

松風 (7979)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY03/2012		15,985	997	962	510	31.8	20.0	1,146
FY03/2013		16,028	725	732	18	1.2	19.0	1,169
FY03/2014会予		17,694	725	661	383	24.1	18.0	-
FY03/2013	前年比	-	-	-	-	-	-	-
FY03/2014会予	前年比	10.4%	(0.0%)	(9.7%)	-	-	-	-
連結半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY03/2013		7,766	165	99	(138)	-	-	-
3Q-4Q FY03/2013		8,262	560	633	156	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014		8,639	403	414	226	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予		9,055	322	247	157	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014	前年比	11.2%	144.1%	314.6%	-	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予	前年比	9.6%	(42.5%)	(61.0%)	0.6%	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算 (2012年3月期通期実績: 会計方針の変更に係る遡及修正前)

1.0 エグゼクティブサマリー (2013年12月26日)

海外市場開拓の着実な進捗

自社開発の歯科用材料の製造・販売を最大の収益源とする松風では、海外市場開拓が着実に進捗している。同社が自社製品に深く関与している人工歯類、研削材類、化工品類、セメント類他の海外売上高は、前年同期に対して30%近く拡大しており、ここでの海外売上高比率は40%近くにまで上昇している。為替が円安に振れていることが大きく影響していることは否めないものの、現地通貨ベースで7%近くの増収と、着実な売上高の拡大が達成されている。市場の成熟化を受けて、自社製品の国内売上高が伸び悩んでいることに鑑みれば、海外市場開拓の着実な進捗が同社の成長ドライバーとなっていると考えられよう。同社は、今後に向けても開拓余地が大きい海外市場の開拓を持続的に進めることを通して、中長期的な利益成長を達成することを計画している。数値目標としては、2022年3月期に対して、売上高50,000百万円(国内17,000百万円、海外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%を達成することが挙げられている。

2014年3月期第2四半期累計期間は、売上高8,639百万円(前年同期比11.2%増)、営業利益403百万円(144.1%増)、営業利益率4.7%(2.5%ポイント上昇)での着地となった。増収効果及び為替変動の影響もあり、前年同期に対して損益が大きく改善している。主力のデンタル関連事業に関しては、売上高7,708百万円(11.8%増)、営業利益372百万円(90.8%増)、営業利益率4.8%(2.0%ポイント上昇)となり、同社の営業利益(調整前)の91.9%を占めた。また、同事業セグメントにおいては、国内売上高5,511百万円(6.4%増)、海外売上高2,196百万円(27.9%増)、海外売上高比率28.5%である。また、為替変動の影響を除いた現地通貨ベースでの海外売上高は、前年同期に対して5.6%増加した。一方、国内売上高の拡大に大きく寄与したのは、実質的に国内のみで展開されている機械器具類その他での大幅増収である。ここでの同社は、基本的に仕入れ販売に関与しており、自社製品との比較では相対的に売上総利益率が低く留まっている。ただし、円安効果もあり、同社の売上総利益


率は 55.4% (0.3%ポイント上昇) と、漸増傾向を示した。

2014 年 3 月期に対する会社予想では、売上高 17,694 百万円 (前年比 10.4%増)、営業利益 725 百万円 (0.0%減)、営業利益率 4.1% (0.4%ポイント低下) が見込まれている。第 2 四半期累計期間から下半期に向けて、同社の損益は悪化することになるが、ここで大きな影響を及ぼすのは、先行投資の増加である。2013 年 3 月期より実質的に先行投資を開始した同社においては、ここからの費用負担が未だ大きい状態にあると考えられよう。ただし、今迄の先行投資の成果として、海外市場の開拓が着実に進捗し始めていることに鑑みれば、2015 年 3 月期及びそれ以降に向けての同社の損益は、徐々に向上傾向を示していくと考えられる。

I R 窓口 : 総合企画部 角倉玄 (075 561 1282 ir@shofu.co.jp)

2.0 会社概要

歯科用材料大手

商号	株式会社松風 Web サイト I R 情報 株価情報	 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 (2013 年 9 月末)	
発行済株式数	16,114,089 株、自己株式数 176,617 株 (2013 年 9 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事業展開に注力● ネイルサロン向け材料の開発・生産にも関与	
事業内容	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 根来紀行	
主要株主	三井化学株式会社 11.2%、株式会社京都銀行 4.4% (2013 年 9 月末)	
本社	京都市東山区	
従業員数	連結 844 名 (海外内数 276 名)、単体 435 名 (2013 年 9 月末)	

