

# ホリスティック企業レポート アトラ

## 6029 東証一部

アップデート・レポート  
2017年5月12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 20170509

# アトラ(6029 東証一部)

発行日:2017/5/12

**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  
17年12月期は自費施術向け機器の拡販への依存度が更に高まる見通し**

## > 要旨

### ◆ 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。

### ◆ 16年12月期決算

・16/12期決算は、売上高3,251百万円(前期比26.8%増)、営業利益293百万円(同24.1%減)で、期初会社計画に対する達成率は、売上高が92.3%、営業利益が57.4%と利益が大幅に下回った。  
・利益の大幅未達の要因は、ほねつぎチェーンの物件決定の遅延、競争激化による HONEY-STYLE の利用院獲得の伸び悩み、先行費用の増加の3点である。

### ◆ 17年12月期業績予想

・17/12期について、同社は売上高4,469百万円(前期比37.4%増)、営業利益326百万円(同10.9%増)を予想している。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、17/12期の業績予想を、売上高4,220百万円(前回4,510百万円)、営業利益319百万円(同847百万円)へ修正した。16/12期の状況から、ほねつぎチェーンの売上高を下方修正し、好調な機材、消耗品販売への依存度が更に上昇する形にしたことが主な変更点である。

### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、18/12期以降、年12~14%の増収が続くものの、19/12期の売上高営業利益率は7.9%までの上昇に留まるものと予想した。  
・機材、消耗品販売の拡販が持続するか、療養費早期現金化サービスの貸出残(営業貸付金)がどのように増加するか、年25院増のほねつぎチェーンの出店ペースが継続するかという3点に注目している。

## 【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)
2015/12	2,564	72.1	387	396.7	453	560.1	268	873.5	34.5	104.5	3.0
2016/12	3,251	26.8	293	-24.1	301	-33.5	148	-44.7	18.4	169.8	3.0
2017/12 CE	4,469	37.4	326	10.9	358	18.8	196	31.8	22.5	—	3.0
2017/12 E	4,220	29.8	319	8.6	351	16.5	193	29.9	22.2	189.0	3.0
2018/12 E	4,813	14.0	375	17.7	407	16.1	224	16.1	25.7	211.8	3.0
2019/12 E	5,400	12.2	426	13.5	458	12.4	252	12.4	28.9	237.7	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(分割後ベースで2,100,000株)の公募増資、16年6月に426,500株(16年7月のオーバーアロット分36,500株を含む)の公募増資を実施  
15年9月1日付で1:3の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は分割を考慮して算出

## アップデート・レポート

2/24

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: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

## 【主要指標】

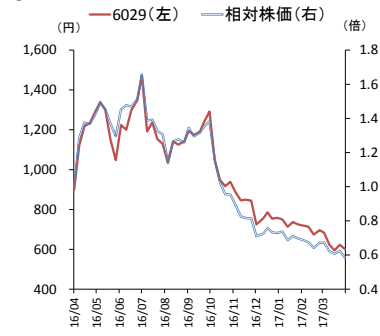
	2017/4/28
株価(円)	601
発行済株式数(株)	8,712,500
時価総額(百万円)	5,236

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	32.7	27.1	23.4
PBR(倍)	3.5	3.2	2.8
配当利回り(%)	0.5	0.5	0.5

## 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-12.0	-21.0	-33.2
対TOPIX(%)	-13.1	-21.5	-41.6

## 【株価チャート】



## > 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<sup>注1</sup>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、患者の手続きの負荷を減らす名目で、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)。

#### 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。

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ひと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41.0%をフランチャイズチェーン運営の「ほねつぎチェーン」が占めていたが、16/12期は全体の45.7%を機材、消耗品販売が占めている。

【 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	16/12期	前期比	
					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	330	15.2%	10.2%
2. HONEY-STYLE	鍼灸接骨院の口コミ・予約システムの運営	233	264	275	4.2%	8.5%
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	1,485	91.3%	45.7%
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	1,017	-3.2%	31.3%
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	90	-20.7%	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	51	-26.6%	1.6%
合計		1,490	2,564	3,251	26.8%	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だが、歴史的な経緯もあり、一部の施術行為が、これらの 4 種の有資格者に認められている。

国家資格だが、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(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、医師の同意がないと、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、なし崩し的に営業し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
	きゅう	きゅう師	療養費		もく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	
	あん摩・ マッサージ・ 指圧	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より、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

