

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) |
|---------------|-----|--------|-------|-------|---------------------|------------|------------|------------|
| FY03/2019 | | 24,915 | 1,814 | 1,709 | 1,201 | 75.54 | 23.00 | 1,524.92 |
| FY03/2020 | | 26,108 | 2,210 | 1,988 | 704 | 44.24 | 26.00 | 1,491.81 |
| FY03/2021会予 | | - | - | - | - | - | - | - |
| FY03/2019 | 前年比 | 3.7% | 21.1% | 9.2% | 36.9% | - | - | - |
| FY03/2020 | 前年比 | 4.8% | 21.9% | 16.4% | (41.3%) | - | - | - |
| FY03/2021会予 | 前年比 | - | - | - | - | - | - | - |

出所: 会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2020年6月12日)

デジタル化

歯科用材料及び機器の開発・製造・販売を展開する松風は、2020年3月期の売上高並びに営業利益において過去最高を更新している。同社が注力してきた海外市場の開拓が引き続いたことに加えて、成熟化が進む国内でも売上高が堅調な推移を示したことが背景である。国内では、歯科医療のデジタル化が進展するなか、市場ニーズを捉えた新製品を市場に投入したことが奏功しているとのことである。ただし、2021年3月期に入って、新型コロナウイルス感染症による影響から業績推移が調整する方向性にあることが示唆されている。また、将来に向けての影響を合理的に算定することが困難であるため、2021年3月期に対する会社予想は未定とされている。一方、この不透明感を受けて2020年3月期の期末に減損処理が実施されており、この分だけ将来に向けての費用負担が減少する。更には、一過性の減益要因が一巡するなど、2021年3月期に向けては損益向上をもたらすいくつかの要因が認められる。需要面においては、将来に向けての不透明感を払拭することができない状況が引き続き可能性もあるのだが、海外に未だ大きな開拓余地が残されていることに違いはない。また、資本・業務提携を通じた新製品の開発力強化なども行うとのことである。以上に鑑みれば、同社は、中長期的な観点において着実な成長ポテンシャルを有していると考えられよう。

IR 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

歯科用材料及び機器の総合メーカー

| | |
|---------|--|
| 商号 | 株式会社松風 Web サイト IR 情報 最新株価 |
| 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（2020年3月末） |
| 発行済株式数 | 16,114,089株、自己株式内数169,076株（2020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・製造・販売にも関与 |
| 事業セグメント | I. デンタル関連事業 II. ネイル関連事業 III. その他の事業 |
| 代表者 | 代表取締役社長 社長執行役員：根來 紀行 |
| 主要株主 | 三井化学 11.17%、京都銀行 4.42%、日本トラスティ信託口 4.16%（2020年3月末、自己株式を除く） |
| 本社 | 京都市東山区 |
| 従業員数 | 連結 1,189名、単体 453名（2020年3月末） |

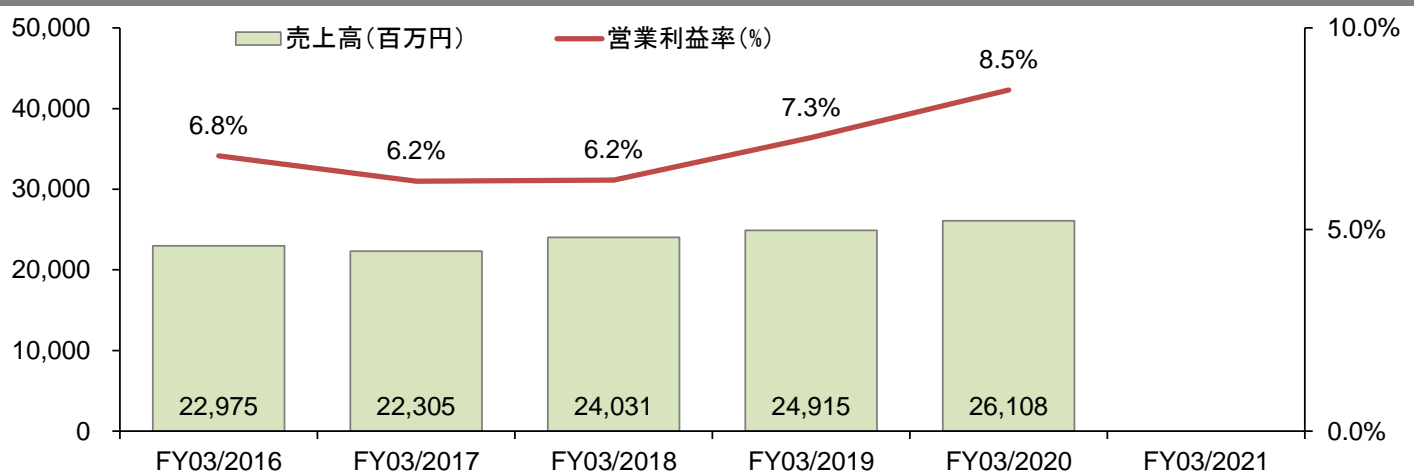
出所：会社データ

3.0 業績推移

2020年3月期

2020年3月期は、売上高 26,108 百万円（前年比 4.8%増）、営業利益 2,210 百万円（21.9%増）、経常利益 1,988 百万円（16.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 704 百万円（41.3%減）での着地である。また、営業利益率 8.5%（1.2%ポイント上昇）である。当初の会社予想（開示：2019年5月9日）と比較した場合、売上高は 81 百万円（0.3%）下振れているものの、過去最高を更新している。一方、営業利益で 154 百万円（7.5%）上振れ、経常利益で 47 百万円（2.5%）上振れである。結果、営業利益及び経常利益も過去最高を更新している。ただし、親会社株主に帰属する当期純利益は、672 百万円（48.8%）下振れである。

