

ホリスティック企業レポート

EM システムズ

4820 東証一部

フォロー・レポート
2013年6月20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20130617

EM システムズ (4820 東証一部)

発行日: 2013/6/20

調剤システムのストックビジネスが収穫期入り 医科システム強化で持続的な利益成長を目指す

> 要旨

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

◆ スtockビジネスが収穫期入り

- EM システムズ(以下、同社)は調剤薬局向け調剤システムの開発・販売を主力に、開業医向け医科システム販売のほか、本社ビルで不動産賃貸事業などを営む。
- 09/3 期に調剤システムの ASP モデルを市場投入し、収益モデルは単年度ごとの売上件数に依存するフロービジネスから、ユーザー数の積み上げと処方箋枚数の従量課金によるストックビジネスに転換した。

◆ 13 年 3 月期は想定内の利益水準で着地

- 13/3 期は売上高が前期比 13.8%増の 102.5 億円、営業利益は同 44.8%増の 12.0 億円となった。調剤システムのストック積み上げが順調に進んだため大幅増収となり、医科システムの営業基盤整備に伴う人員増などによる販管費増を吸収した。

> 投資判断

◆ 14 年 3 月期の会社予想は 27.4%営業増益

- 14/3 期について、会社は売上高を前期比 18.3%増の 121.2 億円、営業利益を同 27.4%増の 15.4 億円と見込んでいる。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)は、調剤システムのストック伸長を基に、14/3 期は売上高が前期比 15.4%増の 118.4 億円、営業利益は同 39.8%増の 16.9 億円を予想する。

◆ 中期的な適正株価水準は 2,200 円前後を想定

- 現在の今期予想基準 PER10 倍を同社の妥当 PER 水準と仮定すると、同社の中期的な適正株価水準は、当センター予想の 16/3 期 EPS 223.7 円に基づいた 2,200 円前後を想定する。

【主要指標】

	2013/6/14		
株価(円)	1,801		
発行済株式数(株)	8,043,750		
時価総額(百万円)	14,487		
	前期	今期E	来期E
PER(倍)	12.9	10.4	9.0
PBR(倍)	1.9	1.6	1.4
配当利回り(%)	1.7	2.2	2.8

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-11.2	4.3	-3.2
対TOPIX(%)	-4.6	2.1	-29.4

【株価チャート】



【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)
2011/3	8,202	-16.5	86	-	318	-	1,149	-	145.3	803.8	18.0
2012/3	9,013	9.9	835	867.1	977	206.9	447	-61.1	58.0	842.5	21.0
2013/3	10,257	13.8	1,209	44.8	1,766	80.8	1,076	140.5	140.1	953.3	30.0
2014/3 CE	12,129	18.3	1,541	27.4	2,166	22.7	1,292	20.1	167.6	-	-
2014/3 E	11,840	15.4	1,690	39.8	2,185	23.7	1,330	23.6	172.5	1,094.6	40.0
2015/3 E	12,640	6.8	2,050	21.3	2,575	17.8	1,550	16.5	201.0	1,255.6	50.0
2016/3 E	10,960	-13.3	2,330	13.7	2,875	11.7	1,725	11.3	223.7	1,429.3	60.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

フォロー・レポート

2/9

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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。

決算サマリー

> 事業内容

ビジネスモデルはユーザー数の積み上げによるストックビジネス

◆ ストックビジネスが収穫期入り

EM システムズ (以下、同社) は調剤薬局向けレセプト・コンピュータ (以下、調剤システム) の開発・販売を主力に、開業医向け電子カルテ (以下、医科システム) の販売のほか、本社ビルテナント部分の不動産賃貸事業などを営む。

事業セグメントは、調剤システムや医科システムなどの「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、スポーツジムや保育園等を運営する「その他の事業」の 2 事業。その他、投資案件の不動産賃貸事業の収益ならびに費用は営業外損益に計上されている。

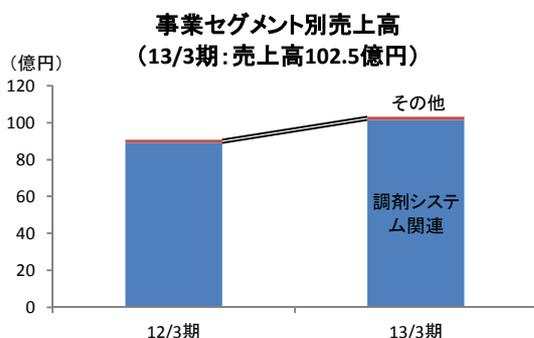
同社の収益モデルは、ユーザー数の積み上げによるストックビジネスと考えられる。09/3 期に調剤システムの ASP モデルを市場投入し、収益モデルは単年度ごとの売上任数に依存するフロービジネスから、ユーザー数の積み上げと処方箋枚数の従量課金によるストックビジネスに転換した。業界トップクラスの調剤システム市場でのシェア (推定 30%超) を背景に、旧モデルユーザーの自社リプレース (ASP モデルへの更新) を優先的に進めた結果、調剤システムのストックビジネスは 11/3 期から収穫期に入ったと推察される。

