

ホリスティック企業レポート フレアス

7062 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート
2019年4月2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 20190401

フレアス(7062 東証マザーズ)

発行日:2019/4/2

在宅医療をサポートするマッサージ事業を全国規模で展開
あん摩マッサージ指圧師の技術品質の維持のための教育研修が豊富

アナリスト:松尾 十作 +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

【7062 フレアス 業種:サービス業】

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)
2017/3	2,900	5.7	163	-	194	119.7	177	237.3	88.9	297.6	0.0
2018/3	3,284	13.3	164	0.4	193	-0.3	109	-38.2	55.0	352.6	0.0
2019/3 予	3,715	13.1	251	52.6	273	41.1	187	70.8	93.8	-	0.0

(注) 1. 単体決算、2019/3期の予想は会社予想
2. 2018年2月1日付で1:100、2019年1月8日付で1:20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 3,500円 (2019年3月29日)	本店所在地 山梨県中巨摩郡	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 2,250,000株	設立年月日 2002年4月1日	S M B C 日興証券
時価総額 7,875百万円	代表者 澤登 拓	【監査人】
上場初値 4,045円 (2019年3月28日)	従業員数 631人 (2019年1月)	有限責任 あずさ監査法人
公募・売出価格 1,850円	事業年度 4月1日~翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度末翌日から3か月以内	

➤ 事業内容

◆ 在宅医療をサポートするマッサージ事業

フレアス(以下、同社)は、マッサージ事業を展開している。政府は医療費削減のため、医療機関での診療から在宅医療への転換を図る地域医療構想を打ち出している。マッサージ事業は国策に沿った在宅医療をサポートする事業であると同社は捉えている。

同社の事業は、マッサージ事業とその他の事業に分類されている(図表 1)。同社の主力事業であるマッサージ事業は売上高の90%以上を占めている。

【図表 1】フレアスの事業一覧

	18/3期			19/3期第3四半期累計		
	売上高 百万円	構成比	利益 百万円	売上高 百万円	構成比	利益 百万円
マッサージ事業	2,988	91.0%	733	2,589	91.6%	637
その他の事業	296	9.0%	27	236	8.4%	28
調整	-	-	-596	-	-	-422
合計	3,284	100.0%	164	2,826	100.0%	243

(注) 利益はセグメント利益を指す
(出所) フレアス届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

マッサージ事業として、保険適用マッサージサービス、保険適用外マッサージサービス、スパサービスを提供しているが、マッサージ事業の売上の殆どが保険適用マッサージサービスである。

保険適用マッサージサービスは、あん摩マッサージ指圧師国家試験に合格し、免許を得たあん摩マッサージ指圧師が行うあん摩、マッサージまたは指圧によるサービスを指している。寝たきり等により歩行困難なため通院出来

ず、自宅や介護施設において療養生活を余儀なくされている高齢者を対象に、同社があん摩マッサージ指圧師を派遣して、マッサージサービスを提供している。

保険適用となるマッサージサービスは、ケアマネージャーに対してマッサージサービスを受ける利用者の紹介依頼から始まり、利用者の主治医からマッサージサービスの提供に関する同意を得た後、あん摩マッサージ指圧師が利用者宅に訪問してマッサージサービスを提供、その後マッサージサービスの提供料を回収するという手順となる(図表 2)。

【 図表 2 】 保険適用となるマッサージサービスの概要

手順	手順の内容
利用者の紹介依頼	同社の相談員がケアマネージャー等を訪問して、利用者の紹介を依頼する
↓	
利用者の紹介	ケアマネージャー等より利用者情報を取得し、利用者の紹介を受ける
↓	
利用者への説明	同社の相談員が利用者の自宅を訪問して、同社のマッサージサービスの内容を紹介する
↓	
主治医からの同意書の取得	利用者が利用者の主治医から、同社のマッサージサービスの提供に関する同意を同意書の取得という形で取得する
↓	
利用者との契約の締結	同社と利用者との間で、同社のマッサージサービスの利用に関する契約を締結する
↓	
マッサージサービスの提供	同社のあん摩マッサージ指圧師 [※] が利用者の自宅等を訪問して、マッサージサービスを提供する
↓	
マッサージサービス提供料の請求	利用者から療養費の支給申請に関する委託を受けた上で、健康保険組合等の保険者に対して、療養費支給申請書を提出し、マッサージサービス提供料のうち保険者の負担分を請求する。また利用者に対してマッサージサービス提供料のうち利用者の自己負担分を請求する
↓	
マッサージサービス提供料の回収	保険者及び利用者からマッサージサービス提供料を回収する

