

カワニシホールディングス (2689)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属 する当期純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY06/2017		105,778	1,044	1,112	690	123.1	30.0	942.8
FY06/2018		107,663	1,230	1,235	1,054	187.9	40.0	1,121.3
FY06/2019会予		110,881	1,324	1,336	861	153.5	40.0	-
FY06/2018	前年比	1.8%	17.9%	11.1%	52.6%	-	-	-
FY06/2019会予	前年比	3.0%	7.6%	8.1%	(18.3%)	-	-	-
連結半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属 する四半期純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY06/2018		54,563	704	706	595	-	-	-
3Q-4Q FY06/2018		53,099	526	529	459	-	-	-
1Q-2Q FY06/2019		54,381	579	583	371	-	-	-
3Q-4Q FY06/2019会予		56,499	744	752	489	-	-	-
1Q-2Q FY06/2019	前年比	(0.3%)	(17.8%)	(17.4%)	(37.5%)	-	-	-
3Q-4Q FY06/2019会予	前年比	6.4%	41.6%	42.2%	6.6%	-	-	-

出所：会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2019年3月20日)


巡航速度を超えて

急性期医療を担う大手基幹病院などを顧客とした医療用の消耗品及び設備・備品の販売を展開するカワニシホールディングスは、中長期的に着実な増収及び増益を達成していく見通しである。同社が示唆するところによれば、同社が対峙している消耗品及び設備・備品の国内市場は将来に向けて年平均成長率 2.4%を有しており、業界第4位に位置する同社はこれを巡航速度とした増収率を中長期的に達成できる模様である。2019年6月期第2四半期累計期間においては微減収を余儀なくされているものの、これは第1四半期に売上高が一時的に伸び悩んだためであり、第2四半期においては売上高 29,608 百万円（前年同期比 4.5%増）、営業利益 497 百万円（14.4%増）、営業利益率 1.68%（0.15%ポイント上昇）と、巡航速度を超える好調な増収率が認められる。また、中期的な観点においては、総販売代理店としてより深く商材の流通に関与していき、より高い売上総利益率を追求していく施策の実施に伴う追加的な増収及び増益が加わる見通しである。医工連携を通して獲得した商材である医療教育用シミュレータロボットを実績として既に4台販売していることに加えて、超高解像度の内視鏡などがこれに引き続き見通しである。また、現状において実証試験の最終段階を迎えつつある、呼気による乳がん検出システムは、臨床試験、審査、承認を経て2021年に向けて市販される見通しである。現在の同社は、これにも鑑みた新たな中計経営計画を策定する過程にあり、2019年6月期の決算を開示するタイミングに向けてその内容を明らかにすることが計画されている模様である。

IR 窓口：常務取締役 管理本部長 村田 宣治 (086 236 1115 murata2@kawanishi-md.co.jp)

2.0 会社概要

業界最大手の一角を占める医療総合商社

商号	株式会社カワニシホールディングス Web サイト IR 情報 最新株価	
設立年月日	1967年10月2日（創業1921年5月1日）	
上場年月日	2000年12月21日：東京証券取引所第2部（証券コード：2689）	
資本金	607百万円（2018年12月末）	
発行済株式数	6,250,000株、自己株式内数639,416株（2018年12月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none">● 中国、四国の医療機器、医療材料の卸売業者3社の合併によって設立● サンセイ医機株式会社に引き続く新たな企業買収の実施に期待● 総販売代理店としての拡販に注力	
事業セグメント	．医療器材事業 ．SPD事業 ．介護用品事業 ．輸入販売事業	
代表者	代表取締役社長 前島 洋平	
主要株主	株式会社マスプ 15.1%、自社（自己株口）8.4%、自社従業員持株会 5.8% （2018年12月末）	
本社	岡山市北区	
従業員数	連結1,172名、単体34名（2018年12月末）	

