COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

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 12 月 29 日（金）

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

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

目次

■要約 01

■事業概要 03

1. 事業内容 03
2. 流通構造 04
3. 品目別の状況 05
4. ターニングポイント 09

■業績動向 10

1. 2018 年 3 月期第 2 四半期の業績動向 10
2. 2018 年 3 月期第 2 四半期品目別売上高の動向 12

■業績見通し 13

1. 2018 年 3 月期の業績見通し 13
2. 2018 年 3 月期品目別売上高の見通し 14
3. 中期経営計画 16

■株主還元策 18

■情報セキュリティ 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

医療機器業界をけん引する輸入商社でメーカー、独自商品で成長加速

日本ライフライン <7575> は、輸入商社とメーカーの 2 つの顔を併せ持つ、独立系でハイブリッドな医療機器専門商社である。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いる。なかでも循環器領域は、高齢化に加えて医療機器の進歩による適応症例の拡大などにより、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、同社は医療機器の専門輸入商社として海外の仕入商品を拡大するとともに、メーカーとして自社製品の開発も強化している。

日本の医療機器市場では、MRI や内視鏡など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は欧米メーカー等への依存度が高い。同社は創業以来、こうした海外メーカーと独占販売契約を締結して先端的な医療機器を導入し、日本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反映した製品の開発も強化しており、メーカーとしての認知度も高めている。現在では、独自性の強い仕入商品と自社製品を扱う、ユニークな事業形態の循環器領域のスペシャリストとして、業界をけん引する企業の 1 社に数えられている。

不整脈、心筋梗塞・狭心症、心臓弁膜症、大動脈瘤など、同社は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原則、欧米を中心とする海外メーカーと独占販売契約を締結するが、そればかりでなく、国内における薬事申請、マーケティング、教育、販促といった製造以外のプロセスを、同社は一気通貫で手掛けている。このように、単に仕入れて売るだけでなくメーカーに近い役割も担っているため、仕入商品であっても収益性が高いという特徴がある。自社製品については、もちろん収益性は高いが、人工血管や心腔内除細動システム専用カテーテルなど国内で高シェアを誇るものも少なくなく、メーカーとして評価も高い。

2018 年 3 月期第 2 四半期の業績は、売上高 20,267 百万円（前年同期比 13.4% 増）、営業利益 4,858 百万円（同 42.1% 増）となった。磁気共鳴画像（MRI）検査に対応した心臓ペースメーカーや心房細動（AF）治療関連製商品などが好調で売上をけん引した。利益面では、仕入商品、自社製品ともに高収益の品目が伸びたことに加え、連結子会社の吸収合併に伴う未実現利益の調整や一部販管費の期ずれも営業増益の要因となった。このため、第 2 四半期の業績は、計画比で売上高 659 百万円、営業利益 961 百万円の上振れとなり大幅な達成となった。

2018 年 3 月期通期の業績見込みについて、同社は売上高 41,828 百万円（前期比 12.5% 増）、営業利益 9,472 百万円（同 23.3% 増）を見込んでいる。下期は一部新商品の上市が先送りとされる見込みだが、織り込んでいた計画値が少なく、また既存商品については引き続き販売の好調が維持できる見通しであることから、2 桁の増収を計画している。利益面では、好採算の製商品の構成比が高まることなどから売上総利益率の改善が見込まれる一方、下期へ期ずれした販管費の消化が予定されている。このため、同社は期初の業績予想を変えていない。しかし、第 2 四半期での売上高の勢いや売上総利益率のトレンド、販管費の抑制を考慮すると、下期も計画を超える収益となる可能性は高いように思われる。

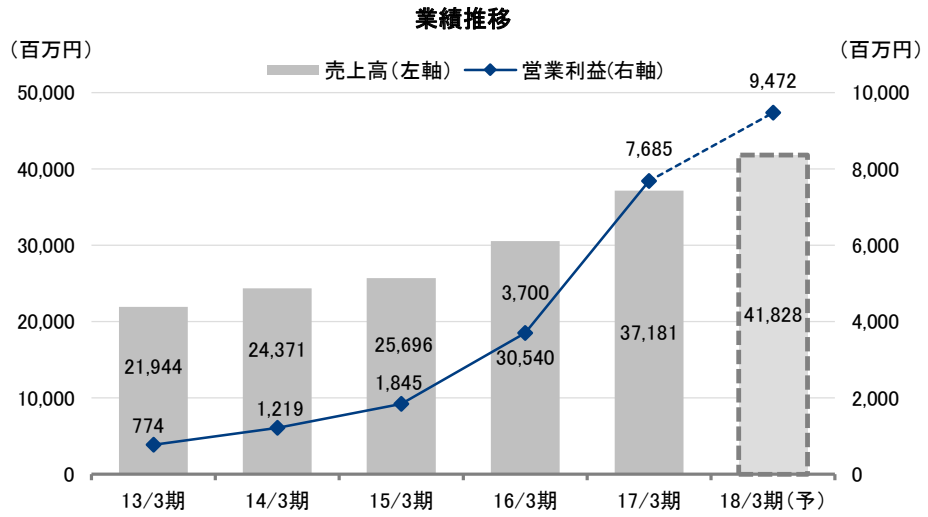
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

同社は中期経営計画で、2022 年 3 月期の売上高 662 億円、営業利益率 25% を目指している。国内の高齢化や医療機器の進歩、同社の販売体制や薬事体制、生産体制などを考慮すると、十分射程圏内と考えられる。加えて、循環器以外の新規事業領域への進出や海外工場建設をテコにした輸出の強化など、ドメインの拡大も検討している。足元の収益の強さもあり、中期成長をさらに押し上げることになるだろう。

Key Points

- 輸入商社でメーカーというハイブリッドな医療機器専門商社。高齢化や医療機器の進歩など環境良好
- 販売体制や薬事体制、独占販売契約の仕入商品、現場ニーズに合った自社製品に特徴。高収益体質を誇る
- 2018 年 3 月期は計画達成の可能性大。中期経営計画目標も足元の業績の強さにドメイン拡大でさらに押し上げへ



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.

