

2013年12月25日（水）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
柄澤 邦光

■医療関連事業は今後急速な市場拡大を見込む

日本トリム<6788>は、整水器の国内トップメーカー。健康効果のある水を提供することによって病気の予防を実現する「ウォーターヘルスケア社会の実現」を掲げ、着実な成長を続けている。

また2014年3月期上半期は、今までの目標をさらに一步前進させる会社にとってエポックメイキングの期間となった。それは、「整水器から医療へ」の事業拡大。水による健康維持に加え、遺伝子診断、再生医療分野への本格的な取り組みが始まった。

整水器に関しても、国内普及台数300万台に向けて大規模な販路拡大を表明、2014年以降、年間の販売台数に関してあくまで社内目標としてであるが、対前年比50%増を目指したいとの方針を表明した。

このように、整水器を中核とする盤石な「ウォーターヘルスケア事業」に、今後急速な市場拡大が見込める新規事業の「医療関連事業」を加えた両輪で、10年後に足元の約10倍となる連結売上高1,000億円への到達を目標とした長期経営計画の実現を図っている。

2013年10月24日に発表した第2四半期決算は、売上高、利益とも対前年同期比2ケタ増を達成。通期業績予想も上方修正し、2013年3月期に続いて過去最高の売上高と経常利益を更新する見通しとなった。

株主還元にも積極的に取り組んでいる。増配を発表したほか、発行済み株式の約6.5%に当たる30万株の自己株式の消却も実施した。

「整水器から医療へ」の事業拡大の道筋がはっきりと見えたことから、今後業績が急伸する可能性が高く、長期的な視点からの投資が期待されよう。

■Check Point

- ・ 遺伝子分野は業績が急上昇中、再生医療分野へも進出
- ・ 整水器の販売増に加え、カートリッジ販売も好調を維持
- ・ 売上高経常利益率は25%程度は確保可能か

通 期 業 績 の 推 移



■事業概要

ウォーターヘルスケア事業を基盤に医療関連事業を拡大

同社は10社の連結子会社（うち、海外現地法人3社）と持分法適用会社1社を傘下に置き、この技術を応用して大きく2つのセグメントで事業を展開している。具体的にはウォーターヘルスケア事業と医療関連事業である。

ウォーターヘルスケア事業は国内の家庭用浄水器、ストックビジネスである浄水カートリッジの販売、海外の家庭用浄水器、浄水カートリッジの販売及びボトル水の販売、その他農業分野、工業分野で構成される。連結売上高の約98.6%、連結営業利益の96.2%（いずれも2013年3月期）を同事業が生み出している。

浄水器に関しては盤石な基盤を持つ。国内市場の53.7%（2012年矢野経済研究所調べ）を占め、2位のパナソニック<6752>の2倍以上のシェアを誇る。製品の機能の高さや、製造、販売、アフターサービスを自社グループで一貫して行うこと、さらに水の機能性を科学的に解明するため、継続的に大学との共同研究に取り組んでいること等によって高い信頼を得られる営業戦略が奏功している。

また、国内の潜在需要もまだまだ十分にある。同社の累計販売台数は約50万台だが、300万台の普及を掲げている。これは同社は世帯普及率20%、うち、自社のシェア30%という十分に実現可能な想定に基づいており、決して机上の空論ではない。

販売ルートに関しても特徴がある。同社の浄水器は量販店での販売は行っていない。価格競争を避けるためである。したがって、同社の浄水器事業は高く安定した利益率を保ち続けている。

販売は主に3つのルートで展開している。企業などに出向いて社員向けに販売会を開きセールスを行うダイレクトセールス、既存顧客から知り合いを紹介してもらうホームセールス、デパートなどの店頭催事販売である。これらのほかにOEM供給も行っている。

一方、医療関連事業では既存事業である遺伝子診断キットの製造・販売に加え、2013年9月に買収によって臍帯血バンク事業への進出を果たした。医療関連事業は、現状の売上高では全体の1.4%、営業利益では3.8%（いずれも2013年3月期）程度を占めるにすぎない。しかし、後の項目で説明する2014年3月期上半期のトピックスや、中・長期経営計画で同社が打ち出している売上高目標を見ると、今後は非常に高い成長が期待できそうである。

以上のように同社のビジネスは、盤石な基盤が既に構築されているウォーターヘルスケア事業が今後も着実な成長を見込めるうえ、新規事業である医療関連事業はそれ以上に急拡大の可能性が考えられる。そして2014年3月期上半期は、それらの実現が期待できるような数多くのトピックスが誕生している。

