

エス・エム・エス(2175 東証一部)

発行日: 2013/3/8
 最終調査日: 2013/2/21
 調査方法: 企業訪問

業績は堅調さを維持。来期以降も高成長を持続することが想定される

> 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トップ企業

- ・エス・エム・エス(以下「同社」)の事業は医療分野、介護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で、特に看護師の人材紹介がコア事業。
- ・看護師の就業人口は約 140 万人で、そのうち約 1 割が転職すると考えると、14 万人の転職市場がある。同社の看護師向け人材紹介成約件数は年間約 1 万件で、市場シェアは約 7%と推定される。

◆ 2013 年 3 月決算は高成長を持続へ

- ・第 3Q までの業績は会社予想比では、売上・営業利益は下回るものの、経常利益・当期純利益では上回る実績であり、最終的な業績は、ほぼ会社予想に近い数字を予想する。
- ・セグメント別でみると、介護分野が特に好調であり、第 3 四半期累計実績で前年比+25.9%と大きく伸長しており、通期でも+25.5%と高い伸びを予想する。特に介護施設向けの ASP ソフトウェア「カイポケビズ」の販売が好調で、第 3Q 時点での売上高は 266 百万円と対前年比で+82.3%となっている。
- ・人材紹介ビジネスにおける生産性(コンサルタント 1 人当り成約件数)も向上しており、介護分野では第 3 四半期累計実績で前年同期月間 4.5 件から 5.5 件に増加している。

> 投資判断

◆ 中長期の業績予想を上方修正

- ・今後も以下の 3 点に注目する。
 - ① 現在の主力事業である看護師の人材紹介事業の成長性
 - ② 介護事業の成長性と今後の戦略
 - ③ 新規事業の拡大と収益性
- ・①については、当センターでは来期以降は会員数と紹介件数の伸びは、12~14%程度と想定。②の介護事業については、新規事業の ASP 事業(カイポケビズ)が低価格を武器に売上を伸ばしており、今後の成長性を 12~15%と上方修正した。
- ・最終的な中期予想は、今後 3 年間でみて、10%台の高い成長を持続するものとする。

◆ 今後の株価は成長性の高さと持続力にかかっている

- ・同社の上場来の株主パフォーマンスは年率で 42.6%と極めて高い実績を残している。しかしながら、配当還元は少ないことから、今後の成長性の評価が非常に重要になる。
- ・直近(2/28)の株価バリュエーションは、当センターの今期予想 PER で約 18.1 倍、予想 PBR は 4.35 倍となっており、現在の市場環境、今後の利益予想から見るとほぼ妥当なバリュエーション
- ・今後は増益によってさらにキャッシュは増加することが想定され、現状の現預金(2012/12 月末で約 22 億円)の水準から見て、配当性向の引き上げが期待される。

業種: サービス業
 アナリスト: 宮永 雅好
 03-6858-3216

【主要指標】

株価(2/28、円)	222,200
発行済株式数	104,076
時価総額(百万円)	23,126
上場日	2008/8/7
上場来パフォーマンス	42.6%

	前期	今期予想
PER(倍)	23.1	18.1
PBR(倍)	5.57	4.35
配当利回り	0.5%	0.6%
	σ	β 値
リスク指標	68.0%	0.96

【主要KPI(業績指標)】

介護/医療部門	有料会員 事業所数	看護師コミュ ニティ会員数
2011/3末	4,200	189,000
2011/9末	5,900	210,000
2012/3末	7,600	248,000
2012/9末	10,600	281,000
2012/12末	11,800	296,000

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	7.0	37.2	196.3
対TOPIX(%)	3.1	9.9	153.9

