

# エス・エム・エス(2175 東証1部)

発行日: 2012/3/29  
 最終調査日: 2012/1/31  
 調査方法: 企業訪問・説明会

## 医療介護業界の転職にネット化を導入したパイオニア企業

### > 要旨

#### ◆ インターネットを使った医療介護業界専門の人材紹介企業

- ・同社の事業は医療分野とアクティブシニア分野に分けられるが、現在は看護師・介護士向けの医療人材紹介業が主力
- ・事業の対象は、医療従事者(介護:ケアマネージャー、学生等、医療:看護師、医師等)、医療事業者であり、対象者にとっての「日常」「非日常」場面に分けたサービスを展開
- ・「日常」とは会員が集うコミュニティサイトを運営を、「非日常」とは転職(求人・人材紹介)に関するサービスのことを指す

#### ◆ 看護師人材紹介では、業界トップの売上高

- ・人材紹介事業(非日常)に加え、先行者知名度を利用したコミュニティサイトの運営(日常)をすることで、会員の囲い込みを進めている
- ・転職を希望する看護師に対して転職先を紹介することで医療機関から紹介手数料を得るとともに、転職後の看護師に情報ポータルサイト(コミュニティサイト)を引き続き利用してもらうことにより、将来的には物販、資格取得支援等につなげる戦略

業種: サービス業  
 アナリスト: 宮永 雅好  
 +81 (0)3-6858-3216

【主要指標】	2012/3/21	
株価(円)	128,100	
発行済株式数	103,416	
時価総額(百万円)	13,248	
上場日	2008/3/13	
上場来パフォーマンス	31.6%	
	前期	今期予想
PER(倍)	14.5	14.2
PBR(倍)	4.0	3.3
配当利回り	0.8%	0.8%
	σ	β 値
リスク指標	72.9%	1.42

### > 投資判断

#### ◆ 今期業績は会社計画達成の見込み、将来的にも成長が見込める

- ・今期の業績は、第3四半期までは利益面ではやや苦戦しているが、通期では会社計画に近い業績は達成される見込み
- ・足元の看護師会員数の伸び率はやや鈍化しているが、既に約23万人と就業看護師の17%を会員としていることから、今後は転職紹介の実績に結び付けることが重要になる
- ・他社の参入によって競争は激化しているが、将来的にも医療介護業界の人材ビジネスは景気変動に左右されないこと、慢性的な人手不足は継続するものと考えられるため、安定した成長が期待できる
- ・今後4年間の成長率は、売上高で5~10%を想定する。介護分野はやや伸び悩む可能性があるが、新規事業分野が徐々に貢献するものと予想する。また、2020年頃には、第三の柱としてのアクティブシニア分野が寄与することも想定される

#### ◆ 直近株価は急騰したため、ほぼ妥当なバリュエーションか

- ・直近過去1年間の株価は概ね70,000円から80,000円と初値近辺の株価でもみ合いを続けていた。しかし、3月5日の週から株価にはわかに動意付き、急騰に転じている
- ・直近(3/21)の株価バリュエーションは、今期予想PERで約14倍、予想PBRは3.2倍となっている。2012年3月期の同業他社平均の予想PERが12.6倍であることから妥当PERを12倍と考えると、中期的な妥当株価は、2015年3月期の予想EPS(11,827円)をもとに、142,000円程度と想定する
- ・今後の成長性に対して懸念が生じた場合やROEの水準が低下する場合には、配当性向の引き上げなどが必要となろう

#### 【主要KPI(業績指標)】

介護/医療部門	有料会員 事務所数	看護師コミュ ニティ会員数
2011.3末	4,200社	189,000人
2011.6末	4,900社	203,000人
2011.9末	5,900社	210,000人
2011.12末	6,800社	228,000人

