

シーエスアイ (4320 東証マザーズ)

発行日: 2013/2/13
 調査日: 2012/11/27
 調査方法: 説明会

電子カルテ業界上位で中小病院向けに強み。M&A と資本・業務提携で事業ポートフォリオを拡大

> 要旨

◆ NEC 系列で中小病院向け電子カルテに強み

- ・同社は電子カルテシステムの開発と販売が主力。中小病院向けシステムに強みを持ち、開発や販売では 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」に加え、買収した「その他」の 3 事業で構成されるものの、電子カルテシステム開発事業が売上高と営業利益の大部分を稼ぎ出す。
- ・市場環境の変化に対応すべく、電子カルテシステム開発事業とシナジーが見込まれる分野を M&A と資本・業務提携で強化。12 年 9 月期は通信機器販売や配置薬・健康食品販売のエル・アレジ北海道を子会社化したほか、乗換案内などの駅探を持分法適用会社化するなど、これまでの B to B に加え B to C ビジネスにも参入した。

◆ 12 年 9 月期決算は計画に対し利益面で未達

- ・12 年 9 月期決算は売上高が 48.4 億円、営業利益は 3.8 億円。連結決算移行で前期比較が出来ないものの、営業利益は会社計画に対し未達。売上面では電子カルテ受注が過去最高水準に達するなど、主力事業が伸張。一方、利益面では外部からの電子カルテ部門システム調達コスト増や、将来を見据えた体制強化などの先行投資負担増が収益を圧迫した。

> 投資判断

◆ 13 年 9 月期会社計画は 2 桁の増収増益を見込む

- ・13 年 9 月期会社計画は売上高が前期比 19.3% 増の 57.8 億円、営業利益は同 12.8% 増の 4.3 億円を見込む。電子カルテシステム開発事業の豊富な受注残を背景に主力事業が業績を牽引する見通し。

◆ 当センターは電子カルテ設置要員の人出不足を懸念

- ・上記会社計画に対し、当センターでは売上高が前期比 12.5% 増の 54.5 億円、営業利益は同 9.8% 増の 4.2 億円と計画未達を予想する。この主な要因は、人員不足で電子カルテの設置遅れが懸念されるため。

◆ 中長期的な適正株価水準は 810 円～1,220 円を想定

- ・同業他社比較から、同社の適正株価バリュエーションを PER8 倍～12 倍と仮定。これに、当センターの 16 年 9 月期予想 EPS101.6 円を当てはめると、同社の中長期的な適正株価水準は 810 円～1,220 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@stock-r.org

【主要指標】	2013/2/1
株価(円)	847
発行済株式数(株)	3,703,700
時価総額(百万円)	3,137
上場日	2001/10/31
上場来パフォーマンス	-2.1%

	前期	今期予想
PER(倍)	14.7	11.1
PBR(倍)	1.0	1.0
配当利回り	0.9%	0.9%

	σ	β 値
リスク指標	80.7%	2.8

【主要KPI(業績指標)】

電子カルテ受注残	(百万円)
2009/9期末	1,005
10/9期末	1,284
11/9期末	1,580
12/9期末	2,607

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	0.2%	51.8%	42.6%
対TOPIX	0.0%	25.8%	26.5%

* 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20130207

シーエスアイ (4320 東証マザーズ)

