

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11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 20151117

イーエムシステムズ (4820 東証一部)

発行日: 2015/11/20

調剤薬局向けシステムで業界トップクラスの実力 付加サービスの薬歴管理で調剤薬局が好調

> 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、医科システムの開発販売や不動産賃貸事業なども展開している。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っている。

◆ 16年3月期上期決算は営業利益倍増

・16/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比 21.8%増の 6,249 百万円、営業利益は同 2.3 倍の 685 百万円であった。付加サービスの薬歴管理が好調な調剤システムと保守サービスが伸ばしたほか、その他の事業も 5 月に買収した調剤薬局が寄与し、会社計画を上回る着地となった。

◆ 16年3月期は期初計画を据え置き

・下期は 16 年 4 月の診療報酬改定を控えユーザー動向が不透明なことから、同社は上期が計画を上回る業績であったにも拘らず期初計画を据え置き、16/3 期は売上高が前期比 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。

◆ 証券リサーチセンターは 16年3月期予想を増額修正

・証券リサーチセンターは、薬歴管理業務伸長による調剤システムの好調や保守サービスの拡大、想定外であった調剤薬局買収などを受けて従来の業績予想を見直し、16/3 期は売上高 12,280 百万円→13,610 百万円(前期比 20.9%増)、営業利益 1,600 百万円→1,930 百万円(同 56.7%増)、純利益 1,540 百万円→1,870 百万円(同 93.8%増)に増額修正する。

【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	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	12,280	9.1	1,600	29.9	2,190	28.7	1,540	59.6	177.1	1,383.5	47.0
2016/3 新E	13,610	20.9	1,930	56.7	2,520	48.1	1,870	93.8	215.6	1,424.8	47.0
2017/3 旧E	13,200	7.5	1,920	20.0	2,530	15.5	1,580	2.6	181.7	1,518.2	49.0
2017/3 新E	14,130	3.8	1,950	1.0	2,560	1.6	1,660	-11.2	191.4	1,561.7	49.0
2018/3 旧E	14,200	7.6	2,320	20.8	2,950	16.6	1,850	17.1	212.7	1,682.0	55.0
2018/3 新E	14,990	6.1	2,110	8.2	2,740	7.0	1,740	4.8	200.6	1,713.3	52.0

(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】

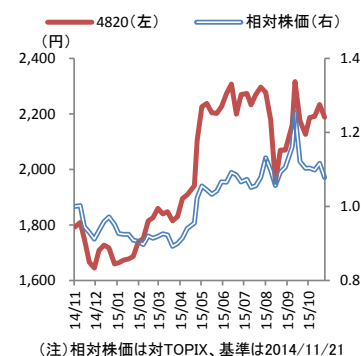
	2015/11/13
株価(円)	2,188
発行済株式数(千株)	8,874
時価総額(百万円)	19,417

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	18.3	10.1	11.4
PBR(倍)	1.7	1.5	1.4
配当利回り(%)	2.1	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(%)	-0.1	0.0	21.0
対TOPIX(%)	-0.5	-1.7	9.1

【株価チャート】



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。

> 事業内容

◆ **ストックビジネスが開花**

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・販売を主力事業として、開業医向け電子カルテ(以下、医科システム)の開発・販売や、本社ビルのテナント部分で不動産賃貸事業なども展開している。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。

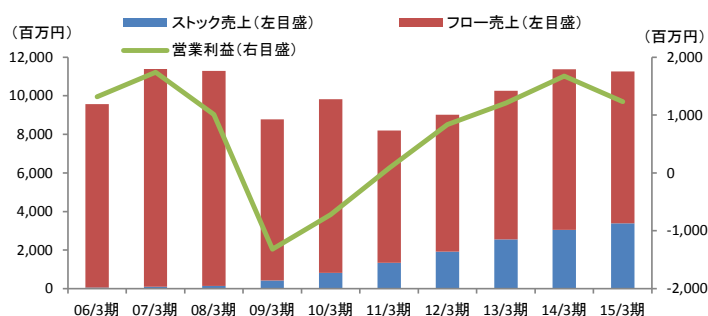
事業セグメントは「システム事業及びその関連事業(以下、システム関連事業)」と「その他の事業」の2事業で構成され、調剤システムや医科システムを擁するシステム関連事業が利益の大部分を稼ぎ出している。

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つつある。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ほか、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、ストックとなる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うえ、外部環境の変化に左右され難いビジネスモデルでもある。また、課金方法は処方箋枚数に応じた課金のため、患者の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営業力を強化した。他方、調剤システムにおいても15/3期に業界中堅のコスモシステムズ社を買収している。同社は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及び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) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 決算概要**◆ 16年3月期上期決算は営業利益倍増**

