COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

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 7 月 4 日（水）

執筆：客員アナリスト
前田吉弘
FISCO Ltd. Analyst **Yoshihiro Maeda**

FISCO
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なかでも、財務体質は大幅に良化 01
3. 2018 年 9 月期決算は想定の範囲内で推移 01
4. 注目される中期経営計画のアップデート 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. 変革期を迎えた主力のヘルスケアソリューション事業、キーワードは「遠隔」、「ウェアラブル」、「継続課金」 06
2. 新たな成長局面を迎えた GEO ソリューション事業 09
3. 関連会社で展開を加速する Web サービス事業 11

■業績動向 12
1. 厳しい価格競争と先行投資負担が重荷だが、エクイティファイナンスにより財務体質は良化 12
2. 先行投資負担は大きいが事業構造改革の成果が顕在化しつつある 14
3. 2018 年 9 月期業績は想定の範囲内で推移 16

■今後の見通し 17
1. 株主価値の希薄化に留意する必要はあるが、経営戦略の柔軟性と機動性は評価したい 17
2. 見直される蓋然性が高い中期経営計画 18

■課題とリスク 19
1. 株主還元について 19
2. セキュリティ対策について 19

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

ICT 利活用により、「健康、安心・安全」分野で事業展開。事業構造改革とバリューチェーン強化を実現してきた経営戦略に注目

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（医療画像事業など）のほか、GEO ソリューション事業（衛星画像事業など）、Web サービス事業（自由診療領域の検索・予約サイトを関連会社が運営）を展開している。

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、直近の 3 期間中（2015 年 9 月期 -2017 年 9 月期）、2 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。一方、財務体質の安全性を図る代表的な指標の推移を見ると、自己資本比率（単体ベース）が 2014 年 9 月期末 46.2% → 2017 年 9 月期末 60.4%（連結ベース 52.1%）、流動比率（同）が 2014 年 9 月期末 231.6% → 2017 年 9 月期末 280.0%（同 347.6%）、といずれも大幅に良化している。

この間、2016 年 11 月に光通信 <9435> の子会社である (株)EPARK との合弁で (株) イメージワン ゼロットを設立するなど、新たな事業領域への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注目に値する。

3. 2018 年 9 月期決算は想定の範囲内で推移

2018 年 9 月期の第 2 四半期連結決算は売上高が前年同期比 28.6% 増の 766 百万円、営業損失が同 22 百万円縮小の 55 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失が同 43 百万円縮小の 39 百万円となった。通期業績予想に対しては、想定の範囲内で推移しているもようである。

安全性指標を見ると、自己資本比率が 57.3%（前期末 52.1%）と良化、流動比率は 339.3%（同 347.6%）と極めて健全な水準を維持している。

4. 注目される中期経営計画のアップデート

2018 年 5 月に連結子会社であったイメージワン ゼロットが合併により消滅し、存続会社のエンパワープレミアムが連結子会社ではなく関連会社に該当するため、2018 年 9 月期については、単体決算に移行する。

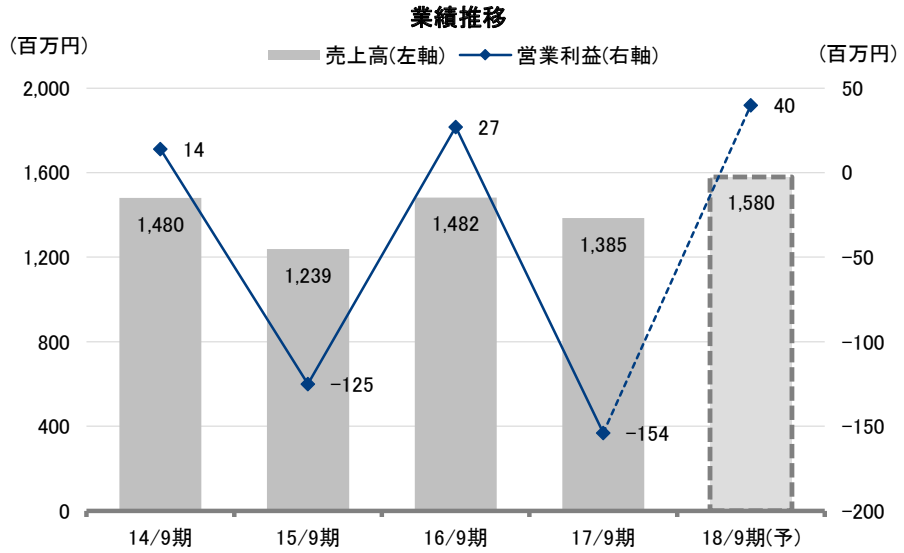
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

