

|| 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 >>>](#)

2018 年 12 月 10 日 (月)

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. 流通構造	03
3. 品目別の状況	04
■ 業績動向	09
1. ターニングポイント	09
2. 2019年3月期第2四半期の業績動向	10
3. 2019年3月第2四半期の品目別動向	11
4. 2019年3月期の業績見通し	12
5. 2019年3月期品目別売上高の見通し	13
■ 中期経営計画	15
1. 中期経営計画	15
2. 変わらない中期成長の前提	16
■ 株主還元策	16
■ 情報セキュリティ	17

■ 要約

直近業績は足踏みも成長基盤の整備が進む

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も開発してきた。こうした販売体制、製造体制に加え、医療機器導入に必要な薬事承認を取得する薬事体制も強化している。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、同社は販売パートナーとして信頼と魅力にあふれる取引先とすることができる。

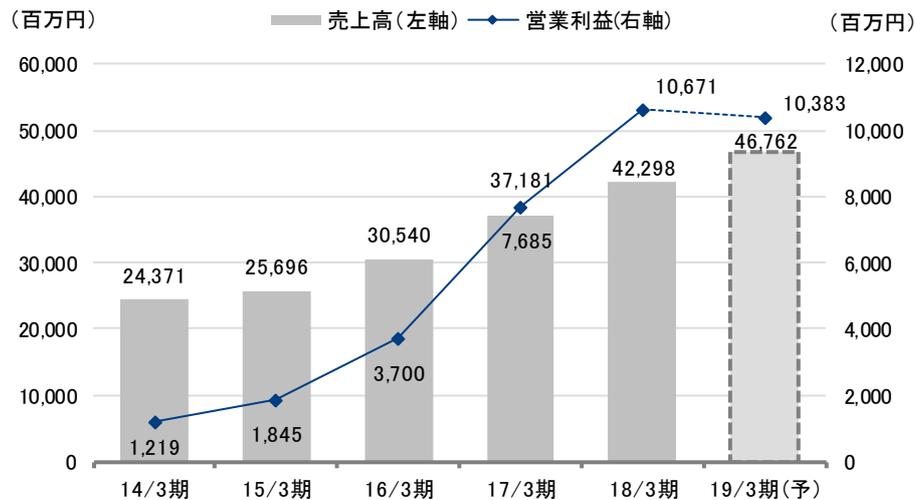
同社の品目領域は、リズムデバイス、EP/アブレーション、外科関連、インターベンションの4つに大別される。売上構成比は2019年3月期第2四半期で、リズムデバイス14.4%、EP/アブレーション50.5%、外科関連25.1%、インターベンション10.1%である。リズムデバイスでは、心臓ペースメーカなど不整脈治療用の機器などを扱っている。EP/アブレーションでは、不整脈検査・治療用のディスプレイ式の電極付きカテーテルなどを取り扱っている。2019年3月期第2四半期の心房細動(Atrial Fibrillation, AF)のアブレーション治療の症例数(以下、「AF症例数」)は前年同期比20%増になるなど、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や心臓の弁などを人工の臓器に置き換えて治療する医療機器などを扱っている。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。

2019年3月期第2四半期の業績は、売上高22,265百万円(前年同期比9.9%増)、営業利益4,860百万円(同0.0%増)となった。しかしながら、前年同期に子会社合併に伴って一時的な売上総利益の増加要因として未実現利益の調整によるプラスが502百万円発生しており、その影響を控除した実質的な営業利益率は11.6%増である。2019年3月期の業績見通しについては、同社は通期見直しを見直し、売上高で5.4%、営業利益で7.3%下方修正した。販管費が保守的な前提になった感はあるが、理由は、大型商品として期待された「Orsiro」の売上高が計画に届かなかったことなどにある。対前期の比較としては、売上高46,762百万円(前期比10.6%増)、営業利益10,383百万円(同2.7%減)を見込んでいる。通期予想の営業利益も未実現利益の調整による影響を控除した実質ベースでは前期比9.3%増ということになる。

