

## Company Report

2024年5月28日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
金井 孝男



## 25/3期は「第2成長フェーズ」に向けた成長戦略の先行投資回収で大幅増益の計画

Ubicom ホールディングス (以下 Ubicom) の 24/3 期決算は、売上高が前期比 13.3%増の 59.4 億円、営業利益は同 6.0%増の 10.7 億円。経常利益は円安進行による為替評価損が発生し、若干の減益となった。会社予想を下回ったが、Q3 決算の時点で未達は市場にはある程度織り込まれていたと考えられる。

メディカル事業の売上高は前期比 8.3%増と伸び率を高め、売上高営業利益率もさらに上昇して 61.4%に達した。医師の働き方改革に伴う医療機関の DX 化が進んでいるとみられる。特に、電子カルテ連携システム「Mighty QUBE Hybrid」が電子カルテメーカーとのクロスセルの効果で拡大している模様。「MightyChecker EX」の受注も順調に拡大。さらに新規事業の「保険ナレッジプラットフォーム」も売上増に貢献し始めているとみられる。

24/3 期のグローバル事業は、一部の顧客で経済安全保障推進法に伴うソフトウェア開発拠点のフィリピンへのシフトが遅れていること、人材や拠点への先行投資の増加などの影響を受けた。25/3 期にはその影響が軽減または一巡してくるものが多いとみられる。加えて、25/3 期はオージス総研(大阪ガス(9532 東証プライム)の 100%子会社)との資本業務提携による 3 億円程度の増収効果も見込まれる。

株価は過去 2 年の業績伸び悩みを受けて軟調に推移してきた。ただし、会社は第 2 成長フェーズに向けた布石を着実に打ってきている。先行投資を回収する局面に入る 25/3 期は営業利益で前期比 39.9%の 15.0 億円が見込まれている。PER は 13.8 倍と中堅の医療 DX 企業の平均的な水準であるが、同社が会社予想通りに 25/3 期の大幅増益を達成すれば、バリュエーションは上昇すると予想される。

### 株価・出来高 (過去 1 年間)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 主要指標

株価(5/27)	1,143
52週高値(23/6/2)	1,923
52週安値(23/10/23)	1,040
発行済株式数(百万株)	11.9
時価総額(十億円)	13.6
ROE(実績、%)	12.0
自己資本比率(実績、%)	68.2
PER (25/3会予、倍)	13.8
PBR (24/3実績、倍)	2.9
配当利回り (25/3会予、%)	未定

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

### 日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
24/3Q1	1,404	7.0	253	-13.3	180	-32.4	105	-45.4	9.0	-
24/3Q2	1,525	18.2	288	37.1	286	25.4	195	34.5	16.6	-
24/3Q3	1,468	12.2	232	0.0	251	-0.6	161	112.4	13.7	-
23/3Q4	1,545	15.6	299	7.6	218	-15.3	65	-59.6	5.5	-
21/3	4,198	4.0	919	29.9	877	22.6	623	17.0	53.3	7.0
22/3	4,726	12.6	1,033	12.4	1,055	20.3	832	33.4	70.4	9.0
23/3	5,246	11.0	1,011	-2.1	1,004	-4.8	573	-31.0	48.7	11.0
24/3	5,942	13.3	1,072	6.0	935	-6.8	526	-8.3	44.7	13.0
25/3会社予想	6,700	12.7	1,500	39.9	1,518	62.2	1,000	90.1	83.0	未定

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 目次

1. 24/3 期は会社予想を下回るも前期比で営業増益を確保 .....	3
2. メディカル事業の動向 .....	3
1) 売上高の伸び率が拡大 .....	3
2) 「Mighty」シリーズのユーザー数が順調に増加 .....	5
3) 「Mighty QUBE Hybrid」のクロスセルが進展 .....	6
4) 「保険ナレッジプラットフォーム」が離陸しつつある .....	7
3. グローバル事業の動向.....	7
4. 25/3 期は第 2 成長フェーズ本格稼働の年.....	9
1) 25/3 期業績見通し .....	9
2) 先行投資を経て第 2 成長フェーズへ .....	10
5. 同業他社比較と株価動向 .....	11

## 1. 24/3 期は会社予想を下回るも前期比で営業増益を確保

会社の期初予想は下回ったが、市場は概ね織り込み済みだった模様

24/3 期通期決算は、売上高が前期比 13.3%増の 59.4 億円、営業利益が同 6.0%増の 10.7 億円だった。営業外では、急速な円安に伴うアジア拠点の円資産の洗い替えによる為替差損 0.9 億円(前年は 0.2 億円)および、出資先ベンチャーキャピタルにおける運用損 0.3 億円が計上されたため、経常利益は前期比 6.8%減の 9.3 億円であった。24/3 期期初から変更していなかった会社予想の売上高 64.0 億円、営業利益 13.5 億円に対しては下回った。ただ、Q3 決算時点で進捗率が低かったこともあり、市場には未達はある程度織り込まれていたと推察される。

メディカル事業は堅調維持

部門別では、メディカル事業は売上高が前年同期比 8.3%増の 16.5 億円、営業利益が同 12.8%増の 10.1 億円と堅調だった。一方、グローバル事業は、売上高が同 15.3%増と伸びたものの、営業利益は後述する理由で同 5.8%減となった。

Q4 のグローバル事業の営業利益は前四半期比では大幅増益

四半期別では、24/3 期 Q4 の売上高は前年同期比 15.6%増の 15.4 億円、営業利益は同 7.6%増の 3.0 億円だった。部門別では、メディカル事業は前年同期比で増収増益だったが、グローバル事業は増収ながら減益であった。ただし、グローバル事業は Q3 対比では大幅増益となった。

未定とされていた 24/3 期の配当は 13.0 円と発表された。前年の 11.0 円から増配となり、配当性向も 29.1%と前年の 22.6%から上昇した。

図表 1. Ubicom ホールディングスの 24/3 期決算要約

(百万円)	24/3Q4	前年同期比	前四半期比	24/3通期	前期比	25/3会社予想	前期比
売上高	1,545	15.6%	5.2%	5,942	13.3%	6,700	12.8%
グローバル事業	1,113	17.9%	5.9%	4,295	15.3%	-	-
メディカル事業	432	10.5%	3.8%	1,646	8.3%	-	-
営業利益	299	7.6%	28.9%	1,072	6.0%	1,500	39.9%
グローバル事業	130	-3.0%	128.1%	420	-5.8%	-	-
メディカル事業	270	15.4%	2.7%	1,010	12.8%	-	-
調整額	-101	NM	NM	-358	8.5%	-	-
経常利益	218	-15.3%	-12.8%	935	-6.8%	1,518	62.4%
当期純利益	65	-59.6%	-60.0%	526	-8.3%	1,000	90.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. メディカル事業の動向