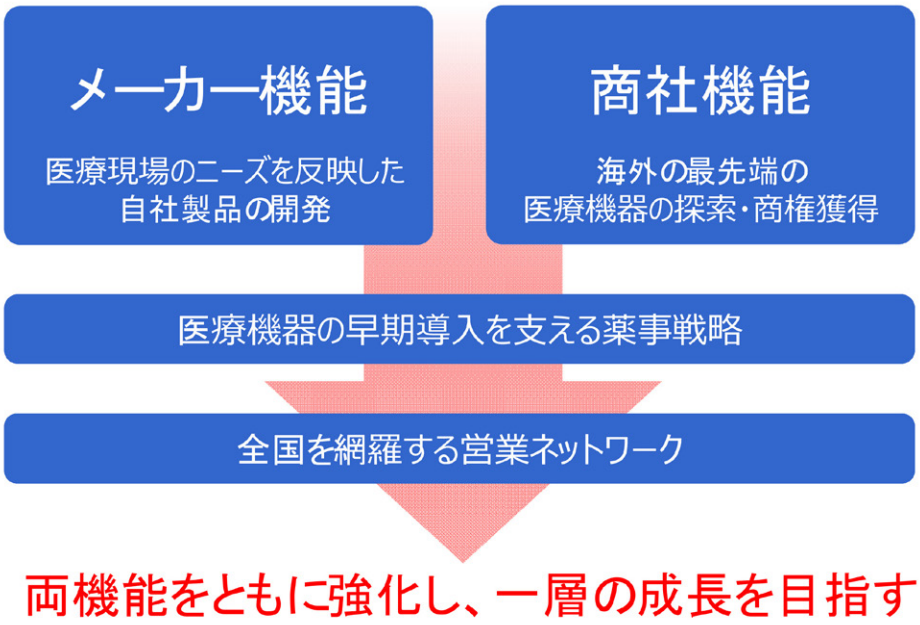
事業概要

全国規模の販売体制、充実した薬事体制、海外メーカーと競合しない自社製品

1. 事業内容

同社は心臓ペースメーカーの輸入販売を開始して以来今日まで、海外の先端医療機器を国内へ導入しながら販売拠点を全国に広げてきた。同社は、医療機器の専門家として高度な専門知識を持って医師と密にコミュニケーションを取り、専門商社として商品に対する目利きの力を養い、さらには第一線で活躍する医師とのネットワークを生かして、現場ニーズにきめ細かく対応した製品を開発している。また、医療機器の導入には薬事承認の取得が必要となるが、長年の導入経験に基づいて薬事部門の体制を強化しており、製品の安全性・有効性を示すデータの取得や行政との折衝などをスムーズに進めることができる。全国規模の販売体制、充実した薬事体制、製品開発体制といった特徴に加えて独立系ということもあり、日本に販路を持たない海外メーカーにとって、同社は、販売パートナーとして信頼と魅力にあふれる取引先と言うことができる。

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果たす役割は多い

2. 流通構造

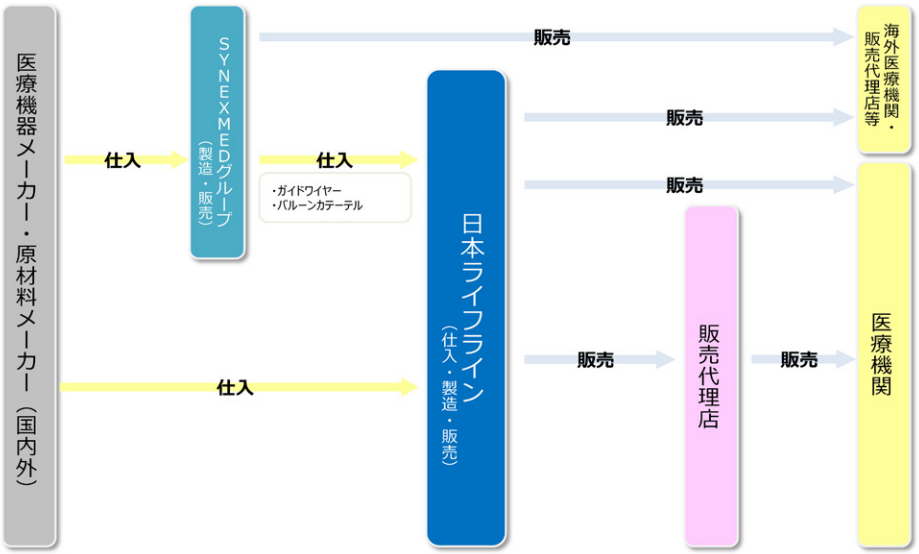
販売体制としては、北海道から沖縄まで日本全国 44 の営業拠点（2018 年 3 月期第 2 四半期末）があり、高度な専門知識を持ったスタッフが各地で医療関係者のサポートを行っている。同社の販売先は医療機関と販売代理店であるが、医療機関への直接販売はわずかで、その多くが販売代理店を通じての販売となっている。同社の営業担当者は医療機関への製品情報の提供などの専門的業務に専念する一方、商品在庫の補充や販売にかかる事務といった単純作業は販売代理店の協力を得るなど、効率的な営業形態を取っている。

仕入商品については、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っている。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などを通じたマーケティング、医療機関などへの教育といったプロセスをメーカーと同等の立場で行っている。さらに、商品を医療機関に預けて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、販売代理店にない在庫負担が生じる。しかし、こうした様々な負担を負う代わりに、同社の仕入商品の売上総利益率は平均 40% ～ 45% と、一般的な問屋・商社と比較して非常に高い。国内で 2 次的流通を担う医療機器の販売代理店は、複数メーカーの商品を扱うことができ在庫負担は軽いものの、売上総利益率が 20% を下回る水準であり、このことを考えれば両者の事業構造の差は明確と言える。

同社は自社製品の開発・製造を行うメーカーでもある。現在、国内に研究開発拠点（リサーチセンター）と 3 ヶ所の製造拠点（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や EP カテーテル、アブレーションカテーテルの開発や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（株）ウベ循研（JUNKEN MEDICAL（株）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。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自社製品としてラインナップに加えた。なお、2017 年 4 月に開発・製造におけるシナジーや効率化を見込んで、JUNKEN MEDICAL 社を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