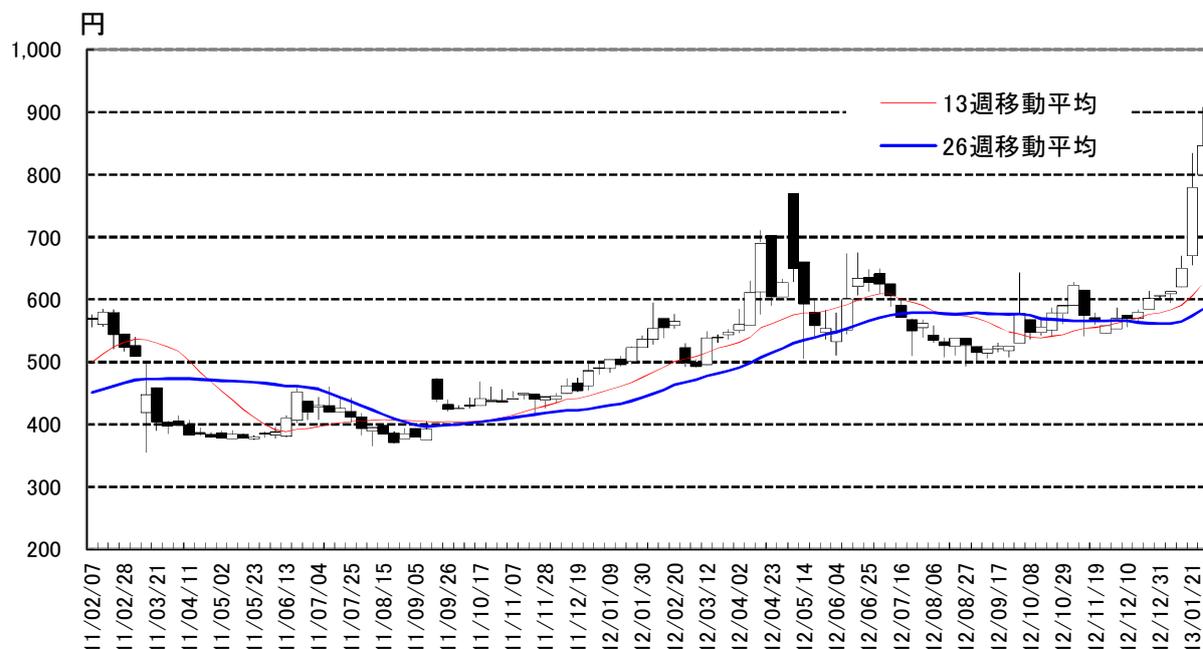
> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/9期 実績	2012/9期 実績	2013/9期 会社予想	2013/9期 予想	2014/9期 予想	2015/9期 予想	2016/9期 予想
売上高	4,389	4,846	5,780	5,450	5,960	6,570	7,180
前年比	12.5%	-	19.3%	12.5%	9.4%	10.2%	9.3%
営業利益	418	385	435	425	471	517	563
前年比	213.4%	-	12.8%	10.4%	10.8%	9.8%	8.9%
経常利益	422	386	460	463	509	566	612
前年比	231.3%	-	18.9%	19.9%	9.9%	11.2%	8.1%
当期純利益	274	207	265	273	299	336	362
前年比	104.0%	-	27.8%	31.9%	9.5%	12.4%	7.7%
期末株主資本	2,773	2,896	-	3,139	3,410	3,714	4,040
発行済株式数(株)	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700	3,703,700
EPS(円)	74.1	57.5	74.4	76.6	83.9	94.3	101.6
配当(円)	8.0	8.0	8.0	8.0	9.0	10.0	11.0
BPS(円)	754.7	811.9	-	881.0	956.9	1,042.2	1,133.7
ROE	10.4%	7.3%	-	9.0%	9.1%	9.4%	9.3%
株価(円)	468	525	847	847	-	-	-
PER(倍)	6.3	9.1	11.4	11.1	10.1	9.0	8.3
配当利回り	1.7%	1.5%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%	1.3%
PBR(倍)	0.6	0.6	-	1.0	0.9	0.8	0.7

(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。

(注) 2012/9 期は連結決算移行で前期比較なし。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

中小病院向け電子カルテが主力。M&A や資本・業務提携でB to Cビジネスを強化

◆ NEC 系列で中小病院向け電子カルテに強み

同社は電子カルテシステムの開発と販売が主力事業。中小病院向けシステムに強みを持ち、開発や販売では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」に加え、買収で獲得した「その他」の3事業で構成されるものの、電子カルテシステム開発事業が売上高と営業利益の大部分を稼ぎ出す。

同社は市場環境の変化に対応すべく、電子カルテシステム開発事業とシナジーが見込まれる分野をM&Aと資本・業務提携で強化。12年9月期は通信機器販売や配置薬・健康食品販売の子会社エル・アレジ北海道を設立(持分60.0%)したほか、乗換案内などの駅探(東証マザーズ:3646)を持分法適用会社化(同27.5%)するなど、これまでのB to Bに加えB to Cビジネスにも参入した。

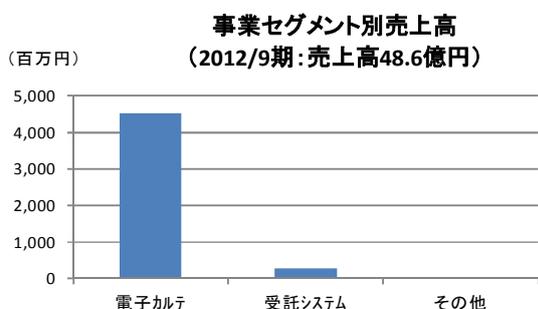
同社は事業領域の拡大に伴い、13年4月に持株会社への移行と商号を「CEホールディングス」に変更する予定である。