#### 【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	82.7	86.5	77.9
対TOPIX(%)	73.7	57.6	72.0

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター  
 審査委員会審査済20120326

# エス・エム・エス(2175 東証1部)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3期 実績	2011/3期 実績	2012/3期 会社予想	2012/3期 予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想
売上高	7,172	7,618	8,785	8,650	9,450	10,100	10,810
前年比	38.5%	---	15.3%	13.5%	9.2%	6.9%	7.0%
営業利益	1,261	1,480	1,504	1,485	1,654	1,818	1,946
前年比	2.5%	---	1.6%	0.3%	11.4%	9.9%	7.0%
経常利益	1,266	1,530	1,653	1,634	1,814	1,998	2,146
前年比	2.3%	---	8.0%	6.8%	11.0%	10.2%	7.4%
当期純利益	717	876	956	931	1,034	1,139	1,223
前年比	-0.3%	---	9.2%	6.3%	11.0%	10.2%	7.4%
期末株主資本	2,377	3,242	—	4,061	5,000	6,015	7,114
発行済株式数	97,410	102,018	103,416	103,416	103,416	103,416	103,416
EPS(円)	7,363.5	8,850.4	9,330.7	9,006.1	9,996.9	11,012.4	11,827.0
配当(円)	500	1,000	未定	1,000	1,200	1,200	1,200
BPS(円)	24,424.2	31,697.4	---	39,268.2	48,348.5	58,160.9	68,787.9
ROE	35.1%	31.3%	---	25.5%	22.8%	20.7%	18.6%
株価(円)	127,000	75,700	128,100	128,100	—	—	—
PER(倍)	17.2	8.6	13.7	14.2	12.8	11.6	10.8
配当利回り	0.4%	1.3%	---	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%
PBR(倍)	5.2	2.4	---	3.3	2.6	2.2	1.9

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

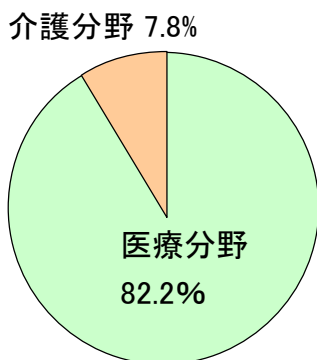
## > 株価パフォーマンス



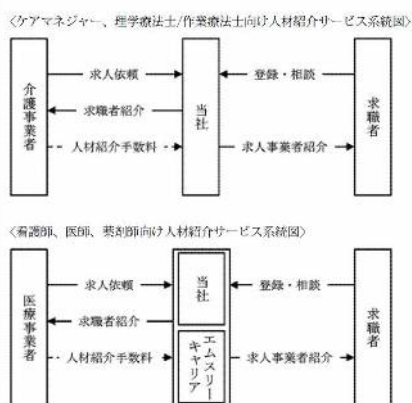
## 会社の概要

### > 事業内容

<売上構成 (2011/3 期) >



<同社のビジネスモデル>



#### ◆ 現在の事業構成は、医療分野が主力

同社の売上構成は、医療分野（主に看護師の人材紹介）が約8割を占め（平成23年3月期は6,772百万円）で同社の成長を牽引してきた。成長の要因としては、わが国の医療業界における看護師の人手不足と離退職者の多さが指摘できる。

わが国の看護師数は増加傾向にあるものの、高齢者の割合がOECD各国と比べても極めて高い一方で、女性の看護師が結婚や子育てなど家庭の事情で転退職が多い状況がある。

#### ◆ ネットを使った医療分野の人材紹介の草分け

同社は、医療介護分野ではインターネットによる業務の効率化が遅れていたことに着目し、看護師の人材紹介を始め、広告宣伝の巧みさ、過去の登録者蓄積による囲い込みなどが功を奏している。

同社の収益は、人材紹介手数料と広告掲載料がメインである。またコストは人件費と広告宣伝費である。数年前までは営業利益率と経常利益がほぼイコールで、「利益率20%」を目標としていた。しかし、営業外の収支が増えたことなどから、収益率目標については、現在見直し中。

#### ◆ 情報インフラとしてのNo.1を目指す

同社は、「情報インフラとしての圧倒的No.1」にこだわっている。つまり、事業の対象者層の特性に合わせて、きめ細かな情報ポータルサイトを構築・運営し、サイト内における情報の流通量や活性化に重点を置いている。

例えば、ケアマネジャーは限定された地域を単独で行動することが多く、一人で患者と向き合うために相談相手に不足しがちである。そのため、「よくあるケース」を掲載して、ケアマネジャーにとって有益な情報の掲載しサイトの魅力を高めている。