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以下の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、規模拡大を目指す展開が必要である
- (3) 健全な経営には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。

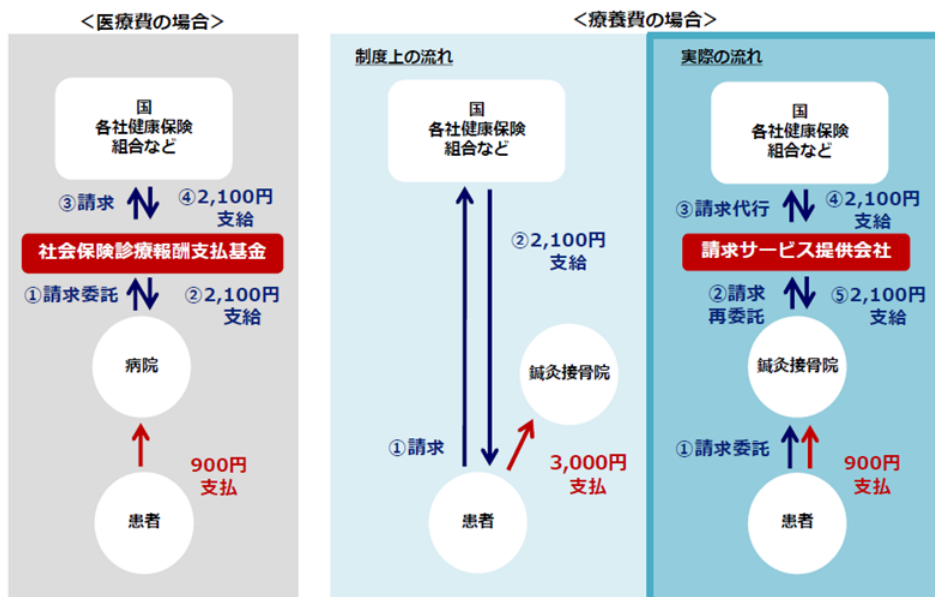
鍼灸接骨院の業務のうち、実際に患者に施術を行う以外では、療養費に関する業務が最も重要である。療養費が収入の柱となっている施術所にとっては、療養費が支払われないと死活問題となる。申請手続きは面倒で、かつ、不正受給防止のために、患者数や実施した施術内容を細かく記録に残さねばならず、業務負担は大きいものとなっている。

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)。

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する必要がある。

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。

【 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

◆ 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<sup>注2</sup>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、柔道整復は 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 期末から 16/12 期末の 6 年間、年平均 40.2% 増のペースで増加してきた。16/12 期末も、15/12 期末比 374 会員増の 2,069 会員まで増加している (図表 4)。なお、16 年 4 月に高知県の鍼灸接骨院が入会したことにより、47 都道府県すべてに会員が存在することとなった。

【 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	16/12期末
会員数	272	484	745	1,049	1,309	1,695	2,069
前期末比	—	77.9%	53.9%	40.8%	24.8%	29.5%	22.1%
年平均増加率 (10/12期末→16/12期末)	—	—	—	—	—	—	40.2%

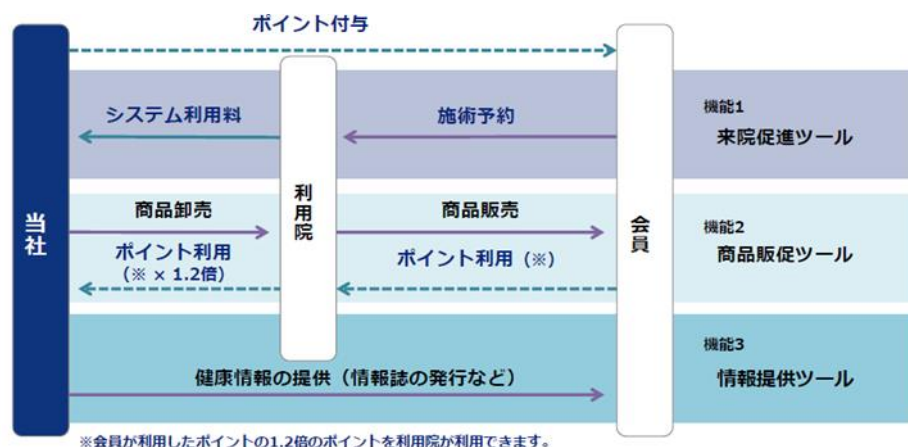
(出所) アトラ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、アトラ請求サービスの会員を対象に、15年に療養費早期現金化サービスの提供を開始した。国や健康保険組合といった保険者に対して療養費の請求(代行)を行ってから実際に支給されるまで、一定時間がかかる。早期現金化サービスを用いれば、当該療養費相当額の全部または一部について融資を受けることが可能となり、鍼灸接骨院にとっては、資金繰りが改善するというメリットを享受できる。融資残高は、15/12期末は191百万円だったが、16/12期は440百万円まで増加している。

