

|| 企業調査レポート ||

イメージワン

2667 東証 JASDAQ

[企業情報はこちら >>>](#)

2018年12月25日(火)

執筆：客員アナリスト

前田吉弘

FISCO Ltd. Analyst **Yoshihiro Maeda**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 会社概要と事業内容	01
2. フロー利益が冴えない状況でも、財務体質は大幅に良化	01
3. 2018年9月期は増収・黒字転換を達成、2019年9月期は増収・増益を見込む	01
4. 数値目標はチャレンジングだが、内容的に納得度が高い新中期経営計画	01
■ 会社概要	03
1. 企業使命に沿った事業領域拡大	03
2. 事業構造改革とバリューチェーン強化を目的にパートナー戦略を推進	04
■ 事業内容	06
1. 日々進化する顧客ニーズに対応してきたメディカルシステム	06
2. ウェアラブル心電計による新領域開拓は順調に見える	07
3. 量的拡大局面を迎えつつある GEO ソリューション事業	10
4. 関連会社で展開を加速する Web サービス事業	12
■ 業績動向	13
1. フロー利益は順調とは言えないが、エクイティファイナンスにより財務体質は良化	13
2. ヘルスケアソリューション事業の収益性が改善、 GEO ソリューション事業は量的拡大局面に	15
3. 2018年9月期は増収・黒字転換を達成、2019年9月期は増収・増益を見込む	18
■ 今後の見通し	19
1. 新中期経営計画における数値目標はチャレンジングだが、事業戦略は納得度が高い	19
2. 注目されるウェアラブル心電計の「心電解析機能追加」と 医療画像診断支援システムの「AI 実装」	20
■ 課題とリスク	22
1. 株主還元について	22
2. セキュリティ対策について	22

■ 要約

既存事業の収益性が改善、好財務のもと成長戦略を推進。 チャレンジングだが納得度も高い新中期経営計画、 実行力が試される局面に

1. 会社概要と事業内容

イメージワン<2667>は、企業使命として掲げる「人の健康、国の安心・安全」への貢献を、イメージ（画像）を核にした ICT 利活用を通じて目指す CSV 型企業（事業を通じた社会貢献により企業価値を増大させる企業）。具体的には、主力事業であるヘルスケアソリューション事業（メディカルシステム、ウェアラブル心電計など）のほか、GEO ソリューション事業（UAV 関連事業など）を展開している。また、関連会社を通じて Web サービス事業にも取り組んでいる。

2. フロー利益が冴えない状況でも、財務体質は大幅に良化

同社のフロー利益は、過去 10 期中（2009 年 9 月期 - 2018 年 9 月期）、5 期において当期純損失を余儀なくされるなど、冴えない状況にあった。繰越利益剰余金は水面下にあるものの、財務体質の安全性を測る代表的な指標の推移を見ると、自己資本比率が 2009 年 9 月期末 31.8% → 2018 年 9 月期末 75.5%、流動比率が 2009 年 9 月期末 140.9% → 2018 年 9 月期末 407.1%、といずれも大幅に良化している。この間、ウェアラブル心電計（duranta）の開発、UAV（小型無人飛行機、いわゆるドローンを含む）関連事業や Web サービス事業への進出、AI 技術の導入、新たなマーケティング戦略への取り組みなど、成長に対する布石は着実に打たれており、財務強化と先行投資を両立してきた経営実績は評価に値する。

3. 2018 年 9 月期は増収・黒字転換を達成、2019 年 9 月期は増収・増益を見込む

2018 年 9 月期は売上高が前年同期比 19.3% 増の 1,653 百万円、営業利益が同 125 百万円改善の 40 百万円、当期純利益が同 128 百万円改善の 8 百万円となった。会社計画に対しては、売上高が上振れ、営業利益は計画線、当期純利益は未達での着地となった。セグメント別に見ると、主力のヘルスケアソリューション事業は、売上高、営業利益ともに過去 10 年で最高を記録した。GEO ソリューション事業については、戦略的価格改定の影響で営業減益となったものの、単価下落影響を数量増で吸収し、微増収を確保した。2019 年 9 月期は売上高が前年同期比 2.8% 増の 1,700 百万円、営業利益が同 48.6% 増の 60 百万円、当期純利益が同 233.5% 増の 28 百万円と、増収・増益を見込む。

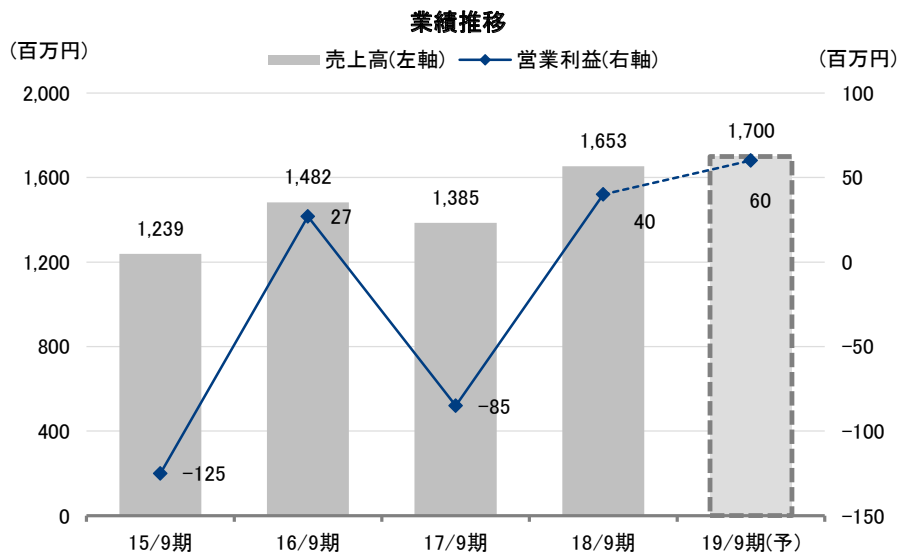
4. 数値目標はチャレンジングだが、内容的に納得度が高い新中期経営計画

同社は 2018 年 9 月の新中期経営計画において、2021 年 9 月期の経営数値目標を「売上高 2,300 百万円、営業利益 250 百万円」としている。数値目標自体は、チャレンジングに見えるが、「AI」や「ネットワークによる遠隔医療」、「i-Construction」、「CRM ソリューション」などを注力分野とする事業戦略については納得度が高いと考える。

要約

Key Points

- ・明快な企業使命のもと、パートナー戦略により事業展開を推進する CSV 型企業。財務体質強化と先行投資を両立してきた経営実績は評価に値するだろう
- ・2018年9月期は、主力のヘルスケアソリューション事業の収益性改善を主因に増収・黒字転換を達成、財務体質は一段と良化している。2019年9月期は増収・増益を見込む
- ・新中期経営計画は、数値目標はチャレンジングに見えるが、事業戦略については納得度が高く、その実行力が試される局面と言えるだろう。まずは、ウェアラブル心電計の「心電解析機能追加」と医療画像診断支援システムの「AI実装」の動向に注目したい



