

ホリスティック企業レポート アトラ 6029 東証マザーズ

フル・レポート
2016年5月13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 20160510

鍼灸接骨院業界向けに特化して経営支援サービスを展開する会社 フランチャイズ運営と自費施術のための機材販売が成長を牽引

1. 会社概要

・アトラ(以下、同社)は、鍼灸接骨院業界向けの経営支援サービスを展開する会社である。現在は、「ほねつぎ」ブランドで全国に展開するフランチャイズチェーンの運営、機材や消耗品の販売、ASP サービスとしてのシステム提供などを行っている。

アナリスト: 藤野敬太
+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

2. 財務面の分析

・09/12期～15/12期は、売上高は年平均41.1%の成長率で拡大してきた。09年以降、被吸収会社の鍼灸接骨院を直営からフランチャイズへ切り替えていったために12/12期まで赤字を計上することとなったが、13/12期に黒字に転換した。

・他社との比較はビジネスモデルの違いがあつて難しいが、直近の数値を比較する限りでは、収益性や成長性では優位性がある一方、安全性には特段の優位性がないものと考えられる。

【主要指標】

	2016/5/6
株価(円)	1,123
発行済株式数(株)	7,800,000
時価総額(百万円)	8,759

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	32.6	28.4	21.5
PBR(倍)	10.7	8.1	6.1
配当利回り(%)	0.3	0.3	0.3

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、鍼灸接骨院業界が抱える経営課題を適切に認識し、それをビジネスの仕組みにまで仕立てる、経営陣のサービス構築力にある。

【株価パフォーマンス】

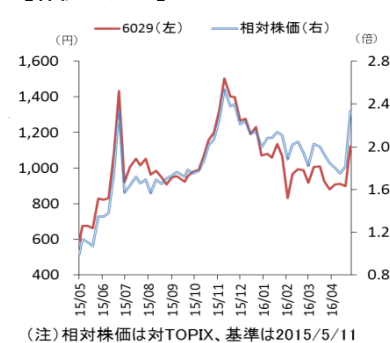
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	24.8	13.4	69.5
対TOPIX(%)	28.8	13.4	118.5

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題としては、業界内で問題視されている療養費不正請求の防止の仕組みの強化があげられる。

・ほねつぎチェーンの拡大、経営支援メニューの拡大、自費施術のための新しい機材やサービス投入のための提携先拡大が、継続される方針である。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・鍼灸接骨院の抱える経営課題に対する深い理解が、鍼灸接骨院業界における自費施術市場という新しい市場を創出した点を評価する。患者側の支出意向の調査等によると、自費施術の市場の潜在需要はまだあると考えられ、どこまで取り込めるかが成長余地を考える上での1つの焦点となる。

【6029 アトラ 業種: サービス業】

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)
2014/12	1,490	12.9	78	-46.0	68	-52.5	27	-81.0	4.8	70.1	0.0
2015/12	2,564	72.1	387	396.7	453	560.1	268	873.5	34.5	104.5	3.0
2016/12 CE	3,522	37.4	512	32.3	550	21.3	302	12.6	38.8	—	3.0
2016/12 E	3,557	38.7	534	38.0	560	23.6	308	14.9	39.5	138.4	3.0
2017/12 E	4,433	24.6	736	37.8	742	32.5	408	32.5	52.3	184.9	3.0
2018/12 E	5,362	21.0	959	30.3	965	30.1	531	30.1	68.1	246.7	3.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 14年12月の上場時に700,000株(分割後2,100,000株)の第三者割当増資を実施
15年9月1日付で1:3の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

フル・レポート

2/38

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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 鍼灸接骨院業界向けに経営支援サービスを展開

アトラ(以下、同社)は、鍼灸接骨院の経営に関する支援サービスを展開する企業である。

国家資格に基づく鍼灸接骨院業界は、同じく国家資格に基づく医療業界と隣接する業界だが、医療業界が優先されてきた歴史的な背景により、施術内容など多くの制約を受けている。一方、法的制約のないリラクゼーション業界とは市場を取り合う競争関係にあり、両業界の狭間に置かれた形となっている。

鍼灸接骨院の経営は、療養費の収入によって支えられてきた。療養費とは、保険が適用できる一部の施術に関するもので、制度の上では、本来は、患者は施術所^{注1}に対して費用の全額を支払い、その後各自で保険請求をしなくてはならない。ただし、実務上は、患者の手続きの負担を減らす名目で、施術所に請求を委託し、その施術所が国や健康保険組合に療養費を請求する方式がとられている。そのため、患者は療養費についても、医療費における健康保険のように、自己負担分のみを施術所に支払うことになる(そのため、患者にとっては、医療費も療養費も同じもののよう認識される)。

鍼灸接骨院業界内に目を向けると、規制緩和により00年代に国家試験の合格者数が大幅に増加し、就業者数や施術所数の増加という施術提供者の供給過剰の状況を引き起こしている。さらに、国民医療費の増大による財政圧迫の懸念から、施術所の収入の中心である療養費が抑制される傾向が強まっており、厳しい経営状況に置かれている施術所が多い。

同社の経営支援は、ITを活用した鍼灸接骨院経営の非効率な部分の改善、規模の拡大、療養費への依存度の低下という3点を主要コンセプトとし、鍼灸接骨院向けの経営支援のメニューを増やしてきた。なお、同社は「ほねつぎチェーン」というブランドで鍼灸接骨院のフランチャイズチェーンを運営しているが、それも支援メニューの1つとして位置づけられている。

◆ 単一事業だが売上高は6つの支援内容に分類される

同社は、鍼灸接骨院支援事業の単一事業セグメントとしているが、顧客へ提供する支援内容により、売上高は6つに分類されている(図表1)。15/12期においては全体の売上高の41%をフランチャイズチェーン運営の「ほねつぎチェーン」が、30%を機材、消耗品販売が占めている。

注1) 施術所

正式な表現ではないが、読みやすさを重視して、当レポート内では、鍼灸接骨院と同じ意味で用いている。

【 図表 1 】 支援内容別売上高

(単位：百万円)

支援内容	説明	14/12期	15/12期		
				前期比	構成比
1. アトラ請求サービス	鍼灸接骨院の療養費請求代行サービス 15年には療養費早期現金化サービスも開始	232	287	23.6%	11.2%
2. HONEY-STYLE	鍼灸接骨院の口コミ・予約システムの運営	233	264	13.6%	10.3%
3. 機材、消耗品販売	鍼灸接骨院への機材や消耗品の販売	265	776	192.3%	30.3%
4. ほねつぎチェーン	「ほねつぎチェーン」のフランチャイズ運営	509	1,051	106.4%	41.0%
5. 鍼灸接骨院経営コンサルティング	鍼灸接骨院に対する経営コンサルティング	147	113	-23.0%	4.4%
6. 介護支援、その他	「ほねつぎ介護デイサービス」のフランチャイズ運営	101	70	-30.6%	2.8%
合計		1,490	2,564	72.1%	100.0%

(出所) アトラ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 医療業界とリラクゼーション業界の狭間の鍼灸接骨院業界

鍼灸接骨院は、医療類似行為のうち、法定行為4種として認められ、国家資格制度が確立している「柔道整復師」、「はり師」、「きゅう師」、「あん摩・マッサージ・指圧師」によって施術が行われる施術所である。医業は医師の独占業務とされているが、歴史的な経緯もあり、一部の施術行為が、これらの4種に認められている。

国家資格ではあるが、法定行為4種でも、医療に比べると制約がとても多い。柔道整復師を例にとると、対応できる症状が骨折や脱臼に限られる上、レントゲン検査や手術を行うことは認められていない(そのため、レントゲン検査が必要な場合は病院に行くように言われる)。また、医師の同意がなければ、骨折や脱臼についての療養費が認められない。そのため、医療(特に整形外科)の補助的な役割に過ぎないと見られることもある。

一方、整体やカイロプラクティックのようなリラクゼーション業界との境界は曖昧であり、市場を取り合う競争関係にある。本来、業として、人体を「触る・なでる・揉む・叩く・擦る・押す」という行為を行うことは、医師とあん摩マッサージ指圧師にのみ認められている。ところが、整体やカイロプラクティックのような、そもそも法律の範疇にない行為に関しては、厚生労働省の管轄下に入らない。「人体に有害のおそれのないものは、禁忌・処罰の対象にならない」という最高裁判決もあり、リラクゼーション業界は、法律が整備されていない中で、なし崩し的に行われているのが実情である。

以上のように、鍼灸接骨院業界は、医療業界とリラクゼーション業界との間の狭間に置かれた、制約の多い業界である(図表2)。

【 図表 2 】 鍼灸接骨院業界の立ち位置

法的な扱い	行為	施術者	資格	法律	費用	説明
医業	医療 (整形外科)	医師	国家資格	医師法	医療費	医療行為全般(レントゲン検査、手術、投薬など)
医業類似行為 (法定行為)	接骨(整骨)	柔道整復師	国家資格	柔道整復師法	療養費 *骨折・脱臼は医師の同意が必要	柔術に含まれる「活法」の技術の応用 骨折、脱臼、打撲、捻挫、挫傷等の損傷に対し整復・固定などを行う 手術をしない(非観血的療法) レントゲン検査はできない 業務として骨折、脱臼、捻挫等を扱えるのは、医師と柔道整復師のみ
	はり	はり師		あはき法	療養費 *鍼灸は医師の同意書が必要	身体に鍼(はり)を用いた刺激を与え、疾病への治療的介入や健康増進を目指す技術 一般には疼痛病変(腰痛、頸部痛、膝痛など)への対応が主体 もぐさを皮膚上で燃焼させることで刺激を与え、疾病への治療的介入を行う技術
	きゅう あん摩・ マッサージ・ 指圧	きゅう師 あん摩 マッサージ指圧師			療養費	「触る・なでる・揉む・叩く・擦る・押す」ことで、人体の変調を改善する技術
医業類似行為	整体	整体師	民間資格 無資格	なし	自費のみ	骨格の矯正(主に脊椎)を目的とした手技療法 法的根拠がない 「有害のおそれのないものは禁忌・処罰の対象にならない」という最高裁判決のみ
	カイロ プラクティック	カイロプラクター				手技により脊椎を調整することで、神経の回復を図ることを目的とする民間療法 法的根拠がない 「有害のおそれのないものは禁忌・処罰の対象にならない」という最高裁判決のみ

(注)「あはき法」の正式名称は、「あん摩マッサージ指圧師、はり師、きゅう師等に関する法律」

(出所) 日本柔道整復師会、国民のための鍼灸医療推進機構のウェブサイトをもとに、証券リサーチセンター作成

◆ 鍼灸接骨院を取り巻く経営環境は厳しい

業界環境・競合の項で具体的なデータを提示するが、鍼灸接骨院業界は、00年の規制緩和により養成機関や専門学校の数が増加し、国家試験の合格者数が増加した。その結果、就業者数や施術所数が増加して施術提供者の供給が増加する一方、国民医療費の増大による財政圧迫の懸念から療養費が抑制される傾向にあり、療養費収入に依存する経営は厳しくなっている。

