

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)
FY03/2017		22,305	1,382	1,141	836	52.61	20.00	1,396.7
FY03/2018		24,031	1,497	1,565	877	55.20	20.00	1,511.9
FY03/2019会予		25,725	1,737	1,630	1,109	69.77	21.00	-
FY03/2018	前年比	7.7%	8.3%	37.2%	4.8%	-	-	-
FY03/2019会予	前年比	7.1%	16.0%	4.2%	26.4%	-	-	-
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 FY03/2018		11,701	742	853	635	-	-	-
3Q-4Q FY03/2018		12,330	755	712	242	-	-	-
1Q-2Q FY03/2019会予		12,550	639	589	346	-	-	-
3Q-4Q FY03/2019会予		13,175	1,098	1,041	763	-	-	-
1Q-2Q FY03/2019会予	前年比	7.3%	(14.0%)	(30.9%)	(45.5%)	-	-	-
3Q-4Q FY03/2019会予	前年比	6.9%	45.4%	46.2%	215.3%	-	-	-

出所：会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2018年6月22日)

オーガニックグロース

歯科用材料の開発・製造・販売を収益源とする松風は、海外市場の開拓を着実に進捗させている。また、海外には未だ大きな開拓余地があるとされていることに鑑みれば、同社には中長期的にも成長を続けるポテンシャルが認められよう。海外市場の開拓への注力を骨子とした第1次中期経営計画の初年度である2013年3月期から直近の実績である2018年3月期に向けての年間平均においては、歯科用材料の開発・製造・販売を展開するデンタル関連事業に関して、日本で増収率2.2%、海外で増収率12.5%（現地通貨ベース）である。また、企業買収による影響を除いても海外で増収率7.8%（現地通貨ベース）である。即ち、オーガニックグロースとしても海外は、日本を大きく上回っている。一方、第3次中期経営計画（2019年3月期～2021年3月期）においても、海外市場の開拓が同社としての業績動向に大きく寄与することが織り込まれている。業績目標として掲げられているのは、最終年度である2021年3月期に対して売上高29,264百万円、営業利益2,341百万円を達成することである。2018年3月期の実績を起点とした場合、年間平均で増収率6.8%、増益率16.1%が達成されることになる。また、2019年3月期から2021年3月期に向けての年間平均においては、デンタル関連事業に関して、日本で増収率3.7%、海外で増収率10.1%（現地通貨ベース）が前提である。また、同社は、更なる企業買収の実施を通して、海外市場の開拓を加速させることを明確な方針として確立したとのことである。


2018年3月期は、売上高 24,031 百万円(前年比 7.7%増) 営業利益 1,497 百万円(8.3%増) 営業利益率 6.23% (0.03%ポイント上昇)での着地となった。売上総利益率 57.3% (0.8%ポイント低下)であったものの、販売管理費の増加が、増収率との比較でやや抑制されたため、営業利益率は前年対比でわずかながらも上昇した。売上総利益の低下に関しては、デンタル関連事業における動向が影響を及ぼしたとされている。日本国内では、歯科用材料の実勢価格が低下した一方、中国では拡販を狙った政策的な単価引き下げが実施されたとのことである。また、中国に関しては、目論み通り市場シェアが上昇を続けている模様である。一方、地域別では、日本で売上高 13,652 百万円 (3.5%増) 海外で売上高 10,378 百万円 (13.8%増) 海外売上高比率 43.2% (2.3%ポイント上昇)である。また、現地通貨ベースでは、海外で増収率 9.3%である。2018年3月期においては、ネイルサロン向け材料の開発・生産・販売を展開するネイル関連事業で大幅な増収を背景とする大幅な損益向上が達成されている。内外での新製品投入などが奏功したとのことである。しかし、それでも主力のデンタル関連事業で営業利益構成比 94.6% (セグメント間取引消去前)と、歯科用材料の開発・製造・販売が同社としての圧倒的な収益源であることに変わりはない。

2019年3月期に対する会社予想では、売上高 25,725 百万円(前年比 7.1%増) 営業利益 1,737 百万円 (16.0%増) 営業利益率 6.75% (0.52%ポイント上昇)が見込まれている。日本で売上高 14,453 百万円 (5.9%増) 海外で売上高 11,271 百万円 (8.6%増)が前提である。また、海外では、現地通貨ベースで増収率 10.2%が前提である。ネイル関連事業の好調が持続する見込である一方、デンタル関連事業でも好調な業績推移が達成される見込である。日本で展開されている CAD/CAM 関連の材料及び機械類においては、機械類の仕入販売が引き続き増加する一方、競争激化から売上高が伸び悩んでいた材料で新製品効果が発生する模様である。一方、海外においては、各地域における現地通貨ベースでの増収が引続き。北米・中南米で増収率 6.0%、欧州で増収率 9.1%、中国で増収率 12.9%、アジア・オセアニアで増収率 15.7%である。一部で仕入販売が展開されている日本との比較では、すべて自社製品である海外での売上総利益率は相対的に高いとされており、引続き着実な海外市場の開拓は、この観点においてセールスマックスの向上を同社にもたらすことになる。2019年3月期に向けては、売上総利益率 58.2%と、過去5年間に見ない高水準が達成される見通しである。

I R 窓口：総合企画部 元田 美由紀 (075 561 1282 ir@shofu.co.jp)

