

データホライゾン (3628 東証マザーズ)

発行日: 2011/4/11
調査日: 2011/3/23
調査方法: 企業訪問

国民医療費の削減を目指した各種サービスを提供する情報システム会社

> 要旨

◆ ジェネリック医薬品通知サービスが成長を牽引

- ・ 当社の主力事業は医療関連情報サービスで、中でもジェネリック医薬品通知サービスが収益の柱。
- ・ 保険者(協会けんぽ、健保、国保など)と契約してジェネリック医薬品使用の促進を図っている。

◆ 国や保険者、患者のコスト意識と低いジェネリック普及率が後押し

- ・ 国民医療費抑制のためジェネリック医薬品の普及が進む中、ジェネリック医薬品のシェアが60%台の欧米先進諸国に比べると、日本は未だ20%程度。
- ・ 日本のジェネリック医薬品市場は拡大余地が残された有望市場。

◆ 薬剤費削減実績を梃子に契約保険者の裾野拡大へ

- ・ 協会けんぽのジェネリック医薬品通知サービスにより、1年間で約70億円の薬剤費が削減された。
- ・ こうした実績を梃子に新規契約が国保へも拡大。加えて生活習慣病の重症化予防サービスを2011年度から投入するなど、保険者の取り込みが進む。

◆ NTT データとの提携、M&A により事業拡大へ

- ・ NTT データとの提携に加え従来からの販売提携先を買収し、開発から販売、メンテナンスまでのワンストップ体制を強化。

> 投資判断

◆ 当社の課題はエリア拡大と保健事業への参入

- ・ 当面は市場シェアの拡大で2桁成長は期待できるが、中期的には新たな事業の柱が必要。
- ・ 全国展開はNTT データとの提携が、新規事業は2011年度のパイロット事業の成功が鍵になる。

◆ 2011年3月期は2期連続営業減益

- ・ 2011年3月期は、ジェネリック医薬品通知サービスの伸び、買収したシステム販売会社の上乗せで2桁増収を見込むものの、営業利益は大口案件の新規受注による先行費用で2桁減益が免れない見通し。

◆ 2012年3月期は収益回復を予想

- ・ 2012年3月期は新規契約の大口案件稼動に加え、買収したシステム販売会社の通年寄与で収益回復が見込まれる。
- ・ 売上高の成長に対して、利益率の改善が図れるかがポイント。

◆ 利益率の回復により適正株価バリュエーションへの回帰

- ・ 契約保険者の増加ペースは、協会けんぽに続き中国・四国地方の国保の取り込みが順調。今後はエリアの拡大とともにトップライン成長に対してどこまで利益がついてくるかが注目される。
- ・ 利益率が回復すれば、予想PERは10~14倍の評価が期待できる。我々の2014年3月期の予想EPS(106.89円)にあてはめれば、適正株価レンジは1,060円から1,490円と想定される。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-3239-2930
manome@holistic-r.org

【主要指標】

株価(円)	602
発行済株式数	32,900
時価総額(百万円)	2,152
上場日	2008/9/19
上場来パフォーマンス	-9.7%

	前期	今期
PER(倍)	34.2	23.6
PBR(倍)	4.90	2.90
配当利回り	1.1%	1.8%

	σ	β 値
リスク指標	64.5%	1.26

【主要 KPI(業績指標)】

	前々期末 (2009/3)	前期末 (2010/3)
保険加入者数 (千人)	3,075	37,835
GE通知サービス 売上高(百万円)	343	1,075

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	0.3	-12.9	-58.7
対 TOPIX(%)	2.3	-7.0	-52.2