その後、医科システムにも ASP モデルを投入するなど、同社は調剤システムと医科システムを両輪に利益成長を加速させる方針である。

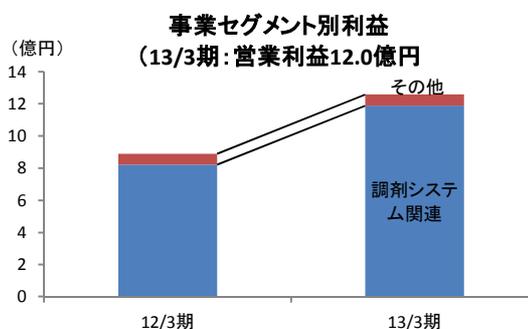
> 決算概要

◆ 13年3月期は想定内の利益水準

13/3 期は売上高が前期比 13.8%増の 102.5 億円、営業利益は同 44.8%増の 12.0 億円、経常利益は不動産賃貸収入の拡大で同 80.8%増の 17.6 億円、純利益は通常税率に戻ったことで同 140.5%増の 10.7 億円となった。会社予想 (売上高 108.0 億円、営業利益 11.7 億円) に対しては、医科システムの販売に苦戦したことで売上高が未達となるも、営業利益は想定内だった。



出所) 決算短信より、証券リサーチセンター作成



出所) 決算短信より、証券リサーチセンター作成

事業セグメント別に見ると、調剤システム関連事業は売上高が前期比14.2%増の102.8億円、営業利益は同44.6%増の11.8億円となった。同事業のサービスライン別の売上高は、主力の調剤システムがストック部分のユーザー数積み上げで前期比11.1%増の74.4億円となったほか、サプライ品販売もユーザー数の増加に伴い同24.5%増の16.5億円。営業要員投入で本格参入した医科システムは同125.8%増の3.4億円となるも、販売チャネル整備に追われ会社予想(7.6億円)には未達。その他、保守サービスは前期比7.9%増の4.3億円、グループ調剤薬局向け本支店間業務をサポートするネットワークシステムは調剤システムへの移行もあり同17.2%減の2.6億円となった。

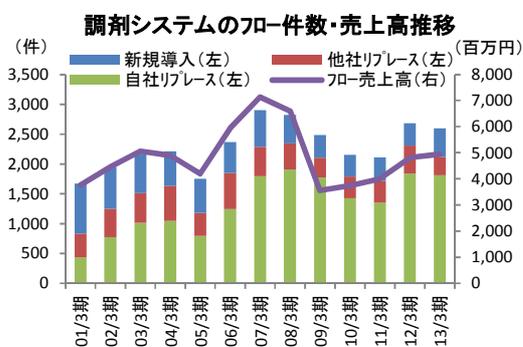
利益面では医科システムの本格参入に伴う営業人員増や医科専任インストラクター拡充による販管費の増加を、調剤システムのストック売上高拡大で吸収した。

その他の事業は保育園などが想定内で推移し、売上高は前期比5.7%減の2.4億円、営業利益は同4.3%増の0.6億円となった。

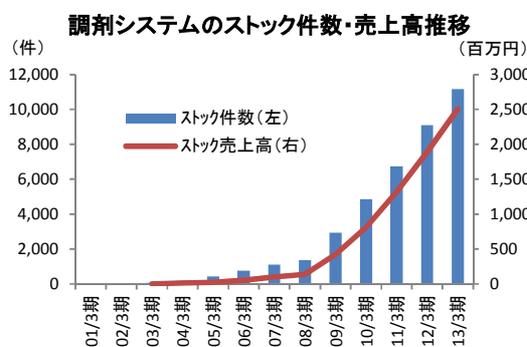
収益源の調剤システム売上高を、イニシャル的な単年度毎のフローと、ユーザー数積み上げによるストックに分解すると、フローは自社リプレースが想定内、新規獲得は想定以上に好調だったが、他社リプレース(他社ユーザーの獲得)の苦戦で売上件数は前期比3.2%減の2,594件。一方、売上高は仕入れ商品の機器販売伸長で同2.8%増の49.4億円となった。