■2014年3月期上半期のトピックス

年率50%の販売増が目標、大口取引先を10社確保へ

(1) ウォーターヘルスケア事業

a. 整水器事業

「電解水素水」とは、電気分解することによって生成される水素を大量に含んだアルカリ性の水のことで、生成する同社の整水器は胃腸症状の改善に効果が認められている家庭用医療機器である。また、電解水素水に溶存する水素は多くの疾病や老化の原因といわれる活性酸素を抑制する高い抗酸化作用があり、健康維持や疾病、老化の予防への効果が期待されており、国内外で産学共同研究が推進されている。

主力事業である整水器に関して同社は国内普及台数300万台を掲げる。現在のユーザー数は50万台で、年間7万台の販売となっている。しかし、このペースでは目標に到達するまでに約36年かかってしまう計算になる。

そこで、2014年上半期に「2014年以降、年率で50%の販売増」を掲げた。あくまで社内目標として目指す数値であることを同社は強調しているものの、実現すれば10年以内に300万台の目標達成が可能になる。

この目標実現のために打った手段は、販売ルートの拡充だ。具体的には大手電機メーカーなど新規大手紹介代理店の開拓、既存代理店の活性化などである。最低の取引金額で年間数億円が見込まれる大口の取引先10社確保を目指す。

これら取引先はOEMによる供給も一部あるが、ほとんどが日本トリムブランドでの供給となる。商品も量販店に出すのではなく、従来通りの直販を堅持する。取引先の顧客ルートを通じてセミナー販売などを展開していく。これによって価格競争に陥るのを回避し、利益率を確保していく。

同社によれば第一弾として、既に国内の大手家電メーカーとの交渉に入っている。ちなみに、そのメーカーは年間30億円程度の取引を望んでいるという。

一方、生産体制に関しては、今のところ新しい設備投資を必要としていない。生産能力は現在の約2.5倍、年間販売台数で17~18万台が可能となっているためである。

10社の大口取引先については全て具体的な候補があるものの、交渉によっては供給が決まるまでに時間を要する可能性もある。

また、整水器の販売拡大に比例して拡大を見込めるのが、整水器にセットする浄水カートリッジの販売だ。原則としてカートリッジは年1回の交換となっているが、累計販売台数が300万台になれば、カートリッジの売上高だけで年間200億円以上が見込める。(交換率70%で試算)

販売拡大の方策としては他にも手を打っている。従来通り電解水素水を一定期間にわたり飲むことによって、中性脂肪値や血糖値への影響に関する実証データの取得にも取り組む。

また新たな動きとして、5月には水素還元水の普及を促進するための国会議員連盟を設立した。国に対しても病気予防の重要性を訴えるとともに、電解水素水が予防に高い効果があることを訴えていく。

■2014年3月期上半期のトピックス

さらにPRの方法やツールの拡充も図っている。Facebook、Twitter、YouTubeで公式サイトやブログなどを展開。8月には環境省・厚生労働省が推進する「熱中症予防声かけプロジェクト」に参画し、「ぐったリーマン救出プロジェクト」を展開。東京・丸の内のオフィス街に給水・休憩スペースを設置し、「ひと涼みアワード2013」で優良賞を獲得した。また10月からはCSのスポーツ専門チャンネルでご当地キャラとコラボした料理番組のスポンサーになっている。

ぐったリーマン救出プロジェクト



出所：会社資料

b. 農業分野

電解水素水で野菜を栽培することにより、収穫量の拡大が期待できるほか、抗酸化成分が増大した機能性作物を作ることができる。「還元野菜」で商標登録しており、高知大学農学部、高知県南国市JA、高知県と共同で行っているネギやハウレンソウなどの栽培実験を実施している。

2014年3月期上半期には南国市と産業振興協定を締結。同市内にある株式会社西島園芸団地に出資し、本格的な事業化に向けた研究体制を強化した。

遺伝子分野は業績が急上昇中、再生医療分野へも進出

(2) 医療関連事業

a. 医療用整水器事業

医療用整水器は、血液透析に使用される透析液希釈水の製造用に販売。人工透析に必要な大量の水を電解水素水に置き換えることによって、治療時の酸化ストレスや炎症を抑え、その結果、透析時における患者の副作用を抑制し、生活の質を改善することを目的としている。