*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20130305

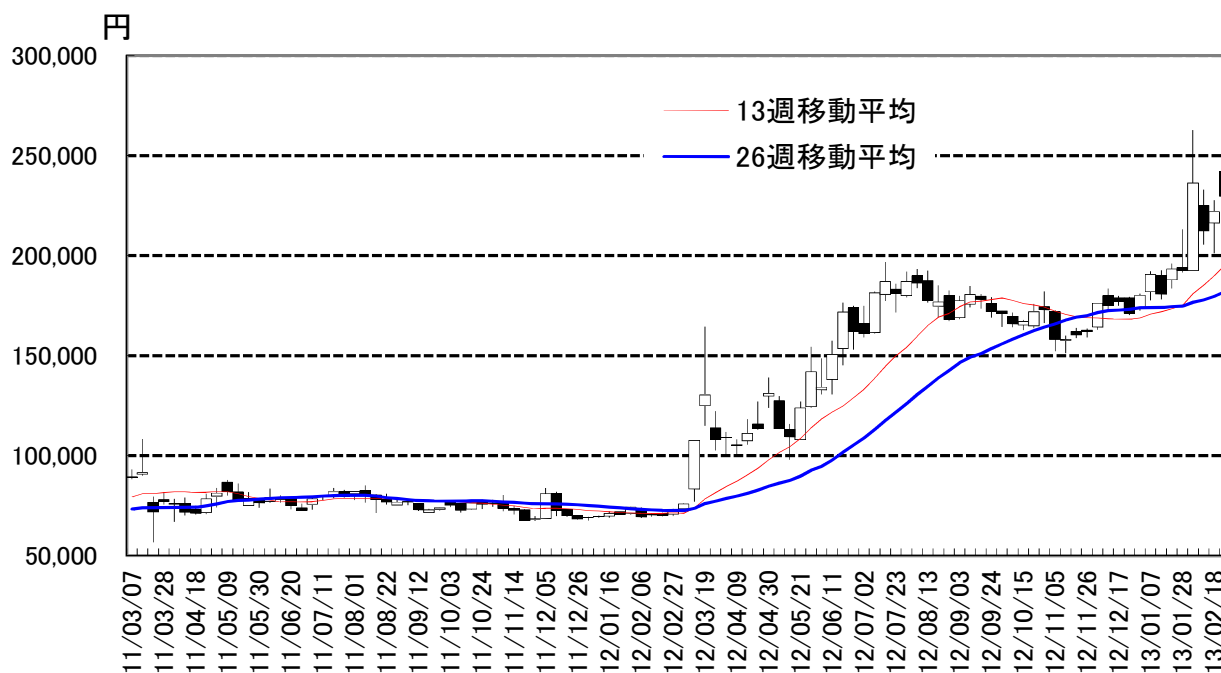
エス・エム・エス(2175 東証一部)

> 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	7,618	8,692	10,991	10,410	12,187	13,866	15,642
前年比	—	14.1%	26.5%	19.8%	17.1%	13.8%	12.8%
営業利益	1,480	1,519	1,758	1,670	1,967	2,313	2,608
前年比	—	2.6%	15.7%	9.9%	17.8%	17.6%	12.8%
経常利益	1,530	1,734	2,056	2,040	2,417	2,853	3,248
前年比	—	13.3%	18.6%	17.6%	18.5%	18.1%	13.8%
当期純利益	876	1,004	1,287	1,265	1,498	1,769	2,014
前年比	—	14.7%	28.2%	26.0%	18.5%	18.1%	13.8%
期末株主資本	3,242	4,163	N.A.	5,256	6,588	8,160	9,946
発行済株式数	102,018	103,566	104,076	104,076	104,076	104,076	104,076
EPS(円)	8,850	9,624	12,471	12,304	14,466	17,080	19,444
配当(円)	1,000	1,200	未定	1,400	1,600	1,900	2,200
BPS(円)	31,697	39,913	N.A.	51,131	63,615	78,795	96,039
ROE	69.2%	27.2%	N.A.	29.8%	25.3%	24.0%	22.2%
株価(円)	75,700	108,100	222,200	222,200			
PER(倍)	8.6	11.2	17.8	18.1	15.4	13.0	11.4
配当利回り	1.3%	1.1%	N.A.	0.6%	0.7%	0.9%	1.0%
配当性向	11.3%	12.5%	N.A.	11.4%	11.1%	11.1%	11.3%
PBR(倍)	2.39	2.71	N.A.	4.35	3.49	2.82	2.31

(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
2010/3 期は非連結、2011/3 期より連結決算に