◆ 鍼灸接骨院の経営支援のメニューを取りそろえているのが特徴

同社は鍼灸接骨院の経営に関する支援を行う企業である。同社の支援内容は、鍼灸接骨院を取り巻く3つの経営課題を解決することを目的に作られてきた。

1. 鍼灸接骨院の業務に非効率な部分が多く残っている
2. 小規模経営では厳しく、規模拡大を意識した展開が必要である
3. 健全な経営には過度な療養費収入依存からの脱却が必要である

このうち、3の過度な療養費収入に頼らない経営は、鍼灸接骨院の売上構成のうち、予防に関する自費施術によるものを増やすという方針につながることであり、同社の経営支援サービスの特徴となっている。

個別の支援内容は後述するが、ITシステムを提供するIT支援と、実店舗に対する支援に大別される。

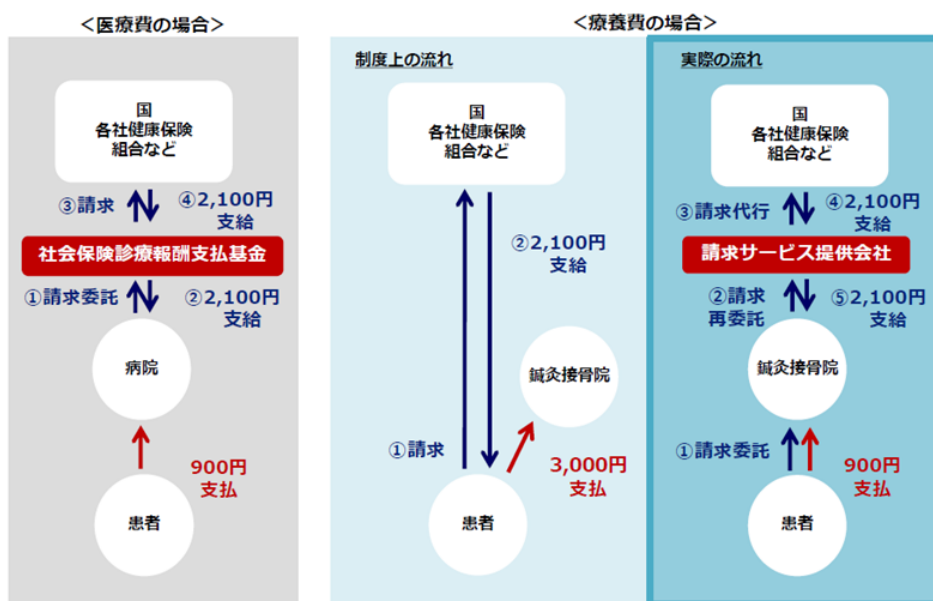
◆ IT支援の基盤となっているA-COMS(院内管理システム)

同社のIT支援のメニューのラインナップは、「A-COMS」と呼ばれる院内管理システムを基盤に取りそろえられている。

鍼灸接骨院の業務のうち、実際に患者に施術を行う以外では、療養費に関する業務が最も重要である。療養費が収入の柱となっている施術所にとっては、療養費が支払われないと死活問題となる。申請手続きは面倒で、かつ、不正受給防止のために、患者数や実施した施術内容を細かく記録に残さねばならず、業務負担は大きいものとなっている。

療養費とは、保険が適用できる一部の施術に関するものである。制度の上では、患者は施術所(図表3の鍼灸接骨院)に対して費用の全額を支払い、その後に各自で保険請求をしなくてはならない。一方、医療費の場合、自己負担分のみを病院に支払うことで患者が行う手続きが完結する仕組みが存在している。そのため、患者の手続きの負担を減らすという名目で、施術所に請求を委託する方式がとられている(図表3)。

【図表3】療養費の請求プロセス(3,000円の費用が発生するケース)



(出所) アトラ決算説明会資料

実務上は、患者から請求委託を受けた施術所は、請求サービス提供会社に請求を再委託し、療養費の支払いを受ける。請求再委託のためには、施術をした患者の情報や施術内容を細かく管理しなくてはならない。

A-COMS の機能のうち、療養費の請求プロセスに関連する部分を A-COMS Basic (A-COMS 簡易版) として提供している。具体的には、不正請求を防ぐレセプト作成や、リアルタイムでの施術記録および情報共有といった機能が含まれる。

◆ 支援内容 1：アトラ請求サービス

同社は、上述の療養費請求プロセスにある請求サービス提供会社のひとつであり、療養費請求代行サービスを行っている。

療養費請求代行サービスだけであれば、他社の請求ソフトを利用することもできる。しかし、同社が提供する A-COMS Basic を使うと、データの入出力や管理の面での利便性が増し、事務負担が軽減する。A-COMS Basic を導入した上で療養費請求代行を行うサービスが、アトラ請求サービスである。

注2) ASP
Application Service Provider
(アプリケーションサービスプロバイダー)の略。
アプリケーションソフト等のサービスまたは機能を、インターネット経由で提供する事業者、またはそのサービスを指す。

アトラ請求サービスは、ASP ^{注2}の形態で提供される。そのため、ソフトウェアの導入を必要としない。請求をあげる施術者ごとに発行されるセキュリティキーの費用(5万円で1回のみ課金)だけでサービスを開始できる。年会費や ASP の月額使用料は無料で、施術費に対し、柔術整復は1.5%、鍼灸やあん摩は2.0%が手数料として徴収される(それ以外に月額データのデータ保管料(月0.5万円)や申請書費用がかかる)。

負担感の低い手数料ということもあり、アトラ請求サービスを利用する会員数は、10/12 期末以降、年平均 44.2%増のペースで増加してきた。直近の 15/12 期末も前期末比 29.5%増となった(図表 4)。

【図表 4】アトラ請求サービス(A-COMS Basic) 会員数の推移

(単位：会員)

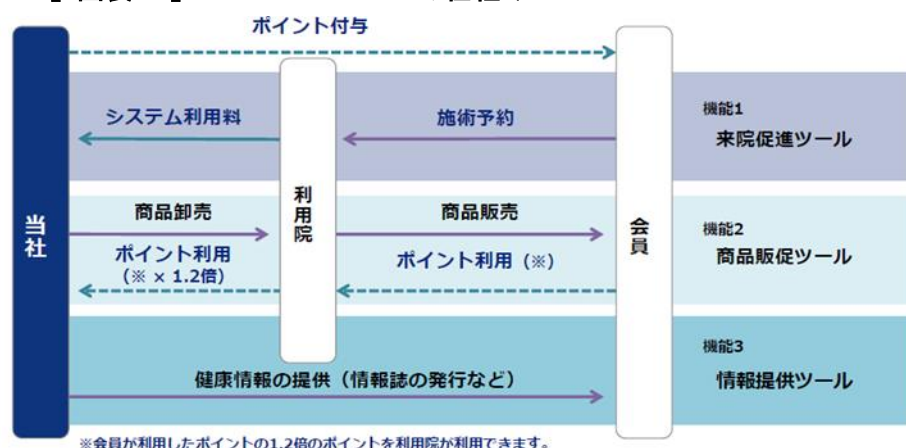
	10/12期末	11/12期末	12/12期末	13/12期末	14/12期末	15/12期末	年平均増加率
会員数	272	484	745	1,049	1,309	1,695	44.2%
前期末比	—	77.9%	53.9%	40.8%	24.8%	29.5%	—

(出所) アトラ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 支援内容 2 : HONEY-STYLE

A-COMS が施術所の経営管理のためのシステムであるのに対し、HONEY-STYLE は、施術所と患者をつなぐシステムである。いわば、マーケティングシステムであり、メディアである。HONEY-STYLE には、来院促進ツール、商品販促ツール、情報提供ツールの3つの機能があるが、中心となるのは、来院促進のためのロコミ・予約システムである(図表5)。

【図表5】 HONEY-STYLE の仕組み



(出所) アトラ決算説明会資料

患者(図表5の会員)が予約をした上で HONEY-STYLE の利用院で施術を受けると、患者にポイントが付与される。そのポイントは、利用院で販売されている健康関連商品の購入に使うことができる。また、利用院は患者が使ったポイントの1.2倍のポイントを付与され、同社からの商品仕入に充てることができる。

ポイント付与の仕組みにより、患者に対しては、予約システムの利用を促す効果がある。一方、利用院にとっては、患者の集客という直接的な効果のほか、商品販売の利益率向上につながるという効果もある。患者がポイントを使うほど利用院にポイントが付与される仕組みになっているためである。このことは、療養費への依存度合いを下げ、院の経営改善に資することとなる。

HONEY-STYLE も A-COMS と同様、ASP の形態で提供される。導入費は30万円、システム利用料・管理料が月額1.2万円、サーバー利用料が年額0.9万円である(合計で利用料は年15.3万円かかる)。なお、アトラ請求サービス(A-COMS Basic)を使わなくても、HONEY-STYLE を使うことは可能である。

業界初のモバイル対応の予約システムを導入したことや、女性の患者を集客することを意識した作りになっていることで、HONEY-STYLEの利用院は、10/12期以降、年平均45.0%増のペースで増加してきた。直近の15/12期末は前期末比12.3%増となった(図表6)。また、15/12期末時点でHONEY-STYLEを利用する会員数(患者数)は21.7万人となっている。

【図表6】 HONEY-STYLE 利用院数および会員数の推移

	10/12期末	11/12期末	12/12期末	13/12期末	14/12期末	15/12期末	年平均増加率
利用院数 院	74	129	210	326	422	474	45.0%
前期末比 %	—	74.3%	62.8%	55.2%	29.4%	12.3%	—
会員数 会員	—	—	—	—	169,091	217,049	—
前期末比増減数 会員	—	—	—	—	—	47,958	—

(出所) アトラ有価証券報告書および決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

HONEY-STYLE は予約機能やポイントシステムに限らない。HONEY-STYLE を利用する際、患者は自分の情報を登録する。そのため、登録された情報をもとに、メールマガジン等のウェブ経由での情報発信を行うことができる。あわせて、定期的な情報誌の発行も行っており、オンライン・オフライン併用のメディアとしての機能も持つようになっている。

メディアという観点でHONEY-STYLEの支援内容には、「ほねつぎアカデミー」というポータルサイトの運営が含まれる。こちらは、患者というよりも、鍼灸接骨院に対する情報発信に使われている。サイトだけではなく、鍼灸接骨院経営者を対象としたセミナーも開催しており、同社と鍼灸接骨院との間のコミュニケーション深耕のメディアとなっている。

◆ 支援内容3：機材、消耗品販売

施術に必要な消耗品や機材を、フランチャイズ加盟院をはじめとする鍼灸接骨院に対して販売するほか、HONEY-STYLE を通じて行っているECの商材をHONEY-STYLE利用院に販売している。そのため、フランチャイズ加盟院やHONEY-STYLE利用院の増加は、同社の機材、消耗品販売の増加につながる。

