NEWS RELEASE

2024年6月14日

株式会社エラン

スポンサードリサーチレポート発行のお知らせ

株式会社ストラテジーアドバイザーズ（https://www.strategy-advisors.co.jp/）による当社のスポンサードリサーチレポートが発行されましたので、お知らせいたします。

本レポートは、投資家の皆様に情報を提供することを目的として、同社に作成を依頼したものです。中核事業であるCSセットのビジネスモデル・市場動向・競争優位性や、当社の創業時のエピソード・国内外の同業他社との比較など、新しい視点の内容などが分かりやすくまとめられています。

次ページからはレポートの本文です。

以上

【本件に関するお問合せ】
株式会社エラン（証券コード：6099）
IR室担当：　原、窪田
TEL：0263-41-0760　　MAIL：mailto:ir-info@kkelan.com　　URL： https://www.kkelan.com/

エラン ｜ 6099（東証プライム）

Company Report

2024 年 6 月 12 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
西　勇太郎

Strategy Advisors

スピード判断力を武器に 17 期連続増収増益中の高収益病院関連サービス企業

株式会社エランは、病院や介護保険施設等に入院（入所）する際に必要な衣類・タオル・日用品・おむつをレンタルする入院セット事業のパイオニアで、2 位の企業をダブルスコアで引き離す市場開拓率 15.0%の業界トップ企業である。2023 年 12 月期業績は、売上高 414 億円（前年度比 14.2%増）、営業利益 37 億円（同 8.1%増）、当期純利益 25 億円（同 20.9%増）、ROE25.4%で、17 期連続増収増益中である。

創業者の櫻井英治代表取締役会長はオートバイレーサーになるために時間の自由が利く寝具訪問販売に携わったことを皮切りに、独立してエラン設立、寝具リフォーム事業へのシフト、入院セット事業へのシフトと、約 10 年の間により大きな事業機会を捉えて積極的に業態転換を行ってきた。寝具・リネン業界で異彩を放つこの事業展開スピードの背景には、「判断においてスピードが重要」という、レーシング経験で得た櫻井氏の確信がある。

エランが生み出した入院セット事業は、個人が使用するリネン等のレンタル契約を入院患者と締結して家族や看護師の負担を減らし、布団等のリースで既に病院と取引関係にあるリネンサプライ業者に個人用リネン供給の委託を通じて事業拡大機会を与えるという、関係者全てに利益をもたらす優れたビジネスモデルの事業である。後発業者が仕掛けてくる価格競争を保険・保証がセットになった新商品投入でかわしてこの優れたビジネスモデルを守りつつ、成長著しいインドやベトナムで、病院関連リネン企業、病院向けＥコマースプラットフォーム事業等新分野に挑戦し続けるのがエランのエクイティストーリーである。

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。

株式会社トーカイ（東証 9729）（直近期 PER13.3）含め病院関連リネンに携わる同業で国際展開する国内企業は皆無に等しい。海外企業では Cintas Corp (NASDAQ CTAS)（同 35.8）、UniFirst Corp (NYSE UNF)（同 31.8）等がエラン同様国際的に事業を展開している。

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(6/12)	857
年初来高値(1/3)	1,105
年初来安値(5/28)	827
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)	52.7
EV(十億円)	61.9
自己資本比率(実績、%)	56.9
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-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)
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

目次

1. 企業概要 4
　1）世の中のより大きな困りごとの解決を追究した結果 CS セットに到達し、17 期連続増収増益達成 4
　2）商流に関わる三者全てにメリットをもたらす CS セットのビジネスモデル 4
　3）経済成長著しいインドや東南アジアでも積極的に事業展開 6
　4）内部関係者が 52%超を保有する株主構成 7
2. 沿革 9
3. 櫻井英治 CEO の「私の履歴書」 10
4. 経営理念 11
5. エクイティストーリー 12
6. 同業他社比較及び市場動向 13
　1）グローバル展開するエランの事業ポートフォリオを国内外の同業他社と比較 13
　2）事業展開国の比較 15
　3）主要財務指標及び PER の比較 16
　4）国内入院セット市場 17
　5）世界の病院向けリネンリース市場 18
　6）インドの病院向けリネンリース市場 18
　7）インドの人材関連 IT サービス市場 19
7. 競争戦略の分析 20
8. ROE 分析と資本コストや株価を意識した経営 22
9. 当面の業績動向 24
　1）2024/12 期第 1 四半期業績 24
　2）2024/12 期通期業績予想 25
10. バリュエーション 26
　1）過去実績との比較における割安感 26
　2）国内企業との比較における割安感 26
　3）海外企業との比較における割安感 27
11. サステナビリティ 29
12. リスクファクター 31

エグゼクティブサマリー

入院セットサービスのパイオニアで 17 期連続増収増益

株式会社エランは、病院や介護保険施設等に入院（入所）する際に必要な衣類・タオル・日用品・おむつをレンタルする、入院セットサービスのパイオニア。同社でのサービス名称は CS セット（※ケア・サポートセットが語源で、読み方は「シーエスセット」）である。同サービスの利用者数は 42.8 万人、契約施設数は 2,320 施設で市場開拓率は 15.0%と、業界トップ（2023 年 12 月期）。同社の 2023 年 12 月期業績は、売上高 414 億円（前年度比 14.2%増）、営業利益 37 億円（同 8.1%増）、当期純利益 25 億円（同 20.9%増）、営業利益率 8.8%、ROE25.4%、直近期 PER26.8 で、17 期連続で増収増益を達成している。

レーシング経験で培ったスピード判断で、より大きな事業機会を捉えていく経営

創業者の櫻井英治代表取締役会長はオートバイレーサーになるために時間の自由が利く寝具訪問販売に携わったことを皮切りに、独立してエラン設立（1995 年）、寝具リフォーム事業へのシフト（1998 年）、入院セット事業へのシフト（2003 年）と、約 10 年の間により大きな事業機会を捉えて積極的に業態転換を行ってきた。何十年も同一事業を継続する企業が殆どの寝具・リネン業界で異彩を放つこの事業展開スピードの背景には、「判断においてスピードが重要」という、レーシングでの経験で得た櫻井氏の確信がある。

リネン関連のみならずインド最大の病院向け E コマースプラットフォームへも出資

2014 年の上場後は、国内では入院セットに連帯保証や損害補償を組み合わせたサービスの提供で後発類似サービスとの差別化を図って価格競争を回避しつつ、海外では成長著しい東南アジアに着目。インド・ベトナムで病院関連リネン企業への出資を実現したのみならず、インド最大の病院向け E コマースプラットフォームへの、凸版印刷や三井住友海上との共同出資等も実現した。

国際展開する海外同業の中には PER30 を超える企業も存在

株式会社トーカイ（東証 9729）（直近期 PER13.3）含め病院関連リネンに携わる同業で国際展開する国内企業は皆無に等しい。海外企業では Cintas Corp (NASDAQ CTAS)（同 35.8）、Elis SA (Paris ELIS)（同 16.8）、UniFirst Corp (NYSE UNF)（同 31.8）、Healthcare Services Group Inc (NASDAQ HCSG)（同 20.0）、Servizi Italia SpA (Italia SRI)（同 9.0）等がエラン同様国際的に事業を展開している。

1. 企業概要

1）世の中のより大きな困りごとの解決を追究した結果 CS セットに到達し、17 期連続増収増益達成

世の中の困りごとを解決し続けて入院セットサービスに到達

1995 年の創業以来「心豊かな生活環境の実現」をテーマに、世の中の「困った」を解決しようと歩み続けてきた。創業期の寝具販売事業（布団の訪問販売）から現在の「CS セット」事業へ転換した。

病院のみならず介護老人保健施設等へも入院セットサービスを提供

CS セット事業では、病院に入院する人や、介護老人保健施設、特別養護老人ホーム、有料老人ホーム、グループホーム、ケアハウス等の介護施設（介護老人保健施設等」）に入所される人たちに対して、衣類、タオル類の洗濯サービス付きレンタルと日常生活用品の提供を組み合わせたサービスを展開している。介護医療関連事業の単一セグメントである。

エラン、病院・介護施設、リネンサプライ業者の三者が連携してサービス提供

患者、入所者といった利用者、その家族が、「CS セット」を利用することにより、「手ぶらで入院・入所」「手ぶらで面会」「手ぶらで退院・退所」を実現する。利用者またはその家族が、「CS セット」の利用に際し、エランと契約を締結する。エランと病院・介護施設等並びにリネンサプライ業者（衣類やタオル、シーツや枕カバー等のリネン製品を供給する事業者）及び 日常生活用品等販売業者等（以下、リネンサプライ業者等）によって行われる。

17 期連続増収増益で ROE は 25%を超える

全国 28 カ所の本支店・営業所から営業活動を展開し、利用者数は 42.8 万人、契約施設数は 2,320 施設である。2023 年 12 月期の売上高は 414 億円（前年度比 14.2%増）、営業利益 37 億円（同 8.1%増）、純利益 25 億円（同 20.9%増）営業利益率 8.8%、ROE25.4%である。2023 年 12 月期でも、17 期連続増収増益を達成している。連結ベースで、従業員 378 名である（2023 年 12 月期）。エランの従業員は 291 名、うち営業部門 185 名、管理部門 106 名である。

2）商流に関わる三者全てにメリットをもたらす CS セットのビジネスモデル

WIN-WIN-WIN の関係を構築

入所・入院時の不安やストレス、家族の負担を軽減するだけでなく、病棟スタッフの業務改善や介護施設・病院の経営安定化にも寄与できるビジネスモデルを展開している。CS セットの利用者と家族だけでなく、病院・介護老人保健施設等、リネンサプライ業者等にもメリットがあり、WIN-WIN-WIN の関係を構築しているという特徴がある。

