

2012年10月15日（月）

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

■保険償還価格の改定をこなし業績を上方修正

循環器系の医療機器販売会社。関東圏中心の事業を全国に拡大中。不整脈事業と虚血事業が2本柱で、不整脈事業の市場シェアは首都圏で34～35%、全国で15%と不整脈分野最大手。営業スキルの高さに定評がある。9月末で株式を1：2に分割。

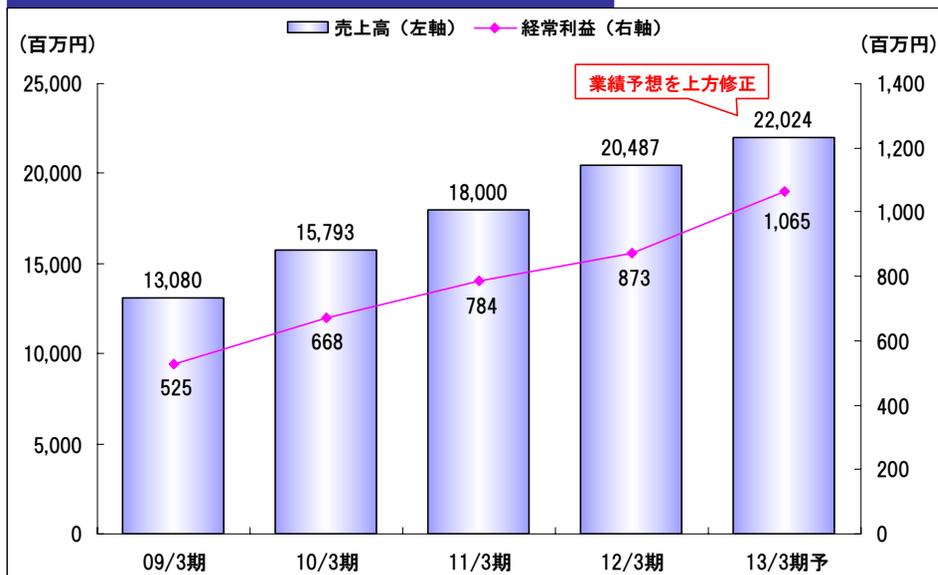
9月24日付で2013年3月期の業績上方修正を発表。売上高は前期比7.5%増の22,024百万円、経常利益は同22.0%増の1,065百万円と過去最高を連続で更新する見通し。期初段階では保険償還価格の改定による売価ダウンの影響（平均▲6.8%）で、業績は伸び悩むとみていたが、主力製品のペースメーカーや電極カテーテルなどの販売数量が想定以上に好調に推移しており、上方修正要因となった。とりわけ、ここ数年強化している西日本や東北エリアなど新たな進出拠点での顧客開拓が順調に進んでいることが大きい。地方においては、営業マンの知識レベルに格差が見受けられるようで、同社の営業精鋭部隊が切り込むことによって新規顧客開拓も順調に進んでいるようだ。

不整脈分野での全国シェアはまだ15%と首都圏に比べれば低く、潜在的な成長ポテンシャルは大きい。高齢者人口の増加に伴い、心臓疾患の患者数も今後増加傾向が続くとみられるだけに、地方拠点の拡充によって同社の業績も、安定成長が続く見通しだ。なお、虚血事業においても新たな医療機器のマーケティングを強化中で、今後の取り組みが注目される。

■Check Point

- ・売上高、経常利益ともに右肩上がりて過去最高の更新を継続
- ・「挑戦型企業」として安定した高い成長を目指す方針
- ・配当金に関しては2007年の上場以来、連続増配記録を更新

