

|| 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 >>>](#)

2019 年 6 月 27 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>

目次

■ 要約	01
■ 事業概要	02
1. 事業内容	02
2. メーカー商社というユニークな業態	03
3. 収益構造	04
■ 品目別内容	05
1. リズムデバイス	05
2. EP/ アブレーション	06
3. 外科関連	08
4. インターベンション	09
■ 業績動向	10
1. 2019年3月期の業績動向	10
2. 2019年3月期の品目別動向	11
3. 2020年3月期の業績見通し	13
4. 2020年3月期品目別売上高の見通し	14
■ 中期経営計画	15
1. 中期経営計画の前提	15
2. 中期成長イメージ	16
■ 株主還元策	18
■ 情報セキュリティ	19

■ 要約

中期高成長を継続

日本ライフライン<7575>は、循環器系医療機器の輸入商社であり、メーカーである。設立以来、海外の先端医療機器を国内へ導入して販売拠点を全国に広げる一方、医療現場のニーズにきめ細かく対応した自社製品を開発してきた。こうした販売体制、製造体制に、医療機器導入に必要な薬事承認を取得する薬事体制も備えている。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、同社は日本におけるベストパートナーといえることができる。このため、独占販売契約になることが多い仕入商品は、同業商社に比べて売上総利益率が相対的に高い。このように販売体制や製造体制、薬事体制など付加価値の高い機能を有していることから、同社の収益性は、メーカーを含めた医療機器業界の中でも特に高位に位置する。

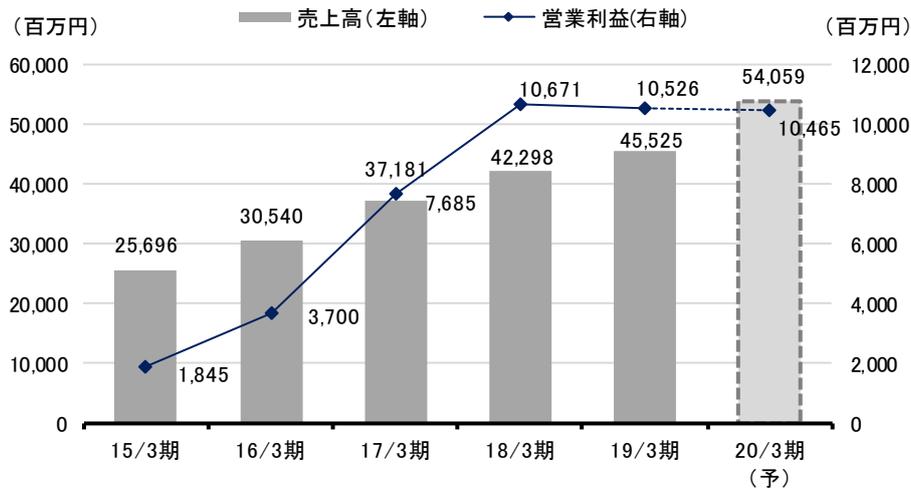
同社の品目領域は、リズムデバイス、EP/アブレーション、外科関連、インターベンションの4つである。リズムデバイスでは、不整脈治療用の機器などを扱っているが、現在、メインの供給元をMicroPortから世界的な医療機器メーカーのBoston Scientific Corporation<BSX>へとスイッチするため過渡期となっている。EP/アブレーションでは、不整脈検査・治療用のディスプレイ式の電極付きカテーテルなどを取り扱っている。2019年3月期の心房細動(AF:Atrial Fibrillation)のアブレーション治療の症例数(以下、「AF症例数」)は前期比17%増になるなど、近年、急速に伸びている。外科関連では、機能を喪失した血管を置き換える治療に用いられる人工血管等を扱っている。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。また、最近では、消化器等、循環器系以外の領域へも進出しつつある。

2019年3月期の業績は、売上高45,525百万円(前期比7.6%増)、営業利益10,526百万円(同1.4%減)となった。増収減益となったが、これは2018年3月期に子会社合併に伴って未実現利益の調整1,170百万円が発生し、売上総利益を一時的に押し上げる要素があったことが要因である。未実現利益の影響を控除した実質的な営業利益は前期比10.8%増と好調だった。とはいえ、「Orsiro」など期待された大型の新商品が苦戦し、期中で業績を下方修正した。2020年3月期の業績見通しについて、同社は売上高54,059百万円(同18.7%増)、営業利益10,465百万円(同0.6%減)を見込んでいる。業績見通し上のキーファクターはリズムデバイスでの仕入先変更である。2019年9月より従来のMicroPort社製品からBoston Scientific社製品へ切り替え、本格的な販売開始を予定している。2019年8月末までは医療機関の買い控え等の影響から、上期の収益成長は限定的だが、9月以降については前年比大幅増となる計画である。

2018年から2019年にかけて、従来からの重要な契約の変更が複数発生しており、中長期的な成長戦略において修正が見られた。自社製品を強化することで高収益体質を狙うことには変わりはないが、大型の新商品の上市やBoston Scientificとの独占販売契約により仕入商品の売上高が増加することで自社製品比率が下がり、売上総利益率の低下が見込まれている。しかし一方で、Boston Scientific社製品を同社の国内全域に張り巡らされた販売ネットワークに乗せることで、1人あたり売上高等の販売効率は大きく上昇する見込みであり、結果として販管費率の改善が期待される。したがって、同社はローリング後の中期経営計画で売上総利益率は引き下げたが、売上高の拡大と販管費率の低下を織り込み、2024年3月期売上高894億円、営業利益率23%(営業利益205億円)を目標値とした。シナリオは変わっても、同社の成長性は変わっていないとみられる。

Key Points

- ・循環器系医療機器のメーカー兼商社。近年循環器系以外へも進出
- ・独占販売契約に基づく販売形態により、輸入商品も高採算
- ・Boston Scientific との長期独占販売契約を機に、踊り場の後は再成長期へ