2.0 会社概要

歯科材料の総合メーカー

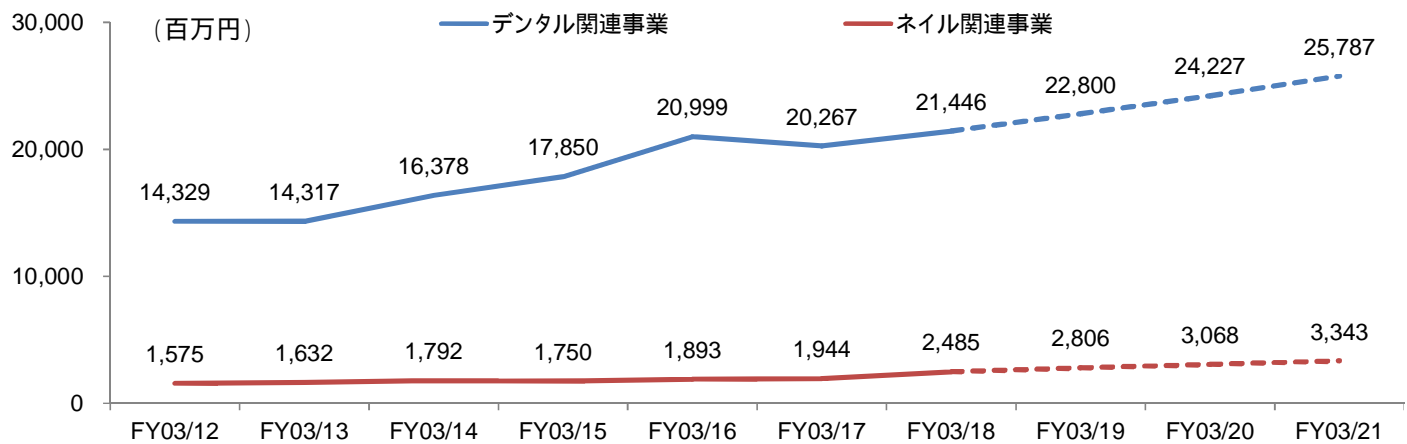
商号	株式会社松風 Web サイト I R 情報 最新株価	 世界の歯科医療に貢献する 株式会社 松風
設立年月日	1922 年 5 月 15 日	
上場年月日	1963 年 7 月 25 日：東京証券取引所第 1 部（証券コード：7979）	
資本金	4,474 百万円（2018 年 3 月末）	
発行済株式数	16,114,089 株、自己株式内数 215,792 株（2018 年 3 月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none">● 人工歯類、研削材類で国内首位● 開拓余地の大きい海外での拡販に注力● ネイルサロン向け材料の開発・生産・販売にも関与	
事業セグメント	．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%（2018 年 3 月末）	
本社	京都市東山区	
従業員数	連結 1,124 名、単体 435 名（2018 年 3 月末）	

3.0 業績推移

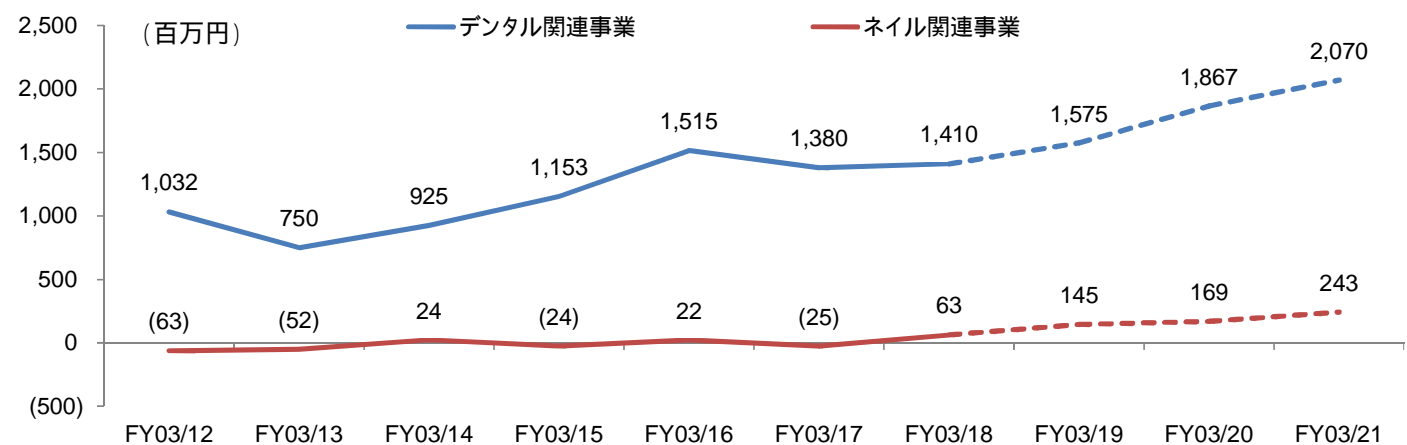
2018年3月期

2018年3月期は、売上高 24,031 百万円（前年比 7.7%増）、営業利益 1,497 百万円（8.3%増）、経常利益 1,565 百万円（37.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 877 百万円（4.8%増）での着地となった。また、営業利益率 6.23%（0.03%ポイント上昇）である。