> 決算概要

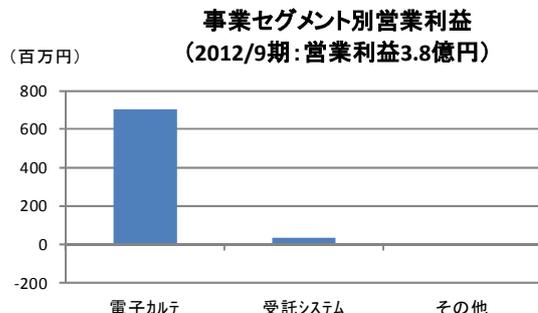
◆ 12年9月期決算は利益面で計画に対し未達

2012年9月期決算は売上高が48.4億円、営業利益は3.8億円、当期純利益は2.0億円となった。連結決算移行で前期比較が出来ないものの、会社計画(売上高47.8億円、営業利益4.4億円)に対し、売上高は計画をクリアしたが、営業利益は未達に終わった。

売上面では電子カルテシステム開発事業の受注が過去最高水準の55.5億円(前期比26.3%増)に達するなど、主力事業の伸張に加え買収したその他(エル・アレジ北海道)も小幅ながら寄与。一方、利益面では外部からの電子カルテ部門システム調達コスト増や、将来を見据えた体制強化などの先行投資負担増で、営業利益は実質的に減益。当センター予想(売上高48.9億円、営業利益4.9億円)に対しては、売上高こそ想定内の着地だったが、上記部門システムの外部調達コスト増が想定以上に膨らみ、営業利益は予想に届かなかった。



出所) 決算短信より当センター作成



出所) 決算短信より当センター作成

なお、KPI (主要業績指標) として注目する電子カルテシステム開発事業の期末受注残は、過去最高水準の 26.0 億円 (前期比 65.0%増) に達している。

> 業績見通し

◆ 13年9月期会社計画は2桁の増収増益を見込む

2013年9月期会社計画は売上が前期比19.3%増の57.8億円、営業利益は同12.8%増の4.3億円、当期純利益は同27.8%増の2.6億円を見込む。

電子カルテシステム開発事業の12年3月期末受注残が過去最高に達するなど、売上面では豊富な受注残を背景に主力事業の伸長が見込まれる。利益面では電子カルテ部門システムの外部調達増で収益性ダウンが免れないものの、増収効果でカバーする構えである。

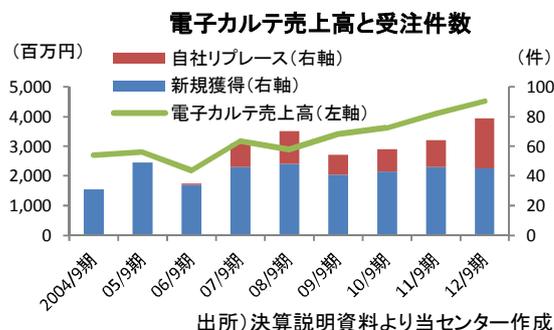
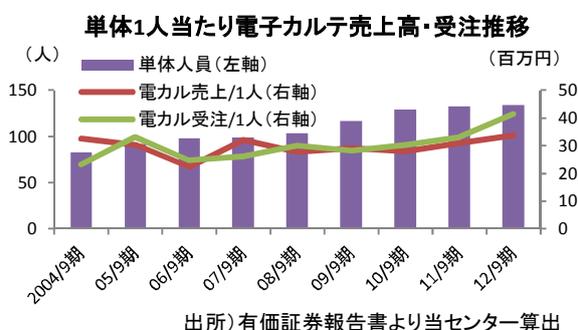
また、子会社化したエル・アレジ北海道及び持分法適用化した駅探との連携で、b to C ビジネスを強化する方針である。事業セグメントでその他を担うエル・アレジ北海道は、携帯端末や通信回線販売のほか、配置薬や健康食品販売などを手掛けながら、患者や高齢者向けに在宅医療情報等のサービスを展開する。

