

日本社宅サービス (8945 東証マザーズ)

発行日: 2012/9/14
調査日: 2012/9/10
調査方法: 企業訪問

社宅アウトソーシング市場で業界トップの実力。大型投資で事業基盤強化へ

> 要旨

◆ 業界シェアトップの社宅管理事務代行事業が収益源

- ・同社は企業の社宅管理やマンション管理など、住宅に関するアウトソーシング受託が事業の柱。なかでも社宅の受託件数シェアは、同社推定で業界トップの 23.8%を誇る。
- ・事業セグメントは「社宅管理事務代行事業」と「施設総合管理事業」の 2 事業。社宅管理事務代行事業は、社宅や寮などの事務管理全般を受託するサービス。施設総合管理事業はマンション及びビルの管理全般を受託するサービスで、2006 年に買収した 100%子会社(ダイワード社)が手掛ける。その他、12 年 6 月期はホームセキュリティに関するセンサー機器製造やシステム開発のスリー S 社株式の 25%を取得。前述した 2 事業に加え、13 年 1 月からは防犯・ホームセキュリティ分野にも進出する計画。

◆ 12 年 6 月期は営業減益ながら会社計画を若干上回る着地

- ・2012 年 6 月期決算は売上高が前期比 3.8%増の 61.4 億円、営業利益は同 7.2%減の 5.3 億円、当期純利益は特別損失と税負担の減少で同 8.0%増の 3.0 億円。これは前期比で営業減益となるも、会社計画(売上高 61.3 億円、営業利益 4.7 億円)を若干上回る水準を確保。売上面では社宅受託件数と修繕工事案件の増加が寄与。一方、利益面では成長に向けた人員拡充が収益を圧迫。

> 投資判断

◆ 大型システム投資で中期経営計画を見直し

- ・同社は社宅アウトソーシング市場の停滞と、将来の成長に向けた大型投資を背景に、中期経営計画をトーンダウンさせた。2013 年 6 月期は投資負担増で営業減益が避けられないものの、投資負担が軽くなる 15 年 6 月期の営業利益は過去最高益を更新する見通し。

◆ 長期的な適正株価水準は 660 円～900 円を想定

- ・同社株式は出来高に乏しく流動性リスクを抱えていることから、新興市場の平均的なバリュエーションをディスカウントする必要があるだろう。したがって、同社の適正バリュエーションを PBR1.0 倍、PER8.0 倍と仮定すると、当センターの 16 年 6 月期予想 PBR658.3 円並びに予想 PER112.4 円を前提にすると、同社の長期的な適正株価水準は 660 円～900 円のレンジが想定される。

業種: 不動産業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

【主要指標】	2012/9/7
株価(円)	286
発行済株式数(株)	5,985,000
時価総額(百万円)	1,712
上場日	2005/9/2
上場来パフォーマンス	-9.1%

	前期	今期予想
PER(倍)	4.3	10.6
PBR(倍)	0.7	0.6
配当利回り	5.9%	5.9%

	σ	β 値
リスク指標	31.3%	-0.04

【主要KPI(業績指標)】

	社宅受託件数(千件)	施設管理戸数(千戸)
09/6期末	128.3	33.4
10/6期末	160.1	32.3
11/6期末	164.5	31.0
12/6期末	169.0	31.0

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	1.4%	-5.6%	-3.1%
対TOPIX	6.2%	3.3%	11.0%

