

日本ケアサプライ (2393 東証マザーズ)

発行日: 2012/2/7
調査日: 2011/12/20
調査方法: 企業訪問

福祉用具レンタル卸のトップランナー

> 要旨

◆ 福祉用具サプライ事業が収益源

- ・同社は全国の福祉用具レンタル事業者向けに電動ベッドなどを貸し出すレンタル卸サービスを主力事業に、通所介護などの介護サービスも提供
- ・事業セグメントはレンタル卸サービスの「福祉用具サプライ事業」と介護サービスの「在宅介護サービス事業」の 2 事業。福祉用具サプライ事業は売上高の約 9 割、営業利益のほぼ全額を稼ぎ出す同社の屋台骨
- ・福祉用具サプライ事業の営業拠点は北海道から沖縄まで全国 68 拠点で、取引先は 2,000~3,000 事業者

◆ 2012 年 4 月の改正介護保険法施行はプラス要因と判断

- ・全国規模の競合は少なく三菱商事傘下が強みだが、介護保険制度の変更はリスク要因
- ・06 年改正介護保険法施行のレンタル制限でダウントレンドだった業績は、高齢化によるレンタル利用者の増加で底打ちから反転の兆し。12 年 4 月の改正介護保険法施行では、レンタル適応品目が増加するなど同社にはポジティブに作用

> 投資判断

◆ 2012 年 3 月期は会社計画を上回る可能性

- ・2012 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高が前年同期比 2.6%増の 44.2 億円、営業利益は同 1.5%減の 4.5 億円となった。売上面ではレンタルの商品ラインナップの拡充が奏功。一方、利益面では在宅介護サービス事業が黒字化したものの、レンタル商品拡充による減価償却費増が収益を圧迫
- ・12 年 3 月期のアナリスト業績予想は、売上高が前期比 2.8%増の 88.7 億円、営業利益は同 7.1%減の 10.5 億円を見込み、いずれも会社計画を上回る見通し

◆ 中期的な適正株価水準は 51,400 円~70,100 円を想定

- ・12 年 4 月の改正介護保険法施行は、介護保険適用のレンタル対象品追加が見込まれ、同社のビジネスチャンスが広がる見通し。レンタル対象品の追加や高齢者人口の増加から、アナリストは今後 4 年間の年平均成長率を売上高が 3.2%増、営業利益は 6.3%増と予想
- ・同社の適正バリュエーションを PER11 倍~15 倍と仮定。これにアナリストの 2015 年 3 月期予想 EPS4,675.6 円に当てはめると、適正株価水準は 51,400 円~70,100 円が見込まれる

業種: 情報・通信業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@holistic-r.org

【主要指標】

株価(1/27、円)	53,700
発行済株式数	180,376
時価総額(百万円)	9,686
上場日	2004/2/27
上場来パフォーマンス	-11.0%

	前期	今期予想
PER(倍)	16.5	14.3
PBR(倍)	1.0	1.0
配当利回り	32%	2.8%

	σ	β 値
リスク指標	21.9%	0.53

【主要KPI(業績指標)】

(百万円)	2010/3期	2011/3期
レンタル資産取得文 出	1,548	1,705

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	7.5%	30.2%	9.9%
対TOPIX	2.9%	30.7%	31.4%

*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20120202

日本ケアサプライ (2393 東証マザーズ)

> 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	8,371	8,632	8,700	8,870	9,150	9,450	9,750
前年比	3.9%	3.1%	0.8%	2.8%	3.2%	3.3%	3.2%
営業利益	1,082	1,130	990	1,050	1,130	1,180	1,260
前年比	-3.0%	4.4%	-12.5%	-7.1%	7.6%	4.4%	6.8%
経常利益	1,211	1,216	1,060	1,167	1,230	1,280	1,360
前年比	-3.2%	0.4%	-12.9%	-4.0%	5.4%	4.1%	6.3%
当期純利益	597	576	510	626	660	690	730
前年比	-9.1%	-3.5%	-11.6%	8.7%	5.4%	4.5%	5.8%
期末株主資本	9,579	9,766	—	9,192	9,617	9,995	10,382
発行済株式数	180,368	180,368	180,376	180,376	180,376	180,376	180,376
EPS	3,369.7	3,252.0	2,876.1	3,754.6	4,227.1	4,419.3	4,675.5
配当	2,200	1,700	1,500	1,500	2,000	2,200	2,300
BPS	54,024.1	55,076.1	—	55,128.7	61,596.8	64,016.0	66,491.5
ROE	6.3%	6.0%	—	6.6%	7.0%	7.0%	7.2%
株価	54,800	47,800	53,700	53,700	—	—	—
PER	16.3	14.7	18.7	14.3	12.7	12.2	11.5
配当利回り	4.0%	3.6%	2.8%	2.8%	3.7%	4.1%	4.3%
PBR	1.0	0.9	—	1.0	0.9	0.8	0.8

