

ホリスティック企業レポート

WDBホールディングス

2475 東証一部

アップデート・レポート
2014年1月10日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済20140107

WDBホールディングス (2475 東証一部)

発行日: 2014/1/10

理学研究職の派遣を主力とする人材サービス大手 派遣職種拡大、M&Aによる新事業進出等の成長戦略を推進

> 要旨

◆ 事業内容

- ・WDBホールディングス(以下、同社)は、公的機関や化学及び医薬系企業の研究所への理学系研究職の派遣を得意とするWDBを中核企業とする人材派遣グループの持株会社である。
- ・同社の強みとして、理学系研究分野において、イ)民間企業や公的研究機関等から獲得した信用、人材供給元の大学関係者等への高い知名度、豊富な登録者数などが挙げられる。

◆ 14年3月期上期実績

- ・14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高12,369百万円(前年同期比4.0%増、期初予想比98.1%)、営業利益838百万円(同順で18.6%減、78.9%)であった。
- ・製薬関係等の企業の一部に新規派遣社員採用手控えの動きがあり、増収ながらも計画未達に終わる一方、営業職員等の増員、新規出店等を計画通り進めた結果、営業利益率は前年同期比1.9ポイント低下した。

◆ 14年3月期通期予想

- ・同社の14/3期通期予想は売上高26,000百万円(前期比6.9%増)、営業利益2,010百万円(同7.4%減)で、いずれも期初予想から減額した。ただ、下期だけをみると前年同期比増収、営業増益を予想している。
- ・証券リサーチセンター予想は売上高25,900百万円、営業利益2,000百万円で、同社の業績予想は概ね妥当と判断した。研究開発投資減税等の追い風があり、営業戦略次第で成長力の回復は可能と考えた。

◆ 投資に際しての留意点

- ・同社のビジネスリスクとして、為替変動等を契機とする理学系研究職を必要とする顧客企業の国際競争力の低下、法令改正、事業領域拡張による成長戦略に適したM&A対象企業の発掘の成否等に留意したい。
- ・証券リサーチセンターの予想通りに同社が15/3期以降に利益成長力を回復すれば、同社の株価は再評価される可能性がある。

【2475 WDBホールディングス 業種: サービス業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2012/3	22,457	7.4	1,669	31.5	1,664	30.1	919	41.8	92.6	446.8	19.0
2013/3	24,323	8.3	2,170	30.0	2,206	32.6	1,278	39.0	129.8	557.5	15.0
2014/3 CE	26,000	6.9	2,010	-7.4	2,010	-8.9	1,100	-14.0	110.7	—	22.0
2014/3 E	25,900	6.5	2,000	-7.8	2,000	-9.3	1,100	-14.0	110.7	641.8	22.0
2015/3 E	28,200	8.9	2,300	15.0	2,300	15.0	1,250	13.6	124.6	744.4	16.0
2016/3 E	30,500	8.2	2,700	17.4	2,700	17.4	1,450	16.0	144.6	873.0	16.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、14/3期予想EPSは、13年12月の自社株放出を考慮して算出

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

【主要指標】

	2013/12/30
株価(円)	1,297
発行済株式数(千株)	10,030
時価総額(百万円)	13,008

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	10.0	11.7	10.4
PBR(倍)	2.3	2.0	1.7
配当利回り(%)	1.2	1.7	1.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-4.2	-4.7	71.3
対TOPIX(%)	-7.4	-12.6	13.1

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/1/11

アップデート・レポート

2/12

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

医薬品、食品、化学等の
研究開発業務を支援する
人材派遣が主力事業。

(注 1)労働者派遣法(「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」)で、派遣事業は一般労働者派遣事業と特定労働者派遣事業の2つに分類される。

前者は、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事業で、厚生労働大臣の許可を要する。

後者は自社で常時雇用する労働者を依頼に応じて派遣するもので、届け出制である。

CRO、化合物の受託製造、
受託研究等の事業を
併営している。

◆ 理学系研究職の派遣を主力事業とする人材サービス業

WDB ホールディングス(以下、同社)は、医薬品、化学、食品分野の企業の研究開発業務を支援する理学系研究職の派遣を主力事業とする企業グループの特株会社である。同社の事業は、以下の5つに分類され、事業子会社が様々な業務を担っている。

