・フロー計算書 (単位: 百万円)

決算期	18/12	19/12	20/12	21/12	22/12	23/12	24/12	25/12
税金等調整前当期純利益	1,282	1,501	2,148	2,818	3,035	3,681	3,542	4,184
減価償却費	99	110	117	119	143	187	919	1,348
有価証券及び投資有価証券評価損益	0	0	0	0	376	8	0	0
貸倒引当金	86	119	23	74	-43	102	70	242
運転資本	60	-445	13	-162	-728	-1,069	1,151	-517
法人税等の支払額	-375	-559	-562	-916	-1,081	-1,098	-1,282	-1,215
その他営業キャッシュ・フロー	39	53	208	173	-121	-31	100	243
<b>営業活動によるキャッシュ・フロー</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>	<b>4,285</b>
有価証券及び投資有価証券の取得	-67	-70	-550	-267	-210	-1,474	-353	-212
有形及び無形固定資産の取得	-102	-71	-87	-78	-347	-194	-896	-1,137
子会社株式の取得	-	-	-	-	-	-	-867	-1,082
敷金	-7	-12	-14	-11	-68	9	-13	-57
その他	0	2	3	-1	1	-2	-104	-897
<b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-176</b>	<b>-151</b>	<b>-648</b>	<b>-357</b>	<b>-624</b>	<b>-1,661</b>	<b>-2,233</b>	<b>-3,385</b>
株式の発行	15	0	0	0	3	0	0	0
株式の償還及び消却	0	0	0	-196	0	0	0	0
配当金の支払額	-119	-211	-272	-415	-554	-665	-788	-787
その他の財務キャッシュ・フロー	1	-1	-1	-3	-1	-2	-61	-119
<b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b>	<b>-103</b>	<b>-212</b>	<b>-273</b>	<b>-614</b>	<b>-552</b>	<b>-667</b>	<b>-849</b>	<b>-906</b>
<b>Free Cash Flow</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>	<b>900</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