

2013年3月6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
佐藤 譲

■配当成長銘柄としての注目も高まる

循環器系の専門医療機器販売会社。不整脈事業と虚血事業が2本柱。不整脈事業の市場シェアは関東圏で37~38%とトップ、虚血事業では海外製医療機器の輸入販売を手掛ける。

2月6日付で発表された2013年3月期の第3四半期（2012年4-12月）累計業績は、売上高が前年同期比13.4%増、営業利益は同26.7%増と引き続き好調な決算となった。保険償還価格の改定による売価ダウンの影響を販売数量の増加でカバーした格好で、不整脈事業の売上高は前年同期比15.9%増となった。また、西日本や東北エリアでの新規顧客開拓も順調に進んでおり、増収分のうち約25%はこれら新規顧客の寄与によるものとみられる。

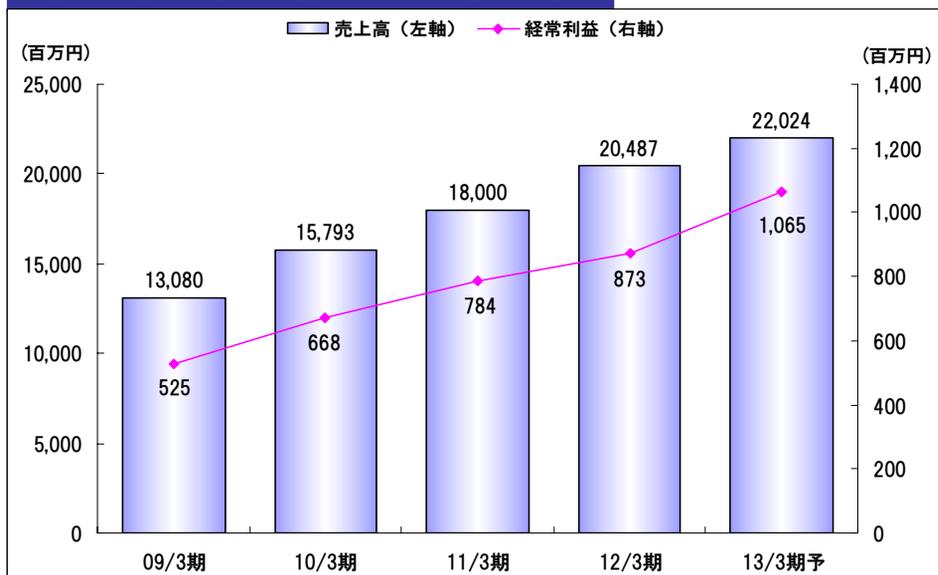
足元の売上状況も好調を継続していることから、2013年3月期の経常利益は会社計画を100百万円前後上回る公算が大きいと弊社では見ている。続く2014年3月期も高齢化社会の進展を背景とした不整脈関連機器の需要増加により、業績は過去最高を連続で更新する見通しだ。2014年3月期は新たに名古屋と福井に営業所を開設する予定で、営業拠点は18ヶ所から20ヶ所に拡大する。今後も年間2拠点ペースで営業拠点を増やしていく方針で、現在15%の全国シェアを一段と引き上げていく戦略だ。

同社は株主還元策の一環として1月に株主優待制度の導入（クオカード1,000円分相当）を発表した。配当性向20%以上を基本方針に今後も業績動向に応じた増配が期待されており、配当成長銘柄として引き続き注目されよう。

■Check Point

- ・ 関東圏が中心の営業エリアは西日本や東北など全国に拡大中
- ・ 第3四半期の売上高、営業利益は直近3年度の平均を上回る進捗率
- ・ 優待制度の導入など積極的な株主還元策で東証上場も視野

