企業調査レポート

日本ライフライン

7575 東証 1 部

企業情報はこちら >>>

2017 年 6 月 29 日 (木)

執筆：客員アナリスト
宮田仁光
FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**

FISCO Ltd.
http://www.fisco.co.jp

日本ライフライン
7575 東証 1 部
2017 年 6 月 29 日 (木)
http://www.jll.co.jp/

目次

■要約 01
1. 循環器疾患領域のスペシャリストとして仕入商品も自社製品も扱う 01
2. 2018 年 3 月期も 2017 年 3 月期同様に 2 ケタの増収増益を見込む 01
3. 新中期経営計画で 5 ヶ年の業績予想を上方修正 01

■会社概要 02
1. 沿革 02
2. 事業概要 04
3. 流通構造 05
4. セグメント別売上高の概要 06
5. ターニングポイント 08

■業績動向 10
1. 2017 年 3 月期の業績動向 10
2. 2017 年 3 月期品目別売上高の動向 11
3. 財務状況 14

■今後の見通し 15
1. 2018 年 3 月期の業績見通し 15
2. 2018 年 3 月期品目別売上高の動向 16

■中期計画 17
● ローリング方式の中期計画 17

■株主還元策 19
● 株主還元と長期投資 19

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

心臓循環器領域を牽引する商社・メーカー、利益成長も株主還元も享受できるステージ

国内の医療機器市場は高齢化を背景に緩やかに拡大しており、その中でも循環器領域は、高齢化に加えて医療機器の進歩による適応症例の拡大等により、他の領域に比べ高い伸びを示している。そのような市場環境の中で、日本ライフライン <7575> は循環器領域を専門とする輸入商社として取扱商品を広げるとともに、自社製品の開発を開始し、メーカー機能を強化しながら事業を拡大してきた。

1. 循環器領域のスペシャリストとして仕入商品も自社製品も扱う

日本の医療機器市場においては、MRI や内視鏡等の一部の診断機器を除き、直接治療に用いられる心臓ペースメーカーなどの高度な医療機器については、欧米メーカー等の輸入品に対する依存度が高い。日本ライフラインは創業より、海外メーカーと独占販売契約を締結し、先端的な医療機器を日本国内に導入することで、国内の医療現場とのネットワークを築いてきた。また、日本の医療現場のニーズを開発に反映した自社製品の開発製造も行っており、メーカーとしての認知度も高まっている。現在では、仕入商品も自社製品も扱うユニークな事業形態をとる循環器領域のスペシャリストとして、業界を牽引する企業の 1 つに数えられる。

同社は、不整脈、心筋梗塞・狭心症、心臓弁膜症、大動脈瘤など、循環器の幅広い疾患に対する医療機器を取り扱っている。仕入商品については欧米を中心とする海外メーカーと独占販売契約を締結しており、薬事申請・承認プロセス、国内におけるマーケティング、教育等の国内市場への導入及び販促活動を同社が一気通貫で手掛けており、商社でありながらもメーカーに近い役割を担っていることから仕入商品においても収益性が高いことを特徴としている。

2. 2018 年 3 月期も 2017 年 3 月期同様に 2 ケタの増収増益を見込む

直近の業績としては、2017 年 3 月期業績は売上高 37,181 百万円（21.7%増）、営業利益 7,685 百万円（107.7%増）と飛躍した。品目区分としては、心臓ペースメーカーなどを扱うリズムディバイス、不整脈の診断や治療に用いる電極付きカテーテルなどを扱う EP/ アブレーション、人工弁や人工血管などを扱う外科関連、狭心症や心筋梗塞の治療に用いるカテーテルなどを扱うインターベンションに分かれているが、各セグメントとも売上高は 20%前後の高い伸びとなった。さらに 2018 年 3 月期も売上高 41,828 百万円（12.5%増）、営業利益 9,472 百万円（23.3%増）と、引き続き同社は 2 ケタの増収増益を見込んでいる。

3. 新中期経営計画で 5 ヶ年の業績予想を上方修正

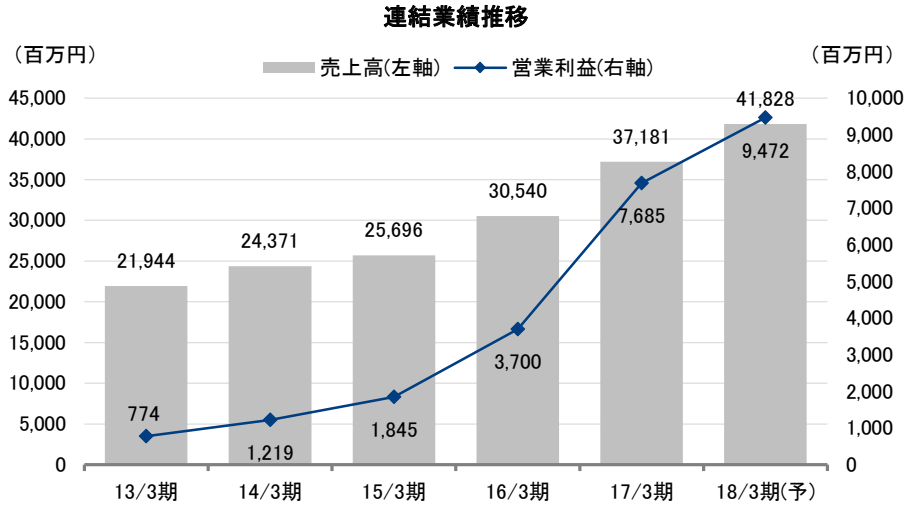
同社はこれまで業績好調を背景に、中期計画を毎年上方修正してきた。今期の中期経営計画についても、2022 年 3 月期売上高 662 億円、営業利益率 25% へと上方修正している。あわせて増配も続けており、利益成長も株主還元も享受できるステージといえよう。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

Key Points

・商社機能とメーカー機能を併せ持つ循環器領域の医療機器のスペシャリスト
・オンリーワン製品の寄与に加え、仕入商品の収益性も高く高水準の利益成長が続く
・マーケット拡大を背景に販売数量の増加を見込み、2018 年 3 月期も 2 ケタ成長へ



