

ホリスティック企業レポート

イーエムシステムズ

4820 東証一部

アップデート・レポート
2014年7月28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 20140723

イーエムシステムズ (4820 東証一部)

発行日:2014/7/28

調剤薬局向けレセプトコンピュータで業界トップクラスの実力 ストックビジネスの確立で外部環境の変化に左右され難い収益構造

> 要旨

◆ ニッチ市場におけるトップ企業

- ・イーエムシステムズ(以下、同社)は、調剤システムの開発及び販売を主力に、医科システムの販売や本社ビルのテナント部分を活用した不動産賃貸事業などを展開している。コア事業の調剤システムは、業界トップシェアを握るなどニッチ市場ながら高いプレゼンスを誇っている。
- ・同社のビジネスモデルは、調剤システムのSaaSモデル投入でフロービジネスからストックビジネスに転換し、診療報酬改定など外部環境の変化に左右され難い収益構造を確立した。

◆ 14年3月期決算は38.2%営業増益

- ・14/3 期決算は売上高が前期比 10.8%増の 113.6 億円、営業利益は同 38.2%増の 16.7 億円であった。13 年 9 月にユニコン社を連結子会社化したことで医科システムが強化されたうえ、ストック売上構成比の上昇で利益率が向上した。

◆ 15年3月期の会社計画は営業微増益の見通し

- ・同社は中期経営計画を公表しており、最終年度の 17/3 期における数値目標は売上高が 14/3 期比 20.6 億円増の 134.3 億円、営業利益は同 3.6 億円増の 20.4 億円を見込んでいる。
- ・これを踏まえた 15/3 期の会社計画は、売上高が前期比 6.4%増の 120.9 億円、営業利益は同 0.1%増の 16.7 億円の見通しである。

◆ 証券リサーチセンターは業績予想を変更

- ・証券リサーチセンターは、買収したユニコン社の寄与などを理由に前回レポートの業績予想を見直し、15/3 期予想は売上高 126.4 億円→126.0 億円(前期比 10.8%増)、営業利益 20.5 億円→18.3 億円(同 9.4%増)に修正する。

【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) | |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------|
| 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 | 11,369 | 10.8 | 1,672 | 38.2 | 2,284 | 29.4 | 1,420 | 32.0 | 182.3 | 1,139.3 | 37.0 | |
| 2015/3 CE | 12,096 | 6.4 | 1,673 | 0.1 | 2,200 | -3.7 | 1,410 | -0.7 | 176.1 | - | 45.0 | |
| 2015/3 | 旧E | 12,640 | 11.2 | 2,050 | 22.6 | 2,575 | 12.7 | 1,550 | 9.2 | 193.6 | 1,208.6 | 50.0 |
| | 新E | 12,600 | 10.8 | 1,830 | 9.4 | 2,380 | 4.2 | 1,520 | 7.0 | 189.8 | 1,289.4 | 48.0 |
| 2016/3 | 旧E | 10,960 | -13.3 | 2,330 | 13.7 | 2,875 | 11.7 | 1,725 | 11.3 | 215.4 | 1,374.0 | 60.0 |
| | 新E | 11,920 | -5.4 | 1,940 | 6.0 | 2,510 | 5.5 | 1,600 | 5.3 | 199.8 | 1,441.2 | 50.0 |
| 2017/3 E | 12,470 | 4.6 | 2,280 | 17.5 | 2,880 | 14.7 | 1,840 | 15.0 | 229.8 | 1,621.0 | 58.0 | |

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アナリスト:馬目 俊一郎

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

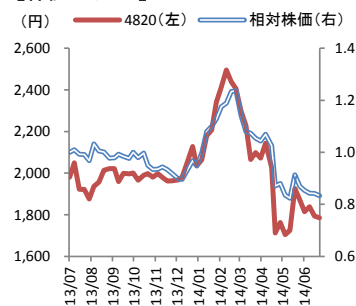
| | 2014/7/18 |
|------------|-----------|
| 株価(円) | 1,786 |
| 発行済株式数(千株) | 8,166 |
| 時価総額(百万円) | 14,584 |

| | 前期 | 今期E | 来期E |
|----------|-----|-----|-----|
| PER(倍) | 9.8 | 9.4 | 8.9 |
| PBR(倍) | 1.6 | 1.4 | 1.2 |
| 配当利回り(%) | 2.1 | 2.7 | 2.8 |