通 期 業 績 の 推 移

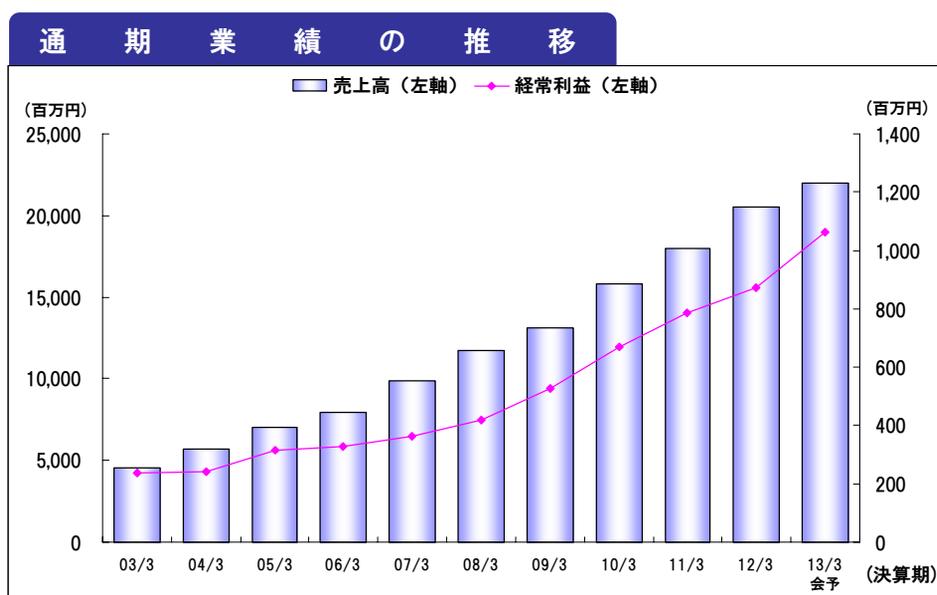


■ 会社概要

関東圏が中心の営業エリアは西日本や東北など全国に拡大中

(1) 会社沿革

主に不整脈、虚血性心疾患など循環器分野に特化した医療機器販売会社。営業エリアは関東圏が中心だが、西日本や東北など全国に営業エリアを拡大中。主力の不整脈関連商品の市場シェアは、関東圏で37～38%、全国でも15%のシェアを持つ不整脈分野最大手。虚血関連では主に海外製医療機器の輸入総代理店として展開している。直近10年間の業績はグラフで見てもわかるように、売上高、経常利益ともに右肩上がり成長、過去最高を更新し続けている。



価格支配力の強い虚血事業は37.9%と高い収益率

(2) 事業概要

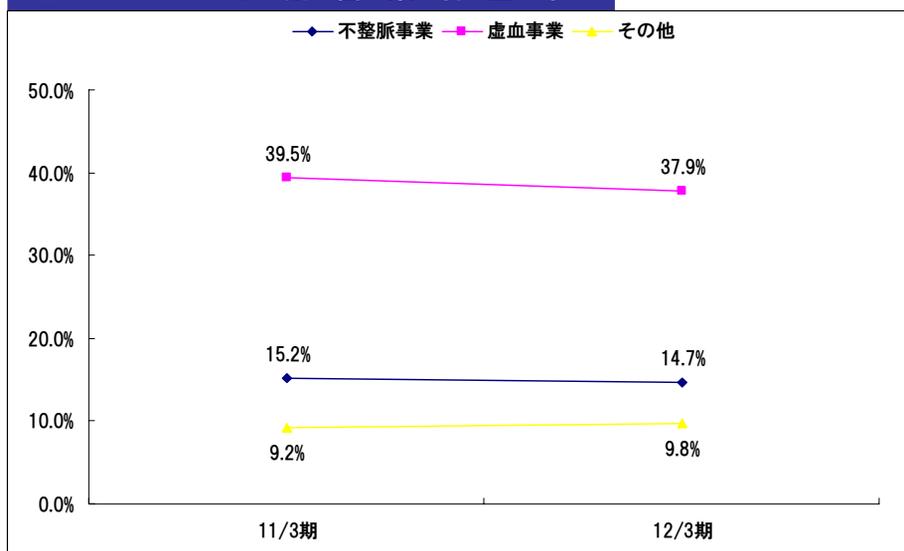
同社の事業は「不整脈事業」「虚血事業」「その他」と3つの事業に区分されている。2012年3月期の売上高構成比では、不整脈事業が全体の80%強を占めており、次いで虚血事業が16%程度の水準となっている。一方、収益性をみると「虚血事業」が37.9%と最も高くなっている。これは、「虚血事業」が主に海外製医療機器の輸入総代理店として国内の商社向けに医療機器を販売しており、価格支配力が強いことが要因として考えられる。一方、「不整脈事業」はメーカーまたは商社から商品を仕入れて医療施設に販売するため、同じ商品を取り扱う同業他社も多く、価格競争が生じやすい事業環境となっている。

■会社概要

部門別売上高推移



セグメント別営業利益率



※社内共通費用除く

○「不整脈事業」

同事業での取扱製品は、心臓ペースメーカ、ICD（植込み型除細動器）、CRT-D（両室ペーシング機能付き植込み型除細動器）、電極カテーテル、アブレーション（心筋焼灼術）カテーテルなどが挙げられる。売上構成比としてはカテーテル（アブレーション用含む）、心臓ペースメーカ、ICD（CRT-D含む）で各々1/3程度となっている。



■会社概要

不整脈関連製品



出所：会社HPより引用

不整脈関連製品情報

心臓ペースメーカ	不整脈のうち主に脈が遅くなる「徐脈」を治療する機器。心臓の拍動が低下したときに、心臓の代わりに刺激を発生させる機器が心臓ペースメーカで、絶えず心臓を監視しており、設定した最低限の脈拍が出ていれば心臓ペースメーカは作動しない仕組みとなっている。
ICD (植込み型除細動器)	主に「心室頻拍」や「心室細動」と呼ばれる重篤な頻脈の治療に用いられる。心室頻拍とは心拍が異常に速くなる不整脈のことで、180～220拍/分(正常は60～100拍/分)という非常に速いリズムで心臓が動くため血液が送り出せず、めまいや失神状態を引き起こす。また、心室細動とは心室が小刻みに痙攣する状態のことで、心臓から血液が殆ど送り出されず意識不明となり、放置すると死に至る。ICDはそのような頻脈が発生した際に、電気ショックパルスによって不整脈を止める仕組みとなっている。
CRT-D (両室ペースメーカ機能付き 植込み型除細動器)	ICDの機能と心不全の治療の一種である心臓再同期療法を併せ持つ医療機器。心臓再同期療法とは、心臓内の収縮のタイミングのズレをペースメーカ等で補正することで、正常に近いポンプ機能を取り戻す治療法のことを言う。右心房、右心室のほか、心臓の左右の収縮するタイミングのズレを補正するペースメーカを行うために、冠状静脈内へもリードが留置される。2006年8月に保険適用を受けて以降、ICDと比較して適用範囲が広いこともあり、ICDを上回るペースで市場が伸びている。
電極カテーテル	電極カテーテルは、先端部分に電極が埋め込まれたカテーテルで、心臓ペースメーカやICD(植込み型除細動器)の適応決定の際などに用いられる検査器具のこと。心腔内に電極カテーテルを挿入し、不整脈の発生原因や発生場所、重症度の評価などを調べる。
アブレーション (心筋焼灼術) カテーテル	電極カテーテルの一種で、頻脈の原因となる心筋組織を焼灼し根治させるアブレーションといわれる手技に使用されるもの。アブレーションとは、心腔内に留置したカテーテルに外部から高周波エネルギーを通电し、不整脈の原因となっている部位を焼灼し組織的に壊死させる治療法のこと。WPW症候群と呼ばれる症状のほか、房室結節リエントリー性頻拍、心房粗動、心室頻拍に加え、心房細動の治療に用いられるようになるなど、対象となる症例の範囲が年々拡大していることから、高い成長が続いている。

