

Company Report

2026 年 8 月 26 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ

酒井田 浩之

加藤 佳史



H1 決算は小幅計画を上振れたが通期予想変更なし。Q3 以降の原価上昇と製品価格値上げのバランスによる粗利益率動向に注目。

エランの 26/12 期中間期決算（以下、H1）は、CS セット契約施設数の増加を主因に増収増益となり、H1 計画を小幅上振れ、通期計画に対して順調な進捗を示した。売上高は前年同期比 10.0% 増の 29,525 百万円、営業利益は同 28.3% 増の 2,641 百万円となった。契約施設数は前年同期末比 9.3% 増の 2,942 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が寄与し、リフテ償却を従前の一括償却とみなした場合の国内粗利益率は、第 2 四半期（以下、Q2）で前年同期より小幅改善した。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 円に変更はない。下期は、第 3 四半期（以下、Q3）以降に顕在化が見込まれる原油価格高騰のマイナス影響と製品価格値上げのプラス影響による粗利益率動向が注目される。今年度も原油価格上昇による仕入価格上昇が下期から顕在化する見込みであるが、先行して一部の顧客には商品価格の引き上げを実施している。全顧客との交渉には一定の時間は要するものの、徐々に粗利益率改善効果が発現するものと注目していきたい。

以前から注目してきた解約率は 25/12 期第 1 四半期（以下、Q1）の 4.0% をピークに低下してきたが、26/12 期 Q1 は 3.5% と反転、26/12 期 Q2 は 3.9% となった。閉院の影響も出ているが、Q2 の上昇が一時的なぶれの範囲であるかどうかについては、価格転嫁が本格化する Q3 以降の状況に注目したい。

戦略商品では、リフテの導入施設数が 549 施設、導入比率 18.7% まで拡大したほか、介護施設向けスマイルウェアも 112 施設、導入比率 3.8% まで伸長した。海外事業は、引き続き成長を追うのではなく、基盤固めのステージにあり、28/12 期以降の拡大が見込まれる。

株価は決算発表直後に半導体関連株等を集中的に物色する市場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。足元の PER は市場平均より低いが、エムスリーとの提携効果発現や新中計目標の ROE25% が実現した場合には、バリュエーションの見直し要因となる可能性がある。

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(26/8/26)	760
52週高値(25/8/27)	840
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)	46.0
EV (十億円)	41.4
自己資本比率(25/12、%)	55.1
ROE (25/12、%)	20.5
PER (26/12 会予、倍)	14.4
PBR (25/12 実績、倍)	3.2
配当利回り (26/12 会予、%)	2.1

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 H1	26,840	17.5	2,059	6.7	2,032	4.3	1,367	3.2	22.6	-
26/12 H1	29,525	10.0	2,641	28.3	2,591	27.5	1,738	27.1	28.7	-
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

注：純利益は、親会社株主に帰属する当期純利益。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 H1 実績	3
2) 26/12 期通期予想.....	3
3) リフテ償却方法の変更影響は低下に向かい、今後は本来の収益性の動向に注目	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.....	5
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) かつてのバリュエーション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上昇を後押しする要素.....	11

1. 決算と主要 KPI の動向

1) 26/12 期 H1 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 期中間期（以下、H1）決算の業績は、売上高 29,525 百万円（前年同期比 10.0%増）、売上総利益 6,682 百万円（同 15.9%増）、営業利益 2,641 百万円（同 28.3%増）、経常利益 2,591 百万円（同 27.5%増）、親会社株主に帰属する中間純利益 1,738 百万円（同 27.1%増）と増収増益の決算となった。H1 実績は、計画を上振れし、通期会社予想に対して営業利益で 52.8%、経常利益で 51.8%の進捗となっている。

H1 期末の CS セット契約施設数が 2,942 件と前年同期末比で 9.3%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（オリジナル患者衣）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の上昇である。

また、H1 計画に対する営業利益の上振れ（期初予想 2,400 百万円、実績 2,641 百万円）の要因は、売上高の上振れと、販管費が計画を下回ったことである。

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

H1 の業績が計画を上振れたものの、第 3 四半期（以下、Q3）以降の原価上昇の影響が不透明であるため、26/12 期通期については期初予想から変更されていない。期初予想は、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（同 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、第 4 四半期（以下、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 H1 決算要約

