

ホリスティック企業レポート WDBホールディングス 2475 東証二部

フル・レポート
2013年1月31日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



要旨

1. 会社の概要

・理学研究職に特化した人材派遣業大手。98年に一般事務職派遣から業容転換し、医薬品、化学、食品等の研究分野ではリーディングカンパニーに成長。受託開発事業など派遣以外の事業も育成中。

アナリスト:高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
kousaka@stock-r.org

2. 財務面の分析

・過去3期平均のROE16%、ROA18%で、同業者と比べ収益性は高い。
・2013/3期は売上高、営業利益共にピークを更新する見込み。中期的には15/3期に向け、年率13%の利益成長を想定。

【主要指標】

	2013/1/25
株価(円)	213,500
発行済株式数(千株)	50,150
時価総額(百万円)	10,707

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.5	8.9	8.9
PBR(倍)	2.39	2.01	1.69
配当利回り(%)	1.8	1.8	18.7

3. 非財務面の分析

・研究職派遣という未開拓市場にいち早く注目。業務プロセスを確立し、ミスマッチの少ない派遣実施で顧客から信用を獲得。実績が人材獲得面でも優位に働く好循環を実現し、高いブランド力を保持しているようだ。

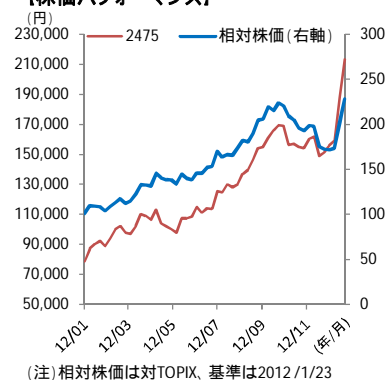
【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.7	-1.7	94.4
対TOPIX(%)	-10.6	-15.7	64.7

4. 経営戦略の分析

・人材事業の領域拡張を図る一方、派遣形態からの離脱を望む就業スタッフ等に対し、教育事業やグループ内で正社員化する道を開く製造事業等の新規事業を開拓する中長期戦略に挑戦。2020/3期売上高1,000億円、経常利益100億円を目指す。

【株価パフォーマンス】



5. アナリストの評価

・基盤事業の競争優位は、周辺事業の取り組みにより持続可能と判断。製造事業の拡大にはM&Aの成功が必須とみられる。
・類似会社と比較した株価バリュエーションは予想PERでみると割安と考えられる。同社の適正株価は、証券リサーチセンターの14/3期及び15/3期予想EPSにPER12~14倍を乗じた31~36万円と判断した。

【2475 WDBホールディングス 業種:サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2011/3	20,911	4.1	1,269	56.4	1,278	55.8	648	79.5	12,982	73,274	2,200
2012/3	22,457	7.4	1,669	31.5	1,664	30.1	919	41.8	18,514	89,364	3,800
2013/3 CE	24,280	8.1	1,830	9.8	1,810	8.8	995	8.2	20,199		3,000
2013/3 E	24,500	9.1	2,000	19.8	2,000	20.2	1,070	16.4	23,870	106,143	3,800
2014/3 E	26,600	8.6	2,200	10.0	2,200	10.0	1,200	12.1	23,928	126,148	4,000
2015/3 E	28,900	8.6	2,400	9.1	2,400	9.1	1,300	8.3	25,922	148,147	4,000

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想、無印は実績。

目次

1. 会社概要

- 事業内容
- ビジネスモデル
- 業界環境と競合状況
- 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- 過去の業績推移
- 同業他社との比較
- 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- 知的資本分析
- ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- 当面の課題と戦略
- 中・長期戦略

5. アナリストの評価

- 強み・弱みの評価
- 経営戦略の評価
- 利益還元策
- バリュエーション比較
- 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

一般労働者派遣事業を営むWDBを中心とするグループの持株会社

(注)正式には「労働者派遣事業の適正な運営の確保及び派遣労働者の保護等に関する法律」。

特定労働者派遣事業は自社で常時雇用する労働者を派遣するもので届け出制。

一般労働者派遣事業は、派遣要員を募集・登録し、派遣依頼に応じて雇用契約を結び派遣することが可能で、厚生労働大臣の許可を要する。

(6 ページ図表 6 参照)

理学系研究職希望者への人材サービスに特化、自社で研究開発・製造事業も営む

理学研究職の派遣を主力業務とする人材サービス会社

株式会社WDBホールディングス(以下、同社)は、一般人材派遣事業等を営む中核子会社のWDBをはじめ、13の事業会社グループの持株会社である(図表1)。

同社グループの事業は、イ)労働者派遣法(注)に基づく一般労働者派遣事業、特定労働者派遣事業、職業安定法に基づく有料人材紹介事業等を営む人材サービス事業、ロ)医薬品開発に関わる業務を営むCRO(受託臨床試験機関)事業、ハ)同社グループで就業する派遣人材等にキャリアアップにつながる講義を行う教育事業、ニ)グループ戦略を補助する事業、ホ)研究開発業務や開発試作等の受託サービスを行う研究開発・製造事業、の5つに分類される。

連結業績の開示に際しては、イ)~ニ)の4つを束ねた広義の人材サービス事業を単一セグメントとし、研究開発・製造事業をその他とする。2012/3期の収益構成は、「人材サービス事業」セグメントの売上高が221億円(前期比7.7%増)で全体の98.4%を占め、セグメント利益は1,822百万円(同40.9%増)、売上高営業利益率8.2%であるのに対し、「その他」は売上高351百万円(前期比7.8%減、構成比1.6%)、営業損益は42百万円の損失であった(図表2-下段)。

同社グループの人材サービスの特徴は、理学系研究職に特化した人材サービスを営んでいることである。図表2は同社グループの売上高を職種別人材派遣と人材紹介その他人材サービス、その他(研究開発・製造事業)に分類したものの。理学系研究職が全体の76%を占める一方、事務職は14%、工学系技術職は4%にとどまる。

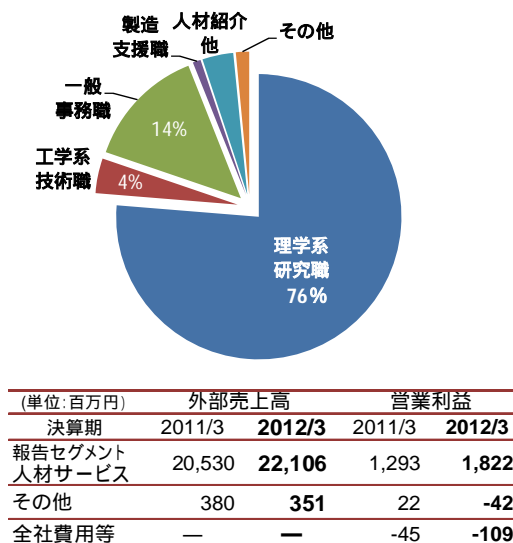
図表 1 WDB グループの事業子会社群

セグメント/事業/子会社商号	事業内容	設立年月
人材サービス事業		
WDB	理学系研究職人材の派遣及び人材紹介	2011.11
WDBエウレカ	理学系研究開発職人材の特定派遣	2004.01
ミドルキャリア	中高年の研究職・技術職人材派遣・紹介	2004.10
WDB工学	工学系(機械、電気機器設計等)の特定派遣	2012.12
ポストクスタイル	ポストク研究者の教育・人材紹介	2011.06
WDBシンガポール	海外における人材紹介	2011.08
CRO事業		
WDBアイシーオー*	医薬品等の開発支援・市販後調査等	1984.08
教育事業		
WDBユニバーシティ	研究職人材に対する社会人教育	2012.04
グループ戦略を補助する事業		
WDB事業承継パートナーズ	同社と相乗効果がある事業の調査、M&A等	2010.04
WDB独歩	障害者への職業紹介	2011.06
WDBシステムズ	戦略的情報システム構築等のITサービス	2001.12
研究開発・製造事業		
WDB機能化学*	有機化合物の受託開発・製造	1999.08
WDB環境バイオ研究所*	二枚貝・魚・藻類等の研究及び養殖販売	2010.10