同社は 2016 年 11 月の修正中期経営計画において、2019 年 9 月期の経営数値目標を同社単体では売上高 1,600 百万円、営業利益 110 百万円、当期純利益 77 百万円、連結では売上高 2,200 百万円、営業利益 210 百万円、親会社に帰属する当期純利益 118 百万円、としている。成長が期待される Web サービス事業の位置付けも含めて、中期経営計画のアップデートに注目したい。

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に注目したい。
- 主力のヘルスケアソリューション事業は画像関連領域で厳しい価格競争が続くなか、ウェアラブル心電計を市場投入するなど新領域展開への取り組みを強化している。
- 2017 年 9 月期連結業績は、GEO ソリューション事業と Web サービス事業の先行投資負担もあって赤字転落するも、財務体質は健全性を確保。単体決算に移行する 2018 年 9 月期は増収・黒字転換を見込む。



注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結、2018 年 9 月期会社予想は単体
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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

会社概要

明快な企業使命のもと、柔軟な経営戦略を推進

1. 企業使命に沿った事業領域拡大

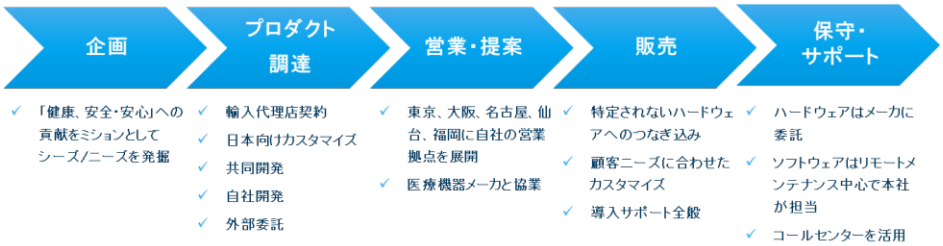
同社は株式会社イメージアンドメジャーメントとして 1984 年 4 月に設立、画像処理関連機器及び電子計測機器の輸入販売を開始した。1989 年 5 月にはカナダの MacDonald, Dettwiler and Associates Ltd. と販売総代理店契約を締結し、現在の GEO ソリューション事業の基礎となる衛星画像事業に参入、1992 年 7 月には医療診断画像処理機器の輸入販売を開始し、現在の主力事業であるヘルスケアソリューション事業（医療画像事業）に進出した。その後、2000 年 7 月に株式会社イメージ ワンに商号変更し、同年 9 月には大阪証券取引所ナスダック・ジャパン市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

また、2016 年 11 月に光通信の子会社 EPARK との合弁でイメージワン ゼロット（現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> の合弁会社、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。

なお、2016 年 11 月発表の修正中期経営計画において、中期事業方針が、従来の「医療画像分野での事業領域拡大」から「医療画像分野に限定せず、より広い医療関連分野での新規事業創出」へと変更されたが、医療画像領域における厳しい価格競争を勘案すれば、妥当な判断と考える。

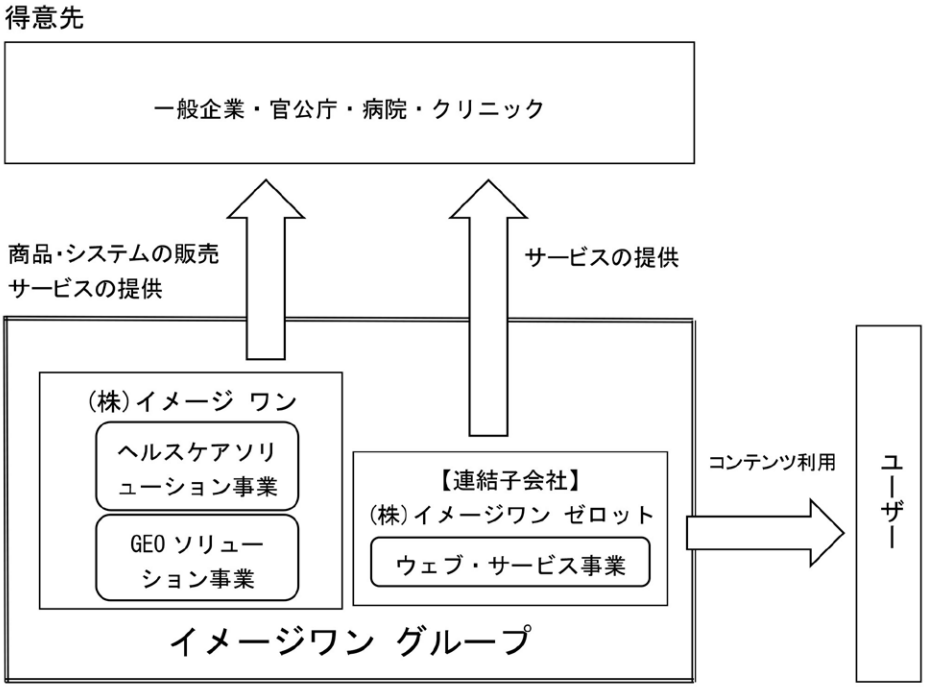
バリューチェーン概念図



出所：取材よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業系統図



注：イメージワン ゼロットは 2018 年 5 月にエンパワープレミアムに吸収合併され消滅、同社は単体決算に移行し、Web サービス事業は関連会社にて運営されている
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弁契約、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、同社の場合、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。