業績推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

医療機器のメーカー兼専門商社

1. 事業内容

同社は1981年に心臓ペースメーカーの輸入販売を開始して以来、海外の先端医療機器を国内へ導入、販売拠点を全国に広げる一方、医療機器の製造にも進出した。医療機器の専門商社として、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、商品に対する目利きの力を養い、医療機器メーカーとして、第一線で活躍する医師とのネットワークを生かし、医療現場のニーズにきめ細かく対応した自社製品を開発している。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が整っており、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。このように、全国規模の販売体制、先端商品の国内導入、ニーズに即した自社製品、充実した薬事体制といった強みがある。さらに、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、同社は日本におけるベストパートナーとすることができる。実際に同社は海外取引先と独占販売契約を多く締結している。

日本ライフライン | 2019年6月27日(木)
7575 東証1部 | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

同社の成長基盤

メーカー機能

医療現場のニーズを反映した
自社製品の開発

商社機能

海外の最先端の
医療機器の探索・商権獲得

医療機器の早期導入を支える薬事戦略

全国を網羅する営業ネットワーク

規模拡大と収益性確保を両立

高水準での成長を目指す

出所：中期経営計画説明会資料より掲載

全国をカバーする販売体制と充実した研究開発・製造拠点

2. メーカー商社というユニークな業態

販売体制としては、北海道から沖縄まで日本全国 47 の営業拠点と 2 つの物流拠点（羽田ロジスティックセンター、関西ロジスティックセンター）があり（2019年3月末）、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、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商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など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。

同社はメーカーでもある。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（2019年3月末）、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など医療現場のニーズに合った独自製品を開発・製造している。また、同社は M&A による自社製品の拡充も進めてきた。2009 年に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 を同社に吸収合併している。

事業概要

高収益の源泉はオンリーワン製商品にある

3. 収益構造

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、同種の医療機器であれば原則1社の商品だけを取り扱っている。独占販売契約が可能なのは、同社がメーカーでもあるため、海外メーカーにとってみれば日本においてメーカーとしてすべきことを同社に任せることのできるからである。つまり、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メーカーとしての業務を、同社が海外メーカーに代わって行っている。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から、販売代理店にはない在庫負担が生じる。複数メーカーの製品を同時に取り扱い2次流通を担う販売代理店の売上総利益率が20%程度と言われるなか、同社の仕入商品の売上総利益率は、こうした事業形態により平均40%~50%と高い水準である。また、オンリーワン製品を含む同社自社製品の売上総利益率は、およそ70~80%とさらに高くなっている。したがって、同社の営業利益率は医療機器業界の中でも非常に高い水準となっている。

直近期の業界収益性比較

(単位：百万円、%)

業態	コード	社名	売上高	営業利益	営業利益率	時価総額	特徴 (★は循環器系特化の商社)
メーカー 商社	7575	同社	45,525	10,526	23.1	148,118	★循環器系強み。 仕入独占販売と自社製造。
商社	3360	シップヘルスケア ホールディングス	444,048	17,952	4.0	234,856	医療機器卸から病院支援、 薬局など多角化。
商社	7476	アズワン	66,733	7,562	11.3	201,709	理学機器主力。 半導体や介護機器も。
商社	7600	日本エム・ディ・エム	16,728	2,234	13.4	38,125	骨接合材料の輸入。 自社開発人工関節も。
商社	3183	ウイン・パートナーズ	69,775	3,261	4.7	32,028	★心臓カテーテルなど 循環器系に特化。
商社	3154	メディアス ホールディングス	168,135	960	0.6	15,689	先端医療機器~消耗品と幅広い。
商社	2689	カワニシ ホールディングス	107,663	1,230	1.1	9,031	岡山など瀬戸内中心に 医療機器卸。
商社	3079	ディー・ビー・エックス	40,380	1,237	3.1	8,945	★心臓ペースメーカーなど 循環器系特化。
商社	9265	ヤマシタヘルスケア ホールディングス	58,692	373	0.6	3,074	九州中心に医療機器卸。
メーカー	4543	テルモ	599,481	106,637	17.8	2,345,401	大手。カテーテルなど 世界で高シェア。
メーカー	7733	オリンパス	793,862	28,281	3.6	1,761,547	内視鏡で世界首位。 内視鏡に経営資源集中。
メーカー	6849	日本光電工業	178,799	15,044	8.4	277,284	脳波計、心電計、 生体情報モニターなど。
メーカー	6960	フクダ電子	129,775	12,645	9.7	137,312	心電計トップ。 医療用電子機器の製造販売。

※売上高と営業利益は直近期。決算期はメディアスとカワニシが6月、ヤマシタが5月、ほかは3月。時価総額は2019年5月31日時点。

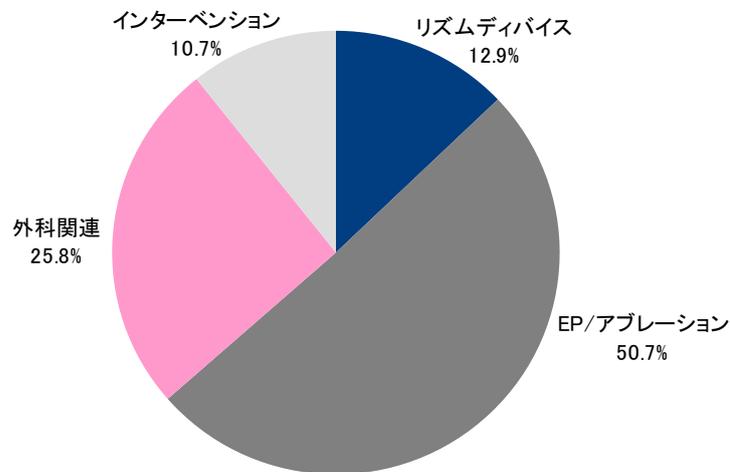
※オリンパスの19/3期営業利益率は和解金や司法取引の発生で低下、例年は10%程度。

出所：各社決算短信等よりフィスコ作成

■ 品目別内容

同社の品目領域は、リズムデバイス、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。売上構成比は2019年3月期で、リズムデバイス12.9%、EP/アブレーション50.7%、外科関連25.8%、インターベンション10.7%となっている。