(百万円)	25/12 H1	26/12 H1 (A)	前年同期比	進捗率 (A)/(B)	26/12 会社予想 (B)	前期比
売上高	26,840	29,525	10.0%	48.6%	60,800	9.7%
営業利益	2,059	2,641	28.3%	52.8%	5,000	17.0%
経常利益	2,032	2,591	27.5%	51.8%	5,000	19.5%
当期純利益	1,367	1,738	27.1%	54.3%	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

病院の閉鎖・統合による解約率上昇 があるものの、エムスリーとのシナジ ー効果で解約防止を追求

26/12 期 H1 末の契約施設数は 2,942 件で 1 年前（25/12 期 H1 末）に比べて 251 件（9.3%）の純増であり、同社が想定している年率 10%程度の拡大が続いている。

解約率は、25/12 期の第 2 四半期（以下、Q2）から Q4 まで低下してきたが、26/12 期に入ると、第 1 四半期（以下、Q1）に 3.5%、Q2 には 3.9%と小幅上昇傾向となっている。新型コロナ発生を契機と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解消するため、

積極的な施設訪問でのコミュニケーション強化は続けているものの、病院の閉鎖・統合が解約率を押し上げている。Q2 の上昇が一時的なぶれの範囲であるかどうかについては、価格転嫁が本格化する Q3 以降の状況に注目したい。

引き続き、親会社であるエムスリー（2413 東証プライム）とのシナジー活用による追加的な解約防止効果を追求していく方針である。具体的には、エムスリーの病院支援サービスと、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）の同時導入を促進することにより、今後は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)	24/12				25/12				26/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
全国	2,360	2,439	2,503	2,570	2,589	2,691	2,761	2,830	2,856	2,942
北海道	152	163	170	173	172	178	185	190	189	194
東北	301	315	319	331	332	340	351	372	376	389
関越	404	422	433	454	458	476	497	511	513	525
中部	432	437	444	445	450	460	464	484	487	503
関西北陸	447	464	481	503	502	526	557	554	554	573
中四国	435	442	450	451	455	472	457	465	464	466
九州沖縄	189	196	206	213	220	239	250	254	273	292
全国解約率	3.2%	3.2%	3.1%	3.7%	4.0%	3.7%	3.5%	3.4%	3.5%	3.9%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) リフテ償却方法の変更影響は低下に向かい、今後は本来の収益性の動向に注目

リフテ償却費用調整後の営業利益率は小幅低下、今後の価格転嫁に注目

26/12 期 H1 の国内営業利益率（リフテ償却費用調整後）は 9.3%で、これは 25/12 期 H1 の 9.9%より低くなっている。季節性による変動を排除するため、図表 3 の右上グラフに営業利益率の 12 か月移動平均値（リフテ償却費用調整後）を表示したが、2022 年以降ほぼ横ばい圏での推移ながらも、今期 H1 はやや低下しているように見える。Q3 以降は原価上昇と価格転嫁のバランスがどのように顕在化するかに注目しておきたい。

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

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とで、リフテ償却費用は 25/12 期 Q4 の 170 百万円から、26/12 期 H1 は 43 百万円に減少した。償却方法変更初年度のため、H1 のリフテ償却費用は 3 年償却の平年値よりも小さくなっており、図表 3 では売上総利益率、営業利益率ともに、26/12 期 H1 はリフテ償却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。

年間合計のリフテ償却費用は、25/12 期の約 10 億円から 26/12 期には前期比 3 分の 1 の 3 億円程度に減少すると推測される。償却方法変更の影響は 28/12 期まで続くものの、リフテ償却費用が利益の変動要因としては小さくなるため、今後はリフテ償却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把握しやすくなると考えられる。

償却方法の変更を考慮した国内事業売上総利益率の改善を重視

国内事業の売上総利益率は、26/12 期 H1 は 22.4%となり、25/12 期 H1 の 21.0%より改善しているが、リフテの償却を従前の一括償却と仮定した場合は、25/12 期 H1 との対比では小幅悪化しているということが同社の説明である。一方で、3 か月単位で見ると、国内事業の売上総利