同事業では、独立行政法人科学技術振興機構などから230百万円の補助金を受け、研究プロジェクトがスタートした。

また、「多人数用電解水透析システム」を10月に1台納入、12月にも1台を納入する予定となっている。これにより現在は国内12病院103床での導入が、14病院約200床に拡大する見込みである。

b. 遺伝子分野

米国で事業化している。現地の連結子会社であるTRIMGEN CORPORATION（トリムジンコーポレーション）では、独自開発した変異遺伝子検出キットを現地の検査会社に供給している。これは、薬による副作用や医療事故のリスク低減などを目的に、抗がん剤や抗凝血薬などの薬剤応答性を遺伝子診断により調べるのに使用されている。

■2014年3月期上半期のトピックス

2014年3月期上半期では業績が急上昇した。同第2四半期累計で2013年3月期通期に比べ、売上高で2.4倍、営業利益で2.9倍となった。詳細な数字については、次の2014年3月期第2四半期業績の項目で説明する。

また、供給先の検査会社は現在のサウスカロライナ州に加え、ニューヨーク州での保険適用が認められた。今後新たな市場での事業展開が見込まれる。

加えて、日本での事業スタートに向けた第一歩を踏み出した。事業を統括するトリムジンホールディングス（本社：東京都千代田区）が10月に大阪・梅田に大阪オフィスを設置。これを日本における営業拠点として日本での事業に本格的に乗り出し、将来はトリムジンホールディングスの上場を目指すとしている。

c.再生医療分野

9月に民間の臍帯血バンクで90%のシェアを持つ株式会社ステムセル研究所の株式の50.1%を、ベンチャーキャピタルなどから現金及び自社株により817百万円で取得し、連結子会社化。これにより国内の臍帯血バンクに進出した。

臍帯血は、幹細胞が豊富に含まれることが広く知られており、再生医療や細胞医療に活用されることが期待されている。ステムセル研究所の臍帯血バンクは民間出資によるもので、「私的バンク」と呼ばれる。将来、乳幼児や家族が病気になった場合に治療を目的として使用するために臍帯血を長期間にわたり保管する。国も臍帯血バンクを運営しているが、これは無償である代わりに提供者が自分の臍帯血を使えない。

ステムセル研究所の収益源は、保管サービスによるサービス料。1件あたり21万円（処理費用16万円、10年間の保管料5万円。保管は10年ごとに更新可）の費用の徴収が収益となる。

ステムセルは無借金経営で、収益状況は臍帯血医療の重要性・有効性が社会に広まるのに伴って拡大していく見込み。2013年6月期で売上高が741百万円、営業利益が165百万円、経常利益が165百万円、当期純利益が163百万円となっている。決算期については既に3月決算に変更されている。

ステムセル研究所の業績・財政状態

（単位：百万円）

	10/6期	11/6期	12/6期
売上高	604	623	741
営業利益	59	58	165
経常利益	59	58	165
当期純利益	58	55	163
純資産	-20	35	199
総資産	746	789	1,059

ちなみに臍帯血は、既に白血病、再生不良性貧血、先天性免疫不全症、先天性代謝異常症、悪性リンパ腫などの治療に実用化されている。さらに海外では、脳性麻痺、低酸素虚血性脳症、外傷性脳損傷、1型糖尿病、脊髄損傷、難聴などの病気やけがに対する治療として、臨床試験が行われている。

研究段階としては、慢性肺炎、パーキンソン病、脳梗塞、水頭症、アルツハイマー病の治療のほか、肝臓などの再生がある。

このように治療が不可能か、あるいは極めて難しい疾病やけがの根本治療に臍帯血の応用が期待されている。



■2013年3月期第2四半期連結決算

整水器の販売増に加え、カートリッジ販売も好調を維持

(1) 決算概況

2013年10月24日に発表された2014年3月期第2四半期の連結決算は、売上高が前期比18.8%増の6,615百万円、営業利益が同38.8%増の1,730百万円、経常利益が同49.1%増の1,940百万円、当期純利益が同75.7%増の1,390百万円となり、売上高、営業利益、経常利益、当期純利益ともに大幅に上昇した。

2014年3月期第2四半期 連結損益計算書の概要

(単位：百万円)

	13/3期2Q	14/3期2Q	前年同期比
売上高	5,567	6,615	18.8%
売上原価	1,243	1,444	16.2%
売上総利益	4,324	5,171	19.6%
販管費	3,077	3,440	11.8%
営業利益	1,247	1,730	38.8%
営業外収益	69	226	223.0%
営業外費用	15	16	6.6%
経常利益	1,301	1,940	49.1%
特別利益	-	-	-
特別損失	-	-	-
当期純利益	791	1,390	75.7%
1株当たり純利益	92.39	165.66	79.3%
1株当たり純資産	1465.39 (2013年3月末)	1,626.19	11.0%

