

|| 企業調査レポート ||

日本トリム

6788 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 12 月 10 日 (月)

執筆：客員アナリスト

瀬川 健

FISCO Ltd. Analyst **Ken Segawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2019 年 3 月期の通期業績予想を上方修正	01
2. 2020 年 3 月期以降の飛躍に寄与する成長・収益改善要因	01
3. 配当を年 60 円に据え置き、20 万株超の自己株式取得を実施	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	03
3. グループ会社	04
■ 事業概要	05
1. ウォーターヘルスケア事業	06
2. 医療関連事業	11
■ 業績動向	14
1. 2019 年 3 月期第 2 四半期の業績概要	14
2. 財務状況	16
■ 今後の見通し	17
1. 2019 年 3 月期予想	17
2. 2020 年 3 月期以降の成長・収益改善要因	19
■ 株主還元策	20

■ 要約

2019 年 3 月期の利益急回復に続き、 2020 年 3 月期を飛躍の年とすることを目指す

日本トリム <6788> は、1982 年の会社設立時より 30 余年にわたり家庭用の電解水素水整水器の事業に携わり、トップ企業の地位を確立している。一時的なブームに踊らされず、国立大学を始めとする国内外の研究機関と地道に電解水素水の効果の機序解明などの基礎研究に取り組んできた。健康経営を切り口とする営業の活発化、3 年半ぶりの高性能の新製品の投入により、直販がけん引して、回復基調からさらに成長軌道への移行に取り組む。

1. 2019 年 3 月期の通期業績予想を上方修正

2019 年 3 月期第 2 四半期の業績が前年同期比で 13.8% の増収、24.3% の経常増益であったことを踏まえ、通期予想は 10.0% の増収と 39.4% の経常増益に上方修正された。2016 年 6 月から始まったマスコミによる水素水に対するネガティブ報道も新たな報道はなく、水素に関するポジティブな紹介がされるなどの変化が出てきた。同社は 2 年連続して「健康経営優良法人～ホワイト 500～」に認定されており、健康経営提案による BtoB の展開から C へとつなげる営業に注力している。2017 年 9 月に 3 年半ぶりに発売した「トリムイオン GRACE」は、電解水透析の技術を応用したことにより従来製品と比べ水素濃度を約 4 倍に高めた高性能機であり、他社製品との差別化に成功し、同社の直販整水器売上高の約 6 割を占めている。同製品のコストダウンが進んだことが、2019 年 3 月期第 2 四半期の増益幅を拡大する要因となった。

2. 2020 年 3 月期以降の飛躍に寄与する成長・収益改善要因

2019 年 3 月期の利益の急回復は、前期にあった特殊要因がなくなることに一部負う。予想経常利益率の 15.2% は、ネガティブキャンペーンの影響が出る前の 2016 年 3 月期までの 5 期間に 20% 前後で推移した水準に比べると満足できるものではない。同社は、2020 年 3 月期を飛躍の年とするべく、種々の施策を講じている。2019 年 1 月頃に東北大学医学部と糖尿病患者への電解水素水の飲用臨床試験の有意な成果と 2019 年 4 月頃に東京大学と電解水素水の高い抗酸化性の機序となるデータに関する論文投稿が予定されている。電解水素水の普及促進への大きな起点になる可能性を秘める。職域販売では、2019 年 3 月期下期から新たな協業先と組み市場開拓を図る。立ち上げ時に原価率の悪かった新製品「GRACE」は、生産量の増加につれコストダウンが進む。海外事業は、従来のインドネシアと中国の拡大に加え、国内商社を通じた ASEAN 諸国等での市場開拓に乗り出している。2019 年 3 月期に黒字転換が見込まれる医療関連事業は、民間さい帯血バンク事業が本格的な成長軌道に乗った。初年度にスタートアップコストから赤字であった中国の病院運営事業は、2020 年 3 月期以降に収益性の改善が見込まれる。

3. 配当を年 60 円に据え置き、20 万株超の自己株式取得を実施

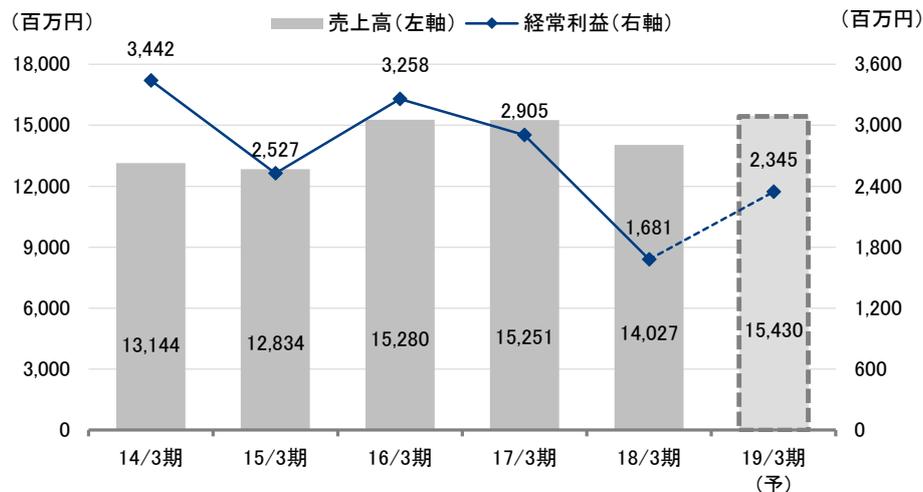
安定配当政策を取っており、2019 年 3 月期の 1 株当たり年間配当金は 4 年連続の 60 円を予定している。株主還元策の一環として、前期に続き積極的な自己株式取得を行っており、2019 年 3 月期に入って既に 20 万株超、10 億円を超える自己株式取得を実行した。その結果、総還元性向は 2 期連続して 100% を超えることになるだろう。保有する自己株式は、将来の M&A への活用などを考えている。

要約

Key Points

- ・2019年3月期通期予想は、第2四半期実績を反映して増額修正
- ・2020年3月期以降の飛躍を目指す
- ・安定配当と自己株式取得により、総還元性向は2期連続して100%超に

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

家庭用医療機器メーカーからメディカルカンパニーへの移行

1. 会社概要

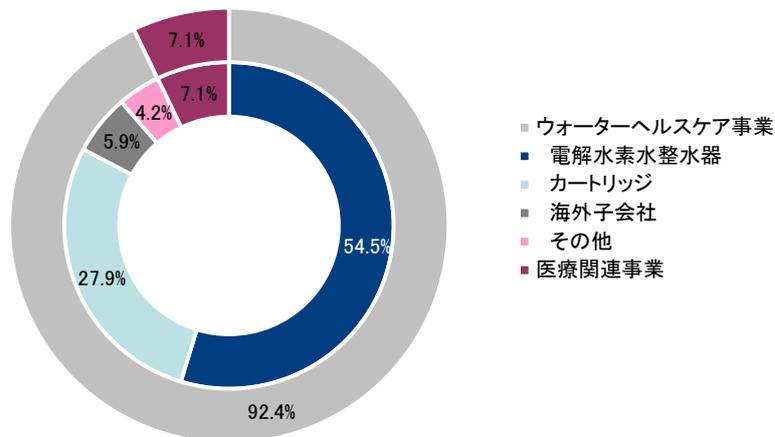
同社は、電解水素水整水器販売を主軸とした事業を展開しており、整水器市場において2017年度版の調査で64.5%のシェアを獲得している。世界に先駆けて水が持つ機能に着目し、国内外の大学や研究機関との産学共同研究により電解水素水の新たな可能性(機能)を追求している。整水器による飲用電解水素水の提供は、家庭用から飲食店などの業務用、さらに健康経営に取り組む企業へと広がっている。血液透析へ応用した『電解水透析』や、農作物の灌水・散布に利用した『還元野菜』の栽培など、医療や農業分野への様々な応用を実現している。