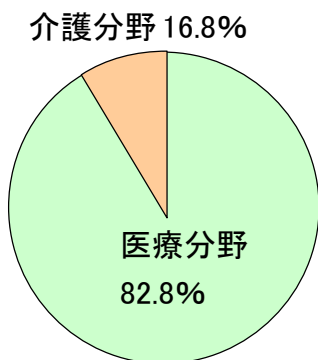
> 株価パフォーマンス



会社の概要

▶ 事業内容

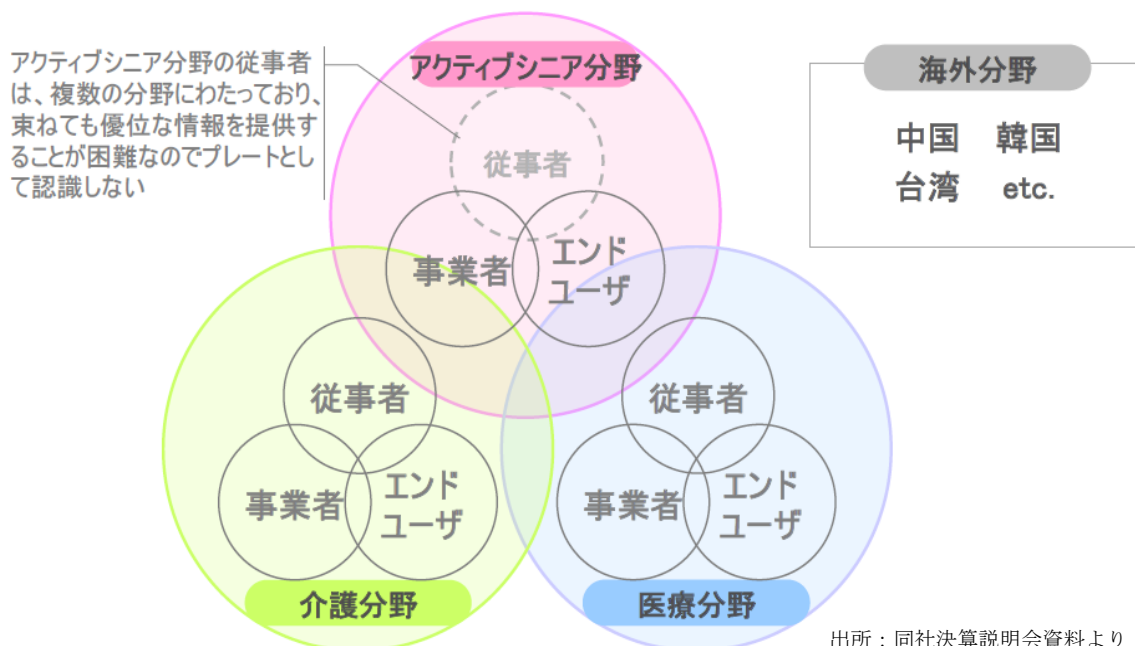
＜売上構成 (2012/3 期) ＞



◆ 医療分野（看護師の人材紹介）が主力事業
 同社は、インターネットを通じて、医療・介護業界向けに人材紹介、求人広告、資格情報などのサービスを提供している。売上構成は、医療分野（主に看護師の人材紹介）が82.8%を占め（2012年3月期）残りが介護分野向けである。なお、エムスリー（東証一部 2413）との合弁会社（同社持分 49%）であるエムスリーキャリアでは医師や薬剤師を対象とした人材紹介事業を行っている。

◆ 看護師の人材事業では業界ナンバーワン
 看護師の就業人口は約140万人で、そのうち年間約1割が転職すると考えると、14万人の転職市場がある。競合先としては、「ナースフル（リクルート）」、「ナースではたらこ（ディップ）」、「ナースの星（エス・エス・ファシリティーズ）」などがあげられる。同社の看護師向け人材紹介成約件数は年間約1万件で業界第1位であり、市場シェアは約7%と推定される。

◆ 情報インフラ構築による顧客の囲い込みを目指す
 同社の経営理念は「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」こととなっている。現在は医療・介護・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を運営することで、事業者、従業者、エンドユーザーの囲い込みを狙っている。



業績動向と今後の見通し

> 2013/3期第3Q実績

◆ 第3Q累計業績はほぼ会社の会社予想に沿った内容

2013年3月期第3四半期累計実績は、売上高は74億円(対前年比+18.7%)、営業利益は9.2億円(同-5.4%)、経常利益は11.7億円(同+10.9%)、当期純利益は7.4億円(同+19.0%)となった。会社予想比で見た進捗率は、売上は67.3%と7割を割り込んでおり、利益面では60%を下回っている。もっとも会社は、第3Qまでの会社予想比では、売上・利益は下回るものの、経常利益・当期純利益では上回る実績とコメントしており、通期会社予想も達成可能とみているようだ。