売上高と営業利益率



為替換算レート

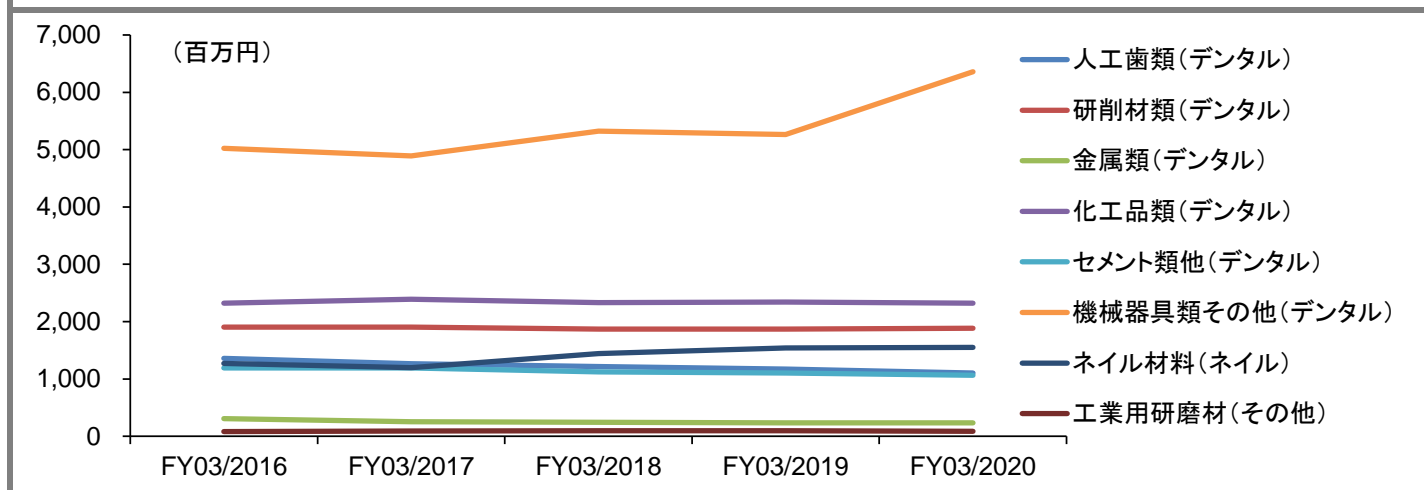
| 為替換算レート | 連結実績 通期 03/2016 | 連結実績 通期 03/2017 | 連結実績 通期 03/2018 | 連結実績 通期 03/2019 | 連結実績 通期 03/2020 | 連結予想 通期 03/2021 | 前年比 純増減 |
|------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|------------|
| 米ドル | 120.17 | 109.03 | 110.81 | 110.69 | 109.10 | - | - |
| ユーロ | 132.35 | 119.37 | 129.45 | 128.43 | 121.14 | - | - |
| 英ポンド | 180.66 | 143.04 | 147.27 | 145.68 | 138.51 | - | - |
| 中国人民幣 | 19.21 | 16.56 | 16.64 | 16.69 | 15.85 | - | - |
| 米ドル(前年比) | +9.2% | (9.3%) | +1.6% | (0.1%) | (1.4%) | - | - |
| ユーロ(前年比) | (4.6%) | (9.8%) | +8.4% | (0.8%) | (5.7%) | - | - |
| 英ポンド(前年比) | +2.2% | (20.8%) | +3.0% | (1.1%) | (4.9%) | - | - |
| 中国人民幣(前年比) | +11.3% | (13.8%) | +0.5% | +0.3% | (5.0%) | - | - |

出所：会社データ、弊社計算

国内で売上高 14,608 百万円（7.3%増）、海外で売上高 11,499 百万円（1.8%増）である。国内では、想定以上に好調な推移となったものの、海外では、為替が円高に振れたこともあり、当初の会社予想の前提に対してやや下振れている。同社としての売上高においては、前者に対して後者の影響がより大きくなっている。

事業セグメント別では、歯科用材料及び機器の開発・製造・販売を展開する、主力のデンタル関連事業で売上高 23,665 百万円（5.4%増）、営業利益 2,083 百万円（15.9%増）、営業利益率 8.8%（0.8%ポイント上昇）である。売上高構成比 90.6%、営業利益構成比 94.5%（セグメント間取引取消去前）と、同社としての業績推移はこの事業セグメントに依存している側面が大きい。一方、ネイルサロン向け材料の開発・製造・販売を展開する、ネイル関連事業で売上高 2,355 百万円（0.7%減）、営業利益 107 百万円（前期：▲5 百万円）、営業利益率 4.5%（4.8%ポイント向上）である。

国内の売上高



出所：会社データ、弊社計算

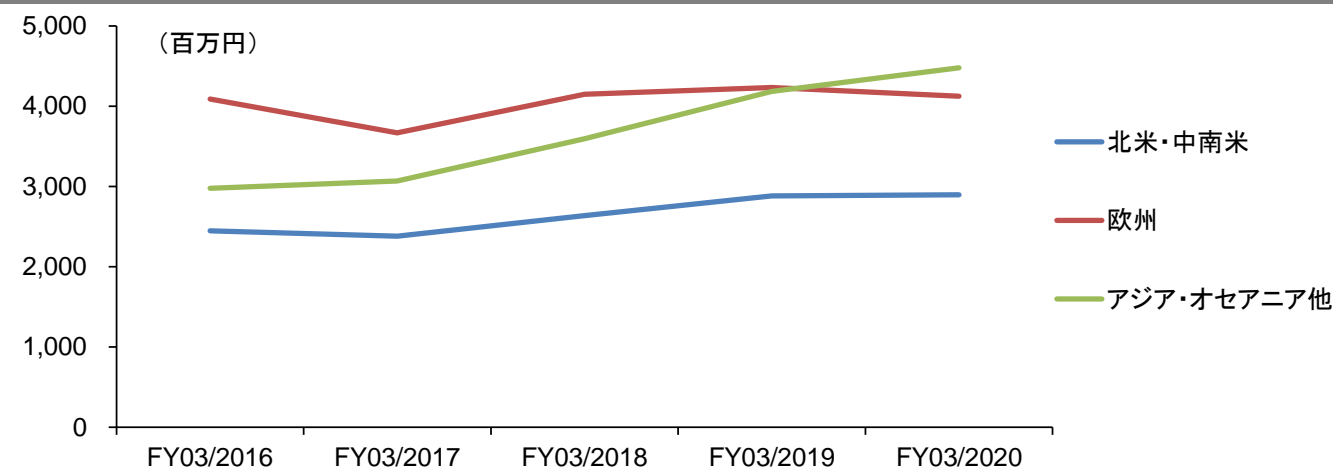
国内の歯科医療市場は成熟化するに至っており、同社においても過去数年間において売上高が伸び悩んでいる。ただし、2020年3月期においては、機械器具類その他で大幅な増収が達成されており、国内の売上高としても堅調な推移が認められる。機械器具類その他の大幅な増収に関しては、歯科医療のデジタル化が進展するなか、市場ニーズを捉えた新製品を市場に投入したことが大きく貢献しているとのことである。機械器具類その他の売上高の30%以上を占めると推測されるCAD/CAM関連製品においては、材料も機械類も売上高は大幅に拡大している。材料においては、新製品である歯科切削加工用レジン材料「松風ブロックHCスーパーハード」が好調に推移している一方、仕入販売されている機械類も同様である。更には、デジタル口腔撮影装置の新製品である「アイスペシャルC-IV」による寄与も大きいとされている。一方、ネイル材料の売上高は微増に留まっている。