品目別売上高構成比(2019年3月期)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

よりよい供給体制へシフト

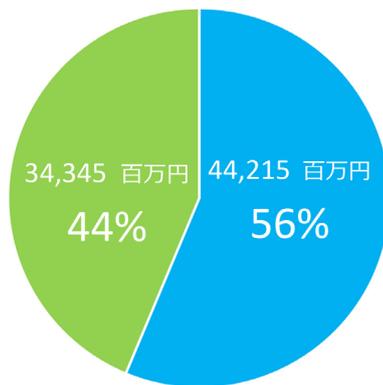
1. リズムデバイス

リズムデバイスでは、不整脈治療用の植込み型の医療機器を扱っている。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医療機器である。そのほか、AED(自動体外式除細動器)なども扱っている。リズムデバイスはほとんどが仕入商品であり、心臓ペースメーカーと関連商品について独占販売契約を締結したMicroPortから供給を受けている。MicroPortは、徐脈(脈拍が正常よりも少ない)の症例に使用される心臓ペースメーカーを得意としている。しかし、これまで特に頻脈(脈拍が正常よりも多い)分野でのMRI対応の遅れや遠隔モニタリング装置の供給力不足など、製品開発力の面で課題があった。また、CRM(Cardiac Rhythm Management:心調律管理)市場では、頻脈の治療に使われるICDなどのニーズが増している。このため同社は、MicroPortとの独占販売契約を2019年8月31日の契約期間満了をもって終了することを決定、代わって、ボストン・サイエンティフィック ジャパン(株)と、Boston Scientific(米国)の製造するCRM関連製品に関して日本国内における長期の独占販売契約を締結、2019年9月より販売を開始する予定である。

品目別内容

徐脈から頻脈治療へシフトする CRM 市場

CRM国内市場2017

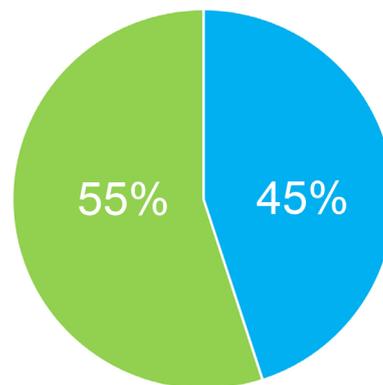


(R&D CY2017)

※Brady/Tachyリードを含む

CRM国内市場2023

予測



(当社推計値)

■ Brady (PM関連) ■ Tachy (ICD関連)

■ Brady (PM関連) ■ Tachy (ICD関連)

※ Brady : 徐脈、Tachy : 頻脈

出所 : 中期経営計画説明資料より掲載

Boston Scientific は世界最大級の医療機器メーカーで、同社が長年の課題としていた、頻脈治療領域において優れた医療機器を有している。このため同社は、今回の契約により CRM 全域を十分にカバーできるようになったため、販売規模拡大や販売戦略高度化につながると期待される。また、Boston Scientific は、既に日本国内に事業拠点を展開、国内の医療関係者との緊密なネットワークを築いてきた。しかし、一貫した販売戦略を立案・実行するため、2019年9月以降は CRM 関連の販売体制については同社に一本化し、同社が独占的に販売を行うことになった。これに伴い、同社は日本国内における CRM 製品の取り扱いに関して、ボストン・サイエンティフィック ジャパンから営業人員を引き継ぐことになっている。特に、ボストン・サイエンティフィック ジャパンがこれまで培ってきた専門知識を有する経験豊富な人材から、徐脈より高度な専門知識が求められる頻脈治療領域の製品群の営業支援を継続的に受けることで、早期に販売体制の構築を図るとともに、患者や医療関係者への安定継続的なフォローアップを可能にする方針だ。加えて、Boston Scientific の製品パイプラインを確保することによって、中長期的に CRM 事業における継続的な成長が期待される。ただし、2020年3月期は、MicroPort から Boston Scientific への移行期にあたり、2019年8月までは医療機関の買い控え等の影響から、収益面では踊り場となる見込みである。

引き続き AF 症例数は高成長

2. EP/アブレーション

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等を取り扱っている。2019年3月期の AF 症例数は前期比 17% 増であり、近年、急速な伸びを続けている。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。

品目別内容

EP/ABL AF アブレーションの症列数予測



EPカテーテル（自社）は心臓内で電位を測定し、不整脈の原因となっている部分を特定するための電極の付いた細かいカテーテルのことである。心臓の中の様々な部位を検査できるよう、先端のカーブ形状や電極の数・位置、細さなど種類が豊富にある。また、手元のグリップレバーで先端をカーブさせるシングルディレクショナル（片側に曲がる）タイプとバイディレクショナル（両側に曲がる）タイプがあり、それぞれに様々なカーブのバリエーションがある。アブレーションカテーテル（自社）は、頻脈の原因となっている刺激伝導経路を、高周波電流で局所的に焼灼して治療する電極付きカテーテルである。EPカテーテルと同じく、心臓の中の様々な部分を焼灼できるよう種類が豊富にある。また、イリゲーションカテーテルはアブレーションカテーテルの1つで、カテーテルの先端に生理食塩水を射出させる穴が開いており、先端の電極を冷却しながら焼灼を行うことで体内での血栓の発生を軽減する機能を持つ。

心腔内除細動カテーテル（自社）は、アブレーション治療中に発生した心房細動などに対し、心臓内で除細動を行うシステムである。体外からの除細動に比べて低いエネルギーで効果があるため、より低侵襲（患者の身体的負担を小さくする）に行うことができる。心房細動に対するアブレーション治療は、特に致死率が高い左房と食道が貫通する食道ろうを始め、食道炎や食道潰瘍といった合併症の発生率が、その他のアブレーション治療に比べて高くなる。食道温モニタリングシステム（自社）は、アブレーション治療中に連続的に食道温度のモニタリングを行うことで、このような合併症の発生を防いでいる。2018年7月に上市した内視鏡アブレーションカテーテル「HeartLight」は、内視鏡を内蔵したバルーン型のアブレーションカテーテルで、治療目的部位である肺静脈付近の心筋にバルーンを密着させ、内視鏡で直視しながら出力調整可能なレーザーを照射、異常な電気回路を焼き切ることにより、不整脈（心房細動）の根治治療を行う。画期的なものだったが、競合製品に比べて手技時間のかかることがネックとなり、出足が想定ほどにはならなかった。立ち上がりはややゆっくりとなったが、同社は手技を指導できる医師の十分な確保と販売施設数の拡大により、拡販を計画している。また、手技時間を大幅に短縮できる「HeartLight X3」を2022年3月期には投入する計画になっており、この次世代モデルは販売開始後、売上増加に大きく寄与する見込みである。