※2013年10月1日付で1→2株の株式分割を実施。

13/3期2Qの1株当たり純利益・純資産は株式分割を遡及して修正。

増収の要因は、主力である国内の整水器の販売増がまず挙げられる。整水器の売上高は前年同期比13.1%増となる4,335百万円で、第2四半期ベースで過去最高となった。3つの主要販売ルートすべてで売上高が上昇。ダイレクトセールスは前年同期比9.4%増の2,539百万円、ホームセールスは同23.4%増の870百万円、店頭催事販売は同10.5%増の327百万円となった。

また、浄水用のカートリッジ販売のストックビジネスも好調を維持。売上高は同9.8%増の1,511百万円となった。

医療関連事業は2013年3月期に引き続き急伸。米国子会社のTRIMGEN CORPORATIONの変異遺伝子検出キットは売上高が急増し、前年同期比8.7倍の371百万円、営業利益も同22.1倍となる300百万円を記録した。同事業は昨年度に黒字化したばかりだが、急拡大期に入ったとみられる。

営業利益の増加は、売上高の増加が最大の要因。また、同時に販管費の伸びを抑えることにも成功し、売上高営業利益率は前年同期比3.8ポイント増の26.2%にまで上昇した。

また、円安による為替利益の約140百万円を営業外収益に計上、これが経常利益の増益率を押し上げた。

当期純利益はTRIMGEN CORPORATIONの繰越欠損金の関係で税金負担が軽減されたことも増益率の増加に寄与した。



■2013年3月期第2四半期
連結決算

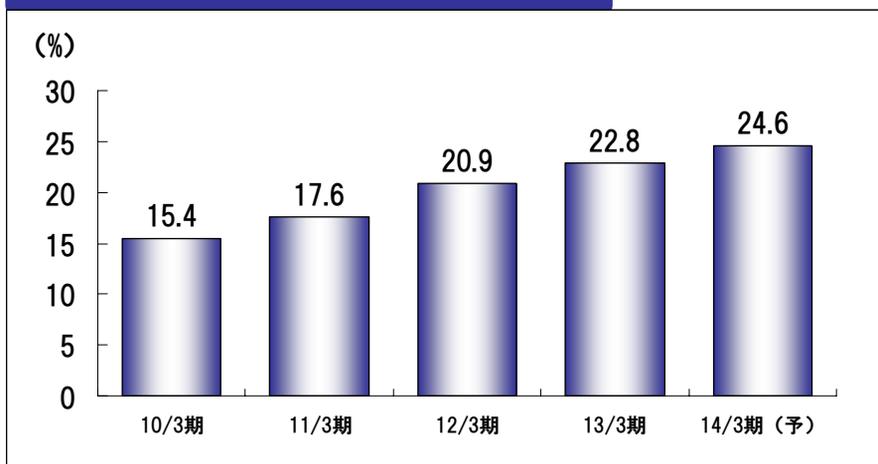
なお、新規事業の臍帯血バンクの収益は2014年3月期第3四半期以降に計上される。

2014年3月期第2四半期 部門別業績

(単位：百万円)

		13/3期2Q	14/3期2Q	前年同期 増減比
フ ロ ー ビ ジ ネ ス	DS事業部 (職域販売)	2,321	2,539	9.4%
	HS事業部 (取付・紹介販売)	705	870	23.4%
	SS事業部 (店頭催事販売)	296	327	10.5%
	業務部 (卸・OEM)	365	455	24.7%
	業務課 (アフターサービス)	145	144	-1.0%
	整水器合計	3,831	4,335	13.1%
ス ト ック ビ ジ ネ ス	カートリッジ	1,377	1,511	9.8%
	その他	179	239	33.4%
	売上高合計(個別)	5,387	6,085	13.0%
	子会社売上高	180	530	195.0%
	売上高合計(連結)	5,567	6,615	18.8%

経 常 利 益 率 の 推 移



良好な財務状況に加え、キャッシュフローも潤沢

(2) 財務状況

同社は、ステムセル研究所の買収に現金と自社株を併用した例からもわかるように「できる限り手形を切らない、有利子負債は持たない」を財務戦略の基本としている。実際、財務状況は極めて良好である。

