

## Q2 決算：契約施設数増加と高付加価値サービス浸透で 17 期連続増収増益の流れが継続

24/12 期 Q1 決算は、売上高 228 億円（前年同期比 15.5%増）、営業利益 19 億円（同 8.5%増）、当期純利益 13 億円（同 5.8%増）で、17 期連続増収増益中の流れが継続した。22/12 期までは営業利益成長率が売上高成長率を上回っていたが、その後は下回って推移している。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。

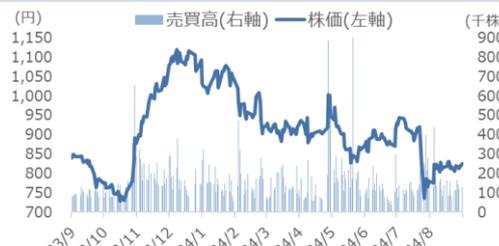
今回の決算説明資料の記載（35 施設への導入が未達で営業利益が 250 百万円上振れ）から、1 施設当たりの導入費用は約 7 百万円という計算となり、これに基づいて営業利益にリフテ導入費用を足し戻した利益を推計すると、現在も利益成長率は売上高成長率を上回って推移している、という推計結果となる。

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設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。

24/12 期 Q1 の業績は売上高、利益ともに会社予想を上回って着地したが、通期予想は据え置いている。もともと下半期に売上増加ペースが加速する計画であるため下半期業績の通期業績に与える影響が大きいことが会社予想据え置き理由として考えられるが、下半期中の進捗次第では上方修正の余地もあろう。

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 20 倍を割り込む水準である。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(9/11)	844
年初来高値(1/3)	1,105
年初来安値(8/5)	736
52週高値(23/12/17)	1,120
52週安値(23/10/25)	729
発行済株式数(百万株)	60.6
時価総額(十億円)	51.1
EV(十億円)	45.7
自己資本比率(実績、%)	58.9
ROE (23/12、%)	25.4
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)
23/12Q2累計	19,781	12.4	1,801	5.1	1,813	5.0	1,253	6.4	20.7	-
<b>24/12Q2累計</b>	<b>22,845</b>	<b>15.5</b>	<b>1,931</b>	<b>7.2</b>	<b>1,949</b>	<b>7.5</b>	<b>1,325</b>	<b>5.7</b>	<b>21.9</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 Q2 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 2024/12 期第 2 四半期連結累計期間の業績は、売上高 22,845 百万円（前年同期比+15.5%）、営業利益 1,931 百万円（同+8.5%）と増収増益となった。増収増益の要因は、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。

**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 65 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 2,439 に**

第 2 四半期連結累計期間の新規契約の施設数は 166 施設、解約施設数は 47 施設となり、当第 2 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 119 施設増加して 2,439 施設となった。

図表 1. エランの 24/12 期 Q2 期決算要約

(百万円)	23/12Q2累計	24/12Q2累計 (A)	前年同期比	前半期比	進捗率 (A)/(B)	24/12会社予想 (B)	前期比
売上高	19,781	22,845	15.5%	5.5%	45.7%	50,000	20.7%
営業利益	1,801	1,931	8.5%	3.6%	46.0%	4,200	14.6%
経常利益	1,813	1,949	8.5%	4.3%	46.1%	4,230	14.9%
当期純利益	1,253	1,325	5.8%	4.7%	46.5%	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、リフテ導入開始前のエランの営業利益の前年同期比の成長率は売上高成長率を上回っていたが、リフテ導入開始後は下回って推移している。

図表 2. オリジナル患者衣「リフテ」



出所：会社資料

# エラン | 6099 (東証プライム)

## 1 施設当たりのリフト導入費用は約7百万円と推計

今回の決算説明資料において、リフト導入見込みは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。

## リフト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

22/12期Q3以降の各四半期のリフト導入施設数は決算説明資料から取得可能であるため、各四半期のリフト導入費用が推計できる。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、リフト導入費用を足し戻した営業利益の成長率は現在も概ね売上高成長率を上回って推移していると推測できる。

