

Company Report

2025 年 6 月 19 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
酒井田 浩之



Q1 決算は計画線で通期予想変更なし、エムスリーとの協業が早速始まっている模様

25/12 期 Q1 決算は、売上高 134 億円（前年同期比 16.9%増）、売上総利益 29 億円（同 6.1%増）、営業利益 11 億円（同 12.1%増）、経常利益 11 億円（同 10.8%増）、当期純利益 8 億円（同 10.1%増）と増収増益の決算となった。増収の主な要因は、新規契約獲得に伴う利用者数増加と利用者単価の上昇である。営業増益の主な要因は、システム化効果による販管費率低下が継続していること、海外事業でベトナム事業の新規連結効果があつたことである。

25/12 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 590 億円（対前期比 24.2%増）、営業利益 47 億円（同 31.9%増）、経常利益 47 億円（同 33.7%増）、当期純利益 30 億円（同 31.2%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 15 円に変更はない。

エムスリーとの協業・シナジーに関して、Q1 決算資料において「CS セットの差別化プロダクトを近日中に実証トライアル予定」、「医療機関に対する共同提案を実施」、「グループ購買力を活かしたコスト削減効果が発現開始」の 3 点が紹介された。非常に素早く協業の取り組みが進められていることがわかる。エムスリーとエランの事業範囲は重複がなく、もともと両者の協業のポテンシャルは高い。Q2 決算以降のさらなる報告にも期待したい。

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 3.9 倍と高いが、PER は 15.9 倍で同業他社・市場対比で高い水準というわけではない。高い ROE が株価を支えているものの、ワクワクする事業展開や高い成長への期待によるプレミアムが付与されるまでには至っていない状況と判断される。当社では、1）エムスリーとの提携効果の進捗、2）プラットフォーム企業としての評価の可能性、の 2 つが、今後のエラン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ではないかと考えている。

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(6/18)	813
52週高値(24/9/20)	1,002
52週安値(25/4/7)	621
上場来高値(14/11/11)	4,350
上場来安値(25/4/7)	621
発行済株式数(百万株)	60.5
時価総額(十億円)	49.2
EV (十億円)	44.8
自己資本比率(24/12、%)	57.9
ROE (24/12、%)	20.2
PER (25/12 会予、倍)	15.9
PBR (24/12 実績、倍)	3.9
配当利回り (25/12 会予、%)	1.8

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)
24/12 Q1	11,486	16.5	1,059	6.7	1,065	6.8	726	4.5	12.0	-
25/12 Q1	13,433	16.9	1,187	12.1	1,180	10.8	800	10.1	13.2	-
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

目次

1.	決算と主要 KPI の動向.....	3
1)	25/12 期 Q1 は増収増益、通期予想は変更なし.....	3
2)	リフテ導入時の初期費用がまだ見かけの売上総利益を押し下げているが.....	4
3)	実態営業利益率は上昇傾向が続いている.....	4
2.	エムスリーとの協業・シナジーの進捗状況.....	7
3.	株価とバリュエーション.....	10
1)	一時は高いバリュエーションだったが現在は同業他社並みに落ち着いている.....	10
2)	2018 年から 2022 年までの高バリュエーション時代.....	12
3)	今後の魅力的なエクイティストーリーとなりうる要素は何か.....	13
4)	エムスリーとの提携効果への期待.....	13
5)	プラットフォーム企業としての評価の可能性.....	13

1. 決算と主要 KPI の動向

1) 25/12 期 Q1 は増収増益、通期予想は変更なし

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 25/12 期 Q1 決算の業績は、売上高 13,433 百万円（前年同期比 16.9%増）、売上総利益 2,993 百万円（同 6.1%増）、営業利益 1,187 百万円（同 12.1%増）、経常利益 1,180 百万円（同 10.8%増）、当期純利益 800 百万円（同 10.1%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 25.1%、経常利益で 24.9%の進捗となっている。増収の主な要因は、CS セットの新規契約獲得に伴う利用者数の増加と利用者単価の上昇である。営業利益増益の主な要因は、国内事業でシステム化効果による販管費率の低下が継続していること、海外事業でベトナム事業の新規連結効果があつたことである。

ベトナム事業の売上と利益の新規計上も前年同期比の増収増益要因

ベトナム事業子会社のうち GREEN 社の PL 連結が 24/12 期 Q4 に始まり、25/12 期 Q1 には TMC 社の PL 連結も始まった。これらの効果により 25/12 期 Q1 には海外事業で売上高 383 百万円、営業利益 53 百万円が計上されている。24/12 期 Q1 にはこれらの連結はなかったため、前年同期比での増収増益要因の一つとなっている。

2025/12 期通期予想は増収増益見通しを据え置き

25/12 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 59,000 百万円（対前期比 24.2%増）、営業利益 4,720 百万円（同 31.9%増）、経常利益 4,740 百万円（同 33.7%増）、当期純利益 3,090 百万円（同 31.2%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 15 円で変更はない。

図表 1. エランの 25/12 期 Q1 決算要約

(百万円)	24/12 Q1	25/12 Q1 (A)	前年同期比	進捗率 (A)/(B)	25/12会社予想 (B)	前期比
売上高	11,486	13,433	16.9%	22.8%	59,000	24.2%
営業利益	1,059	1,187	12.1%	25.1%	4,720	31.9%
経常利益	1,065	1,180	10.8%	24.9%	4,740	33.7%
当期純利益	726	800	10.1%	25.9%	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

