



東大金融研究会

株式会社エス・エム・エス **(2175)**

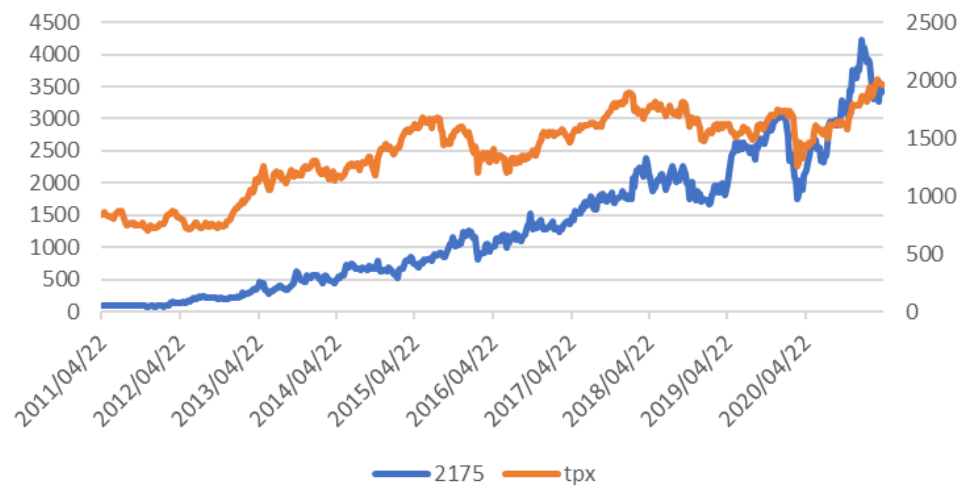


今回のポイント

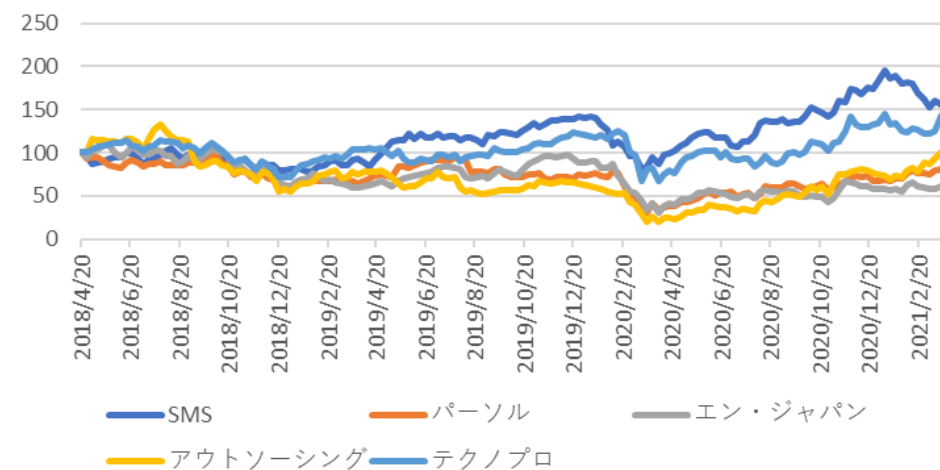
- 1 ; キャリア分野では介護・医療向け人材紹介で圧倒的なNo1を確立しており今後とも順調にシェア拡大が見込まれる。保育士や柔道整復師など裾野分野にも展開を始めており今後の期待値も高い。介護事業者分野もカイポケの会員数が順調に拡大しており、主力2事業は高水準で安定。
- 2 ; 一方、海外事業、新規事業の成長の道筋は未だに見えにくい。
- 3 ; 海外会社の買収で一時的にキャッシュフローが赤字になった年もあったが、それを除くとフリーキャッシュフローの創出力は非常に高い。
- 4 ; バリュエーションは割高で、将来の成長をかなり織り込んでいると言わざるを得ない。これまでと同様に業績のサプライズを少なく抑える戦略は重要。

過去の株価推移

過去の株価推移



対競合比株価推移





東大金融研究会

(株) エス・エム・エス

株価；3.315円（2021/4/20終値）
時価総額；2,885.9億円
EV；2,906.1億円

Valuation

FY21 EBITDA；89.6億円
FY21 EV/EBITDA；41.2x
Net Debt；20.1億円

FY21 EPS；55.0円
FY21 PER；60.3x

PBR；15.0x

事業概要

1；キャリア分野

介護・医療系職種を対象とした求人情報や人材紹介の市場をパイオニアとして創造し、医療系及び介護系職種向けキャリアサービスとして圧倒的業界No1のポジションを確立。既存従事者の転職支援のみならず他業界からの新規就業を促すとともに、従事者教育や定着支援を通して、生産性向上や離脱防止に寄与している。成長戦略としては、更なるシェア拡大を目指すとともに、保育士や柔道整復師など他職種への展開も始めている。

2；介護分野

介護事業者向け支援サービス（カイポケ）では保険サービスに加え、採用や営業支援、業務改善などの様々なサービスをオンラインにてワンストップで提供し、介護事業者の経営を総合的に支援。40以上のサービスを提供するサブスクリプション型モデルを採用。

3；海外分野

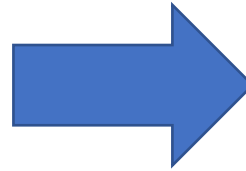
2015年10月にアジア・オセアニア13か国で医薬情報サービスを展開するMIMSグループを買収（医療事業者の会員は230万人）。この人的基盤を活用し、域内の製薬企業との間で幅広い取引関係を構築している。