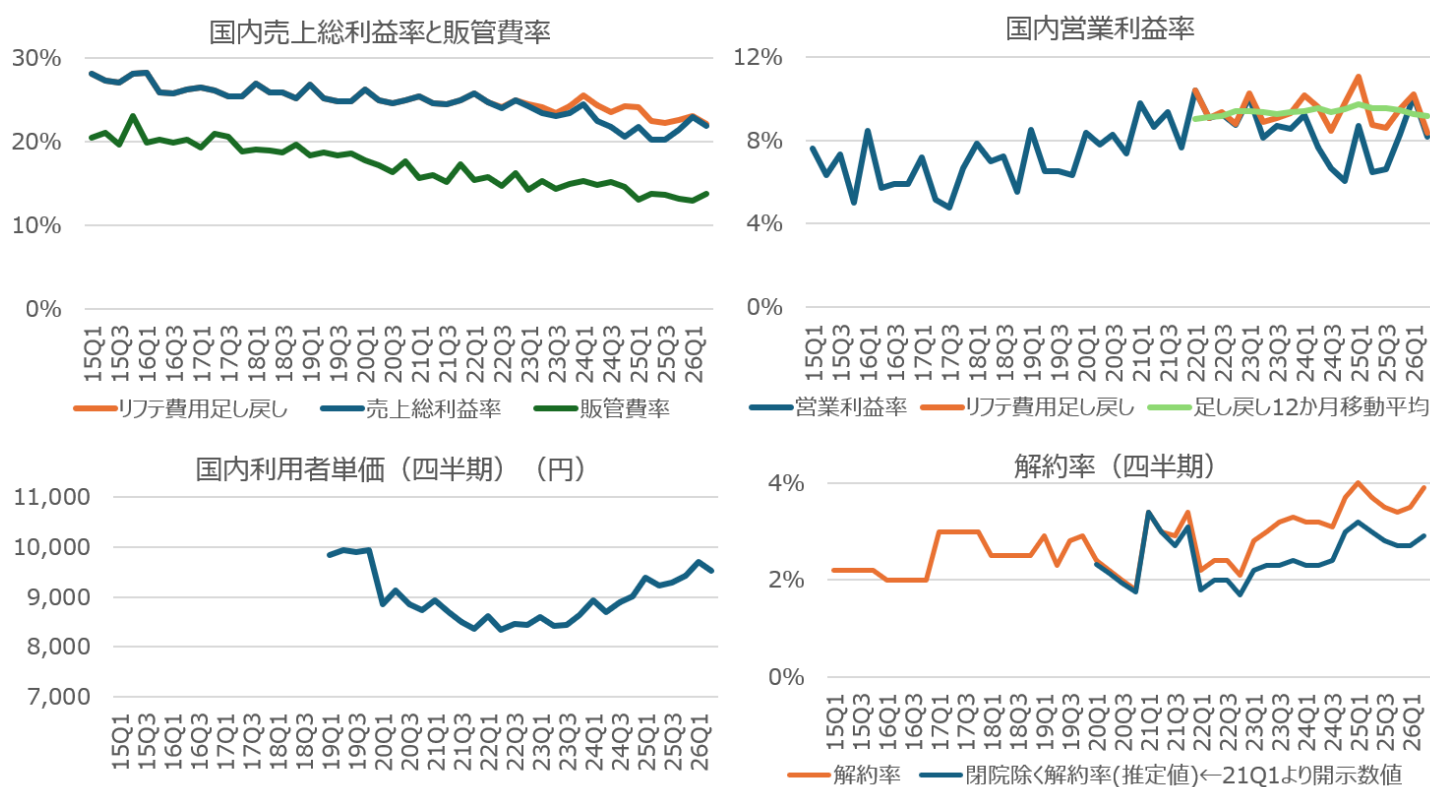
益率は、25/12 期 Q2 の 20.2%から 26/12 期 Q2 は 21.9%の改善であり、加えて、リフテの償却を従前の一括償却と仮定した場合でも、当 Q2 は前年同期比で改善しているとのことである。この 3 か月で国内事業は、償却方法の変更を考慮した実質的な収益力も改善してきたと評価できる。

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を整備してきた。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、その効果が一部発現していると評価できる。

利用者単価は上昇傾向が継続

国内利用者平均単価は、前四半期比では季節要因で Q1 に大きく上昇し、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。リフテなど新材材の導入効果と、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、原価上昇を受けた販売価格の引き上げ状況にも注目しておきたい。