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

増本会長と鈴木社長の二人三脚で同社の強みを形作った

1. 沿革

同社の始まりは、現会長の増本武司（ますもとたけし）氏※が 1973 年に心臓ペースメーカーの販売事業を開始したことにある。その後、医療機器市場の拡大を確信した増本会長が、現社長の鈴木啓介（すずきけいすけ）氏とともに同社を創業した。同社設立は 1981 年で、80 ～ 90 年代に輸入商社としてのポジションを確立、取扱商品を広げるとともに国内の営業網を整備するなど業容を拡大した。2000 年代に入ってからは、自社製品を積極的に開発するようになり、2010 年代にはオンリーワン製品の伸長によりメーカーとしてのポジションも確立した。現在では、循環器領域を専門として仕入商品と自社製品を併せ持つ、独自のビジネスモデルを確立している。

※ 増本武司氏は 2017 年 6 月 28 日付で取締役会長を退任し、同日付で名誉会長に就任の予定である。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

沿革

1981年 2月	東京都豊島区に日本ライフライン株式会社を設立 心臓ペースメーカを発売
1989年 3月	PTCA バルーンカテーテルを発売
1990年 3月	人工心臓弁を発売
1991年 7月	人工血管を発売
1992年 1月	商品センターを開設
1994年 1月	PTCA ガイドワイヤーを発売
1994年 3月	PTCA ガイディングカテーテルを発売
1994年10月	人工心肺装置を発売
1995年11月	人工肺及び EP（電気生理用）カテーテルを発売
1997年12月	株式を日本証券業協会に店頭売買 (現 JASDAQ) 銘柄として登録、株式公開
1998年 2月	冠動脈ステントを発売
1999年 8月	リサーチセンターを開設
2000年10月	浮間ファクトリーを開設
2001年 4月	自社製 PTCA ガイドワイヤーを発売
2001年 8月	ICD(植込み型除細動器) を発売
2002年 4月	自社製 EP（電気生理用）カテーテルを発売
2003年 4月	自社製アブレーションカテーテルを発売
2005年 8月	心房中隔欠損閉鎖器具を発売
2006年 4月	ISO13485:2003 の認証取得 (取得事業所：薬事・品質保証部、浮間ファクトリー、リサーチセンター)
2006年12月	CRT-D(除細動機能付き両心室ペースメーカ) を発売
2007年 6月	ソーリン・グループ CRM（現 LivaNova 社）心臓不整脈治療製品の独占販売契約を締結
2007年 7月	研修センター“天王洲アカデミア”を開設
2007年 9月	ソーリン・グループ・ジャパン株式会社を吸収合併
2008年 1月	本社を東京都品川区に移転
2009年 2月	JUNKEN MEDICAL 株式会社（旧商号：株式会社ウベ循研）を子会社化※ 1
2009年 4月	JUNKEN MEDICAL 社製人工血管を発売
2010年10月	SYNEXMED（HONG KONG）LTD. および心宜医疗器械（深セン）有限公司を子会社化
2012年 1月	戸田ファクトリー稼動
2012年10月	心腔内除細動システムを発売
2012年12月	株式会社ハートブレーンを設立※ 2
2013年 5月	胸部用ステントグラフトを発売
2014年 4月	自社製 PTCA バルーンカテーテルを発売
2014年 7月	JUNKEN MEDICAL 社製オープンステントグラフトを発売
2014年10月	小山ファクトリーを開設
2016年 1月	腹部用ステントグラフトを発売
2016年 5月	株式を東京証券取引所 JASDAQ（スタンダード）から同取引所市場第一部へ市場変更

※ 1 JUNKEN MEDICAL 株式会社は平成 29 年 4 月 1 日付けで、当社に吸収合併しております。
※ 2 株式会社ハートブレーンは平成 28 年 1 月 1 日付けで、当社に吸収合併しております。
出所：同社ホームページより掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

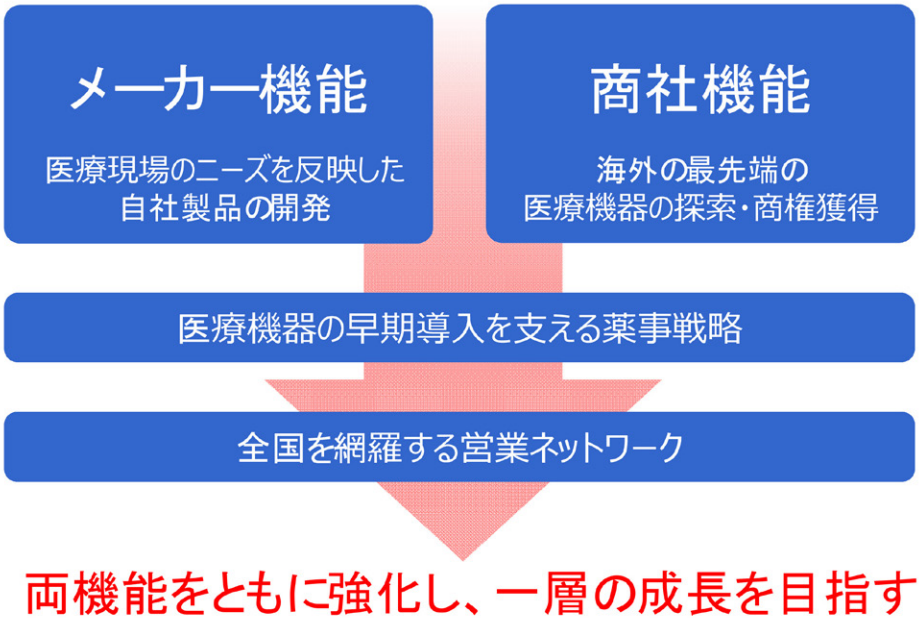
メーカー機能と商社機能を併せ持つユニークな事業モデル

2. 事業概要

医療機器は検査や手術など様々な医療場面で使われ、MRI 等の大型機器から注射器までサイズの大小・値段の高低が多岐にわたる。日本の医療機器業界は充実した健康保険制度の下で、世界でも有数の市場となっているが、心臓ペースメーカーなどに代表される、高度な管理が必要とされる医療機器については、日本メーカーが欧米の巨大メーカーに規模で劣後していることや、医療機器という生命に直接関わる製品を扱うことに対する参入障壁の高さから、大半の医療機器を輸入品に依存してきた。とはいえ近年、オリンパス <7733> の消化器内視鏡やテルモ <4543> のカテーテル、シスメックス <6869> の検体検査機器など、日本メーカーのスキルアップによって世界で受け入れられるような医療機器も開発されるようになってきた。