- 1) 人材サービス事業：理学系研究職の一般労働者派遣事業を営むWDB、同分野の特定労働者派遣事業^{注1}を営むWDB エウレカ、12年12月に設立された工学系技術職の特定労働者派遣事業を14年4月より開始するWDB 工学他3社が担っている。
- 2) CRO(受託臨床試験機関)事業：医薬品開発に係る海外文献の翻訳、安全性情報管理、薬事申請関連資料作成等の業務を営むWDB アイシーオーと、データマネジメント、統計解析業務を営む電助システムズが担っている。
- 3) 研究開発・製造事業：有機化合物の試作及び製造代行、合成実験代行等の業務を営むWDB 機能化学、海洋生物の養殖販売及び研究受託業務を営むWDB 環境バイオ研究所が担っている。
- 4) 教育事業：WDB ユニバーシティが、主にWDB エウレカの派遣社員を対象に行っている事業で、将来企業等の正社員としてキャリアアップを目指すビジネススクールである。
- 5) グループ戦略補助事業：主にM&Aによる同社グループの事業拡大のために、企業の選定及び調査を行うWDB 事業承継パートナーズ他2社で構成される。

報告セグメントの開示は、CRO事業を含めた人材サービス事業と、研究開発・製造事業を中心とする「その他(報告セグメント以外)」の二つである。事業年度の有価証券報告書では、人材サービス事業売上高の明細が開示されている(図表1)。

図表1 セグメント別にみた売上高及び営業利益の構成 (単位:百万円)

決算期	12/3	13/3	構成比	前期比
売上高	22,457	24,323	100.0%	8.3%
人材サービス	22,106	23,811	97.9%	7.7%
うち 理学系研究職	17,132	18,673	76.8%	9.0%
うち 工学系技術職	882	837	3.4%	-5.1%
うち 事務職	3,092	3,088	12.7%	-0.1%
うち 製造支援職	202	163	0.7%	-19.3%
うち 人材紹介他	796	1,047	4.3%	31.6%
その他	351	512	2.1%	46.0%
営業利益	1,669	2,170	8.9%	30.0%
人材サービス	1,821	2,412	10.1%	32.5%
その他	-42	-9	-1.8%	—
全社費用・消去	-109	-232	-1.0%	—

(出所)WDB ホールディングス有価証券報告書に基づき、証券リサーチセンター作成

一般事務職は現状維持、
製造支援職は漸減、工学
技術職は再浮上を目指す。

強みは派遣社員受入企
業、派遣要員を供給する
大学との信頼関係。

◆ 事業運営上の特徴

同社の事業運営上の特徴は、理学系研究職に特化した人材サービスを展開していることである。同社は1985年にワークデーターバンク(WDBの原義)の商号で、事務処理代行業務を目的として兵庫県姫路市に設立された。98年に、当時同業者が注目していなかった化学及び医薬品メーカー等への研究職派遣を開始し、以後当該分野に特化して営業活動及び人材募集を進め、強固な地位を築いた。WDBの登録スタッフは研究職約53,700名(13年4月時点、前年同月比4,900名増)、事務職27,600名(同1,700名増)で、研究職の最終学歴は学部42%、大学院修士課程22%、同博士課程8%となっている。

13/3期の工学系技術職、一般事務職、製造支援職等の職種は減収であった。このうち一般事務職は、創業の地で本社所在地でもある兵庫県等で、長期に亘り取引のある顧客を維持している。工学系技術職については、従来一般労働者派遣事業を行ってきたが、12年12月に特定派遣を目的とするWDB工学を設立し、再度注力する意向を示している。

紹介事業他は顧客の要請に基づく人材紹介や紹介予定派遣の他、CRO事業が含まれている。13/3期の同分類の高伸長には、CRO事業が大いに貢献している。

同社の強みとして、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、食品メーカー等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、ロ)人材供給元の理学系大学関係者(教授、就職部等)や理学系研究職を志す学生及び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(派遣予備軍である登録スタッフ)を抱えていることなどが挙げられる。

> 直近決算期実績

◆ 14年3月期上期決算

14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高12,369百万円(前年同期比4.0%増、期初予想比98.1%)、営業利益838百万円(同

図表2 14/3期上期決算概要

(単位:百万円)