同社は、機材の品揃えの強化を積極的に進めている。同社が提唱する療養費に過度に依存しない経営のために、自費施術のメニューの増加が必要なためである。

15/12 期においては、インターリハ（東京都北区）が取り扱うリハビリテーション機材の「レッドコード」、エクスケア・ジャパン（東京都千代田区）およびリッコー（東京都品川区）が特許を有する「複合高周波 EMS エクスケア PROIII」などの販売を開始した。これらの展開の際には、鍼灸接骨院業界やリラクゼーション業界、介護業界における独占販売契約を締結する方法をとることが多い。

◆ 支援内容 4：ほねつぎチェーン（フランチャイズ）

現在注力しているほねつぎチェーンは、同社が持つ支援メニューをパッケージ化したものと捉えると理解しやすい。

ただし、施術者の独立開業を支援するものではない。ほねつぎチェーンは、施術する技術や免許がなくても鍼灸接骨院の経営ができるようにするフランチャイズシステムであり、他業種からの参入を促すものとして位置づけられている。

一般的な鍼灸接骨院は施術者と経営者が一致していることが多いが、同社の仕組みは、経営と施術を分離したところに特徴がある。このことは、他業界から資金が流入し、「ほねつぎ」ブランド全体の規模拡大につながる。

一般的な鍼灸接骨院の患者が中・高齢層中心であるのに対し、同社のメインターゲットは健康意識が高い 30～40 歳代の女性としている。そのため、一般的な鍼灸接骨院と比べ、単に大規模化しているだけでなく、鍼灸接骨院の設備や空間作りが、女性を意識したものとなっている（図表 7）。

【 図表 7 】 ほねつぎブランドと一般的な鍼灸接骨院との違い

	ほねつぎブランド	一般的な鍼灸接骨院
経営スタイル	法人形態	個人形態
オーナー	フランチャイズ加盟社	個人（施術者本人）
施術者	有資格者を雇用	経営者本人
メインターゲット	健康意識が高い30～40歳代の女性	中・高齢者層
規模	50坪以上 +12台以上の駐車スペース	10～20坪 駐車スペースなし
ベッド数	8台程度	多くて3台程度
施術者の人数	3名以上（うち1名が院長）	1～2名
商圈	車で10分圏内	自宅から徒歩圏
立地	ロードサイド・1階立地	住宅地や商店街等・1階に限らず
その他の特徴	独立した院長室を設置 女性を意識（キッズスペースなど）	—

(出所) アトラ有価証券報告書、決算説明会資料およびアトラ「ほねつぎ加盟募集案内」より
証券リサーチセンター作成

ほねつぎチェーンの標準的なモデル(50坪、ベッド数9台(特殊ベッド1台含む)、院長室1部屋)の場合、加盟院側にかかる初期投資は4,800~6,000万円程度となる。このうち、同社に対しては、2,800万円が支払われることになる。同社は、契約からオープンまでの約6カ月の間に、納品時、開設時、オープン時の3回に分けて、売上高として計上する(図表8)。

郊外型ロードサイドの店舗の平均に基づき算出された収益モデルによると、オープン1年後と3年後との比較では、売上高は1.55倍、営業利益は2.55倍となる。また、営業利益率は、オープン1年後の16.4%に対し、オープン3年後には27.0%まで上昇する。施術者の人数を増やして売上高が増えていくことのほか、自費施術や物販売上高の構成比が30%台を維持していることが、固定費負担の軽減を通じて利益率上昇に貢献しているものと考えられる(図表9)。

同社に対しては、ランニング費用として、ロイヤリティ10万円とシステム利用料7.8万円が毎月支払われる。加盟院の売上高に対して大きな負担にはならない水準であろう。

【図表8】 ほねつぎブランドの初期投資モデル

(単位:万円)

初期投資		内訳	金額
本部への支払い	工事完了引き渡し・ 設備備品納品完了時 (納品時)	設備・器具・備品等	1,900
		システム関連 (A-COMS、Honey-Style)	
	開設届提出時 (開設時)	加盟金	300
	オープン時	初期研修費	360
		開業支援	120
広告・ツール		120	
本部への支払いの小計			2,800
本部への支払い 以外	-	物件取得費	250~400
		内装費用	1,000~1,500
		人材募集費 教育期間の人員費	350~500
		運転資金	400~800
		本部への支払い以外の小計	
合計			4,800~6,000

(出所) アトラ決算説明会資料およびアトラ「ほねつぎ加盟募集案内」より証券リサーチセンター作成

【 図表 9 】 ほねつぎブランドの加盟院の収益モデル

	オープンから1年経過		オープンから2年経過		オープンから3年経過	
		売上高構成比		売上高構成比		売上高構成比
売上高	100.0	100.0%	128.0	100.0%	155.0	100.0%
前年比	—	—	28.0%	—	21.1%	—
療養費	53.0	53.0%	67.0	52.3%	85.0	54.8%
自賠責保険	12.0	12.0%	20.0	15.6%	22.0	14.2%
自費施術・物販売上	36.0	35.0%	41.0	32.0%	48.0	31.0%
売上原価	1.1	1.1%	1.4	1.1%	2.3	1.5%
商品仕入原価	1.1	1.1%	1.4	1.1%	2.3	1.5%
売上総利益	98.9	98.9%	126.6	98.9%	152.7	98.5%
販売管理費	82.6	82.6%	96.3	75.2%	110.8	71.5%
人件費	40.9	40.9%	54.7	42.7%	68.8	44.4%
家賃	13.0	13.0%	12.1	9.5%	12.0	7.7%
減価償却費	10.3	10.3%	10.4	8.1%	10.3	6.6%
ロイヤリティ	3.0	3.0%	3.0	2.3%	3.0	1.9%
システム利用料	2.7	2.7%	2.7	2.1%	2.7	1.7%
保険請求代行手数料	0.9	0.9%	1.0	0.8%	1.3	0.8%
その他諸経費	11.8	11.8%	12.4	9.7%	12.7	8.2%
加盟院ベース営業利益	16.4	16.4%	30.3	23.7%	41.9	27.0%
前年比	—	—	84.8%	—	38.3%	—
院長＋施術者	3名		5名		7名	
受付	2名		2名		2名	

(注) 元のデータは15年7～12月の郊外型ロードサイドの標準モデルの加盟院の損益データから条件ごとに算出された平均数値
 施術者を年2名ずつ増やしていくものとしている
 同社のウェブサイトの実金額の数字をもとに、オープン1年目の加盟院の売上高を100として、売上高と費用、利益
 の推移を証券リサーチセンターでモデル化した
 (出所)アトラ「ほねつぎ鍼灸接骨院チェーン」ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

同社のほねつぎチェーンは、他業種からの参入を促すパッケージとして位置づけられており、毎年加盟院の数を伸ばしている。15/12 期末時点の加盟院は、東北から九州・沖縄までの全国に 67 院となった(図表 10)。

【 図表 10 】 ほねつぎブランド加盟院数推移

(単位: 院)

	10/12期末	11/12期末	12/12期末	13/12期末	14/12期末	15/12期末
加盟院数	3	13	16	29	46	67
北海道	—	—	—	—	0	0
東北	—	—	—	—	3	3
関東	—	—	—	—	17	21
北陸	—	—	—	—	3	3
中部	—	—	—	—	5	11
近畿	—	—	—	—	2	3
中国	—	—	—	—	8	10
四国	—	—	—	—	1	3
九州・沖縄	—	—	—	—	7	13

(出所)アトラ決算説明会資料

◆ 支援内容 5 : 鍼灸接骨院経営コンサルティング

同社は前身となる会社(トライニン)が直営で約50の鍼灸接骨院を展開していたが、09年にフランチャイズ展開の方針を切り替えた(詳細は後述)。運営していた直営院は順次売却していったが、売却後の施術所に対して、個別に経営相談を行ってきた。それがコンサルティングの中心となっている。

今後は、ほねつぎチェーンの拡大のために経営資源を振り向けるため、新規の案件の獲得を行わず、縮小していく方向にある。

◆ 支援内容 6 : 介護支援

同社の前身の有限会社権左エ門の時代以来、株式会社さくら介護グループから、介護事業フランチャイズチェーンの開設・運営支援事業を受託していた。そこで得られた介護業界に関するノウハウと、鍼灸接骨院業界でのノウハウを融合して開発されたのが、ほねつぎ介護デイサービスという、デイサービス^{注3}のフランチャイズシステムである。

ほねつぎ介護デイサービスの最大の特徴は、柔道整復師による機能訓練が提供できることにある。従来の「機能訓練特化型」のデイサービスでは要支援1~2、要介護1までの利用者の受け入れがほとんどだったのに対し、ほねつぎ介護デイサービスでは、独自の静的機能訓練のプログラムにより、要介護4~5の利用者の受け入れも可能となっている。

ほねつぎ介護デイサービスの加盟店は、15/12期末で7店となっている。次第に体制が整ってきたこともあり、同社は、今後、ほねつぎチェーンの加盟院に対しデイサービスの併設を提案していく。併設とすることで人材募集を一括して行えるほか、鍼灸接骨院の患者が要介護状態になった後に、介護デイサービスの利用を促すことができるなど、シナジーを追求することができるためである。

注3) デイサービス

通所介護とも呼ばれる。

介護サービスのうち、日帰りで施設に通い、食事や入浴など日常生活上の介護や機能訓練等を受けることのできるサービスのことをいう。

> 業界環境と競合

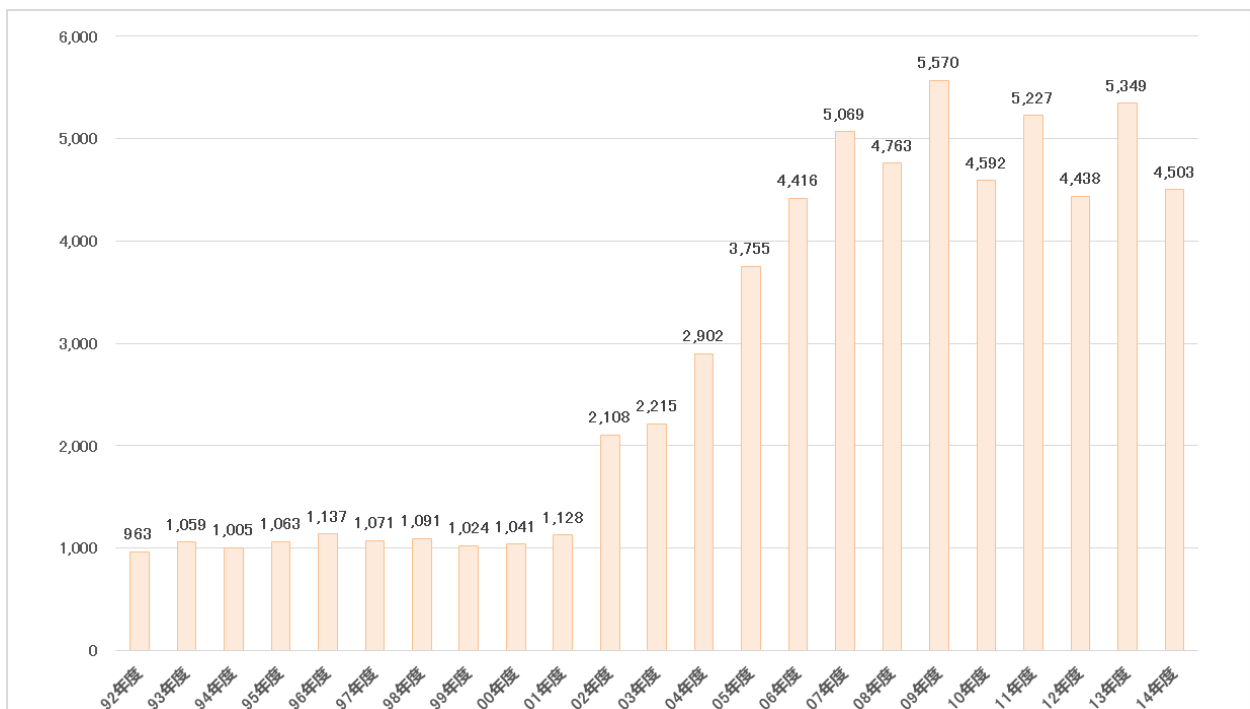
◆ 規制緩和による養成施設の増加で合格者数が増加

従来、あはき法の準用により、柔道整復師や鍼灸師の養成施設の新規開設が制限されてきたが、00年以降の規制緩和によって、他分野の専門学校や異業態からの参入により養成施設の新規開設が相次いだ。

