

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this
document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
柄澤 邦光

■エフアンドエムクラブ次第でベストシナリオ完成

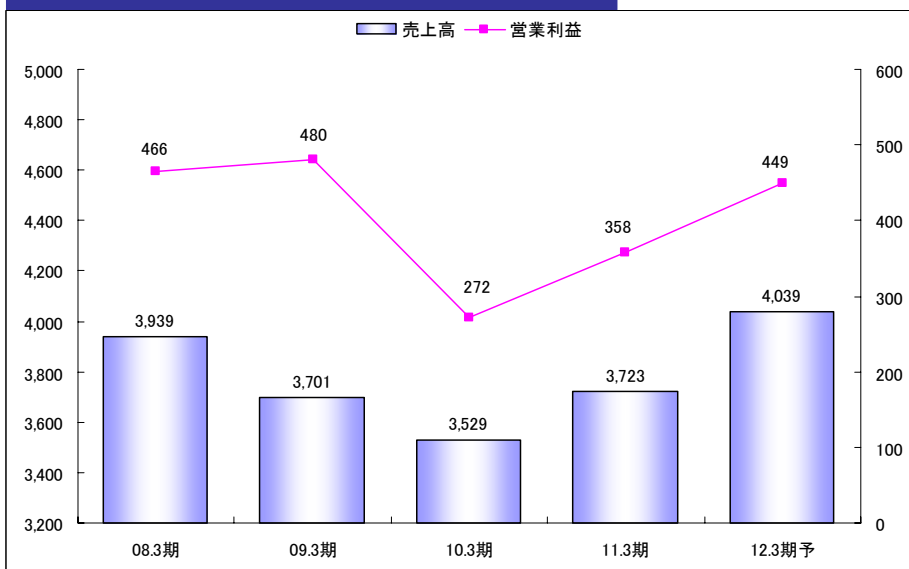
エフアンドエム<4771>の業績が好調に推移している。アウトソーシング事業は生命保険営業職員の記帳代行、タックスハウス事業は生保営業職員以外のクライアントを対象とした個人事業主及び小規模法人の記帳代行を行っているが、両方ともクライアント数が拡大している。更に、中国・シンセンにある提携先のデータサービス会社への作業委託の拡大、国内における処理の細分化などが進められ、原価低減が着実に進んでおり、利益は大幅に上振れている。

また、徐々に明らかになっているのは2013年3月期以降の業績拡大に対する期待感だろう。同社の大黒柱といえるアウトソーシング事業の堅調な伸びが見込めることに加え、タックスハウス事業の記帳代行の拡大が計画どおりに進展すれば、タックスハウス事業も同社の収益を支える事業になろう。さらに、すでに大きな事業の柱になっているエフアンドエムクラブ事業の伸張が続けば、ベストシナリオが完成することになる。

■Check Point

- ・ 原価低減効果で2012年3月期の利益予想の上方修正を発表
- ・ アウトソーシング事業やタックスハウス事業が想定以上
- ・ 2013年3月期以降の業績拡大に対する期待感が高まる局面

売上高と営業利益の推移(単位:百万円)



■2012年3月期の第2四半期決算の概要

原価低減効果で利益予想の上方修正を発表

10月31日に発表された2012年3月期の第2四半期（4-9月期）決算は、売上高が前年同期比1.0%増の1,818百万円、営業利益が同1.6%増の163百万円、経常利益が同7.4%増の164百万円、四半期純利益が同5.7%増の75百万円となった。第2四半期としては、2期連続の増収益を達成した。当初計画比では、売上高が1.0%の未達となったものの、営業利益が3.6倍、四半期純利益では3.7倍と大幅に上振れした。

売上高の未達は生命保険の営業社員向けの記帳代行サービスであるアウトソーシング事業の売上高が当初計画に比べて少なかったことが原因のひとつだが、これは同社の当初計画が非常に強気であったことが要因である。実際のクライアントの伸びは、計画の3万8,574名にむけて順調に推移している。むしろ注目すべきなのは、このような強気の計画のなかで、利益が大幅に上振れたことであろう。その大きな要因は、今年度より本格的に取り組んでいる、効率化による原価低減策の効果が早くも成果を見せているためである。

