

日本メディカルネットコミュニケーションズ (3645 東証マザーズ)

発行日: 2013/2/15
調査日: 2013/1/10
調査方法: 説明会

歯科と美容に特化したネット広告をベースに収益モデルの多様化に着手

> 要旨

◆ 収益源は歯科自由診療科の広告料に依存

- ・同社は医療ポータルサイト運営のエムスリー系列で、歯科と美容に特化したサイトを運営。事業セグメントは、歯科診療所やエステサロン広告の「ポータルサイト運営事業」と、顧客ホームページの SEO サービスやリスティング広告の「SEM 事業」、インプラント保証事業や人材キャリア事業などの「その他」で構成。
- ・同社の収益モデルは、インプラントや審美歯科など歯科自由診療の広告収入に依存。今後は広告収入を基盤に、新規事業のインプラント保証事業や歯科従事者向け人材キャリア事業に加え、新たに B to B ビジネスに参入するなど、事業ポートフォリオ拡充と収益モデルの多様化を急ぐ。

◆ 第 2 四半期決算は減益ながら計画を上回る着地

- ・13 年 5 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 1.6%減の 516 百万円、営業利益は同 40.0%減の 59 百万円。SEM 事業苦戦や先行投資負担で減収減益となるも、経費削減で会社計画を上回る利益水準を確保。

> 投資判断

◆ 13 年 5 月期は期初会社計画を継続

- ・13 年 5 月期第 2 四半期決算は利益面で計画を上回ったものの、下期は歯科 B to B サイト立ち上げなのでコスト増が見込まれ、同社は期初の 13 年 5 月期計画を継続。
- ・当センターでは、主力のポータルサイト運営事業が想定内で推移しているうえ、新規 3 事業の短期的なポテンシャルが未知数のため、前回レポートの業績予想を継続。

◆ 中期的な適正株価水準は 200 円～280 円を想定

- ・上場会社に競合が存在しないため、同業他社とのバリュエーション比較は困難。一方、足元の新興市場の平均予想 PER17.5 倍を参考に、同社の妥当株価バリュエーションは PER15 倍～20 倍と仮定。これに当センターの 16 年 5 月期予想 EPS14.2 円に当てはめると、中長期的な適正株価水準は 200 円～280 円のレンジを想定。

業種: 情報・通信業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

【主要指標】	2013/2/8
株価(円)	403
発行済株式数(株)	5,136,500
時価総額(百万円)	2,070
上場日	2010/12/21
上場来パフォーマンス	-28.7%

	前期	今期予想
PER(倍)	28.1	55.9
PBR(倍)	1.8	1.9
配当利回り	0.5%	0.2%

	σ	β 値
リスク指標	131.1%	1.6

【主要KPI(業績指標)】

有料歯科医会員数(人)	
2009/5期末	590
2010/5期末	659
2011/5期末	751
2012/5期末	810

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	-4.5%	3.6%	19.9%
対TOPIX	-6.2%	-15.4%	4.7%

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20130212

日本メディカルネットコミュニケーションズ (3645 東証マザーズ)