その結果、法定行為4種のうち、あん摩マッサージ指圧師以外は、02年度以降、毎年の合格者数が急増した(図表11、図表12)。その結果、就業者数と施術所数の増加をもたらし、業界全体として鍼灸接骨院の経営を圧迫する要因の1つとなっている(図表13)。

【図表11】 柔道整復師の合格者の推移

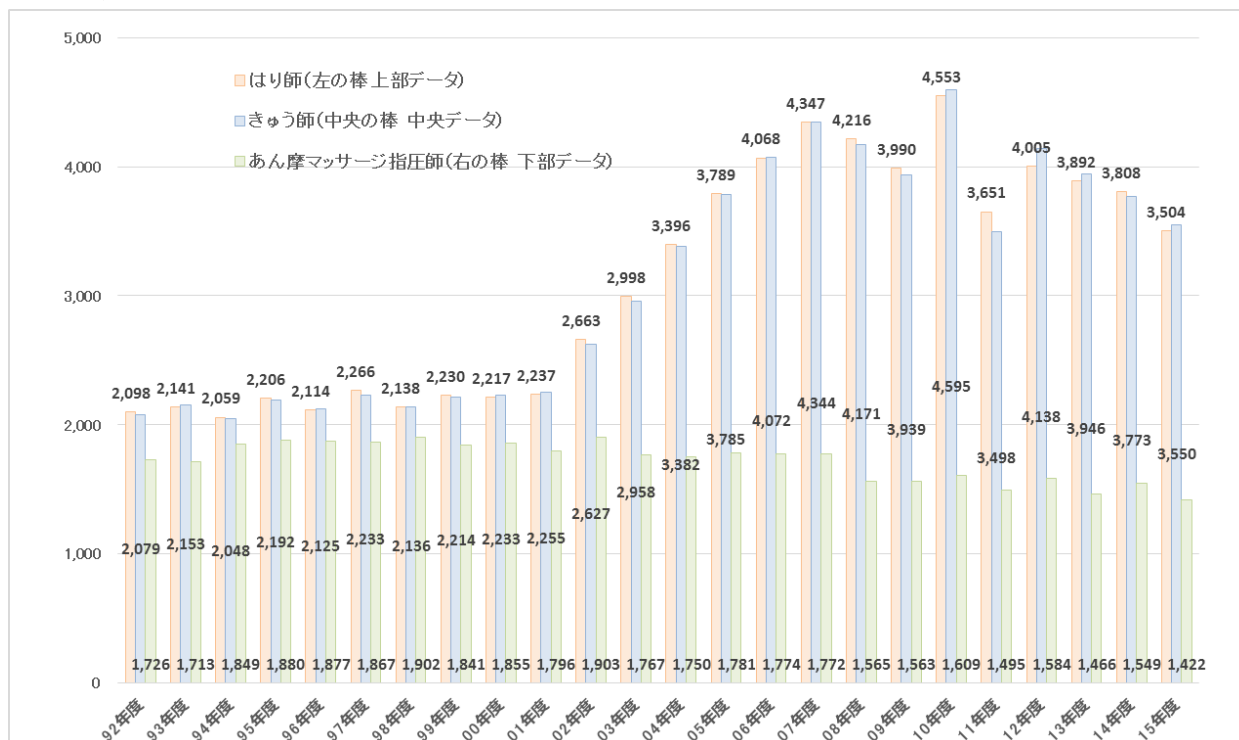
(単位：人)



(出所) 公益財団法人柔道整復研修試験財団資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 はり師・きゅう師・あん摩マッサージ指圧師の合格者の推移

(単位：人)



(出所) 公益財団法人東洋療法研修試験財団資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 13 】 就業者数と施術所数の推移

	04年	06年	08年	10年	12年	14年	年換算増加率 (04年→14年)
就業者数 (人)							
柔道整復師	35,077	38,693	43,946	50,428	58,573	63,873	6.2%
はり師	76,643	81,361	86,208	92,421	100,881	108,537	3.5%
きゅう師	75,100	79,932	84,629	90,664	99,118	106,642	3.6%
あん摩マッサージ指圧師	98,148	101,039	101,913	104,663	109,309	113,215	1.4%
施術所数 (カ所)							
柔道整復の施術所	27,771	30,787	34,839	37,997	42,431	45,572	5.1%
あん摩マッサージ指圧を行う施術所	20,532	21,822	21,092	19,983	19,880	19,271	-0.6%
はり、きゅうを行う施術所	14,993	17,794	19,451	21,065	23,145	25,445	5.4%
あん摩マッサージ指圧、および はり、きゅうを行う施術所	33,601	34,517	35,808	36,251	37,185	37,682	1.2%
その他の施術所	3,187	3,219	2,892	2,693	3,103	2,862	-1.1%
1施術所あたり就業者数 (人)							
柔道整復師	1.26	1.26	1.26	1.33	1.38	1.40	-

(注) 10年は東日本大震災の影響により、宮城県が含まれていない

(出所) 厚生労働省「平成26年衛生行政報告例(就業医療関係者)の概況」より証券リサーチセンター作成

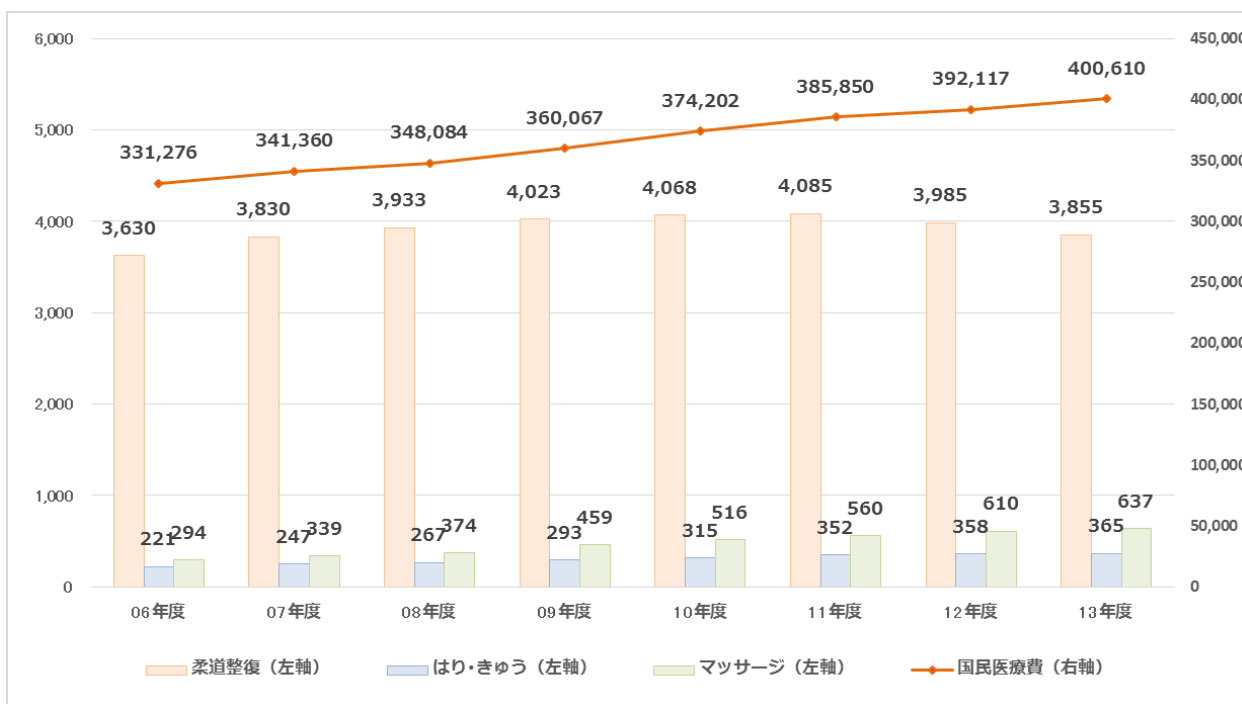
◆ 療養費の推移

厚生労働省の「柔道整復、はり・きゅう、マッサージに係る療養費の推移(推計)」によると、柔道整復の療養費は11年度をピークに減少に転じ、はり・きゅうもほぼ頭打ちの状況にあることが読み取れる。唯一、マッサージのみが増加を続けている状況である(図表14)。

伸び率の推移を見ると、柔道整復とはり・きゅうの療養費の伸びは既に国民医療費の伸びを下回っており、国民医療費の伸びを大きく上回っていたマッサージの伸びも、その差を急速に縮めている(図表15)。このことは、療養費収入に依存する施術所の経営を圧迫する要因となる。

