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

2014年11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 20141125

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

EMシステムズ（4820 東証一部）

発行日：2014/11/28

調剤薬局向けシステムで業界トップクラス
医科システム販売に課題を残すも調剤システムは M&A で売上高上乗せへ

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

＞ 要旨

◆ ニッチ市場におけるトップ企業

・EM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での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り、ニッチ市場の中で高いプレゼンスを誇る。

・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ており、外部環境の変化に左右され難い収益構造を確立している。

◆ 15 年 3 月期上期は販管費増で 50.9%営業減益

・15/3 期第 2 四半期累計（以下、上期）決算は、売上高が前年同期比 3.7%増の 5,132 百万円、営業利益は同 50.9%減の 302 百万円であった。売上面では調剤システムが苦戦したが、14/3 期下期にユニコン社を買収した医科システムの寄与で増収を確保した。利益面ではユニコン社の経費負担発生と先行投資的な人員増で減益となった。

◆ ＥＭシステムズは期初の 15 年 3 月期計画を据え置き

・15/3 期上期は医科システムが想定を下回ったものの、下期は買収したコスモシステムズ社の寄与が見込まれることから、同社は期初の通期見通しを据え置き、15/3 期は売上高が前期比 6.4%増の 12,096 百万円、営業利益は同 0.1%増の 1,673 百万円を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターは 15 年 3 月期の利益予想を減額

・証券リサーチセンターは、15/3 期上期の出遅れを下期からのコスモシステムズ社の貢献でカバー可能と判断し、売上高は従来予想の 12,600 百万円（前期比 10.8%増）を継続するものの、営業利益予想は販管費負担増を考慮して 1,830 百万円→1,700 百万円（前期比 1.7%増）に減額した。

【主要指標】

	2014/11/19
株価（円）	1,740
発行済株式数（千株）	8,169
時価総額（百万円）	14,214

	前期	今期E	来期E
PER（倍）	9.5	9.6	8.7
PBR（倍）	1.5	1.4	1.2
配当利回り（%）	2.1	2.6	3.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン（%）	1.8	-0.7	-12.9
対TOPIX（%）	-3.1	-9.4	-21.7

【株価チャート】

（注）相対株価は対TOPIX、基準は2013/11/22

【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	12,600	10.8	1,830	9.4	2,380	4.2	1,520	7.0	189.7	1,290.7	45.0
	新E	12,600	10.8	1,700	1.7	2,250	-1.5	1,450	2.1	181.0	1,282.0	45.0
2016/3	E	11,920	-5.4	1,940	14.1	2,510	11.6	1,600	10.3	199.7	1,436.7	55.0
2017/3	E	12,470	4.6	2,280	17.5	2,880	14.7	1,840	15.0	229.7	1,611.4	65.0

（注）CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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。

＞ 事業内容

◆ 事業内容

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は、業界トップクラスのシェア 30%超を握り、同社はニッチ市場の中で高いプレゼンスを誇っている。

事業セグメントは「システム事業及びその関連事業（以下、システム関連事業）」と「その他の事業」の 2 つで構成され、調剤システムや医科システムを擁するシステム関連事業が同社の成長を担っている。

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。従来型売り切りタイプのフロービジネスは年度ごとの販売件数に左右されるため、診療報酬改定や価格競争など外部環境の影響を受けやすく、継続的な利益成長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（ストック）の積み上げとともに利益成長が見込まれるビジネスモデルである。

業界シェア 30%超の調剤システムユーザー数を抱える同社は、旧モデルから SaaS モデルへの自社リプレース優先でストックを積み上げ、11/3 期からは積み上げたストックが同社の利益成長を牽引している。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。

【 図表１ 】ビジネスモデル別の売上高と営業利益の推移

（出所）ＥＭシステムズ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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。

同社は12/3期から調剤システムに続き医科システムにもSaaSモデルを投入するとともに、14/3期には電子カルテ販売のユニコン社買収で医科システムの営業力を強化しており、中長期的にはストックビジネスの調剤システムと医科システムが同社の成長を担うと考えられる。

＞ 決算概要

◆ 15年3月期上期は販管費増で50.9%営業減益

15/3期第2四半期累計（以下、上期）決算は売上高が前年同期比3.7%増の5,132百万円、営業利益は同50.9%減の302百万円であった。上期は計画（売上高5,345百万円、営業利益356百万円）を下回ったが、この主な要因は医科システムが意欲的な計画に届かなかったことであると推察される。

前年同期比較では売上面で既存ユーザーの自社リプレースがほぼ完了した調剤システムが減収となったものの、14/3期下期にユニコン社を買収した医科システムの寄与で補い増収を確保した。利益面ではユニコン社の経費負担発生と先行投資的な人員増で減益となった。

事業セグメント別に見ると、システム関連事業は売上高が前年同期比3.4%増の5,053百万円、営業利益はユニコン社の販管費負担と先行投資的な人員増で同55.5%減の275百万円であった。

項目別の売上高では、調剤システムが前年同期比4.1%減の3,360百万円であった。減収の要因は、課金ユーザーの積み上げでストック売上が同10.7%増の1,580百万円となったものの、フロー売上が自社リプレース一巡に加え新規獲得の減少で同15.1%減の1,862百万円に留まり、ストック売上の増収分では補えなかったことである。フロー売上件数は自社リプレースが同344件減の164件、新規獲得は同37件減の196件、他社リプレースは同72件増の213件だった。他方、上期末のストック件数は、前年同期末比932件増の11,972件に積み上がっている。

医科システムはユニコン社の寄与で前年同期比2.1倍の539百万円となった。ストック売上はユーザー数がまだ少ないため同90.2%増の78百万円に留まったが、ユニコン社の寄与でフロー売上が同2.2倍の460百万円に拡大した。フロー売上件数はユニコン社製の売り切りタイプが120件、SaaSモデルは同19件減の67件であった。

