

Q2 累計決算はやや計画未達だったが通期予想は変更なし。エムスリーとの協業は進捗の様相。

25/12 期 Q2 累計決算は、前年同期比では増収増益を達成したが、期初会社予想に対しては売上高、利益ともに未達であった。売上高は期初予想 27,100 百万円に対して 26,840 百万円で 1.0%未達、営業利益は同 2,160 百万円に対して 2,075 百万円と 3.9%未達であった。リテ導入費用が計画より増えたことが利益未達の主要因である。一方、入院患者数の回復や契約施設の解約率の低下などがポジティブ要因となるため、通期会社予想は変更されなかった。通期配当予想も 15 円に変更はない。決算発表翌日(8月7日)の株価は 5.2%下落したが、8月18日には決算発表日の株価 845 円を超える 851 円に回復、Q2 の未達影響はいったん織り込んだと考えられる。

エラン(以下、同社)のバリュエーションの水準訂正につながる可能性がある直近の動きを 2 つ紹介したい。ひとつは、昨年からの試験導入していた介護施設向け新サービス「スマイルウェア」の全国展開が Q2 から開始されたことである。このサービスでは複数種類の洋服がハンガーにかけてあり、お買い物感覚で楽しみながら衣類を選ぶことができる。介護施設入所者がおしゃれを通じて気持ちを高め、生活の質を向上させる効果が期待されている。介護施設との対話から生まれたサービスであり、衣類選びはアパレルのプロが行っている。同社のプラットフォーム的な動きによって様々な取引先と WIN-WIN-WIN の関係でビジネスを生み出している具体的な事例と考えられる。

もうひとつは、エムスリーとの協業・シナジーに関して、CS セットの差別化プロダクトが本格導入に向けて順調に準備が進捗していることである。本格化すれば、CS セットの導入増加や単価アップの効果が見込まれる。いずれ詳細の公表・説明が行われると考えられる。

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 4.0 倍と高いが、PER は 16.4 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。ストラテジー・アドバイザーズでは、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、今後の同社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と考えており、関連する具体的な動きが出ていることを評価したい。

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 Q2累計	22,844	15.5	1,930	7.2	1,948	7.5	1,325	5.8	21.9	-
25/12 Q2累計	26,840	17.5	2,075	7.5	2,048	5.1	1,367	3.2	22.6	-
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

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(25/9/16)	834
52週高値(24/9/20)	1,002
52週安値(25/4/7)	621
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)	50.4
EV(十億円)	43.7
自己資本比率(24/12、%)	57.9
ROE(24/12、%)	20.2
PER(25/12 会予、倍)	16.4
PBR(24/12 実績、倍)	4.0
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

目次

1.	決算と主要 KPI の動向	3
1)	25/12 期 Q2 は期初予想にやや未達	3
2)	粗利がやや低下したものの営業利益率は依然として安定している	5
3)	戦略商品の動向	6
2.	エムスリーとの協業・シナジーの進捗状況	8
3.	株価とバリュエーション	10
1)	最近の株価の動き	10
2)	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
3)	2018 年から 2022 年までの高バリュエーション時代	13
4)	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
5)	エムスリーとの提携効果への期待	13
6)	プラットフォーム企業としての評価の可能性	14

1. 決算と主要 KPI の動向

1) 25/12 期 Q2 は期初予想にやや未達

決算翌日は株価が下落

エラン（以下、同社）の 25/12 期第 2 四半期累計期間（以下、Q2 累計）決算は、前年同期比では増収増益を達成したものの、期初会社予想に対しては売上高、利益ともに未達であった。売上高は期初予想 27,100 百万円に対して 26,840 百万円で 1.0%未達、営業利益は期初予想 2,160 百万円に対して 2,075 百万円と 3.9%未達、経常利益は期初予想 2,170 百万円に対して 2,048 百万円で 5.6%未達、親会社株主に帰属する中間純利益は期初予想 1,390 百万円に対して 1,367 百万円で 1.7%の未達であった。利益未達の主要因はオリジナル患者衣「リフテ」の導入が計画以上に進み、導入費用が膨らんだことである。「リフテ」は導入時に調達コストが一括計上され、その後レンタル料によって回収していく。このため、新規導入が多いときには短期利益を引き下げる要因となるが、長期的には販売単価の上昇につながる。