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

リフテは計画通りの進展であり、今後は小児用の販売での拡販が見込まれる

オリジナル患者衣リフテの導入施設数は H1 末に Q1 末比 44 施設増の 549 施設となり、導入施設比率は 18.7%に上昇した（図表 4）。H1 では、納入価格上昇を懸念する病院等への納入が進まなかったものの、採算重視の営業戦略を展開、計画通りとのことである。下期も採算を重視した販売を実施するものの、新たに発売した小児用リフテを小児専門病院へ販売する計画であり、更なる拡大が見込まれる。

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、H1 末で全国 112 施設に導入され、Q1 末比 38 施設増加している。導入施設比率は 3.8%となり、同社では順調な進捗と評価している。

スマイルウェアは、施設内のハンガーにかけてある、アパレルのプロが厳選した複数種類の洋服の中から、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するサービスである。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ほか、私物管理の手間が省けることで介護士からも評判が高い。

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（累計）は H1 末で 116 件となり、Q1 に 9 件、Q2 に 7 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伴い、1) 両社取引先へのクロスセルにより新規契約先の開拓に向けた営業の幅が広がること、2) 他社が模倣困難なエムスリー商材が組み合わせられ、医療機関の経営改善に貢献し、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	Q2
CSセットR契約施設比率	10%	11%	11%	11%	12%	13%	13%	13%	13%	13%
CSセットLC契約施設比率	8%	8%	9%	9%	9%	10%	10%	10%	10%	11%
リフテ導入施設比率	3%	5%	6%	10%	11%	14%	15%	17%	18%	19%
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%	3.8%
エムスリーとのシナジー実現件数	-	-	-	-	-	-	-	100	109	116

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	Q2
売上高	11,486	11,358	12,002	12,667	13,433	13,407	13,899	14,709	14,762	14,763
(前年同期比)	16.5%	14.4%	12.7%	15.2%	17.0%	18.0%	15.8%	16.1%	9.9%	10.1%
売上総利益	2,821	2,551	2,619	2,726	2,993	2,773	2,871	3,237	3,397	3,285
(売上総利益率)	24.6%	22.5%	21.8%	21.5%	22.3%	20.7%	20.7%	22.0%	23.0%	22.3%
営業利益	1,059	872	800	847	1,182	877	983	1,230	1,441	1,200
(営業利益率)	9.2%	7.7%	6.7%	6.7%	8.8%	6.5%	7.1%	8.4%	9.8%	8.1%
リフト導入施設数(累積)	74	117	160	252	293	365	425	471	505	549
リフト導入施設数	22	43	43	92	41	72	60	46	34	44
リフト償却費用	110	215	215	460	310	290	270	170	13	30
リフト償却費用戻し 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	3,169
(リフト償却費用戻し 国内売上総利益率)	25.5%	24.4%	23.6%	24.3%	24.1%	22.5%	22.3%	22.6%	23.2%	22.0%
リフト償却費用戻し 国内営業利益	1,169	1,087	1,015	1,307	1,444	1,126	1,153	1,318	1,464	1,201
(リフト償却費用戻し 国内営業利益率)	10.2%	9.6%	8.5%	9.8%	11.1%	8.7%	8.6%	9.5%	10.3%	8.2%

注：リフト償却費用は 2025 年 Q4 までは即時償却、2026 年 Q1 からは 3 年償却に変更。

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	Q2
売上高	11,486	11,358	12,003	12,666	13,433	13,407	13,899	14,709	14,762	14,763
(前年同期比)	16.5%	14.4%	12.8%	15.2%	17.0%	18.0%	15.8%	16.1%	9.9%	10.1%
売上原価	8,665	8,807	9,384	9,940	10,439	10,634	11,028	11,473	11,365	11,478
売上総利益	2,820	2,552	2,618	2,726	2,993	2,773	2,871	3,237	3,397	3,285
(売上総利益率)	24.6%	22.5%	21.8%	21.5%	22.3%	20.7%	20.7%	22.0%	23.0%	22.3%
販売費及び一般管理費	1,761	1,680	1,818	1,880	1,810	1,897	1,888	2,006	1,956	2,084
営業利益	1,059	871	801	846	1,182	877	983	1,230	1,441	1,200
(売上高営業利益率)	9.2%	7.7%	6.7%	6.7%	8.8%	6.5%	7.1%	8.4%	9.8%	8.1%
営業外損益	6	12	-52	1	-7	-20	10	-71	-31	-20
経常利益	1,065	883	749	847	1,175	857	993	1,159	1,410	1,181
(売上高経常利益率)	9.3%	7.8%	6.2%	6.7%	8.7%	6.4%	7.1%	7.9%	9.6%	8.0%
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	1,065	883	749	847	1,175	857	993	1,159	1,410	1,181
法人税等合計	338	285	242	325	372	281	317	385	470	388
(実効税率)	31.7%	32.3%	32.3%	38.4%	31.7%	32.8%	31.9%	33.2%	33.3%	32.9%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	726	599	507	522	800	567	655	745	949	789
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%	5.3%