直近5年間の業績推移

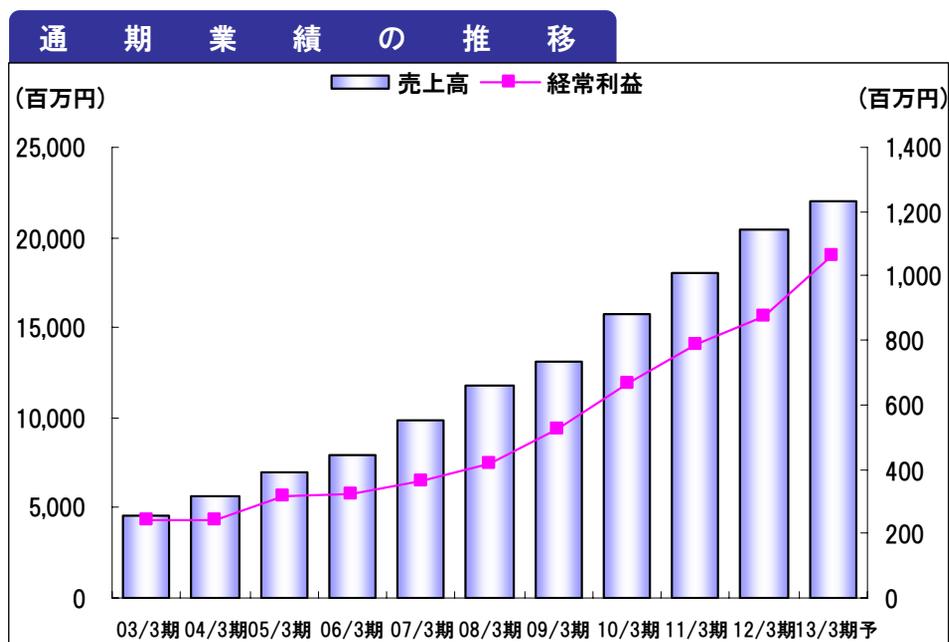


■ 会社概要

売上高、経常利益ともに右肩上がり、過去最高の更新を継続

(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、現在全国に営業エリアを拡大中。主力の不整脈関連製品の市場シェアは、関東圏では37～38%、全国でも15%のシェアを持つ大手。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、過去最高を更新し続けている。



同社の創業は1986年4月で、前身となる(株)ヘルツが現代表取締役の若林誠氏らによって設立されたのが始まり。創業当時はフクダ電子<6960>の販売代理店としてスタートしており、関東圏を中心に心臓ペースメーカの販売とそのフォローアップ業務を行っていた。フォローアップ業務とは、ペースメーカを人体に埋め込んだ後に、定期的に正常に動作しているかどうかのチェック作業を病室内において行う業務のことで、こうしたペースメーカのアフターケアサービス業務を国内で最初に始めたのが同社と言われている。その後、事業は着実に拡大し、取扱製品も電極カテーテルやアブレーション（心筋焼灼術）カテーテルなど拡充を進めてきたほか、1992年には海外製医療機器の輸入総代理店事業も開始した。

