

# 日本ケアサプライ (2393 東証マザーズ)

発行日: 2012/7/5  
調査日: 2012/5/30  
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

#### ◆ 三菱商事傘下で福祉用具レンタル卸のトップランナー

・三菱商事の連結子会社。電動ベッドなどの福祉用具を福祉用具レンタル事業者向けに貸し出す B to B レンタル卸サービスが主力事業。要介護者向けに通所介護や訪問介護などの介護サービスも提供する。

・2000年4月の介護保険制度スタート以降、要介護者の増加で介護費は右肩上がり続け、同社の外部環境には「高齢化の進展」という強力なファクターが存在。福祉用具レンタル市場は長期的に緩やかな拡大局面が続くと考えられる。

#### ◆ 12年3月期決算は減価償却費増と拠点整備費用増で営業減益

・2012年3月期決算は売上高が前期比3.3%増の89.1億円、営業利益は同12.2%減の9.9億円、当期純利益は同4.2%減の5.5億円。福祉用具サプライ事業の拠点整備拡充で増収となるも、先行投資的なレンタル資産購入の減価償却費増と拠点整備費用増が収益を圧迫した。

### > 投資判断

#### ◆ 13年3月期の会社計画は2桁営業増益を見込む

・2013年3月期の会社計画は売上高が前期比7.6%増の96.0億円、営業利益は同13.8%増の11.3億円、当期純利益は同21.3%増の6.7億円を見込む。介護保険の見直しで12年4月から新たに2品目が保険給付対象に加わるなど商品ラインナップの拡充が図られ、拠点拡充による販路拡大も増収に寄与。利益はレンタル資産購入による減価償却費増を売上高の伸びで吸収できる見通し。

#### ◆ 適正株価水準は55,000円～75,000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である。一方、過去のPER水準を参考にすると、同社のバリュエーション評価はPER11倍～15倍が妥当と推察される。これをアナリストの2016年3月期予想EPS4,976.4円に当てはめると、適正株価水準は55,000円～75,000円のレンジが導き出される。

業種: サービス業  
アナリスト: 馬目 俊一郎  
+81 (0)3-6858-3216  
manome@holistic-r.org

【主要指標】	2012/6/29
株価(円)	51,900
発行済株式数(株)	163,376
時価総額(百万円)	8,479
上場日	2004/2/27
上場来パフォーマンス	-10.5%

	前期	今期予想
PER(倍)	16.0	12.2
PBR(倍)	0.9	0.9
配当利回り	4.2%	4.2%

	σ	β 値
リスク指標	22.4%	0.6

【主要KPI(業績指標)】	(百万円)
レンタル資産取得金額	
2008/3期	1,130
2009/3期	1,712
2010/3期	1,548
2011/3期	1,705
2012/3期	1,962

【株価パフォーマンス】	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	4.8%	-8.1%	17.4%
対TOPIX	-2.0%	1.9%	29.5%

\*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20120702

# 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)	2011/3期 実績	2012/3期 実績	2013/3期 会社予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高	8,632	8,918	9,600	9,250	9,550	9,850	10,200
前年比	3.1%	3.3%	7.6%	3.7%	3.2%	3.1%	3.6%
営業利益	1,130	992	1,130	1,130	1,180	1,260	1,340
前年比	4.4%	-12.2%	13.8%	13.9%	4.4%	6.8%	6.3%
経常利益	1,216	1,095	1,200	1,233	1,283	1,363	1,443
前年比	0.4%	-10.0%	9.6%	12.6%	4.1%	6.2%	5.9%
当期純利益	576	552	670	663	693	733	773
前年比	-3.5%	-4.2%	21.3%	20.1%	4.5%	5.8%	5.5%
期末株主資本	9,766	9,124	—	9,445	9,797	10,157	10,526
発行済株式数(株)	180,368	163,376	163,376	163,376	163,376	163,376	163,376
EPS(円)	3,252.0	3,249.3	4,313.3	4,268.3	4,461.4	4,718.9	4,976.4
配当(円)	1,700.0	2,200.0	2,200.0	2,200.0	2,400.0	2,600.0	2,800.0
BPS(円)	55,076.1	58,742.4	—	60,807.0	63,068.4	65,387.3	67,763.8
ROE	6.0%	5.8%	—	7.1%	7.2%	7.3%	7.5%
株価(円)	47,800	56,500	51,900	51,900	—	—	—
PER(倍)	14.7	17.4	12.0	12.2	11.6	11.0	10.4
配当利回り	3.6%	3.9%	4.2%	4.2%	4.6%	5.0%	5.4%
PBR(倍)	0.9	1.0	—	0.9	0.8	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



## 決算サマリー

### > 事業内容

市場環境は高齢化を背景に  
緩やかな拡大が見込まれる

#### ◆ 福祉用具レンタル卸のトップランナー

同社は三菱商事の連結子会社(持株比率 71.1%)で、電動ベッドなどの福祉用具を福祉用具レンタル事業者向けに貸し出す B to B 向け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を要介護者に提供している。

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、介護サービスを提供する「在宅介護サービス事業」の2事業で構成されている。このうち福祉用具サプライ事業は、2012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同社のコア事業である。

2000年4月の介護保険制度スタート以降、要介護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)は右肩上がり続けている。同社の外部環境には「高齢化の進展」という強力なファクターが存在しており、介護用品レンタル市場は長期的に緩やかな拡大が続くと考えられる。

### > 決算概要

#### ◆ 2012年3月期決算は減価償却費増と拠点整備費用増で営業減益

2012年3月期決算は売上高が前期比3.3%増の89.1億円、営業利益は同12.2%減の9.9億円、当期純利益は同4.2%減の5.5億円となった。売上面では福祉用具サプライ事業の拠点整備拡充による販路拡大が奏功したものの、利益面では先行投資的なレンタル資産購入による減価償却費増と拠点整備費用増が収益を圧迫した。