出所 : ストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 中東情勢の影響

**原油価格高騰の影響は7月以降
本格化する見込み**

中東情勢の影響としては、6月まではリネン、消耗品類、紙おむつともに影響は少なかったものの、7月以降については、各々影響が顕在化し、特にリネンと紙おむつの影響が大きくなると見込んでいる（図表7）。

原価の上昇は転嫁の準備を整えている

これら商品等全般の原価の上昇は採算の悪化を引き起こす懸念あるものの、先行して製品価格の値上げ交渉を進めており、不透明要因があるものの、原価上昇は製品価格引き上げで吸収できている。引き続きQ3以降のリフテ償却影響を除く粗利益率動向に注視したい。

図表 7. 分野別の原価高騰の影響見通し

	2Q（6月）まで	3Q（7月）以降
リネン（衣類・タオル）	小	中～大
消耗品類	小	中
紙おむつ	小	大

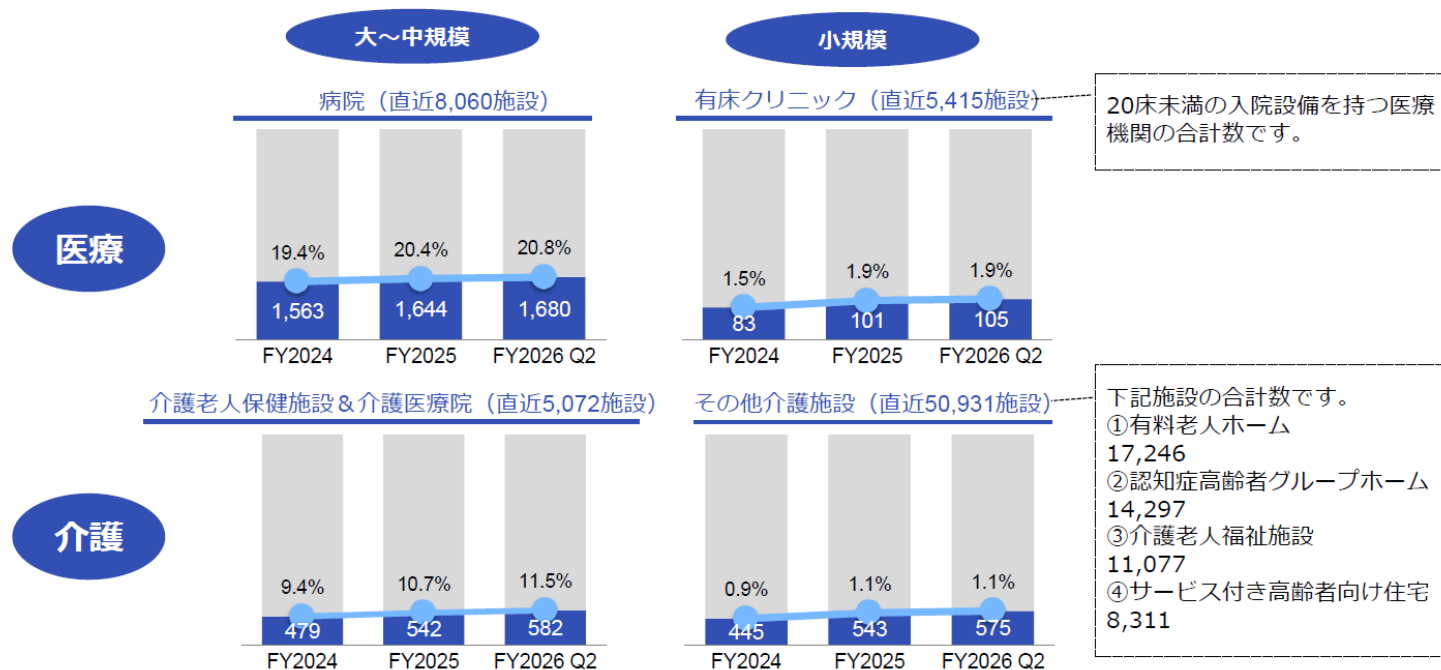
出所：会社資料

開拓率は各市場とも順調に推移しており、潜在需要は大きい

同社は販売ターゲット先市場として、医療では「病院（大～中規模）」と「有床クリニック（小規模）」に区分し、今後注力していく介護では「介護老人保健施設&介護医療院（大～中規模）」と「その他介護施設（小規模）」に区分けし、種類と規模で4つのセグメントに区分している（図表8）。開拓率としては、病院市場では24/12期末の19.4%から26/12期Q2末には20.8%に、有床クリニックでは同1.5%から1.9%へ各々上昇している。介護市場でも、介護老人施設&介護医療院で同9.4%から11.5%へ、その他介護施設で同0.9%から1.1%へ各々上昇。4つの市場ともに、いまだ多くの潜在需要が残されている。

同社は他社が模倣できないCSセット、リフテ、スマイルウェアという競争力の高い製品を有し、毎年納入施設を順調に伸ばしていることから考えても、今後も長期にわたり持続的に各市場で売上を伸ばしていく可能性が高いと見込まれる。

図表 8. 開拓率の年度推移



出所：会社資料

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

H1 決算発表（7 月 31 日）の翌営業日（8 月 3 日）の同社株価は終値で 741 円となり、前営業日比 3.9% 下落した（TOPIX は同 1.1% 下落）。同社が発表した H1 の経常利益は通期計画に対して 51.8% の進捗であった。通期計画は変更されておらず、業績面で特段ネガティブにとらえなければならない個別要因はなかったと考えられる。