エラン | 6099 (東証プライム)

Q1 期末の契約施設数は 2,589 施設に

25/12 期 Q1 期末の契約施設数は 2,589 施設となり、24/12 期末比で 19 施設の純増(新規契約 57 施設、解約 38 施設)、過去 1 年間では 229 施設の純増 (9.7%増) であった。現在も契約施設数の増加が継続している。なお、純増 19 施設はやや少なく見えるが、季節性により例年 Q1 は新規契約数が少ない傾向があるため、Q2 以降の様子も見る必要がある。

図表 2. 契約施設数のエリア別推移 (3ヶ月毎)

(件)	22/12				23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
全国	1,862	1,945	2,005	2,060	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	2,503	2,570	2,589
北海道	120	127	129	136	138	143	145	149	152	163	170	173	172
東北	235	246	259	269	270	279	284	298	301	315	319	331	332
関東	301	316	327	331	332	345	371	392	404	422	433	454	458
中部	388	394	399	405	406	419	418	426	432	437	444	445	450
関西	336	351	363	375	375	403	421	438	447	464	481	503	502
中国	368	383	389	400	407	417	421	429	435	442	450	451	455
九州	114	128	139	144	153	165	177	188	189	196	206	213	220

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) リフテ導入時の初期費用がまだ見かけの売上総利益を押し下げているが

累積導入数が積みあがるまでは見かけのマイナス効果がある

2022 年から導入が始まったオリジナル患者衣「リフテ」の導入が 2023 年後半から急速に増加していることにより、リフテの導入初期費用が見かけの売上総利益と営業利益を引き下げている。これはリフテ導入時にリフテの原価を一括で費用化する一方、3~4 年の使用期間に渡って売上が計上されるためである。足元はリフテ導入の加速で一過性費用が急拡大している一方、まだ累積導入数が積みあがっていないため、リフテによる収入より一過性費用の方が大きい状態にある。25/12 期 Q1 に一括原価計上したリフテ導入費用は 310 百万円だが、累積導入施設数がまだ 293 施設であるため、リフテ単体による収入はおそらく 8,000 万円から 1 億円程度と推測され（当社推定値）、表面上の売上総利益を引き下げる要素となっている。

リフテの累積導入数が増えるにつれて影響は軽減する見通し

そこで以下では、リフテ導入の一過性費用を足し戻した売上総利益と営業利益によって、実態としての利益の傾向を分析する。なお、累積のリフテ導入施設数が増加する 26/12 期後半から 27/12 期には、この見かけのマイナス影響はかなり消滅し、足し戻し計算をしなくても実態利益が見えるようになると思われる。

リフテ費用影響の分析とリフテという商品の詳細については、[2025 年 3 月 19 日発行の当社レポート](#)を参照。

3) 実態営業利益率は上昇傾向が続いている

実質売上総利益率は 2022 年以降は下げ止まり

2015 年以降のトレンドで見ると、売上総利益率（リフテ費用足し戻し修正ベース、国内事業の売上総利益率）は 2022 年頃まで緩やかに低下してきたが、2022 年以降は 24%前後で横ばいの傾向にある（図表 3）。

2022 年までの売上総利益率低下の要因としては、上場後に会社としての信用が増したことで大型急性期病院での CS セット採用が増加したことがあると考えられる。大型急性期病院は、以前に多

エラン | 6099 (東証プライム)

かった療養型病院とはオペレーションが異なり、売上総利益率の面では低下要因となる傾向がある。

利用者単価が 2022 年以降上昇傾向

2022 年以降の売上総利益率の安定化は、利用者単価の上昇が影響していると考えられる。利用者単価はコロナ禍で利用方法の変化を背景に 2020 年初に急落し、その後も緩やかに低下していたが、2022 年以降は CS セット R、CS セット LC、リフテ等の新商品導入（図表 4）により単価が上昇した。また、利用者当たりの利用日数が病院より長い介護施設の割合が増えていることや、最近ではコストアップを要因とする値上げが行われたことも単価上昇要因となっている。