取引形態は 2 種類あるが実質的な違いは無い

CS セットの商流は、病院・介護老人保健施設等及びリネンサプライ業者等との契約形態の違いから２つの取引形態に大別される。

① 病院・介護老人保健施設等とエラングループが直接契約を行う形態（エラン元請け）

② 病院・介護老人保健施設等との契約先は、リネンサプライ業者等となり、エラングループは病院・介護老人保健施設等と直接の契約関係とならない形態（業者元請け）

２つの取引形態の違いは、病院・介護老人保健施設等への接触経緯等によるものであり、CS セット運営にあたっての各々の関係者の役割に違いはない。

利用者・家族は入院時・入所中の手間や心配事を軽減できる

利用者・家族のメリットは、「CS セット」を利用することで、入院時・入所中の手間や心配事を軽減することができる。「CS セット」は、必要な衣類・タオルの洗濯・交換や日常生活用品を補充できるため、利用者の「手ぶらで入院・入所」「手ぶらで退院・退所」、家族の「手ぶらで面会」が可能となる。利用料金には、入院・入所日数に応じた日額定額制であるため、入院・入所の生活に関する

経費が計算しやすい。衣類・タオルの交換の頻度や日常生活用品の使用量を気にすることなく安心して入院・入所生活を送ることが可能となる。

図表 1 CS セットの標準プラン

	A プラン	B プラン	C プラン
費用	日額 700 円	日額 500 円	日額 300 円
タオル類	バスタオル・フェイスタオル・おしぼり		
日常生活用品	コップ・ティッシュ・シャンプー・スリッパ等		
	口腔ケア商品一式		
衣類	病衣またはトレーナー上下		
	肌着・靴下		
	介護寝巻き・食事用エプロン		

出所：GMO FG の資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

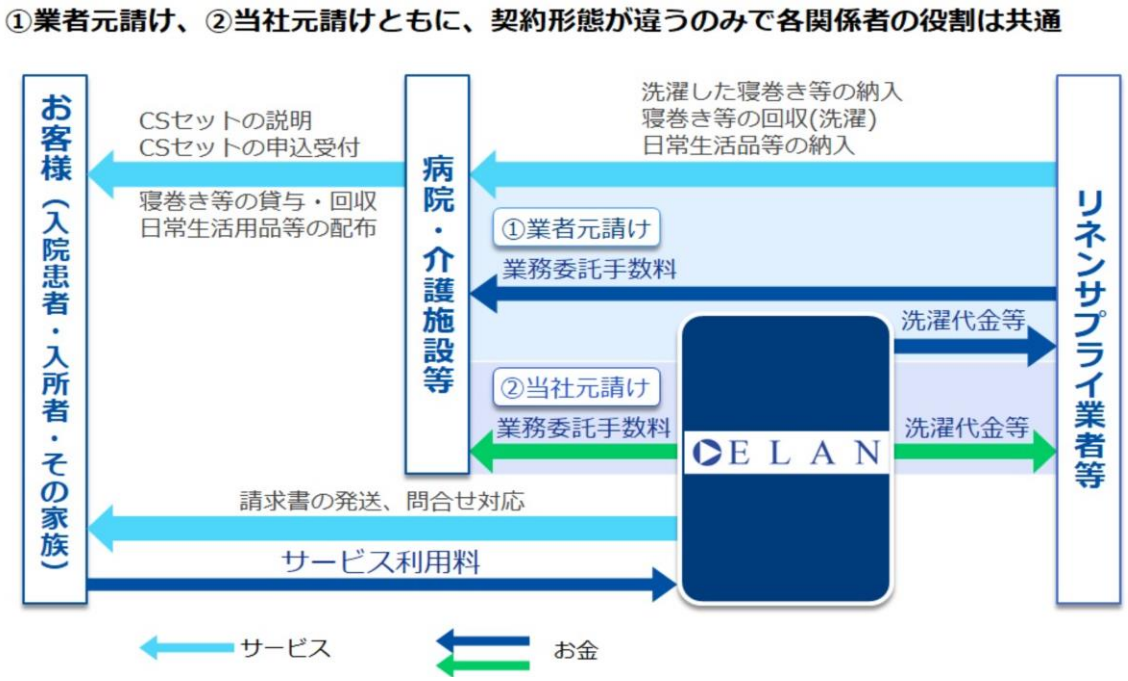
病院・介護施設は本来の看護・介護業務に専念できる

病院・介護施設等にとってのメリットは、エランのサービスを導入することで本来の看護・介護業務に専念できることにある。看護師・介護士が現場での洗濯や日常生活用品の補充等に関する作業負担が軽減される。さらに、エランが、利用者にサービスの説明・申込みの受付業務や物品保管業務を病院・介護施設等に委託し、その対価として業務委託手数料を支払うため、病院・介護施設等の収益増にも貢献する。また、病院・介護施設等が自ら保険適用外のサービスの利用料金を請求する場合、厚生労働省からの行政指導に従った厳格な対応が必要とされる。しかし、エランのサービスを利用することで、その手間が省ける。

リネンサプライ業者は新たな収益機会を獲得できる

リネンサプライ業者等のメリットは、エランと契約することで新たな収益機会を獲得できる点にある。リネンサプライ業者等は、病院・介護施設等と契約し、医療保険・介護保険の対象となる寝具類（布団、包布、シーツ、枕、枕カバー）の納入、洗濯業務を受託している。しかし、既存の病院関連ビジネスは飽和状態にあり、厳しいコストダウンや新たな収益機会を探す必要がある。エランのサービスを通じて、リネンサプライ業者等はこれまで実施していなかった「CS セット」に含まれる日常生活用の衣類・タオルのリース、洗濯業務や日常生活用品の販売により、売上拡大のチャンスを得ることが可能となる。

図表 2. エランのビジネスモデル



出所：エランウェブサイト

3）経済成長著しいインドや東南アジアでも積極的に事業展開

経済成長著しいインドや東南アジアでの展開を狙う

世界一の高齢化率である日本で成功させたビジネスを海外に展開すべく、エランは、インド、東南アジア等、著しい経済成長を遂げる新興国でも、積極的な事業展開を行う。インドの病院向けランドリーサービス企業などへの出資を通じ、海外展開してきた。

インドでの最初の投資先は医療関連 BtoB E コマース会社

インドで最初に投資したのが、医療関連 BtoB E コマース会社の Boston Ivy Healthcare Solution Pvt.Ltd.（BIHS）（インド非上場）である（2018 年）。BIHS は、インドで最大規模の病院向け E コマースサービス「メディカバザール」を運営している。同サービス上では約 30 万点の製品を取り扱っており、病院で製品の検索や比較をリアルタイムで行うことができる。BIHS はインド国内に 17 カ所のフルフィルメントセンターを有して配送まで行っており、医療従事者の在庫管理や仕入れ効率化に寄与している。BIHS に続いて、2021 年の病院内洗濯会社の Quick Smart Wash Pvt. Ltd.（QSW、2021 年）、2023 年の IT 人材派遣会社の Akal Information Systems Ltd.（インド非上場）（2023 年）へも投資を行ってきた。

ベトナムでは複数の病院向けランドリーサービス会社の子会社化を進める

ベトナムは今後も人口増加、経済成長が見込まれ、将来的には高齢化が見込まれている。また、ベトナムの医療機関数及び病床数の増加に加え、医療関連サービスの需要が一層高まると予想されている。かかる中、ベトナムのホーチミン市を中心に大手病院向けにランドリーサービスを行っている GREEN LAUNDRY JOINT STOCK COMPANY（GREEN）（ベトナム非上場）を、2024 年 3 月に 100%子会社した。さらに、ベトナムのハノイ市に本社を置き、大手病院向けランドリーサービスを初めとする事業を行っている TMC VIET NAM TRADING AND SERVICE JOINT STOCK COMPANY（TMC）（ベトナム非上場）を子会社化する予定である（2024 年 6 月）。

他の東南アジア諸国等への展開も視野に入れる

2024 年には、インド、ベトナムに人材を派遣し、事業開始を目指す。その他の国への展開は、インドネシア・マレーシア・ベトナム・タイ・シンガポール・台湾等を計画中である。

図表 3. エランの海外展開

社名	国	事業内容	出資比率	連結対象	持分法適用
Boston Ivy Healthcare Solution Pvt. Ltd.（BIHS）	インド	医療材料等販売	5%以下	×	×
Quick Smart Wash Pvt. Ltd.（QSW）	インド	病院向けランドリーサービス	42.18%	×	×
AKAL	インド	人材派遣	5%以下	×	×
GREEN LAUNDRY JOINT STOCK COMPANY（GREEN）	ベトナム	病院向けランドリーサービス	100%	○	-
TMC VIET NAM TRADING AND SERVICE JOINT STOCK COMPANY（TMC）	ベトナム	病院向けランドリーサービス	51%	○	-

注：QSW は重要性基準、TMC は買収予定。出所：エラン

4）内部関係者が 52%超を保有する株主構成

櫻井会長は実質的に約 27%保有

大株主として、櫻井英治代表取締役会長が 19.8%（配偶者、SAKURA コーポレーションを含め 26.53%）、創業者の一人である中島信弘氏が15.25%（配偶者、N-Style含め21.25%）などが名を連ねており、少なくとも、52%は内部関係者が保有している。所有者別状況をみると、個人その他 50.2%、金融機関 19.7%、その他の法人 15.0%、外国法人等 14.5%、金融商品取引業者 0.5%の順である（2023 年 12 月末）。