「Orsiro」については計画を下回り、下方修正の要因となったが、同社では販売体制の強化やサイズラインナップの拡充に取り組み販売増につなげていく考えだ。また、2018年は従来からの契約関係における変更が複数発生しており、中長期的な成長戦略において進捗が見られた。同社の基盤である不整脈治療領域では、リズムデバイスで心臓ペースメーカ等の仕入先をMicroPortからBoston Scientific Japanへ来年9月に変更することが発表され、また外科関連では人工弁関連の取扱いを終了する旨が発表された。短期的には下方修正というネガティブな結果となったが、中期的には、不整脈治療領域では中長期的に成長基盤が強化されたと捉えられる。また、自社製品については、引き続きEP/アブレーションにおける症例数の増加が継続しており、同社の成長ドライバーとして寄与していく見直しには変わりなく、同社の成長ストーリーは大きく変わらないと考えられる。いずれにしても同社は、2019年5月に新たな中期計画を発表する予定である。

Key Points

- ・循環器系医療機器に特化した輸入商社兼メーカー
- ・自社製品と独占販売契約の輸入商品が主力で高収益体質を誇る
- ・中長期的な独占販売契約を締結し、中期経営計画の見直しが待たれる。

業績推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業概要

販売体制、薬事体制、海外先端商品の国内導入、自社製品開発体制に特徴

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てきた。医療機器の専門商社として高度な専門知識をも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、さらには第一線で活躍する医師とのネットワークを生かすことで、医療現場のニーズにきめ細かく対応した自社製品も開発している。また、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を強化しており、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。全国規模の販売体制、充実した薬事体制、先端商品の国内導入、ニーズに即した自社製品開発体制といった特徴に加え、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、同社は販売パートナーとして信頼と魅力にあふれる取引先とすることができる。

日本ライフライン | 2018年12月10日(月)
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

循環器系医療機器業界で果たす役割は大きい

2. 流通構造

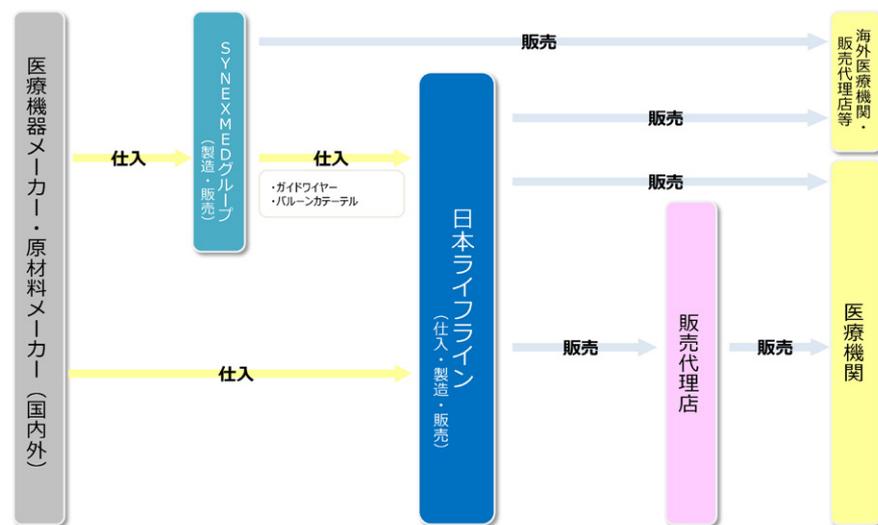
販売体制としては、北海道から沖縄まで日本全国 47 の営業拠点と 2 つの物流拠点（羽田ロジスティックスセンター、関西ロジスティックスセンター）があり（2018年9月末）、高度な専門知識を持ったスタッフが各地で医療関係者のサポートを行っている。同社の販売先は医療機関と販売代理店であるが、医療機関への直接販売はわずかで、多くが販売代理店を通じての販売となっている。同社の営業担当者は医療機関への製商品情報の提供などの専門的業務に専念する一方、商品在庫の補充や販売にかかる事務などは販売代理店の協力を得るなど、効率的な営業形態を取っている。

