

## 松風 (7979)

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)
FY03/2016		22,975	1,568	1,393	789	49.4	18.0	1,340
FY03/2017		22,305	1,382	1,141	836	52.6	20.0	1,397
FY03/2018会予		23,970	1,488	1,403	959	60.4	20.0	-
FY03/2017	前年比	(2.9%)	(11.9%)	(18.1%)	6.0%	-	-	-
FY03/2018会予	前年比	7.5%	7.7%	23.0%	14.6%	-	-	-
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 する当期純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY03/2017		11,052	800	509	301	-	-	-
3Q-4Q FY03/2017		11,253	582	632	535	-	-	-
1Q-2Q FY03/2018		11,701	742	853	635	-	-	-
3Q-4Q FY03/2018会予		12,269	746	550	324	-	-	-
1Q-2Q FY03/2018	前年比	5.9%	(7.2%)	67.6%	111.2%	-	-	-
3Q-4Q FY03/2018会予	前年比	9.0%	28.2%	(13.0%)	(39.4%)	-	-	-

出所：会社データ、弊社計算

### 1.0 エグゼクティブサマリー (2017年12月19日)

#### 下半期の増益

歯科用材料の開発・製造・販売を展開する松風の短期的な損益動向が回復基調を示す見通しである。2018年3月期の下半期に向けては、前年同期比での増収効果が大きくなり経費の増加などを十二分に吸収できるとのことである。また、これを主因として、通期を通して当初の会社予想に沿った増益が達成される見通しである。2018年3月期に対する会社予想の前提においては、新製品効果もあり日本国内で増収率5.2%が織り込まれている一方、海外で増収率10.8%が織り込まれており、自社製品の販売に特化していることなどから売上総利益率が相対的に高いとされる海外での売上高の構成比が上昇する。日本国内での売上高においては、機械器具類などを中心として一部で商品の仕入販売によるものが含まれているとのことである。そもそも、同社は、将来に向けての開拓余地が大きい海外市場での拡販を最重要経営課題としてきたと同時に、実際にもこれに積極的に取り組み続けてきている。その成果が直近の業績動向においても反映されていると考えられよう。ただし、2017年3月期の実績が公表された段階において既に開示されている通り、既存の中期経営計画(2016年3月期~2018年3月期)の前提との比較においては、日本国内においても海外においても売上高は下振れた推移となり、損益も下振れた推移となる。日本国内においては想定を超える競争激化が発生している模様であり、海外においては一定水準以上に及ぶ販売体制の確立が進捗しているものの、想定に沿った水準までに及ぶ進捗を達成するためにはより長い時間を要することが明らかになったとされている。


2018年3月期第2四半期累計期間は、売上高11,701百万円(前年同期比5.9%増)、営業利益742百万円(7.2%減)、営業利益率6.3%(0.9%ポイント低下)での着地となった。日本国内で売上高6,773百万円(2.1%増)、海外で売上高4,927百万円(11.6%増)である。一方、事業セグメント別では、歯科用材料の開発・製造・販売を展開する、主力のデンタル関連事業で売上高10,441百万円(3.4%増)、営業利益717百万円(11.7%減)、営業利益率6.9%(1.2%ポイント低下)である。売上高構成比89.2%、営業利益構成比97.0%(セグメント間取引消去前)であることに鑑みれば、同社としての損益動向は同事業セグメントによって決定されると考えられよう。また、同社としては営業利益で純減58百万円である一方、同社による開示に基づけば、増収効果で純増289百万円、原価率の上昇で純減238百万円、経費の増加で純減124百万円、為替変動による影響で純増16百万円である。即ち、増収効果の大部分が原価率の上昇によって打ち消されたことになるのだが、これには会計上のテクニカルな要因も影響を及ぼしている。前年同期においては、円高に伴い海外での棚卸資産に係る未実現利益80百万円が計上されたのに対して、円安に伴い海外での棚卸資産に係る未実現損失20百万円が計上されたとのことである。即ち、以上に伴う原価率の上昇による影響のみで営業利益で純減100百万円が発生している。

2018年3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23,970百万円(前年比7.5%増)、営業利益1,488百万円(7.7%増)、営業利益率6.2%(0.01%ポイント上昇)の見通しである。営業利益は前年比で純増106百万円である一方、同社による開示に基づけば、増収効果で純増1,007百万円、原価率の上昇で純減47百万円、経費の増加で純減824百万円、為替変動による影響で純減28百万円である。人件費の上昇、広告宣伝費の増加、研究開発費の増加などから経費が大幅に増加するものの、増収効果による影響がより大きいことに加えて、原価率の上昇による影響がほとんど発生しないことになる。海外での売上高が着実な増加を続ける一方、日本国内では増収率が加速する。会社予想の前提においては、日本国内での売上高が前年に対して純増680百万円となることが織り込まれている一方、「機械器具類その他」で純増461百万円である。先述の通り、機械器具類の売上高には商品の仕入販売によるものも含まれているのだが、2017年5月22日に発売された自社開発のデジタル口腔撮影装置の新機種である「アイススペシャルC-」による寄与が大きくなる模様である。2017年3月期においては、新機種の投入を前に同装置の売上高は調整していたのだが、下半期に向けてはこの新機種の売上高が本格化する模様である。更には、CAD/CAM関連の材料に関しても新製品が発売される。

IR窓口：総合企画部 元田 美由紀 (075 561 1282 [ir@shofu.co.jp](mailto:ir@shofu.co.jp))

