

士業・管理部門に特化した人材紹介ビジネス

投資判断 (10/15)

## MS-Japan (6539・東証1部)

Overweight → Neutral

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,893円 (10/15)	100株	470.7億円 (10/15)	2,480円 (18/9/28)	1,365円 (18/2/15)	45.4倍 (10/15)

## 日本最大の経営管理DMPの構築で中長期成長を加速

## ■新規求職者増と広告費はく落で1Q大幅増収増益

19年3月期1Q(18年4-6月)の非連結業績は、売上高866百万円(前年同期比33.0%増)、営業利益358百万円(同3.8倍)の大幅増収増益となった。人材紹介事業で新規登録者(求職者)が前年同期比23.0%増と伸びたことが増収の主因。利益面では、前期に発生したコミュニケーションプラットフォーム「Manegy(マネジー)」のプロモーション用の広告宣伝費がはく落し、営業利益の拡大につながった。

## ■マネジー利用者数拡大に注力

17年3月期までは求職者の獲得を重視したが、競争激化がコスト高を招く事業モデルからの転換を図るため、マネジーを同期末に立ち上げた。18年3月期はマネジーのプロモーションに戦略投資し、当初計画を上回る会員数10万人超を獲得。今期の広告宣伝費は前期から引き下がる見通しだ。プロモーション投資を回収し、マネジーの利用者数の拡大により同社の複数の人材紹介サイトに新規登録する流れを加速させる。まずは、マネジーと人材紹介サイトを1つのIDで行き来できるシングルサインオン(SSO)を開発、士業・管理部門関係者をマネジーに囲い込む。さらに、ネオジャパン<3921>が開発したグループウェア「デスクネッツ」にマネジーのコンテンツ提供を開始。全国380万を超えるデスクネッツの利用者は、デスクネッツのIDでマネジーのコンテンツを閲覧・ダウンロードできる。会社側はこの取り組みにおける業績寄与は現時点で軽微としているが、求職者の裾野拡大効果は見込めそうだ。この他、IPO(新規株式上市)関係者向けコミュニティサイトを立ち上げ、マネジーとの相乗効果を図っていく。

19年3月期の会社計画は、売上高3,792百万円(前期比21.6%増)、営業利益1,512百万円(同29.1%増)。新規登録者数約1.7万人(同18.1%増)獲得を前提としている。モーニングスター(MS)では、登録者数約1.7万人超獲得に加え、より専門性の高い登録者の成約が強含むと考え、



会社計画上ブレを予想する。営業利益も増収効果とプロモーション投資のはく落で大幅な伸びを見込む。

足元のマネジーは利用者数拡大に注力しているが、人材紹介サイトとともに蓄積したユーザー情報などを統合した日本最大の経営管理データマネジメントプラットフォーム(DMP)構築を着々と進めている。20年3月期はこのDMPを活用したビジネスが開花しそうだ。会社側の中期経営計画(右図)はDMPビジネスの収益をあまり織り込んでおらず、DMPビジネスが開花すれば上ブレ余地が広がる。

株価は19年3月期1Q決算発表後に急騰、その後も騰勢が続き9月28日には上場来高値2,480円を付けた。MS想定株価レンジは価格帯別出来高に厚みのある1,950-2,300円とする。18年3月期の好業績に加え、会社側がローリング式中計を上方修正(19年3月期および20年3月期見直し引上げ、21年3月期新規更新)したことを踏まえ、前回予想レンジ(1,250-1,550円)から更新した。MS5カ年業績予想にDCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法を用いて算定した時価は2,100円。レンジと大きな乖離がないため、投資判断は「Overweight」から「Neutral」とする。プラットフォームビジネスの収益化メドが立てば、上場来高値を大きく上抜ける局面も訪れそうだ。

(有村 孝浩)

## 業績動向 (10/15時点)

		売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
17年3月期	実績	2,466	22.5	987	26.2	958	17.9	691	29.2	31.6
18年3月期	実績	3,117	26.4	1,170	18.6	1,304	36.1	910	31.6	36.7
19年3月期	会社予想	3,792	21.6	1,512	29.1	1,522	16.7	1,035	13.8	41.7
	MS予想	3,975	27.5	1,760	50.4	1,800	38.0	1,225	34.6	49.3
20年3月期	MS予想	4,855	22.1	2,130	21.0	2,150	19.4	1,465	19.6	58.9