(注)社名に*印があるのは買収した子会社

(出所)同社ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

図表 2 売上内訳とセグメント構成



(出所)有価証券報告書より当センター作成

研究補助者、研究技能者を
理学系研究機関や医薬品・
食品・化学品メーカーに派遣

WDBの登録スタッフを約8
万人、約1300社の研究所等
に派遣実績

ここで「研究職」とは、

- 1)大学院博士/修士課程を修了し、特定の研究テーマについて自ら化学合成/分析手法を開発し、研究開発を進める「研究者」、
 - 2)主に修士課程修了者で、研究者の指導に従って研究に従事する者で、分析手法を適宜変更し、レポートを作成する「研究補助者」、
 - 3)理系学部/短大/専門学校等の卒業生で、研究者、研究補助者の指導・監督の下に研究に付随する分析・実験等を行う「研究技能者」、
- の3層に分類される(図表3)。

中核子会社のWDBは、公的機関や化学・医薬系企業の研究所を中心に、研究補助者から研究技能者に該当する人材を派遣する(図表4)。WDBエウレカは、研究補助者を主な対象としている。ミドルキャリアや、ポストクスタイルは、研究者層をターゲットにしている。

主要事業会社の概要

2011年11月に本体の純粋持株会社化に伴い新設分割された中核子会社のWDBは、理学系研究開発職務を中心に、登録スタッフや常時雇用スタッフを派遣する一般人材派遣事業及び求人企業と求職者を斡旋する有料職業紹介事業等を営んでいる。

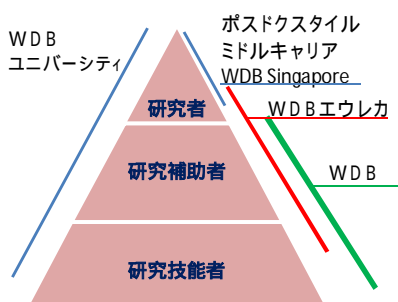
派遣先開拓及び人材募集のための拠点を全国に51支店、派遣スタッフのスキル向上のための研究所・研修所を4カ所持つ。

希望する研究職を得られず転職の機会を窺う学部卒・修士課程修了の実務経験者を中心に、登録スタッフ数79,500名、うち研究職52,300名を擁する。登録スタッフは20代後半から30代が中心で、女性が4分の3を占める。

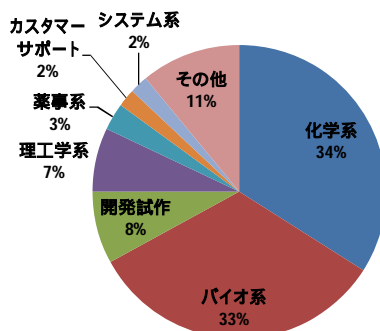
取引先は約1,300社にのぼり、理化学研究所、医薬品食品衛生研究所、国立大学等の公的研究機関から大手医薬品・食品メーカー等にまで幅広く派遣実績がある(13年1月現在、WDBウェブサイトより)。

WDBエウレカは、主に理学系大学院・大学の新卒者を中心に正社員として採用し、研修の後に顧客企業に派遣する特定労働者派遣事業である。従業員数約400名の大半は派遣要員であり、労務管理の一部や派遣先開拓営業はWDBに委託している。派遣先は図表5の通り。

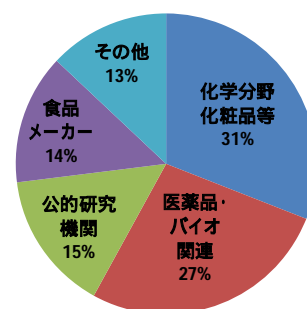
図表3 研究職の階層と各社の対応



図表4 WDB研究職の内容



図表5 WDBエウレカの派遣先



(出所)図表3は同社グループの、図表4はWDBの会社案内パンフレット、図表5はWDBエウレカの企業サイトより当センター作成

**派遣労働者、派遣受入先、
同社の三方が満足するオペ
レーションシステムを構築**

(注)同社は2010年6月に、以下の5項目を宣言した。リーマンショック以降の就労環境の悪化に苦悩する派遣スタッフに対する配慮を示すと共に、事業運営の基本方針を提示するものである。

1. 派遣で働く理由の多様性をお互いに認めます。
2. 働き方の多様な選択肢を用意します。
3. キャリアの断絶にならないよう就業を提示します。
4. 社会的訓練を受けられるよう教育機会を充実させます。
5. キャリアの見通しをつけられるよう支援します。

派遣スタッフ・顧客の双方の満足度を高めるシステム

同社は、人材派遣事業を営むうえで最も重要な経営資源である、派遣スタッフに満足して働いてもらうこと(注)が、優秀な派遣スタッフを確保し、また顧客企業・研究機関の満足度を高めて派遣契約を満了し、事業の成長を実現するために重要と考えている。図表6の三方が満足するように、同社は図表7のような運営システムを構築している。

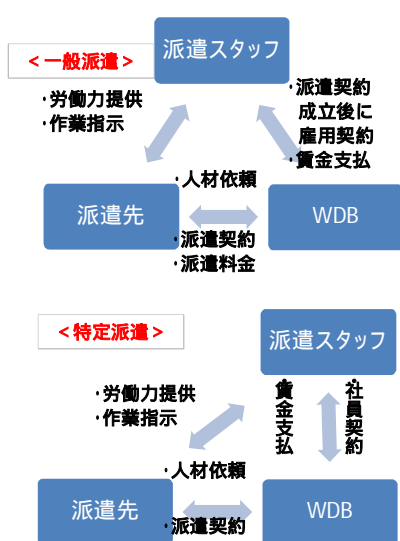
まず、同社ウェブサイト等で告知した求人情報に触れて登録を申し込む派遣就業希望者に対し、十分に時間をかけて面談し、分析機材操作経験・スキル等を把握する。派遣先が内定すると、登録スタッフと同社が雇用契約を締結する段階で、ヒアリングした通り職務を遂行できることを2日間の実地研修で確認し、「適性保証書」を添えて顧客に派遣する。

派遣就業中は、毎月同社担当者が毎月就業先を訪問し、スタッフの就業状況を確認。その際に業務の安全確認やマナー等の意識を高める書類を配布。当該事項については3カ月に1度e-ラーニング研修で理解度を確認する。1年に一度は顧客からの評価を伝達する振り返り研修を実施する。

この他、勤怠状況や顧客からの評価等をポイントにして付与し、年2回ボーナス支給する制度や、病気により長期間就労不能となった場合に最長25カ月一定の報酬を保障する制度等を用意し、派遣就労者のモチベーション向上と不安の除去に努めている。

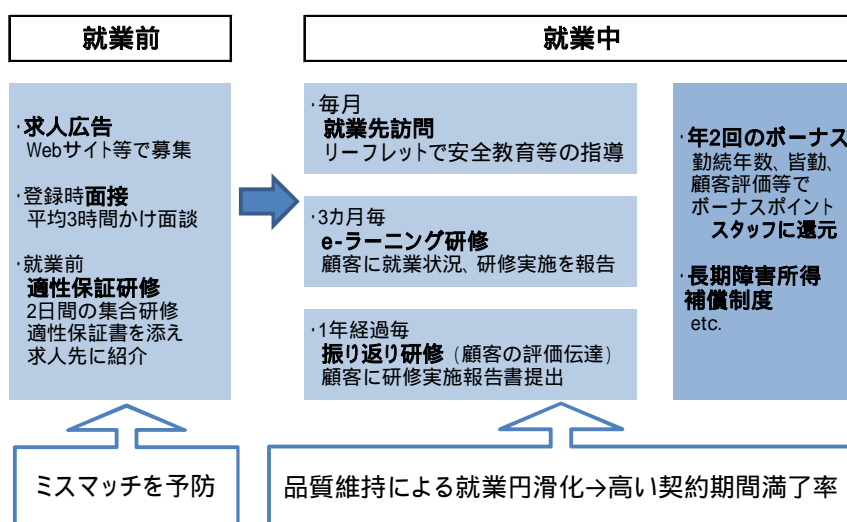
こうした体制により、仕事の成果を保障するスタンスが顧客に評価された結果、同社では派遣契約が中途解約されることはほとんどないという(WDBウェブサイト、契約満了率95%)。