4；新規事業

ヘルスケアとシニアライフを中心に新規事業を開発・育成。医療、介護における予防に対するニーズの高まりと、公的保険外サービスへの移行の流れを捉えサービスを開発中。

事業計画の考え方、見せ方

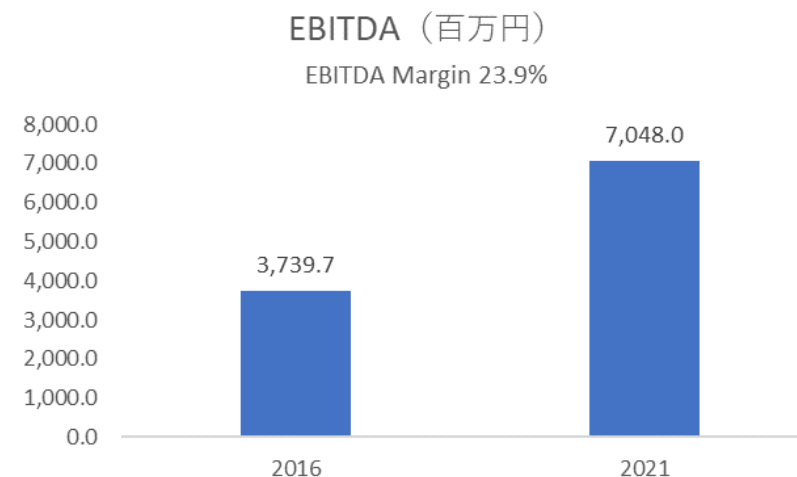
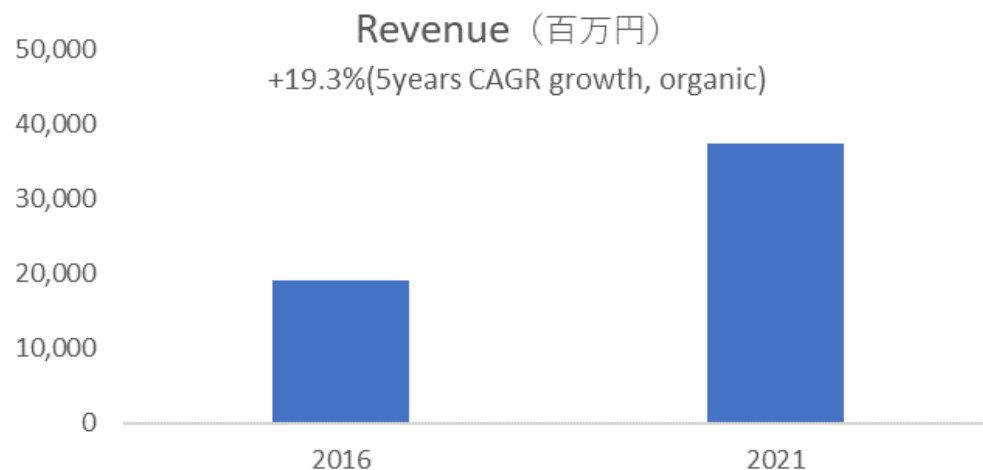
- サブセグメント別の利益の内訳
- 事業KPI
- 売上/利益の関係に対する補足的な表



- セグメント毎の利益は開示が望まれる。特に、キャリア、介護経営支援分野だけでも開示があることが望ましい。
- カイポケ以外のKPIが開示されておらず、高いバリュエーションを維持するためにも開示されると有難い。
- 売上と利益の相関が非常に低い。どの期間にどれだけの一時的なコストが生じたなど過去なぜ相関が低かったかについての分析のページが欲しい。

過去数年は高成長を遂げてきた

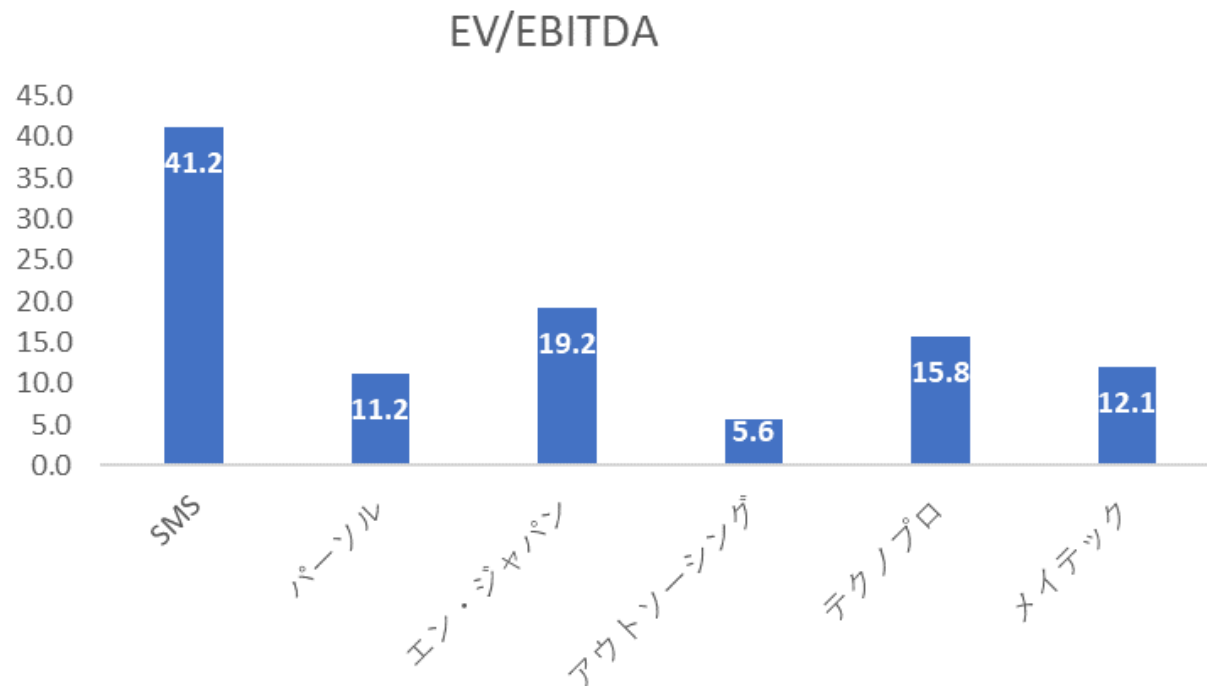
医療・介護分野における求人情報や人材紹介のパイオニアとして圧倒的な成長を享受してきた。また、介護分野でもカイポケが順調に採用され、この両軸による貢献もあり全社業績は非常に高い伸びを示してきた。依然として、両分野における潜在成長性は高いことに加え、海外および新規事業が本格的に貢献すると引き続き高い成長を確保できる可能性が高い。