売上および利益の両方に大きな貢献をしたのは、アウトソーシング事業とタックスハウス事業となる。

アウトソーシング事業は生命保険営業職員の記帳代行、タックスハウス事業は2012年3月期よりそれまでアウトソーシング事業としていた生保営業職員以外のクライアントを対象とした個人事業主及び小規模法人の記帳代行を行っているが、両方ともクライアント数を拡大し、売上高の増加に寄与した。特にタックスハウス事業のクライアントは前期末比で217人増と当初計画以上の伸びを見せた。

また、利益面では両事業における記帳代行サービスの原価低減策が早くも奏功している。特にタックスハウス事業は、当初計画以上にクライアント数が増加したものの、コスト増に結びつかず、利益の拡大に大きく貢献した。タックスハウス事業は、2011年3月期から事業の再構築と育成を同時に進めているが、早くもその効果が現れたといえる。更に、パソコン事業の黒字化によって、その他事業の赤字幅が縮小したことも寄与している。

一方、エフアンドエムクラブ事業は前年同期比で減益となったもの、これは営業強化を目的に昨年度末までに営業社員を増やしたことに伴う人件費の増加が原因で、業績面では当初計画どおりの着地となっている。

財務状況は、至って堅調。純資産は3,700百万円とほぼ横ばいである一方、負債は固定負債、流動負債ともに削減し、同86百万円減の1,090百万円、また、総資産も同85百万円減の4,791百万円と圧縮。それらの結果、自己資本比率は77.0%と、前期末比で1.4ポイント増となった。もともと筋肉質の財務状況がさらに強化された。

なお、第2四半期決算の結果をもとに、同社は通期の業績予想を修正、売上高4,039百万円（当初計画比0.8%減、前年同期比8.5%増）、営業利益449百万円（同12.0%増、同25.4%増）、純利益218百万円（同12.4%増、同33.7%増）とした。全体の営業利益の8割を占めるアウトソーシング事業は第3四半期以降も堅調に推移する一方、もうひとつの柱である、中小企業の総務部向け情報提供サービスのエフアンドエムクラブ事業はサービス内容の入れ替えなどにより、さらなる充実を実現する。また、育成事業であるタックスハウス事業は、営業社員の拡大、アウトソーシング事業からの記帳代行ビジネスの一部移管といった、昨年度から取り組んでいる構造改革が大きく進展し、売上・利益の両面で貢献が期待される。さらに、パソコン教室の運営および中小企業向けのコミュニティポータルサイト「Business Planet（ビジプラ）」などを展開する「その他事業」は、今期の後半から来期にかけて再構築を行っていく方針となっている。