○「虚血事業」

同事業における取扱い製品としては自動造影剤注入装置、PTCAバルーンカテーテル、エキシマレーザ血管形成システムなどがあり、それぞれ同社が国内総代理店となって、販売代理店を通じて全国の医療施設に販売している。2000年に輸入販売を開始した自動造影剤注入装置は、当時他に同様の製品が国内市場になかったこともあり、市場シェアで50%と同社のなかでは最も高いシェアを握る製品となっている。現在の売上高は同装置に付属する消耗部品や、本体のリプレース需要が中心となっており、「虚血事業」が安定して高いセグメント利益率を維持している主要因となっている。なお、PTCAバルーンカテーテルは朝日インテック<7747>の100%子会社であるフィルメックに製造委託している。



■会社概要

虚血関連製品



出所：会社HPより引用

虚血関連製品情報

製品名	製品概要	製造メーカー
自動造影剤注入装置「ACIST」	「ACIST」は心臓冠動脈の血管造影検査において、造影剤注入の流量・流速を可変制御するインジェクタシステム。①心臓左室と冠動脈の両部位に使用できる②特殊ハンドコントローラにより微妙な吐出制御が可能③造影剤と生理的食塩水を自動切換できる、などの特徴を持っている。	米ACIST Medical Systems
PTCAバルーンカテーテル「ラピスブルー」	心筋梗塞や狭心症など虚血性心疾患を経皮的に治療する方法をPCIと呼び、PTCAバルーンカテーテルはこのPCIで使用される医療器具の一つ。先端にバルーンを装備しており、コレステロール等が沈着して狭くなった血管内でバルーンを膨らませて押し広げ、狭窄した部分を拡張する役割を果たす。	フィルメック (朝日インテックの子会社)
エキシマレーザー血管形成システム「CVX-300」	レーザー光を照射し、冠動脈内で石灰化、繊維化したプラーク（コレステロール）を蒸散させ除去する治療機器。紫外線領域の波長のため熱発生が少なく、また、到達範囲が0.005mmと非常に限定されるので合併症の発生も少なく良好な結果を得ることができる。「CVX-300」は冠動脈以外にも末梢血管治療、心臓ペースメーカー及びICD(植込み型除細動器)用リード除去治療にも適用することができるのが特徴。	米Spectranetics

○その他

その他の商品としては、術者の被曝を防ぐ Worldwide Innovations & Technologies社製 放射線防護シールド「RADPAD」、心臓ペースメーカーやICD(植込み型除細動器)の全データを集録した「ペースメーカー・ICDデータブック」の販売などを手掛けているが、売上規模としては小さく、収益に与える影響は軽微となっている。

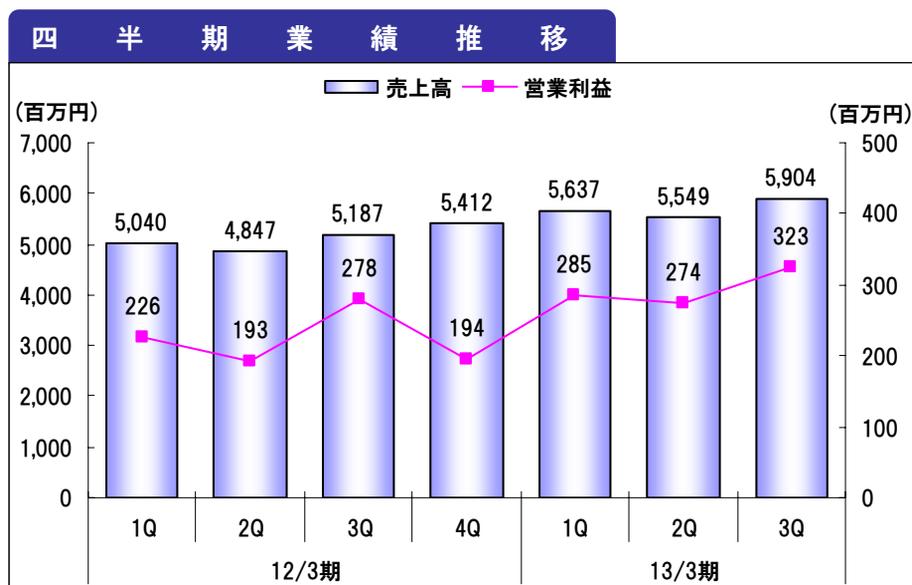


■決算動向

不整脈事業、虚血事業の主力2事業が業績を牽引

(1) 2013年3月期の第3四半期累計業績

2月6日付で発表された2013年3月期の第3四半期（2012年4-12月）累計業績は、売上高が前年同期比13.4%増の17,092百万円、営業利益が同26.7%増の884百万円、経常利益が同27.8%増の880百万円、四半期純利益が同44.7%増の542百万円となった。四半期ベースでは3四半期連続の2ケタ増収増益となり、営業利益ベースでは過去最高を1年ぶりに更新した。不整脈事業、虚血事業と主力の2事業が揃って売上高、利益を伸ばしたのが要因だ。