図表6 派遣事業の基本構造



(出所)各種資料より当センター作成

図表7 WDBの派遣スタッフ登録・支援システム



(出所)WDB会社案内等より当センター作成

> ビジネスモデル

基本モデルはスタッフ派遣契約料金とスタッフ賃金との差額を収益とする

スタッフを囲い込まない姿勢が人材開拓力を高めると考える

(注 1) 業界・企業の研究開発関連情報、科学技術振興機構との連携による特許・文献案内等を掲載

(注 2) 専門性の高い研究者や管理職経験者、海外進出のマネジメント経験者等の中高年人材の紹介及び派遣業

(注 3) 博士号を取得しても学界で職を得られず非常勤研究員にとどまる「ポストドクター(ポストク)」に、キャリアコンサルティングやセミナー開催等の就業支援を行う

(注 4) ビジネススキルやマネジメントスキル等を 2 年間の講義を通じて習得する。東京と神戸で 12 年 5 月開校

派遣スタッフにグループ内で正社員として活躍する場を提供、成長ドライバとする

理学系研究職人材に対する総合サービスを展開

人材派遣事業の基本モデルは、採用・育成にコストを掛けず、業務プロジェクトに必要な期間だけスキルを持った労働力を利用したい顧客に対して、適当な人材を確保して適時提供すること。派遣スタッフの件数費及び募集費が売上原価となる(図表 8)。

しかし派遣スタッフにはキャリアをステップアップする機会は派遣先で与えられず、年次を経るごとに将来設計に不安を感じ、派遣形態から脱したいと考えるスタッフは少なくないはずだ(図表 9)。

そこで同社は、キャリアアップ・コンサルティングや転職相談会を開催し、キャリアアップをサポート。ビジネススキルを磨くための教育機関や、研究職向け情報提供サイト「研究.net」(注 1)の運営等もやっている。

派遣事業の重要資源であるスタッフが派遣先に直接雇用されるのは痛手であるが、貴重な人材を囲い込まずむしろ支援することが、より優秀な人材の集まる事業者になるために必要と同社は考えている。

人材流出に備え、WDB、WDBエウレカ、ミドルキャリア(注 2)、ポストクスタイル(注 3)は有料人材紹介事業の許可を取得。派遣就労しながらビジネススキル等を習得させるWDBユニバーシティ(注 4)も、受講生からの授業料でなく、修了後に正社員採用された先の企業等から紹介手数料を得て運営するモデルを採っている。

さらに、せっかくの優秀な人材を徒に流出させることなく、派遣先と同等以上に魅力的な職場を設け、グループ事業として収益を上げるビジネスモデルも考案した。

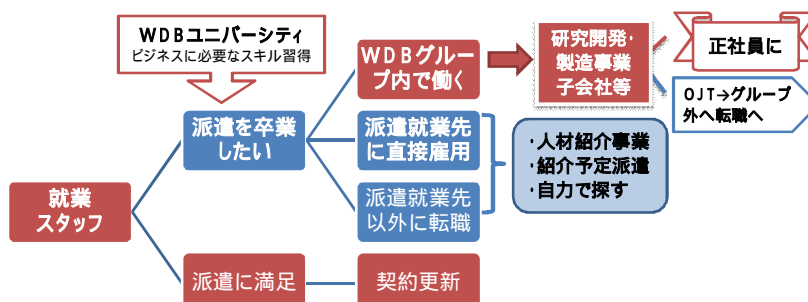
正社員としての働き口を提供するのは、CRO 事業のWDBアイシーオー(臨床開発モニターの特定派遣を併営)と、電子材料、医薬中間体等の化学合成・分析等の受託サービスを行うWDB機能化学、海洋生物に関する受託研究等を行うWDB環境バイオ研究所がある。これらは、スタッフ派遣以外のサービスメニューを提供することにより、同一顧客に対するアップセルを図る意味合いも持つ。

図表 8 WDB単体の収益構造

項目	収益構造 明細
売上高	100
売上原価	77
スタッフ労務費	68
福利厚生費	8
募集・採用費	1
売上総利益	23
販売費・一般管理費	18
運営人件費	9
施設・設備関連費	3
その他費用	6
営業利益	5

(注) 2008/3-11/3 期の平均値
(出所) 有価証券報告書より
当センター作成

図表 9 派遣を卒業したいスタッフを支援するグループ体制



(出所) WDBグループ案内パンフレット等より当センター作成

> 業界環境と競合状況

労働者派遣市場は約 5 兆円で
遞減傾向

研究開発職の派遣市場は約
1,900 億円、理学系はその一
部分というニッチ市場

同社の市場シェアは 10%
弱、理学系ではリーディング
カンパニー

労働者派遣市場は約 5.3 兆円、不況と規制強化で縮減傾向

厚生労働省が公表する「労働者派遣事業報告書の集計結果」によれば、2010 年度の人材派遣事業の国内市場規模は 5 兆 3,468 億円（前期比 15.2%減、08 年度のピーク比 31%減）。派遣労働者総数は合計約 271 万人（同 10.1%減・30%減）。登録スタッフ等を雇用時間で常時雇用者に換算した常用換算派遣労働者数は 148 万人（同 6.0%減・25%減）。一般労働者派遣事業の登録者数は 177 万人（同 14.0%減・37%減）。リーマンショック後の世界同時不況により社会問題化した「派遣切り」や、派遣労働者保護のために強化される法令改正等を受けていずれも減少傾向にある（図表 10）。

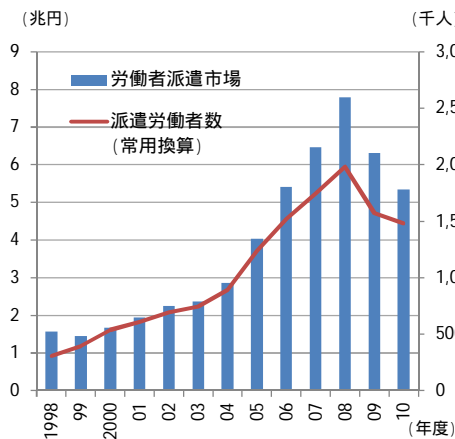
研究開発職派遣は約 1,900 億円のニッチ市場

11 年 6 月 1 日現在の状況報告（中間報告的に毎年公表）によれば、同時点における派遣労働者数は約 137 万人、前年比 5.8%減で、減少率が縮小した。図表 11 は、同時点の派遣労働者（常用換算）を主な属性別に分類したもので、研究開発職は全体の 2%にとどまる。

上記集計結果から算定される研究開発職の派遣市場規模は約 1,900 億円（11 年度、同 0.8%減）。理学系研究職の市場はその一部分であり、人材派遣市場全体に対してきわめてニッチな市場のようだ（図表 12）。

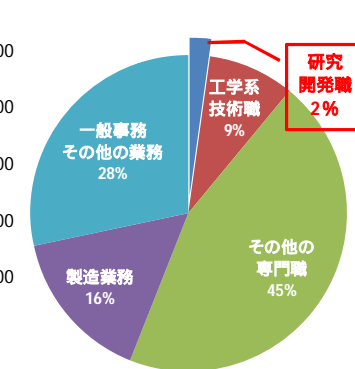
研究開発職派遣市場における同社のシェアは 10%弱（2012 年）。理学系に限ればパイオニアとすることができ、派遣売上高はおそらく業界随一と推測される。競合するのは、テンプホールディングス（テンプスタッフバイオ・メディカル事業部等）、リクルートスタッフィング等の派遣大手など。同社はいち早くこのニッチ市場に特化したため、先行者として優位を維持しているとみられる。