13/3期末のストックはユーザー数が前期末比22.5%増の11,159件に拡大し、売上高は処方箋枚数の多い大型調剤薬局の獲得もあり同32.3%増の25.0億円だった。

なお、投資案件の不動産賃貸事業は、13/3期末のテナント入居率が前期末比4.9%ポイント低下の93.9%となるも、営業外収支で認識される不動産賃貸収支は前期比29.8%増の5.6億円の黒字となった。



出所)EMシステムズ説明会資料より、証券リサーチセンター作成



出所)EMシステムズ説明会資料より、証券リサーチセンター作成

> 業績見通し**◆ 14年3月期の会社予想は27.4%営業増益**

14/3期業績については、会社は12年5月公表の中期経営計画(13/3期～15/3期)を踏襲し、売上高を前期比18.3%増の121.2億円、営業利益は同27.4%増の15.4億円と見込んでいる。

経営戦略も中期経営計画の骨子を継続し、調剤システムは旧モデルユーザーの自社製品のリプレースを15/3期までに完了させるとともに、新規の獲得と他社製品のリプレースでストックの積み上げを図る方針である。医科システムは販売チャネルの多様化で、ユーザー数の拡大を目指す。

また、国が掲げる「どこでもMY病院」構想に向け、EHR(Electronic Health Record)やPHR(Personal Health Record)の実証事業にも取り組む方針である。

◆ 証券リサーチセンターは14/3期の39.8%営業増益を予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、調剤システムのストック拡大ペースが想定内で推移していることから、前回レポート(13年1月発行)の業績予想を継続し、14/3期は売上高が前期比15.4%増の118.4億円、営業利益は同39.8%増の16.9億円を見込む。

売上面では医科システムを会社予想の9.5億円に対し、当センターは13/3期に見られた販売チャネル整備の遅れを懸念し保守的に5.3億円を予想、調剤システムはストック積み上げで順調な拡大を見込む。

利益面では医科専任インストラクター増員で販管費の増加は避けられないものの、これは医科システムの販売動向に応じた採用人員の増減が可能であると判断する。

当センターは医科システム売上高の会社予想未達を背景に、インストラクター採用人数の会社予想未達を見込み、営業利益率は会社予想を上回る水準を見込む。

医科システムは調剤システムと違って販売実績に乏しく、ユーザー数が少ないため自社リプレースによる売上拡大が困難なことから、成長には新規獲得と他社リプレースに頼らざるを得ない。13/3期から営業要員拡充や販売チャネル整備に乗り出したが、医師向け営業は面談時間が限られ、13/3期の医科システム売上高は会社計画の7.6億円に対し大きく未達の3.4億円に留まるなど、医科システムには調剤システムで培った販売チャネルが活かされていないのが実情である。

一方、成長ドライバーの調剤システムは、既存ユーザーの旧モデルからASPモデルへの切り替えが13/3期末で80%程度進んだと推察され、15/3期末までに100%切り替えるという目標は前倒しで達成が可能と考えられる。その結果、フロー売上高は自社リプレースの減少から

15/3 期に向けて減収が予想され、100%切り替え完了後の 16/3 期は大幅な落ち込みが避けられないと考えられる。当センターはフロー売上高を 14/3 期 55.0 億円、15/3 期 53.0 億円、16/3 期は 25.0 億円を予想する。ただし、フロー売上高の中身は仕入れ商品の機器販売が中心のため収益性が低く、売上高の落ち込みほど利益へのマイナスの影響は大きくないと予想される。

これに対し、ストック売上高は自社リプレースに加え新規獲得と他社リプレース(他社ユーザー獲得)によって順調に拡大することが見込まれる。

以上から、当センターの 16/3 期は調剤システムの自社リプレース一巡で減収を見込むものの、ストックの順調な積み上げによる営業増益を予想する。

なお、EHR 及び PHR の実証事業は、対象顧客や課金方法等が明確に示されていないため、現段階で当センターの業績予想には織り込んでいない。

事業セグメント別業績予想		(百万円)				
	12/3期	13/3期	14/3期E	15/3期E	16/3期E	
売上高	9,013	10,257	11,840	12,640	10,960	
調剤システム関連事業	8,909	10,150	11,650	12,440	10,750	
調剤	6,702	7,449	8,700	9,100	7,000	
医科	153	346	530	720	930	
ネットワーク	321	266	320	320	320	
サプライ	1,331	1,657	1,600	1,750	1,900	
保守サービス	399	431	500	550	600	
その他事業	174	175	190	200	210	
(調整額)	-70	-68	0	0	0	
営業利益	835	1,209	1,690	2,050	2,330	
調剤システム関連事業	822	1,189	1,670	2,030	2,300	
その他事業	66	69	70	74	76	
(調整額)	-53	-48	-50	-54	-46	