機械器具類その他に限っては、売上総利益率が相対的に低い仕入販売商品の売上高が一定水準以上に及んで含まれており、ここでの増収はセールスマックスを悪化させる傾向があるとされている。弊社が推測するところによれば、仕入販売商品で売上高構成比75%、自社製品（CAD/CAM関連の材料やデジタル口腔撮影装置など）で売上高構成比25%である。一方、人工歯類や研削材類などの歯科用材料に関しては、自社製品で売上高構成比100%である。大きく落ち込んでいる領域はないものの、歯科用材料における全般的なトレンドとしては、売上高が伸び悩む傾向が引き続いている。

一方、海外では、為替が円高に振れた影響もあり、増収率1.8%に留まっている。ネイル材料に関しては、微減収を余儀なくされている。米国では増収を確保できたものの、競争激化が進む台湾で大幅な減収を余儀なくされたとのことである。しかし、台湾では事業の構造改革が進んでおり、ネイル関連事業の損益は向上している。

為替変動の影響を除いた同社としての現地通貨ベースでは、海外で増収率5.8%とのことである。同様に、地域別では、北米・中南米で増収率2.0%、欧州で増収率3.3%、アジア・オセアニア他で増収率10.9%とのことである。また、アジア・オセアニア他の売上高の半分強を占める中国で増収率16.7%、残る半分弱を占める中国を除く地域で増収率4.4%とのことである。

海外の売上高



出所：会社データ、弊社計算

アジア・オセアニア他における中国を除く地域では、年度末に向けて新型コロナウイルス感染症による影響が始めている。このため、過去数年の傾向と比べると増収率は鈍化している。一方、中国での増収率が顕著に大きくなっているのだが、実際には中国においても年度末に向けて減速が発生していることが示唆されている。中国に関しては、現地の子会社の決算期末が12月であることから同社の連結決算においては3ヵ月遅れで業績推移が反映されるとのことである。

製品別で観た場合の海外の売上高の特徴としては、歯科用材料を中心とした自社製品の売上高がほとんどであることが挙げられる。また、これをもって、国内の売上高との比較で売上総利益率が相対的に高いとされている。機械器具類その他へのエクスポージャーが、売上高にして10%ほどあるのだが、その内容の多くが自社で開発したデジタル口腔撮影装置とのことである。また、成熟化している国内との比較では、新興国（アジア・オセアニア他や中南米）における市場の成長性はかなり大きい一方、先進国（北米や欧州）には大きな市場の開拓余地が残されている。そのような背景から、同社は現地での企業買収なども含めて積極的な海外での拡販戦略を実施してきており、これの進捗が引き続いている。2020年3月期においては増収率がやや鈍化しているものの、国内での堅調な推移を受けて、同社としては、過去最高を更新する売上高を達成している。

一方、営業利益率8.5%（1.2%ポイント上昇）と、同社においては増収効果が享受されており、営業利益においても過去最高が更新されている。売上総利益14,685百万円（1.7%増）、販売管理費12,474百万円（1.2%減）であり、売上総利益率56.2%（1.7%ポイント低下）、売上高販売管理費率47.8%（2.9%ポイント低下）である。即ち、売上総利益の増加は限定的に留まったものの、販売管理費が微減となった影響がより大きいため営業利益率が向上していると考えられよう。同社は、海外での積極的な拡販に向けて現地での人材採用などを強化することを計画しているのだが、2020年3月期においては想定していたほどまでにはこれが進捗しなかったとしている。他にも同様の案件があった模様であり、販売管理費においては一定水準以上に及ぶ経費の未消化が発生しているとのことである。

売上総利益率は前年に対して1.7%ポイント低下している。一過性の要因で売上原価が79百万円（売上高に対して0.3%）増加している一方、残る1.4%ポイントに関しては、相対的に利益率の低い機械器具類その他の寄与による国内での大幅な増収を背景としたセールスマックスの変化が影響を及ぼしている模様である。また、一過性の要因とは、ブレグジット（Brexit）の動きを受けて欧州の薬事承認機関を変更したことに起因しており、2021年3月期に向けてはこの分だけ売上原価が減少し売上総利益率が向上することになる。即ち、この変更に際して一時的に棚卸廃棄損などが発生したとのことである。

また、営業外損益では円高によって為替差損が膨らんでいるものの、経常利益においても過去最高が更新されている。ただし、新型コロナウイルス感染症による影響が不透明であることから、減損処理が行われており、親会社株主に帰属する当期純利益は前年に対して大きく減少している。

同社は、2016年3月期の当初よりドイツの人工歯メーカーであるMerz Dental GmbHを連結子会社として傘下に収めており、2020年3月期においてはこれに伴う「のれん」の償却79百万円が発生している。現状に至る経緯においてこの連結子会社化は一定の成果を同社にもたらしているものの、買収当初の想定との比較では、これまでのところ収益は下振れ傾向である。更には、想定されていなかった新型コロナウイルス感染症による影響により、2021年3月期の収益見通しも下振れが予想されている。同社は、2020年3月期に対して減損損失846百万円を計上しているのだが、そのほとんど（約800百万円）は、Merz Dental GmbHに係るものとのことである。株式取得時に計上した「のれん」及び「無形固定資産」の残存額のすべてが減損の対象となっている。