医療関連事業としては、連結子会社群が再生医療などの先進医療関連事業を展開している。

会社概要

2019 年 3 月期第 2 四半期の売上高 (7,900 百万円) の事業別内訳は、ウォーターヘルスケア事業が 92.4% (うち電解水素水整水器が 54.5%、カートリッジが 27.9%、海外子会社が 5.9%、その他が 4.2%)、医療関連事業が 7.1% (再生医療関連事業が 6.9%、電解水透析及び MGO 測定が 0.2%) であった。セグメント利益は、ウォーターヘルスケア事業が 1,331 百万円 (売上高営業利益率 18.5%)、医療関連事業が 44 百万円 (同 7.3%) であった。

事業別連結売上高構成比
(2018年3月期第2四半期 売上高:7,900百万円)



出所：会社資料よりフィスコ作成

2. 沿革

同社は、1982 年に整水器の販売を目的として設立された。1983 年に、厚生省から医療機器の承認を取得した自社製品を発売し、1990 年には、高知県に自社工場を設立しメーカーとなった。整水器の事業は、グループで開発、製造、販売、アフターサービスの一気通貫した事業を展開している。また、子会社 (株) トリムメディカル ホールディングスを通じて再生医療分野に進出し、さい帯血保管事業、国産細胞医薬品開発、医療関連装置の開発・製造販売を行っている。

同社の製造販売する電解水素水整水器は、家庭用管理医療機器である。1965 年に、厚生省より医療用電解水製造装置が生成するアルカリイオン水 (電解水素水) を飲むことで慢性下痢、消化不良、胃腸内異常発酵、制酸、胃酸過多に有効であることが認められた。1999 年の日本医学学会総会で、アルカリイオン水は厳密な比較臨床試験により安全性、有効性の再確認がされた。2005 年の薬事法改正後は、整水器は家庭用管理医療機器として認証を得ている。

2000 年に JASDAQ 市場で株式を公開し、2003 年に東証 2 部、2004 年に東証 1 部への上場を果たした。

会社概要

沿革

1982年 6月	株式会社日本トリム設立
1983年 5月	「トリムイオン TI-100」厚生省製造承認・新発売
1990年 2月	高知県土佐清水市に工場設立
2000年11月	JASDAQ 市場に上場
2002年 8月	高知県南国市に新工場竣工
2003年 2月	東証 2 部へ上場
2004年 3月	東証 1 部へ上場
2005年10月	中国広東省広州市に広州多寧健康科技有限公司設立
2006年11月	インドネシアにて PT. SINAR MAS MULIARTHA Tbk とボトリングビジネスを行う：PT. SUPER WAHANA TEHNO を設立
2007年 5月	株式会社トリムジンホールディングス（持株会社）（現・株式会社トリムメディカルホールディングス）設立
2007年11月	東北大学との産学共同ベンチャー、(株)トリム メディカル インスティテュート設立
2010年 6月	電解透析水整水器「TRIM HD-24D」発売開始
2012年 4月	台湾にて杏一醫療用品股份有限公司と合弁会社「多寧生技股份有限公司」を設立
2013年 9月	民間さい帯血バンクトップの(株)ステムセル研究所を子会社化し、再生医療分野に進出
2014年 4月	「トリムイオン HYPER」新発売
2014年10月	還元野菜整水器（農業用整水器）「TRIM AG-10」、「TRIM AG-30」新発売
2015年 3月	(株)トリムジン ホールディングスを(株)トリムメディカルホールディングスに商号変更
2015年 7月	南国市、JA 南国市、高知県、高知大学との「還元野菜プロジェクト」推進連携協定を締結
2016年 4月	中国における、人工透析を含む慢性期疾患治療病院運営事業に参画決定
2017年 2月	高知県南国市に次世代型農業用施設が竣工
2017年 2月	「健康経営優良法人～ホワイト 500～」に認定
2017年 3月	帯広畜産大学との共同論文「大井競馬場競走馬の消化器症状に対する電解水素水飲用の効果」を発表
2017年 4月	国産のヒト組織（胎盤・臍帯など）由来細胞の製品開発を行うヒューマンライフコード（株）を設立
2017年 5月	医薬研究用機器及び医療関連機器の企画・開発・製造・販売のストレックス（株）と資本・業務提携
2017年 9月	医療向け技術を搭載した高濃度の電解水素水を生成する電解水素水整水器「トリムイオン GRACE」を発売
2018年 2月	「健康経営優良法人～ホワイト 500～」に 2 年連続で認定
2018年 5月	中国・北京市に糖尿病治療や電解水透析を行う日本式病院を開設

出所：会社資料よりフィスコ作成

3. グループ会社

同社は、電解水素水整水器の製造子会社（株）トリムエレクトリックマシナリーや取付け・アフターサービスなど顧客管理をする子会社（株）トリムライフサポートを持つ。また、農業など新規市場への参入に当たっては、業界の知見を持つ企業とのコラボレーションも進めている。

海外市場では、中国、台湾に整水器の販売子会社を設立している。また、インドネシアでは、ボトルドウォーターの製造販売を手掛ける合弁会社 PT.SUPER WAHANA TEHNO が、売上高を伸ばしている。

2007 年に東北大学と糖分解代謝物の受託測定及び電解水透析システムを販売する（株）トリム メディカル インスティテュートを産学共同ベンチャーとして立ち上げた。

会社概要

先進医療分野では、戦略的持株会社である連結子会社のトリムメディカルホールディングスの下に、国内シェア No.1 の民間さい帯血バンク（株）ステムセル研究所を擁する。2017年に入って、ヒト組織由来細胞の製品開発を行う新会社ヒューマンライフコード（株）を立ち上げ、また再生医療などに関連する医薬研究用機器及び医療関連機器の企画・開発・製造・販売を行うストレックス（株）と資本・業務提携した。

主なグループ会社一覧（2018年3月末時点）

会社名	設立・出資時期	所有割合	所在地	事業内容
(1) ウォーターヘルスケア事業				
(株)日本トリム	1982年6月 設立	本体	大阪市北区	電解水素水整水器等を中心とした健康機器販売及びそれに関連する附属品等の販売
(国内)				
(株)トリムエレクトリックマシナリー*	1990年2月 設立	100.0%	高知県南国市	電解水素水整水器等の製造
(株)トリムライフサポート*	2012年2月 設立	100.0%	大阪市北区	取付け及びアフターサービスによる顧客情報管理
(海外)				
広州多寧健康科技有限公司*	2005年10月 設立	100.0%	中国広東省	電解水素水整水器等の輸入販売
PT. SUPER WAHANA TEHNO*	2006年11月 出資	50.0%	インドネシア	ボトルドウォーターの製造及び販売
多寧生技股份有限公司**	2012年4月 設立	50.0%	台湾・桃園市	電解水素水整水器等の輸入販売
(2) 医療関連事業				
(株)トリムメディカルホールディングス*	2007年6月 設立	100.0%	大阪市北区	先進的医療関連事業を展開する子会社を管理・運営し、グローバルに展開することを目指す持株会社
(株)ステムセル研究所*	2013年9月 出資	83.3%	東京都港区	民間さい帯血バンク。造血系幹細胞を利用した新治療方法の研究開発及び普及
(株)トリムメディカルインスティテュート*	2007年11月 設立	98.0%	宮城県仙台市	産学共同ベンチャー。糖分解代謝物の受託測定及び電解水透析用機器の販売
ヒューマンライフコード(株)	2017年4月 設立	50.0%	東京都千代田区	国産細胞医薬品の研究開発・製造・販売
ストレックス(株)	2017年5月 出資	52.3%	大阪市中央区	医療関連機器の開発・製造販売