品目別内容

EP/アブレーションカテーテル



注：左から HeartLight (CardioFocus)、アブレーションカテーテル (自社)、EP カテーテル (自社)、
 食道温モニタリングシステム (自社)。

出所：ホームページより掲載

自社製品の人工血管は堅調

3. 外科関連

外科関連では、大動脈の人工血管やステントグラフト等の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が製造していたものである。そのほか主な仕入商品は、胸部用ステントグラフト、腹部用ステントグラフト、人工心臓弁、人工弁輪である。人工血管(自社)は、胸部や腹部の大動脈瘤などを治療するための医療機器で、血管にできた瘤の置き換えや閉塞した血管のバイパスに使用される。オープンステントグラフト(自社)は、胸部大動脈疾患を治療する医療機器であり、胸部大動脈を広範囲に人工血管で置き換える際、従来の人工血管のみで行う治療の場合は2回の開胸手術が必要であったのに対し、オープンステントグラフトを使用すれば独自のステント構造により、1回の開胸手術だけで治療が完結する。したがって、手術時間の短縮や患者の身体的な負担の軽減につながっている。これは国内でオンリーワンの自社製品であり、海外でも高い競争力が見込まれることから、同社の海外展開の先兵としても期待が高い製品である。

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だが、開胸または開腹手術を行う人工血管とは異なり、外科手術を必要とせず、ステントと言われるバネ状の金属製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足の付け根の血管から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。治療する部位により腹部用と胸部用の商品があり、同社で循環器系以外への初進出となった腹部用ステントグラフトのAFX2ステントグラフトシステム(Endologix)は好評である。しかし、2018年9月に胸部用ステントグラフト(Endologix)の共同開発契約を終了、2019年5月末にはカテーテルを用いた低侵襲治療により、症例数が減少傾向であった人工心臓弁関連製品も契約満了を機に取扱いを終了することになった。また、導入が期待されていた腹部大動脈ステントグラフト「Nellix」の発売時期が延期になるなど、外科関連も踊り場にあると言えるだろう。同社は現在、腹部用ステントグラフト「Ovation (Endologix)」や胸部用ステントグラフト「NEXUS (Endospan)」の上市を目指して導入準備を進めているところである。

品目別内容

外科関連商品群



注：左から人工血管（自社）、オープンステントグラフト（自社）、胸部ステントグラフト（Bolton Medical）、腹部ステントグラフト（Endologix）。
 出所：ホームページより掲載

Orsiro のけん引は今後も期待

4. インターベンション

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、心筋梗塞の原因となる血管（冠動脈）の詰まりを治療する際に使用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、心筋梗塞の中でも特に完全閉塞を治療する際に使用するバルーンカテーテル、治療を補助する貫通カテーテル、先天性の構造的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の市場が成長しており、同社も拡大する市場に対応して成長を取り込む考えである。

ガイドワイヤー（自社）は、バルーンカテーテルやステントなどを血管の中の治療部位に導くために使用する針金のような医療機器で、大腿部などから血管に挿入し、冠動脈や末梢動脈の狭窄部位を通過させ、このワイヤーに沿ってバルーンカテーテルなどのデバイスを運ぶ。バルーンカテーテル（自社）は、冠動脈が狭くなったり、詰まったりした場合に起こる心筋梗塞や狭心症を治療するための医療機器で、血管の内側からカテーテル（細い管）についた風船を膨らませ、血管を押し広げることで治療する。貫通カテーテル（Teleflex）は、冠動脈や末梢動脈においてガイドワイヤーの病変通過をサポートするために用いられる医療機器である。心房中隔欠損閉鎖器具（Occlutech）は、心房中隔欠損症という心臓の左右の心房を隔てる壁である心房中隔に、先天的に欠損孔という穴が開いている疾患を治療するための医療機器である。カテーテルを用いて閉鎖栓という円盤状の器具により欠損孔を塞いで治療するため、外科手術を行うことなく、非常に低侵襲な治療を実現する。

なお、大型商品として期待された薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro（BIOTRONIK）」は、発売1年してのシェアが7%と期待にそぐわない結果となった。しかし、ラインナップや営業力など処々の課題を解決し、足元でシェアは上昇傾向にある。最終的に当初想定シェア15%には届きそうにないが、同社の収益への貢献度は着実に高まっている。

品目別内容

インターベンション



注：左から PTCA ガイドワイヤー（自社）、バルーンカテーテル（自社）、貫通カテーテル（Vascular Solutions）、心房中隔欠損閉鎖器具（Occlutech）、Orsiro（BIOTRONIK）。
 出所：ホームページより掲載

業績動向

2019年3月期は実質2ケタ営業増益と順調に業容拡大

1. 2019年3月期の業績動向

2019年3月期の業績は、売上高 45,525 百万円（前期比 7.6% 増）、営業利益 10,526 百万円（同 1.4% 減）、経常利益 10,808 百万円（同 0.7% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 7,723 百万円（同 3.3% 増）となった。高齢化が急速に進むなか、患者の身体的負担を低減し医療費削減の期待もできる低侵襲な医療機器が求められている。一方、国は保険償還価格の引き下げを継続して行っており、旧来からある医療機器を中心に販売価格は低下傾向にある。こうした環境下、医療機器メーカー・卸各社の競争は激しくなるが、同社は引き続き海外の先端的な医療機器メーカーの製品を日本国内へ導入する一方、医療現場のニーズを反映した自社製品を開発・製造し、競争力を高めている。

