

ホリスティック企業レポート レオクラン 7681 東証二部

ベーシック・レポート
2020年7月3日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20200630

医療施設や介護・福祉施設の新増改築案件を得意とする「狩猟型」医療機器商社 大型案件の有無で業績の変動は大きく20年9月期は減収減益の見込み

1. 会社概要

・レオクラン(以下、同社)は、医療施設や介護・福祉施設の新増改築案件の支援を得意とする「狩猟型」スタイルの医療機器商社である。新増改築時の基本計画提案、設計、設備工事等をワンストップで手掛けている。

アナリスト:藤野敬大
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

・医療施設の新増改築案件を対象とすることが多いため、業績の変動が大きく、15/9期以降増収増益と減収減益が繰り返されてきた。中でもゼネコン各社による受注調整の影響を受けた17/9期は減益幅が大きかったが、建物の着工が進んだ18/9期以降、業績は大幅に改善した。

・上場している医療機器商社との比較では、19/9期が好業績だった点を割り引く必要はあるものの、収益性、安全性、成長性の指標は総じて他社より優位にある。大型案件が計上された時の「狩猟型」のビジネスモデルの特性が表れた分析結果と言えよう。

【主要指標】

	2020/6/26	
株価(円)	1,671	
発行済株式数(株)	1,945,000	
時価総額(百万円)	3,250	

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	4.1	57.2	15.9
PBR(倍)	0.7	0.6	0.6
配当利回り(%)	2.4	2.7	2.4

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、「狩猟型」のスタイルを崩さずにビジネスモデルを磨き上げていった代表取締役社長の存在(人的資本)にある。顧客紹介のネットワークの多くが代表取締役社長によるもので、獲得した案件での経験を蓄積して体制を強化し、次の案件を獲得して成長してきた。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-18.6	30.4	-43.3
対TOPIX(%)	-19.3	16.0	-38.1

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、コンサルティング営業力の強化と、業績変動の平準化への対応が挙げられる。

・同社は、既存のビジネスモデルでの更なる成長のために新増改築案件獲得の能力・体制に更に磨きをかけるとともに、業績変動の平準化のため、対応できる案件の領域拡大を図っていくことを経営戦略としている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、同社の「狩猟型」ビジネスモデルは、病院経営者の経営視点に寄り添いながら、中長期的な関係性を構築し、断続的に病院経営の支援という価値を提供するものと認識している。当面は業績変動が大きい展開が予想されるが、変動の平準化よりも、短期業績の変動に耐えられる体制を構築できるかが、今後の成長の鍵を握ることになる。

【7681 レオクラン 業種: 卸売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/9	25,715	34.9	645	95.9×	652	22.9×	357	47.5	323.6	2,016.0	40.0
2019/9	36,109	40.4	1,190	84.3	1,184	81.5	732	104.9	411.3	2,376.6	40.0
2020/9 CE	23,558	-34.8	140	-88.2	141	-88.1	61	-91.6	31.9	-	45.0
2020/9 E	23,545	-34.8	123	-89.6	124	-89.5	52	-92.8	29.2	2,654.0	45.0
2021/9 E	27,305	16.0	341	175.5	342	175.0	187	255.1	104.9	2,720.1	40.0
2022/9 E	31,667	16.0	652	91.3	654	91.1	368	96.0	206.5	2,892.6	40.0

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想、19年10月の上場時に226,400株の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の63,400株を含む)

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ **医療施設や介護施設の新増改築に関わる「狩猟型」医療機器商社**
レオクラン（以下、同社）は、病院をはじめとする医療・介護施設の新増改築（新築と増改築の総称）案件に関わる医療機器商社である。単なる医療機器の販売に留まらず、コンサルティングを行いながら、新築や増改築の際の基本計画の提案、設計、設備工事等までもワンストップで手掛けることを得意としている。医療施設ごとに見ると10年に一度あるかどうかの案件を獲得する事業スタイルであることから、同社は自身を「狩猟型」の医療機器商社と称している。

◆ 独自の「トータルパックシステム」による価値提供

01年の創業来「狩猟型」のスタイルを貫いてきたことで、業績の変動は大きいものの、長期的に見ると業績規模を拡大してきている。元々は近畿地方中心であったが、現在は全国で営業を展開している。全国展開の過程で、施設の新増改築時に、構想段階から実際の開院までコンサルティングをしながら関与し、全体最適ソリューションを提供するための同社独自の取り組み方である「トータルパックシステム」（後述）を確立している。

◆ 全社の業績はメディカルトータルソリューション事業次第

同社の報告セグメントは、メディカルトータルソリューション事業、遠隔画像診断サービス事業、給食事業の3セグメントに分類されている。メディカルトータルソリューション事業が売上高の90%以上を占める主力事業となるが、ビジネスモデルの特性上、業績、特に利益の変動が大きい。一方、子会社で行っている遠隔画像診断サービス事業や給食事業の業績は安定的に推移している。

【 図表 1 】セグメント別売上高・営業利益

(単位：百万円)

	連結売上高										
	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期 上期	前期比 / 前年同期比			売上構成比			
					18/9期	19/9期	20/9期上期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期上期
メディカルトータルソリューション事業	18,213	24,770	35,100	11,831	36.0%	41.7%	-	95.6%	96.3%	97.2%	95.9%
遠隔画像診断サービス事業	497	552	575	285	11.1%	4.3%	-	2.6%	2.1%	1.6%	2.3%
給食事業	350	393	432	223	12.4%	9.9%	-	1.8%	1.5%	1.2%	1.8%
合計	19,060	25,715	36,109	12,340	34.9%	40.4%	-	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	連結営業利益										
	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期 上期	前期比 / 前年同期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率			
					18/9期	19/9期	20/9期上期	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期上期
メディカルトータルソリューション事業	-59	551	1,068	38	-	93.7%	-	-0.3%	2.2%	3.0%	0.3%
遠隔画像診断サービス事業	54	67	77	26	23.1%	15.5%	-	11.0%	12.2%	13.5%	9.3%
給食事業	8	23	41	19	171.9%	76.3%	-	2.5%	5.9%	9.5%	8.7%
調整額	2	3	3	1	-	-	-	-	-	-	-
合計	6	645	1,190	86	95.9x	84.3%	-	0.0%	2.5%	3.3%	0.7%

(出所) レオクラン有価証券報告書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 医療機器商社のタイプ

同社は医療機器商社を2つのタイプに分類している。ひとつは、安定的な需要が見込まれる消耗品を中心に扱う「農耕型」の商社であり、もうひとつは、同社のような「狩猟型」の商社である(図表2)。

【図表2】レオクランが考える医療機器商社のタイプ

	「農耕型」医療機器商社	「狩猟型」医療機器商社
取り扱いの中心	消耗品	新築や増改築時に導入する医療機器
需要	比較的短期間に定期的に発生	ひとたび需要が出ると次の需要まで10年くらい必要
商圏	地域密着型が多く商圏は広がりにくい	案件があるところへ全国どこでも
業績	安定	案件の有無次第のため不安定
成長の余地	限定的	案件の獲得次第

(出所) レオクラン決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

「農耕型」医療機器商社が主として取り扱う消耗品は、比較的短期間に定期的に需要が発生し、継続的に確実に納入することが求められる。そのため、特定の地域に根差す地域密着型の展開をしているところが多く、業績は安定的だが商圏は広がりにくく、成長余地は限定的と言えよう。

一方、同社のような「狩猟型」医療機器商社は、顧客の医療施設や介護施設の増改築に付随する医療機器の提供に軸足を置くスタイルを採っている。ひとつの施設につき10年に一度あるかないかの案件を開拓していくため、需要があれば全国どこへでも案件を獲得しに行くことになる。案件の有無が業績変動に大きく影響を与えることは避けられないものの、案件の獲得次第では業績の拡大余地は大きくなる。

◆ 「狩猟型」医療機器商社としての特徴

「狩猟型」医療機器商社を標榜する同社の売上構成を見ると、15/9期から19/9期までの5期間のメディカルトータルソリューション事業の累計売上高の96.1%がコンサルティング及び医療機器等販売からの売上高になっており、継続的な需要のある消耗品の売上高は3.9%に過ぎない(図表3)。

また、大型の案件をターゲットとする傾向が強く、19/9期までの5期間に同社が関わった施設の平均病床数は441床であり、全国の一般病院の平均病床数の179床を大きく上回っている(図表3)。また、同社が販売する医療機器は放射線機器を中心とした大型機器が大半を占めている。

【 図表 3 】 「狩猟型」 医療機器商社としてのレオクランの特徴

メディカルトータルソリューション事業の売上の内訳

	14/9期～18/9期累計	15/9期～19/9期累計
コンサルティング及び医療機器等販売	95.1%	96.1%
医療材料・消耗品	4.9%	3.9%

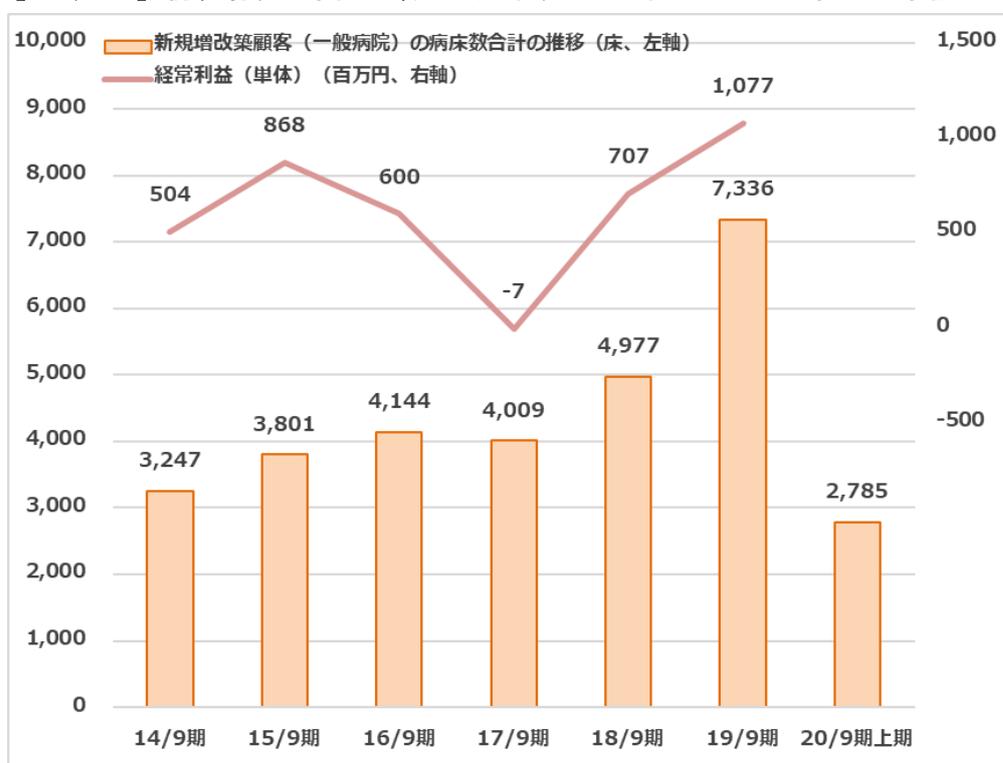
メディカルトータルソリューション事業の案件の顧客の平均病床数

	14/9期～18/9期累計	15/9期～19/9期累計
レオクランの新築・増改築案件の顧客の平均病床数 (1)	396	441
全国の一般病院の平均病床数 (2)	178	179
倍率 (倍) : (1) ÷ (2)	2.22	2.46