競合他社と比較してバリュエーションは割高

FY21 EV/EBITDAの競合比較

当社の事業は堅調であり、利益率も高いが既に株価は割高な水準となっている。





利益率・収益性は高い

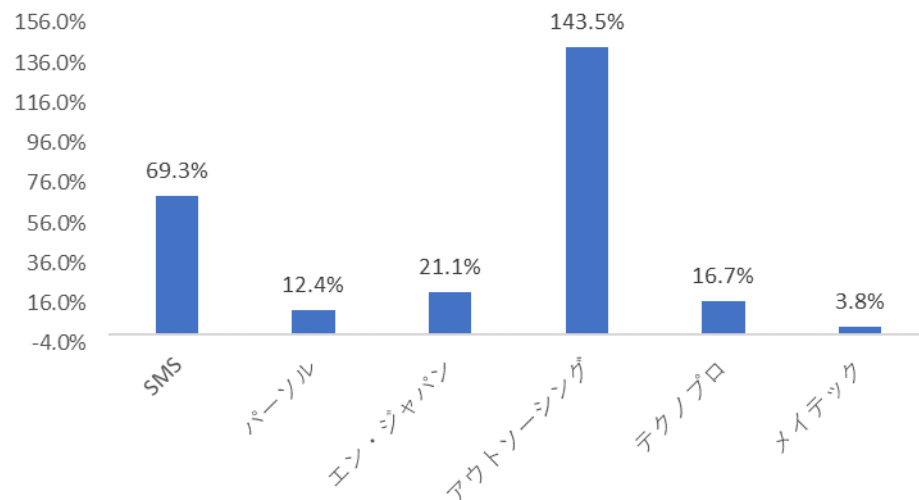
利益率も収益性も高く資本市場での評価は高い。

	SMS		同業他社 パーソル		同業他社		評価
	前期(20/3)	今期計画	前期(20/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	88.5%		22.0%		42.1%		高い
営業利益率	14.0%	13.4%	4.0%	2.7%	11.1%	10.1%	高い
EBITDAマージン	19.8%		5.0%		13.8%		高い
当期純利益率	13.5%	12.8%	0.8%	1.5%	6.8%	6.3%	高い
収益性							
ROIC	13.2%	22.5%	3.4%	6.5%	12.9%	10.4%	高い
WACC	2.4%	2.4%	5.9%	6.2%	4.5%	4.3%	低い
ROE	27.5%	22.5%	5.0%	9.3%	15.7%	14.8%	高い
CAPM	4.6%	4.6%	8.5%	8.5%	5.1%	5.1%	低い
財務安定性							
D/Eレシオ	1.63		1.26		1.16		高い
株主資本比率	41.9%		41.7%		49.9%		やや低い
自己資本比率	37.7%		39.9%		50.1%		低い
当座比率	80.2%		147.7%		115.1%		低い
流動比率	167.0%		159.6%		179.9%		平均的
PBR	15.0		3.3		4.7		高い
投資有価証券比率	4.4%		2.2%		1.9%		平均的
10%変動/OP	4.5%		#DIV/0!				