こうした背景の下、同社は心臓ペースメーカーの輸入販売を開始して以来長きにわたって、販売拠点を全国に広げながら海外の先端医療機器を国内へ導入してきた。医療機器の販売には高度な専門知識が求められるが、同社は医師と密にコミュニケーションをとるなかで、専門商社として製品に対する目利きの力を養ってきたといえる。さらに自社製品の開発においても、第一線で活躍する医師とのネットワークを生かし、海外メーカーが行わない、ニーズにきめ細かく対応した製品開発を行っている。また、医療機器の導入には、製品の安全性や有効性を示すデータの取得や行政との折衝などを通じて、薬事承認の取得が必要となるが、同社は長年の導入経験に基づき、薬事部門の体制強化を進めてきた。こうした全国規模での販売体制と充実した薬事体制が、日本に販路を持たない海外メーカーにとって、同社を日本における販売パートナーとして魅力あるものにしている。

同社の成長基盤



出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

専門商社・メーカーとして循環器医療機器業界で多くの役割を果たす

3. 流通構造

販売体制としては、北海道から沖縄まで日本全国 36 の営業拠点（2017 年 3 月期末）があり、高度な専門知識を持ったスタッフが医療関係者のサポートを行っている。同社の販売先は医療機関及び販売代理店であるが、医療機関への直接販売は僅かであり、その多くが販売代理店を通じての販売となっている。営業担当者は医療機関に対する製品情報の提供等の専門的業務に専念し、商品在庫の補充や販売に係る事務等について販売代理店の協力を得ることにより、効率的な営業形態をとっている。

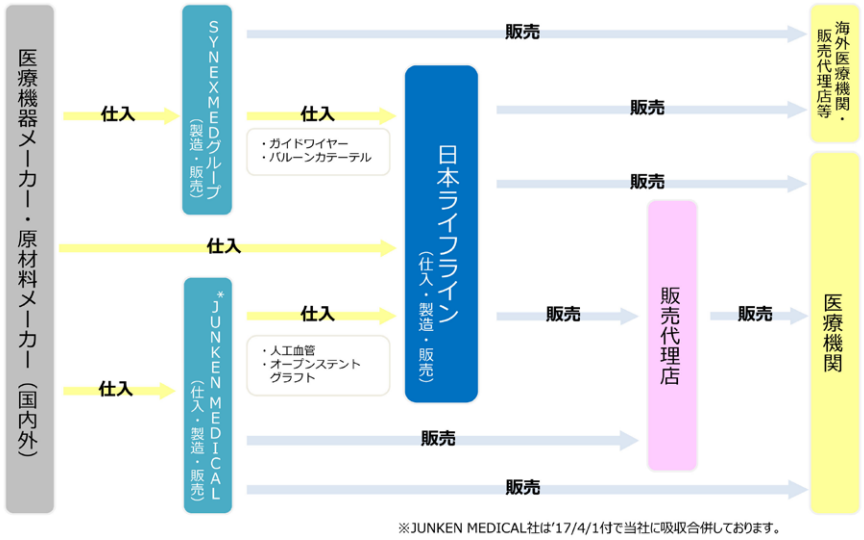
商品の仕入について、同社は欧米を中心とする海外メーカーと独占販売契約を締結しており、同種の医療機器であれば 1 社の商品のみを取り扱う。また国内における薬事承認の取得や、円滑に医療機器を普及させるための学会等を通じたマーケティング、教育などをメーカーに近い立場で行っている。さらに商品を医療機関に預け、使用された時点で売上計上する預託販売という医療機器業界に特有の商習慣があることから、メーカーや販売代理店に代わって在庫負担がある。しかしこれらの負担を負う代わりに、同社の仕入商品における売上総利益率は平均 40% から 45%であり、一般的な商社としての利益率を超えている。国内における 2 次的な流通を行う販売代理店は複数社の製品を扱うことができ、在庫負担が軽いものの、売上総利益率が 20%を下回る水準である企業が多いことを踏まえると両者の事業形態が異なることが明確である。

また、メーカーとして自社製品の開発及び製造を行っており、現在、国内に研究開発拠点（リサーチセンター）と 3 ヵ所の製造拠点（戸田ファクトリー、小山ファクトリー、市原ファクトリー）を有している。

自社でガイドワイヤー、EP カテーテルやアブレーションカテーテルの開発・製造を手掛けるほか、M&A によるポートフォリオの拡大も進めてきた。2009 年には当時国内メーカーとして唯一人工血管を製造していたウベ循研（JUNKEN MEDICAL 株式会社に改称）を買収し、人工血管を自社製品として取り込んでいる。また、2010 年にはガイドワイヤーやバルーンカテーテルを製造する SYNEXMED グループ（香港・深セン）を子会社化し、新たにバルーンカテーテルを製品ラインナップに追加した。なお、人工血管の開発・製造を行う JUNKEN MEDICAL 社については、開発・製造におけるシナジーや効率化を見込んで、2017 年 4 月に同社に吸収合併した。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業の系統図