売上高（第3次中期経営計画）



営業利益（第3次中期経営計画）



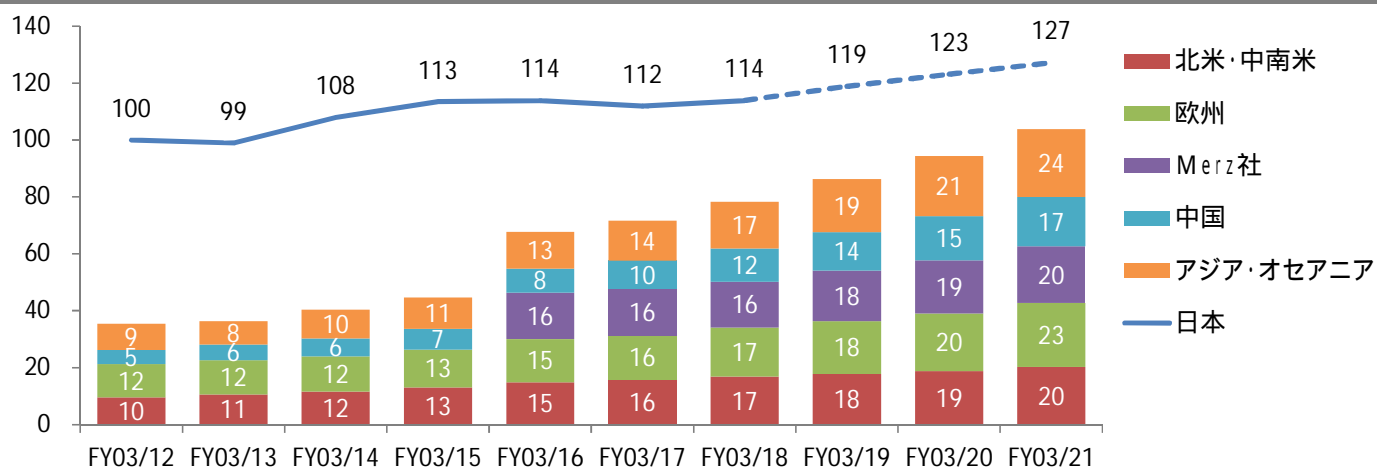
出所：会社データ、弊社計算

主力のデンタル関連事業で売上高 21,446 百万円（5.8%増）、営業利益 1,410 百万円（2.2%増）、営業利益率 6.6%（0.2%ポイント低下）である。また、ネイル関連事業で売上高 2,485 百万円（27.8%増）、営業利益 63 百万円（前年：25 百万円）、営業利益率 2.5%（3.8%ポイント上昇）である。

後者においては、内外での新製品投入の奏功などを受けて、大幅な増収を背景とした大幅な損益向上が発生している。日本では、著名なネイリストと共同開発したジェルネイルの新ブランド「ageha」の製品を 2017 年 7 月に市場へ投入したことが大幅な増収をもたらしている一方、米国や台湾における SNS を用いた積極的なプロモーション活動なども奏功しており、海外でのジェルネイル製品の売上高も大幅に増加している。

ただし、主力のデンタル関連事業で営業利益占有率 94.6%（セグメント間取引消去前）と、歯科用材料の開発・製造・販売が、同社としての圧倒的な収益源であることに変わりはない。第 3 次中期経営計画（2019 年 3 月期～2021 年 3 月期）の前提においても同様である。

デンタル関連事業：現地通貨ベースでの売上高の動向（2012 年 3 月期における日本での売上高 = 100）



為替換算レート

(円 / 外貨)	FY03/12	FY03/13	FY03/14	FY03/15	FY03/16	FY03/17	FY03/18	FY03/19	FY03/20	FY03/21
米ドル	82.19	83.23	100.00	110.03	120.17	109.03	110.81	105.00	105.00	105.00
ユーロ	109.80	107.57	134.01	138.68	132.35	119.37	129.45	130.00	130.00	130.00
英ポンド	131.34	131.36	159.20	176.81	180.66	143.04	147.27	150.00	150.00	150.00
中国人民幣元	12.31	12.69	15.80	17.26	19.21	16.56	16.64	16.50	16.50	16.50

出所：会社データ、弊社計算

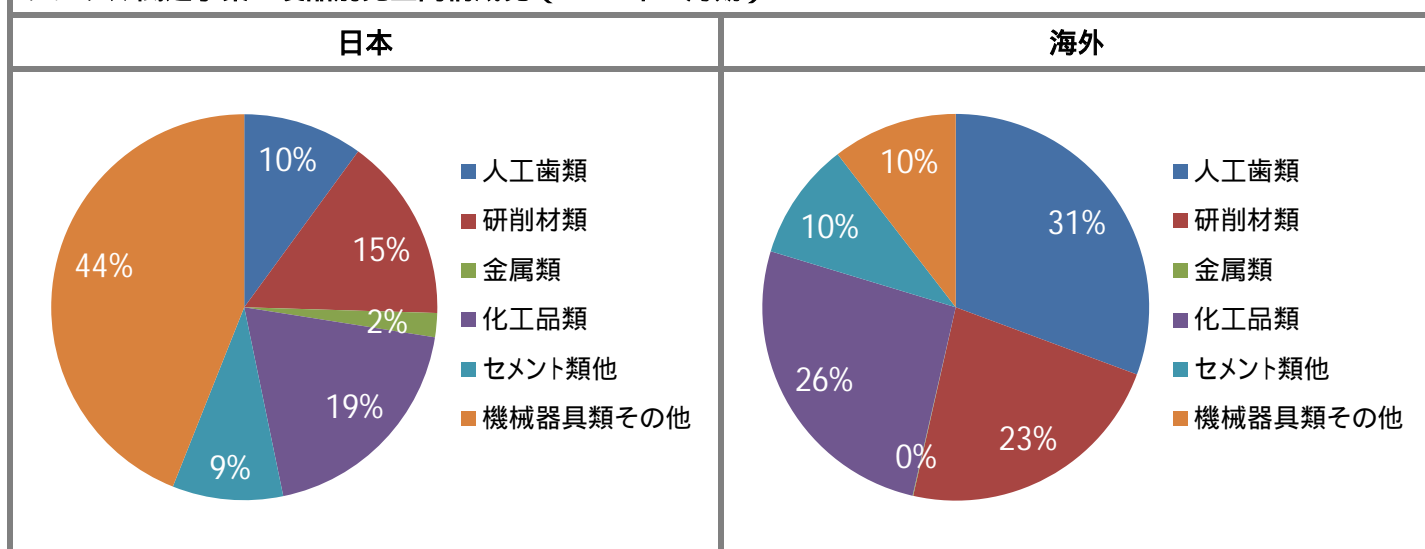
主力のデンタル関連事業では、第 1 次中期経営計画の初年度である 2013 年 3 月期より積極的な海外市場の開拓が展開されてきた。往時との比較では、為替が大きく円安に振れたことに起因して海外での売上高が増加している側面があるものの、現地通貨ベースでもかなりの増収率が達成されている。2013 年 3 月期から 2018 年 3 月期に向けての年間平均では、日本で増収率 2.2%であったのに対して海外で増収率 12.5%である。第 1 次中期経営計画（2013 年 3 月期～2015 年 3 月期）の期間においても、第 2 次中期経営計画（2016 年 3 月期～2018 年 3 月期）の期間においても、海外市場の開拓が着実に進捗したと考えられよう。