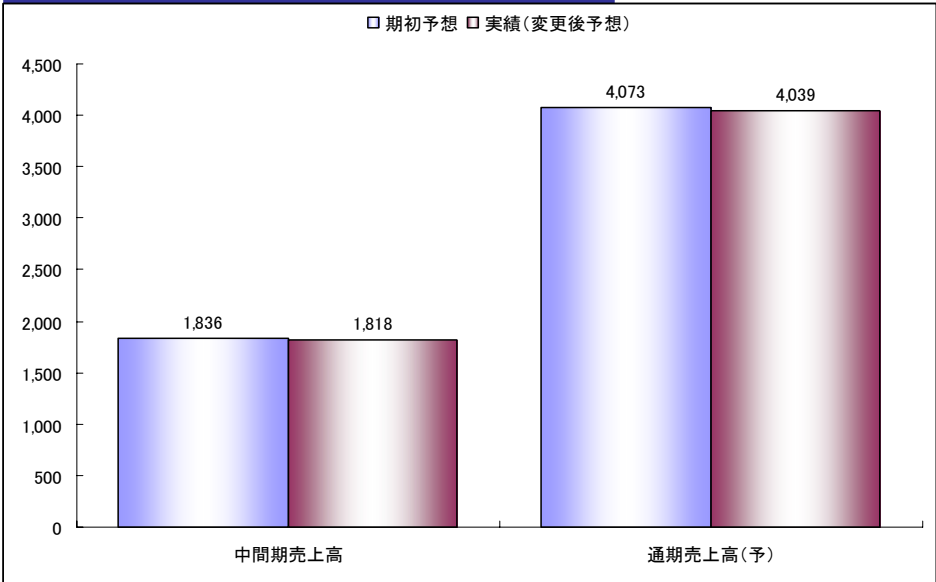
■2012年3月期の
第2四半期決算の概要

通期および中間期業績の推移（単位：百万円）

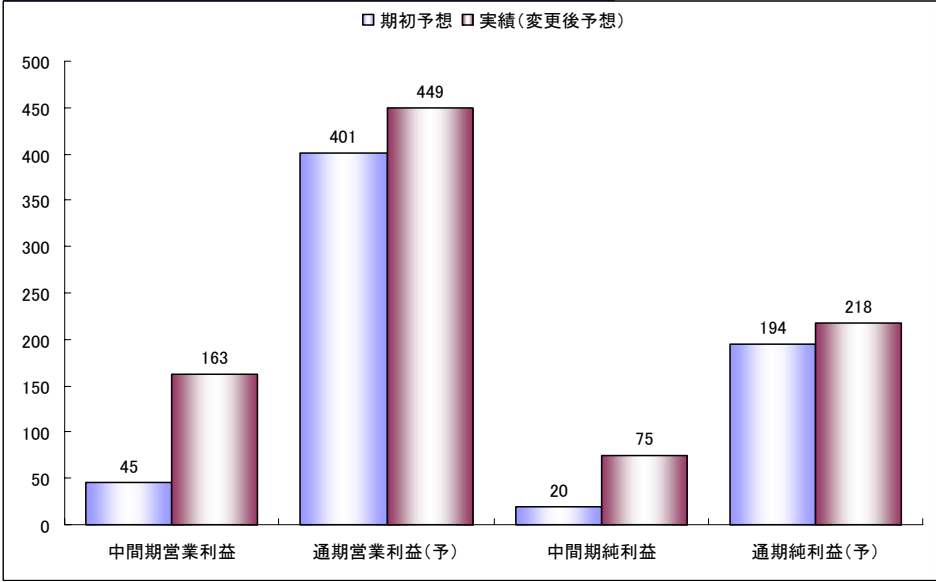
決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS (円)	配当 (円)
08.3期	3,939	-11.0%	466	16.0%	455	17.5%	339	-	2,267.12	500.00
09.3期	3,701	-6.0%	480	3.1%	474	4.2%	293	-13.4%	1,999.66	500.00
10.3期	3,529	-4.7%	272	-43.2%	268	-43.5%	113	-61.2%	793.32	500.00
11.3期	3,723	5.5%	358	31.6%	342	27.7%	163	43.5%	1,138.79	500.00
12.3期予	4,039	8.5%	449	25.4%	440	28.7%	218	33.7%	1,518.62	500.00
10.9期中間	1,801	7.0%	161	99.4%	153	97.4%	71	497.0%	494.48	0.00
11.9期中間	1,818	1.0%	163	1.6%	164	7.4%	75	5.7%	522.53	0.00

中間期（4-9月期）売上高こそ強気の予想であったものの、効率化による原価低減効果を背景に利益は大幅に上振れての着地となり、2012年3月期の利益予想も上方修正された。

事前予想からの売上高変化(単位:百万円)



事前予想からの諸利益変化(単位:百万円)



■事業部門別の分析

作業書式の一本化や中国への移管で効率化が進む

(1) アウトソーシング事業

アウトソーシング事業は、現在の同社の事業のなかで最も古くから展開されている事業であり、同社の営業利益のおおよそ8割を占めている。同社の生命線といえる事業であるが、堅調な伸びを示している。第2四半期の結果を見ると、足元においても、また今後においても、その安定性は揺るぎそうにない。