### 1) 売上高の伸び率が拡大

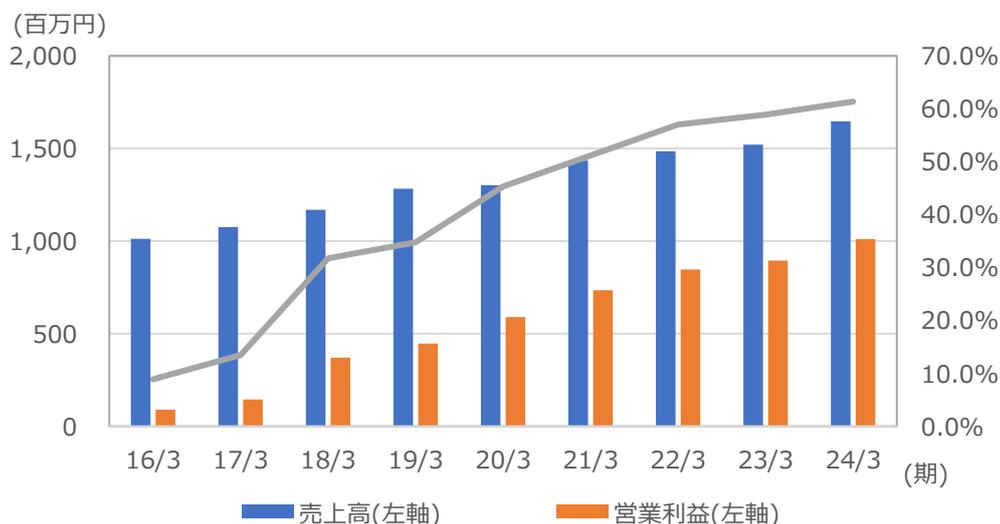
高い利益率がさらに上昇

メディカル事業の 24/3 期通期売上高は、前期比 8.3%増の 16.5 億円、営業利益は同 12.8%増の 10.1 億円となった。売上高営業利益率は 61.4%(全社費用前)と、前年の 58.9%からさらに上昇し、過去最高を更新した。

## 売上高の伸び率も拡大

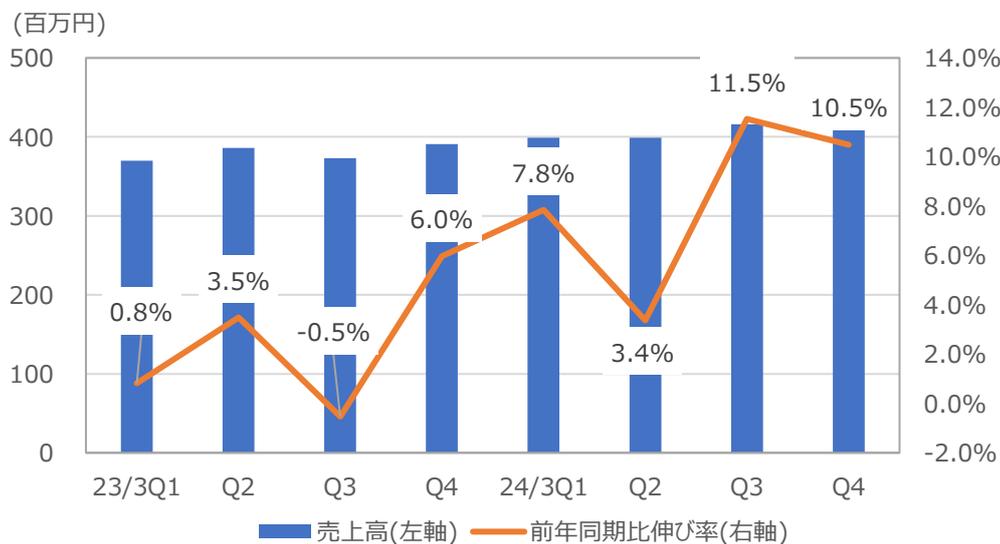
また売上高の伸び率も、22/3 期は前期比 3.4%増、23/3 期は同 2.4%増と低い伸びにとどまっていたが、24/3 期は 8.3%へと加速した。四半期別にみると、24/3 期 Q3、Q4 は前年同期比で 10%以上の伸びとなっている。

図表 2. メディカル事業の収益推移



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 3. メディカル事業の売上高推移 (四半期ベース)

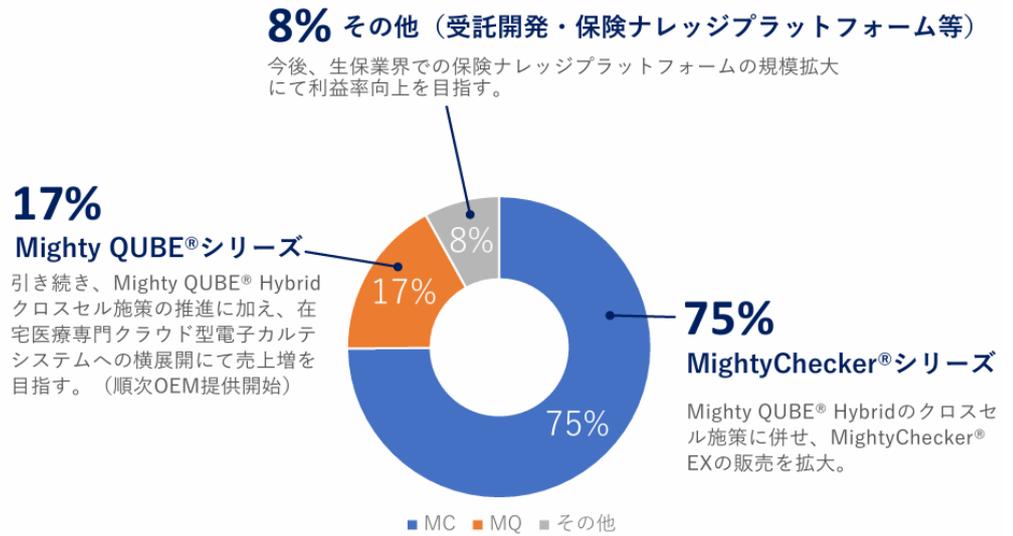


出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

売上加速の背景には、医師の働き改革や「Mighty QUBE Hybrid」の拡販などが寄与している模様

売上の伸び率が高まってきた理由として 1) 働き方改革関連法案が 2024 年 4 月から医師にも適用されることとなり、医療機関で DX 化が加速しているとみられること、2) 電子カルテメーカーとのクロスセルなどに注力している「Mighty QUBE Hybrid」の拡販効果が現れていること、3) 「MightyChecker EX」の受注が順調に拡大していること、4) 新規事業である「保険ナレッジプラットフォーム」が貢献し始めているとみられること、などが挙げられよう。