注：* 連結対象子会社、** 持分法適用関連会社
出所：会社資料よりフィスコ作成

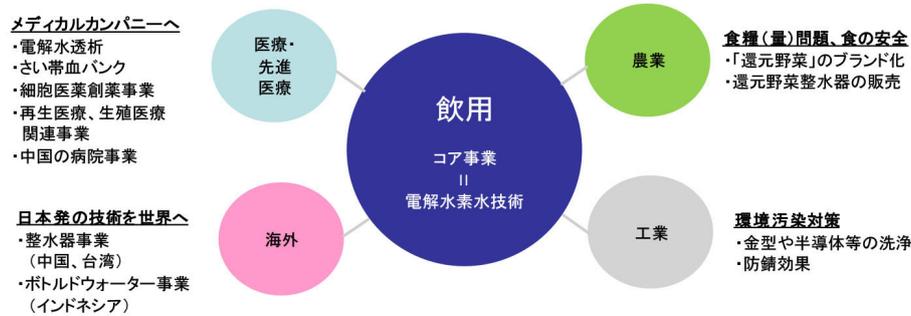
■ 事業概要

整水器事業は、回復基調から成長路線へ

家庭用医療機器メーカーからメディカルカンパニーへの移行という大きな目標を掲げている。飲用整水器をコア事業に、電解水素水技術を医療や農業分野に応用している。海外では、アジアにおいて飲用事業を展開しているが、2019年3月期から中国の病院運営事業が加わった。先進医療分野では、再生医療、生殖医療関連事業を展開し、企業価値の向上に努めている。

事業概要

事業領域



出所：決算説明会資料より掲載

1. ウォーターヘルスケア事業

(1) 飲用事業

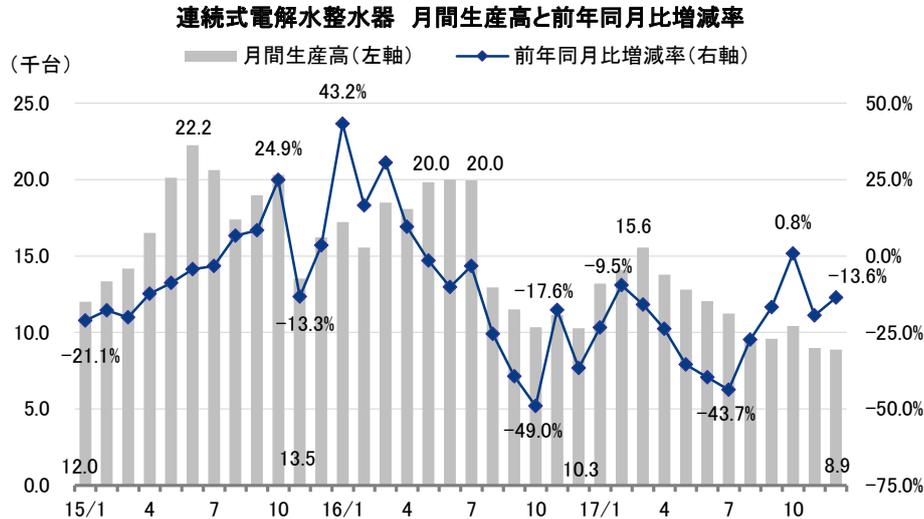
a) マスコミによる報道の影響

水素水ブームに乗り、多くの企業が市場に参入したため、市販の容器入り水素水と電解水素水整水器の区別がつかず、混同するきらいがある。アルミパウチ、アルミボトル、ペットボトルに詰められたバブリング水素水は、いわゆる健康食品であり、効能について言及することは許されていない。「健康食品」には法律上の定義がなく、届出制・自己認証制・個別許可制などの保健機能食品とも分けられている。一方、水素水生成器には、スティック型、携帯型、据置型、蛇口直結型があり、電気分解方式や水素発生剤により水素を生成する。同社が手掛ける電解水素水整水器は、医薬品医療機器等法（旧薬事法）のもと、胃腸症状改善の効果が認められている家庭用管理医療機器である。国から効果が認められている水処理器は「整水器」のみとなる。同社は、その整水器のトップメーカーであり、一般財団法人 機能水研究振興財団の理事になっている。

2016年6月から、新聞などにより水素水に対するネガティブ報道が始まった。消費者からの問い合わせが増えたとして、2016年12月に独立行政法人 国民生活センターから水素水に関する報告書が出された。同センターは、市場でシェアの高い容器入り水素水10銘柄、水素水整水器9銘柄の合計19銘柄について、溶存水素量を測定し、その表示との差異について調べた。整水器では、トップメーカーの同社と第2位のパナソニック<6752>が対象となった。両社とも表示について、問題ない旨が報告された。その後、消費者庁からダイエツト効果などの不当表示により清涼飲料水などいわゆる健康食品の水素水商品の販売会社3社に対し行政処分が下され、水素水ブーム全体に水を差した。

厚生労働省の薬事工業生産動態統計による連続式電解水素水整水器の年間生産台数は、2014年に216千台、前年比34.1%の急成長を遂げたが、その後3年連続して減少した。しかし、疑わしい業者が淘汰されたことによる影響もある。現状、同社の業績は回復から成長軌道へと展開しており、水素に関する研究の進展などから、今後、市場は急速に回復していくものと思われる。

事業概要



出所：「業事工業生産動態統計」（厚生労働省）よりフィスコ作成

b) 販売チャネル別の動向

2019年3月期第2四半期における同社の整水器売上高(4,305百万円)の販売チャネル別内訳は、直販のDS(ダイレクトセールス)事業部が56.0%、既存顧客からの紹介によるHS(ホームセールス)事業部が23.0%、百貨店やスポーツクラブなどの催事場で販売するSS(ストアセールス)事業部が8.2%、大手電機メーカーなどに供給する卸・OEMが9.2%、業務部(アフター)が3.6%であった。

直販は、企業などに出向き、社員向けにセミナーを開いて販売する職域販売がメインになる。販売拠点を順次拡大してきており、現在は全国28拠点のネットワークを構築している。1人当たりの販売台数や1セミナー当たりの販売台数等の販売効率を重視している。

直販の主力であるDS事業部は、ネガティブ報道の影響が2018年3月期上期まで尾を引いたが、健康経営を切り口としたBtoBの営業活動等に注力し、2018年3月期下期より販売効率は反転、回復基調となった。さらに2018年3月期下期に投入した新製品により販売単価が上がったことも奏功し、成長路線への移行も見えてきた。一方、卸・OEMは、まだ回復の途上であるが、新規大口取引契約の見込みも複数出てきている。

c) 電解水素水整水器「トリムイオン GRACE」の発売

2017年9月に、3年半ぶりとなる電解水素水整水器の新製品「トリムイオン GRACE」を発売した。同製品は、医療現場の技術で作られた電解システムを搭載しており、最大水素濃度1,300ppbを実現した。従来製品の「トリムイオン HYPER」の最大濃度は300ppb程度であるから約4倍となる。同社は、中性のまま水素濃度を上げる固体高分子膜の新型電解槽にアルカリ性にする従来型電解槽を組み合わせた“ハイブリッドダブル電解システム”を搭載することで、水素濃度が高く、体にやさしい電解水素水を作ることに成功した。「トリムイオン HYPER」でも十分な水素濃度があるが、これまでの研究で水素濃度の高い方が細胞内活性酸素消去能力が強いことが報告されている。同業他社から同等の製品は、いまだ登場していない。