## 2.0 会社概要

### 歯科材料の総合メーカー

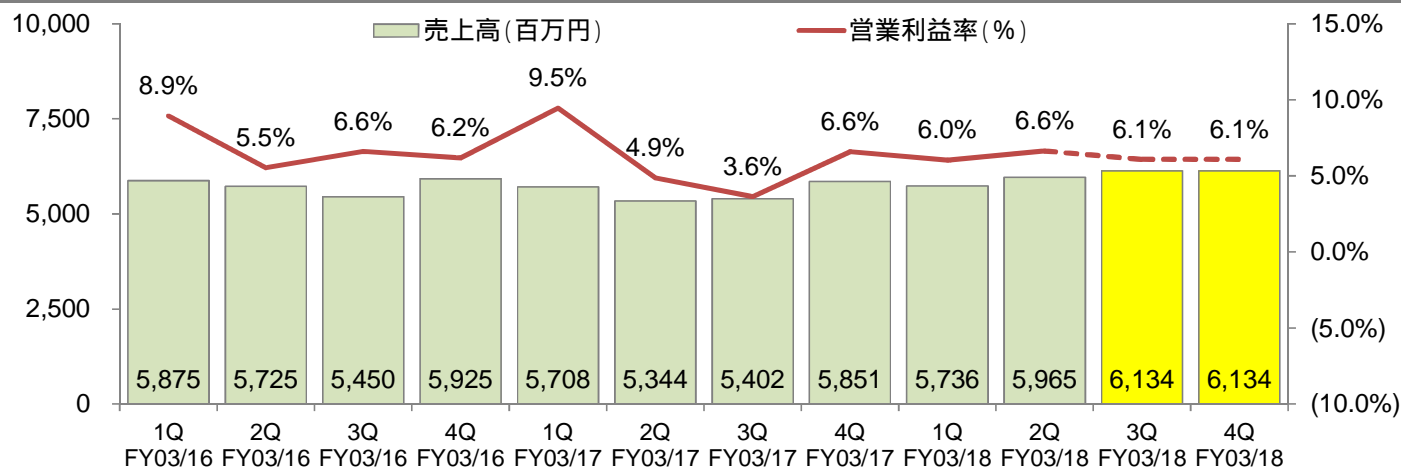
商号	株式会社松風 <a href="#">Web サイト</a> <a href="#">I R 情報</a> <a href="#">最新株価</a>	 世界の歯科医療に貢献する <b>株式会社 松風</b>
設立年月日	1922 年 5 月 15 日	
上場年月日	1963 年 7 月 25 日：東京証券取引所第 1 部（証券コード：7979）	
資本金	4,474 百万円（2017 年 9 月末）	
発行済株式数	16,114,089 株、自己株式内数 215,621 株（2017 年 9 月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"><li>● 人工歯類、研削材類で国内首位</li><li>● 開拓余地の大きい海外での拡販に注力</li><li>● ネイルサロン向け材料の開発・生産・販売にも関与</li></ul>	
事業内容	．デンタル関連事業 ．ネイル関連事業 ．その他の事業	
代表者	代表取締役社長 社長執行役員 根来 紀行	
主要株主	三井化学株式会社 11.17%、株式会社京都銀行 4.42%（2017 年 9 月末）	
本社	京都市東山区	
従業員数	連結 1,111 名、単体 440 名（2017 年 9 月末）	

### 3.0 業績推移

#### 2018年3月期第2四半期累計期間

2018年3月期第2四半期累計期間は、売上高 11,701 百万円（前年同期比 5.9%増）、営業利益 742 百万円（7.2%減）、経常利益 853 百万円（67.6%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 635 百万円（111.2%増）での着地となった。また、営業利益率 6.3%（0.9%ポイント低下）である。

#### 売上高及び営業利益率



出所：会社データ、弊社計算（2018年3月期第3四半期及び第4四半期：下半期に対する会社予想を均等に案分）

当初の会社予想との比較では、売上高で 12 百万円（0.1%）下振れ、営業利益で 85 百万円（12.9%）上振れ、経常利益で 235 百万円（38.0%）上振れ、親会社株主に帰属する四半期純利益で 243 百万円（62.0%）上振れである。売上高は当初の想定に沿った推移となった一方で、売上総利益率がやや下振れた。ただし、広告宣伝費、研究開発費、人件費などを計上するタイミングが、当初の想定との比較で後ろ倒しになった影響がより大きかったため、営業利益が上振れている。

また、経常利益の上振れ幅は営業利益の上振れ幅よりも 150 百万円に及んで大きかったことになるが、これには会社予想の前提に織り込まれていなかった為替差益 133 百万円が営業外損益において計上されたことが大きな影響を及ぼしている。同社では、各四半期末において直近の年度末との比較で保有する外貨建債権債務の評価替えが実施されており、これに伴い為替差損益が営業外損益で発生する。2017年3月期の期末から第2四半期の期末に向けては為替が円安に振れているため、第2四半期累計期間においては上述の分だけ為替差益が発生している。また、課税率が一時的に小さくなったことから、純利益の上振れ幅は更に大きかった。

地域別の売上高としては、日本国内で 6,773 百万円（2.1%増）、海外で 4,927 百万円（11.6%増）である。海外においては、北米・中南米で 1,364 百万円（14.7%増）、欧州で 1,933 百万円（8.3%増）、アジア・オセアニア他で 1,630 百万円（13.1%増）である。ネイルサロン向け材料の開発・製造・販売を展開する、ネイル関連事業に限っては、日本国内で 714 百万円（22.2%増）、海外で 496 百万円（50.8%増）と、新製品の投入が奏功していることなどから内外共に大幅な増収が達成されている。ただ、同事業セグメントは営業利益構成比 1.8%（セグメント間取引消去前）に留まっており、先述の通り、同社としての損益動向は、主力のデンタル関連事業によって決定されると考えられよう。

## 為替換算レート

為替換算レート (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 03/2017	2Q累計 03/2017	3Q累計 03/2017	4Q累計 03/2017	1Q 03/2018	2Q累計 03/2018	3Q累計 03/2018	4Q累計 03/2018		
米ドル	109.07	106.43	107.88	109.03	111.61	111.42	-	-	+4.99	
ユーロ	122.47	119.12	119.13	119.37	123.14	126.63	-	-	+7.51	
英ポンド	155.63	146.56	143.72	143.04	142.92	144.38	-	-	(2.18)	
中国人民幣	17.84	17.21	16.68	16.56	16.51	16.42	-	-	(0.79)	
米ドル(前年比)	(10.1%)	(12.4%)	(11.2%)	(9.3%)	+2.3%	+4.7%	-	-	-	
ユーロ	(8.5%)	(11.5%)	(10.9%)	(9.8%)	+0.5%	+6.3%	-	-	-	
英ポンド	(16.3%)	(21.5%)	(22.5%)	(20.8%)	(8.2%)	(1.5%)	-	-	-	
中国人民幣	(6.9%)	(11.1%)	(13.7%)	(13.8%)	(7.5%)	(4.6%)	-	-	-	

