

# 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  
2015年5月29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 20150526

# イーエムシステムズ (4820 東証一部)

発行日: 2015/5/29

## 調剤薬局向けシステムで業界トップクラス アライアンスと M&A でシェアアップとサービスラインナップの拡充を進める

### > 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で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で、ニッチ市場の中で高いプレゼンスを誇っている。
- ・同社は 14/3 期以降、アライアンスと M&A でシェアアップとサービスラインナップの拡充を図り、将来の医療情報連携に向けた準備を怠りなく進めている。

#### ◆ 15 年 3 月期は買収した 2 社のコスト負担増で 26.3%営業減益

- ・15/3 期決算は売上高が前期比 1.0%減の 11,257 百万円、営業利益は同 26.3%減の 1,232 百万円であった。売上面では自社リプレースが一巡した調剤システムが減収要因となり、利益面では 13 年 9 月に買収したユニコン社と 14 年 10 月に買収したコスモシステムズ社に係わる一般管理費の増加やのれん償却費が利益を圧迫した。

#### ◆ 16 年 3 月期の会社計画は 41.2%営業増益の見通し

- ・16/3 期の会社計画は売上高が前期比 13.1%増の 12,732 百万円、営業利益は同 41.2%増の 1,740 百万円を見込んでいる。部門別の売上高では、調剤システムが前期比 5.7%増の 7,724 百万円、医科システムは同 78.4%増の 2,084 百万円などを計画している。

#### ◆ 証券リサーチセンターは利益予想を減額修正

- ・証券リサーチセンターは、買収したコスモシステムズ社ユーザーの自社システムへのリプレースが想定を下回っていることから従来予想を見直し、16/3 期予想は売上高を 11,920 百万円→12,280 百万円(前期比 9.1%増)に増額する一方、営業利益は 1,940 百万円→1,600 百万円(同 29.9%増)に減額する。

### 【4820 イーエムシステムズ 情報・通信業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(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    | 11,257       | -1.0       | 1,232         | -26.3      | 1,702         | -25.5      | 965          | -32.0      | 119.7      | 1,258.1    | 45.0       |      |
| 2016/3 CE | 12,732       | 13.1       | 1,740         | 41.2       | 2,256         | 32.5       | 1,609        | 66.7       | 185.1      | -          | 47.0       |      |
| 2016/3    | 旧E           | 11,920     | 5.9           | 1,940      | 57.5          | 2,510      | 47.5         | 1,600      | 65.8       | 199.7      | 1,436.7    | 55.0 |
|           | 新E           | 12,280     | 9.1           | 1,600      | 29.9          | 2,190      | 28.7         | 1,540      | 59.6       | 177.1      | 1,383.5    | 47.0 |
| 2017/3    | 旧E           | 12,470     | 4.6           | 2,280      | 17.5          | 2,880      | 14.7         | 1,840      | 15.0       | 229.7      | 1,611.4    | 65.0 |
|           | 新E           | 13,200     | 7.5           | 1,920      | 20.0          | 2,530      | 15.5         | 1,580      | 2.6        | 181.7      | 1,518.2    | 49.0 |
| 2018/3 E  | 14,200       | 7.6        | 2,320         | 20.8       | 2,950         | 16.6       | 1,850        | 17.1       | 212.7      | 1,682.0    | 55.0       |      |

(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

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。

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】

|             | 2015/5/22 |
|-------------|-----------|
| 株価 (円)      | 2,226     |
| 発行済株式数 (千株) | 8,169     |
| 時価総額 (百万円)  | 18,185    |

|           | 前期   | 今期E  | 来期E  |
|-----------|------|------|------|
| PER (倍)   | 18.6 | 12.6 | 12.3 |
| PBR (倍)   | 1.8  | 1.6  | 1.5  |
| 配当利回り (%) | 2.0  | 2.1  | 2.2  |

### 【株価パフォーマンス】

|            | 1カ月  | 3カ月  | 12カ月 |
|------------|------|------|------|
| リターン (%)   | 15.9 | 27.2 | 30.6 |
| 対TOPIX (%) | 12.0 | 17.6 | -4.8 |

### 【株価チャート】



> 事業内容

◆ 調剤システムを基盤に医科システムの拡販で成長を目指す

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・販売を主力に、開業医向け電子カルテ(以下、医科システム)の開発・販売や、本社ビルへのテナント誘致による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の推定シェア 30%を握るなど、ニッチ市場の中で高いプレゼンスを誇っている。