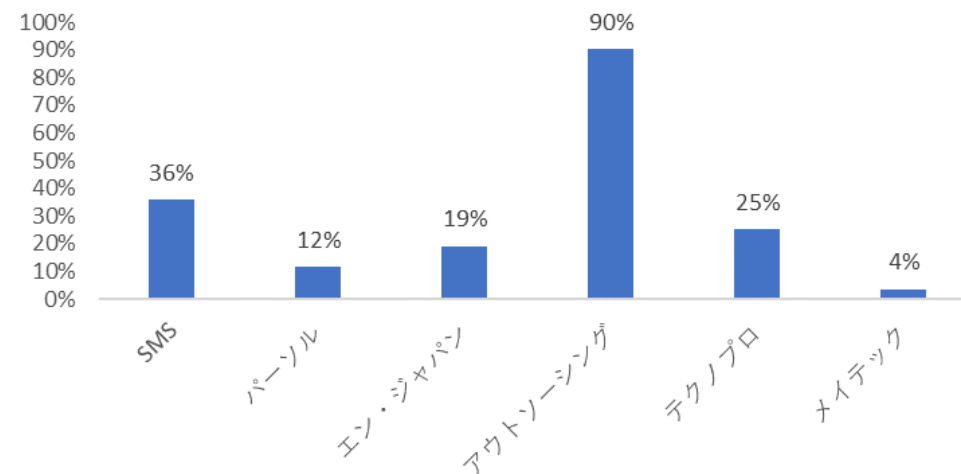
投下資本収益率は安定的に高い

バランスシートの成長は主に金融資本の積み上がりと海外企業買収などの影響。主要2事業を追従する為の施策をしっかり打っており、今後の伸びしろは大きい。

バランスシート成長率



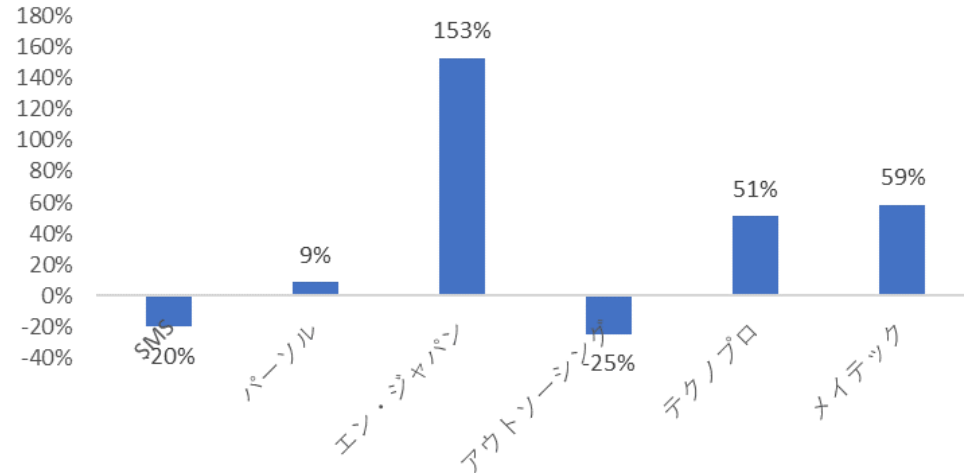
資本成長率



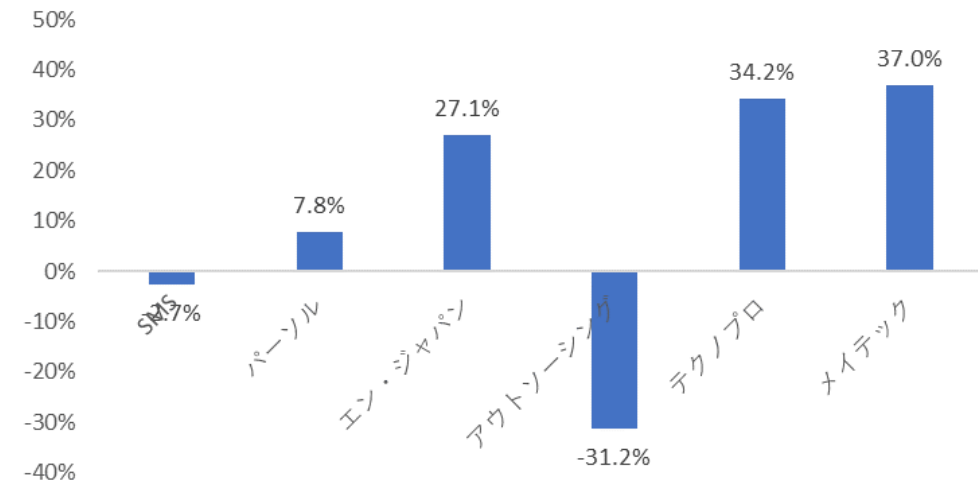
キャッシュフロー創出力は強い

2015年に買収したMIMSの影響が残り過去5年を捉えるとフリーキャッシュフローはマイナスになるものの、この期を除いたベースで捉えると、4年前の売上比較で70%弱あり、キャッシュフロー総出力は極めて高い。

5年前の売上比



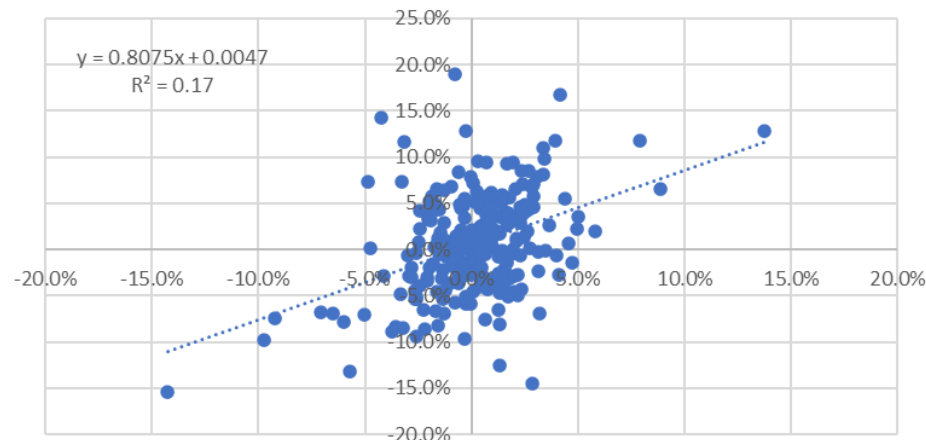
時価総額比



現在の株式 β は相対的に低い

当社の株式 β は負債の影響を乗り越え、同業他社と比較すると非常に低い。同社の事業に対する安心感が織り込まれていると考える。

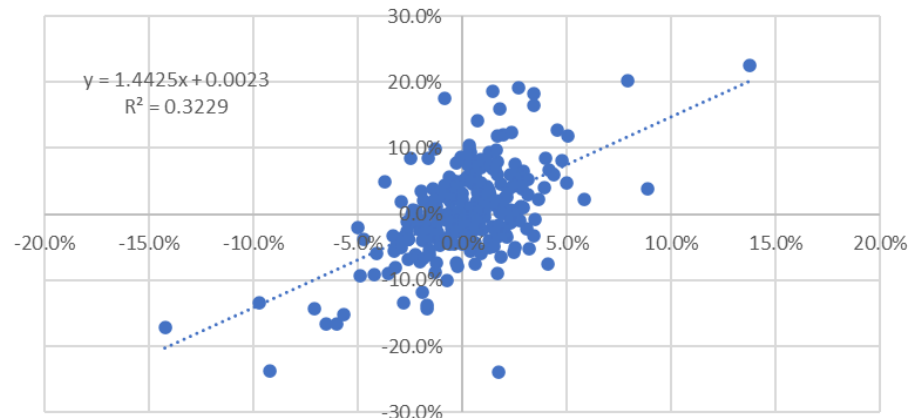
SMS対Topix



パーソルvsTopix



エン・ジャパン対Topix



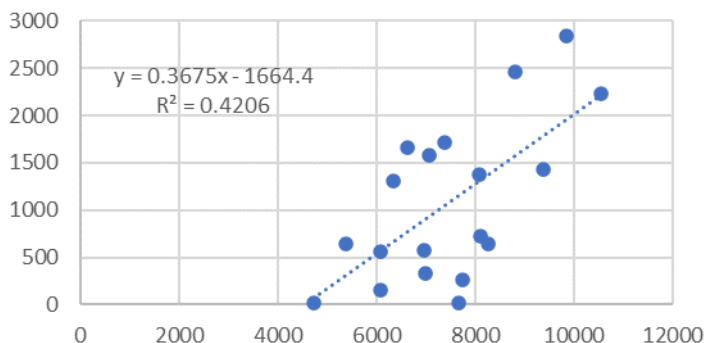
アウトソーシング対Topix



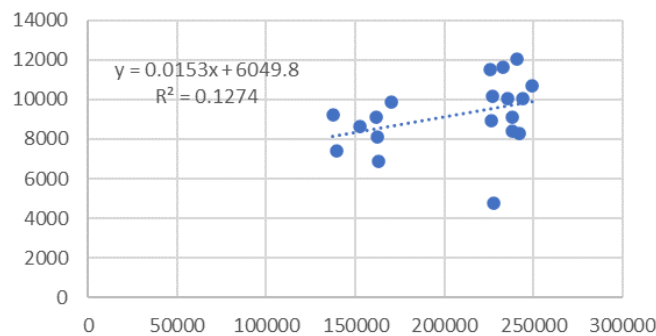
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