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 03/2019 | 2Q累計 03/2019 | 3Q累計 03/2019 | 4Q累計 03/2019 | 1Q 03/2020 | 2Q累計 03/2020 | 3Q累計 03/2020 | 4Q累計 03/2020 | | |
| 売上高 | 6,092 | 12,179 | 18,445 | 24,915 | 6,461 | 13,421 | 19,602 | 26,108 | +1,193 | |
| 売上原価 | 2,545 | 5,087 | 7,635 | 10,469 | 2,813 | 5,830 | 8,427 | 11,423 | +954 | |
| 売上総利益 | 3,546 | 7,091 | 10,809 | 14,445 | 3,647 | 7,590 | 11,174 | 14,685 | +240 | |
| 販売費及び一般管理費 | 3,158 | 6,306 | 9,485 | 12,631 | 3,105 | 6,174 | 9,253 | 12,474 | (157) | |
| 営業利益 | 388 | 784 | 1,323 | 1,814 | 542 | 1,415 | 1,921 | 2,210 | +396 | |
| 営業外損益 | 27 | (2) | (53) | (105) | (42) | (173) | (107) | (222) | (117) | |
| 経常利益 | 415 | 782 | 1,270 | 1,709 | 500 | 1,242 | 1,814 | 1,988 | +279 | |
| 特別損益 | - | - | - | - | - | - | - | (804) | (804) | |
| 税金等調整前純利益 | 415 | 782 | 1,270 | 1,709 | 500 | 1,242 | 1,814 | 1,184 | (525) | |
| 法人税等合計 | 160 | 244 | 390 | 512 | 253 | 445 | 615 | 460 | (52) | |
| 非支配株主に帰属する純利益 | (7) | (8) | (13) | (4) | - | 8 | 10 | 18 | +22 | |
| 親会社株主に属する当期純利益 | 262 | 546 | 892 | 1,201 | 247 | 788 | 1,188 | 704 | (497) | |
| 売上高伸び率 | +6.2% | +4.1% | +3.6% | +3.7% | +6.1% | +10.2% | +6.3% | +4.8% | - | |
| 営業利益伸び率 | +12.0% | +5.7% | +16.5% | +21.1% | +39.6% | +80.4% | +45.2% | +21.9% | - | |
| 経常利益伸び率 | (3.9%) | (8.3%) | (0.8%) | +9.2% | +20.6% | +58.8% | +42.8% | +16.4% | - | |
| 親会社株主に属する当期純利益伸び率 | (10.9%) | (14.1%) | (4.3%) | +36.9% | (5.8%) | +44.3% | +33.1% | (41.3%) | - | |
| 売上総利益率 | 58.2% | 58.2% | 58.6% | 58.0% | 56.4% | 56.6% | 57.0% | 56.2% | (1.7%) | |
| 売上高販売管理費率 | 51.8% | 51.8% | 51.4% | 50.7% | 48.1% | 46.0% | 47.2% | 47.8% | (2.9%) | |
| 営業利益率 | 6.4% | 6.4% | 7.2% | 7.3% | 8.4% | 10.5% | 9.8% | 8.5% | +1.2% | |
| 経常利益率 | 6.8% | 6.4% | 6.9% | 6.9% | 7.7% | 9.3% | 9.3% | 7.6% | +0.8% | |
| 親会社株主に帰属する当期純利益率 | 4.3% | 4.5% | 4.8% | 4.8% | 3.8% | 5.9% | 6.1% | 2.7% | (2.1%) | |
| 法人税等合計／税金等調整前純利益 | 38.6% | 31.2% | 30.7% | 30.0% | 50.6% | 35.8% | 33.9% | 38.9% | +8.9% | |

| 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 03/2019 | 2Q 03/2019 | 3Q 03/2019 | 4Q 03/2019 | 1Q 03/2020 | 2Q 03/2020 | 3Q 03/2020 | 4Q 03/2020 | | |
| 売上高 | 6,092 | 6,087 | 6,266 | 6,470 | 6,461 | 6,960 | 6,181 | 6,506 | +36 | |
| 売上原価 | 2,545 | 2,542 | 2,548 | 2,834 | 2,813 | 3,017 | 2,597 | 2,996 | +162 | |
| 売上総利益 | 3,546 | 3,545 | 3,718 | 3,636 | 3,647 | 3,943 | 3,584 | 3,511 | (125) | |
| 販売費及び一般管理費 | 3,158 | 3,148 | 3,179 | 3,146 | 3,105 | 3,069 | 3,079 | 3,221 | +75 | |
| 営業利益 | 388 | 396 | 539 | 491 | 542 | 873 | 506 | 289 | (202) | |
| 営業外損益 | 27 | (29) | (51) | (52) | (42) | (131) | 66 | (115) | (63) | |
| 経常利益 | 415 | 367 | 488 | 439 | 500 | 742 | 572 | 174 | (265) | |
| 特別損益 | - | - | - | - | - | - | - | (804) | (804) | |
| 税金等調整前純利益 | 415 | 367 | 488 | 439 | 500 | 742 | 572 | (630) | (1,069) | |
| 法人税等合計 | 160 | 84 | 146 | 122 | 253 | 192 | 170 | (155) | (277) | |
| 非支配株主に帰属する純利益 | (7) | (1) | (5) | 9 | - | 8 | 2 | 8 | (1) | |
| 親会社株主に属する当期純利益 | 262 | 284 | 346 | 309 | 247 | 541 | 400 | (484) | (793) | |
| 売上高伸び率 | +6.2% | +2.0% | +2.7% | +3.9% | +6.1% | +14.3% | (1.4%) | +0.6% | - | |
| 営業利益伸び率 | +12.0% | +0.0% | +37.2% | +35.6% | +39.6% | +120.5% | (6.1%) | (41.1%) | - | |
| 経常利益伸び率 | (3.9%) | (12.8%) | +14.0% | +54.6% | +20.6% | +102.2% | +17.2% | (60.4%) | - | |
| 親会社株主に属する当期純利益伸び率 | (10.9%) | (16.7%) | +16.1% | - | (5.8%) | +90.5% | +15.6% | - | - | |
| 売上総利益率 | 58.2% | 58.2% | 59.3% | 56.2% | 56.4% | 56.7% | 58.0% | 54.0% | (2.2%) | |
| 売上高販売管理費率 | 51.8% | 51.7% | 50.7% | 48.6% | 48.1% | 44.1% | 49.8% | 49.5% | +0.9% | |
| 営業利益率 | 6.4% | 6.5% | 8.6% | 7.6% | 8.4% | 12.5% | 8.2% | 4.4% | (3.1%) | |
| 経常利益率 | 6.8% | 6.0% | 7.8% | 6.8% | 7.7% | 10.7% | 9.3% | 2.7% | (4.1%) | |
| 親会社株主に帰属する当期純利益率 | 4.3% | 4.7% | 5.5% | 4.8% | 3.8% | 7.8% | 6.5% | (7.4%) | (12.2%) | |
| 法人税等合計／税金等調整前純利益 | 38.6% | 22.9% | 29.9% | 27.8% | 50.6% | 25.9% | 29.7% | 24.6% | (3.2%) | |