◆ 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 期末から 16/12 期末の6年間、年平均38.8%増のペースで増加してきた。16/12 期末も、15/12 期末比54院増の528院まで増加している(図表6)。また、16/12 期末時点で HONEY-STYLE を利用する会員数(患者数)は26.7万人に達している。

【図表6】HONEY-STYLE 利用院数及び会員数の推移

		10/12期末	11/12期末	12/12期末	13/12期末	14/12期末	15/12期末	16/12期末
利用院数	院	74	129	210	326	422	474	528
前期末比	%	—	74.3%	62.8%	55.2%	29.4%	12.3%	11.4%
年平均増加率 (10/12期末→16/12期末)	%	—	—	—	—	—	—	38.8%
会員数	会員	—	—	—	—	169,091	217,049	267,098
前期末比増減数	会員	—	—	—	—	—	47,958	50,049

(出所) アトラ有価証券報告書、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や、加盟店でない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。

具体的には、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）及びリッコー（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」（以下、「エクスケア」）を販売しており、15/12 期以降、同社の増収に貢献している。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同じであることが多いが、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 かつ 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
商圏	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、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 教育期間の人件費	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、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	売上高構成比	売上高	売上高構成比	売上高	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年後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。16/12 期末時点の加盟院は、北海道から九州・沖縄までの全国に 86 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	16/12期末
加盟院数	3	13	16	29	46	67	86
北海道	—	—	—	—	0	0	1
東北	—	—	—	—	3	3	4
関東	—	—	—	—	17	21	24
中部(北陸を含む)	—	—	—	—	8	14	20
近畿	—	—	—	—	2	3	6
中国	—	—	—	—	8	10	13
四国	—	—	—	—	1	3	3
九州・沖縄	—	—	—	—	7	13	15

(注) 15/12 期末までは北陸の数値の開示があったが、16/12 期末から中部に含まれた。15/12 期末までの中部は、従来の中部と北陸の合計値とする。

(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。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(広島県広島市)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<sup>注3</sup>のフランチャイズシステムである。なお、現在はさくら介護グループとの契約はすべて終了している。

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。

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を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、16/12 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。

> SWOT分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・顧客資産の積み上がり (A-COMS、HONEY-STYLE)</li> <li>・経営支援ツールを内製できるシステム開発力</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・介護支援の展開の遅さ</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・自費施術につながる機材を持つ提携先の増加</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・厚生労働行政の変化                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 療養費の更なる削減方針</li> <li>- 規制の変化</li> </ul> </li> <li>・鍼灸接骨院業界内での過当競争の激化</li> <li>・国家資格取得者の確保が難しくなる可能性</li> <li>・隣接業界（医療業界、リラクゼーション業界）との競合</li> <li>・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</li> <li>・ほねつぎチェーンでの出店までの時間の長期化が続く可能性（追加）</li> <li>・HONEY-STYLEが対象とする鍼灸接骨院業界向け予約サイト分野での競争激化（追加）</li> <li>・事業提携において期待する効果が出ない可能性（追加）</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

16/12 期までの状況を受け、「脅威」に、「ほねつぎチェーンでの出店までの時間の長期化が続く可能性」、「HONEY-STYLE が対象とする鍼灸接骨院業界向け予約サイト分野での競争激化」、「事業提携において期待する効果が出ない可能性」の3項目を追加した。