図表 4. メディカル事業の売上高内訳



MightyChecker®ユーザーに対し、Mighty QUBE® Hybridのクロスセル開始。更なる売上増を見込む。

出所：会社資料

## 2) 「Mighty」シリーズのユーザー数が順調に増加

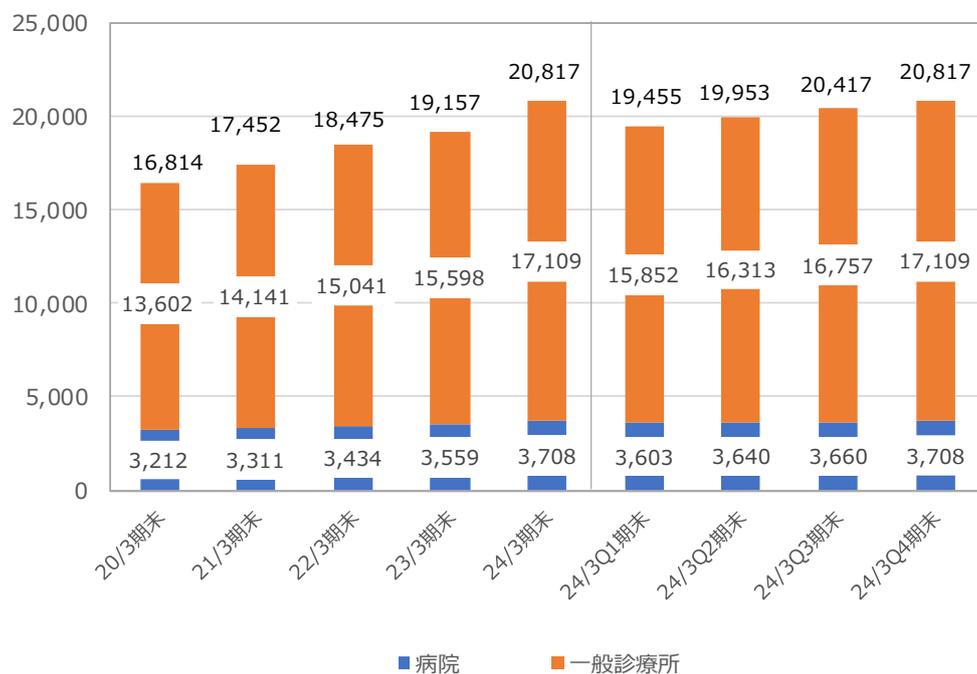
利用する医療機関数が大幅に増加

「Mighty」シリーズを利用する医療機関数は、24/3 期末で 20,817 機関と、23/3 期末の 19,157 機関から 1,660 機関、8.7%増加した。病院、一般診療所ともに伸び率が高まっているが、特に一般診療所は 9.7%と大幅に増加した。四半期別に見ても右肩上がりで見えている。「MightyChecker」は、医療機関の医事職員の業務支援を行うもので、現在は、AI を搭載した最先端の「MightyChecker EX」の拡販に注力している。

レセプト請求漏れの防止などで医療機関の売上増加につながる

会社によれば、「MightyChecker EX」を導入した場合の効果の例として、医療機関が 220 万円/年の同システムを導入した場合、912 万円/年の増収効果が得られる(投資効果は 411%)と決算説明資料で述べている。これは、レセプトの誤った請求や請求漏れを防止することで、医療機関の収入を確実に上げられるためである。また、医療機関の医事職員の業務効率化に貢献する。同社としても売上高総利益率 75%を目標とするサブスクモデルとして収益への貢献を計画している。

図表 5. 「Mighty」シリーズのユーザー数



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 3) 「Mighty QUBE Hybrid」のクロスセルが進展

#### 「MightyChecker」を組み込んでいる電子カルテメーカーと提携

「Mighty QUBE」シリーズは、電子カルテ連携システムで、診療において患者と向き合う医師の業務を支援するものである。大学病院などの大きい病院向けには、会社が直接営業を行う場合が多いが、病床数 400 未満の中小病院では機能数が全病院の 91%を占めるなど非常に多いため、電子カルテメーカーと業務提携を行うことによって拡販を目指している。現在、全病院のうち 49%の 3,627 施設で電子カルテが導入されているため、それらでの浸透をまずは図る。

#### 潜在市場は 31 億円と試算

全国の中小病院向け電子カルテメーカー 20 社のうち、10 社は同社の「MightyChecker」のユーザーであり、その 10 社がユーザーとして持つ約 2,100 の病院に対して「Mighty QUBE Hybrid」のクロスセルを行っている。平均的な単価 150 万円/年で計算すると約 31 億円の市場があると試算される。また、電子カルテの導入は今後進んでいくとみられることから、現在電子カルテを入れている 51%の病院についても将来的な潜在顧客と言えます、こちらも約 31 億円の市場があると計算される。現在、電子カルテメーカー 1 社と業務提携を締結しており、他に 3 社とも商談中とのことである。

#### 医師の働き方改革に直接的に貢献

「Mighty QUBE」シリーズは、まさに医師の働き方改革に直結する支援システムであり、また、電子カルテ入力が入力ミスなく行われることで、レセプトを作成する医事職員の業務効率化にもつながる。また、薬の誤投与などのリスクも減らすことができる。こうしたニーズが強いことから、今後の成長性は高いとみられる。同社では、病床数 300 の中規模病院の例として、「Mighty QUBE Hybrid」を導入すると、使用料 534 万円/年に対して 6,198 万円/年の増収効果があるとしている。

## 4) 「保険ナレッジプラットフォーム」が離陸しつつある

### 生命保険の審査を簡単に精度の高いものにできる

「保険ナレッジプラットフォーム」は、同社のユーザーである 2 万以上の医療機関からのデータを基に、保険の簡易請求を可能とし、保険会社の審査を大幅に効率化するのに貢献するシステムである。保険加入者は、これまでの紙ベースの診断書を用いる代わりに、診療明細書をスマホで撮影して保険会社の審査部に送るだけで、短期間で保険金を受け取れる。医療機関にとっても診断書作成などの手間が不要となる。医療機関ごとに病名や診療行為の呼び名が異なる場合でも、同社の AI を用いた「ゆらぎ補正」を導入し、人手を介さずに精度の高い審査ができるようにしている。

### 4 社の実装が稼働

これまで、チュリツヒ生命、ネオファースト生命(第一生命グループ)を含め 4 社の保険会社と契約を結び、すでに実装されている。1 社当たり、数百万円から数千万円の売上契約とのこと。さらに大手を含む 3 社と商談中とのことである。「保険ナレッジプラットフォーム」は、サービスのメニューが増えるのに伴い、保険会社 1 件当たりの売上も増加するため、件数の増加とあいまってアップサイドのポテンシャルは大きい。

### 遠隔診療などのプラットフォームも準備開始

その他のプラットフォーム事業では、「遠隔サービスプラットフォーム」の準備を開始している。これは、医療事務従事者が不足している地域で、複数の医療機関の事務をセンターに集約して行うものである。その他、「利用ユーザー人材プラットフォーム」、「データプラットフォーム」なども新事業として計画している。