(出所) レオクラン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお、案件ごとに内容が異なるため一概には言えないが、新增改築案件で売上計上のあった病院の病床数の合計の推移を見ると、大型案件が複数計上された 19/9 期に業績、特に利益が大きく伸びており、案件の規模が大きくなると同社の業績は飛躍的に拡大する傾向が見てとれる (図表 4)。

【 図表 4 】 新規増改築案件の顧客の病床数合計と経常利益 (単体) の推移



(出所) レオクラン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 全国展開

「狩猟型」医療機器商社であるがゆえに、同社では07年以降、近畿中心の展開から全国展開へと方針を転換し、現在、36都道府県で販売実績を有している。メディカルトータルソリューション事業における、15/9期～19/9期の累計実績案件数の地域別構成比は、北海道東北地区7.3%、関東地区16.4%、中部地区32.7%、近畿地区21.8%、中国四国地区9.1%、九州沖縄地区12.7%と分散されている(図表5)。

【図表5】メディカルトータルソリューション事業の案件の地域分布

エリア	14/9期～18/9期累計	15/9期～19/9期累計
北海道東北地区	9.8%	7.3%
関東地区	11.8%	16.4%
中部地区	29.4%	32.7%
近畿地区	21.6%	21.8%
中国四国地区	11.8%	9.1%
九州沖縄地区	15.7%	12.7%

(出所) レオクラン決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

なお案件の開拓は紹介によるものが多く、創業来構築してきた、設計事務所や建設会社、主要医療機器メーカーとの全国規模での連携ネットワークも同社の特徴のひとつとなっている。

◆ 「トータルパックシステム」

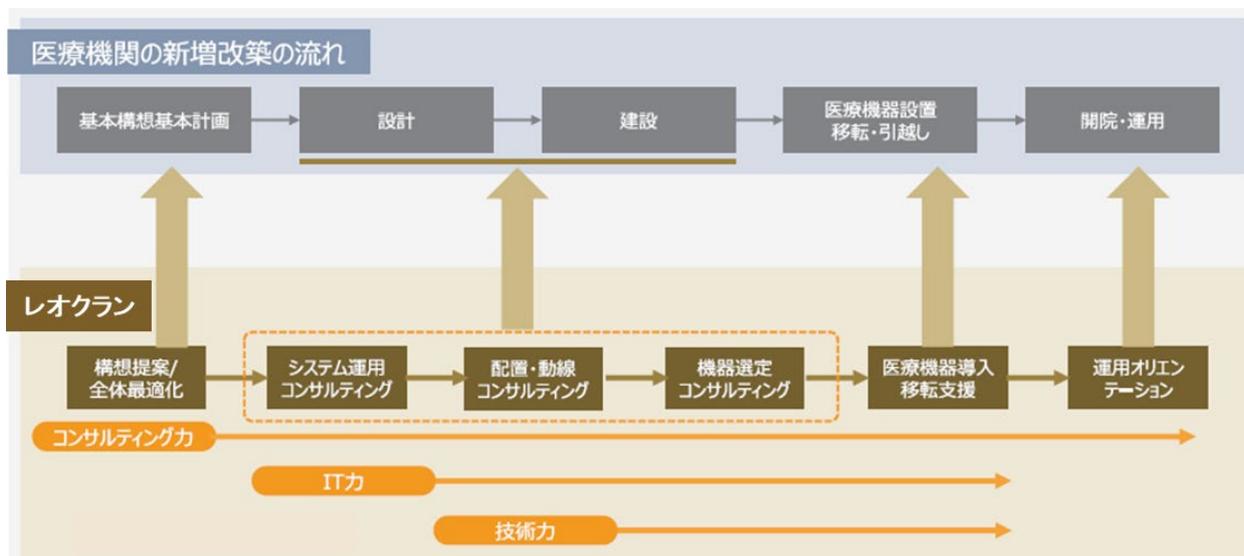
病院の新築や増改築の需要に対応するため、単なる医療機器の販売に留まらず、新築や増改築に関連するコンサルティング、企画・設計支援、IT・ネットワーク構築支援、医療機器の調達・納入、予防医療部門の構築支援、保守・メンテナンスといった一連の業務をワンストップで提供できる仕組みを準備している。同社ではこの仕組みを、「トータルパックシステム」と称している(図表6)。

「トータルパックシステム」を支える上で、同社は、コンサルティング力、IT力、技術力の3点を重視している。中でも、コンサルティング力を有していることが同社の大きな特徴であり、案件の構想段階から開院までの要所要所でコンサルティングを行い案件に関与していく。同社のコンサルティング力は、14年9月に医療開発研究所を子会社化したことで大幅に強化された。

また、医療機器商社には珍しく自前のIT部門を持っており、医療機器を管理するソフトウェアを病院の基幹システムと連携させるといったような、ITが関係する領域での対応を可能としている。

なお、顧客の需要に対応することを優先するため、特定の医療機器メーカーへの過度の依存を避ける方針を採っている。

【 図表 6 】 「トータルパックシステム」



(出所) レオクラン決算説明会資料

◆ 遠隔画像診断サービス事業

遠隔画像診断サービス事業は、連結子会社の京都プロメドが担当している。医療機関からの依頼により、CT や MRI 等の医用画像を放射線診断専門医が遠隔で診断し、診断結果等の情報を依頼元に提供するサービスである。京都大学医学部との連携により、7～8 人の放射線診断専門医が常駐する読影センターを有している。

◆ 給食事業

給食事業は、連結子会社のゲイトが「クックレオ」のブランド名で展開している介護・福祉施設等への給食サービスである。

2 種類のサービスがあり、ひとつは、セントラルキッチンでチルド状態にした料理をサテライト厨房（顧客施設の厨房）に配送する「おかず販売」であり、もうひとつは、委託元の施設の厨房へ職員を配置して食事を提供する「業務受託サービス」である。売上高は「業務受託サービス」の方が大きい、「おかず販売」の方が利益率は高いものと推察される。

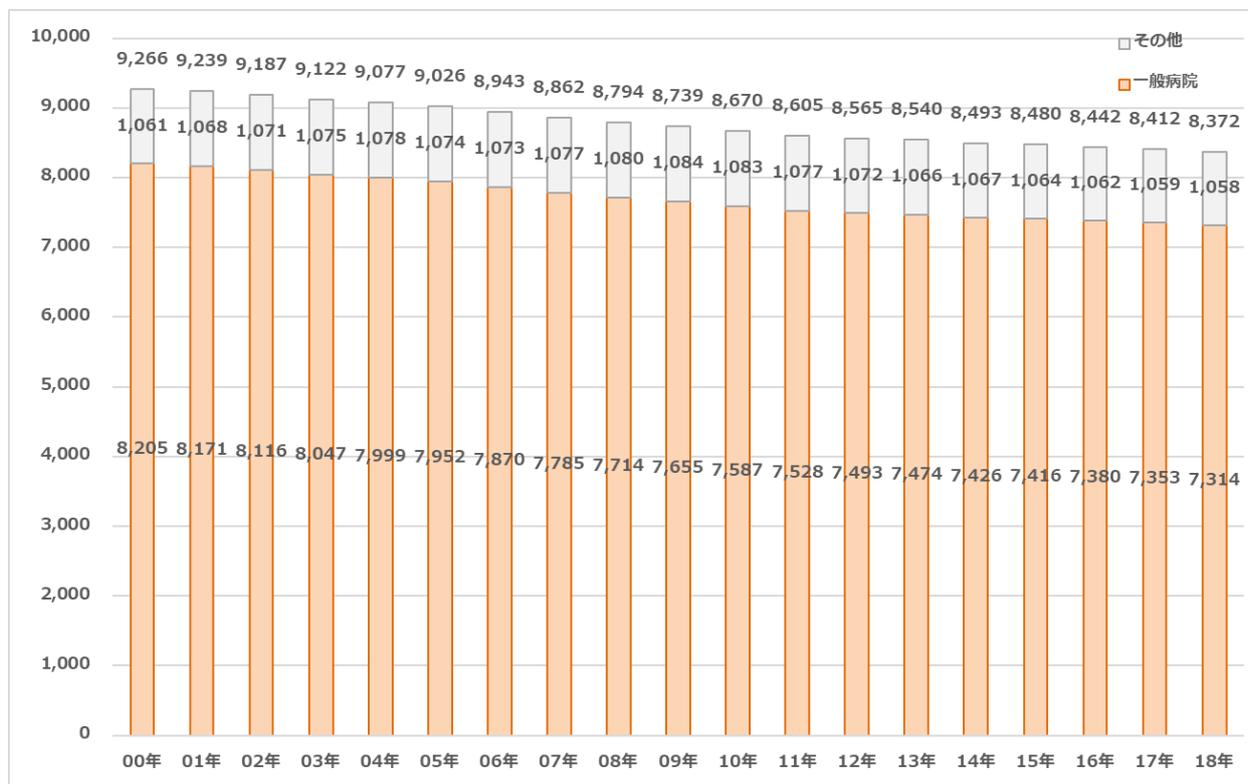
> 業界環境と競合

◆ 医療機器商社の業界環境 ～ 一般病院の施設数と病床数の推移

厚生労働省の「医療施設調査」によると、18 年 10 月 1 日時点の病院数は 8,372 施設であり、87.4%に当たる 7,314 施設が、同社が主な対象とする一般病院である。一般病院は、00 年以降一貫して減少が続いている（図表 7）。