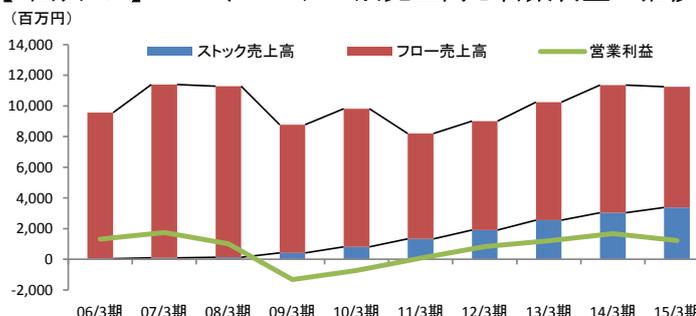
事業セグメントは「システム事業及びその関連事業(以下、システム関連事業)」と「その他の事業」の2事業で構成され、調剤システムや医科システムを擁するシステム関連事業が利益の大部分を稼ぎ出している。

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。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うえ、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面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、課金ユーザーの積み上げとともに利益成長が見込まれるほか、外部環境の変化に左右され難いビジネスモデルである。また、課金方法は処方箋枚数に応じた従量課金のため、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。

同社は12/3期から医科システムにもSaaSモデルを投入したほか、14/3期には電子カルテ販売のユニコン社を買収したことで営業力を強化している。他方、調剤システムについても15/3期に業界中堅のコモシステムズ社を買収した。同社は当面医科システムのストックビジネス化を進めるとともに、調剤システムはM&A等を駆使して更なるシェア拡大を図る方針である。

【図表1】ビジネスモデル別売上高と営業利益の推移



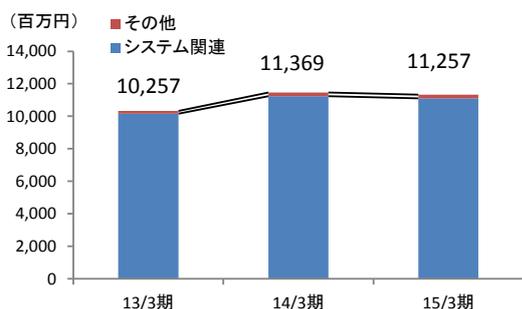
(注) スtock/フロー売上高は決算説明資料より証券リサーチセンター算出  
(出所) イーエムシステムズ決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 決算概要

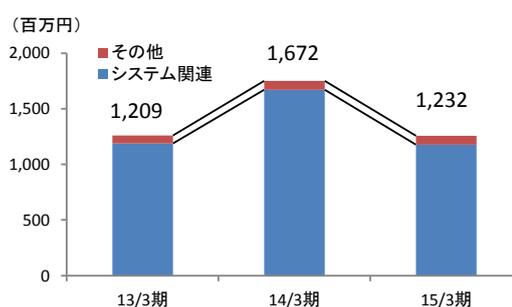
◆ 15年3月期決算は M&A2 社のコスト負担増で 26.3%営業減益

15/3 期決算は売上高が前期比 1.0%減の 11,257 百万円、営業利益は同 26.3%減の 1,232 百万円であった。売上面では 13 年 9 月に買収したユニコン社の通年寄与に加え、14 年 10 月に買収したコスモシステムズ社も半期分が上乘せされたものの、自社リプレースが一巡した調剤システムの減収が響いた。利益面では買収した 2 社に係わる販売費及び一般管理費の負担増やのれん償却費が利益を圧迫した。

【 図表 2 】 事業セグメント別売上高推移



【 図表 3 】 事業セグメント別利益推移



(出所) 図表 2 及び 3 とも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、システム関連事業は売上高が前期比 1.2%減の 11,106 百万円、営業利益は同 29.5%減の 1,177 百万円であった。部門別売上高を見ると、調剤システムはストック部分のユーザー積み上げが順調に進んだものの、売り切りモデルのユーザーの SaaS モデルへの自社リプレース一巡によりフロー売上が減少したため、前期比 4.2%減の 7,308 百万円にとどまった。このうち、フロー売上は買収したコスモシステムズ社のシステムユーザーの同社システムへのリプレースに努めたが、同社の自社リプレース一巡による初期導入料の減少と新規ユーザー獲得の伸び悩みにより同 13.3%減の 4,253 百万円となった。ストック売上はユーザーの積み上げが進み同 9.1%増の 3,209 百万円であった。