図表 3. 売上高・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)	22/12				23/12				24/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	8,793	8,811	9,162	9,499	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358
(前年同期比)	17%	15%	14%	14%	12%	13%	16%	16%	17%	14%
営業利益	914	800	848	829	992	809	925	939	1,059	872
(前年同期比)	24%	20%	12%	30%	9%	1%	9%	13%	7%	8%
リフト導入施設数（累積）	-	5	7	8	12	27	35	52	74	117
リフト導入施設数	-	-	2	1	4	15	8	17	22	43
リフト導入費用（推計）	-	-	14	7	29	107	57	121	157	307
リフト費用戻し営業利益	-	-	862	836	1,021	916	982	1,060	1,216	1,179
(前年同期比)	-	-	-	-	-	-	14%	27%	19%	29%

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

## 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見られない。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
利用者数	17%	16%	13%	11%	11%	10%	14%	12%	11%	10%
契約施設数	13%	12%	12%	12%	11%	10%	10%	11%	12%	11%
1 施設当たり利用者数	6%	6%	1%	-1%	1%	0%	4%	1%	-1%	-1%

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

Q2 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、226 施設増加（前年同期比+10%）から 268 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 29 施設増加から 77 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、本社のある中部エリアは他エリアに比して展開が早かったこともあって施設増加数は鈍化傾向にある。また、中四国エリアと九州沖縄エリアも鈍化傾向にある。

図表 6. 契約施設数のエリア別推移（3ヶ月毎）

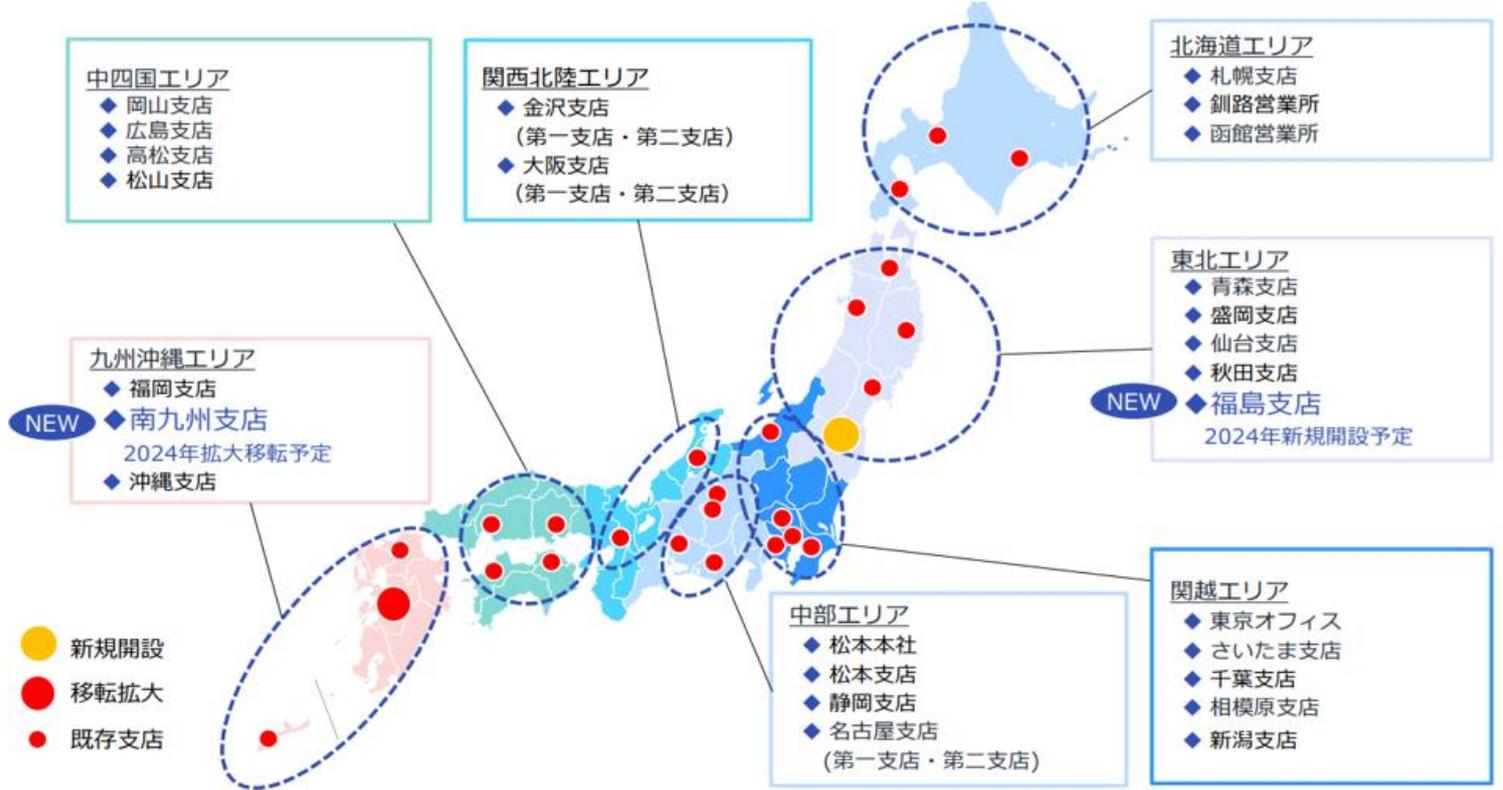
(件)	22/12				23/12				24/12		1年変化 (Q2 比較)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	22-23	23-24
契約施設数	1,862	1,945	2,005	2,060	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	226	268
北海道	120	127	129	136	138	143	145	149	152	163	16	20
東北	235	246	259	269	270	279	284	298	301	315	33	36
関越	301	316	327	331	332	345	371	392	404	422	29	77
中部	388	394	399	405	406	419	418	426	432	437	25	18
関西北陸	336	351	363	375	375	403	421	438	447	464	52	61
中四国	368	383	389	400	407	417	421	429	435	442	34	25
九州沖縄	114	128	139	144	153	165	177	188	189	196	37	31