【 図表 7 】 病院の施設数の推移 (各年 10 月 1 日時点)

(単位:施設)



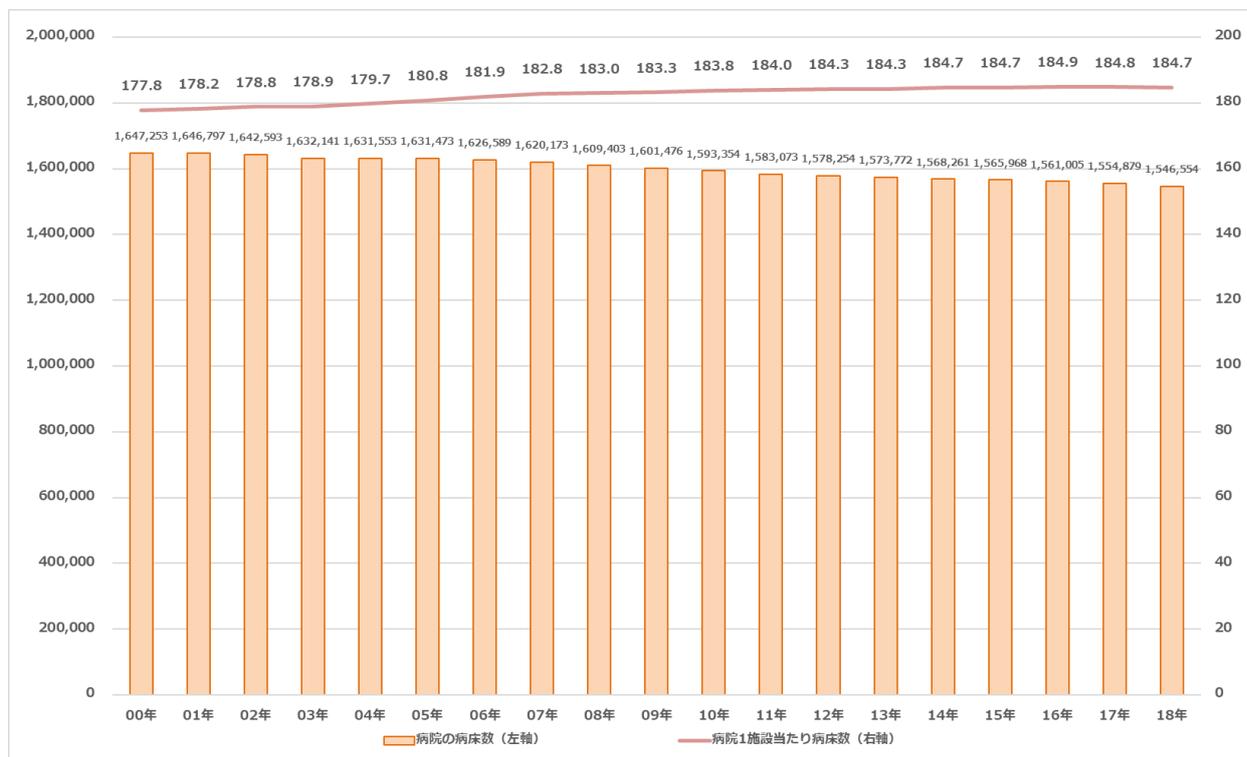
(注)「その他」は主に精神科病院

(出所)厚生労働省「医薬品・医療機器産業実態調査」より証券リサーチセンター作成

18年10月1日時点の病院の病床数は1,546,554床であり、こちらも00年以降一貫して減少が続いているが、1病院当たり病床数は緩やかに上昇傾向にある。病院のうち一般病院の施設数が一貫して減少していることと合わせ考えると、規模の小さい施設を中心に一般病院の集約が進んでいることが背景にあると推察される(図表8)。

【 図表 8 】 病院の病床数の推移 (各年 10 月 1 日時点)

(単位: 床)



(注) 「病院」には一般病院のほか、精神科病院等も含まれる

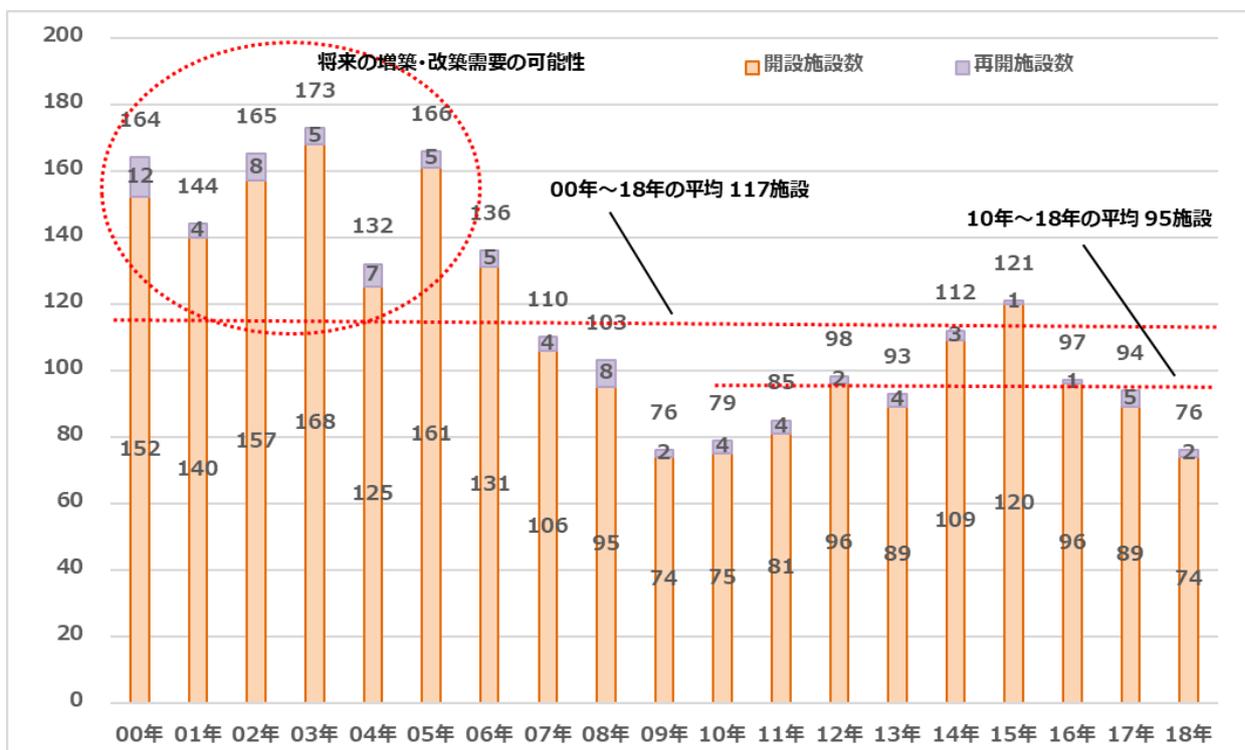
(出所) 厚生労働省「医薬品・医療機器産業実態調査」より証券リサーチセンター作成

「狩猟型」のビジネスモデルを持つ同社にとっては、施設の総数の推移以上に、施設の新設の動向の方が業績に影響すると考えられる。病院施設の開設及び再開の数は年ごとに変動は大きいですが、00年～18年の平均が117施設、10年～18年の平均が95施設である。00年代の水準には及ばないが、毎年100施設前後が新設または再開されていることになる(図表9)。

なお、一旦施設が新設されると当面は同社に対する需要はなくなるが、その後10年を経過すると増築や改築の需要が次第に出てくるという。従って、05年頃までに新設された施設からの増築や改築の需要が次第に顕在化してくることが考えられる。

【 図表 9 】 病院施設の開設及び再開の推移

(単位:施設)