その中で、今回の決算発表直後の株価下落の要因として考えられる要素をあえて検討すれば、以下の 2 点であろう。

第一に、半導体関連株や日経平均が 7 月 29 日をボトムに上昇に転じたことである。ディフェンシブ株と見られる同社の株価はちょうど 7 月 29 日をピークに 8 月 3 日まで下落している。決算発表の翌営業日となる 8 月 3 日の株価下落は、必ずしもエラン個別要因が原因とは言えない可能性がある。むしろ、同社の株価は 8 月 3 日以降ではやや上昇しており、AI・半導体関連株による値動きの影響が大きい日経平均が上昇する中ではディフェンシブ株としては健闘していると評価できよう。

第二に、H1 実績が計画を上回ったものの通期計画が据え置かれたことである。8 月 4 日以降の株価の戻りを見ると大きなネガティブ要因であったとまでは言えないものの、短期的には多少の影響があった可能性が考えられる。

2) かつてのバリュエーション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、PER で 40～70 倍、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い高いプレミアムは観察されない

その後、成長への期待感が落ちてきたことにより株価は徐々に低下してきた。PBR は 3.2 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 14.4 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、魅力的なエグジ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。

3) 今後のバリュエーション上昇を後押しする要素

エムスリーとの提携効果、プラットフォーム企業として魅力、ROE25%の達成

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、既存事業の拡大と M&A・新規事業の積み上げによる利益成長によって、新中計において打ち出された 28/12 期の ROE が目標とする 25% に上昇すれば、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。