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。また、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プロセスを、メーカーと同じレベルで行うことができる。さらに、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。しかし、独占販売契約により商品を扱っていることから、同社の仕入商品の売上総利益率は平均 40% ~ 50% と、一般的な商社と比較して大変高くなっている。通常、国内で 2 次的流通を担う医療機器の販売代理店は、複数メーカーの商品を取り扱い在庫負担は軽いものの、売上総利益率が 20% を下回る水準である。同社と一般的な商社との間の事業構造の違いは明確である。

事業概要

同社は自社製品の開発・製造を行うメーカーの側面も持つ。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）を有している（2018年9月末）。自社でガイドワイヤーやEPカテーテル、アブレーションカテーテルなどの開発や製造を手掛けている。自社製品の売上総利益率は相対的に高いが、自社製品の中でもオンリーワン製品の売上総利益率はより高くなる。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・深圳）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た。

事業の系統図



出所：決算説明会資料より掲載

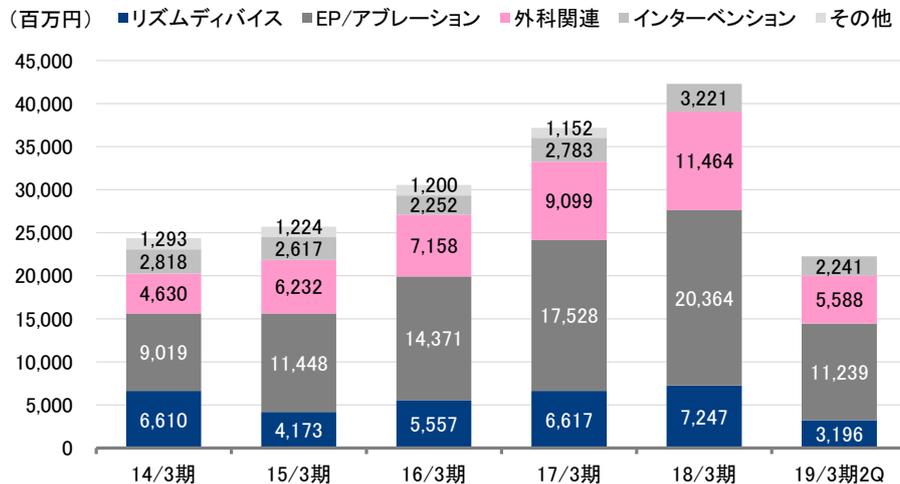
循環器疾患に特化した豊富な製商品構成

3. 品目別の状況

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月期第2四半期で、リズムデバイス14.4%、EP/アブレーション50.5%、外科関連25.1%、インターベンション10.1%となっている。

事業概要

品目別売上高推移



注：その他区分は子会社合併に伴い18/3期より外科関連の血液浄化関連に統合した。
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

(1) リズムデバイス

リズムデバイスでは、不整脈治療用の医療機器を扱っている。主な商品は心臓ペースメーカ、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）など電気刺激によって心臓の動きを正常に保つ体内植込み型機器である。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る。取引先のMicroPortは、脈拍が正常よりも少ない徐脈の症例に使用される体内植込み型の医療機器である心臓ペースメーカを得意としている。これは心臓の動きを常に監視し、脈が途切れたことを感知すると、電気的刺激を送って心臓の動きを正常に戻す。近年の心臓ペースメーカの市場では、MRI対応のペースメーカが急速に主流を占めるようになってきた。このため、同社も「KORA250」などMRI対応の商品を投入している。

ICD（MicroPort）は、突然起こる心室細動や心室頻拍といった危険性の高い不整脈を自動的に感知し、これも電気治療を行うことで心臓の動きを正常に戻す。CRT-D（MicroPort）は、重症心不全の場合に、心臓の左右両方の心室に電気刺激を与えることで、心臓の同期不全を整えポンプ機能を改善するとともに、ICDと同様に除細動の機能を併せ持つ。ペースメーカリード（MicroPort）は、電気的刺激を心筋に伝えるための導線で、心臓ペースメーカに接続して使用する。ICDの発する電気的刺激を心筋に伝えるためのICDリード（MicroPort）には、電気ショックによる治療を行うためのコイルがついている。イベントレコーダー（MicroPort）は、心臓のイベントを検知し記録する体外型の心電計である。心電図の変化を確認することができ、不整脈の分析などに使用される。AED（NANOOMTECH）は自動で心臓の状態を判断し、心室細動など心臓が痙攣した状態を感知すると電気ショックを与えて除細動を行い、心臓を正常な状態に戻す。

