

日本ケアサプライ (2393 東証マザーズ)

発行日: 2013/1/31
調査日: 2012/11/27
調査方法: 説明会

福祉用具レンタル卸のトップランナーとして全国展開

> 要旨

◆ 福祉用具レンタル卸のトップランナー

- ・同社は福祉用具に特化したレンタル卸事業者で三菱商事傘下。電動ベッドなどの福祉用具をレンタル事業者向けに貸し出す B to B レンタル卸を主力事業に、小規模ながら通所介護や訪問介護などの介護サービスも営む。
- ・2000 年 4 月の介護保険制度スタート以来、高齢化を背景に介護費は右肩上がり続けている。98 年に設立された同社は、福祉用具レンタル卸のトップランナーとして全国展開済みで、介護用品レンタル市場の緩やかな拡大とともに、堅調な売上高成長が予想される。

◆ 第 2 四半期決算は減価償却方法の変更もあり 2 桁営業増益

- ・2013 年 3 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 6.2%増の 47.1 億円、営業利益は同 32.9%増の 6.2 億円、四半期純利益は同 37.2%増の 3.6 億円で着地。売上面では福祉用具レンタル市場の堅調な拡大を背景に、福祉用具サプライ事業が牽引。利益面では増収効果に加え、保有レンタル資産の耐用年数見直しで減価償却費負担が減少。これが営業利益以下の利益項目を押し上げた。

> 投資判断

◆ 期初の 13 年 3 月期計画を継続

- ・同社は第 2 四半期決算が、計画に対し利益面で貯金を蓄えたものの、期初の 2013 年 3 月期計画を継続。当センターの於いても、第 2 四半期の状況が想定内だったことから、前回レポートの業績予想を継続する。
- ・同社は 2015 年 3 月期を最終年度とする中期経営計画を推進中。この計画の主な施策は、1) 福祉用具サプライ事業の強化、2) 事業領域拡充の推進、3) 海外事業の推進、など。これらの実行で 15 年 3 月期には売上高 108.0 億円を目指す。

◆ 中期的な適正株価水準は 55,000 円～75,000 円を想定

- ・過去の PER 水準を参考にとすると、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、中期的な適正株価水準は 55,000 円～75,000 円のレンジを想定。

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

【主要指標】	2013/1/25
株価(円)	60,800
発行済株式数(株)	163,376
時価総額(百万円)	9,933
上場日	2004/2/27
上場来パフォーマンス	-8.5%

	前期	今期予想
PER(倍)	18.7	14.2
PBR(倍)	1.0	1.0
配当利回り	3.6%	3.6%

	σ	β 値
リスク指標	19.3%	0.5

【主要KPI(業績指標)】

レンタル資産取得金額(百万円)	
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	8.2%	7.6%	12.8%
対TOPIX	1.4%	-12.9%	-7.1%

