

ホリスティック企業レポート

EM システムズ

4820 東証一部

アップデート・レポート

2013年12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20131217

EM システムズ (4820 東証一部)

発行日: 2013/12/20

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及び販売を主力に、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んでいる。
- 09/3 期に調剤システムの ASP モデルを市場投入したことで、同社の収益モデルは調剤システムの販売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。

◆ 14 年 3 月期上期決算は 54.0% 営業増益

- 14/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は売上高が前年同期比 0.2% 増の 49.4 億円、営業利益は同 54.0% 増の 6.1 億円となった。売上高は調剤システムの販売件数減少で横ばいとなったが、営業利益は調剤システムの課金ユーザー数の増大とで増益となった。

◆ 同社は期初の 14/3 期予想を据え置く

- 14/3 期について、同社は売上高が前期比 18.3% 増の 121.2 億円、営業利益は同 27.4% 増の 15.4 億円と期初予想を据え置いた。
- 証券リサーチセンターも前回レポート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。

◆ 今期予想基準 PER は割安な水準

- 同社の今期予想基準 PER は 11.5 倍に過ぎない。今期予想基準 EPS 成長率を考慮すると、東証一部全銘柄の同 PER16.4 倍や東証一部業種別(情報・通信業)の同 PER15.3 倍に比べ、株価バリュエーションは割安な水準と思われる。

【主要指標】

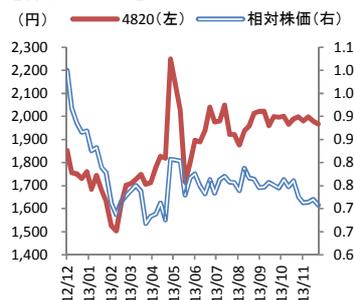
	2013/12/13
株価(円)	1,962
発行済株式数(千株)	8,150
時価総額(百万円)	15,990

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	14.0	11.5	9.9
PBR(倍)	2.1	1.8	1.6
配当利回り(%)	1.5	2.0	2.5

【株価パフォーマンス】

	1 ヵ月	3 ヵ月	12 ヵ月
リターン(%)	-1.8	-2.4	11.7
対TOPIX(%)	-0.2	-6.0	-22.5

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/12/21

【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	170.9	1,084.2	40.0
2015/3 E	12,640	6.8	2,050	21.3	2,575	17.8	1,550	16.5	199.1	1,243.3	50.0
2016/3 E	10,960	-13.3	2,330	13.7	2,875	11.7	1,725	11.3	221.6	1,414.9	60.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/7

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ず、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

◆ スtockビジネスが収穫期入り

EMシステムズ(以下、同社)は調剤薬局向けレセプト及びコンピュータ(以下、調剤システム)の開発並びに販売を主力に、開業医向け電子カルテ(以下、医科システム)を販売しているほか、本社ビルテナント部分の不動産賃貸事業などを営んでいる。

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」(以下、その他事業)の2事業である。その他、投資案件の不動産賃貸事業は収益ならびに費用が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、収益モデルは調剤システムの販売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。

調剤システム市場での業界トップシェア(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

◆ 14/3期上期決算は54.0%営業増益

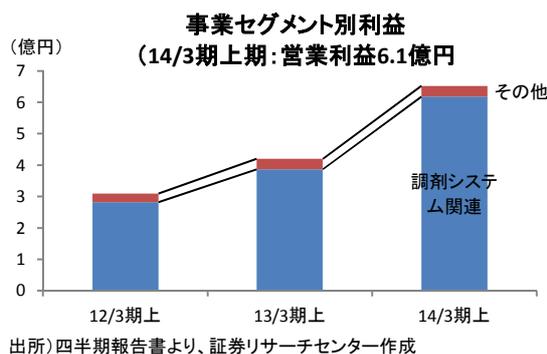
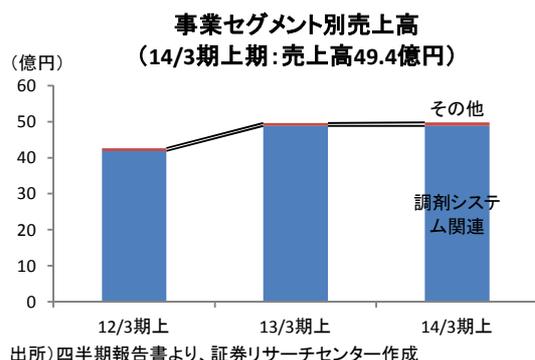
14/3期第2四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比0.2%増の49.8億円、営業利益は同54.0%増の6.1億円となった。これは同社の上期予想(売上高53.7億円、営業利益4.3億円)に対し、売上高は調剤システムと医科システムの販売件数が計画に対して未達であったが、営業利益は調剤システムの課金ユーザー数の増大と人員採用計画の進捗の遅れによる費用減で超過達成となった。

