

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:2012/7/27
調査日:2012/7/20
調査方法:企業訪問

歯科と美容に特化したネット広告をベースに事業ポートフォリオの拡大に着手

> 要旨

◆ 広告収入に次ぐ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持分法適用会社で、歯科と美容に特化したインターネット広告が主力事業。
- ・主力のポータルサイト運営事業は、自社運営のポータルサイトを通じて顧客である歯科医師やエステサロンのネット広告を展開。SEM 事業では顧客ホームページの SEO サービスとリスティング広告を提供。その他事業は顧客ホームページの作成や新聞折り込み広告等のほか、2012 年 5 月期にインプラント保証サービスを M&A で手中にし、13 年 5 月期からは歯科特化の人材紹介サービスを本格的に立ち上げ。

◆ 12 年 5 月期は SEO 不振と先行投資で減収減益

- ・2012 年 5 月期は売上高が 10.5 億円、営業利益は 1.3 億円、当期純利益は 0.6 億円で着地。初の連結決算のため前年同期比較ができないものの、単体の 11 年 5 月期実績からは実質的に減収減益。

> 投資判断

◆ 13 年 5 月期も先行投資負担で営業減益の見通し

- ・2013 年 5 月期の会社計画は売上高が前期比 3.9%増の 10.9 億円、営業利益は同 55.2%減の 0.6 億円、当期純利益は同 56.1%減の 0.3 億円を見込む。売上面では SEO サービスと新聞折り込み広告の苦戦を、新サービスのインプラント保証と人材キャリアでカバーして増収の見通し。一方、利益面では SEM 事業のセールスマックス悪化に加え、新サービスのインプラント保証と人材キャリアの先行投資負担で営業減益を見込む。

◆ アナリストは中長期業績予想を減額修正

- ・想定以上の SEO サービス苦戦と、インプラント保証サービス売上高の按分計上により、アナリストは前回レポートの中長期業績予想を減額修正した。主な修正ポイントは、有料歯科医会員数の増加にも関わらず歯科ポータルサイトの売上高が横ばいにと留まっていることから、ポータルサイト運営事業のセールスマックス悪化を認識。SEM 事業は SEO サービスの通減トレンドを予想し、その他事業ではインプラント保証サービスの売上高を按分計上に修正した。

◆ 中期的な適正株価水準は 170 円～270 円を想定

- ・新興市場(JASDAQ)の平均予想 PER12 倍と実績 PBR1.1 倍を、アナリストの 2016 年 5 月期予想 EPS14.2 円及び BPS244.0 円に当てはめると、中長期的な適正株価水準は 170 円～270 円のレンジが想定される。

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】	2012/7/20
株価(円)	485
発行済株式数(株)	5,134,000
時価総額(百万円)	2,490
上場日	2010/12/21
上場来パフォーマンス	-28.8%

	前期	今期予想
PER(倍)	33.8	67.3
PBR(倍)	2.2	2.3
配当利回り	0.4%	0.2%

	σ	β 値
リスク指標	153.5%	2.1

【主要KPI(業績指標)】

有料歯科医会員数(件)	
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	-42.1%	-52.5%	-33.4%
対TOPIX	-39.2%	-47.9%	-23.6%

*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3645120727

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)