図表 4. エランの所有者別状況（2023 年 12 月末）

(%)	所有株式数の割合
個人その他	50.2
金融機関	19.7
その他の法人	15.0
外国法人等	14.5
金融商品取引業者	0.5

出所：エラン

図表 5 2023 年 12 月末の大株主リスト

順位	大株主	保有株式数（千株）	保有割合（%）
1	櫻井 英治	12,000	19.80
2	中島 信弘	9,240	15.25
3	株式会社日本カストディ銀行（信託口）	5,578	9.20
4	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	4,897	8.08
5	株式会社 SAKURA コーポレーション	3,760	6.20
6	株式会社 N-Style	3,160	5.21
7	株式会社 ES	1,960	3.23
8	NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE FIDELITY FUNDS	1,673	2.76
9	NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE THE HIGHCLERE INTERNATIONAL INVESTORS SMALLER COMPANIES FUND	858	1.42
10	RE FUND 107-CLIENT AC	774	1.28
	合計	43,900	72.44

出所：会社資料

2. 沿革

寝具販売業→寝具リフォーム業→入院セットサービス業へと業態をシフト

1995 年 2 月に、神奈川県相模原市にて寝具販売業を事業目的として有限会社エランとして設立された。2001 年 6 月に、寝具リフォーム事業拡大のため、本社を長野県松本市に移転し、2003 年 5 月に、介護医療関連事業「CS セット」のサービスを開始した。

2006 年以降は入院セットサービス業に経営資源を集中し、2014 年に上場

2006 年 12 月に寝具リフォーム事業をやめ、介護医療関連事業へと経営資源を集中して事業拡大。2014 年 11 月に、東京証券取引所マザーズ市場に上場を果たし、翌年の 11 月に、東京証券取引所市場第一部（現プライム市場）に昇格した。

2018 年以降複数のインド企業に出資

2018 年 9 月には顧客対応強化のため、個人請求やカスタマーサポートを専門とする株式会社エランサービス設立。同年 11 月には、インド最大の病院向け E コマースプラットフォームを運営する Boston Ivy Healthcare Solutions 社（インド非上場）と株式引受契約を締結した。2019 年 3 月には「CS セット」導入施設数が 1,000 施設を突破。2021 年 2 月に、病院関連リネン事業を営む Quick Smart Wash 社（インド非上場）へ出資した。

2021 年に全国 47 都道府県での CS セット導入を達成

2021 年 4 月に、沖縄県内で「CS セット」、その他ヘルスケア関連事業を展開する株式会社琉球エラン設立し、2021 年 11 月に、全国 47 都道府県にて「CS セット」導入を達成した。2022 年 3 月に、代表取締役 2 名体制に移行した。

2023 年にはインドの人材関連 IT サービス企業へ出資

2022 年 9 月に、「CS セット」導入施設数 2,000 施設を突破した。2023 年 10 月に、物流機能強化を目的として株式会社エラン・ロジスティクスを設立した。2023 年 11 月には、人材マネジメントアプリ等の IT サービスを開発する AKAL（インド非上場）へ出資するとともに、2020 年に資本業務提携していた白衣開発のクラシコの株式を追加取得する（2024 年 6 月時点で持株割合 41.3%、議決権所有割合 14.9%）。

3. 櫻井英治 CEO の「私の履歴書」

乗り物好きが高じてオートバイレーサーを目指す

櫻井英治代表取締役会長の生まれは母親の出身地でもある宮崎県であり、現在、54 歳（1970 年 3 月 28 日生まれ）である。誕生後すぐに、神奈川県川崎市に移り、その後、相模原市で育った。小学生の頃から、自転車などの乗り物が好きで、関心の対象はやがてオートバイに移り、オートレーサーを目指すようになった。高校卒業後、1988 年 4 月に、ホンダクリオ相模原（ホンダカーズ神奈川川西）に入社。自動車のディーラーの仕事の傍ら、オートバイレーサーを目指してレースに明け暮れた。オーストラリアでレーシングスクールにも通った。

父親の他界を契機にレーサーを断念し、寝具訪問販売営業に熱中

1990 年 1 月の日本コロンビア DCS 販売入社を経て、1991 年 2 月に寝具訪問販売業の会社に入社。オートバイレーサーを目指すために時間の自由が利く職を選んだ結果であった。しかし同年に父親が病気で他界したことをきっかけに、家族から命を失う危険性がある職業を目指すことに反対されるようになり、レーサーになることを断念。気持ちを紛らわすために寝具訪問販売の営業に熱中した。その結果、営業成績が大幅に向上して、完全歩合制の収入も大きく伸び、23 歳の時に役職にもついた。

将来的な独立を相談してクビになり、選択の余地なく会社設立

やがて会社経営が新たな目標となり、一緒に働いていた中島信弘氏、佐藤幸夫氏と共に、勤めていた会社の社長に将来的な独立を相談したところ、社長の怒りを買ってクビになってしまった。その結果、否応なしに独立せざるをえなくなり、1995 年 2 月に、中島氏、佐藤氏と 3 人でエランを創業し、櫻井氏が代表取締役に就任した。創業の地は櫻井氏が育った神奈川県相模原市で、事業は寝具訪問販売事業であった。

寝具リフォーム事業にニーズを見出し、順調に事業拡大

エランは、創業当時は有限会社であったが、2 年後に株式会社化した。寝具訪問販売で顧客の話を聞いていくうちに、古い布団を要望に合わせて別のサイズの布団や座布団に作り替えるといったニーズがあることが分かり、そのリサイクルを手掛けてみたところ注文が殺到した。この状況に商機を見出し、1998 年に、長野県松本市に支店を開設して本格的に寝具リフォーム事業を開始した。長野県松本市を選んだのは、櫻井会長の夫人の地元に近いということもあるが、自宅に多く布団を所有するのは都心よりも地方が多かったこと（一軒家が多いため）、日本地図の真ん中でもあること、等が理由である。ホテルや旅館が多かったこともあって寝具リフォーム事業は順調に拡大し、2001 年には本社も長野県松本市に移転した。

より大きなニーズを入院セットサービス事業に見出して軸足を移し、上場達成

一般家庭やホテル、旅館を顧客とする寝具リフォーム事業は順調であったが、ある時、「病院の寝具は取り扱っていませんか」という一本の問い合わせを病院から受けたことをきっかけに、病院業界のリサーチをスタートさせた。その結果、入院患者、家族、病院の職員が「身の回り品」にとても困っているということが判明した。「病院業界でたくさんの方が困っていることを解決したい」という想いから入院セットサービス「CS セット」を創り出し、2003 年に、神奈川県相模原市の支店で CS セット事業を開始した。順調であった寝具リフォーム事業からよりニーズの大きい CS セット事業へと軸足を移していく中で会社は順調に成長し、2014 年についに上場を果たした。櫻井氏は 2022 年 3 月に、代表取締役会長 CEO に就任した（現任）。

モットーは「誰もやっていないことにチャレンジすること」

櫻井会長のモットーは、「誰もやっていないことにチャレンジすること」である。人々の困ったことに対し、ボランティアではなく、利益を生み出す仕組みを作り出し、喜ばれることを目指す。エランの使命（ミッション）は、「ヘルスケア領域の困ったを「笑顔」に」である。そうした最高の仕事を最高の仲間と行うという考えが、エランの DNA につながっている。

父親が亡くなっていなければ世界的なレーサーになれたかも

経営には、レーサーであったことが大いに役立つという。両者には多くの共通点がある。レーサーは、ミスをしたら文字通り命とりである。そして、様々な判断においてスピードが重要である。「父親が亡くなっていなかったら世界的なレーサーになれたかもしれない」と今でも思うことがあるという。

4. 経営理念

エランはフランス語で「飛躍・飛翔」、英語で「情熱・熱意」を意味する

エランの社名の由来となった ELAN は、フランス語で「飛躍・飛翔」、英語では「情熱・熱意」を意味する。社員一人ひとりが情熱を持った行動を通じて社会に貢献し、広い世界で大きく活躍する企業でありたいという思いを込めて、ELAN と名付けた。

ヘルスケアに関する困りごとを解決して笑顔を増やすのがエランの使命

エランの経営理念は、「お客様に満足していただける最高の商品とサービスを追求し、情熱を持った行動を通じて心豊かな生活環境を実現します」である。エランの使命（ミッション）は、「ヘルスケア領域の困ったを「笑顔」に」である。人それぞれライフステージが日々変化する中で、ヘルスケアにまつわるさまざまな困りごと、不安に直面することがある。そのような問題や不安を解消し、一人でも多く「笑顔」に変えていくことがエランの使命であるとする。

笑顔を増やす活動を支える、3 つの行動指針を掲げている

エランの実現したい社会（ビジョン）は、「笑顔の総量を増やす」である。誰も・何も犠牲にせず、諦めず、関わり合う全員が幸せになるビジネスや方法を考え続けることで、世界中のあらゆる人々はもちろん、自ら、健康に、心豊かに笑顔で暮らせる社会の実現を目指すとする。ビジョンを実現するためのエランの活動を支える行動指針（クレド）として、「A・T・G」「WIN-WIN-WIN」「ワクワクする仕事」が掲げられている。この 3 つ以外にもたくさんのクレドがあり、それらは一冊の本にまとめられ、入社時に社員にこの本が配布される。