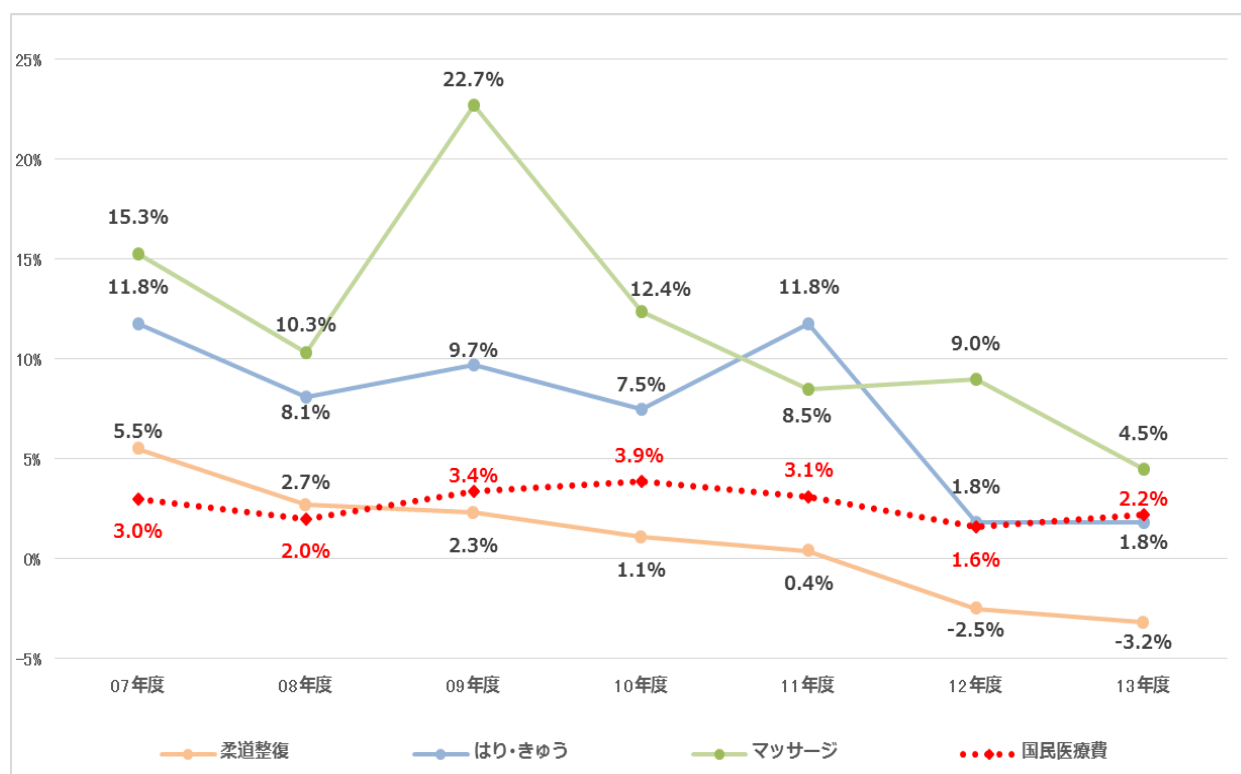
【図表14】療養費と国民医療費の推移

(単位: 億円)



(出所) 厚生労働省「柔道整復、はり・きゅう、マッサージに係る療養費の推移(推計)」より証券リサーチセンター作成

【 図表 15 】 療養費と国民医療費の前年度比の推移



(出所) 厚生労働省「柔道整復、はり・きゅう、マッサージに係る療養費の推移(推計)」より証券リサーチセンター作成

◆ リラクゼーション業界

注4) ボディケア

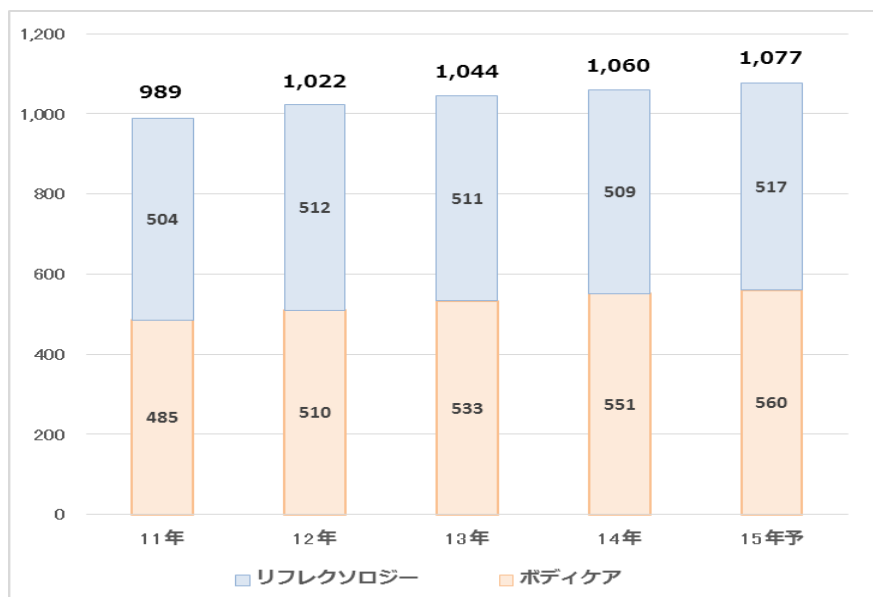
矢野経済研究所では、「人間の体に触れ、働きかけ、あるいは反射によって働きかけることによって、癒しを与えたり、ストレスを解消したりするなどを目的とするサービス」と定義している。

注5) リフレクソロジー

矢野経済研究所では、「足裏にある特定のゾーン(反射区)を刺激することにより、血行を促進し、身体の新陳代謝を活発にさせることで健康増進や頭痛・肩こり・腰痛などの身体の不調を解消する施術療法」と定義している。

矢野経済研究所の「ボディケア・リフレクソロジー市場に関する調査結果 2015」によれば、鍼灸接骨院の施術に似た隣接業界であるボディケア注4とリフレクソロジー注5を合計した市場は、12年以降、1,000億円を超過する規模となっている(図表16)。ただし、14年までの3年間の年平均成長率は2.3%、14年の前年比成長率は1.5%と、市場の伸び率は鈍化傾向にあり、価格競争の激化や、中小規模の事業所の淘汰が進む背景となっている。

【 図表 16 】 ボディケア・リフレクソロジー市場規模推移 (単位: 億円)



(注) 鍼灸、指圧、マッサージ、柔道整復などの国家資格を有して行う治療・施術を除く

(注) 15年は予測値

(出所) 矢野経済研究所「ボディケア・リフレクソロジー市場に関する調査結果 2015」

◆ 競合

鍼灸接骨院業界は個人で経営しているところが多く、共通ブランドでチェーン展開をしている企業は多くない。ほねつぎチェーンの競合先となりうるところとしては、関東を中心に、「げんき堂」のブランドで全国に87店(16年4月時点)を展開している株式会社 GENKIDO を傘下に持つ OMG ホールディングス(東京都千代田区)が挙げられる。

また、アトラ請求サービスは A-COMS Basic を ASP で提供して療養費請求代行を行うサービスだが、似たような形態として、接骨院専用レセプトシステム(請求のためのデータをまとめ書類を作成するシステム)がある。この分野では、WJS(大阪府大阪市)の「れ・セボーンプラス」、ミニッツシステム開発(東京都豊島区)の「メディカルク」、メディカルシステム(石川県金沢市)の「レセプトン」などが挙げられる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ~ 株式会社トライニンへの経営参画と前身になる有限会社権左工門の設立

代表取締役の久世博之氏は、柔道整復師・鍼師・灸師の有資格者であり、八幡屋整骨院に勤務していた。03年に、数人とともに、各自が経営していた院を統合する形で株式会社トライニン(以下、トライニン)が設立され、久世氏はトライニンの取締役として経営に携わることとなった。

トライニンは、直営展開による鍼灸接骨院の多店舗経営を志向していた。その過程で発生する院の運営に関する業務は当初、外部の代行サービス業者に委託していたが、それを内製化し、さらには、他の院の業務を請け負うようになった。こうした院の業務に関係するサービスの確立を担当していたのが、久世氏であった。

トライニンはあくまで鍼灸接骨院の直営展開を行う企業であった。そのため、主に鍼灸接骨院の開業支援に関する事業を展開するために、久世氏は05年に有限会社権左エ門（以下、権左エ門）を設立した。この権左エ門が、同社の前身となる。

◆ 沿革2 ～ 株式会社化

権左エ門は開業支援のコンサルティングのほか、メーカーから直接仕入れた機材の販売を業務としていた。設立と同じ05年には、株式会社さくら介護グループから、近畿地域における介護事業フランチャイズチェーンの開設・運営支援事業を受託した。これは、接骨院の患者の高齢化を見込み、介護事業をパッケージ化して、接骨院とともに介護事業を展開する人を支援するサービスとして確立したものである。

翌06年、権左エ門は株式会社に組織変更し、現在のアトラ株式会社となった。

◆ 沿革3 ～ 株式会社トライニンを吸収合併

その後、トライニンの代表が退任するのを機に、同社は09年にトライニンを吸収合併した。これにより、鍼灸接骨院の経営を支援する体制が整ったと言える。

当時、トライニンは約50院を直営で運営していたが、合併を機に、直営展開からフランチャイズ展開へ方針を転換した。ちょうどこの頃、業界では施術所数と有資格者の増加を背景とした施術提供者の供給増の傾向が顕著になっており、鍼灸接骨院のブランドチェーン化の動きを見込んだためである。そのため、直営院は順次売却していくとともに、「ほねつぎチェーン」のフランチャイズ展開を図ることとなった。翌10年には、「ほねつぎチェーン」1号店が大阪市平野区に開設された。

また、同社の事業のベースとなっている業務支援システム「A-COMS」は、合併後の09年より開発が始まり、翌10年に運営が開始された。このシステムの稼働により、FC店舗のオペレーションの効率化が進んだほか、アトラ請求サービスの展開へとつながっていった。

ほかに、現在の「ほねつぎアカデミー」に繋がる「ほねつぎ大学」の運営開始（09年）、鍼灸接骨院のロコミ・予約システムである

「HONEY-STYLE」の運営開始(10年)、「ほねつぎ介護デイサービス」チェーン1号店開設(12年)と続き、鍼灸接骨院に対する支援のラインナップを充実させてきた。

◆ 経営理念

同社の企業理念は「世界中の人を健康にしたい」である。その企業理念を実現するために、「挑戦し続ける」、「社員で気づく築く」、「忠実な評価」の3点を経営理念として掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と15/12期の有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表17の通りである。

15年12月末時点で、代表取締役社長の久世博之氏の資産管理法人である一般社団法人みどり会が筆頭株主で47.5%を保有する。第3位の久世博之氏本人と合わせると、52.8%の保有となる。その後は、取締役の保有が続く。社長を除く取締役の保有は、4名で9.1%となる。なお、14年12月の上場直前の時点での株式保有は、一般社団法人みどり会と社長を含む取締役のみであった。

【 図表 17 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			15年12月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	株数(株)	割合	順位	
一般社団法人みどり会	1,335,000	70.3%	1	3,705,000	47.5%	1	久世社長が代表理事を務める資産管理を目的とした法人
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.0%	-	522,100	6.7%	2	
久世博之	245,000	12.9%	2	414,000	5.3%	3	代表取締役社長
片田徹	120,000	6.3%	3	310,000	4.0%	4	取締役
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.0%	-	193,400	2.5%	5	
塩中一成	120,000	6.3%	3	160,000	2.1%	6	取締役
グローバル・タイガー・ファンド4号 投資事業有限責任組合	0	0.0%	-	133,800	1.7%	7	
田中克典	40,000	2.1%	5	120,000	1.5%	8	取締役
柚木孝夫	40,000	2.1%	5	120,000	1.5%	8	取締役
株式会社SBI証券	0	0.0%	-	118,100	1.5%	10	
(大株主上位10名)	1,900,000	100.0%	-	5,796,400	74.3%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	200,000	10.5%	-	851,400	10.9%	-	
発行済株式総数	1,900,000	100.0%	-	7,800,000	100.0%	-	15年8月末に1:3の株式分割