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 年の国際航業 (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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

同社の事業方針に対する優れた柔軟性は、徹底したパートナー戦略によるアセットライトな企業体質の賜物と言えようが、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。

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。

（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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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

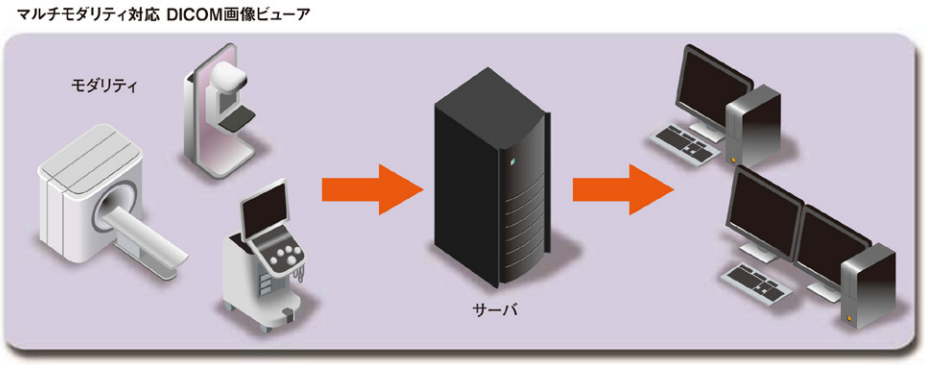
1. 変革期を迎えた主力のヘルスケアソリューション事業、キーワードは「遠隔」、「ウェアラブル」、「継続課金」

ヘルスケアソリューション事業は全社売上の 92%（2017 年 9 月期連結決算における医療画像事業）を占める同社の主力事業であり、PACS（Pictuer 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（Connectio RIS)」、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）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。

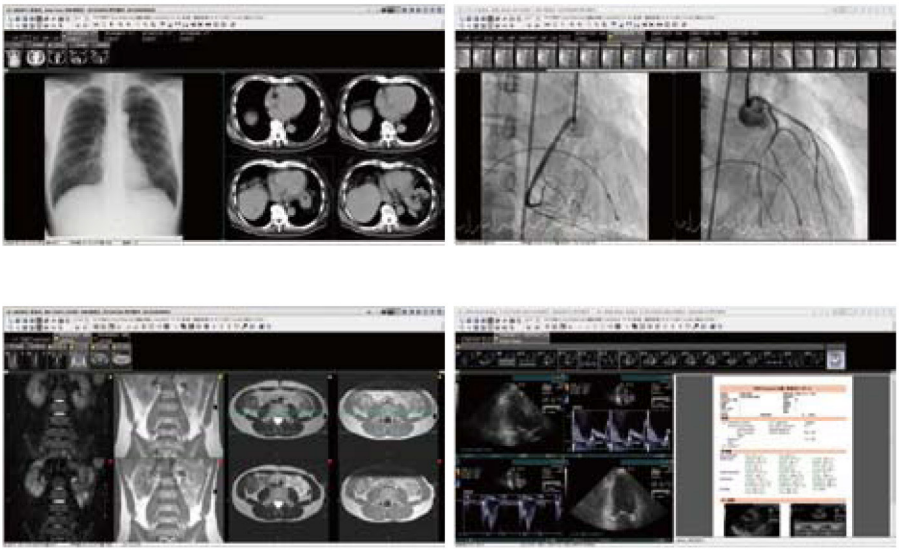
「POP-Net Viewer」のシステム構成イメージ



出所：会社資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

「POP-Net Viewer」の利用イメージ



出所：会社資料より掲載

ウェアラブル心電計（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、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、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、それぞれ市場開拓に取り組んでいる。

この「duranta」が注力プロダクトに加わったことで、ヘルスケアソリューション事業のキーワードは、「遠隔」、「ウェアラブル（IoT）」、「継続課金型事業モデル」となりそうだ。