## ➤ 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 12 に示し、KPI の数値をアップデートした。

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につながる。その過程において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 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI				
		項目	数値(前回)	数値(今回)		
関係資本	顧客	・鍼灸接骨院等	・ほねつぎチェーン加盟院数	75院	86院	
			・ほねつぎチェーンFC契約社数	開示なし	-----	
			・アトラ請求サービス会員数	1,938会員	2,069会員	
			・HONEY-STYLE利用院数	498院	528院	
		鍼灸接骨院等のユーザー	・HONEY-STYLE会員数	241,586名	267,098名	
	介護事業所	・ほねつぎ介護 デイサービス加盟店	7店	7店		
		・さくら介護(訪問)加盟店	なし(契約終了)	-----		
	ブランド	・「ほねつぎ」ブランド	・「ほねつぎ」チェーン加盟院数	75院	86院	
	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	-----	
・ウェアラブルIoT製品の共同開発			ミツフジ	-----		
・商品の相互提供			(今回より追加)	ビューティガレージ		
・提携先技術のシステム開発への活用			(今回より追加)	Phone Appli(17年1月)		
・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	-----	
			・ほねつぎチェーン加盟院の増加数	8院(15/12期末との比較)	19院(15/12期末との比較)	
			・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	・システム開発を支える基盤	・システム担当の人数	開示なし	-----	
		・特許実施権	・貸借対照表上の特許実施権	3百万円(15/12期)	2百万円	
人的資本	経営陣	・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	41百万円(15/12期)	95百万円	
			・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定	38百万円(15/12期)	なし	
		・社長をはじめとする経営陣の認識および知見	・鍼灸接骨院業界の抱える経営課題に対する認識	特になし	-----	
			・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	特になし	-----	
	・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	266千株(3.3%) 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(45.2%)	434千株(4.98%) 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(42.55%)		
		・社長以外の取締役の持株数(監査役/監査等委員は除く)	500,000株(6.2%)	770,000株(8.8%)		
		・ストックオプション(取締役) *社外取締役は除く	624,000株(7.6%)	直近は詳細開示なし		
		・役員報酬総額(取締役) *社外取締役は除く	91.8百万円(6名)(15/12期)	101.8百万円(7名)		
		従業員	・企業風土	・従業員数	79名(15/12期末)	93名
				・平均年齢	34.6歳(15/12期末)	35.1歳
	・平均勤続年数		2.7年(15/12期末)	3.1年		
・インセンティブ	・従業員持株会		あり	-----		
	・ストックオプション	849,900株(10.4%) *取締役保有分も含む	372,300株(4.28%) *取締役保有分も含む			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は16/12期上期または16/12期上期末、今回は16/12期または16/12期末のもの  
前回と変更しないものは-----と表示

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



**> 決算概要**

◆ 16年12月期はほねつぎチェーンの出店遅延等により計画下振れ  
16/12期決算は、売上高が3,251百万円(前期比26.8%増)、営業利益が293百万円(同24.1%減)、経常利益が301百万円(同33.5%減)、当期純利益が148百万円(同44.7%減)と、前期比増収減益となった。

16/12期の期初会社計画に対する達成率は、売上高が92.3%、営業利益が57.4%となり、売上高、利益とも会社計画を下回った。16年12月には、会社計画を下方修正するに至った。

期初会社計画を特に利益で大きく下回った要因として、2つの点が挙げられる。

- (1) ほねつぎチェーンの物件決定の遅延
- (2) HONEY-STYLEの利用院数の伸び悩み

(1) について、ほねつぎチェーンの出店プロセスのうち、フランチャイズオーナーによる出店用地の決定までの時間が全体的に長期化している。一部では、フランチャイズオーナーと家主との間での契約合意に至らなかったケースや、他業態との物件の取り合いが起きたケースもあった模様である。その結果、16/12期の新規出店は、当初予定を大きく下回る25店に留まった。ほねつぎチェーンの加盟契約からオープンまでの間に発生するイニシャル売上高の計上は減少しただけでなく、出店増を見越した人員体制としていたために、人件費負担が先行することにもなった。

(2) について、HONEY-STYLEのような予約システムの競合サービスとの競争が激化した。価格競争の様相が強まった模様である。その結果、16/12期末のHONEY-STYLEの利用院は528院と前期末比54院の増加に留まり、当初予定していたほどの利用院の獲得に至らなかった。

