

シーエスアイ (4320 東証マザーズ)

発行日: 2012/2/13
調査日: 2011/12/21
調査方法: 企業訪問

電子カルテ業界上位で中小病院向けに強み

> 要旨

◆ 開発や販売で筆頭株主の NEC と連携

- ・同社は電子カルテシステムの開発・販売とシステム開発の受託を行う。事業を進めるうえでは、筆頭株主の NEC と密接な関係。
- ・事業セグメントは「電子カルテシステム開発事業」と「受託システム開発事業」の 2 事業で構成されるものの、主力の電子カルテシステム開発事業は売上高と営業利益の 9 割以上を稼ぎ出す。
- ・電子カルテの累計受注実績では、トップの富士通に続き業界 2 位の實力。

◆ 電子カルテ市場は中長期的に成長が見込まれる有望マーケット

- ・電子カルテ市場は 2000 年代に立ち上がった若い市場。全国病院の電子カルテ導入率は 20%に届かず、導入率の低さは市場拡大余地の大きさを示唆する。
- ・同社は中小病院をターゲットにする一方で、NEC は大病院に強みを持つなど、病院規模によって NEC グループ内で棲み分け。

> 投資判断

◆ 2012 年 9 月期は会社計画を上回る可能性が高い

- ・2012 年 9 月期の会社計画は売上高が前期比 8.2%増の 47.5 億円、営業利益は同 7.4%増の 4.5 億円、当期純利益は同 0.3%増の 2.7 億円を見込む。
- ・これに対し、担当アナリストは会社計画を上回る業績を予想している。この要因として、第 1 四半期の受注高並びに受注残が順調に積み上がっているうえ、4 月の診療報酬改定で病院の収入に直結する本体部分のプラス改定が同社にとって追い風と考えられるため。

◆ 中長期的な適正株価は 770 円～1,100 円を想定

- ・現在の株価に割安感を感じられないものの、担当アナリスト予想では中長期的に安定した利益成長が見込まれることから、株価は徐々に水準を切り上げる動きが予想される。
- ・競合企業とのバリュエーション比較から、PER7 倍～10 倍が業界のフェアバリューと仮定される。これに 15 年 9 月期の予想 EPS109.7 円を当てはめると、適正株価は 770 円～1,100 円が想定される。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@holistic-r.org

【主要指標】

株価(2/3、円)	600
発行済株式数	3,703,700
時価総額(百万円)	2,222
上場日	2001/10/31
上場来パフォーマンス	-5.5%

	前期	今期予想
PER(倍)	8.1	7.3
PBR(倍)	0.8	0.7
配当利回り	1.3%	1.3%

	σ	β 値
リスク指標	79.9%	2.29

【主要KPI(業績指標)】

電子カルテ期末受注残 (百万円)	2010/9期	2011/9期
電子カルテ受注残	1,284	1,580

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	21.0%	38.2%	3.4%
対TOPIX(%)	20.1%	32.4%	29.4%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20120208