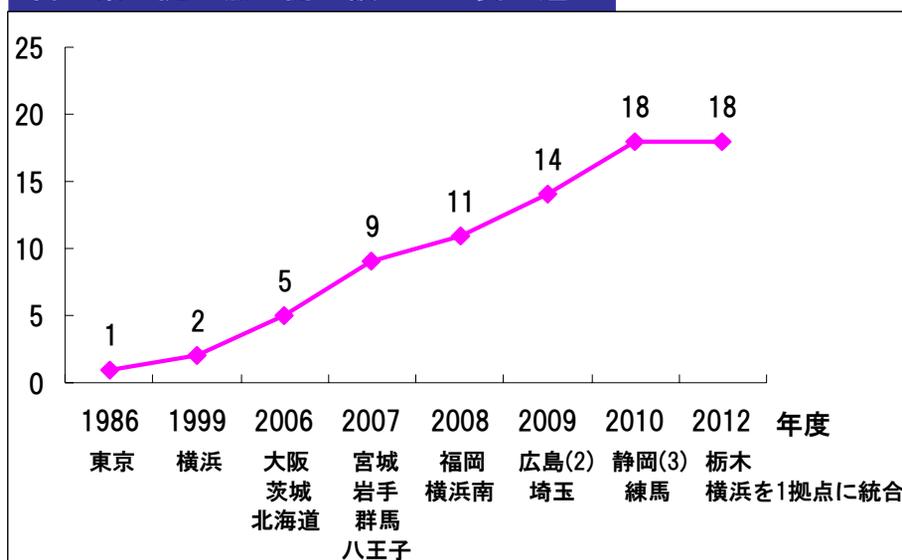
■会社概要

2004年には会社名をディービーエックス(株)に変更。ディービーエックスとはDevelopment、Venture、X(「未知数」「無限の可能性」の意味)の頭文字を組み合わせたもので、Venture精神を持ち続け、新医療技術の開拓と開発に貢献し、その成功に無限の可能性を求め続ける企業でありたいとの信念から名づけられた。

2007年にはジャスダック証券取引所に株式を上場。同時に全国展開も積極化、需要のあるエリアに営業拠点を開設していき、現在では国内で18の営業拠点(出張所含む)を有するまでになっている。

沿革	
1986年	心臓ペースメーカーの販売とフォローアップ業務を目的として、(株)ヘルツを設立
1992年	カナダ Quinton社製 心臓電気生理検査用コンピューター「EP Lab」の輸入販売を開始
1997年	自社商品拡大のため医療機器輸入会社(有)シー・エム・アイジャパンを子会社化
2000年	米国 ACIST社製 自動造影剤注入装置「ACIST」の輸入販売を開始
2003年	米国 Spectranetics社製 エキシマレーザ血管形成システムの輸入販売を開始(冠動脈治療)
2004年	ディービーエックスジャパン(株)を吸収合併、商号を(株)ヘルツからディービーエックス(株)に変更
2007年	ジャスダック証券取引所に株式を上場
2008年	「エキシマレーザ心内リード除去システム」の薬事承認を取得
2010年	静岡に拠点を置く(株)メディカルプロジェクトより、医療機器代理店事業部門を譲受
2012年	「エキシマレーザ血管形成用レーザカテーテル」の保険適用

営業拠点開設の変遷



先端の医療機器心臓電気生理検査用機器「EP Lab」は、不整脈の患者に対して電極カテーテルという細い管を心臓の中に入れ、心臓の様々な部位の心電図を計測し、不整脈の原因や異常のある部位を調べる検査装置で、国内では同社が初めて輸入した。また、2000年に輸入販売を開始した自動造影剤注入装置は、心臓の検査を行う際に用いられる造影剤を自動で適量分だけ注入する装置のこと。当時は手動により造影剤を注入するのが一般的だったが、造影剤そのものが腎臓に負担をかけること、手動だと適量以上の造影剤を注入してしまうケースが頻繁にあったことなどから、自動装置の導入が望まれていた。同社は同装置の大手である米ACIST社の国内総代理店となり納入実績を積み上げ、現在は国内で50%の市場シェアを築いている。