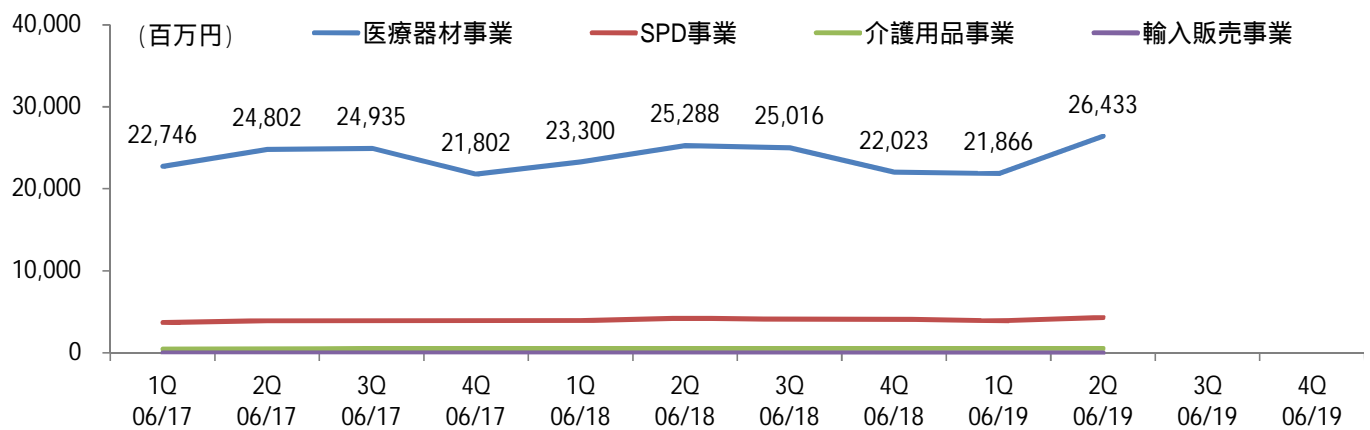
出所：会社データ

3.0 業績推移

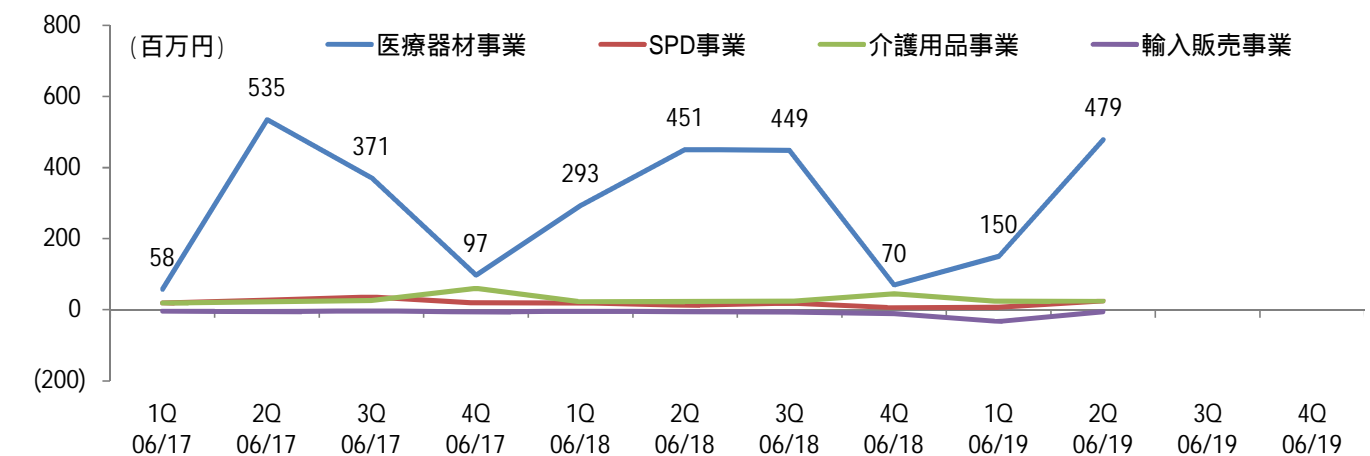
2019年6月期第2四半期累計期間

2019年6月期第2四半期累計期間は、売上高 54,381 百万円(前年同期比 0.3%減)、営業利益 579 百万円(17.8%減)、経常利益 583 百万円(17.4%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益 371 百万円(37.5%減)での着地となった。また、営業利益率 1.06%(0.23%ポイント低下)である。概ね、当初の会社予想の前提に沿った業績推移とのものである。また、役員退職慰労金 114 百万円が特別損失として計上されている一方、投資有価証券売却益 69 百万円が特別利益として計上されている。ただし、両者共にそもそも当初の会社予想に織り込まれていないことである。

売上高



営業利益

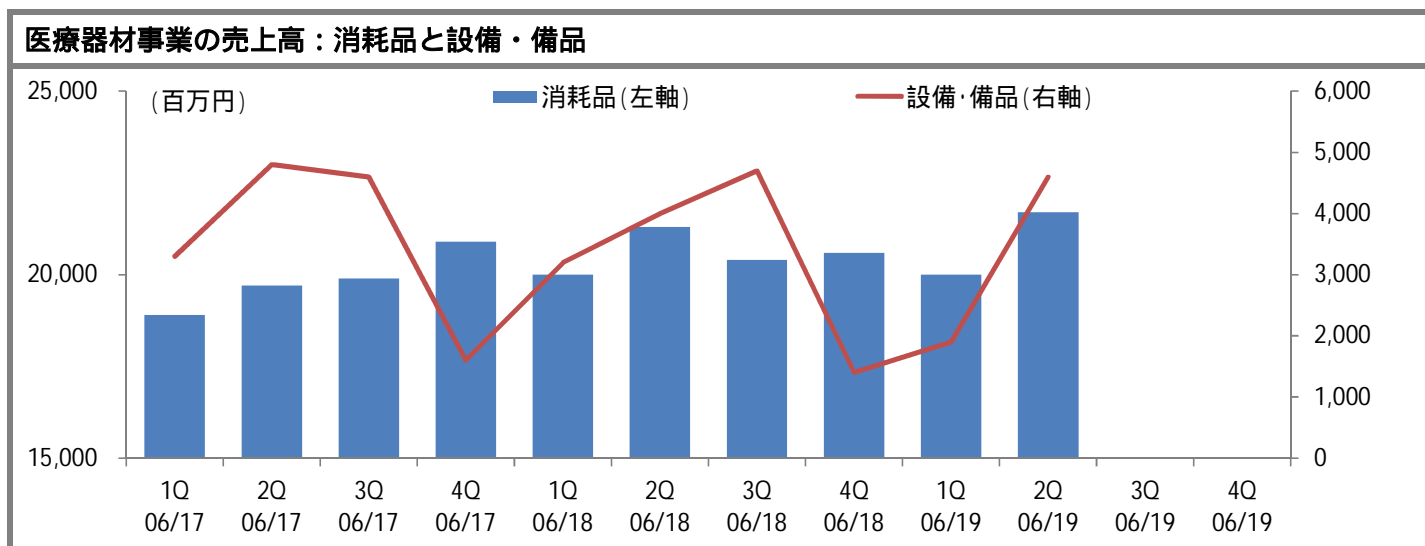


出所：会社データ、弊社計算

事業セグメント別では、医療器材事業で売上高 48,299 百万円(0.6%減)、営業利益 630 百万円(15.4%減)、営業利益率 1.31%(0.23%ポイント低下)である。また、SPD 事業で売上高 8,210 百万円(0.5%増)、営業利益 33 百万円(0.2%減)、営業利益率 0.40%(0.01%ポイント低下)、介護用品事業で売上高 1,040 百万円(4.2%増)、営業利益 49 百万円(8.0%増)、営業利益率 4.74%(0.17%ポイント上昇)である。そして、現在立ち上げ準備中である、呼吸による乳がん検出システムの事業展開を担う輸入販売事業では、売上高の計上がない一方で先行費用が引き続き発生しており、営業利益 38 百万円(前年同期：9 百万円)である。

急性期医療を担う大手基幹病院などを顧客とした医療用の消耗品及び設備・備品の販売を展開する、医療器材事業に関しては、売上高構成比 83.9%、営業利益構成比 93.5%（調整額前）である。これに鑑みれば、同事業セグメントの業績推移は同社としての業績推移に対して圧倒的な影響を及ぼすと考えられよう。また、同社の「決算レポート 2019 年 6 月期第 2 四半期」によれば、第 2 四半期累計期間において消耗品で売上高 41,700 百万円（1.3%増）、設備・備品で売上高 6,500 百万円（7.6%減）である。

また、同事業セグメントの四半期ベースでの業績推移は季節要因や一時的な要因によって大きく変動することから、同社としての業績推移も同様に推移する。2019 年 6 月期第 1 四半期の実績においては、消耗品に関しても設備・備品に関しても一時的な要因によって売上高が低水準に留まっている。前年同期に対しては、消耗品で増収率 0.4%、設備・備品で増収率 41.1%と、特に設備・備品の売上高が大きく落ち込んでいる。設備・備品に関しては、そもそも四半期ベースでの売上高の変動が相当に大きく、この変動によって医療器材事業の業績推移、即ち、同社としての業績推移が決定される度合いが大きい。過去 10 四半期の業績推移においては、設備・備品の売上高の水準の推移と医療器材事業の営業利益の水準の推移がほぼ一致している。売上高構成比は限定的ではあるものの、その売上高の変動幅はかなり大きく、これによって固定費回収の度合いも大きく変動する模様である。また、中期的な観点からも同様である。