コストなどの投下、セグメントのバランスなどにより売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。人材会社の安定度は総体的に低い。

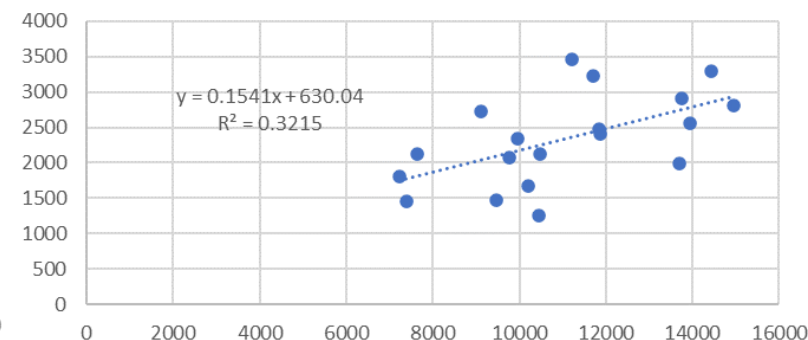
SMS



パーソル

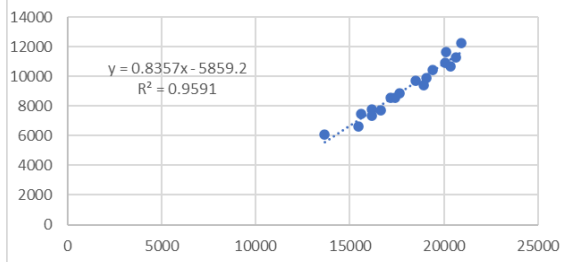


エン・ジャパン

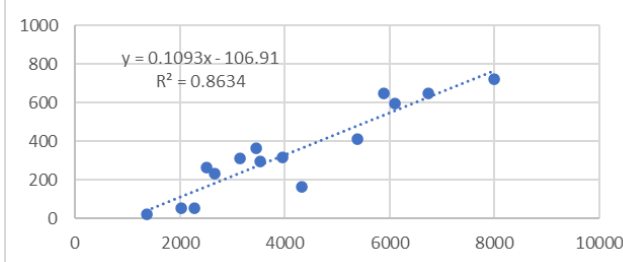


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

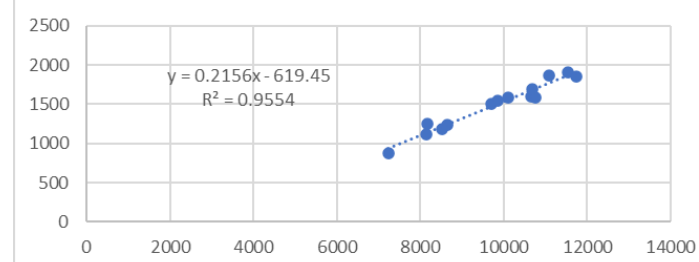
OBIC



Shift



Fullcast



ROEは高水準

当社の利益率の高さが安定的なROEに結びついている。収益性の観点からも非常にバランスが良いと言える。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	8.5%	6.6%	7.5%	9.0%	9.7%
ROE	NA	29.5%	21.8%	18.5%	24.4%	27.5%
売上高純利益率	12.1%	11.9%	12.1%	12.6%	13.7%	13.5%
回転率	NA	0.72	0.54	0.60	0.66	0.71
レバレッジ	NA	3.45	3.31	2.46	2.70	2.85

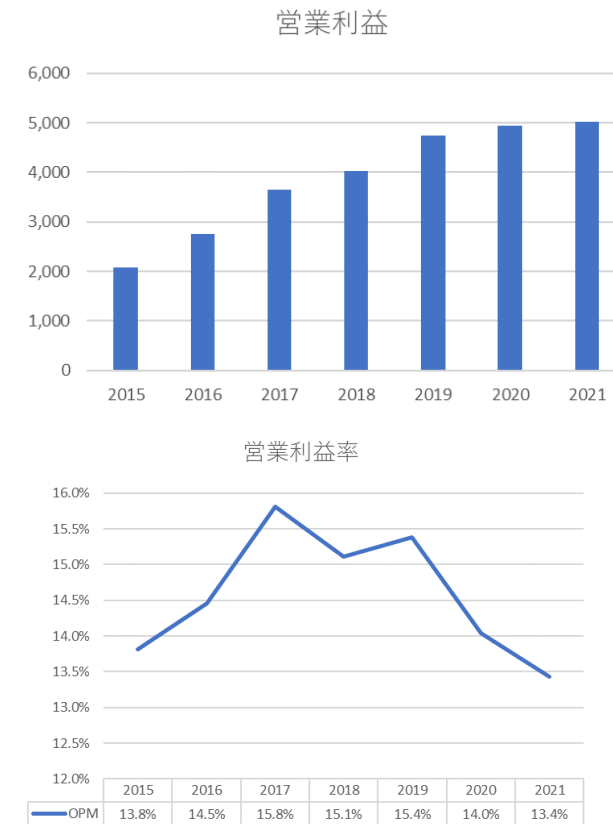
パーソルのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	11.7%	7.5%	7.1%	2.3%	6.3%	2.1%
ROE	27.2%	15.4%	13.4%	5.5%	16.2%	5.0%
売上高純利益率	3.3%	3.4%	3.0%	1.1%	2.6%	0.8%
回転率	3.51	2.23	2.35	2.15	2.39	2.62
レバレッジ	2.32	2.06	1.89	2.36	2.57	2.44

(東大金融研究会作成)