(注)「病院」には一般病院のほか、精神科病院等も含まれる

前年10月2日から当年10月1日の間に開設または再開した施設数が対象

(出所)厚生労働省「医薬品・医療機器産業実態調査」より証券リサーチセンター作成

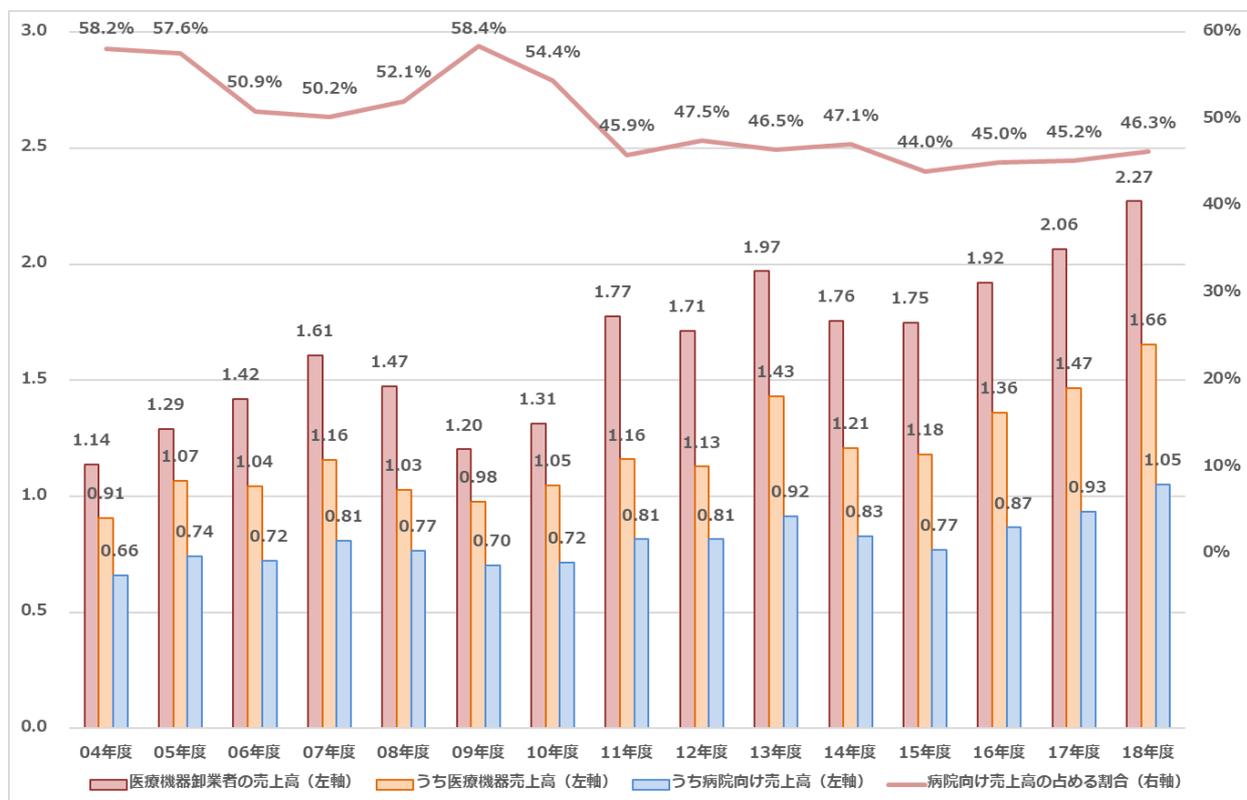
◆ 医療機器商社の業界環境 ～ 医療機器卸の市場規模の推移

厚生労働省の「医薬品・医療機器産業実態調査」によると、医療機器卸業者の18年度の売上高は2.27兆円で、そのうちの73.1%に当たる1.66兆円が医療機器の販売によるものである。また、病院向け売上高(医療機器以外の売上高を含む)は、46.3%に当たる1.05兆円である。

11年度から16年度は、医療機器卸業者の売上高は1.7兆円～2.0兆円の範囲で推移してきたが、17年度に入って2兆円を上回って推移するようになった。それに伴い、医療機器の販売による売上高、病院向け売上高とも、15年度を底にして増加傾向が続いている(図表10)。

【 図表 10 】医療機器卸業者の売上高推移

(単位:兆円)



(出所) 厚生労働省「医薬品・医療機器産業実態調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 遠隔画像診断サービスの業界環境

矢野経済研究所の「2018年版医用画像システム(PACS)・関連機器市場の展望と戦略」によると、遠隔読影サービスの市場規模は、15年に9,897百万円、16年に10,504百万円、17年に11,434百万円と、年平均7.5%のペースで拡大を続けてきた。

また、厚生労働省の「医療施設調査」によると、17年10月1日時点で、遠隔画像診断システムを導入している病院は1,348カ所あり、病院総数の約16%が利用していることになる。この普及率はまだ上昇余地があると考えられることから、当面、遠隔読影サービスの市場規模は拡大が続く可能性が高いと考えられる。

◆ 給食サービスの業界環境

矢野経済研究所によると、18年度のメディカル給食・在宅配食サービスの市場規模は2.26兆円であり、14年度以降緩やかに増加傾向にある(メディカル給食は病院や高齢者施設向けの給食)。しかし、病院給食については、病院の統廃合や病床数の減少により微減傾向が続いている一方、高齢者施設は施設数の増加に伴い拡大が続いている。

◆ 競合 ～ 医療機器商社

図表 10 で示した医療機器卸業者の売上高は、18 年度の場合、調査に対する回答のあった 106 社の売上高の合計である。106 社のうち、500 億円以上の売上高がある企業は 10 社 (回答企業の 9.4%)、同社の売上高と同水準の 100～500 億円の売上高の会社は 25 社 (同 23.6%) である。売上高が 10～50 億円の会社は 40 社 (同 37.7%) あり、売上規模の小さな会社が多数存在している。安定的な需要をベースとする消耗品の提供を地域密着型で展開している先が多いためである。

地域密着型の医療機器卸業者が多いということは、地域の医療機関と消耗品の取引を新たに行うことが難しいことを意味している。後発の業者は、同社のように施設の新增改築時の医療機器販売を狙うことになるが、その場合、最初の数年間は赤字が続く可能性が高いため、新增改築時の医療機器販売に参入するのも実際には容易ではないと考えられる。そのため、同社のように、消耗品の提供が僅少で、全国規模で医療機関や介護施設の新築案件や増改築案件を積極的に取り扱う医療機器商社は多くはない。

同社が事業の対象としている分野での競合先としては、シップヘルスケアホールディングス (3360 東証一部) 傘下のグリーンホスピタルサプライが代表格であり、他には医療機器の種類ごとに主たる競合先が異なる模様である。

◆ 競合 ～ 遠隔画像診断の受託サービス

一般社団法人遠隔画像診断サービス連合会には、京都プロメドを含めて 51 の企業または団体が正会員として名を連ねている。

この中には、セコム (9735 東証一部) のグループ会社で「ホスピネット」を運営するセコム医療システム (東京都渋谷区) を筆頭に、ネットホスピタル (東京都豊島区)、JMDC (4483 東証マザーズ) のグループ会社であるドクターネット (東京都港区)、ダイヤモンドカルネット (東京都板橋区) といった企業が存在する。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 西本産業出身の現代表取締役社長が創業

現代表取締役社長の杉田昭吾氏は、画像診断用フィルム等の医療分野の消耗品を中心に取り扱っていた西本産業 (現キヤノンライフケアソリューションズ) にて新規事業開発の一環として、医療機器の販売を手掛けるメディカルシステム部の立ち上げに関わっていた。この部門を成長軌道に乗せるべく、西本産業からスピンアウトする形で、01 年 1 月に大阪府吹田市にて同社を設立した (01 年 4 月には大阪府摂津市に本社移転)。

同社の設立に先立ち、西本産業は00年7月にエルクコーポレーションに社名を変更した。「エルク」とは世界最大とされる鹿のことであり、出身の企業を超える成長を目指して「獅子」を意味する「レオ」を社名に取り入れた。なお、「クラン」は「スコットランドの氏族」を意味する語である。

◆ 沿革2 ～ 最初から「狩猟型」のビジネスモデルを志向

医療機器商社としては、消耗品を納入する取引先を持っていなかったため、同社は新規顧客を獲得していく方針を採っていた。そこで同社は、新規に開業する医療機関やクリニックに狙いを定め営業をかけていった。このような方針で展開を図る企業は他には少なく、同社は近畿地方を中心に案件を獲得していった。

現在の同社を象徴する「狩猟型」の医療機器商社としての特徴は、創業当初からのものであると言える。

◆ 沿革3 ～ 2つの子会社の設立

会社設立と同じ年の01年6月に、同社は子会社のゲイトを設立した。同社が医療機器の販売を担うのに対し、ゲイトは、機器販売の前段階の医療機関新設のコンサルティングを担った。設立当初は、設備が特殊な産婦人科のクリニック新設のコンサルティングを多く手掛け、経験と実績を積み上げていった。

なお、04年3月には、連結子会社であるレオクラン東海が設立されたが、これは岐阜県での案件を手掛けたことをきっかけに設立したものであるが、近畿地方を中心に展開していくという構図を変えるものではなかった。

◆ 沿革4 ～ 戦略転換により全国展開を開始

創業来同社は近畿地方の新規開業の案件を中心に手掛けて成長してきたが、ひとたび新規開業がなされると、増改築といった次の需要が生じるまでには10年単位での時間を要する。そのため、創業して5年近く経過すると、近畿地方での案件が少なくなっていった。

そこで同社は戦略の転換を図り、07年に全国展開へ舵を切ることとなった。

◆ 沿革5 ～ 「狩猟型」以外のビジネスモデルの模索

全国展開へ舵を切ったのに合わせて、「狩猟型」医療機器商社としてのビジネスモデルとは異なるタイプの事業の模索も進められた。

一つ目は、07年1月に竣工した兵庫県西宮市の複合医療サービス施設「レオワンビル」である。これは、同社が建物を所有し、クリニックをテナントとして入居させることで、開業時の機器の販売だけでなく、賃料収入も期待できるものである。

二つ目は、07年3月の京都プロメドの設立による遠隔画像診断サービスの開始である。これは、CTやMRI等の医用画像を放射線診断専門医により遠隔で診断するサービスで、京都大学医学部との連携によって始めたものである。

三つ目は、介護・福祉施設等への給食を提供する給食事業である。この頃登場したクックチルという技術に着目して開始したもので、「クックレオ」のブランド名で展開するようになった。

この給食事業は、医療施設に対するコンサルティングを行っていたゲイトが担当することとなり、08年6月に大阪府大東市にクックチルセンターが竣工しサービスが始まった。なお、それまでゲイトが行ってきたコンサルティング業務は、同社に引き継がれた。

◆ 沿革6 ～ 「狩猟型」医療機器商社のビジネスモデルの磨き上げ
 ビジネスモデルの多様化に向けての動きはいくつかあったが、全国展開することによって得られる事業機会の方がはるかに大きく、「狩猟型」医療機器商社のビジネスモデルを中心とした成長が続いた。

14年9月にはコンサルティング機能を持つ医療開発研究所を子会社化し、16年10月には、放射線関連の大型機器を専門にコンサルティングをしながら販売するL&Gシステムを設立した。このように、「狩猟型」医療機器商社のビジネスモデルを磨き上げながら事業規模を拡大した結果、19/9期までに36都道府県での販売実績を有するようになった。

19年10月に東京証券取引所第二部へ上場し、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「利他利己」、「INNOVATION & CREATION」「ONE FOR ALL, ALL FOR ONE」を、経営理念として「企業理念に基づいて、社業の発展を図り、顧客との共存を維持し、社会に貢献しつづける存在でありたい」を掲げ、医療・福祉・保健のフィールドで事業を推進していくとしている。

◆ 株主

有価証券届出書と20/9期第2四半期報告書に記載されている上位株主の状況は図表11の通りである。

20年3月末時点で、代表取締役社長の杉田昭吾氏が筆頭株主で24.50%を保有している。第2位の杉田氏の資産管理会社である株式会社A&Mの12.54%と合わせると、37.04%の保有となる。

第3位にはレオクラン従業員持株会社の5.28%、第4位に会社設立後しばらくして出資した大阪中小企業投資育成株式会社の3.39%の保有が続く。社内関係では、第7位の取締役の八上重明氏の1.34%の保有が見られる。