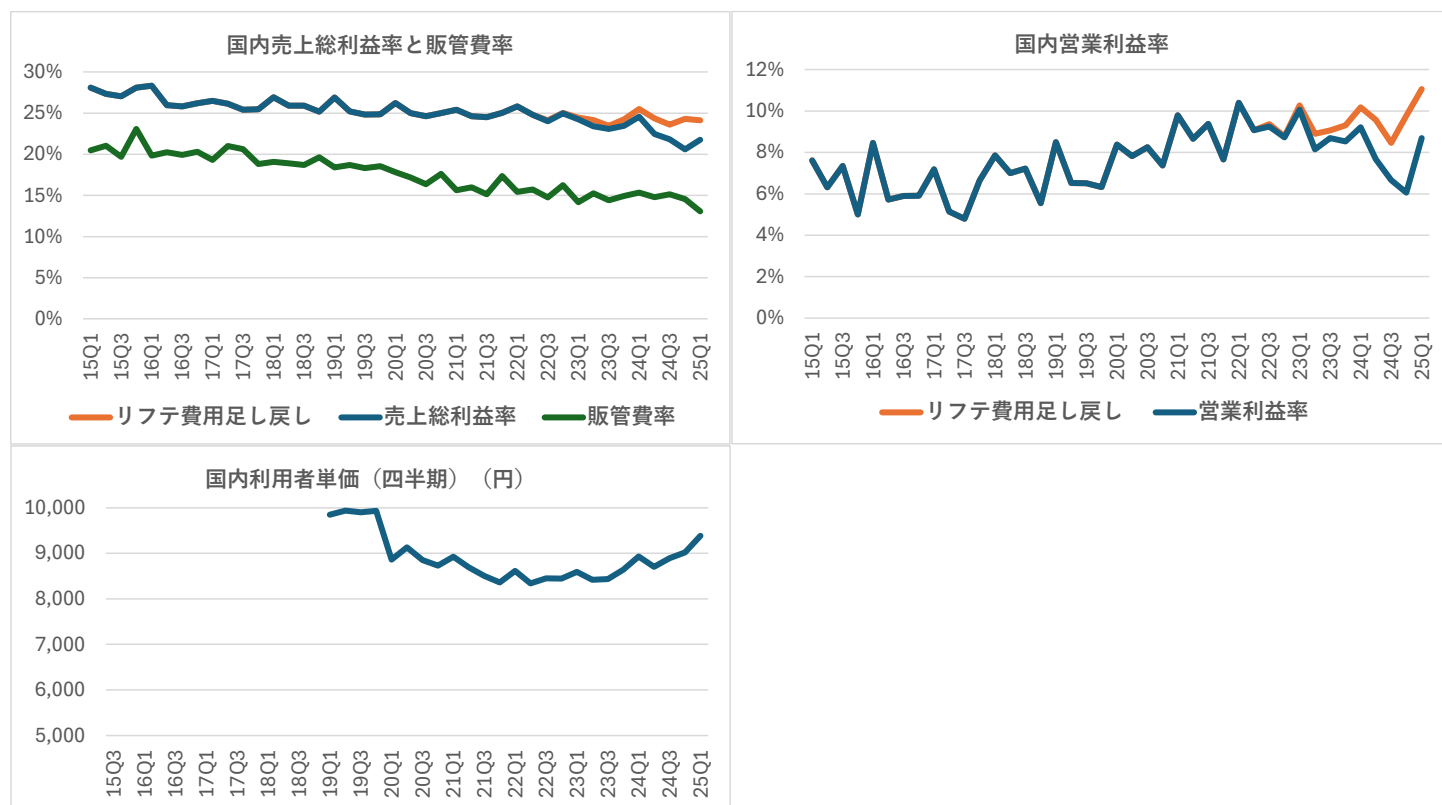
システム化の効果で販管費率は長期に渡り低下が継続

一方、販管費率は 2015 年以降一貫して低下してきた。これは主に業務のシステム化の効果による。2014 年 11 月の上場までは営業から請求までのオペレーションを全て人手で行っていた。営業担当者が申込書を回収してきた後に、パート社員が手入力して請求書を作るプロセスであった。これを上場後にシステム化したことで、利用者が増えてもパート社員が増えない仕組みが構築できた。これによって、売上高が増えると自動的に販管費率が下がる費用構造となっている。

その結果、営業利益率は上昇傾向が続いている

上記の結果として、国内事業の営業利益率は 15/12 期に 6.5%だったものが、24/12 期にはリフテ費用足し戻しベースで 9.5%にまで上昇した。

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

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)	22/12				23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
CSセットR 契約施設比率	6%	6%	7%	7%	8%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	12%
CSセットLC 契約施設比率	5%	5%	5%	6%	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%
リフテ導入 施設比率	0%	0%	0%	0%	1%	1%	2%	2%	3%	5%	6%	10%	11%

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)	22/12				23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	8,793	8,811	9,162	9,499	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002	12,667	13,434
(前年同期比)	17%	15%	14%	14%	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%	15%	17%
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	2,619	2,726	2,994
(売上総利益率)	26%	25%	24%	25%	24%	23%	23%	23%	25%	22%	22%	22%	22%
営業利益	914	800	848	829	992	809	925	939	1,059	872	800	847	1,188
(営業利益率)	10%	9%	9%	9%	10%	8%	9%	9%	9%	8%	7%	7%	9%
リフテ導入施設数 (累積)	-	5	7	8	12	27	35	52	74	117	160	252	293
リフテ導入施設数	-	-	2	1	4	15	8	17	22	43	43	92	41
リフテ導入費用 (推計)	-	-	10	5	20	75	40	85	110	215	215	460	310
リフテ費用戻し 売上総利益	-	-	2,210	2,377	2,410	2,397	2,498	2,666	2,931	2,766	2,834	3,186	3,150
(リフテ費用戻し 売上総利益率)	-	-	24%	25%	24%	24%	23%	24%	26%	24%	24%	25%	24%
リフテ費用戻し 営業利益	-	-	858	834	1,012	884	965	1,024	1,169	1,087	1,015	1,307	1,444
(リフテ費用戻し 営業利益率)	-	-	9%	9%	10%	9%	9%	9%	10%	10%	8%	10%	11%