売上高、利益は順調に成長

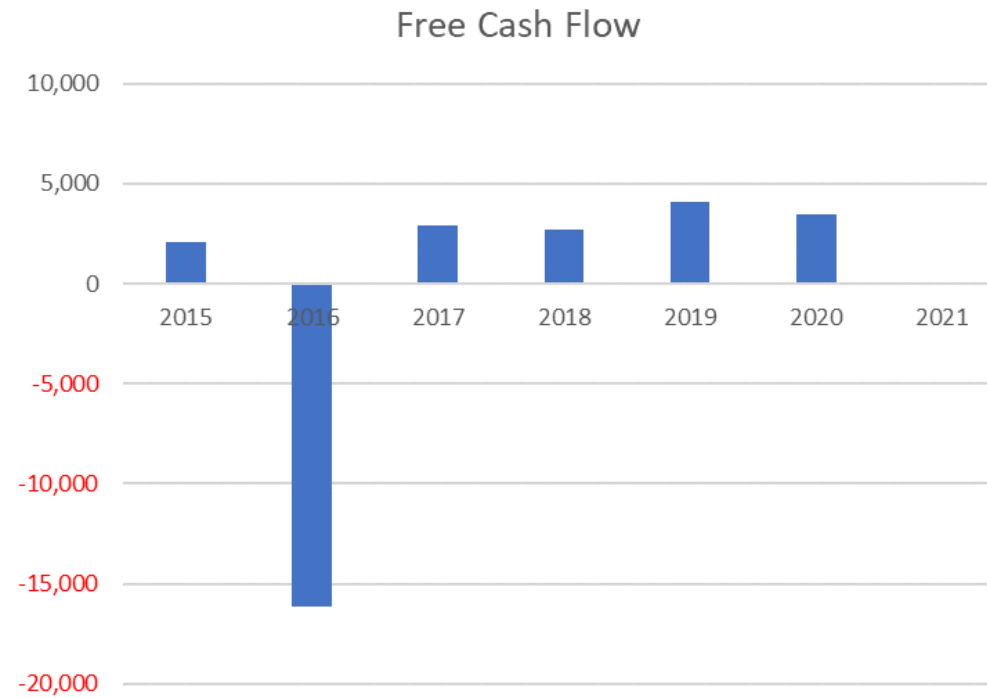
コロナの影響も懸念されたが、なんとか増収増益を確保。ただし、営業利益率は前期、今期と下落基調。アフターコロナで需要が戻る局面では利益率も回復すると予想され、そこまで悲観する必要はないと思われる。



(会社資料より作成)

フリーキャッシュフローは潤沢

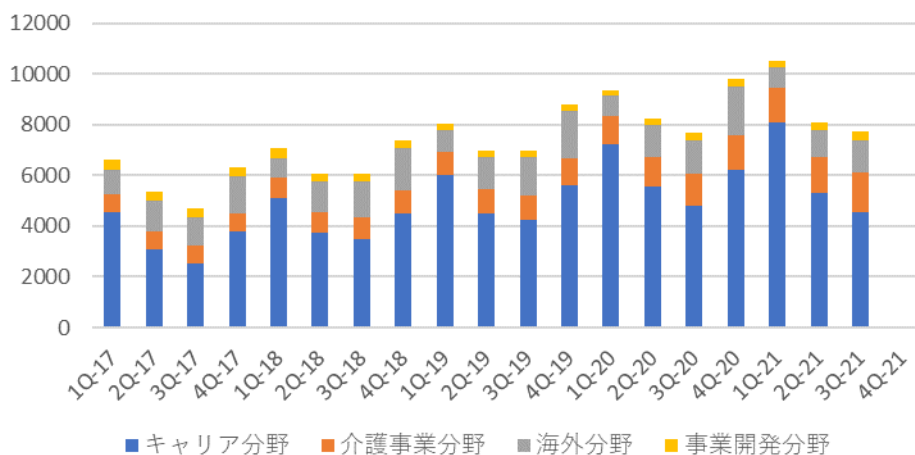
海外子会社の大型買収で一時的に大きくマイナスになった局面もあったが、これを除くとフリーキャッシュフローの創出力は高い。



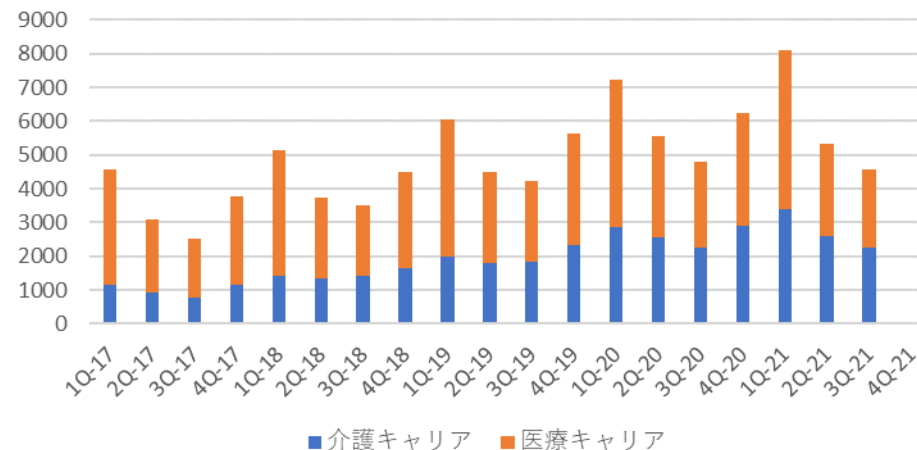
主要2事業は底堅く推移

コロナの悪影響は避けられないものの、キャリア分野と介護事業分野の主力2事業はなんとか踏ん張った形。海外事業も思ったほど落ち込みもなくコロナ後の逆襲に備えて布石はしっかり打たれている感はある。キャリア分野での裾野拡大戦略にも期待はかかる。