「A・T・G」

「A・T・G」とは、どんな仕事も”明るく・楽しく・元気よく”やろう！という、エランが最も大切にしている精神である。「仕事をしていると時に大変なこともあるが、そんな時でも ATG マインドを持っていれば、できない理由を探すのではなく「どうせやるなら楽しもう！」「楽しくできる方法を考えよう！」と自分自身で状況を前向きに変えることができ、諦めずに前へ進む一歩を踏み出すことができると考えている。

「WIN-WIN-WIN」

エランでは、自分にとっても相手にとっても利益がある、お互いにとっての良い状態を考えることを大切にしている。また、その時に私たちは「Win-Win」ではなく「WIN-WIN-WIN」という「3 つの WIN」を考えることを大切にする。自分と相手のことばかりを考えていて、その周囲に必ずいる誰かに目がいかなくなると、バランス関係を保ち続けることが難しいと考えているからである。全員がバランスを取り合い、全員が WIN になる、そんな仕事の仕方を大切にしている。

「ワクワクする仕事」

エランでは、言われたことをただやるだけではなく、それを自分でやりたいと思えるワクワクする仕事に変えていくことを大切にする。A・T・G マインドによって「どうしたらこの仕事は楽しくなるのか」という前向きな自問自答が始まると、自分なりの＋αの工夫が生まれ、仕事がよりポジティブで楽しいものへと変わっていく。エランでは、普段の仕事を自分自身で「ワクワクする仕事」に変えていく姿勢を大切にする。

5. エクイティストーリー

高収益高成長企業のエランはアジア諸国へも進出

エランは高収益、高成長企業である。エランの主力事業は、成長分野であるヘルスケアサービスである。そして、人口が増加し、かつヘルスケアサービスが著しく遅れているアジア諸国に進出している。

売上、利益、利益率全ての成長を実現してきた

エランの自己資本利益率（ROE、前期）25%は、日本企業全体の 9%と比較してかなり高い。過去 5 年間（今期は日経予想）に、売上高は 2.1 倍、純利益は 2.9 倍と、新型コロナウイルスに起因する経済危機があったことを考慮すると、とても高い成長を実現してきた。そして、売上高利益率を着実に伸ばしてきた。

戦略とは誰かに話したくてたまらなくなるような「ストーリー」

エクイティストーリーとは、その会社の株価と利益を成長させる長期的なシナリオである。長期的な株価上昇という観点から、エクイティストーリーは、主に、①実現可能で緻密な経営戦略と②「ワクワクする夢」によって構成されると考えられる。日本を代表する経営学者である一橋大学大学院経営管理研究科特任教授楠木建は「ストーリーとしての競争戦略 ―優れた戦略の条件」の中で、『大きな成功を収め、その成功を持続している企業は、戦略が流れと動きを持った「ストーリー」として組み立てられているという点で共通している。戦略とは、必要に迫られて、難しい顔をしながら仕方なくつらされるものではなく、誰かに話したくてたまらなくなるような、面白い「お話」をつくるということなのだ』と述べている。エクイティストーリーとはこれに近い概念である。

WIN-WIN-WIN の関係を築いたエランを模倣することは困難

エランは「実現可能で緻密な経営戦略」を着実に実行してきた。エランは、リネンサプライ業者等の事業者と事業が競合しないようにして、共存共栄を図っている。エランは、リネンサプライ事業には参入せず、また特定の企業系列にも属さないため、リネン業者等から敵対されず、あらゆる業者と提携可能で、全国展開を優位に進められる。こうして、WIN-WIN-WIN の関係を築くことで、取引先自体が参入障壁となり、エランの模倣困難性を形成している。

CS セット R、 CS セット LC による付加価値向上にも取り組む

そして、さらなる差別化を図るため、高付加価値化を進めている。CS セット R（入院・入所時に連帯保証人が不要になるサービス）、CS セット LC（CS セット利用者に対して損害事故を補償するサービス）、オリジナル患者衣を展開し、CS セットの付加価値向上を図っている。

新興国への進出に「ワクワクする夢」を抱く

「ワクワクする夢」は、新興国への進出である。日本は急速に高齢化しつつあり、ヘルスケアサービスに対する需要は高まっている。国内の市場開拓率は 23 年末時点で 15%であると見られ、開拓の余地はまだ大きいと考えられる。しかし、いわゆる団塊の世代の平均年齢が 70 代後半になっており、今後 10～20 年間で、高齢者の人口はピークアウトするものと思われる。このように、人口が減少する日本だけにとどまっていては、長期的な成長に限界があることは明らかである。

すでにインドとベトナムに進出

そこで、エランは、インドとベトナムに進出している。いずれも、人口が増加しており、ヘルスケアサービスの水準は低い。エランは、インドの医療関連品卸売業、リネンサプライ、人材派遣業などを手掛けるベンチャー企業 3 社に出資している。ベトナムで病院向けランドリー会社も買収した。インドネシア、マレーシア、タイ、シンガポールなどへの進出も検討している。日本の 10 倍以上の人口がある国・地域に進出することにより、中長期的な成長の持続を目指している。

6. 同業他社比較及び市場動向

1）グローバル展開するエランの事業ポートフォリオを国内外の同業他社と比較

エラングループと国内外の同業他社15社を比較

国内事業に限定すると CS セット事業しか行っていないエランであるが、海外事業においてはインド・ベトナムにて病院向けのリネン・衣服リース事業、インドにて関連物品販売事業と人材関連事業と幅広い事業に携わっている。この点を踏まえ、国内の入院セットサービス提供企業 9 社に加えて、海外の病院向けリネンリースに携わる代表的な上場企業 6 社をエランの比較対象とした。

売上高上位 4 社は多様な業種の顧客を有する欧米企業

売上高が大きい上位 4 社は欧米の企業で、これらの企業は制服、職場備品、トイレタリー、リネン等多様な物品のレンタルを行っている。したがって顧客業種も病院関連のみならず宿泊施設、レストラン、各種小売店、工場等幅広い。対象企業中売上高が最大の Cintas は、従業員向け制服、タオル、マット等のレンタルサービス大手である。2 位の Elis は、職場向け制服、リネン、飲料レンタル・メンテナスサービスを提供する。3 位の Vestis は、ユニフォーム、マット、タオル、リネン、その他の職場用品のレンタルを行う。4 位の UniFirst は、職場用ユニフォーム、作業用防護服を提供する。なお欧米においては、病院が独自に入院セットサービスを行っている。

国内最大手は伊藤忠商事の持分法適用会社であるワタキューセイモア

エラン以外の日本企業の海外事業は皆無に等しく、ほぼ全て日本国内の事業である。最大手はワタキューセイモア株式会社（非上場）で、複数の同業買収を経て規模拡大を進めてきた、伊藤忠商事株式会社（東証 8001）の持分法適用会社である。地域密着型の企業が多い業界の中で、日本全国に拠点を有して大きな存在感を有する。

国内 2 位は上場企業で調剤薬局も運営するトーカイ

売上高でワタキューセイモアに次ぐのが株式会社トーカイ（東証 9729）である。トーカイは、1955 年に、岐阜県で建設業の宿舎向けに「貸し布団」のレンタル事業を開始した企業である。現在は、病院向けリネンサプライ、「入院・入居セット」、ホテル・旅館向けリネン・寝具サプライ、介護用品レンタル、調剤薬局などを手掛ける。

入院セット後発のアメニティは安値攻勢でエランの半分の売上高まで達した

ワタキューセイモアやトーカイ含めほとんどの国内同業がリネン洗濯工場を有するが、エラン同様に洗濯工場を有しない企業が 2007 年創業の株式会社アメニティ（非上場）である。エランの後発として入院セット事業に参入した企業で、低価格を武器にエランの半分程度の売上高まで成長してきた企業である。

市場全体が成長中のベトナムでは、エランは洗濯工場を有する

エランは国内では入院セット事業に特化して病院や介護施設等のリネンリース事業を行わず洗濯工場も保有しないが、これは、成熟市場において後発の同社が過当競争を引き起こすのを避ける判断をした結果である。他方で、国内と違ってインドとベトナムでは市場全体が成長途上にあり、そもそもリネンリースサービスが行き届いていない状況にあるため、同社は出資先を通じてリネンリース事業を保有する。入院セット事業については、リネンリースサービスがある程度行きわたった上での導入を見据える。

事業の成長可能性が見込める形で医療関連物品販売に参入

また、同業他社の中には病院や介護施設とのつながりの強さを活用して医療関連の機器や物品をこれらの施設に卸す事業をおこなっている企業がある。しかしこれらのビジネスは局地的で価格の透明性が乏しく、ビジネスの広がりを欠く側面がある。このような中、エランはインド最大の医療関連 BtoB E コマースプラットフォームを運営する Boston Ivy Healthcare Solutions への出資を実現した。同プラットフォームでは地理的な制約無く多くの業界関係者が参加できるため、価格の透明性も担保される点で、成長性の高いビジネスと言える。

IT を活用した人材関連のソリューション提供拡大も狙う

さらに、医療関連の人材派遣・紹介についても同様に、普段のつながりを活用した地理的に限定された範囲内での事業を医療機関や介護施設向けに行っている同業他社が存在するが、エランはそのようなビジネスの広がりを欠く事業は行っていない。インドにおいて人材関連の IT サービス企業であ