また、企業買収を通して 2016 年 3 月期の期初より連結対象となった、ドイツを代表する人工歯メーカーである Merz Dental GmbH（Merz 社）による影響を除いても、海外で増収率 7.8%である。

地域別では、北米・中南米で増収率 9.9%、欧州で増収率 6.7%、中国で増収率 15.4%、アジア・オセアニアで増収率 0.3%である。また、ドイツの Merz 社を含めた場合、欧州で増収率 19.1%である。そして、主力のデンタル関連事業における海外市場の開拓が大きく進捗した結果、ネイル関連事業を含めた同社としての海外売上高比率が大きく拡大している。

第 1 次中期経営計画の期間が始まる直前である 2012 年 3 月期の海外売上高比率 23.8%に対して、第 2 次中期経営計画の最終年度である 2018 年 3 月期において海外売上高比率 43.2%と、当該期間において同社としての海外売上高比率は、19.4%ポイントに及んで上昇している。また、第 3 次中期経営計画においては、最終年度である 2021 年 3 月期に向けて海外売上高比率を更に引き上げていくことが計画されている。

デンタル関連事業：製品別売上高構成比（2018年3月期）



出所：会社データ、弊社計算

また、デンタル関連事業における海外売上高比率の向上は、同社としてのセールスマックスの向上につながる傾向が強い模様である。海外においては、すべて自社製品での事業展開が行われている一方、日本においては売上高の44%を占める機械器具類その他において仕入販売による売上高が一定水準以上含まれているとのことである。日本における売上高の20%～25%が仕入販売に起因するとされていることに鑑みれば、機械器具類その他の売上高は、仕入販売によるものと自社製品によるものとでほぼ均等に按分されている模様である。

一方、概して言って、仕入販売の売上総利益率は自社製品よりも低く留まっており、その結果、仕入販売に対するエクスポージャーが存在しない海外での売上総利益率は日本での売上総利益率を相対的に上回っているとされている。

そもそも同社は、市場の成熟化が進む日本の市場に関して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大きな開拓余地が残されている海外市場の開拓に経営資源を集中してきた。当然ながら、将来に向けても同様である。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、海外市場には大きな拡大ポテンシャルがある一方、同社による関与は現状に至る経緯においても限定的に留まっているとも考えられよう。

日本における同社は、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、機械器具類その他を、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/新機種の開発及び投入に積極的に取り組んでいる。2018年3月期においては、機械器具類その他に属する、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-」が発売され、これが日本での増収の主因となった模様である。

一方、海外においては、自社製品の比較優位性に対する認知度が現地で向上を続けている模様である。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も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とされている。

同社は、現地での人材採用を積極的に進めており、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。

また、2018 年 3 月期の実績は、当初の会社予想と比較した場合、売上高で 61 百万円（0.3%）上振れ、営業利益で 9 百万円（0.6%）上振れ、経常利益で 162 百万円（11.5%）上振れ、当期純利益で 82 百万円（8.6%）下振れである。売上高及び営業利益に関しては、当初の想定に沿った着地となったが、営業外損益で為替差益が発生したことなどから経常利益が上振れた。一方、当期純利益においては、想定外の特別損失の計上に伴う影響が、経常利益の上振れによる影響以上に大きくなった。

前者が 75 百万円であったのに対して、後者が 231 百万円である。同社は、各四半期末において、保有する外貨建債権債務の評価替えを実施している。2018 年 3 月期の期末においては、2017 年 3 月期の期末との比較で為替が円安に振れたため外貨建債権の評価が上昇し、これが同社に上述の為替差益をもたらした。一方、Merz 社の買収に係るのれんの残存部分の約 40%を減損処理したとのことである。この Merz 社は、売上高においても損益においても買収当初の想定までには至っておらず、これが同社に上述の特別損失をもたらした。

一方、第 1 次中期経営計画の公表と同時に“あるべき姿”として掲げられていた長期業績目標（創業 100 周年を迎える 2022 年 3 月期に対して売上高 50,000 百万円、営業利益 7,500 百万円）に関しては、「2022 年 3 月期での到達は困難な状況となりました」とのことである。「成長分野における市場ニーズや成長機会への対応スピードの不足」、「海外販売網の整備・各国薬事規制への対応の遅れ」、「価格競争力の改善が進まなかった」、以上がその主因として挙げられている。