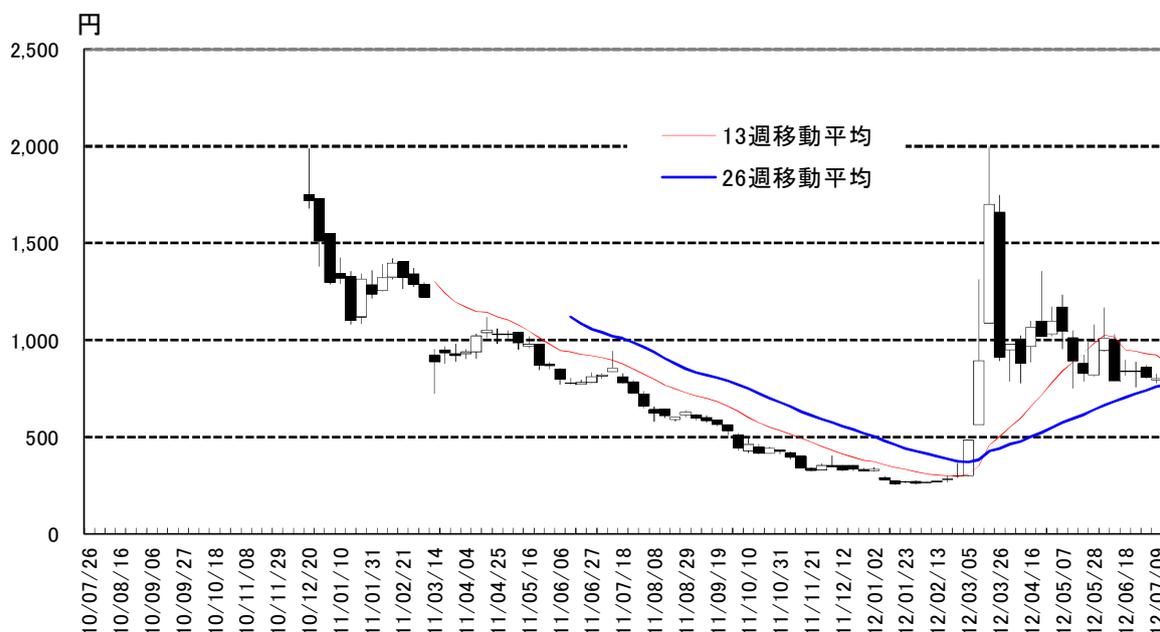
> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/5期 実績	2012/5期 実績	2013/5期 会社予想	2013/5期 予想	2014/5期 予想	2015/5期 予想	2016/5期 予想
売上高	1,195	1,054	1,095	1,050	1,130	1,210	1,310
前年比	15.2%	-	3.9%	-0.4%	7.6%	7.1%	8.3%
営業利益	318	139	62	68	93	113	133
前年比	22.5%	-	-55.2%	-51.1%	36.8%	21.5%	17.7%
経常利益	304	140	62	68	93	113	133
前年比	16.8%	-	-55.5%	-51.4%	36.8%	21.5%	17.7%
当期純利益	175	69	30	37	51	62	73
前年比	26.0%	-	-56.1%	-46.4%	37.8%	21.6%	17.7%
期末株主資本	1,024	1,073	-	1,087	1,133	1,190	1,253
発行済株式数(株)	4,689,500	5,134,000	5,136,500	5,136,500	5,136,500	5,136,500	5,136,500
EPS(円)	40.9	14.4	5.9	7.2	9.9	12.1	14.2
配当(円)	6.0	2.0	1.0	1.0	1.0	2.0	2.0
BPS(円)	218.5	209.0	-	211.7	220.6	231.7	243.9
ROE	25.0%	6.6%	-	3.4%	4.6%	5.3%	6.0%
株価(円)	858	936	403	403	-	-	-
PER(倍)	21.0	65.2	67.8	55.9	40.6	33.4	28.4
配当利回り	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.5%	0.5%
PBR(倍)	3.9	4.5	-	1.9	1.8	1.7	1.7

(注)12/5期は連結決算開始で前年比なし。

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

歯科と美容に絞り込んだポータルサイトを運営。主な収益源は顧客からの広告料

◆ 事業ポートフォリオの拡大で収益モデルの多様化に着手

同社は医療ポータルサイト運営のエムスリー系列（持分法適用会社）で、歯科と美容に特化したポータルサイトを運営する。事業セグメントは、顧客の歯科医師やエステサロンの広告を展開する「ポータルサイト運営事業」と、顧客ホームページのSEO（検索エンジン上位表示対策）サービスやリスティング広告の「SEM」事業に加え、ホームページ作成や新規事業（インプラント保証事業・人材キャリア事業）などの「その他」で構成される。

同社の収益モデルは、歯科自由診療3科（インプラント・審美歯科・矯正歯科）の広告規制緩和を追い風に、ポータルサイト運営事業の広告収入に依存してきた。今後は広告収入を基盤に、新規事業のインプラント保証事業や歯科従事者向け人材キャリア事業に加え、新たにB to B ビジネス（歯科医と製薬・歯科材料・卸等）に参入するなど、事業ポートフォリオの拡充と収益モデルの多様化を急ぐ。

> 決算概要

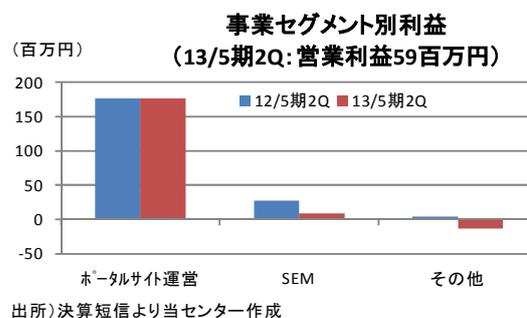
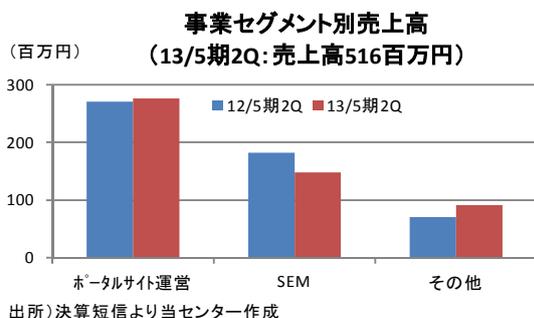
◆ 第2四半期決算は減益ながら計画を上回る着地

2013年5月期第2四半期決算は売上高が前年同期比1.6%減の516百万円、営業利益は同40.0%減の59百万円。SEM事業苦戦や先行投資負担で減収減益となるも、経費削減で会社計画（売上高510百万円、営業利益14百万円）はクリアした。