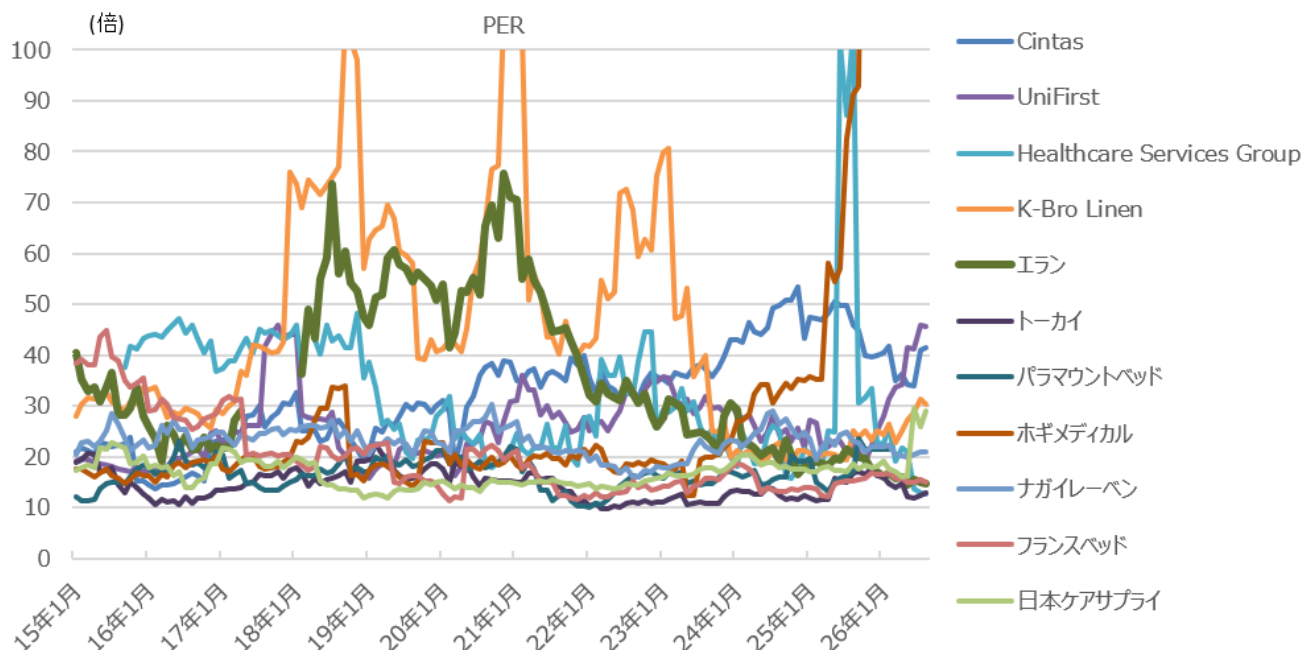
原価上昇環境での差別化商品を活用した価格転嫁も注目点

原価の上昇が始まっている中で価格転嫁の進捗にも注目点である。現在も多くの顧客に対して価格改定の交渉を行っている模様である。同社の場合、リフテのような差別化商品の活用やエムスリーとの協力による営業など、原価上昇を単に価格転嫁するという以外の攻め口を持っている。もし

エラン | 6099 (東証プライム)

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、株式市場から見ると過去トレンドからの転換点となりうるため、下半期の状況に注目しておきたい。