アウトソーシング事業の2012年3月期の第2四半期（4-9月期）業績は、売上高が前年同期比1.1%増の814百万円、営業利益が同2.0%増の374百万円となった。第2四半期としては、3期連続の増益を達成した。

注目点は、クライアント数の拡大と、原価低減策の進展の2点。まず、1点目のクライアント数は前期末比1,813人増の3万8,483人となった。今期、アウトソーシング事業におけるクライアント純増計画数は1,904人、第2四半期で早くも大幅な純増を成し遂げた。確定申告が終了する3月を目処に発生する解約を考慮しても、足元での純増数計画の1,904人の達成に向けて予定通りに進んでいるといえそうである。

安定してクライアントが増加するのは、厚い顧客基盤によってロコミでクライアントを獲得できるうえ、生命保険会社の各拠点への訪問を通じ、一度の営業で複数のクライアントを一気に獲得できる営業が確実に機能しているためである。

2点目の原価低減策の成果は、営業利益率が前年同期比0.4ポイント増の45.9%となったことから明らかであろう。中国・シンセンにある提携先のデータサービス会社への作業委託の拡大、国内における処理の細分化などが進められ、原価低減が着実に進んでいる。

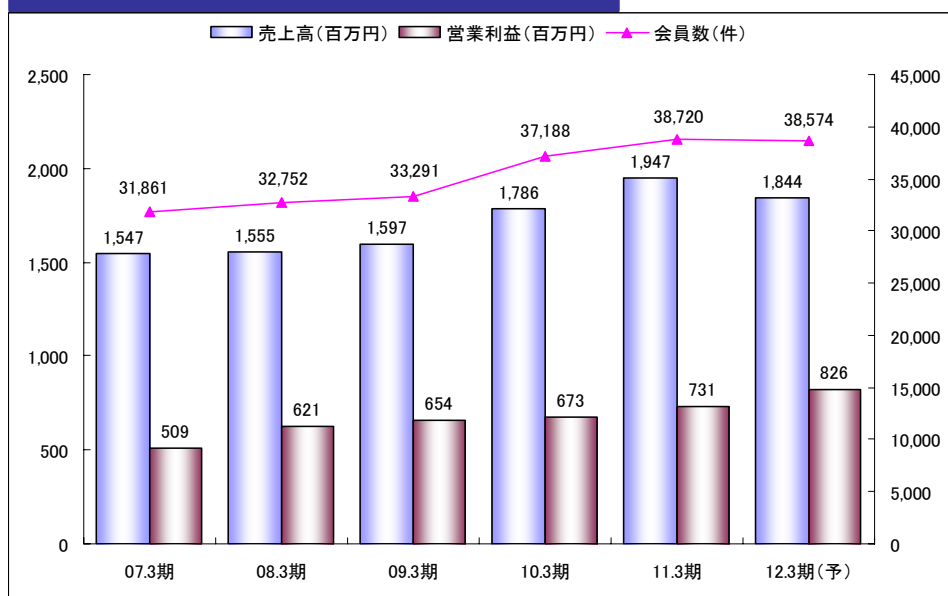
今後もクライアントの着実な拡大が見込まれるため、データ処理の人員増など、事務処理のためのコストがわずかではあるが増える可能性がある。ただ、その分を厳しく見積もっても、営業利益率43%程度は2013年3月期以降もキープできる体制にあるといえよう。

ちなみに2012年3月期通期のアウトソーシング事業の売上高予想は前期比5.5%増の1,844百万円、営業利益予想は同4.5%増の826百万円（全社共通の経費を含まず）となっている。この目標は、会員数が前期に比べ1,904人増加することを前提に立てられている。3月の確定申告後に予想される解約数を引いたとしても、第2四半期における純増数（1,813人）をベースにすれば、この目標は、非常に高い確率で達成されるものと予想してよい。

