

エムスリーによる TOB : 連結子会社化と上場維持を両立し、複数分野でのシナジーを追求

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。

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。

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(10/21)	940
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)	57.0
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	-
24/12Q2累計	22,845	15.5	1,931	7.2	1,949	7.5	1,325	5.7	21.9	-
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. エランの連結子会社化と上場維持を両立する TOB

買付割合は 50~55%の範囲で、
28%のプレミアム価格

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、買付予定数の所有割合は下限 50.10%、上限 55.00%、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) である。所有割合の上下限は、本公開買付けによってエランをエムスリーの連結子会社としつつも、エラン自体の上場は維持することを目的に設定したものである。また、エラン創業者の櫻井英治会長や親族、資産管理会社等が有する株式 (所有割合 50.10%) について、本公開買付けに応募することに合意している旨も発表した。同日、エランは本公開買付けに対する賛同の意見を表明した。

シナジーはクロスセル、CS セットの付
加価値向上、新規事業創出

本 TOB において想定しているシナジーは、病院や介護施設の患者・入所を中心とする顧客基盤を有するエランと病院を中心とする顧客基盤を有するエムスリー間のクロスセル、両社間のサービス連携を通じた新規事業創出と CS セットの付加価値向上、エムスリーのエンジニアリング人材活用によるエランのシステム開発費用削減と新規事業サービスの開発・事業化、エムスリーのグローバル医師プラットフォームを活用したエランの海外展開支援、等である。

2. エムスリーの医師向け情報提供サイトには世界の半分、日本の 9 割の医師が登録

医師向けのみならず患者向け情報
提供サイトも運営

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 1. 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	949,280	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	14,541	6095	日本	160	-	無し
ケアネット	10,236	2150	日本	230	-	無し

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 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

医師向け・患者向け両情報サイトを 通じた入院セット拡販の可能性

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ることは、医療機関への導入促進の強力な武器となりうる。また、「AskDoctors」や「QLife」といった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。

エムスリーの海外医師向け情報サイトが、 エランの海外事業拡大につながる 可能性

また現在エランは、入院セットを日本国内のみで展開しており病院向けリネン・衣服リース事業はベトナムとインドでのみ展開しているが、エムスリーが北米・欧州・アジアでも展開する医師向け情報サイトを活用すれば、アジア地域でリース事業を拡大するのみならず、北米・欧州での迅速なリース事業、入院セット事業開始へとつなげられる可能性がある。

エラン出資先のインドの人材マネジメント ソフトウェア事業が、エムスリーの 医師キャリア事業拡大につながる 可能性

さらにエラン出資先企業のインド IT 企業、Akai Information は、クラウドベースの人材マネジメントソフトウェアをグローバルに提供しているが、当該ソフトウェア導入に際して顧客企業から人材採用ニーズを聴取し、エムスリーの医師キャリア事業につなげる等といった連携を実現できる可能性もある。

4. 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つ

フランスの Elis が米同業 2 社に対し て買収提案

エランの同業では欧州で事業展開するフランスの Elis (ELIS パリ) が米国進出を狙い、2024 年 8 月以降、Vestis (VSTS ニューヨーク) と UniFirst (UNF ニューヨーク) の 2 社に対する買収提案を持ち掛けていた。結局条件面で折り合わず、買収交渉が決裂したことが 10 月に報じられている。

イタリアの施設清掃サービス企業が Servizi Italia に対して買収提案

またイタリア、インド、トルコ等で事業展開する同業の Servizi Italia (SRI イタリア) に対し、施設清掃サービス事業を営む Coopservice (非上場 イタリア) が買収提案を行っていることが 2024 年 10 月に報じられている。

同業他社の 2 件の買収案件は、エ ランとエムスリーの案件に比して単純な 構造

Elis による米国 2 社への買収提案は純粹に単純な規模拡大戦略である。また、Servizi Italia への買収提案は事業としては異なるものの、エランとエムスリーの事業に比して近接性が高い買収計画である。これらの同業他社事例に比して、情報サイト事業との連携によるシナジーを追求するエランの戦略は異彩を放っている。