一方、通期会社予想は売上高 59,000 百万円、営業利益 4,720 百万円に変更されなかった。入院患者数の回復や契約施設解約率の低下傾向などがポジティブ要因となるため、通期の予想を据え置いているものと推測される。通期の配当予想についても 15 円で変更はない。

Q2 累計の利益の未達に対して決算発表翌日（8 月 7 日）の株価は 5.2%下落したものの、8 月 18 日には決算発表日の株価 845 円をやや超える 851 円に回復し、未達の影響はいったん織り込んだと考えられる。

利益の計画未達は主にリフテ導入費用の増加が要因

Q2 累計の売上高が小幅未達であったのは、新規契約が計画をやや下回ったことが主要因である。ただし、これは競合が厳しいなどの外部要因ではなく、社内計画をやや高めに置いていたことが理由のようである。

利益の未達については、リフテの導入件数が想定より多くなったことでリフテ費用が増加したことが主要因である。リフテ導入の新規導入施設数が前期 Q2 累計の 65 施設から今期 Q2 累計は 113 施設と想定以上に大きく増加したため、Q2 累計のリフテ費用が計画の 4 億円を上回る 6 億円に増加し、営業利益の計画未達につながった。

Q2 累計の売上高が前年同期比 17.5%増であったのに対し、営業利益の増益率は同 7.5%にとどまったのも、主としてリフテ費用増加の影響である。

リフテは導入時に原価を一括で費用計上する一方、3~4 年の使用期間にわたって売上が計上される。累計導入施設数がまだ 365 施設で全体の 13.6%であるため、現時点では初期導入費用の負担が短期利益の圧迫要因となっている。一方、リフテを導入した場合は顧客単価が上昇するため、長期的な業績にはプラスの影響が期待される。ストラテジー・アドバイザーズでは、累積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、売上寄与の増加により導入時の費用計上による短期の見かけマイナス影響がかなり小さくなると推測している。

海外事業は計画通りの進捗

ベトナム事業子会社のうち、GREEN 社の PL 連結が 24/12 期第 4 四半期に始まり、25/12 期第 1 四半期には TMC 社の PL 連結も始まった。これにより、25/12 期 Q2 累計には海外事業として売上高 896 百万円、営業利益 105 百万円が計上されている。これは、海外事業の Q2 累計は通期予想売上高 2,400 百万円に対して 37%の進捗と低く見えるが、TMC 社が Q1 途中からの連結でフル寄与していないためであり、計画通りの進捗とこのことである。

なお、のれん償却費（10 年償却）として約 80 百万円を費用計上しており、のれん償却費前のベトナム事業の営業利益率は 20.6%となる。

図表 1. エランの 25/12 期 Q2 累計決算要約

(百万円)	24/12 Q2累計	25/12 Q2累計 (A)	前年同期比	進捗率 (A)/(B)	25/12会社予想 (B)	前期比
売上高	22,844	26,840	17.5%	45.5%	59,000	24.2%
営業利益	1,930	2,075	7.5%	44.0%	4,720	31.9%
経常利益	1,948	2,048	5.1%	43.2%	4,740	33.7%
当期純利益	1,325	1,367	3.2%	44.2%	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

導入施設数が全国的に増加

25/12 期 Q2 末時点の契約施設数は 2,691 施設となり、24/12 期末比で 121 施設の純増となった（図表 2）。新規契約数は 172 施設、解約数は 51 施設である。年間解約数は、23/12 期 80 施設、24/12 期 100 施設と増加したため、24/12 期後半から既存施設への訪問を行ってコミュニケーション改善を図った。25/12 期は、Q1 の解約が 38 施設（前年同期 31 施設）と多かったものの、Q2 の解約は 13 施設（前年同期 16 施設）と減少した。3 か月の数字で判断するのは難しい面はあるが、同社ではコミュニケーション改善の手ごたえを感じていると、Q2 の解約数の減少はその効果が出てきた結果である可能性がある。

契約施設数の内訳を見ると、全国的に新規契約は順調に進んでいる。北海道エリア（+6）、東北エリア（+8）、関越エリア（+18）、中部エリア（+10）、関西北陸エリア（+24）、中四国エリア（+17）、九州沖縄エリア（+19）と、全てのエリアで施設数が増加している。

