

ホリスティック企業レポート (4820 イーエムシステムズ 東証一部)

フル・レポート
2013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20130107

要旨

アナリスト:馬目俊一郎
+81(0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・同社は調剤薬局向けレセコンの開発・販売を主力に、開業医向け電子カルテ販売や本社ビルテナント部分で不動産賃貸事業などを展開。
- ・同社は09年3月期からユーザーの処方箋枚数に応じた月額従量課金によるストック型ビジネスモデルに転換。ユーザー数の積み上げが中期的な成長性を左右する。

2. 財務面の分析

- ・ユーザー数の積み上げが進み、同社のストック型ビジネスモデルは11年3月期にブレークイーブンポイントを迎え、12年3月期から収穫期に入り、今後は開業医向け電子カルテにも注力する方針。
- ・当センターではチャレンジングな電子カルテの計画未達を予想。13年3月期は売上高こそ計画未達を予想するも、営業利益は人員拡充の遅れから計画を上回る着地を見込む。

3. 非財務面の分析

- ・同社は調剤薬局向けレセコン販売を出発点に、自社開発品投入と5年間無償メンテナンスを梃子に業容を拡大。09年3月期には業界に先駆けてASPモデルを投入するなど、業界トップクラスのベンダーとして医療業界のIT化を推進している。

4. 経営戦略の分析

- ・短期的にはASPモデルへの自社リプレースを完了させ、新規導入と他社リプレースでユーザー数の積み上げを狙うとともに、開業医向け電子カルテの営業体制整備に注力。

5. アナリストの評価

- ・ストック型ビジネスモデルへの転換で外部環境の変化に左右され難い収益構造を確立。
- ・同業他社比較から同社の妥当PER水準は8倍~12倍と推察。これを基にした同社の中長期的な適正株価水準は1,620円~2,420円を想定。

【主要指標】

	2013/1/4
株価(円)	1,751
発行済株式数(株)	8,043,750
時価総額(百万円)	14,085

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	30.2	12.6	10.1
PBR(倍)	2.1	1.8	1.6
配当利回り(%)	1.2	1.4	1.7

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-7.4	7.9	75.1
対TOPIX(%)	-18.6	-10.5	43.6

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/1/4

【4820 イーエムシステムズ 情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2010/3	9,818	11.9	-720	-	-493	-	-516	-	-65.0	667.6	13.00
2011/3	8,202	-16.5	86	-	318	-	1,149	-	145.3	803.8	18.00
2012/3	9,013	9.9	835	867.1	977	206.9	447	-61.1	58.0	842.5	21.00
2013/3 CE	10,809	19.9	1,179	41.1	1,789	83.2	1,084	142.3	141.4	-	15.00
2013/3 E	10,550	17.1	1,290	54.5	1,750	79.1	1,070	139.4	139.4	961.8	25.00
2014/3 E	11,840	12.2	1,690	31.0	2,185	24.9	1,330	24.3	173.2	1,110.0	30.00
2015/3 E	12,640	6.8	2,050	21.3	2,575	17.8	1,550	16.5	201.9	1,281.9	35.00

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

成長ドライバーの調剤薬局向けレセコンは業界トップクラスのシェアを誇る

◆ 調剤薬局向けレセコンシェアは業界トップクラス

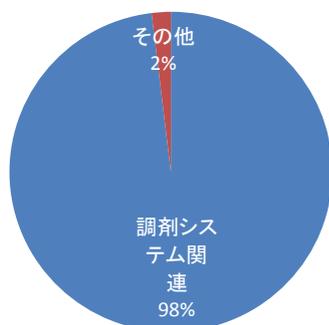
同社は調剤薬局向けレセプト(診療報酬請求書)コンピュータや医療情報システムの開発・販売を主力に、開業医向け電子カルテ販売や本社ビルテナント部分の不動産賃貸事業などを展開している。

同社グループは単体(イーエムシステムズ)と持分100%の連結子会社2社、持分法適用関連会社1社(持分50%)で構成される。同社の収益構造は、調剤薬局向けレセプトコンピュータ(以下:レセコン)やシステム、不動産賃貸事業を担う単体が収益の大部分を稼ぎ出し、子会社等の業績寄与は小さい。

事業セグメントは単体主体の「調剤薬局向けシステム事業及びその関連事業」(以下:調剤システム関連事業)と、子会社が担う「その他の事業」に区分され、調剤システム関連事業が収益の大部分を占め、調剤薬局向けレセコンシェアは業界トップクラスを誇る。

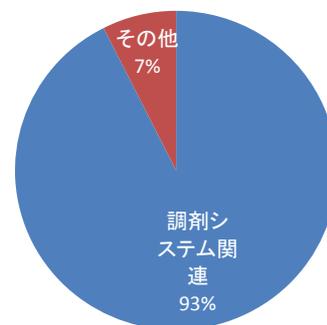
その他、不動産賃貸事業は投資案件として営業外収益・費用に計上され、収益は経常利益に反映される。

図表1 セグメント別売上高構成
(2012/3期:売上高90.1億円)



出所)決算短信より当センター作成

図表2 セグメント別利益構成
(2012/3期:営業利益8.3億円)



出所)決算短信より当センター作成

◆ 調剤システムのASPモデルが成長ドライバー

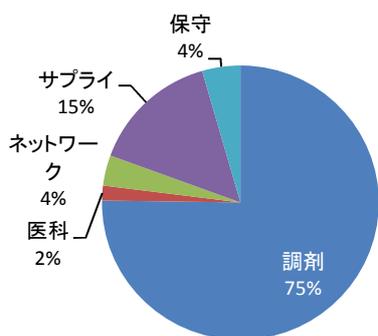
主力の調剤システム関連事業は、調剤薬局向けレセコンを開発・販売する「調剤システム」のほか、開業医向け電子カルテを販売する「医科システム」、チェーン調剤薬局の本部と各店舗の日常業務をサポートする「ネットワークシステム」、薬袋や帳票など消耗品販売の「サプライ」、無償メンテナンス期間経過後に有償でサービスを提供する「保守サービス」など、5つのサブセグメントに分かれる。

この中で同社の成長を担うのが「調剤システム」である。なかでも2009年3月期に投入した調剤システム「Recepty NEXT」は、従来の個別ユーザー(顧客調剤薬局)ごとのパッケージ販売と違い、インタ

インターネット経由で業務ソフトを提供するASP(アプリケーションサービスプロバイダ)モデル。ASPモデルの売上高はパッケージ販売が無いため、契約一時金やハードウェア販売に限られる。1件当たりのインシヤル(一時的)売上高は旧モデルの1/3程度に減少するものの、月額基本料と処方箋枚数に応じた月額従量課金などのランニング(継続的)売上高が、契約件数の積み上げと共に拡大する構造である。ASPモデルの投入で調剤システムのビジネスモデルは、インシヤル売上高に頼ったフロー型から、ランニング売上高の積み上げによるストック型ビジネスモデルに転換している。