*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20130128

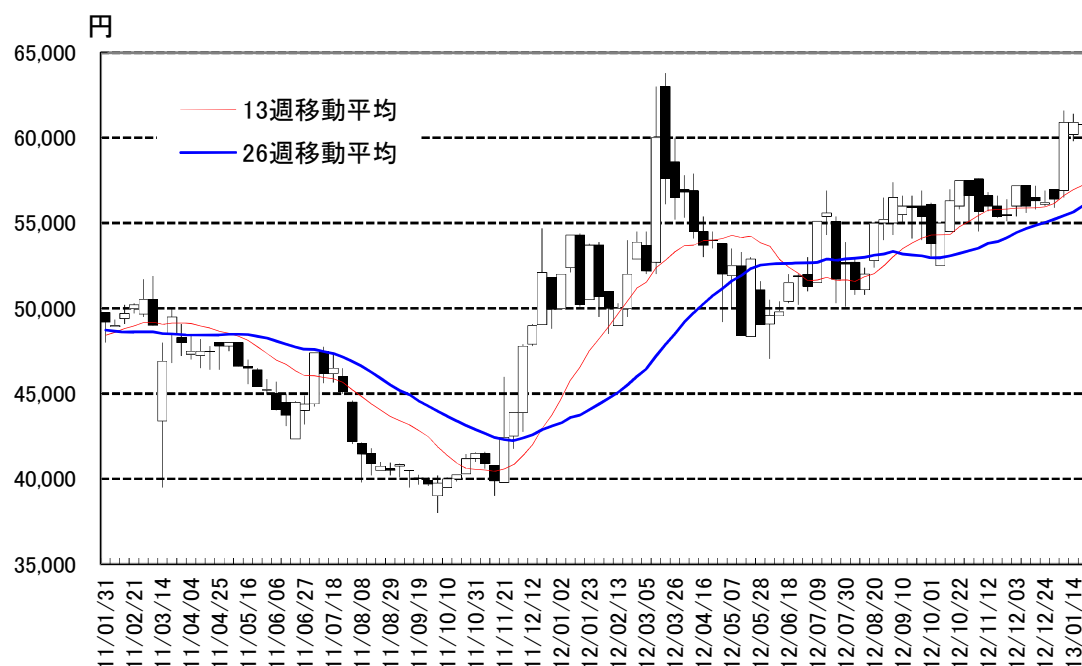
日本ケアサプライ (2393 東証マザーズ)

> 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	60,800	60,800	—	—	—
PER(倍)	14.7	17.4	14.1	14.2	13.6	12.9	12.2
配当利回り	3.6%	3.9%	3.6%	3.6%	3.9%	4.3%	4.6%
PBR(倍)	0.9	1.0	—	1.0	1.0	0.9	0.9

(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



決算サマリー

> 事業内容

市場環境は高齢化を背景に
緩やかな拡大を予想

◆ 福祉用具レンタル卸のトップランナー

同社は福祉用具に特化したレンタル卸事業者で三菱商事傘下(持株比率 71.1%)。電動ベッドなどの福祉用具をレンタル事業者向けに貸し出す B to B レンタル卸を主力事業に、小規模ながら通所介護や訪問介護などの介護サービスも営む。

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。このうち福祉用具サプライ事業が売上高と営業利益の大部分を稼ぎ出す。なお、介護サービス子会社売却で在宅介護サービス事業の重要性が薄れたことから、13 年 3 月期は事業セグメント別の開示を行っていない。

2000 年 4 月の介護保険制度スタート以来、高齢化を背景に介護費(保険給付額・公費負担額・利用者負担額の合算)は右肩上がりが続いている。98 年に設立された同社は、福祉用具レンタル卸のトップランナーとして全国展開済みであり、介護用品レンタル市場の緩やかな拡大とともに、同社の堅調な売上高成長が予想される。

> 決算概要

◆ 第 2 四半期決算は減価償却方法の変更もあり 2 桁営業増益

2013 年 3 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 6.2%増の 47.1 億円、営業利益は同 32.9%増の 6.2 億円、四半期純利益は同 37.2%増の 3.6 億円で着地。これは会社計画(売上高 47.0 億円、営業利益 5.1 億円)を上回り、通期計画に対する進捗率では売上高が 49.1%、営業利益は 55.0%の水準となる。

売上面では福祉用具レンタル市場の堅調な拡大に加え、営業拠点数の拡充を図るなど、福祉用具サプライ事業が牽引。利益面では増収効果に加え、13 年 3 月期から保有レンタル資産の耐用年数を見直した結果、減価償却費負担の減少で営業利益以下の利益項目が従来よりも 1.9 億円程度押し上げられた。

> 業績見通し

◆ 期初の 13 年 3 月期計画を継続

同社は第 2 四半期決算が計画に対し、利益面で貯金を蓄えたものの、期初の 2013 年 3 月期計画を継続した。当センターに於いても、第 2 四半期の状況が想定内だったことから、前回レポート(12 年 7 月発行)の業績予想を継続する。