16/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比 21.8%増の 6,249 百万円、営業利益は同 2.3 倍の 685 百万円、有価証券売却益 226 百万円の特別利益計上で純利益は同 2.1 倍の 805 百万円であった。上期はシステム関連事業の調剤システムと保守サービスが伸長したほか、その他の事業も 5 月に買収した調剤薬局の寄与で、会社計画 (売上高 5,865 百万円、営業利益 494 百万円) を上回る業績であった。

事業セグメント別に見ると、システム関連事業は 15/3 期下期に買収したコスモシステムズ社の寄与もあり、売上高が前年同期比 16.1%増の 5,869 百万円、営業利益は調剤システムと保守サービスの伸長で同 2.4 倍の 656 百万円だった。

項目別の売上高では、調剤システムが付加サービスの薬歴管理業務の拡大等の付加価値サービスによるフロー売上が好調だったうえ、ストックの積み上げが進み、前年同期比 12.0%増の 3,764 百万円であった。医科システムは単価ダウンによるフロー苦戦をストック積み増しで補い同 1.4%増の 546 百万円となった。保守サービスは SaaS モデルへのリプレースを手控える旧調剤システムユーザーを有料化することで同 2 倍の 609 百万円であった。そのほか、サプライが同 10.8%増の 855 百万円、ネットワークは同 14.9%増の 93 百万円であった。

その他の事業は、本社ビルに入居する調剤薬局を 15 年 5 月に 367 百万円で買収した。これにより売上高は前年同期比 3.7 倍の 425 百万円、営業利益は同 31.4%増の 55 百万円となった。

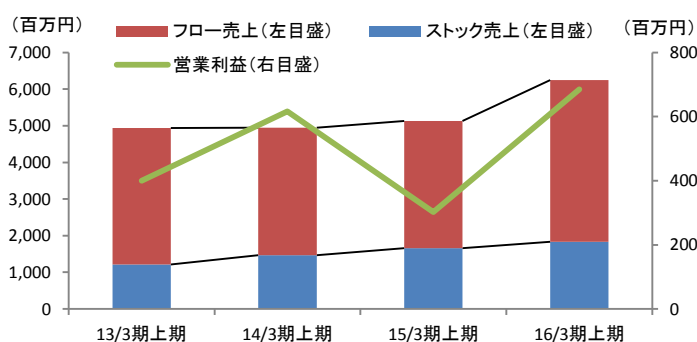
◆ 上期は利益率の高い調剤ストック拡大と薬歴管理等が寄与

上期の売上高をビジネスモデル別に示すと、ストックは前年同期比 10.5%増の 1,832 百万円であった。このうち調剤システムが同 9.4%増の 1,728 百万円、医科システムは同 33.3%増の 104 百万円であった。

他方、フローは前年同期比 27.1%増の 4,417 百万円。このうち調剤システムは自社システムへのリプレース減による販売件数減を薬歴管理業務の付加などの単価アップで補い同 14.3%増の 2,129 百万円、医科システムは 14/3 期に買収したユニコン社の寄与で販売件数こそ微増であったが単価下落で同 3.7%減の 443 百万円、その他は保守サービスや調剤薬局の寄与で同 60.2%増の 1,845 百万円となった。

以上から、上期の主な増益要因は、利益率の高い調剤システムのストック積み上げに加え、フローの薬剤管理や保守サービスの寄与が大きいと推察される。

【図表2】ビジネスモデル別売上高と営業利益推移



(注) ストック及び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) 決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 16年3月期は期初計画を据え置き

同社は16年4月の診療報酬改定を控えたユーザー動向が不透明なことから、16/3期下期業績を慎重に見ており、上期が計画を上回る業績であったにも拘らず期初の通期計画を据え置き、16/3期は売上高が前期比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。

下期は15/3期下期に買収したコスモシステムズ社製品の新バージョン投入で自社システムへのリプレースを推進するほか、SaaSモデル調剤システムのOEM供給を本格化させる構えである。また、大手チェーン薬局向け販売体制強化と、医科システムの販売代理店網開拓で、フロー売上の拡大とストックの積み上げを進める方針である。

◆ 証券リサーチセンターは16年3月期予想を増額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、薬歴管理業務の伸長による調剤システムの好調や保守サービスの拡大、想定外だった調剤薬局買収を受けて従来の業績予想を見直し、16/3期は売上高12,280百万円→13,610百万円(前期比20.9%増)、営業利益1,600百万円→1,930百万円(同56.7%増)、純利益1,540百万円→1,870百万円(同93.8%増)に増額修正する。

今後の注目点は、新モデルを投入したコスモシステムズ社ユーザー2,500件に対する自社システムへのリプレースと、医科システムの販売強化策となる。

調剤システムはEMシステムズユーザーのSaaSモデルへのリプレースがほぼ一巡したこと、フロー売上の拡大には大手チェーン薬局取り込みによる新規システムの導入、または他社システムからのリプレース獲得のほか、コスモシステムズ社ユーザーのリプレースが欠かせない。