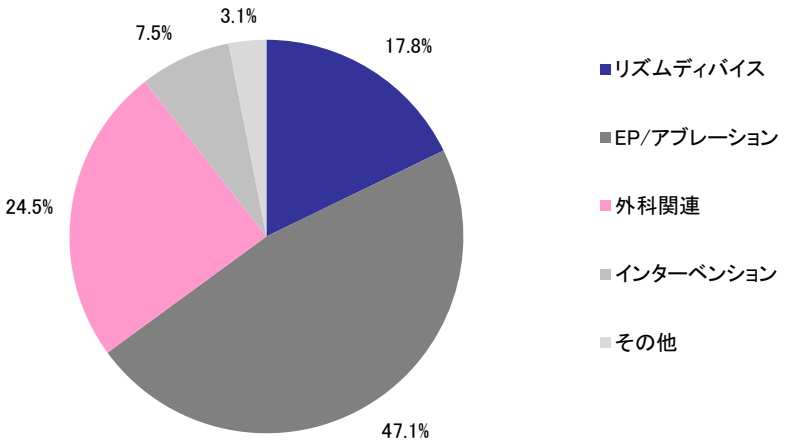
出所：決算説明会資料より掲載

循環器疾患に特化した製商品構成

4. セグメント別売上高の概要

同社の事業領域は、リズムディバイス、EP/ アブレーション、外科関連、インターベンション、その他の 5 つに大別される。

セグメント別売上高構成比（2017年3月期）



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

リズムディバイスでは、不整脈治療用の体内植込み型機器を扱っている。主な商品は心臓ペースメーカー、ICD（植込み型除細動器）、CRT-D（除細動機能付き両心室ペースメーカー）など電気刺激によって心臓の動きを正常に保つ植込み型機器のほか、AED（自動体外式除細動器）も扱っている。なお、この品目区分は全て仕入商品である。

リズムディバイス

心臓ペースメーカ
（ LivaNova社製）

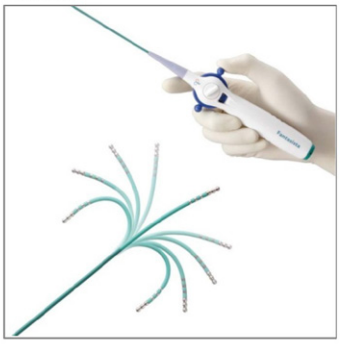
ICD（ 植込み型除細動器）
（ LivaNova社製）

出所：決算説明会資料より掲載

EP/ アブレーションでは、不整脈検査・治療用のディスポーザブル式の電極付きカテーテルを取り扱っている。主な自社製品は心臓内で電位を測定する EP カテーテルや異常な電気刺激経路を焼き切るアブレーションカテーテル、オンリーワン製品の心腔内除細動カテーテル及び食道温モニタリングカテーテルなどである。また仕入商品としてはオンリーワン商品の心房中隔穿刺針がある。なお、カテーテルとは、中空の柔らかく細い管であり、皮膚の表面から血管に挿入して治療を行う医療機器を広く指す。

EP/ アブレーション

アブレーションカテーテル
（ 自社製品）



EP（ 電気生理用）カテーテル
（ 自社製品）

出所：決算説明会資料より掲載

外科関連では、機能を喪失した血管や心臓の弁を人工の臓器に置き換えて治療する外科手術用の医療機器を扱っている。主な自社製品は人工血管、オープンステントグラフトであり、これらはいずれも JUNKEN MEDICAL 社で製造している。また主な仕入商品は、胸部・腹部用ステントグラフト、人工心臓弁、人工弁輪などである。ステントグラフトとは、人工血管と同じく大動脈瘤の治療に用いられる医療機器であるが、開胸手術を行う人工血管に対し、ステントグラフトはステントといわれるバネ状の金属の筒を縫い付けた人工血管を、カテーテルに収縮した状態で治療部位まで挿入し、バネの力で血管に押し付けて固定することで治療する医療機器である。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

外科関連

人工心臓弁
（ LivaNova社製）

人工血管
（ JUNKEN MEDICAL社製）

出所：決算説明会資料より掲載

インターベンションでは、主に心筋梗塞や狭心症などを治療するための医療機器を扱っている。主な自社製品は心筋梗塞などの際に血管（冠動脈）のつまりを治療するガイドワイヤー及びバルーンカテーテルである。また主な仕入商品は同じく心筋梗塞等の治療を補助する貫通用カテーテルや、先天性の構造的心疾患を治療する際に用いる心房中隔欠損閉鎖器具などである。

インターベンション

バルーンカテーテル
（ 自社製品）

ガイドワイヤー
（ 自社製品）

出所：決算説明会資料より掲載

ターニングポイントは、過去の販売権喪失による大幅減収

5. ターニングポイント

同社は循環器領域を専門としながら、海外製品の輸入と自社製造という事業形態を両立している。日本の大手の医療機器企業の多くはメーカーであるが、同社のように商社としてスタートした企業が、なぜその後メーカーとしての機能を併せ持つに至ったのか。

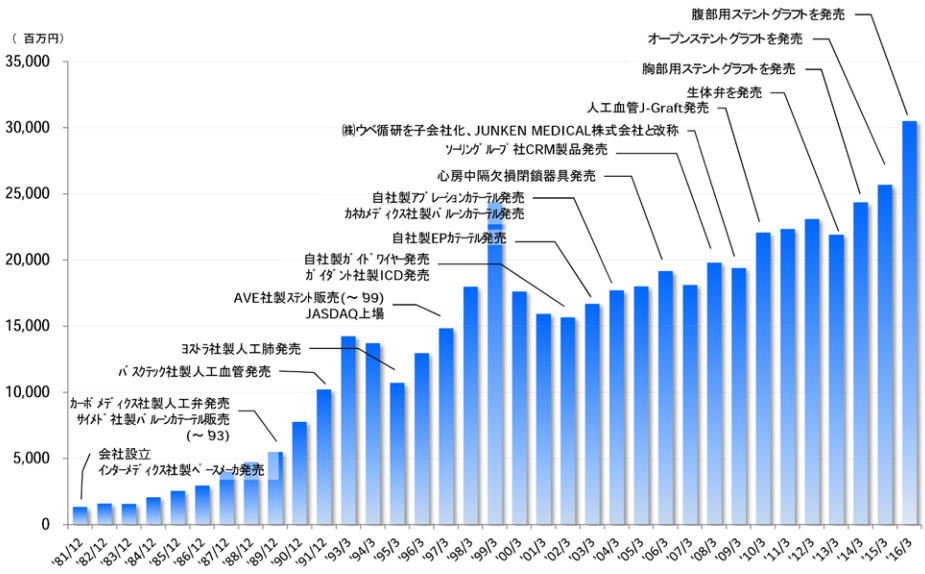
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