(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

福祉用具サプライ事業は業界
トップの実力

◆ レンタル卸サービスのトップランナー

同社は全国の福祉用具レンタル事業者向けに特殊寝台（電動ベッド）などを貸し出すレンタル卸サービスを主力事業に、通所介護や訪問介護などの介護サービスも提供する。

同社グループは、三菱商事を親会社（持株比率 64.4%）にレンタル卸サービスを展開する単体と、介護サービスを提供する連結子会社8社で構成される。事業セグメントはレンタル卸サービスの「福祉用具サプライ事業」と介護サービスの「在宅介護サービス事業」の2事業から成る。なかでも福祉用具サプライ事業は2011年3月期売上高の約9割、営業利益のほぼ全額を稼ぎ出すなど、同社の屋台骨と言えよう。

◆ 福祉用具サプライ事業が同社の屋台骨

事業セグメント別に見ると、「福祉用具サプライ事業」は電動ベッドや車いすなど介護保険が適用される福祉用具を、全国の福祉用具レンタル事業者向けに貸し出すほか一部商品の販売も行う。同社の顧客はあくまでもレンタル事業者であり、高齢者などの最終ユーザーには直接貸し出さないため、介護保険制度の直接的な影響は受けないと考えられる。しかしながら、顧客であるレンタル事業者には介護保険制度が適用されることから、同社は間接的ながら介護保険制度の影響から免れない。

2011年9月末の営業拠点数は全国68拠点に及び、北海道から沖縄までをカバーする。厚生労働省の「2009年度介護サービス施設・事業所調査」によると、介護保険制度における福祉用具レンタル事業者は全国で約5,500事業者、特定福祉用具販売事業者は約5,600事業者にのぼるなか、同社の取引先は2,000～3,000事業者に及ぶ模様。福祉用具のレンタル卸サービスに関する統計等は公表されていないものの、事業規模等における同社のポジションはニッチ市場ながら業界トップと推察される。

顧客との契約には期間の定めなどが無く、介護保険制度を利用する最終ユーザーのニーズによってレンタル期間が変動する。

取扱品目数は介護保険適用の12品目（電動ベッド、車いす、電動ベッド付属品など）を中心に約30万点を揃え、幅広いニーズに対応可能。売上高上位の主な商品は電動ベッド関連（電動ベッド及び不足品）や車いす（車いす及び付属品）、手すりや床ずれ防止品などと推察される。

また、各営業拠点では洗浄・消毒やメンテナンスを行い、品質の維持に努めている。

在宅介護サービスは介護予防に注力

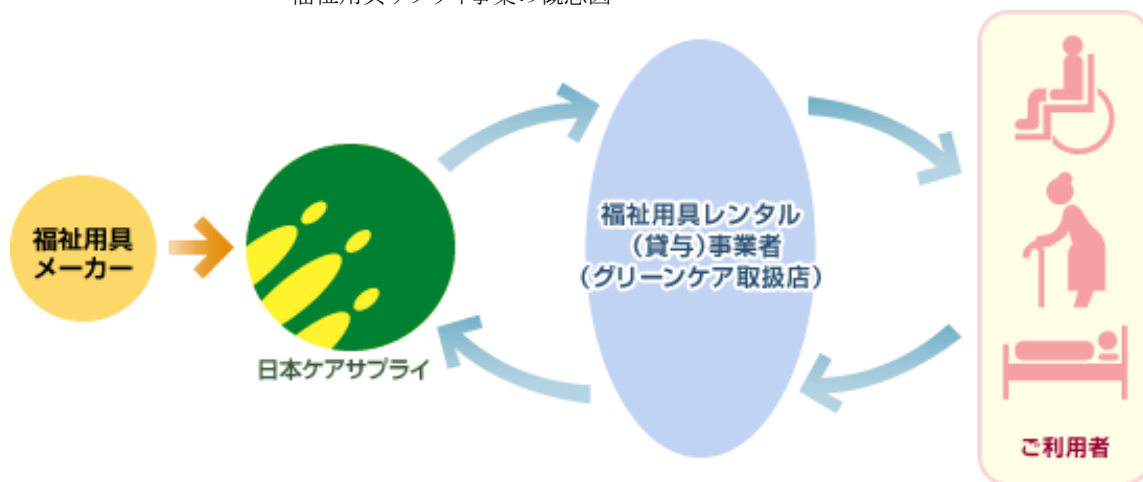
◆ 在宅介護サービス事業は地域密着型の介護予防

「在宅介護サービス事業」は、2006 年の改正介護保険法施行で「介護予防」と「施設から在宅へ」が打ち出されるなか、地域密着の小規模多機能型居宅介護（小規模多機能ケア）や通所介護、訪問介護のほか、地域医療機関との連携で訪問看護サービスなども行っている。同社の介護サービスは 2006 年の改正介護保険法で新設された「地域密着型サービス」に分類され、要介護度の比較的低い対象者に対して「介護予防サービス」を行う。