出所：会社データ、弊社計算

一方、米ドル及びユーロに対して円が減価したことなどによる為替影響によって、海外での売上高は 169 百万円増加している。デンタル関連事業で 134 百万円、ネイル関連事業で 35 百万円とのことである。この為替影響を除いた場合のデンタル関連事業においては、海外で増収率 5.2%である一方、北米・中南米で増収率 7.7%、欧州で増収率 2.6%、アジア・オセアニア他で増収率 6.7%である。また、日本国内におけるデンタル関連事業の売上高は 6,009 百万円と、前年同期と同水準に留まっている。

そもそも同社は、市場の成熟化が進む日本国内の市場においては将来に向けての成長力が大きいとは考えておらず、だからこそ将来に向けての成長力が大きいと同時に未だかなりの開拓余地が残されている海外での拡販に経営資源を集中してきている。発展途上国の将来に向けての経済成長力などに鑑みれば、海外の市場には大きな拡大ポテンシャルがあるとされている。一方、日本国内においては、既存の中期経営計画（2016年3月期～2018年3月期）の前提との比較では、想定していた以上に及ぶ競争激化による影響が発生している模様であり、売上高が下振れている。ただし、2018年3月期に対する会社予想に織り込まれている前提に対する進捗動向はほぼ想定に沿っている模様である。

日本国内における同社は、人工歯類、研削材類、金属類、化工品類、セメント類といった多様な歯科用材料に加えて、機械器具類などを、全国の歯科クリニックや歯科用材料を加工する歯科技工所に納めている。また、歯科技工所とは個々の歯科クリニックの依頼に沿って歯科用材料の加工を行う専門業者のことである。同社は、これらの最終ユーザーに対する直接的な製品紹介や情報提供に加えて、新製品の開発及び投入に積極的に取り組んでいるものの、歯科用材料の売上高は全般的に前年同期を下回ることを余儀なくされている。一方、機械器具類においては、自社開発のデジタル口腔撮影装置の新機種である「アイススペシャルC-」の発売などにより増収が達成されたため、デンタル関連事業としては前年同期と同水準の売上高が達成されている。

海外においては、同社の製品の比較優位性に対する認知度が現地で向上し始めているとのことである。米国で奏功したMDR（Medical Dental Representative）を活用した拡販が米国以外に向けて横展開されている一方、同社が内外で推進してきたMiCD（Minimally Invasive Cosmetic Dentistry）プロジェクトに基づくコンセプトの浸透度が高まっている模様である。

同社は、現地での人材採用を進めている一方、採用した人材を自社のMDRとして育成したうえで最終的なユーザーである歯科医師や歯科技工士に対する直接的な宣伝・情報提供活動に当たらせている。また、MDRとは、学術的な専門知識及び販売対象となる自社製品に係る専門知識を一定水準以上に及んで備えたうえで営業活動を展開する歯科情報担当者のことである。一方、MiCDプロジェクトとは、天然歯への侵襲を最小限に抑えつつ、審美的結果を導き出す審美歯科治療の展開をサポートするプロジェクトのことである。

ただし、海外においても、既存の中期経営計画（2016年3月期～2018年3月期）の前提との比較では、想定していた水準までには増収率が高まっていない。主因として挙げられているのは、ここでの想定に対する現地での販売体制の確立が遅延していることである。例えば、最近になって同社はブラジルやインドに新拠点を設置しているのだが、既存の中期経営計画の前提との比較ではこのタイミングが2年ほど遅れているとのことである。現地での許認可や人材の採用など、当初の想定以上の時間を要する案件が多く発生した一方で、同社としては人的リソースの制限もあり、これに迅速に対応するまでには至っていないとのことである。



## 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 03/2017	2Q累計 03/2017	3Q累計 03/2017	4Q累計 03/2017	1Q 03/2018	2Q累計 03/2018	3Q累計 03/2018	4Q累計 03/2018		
<b>売上高</b>	<b>5,708</b>	<b>11,052</b>	<b>16,454</b>	<b>22,305</b>	<b>5,736</b>	<b>11,701</b>	-	-		<b>+649</b>
売上原価	2,282	4,504	6,841	9,357	2,420	4,986	-	-		+482
売上総利益	3,425	6,547	9,612	12,947	3,315	6,714	-	-		+167
販売費及び一般管理費	2,885	5,747	8,616	11,564	2,968	5,971	-	-		+224
<b>営業利益</b>	<b>540</b>	<b>800</b>	<b>996</b>	<b>1,382</b>	<b>346</b>	<b>742</b>	-	-		<b>(58)</b>
営業外損益	(223)	(291)	(127)	(241)	86	111	-	-		+402
<b>経常利益</b>	<b>317</b>	<b>509</b>	<b>869</b>	<b>1,141</b>	<b>432</b>	<b>853</b>	-	-		<b>+344</b>
特別損益	0	0	0	0	9	23	-	-		+23
税金等調整前純利益	317	509	869	1,141	441	876	-	-		+367
法人税等合計	87	206	211	299	146	237	-	-		+31
非支配株主に帰属する純利益	-	1	4	5	0	3	-	-		+2
<b>親会社株主に属する当期純利益</b>	<b>230</b>	<b>301</b>	<b>653</b>	<b>836</b>	<b>294</b>	<b>635</b>	-	-		<b>+334</b>
売上高伸び率	(2.9%)	(4.7%)	(3.5%)	(2.9%)	+0.5%	+5.9%	-	-		-
営業利益伸び率	+2.9%	(5.0%)	(17.1%)	(11.9%)	(35.8%)	(7.2%)	-	-		-
経常利益伸び率	(45.7%)	(38.3%)	(22.7%)	(18.1%)	+36.2%	+67.6%	-	-		-
親会社株主に属する当期純利益伸び率	(36.7%)	(39.3%)	(9.4%)	+6.0%	+27.9%	+111.2%	-	-		-
売上総利益率	60.0%	59.2%	58.4%	58.0%	57.8%	57.4%	-	-		(1.9%)
販売管理費売上高比率	50.5%	52.0%	52.4%	51.8%	51.7%	51.0%	-	-		(1.0%)
営業利益率	9.5%	7.2%	6.1%	6.2%	6.0%	6.3%	-	-		(0.9%)
経常利益率	5.6%	4.6%	5.3%	5.1%	7.5%	7.3%	-	-		+2.7%
親会社株主に帰属する当期純利益率	4.0%	2.7%	4.0%	3.7%	5.1%	5.4%	-	-		+2.7%
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	27.4%	40.5%	24.3%	26.2%	33.1%	27.1%	-	-		(13.4%)