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 03/2019 | 2Q累計 03/2019 | 3Q累計 03/2019 | 4Q累計 03/2019 | 1Q 03/2020 | 2Q累計 03/2020 | 3Q累計 03/2020 | 4Q累計 03/2020 | | |
| デンタル関連事業 | 5,494 | 10,929 | 16,592 | 22,446 | 5,846 | 12,168 | 17,783 | 23,665 | +1,219 | |
| ネイル関連事業 | 572 | 1,198 | 1,776 | 2,372 | 595 | 1,209 | 1,752 | 2,355 | (16) | |
| その他の事業 | 25 | 51 | 75 | 96 | 20 | 42 | 66 | 87 | (9) | |
| 売上高 | 6,092 | 12,179 | 18,445 | 24,915 | 6,461 | 13,421 | 19,602 | 26,108 | +1,193 | |
| デンタル関連事業 | 403 | 802 | 1,337 | 1,797 | 521 | 1,330 | 1,835 | 2,083 | +286 | |
| ネイル関連事業 | (22) | (29) | (32) | (5) | 17 | 77 | 70 | 107 | +112 | |
| その他の事業 | 5 | 9 | 13 | 16 | 2 | 5 | 10 | 13 | (2) | |
| セグメント利益 | 387 | 781 | 1,318 | 1,807 | 541 | 1,412 | 1,916 | 2,204 | +397 | |
| セグメント間取引消去 | 1 | 3 | 4 | 6 | 1 | 3 | 4 | 6 | - | |
| 営業利益 | 388 | 784 | 1,323 | 1,814 | 542 | 1,415 | 1,921 | 2,210 | +396 | |
| デンタル関連事業 | 7.3% | 7.3% | 8.1% | 8.0% | 8.9% | 10.9% | 10.3% | 8.8% | +0.8% | |
| ネイル関連事業 | (3.8%) | (2.4%) | (1.8%) | (0.2%) | 2.9% | 6.4% | 4.0% | 4.5% | +4.8% | |
| その他の事業 | 20.0% | 17.6% | 17.3% | 16.7% | 10.0% | 11.9% | 15.2% | 14.9% | (1.7%) | |
| 営業利益率 | 6.4% | 6.4% | 7.2% | 7.3% | 8.4% | 10.5% | 9.8% | 8.5% | +1.2% | |

| 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 03/2019 | 2Q 03/2019 | 3Q 03/2019 | 4Q 03/2019 | 1Q 03/2020 | 2Q 03/2020 | 3Q 03/2020 | 4Q 03/2020 | | |
| デンタル関連事業 | 5,494 | 5,435 | 5,663 | 5,854 | 5,846 | 6,322 | 5,615 | 5,882 | +28 | |
| ネイル関連事業 | 572 | 626 | 578 | 596 | 595 | 614 | 543 | 603 | +7 | |
| その他の事業 | 25 | 26 | 24 | 21 | 20 | 22 | 24 | 21 | - | |
| 売上高 | 6,092 | 6,087 | 6,266 | 6,470 | 6,461 | 6,960 | 6,181 | 6,506 | +36 | |
| デンタル関連事業 | 403 | 399 | 535 | 460 | 521 | 809 | 505 | 248 | (212) | |
| ネイル関連事業 | (22) | (7) | (3) | 27 | 17 | 60 | (7) | 37 | +10 | |
| その他の事業 | 5 | 4 | 4 | 3 | 2 | 3 | 5 | 3 | - | |
| セグメント利益 | 387 | 394 | 537 | 489 | 541 | 871 | 504 | 288 | (201) | |
| セグメント間取引消去 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 2 | 1 | 2 | - | |
| 営業利益 | 388 | 396 | 539 | 491 | 542 | 873 | 506 | 289 | (202) | |
| デンタル関連事業 | 7.3% | 7.3% | 9.4% | 7.9% | 8.9% | 12.8% | 9.0% | 4.2% | (3.6%) | |
| ネイル関連事業 | (3.8%) | (1.1%) | (0.5%) | 4.5% | 2.9% | 9.8% | (1.3%) | 6.1% | +1.6% | |
| その他の事業 | 20.0% | 15.4% | 16.7% | 14.3% | 10.0% | 13.6% | 20.8% | 14.3% | +0.0% | |
| 営業利益率 | 6.4% | 6.5% | 8.6% | 7.6% | 8.4% | 12.5% | 8.2% | 4.4% | (3.1%) | |