「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。

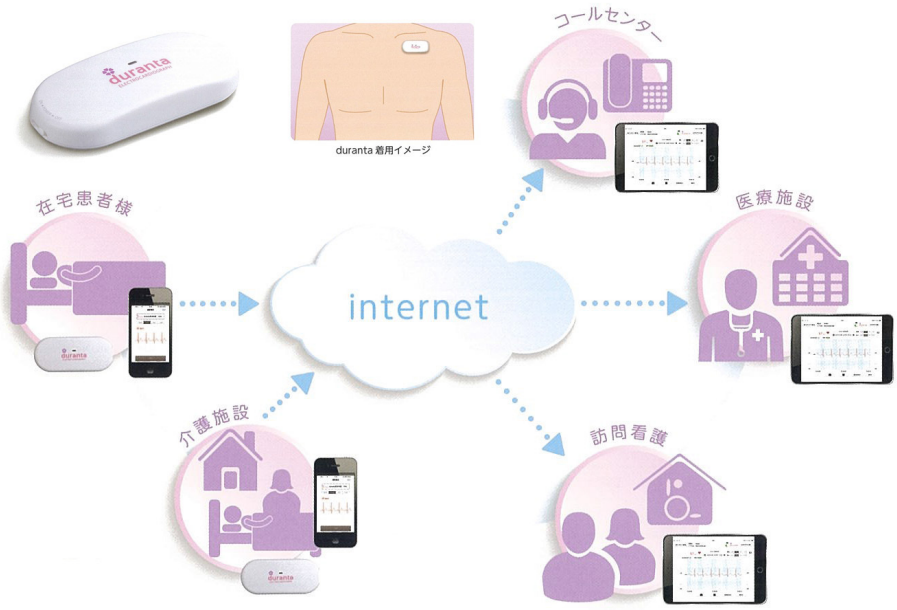
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業内容

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。

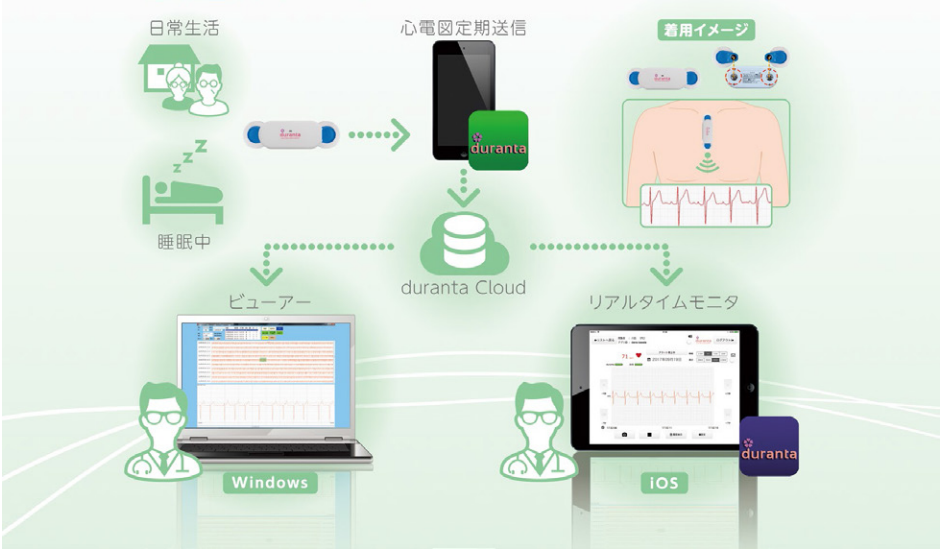
「duranta」の在宅医療向け利用イメージ



出所：会社資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

「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

2. 新たな成長局面を迎えた 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、2017 年 9 月期連結決算における全社売上比率は 8.0% にとどまっている。

しかしながら、こうした事業構造改革により、セグメント利益率（全社コスト反映前）は大きく好転（2014 年 9 月期単体決算 -9.2% → 2017 年 9 月期連結決算 20.6%）し、高収益事業に生まれ変わりつつあることに注目したい。

一連の事業構造改革を経て、GEO ソリューション事業における現在のメインプロダクトは、継続課金モデルの Pix4D 製ソフトウェアと売り切りモデルながら高収益の ASD 製可視・赤外分光放射計に絞り込まれた。