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	23/12				24/12				25/12
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1
売上高	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002	12,667	13,434
(前年同期比)	12.1%	12.6%	16.2%	15.8%	16.5%	14.4%	12.7%	15.2%	16.9%
売上原価	7,467	7,603	8,187	8,417	8,666	8,806	9,385	9,940	10,440
売上総利益	2,390	2,322	2,458	2,581	2,821	2,551	2,619	2,726	2,994
(売上総利益率)	24.2%	23.4%	23.1%	23.5%	24.6%	22.5%	21.8%	21.5%	22.3%
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
営業利益	992	809	925	939	1,059	872	800	847	1,188
(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%
営業外損益	5	7	4	1	7	11	-52	1	-8
経常利益	997	816	929	940	1,066	883	749	847	1,180
(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%
特別損益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前利益	997	816	929	940	1,066	883	749	847	1,180
法人税等合計	302	258	293	310	339	284	243	324	374
(法人税率)	30.3%	31.6%	31.5%	33.0%	31.8%	32.2%	32.4%	38.3%	31.7%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	696	557	636	630	727	598	507	523	800
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%

出所: SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. エムスリーとの協業・シナジーの進捗状況

もともと4つの分野での協業が計画されている

エムスリーとの協業・シナジーについては、もともと4つの分野が想定されており、前回の 24/12 期 Q4 決算説明資料でも記載されていた。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。

Q1 決算資料で3つの進捗アップデート

これら4つの分野のうち、Q1 決算資料では3分野で進捗のアップデートがあった。「CS セットの差別化プロダクトが開発され、近日中に実証トライアル予定であること」、「医療機関に対する共同提案を実施し、早期の成果を確認していること」、「グループ購買力を活かしたコスト削減効果が発現開始したこと」の3点である(図表7)。それぞれの詳細は以下の通りである。

CS セットの差別化プロダクト

今回 Q1 決算資料では、CS セットについて差別化プロダクトが開発されており、近日中に実証トライアルが行われる予定であるという報告がなされている。これまでに導入されてきた CS セット R や CS セット LC のような付加価値サービスの一種ではないかと推測されるが、詳細は現時点では明らかにさ

れていないため今後の追加発表を待ちたい。

医療機関に対する共同提案

エムスリーとエランが互いの取引先に対するクロスセルを行っていくという方針に関して、具体的な共同提案を実施することが報告された。エムスリーは約 6,000 件の病院と取引があり、エランは約 1,600 件の病院と取引があるが、これらのうち重ならない先に対して共同提案を行っていく。具体的には、エムスリーのドクター紹介とエランの入院セットを同時に導入してもらえる場合には、ドクター紹介の登録料を割引く提案を行っていく模様である。

グループ購買力を活かしたコスト削減効果

エムスリーとエランで共通する仕入れが存在しているが、企業規模の観点からエムスリーの仕入れ価格が有利な場合があるようである。例えば、IT 関係の端末機器や、採用時の適性検査の検査料などがあげられ、これらについて一部ですでにコスト削減効果が見られ始めたということである。

海外展開サポートは今後の進捗に期待

今回アップデートされたのは上記 3 つの内容であるが、これ以外にエムスリーとの協業を進める分野として「海外展開へのサポート」がある。2024 年 9 月公表の公開買付開示資料の中で、エムスリーが持つグローバルの医師プラットフォームのノウハウ提供を通じてエランの海外展開を支援し、海外展開の加速及び事業規模の拡大に貢献できると説明されている。今回 25/12 期 Q1 決算説明資料では、この点についての進捗アップデートはなかったが、海外展開で進捗があればバリュエーションを見直す要素の一つとなる可能性もあるため注目しておきたい。

今後のさらなる効果に期待

図表 7 にあるように、エムスリーとエランの事業範囲は重複がなく、もともと両者の協業の可能性は高い。3 か月前の 24/12 期 Q4 決算資料には今回のような具体的な協業の進捗はまだ記載されていなかったことから、非常に素早く協業の取り組みが進められていることがわかる。Q2 決算以降のさらなる報告に期待したい。

図表 7. エムスリーとの協業・シナジー



出所：会社資料

図表 8. 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	1,439,492	CTAS	アメリカ	-	-	-	○	○	○	-	-
Wolters Kluwer	946,560	WKL	オランダ	-	-	○	-	-	-	-	-
Elis SA	731,776	ELIS	フランス	-	-	-	○	○	-	-	-
Vestis Corp	420,873	VSTS	アメリカ	-	-	-	○	○	-	-	-
UniFirst Corp	364,115	UNF	アメリカ	-	-	-	○	○	-	-	-
エムスリー	284,900	2413	日本	-	○	○	-	-	-	○	-
			北米・欧 州・アジア	-	-	○	-	-	-	○	-
ワタキューセイモア	185,867	-	日本	○	-	-	○	○	○	-	-
トーカイ	149,542	9729	日本	○	-	-	○	○	○	-	-
エラングループ											
エラン	47,514	6099	日本	○	-	-	○	-	-	-	-
TMC Viet Nam	910	-	ベトナム	-	-	-	○	-	○	-	-
Green Laundry	567	-	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	33,800	-	日本	○	-	-	○	○	○	-	-
ヤマシタ	30,380	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-
柴橋商会	28,900	-	日本	○	-	-	○	○	-	○	-
アメニティ	27,700	-	日本	○	-	-	-	-	-	○	-
小山商会	25,600	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-
メドピア	14,948	6095	日本	-	-	○	-	-	-	○	-
ケアネット	11,183	2150	日本	-	-	○	-	-	-	○	-
ニック	8,362	-	日本	○	-	-	○	-	-	-	-
ベネック	7,500	-	日本	○	-	-	○	○	-	-	-