図表 10 派遣市場規模と派遣者数



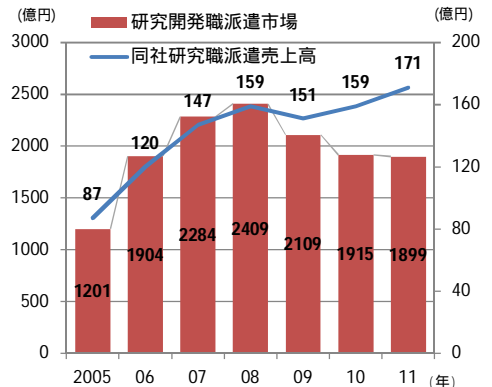
(出所)厚生労働省「労働者派遣事業報告書の集計結果」より当センター作成

図表 11 研究開発職の労働者数



(出所)「同左、11 年 6 月 1 日現在」より当センター作成

図表 12 研究職派遣市場の規模



(注)厚生労働省の集計結果から算定 (出所)各種資料より当センター作成

> 沿革と企業理念

98年に理学研究職派遣に着目し、先行者優位を確立

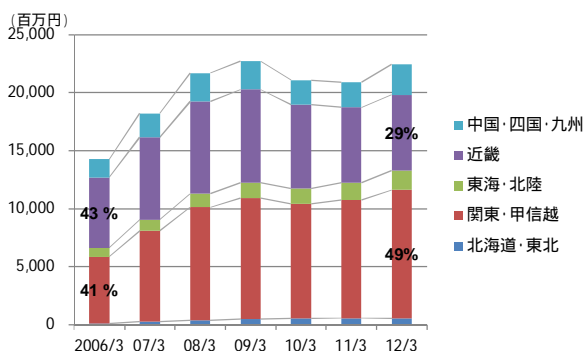
M&Aを駆使して事業領域の拡大を推進

派遣スタッフを商材扱いせず、キャリア形成支援や正社員就労の機会創出に注力

1985年に会社設立、2006年にJASDAQ、08年に東証二部上場同社は、1985年にワークデーターバンクの商号で、事務処理代行業務を目的として、姫路市に設立された。翌年の労働者派遣法施行まで派遣サービスは公式に認可されていなかったため、業務請負の形式をとって創業したもので、翌年より派遣サービスを開始した。阪神地域で一般人材派遣事業者として実績を積み上げたものの、首都圏をはじめ全国展開に難航していた98年に、当時同業者が注目していなかった化学・医薬品メーカー等への研究職派遣を開始。当該研究所の集積するつくば市に支店を開設した。理学系研究職に特化する戦略が成功。2002年に派遣スタッフの事務職：研究職比率が同等になり、以後は関東地方・研究職が同社の主力分野となる(図表13,14)。04年に研究職に特化した特定型人材派遣会社WDBエウレカを設立。06年にJASDAQ上場(東証二部上場は08年)を果たすと、以後M&Aを駆使し、事業基盤の強化、領域拡大に積極的に取り組む。08年キロテクノロジー研究所(現・WDB機能化学)を買収。09年に田崎真珠海洋生物研究所(現・WDB環境バイオ研究所)を譲受。これを機に自前の研究開発事業を開始した。また、10年にCRO事業のWDBメディカルを設立、11年に薬事関連業務等を営むアイ・シー・オーを買収、メディカル分野に専門領域を拡大した(12年に両社が合併し現在はWDBアイシーオー)。

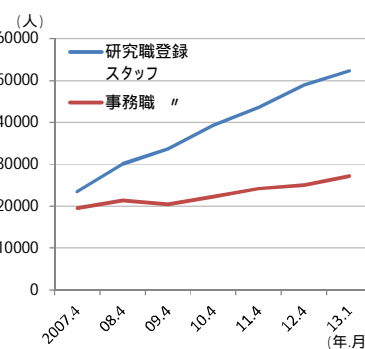
「働く」ことに真剣に向き合い、派生する課題を解決する会社同社は、「働く」ことに真剣に向き合い、派生する課題を解決することを事業とする会社を目指す、とグループの理念で謳っている。この理念のもと、人材派遣事業を営む同社は、単なる労働力ではなく仕事の成果を顧客に提供し、スタッフには単なる仕事ではなく、「働く喜び」を提供することを指している。派遣就労によるキャリア形成の限界、ポスドク問題等の社会問題に対しては、M&Aによりグループ内に製造事業会社を設け、あるいはグループ外で正社員となるために必要な知識を授ける教育機関を設立するという解決策を打ち出している。

図表 13 地域別売上高



(出所) 有価証券報告書より当センター作成

図表 14 職種別登録スタッフ構成



(出所) WDB会社案内より当センター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

過去 10 年はリーマンショックを除き、概ね右肩上がりの業績をあげた

自前の研究施設取得や事業買収等などの投資が活発だが、財務基盤は改善傾向

12/3 期は過去最高の営業利益を 4 期ぶりに達成。売上高もピーク目前に迫る

2012/3 期は売上高・経常利益共に過去最高を更新

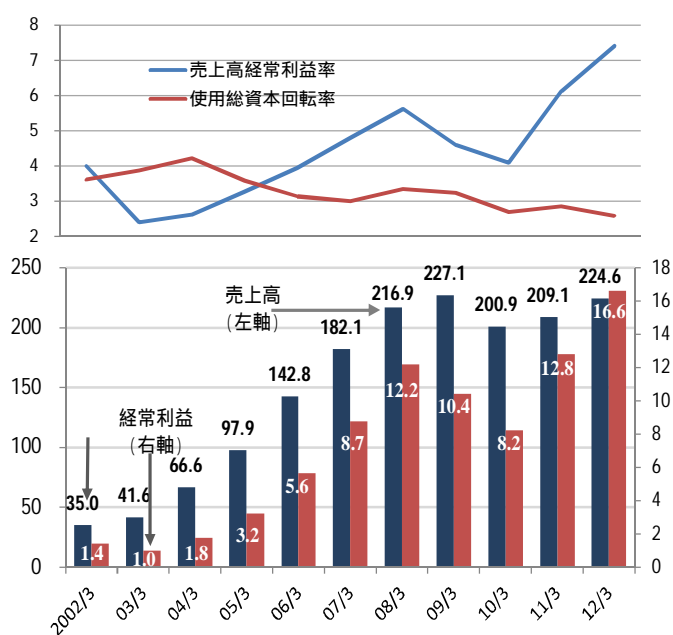
同社の過去 10 年間の業績及び収益性、資産の推移を図表 15、16 に、また有価証券報告書で開示されている過去 8 年間のキャッシュフロー（CF）と現金残高の推移を図表 17 に示す。

同社の売上高及び経常利益は、リーマンショックの発生した 2008 年まで、理学系研究職に特化する戦略が奏功し、02/3～09/3 期に年率 3 割の高成長を遂げた。98 年に開始された研究職派遣サービスは、03/3 期には事務職とほぼ肩を並べ、08/3 期には人材サービス売上の 70% に到達。09 年以降は事務職や製造支援職の需要が減退するなか、研究職は 10/3 期のみ減収（前期比 5% 減）にとどまり、12/3 期の同比率は 78% に達している。

自己資本比率は 06 年 2 月の株式上場を機に改善に向かい、05/3 期末 15.7% から 12/3 期末は 44.4% に上昇した。この間、本社屋やスタッフ研修用施設の新設、事業買収等の投資に伴い、フリーCF が赤字になる年もあるが、キャッシュは高い成長性と収益性により着実に積み上がってきた。

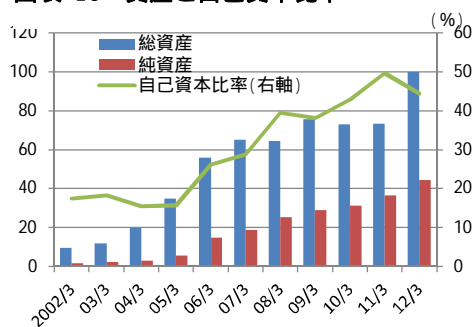
2012/3 期の業績は、売上高 224 億円（前期比 7.4% 増）、営業利益 1,669 百万円（同 31.5% 増）、純利益 919 百万円（同 41.8% 増）。理学系研究職、工学系技術職の需要増を主因に業績が伸長、09/3 期のピーク売上高に迫り、営業利益は 08/3 期以来 4 年ぶりに、経常利益は 2 期連続で、ピークを更新した。

図表 15 過去の業績推移（単位：億円、%）

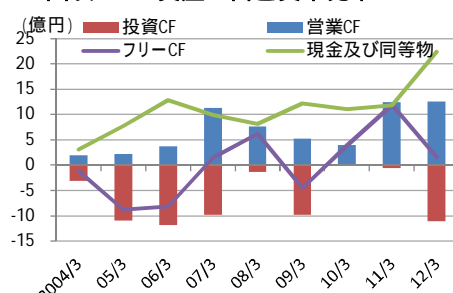


（出所）（社）日本フードサービス協会「外食産業市場動向調査」、同社有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

図表 16 資産と自己資本比率



図表 17 資産と自己資本比率



（出所）鉄鋼新聞社ウェブサイト、同社有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

収益性は同業他社に比べ良好、安全性には問題ない

同業他社に比べ収益性は高い

同業他社との財務諸指標の比較を図表 18 に、過去 4 年間の ROE の推移を図表 19 に示す。理学系研究職に特化して業績を伸ばした同社の収益性は、総合大手や常用型の工学系技術職を主力とする企業、製造支援職の派遣や業務請負を主とする企業に比べ、概ね良好である。建築系技術者派遣事業で高収益を上げる夢真ホールディングスが収益性 3 指標で、また売上高営業利益率では常用型エンジニア派遣最大手のメイテックが同社を上回るが、総合大手との比較では同社が高い数値を示している。

リーマンショックを挟み 4 期前と前期実績を比較した成長性の観点では、同社も売上高はほぼ同水準であるが、経常利益は年平均 8% 伸びており、M&A 戦略で業績を伸ばす夢真ホールディングスに次ぐ成長性を示している。