【株価パフォーマンス】

| | 1カ月 | 3カ月 | 12カ月 |
|-----------|------|-------|-------|
| リターン(%) | -3.6 | -14.5 | -10.2 |
| 対TOPIX(%) | -3.6 | -21.3 | -19.6 |

【株価チャート】



アップデート・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。

> 事業内容

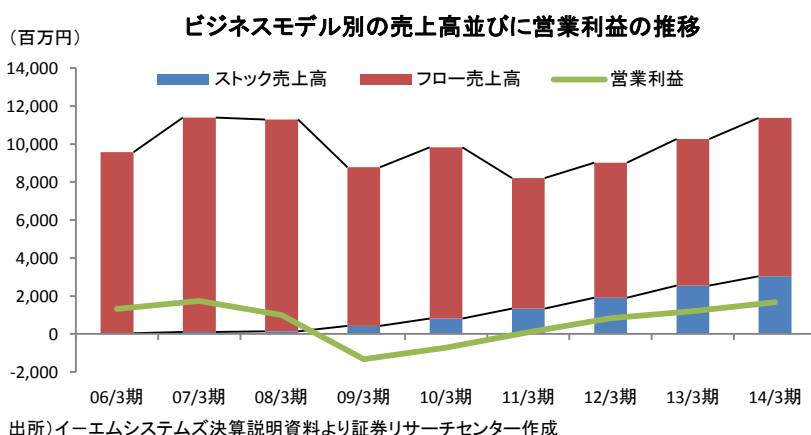
◆ ニッチ市場におけるトップ企業

イーエムシステムズ(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)の開発及び販売を主力に、開業医向け電子カルテ(以下、医科システム)の販売や、本社ビルのテナント部分を活用した不動産賃貸事業などを展開している。このうちコア事業の調剤システムの市場シェアは、業界トップクラスの30%超に達しており、ニッチ市場で高いプレゼンスを誇っている。

事業セグメントは「調剤薬局向けシステム事業及びその関連事業」と「その他の事業」の2事業で構成され、調剤システムや医科システムを擁する「調剤薬局向けシステム事業及びその関連事業」が同社の成長ドライバーを担っている。

同社のビジネスモデルは09/3期に投入したSaaS(Software as a Service)モデルの調剤システムによって、それまでのフロービジネスからストックビジネスに転換した。フロービジネスは既存ユーザーの自社リプレースや新規獲得、他社リプレースの件数に依存することから、診療報酬改定や価格競争など外部環境の変化に左右され易く、安定的な利益確保の点で多くのリスクを抱えていた。

これに対し、ネット経由でソフトウェアを提供するSaaSモデルは、課金ユーザー数の積み上げとともに利益成長が見込まれるストックビジネスである。フロービジネスにおいて業界シェア30%超を誇る同社は、SaaSモデルへの自社リプレースを優先させて課金ユーザー数を積み上げ、11/3期からはストックビジネスが同社の利益成長を牽引していると推察される。加えて、調剤システムの課金方法は処方箋枚数に応じた従量課金であるため、高齢化による処方箋枚数の増加もプラスに働くと考えられる。



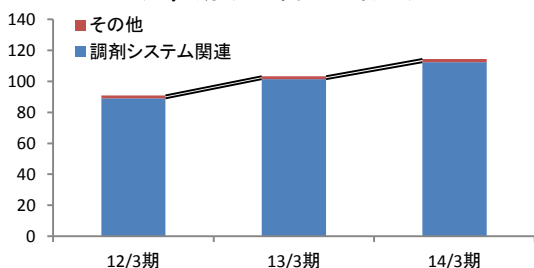
調剤システムに続き医科システムにも 12/3 期から SaaS モデルを投入し、13 年 9 月には営業力強化を目的に電子カルテ販売のユニコン社を買収するなど、同社の成長はストックビジネスの調剤システムと医科システムが担うと考えられる。