*用語の説明は最終頁をご覧ください

データホライゾン (3628 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2009/3 期 実績	2010/3 期 実績	2011/3 期 会社予想	2011/3 期 予想	2012/3 期 予想	2013/3 期 予想	2014/3 期 予想
売上高	1,495	1,920	2,470	2,475	3,138	3,590	4,033
前年比	23.3%	28.4%	28.6%	28.9%	26.8%	14.4%	12.3%
営業利益	316	301	160	160	366	544	675
前年比	25.4%	-4.7%	-46.8%	-46.8%	128.8%	48.6%	24.1%
税引き前利益	301	300	155	156	362	541	672
前年比	20.4%	-0.3%	-48.3%	-48.0%	132.1%	49.4%	24.2%
当期純利益	177	165	90	91	210	313	380
前年比	-26.6%	-6.8%	-45.5%	-44.8%	130.8%	49.0%	21.4%
期末株主資本	982	1,152	-	1,180	1,329	1,580	1,868
発行済株式数	1,774,530	3,557,060	3,557,060	3,557,060	3,557,060	3,557,060	3,557,060
EPS	105.74	46.52	25.30	25.59	59.07	88.05	106.89
配当	-	17.50	17.50	17.50	17.50	26.00	32.00
BPS	553.13	324.00	-	331.93	373.84	444.45	525.46
ROE	18%	14%	-	8%	16%	20%	20%
株価	2,130	1,590	605	605			
PER	20.1	34.2	23.9	23.6	10.2	6.9	5.7
配当利回り	-	1.1%	2.9%	2.9%	2.9%	4.3%	5.3%
PBR	3.9	4.9	-	1.8	1.6	1.4	1.2

(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

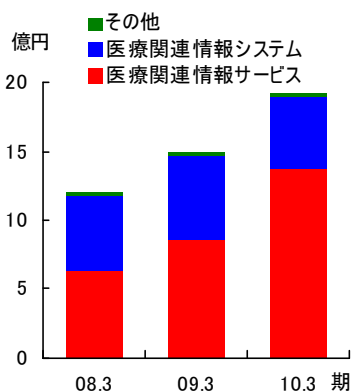


会社の概要

> 事業内容

当社の主力事業は医療関連情報サービスで、中でもジェネリック医薬品通知サービスが収益の柱。

<当社の売上構成>



当社の事業は大きく分けて、①医療関連情報サービス、②医療関連情報システム、③その他、の3つで構成されている。

このうち、同社の成長を牽引するのが、医療関連情報サービスである。中でも大きなウェイトを占めるジェネリック医薬品通知サービスは、医療機関や調剤薬局が保険者*に請求するレセプト(診療報酬請求書)をデータ化し、処方された薬剤をジェネリック医薬品に変更した場合に削減可能な差額を利用者(患者)に通知するサービスである。

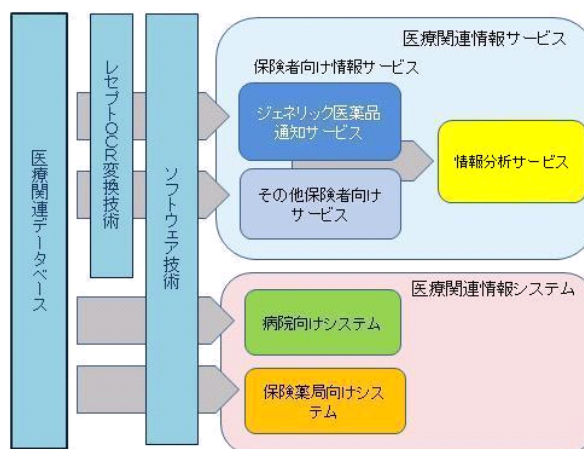
*保険者には、全国健康保険協会(以下、協会けんぽ)や健康保険組合(同、健保)、国民健康保険(同、国保)等がある。

また、診療行為・薬剤とレセプトの整合性をチェックし、協会けんぽや健保などに医療費統計・分析情報などを提供する保険者向けサービスがあり、2011年度からは糖尿病など特定疾患の重症化予防サービスを立ち上げる予定。加えて、保険者の合意を得て、レセプト分析データを製薬会社向けに提供するサービスもある。