出所 : 会社データ

3.0 業績推移

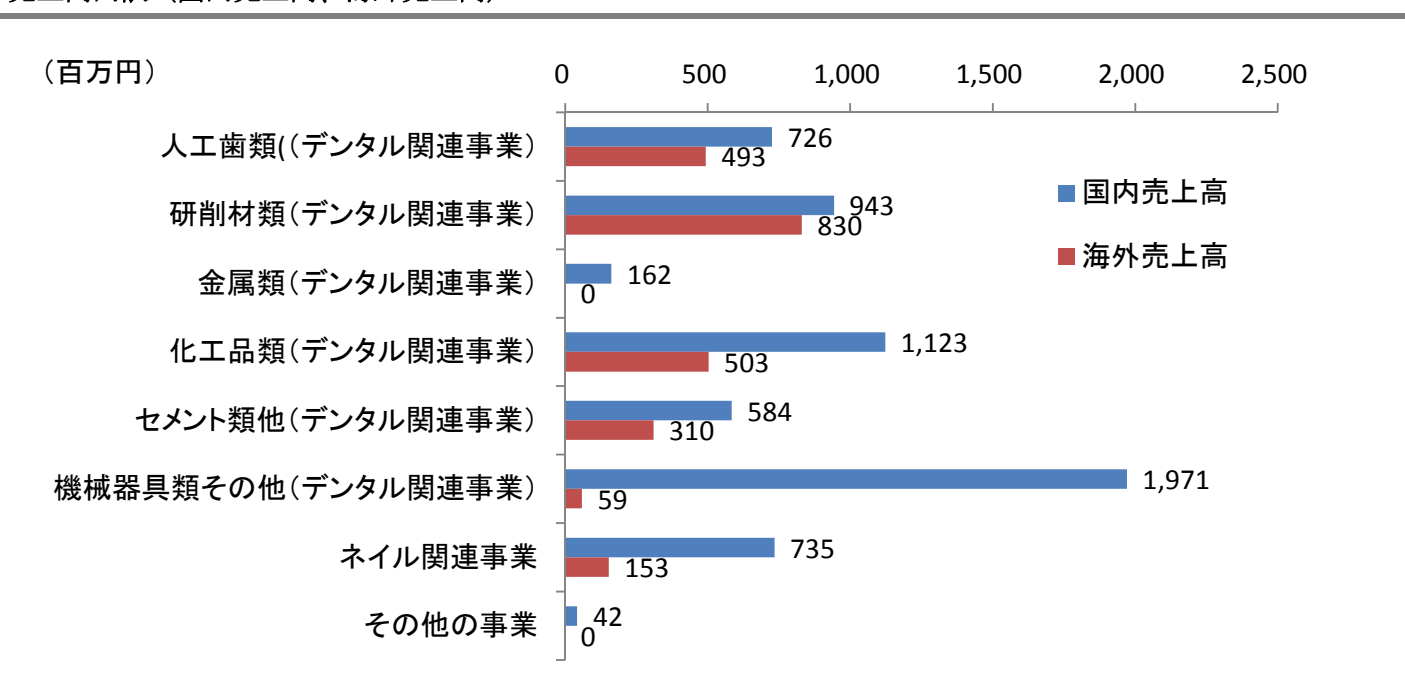
2014年3月期第2四半期累計実績

2014年3月期第2四半期累計期間は、売上高8,639百万円（前年比11.2%増）、営業利益403百万円（144.1%増）、経常利益414百万円（314.6%増）、純利益226百万円（前年同期は純損失138百万円）での着地となった。当初の会社予想（2013年5月13日公表）との比較では、売上高で185百万円（2.2%）、営業利益で164百万円（68.6%）、経常利益で246百万円（147.6%）、純利益で164百万円（269.1%）の上振れである。また、以上の上振れは、2013年10月28日付けの業績予想の修正で事前に公表されていた。

売上高に関しては、当初の想定以上に為替レートが円安に振れたことがプラス影響を与えた。当初の会社予想では、1米ドル=85.00円、1ユーロ=110.00円が期末日レート及び期中平均レートとして想定されていたものの、第2四半期累計期間の期中平均レートは、1米ドル=97.99円、1ユーロ=128.79円での着地となった。また、先行投資に係る費用の後ろ倒しが約120百万円であったことに鑑みれば、営業利益における当初の会社予想に対する上振れである164百万円の多くがこれによって占められたことになる。即ち、当初の会社予想の前提との比較では、この分だけ第2四半期累計期間の販売管理費が押し下げられている一方、下半期に向けてはこの分だけ販売管理費が押し上げられることになる。

また、同社は、2014年3月期第1四半期より、為替換算の基準を期末日レートから期中平均レートへと変更している。この会計方針の変更に伴い、同社は、2014年3月期第2四半期累計期間の前年同期となる2013年3月期第2四半期期間に対する遡及修正を行っている。ただし、変更前との比較で売上高が12百万円（0.2%）の増額、営業利益が7百万円（5.1%）の増額となるに留まっている。また、2013年3月期第3四半期累計期間に関する遡及修正は、2014年3月期第3四半期累計期間の実績発表と同時に発表される予定である。