売上高営業利益率では前年同期の4.6%から5.2%と0.6ポイント上昇した。内訳をみると売上原価率が0.5ポイント悪化の82.5%となった一方で、販管費率が1ポイントの改善をみせたことが利益率上昇の要因となった。原価率が若干ながら悪化したのは、売上構成比の変化によるもので、利益率の低い不整脈事業の売上成長率が大きかったためだ。販管費率の改善要因は、人件費率の低下によるところが大きい。

第3四半期累計の人件費率は4.8%となり、前年同期からは0.4ポイント改善している。同社では営業人員を前年同期比で約1割増加させたが、人件費でみるとほぼ横ばいの水準に留まっている。これは従業員の平均年齢が下がってきたことを意味する。従来は営業人員も少なかったため、即戦力となるベテランの経験者を中途採用で集めていたが、現在は組織も若手の教育に充てることができるまで整ったことで、新卒者の採用を始めたほか、中途採用でも若手の営業マンを中心に採用する傾向になってきたことが、総人件費の抑制に繋がったと言える。

■決算動向

売上成長率は業界平均を上回り着実に市場シェアを拡大

○不整脈事業

不整脈事業の第3四半期（2012年4-12月）累計売上高は前年同期比15.9%増の14,097百万円、セグメント利益は同10.0%増の1,913百万円となった。保険償還価格の引き下げにより今期は平均で6.8%の売価ダウンというマイナスの影響があったものの、販売数量の増加でカバーした格好だ。主要製品の販売数量ベースの伸びをみると、電極カテーテル（アブレーションカテーテル含む）が20%増、CRT-Dが30%増とそれぞれ好調に推移。一方、ペースメーカは3%増、ICDは横ばいとそれぞれ伸び悩む格好となった。事業全体の売上成長率では業界平均を上回っており、着実に市場シェアの拡大が続いている。

売上高好調の要因として、同社の既存顧客における施術数が拡大していることが挙げられる。つまり、質の良い顧客を多数抱えていることが高成長の要因に繋がっているとみられる。また、新規顧客の開拓が順調に進んでいることもプラス要因だ。西日本や九州エリア、東北エリアなどで営業強化を進めているが、着実に顧客開拓が進んでいるようで、第3四半期累計期間における増収分の約25%が新規顧客の寄与によるものとみられる。特に、地方においては医療技術や機器に関する専門的な技術知識を有した営業マンが同業他社では少なく、同社の営業提案力の高さが顧客開拓を進めるうえでの有効な武器になっていると言える。もちろん、同社の顧客である医師が地方の医療施設に転籍した場合も、その医療施設を開拓する絶好の機会となっている。

なお、グラフにみられる通り、2013年3月期に入ってセグメント利益率が若干低下しているが、これは新商品（電極カテーテル）が500百万円ほど売上に立ったことが影響している（2012年3月期はゼロ）。メーカーが新製品を投入する初期段階においては、競合メーカーがないことから卸価格を高めに設定する傾向にある。この部分に関して顧客に価格転嫁するのは難しいことから、必然的に同社のような商社にしわ寄せがくる格好となる。このため、競合メーカーから類似品がでてくれば卸価格も下がり、利益率も再び上昇することになる。