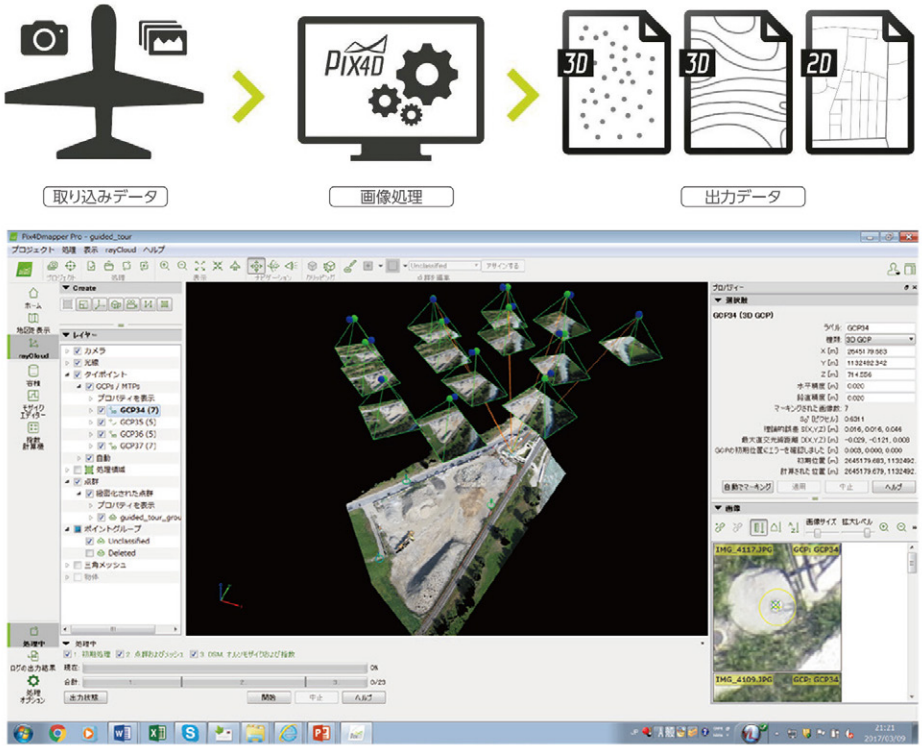
Pix4D 製ソフトウェアは、特定のハードウェアに依存することなく、UAV（小型無人航空機、いわゆるドローンを含む）や地上で撮影した画像データから 3 次元形状の復元やオルソモザイク画像（写真に含まれるずれやひずみを修正した画像をモザイク状につなぎ合わせたもの）の生成、画像データに基づく各種計測（体積、面積、長さ）が直感的な操作により行えるものである。同社は日本国内に 2 名しか存在しない Pix4D 公認トレーナー資格保有者を抱える正規代理店として、優位なサポート力を武器に販売展開している。

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であるが、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 活用が注目されており、同関連市場は有望視できるだろう。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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。

「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

ASD 製可視・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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

「ASD 社製可視・赤外分光放射計」

出所：ホームページより掲載

3. 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、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 グループの合弁会社、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いう。

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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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「CLINIKE」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 9,032 件（2018 年 6 月 14 日現在）と絶対数がケタ違いに多いばかりか、アップサイド・ポテンシャルについても、自由診療（インプラント、矯正歯科、美容診療、ホワイトニングなど）の裾野の広さからみて膨大だろう。

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を明らかにしており、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そうだ。

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

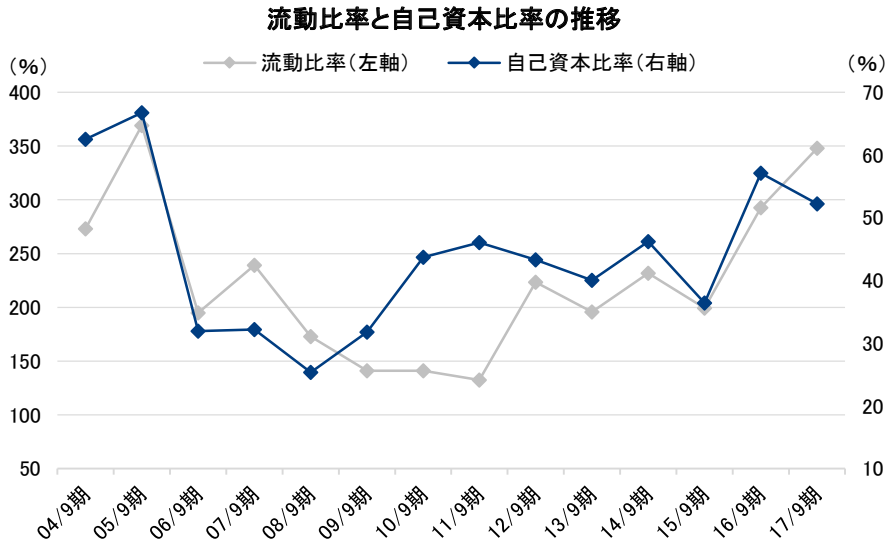
フロー利益の変動は大きいが、財務基盤強化と事業構造改革は進む

1. 厳しい価格競争と先行投資負担が重荷だが、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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ掲載