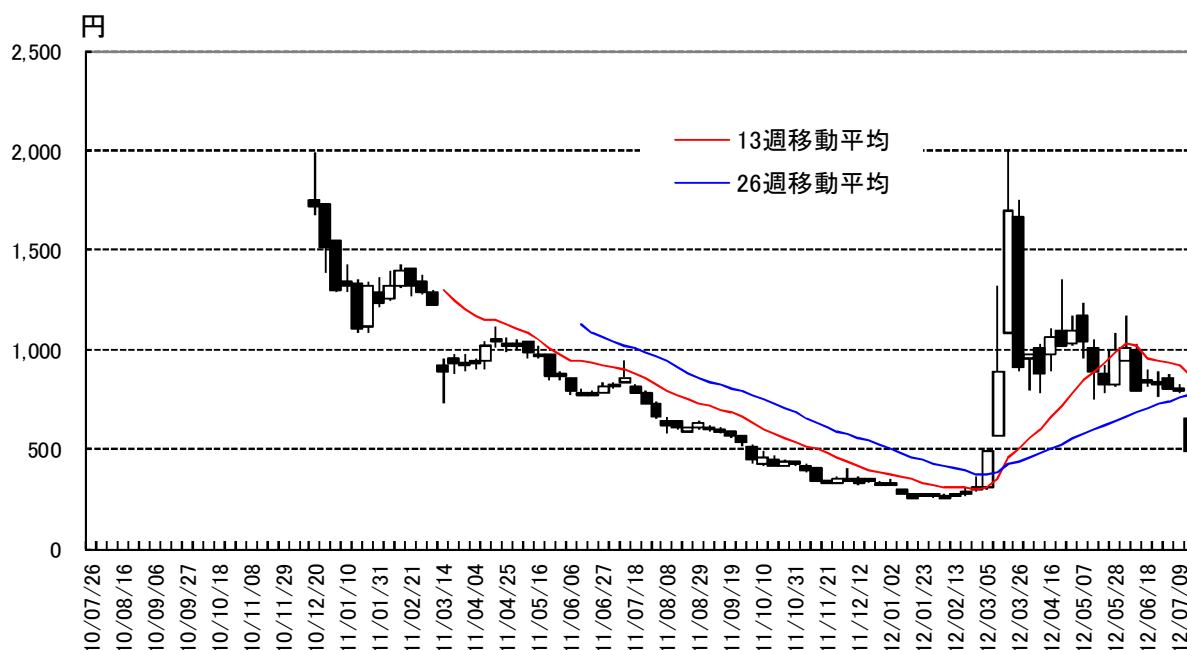
> 収益モデル

(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	5,134,000	5,134,000	5,134,000	5,134,000	5,134,000
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	-	211.8	220.7	231.8	244.0
ROE	25.0%	6.6%	-	3.4%	4.6%	5.3%	6.0%
株価(円)	858	936	485	485	-	-	-
PER(倍)	21.0	65.2	81.6	67.3	48.8	40.2	34.1
配当利回り	0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.4%	0.4%
PBR(倍)	3.9	4.5	-	2.3	2.2	2.1	2.0

(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

◆ 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を運営するエムスリーの持分法適用会社(持分 15.09% : 2012年5月変更報告書)で、歯科と美容に特化したインターネット広告を主力事業とする。

事業セグメントは3事業で構成されている。主力の「ポータルサイト運営事業」は、自社運営のポータルサイトを通じて顧客である歯科医師やエステサロンのネット広告を展開。「SEM 事業」では顧客(歯科医・エステ)ホームページのSEO(Search Engine Optimization : 検索エンジン上位表示対策)サービスとリスティング広告を提供する。

「その他事業」は顧客ホームページの作成や新聞折り込み広告等のほか、2012年5月期にはインプラント保証サービスをM&Aで手中にし、13年5月期からは歯科従事者の人材紹介サービスを本格的に立ち上げる方針。

新事業立ち上げで収益モデルの多様化を進め、広告収入に頼った「一本足」からの脱却を急ぐ

同社は創業以来、自由診療3科目(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、歯科と美容のネット広告に関連したポータルサイト運営事業とSEM事業をドライバーに業容を拡大しながらも、収益モデルは広告収入に頼る「一本足」の状態だった。今後はネット広告をベースにインプラント保証サービスや人材紹介サービス、B to B サービスなどの新事業を立ち上げ、事業ポートフォリオの拡充で手数料収入など新たな収益モデルの構築を急ぐ計画である。

> 決算概要

◆ 12年5月期はSEO不振と新事業立ち上げコストで減収減益

2012年5月期は売上高が10.5億円、営業利益は1.3億円、当期純利益は0.6億円で着地。初の連結決算のため前年同期比較ができないものの、単体の11年5月期実績(売上高11.9億円、営業利益3.1億円、当期純利益1.7億円)から、実質的には減収減益の決算となった。

売上面ではSEM事業のSEOサービスが不振だったほか、ポータルサイト運営事業も動画など高単価サービスのウェイトが下がるなど、セールスミックスの悪化が響いた。

利益面では収益性の高いSEOサービス比率が下がる一方、利幅の薄いリスティング広告のウェイトアップで粗利益率が悪化したうえ、M&Aによるインプラント保証サービスの経費増が収益を圧迫した。

なお、KPI(重要業績評価指標)の有料歯科医会員数は、11年5月期末の751件から12年5月期末には810件に増加するなど、事業基盤は震災影響を受けながらも堅実に拡大している。

SEO サービスの回復は困難。新たな収益モデルの構築が急務

◆ 12年5月期はアナリストの想定以上にSEOサービスが苦戦

アナリストは前回レポート(2011年11月発行)において、2012年5月期会社計画(期初)の未達を予想したが、実際の着地はアナリスト予想(売上高12.9億円、営業利益2.9億円)をも下回る結果となった。

この要因は利益率が50%前後と推察されるSEOサービスの不振によるもの。検索ポータルGoogleとYahoo! JAPANのアルゴリズム変更(11年2月)で、顧客ホームページを検索結果上位に表示させるSEOサービスのパフォーマンスが悪化。12年5月期はアルゴリズム対策等を実施するも、当該サービスの顧客離れに歯止めがかからず、SEM事業はSEOサービスの落ち込みとセールスマックスの悪化で、12年5月期のセグメント利益は8割減だったと推察される。

13年5月期以降もSEOサービスの回復は困難と予想されることから、同社の現状は広告収入に次ぐ収益モデルの確立が急務と考えられる。

> 業績見通し

◆ 13年5月期の会社計画は先行投資負担で営業減益の見通し

2013年5月期の会社計画は売上高が前期比3.9%増の10.9億円、営業利益は同55.2%減の0.6億円、当期純利益は同56.1%減の0.3億円を見込む。売上面ではSEOサービスと新聞折り込み広告の苦戦を、新サービスのインプラント保証と人材キャリアでカバーして増収の見通し。一方、利益面ではSEM事業のセールスマックス悪化に加え、新サービスのインプラント保証と人材キャリアの先行投資負担で営業減益を見込む。