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 03/2019 | 2Q 03/2019 | 3Q 03/2019 | 4Q 03/2019 | 1Q 03/2020 | 2Q 03/2020 | 3Q 03/2020 | 4Q 03/2020 | |
| 現金及び預金 | 5,713 | 5,380 | 4,806 | 4,890 | 5,139 | 4,695 | 4,516 | 4,862 | (28) |
| 受取手形及び売掛金 | 3,096 | 3,116 | 2,981 | 3,354 | 3,304 | 3,731 | 3,050 | 3,187 | (167) |
| たな卸資産 | 6,302 | 6,469 | 6,669 | 6,207 | 6,565 | 6,602 | 7,183 | 6,730 | +523 |
| その他 | 499 | 443 | 519 | 524 | 442 | 517 | 590 | 637 | +113 |
| 流動資産 | 15,610 | 15,408 | 14,975 | 14,975 | 15,450 | 15,545 | 15,339 | 15,416 | +441 |
| 有形固定資産 | 6,519 | 6,757 | 6,784 | 7,100 | 7,175 | 7,190 | 7,642 | 7,689 | +589 |
| 無形固定資産 | 1,220 | 1,218 | 1,149 | 1,132 | 1,185 | 1,124 | 1,128 | 310 | (822) |
| 投資その他の資産合計 | 7,422 | 7,549 | 6,422 | 6,953 | 6,547 | 6,970 | 7,884 | 6,417 | (536) |
| 固定資産 | 15,163 | 15,525 | 14,355 | 15,186 | 14,908 | 15,285 | 16,655 | 14,417 | (769) |
| 資産合計 | 30,773 | 30,933 | 29,331 | 30,161 | 30,359 | 30,831 | 31,995 | 29,834 | (327) |
| 支払手形及び買掛金 | 861 | 719 | 781 | 669 | 770 | 780 | 808 | 831 | +162 |
| 短期借入金 | 500 | 500 | 500 | 849 | 1,144 | 1,143 | 1,388 | 558 | (291) |
| その他 | 2,536 | 2,394 | 2,008 | 2,302 | 2,464 | 2,193 | 1,950 | 2,291 | (11) |
| 流動負債 | 3,897 | 3,613 | 3,289 | 3,820 | 4,378 | 4,116 | 4,146 | 3,680 | (140) |
| 長期借入金 | 855 | 739 | 604 | 125 | 244 | 236 | 245 | 678 | +553 |
| その他 | 1,986 | 2,005 | 1,662 | 1,832 | 1,677 | 1,791 | 2,059 | 1,538 | (294) |
| 固定負債 | 2,841 | 2,744 | 2,266 | 1,957 | 1,921 | 2,027 | 2,304 | 2,216 | +259 |
| 負債合計 | 6,739 | 6,357 | 5,556 | 5,778 | 6,300 | 6,144 | 6,451 | 5,897 | +119 |
| 株主資本 | 20,598 | 20,882 | 21,101 | 21,409 | 21,369 | 21,958 | 22,208 | 21,715 | +306 |
| その他合計 | 3,436 | 3,694 | 2,674 | 2,974 | 2,689 | 2,729 | 3,335 | 2,221 | (753) |
| 純資産 | 24,034 | 24,576 | 23,775 | 24,383 | 24,058 | 24,687 | 25,543 | 23,936 | (447) |
| 負債純資産合計 | 30,773 | 30,933 | 29,331 | 30,161 | 30,359 | 30,831 | 31,995 | 29,834 | (327) |
| 自己資本 | 23,919 | 24,457 | 23,656 | 24,250 | 23,928 | 24,548 | 25,402 | 23,786 | (464) |
| 有利子負債 | 1,355 | 1,239 | 1,104 | 974 | 1,388 | 1,379 | 1,633 | 1,236 | +262 |
| ネットデット | (4,358) | (4,141) | (3,702) | (3,916) | (3,751) | (3,316) | (2,883) | (3,626) | +290 |
| 自己資本比率 | 77.7% | 79.1% | 80.7% | 80.4% | 78.8% | 79.6% | 79.4% | 79.7% | (0.7%) |
| ネットデットエクイティ比率 | (18.2%) | (16.9%) | (15.6%) | (16.1%) | (15.7%) | (13.5%) | (11.3%) | (15.2%) | +0.9% |
| ROE(12ヵ月) | 3.6% | 3.3% | 3.5% | 5.0% | 5.0% | 5.9% | 6.1% | 2.9% | (2.0%) |
| ROA(12ヵ月) | 5.1% | 4.9% | 5.1% | 5.6% | 5.9% | 7.0% | 7.3% | 6.6% | +1.0% |
| 在庫回転日数 | 225 | 232 | 238 | 199 | 212 | 199 | 252 | 204 | - |
| 当座比率 | 226% | 235% | 237% | 216% | 193% | 205% | 182% | 219% | - |
| 流動比率 | 401% | 426% | 455% | 392% | 353% | 378% | 370% | 419% | - |

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 03/2019 | 2Q累計 03/2019 | 3Q累計 03/2019 | 4Q累計 03/2019 | 1Q 03/2020 | 2Q累計 03/2020 | 3Q累計 03/2020 | 4Q累計 03/2020 | |
| 営業活動によるキャッシュフロー | - | 616 | - | 1,468 | - | 349 | - | 1,942 | +474 |
| 投資活動によるキャッシュフロー | - | (518) | - | (1,519) | - | (677) | - | (1,768) | (249) |
| 営業活動によるCF+投資活動によるCF | - | 98 | - | (51) | - | (328) | - | 174 | +225 |
| 財務活動によるキャッシュフロー | - | (454) | - | (844) | - | 148 | - | (224) | +620 |

出所：会社データ、弊社計算

2021年3月期会社予想

2021年3月期に対する会社予想は、未定とされている。「新型コロナウイルスによる影響を現段階において合理的に算定することが困難」であることが背景として挙げられている。新型コロナウイルス感染症は、世界規模で感染地域を拡大し続けており、今後の拡大ペースや収束時期が不透明である。景気は足下で大幅に下押しされており、更に状況が深刻化する可能性も予想されるとのことである。このような状況のもと、今後の見通しについては、国内、海外ともに合理的に算出する情報が不十分であり、現段階においては算定することが困難とされている。ただし、算定が可能となった段階においては、速やかに会社予想を公表するとのことである。また、配当予定に関しても同様である。一方、2020年5月26日に開催された[決算説明会（録画配信）](#)においては、下記の見解が明らかにされている。