リズムデバイスで、2018年4月の公定価格引き下げによる影響及び2018年8月に仕入先変更の公表に伴い、既存品の販売が減少した。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を受けて、同社のオンリーワン製品である心腔内除細動カテーテルを始めとする心房細動治療の関連商品が伸長したほか、内視鏡レーザーアブレーションカテーテル「HeartLight」も売上に貢献した。ほかに、外科関連では人工血管関連商品の販売が好調、公定価格引き下げなどの影響を受けたインターベンションでは、薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」の発売が寄与した。

利益面では、売上総利益率は、自社製品の売上構成比は横ばいだったものの、収益性の高い自社製品が伸びたため単体ベースでは改善した。しかしながら、2018年3月期に子会社合併に伴う未実現利益の調整として計上した 1,170 百万円（売上総利益増加のインパクト）が2019年3月期にはないことから、連結ベースでは前期に比べ 1.7 ポイント低下した。販管費は、事業体制の強化に伴う人件費、新商品の拡販に伴う広告宣伝費や旅費交通費が増加した。以上により営業減益となったが、1,170 百万円の未実現利益の調整を考慮すると、営業利益は実質的には前期比 10.8% 増となる。

業績動向

2018年11月にリズムデバイスにおいて、世界的に高い競争力を有するボストン・サイエンティフィックジャパンとCRM関連製品に関する独占販売契約を締結した。同社の課題だった頻脈治療領域を補完することができ、強みのあるEP/アブレーションと合わせ、長期的な成長に向けた事業基盤を確保したといえよう。メーカー機能においては、自社製品の供給力の確保へ向けマレーシア工場の建設を進める一方、カテーテル関連技術の拡充を図るため国内の小山ファクトリーの2期棟の建設に着手した。さらに、培った技術やノウハウの応用することで、大腸ステントや肝癌治療デバイスなど他の領域への進出も計画している。

2019年3月期の業績

	●一時収益修正後ベース				●修正後			
	18/3期 (百万円)	売上比 (%)	18/3期 (百万円)	売上比 (%)	19/3期 (百万円)	売上比 (%)	増減率 (%)	増減率 (%)
売上高	42,298	100.0	42,298	100.0	45,525	100.0	7.6	7.6
売上総利益	26,576	62.8	25,406	60.1	27,822	61.1	4.7	9.5
販管費	15,904	37.6	15,904	37.6	17,295	38.0	8.7	8.7
営業利益	10,671	25.2	9,501	22.5	10,526	23.1	-1.4	10.8
経常利益	10,730	25.4	9,560	22.6	10,808	23.7	0.7	13.1
親会社株主に帰属 する当期純利益	7,478	17.7	6,308	14.9	7,723	17.0	3.3	22.4

※一部フィスコ推定

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

大型新商品の立ち上がりの遅れや一部販売終了品の影響をカバー

2. 2019年3月期の品目別動向

リズムデバイスの売上高は5,862百万円（前期比19.1%減）となった。2018年4月の公定価格引き下げの影響もさることながら、2018年8月に仕入先変更に関する公表を行ったことを受け、心臓ペースメーカーやICD関連の現行商品の買い控えが起きたことが主な要因である。このため現在、リズムデバイス商品の新たな供給元となるボストン・サイエンティフィック ジャパンと、2019年9月からの自社製品の本格販売開始に向けた準備を進めている。なお、Boston Scientific 供給の頻脈治療領域におけるオンリーワン商品である、完全皮下植込み型除細動器システム（S-ICDシステム）「EMBLEM MRI S-ICD（エンブレムMRI S-ICD）システム」について、2019年4月より先行的に全認定施設で販売を開始することになった。同社が重要視する頻脈治療領域の商品の販売を始めることで、Boston Scientific のCRM関連製品の全面的な販売開始に向けた体制整備を進め、CRM事業を早期に拡大していくことを計画している。

EP/アブレーションの売上高は23,060百万円（前期比13.2%増）となった。EPカテーテルでは、心房細動のアブレーション治療の症例数増加を背景に、オンリーワン製品である心腔内除細動カテーテル「BeeAT（ビート）」など自社製品、オンリーワン商品の高周波心房中隔穿孔針「RF ニードル」が売上を伸ばした。アブレーションカテーテルでは、従来品の高周波を用いるアブレーションカテーテルの販売数量は減少した。2018年7月に上市した内視鏡レーザーアブレーションカテーテル「HeartLight」については、やや物足りない進捗とはいえ徐々に医療機関への導入が進んでいる。パルーンテクノロジーを用いた心房細動のアブレーション治療は、手技の簡便化から今後も一層の普及が見込まれるうえ、内視鏡とレーザーを組み合わせることで症例に合わせたきめ細かな治療が可能という特長から医療現場への浸透が進みつつある。

日本ライフライン | 2019年6月27日(木)
 7575 東証1部 | <https://www.jll.co.jp/>

業績動向

外科関連の売上高は11,730百万円（前期比2.3%増）となった。人工血管関連においては、大動脈疾患を経皮的に治療するステントグラフトで、腹部領域を対象とした商品である「AFX2ステントグラフトシステム」が伸長した。一方、胸部領域の商品については、2019年3月に独占販売契約が終了することを受け販売数量が減少した。自社製品では、胸部大動脈疾患の開胸手術の低侵襲化に寄与する、オンリーワン製品のオープンステントグラフト「J-Graft FROZENIX」の販売が堅調に推移、人工血管も増収とすることができた。人工心臓弁関連商品では、カテーテルを用いた低侵襲治療の普及が進んだことから売上高が減少、現行の独占販売契約が満了する2019年5月末をもって取り扱いを終了した。

インターベンションの売上高は4,872百万円（前期比51.2%増）となった。バルーンカテーテルは公定価格引き下げの影響などにより売上高が減少、ガイドワイヤーは2018年10月より本格販売した「Amati」の寄与により売上高は増加した。その他の品目では、心房中隔欠損閉鎖器具「Figulla Flex II」と貫通用カテーテル「Guideliner」は、競合製品の影響により売上高が減少した。一方、2018年3月に導入した薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」は、立ち上がりが想定以上に厳しく当初見込みに達しなかったが、下期にサイズラインナップを拡充したことで徐々に販売数量が増加している。虚血性心疾患治療領域では、独占販売ではないが、PCI（経皮的冠動脈形成術）治療の適切な実施をサポートする血管内圧測定用センサ付ガイドワイヤ「OptoWire」を2018年10月に発売した。