■事業部門別の分析

一般記帳代行の移管に伴って売上高こそ減少しているものの、生命保険職員向けに書式が統一されたこと、中国への作業移管などで利益率は大幅にアップしている。

アウトソーシング事業の業績と会員数



※2012年3月期より一般記帳代行はタックスハウス事業に移管

営業職員の増強や更新率の向上で復調スピードを加速へ

(2) エフアンドエムクラブ事業

エフアンドエムクラブ事業の2012年3月期の第2四半期(4-9月期)業績は、売上高が前年同期比1.2%増の592百万円、営業利益が同31.2%減の59百万円となった。

中小企業を中心とした会員数は、前期末比97社増の3,580社と増加したものの、当初計画(2012年3月末に4,063社)に比べて進捗は遅れ気味となっている。

減益の大きな原因は、2011年3月期末までに営業強化のため営業社員を増員したことによる人件費の増加である。また、当初は増益に寄与すると期待していた「リーダーシップ研修」「ウェブ専用会員サービス」など新サービスも十分な立ち上がりを見せたとは言い難い。

同社はエフアンドエムクラブ事業の2012年3月期の売上高を前期比9.3%増の1,275百万円、営業利益を同2.9%減の169百万円(全社共通の経費を含まず)と見込んでいる。会員数に関しては2012年3月末の会員企業数4,063社(前期末比580社増)という当初目標を3,926社(同443社増)に下方修正したが、契約更新率の向上が見込まれている。電話でサービス活用のサポートを継続的に行う部隊が稼働するなどきめ細かな対応を行い、それらの営業活動で例年は70~73%程度で推移している更新率を75%にまで上げる計画。当該施策については、既に実績も表れてきている。

また、2013年3月期より同事業の巻き返しを図る予定。会員企業の拡大策としては、増員した営業社員により、地道なアプローチを続ける。また、営業社員のスキルアップ教育を図り、営業ツールの見直しや改善なども行っていく。

サービスの入れ替えによる充実も図る。リーダーシップ研修に関しては、サービスの現場で中身を練り直し、改めてリリースする方針。ウェブ専用会員サービスに関しても、内容を再検討し、リリースしていく方針である。

■事業部門別の分析

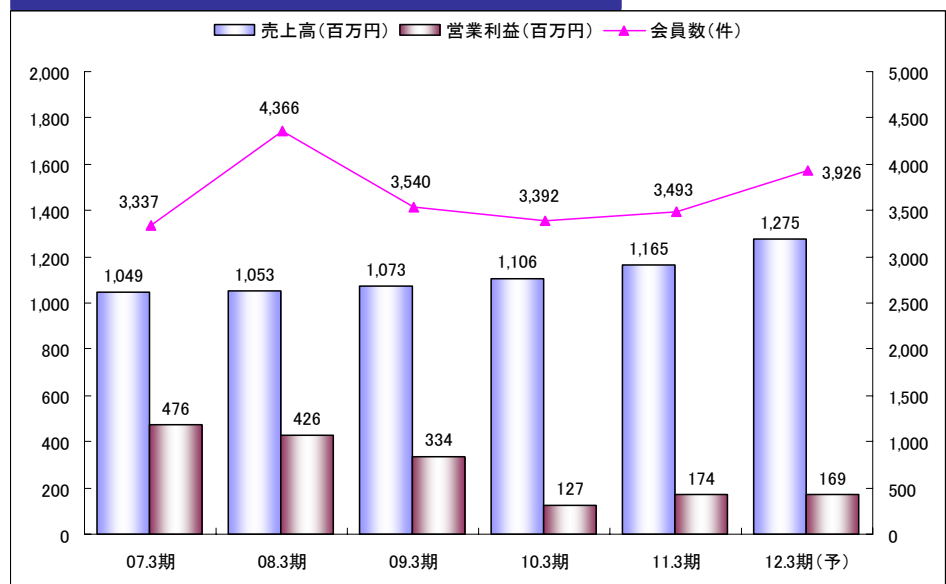
エフアンドエムクラブ事業のサービスは、常に淘汰と更新を繰り返して、より会員企業の役に立つサービスを模索していく方針である。