16/12期の売上総利益率は38.2%となり、前期の40.0%に比べ1.8%ポイント低下した。(1)に関連し、ほねつぎチェーンにおける人件費の増加が影響したと考えられる。また、先行投資としての鍼灸接骨院の基幹システムの研究開発の費用や広告宣伝費の増加が想定を上回ったようだ。売上総利益率の低下と販売費及び一般管理費の増加により、売上高営業利益率は前期の15.1%から9.0%へ6.1%ポイントの低下となった。

また、保有する投資有価証券の一部で減損処理を必要とするものが発生し、特別損失として投資有価証券評価損51百万円が計上された。

> 直近の変化

◆ ビューティガレッジとの業務提携

16年11月に、プロ向け美容商材通販サイトを運営するビューティガレッジ(3180 東証一部)と業務提携契約を締結した。今後、同社とビューティガレッジは、販売代理店としての相互商品の取り扱いや、鍼灸接骨院向けのオリジナル商品の開発を行っていく予定である。

◆ Phone Appli との資本業務提携

17年1月に、クラウド上での電話帳サービス等のコミュニケーション関連のアプリケーション開発を行うPhone Appli(東京都港区)と資本業務提携契約を締結した。Phone Appliが持つ異なる端末を通じたコミュニケーションをスムーズに行えるようにする技術を活用し、同社のA-COMSやHONEY-STYLEの機能を強化し、アトラ請求サービスの会員やHONEY-STYLEの利用院の拡大を図る予定である。

業務提携に伴い、Phone Appliの発行済株式数の18.52%に相当する400,000株を241百万円で取得した。なお、Phone Appliは、16年8月に資本業務提携を行ったミツフジ(京都府城陽市)とも資本業務提携をしており、将来的に3社による協業も検討していくとしている。

> 今後の業績見通し

◆ 17年12月期会社計画

17/12期の会社計画は、売上高4,469百万円(前期比37.4%増)、営業利益326百万円(同10.9%増)、経常利益358百万円(同18.8%増)、当期純利益196百万円(同31.8%増)である(図表13)。

【図表13】アトラの17年12月期の業績計画

(単位:百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,490	2,564	3,251	4,469	37.4%
ほねつぎチェーン	509	1,051	1,017	-	-
アトラ請求サービス	232	287	330	-	-
HONEY-STYLE	233	264	275	-	-
機材、消耗品販売	265	776	1,485	-	-
鍼灸接骨院経営コンサルティング	147	113	90	-	-
介護支援、その他	101	70	51	-	-
売上総利益	581	1,024	1,243	-	-
売上総利益率	39.0%	39.9%	38.2%	-	-
営業利益	78	387	293	326	10.9%
売上高営業利益率	5.2%	15.1%	9.0%	7.3%	-
経常利益	68	453	301	358	18.8%
売上高経常利益率	4.6%	17.7%	9.3%	8.0%	-
当期純利益	27	268	148	196	31.8%
売上高当期純利益率	1.8%	10.5%	4.6%	4.4%	-

(出所)アトラ決算短信、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。

16/12 期に物件決定の遅延により出店数が伸び悩んだほねつぎチェーンでは、16/12 期末時点の 86 院に対し、16/12 期並みの 25 院程度の純増を想定している。

アトラ請求サービスでは、システムの機能強化のほか、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見込む。また、競争激化により獲得院数が伸び悩んだ HONEY-STYLE では、バージョンアップやアプリ化といったシステム強化、制約の大きい鍼灸接骨院業界におけるコンプライアンス重視の訴求により、獲得院数の増加を見込む。

機材、消耗品販売は、ほねつぎチェーン加盟院の増加に加え、16/12 期に好調だった「エクスケア」が引き続き販売台数を伸ばすことを想定している。

事業拡大のための人件費増を中心に、17/12 期は販売費及び一般管理費（以下、販管費）の増加が見込まれるため、売上高営業利益率は 16/12 期の 9.0% に対し、17/12 期は 7.3% まで 1.7% ポイントの低下が想定されている。

1 株当たりの配当金は、16/12 期の 3 円（配当性向 16.3%）に対し、17/12 期も 3 円（同 13.3%）を予定している。

#### ◆ 17 年 12 月期第 1 四半期決算

17/12 期第 1 四半期は、売上高 867 百万円（前年同期比 28.7% 増）、営業利益 46 百万円（同 48.0% 減）、経常利益 50 百万円（同 41.3% 減）、四半期純利益 24 百万円（同 55.9% 減）と前年同期比増収減益となった。第 2 四半期累計期間の会社計画に対する進捗率は、売上高が 44.3%、営業利益が 230.0%、通期の会社計画に対する進捗率は、売上高が 19.4%、営業利益が 14.1% であった。