注：為替はドル円 150 円、ユーロ円 160 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

注：売上高は、非上場企業は 2023 年度、上場企業は直近の 2023 年度または 2024 年度の決算数値

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

3. 株価とバリュエーション

1) 一時は高いバリュエーションだったが現在は同業他社並みに落ち着いている

2021 年までは高いバリュエーションだったが

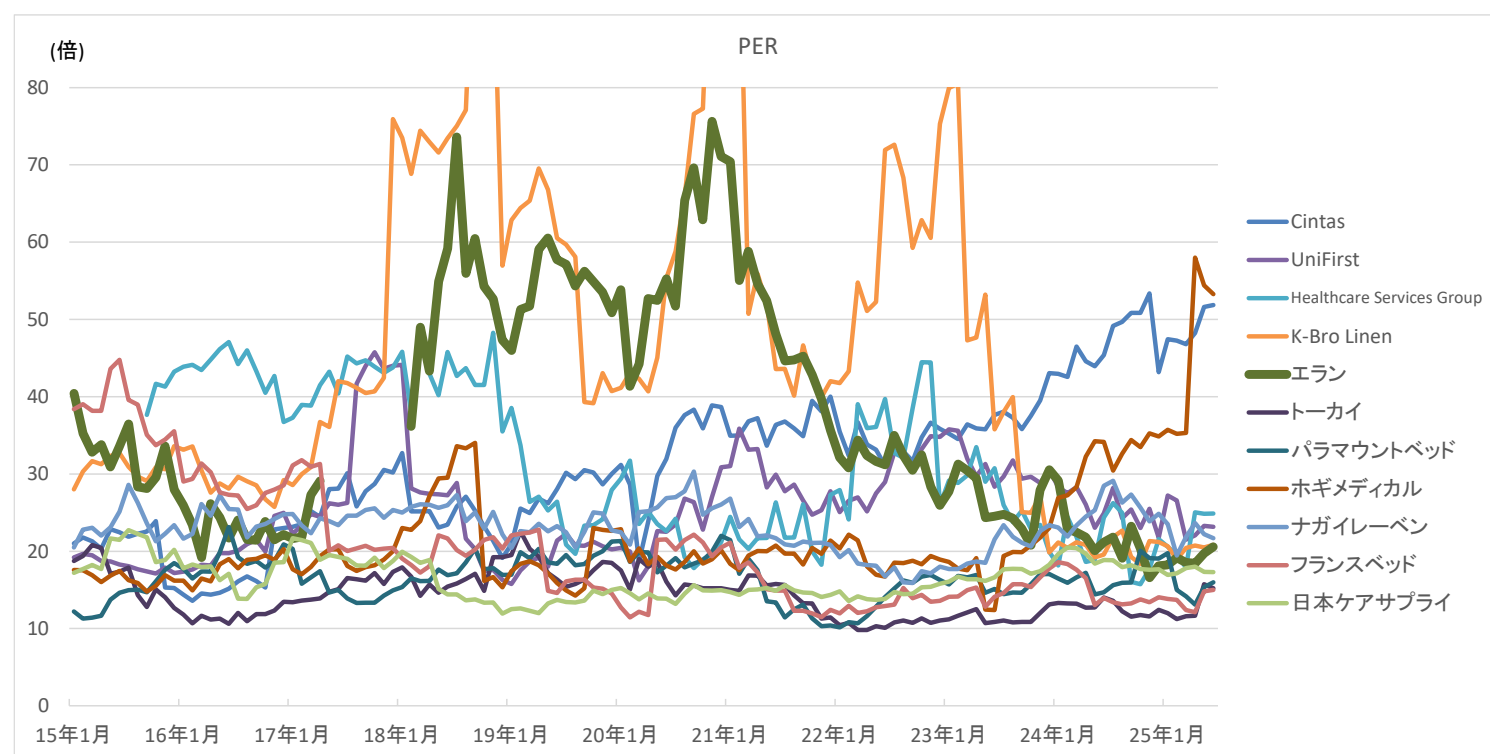
図表 9 はエラン及びグローバル同業他社の PER、図表 10 は PBR の推移である。エランのバリュエーションが 2018 年から 2021 年までグローバル他社と比べても非常に高い水準にあったことがわかる。ピーク時の PER は 70 倍以上、同じくピーク時の PBR は 16 倍以上であった。

直近の PER は平均的な数字

ところが、足元では高い ROE に支えられて PBR こそ 3.9 倍と国内他社を大きく引き離す高い数値であるものの、PER は 15.9 倍で日本の市場平均並みであり、同業他社と比べても特段高いわけではない水準に落ち着いている（直近 PER 値は図表 11 参照）。同社 PBR を足元で上回っている 3 社は全て海外企業である。

このような過去の大きなバリュエーション変化の要因と、現在では平均的な PER となっている要因、さらにはバリュエーション修正のきっかけとなりうる要素について、以下で考察してみたい。