売上高内訳（国内売上高、海外売上高）



出所：会社データ、弊社計算

同社の収益源となっているのは、人工歯類、研削材類、化工品類、セメント類他といった、自社開発の歯科用材料の製造・販売である。以上に加えて、材料費に比べ付加価値がつけにくい金属類や基本的に仕入れ販売に関与している機械器具類その他を含めたものが、同社のデンタル関連事業を構成している。一方、同社は、2013年3月期におけるのれんの償却の前倒しを主因として損益が改善しているネイル関連事業（ネイルサロン向け材料）及びその他の事業（工業用研磨剤）にも関与しているが、営業利益（調整前）の構成比としては、それぞれ、4.2%、3.7%と、同社の損益に与えるインパクトは限定的である。

人工歯類に関しては、国内売上高 726 百万円（4.3%減）、海外売上高 493 百万円（22.5%増、現地通貨ベース 5.9%増）、海外売上高比率 40.5%（5.8%ポイント上昇）である。また、地域別の海外売上高では、北米・中南米 41 百万円（12.4%増）、欧州 115 百万円（21.3%増）、アジア・オセアニア他 337 百万円（24.3%増）と、構成比が大きいアジア・オセアニア他での増収が海外売上高の拡大に大きく寄与した。ここでの同社は、国内市場占有率 34.2%（2011年）と、一定の競争力を有しているものの、市場の成熟化のためか、国内売上高は減少傾向を余儀なくされた。ただし、同社は、ここでの競争力を活かして、海外市場の開拓を着実に進めている。

研削材類に関しては、国内売上高 943 百万円（1.8%増）、海外売上高 830 百万円（26.6%増、現地通貨ベース 3.1%増）、海外売上高比率 46.8%（5.3%ポイント上昇）である。地域別の海外売上高では、北米・中南米 456 百万円（27.9%増）、欧州 253 百万円（27.1%増）、アジア・オセアニア他 120 百万円（21.0%増）と、構成比で過半を占める北米・中南米が特に大きく増収に寄与した。国内市場占有率 51.7%（2011年）であることに鑑みれば、ここでの同社の競争力は、人工歯類以上に高いと考えられる。ただし、人工歯類と同様に、海外市場の開拓が着実に進捗していることが国内市場の成熟化を補う方向性での推移となっている。

一方、化工品類やセメント類他に関しても同様の推移が認められる。現地通貨ベースでの海外売上高の増加率に関しては、それぞれ、11.4%、12.7%と、人工歯類や研削材類以上に高い水準である。自社開発の歯科用材料である人工歯類、研削材類、化工品類、セメント類他の総計としては、国内売上高 3,376 百万円（0.8%減）、海外売上高 2,136 百万円（29.4%増、現地通貨ベース 6.9%増）、海外売上高比率 38.8%（6.1%ポイント上昇）と算出される（弊社推計）。

また、損益面では、売上総利益率 55.4%（0.3%ポイント上昇）、販管費売上高比率 50.7%（2.3%ポイント低下）での着地となった。国内市場では、基本的に仕入れ販売が展開されている機械器具類その他で売上高 1,971 百万円（22.9%増）と、新製品の投入などから大幅増収になったこと、そして海外売上高比率が上昇したことがセールスマックスを悪化させる要因となった。ただし、それ以上に円安効果が大きなプラス効果をもたらしたため、売上総利益率は漸増した。

現在の同社は、自社開発の歯科用材料を海外市場で中長期的に拡販していくための基礎を構築する段階にあるため、海外市場では、各市場でのプライシングに合わせた単価政策を採っている。このため、海外市場での売上総利益率は、国内市場以下の水準で推移している。ただし、同社は、今後に向けて、コストの低い海外生産を充実させていくことを計画しているため、海外市場での売上総利益率は次第に上昇していく方向性にある。

一方、販管費売上高比率が低下した理由は、増収率に対して販売管理費の増加が抑制されたために他ならないが、ここでのひとつの要因として挙げられるのが研究開発費の漸減である。また、これは、先述の先行投資に係る費用が下半期へと後ろ倒しにされたことに呼応している。従って、第2四半期累計期間における販管費売上高比率の低下は、一時的な要因によるものである側面が大きい。

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 03/2013	2Q累計 03/2013	3Q累計 03/2013	4Q累計 03/2013	1Q 03/2014	2Q累計 03/2014	3Q累計 03/2014	4Q累計 03/2014		
売上高	3,781	7,766	-	-	4,124	8,639	-	-	-	+873
売上原価	1,681	3,484	-	-	1,833	3,854	-	-	-	+370
売上総利益	2,099	4,282	-	-	2,291	4,785	-	-	-	+503
販売費及び一般管理費	2,009	4,117	-	-	2,245	4,382	-	-	-	+265
営業利益	90	165	-	-	46	403	-	-	-	+238
営業外損益	(12)	(66)	-	-	24	11	-	-	-	+77
経常利益	78	99	-	-	70	414	-	-	-	+315
特別損益	(60)	(171)	-	-	0	0	-	-	-	+171
税金等調整前純利益	18	(71)	-	-	70	414	-	-	-	+485
法人税等合計	58	66	-	-	128	187	-	-	-	+121
純利益	(40)	(138)	-	-	(57)	226	-	-	-	+364
売上高伸び率	-	-	-	-	+9.1%	+11.2%	-	-	-	-
営業利益伸び率	-	-	-	-	(48.8%)	+144.1%	-	-	-	-
経常利益伸び率	-	-	-	-	(10.5%)	+314.6%	-	-	-	-
純利益伸び率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	55.5%	55.1%	-	-	55.6%	55.4%	-	-	-	+0.3%
販売管理費売上高比率	53.1%	53.0%	-	-	54.4%	50.7%	-	-	-	(2.3%)
営業利益率	2.4%	2.1%	-	-	1.1%	4.7%	-	-	-	+2.5%
経常利益率	2.1%	1.3%	-	-	1.7%	4.8%	-	-	-	+3.5%
純利益率	(1.1%)	(1.8%)	-	-	(1.4%)	2.6%	-	-	-	+4.4%
法人税等 / 税前利益	322.2%	(93.0%)	-	-	182.9%	45.2%	-	-	-	-