増収を牽引したのは、機材、消耗品販売と HONEY-STYLE であった。機材、消耗品販売は「エクスケア」を中心とした自費施術に使用する機材の販売の好調が続いた。HONEY-STYLE は、利用院の増加（16/12 期末比 22 院増の 550 院）に加え、ほねつぎアカデミーにおけるセミナー開催の増加が増収に貢献した。

また、ほねつぎチェーンは、16/12 期末比 7 院増の 93 院となった。

一方、売上総利益率は 34.3%となり、前年同期の 42.1%より 7.8%ポイント低下した。ほねつぎチェーンでの人件費や HONEY-STYLE でのセミナー費用といった原価の増加が影響したものと考えられる。さらに、販管費のうち、特に広告宣伝費や採用費が増加した結果、売上高営業利益率は 5.3%と、前年同期の 13.2%より 7.9%ポイント低下した。

なお、第 1 四半期決算の段階では、上期、通期とも会社計画を据え置かれている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、16/12 期の実績を踏まえて、17/12 期以降の業績予想を見直すとともに、19/12 期の業績予想を新たに策定した。

17/12 期は、売上高 4,220 百万円（前期比 29.8%増）、営業利益 319 百万円（同 8.6%増）、経常利益 351 百万円（同 16.5%増）、当期純利益 193 百万円（同 29.9%増）と予想した（図表 14）。16/12 期の状況を受け、前回予想よりも売上高、利益とも引き下げた。売上高は会社計画を下回るものの、利益は会社計画に近い水準とした。

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) 支援内容別には、機材、消耗品販売（売上構成比 46.9%、前期比 33.2%増）、ほねつぎチェーン（同 28.8%、19.6%増）が売上構成比の上位を占める構造は変わらないものとした。ただし、ほねつぎチェーンについては、16/12 期までの出店状況を踏まえ、17/12 期末の加盟院数を 16/12 期末比 25 院純増の 106 院とし、売上高の伸び率を引き下げた。一方、機材、消耗品販売の売上高は、「エクステア」の販売台数の増加が続く展開を想定し、前回予想より引き上げた。

(2) アトラ請求サービスの売上高は、16/12 期までの進捗を考慮して、前回予想より引き下げた。それでも、16/12 期末のアトラ請求サービスの会員は前期末比 550 会員増の 2,619 会員と積み上がり、前期比 14.8%増収とした。

(3) HONEY-STYLE は、競争が激化している状況は考慮しつつも、17/12 期第 1 四半期の進捗から、利用院は 16/12 期末比 80 院増の 608 院となり、売上高は前期比 73.5%増と予想した。

(4) 介護支援、その他の売上高は、ほねつぎ介護デイサービスの立ち上がりの遅さを考慮して引き下げた。

(5) 売上総利益率は、16/12 期の 38.2%に対し、17/12 期は 35.5%まで低下するものと予想した(前回予想は 37.8%)。低利益率のほねつぎチェーンの売上構成比の低下と高利益率の機材、消耗品費の売上構成比の上昇は売上総利益率の上昇要因となる一方、16/12 期に続き、ほねつぎチェーンでの人件費率上昇による原価率上昇を考慮した。

(6) 人員増を中心に費用が増加すると思われ、販管費は前期比 24.2%増と予想した。増収による影響を売上総利益率低下による影響が上回るため、17/12 期の売上高営業利益率は 7.6%と、16/12 期の 9.0%に対し 1.4%ポイントの低下を予想した。

18/12 期以降は、売上高は年 12%~14%の増収が続くと予想した。売上構成比で見ると、ほねつぎチェーンは 16/12 期をピークに 25%台の水準まで徐々に低下していく一方、機材、消耗品販売は 19/12 期の 49%台まで上昇を続けるものとした。売上総利益率は 36%近辺で推移しよう。売上総利益の伸びが販管費の伸びを吸収するものの、売上高営業利益率は 19/12 期の 7.9%までの上昇に留まるものと予想した。