具体的には、小規模多機能ケアは拠点施設で入浴・食事などの日常的な介護サービスのほか、歩行などの機能訓練で介護予防サービスも提供する。ただし、在宅介護サービス事業の施設数は 10 拠点（2011 年 9 月末）と少ないため、現状では大きな業績寄与を見込みにくい。

なお、在宅介護サービス事業が提供する「介護予防サービス」は、主力事業である福祉用具サプライ事業の主要顧客が行う「介護サービス」とは制度上区分けされることから、在宅介護サービス事業が提供するサービスには顧客との競合関係を避ける配慮が見受けられる。

福祉用具サプライ事業の概念図



出所) 同社 HP

> 経営陣

◆ 経営陣は三菱商事出身者で構成

同社は三菱商事によって設立されたため、経営陣はほぼ三菱商事出身者で構成されている。取締役 7 名（うち社外取締役 3 名）のうち、社長の金子氏以下 6 名が三菱商事出身者。さらに、監査役 3 名（いずれも社外監査役）のうち、2 名が三菱商事出身者で占める。

歴代社長は三菱商事出身者が務めるなど、同社の経営戦略は三菱商事の事業戦略に沿ったものと推察される。これは三菱商事グループ企業

間のシナジーが見込まれる反面、グループ内の事業分担が明確化されることで、同社の事業領域が制限されるデメリットも考えられる。

> 株主構成

三菱商事グループにおける介護ビジネスの中核

◆ 大株主は三菱商事グループが上位を占める

2011年3月末の株主数は4,285名で、上場後6年で約1,100名増加した。大株主の状況は三菱商事が64.4%を保有し、三菱UFJリース7.1%、三菱総合研究所3.0%などの三菱商事グループが上位を占め、取引先のパラマウントベッドが4.4%を保有する。

所有者別別では金融機関が2.9%、法人79.7%、外国人0.7%、個人その他は16.8%と少ない。

所有者別状況	(%)
金融機関	2.9
法人	79.7
外国人	0.7
個人その他	16.7

2011年3月末

大株主	(%)
三菱商事	64.4
三菱UFJリース	7.1
パラマウントベッド	4.4
三菱総合研究所	3.0
明治安田生命	1.3
南日本銀行	1.1

2011年3月末

> 沿革・企業理念

◆ 沿革

同社は1998年に三菱商事によって設立された。2000年の介護保険制度スタートに向け、同社設立から全国主要都市に営業拠点整備を開始し、介護保険制度開始と同時にレンタル卸サービスを本格稼働させた。2004年に東証マザーズ上場。2006年の改正介護保険法施行を見据え、2005年には介護サービス子会社を設立して介護事業にも進出した。

◆ 企業理念

同社は社是として「安心できる商品の供給と真心のこもったサービスの提供」を通して「高齢社会への貢献」を掲げている。また、理念は「わたしたちは高齢社会のニーズにこたえ、最適商品を清潔感、安心感、信頼感の得られる“品質第一主義”に徹して提供します」と謳っている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

介護保険法は、基本的に3年ごとの法改正で実態に見合った制度に変更

◆ 業界環境は介護保険法の見直しに左右

2000年4月にスタートした介護保険制度は、介護給付件数（介護保険制度対象者）の増加とともに介護費（保険給付額・公費負担額・利用者負担額の合算）が拡大している。

厚生労働省の「介護給付実態調査」によると、介護保険制度における年間の介護給付件数は、01年度の57百万件から10年度には118百万件（介護サービスと介護予防サービスの合算）を突破。介護給付件数の増加とともに全体の介護費も、01年度の4.3兆円から10年度には7.5兆円（同）に拡大している。

介護保険制度は3年ごとの見直しが行われるなか、06年度の改正介護保険法施行では介護サービスの利用者基準が変更された。従来の「要介護1～5」（介護サービス）のほか、介護度の低い利用者向けに「要支援1～2」（介護予防サービス）が新設された。これにより従来の介護サービスを受けていた利用者の一部が介護費の低い介護予防サービスに移るなど、介護費全体の伸びは一時的に抑えられたものの、07年度以降は高齢化による介護給付件数の増加が介護費を押し上げている。