それは、1999 年 3 月期から 2000 年 3 月期にかけて、当時、冠動脈ベアメタルステントの仕入先であった AVE 社が競合企業に買収され国内における販売権を失ったことにより、大幅減収となったことをきっかけとしている。同社ではそれまでにも同様のケースを複数経験しており、販売権喪失のリスクに備えるための一つの手段として 1999 年にリサーチセンターを立ち上げ、自社製品の開発に着手した。2001 年には初の自社製品としてガイドワイヤーを発売し、その後に EP カテーテルやアブレーションカテーテルなどへ順次、自社製品を拡大していった。

さらに 2009 年 3 月期には宇部興産の子会社で国内唯一の人工血管メーカーであったウベ循研を買収した。これも当時、人工血管の仕入先であったバスクテック社が競合企業に買収されたことが背景にあり、その後の自社製品の人工血管「J Graft」シリーズやオンリーワン製品であるオープンステントグラフトの上市へとつながっている。

このようにラインナップを拡充してきた自社製品の成長に拍車をかけたのが、2012 年 10 月に上市したオンリーワン製品である心腔内除細動システム専用カテーテル「BeeAT」である。同製品は心房細動のアブレーション治療のおよそ 8 割で使用されており、症例数増加を背景として急速に販売数量を伸ばし、同社売上高に占める自社製品の比率を高めるとともに、利益水準向上の要因となった。

同社の歴史と売上高推移



出所：決算説明会資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

業績動向

利益率が大幅改善し 2017 年 3 月期営業利益は 2 倍増

1. 2017 年 3 月期の業績動向

2017 年 3 月期業績

（単位：百万円、%）

	16/3 期	売上比	17/3 期	売上比	増減率
売上高	30,540	100.0	37,181	100.0	21.7
売上総利益	17,250	56.5	21,998	59.2	27.5
販管費	13,550	44.4	14,313	38.5	5.6
販売費	517	1.7	552	1.5	6.8
人件費	6,744	22.1	6,849	18.4	1.6
研究開発費	933	3.1	1,051	2.8	12.6
営業利益	3,700	12.1	7,685	20.7	107.7
経常利益	3,574	11.7	8,010	21.5	124.1
親会社株主に帰属する当期利益	2,804	9.2	5,350	14.4	90.8

注：販売費：販売促進費 + 広告宣伝費
出所：決算短信よりフィスコ作成

2017 年 3 月期売上高は 21.7%増の 37,181 百万円と好調だった。品目別売上高は、リズムディバイスが 6,617 百万円（19.1%増）、EP/ アブレーションが 17,528 百万円（22.0%増）、外科関連が 9,099 百万円（27.1%増）、インターベンションが 2,783 百万円（23.6%増）と、各セグメントとも好調に推移した。

営業利益は約 2 倍の 7,685 百万円と大きく伸びた。売上増に加え利益率が大きく改善したことが理由である。具体的には、保険償還価格※の改定が実施されたものの、自社製品の原価改善や収益性の高い新商品の構成比が上昇したことにより売上総利益率が 2.7 P 改善した。自社製品の開発関連費用や業容拡大に伴う物流関連費用などコストは増加したが、販売増によるスケールメリットが効いて販管費率が 5.9 P 改善した。

※ 保険償還価格：健康保険の給付対象となる特定保健医療材料の価格で、政府により決定される。医療費抑制や内外価格差是正といった医療制度改革の一環として、2 年ごとに診療報酬と同時に見直されている。同社の販売する製商品の大部分が対象に含まれており、直近では、2016 年春に実施された保険償還価格の引き下げによって 2017 年 3 月期の業績に影響が生じた。

親会社株主に帰属する当期利益は 90.8%増の 5,350 百万円となった。これは為替差益の発生と前期に計上したシンジケートローン手数料が当期はほぼ無いことにより営業外収支が 451 百万円改善したものの、前期に計上した投資有価証券売却益が当期はなくなったことで特別損益が 975 百万円悪化したためである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

主要品目はすべて 20%前後の高い売上成長

2. 2017 年 3 月期品目別売上高の動向

品目別売上高

（単位：百万円、%）

	16/3 期	売上比	17/3 期	売上比	増減率
リズムディバイス	5,557	18.2	6,617	17.8	19.1
EP/ アブレーション	14,371	47.1	17,528	47.1	22.0
外科関連	7,158	23.4	9,099	24.5	27.1
インターベンション	2,252	7.4	2,783	7.5	23.6
その他	1,200	3.9	1,152	3.1	-4.0

出所：決算短信よりフィスコ作成

リズムディバイスの内訳は、ペースメーカー関連の売上高が 5,674 百万円（18.1%増）、ICD 関連 724 百万円（16.0%増）、その他 218 百万円（71.4%増）である。2016 年 3 月に全身の MRI（磁気共鳴画像）検査対応ペースメーカー「KORA250（コーラ 250）」を発売したことで販売数量の回復が進んだ。「KORA250」は、従来制約のあった胸部の MRI 撮像が可能になったことに加え、世界最小クラスの本体サイズや電池寿命の長さが好評の背景であった。また、2016 年 12 月に MRI 検査に対応したタインド型のペースメーカーリード「Petite（ペティート）」を発売したことでラインナップが充実したことも、販売数量増に寄与した。一方、長寿命かつ小型サイズの「PLATINIUM（プラティニウム）」シリーズの ICD 及び CRT-D の寄与により ICD 関連も販売数量が増加した。

リズムディバイス関連

出所：同社ホームページより掲載

EP/ アブレーションの内訳は、EP カテーテルが 13,160 百万円（25.9%増）、ABL カテーテル 1,258 百万円（5.7%減）、その他 3,109 百万円（20.3%増）。EP カテーテルは心房細動のアブレーション治療の症例数が増加したことにより、オンリーワン製品である心腔内除細動システム専用カテーテル「BeeAT（ビート）」や食道温モニタリングシステム専用カテーテル「Esophastar（エソファスター）」が引き続き好調だった。また、国内で同社のみが販売する高周波心房中隔穿刺針「RF ニードル」の販売数量が増えた。しかしアブレーションカテーテルは、イリゲーション機能付製品の本格的な市場導入が遅れ減収となった。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