駅探との連携は当該会員向けにマタニティ・育児向けサービスを提供するほか、将来的には電子カルテ情報と連動した医療機関・ヘルスケア情報を提供する方針である。

当センターでは13/9期会社計画の未達を予想

◆ 当センターは電子カルテ設置の人員不足を懸念

上記会社計画に対し、当センターでは売上が前期比12.5%増の54.5億円、営業利益は同10.4%増の4.2億円と計画未達を予想する。この主な要因は、人員不足で電子カルテの設置遅れが懸念されるため。電子カルテの設置は、一人当たりの年間設置件数が限られるなか、労働集約的な作業と言えよう。したがって、豊富な受注残を抱えるとは言え、売上高成長という果実を得るには人員増強が欠かせない。



**電子カルテ設置人員の拡充
が喫急の課題**

電子カルテシステム開発事業の売上高と受注高を、当該事業を担う単体の人員数で除した一人当たり電子カルテ売上高並びに受注高推移をみると、一人当たり売上高はほぼ横ばいで推移しているのに対し、受注高は電子カルテ需要で2011年9月期から伸長率が高まり、設置が必要に追い付かず、結果的に受注残が積み上がってしまったとも考えられる。

同社は単体人員を増員しているものの、中期的には新規需要と並んで自社リプレース需要にも応えねばならず、電子カルテ設置要員の確保が喫急の課題と言えよう。

他方、収益面でも人員拡充による売上高成長が求められている。同社の電子カルテシステムは、医事会計や臨床検査、画像システム部門などは外部ベンダーから調達するため原価率が高く、価格競争力も競合に比べて劣ると想定される。病院の電子カルテ需要が高まっているとは言え、単価引き上げの出来る環境に無いことから、売上総利益を確保するには、原価率の悪化をオフセットするだけの売上高成長が必要であり、それには電子カルテ設置要員の増強が欠かせないと考えられる。

当センターではM&Aによる増収要因と、原価率悪化による減益要因を鑑み、前回レポート(12年2月発行)の中長期業績予想を見直した。この前提として、中期的に毎期5人~10人程度の人員拡充を想定するも、駅探との連携は短期的な業績寄与が小さいと判断した。

業績予想

(百万円)

	2012/9期	13/9期E		14/9期E		15/9期E		16/9期E
		旧	新	旧	新	旧	新	新
売上高	4,846	5,400	5,450	5,810	5,960	6,420	6,570	7,180
前期比	-	10.4%	12.5%	7.6%	9.4%	10.5%	10.2%	9.3%
営業利益	385	540	425	590	471	650	517	563
前期比	-	10.2%	10.4%	9.3%	10.8%	10.2%	9.8%	8.9%
経常利益	386	542	463	592	509	652	566	612
前期比	-	10.2%	19.9%	9.2%	9.9%	10.1%	11.2%	8.1%
当期純利益	207	332	273	362	299	402	336	362
前期比	-	9.9%	31.9%	9.0%	9.5%	11.0%	12.4%	7.7%

出所)決算短信より、予想は当センター

注)2012/9期は連結決算移行で前期比較なし

投資判断

> 株主還元

◆ 中期的には安定配当を予想

同社は配当性向等の具体的な指標を提示しないものの、07年9月期以降は安定配当を継続している。当センターでは、利益成長とともに配当性向10%程度の株主還元が可能と予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価バリュエーションはフェアバリュアの範囲内

電子カルテが主力事業の同業(ソフトウェア・サービス)とのバリュエーション比較から、同社の株価バリュエーションはPER8倍～12倍が適正水準と考えられる。これを基にすると、現在の短期的な株価水準はフェアバリュアの範囲内と考えられる。

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
株価(円)	847	3,455
今期予想PER(倍)	11.1	9.8
実績PBR(倍)	1.0	2.1
今期予想配当(円)	8.0	60.0
今期予想配当利回り	0.9%	1.7%
時価総額(億円)	31.4	189.6

注)シーエスアイは当センター予想、ソフトウェア・サービスは会社計画

注)株価は2/1終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は810円～1,220円を想定

上記で仮定した適正バリュエーション水準のPER8倍～12倍に、当センターの2016年9月期予想EPS101.6円を当てはめると、同社の中長期的な適正株価水準は810円～1,220円が想定される。

相場環境の好転を背景に、株価はこの約3カ月で50%程度上昇しており、短期的な調整局面は避けられないと考えられる。

一方、当センターでは人員拡充を前提に、電子カルテシステム開発事業の拡大を見込んでおり、株価は大局的に下値切り上げの動きが予想される。

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TOPIX)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、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