(注) フレアスが業務委託しているあん摩マッサージ指圧師も含む
 (出所) フレアス届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

保険適用外マッサージサービスは、医師の同意を必要としないマッサージサービスで、利用者がマッサージサービス料を全額負担するサービスを指している。同社は 17 年に星野リゾート(長野県北佐久郡)と業務提携したが、星野リゾートが展開している宿泊施設「界」でリラクゼーション^{注 1}を目的とするマッサージサービスを同社が提供している。なお、星野リゾートとの業務提携は、排他的業務提携契約となっており、星野リゾートの「界」において保険適用外マッサージサービスを独占的に提供できる一方、同社は温泉リゾート施設等で実施する保険適用外マッサージサービスを星野リゾートの許可なく受託できない。

(注 1) リラクゼーション
 緊張を緩めること、くつろぎ、
 息抜きなどを意味している

スパサービスのマッサージサービスは、保険適用マッサージサービス、保険適用外マッサージサービスとは異なり、筋肉ではなく皮膚を対象とするリラクゼーションのためのオイルトリートメントサービスである。あん摩マッサージ指圧師が施術することから、マッサージ事業に含めている。星野リゾートが運営している宿泊施設「リゾートナーレ八ヶ岳」にてスパサービスを提供している。

その他の事業は、主に訪問介護を行っている。自宅等で継続的に療養を必要とする高齢の利用者に対し、主治医の指示に基づき、看護師等が療養上の世話や診療の補助等のサービスを提供している。

> 事業環境

◆ 市場規模

厚生労働省が17年1月に公表した「柔道整復、はり・きゅう、マッサージ、治療用器具に係る療養費の推移(推計)」によると、15年度のマッサージ療養費の市場規模は700億円に達している(図表3)。ケアマネージャー制度が開始された00年度の市場規模は103億円であったが、保険適用のマッサージサービス利用者の紹介依頼をするケアマネージャーの存在により市場が拡大してきた。09年度以降、国民医療費よりもマッサージ療養費は高い伸びを示してきた。

【図表3】マッサージ療養費の推移

(単位:億円)

	09年度	10年度	11年度	12年度	13年度	14年度	15年度
国民医療費	360,067	374,202	385,850	392,117	400,610	408,071	423,644
対前年度伸び率	3.4%	3.9%	3.1%	1.6%	2.2%	1.9%	3.8%
マッサージ療養費	459	516	560	610	637	670	700
対前年度伸び率	22.7%	12.4%	8.5%	9.0%	4.5%	5.2%	4.4%

(出所) 厚生労働省資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 競合状況

同社のマッサージ事業を、在宅医療をサポートする事業として捉えると、同社の競合先は、主に訪問介護事業を営む会社となる。上場会社ではセントケア・ホールディング(2374 東証一部)、ツクイ(2398 東証一部)、ケアサービス(2425 東証JQS)などが挙げられる。

保険適用マッサージサービスを主力事業とする上場企業はない。非上場企業で保険適用マッサージサービスを全国展開している先としては、HITOWAホールディングス(東京都港区)が挙げられる。個人宅対象の清掃作業、介護事業、マッサージ事業等多様な業態を主にFC展開している。マッサージ事業を同社は直営で展開しているが、HITOWAホールディングスは主にFCで展開している点に相違がある。星野リゾートが同社に業務提携を持ちかけたのは、同社が全国規模で直営展開している点にある。

> 特色・強み**◆ あん摩マッサージ指圧師の技術品質の維持**

同社のあん摩マッサージ指圧師の技術品質維持のための研修システムは業界トップと同社は自認している。あん摩マッサージ指圧師の新入社員は、技術主任からOJTで約3カ月の臨床実習(時間にして約100時間)を受講している。次年度には、施術の実践スキルアップを中心とする75時間100単位、3年目以降においても毎年度60時間80単位の教育研修を受講している。

他方、公益社団法人日本あん摩マッサージ指圧師会を始めとする業界7団体で構成しているマッサージ等将来研究会の研修システムでは、あん摩マッサージ指圧師は22.5時間(基礎講義10.5時間、実技講義12時間)受講すると、あん摩マッサージ指圧師として5年間の認定証が得られる。マッサージ等将来研究会の研修時間に比べると、同社の研修制度は充実していると言える