決算期	13/3期 上期	構成比/ 利益率	前年 同期比	14/3期 上期	構成比/ 利益率	前年 同期比	期初 予想	期初予想 対比
売上高	11,895	100.0%	10.0%	12,369	100.0%	4.0%	12,608	98.1%
うち人材サービス	11,633	97.8%	9.2%	12,143	98.2%	4.4%	N.A.	—
うちその他	262	2.2%	63.7%	225	1.8%	-14.1%	N.A.	—
売上原価	9,024	75.9%	9.0%	9,450	76.4%	4.7%	N.A.	—
販売費及び一般管理費	1,840	15.5%	1.7%	2,080	16.8%	13.0%	N.A.	—
営業利益	1,029	8.7%	42.5%	838	6.8%	-18.6%	1,062	78.9%
うち人材サービス	1,147	9.9%	53.6%	984	8.1%	-14.2%	N.A.	—
うちその他	-9	-3.4%	赤字縮小	-17	-7.6%	88.9%	N.A.	—
消去及びのれん償却等	-108	—	—	-128	—	—	N.A.	—
経常利益	1,039	8.7%	44.4%	846	6.8%	-18.6%	1,062	79.7%
純利益	491	4.1%	34.6%	413	3.3%	-15.9%	599	68.9%

(出所)WDBホールディングス決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

13/3 期第 3 四半期をピークに、前年同期比増収率は減速した。

(注 2)WDB エウレカの特定派遣事業では、大学院卒の新入社員に約1カ月の社会人教育を施した後、5 月には人材依頼企業に派遣している。13/3 期は 5 月中旬に全員の派遣先が決まったが、14/3 期は 6 月になっても派遣先が決まらぬ社員が残った。ただし現在は全員が稼働しているとのことである。

売上高が伸び悩み、販売費及び一般管理費の増加を吸収できなかった。

順で 18.6%減、78.9%)、純利益 413 百万円 (同順で 15.9%減、68.9%) であった (前頁図表 2)。前年同期比減益となるのは、リーマンショック後の 10/3 期下期 (10.4%減収、7.5%営業減益) 以来である。

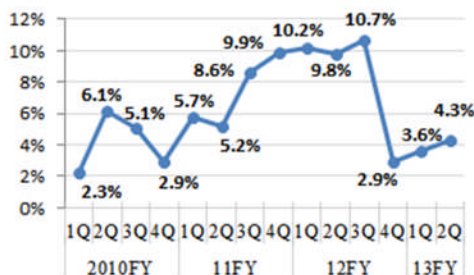
前年同期比増収率は 13/3 期上期 10.0%増をピークに (四半期別にみると 13/3 期第 3 四半期、図表 3)、13/3 期下期 6.8%増、14/3 期上期 4.0%増と減速している。減速要因は、イ) 医薬品メーカーなど一部の企業において新規派遣社員採用を控える動きがあったこと、ロ) 新規派遣先の開拓営業が進まなかったこと、ハ) その他事業 (研究開発・製造事業) が減収になったこと等である。

ヒアリングによれば、人材サービス事業の主力分野である理学系研究職については 14/3 期上期の売上高は前年同期比 5.7%増であり、失速とまでは言えない。同業他社のキャッチアップにあっているわけではなく、また派遣単価も安定しているようだ。一方、その他人材サービスでは、CRO 事業は伸長しているが、一般事務職派遣は横ばい圏、製造支援職が減収傾向にあり、その他事業では WDB 機能化学の合成実験代行事業を軌道に乗せるのに時間を要している模様だ (図表 4)。

売上原価は前年同期比 4.7%増で、増収率を上回った。派遣スプレッド (派遣単価と派遣賃金の差額) は変わっていないが、WDB エウレカの特定派遣事業において、新卒社員の派遣先への配属が遅れたことによる待機コストの発生^{※2}、派遣スタッフ向けの福利厚生面の経費増等により、売上原価率が上昇した。

販売費及び一般管理費は前年同期比 13.0%増 (同 240 百万円増) で、増収率を大幅に上回った。これは、人件費 (同 148 百万円増) 及び 2 支店開設 (13/3 期は 1 支店) による賃借料 (同 11 百万円増) の増加が要因である。4 月に奈良支店、和歌山支店を開設し、顧客営業体制の強化を図ると共に、顧客営業力及び登録スタッフ対応力を高めるべく、13/3 期末連結従業員数 316 名の約 15% (契約社員を含めると約 9%) に相当する新卒社員約 50 名 (前期に比べ約 10 名増) を採用した。また、13 年 3 月に買収した電助システムズの経費も、販売費及び一般管理費を押し上げた。