出所)決算短信よ証券リサーチセンター作成

注)Eは証券リサーチセンター予想

投資判断

> 株主還元

◆ 15年3月期の目標配当性向 25%を公表

同社は中期経営計画中の配当方針として、15/3期の目標として配当性向 25%を表明している。13/3期は増配 4円に一部指定記念配 5円を加え、年間配当は配当性向 21.4%相当の 30円配を実施予定。会社側は期初時点で 14/3期の配当予想を公表していないものの、当センターは中期業績予想を基に、14/3期は配当性向 23.2%相当の年 40円配、15/3期は同 24.9%相当の年 50円配を見込む。

> 株価バリュエーション

◆ 現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内

同業他社とのバリュエーション比較から、今期予想基準 PER などの面で他社と大きく乖離していないため、現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内と考えられる。

同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	EMシステムズ	CEホールディングス	ソフトウェア・サービス
株価(円)	1,801	1,275	3,360
今期予想基準PER(倍)	10.4	11.4	9.5
前期実績基準PBR(倍)	1.9	1.6	2.0
今期予想基準営業利益率	14.3%	9.1%	25.3%
今期予想基準配当利回り	2.2%	0.6%	1.8%
時価総額(億円)	144.9	47.2	184.4

出所)各社決算短信より、証券リサーチセンター作成

注)EMシステムズの予想は証券リサーチセンター予想、他2社予想は会社予想、株価は6/14 終値

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は 2,200 円前後を想定

現在の今期予想基準 PER10 倍を同社の妥当 PER 水準と仮定すると、同社の中期的な適正株価水準は、当センター予想の 16/3 期 EPS 223.7 円に基づいた 2,200 円前後を想定する。

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

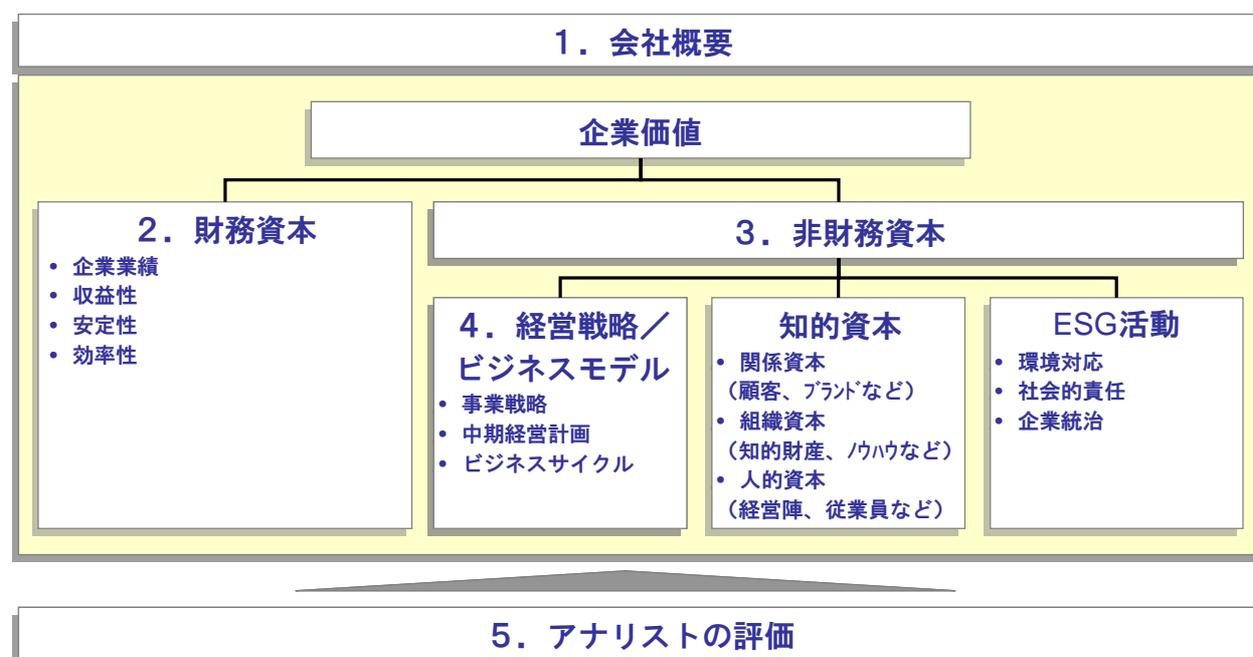
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。