ただし、ここで言及されているのは当初の長期業績目標の想定に対しての不足や遅れなどであり、上述の通り、同社による海外市場の開拓には着実な進捗が認められる。同社が実施してきた各施策が一定水準以上に及ぶ効果をもたらしてきたことが示唆されよう。同社は、～ を将来に向けて解決すべき重要な課題として認識する一方、これらの課題の解決に向けて積極的な取り組みを実施し、早期にこの長期業績目標を達成したいとしている。

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		
売上高	5,708	11,052	16,454	22,305	5,736	11,701	17,801	24,031		+1,726
売上原価	2,282	4,504	6,841	9,357	2,420	4,986	7,556	10,267		+910
売上総利益	3,425	6,547	9,612	12,947	3,315	6,714	10,244	13,763		+816
販売費及び一般管理費	2,885	5,747	8,616	11,564	2,968	5,971	9,109	12,266		+702
営業利益	540	800	996	1,382	346	742	1,135	1,497		+115
営業外損益	(223)	(291)	(127)	(241)	86	111	146	68		+309
経常利益	317	509	869	1,141	432	853	1,281	1,565		+424
特別損益	0	0	0	0	9	23	23	(208)		(208)
税金等調整前純利益	317	509	869	1,141	441	876	1,304	1,357		+216
法人税等合計	87	206	211	299	146	237	368	478		+179
非支配株主に帰属する純利益	-	1	4	5	0	3	3	1		(4)
親会社株主に属する当期純利益	230	301	653	836	294	635	933	877		+41
売上高伸び率	(2.9%)	(4.7%)	(3.5%)	(2.9%)	+0.5%	+5.9%	+8.2%	+7.7%		-
営業利益伸び率	+2.9%	(5.0%)	(17.1%)	(11.9%)	(35.8%)	(7.2%)	+14.0%	+8.3%		-
経常利益伸び率	(45.7%)	(38.3%)	(22.7%)	(18.1%)	+36.2%	+67.6%	+47.3%	+37.2%		-
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%	+42.8%	+4.8%		-
売上総利益率	60.0%	59.2%	58.4%	58.0%	57.8%	57.4%	57.5%	57.3%		(0.8%)
販売管理費売上高比率	50.5%	52.0%	52.4%	51.8%	51.7%	51.0%	51.2%	51.0%		(0.8%)
営業利益率	9.46%	7.24%	6.05%	6.20%	6.03%	6.34%	6.38%	6.23%		+0.03%
経常利益率	5.6%	4.6%	5.3%	5.1%	7.5%	7.3%	7.2%	6.5%		+1.4%
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%	5.2%	3.6%		(0.1%)
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%	28.2%	35.2%		+9.0%

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	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		
売上高	5,708	5,344	5,402	5,851	5,736	5,965	6,100	6,230		+379
売上原価	2,282	2,222	2,337	2,516	2,420	2,566	2,570	2,711		+195
売上総利益	3,425	3,122	3,065	3,335	3,315	3,399	3,530	3,519		+184
販売費及び一般管理費	2,885	2,862	2,869	2,948	2,968	3,003	3,138	3,157		+209
営業利益	540	260	196	386	346	396	393	362		(24)
営業外損益	(223)	(68)	164	(114)	86	25	35	(78)		+36
経常利益	317	192	360	272	432	421	428	284		+12
特別損益	0	0	0	0	9	14	0	(231)		(231)
税金等調整前純利益	317	192	360	272	441	435	428	53		(219)
法人税等合計	87	119	5	88	146	91	131	110		+22
非支配株主に帰属する純利益	-	1	3	1	0	3	0	(2)		(3)
親会社株主に属する当期純利益	230	71	352	183	294	341	298	(56)		(239)
売上高伸び率	(2.9%)	(6.7%)	(0.9%)	(1.2%)	+0.5%	+11.6%	+12.9%	+6.5%		-
営業利益伸び率	+2.9%	(18.0%)	(45.6%)	+5.5%	(35.8%)	+52.3%	+100.5%	(6.2%)		-
経常利益伸び率	(45.7%)	(20.3%)	+20.4%	+1.1%	+36.2%	+119.3%	+18.9%	+4.4%		-
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%	(15.3%)	-		-
売上総利益率	60.0%	58.4%	56.7%	57.0%	57.8%	57.0%	57.9%	56.5%		(0.5%)
販売管理費売上高比率	50.5%	53.6%	53.1%	50.4%	51.7%	50.3%	51.4%	50.7%		+0.3%
営業利益率	9.46%	4.87%	3.63%	6.60%	6.03%	6.64%	6.44%	5.81%		(0.79%)
経常利益率	5.6%	3.6%	6.7%	4.6%	7.5%	7.1%	7.0%	4.6%		(0.1%)
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%	4.9%	(0.9%)		(4.0%)
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%	30.6%	207.5%		+175.2%