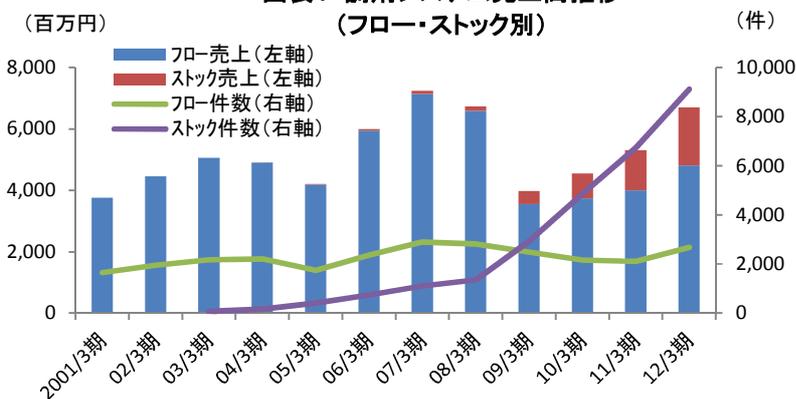
ASPモデルのメリットは、ユーザーの初期導入コストが抑えられるうえ、診療報酬改定や業務ソフトなどのアップデートを同社内のサーバで行うため、個別ユーザーごとのアップデートに比べてメンテナンスが容易。加えて、処方データは同社サーバで管理されるため、チェーン調剤薬局の在庫管理など、データ共有・分析に強みを発揮する。反面デメリットは、インターネット経由で業務ソフトを提供するため、万全な対策を施すとは言え、セキュリティに対するリスクは拭えない。調剤システムの販売は、自社営業部門のほか大手医薬品卸などの代理店が担い、インシヤル売上高の約60%は代理店経由と推察される。ユーザー数は12年3月末で推定1.3万件超。これは処方箋を扱う全保険調剤薬局(12年3月末:約5.4万件)の約25%に相当することから、同社の調剤薬局向けレセコンシェアは業界トップクラスと推定される。

図表3 調剤システム関連事業構成比
(2012/3期:売上高89.0億円)



出所)有価証券報告書より当センター作成

図表4 調剤システム売上高推移
(フロー・ストック別)



出所)決算説明会資料より当センター作成

◆ 医科システムも ASP モデルを投入

開業医向け電子カルテを扱う「医科システム」も、12年3月期に投入したASPモデル「Medical Receipty NEXT」の販売に注力している。従前の医科システムは売上規模が小さいうえ、医事会計部門システム以外はOEM供給を受けるなど、その位置付けは調剤システムの補充に

過ぎなかった。そんな中、10年3月期に開業医向け電子カルテ大手のビー・エム・エルとの業務提携で製品力を高め、同社は医科システムを調剤システムと同様、中長期的な成長ドライバーに育成する方針である。

医科システムの売上高は、調剤システムと同様にイニシャル売上高とランニング売上高に分けられるが、医科システムのランニング売上高は月額基本料と月額定額課金となる。

◆ 調剤薬局業界のグループ化でネットワークシステム需要が拡大

チェーン調剤薬局向けの「ネットワークシステム」は、調剤システムに先駆けて03年3月期にASPモデルを投入した。このシステムはチェーン本部と各店舗の在庫管理や日常業務などをサポートするもので、調剤システムのオプション的要素が高い。したがって、ネットワークシステムは高い売上高成長が見込めないものの、調剤薬局業界におけるグループ化の進展等を背景に安定的な売上高成長が予想される。

◆ サプライと保守サービスはユーザー数増を背景に拡大

消耗品販売の「サプライ」と有償メンテナンスの「保守サービス」は、ユーザー数増加を背景に堅実な売上高成長を続けており、今後も調剤薬局及び開業医ユーザーの増加で緩やかな拡大が見込まれる。

◆ その他の事業の業績寄与は限定的

その他の事業は、100%子会社が本社ビル内でスポーツジムや保育園を運営する。セグメント利益は2011年3月期に黒字転換するも、多店舗展開をしないため、その他の事業の業績寄与は限定的と考えられる。

> ビジネスモデル

ASPモデルの投入でビジネスモデルはフロー型からストック型に転換

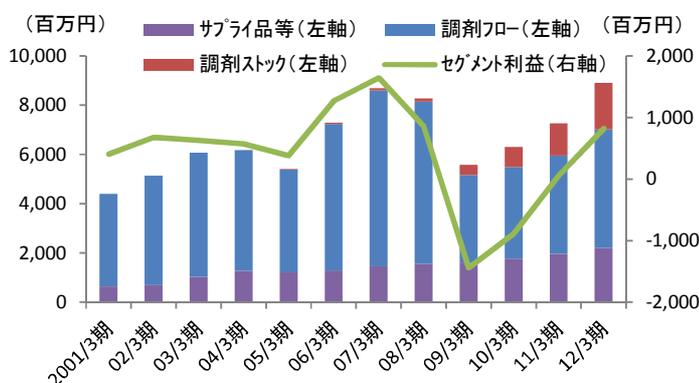
◆ ユーザー数積み上げによるストック型ビジネスモデル

上述したように、収益源である調剤システム関連事業のビジネスモデルは、2009年3月期からストック型に転換している。旧来のビジネスモデルは、5年間無償保証をセールスポイントに新規導入や他社リプレース(入れ替え)を獲得。5年後の自社リプレースを確実に取り込む、単年度売上高主体のフロー型ビジネスモデルだった。そのため、診療報酬改定など外部環境変化の影響を受けやすく、調剤報酬などがマイナス改定になると、ユーザーの投資マインド低下で減収減益に陥るリスクの高いビジネスモデルだった。

これに対し、処方箋枚数に応じた月額従量課金のストック型ビジネスモデルは、ハードウェア販売等のフロー売上高に加え、ユーザー数の積み上げ(≒処方箋枚数拡大)によるストック売上高が成長を牽引する。このベースとなる国内の調剤薬局数と処方箋枚数は、医薬分業率

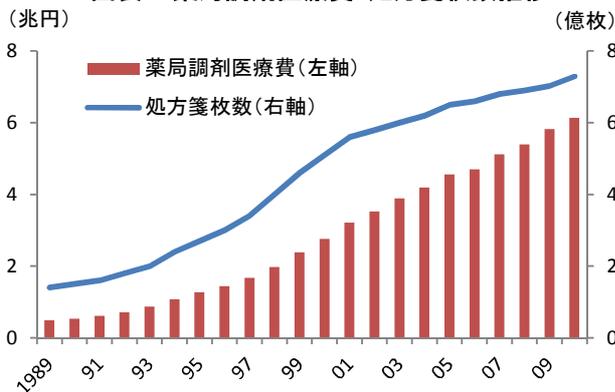
アップや高齢化による薬局調剤医療費の増加とともに拡大を続けており、ストック売上高の成長性は高いと考えられる。同社は旧モデルから ASP モデルへの自社リプレースを進めるとともに、新規導入と他社リプレースでユーザー数の積み上げを強化している。12年3月期末におけるASPモデルへの自社リプレース進捗率は70%程度と推察される。加えて、13年3月期からは医科システムでもASPモデルの拡販にも乗り出しており、同社のKPI(主要業績指標)は中長期的なユーザー数(件数)と考えられる。