医科システムは SaaS モデルの医療事務処理システム販売の苦戦をユニコン社製品で補い前期比 20.5%増の 1,168 百万円となった。このうちフロー売上は SaaS モデルの初期導入料の減少をユニコン社製品の通年寄与で補い同 14.7%増の 996 百万円、ストック売上は同 72.0%増の 172 百万円であった。

サプライは消費税増税前の駆け込み需要の反動減で前期比 11.9%減の 1,683 百万円、保守サービスはユーザーの積み上げが進み同 56.3%増の 791 百万円、ネットワークシステムは SaaS モデルへの統合で同 29.0%減の 154 百万円だった。

その他の事業は、本社ビル内併設の貸会議室や保育園の需要拡大で売上高が前期比 4.1%増の 226 百万円、営業利益は同 1.5%増の 80 百万円であった。

#### ◆ アライアンスで販売チャネルと提供サービスの拡充を図る

同社は 14 年 8 月に国民健康保険などを運営する自治体等の保険者向けサービスを提供しているデータホライズン (3628 東証マザーズ) と業務提携を結び、同年 10 月にはコスモシステムズ社を買収した。さらに 15 年 3 月には医薬品卸業界トップのメディopalホールディングス (7459 東証一部) への第三者割当増資を実施、同年 4 月に調剤薬局向け医薬品価格情報提供/不動産在庫消化サービスや調剤薬局を運営するメディカルシステムネットワーク (4350 東証一部) と業務提携を結ぶなど、アライアンスと M&A による販売チャネルの強化と新サービス開発を進め、更なるシェアアップを図る方針である。

## > 業績見通し

#### ◆ 16 年 3 月期の会社計画は 41.2%営業増益の見通し

16/3 期の会社計画は売上高が前期比 13.1%増の 12,732 百万円、営業利益は同 41.2%増の 1,740 百万円を見込んでいる。部門別の売上高では、調剤システムが前期比 5.7%増の 7,724 百万円、医科システムは同 78.4%増の 2,084 百万円などを計画している。

この会社計画達成に向けた戦略として、調剤薬局チェーンへの営業強化で他社システムからのリプレース並びに新規開拓を進めるとともに、コスモシステムズ社が持つ中国・四国エリアの代理店網で調剤システム及び医科システムを同社の自社リプレースに置き換えることを加速させる方針である。

また、メディopalホールディングスをはじめとした医薬品卸や検査センターなど、従来からの販売チャネルの強化に加え、メディカルシステムネットワークとの提携で調剤システムに不動産在庫消化サービスを付加するなど、新サービス提供で他社から自社のシステムへのリプレースを加速させるとともに、調剤システムと医科システムの OEM 供給に踏み切り、更なるシェアアップを図る方針である。

このほか、大阪に集中しているコールセンターを全国 6 カ所に分散させ、地域分割で既存ユーザーへのサポート体制を拡充する計画である。

なお、15 年 10 月から持株会社制へ移行し、社名を「EM ホールディングス」に変更する予定である。

◆ 証券リサーチセンターは利益予想を減額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、買収間もないとは言えコスモシステムズ社ユーザーの自社システムへのリプレースが想定を下回っていることから従来予想を見直し、16/3期予想は売上高を11,920百万円→12,280百万円(前期比9.1%増)に増額する一方、営業利益は1,940百万円→1,600百万円(同29.9%増)に減額する。

売上面でSaaSモデルの販売苦戦で医科システムを減額する一方、業界シェアトップの調剤システムはアライアンスとOEM供給を背景に増額し、売上高全体を増額修正した。

利益面ではコスモシステムズ社ユーザーの自社リプレースが想定を下回ったことで、15/3期のストック売上が当センター予想に達しておらず、16/3期のユーザー数見直しでストック売上が減額し、これに伴い利益予想を減額した。

なお、OEM供給分はフローとストックの売上単価を引き下げる方向に働くと推察される。現時点では本格的なOEM供給に至っていないが、今後の単価動向に留意したい。

17/3期以降については、調剤システムにおけるコスモシステムズ社ユーザーの自社リプレースとアライアンスによる他社リプレースの拡大を見込み売上高を増額する一方、利益面では調剤システム及び医科システムのストック売上の見直しで減額した。