セグメント別売上高



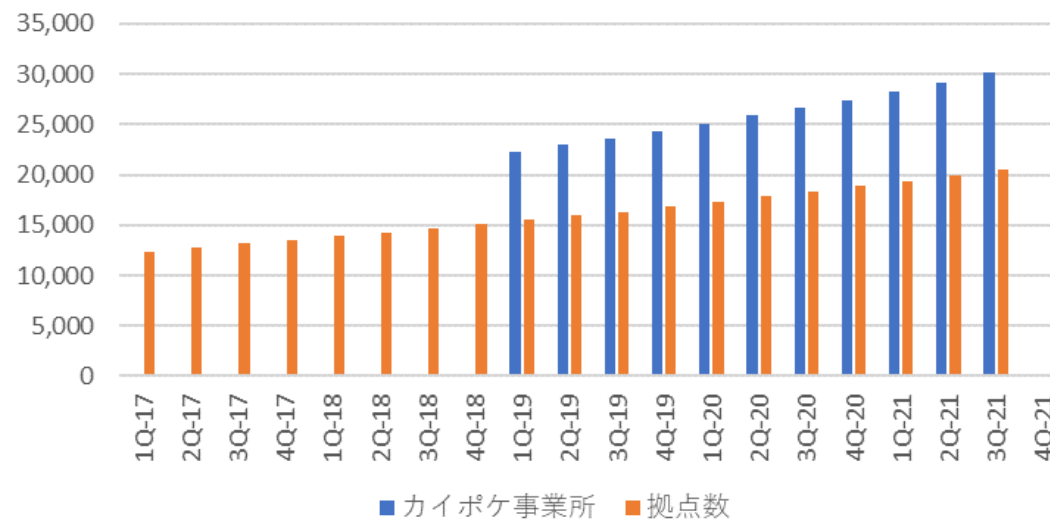
キャリア分野内訳



カイポケ会員数は堅調に増加

事業所数は同じ拠点で訪問介護、居宅介護支援を運営している場合はダブルカウントになる。会員数は順調に増加していることに加えて、タブレットやスマートフォンなどの有料オプションサービス、ファクタリングサービスの利用は順調に拡大している。

カイポケ拠点数



これまでの業績推移

買収による一時的なキャッシュアウトはあるものの、非常にキャッシュフロー創出力は高いビジネス。利益率も安定している。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-2,708	13,711	3,582	1,570	9,416	6,540	2,015
発行済み株式数（百万株）	84	84	87	87	87	87	87
株価	643	1,272	1,296	1,775	1,730	3,025	3,315
時価総額	53,825	106,519	112,403	154,145	150,507	263,347	288,594
EV	51,116	120,230	115,985	155,715	159,923	269,887	290,609
EBITDA	3,306	4,529	5,994	6,761	7,913	8,477	8,958
EBITDA margin	22.0%	23.7%	26.0%	25.4%	25.7%	24.1%	23.9%
EV/EBITDA(pre-tax based)	15.5	26.5	19.4	23.0	20.2	31.8	32.4
EBITDA	2,687	3,740	5,162	5,727	6,611	6,955	7,048
EV/EBITDA(OP based)	19.0	32.1	22.5	27.2	24.2	38.8	41.2
EPS	21.8	27.0	32.3	38.7	48.5	54.7	55.0
PER	29.5	47.0	40.1	45.9	35.7	55.3	60.3
流動資産	7,363	12,176	15,235	18,113	20,123	23,102	
現金	2,709	5,292	7,829	9,515	10,703	11,091	13,303
受取手形							
売掛金	2,486	3,983	3,932	4,308	4,323	5,213	
棚卸資産							
投資有価証券	1,240	1,026	1,665	1,721	2,048	2,225	0
流動負債	4,394	25,914	8,910	10,400	11,891	13,831	34,681
買掛金	132	451	311	292	353	314	
短期借入金	0	19,003					
1年以内返済長期借入			1,201	1,395	2,487	2,487	2,479
長期借入			10,210	9,690	17,632	15,144	12,839
株主資本	6,517	8,413	17,963	20,677	17,193	21,376	25,421
その他包括利益	298	145	-838	-1,423	-1,833	-2,149	-2,149
自己資本	6,815	8,559	17,125	19,254	15,360	19,227	23,272
純資産	6,923	13,158	21,583	23,641	15,539	19,398	
総資産	11,421	41,690	43,231	46,087	47,467	50,996	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	15,056	19,069	23,054	26,611	30,836	35,140	37,436
粗利売上			20.9%	15.4%	15.9%	14.0%	6.5%
売上総利益	13,724	16,865	19,327	22,273	27,301	31,091	
	91.1%	88.4%	83.8%	83.7%	88.5%	88.5%	
営業利益	2,079	2,757	3,646	4,021	4,743	4,935	5,028
	13.8%	14.5%	15.8%	15.1%	15.4%	14.0%	13.4%
支払利息	5	36	47	48	66	102	102
特別利益	187	240	55	5	8	57	
特別損失	55	174	192	98	453	37	
税前当期利益	2,825	3,576	4,294	4,914	5,534	6,375	6,836
親会社に帰属する利益	1,824	2,266	2,801	3,361	4,216	4,760	4,785
減価償却費	264	557	876	965	1,061	1,211	1,211
のれん償却	343	426	640	741	807	809	809
金利		0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.5%	
営業CF	3,103	2,244	3,919	4,811	5,156	5,591	
投資CF	-1,050	-18,402	-1,033	-2,095	-1,066	-2,127	
FCF	2,054	-16,157	2,886	2,716	4,090	3,464	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		1,550	1,781	1,953	2,438	2,968	
					24.8%	21.7%	
1名当たり売上		12	13	14	13	12	

コストの詳細は言及可能か

2175SMS	FY2018	FY2019	FY2020
売上	26,611	30,836	35,140
売上原価	4,338	3,535	4,049
外注費			
労務費			
経費			
粗利益	22,273	27,301	31,091
	83.7%	88.5%	88.5%
販管費	18,252	22,558	26,156
広告宣伝費	3,413	4,106	4,714
人件費	7,623	9,212	11,436
役員報酬			
給与手当	6,621	7,871	9,860
福利厚生	961	1,246	1,478
採用教育費			
退職給付費用	41	95	98
賞与引当	266		
地代家賃	1,122	1,284	1,458
業務委託費	2,575	2,545	2,543
減価償却費	966	1,061	1,211
のれん	741	807	809
研究開発費			
営業利益	4,021	4,743	4,935
	15.1%	15.4%	14.0%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	16	11	12
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	84	89	88
販管費	69	73	74
広告宣伝費	13	13	13
人件費	29	30	33
役員報酬	0	0	0
給与手当	25	26	28
福利厚生	4	4	4
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
賞与引当	1	0	0
地代家賃	4	4	4
業務委託費	10	8	7
減価償却費	4	3	3
のれん	3	3	2
研究開発費	0	0	0
営業利益	15	15	14

