

日本動物高度医療センター

(6039・東証マザーズ)
発行 2018年6月4日

18年3月期の減益は一時的、19年3月期はV字回復を期待

アップデートレポート

(株)アイフィスジャパン
杉山 勝彦

主要指標 2018/5/31 現在

株 価	3,355 円
年初来高値	3,875 円 (4/5)
年初来安値	2,430 円 (2/14)
発行済株式数	2,409,500 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	8,084 百万円
予 想 配 当 (会 社)	0.0 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	120.36 円
実 績 P B R	5.29 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2017/11/21
アップデート	2017/05/30

18年1月の東京病院開業が収益に影響

2018年3月期連結業績は、会社側と筆者の直前予想を大きく下回り、2013年3月期に連結決算に移行して以来、初めての減益決算を余儀なくされた。これは18年1月に開業した東京病院の開業準備と立ち上がりの混乱による経費支出が想定以上に嵩んだためである。

東京病院のその後の診療活動は順調で、今2019年3月期業績に大きく寄与する見通し。新たな病院の開設に加え、連携病院からの患者動物の新規紹介も増えているため、今2019年3月期の初診件数は前年度比20%を超える見込み。この結果、2019年3月期の通期業績は、前年度比大幅な増益になる見通しで、V字回復が期待される。

市場環境は良好、連携病院制が効果を発揮

犬猫の飼育頭数は引き続き減少傾向にあるものの、平均寿命が延び高齢化が進んでいること、ペット保険への加入が伸びていること、などから、重篤患者動物の高度医療への受診件数は着実に増えており、高度医療を施す二次診療機関としての同社の診療活動に大きな問題は見当たらない。とくに、一般動物病院と提携した連携病院制度が定着、連携病院からの患者の紹介が着実に増えてきた。ただ、18年3月末現在の連携病院数は3,362病院と全国の小動物病院数の28.4%に達する一方、地域別にみると、病院が所在する関東地方と東海地方の2地域だけで連携病院全体の76%を占めており、西日本における連携率の低さが目立つ。2020年に開設が予想される大阪分院(仮称)の動向が注目されよう。

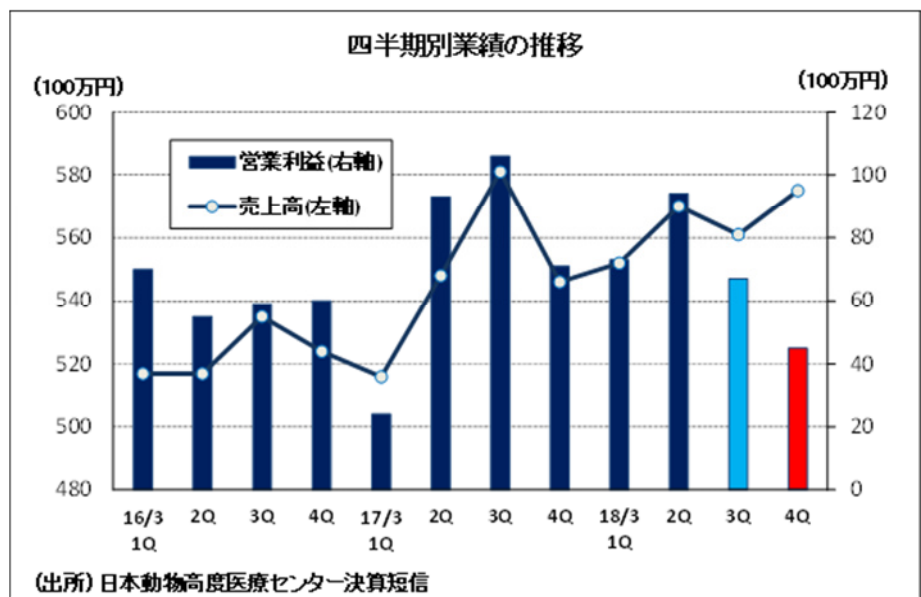
業 績 動 向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2015/3 実績	1,894	27.9	159	39.1	143	54.3	155	80.4	75.09	
2016/3 実績	2,093	10.5	244	52.6	232	61.8	214	38.1	92.91	
2017/3 実績	2,191	4.7	294	20.6	279	20.6	229	6.8	98.09	
2018/3	実績	2,258	3.1	279	-4.9	263	-5.9	208	-9.3	87.63
	会社直前予想 (2018年2月発表)	2,360	7.7	325	10.5	310	11.1	260	13.5	111.08
	アナリスト直前予想 (2018年2月発表)	2,380	8.6	335	13.9	320	14.7	270	17.9	113.02
2019/3	会社予想 (2018年5月発表)	2,560	13.3	350	25.0	350	32.8	285	37.0	118.28
	アナリスト予想	2,580	14.3	370	32.6	360	36.9	290	39.4	120.36
2020/3	アナリスト予想	2,900	12.4	480	29.7	460	27.8	360	24.1	149.41