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 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	15,903	21,446	+1,179	
ネイル関連事業	428	913	1,385	1,944	538	1,210	1,821	2,485	+541	
その他の事業	21	43	69	93	23	49	76	98	+5	
売上高	5,708	11,052	16,454	22,305	5,736	11,701	17,801	24,031	+1,726	
デンタル関連事業	554	812	1,009	1,380	354	717	1,093	1,410	+30	
ネイル関連事業	(21)	(26)	(36)	(25)	(14)	13	21	63	+88	
その他の事業	6	12	19	22	5	8	14	17	(5)	
セグメント利益	539	798	992	1,376	345	739	1,130	1,491	+115	
セグメント間取引消去	1	2	4	5	1	3	4	6	+1	
営業利益	540	800	996	1,382	346	742	1,135	1,497	+115	
デンタル関連事業	10.5%	8.0%	6.7%	6.8%	6.8%	6.9%	6.9%	6.6%	(0.2%)	
ネイル関連事業	(4.9%)	(2.8%)	(2.6%)	(1.3%)	(2.6%)	1.1%	1.2%	2.5%	+3.8%	
その他の事業	28.6%	27.9%	27.5%	23.7%	21.7%	16.3%	18.4%	17.3%	(6.3%)	
営業利益率	9.5%	7.2%	6.1%	6.2%	6.0%	6.3%	6.4%	6.2%	+0.0%	

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	5,462	5,543	+275	
ネイル関連事業	428	485	472	559	538	672	611	664	+105	
その他の事業	21	22	26	24	23	26	27	22	(2)	
売上高	5,708	5,344	5,402	5,851	5,736	5,965	6,100	6,230	+379	
デンタル関連事業	554	258	197	371	354	363	376	317	(54)	
ネイル関連事業	(21)	(5)	(10)	11	(14)	27	8	42	+31	
その他の事業	6	6	7	3	5	3	6	3	0	
セグメント利益	539	259	194	384	345	394	391	361	(23)	
セグメント間取引消去	1	1	2	1	1	2	1	2	+1	
営業利益	540	260	196	386	346	396	393	362	(24)	
デンタル関連事業	10.5%	5.3%	4.0%	7.0%	6.8%	6.9%	6.9%	5.7%	(1.3%)	
ネイル関連事業	(4.9%)	(1.0%)	(2.1%)	2.0%	(2.6%)	4.0%	1.3%	6.3%	+4.4%	
その他の事業	28.6%	27.3%	26.9%	12.5%	21.7%	11.5%	22.2%	13.6%	+1.1%	
営業利益率	9.5%	4.9%	3.6%	6.6%	6.0%	6.6%	6.4%	5.8%	(0.8%)	

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	5,111	5,733	+736
受取手形及び売掛金	2,933	2,907	2,869	3,138	3,199	3,227	3,020	3,285	+147
たな卸資産	5,510	5,480	5,653	5,365	5,712	5,934	6,141	5,871	+506
その他	1,063	799	886	786	965	956	973	979	+193
流動資産	14,087	13,635	14,059	14,286	14,720	14,998	15,245	15,868	+1,582
有形固定資産	6,574	6,553	6,629	6,682	6,677	6,667	6,597	6,588	(94)
無形固定資産	1,561	1,510	1,586	1,538	1,595	1,613	1,599	1,279	(259)
投資その他の資産合計	5,624	5,787	6,290	6,345	6,840	7,194	7,659	7,620	+1,275
固定資産	13,760	13,851	14,506	14,566	15,113	15,475	15,856	15,488	+922
資産合計	27,848	27,486	28,566	28,853	29,834	30,473	31,102	31,357	+2,504
支払手形及び買掛金	520	492	618	612	706	611	688	744	+132
短期借入金	504	504	505	505	505	505	505	500	(5)
その他	2,224	1,969	1,922	2,098	2,315	2,248	2,110	2,419	+321
流動負債	3,248	2,965	3,045	3,215	3,526	3,364	3,303	3,663	+448
長期借入金	1,604	1,479	1,355	1,225	1,100	975	850	986	(239)
その他	1,979	1,990	2,129	2,116	2,286	2,423	2,599	2,551	+435
固定負債	3,583	3,469	3,484	3,341	3,386	3,398	3,449	3,537	+196
負債合計	6,832	6,435	6,530	6,556	6,912	6,762	6,753	7,200	+644
株主資本	19,470	19,541	19,766	19,949	20,066	20,408	20,578	20,522	+573
その他合計	1,545	1,510	2,269	2,347	2,855	3,302	3,770	3,635	+1,288
純資産	21,015	21,051	22,035	22,296	22,921	23,710	24,348	24,157	+1,861
負債純資産合計	27,848	27,486	28,566	28,853	29,834	30,473	31,102	31,357	+2,504
自己資本	20,929	20,957	21,930	22,185	22,818	23,598	24,230	24,035	+1,850
有利子負債	2,108	1,983	1,860	1,730	1,605	1,480	1,355	1,486	(244)
ネットデット	(2,473)	(2,466)	(2,791)	(3,267)	(3,239)	(3,401)	(3,756)	(4,247)	(980)
自己資本比率	75.2%	76.2%	76.8%	76.9%	76.5%	77.4%	77.9%	76.7%	(0.2%)
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%)	(15.5%)	(17.7%)	(2.9%)
ROE(12ヵ月)	3.0%	2.8%	3.3%	3.8%	4.1%	5.3%	4.8%	3.8%	(0.0%)
ROA(12ヵ月)	3.9%	3.8%	3.9%	4.0%	4.4%	5.1%	5.2%	5.2%	+1.2%
在庫回転日数	220	225	220	194	215	211	218	197	-
当座比率	231%	248%	247%	253%	228%	241%	246%	246%	-
流動比率	434%	460%	462%	444%	417%	446%	462%	433%	-