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	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
全国	2,081	2,171	2,237	2,320	2,360	2,439	2,503	2,570	2,589	2,691
北海道	138	143	145	149	152	163	170	173	172	178
東北	270	279	284	298	301	315	319	331	332	340
関越	332	345	371	392	404	422	433	454	458	476
中部	406	419	418	426	432	437	444	445	450	460
関西北陸	375	403	421	438	447	464	481	503	502	526
中四国	407	417	421	429	435	442	450	451	455	472
九州沖縄	153	165	177	188	189	196	206	213	220	239

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 粗利がやや低下したものの営業利益率は依然として安定している

Q2の粗利率が低下したが戦略的なものであり、Q3以降は改善が期待される

以下の利益分析では、前回までのレポートと同様に、リフテ導入の一過性費用を足し戻した国内事業の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。

Q2累計の売上総利益率（リフテ費用調整後）は23.3%、Q2単独では22.5%であり、季節要因を考慮してもやや低下しているようである（図表3）。これは24/12期の第3四半期以降に、リフテ普及のために既存契約先にもリフテを導入するという戦略を採用したものの、既存契約からの単価アップが十分に取れないケースがあったからである。リフテの普及を優先的に狙った戦略ではあったものの、本来リフテで期待される単価と粗利の改善効果が限定的となったようである。25/12期の下期からはこれを見直し、原則としてリフテは新規契約先に導入するなど、粗利の改善効果が十分に確保できる戦略をとる模様である。Q3以降の粗利の状況を注視していきたい。