## 3. グローバル事業の動向

### 売上計上の遅れや一時的なコスト増により収益が停滞

グローバル事業の 24/3 期は、売上高は前期比 15.3%増の 42.9 億円だったが、営業利益は同 5.8%減の 4.2 億円にとどまった。会社によれば、期初の会社計画に対して約 3 億円の未達だったとのことであり、以下のように要因をブレイクダウンしている。①Q1 および Q2 で発生した要因：7,400 万円。IT 人材増員、人材教育投資によるコスト増、②Q3 で発生した要因：2.16 億円。オージス総研との資本業務提携前倒し、マニラ拠点投資によるコスト増で 4,050 万円、一部クライアントの経済安全保障推進法対応の時期ずれで 1.21 億円、新 OS 発売前の PC 買い控えによる一時的開発費削減で 5,400 万円。③Q4 で発生した要因：0.1 億円。セブ拠点投資によるコスト増。

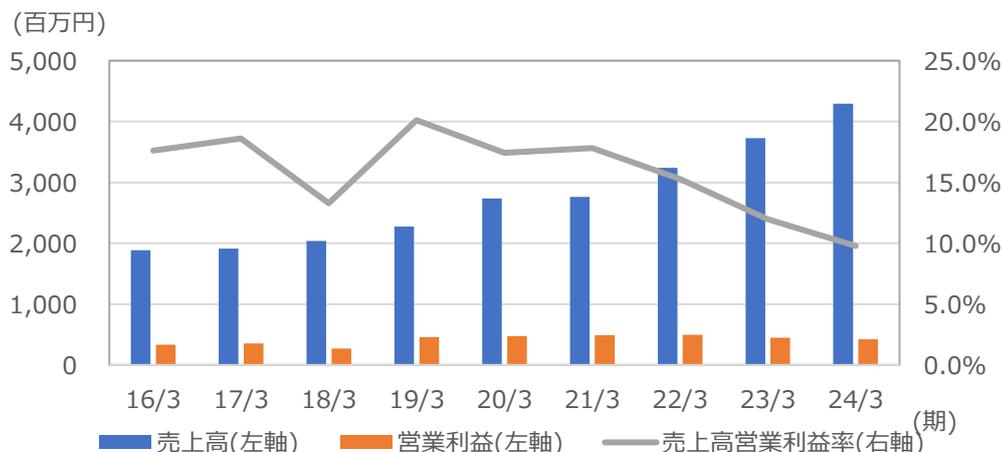
### Q4 のみでは利益は回復

実際に、Q4 のみの営業利益は 1.30 億円と、Q3 の 0.56 億円から増加している。これは売上高の増加額を上回る増益額であり、オージス総研との資本業務提携のコスト影響が一巡したことなどが一因と考えられる。25/3 期に向けては、経済安全保障推進法によるシフトの遅れ、新 OS 導入による一時的な開発控えなどは徐々に一巡してくるとみられる。さらに、オージス総研との資本業務提携により年間 3 億円の売上が増加する見通しとなっている。

### エンジニアの稼働率が低下

24/3 期は上記のように、売上高が計画ほどには伸びなかった一方で、今後に向けた開発体制の整備を進めたため、IT エンジニアの稼働率が 70%台に低下した模様である。このため、当面は稼働率の回復を優先し、採用ペースを減速させる方針である。

図表 6. グローバル事業の収益推移



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

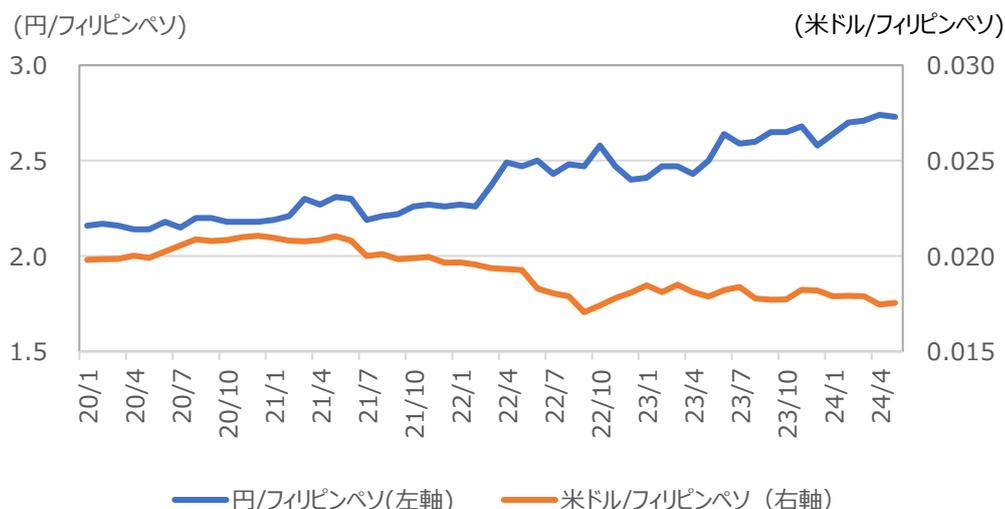
## オージス総研との提携で年間 3 億円以上の増収効果

オージス総研との資本業務提携では、年間 3 億円以上の売上増加に対応できる体制を構築したため、それを着実に収益に結びつけ、中期的にはさらにスケールアップしていく考えである。また、オージス総研以外のグローバル大企業との提携も進める方針。

## オフショア開発は円安の影響を受ける

同社を含めオフショアのソフトウェア開発企業は、円安の影響を受けている。収益が低迷する企業が多い中、Ubicom は底堅い収益を確保しており、相対的な収益力の高さを示している。同社では 115 円/ドルよりも円安となった場合、顧客とその影響を折半する覚書を結んでおり、円安の影響は相対的に小さいものの、この 2 年余りはやはり円安の影響を一定程度受けてきたと推定される。22/3 期以降、グローバル事業の売上高営業利益率が低下しているのは、この影響も小さくないと我々は見ている。今後の為替の予想は難しいが、円安に歯止めがかかってくればグローバル事業の為替によるマイナス影響がなくなり、成長戦略が収益に顕在化しやすくなるであろう。

図表 7. フィリピンペソの推移



出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 4. 25/3 期は第 2 成長フェーズ本格稼働の年

### 1) 25/3 期業績見通し

#### 会社予想では利益の大幅な増加を見込む

25/3 期の会社予想は、売上高が前期比 12.7%増の 67.0 億円、営業利益が同 39.9%増の 1,500 億円である。部門別の内訳は開示されていないが、従来のグローバル事業が改編された「テクノロジーコンサルティング事業」が、24/3 期の伸び率と同様の 15%前後、メディカル事業が同じく 8%前後の拡大が予想されているとみられる。営業利益は、テクノロジーコンサルティング事業の 24/3 期に一時的なマイナス要因が多かったため、その反動増もあって同事業の増益率は高い見通しとなっていると推定される。メディカルは引き続き堅調な拡大が見込まれている模様。