*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
審査委員会審査済み20120911

日本社宅サービス (8945 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/6期 実績	2012/6期 実績	2013/6期 会社予想	2013/6期 予想	2014/6期 予想	2015/6期 予想	2016/6期 予想
売上高	5,918	6,145	6,061	6,200	6,450	6,750	7,100
前年比	-1.5%	3.8%	-1.4%	0.9%	4.0%	4.7%	5.2%
営業利益	575	533	200	223	503	700	860
前年比	-2.0%	-7.2%	-62.4%	-58.2%	125.6%	39.2%	22.9%
経常利益	577	535	221	243	518	715	875
前年比	-0.8%	-7.3%	-58.7%	-54.6%	113.2%	38.0%	22.4%
当期純利益	285	307	97	120	300	410	500
前年比	-21.5%	8.0%	-68.4%	-60.9%	150.0%	36.7%	22.0%
期末株主資本	1,841	1,934	—	1,977	2,202	2,536	2,929
発行済株式数(株)	2,992,500	5,985,000	5,985,000	5,985,000	5,985,000	5,985,000	5,985,000
EPS(円)	111.9	66.6	21.9	27.0	67.4	92.1	112.4
配当(円)	27.0	17.0	17.0	17.0	17.0	24.0	30.0
BPS(円)	722.0	426.7	—	444.3	494.8	569.9	658.3
ROE	16.6%	16.7%	—	6.1%	14.4%	17.3%	18.3%
株価(円)	640	303	286	286	—	—	—
PER(倍)	5.7	4.6	13.1	10.6	4.2	3.1	2.5
配当利回り	4.2%	5.6%	5.9%	5.9%	5.9%	8.4%	10.5%
PBR(倍)	0.9	0.7	—	0.6	0.6	0.5	0.4

(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。

(注) 2012 年 4 月株式分割 1 株→2 株。

> 株価パフォーマンス



(注) 株式分割調整後

決算サマリー

> 事業内容

業界シェアトップの社宅管理事業が収益源。13年1月には防犯・セキュリティ分野に進出予定

◆ ニッチな社宅アウトソーシング市場で業界トップの実力

同社は企業の社宅管理やマンション管理など、住宅に関するアウトソーシングの受託が事業の柱。なかでも社宅の受託件数シェアは、同社推定（2011年）で業界トップの23.8%を誇る。

事業セグメントは「社宅管理事務代行業」と「施設総合管理事業」の2事業で構成される。社宅管理事務代行業（以下社宅管理事業）は、社宅や寮などの事務管理全般を受託するサービス。同社自身では賃貸物件を持たずとも、全国の不動産会社（加盟・認定店約370社、登録店約2,000社）をネットワーク化した「日本社宅ネット」でスピーディに物件を提供するなど、顧客企業の多様なニーズに対応可能。更には、顧客の福利厚生業務などをシステムの提供する「マークスさん」など、企業の人事・総務から従業員に関与するサービスラインナップの拡充を進めている。

施設総合管理事業（以下施設管理事業）はマンション及びビルの管理全般を受託するサービスで、06年に買収した100%子会社（ダイワード社）が手掛ける。

その他、12年6月期はホームセキュリティに関するセンサー機器製造やシステム開発のスリーS社株式の25%を取得。前述した2事業に加え、13年1月からは防犯・ホームセキュリティ分野にも進出する計画である。

12年6月期における事業セグメント構成を見ると、売上面では2事業でほぼ5割ずつを占めるも、利益面では社宅管理事業が営業利益の8割超を稼ぎ出している。

> 決算概要

12年6月期は社宅受託件数と修繕工事件数が拡大するも、人的投資負担増で営業減益

◆ 12年6月期は営業減益ながら会社計画を若干上回る着地

2012年6月期決算は売上高が前期比3.8%増の61.4億円、営業利益は同7.2%減の5.3億円、当期純利益は特別損失と税負担の減少で同8.0%増の3.0億円。これは前期比で営業減益となるも、期中修正後の会社計画（売上高61.3億円、営業利益4.7億円）を若干上回る水準を確保し、当センター予想（売上高61.1億円、営業利益5.3億円）の範囲内で着地した。

事業セグメント別にみると、社宅管理事業は売上高が前期比3.9%増の29.2億円、営業利益は同9.5%減の4.5億円。売上面では受託件数とシステム販売が拡大するも、利益面では成長に向けた人員拡充が収益を圧迫した。

一方、施設管理事業は売上高が前期比3.7%増の32.2億円、営業利益は同9.7%増の0.7億円。競争激化で管理戸数は横ばいに留まるも、東日本大震災を受けて地震等への備えから修繕工事案件が増加し、売

