

ホリスティック企業レポート

しいあい

歯愛メディカル

3540 東証 JQS

新規上場会社紹介レポート

2017年12月22日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター

審査委員会審査済 20171221

歯科医院や歯科技工所をはじめとする各種医療機関向けに通信販売事業を行う 中間流通業者を経由しない価格競争力と品質の良い自社開発品が強み

アナリスト:高木 伸行 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【3540 歯愛メディカル 業種:卸売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/12	13,354	-	-	-	947	-	597	-	59.3	383.2	0.0
2014/12	16,084	20.4	1,402	-	1,423	50.3	901	50.9	90.2	475.3	0.0
2015/12	18,145	12.8	1,535	9.5	1,610	13.1	1,088	20.8	108.9	583.7	0.0
2016/12	20,334	12.1	1,791	16.7	1,864	15.8	1,282	17.8	128.3	706.5	12.8
2017/12 予	23,109	13.6	2,377	32.7	2,426	30.2	1,574	22.8	157.4	-	未定

(注) 1. 連結ベース。2017/12期の予想は会社予想

2. 2016年3月29日付けで1:10,000の株式分割、2017年11月9日付けで1:5の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	4,720円 (2017年12月20日)	本店所在地 石川県白山市
発行済株式総数	10,000,000株	設立年月日 2000年1月5日
時価総額	47,200百万円	代表者 清水 清人
上場初値	4,030円 (2017年12月18日)	従業員数 179人 (2017年9月)
公募・売出価格	3,300円	事業年度 1月1日~12月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 年度末から3カ月以内
		【主幹事証券会社】 SMBC日興証券
		【監査人】 有限責任あずさ監査法人

➤ 事業内容

◆ 各種医療機関への通信販売事業を行う

しいあい
歯愛メディカル(以下、同社)グループは主に歯科医院や歯科技工所を中心に、各種医療機関への通信販売を行っている。売上高の96%が通信販売事業によるものである。また、その他の事業として、CAD/CAM 歯科技工物製作事業、歯科医院や歯科技工所など向けのホームページ作成代行事業、電力小売取次事業などを行っている(図表1)。

【図表1】事業内容

	事業内容	2016/12期		2017/12期3Q
		(百万円)	(前期比%)	(百万円)
通信販売事業	医療関係者向けカタログ通販、レントゲン医療機器の販売	19,515	11.2	16,200
その他の事業	CAD/CAM歯科技工物製作、電力小売取次、ホームページ作成代行	818	38.3	673
合計		20,334	12.1	16,873

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

同社グループは同社及び連結子会社3社(デミライン、デンタルフィット、RayVision)及び非連結子会社1社(香港の歯愛国際有限公司)より構成されている(図表2)。子会社の多くは消耗品や歯科材料などを取り扱っているが、15年11月に完全子会社化したRayVisionは付加価値の高い最先端のレントゲン医療機器をはじめとする歯科・医療用の画像診断装置を取り扱っている。

【 図表 2 】 子会社の状況

名称	議決権の 所有割合	主要な事業の内容
デミライン	100%	歯科医院、歯科技工所向けに歯科関連商品の通信販売
デンタルフィット	100%	個人向けデンタルケア用品の通信販売
RayVision	100%	X線撮影装置、平面検出器(FPD)などの画像診断装置の 販売
歯愛国際有限公司	100%	海外メーカーおよび香港の卸売り業者から仕入れ、日本 向けに歯科医療材料を輸出

(出所) 歯愛メディカルの届出目論見書を基に証券リサーチセンター

同社グループの通信販売事業は歯科医院向け、歯科技工所向け、動物病院向けといったように各医療関係者に合わせたカタログを展開している(図表3)。全売上高の約8割が01年9月に創刊された通販カタログ「Ciメディカル」によるものである。

【 図表 3 】 歯愛メディカルの通販カタログ

通販カタログ名	対象	特徴など
Ciメディカル	歯科医院	3万点以上の歯科材料を掲載。全国約7万軒の内約6万軒の歯科医院が利用
muse+care	クリニック	クリニックで働く人向けのメディカルウエアを掲載。ナースウエア、エプロン、サンダルなどを展開
DENTAL LABO	歯科技工所	毎日使う消耗材料から技工器械などを幅広くラインアップ。歯科技工の業務用商品などを提供
Vet	動物病院	動物病院の鋼製器具、衛生材料、診察器材、医薬品など消耗品から備品まで動物病院に必要な商品を提供
FreshCare	介護施設 福祉施設	マスクや殺菌消毒剤、使い捨てグローブなどの感染予防用品、介護介助用品、ガーゼや血圧計などの診察処置用品、介護施設に必要な商品を掲載
メディカルカタログ	病院 一般診療所	感染予防用品をはじめ、衛生材料や医療材料、また診察券や小児プレゼント、院内家具備品など医療現場に必要な商品を掲載
デミライン歯科医院用カタログ	歯科医院	グローブ、ガーゼ類、紙エプロン、マスクなどの歯科医院に必要なデイリーユース商品を提供
デンタルフィット	患者などの 個人	個人向けの通販サービス