【 図表 14 】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	17/12期CE	17/12期E (今回)	17/12期E (前回)	18/12期E (今回)	18/12期E (前回)	19/12期E
<b>損益計算書</b>									
売上高	1,490	2,564	3,251	4,469	4,220	4,510	4,813	5,458	5,400
前期比	12.9%	72.1%	26.8%	37.4%	29.8%	23.9%	14.0%	21.0%	12.2%
支援内容別									
ほねつぎチェーン	509	1,051	1,017	-	1,216	1,838	1,294	2,188	1,372
アトラ請求サービス	232	287	330	-	379	456	464	574	545
HONEY-STYLE	233	264	275	-	477	339	548	385	628
機材、消耗品販売	265	776	1,485	-	1,978	1,730	2,315	2,129	2,653
鍼灸接骨院経営コンサルティング	147	113	90	-	70	25	40	0	0
介護支援、その他	101	70	51	-	100	120	150	180	200
売上総利益	581	1,024	1,243	-	1,499	1,706	1,726	2,070	1,951
前期比	4.7%	76.2%	21.4%	-	20.6%	24.3%	15.2%	21.3%	13.0%
売上総利益率	39.0%	39.9%	38.2%	-	35.5%	37.8%	35.9%	37.9%	36.1%
販売費及び一般管理費	503	637	949	-	1,180	858	1,350	974	1,524
売上高販管費率	33.8%	24.8%	29.2%	-	24.2%	19.0%	14.5%	17.8%	12.9%
営業利益	78	387	293	326	319	847	375	1,096	426
前期比	-46.0%	396.7%	-24.1%	10.9%	8.6%	34.0%	17.7%	29.4%	13.5%
売上高営業利益率	5.2%	15.1%	9.0%	7.3%	7.6%	18.8%	7.8%	20.1%	7.9%
経常利益	68	453	301	358	351	854	407	1,102	458
前期比	-52.5%	560.1%	-33.5%	18.8%	16.5%	29.8%	16.1%	29.0%	12.4%
売上高経常利益率	4.6%	17.7%	9.3%	8.0%	16.5%	18.9%	16.1%	20.2%	12.4%
当期純利益	27	268	148	196	193	469	224	606	252
前期比	-81.0%	873.5%	-44.7%	31.8%	29.9%	29.6%	16.1%	29.2%	12.4%
売上高当期純利益率	1.8%	10.5%	4.6%	4.4%	4.6%	10.4%	4.7%	11.1%	4.7%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

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

【 図表 15 】 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E	17/12期CE	17/12期E (今回)	17/12期E (前回)	18/12期E (今回)	18/12期E (前回)	19/12期E
<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	1,201	1,277	1,098	-	1,022	2,116	909	2,566	924
売掛金	125	344	399	-	479	481	523	564	542
営業貸付金	0	191	440	-	700	700	950	1,000	1,200
商品・仕掛品・貯蔵品	24	31	55	-	37	50	68	69	50
その他	54	124	68	-	80	140	90	150	100
流動資産	1,405	1,970	2,063	-	2,318	3,488	2,540	4,351	2,816
有形固定資産	138	191	220	-	230	244	236	228	242
無形固定資産	37	85	163	-	211	199	250	240	281
投資その他の資産	43	151	348	-	348	151	348	151	348
固定資産	220	427	732	-	790	595	835	621	872
資産合計	1,625	2,398	2,796	-	3,109	4,083	3,376	4,972	3,688
買掛金	37	165	144	-	178	184	177	218	207
未払法人税等	18	190	78	-	158	384	183	496	206
未払金等(未払法人税等を除く)	101	116	124	-	141	154	148	174	162
前受金	53	84	101	-	112	138	124	166	137
収納代行預り金	566	557	523	-	607	821	697	976	764
短期借入金	70	-	-	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	52	104	76	-	60	41	60	15	46
その他	21	36	50	-	49	35	47	33	46
流動負債	920	1,255	1,098	-	1,308	1,760	1,438	2,082	1,571
長期借入金	117	283	166	-	106	189	46	173	0
その他	40	43	51	-	48	36	48	35	48
固定負債	158	327	218	-	155	226	94	209	48
純資産合計	546	815	1,478	-	1,645	2,097	1,843	2,680	2,069
(自己資本)	546	814	1,478	-	1,645	2,096	1,843	2,680	2,069
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>									
税金等調整前当期純利益	44	453	249	-	351	854	407	1,102	458
減価償却費	31	46	70	-	72	91	84	104	93
売上債権の増減額(←は増加)	-11	-225	-54	-	-79	-98	-44	-83	-18
営業貸付金の増減額(←は増加)	-	-191	-249	-	-259	-350	-250	-300	-250
棚卸資産の増減額(←は増加)	-17	-6	-23	-	17	-1	-30	-19	18
仕入債務の増減額(←は減少)	-59	128	-20	-	34	11	-1	34	30
前受金等の増減額(←は減少)	0	43	20	-	10	25	12	27	12
収納代行預り金の増減額(←は減少)	72	-8	-34	-	84	138	89	154	66
法人税等の支払額	-20	-25	-216	-	-78	-296	-158	-384	-183
その他	35	-55	81	-	6	1	-3	10	4
営業活動によるキャッシュ・フロー	76	158	-178	-	159	376	106	648	231
有形固定資産の取得による支出	-44	-119	-81	-	-30	-30	-30	-30	-30
有形固定資産の売却による収入	0	16	95	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-15	-55	-93	-	-100	-100	-100	-100	-100
投資有価証券の取得による支出	0	-77	-253	-	0	0	0	0	0
その他	63	11	-3	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	3	-224	-335	-	-130	-130	-130	-130	-130
短期借入金の増減額(←は減少)	70	-70	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(←は減少)	25	217	-145	-	-76	-52	-60	-41	-60
リース債務の返済による支出	-9	-4	-3	-	-4	-4	-3	-3	0
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	463	-	496	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-23	-	-26	-23	-26	-23	-26
その他	0	0	10	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	550	143	334	-	-106	-80	-89	-67	-86
現金及び現金同等物の増減額(←は減少)	629	76	-179	-	-76	165	-112	450	15
現金及び現金同等物の期首残高	572	1,201	1,277	-	1,098	1,950	1,022	2,116	909
現金及び現金同等物の期末残高	1,201	1,277	1,098	-	1,022	2,116	909	2,566	924