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 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014		
売上高	3,781	3,985	-	-	4,124	4,515	-	-	-	+530
売上原価	1,681	1,803	-	-	1,833	2,021	-	-	-	+218
売上総利益	2,099	2,183	-	-	2,291	2,494	-	-	-	+311
販売費及び一般管理費	2,009	2,108	-	-	2,245	2,137	-	-	-	+29
営業利益	90	75	-	-	46	357	-	-	-	+282
営業外損益	(12)	(54)	-	-	24	(13)	-	-	-	+41
経常利益	78	21	-	-	70	344	-	-	-	+323
特別損益	(60)	(111)	-	-	0	0	-	-	-	+111
税金等調整前純利益	18	(89)	-	-	70	344	-	-	-	+433
法人税等合計	58	8	-	-	128	59	-	-	-	+51
純利益	(40)	(98)	-	-	(57)	283	-	-	-	+381
売上高伸び率	-	-	-	-	+9.1%	+13.3%	-	-	-	-
営業利益伸び率	-	-	-	-	(48.8%)	+376.0%	-	-	-	-
経常利益伸び率	-	-	-	-	(10.5%)	+1,538.1%	-	-	-	-
純利益伸び率	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	55.5%	54.8%	-	-	55.6%	55.2%	-	-	-	+0.5%
販売管理費売上高比率	53.1%	52.9%	-	-	54.4%	47.3%	-	-	-	(5.6%)
営業利益率	2.4%	1.9%	-	-	1.1%	7.9%	-	-	-	+6.0%
経常利益率	2.1%	0.5%	-	-	1.7%	7.6%	-	-	-	+7.1%
純利益率	(1.1%)	(2.5%)	-	-	(1.4%)	6.3%	-	-	-	+8.7%
法人税等 / 税前利益	322.2%	(9.0%)	-	-	182.9%	17.2%	-	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

報告セグメント

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 03/2013	2Q累計 03/2013	3Q累計 03/2013	4Q累計 03/2013	1Q 03/2014	2Q累計 03/2014	3Q累計 03/2014	4Q累計 03/2014		
デンタル関連事業	3,351	6,895	-	-	3,670	7,708	-	-	-	+813
ネイル関連事業	406	829	-	-	432	889	-	-	-	+60
その他の事業	23	41	-	-	21	42	-	-	-	+1
売上高	3,781	7,766	-	-	4,124	8,639	-	-	-	+873
デンタル関連事業	124	195	-	-	39	372	-	-	-	+177
ネイル関連事業	(42)	(42)	-	-	0	17	-	-	-	+59
その他の事業	7	11	-	-	6	15	-	-	-	+4
調整額	1	0	-	-	1	(2)	-	-	-	(2)
営業利益	90	165	-	-	46	403	-	-	-	+238
デンタル関連事業	3.7%	2.8%	-	-	1.1%	4.8%	-	-	-	+2.0%
ネイル関連事業	(10.3%)	(5.1%)	-	-	0.0%	1.9%	-	-	-	+7.0%
その他の事業	30.4%	26.8%	-	-	28.6%	35.7%	-	-	-	+8.9%
調整額	0.0%	0.0%	-	-	0.0%	(0.0%)	-	-	-	(0.0%)
営業利益率	2.4%	2.1%	-	-	1.1%	4.7%	-	-	-	+2.5%

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 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014		
デンタル関連事業	3,351	3,544	-	-	3,670	4,038	-	-	-	+494
ネイル関連事業	406	423	-	-	432	457	-	-	-	+34
その他の事業	23	18	-	-	21	21	-	-	-	+3
売上高	3,781	3,985	-	-	4,124	4,515	-	-	-	+530
デンタル関連事業	124	71	-	-	39	333	-	-	-	+262
ネイル関連事業	(42)	0	-	-	0	17	-	-	-	+17
その他の事業	7	4	-	-	6	9	-	-	-	+5
調整額	1	(1)	-	-	1	(3)	-	-	-	(2)
営業利益	90	75	-	-	46	357	-	-	-	+282
デンタル関連事業	3.7%	2.0%	-	-	1.1%	8.2%	-	-	-	+6.2%
ネイル関連事業	(10.3%)	0.0%	-	-	0.0%	3.7%	-	-	-	+3.7%
その他の事業	30.4%	22.2%	-	-	28.6%	42.9%	-	-	-	+20.6%
調整額	0.0%	(0.0%)	-	-	0.0%	(0.1%)	-	-	-	+0.0%
営業利益率	2.4%	1.9%	-	-	1.1%	7.9%	-	-	-	+6.0%