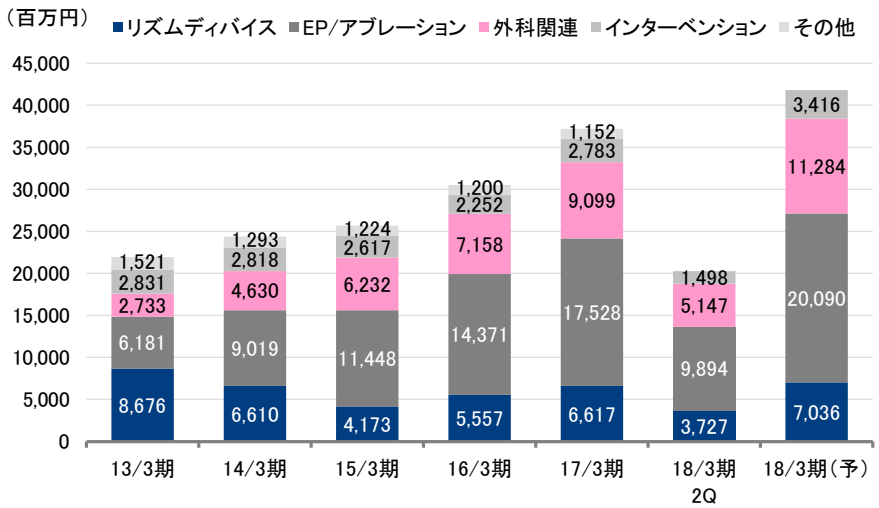
出所：決算説明会資料より掲載

循環器疾患に特化した製商品の構成

3. 品目別の状況

同社の品目領域は、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の 4 つに大別される。

品目別売上高推移

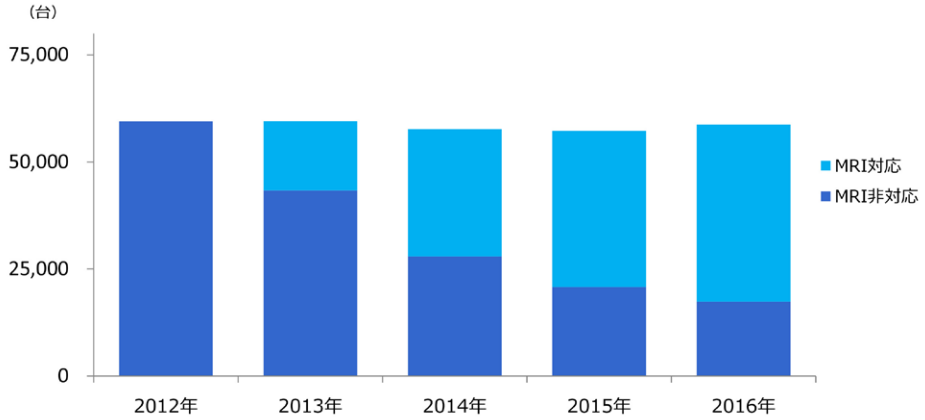


※その他区分は子会社合併に伴い 18/3 期より外科関連の血液浄化関連に統合した。
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

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.

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。心臓ペースメーカーの市場では、MRI 対応のペースメーカーが主流を占めるようになってきたため、同社も「KORA250」など MRI 対応の商品を投入している。なお、リズムディバイスはすべて仕入商品である。

ペースメーカー市場販売数量の推移



※一般社団法人　日本不整脈デバイス工業会 統計値に基づき作成
※シングル・デュアルチャンバの販売数量。2012年は全てMRI非対応として表示

出所：決算説明会資料より掲載

リズムディバイス

心臓ペースメーカ
（ LivaNova社製）

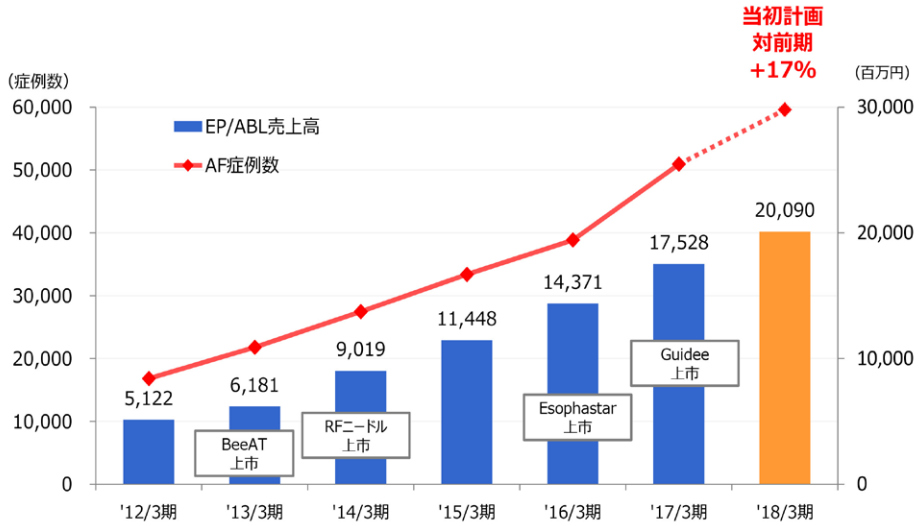
ICD（ 植込み型除細動器）
（ LivaNova社製）

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、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、食道温モニタリングカテーテルである。仕入商品には、オンリーワン商品の心房中隔穿刺針がある。2018 年 3 月期上期には症例数が前年同期比 20% 増になるなど、心房細動（AF）のアブレーション治療件数が近年急速に伸びている。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。

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.

心房細動（AF）のアブレーション治療の推移



出所：決算説明会資料より掲載

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とオープンステントグラフトであり、これらは 2017 年 4 月に吸収合併した JUNKEN MEDICAL 社で製造していたものである。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、人工弁輪である。腹部領域の AFX ステントグラフトシステムは好評で、導入 1 年で 10% を超えるシェアを獲得した。なお、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。開胸手術を行う人工血管に対し、ステントと言われるバネ状の金属の筒を縫い付けた人工血管を、カテーテルに収納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.