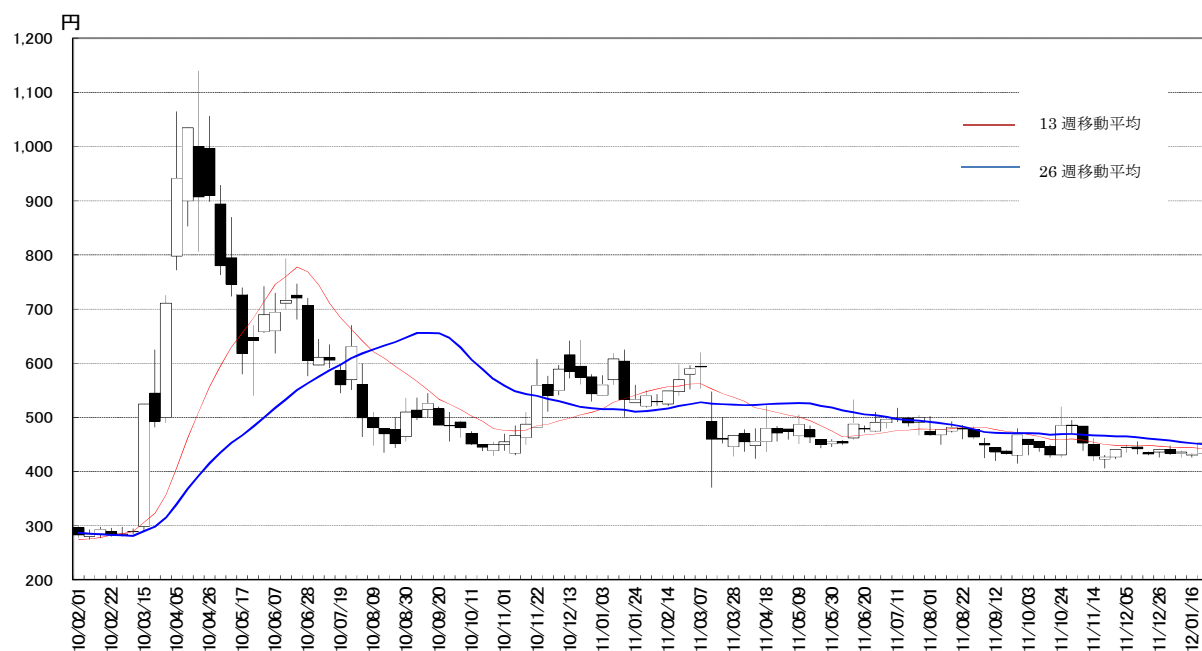
シーエスアイ (4320 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/9期 実績	2011/9期 実績	2012/9期 会社予想	2012/9期 予想	2013/9期 予想	2014/9期 予想	2015/9期 予想
売上高	3,902	4,389	4,750	4,890	5,400	5,810	6,420
前年比	4.6%	12.5%	8.2%	11.4%	10.4%	7.6%	10.5%
営業利益	133	418	450	490	540	590	650
前年比	-28.8%	213.4%	7.4%	17.2%	10.2%	9.3%	10.2%
経常利益	127	422	450	492	542	592	652
前年比	-29.8%	231.3%	6.6%	16.6%	10.2%	9.2%	10.1%
当期純利益	134	274	275	302	332	362	402
前年比	48.4%	104.0%	0.3%	10.2%	9.9%	9.0%	11.0%
期末株主資本	2,537	2,773	—	3,045	3,347	3,676	4,042
発行済株式数	37,037	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700
EPS(円)	3,628.5	74.1	75.1	82.4	90.6	98.8	109.7
配当(円)	500.0	8.0	8.0	8.0	9.0	10.0	11.0
BPS(円)	68,350.7	754.7	—	831.0	913.7	1,003.5	1,103.2
ROE	5.4%	10.4%	—	10.4%	10.4%	10.3%	10.4%
株価(円)	49,600	468	600	600	—	—	—
PER(倍)	13.7	6.3	8.0	7.3	6.6	6.1	5.5
配当利回り	1.0%	1.7%	1.3%	1.3%	1.5%	1.7%	1.8%
PBR(倍)	0.7	0.6	—	0.7	0.7	0.6	0.5

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

NEC グループの一員で、主に
中小病院向け電子カルテシス
テムを担当

◆ 中小病院向け電子カルテシステムに強み

同社は電子カルテシステムの開発・販売や、システム開発の受託などを行い、事業を進めるうえで筆頭株主の NEC と密接な関係にある。事業セグメントは「電子カルテシステム開発事業」と「受託システム開発事業」の2事業で構成されるものの、主力の電子カルテシステム開発事業は売上高と営業利益の9割以上を稼ぎ出す。したがって、同社の成長は電子カルテシステム開発事業に大きく依存する。

◆ 電子カルテシステムは NEC と連携

主力の電子カルテシステム開発事業は、自らも大病院向けシステムを手掛ける NEC から開発に関するノウハウの提供を受ける。販売は代理店や自社営業部門のほか、NEC も同社製品を取り扱う一方、病院の規模によって NEC 製品との棲み分けが図られており、同社は NEC グループ内で中小病院向け電子カルテシステムに傾注している。

病院向け医療情報システムは、電子カルテシステム、オーダーリングシステム、医事会計システム、臨床検査システム、画像診断システムなどの各部門システムで構成されるなか、同社が得意とするのは、主に電子カルテシステムとオーダーリングシステム。そのため、中小病院に医療情報システム全体を導入する場合、医事会計システムや臨床検査システムなどは各システム会社から仕入れ、自社製品とのパッケージとして販売する仕組み。

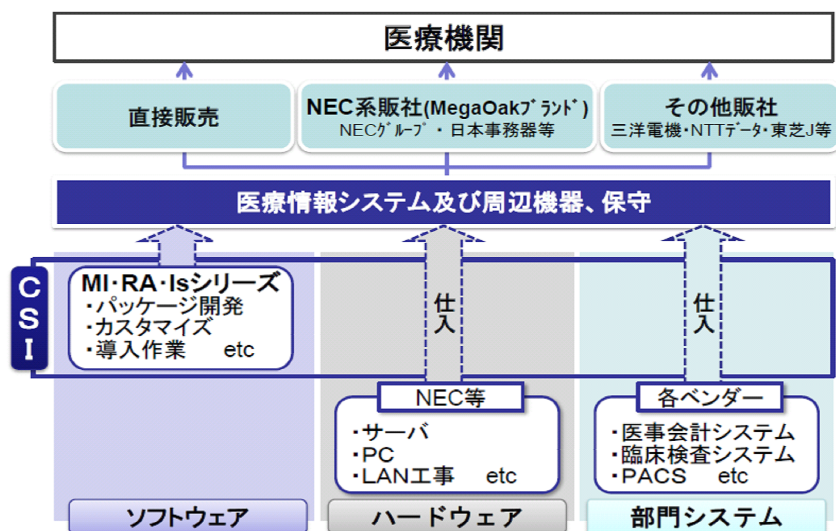
電子カルテシステムの販売チャネル別の構成比では、自社販売が件数ベースで約2割なのに対し、NECなどの代理店販売は約8割を占める。また、病院との契約から電子カルテ稼働までのリードタイムは、導入規模や LAN など病院のインフラ状況にもよるが、約3ヶ月から6ヶ月を要する模様。