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 03/2013	2Q累計 03/2013	3Q累計 03/2013	4Q累計 03/2013	1Q 03/2014	2Q累計 03/2014	3Q累計 03/2014	4Q累計 03/2014		
営業活動によるキャッシュフロー	-	155	-	-	-	(109)	-	-	-	(264)
投資活動によるキャッシュフロー	-	(280)	-	-	-	(239)	-	-	-	+41
営業活動CF+投資活動CF	-	(125)	-	-	-	(348)	-	-	-	(223)
財務活動によるキャッシュフロー	-	(211)	-	-	-	(205)	-	-	-	+6

貸借対照表（四半期）

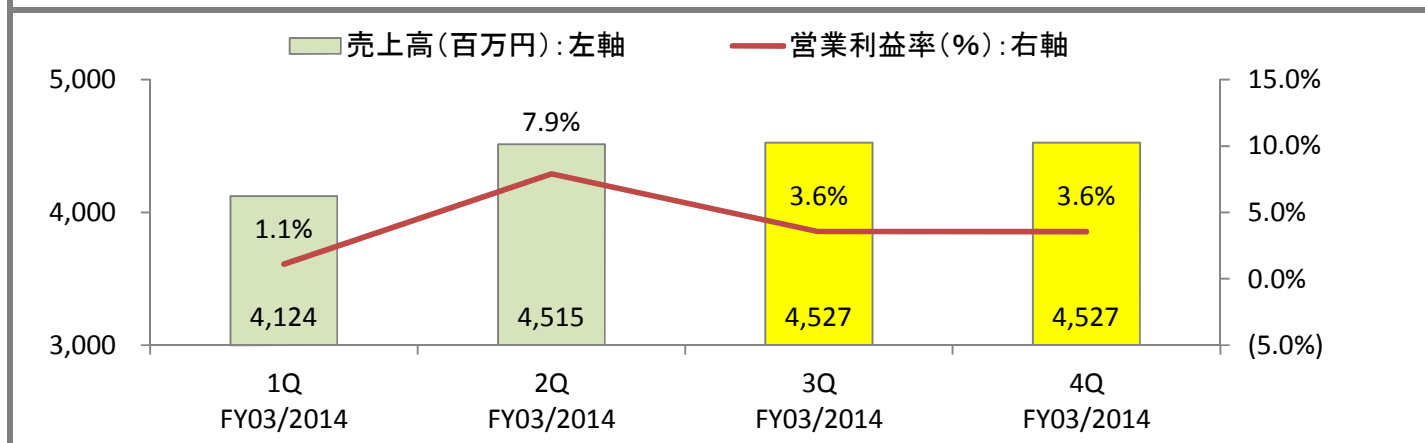
貸借対照表 (百万円)	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	連結実績	前年比 純増減
	1Q 03/2013	2Q 03/2013	3Q 03/2013	4Q 03/2013	1Q 03/2014	2Q 03/2014	3Q 03/2014	4Q 03/2014		
現金及び預金	-	-	-	5,511	5,590	5,148	-	-	-	-
受取手形及び売掛金	-	-	-	2,649	2,391	2,538	-	-	-	-
たな卸資産	-	-	-	3,693	3,971	4,483	-	-	-	-
その他	-	-	-	1,112	979	962	-	-	-	-
流動資産	-	-	-	12,965	12,931	13,131	-	-	-	-
有形固定資産	-	-	-	5,171	5,224	5,280	-	-	-	-
無形固定資産	-	-	-	167	160	143	-	-	-	-
投資その他の資産合計	-	-	-	4,512	4,713	4,937	-	-	-	-
固定資産	-	-	-	9,851	10,097	10,362	-	-	-	-
資産合計	-	-	-	22,817	23,029	23,494	-	-	-	-
支払手形及び買掛金	-	-	-	576	512	612	-	-	-	-
短期借入金	-	-	-	980	980	975	-	-	-	-
その他	-	-	-	1,413	1,673	1,466	-	-	-	-
流動負債	-	-	-	2,969	3,165	3,053	-	-	-	-
長期借入金	-	-	-	0	0	0	-	-	-	-
その他	-	-	-	1,185	1,185	1,230	-	-	-	-
固定負債	-	-	-	1,185	1,185	1,230	-	-	-	-
負債合計	-	-	-	4,154	4,351	4,284	-	-	-	-
株主資本	-	-	-	18,377	18,149	18,431	-	-	-	-
その他合計	-	-	-	285	529	778	-	-	-	-
純資産	-	-	-	18,662	18,678	19,209	-	-	-	-
負債純資産合計	-	-	-	22,817	23,029	23,494	-	-	-	-
自己資本	-	-	-	18,623	18,639	19,162	-	-	-	-
有利子負債	-	-	-	980	980	975	-	-	-	-
ネットデット	-	-	-	(4,531)	(4,610)	(4,173)	-	-	-	-
自己資本比率	-	-	-	81.6%	80.9%	81.6%	-	-	-	-
ネットデットエクイティ比率	-	-	-	(24.7%)	(25.4%)	(22.6%)	-	-	-	-
自己資本純利益率 (ROE)	-	-	-	0.1%	(1.2%)	2.4%	-	-	-	-
総資産経常利益率 (ROA)	-	-	-	3.2%	1.2%	3.6%	-	-	-	-
在庫回転日数	-	-	-	-	198	202	-	-	-	-
当座比率	-	-	-	275%	252%	252%	-	-	-	-
流動比率	-	-	-	437%	409%	430%	-	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