日本ライフライン | 2018年12月10日(月)
7575 東証1部 | <https://www.jll.co.jp/>

事業概要

同社は現在、心臓ペースメーカーと関連商品について、MicroPort から供給を受けている。ペースメーカーのMRI 対応の遅れにより販売台数が減少していたが、2018年3月期にはシェア15%まで回復している。しかしながら2019年3月期については、前期に対して販売数量の減少を想定している。その理由としては、今年4月に行われた診療報酬改定で遠隔診療の保険点数が増加し、遠隔モニタリングに対する医療現場のニーズが高まったものの、MicroPort の遠隔モニタリング装置の供給力が不足したことによって、そのニーズに応えられていないことが挙げられる。また、脈拍が正常よりも多い頻脈の治療に使われるICDなどのニーズが増加しているが、MicroPort 製品は未だにMRI非対応であるなど商品競争力に課題があり、同社はBoston Scientific Japan に取引先を変更し独占販売契約を締結した。2019年9月以降、取扱商品の切り替えによる品ぞろえ拡大という方向性はポジティブな印象である。

リズムデバイス (MicroPort)

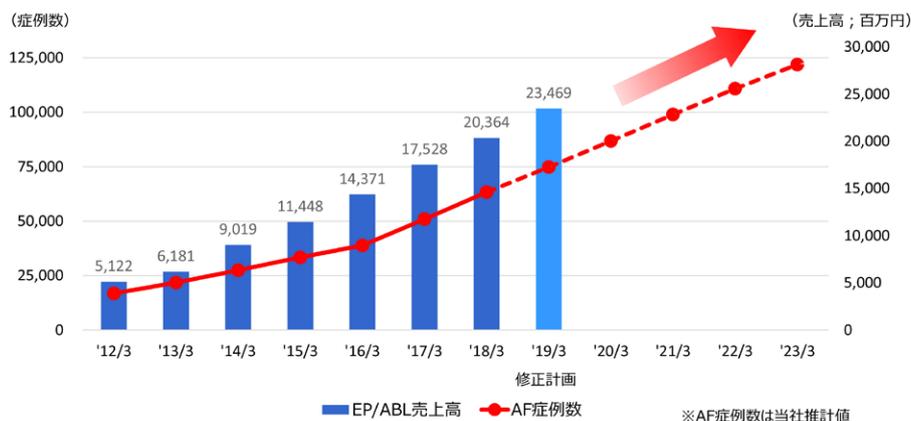


出所：ホームページより掲載

(2) EP/アブレーション

EP/アブレーションでは、不整脈検査・治療用のディスプレイ付の電極付きカテーテルを取り扱っている。2019年3月期第2四半期のAF症例数は前年同期比20%増であり、近年、急速に伸びている。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。

EP/ABL アブレーションの症例数予測



出所：決算説明会資料より掲載

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.

事業概要

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。

心腔内除細動システム（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はじめ、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。

EP/アブレーションカテーテル（自社）



注：左からアブレーションカテーテル、EPカテーテル、食道温モニタリングシステム
 出所：ホームページより掲載

(3) 外科関連

外科関連では、機能を喪失した血管などを人工の臓器に置き換えて治療する、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。主な仕入商品は胸部・腹部用ステントグラフト、人工心臓弁、人工弁輪である。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、2018年3月期には15%を超えるシェアを獲得した。なお、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、胸部用はBolton Medicalの商品を扱っている。なお、人工心臓弁関連製品については、現在の仕入先であるLivaNovaとの契約期間が満了を迎える2019年5月に取扱を終了することになった。

事業概要

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に、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1回の開胸手術だけで治療が完結するため、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。

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

(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と、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）について風船を膨らませ、血管を押し広げることで治療する。貫通カテーテル（Vascular Solutions）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。外科手術を行うことなく、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、非常に低侵襲と言える。