EP/ アブレーション関連

自社グループ製品		仕入商品
日本ライフライン社製		BAYLIS MEDICAL社製
心腔内除細動システム 専用カテーテル「BeeAT」	食道温モニタリングシステム 専用カテーテル「Esophastar」	高周波心房中隔穿刺針 「RFニードル」
2012/10発売 ONLY ONE	2015/4発売	2013/5発売 ONLY ONE

出所：同社ホームページより掲載

外科関連の内訳は、人工弁関連が 1,755 百万円（30.3％増）、人工肺関連が 113 百万円（24.5％減）、人工血管関連が 7,229 百万円（27.7％増）だった。主力の人工血管関連ではステントグラフトで、胸部用に加え 2016 年 1 月に腹部用「AFX ステントグラフトシステム」が新たに導入され販売数量を押し上げた。さらに、同社のオンリーワン製品であるオープンステントグラフト「J-Graft FROZENIX（ジェイ・グラフト・フローゼニクス）」も、治療の低侵襲化（患者の負担軽減）に寄与することから普及が進んだ。人工弁関連では、抗石灰化処理によって耐久性を高めた生体弁「CROWN PRT（クラウン・PRT）」の寄与で販売数量が増加した。

外科関連

自社グループ製品		仕 入 商 品	
JUNKEN MEDICAL社製		Bolton Medical社製	Endologix社製
人 工 血 管 「J-Graft」	オープンステントグラフト 「J-Graftオープンステント グラフト」	胸部用ステントグラフト 「RELAY Plus」	腹部用ステントグラフト 「AFX」
開 胸 手 術		経 皮 的 治 療	
	ONLY ONE		NEW

出所：同社ホームページより掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

インターベンションの内訳は、バルーンカテーテルが 814 百万円（8.9%減）、ガイドワイヤーが 373 百万円（14.5%減）、その他が 1,596 百万円（73.2%増）だった。バルーンカテーテルは販売数量が概ね前期並みだったが、保険償還価格引き下げの影響により減収となった。ガイドワイヤーは競争激化により販売数量を落とした。その他では、2016 年 2 月に導入した心房中隔欠損閉鎖器具「Figulla Flex Ⅱ（フィギュラ・フレックスⅡ）」が医療機関からの評価が高く短期間に市場シェアを拡大したほか、心筋梗塞などの治療に用いる貫通用カテーテル「Guideliner（ガイドライナー）」も引き続き堅調だった。

インターベンション

自社グループ製品		仕 入 商 品	
SYNEXMED社製	日本ライフライン社製	Vascular Solutions社製	Occlutech Holding AG社製
バルーンカテーテル「canPass」	ガイドワイヤー「ATHLETE」	貫通用カテーテル「GuideLiner」	心房中隔欠損閉鎖器具「Figulla FlexⅡ」

出所：同社ホームページより掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

ROA、ROE ともに急改善、キャッシュも急増

3. 財務状況

貸借対照表及び経営指標

（単位：百万円、%、倍）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期
総資産	27,110	28,932	33,163	36,165	40,427
流動資産	17,420	19,471	23,789	25,943	29,025
棚卸資産	7,348	9,106	9,784	10,584	10,272
設備資産	5,024	6,384	5,942	7,283	7,726
金融資産	14,738	13,442	17,437	18,298	22,429
有利子負債	5,556	7,411	5,257	11,430	10,103
株主資本	15,338	14,600	15,454	15,984	20,869
純資産	15,412	14,626	15,385	15,890	20,750
設備投資	1,336	1,901	331	1,752	905
減価償却費	565	576	770	717	753
キャッシュ・フロー	1,084	374	1,894	3,521	6,103
総資産営業利益率	2.9	4.4	5.9	10.7	20.1
自己資本当期利益率	3.4	-1.4	7.5	17.9	29.2
当期利益率	2.4	-0.8	4.4	9.2	14.4
総資産回転率	0.8	0.9	0.8	0.9	1.0
レバレッジ	1.8	1.9	2.1	2.2	2.1
自己資本比率	56.6	50.5	46.6	44.2	51.6
流動比率	219.5	214.1	182.7	192.2	216.3

注：設備資産：有形固定資産＋無形固定資産＋敷金等、金融資産：総資産 - 棚卸資産 − 設備資産、
有利子負債：長短借入金、キャッシュフロー：当期利益＋減価償却費、
自己資本比率：株主資本÷総資産× 100
出所：決算短信及び決算説明会資料よりフィスコ作成

自己資本当期利益率（ROE）が伸びている。2013 年 3 月期からは当期利益率、総資産回転率、レバレッジがともに ROE を押し上げた格好だが、特に当期赤字になった 2014 年 3 月期からは、総資産回転率の着実な改善も好印象ではあるものの、当期利益率の改善に目を見張る。自社製品など好採算のオンリーワン製商品が伸びていることが主因と考えられる。同様に総資産営業利益率（ROA）の伸びも高い。

資産面では、在庫資産の増加が抑制される一方設備資産が着実に増加、利益の伸びが営業キャッシュフローを通じて金融資産に積みあがっていることが分かる。フロー面からフリーキャッシュフローが積み上がっていることになり、投資余力や配当余力が急拡大していることを示している。中期業績への同社の自信次第だが、積み上がったキャッシュをどう生かすかは今後の大きな課題といえよう。

なお、2017 年 3 月期に大幅増収となった割に棚卸資産の伸びが低いのは、初期在庫がかさむ新商品の上市が前期と比べて少なかかったためと見る。業界内には在庫を医療機関に置いて、使用された時点で売上高に計上する預託販売という商習慣があり、緊急手術に用いる医療機器で、サイズバリエーションが多い商品が上市された場合等には一時的に棚卸資産が膨らむことがある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