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) アトラ有価証券報告書、決算短信、決算説明会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

### ◆ 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ひとつは、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、できる対応を行っている。

### ◆ 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、行政の方針の変更によって、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では、同社を対象とするレポート発信を 16 年 5 月 13 日より開始いたしました。

同社は 16 年 6 月 23 日に東証一部に市場変更いたしました。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。

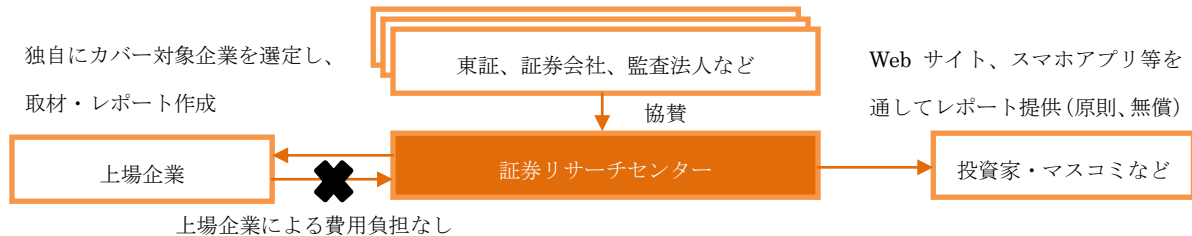


# ホリスティック企業レポート(一般社団法人 証券リサーチセンター 発行)

アトラ(6029 東証一部) 発行日:2017/5/12

## 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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

## 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

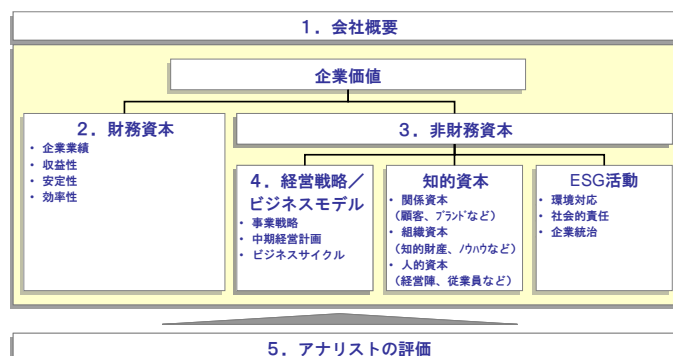
中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 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。



## 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。