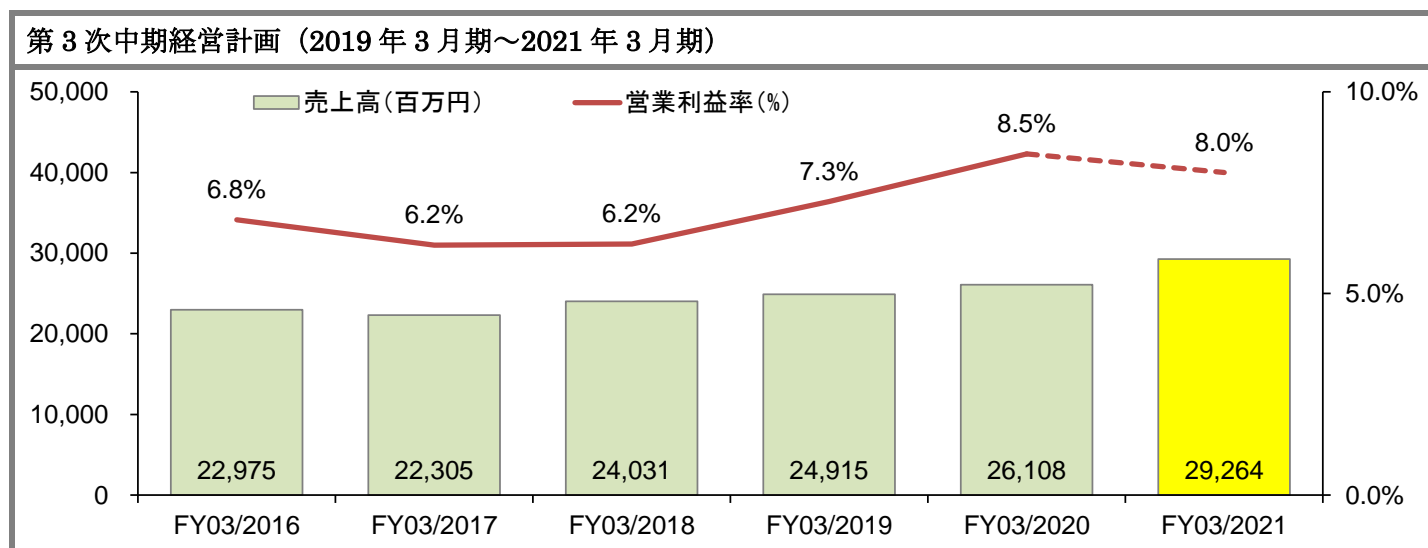
米国などでは歯科治療が禁止されている一方、世界各国の多くで歯科医療に対して自粛が要請されているとのことである。自粛要請が行われていない地域や国々においては、患者同士の接触を回避することを目的として予約時間の間隔を広げるなどの施策が実施されており、来院患者数が減少しているとのことである。また、同社が開催するセミナーや講演会の開催も自粛されており、拡販に向けて積極的に動けない状態にあるとされている。

ただし、直近の動向においては明るい兆しも見えつつあるとのことである。中国では、歯科医療が再開されていることに加えて、外出制限という観点においては世界各国の多くで緩和の傾向が認められる。即ち、グローバルベースで経済再開への動きが認められつつあるとされている。そして、ここでの進捗に伴い歯科医療に対する自粛要請も将来に向けて緩和されていく方向性にあることが示唆されている。

現状は上述の通りである一方、同社は、中長期的な経営方針を据え置くとしている。即ち、経営資源の配分を大きく海外にシフトし、海外事業の拡大を目指すことを旨とすることを基本方針として事業を展開していくとのことである。また、配当政策としては、引き続き安定配当の維持を基本とする一方、配当性向 30%以上を目標とするとのことである。2020年3月期に対しては、年間配当金 26.0 円（配当性向 58.8%）である。減損処理によって、配当性向の分母にあたる親会社株主に帰属する当期純利益は大幅に減少しているものの、同社が基本とする安定配当の維持が実施されていると考えられよう。結果、配当性向が目標を大きく上回っている。

中長期業績見通し

2018年5月23日、同社は、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年平均では増収率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

同社によれば、国内の歯科医療市場は将来に向けても一定の規模は維持するものの、大きな成長は期待しにくいとのことである。一方、海外においては、現時点で国内のおよそ14倍に及ぶ歯科医療市場があることに加えて、10年後には、物価水準の違いを加味してもこれが20倍以上に拡大するとされている。同社の第3次中期経営計画においては、この海外での歯科医療市場の拡大を積極的に取り込んでいくことが骨子とされている。

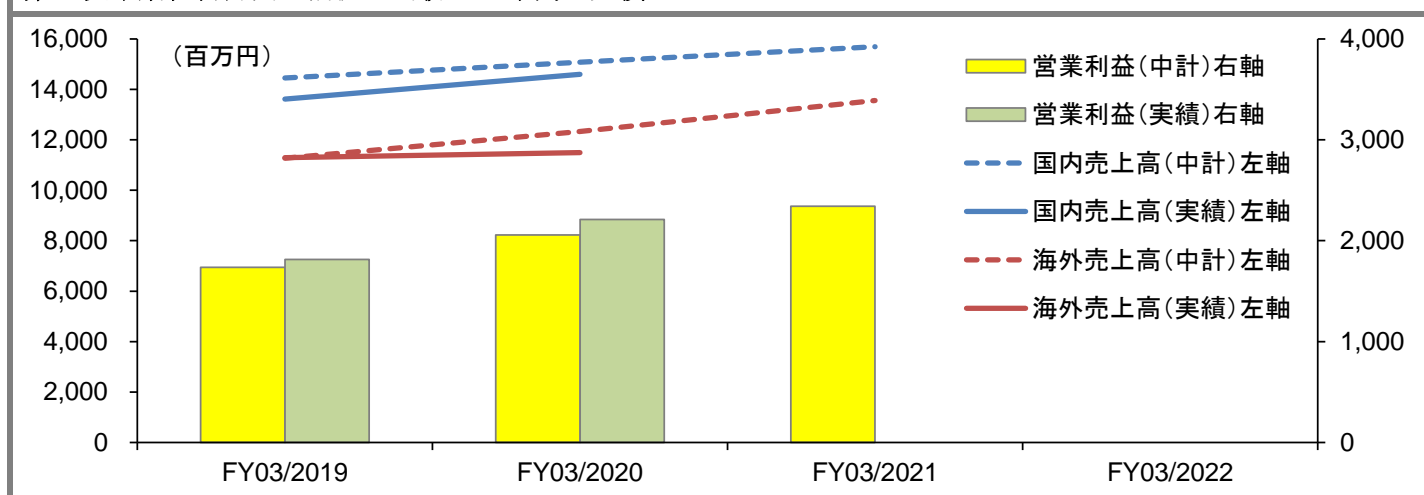
国内においては、高齢者人口は増加しているものの、これが必ずしも歯科医療市場に拡大をもたらしていないのが現状である。また、総人口及び虫歯は減少傾向にあるとのことである。ただし、歯周病や審美、予防に関連した需要が増加しているとされている。換言すれば、口腔衛生意識の高まりなどによる市場の拡大が認められるとのことである。一方、新興国をはじめとする海外の各地域における経済成長や生活水準の向上に係る将来に向けてのポテンシャルに鑑みれば、海外の歯科医療市場は将来に向けて飛躍的な拡大を示す可能性があると考えられている。