事業概要

本体のメーカー希望小売価格は、「トリムイオン HYPER」の164,000円に対し、「トリムイオン GRACE」は248,000円と高額になる。価格差から従来品が主力製品であり続けると想定していたが、新製品は発売当初に直販の5割以上を占め、直近では6割程度まで上昇し、ユーザーからの圧倒的な支持を得ている。新製品は、金型の償却負担や新たな部品を使用するため従来品に比べ製造原価率が高いが、増産効果によりコストダウンが進む見込みだ。

d) 健康経営

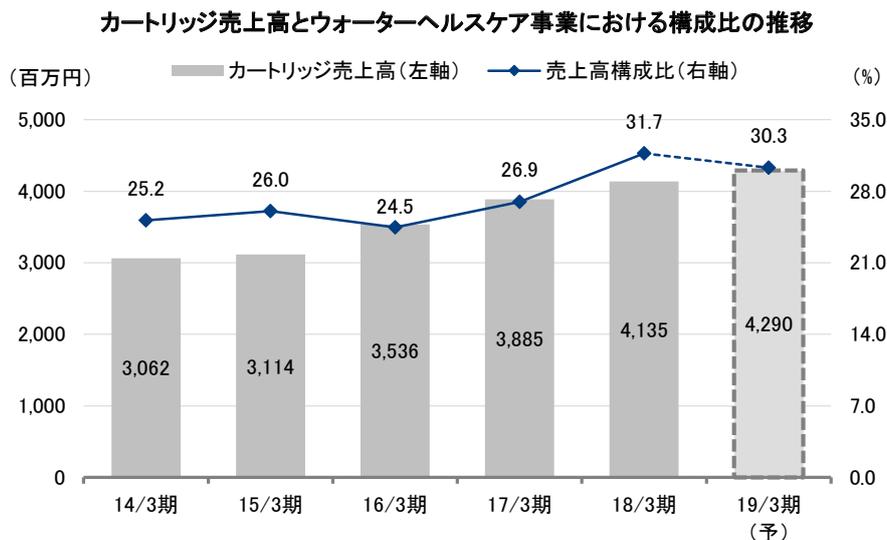
同社は、2年連続して「健康経営優良法人～ホワイト500～」に認定されている。「ウォーターヘルスケアという、新習慣。」という考え方を推進している。

2017年3月期より「健康経営」をテーマに、法人向け営業を活発化させた。ガロンボトルを導入しているオフィスに対し、電解水素水浄水器は胃腸症状改善の効果が認められている点をアピールしている。電解水素水の常飲は、他の健康法に比べ習慣化しやすく、毎日の飲用時に健康への意識が働くことが採用企業に評価されている。健康意識の高まりが定期健康診断などの受診率向上に寄与することも期待される。

職域販売において、健康経営を重視する企業に浄水器を設置し、職場で電解水素水の飲用を習慣化した社員に広げる BtoB から C へ展開する販売手法が形となりつつある。健康経営提案により自動車ディーラーへの大量納入に成功している。他地域への横展開を進める。

e) カートリッジの売上高

浄水カートリッジは、使用状況にもよるが、通常年1回交換されるため、浄水器の稼働台数の増加に応じて、安定した伸長が見込めるストックビジネスになる。ウォーターヘルスケア事業売上高の3割程度を占める。OEM 供給した浄水器の交換にも、同社のカートリッジが使用される。第三者による「互換」カートリッジに対しても対策済みである。

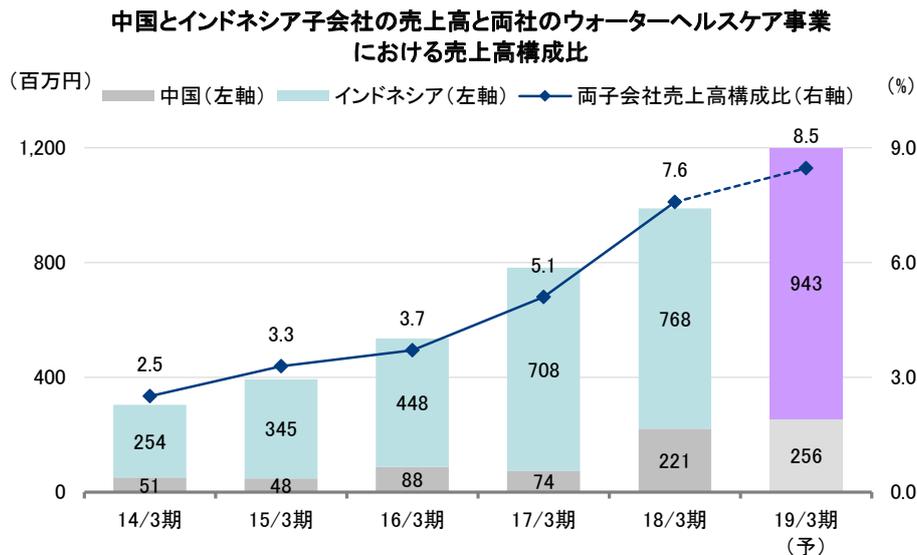


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業概要

f) 海外子会社 アジア市場の開拓

家庭用電解水素水整水器の国内市場で圧倒的なシェアを持つがゆえに、アジアにおいて新規市場の開拓をする成長戦略を取っている。現在、中国、インドネシア、台湾に拠点を持つ。ウォーターヘルスケア事業における、2018年3月期の中国とインドネシアの子会社を合わせた売上高構成比は7.6%であった。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

インドネシアの Sinar Mas Group との合併会社 PT. SUPER WAHANA TEHNO は、2006年からペットボトル及びガロンウォーターの製造販売に携わっている。アルファマートやインドマートなど約24,000店舗に向けた全国展開を進めている。インドネシア最大の都市ジャカルタを中心とするジャワ島西部に加え、第2の都市スラバヤを擁する東部でも展開している。2016年11月に委託生産により生産能力をペットボトルで2倍、ガロンで5倍に拡大した。大幅な増産に備え、品質管理体制を強化する。今後も高成長が続くとみている。

新規市場開拓先として、日系商社と組み、ベトナムを皮切りに、インド、カンボジア、フィリピン、タイなどでの事業展開を図る。2018年3月期の販売実績は2,500台程度であったが、1万台を目指して事業拡大を図る。

(2) 農業分野 電解水応用のデータ収集

農業分野では、電解水素水の応用により、葉菜類の収穫量増加、抗酸化成分の増加、果実の糖度上昇など様々なデータを収集している。高知県の産学官による「還元野菜プロジェクト」では、南国市の大型次世代ハウスのパブリカ栽培で生産効率の向上を目的に栽培技術や育成方法の検証を続けている。秋田県能代市の市農業技術センターでは、トマト栽培において、電解水素水の方が水道水や地下水に比べ1.8倍の収穫量を上げた。

2018年3月にインドネシアで開催されたジャカルタ・フード・セキュリティー・サミット(JFSS)に、同社の合併会社が還元野菜整水器を展示した。

事業概要

(3) 産学官共同研究

同社は、エビデンスを示した科学的アプローチをすることを基本方針としている。1991年に自社の研究部門を設立するなど、早くから電解水素水の研究に取り組んできた。研究開発は、自社内だけでなく、約20年前から国内外の大学や研究機関と電解水素水について基礎分野、医療分野、農業・畜産・水産分野の3つの分野で産学官共同研究を進めている。

基礎研究に関わるものは、電解水素水の物性解明、効果メカニズムの解明、パブリック水素水との相違などである。電解水素水の基礎研究は、国立研究開発法人理化学研究所（以下、理研）、東京大学大学院工学系研究科、カロリンスカ研究所（スウェーデン）と行っている。医療分野において、東北大学医学部、高知大学医学部などと電解水素水の臨床研究、応用などを進めている。農業分野は高知大学農学部と、畜産分野は山口大学共同獣医学部と共同研究を行っている。水産分野では、高知工科大学システム工学部と製氷した電解水の魚の鮮度保持に関する効果を、東海大学海洋学部とは魚の切り身の鮮度保持に関する効果の共同研究を開始した。また、立命館大学スポーツ健康科学部とは、運動パフォーマンスに対する飲用効果について論文を準備している。国内外の大学・研究機関との共同研究は、論文発表という形で結実している。