2014年3月期会社予想

2014年3月期に対する会社予想では、売上高 17,694 百万円（前年比 10.4%増）、営業利益 725 百万円（0.0%減）、経常利益 661 百万円（9.7%減）、純利益 383 百万円（前年実績 18 百万円）が見込まれている。以上は、先述の業績予想の修正（2013年10月28日公表）に際して修正された数値である。当初の会社予想（2013年5月13日公表）との比較では、売上高で 525 百万円（3.1%）、営業利益で 9 百万円（1.4%）、経常利益で 90 百万円（15.9%）、純利益で 42 百万円（12.6%）の増額修正である。一方、一株当たり配当金予定額 18.0 円（配当性向 74.8%）は、据え置かれている。

四半期売上高・営業利益率の推移



出所：会社データ、弊社計算（2014年3月期3Q及び4Q予想：下半期会社予想を均等に案分）

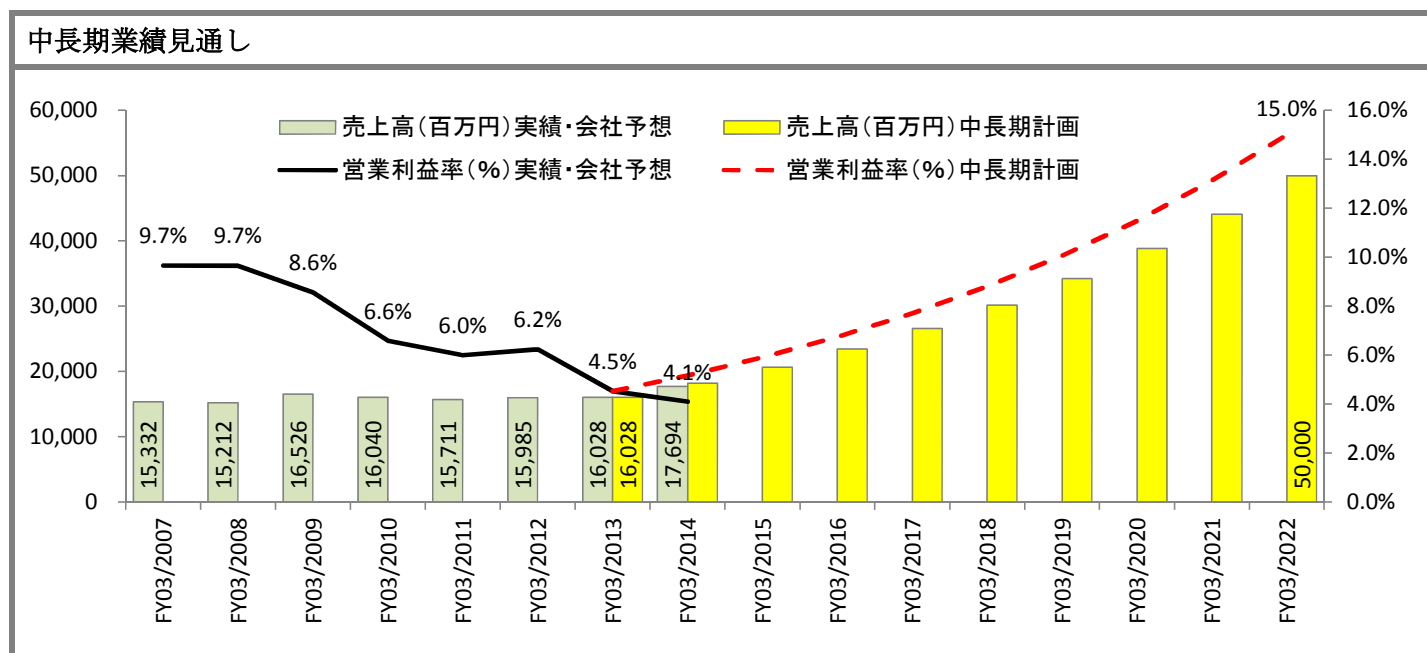
また、為替に関しては、第2四半期累計期間の平均レート（1米ドル=97.99円、1ユーロ=128.79円）が下半期に向けての想定値として採用されている。米ドルに対する前提円レートにおける1円の振れは、通期ベースの売上高に対して15百万円、営業利益に対して6百万円の振れをもたらすとされている。一方、ユーロでは、1円の振れが、それぞれ、10百万円、2百万円の振れをもたらすとのことである。上述の売上高及び営業利益の増額修正においては、為替が円安に振れていることが大きなプラス要因となっている模様である。また、営業外損益においては、為替が円安に振れていることが追加的なプラス要因をもたらす方向性にある模様である。第2四半期累計期間においては、為替差損益が前年同期に対して114百万円改善している。