不整脈事業の売上高と利益率

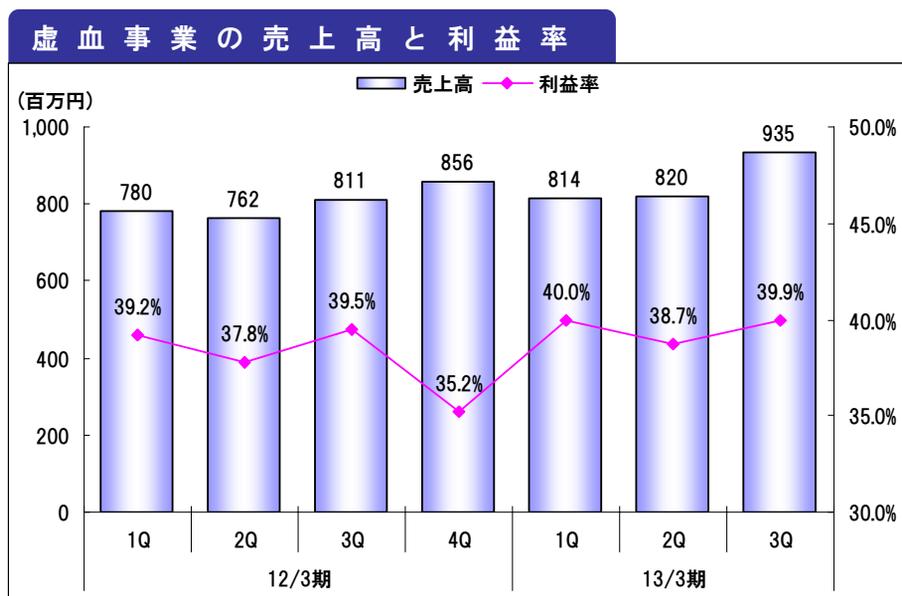


■決算動向

自動造影剤注入装置「ACIST」関連は2ケタ増収と好調に推移

○虚血事業

虚血事業の第3四半期（2012年4-12月）累計売上高は前年同期比9.2%増の2,570百万円、セグメント利益は同11.2%増の1,016百万円となった。同事業の約半分を占める自動造影剤注入装置「ACIST」関連の売上高は、既存設置装置の稼働率上昇による消耗品需要の拡大によって、前年同期比2ケタ増と好調に推移した。一方、エキシマレーザ血管形成システムに関しては、同システムを利用した冠動脈形成術が2012年4月に保険適用されたのに続き、7月には当該術式に使用するコロナリーカテーテルが保険適用となったことで、各医療機関での導入が進んだ。売上高の規模はまだ300百万円前後と小さいものの、前年同期比では3倍増となっており、今後、当該術式を行える医師数が増えてくれば更に導入施設も増え、売上高も成長するものと予想される。現在、冠静脈形成術用エキシマレーザを導入している施設は全国で23ヶ所、また、ペースメーカー、ICDなどのリード除去用エキシマレーザの導入施設は全国で20ヶ所となっている。その他の仕入品（ステント、バルーンカテーテル）に関しては保険償還価格改定の影響により、前年同期比でマイナス成長となっている。



なお、同事業の利益率はグラフの通り40%前後で安定して推移している。ただ、ここきての円安進行は若干マイナスに作用するとみられる。主要製品は海外からの仕入によるものであり、円安進行は仕入れコスト高に繋がるためだ。同社では円安の影響として1円/ドル円安となった場合、営業利益ベースで年間10百万円の減益要因になると試算している。

3Qの売上高、営業利益は直近3年度の平均を上回る進捗率

(2) 業績見通し

○2013年3月期業績について

2013年3月期の会社側業績見通しは、表の通り2012年9月に会社側が上方修正しているが、第3四半期（2012年4-12月）業績並びに足元の状況を勘案すると、更に増額される公算が大きい。通期の会社予想から第3四半期累計実績を差し引いた第4四半期の業績見込みは、売上高で前年同期比8.9%減、営業利益で同9.2%減となる計算だが、第4四半期に費用増が見込まれる要素がないこと、足元の売上状況が引き続き好調を維持していること、さらには直近3期間の第3四半期までの平均進捗率に対して当期は上回って推移していることが要因だ。

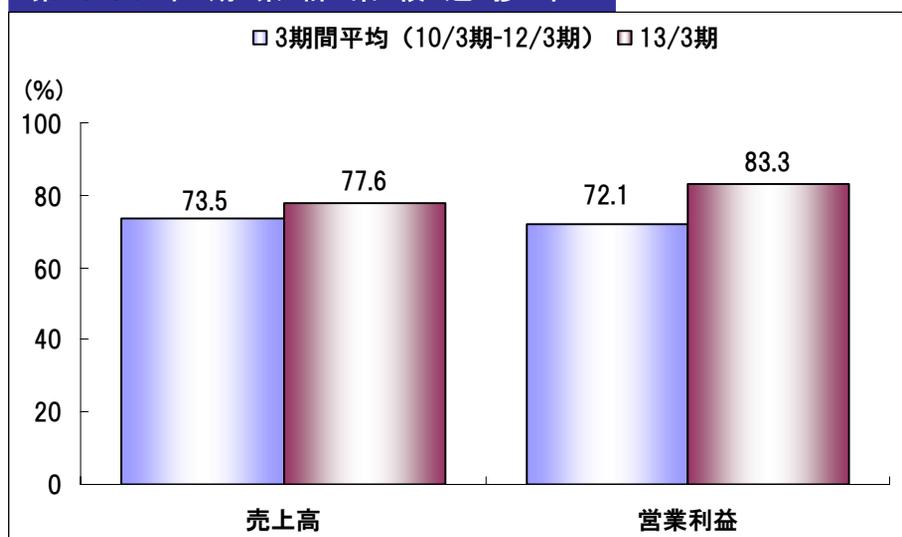
当期の通期計画に対する第3四半期までの進捗率は売上高が77.6%、営業利益が83.3%と直近3年度の平均（売上高73.5%、営業利益72.1%）をそれぞれ上回る進捗となっている。仮に、同じトレンドで第4四半期も推移したとすれば、売上高で1,200百万円、営業利益で170百万円程度上回る計算となる。円安進行により営業外で為替差損が若干膨らむ可能性はあるが、配当性向20%を基本方針としており、更なる増配も期待できよう。

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	当期純利益	前期比	EPS (円)	配当金 (円)
08/3期	11,740	18.5%	459	26.1%	420	15.4%	236	21.9%	44.29	7.50
09/3期	13,080	11.4%	463	0.9%	525	25.1%	277	17.6%	50.86	8.75
10/3期	15,793	20.7%	661	42.7%	668	27.2%	324	16.9%	58.12	10.00
11/3期	18,000	14.0%	779	17.9%	784	17.3%	357	9.9%	63.34	10.80
12/3期	20,487	13.8%	892	14.5%	873	11.3%	476	33.3%	84.42	17.50
13/3期初予	21,500	4.9%	913	2.3%	910	4.2%	519	9.0%	92.04	19.00
13/3期修予	22,024	7.5%	1,061	18.8%	1,065	22.0%	629	32.1%	111.55	23.00