なお、第8位及び第9位の10名の株主は取引先等であり、同社の創業の頃からの出資者である。

【 図表 11 】 大株主の状況

	上場前(19年3月)			20年3月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
杉田 昭吾	800,000	44.89%	1	476,600	24.50%	1	代表取締役社長 上場時に323,400株の売出し (オーバーアロットメントによる売出し分を含む)
株式会社A&M	244,000	13.69%	2	244,000	12.54%	2	代表取締役社長の資産管理会社
レオクラン従業員持株会	79,600	4.47%	3	102,700	5.28%	3	
大阪中小企業投資育成株式会社	66,000	3.70%	4	66,000	3.39%	4	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB)	0	0.00%	-	44,500	2.29%	5	
山森 正雄	0	0.00%	-	28,000	1.44%	6	
八上 重明	26,000	1.46%	5	26,000	1.34%	7	取締役 ゲイト(連結子会社) 代表取締役
矢木 礼子	24,000	1.35%	6	24,900	1.28%	8	
吉川 謹司	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
古川 園久	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
上古殿 吉郎	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
医療法人藤井会	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
ファスケアホールディングス株式会社	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
株式会社東洋美装	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
株式会社ユニティ建築企画	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
セントラルメディカル株式会社	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
和田 公良	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
株式会社ウイン・インターナショナル	24,000	1.35%	6	24,000	1.23%	9	
(大株主上位10名)	1,479,600	83.03%	-	1,252,700	64.41%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	35,600	2.00%	-	35,600	1.83%	-	
発行済株式総数	1,782,000	100.00%	-	1,945,000	100.00%	-	

(出所) レオクラン有価証券届出書、四半期報告書、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は、14/9 期以降の数値が開示されており、17/9 期から連結業績も開示されている。

医療機関や介護施設の新增改築案件を対象とする場合、成約までに数年かかり、かつ、施設の竣工の少し前に医療機器販売の売上が集中する。そのため、業績の変動が大きくなり、15/9 期以降、増収増益と減収減益が繰り返されてきた。

その中でも、17/9 期は減益幅が大きかった。これは、ゼネコン各社がこぞって受注調整を行い、同社の売上計上に結びつく医療施設の建設が当初予定の 16~17 年に着工しなかったために起きたものである（施設が施工されないと同社の売上計上につながる機器納入等ができなくなる）。

受注調整の対象となった案件は消失したわけではなく、その後、遅延しながらも着工され、竣工を迎えた 18/9 期及び 19/9 期の大幅増収増益につながった。

◆ 19 年 9 月期は 3 セグメントの増収とコスト削減で大幅増益

19/9 期は、売上高が 36,109 百万円(前期比 40.4%増)、営業利益が 1,190 百万円(同 84.3%増)、経常利益が 1,184 百万円(同 81.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が 732 百万円(同 104.9%増)となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 102.4%、営業利益は 107.9%、経常利益は 107.7%、親会社株主に帰属する当期純利益は 111.4%であった。

メディカルトータルソリューション事業は、売上高が前期比 41.7%増、セグメント利益が同 93.7%増となった。過去受注分の期ずれ案件の売上計上もあったが、大型案件、スポット案件ともに受注環境が良かったことで大幅増収増益となった。一部の大型案件で低利益率のものがあったものの、増収効果により、セグメント利益率は同 0.8%ポイント上昇の 3.0%となった。

遠隔画像診断サービス事業は売上高が前期比 4.3%増、セグメント利益が同 15.5%増となった。導入医療機関及び診断件数が堅調に増加し、セグメント利益率も同 1.3%ポイント上昇の 13.5%となった。

給食事業は売上高が前期比 9.9%増、セグメント利益が同 76.3%増となった。不採算な業務受託先からの撤退という減収要因はあったが、

既存の受託施設への販売増と、新規契約先の獲得で増収となった。セグメント利益が大幅増益となったのは、増収効果に加え、採算の悪い業務受託先との取引がなくなったことによるところが大きい。セグメント利益率は同 3.6%ポイント上昇の 9.5%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比 0.8%ポイント改善の 3.3%となった。

◆ 上場時の公募増資及び自己株式処分により自己資本は若干改善

19年10月の上場時に公募増資及び自己株式処分を行った結果、19/9期末に33.0%であった自己資本比率は、20/9期第2四半期末には35.4%まで改善した。

> 他社との比較

◆ 上場している医療機器商社と比較

病院へサービスを提供する上場医療機器商社と財務指標を比較した。比較対象企業として、同社の競合先になることがあるグリーンホスピタルサプライを傘下に持つシップヘルスケアホールディングスをまず選定した。また、協和医科器械(静岡県静岡市)や栗原医療器械店(群馬県太田市)といった医療機器商社をグループに持つメディアスホールディングス(3154 東証一部)、カワニシ(岡山県岡山市)等の卸業者を傘下に持つカワニシホールディングス(2689 東証一部)、九州を地盤に医療機器の販売を行う山下医科器械(福岡県福岡市)を中核とするヤマシタヘルスケアホールディングス(9265 東証一部)とも比較した(図表12)。

比較企業のすべてが持株会社であり、それぞれが医療機器商社以外の事業を有しているという事業構成の違いや、売上規模の違いがあり、単純比較は難しい。それでも、同社は、売上規模こそ他社より小さいものの、収益性や安全性において他社に比べて総じて優位にあると言えよう。また、成長性に関しても、19/9期の同社が大型案件の計上が複数あって好業績だったことを割り引く必要はあるものの、他社より高い。大型案件が計上された際の「狩猟型」ビジネスモデルの特性が財務数値にも表れた結果と言えよう。

【 図表 12 】 財務指標比較：病院へのサービス提供を行っている医療機器商社

項目	銘柄	コード	レオクラン	シップヘルスケア	メディアス	カワニシ	ヤマシタヘルスケア
			7681	3360	3154	2689	9265
		直近決算期	19/9期	20/3期	19/6期	19/6期	19/5期
規模	売上高	百万円	36,109	484,395	197,691	107,428	61,533
	経常利益	百万円	1,184	19,931	1,435	1,309	617
	総資産	百万円	12,814	308,873	62,001	33,772	20,320
収益性	自己資本利益率	%	18.7	12.0	-0.6	12.0	2.3
	総資産経常利益率	%	9.2	6.6	2.5	3.9	3.0
	売上高営業利益率	%	3.3	3.9	0.4	1.2	0.8
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	20.7	5.8	7.7	1.9	6.0
	経常利益(同上)	%	25.4	6.5	-0.3	33.0	-1.0
	総資産(同上)	%	20.2	5.4	9.0	3.0	2.8
安全性	自己資本比率	%	33.0	33.0	20.5	19.8	31.4
	流動比率	%	155.8	158.1	112.9	110.6	114.2
	固定長期適合率	%	23.5	56.9	61.8	70.1	73.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 レオクランは17/9期より連結業績の開示を開始したため3期前は単体の数値。
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、「狩猟型」のスタイルを貫き通した代表取締役社長の存在にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 13 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の「経営陣」に属する、代表取締役社長の存在にあると考えられる。業績変動の大きさに耐え、「狩猟型」医療機器商社としてのビジネスモデルを磨き上げていくことができたのは、創業来「狩猟型」のスタイルを崩さなかったことによるところが大きい。

また、新增改築案件の獲得には、関係資本に属する「顧客紹介ネットワーク」が大きな役割を果たしているが、そのネットワークも、特に初期の頃は代表取締役社長をはじめとする経営陣という人的資本によってもたらされたものである。

同社の業容拡大は代表取締役社長のリーダーシップのもとで、案件を遂行するための体制が構築され、その体制下で案件を経験することでノウハウが蓄積されていった。そのノウハウは、「トータルパックシステム」として体系化され、また次の案件の獲得につながるという好循環が描かれるようになっている。

【 図表 13 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・医療機器商社としての知名度	・新規改築案件の創業来の累計件数	開示なし
		・京都プロメドの知名度	・新規改築案件の件数	14件 (19/9期)
		・給食サービスの「クックレオ」	・新規改築案件の顧客の病床数合計	7,336床 (19/9期)
		・「おかず販売」	・新規改築案件の顧客の平均病床数	441床 (15/9期～19/9期累計の平均)
		・「業務受託サービス」の委託元の施設数	・新規改築案件以外の顧客数	開示なし
	ブランド	・医療機器商社としての知名度	・全国への分散	最も多い中部地方でも構成比は32.7% (15/9期～19/9期累計の平均)
		・京都プロメドの知名度	・導入医療機関数	これまで36都府県での取引実績
		・給食サービスの「クックレオ」	・「おかず販売」	開示なし
		・顧客紹介ネットワーク	・「業務受託サービス」の委託元の施設数	詳細の開示なし
		・読影する放射線診断専門医の所属	・読影する放射線診断専門医の所属	京都大学大学院 医学研究科 放射線医学講座
組織資本	プロセス	・読影する放射線診断専門医の所属	・読影する放射線診断専門医の所属	京都大学大学院 医学研究科 放射線医学講座
		・遠隔画像診断サービス事業における連携	・読影する放射線診断専門医の所属	京都大学大学院 医学研究科 放射線医学講座
		・セグメントの従業員数	・セグメントの従業員数	連結121名 単体107名
		・拠点数	・拠点数	2カ所 (大阪本社 東京)
		・事業を担当するグループ会社	・事業を担当するグループ会社	レオクラン+3社の子会社 (レオクラン東海/医療開発研究所/L&Gシステム)
	知的財産 ノウハウ	・セグメントの従業員数	・セグメントの従業員数	連結13名 単体0名
		・遠隔画像診断サービス事業の体制	・京都プロメドの読影センター	同時に読影できるのは最大13名 7～8名の医師が常駐
		・給食事業の体制	・セグメントの従業員数	連結21名 単体0名
		・セントラルキッチン (給食センター)	・セントラルキッチン (給食センター)	深北緑地クックチルセンター 1日4,500食の生産能力
		・新規改築案件の創業来の累計件数	・新規改築案件の創業来の累計件数	開示なし
人的資本	経営陣	・代表取締役社長の存在	・創業以来の年数	01年1月より19年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	476,600株 (24.50%) *資産管理会社の持分を含むと 720,600株 (37.04%)
		・代表取締役社長以外の 取締役による保有	・代表取締役社長以外の 取締役による保有	94,200株 (5.28%) (19/9期末)
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	120百万円 (8名) (19/9期) 退職慰労金36百万円を含む
	従業員	・従業員数	・従業員数	連結155名 単体107名 (19/9期末)
		・平均年齢	・平均年齢	35.7歳 (単体) (19/9期末)
		・平均勤続年数	・平均勤続年数	6.8年 (単体) (19/9期末)
		・従業員持株会	・従業員持株会	102,700株 (5.28%)
・ストックオプション	・ストックオプション	35,600株 (1.83%) *取締役保有分も含む		