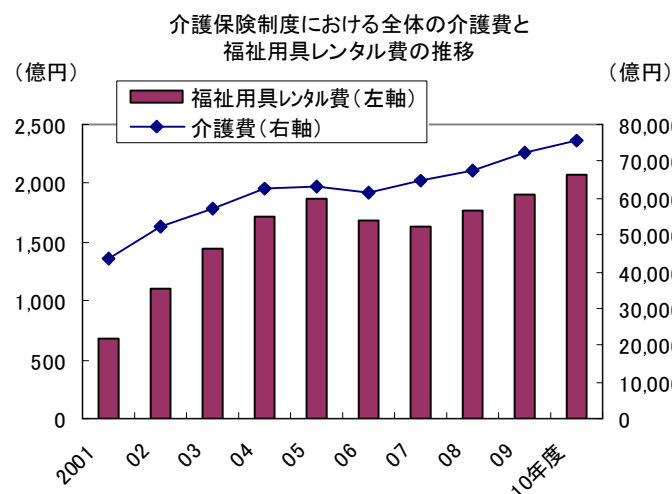
◆ 福祉用具レンタル費は拡大トレンドに転換

一方、同社に関連する福祉用具レンタル費は、中長期的に拡大トレンドにあるものの、06年度の改正介護保険法施行の影響で同年度から08年度までは業績の停滞を強いられた。

これは介護保険法改正が適用される利用者基準の見直しで、従来の「介護サービス」利用者が基本的に福祉用具レンタルの認められない「介護予防サービス」にダウングレードされた結果、レンタル品返品が相次いだため。加えて利用者の身体機能レベルによって電動ベッドなどのレンタル制限が設けられ、06年度から08年度のレンタル件数は介護保険法改正前の05年度を下回った。

09年度以降は高齢化による福祉用具レンタル件数の増加で、福祉用具レンタル費の拡大トレンドが鮮明になっていることから、大幅な介護保険法の見直しが無い限り、中長期的にこのトレンドは継続可能と考えられる。

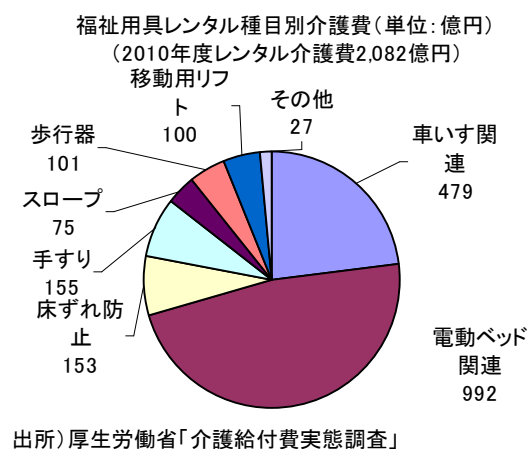
介護保険制度における福祉用具レンタルの種目別介護費（10年度）を見ると、電動ベッド関連（電動ベッド及び付属品）が992億円と全体の48%を占め、次いで車いす関連（車いす及び付属品）、手すりなどと続く。



出所)厚生労働省「介護給付費実態調査」

注)06年度以降は介護予防サービスと介護サービスの合算

注)介護費は保険給付額・公費負担額・利用者負担額の合算



全国規模の競合は数社に限られる

◆ 全国規模の競合は少ない

同社の主力事業は、福祉用具レンタル事業者向けにレンタル商品の卸サービスを行う B to B ビジネスである。全国規模の拠点整備やレンタル資産投資が求められるレンタル卸サービス業界は、川下の福祉用具レンタル事業者に比べ参入業者が限られており、上場会社における直接的な競合企業は存在しないと考えられる。

ただし、みらか HD (東証 4544) や豊田通商 (東証 8015)、パラマウントベッド HD (東証 7817) などは、子会社を通じてレンタル卸サービスを行っている。これらの企業のレンタル卸サービスは、いずれも複数存在する事業セグメントの一部に過ぎず、レンタル卸部門における詳細なデータは公表されていない。したがって、上場会社で直接的な競合企業は存在しないものの、すでに全国規模で福祉用具のレンタル卸サービスを行う企業が複数存在することから、価格等での競合が想定される。