※12/3期以前は株式分割を考慮した数値

第3四半期累計業績進捗率



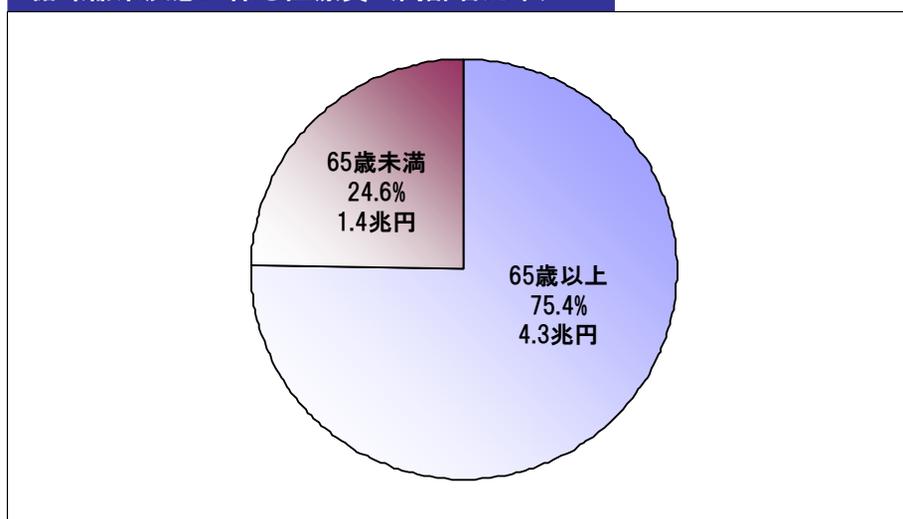
■決算動向

不整脈関連は14年3月期以降も2ケタペースの伸張見通し

○2014年3月期以降の見通しについて

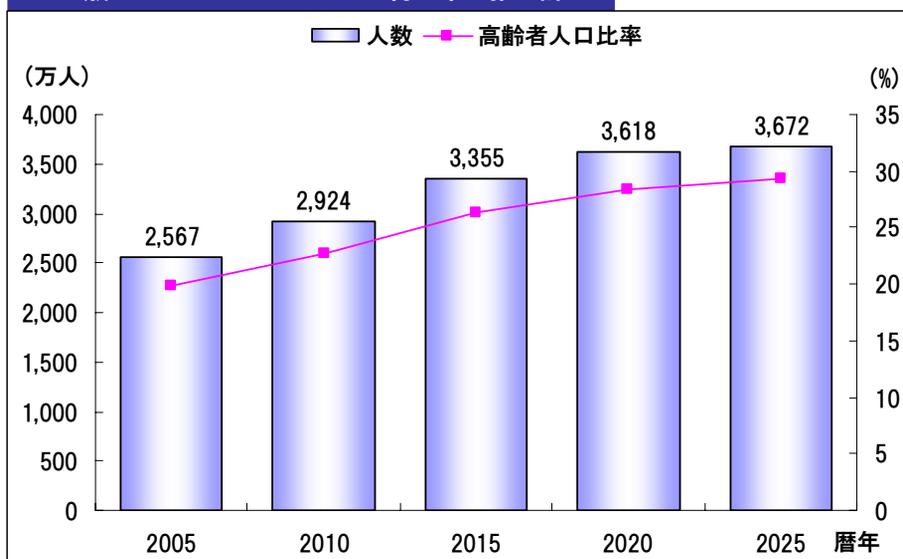
2014年3月期以降の業績に関しても、安定成長が続く見通しだ。同社が取り扱う循環器系医療機器が必要となる対象患者数は75%超が65歳以上の高齢者であること、今後も国内の高齢者人口は年率2%のペースで2020年度まで拡大を続けることが予想されていること、高齢者のうち約2%にあたる約58万人が不整脈を持っているが（全人口では約100万人と推計）、そのうち心筋焼灼術などの手術による治療が行われているのが年間で約3.6万症例しかないこと、などが背景にある。

循環器系疾患に係る医療費（高齢者比率）



出所：厚生労働省

65歳以上人口の将来推計



出所：総務省、国連推計データを基にフィスコ作成



■決算動向

不整脈を持っている患者でも治療代が高いために投薬治療のみで済ませている患者もまだ相当数いると考えられ、こうした患者に関しては治療代が安くなればICDやCRT-Dなどの新たな需要先として見込まれることになる。また、施術を行う医師が不足していることも現状の医療業界の課題としてあり、こうした医師の増加によっても対象機器の需要が拡大していくものと思われる。

現在の不整脈患者数に対する年間の心筋焼灼術症例数の比率をエリアごとにわけてみると、関東圏のみが4%を上回っており、その他のエリアはまだ2~3%台の水準に留まっていることがわかる。特に、地方では施術できる病院施設や医師などが不足しており、こうした環境面が整備されてくれば症例数も増加（＝関連機器の需要増）してくることになる。実際、アブレーションカテーテルやCRT-Dなどの成長率が年率2ケタペースで拡大を続けていることも、潜在患者数がまだまだ数多くいることの証左となっている。