また、行政機関からの通達の示達や変更等、業務に直結する情報を噛み砕いて説明するなど、ユーザー利便性を高める工夫をしている。こうした専門分野に特化したサイト情報は、社内で担当制を敷いたうえで作り込みを行っている。専門性の高い職種ならではの悩みをきめ細かくフォローし、コンテンツをトライ&エラーによって提供し、ユーザーから支持を得られ、継続して利用してもらえるようなサイト構築に心掛けている。

## > 経営陣

同社の経営陣は、取締役5名(うち社外取締役1名)、監査役3名で構成されている。創業当時の経営陣は、諸藤社長と信長取締役の2名。ほか2名は上場前後にコンサルティング会社から転職している。

社外取締役の伍藤氏は、厚生労働省出身で現在は製薬工業協会理事、一般財団法人長寿社会開発センター理事などを兼任している。民間企業での経営の経験はないが、行政の立場で医療・介護分野に深く関わってきた経験がある。

常勤監査役の渡辺氏は、日本興業銀行出身で、出向先での子会社社長経験や複数の民間企業での常勤監査役経験があり、民間企業経営に対しての知見を有している。

## > 株主構成

株主数は2011年3月時点で2,812名。所有者別保有状況では、同社役員、顧問、持株会が51.0%、国内機関投資家が13.7%、外国人が3.9%、個人19.7%、その他11.7%となっている。また2011年9月時点では、株主数は2,445名となっている。

大株主の状況は、代表取締役の諸藤氏が33.3%で筆頭株主、取締役信長氏が1.4%で上記取締役2名の合計持株比は34.7%である。また、アズワン株式会社が4.1%、エムスリー株式会社が3.3%、株式会社ケア21が2.0%保有(合計で9.4%)。

## > 沿革・企業理念

高収益企業で修業をした後に、仲間と創業。医療分野に特化した人材紹介事業でトップ企業に

同社の創業者である、代表取締役の諸藤氏は、経営のノウハウを学ぶために、学卒後、高収益企業で知られるキーエンスとゴールドクレストで社会人経験を積み、両社で仲間を募って2003年に創業した。創業時は6名のメンバーで、介護事業者と求職者のマッチングをするサイトの運営を開始。人材紹介手数料と介護事業者の有料求人広告料が収益の柱であったが、後者が伸び悩んだため、まずは人材紹介で認知度を高めてから求人広告を手がけることに方針転換した。

ケアマネージャーを対象にした人材紹介サイト「ケア人材バンク」や、ホームヘルパーやケアマネージャー等の介護福祉職に特化した求人情報サイト「カイゴジョブ」が業界で認知され、事業は軌道に乗った。その後、事業領域の拡大を進め、2005年9月には、看護師紹介サイト「ナース人材バンク」を開設し、医療分野へ進出した。さらに、看護師の求人情報サイト、医師や薬剤師等の人材紹介サイトを開設。

現在介護分野では7サイトを、医療分野でも8サイトを手がける。売上構成は、2006年3月時点で医療分野が12.5%であったが、大きく成長し、2年後の2008年度には半数以上(56.7%)を占める事業に成長した。2011年度では83.6%を占め、同社の大きな柱になっている。

事業環境

同社は経営理念として、「高齢社会に適した情報インフラを構築することで価値を創造し社会に貢献し続ける」ことを掲げている。現在の介護・医療・海外の各分野において、コミュニティサービス等の日常事業、人材紹介サービス等の非日常事業の運営に至っている。

> 業界環境・競合他社

人材紹介業界は景気の波に左右されるが、医療・介護業界は比較的安定的でなお成長分野

◆ 医療介護業界の人材ビジネスは比較的安定的で好調に推移  
 人材紹介業界の規模は、矢野経済研究所推計によると2010年度は850億円(前年度比11.8%増)であった。2009年度はリーマンショック後の急速な景気後退の影響を受け2年連続の大幅な減少となっておりピークであった2007年度と比べるとほぼ半減した。しかし2009年度後半からは景気の回復に比例して企業の人材需要が拡大し2010年度では2007年度以来3期ぶりのプラス成長へ転じている。2011年度は、2011年3月に発生した東日本大震災によって一時的の採用がストップし、求人情数全体が減少した。しかし6月以降の復興需要により前年対比17.6%増の1,000億円が見込まれている。