医療関連情報システムは、医療機関や保険薬局向けにレセプトシステムの開発を行い、同社のほか提携先が販売し、メンテナンス等のアフターサービスを提供する。なお、従来から保険調剤向けシステムの販売提携先だったCOSMOSYSTEMSを2010年12月に子会社化し、システム開発から販売・メンテナンスなどをワンストップで提供可能な体勢を整えた。今後は顧客のニーズに見合ったパッケージソフトのタイムリーな市場投入を目指している。

その他の事業は、医療関連以外で過去に販売したシステムのリプレースが大部分を占めている。今後の成長性という意味では、やや力不足な分野と考えられる。

<当社の事業モデル>



出所: 当社ホームページ

> 経営陣

創業者である内海社長のオーナー会社。NTT データから役員も迎え入れ、提携関係を強化

当社の取締役は、代表取締役社長の内海氏以下6名で構成されている。社外取締役の前田氏は、提携関係にあるNTT データの子会社（NTT データクリエイション）の執行役員。地方公共団体のシステム開発に強み持つNTT データグループから社外取締役に迎えることで、国保などを運営する地方公共団体への営業体制の強化が狙いと考えられる。そのほか、監査役は公認会計士などの社外監査役4名で構成されている。

意思決定は月1回の定例取締役会のほか、経営審議会（常勤取締役や部長が出席）が毎週1回。営業会議や開発会議等の重要会議は担当取締役のもと課長級以上の出席で毎月1回開催されている。

> 株主構成

氏名・名称	持ち株比率(%)
内海良夫	34.07
日本マスタートラスト 信託銀行(信託口)	10.34
成和産業	3.37
BNY GCM CLIENT A CCOUNT JPRD	2.89
NTT データ	2.69
フィデリティ投信(10/12 末)	3.99

2010年9月末時点の筆頭株主は代表取締役社長の内海氏が発行済株式数の34.07%を保有。取引先の成和産業（アルフレッサホールディングスの子会社）とNTT データがそれぞれ3.37%、2.69%を保有しており、両社とは事業面でも医療関連情報システムや医療関連情報サービスで連携している。

株主数は2010年9月末で1,244名、外人持株比率は8.0%となっている。なお、大量保有報告書によると2010年6月にフィデリティ投信が5.34%の保有者となったが、12月に3.99%への変更報告書を提出している。

> 沿革・企業理念

広島システム受託開発会社としてスタート。その後は、医療関係情報分野に進出し、保険者向けサービスを本格的に開始

当社は、大手企業のシステム受託開発を目的に1982年に「ワイエス企画」として設立された。その後、ガソリンスタンド向けや養豚場向け管理システム開発等を手がけ、1989年に保険薬局向け薬剤師支援システムを投入し、現在のコア領域である医療関連情報分野に進出した。以降、医療関連データベースの構築を進め、病院の処方監査システムや在庫管理システムを開発し、2000年に社名を「データホライゾン」に変更。その後病院向けレセプトチェックシステムを開発し、2003年には保険事業支援システムを、そして2006年にジェネリック医薬品通知サービスを開発し、NTT データとの提携により保険者向け受注活動が強化された。2008年9月に東証マザーズに上場を果たす。

なお、2009年には「医療費分解解析装置、医療費分解解析方法およびコンピュータプログラムに関する特許（特許期限2025年）」を取得。

当社の経営理念は、「私たちは感謝・感恩・感動の三感を源にして縁ある方々の期待を超える感動の流れを生み出し社会の進化と未来の環境に貢献し続けます」となっている。また基本方針として、①お客様第一主義に徹する（わが社のソフトを使って良かったと思っただけの技術を磨き続ける）②環境整備の徹底（バグをなくするために環境整備を徹底する）③クレーム処理を徹底する（お客様に満足して頂けるアフターサービスを徹底する）という3点を定めている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