不整脈領域の市場規模（単位：百万円）

	不整脈患者数 (千人)	心筋焼灼術 実績件数 (2011年度) (千件)	对患者 比率
関東	330	13.5	4.1%
近畿	180	6.8	3.8%
中部・北陸	170	5.7	3.4%
北海道・東北	120	3.1	2.6%
九州・沖縄	110	3.5	3.2%
中・四国	90	3.3	3.7%

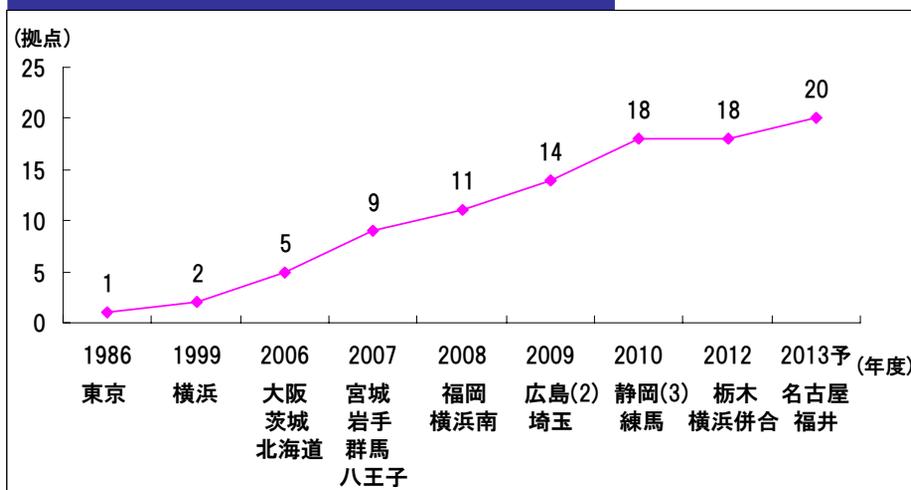
出所：会社資料よりフィスコ作成

同社の戦略ではこうした地方エリアの開拓を強化していく方針で、2014年3月期も期初段階で名古屋、福井に新たに営業所を開設する計画となっている。今後も年間2ヶ所のペースで拠点を増やしていきたい考えだ。前述したように、地方では不整脈に関しての専門的な技術や医療機器に対する知識を持った営業マンが少なく、同社の特徴である「営業提案力」が新規顧客開拓にあたっての武器になるものとみられる。

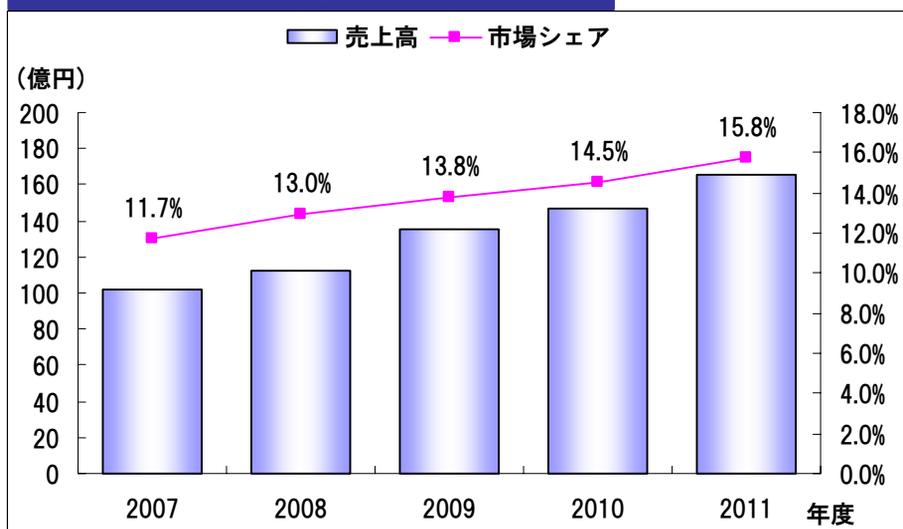
ちなみに、同社のエリア別売上構成比では、関東圏が依然90%以上となっている。焼灼術の症例件数で見ると全国に占める関東圏のシェアは約38%となっており、関東圏以外における開拓余地はまだ大きいと言えよう。中期的に同社の業績が安定成長を持続できるとみる根拠の1つとなる。なお、拠点の拡大に伴い2014年3月期の営業人員も10%程度増加するが、平均年齢が低くなることから総人件費は前期比で微増にとどまる見通しだ。一方で、不整脈関連機器の売上高はグラフの通り市場シェアの拡大トレンドが続いていることもあって、2014年3月期以降も2ケタ増ペースで伸張することが予想される。

■決算動向

営業拠点開設の変遷



不整脈事業売上高と市場シェア



一方、虚血事業に関して主力商品の「ACIST」関連は高水準で横ばいが続く見通しだ。既に装置の導入は普及がほぼ一巡しており、大半は消耗品の需要動向（心臓冠動脈の造影検査数）にかかってくる。一方で2013年3月期より本格的な導入が始まった「エキシマレーザ血管形成システム」関連の成長に期待がかかる。本体の導入にあたっては、厳しい設置基準が定められているため、導入施設数は現在の23ヶ所からさほど大きな伸びは期待できないが、今後施術件数の増加による消耗品の売上増加が見込まれる。