注：2017年9月期のみ連結決算。数値は個別（非連結）ベース
出所：有価証券報告書及び会社発表資料よりフィスコ作成

■ 会社概要

明快な企業使命のもと、「人の健康、国の安心・安全」分野で事業展開

1. 企業使命に沿った事業領域拡大

同社は株式会社イメージアンドメジャーメントとして1984年4月に設立、画像処理関連機器及び電子計測機器の輸入販売を開始した。1989年5月にはカナダのMacDonald, Dettwiler and Associates Ltd. と販売総代理店契約を締結し、現在のGEOソリューション事業の基礎となる衛星画像事業に参入、1992年7月には医療診断画像処理機器の輸入販売を開始し、現在の主力事業であるヘルスケアソリューション事業（医療画像事業）に進出した。その後、2000年7月に株式会社イメージワンに商号変更し、同年9月には大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市場（現JASDAQ市場）への株式上場を果たしている。

また、2016年11月に光通信<9435>の子会社（株）EPARKとの合併で（株）イメージワンゼロット（現（株）エンパワープレミアム）を設立し、美容整形分野等の自由診療（保険非適用診療、自費診療）分野の予約・検索サイトの運営事業を立ち上げたが、2018年5月にエンパワープレミアム（光通信とRIZAPグループ<2928>の合併会社、歯科分野における自由診療向けの予約・検索Webサービス事業を展開）がイメージワンゼロットを吸収合併、Webサービス事業については、関連会社（同社が筆頭株主）となったエンパワープレミアムを通じて推進することになった。

こうした事業領域の拡大は、同社が掲げる『「人の健康、国の安心・安全」の分野において、画像を通じてお客様の迅速かつ的確な「意思決定」「意思伝達」を支援し、社会コスト削減に貢献する』という企業使命（ミッション）に沿ったものであり、同社は医療分野・地球環境分野における社会貢献を通じて企業価値増大を目指すCSV型企業として位置付けられるだろう。

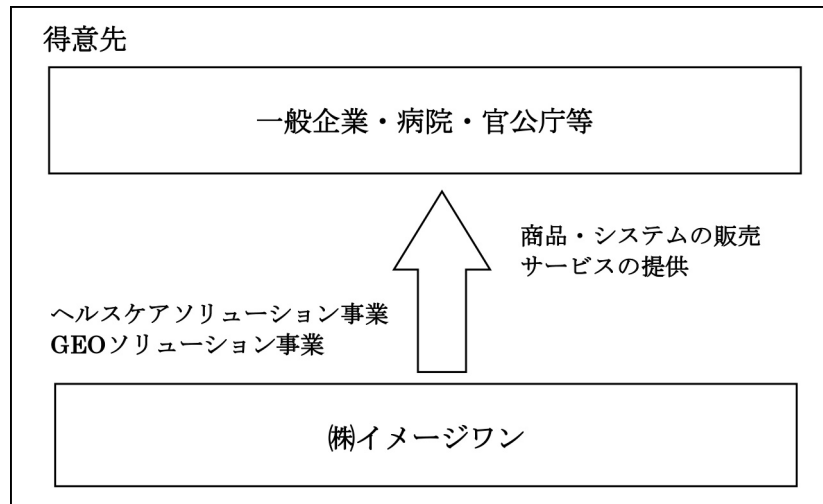
バリューチェーン概念図



出所：取材よりフィスコ作成

会社概要

事業系統図



出所：有価証券報告書より掲載

2. 事業構造改革とバリューチェーン強化を目的にパートナー戦略を推進

同社は、事業領域での競争力確保を主目的とする資本業務提携契約を始め、主力製品の安定調達を確かにするための輸入代理店契約、新たな事業領域進出における共同開発や合併契約、効率的な開発を目的とする外部委託の活用、自社による営業拠点展開（東京、仙台、名古屋、大阪、福岡）を補完する医療機器メーカー等との協業など、パートナー戦略を推進している。プロダクトとマーケティングの両面でバリューチェーンを強化するためにパートナー戦略を推進している。バリューチェーン強化を目的とするパートナー戦略は、多くの企業が取り組んでいるものであるが、同社については、スピーディーな事業構造改革を思い切ったパートナー戦略により実現してきた経営実績に注目したい。

また、パートナー戦略を推進するには、自社が相手先企業に選ばれる必要がある。同社の場合、明快な企業使命（「健康、安心・安全」への貢献）のもと、自社の存在価値を常に問い続ける経営姿勢が徹底されているからこそ、2004年の伊藤忠商事<8001>、2008年の国際航空（株）グループ、2015年のEBM Technologies, Inc.（台湾、以下、EBM）、2016年の光通信グループ、と新たなパートナーに選ばれ続けているものと考えられる。

なお、同社の東証業種名は「卸売業」、日経業種分類は「商社」であるが、祖業である輸入販売ビジネスをベースに、システムインテグレーションや付加価値情報サービス提供による高付加価値化に取り組んできた結果、同社自身は自社の業態を「システムインテグレータ」と位置付けている。とはいえ、同社の事業方針に対する優れた柔軟性は、シーズ／ニーズに敏感な商社マインドが企業文化として根付いていることの表れでもあるだろう。

会社概要

経営上の重要な契約等

(輸入代理店契約)

契約先	契約年月日	契約内容
EBM Technologies, Inc. (台湾)	2001年7月1日	DICOMに準拠した医療画像保管・配信・表示システム(PACS)の国内独占代理店契約。
ASD Inc. (米国)	1996年1月15日	フィールド携帯型分光放射計の独占代理店契約。
microdrones GmbH (ドイツ)	2012年8月3日	UAV(小型無人飛行機)の販売代理店契約。
Pix4D SA (スイス)	2012年11月20日	UAV 撮影画像処理ソフトウェアの販売代理店、ライセンス契約。

(資本業務提携契約)

契約先	契約年月日	契約内容
EBM Technologies, Inc. (台湾)	2015年5月12日	国内 PACS 市場での競争力確保を主目的とした資本業務提携。

(共同開発・研究)

相手先	開発期間 / 発表年月日	内容
国立大学法人東北大学 (株) リアルデザイン	2012-2014 年度	電池交換無しで連続7日間の心電波形伝送が可能な小型テレメトリー式心電計(製品名 duranta)の開発と製品化
聖マリアンナ医科大学神経内科	2015年12月14日	「duranta」の特徴を活かし、不整脈を早期発見することで重大な脳卒中の発症や再発を予防するための共同研究。
エルピクセル(株)	2018年9月28日	AI技術を導入した医療画像診断支援システムの商品化を目指した業務提携。

(増資引受)

引受先	年月日	出資目的
(株) エンパワープレミアム	2018年5月31日	エンパワープレミアムの事業運営を光通信が率いる光通信グループと共同して推進する方針を明確にするため。 出資比率は同社 39.7%、光通信 19.9%、EPARK 19.5%、RIZAP グループ 19.9%。

出所：有価証券報告書及び会社発表資料よりフィスコ作成

■ 事業内容

企業理念を堅持しつつ、時代に応じた最先端ソリューションを提供

1. 日々進化する顧客ニーズに対応してきたメディカルシステム

ヘルスケアソリューション事業は全社売上の93%（2018年9月期）を占める同社の主力事業であり、PACS（Picture Archiving and Communication System<医療画像・保管・配信・表示システム>）を中心とするメディカルシステムとクラウド型ウェアラブル心電計である「duranta」を提供している。