安全性指標では、同業他社とほぼ同等で、特に問題視されることはないようだ。自己資本比率は 44% であるが、前頁でみたように上昇傾向にある。

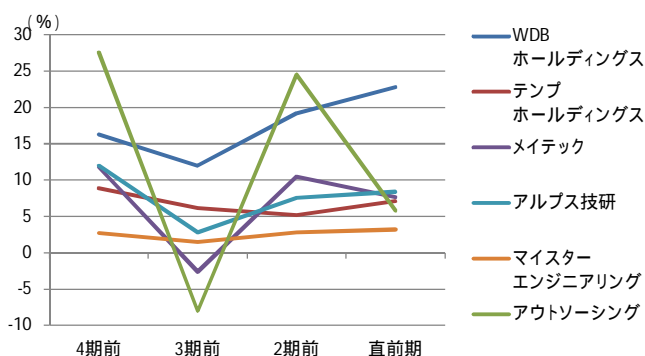
図表 18 同業他社との財務指標比較

項目	銘柄 証券コード	WDB	テンブ	ヒューマン	メイテック	マイスター	夢真	アウト	
		ホールディングス 2475	ホールディングス 2181	ホールディングス 2415	9744	エンジニアリング 4695	ホールディングス 2362	ソーシング 2427	
決算期		12/3	12/3	12/3	12/3	12/3	12/9	11/12	
主要事業領域		登録型派遣 理学系研究職	登録型派遣 総合展開	登録型派遣 教育事業28%	常用型派遣 工学系技術職	常用型派遣 設備保全技術職	常用型派遣 建築技術職	常用型・請負 製造請負	
規模	売上高	百万円	22,457	233,195	48,048	66,955	14,402	10,982	32,397
	経常利益	百万円	1,664	8,434	1,142	5,531	501	1,295	702
	総資産	百万円	10,005	86,529	22,895	57,559	9,575	7,669	11,921
収益性	自己資本利益率	%	22.8	7.1	12.7	7.6	3.2	40.4	5.8
	総資産経常利益率	%	19.2	10.2	5.1	9.8	5.4	18.1	6.2
	売上高営業利益率	%	7.4	3.5	2.1	8.1	3.2	10.9	1.7
成長性	売上高 (4年平成成長率)	%	0.9	-1.2	-9.7	-5.0	-1.7	11.6	7.4
	経常利益 (同上)	%	8.1	-2.3	4.6	-16.4	-10.3	36.7	-8.5
	総資産 (同上)	%	11.6	4.0	-3.5	-0.1	0.6	8.1	20.5
安全性	自己資本比率	%	44.4	58.7	20.2	64.5	67.5	27.4	28.9
	流動比率	%	134.8	230.2	110.1	364.0	254.1	137.7	133.5
	固定長期適合率	%	73.2	26.2	75.9	36.5	57.8	12.9	69.3

(注) 数値は基本的に直近決算期実績。平均成長率は直近期実績と3年前の対比で複利で算出。自己資本利益率、総資産経常利益率は期間利益÷(期首・期末平均資本)、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) 各社決算短信、有価証券報告書

図表 19 人材派遣業大手の ROE の推移



(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

今期会社予想は 8%増収・9%営業増益で共にピーク更新となる

上半期の営業利益は 28%増益であったが、通期予想は修正されなかった

会社予想の上振れを予想、通期でも営業利益は 20%弱の増益率へ

法改正により、派遣事業のマージン抑制圧力がかかる懸念あり

2013/3 期は売上高、営業利益共にピーク更新の見通し

同社の今期業績予想は、売上高 24,280 百万円(前期比 8.1%増)、営業利益 1,830 百万円(同 9.8%増)、経常利益 1,810 百万円(同 8.8%増)、純利益 995 百万円(同 8.2%増)。

12 年 11 月に発表された第 2 四半期決算(上半期)は、売上高 11,895 百万円(前年同期比 10.0%増)、営業利益 1,029 百万円(同 42.5%増)。理学系研究職人材事業が順調に推移したことを主因に売上高はほぼ想定通り(期初予想を 1%超過)。一方、営業利益面は増収効果と業務効率化に伴う経費節減効果により、28%超過達成した。

しかしこの時点で同社は通期業績予想を修正していない。通期予想から上半期実績の単純な減算で下半期(12/10-13/3 期)業績予想を示すと、売上高は 123 億円・前年同期比 6%増収に減速し、営業利益は 8 億円・同 15%減益で、売上高営業利益率は上半期の 8.7%から 6.5%に急落してしまう。

12 年 10 月に施行された改正労働派遣法により、同社の事業が困難に直面する可能性は低い。経済環境の変化で大きいのは為替円安に振れたことで、輸入原燃料価格の上昇・物流コスト増等の懸念もあるが、輸出産業の業況改善が期待され、人材サービス業界には追い風になるう。

証券リサーチセンターでは 20%弱の営業増益を予想

証券リサーチセンターでは以下の要因を想定し、会社予想は上振れると予想する。

イ)理学系研究職の需要は堅調に推移し、工学系技術職も復調を継続する。一方、製造支援職や一般事務職の低迷に歯止めがかかり、人材サービス売り上げは好調を維持しよう。

ロ)研究開発・製造事業は、下半期も上半期と同様に有機化学薬品の製造受託などが好調を継続し、今上半期に赤字計上した採算も、11/3 期・上半期をボトムに赤字幅が縮小する傾向が続こう。

以上より、当センターでは通期業績を、売上高 245 億円(前期比 9.1%増)、営業利益 20 億円(同 19.8%増)、純利益 10.7 億円(同 16.4%増)と予想。1 株当たり配当は、配当性向を 11/3 期並み(17%)に維持するべく、前期の記念配を普通配に切り替え、3,800 円で据え置かれると予想(配当性向 17.5%)。

中期成長力は売上高 9%、営業利益 13%と予想

同社の中期的な成長力(12/3 期から 15/3 期までの 3 年平均成長率)について証券リサーチセンターでは、売上高約 9%、営業利益 13%と予想する(次頁図表 20)。

業績を予想するうえで留意しなければならないのは、労働者派遣法改正の収益への影響である。同社の事業は日雇い派遣の禁止などの規制

理学研究の重要性認識の高まりや税制優遇の追い風が吹き、潜在成長力は上昇へ

売上総利益率は12/3期24%から横ばいを想定、販管費も新規事業投資で増加へ

強化の対象とならず、コンプライアンスの徹底等は必要だろうが、大きな影響を受けるとは考えにくい。ただ、派遣労働者の待遇改善に向けて、派遣料金と賃金支払い額・事業者マージン率等の公開を義務付けられたことで、業界全般に、派遣マージン抑制・スタッフへの還元率アップによる登録者増員を図る動きが起ころかねない懸念する。

この他、収益を予想上では以下の点を考慮した。

- 1) iPS 細胞の研究業績による山中教授のノーベル受賞を受けて、医療・理学分野の研究に対し、日本の競争力を支える柱の一つと期待する風潮が高まっている。13年度から2年間の時限措置では、企業の研究開発投資に対する税制優遇の上限額が引き上げられる見込み。同社にとって追い風が吹き、潜在成長力は高まっていると想定。
- 2) 最近の積極的な人材支援事業展開が、理学系研究職分野における同社のブランドを高め、伸長する市場より高い成長が可能と見込んだ。ポストスタイルやWDBユニバーシティの設立で、派遣人材のキャリア形成に真剣に取り組む姿勢は、転職予備軍や学生、大学関係者等の人材供給側、派遣先企業の双方から評価されよう。
- 3) WDB工学、製造事業等は、規模はまだ小さいものの、2年後には相応の貢献を期待した。

図表 20 中期収益モデル

(単位：百万円)