同社の共同研究

研究課題	分野	共同研究先	備考
1 電解水素水の機序解明	基礎・動物・ヒト・臨床	理化学研究所	2017年5月共同研究開始、5年契約
2 糖尿病への飲用効果	臨床	東北大学医学部	2019年1月に論文投稿予定
3 生活習慣病への飲用効果	臨床	高知県須崎市	2019年3月末に終了予定
3 医療費削減に対する影響	疫学調査	高知大学医学部	2019年度から開始予定
4 電解水素水の物性解明	基礎	東京大学大学院工学系研究科	2019年4月に論文投稿予定
5 うつ病発症抑制への飲用効果	動物	カロリンスカ研究所	研究を継続中
6 競走馬への飲用効果	動物	山口大学共同獣医学部	新たな共同研究を開始
7 運動パフォーマンスに対する飲用効果	ヒト	立命館大学スポーツ健康科学部	2018年中に論文投稿予定
8 電解水素水の効果の機序解明	基礎	早稲田大学人間科学学術院	2018年4月から共同研究開始
9 還元野菜栽培の実証	基礎	高知大学農林海洋科学部	研究を継続中
10 魚の鮮度保持に関する効果	基礎	高知工科大学システム工学部	有意なデータ取得し、特許申請中
11 魚の切り身鮮度保持に関する効果	基礎	東海大学海洋学部	2018年8月から共同研究開始

出所：会社資料よりフィスコ作成

2017年5月に、理研と「電解水素水の効果の機序解明」に関する共同研究を開始した。この度の共同研究は、動物及びヒトに対する効果の体系的なメカニズムを、国内最高峰の研究機関である理研の豊富な研究員と最先端の研究ノウハウや計測技術等を活用して解明することを目的とする。研究期間は5年間とし、1、2年の比較的短期的な研究に加え、より高度な機能性を追求する中長期的研究を並行して実施する。

事業概要

2017 年 2 月に、Public Library of Science より刊行されるオープンアクセスの科学雑誌である「PLOS ONE」に、九州大学と東京大学との共同論文となる「電解水素水は同水素濃度の水素水に比べ HT1080 細胞の細胞内活性酸素消去能が強い (和訳)」が掲載された。この研究では、電解水素水は、同濃度のバブリング水素水よりも細胞内の活性酸素消去活性が約 5 倍高い結果が出た。また、水素ガスが脱気した後でも、電解水素水の細胞内活性除去能力は約 60% の活性が残った。これは、バブリング水素水の約 3 倍の細胞内活性酸素除去能力に相当する。電解水素水は、アルカリ性で白金ナノ粒子などの別の因子が存在している可能性が示された。一方、バブリング水素水の活性成分は溶存水素のみのため、脱気した後では活性が残っていなかった。電解水素水はバブリングで生成した水素水よりも抗酸化性が高い水であると考えられ、電気分解によって生成することが有効との結論になった。

同社の共同研究論文

2016年	「Renal Replacement Therapy」福島県立医科大学、東北大学医学部共同論文 「抗酸化療法としての水素分子：血液透析への臨床応用と展望」 「JVM 獣医畜産新報」帯広畜産大学との共同論文 「馬の非ステロイド系抗炎症薬誘発胃潰瘍に対する電解水素水飲水の予防効果」
2017年	「PLOS ONE」九州大学、東京大学医学部共同論文 「電解水素水は同水素濃度の水素水に比べ HT1080 細胞の細胞内活性酸素消去能が強い」 「馬の科学」帯広畜産大学との共同論文 「大井競馬場競走馬の消化器症状に対する電解水素水の効果」 「PLOS ONE」東北大学との共同論文 「慢性血液透析患者における血液透析中の分子状水素 (H ₂) 供与の臨床効果の可能性：監察調査 12 ヶ月目の中間報告」
2018年	「Scientific Reports」東北大学との共同論文 「分子状水素溶存血液透析液を使った新しい血液透析療法は、慢性血液透析患者の予後を改善する：前向き監察研究」

出所：会社資料よりフィスコ作成

2017 年秋より、高知県須崎市と高知大学医学部とで、電解水素水の臨床及び疫学調査の共同研究を行っている。市内の 500 世帯が、同社の電解水素水整水器を使用して日常的に電解水素水を飲用する。生活習慣病予防や健康増進に与える影響、医療費を調査・研究する。高知大学医学部と協力して、利用者の血液や健診データを収集する。

電解水透析事業および民間さい帯血バンク事業が成長路線に

2. 医療関連事業

2019 年 3 月期第 2 四半期の医療関連事業の売上高は、前年同期比 31.3% 増の 558 百万円であった。総売上高に対する比率は 7.1% とまだ小さい。売上高の内訳は、再生医療関連事業が 544 百万円、同 28.0% 増、電解水透析及び MGO 測定が 14 百万円、同 226 倍であった。同事業のセグメント利益は、44 百万円となった。

事業概要

(1) 先進医療分野

先進医療分野では、戦略的持株会社である連結子会社のトリムメディカル ホールディングスの下に、民間さい帯血バンクで国内シェアトップのステムセル研究所を擁する。2017 年に入って、ヒト組織由来細胞の医薬品開発を行う新会社を立ち上げ、また再生医療などに関連する医薬研究用機器及び医療関連機器の企画・開発・製造・販売を行うストレックスと資本・業務提携している。

a) 再生医療関連事業
1) ステムセル研究所

民間さい帯血バンクを運営するステムセル研究所は、2019 年 3 月期第 2 四半期末の保管者数が前期末比 1,823 人増の 45,030 人になった。民間企業における年間新規保管数国内シェアは、約 99% に達している。日本における年間出生数に対するさい帯血の保管率は 0.3% と、米国の 3.0%、韓国の 15.0% と比べて極めて低い。同子会社は、さい帯血保管に関する啓蒙活動を行っている。

再生医療安全確保法に基づき、高知大学医学部は小児脳性麻痺に対する自己さい帯血を用いた第 1 相試験 (Phase I) を進めている。新たに、自閉症スペクトラム障害 (ASD) に関する自己さい帯血を用いた臨床研究 (Phase I) が計画されている。自己さい帯血を用いた再生医療 (細胞治療) は、脳性麻痺など、これまで治療法がなかった病態に対するまったく新しいアプローチとして注目されている。

東京大学医科学研究所附属病院と同子会社は、大量のさい帯を冷凍保存する技術を共同研究する。さい帯もさい帯血と同様に間葉系細胞が摂取でき、再生医療での活用が期待されている。さい帯血を十分に集められない場合の対応策となる。同子会社は、大阪府と大阪市が整備している「中之島未来医療国際拠点」の運営母体設立準備組織にも参画している。

2) ヒューマンライフコード

同社グループは、2017 年 4 月に胎盤などから採取した細胞を利用した医薬品を開発する子会社ヒューマンライフコードを設立した。同子会社は、2017 年 9 月に東京大学医科学研究所と共同研究契約を結び、2017 年 10 月には関西医科大学と再生修復治療に向けた共同研究契約を締結した。東京大学医科学研究所附属病院セルプロセッシング・輸血部では、同種さい帯由来間葉系細胞を研究しており、国産の再生医療等製品の製品化に取り組んでいる。同子会社は東京大学医科学研究所と共同し、治療ニーズをいまだ満たしていない血液腫瘍領域における希少疾患への適応拡大を検討する研究を推進していく。

関西医科大学は、患者自身の脂肪幹細胞を用いた新たな乳房再建術の研究に取り組んでおり、現在臨床研究を実施している。この新しい乳房再建術は、従来の脂肪のみを注入する方法と比較して「脂肪定着の可能性が高く、従来の方法では難しいとされる部分的にくぼんだ乳房の再建にも適用できる」ことから、治療ニーズも高く、主に乳癌の乳房温存手術後の患者の QOL 向上に大きく貢献することが期待されている。同子会社は、低侵襲な乳房再建術の確立のための再生修復治療に向けた共同研究を行う。