図表5 調剤システム関連事業推移
(セグメント売上高・セグメント利益)



出所) 決算説明会資料より当センター作成

図表6 薬局調剤医療費・処方箋枚数推移



出所) 日本薬剤師会、厚生労働省より当センター作成

> 市場構造とポジション

医薬分業と高齢化で調剤薬局数と処方箋枚数は増加の見通し

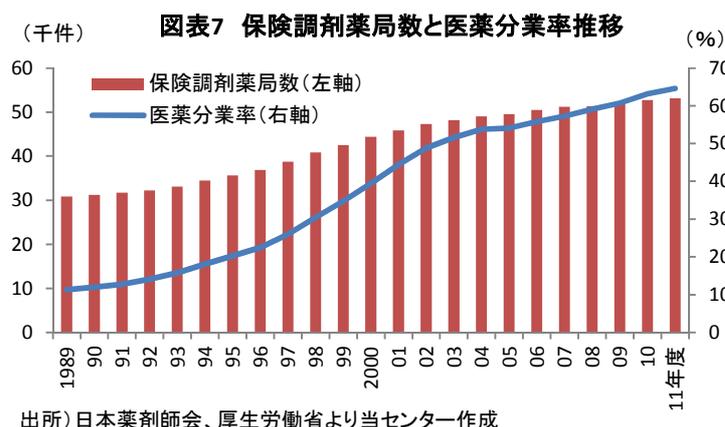
◆ 調剤システムは調剤薬局業界の店舗数増加が追い風

同社のユーザーである調剤薬局は、医薬分業率(調剤薬局の処方箋受取率)の上昇とともに年々増加している。そもそも「医薬分業」とは、診察(医師)と投薬(薬剤師)を分離して、相互にチェック機能を持たせると同時に、医師の潜在的収入源だった薬価差益に頼る経営体質からの脱却と、薬剤費圧縮による医療費抑制等が目的。

厚生労働省によると、処方箋を扱える国内の保険調剤薬局は、1990年度の3.1万件(全国平均医薬分業率12.0%)から2011年度には5.3万件(同64.6%)に増加。医薬分業率は地域によって大きな開きがあるものの、福井県や和歌山県など医薬分業率の低い地域が、長期的には全国平均レベルに近づくと予想され、これは同社にとって市場拡大を意味する。

加えて、調剤薬局業界は流通大手などの異業種参入やグループ化(多店舗展開)、大病院門前の「点分業」から住生活地域への「面分業」など、プレーヤーやロケーションの多様化で店舗数が増加している。したがって、調剤薬局業界におけるプレーヤーやロケーションの多様化、医薬分業率の底上げは調剤薬局の増加につながることから、これ

らは同社にとってプラス要因と考えられる。
調剤薬局向けレセプトシステムにおける競合は、パナソニック(旧三洋電機)や三菱電機、日立メディコ(子会社日立メディカルコンピュータ)などが挙げられる。この中において、同社は業界トップクラスのシェアを誇り、唯一のASPモデルベンダーでもある。



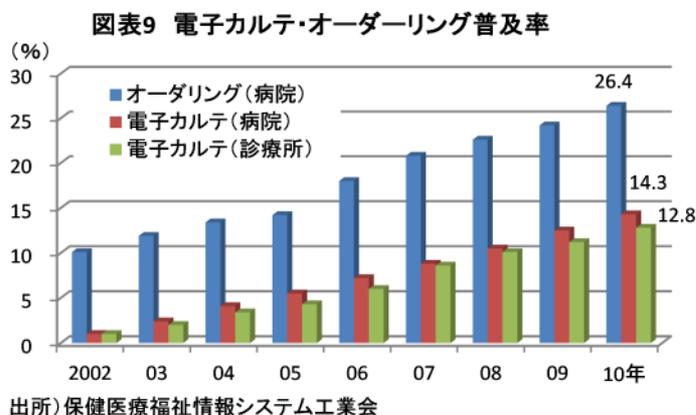
図表8 医薬分業率上位・下位地域 (2011年度)

順位	地域	医薬分業率
1	秋田	82.2%
2	神奈川	78.2%
3	宮城	76.1%
4	新潟	75.7%
5	佐賀	74.5%
	全国平均	64.6%
43	愛媛	46.7%
44	徳島	45.6%
45	京都	44.7%
46	和歌山	40.8%
47	福井	34.9%

出所) 日本薬剤師会

◆ 開業医向け電子カルテ市場は伸びしろの大きな有望市場

開業医向け電子カルテ市場は、2000年代に誕生した新しい市場。普及率の低さから、中長期的には伸びしろの大きな有望市場と考えられる。保健医療福祉情報システム工業会によると、国内の診療所(開業医)約10万件における電子カルテ普及率は、わずか12.8%(10年)に過ぎない。電子カルテの普及が進まない要因として、高い導入コストや過去分手書きカルテの入力労力、トレーニングに要する時間などが考えられる。



医療合理化に欠かせない電子カルテは伸びしろの大きな有望市場

一方、地域医療における病院と開業医との連携（病診連携）や、重複検査・投薬防止など診療行為の効率化による医療費抑制には電子カルテが欠かせないことから、開業医向け電子カルテ市場は社会的ニーズの高まりとともに緩やかな拡大が予想される。

開業医向け電子カルテの競合としては、業務提携先のビー・エム・エルなどが挙げられ、同社は売上高規模が小さいもののASPモデル投入では先行している。

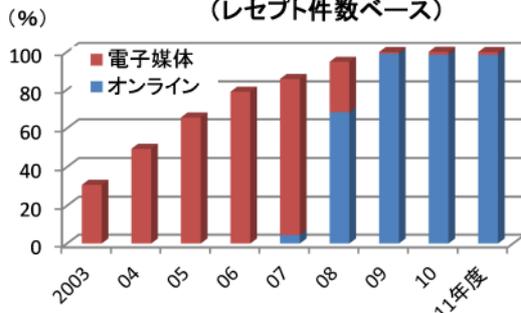
◆ 国民医療費圧縮に欠かせない医療業界の IT 化

医療業界の IT 化は歴史が浅く、2000 年代に入ってから本格的な普及期を迎えているが、この中において保険調剤薬局業界は、医療業界の中で IT 化が進んでいる業界と考えられる。

レセプトを審査する社会保険診療報酬支払基金などのコスト削減に向け、政府は 90 年代に労力を要する紙レセプトから CDROM などの電子媒体請求を進め、07 年からはオンライン請求に切り替えている。その結果、調剤レセプトの 98.4%（11 年度：件数ベース）がオンラインで請求され、医科（病院・開業医・歯科）のオンライン請求は 61.7%（同）に留まる。