メディカルシステムは、1994年のDICOM（医用画像フォーマット・通信プロトコルの標準規格）サーバ開発を出発点に、マルチモダリティ（CT、MRI、PETなどの医療機器）から得られる画像データを一元管理し、診察室などに設置されたPC等で閲覧を可能とする「PACS（POP-Net Viewer）」、読影業務フローに合わせ自由自在に設定可能で質の高いレポート作成とペーパーレスを実現する「放射線部門レポートシステム（Connectio Report）」、放射線科の複雑なワークフローを効率よく管理する「放射線部門情報システム（ConnectioRIS）」、遠隔画像診断支援サービス（Oceanio）など、医療画像分野向け製品のラインナップを充実してきた。

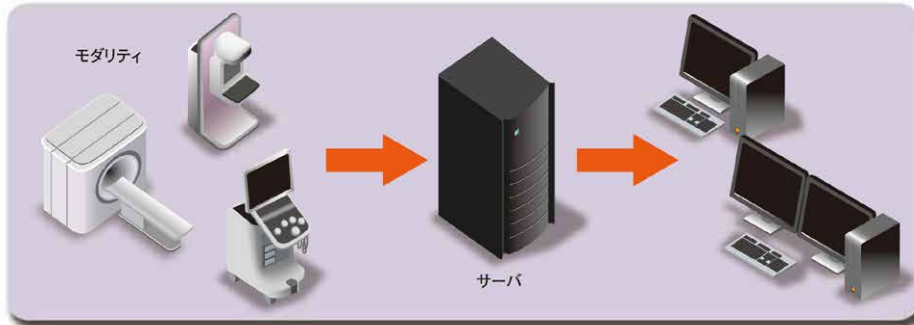
同社メディカルシステムの最終顧客はベッド数300床程度の比較的大規模な病院や専門的な検査施設がメイン、老舗ベンダー（2001年にEBMと国内独占代理店契約を締結し、日本国内の医療の状況や顧客ニーズをタイムリーに反映したシステムを開発・提供）としてPACS導入実績は400病院程度に達している。ただ、国内PACS市場は5年サイクル程度で発生する更新需要の取り込みが中心の成熟市場になっており、こうしたなかで、トモシンセシス対応マンモグラフィやiPhone・iPad、クラウドなど新たな技術トレンドに対応したソリューション提供を実現するなど、日々進化する顧客ニーズへの対応は継続しつつ、新規需要が見込まれるプロダクトとして自社開発の「Connectioシリーズ」などを投入してきた。

また、同社のPACS製品は、DICOM完全準拠で設計されているため、VNA（Vendor Neutral Archive：標準インターフェイスを備えた標準フォーマットで医用画像を格納する医療機器）としての製品価値が市場で認識されつつある。PACS製品がVNAであれば、1) 病院等のユーザーにとっては、連携させるモダリティ（CTやMRI等に代表される医用画像を撮影する装置）等を導入・更新する際に選択の自由度が高まる、2) モダリティメーカーにとっては、自社製品との連携が技術的に担保可能なため、新規顧客に対しても導入提案がしやすい、といったメリットがある。同社は、VNAという自社製品の強みを生かしたマーケティング戦略として、2018年9月期から、モダリティメーカーや医療情報システムメーカーとの協業（お互いの顧客に対して商談の場を提供等）を進めており、その成果が出始めている。

事業内容

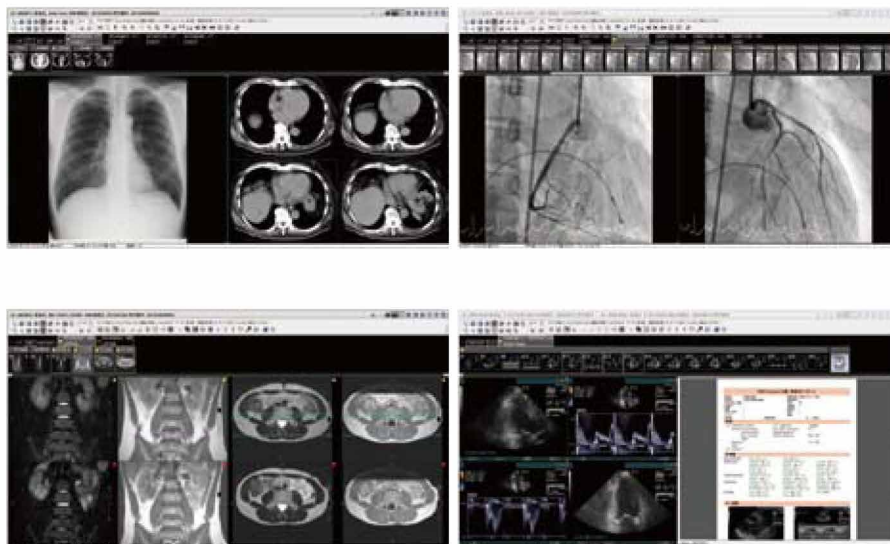
「POP-Net Viewer」のシステム構成イメージ

マルチモダリティ対応 DICOM画像ビューア



出所：会社資料より掲載

「POP-Net Viewer」の利用イメージ



出所：会社資料より掲載

2. ウェアラブル心電計による新領域開拓は順調に見える

ウェアラブル心電計（以下「duranta」）もまた、新規導入による成長が期待されるプロダクトである。「duranta」は同社が国立大学法人東北大学、（株）リアルデザインと共同開発し、JST（独立法人科学技術振興機構）の復興促進プログラム支援を受け、2014年にリリースしたテレメトリー式心電送信機であり、一度の充電で7日間連続計測でき、全データクラウド保存、本体はコードレスで重量35gの軽量・小型、ノイズが少なく装着が手軽、複数のデバイスで同時に情報共有が可能、といった特徴を有している。同社はその特徴を生かし、2014年12月から高齢化社会の進行に伴い需要が高まっている在宅医療・介護福祉分野向けに「在宅医にも優しい見守りシステム」として、2017年秋（出荷開始は2018年1月）からは循環器医療分野では患者負担が小さく有効な検査結果が得やすい「不整脈検出向け長時間心電用データレコーダ」としても、市場開拓に取り組んでいる。

事業内容

「duranta」のターゲット顧客は、今のところクリニックや介護施設、病院の循環器科・神経内科であり、同社が既に顧客基盤を有する医療画像領域とは異なる。このため、一見、飛び地進出のようにも思えるわけだが、「duranta」投入の背景には、医療業界の老舗ベンダーであり健康領域での社会貢献を企業使命とする同社だからこそその必然性がある。