出所：会社データ、弊社計算

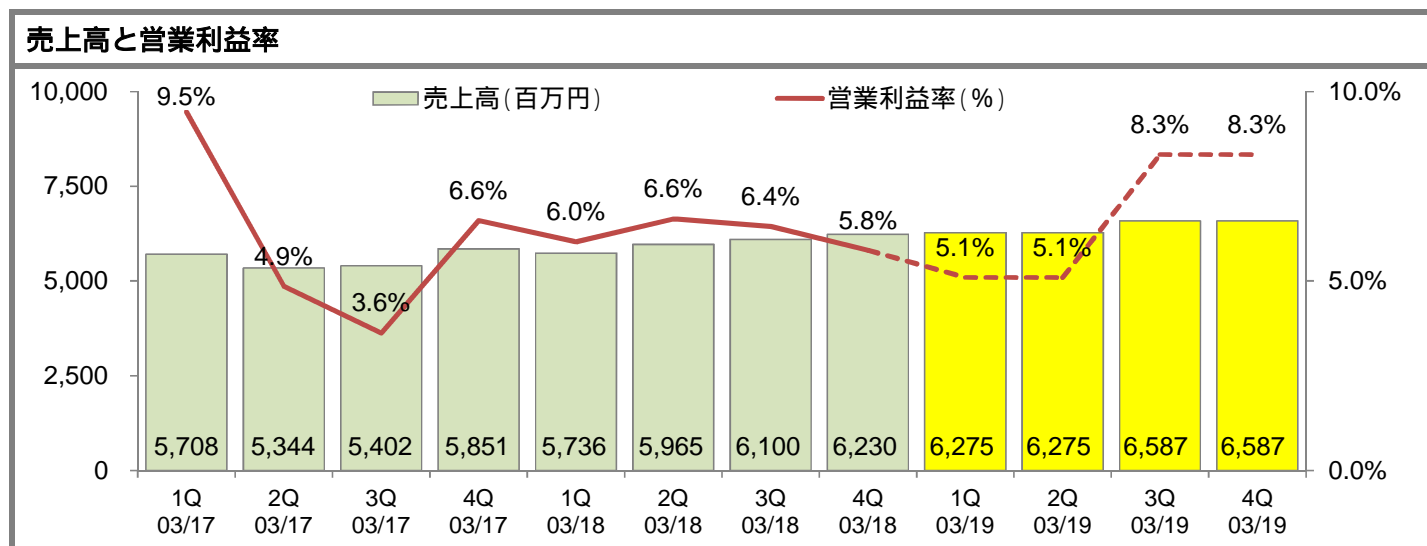
キャッシュフロー計算書（四半期累計）

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	-	1,936	(372)
投資活動によるキャッシュフロー	-	(396)	-	(1,052)	-	(578)	-	(772)	+280
営業活動CF + 投資活動CF	-	616	-	1,256	-	33	-	1,164	(92)
財務活動によるキャッシュフロー	-	(434)	-	(835)	-	(458)	-	(592)	+243

出所：会社データ、弊社計算

2019年3月期会社予想

2019年3月期に対する会社予想では、売上高 25,725 百万円（前年比 7.1%増） 営業利益 1,737 百万円（16.0%増） 経常利益 1,630 百万円（4.2%増） 親会社株主に帰属する当期純利益 1,109 百万円（26.4%増）が見込まれている。また、営業利益率 6.75%（0.52%ポイント上昇）である。一方、年間配当金予定 21.00 円（配当性向 30.1%）である。



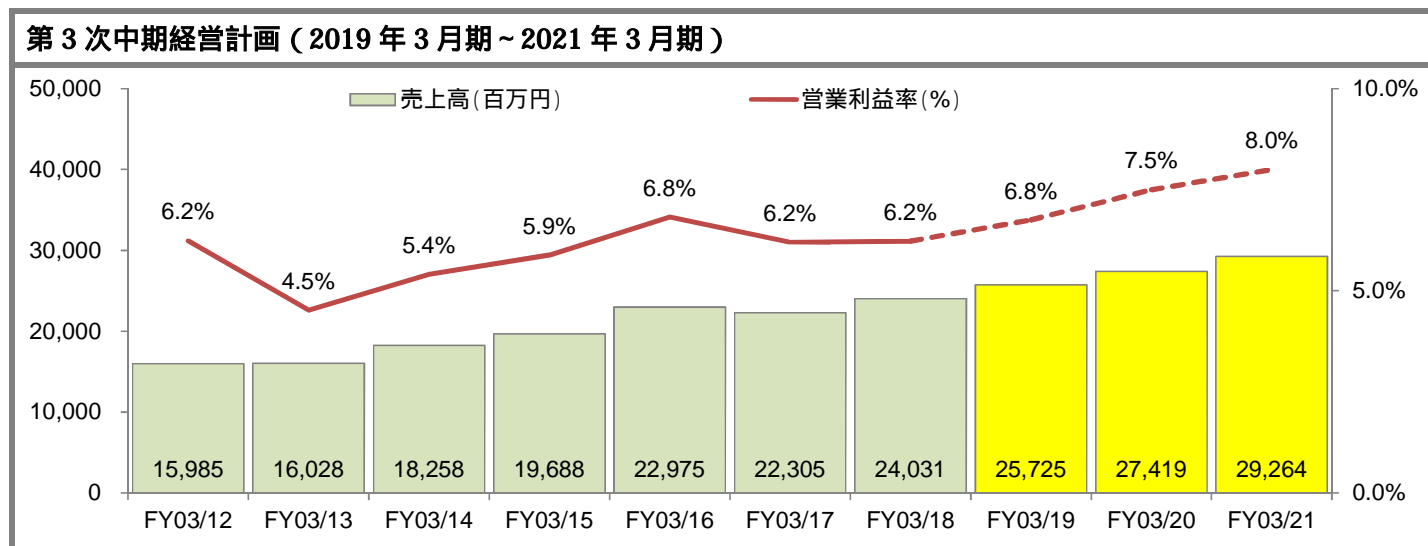
出所：会社データ、弊社計算（2019年3月期四半期予想：半期会社予想を均等に按分）