国民医療費の抑制のため、ジェネリック医薬品の利用促進は大きなテーマ。当社のサービスには追い風になろう

【業界環境】

高齢化が急速に進む中で、増加する国民医療費の伸びを如何に抑えるかが、保険行政の課題の一つとなっている。厚生労働省よると、国民医療費は 1998 年度の 29.5 兆円から 2008 年度には 34.8 兆円に増加。GDP (国内総生産) が伸び悩む中で、GDP に対する割合は 5.88% から 7.07% に上昇し、過去最高を記録している。また 2009 年に公表された国民医療費の将来推計によると、2025 年度の国民医療費は 49.9 兆円に達すると予想されている。

<サービス対象の保険者と加入者数>

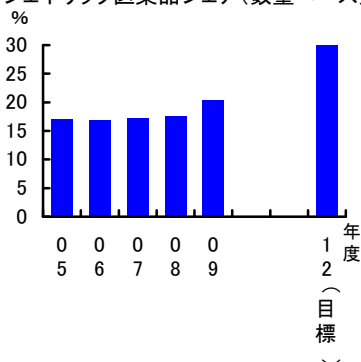
制度名	保険者名	加入者数 (万人)
健康保険	協会けんぽ (旧政府管掌)	3,629
	健康保険組合	3,086
	その他	1.8
共済保険	国家公務員・地方公務員 共済等	937
	船員保険 国	16
国民健康保険	市町村	4,688
長寿医療保険 (後期高齢者医療制度)	広域連合	13,07

(注)データは、2008 年 3 月末時点 (出所)会社公表資料より

そこで行政は、医療業界や保険者、患者にコスト意識を植え付けることにより、安価なジェネリック医薬品の使用促進や DPC (急性期入院医療費の包括化) 導入するなどの医療費抑制策を打ち出している。具体的には、厚生労働省は 2012 年度までにジェネリック医薬品の数量シェアを 30% まで高める数値目標を掲げている。日本のジェネリックシェアは、2005 年度の 17.1% から 2009 年度には 20.3% に上昇気味 (日本ジェネリック製薬協会データ) であるが、他の医療先進諸国の 2008 年データ (米国 68.6%、英国 60.9%、ドイツ 63.7%) と比べるとなおかなり見劣りがする。

こうしたわが国の医療費抑制策や欧米諸国に比べてなお低いジェネリック医薬品シェアは、当社のコア事業である医療情報関連サービスにとって追い風である。当社が 2006 年に投入したジェネリック医薬品通知サービスは年々契約件数が増加し、サービス提供保険者数は 2007 年 3 月期の 11 から 2010 年 3 月期には 32 となっており、今後もしばらくは需要は増加することが想定される。

<ジェネリック医薬品シェア(数量ベース)>



(出所)日本ジェネリック製薬協会公表資料より

【競合他社】

成長ドライバーである医療関連情報サービスは、メディカルネットワーク (東証 4350) など数社が提供しているが、単にジェネリック医薬品の価格情報を提供することとどまり、患者への差額等の通知サービスまで行っている競合先は少ないと考えられる。また、保険者向けにレセプトを解析して医療費統計・分析情報などを提供できる競合先も少ない。その背景としては、①新しい市場であり、②規模もまだ小さく、③顧客 (保険者) へのアクセスが容易でない、など事情が考えられる。

医療関連情報システムの関連事業者としては、病院向け電子カルテ等を扱うソフトウェア・サービス (3733)、シーエスアイ (4320) などがあり、また保険調剤向けシステムでは EM システムズ (東証 4820) があげられる。