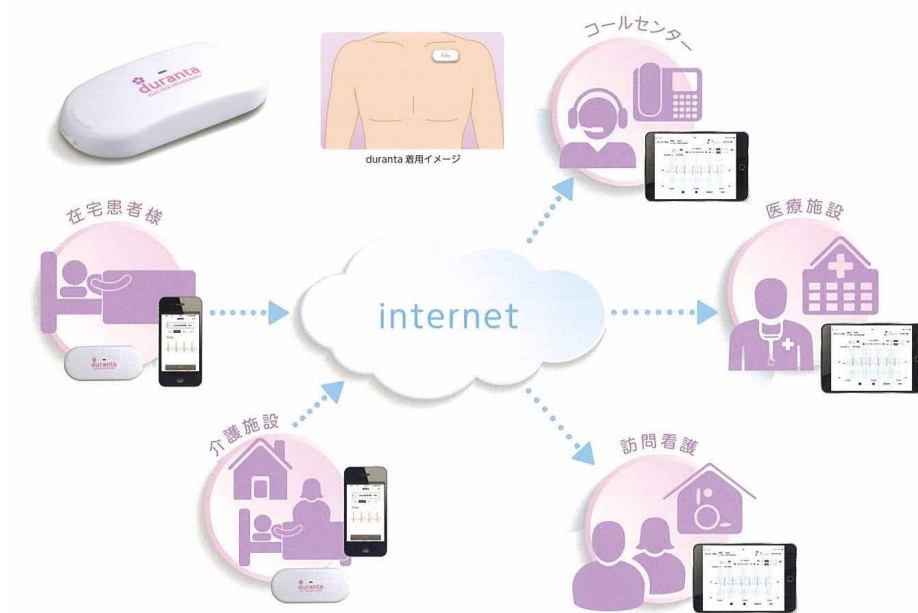
同社は2002年に東北大学医学部附属病院と共同で遠隔診断支援サービスを開始した。奇しくもパートナーは「duranta」と同じ東北大学だが、いずれも先方から共同開発の依頼があったことは、長年蓄積された同社の知見と実績が顧客から一定の評価を得ていることの証左だろう。そして、自社開発の遠隔画像診断支援サービス(Oceanio)はASPサービスとして2006年からサービスを開始し長年にわたり安定稼働してきた実績を有しており、同社はその開発、サービス提供等を通じ、「遠隔」や「クラウド」という新たなコンピタンスを得ることになった。IoT技術の進化により、「遠隔」での高品質な見守りや診断がウェアラブル・デバイスでも可能となるなかで、同社が「duranta」の開発に取り組んだことには事業方針としての一貫性がある。

また、「duranta」を活用した動きとして、同社は2015年12月に聖マリアンナ医科大学神経内科(公益社団法人日本脳卒中協会の神奈川県支部を担う研究・治療拠点)と不整脈を早期発見することで重大な脳卒中の発症や再発を予防するための共同研究を開始した。「脳血管疾患(脳卒中)」は、国内患者数が150万人を超え、日本人の死因上位、要介護状態となる原因第1位となっており、同社がこの分野に進出したことにはCSV型企業としての必然性を感じる。

2018年7月、「duranta」はセコム<9735>が全額出資するセコム医療システム(株)が提供を開始した遠隔診療支援プラットフォーム「セコム Vitalook(セコムバイタルック)」に採用された。「セコム Vitalook」は、在宅患者の生体データ(心電図、心拍数、RR間隔、血圧、体重、動脈血酸素飽和度、脈拍数)を常時リアルタイムにセコムデータセンターへ収集・蓄積し、医師や看護師、介護士など在宅医療の従事者が遠隔から患者の状態を確認することで、在宅診療医の負担軽減・診療の質向上への貢献を目的としたサービスであり、高齢者医療・在宅医療の重要性が益々高まるなかで、今後、こうしたサービスの浸透が期待される。同社は、在宅医療をフィールドとしたASP(Application Service Provider: アプリケーションソフト等のサービス(機能)をネットワーク経由で提供する事業者)にとって、「duranta」が当該領域におけるデファクトスタンダード的な存在になりつつあるとの手応えを持っており、今後の実需拡大が期待されるだろう。

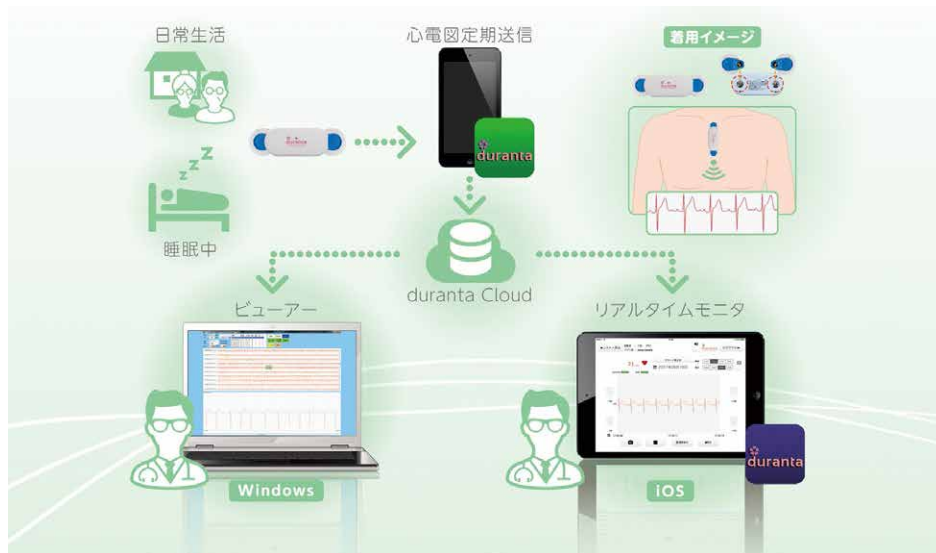
事業内容

「duranta」の在宅医療向け利用イメージ



出所：会社資料より掲載

「duranta」の不整脈検出向け利用イメージ



出所：会社資料より掲載

3. 量的拡大局面を迎えつつある GEO ソリューション事業

GEO ソリューション事業（衛星画像事業）は、2006年9月期の売上高が20億円（全社売上の59.1%）に迫る主力事業であったが、2014年に往時における主力事業の1つであった宇宙衛星画像販売の大幅縮小に踏み切り、2018年9月期における全社売上比率は6.9%にとどまっている。しかしながら、一連の事業構造改革を経て、GEO ソリューション事業のメインプロダクトは、継続課金型事業モデルのPix4D製ソフトウェアと売り切りモデルながら高収益のMalvern Panalytical可視・赤外分光放射計に絞り込まれた。この結果、セグメント利益率（全社コスト反映前）は、2016年9月期 - 2017年9月期は20%台で推移、販売促進強化等で費用先行となった2018年9月期においても、8.5%の収益性を確保している。

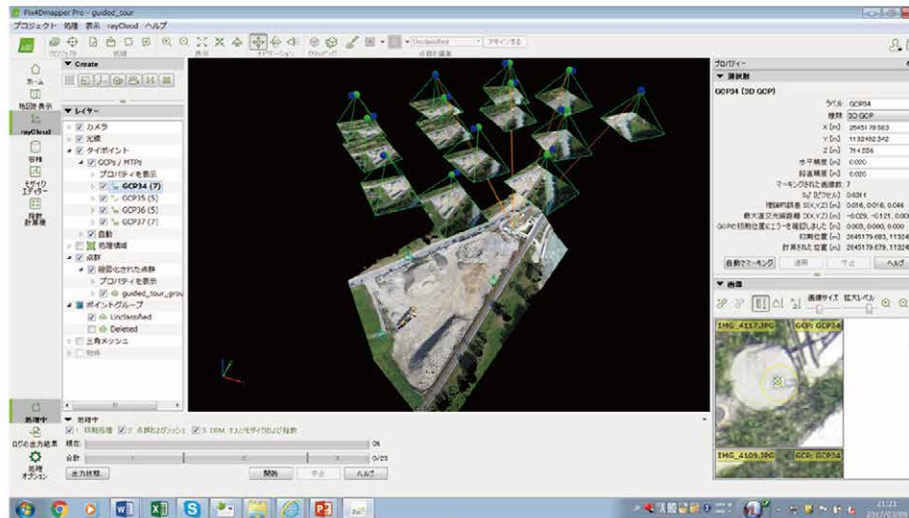
Pix4D製ソフトウェアは、特定のハードウェアに依存することなく、UAV（小型無人航空機、いわゆるドローンを含む）や地上で撮影した画像データから3次元形状の復元やオルソモザイク画像（写真に含まれるずれやひずみを修正した画像をモザイク状につなぎ合わせたもの）の生成、画像データに基づく各種計測（体積、面積、長さ）が直感的な操作により行えるものである。用途としては、航空写真測量や農業分野、環境監視・保全対策、被災状況の把握などに利用されているが、国土交通省が推進する「i-Construction（ICTの全面的な活用で建設生産システム全体の生産性向上を図り、魅力ある建設現場を目指す取り組み）」においてもUAV活用が目目されており、同関連市場は有望視できるだろう。