■会社概要

不整脈事業が売上高構成比全体の80%強を占める

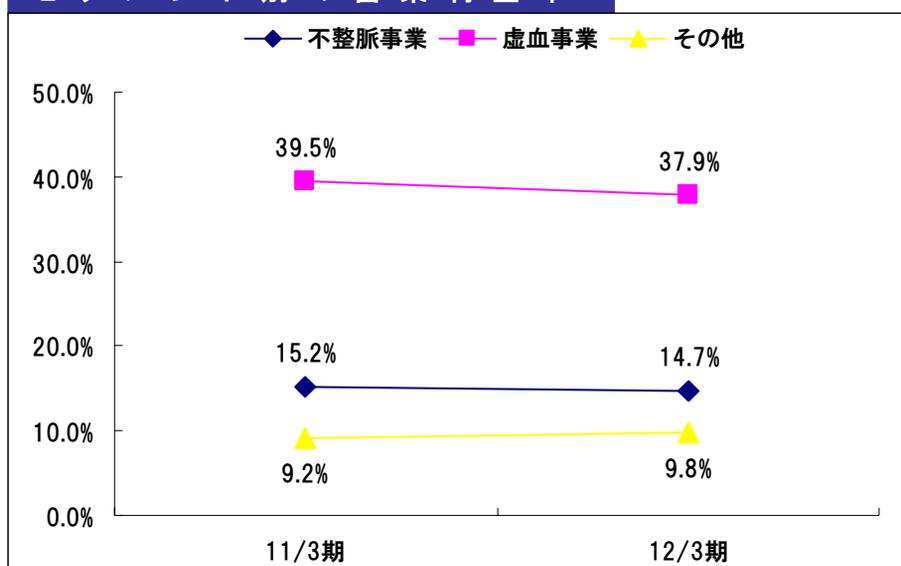
(2) 事業概要

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。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2012年3月期で37.9%と最も高くなっている。これは、「虚血事業」が主に海外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製品を仕入れて医療施設に販売するため、同じ製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。

セグメント別売上高の推移



セグメント別の営業利益率



注：社内共通費用除く



■会社概要

○「不整脈事業」

同事業での取扱い製品は、心臓ペースメーカ、ICD（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。仕入れ先の主なメーカーはセント・ジュード・メディカル、ジョンソン&ジョンソン、日本メドトロニックなど外資系日本法人が多い。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で各々3分の1程度となっている。



出所：会社HPより引用

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。
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。

■会社概要

○「虚血事業」

虚血とは血管の狭窄または閉塞により組織への血流が不十分もしくは途絶している状態を指し、虚血により引き起こされる虚血性疾患としては、心筋梗塞や狭心症、脳梗塞などが代表的なものとして挙げられる。

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、エキシマレーザー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」が安定して高い事業利益率を維持している主要因となっている。なお、PTA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。



出所：会社HPより引用

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「CAST」「TipTop」	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



■会社概要

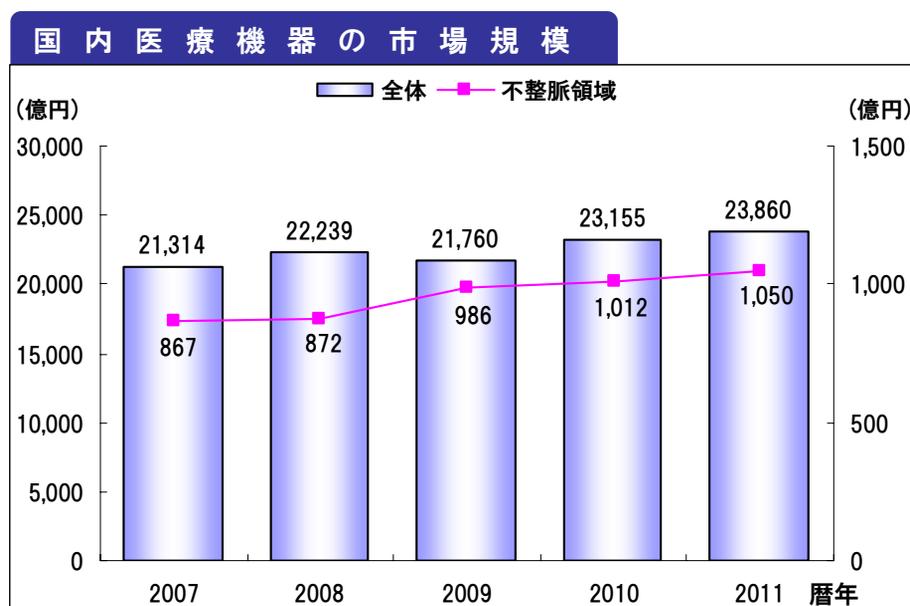
○その他

その他の製品としては、術者の被曝を防ぐ Worldwide Innovations & Technologies社製 エックス線防護シールド「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。