る Akal Information Systems への出資を実現し、IT を活用した人材関連のソリューションを提供していく機会を狙っている。

図表 6. 病院向けリネンリース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	国	直近期売上高（百万円）	主要事業ポートフォリオ							
			入院セット	リネン・衣服リース			関連物品販売		人材関連	
				病院・介護施設	宿泊施設	飲食施設	卸売	プラットフォーム	派遣・紹介	IT サービス
Cintas Corp	アメリカ	1,322,365	-	○	○	○	○	-	-	-
Elis SA	フランス	732,598	-	○	○	○	-	-	-	-
Vestis Corp	アメリカ	423,793	-	○	-	○	-	-	-	-
UniFirst Corp	アメリカ	334,957	-	○	○	○	-	-	-	-
ワタキューセイモア	日本	174,869	○	○	○	-	○	-	-	-
トーカイ	日本	138,222	○	○	○	○	○	-	-	-
Servizi Italia	イタリア	48,946	-	○	○	○	-	-	-	-
エライングループ										
エラン	**日本**	**41,426**	**○**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
TMC Viet Nam	ベトナム	910	-	○	-	-	○	-	-	-
Green Laundry	ベトナム	433	-	○	-	-	-	-	-	-
Quick Smart Wash	インド	246	-	○	-	-	-	-	-	-
Boston Ivy	インド	-	-	-	-	-	-	○	-	-
Akal Information	インド	-	-	-	-	-	-	-	-	○
K-Bro Linen	カナダ	35,297	-	○	○	○	-	-	-	-
小山	日本	30,800	○	○	○	-	○	-	-	-
柴橋商会	日本	26,900	○	○	○	-	-	-	○	-
ヤマシタ	日本	26,800	○	○	○	-	-	-	-	-
アメニティ	日本	23,600	○	-	-	-	-	-	○	-
小山商会	日本	23,200	○	○	○	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	○	○	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	6,600	○	○	○	○	-	-	-	-

※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

2）事業展開国の比較

米国企業の展開国数が限定的な一方で、欧州企業は多数の国に展開

各社の事業展開国を比較すると、Cintas、Vestis、UniFirst の米国企業 3 社はアメリカとカナダにのみ展開する。2 国とも面積が大きいので地理的には広い範囲をそれぞれの企業がカバーしているが、国数自体は少ない。Elis はフランスとイギリスを始め欧州約 20 カ国とメキシコ、ブラジル、チリ、コロンビアの南米 4 カ国に展開するが、アジアには展開していない。 Servizi Italia はイタリアに加えてアルバニア、モロッコ、トルコ、インド、ブラジルに事業展開している。

日本企業はエラン以外にヤマシタが海外展開

日本企業ではエランがベトナムとインドに展開していることに加えて、株式会社ヤマシタ（非上場）が中国で福祉用具レンタル・販売事業と介護リフォーム事業を行っている。

図表 7. 病院向けリネンリースに携わる代表的な企業の主要事業展開国

企業名	国	直近期売上高（百万円）	主要事業展開国									
			日本	中国	ベトナム	インド	トルコ	イタリア	フランス	イギリス	アメリカ	カナダ
Cintas Corp	アメリカ	1,322,365	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○
Elis SA	フランス	732,598	-	-	-	-	-	○	○	○	-	-
Vestis Corp	アメリカ	423,793	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○
UniFirst Corp	アメリカ	334,957	-	-	-	-	-	-	-	-	○	○
ワタキューセイモア	日本	174,869	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
トーカイ	日本	138,222	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Servizi Italia	イタリア	48,946	-	-	-	○	○	○	-	-	-	-
エラン	**日本**	**41,426**	**○**	**-**	**○**	**○**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
K-Bro Linen	カナダ	35,297	-	-	-	-	-	-	-	○	-	○
小山	日本	30,800	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
柴橋商会	日本	26,900	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ヤマシタ	日本	26,800	○	○	-	-	-	-	-	-	-	-
アメニティ	日本	23,600	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
小山商会	日本	23,200	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	6,600	○	-	-	-	-	-	-	-	-	-

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 170 円、カナダドル円 110 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

3）主要財務指標及び PER の比較

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（上場企業のみ）を比較すると、3 年平均 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 31.8 とエランの 26.8 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、PER20.0 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 8. 病院向けリネンリースに携わる代表的な企業の直近決算期主要指標

企業名	国	直近決算期主要指標							
		売上高（百万円）	3 年 CAGR	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	PER
Cintas Corp	アメリカ	1,322,365	7.6%	15.2%	1.1	2.3	37.4%	34.9%	35.8
Elis SA	フランス	732,598	15.4%	6.1%	0.5	2.7	7.8%	6.2%	16.8
Vestis Corp	アメリカ	423,793	3.3%	7.5%	0.9	2.0	13.3%	8.4%	11.9
UniFirst Corp	アメリカ	334,957	7.4%	4.6%	0.9	1.3	5.3%	6.3%	31.8
ワタキューセイモア	日本	174,869	4.6%	3.1%	1.9	2.0	12.1%	9.2%	-
トーカイ	日本	138,222	5.4%	4.2%	1.2	1.3	6.9%	7.4%	13.3
Servizi Italia	イタリア	48,946	6.2%	1.9%	0.7	2.9	4.0%	4.4%	9.0
エラン	**日本**	**41,426**	**16.7%**	**6.1%**	**5.4**	**0.8**	**25.4%**	**26.1%**	**26.8**
K-Bro Linen	カナダ	35,297	17.7%	5.5%	0.9	2.0	10.0%	5.5%	20.0
小山	日本	30,800	-	7.9%	1.0	1.3	10.1%	11.0%	-
柴橋商会	日本	26,900	-	1.1%	1.5	2.5	4.0%	9.1%	-
ヤマシタ	日本	26,800	-	-	-	-	-	-	-
アメニティ	日本	23,600	-	-	-	-	-	-	-
小山商会	日本	23,200	-	-	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	3.2%	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	6,600	0.5%	-	-	-	-	-	-

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 170 円、カナダドル円 110 円で計算

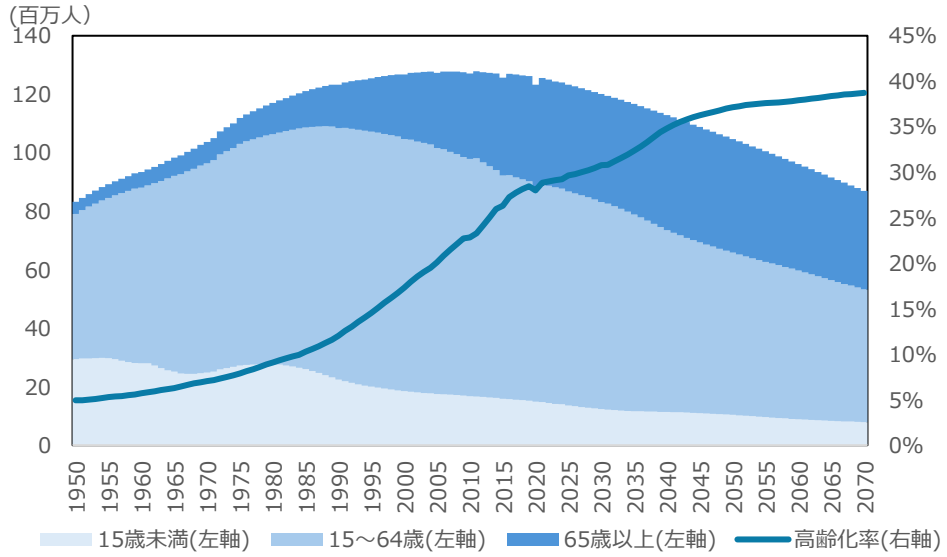
出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

４）国内入院セット市場

高齢化率の上昇は止まらない

2024 年 3 月 1 日現在、65 歳以上人口が 3,623 万人、総人口の 29.2%を占める（総務省統計局人口推計概算値）。2070 年には、高齢化率（65 歳以上の人口割合）が 38.7%、2.6 人に 1 人が 65 歳以上、4 人に 1 人が 75 歳以上の見込みである。高齢化の進行によりエランのサービス市場規模はますます拡大する見込みである。

図表 9. 高齢化の推移と将来推計



注：2024 年が 3 月 1 日概算値、それ以前は、各年 10 月 1 日総務省人口推計。2025 年以降は、国立社会保障・人口問題研究所の令和 5 年中位推計。高齢化率は、65 歳以上人口割合。出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所

市場規模は 10 年で 10 倍に拡大

国内の入院セット市場（CS 市場）は 2022 年度 1,220 億円であり、2012 年度の 122 億円から 10 倍成長している。年平均成長率は 25.9%である。

業界トップのエランは価格競争を避けるため付加価値向上を図る戦略

エランは、CS セットの市場開拓率はシェア 15.0%で業界トップである（2023 年 12 月期）。CS セットのターゲットは 11,404 施設（50 ベッド以上の病院 7,241 施設と 50 ベッド以上の介護老人保健施設（老健）と介護医療院 4,163 施設）である。病院契約数（50 ベッド以上）は 1,368 施設であり、開拓率は 18.9%、老健と介護医療院（50 ベッド以上）の契約数は 343 施設であり、開拓率は 8.2%である。エランは、CS 市場トップを走るが、サービスの同質化、価格競争を避けるため、周辺サービス開発による付加価値の向上を図る。

第 2 位はアメニティでエランの半分程度の売上高

エランの市場規模に次ぐ企業は、入院セットを手掛けるアメニティである。アメニティはエランの半分程度の規模である。売上高は明らかでないものの、他の主要同業他社としてはワタキューセイモアやトーカイが挙げられる。

トーカイも売上高を伸ばしている

トーカイの主力商品の一つが、「入院・入居セット」であり、入院・入居の際に必要な衣類・タオル・日用品などをセットにして、1 日ごと(日額請求)でレンタルサービスを提供する。リネンサプライの契約件数は、病院が約 1,000 件、介護福祉施設約 2,700 件である。「入院・入居セット」の売上高は、2022 年度は前年度比 11.2%の伸びであるものの、売上高の数値は開示されていない。