外科関連商品群

開胸手術		経皮的治療	
自社製品		仕入商品	
人工血管	オープンステントグラフト	胸部用ステントグラフト	腹部用ステントグラフト
J-Graft	J-Graft FROZENIX	RELAY Plus	AFX
日本ライフライン社製		Bolton Medical社製	Endologix社製
	2014/7発売 ONLY ONE	2013/5発売	2016/1発売

AFXは本年12月に後継品のフルリリースを開始予定

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）の詰まりを治療するガイドワイヤーとバルーンカテーテルである。主な仕入商品は、同じく心筋梗塞などの治療を補助する貫通用カテーテルと、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である。末梢血管用の PTA バルーンカテーテル市場が成長しており、同社も拡大する末梢領域に対応し成長を取り込む考えである。

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

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.

過去の販売権喪失による大幅減収から学んだことは大きい

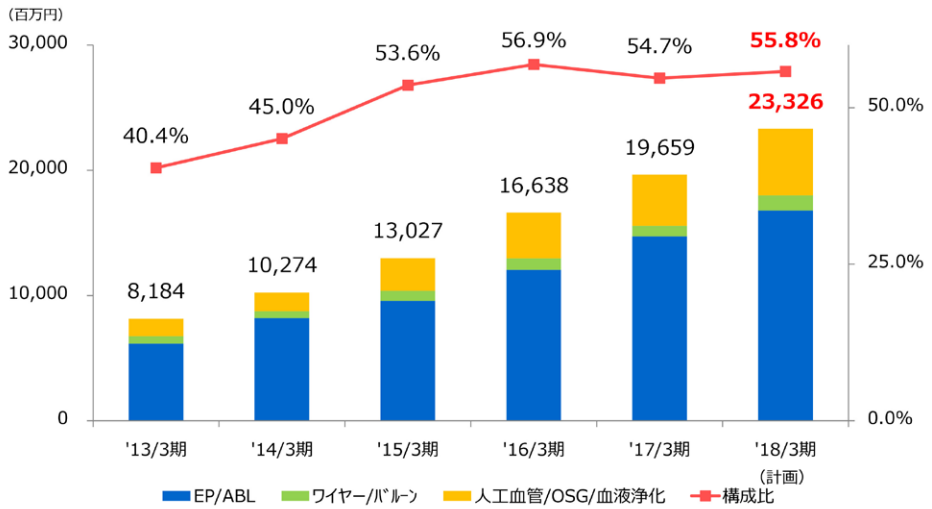
4. ターニングポイント

日本の医療機器関連企業の多くはメーカー専業か商社専業である。しかし、同社は商社としてスタートしたものの、その後メーカー機能を取り込み、現在では海外製品の輸入販売と自社製品の製造販売という 2 つの事業形態を併せ持つ、ハイブリッドなビジネスモデルを確立した。メーカー機能を取り込むきっかけとなったのは、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たため、同社は国内における販売権を失い、2000 年 3 月期に大幅減収に陥ったことである。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 1 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 EP カテーテルやアブレーションカテーテルなどへと、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 <4208> 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きっかけになっており、その後、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を上市することになる。

このように自社製品のラインナップを拡充してきたが、同社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、心腔内除細動システム専用カテーテル「BeeAT」である。「BeeAT」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、症例数の増加とともに急速に販売数量を伸ばしており、同社の利益水準向上の立役者となった。仕入商品の販売権喪失というリスクをヘッジする意味で始めた自社製品の開発だったが、今や仕入商品を上回る売上規模に成長した。

自社グループ製品の売上高



※自社グループ製品は、単体売上高に占める自社グループ製品の比率。'18/3より血液浄化を含める

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、2018 年 3 月期第 2 四半期営業利益は 42.1% 増益

1. 2018 年 3 月期第 2 四半期の業績動向

2018 年 3 月期第 2 四半期は売上高 20,267 百万円（前年同期比 13.4% 増）、営業利益 4,858 百万円（同 42.1% 増）、経常利益 5,027 百万円（同 47.2% 増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 3,386 百万円（同 42.7% 増）と好業績だった。

2018 年 3 月期第 2 四半期の業績

（単位：百万円、%）

	17/3 期 2Q			18/3 期 2Q			
	実績	売上比	進捗率	実績	売上比	増減率	進捗率
売上高	17,871	100.0	48.1	20,267	100.0	13.4	48.5
売上総利益	10,380	58.1	47.2	12,529	61.8	20.7	48.5
販管費	6,960	38.9	48.6	7,671	37.8	10.2	46.9
営業利益	3,419	19.1	44.5	4,858	24.0	42.1	51.3
経常利益	3,415	19.1	42.6	5,027	24.8	47.2	52.3
親会社株主に帰属する当期純利益	2,372	13.3	44.3	3,386	16.7	42.7	50.7

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

リズムディバイスについては MRI 検査に対応した心臓ペースメーカーが伸びたほか、EP/ アブレーションでは心房細動のアブレーション治療の症例数の増加が続いていることを背景にオンリーワン製品など心房細動治療の関連商品が伸長した。外科関連では、2016 年 1 月に新規参入した腹部用ステントグラフトやオンリーワン製品であるオープンステントグラフトが引き続き高い水準で成長、インターベンションでは、貫通用カテーテルや心房中隔欠損閉鎖器具が堅調に推移した。同社事業領域に関連する主要学会が 2018 年 3 月期第 2 四半期に集中したため、売上げへの影響が懸念されたものの販売基調はむしろ強いぐらいだった。なお、2017 年 4 月にリサーチセンター新棟の建設を着工した。

営業利益は売上高の伸びを上回る大幅な増加となった。理由は計画以上の売上高の伸び、売上総利益率の改善、一部の販管費の期ずれ等である。売上総利益率が前年同期比 3.7 ポイント改善したが、自社製品における継続的コストダウン、製商品ともに高収益の品目が伸びたことによるミックス改善に加え、吸収する以前に仕入れていた JUNKEN MEDICAL 社の在庫の未実現利益の調整を行ったことなどによる。販管費は前年同期比 10.2% の増加に留まったが、営業拠点開設などに伴う地代家賃や旅費交通費の増加の一方、広告宣伝費などが下期へ期ずれしたためである。なお、受取利息の増加や為替差益の発生などにより営業外収支が改善、子会社工場の移転に伴う費用の発生で特別損益が悪化した。

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.