営業外では、24/3 期にアジア拠点の円資産の洗い替えによる為替差損や出資先ベンチャーキャピタルの運用損などの一時的な損失が合計 1.2 億円発生したが、25/3 期にはそうしたマイナスは織り込まれていないとみられる。このため、経常利益は前期比 62.2%増の 15.2 億円が予想されている。

#### メディカル事業では「Mighty QUBE Hybrid」の伸びが貢献へ

メディカル事業は、「MightyChecker」シリーズが着実に伸びるであろう。ユーザー数は前述の通り、24/3 期も四半期ごとに増加しており、今後の売上高の増加につながる。「Mighty QUBE Hybrid」は、電子カルテメーカーとの協業による中小型病院向けのクロスセルによる拡販効果が現れてくると予想される。「保険ナレッジプラットフォーム」もユーザー数の増加とメニューの増加によって、まだ小さいながらも貢献を高めると予想される。

#### テクノロジーコンサルティング事業（旧グローバル事業）は 24/3 期の売上の遅れとコスト増を一定程度挽回へ

テクノロジーコンサルティング事業では、24/3 期に売上が後ろ倒しになる要因が生じたが、25/3 期はそれらが部分的に戻ってくると予想される。ユーザーの経済安全保障推進法への対応の遅れは、当初計画比では今後も影響が残るとみられるが、24/3 期に比べれば売上増加要因になると予想される。新 OS 発売の影響については、まだローンチの時期が明確ではないが、それが決まれば取り返せるとみられる。加えて、オージス総研との資本業務提携によって 25/3 期は 3 億円程度の売上増加が見込まれる。

#### 稼働率の回復を優先し、収益拡大を目指す

営業利益の面では、受注の増加を見込んでの人材投資や、マニラ拠点およびセブ拠点での投資などが 24/3 期は膨らんだが、25/3 期は売上高の増加によって吸収されよう。また、エンジニアの稼働率も 24/3 期は先行投資時期だったため 70%台へ低下したとみられるが、25/3 期は 80%強への回復をマネジメントは狙っている。エンジニアの採用は、フィリピンでの新卒採用などは継続して行っていくものの、経験者採用を含めた全体では稼働率上昇を確認するまでは抑える方針である。

#### 30 年の経験を活かしコンサルティングに本格的に進出を狙う

4 月に発表されたように、同社では、それまでの「エンタープライズソリューション事業戦略本部」と「グローバル事業戦略本部」を統合し、「テクノロジーコンサルティング事業本部」とした。これに合わせ、開示も従来の「グローバル事業」から「テクノロジーコンサルティング事業」へ変更された。狙いは、30 年間の日本顧客向けの開発実績を生かしてのコンサルティング事業を本格的に強化することである。顧客の中には過去の失敗などからオフショア開発に踏み出せない会社もあるとみられるが、同社では多くのケースを見てきたことから、そうした顧客の悩みを解決し、各プロジェクトに合った開発環境を顧客に提供できるとみている。現在は SIer を通じての受注も多いが、コンサルティングを手掛けることによって最終顧客から直接受注できるケースも増えてくることが期待される。

## リスク要因

25/3 期の会社予想の達成に関するリスクとしては、顧客の経済安全保障推進法対応がさらに遅れること、新 OS のローンチが遅れること、先行きの売上拡大をにらんでの更なる先行投資を余儀なくされること、などが挙げられよう。また、特に経常利益段階では為替の動向もリスクと言える。売上の会社予想については、ある程度リスクも織り込んだ保守的な予想と考えられるため、達成は難しくないであろう。一方、営業利益については、24/3 期の一時的なコスト増などが一段落して、売上増加を利益増加に着実に結び付けられるかどうかが鍵となる。

## 2) 先行投資を経て第 2 成長フェーズへ

### 第 2 成長フェーズに向けた成長戦略

会社は、第 2 成長フェーズの推進策として、以下の 6 つを挙げている。つまり、メディカル事業では、①新規プラットフォームの複数展開、②「Mighty QUBE Hybrid」や「MightyChecker EX」のクロスセル、テクノロジーコンサルティング事業では、③日本におけるコンサルティング営業強化、④グローバルマーケットへの進出、⑤顧客のピラー化の加速、である。そして両事業について、⑥M&A と資本業務提携、である。このうち①と②については、すでに成果が出始めており、⑥もオージス総研との提携の効果が 25/3 期から現れる見通しである。

同社では、2 月に発表のあったオージス総研に加えて、他のグローバル大手企業とも提携に向けた話し合いを進めているとみられる。日本企業以外も候補とみられるが、フィリピンのエンジニアは英語が堪能であるため、海外企業から受注したプロジェクトでも言葉の問題はない。また、スキル面でも同社のエンジニアはフィリピンで非常に高いレベルにあることから、海外企業との業務提携のポテンシャルは大きいであろう。

図表 8. 第 2 成長フェーズの収益見通し



出所：会社資料

### 既存事業で着実な成長を目指し、新企業や業務提携で上積みを狙う

図表 8 の会社資料によれば、会社の営業利益予想は、25/3 期の 15 億円に続いて、既存事業の拡大によって 26/3 期は 17 億円、28/3 期には 23 億円になると予想している模様。これに新規事業や業務提携、M&A によって上乗せしていきたい意向である。今後の飛躍につなげるためにも、まずは 25/3 期の前期比大幅増益を着実に達成することが重要であろう。

## 5. 同業他社比較と株価動向

### 同社の株価は軟調に推移してきた

同社の業績は、23/3 期、24/3 期と、期初の会社予想を下回り、利益は前期比でも横ばい圏で推移するなど伸び悩んだ。このため、株価も 2023 年 11 月の 24/3 期 Q2 決算発表時に短期間、上昇したのを除いて、軟調に推移している。株式市場全体では、引き続き大型株取引が中心となっていることから、医療 DX 関連の中堅企業では収益が伸びていてもバリュエーションが上がらず、一部の銘柄を除いて株価は停滞気味である。ソフトウェア開発関連企業は、収益環境が円安もあって総じて厳しいことから、株価のパフォーマンスも冴えない。

### 現在のバリュエーションは低位

医療 DX 関連銘柄のバリュエーションは、図表 12 の通り、エムスリー(2413 東証プライム)、ファインデックス(3649 東証プライム)、メドレー(4480 東証プライム)を除くと PER10 倍台で大きな差はない。東証プライム平均の PER18 倍と比べてもむしろ下回っており、成長企業として評価されているとは言い難い。ソフトウェア開発銘柄はばらつきが大きいですが、Ubicom のバリュエーションは相対的に低位に据え置かれている。バリュエーションの高い企業は、市場の期待値も高いと推定されることから、収益が伸びても市場の期待に届かずに株価が停滞している場合も多い。現在の Ubicom の PER13.8 倍、PBR2.9 倍は、このところの収益の停滞を反映したバリュエーションと考えられ、第 2 成長フェーズによる収益拡大の見込みはあまり織り込まれていないとみられる。