図表 3 前年同期比増収率の推移



(出所) WDB ホールディングス決算短信に基づき、証券リサーチセンター作成

図表 4 半期ごとの業務別売上高の推移

(単位:百万円)

	12/3期		13/3期		14/3期
	上期	下期	上期	下期	上期
理学系研究職 (前年同期比)	8,260 5.9%	8,873 9.1%	9,097 10.1%	9,576 7.9%	9,611 5.7%
その他人材サービス (前年同期比)	2,395 6.7%	2,579 9.5%	2,536 5.9%	2,601 0.9%	2,533 -0.1%
その他事業 (前年同期比)	160 -23.5%	191 11.5%	262 63.7%	251 31.1%	226 -13.8%

(出所) WDB ホールディングス有価証券報告書及びヒアリングに基づき、証券リサーチセンター作成

以上の通り、持続的な成長を目指し人材増強を進めたが、増収率が当初予算の6%に達しなかったため、営業利益は大幅減益となった。

> 14年3月期予想

14/3 期下期は前年同期比増収、営業増益を同社は予想している。

(注 3) 同社の売上高は、上期に比べ下期に高まる季節性がある。WDBの派遣契約は3カ月単位で、契約更新によりストック収益化し、期中の新規契約の獲得の度に収益が期末に向け積み上がっていくためである。

(注 4) 東証一部に指定されたことに伴い、株式分布状況の改善及び流動性の向上を主な目的として行われ、自己株式 191 千株、大株主の保有株式 483 千株の計 674 千株(発行済株式数の6.7%に相当)が市場に放出された。

◆ 14年3月期会社予想

14/3 期通期について同社は、売上高 26,000 百万円(前期比 6.9%増)、営業利益 2,010 百万円(同 7.4%減)、経常利益 2,010 百万円(同 8.9%減)、純利益 1,100 百万円(同 14.0%減)としている。これは、前年同期比 3.6%増収、24.5%営業減益となった 14/3 期第 1 四半期決算(13 年 8 月 9 日公表)を受けて、同年 9 月 6 日に期初予想から下方修正された数値を据え置いたものである(図表 5)。

この 14/3 期修正予想は、14/3 期上期の期初予想未達見込みに加え、14/3 期下期の期初予想に対しても売上高(減額幅は 101 百万円)、営業利益(同 165 百万円)、経常利益(同 185 百万円)とも減額されている。なお 1 株当たり配当金については、東証一部への指定を記念して 6 円の記念配当を期末に予定しており、普通配当 16 円(うち上期末 5 円)と合わせ、22 円を予定している(13/3 期は 15 円)。

14/3 期下期の前年同期比増収率は、同上期の 4.0%から同 9.7%に回復すると同社は見込んでいる^{注3}。13/3 期第 4 四半期以降の成長鈍化を受けて、同社は長年培ってきた営業手法や支援システムの見直し等を進めてきた。それらの効果と、支店増設(13 年 4 月の 2 支店に続き、10 月にも 14/3 期 3 店目となる室蘭支店を開設)及び営業職員増員によって営業力が高まり、新規顧客開拓が進むものと同社は想定している。また、セグメント別の予想開示はないが、合成実験代行業等^{注4}のその他事業についても、前年同期比増収を予想しているようだ。

人員拡充等により固定的経費の水準は前期に比べ上昇しており、14/3 期下期も同上期並みの支出を同社は見込んでいる。このため、14/3 期下期の営業利益の前年同期比伸び率予想は 2.7%と増収率を下回るものの、増収効果により営業増益を同社は予想している。

営業外費用において、公募による自己株式の処分及び同社の中野社長ら大株主 2 名の保有株式売出^{注4}に係る費用を計上することから、14/3 期下期の経常利益は前年同期比減益になると同社は見込んでいる。

図表 5 売上高及び利益の推移と会社予想

(単位:百万円)