> ビジネスサイクル

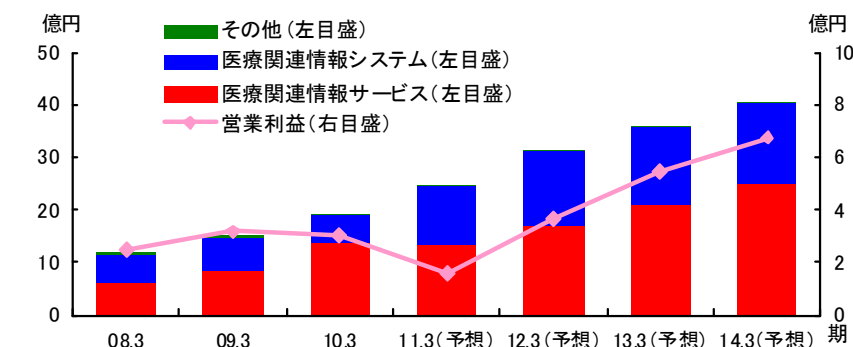
現在の主力事業のビジネスサイクルはやや不透明。今後は新たに進出する予防医療分野はより長いビジネスサイクルを持つ

医療関連情報サービスの契約期間は通常は1～3年間であるが、契約が継続されるもの少なくない。当社の大口契約先である協会けんぽは1年の継続型と思われるが、他の成功報酬型の契約は数年単位の契約が多いと想定される。

しかし、こうしたジェネリック医薬品通知サービスは、その効果が一巡すれば、契約件数が減少することも考えられる。それに代替する新たなサービスが、保健事業、特に重症化予防サービスである。このビジネスの特徴は、継続的に実施することにより効果があげられるところにある。したがって、サービスの効用が認められれば、ビジネスサイクルはかなり長いものになる。

なお、現在の主力事業のビジネスサイクルから見た当社の中期的な見通しは以下ようになる。

<売上高と営業利益の実績・予想推移>



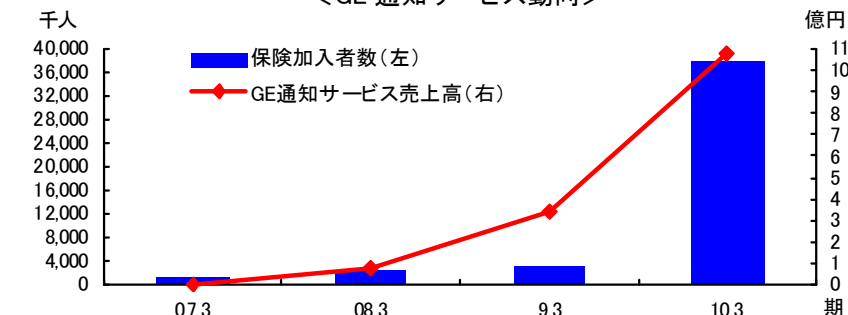
(注) 予想は担当アナリストの予想数値

> KPI(業績指標)

当面は、主力の保険者向けサービスの「契約件数」とが重要な KPI。

当社の主力事業は医療関連情報サービスであり、保険者との契約件数が重要。ただし市場シェアとしては、単なる契約件数よりも契約先の「加入者数」が客観的であり、それがレセプト件数、売上高の増加につながる。ただ、保険者毎に契約が異なるため、レセプト単価は一律ではない。協会けんぽや国保との契約は「定額制」、健保との契約は薬剤費の削減額に応じた「成功報酬」が多く、売上はレセプト数には連動しない。

<GE 通知サービス動向>



(出所) 会社公表資料より

経営戦略

> 現状の課題と戦略

現状の課題は、ジェネリック医薬品通知サービスを核とした保険者向けサービスを拡大。NTT データとの提携による市場シェアの確保が期待される。

現状の課題は、ジェネリック医薬品通知サービスを核とした保険者向けサービスを拡大させることである。

同社がターゲットとする保険者の加入者数は、協会けんぽが 3,629 万人、健保が 3,086 万人、国保が 4,688 万人、公務員等の共済保険が 937 万人となっている。このうち、契約済みの保険者と加入者数は 2010 年 9 月末で全国の協会けんぽで加入者 3,629 万人、健保が 11 先で加入者 234 万人、国保は高知県など 17 先で加入者 38 万人であるが、国保は 2011 年 3 月末には 50 先 52 万人に拡大する見通し。協会けんぽとはすでに契約済みであり、今後は健保や国保の契約獲得に向けた取り組みが課題になる。