> 決算概要

◆ 14 年 3 月期決算は 38.2% 営業増益

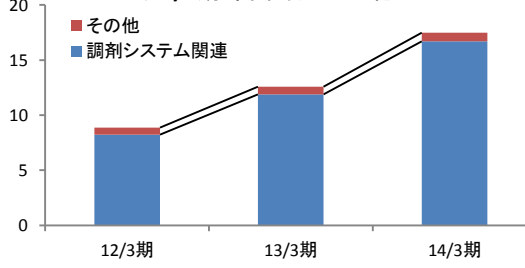
14/3 期決算は売上高が前期比 10.8% 増の 113.6 億円、営業利益は同 38.2% 増の 16.7 億円であった。これは会社計画（売上高 121.2 億円、営業利益 15.4 億円）に対し、売上面で調剤システムにおける自社リプレースの遅れから未達となったものの、利益面では SaaS モデルの調剤システムの順調な課金ユーザー数積み上げと医科システムインストラクター採用費用の予算未消化が利益を押し上げた。

事業セグメント別売上高
(14/3期:売上高113.6億円)



出所)決算短信より証券リサーチセンター作成

事業セグメント別利益
(14/3期:営業利益16.7億円)



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、調剤薬局向けシステム事業及びその関連事業は売上高が前期比 10.7% 増の 112.3 億円、営業利益は同 40.5% 増の 16.7 億円であった。売上面では調剤システムがフロー売上に相当する自社リプレース件数の減少で同 2.4% 増の 76.3 億円に留まったが、ユニコン社を連結子会社化したことで営業力が強化された医科システムが同 2.8 倍の 9.6 億円となったほか、消費税増税前の駆け込み需要でサプライ販売も同 15.2% 増の 19.1 億円と好調であった。利益面ではユーザー数の積み上げで調剤システムのストック売上が同 17.5% 増の 29.4 億円となったほか、医科システムも同 2.2 倍の 1.0 億円に増加した。これら利益率の高いストック売上の構成比が高まったことが大幅な営業増益につながった。

その他の事業は売上高が前期比 24.0% 増の 2.1 億円、営業利益は同 14.5% 増の 0.7 億円であった。本社ビル内の貸会議室と保育園の需要が順調だったほか、当該ビル内でスタートした屋内ゴルフレッスンも寄与した。

営業外損益に計上される本社ビルテナントの不動産賃貸利益は、期末入居率が100%に達したことで前期比9.1%増の6.1億円であった。

> 業績見通し

◆ 中期経営計画 15年3月期～17年3月期を公表

同社は、1) ユニコン社買収で医科システムの成長加速に向け拡販体制がある程度整ったこと、2) 調剤システムにおける既存ユーザーのSaaSモデルへの自社リプレースが完了に近いことなどを背景に15/3期～17/3期の中期経営計画を公表し、最終年度の17/3期における数値目標は売上高が14/3期比20.6億円増の134.3億円、営業利益は同3.6億円増の20.4億円を見込んでいる。

| | 14/3期 | 15/3期計 | 16/3期計 | 17/3期計 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 売上高 | 11,369 | 12,096 | 12,732 | 13,432 |
| 調剤システム関連事業 | 11,236 | 12,358 | 12,978 | 13,668 |
| その他事業 | 217 | 316 | 332 | 341 |
| (消去) | -84 | -578 | -578 | -577 |
| 営業利益 | 1,672 | 1,673 | 1,740 | 2,040 |
| 調剤システム関連事業 | 1,670 | 1,684 | 1,745 | 2,041 |
| その他事業 | 79 | 82 | 88 | 92 |
| (消去) | -77 | -93 | -93 | -93 |
| 経常利益 | 2,284 | 2,200 | 2,256 | 2,576 |
| 純利益 | 1,420 | 1,410 | 1,445 | 1,651 |