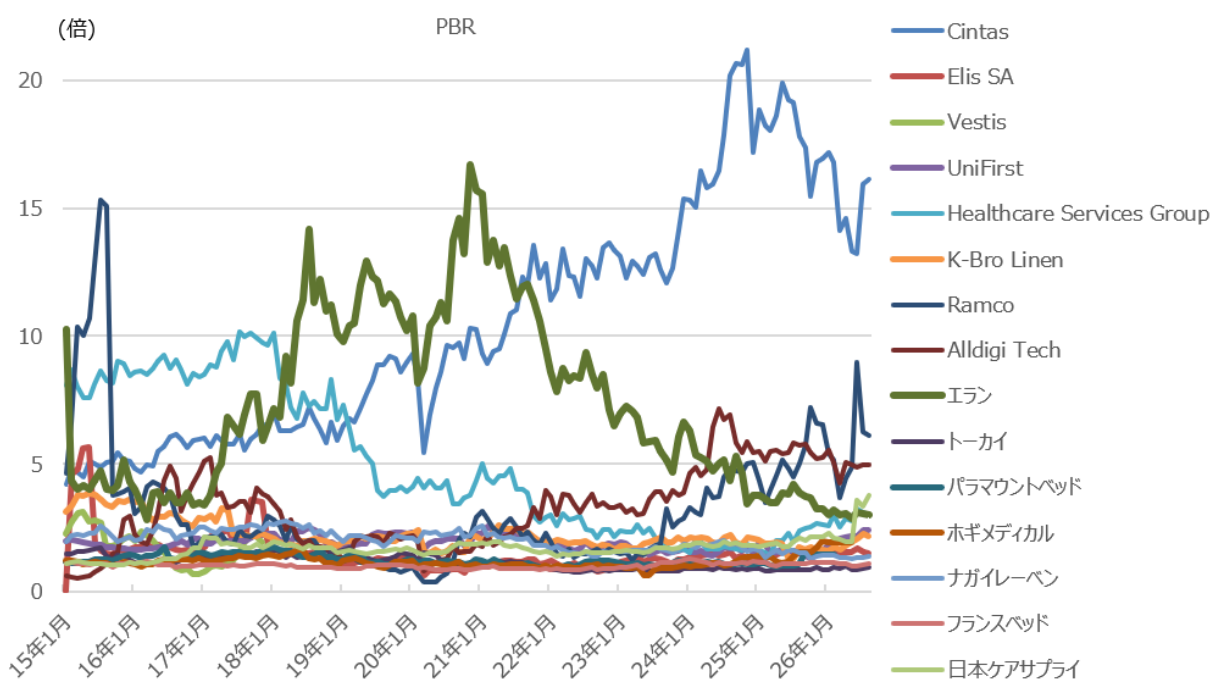
図表 9. PER 比較



注：PER100 倍以上は省略

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. PBR 比較



出所：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
売上高	18,585	21,518	26,056	31,635	36,264	41,425	47,513	55,448	60,800
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	
売上総利益	4,827	5,473	6,563	7,876	9,027	9,751	10,716	11,874	
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	
営業利益	1,278	1,492	2,068	2,798	3,391	3,665	3,577	4,272	5,000
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	
経常利益	1,282	1,501	2,148	2,818	3,411	3,681	3,544	4,184	5,000
(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	
親会社株主に帰属する当期純利益	865	989	1,446	1,905	2,082	2,518	2,354	2,767	3,200
(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	3,657	4,476	5,044	5,848	7,104	8,621	8,178	9,320
棚卸資産	594	766	995	1,080	1,331	1,899	2,292	2,966
その他流動資産	-317	-388	-357	-430	-396	-502	-447	-596
流動資産	6,992	8,327	10,180	12,129	14,075	15,506	16,872	18,535
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	1,117
有形固定資産	302	311	316	341	561	539	575	1,386
のれん	127	87	48	9	0	0	427	1,078
その他無形固定資産	111	108	114	96	92	108	585	1,104
無形固定資産	238	195	162	105	92	108	1,012	2,182
投資その他の資産	290	401	1,029	1,371	1,342	2,837	3,241	4,470
固定資産合計	831	909	1,508	1,817	1,996	3,486	4,829	8,039
資産合計	7,824	9,236	11,689	13,947	16,072	18,993	21,702	26,575
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	971
短期借入金等	-	-	-	-	-	-	-	462
未払法人税・消費税等	390	424	712	846	729	858	797	1,096
その流動負債	58	50	69	87	93	104	116	141
流動負債	3,561	4,211	5,501	6,417	7,011	8,088	8,918	11,054
長期借入金	-	-	-	-	-	-	76	365
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	222
固定負債	0	4	3	47	70	90	282	658
負債合計	3,561	4,215	5,504	6,464	7,082	8,178	9,200	11,712
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	13,511
自己株式	0	0	0	-197	-194	-194	-191	-163
株主資本	4,258	5,035	6,209	7,494	9,034	10,886	12,456	14,464
その他の包括利益累計額	-13	-14	-25	-10	-45	-72	45	-21
非支配株主持分	-	-	-	-	-	-	-	419
新株予約権	18	-	-	-	-	-	-	-
純資産合計	4,262	5,021	6,184	7,483	8,989	10,814	12,501	14,862
負債純資産合計	7,824	9,236	11,689	13,947	16,072	18,993	21,702	26,575

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	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
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,191	779	1,947	2,106	1,581	1,780	4,500	4,285
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
投資活動によるキャッシュ・フロー	-176	-151	-648	-357	-624	-1,661	-2,233	-3,385
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
財務活動によるキャッシュ・フロー	-103	-212	-273	-614	-552	-667	-849	-906
Free Cash Flow	1,015	627	1,300	1,748	956	120	2,266	900

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