人材派遣・紹介業界のプレーヤーは、最大手の総合人材会社であるリクルートエージェントと、インテリジェンスやテンプHLDのような人材派遣型企業と、同社のようなニッチ系企業に大別される。人材派遣業は景気に左右されるため各社ともに長期的に苦戦をしているが医療・介護分野特化型の同社とキャリアブレインは増収を続けており、医療介護分野は不況に強いことが確認された。

<人材紹介部門のみの売上高ランキング> ※出所：矢野経済研究所

順	企業名	2010年度売上高
1	(株)リクルートエージェント	240億円
2	(株)インテリジェンス	91億円
3	同社	55億円
4	(株)JACリクルートメント(証券コード2124)	40億円
5	テンプHLD(株)(証券コード2181)	31億円
6	(株)クイック(証券コード4318)	22億円
7	(株)パソナグループ(証券コード2168)	18億円
8	(株)キャリアブレイン	11億円
11	ディップ(株)(証券コード2379)	7億円



医療介護分野の人材紹介の特徴は、24 時間勤務体制、つまり夜勤があること。そのため、勤務条件に「居住地の近隣」というエリア性のニーズが高くなる。そこで、地域ごとに人材の需要と供給両方の情報を入手することが必要になる。こうした営業体制を構築するには、大手企業でも参入には時間がかかることから、求職者を多く会員として持つことは、他社に対する参入障壁となっている。

### > ビジネスサイクル

人材紹介のスポットビジネスだが、日常での囲い込みと社内の人材育成が鍵となろう。

同社の収益モデルは二つに分けられる。

ひとつは、紹介手数料を中心にしたスポット収入である。紹介手数料は年収の 20%相当で、コンサルタントの 1 人あたりの成約件数が業績を左右する。顧客は「非日常」分野にあたるため、契約はあくまでスポットになる。看護師を始めとした医療分野の転職市場は今後も中長期的にニーズがあるものと考えられるため、日常での囲い込みと優秀なコンサルタントの確保（採用育成）が重要となろう。

一方、今後の注力分野である介護事業者等を対象にした請求書発行や採用などの業務システム（ASP）の導入やアウトソーシングについては、継続契約の形態をとり、一度契約すると長期にわたって受託収入を得ることが期待できる。いわゆるストックビジネスである。サービス単価は他社と比較して競争力があるため、契約期間は 3～5 年程度と見込まれる。

### > KPI(業績指標)

同社の K P I（業績指標）については、「日常関係」の関連数値として「中小介護事業者契約数」と「看護師向けポータル协会会员数」があげられる。また主力事業である人材紹介を成長させるためには、コンサルタント数も重要である。業績面への影響を測る指標としては「人材紹介コンサルタントの生産性」と「顧客当たり単価の動向」もポイントとなろう。

会員数（登録従事者）の積み上げのため、医療従事者が学校を卒業するときから就職セミナーや就職ガイドブックの発刊を行うなど、認知度を上げる工夫をしている。

< 同社の KPI（介護事業者会員数と看護師会員数） >

	2011/3 末	2011/6 末	2011/9 末	2011/12 末
介護分野 有料会員事業所数	4,200	4,900	5,900	6,800
看護師向け コミュニティ会員数	189,000	203,000	210,000	228,000

経営戦略

> 現状の課題と戦略

同社は現状の課題として、「人材の確保と育成」、「既存サービスの強化」、「新規サービスの開発」、「各サービスの品質・生産性・顧客満足度の向上」を挙げている。また、新規サービス開発のためのM&Aにも積極的である。

既存サービス、新規サービスともに、社内スタッフが起案・運営している。現状の課題を解決し、今後更に成長するためには、新しいアイデアから社会的意義のある新たな価値を創造することができるイノベーション精神に富んだ人材を採用育成することが重要である。