2014年3月期第2四半期は、ステムセル研究所が連結子会社になったことにより、貸借対照表の各項目は増加した。ただ、既に説明したようにステムセル研究所は無借金であるため、財務の健全性はしっかりと維持されている。

期末の総資産は2013年3月期末比17.9%増の18,493百万円となった。うち純資産は同13.7%増の14,183百万円となっている。



■2013年3月期第2四半期
連結決算

一方、自己資本比率は若干低下した。これはステムセル研究所が顧客から受け取る10年間の保管料が前受収益となり、自己資本比率を計算する際の分母となる総資産の金額が増加したためである。実際の財務にはまったく影響はない。しかし、そのような経理上の要因があったにも関わらず、自己資本比率は74.8%と高い数値を維持している。

また、約300百万円の有利子負債に対して、現金及び預金は7,148百万円、割賦売掛金を含めた流動資産は9,954百万円になり、実質的に無借金経営を続けている。

キャッシュフローも潤沢で、期末のキャッシュフローは前期末比10.0%増の6,848百万円となっている。

貸借対照表

(単位：百万円)

	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期2Q
流動資産	8,484	9,544	10,612	12,747
（現預金）	4,981	5,952	6,223	7,148
有形固定資産	3,250	3,232	3,562	3,733
無形固定資産	36	35	172	867
投資その他の資産	1,728	1,415	1,337	1,144
総資産	13,499	14,228	15,684	18,493
流動負債	2,181	1,924	2,174	2,542
固定負債	767	928	1,032	1,767
（有利子負債）	500	300	300	300
負債合計	2,948	2,852	3,207	4,309
株主資本	10,335	11,121	12,179	13,789
純資産合計	10,551	11,375	12,477	14,183
負債純資産合計	13,499	14,228	15,684	18,493
（安全性）				
流動比率（流動資産÷流動負債）	389.0%	496.0%	487.9%	501.3%
株主資本比率（株主資本÷総資産）	76.5%	78.1%	76.7%	73.8%
D/Eレシオ（有利子負債÷株主資本）	4.8%	2.7%	2.5%	2.2%
（収益性）				
ROE（純利益÷株主資本の期首期末平均）	8.3%	10.3%	13.1%	10.7%
ROA（純利益÷総資産の期首期末平均）	6.4%	8.0%	10.2%	8.1%
売上高営業利益率	18.1%	20.4%	20.4%	26.2%

配当性向30%を目指す方針に増配への期待

(3) 株主還元

直接金融による財務戦略をモットーとしているだけに、株主還元に関しても熱心な姿勢を打ち出している。



■2013年3月期第2四半期
連結決算

まず、10月24日に当初計画に比べて1株当たり15円増の50円とすると発表し、3期連続の増配を決めた。2013年3月期は1株当たり70円配当だったが、同社は10月1日に株式を2分割しており、分割前に修正すると100円の配当になる。

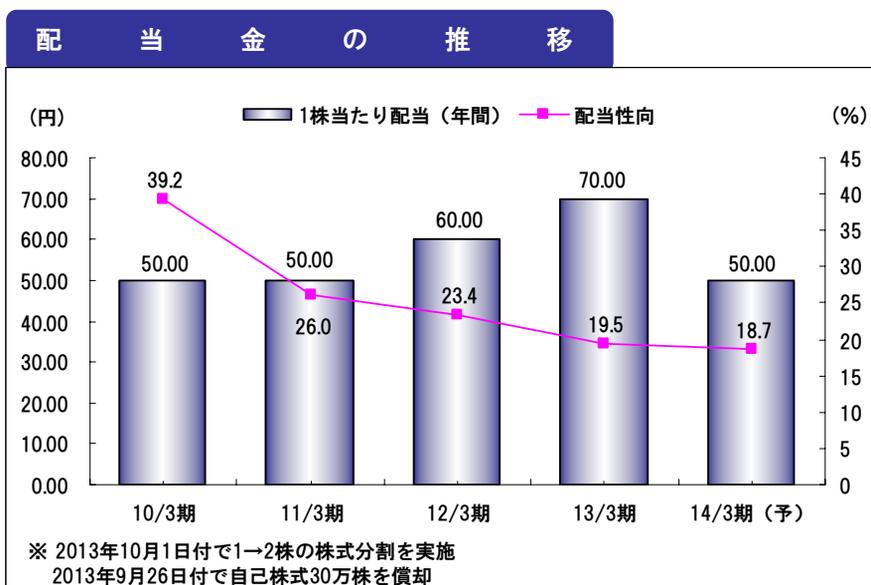
なお、同社は2014年3月期の通期予想を上方修正しており、それをもとにすると配当性向は2013年3月期に比べて若干、低下する。しかし、これは子会社であるTRIMGEN CORPORATIONの繰越欠損金の影響で税負担が軽減されるため、通常の税負担に直せば20%を超え、2013年3月期の19.5%を上回ることになる。