事業概要

3) ストレックス

ストレックスは、メカニカルストレス受容機構解明を目指した基礎医学研究用システムの研究及び開発製造にかかる。再生医療・組織工学に応用可能な 3 次元培養システムの開発に加え、iPS/ES 細胞等の効果的な凍結が可能となる「プログラム・ディープフリーザー」、そして生殖補助医療用システム等の開発・製造・販売を行っている。

ステムセル研究所が有するさい帯血由来幹細胞の保管サービスのノウハウ及び数十年蓄積された品質管理体制と、ストレックスが有する再生医療、生殖医療分野での装置に関する豊富なノウハウを融合することで、再生・修復医療及び生殖医療周辺の事業基盤強化をする。

次世代型透析療法「電解水透析」の共同論文が英国科学誌に掲載

(2) 電解水透析及び MGO 測定

2007 年に東北大学との産学共同ベンチャー、トリム メディカル インスティテュートを設立し、電解水透析用システムの販売やブドウ糖酸化分解物 (MGO) 測定に取り組んでいる。全国の透析関連施設は、2016 年末時点で 4,396 施設、135,211 床であった。電解水透析装置は、16 病院に導入されている。後述の東北大学との共同論文が関心を高めたおかげで、300 以上の施設と交渉中である。装置の入れ替えや病院の改装時期に導入されるため、現在は種まきをし、事業機会を逸しないようにする。潜在市場規模は 50 億円強と大きく、納入後もメンテナンス収入が見込まれる。

2018 年 1 月に、東北大学との共同論文が Nature 出版グループの発行する英国科学誌「Scientific Reports」に掲載された。5 年間の調査で、電解水透析群では通常透析群と比較して、死亡・心脳血管病の発生が 41% 低い結果が報告された。「電解水透析」において、透析後の高血圧の改善、必要な 1 日当たりの降圧薬の投与量の減量、死亡率・重篤な合併症の抑制が示唆された。日本において、透析患者の心脳血管合併症の発症率は極めて高く、死亡の主な原因となる。病院にとって、患者の寿命が延びることにより治療機会も延びる、降圧剤の投与量が減少しコスト削減となる、患者の血圧が安定して緊急のナースコールが減り労務費が低下するなどのメリットが挙げられる。何よりも、患者の QoL 向上に資するところが大きい。同社が参画している中国の病院でも導入されており、世界のスタンダード治療法として確立されることを目指す。

(3) 中国における日本式病院運営事業

中国における糖尿病の患者数は 1.4 億人以上、予備軍を含めると 2.4 億人以上と言われている。同社が参画している慢性期疾患治療病院運営事業は、2018 年 5 月に北京市で第 1 号となる病院の開院式を実施した。フラッグシップ病院の「漢琨医院」は、200 床を有し、糖尿病治療・血液透析・リハビリの日本式医療サービスを提供する。今後、立地を精査して、早々にもう 3 ヶ所での展開を計画している。次の候補地として、大連、上海、西安、内モンゴルなどが上がっている。パートナーへの申し込みが多い。

同プロジェクトは、国内大手商社及び地元資本とパートナーを組み、同社の出資比率は 3 分の 1 程度となる。連結子会社ではなく、持分法による投資損益が営業外損益に計上される。先行投資期間であることから、投資損失は 2018 年 3 月期に 53 百万円が発生、2019 年 3 月期は 180 百万円が予想されている。本格稼働した際の 1 病院当たりの売上高は約 40 ～ 50 億円、売上高営業利益率 20% 以上を見込む。

業績動向

2019年3月期第2四半期は利益面で期初予想を上回る回復

1. 2019年3月期第2四半期の業績概要

2019年3月期第2四半期の連結業績は、売上高が前年同期比13.8%増の7,900百万円、営業利益が同37.3%増の1,375百万円、経常利益が同24.3%増の1,330百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同24.4%増の827百万円と増収増益となった。予想比では、売上高が1.0%増、営業利益が26.2%増、経常利益が28.0%増、親会社株主に帰属する四半期純利益が同40.2%増といずれも上回った。2017年9月に投入した新製品「GRACE」の生産数量増が原価率を期初予想より抑えたため、収益性が向上した。

2019年3月期第2四半期連結業績

(単位：百万円)

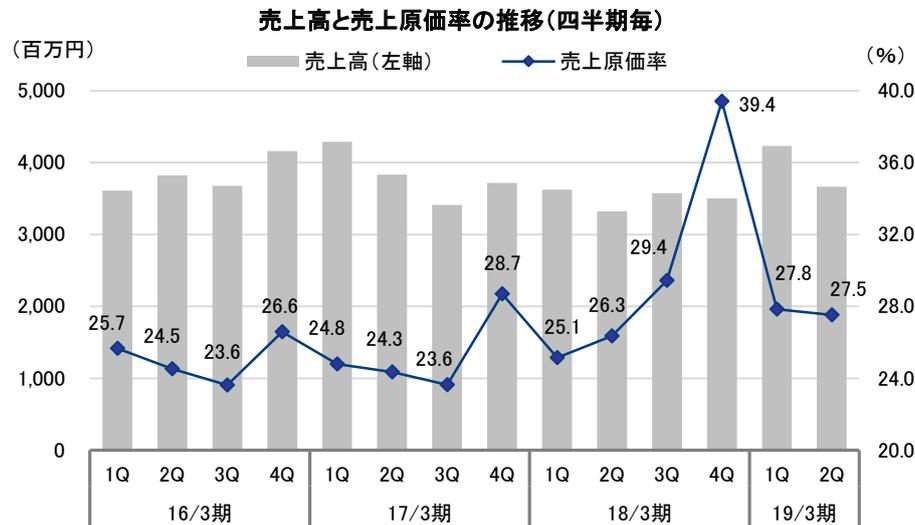
	18/3期2Q		19/3期2Q		前年同期比		計画比		
	実績	売上比	計画	実績	売上比	増減額	増減率	増減額	増減率
売上高	6,944	100.0%	7,820	7,900	100.0%	955	13.8%	80	1.0%
ウォーターヘルスケア事業	6,498	93.6%	-	7,300	92.4%	802	12.3%	-	-
整水器	3,605	51.9%	-	4,305	54.5%	700	19.4%	-	-
カートリッジ	2,187	31.5%	-	2,200	27.8%	13	0.6%	-	-
海外子会社	393	5.7%	-	462	5.8%	69	17.6%	-	-
その他	311	4.5%	-	330	4.2%	19	6.2%	-	-
医療関連事業	445	6.4%	-	599	7.6%	154	34.5%	-	-
売上総利益	5,158	74.3%	-	5,712	72.3%	554	10.7%	-	-
販管費	4,156	59.9%	-	4,337	54.9%	180	4.3%	-	-
営業利益	1,001	14.4%	1,090	1,375	17.4%	374	37.3%	285	26.2%
ウォーターヘルスケア事業	1,007	15.5%	-	1,331	18.2%	324	32.1%	-	-
医療関連事業	-5	-1.3%	-	44	7.4%	49	-	-	-
経常利益	1,070	15.4%	1,040	1,330	16.8%	260	24.3%	290	28.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	664	9.6%	590	827	10.5%	162	24.4%	237	40.2%

注：営業利益率は、各事業の売上高営業利益率

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2019年3月期の売上原価率の四半期毎の推移は、第1四半期が27.8%、第2四半期が27.5%とわずかながら改善した。2018年3月期の推移は、第1四半期が25.1%、第2四半期が26.3%、第3四半期が29.4%、第4四半期が39.4%であったが、これは第3四半期は新製品の販売が本格化したことから原価率が悪化し、第4四半期は、契約損失引当金を売上原価で処理したため一時的に特殊要因が発生したことによる。新製品は、生産数量の増加とともに原価率がさらに低減することが見込まれる。