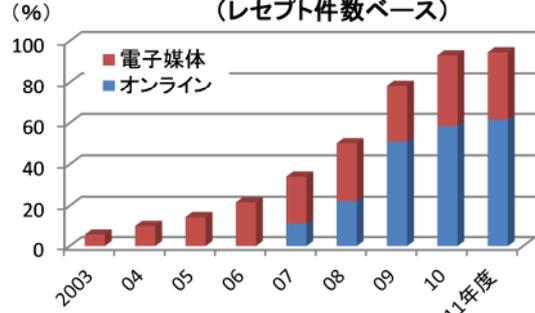
この成果はレセプト審査手数料に如実に表れている。社会保険診療報酬支払基金によると、全レセプトの 1 件当たり平均手数料は、紙主体だった 97 年度の 107.3 円から 10 年度はオンライン請求の普及で 90.2 円に引き下げられ、オンライン請求への完全移行が見込まれる 15 年度には 80.0 円まで下落する見通し。年間約 8.7 億件に及ぶレセプト審査手数料の引き下げで、社会保険診療報酬支払基金の 15 年度予算は 10 年度に比べ 87.6 億円の削減が見込まれるなど、国民医療費圧縮には医療業界全体の IT 化が欠かせない。

図表10 調剤レセプト請求状況 (レセプト件数ベース)



出所)社会保険診療報酬支払基金より当センター作成

図表11 医科レセプト請求状況 (レセプト件数ベース)



出所)社会保険診療報酬支払基金より当センター作成

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は 1980 年、医療事務用オフコン販売を目的に設立されたエム・シイ・エスが前身。82 年にメンテナンス会社エム・シイ・エス・サービスを立ち上げ、84 年にはエプソン販売との合弁会社関西エプソンメディカルに医療事務用オフコン販売を集約。

89 年に調剤薬局事業に進出し、90 年にはエプソン販売との合弁解消でエプソンメディカルに商号変更。

97 年にジーニスコンサルタント買収で調剤薬局子会社強化と、メンテナンス会社エム・シイ・エス・サービスと医療事務用オフコン販売会社エプソンメディカルを統合。98 年にイーエムシステムズに商号変更。

2000 年に中国にソフトウェア開発子会社設立(持分 100%)と、日本証券業協会に株式を店頭登録。03 年に東証二部上場を果たし、05 年にスポーツジム・保育園運営の子会社ラソンテを設立(持分 100%)。本社ビル及び不動産賃貸事業投資(総額 130 億円)として、06 年に用地を取得(約 35 億円)し、この投資資金を公募増資で調達(約 23 億円)。08 年の本社ビル竣工で不動産賃貸事業がスタート。

10 年にはビー・エム・エルと合弁で電子カルテ開発会社(持分 50%)を設立し、事業の選択と集中で 15 店舗を運営する調剤薬局子会社株式の 90%を三井物産に売却。12 年 11 月には東証一部指定替えとなった。

◆ 経営理念

同社は「感謝」「感動」「共感」を経営理念に掲げ、具体的な行動指針として、

- 私達は、人と地球の健康に貢献し続けます。
- 私達は、お客様から信頼され、感動を提供し続けます。
- 私達は、明るく元気で、あたたかい会社づくりに挑戦し続けます。
- 私達は、適正な利益の確保、健全な経営を維持し続けます。
- 私達は、「ありがとう」を合言葉に、互いを認め、成長し続けます。

などを表明している。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

09年3月期からのストック型ビジネスモデルは、種まき期を経て12年3月期から収穫期入り

◆ ストック型ビジネスモデルが収穫期入り

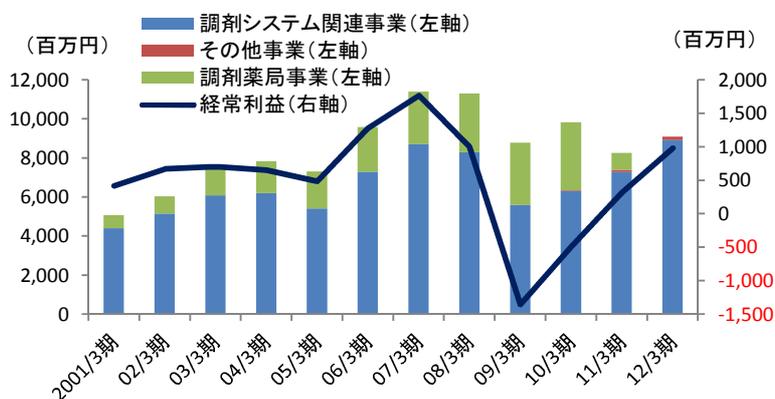
同社のストック型ビジネスモデルは、2011年3月期にブレークイーブンポイントを迎え、12年3月期から収穫期に入ったと考えられる。過去の業績推移からは2つの転換点が見受けられ、1点目は09年3月期に断行されたビジネスモデルの転換、2点目は11年3月期の調剤薬局事業の売却である。

08年3月期までのフロー型ビジネスモデルでは、05年3月期が診療報酬のマイナス改定で売上高・経常利益ともに伸び悩んだものの、その後は調剤薬局のIT化ニーズとユーザー数拡大で診療報酬改定の影響をオフセットして来た。

ストック型ビジネスモデルに転換した09年3月期は、ストック部分(ユーザー数)が蓄積不足だったほか、イニシャル単価(フロー売上高)も従来の1/3程度に引き下げられ、不動産賃貸事業の業績寄与もまだ小さいため大幅な経常赤字に転落。

11年3月期は調剤薬局事業売却で減収となるも、ストック部分の積み上げと不動産賃貸事業の収益寄与で経常利益が黒字転換。12年3月期は、ストック売上高の増収分以上に経常利益が増益となったことから、同社のストック型ビジネスモデルは収穫期に入ったと考えられる。

図表12 売上高・経常利益推移



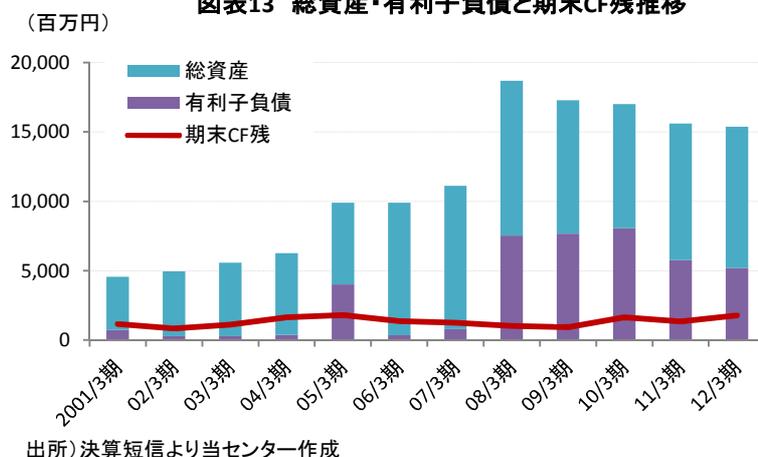
出所)決算短信より当センター作成

◆ バランスシートの改善進む

他方、本社ビル及び不動産賃貸事業投資で膨張したバランスシートは、2011年3月期以降の有利子負債返済で順調に改善している。土地購入で総資産が膨らんだ05年3月期は、公募増資で有利子負債を返済。08年3月期からは本社ビル建設で有利子負債が増加するも、11年3