◆ 先進的なマッサージの提供

近年増加している施術内容は、変形徒手矯正である。変形徒手矯正は変形してしまった骨格の矯正や固くなってしまった関節をほぐすマッサージサービスである。施術単価は通常のマッサージでは340円/局所だが、変形徒手矯正は780円/肢^{注2}である。施術単価が高いのは、あん摩マッサージ指圧師の十分な経験と高い技量が必要であるためである。同社の場合、前述のように充実した研修制度を設けて対応している。変形徒手矯正の施術割合は、17年9月では23.3%であったが、18年9月には58.9%にまで高まっている。

(注2) 肢
 上肢(手)・下肢(足)の肢

◆ あん摩マッサージ指圧師の高い稼働率

同社の業務委託を含めたあん摩マッサージ指圧師の稼働率は、開示されている16/3期以降、70%以上を維持している。勤務時間中にマッサージサービスを提供できる最大件数を分母として稼働率を計算しているが、利用者宅への往復の移動時間があるため訪問マッサージの稼働率100%というのは理論上ありえない。70%以上と高い稼働率を維持しているのは、事業所数が多いことから利用者宅への往復の移動時間が短いことに加え、あん摩マッサージ指圧師の事務時間を減少させるためにペーパーレス化を含め業務の効率化を図っているためである。

> 業績**◆ 過去の業績推移**

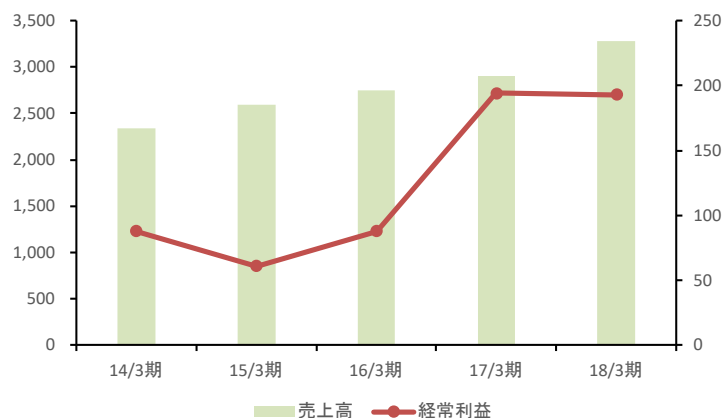
同社の業績は14/3期以降開示されている(図表4)。売上高は右肩上がりで推移しているが、経常利益は15/3期では大幅減益となる一方、17/3期には大幅増益と変動が大きい。

15/3期は前期比11.1%増と二桁増収であったが、経常利益は同30.4%減益となった。あん摩マッサージ指圧師を大量採用し、期末従業員数が14/3期末491名から15/3期末541名へと増加したが、採用コスト及び研修費用が高んだためである。

17/3 期は前期比 5.7%増収に対して、経常利益は同 119.7%増となった。16/3 期において、その他の事業の不採算事業の損失が拡大したため、17/3 期はその反動で大幅増益に至った。

【 図表 4 】 過去の業績推移

(単位: 百万円)



(出所) フレアス届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18年3月期業績

18/3 期業績は、売上高 3,284 百万円(前期比 13.3%増)、営業利益 164 百万円(同 0.4%増)、経常利益 193 百万円(同 0.3%減)、当期純利益 109 百万円(同 38.2%減)であった(図表 5)。

マッサージ事業は、売上高 2,988 百万円(前期比 14.9%増)、営業利益 733 百万円(同 26.2%増)であった。マッサージサービスの提供回数は 699 千回(同 5.4%増)であったが、施術一回当たりの単価が上昇したことで二桁増収となり、大幅営業増益となった。関節拘縮(こうしゅく)が^{注3}認められる利用者に対して、主治医の同意を得た上で、変形徒手矯正術(関節可動域に関する運動法)の実施を 18/3 期より本格的に注力しはじめた。その他の事業は、売上高 296 百万円(前期比 0.7%減)、営業利益 27 百万円(同 112.7%増)であった。17/3 期に営業損失が生じていた訪問歯科事業を廃止したため、微減収ながら大幅増益に繋がった。

マッサージ事業、その他の事業ともセグメント利益が好調にも関わらず全体の営業利益が微増益であったのは、上場準備のための管理担当の増員等といった一般管理費が増加したためである。

当期純利益が大幅減益であったのは、17/3 期に特別利益に計上した保険解約返戻金 96 百万円が 18/3 期にはなくなったことと、18/3 期には基幹システムの再構築に伴う固定資産除却損 23 百万円を特別損失として計上したためである。