当面のフロー件数の拡大は、営業面で比較的敷居の低いコスモシステムズ社ユーザーに対する自社システムへのリプレースが、来期以降のストック売上並びに利益のモメンタムを左右すると考えられる。

他方、医科システムはユニコン社買収で営業力強化を図ったものの、これまでのフロー件数を見る限りシナジーは確認できない。同社は開業医との接点が多い医薬品卸や臨床検査センターの連携強化で販売件数の積み上げを図る方針であるが、開業医向け電子カルテベンダーは参入業者が多いことから、当センターは現時点で目に見える営業効果は期待薄と考える。

17/3期～18/3期については、16年4月の診療報酬改定と17年4月の消費増税及び増税に伴う診療報酬改定が予定されるなど、同社を取り巻く外部環境には不透明要因が多い。財務省資料によれば、16年4月の診療報酬改定は、調剤薬局の調剤基本料やジェネリック加算部分の引き下げが示されており、調剤薬局にとって厳しい内容が想定される。

当センターは上記イベントを考慮して17/3期～18/3期の業績予想を見直し、18/3期は保守的な利益予想に修正している。

【 図表 3 】 事業セグメント別業績予想

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期E		17/3期E		18/3期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高	11,369	11,257	12,280	13,610	13,200	14,130	14,200	14,990
システム関連事業	11,236	11,106	12,050	12,810	12,950	13,280	13,950	14,130
調剤システム	7,631	7,308	7,600	8,400	7,900	8,300	8,200	8,600
医科システム	969	1,168	1,600	1,230	2,000	1,480	2,400	1,710
ネットワーク	217	154	100	180	0	200	0	220
サプライ	1,910	1,683	1,900	1,800	2,100	1,900	2,300	2,100
保守サービス	506	791	850	1,200	950	1,400	1,050	1,500
その他事業	217	226	230	800	250	850	250	860
調整額	-84	-74	0	0	0	0	0	0
営業利益	1,672	1,232	1,600	1,930	1,920	1,950	2,320	2,110
調剤システム関連事業	1,670	1,177	1,560	1,860	1,880	1,880	2,280	2,030
その他事業	79	80	90	100	90	100	90	110
調整額	-77	-25	-50	-30	-50	-30	-50	-30
ストック売上	3,041	3,381	3,800	3,730	4,200	4,080	4,600	4,310
フロー売上	8,328	7,876	8,480	9,880	9,000	10,050	9,600	10,680

(注) ストック及び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) 有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 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、国民誰もが何処でも公平に標準化医療を受けられることを目的としており、この実現には 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を自社サーバに蓄積し、そのデータを活用した実証実験を既に複数の地域で実施するなど、将来の「どこでも MY 病院」構想に向けた準備を進めている。

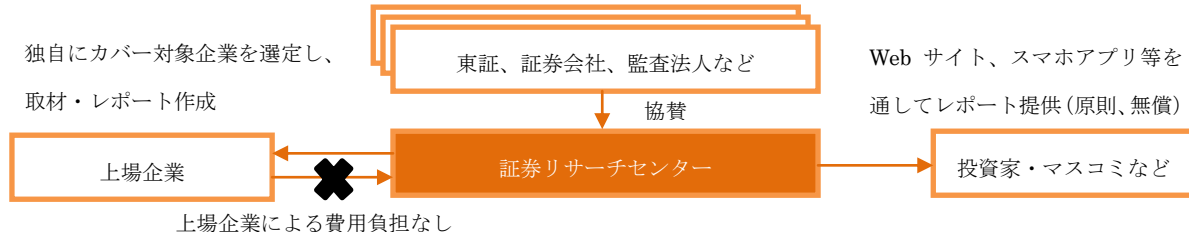
上記構想への関与を高めるには、SaaS モデルの調剤システムと医科システムの更なるシェアアップが求められることから、長期的には販売強化並びにサービスラインナップの拡充を見据えたアライアンスや M&A に注目したい。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 13 年 1 月 10 日より開始いたしました。

初回レポートの発行から 3 年近く経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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

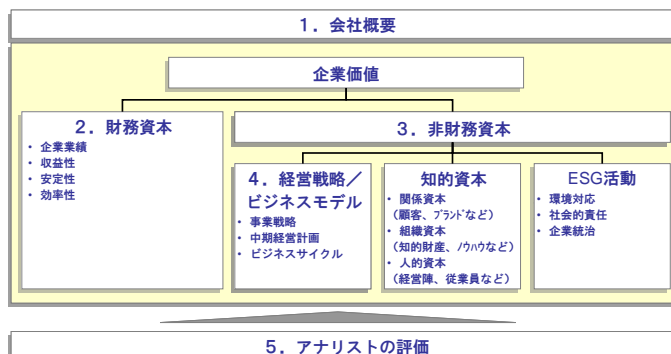
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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て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。