> ビジネスサイクル

◆ ビジネスサイクルは 5 年～6 年と推察

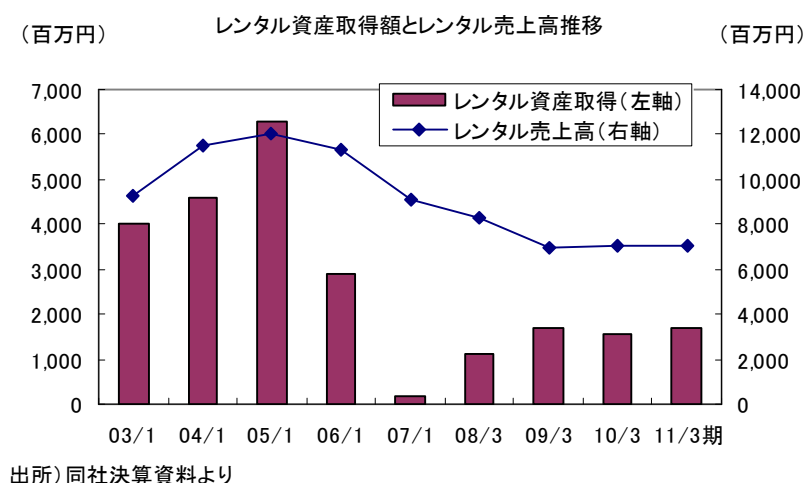
同社のビジネスサイクルは、レンタル資産の償却期間(買い替え期間)が妥当と考えられる。最終ユーザーの利用期間もビジネスサイクルの候補と挙げられるが、これは各人の身体機能や健康状態に左右されるため、中長期的なビジネスサイクルにはそぐわないと考えられる。電動ベッドなどレンタル資産に関する同社の減価償却は、残存価額を

0円とした3年～4年の定額法で行っていることから、会計上のビジネスサイクルは3年～4年と推察される。しかしながら、減価償却済みのレンタル資産であっても、一定の品質を維持していればレンタル可能と考えられるため、実際のビジネスサイクルは5年～6年に及ぶことも可能と思われる。

> KPI(業績指標)

◆ KPI はレンタル資産の取得額に注目

同社の事業指標は、キャッシュフロー計算書に表記されるレンタル資産の取得額推移が妥当と考えられる。これは将来の事業拡大に向けた投資と捉えることが可能で、同社の中長期的な売上高を予想する際の重要な指標に成り得る。



経営戦略

> 現状の課題と戦略

◆ レンタル事業者との関係強化を進める

同社は福祉用具サプライ事業の現状課題として、①レンタル事業者との関係強化、②競争力の維持・向上、などを挙げている。

この対応策として、首都圏中心に低コストで出店可能なステーションを新設し、物流のスピードアップなどのサービス拡充でレンタル事業者との関係を強化する方針。

また、需要の多い人気商品の拡充やメーカーとの連携でオリジナル商品の開発を進め、競争力の維持・向上を図る方針である。

> 中長期の課題と戦略

◆ 中長期的には海外展開を模索

中長期の課題は海外事業と医療機関との連携が挙げられる。海外事業については、高齢者人口の増加が見込まれる中国や台湾での事業展開を前提に、当該地域の市場調査を本格化させるとともに、現地パートナー候補と既に接触している模様。当初は国内福祉用具メーカーの輸出や、現地での販売支援を担う方針である。

また、介護保険制度の方向性が「施設から在宅へ」と向かうなか、同社は介護事業や訪問看護を行う医療機関との連携を拡大させ、最終ユーザーが自宅で高品質なサービスを楽しむよう、地域に根差したサービス提供を目指す方針である。

> アナリストの戦略評価

◆ 成長トレンドへの回帰が課題

同社の業績を時系列で見ると、大きく3つのステージに分けられる。第1ステージは01年1月期から05年1月期までの「始動期」。これは2000年4月の介護保険制度スタートとともに営業拠点の全国展開を進め、介護保険制度の福祉用具レンタル件数が大幅に伸びるなど、事業環境は強い追い風を受けた時期である。

第2ステージは06年1月期から09年3月期までの「変動期」。06年4月の改正介護保険法施行で福祉用具レンタル利用者が制限され、レンタル件数の減少や競合間の価格競争などで業績はダウントrendに陥った。この対応策として、同社は小規模多機能ケアなどの介護サービスに進出するなど、事業の多様化で収益リスクを分散させ、介護保険法改正による業績への影響を最小限にとどめる収益構造を目指している。

第3ステージは10年3月期から現在に至る「転換期」。06年の改正介護保険法で一時的に減少した福祉用具レンタル件数は、介護給付件数全体の増加とともに再び拡大に転じ、業績も底入れから上昇trendへの転換が見込まれている。今後は現在の「転換期」から、次の「成長期」への迅速な移行が求められる。

レンタル利用者の増加で変動期から転換期へ移行

◆ 4月の改正介護保険法施行でビジネスチャンスが拡大

この契機と考えられるのが2012年4月に予定される改正介護保険法施行であろう。今回の改正で同社の事業に関連すると考えられるのは、①福祉用具レンタル対象品目の追加、②福祉用具の個別援助計画(個別サービス計画)作成の義務化、③医療ニーズへの対応強化、などが挙げられる。