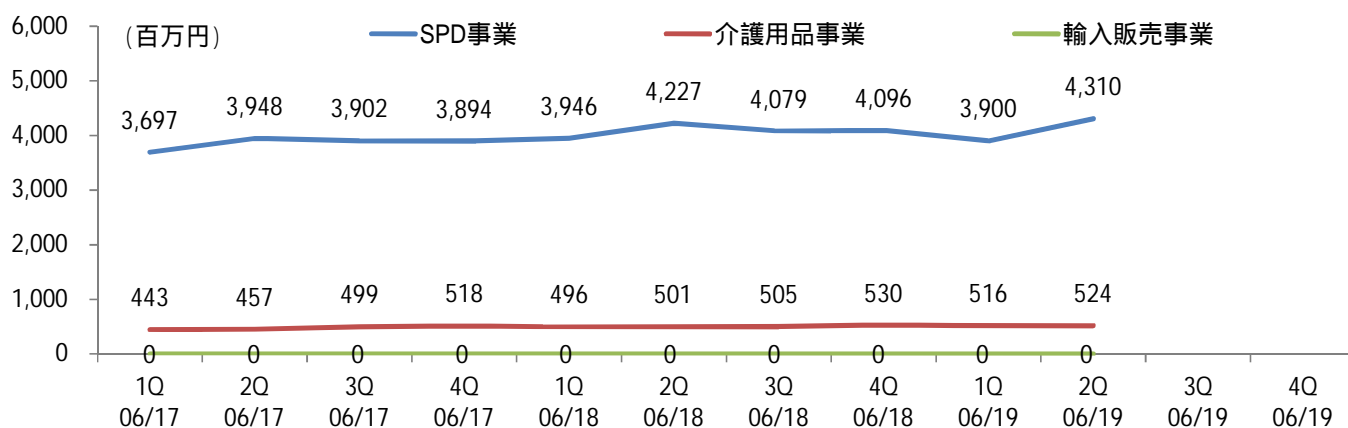
出所：弊社推測

同社が仕入販売する医療用の消耗品とは、手術関連、整形外科、循環器といった領域に属する多種多様な商材である。特に、整形外科の領域においては業界ナンバーワンの売上高の規模を誇るとのことである。2015 年 6 月期における消耗品の売上高は前年に対して増収率 5.0%、2016 年 6 月期は増収率 5.8%、2017 年 6 月期は増収率 2.9%、2018 年 6 月期は増収率 4.9%と、年度によって多少の振れはあるものの、安定的な増収基調が維持されている。売上高の規模が大きいことにも鑑みて、同社は消耗品を成長の軸として位置付けている。また、2019 年 6 月期においては、第 1 四半期においては微減収を余儀なくされたものの、早くも第 2 四半期において回復基調が認められるに転じていることは既に述べた通りである。改めて言及すれば、第 1 四半期で増収率 0.4%に対して、第 2 四半期累計期間で増収率 1.3%である。

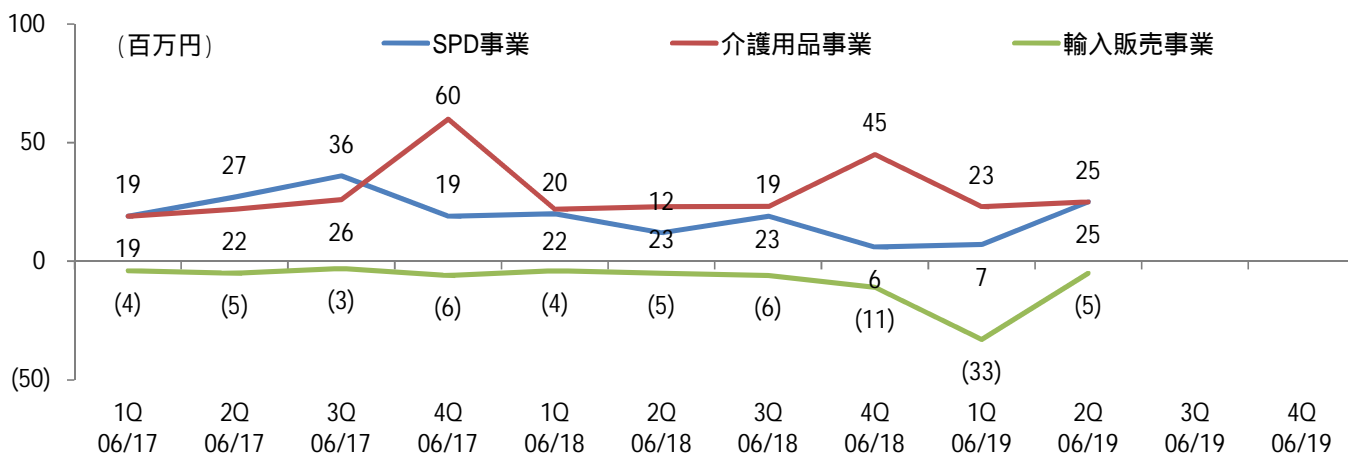
そもそも消耗品とは、日々の診断治療で安定的に消費されるものである一方、顧客である急性期医療を担う大手基幹病院などとの安定的な信頼関係を構築していることに加えて商材の供給元であるメーカーとの協力体制を確立している同社においては、その売上高は短期的にも中長期的にも安定的な右肩上がり推移する傾向にある。2019 年 6 月期第 1 四半期の微減収は例外中の例外とも考えられよう。

一方、設備・備品は、消耗品と同様に急性期医療を担う大手基幹病院などを顧客として仕入販売されているのだが、需要を決定する要因が全く異なっている。MRI、シネアンギオ装置、CT、超音波診断装置、人工呼吸器などの取扱商材に対する需要を決定するのは、顧客における建屋の新築及び増改築などに伴う設備投資の動向である。四半期ベースの推移においては、顧客側での予算が執行される3月が含まれる第3四半期（1月～3月）に売上高が集中する一方、その直後に当たる第4四半期に売上高が大きく調整する傾向が強い。また、年度ベースでは、大型案件や特需の有無などが、売上高に対して相当に大きな影響を及ぼす。2014年6月期においては、増収率12.0%、2015年6月期においては増収率35.0%、2016年6月期においては増収率12.5%、2017年6月期においては増収率9.9%、2018年6月期においては増収率8.4%である。即ち、2017年6月期においては、大型案件や特需の集中が直近のピークを迎えており、現状に至る経緯においてはこれに起因する調整期間が引き続いている模様である。

売上高（医療器材事業以外）



営業利益（医療器材事業以外）



出所：会社データ、弊社計算

また、同社は、医療器材事業に加えて、SPD事業、介護用品事業、輸入販売事業にも関与している。ただし、現状においては、いずれの事業の損益も限定的に留まっており、同社としての業績推移は、既に述べた通り医療器材事業の業績推移によって決定されるところが圧倒的に大きい。

SPD (Supply Processing and Distribution) 事業には一定の売上高の規模があるものの、営業利益率が低く同社としての営業利益に対する占有率は限定的である。第 2 四半期累計期間においては、売上高構成比 14.3%、営業利益率 0.40%、営業利益構成比 4.9% (調整額前) である。この事業セグメントにおいては、商材の仕入販売ではなく、商材や情報の管理業務を顧客の要望に沿って受託することに起因する付加価値の創造が追求されている。一方、商材の仕入販売は行われていないためこれに起因する付加価値の創造も発生していないのだが、管理業務に係る原価に加えて、管理業務の対象となる商材の原価も売上高に含まれているため、表面的な算出における原価率がかなり高く成らざるを得ない模様である。