月期の調剤薬局事業売却代金(約11億円)を返済に充てたほか、12年3月期は不動産賃貸事業で得る投資キャッシュフローと、回復した営業キャッシュフローで有利子負債を返済。その結果、有利子負債は10年3月期の80.5億円から12年3月期には51.7億円まで減少している。中期的には、安定した営業キャッシュフローと投資キャッシュフローで、年10億円程度の有利子負債返済が可能と考えられる。なお、同社の方針として、投資案件の本社テナント部分(不動産賃貸事業)は、価格面など好条件のオファーに対し売却も視野に入れた資金回収を否定していない。

図表13 総資産・有利子負債と期末CF残推移



出所)決算短信より当センター作成

▶ 同業他社との比較

◆ 中期的には収益性の改善を見込む

主力の調剤システムにおける直接的な競合は、パナソニックや三菱電機、日立メディコなど。医科システムではビー・エム・エルが競合と考えられるものの、これらは収益に占める当該事業のウェイトが小さいため、同業他社比較では同じ医療 IT 分野のシーエスアイとソフトウェア・サービスとの比較が妥当と考えられる。

事業規模では不動産賃貸事業を営む同社の総資産が上記 3 社の中で最大だが、売上高はソフトウェア・サービスとほぼ同等の水準。

収益性は開発から販売・サポートまでの自社比率が高いソフトウェア・サービスが優れるものの、ストック型ビジネスモデルが収穫期入りした同社の収益性は、中期的にソフトウェア・サービスの水準まで向上可能と考えられる。

成長性の観点では、ソフトウェア・サービスが安定的な売上高・経常利益成長を継続している。一方、同社は調剤薬局事業売却で表面上の売上高成長率(3年平均)と総資産成長率が伸び悩み、経常利益成長率(同)はビジネスモデル転換時の赤字転落が影響して比較無し。

安全性はソフトウェア・サービスの無借金経営と自己資本比率の高さが際立つ。他方、同社の流動比率は3社の中で最低の128.8%に留まるものの、ユーザーの積み上げで売上高に占める月額従量課金(ランニング部分)の比率が高くなっているため、短期流動性リスクは小さいと考えられる。

図表14 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		イーエムシステムズ (2012/3期)	シーエスアイ (2012/9期)	ソフトウェア・サービス (2012/10期)
規模	売上高(百万円)	9,013	4,846	10,586
	経常利益(百万円)	977	386	2,438
	総資産(百万円)	15,381	5,172	10,615
収益性	自己資本利益率	7.0%	7.3%	17.1%
	総資産経常利益率	6.3%	8.4%	24.8%
	売上高経常利益率	10.8%	8.0%	23.0%
成長性	売上高成長率(3年平均)	0.9%	8.8%	10.1%
	経常利益成長率(同上)	-	73.4%	10.3%
	総資産成長率(同上)	-3.8%	19.6%	7.3%
安全性	自己資本比率	42.0%	55.9%	82.5%
	流動比率	128.8%	217.8%	378.1%
	キャッシュフロー有利子負債倍率	7.0倍	9.5倍	0.0倍

注)3年平均成長率は複利計算。流動比率は(流動資産/流動負債)×100。キャッシュフロー有利子負債倍率は有利子負債/営業キャッシュフロー。

注)ソフトウェア・サービスは2011/10期に決算期変更

> 今後の業績見通し

◆ 中期経営計画を公表

同社は2015年3月期を最終年度とした中期経営計画を公表している。数値面では、売上高が12年3月期の90.1億円から15年3月期には133.0億円、同様に営業利益は8.3億円から20.6億円を目指す。この間の年平均成長率(複利計算)は売上高が13.9%増、営業利益は35.2%増を目論む。

この中期経営計画の中で成長ドライバーを担うのは、調剤システム関連事業の調剤システムと医科システム。ストック型ビジネスモデルが収穫期に入った調剤システムは、旧モデルからASPモデルへの自社リプレースを進めるとともに、新規ユーザーと他社リプレースの獲得に注力する方針。調剤システムにおける全ユーザー約1.3万件のうち、ASPモデルへの自社リプレースは12年3月期末で約70%程度完了しており、15年3月期までに100%の切り替えを目指す。これら施策により調剤システムのストック売上高は、12年3月期の18.9億円から15年3月期には37.6億円を見込む。

医科システムは12年3月期に投入したASPモデルの販売を強化し、売上高は12年3月期の1.5億円から15年3月期には14.0億円を目指す。この施策として、同社は自社営業部門と電子カルテサポート部門の人員を強化するほか、大手医薬品卸中心の代理店網に臨床検査センターなど新たな販売チャンネルを取り込み、開業医との接点を広げる構え。

一方、その他の事業は新規出店計画等が無いことから、売上高・営業利益ともに横ばいの見通し。

図表15 中期経営計画 (百万円)

	2012/3期	13/3期計画	14/3期計画	15/3期計画
売上高	9,013	10,809	12,129	13,307
(前期比)	9.9%	19.9%	12.2%	9.7%
調剤システム関連	9,003	10,840	12,148	13,313
その他	259	244	256	269
(調整額)	-249	-275	-275	-275
営業利益	835	1,179	1,541	2,063
(前期比)	867.1%	41.1%	30.7%	33.9%
調剤システム関連	822	1,179	1,535	2,051
その他	66	66	69	72
(調整額)	-53	-66	-63	-60
経常利益	977	1,789	2,166	2,702
当期純利益	447	1,084	1,292	1,612

出所) 決算説明会資料より当センター作成

注) 調整額はセグメント間内部売上高を含む

◆ 第2四半期決算は計画を上回る水準で着地

中期経営計画がスタートした2013年3月期第2四半期決算は、売上高が前年同期比16.7%増の49.3億円、営業利益は同39.5%増の4.0億円、経常利益は同69.1%増の6.7億円、四半期純利益は同90.5%増の4.1億円。これは期初会社計画(売上高48.7億円、営業利益2.5億円、経常利益5.4億円、四半期純利益3.1億円)を上回る水準で着地した。

計画を上振れた要因は、調剤システムの自社リプレースと新規導入が想定以上に進んだうえ、電子カルテサポート要員拡充など医科システムのコスト増が想定以下に収まったため。

◆ 当センターは営業利益の上振れを予想

2013年3月期の会社計画は売上高が前期比19.9%増の108.0億円、営業利益は同41.1%増の11.7億円、経常利益は同83.2%増の17.8億円、当期純利益は同142.3%増の10.8億円を見込む。これは、第2四半期決算が計画を上回ったにもかかわらず、期初計画を据え置いたもので、この要因は医科システム強化に向けた人員増などを計画に織