決算期	2011/3	2012/3	2013/3 E	2014/3 E	2015/3 E
売上高	20,911	22,457	24,500	26,600	28,900
(前年同期比増減率)	4.1%	7.4%	9.1%	8.6%	8.6%
売上内訳					
人材サービス	20,530	22,106	24,020	26,050	28,250
(前年同期比増減率)	5.6%	7.7%	8.7%	8.5%	8.4%
うち理学系研究職	15,930	17,132	18,800	20,600	22,500
(前年同期比増減率)	5.4%	7.5%	9.7%	9.6%	9.2%
うち工学系技術職	800	882	970	1,150	1,350
うち事務職	3,180	3,092	3,050	3,000	3,000
うち製造支援職	250	202	200	200	200
うち人材紹介他	368	796	1,000	1,100	1,200
その他	380	351	480	550	650
(前年同期比増減率)	-41.9%	-7.6%	36.8%	14.6%	18.2%
売上総利益	4,657	5,336	5,900	6,400	6,950
(前年同期比)	3.6%	14.6%	10.6%	8.5%	8.6%
(対売上高比)	22.3%	23.8%	24.1%	24.1%	24.0%
販売費・一般管理費	3,387	3,666	3,900	4,200	4,550
(前年同期比)	-8.0%	8.2%	6.4%	7.7%	8.3%
(対売上高比)	16.2%	16.3%	15.9%	15.8%	15.7%
営業利益	1,269	1,669	2,000	2,200	2,400
(前年同期比増減率)	14.8%	21.5%	19.8%	10.0%	9.1%
(対売上高比)	6.1%	7.4%	8.2%	8.3%	8.3%
セグメント別内訳					
人材サービス	1,293	1,821	2,210	2,420	2,640
その他	22	-42	-10	30	60
全社費用・消去	-46	-109	-200	-250	-300
経常利益	1,278	1,664	2,000	2,200	2,400
(前年同期比増減率)	55.9%	30.2%	20.2%	10.0%	9.1%
(対売上高比)	6.1%	7.4%	8.2%	8.3%	8.3%
当期純利益	648	919	1,070	1,200	1,300
(前年同期比増減率)	79.5%	41.8%	16.4%	12.1%	8.3%
(対売上高比)	3.1%	4.1%	4.4%	4.5%	4.5%

(出所) 同社決算短信、予想(E)は証券リサーチセンター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

先行者の優位を確立された
業務プロセスで維持

顧客との信頼関係は受託サ
ービス等の非人材事業にも
活かされよう

理学研究職派遣会社としてブランドを確立

同社の競争力を知的資本の観点で分析した(図表 21)。

同社が理学研究職派遣事業のリーディングカンパニーの地位を獲得した要因の第一は、当該分野にいち早く着目し、公的機関や国内外の企業の先端研究施設が集中するつくば市に早期に支店を開設する等の施策を打った経営陣の慧眼と言えよう。

第二に、先行者優位を持続させているのは、綿密な登録前面談・派遣前研修の実施、派遣就業中のフォローと人材評価等の業務運営マニュアルの確立や、それを社員が均質に運用できるように自社開発したスタッフ情報や顧客情報管理のデータベースシステム等であり、同社はオペレーションにも長けていると推察される。

顧客からの信頼と実績は、派遣スタッフ獲得に有利に働き、優秀な人材の確保 顧客満足の獲得という好循環を実現している模様だ。

こうして 98 年の理学研究職派遣市場参入から 10 年余りで、同社は当該分野に強力なブランドを構築したと考えられる。

現在は派遣スタッフの力をグループ内に取り込んで、開発・製造受託事業で新たな領域で成長することを目論んでいるが、同一顧客に対する新しいサービス形態の提案と考えれば、成功確率は低くないと期待できよう。

図表 21 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客基盤・ブランド	● 公的研究機関や、医薬品、食品等の大手企業との取引実績とその結果得た信用力	・業界シェア	・研究開発職市場約 10%
	事業パートナー	● 大学の理学系学部・大学院の教授や就職部、研究職志望の学生や転職予備軍における知名度	・派遣登録者数 (13 年 1 月) ・同 伸び率	・理学研究職約 52,300 人 ・10 年 4 月比 1.3 万人増加
組織資本	業務プロセス	● マニュアル化された人材評価・研修システム ● 派遣スタッフへのボーナス制度や疾病時所得保証等を保有	・売上高営業利益率 ・派遣契約満了率	・7.4% (4.7) ・約 95%
	知的財産・ノウハウ	● 顧客、派遣スタッフの各種情報を DB 化。管理システムは内製 ● 教育事業に関西学院大学教授を招聘。研究.net では	・開示なし	—
人的資本	経営陣	● 未開拓の理学研究職市場に特化した経営陣 ● 子会社執行役員等に 30 代前後の若手マネージャーが多い	・過去 3 年間の売上高、経常利益の平均成長率	・売上高 0.8% ・経常利益 11.3%
	従業員	● 優秀な派遣スタッフを確保する力が高収益の源泉 ● 派遣社員(常用)から製造事業経営者等に人材登用の道筋	・従業員 1 人当たり売上高 ・同 経常利益	・137 百万円 (135) ・10.1 百万円 (6.2)

(注) KPI の数値は断りなければ前期実績、カッコ内は 3 年前の数値

(出所) ヒアリング及び有価証券報告書等に基づき証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

研究開発子会社で地球温暖化や絶滅危惧生物保存等の問題に取り組む

研究職人材へのキャリア形成支援により、有用な人材の社会還元尽力

取締役・監査役に各2名の社外役員を招聘し経営を監視

環境対応 (Environment)

中核事業の人材サービス業は環境に負荷を与えるものではなく、特段環境対応を意識した経営は行っていない。

一方、その他の事業(研究開発・製造事業)においては、WDB環境バイオ研究所が、藻類による二酸化炭素の吸収に関する研究やコケ類を用いた屋上緑化資材の開発等による地球温暖化問題への対応や、絶滅が危惧されるカクレクマノミ等の熱帯魚の再生産の研究等、環境問題に対応する事業を営んでいる。

社会的責任 (Society)

同社グループには、高い研究スキルを持つがポスト不足のために大学等に常勤研究者として就業できないポストドクに対して、キャリアコンサルティングや公的研究機関との連携によるセミナー開催、民間企業への人材紹介等を行うポストドクスタイル、ポストドクや同社派遣スタッフ等に民間企業での正社員採用を果たすために必要なビジネススキル等の教育を行うWDBユニバーシティ等がある。

これらグループ企業のサービスにより、かような人材の持つ知識やスキルを社会に還元することが社会貢献に繋がると、同社の企業ビジョンから読み取れる。

このほか、WDBエウレカでは、08年より小学生を対象とした参加費無料の理科実験イベント「エウレカサイエンス教室」を全国各地(同子会社拠点近郊)で開催している(12年は11回)。当該イベントは当該子会社の社員により自発的に始まった企画で、子供の理科離れの抑止、地域社会への貢献と共に、自らの当該イベント・プロジェクトへの参加を通じた社員の協調性育成等も兼ねている。

企業統治 (Governance)

図表22に同社の株式保有状況を示す。同社の筆頭株主は、中野社長の資産管理会社、第2位が中野社長で、両社合わせて発行済株式数の過半を保有する。

同社役員会構成員には、取締役5名中2名、監査役3名中2名、計4名の社外役員があり、このうち3名が弁護士、1名が公認会計士である。社外役員は同社株主でもなく、同社グループないし同取引先の出身者でもない、独立役員である。これら社外役員の存在により、法令や定款の順守、あるいは財務・会計の妥当性・適正性は確保され、同社のコーポレートガバナンス確立に寄与していると考えられる。

図表22 2012/3期末の大株主及び株主属性別の株式保有状況(単位:%)

氏名又は名称	所有比率	株主属性	所有比率
中野商店(社長の資産管理会社)	38.4	個人株主	50.9
中野 敏光(社長)	21.0	金融機関	5.6
谷岡 たま系	5.9	金融商品取引業者	0.9
WDBグループ従業員持株会	2.4	その他の法人	40.3
大塚 美樹(専務取締役)	2.4	外国法人等	2.2
上位5名の所有比率	70.1	株主数(人)	1,307

(出所) 2012/3 期有価証券報告書

4. 経営戦略

> 課題と当面の戦略

改正派遣法への対応、拡大するグループ企業の統合戦略と権限移譲に留意

拠点拡充による派遣事業の強化、子会社による周辺領域の拡大に注力

顧客へのサービスレベルと収益力の向上が課題

同社は対処すべき経営課題として、以下の3点を挙げている。

- 1) 派遣労働者の保護を主眼とする労働者派遣法の改正への対応を含め、これまで以上にコンプライアンスを重視した事業展開を行い、顧客への説明責任を果たす必要がある。
- 2) 顧客企業の多様化するニーズへの対応、派遣スタッフの確保、競合他社との差別化を推進すべきである。
- 3) 持株会社におけるグループ戦略の策定、個別事業会社への権限分散と責任の明確化により、相乗効果のあるグループ経営を積極的に推進することが重要である。

当面の事業戦略

同社は、「派遣就業を望む人にはより良い派遣就業を、正社員への転換を望む人にはそのサポートを」というキーワードを掲げ、事業会社買収や子会社新設により、派遣職務の拡充、人材紹介・キャリア形成支援を行ってきた。今期は、以下の施策を進めている。