Pix4D製ソフトウェアは、当該分野で世界シェア60%程度を押さえるNo.1プロダクトでありながら、日本におけるシェアは40%程度にとどまっているもようである。同社は、日本国内に2名しか存在しないPix4D公認トレーナー資格保有者を抱える正規代理店として優位なサポート力を武器に販売展開しているわけだが、国内UAV運用が加速傾向にあるなかで、2017年12月に国内販売価格をグローバル販売価格に適合させる戦略的価格引下げを実施、全国で20拠点を超える新たな代理店網の組成も行い、シェア拡大を図っている。

なお、同社は2012年8月にmicrodrones（ドイツ）とUAVの販売代理店契約を、同年11月にはPix4D（スイス）とUAV撮影画像処理ソフトウェアの販売代理店・ライセンス契約を締結している。日本でドローンへの関心が一気に高まったのは2014年後半から2015年前半であり、同社のシーズ／ニーズに対する感度の高さと迅速な経営判断力を示す好例と言えるだろう。

事業内容

「Pix4D 製ソフトウェア」の利用イメージ



出所：会社資料より掲載

Malvern Panalytical 可視・赤外分光放射計（対象物の反射率、放射輝度、放射照度を計測）は、売上貢献こそ小さいものの、1996年1月に旧 ASD, Inc（米国）と締結した独占代理店契約に基づく、高収益のオンリーワン・プロダクトである。NASA（米航空宇宙局）や USGS（米地質調査所）の標準器として使用されるほど信頼性が高い製品がラインナップされており、農業、環境調査、建設、土木、植生調査、海洋調査、資源探査、化学分析、原材料検査、品質・製品識別など様々な分野で利用されている。

事業内容

「ASD 社製可視・赤外分光放射計」



出所：ホームページより掲載

4. 関連会社で展開を加速する Web サービス事業

同社は、2016年11月に（株）光通信の子会社 EPARK との合併でイメージワンゼロットを設立し、美容整形分野等の自由診療（保険非適用診療、自費診療）分野の予約・検索サイトの運営事業を立ち上げたが、2018年5月にエンパワープレミアム（光通信と RIZAP グループの合併会社、歯科分野における自由診療向けの予約・検索 Web サービス事業を展開）がイメージワンゼロットを吸収合併、Web サービス事業については、連結子会社ではなく関連会社（同社が筆頭株主）となったエンパワープレミアムを通じて推進することになった。エンパワープレミアムは今後の事業方針として、1) インプラントや矯正などの歯科分野における自由診療向けの予約・検索 Web サービス事業の更なる充実、2) 自由診療に注力する歯科クリニック向けの顧客管理システムの構築と販売を強化、を挙げ、最終的に総合的な Web サービス事業を目指すと言う。

事業内容

厚生労働省の2014年医療施設調査による診療科目別の全国施設数を見ると、美容外科が1,251件(診療所1,128件、病院123件)、歯科は69,992件(診療所68,886件、病院1,106件)、矯正歯科だけでも23,767件(診療所23,625件、病院142件)に達しており、市場規模の違いは明確である。実際の事業状況を見ても、かねてイメージワンゼロットが運営していた美容医療施設情報サイト「CLINIQUE」は高い市場カバー率を誇りながらも、掲載医院数は400件超にとどまっていた。一方、エンパワープレミアムが運営する美容診療・自由診療比較サイト「kiki DENTAL」の掲載医院数は前回調査時点(2018年6月14日)の9,032件から今回調査時点(2018年12月6日)では、56,184件にまで一気に増加している。

同社としても、医療画像システム関連商品に関わる技術及び営業のノウハウを、エンパワープレミアムの顧客管理システムの構築、販売等のサポートに生かしていく方針のもと、まずは「歯科クリニック向けCRMソフトウェア(Customer Relationship Management: 様々な顧客情報を一括管理し、営業戦略に活用する経営手法のこと)」の販売を公表している。まったく新しい顧客層に対するタッチポイントが獲得できたメリットは大きいと言え、わずか2年足らずでイメージワンゼロットの発展的解消に踏み切ったことは、同社らしい迅速かつ柔軟な経営判断と言え、英断であったと評価する。

業績動向

ヘルスケアソリューション事業の収益性が改善、財務基盤は一段と強化

1. フロー利益は順調とは言えないが、エクイティファイナンスにより財務体質は良化

2004年3月、同社は伊藤忠商事(株)を第2位の大株主として迎える第三者割当による新株発行(2008年3月に国際航業(株)グループが全株取得)を実施した。これが奏効し、2008年9月のリーマン・ショックや2011年3月の東日本大震災といった厳しい経済環境を乗り越えた後、2015年以降、エクイティファイナンスを活発化させ、事業構造改革と財務体質強化を加速させている。

むろん、株主価値の希薄化には十分留意する必要があるものの、パートナー戦略を伴ったエクイティファイナンスは、財務基盤の強化、事業構造改革や新規事業領域開拓、バリューチェーン強化を通じて、中長期的な企業価値増大を目指すものであり、今後の成果を見守りたい。

同社のフロー利益は、過去10期中(2009年9月期-2018年9月期)、5期において当期純損失を余儀なくされるなど、冴えない状況にあった。繰越利益剰余金は水面下にあるものの、財務体質の安全性を測る代表的な指標の推移を見ると、自己資本比率が2009年9月期末31.8%→2018年9月期末75.5%、流動比率が2009年9月期末140.9%→2018年9月期末407.1%、といずれも大幅に良化している。