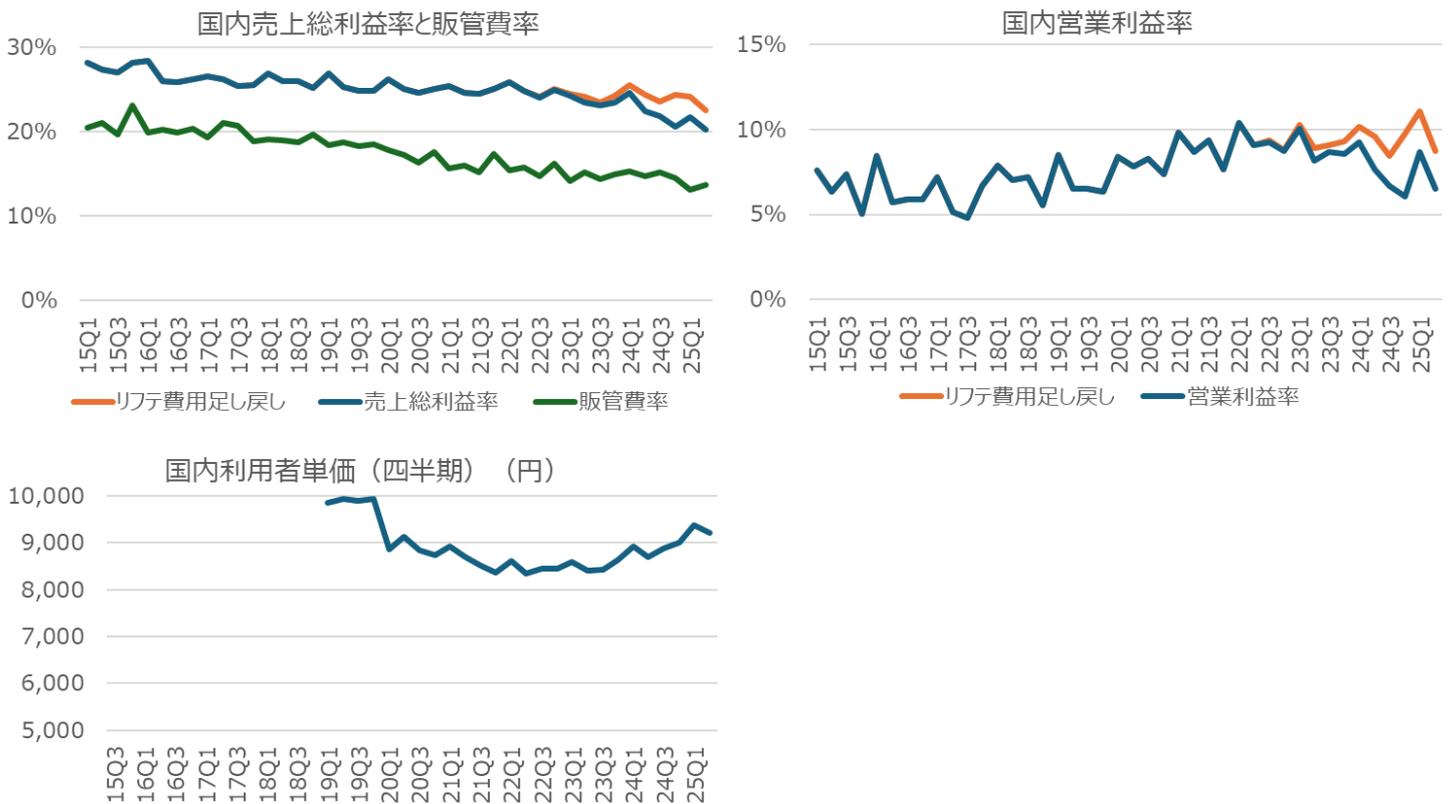
Q2累計営業利益率は安定している

Q2累計の粗利率は上記のようにやや低下したものの、業務システム化の効果により、顧客数が増えるにつれて販管費率が低下する傾向が継続している。このため、Q2累計の営業利益率（リフテ費用調整後）は9.9%と前年同期と同じ高い水準で安定している。

利用者単価は上昇傾向が継続

図表3を見ると、25/12期Q2の利用者単価が下落しているように見えるが、単価は毎年Q1に高くQ2にいったん下落する。この季節性を考慮すると、単価は上昇傾向が継続していると判断してよいだろう。

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

3) 戦略商品の動向

リフテ導入施設数は順調に増加

リフテの導入施設数は Q2 末で 365 施設にまで増加し、導入施設比率は 13.6%となった。順調に増加していると考えられる（図表 4）。

介護施設向けの新たなサービス「スマイルウエア」の全国展開を開始

昨年からの試験導入を進めていた介護施設向けの新サービスである「スマイルウエア」の全国展開が Q2 から開始され、2025 年 6 月末時点において全国 24 施設で導入されている。このサービスでは、アパレルのプロが厳選した複数種類の洋服がハンガーにかけてあり、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ことができる。介護施設の入所者がおしゃれを通じて気持ちを高めることができるため、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。

決算説明会における峯崎社長の説明によれば、同社の社員が介護施設の職員と対話をする中で、「施設入所者は暗い色味の衣類を着ていることが多いが、本当はもっと華やかなものを着たいのではないか」という声を聞いたことから生まれたサービスとのことである。

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)	23/12				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
CSセットR契約施設比率	8%	9%	9%	10%	10%	11%	11%	11%	12%	13%
CSセットLC契約施設比率	6%	8%	8%	8%	8%	8%	9%	9%	9%	10%
リフテ導入施設比率	1%	1%	2%	2%	3%	5%	6%	10%	11%	14%

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)	23/12				24/12				25/12	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002	12,667	13,433	13,407
(前年同期比)	12%	13%	16%	16%	17%	14%	13%	15%	17%	18%
売上総利益	2,390	2,322	2,458	2,581	2,821	2,551	2,619	2,726	2,994	2,772
(売上総利益率)	24%	23%	23%	23%	25%	22%	22%	22%	22%	21%
営業利益	992	809	925	939	1,059	872	800	847	1,187	888
(営業利益率)	10%	8%	9%	9%	9%	8%	7%	7%	9%	7%
リフテ導入施設数(累積)	12	27	35	52	74	117	160	252	293	365
リフテ導入施設数	4	15	8	17	22	43	43	92	41	72
リフテ導入費用(推計)	20	75	40	85	110	215	215	460	310	290
リフテ費用戻し売上総利益	2,410	2,397	2,498	2,666	2,931	2,766	2,834	3,186	3,150	2,898
(リフテ費用戻し売上総利益率)	24%	24%	23%	24%	26%	24%	24%	25%	24%	22%
リフテ費用戻し営業利益	1,012	884	965	1,024	1,169	1,087	1,015	1,307	1,444	1,126
(リフテ費用戻し営業利益率)	10%	9%	9%	9%	10%	10%	8%	10%	11%	9%