介護用品事業とは、在宅介護用ベッド・用品の販売やレンタル・サービスを展開する事業である。ここでの中核を形成するのは在宅介護用ベッドのレンタル・サービスであり、概算で売上高構成比 80%、売上総利益率 50% とのことである。介護用品事業以外の事業セグメントにおける同社では、例外なく急性期医療を担う大手基幹病院などを顧客とした仕入販売に係る事業が展開されているのに対して、ここでは介護関連事業者を通じた地域の高齢者及びその家族を顧客としたレンタル・サービスが展開されており、これが大きな特徴となっている。即ち、根本的にビジネスモデルが異なることもあり、2019 年 6 月期第 2 四半期累計期間の実績においては、先述の通り営業利益率 4.74%(0.17%ポイント上昇)と、同社においては異質ともいえる高いマージンが享受されている。ただし、売上高の規模が小さいことから、同社としての損益動向に大きな影響を及ぼすまでには至っていない。

損益計算書（四半期累計、四半期）

損益計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 06/2018	2Q累計 06/2018	3Q累計 06/2018	4Q累計 06/2018	1Q 06/2019	2Q累計 06/2019	3Q累計 06/2019	4Q累計 06/2019		
売上高	26,227	54,563	82,610	107,663	24,772	54,381	-	-	-	(181)
売上原価	23,538	49,041	74,201	96,640	22,195	48,874	-	-	-	(167)
売上総利益	2,689	5,522	8,408	11,023	2,577	5,507	-	-	-	(14)
販売費及び一般管理費	2,419	4,817	7,266	9,792	2,496	4,928	-	-	-	+110
営業利益	269	704	1,142	1,230	81	579	-	-	-	(125)
営業外損益	0	1	1	5	1	4	-	-	-	+2
経常利益	270	706	1,143	1,235	82	583	-	-	-	(123)
特別損益	31	24	146	145	(114)	(45)	-	-	-	(70)
税金等調整前純利益	301	731	1,290	1,381	(31)	537	-	-	-	(193)
法人税等合計	98	139	314	338	(8)	183	-	-	-	+43
非支配株主に帰属する純損失	(1)	(3)	(5)	(10)	(14)	(17)	-	-	-	(13)
親会社株主に属する当期純利益	204	595	981	1,054	(7)	371	-	-	-	(223)
売上高伸び率	+3.0%	+2.6%	+1.9%	+1.8%	(5.5%)	(0.3%)	-	-	-	-
営業利益伸び率	+557.3%	+23.4%	+18.9%	+17.9%	(69.9%)	(17.8%)	-	-	-	-
経常利益伸び率	+413.4%	+19.6%	+11.4%	+11.1%	(69.3%)	(17.4%)	-	-	-	-
親会社株主に属する当期純利益伸び率	+880.2%	+57.6%	+48.4%	+52.6%	-	(37.5%)	-	-	-	-
売上総利益率	10.25%	10.12%	10.18%	10.24%	10.40%	10.13%	-	-	-	+0.01%
販売管理費売上高比率	9.23%	8.83%	8.80%	9.10%	10.08%	9.06%	-	-	-	+0.23%
営業利益率	1.03%	1.29%	1.38%	1.14%	0.33%	1.06%	-	-	-	(0.23%)
経常利益率	1.03%	1.29%	1.38%	1.15%	0.33%	1.07%	-	-	-	(0.22%)
親会社株主に帰属する当期純利益率	0.78%	1.09%	1.19%	0.98%	(0.03%)	0.68%	-	-	-	(0.41%)
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	32.7%	19.1%	24.4%	24.5%	-	34.1%	-	-	-	+15.0%

損益計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 06/2018	2Q 06/2018	3Q 06/2018	4Q 06/2018	1Q 06/2019	2Q 06/2019	3Q 06/2019	4Q 06/2019		
売上高	26,227	28,336	28,046	25,053	24,772	29,608	-	-	-	+1,272
売上原価	23,538	25,503	25,160	22,438	22,195	26,679	-	-	-	+1,175
売上総利益	2,689	2,832	2,886	2,614	2,577	2,929	-	-	-	+96
販売費及び一般管理費	2,419	2,397	2,449	2,526	2,496	2,431	-	-	-	+34
営業利益	269	435	437	88	81	497	-	-	-	+62
営業外損益	0	1	0	3	1	2	-	-	-	+1
経常利益	270	436	437	92	82	500	-	-	-	+64
特別損益	31	(6)	122	0	(114)	68	-	-	-	+75
税金等調整前純利益	301	429	559	91	(31)	569	-	-	-	+139
法人税等合計	98	41	174	24	(8)	192	-	-	-	+150
非支配株主に帰属する純損失	(1)	(1)	(1)	(5)	(14)	(2)	-	-	-	(1)
親会社株主に属する当期純利益	204	390	386	72	(7)	379	-	-	-	(10)
売上高伸び率	+3.0%	+2.2%	+0.5%	+1.5%	(5.5%)	+4.5%	-	-	-	-
営業利益伸び率	+557.3%	(17.9%)	+12.4%	+5.5%	(69.9%)	+14.4%	-	-	-	-
経常利益伸び率	+413.4%	(18.9%)	+0.4%	+6.5%	(69.3%)	+14.7%	-	-	-	-
親会社株主に属する当期純利益伸び率	+880.2%	+9.4%	+36.2%	+147.5%	-	(2.7%)	-	-	-	-
売上総利益率	10.25%	10.00%	10.29%	10.44%	10.40%	9.89%	-	-	-	(0.10%)
販売管理費売上高比率	9.23%	8.46%	8.73%	10.08%	10.08%	8.21%	-	-	-	(0.25%)
営業利益率	1.03%	1.54%	1.56%	0.35%	0.33%	1.68%	-	-	-	+0.15%
経常利益率	1.03%	1.54%	1.56%	0.37%	0.33%	1.69%	-	-	-	+0.15%
親会社株主に帰属する当期純利益率	0.78%	1.38%	1.38%	0.29%	(0.03%)	1.28%	-	-	-	(0.10%)
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	32.7%	9.6%	31.2%	26.5%	-	33.8%	-	-	-	+24.2%