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/9期上期、または20/9期上期末のものとする
(出所) レオクラン有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のIR資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「利他利己」、「INNOVATION & CREATION」「ONE FOR ALL, ALL FOR ONE」を企業理念に掲げ、医療・福祉・保健のフィールドで事業を推進していくことで、社会に貢献していく方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は8名の取締役で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の尾崎健治氏はフクダ電子(6960 東証 JQS)の取締役を務めていた。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成されており、3名とも社外監査役である。

常勤監査役の中野正和氏は、日立製作所(6501 東証一部)を経て、ビジュアルサイエンス研究所の代表取締役、デジタルアミューズの代表取締役、ヒューテックラボの代表取締役、インターアクティブデザインの代表取締役等を歴任した。IMAGICA イメージワークスの取締役を経て同社の常勤監査役に就任した。同氏は同社のすべてのグループ会社の監査役も兼任している。

松本淳一氏はトムメディコス(現エムシーエス)の設立やJ.コネクトコーポレーションを設立し、それぞれの代表取締役を務めた経歴を有している。

西村猛氏は、公認会計士及び税理士であり、西村公認会計士事務所の所長との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ コンサルティング営業力の強化

同社は持続的な売上成長に向け、「狩猟」能力を引き上げ、病院の新增改築案件の件数の増加を狙っていく方針である。そのために、新規顧客の開拓能力と、既存顧客に対する関係構築能力を更に強化し、メディカルトータルソリューション事業のコンサルティング営業の量と質の両面での充実を図る必要があると認識している。

量の充実については、全国に存在する潜在需要を獲得する体制構築のために必要としており、人材の確保に向けて採用力の強化と働きやすい仕事環境の整備を進めていくとしている。

質の面については、同社は、1人当たり売上高を経営指標として重視している。メディカルトータルソリューション事業の1人当たり売上高は、期ごとの変動は大きいものの、創業来1.6億円~2.0億円の水準で推移してきた。同社としては、もう一段の改善の余地があり、研修システムの強化等による人員の能力向上が必要であると認識している。

◆ 業績変動の平準化に向けての対応

病院の新增改築案件の獲得に主眼を置く事業スタイルは、案件の規模の大小や売上計上のタイミングにより、業績の変動がどうしても大きくなってしまふ。業績変動の平準化は課題のひとつと言えよう。

> 今後の事業戦略

◆ 既存のビジネスモデルの更なる強化

主力のメディカルトータルソリューション事業において、「トータルパックシステム」の提供能力及び体制を更に強化し、新增改築案件の獲得を目指す方針は今後とも変わることはない。

◆ 新增改築案件以外の対応領域の拡大

一方で、営業対象を新增改築案件以外にも広げていくことで、対象案件を拡大し売上変動の平準化を図っていく方針である。

メディカルトータルソリューション事業においてはこれまで、新增改築案件以外の需要にも対応していくという事業戦略を実行するなかで、機器の入替調達案件や保守メンテナンス案件、病院のICT化支援案件を手掛けてきた。今後、拡大を目指すものとして、手術室のアップグレード案件や、病院の経営改善コンサルティング案件等を想定している(図表14)。

【 図表 14 】 案件の領域拡大

	ターゲットとする需要	レオクランの提供価値	レオクランの目的
現在の領域	・病院の新增改築需要	・「トータルバックシステム」	・「狩猟型」ビジネスモデルでの収益
	・機器の入替調達	・5~6年周期で発生する機器入替需要への対応	・医療機関との継続関係強化
	・保守メンテナンス	・医療分野におけるICT化支援	・ビジネス領域の開拓・創出
	・メディカルITソリューション	・基幹システムと診療部門システムとの連携	
今後の領域	・手術室のアップグレード	・新增改築とは異なる設備投資への対応	・新たなビジネス領域の発掘・育成
	・病院の経営改善のコンサルティング	・病院経営の上で抱える潜在的リスクへの対応	・新たなビジネス領域の発掘・育成

(出所) レオクラン決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆・変更

◆ 医療周辺領域の拡大

同社はメディカルトータルソリューション事業のほか、遠隔画像診断サービス事業や給食事業を有している。既に同社は、これら2つの事業を医療周辺領域と位置づけているが、これらを強化していくことで、事業機会の発掘につなげていくとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> • 「狩猟型」の医療機器商社としてのビジネスモデルが確立していること <ul style="list-style-type: none"> - 創業来の経験の蓄積（大規模顧客に注力してきた実績等） - 参入障壁の高さ （「狩猟型のビジネスモデルに転換する場合、参入当初は赤字を覚悟する必要がある） - 消耗品の取り扱いの少なさ • 病院の新增改築案件を発掘するための全国規模の連携ネットワーク （設計事務所 建設会社 主要医療機器メーカー） • 確立した「トータルバックシステム」 • 顧客に対する提案力を高める体制 <ul style="list-style-type: none"> - 子会社の医療開発研究所を中核としたコンサルティング機能 - 自前のIT部門
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> • 短期業績の変動の大きさ <ul style="list-style-type: none"> - 大型案件の有無次第の業績動向 - 病院建設における建設会社の施工の進捗に影響を受ける状況 • 代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> • 1病院当たりの病床数の増加傾向が続き、緩やかながら病院の集約化・大型化が進む状況 • 病院の新增改築の潜在需要 <ul style="list-style-type: none"> - 年100件程度の新増改築需要が発生し続けている傾向の継続 - 一般病院の約2/3が稼働年数が20年超である状況 • メディカルトータルソリューション事業の更なる体制強化 • メディカルトータルソリューション事業での案件領域の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 手術室のアップグレード案件 - 病院の経営改善コンサルティング案件 • 遠隔画像診断サービス事業や給食事業を通じた新たな事業領域の開拓の可能性 • 上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> • 病院の数の減少 • 医療機関の経営の悪化の可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 病院の新築増改築の投資意欲の減退 • 厚生労働省を始めとする医療行政の方針の変更の可能性 • メディカルトータルソリューション事業の案件獲得の際の競争激化の可能性 • メディカルトータルソリューション事業の案件が低採算化する可能性 • 必要な人材が集まらない可能性 • 新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 建設会社の工事停止措置等により病院の新增改築工事の遅延する可能性 - 遠隔画像診断サービスにおける来訪患者数の減少の継続

(出所) 証券リサーチセンター

➤ 経営戦略の評価

◆ 「狩猟型」ビジネスモデルの確立の背景の確認

同社が設立された頃、医療機器商社の多くが、消耗品の安定供給のために地域密着型で展開していた。このことは、地元の病院との関係性に基づく既存の「農耕型」ビジネスモデルでは、参入することが難しかったことを意味していた。

同社の「狩猟型」ビジネスモデルは、消耗品という商材では参入しづらいことへの対応のために、提供する商材を病院の増改築時の医療機器とコンサルティングに定め、顧客を全国に広げ、競合が少ない事業領域を明確にして磨き上げられていったものと言えよう。

◆ 「狩猟型」ビジネスモデルは病院経営者の視線に合わせて中長期的にコミットするもの

「狩猟型」ビジネスモデルでは、大型案件の有無で業績変動が大きいため、「1回限りで捕り尽くす」という印象を持たれることもある。個別の案件だけを見れば、そのような印象を持たれるのも仕方がないのかもしれないが、事業全体として見れば、実態は全く異なっている。

同社は、ひとつの案件に数年単位で関与し、案件が完了した顧客の10年以上先の次の案件の開拓のために関係性を保つようしており、顧客との接点は長期間に及ぶ。言い換えれば、同社の営業スタイルは病院経営者の中長期的な経営視点に寄り添うことにより、病院経営者へ様々な価値を提供することを可能にするものであり、また、この長期の関係を維持していることが見えない参入障壁にもなっていると言える。

また、案件をポートフォリオとして管理し、売上計上できる案件を年15件程度まで増やしてきたことにより、事業全体では業績変動の大きさに耐えられるような体制となっている。他社が新たに「狩猟型」の医療機器商社のモデルを展開しようとした場合、最初の数年間は赤字であることを覚悟しなくてはならない。業績変動に耐えられる体制を既に築き上げている点も、他社に対する優位性を維持する上で見逃せないポイントと言える。

◆ 業績変動の大きさに対する体制強化の進捗が当面の焦点

同社でも、業績変動の大きさについては課題として認識しており、案件の多様化等の施策も打ち出している。しかし、この課題は当面解消されることはないと考えられる。同社の業績変動は、増改築案件の平均的な規模から大きく乖離する大型の増改築案件によってもたらされるが、「狩猟型」のビジネスモデルでは、大型案件の獲得を積極的に狙っていくというインセンティブが常に働くためである。

証券リサーチセンター(以下、当センター)では業績変動の大きさそのものを解消するのではなく、業績変動に耐えられるだけの体制をいかに構築・強化していくかがより重要と考えている。その観点では、全体の売上規模の更なる拡大と、新增改築案件を毎年コンスタントに売上計上していける体制の構築が鍵を握るが、後者については、メディカルトータルソリューション事業の人員数と、新增改築案件の年間件数の推移に注意を払っておきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 20年9月期会社計画

20/9期の会社計画は、売上高23,558百万円(前期比34.8%減)、営業利益140百万円(同88.2%減)、経常利益141百万円(同88.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益61百万円(同91.6%減)である。

期初計画でも、売上高26,044百万円(前期比27.8%減)、営業利益665百万円(同44.1%減)、経常利益664百万円(同43.9%減)、親会社株主に帰属する当期純利益446百万円(同39.1%減)と減収減益を見込んでいたが、第1四半期業績公表時に下方修正された(図表16)。