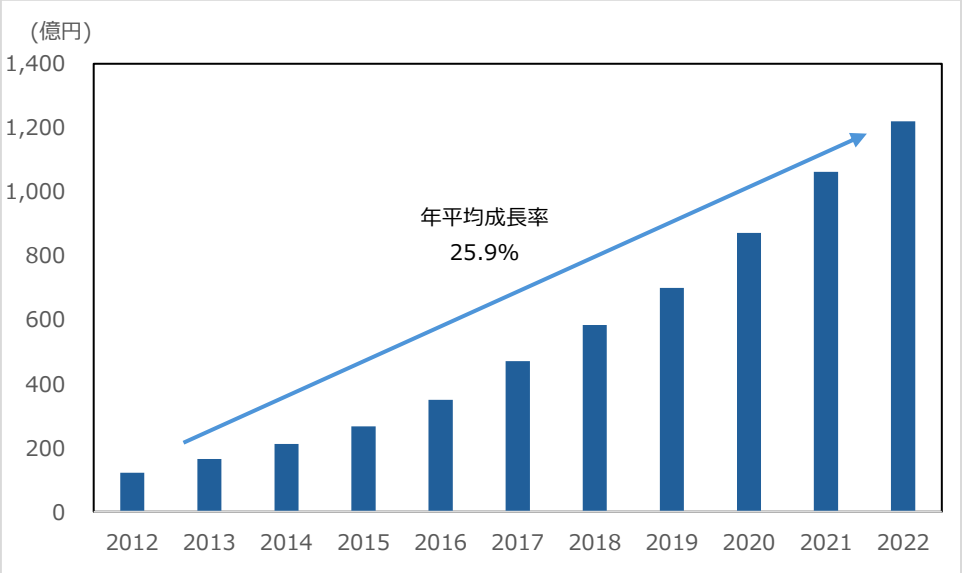
今後も中長期的な市場成長が見込

エランによると、以下の理由により、今後も中長期的に CS 市場の成長が続くと考えられるとのことで

まれる

ある。第一に、2021 年の介護報酬改定で感染症対策が運営基準で義務化（3 年間の経過措置あり）されるなど、感染予防への注目が高まることで新規導入が増加している。第二に、新型コロナウイルス対応（面会禁止）で高利用率の利便性を体験した施設にて、積極的な利用促進の継続が確認できている。第三に、新型コロナウイルスが 5 類に移行し、今後、の病床利用率の上昇に期待できる。

図表 10. CS 市場規模の推移



出所：エラン

5）世界の病院向けリネンリース市場

年率 10%近くのスピードで成長する見通し

米調査会社の Market.US によると、世界の病院向けリネンリース市場はコロナ禍による衛生意識の高まりや、病院外部の専門業者に任せたほうが結果的にコストが安くつくとの認識の高まり等を背景に、2022 年から 2032 年までの 10 年間、年平均 9.8%で成長する見通しである。最大の市場は北米であるが今後の成長ドライバーはアジア太平洋地域の見通しである。

図表 11. 世界の病院向けリネンリース市場

（十億ドル）	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	CAGR
世界市場	11.5	12.7	13.9	15.3	16.8	18.4	20.2	22.2	24.4	26.7	29.4	-
（前年比）	-	10.4%	9.4%	10.1%	9.8%	9.5%	9.8%	9.9%	9.9%	9.4%	10.1%	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

6）インドの病院向けリネンリース市場

インド市場の成長を見据えて QSW は設備能力を積極的に増強する計画

QSW によると、現在同社の 1 日当たりの取扱量は 35 トンであるところ、今後は設備能力を 1 日当たり 200 トンまで高めて業界シェアの 10%を取りに行くことを目指すとのことである。したがって、イ

ンド市場全体の 1 日当たり処理量は約 2,000 トンで、QSW の現在の市場シェアは約 2%ということになる。QSW の直近期の売上高は 246 百万円なので、市場全体の規模は約 14,000 百万円という計算になる。前出の通り、世界市場全体の平均成長率は約 10%で成長を主導するのはアジア太平洋地域ということなので、インド市場は 10%を上回るペースでの成長が見込まれると考えられる。

7）インドの人材関連 IT サービス市場

人材関連 IT サービス市場は年率約 26%で成長する見通し

米調査会社の TechSci Research によると、インドの人材関連 IT サービス市場の 2023 年時点の市場規模は 344 百万ドルで、今後 2029 年まで、年率 26.2%で成長する見通しとのことである。インド企業が人材関連事務の IT 化の重要性を認識し、より多くの事務の IT 化に取り組みつつあることが大きな要因である。また、インドでは州の定める規制が州ごとで大きく異なっていて、州政府への報告業務が複雑を極める状態にあることも、IT 化推進を支える要因の一つとなっている。

Akal Information の同業他社も売上高が急成長中

エラン傘下の Akal Information Systems の業績は公開されていないが、同業の Allsec Technologies Ltd (Bombay 532633)や Greytip Software Pvt Ltd（非上場）の直近 3 年の売上高成長率は 20%近辺もしくはそれを超える水準となっている。

7. 競争戦略の分析

CS セット事業に集中する戦略

マイケル・ポーターの提唱する『競争の戦略』はポジショニング理論に分類される。これは、「業界内において有利になるために、自社をどのようにポジショニングするか」を重視するものである。ポーターは、競争戦略を、差別化、集中、コストリーダーシップに分類する。エランは、戦略として CS セット事業などに集中しており、その周辺分野には限定的に参入している。値下げ競争には加わらず、商品・サービスの高度化で対応する。

付加価値を高める戦略で価格競争を避ける

CS セットは、衣類やタオルなど入院・入所生活に必要な物で構成され、セットに含まれる商品の独自性はなく、既存商品の組み合わせであるため、同業他社がまねしやすい。実際、年 1～2 社の参入があり、CS セット市場は 30 社程度の競合がある。価格を引き下げ、サービスを提供する同業他社もあるが、エランはサービスの付加価値を高めることで対応する。またエランは、利用者と家族だけでなく、病院・介護老人保健施設等、リネンサプライ業者等にもメリットがあり、WIN-WIN-WIN の関係を構築している。

入院セット事業先駆者として後発他社を圧倒的にリード

入院セットを組織的にビジネス展開したのはエランであり、先駆者として後発他社を圧倒的にリードする。下記、①ノウハウ、②ビジネスモデル、③ポジショニングが競争優位の要因となっている。ノウハウのストックと業界内ポジショニングの確立によりさらに高い参入障壁を構築している。

① ノウハウ

採算ラインの見極め、看護介護現場への説明と運用、行政指導に適合したサービス運営、請求回収業務

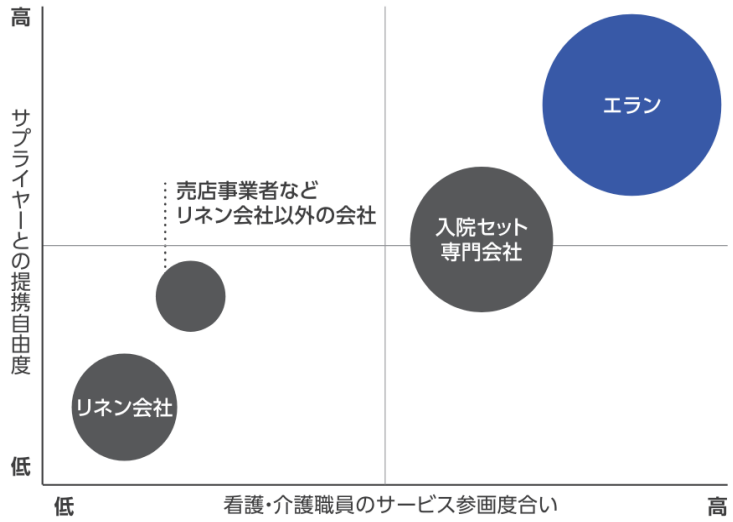
② ビジネスモデル

既存の取引関係をそのまま活用する共存共栄モデル

③ ポジショニング

特定の系列に属さないオープンなポジショニング

図表 12. CS セット業界における戦略グループマップ



出所：エラン 統合報告書「ELAN REPORT2023」（2023 年 11 月 24 日）

「CS セットの拡大」、「国内での新しい柱づくり」、「海外での柱づくり」がこれからの 3 本柱

2023 年度より開始した「中期経営ビジョン（2023-2025）」では、売上高 680 億円、営業利益 70 億円、市場開拓率 26%を目指す。中長期的には、市場開拓率 30%、営業利益率 10%を目指す。「CS セットの拡大」、「国内での新しい柱づくり」、「海外での柱づくり」の 3 つを柱とする。

開拓余地の大きい大病院への CS セット営業に注力

特に、開拓余地の大きい 50 ベッド以上の病院に積極的に営業している。施設の契約継続率は顧客満足度 5 年連続 96%以上で顧客満足度が高い。

CS セット R、CS セット LC の提案営業も推進

CS セットの利用申込から請求書発行までの運用を紙中心からタブレット活用に切り替え、デジタル化を図っている。さらに、CS セット R（入院・介護費用の立替払いを行うサービス）、CS セット LC（入院、入所中の損害事故を補償するサービス）を提案し、2023 年 12 月期の既存施設への導入は CS セット R の純増 81 施設の内 22 施設（27.2%）、CS セット LC の純増 69 の内 15 施設（21.7%）となった。