不整脈領域における潜在需要は今後も拡大していく見通し

(3) 市場動向

当社が取り扱う循環器系医療機器、なかでも不整脈領域における国内市場規模は、ここ数年安定した成長が続いており、2011年には前年比3.8%増の1,050億円となった。医療機器全体に占める比率は4%強と小さいものの、2007年から2011年までの平均成長率では4.9%と、医療機器市場全体の平均成長率2.9%をやや上回るペースで推移している。これは、高齢者人口の増加に伴い、心臓疾患の患者数が増加していることが背景にあるとみられる。



出所：薬事工業統計年報、アールアンドディ「医療機器用品年鑑」よりフィスコ作成

医療機器業界の調査会社であるアールアンドディによれば、2008年以降で高い伸びを示しているのがアブレーション（心筋焼灼用）カテーテルで、年率2ケタ成長の勢いで伸びている（表参照）。心房細動の疾患を持つ潜在患者数は100万人以上と言われるなかで、年間の手術症例数は3.8万件とまだ低水準にとどまっており、今後も手術件数の増加に伴って2ケタ台の成長が見込まれている。

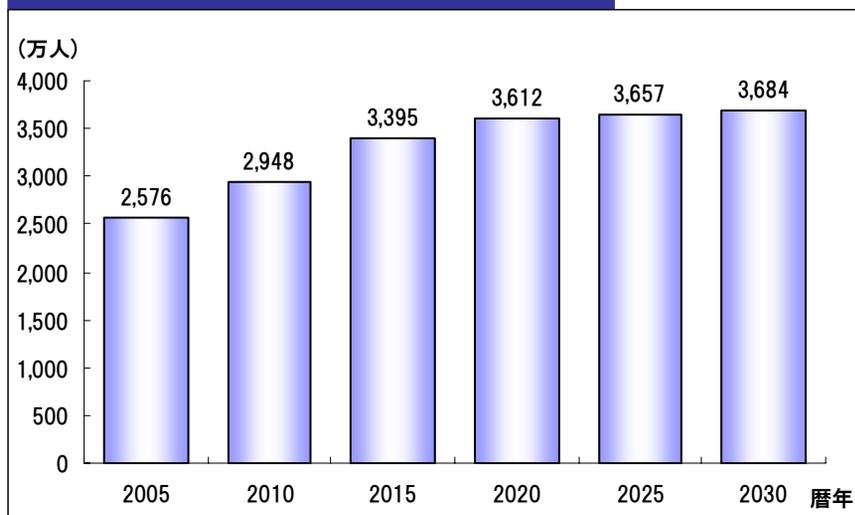
■会社概要

不整脈領域の市場規模(単位：百万円)

	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年予	平均成長率 (08-12年)
電気生理検査用カテーテル	13,310	14,620	16,125	15,160	15,055	3.1%
心筋焼灼用カテーテル	4,478	6,191	7,689	9,579	11,334	26.1%
ペースメーカー	38,200	43,690	40,645	40,881	38,525	0.2%
ICD/CRT-D	18,970	20,850	23,479	25,745	28,173	10.4%
リード類	12,224	13,296	13,310	13,718	14,062	3.6%
合計	87,182	98,647	101,248	105,083	107,149	5.3%

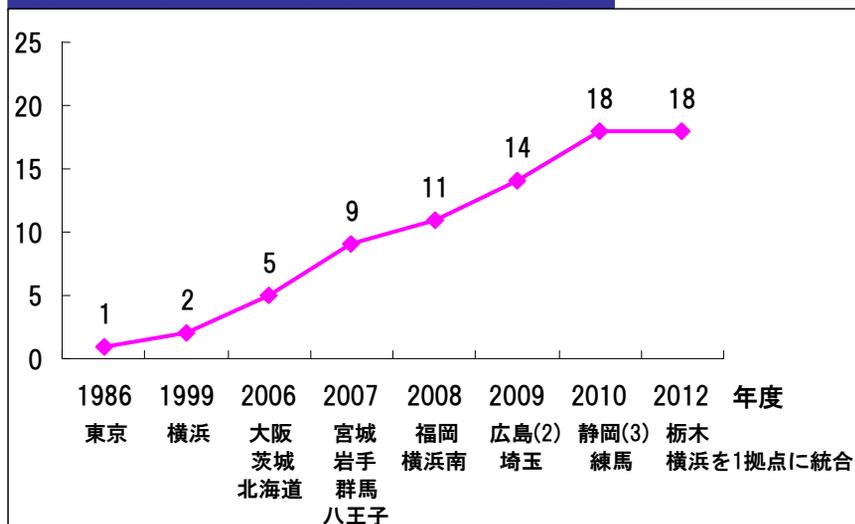
また、65歳以上の高齢者人口は今後も緩やかに増加傾向を迎えることが見込まれており、同社が対象とする領域における潜在需要は今後も拡大していく見通しだ。こうしたなかで、同社は営業拠点の全国展開を2000年後半以降から積極的に進めており、直近では栃木に出張所を設け、全国で18の営業拠点網を構築している。ただ、まだまだ未カバーのエリアも多く残されているため、今後も需要のある地域に絞って拠点数の拡大を進めていく方針であり、市場シェアの上昇基調も当面続くことが予想される。