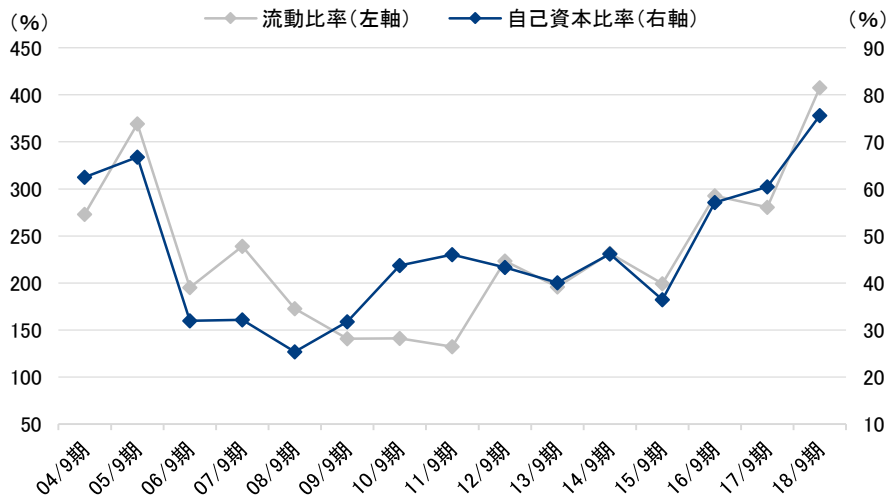
業績動向

この財務体質の良化は、2015年5月のEBMへの資本業務提携を伴う第三者割当による新株発行とマイルストーン・キャピタル・マネジメント(株)への純投資としての第三者割当による新株予約権発行によるところが大きいわけだが、1) 厳しいながらも更新需要を迎えつつある国内PACS市場における競争力確保、2) 医療分野での新規事業開発、3) GEOソリューション事業の事業構造改革、を推進する原動力となったばかりでなく、新たなパートナー戦略実現につながるものであった。

2016年11月、同社は新たなパートナー戦略として、光通信の子会社EPARKとの合弁でイメージワンゼロットを設立した。その原資として、EBM等への第三者割当増資で得た資金が活用され、2018年5月のエンパワープレミアムへの出資(この原資は、純投資目的のSBIグループ(SBIホールディングス<8473>)及び事業パートナーである光通信グループへの第三者割当による新株予約権発行)につながったわけである。

この間、「duranta」の開発、UAV(小型無人飛行機、いわゆるドローンを含む)関連事業やWebサービス事業への進出、AI技術の導入、新たなマーケティング戦略への取り組みなど、成長に対する布石は着実に打たれており、財務強化と先行投資を両立してきた経営実績は評価に値するだろう。

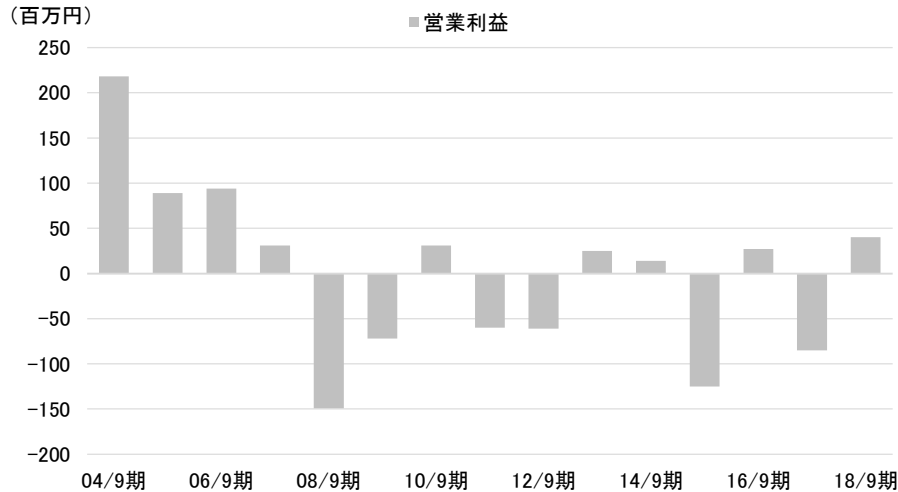
流動比率と自己資本比率の推移



注：09/9期、10/9期および17/9期は連結決算。数値は個別(非連結)ベース
 出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ掲載

業績動向

営業利益の推移

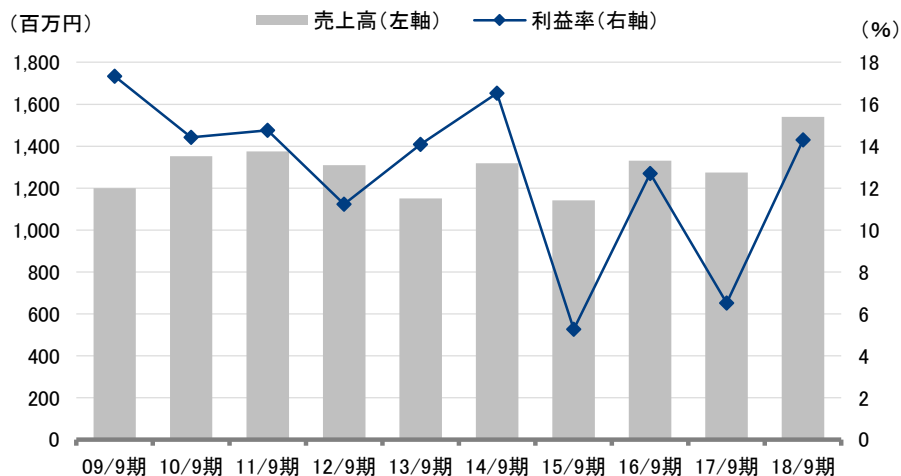


注：09/9期、10/9期および17/9期は連結決算。数値は個別（非連結）ベース
 出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ掲載

2. ヘルスケアソリューション事業の収益性が改善、GEOソリューション事業は量的拡大局面に

エクイティファイナンスを活用した事業構造改革の効果が、セグメント情報から明確に読み取れる。まず、ヘルスケアソリューション事業のセグメント利益率（全社コスト負担前）を見ると、厳しい価格競争や「duranta」関連等の先行投資を吸収してプラスサイドを堅持、2018年9月期には14.3%と消費税増税による駆け込み需要が発生した2014年9月期の16.6%に迫るまで向上した。直近における収益性向上は、1) VNAという自社製品の強みを訴求した営業強化策、2) モダリティメーカー等との協業という新たなマーケティング戦略、3) システム導入工程の効率化、などの効果が顕在化した結果であり、一過性の動きではないと考えられる。

ヘルスケアソリューション事業セグメントの売上高と利益率の推移



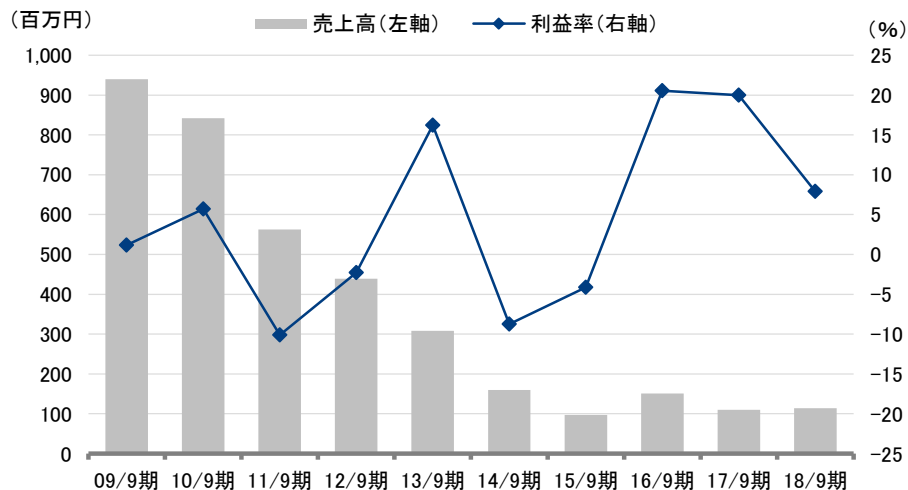
注：09/9期、10/9期および17/9期は連結決算。数値は個別（非連結）ベース
 出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ掲載