り込んでいるため。
これに対し、当センターでは医科システムの計画達成は困難と考え、売上高は計画未達を予想するものの、電子カルテサポート要員拡充などのコスト増は、医科システムの売上高・売上件数を確認しながらコントロール可能と推察され、営業利益は計画を上回ると予想する。以上から、当センターの13年3月期予想は売上高が前期比17.1%増の105.5億円、営業利益は同54.5%増の12.9億円、経常利益以下は会社計画並みを見込む。

◆ 中期経営計画の医科システムはチャレンジングな数値目標

当センターでは、中期経営計画における医科システムの数値目標がチャレンジングなことから、中期的な売上高は現段階で計画未達の可能性が高いと予想する。一方、営業利益は調剤システムを収益源に中期経営計画に沿った利益成長が可能と判断する。

収益面では調剤システムの伸張で医科システムの下振れをオフセット

ストック型ビジネスモデルが収穫期に入った調剤システムは、自社リプレースと新規導入を中心に同社の中期的な収益を牽引すると考えられる。

これに対し、医科システムは過去の実績が乏しいことから、自社営業部門や販売チャネルの拡充が必須。加えて販売件数増加に伴い電子カルテ導入時の入力やトレーニングなど、サポート業務の要員拡充が求められるため、医科システム施策の効果発現にはタイムラグが生じると考えられる。一方、サポート要員コスト(人件費等)は、医科システムの受注状況や受注残などとの兼ね合いでコントロール可能なコストのため、医科システムの売上高が計画未達になろうとも当該部門利益が大幅な赤字に陥るリスクは小さいと考えられる。

以上から当センターでは、中期経営計画期間内の売上高は未達を予想するも、営業利益は計画並みの水準を想定する。

営業利益の拡大に伴い、継続的な営業キャッシュフローの増加と不動産賃貸事業から得られる安定的な投資キャッシュフローによって、有利子負債は年間10億円程度の返済が可能と予想される。また、当期純利益の拡大で株主資本の拡充が見込まれることから、株主への利益還元は中期的に厚みが増すと予想される。

図表16 キャッシュフロー期末残高・有利子負債残高・株主資本予想 (百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期E	14/3期E	15/3期E
営業CF	53	26	742	1,196	1,437	1,600
投資CF	427	1,558	596	670	690	710
財務CF	241	-1,976	-899	-1,161	-1,192	-1,230
キャッシュフロー期末残高	1,652	1,334	1,773	2,478	3,413	4,493
有利子負債	8,056	5,756	5,176	3,996	2,996	1,996
株主資本	5,308	6,251	6,469	7,385	8,523	9,843

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

図表17 業績予想 (百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期E	14/3期E	15/3期E
売上高	9,818	8,202	9,013	10,550	11,840	12,640
(前期比)	11.9%	-16.5%	9.9%	17.1%	12.2%	6.8%
売上原価	5,922	4,311	4,366	5,100	5,700	5,950
売上総利益	3,895	3,890	4,647	5,450	6,140	6,690
販売費一般管理費	4,615	3,804	3,811	4,160	4,450	4,640
営業利益	-720	86	835	1,290	1,690	2,050
(前期比)	-	-	867.1%	54.5%	31.0%	21.3%
営業外収益	907	927	953	970	965	965
(不動産収入)	888	905	928	950	950	950
営業外費用	680	695	812	510	470	440
(不動産費用)	542	521	494	460	440	420
経常利益	-493	318	977	1,750	2,185	2,575
(前期比)	-	-	206.9%	79.1%	24.9%	17.8%
特別利益	71	1,135	4	0	0	0
特別損失	6	171	1	2	0	0
税引前利益	-428	1,281	980	1,748	2,185	2,575
法人税	100	482	507	678	855	1,025
調整額	-12	-350	25	0	0	0
当期純利益	-516	1,149	447	1,070	1,330	1,550
(前期比)	-	-	-61.1%	139.4%	24.3%	16.5%

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

図表18 事業セグメント予想 (百万円)

	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期E	14/3期E	15/3期E
売上高	9,818	8,202	9,013	10,550	11,840	12,640
調剤システム関連事業	6,311	7,273	8,909	10,370	11,650	12,440
調剤	4,550	5,315	6,702	7,800	8,700	9,100
医科	153	90	153	350	530	720
ネットワーク	340	330	321	320	320	320
サプライ	963	1,201	1,331	1,450	1,600	1,750
保守サービス	303	336	399	450	500	550
その他事業	40	122	174	180	190	200
調剤薬局事業	3,465	853	-	-	-	-
(調整額)	-	-47	-70	0	0	0
営業利益	-720	86	835	1,290	1,690	2,050
調剤システム関連事業	-891	63	822	1,270	1,670	2,030
その他事業	-14	36	66	68	70	74
調剤薬局事業	170	13	-	-	-	-
(調整額)	15	-27	-53	-48	-50	-54

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 業界トップクラスのベンダーとして医療業界の IT 化を推進

同社は調剤薬局向けレセコン販売を出発点に、自社開発品投入と 5 年間無償メンテナンスを梃子に業容を拡大。2009 年 3 月期には業界に先駆けて ASP モデルを投入するなど、業界トップクラスのベンダーとして医療業界の IT 化を推進している。

これを支えるのは、システム開発力はもちろんのこと、システム経営陣の迅速な意思決定や従業員のモチベーション、代理店との信頼関係などと考えられる。

図表 19 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・全国約 5.3 万件の調剤薬局、同約 10 万件の開業医がターゲット。	・ユーザー数	・調剤薬局約 1.3 万件、開業医約 103 件
	ブランド	・調剤薬局向けレセコンシェア ・調剤レセコンと開業医電子カルテでは唯一の ASP モデルを投入	・調剤レセコンシェア	・推定 25%
	事業パートナー	・医薬品卸や臨床検査センターなどの代理店 ・開業医向け電子カルテ大手のビー・エム・エルと合弁で電子カルテ開発会社設立	・代理店数 ・持分法適用	・開示無し ・持分 50%
組織資本	プロセス	・全国主要都市を拠点とした営業体制 ・全国をカバーする代理店網との情報共有	・営業拠点数 ・代理店数	・10 支店、16 営業所 ・開示無し
	知的財産・ノウハウ	・主力の調剤システムは自社開発 ・中国にシステム子会社を保有 ・医科システムは電子カルテ部門がビー・エム・エル製、医事会計部門は自社開発を合弁会社に供与	・保有特許 ・合弁会社の契約内容・期間	・開示無し ・開示無し
人的資本	経営陣	・社長を中心とした経営体制 ・取締役に対する経営責任の明確化	・社長の実質持株比率 ・取締役の任期	・持株 39.9% ・1 年任期
	従業員	・ストックオプション付与によるモチベーション向上	・未行使新株予約権	・258,300 株