図表 9. PER 比較

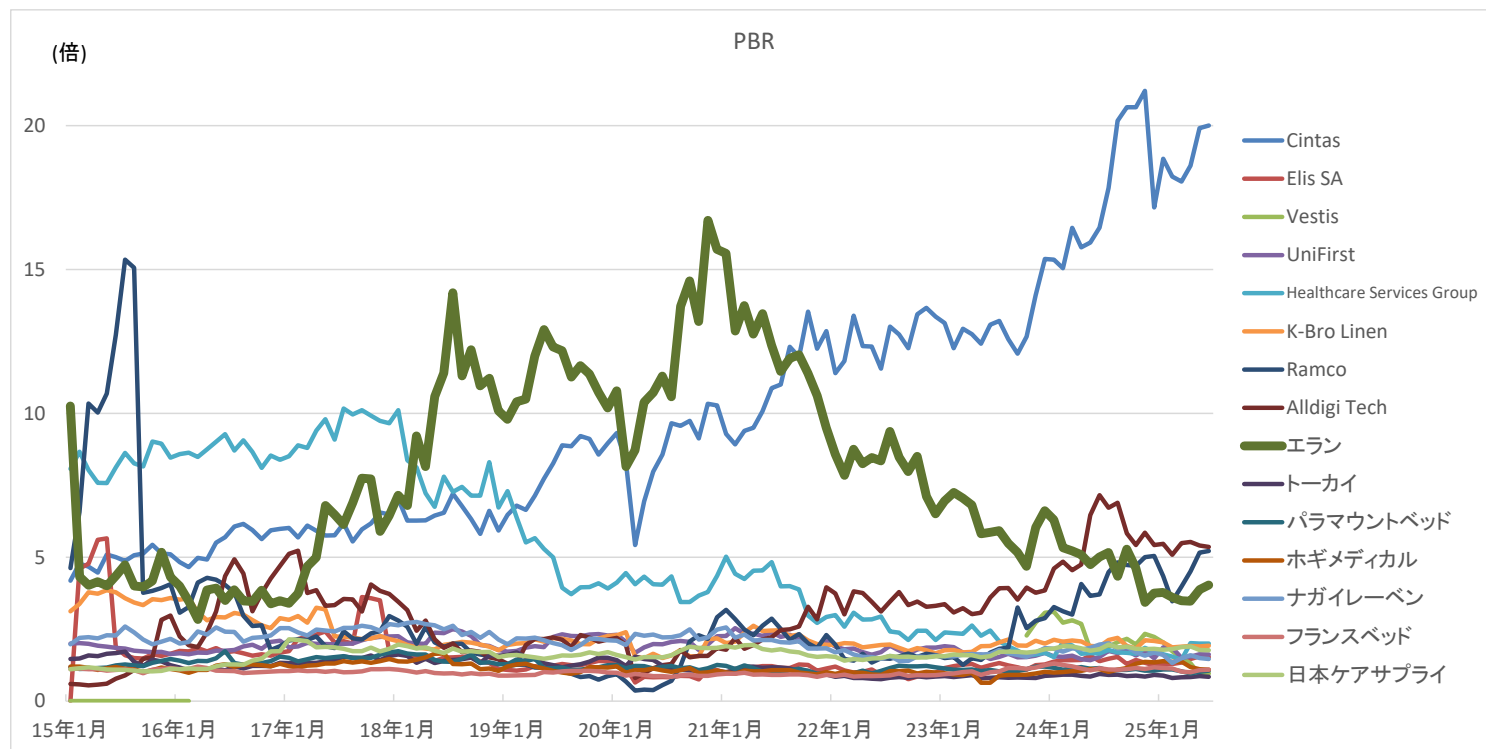


注：PER80 倍以上は省略

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

エラン | 6099 (東証プライム)

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

エラン | 6099 (東証プライム)

図表 11. グローバル比較対象企業の主要指標とバリュエーション

企業名	コード	国	直近決算期主要指標					実績ベース	予想ベース
			当期 純利益率	総資産 回転率	財務 レバレッジ	ROE	3年平均 ROE	PBR	PER
Cintas Corp	CTAS	アメリカ	16.3%	1.1	2.1	38.3%	37.0%	21.0	50.2
Alldigi Tech	532633	インド	15.2%	1.4	1.6	33.0%	27.4%	5.3	16.0
Ramco Systems	532370	インド	-5.8%	0.9	2.1	-10.9%	-35.1%	5.0	-
Elis SA	ELIS	フランス	7.4%	0.5	2.6	9.6%	8.0%	1.5	12.8
Vestis Corp	VSTS	アメリカ	0.7%	0.9	3.2	2.4%	7.2%	0.9	24.8
UniFirst Corp	UNF	アメリカ	6.0%	0.9	1.3	7.1%	5.9%	1.7	23.2
Healthcare Services Group	HCSG	アメリカ	2.3%	2.2	1.6	8.3%	8.3%	2.1	17.2
K-Bro Linen	KBL	カナダ	5.0%	0.9	2.3	10.3%	7.5%	2.0	18.2
エラン	6099	日本	5.0%	2.3	1.7	20.2%	23.6%	4.1	15.9
トーカイ	9729	日本	3.2%	1.3	1.3	5.5%	6.7%	0.9	13.2
パラマウントベッドホールディングス	7817	日本	8.4%	0.6	1.3	6.6%	7.3%	1.1	14.4
ホギメディカル	3593	日本	3.9%	0.4	1.3	1.9%	3.5%	1.1	26.7
ナガイレーベン	7447	日本	17.2%	0.3	1.1	6.6%	7.7%	1.4	20.7
フランスベッドホールディングス	7840	日本	4.9%	0.9	1.7	7.5%	7.6%	1.1	14.3
日本ケアサプライ	2393	日本	5.6%	1.2	1.5	10.5%	9.9%	1.8	16.4