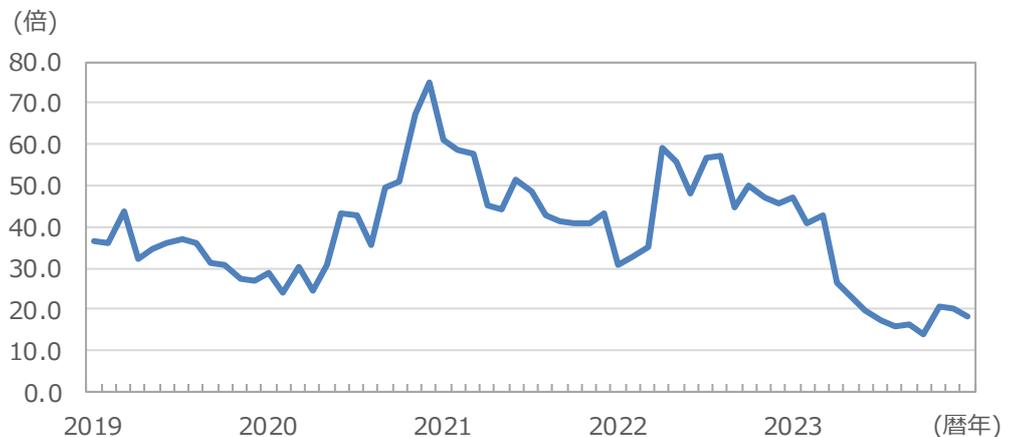
### 25/3 期の会社予想達成が株価に大きく影響しよう

市場では、同社の実績が会社予想に対して下振れてきたことから、25/3 期についても会社予想の達成に対して一定の未達リスクが織り込まれていると推察される。したがって、会社予想の営業利益 15.0 億円を達成する確度が上がってくれば、株価は上昇すると予想される。それにより、第 2 成長フェーズに入って利益が継続的に拡大するとの期待が高まれば、26/3 期以降の業績拡大も織り込む形で株価が上昇軌道をたどる可能性が十分にある。

### 業績下支え要因がある

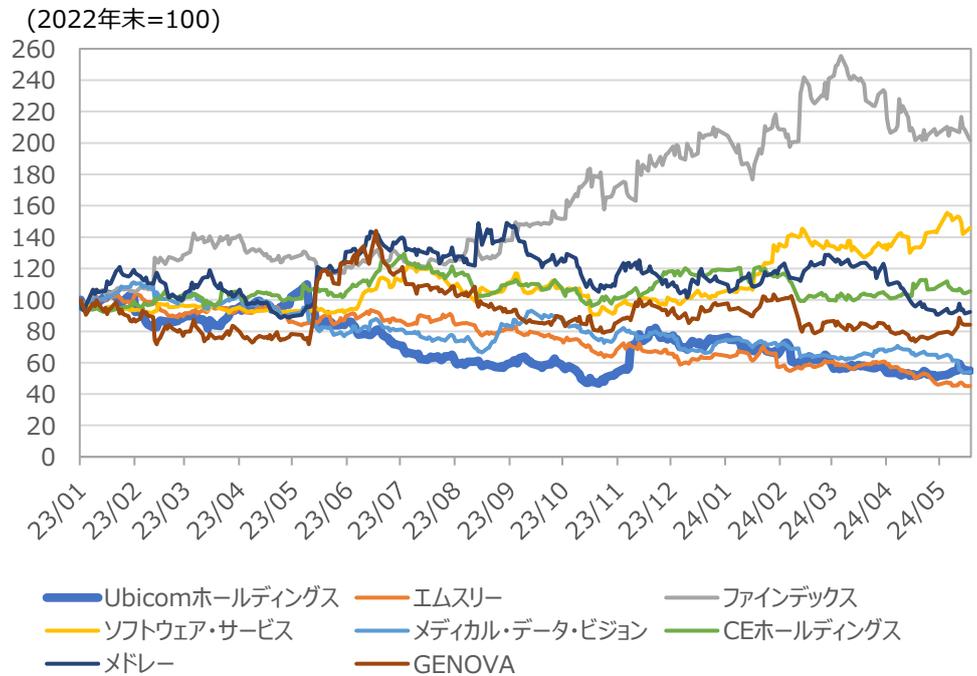
同社の収益は、メディカルのサブスクモデルに見られるように安定感があり、先行投資や円安、その他の逆風が吹いても、一部の新興企業に見られるような大幅減益に陥ったりするリスクは小さい。あとは成長性のイメージを回復できるかどうか鍵であろう。そのためにも 25/3 期の業績予想を達成することが株価の面でも重要と弊社では考える。

図表 9. PER の推移



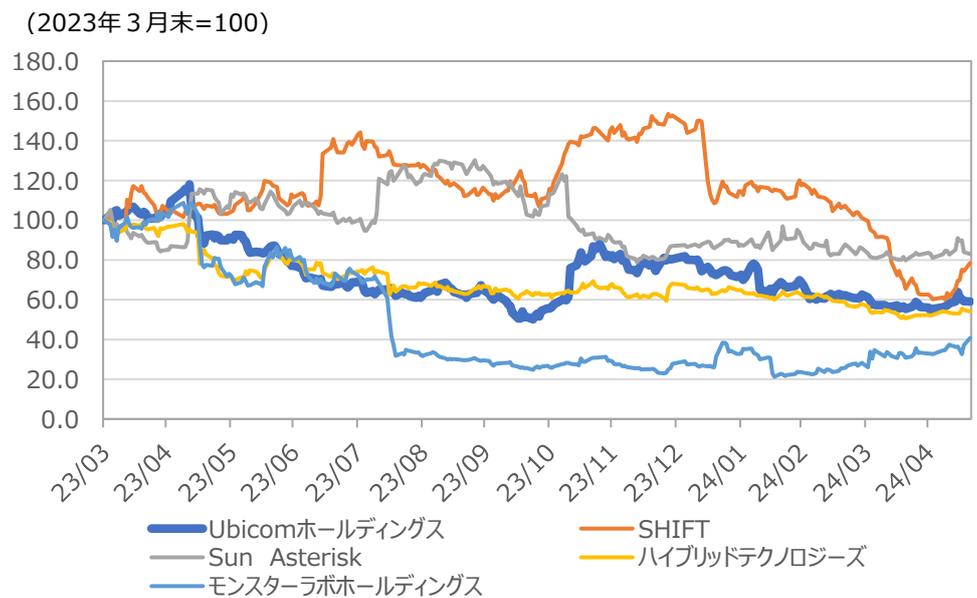
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 医療 DX 企業の株価推移