業績動向

次に、GEOソリューション事業のセグメント利益率（同）を見ると、継続課金型事業モデルのPix4D製ソフトウェアと売り切りモデルながら高収益のMalvern Panalytical 可視・赤外分光放射計への集中に踏み切った結果、2015年9月期に大幅減収のなかで底打ちを果たした後、2016年9月期から2期連続で20%水準を実現した。2018年9月期は、Pix4D製ソフトウェアの戦略的価格改定（引下げ）や契約代理店網の組成（直販に比べ利益率は劣る）に踏み切りながらも、8.5%の収益性を確保している。GEOソリューション事業は、筋肉質への転換を経て、量的拡大を目指す新たな局面を迎えたと言えるだろう。

同社の場合、全社費用が大きいいため、各セグメント利益に事業部門に負わせられない全社費用が含まれないことには留意する必要があるものの、こうした事業構造改革の進展は、2015年5月のエクイティファイナンスの成果として評価してよいだろう。

GEOソリューション事業セグメントの売上高と利益率の推移



注：09/9期、10/9期および17/9期は連結決算。数値は個別（非連結）ベース
 出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ掲載

イメージワン | 2018年12月25日(火)
 2667 東証 JASDAQ | <http://www.imageone.co.jp/ir/>

業績動向

簡易損益計算書

(単位：百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期(予)
売上高	1,239	1,482	1,385	1,653	1,700
前期比	-16.3%	19.6%	-6.5%	19.3	2.8
売上原価	883	1,006	1,012	1,162	-
前期比	-12.9%	13.9%	0.6%	-	-
売上総利益	355	475	372	491	-
前期比	-23.8%	33.8%	-21.7%	-	-
販管費	481	448	458	451	-
前期比	6.5%	-6.8%	2.2%	-	-
営業利益	-125	27	-85	40	60
前期比	-972.2%	-	-	-	48.6
経常利益	-148	17	-106	16	40
前期比	-	-	-	-	142.0
当期純利益	-170	10	-120	8	28
前期比	-	-	-	-	233.5

注：09/9期、10/9期および17/9期は連結決算。数値は個別（非連結）ベース
 出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

簡易貸借対照表

(単位：百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	増減額
流動資産	1,074	1,320	1,043	1,643	599
現預金	624	903	377	879	501
受取手形および売掛金	380	379	631	720	88
固定資産	206	170	342	552	209
有形固定資産	39	39	35	39	3
無形固定資産	113	78	60	70	9
投資その他の資産	52	52	246	442	196
資産合計	1,280	1,490	1,386	2,195	808
流動負債	539	451	372	403	30
買掛金	280	264	224	263	39
短期性借入金	200	95	70	42	-28
固定負債	272	188	175	132	-42
社債	36	21	7	0	-7
長期借入金	232	163	164	129	-34
負債合計	812	639	548	536	-11
(有利子負債)	469	280	242	171	-70
純資産合計	468	851	838	1,659	820

注：09/9期、10/9期および17/9期は連結決算。数値は個別（非連結）ベース
 出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

業績動向

簡易キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期
営業活動によるキャッシュ・フロー (a)	-18	122	-418	27
投資活動によるキャッシュ・フロー (b)	-81	-23	-43	-261
財務活動によるキャッシュ・フロー	433	179	259	733
フリー・キャッシュ・フロー (a) + (b)	-99	99	-461	-233
現金及び現金同等物の期末残高	624	903	701	867

注：2017年9月期のみ連結決算。数値は連結ベース

出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

3. 2018年9月期は増収・黒字転換を達成、2019年9月期は増収・増益を見込む

2018年9月期は売上高が前期比19.3%増の1,653百万円、営業利益が同125百万円改善の40百万円、当期純利益が同128百万円改善の8百万円と、増収・黒字転換を実現した。会社計画に対しては、売上高が上振れ、営業利益は計画線、当期純利益は未達での着地となった。セグメント別に見ると、主力のヘルスケアソリューション事業は、売上高、営業利益ともに過去10年で最高を記録した。GEOソリューション事業については、戦略的価格改定の影響で営業減益となったものの、単価下落影響を数量増で吸収し、微増収を確保した。また、財務安全性指標を見ると、自己資本比率が75.5%（前期末60.4%）、流動比率は407.1%（同280.0%）といずれも一段と向上している。

2019年9月期は売上高が前期比2.8%増の1,700百万円、営業利益が同48.6%増の60百万円、当期純利益が同233.5%増の28百万円と、増収・増益を見込む。売上高47百万円増の内訳は、ヘルスケアソリューションが1百万円増、GEOソリューション事業が46百万円増となっている。この計画には、2019年10月に実施予定の消費税税率引上げ（8%→10%）の影響は考慮されておらず、予定どおり実施された場合、特にヘルスケアソリューション事業において駆け込み需要が発生することになるだろう。ちなみに、前回の消費税増税（2014年4月）が含まれる2014年9月期のヘルスケアソリューション事業の売上高は、14.7%増（2013年9月期は12.1%減）であった。

決算業績予想（2018年11月9日発表）

(単位：百万円、%)

	売上高		営業利益		経常利益		当期純利益		1株当たり当期純利益 円
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	
18/9期	1,653	19.3	40	-	16	-	8	-	1.44
19/9期(予)	1,700	2.8	60	48.6	40	142.0	28	233.5	4.24

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

成果に結び付けられるか、実行力が試される新中期経営計画

1. 新中期経営計画における数値目標はチャレンジングだが、事業戦略は納得度が高い

2018年9月に新たな中期経営計画が発表された。2021年9月期の売上高2,300万円（2018年9月期比39.1%増）、営業利益250百万円（同525.0%増）とした経営数値目標はチャレンジングに見えるが、1)ヘルスケアソリューション、2)ウェアラブルソリューション、3)GEOソリューション、4)CRMソリューション、別に示された事業戦略は納得度が高いと考える。

事業戦略において、とりわけ注目されるのが、「duranta」の「心電解析機能追加」と医療画像診断支援システムの「AI実装」である。成長基調の定着に向けて、同社はその実行力が試される局面を迎えている。

新中期経営計画の概要（2018年9月発表）

【経営数値目標】

	2018年9月期	2021年9月期	年率成長率
売上高	1,653百万円	2,300百万円	11.6%
ヘルスケアソリューション	1,506百万円	1,700百万円	4.1%
ウェアラブルソリューション	33百万円	200百万円	82.3%
GEOソリューション	114百万円	300百万円	38.1%
CRMソリューション	0百万円	100百万円	-
営業利益	40百万円	250百万円	84.2%
営業利益率	2.4%	10.9%	-

出所：会社発表資料よりフィスコ作成

今後の見通し

【事業戦略】
ヘルスケアソリューション（遠隔サービスを含む）

- ① 医療画像システム商品群の商品力強化により、当社既存顧客の更新需要に応えるとともに新規受注の拡大を実現する。
 - ・ AI による画像診断補助機能を有効活用可能とする新機能を実装した PACS（医療画像保管・配信・表示システム）と、連携機能を強化した新レポートシステムの新製品を投入する。
 - ・ ユーザビリティを強化した超音波レポートシステムの新製品を投入する。
- ② 遠隔画像診断サービス事業への積極投資を行い、計画最終年度までにヘルスケア事業の新たな主力事業としての位置付けを確立する。