同社の電子カルテシステム「MI・RA・Is」シリーズの累計受注実績は、2011年9月末で475件に及び、これは業界2位（シェア15%）の実力。業界3位の NEC（シェア14%）と合わせた NEC グループとしてのシェアは29%に達し、トップの富士通（シェア34%）とともに業界2強を形成している。

◆ 受託システムは NEC グループからの受託が大部分を占める

受託システム開発事業は、主に NEC グループから医療関連のシステム開発を請け負っている。なかでも大きなウエイトを占めるのは、NEC がターゲットとする大病院向け電子カルテシステムやオーダーリングシステム、医事会計システムなど、医療情報システム全体での各部門システム。

<同社のビジネスモデル>



出所) 同社説明会資料

> 経営陣

◆ 経営陣は NEC との連携重視の布陣

同社の経営陣は会長以下6名の取締役(うち社外取締役1名)と、監査役3名(うち社外監査役2名)で構成されている。会長の赤塚氏はNEC出身で医療システム開発の経験が豊富。社長の杉本氏は第2位株主でもあり、日本電子開発出身で創業当初からのメンバーである。そのほか、NEC系列の日本事務器(販売代理店)出身の村上氏が営業担当役員を務め、社外取締役にはNECから山口氏を招聘するなど、NECグループと連携を強めている。

また、常務取締役でシステム担当の田原氏は、競合する富士通の医療システム事業部長を歴任するなど異色の存在。

社外監査役は弁護士の名倉氏と、公認会計士の且井氏が務める。

> 株主構成

◆ 安定株主作りが中長期的な課題

2011年9月末の株主数は3,435人で、上場後8年で約1,050人増加した。所有者別状況では個人その他が81.0%を占め、法人12.0%、金融機関5.7%などと続き、外国人は1.4%と少ない。

大株主の状況では密接な関係にあるNECが8.1%の筆頭株主。そのほか法人では販売代理店の日本事務器が1.9%の第5位株主。個人では、社長の杉本氏が7.5%を保有するほか、前役員の江上氏と井戸川氏が

それぞれ 4.5%、3.4%を保有する。

しかしながら、NEC や日本事務器、現社長や前役員などの持ち分を合計しても、全体の約 30%程度の持株比率に過ぎない。同社は買収防止策等を講じておらず、被買収リスクを軽減しながら中長期的に安定した経営を維持するには、主要取引先等の安定株主作りが求められよう。

所有者別状況	(%)	大株主の状況	(%)
金融機関	5.7	日本電気	8.1
法人	12.0	杉本恵昭	7.5
外国人	1.4	江上秀俊	4.5
個人その他	81.0	井戸川静夫	3.4
2011年9月末		日本事務器	1.9
		北洋銀行	1.5
		2011年9月末	

> 沿革・企業理念

◆ 沿革

同社は NEC の外注先だったオネスト社から分社化して 1996 年に設立し、翌 97 年から電子カルテシステムの研究開発に着手。99 年には病院向け電子カルテシステム「HS-MI・RA・Is」(エイチエスミライズ)を完成させる。

2001 年に東証マザーズ上場。電子カルテシステムのアップグレードを進めるとともに、小病院向けシステム開発などで「MI・RA・Is」シリーズのラインナップを強化。

05 年にペット関連ウェブサイト運営のプロメディック社子会社化でペットビジネスに進出するも、黒字化のめどが立たず 09 年に撤退。

11 年には札幌証券取引所に重複上場している。

◆ 企業理念

同社は経営理念として、

「人は心に活き心に働く、人こそ企業なり」

「人の心の痛みを理解し、思いやりと他を生かすことにより、自らも伸びる企業を目指す」ことを掲げている。

また、社名シーエスアイの由来は、「理想 (Ideal) のシステムを創造 (Creative) し、社会の発展に貢献 (Service) する」を意味する。

事業環境

> 業界環境・競合他社

全国病院の導入が進んでないだけに、電子カルテ市場には拡大余地が残されている

◆ 電子カルテ市場は 1999 年に誕生した比較的に若い市場

電子カルテ市場は、1999 年にカルテの電子保存解禁で誕生した若い市場と考えられる。それまでのカルテ（診療記録）は、紙媒体で 5 年間の保管が義務付けられていたが、各医療機関の保管スペース確保や手作業での検索などが難点だった。その点、サーバーなどの電子媒体に保存する電子カルテは保管スペースの確保が容易なうえ、検索などデータベースとしての機能を併せ持ち、病院のコスト削減にも役立つ。また、地域医療における病院と診療所の役割分担が進むなか、電子カルテの相互利用で投薬や臨床検査などの重複を防ぎ、患者負担の軽減から医療費抑制にも寄与すると考えられる。