【 図表 4 】 事業セグメント別修正業績予想

|            | 14/3期  | 15/3期  | 16/3期E |        | 17/3期E |        | 18/3期E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|            |        |        | 旧      | 新      | 旧      | 新      |        |
| 売上高        | 11,369 | 11,257 | 11,920 | 12,280 | 12,470 | 13,200 | 14,200 |
| システム関連事業   | 11,236 | 11,106 | 11,650 | 12,050 | 12,200 | 12,950 | 13,950 |
| 調剤システム     | 7,631  | 7,308  | 6,700  | 7,600  | 6,400  | 7,900  | 8,200  |
| 医科システム     | 969    | 1,168  | 2,600  | 1,600  | 3,300  | 2,000  | 2,400  |
| ネットワーク     | 217    | 154    | 50     | 100    | 0      | 0      | 0      |
| サプライ       | 1,910  | 1,683  | 1,900  | 1,900  | 2,100  | 2,100  | 2,300  |
| 保守サービス     | 506    | 791    | 400    | 850    | 400    | 950    | 1,050  |
| その他事業      | 217    | 226    | 270    | 230    | 270    | 250    | 250    |
| 調整額        | -84    | -74    | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 営業利益       | 1,672  | 1,232  | 1,940  | 1,600  | 2,280  | 1,920  | 2,320  |
| 調剤システム関連事業 | 1,670  | 1,177  | 1,900  | 1,560  | 2,240  | 1,880  | 2,280  |
| その他事業      | 79     | 80     | 90     | 90     | 90     | 90     | 90     |
| 調整額        | -77    | -25    | -50    | -50    | -50    | -50    | -50    |
| ストック売上高    | 3,041  | 3,381  | 4,200  | 3,800  | 4,700  | 4,200  | 4,600  |
| フロー売上高     | 8,328  | 7,876  | 7,720  | 8,480  | 7,770  | 9,000  | 9,600  |

(注) スtock/フロー売上高は決算説明資料より証券リサーチセンター算出、Eは証券リサーチセンター予想  
(出所) 証券リサーチセンター

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 16年3月期は2円増配の年47円配を計画

同社は配当性向 25%以上を表明しているが、15/3 期は当期純利益が期初計画を大幅に下回ったものの期初の配当計画を据え置き、前期比 8 円増配の年 45 円配（配当性向 37.6%）を実施する予定である。

16/3 期は前期比 2 円増配の年 47 円配を計画しており、配当性向は 25.3%の水準となる見通しである。

当センターの 16/3 期配当予想は会社計画と同様の年 47 円配とする。

### ◆ 将来の医療情報連携を見据えたアライアンスと M&A に注目

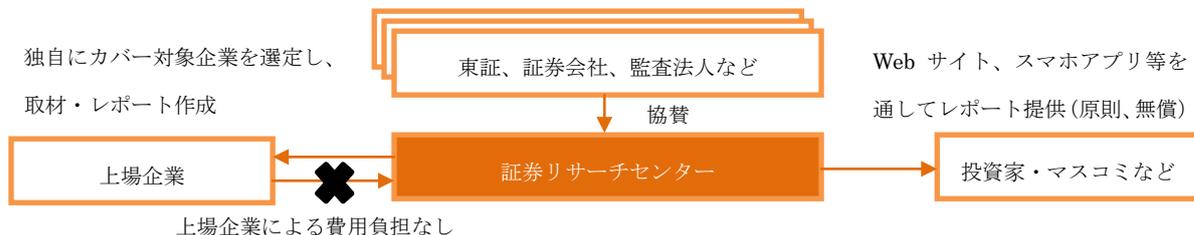
国が掲げる「どこでも MY 病院」構想は、国民誰もが標準化された医療を、国内どこでも公平に受けることを可能とするものである。その実現には PHR(Personal Health Record)などの個人医療情報整備と、全国の病院・診療所・調剤薬局をつなぐ EHR (Electronic Health Record) などの医療情報連携が不可欠となる。

同社の SaaS モデルでは、日々の処方箋データやカルテデータなどが自社サーバに蓄積されており、このビックデータを活用した実証実験に複数の地域で参画するなど、将来の医療情報連携に向けた準備を進めている。

どこでも MY 病院構想への関与を高めるには、SaaS モデルの調剤システムと医科システムの更なるシェアアップが求められることから、長期的にシェアアップとサービスラインナップの拡充を見据えたアライアンスや M&A に注目していきたい。

### 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。