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年同期比0.6%増の49.7億円、営業利益は同59.6%増の6.1億円であった。売上面では、調剤システムが自社リプレース減少によるフロー売上高(システム販売)の減収を、ストック売上高(課金売上高)の伸長で補えず前年同期比3.5%減の34.9億円であった。医科システムは上期計画には未達ながら同2倍の2.5億円であった。そのほかサプライや保守サービス等は概ね横ばいだった。利益面ではストック売上高の拡大に加え、医科システムインストラクターの採用が一部下期にずれ込

むなど費用の未消化が計画を上回る要因となった。中期的に同社の利益成長を牽引する上期末の課金ユーザー数は前年同期末比 1.5 千件増の 11.7 千件に達した。

その他事業は託児所やスポーツジム等の運営が堅調に推移して売上高が前年同期比 14.8%増の 1.3 億円、営業利益は同 4.7%増の 0.3 億円となった。

なお、同社は医科システムの販売強化に向け、13 年 9 月に医科向けシステムの開発及び販売を行うユニコン西日本を取得価格 0.2 億円で 100%子会社化した。ユニコン西日本は前期 (12/11 期) の売上高が 11.5 億円、営業利益は 0.8 億円、ユーザー数は医科システムが 1,800 件、調剤システムは 300 件程度の事業規模である。両社が販売する医科システムの統合は先送りの見通しだが、当面のシナジーとして他社リプレースや新規獲得を目的にした直販体制の強化が考えられるものの、利益寄与は小さいと推察される。



> 業績見通し

◆ 同社は期初の 14/3 期予想を据え置く

14/3 期について、同社は売上高が前期比 18.3%増の 121.2 億円、営業利益は同 27.4%増の 15.4 億円と、上期では利益面で期初予想を上回ったものの通期予想は期初予想を据え置いた。

下期は消費税増税前の駆け込み需要が見込まれるうえ、業界上位ベンダーのパナソニックヘルスケアが 14 年 3 月までに米投資ファンド KKR に売却される予定であることをビジネスチャンスと捉え、調剤システムの他社リプレースに注力しシェアアップを図る方針である。一方、コスト面では医科システムインストラクターの採用コスト増を見込む一方、ユニコン西日本の業績寄与は上記予想に織り込んでいない。

◆ 証券リサーチセンターも従来予想を継続

証券リサーチセンターも前回レポート (13 年 6 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。

下期はユニコン西日本の半期分が上乘せされるものの、利益寄与は小さいと考えられるうえ、医科システムインストラクターの採用コストは販売件数に見合う程度に縮小されると予想されることから、14/3 期の利益水準は前回レポートの予想の範囲内で推移すると考えられる。

> 株主還元

◆ 上期は 10 円配を実施するも通期の配当予想は示さず

同社の配当方針は、15/3 期に配当性向 25%を目標としている。13/3 期は増配 4 円に東証一部指定記念配 5 円を加え、年間配当は配当性向 21.4%相当の 30 円配を実施した。14/3 期は上期に 10 円配を実施したものの、下期の配当は未定としている。

当センターは上記配当方針を鑑み、14/3 期は配当性向 23.4%相当の年 40 円配を予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 今期予想基準 PER は割安な水準