◆ 13 年 3 期～15 年 3 月期までの中期経営計画を推進

同社は現在、2015 年 3 月期を最終年度とする中期経営計画を推進中である。この計画の主な施策は、1) 福祉用具サプライ事業の強化、2)

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

事業領域拡充の推進、3) 海外事業の推進、などを掲げている。売上高目標は12年3月期の81.6億円から15年3月期に108.0億円を目指すものの、この数値目標に事業領域拡充(新規事業)や海外展開の推進は含まれない。

中期経営計画をスタートしてから約6カ月、福祉用具サプライ事業の強化では順調な進捗が伺える。まず、営業拠点は目標100拠点に対し第2四半期末で12年3月期末比6拠点増の79拠点、13年3月期末には87拠点に達する見通し。新設拠点を年間10拠点と仮定すると、目標100拠点はクリア可能な数字と考えられる。

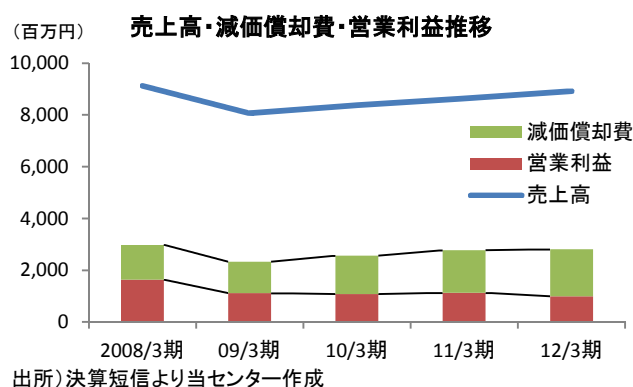
その他、品揃え強化では13年3月期のレンタル資産購入を12年3月期比約6億円増の25億円を計画。また、福祉用具販売のB to Bサイト拡充やスマートフォンなど多種デバイスへの対応、福祉用具レンタル事業者には義務付けられたサービス計画書作成システムの提供など、IT強化とサービスラインナップを拡充している。

一方、事業領域拡充と中国を中心とした海外事業の推進については、具体的な行動等が確認できず、短期的な業績寄与は期待できない見通し。

◆ 短期的には埋蔵金の活用が収益を左右

同社の収益構造は、減価償却費が期間収益を圧迫し、売上高成長と利益成長がリンクし難い関係にある。売上高成長を目指すには、先行投資のレンタル資産購入を増やさなければならず、これにはコストの減価償却費増を伴う。加えて、競争激化でレンタル単価引き上げによる収益性改善が見込めないため、収益基盤が現状のレンタル卸だけでは利益成長を伴った売上高成長が描きづらい。

2013年3月期は保有レンタル資産の耐用年数見直し、減価償却費の減額分が利益を押し上げる見通しだが、14年3月期はこのプラス要因が消えるため、レンタル卸に次ぐ収益源の育成が求められている。そこで、同社は減価償却済みレンタル資産(原価ゼロ)の一部販売による収益確保を表明。短期的には、この「埋蔵金」を活用しながら収益源の多様化が求められる。



投資判断

> 株主還元

◆ 継続的な増配を予想

同社は株主への利益還元を重要施策と位置付け、配当性向 50%程度の配当を表明している。2012 年 3 月期は 2,200 円配当を実施し、配当性向は 67.7%に達した。また、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。

当センターで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%を意識した増配が可能と予想する。

> 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 円のレンジが想定される。

> 今後の株価見通し

◆ 業績動向を確認しながら緩やかな下値切上げを予想

株価は 2012 年 6 月頃から下値を切り上げ、直近では 60,000 円を挟んだ揉み合いとなっている。現在の株価水準は当センターの今期予想 PER で 14.2 倍に達し、短期的には割安感が薄れている。

今後の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 3.6%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当センター想定を上回った場合、想定以上の減価償却費増が期間損益を圧迫するリスクは否定できない。

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、最新のものではありません。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