決算期	13/3期	14/3期	前期比 増減率	同 旧予想	前期比 増減率	13/3期	13/3期	14/3期	14/3期	前年同期 比増減率	同 旧予想	前年同期 比増減率
	通期 実績	通期 新予想				上期 実績	下期 実績	上期 実績	下期 新予想			
売上高	24,323	26,000	6.9%	26,340	8.3%	11,895	12,428	12,369	13,631	9.7%	13,732	10.5%
営業利益 (利益率)	2,170 8.9%	2,010 7.7%	-7.4% -1.2%	2,399 9.1%	10.5% -1.2%	1,029 8.7%	1,141 9.2%	838 6.8%	1,172 8.6%	2.7% -0.6%	1,337 9.7%	17.2% 0.6%
経常利益	2,206	2,010	-8.9%	2,411	9.3%	1,039	1,166	846	1,164	-0.2%	1,349	15.7%
純利益	1,278	1,100	-14.0%	1,367	6.9%	491	787	413	687	-12.7%	768	-2.4%

(注) 利益率は売上高対比で、前期比、前年同期比欄は当該期との差分を表示
(出所) WDB ホールディングス決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンター予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 14/3 期業績について、売上高 25,900 百万円（前期比 6.5%増）、営業利益 2,000 百万円（同 7.8%減）、純利益 1,100 百万円（同 14.0%減）と予想した（図表 6）。同社の予想数値を若干下回るが、以下の想定により、概ね会社予想は妥当と判断した。

14/3 期上期に製薬企業等の一部に派遣社員採用手控えの動きがあったとはいえ、政府による研究開発投資減税の上限引き上げ措置等、事業環境は良好である。営業戦術の見直しにより、ブランド力のある同社が理学系研究職分野で成長力を再び高めることは可能と考えた（14/3 期上期前年同期比 5.7%増→同下期同 8.5%増、4 頁図表 4 参照）。

一般事務職や工学系技術職については、それぞれ景況感の改善により下げ止まると考えたが、前者については重点分野ではないため横ばい圏にとどまり、後者についても WDB 工学に 14 年 4 月入社の特定期間労働者派遣要員第一期生を迎えるまで大きな業績寄与はないものと想定した。

図表 6 業績推移と証券リサーチセンターの業績予想

(単位:百万円)

決算期	2011/3	12/3	13/3	14/3 旧E	14/3 新E	15/3 旧E	15/3 新E	16/3 新E
売上高	20,911	22,457	24,323	26,600	25,900	28,900	28,200	30,600
(前期比)	4.1%	7.4%	8.3%	9.4%	6.5%	8.6%	8.9%	8.5%
人材サービス	20,530	22,106	23,811	26,050	25,360	28,250	27,550	29,800
(前期比)	3.7%	7.7%	7.7%	9.4%	6.5%	8.4%	8.6%	8.2%
うち 理学系研究職	15,930	17,132	18,673	20,600	20,000	22,500	21,700	23,500
(前期比)	5.4%	7.5%	9.0%	10.3%	7.1%	9.2%	8.5%	8.3%
うち 工学系技術職	800	882	837	1,150	880	1,350	1,200	1,400
うち 一般事務職	3,180	3,092	3,088	3,000	3,100	3,000	3,100	3,100
うち 製造支援職	250	202	163	200	130	200	110	100
うち 人材紹介他	368	796	1,047	1,100	1,250	1,200	1,440	1,700
その他	380	351	512	550	540	650	650	800
(前期比)	32.8%	-7.8%	46.0%	7.4%	5.5%	18.2%	20.4%	23.1%
売上総利益	4,657	5,336	5,853	6,400	6,200	6,950	6,700	7,300
(前期比)	3.6%	14.6%	9.7%	9.3%	5.9%	8.6%	8.1%	9.0%
(対売上高比)	22.3%	23.8%	24.1%	24.1%	23.9%	24.0%	23.8%	23.9%
販売費及び一般管理費	3,387	3,666	3,682	4,200	4,200	4,550	4,400	4,600
(前期比)	-8.0%	8.2%	0.4%	14.1%	14.1%	8.3%	4.8%	4.5%
(対売上高比)	16.2%	16.3%	15.1%	15.8%	16.2%	15.7%	15.6%	15.0%
営業利益	1,269	1,669	2,170	2,200	2,000	2,400	2,300	2,700
(前期比)	56.4%	21.5%	30.0%	1.4%	-7.8%	9.1%	15.0%	17.4%
(対売上高比)	6.1%	7.4%	8.9%	8.3%	7.7%	8.3%	8.2%	8.8%
人材サービス	1,293	1,821	2,412	2,420	2,300	2,640	2,600	3,000
(対売上高比)	6.3%	8.2%	10.1%	9.3%	9.1%	9.3%	9.4%	10.1%
その他	22	-42	-9	30	0	60	50	100
(対売上高比)	5.9%	-12.1%	-1.8%	5.5%	0.0%	9.2%	7.7%	12.5%
全社費用・消去	-45	-109	-232	-250	-300	-300	-350	-400
経常利益	1,278	1,664	2,206	2,200	2,000	2,400	2,300	2,700
(前期比)	55.8%	30.1%	32.6%	-0.3%	-9.3%	9.1%	15.0%	17.4%
当期純利益	648	919	1,278	1,200	1,100	1,300	1,250	1,450
(前期比)	79.5%	41.8%	39.0%	-6.1%	-14.0%	8.3%	13.6%	16.0%