今後の見通し

新商品導入に伴う費用等が増加するも 2018 年 3 月期も 20%営業増益見込み

1. 2018 年 3 月期の業績見通し

2018 年 3 月期の業績見通し

（単位：百万円、%）

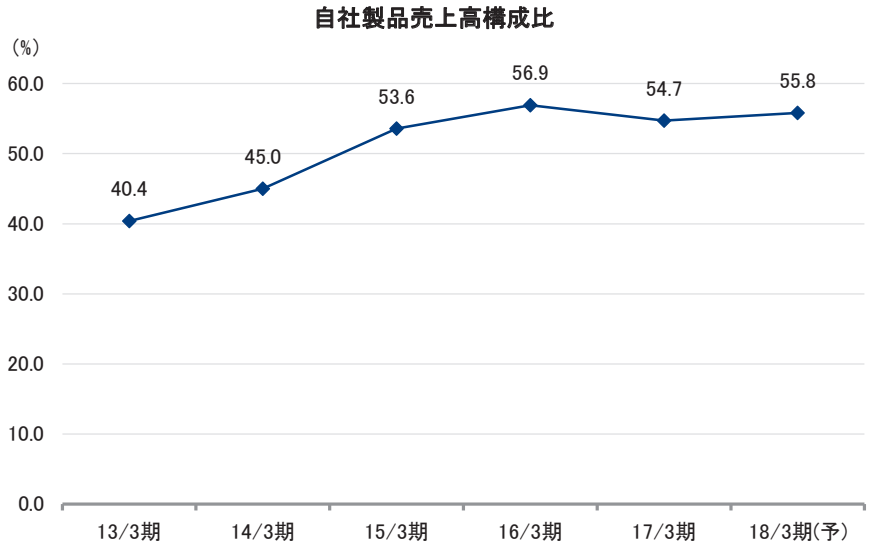
	17/3 期	売上比	18/3 期 (予)	売上比	増減率
売上高	37,181	100.0	41,828	100.0	12.5
売上総利益	21,998	59.2	25,835	61.8	17.4
販管費	14,313	38.5	16,362	39.1	14.3
販売費	552	1.5	-	-	-
人件費	6,849	18.4	-	-	-
研究開発費	1,051	2.8	-	-	-
営業利益	7,685	20.7	9,472	22.6	23.3
経常利益	8,010	21.5	9,604	23.0	19.9
当期利益	5,350	14.4	6,684	16.0	24.9

注：販売費：販売促進費 + 広告宣伝費
出所：決算短信よりフィスコ作成

同社は 2018 年 3 月期売上高 41,828 百万円（12.5%増）、営業利益 9,472 百万円（23.3%増）を見込んでいる。2018 年 3 月期は保険償還価格の改定が行われず、引き続き症例数の増加が見込まれることから、オンリーワン商品をはじめ販売数量増による増収が期待される。しかし、2017 年 3 月期にはその前の期に導入した新商品が通期で寄与している一方で、2018 年 3 月期の新商品は第 4 四半期の上市予定であり、進行期への寄与が限定的であることなどから増収率は鈍化する見込みとなっている。品目別売上高はリズムディバイスが 7,036 百万円（6.3%増）、EP/ アブレーション 20,090 百万円（14.6%増）、外科関連 11,284 百万円（24.0%増）、インターベンション 3,416 百万円（22.7%増）を計画している。

売上総利益率は、保険償還価格の改定がないことから下げ圧力がない一方、好採算の製品比率の上昇、製商品ともに進む原価改善などから 2.6P 改善することが見込まれている。販管費率は、人件費や新商品上市に伴う広告宣伝費等が拡大するため、若干悪化する見込みであるものの、販管費増を吸収して営業利益は 23.3% の増益を計画している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：会社資料よりフィスコ作成

2018 年 3 月期も 2 けた増収、2019 年 3 月期につながる新製品ラインアップ

2. 2018 年 3 月期品目別売上高の動向

品目別売上高

（単位：百万円、%）

	17/3 期	売上比	18/3 期 CE	売上比	増減率
リズムディバイス	6,617	17.8	7,036	16.8	6.3
EP/ アブレーション	17,528	47.1	20,090	48.0	14.6
外科関連	9,099	24.5	11,284	27.0	24.0
インターベンション	2,783	7.5	3,416	8.2	22.7
その他	1,152	3.1	-	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

リズムディバイスの売上高計画の内訳は、ペースメーカー関連が 6,017 百万円（6.1%増）、ICD 関連が 742 百万円（2.5%増）、その他が 276 百万円（26.4%増）。前期に比べ伸び率が低いのは、2017 年 3 月期に MRI 検査対応ペースメーカーの導入が進んでおり、今後は市場シェアの回復が緩やかになることを予想したためである。

EP/ アブレーションの内訳は、EP カテーテルが 15,089 百万円（14.7%増）、アブレーションカテーテルが 1,227 百万円（2.5%減）、その他が 3,773 百万円（21.3%増）。EP カテーテルは心房細動のアブレーション治療の症例数増というトレンドが続く見通しであり、依然として売上増が期待できる。アブレーションカテーテルで、バルーンテクノロジーを利用した新商品の内視鏡アブレーションシステム「HeartLight（ハートライト）」を投入する計画だが、上市時期が第 4 四半期のため本格的な寄与は 2019 年 3 月期になる見込みである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

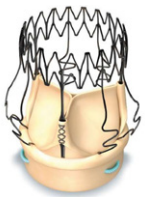
外科関連の内訳は、人工弁関連が 1,979 百万円（12.8％増）、人工肺関連が 76 百万円（33.0％減）、人工血管関連が 7,955 百万円（10.1％増）、血液浄化関連が 1,272 百万円（2017 年 3 月期の品目区分はその他）。人工弁関連の縫合不要の生体弁「PERCEVAL（パーシバル）」を 2018 年 3 月期第 4 四半期新たに上市する計画だが、寄与は 2019 年 3 月期が見込まれる。なお、胸部用ステントグラフトの取引先であるボルトンメディカル社が競合企業に買収されたが、2018 年 4 月末までの契約期間内の販売には影響はない模様である。

インターベンションの内訳は、バルーンカテーテルが 1,087 百万円（33.6％増）、ガイドワイヤーが 415 百万円（11.3％増）、その他が 1,913 百万円（19.9％増）。2018 年 3 月期第 1 四半期末に末梢用の新製品である「Mastuly（マストリー）」の本格販売を予定しており、バルーンカテーテルの販売数量の一層の増加が期待される。また、2017 年 2 月に薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro（オシロ）」に関する独占販売契約をバイオトロニック社と締結しており、2018 年 3 月期第 4 四半期に上市する予定である。