<2013年3月期の業績状況と会社予想>

単位：

	2012.3期 3Q実績	2013.3期3Q			2013.3期通期	
		実績	前年比	進捗率	会社予想	前年比
売上高	6,235	7,402	+18.7%	67.3%	10,991	+26.5%
営業利益	974	922	-5.4%	52.4%	1,758	+15.7%
経常利益	1,057	1,172	+10.9%	57.0%	2,056	+18.6%
当期純利益	623	742	+19.0%	57.7%	1,287	+28.1%

出所：同社決算説明会資料より当センター作成

外部環境を考えると、看護職や介護職に対する有効求人倍率はそれぞれ1.4倍、3.2倍程度であり(同社の開示資料から)、引き続き人手不足の状況が続いている。第3Q累計実績のセグメント別では、介護分野の売上が前年同期比で25.9%も増加しており、特に介護施設向けのASPソフトウェア「カイポケビズ」の販売が好調で、その売上高は2.66億円と対前年比で+82.3%となっている。

同社のKPIともいえる「介護分野向けビジネスポータルの有料会員数」と「看護師向けコミュニティ会員数」はそれぞれ大きく伸びている。したがって、将来の非日常分野での人材紹介に関する売上の増加に寄与することが期待できる。

<同社のKPI(介護事業者会員数と看護師会員数)>

	2011/3末	2011/9末	2012/3末	2012/9末	2012/12末
介護分野 有料会員事業所数	4,200	5,900	7,600	10,600	11,800
看護師向け コミュニティ会員数	189,000	210,000	248,000	281,000	296,000

出所：同社決算説明会資料より当センター作成

> 今期業績予想

◆ 今期業績はほぼ会社予想に沿った着地を予想

第3四半期累計実績では、売上、営業利益は会社予想を下回ったものの、持分法適用会社(エムスリーキャリアとQlife)の業績が好調であったことから、経常利益、当期純利益は会社の会社予想を上回ったようだ。しかし、進捗率でいえば、前年同期に比べても低く、通期会社予想達成のハードルは前年以上に高いものと想定される。当センターの今期業績予想は、売上高10,410百万円(対前年比+19.8%)、経常利益2,040百万円(同+17.6%)、当期純利益1,265百万円(同+26.0%)を見込んでいる。いずれも会社予想を若干下回るものの、売上、経常利益、純利益ともに前年実績の伸びを上回る好調な実績になるものと予想する。

セグメント別では、介護分野が特に好調であり、第3四半期累計実績で対前年比+25.7%と大きく伸長しており、通期でも+25.5%と高い伸びを予想する。人材紹介とメディアはともに2ケタ成長となり、加えて新規事業である「カイポケビズ」の販売も堅調に推移することが想定される。また会社が人材紹介事業のKPIとして重視する生産性についても、第3四半期までの月間成約者数は前年同期の4.5人から5.5人と増加しており、コンサルタント数(13名)は変わらないものの人材紹介事業の成長に貢献している。

看護師人材紹介においても生産性は改善傾向にある。コンサルタント数は2013年12月末時点で210人と前年同期に比べて10人増加しているが、月間成約者数は4.0人と変わっていない。新人の増加による生産性の低下を加味すると、既存のコンサルタントの生産性は改善していることがわかる。また昨年9月に開始した通信販売の売上も堅調で、医療の日常分野の売上増加に寄与することになる。

<セグメント別売上実績・予想(当センター作成)>

(単位:百万円)

	2010/3期	2011/3期	2012/3期	前年比	2013/3(E)	前年比
介護分野	1,241	1,246	1,458	+17.1%	1,830	+25.5%
人材紹介	450	431	494	+14.7%	590	+19.4%
メディア	703	704	752	+6.7%	860	+14.4%
新規事業	87	110	211	+92.2%	380	+80.1%
医療分野	5,927	6,370	7,195	+13.0%	8,525	+18.5%
人材紹介	4,926	5,155	5,920	+14.9%	6,600	+11.5%
メディア	998	1,203	971	-9.3%	1,200	+23.6%
新規事業	3	11	302	—	725	約2.4倍
売上高(全社)	7,172	7,618	8,654	+14.1%	10,410	+19.8%