(注) 上場前の株主は6名のため、大株主上位10名の合計は6名分の合計で100.0%となる。

(出所) アトラ有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績については、09/12 期以降の数値が開示されているが、09/12 期～15/12 期まで年平均 41.1% のペースで売上高が拡大してきた。一方、09 年のトライニン吸収合併以降、店舗展開を直営から FC へ切り替える過程で、直営店舗の売却を進めたため、経常利益および当期純利益は、12/12 期まで赤字が続き、13/12 期になって黒字に転換した。翌 14/12 期は、広告ツールの刷新や人員強化といった先行投資の性格を持つ費用が増加したために減益となったが、後述する通り、15/12 期は大幅増益となった。

◆ 15 年 12 月期は大幅増益により過去最高益

15/12 期は、売上高が前期比 72.1% 増の 2,564 百万円、営業利益が同 396.7% 増の 387 百万円、経常利益が同 560.1% 増の 453 百万円、当期純利益が同 873.5% 増の 268 百万円となり、過去最高益となった。

支援内容別には、ほねつぎチェーンと機材、消耗品販売の増収が著しかった。前期比 106.4% 増のほねつぎチェーンは、ほねつぎブランドの加盟院が前期末比 21 院増の 67 院になったことが貢献した。また、同 192.3% 増の機材、消耗品販売は、メーカーとの独占販売契約を締結した機材の販売が好調で、売上高構成比は 14/12 期の 17.8% から 30.3% まで上昇した。全体的な増収のほか、高利益率の機材、消耗品販売の売上高構成比の上昇による売上総利益率の改善も加わり、大幅な営業利益増益につながった。

◆ 東証マザーズ上場時の公募増資により自己資本増強

14 年 12 月の東証マザーズ上場時に第三者割当増資を行った結果、13 年 12 月末に 4.3% だった同社の自己資本比率は、14 年 12 月末には 33.6% まで上昇し、財務の安全性が確保されたと言える。15 年 12 月末には 34.0% まで上昇した。

なお、同社の負債には、療養費請求代行サービスを展開するのに必要な収納代行預り金が含まれている。15/12 期末の負債総額 1,583 百万円の約 35% にあたる 557 百万円が収納代行預り金である。

> 他社との比較

◆ 医療関連業界を対象に IT を用いて経営支援を行う企業と比較

鍼灸接骨院を展開する企業、または鍼灸接骨院向けに IT を用いて支援する上場企業は他には見当たらない。そこで、医療業界およびその周辺業界の事業所を対象に、IT を用いて経営支援サービスを提供する企業と比較した。比較対象企業として、調剤薬局向けに仕入や在庫管理の適正化のためのネットワークを持つメディカルシステムネッ

トワーク(4350 東証一部)、電子カルテや医事会計などの自社開発のソリューションを持つソフトマックス(3671 東証マザーズ)、医療機関向け電子カルテシステムを提供するC Eホールディングス(4320 東証一部)を取り上げた(図表18)。

【図表18】財務指標比較：医療関連業界を対象にITを用いて経営支援サービスを提供する企業

項目	銘柄	コード	アトラ	メディカル システム ネットワーク	ソフトマックス	C E ホールディングス
			6029 直近決算期 15/12期	4350 16/3期	3671 15/12期	4320 15/9期
規模	売上高	百万円	2,564	87,715	3,021	7,393
	経常利益	百万円	453	3,860	104	211
	総資産	百万円	2,398	48,847	4,743	5,341
収益性	自己資本利益率	%	39.5	23.9	3.2	3.2
	総資産経常利益率	%	22.5	8.2	2.2	3.9
	売上高営業利益率	%	15.1	4.3	2.2	1.8
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	49.2	17.0	-7.0	15.1
	経常利益(同上)	%	-	26.4	-28.9	-18.2
	総資産(同上)	%	45.3	16.6	4.7	1.1
安全性	自己資本比率	%	34.0	20.3	34.6	70.2
	流動比率	%	156.9	51.2	247.1	283.8
	固定長期適合率	%	37.5	138.7	55.4	54.3

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出
 (前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)
 アトラの経常利益の成長性の数値がないのは、12/12期の経常利益が赤字のためである
 (出所) アトラ有価証券報告書、各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

ビジネスモデルの違い等により単純な比較は難しいが、それでも、直近期の数値を比較する限りでは、収益性と成長性について同社に優位性があると言えそうである。特に、システム販売が中心のソフトマックスやC Eホールディングスと比べると、ASPでのシステム提供が中心であることと、フランチャイズ展開や物販などの複数の収益の柱を持っている分、収益性の高さが目立つ。

一方、安全性については、特段の優位性がないように見える。これは、同社の負債には、療養費請求代行サービスを展開するのに必要な収納代行預り金が含まれているためだと考えられる。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は経営陣のサービス構築力にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 19 に示した。

同社の知的資本の源泉は、社長をはじめとする経営陣が鍼灸接骨院業界の抱える経営課題を適切に認識し、それを解決するための支援内容をビジネスのレベルに仕立てるサービス構築力という人的資本にある。そして、経営陣主体で構築されサービスとして投入された支援メニューは、関係資本である鍼灸接骨院等の顧客の蓄積へつながるが、その過程でサービスが絶えず改善されていき、更なる顧客の蓄積につながるという好循環が生まれている。

【 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	鍼灸接骨院等	・ほねつぎチェーン加盟院数	67院 (15/12期末) 76院 (16年3月末)	
			・ほねつぎチェーンFC契約社数	開示なし	
		鍼灸接骨院等のユーザー	・アトラ請求サービス会員数	1,695会員 (15/12期末) 1,817会員 (16年3月末)	
			・HONEY-STYLE利用院数	474院 (15/12期末) 481院 (16年3月末)	
	介護事業所	・HONEY-STYLE会員数	217,049名 (15/12期末) (14/12期末比47,958名増) 228,296名 (16年3月末)		
		・ほねつぎ介護 デイサービス加盟店	7店		
	ブランド	・「ほねつぎ」ブランド	・さくら介護 (訪問) 加盟店	開示なし	
			・「ほねつぎ」チェーン加盟院数	67院 (15/12期末) 76院 (16年3月末)	
	ネットワーク	・業務提携	・新築する鍼灸接骨院向けのサービス拡充	アーキテクト・スタジオ・ジャパン	
			・ハンドトリートメント市場へのアプローチ	スリーエスグループジャパン	
・独占販売契約		・リハビリテーション機器	インターリハ		
		・複合高周波EMSエクスカア PROⅢ	エクスカア リッコー		
組織資本	プロセス	・フランチャイズ運営を支える基盤	・ほねつぎチェーン担当の人数	開示なし	
		・システム開発を支える基盤	・ほねつぎチェーン加盟院の増加数	21院 (15/12期) 9院 (16/12期第1四半期)	
			・ほねつぎ介護デイサービス担当の人数	開示なし	
	知的財産 ノウハウ	・特許実施権	・システム担当の人数	開示なし	
		・ソフトウェア	・貸借対照表上の特許実施権	3百万円	
			・貸借対照表上のソフトウェア	41百万円	
人的資本	経営陣	・社長をはじめとする経営陣の認識および知見	・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定	38百万円	
		・インセンティブ	・鍼灸接骨院業界の抱える経営課題に対する認識	・代表取締役社長による保有	414千株 (5.3%) 資産管理法人の一般社団法人みどり会の持分は3,705千株 (47.5%)
			・経営支援内容をビジネスの仕組みとするサービス構築能力	・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	710,000株 (9.1%)
			・ストックオプション (取締役)	624,000株 (8.0%)	
	従業員	・企業風土	・社員取締役は除く	・役員報酬総額 (取締役)	91.8百万円 (6名)
			・従業員数	79名	
			・平均年齢	34.6歳	
		・インセンティブ	・平均勤続年数	2.7年	
			・従業員持株会	あり	
			・ストックオプション	851,400株 (10.9%) *取締役保有分も含む	

KPIの数値は、特に記載がない場合は15/12期または15/12期末のものとする。

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 15/12 期または 15/12 期末のものとする

(出所) アトラ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の企業行動憲章に、「地球環境保全のため、環境に配慮した企業活動を行い、地球環境保全への一層の貢献に努める」とあり、環境に配慮しながら、鍼灸接骨院運営支援のサービス提供を行っていく。

◆ 社会的責任 (Society)

同社の企業理念は「世界中の人を健康にしたい」であり、それを支える企業行動憲章の基本方針の中で、「各国および各地域の文化や慣習を尊重した事業活動を行い、各国および各地域の発展に貢献する」ことを明示している。なお、賄賂と金品の強要を含むあらゆる形態の腐敗の防止に取り組むことを強調している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は9名で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の高田明夫氏は、大阪地方検察庁特別捜査部長、宮崎地方検察庁検事正を歴任した。検事退官後は弁護士登録し、高田明夫法律事務所の所長に就任した。現在は、日本コンベヤ（16年4月よりNCホールディングス 6236 東証一部）の社外監査役、エイチアンドエフ（6163 東証 JQS）の社外監査役との兼任である。

社外取締役の田代克行氏は、NHN Japan（現在の LINE）の取締役、ライブドアの取締役、深紅（NHN Japan の子会社）の代表取締役を経て、現在はバクレゼルヴの取締役 COO、三楽の代表取締役との兼任である。

監査役会は監査役3名（うち2名が社外監査役）で構成されている。内訳は、常勤監査役1名、非常勤監査役2名（ともに社外監査役）である。

常勤監査役の西岡亨氏は、タツタ電線（5809 東証一部）でキャリアを開始した。亀岡公認会計士事務所、ピープル、アイ・ティー電子部品、カサタニ、ショーエイコーポレーション（9385 東証 JQS）を経て、同社に入社し、管理部長を経て、監査役に就任した。

非常勤監査役の岩田潤氏は、青山監査法人（現あらた監査法人）、プライスウォーターハウス税務事務所（現 PwC 税理士法人）で経験を積み、岩田公認会計士事務所を開設した。現在は、岩田公認会計士事務所所長、マルシェ（7524 東証一部）監査役、BTJ 税理士法人代表社員、ディキャピタル代表取締役、ドーン（2303 東証 JQS）取締役との兼任である。

非常勤監査役の奥村佳文氏は、奥村造船工業、今井会計事務所、プライスウォーターハウス税務事務所（現 PwC 税理士法人）を経て、奥村佳文税理士事務所を開設した。現在は、奥村佳文税理士事務所所長、BTJ 税理士法人代表社員との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 業界内で問題視されている療養費不正請求問題への対応