業績動向



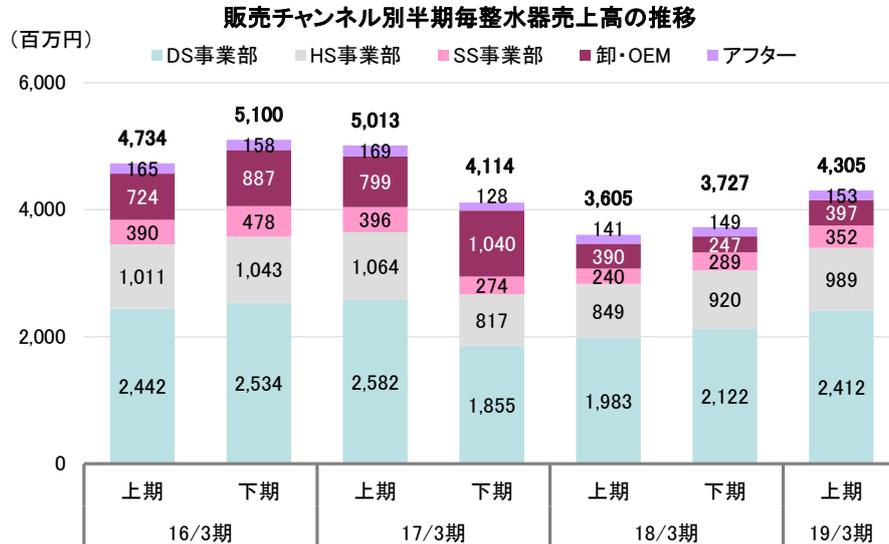
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(1) ウォーターヘルケア事業

ウォーターヘルケア事業は、売上高が前年同期比 12.3% 増の 7,300 百万円、営業利益が同 32.1% 増の 1,331 百万円と回復基調が鮮明となった。整水器売上高の販売チャネル別増減率は、9 割近くを占める直接販売部門が 22.2% 増となった。主力の DS 事業部（職域販売）が 21.6% 増、HS 事業部（取付・紹介販売）が 16.5% 増、SS 事業部（店頭催事販売）が 46.6% 増と大きく伸びた。一方、業務部は卸・OEM が 1.8% 増、アフターが 8.5% 増であった。DS 事業部は、健康経営提案による BtoB の展開から C へつなげるなどの時流に適したマーケティング手法を取り入れている。一方、卸・OEM の顧客は引き続き新規開拓に注力している。ネガティブキャンペーンの新たな報道がなくなり、影響が薄れてきている上、水素に関するポジティブな話題を取り上げるようになりメディアの対応にも変化が見られる。

既存ユーザーによるカートリッジの更新需要は堅調だが、ストックビジネスの販売は前年同期比 0.6% にとどまった。ネガティブキャンペーンの影響が 2016 年 6 月頃から出始めたことから、整水器の販売台数が 2017 年 3 月期下期以降に減ったことが伸び率を抑える要因となった。ストックビジネスは、ウォーターヘルケア事業の 30.1% を占め、安定収益源として業績を支えている。

業績動向



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

中国及びインドネシアの海外子会社の売上高は、前年同期比 17.6% 増加した。ウォーターヘルスケア事業における、海外子会社の売上構成比は前年同期比 0.4 ポイント増の 5.8% になった。

(2) 医療関連事業

医療関連事業は、売上高が前年同期比 34.5% 増の 599 百万円、営業利益は前年同期の 5 百万円の損失から 44 百万円の利益へ黒字転換した。先進医療分野の再生医療関連事業の売上高は、544 百万円と前年同期比 28.0% 増の着実な成長を遂げた。民間さい帯血保管事業のステムセル研究所では、新規契約数が 2019 年 3 月期第 2 四半期に 2 度の月次過去最高を記録するなど確実にベースが上がっており、本格的な成長軌道に乗ったと考えている。電解水透析及び MGO 測定は、14 百万円の売上高を計上した。新規事業である中国における病院事業は、北京市のフラッグシップとなる最初の病院が開院したことでスタートアップコストが発生し、営業外費用の持分法による投資損失として 102 百万円を計上した。

2. 財務状況

2019 年 3 月期第 2 四半期末の総資産は 24,203 百万円、前期末比 164 百万円増と大きな変化がなかった。流動資産の増加額が 85 百万円、固定資産は 79 百万円の増加であった。自己株式の取得や配当金の支払により、現金・預金が 391 百万円減少した。一方、増収により割賦売掛金と棚卸資産がそれぞれ 301 百万円、146 百万円増加した。負債合計が 6,853 百万円と同 603 百万円増加したが、有利子負債は同 1 百万円減少した。流動比率は 342.2%、自己資本比率は 70.1% と財務の安全性は極めて高い。

業績動向

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期 2Q 末	増減額
現金・預金	12,595	11,480	11,520	11,129	-391
受取手形・売掛金	2,234	2,287	1,886	1,883	-2
割賦売掛金	2,461	2,363	2,495	2,797	301
棚卸資産	701	808	934	1,081	146
流動資産 - 計	18,283	17,228	17,050	17,135	85
有形固定資産	3,486	3,542	3,568	3,552	-15
無形固定資産	702	635	609	584	-25
投資その他の資産	1,231	2,611	2,809	2,929	120
固定資産 - 計	5,420	6,789	6,987	7,067	79
資産合計	23,704	24,018	24,038	24,203	164
流動負債 - 計	3,526	2,897	3,085	5,007	1,922
固定負債 - 計	2,944	1,559	3,164	1,845	-1,319
負債合計	6,471	5,883	6,249	6,853	603
(有利子負債)	1,426	1,726	1,510	1,509	-1
純資産	17,233	18,135	17,788	17,349	-439
負債・純資産合計	23,704	24,018	24,038	24,203	164

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 今後の見通し

2019年3月期通期予想は、第2四半期実績を反映して増額修正

1. 2019年3月期予想

(1) 2019年3月期の業績予想

2019年3月期は、売上高が前期比10.0%増の15,430百万円、営業利益を同51.9%増の2,440百万円、経常利益を同39.4%増の2,345百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を同23.5%増の1,460百万円に改められた。期初予想比では、売上高がほぼ変わらずの0.6%増であるが、営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益がそれぞれ14.6%、15.5%、20.7%上方修正された。増額金額は、売上高で90百万円、営業利益で310百万円であった。第2四半期業績が期初予想を上回った金額は、売上高で80百万円、営業利益で285百万円であったことから、下期の上方修正額は売上高で10百万円、営業利益で25百万円となり、通期の売上原価率の改善を鑑みると、下期の予想は堅めと言えるだろう。

今後の見通し

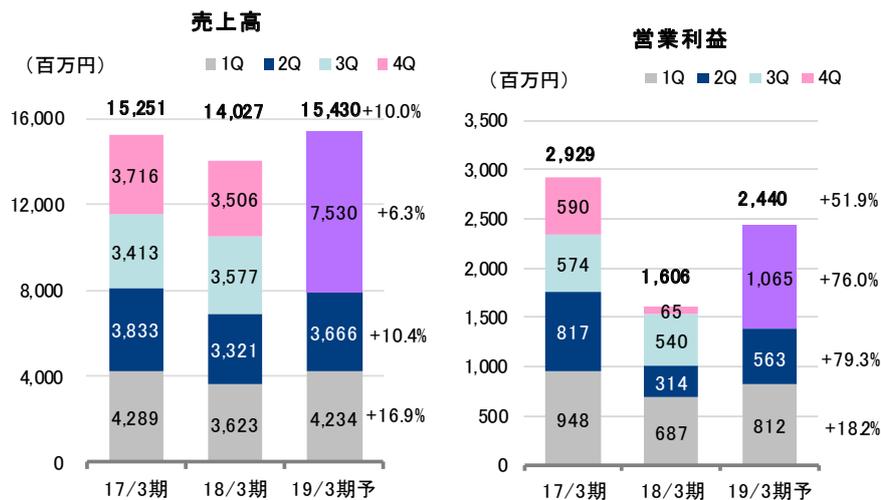
2019年3月期通期 連結業績予想

(単位：百万円)