同社の今期予想基準 PER は 11.5 倍に過ぎず、東証一部全銘柄の同 PER16.4 倍や東証一部業種別(情報・通信業)の同 PER15.3 倍に比べ、今期予想基準 EPS 成長率を考慮すると、同社の株価バリュエーションは割安な水準と思われる。

同社に限らず業界として、14 年 4 月に控えている消費税増税と診療報酬改定が、ユーザーである調剤薬局や診療所におけるシステム導入意欲の減退が懸念されているためと推察される。

当センターは同社のビジネスモデルがストックビジネスに転換したことで、同業他社に比べてこれら外部環境の変化の影響を受けにくいと考えており、PER 水準は徐々に見直される可能性があるだろう。

同業他社とのバリュエーション比較

(市場) (決算期)	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
	4820東証一部 3月	4320東証マザーズ 9月	3733東証JQS 10月
株価(円)	1,962	1,376	3,715
時価総額(億円)	160	51	204
今期予想基準PER(倍)	11.5	11.3	13.2
今期予想基準EPS成長率	22.0%	1.3%	0.3%
前期基準PBR(倍)	2.1	1.5	2.0
前期基準ROE	15.6%	13.9%	15.9%
今期配当予想(円)	40.0	10.0	60.0
今期予想基準配当利回り	2.0%	0.7%	1.6%

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社の予想は会社予想。株価は12/13終値

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、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

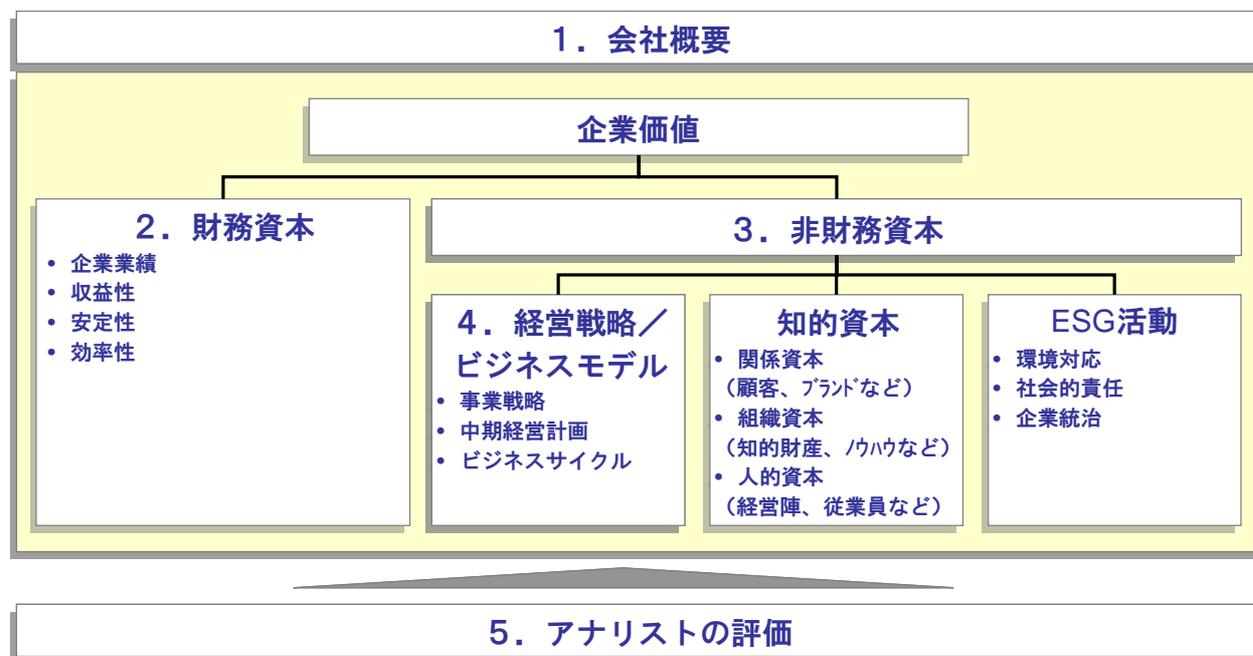
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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 Ratio)

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、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。

アップデート・レポート

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。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。