注：PER は当期予想 EPS と 6/18 終値を元に算定

出所：SPEEDA よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 2018 年から 2022 年までの高バリュエーション時代

2017 年のエルタスク買収をきっかけに株価が上昇

2017 年 2 月 10 日に株式会社エルタスク（エラン同様に入院セットを提供する企業、東北地方に展開）の買収による子会社化を発表してから、株価が上昇を始めた。エランはそれ以前から高い成長性（前年の 16/12 期は売上高 27%増、営業利益 25%増益）を持つ企業であったが、2017 年初めまでは時価総額がまだ 100 億円程度と小さく、市場からの注目度が限定的だった可能性がある。エルタスク連結化のニュースがきっかけとなって成長率の上振れ期待が認識され始め、株価上昇のきっかけとなったのではないかと考えられる。17/12 期の決算は、エルタスクの連結効果もあり、36%増収、24%営業増益となって株価上昇をサポートした。その後 2019 年 6 月まで株

価の上昇が続く中で一時は 70 倍を超える PER となった。

2020 年にはコロナ禍での利用者数増加を背景に再び株価上昇

2020 年 8 月 13 日の通期業績予想上方修正を機に、再び株価の急激な上昇が始まり、2021 年 1 月 25 日には終値で 1,662 円と最高値を記録した。新型コロナの流行によって病院における面会制約が実施されて CS セットの利用者数が増加したことで、株式市場において増益への期待感が高まったことが要因と見られる。

高いバリュエーションの時代

上記の結果として、2018 年から 2022 年にかけては PBR が 10 倍前後、PER は 40~70 倍程度と高いバリュエーションが維持されていた。バリュエーションの上昇には魅力的なエクイティストーリーが必要だが、2017 年には株式市場が買収による事業拡大というストーリーを意識し、2020 年には新型コロナによる思いがけない需要増加の継続というストーリーを意識して株価を形成したものと考えられる。

3) 今後の魅力的なエクイティストーリーとなりうる要素は何か

現状はバリュエーションプレミアムが剥がれた状態と判断される

2017 年から 2022 年までの高バリュエーションを牽引した成長率上振れ期待やコロナ禍での需要増期待などの要因が落ち着いたことにより、現在の PER は 15.9 倍と国内比較対象企業や株式市場平均と同程度のバリュエーションにとどまっている。一方で PBR は 3.9 倍と比較的高い水準を維持している。これらのことから、現在の株価は高い ROE (24/12 期実績 20.2%) で支えられてはいるものの、ワクワクする事業展開期待や他社より高い成長期待などの魅力的なエクイティストーリーによって PER プレミアムが付与されるまでの状況には至っていない状況だと考えられる。

エムスリーとの提携評価、プラットフォーム企業としての評価の可能性

今後もう一度エランのバリュエーションが上昇するとしたら何が要因になりそうであろうか。別の言い方をすれば、今後の魅力的なエクイティストーリーの骨格となりそうな要素は何か、ということになる。

当社では、エムスリーとの提携の効果と、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、今後のエランのエクイティストーリーを魅力あるものとする可能性を持つ要素ではないかと考えている。

4) エムスリーとの提携効果への期待

エムスリーとの提携の効果

2024 年 9 月 19 日にエムスリーによる TOB が公表され、その後の公開買付期間中 (9 月 20 日~10 月 21 日) は買付価格 (1,040 円) に近い株価が維持されていたものの、買付期間終了後に株価は下落し、現在の株価は TOB 公表前と同水準の 800 円台である。株式市場は、エムスリーとの提携の効果についてまだ十分な確証を得るまでには至っておらず、効果が株価に織り込まれていないものと考えられる。

新たな成長ストーリーの可能性

エランという企業に対してこれまで株式市場は、病院、介護施設という分野における成長企業という考え方をしてきた可能性が高い。特に介護施設の需要はマーケットそのものが拡大していくため、成長企業との見方が十分に可能である。ただし、2018 年から 2022 年の高バリュエーション時代に成長企業としての評価がいったんなされた後、現在は評価がやや落ち着いた状態にある。成長企業との見方そのものは株式市場にとって必ずしも新しい話というわけではない。

しかし、エムスリーとの提携による新たな成長ストーリーが見えるようになれば、株式市場から新たな変化と認識されてバリュエーションを修正する要素となりうると考えられる。

具体的な進捗があればトリガーとなる

今回 Q1 決算資料で説明が記載されたように、今後具体的な成果が出るにつれてエムスリーとの提携効果についてさらに詳しい説明が行われるものと見られる。具体的な進捗が見られればバリュエーションに影響するトリガーとなる可能性がある。

5) プラットフォーム企業としての評価の可能性

エランという企業の特徴のとらえ方として、プラットフォーム企業との見方をすることも可能ではないかと我々ストラテジー・アドバイザーズでは考えている。

細分化された業界構造

エランの属する産業は、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。

エンドユーザー、病院・介護施設、取引先の悩みを解決するビジネスモデル

エランは同社の Credo（行動指針）の一つである WIN-WIN-WIN の考え方に基づいて、これまでに CS セット等の提供によって入院患者と家族の悩みを解決し、同時に人材不足に悩む病院や介護施設の課題解決に寄与しながら事業を進めてきた。

図表 12 が同社のビジネスモデルである。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。これらの業務をエラン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 WIN-WIN-WIN の関係となる。