在宅セットの事業化とオリジナル患者衣の導入推進を企図

新事業として、在宅セットの事業化を目指す。月間 42 万人以上の CS セット利用者そのご家族との顧客接点を活かし、退院後から再入院まで全方位で困りごとを解決する事業を開発している。退院直後から 4 週間程度は療養環境が大きく変化し、利用者や家族の負担が大きいことから、自宅での生活に慣れるまでの期間に順次発生する困りごとを総合的にサポートするサービスを提供する。また、オリジナル患者衣「lifte（リフテ）」を開発し、2024 年には 200 施設以上に導入することを目指している。

海外投資先業種はリネンリース関連業界に留まらない

海外ではベトナムで病院向けリネンリース企業 2 社、インドではリネンリース企業に加えて、病院関連商品 E コマースプラットフォーム運営期偉業、人材関連 IT サービス企業へも出資を実行。より成長性の高い事業の取り込みを図っている。

8. ROE 分析と資本コストや株価を意識した経営

エランは高収益企業

エランの ROE の水準は高く、それは株主資本コストを大きく上回っている。このため、エランの経営は高収益と言える。

ROE は 3 要因に分解可能

ROE は純利益を自己資本（期首・期末の平均）で除したものである。株主に帰属する会社の資本がどのくらいの利益を生んでいるかを示す。デュポン分析によると、ROE は以下の 3 要因に分解することが可能である。 下記、自己資本、総資産はいずれも期首・期末の平均である。

ROE＝売上高純利益率（純利益/売上高）×総資産回転率（売上高/総資産）×財務レバレッジ（総資産/自己資本）

売上高純利益率は収益性、総資産回転率は効率性、財務レバレッジは安全性を示す指標である。ROE を上げるには、①利益率を上げる、②売上高を増やす、③財務レバレッジを上げる、という方法がある。

エランの ROE 上昇要因は売上高純利益率の上昇

エランの 2023 年 12 月期の ROE は、25.4%と高い水準にある。売上高純利益率は 6.1%、総資産回転率 2.4 回、財務レバレッジ 1.8 倍である。東証プライム（金融除く）の 2022 年度の ROE は、9.6%、売上高純利益率は 4.8%、総資産回転率 0.5 回、財務レバレッジ 3.1 倍である。相対的に、エランの総資産回転率は高い。このように、エランの ROE が長期的に上昇している主たる要因は売上高純利益率が上昇していることである。

図表 13. エランの ROE デュポン分析

（年度）	ROE (%)	売上高純利益率(%)	総資産回転率(回)	財務レバレッジ(倍)
2013	35.9	4.1	3.0	2.9
2014	17.7	3.5	2.5	2.0
2015	15.9	4.0	2.2	1.8
2016	18.6	4.4	2.4	1.8
2017	20.5	4.3	2.6	1.8
2018	22.3	4.7	2.6	1.8
2019	21.3	4.6	2.5	1.8
2020	25.8	5.6	2.5	1.9
2021	27.9	6.0	2.5	1.9
2022	25.3	5.7	2.4	1.8
2023	25.4	6.1	2.4	1.8

出所：QUICK FactSet

エランが推計する株主資本コストは 7.7%

株主資本コストとは、株主及び投資家が要求する期待リターンである。エランが推計する株主資本コストは、7.7%である。これは、資本資産評価モデル（CAPM）を用いている。CAPM は、シャープ、リントナーが提唱したものであり、株主資本コストは「無リスク利子率＋β×市場のリスクプレミアム」である。

βは、対象企業の株価の、市場全体に対する感応度

β（ベータ）は、対象企業の株価の、市場全体に対する感応度である。βが 1 であれば、市場と対象企業の株価が同様に動くことを意味し、1 より大きければ、対象企業の株価変動率の方が大きいことになる。市場のリスクプレミアムは、株式のリスク分に対して追加的に求めるリターンである。

エクイティスプレッドは株主の期待リターンを上回る水準だが低下傾向

同社の ROE は 25.4%であるため、ROE と株主資本コストの差分であるエクイティスプレッドは、17.8%であり、株主の期待リターンを上回る利益を創出している。一方、過去 5 年間の推移をみると、仕入価格の高騰に伴う価格転嫁の遅れ等による収益性の低下（ROE の低下）及びベータ値の上昇（株主資本コストの上昇）により、上昇傾向にあったエクイティスプレッドが 2022 年 12 月期以降低下傾向にある。

3 つの対策を掲げている

今後の対応として、①持続的成長を果たす成長投資を行い、収益性、ROE の上昇を図る、②情報開示の充実と積極的な IR 活動、およびサステナビリティ経営、ガバナンス強化により資本コストの低減を図る、③各施策により、エクイティスプレッドを上昇させ、企業価値向上につなげる、ことを挙げている。

中期的には ROE26%を目指す

中期ビジョンでは 2025 年 12 月期には、ROE26%（2023 年 12 月期 25.4%）、配当性向 30%（同 31.2%）を目指す。配当は、10 年連続増配であり、2014 年 12 月期の一株当たり配当金（DPS） 0 .3 円から、2024 年 12 月期には、DPS14 円を見込む。

図表 14. エランの CAPM による資本コストと ROE の推移

	ROE	エクイティスプレッド	CAPM による資本コスト	リスクフリーレート	β	リスクプレミアム
2019 年度	21.4%	17.5%	3.9%	-0.03%	0.62	6.27%
2020 年度	25.8%	20.2%	5.6%	0.02%	1.02	5.45%
2021 年度	27.9%	22.2%	5.7%	0.07%	1.03	5.49%
2022 年度	25.3%	18.7%	6.6%	0.41%	1.11	5.62%
2023 年度	25.4%	17.8%	7.7%	0.62%	1.29	5.45%

出所：エラン

9. 当面の業績動向

1）2024/12 期第 1 四半期業績

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 1 四半期連結累計期間の業績は、売上高 11,487 百万円（前年同期比+16.5%）、営業利益 1,059 百万円（同+6.8%）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

価格転嫁の進捗等で売上総利益率は上昇したものの、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から、営業利益率は低下した。

CS セット導入施設数は 2,360 に

第 1 四半期連結累計期間の新規契約の施設数は 71 施設、解約施設数は 31 施設となり、当第 1 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 40 施設増加して 2,360 施設となった。

図表 15 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
売上高	**8,793**	**8,811**	**9,162**	**9,499**	**9,857**	**9,924**	**10,645**	**11,000**	**11,487**
(前年同期比)	16.9%	14.5%	13.6%	13.7%	12.1%	12.6%	16.2%	15.8%	16.5%
売上原価	6,523	6,626	6,962	7,127	7,467	7,603	8,187	8,417	8,666
売上総利益	**2,270**	**2,185**	**2,200**	**2,372**	**2,390**	**2,322**	**2,458**	**2,581**	**2,821**
(売上総利益率)	25.8%	24.8%	24.0%	25.0%	24.2%	23.4%	23.1%	23.5%	24.6%
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
営業利益	**914**	**800**	**848**	**829**	**992**	**809**	**925**	**939**	**1,059**
(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%
営業外損益	4	7	7	2	5	7	4	1	7
経常利益	**918**	**808**	**855**	**831**	**997**	**816**	**929**	**940**	**1,066**
(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%
特別損益	0	0	0	-377	0	0	0	0	0
税引き前利益	**918**	**808**	**855**	**454**	**997**	**816**	**929**	**940**	**1,066**
法人税等合計	291	257	269	136	302	258	293	310	339
（法人税率）	31.7%	31.8%	31.5%	30.0%	30.3%	31.6%	31.5%	33.0%	31.8%
当期純利益	**627**	**551**	**585**	**320**	**696**	**557**	**636**	**630**	**727**
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%

出所：会社資料

2）2024/12 期通期業績予想

2024/12 期通期も増収増益見通し

2024/12 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

2024/12 期上半期については、売上高が対前年同期比で＋14.3%となるものの、減益となる見通しである。これは、オリジナル患者衣類（リフテ）の拡販とベトナムでの M&A 関連費用を見込んでいるためである。2024/12 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%になる見通しであるが、これは、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。

10. バリュエーション

1）過去実績との比較における割安感

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 16. 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	827
当期純利益（百万円）	658	865	990	1,446	1,906	2,083	2,519	2,550
PER（倍）	32.2	47.2	49.3	62.8	35.2	27.2	19.6	17.5
ROE	20.5%	22.3%	21.3%	25.8%	27.9%	25.3%	25.4%	25.8%
配当性向	18.2%	24.5%	27.6%	29.3%	28.5%	31.9%	31.2%	-

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2）国内企業との比較における割安感

エランは高収益企業

国内における上場同業他社はトーカイのみであるため、医療福祉関連用品企業とカテゴリーを広げて比較すると、エランは時価総額 5 位の水準にある。1 位のパラマウントベッドホールディングス（東証 7817）は、医療・介護ベッドの製造販売、福祉用具のレンタルなど多角的にヘルスケア事業を手掛ける。2 位のホギメディカル（東証 3593）は、医療用不織布製品、滅菌包装材（メッキンバッグ）及び各種医療用キット製品のトップメーカーである。3 位のナガイレーベン（東証 3593）は、メディカルウェアの専業メーカーである。これらと比較すると、エランの ROE は 3～8 倍と高いものの、PER は下回るか同程度の水準となっており、割安感がある。過去 1 年間の株価はエランのみが下落しており、割安感はより高まっている状況である。