また、今後は配当性向30%を目指していく方針を投資家に明言しており、増配への期待も高まると考えられる。

株主優待にも積極的。同社の整水器の30%割引券が100株以上保有の株主に贈られる。

さらに、9月には自己株式の償却を実施。発行済み株式数の約6.5%に当たる30万株を消却し、株式価値の向上を図っている。

ちなみに、同社は10月1日に実施した株式の2分割に関しては、投資単位が50株から100株に変更されたため、株価変動を除いて投資に必要な最低金額に変化はない。



■2014年3月期の業績予想

好調な2Q決算発表を受けて通期業績予想を上方修正

2014年3月期第2四半期決算の好調を受けて、決算発表と同時に通期業績予想を上方修正した。売上高が前期比21.6%増の13,000百万円（期初計画比8.3%増）、営業利益が同35.1%増の2,950百万円（同12.2%増）、経常利益が同31.1%増の3,200百万円（同18.5%増）、当期純利益が同46.8%増の2,240百万円（同33.8%増）と、売上高、経常利益、当期純利益において2期連続で過去最高の更新を目指す。



■2014年3月期の業績予想

2014年3月期 通期上方修正予想の概要(連結)

(単位:百万円)

	13/3期 (実績)	14/3期予 (修正前)	14/3期予 (修正後)	前期比
売上高	10,690	12,006	13,000	21.6%
売上原価	2,356	2,721	2,943	24.9%
売上総利益	8,333	9,286	10,057	20.7%
販管費	6,148	6,657	7,107	15.6%
営業利益	2,184	2,629	2,950	35.1%
営業外収益	290	105	284	-2.1%
営業外費用	34	34	34	0.0%
経常利益	2,440	2,700	3,200	31.1%
特別利益	-	-	-	-
特別損失	-	-	-	-
当期純利益	1,526	1,674	2,240	46.8%
1株当たり純利益	179.31	196.71	266.94	48.9%

※2013年10月1日付で1→2株の株式分割を実施
1株当たり純利益は株式分割を過去に遡及して修正

2014年3月期下半期は、売上高が6,385百万円(2014年3月期上半期実績比96.5%)、経常利益は1,260百万円(同64.9%)の見通しとなる。

下半期が上半期に比べて売上高、経常利益とも減速する理由に関して、同社は以下のように見ている。

まず、ウォーターヘルスケア事業は、売上・利益ともに4月に発表した際の下半期の当初計画を据え置く。

利益に関しては、今後の事業拡大を見越して8月に本社を大阪市北区に移転、さらに9月には栃木県宇都宮市、群馬県高崎市、静岡県浜松市に営業所を新設、全国28営業所体制にした。これらが要因となり下半期は販管費の増加が見込まれている。このため2014年3月期第2四半期までは29.3%となっている売上高経常利益率は、通期では24.6%(前期比1.8ポイント増)に落ち着くと見ている。

売上高に関しても新営業所が立ち上げ時期にあり、売上高に貢献するまでには若干の時間が必要という考えから据え置いている。

ただ、これらの理由があるにせよ2014年3月期上半期の勢いを考慮した場合、下半期の見通しはかなり保守的といえよう。

次に医療関連事業だが、遺伝子診断分野は足元で確実に見込める受注数だけをもとに見通しを立てており、同社も保守的な見積もりとしている。今後は供給先の検査会社がニューヨーク州での保険適用も認められたことから、遺伝子診断分野も収益がさらに上振れする可能性がある。

新規事業の再生医療分野は、ステムセル研究所の収益が業績に反映されるようになるものの、のれん償却などで日本トリムへの収益への貢献はあまり高くないと見ている。

以上のように、2014年3月期下半期の見通しは、再生医療分野を除いて保守的な見通しがもとになっている。したがって、2014年3月期の業績はさらに上振れる可能性もないとはいえないだろう。

■2014年3月期の業績予想

通期業績の推移

(単位：百万円)