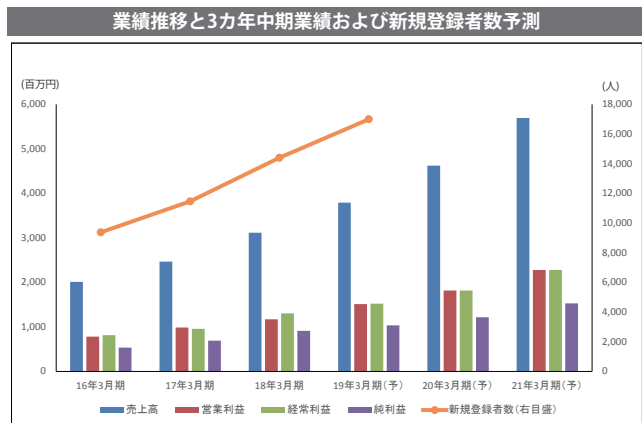
18年10月1日付で普通株式1株につき4株の割合で株式分割を実施、EPSは遡及修正

■ 会社概要

「土業」と管理部門関係者など「専門人材」を対象とした人材紹介事業を展開する。国内上場企業からベンチャー企業、外資系企業、金融機関、ベンチャーキャピタルなどの一般事業会社の他、会計事務所や監査法人、法律事務所など専門的な組織の人材紹介も行う。主な収入源は採用企業側からの成功報酬型の手数料であり、求人難の現下は採用決定率が高く、売上高は新規登録者の伸びに比例し増加傾向にある。この他、付帯事業として紹介予定派遣者の紹介、企業や会計事務所などのM&A（企業の合併・買収）仲介業務、会計事務所と法律事務所の検索サイト「J-ing」、税理士や公認会計士向け転職・業界動向案内ポータルサイト「KAIKEI FAN」なども手掛けている。登録を行った求職者に対してカウンセリングを通じて転職先を紹介。専門分野に特化するため、業務内容や業界動向に対する知識が蓄積しやすい点が特徴だ。16年12月に東証マザーズ上場、17年12月には東証1部に市場変更となった。

■ 事業環境と展望

日本国内のホワイトカラー職種の人材紹介市場は約2,140億円あるとされる中、同社が主戦場とする管理部門関係者など専門人材領域のマーケットは235億円程度（いずれも同社調べ）。同社はこの専門人材領域で約10%とトップクラスのシェアを取っているが、マーケティング戦略などにより中長期的に25-30%のシェアを獲得していくことは可能だという。カギはマネジーの運営となる。土業・管理部門関係者らを会員化して求職者予備軍を囲い込み、人材紹介の新規登録者増加も狙う。マネジー会員は管理業務で必要とされる土業がアップロードした書式（テンプレート）のダウンロードが可能な他、関連省庁の法令改正情報を閲覧できる。閲覧行為に応じて会員にはGポイント等との交換が可能なポイントが付与され、同社もポイント提供者（スポンサー）から広告収入を得る。現状はニュースなど役立つ情報の提供や各種広告収入で運営されているが、中長期的には業務支援・企業間決済機能など収益基盤の多様化を推し進めていく。国内の経営管理DMPのスタンダードを確立し、M&A（企業の合併・買収）、DMPの海外展開などにより成長拡大を図る構えだ。



出所: 会社開示情報よりMorningstar作成



企業の経営者や管理部門（経理財務・人事総務・法務・経営企画 等）と土業（弁護士・公認会計士・社会保険労務士 等）がつながるコミュニケーションプラットフォーム「Manegy (マネジー)」

出所: 会社資料

リスク要因

将来的に国内景気が停滞し、企業が人材の採用を抑制する場合は、有効求人倍率が低下し採用環境が悪化する恐れがある。同社は管理部門に特化した専門性の高い求職者を多く抱えており、一般の人材紹介会社に比べると景気変動の影響は軽微だが、業績成長鈍化につながる可能性がある。

株主還元 (10/15時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
17年3月期	実績	0円	8.75円	8.75円
18年3月期	実績	0円	11.25円	11.25円
19年3月期	会社予想	0円	11.25円	11.25円