注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結決算
出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ掲載

直近の動きを見ると、2015 年 9 月期から 2017 年 9 月期に至る 3 期のうち 2 期において赤字決算を余儀なくされるなど、フロー利益が冴えない一方、自己資本比率（単体ベース）が 2014 年 9 月期末 46.2% → 2017 年 9 月期末 60.4%（連結ベース 52.1%）、流動比率（同）が 2014 年 9 月期末 231.6% → 2017 年 9 月期末 280.0%（同 347.6%）、と財務体質の安全性を図る代表的な指標は大幅に良化している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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。

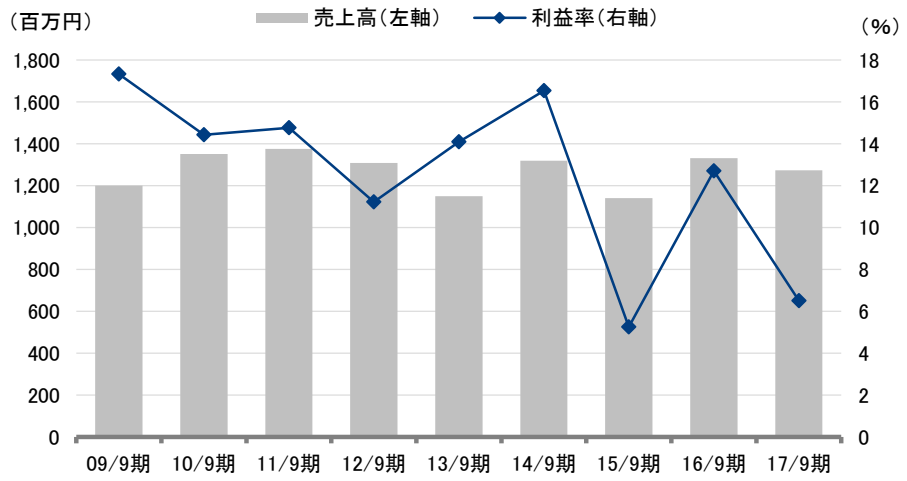
2016 年 11 月、同社は新たなパートナー戦略として、光通信の子会社 EPARK との合弁でイメージワン ゼロットを設立した。その原資として、EBM 等への第三者割当増資で得た資金が活用され、2018 年 5 月のエンパワープレミアムへの出資（この原資は、純投資目的の SBI グループ（SBI ホールディングス <8473>）及び事業パートナーである光通信グループへの第三者割当による新株予約権発行）につながったわけである。

2. 先行投資負担は大きいが事業構造改革の成果が顕在化しつつある

セグメント情報を見ると、事業構造改革の進展ぶりが確認できる。

ヘルスケアソリューション事業については、老舗ベンダーとしての顧客基盤（400 病院程度へ PACS 導入実績）と EBM との強固なパートナーシップ（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開発）を背景に、厳しい価格競争の中でも更新需要を取り込み、ウェアラブル心電計（duranta）関連の先行投資を負担しながらもプラスサイドの利益率を維持している。

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



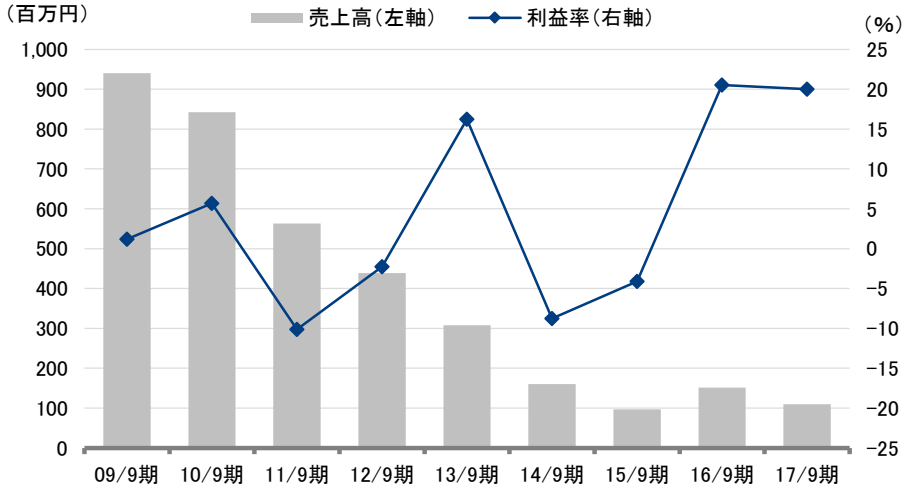
注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結決算
出所：有価証券報告書、決算短信よりフィスコ作成