図表 17. 医療福祉関連用品企業時価総額上位 10 社のバリュエーション

	銘柄	時価総額（10 億円）	純利益（10 億円）	ROE	PER（倍）	PBR（倍）	株価騰落率（過去 1 年）
1	パラマウントベッドホールディングス	160.9	10.6	8.0%	13.8	1.1	11.7%
2	ホギメディカル	99.2	2.8	3.3%	28.8	1.1	20.7%
3	ナガイレーベン	81.2	3.2	7.6%	23.3	1.7	8.9%
4	トーカイ	73.3	5.8	6.9%	12.2	0.8	8.0%
5	**エラン**	**50.1**	**2.5**	**25.4%**	**16.7**	**6.2**	**-4.9%**
6	フランスベッドホールディングス	44.1	3.1	8.2%	13.2	1.2	6.2%
7	日本ケアサプライ	30.6	1.6	9.7%	16.2	1.8	19.0%
8	幸和製作所	6.2	0.7	29.3%	9.3	2.6	41.6%
9	川本産業	4.7	0.6	5.9%	9.9	0.6	-17.2%
10	プラッツ	3.0	0.2	7.2%	24.1	0.8	20.4%

注：2024 年 5 月末時点。PER は FactSet 今期予想。フランスベッドホールディングス以下の企業の PER は会社予想。

出所：QUICK FactSet データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

3）海外企業との比較における割安感

UniFirst、K-Bro Linen と比較するとエランは割安

前述の通り、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 31.8 とエランの 26.8 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、PER20.0 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 18. 病院向けリネンリースに携わる代表的な企業の直近決算期主要指標（再掲）

企業名	国	直近決算期主要指標							
		売上高（百万円）	3 年 CAGR	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	PER
Cintas Corp	アメリカ	1,322,365	7.6%	15.2%	1.1	2.3	37.4%	34.9%	35.8
Elis SA	フランス	732,598	15.4%	6.1%	0.5	2.7	7.8%	6.2%	16.8
Vestis Corp	アメリカ	423,793	3.3%	7.5%	0.9	2.0	13.3%	8.4%	11.9
UniFirst Corp	アメリカ	334,957	7.4%	4.6%	0.9	1.3	5.3%	6.3%	31.8
ワタキューセイモア	日本	174,869	4.6%	3.1%	1.9	2.0	12.1%	9.2%	-
トーカイ	日本	138,222	5.4%	4.2%	1.2	1.3	6.9%	7.4%	13.3
Servizi Italia	イタリア	48,946	6.2%	1.9%	0.7	2.9	4.0%	4.4%	9.0
エラン	**日本**	**41,426**	**16.7%**	**6.1%**	**5.4**	**0.8**	**25.4%**	**26.1%**	**26.8**
K-Bro Linen	カナダ	35,297	17.7%	5.5%	0.9	2.0	10.0%	5.5%	20.0
小山	日本	30,800	-	7.9%	1.0	1.3	10.1%	11.0%	-
柴橋商会	日本	26,900	-	1.1%	1.5	2.5	4.0%	9.1%	-
ヤマシタ	日本	26,800	-	-	-	-	-	-	-
アメニティ	日本	23,600	-	-	-	-	-	-	-
小山商会	日本	23,200	-	-	-	-	-	-	-
ニック	日本	8,362	3.2%	-	-	-	-	-	-
ベネック	日本	6,600	0.5%	-	-	-	-	-	-

※為替はドル円 150 円、ユーロ円 170 円、カナダドル円 110 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

11. サステナビリティ

2020 年に女性取締役が就任

エランは、監査等委員会設置会社である。2020 年 2 月に、執行役員制を開始し、2020 年 3 月に、監査等委員会設置会社制度を導入した。同年に、女性取締役が就任している。取締役 8 名中 3 名が独立社外取締役であり、監査等委員である取締役 3 名（うち、社外取締役 2 名）である。

社外取締役比率は 37.5%

コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 により、プライム市場上場の会社には、少なくとも 3 分の 1 以上半数の独立社外取締役を選任することを求めているが、エランの場合、社外取締役比率 37.5%と満たしている。また、任意の諮問機関として指名・報酬委員会を設置しており、独立社外取締役を主要な構成員とする。

2025 年までに女性役員 5 名とすることが目標

女性取締役は 1 名であり、2025 年までに女性役員 5 名を目標とする。東証が求める基準を上回る目標である。東証は、プライム市場の上場企業について、女性役員比率を 2025 年までに 1 名以上、2030 年までに 30%以上選任するとの目標を示している。なお、女性役員には、取締役、監査役、執行役に加えて、執行役員又はそれに準じる役職者を含むことができる。

図表 19. エランのサステナビリティロードマップ

	マテリアリティ	2022年	2023年	2024年	2025年	2030年
全般		● マテリアリティの特定・目標設定	● サステナビリティ委員会の設置			
環境 (E)	安定したサービス提供と環境負荷の低減	● 自社倉庫と自社物流を構築 →	● TCFD提言に基づく気候変動関連の情報開示 →			
社会 (S)	全ての人の健康と福祉の増進をサポートする／自らそして関わりのある人全てを笑顔にする		● エランクルールの設立（障がい者雇用の機会創出を目的） →	● 人的資本経営に関する情報開示の充実 →		
企業統治 (G)	健全かつ持続可能な事業基盤の構築と維持	● コーポレートガバナンスの強化 →	● 安全運転の励行 →	● コンプライアンス教育の強化 →		

出所：エラン「2023 年 12 月期 決算説明資料」（2024 年 2 月 26 日）

サステナビリティ委員会（エランみらい委員会）を設置

エランは、サステナビリティ経営を推進することで、事業を通じた「社会課題の解決」と「企業と人の成長」の両立を実現するため、「サステナビリティ委員会（エランみらい委員会）」を設置している。そして、「心豊かな生活環境の実現」に貢献するため、優先すべき重要課題として、下記 4 つのマテリアリティを特定している。2023 年 12 月の統合報告書「ELAN REPORT2023」において、マテリアリティの取組み、指標、目標が開示されている。

1. 全ての人の健康と福祉の増進をサポートする
2. 安定したサービス提供と環境負荷の低減

3.　自らそして関わりのある人全てを笑顔にする

健全かつ持続可能な事業基盤の構築と維持

TCFD に沿った気候変動関連の開示を実施

気候変動に関しては、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）の提言する枠組みに沿った情報開示を行っている。代表取締役社長 COO が委員長を務める「サステナビリティ委員会（エランみらい委員会）」の下部組織として、「気候変動（TCFD）部会」を設置している。

2022 年に GHG 排出量を算定

2022 年 12 月期に初めて、GHG 排出量を算定した。Scope1 は、自社での燃料の使用や、工業プロセスによる直接的な排出のことを指す。具体的には、自社で燃焼した都 市ガス、LP ガス、A 重油、軽油、灯油、ガソリンなどが排出源となる。Scope2 は、自社が購入した電気・熱等のエネルギーの使用に伴う間接的な排出のことを指す。具体的には、自社が購入して使用した電気、熱、冷水、蒸気などが排出源となる。

Scope1 と 2 について、2050 年までに排出量実質ゼロを目指す

Scope3 は、Scope1、2 以外の、原料調達・物流・販売など バリューチェーンで発生する自社の事業活動に関連した他社の排出を指す。Scope3 は、エランの GHG 排出量の約 99%を占め、サプライヤーへの継続的な働きかけを通じて GHG 排出量低減に努める。Scope1、2 については、2050 年までに排出量実質ゼロを目指す。

企業価値向上に向けた人的投資額を増額させ続けている

企業価値向上に向け、「人材価値を最大限に引き出す」「多様性を高める」「働き方改革と女性活躍の推進」「健康経営の推進」「コンプライアンスと倫理」「経営戦略への反映」を人的資本経営の重要テーマとして掲げる。そして、人的投資額は、2022 年 12 月期に、8,691 万円、2023 年 12 月期に 1 億 562 万円である。2025 年 12 月期に 1 億 1,568 億円を目標とする。

男性育児休業取得率は 50%

エランの女性管理職比率は 9.9%（連結会社）である。2024 年 12 月期 20%、2025 年 12 月期 25%の目標を掲げる。男性育児休業取得率は 50%である（エラン単独）であり、2024 年 12 月期 55%、2025 年 12 月期 60%の目標を掲げる。男女賃金格差は、56.4%（正規雇用労働者 71.6%、パート・有期労働者 35.6%）である。

女性管理職比率は上場企業の平均並み

東京商工リサーチの調査によると、2023 年 3 月期決算の 2,456 社のうち、女性管理職比率は平均 9.4%（記載企業 1,706 社）である。男女賃金格差の平均は 71.7%（同 1,677 社）と、女性の賃金は男性より約 3 割低い。エランの女性管理職比率は、上場企業の平均並みであるが、男女賃金格差は 15.3 ポイント大きい。

12. リスクファクター

現時点で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、会社が計画しているほどには業績が伸びないリスクを挙げるとすれば以下の 2 点が指摘できよう。

① 入院セット事業への新規参入者のさらなる増加や価格競争の激化はエランの顧客拡大の障害となる可能性がある。ただし、入院セット事業は病院や介護施設の現場担当者への丁寧な説明が求められる等ノウハウの蓄積が必要で、表面的な印象よりも参入障壁は高い。

② インドやベトナム等エランにとっては新たな挑戦先となる市場において、日本市場の常識からは想定され得ないような事態が生じてエランにマイナス影響をもたらす可能性がある。

図表 20. 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

図表 21. 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

図表 22.　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

図表 23. 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	

注：24/3 期の株価指標は 3 月 22 日終値で作成、バランスシート項目は 23/12 末を表記

出所：会社資料