(注3) 関節拘縮

関節は正常であれば、それぞれ一定の可動域をもっている。関節の可動域が制限されることで、屈曲や伸展が困難になる状態を指している

◆ 19年3月期第3四半期累計

19/3期第3四半期累計期間は、売上高2,826百万円、営業利益243百万円、経常利益280百万円、四半期純利益182百万円であった。マッサージ事業は売上高2,589百万円、営業利益637百万円で、セグメント利益率は24.6%と18/3通期と同水準だった。その他の事業は売上高236百万円、営業利益28百万円で、セグメント利益率は12.0%と18/3通期の9.2%から2.8%ポイント上昇した。その他の事業のセグメント利益率が改善したのは、18/3期に採算性が低かった居宅事業を廃止したためである。

居宅事業とは、要介護の認定を受けた人を対象として、自宅で介護保険サービスを利用するために必要なケアプランを、ケアマネージャーが作成・管理する業務である。

◆ 19年3月期業績予想

同社は19/3期業績について、売上高3,715百万円(前期比13.1%増)、営業利益251百万円(同52.6%増)、経常利益273百万円(同41.1%増)、当期純利益187百万円(同70.8%増)と計画している(図表5)。同社の業績予想は、18年12月までの実績に、19年1月以降の予想を加算したものである。

【図表5】19年3月期の業績予想

(単位:百万円)

	18/3期			19/3期予想		
	金額	構成比	前期比	金額	構成比	前期比
売上高	3,284	100.0%	13.3%	3,715	100.0%	13.1%
売上原価	1,895	57.7%	15.6%	2,068	55.7%	9.1%
人件費	-	-	-	1,550	41.7%	5.1%
業務委託費	-	-	-	186	5.0%	73.4%
販売費及び一般管理費	1,225	37.3%	15.6%	1,395	37.6%	13.9%
人件費	-	-	-	744	20.0%	12.3%
営業利益	164	5.0%	0.4%	251	6.8%	52.6%
経常利益	193	5.9%	-0.3%	273	7.4%	41.1%
当期純利益	109	3.3%	-38.2%	187	5.1%	70.8%

(注) 予想は会社予想

(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

マッサージ事業の保険適用サービスの売上高予想は、マッサージサービス一回当たりの単価にマッサージサービス提供回数に乗じて算出している。18/3期同様に施術一回当たりの単価上昇が見込める変形徒手矯正術の実施割合が上昇すると見込み、単価は前期比5.1%上昇するとしている。新規の利用者数は4,489名(前期比6.9%増)、利用者の逝去等を理由とする解約率3.8%を考慮して、利用回数は741千回(同6.0%増)を見込んでいます。なお、解約率3.8%は、18/3期実績の3.7%や17/3期以前の実績を踏まえた数字である。

その他の事業の売上高は前期並みの水準を想定していることから、マッサージ事業は前期比14%程度の増収を見込んでいる模様である。

売上原価は人件費等の増加を踏まえ2,068百万円(前期比9.1%増)と同社は予想している。売上原価中の人件費は、あん摩マッサージ指圧師の期中増員数を事業拡大を踏まえて20名としていること等から、1,550百万円(同5.1%増)と予想している。業務委託費を前期比73.4%増予想としているのは、マッサージサービスに関わる業務委託者の増加を見込んでいるためである。売上原価率は55.7%と前期比2.0%ポイントの低下を見込んでいる。なお、マッサージ業に関わるあん摩マッサージ指圧師の業務委託者は、同社に入社し、その後独立したあん摩マッサージ指圧師が殆どである。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は1,395百万円(前期比13.9%増)と同社は予想している。社内管理体制の強化を目的にマネジメント層の増員を図っていることから販管費中の人件費は744百万円(同12.3%増)を見込み、人件費以外の販管費については、コンプライアンス体制をはじめとする社内管理体制の強化のための諸費用増を想定している。

第3四半期累計では37百万円だった営業外収支を19/3期通期では22百万円とするのは、第4四半期に新規株式上場に伴う諸経費18百万円を想定しているためである。

特別利益及び損失については、第3四半期累計では特別利益1百万円を計上しただけであり、第4四半期における特別利益及び損失を同社は見込んでいない。

◆ 成長戦略

同社は成長戦略として、①拠点数のさらなる拡充、②法人営業活動の強化、③ラグジュアリー分野への展開を挙げている。

拠点数のさらなる拡充については、マッサージ業の事業所数は18年12月末時点で全国に96カ所(38都道府県)を擁しているが、都心部を主体に拠点数を増やしたいとしている。保険適用のマッサージサービスの場合、事業所と利用者宅との直線距離が16kmを超えると保険適用外となる。都心等需要の見込める地域への事業所設置は、あん摩マッサージ指圧師の高い稼働率にもつながるとしている。