その他では、サプライ販売が消費税増税前の駆け込み需要の反動で同4.6%減の771百万円、保守サービスはユーザー数の増加で同44.6%増の300百万円となった。

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。

【 図表２ 】事業セグメント別売上高

【 図表３ 】事業セグメント別利益

（出所）図表２及び３ともＥＭシステムズ四半期報告書より証券リサーチセンター作成

その他の事業は、スポーツジムや貸会議室運営等が順調に拡大し、売上高は前年同期比 15.0%増の 115 百万円、営業利益は同 17.1%増の 41 百万円であった。

なお、同社は 14 年 9 月 9 日付でデータホライゾン（3628 東証マザーズ）傘下の調剤システム販売会社コスモシステムズ社を買収し、下期から連結対象に加える。コスモシステムズ社の事業規模（14/3 期）は売上高 1,094 百万円、営業損失 49 百万円である。コスモシステムズ社は広島県を地盤に四国や九州を中心にユーザー数 2,600 件を抱えていることから、同社製 SaaS モデルへの自社リプレースが見込まれるうえ、これまで同社が手薄だった九州の代理店網を獲得するなど、比較的早期のシナジー発現が期待される。

＞ 業績見通し

◆ 期初の 15 年 3 月期計画を据え置き

15/3 期上期は医科システムが想定を下回ったものの、下期は買収したコスモシステムズ社の寄与が見込まれることから、同社は期初の通期見通しを据え置き、15/3 期は売上高が前期比 6.4%増の 12,096 百万円、営業利益は同 0.1%増の 1,673 百万円を見込んでいる。

下期は買収したコスモシステムズ社の販売先における同社製 SaaS モデルへのリプレースが見込まれるほか、14 年 10 月に診療所や調剤薬局向けにプリント課金サービスをリリースしたこと、調剤システムのオプションサービスである新電子薬歴を、従来の外部調達品から自社開発品に変更するなど、調剤システムについては営業ターゲットが明確なうえ、サービスラインナップも充実している。

他方、営業体制が整備された医科システムは、SaaS モデルの新規獲得とユニコン社製ユーザーの自社リプレースに注力するほか、コスモシステムズ社買収で得た九州や四国の代理店網を活用するなど、新たな販売チャネル整備に乗り出す方針である。

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。

◆ 証券リサーチセンターは想定外の販管費増で利益予想を減額

証券リサーチセンター（以下、当センター）は、15/3 期上期の出遅れを下期から連結対象となるコスモシステムズ社の貢献でカバー可能と判断し、15/3 期予想は、売上高は従来予想の 12,600 百万円（前期比 10.8%増）を継続するものの、営業利益の予想はコスモシステムズ社に係る販管費負担を考慮して、1,830 百万円→1,700 百万円（同 1.7%増）に減額修正した。

下期の調剤システムは、コスモシステムズ社が抱えるユーザー数 2,600 件の自社リプレースがカギを握ることになろう。機器販売にもよるが、調剤システムのフロー単価は 2 百万円/件～2.5 百万円/件と推察されることから、コスモシステムズ社の全ユーザーのシステムをリプレースするとすれば今後数年間でフロー売上を 5,200 百万円～6,500 百万円押し上げる効果が見込まれる。これに伴いストック売上は、全ユーザーのリプレース完了後に年 580 百万円～600 百万円程度の増収効果が生じると考えられる。したがって、今後はコスモシステムズ社並びに代理店網に対する早急な SaaS モデル販売への対応と、自社リプレース件数の積み上げが求められる。当センターは 15/3 期に 400 件程度、16/3 期以降は年 800 件前後のリプレースを予想する。

医科システムは自社営業体制の強化や代理店網の整備に加え、ユニコン社製品の SaaS モデル化が必要と考えられる。15/3 期上期はユニコン社との営業統合に時間を費やし、SaaS モデルのフロー件数が前年同期比で減少するなど統合効果を発揮できなかったうえ、ユニコン社は従来の売り切りモデルを販売するなど、SaaS モデルへの統合も遅れている。

同社が SaaS モデルの拡販によるストックの積み上げで、診療報酬改定などの外部要因に左右され難い収益構造の確立を目指していくうえで、既存ユーザーの少ない医科システムは、新規獲得と他社リプレース、M&A によるストックの積み上げは必須であり、その打開策として自社営業体制の強化は当然のこと、代理店網開拓や新たな M&A も有効な選択肢と考えられる。

なお、同社はコスモシステムズ社買収の際、データホライゾンと業務提携を結んだ。将来的には電子化されたカルテや処方箋、レセプト（診療報酬請求書）などのデータ分析で、協業による国民医療費の抑制に資するビジネス開発が想定されるものの、法整備の不備や電子カルテの低い普及率（推定 20%程度）を鑑みると、短期的な業績寄与は軽微と予想される。

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。

＞ 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 15/3 期～17/3 期中期経営計画のなかで、25%以上の配当性向を表明しており、15/3 期は年 8 円増配して配当性向 25.5%相当の年 45 円配を計画している。

当センターの 15/3 期配当予想も、配当性向 25%を前提に年 45 円配を見込んでいる。

◆ 医科システムの進捗に留意

同社は中期経営計画で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。15/3 期上期は医科システムの SaaS モデルが前年同期を下回るなど、計画の進捗は遅れていると推察される。ストックに乏しい医科システムは、新規獲得と他社リプレースによるフロー件数の拡大が欠かせないことから、四半期決算などで医科システムの動向を確認するとともに、新たな M&A の動きにも留意したい。

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。

「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。

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。

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。
・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。

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。