メディカルトータルソリューション事業については、売上高が前期比35.8%減、セグメント利益が同95.7%減と計画している。期初計画では、売上高が同28.6%減、セグメント利益が同47.5%減の計画であった。

19/9期に活況だった医療機器の一括販売は20/9期に端境期を迎えるとして、期初の時点でも減収を見込んでいたが、新增改築案件及びリプレース案件等の21/9期以降への期ずれ(約1,761百万円)と失注の発生により、減収幅が拡大する見込みとなった。新增改築案件の前提の主な変更点としては、20億円以上の案件の規模が縮小されている点と、1億円以上の案件の数が5件減少している点である(図表17)。その結果、想定セグメント利益率は前期比2.8%ポイント低下の0.2%まで引き下げられた(期初計画では2.2%)。

遠隔画像診断サービス事業では売上高を前期比2.3%減、セグメント利益を同13.0%減、給食事業では売上高を同4.2%増、セグメント利益を同34.1%減とそれぞれ計画している。

これらの結果、20/9期の売上高営業利益率は、前期比2.7%ポイント悪化の0.6%になると同社は予想している。メディカルトータルソリューション事業の減益及びセグメント利益率の低下が大きく影響する見込みである。

配当は19/9期の40.0円に対し、20/9期は期間利益で賄える額をはるかに上回る45.0円を予定している。45.0円のうちの5.0円は東証二部上場記念配当である。

【図表16】レオクランの20年9月期の業績計画

(単位:百万円)

	17/9期 連結実績	18/9期 連結実績	19/9期 連結実績	20/9期連結 会社計画			
				期初	前期比	1Q時修正	
							前期比
売上高	19,060	25,715	36,109	26,044	-27.8%	23,558	-34.8%
メディカルトータルソリューション事業	18,213	24,770	35,100	25,045	-28.6%	22,546	-35.8%
遠隔画像診断サービス事業	497	552	575	549	-4.7%	562	-2.3%
給食事業	350	393	432	450	4.1%	450	4.2%
売上総利益	1,930	2,689	3,347	-	-	-	-
売上総利益率	10.1%	10.5%	9.3%	-	-	-	-
営業利益	6	645	1,190	665	-44.1%	140	-88.2%
売上高営業利益率	0.0%	2.5%	3.3%	2.6%	-	0.6%	-
メディカルトータルソリューション事業	-59	551	1,068	560	-47.5%	46	-95.7%
セグメント利益率	-0.3%	2.2%	3.0%	2.2%	-	0.2%	-
遠隔画像診断サービス事業	54	67	77	69	-10.4%	67	-13.0%
セグメント利益率	11.0%	12.2%	13.5%	12.6%	-	11.9%	-
給食事業	8	23	41	35	-14.0%	27	-34.1%
セグメント利益率	2.5%	5.9%	9.5%	7.8%	-	6.0%	-
調整額	2	3	3	0	-	0	-
経常利益	28	652	1,184	664	-43.9%	141	-88.1%
売上高経常利益率	0.1%	2.5%	3.3%	2.5%	-	0.6%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	242	357	732	446	-39.1%	61	-91.6%
売上高当期純利益率	1.3%	1.4%	2.0%	1.7%	-	0.3%	-

(出所) レオクラン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 17 】 レオクランの 20 年 9 月期の業績計画における

メディカルトータルソリューション事業の売上高の前提

(単位:百万円)

病院新增改築案件向け医療機器一括販売 案件規模別内訳		18/9期 連結実績	19/9期 連結実績	20/9期連結 会社計画			
				期初		1Q時修正	
					前期比		前期比
20億円以上	売上高	-	15,277	3,000	-80.4%	2,492	-83.7%
	件数	-	4	1	-	1	-
	平均単価	-	3,819	3,000	-	2,492	-
10億円以上	売上高	3,697	4,634	2,730	-41.1%	3,327	-28.2%
	件数	3	3	2	-	2	-
	平均単価	1,232	1,545	1,365	-	1,663	-
1億円以上	売上高	4,243	1,833	4,720	157.5%	2,602	42.0%
	件数	8	6	14	-	9	-
	平均単価	530	305	337	-	289	-
1億円以下	売上高	-	86	50	-41.9%	39	-54.7%
	件数	-	1	1	-	1	-
	平均単価	-	86	50	-	39	-
病院新增改築案件向け医療機器一括販売の合計		7,941	21,831	10,500	-51.9%	8,461	-61.2%
		11	14	18	-	13	-
		722	1,559	583	-	651	-
メディカルトータルソリューション事業の売上高		24,770	35,100	25,045	-28.6%	22,546	-35.8%
病院新增改築案件向け医療機器一括販売が占める割合		32.1%	62.2%	41.9%	-	37.5%	-

(出所) レオクラン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 20 年 9 月期第 2 四半期決算

20/9 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)は、売上高 12,340 百万円、営業利益 86 百万円、経常利益 87 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 44 百万円であった。19 年 9 月に上場したため、19/9 期上期の業績の開示がなく、前年同期比はない。ただし、参考情報として売上高と営業利益のみは前年同期の四半期別数値があり、それをもとにすると、売上高は前年同期比 27.1%減、営業利益は同 88.0%減となる。

期初計画に対する達成率は、売上高が 96.2%、営業利益が 25.1%、第 1 四半期決算公表時に下方修正された計画に対する達成率は、売上高が 97.6%、営業利益が 110.5%となった。

セグメント別の前年同期の詳細の数値はないが、主力のメディカルトータルソリューション事業において、19/9 期第 1 四半期にあった案件に相当するような大型案件の計上が 20/9 期上期になかったことが全体の減収減益に大きく影響した模様である。

売上高営業利益率は前年同期比 3.5%ポイント低下の 0.7%となった。19/9 期は、第 1 四半期 4.6%、第 2 四半期 3.5%であったのに対し、20/9 期は、第 1 四半期 0.4%、第 2 四半期 1.0%と推移した。メディカルト

ータルソリューション事業での大型案件がなかったことが利益率低下の最たる要因だが、遠隔画像診断サービスにおいても読影原価の増加により、セグメント利益率の低下が見られた模様である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の20/9期業績について、売上高23,545百万円(前期比34.8%減)、営業利益123百万円(同89.6%減)、経常利益124百万円(同89.5%減)、親会社株主に帰属する当期純利益52百万円(同92.8%減)と予想した。売上高はほぼ会社計画通り、利益は会社計画をいくらか上回る水準を予想した(図表19)。

当センターでは、20/9期の業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) メディカルトータルソリューション事業の売上高は、病院新增改築案件向け医療機器一括販売からの売上高を予想した上で、セグメント売上高全体に占める割合を考慮して、セグメント売上高を算出する方法を採った。案件規模別の売上高、案件数、1件当たり売上高は、下方修正後の20/9期会社計画の内容をほぼ踏襲することとしたため、同事業の売上高はほぼ会社計画通りとした(図表18)。

【図表18】証券リサーチセンター業績予想におけるメディカルトータルソリューション事業の売上高の前提

(単位:百万円)

病院新增改築案件向け医療機器一括販売 案件規模別内訳	実績 19/9期	会社計画		証券リサーチセンター予想						
		20/9期(1Q時修正)		20/9期		21/9期		22/9期		
			前期比		前期比		前期比		前期比	
20億円以上	売上高	15,277	2,492	-83.7%	2,492	-83.7%	2,500	0.3%	2,500	0.0%
	件数(件)	4	1	-	1	-	1	-	1	-
	平均単価	3,819	2,492	-	2,492	-	2,500	-	2,500	-
10億円以上	売上高	4,634	3,327	-28.2%	3,327	-28.2%	4,950	48.8%	6,800	37.4%
	件数(件)	3	2	-	2	-	3	-	4	-
	平均単価	1,545	1,663	-	1,663	-	1,650	-	1,700	-
1億円以上	売上高	1,833	2,602	42.0%	2,592	41.4%	3,000	15.7%	3,630	21.0%
	件数(件)	6	9	-	9	-	10	-	11	-
	平均単価	305	289	-	288	-	300	-	330	-
1億円以下	売上高	86	39	-54.7%	39	-54.7%	40	2.6%	40	0.0%
	件数(件)	1	1	-	1	-	1	-	1	-
	平均単価	86	39	-	39	-	40	-	40	-
病院新增改築案件向け医療機器一括販売の合計	売上高	21,831	8,461	-61.2%	8,450	-61.3%	10,490	24.1%	12,970	23.6%
	件数(件)	14	13	-	13	-	15	-	17	-
	平均単価	1,559	651	-	650	-	699	-	762	-
メディカルトータルソリューション事業の売上高	35,100	22,546	-35.8%	22,533	-35.8%	26,225	16.4%	30,517	16.4%	
病院新增改築案件向け医療機器一括販売が占める割合	62.2%	37.5%	-	37.5%	-	40.0%	-	42.5%	-	

(出所) レオクラン有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

(2) 遠隔画像診断サービス事業の売上高は前期比2.4%減、給食事業の売上高は同4.1%増と予想した。いずれも会社計画と同じである。

(3) 売上総利益率は前期及び 20/9 期上期と同じ 9.3%と予想した。相対的に利益率の高い遠隔画像診断サービス事業と給食事業の売上構成比の上昇によるプラス要因と、減収によるメディカルトータルソリューション事業そのものの売上総利益率低下によるマイナス要因が相殺されるものと予想したためである。

(4) 販管費は、19/9 期の 2,157 百万円に対し、20/9 期は 2,075 百万円と 82 百万円減少するものとしたが、減収による影響が大きく、売上高販管費率は前期比 2.8%ポイント上昇の 8.8%になるものとした。売上高販管費率の上昇により、20/9 期の売上高営業利益率は 0.5%と同 2.8%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 0.6%)。

21/9 期以降について、21/9 期、22/9 期とも前期比 16.0%の増収が続くと予想した。焦点はメディカルトータルソリューション事業の、病院新增改築案件向け医療機器一括販売からの売上高となるが、10 億円以上と 1 億円以上の案件が各々年 1 件ずつ増えていき、平均単価は 10 億円以上の案件と 1 億円以上の案件で緩やかに上昇していくという展開を想定した。その結果、件数では年 2 件増、平均単価は 20/9 期の 650 百万円に対し、21/9 期は 699 百万円、22/9 期は 762 百万円へと上昇していくものとした。