ところで、2018 年 3 月期第 2 四半期に気になるリリースが 3 つ出された。1）2017 年 8 月 21 日「胸部大動脈瘤治療用ステントグラフトに関する独占的販売代理店契約締結のお知らせ」、2）2017 年 9 月 11 日「胸部大動脈疾患治療用ステントグラフトに関する共同研究開発契約及び独占販売契約締結のお知らせ」、3）2017 年 9 月 15 日「リバノバ社からのプレスリリースについて」の 3 つである。

1）は、同社が、ライバルメーカーであるテルモ <4543> との間で、胸部大動脈瘤治療用ステントグラフトの独占的販売代理店契約を結んだという内容である。両社は競合関係にあり、奇異な感じはするが、同社の主力商品の 1 つである胸部大動脈瘤治療用ステントグラフト「RELAY PLUS」を独占販売契約していたボルトンメディカル社が、テルモ社の子会社になったことが理由である。ボルトンメディカル社との契約は 2018 年 4 月 30 日まで有効だが、その後新たに 2019 年 3 月 31 日までの期間について、テルモ社との間で販売期間を 1 年間延長する独占販売契約が結ばれたのである。しかし、現時点においてはその後契約が延長される保証はなく、独占販売の契約先が他社に買収されることによって独占契約が維持できなくなるリスクが生じたのである。

このリスクの対応が 2）である。既に腹部大動脈疾患治療用ステントグラフト「AFX ステントグラフトシステム」の独占販売を契約しているエンドロジックス社との間で、新たに胸部大動脈疾患治療用ステントグラフトの共同開発研究及び日本国内における独占販売契約を締結した。今回の提携によって同社はステントグラフトの開発に携わることになるが、共同開発品を早期に製品化し 5 年後には日本国内での上市する意向である。また、共同開発品の独占販売期間は保険適用から 15 年間あることから、商社とメーカーの関係を超えた長期的なパートナーシップを築くことになっている。このため、大動脈治療領域において長期にわたる製品ラインナップの充実を図ることができる。

3）は、同社が心臓ペースメーカーなどを独占販売契約しているリバノバ社から、経営資源集中のため不整脈治療の事業に関し戦略的検討を行っている旨の開示があったという同社のリリースである。リリースでは具体的な内容は不明だが、最悪シナリオは、リバノバ社の不整脈治療事業が既存のペースメーカー大手に買収されることで独占販売契約が解除されてしまうことである。しかし、リバノバ社の製品は先行する大手メーカーに比べやや遅れをとっており、そうした買収の可能性は低いように思われる。したがって、買収先としては、既存のペースメーカー取扱企業ではない可能性が高く、しかもリバノバ社の不整脈治療事業は日本市場向けの構成比が大きいため、一定規模の売上を確保するには同社との契約を維持することが必要になると考えられる。※その後、2017 年 11 月 20 日にリバノバ社よりマイクロポート社（中国）との譲渡に関する基本合意に至った旨の開示が行われた。なお、現時点でマイクロポート社は循環器領域における国内の販売網を有していない。

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.

2. 2018 年 3 月期第 2 四半期品目別売上高の動向

品目別の売上状況は以下のとおりであるが、各品目で期初に計画した予算を上回ったもようである。

品目別売上高

（単位：百万円、%）

	17/3 期 2Q		18/3 期 2Q		
	実績	売上比	実績	売上比	増減率
ペースメーカー関連	2,781	15.6	3,355	16.6	20.6
ICD 関連	371	2.1	281	1.4	-24.3
その他	103	0.6	91	0.4	-12.1
リズムディバイス計	3,256	18.2	3,727	18.4	14.5
EP カテーテル	6,513	36.4	7,446	36.7	14.3
ABL カテーテル	664	3.7	586	2.9	-11.7
その他	1,495	8.4	1,860	9.2	24.4
EP/ アブレーション計	8,673	48.5	9,894	48.8	14.1
人工弁関連	879	4.9	840	4.1	-4.4
人工肺関連	57	0.3	49	0.2	-13.1
人工血管関連	3,206	17.9	3,781	18.7	17.9
血液浄化関連	463	2.6	474	2.3	2.3
外科関連計	4,607	25.8	5,147	25.4	11.7
バルーン	393	2.2	462	2.3	17.6
ガイドワイヤー	190	1.1	191	0.9	0.2
その他	749	4.2	845	4.2	12.8
インターベンション計	1,333	7.5	1,498	7.4	12.4
合計	17,871	100.0	20,267	100.0	13.4

注：その他は子会社合併に伴い 18/3 期より外科関連の血液浄化関連に区分変更した。
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

リズムディバイスの売上高は 3,727 百万円（前年同期比 14.5% 増）だった。2016 年 3 月に発売した条件付き MRI 検査対応ペースメーカー「KORA250」の販売数量が引き続き増加した。MRI 撮像が可能な上、世界最小クラスの本体サイズや電池寿命の長さという特長が高く評価されたことが要因である。また、2017 年 6 月に「KORA250」に対応した（MRI に対応した）ペースメーカーリード「VEGA」を発売し対応症例が広がったことも、心臓ペースメーカーの好調に寄与した。これで、MRI 非対応時に落としたシェアを 15% まで戻すことができた。ICD 関連は、小型で長寿命を特長とする「PLATINIUM」シリーズで新商品を発売したが、競合他社の MRI 対応商品の影響で苦戦した。

EP/ アブレーションの売上高は 9,894 百万円（前年同期比 14.1% 増）となった。心房細動のアブレーション治療の症例数が 20% 増と伸びを加速させており、症例の 9 割で使われる独占販売契約の仕入商品である高周波心房中隔穿刺針「RF ニードル」、8 割で使われるオンリーワン製品である心腔内除細動カテーテル「BeeAT」がともに販売数量を伸ばした。食道モニタリングシステムは、競合他社の機能向上で第 2 四半期にシェアを落としたが、現行モデルの改良品の導入を予定しており第 4 四半期にはキャッチアップできそうである。一方、アブレーションカテーテルは、競合他社の冷凍アブレーション用バルーンカテーテルの普及などにより販売数量が漸減傾向にある。対策として、国内初のレーザーと内視鏡を用いたシステムである「HeartLight」の導入準備をしているところである。

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.