(出所) 歯愛メディカルの届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル**◆ 業界慣行を破るビジネスモデル**

同社の事業の特徴としては、デンタルケア製品を始めとする医療機関で使用される商品の開発、販売、物流までを一貫して行っている点が挙げられる。歯科医師としてのキャリアを持つ、同社創業者で代表取締役社長の清水清人氏が中心になって作り上げてきたビジネスモデルである。

業界の慣行としては、「メーカー→輸入商社・ディーラー・一次卸→小売・二次卸→歯科医院・歯科技工士」という経路をたどるが、同社の場合は「メーカー→歯愛メディカル→歯科医院・歯科技工士」の流れとなり、中間マージンの削減、つまり高い価格競争力を実現している。また、コールセンター、カスタマーセンター、ロジスティクスセンターを自社で持つことによりコスト削減も実現している。

開発、販売、物流までを一貫して行っていることは、品質の高い自社製品を安価に製造できることや、即日あるいは翌日配送が可能となり歯科医院や技工所の緊急ニーズに対応できるとともに、顧客の在庫削減を可能にするという利便性を高めることも可能にしている。

コールセンターやカスタマーセンターを自前で持つことは、土日も含めての稼働を可能にするという自由度が確保できるとともに顧客のニーズを吸い上げ、製品開発に生かし易くなるという利点にもつながっている。

これらの独自のビジネスモデルに支えられている同社の強みを活かして、現在約7万軒ある歯科医院の9割以上と取引実績がある。製品開発にも同社の強みが活かされている。ヘッド部分を任意に折り曲げられる幼児向け歯ブラシ(Ci Assist Mini)、孤立歯などを磨くのに便利なタフトブラシとミニブラシを合体したコンパクトヘッド歯ブラシ(Neo Tuft)、柔らかい素材でつくった舌クリーナー(ゼクリン MORE)といったグッドデザイン賞を受賞するような製品の開発につながっている。

> 事業環境

(注1) 各種統計の出所は厚生労働省の「医療費の動向調査」、「平成26年医師・歯科医師・薬剤師調査」、「平成28年医療施設(動態)調査・病院報告の概況」。

◆ 変化する歯科医療分野

歯科医療分野に関する統計を見ると、歯科医療費は05年の2.58兆円から16年には2.87兆円に、歯科医師数は04年の95,197人から14年の103,972人へ、歯科診療所数は05年の63,361から16年には68,935へと、10年程度の時間軸では、着実に増加している^{注1}。医療費負担の増加や歯科医の過剰という問題はあるものの、同社の需要環境は必ずしも悪くはない。

歯科医療を取り巻く環境の質的な面に目を向けると人口減少・高齢化といった社会の変化に加え、歯科医師の高齢化、歯科医院経営の悪化というように変化してきている。歯科医療そのものについても、虫歯の治療といったような「治療する歯科医療」から「予防のための歯科医療」、インプラントや矯正といった「高度治療」に中心が移りつつある。

歯科医療分野を取り巻く環境が変わるなか、歯科医院経営の効率化、サービス面の充実、差別化をサポートするかたちで、同社は業績を拡大してきた。

◆ 競合

同社と同様に、歯科関連のカタログ通販やオンライン販売を行う先としては、横浜に本社を置くフィード、愛知県長久手市のピーディーアール、東大阪市のカム・ネッツなどが挙げられる。株式会社アールアンドディ(本社:名古屋市)の調査によれば、同社の歯科医療分野向けの通販カタログ販売でのシェアは6割程度とされている。

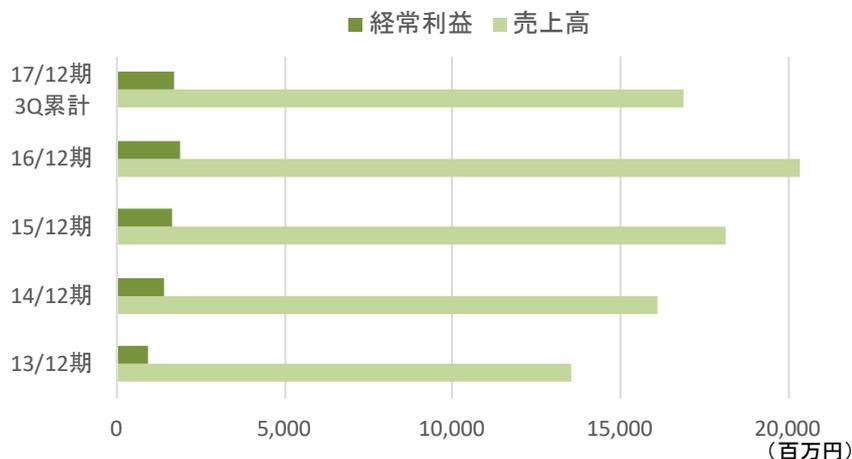
また、歯ブラシやマスク、紙コップといった消耗品についてはアスクル(2678 東証一部)やサンスター(本社:大阪府高槻市)といった先が競合先として挙げられる。