鍼灸接骨院業界において、一部の鍼灸接骨院が行った療養費の不正請求が問題視されている。同社のシステムでは、どの患者が院内のどこで、どのくらいの時間、どのような施術を受けたかまで管理できるようになっており、不正請求は起こりにくい。それでも、不正請求が起きる可能性をさらに低くするための機能を開発、提供していく方針である。

◆ 売上高構成比

15/12 期において、同社の売上高の 41%をほねつぎチェーンが、30%を機材、消耗品販売が占めている。このうち、ほねつぎチェーンは、現在加盟院数が増加する拡大期にあるため、売上高に占める新規の加盟金等の収入の割合が高い。拡大期はもうしばらく続くと考えられるため、すぐに変調をきたすことはないと考えられるが、増加ペースが鈍化した時のことを見越して、支援内容の拡充を進めていく必要がある。

◆ 介護支援のてこ入れ

15/12 期の介護支援の売上高は、前期比 30.6%減であった。15/12 期末の加盟店は 7 店にとどまっており、介護支援のてこ入れが必要となってくる。これに対して同社は、既に介護支援に特化した営業人員を配置しており、新規加盟店開発を進めている。

◆ 鍼灸接骨院での施術に対する理解の浸透

現在の医療業界が西洋医学優先で形成されてきたため、東洋医学をベースとする鍼灸接骨院業界は、民間医療として残ってきたという歴史的経緯がある。それは一般の人々の意識にも影響を与えており、「鍼灸接骨院の存在は知っているが、実際に何をされるどころかよく分からない」と考える人も多い。

これは前述した通り、鍼灸接骨院業界が、医療業界とリラクゼーション業界との狭間に置かれた制約の多い業界であることも影響していると考えられる。同社というよりも業界全体の課題だが、同社の成長で、チェーン化した鍼灸接骨院に接する人々が増えることが、課題解決の一助につながるものと証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

> 今後の事業戦略

◆ ほねつぎブランドの拡大

15/12 期で全体の売上高の 41%を占めるほねつぎチェーンを、さらに拡大していく。15/12 期末時点の加盟院数 67 院に対し、長期的には 1,000 院まで拡大余地があると同社は認識している。そのためには、

加盟したいと考えるオーナーが増えることが必要となる。

そのための施策として、個別の施術院の収益性を上げてフランチャイズの魅力を上げることを引き続き進めていくと同時に、既存オーナーと代理店契約を締結することを通じて、別のオーナーの新規参入機会を創出し、また、既存オーナーの複数院開設も促していく方針である。

◆ 支援メニューの拡大

これまでと同様、同社は A-COMS のシステムをベースに新サービスの開発を続け、支援メニューを増やし、アトラ請求サービスの会員、または HONEY-STYLE の利用院の増加につなげていく意向である。

最も分かりやすい例は、15年に貸金業の免許を取得して開始した療養費早期現金化サービスである。アトラ請求サービスで療養費の請求を代行するサービスを使っても、サービスを受ける鍼灸接骨院にとって、請求から療養費の支給まで3~4カ月かかる。当然、その間の運転資金が必要となり、院の資金繰りを圧迫する要因となる。同社が開始した新サービスは、請求から療養費の支給までの間、当該療養費相当額の全部または一部について融資を行い、資金繰りの支援をするものである。

このような形で、今後も支援内容の充実を図っていく。

◆ 提携先の拡大

療養費への依存度を低くする院経営を提唱し、そのための経営支援メニューの拡大を続ける同社として、院に提供できる機材やサービスのラインナップの拡充が必要である。そのため、今後も、自費施術のプログラムに必要な機材やサービスを持つ提携先を増やしていく方針である。

また、上述の療養費早期現金化サービスの開始により、運転資金の融資の拡大を目指すことになる。施術所の経営情報と資金移動情報を連動させる必要が生じる。そのため、強固なセキュリティ管理下でビッグデータを利活用するための技術を持つUNI(京都府京都市)と資本業務提携を行った(同社がUNIの9.6%の株式を取得)。このように、同社のA-COMSやHONEY-STYLEといったシステムの機能強化のための提携も、必要に応じて実施していくとしている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 20 のようにまとめられる。

【 図表 20 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・鍼灸接骨院業界向けの経営支援メニューの豊富さ、および仕組み構築能力 ・顧客資産の積み上がり (A-COMS、HONEY-STYLE) ・経営支援ツールを内製できるシステム開発力 ・自費施術につながる機材・サービスを発掘する目利き力と導入のノウハウ
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・鍼灸接骨院業界の隣接業界（医療業界やリラクゼーション業界）との業際の曖昧さ ・介護支援の展開の遅さ ・現社長への依存度が高い事業運営
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国民医療費の抑制のために予防の重要性が高まることによる、自費施術市場の拡大 ・ほねつぎチェーンがターゲットとする30~40代女性への利用の浸透 ・鍼灸接骨院業界以外からの参入意欲（フランチャイズ加盟意欲）の高まり ・自費施術につながる機材を持つ提携先の増加 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・厚生労働行政の変化 <ul style="list-style-type: none"> - 療養費の更なる削減方針 - 規制の変化 ・鍼灸接骨院業界内での過当競争の激化 ・国家資格取得者の確保が難しくなる可能性 ・隣接業界（医療業界、リラクゼーション業界）との競合 ・フランチャイズ加盟院が療養費の不正請求問題や施術事故を起こす可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 鍼灸接骨院が抱える経営課題に対する深い理解が自費施術市場という新しい市場を創出した点を評価

売上高の構成から、同社を鍼灸接骨院のフランチャイズチェーンの運営会社と捉える向きがあるが、それでは、一面のみの理解に留まるおそれがある。同社は鍼灸接骨院業界向けに特化した経営支援のサービスを提供する会社であり、フランチャイズチェーンの運営は、あくまでその支援メニューの1つであると考えた方がより本質的である。

経営支援のサービス開発にあたり、鍼灸接骨院が抱える経営課題に対する深い理解が必要不可欠である。その経営課題は、前述の通り、業務の非効率性、小規模、療養費依存の3点に集約されよう。

このうち、業務の非効率性の改善を目指して療養費請求システムを提

供する企業は多い。その多くは、鍼灸接骨院の開業支援も行っている。しかし、療養費依存の経営からの脱却を明確に示し、そのための支援メニューを提供している企業は稀であろう。

同社では、療養費依存からの脱却のための経営支援メニューの提供の一環として、自費施術の割合を増やすための機材の提供を積極的に行っている。その結果、機材、消耗品販売の売上増を通じて業績に寄与している。

また、フランチャイズチェーン運営であるほねつぎチェーンも、健康や予防に関心の高い30~40代の女性という、従来あまり対象とされてこなかった層をメインの対象に据えた。これもまた、自費施術の割合の増加に一役買っている。さらに、施術者と鍼灸接骨院の経営者(オーナー)を分離するというコンセプトを打ち出したことにより、業界外からの参入を促し、加盟院を増やす結果につながっている。

業界全体としては施術提供者の供給過多による過当競争にばかり目が向かいがちである。しかし、機材、消耗品販売とほねつぎチェーンの動向を見ると、同社は自費施術という新しい市場を創出したと理解できる。

◆ 自社施術の市場の需要の可能性と限界が成長余地を考える上での1つの焦点

現在の同社の成長は、自費施術の市場をとりこむ戦略がうまく機能しているためと考えることができる。

14年の厚生労働省の「健康意識に関する調査」によると、「健康のために支出してもよい額」と「健康のために実際に支出している額」の間に、乖離が見られている(図表21)。

【 図表 21 】 健康意識に関する調査

(単位 : %)

調査1. 健康のために支出してもよい額(1カ月あたり) : 年齢層および金額水準別の回答者の割合

	0円	1~999円	1,000~4,999円	5,000~9,999円	10,000円以上
65歳以上	6.6	9.4	42.4	27.3	14.2
40~64歳	11.2	13.5	47.0	18.7	9.5
20~39歳	13.7	21.0	45.0	14.8	5.6
全年齢	10.6	14.5	45.1	20.1	9.8

調査2. 健康のために実際に支出している額(1カ月あたり) : 年齢層および金額水準別の回答者の割合

	0円	1~999円	1,000~4,999円	5,000~9,999円	10,000円以上
65歳以上	17.3	11.1	35.0	20.0	16.6
40~64歳	29.6	15.4	34.1	13.1	7.9
20~39歳	36.0	23.1	27.6	7.4	5.8
全年齢	27.9	16.4	32.4	13.5	9.8

調査1と調査2の差

	0円	1~999円	1,000~4,999円	5,000~9,999円	10,000円以上
65歳以上	-10.7	-1.7	7.4	7.3	-2.4
40~64歳	-18.4	-1.9	12.9	5.6	1.6
20~39歳	-22.3	-2.1	17.4	7.4	-0.2
全年齢	-17.3	-1.9	12.7	6.6	0.0

(注) 「調査1と調査2の差」の表では、プラスとなっている部分に色をつけている
 (出所) 厚生労働省政策統括官付政策評価官室委託「健康意識に関する調査(2014年)」より
 証券リサーチセンター作成

たとえば、「1カ月あたり1,000~4,999円なら支出してもよい」という人は全年齢では45.1%なのに対し、「実際に支出している」人は32.4%にとどまっている。その差分をとると、全年齢の12.7%の人が、「健康のために、1カ月あたり1,000~4,999円の支出を増やしてもよい」としているということになる。当該価格帯であれば、自費施術に対する潜在需要があることを示唆している。

ただし、10,000円以上のところを見ると、全年齢では「支出してもよい」と「実際に支出している」が同じ割合となっている。すなわち、「10,000円以上を支出してもよい」という人はすでに支出してしまっており、これ以上増やさない可能性があることを示唆しているともいえる。

自費施術の需要の可能性と限界をどのように認識するか、どの価格帯の自費施術のメニューを投入していくか、といった点が、同社の成長余地を考える上での1つの焦点になるものと考えられる。

> 今後の業績見通し

◆ 16年12月期会社計画

16/12期の会社計画は、売上高3,522百万円(前期比37.4%増)、営業利益512百万円(同32.3%増)、経常利益550百万円(同21.3%増)、当期純利益302百万円(同12.6%増)である(図表22)。

【 図表 22 】アトラの 16 年 12 月期の業績計画

(単位：百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期	
	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,490	2,564	3,522	37.4%
ほねつぎチェーン	509	1,051	—	—
アトラ請求サービス	232	287	—	—
HONEY-STYLE	233	264	—	—
機材、消耗品販売	265	776	—	—
鍼灸接骨院経営コンサルティング	147	113	—	—
介護支援、その他	101	70	—	—
売上総利益	581	1,024	—	—
売上総利益率	39.0%	39.9%	—	—
営業利益	78	387	512	32.3%
営業利益率	5.2%	15.1%	14.5%	—
経常利益	68	453	550	21.3%
経常利益率	4.6%	17.7%	15.6%	—
当期純利益	27	268	302	12.6%
当期純利益率	1.8%	10.5%	8.6%	—