これを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期比3.5%増の81.5億円、営業利益は同12.0%減の10.7億円。在宅介護サービス事業は売上高が同1.7%増の7.6億円、営業利益は同46倍増の0.2億円となった。

12年3月期末の拠点数は、福祉用具サプライ事業が全国で前期比9拠点増の73拠点。在宅介護サービス事業は関東や東北、北海道などで8拠点を展開している。

### > 業績見通し

#### ◆ 2013年3月期の会社計画は2桁営業増益を見込む

2013年3月期の会社計画は売上高が前期比7.6%増の96.0億円、営業利益は同13.8%増の11.3億円、当期純利益は同21.3%増の6.7億円を見込む。

売上面では、介護保険の見直しで12年4月から新たに2品目が保険給付対象に加わるなど商品ラインナップの拡充が図られるうえ、拠点拡充による販路拡大が見込まれる。利益面ではレンタル資産購入による減価償却費増を売上高の伸びで吸収する見通し。

**短期的にはコアの福祉用具  
サプライ事業を強化し、新規  
上の海外展開や介護事業者  
後方支援は中長期で育成**

◆ 中期経営計画を公表

同社は2012年3月期決算説明会の中で、福祉用具サプライ事業を軸とした中期経営計画を公表した。これは2部門で構成され、1つはコア事業である福祉用具サプライ事業の収益力強化、2つ目はコア事業の海外展開と介護事業者向け後方支援など新事業領域の拡充ある。数値目標は、福祉用具サプライ事業の収益力強化で単体ベース(主に福祉用具サプライ事業)の売上高を12年3月期の81.6億円から15年3月期には108.0億円を目指すものの、この数値目標には海外展開や新規事業を含んでいない。

なかでも、中期的な収益性を左右する福祉用具サプライ事業の具体的な収益力強化策として、1)現在の営業拠点数73拠点を3年後には100拠点到拡充、2)利用者ニーズに対応する品揃え強化と収益性の高いオリジナル商品開発、3)既存の受発注・販売システムの拡充に加え福祉用具サービス計画書の義務化に対応した作成システムを提供、4)医療機関との連携強化、などに注力する方針である。また、収益力強化に関連して、すでに減価償却済みレンタル資産の一部販売で利益の上乗せを図るなど、期間損益を意識しながら原価ゼロの「埋蔵金」の活用を表明している。

一方、海外展開と後方支援などの新事業領域は、中期経営計画の売上高目標に含まれないことから、長期的な経営戦略としての位置付けである。海外展開では、中国医薬集団総公司傘下の国薬嘉運国際貿易公司向けに日本製介護用品の選定や調達ノウハウを提供するなど、親会社の三菱商事と連携しながら中国や台湾での事業化を目指す方針。新事業は介護事業者の後方支援に注力しながら、最終的には要介護者などのサービス利用者向け物品販売等にまで事業領域を拡大させる計画である。この第一段階として、同社の顧客介護事業者等とSNS(ソーシャル・ネットワーキング・サービス)などのコミュニティを形成。次の段階で現在のB to Bビジネスを顧客従業員やサービス利用者にもまで拡大させ、B to B to Cのビジネスモデル構築を目指す。この長期構想には、ローソンなどを集客ツールとして活用するなど、三菱商事グループの総合力を動員する計画である。

◆ アナリストは前回の中長期業績予想を継続

今回公表された中期経営計画の進捗を確認する必要があるものの、想定したビジネスモデルに大きな変化が見受けられないため、アナリストは前回レポート(2012年2月7日発行)の中長期業績予想を継続している。

## 投資判断

### > 株主還元

#### ◆ 2012年3月期は増配で配当性向 67.7%

同社は株主への利益還元を重要施策と位置付け、決算短信に配当性向50%程度の期末配当を明記している。2012年3月期は500円増配の2,200円配当を実施し、配当性向は67.7%に達した。また、同期には自己株式取得22,000株(発行済株式数の12.4%)と自己株式消却17,000株(同9.4%)を実施するなど、効率性を意識した資本政策を行っている。

アナリストは中長期的に堅調な利益成長を見込むことから、今後も配当性向50.0%~60.0%相当の配当が可能と予想される。

### > 今後の株価見通し

#### ◆ 業績動向を確認しながら下値切上げの展開を予想

株価は2011年11月の自己株式取得発表で動意つき、40,000円台の揉み合いから50,000円台のボックス圏に切り上げ、2012年3月の自己株式消却発表で直近高値63,800円を付けた。その後、50,000円を挟んだ揉み合いを継続しているが、現在の株価水準はアナリストの今期予想PERで12.2倍に過ぎず、過去のPER水準と比べても割高感を感じられない。

短期的な注目イベントは四半期決算発表と考えられるなか、中期的には現在の予想配当利回り4.2%や予想PBR1.0倍などのバリュエーションが株価の下支え要因と考えられる。ただしリスク要因として、先行投資的なレンタル資産購入がアナリスト想定を上回った場合、予想以上の減価償却費増が期間損益を圧迫する可能性は否定できない。

### > 株価バリュエーション

#### ◆ 適正株価水準は55,000円~75,000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である。一方、過去のPER水準を参考にすると、同社のバリュエーション評価はPER11倍~15倍が妥当と推察される。これをアナリストの2016年3月期予想EPS4,976.4円に当てはめると、適正株価水準は55,000円~75,100円のレンジが導き出される。

## 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

### ■ $\sigma$ (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