> 業績

◆ 過去の業績推移

同社の業績は、従業員数の増加ともに拡大基調で推移している(図表4)。業容の拡大には人材の確保と育成が重要になるが、従業員数は13/12期末88人、14/12期末97人、15/12期末119人、16/12期末153人そして17/12期第3四半期末179人と確保できており、従業員数の増加に比例するかたちで業績が拡大している。

【図表4】業績推移



(注) 連結ベース

(出所) 歯愛メディカルの届出目論見書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

16/12期の売上高は前期比12.1%増、売上総利益は同18.8%増、営業利益は同16.7%増となった。通信販売事業については新商品の販売、15年5月に創刊したメディカルカタログによる個人医院や総合病院などの医科業界向けの拡大により通信販売事業の売上高は前期比11.2%増の19,515百万円、同事業の売上総利益は同15.6%増の5,020百万円となり、売上総利益全体の91.6%を占めた。

その他の事業は売上高が前期比 38.3%増の 818 百万円、売上総利益は同 70.5%増の 462 百万円となった。16 年 4 月から開始した電力小売取次事業も契約数を着実に伸ばし、売上増に貢献した。

◆ 17 年 12 月期

同社は 17/12 期業績について、売上高 23,109 百万円(前期比 13.6%増)、営業利益 2,377 百万円(同 32.7%増)、経常利益 2,426 百万円(同 30.2%増)、当期純利益 1,574 百万円(同 22.8%増)を見込んでいる(図表 5)。

17/12 期第 3 四半期累計期間の実績は売上高 16,873 百万円、営業利益 1,613 百万円であったが、17/12 期の同社予想に対する進捗率は各々 73.0%、67.9%と、進捗率が若干低いように見えるが、通期予想の達成が困難というような状況ではなからう。

【 図表 5 】 17 年 12 月期の業績予想

	2016/12期		2017/12期3Q 累計(百万円)	2017/12期予想	
	(百万円)	(前期比%)		(百万円)	(前期比%)
通信販売事業	19,515	11.2	16,200	22,241	14.0
その他の事業	818	38.3	673	867	6.0
売上高	20,334	12.1	16,873	23,109	13.6
営業利益	1,791	16.7	1,613	2,377	32.7
経常利益	1,864	15.8	1,677	2,426	30.2
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	1,282	17.8	1,128	1,574	22.8

(注) 2017/12 期予想は歯愛メディカルの予想

(出所) 歯愛メディカルの適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

17/12 期通期予想に関しては、通信販売事業では既存商品については医科業界向けの拡大を進めることで約 8%の増加を見込んでいる。更に、新規主力商品と当社が位置付けている歯科・動物用レントゲン機器、歯科用 CT 機器等の高額品の寄与で通信販売事業の売上高全体では前期比 14.0%増の 22,241 百万円を見込んでいる。

その他の事業は、CAD/CAM 歯科技工物製作事業などが堅調に推移していることや、電力小売取次事業が契約を着実に伸ばしていることから、同事業の売上高は前期比 6.0%増の 867 百万円と同社は予想している。

円安のため商品の輸入コストの増加が見込まれる一方、国内仕入先にシフトし大量発注することにより、仕入れコストの低減を図っている。この結果、17/12 期の売上原価については、前期比 3.2%増の 16,806 百万円を計画している。販管費に関しては人件費 844 百万円(前期比 21.6%増)、減価償却費 225 百万円(同 45.2%増)、荷造運賃発送費 1,038 百万円(同 9.6%増)、倉庫人件費 400 百万円(同 7.9%増)と見込んでいるが、他の費目を抑制することで 17/12 期の販管費は全体で 3,925 百万円(同 6.4%増)を計画している。

◆ 成長戦略

歯科向け通販カタログ事業では圧倒的な地位にあるが、将来の成長に向けて、BtoB 通販ノウハウを歯科に加えて医科領域、介護施設、動物病院などに向けて展開してゆく方針である。また、商材だけではなく、サービスも含めてワンストップで提供してゆくことも目指している。