ニーズに応じて次々と新商品を導入

このビジネスモデルの中で顧客のニーズを細かく汲み取ることにより、未払い入院費用保証付きサービスである CS セット R や備品破損などを補償するサービスの付加された CS セット LC、オリジナル患者衣「リフテ」などの新商品が次々と開発されてきた。

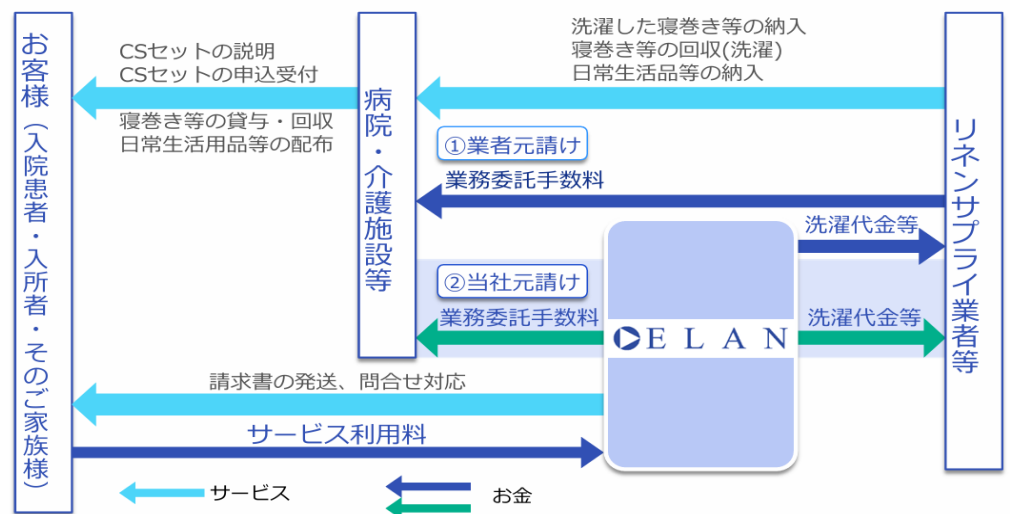
オリジナル患者衣「リフテ」は、患者に対して快適な衣類を提供するという役割を持っているが、場合によってはリネン会社にとってもメリットのある仕組みである。小規模なリネン会社では資金力の問題で自社が在庫として保有する患者衣をリニューアルすることを躊躇する場合もある。そのようなケースではエランが患者衣を用意するリフテを導入することにより、患者衣の導入資金をエランが負担しながら、リネン会社は同じ病院に対してリネンサービスを提供し続けることが可能になる。

バリュエーションにポジティブな影響を与える可能性

このようなエランのビジネスモデルの進化を理解すると、同社は単なる入院セットの提供会社にとどまらず、業界全体の課題を幅広く解決するプラットフォーム企業の役割を果たしつつあることがわかる。今後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る場合、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 12. 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 13. 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
売上高	15,466	18,585	21,518	26,056	31,635	36,264	41,425	47,513	59,000
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	
売上総利益	3,997	4,827	5,473	6,563	7,876	9,027	9,751	10,716	
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	
営業利益	912	1,278	1,492	2,068	2,798	3,391	3,665	3,577	4,720
国内	912	1,278	1,492	2,068	2,798	3,391	3,665	3,480	
海外	-	-	-	-	-	-	-	96	
売上高営業利益率	5.9%	6.9%	6.9%	7.9%	8.8%	9.4%	8.8%	7.5%	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	
経常利益	923	1,282	1,501	2,148	2,818	3,411	3,681	3,544	4,740
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	
親会社株主に帰属する 当期純利益	657	865	989	1,446	1,905	2,082	2,518	2,354	3,090
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

図表 14. 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
流動資産	5,926	7,150	8,327	10,180	12,129	14,075	15,506	16,872
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
有形固定資産	293	302	311	316	341	561	539	575
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
無形固定資産	227	238	195	162	105	92	108	915
投資その他の資産	79	133	401	1,029	1,371	1,342	2,837	3,241
固定資産合計	600	674	909	1,508	1,817	1,996	3,486	4,733
資産合計	6,526	7,824	9,236	11,689	13,947	16,072	18,993	21,605
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
その流動負債	104	58	49	68	87	93	104	302
流動負債	3,029	3,561	4,211	5,501	6,417	7,011	8,088	9,104
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
固定負債	0	0	4	3	47	70	90	185
負債合計	3,029	3,561	4,215	5,504	6,464	7,082	8,178	9,104
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
株主資本	3,497	4,258	5,035	6,209	7,494	9,034	10,886	12,456
評価換算差額	0	-13	-14	-25	-10	-45	-72	45
新株予約権	-	18	-	-	-	-	-	-
純資産合計	3,497	4,262	5,021	6,184	7,483	8,989	10,814	12,501
負債純資産合計	6,526	7,824	9,236	11,689	13,947	16,072	18,993	21,605

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 15. 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
営業活動によるキャッシュ・フロー	317	1,191	779	1,947	2,106	1,581	1,780	4,500
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
投資活動によるキャッシュ・フロー	-237	-176	-151	-648	-357	-624	-1,661	-2,233
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
財務活動によるキャッシュ・フロー	-81	-103	-212	-273	-614	-552	-667	-849
Free Cash Flow	80	1,015	627	1,300	1,748	956	120	2,266

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