現在、介護分野の業績が伸び悩んでいるが、介護事業者の約80%が中小事業者であり、それらの事業者のニーズからみた潜在市場規模は300億円程度と試算している。この分野は、同社にとっても成長可能な事業対象であり、将来的にはストックビジネスとして安定収益源になることも期待できる。現在、ターゲット市場に対するシェアは7%程度と想定されるが、来期以降新たな戦略が期待される。

<看護師人材紹介事業における戦略(同社IR資料より)>

4-3 看護師人材紹介サービスの市場動向と競合環境\*1



看護師人材紹介の市場において、当社は20-30%のシェアを占めていると想定しています。しかし、今後数年間で、プロモーションコストの増加や大資本の人材関連サービス会社がシェアを上げてくる可能性があることから、当社は、人材紹介事業の競争力向上と看護師の日常的な囲い込みにより、差別化を図ります

看護師人材紹介の市場規模イメージと  
人材紹介市場における当社シェア\*2



看護師の全就転職者の中で、人材紹介経由で入職する人の割合イメージ

人材紹介経由入職者中の当社シェア\*2 [%]

人材紹介市場は、拡大中。その中で、当社はトップシェアを獲得しているが、更なる成長を目指す

今後数年間の事業環境の変化の可能性

- 1 競合環境が厳しくなるにつれ、各社とも従事者を獲得するためのプロモーションコストが徐々に増加していく可能性がある
- 2 大資本の人材関連サービス会社が、徐々にシェアを上げてくる可能性がある

人材紹介事業の競争力向上と  
看護師の日常的な囲い込み  
による差別化

© Copyright SMS CO.,LTD 2011 \*1: 2009年12月31日時点の状況 \*2: 当社推定

**> 中長期の課題と戦略**

現在の売上に占める割合は、看護師紹介事業（人材紹介・メディア）が約8割を占めているため、今後の持続的成長を実現するには、看護師以外の医療分野、介護分野、新規事業をいかに成長させていくかが重要になる。

創業時から志向している「アクティブシニア分野」は、現在は休眠状態であり、本格的な事業化は、2020年頃、つまり現在50代の年齢層が60代のアクティブシニア層になる頃を想定している。

しかし「親の介護を考える40～50代」へのアプローチは継続し、「安心介護」というコミュニティサイトによって囲い込みを進めている。ユーザビリティの高いシニア向け商材（家電など）などを提供することによって、一気にアクティブシニア層が同社のネット情報インフラへ近づく可能性も秘めており、様々な試行錯誤を経て、事業を進めていくこと方針のようだ。

**> アナリストの戦略評価**

同社は、2003年4月創業の若い会社ながら5年後の2008年3月には東証マザーズへ上場し、2011年12月には東証一部への指定を果たしている。創業時に先行して固定費をかけた時期があったものの、損益分岐点を越えた後は着実に利益を計上しており、上場後は配当も実施している。

同社のビジネスモデルを支えているのは、ターゲティングを絞り込みと、定石に則った事業ポートフォリオの組み立てであろう。他社に先駆けて、日常的に「学ぶ」意欲が高い（または「学ぶ」必要に迫られている）専門職である看護師や介護関係者に注目してターゲットとしたこと、また人材紹介（非日常分野）とコミュニティサイト（日常分野）の両面のサービスを提供することで、スポット的なビジネスを継続的な事業に転換させようと努力したことなどがこれまでの成功に結び付いているものと考えられる。

今後も日常としてのストックビジネスの基盤を活用し、スポット収入を伸ばすことにより業績の向上を目指す考えである。さらに、事業者向けの新規事業を立ち上げことで、さらなる成長を画策している。特にアウトソーシング受託事業は、事業者向けストックビジネスの柱となりうる可能性がある。得意分野に特化した情報インフラを強化し、ユーザーのニーズに合ったサービスを提供することができれば、中長期的に高い成長性も期待できる。

一方、海外戦略は未知数である。昨年M&Aによって韓国のコミュニティサイトを買収し、また今年の1月に台湾に子会社を設立したが、今後数年間に海外事業が業績に貢献する可能性は低いと思われる。