第2四半期累計期間の増収率11.2%に対して通期では増収率10.4%（下半期の増収率9.6%）が想定されていることに鑑みれば、売上高に関しては、第2四半期累計期間のトレンドが下半期に向けても継続していくことが想定されている模様である。また、営業利益率4.1%（0.4%ポイント低下）、売上総利益率55.1%（0.1%ポイント低下）、販管費売上高比率51.0%（0.4%ポイント上昇）が損益面での想定である。

第2四半期累計期間では、売上総利益率55.4%（0.3%ポイント上昇）であったことに鑑みれば、下半期に向けては、売上総利益率が時系列的に悪化することが想定されていることになる。ここでは、更なる海外売上高比率の上昇の伴うセールスマックスの悪化がひとつの要因として織り込まれている模様である。また、販売管理費売上高比率に関しては、先述の費用の後ろ倒しが下半期の販売管理費を大きく増加させることが影響する。これによって、第2四半期累計期間から下半期に向けて販管費売上高比率が上昇することとなり、通期の営業利益率が前年に対して漸減する主因となる見通しである。

中長期業績見通し

2012年5月25日に開催された同社の説明会で開示された経営計画「10年後のあるべき姿（基本方針）」においては、「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」ことが明らかにされた。ここでは、あらゆる部門・機能（研究開発・生産・販売）、人、ひいては経営全体のグローバル化を図ることが想定されている。将来の業績に対する数値目標としては、10年後に当たる2022年3月期に対して売上高50,000百万円（国内17,000百万円、海外33,000百万円）、営業利益7,500百万円、営業利益率15.0%が計画されている。



出所：会社データ、弊社計算（2012年3月期及びそれ以前：会計方針の変更に伴う遡及修正前）

2013年3月期（会計方針の変更に係る遡及修正済み）においては、売上高16,028百万円（国内12,100百万円、海外3,928百万円、海外売上高比率24.5%）、営業利益725百万円、営業利益率4.5%である。これを起点した場合、2022年3月期に向けて年率CAGRで13.5%増収、29.6%増益（営業利益）が見込まれていることになる。海外売上高に関しては26.7%増収となり、海外売上高比率は、2013年3月期の24.5%から66.0%へと大きく上昇することになる。一方、国内売上高は3.9%増収に留まることになる。また、営業利益率は、同期間において4.5%から15.0%へと10.5%ポイントに及ぶ大幅な上昇となることになる。

ただし、2012年3月期まで中長期的な成長に向けての先行投資が実質的に行われていなかった同社においては、当該期間の当初の数年間に関しては、先行投資に係る費用が文字通りこれに伴う将来の増収に先行して計上されるため、増収率及び増益率は当該期間の複利平均値を下回ることを余儀なくされる。一方、当該期間の後半に向けては、複利平均値を上回る増収率及び増益率が達成されることとなる見通しである。

同社の推測による概算値によれば、2012年3月期時点で同社がデンタル関連事業において対峙している市場の規模は、国内0.2兆円、海外1.8兆円、合算値2.0兆円とのことである。また、2022年3月期に向けては、市場規模は2012年3月期時点との比較で2倍程度になると想定されている。成熟化が進んでいる国内市場に関しては、将来的にも飽和状態が続く可能性が高いものの、海外市場の大きな拡大が市場規模を2倍程度にまで拡大させるポテンシャルがあるとのことである。このため、同社は海外市場へのリソース投入を積極的に進めることを継続的に実施していくことを計画している。

国内市場においては、人口が減少傾向にあることに加えて、う蝕治療等も減少傾向にある反面、審美や予防などの分野では需要の増加が見込まれている。このことにより、中長期的にも一定の市場規模は維持されるものの市場が成長していく可能性は低いと同社は考えている。一方、海外市場に関しては、新興国における人口増加や経済成長及び生活水準向上のポテンシャルに鑑みた場合、将来に向けての歯科医療に対する需要は継続的かつ着実に増加すると同社は考えている。