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 03/2017	2Q 03/2017	3Q 03/2017	4Q 03/2017	1Q 03/2018	2Q 03/2018	3Q 03/2018	4Q 03/2018		
<b>売上高</b>	<b>5,708</b>	<b>5,344</b>	<b>5,402</b>	<b>5,851</b>	<b>5,736</b>	<b>5,965</b>	-	-		<b>+621</b>
売上原価	2,282	2,222	2,337	2,516	2,420	2,566	-	-		+344
売上総利益	3,425	3,122	3,065	3,335	3,315	3,399	-	-		+277
販売費及び一般管理費	2,885	2,862	2,869	2,948	2,968	3,003	-	-		+141
<b>営業利益</b>	<b>540</b>	<b>260</b>	<b>196</b>	<b>386</b>	<b>346</b>	<b>396</b>	-	-		<b>+136</b>
営業外損益	(223)	(68)	164	(114)	86	25	-	-		+93
<b>経常利益</b>	<b>317</b>	<b>192</b>	<b>360</b>	<b>272</b>	<b>432</b>	<b>421</b>	-	-		<b>+229</b>
特別損益	0	0	0	0	9	14	-	-		+14
税金等調整前純利益	317	192	360	272	441	435	-	-		+243
法人税等合計	87	119	5	88	146	91	-	-		(28)
非支配株主に帰属する純利益	-	1	3	1	0	3	-	-		+2
<b>親会社株主に属する当期純利益</b>	<b>230</b>	<b>71</b>	<b>352</b>	<b>183</b>	<b>294</b>	<b>341</b>	-	-		<b>+270</b>
売上高伸び率	(2.9%)	(6.7%)	(0.9%)	(1.2%)	+0.5%	+11.6%	-	-		-
営業利益伸び率	+2.9%	(18.0%)	(45.6%)	+5.5%	(35.8%)	+52.3%	-	-		-
経常利益伸び率	(45.7%)	(20.3%)	+20.4%	+1.1%	+36.2%	+119.3%	-	-		-
親会社株主に属する当期純利益伸び率	(36.7%)	(46.2%)	+56.4%	+165.2%	+27.9%	+380.3%	-	-		-
売上総利益率	60.0%	58.4%	56.7%	57.0%	57.8%	57.0%	-	-		(1.4%)
販売管理費売上高比率	50.5%	53.6%	53.1%	50.4%	51.7%	50.3%	-	-		(3.2%)
営業利益率	9.5%	4.9%	3.6%	6.6%	6.0%	6.6%	-	-		+1.8%
経常利益率	5.6%	3.6%	6.7%	4.6%	7.5%	7.1%	-	-		+3.5%
親会社株主に帰属する当期純利益率	4.0%	1.3%	6.5%	3.1%	5.1%	5.7%	-	-		+4.4%
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	27.4%	62.0%	1.4%	32.4%	33.1%	20.9%	-	-		(41.1%)

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 03/2017	2Q累計 03/2017	3Q累計 03/2017	4Q累計 03/2017	1Q 03/2018	2Q累計 03/2018	3Q累計 03/2018	4Q累計 03/2018		
デンタル関連事業	5,258	10,095	14,999	20,267	5,174	10,441	-	-	+346	
ネイル関連事業	428	913	1,385	1,944	538	1,210	-	-	+297	
その他の事業	21	43	69	93	23	49	-	-	+6	
<b>売上高</b>	<b>5,708</b>	<b>11,052</b>	<b>16,454</b>	<b>22,305</b>	<b>5,736</b>	<b>11,701</b>	-	-	<b>+649</b>	
デンタル関連事業	554	812	1,009	1,380	354	717	-	-	(95)	
ネイル関連事業	(21)	(26)	(36)	(25)	(14)	13	-	-	+39	
その他の事業	6	12	19	22	5	8	-	-	(4)	
<b>セグメント利益</b>	<b>539</b>	<b>798</b>	<b>992</b>	<b>1,376</b>	<b>345</b>	<b>739</b>	-	-	<b>(59)</b>	
セグメント間取引消去	1	2	4	5	1	3	-	-	+1	
<b>営業利益</b>	<b>540</b>	<b>800</b>	<b>996</b>	<b>1,382</b>	<b>346</b>	<b>742</b>	-	-	<b>(58)</b>	
デンタル関連事業	10.5%	8.0%	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	-	-	(1.2%)	
ネイル関連事業	(4.9%)	(2.8%)	(2.6%)	(1.3%)	(2.6%)	1.1%	-	-	+3.9%	
その他の事業	28.6%	27.9%	27.5%	23.7%	21.7%	16.3%	-	-	(11.6%)	
<b>営業利益率</b>	<b>9.5%</b>	<b>7.2%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.2%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.3%</b>	-	-	<b>(0.9%)</b>	
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 03/2017	2Q 03/2017	3Q 03/2017	4Q 03/2017	1Q 03/2018	2Q 03/2018	3Q 03/2018	4Q 03/2018		
デンタル関連事業	5,258	4,837	4,904	5,268	5,174	5,267	-	-	+430	
ネイル関連事業	428	485	472	559	538	672	-	-	+187	
その他の事業	21	22	26	24	23	26	-	-	+4	
<b>売上高</b>	<b>5,708</b>	<b>5,344</b>	<b>5,402</b>	<b>5,851</b>	<b>5,736</b>	<b>5,965</b>	-	-	<b>+621</b>	
デンタル関連事業	554	258	197	371	354	363	-	-	+105	
ネイル関連事業	(21)	(5)	(10)	11	(14)	27	-	-	+32	
その他の事業	6	6	7	3	5	3	-	-	(3)	
<b>セグメント利益</b>	<b>539</b>	<b>259</b>	<b>194</b>	<b>384</b>	<b>345</b>	<b>394</b>	-	-	<b>+135</b>	
セグメント間取引消去	1	1	2	1	1	2	-	-	+1	
<b>営業利益</b>	<b>540</b>	<b>260</b>	<b>196</b>	<b>386</b>	<b>346</b>	<b>396</b>	-	-	<b>+136</b>	
デンタル関連事業	10.5%	5.3%	4.0%	7.0%	6.8%	6.9%	-	-	+1.6%	
ネイル関連事業	(4.9%)	(1.0%)	(2.1%)	2.0%	(2.6%)	4.0%	-	-	+5.0%	
その他の事業	28.6%	27.3%	26.9%	12.5%	21.7%	11.5%	-	-	(15.7%)	
<b>営業利益率</b>	<b>9.5%</b>	<b>4.9%</b>	<b>3.6%</b>	<b>6.6%</b>	<b>6.0%</b>	<b>6.6%</b>	-	-	<b>+1.8%</b>	