外科関連の売上高は 5,147 百万円（前年同期比 11.7% 増）となった。人工血管関連で、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」が医療現場での高い評価を得て好調に推移、また、大動脈疾患の経皮的な治療に用いるステントグラフトで 2016 年 1 月に新規参入した腹部領域の「AFX ステントグラフトシステム」も好調だった。人工弁関連では、心臓弁膜症治療で外科手術の要らない TAVI（経カテーテル大動脈弁留置術）の普及が進んでいることから、外科手術で用いられる同社の生体弁はやや苦戦した。対策として、縫合が不要で手技時間が短縮でき患者への負担の少ない、スーチャレス生体弁「PERCEVAL」の導入準備を進めているところである。

インターベンションの売上高は 1,498 百万円（前年同期比 12.4% 増）だった。バルーンカテーテルは、冠動脈用バルーンカテーテルが堅調に推移したほか、2017 年 6 月に発売した下肢の末梢用バルーンカテーテル「Mastuly」が好調だった。その他の品目では、冠動脈の狭窄部における治療機器の通過をサポートする貫通用カテーテル「GuideLiner」と、2016 年 2 月に発売した心房中隔欠損閉鎖器具「FigullaFlex Ⅱ」がともに 2 ケタ増収となった。

■業績見通し

2018 年 3 月期通期業績見通しは保守的な印象

1. 2018 年 3 月期の業績見通し

2018 年 3 月期通期業績見通しについて、同社は売上高 41,828 百万円（前期比 12.5% 増）、営業利益 9,472 百万円（同 23.3% 増）、経常利益 9,604 百万円（同 19.9% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 6,684 百万円（同 24.9% 増）を見込んでいる。

2018 年 3 月期業績見通し

（単位：百万円、%）

	17/3 期		18/3 期		
	実績	売上比	予想	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
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
親会社株主に帰属する当期純利益	5,350	14.4	6,684	16.0	24.9

出所：決算説明会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.

同社の期初の想定によると、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増収見込みであるが、2017 年 3 月期と比べて期中に発売される新商品が少なく、増収率は前期に比べやや鈍化するという見込みになっている。利益面については、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によるミックス改善、製商品ともに進む原価低減などから改善、販管費率は人件費や新商品上市に伴う広告宣伝費などの増加により悪化、差し引き売上総利益増が販管費増を吸収して、営業利益は 23.3% の増益という見込みになっている。

しかしながら、第 2 四半期までの各品目の売上の勢い、高採算品好調による売上総利益率の改善傾向、販管費については第 2 四半期での抑制、下期では関連学会がないこと、2 商品の上市が 2019 年 3 月期に先送りされることによる費用減などを考慮すると、売上高、営業利益ともに保守的と考えざるを得ない。

2019 年 3 月期以降につながる新製品がラインアップ

2. 2018 年 3 月期品目別売上高の見通し

第 2 四半期は全社売上高の好調が継続し、各品目の売上高が上振れたが、個別商品にまで落とすと好不調の差が目立った。対策は取られているが、下期も同様の傾向が続くと見られる。また、2018 年 3 月期中に上市が予定されていた 3 品目のうち 2 品目が、2019 年 3 月期に延期される見込みとなった。なお、同社予想は期初前提のままである。

2018 年 3 月期品目別売上高の見通し

（単位：百万円、%）

	17/3 期		18/3 期		
	実績	売上比	予想	売上比	増減率
ペースメーカー関連	5,674	15.3	6,017	14.4	6.1
ICD 関連	724	1.9	742	1.8	2.5
その他	218	0.6	276	0.7	26.4
リズムディバイス計	6,617	17.8	7,036	16.8	6.3
EP カテーテル	13,160	35.4	15,089	36.1	14.7
ABL カテーテル	1,258	3.4	1,245	3.0	-1.0
その他	3,109	8.4	3,755	9.0	20.8
EP/ アブレーション計	17,528	47.1	20,090	48.0	14.6
人工弁関連	1,755	4.7	1,979	4.7	12.8
人工肺関連	113	0.3	76	0.2	-32.7
人工血管関連	7,229	19.4	7,955	19.0	10.0
血液浄化関連	1,152	3.1	1,272	3.0	10.5
外科関連計	10,251	27.6	11,284	27.0	10.1
バルーン	814	2.2	1,087	2.6	33.6
ガイドワイヤー	373	1.0	415	1.0	11.3
その他	1,596	4.3	1,913	4.6	19.9
インターベンション計	2,783	7.5	3,416	8.2	22.7
合計	37,181	100.0	41,828	100.0	12.5

注：その他は子会社合併に伴い 18/3 期より外科関連の血液浄化関連に区分変更した。
出所：決算説明会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.