2021年3月期に対する業績目標においては、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、主力のデンタル関連事業における海外売上高比率が43.5%から47.6%へと4.1%ポイント上昇する。

デンタル関連事業においては、年平均で増収率 6.3%が織り込まれている。地域別では、国内の年平均で増収率 3.7%であるのに対して、海外の現地通貨ベースの年平均で増収率 10.1%である。また、同様に北米・中南米で増収率 6.2%、欧州で増収率 8.4%、アジア・オセアニア他で増収率 17.4%である。即ち、国内との対比で、売上総利益率が高い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も向上し、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、販売管理費の増加率を増収率と同等の水準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。

そして、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、①世界各地域の需要及びニーズに適合した新製品の開発及び投入、②生産拠点の再配置・海外生産の拡大、③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）／国内外の学術ネットワークの構築（最終的なユーザーである歯科医療従事者への直接的な宣伝活動組織の構築、MDR 活動の強化及び充実）、以上が挙げられている。MDR（Medical Dental Representative）とは、歯科医療に係る十分な専門知識を有している一方、それに基づいて自社製品の優位性を強くアピールできる歯科情報担当者のことである。

第 3 次中期経営計画の前提と当初の 2 年間の実績



出所：会社データ、弊社計算

当初の 2 年間（2019 年 3 月期と 2020 年 3 月期）の実績においては、国内でも海外でも売上高がやや下振れているのだが、営業利益は上振れている。2020 年 3 月期における国内の売上高は先述の通り堅調に推移しているものの、中期経営計画の前提までには拡大していない。また、海外の売上高は、2020 年 3 月期に入って下振れている。為替が円高に振れたことが大きな影響を及ぼしている模様である。一方、「費用対効果を精査した経費の執行」に努めた結果、営業利益は上振れているとのことである。

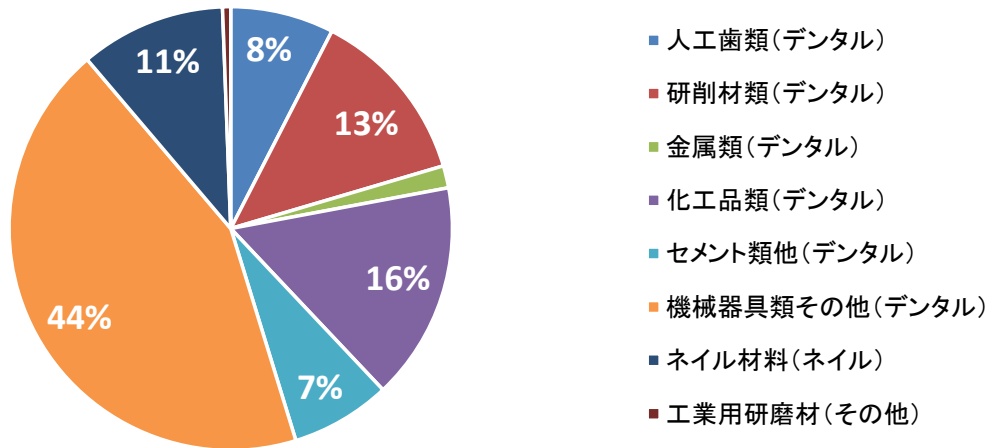
また、2020 年 5 月 14 日付けの開示資料において、同社は、筆頭株主である三井化学との資本提携を強化することを明らかにしている。これを通して新製品開発や製品ラインナップ拡充などといった業務面での提携を、従来以上に強化するとのことである。また、これをもって中長期的な成長ポテンシャルを引き上げていきたいとしている。

4.0 ビジネスモデル

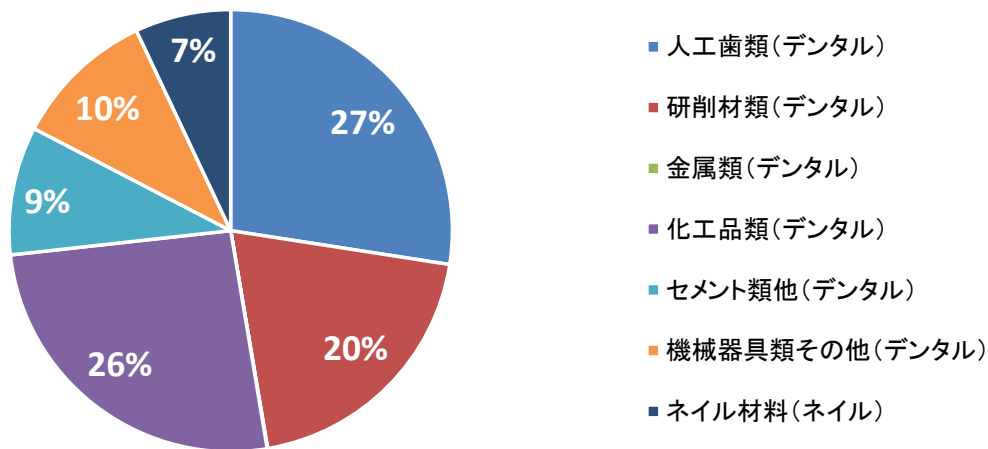
世界の歯科医療に貢献

企業理念として「創造的な企業活動を通じて世界の歯科医療に貢献する」を掲げている同社は、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。その内容は、国内及び海外における歯科用材料及び機器の開発・製造・販売である。また、同社は歯科用材料及び機器に対して総合的な関与を有しており、開発・製造・販売される製品群が多岐に及んでいる。

国内の売上高構成比（2020年3月期）



海外の売上高構成比（2020年3月期）



出所：会社データ、弊社計算

「歯科用材料及び機器」の「歯科用材料」に属する、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。一方、「機器」とは、機械器具類その他の内容であり、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などが含まれている。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、新しいデジタルフォーマットに対応する材料及び機械類のことである。当初の段階においては小白歯のみが治療の対象だったが、現状に至る経緯において大白歯も治療の対象となっており、需要の拡大が引き続いている模様である。

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、即ち当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容などである。

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