同社の営業の武器は、地方自治体のシステム構築に強みを持つ NTT データとの連携と、これまでの実績である。今後は徐々に全国の自治体に向けて営業活動を展開し、国保関係の契約の積み上げに注力することになる。

一方、財務面では、各保険者との契約形態により、収益が第 4 四半期に偏っている傾向がある。特に、協会けんぽ向け売上は、第 4 四半期に集中するため、第 1 四半期から第 3 進半期までは営業赤字になり、資金繰りも厳しくなる。しかし、中期的には、健保や国保の契約保険者を拡大することにより、収益・CF のバランスは平準化されていくものと考えられる。

> 中長期の課題と戦略

中期的な課題は、既存事業のエリア拡大と新規の保健事業への取り組み。
新規事業は今後 2~3 年が正念場か

中期的な課題は、既存事業のエリア拡大と新規の保健事業への取り組みである。エリアの拡大については、短期の課題とも重なるが、国保の顧客はまだ中国地方から四国地方に偏っている模様。契約からサービス開始までの間、顧客へのシステム導入のため、システム開発に関する先行費用が発生する。そのため、サービスエリアをすぐに全国的に拡大することは難しく、当面は九州地方から東海地方の市町村から広げて、中期的には全国の市町村をターゲットにエリアを拡大することになる。

保健事業とは、加入者の疾病予防や早期発見、健康増進のサポート事業である。例えば、生活習慣病の重症化予防サービスは、患者に保健師や看護師が直接指導を行い、病状悪化を遅らせることで将来の医療費の削減を図る。広島大学の協力を得て、2011 年度から呉市（国保）で糖尿病の重症化予防のパイロット事業がスタートする予定。今後は、サービス内容の充実をはかり、退職加入者や高齢者加入者の多い自治体（国保）への営業を強化する方針。

> アナリストの戦略評価

短期的な成長戦略は、医療費抑制策を背景に、ある程度実現性がある。

中期的な戦略では、保健事業への進出が重要。2011年度に始める呉市でのパイロット事業に注目したい。

◆既存事業の強化

当社の主力事業は、保険者向けサービスであり、中期的には既存のジェネリック医薬品通知サービスが成長の柱と考えられる。当面は、健保や全国の国保(市町村)をいかに早く取り込んでいくかが同社の今後2~3年の成長性を左右するものと予想される。なお、2009年から導入している協会けんぽによると、2010年1月からの1年間に、全国46都道府県で約70億円の薬剤費削減につながったと公表されている。

事業環境としては、国の課題でもある医療費抑制政策は、患者や保険者のコスト意識にもつながっており、同社の事業にはプラスである。特にジェネリック医薬品通知サービスは競合が少ないため、今後2~3年は売上高の成長が期待できる。また、医療費抑制策の一環として進められているレセプトオンライン化は同社にプラスに働くものと考えられる。なぜなら、従来の手書きのレセプトではOCR(光学式文字読取装置)によるデータ化が必要であったが、レセプトのオンライン化によりデータが標準化されOCRのコストも省ける。

◆中期の成長戦略

しかしながら、ジェネリック医薬品通知サービスのビジネスサイクルには限界があり、医療費削減の効果が一巡した後は、次の成長の柱を築くことが必要になる。

2011年度からパイロット事業としてスタートする重症化予防サービスは、高齢化時代の医療サービスとしてニーズにマッチしているうえ、競合も少ない新しいビジネス分野と考えられる。協会けんぽ向けジェネリック医薬品通知サービスで、薬剤費を年間約70億円削減した実績は、新規事業での受注活動にもプラスになるろう。