(注) 前回予想は 13 年 1 月作成

(出所) 実績は WDB ホールディングス有価証券報告書、予想はヒアリングに基づき、証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

人材紹介他の分野は、データマネジメント領域を得意とする電助システムズの買収により、CRO 事業が売上高を押し上げると見込まれる。

以上より、人材サービス事業は前期比 6.5%増収を予想した。その他事業では、新たに取り組みを進めている有機化合物の合成実験代行事業で顧客開拓に時間を要し、14/3 期上期は先行投資が嵩んでセグメント利益が赤字となったが、通期では損益がバランスするものと想定した。

> 中期業績見通し

(注 5)ここでは、現在の決算短信等における報告セグメントと異なり、CRO 関連分野は人材サービス以外の事業に分類されている。人材サービス事業は、一般労働者派遣業、特定労働者派遣業及び人材紹介業に限定されている。

人材サービス事業は大学や公的研究機関に対する新規開拓営業を強化。

その他の事業はシナジーが期待される事業のM&Aで高成長を模索している。

◆ M&A の活用で 21/3 期売上高 1,000 億円を目指す成長戦略

同社は、21/3 期に売上高 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長期成長戦略を進めている(13/3 期株主及び投資家向け報告書、11 年 6 月に決算説明会で初開示)。売上高の内訳は、人材サービス事業^{注5}600 億円(13/3 期当センター推定約 230 億円)、それ以外の事業群 400 億円(同 13 億円)としている。21/3 期までの売上高の年平均成長率は人材サービス事業で約 13%、それ以外の事業は同 54%、経常利益は年平均 21%成長を目論んでいる。

人材サービス事業について同社は、イ)主力の理学系研究職分野において、民間企業に比べ手薄であった大学の研究室や公的研究機関を今後の重点開拓先に定め(図表 7)、取引のない大学等に対する営業活動を進めていくこと、ロ)12 年 12 月に設立した工学系技術職の特定人材派遣業の WDB 工学のように新規派遣領域を拡充すること等で、成長力を高める意向である。人材紹介の分野では、従来中高年の能力を新たな職場で活かす転職の支援をすることを目的としていた子会社「ミドルキャリア」を、商号も「理系の転職」と改め、理系派遣社員の正社員就業支援を目的とする事業モデルに変更した。

一方人材サービス以外の事業については、自ら新規事業を立ち上げるほか、M&A の積極活用により、人材サービス事業と並ぶ柱を確立する意向である。そのために WDB 事業承継パートナーズが同社グループの事業とのシナジーが期待される事業会社を探索しており、每期 3 社~5 社の買収を検討するとしている。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターは、前回のレポート(13 年 1 月発行)での予想を見直し、図表 6 に示したように、15/3 期売上高 282 億円(前期比 8.9%増)、経常利益 23 億円(同 15.0%増)、16/3 期売上高 305 億円(同 8.2%増)、経常利益 27 億円(同 17.4%増)と予想している。

図表 7 理学系研究職派遣先の開拓状況

	医薬品、化学、食品 関連企業 売上高上位50社	理学学部のある大学 約260大学	公的研究機関 約40法人
取引あり	81%	54%	76%

(出所) WDB ホールディングス資料に基づき証券リサーチセンター作成

人材サービス事業は新規ターゲットの開拓や工学系技術職派遣に期待。

販売費及び一般管理費の伸びは制御され、利益率は回復に向かう。

同社の成長戦略目標に比べ平均成長率は低い、この差は M&A 戦略の成否次第と考えている。

15/3 期については、主力の理学系研究職派遣分野の売上高が、新たなターゲットの開拓営業や、営業職員増強によって増勢を強めると想定した。また、工学系技術職分野は、WDB 工学の寄与により高い伸びを見込むことができると考えた。人材紹介他の分野は CRO 事業の伸長を見込んだ。さらにその他事業についても、合成実験代行事業等の新規事業領域が軌道に乗り、成長力を高めると予想した。