リズムディバイスの売上高は 7,036 百万円（前期比 6.3% 増）の見込みである。その内訳はペースメーカー関連が 6,017 百万円（同 6.1% 増）、ICD 関連が 742 百万円（同 2.5% 増）、その他が 276 百万円（同 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「KORA250」の導入が進んで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。しかし、MRI 対応でない ICD 関連は厳しいが、ペースメーカーは「KORA250」の勢いが衰えておらず、通期でもリズムディバイスの売上高は想定より強めの推移が予想される。

EP/ アブレーションの売上高は 20,090 百万円（前年同期比 14.6% 増）の見込みである。内訳は EP カテーテルが 15,089 百万円（同 14.7% 増）、アブレーションカテーテルが 1,245 百万円（同 1.0% 減）、その他が 3,755 百万円（同 20.8% 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、同社も症例数 17% 増を前提にしていた。しかし第 2 四半期は 20% 増と想定以上に伸びたことから、第 3 四半期も引き続き強い伸びが見込まれる。一方、バルーンテクノロジーを利用した、内視鏡画像を確認しながらレーザーによる正確な焼灼が可能となる内視鏡アブレーションシステム「HeartLight」を、同業に対抗して 2018 年 3 月期中に投入する計画だったが、2017 年 7 月に薬事承認を取得したものの、新規性が高く保険適用に期間を要す見通しとなったため、販売開始は 2019 年 3 月期上期へと先延ばしになる見通しとなった。2018 年 3 月期の業績に与える影響は軽微である。いずれにしろ、オンリーワンの「BeeAT」と「RF ニードル」が症例数増の波に乗って下期もけん引しそうである。

外科関連の売上高は 11,284 百万円（前年同期比 10.1% 増）の見込みである。内訳は人工弁関連が 1,979 百万円（同 12.8% 増）、人工肺関連が 76 百万円（同 32.7% 減）、人工血管関連が 7,955 百万円（同 10.0% 増）、血液浄化関連が 1,272 百万円（同 10.5％増）を見込んでいる。人工弁などその他品目が期待に届かない伸びになっているものの、人工血管関連が下期も引き続き好伸長しそうである。しかし、国内初の縫合不要の生体弁「PERCEVAL」を 2018 年 3 月期第 4 四半期に上市する計画だったが、保険適用まで時間を要することになり、収益寄与は 2019 年 3 月期上期に先延ばしになる見通しとなった。

インターベンションの売上高は 3,416 百万円（前年同期比 22.7% 増）の見込みである。内訳はバルーンカテーテルが 1,087 百万円（同 33.6% 増）、ガイドワイヤーが 415 百万円（同 11.3% 増）、その他が 1,913 百万円（同 19.9% 増）を見込んでいる。2017 年 6 月に発売した末梢用バルーンカテーテル「Mastuly」、貫通用カテーテル「GuideLiner」が下期も引き続き好調が見込まれる。2017 年 2 月にバイオトロニックと独占販売契約をした大型新商品、冠動脈疾患向けの薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」を 2018 年 3 月期第 4 四半期に上市する予定としている。こちらは臨床試験においてシェアトップクラスの競合品に初めて統計学的に優位性を示した商品であり、競争力ある商品で DES 市場へ参入することになる。

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.

足元好調や大型新商品を反映し、ローリング後の次期中期経営計画は上方修正へ

3. 中期経営計画

国内の高齢化や医療機器の進歩を背景に、心疾患向け医療機器の市場が拡大を続けている。そのような環境の中で、同社と同水準の販売体制や薬事体制を提供できる企業が国内になく、海外メーカーにとっては同社との提携が最善策となり、したがって将来にわたって同社の商品パイプラインは豊富、ということになる。さらに同社は、研究開発拠点の拡充や海外工場の建設を検討しており、自社製品ばかりでなく仕入商品でも共同開発を進める考えである。外部環境も内部環境も整いつつあり、依然として成長は続きそうである。同社は、2022 年 3 月期売上高 662 億円、営業利益率 25% を目指している。

事実、近々、大型商品が 3 品上市される見込みである。内視鏡アブレーションシステム「HeartLight」は、レーザーという新しい技術を使った商品で、バルーンテクノロジーを用い、内視鏡画像を確認しながらレーザーによる正確な焼灼が可能となっている。同社は導入後、より高機能な次世代品の導入も進めていくとしている。縫合が不要のスーチャレス生体弁「PERCEVAL」は、縫合不用のため手技時間の短縮と患者の負担軽減が期待できる、弁リングがない構造のため血行動態に優れる、複合手術や小切開手術に最適という特徴があり、外科医向けに新たな市場創造も期待できる商品である。冠動脈疾患の主要な治療機器である薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」は、新規参入のため一定規模の病院への預託在庫を用意する負担はかかりそうだが、世界最薄のストラットで再狭窄と血栓を抑制、ナノコーティングで金属イオンの溶出を防止、極めて高い耐久性という特徴がある。従来、初年度（2019 年 3 月期）のシェア目標は 10% を見込んでいたが、臨床試験の高い評価を受けたことにより 15% へ上方修正した。いずれも医療現場のニーズは高いと思われ、同社の中期成長をけん引する商品群と考える。

期待される大型新商品（左から「HeartLight」「PERCEVAL」「Orsiro」）

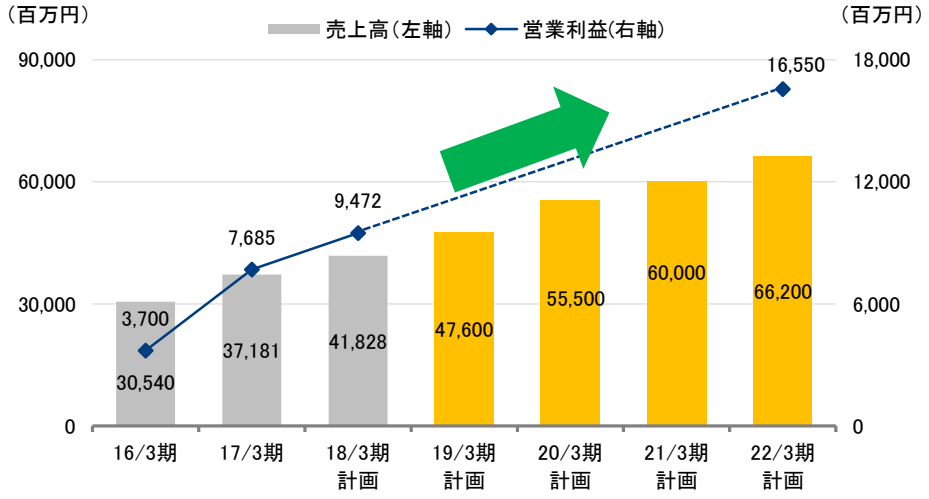
出所：決算説明会資料より掲載

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.