2019年3月期の品目別売上状況

(単位：百万円、%)

	18/3期 実績	売上比	19/3期 実績	売上比	対 前期比	19/3期 修正計画	対 修正計画比
ペースメーカー関連	6,463	15.3	5,169	11.4	-20.0	5,390	-4.1
ICD 関連	584	1.4	496	1.1	-15.1	495	0.2
その他	200	0.5	196	0.4	-1.7	285	-31.0
リズムデバイス	7,247	17.1	5,862	12.9	-19.1	6,170	-5.0
EP カテーテル	15,354	36.3	17,028	37.4	10.9	17,201	-1.0
ABL カテーテル	1,161	2.7	1,369	3.0	17.9	1,748	-21.7
その他	3,848	9.1	4,662	10.2	21.2	4,520	3.2
EP/ アブレーション	20,364	48.1	23,060	50.7	13.2	23,469	-1.7
人工弁関連	1,742	4.1	1,448	3.2	-16.9	1,535	-5.6
人工血管関連	8,482	20.1	9,133	20.1	7.7	9,028	1.2
血液浄化関連	1,131	2.7	1,070	2.4	-5.4	1,157	-7.5
その他	106	0.3	77	0.2	-27.7	68	12.8
外科関連	11,464	27.1	11,730	25.8	2.3	11,790	-0.5
バルーン	950	2.2	565	1.2	-40.5	625	-9.6
ガイドワイヤー	371	0.9	403	0.9	8.4	406	-0.9
その他	1,899	4.5	3,903	8.6	105.5	4,299	-9.2
インターベンション	3,221	7.6	4,872	10.7	51.2	5,332	-8.6
合計	42,298	100.0	45,525	100.0	7.6	46,762	-2.6

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

2020年3月期は下期に踊り場脱出へ

3.2020年3月期の業績見通し

2020年3月期の業績見通しについて、同社は売上高 54,059 百万円（前期比 18.7% 増）、営業利益 10,465 百万円（同 0.6% 減）、経常利益 11,167 百万円（同 3.3% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 7,747 百万円（同 0.3% 増）を見込んでいる。

販売面において、取引先メーカーとの契約終了に伴い、一部地域を除いて胸部大動脈ステントグラフトの販売を 2019年3月に終了、人工心臓弁関連商品も 2019年5月末に販売を終了している。さらに、2019年10月には消費税の増税に伴い公定価格の改定が予定されており、価格引き下げによる影響が下期の売上高に 2～3% 程度、品目によっては相当額見込まれている。しかし、2019年9月にはリズムデバイスにおいて、Boston Scientific の CRM 関連製品の本格発売を予定しており、新たな頻脈治療領域の商品群を中心に、Boston Scientific の既存商流も含めて、大幅な売上増加が期待される。また、心房細動のアブレーション治療では引き続き症例数が速いピッチで伸びていくことが予想され、自社製品を始めとする関連商品の伸長を見込んでいる。

利益面では、公定価格の引き下げによる売上総利益への影響が想定されるほか、自社製品に比べ売上総利益率の低い仕入商品の構成比が高まることによるミックスの変化で、売上総利益率は低下する見込みである。また、販管費では、CRM 関連製品の販売体制の構築に伴い、ボストン・サイエンティフィック・ジャパンに対する販売支援金（同社のための営業活動への対価）や独占販売権の償却費用が年額数億円発生する。また、新商品の薬事承認取得に向けた治験費用などの増加等を見込んでいる。こうしたコストも含め、2020年3月期は成長の踊り場となる見込みである。なお、業績のボトムは 2019年3月期上期であり、2020年3月期下期には Boston Scientific 商品の本格展開により増収幅が大きく拡大、利益も増益転換することが予想されている。

業績動向

2020年3月期業績見通し

通期予想	19/3期 (百万円)	売上比 (%)	20/3期(予) (百万円)	売上比 (%)	増減率 (%)
売上高	45,525	100.0	54,059	100.0	18.7
売上総利益	27,822	61.1	30,600	56.6	10.0
販管費	17,295	38.0	20,134	37.2	16.4
営業利益	10,526	23.1	10,465	19.4	-0.6
経常利益	10,808	23.7	11,167	20.7	3.3
親会社株主に帰属する 当期純利益	7,723	17.0	7,747	14.3	0.3

上期予想	19/3期 (百万円)	売上比 (%)	20/3期(予) (百万円)	売上比 (%)	増減率 (%)
売上高	22,265	100.0	24,955	100.0	12.1
売上総利益	13,579	61.0			
販管費	8,719	39.2			
営業利益	4,860	21.8	4,571	18.3	-5.9
経常利益	5,089	22.9	4,980	20.0	-2.2
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,638	16.3	3,424	13.7	-5.9

下期予想	19/3期 (百万円)	売上比 (%)	20/3期(予) (百万円)	売上比 (%)	増減率 (%)
売上高	23,260	100.0	29,104	100.0	25.1
売上総利益	14,243	61.2			
販管費	8,576	36.9			
営業利益	5,666	24.4	5,894	20.3	4.0
経常利益	5,719	24.6	6,187	21.3	8.2
親会社株主に帰属する 当期純利益	4,085	17.6	4,323	14.9	5.8

※一部フィスコ推定

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

品目別構成比に変化

4. 2020年3月期品目別売上高の見通し

AF症例数で前期比17%増という高水準の伸びが継続することを前提に、心房細動関連製品やオープンステントグラフトなど、EP/ABLカテーテルを中心に自社製品が引き続き好調に推移することが見込まれる。一方、いくつかの大きな商流変更により品目別売上高の構成比のバランスが変化している。頻脈領域の製品力に課題があったMicroPortとの独占販売契約の終了のアナウンス後、一部の医療機関の買い控え等によりリズムデバイスにおける上期の売上高は前年比マイナスとなる見込みである。しかしながら、2019年9月から徐脈領域は元より頻脈領域に特に強みを持つBoston Scientific製品の寄与が始まることで2020年3月期下期は大きく前年比プラスとなる計画。また、独占販売契約の終了により、胸部用ステントグラフト(2019年3月末、ただし一部の地域では継続)や人工弁関連商品(2019年5月末)の売上がそれぞれの契約期間の終了をもって原則としてなくなる。2019年10月に予定される保険償還価格の引き下げも、品目別ごとに影響が出るだろう。