第2四半期累計期間から下半期に向けての推移においては、季節要因などによる影響が大きくなるため営業利益率が大きく上昇することになる模様である。それぞれ、5.1%、8.3%である。ただし、実質的な観点からは、通期を通した業績推移として、増収効果及びセールスマックスの向上が費用の増加を上回り、緩やかな営業利益率の向上が発生する模様である。

また、デンタル関連事業に対する前提においては、日本で売上高 12,642 百万円（4.4%増）である。競争激化による影響が激しい日本の市場ではあるものの、製品別のすべての領域において増収が達成されることが会社予想に織り込まれている。増収幅が最も大きくなるが見込まれている機械機部類その他においては、CAD/CAM 関連の材料及び機械類が含まれており、ここでの増収が大きく寄与する模様である。仕入販売を展開する機械類の売上高が持続的に増加する一方で、現在の「松風ブロック HC ハード」よりも更に性能を引き上げた新製品の投入を通して材料の売上高を回復させることが見込まれている模様である。

中長期業績見通し

2018年5月23日、同社は決算説明会を開催し、第3次中期経営計画（2019年3月期～2021年3月期）の内容を開示している。業績目標として掲げられたのは、最終年度である2021年3月期に対して売上高29,264百万円、営業利益2,341百万円を達成することである。2018年3月期の実績を起点とした年間平均で増収率6.8%、増益率16.1%が達成されることになる。また、2018年3月期から2021年3月期に向けて、営業利益率は6.2%から8.0%へと1.8%ポイント上昇する。一方、ROEは3.8%から6.0%へと2.2%ポイント上昇する。



出所：会社データ、弊社計算

2021年3月期に対する業績目標においては、日本国内で売上高15,700百万円、海外で売上高13,563百万円が織り込まれており、2018年3月期の実績を起点とした年間平均ではそれぞれ、増収率4.8%、増収率9.3%である。また、現地通貨ベースでは、海外で増収率9.8%である。そして、以上に伴い、2018年3月期から2021年3月期に向けて、同社としての海外売上高比率が43.2%から46.3%へと3.1%ポイント上昇する。

一方、主力のデンタル関連事業においては、年間平均で増収率6.3%が織り込まれている。地域別では、下記の通りである（現地通貨ベース）。日本の増収率3.7%に対して、海外で増収率10.1%である。また、北米・中南米で増収率6.2%、欧州で増収率8.4%、中国で増収率14.3%、アジア・オセアニアで増収率17.4%である。即ち、日本との対比で、売上総利益率が相対的に高いとされる海外での売上高構成比が上昇することからセールスマックスが向上し、同社としての売上総利益率は上昇を続けることになる。また、積極的に費用を拠出して研究開発や拡販に努めるとされているものの、販売管理費の増加を増収率程度に抑えることを通して、持続的に営業利益率を引き上げていくことが計画されている模様である。

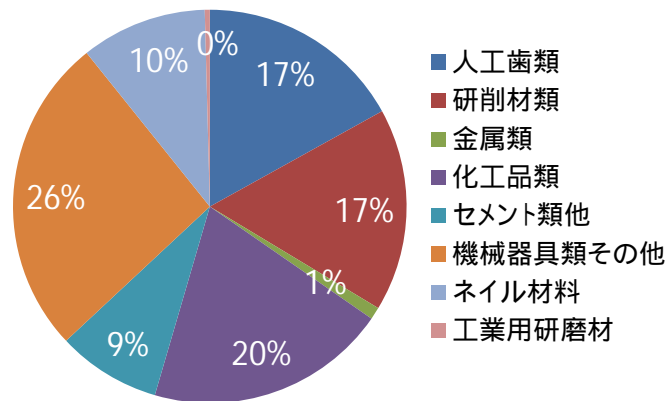
また、以上の業績目標を達成するための具体的な取り組みとしては、地域の需要・ニーズに適合した新製品の開発・投入、生産拠点の再配置、海外生産の拡大、販売網の整備（海外代理店網の整備）、販売拠点の整備（海外販売拠点の新設）、国内外学術ネットワークの構築（ユーザーへの直接的な宣伝活動組織の構築、MDR活動の強化・充実）、MiCDプロジェクトの推進、以上である。

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圧倒的な収益源として事業を展開している。その主要内容は各種の歯科用材料の開発・製造・販売である。

製品別売上高構成比（2018年3月期）



出所：会社データ、弊社計算

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、セメント類他に関しては、差し歯や詰め物などの接着に使用する材料がその内容である。

機械器具類その他の内容は、歯科治療用、技工用の様々な機械器具に加えて、CAD/CAM 関連の材料及び機械類である。前者に関しては、自社開発のデジタル口腔撮影装置である「アイスペシャルC-」なども含まれているものの、仕入販売による売上高も多く含まれているとされている。一方、後者に関しては、材料が自社開発であり、機械類が仕入販売である。また、そもそも CAD/CAM 関連の材料及び機械類とは、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材料及び機械類のことである。

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

セメント類他



合着用セメント



充填用セメント



埋没材



石こう

機械器具類その他



デジタル口腔撮影装置



CAD/CAM 関連の材料



(削り出しイメージ)



CAD/CAM 関連の機械類

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

E-mail：info@walden.co.jp

電話番号：03 (3553) 3769