出所)イーエムシステムズ決算説明資料、ニュースリリースより証券リサーチセンター作成
注)計は中期経営計画

中期経営計画のポイントは、医科システムの販売強化である。買収したユニコン社に加え、自社リプレースがほぼ一巡する調剤システムから人員を転籍することで営業体制を強化し、新規獲得及び他社リプレースでユーザー数の積み上げを図る。その他、電子カルテのインストラクター増員で、医科システム導入ユーザーのフォロー体制を強化する方針である。他方、収益源の調剤システムは、SaaSモデルのメリットを享受しやすいチェーン調剤薬局をターゲットに、新規獲得と他社リプレースでストックを積み上げる計画である。

また、長期的には国が掲げる「どこでもMY病院」構想に向け、自社サーバに日々蓄積される処方箋データやカルテデータを活用して、合理的な地域医療や国民医療の実現を目指す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。

これらの施策のもと、中期経営計画の前半は医科システムの営業強化に向けた投資先行で利益が伸び悩むものの、医科システムのストック積み上げが進む後半には利益成長を遂げる計画である。これを踏まえた 15/3 期の会社計画は売上高が前期比 6.4%増の 120.9 億円、営業利益は同 0.1%増の 16.7 億円の見通しである。

◆ 証券リサーチセンターは医科システム強化で業績予想を見直し

証券リサーチセンター（以下、当センター）は、1) 調剤システムの SaaS モデルへの自社リプレースが想定以上に進んでいること、2) 買収したユニコン社の売上寄与とコスト増などを理由に前回レポート（13 年 12 月発行）の業績予想を見直し、15/3 期予想は売上高 126.4 億円→126.0 億円（前期比 10.8%増）、営業利益 20.5 億円→18.3 億円（同 9.4%増）に修正する。

調剤システムは自社リプレースの減少でフロー売上の減少が予想されるが、利益率の高いストック売上は新規獲得や他社リプレースによるユーザー数の積み上げで安定的な拡大を見込む。

他方、医科システムは買収したユニコン社と転籍による営業強化策で、新規獲得と他社リプレースの件数増が見込まれることからフロー売上を増額修正し、中期経営計画後半にはユーザー数の積み上げでストック売上の利益寄与が予想される。

コスト面では 15/3 期からのユニコン社フル連結で年間 3 億円程度の固定費増が見込まれるほか、医科システムのインストラクター拡充によるコスト増を予想する。

事業セグメント別修正業績予想

(百万円)

| | 13/3期 | 14/3期 | 15/3期E | | 16/3期E | | 17/3期E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | | | 旧 | 新 | 旧 | 新 | |
| 売上高 | 10,257 | 11,369 | 12,640 | 12,600 | 10,960 | 11,920 | 12,470 |
| 調剤システム関連事業 | 10,150 | 11,236 | 12,440 | 12,350 | 10,750 | 11,650 | 12,200 |
| 調剤システム | 7,449 | 7,631 | 9,100 | 7,900 | 7,000 | 6,700 | 6,400 |
| 医科システム | 346 | 969 | 720 | 2,200 | 930 | 2,600 | 3,300 |
| ネットワーク | 266 | 217 | 320 | 100 | 320 | 50 | 0 |
| サプライ | 1,657 | 1,910 | 1,750 | 1,700 | 1,900 | 1,900 | 2,100 |
| 保守サービス | 431 | 506 | 550 | 450 | 600 | 400 | 400 |
| その他事業 | 175 | 217 | 200 | 250 | 210 | 270 | 270 |
| (調整額) | -68 | -84 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 営業利益 | 1,209 | 1,672 | 2,050 | 1,830 | 2,330 | 1,940 | 2,280 |
| 調剤システム関連事業 | 1,189 | 1,670 | 2,030 | 1,795 | 2,300 | 1,900 | 2,240 |
| その他事業 | 69 | 79 | 74 | 85 | 76 | 90 | 90 |
| (調整額) | -48 | -77 | -54 | -50 | -46 | -50 | -50 |