GEO ソリューション事業については、高採算プロダクトへの集中と継続課金モデルへ移行に踏み切った結果、2015 年 9 月期に大幅減収のなかで利益率底打ちを果たした後、2016 年 9 月期から 2 期連続で利益率 20% 水準を実現している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

各セグメントに帰属しない全社費用の大きさから、先行投資を含む事業部門に負わせられないコストが重荷になっていることは注視しておく必要があるものの、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：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結決算
出所：有価証券報告書、決算短信よりフィスコ作成

簡易損益計算書

（単位：百万円）

	14/9 期	15/9 期	16/9 期	17/9 期	18/9 期（予）
売上高	1,480	1,239	1,482	1,385	1,580
前期比	1.5%	-16.3%	19.6%	-	-
売上原価	1,014	883	1,006	1,012	-
前期比	1.6%	-12.9%	13.9%	-	-
売上総利益	466	355	475	372	-
前期比	1.3%	-23.8%	33.8%	-	-
販管費	451	481	448	527	-
前期比	4.0%	6.5%	-6.8%	-	-
営業利益	14	-125	27	-154	40
前期比	-44.5%	-	-	-	-
経常利益	5	-148	17	-175	18
前期比	-63.5	-	-	-	-
当期純利益	14	-170	10	-156	10
前期比	184.7	-	-	-	-

注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期より連結決算
出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

簡易貸借対照表

（単位：百万円）

	14/9 期	15/9 期	16/9 期	17/9 期	増減額
流動資産	732	1,074	1,320	1,378	58
現金及び預金	290	624	903	711	-191
受取手形及び売掛金	379	380	379	631	252
固定資産	196	206	170	155	-15
有形固定資産	40	39	39	36	-2
無形固定資産	99	113	78	76	-2
投資その他の資産	56	52	52	42	-10
資産合計	929	1,280	1,490	1,536	45
流動負債	316	539	451	396	-55
買掛金	178	280	264	224	-40
短期借入金等	52	200	95	70	-24
固定負債	183	272	188	175	-12
社債	50	36	21	7	-14
長期借入金	132	232	163	164	0
負債合計	499	812	639	571	-67
（有利子負債）	235	469	280	242	-37
純資産合計	429	468	851	964	113

注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結決算
出所：有価証券報告書、決算短信よりフィスコ作成

簡易キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	14/9 期	15/9 期	16/9 期	17/9 期
営業活動によるキャッシュ・フロー (a)	155	-18	122	-418
投資活動によるキャッシュ・フロー (b)	60	-81	-23	-43
財務活動によるキャッシュ・フロー	-49	433	179	259
フリー・キャッシュ・フロー (a) + (b)	215	-99	99	-461
現金及び現金同等物の期末残高	290	624	903	701

注：2016 年 9 月期までは単体、2017 年 9 月期は連結決算
出所：有価証券報告書、決算短信よりフィスコ作成

3. 2018 年 9 月期業績は想定の範囲内で推移

2018 年 9 月期の第 2 四半期連結決算は売上高が前年同期比 28.6% 増の 766 百万円、営業損失が同 22 百万円縮小の 55 百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失が同 43 百万円縮小の 39 百万円となった。通期業績予想に対しては、売上高進捗率 48.5% となり、想定の範囲内で推移している。

赤字推移のなかでも、明るい兆候が散見される。1 つ目は主力事業であるヘルスケアソリューション事業で前年度から注力してきた営業体制強化策（モダリティ（医療機器）メーカーとの協業など）が販売実績につながり始めたこと、2 つ目は「duranta」が保険適用認可を得た「不整脈検査用ウェアラブル心電計」として販売を開始したこと、3 つ目は GEO ソリューション事業において実施した Pix4D 製ソフトウェアの戦略的価格改定が一定の効果を収めたこと、である。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

なお、Pix4D 製ソフトウェアの価格改定は、同社が販売を開始した 2012 年以降、初めてのことである。当初は実質的に独占販売に近い状況であったが、国内のドローン運用急拡大に伴いソフトウェア需要が高まるなかで、複数社による価格競争が生じたため、先駆する正規代理店として、対抗策を講じたわけだ。今後の見通しとしては、Pix4D が日本のディストリビュータを制限していること、今回の見直しでグローバル販売価格に適合したこと、などから、近い将来に一段の価格引下げが行われる可能性は小さいと考えられる。

また、財務安全性指標を見ると、自己資本比率が 57.3%（前期末 52.1%）と良化、流動比率は 339.3%（同 347.6%）と極めて健全な水準を維持している。

単体決算業績予想（2018 年 6 月 8 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
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	円
17/9 期	1,386	-6.5	-85	-	-106	-	-120	-	-25.25
18/9 期（予）	1,580	14.0	40	-	18	-	10	-	1.77