現状はカタログ通販主体で電話やファックスでの受注が多いが、インターネット経由での受注比率を高める施策も今後強化してゆく方針である。付加価値の高いRayVisionの画像診断装置などは営業活動も重要となり、また、従来とは異なるマルチチャンネルでの販売体制を構築してゆくことになる。

> 経営課題/リスク**◆ 特定人物への依存**

同社のビジネスモデルは、代表取締役社長の清水清人氏が、歯科医師という視点に加えて同氏のもつネットワーク力を基礎に現在の組織・営業体制が作り上げられたといっても過言ではない。不測の事態により同氏の職務執行が困難になった時には、今後の事業展開に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 販売等の許可に関するリスク

同社グループの扱う商品の多くは開発・製造段階から流通に至るまで、細部にわたって医薬品医療機器等法の規制を受けている。商品を市販するには、販売許可を都道府県知事から受ける必要がある。許可要件としては申請者に欠格要件が無いことや資格を有する管理者を相当数確保配置すること、また、医薬品や医薬部外品、医療機器等を医療機関に販売するには販売業許可も必要になる。何らかの理由により、これらの許可を取り消される場合には同社グループの事業の継続に悪影響を及ぼす可能性がある。

◆ 為替変動による業績への影響

同社グループの販売する商品の一部は海外から輸入しており、同社グループが為替リスクを負っている。

◆ 個人情報の保護に関するリスク

同社グループは個人向け販売サイトの会員情報や医院、歯科技工所などに関する個人情報を保有している。これらの情報管理については漏洩や不正使用の未然防止に努めているが、なんらかの不正な方法などで同社グループが保有する個人情報が漏洩した場合には同社グループの信用力の低下や損害賠償の請求などによって同社グループの財政状態や業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 配当政策

同社は連結での当期純利益の約 10%を配当性向の目標として、業績に見合った安定的な配当を行うことを基本方針としている。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2015/12		2016/12		2017/12/3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	18,145	100.0	20,334	100.0	16,873	100.0
売上原価	13,529	74.6	14,851	73.0	12,293	72.9
売上総利益	4,615	25.4	5,482	27.0	4,580	27.1
販売費及び一般管理費	3,079	17.0	3,690	18.1	2,966	17.6
営業利益	1,535	8.5	1,791	8.8	1,613	9.6
営業外収益	75		90		64	
営業外費用	-		17		1	
経常利益	1,610	8.9	1,864	9.2	1,677	9.9
税引前当期純利益	1,611	8.9	1,859	9.1	1,677	9.9
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	1,088	6.0	1,282	6.3	1,128	6.7

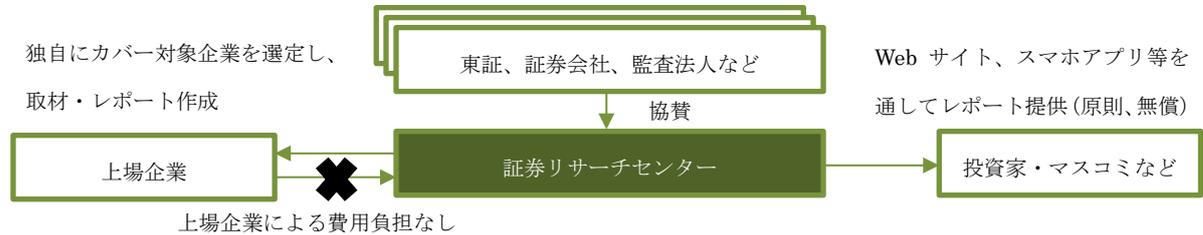
貸借対照表	2015/12		2016/12		2017/12/3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	5,692	76.3	6,864	75.9	7,902	77.8
現金及び預金	414	5.5	958	10.6	807	7.9
売上債権	967	13.0	1,117	12.4	1,262	12.4
棚卸資産	3,459	46.3	3,608	39.9	4,437	43.7
固定資産	1,770	23.7	2,180	24.1	2,258	22.2
有形固定資産	1,432	19.2	1,763	19.5	1,718	16.9
無形固定資産	69	0.9	70	0.8	73	0.7
投資その他の資産	268	3.6	346	3.8	466	4.6
総資産	7,463	100.0	9,044	100.0	10,161	100.0
流動負債	1,238	16.6	1,605	17.7	1,727	17.0
買入債務	583	7.8	750	8.3	845	8.3
固定負債	363	4.9	373	4.1	383	3.8
純資産	5,861	78.5	7,065	78.1	8,049	79.2
自己資本	5,861	78.5	7,065	78.1	8,049	79.2

キャッシュ・フロー計算書	2015/12	2016/12
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	970	1,071
減価償却費	136	173
投資キャッシュ・フロー	-287	-513
財務キャッシュ・フロー	-480	-27
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	203	544
現金及び現金同等物の期末残高	414	958

(出所) 歯愛メディカルの届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。