利益面については、イ) 営業職員等の増加が 14/3 期並みにとどまり、販売費及び一般管理費の前期比伸び率が増収率を下回ると想定し、営業利益、経常利益及び純利益は前期比二桁増益が可能と予想した。

16/3 期については、売上高、コストの両面で、15/3 期と同じ基調が続くと想定している。ただし、複数の M&A の実行により、その他事業の売上高の伸び率はさらに高まる可能性があると考えられる。

> 投資の際の留意点

◆ 記念配当を除く配当性向は低水準

同社は利益配分の基本方針として、安定した配当の継続実施を挙げて第 2 四半期末及期末に年 2 回の配当を実施しているが、配当性向の公約などはしていない。

12/3 期はホールディングカンパニー設立等に関わる記念配当の実施により、配当性向は 20.5%となったが、記念配当を落とした 13/3 期の配当性向は 11.5%にとどまった。14/3 期についても、期初予想時点における予想配当性向は 11.5%であった。その後、業績見通しの下方修正並びに東証一部への指定に伴う記念配当の実施計画の発表により、14/3 期の配当性向は 19.7%になる見通しである。

約 20%の配当性向は東証一部上場企業としては決して高水準とはいえず、しかも記念配当を含むものである。ただ、同社が M&A をグループの成長戦略の柱に掲げていることを考慮すれば、内部留保を厚くし、売上高及び利益の高成長の結果として時価総額を高めることができれば、配当性向の低さは容認されよう。

◆ リスク要因

人材サービス業については、労働者派遣法等の法的規制を受けている。労働市場を取り巻く環境変化等に応じて法令が改正される可能性があり、それによって同社の事業運営上の特徴や強みに変化する可能性があることに留意が必要である。

同社は理学系研究職に特化する人材派遣会社として、業界内で確固たる地位を築いた。企業の R&D 部門の中でも基礎的研究分野は海外移転リスクが相対的に低いと考えられるが、イ) 再び為替レートが円高

に転じること等を契機にして、顧客企業が国際競争で敗退し R&D 投資資金を喪失すること、ロ) 顧客企業が R&D 機能を海外に分散し、国内 R&D 拠点に対する投資額が低下すること等は、同社の潜在成長力の低下を誘発する要因である。

同社は成長戦略の中で M&A を重点戦略の一つに掲げている。同社の既存事業とのシナジーが期待できる買収先事業の発掘や、その後の事業運営の巧拙については、未知なるリスク要因である。

◆ 株価再評価には来期以降の成長力回復のコンセンサス形成が鍵

同社の対 TOPIX 相対株価は、景況感の改善が進む日本経済にあって、同社が今期業績予想を下方修正した年央以降アンダーパフォーマンスしている (2 頁株価チャート)。

収益力は他社に見劣りせず、今期業績が踊り場と見做されれば再評価も。

同社と類似会社の業績やバリュエーションを比較すると、

イ) 同社の今期予想基準 PER は類似企業に比べ低い

(ただし今期会社予想営業増益率は類似企業の中で唯一マイナス)、

ロ) 前期実績基準 PBR は自己資本比率が同水準の類似企業と同水準 (実績 ROE を考慮すれば、評価不足とも考えられる)、

ハ) 今期予想配当利回りは類似企業の中位にある

(記念配当がなければ 1.2% に止まる)、

等の知見が得られる (図表 8)。当センターが予想する通り、同社が 15/3 期以降に利益成長力を回復できれば、株価は PER の観点から再評価される可能性があると考えられる。