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

2020年3月期品目別売上高見通し

	19/3期 (百万円)	売上比 (%)	20/3期(予) (百万円)	売上比 (%)	増減率 (%)
ペースメーカー関連	5,169	11.4	5,093	9.4	-1.5
ICD 関連	496	1.1	5,856	10.8	1080.4
その他	196	0.4	328	0.6	66.7
リズムデバイス	5,862	12.9	11,277	20.9	92.4
EP カテーテル	17,028	37.4	19,443	36.0	14.2
ABL カテーテル	1,369	3.0	2,174	4.0	58.8
その他	4,662	10.2	5,429	10.0	16.4
EP/ アブレーション	23,060	50.7	27,047	50.0	17.3
人工弁関連	1,448	3.2	173	0.3	-88.0
人工血管関連	9,133	20.1	8,843	16.4	-3.2
血液浄化関連	1,070	2.4	1,228	2.3	14.7
その他	77	0.2	19	0.0	-74.9
外科関連	11,730	25.8	10,265	19.0	-12.5
バルーン	565	1.2	597	1.1	5.6
ガイドワイヤー	403	0.9	415	0.8	3.1
その他	3,903	8.6	4,455	8.2	14.1
インターベンション	4,872	10.7	5,468	10.1	12.2
合計	45,525	100.0	54,059	100.0	18.7

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 中期経営計画

Boston Scientific との契約は収益構造に大きなインパクト

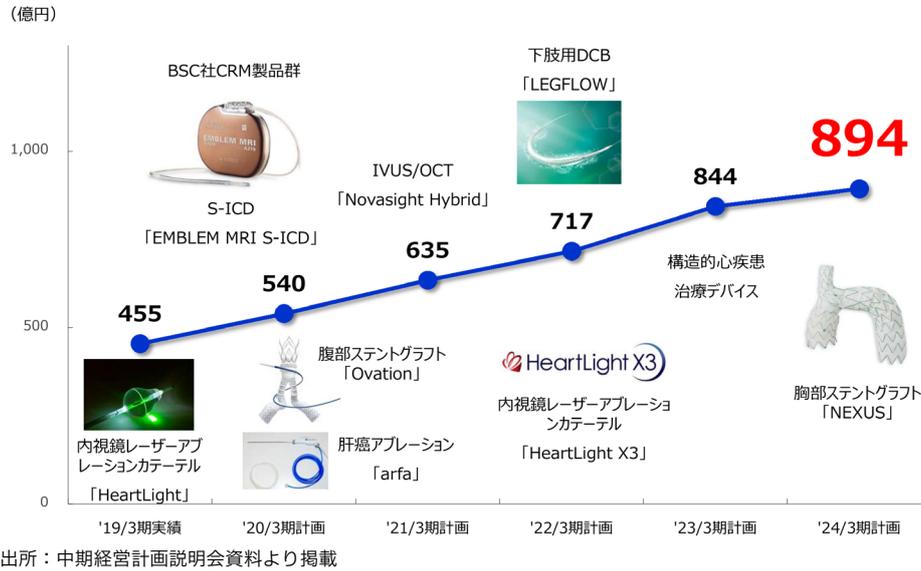
1. 中期経営計画の前提

2019年3月期は薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」、内視鏡アブレーションカテーテル「HeartLight」という2つの大型商品が通期業績の大きなファクターとなった。両者いずれについても発売前の期待には届かなかったが、それぞれインターベンションやEP/アブレーションの収益への貢献を開始した。EP/アブレーションはAF症例数の増加が続いており、今後も順調に成長していくだろう。一方、仕入先との契約関係については、リズムデバイスにおける仕入先の変更や、外科関連での人工心臓弁ビジネスの終了など、中長期的に重要な決定がいくつか成されている。この影響は2020年3月期に成長の踊り場という形で顕在化している。仕入商品の今後のパイプラインに加え、Boston Scientificという世界的な企業とCRM領域で独占販売契約を締結できたことは、今後の同社の収益構造の強化や中長期のさらなる成長へ大きなインパクトを与えると思われる。

日本ライフライン | 2019年6月27日(木)
7575 東証1部 | <https://www.jll.co.jp/>

中期経営計画

商品パイプライン (一部)



Boston Scientific との独占販売契約をテコに再び成長期に

2. 中期成長イメージ

同社は前年度に中期の目標数値を、2023年3月期売上高777億円、営業利益率25%（営業利益194億円）としていたが、これをローリングする形で、2024年3月期売上高894億円、営業利益率23%（営業利益205億円）とした。前述の Boston Scientific との独占販売契約の締結や人工心臓弁関連ビジネスからの撤退等、プロダクトミックスが大きく変更された点等を新しい五か年計画に織り込んだ。Boston Scientific 社製品の取り扱い開始に伴い、仕入商品の売上高が大きく伸長するため、自社製品比率は2019年3月期の54.9%から2024年3月期には42%台まで低下する見込み。しかしながら、同社によれば自社製品のプライオリティが下がったということではなく、自社製品の売上高自体は中長期的に堅調に伸びていく想定、とのことである。加えて、同社の中計には海外売上高の伸長はほぼ反映されていないため、海外事業が好調に推移すれば、その分のアップサイドがあると言えるだろう。従来は自社製品の比率を上げることで売上総利益率の向上を狙っていたが、大型商品の独占販売契約が相次いだことから、改めて自社製品比率とともに売上総利益率が低下していく前提へと変更した。

また、自社製品と仕入商品のミックスによって売上総利益率は低下するのは自明だが、仕入商品の売上総利益率も他社に比べると相当に高いとみている。今般、Boston Scientific との独占販売契約において、販売支援金や契約金の償却など、契約期間の一部または全部にわたって発生する固定費は存在するものの、同社の元からの強みである販売力が頻脈分野でもいかに発揮されることで1人あたりの販売効率が上昇し、販管費率は徐々に低下していくと考えられる。したがって、中長期的にはCRM領域でのプレゼンスが大きく向上するとともに収益性も改善していくというストーリーを描いている。