事業セグメント別に見ると、ポータルサイト運営事業は売上高が前年同期比2.1%増の276百万円、セグメント利益は同0.1%減の176百万円と横ばい。

SEM事業はSEOサービスがサーチエンジンのアルゴリズム変更の影響を受け、売上高は前年同期比18.9%減の148百万円、セグメント利益は同67.9%減の9百万円と苦戦。

その他は新規事業（インプラント保証事業・人材キャリア事業）の寄与で売上高が前年同期比29.3%増の91百万円となるも、人員拡充などの先行投資負担でセグメント利益は14百万円の赤字（前年同期は4百万円の黒字）となった。



> 業績見通し

13年5月期は収益モデルの多様化に向けた先行投資期間、新規3事業の業績寄与は14年5月期以降の見通し

◆ 13年5月期は期初会社計画を継続

2013年5月期第2四半期決算が利益面で計画を上回ったものの、下期は歯科B to Bサイト立ち上げなどのコスト増が見込まれ、同社は期初の13年5月期計画を継続した。

同社はB to Bビジネス参入に向け、12年11月に歯科医療従事者向けサイト運営のブラウンネットワークス株式の54.7%を約0.9億円で購入。当該企業が持つ会員組織(歯科医師・歯科衛生士等)の相互活用で、歯科医療従事者と医薬品・歯科材料メーカーや卸などを対象にしたB to Bビジネスを立ち上げる方針である。

◆ 新規事業の短期的なポテンシャルは未知数

当センターでは、主力のポータルサイト運営事業が想定内で推移しているうえ、新規3事業(インプラント保証事業・人材キャリア事業・歯科B to Bサイト事業)の短期的なポテンシャルが未知数のため、前回レポート(2012年7月発行)の業績予想を継続する。

インプラント保証事業のKPI(業績指標)と考えられる前受金残高(保証契約額)は、2012年5月期末の219百万円から13年5月期第2四半期末に225百万円となるも、売上計上は保証期間(10年)で按分されるため、現状の残高水準では期間損益への寄与は小さい。したがって、インプラント保証事業は保証件数などのストック積み上げが喫急の課題であり、その意味でブラウンネットワークス社の子会社化は、当該事業とこれから立ち上げる歯科B to Bサイト事業とのシナジーが見込まれる。

一方、13年5月期からスタートした人材キャリア事業は、先行投資的な人件費等の固定費を吸収できる売上規模に達していないため、業績寄与は14年5月期以降にずれ込む見通しである。

以上から、13年5月期は収益モデルの多様化に向けた先行投資期間と捉えられ、新規3事業の業績寄与は14年5月期以降と予想されるが、その短期的なポテンシャルは現段階で未知数と言わざるを得ない。

投資判断

> 株主還元

◆ 配当性向 10%を目途に利益還元

同社は株主への利益還元を重要な経営指標と認識し、決算短信等への記載はないものの、株主還元は配当性向 10%を継続する方針である。東証マザーズ上場後の 2011 年 5 月期は、配当性向 14.7%相当の 6 円配（普通配 4 円、記念配 2 円）を実施。12 年 5 月期は最終減益で 2 円配に減配するも、配当性向は 13.9%の水準だった。会社側は 13 年 5 月期も最終減益を見込むなか、配当性向 16.8%相当の 1 円配を計画するなど配当維持の姿勢を示している。

> 株価バリュエーション

◆ 中期的な適正株価水準は 200 円～280 円を想定

歯科・美容ポータルサイトを運営する同社の事業モデルには、上場会社に競合が存在しないため、同業他社とのバリュエーション比較は困難である。また、医療ポータルサイト運営のエムスリーとは、ターゲット顧客などのビジネスモデルが違うため、同様にバリュエーションの比較対象に成り得ない。

したがって、新興市場（JASDAQ）における現状の平均予想 PER17.5 倍を参考にすると、同社の妥当株価バリュエーションは PER15 倍～20 倍と仮定される。

これを当センターの 2016 年 5 月期予想 EPS14.2 円に当てはめると、中長期的な適正株価水準は 200 円～280 円のレンジが想定される。

> 今後の株価見通し

◆ ファンダメンタルズを離れた株価動向に注意

同社の株価には過度な期待が感じられる。2010 年 12 月のマザーズ上場では、公募価格 840 円に対し初値 1,750 円と人気先行のスタート。直後に 1,990 円を付けるも、12 年 1 月には安値 252 円まで下落。

その後、フィデリティ投信や同社役員の変更報告書提出を経て同年 3 月には 1,998 円まで上昇するなど、株価はファンダメンタルズを離れたボラティリティの大きな動きを演じている。

当センターの今期予想 PER を前提にすると、現在の株価水準は短期的に割高感が強く、バリュエーション面からの妥当性を説明するのが困難と考えられる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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