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	Q2
売上高	9,857	9,924	10,645	11,000	11,487	11,358	12,002	12,667	13,433	13,407
(前年同期比)	12.1%	12.6%	16.2%	15.8%	16.5%	14.4%	12.7%	15.2%	17.0%	18.0%
売上原価	7,467	7,603	8,187	8,417	8,666	8,806	9,385	9,940	10,440	10,633
売上総利益	2,390	2,322	2,458	2,581	2,821	2,551	2,619	2,726	2,994	2,772
(売上総利益率)	24.2%	23.4%	23.1%	23.5%	24.6%	22.5%	21.8%	21.5%	22.3%	20.7%
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	1,885
営業利益	992	809	925	939	1,059	872	800	847	1,187	888
(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%	6.6%
営業外損益	5	7	4	1	7	11	-52	1	-8	-19
経常利益	997	816	929	940	1,066	883	749	847	1,180	868
(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%	6.5%
特別損益	0	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	868
法人税等合計	302	258	293	310	339	284	243	324	374	288
(法人税率)	30.3%	31.6%	31.5%	33.0%	31.8%	32.2%	32.4%	38.3%	31.7%	33.2%
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	567
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%	4.2%

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

4つの分野での協業を計画

エムスリー（2413 東証プライム）との協業・シナジーは以下の4つの分野で計画されている。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（図表7）。図表8にあるように、エムスリーと同社の事業範囲はもともと重複がないため、両社の協業によるアップサイドの可能性は高いと考えられる。

現時点までの取り組みと成果

決算説明会での説明によると、25/12期に入ってからエムスリーと同社の取引先医療機関への共同提案を本格的に開始しており、CSセット導入までの時間のスピードアップが達成されているとのことである。また、グループ購買力を活かしたコスト削減についても実施されているとのことである。

中長期的取り組みとしてCSセットの差別化プロダクトを開発

上記4つの分野のうち、Q2決算資料では1分野で進捗のアップデートが記載されている。CSセットの差別化プロダクトが開発され、本格導入に向けて順調に準備が進捗しているとのことである。Q1時点では実証トライアル予定と説明されていたプロダクトであるが、その後実際に実証トライアルが始まったようである。本格化すれば、CSセットの導入増加や単価アップの効果が見込まれる。現時点ではこのプロダクトについて詳細は公表されていないものの、いずれかの時点で公表・説明が行われると考えられる。

図表 7. エムスリーとの協業・シナジー

<p>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</p>	<ul style="list-style-type: none"> CSセット：CSセットの差別化プロダクトを開発。導入に向けて順調。 退院・在宅セットの開発サポートを受ける他、エムスリーの早期退院に繋がる支援等を通じ、患者のQOL向上に加え医療機関の経営改善にも貢献 当社の患者接点をエムスリーが活用することで、エムスリーがサービスを提供するto Cプラットフォームが拡大
<p>2 両社取引先に対するクロスセル</p>	<ul style="list-style-type: none"> 医療機関に対する共同提案を実施、早期の成果を確認
<p>3 エムスリーのリソースを活用した競争力強化</p>	<ul style="list-style-type: none"> グループ購買力を生かしたコスト削減効果が発現開始
<p>4 海外展開のサポート</p>	<ul style="list-style-type: none"> 当社の海外展開拡大に向けた情報提供、営業協力を想定。未展開市場への参入支援も受けることが可能

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	1,560,138	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。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) 最近の株価の動き

Q2 利益未達の影響はいったん織り込んだ

決算発表翌日（8月7日）の株価はQ2累計の利益の計画未達に反応して5.2%下落したものの、その後徐々に株価は回復して、8月18日には決算発表日の株価845円をやや超える851円に戻った。短期的には、Q2累計の利益未達の影響はこの過程でいったん織り込んだと考えられる。

今年の株価は市場平均並みのパフォーマンス

2024年末の株価終値738円と比較すると、直近の株価834円は13%上昇している。しかし、この間にTOPIXが2,784.92から3,168.36へ13.8%上昇しているため、昨年末からの同社の株価はほぼ市場平均並みの動きであったと言える。

過去に比べ低いバリュエーションだが、修正のきっかけとなりうる要素も見られるようになってきた

一方、長期の推移を見ると、同社の株価とバリュエーションは大きく変化している。過去の一時期に比べて同社株の足下のバリュエーションはかなり低くなっているが、最近の同社経営の動きを見るとバリュエーションが修正されるきっかけとなりうる要素も出てきている。これについては前回Q1決算時のレポートで詳細に考察しているため、以下にその内容について再掲する（新プロダクトやバリュエーションの状況については最新状況を追加・更新している）。