出所：会社データ、弊社計算

報告セグメント（四半期累計、四半期）

報告セグメント (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 06/2018	2Q累計 06/2018	3Q累計 06/2018	4Q累計 06/2018	1Q 06/2019	2Q累計 06/2019	3Q累計 06/2019	4Q累計 06/2019		
医療器材事業	23,300	48,589	73,605	95,629	21,866	48,299	-	-	(289)	
SPD事業	3,946	8,173	12,252	16,348	3,900	8,210	-	-	+37	
介護用品事業	496	998	1,504	2,034	516	1,040	-	-	+42	
輸入販売事業	0	0	0	0	0	0	-	-	-	
調整額	(1,516)	(3,197)	(4,752)	(6,349)	(1,510)	(3,169)	-	-	+27	
売上高	26,227	54,563	82,610	107,663	24,772	54,381	-	-	(181)	
医療器材事業	+2.4%	+2.2%	+1.5%	+1.4%	(6.2%)	(0.6%)	-	-	-	
SPD事業	+6.7%	+6.9%	+6.1%	+5.9%	(1.2%)	+0.5%	-	-	-	
介護用品事業	+11.9%	+10.8%	+7.4%	+6.0%	+4.0%	+4.2%	-	-	-	
輸入販売事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
売上高(前年比)	+3.0%	+2.6%	+1.9%	+1.8%	(5.5%)	(0.3%)	-	-	-	
医療器材事業	293	744	1,194	1,264	150	630	-	-	(114)	
SPD事業	20	33	52	59	7	33	-	-	0	
介護用品事業	22	45	68	114	23	49	-	-	+3	
輸入販売事業	(4)	(9)	(16)	(27)	(33)	(38)	-	-	(29)	
セグメント利益	331	814	1,300	1,412	148	674	-	-	(139)	
調整額	(61)	(109)	(157)	(181)	(67)	(95)	-	-	+14	
営業利益	269	704	1,142	1,230	81	579	-	-	(125)	
医療器材事業	1.26%	1.53%	1.62%	1.32%	0.69%	1.31%	-	-	(0.23%)	
SPD事業	0.52%	0.41%	0.43%	0.37%	0.20%	0.40%	-	-	(0.01%)	
介護用品事業	4.43%	4.57%	4.58%	5.63%	4.64%	4.74%	-	-	+0.17%	
輸入販売事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
営業利益率	1.03%	1.29%	1.38%	1.14%	0.33%	1.06%	-	-	(0.23%)	

報告セグメント (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 06/2018	2Q 06/2018	3Q 06/2018	4Q 06/2018	1Q 06/2019	2Q 06/2019	3Q 06/2019	4Q 06/2019		
医療器材事業	23,300	25,288	25,016	22,023	21,866	26,433	-	-	+1,144	
SPD事業	3,946	4,227	4,079	4,096	3,900	4,310	-	-	+83	
介護用品事業	496	501	505	530	516	524	-	-	+22	
輸入販売事業	0	0	0	0	0	0	-	-	-	
調整額	(1,516)	(1,680)	(1,555)	(1,596)	(1,510)	(1,658)	-	-	+22	
売上高	26,227	28,336	28,046	25,053	24,772	29,608	-	-	+1,272	
医療器材事業	+2.4%	+2.0%	+0.3%	+1.0%	(6.2%)	+4.5%	-	-	-	
SPD事業	+6.7%	+7.1%	+4.5%	+5.2%	(1.2%)	+2.0%	-	-	-	
介護用品事業	+11.9%	+9.6%	+1.4%	+2.3%	+4.0%	+4.5%	-	-	-	
輸入販売事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
売上高(前年比)	+3.0%	+2.2%	+0.5%	+1.5%	(5.5%)	+4.5%	-	-	-	
医療器材事業	293	451	449	70	150	479	-	-	+28	
SPD事業	20	12	19	6	7	25	-	-	+12	
介護用品事業	22	23	23	45	23	25	-	-	+1	
輸入販売事業	(4)	(5)	(6)	(11)	(33)	(5)	-	-	0	
セグメント利益	331	482	485	111	148	525	-	-	+42	
調整額	(61)	(47)	(48)	(23)	(67)	(27)	-	-	+19	
営業利益	269	435	437	88	81	497	-	-	+62	
医療器材事業	1.26%	1.79%	1.80%	0.32%	0.69%	1.82%	-	-	+0.03%	
SPD事業	0.52%	0.30%	0.48%	0.17%	0.20%	0.59%	-	-	+0.29%	
介護用品事業	4.43%	4.72%	4.58%	8.61%	4.64%	4.84%	-	-	+0.12%	
輸入販売事業	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
営業利益率	1.03%	1.54%	1.56%	0.35%	0.33%	1.68%	-	-	+0.15%	

出所：会社データ、弊社計算

貸借対照表（四半期）

貸借対照表 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
	06/2018	06/2018	06/2018	06/2018	06/2019	06/2019	06/2019	06/2019	06/2019	
現金及び預金	2,791	2,223	2,789	1,415	2,068	3,032	-	-	-	+809
受取手形及び売掛金	20,899	22,939	21,610	20,389	19,287	22,584	-	-	-	(355)
たな卸資産	4,539	4,808	4,741	4,594	4,735	4,898	-	-	-	+89
その他	941	874	899	1,236	830	781	-	-	-	(92)
流動資産	29,171	30,845	30,041	27,636	26,922	31,296	-	-	-	+451
有形固定資産	3,709	3,772	3,744	3,753	3,846	3,839	-	-	-	+67
無形固定資産	243	270	259	242	354	349	-	-	-	+79
投資その他の資産合計	1,566	1,669	1,977	1,986	2,184	1,901	-	-	-	+231
固定資産	5,519	5,712	5,981	5,981	6,385	6,090	-	-	-	+378
資産合計	34,690	36,557	36,022	33,617	33,308	37,387	-	-	-	+829
支払手形及び買掛金	21,723	24,543	24,163	21,712	20,268	24,376	-	-	-	(167)
短期借入金	4,110	2,985	2,060	1,735	3,550	3,164	-	-	-	+179
その他	1,506	1,254	1,478	1,779	1,952	1,200	-	-	-	(53)
流動負債	27,339	28,783	27,701	25,226	25,770	28,741	-	-	-	(42)
社債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
長期借入金	502	444	385	326	252	1,025	-	-	-	+580
その他	1,405	1,459	1,582	1,647	1,097	1,156	-	-	-	(302)
固定負債	1,908	1,903	1,967	1,973	1,349	2,181	-	-	-	+277
負債合計	29,248	30,686	29,669	27,200	27,120	30,922	-	-	-	+235
株主資本	5,177	5,567	5,954	6,026	5,794	6,173	-	-	-	+606
その他合計	265	303	399	390	393	290	-	-	-	(12)
純資産	5,442	5,870	6,353	6,416	6,187	6,464	-	-	-	+593
負債純資産合計	34,690	36,557	36,022	33,617	33,308	37,387	-	-	-	+829
自己資本	5,308	5,738	6,222	6,291	6,076	6,356	-	-	-	+618
有利子負債	4,612	3,429	2,445	2,061	3,802	4,189	-	-	-	+759
ネットデット	1,821	1,206	(343)	645	1,734	1,156	-	-	-	(49)
自己資本比率	15.3%	15.7%	17.3%	18.7%	18.2%	17.0%	-	-	-	+1.3%
ネットデットエクイティ比率	34.3%	21.0%	(5.5%)	10.3%	28.5%	18.2%	-	-	-	(2.8%)
ROE (12ヶ月)	18.0%	17.2%	17.8%	18.2%	14.8%	13.7%	-	-	-	(3.5%)
ROA (12ヶ月)	4.0%	3.4%	3.5%	3.8%	3.1%	3.0%	-	-	-	(0.4%)
在庫回転日数	18	17	17	19	19	17	-	-	-	-
当座比率	87%	87%	88%	86%	83%	89%	-	-	-	-
流動比率	107%	107%	108%	110%	104%	109%	-	-	-	-