図表 8 類似企業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	パナソニック グループ	メイテック	UT ホールディングス
証券コード/市場	2475 東証一部	2181 東証一部	2168 東証一部	9744 東証一部	2146 東証 JASDAQ
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 総合展開	常用型派遣 工学系技術職	常用型派遣/請負 製造請負
直前決算期	2013/3	13/3	13/5	13/3	13/3
株価 (12月30日)	円 1,297	円 2,797	円 740	円 2,848	円 575
時価総額	億円 130	億円 2,056	億円 309	億円 940	億円 224
今期予想売上高	億円 260	億円 3,650	億円 2,220	億円 735	億円 310
前期比増減率	% 6.9	% 47.6	% 6.9	% 4.5	% 11.3
今期予想営業利益	百万円 2,010	百万円 18,500	百万円 3,430	百万円 6,400	百万円 2,000
前期比増減率	% -7.4	% 88.2	% 8.0	% 0.7	% 35.8
今期予想売上高営業利益率	% 7.7	% 5.1	% 1.5	% 8.7	% 6.5
今期予想基準 PER	倍 11.6	倍 21.6	倍 57.7	倍 22.1	倍 19.3
今期予想 EPS	円 111.8	円 129.7	円 12.8	円 129.1	円 29.7
前期比増減率	% -13.9	% 34.2	% -21.4	% -30.6	% 31.4
3期前純利益平均成長率	% 19.3	% 55.1	% 5.2	% 2.7	% 14.8
前期実績基準 PBR	倍 2.3	倍 2.9	倍 1.3	倍 2.3	倍 8.3
前期実績 ROE	% 25.8	% 10.5	% 2.9	% 15.9	% 31.7
前々期実績 ROE	% 22.8	% 7.1	% 0.1	% 7.6	% 30.9
前期実績自己資本比率	% 55.5	% 63.4	% 29.3	% 66.1	% 28.5
今期予想配当金	円 22.0	円 20.0	円 10.0	円 72.0	円 13.5
今期予想配当利回り	% 1.7	% 0.7	% 1.4	% 2.5	% 2.3

(注) 予想は各社公表数値

(出所) 各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

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、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

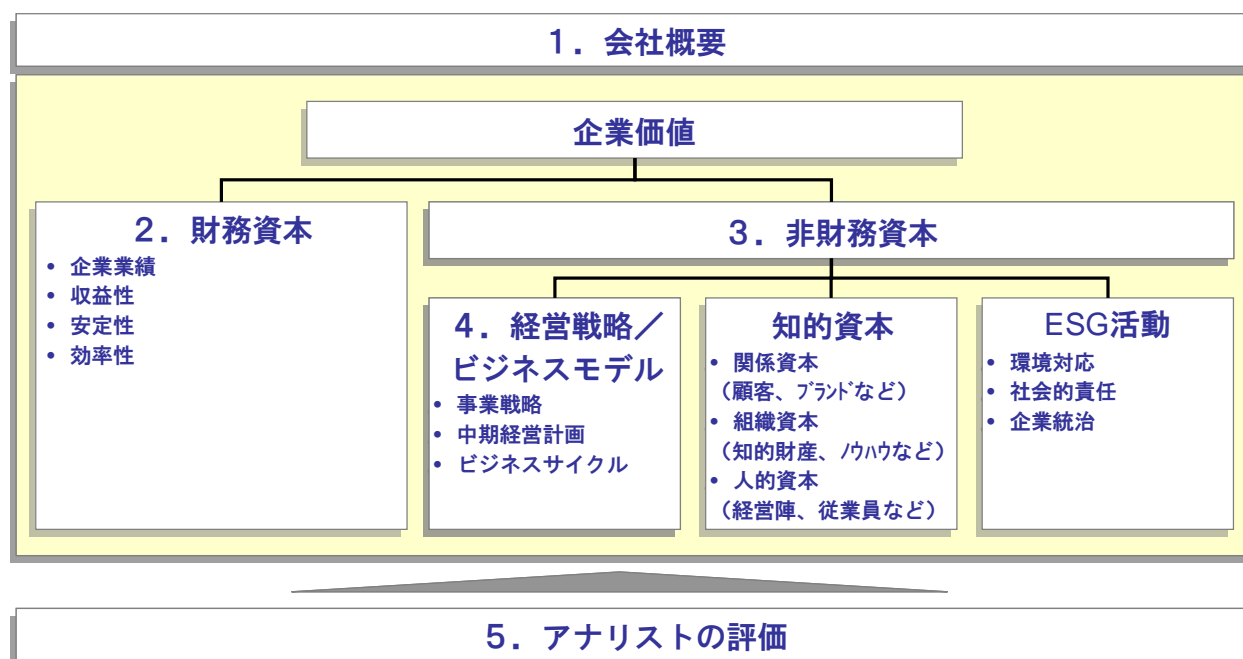
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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

■ 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、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ため、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。

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。