(出所) アトラ決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

支援内容別の内訳の開示はないが、新規顧客を獲得せずに縮小していく方針を明確にしている鍼灸接骨院経営コンサルティング以外での増収を目指すとしている。鍼灸接骨院経営コンサルティングで新規顧客をとらないのは、経営資源をほねつぎチェーン拡大の方へ振り向けるためである。

ほねつぎチェーンは加盟院の拡大による拡大を図る方針である。15/12 期末時点の 67 院に対し、約 30 院の増加を見込んでいる。

アトラ請求サービスでは、療養費早期現金化サービスの本格化等による会員の増加を、HONEY-STYLE では新機能追加による利用院の増加をそれぞれ見込み、15/12 期以上の伸び率を視野に入れている。

機材、消耗品販売については、ほねつぎチェーン加盟院の増加に加え、メーカーと独占販売契約を締結した機材の販売台数の増加を見込んでいる。

事業拡大のための人件費増を中心に、16/12 期は費用の増加が見込まれる。これを増収効果によってカバーし、営業利益率の悪化を前期比 0.6%ポイントの低下に抑えられるとしている。

1 株当たりの配当金は、15/12 期の 3 円 (配当性向 8.7%) に対し、16/12 期も 3 円 (同 7.7%) を予定している。今後は、配当性向 10% を目標とすると表明している。

◆ 16年12月期の第1四半期は好調な進捗

16/12期の第1四半期は、売上高が673百万円(前年同期比73.1%増)、営業利益が88百万円(同4,399.7%増)、経常利益が86百万円(同568.8%増)、四半期純利益が56百万円(同1,079.4%増)となった。上期の会社計画に対する売上高の進捗率は50.0%で、営業利益はマイナス0百万円の上期計画に対して、88百万円超過している。上期および通期の会社計画は据え置かれている。

ほねつぎチェーンの加盟院は15/12期末比9院増の76院、アトラ請求サービスの会員は同122会員増の1,817会員、HONEY-STYLEの利用院は同7院増の481院と、それぞれ増加した。また、15/12期より取り扱いを開始した、メーカーと独占販売契約を締結した機材の販売が引き続き好調に推移したことも、増収増益に寄与した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の16/12期業績を、売上高3,557百万円(前期比38.7%増)、営業利益534百万円(同38.0%増)、経常利益560百万円(同23.6%増)、当期純利益308百万円(同14.9%増)と、売上高、利益とも会社計画を上回る水準を予想する(図表23)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は、支援内容別には、15/12期と同様、ほねつぎチェーン(前期比43.6%増)と機材、消耗品販売(同57.1%増)が牽引する展開となろう。16/12期末のほねつぎチェーンの加盟院数は、15/12期末比30院増の97院と予想した。
- (2) アトラ請求サービスとHONEY-STYLEの売上高は、会員数と利用院数の積み上がりにより、安定的に増えるものと想定した。16/12期末のアトラ請求サービスの会員は前期末比400会員増の2,095会員、HONEY-STYLEの利用院は同70院増の544院と予想した。
- (3) 売上総利益率は、15/12期の39.9%に対し、16/12期は35.7%まで低下するものと予想する。売上総利益率が低いほねつぎチェーンの売上構成比の上昇が要因である。
- (4) 人員増を中心に費用が増加すると思われ、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比20.2%増になると予想した。それでも増収による売上総利益の増加がカバーし、16/12期の営業利益率は15/12期の15.1%とほぼ同水準の15.0%と予想した。

17/12 期以降は、売上高は前期比 20% 台の増収が続くと予想した。売上構成比でみると、ほねつぎチェーンは 40% 台で 16/12 期を境に若干低下していく一方、機材、消耗品販売は 18/12 期の 38% まで上昇を続けるものとした。その結果、売上総利益率はほぼ横ばいで推移し、売上総利益の伸びが販管費の伸びを吸収し、営業利益率は 18/12 期の 17.9% まで上昇するものと予想した。

【 図表 23 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位：百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期CE	16/12期E	17/12期E	18/12期E
損益計算書						
売上高	1,490	2,564	3,522	3,557	4,433	5,362
前期比	12.9%	72.1%	37.4%	38.7%	24.6%	21.0%
支援内容別						
ほねつぎチェーン	509	1,051	-	1,509	1,838	2,188
アトラ請求サービス	232	287	-	359	434	511
HONEY-STYLE	233	264	-	299	339	385
機材、消耗品販売	265	776	-	1,219	1,615	2,036
鍼灸接骨院経営コンサルティング	147	113	-	50	25	0
介護支援、その他	101	70	-	120	180	240
売上総利益	581	1,024	-	1,271	1,589	1,926
前期比	4.7%	76.2%	-	24.1%	25.0%	21.2%
売上総利益率	39.0%	39.9%	-	35.7%	35.8%	35.9%
販売費および一般管理費	503	637	-	737	853	966
販管費率	33.8%	24.8%	-	20.7%	19.2%	18.0%
営業利益	78	387	512	534	736	959
前期比	-46.0%	396.7%	32.3%	38.0%	37.8%	30.3%
営業利益率	5.2%	15.1%	14.5%	15.0%	16.6%	17.9%
経常利益	68	453	550	560	742	965
前期比	-52.5%	560.1%	21.3%	23.6%	32.5%	30.1%
経常利益率	4.6%	17.7%	15.6%	15.7%	16.7%	18.0%
当期純利益	27	268	302	308	408	531
前期比	-81.0%	873.5%	12.6%	14.9%	32.5%	30.1%
当期利益率	1.8%	10.5%	8.6%	8.7%	9.2%	9.9%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) アトラ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

【 図表 24 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期CE	16/12期E	17/12期E	18/12期E
貸借対照表						
現金及び預金	1,201	1,277	-	1,331	1,458	1,783
売掛金	125	344	-	366	483	544
営業貸付金	0	191	-	350	600	850
商品・仕掛品・貯蔵品	24	31	-	46	50	67
その他	54	124	-	130	140	150
流動資産	1,405	1,970	-	2,224	2,733	3,395
有形固定資産	138	191	-	257	244	228
無形固定資産	37	85	-	147	199	240
投資その他の資産	43	151	-	151	151	151
固定資産	220	427	-	557	595	621
資産合計	1,625	2,398	-	2,781	3,328	4,016
買掛金	37	165	-	165	186	210
未払法人税等	18	190	-	252	334	434
未払金等(未払法人税等を除く)	101	116	-	136	154	168
前受金	53	84	-	105	126	149
収納代行預り金	566	557	-	682	781	870
短期借入金	70	-	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	52	104	-	52	41	15
その他	21	36	-	36	35	33
流動負債	920	1,255	-	1,431	1,660	1,882
長期借入金	117	283	-	230	189	173
その他	40	43	-	39	36	35
固定負債	158	327	-	270	226	209
純資産合計	546	815	-	1,079	1,442	1,924
(自己資本)	546	814	-	1,079	1,441	1,924
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	44	453	-	560	742	965
減価償却費	31	46	-	33	43	46
売上債権の増減額(-は増加)	-11	-225	-	-21	-117	-60
営業貸付金の増減額(-は増加)	-	-191	-	-158	-250	-250
棚卸資産の増減額(-は増加)	-17	-6	-	-15	-3	-16
仕入債務の増減額(-は減少)	-59	128	-	0	20	23
前受金等の増減額(-は減少)	0	43	-	19	18	13
収納代行預り金の増減額(-は減少)	72	-8	-	124	99	88
法人税等の支払額	-20	-25	-	-190	-252	-334
その他	35	-55	-	-4	-10	-12
営業活動によるキャッシュ・フロー	76	158	-	347	289	463
有形固定資産の取得による支出	-44	-119	-	-100	-30	-30
有形固定資産の売却による収入	0	16	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-15	-55	-	-62	-51	-41
投資有価証券の取得による支出	0	-77	-	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	1	-	-	0	0	0
その他	63	11	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	3	-224	-	-162	-81	-71
短期借入金の増減額(-は減少)	70	-70	-	0	0	0
長期借入金の増減額(-は減少)	25	217	-	-104	-52	-41
リース債務の返済による支出	-9	-4	-	-3	-4	-3
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	463	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-23	-23	-23
その他	0	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	550	143	-	-131	-80	-67
現金及び現金同等物の増減額(-は減少)	629	76	-	53	127	324
現金及び現金同等物の期首残高	572	1,201	-	1,277	1,331	1,458
現金及び現金同等物の期末残高	1,201	1,277	-	1,331	1,458	1,783

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) アトラ有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ フランチャイズ加盟院での不正や事故が発生する可能性

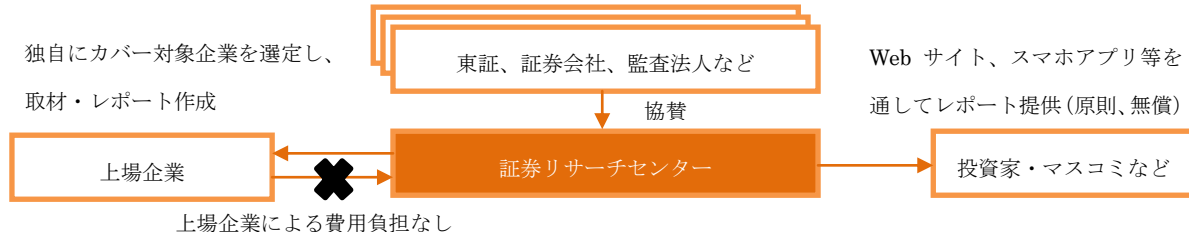
フランチャイズチェーンの運営上のリスクの1つは、業界を問わず、加盟店で起きる不正や事故の可能性をゼロにできないことである。同社の場合は、加盟院における療養費不正請求問題が発生することと、施術事故が起きることが考えられる。同社としては、システムを強化することを中心に、できうる対応を行ってきている。

◆ 行政の方針の変化

鍼灸接骨院業界は厚生労働省管轄だが、行政の方針の変化によって、事業環境が大きく変動する可能性がある。特に、療養費の更なる削減の有無、また、就業者数や施術所数などの施術提供者の供給側の動向に影響を与える規制の変化、施術の範囲や資格制度に影響を及ぼす規制の変化には注意を払っておく必要がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ **協賛会員**

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ **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

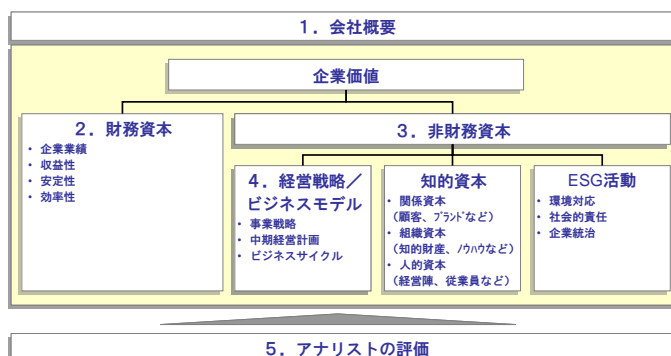
本レポートの構成

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、投資家为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。