出所：会社データ、弊社計算

キャッシュフロー計算書（四半期累計）

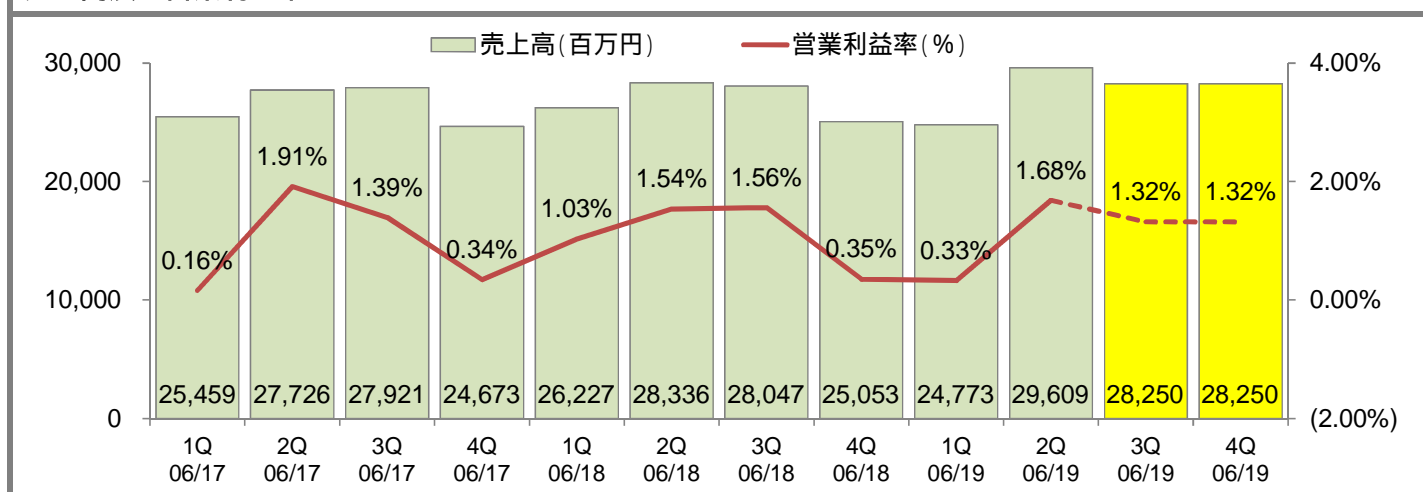
キャッシュフロー計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q	2Q累計	3Q累計	4Q累計	1Q	2Q累計	3Q累計	4Q累計		
	06/2018	06/2018	06/2018	06/2018	06/2019	06/2019	06/2019	06/2019	06/2019	
営業活動によるキャッシュフロー	-	(1,038)	-	(314)	-	(13)	-	-	-	+1,024
投資活動によるキャッシュフロー	-	(124)	-	(269)	-	(237)	-	-	-	(113)
営業活動CF + 投資活動CF	-	(1,162)	-	(583)	-	(250)	-	-	-	+911
財務活動によるキャッシュフロー	-	1,165	-	(227)	-	1,875	-	-	-	+710

出所：会社データ、弊社計算

2019年6月期会社予想

2019年6月期に対する当初の会社予想は据え置かれている。売上高 110,881 百万円（前年比 3.0%増）営業利益 1,324 百万円（7.6%増）経常利益 1,336 百万円（8.1%増）親会社株主に帰属する当期純利益 861 百万円（18.3%減）である。また、営業利益率 1.19%（0.05%ポイント上昇）である。年間配当金予定 40.0 円（配当性向 26.1%）も据え置かれている。経常利益 1,336 百万円（8.1%増）に対して当期純利益 861 百万円（18.3%減）となるのは、先述の通り第 2 四半期累計期間において役員退職慰労金 114 百万円が特別損失として計上されていることに加えて、2018 年 6 月期において当期純利益を一時的に押し上げた要因が一巡するためである。具体的には、特別利益として計上された退職給付制度の変更に伴う退職給付制度終了益 106 百万円に加えて、繰延税金資産の回収可能性の見直しによる税負担の軽減が一巡する。

売上高及び営業利益率



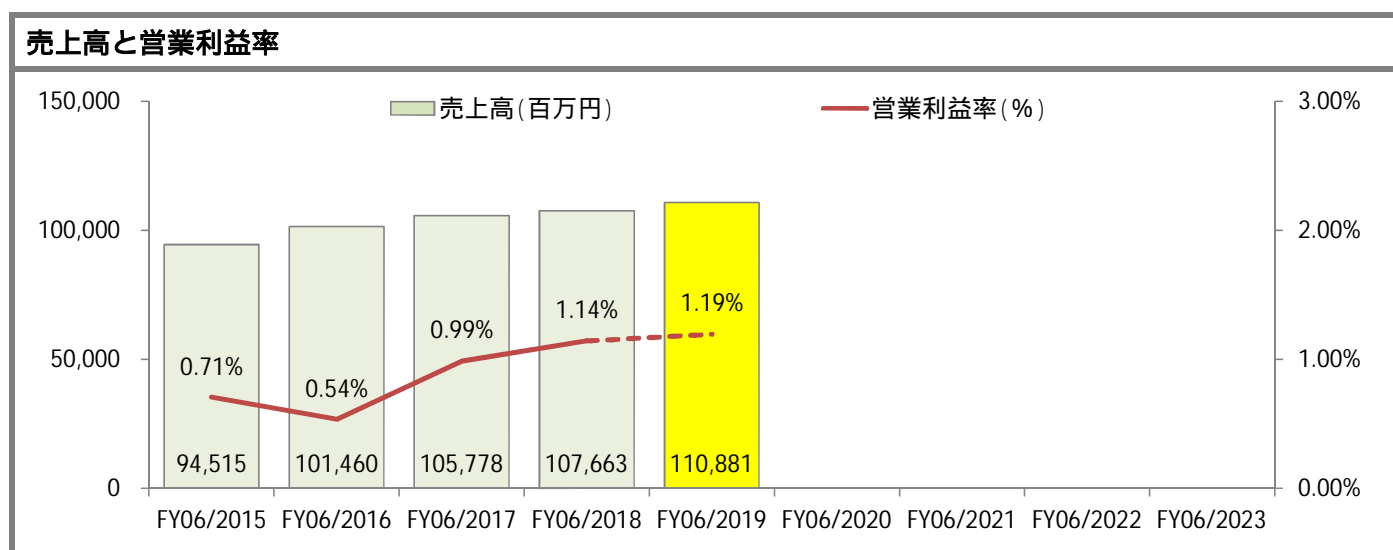
出所：会社データ、弊社計算（2019年6月期3Q及び4Q：下半期会社予想を均等に按分）