出所： ストラテジー・アドバイザーズ

図表 11. ソフトウェア企業の株価推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 12. 同業他社の収益性比較

会社名	コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本 比率 (%)
<b>Ubicom HD</b>	<b>3937</b>	<b>24/3</b>	<b>5,942</b>	<b>1,072</b>	<b>18.0</b>	<b>12.0</b>	<b>48.1</b>	<b>68.2</b>
エムスリー	2413	24/3	238,883	64,381	27.0	13.8	27.1	71.7
ファインデックス	3649	23/12	5,191	1,496	28.8	23.9	58.9	81.5
ソフトウェア・サービス	3733	23/10	33,720	6,516	19.3	16.5	21.3	79.3
メディカル・データ・ビジョン	3902	23/12	6,419	1,770	27.6	25.2	86.1	68.3
CEホールディングス	4320	23/9	13,632	1,254	9.2	11.7	15.9	54.1
メドレー	4480	23/12	20,532	2,661	13.0	15.7	38.0	69.0
GENOVA	9341	24/3	8,683	2,301	26.5	35.2	134.9	70.5
SHIFT	3697	23/8	88,030	11,565	13.1	22.9	38.4	58.5
Sun Asterisk	4053	23/12	12,516	1,775	14.2	18.2	69.4	80.1
ハイブリッドテクノロジーズ	4260	23/9	2,905	256	8.8	7.2	19.2	60.6
モンスターラボHD	5255	23/12	13,346	-2,056	-15.4	-56.8	-34.1	25.7

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 同業他社のバリュエーション比較

会社名	コード	直近実績	株価 (5/27) (円)	時価総額 (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
<b>Ubicom HD</b>	<b>3937</b>	<b>24/3</b>	<b>1,143</b>	<b>13,562</b>	<b>13.8</b>	<b>2.9</b>	<b>NA</b>	<b>12.0</b>
エムスリー	2413	24/3	1,545	1,049,083	23.3	3.0	NA	13.8
ファインデックス	3649	23/12	944	24,210	22.1	5.0	1.6	23.9
ソフトウェア・サービス	3733	23/10	15,160	79,256	15.8	2.5	0.9	16.5
メディカル・データ・ビジョン	3902	23/12	474	18,105	18.1	4.3	1.4	25.2
CEホールディングス	4320	23/9	539	8,150	10.7	1.3	2.8	11.7
メドレー	4480	23/12	3,230	104,503	34.8	6.0	0.0	15.7
GENOVA	9341	24/3	1,298	23,097	12.3	4.0	2.3	35.2
SHIFT	3697	23/8	16,695	293,565	33.9	10.1	0.0	22.9
Sun Asterisk	4053	23/12	868	33,049	18.5	3.5	0.0	18.2
ハイブリッドテクノロジーズ	4260	23/9	490	5,532	25.9	2.4	0.0	7.2
モンスターラボHD	5255	23/12	384	13,181	NM	3.6	0.0	-56.8

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. 半期/四半期業績動向

(百万円)	23/3				24/3			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
<b>グローバル事業</b>								
売上高	942	904	935	944	1,004	1,127	1,051	1,113
前年比	25.6%	16.2%	15.6%	4.4%	6.6%	24.7%	12.4%	17.9%
営業利益	155	61	96	134	111	122	57	130
前年比	52.0%	-36.5%	-12.7%	-28.3%	-28.4%	100.0%	-40.6%	-3.0%
売上高営業利益率	16.5%	6.7%	10.3%	14.2%	11.1%	10.8%	5.4%	11.7%
<b>メディカル事業</b>								
売上高	370	386	373	391	399	399	416	432
前年比	0.8%	3.5%	-0.5%	6.0%	7.8%	3.4%	11.5%	10.5%
営業利益	220	223	218	234	231	246	263	270
前年比	15.2%	7.2%	-4.4%	6.8%	5.0%	10.3%	20.6%	15.4%
売上高営業利益率	59.5%	57.8%	58.4%	59.8%	57.9%	61.7%	63.2%	62.5%
<b>営業利益調整額</b>	-84	-74	-82	-90	-90	-79	-88	-101
<b>合計</b>								
売上高	1,312	1,290	1,308	1,336	1,404	1,525	1,468	1,545
前年比	17.5%	12.1%	10.5%	4.9%	7.0%	18.2%	12.2%	15.6%
営業利益	291	210	232	278	253	288	232	299
前年比	42.0%	-8.7%	-12.1%	-16.8%	-13.1%	37.1%	0.0%	7.6%
売上高営業利益率	22.2%	16.3%	17.7%	20.8%	18.0%	18.9%	15.8%	19.4%
<b>損益計算書</b>								
売上高	1,312	1,290	1,308	1,336	1,404	1,525	1,468	1,545
売上原価	761	815	815	804	873	939	929	953
売上総利益	551	474	493	532	530	587	539	592
売上高総利益率	42.0%	36.7%	37.7%	39.8%	37.7%	38.5%	36.7%	38.3%
販売管理費	259	265	260	255	277	299	307	293
売上高販売管理費率	19.7%	20.5%	19.9%	19.1%	19.7%	19.6%	20.9%	19.0%
営業利益	291	210	232	278	253	288	232	299
売上高営業利益率	22.2%	16.3%	17.7%	20.8%	18.0%	18.9%	15.8%	19.4%
営業外収支	-25	18	19	-20	-73	-1	17	-80
金融収支	-3	-3	-4	-2	-3	-3	-3	-3
持分法投資損益	2	2	2	1	1	1	2	-1
為替差損益	-44	19	19	-13	-64	-1	20	-47
その他	20	0	2	-6	-7	2	-1	-30
経常利益	266	228	252	258	180	286	251	218
売上高経常利益率	20.3%	17.7%	19.3%	19.3%	12.8%	18.8%	17.1%	14.1%
特別損益	0	0	-106	28	0	0	0	-17
税前利益	266	228	146	285	180	286	251	201
法人税等	73	84	69	125	74	92	89	137
(法人税等率)	27.4%	36.8%	47.3%	43.9%	41.1%	32.2%	35.6%	67.9%
当期純利益	192	145	76	160	105	195	161	65
売上高当期純利益率	14.6%	11.2%	5.8%	12.0%	7.5%	12.8%	11.0%	4.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. 損益計算書