業績 (1)

2018年3月期は連結決算採用後初の減益

2018年3月期連結業績は、売上高が前年度比3.1%増の22億58百万円と増収を確保したものの、営業利益は同4.9%減の2億79百万円、経常利益も同2億63百万円と、それぞれ減益になった。減益決算は、同社が連結決算を採用した2013年3月期以来初めてである。

これは、下図に示すとおり、第3四半期(17年10-12月)に続き、第4四半期(18年1-3月)が想定を上回る減益になったことが大きく影響している。ちなみに、18年2月時点における、18年3月期の営業利益に対する予想は、会社側が前年度比10.5%の増益、筆者も同13.9%の増益としていた。



東京病院の開業準備と開業後の混乱が収益悪化要因に

18年3月期の第3四半期、第4四半期の減益は、東京病院の開業準備と開業後の混乱による一時的費用の膨張によるものである。東京病院は、当初17年11月に開業を予定していたが、建屋の完成や設備の搬入が遅れるなどで、開業が18年1月に延びた。このため、第3四半期(17年10-12月)は、17年末にかけて川崎病院から25名のスタッフが東京病院に移動し、設備の調整や器具・薬品のチェックなど開業準備に追われた。このため、手術件数の減少など診察活動の停滞とコスト増に見舞われ、営業利益は前年同期比36.8%の減益になった。続く第4四半期(18年1-3月)も、東京病院の開業により診察活動は戻ったものの、建屋、大型設備の減価償却が始まったほか、机や椅子、パソコンなど消耗品として計上された経費、開封後に原価参入された在庫品、などが想定以上に嵩んだため、営業利益は前年同期比36.6%減と大幅な減益を余儀なくされた。

業 績 (2)

19年3月期は、東京病院がフルに寄与、V字回復へ

今2019年3月期業績は、V字回復が期待される。川崎本院はスタッフの一部が東京病院にシフトしたため、診療件数の伸び率は低くなるが、東京病院の立ち上がりは順調で、通期でフルに寄与するほか、名古屋分院も着実な伸びが見込まれる。日本動物高度医療センターが、事業活動の諸指標の中で最も重視しているのは初診件数。初診が再診につながることで、安定した診療活動を確保できるからだ。会社側は、19年3月期の初診件数は、東京病院の開業と連携病院の増加に伴う新規紹介数の増加、などを背景に、18年3月期の4,890件から約6,000件へと22%の大幅増加を見込む。

人件費と減価償却増をカバー

他方、コスト面では、大阪分院(仮称)の開業など中長期的な観点から、可能な限り人材を採用し育成に取り組む方針で、人件費は18年3月期に比べて90百万円程度の増加が見込まれる。設備償却については、18年3月期と同様に、川崎本院、名古屋分院の高額医療機器の償却期間完了による減額があるが、東京病院の増加分が80百万円ほど上積みされるため、差し引き60百万円程度の負担増になる見通し。なお、19年3月期の場合、18年3月期に営業外費用として計上されたシンジケートローンの実行費用(約20百万円)が発生しないので、営業外収支は改善される模様。

大幅増収増益になる見通し

この結果、19年3月期の通期業績について、会社側は、売上高は25億60百万円(前年度比13.3%増)、営業利益は3億50百万円(同25.0%増)、経常利益も3億50百万円(同32.8%増)、を見込み、当期純利益については2億85百万円(同37.0%)を予想する。筆者も会社側の事業見通しに従い、売上高は25億80百万円(前年度比14.3%増)、営業利益は3億70百万円(同32.6%増)とする。

なお、東京病院の先行開業により、建設が先延ばしになっている大阪分院については、2020年春の開業を予定しているが、情勢次第では遅れる可能性も残されているようで、スケジュールは未だ流動的である。大阪分院の建設により、多額の設備資金を要する大都市における分院開業は一段落する見通しで、動向が注目される。

小動物医療市場の特徴とビジネスモデル（1）

日本動物高度医療センターが診療サービスを展開する小動物医療市場はきわめて特殊な市場である。そこで、市場の特徴と同社のビジネスモデルについて確認しておく。

犬猫の飼育頭数の減少と高齢化

（社）ペットフード協会の「全国犬猫飼育実態調査（2017年）」によると、2017年末現在の飼育頭数は、犬が892万頭、猫が953万頭の合計1,845万頭であり、2,100万頭を超えていた2011年をピークに年々減少傾向にある。ただし、最近の猫ブームで、2017年末の猫の飼育頭数は前年に比べて22万頭も増えている。飼育頭数が減少傾向を辿る一方、「かわいがりすぎるほどかわいがる」家族化傾向には拍車がかかっている。たとえば、同調査によると、1か月当たりの飼育費用総額は、前年に比べてそれぞれ30%以上増え、犬が1万800円、猫が7,500円に達する。また、診療技術の進歩もあって高齢化が進んでいる。ちなみに、同調査によると、平均寿命は犬が14.19歳、猫が15.33歳で、かつての定説だった10歳前後（推定）に比べるとかなり高齢化している。