病院市場では、1999 年以前から投薬や臨床検査などを指示するオーダーリングシステムの導入が先行するなか、保存義務が課せられる電子カルテ市場の本格的な立ち上がりは法的整備もあり 2003 年以降になった。

本格的な電子カルテ市場拡大の契機となったのは、01 年末に政府が発表した「e-Japan 構想」である。このなかで厚生労働省は「06 年度までに全国の 400 床以上の病院および全診療所の 6 割以上に電子カルテの普及を図る」ことを目標に掲げた。電子カルテの普及促進策として、02 年から 03 年にかけて国から導入補助金が交付され、06 年の診療報酬改定では電子カルテによる病歴管理などの一定条件下で IT 加算が付与されるなど、電子カルテの普及促進策が打ち出された。

しかしながら、大病院では電子カルテシステムの導入費用が数億円に及ぶと推察され、投資負担の大きさから 11 年の 400 床以上の病院における電子カルテ導入率は 49%にとどまるなど、厚生労働省の掲げた目標は未だに達成されていない。

とは言え、電子カルテは地域医療における病院と診療の連携や、診療行為の効率化による医療費抑制に欠かせない。また、病院側の電子カルテ導入メリットとしては、事務作業軽減によるコスト削減や患者の待ち時間短縮などの差別化が考えられる。

11 年の電子カルテ導入状況は 400 床以上の大病院が 49%、300 床～399 床で 29%、200 床～299 床が 17%と、病院規模が小さくなるほど電子カルテの導入が遅れている。換言すると、同社がターゲットとする中小病院ほど未開拓市場が残されていることを意味しており、電子カルテ導入率の低さは同社の中長期的な成長余力の大きさを示している。

電子カルテ/オーダーリングの病院規模別導入状況(2011年)

病院規模	全病院数	電子カルテ導入率	オーダーリング導入率
400床以上	827	49.0%	72.4%
300～399床	729	28.8%	51.7%
200～299床	1,124	17.4%	33.3%
100～199床	2,758	10.9%	22.2%
20～99床	3,232	5.2%	8.4%
合計	8,670	15.9%	27.7%

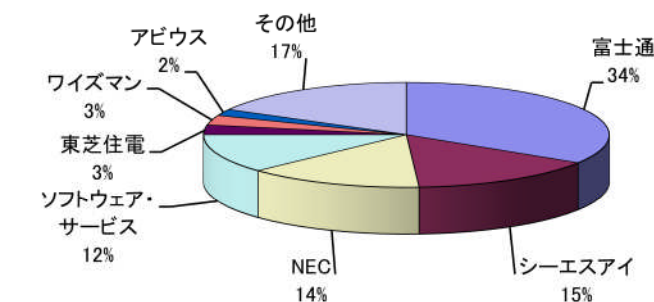
同社のターゲットゾーン

出所)同社決算資料

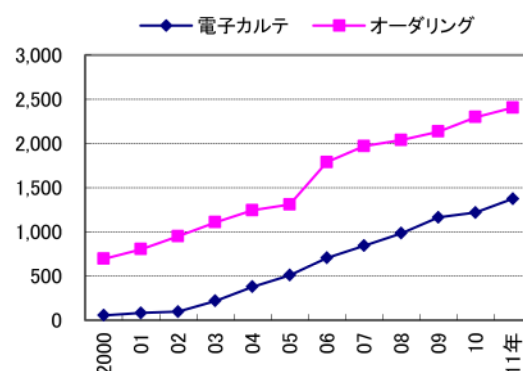
◆ 業界シェアから見た競合は数社に限られる

主な電子カルテメーカーは、富士通（東証：6702）やソフトウェア・サービス（JQ：3733）、東芝住電（東芝系）、ワイズマン（JQ3752）、アビウス、日立製作所（東証：6501）、日本 IBM などが考えられものの、業界シェアから推察される競合は富士通やソフトウェア・サービスなどに限られる。

電子カルテ/オーダーリングの導入件数シェアでは、富士通がシェア 34%で業界トップ。同社はシェア 15%の第 2 位と推察され、連携する NEC を除くと、直接の競合は業界 4 位のソフトウェア・サービス（シェア 12%）が考えられる。

電子カルテ・オーダーリングのメーカー別シェア
(2011年)