例えば、このほど企業のデューデリジェンス（資産などの調査・評価）の簡易サービスや、適正賃金判定サービスなどを行う専門企業と提携した。

また、財務にあまり明くない中小企業経営者にも自社の経営の実態が理解できるように、過去3年間の決算内容を1枚の表に分かりやすくまとめ直すサービスも引き続き反響を得ている。表には現在の経営状況で金融機関からの借入を返済する能力があるかどうかまで分かりやすく記載され、経営を続けていくための課題に関するコメントも記載されている。この新サービスは、企業経営者からの引き合いが非常に強いという。

足元の状況から会員企業が今後数年500社前後の増加が見込めると考えられるため、2013年3月期も売上高は年率で9%程度の伸びは期待できそうだ。営業利益率に関しては、大ヒットとなる新サービスがリリースされなくても、10%程度はキープできそうである。当面、営業社員の拡充といった大きな投資が必要ないことが利益率維持に貢献しよう。ただし、今後、ヒットする新サービスが出現すれば、利益率が大幅に拡大することが期待できる。

エフアンドエムクラブ事業の業績と会員数



営業人員の大量採用で利益こそ圧迫されているものの、会員数および売上高は順調に拡大している。

■事業部門別の分析

新規クライアント獲得で来期もっとも期待されるサービス

(3) タックスハウス事業

タックスハウス事業は、同社が事業再構築と育成を同時に進めているという点で、今もっとも注目される事業である。また、当該改革によって2012年3月期の第2四半期（4-9月期）においては売上高と利益の両方に貢献したという点で評価すべき事業でもある。

2012年3月期の第2四半期（4-9月期）業績は、売上高が216百万円（前年同期比2.3%増）、営業利益は21百万円（前年同期は9百万円の赤字）となった。

タックスハウス事業は税理士および公認会計士のボランタリーチェーン組織で税務と財務のワンストップ化を目標に展開しているが、今年度からアウトソーシング事業が担ってきた生保営業職員以外のクライアントからの記帳代行サービスの移管を受けたことも利益に寄与し黒字化した。

同事業の注目点は2点。第1の注目点は、クライアント数の増加である。第2四半期末のクライアント数は前期末比217人増の2,267人となった。当初計画を上回るスピードで増加しており、事務処理体制の拡充が急務であるというのが実態である。

第2の注目点は利益。営業利益率が10%と、同社の計画に比べるとかなり高くなった。

生命保険営業職員以外の個人事業主及び小規模法人向けの記帳代行のサービスは、様々な業種のクライアントに記帳代行サービスを提供するため、処理が必要となる書類は種類や様式は様々となるため、処理が煩雑になる。そのため、アウトソーシング事業に比べてかなりのコスト高になると同社は見込んでいた。しかし、原価管理の徹底とQCDのコントロールによる業務効率化を図ることにより、原価の抑制に注力したという。

同社の掲げるタックスハウス事業の2012年3月期通期の計画は、売上高が424百万円（前期比1%増）、営業利益12百万円（前期は40百万円の赤字）。同事業としては、2009年3月期以来、3期ぶりの黒字となる見込みである。今後は、記帳代行事務の処理体制の拡充に合わせてクライアントを拡大する。

同事業には、2013年3月期以降も大きな期待が持てそうである。今後は、中国・シンセンにある提携先のデータサービス会社へ処理業務の委託を進めるほか、iPadを活用し在宅での処理作業員を雇うなどのかたちで処理能力の拡充を進めていく方針。同事業の場合、問題は記帳代行の事務処理能力の拡充となる。潜在的需要が非常に多いため、新規のクライアントの獲得は順調に進もう。

さらに、募集ルートとしては、従来の生命保険営業職員からの紹介のほか、自社の営業社員を通じた業種、具体的には理美容院、鍼灸整骨院、飲食店、コンビニなど業種単位での開拓するルートに加え、タックスハウスに加盟している税理士・公認会計士事務所のクライアントからの記帳代行の受託などを想定している。