注)KPI における数値は 2012 年 3 月期末

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は情報・通信業に属するため、一般的製造業のような温室効果ガス削減策など、直接的な環境対応を謳っていないが、医療業界の IT

化推進を通して結果的には温室効果ガス削減に寄与している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社はブランドスローガンとして「Challenge M. I. N. D (Medical Information Network Design)」を掲げ、国民が安心して最適な医療を受けられるように、「国民が受けた自らの医療情報」がいつでもどこでも必要なときに医療機関ならびに国民が確認できる環境構築を目指している。

この一環として、同社は政府の「どこでも MY 病院」構想の実現に向け、従来から処方箋情報の電子化に伴う PHR (個人医療記録: personal health record) 及び EHR (電子医療記録: electronic health record) に関する研究開発や実証事業 (浦添市、高松市、出雲市) に参加。2013 年 3 月期からは佐渡、別府、能登中部、大阪府薬剤師会の実証事業にも参加するなど、今後も積極的に実証事業への参加に取り組む方針である。また、国立感染症研究所感染症情報センターとの共同研究である「感染症流行探知サービス」では、利用薬局が全国で約 8,600 件になるなど、インフルエンザなどの感染症に対する予防医学に貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役は社長の國光氏以下 6 名 (うち社外取締役 1 名)、監査役は 4 名 (うち社外監査役 2 名) で構成される (2012 年 12 月末現在)。社外取締役及び社外監査役を招聘するなど、形式上は第三者によるチェック体制を敷いているものの、実質的に同社株式の約 39.9% を保有する社長國光浩三氏が同社の経営方針を決定すると推察される。その意味では、同社の経営体制に人的リスクを分散させる権限移譲が求められよう。

また、大株主では取締役で社長の長男宏昌氏が第 5 位、第 7 位の青山氏は 12 年 12 月に取締役副社長を退任している。

図表20 大株主の状況

コッコウ	37.0%
EMシステムズ従業員持株会	3.4%
ゴールドマン・サックス証券	3.4%
國光浩三	2.9%
國光宏昌	2.8%
メディパルホールディングス	2.8%
青山明	2.8%
クレディ・スイス証券	2.5%
日本トラスティ・サービス信託銀行	1.4%
シティバンク銀行	1.1%

出所) 2012/3期有価証券報告書

図表21 所有者別状況

金融機関	4.8%
法人	43.7%
外国人	9.2%
個人その他	42.3%

出所) 2012/3期有価証券報告書

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

◆ 開業医向け電子カルテに本格参入

中期経営計画の主な戦略は、1) 調剤システムの旧モデルを 15 年 3 月期までに ASP モデルへ全面的に切り替え、2) 医科システムの本格展開、3) 調剤システムの新規導入と他社リプレースの促進、など。2009 年 3 月期に投入した ASP モデルのユーザー数は、12 年 3 月期末で約 0.9 万件。これは同社の全調剤システムユーザー1.3 万件のうち、約 70%のユーザーが旧モデルから ASP モデルに切り替えたこととなる。同社は 15 年 3 月期までに ASP モデルへの自社リプレースを進めて、診療報酬改定などのアップデートコストの削減を図るとともに、ストック型ビジネスモデルの基盤を強化する方針である。一方、調剤システムの ASP モデルへの自社リプレースが完了すると、ストック部分のランニング売上高は増加するものの、新規導入と他社リプレースのみになるフロー部分のインシヤル売上高は減少が避けられない。その対策として、新規導入と他社リプレースを強化するとともに、医科システムへの本格参入で調剤システムのインシヤル売上高の減少を補う方針である。

> 今後の戦略

◆ 中長期的にはビッグデータの活用がカギ

中長期的な戦略として、同社は自社サーバに刻々と蓄積されるビッグデータの活用を計画。ASP モデルでは本社内のサーバに処方箋データや電子カルテデータがリアルタイムで蓄積され、同社はこのビッグデータを基に、官公庁主導の PHR 及び EHR に関する複数の研究開発や実証事業に参加している。これら研究開発や実証事業の目的は、医療業界の IT 化で国民医療費の削減に寄与することにある。現時点でキャッシュフローを生み出すビジネスモデルの確立には至っていないものの、将来的にはビッグデータを基盤に製薬メーカーや臨床検査センター、電子カルテベンダーなどを巻き込んだ事業を模索している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ ASP モデル投入で外的脅威をオフセット

同社の優位性は、業界トップクラスの調剤レセコンシェアをベースに ASP モデル投入でストック型ビジネスモデルを確立した点。これによって、同社は診療報酬改定など外部環境の変動リスクを最小限に抑えることが可能である。

図表 22 SWOT 分析

項目	EM システムズ特質・事情
強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・業界トップクラスの調剤薬局向けレセコンシェア ・業界に先駆けた ASP モデル投入 ・診療報酬改定の影響を受けにくいストック型ビジネスモデル
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ASP モデル故のセキュリティリスク ・本社データセンターのネットワーク障害 ・代理店網に頼る営業体制
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内の調剤薬局数と処方箋枚数の増加 ・調剤薬局や開業医の投資マインド向上 ・医療 IT 整備に向けた政府のインセンティブ施策
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・競合他社による ASP モデル投入 ・不動産賃貸事業のテナント料相場変動リスク ・社会的なネットワーク障害 ・診療報酬改定による調剤薬局や開業医の投資マインド低下 ・医療保険制度改正による受診抑制

> 経営戦略の評価

◆ ストック型ビジネスモデルへの転換で外部環境リスクをヘッジ

同社は主力の調剤システムにおいて、5年間無償保証をセールスポイントに業界トップクラスの調剤薬局向けレセコンシェアを確保してきた。このユーザー数を基盤に、2009年3月期からは処方箋枚数に応じた月額従量課金のストック型ビジネスモデルに転換した。

従前のビジネスモデルは、単年度の売上高に左右されるフロー型ビジネスモデルで、診療報酬改定によるユーザーの投資マインドに左右されやすい一面があったが、ストック型ビジネスモデルへの転換で同社の収益構造は外部環境リスクを低減させ、ユーザー数の積み上げが収益に反映されるシンプルなビジネスモデルと言えよう。

調剤薬局業界は中長期的に医薬分業率の上昇や高齢化に伴い、ストック型ビジネスモデルの基盤となる調剤薬局数と処方箋枚数の増加が予想される。したがって、調剤システムの持続的成長には ASP モデルへの自社リプレースに加え、新規導入と他社リプレースによるユーザ

一数の積み上げが欠かせない。

◆ 医科システムは販売網整備が喫急の課題

一方、調剤システムに次ぐ成長ドライバーに育成する医科システムは、過去の実績が乏しいがゆえに販売網や電子カルテインストラクターなどの営業基盤整備が早急に求められる。同社の電子カルテは ASP モデルのため、低いイニシャルコストが特徴。また、開業医向け電子カルテ大手ビー・エム・エルとの共同開発で製品力を強化しており、残る課題は販売網とサポート体制の整備である。