出所)同社決算資料

電子カルテ・オーダーリングの全病院導入状況
(全病院数8,670病院)

出所)同社説明会資料

経営戦略

> ビジネスサイクル

自社リプレースでビジネスサイクルの延長可能

◆ 同社のビジネスサイクルは6年～7年と推察

ビジネスサイクルは、主力製品である電子カルテシステムの新製品投入サイクル（アップグレードサイクル）が妥当と考えられる。過去の例から、同社の新製品は「HS-MI・RA・Is」が1999年、2006年に「MI・RA・Is/EX」、10年に「MI・RA・Is/PX」を発売しており、これらの投入サイクルは6年～7年で推移している。

同社のメンテナンス体制も、製品のバージョンアップは無料だが、アップグレード（新製品）については有料で行うため、顧客である病院にとってもアップグレードサイクルがリプレース（更新）のタイミングとなる。

したがって、顧客の囲い込み期間を意味するビジネスサイクルの延伸には、アップグレードサイクルごとの自社リプレースを確保しながら、他社のアップグレードサイクルを見ながら他社リプレースの獲得が求められる。

> KPI(業績指標)

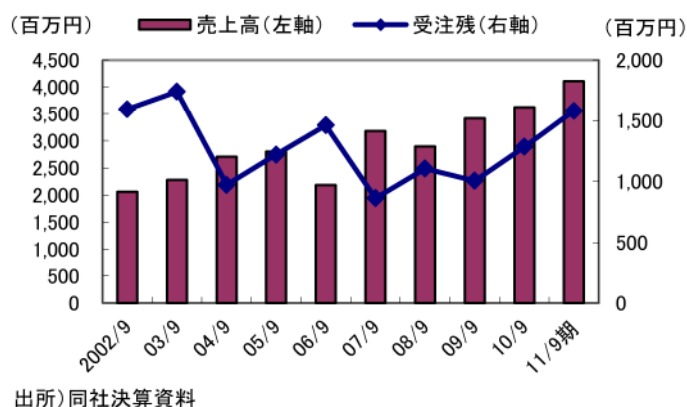
◆ KPI は受注残に注目

KPI としては、決算短信等に掲載される電子カルテシステム開発事業の受注残が妥当と考えられる。2002年9月期以降における電子カルテシステム開発事業の売上高と受注残の推移を見ると、当該期の受注残が翌期の売上高をある程度示唆すると推察される。

02年9月期と03年9月期は、電子カルテ導入補助金を追い風に設置能力以上の受注残を抱え、これが05年9月期までの売上高を押し上げたと考えられる。また、06年の診療報酬改定で本体部分が-1.36%となったため、病院側の電子カルテ導入意欲が薄れ07年9月期の受注残は大幅に減少した。

それ以後、08年9月期以降の受注残と09年9月期の売上高は、ほぼ同じモメンタムで推移していると判断できることから、同社のKPIは受注残に注目すべきと考えられる。

電子カルテシステム開発事業の売上高・受注残推



出所) 同社決算資料

> 現状の課題と戦略

◆ 現状は開発体制強化を優先

同社は対処すべき課題として、①システム開発、②顧客満足度向上、などを掲げている。

この対応として、多様化する医療サービスに対応すべく社内の組織体制を再編し、顧客ニーズの把握と研究開発体制の強化を進める方針。2010 年発売の「MI・RA・Is/PX」では Windows7 対応のほか、病院内や地域の医療施設間での共有などに対応するなど、機能を拡張させている。

また、同社製品のユーザーフォーラムなどを開催して顧客間の導入事例を共有するほか、顧客ニーズの取り込みを図り、顧客満足度の高い製品開発につなげる構えである。

> 中長期の課題と戦略

◆ 中長期的には医療情報化で地域医療連携を後押し

中長期的には「どこでも My 病院」構想と、「シームレスな地域連携医療の実現」に向けた機能充実が課題として挙げられる。

まず、「どこでも My 病院」は病院や診療所と患者を結ぶシステムで、既に「Health Clover」の名称で市場投入している。患者が携帯電話やスマートフォン、PC などから診療時間や順番予約が可能で、結果はメールで患者に通知する。これにより、患者の受診忘れや病院などの手間が省けるメリットが考えられる。

次に、「シームレスな地域連携医療の実現」に向けた取り組みとして、地域の医療機関をインターネットで結び、相互に電子カルテの内容を参照するシステムの「ID-Link」を試験的に運用している。これにより、患者の治療歴や合理的な検査・投薬等が可能となるため、地域連携医療に貢献するほか、医療費の削減にも役立つと考えられる。2010 年から「三重医療安心ネットワーク」で試験運用が行われており、この実績を検証しながら各地域での導入を働きかける方針。