2) 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

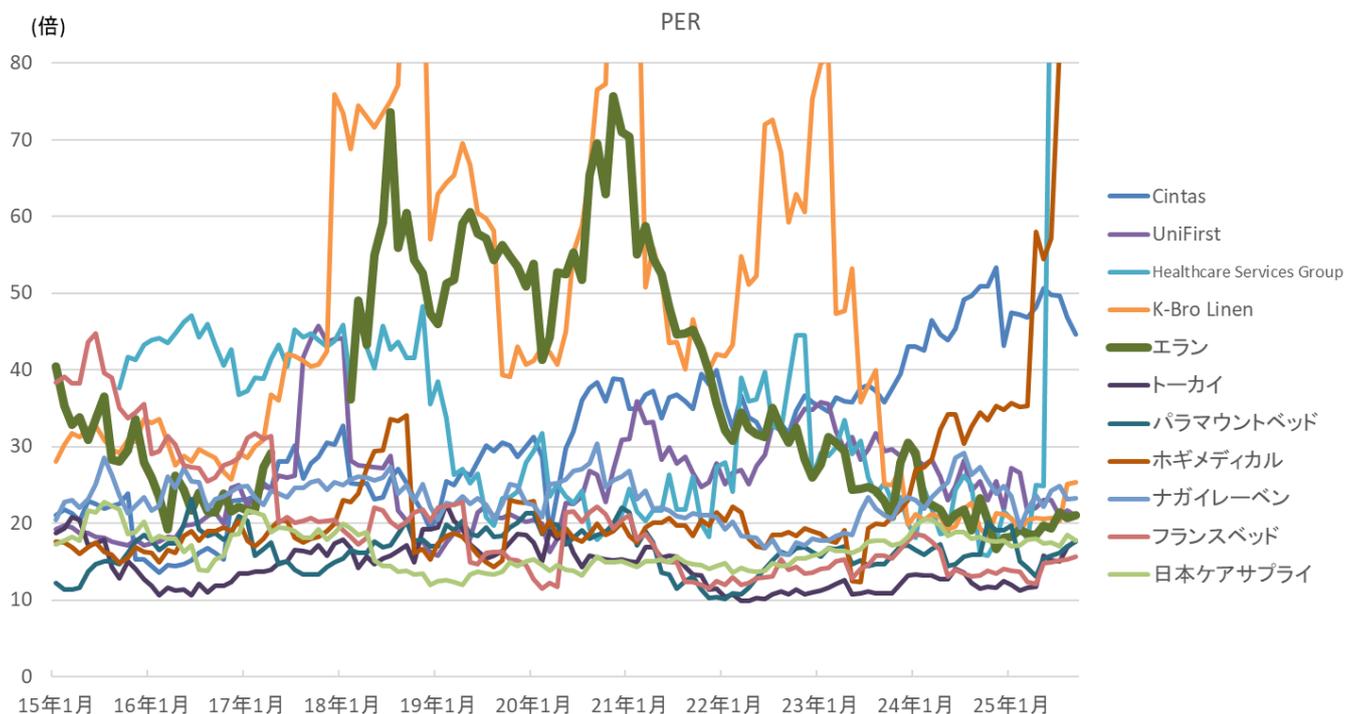
図表9は同社及びグローバル同業他社のPER、図表10はPBRの推移である。同社のバリュエーションが2018年から2021年までグローバル他社と比べても非常に高い水準にあったことがわかる。ピーク時のPERは70倍以上、同じくピーク時のPBRは16倍以上であった。

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4.0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16.4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（直近バリュエーション数値は図表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（Cintas Corp、Alldigi Tech、Ramco Systems）。