原価を抑えながら、処理能力の拡充を図る戦略に加え、獲得方法でも、高い利益率を見込めるクライアントの確保に力を入れることによって、営業利益率は2013年3月期より上昇し、2014年3月期以降は20%程度まで高まる可能性がある。

■事業部門別の分析

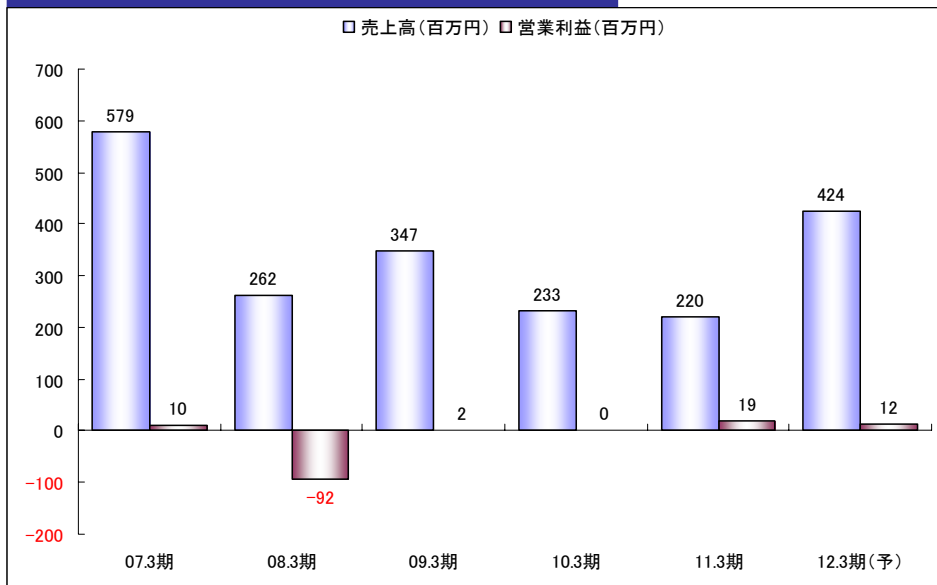
さらに、2011年10月からは、タックスハウス事業の新サービスとして、法律事務所と提携し、「リーガルプロテクト提供サービス」をスタートさせた。これは、中小企業向けに法律問題が起こった場合、弁護士が相談に乗るというサービス。具体的な問題が起こったときだけに依頼できる「簡易顧問弁護士」である。タックスハウス加盟の税理士・公認会計士を通じて、彼らのクライアントからの受注を目指す。

なお、タックスハウスに加盟する税理士・公認会計士事務所の店舗数は、2012年3月期の第2四半期末で前期末比5店減少の531店舗とほぼ横ばいで推移している。足元で店舗数の拡大が止まっているのは、拡大の起爆剤になると期待していた銀行代理業務の一般企業への解禁が事実上の“空振り”になっているため。解禁はされたものの、代理店業務を担う銀行ごとに店舗に窓口を設ける必要があるなど、実務上は規制となるものが未だに存在している。これでは、例えば、ひとつの窓口で提携する複数の銀行の中から最も有利な条件の金利を提示する銀行を紹介するというような銀行代理業務のメリットを発揮するのは難しい。

そこで、同社では、タックスハウス加盟店の拡大のために、新たなアプローチを試みようとしている。米国ですでにビジネスモデルとして定着しているように、税理士・公認会計士事務所に対してBPO（ビジネス・プロセス・アウトソーシング）のメリットを強調して加盟を促すというものである。具体的には、税理士や公認会計士にとっては労働集約的で利益率があまり高くない記帳代行業務を同社が受託・代行し、それによってできた余裕時間をクライアントへのコンサルティングや税務申告業務といった利益率の高い業務や事務所独自の付加価値サービスの提供に回してもらうという考え方になる。米国のビジネスモデルは近い将来、日本にも定着するということを訴え、積極的に提案を行っていく。2013年3月期以降は、資金の少ない若手の税理士・公認会計士には加盟料金を安く抑え、加盟を促すという戦略を展開する計画だ。BPOサービスはまずは既存のタックスハウス加盟店に向けて2012年1月より案内を開始する。2011年中に行った事前のテストマーケティングでは各地の反応が非常に良かったこともあり、順調な滑り出しが期待される。