※ セグメント合計と連結売上高との乖離は海外・その他部門の売上高。

2010/3期は非連結、2011/3期以降連結、2013/3(E)は当センター予想

> 来期以降の業績

◆ 今後3年間も2ケタ成長を予想

1年前のフルレポートでも記載したように、同社の将来業績を予想する上でのポイントは、以下の3点であろう。

- ① 現在の主力事業である看護師の人材紹介事業の成長性
- ② 介護事業の成長性と今後の戦略
- ③ 新規事業の拡大と収益性

今期については、前期までの業績の牽引役であった看護師向け人材紹介の伸び率が若干鈍化するものの、介護事業と新規事業が成長をサポートすることになりそうだ。すなわち、今期は上記の②と③の貢献によって高い成長を実現することが予想される。

①については、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296,000人と、就業看護師数約140万人に対して20%以上を占めるに至っている。まずこの比率をどこまで伸ばせるのか、そしてこのうちどれだけの転職をサポートできるのかがポイントとなる。当センターでは、来期以降は会員数と紹介件数の伸びが12~14%程度に鈍化するものと想定している。

②の介護事業については、新規事業のASP事業(カイポケビズ)が低価格を武器に売上を伸ばしており、KPIである有料会員事業所数も大きく伸びている。したがって、介護分野は同社の今後の成長を牽引する柱の一つになる可能性がある。そこで、利益予想においては、今後の成長性を12~15%と上方修正した。

新規事業については、介護分野のASP事業と医療分野の通信販売が売上を伸ばしているが、M&Aによってグループ化したアジアの拠点についてはなお未知数と考える。今後3年間で海外部門の売上高は1億円程度にとどまるものと保守的に見ている。

<同社の中期業績予想(当センター作成)>

(単位:百万円)

	2013/3期	2014/3期	前年比	2015/3期	前年比	2016/3期	前年比
売上高	10,410	12,187	+17.1%	13,866	+13.8%	15,642	+12.8%
介護分野	1,830	2,238	+22.3%	2,568	+14.8%	2,903	+13.1%
医療分野	8,525	9,859	+15.6%	11,198	+13.6%	12,619	+12.7%
海外等	55	90	1.6倍	110	+22.2%	120	+9.1%
営業利益	1,670	1,967	+17.8%	2,313	+17.6%	2,608	+12.8%
経常利益	2,040	2,417	+18.5%	2,853	+18.1%	3,248	+13.8%
当期純利益	1,265	1,498	+18.5%	1,769	+18.1%	2,014	+13.8%

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは高い数字を維持

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)を付けたのちにリーマンショック後の市場環境悪化もあり、株価は一旦50,000円程度まで下げたものの、2012年の前半から好業績を背景に大きく上昇した。

2月末現在の株価は222,200円となっており、その結果上場来の株主パフォーマンスは年率で42.6%と高い実績を残している。

> 株主還元

◆ 今後は配当性向の引き上げを期待する

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。実際に、上場後株主配当を実施しているものの、内部留保率が高いのが特徴である。現在は配当性向の目標値は明示しておらず、前期は1,000円から1,200円に増配したが、配当性向は12.5%と低水準である。

当センターでは同社の配当性向を実績値から11~12%程度と想定して、配当予想を行った。しかし、同社の成長は大型のM&Aなどが無い限り、投資に依存するものではないと考えられる。したがって、成長に伴う運転資本の確保を除けば、利益成長によってキャッシュは増加することが想定され、現状の現預金(2012/12月末で約22億円)の水準から見て、配当性向は引き上げられるべきだと考えている。

> 今期の株価見通し

◆ 株価は中期的な成長を織り込み済み

直近(2/28)の株価バリュエーションは、当センターの今期予想PERで約18.1倍、予想PBRは4.35倍となっており、現在の市場環境から見ると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。もともと現在の市場株価のバリュエーションは企業業績の回復期待を織り込んだものと想定され、同社についても今後の利益予想をベースにすると2015/3期の予想EPS(19,444円)の11.4倍となる。

同社の適正な株主資本コストは市場平均よりも若干高い8~10%程度と考えられるため、業績が安定成長期に入った時点での適正PERは10~12倍と想定される。したがって、当センターの利益予想が実現し、2015/3期時点で安定成長期に入る場合は、現状の株価は適正なレベルと考えられる。もともと、2015/3期の業績がさらに高くなる場合、または2015/3期以降も高い成長が予想される場合には、現在の株価よりもさらに高い株価も期待できよう。

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

■ 上場来パフォーマンス

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

■ σ (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

■ β (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(β 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なり、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。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ことがあります。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