(百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3	24/3CoE
売上高	3,208	3,555	4,038	4,198	4,726	5,246	5,942	6,700
売上原価	1,919	1,999	2,317	2,375	2,722	3,195	3,694	
売上総利益	1,289	1,555	1,720	1,822	2,003	2,050	2,248	
売上高総利益率	40.2%	43.7%	42.6%	43.4%	42.4%	39.1%	37.8%	
販売管理費	966	991	1,012	903	970	1,039	1,176	
営業利益	322	564	707	919	1,033	1,011	1,072	1,500
売上高営業利益率	10.0%	15.9%	17.5%	21.9%	21.9%	19.3%	18.0%	22.4%
営業外収益	63	40	30	18	56	34	10	
受取利息・配当金	1	0	1	0	38	1	4	
持分法投資利益	16	19	19	10	0	7	3	
為替差益	28	0	0	0	0	0	0	
その他	18	21	10	8	18	26	3	
営業外費用	29	13	22	61	34	42	147	
支払利息・割引料	1	1	13	9	7	13	16	
為替差損	0	11	4	45	26	19	92	
その他	28	1	5	7	1	10	39	
営業外収益	355	591	715	877	1,055	1,004	935	1,518
経常利益	11.1%	16.6%	17.7%	20.9%	22.3%	19.1%	15.7%	22.7%
売上高経常利益率	0	0	0	0	0	28	0	
特別利益	0	1	113	0	15	106	17	
特別損失	63	40	30	18	56	34	10	
税前利益	355	590	602	877	1,039	925	918	
法人税・住民税・事業税	142	211	203	228	302	261	396	
法人税等調整額	0	9	-134	25	-95	89	-4	
法人税等合計	142	221	68	253	207	351	392	
(法人税率)	40.0%	37.5%	11.3%	28.8%	19.9%	37.9%	42.7%	
当期純利益	212	368	533	623	832	573	526	1,000
売上高当期純利益率	6.6%	10.4%	13.2%	14.8%	17.6%	10.9%	8.9%	14.9%
EPS (円)	19.1	32.6	46.1	53.2	70.4	48.7	44.7	83.0
有形・無形固定資産投資	90	55	178	85	282	70	283	
減価償却費・のれん償却額	78	106	134	148	113	156	176	
キャッシュフロー	290	474	667	771	945	729	702	
CFPS (円)	26	42	57.7	65.8	79.9	61.8	59.7	
ROE	17.8%	24.7%	27.3%	27.3%	24.2%	14.5%	12.0%	
ROIC	31.0%	NM	82.7%	83.1%	86.1%	56.4%	47.9%	
配当金 (円)	0	5	5	7	9	11	13	
期中平均株式数 (百万株)	11.2	11.3	11.6	11.7	11.8	11.8	11.8	
期末株式数 (百万株)	11.3	11.5	11.7	11.8	11.8	11.7	11.9	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. 貸借対照表

(百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
<b>流動資産</b>	2,048	2,532	3,128	3,793	4,509	4,838	5,660
現金及び預金	1,210	1,637	1,976	2,808	3,377	3,671	4,026
受取手形及び売掛金	504	553	667	655	938	876	1,289
棚卸	22	22	43	15	1	0	0
その他	319	323	446	319	206	312	363
貸倒引当金	-7	-3	-4	-4	-13	-21	-18
<b>固定資産</b>	438	561	668	647	1,114	1,037	1,223
有形固定資産	79	72	65	60	53	58	140
無形固定資産	122	79	132	81	260	168	213
ソフトウェア	58	79	48	17	2	20	13
その他	64	0	84	64	258	148	200
投資その他	236	409	470	504	800	731	870
投資有価証券	3	152	68	85	287	269	421
関係会社株式	41	58	62	71	63	63	62
繰延税金資産	93	117	268	274	375	302	298
その他	99	82	72	74	75	97	89
<b>総資産</b>	2,487	3,093	3,797	4,440	5,624	5,797	6,883
<b>流動負債</b>	1,031	1,210	1,370	1,239	1,464	1,336	1,725
買掛金	57	39	77	68	74	56	121
有利子負債	69	120	182	139	190	183	213
未払法人税	58	82	67	76	129	78	240
賞与引当金	153	46	49	48	50	54	56
その他	694	923	995	908	1,021	965	1,095
<b>固定負債</b>	162	192	208	258	347	370	438
有利子負債	35	15	18	18	137	61	75
退職給付に係る負債	47	75	61	80	32	108	163
繰延税金負債	71	94	121	152	169	183	180
その他	9	8	8	8	9	18	20
<b>純資産</b>	1,293	1,690	2,217	2,942	3,812	4,090	4,719
株主資本	1,434	1,830	2,341	2,985	3,727	3,946	4,423
資本金・剰余金	1,324	1,353	1,388	1,466	1,481	1,503	1,584
利益剰余金	108	477	953	1,518	2,270	2,737	3,134
自己株式	0	0	0	0	-25	-295	-295
その他包括利益累計額	-140	-140	-124	-43	85	144	272
新株予約権	0	0	0	0	0	0	23
非支配株主持分	0	0	0	0	0	0	0
<b>総資産</b>	2,487	3,093	3,797	4,440	5,624	5,797	6,883
自己資本	1,294	1,690	2,217	2,942	3,812	4,090	4,695
BPS(円)	115.9	147.2	190.2	249.3	322.4	348.2	395.7
有利子負債	104	135	200	157	327	244	288
自己資本比率	52.0%	54.6%	58.4%	66.3%	67.8%	70.6%	68.2%
D/Eレシオ	0.08	0.08	0.09	0.05	0.09	0.06	0.06

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 17. キャッシュフロー表

(百万円)	18/3	19/3	20/3	21/3	22/3	23/3	24/3
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>							
税引前利益	355	590	602	877	1,039	925	918
減価償却費	78	106	134	148	113	156	176
賞与引当金の増減益	21	-109	2	-1	1	2	0
持分法による投資損益	-16	-19	-19	-10	0	-7	-3
運転資本	-123	-51	-91	51	-228	76	-427
法人税等支払額	-84	-158	-246	-232	-244	-392	-218
その他	63	208	116	88	193	60	280
合計	294	567	498	921	874	820	726
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>							
有形固定資産の取得による支出	-37	-24	-32	-31	-31	-45	-117
無形固定資産の取得による支出	-41	-36	-3	-1	-22	-5	-5
その他	-2	-146	-34	-28	-149	-60	-150
合計	-80	-206	-69	-60	-202	-110	-272
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>							
短期借入金の純増減額	0	100	0	0	0	0	0
長期借入金の純増減額	-78	-69	-20	-15	0	0	0
リース債務返済による支出	0	0	-53	-80	-59	-92	-112
自己株式の取得による支出	0	0	0	0	-25	-270	0
配当金の支払額	0	0	-57	-58	-82	-106	-129
その他	27	27	34	77	15	21	86
合計	-51	58	-96	-76	-151	-447	-155
キャッシュに係る換算差額	-32	6	6	47	49	31	90
キャッシュ増減額	130	426	338	832	569	294	389
キャッシュ期首残高	1,044	1,175	1,602	1,941	2,773	3,342	3,636
キャッシュ期末残高	1,175	1,602	1,941	2,773	3,342	3,636	4,026

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性があります。あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号