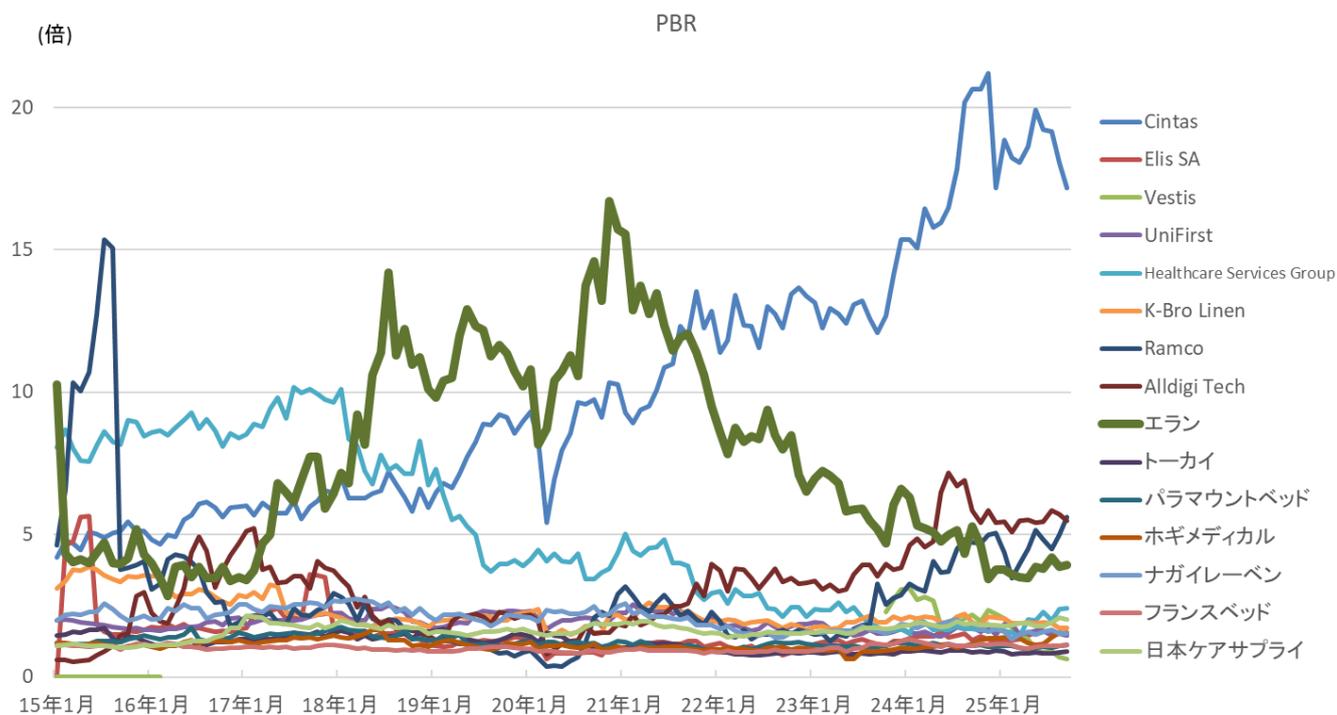
このような過去の大きなバリュエーション変化の要因と、現在では平均的なPERとなっている要因、さらにはバリュエーション修正のきっかけとなりうる要素について、以下で考察する。

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

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. 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	17.5%	1.1	2.1	40.1%	38.6%	17.2	41.2
Alldigi Tech	532633	インド	15.2%	1.4	1.6	33.0%	27.4%	5.5	18.7
Ramco Systems	532370	インド	-5.8%	0.9	2.1	-10.9%	-35.1%	5.6	-
Elis SA	ELIS	フランス	7.4%	0.5	2.6	9.6%	8.0%	1.6	12.9
Vestis Corp	VSTS	アメリカ	0.7%	0.9	3.2	2.4%	7.2%	0.6	18.4
UniFirst Corp	UNF	アメリカ	6.0%	0.9	1.3	7.1%	5.9%	1.5	21.2
Healthcare Services Group	HCSG	アメリカ	2.3%	2.2	1.6	8.3%	8.3%	2.3	18.4
K-Bro Linen	KBL	カナダ	5.0%	0.9	2.3	10.3%	7.5%	2.0	17.7
エラン	6099	日本	5.0%	2.3	1.7	20.2%	23.6%	4.0	16.4
トーカイ	9729	日本	3.2%	1.3	1.3	5.5%	6.7%	0.9	14.0
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	15.2
ホギメディカル	3593	日本	3.9%	0.4	1.3	1.9%	3.5%	1.5	36.8
ナガイレーベン	7447	日本	17.2%	0.3	1.1	6.6%	7.7%	1.5	22.0
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	14.7
日本ケアサプライ	2393	日本	5.6%	1.2	1.5	10.5%	9.9%	1.9	17.9