虚血事業においては今後も「Only One」の製品を発掘し、国内で流通させることを目的にマーケティング部門や薬事品質保証部門の強化を進めていく方針だ。



■ リスク要因と株主還元策

営業利益では1円/ドル円安で年間10百万円程度の影響か

(1) リスク要因

同社の業績に関するリスク要因としては、一般的な医療機器商社が持ち合わせている「医療行政の変更」や「技術革新による商品競争力の低下」「医療事故発生による影響」「仕入れ先との予期せぬ契約変更」などがある。また、消費税が2014年4月から8%、2015年10月から10%と2段階で引き上げることが予定されているが、この際に特別に保険償還価格が引き下げられるリスクがある。医療保険のなかに消費税は加味されておらず、そのままでは消費税の増税分だけ医療施設の負担が増加するためだ。ただ、影響があったとしても、販売数量の増加で十分カバーできる範囲のものと思われる。

その他のリスク要因としては前述したように為替変動リスクが挙げられる。同社の場合、虚血事業においては米国メーカー製を直接輸入販売しているため、円安局面になれば仕入れコスト高となる。顧客への価格改定は円高局面でも行ってこなかったことから困難とみられる。1円/ドルの円安による営業利益ベースの影響額は年間で10百万円程度と試算される。

優待制度の導入など積極的な株主還元策で東証上場も視野

(2) 株主還元策

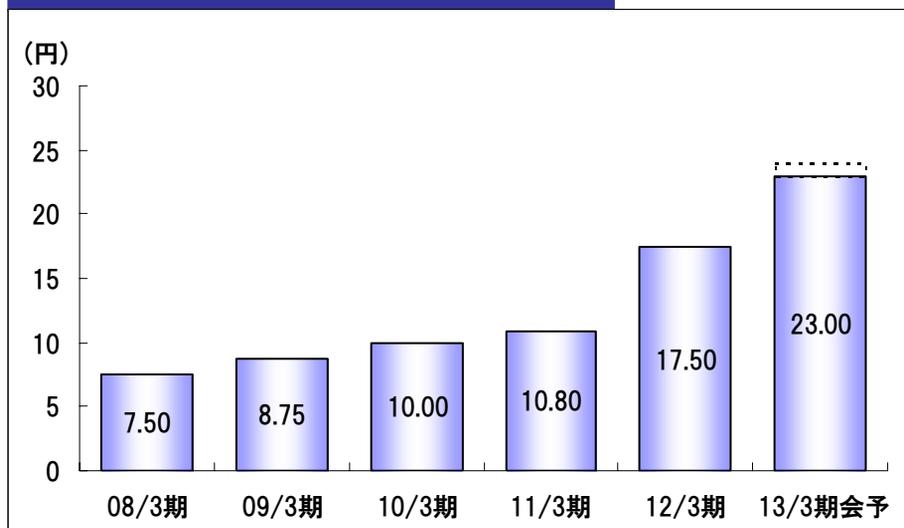
株主還元策として、同社では配当性向20%を基準に安定配当を目指す方針としている。2013年3月期も現段階では23円の配当を予想しているが、前述したように業績が予想を上回れば更なる増配の可能性もある。

また、2013年1月に新たに株主優待制度の導入を発表した。3月末現在の株主（100株以上）に対して、一律でクオカード（1,000円相当）を贈呈するというもので、単元株ベースでの総利回りは3%前後となる計算だ。

同社は上場来、過去最高業績の更新を続け、5期連続での増配を実施、最近では2期連続で1：2の株式分割を実施するなど株主還元策においても前向きで、個人投資家作りに積極的な姿勢を見せている。株主優待制度の導入などもあり、株主数は2012年9月末時点の716名から直近では東証の上場基準を満たす800人を超えてきており、東証への上場も視野に入ってきたものと思われる。

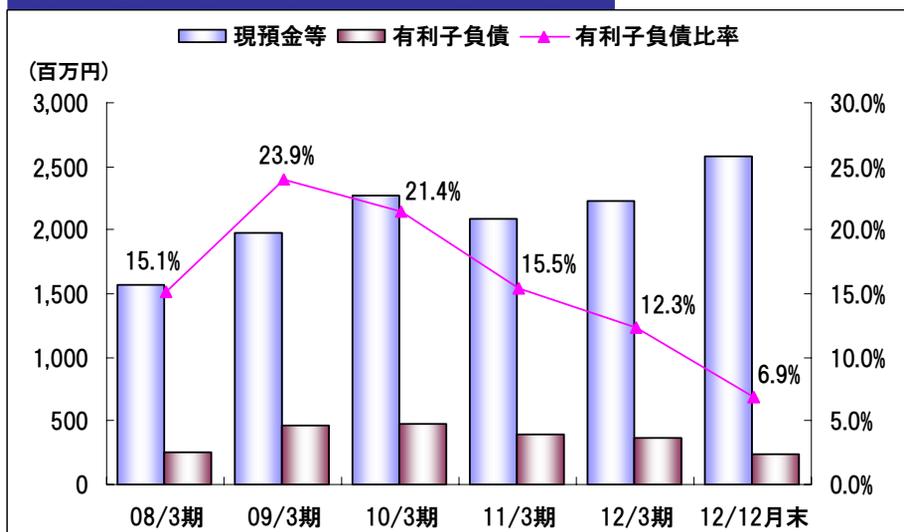
■リスク要因と株主還元策

1株当たり配当金の推移



※12/3期以前は株式分割を考慮した数値

財務状況の推移



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、株式会社大阪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