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	前年比 純増減
	1Q 03/2017	2Q 03/2017	3Q 03/2017	4Q 03/2017	1Q 03/2018	2Q 03/2018	3Q 03/2018	4Q 03/2018	
現金及び預金	4,581	4,449	4,651	4,997	4,844	4,881	-	-	+432
受取手形及び売掛金	2,933	2,907	2,869	3,138	3,199	3,227	-	-	+320
たな卸資産	5,510	5,480	5,653	5,365	5,712	5,934	-	-	+454
その他	1,063	799	886	786	965	956	-	-	+157
<b>流動資産</b>	<b>14,087</b>	<b>13,635</b>	<b>14,059</b>	<b>14,286</b>	<b>14,720</b>	<b>14,998</b>	-	-	<b>+1,363</b>
有形固定資産	6,574	6,553	6,629	6,682	6,677	6,667	-	-	+114
無形固定資産	1,561	1,510	1,586	1,538	1,595	1,613	-	-	+103
投資その他の資産合計	5,624	5,787	6,290	6,345	6,840	7,194	-	-	+1,407
<b>固定資産</b>	<b>13,760</b>	<b>13,851</b>	<b>14,506</b>	<b>14,566</b>	<b>15,113</b>	<b>15,475</b>	-	-	<b>+1,624</b>
<b>資産合計</b>	<b>27,848</b>	<b>27,486</b>	<b>28,566</b>	<b>28,853</b>	<b>29,834</b>	<b>30,473</b>	-	-	<b>+2,987</b>
支払手形及び買掛金	520	492	618	612	706	611	-	-	+119
短期借入金	504	504	505	505	505	505	-	-	+1
その他	2,224	1,969	1,922	2,098	2,315	2,248	-	-	+279
<b>流動負債</b>	<b>3,248</b>	<b>2,965</b>	<b>3,045</b>	<b>3,215</b>	<b>3,526</b>	<b>3,364</b>	-	-	<b>+399</b>
長期借入金	1,604	1,479	1,355	1,225	1,100	975	-	-	(504)
その他	1,979	1,990	2,129	2,116	2,286	2,423	-	-	+433
<b>固定負債</b>	<b>3,583</b>	<b>3,469</b>	<b>3,484</b>	<b>3,341</b>	<b>3,386</b>	<b>3,398</b>	-	-	<b>(71)</b>
<b>負債合計</b>	<b>6,832</b>	<b>6,435</b>	<b>6,530</b>	<b>6,556</b>	<b>6,912</b>	<b>6,762</b>	-	-	<b>+327</b>
<b>株主資本</b>	<b>19,470</b>	<b>19,541</b>	<b>19,766</b>	<b>19,949</b>	<b>20,066</b>	<b>20,408</b>	-	-	<b>+867</b>
その他合計	1,545	1,510	2,269	2,347	2,855	3,302	-	-	+1,792
<b>純資産</b>	<b>21,015</b>	<b>21,051</b>	<b>22,035</b>	<b>22,296</b>	<b>22,921</b>	<b>23,710</b>	-	-	<b>+2,659</b>
<b>負債純資産合計</b>	<b>27,848</b>	<b>27,486</b>	<b>28,566</b>	<b>28,853</b>	<b>29,834</b>	<b>30,473</b>	-	-	<b>+2,987</b>
自己資本	20,929	20,957	21,930	22,185	22,818	23,598	-	-	+2,641
有利子負債	2,108	1,983	1,860	1,730	1,605	1,480	-	-	(503)
ネットデット	(2,473)	(2,466)	(2,791)	(3,267)	(3,239)	(3,401)	-	-	(935)
自己資本比率	75.2%	76.2%	76.8%	76.9%	76.5%	77.4%	-	-	+1.2%
ネットデットエクイティ比率	(11.8%)	(11.8%)	(12.7%)	(14.7%)	(14.2%)	(14.4%)	-	-	(2.6%)
ROE(12ヵ月)	3.0%	2.8%	3.3%	3.8%	4.1%	5.3%	-	-	+2.5%
ROA(12ヵ月)	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.4%	5.1%	-	-	+1.3%
在庫回転日数	220	225	221	195	215	211	-	-	-
当座比率	231%	248%	247%	253%	228%	241%	-	-	-
流動比率	434%	460%	462%	444%	417%	446%	-	-	-