レンタル対象品目の追加では、自動排泄処理装置が注目されよう。これは今まで購入に限り介護保険制度の給付対象だったが、比較的高価なのが難点。今回の改正でレンタルが可能となり、中重度の介護サービス利用者のニーズが見込まれる。

福祉用具の個別サービス計画作成義務化は、最終ユーザーの状況等を記録し、情報を介護ヘルパーや家族などと共有しながら福祉用具レンタル事業の質的向上を図るもの。これは同社の顧客である福祉用具レンタル事業者などが義務化の対象だが、同社の行っている後方支援サービスの一環として個別サービス計画作成に関わることで、優良顧客の囲い込みや最終ユーザーのニーズ把握につながると考えられる。また、競合との価格競争が増すなかで、質的サービスの差別化につながる要素を含んでいる。

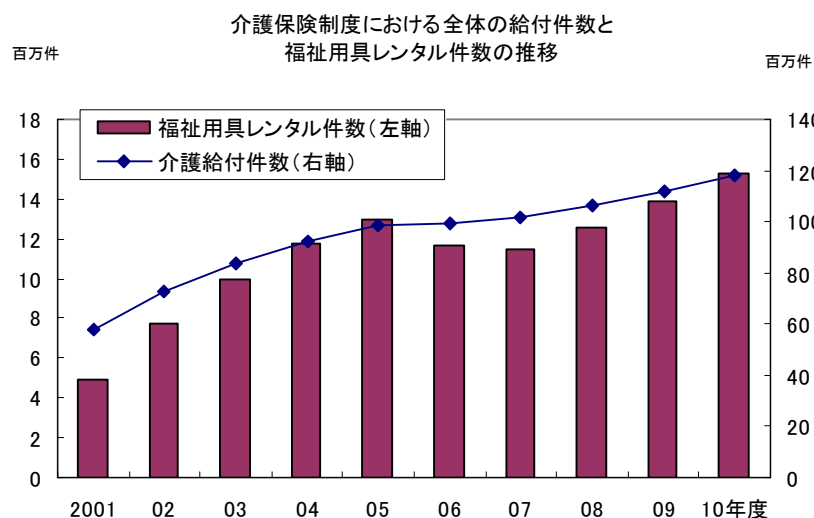
在宅サービス重視でレンタル
利用者は中長期的に増加する
見通し

◆ 改正介護保険法は在宅サービスを重視する方向

医療ニーズへの対応では、24時間訪問介護看護サービスと小規模多機能ケアに訪問看護を組み合わせた複合型サービスが新設された。これは、医療ニーズの高い中重度の介護サービス利用者への対応で、介護保険制度の「施設から在宅へ」に沿った内容である。同社の介護サービスは地域医療機関との連携で訪問看護に対応しているのはもちろん、在宅での介護サービス利用者の増加は、福祉用具レンタル需要の拡大につながると考えられる。

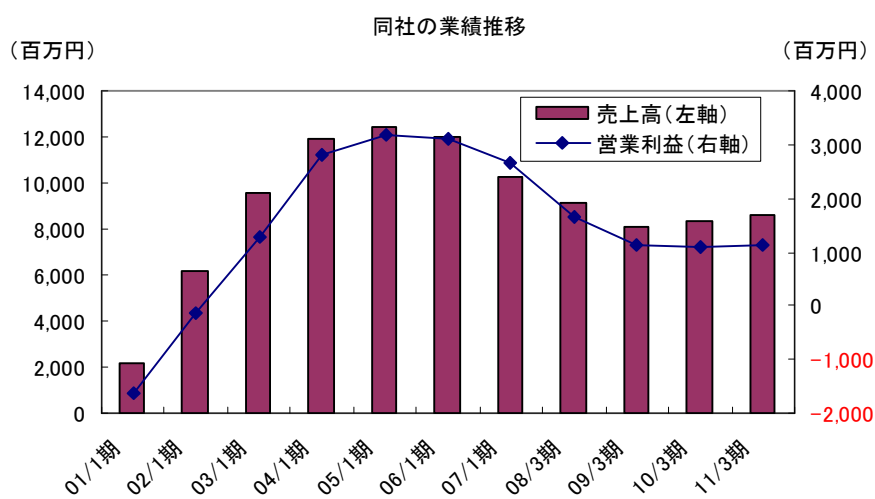
中長期的な課題の海外展開については、すでに中国や台湾などで市場調査を行い、現地パートナーとの交渉を進めている模様だが、具体的なタイムスケジュールや戦略が公表されていない。したがって、アナリストの業績予想には、海外事業を織り込んでいない。