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するとともに九州沖縄エリアの南九州支店を拡大移転することで、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る。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8%、リフテが5%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 (Q2比較)	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	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	1,113	1,434
リフテ費用戻し 営業利益 (推計)	-	-	862	836	1,021	916	982	1,060	1,216	1,179	916	263
リフテ費用戻し 営業利益率 (推計)	-	-	9%	9%	10%	9%	9%	10%	11%	10%	-	1%
CSセットR 契約施設比率	6%	6%	7%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	3%	2%
CSセットLC 契約施設比率	5%	5%	5%	6%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	3%	0%
リフテ導入 施設比率	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	5%	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

## 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 期上半期については、売上高が対前年同期比で+14.3%となる見通しだったところ、実績は見通しを上回る+15.5%で着地した。ただし、通期業績予想については変更しておらず、24/12 期下半期に売上増加ペースが加速して通期で前期比+20.7%になる見通しを維持している。下半期に売上増加ペースが加速する理由は、CSセットの営業環境改善、病床利用率の増加、価格転嫁の進捗等を下半期に見込んでいるためである。

## 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、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も配当性向も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 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	812
当期純利益 (百万円)	658	865	990	1,446	1,906	2,083	2,519	2,591
PER (倍)	32.2	47.2	49.3	62.8	35.2	27.2	19.6	19.3
ROE	20.5%	22.3%	21.3%	25.8%	27.9%	25.3%	25.4%	24.7%
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

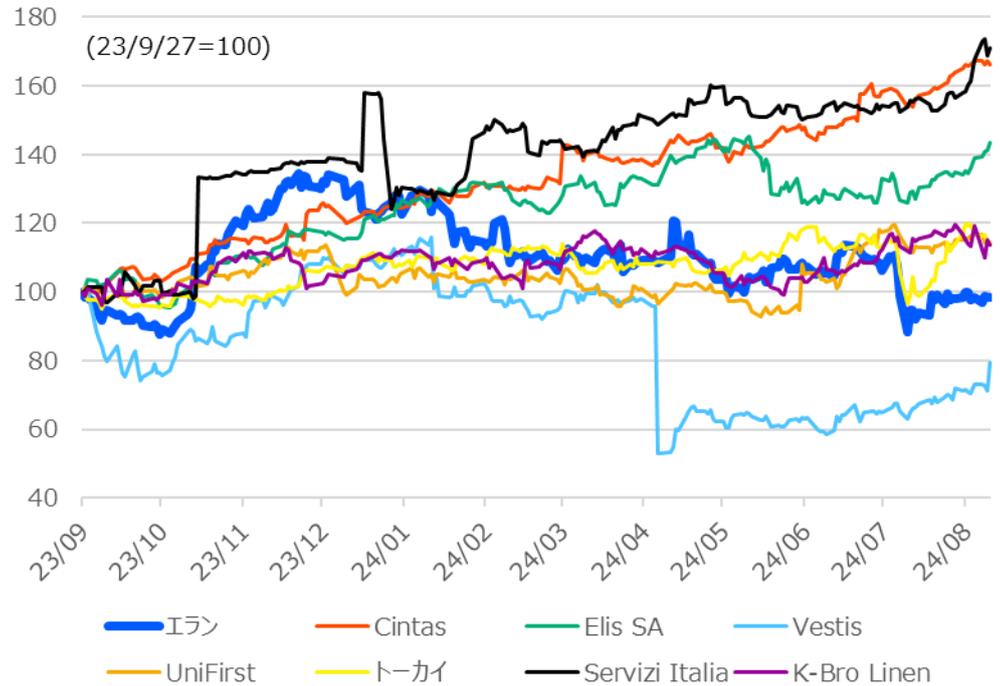
**マレーシアに事業拡大した Elis は、株価急落の Vestis に買収提案をし、米国市場進出を狙う**