◆ 13年5月期は新サービス投入で収益モデルの多様化に取り組む

2013年5月期はインプラント保証と人材キャリアの本格立ち上げのほか、歯科・美容のエンドユーザー向け会員ビジネスやB to Bサービスへの参入、米国での歯科ポータルサイト本格運営などの新サービスに着手し、収益モデルの多様化で14年5月期以降の収益回復を目指す方針である。

新たな収益モデルの構築で14年5月期以降の業績回復を目論む

インプラント保証サービスは、一定の保証金(2万円~3万円/1本)で治療後の脱落・破折を、保証限度額(30万円~40万円/1本)の範囲内で10年間保証するサービス。売上高は保証金を保証期間で按分計上するため、保証件数積み上げのストック型ビジネスモデルで、17年5月期の黒字化を計画している。なお、保証リスクを回避すべく、インプラント保障引当金はもちろんのこと、仏再保険大手のCCR社に再保険を依頼しているため、当該サービスの収益性はリスクとして認識する引当金及び再保険料の審査精度に左右される。

人材キャリアサービスは歯科医師や歯科衛生士に特化した人材紹介サービスで、出稿料などの定額課金のほか、成功報酬型の課金制度を

導入する方針。同社は歯科ポータルサイトの運営実績やノウハウから人材需要をある程度把握しており、サービス初年度である13年5月期からの収益寄与を見込む。

これに対し、エンドユーザー向け会員ビジネスや米国での歯科ポータルサイト運営、B to B ビジネスへの参入などは、トライ&エラーを繰り返しながら中長期的に収益モデルを確立する方針である。このうち13年5月期はエンドユーザーの会員組織構築を優先させ、会員向けエステサロン予約サービスに伴う送客手数収入を、新たな収益モデルとして確立させる構え。中長期的には会費収入やサービス利用に伴うユーザー課金を導入する方針だが、課金開始時期等は定まっていない模様。

◆ アナリストは中長期業績予想を減額修正

想定以上のSEOサービス苦戦と、インプラント保証サービス売上高の按分計上により、アナリストは前回レポート(2011年11月発行)で提示した中長期業績予想を減額修正した。

まず2013年5月期は売上高14.5億円→10.5億円、営業利益3.5億円→0.6億円。14年5月期売上高15.8億円→11.3億円、営業利益4.1億円→0.9億円。15年5月期売上高17.1億円→12.1億円、営業利益4.6億円→1.1億円と、それぞれ減額修正した。

事業セグメント別の修正ポイントは、有料歯科医会員数の増加にも関わらず歯科ポータルの売上高が横ばいにと留まっていることから、ポータルサイト運営事業のセールスマックス悪化を認識。SEM事業はSEOサービスの逡減トレンドを予想し、その他事業ではインプラント保証サービスの売上高を按分計上に修正した。

なお、同社が掲げているエンドユーザー向け会員ビジネスや米国での歯科ポータルサイト運営、B to B ビジネスへの参入などは、現時点でサービス開始時期や投入コンテンツ、課金モデル等が定まっておらず、上記アナリストの業績予想に含めていない。

以上から同社の業績は、先行投資負担の重い13年5月期を底に、14年5月期から緩やかな回復に転じると予想されるものの、過去の利益成長を牽引したSEOサービスの失速で、中長期的な利益成長のスピードダウンは避けられないと考えられる。

今後の中期的な注目ポイントは、インプラント保証と人材キャリアの売上高動向に加え、会員向け課金ビジネスなどの新たな収益モデルの投入時期と想定される。

短期的には人材キャリア、長期的にはインプラント保証に注目

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、配当性向 10%を目途に配当政策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 円配となるも、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、株主還元継続への姿勢を示している。

> 今後の株価見通し

◆ 変化率の大きい株価動向に留意

同社の株価は 2010 年 12 月のマザーズ上場から、過度な期待が先行していると考えられる。公募価格 840 円に対し初値は 1,750 円と人気先行のスタートを切り、直後に 1,990 円を付けるも下落トレンドに陥り、12 年 1 月には安値 252 円を付けた。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 3 月には 1,998 円まで上昇するなど、株価は 2 ヶ月間で約 1,700 円の上げ幅を演じた。

現在の株価は、13 年 5 月期の最終減益見通しなどで直近高値を大きく下回る 480 円の水準だが、それでもアナリストの今期予想 PER などでは割高感が強く、バリュエーション面から株価の妥当性を説明できない。

したがって、予想 PER や予想 PBR などの株価指標を基にした今後の株価動向は、もう一段の下落リスクを否定できない。

> 株価バリュエーション

◆ 中期的な適正株価水準は 170 円～270 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、同業他社との株価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、顧客などの収益モデルが異なるため、株価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) の平均予想 PER12 倍と実績 PBR1.1 倍を、アナリストの 2016 年 5 月期予想 EPS14.2 円及び BPS244.0 円に当てはめると、中長期的な適正株価水準は 170 円～270 円のレンジが想定される。

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かわかりを示す指標です。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場合があります。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