上高と営業利益を牽引した。

なお、業績指標 (KPI) として着目する社宅受託件数は、前期比 4.4 千件増の 169.0 千件。同様に施設管理戸数は前期比横ばいの 31.0 千戸となった。同社の収益モデルは、受託件数及び管理戸数に対する月額固定課金が大部分を占めたため、持続的成長には受託件数及び管理戸数の積み上げはもちろんのこと単価維持が欠かせない。

> 業績見通し

社宅アウトソーシング市場停滞と、将来を見据えた大型システム投資で中期経営計画をトーンダウン

◆ 大型システム投資で中期経営計画を見直し

同社は 3 カ年の中期経営計画を毎年更新するなかで、今回公表 (13 年 6 月期～15 年 6 月期) された計画は、前回公表 (12 年 6 月期～14 年 6 月期) された計画からトーンダウンしたものとなった。

数値面の修正は 2013 年 6 月期売上高 67.0 億円→60.6 億円、営業利益 5.9 億円→2.0 億円。14 年 6 月期売上高 71.7 億円→65.4 億円、営業利益 8.8 億円→4.5 億円。新たに 15 年 6 月期売上高 70.5 億円、営業利益 7.6 億円を加えた。

今回公表された中期経営計画は、前回に比べ単年度当たり売上高が約 7 億円、営業利益は約 4 億円の減額修正となるが、この要因は、①社宅アウトソーシング市場の停滞、②将来の成長に向けた大型投資、に集約される。

まず、売上面では 08 年のリーマンショックと未だに尾を引く欧州不安に続き、11 年の東日本大震災で製造業の拠点再構築が進み、社宅アウトソーシング市場の停滞と共に同社の売上高も踊り場入りとなっている。これらを背景にした社宅管理事業の見直し、中期経営計画における売上高の減額修正につながった模様。

他方、利益面では今後 3 カ年で約 5 億円にのぼる大型投資が収益を圧迫する見通し。この投資の主なものは新基幹システムの刷新に約 2.8 億円弱、社内整備等で約 1.5 億円、北海道の第 2 オペレーションセンター新設に約 0.7 億円を投じる計画である。投資時期は中期経営計画の前半に集中することから、13 年 6 月期は投資負担増と減価償却費増で営業減益を見込む。14 年 6 月期は投資負担が減少するものの、減価償却費増で営業利益水準は 12 年 6 月期を下回る見通し。一方、15 年 6 月期は新基幹システム稼働による減価償却費増を、当該システムによるコスト削減効果とマーカスさん等の寄与で、営業利益は過去最高益を更新する見通しである。

なお、今回公表された中期計画には、13 年 1 月からスタート予定の防犯・セキュリティサービスを織り込んでおらず、当該サービスの立ち上がり次第で、14 年 6 月期以降の数値目標が見直される可能性を否定できない。

◆ 当センターは想定外の大型投資で中長期業績予想を見直し

当センターでは会社側の投資計画を受け、前回レポート(2011年12月発行)の中長期業績予想を修正した。まず、数値面では2013年6月期が売上高62.5億円→62.0億円、営業利益5.6億円→2.2億円。14年6月期売上高64.2億円→64.5億円、営業利益6.8億円→5.0億円、15年6月期売上高67.7億円→67.5億円、営業利益7.6億円→7.0億円にそれぞれ修正し、新たに16年6月期の売上高71.0億円、営業利益8.6億円を提示した。

今回の修正ポイントは、想定外だった大型投資による利益の減額修正が中心で、売上高については従来から会社側の売上高成長を保守的に予想していたことから小幅な修正に留めている。

その中で、中期経営計画前半(13年6月期～14年6月期)の営業利益は、会社側計画の上振れを予想しているが、この要因は売上高見合いでコントロール可能な人的投資(採用コスト)が含まれているため。同社の社宅管理事業における営業体制は、顧客企業ごとの提案営業やコンサルティング営業体制を敷いているため、顧客開拓が目論見通り進まない場合は、人的投資の抑制が可能と考えられる。