高齢者人口の将来推計



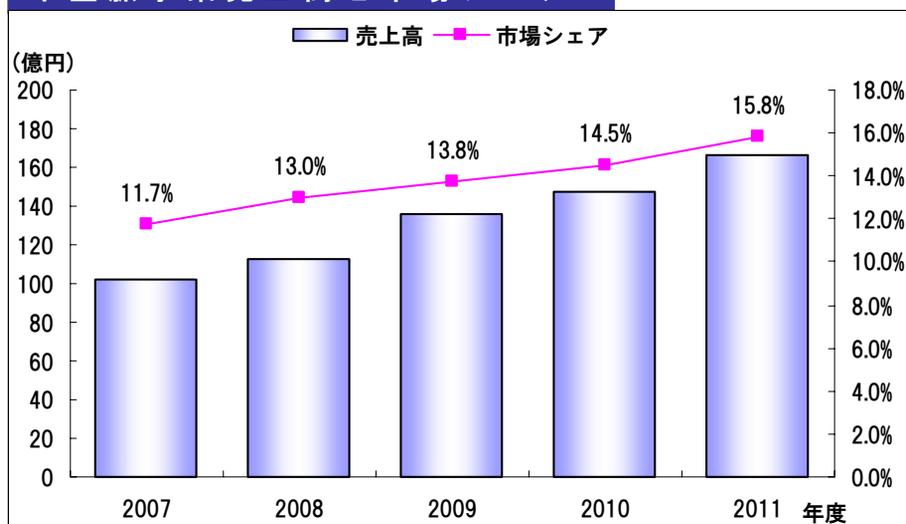
出所：国立社会保障・人口問題研究所

営業拠点開設の変遷



■会社概要

不整脈事業売上高と市場シェア



同社の営業の強みは、社員一人ひとりの製品に関する知識レベルの高さなどにある。特に、循環器系は専門的な知識が要求される分野であるだけに、社員教育の質によってその後の営業マンのスキルに格差が生じてくるものと思われる。同社では新人研修期間として2ヶ月半をあてるほか、本配属先でもOJTを進めながら2～3年をかけて1人前の営業マンに育成するプログラムを組んでいる。不整脈事業における専門の営業マンとしては現在100名程度と業界のなかでも最も多くの人員を抱えており、顧客からの評価も高い。特に、地方では専門的な知識を持つ営業マンは業界のなかでも少なく、同社への引き合いは多いという。このため、同社でも専門の営業人員については年率10%のペースで増やしていく方針を立てている。

一方、虚血事業に関しては現在40名弱の営業人員および、技術サポート人員で、今後も同水準を維持していく方針だ。同事業は総代理店販売として同業他社に販売する事業構造となっているため、採用する人材も中途採用が多く、対象エリア内で既に顧客とのコネクションを持っている人材を採用している。同事業では、むしろニッチトップとなる新たな医療機器を探し出すマーケティング部隊や、その医療機器を輸入販売するための薬事申請に係わる人材を強化していく方向にある。