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）

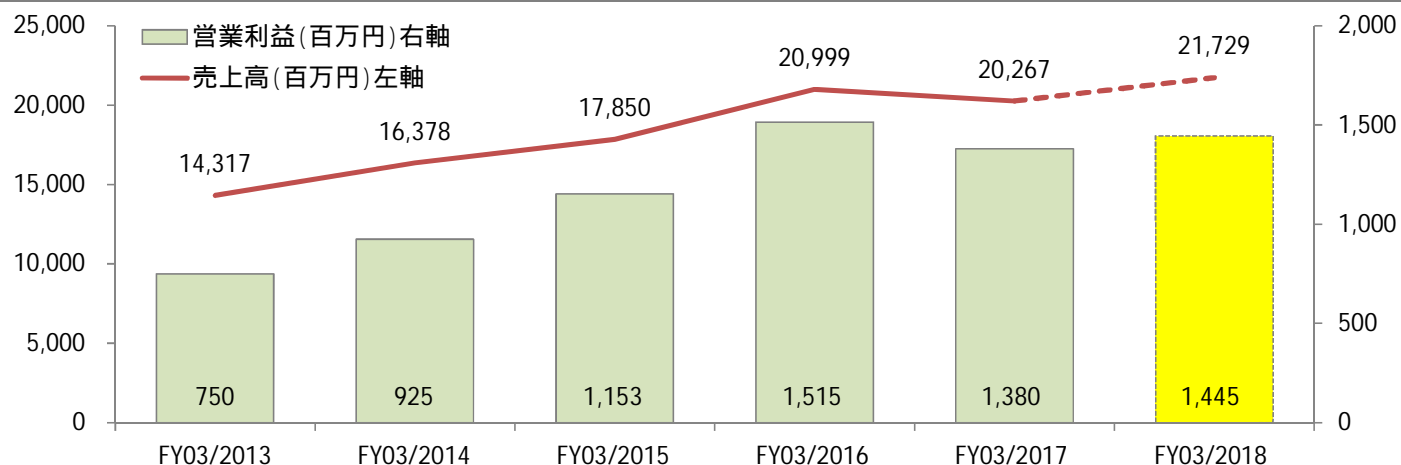
キャッシュフロー計算書 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2017	2Q累計 03/2017	3Q累計 03/2017	4Q累計 03/2017	1Q 03/2018	2Q累計 03/2018	3Q累計 03/2018	4Q累計 03/2018	
営業活動によるキャッシュフロー	-	1,012	-	2,308	-	611	-	-	(401)
投資活動によるキャッシュフロー	-	(396)	-	(1,052)	-	(578)	-	-	(182)
<b>営業活動CF + 投資活動CF</b>	<b>-</b>	<b>616</b>	<b>-</b>	<b>1,256</b>	<b>-</b>	<b>33</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(583)</b>
財務活動によるキャッシュフロー	-	(434)	-	(835)	-	(458)	-	-	(24)

出所: 会社データ、弊社計算

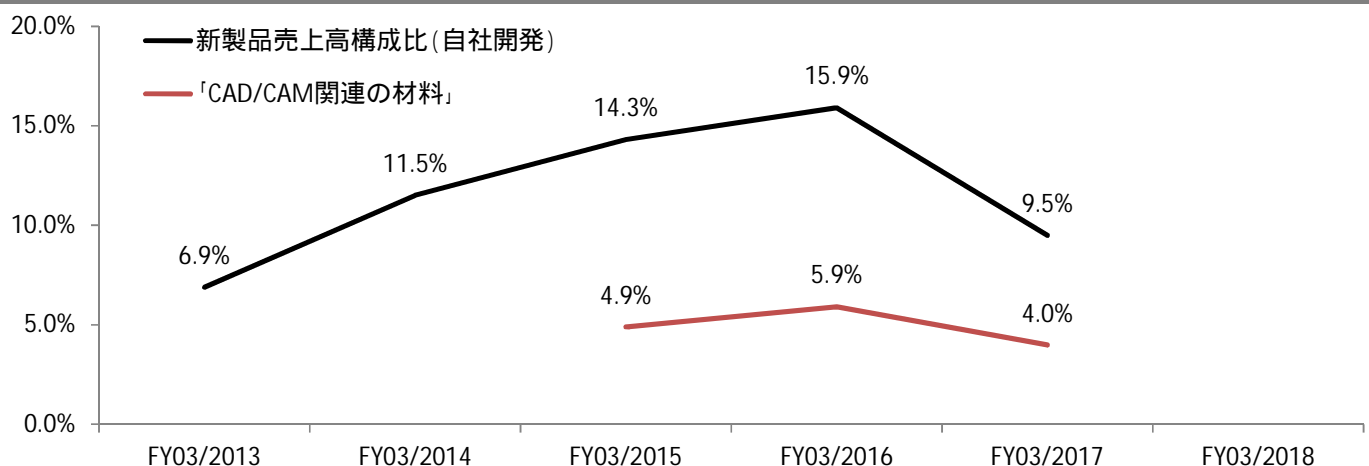
## 2018年3月期会社予想

2018年3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 23,970 百万円（前年比 7.5%増）、営業利益 1,488 百万円（7.7%増）、経常利益 1,403 百万円（23.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 959 百万円（14.6%増）の見通しである。また、営業利益率 6.2%（0.01%ポイント上昇）である。一方、年間配当金予定 20.0 円（配当性向 33.1%）も据え置かれている。

### デンタル関連事業



### 単体ベースの新製品売上高比率（自社開発）と「CAD/CAM 関連の材料」の寄与度



出所：会社データ、弊社計算

また、上述の同社としての業績動向を決定するのは、主力のデンタル関連事業の業績動向である。一方、過去 5 年間の実績に鑑みれば、自社開発製品に係る新製品売上高比率の動向がデンタル関連事業の売上高及び営業利益の動向と正の相関を示している。ここでの定義においては、「発売後 36 ヶ月以内の商品」が新製品とされているのだが、2015 年 3 月期の期初に発売された単一の新製品が、2017 年 3 月期の期末に向けての 36 ヶ月間に及んで、自社開発製品に係る新製品売上高比率の向上に対して相当に大きな寄与を及ぼしている。これが、2014 年 4 月の健康保険適用をもって、奥歯（小臼歯）の治療に対して従来になかった高い費用対効果を患者に提供する新フォーマットに対応する CAD/CAM 関連の材料である。現状においては、新製品の定義から外れていることに加えて、これに関しても競争激化の煽りを受ける側面が発生している模様である。

「アイスペシャルC- 」	CAD/CAM 関連の材料	(削り出しイメージ)
		