ペット保険への加入が急増

一方、総務省の家計調査（2017年）によると、動物病院代の年間支払総額は、2005年に比べると約1.5倍に増えているものの、金額的には7,000円強に止まっており、高額な高度医療を受容するためにはペット保険への加入が望まれる。日本全体のペット保険の加入頭数は2017年で142万頭。加入率は7.7%台に止まり、ペット先進国の英国の40%台の6分の1にすぎないが、近年、加入は急増する傾向にあり、2018年には前年比15%増の164万頭に達するとの予測もある。

先進医療機器を駆使した診療

日本動物高度医療センターは、一次診療施設である一般の動物病院から紹介されるペット（犬と猫）に精密検査や高度医療を施す、二次診療施設の運営会社である。具体的には、かかりつけの動物病院における一次診療では対処が難しい重篤な患者動物に対し、専門的な知見を持つ獣医師が、MRI（磁気共鳴画像診断装置）などの先進医療機器を使って診察、手術などを実施する。

特徴としては、まず、一般の動物病院（一次医療施設）が装備できないような、人間の大病院並みの先進医療機器を保有すること。

一般の動物病院では保有が難しい先進医療機器を駆使した診療サービスは、動物治療の世界では他に例がなく、数少ない獣医系大学病院を除いて競合先は見当たらない。ただ、高額な設備への投資による財務バランスの悪化には留意が必要である。

小動物医療市場の特徴とビジネスモデル（2）

メリット大きい連携 動物病院制

他方、患者動物の受け入れについては、契約による連携動物病院制を原則とし、かかりつけの動物病院からの紹介による完全予約制を採用していることも同社の大きな特徴になっている。

連携動物病院制は、動物病院とのコミュニケーションを通じて症状などのスムーズな把握に繋がるだけでなく、検査、治療後に患者動物を紹介元の病院に返す分業システムでもあることから、動物病院の医師や飼主との間に信頼関係が築かれ、結果として同社の診療件数の増加につながっている。