2018 年 3 月期に投入する新商品の一例

アブレーション治療用カテーテル
「Heart Light」
出所：同社ホームページより掲載

薬剤溶出型ステント「Orsiro」



スーチャレス生体弁
「PERCEBAL」

中期計画

足もとの大幅増益を反映し、中期経営計画目標も上方修正

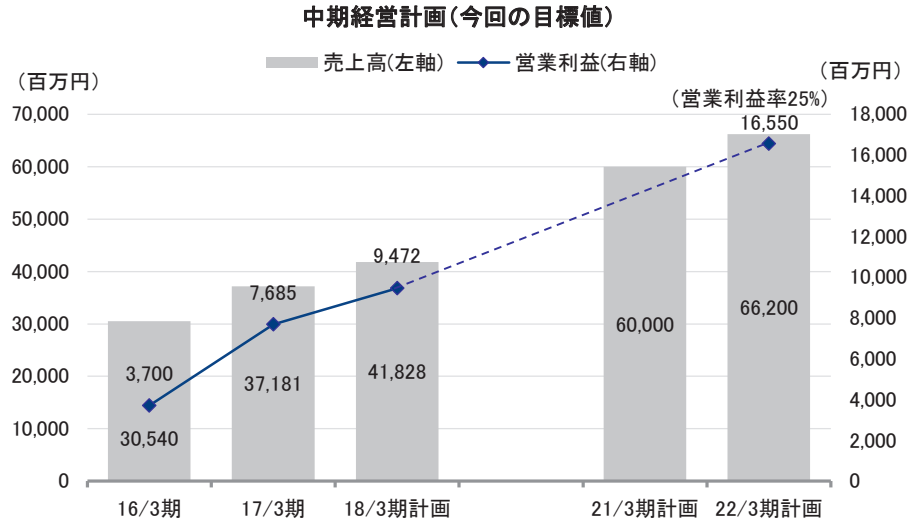
● ローリング方式の中期計画

同社は 5 年間の中期計画を毎年ローリングし更新している。2016 年 5 月に発表した計画では 2021 年 3 月期売上高 578 億円、営業利益率 18％が中期目標として示されたが、2017 年 5 月の更新では、2022 年 3 月期売上高 662 億円、営業利益率 25% へと上方修正している。

中期的な前提としては、国内高齢化や医療機器の進歩により心疾患向け医療機器の市場が拡大を続けること、日本国内に同社と同じ規模の販売体制や薬事体制を持つ企業がないことを背景に海外製品の調達力が強く商品パイプラインが豊富であること、さらに自社製品については、研究開発拠点の拡充や海外工場の建設を検討するなど、今後も自社製品への注力を強め、さらなる成長に向けた準備を進めていることなどを考慮すると、成長は依然として続きそうである。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

一方、リスクもある。医療機器として製品の不具合によるリコールが発生する可能性があること、新商品に関する薬事承認が想定以上に期間を要した場合、上市時期が遅延し他社製品に対する優位性が低下するおそれがあること、特定保険医療材料の償還価格改定による販売価格の下落、仕入先メーカーに対する他社 M&A による販売権の喪失――である。しかし、経営はこれらの発生可能性を常に念頭に置いており、当然ながら一定の対策は立てていると考えられる。販売権の喪失に関しては過去に発生したことのあるリスクであるが、今後もポートフォリオの拡大を進めることによりこれらのリスクを低減していく方針である。



出所：会社資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

株主還元策

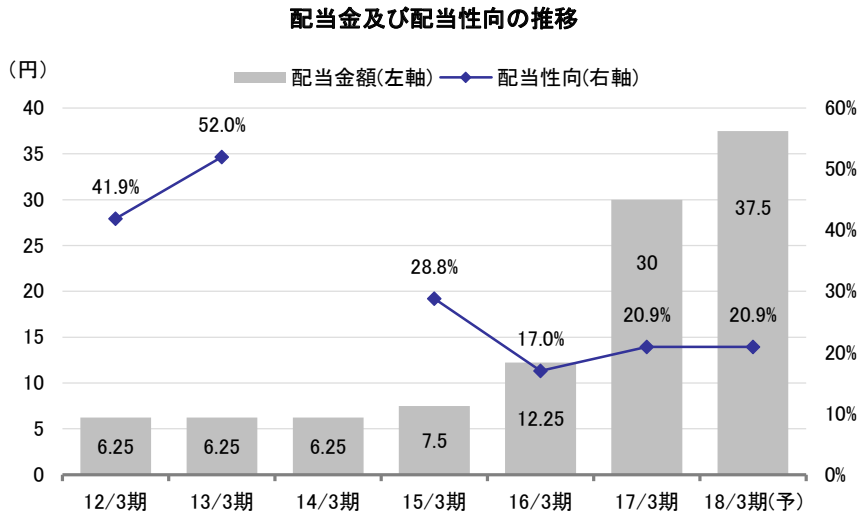
利益成長に合わせ増配を継続

● 株主還元と長期投資

同社は利益還元の基本方針について「業績および今後の事業展開における資金需要等を勘案し、必要な内部留保を確保しながら安定的な配当を継続することを中心として、株主の皆様に対する利益還元策を適宜実施していく」とするとともに「内部留保金については、当社の強みを活かした自社製造製品の開発・生産等に投資し、業績の向上を図ることにより企業価値を高めていく」としており、利益成長に合わせて増配を実施している。

FISCO による財務分析や同社のこれまでの中期計画を考えると、今後もフリーキャッシュフローは拡大を続けると推測される。利益還元と内部留保のバランスを取りながらも投資余力、配当余力ともに増しており、利益成長も株主還元も享受できる成長ステージといえよう。さらに同社は、足元急速に膨らむフリーキャッシュフローを、海外工場投資や心臓疾患以外へのビジネス拡大の原資にもしたい考えである。

なお、2015 年 10 月 1 日付及び 2016 年 12 月 1 日付で、それぞれ普通株式 1 株につき 2 株の割合で株式分割を行った。



出所：同社ホームページよりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

FISCO

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“ＪＡＳＤＡＱ ＩＮＤＥＸ”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願いします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