会社の分析・評価

> 基礎的分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・看護師の人材紹介企業として高い認知度</li> <li>・非日常分野と日常分野を持つことにより、多くの求職者を集客できること（専門性の高い職種に限定しており、常に「学び」のニーズがあることから日常化しやすい）</li> <li>・損益分岐点を上回ってからは（現在は既に達成）安定利益を生み出すビジネスモデルであること</li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・看護師以外の人材紹介事業の伸び悩み</li> <li>・大手人材紹介企業（リクルートなど）と比べてブランド力、組織力の劣後</li> <li>・成長のためには、M&amp;Aに頼らざる得ない人材不足</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・超高齢社会の到来による医療分野の成長性</li> <li>・医療・介護関連事業者、従事者数の増加による人材紹介サービスの浸透</li> <li>・売手市場としての医療介護業界での労働力の流動化や就業形態の多様化</li> <li>・日常サービス分野の拡大（専門的スキルアップニーズ、医療制度の改定等）</li> <li>・海外医療従事者の増加による日本企業との間のマッチング（採用・育成）</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・採用基準の難度化（選考期間の長期化による収益構造の悪化）</li> <li>・大手人材紹介企業の参入による主要事業者間でのサービス内容の近似化、陳腐化</li> <li>・競合事業者間での連携・M&amp;A拡大</li> <li>・求人スペックの高度化（優秀層の獲得競争激化）</li> <li>・価格競争（紹介手数料率引き下げ）による収益性の悪化</li> </ul>

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

人材紹介市場は、超大手（リクルート）を始め、中堅事業者も多く、競争は激しい。同社の主力である医療業界におおても競合他社は少なくない。そのため、同社が会員をコミュニティサイトに引き止める魅力的なコンテンツの提供がなされない場合、もしくは個人情報流出等企業の信用が損なわれることがあると会員顧客は他社に流れるリスクもある

◆ 新規参入の脅威

今後のマーケットの成長期待や、景気に左右されない事業環境の安定性を見込んで、大手企業が参入すると、競争環境は厳しくなることが予想される。人材紹介事業やサイト運営事業は多額の投資を必要としないため、新規参入は容易である。早期に会員を囲い込むことは一定の参入障壁になると考えられるが、市場規模が拡大する過程においては、新規参入のリスクは高いといえる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

医療関係者、特に看護師が転職時に人材紹介業を利用するニーズは強いと考える。医療業界は人手不足が慢性化しており、採用専門部署を置いているケースが少ない。一方、今後はアジアからの人材参入が増えると、これまでの看護師紹介事業に変化が生じる可能性がある。

◆ 買い手競争力

競合企業が増加するにつれ人材紹介手数料率の改定圧力が高まる可能性がある。しかし、人手不足が慢性化しているため大幅な価格下落は考えにくい。

◆ 供給者（ユーザー）の支配力

競合企業が増加するにつれユーザーの選択肢が増え、よりサービスのいい人材紹介事業者へ流れていく可能性がある

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

社内での細かな取り組みとして、ムダをなくす、例えば誰もいない部屋の電気は消す、コピー・印刷の利用の効率化、等を徹底している。なお、業務遂行上での環境対応の必要性は低いものと考えられる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は経営理念において「高齢社会に適した情報インフラを構築することで価値を創造し社会に貢献し続ける」と掲げており事業を通じ社会的使命の実現を目指すと考えられる。

◆ 企業統治 (Governance)

創業時メンバーで現在も経営に携わっているのは諸藤社長と信長取締役であり、その他は、上場前後に取締役に就任していることから、経営陣の入替えは行われている。諸藤社長の持ち株比率は、3分の1以下であることから、いわゆる同族経営にはあたらないが、創業社長のリーダーシップに依存するところは大きいものと考えられる。なお、会社の方針や計画は、毎年取締役メンバーが6ヶ月程度の時間をかけて徹底的に議論し作成しており、組織的な経営体制を目指しているようだ。

## 業績動向と今後の見通し

### > 今期業績

直近の2012年3月期第3四半期累計決算は、売上高が前期比+11.0%増の62億35百万円、営業利益は同7.6%減の9億74百万円、経常利益は同2.0%減の9億74百万円、当期純利益は同0.6%減の6億23百万円となった。第3四半期累計で増収減益となった理由は、新規事業への投資負担の増加(約2億円)が大きい。