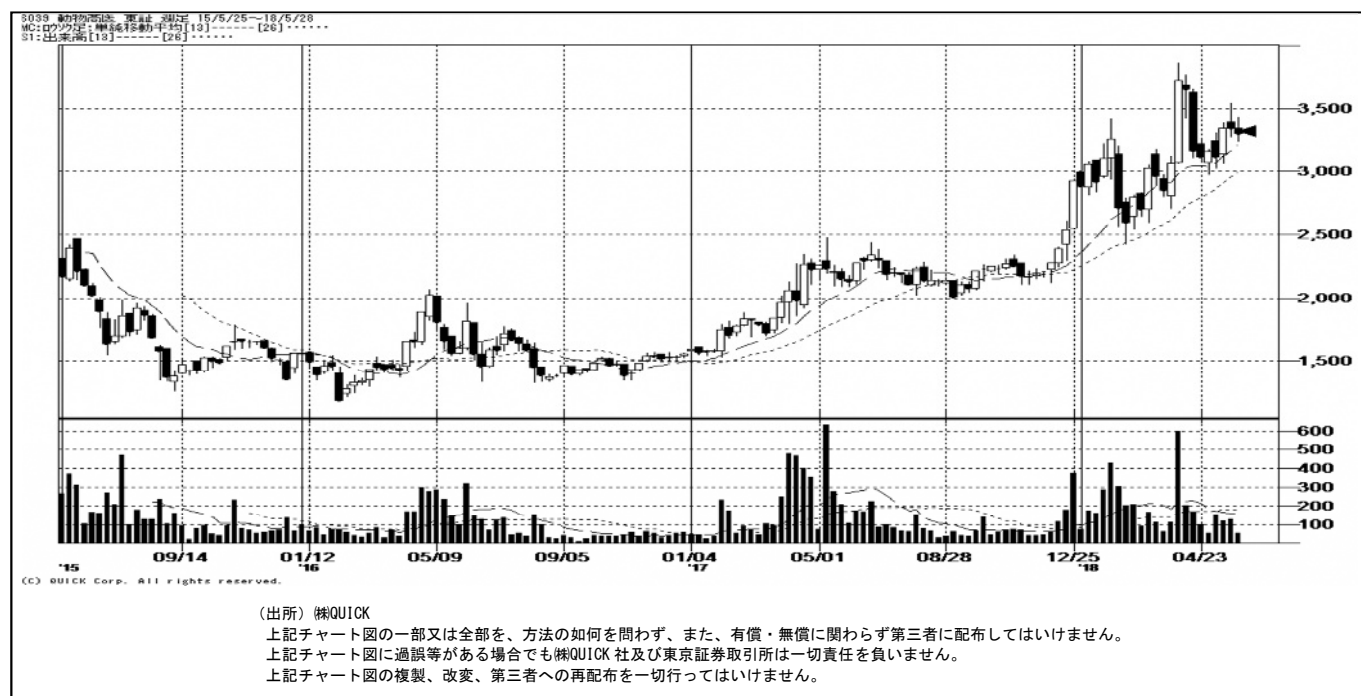
連携病院の76% は関東、東海

下表のとおり、18年3月末現在の連携病院数は3,362病院と全国の小動物病院数の28.4%に達し、制度の定着により連携病院からの患者の紹介が着実に増えてきた。ただし、課題も残る。現在の川崎本院、東京病院、名古屋分院という施設の立地上、連携率（小動物病院数に対する連携病院数）は、関東地方が43.4%、東海地方が32.6%と高く、この結果、この2地域だけで連携病院全体の76%を占める。逆に近畿以西の西日本における連携率の低さが目立つ。このため、2020年に開設が予定される大阪分院のさらなる先遅れは避けたいところだ。

地域別小動物病院数と連携病院数
(2018年3月末現在)

	連携病院数	小動物病院数	連携率(%)	地域構成比(%)
北海道	63	503	12.5	1.9
東北	144	602	23.9	4.3
関東	2,074	4,774	43.4	61.7
東海	449	1,379	32.6	13.4
甲信越	100	440	22.7	3.0
北陸	38	193	19.7	1.1
近畿	256	1,877	13.6	7.6
中国	60	635	9.4	1.8
四国	30	301	10.0	0.9
九州・沖縄	148	1,135	13.0	4.4
合計	3,362	11,839	28.4	100.0

(出所) 日本動物高度医療センター。小動物病院数は農林水産省調べで、2017年12月現在。



			2016/3	2017/3	2018/3	2019/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	3,350	2,074	3,430	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	1,180	1,700	1,800	-
	月 間 平 均 出 来 高	百 株	22,683	4,282	6,935	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	2,093	2,191	2,258	2,580
	営 業 利 益	百万円	244	294	279	370
	経 常 利 益	百万円	232	279	263	360
	当 期 純 利 益	百万円	214	229	208	290
	E P S	円	92.91	98.09	87.63	120.36
	R O E	%	26.0	20.6	15.1	-
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	1,052	1,101	1,220	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	3,107	4,023	4,712	-
	資 産 合 計	百万円	4,160	5,125	5,932	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	840	1,727	735	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	2,324	2,169	3,668	-
	負 債 合 計	百万円	3,164	3,897	4,404	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	995	1,228	1,527	-
	純 資 産 合 計	百万円	995	1,228	1,527	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	431	428	344	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-348	-1,120	-797	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	33	699	485	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	750	758	790	-

リスク分析

事業に関するリスク

事業に内在するリスクについては、以下の項目が存在する。

- (1) 提供する動物医療サービスに過誤が生じた場合、損失に対する責任追及と社会的評価が低下する可能性がある
- (2) 診療時に患者動物の感染の有無の確認や、感染した患者動物用の入院室を設けて厳重に対応しているが、強力な感染症が流行する可能性もあり、その場合、同社の社会的地位の低下をもたらす
- (3) 日本各地に積極的に施設を展開する方針だが、顧客や症例数が想定を下回った場合、施設や医療機器に対する設備投資の負担を予定通りに回収できない恐れもある

業界に関するリスク

他方、事業環境に関するリスクは以下のとおり。

- (1) 動物医療関連事業については、動物の平均寿命の伸び、高齢化による疾病の多様化、ペット保険の加入率の上昇、1頭当たりの飼育費の増加、などからニーズは着実に高まっているが、一方で、飼育動物の頭数は減少傾向にあり、その影響が出てくる可能性もある
- (2) 獣医師の不足は深刻で、事業拡大が制約される懸念もある。獣医師の国家試験合格者は毎年1,000人前後。このうち獣医師志望は約半数の500人で、残りは、製薬会社、ペットフード会社、ペットショップ、さらに、競馬関係機関所属の獣医師、地方自治体や検疫所の研究職・職員などとして働く。その結果、約500人に対して全国1万1,000軒を超える一次診療の動物病院と取り合う形になるわけで、人材の確保は業容の拡大とともに深刻さを増す可能性もある。
- (3) 当業界には、獣医師法、獣医療法、さらには監督官庁の基本方針など多くの法的規制が存在し、それらの改廃または新たな規制が設けられる場合には、事業展開に予期せぬ影響がもたらされる可能性がある。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社アイフィスジャパン（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>