■決算動向

不整脈分野でのエリア拡大が奏効し業績を上方修正

(1) 2013年3月期業績の上方修正を発表

同社は9月24日付で2013年3月期の第2四半期（4-9月期累計）および通期の業績見通しに関して、表の通り上方修正を発表した。通期の業績見通しは売上高が前期比7.5%増の22,024百万円、経常利益は同22.0%増の1,065百万円と引き続き過去最高を更新する見通しだ。

2013年3月期の第2四半期（累計）業績予想

	売上高	営業利益	経常利益	四半期純利益	EPS (円)
前回発表予想	10,828	423	422	243	43.20
今回修正予想	11,079	555	561	344	61.01
前年同期比伸び率	12.1%	32.5%	34.9%	47.6%	

2013年3月通期の業績予想

	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS (円)
前回発表予想	21,500	913	910	519	92.04
今回修正予想	22,024	1,061	1,065	629	111.55
前期比伸び率	7.5%	18.9%	22.0%	32.1%	

2013年3月期は2012年4月に診療報酬の改定が実施され、同社が取り扱う特定保険医療材料の保険償還価格が平均で7%程度引き下げられた。期初段階では売上高の伸び悩みが予想されていたが、不整脈分野でのエリア拡大に注力している西日本や東北地域における販売が会社計画以上に伸びていることが、業績上方修正の要因となっている。同社ではこれら新規エリアにおける売上高は全体のうち2%程度であるが、中期的には5%程度になるとみている。

2013年3月期の第1四半期（4-6月期）業績は、売上高が前年同期比11.8%増の5,637百万円、経常利益が同28.8%増の291百万円だったことから、第2四半期以降も業績は順調な拡大が続く見通しだ。第1四半期のセグメント別動向をみると、不整脈事業はICDや電極カテーテルなどの販売が好調で、前年同期比2ケタの増収増益と好調に推移している。虚血事業においても、自動造影剤注入装置やエキシマレーザ血管形成システムの関連製品の販売が好調に推移している。

セグメント別の事業動向（単位：百万円）

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	前年同期比 伸び率
売上高						
不整脈事業	4,146	3,997	4,021	4,415	4,695	13.2%
虚血事業	780	762	811	856	814	4.4%
その他	113	86	355	139	127	11.9%
事業利益						
不整脈事業	547	577	614	704	636	16.2%
虚血事業	306	288	320	301	325	6.4%
その他	14	12	28	12	17	18.9%
事業利益率						
不整脈事業	13.2%	14.4%	15.3%	16.0%	13.6%	
虚血事業	39.2%	37.8%	39.5%	35.2%	40.0%	
その他	13.0%	14.2%	8.0%	9.0%	13.8%	



国内ではOnly One製品として今後の普及拡大に期待

(2) エキシマレーザ血管形成システム

虚血事業において今後、注目される製品としては2003年から輸入販売を開始しているエキシマレーザ血管形成システムが挙げられる。同システムは既に先進医療の保険適用となっているが、2012年4月に同システムを利用した冠動脈形成術が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も保険適用が決まったためだ。同システムは冠動脈の詰まりを治す手術に用いられるほか、埋め込み型ICDのリード線を心臓から抜去する手術にも用いられる。また、国内ではまだ保険適用が決まっていないが、米国では糖尿病患者の末梢血管の詰まりを治療する際に用いられるケースが多く、今後はこうした術式が、日本でも広がる可能性を秘めている。

同システムは1台の価格が約6000万円と高価なこと、同システムを実務レベルで使いこなす医師が少ないことなどから、売上への寄与はまだ小さいが、国内ではまだ同様の装置がないだけに、Only One製品として今後の普及拡大が期待されよう。

「挑戦型企业」として安定した高い成長を目指す方針

(3) 今後の成長戦略

同社では今後の会社の目指す企業像として「病気で苦しむ人々のQuality of lifeの向上に貢献してゆくこと」を目指していく。循環器系治療分野での「スペシャリスト集団」として、また新規技術・サービスの提供に積極的な「挑戦型企业」として安定した高い成長を目指していく方針だ。