- イ) **派遣事業拠点の拡充**：12年3月の大分、宇都宮に続き、4月に国内51番目となる人材募集・派遣先企業開拓拠点を沖縄県那覇市に開設。12月には福岡市に4カ所目（他に東京、神戸、千葉）の研究職養成施設となる九州研修所を開設。基盤事業のサービス向上を図っている。同社はさらに研究所や大学が存在する地方中核都市に拠点を拡充する意向を持っている。
 - ロ) **市場規模の大きな工学系技術職市場に再度注力**：工学分野の技術職・研究職の特定派遣事業を目的に、WDB工学を設立（12月）。かつては工学系技術職特定派遣業・WDBテディスがあったが（01年設立）、研究職派遣に集中するべく一時本体に吸収し営業を控えていた。しかし当該分野の技術職は特定派遣事業だけで概算6千億円市場（11年）と大きいため、再び注力することにした。
 - ハ) **教育機関の設立・人材のキャリア経営を支援**：4月にWDBユニバーシティを設立、東京・神戸の2カ所で5月に開校した。登録スタッフにキャリアの見通しをつけることによる不安の解消、人材の社会への還元を目指す。
 - ニ) **CRO業務の推進**：医薬関連文献翻訳・薬事申請資料作成等に係る業務を得意とするアイ・シー・オーと、臨床開発モニターの派遣や臨床データ管理・統計解析等を得意とするWDBメディカルを合併（11月）。業務一貫受託が可能な体制を構築した。
- この他、前期設立のポストクスタイルやシンガポール子会社、研究開発・製造事業2社の収益拡大にも取り組んでいる。

> 中・長期戦略

売上高1,000億円の4割は人材サービス以外で稼ぐ計画を推進

医薬品、化粧品、機能性食品等の受託開発、製造事業に取り組む意向

研究開発・製造事業には派遣スタッフのマンパワーを活用する目論み

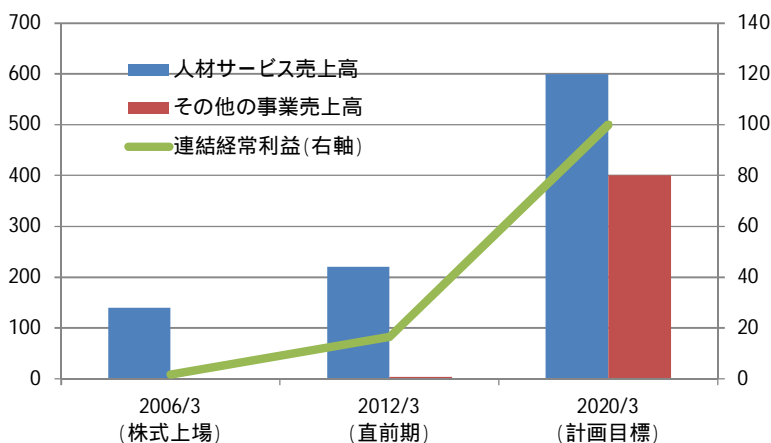
2020/3 期に売上高 1,000 億円の企業グループへ

同社は、2020/3 期に連結売上高 1,000 億円、経常利益 100 億円、純利益 50 億円という数値目標を掲げる中長期成長戦略を進めている（10 年 6 月に開示）。売上高の内訳は、人材サービス事業で 600 億円（12/3 期 221 億円）、その他の事業群で 400 億円（同 3.5 億円）としており（図表 23）、人材サービス事業は年平均 13%成長、その他の事業は 100 倍以上、経常利益は同 25%成長を目論んでいる。当該戦略の概要は、以下の通りである。

- 1) 理学系研究職派遣市場におけるブランド力・強みをさらに磨き、中核事業として一層の規模拡大を目指す。
- 2) 人材事業では、工学系技術職派遣事業、紹介事業でも一定の収益を獲得する。
- 3) 教育事業を手掛け、派遣スタッフのキャリアアップを支援する。当該事業は人材紹介事業と連携、紹介手数料を運営原資とする。
- 4) M & A も駆使して研究開発・製造事業を大きな柱に育てる。
- 5) 具体的には、医薬品・機能性食品・化粧品等の受託開発・製造事業を想定。
- 6) 事業運営会社は事業目的別に細分化し、機動的な事業運営を可能にする。グループ会社数は 35 程度（現在は 14 社）を想定。

研究職人材は派遣事業のコストとして認識されていた。今後は、この人材に対し教育サービス等を提供し、聞こえは悪いが人材紹介事業における立派な商材として、あるいは自社で運営する研究開発・製造事業を牽引する中核人材として、重用する意向である。

図表 23 中長期成長戦略の数値目標 (単位: 億円)



(出所) 同社ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

研究職派遣市場にいち早く
着目、業務プロセスを確立し
先行者優位を維持・強化

(注)持株会社に移行した 12/3 期は単体の平均年齢 39 歳・勤続年数 10 年。WDB を親会社としていた 11/3 期は 30 歳・4.7 年(249 名)。株式上場した 06/3 期の 31 歳・2.0 年(247 名)と比べ勤続年数は伸びているが、若い企業という印象が強い

国を挙げて研究開発力の向上を支援する風潮が追い風になる

理学研究職分野にいち早く着目し先行者優位を確立

同社の特徴を SWOT の観点で検討すれば、図表 24 のようにまとめられよう。

同社の強みは、特化する理学系研究分野において、イ)派遣先の医薬品・化学・食品メーカーの研究所や公的研究機関等との豊富な取引実績に裏付けられた信用力を獲得し、ロ)人材供給元の理学系大学関係者(教授・就職部)や理学系研究職を志す学生・転職予備軍等に高い知名度を有すること、ハ)同社が既に豊富な人材(登録/常用スタッフ)を抱えていること、などが挙げられる。

一方、弱みとしては、派遣スタッフの多くが派遣就労の将来に不安を抱えており、優秀な派遣要員確保がリスク要因であること(業界共通の課題)、平均年齢が若く、今後拡大が見込まれる子会社群を運営するのに必要な人的基盤が十分とは言い難いこと(注)等が挙げられよう。

機会としては、近年医学・理学関係のノーベル賞受賞が相次ぎ、当該分野の開発体制・人材の強化・育成がわが国産業界の空洞化回避、復活に有効との機運が醸成され、国の成長戦略や税制等において、同社顧客に追い風が吹いてきたことが挙げられる。

また、WDB 工学の設立により再参入する工学技術職分野についても、為替円安傾向により、見込み客である機械・電機・自動車等の産業で収益力改善が見込まれ、開発投資の活発化が期待されることも好材料と言えよう。

一方、脅威としては、規制の強化、派遣業界内の人材獲得競争の激化、そして当面は遠のいたかもしれないが、顧客による研究開発体制のグローバル化以推進・国内研究職市場停滞懸念、の 3 点を挙げよう。

図表 24 SWOT 分析

項目	WDB ホールディングスの特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ●理学系研究機関に対する取引実績と信用力 ●大学関係者や学生・転職予備軍における知名度 ●豊富な人材を登録者・常用スタッフとして抱えていること
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ●派遣スタッフの多くが派遣卒業を検討していること ●グループの経営基盤(人材面・管理体制等)が弱い
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ●産業競争力の強化に向けた国の成長戦略や税制優遇措置等により、理学研究分野に追い風が吹きつつある ●為替水準修正で工学系技術職派遣先の収益回復に期待
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ●成長分野と見做されて業界内競争が激化する懸念あり ●規制の強化。当面は派遣マージン率公開が収益抑圧も ●研究開発体制のグローバル化による国内市場停滞

(出所)ヒアリングに基づき証券リサーチセンター作成

> 経営戦略の評価

教育事業などにより、「人材を大切にす」企業イメージがブランドを強化しよう

キャリア支援や教育事業はブランド力強化につながろう

「適時に適材を利用する」人材派遣事業には、悪しざまに言えば派遣スタッフの人生設計を考慮しない「使い捨て」のビジネスという、負のイメージがリーマンショック後に付いてしまった。このため、ポストクスタイルやWDBユニバーシティによるキャリア支援・教育事業への参入は、研究職人材に対する同社グループの企業イメージを向上させよう。これにより人材獲得力を強化され、目先の収益性は低下するとともに、同社の持続的な競争力強化に貢献しよう。

なお、前述2社の事業や、「研究.net」を運営する情報事業は、e-ラーニングの活用による全国展開や、顧客企業と連携した広告モデルの導入等により、収益性を兼ね備えたメディア事業として育成することも可能ではないかと証券リサーチセンターでは考えている。