事業概要

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）
 出所：ホームページより掲載

業績動向

仕入商品の変動をカバーする自社製品

1. ターニングポイント

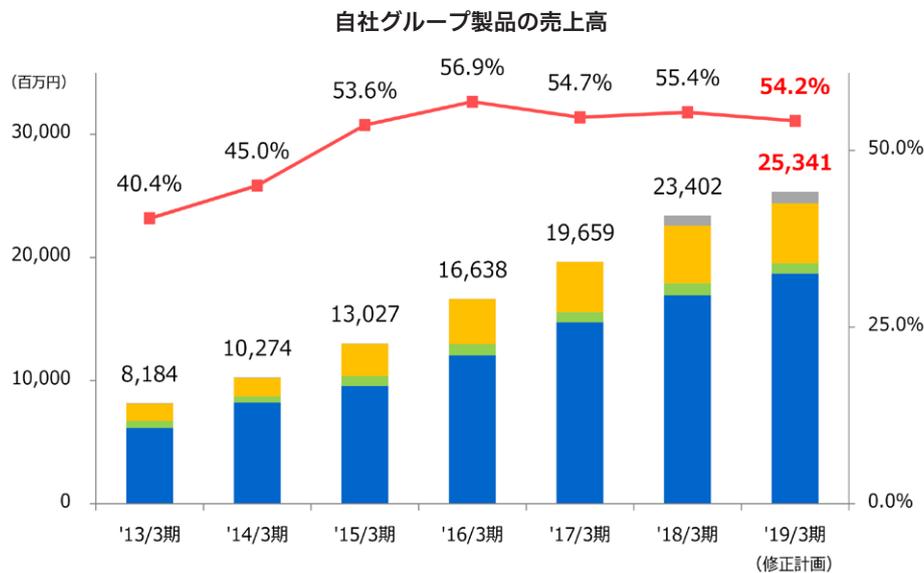
日本の医療機器関連企業の多くはメーカーか商社の専業である。しかし、同社は商社としてスタートし、その後メーカーとしての歩みも始め、現在、海外製品の輸入販売と自社製品の製造販売という2つの事業形態を併せ持つ、ハイブリッドなビジネスモデルを確立している。メーカー機能をスタートするきっかけになったのは、2000年3月期の大幅減収である。当時、冠動脈ペアメタルステントの仕入先であった AVE が競合企業に買収され、同社は国内における販売権を失った。同社はそれまでも同様のケースを何回か経験していたことから、販売権喪失のリスクに備え、1999年にリサーチセンターを立ち上げ、自社製品の開発に着手したのである。

2001年には初の自社製品としてガイドワイヤーを発売し、その後 EP カテーテルやアブレーションカテーテルなどへと自社製品ラインナップを順次拡大した。2009年3月期には、宇部興産 <4208> の子会社で国内唯一の人工血管メーカーであったウベ循環研※を買収した。これも当時、人工血管の仕入先であったバスケテックが競合企業に買収されたことがきっかけになっており、その後、自社製品の人工血管「J-Graft」シリーズやオンリーワン製品であるオープンステントグラフトを上市することになる

※ ウベ循環研はその後 JUNKEN MEDICAL へと改称し、2017年4月に同社に吸収合併された。

業績動向

このように同社は自社製品のラインナップを拡充してきたが、成長に拍車をかけたのが、2012年10月に上市したオンリーワン製品、心腔内除細動システム専用カテーテル「BeeAT」の開発である。「BeeAT」は心房細動のアブレーション治療のおよそ8割で使用され、症例数の増加とともに急速に販売数量を伸ばし、同社の利益水準向上のドライバーとなった。仕入商品の販売権喪失というリスクをヘッジする目的で始めた自社製品の開発だったが、今や仕入商品を上回る売上規模に成長した。2019年3月期以降当面は、大型の仕入商品が複数発売されるため、自社製品比率はやや低下することが予想されている。詳細は後述するが、その2019年3月期第2四半期において仕入商品に変動があったが、自社製品は売上総利益率の面から業績を下支えた。