代理店販売が中心の同社は、大手医薬品卸に加え臨床検査センターや調剤薬局など、開業医との接点が多い業者を代理店に取り込み販売網を拡充している。

しかしながら、医科システムは過去の実績に乏しいことから自社リプレースが期待できず、新規導入と他社リプレースターゲットの営業体制では早急な業績寄与が期待できないと考えられる。

処方箋データや電子カルテデータを活用するビジネスモデルの確立に期待

◆ 長期的にはビッグデータのマネタイズに期待

同社のサーバには ASP モデルによって、処方箋データや電子カルテデータなどの膨大なデータが蓄積されている。同社はこのビッグデータを基に官公庁の研究開発や実証事業に参画しており、これらは予防医療や病診連携、効率的な医療行為など国民医療費の削減を目的としたもの。高齢化で国民医療費の増加が避けられないなか、医療費圧縮には医療業界の IT 化が必須であり、ビッグデータの分析で PHR 及び EHR を整備し、将来的には患者が「何時でも・何処でも」効率的な医療を受けられる制度・体制作りが進んでいる。

同社はビッグデータ蓄積の先行者メリットを生かしながら、医薬品メーカーや臨床検査センター、電子カルテベンダーなどを巻き込んだビジネスモデルの確立が長期的な課題と考えられる。

> 利益還元策

◆ 継続的な増配を予想

同社は株主への利益還元を重要課題と認識し、時局に即応した配当を基本方針に据えている。その中で、配当性向など具体的な指標は提示していないが、ビジネスモデルの転換で最終赤字に転落した 2009 年 3 月期と 10 年 3 月期もそれぞれ 13 円配当を実施するなど、株主重視の姿勢を具現化した。

その後、ストック型ビジネスモデルの収穫期入りによる業績改善で、11 年 3 月期は 18 円配当、12 年 3 月期に 21 円配当を実施。13 年 3 月期は第 2 四半期に 10 円配当を実施したうえ、東証一部指定記念配当として期末 5 円配当を表明したが、期末の普通配は未定である。

当センターでは、今後 3 年間における営業利益の年平均成長率 34.9% を予想。これを基に当該期間の増配は可能と考えられ、長期的にはキ

キャッシュフローの積み上げで配当性向 30%前後の配当も想定される。また、業績回復とともに機動的な資本政策を目的に11年3月期と12年3月期に自己株式取得を実施。その結果、保有自己株式数は10年3月期の977株から12年3月期には365,606株に増加している。中期的に業績拡大が予想されることから、今後も定期的な自己株式取得が実施される可能性が考えられる。

> バリュエーション比較

◆ 短期的には割安感に乏しいバリュエーション

同業他社との比較から、現在の株価バリュエーションは予想PERや実績PBRなどの面で割安感に乏しいと考えられる。一方、当センターでは同社のストック型ビジネスモデルが収穫期入りした判断し、今後3年間における営業利益の年平均成長率を34.9%と予想。中期的に予想される高い利益成長率と同業他社との予想PER比較から、株価バリュエーションにおける同社の妥当PER水準は、8倍～12倍と推察される。

図表23 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	イーエムシステムズ	シーエスアイ	ソフトウェア・サービス
株価(円)	1,751	607	3,045
今期予想PER(倍)	12.6	8.2	8.6
前期実績PBR(倍)	2.1	0.7	1.8
今期予想配当利回り	1.4%	1.3%	2.0%
時価総額(億円)	140.8	22.5	167.1

注)イーエムシステムズは当センター予想、その他は会社計画

注)株価は1月4日終値

> 今後の株価見通し

◆ 中長期的な適正株価水準は1,620円～2,420円を想定

当センターでは調剤システムの牽引で同社の2015年3月期EPSを201.9円と予想している。これに上記妥当PERを当てはめると、中長期的な適正株価水準は1,620円～2,420円と推察される。

株価は12年9月以降、業績回復を好感して上昇トレンドを強め、同年11月には直近高値2,160円を付けるも、上昇スピードに対する警戒感から現在は1,700円台で調整している。

今後注目されるイベントは、13年3月期第3四半期決算であろう。ここで調剤システムのストック部分の積み上げが確認されれば、株価は再び上昇に転じる可能性が考えられる。

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

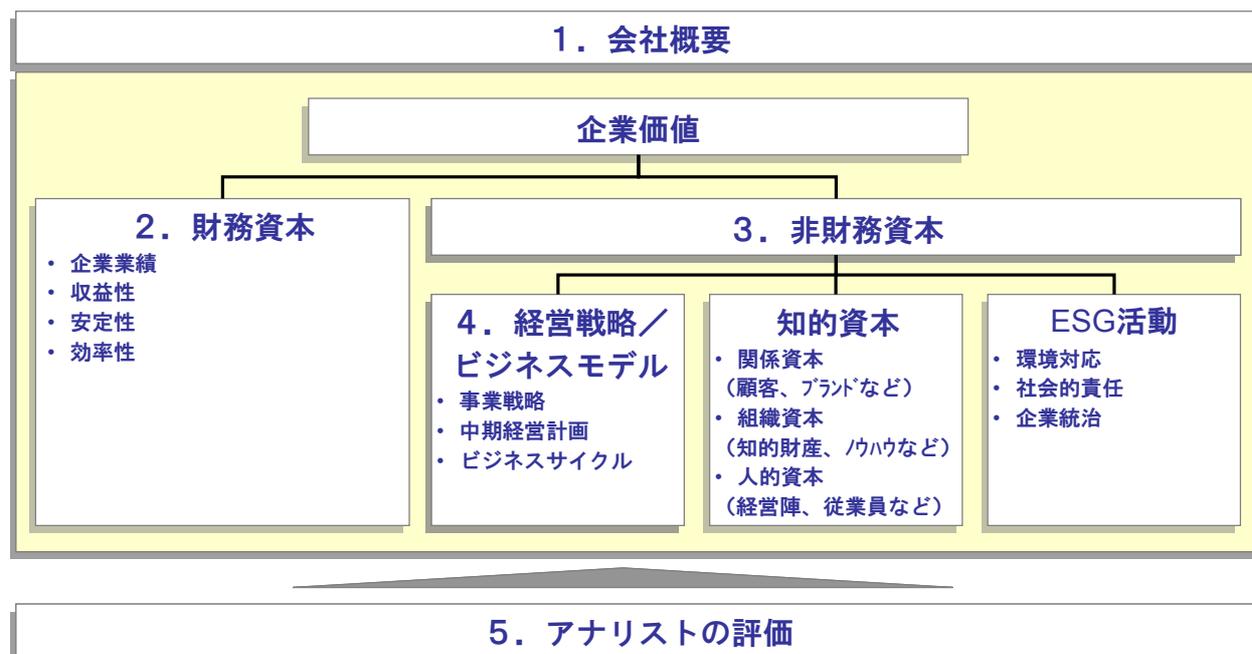
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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、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。