過去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横ばいとなっている一方、Vestis (VSTS NYSE)を除く6社は業績拡大を背景に上昇した。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の買収交渉に入った。買収が成立すればElisは米国市場に進出することとなる。Elisは7月にマレーシア企業を買収してアジアへの進出も果たしているが、当該マレーシア企業は半導体製造用クリーンルーム等向けのランドリーサービスを提供している企業であり、エランとは異なるビジネス領域である。

**Servizi Italia はインドで順調に事業拡大**

エランと同じくインドへの進出を果たしているServizi Italia (SRI Italy)は、インドの医療施設のランドリーサービス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。

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 26.4 倍とエランの 19.3 倍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、PER21.8 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 (9/7) (円)	時価総額 (百万円)	PER 直近実績 (倍)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	ROE 直近実績 (%)
Cintas Corp	アメリカ	CTAS	24/5	119,835	12,075,900	50.3	-	18.2	38.3
Elis SA	フランス	ELIS	24/6	3,699	871,040	18.9	-	1.3	7.2
Vestis Corp	アメリカ	VSTS	24/6	2,294	301,500	16.2	-	2.1	12.9
UniFirst Corp	アメリカ	UNF	24/5	27,995	521,100	26.4	-	1.6	6.3
トーカイ	日本	9729	24/6	2,201	79,327	11.8	13.4	0.9	7.6
Servizi Italia	イタリア	SRI	24/6	331	9,600	8.8	-	0.4	5.0
<b>エラン</b>	<b>日本</b>	<b>6099</b>	<b>24/6</b>	<b>812</b>	<b>49,207</b>	<b>19.3</b>	<b>17.5</b>	<b>4.4</b>	<b>24.7</b>
K-Bro Linen	カナダ	KBL	24/6	3,750	39,165	21.8	-	2.1	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

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	23/9	423,750	32,700	7.7	13.3	8.4	27.8
UniFirst Corp	アメリカ	UNF	23/8	334,950	20,100	6.0	5.3	4.8	78.0
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 (単位 : 百万円)

決算期	22/12				23/12				24/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
<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>
(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%
売上原価	6,523	6,626	6,962	7,127	7,467	7,603	8,187	8,417	8,666	8,806
<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>
(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%
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
<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>
(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%
営業外損益	4	7	7	2	5	7	4	1	7	11
<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>
(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%
特別損益	0	0	0	-377	0	0	0	0	0	0
<b>税引き前利益</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>
法人税等合計	291	257	269	136	302	258	293	310	339	284
(法人税率)	31.7%	31.8%	31.5%	30.0%	30.3%	31.6%	31.5%	33.0%	31.8%	32.2%
<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>
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%

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. 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
<b>売上高</b>	<b>15,467</b>	<b>18,585</b>	<b>21,519</b>	<b>26,056</b>	<b>31,636</b>	<b>36,265</b>	<b>41,426</b>	<b>50,000</b>
売上原価	11,469	13,758	16,045	19,493	23,759	27,238	31,674	
<b>売上総利益</b>	<b>3,998</b>	<b>4,827</b>	<b>5,473</b>	<b>6,564</b>	<b>7,877</b>	<b>9,027</b>	<b>9,751</b>	
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	
<b>営業利益</b>	<b>913</b>	<b>1,279</b>	<b>1,492</b>	<b>2,068</b>	<b>2,799</b>	<b>3,391</b>	<b>3,665</b>	<b>4,200</b>
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	
<b>経常利益</b>	<b>924</b>	<b>1,282</b>	<b>1,501</b>	<b>2,148</b>	<b>2,819</b>	<b>3,412</b>	<b>3,682</b>	<b>4,230</b>
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	
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 15. 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 16. 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 17. 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