成長を図っていく中での今後の経営課題としては、「地域密着型営業の強化」「新商品導入のための社内体制強化」「技術教育の強化」「管理機能の強化」を挙げており、市場環境が悪化したとしても、顧客から選ばれる企業となることで持続的成長を目指していく。

なお、M&Aに関しては慎重なスタンスで臨む戦略で、過去においても2010年に静岡に拠点を置くメディカルプロジェクトから、医療機器代理店事業部門を買収した1件だけに留まっている。これは同社が扱う製品が循環器系の高度な知識を要求される分野であり、その条件に合致する案件以外は、自社で拠点を拡大していくほうが効率的と考えていることによる。

業績に関する中期目標値は公表していないものの、前述したように不整脈事業での潜在的な成長性並びに同社の営業拠点戦略、人材教育戦略などを考慮すれば、今後も安定的な成長が続くものと予想される。

■ リスク要因と株主還元策

増税による医療施設の負担増加は販売数量でカバー

(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いないため、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、円高時においては仕入れコストの低減につながりプラスとなるが、円安局面になれば国内での価格改定は可能とみられるもののタイムラグが生じるため、一時的に収益率にマイナスの影響がでる可能性がある。

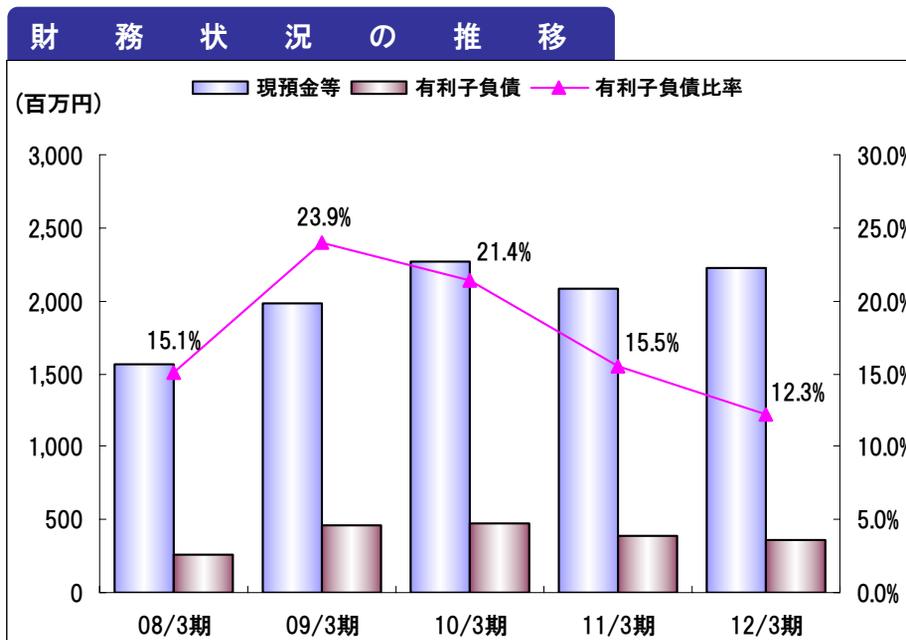
配当金に関しては2007年の上場以来、連続増配記録を更新

(2) 株主還元策

株主還元策として、同社では配当性向20%を目途とした安定配当を目指す方針。今回、2013年3月期に関しては業績の上方修正と同時に、期末配当金も19.0円から23.0円へ4円の増配を発表している（配当性向20.6%）。配当金に関しては2007年の上場以来、連続増配記録を更新している。9月末には1：2の株式分割を2年連続で実施しており、最少単元での株式購入価格を低くするなど、個人投資家作りにも積極的な姿勢を見せている。

財務状況をもみても、有利子負債比率は2012年3月期で12.3%と低く、現預金が有利子負債を上回る良好な状態にあると言え、安定成長と増配が期待できるバリュー株として今後評価されてこよう。

■リスク要因と株主還元策



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