図表 2. 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	1,322,365	CTAS	アメリカ	-	-	-	○	○	○	-	-	
Wolters Kluwer	949,280	WKL	オランダ	-	-	○	-	-	-	-	-	
Elis SA	732,598	ELIS	フランス	-	-	-	○	○	-	-	-	
Vestis Corp	423,793	VSTS	アメリカ	-	-	-	○	○	-	-	-	
UniFirst Corp	334,957	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	174,869	-	日本	○	-	-	○	○	○	-	-	
トーカイ	138,222	9729	日本	○	-	-	○	○	○	-	-	
Servizi Italia	48,946	SRI	イタリア	-	-	-	○	○	-	-	-	
エラングループ												
エラン	41,426	6099	日本	○	-	-	○	-	-	-	-	
TMC Viet Nam	910	-	ベトナム	-	-	-	○	-	○	-	-	
Green Laundry	433	-	ベトナム	-	-	-	○	-	-	-	-	
Quick Smart Wash	246	-	インド	-	-	-	○	-	-	-	-	
Boston Ivy	-	-	インド	-	-	-	-	-	○	-	-	
Akal Information	-	-	インド	-	-	-	-	-	-	-	○	
K-Bro Linen	35,297	KBL	カナダ	-	-	-	○	○	-	-	-	
小山	30,800	-	日本	○	-	-	○	○	○	-	-	
柴橋商会	26,900	-	日本	○	-	-	○	○	-	○	-	
ヤマシタ	26,800	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-	
アメニティ	23,600	-	日本	○	-	-	-	-	-	○	-	
小山商会	23,200	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-	
メドピア	14,541	6095	日本	-	-	○	-	-	-	○	-	
ケアネット	10,236	2150	日本	-	-	○	-	-	-	○	-	
ニック	8,362	-	日本	○	-	-	○	-	-	-	-	
ベネック	6,600	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-	

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 170 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

図表 3 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
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)	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
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
(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
営業利益	914	800	848	829	992	809	925	939	1,059	872
(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
経常利益	918	808	855	831	997	816	929	940	1,066	883
(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
税引き前利益	918	808	855	454	997	816	929	940	1,066	883
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%
当期純利益	627	551	585	320	696	557	636	630	727	598
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 4. 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
売上高	15,467	18,585	21,519	26,056	31,636	36,265	41,426	50,000
売上原価	11,469	13,758	16,045	19,493	23,759	27,238	31,674	
売上総利益	3,998	4,827	5,473	6,564	7,877	9,027	9,751	
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	
営業利益	913	1,279	1,492	2,068	2,799	3,391	3,665	4,200
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	
経常利益	924	1,282	1,501	2,148	2,819	3,412	3,682	4,230
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 5. 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
流動資産	5,926	7,150	8,327	10,180	12,130	14,076	15,507
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
有形固定資産	294	302	312	317	341	561	540
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
無形固定資産	227	239	196	162	105	92	109
投資その他の資産	79	133	402	1,030	1,371	1,342	2,838
固定資産合計	601	674	909	1,509	1,818	1,996	3,486
資産合計	6,527	7,824	9,236	11,689	13,948	16,072	18,993
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
流動負債	3,030	3,562	4,211	5,502	6,417	7,012	8,089
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
固定負債	0	0	4	3	47	71	90
負債合計	3,030	3,562	4,215	5,505	6,464	7,083	8,179
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
株主資本	3,497	4,263	5,021	6,184	7,484	8,990	10,814
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
純資産合計	3,497	4,263	5,021	6,184	7,484	8,990	10,814
負債純資産合計	6,527	7,824	9,236	11,689	13,948	16,072	18,993

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. 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
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
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
投資活動によるキャッシュ・フロー	-238	-176	-152	-648	-358	-625	-1,661
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
財務活動によるキャッシュ・フロー	-82	-104	-213	-274	-614	-553	-667
Free Cash Flow	80	1,015	627	1,300	1,748	956	120

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 7. 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