	18/3期		19/3期		前期比	
	実績	売上比	予想	売上比	増減額	増減率
売上高	14,027	100.0%	15,430	100.0%	1,403	10.0%
ウォーターヘルスケア事業	13,046	93.0%	14,230	92.2%	1,184	9.1%
医療関連事業	981	7.0%	1,200	7.8%	219	22.2%
営業利益	1,606	11.5%	2,440	15.8%	834	51.9%
ウォーターヘルスケア事業	1,629	12.5%	2,330	16.4%	701	43.0%
医療関連事業	-23	-2.4%	110	9.2%	133	-
経常利益	1,681	12.0%	2,345	15.2%	664	39.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,181	8.4%	1,460	9.5%	279	23.5%

注：営業利益率は、各事業の売上高営業利益率
 出所：会社資料よりフィスコ作成

四半期毎の売上高と営業利益、前年同期比増減率



出所：決算短信よりフィスコ作成

(2) 事業別予想

ウォーターヘルスケア事業は、売上高を前期比 9.1% 増の 14,230 百万円、営業利益を同 43.0% 増の 2,330 百万円と予想している。直接販売部門に注力して、成長トレンドを確実にする。それとともに、下期に業務部において新規 OEM 先を 2～3 件開拓し、2020 年 3 月期の売上高の拡大を目指す。

高機能・高価格の新製品「トリムイオン GRACE」の構成比は、55～60% と大きな変化はない。新製品導入初期の金型や小ロットによるコスト負担の影響が大きかったものの、2019 年 3 月期下期には薄まり、収益性改善に寄与する。

カートリッジの売上高は、前期比 3.7% の増加を見込んでいる。

今後の見通し

海外事業では、中国が前期の急成長の後、15.8%の伸び率を見込んでいる。一方、増産に当たって品質管理を強化したインドネシアは、増収率が前期の8.5%から22.8%へ拡大する予想になっている。

医療関連事業は、売上高が同22.2%増の1,200百万円、営業利益が110百万円と通期で黒字の維持を見込んでいる。持分法適用の中国の病院事業は、先行投資期間のため営業外費用に180百万円の損失を組み入れている。それを勘案して、予想経常利益は営業利益よりも95百万円少ない額としている。

2020年3月期の飛躍を目指す

2. 2020年3月期以降の成長・収益改善要因

2019年3月期は、前期にあった特殊要因がなくなり大幅な増益となる見込みだが、予想経常利益率が15.2%と過去の水準と比べて満足できるものではない。ネガティブ報道の影響が出る前の2016年3月期までの5期間の同利益率は20%前後で推移していた。同社は、2020年3月期を飛躍の年と位置付け、種々の施策を講じている。

2020年3月期以降の成長及び収益改善要因と目される項目をリストアップしてみた。それらは、1) 電解水素水の普及促進への起点となることが予想される大学との共同論文の投稿、2) 新製品「GRACE」のコストダウン、3) 職域販売における新たな協業先との市場浸透、4) ウォーターヘルスケア事業の海外事業の拡大、5) 民間さい帯血バンクの成長期入り、6) 電解水透析の市場浸透、7) 中国の病院運営事業の発展などになる。

今後の期待される成長・収益改善要因

- 1) 東北大学医学部と東京大学大学院工学系研究科との共同研究に関する論文発表
- 2) 新製品「GRACE」のコストダウン
- 3) 職域販売における新しい協業先との市場浸透
- 4) ウォーターヘルスケア事業の海外事業拡大
- 5) 民間さい帯血バンクの成長期入り
- 6) 電解水透析の市場浸透
- 7) 中国の病院運営事業の発展

出所：会社資料よりフィスコ作成

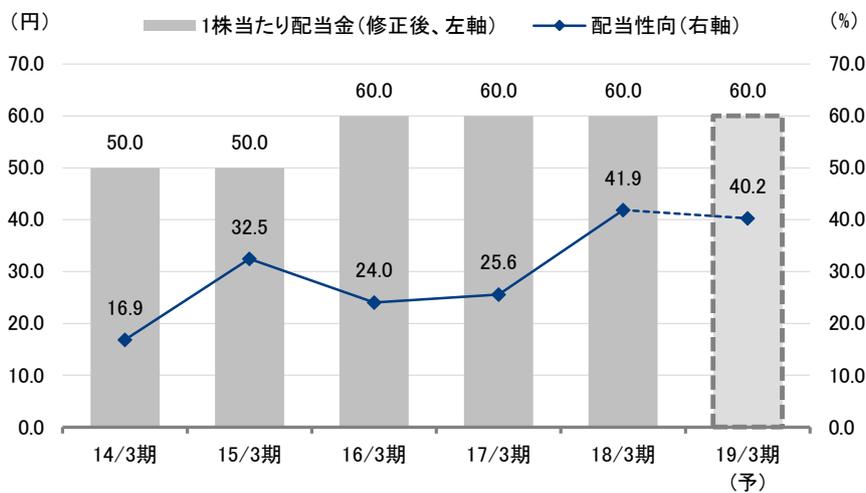
年明けに投稿される大学との共同論文への期待が大きい。2019年1月頃に予定されている東北大学医学部との共同研究論文では、糖尿病患者への電解水素水の飲用臨床試験（ダブルブライド）で得た成果を示す。2019年4月頃の投稿が見込まれる東京大学大学院工学系研究科との共同論文では、電解水素水の高い抗酸化性の機序となるデータが開示される見込みだ。同論文は、最高峰の学術誌への掲載を狙う。電解水素水の抗酸化性の機序解明、糖尿病や電解水透析に関する研究は、1995年に開始された台湾大学との共同研究に遡り、20数年を掛けて解明が進んできた。同社は、エビデンスに基づく科学的なアプローチにより事業運営を推進してきており、2つの論文投稿が電解水素水の普及促進に貢献するとみている。

■ 株主還元策

安定配当と自己株式取得により、 総還元性向は2期連続して100%超に

同社は株主還元策として安定配当を継続することを基本方針としている。2018年3月期は、親会社株主に帰属する当期純利益が前期比40.0%減少したものの、1株当たり配当金は前期並みの60円を維持した。その結果、配当性向は前期の25.6%から41.9%へ上昇した。自己株式取得変動額1,038百万円と配当金486百万円と併せた総還元性向は129.1%と100%を超えた。同社は、継続的に自己株式取得を行っており、2016年3月期と2017年3月期の配当性向はそれぞれ24.0%、25.6%であったが、総還元性向は41.3%、41.0%と40%を超えている。2019年3月期は1株当たり60円の年間配当と予想配当性向40.2%を発表した。一方、2019年3月期に入ってから、度重なる自己株式の取得により、2018年10月末までに204,700株を1,012百万円で取得した。この時点で自己株式を除く発行済株式数の支払配当金予定額は474百万円となるため、予想親会社株主に帰属する当期純利益1,460百万円に対し総還元性向は100%を超える。2019年3月期末までに、自己株式取得を予定している残高は15,300株になる。自己株式は、M&Aなどに活用する考えだ。

1株当たり配当金と配当性向の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

重要事項（ディスクレマー）

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。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お願いいたします。

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