出所：会社データ

ただし、2018年3月期における自社開発製品に係る新製品売上高比率は回復しており、これがデンタル関連事業の売上高及び損益の回復をもたらす模様である。第2四半期累計期間の実績としては、自社開発製品に係る新製品売上高比率が9.9%にまで回復している。また、この背景となっているのが、2017年5月22日に発売された自社開発のデジタル口腔撮影装置の新機種である「アイスペシャルC- 」による寄与である。下半期に向けては、これに起因する寄与が拡大する可能性があることに加えて、CAD/CAM関連の材料に関しても新製品が発売されることから、通期を通して自社開発製品に係る新製品売上高比率は、2017年3月期の実績である9.5%を超える水準を達成することとなり、最終的には同社としての損益を回復させる主因となる模様である。

#### 為替換算レート

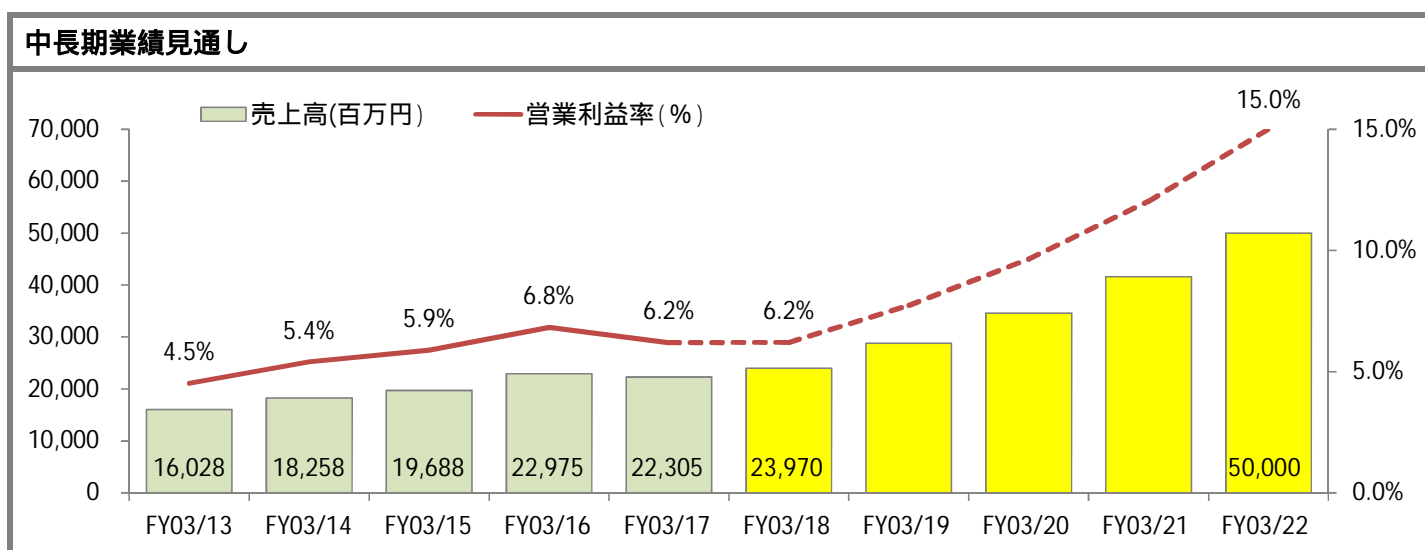
為替換算レート (円)	連結実績 通期 03/2013	連結実績 通期 03/2014	連結実績 通期 03/2015	連結実績 通期 03/2016	連結実績 通期 03/2017	連結予想 通期 03/2018	前年比 純増減
米ドル	83.23	100.00	110.03	120.17	109.03	108.00	(1.03)
ユーロ	107.57	134.01	138.68	132.35	119.37	119.00	(0.37)
英ポンド	131.36	159.20	176.81	180.66	143.04	145.00	+1.96
中国人民幣	12.69	15.80	17.26	19.21	16.56	16.20	(0.36)
米ドル(前年比)	-	+20.1%	+10.0%	+9.2%	(9.3%)	(0.9%)	-
ユーロ	-	+24.6%	+3.5%	(4.6%)	(9.8%)	(0.3%)	-
英ポンド	-	+21.2%	+11.1%	+2.2%	(20.8%)	+1.4%	-
中国人民幣	-	+24.5%	+9.2%	+11.3%	(13.8%)	(2.2%)	-
米ドル(1円の円高による売上高の変動、百万円)	-	-	-	-	-	(28)	-
ユーロ	-	-	-	-	-	(31)	-
英ポンド	-	-	-	-	-	(2)	-
中国人民幣	-	-	-	-	-	(100)	-
米ドル(1円の円高による営業利益の変動、百万円)	-	-	-	-	-	(10)	-
ユーロ	-	-	-	-	-	(5)	-
英ポンド	-	-	-	-	-	+0	-
中国人民幣	-	-	-	-	-	(54)	-

出所：会社データ、弊社計算

一方、為替換算レートに関しては、例年になく前年との比較で全般的に変動が少なくなることが会社予想の前提に織り込まれており、売上高及び営業利益に対する影響も少なくなる見通しである。また、先述の通り、第2四半期累計期間における営業外損益においては、為替差益133百万円が計上されているものの、既存の会社予想においては、為替差損益の発生が織り込まれていない。

## 中長期業績見通し

既存の中期経営計画（2016年3月期～2018年3月期）においては、最終年度である2018年3月期に対して売上高28,471百万円、営業利益2,978百万円、営業利益率10.5%が業績目標として掲げられている。更には、2018年3月期に対して、ROE 8.5%（2015年3月期の実績：2.8%）が計画されている。



出所：会社データ、弊社計算（2018年3月期：会社予想）

一方、先述の通り、2018年3月期に対する当初の会社予想においては、売上高23,970百万円（前年比7.5%増）、営業利益1,488百万円（7.7%増）、営業利益率6.2%（0.01%ポイント上昇）が見込まれており、現状に至る経緯においてこれが据え置かれている。既存の中期経営計画の業績目標との比較では、売上高で4,501百万円（15.8%）下振れ、営業利益で1,490百万円（50.0%）の下振れである。また、売上高に関しては、日本国内で2,155百万円（13.5%）下振れ、海外で1,650百万円（13.3%）下振れであることに加えて、為替の前提が変動したことによる影響が696百万円とのことである。この売上高の下振れを受けて経費も下振れるものの、当然ながら売上高の下振れなどによる売上総利益の下振れが相当に大きく、営業利益の下振れ幅も大きくなるとのことである。