注：9/16(海外企業は9/15)終値を元に算定。海外企業のPERはFactSetのコンセンサス予想による数値。

出所：SPEEDAよりストラテジー・アドバイザーズ作成

3) 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（同社と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、同社の株価は上昇を始めた。同社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と言える。その後、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、株価上昇につながったと考えられる。17/12期の決算は、エルタスクの連結効果もあり、36%増収、24%営業増益となり、業績面でも株価上昇をサポートした。バリュエーション面でも、2019年6月まで株価の上昇が続く過程で一時は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。新型コロナウイルス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。

4) 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、利益成長へのワクワクする期待感が剥がれて現在のPERは16.4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4.0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

今後もう一度同社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であろうか。

ストラテジー・アドバイザーズでは、エムスリーとの提携の効果の更なる発現と、プラットフォーム企業として再評価される可能性の2つが、今後の同社のエクイティストーリーを魅力あるものとする要素になると考えている。

5) 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、その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

同社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と考えられる。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

での高い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が、現状はバリュエーションが修正されるトリガーや新たなストーリーが見えにくくなっている。

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りうる

今回の Q2 決算説明会では、エムスリーとの提携効果について、共同提案による導入スピードの改善や CS セットの差別化プロダクトについて説明があった。今後も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の情報開示と、詳細の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、バリュエーション上昇のトリガーとなる可能性がある。

6) プラットフォーム企業としての評価の可能性

ストラテジー・アドバイザーズでは、同社をプラットフォーム企業と捉えることが可能だと考えている。

細分化された業界構造

同社の属する産業は、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、業界全体として顧客やサプライヤーと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

同社は、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。これらの業務を同社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。

取引先と協力しながら顧客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、備品破損などを補償するサービスが付加された 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、リネン会社にとってもメリットのある仕組みと言える。小規模なリネン会社では、資金力がネックとなり、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ことがある。「リフテ」では患者衣の導入資金を同社が負担することになるため、資金力が小さいリネン会社は「リフテ」を導入することで、導入時の大きな資金を負担することなく、既存契約先の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。

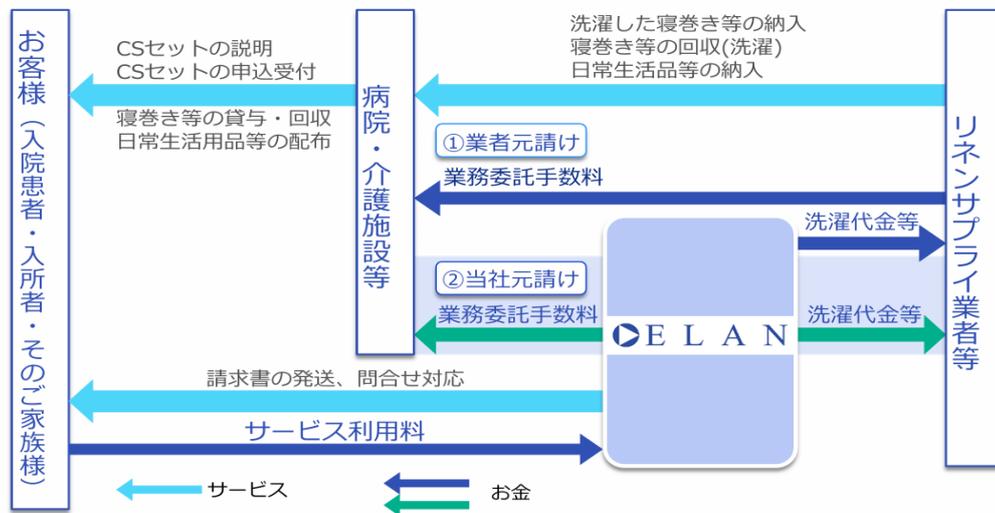
今回 Q2 決算の説明資料で紹介された新サービス「スマイルウエア」は、取引先である介護施設との対話の中から生まれたサービスであり、衣類選びについてはアパレルのプロが行っていると説明されている。同社のプラットフォーム的な動きによって、様々な取引先と WIN-WIN-WIN の関係でビジネスを生み出すことができている好例ではないかと考えられる。

バリュエーションにポジティブな影響を与える可能性

このような同社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

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