出所：会社発表資料よりフィスコ作成

今後の見通し

中期経営計画のアップデートに注目

1. 株主価値の希薄化に留意する必要はあるが、経営戦略の柔軟性と機動性は評価したい

同社の主戦場である国内 PACS 市場は、新規導入が一巡し、5 年程度のサイクルで発生する更新需要を各社が奪い合う厳しい競争環境が続いている。こうしたなかで、同社は自社顧客の堅持と他社顧客へのアプローチによるシェア拡大を目指した既存プロダクトの強化にとどまらず、「Society5.0」や「i-Construction」など政策面から追い風が吹く分野で新規需要が期待される新事業の開拓に取り組んできた。

パートナーに選ばれ続けた結果、エクイティファイナンスを駆使した経営戦略（財務基盤強化と事業構造改革の両立）を柔軟かつ機動的に推進できた点は評価すべきだろう。

とはいえ、エクイティファイナンスが既存株主にとって企業価値の希薄化を強いるものであることは間違いない。2018 年 5 月に新たなエクイティファイナンスに踏み切っているだけに、中長期的な企業価値向上の実現を待つだけでなく、折に触れて、これまでの総括と今後の展望を市場に説明し続ける必要があるだろう。

この点、2018 年 9 月期決算の発表までに中期経営計画がアップデートされる蓋然性が高いことに注目したい。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2. 見直される蓋然性が高い中期経営計画

同社は 2016 年 11 月の修正中期経営計画において、2019 年 9 月期の経営数値目標を同社単体では売上高 1,600 百万円、営業利益 110 百万円、当期純利益 77 百万円としているが、2018 年 9 月期の単体業績予想（売上高 1,580 百万円、営業利益 40 百万円、当期純利益 10 百万円）が発射台と考えた場合、売上高はさておき、利益については絶対額、利益率ともに極めてチャレンジングな目標にみえる。

2018 年 9 月期決算発表時に直近の事業環境を踏まえた 2019 年 9 月期の単年度業績見通しが開示されるわけだが、このままであれば中期経営計画の目標数値と大幅な乖離が発生する恐れは大きいだろう。この点、会社側も十分認識しており、現在の中期経営経計画が本決算発表までにアップデートされる蓋然性は高いと考える。

一般論として、中期経営計画に対して市場が期待する内容は、1）成長戦略、2）数値目標、3）株主還元政策、の 3 点セットである。ここでは、新たな事業領域における成長戦略だけでなく、競争激化に直面する領域での収益性改善に向けての取り組み、関連会社による運営に移行した Web サービス事業の位置付け、株主還元に対する時間軸の考え方、など納得性の高いエクイティストーリーが示されることを期待したい。

修正中期経営計画の概要（2016 年 11 月発表）

【経営数値目標（2019 年 9 月期）】

イメージワン連結	売上高	2,200 百万円
	営業利益	210 百万円
	親会社に帰属する当期純利益	118 百万円
（内訳）		
イメージワン単体	売上高	1,600 百万円
	営業利益	110 百万円
	当期純利益	77 百万円
イメージワンゼロット	売上高	600 百万円
	営業利益	100 百万円
	当期純利益	80 百万円

【事業戦略】

① 商品力強化	EBM との業務提携を強化し、PACS（医療画像保管・配信・表示システム）機能強化の充実とスピードアップを実現する。
	PACS 以外の EBM 社商品ラインアップの新たな国内展開を進める。
	ConnectioRIS（放射線部門情報システム）、ConnectioMeD（診療情報統合システム）等の自社開発商品の機能強化体制の効率化を図る。
	UAV（小型無人飛行機）の販売ターゲットの中心を、地球環境に関する調査・測量用途とし、ハイエンド機種の供給を安定的で短期間に実現できる体制をとる。
② 事業領域拡大	事業領域拡大方針としては、医療画像分野から拡大し、医療に関連する領域を広く捉えて取り組む。具体的な事業展開として、新規設立した医療分野の予約・検索インターネットサイト事業会社の運営を開始する。
③ 営業強化	地域営業拠点の増設方針は維持しつつも、医療画像システム市場の動向を見極めながら、目標としていた計画期間中の 3 拠点増設の時期と地域については慎重に判断し、順次対応していくこととする。
④ 新規事業	新規事業の中心を在宅医療・介護福祉分野に置き「duranta（テレメトリー式心電計）」の国内販売強化と同時に、事業パートナーであるフィンランド RIVERPARK を通した欧州での展開を目指す。「duranta」を発展させることで新たに循環器分野での事業立ち上げを図る。

出所：会社発表資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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

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て取れるものの、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。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

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・表示したものですが、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にお願いします。

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