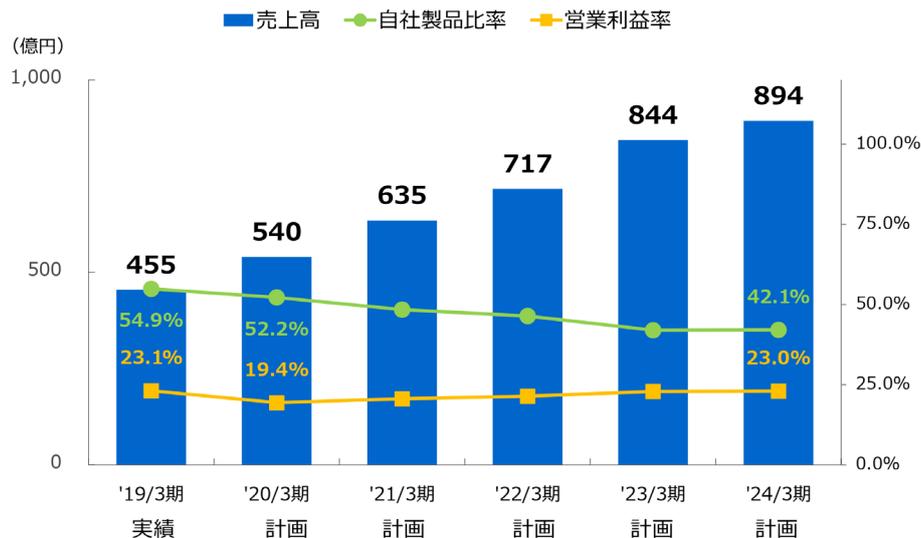
日本ライフライン | 2019年6月27日(木)
 7575 東証1部 | <https://www.jll.co.jp/>

中期経営計画

結果として、これまで大きな成長を見込んでいなかったリズムデバイスが、中長期的に成長をけん引するドライバーになる可能性が高くなったと言える。また、一方で、自社製品の強化についても同社はこれまでと同様に重点課題として掲げる。2020年3月期の踊り場以降、再び成長ステージへと向かうだろう。

つまり、今後中期的に、売上の増加が強まり、仕入商品の比率上昇で売上総利益率は低下するものの、増収とコスト増の落ち着きからそれ以上に販管費率が低下、中期的に営業利益率の改善が予想されるのである。しかも、メーカーとしての強者（頻脈分野の製品力が特に強い）と販売会社としての強者である同社のコラボレーションのため、シナジーは想定以上に大きくなるかもしれない。少なくとも同社にとって、今後市場の拡大が見込まれる頻脈分野の製品ラインナップが強化されることによって、大きな成長を見込んでいなかったリズムデバイスが、中長期的に成長をけん引するドライバーになる可能性が高くなったと言える。だからと言って、自社製品に注力しなくなるわけではない。自社製品を強化することは戦略的に変わりなく、その上で強力な仕入商品が増えるということなのである。2020年3月期の踊り場以降、再成長期入りが見込まれる。

中期成長イメージ



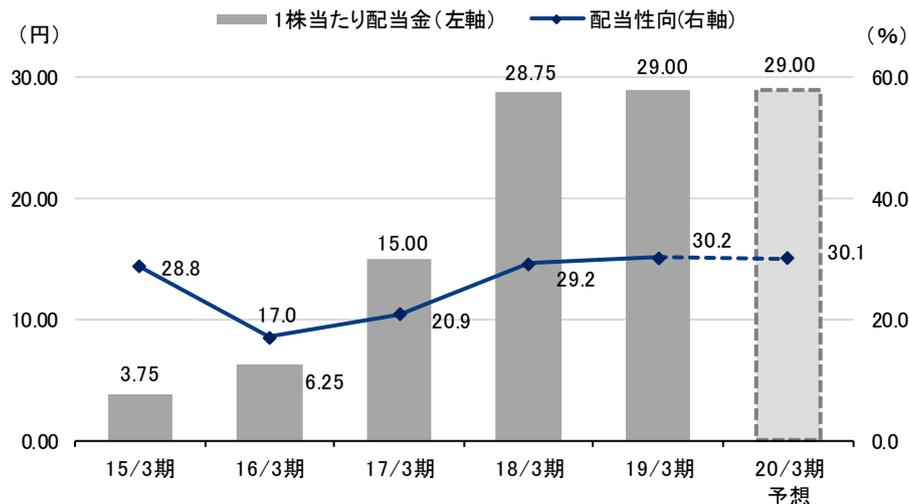
出所：中期経営計画説明資料より掲載

■ 株主還元策

利益成長に合わせて増配を継続する方針

同社は利益還元の基本方針について、業績及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方針。株主に対する利益還元策を適宜実施していくが、内部留保については、同社の強みを生かした自社製品の開発・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、今後、利益の成長に合わせて増配を実施していく方針だ。2018年3月期にはエクイティ・ファイナンスを実施したが、同社のこれまでの業績を考えると、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、投資余力や配当余力が増しており、今後中期的に、株主が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。

1株当たり配当金と配当性向の推移



注：2015年10月1日付で普通株式1→2株、2016年12月1日付で普通株式1→2株、2018年1月1日付で普通株式1→2株の割合で株式分割を遡及修正済み
 出所：決算短信よりフィスコ作成

なお、2017年12月発行の第2回新株予約権について、2018年1月26日に行使が完了し、13,856百万円の資金を調達した。用途は Boston Scientific 製品の独占販売契約や仕入先メーカーへの貸付金、新商品初期在庫、工場建設（マレーシア、小山ファクトリー第2棟）に充てられている。同社によれば、これで成長のための一定の資金調達は完了したとしており、2017年12月発行の第3回新株予約権については、未行使のまま停止指定解除条件により取得・消却を実行した。さらに、2019年5月31日には、同社が保有する同社普通株式のうち5百万株を消却した。

■ 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。

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