第 2 四半期累計期間の実績に鑑みれば、下半期に対して売上高 56,499 百万円（前年同期比 6.4%増）営業利益 744 百万円（41.6%増）営業利益率 1.32%（0.33%ポイント上昇）が織り込まれていることになる。同社によれば、2018 年 6 月期においては上半期（第 2 四半期累計期間）に偏重した業績推移であったのに対して、2019 年 6 月期においては下半期に偏重した業績推移となることから、下半期における前年同期に対する増収率及び増益率が大きくなるとのことである。下半期に向けては、拡販を目的とした消耗品ベースアップ施策に取り組む一方、商材の供給元であるメーカーとの仕入交渉の強化を通じた原価の引き下げに注力すると同時に、設備・備品に関しては、大型案件の獲得に加えて小規模受注の積み上げに注力するとのことである。

同社は、安定的な配当の維持継続を第一義的な基本方針としている一方、将来の成長に向けた投資を機動的に行うための内部留保に努めることを第二義的な基本方針としている。第一義的な基本方針に則って、2018 年 6 月期に対して 4 年連続となる期末配当 30.0 円を予定していた同社は、2018 年 6 月期の実績を発表（2018 年 8 月 9 日）すると同時にこれを 40.0 円（配当性向 21.3%）に引き上げることを開示しており、またこれが実施されている。そして、上述の通り当期純利益は減少するものの、2019 年 6 月期に対しても期末配当 40.0 円（配当性向 26.1%）を維持するとのことである。特別損益などによる影響を除いた場合においては、同社の業績は好調な推移を続けることから、同社においては株主還元を強化する経営判断が下された模様である。

中長期業績見通し

同社としての成長の軸となる医療用の消耗品の国内市場に関しては、2017年から2022年に向けて年平均で成長率2.4%とされており、業界第4位に位置する同社は、少なくともこれに沿った増収率を達成できる見通しである。設備・備品に関しては、大型案件や特需の有無などから年度ベースでも売上高の変動が大きいものの、中長期な成長力としてはこれと同様とのことである。一方、2021年に向けては呼気による乳がん検出システムが市販される見通しである。遅くとも2023年6月期には通年寄与となり、一定水準以上の規模に及び売上高が計上される模様である。また、これは総販売代理店として従来以上に商材の流通に深く関与するものであることから、売上総利益率も従来以上に高くなり、損益に対するインパクトも大きくなる見通しである。また、現在の同社は、これにも鑑みた新たな中計経営計画を策定する過程にあり、2019年6月期の決算を開示するタイミングに向けてその内容を明らかにすることが計画されている模様である。



出所：会社データ、弊社計算

2016年2月16日、同社は、イスラエルの医療機器ベンチャー企業との間で呼気による乳がん検出システムに係る国内における総販売代理店契約を締結している。一方、現状に至る経緯においては、大学病院での実証試験が最終段階を迎えつつある。これの完了後に向けては、臨床試験、審査、承認といった工程を経て、上述の通り2021年に向けて市販される見通しである。また、厚生労働省による調査(2014年)によれば、マンモグラフィーによる乳がんの検出の年間受診者数は5.6百万人に及んでいるとのことである。これに鑑みれば、同社の呼気による乳がん検出システムへの需要も相当に大きくなる可能性があると考えられよう。

乳がんに関しては、国内で年間90,000人が発症し13,000人が死亡しているとされている。40代の女性が最も多く罹患する(欧米では60代)とのことである。また、高濃度乳腺が多いことからマンモグラフィーによる検出率が71%に留まっており(超音波検査の併用によって91%まで改善)乳がん検診受診率も41%(50~69歳)と低水準に留まっているとのことである。また、受診率が低く留まっている要因としては、これに際して乳房を強く圧迫することが必要となることや一定水準以上の被ばくが不可避であることなどが挙げられている。

一方、同社が 2021 年に向けて市販することを予定している、呼気による乳がん検出システムは、受診者の呼気に含まれている有機化合物を分析装置で分析し乳がん特有の有機化合物の有無を検知するものである。マンモグラフィーとの比較では、純粋に乳がんの有無のみの検知に留まるものの、被ばくなどが一切発生しないことが特徴とされている。マンモグラフィー (mammography) とは、その語源が示唆する通り乳房を X 線撮影する装置であり、乳がんの大きさや位置など、呼気による乳がん検出システムとの比較では、追加的な情報が得られるところが特徴となる。以上に鑑みた同社は、呼気による乳がん検出システムを、マンモグラフィーに先立って乳がんの有無のみを検出するスキームとして市場に浸透させていくことを想定している模様である。

2015 年 9 月に代表取締役社長に就任している前島洋平氏 (取締役就任: 2014 年 9 月) は、『ビジネスを通じて、医学・医療の発展に貢献する』を同社グループの理念として掲げている。岡山大学やハーバード大学での医師として修練を積んでいる前島氏は、2011 年 11 月、岡山大学大学院医歯薬学総合研究所の教授に就任しており、医師としての十二分な実績と経験を有している。

また、上述の理念の下で同社が中期的な経営の重点テーマとして挙げているのは、「新たな収益源の獲得」、「合理化・効率化」、「働き方改革」である。ビジネス (業績推移) に対するインパクトとしては、「新たな収益源の獲得」に特に大きな期待が寄せられている模様である。具体的には、既に述べた通り、総販売代理店としてより深く商材の流通に関与していきより高い売上総利益率を追求していく施策を実施し、これに伴う追加的な増収及び増益を追求していくことが計画されている。究極的には、上述の呼気による乳がん検出システムがこれを大きく進展させる起爆剤となるのだが、一部では既にこれが徐々に進捗している。