出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成。Eは証券リサーチセンター予想。

> 投資に際しての留意点

◆ 中期経営計画では配当性向 25%以上を表明

同社は 14/3 期に配当性向 20.3%相当の年 37.0 円配を実施し、15/3 期は配当性向 25.5%相当の年 45.0 円配を計画している。中期経営計画では 16/3 月期並びに 17/3 月期も配当性向 25%以上を目指す方針である。

当センターでは 15/3 期配当については配当性向 25%を前提に年 48 円配を見込んでいる。

◆ 医科システムの進捗に留意

同社の中期経営計画(15/3 期～17/3 期)は、医科システムの販売強化とストックの積み上げを重点施策に掲げている。新規獲得と他社リブレースで積み上げたユーザー件数が、中長期的なストック売上を左右することから、今後は四半期決算などで医科システムの販売動向に留意したい。

また、本社ビルのテナント部分は投資案件のため、同社は条件次第で売却の意思を表明している。売却された場合は、最終利益の一時的な押し上げ要因になる。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

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

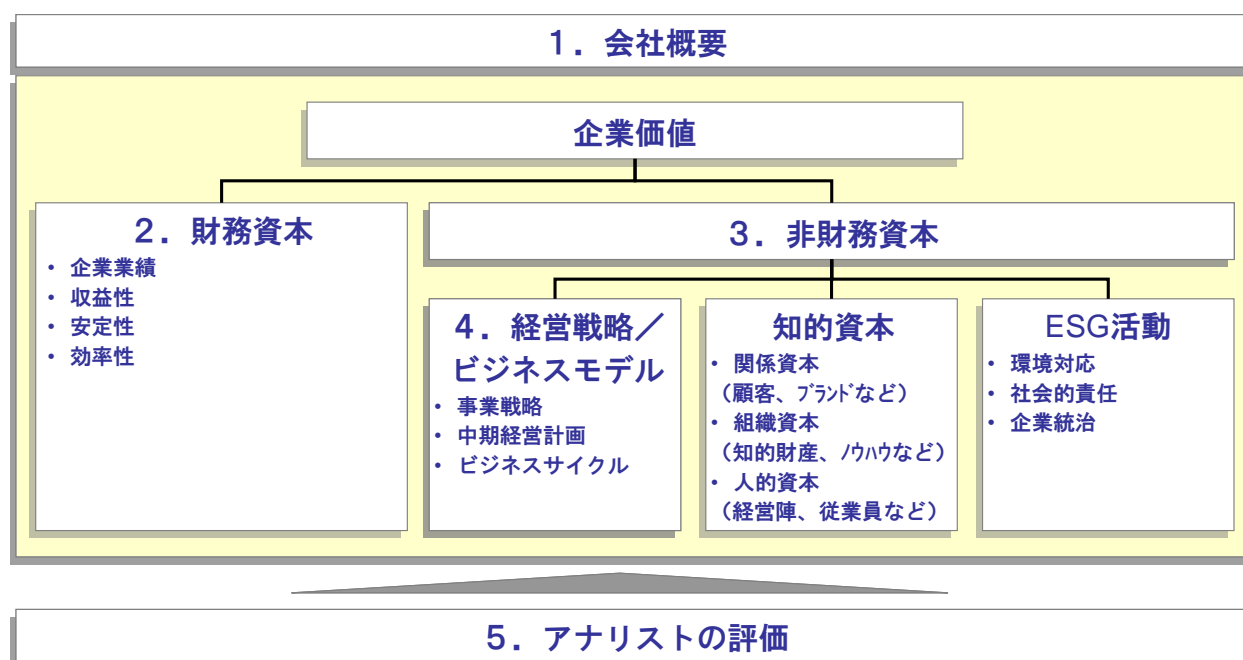
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。



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、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。

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、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、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。