製造事業の拡大にはM&Aの活用が有効

同社が成長ドライバーとして期待する研究開発・製造事業では、M&Aがカギを握ることになる。現状は研究開発受託サービスが中心のようで、既存派遣事業取引先を顧客とすることで、一定の収益確保は可能と推測される。

しかし将来は医薬品や化粧品、機能化学品等の自社製造事業を主体にする意向のようだ。そのためには、販売チャネルや原料調達ソース、製造設備等が必要であり、同社グループの派遣人材を活用した研究開発力だけでは成り立たない。マネジメント人材も不安である。従って当該事業の成否の予想は困難であり、良い投資案件に遭遇すること、その際に所要資金の調達が可能であること、が成功要件となる。

当面は受託サービスで稼ぐ、M&A案件に恵まれれば製造事業も開花しよう

工学技術職の特定派遣事業は顧客開拓力がカギに

理学研究職の派遣市場に参入した当時と異なり、WDB工学は後発組として顧客開拓に取り組まなければならない。機械・自動車産業の集積する東海地域における同社の拠点は51カ所中6カ所にとどまるなど、顧客開拓に難航する可能性がある。特定派遣事業は常時雇用社員を抱えこむリスクな事業であり、13年度の人材採用数、6月以降の稼働状況には注意が必要であろう。

工学技術職と理学研究職は異なる市場、顧客開拓に難航する懸念あり

安定配当を基本に妥当な利益還元を実施

同社は株主への長期的な利益還元を重要な課題と認識し、安定配当の継続実施を基本方針にすると有価証券報告書等に記載している。成長戦略に基づき、機動的な設備投資やM&Aの実施が予想されること、企業の歴史は若く、システム開発や社員教育のための投資等も必要であり、内部留保の確保も必要であるため、過去5年間平均の配当性向21.5%は決して低いとは言えない。前期は持株会社移行等に伴う記念配当を実施する等、同社は業績に準じた利益還元を実施している。

> 利益還元策

記念配を含めれば過去5年の平均配当性向は21.5%、利益還元策は妥当であろう

> バリュエーション比較

収益性の高さを考慮すれば、
同社の株価バリュエーション
は低いと考える

同業他社に比べ予想PERはまだ低い評価

図表 25 に、同社及び同業他社、東証二部市場平均の株価バリュエーションを示す。同社の株価は、予想 PER で見ると他社及び二部上場全銘柄平均に比べ低水準の 10 倍に止まる。PBR、予想配当利回りの観点では二部平均及び同業他社のうち数社に見劣りするが、異常値ではない。

11 頁の類似企業との財務指標比較の項において、収益性、成長性の観点で同社が類似会社に比べ良好であることを確認した。そのうえで、予想 PER が他社に比べ低いことを持って、同社の株価には割安感があると、証券リサーチセンターでは判断する。

> 今後の株価見通し

時系列的にみると直近株価
は相応の評価を得ていると
判断する

中期的な観点での適正株価は 31 万～36 万円と試算

同社の過去の予想 PER、実績 PBR の推移を図表 26 に示す。時系列比較では、現在の株価は PER の面では上限に近いことを示す。実際 13 年 1 月以降は同社及び顧客企業に対する追い風が意識され、同社の株価は直近 1 カ月で約 4 割上昇した(2 頁株価チャート参照)。

上述の要因より、同社の株価は短期的には上値余地が限定的かもしれないが、2～3 年後には、中長期成長戦略の進捗次第で、更に高い評価も考えられる。

証券リサーチセンターでは、同社の妥当な PER 水準は同業他社を参考に 12～14 倍と想定。3 年後を見据えた適正株価は 31～36 万円と算定した(14/3 期予想 EPS×14 倍～15/3 期予想 EPS×12 倍)。

図表 25 同業他社との株価バリュエーション比較

銘柄	WDB ホールディングス	テンブ ホールディングス	メイテック	マイスター エンジニアリング	夢真 ホールディングス	アウト ソーシング	東証2部市場 全上場銘柄 平均値
市場 証券コード	東証2部 2475	東証1部 2181	東証1部 9744	東証2部 4695	JASDAQ 2362	東証2部 2427	
株価	円 213,500	1,205	2,245	467	488	370	313.0
時価総額	億円 107.1	789.5	779.0	42.6	363.9	57.6	34,788
今期予想PER	倍 10.6	13.5	12.5	14.2	22.0	10.0	15.5
前期実績PBR	倍 2.39	1.39	1.98	0.66	13.61	1.55	0.74
配当利回り	% 1.41	1.33	4.28	3.21	0.82	2.16	2.03

(注) 東証2部市場平均の時価総額、1株当たり価格は普通株式ベース、配当利回りは今期予想・単純平均

(出所) 各社直近期決算短信、株価(1月25日終値)及び市場平均バリュエーション(同週末)は日本経済新聞紙面

図表 26 時系列でみた同社の株価バリュエーションの推移(単位:円、倍)

決算期	2008/3	09/3	10/3	11/3	12/3	13/3	平均値
株価	最高	63,500	147,000	56,200	101,500	110,100	213,500
	最低	59,200	26,000	31,400	77,200	87,800	90,700
BPS	前期	38,935	50,608	57,387	62,375	73,274	89,364
EPS	当期	11,811	8,789	7,209	12,982	18,514	20,199
PBR	最高	1.63	2.90	0.98	1.63	1.50	2.39
	最低	1.52	0.51	0.55	1.24	1.20	1.01
PER	最高	5.4	16.7	7.8	7.8	5.9	10.6
	最低	5.0	3.0	4.4	5.9	4.7	4.5

(注) PBRは前期末BPSから、PERは会社予想EPSに相当する当期EPSから算出。

(出所) 有価証券報告書

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

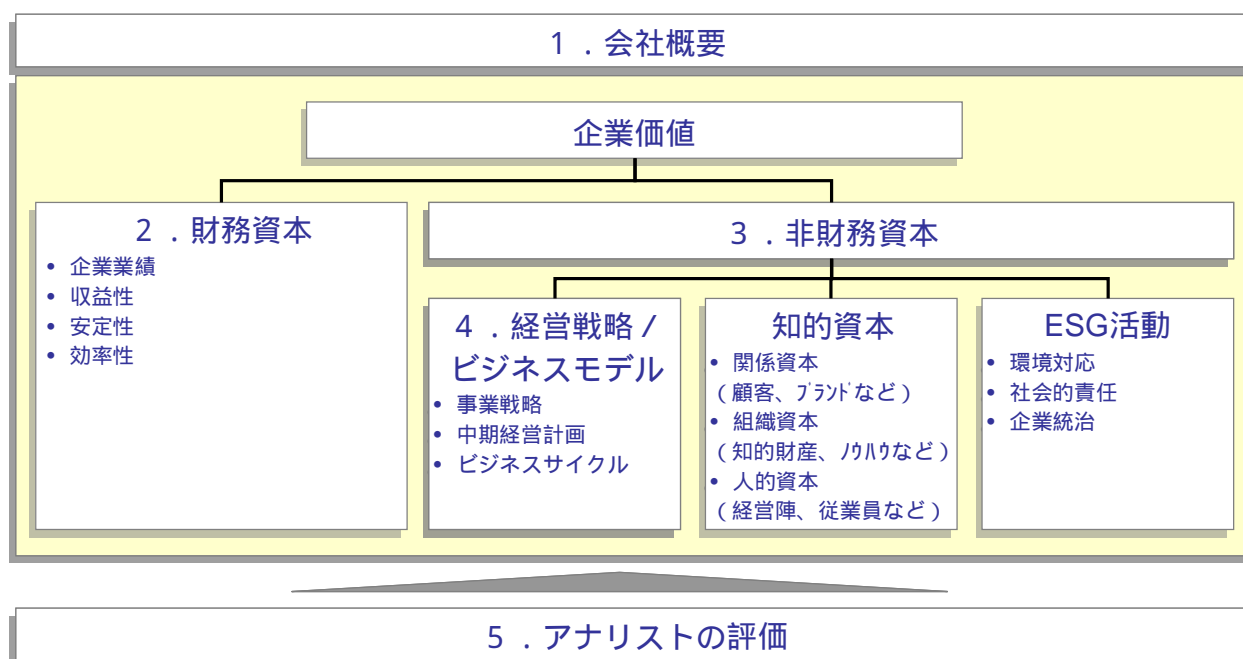
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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。