なお、収益面では契約からサービス開始に向けて避けられない先行費用をいかに圧縮するかが課題となる。これまでは、売上成長に伴い、利益率は低下してきたが、契約保険者が増加し、収益率の高い継続的なサービス提供が増えれば、今後はトップラインの伸びと利益率の改善の双方が期待できる。また顧客層の分散によって、事業年度を通じた収益の平準化も進むと予想される。

次の主力事業になり得る重症化予防サービスは、効果実証までになお数年単位の時間が必要と考えられる。2011年度のパイロット事業の成り行きによっては、新規先の積み上げも期待できるが、これまでになくノウハウを必要とする分野であり、将来の売上・利益へのインパクトは未知数。将来への布石としては評価したいが、具体的なサービス内容と今後の実績を見極めたい。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	①医療費分解解析に関する特許取得などのレセプト分析ノウハウ、②薬剤費削減可能額に対する薬剤師によるフォロー体制、③NTT データとの連携による地方自治体と太いパイプ
弱み (Weakness)	①全国展開に向けた地域なハンディキャップ、②直接取引比率の低さと NTT データへの高い売上高依存比率
ビジネス機会 (Opportunity)	①医療費削減に向けた時代の流れ、②地域的な拡大余地 ③予防医療に向けた関心の高まり
脅威 (Threat)	①既存契約保険者からの契約解除・契約終了、②NTT データとの提携解消、③契約保険者の組織変更、④競争相手の市場参入

> Porter's 5 Forces

今のところ、競合は少ないが、高い利益率を維持するための価格支配力とコストコントロールが重要。
全国展開においては、人材の確保・活用が鍵になる

◆ 業者内競争

現在の同業競合先は、中小の会社がいくつかあるものの、レセプト解析・分析など一定のノウハウが求められるため、競合は比較的少ない。

◆ 新規参入の脅威

ジェネリック医薬品通知サービスは、レセプト分析に専門的なノウハウが求められるため、参入障壁は高い。また、市場はまだ小さく、システム投資も必要であり、新規参入の機運はそれほど高まっていない。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

医療機関が独自にジェネリック医薬品を積極的に使用する制度や患者が何らかのデータを基に、自主的にジェネリックを使用することが制度化される可能性は考えられる。

◆ 買い手の価格支配力

サービスの契約内容は保険者ごとに違うため、規模の大きな保険者からはボリュームディスカウントを求められる可能性はある。ただ、ジェネリック医薬品通知サービスなどは、競合が少ないため値引き圧力は比較的少ないと考えられる。むしろ NTT データとの取引条件が収益上のリスクになる。

◆ 供給者の価格支配力

自社開発のシステムを用いているが、優秀な技術者の確保は容易ではなく、また開発の外注化もあるため、価格決定力は、人材の確保・活用と優良な外注先の確保に依存する。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

成長に伴う、先行負担等により、今期も増収減益基調が続いている。

今期(2011年3月期)の業績予想は、2010年12月に減額修正された。売上高27.1億円(前年同期比41.1%増)→24.7億円(同26.8%増)、営業利益3.0億円(同0.4%減)→1.6億円(同46.9%減)、当期純利益1.7億円(同6.0%増)→0.9億円(同45.5%減)となった。

売上面では、ジェネリック医薬品通知サービス及び保険者向けサービスは、協会けんぽの通年寄与もありほぼ期初見込み通り。また買収したCOSMOSYSTEMSの売上も上乘せされる。しかし、製薬会社向けサービスは交渉の遅れなどが影響し、期初計画2.9億円→0.9億円に留まる見通し。

利益面では、製薬会社向けサービスの不調に加え、ジェネリック医薬品通知サービス、保険者向けサービスの新規受注増加にともない、システム費用などが前倒しで発生した。そのため、当初計画に対して減額修正となった。

> 来期以降の業績

売上の成長は継続が見込まれるが、利益率の改善が図れるかがポイント。新規事業は現段階では未知数。

2012年3月期は、国保契約先が50先(月間レセプト枚数52万枚)になったことに加え、子会社化したCOSMOSYSTEMSの通年寄与が見込まれるため、売上高は前年同期比26.8%増と高い伸びが予想される。またこれらの保険者向け情報サービスの牽引により、今後3年間は2桁台の売上高成長が期待できる。