18年10月1日付で普通株式1株につき4株の割合で株式分割を実施  
18年3月期および17年3月期は遡及修正

■ 株主優待

毎年9月末日、3月末日の株主名簿に記載された800株以上所有する株主を対象とし、「株主優待ポイント表」に基づき、株主優待ポイントを進呈。株主限定特設サイト「MS-Japan プレミアム優待倶楽部」において、食品、電化製品、ギフト、旅行・体験などの中から選択し、ポイントと交換。ポイントは同じ株主番号を条件に、次年度へ繰越可（最大2年間有効）。800株～1,199株：年度（年2回の合計）に8,000ポイント（8,000円相当）を付与、1,200株～1,599株：年度（年2回の合計）に1万2,000ポイント（1万2,000円相当）を付与、1,600株～1,999株：年度（年2回の合計）に1万8,000ポイント（1万8,000円相当）を付与、2,000株～2,399株：年度（年2回の合計）に2万5,000ポイント（2万5,000円相当）を付与、2,400株～2,799株：年度（年2回の合計）に3万5,000ポイント（3万5,000円相当）を付与、2,800株～3,199株：年度（年2回の合計）に4万5,000ポイント（4万5,000円相当）を付与、3,200株～7,999株：年度（年2回の合計）に5万ポイント（5万円相当）を付与、8,000株～15,999株：年度（年2回の合計）に6万ポイント（6万円相当）を付与、16,000株～39,999株：年度（年2回の合計）に8万ポイント（8万円相当）を付与、4万株以上：年度（年2回の合計）に10万ポイント（10万円相当）を付与

## 競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (10/15時点)

	MS-Japan (6539・東証1部)	エス・エム・エス (2175・東証1部)	エムスリー (2413・東証1部)	
基本事項	株価	1,893円	1,988円	2,224円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	189,300円	198,800円	222,400円
	決算月	3月	3月	3月
株価指標	PER(予)	45.4倍	44.2倍	<b>34.4倍</b>
	PBR(実)	<b>7.7倍</b>	9.0倍	8.8倍
	配当利回り(予)	<b>0.6%</b>	—	—
成長性	売上高成長率(予)	<b>21.7%</b>	21.3%	20.0%
	営業利益成長率(予)	<b>29.2%</b>	20.0%	6.8%
	EPS成長率(予)	13.6%	<b>16.1%</b>	6.5%
収益性	売上高営業利益率(予)	<b>39.9%</b>	15.0%	28.0%
	自己資本当期純利益率(実)	15.9%	18.5%	<b>26.3%</b>
	総資産経常利益率(実)	20.6%	11.2%	<b>28.0%</b>
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>90.3%</b>	41.8%	70.8%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	<b>0.0%</b>	57.6%	0.6%
	流動比率(実)	<b>539.0%</b>	174.2%	218.3%

医療・介護の事業領域における専門人材紹介に強みを持つエス・エム・エス（2175）と、医師のための医療コンシェルジュサイトを運営するエムスリー（2413）を類似比較企業として選定した。

## ■ 成長性

19年3月期は有効求人倍率が高水準で推移することを背景に求職者（新規登録者）の増加が売上高を押し上げていく想定から、売上高成長率は21.6%を見込み、相対上位となっている。

一方、営業利益成長率は前期から10.5ポイントアップの29.1%になる見通し。コミュニケーションプラットフォーム「マネジャー」に対する認知度向上のための広告宣伝などプロモーション投資がはく落し利益成長が加速する。

## ■ 収益性

19年3月期の売上高営業利益率は39.9%となる見通しで、相対上位となっている。「マネジャー」のマーケティングコスト等がかさんだ前期は37.6%に後退したが、前々期の40.0%とほぼ同水準になる見込みだ。また、人材紹介に特化しているため、人材派遣や業務請負などが売上構成比の多くを占める一般的な人材会社よりも高い粗利益率（90%超）が獲得でき、これが高水準の営業利益率につながっている。ROE・ROAも2ケタ台を維持するなど、全体として高収益体質といえる。

## ■ 財務安定性

16年12月の新規上場で約15億円のIPO資金を得た同社は、自己資本が充実。18年3月期での利益剰余金が順調に積み上がった他、実質無借金ということもあり3指標すべてで相対優位。比較企業では、エス・エム・エスが借入を活用していることもあり、デット・エクイティ・レシオは57.6%となっている。

モーニングスター株式会社  
プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 有村 孝浩  
03-6229-0810 tarimura@morningstar.co.jp



# モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

## 特徴

### (1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

### (2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

#### 【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

### (3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

#### Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

#### Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

#### Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

### (4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

## 項目説明

### ■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

### ■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

### ■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

### ■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

### ■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

### ■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

### ■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

### ■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。