	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS (円)	配当金 (円)
09/3期	7,962	-9.0%	734	-14.8%	865	-6.8%	226	-48.4%	50.76	30.00
10/3期	8,232	3.4%	1,177	60.2%	1,265	46.1%	563	148.5%	127.7	50.00
11/3期	8,888	8.0%	1,607	36.5%	1,560	23.4%	838	48.9%	192.12	50.00
12/3期	9,616	8.2%	1,962	22.1%	2,012	28.9%	1,107	32.0%	256.09	60.00
13/3期	10,690	11.2%	2,184	11.3%	2,440	21.3%	1,526	37.9%	358.62	70.00
14/3期予	13,000	21.6%	2,950	35.1%	3,200	31.1%	2,240	46.8%	266.94	50.00

※2013年10月1日付で1→2株の株式分割を実施
13/3期以前のEPS、配当金は株式分割を考慮していない

■中長期の見通し

10年後に売上高1,000億円を目指す

(1) 長期経営計画

同社は10年後の事業目標を公表している。10年後の2023年3月期には連結売上高1,000億円を目指すという目標である。

ウォーターヘルスケア事業に関しては、国内の整水器、電解透析用装置、農業分野、今後進出する予定の工業分野、海外事業それぞれで以下のような計画を立てている。

国内の整水器事業に関しては、全世帯に占める普及率が20%、台数で1,000万台になると予想、これに基づいて市場規模が1兆円になると想定している。同社はこのうちのシェア30%、300万台の普及を目指す。300万台の普及が実現すれば、浄水用のカートリッジは交換率を70%として210億円/年の売上高が見込める。

同社では計画実現のために、既に説明したように大口取引先10社との提携を目指す。また、2013年9月に3営業所を新設したことを皮切りに、最終的には現在全国28ヶ所の営業所を50ヶ所にする。工場の生産能力は現在の2.5倍程度までは可能だが、売上高の増加に伴い工場設備も増設していくことになろう。

製品に関しては、普及を促進するために10万円を切る価格帯の製品を投入することも検討する。

その他、農作物の灌水に電解水を使用し、高品質、高付加価値のある「還元野菜」を育成するための農業用整水器や、高い電解能力を長期間維持できる同社の整水器製造技術を医療分野へ応用した電解水透析システムの普及、さらに現在注目を集めている遺伝子診断分野や、今期新たに進出した再生医療分野など、多岐にわたる事業領域拡大を進めており、目標達成への動きが活発化している。

海外での事業展開やステムセル研究所のようなM&Aによる新規事業への進出もさらに加速させる姿勢であり、今後の動向には今まで以上に注目したい。



■中長期の見通し



整水器の業績は大口取引先との提携がカギ

(2)中期スパンでの事業予想

繰り返しになるが、長期目標の達成に向けて大きな一歩を踏み出したのが、今回の2014年第2四半期といえる。そこで、ここまでの事業展開をもとに、主要な事業に関して今後2～3年程度の中期的なスパンでの業績を分析・予想する。

a. 整水器事業

主力の整水器の業績に関しては、大口取引先との提携がどの程度のスピードで進むかにかかっている。この点は今後の交渉を待つしかない。しかし社名は明らかにされていないものの、既に候補となる10社は具体化しているようである。また日本トリムへの取材によれば、これら候補は提携に積極的な姿勢を示しているという。

それ以外に営業所の新設による売上高の拡大も今後さらに期待できる。

これらの現状を踏まえた場合、整水器の売上高はこの2～3年、年率20～30%程度の伸びは不可能ではなからう。

また、カートリッジは整水器の売上高に比例して増加するとみられる。仮に大口取引先との提携が不調になったとしても、足元の伸び率とほぼ同じ年率10%程度の販売増は固いとみられる。

遺伝子診断分野は海外と日本の両市場を考慮する必要

b. 医療関連事業

一方、医療関連事業は遺伝子診断分野と再生医療分野ともに急拡大する可能性が高いものの、乗り越えなければならない問題も横たわっている。

遺伝子診断分野に関しては、米国市場と今後開拓が始まる日本市場の両方を考慮する必要がある。

■中長期の見通し

まず米国では、遺伝子診断の市場が急拡大すると見込まれている。同国の大手生命保険会社ユニテッドヘルスグループの試算によれば、2010年時点での世界の遺伝子診断市場は約50億ドル（1ドル=98円で、4,900億円）。それが15年には約70億ドル（6,860億円）になるとされている。さらに今後の診断精度の向上の度合いによって大きく変わるが、21年には150億（1兆4,700億円）～250億ドル（2兆4,500億円）の範囲で拡大すると見込まれている。