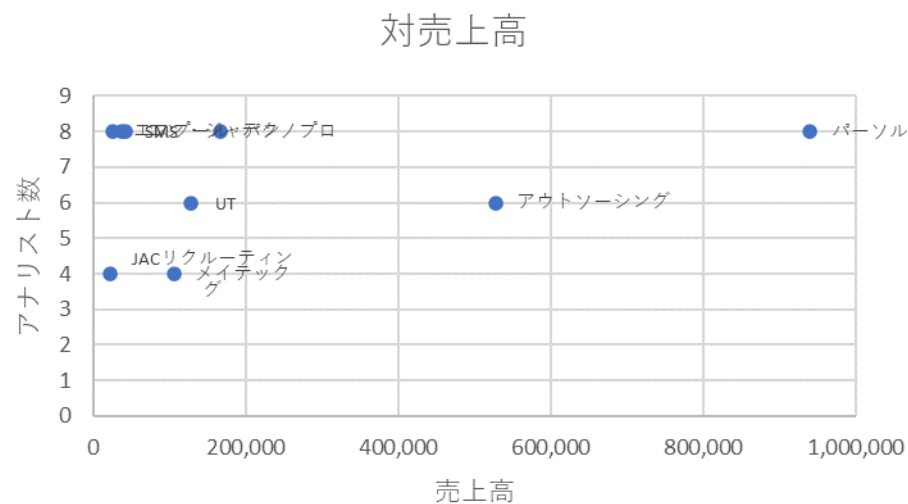


東大金融研究会

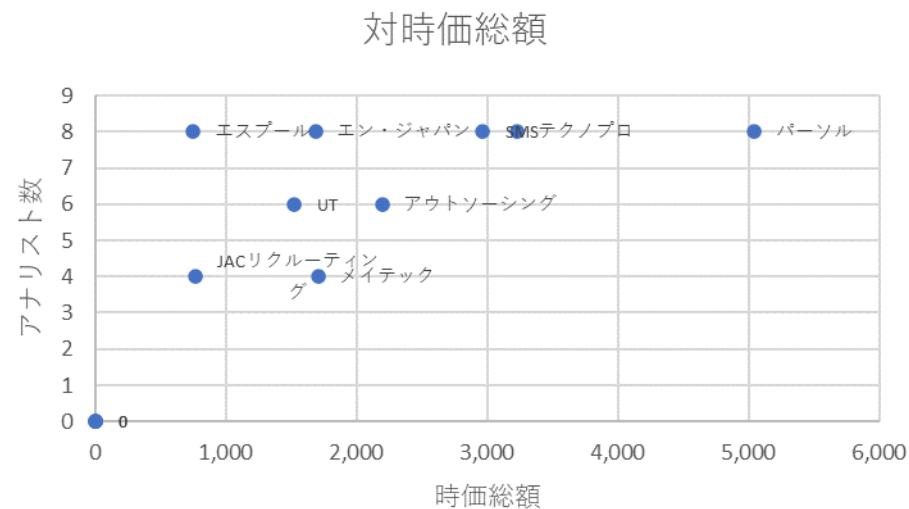
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

セルサイドのカバレッジは限界的か。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)

ガバナンスの独立性は許容範囲

小数の取締役構成。取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は60%にのぼる。

役職名		氏名
代表取締役	社長	後藤夏樹
取締役		杉崎政人
取締役		松林智紀
取締役		伊藤耕一郎
取締役		鈴木豊太郎

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
2175	SMS	92.2%
2181	パーソル	99.0%
4849	エン・ジャパン	96.1%
2427	アウトソーシング	98.9%
6028	テクノプロ	95.5%

株式売買高は高水準

株式売買高は人材関連の中では非常に高水準。

人材派遣		売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
2175 jt equi	SMS	0.3%	971	292,993	87,109,600
2181 jt equi	パーソル	0.2%	982	470,570	236,704,900
4849 jt equi	エン・ジャパン	0.3%	579	172,226	49,716,000
2427 jt equi	アウトソーシング	0.9%	1,857	1,081,059	125,909,300
6028 jt equi	テクノプロ	0.4%	1,127	129,824	36,140,390
9744 jt equi	メイテック	0.2%	400	67,276	28,600,000
2146 jt equi	UT	0.5%	781	212,887	40,363,070
2471 jt equi	エスプール	1.1%	813	874,674	79,007,500
2124 jt equi	JACリクルーティング	0.3%	194	107,044	42,265,000

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

機関投資家の浸透率は高水準。このペースを続けたい。

		保有比率	保有額	株数
MORO合同会社	機関投資家	18.1%	52,136,059,170	15,727,318
ティー・ロウ・プライス	機関投資家	8.9%	25,756,224,000	7,769,600
年金積立管理運用	機関投資家	6.9%	19,905,912,000	6,004,800
野村ホールディングス	機関投資家	6.1%	17,652,375,000	5,325,000 ↑
三井住友トラスト	機関投資家	5.2%	14,891,643,000	4,492,200 ↑
みずほフィナンシャル	機関投資家	5.1%	14,663,902,500	4,423,500 ↓
FMR	機関投資家	3.8%	10,865,512,515	3,277,681
アズワン	機関投資家	2.8%	7,969,260,000	2,404,000
第一生命ホールディングス	機関投資家	2.7%	7,843,953,000	2,366,200
レグ・メイソン	機関投資家	2.7%	7,692,457,500	2,320,500
Bank of New York	機関投資家	2.5%	7,336,114,890	2,213,006 ↓
JPモルガンチェース	機関投資家	2.4%	6,912,106,500	2,085,100 ↑
ゴールドマンサックス	機関投資家	2.3%	6,751,498,065	2,036,651 ↑
ステートストリート	機関投資家	2.3%	6,591,015,600	1,988,240 ↑

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。