> アナリストの戦略評価

◆ 自社販売体制の強化が鍵

同社は設立から NEC との連携で業界内でのプレゼンスを高めてきた。途中、2005 年にペットビジネスに参入するも、黒字化の見通しが立たず 09 年に撤退するなど、事業ポートフォリオの拡充が進まない中でも、電子カルテ市場の拡大が同社業績の追い風となっている。

しかしながら、電子カルテの販売方法やリブレースなどの顧客管理には課題が見受けられ、これが競合するソフトウェア・サービスとの収益性の差につながっている。

同社の電子カルテシステム開発事業のチャネル別売上高は、NEC グループや代理店チャネルのウェイトが高く、粗利益率の高い自社販売やメンテナンス売上高が小さい。これに対し、同社の約 5 倍の人員を擁

収益性向上には自社販売体制強化とメンテナンス獲得が不可欠

するソフトウェア・サービスは自社販売比率が高いうえ、メンテナンス売上高比率も同社を上回るため、営業利益率は同社に比べて約10%ポイント程度優れている。

加えて、電子カルテ市場の本格的立ち上がりから10年以上経過するなか、同社は旧製品顧客のリプレースが進んでおらず、他社にリプレースされるリスクを絶えず抱えるなど、顧客管理に課題を残している。これら競合に見劣りする収益性と顧客管理の不備は、いずれも自社営業体制の弱さに起因すると考えられる。すなわち、電子カルテ販売をNECグループや代理店に頼るがうえ、好採算のメンテナンス契約が自社で取り込めず、自社リプレースに対する意識も薄れていると推察される。したがって、中期的な収益性の向上には人員拡充による、営業体制の強化が求められよう。

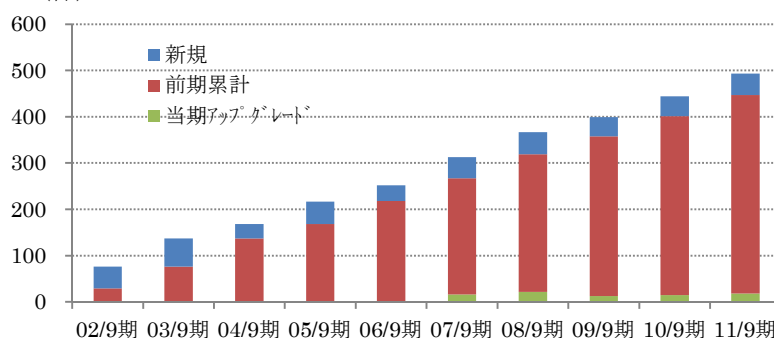
また、人員拡充の観点からは、中長期的に電子カルテの設置・導入に関する人員増が求められる。病院の規模やインフラ状況にもよるが、契約から稼働までのリードタイムは3ヶ月から6ヶ月を要するため、作業員1人が設置・導入出来る件数にはおのずと限りがある。今後、新規受注はもちろんのこと自社リプレースを進めるに当たり、設置・導入に関する人員不足が機会損失の発生や、成長のボトルネックになる可能性を否定できない。

長期的にはSaaS (Software as a Service) などのクラウドサービスへの対応も求められよう。現行の電子カルテは病院内のサーバーに組み込むパッケージソフトが主流だが、将来的には外部サーバーの解禁により、インターネットを介して電子カルテシステムを利用するSaaSの登場が考えられる。

現段階では電子カルテの外部サーバー設置が解禁されていないものの、SaaSなどのクラウドサービス拡大の波が医療情報サービス全般に波及することが考えられる。同時に、新規参入リスクの高まりも予想されるなか、同社は既にSaaSへの対応を見据えている模様。

電子カルテの受注累計

(件)



出所) 同社決算資料

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	・ NEC グループとの連携 ・ 製品開発力 ・ 病院との信頼関係
弱み (Weakness)	・ NEC グループや代理店に依存する販売体制 ・ 電子カルテの自社リプレースの遅れ ・ 既存顧客とのメンテナンス契約件数の低さ ・ NEC グループに依存する医療情報システムに関するノウハウ ・ 競合との厳しい価格競争 ・ 人員をボトルネックとした電子カルテ年間設置件数の限界
ビジネス機会 (Opportunity)	・ 電子カルテ補助金などの導入促進策 ・ 診療報酬改定における本体部分の大幅なプラス改定
脅威 (Threat)	・ 診療報酬改定における本体部分のマイナス改定 ・ 電子カルテに関する法規制の変更 ・ NEC グループとの提携解除

> Porter's 5 forces

◆ 業界内競争

電子カルテ業界には複数の企業が参入している。同社は NEC グループとの連携で業界シェアでは優位なポジションに立つものの、同社がターゲットとする中小病院の経営環境は険しいと推察されることから、価格の引き下げ要求などで業界内の競争は厳しいと予想される。