一方、中期経営計画後半(15年6月期)の営業利益は、会社計画より保守的な予想に留めている。この要因は新基幹システム稼働で減価償却費がピークに達するため、売上高成長が計画に対し未達に終わった場合、営業利益の下振れリスクが高まると予想される。

基幹システムの刷新で、15年6月期以降は社宅管理事業のコスト競争力が高まる見通し

◆ 新基幹システム稼働でコスト競争力アップを見込む

今回、同社が行う大型投資の中で注目されるのは、基幹システムの刷新であろう。同社の基幹システムは創業当時の物に改良を加えたもので、現状の受託件数(約17万件)程度でもキャパシティに余裕が無い状況だった。15年6月期に稼働予定の新基幹システムは、キャパシティが受託件数20万件超まで可能となるうえ、コスト削減効果による社宅管理事業の競争力アップが見込まれる。

リーマンショック以降、社宅アウトソーシング市場は価格競争が厳しくなり、同社は業界シェアトップと言えど初期費用割引サービスを導入するなど、顧客企業との契約促進には価格競争力が欠かせない状況である。そこで同社はマークスさんなどのサービスラインナップ拡充に努めながら、新基幹システム稼働によるコスト削減効果を、価格競争力の原資に充てることも可能となる。同社の率先した値下げ競争誘発は望まないものの、コスト競争力アップで新規開拓のみならず他社リプレースでも競合に対し優位に立つ可能性が考えられる。

なお、13年1月スタート予定の防犯・セキュリティサービスは、月額課金型のストックビジネスと想定されるものの、同社から収益モデル等が公表されておらず、現段階で当センターの業績予想には織り込んでいない。

投資判断

> 株主還元

◆ 中期経営計画中は原則 17 円配を維持

同社は株主への利益還元を重要施策と捉え、内部留保を勘案しつつ安定的で継続的な配当方針のもと、配当性向 25%を基準に据えている。2013 年 6 月期は、中期経営計画に則った先行投資負担で最終減益の見通しだが、同社は単年度の利益だけでなく過去からの剰余金や将来的な収益を鑑み、中期経営期間（13 年 6 月期～15 年 6 月期）は原則として 17 円配当の継続を表明している。これに対し当センターでは、中長期業績予想と配当性向 25%維持を前提に、15 年 6 月期以降の増配が可能と予想する。

また、12 年 6 月期は株式分割（1 株→2 株）のほか、自己株式取得を行うなど、期末の自己株式数保有は発行済株式数の 25.6%に相当する。加えて、12 年 9 月 11 日には上限 100 万株（発行済株式数の 16.7%）の自己株式取得を公表するなど、同社は機動的な資本政策を実施している。中長期的には自己株式の消却もしくは売り出しなども想定され、これらの資本政策によって株価が変動する可能性を否定できない。

> 株価バリュエーション

◆ 配当利回りは長期投資に適した水準

上場会社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できないものの、現時点における新興市場平均（ジャスダック）の実績 PBR1.1 倍や今期予想 PER12.1 倍と比較すると、同社の 2012 年 6 月期 PBR0.7 倍や 13 年 6 月期予想 PER10.6 倍（当センター予想値）は評価不足と考えられる。

加えて、同社の今期予想配当利回りは 5.9%に達することから、当センターが予想する 14 年 6 月期以降の収益回復を前提にすると、同社の株価バリュエーションは中長期投資に適した水準と考えられる。

> 今後の株価見通し

◆ 長期的な適正株価水準は 660 円～900 円を想定

2013 年 6 月期は先行投資負担で減益が予想されるため、短期的な株価上昇は見込めないものの、上述したように魅力的な配当利回りが株価を下支えすると考えられる。

一方、同社株式は出来高に乏しく流動性リスクを抱えていることから、新興市場の平均的なバリュエーションをディスカウントする必要がある。したがって、同社の適正バリュエーションを PBR1.0 倍、PER8.0 倍と仮定すると、当センターの 16 年 6 月期予想 PBR658.3 円並びに予想 PER112.4 円を前提にすると、同社の長期的な適正株価水準は 660 円～900 円のレンジが想定される。

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

■ 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