今後の海外市場の開拓に向けては、各地域の中間層をターゲットとしたボリュームゾーンに属する製品の開発を強化していくと同時に新たな海外生産拠点を立ち上げていくことが計画されている。また、営業面では、現地での人材採用を進め、採用した人材を自社のMDR（Medical Dental Representatives）として育成したうえで、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きている。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有している歯科情報担当者のことである。同社は、このような活動により海外営業拠点の機能強化を図っている。

現状の同社の海外生産は、中国及びイギリスでのみ行われており、海外生産比率は3~4%に留まっている。一方、今般の経営計画においては、京都の本社工場での生産品目を国内生産子会社及び中国に移管することに加えて、アジア地域で1カ所から2カ所の生産拠点を新設することを検討していることが明らかにされている。ここでは、国内生産の現在の規模を維持しつつ、将来的な需要の増加に対して海外生産の立ち上げで対応することが計画されている。以上のように、現在、検討及び計画されている案件を着実に実行し、今般の経営計画の期間内に、生産数量増、コスト低減、そして海外売上高の増加に対応する為替リスクヘッジ体制の確立を一定水準以上進捗させたいとのことである。

現在に至る経緯において、同社は、インド、ミャンマー、ベトナムなどを対象としてアジア地域での生産拠点の新設の検討を進めてきたが、直近の動向においては、インドでの生産拠点の新規立ち上げが具体性を増しているとのことである。また、新設される海外生産拠点では、基本的に人海戦術を用いた生産が行われる見通しであることから、一カ所当たりの投資金額は、500百万円~1,000百万円前後に留まる見通しとのことである。

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」ことを企業理念として挙げている同社は、デンタル関連事業を展開している。具体的には、各種の歯科用材料の開発、製造、販売がその主な内容である。人工歯類とは、入れ歯・差し歯の材料であり、研削材類とは、患部を削ったり、被せ物を磨く材料である。また、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である。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含まれており、機械器具類その他には、歯科治療用、技工用の様々な機械器具が含まれている。

人工歯類、研削材類、化工品類、セメント類他

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

出所：会社データ

同社は、多様な歯科用材料及び機械・器具を扱っているが、基本的に、人工歯類、研削材類、化工品類、セメント類他に関しては、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、仕入れ販売が展開されている。また、前者は、後者以上に売上総利益率が高いのだが、特に、競争力が高い人工歯類及び研削材類の売上総利益率が高い模様である。また、化工品類に関しては、数量効果によって売上総利益率が上がる傾向が強いため、同社は販売数量の拡大に向けて特に注力しているとのことである。以上に加えて、同社は、金属類も扱っているが、付加価値が付けにくいとのことである。

同社では、中長期的に競争力を維持・強化することを目的として研究開発活動に積極的に取り組んでいる。例えば、MiCD (Minimally Invasive Cosmetic Dentistry) プロジェクトが進捗している。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MiCDプロジェクトの進捗は、充填修復材料の拡販、より高い費用対効果の追求、そして先端医療を推進する企業イメージの創出を促すとされている。また、世界的な見地から製品開発に取り組んでいる同社においては、先述の通り、世界の各地域の中間層・ボリュームゾーンに向けた製品開発が進められている。

また、国内及び海外での販売体制の強化に関しては、売上高のほとんどを占める販売代理店経由の販売を維持しながらも、歯科医師や歯科技工士への直接的な情報提供、広告宣伝活動を強化していくことを通して、自社製品の指名買いにつながる認知度向上を目指しているとのことである。また、海外市場では、経営計画にある通り、現地の人材を自社のMDR (Medical Dental Representatives) として育成して、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のだが、これに加えて販売代理店の再編が検討されるに至っている。従来同社においては、旧来からの業務上での付き合いの長さなどが重視されるウェットな判断基準が採用されていたものの、ここに来て、同社は販売機能・能力を主軸としたドライな判断基準によって海外の販売代理店の粛清と新規採用を進めていくことを明らかにしている。

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：〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号：03 (3553) 3769

「ANALYST NET」について

- 「ANALYST NET」は、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ（以下、「TIW」）が発行・流通するレポートのサービス名称です。「TIW」は情報提供のプラットフォーム機能を担っております。
- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、従来のアナリストレポートとは違ったアプローチによる産業・企業の紹介や解説を目的としており、主に「TIW」の外部アナリスト及び提携会社を執筆者（以下、「執筆者」）として作成しております。
- 「TIW」は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、「執筆者」に対して指摘を行っております）。
- 「TIW」は、本レポートを発行するための企画提案およびプラットフォーム機能の提供に関して対価を直接的または間接的にレポート対象企業より得る場合があります。
- 「執筆者」は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、「執筆者」は対象会社の有価証券を保有している可能性があります。これらについて、「TIW」は原則関知いたしません。また責任も負いません。別途、「執筆者」によるディスクレームをご確認下さい。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則は執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、「執筆者」が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における「執筆者」の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、「TIW」ならびに「執筆者」が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として「TIW」あるいは「執筆者」に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、「TIW」の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は、「TIW」が保有する登録商標です。