◆ 新規参入の脅威

電子カルテ市場は立ち上がりから 10 年以上経過しており、プレーヤーの選別が進むとともに業界内の序列も形成されつつある。したがって、電子カルテ市場は上位数社の市場シェアが今後も高まると予想されるため、ここからの新規参入リスクは小さいと予想される。しかしながら、大手システム会社などが下位電子メーカーを M&A で手中にするなど、異業種からの市場参入は否定できない。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

電子カルテは、1999 年にカルテの電子保存が解禁されてから立ち上がった若い市場だけに、短期的には現行の電子カルテシステムに替わるサービスが開発されるとは考えにくい。しかしながら、電子カルテシステムが現行のパッケージソフト方式から、将来的にインターネット

ト利用による SaaS に移行した場合、パッケージ販売によるインシヤル的な売上高が従量課金的な計上方法に代わると予想され、一時的に業績が停滞するリスクが考えられる。

◆ 買い手の競争力

電子カルテ業界には複数の競合が存在するため、買い手である病院は価格やメンテナンスなどの条件面で優位に立つことが予想される。特に、中小病院の価格引き下げ要求は厳しいと推察されるため、買い手の競争力は絶えず存在すると考えられる。

◆ 供給者の支配力

同社の電子カルテシステムは電子カルテとオーダーリングが自社生産、その他の医事会計や臨床検査システム、PC など他社から仕入れるため、調達先である供給者の支配力は絶えず存在する。

> ESG活動・分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は一般的な製造業ではないため、温室効果ガス排出抑制などの直接的な環境対応を行っていないものの、企業行動憲章のなかで「環境への負荷低減で、地球温暖化防止と循環型社会の形成に貢献する」と述べており、環境への意識がうかがえる。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は9項目の企業行動憲章の中で、医療分野や株主、地域社会等への社会的責任と貢献を定めている。

◆ 企業統治 (Governance)

社長である杉本氏の持ち株比率は7.5%と少ないうえ、取締役6名合計の持ち株比率でも9%程度に過ぎない。また、筆頭株主である NEC の持ち株比率も8.1%と少ないことから、現時点の主要株主が即座に経営権を掌握する可能性は低いと考えられる。

また、同社は社外取締役と社外監査役を導入するなど、外部チェック体制を整えている。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

第1四半期は受注高と受注残が順調

◆ 2012年9月期は高水準の受注残を背景に増収増益の計画

2012年9月期の会社計画は売上高が前期比8.2%増の47.5億円、営業利益は同7.4%増の4.5億円、当期純利益は同0.3%増の2.7億円を見込む。

売上面では電子カルテシステム開発事業の受注残が前提となっている。11年9月期末の受注残は前期比23.0%増の15.8億円を確保していることから、少なくとも12年3月第2四半期までは増収が見込まれる。また、12年4月の診療報酬改定では、医師の技術料にあたる本体部分が+1.37%改定(医科+1.55%、歯科+1.70%、調剤+0.46%)のため、病院側の電子カルテ導入意欲が削がれるリスクは小さいと考えられ、第3四半期以降についても前期投入した電子カルテ新シリーズの拡大が見込まれる。

一方、利益面では前期の本社ビル取得で減価償却費が増加するうえ、移転費用などの一時的な費用発生で、営業利益は1桁増益にとどまる見通し。

◆ 第1四半期はほぼ計画線で推移

上記計画を受けた第1四半期決算は、売上高が前年同期比39.4%増の7.4億円、営業利益は0.9億円の赤字(前年同期は営業赤字0.6億円)、四半期純利益は0.5億円の赤字(同赤字0.6億円)だった。売上面では高水準の受注残を背景に順調に推移するも、利益面では本社の減価償却費増と一時的な移転費用が収益を圧迫した。

一方、第1四半期の電子カルテシステム事業受注高は前年同期比13.3%増の9.9億円、受注残は同12.8%増の18.8億円と順調に推移している。

◆ 担当アナリストは会社計画を若干上回る着地を予想

担当アナリストの2012年9月期業績予想は、売上高が前期比11.4%増の48.9億円、営業利益は同17.2%増の4.9億円を見込む。

利益面では本社の減価償却費等が収益を圧迫するものの、売上面では今第1四半期における電子カルテシステム開発事業の受注高と受注残が拡大しているうえ、4月の診療報酬改定で病院の収入に直結する本体部分がプラス改定となることから、前期投入した新モデルの販売が順調に進むと考えられる。

これらを勘案すると、12年9月期は会社計画を上回る可能性が高いと予想する。

> 来期以降の業績

**業界環境が悪化する要因は見
当たらず、市場は順調に推移
する見通し**

◆ 2013 年 9 月期以降も順調な業績推移を予想

担当アナリストは 2013 年 9 月期以降も、順調な業績推移を予想している。この要因として、①病院の電子カルテ導入意欲が急激に減退するとは考えにくい、②電子カルテ次期モデル投入に向けた研究開発費は 2015 年 9 月期まで大きく変化しない見通し、などが考えられる。電子カルテは地域医療における病院と診療の連携や、診療行為の効率化による医療費抑制に欠かせないうえ、病院側の電子カルテ導入メリットとして事務作業軽減によるコスト削減や患者の待ち時間短縮などの差別化が考えられる。また、既に電子カルテを導入している病院でも、リプレース需要が増加すると考えられ、需給面から見た電子カルテの市場は拡大が見込まれる。