利益面では、事業拡大にともなう固定費の増加は避けられないものの、来期は先行費用負担の軽減が見込まれ、また労務費や研究開発費の一部を外注化することで固定費の変動費化を進めることから、原価率の改善が見込まれる。ただし、想定外の大型案件受注にともなう一時的な前倒し費用が発生するリスクも残る。

来期以降の見通しにおいて、新規事業である重症化予防サービスの売上への貢献はほとんど見込んではいない。今後のこれらが首尾よく立ち上げれば、さらに高い成長も期待できる。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

当社は2008年9月に公募株価1,650円(分割考慮後825円)に対し初値は1,900円(同950円)でスタート。その後リーマンショックの影響で2008年10月に794円(同397円)をつけたが、成長性が評価され2009年7月に株価は4,780円(同2,390円)まで上昇した。しかしながら、2010年3月期は増収減益。収益面の伸び悩みから株価プレミアムは剥離し、現在の株価は600円を挟んだ推移となっている。なお、上場来株主パフォーマンス(年率)は、-9.7%と低調である。

> 株主還元

配当性向30%に加えて自社株買いも実施。将来的には配当性向の引き上げが期待される。

当社は株主還元策として配当性向30%を掲げている。2011年3月期は減額修正があったものの、期初の1株配当予想(17.5円)を変更していない。併せて2011年3月までに上限8万株または上限7,200万円の自己株式取得を公表し、78,700株を取得している。

有利子負債は少なく財務体質は健全であること、また事業上の投資負担も限定的であることなどから、将来的には配当性向の引き上げが期待される。

> 今後の株価見通し

直近の株価は底値を探る展開をたどり、2010年4月に1,600円台だった株価は、大震災による換金売りにも押されて一時は516円まで売られた。現在の株価低迷の要因は、2009年3月期から2011年3月期にかけて、売上高の伸びに対して利益面では減益に陥ったためと考えられる。利益率の低下は一時的なものか構造的なものか市場は見極めがつかないよう思える。

その意味では、来期(2012年3月期)の業績は重要である。受注拡大に対応可能な社内体制が整いつつあると考えられることから、今後は売上高の伸びに対して利益率の改善が図れるかが注目される。利益率の改善が確認できれば、株価は回復トレンドに転換するものと考えられる。

> 株価バリュエーション比較

利益率の改善が確認できれば、株価は相応のバリュエーションまで評価されよう。PERで10~14倍が想定レンジ

上場後の株価上昇の背景となった高成長期待は、やや過剰であった。今後は売上の着実な成長と利益の改善を実現していくことで、市場平均並みの株価バリュエーションが反映されると考えられる。

したがって、現在の市場の予想PER(14~15倍)をベースにすると、同社のPERは10倍~14倍が妥当レンジだと想定される。我々の2014年3月期の予想EPS(106.89円)をこれにあてはめると、今後1~2年の適正株価は1,060円から1,490円となる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、早稲田大学知的資本研究会が、同研究会に所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者に企業調査及び株式評価を依頼し、その調査レポートを監修・公表することで、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、情報の非対称性を改善することを目的としています。

■ 企業の知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートは、インテレクチャル・キャピタル・インターナショナル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ております。企業価値や経営戦略の分析・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、企業の強み・弱みを明らかにし、また企業の社会的責任やESGの視点からも評価を行っています。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、広く投資判断の材料を提供します。

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)

リターンにばら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、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、インテレクチャル・キャピタル・インターナショナル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、早稲田大学知的資本研究会に所属する証券アナリストが同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。特に記載のない限り、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暗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、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。
 ・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ず、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およびその他の知的所有権等の一切の権利は早稲田大学知的資本研究会に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。