タックスハウス事業の業績

□ 売上高(百万円) □ 営業利益(百万円)



2012年3月期はビジネスモデルの変更を経て営業黒字を確保し、2013年3月期の飛躍が期待される。

■事業部門別の分析

Bizプラは有料化できる新サービスの導入を検討

(4) その他事業

その他事業（連結子会社を通じたシステム開発事業、パソコン教室FC本部事業、Webマーケティング事業）の2012年3月期の第2四半期（4-9月期）業績は、売上高が163百万円（前年同期比4.8%増）、営業損益が17百万円の赤字（前年同期は41百万円の赤字）となった。

Webマーケティング事業が運営する中小企業向けのコミュニティポータルサイト「Business Planet（Bizプラ）」は、会員登録をはじめ現在は無料でのサービスを続けていることから売上高は計上されない。売上高の大半はパソコン教室FC本部事業と連結子会社であるエフアンドエムネット株式会社によるものであり、赤字幅が縮小したのもパソコン教室FC本部事業の業績向上によるところが大きい。パソコン教室FC本部事業はターゲットとなるシニア層向けの運営を意識的に行うとともに、月謝制から回数券制への移行といった方策の導入により客単価が上昇し、4月から単月黒字化を達成している。

しかし、ようやく黒字基調となったパソコン事業に、足元ではまた苦難が襲いかかっている。事業黒字化の要因のひとつであった国の雇用創出基金事業であるパソコン訓練が2011年12月末で打ち切りになってしまったのである。同社のパソコン教室のうち2校が運営機関として選ばれており、打ち切りにより月間120万円の受託費がなくなる。基金事業の打ち切りによるパソコン教室の減収で、その他事業の2012年3月期通期の業績は、売上高が324百万円、営業損益が6百万円の赤字と前期実績並み程度に落ち着きそうだ。

パソコン教室の今後に関しては、カルチャースクール、カルチャーサロン、カルチャークラブといった地域コミュニティの場としての転換も視野に入れて様々な方向性を検討しているという。もともと、パソコン教室は、定年退職した富裕層を集め、パソコンを勉強する傍ら、年金や相続などといったお金にまつわる勉強会などを通してタックスハウス事業のクライアントに結び付けるといった基本戦略のもとに始めた。パソコンに強く固執しなければならない理由はない。また、カルチャースクールなどの場合はパソコン教室と違い設備等の初期投資が少なく済むため、早期の黒字化が期待しやすいメリットもある。いずれにしても同社は、2012年3月期中にパソコン教室の今後の運営に関して方向性を出す方針である。

一方、Bizプラに関しては、足元では、月間30万PV（ページビュー）を達成し、順調に認知度が上がってきている。当面の目標は月間65万PVとしている。ただ、収益に貢献できるレベルにはまだ至っていない。例えば、広告を取るためには、最低月間120万PVが必要である。そこで、Bizプラに関しては、今期中に「有料化できる新サービスの導入」を検討する。

中小企業向けのコミュニティポータルサイト「Business Planet（Bizプラ）」



■2012年3月期決算の傾向

2013年3月期以降の業績拡大に対する期待感

本レポートの冒頭に記載したように、2012年3月期の第2四半期（4-9月期）の決算がまとまった時点での同社の予想は、2011年3月期と比べると増収増益、2011年3月期決算で5月に発表した当初の業績予想と比べると減収増益となっている。

なお、徐々に明らかになっているのは2013年3月期以降の業績拡大に対する期待感だろう。同社の大黒柱といえるアウトソーシング事業の堅調な伸びが見込めることに加え、タックスハウス事業の記帳代行の拡大が計画どおりに進展すれば、タックスハウス事業も同社の収益を支える事業になろう。さらに、すでに大きな事業の柱になっているエフアンドエムクラブ事業の伸張が続けば、ベストシナリオが完成することになる。

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