一方で、大型新商品の連続上市により、現在 55% 前後ある自社製品比率が中期的に 50% 程度にまで下がる可能性が出てきた。これにより、同社の収益性改善に寄与してきた商品ミックスが悪化に転じる見込みである。同社はハイブリッドであるため、製商品提供のタイミングや現場のニーズによりミックスが変化するのは仕方ないことである。しかし、仕入商品の方がより先端的で大きなカテゴリーをターゲットにすることが多く、しかも開発コストがかからないため、営業利益額では自社製品とそう大きな違いにはならないと考えられることから、引き続き強い利益成長が期待できる。もちろん同社のメーカー機能の強化という方針に変化はなく、長期的観点からより基礎的研究に近い分野も開発していく方針である。中長期的に仕入商品も自社製品も強化されていく姿がイメージされる。

中長期成長という点では、ドメインの拡大も課題に挙げられる。国内心疾患領域における同社の成長力は今後も当面強いと予想されるが、新規事業領域や新規エリアへのドメイン拡大も計画しており、既に静かに進行している。新規事業領域への拡大については、2017 年 6 月に自社製品である大腸ステントを上市し、消化器領域へ一歩踏み出した。新しい領域のためまだ試験的な運営の段階だが、今後徐々に拡販していく方針である。また、マレーシアに新工場を建設する計画がある。当初は深セン工場のバックアップとしてバルーンカテーテルを製造するが、将来的には EP カテーテルを製造し、アジアなど海外へと販売エリアを拡大する意向である。こうした新規事業領域の収益への貢献は、現中期経営計画には織り込まれていない。2018 年 5 月にローリングされる予定の次期中期経営計画では、2018 年 3 月期の強い業績や近々上市される大型商品に加え、新規事業領域や新規エリアについても何かしら反映される可能性がある。既に第 2 四半期決算説明会では 2019 年 3 月期の売上高について、現中期経営計画にある 476 億円を超えて 500 億円を目指すとのガイダンスも出ている。ローリング後の次期中期経営計画では、現中期経営計画のピッチを上回る成長見通しが期待される。

中期経営計画の目標



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

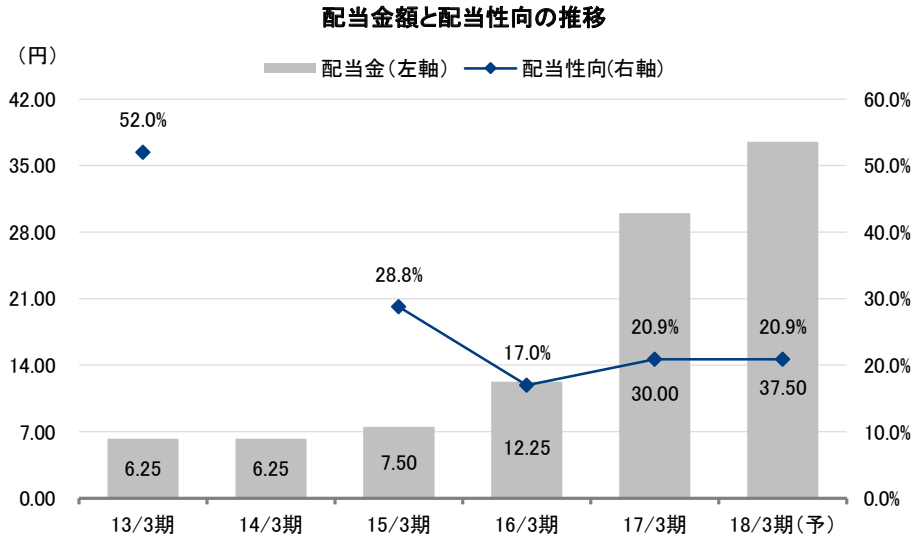
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

株主還元策

利益成長に合わせ増配を継続する見込み

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」としている。今後、利益成長に合わせて増配を実施していく方針だ。

同社のこれまでの中期経営計画を考えると、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にあると言えるだろう。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。



出所：決算説明会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.

第三者割当による資金調達と株式分割を発表

なお、同社は、2017 年 11 月 30 日に第三者割当による新株予約権の発行による資金調達を発表した（11 月 30 日発行決議、12 月 6 日発行条件決定決議）。新株予約権の割当日は 2017 年 12 月 21 日、資金調達額は概算 17,484 百万円を見込み、新株予約権の行使期間は 2018 年 1 月から 2020 年 12 月である。具体的な資金使途は、新商品のパイプライン確保 5,900 百万円、開発生産体制の一層の強化 5,300 百万円、大型新商品の販売に伴う運転資金 4,200 百万円、M&A 等の待機資金の確保及び借入金の返済 2,084 百万円で、支出予定時期はいずれも 2018 年 1 月から 2020 年 12 月までの間となっている。同社は、資金調達方法については銀行借入も含め検討したものの、中期的な経営基盤強化のため、新株予約権による調達を選択したという。循環器系医療機器という成長市場で積極経営を続ける同社にとって、今回の資金調達は、同社の中期成長をより高くより確実なものにすることを目指していると思われる。

同時に、同社は株式分割と配当予想の修正についても発表した。株式分割は、2017 年 12 月 31 日を基準日に普通株式 1 株を 2 株に分割する予定である。併せて、2018 年 3 月期の配当予想も 37.50 円→ 18.75 円と修正した。実質的な配当は変わらないが、株式分割をすることで投資単位当たりの金額が下がり、株式の流動性が増すため、投資家にとっては投資しやすい環境となる。もちろん資金調達とセットの株式分割は、業績の先行きに対する同社の自信の表れということもできる。2018 年 3 月期に入って、同社の成長性が広く認知されるようになり、同社株式を保有したい投資家が増えているが、そうした投資家にとって朗報と言えそうだ。

情報セキュリティ

同社の情報セキュリティ対策として、隔離されたサーバから始まり、暗号化対策、マルウェア対策、ネットワーク監視による不正アクセス検知など様々な対策を施している。直近ではセキュリティ専門会社と提携し、運用評価と改善ポイントの洗い出しを定期的に行い、管理レベルの向上を図る取り組みをしている。

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.

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