ウェアラブルソリューション

- duranta（テレメトリー式心電送信機）事業は、「見守り市場」、「不整脈市場」ともに成長期にあることを認識し、事業拡大を加速する。
- ・ 「見守り市場」では、大手企業の在宅見守りサービス開始が続く状況にあり、さらに連携先を開拓しながら、連携先サービスの市場浸透による出荷拡大を目指す。
 - ・ 「不整脈市場」では、新たに心電解析機能を追加開発した新製品を投入し、販売拡大を目指す。

GEO ソリューション

- 国土交通省が推進する IT による土木測量分野の生産性向上方針「i-Construction」関連市場の拡大を背景に、UAV（ドローン）関連ソフトウェアの販売を強化する。
- ・ 2018年9月期を通して構築した全国の Pix4Dmapper（UAV 撮影画像等の自動オルソモザイク & 3D 処理ソフトウェア）代理店ネットワークの活性化を図る。
 - ・ i-Construction 需要に応える関連ソフトウェアのラインアップ充実を図る。

CRM ソリューション

- エンパワープレミアム社の営業ネットワークを活かして、新たに自由診療医科向けの CRM ソリューションサービス製品の販売を計画初年度となる 2019 年 9 月期より開始する。

【投資事業方針】

自由診療医科歯科分野のインターネット予約・検索サイト運営を中心とした Web サービス事業は、本中期経営計画期間においては投資事業と位置づけ、関連会社エンパワープレミアム社の合併 3 年目（2021 年）黒字化に向けた事業推進を支援する。

2. 注目されるウェアラブル心電計の「心電解析機能追加」と医療画像診断支援システムの「AI 実装」

まず、2019 年春の市場投入が予定されているのが、「心電解析機能」を追加した「duranta」の新製品である。この「心電解析機能」の追加により、不整脈から虚血性新疾患等の診断まで有効な「解析付ホルター心電計」分野に進出することになり、「duranta」の需要掘り起こしにとって起爆剤となる可能性があるだろう。

「duranta」事業は、2014 年に在宅医療・介護福祉分野の新規事業として出発、2018 年 1 月に不整脈解析ソフトを組み込んだ新製品出荷を果たし、循環器医療分野へと展開領域の拡大を実現した。心電計を用いた検査のうち、不整脈検査が占める比率は 90% 程度と圧倒的に高いもようであり、軽量・ワイヤレスで本体を直接体に貼付け可能な「duranta」は取扱・装着感ともに患者負担が小さい「duranta」に対するニーズは確実にあると考えられる。

ただ、ホルター心電計を用い解析を伴った検査の診療報酬 1,750 点に対し、心電データ収集後の解析機能が無い現行「duranta」を用いた検査の診療報酬は 500 点にとどまっている。クリニック等での医療機器導入に際し、診療報酬の高さを重視した選定が行われるケースもあるなかで、低い診療報酬は普及の妨げに成り得る。この点、心電解析機能を追加した新型「duranta」の診療報酬は 1,750 点となる見込みであり、「duranta」の需要掘り起こしにとって大きな追い風となるだろう。一方、心電解析機能付き「duranta」は、大手医用電子機器企業（日本光電 <6849> やフクダ電子 <6960> など）が提供する「解析付ホルター心電計」とこれまで以上に競合することになる。

今後の見通し

新中期経営計画期間の3年間で、「duranta」を核とするウェアラブルソリューションの増収を6倍強と見込んでいる会社だけに、新型「duranta」の戦略的販売価格設定といったマーケティング戦略にとどまらない、協業をも視野に入れた今後の経営戦略を練っている蓋然性は高く、次に繰り出される一手に注目したい。

次に、2019年9月期後半の商品化完了を目指しているのが、「AI実装」したPACS製品である。この開発・商品化は、会社とエルピクセル(株)、会社パワーユーザの医療機関との三者共同によって進められており、医療機器としての認証時期は2020年～2022年辺りが有力視されている。

このプロジェクトのカギを握るエルピクセルは、医療領域の画像解析技術開発で高い評価を得ている東大発のベンチャー企業である。同社社長がエルピクセルの技術に惚れ込み、業務提携を申し入れたところ、先方からは、1)DICOM完全準拠の製品展開、2)400件を超える病院や大手検診施設へのPACS導入実績、3)東北大学医学部附属病院と共同で行っている遠隔診断支援サービスの実績(4,000件程度/月)、といった点が高く評価され、契約に至ったとのことである。

今回の共同開発では、MRA(磁気共鳴血管撮影)画像から未破裂脳動脈瘤と類似したパターンを検出することで見落とし防止を目指す「脳動脈瘤の自動検出」が最初のテーマとなる。エルピクセル自体は、「脳血管狭窄」や「正常圧水頭症」、「大脳白質病変」、「乳がん」、「大腸がん」、「胸部X線(肺がん)」といった様々なテーマでも研究開発を進めている。厚生省によると、国内の画像診断医は現在2,500名程度にとどまり、遅滞なく診断を行うには5,000名が必要とのことであり、「AI×遠隔」診断技術の進化は、医師の負担軽減と重大疾患の早期発見を両立する有力なソリューションと言えるだろう。

ところで、「AI」は、ディープラーニングにより常に進化を続けるという性質上、継続課金型事業モデルとの親和性が高い技術と言える。また、顧客から見ると、過去から現在に至る自身の膨大なデータを投入してきた「AI」を実装する製品から他製品に乗り換える際のスイッチングコストは極めて高いと考えられる。更新需要がメインのヘルスケアソリューション事業において、「遠隔」、「ウェアラブル(IoT)」、「継続課金型事業モデル」をキーワードとする新たな事業領域開拓を志向してきた会社にとって、既存事業の主力であるPACS製品に「AI技術」を実装する当プロジェクトは、ヘルスケアソリューション事業の今後を展望するうえで、画期的な第一歩になる可能性を秘めているように感じられる。

■ 課題とリスク

株主還元は検討課題だが、まずは収益基盤の強化を優先

1. 株主還元について

2017年9月期の有価証券報告書によると、売上高の継続的な拡大と営業利益率の向上を実現するために、会社が掲げる経営方針の順番は、増収増益基調の確立、企業価値の向上、繰越欠損の解消、復配の実現、財務基盤の強化となっている。喫緊の課題であった財務体質の強化は見取れるものの、株主還元については、継続的な配当等が求められるだけに、まずは収益基盤の強化が優先されるべきだろう。

2. セキュリティ対策について

同社は、プロダクトの販売、導入及び保守業務等の事業活動において、顧客の機密情報に触れる機会や、顧客が保有する個人情報を一時的に保持することがある。このため、2010年にISO/IEC27001の情報セキュリティマネジメントシステム（ISMS）の認証を取得し、情報管理体制の維持向上を継続的、組織的に進めている。

コンピューターウィルスの侵入や従業員の過誤等による重要データの漏えいやコンピュータープログラムの不正改ざん、もしくはシステム・ネットワーク障害や自然災害によるサービス提供の中断等の発生については、どの企業も予断を許さないものであるが、実績としては毎年実施されISMSの認証審査を問題なく乗り越えている。

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