法人営業活動の強化については、18年4月に法人営業の専門部署を設置し、営業の強化に乗り出した。保険適用のマッサージサービスは、現在は在宅者(個人)への訪問サービスが主力だが、老人ホーム等施設法人を対象とした訪問サービスを強化したいとしている。

ラグジュアリー分野への展開については、現在、星野リゾートの宿泊施設である「界」の15施設のうち10施設で、同じく「リゾナーレ」の3施設のうち1施設

でサービスを提供しているが、全ての施設へのサービス提供が検討課題である。

> 経営課題/リスク

◆ 療養費及び介護報酬の改定に伴うリスク

同社のマッサージ事業、及びその他の事業である訪問介護は、医療保険制度や介護保険制度等公的制度的利用に基づく売上計上である。医療保険制度における療養費等は概ね 2 年ごと、介護保険制度における介護報酬は概ね 3 年ごとに改定が行われている。マッサージ事業におけるマッサージサービスの施術料金等の下方的な改定が実施された場合、同社の経営成績、及び財政状態に重大な影響を及ぼす可能性がある。

◆ 成長のためには有利子負債に依存する可能性

同社の 19/3 期第 3 四半期末の有利子負債残高は 771 百万円に達しており、有利子負債依存度は 37.9%でとなっている。同社は、公的制度的利用に基づく売上計上が多く、サービス提供料の回収までの期間が長い。したがって、事業規模が拡大すると運転資本増加に伴ない、金融機関からの借入や社債の発行による資金調達の実施が必要となり、有利子負債に依存する可能性がある。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2017/3		2018/3		2019/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	2,900	100.0	3,284	100.0	2,826	100.0
売上原価	1,639	56.5	1,895	57.7	1,557	55.1
売上総利益	1,260	43.5	1,389	42.3	1,269	44.9
販売費及び一般管理費	1,096	37.8	1,225	37.3	1,025	36.3
営業利益	163	5.6	164	5.0	243	8.6
営業外収益	40	-	41	-	45	-
営業外費用	9	-	12	-	7	-
経常利益	194	6.7	193	5.9	280	9.9
税引前当期(四半期)純利益	282	9.7	170	5.2	281	10.0
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	177	6.1	109	3.3	182	6.4

貸借対照表	2017/3		2018/3		2019/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	1,511	95.1	1,879	95.2	1,915	94.1
現金及び預金	634	39.9	919	46.6	904	44.4
売上債権	769	48.5	878	44.5	983	48.4
棚卸資産	-	-	1	-	0	-
固定資産	77	4.9	94	4.8	119	5.9
有形固定資産	19	1.2	18	1.0	17	0.9
無形固定資産	19	1.2	32	1.7	37	1.8
投資その他の資産	38	2.4	42	2.2	64	3.2
総資産	1,588	100.0	1,973	100.0	2,034	100.0
流動負債	615	38.7	526	26.7	572	28.1
買入債務	-	-	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	157	9.9	224	11.4	214	10.5
1年内償還予定の社債	80	5.0	30	1.5	-	-
固定負債	378	23.8	742	37.6	575	28.3
長期借入金	354	22.3	566	28.7	406	20.0
純資産	595	37.5	705	35.7	887	43.6
自己資本	595	37.5	705	35.7	887	43.6

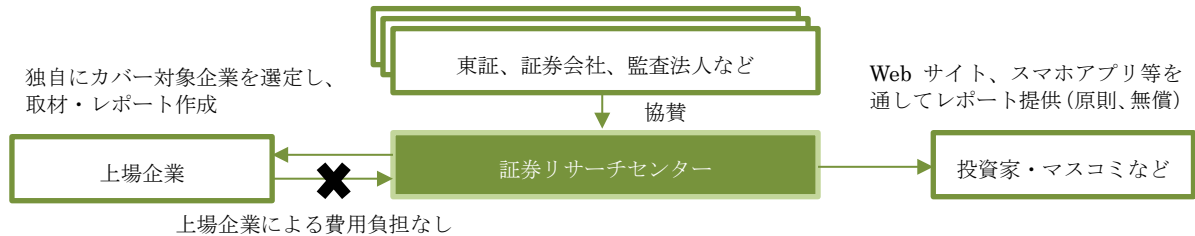
キャッシュ・フロー計算書	2017/3	2018/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	184	-39
減価償却費	6	6
投資キャッシュ・フロー	116	-57
財務キャッシュ・フロー	-68	379
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	232	282
現金及び現金同等物の期末残高	629	912

(出所) フレアス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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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。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。