また、同社が創業100周年を迎える2022年3月期に向けては、売上高50,000百万円（日本国内で17,000百万円、海外で33,000百万円、海外売上高比率66.0%）、営業利益7,500百万円、営業利益率15.0%を達成することも業績目標として掲げられている。現状に至る経緯においては、これが未だ掲げられているものの、これを達成するにあたっての経緯ともいえる既存の中期経営計画（2016年3月期～2018年3月期）が上述の通りの下振れを余儀なくされる方向性にあることに鑑みれば、近い将来における修正が不可避であろう。

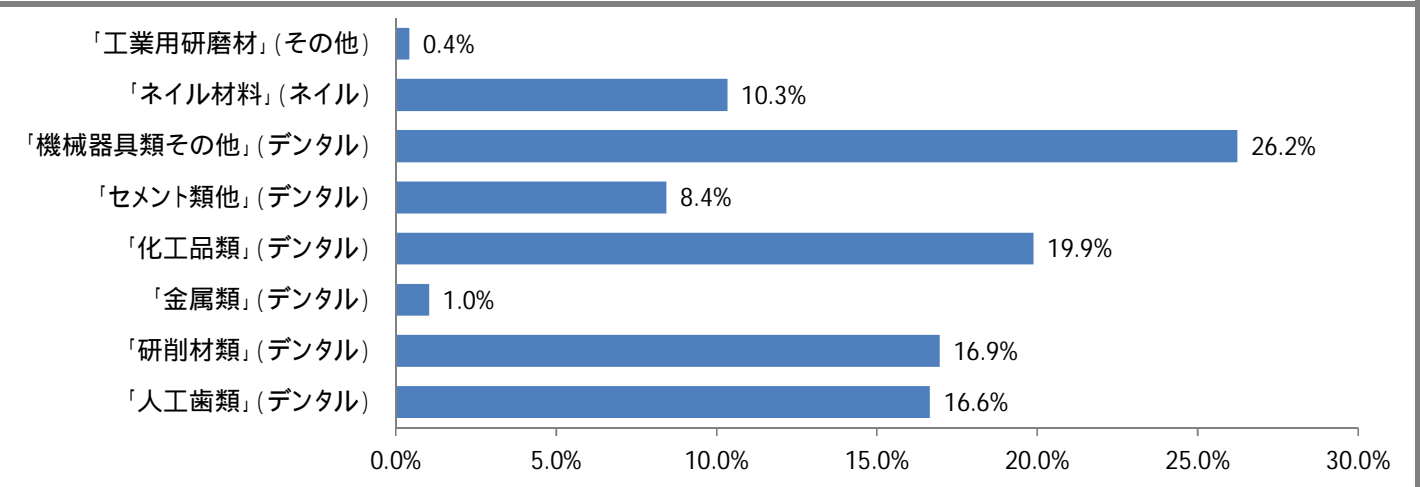
同社によれば、2018年3月期の実績を発表するに際しては、新中期経営計画（2019年3月期～2021年3月期）も公表することを計画している一方、それと同時に2022年3月期に向けての業績目標について説明を行う予定とのことである。

## 4.0 ビジネスモデル

### 世界の歯科医療に貢献

「創造的な企業活動を通じて世界の歯科医療に貢献する」、これを企業理念として掲げている同社は、デンタル関連事業を中核として事業を展開している。その主要な内容は各種の歯科用材料の開発・製造・販売である。例えば、人工歯類とは、入れ歯・差し歯の材料のことである。また、研削材類とは、文字通り患部を研削する、ないしは被せ物を磨く材料のことである。金属類とは歯の被せ物や差し歯の土台に使用される材料のことであり、化工品類は差し歯の材料、患部の詰め物、入れ歯の歯茎など様々な用途に使用される材料のことである。また、セメント類に関しては、差し歯や詰め物などの接着に使用する材料が含まれており、機械器具類には歯科治療用、技工用の様々な機械器具が含まれている。

#### 売上高構成比（2018年3月期第2四半期累計期間）



出所：会社データ、弊社計算

同社は、多様な歯科用材料及び機械器具類に深く関与しているが、「人工歯類」、「研削材類」、「化工品類」、「セメント類他」に関しては、基本的に自社製品の開発・製造・販売が展開されている。一方、「機械器具類その他」に関しては、自社製品の開発・製造・販売に加えて、仕入れ販売が展開されている。例えば、ここには、CAD/CAM関連に用いられる切削加工機（「DWX-50」）の仕入れ販売による売上高が含まれている一方、CAD/CAM関連の材料の売上高も含まれている。そして、自社開発のデジタル口腔撮影装置の売上高もここに含まれている。

日本国内における売上高においては、機械器具類などの仕入れ販売による構成比が20%～25%であるとされている一方、海外における売上高はすべて自社製品によるものである。

基本的に自社製品の開発・製造・販売が展開されている「人工歯類」、「研削材類」、「化工品類」、「セメント類他」の売上総利益率は相対的に高く、仕入れ販売による売上高も含まれる「機械器具類その他」の売上総利益率は相対的に低い。自社製品においては、数量効果が大きく発生する「化工品類」の生産設備の稼働率が高く留まっていることから、売上総利益率がかなり高い水準を維持している模様である。また、そもそも競争力のある「人工歯類」、「研削材類」がこれに次ぐ水準にあるとされている。一方、「機械器具類その他」には、売上総利益率が高い上述にもある自社製品が含まれているものの、このカテゴリーとしての売上総利益率は低く留まっている模様である。



## デンタル関連事業における主要製品

### 人工歯類



陶歯



硬質レジン歯



レジン歯



金属焼付用陶材

### 研削材類



ダイヤモンド研削材



カーボランダム研削材



ゴム製研磨材



その他切削器具

### 化工品類



コンポジットレジン



歯冠用硬質レジン



常温重合レジン



義歯床用レジン

### セメント類



合着用セメント



充填用セメント



埋没材



石こう

出所：会社データ



## 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](http://www.walden.co.jp)

E-mail：[info@walden.co.jp](mailto:info@walden.co.jp)

電話番号：03 (3553) 3769