なお、同社は2013年3月期以降の中期経営計画を作成中であり、2012年3月期決算発表と同時に新たな成長戦略が公表される見通しである。



出所) 厚生労働省「介護給付費実態調査」

注) 06年度以降は介護予防サービスと介護サービスの合算



出所) 同社決算資料より

注) 08/3期は決算期変更で変則決算

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	・三菱商事を親会社に持つ信用力 ・全国をカバーする営業拠点と商品融通力と豊富な商品ラインナップ ・各営業拠点での洗浄・消毒やメンテナンスによる品質維持 ・三菱商事グループ企業とのシナジー
弱み (Weakness)	・三菱商事グループゆえに事業領域が制限されている ・価格競争力以外に競合他社との差別化が難しい業界環境 ・介護保険法改正など制度変更の影響を受けやすい
ビジネス機会 (Opportunity)	・高齢者人口の増加 ・福祉用具レンタルの介護保険法適用品目の追加 ・介護保険法改正による福祉用具レンタル市場の拡大
脅威 (Threat)	・介護保険法改正による福祉用具レンタル市場の縮小 ・レンタル事業者の福祉用具自前調達

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

全国規模のレンタル卸サービス業者が複数存在するため、競合との関係は価格競争などの面で厳しいと考えられる。

◆ 新規参入の脅威

全国規模での新規参入には営業拠点整備やレンタル資産投資など、比較的大きな事業投資が必要となるため、同社を直接脅かす新規参入の脅威は考えにくい。しかしながら、特定地域に限定した事業規模であれば投資金額も少ないため、局地的な新規参入のリスクが想定される。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

高齢化で介護サービス受給者の増加が見込まれるなか、最終ユーザーの福祉用具購入によるレンタル機会の逸失は想定されるものの、介護保険法における福祉用具レンタル制度の廃止は考えにくく、代替サービスの脅威は小さいと予想される。しかしながら、画期的な福祉用具の開発によって、同社のレンタル資産が陳腐化するリスクは存在する。

◆ 買い手の競争力

全国規模のレンタル卸サービス事業者が複数存在するため、顧客である福祉用具レンタル事業者の価格交渉力など、買い手の競争力は常に存在する。

◆ 供給者の支配力

同社は福祉用具メーカーから商品を購入する際、大量発注・一括購入などのスケールメリットで購入コストの削減が考えられるものの、福祉用具の自社生産を行っていない以上、供給者の支配力は常に存在する。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社はサービス業のため、製造業のように温室効果ガスの直接的な削減目標等は表明していないものの、主力事業のレンタル卸サービス自体が福祉用具のリユース（再利用）に該当する。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は福祉用具のレンタル卸サービスや介護サービスを提供することから、「高齢化社会への貢献」を社是に掲げるなど社会的責任に対する意識が高く、地域の公共施設や学校などに福祉用具を寄付するなど、社会貢献活動を継続的にを行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は親会社の三菱商事によって設立された経緯から、社長を含む取締役6名（うち社外取締役3名）と社外監査役2名が三菱商事出身者で占められている。したがって、同社の意思決定には三菱商事の意向が強く働くと考えられ、少数株主の不利益に関わるような議案に対し、取締役会で否決出来るか疑問が残る。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

◆2012年3月期第2四半期決算は減価償却費が収益を圧迫

2012年3月期第2四半期決算は、売上高が前年同期比2.6%増の44.2億円、営業利益は同1.5%減の4.5億円、四半期純利益は特別損失減少で同12.5%増の2.6億円となった。2012年3月期通期計画（売上高87.0億円、営業利益9.9億円）に対する進捗率では、売上高が50.9%、営業利益は45.7%の水準となる。

事業セグメント別に見ると、福祉用具サプライ事業は売上高が前年同期比2.0%増の40.1億円、営業利益は同2.8%減の4.9億円となった。売上面では商品ラインナップの拡充が奏功したほか、レンタル商品の買い替えで新たな需要を獲得した。一方、利益面では商品ラインナップの拡充やレンタル商品の買い替えによる減価償却費増が収益を圧迫した。

これに対し、在宅介護サービス事業は売上高が前年同期比10.0%増の4.0億円、営業利益は0.1億円の黒字（前年同期は営業赤字0.06億円）に転換した。売上面では利用者獲得が増収に寄与し、営業黒字転換につながった。

◆2012年3月期は会社計画を上回る着地を予想

2012年3月期の会社計画は前期比0.8%増の87.0億円、営業利益は同12.5%減の9.9億円、当期純利益は同11.6%減の5.1億円を見込む。

この計画に対し、アナリストの2012年3月期業績予想は売上高が前期比2.8%増の88.7億円、営業利益は同7.1%減の10.5億円、当期純利益は同8.7%増の6.2億円と、いずれも会社計画を上回る見通しである。