平均案件規模が大きくなるにつれて売上総利益率が改善していくという見立てのもと、売上総利益率は 21/9 期 9.6%、22/9 期 9.9%へと上昇していくものとした。また、販管費は 21/9 期には前期比 9.9%増、22/9 期は同 8.9%増と増加率は高いものの、増収により売上高販管費率は 21/9 期 8.4%、22/9 期 7.8%と低下していくものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 21/9 期 1.2%、22/9 期 2.1%へと上昇していき、営業利益は 22/9 期には 18/9 期の水準を回復するものと予想した。

【 図表 19 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	17/9期連	18/9期連	19/9期連	20/9期連CE 1Q時修正	20/9期連CE 期初計画	20/9期連E	21/9期連E	22/9期連E
損益計算書								
売上高	19,060	25,715	36,109	23,558	26,044	23,545	27,305	31,667
前期比	-7.1%	34.9%	40.4%	-34.8%	-27.9%	-34.8%	16.0%	16.0%
メディカルータルソリューション事業	18,213	24,770	35,100	22,546	25,045	22,533	26,225	30,517
前期比	-	36.0%	41.7%	-35.8%	-28.6%	-35.8%	16.4%	16.4%
売上構成比	95.6%	96.3%	97.2%	95.7%	96.2%	95.7%	96.0%	96.4%
遠隔画像診断サービス事業	497	552	575	562	549	562	590	620
前期比	-	11.1%	4.3%	-2.4%	-4.7%	-2.4%	5.0%	5.1%
売上構成比	2.6%	2.1%	1.6%	2.4%	2.1%	2.4%	2.2%	2.0%
給食事業	350	393	432	450	450	450	490	530
前期比	-	12.4%	9.9%	4.1%	4.1%	4.1%	8.9%	8.2%
売上構成比	1.8%	1.5%	1.2%	1.9%	1.7%	1.9%	1.8%	1.7%
売上総利益	1,930	2,689	3,347	-	-	2,199	2,621	3,135
前期比	-	39.3%	24.5%	-	-	-34.3%	19.2%	19.6%
売上総利益率	10.1%	10.5%	9.3%	-	-	9.3%	9.6%	9.9%
販売費及び一般管理費	1,924	2,043	2,157	-	-	2,075	2,280	2,482
売上高販管費率	10.1%	7.9%	6.0%	-	-	8.8%	8.4%	7.8%
営業利益	6	645	1,190	140	665	123	341	652
前期比	-	95.9×	84.3%	-88.2%	-44.1%	-89.6%	175.5%	91.3%
売上高営業利益率	0.0%	2.5%	3.3%	0.6%	2.6%	0.5%	1.2%	2.1%
メディカルータルソリューション事業	-59	551	1,068	46	560	29	240	545
前期比	-	-	93.7%	-95.7%	-47.6%	-97.3%	726.7%	127.0%
セグメント利益率	-0.3%	2.2%	3.0%	0.2%	2.2%	0.1%	0.9%	1.8%
遠隔画像診断サービス事業	54	67	77	67	69	64	67	71
前期比	-	23.1%	15.5%	-13.8%	-11.3%	-16.9%	5.0%	5.1%
セグメント利益率	11.0%	12.2%	13.5%	11.9%	12.6%	11.5%	11.5%	11.5%
給食事業	8	23	41	27	35	27	29	31
前期比	-	171.9%	76.3%	-34.5%	-15.0%	-34.5%	8.9%	8.2%
セグメント利益率	2.5%	5.9%	9.5%	6.0%	7.8%	6.0%	6.0%	6.0%
調整額(全社費用)	2	3	3	0	0	3	3	3
経常利益	28	652	1,184	141	664	124	342	654
前期比	-95.3%	22.9×	81.5%	-88.1%	-43.9%	-89.5%	175.0%	91.1%
売上高経常利益率	0.1%	2.5%	3.3%	0.6%	2.5%	0.5%	1.3%	2.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	242	357	732	61	446	52	187	368
前期比	-	47.5%	104.9%	-91.7%	-39.2%	-92.8%	255.1%	96.0%
売上高当期純利益率	1.3%	1.4%	2.0%	0.3%	1.7%	0.2%	0.7%	1.2%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) レオクラン有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 20 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/9期連	18/9期連	19/9期連	20/9期連CE 1Q時修正	20/9期連CE 期初計画	20/9期連E	21/9期連E	22/9期連E
貸借対照表								
現金及び預金	2,609	3,722	6,182	-	-	4,645	4,696	4,968
受取手形及び売掛金	7,943	7,765	5,269	-	-	6,828	6,553	6,333
商品及び製品、原材料及び貯蔵品	20	22	28	-	-	23	27	31
その他	237	97	93	-	-	93	93	93
流動資産	10,811	11,608	11,573	-	-	11,590	11,370	11,427
有形固定資産	548	500	499	-	-	465	430	396
無形固定資産	109	80	71	-	-	91	111	131
投資その他の資産	577	686	670	-	-	670	670	670
固定資産	1,235	1,267	1,241	-	-	1,227	1,212	1,198
資産合計	12,047	12,875	12,814	-	-	12,817	12,582	12,625
買掛金	7,486	7,162	6,407	-	-	6,357	6,007	5,700
短期借入金	70	50	30	-	-	0	0	0
1年内償還予定の社債	58	60	44	-	-	44	34	92
1年内返済予定の長期借入金	91	51	21	-	-	15	15	15
未払法人税等	12	287	311	-	-	43	100	192
その他	297	521	614	-	-	614	614	614
流動負債	8,016	8,132	7,428	-	-	7,074	6,771	6,614
社債	275	215	171	-	-	127	92	0
長期借入金	239	188	166	-	-	151	136	121
その他	609	657	707	-	-	734	734	734
固定負債	1,125	1,061	1,045	-	-	1,013	963	856
純資産合計	2,905	3,682	4,340	-	-	4,729	4,847	5,154
(自己資本)	2,818	3,592	4,235	-	-	4,621	4,729	5,025
(新株予約権)	86	89	105	-	-	107	117	128
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	323	652	1,189	-	-	124	342	654
減価償却費	77	84	89	-	-	73	73	73
のれん償却費	31	31	31	-	-	0	0	0
売上債権の増減額 (-は増加)	-4,369	177	2,496	-	-	-1,558	274	219
棚卸資産の増減額 (-は増加)	4	-3	-4	-	-	4	-3	-4
仕入債務の増減額 (-は減少)	3,724	-324	-754	-	-	-50	-350	-306
法人税等の支払額・還付額	-93	46	-421	-	-	-329	-86	-183
その他	-417	298	138	-	-	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-718	962	2,764	-	-	-1,736	249	453
有形固定資産の取得による支出	-184	-16	-71	-	-	-24	-24	-24
有形固定資産の売却による収入	300	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-16	-17	-36	-	-	-35	-35	-35
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	0	0	0
投資有価証券の買付・売却・償還による収支	-	-	31	-	-	0	0	0
その他	7	-18	-14	-	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	107	-52	-91	-	-	-59	-59	-59
短期借入金の増減額 (-は減少)	-20	-20	-20	-	-	-30	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	104	-91	-51	-	-	-21	-15	-15
社債の増減額 (-は減少)	-58	-58	-60	-	-	-44	-44	-34
株式の発行による収入	-	-	-	-	-	399	0	0
新株予約権の行使による収入	-	405	-	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-19	-19	-71	-	-	-71	-80	-71
非支配株主への配当金の支払額	-6	-5	-6	-	-	-6	0	0
その他	-7	-7	-4	-	-	27	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-7	203	-213	-	-	258	-140	-121
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-618	1,113	2,459	-	-	-1,536	50	272
現金及び現金同等物の期首残高	3,207	2,589	3,702	-	-	6,162	4,625	4,676
現金及び現金同等物の期末残高	2,589	3,702	6,162	-	-	4,625	4,676	4,948

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) レオクラン有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 短期業績の変動の大きさについて

同社のビジネスモデルの性質上、どうしても業績変動は大きなものとなる。当センターの業績予想は、ひとつのシナリオとして、メディカルトータルソリューション事業の新增改築案件が21/9期以降年2件ずつ増加していくという想定のもとで策定した(案件規模別には、10億円以上が1件増、1億円以上が1件増)。

しかし、案件規模が想定以上に大きくなったり小さくなったりすることは十分に考えられ、件数の増減の可能性も含めて、上にも下にも業績が大きく変動する可能性が高い。その上、建設会社の施工の遅延の影響を受ける可能性も考えられる。この業績変動の大きさが、株価変動を大きくする可能性がある点には十分に留意しておきたい。

◆ 新型コロナウイルス禍の影響

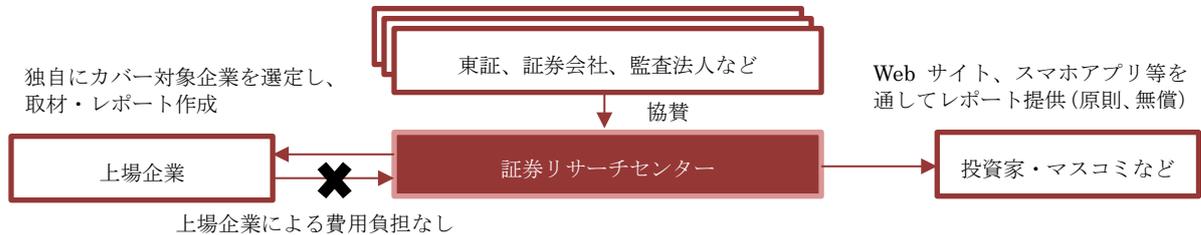
20/9期上期までは、新型コロナウイルスの感染拡大による業績への影響は軽微であった模様である。20年5月の時点で20/9期に売上計上される受注分については変化がないとのことで、短期業績への直接の影響は軽微である模様である。しかし、メディカルトータルソリューション事業において、一部建設会社の工事停止措置等による病院の新增改築工事の遅延のリスクが残っていることと、遠隔画像診断サービス事業における来訪患者数の減少の影響が継続することで、業績に影響を及ぼす可能性がある。

また、中期的には、新型コロナウイルス禍の影響が続いて病院の収益が悪化した場合、病院の設備投資意欲を大きく低下させ、病院の新增改築を見送るといった状況になる可能性もある。その場合の同社の業績への影響については注意しておきたい。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接的損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。