会社の通期計画では、売上高が87億85百万円(前期比+15.3%)、営業利益は15億4百万円(同+1.6%)、当期純利益は9億56百万円(同+9.1%)となっており、第4四半期で増益に転じる予想となっている。同社の業績は第1四半期と第4四半期に偏る傾向があり、1年前に比べてコンサルタントの数と生産性が伸びていることから、会社計画に近い業績は達成できるものと考えられる。

### > 来期以降の業績

来期以降の業績を予想する上でのポイントは、次の3点であろう。第一に、現在の主力事業である看護師の人材紹介事業の成長性、第二に介護事業の回復と今後の戦略、第三に、新規事業の拡大と収益性、についてどのように考えるかが重要である。

同社の看護師向けコミュニティサイトの会員数は2011年12月末時点で228,000人と、就業看護師数約135万人(2009年末で看護師が964千人、准看護師が394千人)に対して約17%を占めている。そのうち足もとの転職紹介成約件数は、月間約800件程度と想定され、年間で約1万件程度となる。これは同社の会員の約5%にあたるが、現在の看護師の転職市場の状況から考えると、年間7~8%にあたる数の転職紹介は可能な数字と思われる。今後数年間は、看護師不足の状況は解消されないものと想定され、また仮に看護師の増加によって看護師不足が解消されたとしても、転職市場は5%程度の安定成長が見込まれる。そこで同社の医療分野の中期成長を5~10%程度と想定した。

第二の介護事業については、競争が厳しい中で同社の優勢がまだ確立されていないことを考慮して、足もとも業績から2~3%の微増と想定した。成長のためには、具体的な戦略が必要であろう。

新規事業については、M&Aなどによってアジアでの展開に積極的であるが、大きな成長を見込んではいない。現段階では、今後3年間の連結業績への貢献は、売上高で1億円以下にとどまると保守的に見ている。

## 投資判断

### > 上場来パフォーマンス

同社は、2008年3月13日に公募価格23万円(分割調整後38,333円)に対し、初値45万円(同75,000円)で上場した。その後株式分割後に上場来高値618,000円(同309,000円)を付けたが、2009年10月のリーマンショックによる市場環境悪化で株価は下落し、2010年1月には50,000円まで下げた。

2011年以降の株価は概ね70,000円から80,000円と初値近辺の株価でもみ合いを続けていた。しかし、3月5日の週から株価はにわかにも動意付き、急騰に転じている。その結果上場来株主パフォーマンスは年率で35.1%と高い実績を残している。

### > 株主還元

同社は、成長への投資を優先し、財務の状況を勘案した上で配当の実施、回数及び金額を決定することを基本方針としている。したがって、上場後株主配当を実施しているものの、内部留保率が高い。

現在は配当性向の目標値は明示しておらず、直近では1,000円の安定配当を実施している。ROEはまだ高いものの、今後は成長性の鈍化も見込まれるため、一定の配当性向目標にしたがった株主還元が望まれよう。

### > 今期の株価見通し

直近過去1年間の株価は概ね70,000円から80,000円と初値近辺の株価でもみ合いを続けていた。しかし、3月5日の週から株価はにわかにも動意付き、急騰に転じている。しばらくは値動きの激しい展開が想定されるが、今期の業績発表と来期の予想数字が織り込まれれば、現状の株価水準で落ち着くことが想定される。

直近(3/21)の株価バリュエーションは、今期予想PERで約14倍、予想PBRは3.2倍となっており、現在の市場環境から見て、ほぼ妥当なバリュエーションのレンジ内にあるといえる。

2012年3月期の同業他社(5頁の表の上場5社)の予想PER(平均値)が12.6倍であることから、妥当PERを12倍と考えると、中期的な妥当株価は、2015年3月期の予想EPS(11,827円)をもとに、142,000円程度と考える。



## 本レポートの特徴

### ■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

### ■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

### ■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

## 指標・分析用語の説明

### ■ 上場パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

### ■ $\beta$ (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$ 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

### ■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

#### 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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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、最新のものではない可能性があります。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唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なる場合があります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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・間接の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