また、既に事業を展開しているサウスカロライナ州では、診断薬の供給先である検査会社との協業が拡大することはあっても減少することは考えにくい。遺伝子診断は診断薬に合わせた分析装置が必要なため、大きな問題が起こらない限り現在使用している診断薬を切り換えることは少ない。仮に現在使用している診断薬を切り換えるとなると、分析装置も取り替える必要があるため、診断薬の調達先を変えることはコスト面で大きなリスクになる。

一方、供給先検査会社で新たに保険適用となるニューヨーク州では、新市場としての拡大が期待できるばかりでなく、サウスカロライナ州よりも人口が多いため、既存市場以上に顧客獲得を実現できる可能性がある。

ただ、供給先検査会社のサービスは分析結果を翌日中に提供するというのが特徴で、現在の規模では月間6,000件程度の処理が限界となっており、処理能力に問題がある。現在、サウスカロライナ州での分析業務は既に月間3,000～4,000件に達しており、現在の処理能力のままではニューヨーク州で事業に乗り出しても、月間2,000～3,000件が限界ということになる。

日本トリム側の診断薬の供給能力は現在の数十倍程度はあり、十分な余裕がある。そのため、供給先検査会社が分析余力をどの程度まで引き上げることができるかが、米国市場での事業拡大の成否を握ることになる。

一方、日本市場での急激な事業拡大は、まだ望めそうにない。日本における遺伝子診断は一部で保険適用が認められている。しかし、保険点数が低いため医師が実施しがらない状況にある。日本での遺伝子診断の市場拡大には、保険点数を上げる法改正がまず必要と考えられる。

以上のことから、遺伝子診断分野における中期的な売上高は、米国では供給先検査会社の分析処理能力の拡充がまったくできない場合で足元の約2倍、あとは処理能力の拡充次第となろう。

日本では、収益への貢献はまだまだ先ということになる。

再生医療分野に関しても中長期での成長が見込まれる。まず、足元における臍帯血の保管率。日本は年間約100万人の新生児が生まれるが、保管率は0.3%に止まっている。それに対し米国は380万人の新生児が生まれ、保管率は7%となっている。韓国は49万人に対して12%、台湾は20万人に対して5%である。日本における保管率は極端に低い。別の見方をすれば、市場拡大の余地が十分にあるともいえる。

また、臍帯血バンクには国が運営する公的なバンクがあるが、国の方針としては白血病治療を目的としており、3万件の保管で全国民に十分に対応できるとしている。そして既に3万件保管されており、保管数を拡大する予定はない。一方、ステムセル研究所は民間のバンクとしてはシェア90%を持っている。事実上の競争相手がいない状況であるわけで、今後、国民の間で臍帯血の保管意識が拡大していけば、ステムセル研究所への依頼が急拡大する可能性が高い。

■中長期の見通し

ただし事業の急拡大には、国民の間での臍帯血の保管意識の向上が必要ということも確かである。日本トリムでは意識拡大のために現在、産婦人科医を通じて母親などに啓蒙活動を進めている。これは一見地道で時間がかかりそうな営業手法ではある。しかし同社は、整水器事業においても“市場のないところに市場を創造する”というスタンスで、電解水素水の効能を科学的に分析し、セミナー開催を通じて急拡大してきた。このような営業スタイルは同社の得意とするところでもある。

以上のことから再生医療分野の売上高に関しては、日本トリムの営業が加わることにより更なる成長が期待できよう。

売上高経常利益率は25%程度は確保可能か

c.利益率予想

一方、利益に関しては、全社ベースで売上高経常利益率25%程度は最低限確保できよう。その理由として、(1) 同社が扱う商品はどれも価格競争にさらされるようなものでないため、利益率が急激に悪化する可能性が低い。(2) 工場はここ2~3年程度のスパンならば拡充のための投資は必要ないため、営業拠点の設置などの販管費拡大が最も大きいコスト要因になるが、商品販売の増加によって吸収することが期待できる、などが挙げられる。

このように2014年3月期上半期の動きを見た場合、同社は今後、長期的な視野に立って大きな成長を実現する方針であることが理解できよう。したがって投資の際も、長期的な姿勢で取り組む必要があるだろう。

ディスクレマー（免責条項）

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・大阪証券取引所・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、企業との面会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・加工することは強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・譲渡することは強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お願い致します。

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