この根拠として、

①上期売上高が2.6%増収だったにもかかわらず、会社計画の下期売上高は1%減収と保守的な見通し

②2012年3月期はレンタル資産の減価償却費が約2.0億円増のため営業減益が避けられないものの、販管費の削減と売上高の伸びで営業利益は会社計画を上回る可能性が高い

などが挙げられる。

12/3 期は上振れの可能性高まる

> 来期以降の業績

◆2012年4月の改正介護保険法施行はポジティブに作用

2013年3月期以降は、2012年4月の改正介護保険法施行がポジティブに働くと考えられる。今回の介護保険法改正では福祉用具レンタル対象品目の追加が見込まれるうえ、介護保険制度における福祉用具レンタル件数も継続的な増加が予想されることから、中長期的に福祉用

具サプライ事業の安定した売上高成長が想定される。

一方、在宅介護サービス事業も訪問看護などの面で、4月の改正介護保険法施行はポジティブに働くと考えられるものの、小規模多機能ケアなど拠点数の少なさが売上高成長のボトルネックと考えられる。

以上から、アナリストは今後4年間における売上高の年平均成長率を3.2%増、営業利益は6.3%増を予想している。

事業セグメント別業績予想		(単位:百万円)					
	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期E	13/3期E	14/3期E	15/3期E
売上高	8,060	8,371	8,632	8,870	9,150	9,450	9,750
福祉用具 サプライ	-	7,704	7,882	8,050	8,250	8,450	8,650
在宅介護サービス	-	666	750	820	900	1,000	1,100
営業利益	1,116	1,082	1,130	1,050	1,130	1,180	1,260
福祉用具 サプライ	-	1,255	1,216	1,110	1,170	1,210	1,260
在宅介護サービス	-	-43	1	40	60	70	100
全社消去	-	-130	-87	-100	-100	-100	-100

出所) 同社決算資料より

注) 予想はアナリスト

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-11.0%と冴えない

同社は2004年2月、公募価格650,000円(分割調整後162,500円)に対し、初値800,000円(同200,000円)で上場した。介護ビジネスに対する期待先行の動きで、同年4月には上場来高値2,330,000円(同582,500円)を付けたが、公募価格との大幅な乖離もあり調整を余儀なくされた。その後、2004年7月と2006年7月にはそれぞれ1株→2株の株式分割を行ったが、2006年4月の改正介護保険法施行の影響で業績が低迷し、2008年以降の株価は40,000円から80,000円のボックス圏で推移している。

上場来パフォーマンスは、株価が公募価格を下回っていることから-11.0%と冴えない。

> 株主還元

◆ 直近では配当性向50%超を継続

同社は2004年2月の上場以降、配当を継続している。1株配当金額は決算年次によって増減するものの、直近4年間の配当性向は50%を上回るなど、株主還元への意識は高いと考えられる。

また、11年11月には上限22,000株または上限12.1億円の自己株取得を発表した。これは、自己株式を除く発行済み株式総数の12.4%に相当する株式数で、12年2月1日に22,000株(8.9億円)の自己株取得を終了した。今回の自己株取得は、資本効率の向上と機動的な資本政策が目的だが、2013年3月期以降の業績に対する同社のポジティブなメッセージを含んでいるとも考えられる。

> 今後の株価見通し

投資家は収益モメンタムの変化に注目

◆ 投資家は利益成長に注目

2011年3月期は5期連続の営業減益に歯止めがかかり、業績にも底打ち感が見込まれるものの、株価の反応は鈍く2011年10月には上場来安値38,000円を付けた。同年11月の自己株取得が株式の需給バランスを好転させ、直近の株価は50,000円台の揉み合いとなっているが、持続的な株価上昇にはファンダメンタルズ面からの買い安心感が求められよう。

今後の注視すべきイベントは、2012年4月の改正介護保険法施行であろう。この中で、介護保険法適用が適用される福祉用具レンタルの新規品目追加の可能性が高く、その場合は株価もポジティブに反応すると考えられる。

> 株価バリュエーション

◆適正株価は 51,400 円～70,100 円を想定

上場企業に同社の直接的な競合企業が存在しないため、同業他社との株価バリュエーション比較は困難だが、現在の株価はアナリストの今期予想 PER で 14.2 倍の水準。自己株取得発表前の PER 水準が 11 倍台だったことを考慮すると、同社のバリュエーション評価は PER11 倍～15 倍と妥当と推察される。これをアナリストの 2015 年 3 月期予想 EPS4,675.6 円に当てはめると、適正株価水準は 51,400 円～70,100 円が見込まれよう。

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 T O P I X) 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、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