一方、利益面で大きなコスト負担となる研究開発費は、電子カルテの次期モデル投入時期に合わせて増加する傾向にある。実際に、2010 年の新モデル投入に合わせ、09 年 9 月期と 10 年 9 月期は研究開発費がそれまでの年間 0.2 億円程度から 3 億円弱まで増加し、収益の圧迫要因となっている。

過去の新製品投入時期から推察すると、同社の製品サイクルは 6 年～7 年と考えられる。したがって、電子カルテシステムの次期新製品投入は 2016 年 9 月期以降になると推察されるため、研究開発費は中期的に 0.3 億円前後で推移すると予想される。

なお、同社は 2012 年 2 月にエル・アレンジ社と合併で、患者向け通信機器販売や配置薬などの事業を行う子会社設立を発表している。実際の事業開始は 12 年 4 月以降の見通しだが、会社側から子会社の業績概要や 12 年 9 月期への影響等が発表されておらず、現時点のアナリスト予想には子会社の業績等を考慮していない。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは-5.5%

同社は2001年10月、公募価格240,000円(分割調整後1,200円)にたいし、初値432,000円(同2,160円)でマザーズに上場した。02年1月に上場来高値760,000円(同3,800円)を付けた後は、業績不振もあり09年3月に上場来安値20,010円(同200円)まで下落。その後、不採算事業売却などで収益回復を図り、11年以降は400円～600円のボックス圏を形成している。

現在の株価は公募価格を下回るものの、安定配当を継続していることもあり、上場来パフォーマンスは-5.5%にとどまる。

> 株主還元

◆ 中期的に増配の可能性高まる

同社は配当性向等の具体的な株主還元策を明示していないが、07年9月期以降は安定配当を継続している。直近の配当性向は10%を維持するなか、アナリストの業績予想では中期的な利益成長を見込んでおり、中期的に増配による配当性向の引き上げも可能と考えられる。

また、12年2月3日には上限100,000株(取得価額上限0.6億円)の自己株式取得を発表した。これは、2月6日～3月23日にかけて発行済株式数の2.7%に相当する株数を市場から買い付けるもので、主に資本効率アップと株主還元を意識した資本政策と考えられる。

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価は770円～1,100円を想定

現在の株価水準は、PERなどのバリュエーション面で割安感に乏しいと考えられる。しかしながら、自己株式取得による市場買い付けが短期的に株式の需給バランスを好転させ、株価を一時的に押し上げる可能性を排除できない。

現在の株価に割安感は感じられないものの、担当アナリスト予想では中長期的に安定した利益成長が見込まれることから、株価は徐々に水準を切り上げる動きが予想される。

競合するソフトウェア・サービスとのバリュエーション比較から、PER7倍～10倍が業界のフェアバリューと仮定される。これに15年9月期の予想EPS109.7円を当てはめると、適正株価は770円～1,100円が想定される。

> 株価バリュエーション

フェアバリューの株価を押し上げるには、利益成長が不可欠

◆ 現在の株価水準はフェアバリュー

業界内の競合は複数存在するものの、事業規模や業界シェア、ターゲットとする病院規模などを考慮すると、上場企業ではソフトウェア・サービスが比較対象に適している。

2社のバリュエーションを比較すると、PERやPBRではソフトウェア・サービスが若干割高の印象を受けるが、これは営業利益率などの収益性を評価したものと考えられる。

したがって、同社の株価水準はほぼフェアバリューと考えられることから、株価を押し上げるファクターとしては継続的な利益成長が求められる。

バリュエーション比較

	シーエスアイ	ソフトウェア・サービス
予想売上高(百万円)	4,890	10,518
予想営業利益(百万円)	490	2,253
予想EPS(円)	82.4	254.3
株価(円)	600	1,960
予想PER(倍)	7.3	7.7
実績PBR(倍)	0.8	1.4
予想配当(円)	8.0	60.0
予想配当利回り	1.3%	3.1%
時価総額(億円)	22.2	107.6

注) シーエスアイはアナリスト予想、ソフトウェア・サービスは会社計画

注) 株価は2/3現在

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本（隠れた強み）を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標（KPI）を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス（年率複利換算）を示すものです

■ 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

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数（例えば T O P I X）の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値（ β 値）が 1 であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1 より大きければ市場指数より値動きが大きくなり、1 より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ 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

■ 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

■ 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。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株) ICMG の知的資本評価手法を活用しております。

■ 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、最新のものではありません。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場合があります。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。

・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