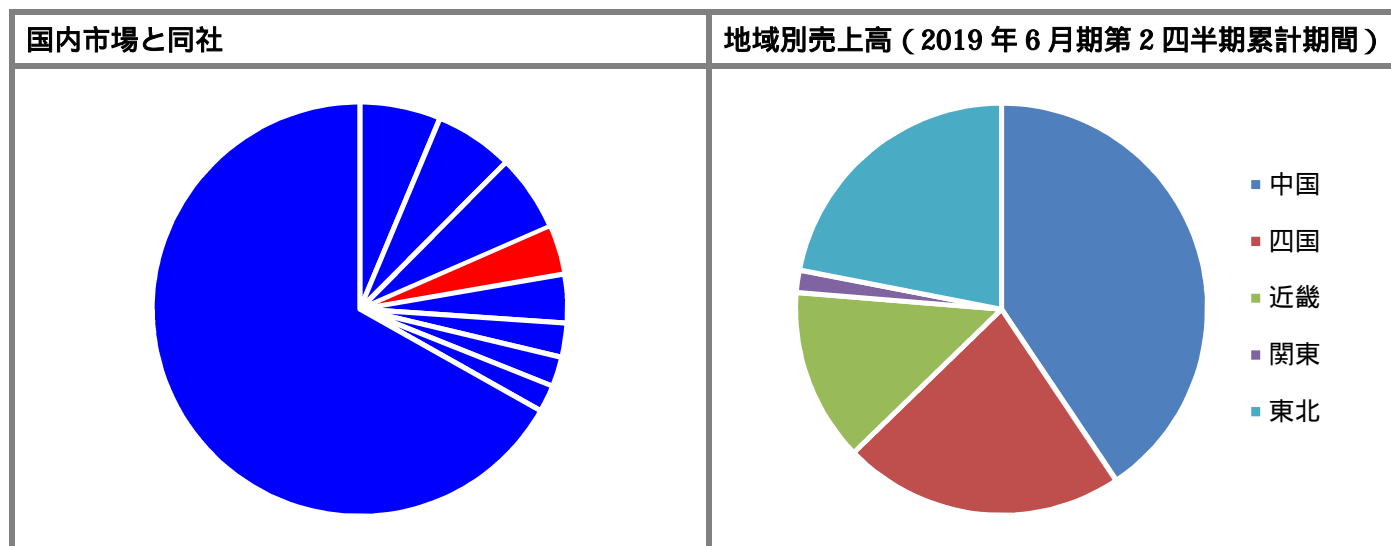
同社は、競争力のある販売機能を有する業界第 4 位の医療総合商社として、いわゆる「医療機器販売業参加型」の医工連携に積極的に取組み続けてきており、販売機能が限定的なベンチャー企業が開発した、画期的な新商材を独占的に仕入れて販売するとしてきた。例えば、ベンチャー企業との販路開拓支援相談会を継続的に開催してきてきた結果、現状に至る経緯において総販売代理店として医療教育用シミュレータロボットの独占販売を開始しており、実績として既に 4 台販売している。また、実際にも従来以上に高い売上総利益率を享受しているとのことである。

2017 年 8 月 18 日、株式会社 MICOTO テクノロジー (鳥取県米子市) と、傘下の事業会社である株式会社エクソーラメディカルは、医療教育用シミュレータロボット「mikoto」の総販売代理店契約を締結することに基本合意したことが開示されており、上述の総販売代理店としての業務はこの合意に基づいて開始されている。また、同社は、導入後におけるサポート体制の拡充などを含むソリューションの提供にも深く関与していくとしている。そして、超高解像度の内視鏡などがこれに引き続き見通しである。

4.0 ビジネスモデル

医療器材事業

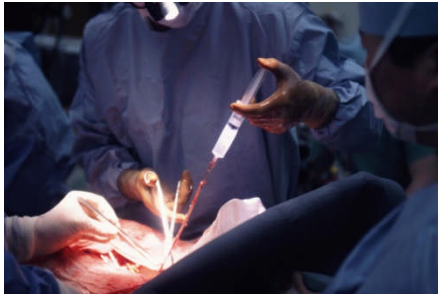
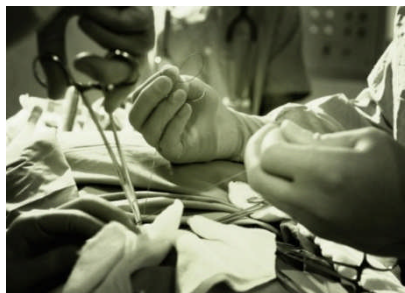
同社は、主力の医療器材事業において、急性期医療を担う大手基幹病院などを顧客として医療用の消耗品及び設備・備品の販売を展開している。概算値としては、同社が対峙する国内市場の規模は2.8兆円（2016年の実績）である一方、参入業者数1,000社とのことである。市場はかなり分断しており、市場統合に向けての余地は大きいとされている。また、同社は市場第4位に相当する売上高の規模を有しているとのことである。



出所：会社データ、弊社計算

岡山市に本拠を置く同社においては、岡山市が含まれる中国における売上高が地域別で最も大きい。また、同社は、サンセイ医機株式会社を買収し2012年6月期第3四半期よりこれを傘下の事業会社として連結対象に加えている。また、これに伴い東北に対する関与が急拡大したことに加えて、関東に対する関与が新規に立ち上がっている。即ち、同業他社の買収をもって、同社は未開拓地域での拡販を大きく進捗させると同時に同社としての市場シェアを引き上げてきたと考えられよう。そして、将来に向けて更なる同業他社の買収を実施することができれば、それが同社の成長力を大きく引き上げていくこととなる。特に、最大の市場であるとされる関東に対する関与がかなり限定的に留まっており、ここに大きな可能性が秘められているとも考えられよう。

医療器材事業における商材の事例



出所：会社データ

5.0 過去のレポート

決算期	「決算速報」	「企業レポート」
2019年6月期 第4四半期	-	-
2019年6月期 第3四半期	-	-
2019年6月期 第2四半期	時系列的な回復	-
2019年6月期 第1四半期	-	調整と回復
2018年6月期 第4四半期	増益と増配	過去最高の売上高
2018年6月期 第3四半期	-	新たなスキーム
2018年6月期 第2四半期	消耗品の堅調な推移	新商材の投入
2018年6月期 第1四半期	-	順調なスタート
2017年6月期 第4四半期	収益性の追求へ	コモディティ化への対応
2017年6月期 第3四半期	-	設備・備品の寄与
2017年6月期 第2四半期	大幅な損益向上	損益トレンドの転換
2017年6月期 第1四半期	-	減益から増益へ
2016年6月期 第4四半期	上振れと回復	回復と成長
2016年6月期 第3四半期	-	設備・備品の活発化
2016年6月期 第2四半期	業績予想の修正	新たなビジネスモデル
2016年6月期 第1四半期	-	一過性の営業損失
2015年6月期 第4四半期	「目標とする経営指標」の公表	業績の回復と経営の刷新
2015年6月期 第3四半期	設備・備品の回復に向けて	調整から回復へ
2015年6月期 第2四半期	設備投資の遅れと回復	設備備品の調整
2015年6月期 第1四半期	着実な消耗品の増収	短期的な調整局面
2014年6月期 第4四半期	着実な増収・増益とアライアンス	成長と調整
2014年6月期 第3四半期	-	業界再編
2014年6月期 第2四半期	-	継続的なオーガニックグロース
2014年6月期 第1四半期	-	オーガニックとアライアンス
2013年6月期 第4四半期	-	設備・備品の一巡
2013年6月期 第3四半期	-	オーガニックグロース
2013年6月期 第2四半期	-	既存営業エリアと新地域
2013年6月期 第1四半期	-	好調なスタート
2012年6月期 第4四半期	-	更なるアライアンス戦略の進捗に向けて
2012年6月期 第3四半期	-	-
2012年6月期 第2四半期	-	-
2012年6月期 第1四半期	-	-

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR 情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR 情報」とは、すなわち当該事業会社に係る 弊社との個別取材の内容、 機関投資家向け説明会の内容、 適時開示情報、 ホームページの内容等である。

商号： 株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地： 〒104-0061 東京都中央区銀座 1-13-1 ヒューリック銀座一丁目ビル 4 階

URL：www.walden.co.jp

E-mail：info@walden.co.jp

電話番号：03 (3553) 3769