2019年3月期第2四半期は販売が想定を下回るも、先行投資による販管費増は計画を下回る

2. 2019年3月期第2四半期の業績動向

2019年3月期第2四半期の業績は、売上高22,265百万円（前年同期比9.9%増）、営業利益4,860百万円（同0.0%増）、経常利益5,089百万円（同1.2%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益3,638百万円（同7.4%増）となった。成長が期待されている会社としては、やや残念な結果と言えるかもしれない。しかし、前年同期に子会社合併に伴う未実現利益502百万円が利益水準を押し上げていたため、その影響を控除した実質的な営業利益率は11.6%増と依然2ケタ成長である。一方、期初計画に対しては、売上高で637百万円の未達となったが、営業利益で243百万円、経常利益で343百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益で421百万円と計画を上回った。

業績動向

2018年4月の保険償還価格の改定により取扱商品全般にわたって価格が引き下げられた影響があったものの、症例数の増加を背景とした販売数量の増加や新商品の導入が寄与し、2ケタ近い増収率を確保した。しかし、新商品のスロースタートや遠隔モニタリング装置の供給不足によるリズムデバイスの販売低調から、期初計画に対しては未達となった。売上総利益率は、保険償還価格の改定や前期の未実現利益調整が当期にはないこと、仕入商品の戦略的拡大により0.8ポイント低下したが、自社製品の構成比が想定よりも高くなり、しかも高採算のものが多かったため、計画比では1.1ポイントの改善となった。販管費は、新商品導入に向けて販売体制を強化したことから人件費や広告宣伝費が増加、自社製品の開発費用や関西に設置した物流倉庫の業務委託費用も発生したため、前年同期比13.7%増と売上高の増加を上回る伸びとなった。また、為替差益や受取利息の増加などにより営業外収益、工場移転費用がなくなったことなどから特別損益が改善した。なお、営業利益以下各段階の利益が期初の計画を上回ったが、それは売上高の未達を売上総利益率の改善と広告宣伝費など販管費の抑制でカバーしたことが要因である。

2019年3月期第2四半期の業績

(単位：百万円)

	18/3期2Q 実績	19/3期2Q 期初計画	19/3期2Q 実績	売上比	前年同期比	期初計画比
売上高	20,267	22,902	22,265	-	9.9%	-2.8%
売上総利益	12,529	13,719	13,579	61.0%	8.4%	-1.0%
販管費	7,671	9,102	8,719	39.2%	13.7%	-4.2%
営業利益	4,858	4,617	4,860	21.8%	0.0%	5.3%
経常利益	5,027	4,746	5,089	22.9%	1.2%	7.2%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	3,386	3,217	3,638	16.3%	7.4%	13.1%

出所：決算短信よりフィスコ作成

大型商品「Orsiro」は期初計画には届かず

3. 2019年3月期第2四半期の品目別動向

リズムデバイスでは、保険償還価格引き下げや遠隔モニタリング装置の供給不足のため、心臓ペースメーカーの売上高が減少した。新商品「PLATINIUM 4LV SonR CRT-D」を今年7月から発売したが、ICD関連も減収となった。EP/アブレーションでは、EPカテーテルの一部の品目で保険償還価格の引き下げによる影響はあったが、心房細動のアブレーション治療の症例数が前年同期比20%増と引き続き高い伸びを示したことから、オンリーワン商品のBeeATやRFニードルなど心房細動治療の関連商品が好調だった。2018年7月には期待の新商品である内視鏡レーザーアブレーションシステム「HeartLight」が発売となった。

業績動向

外科関連では、腹部用ステントグラフト「AFX2」が腹部用エクステンション「VELA」の寄与もあって伸長、オンリーワン製品であるオープンステントグラフト「J-Graft FROZENIX」など人工血管関連製品の販売も好調に推移した。なお、生体弁など人工弁はより低侵襲な経カテーテル大動脈弁置換術（TAVI）の普及により減少傾向にある。インターベンションでは、貫通カテーテルやバルーンカテーテル、ガイドワイヤーといった従来品が、競合や保険償還価格の引き下げで苦戦した。しかし、2018年3月に発売した薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」の寄与により売上高は大きく増加した。ただし、大型商品と期待した「Orsiro」だったが、売上高は期初計画に届かなかった。

2019年3月期第2四半期の品目別売上高

(単位：百万円)

	18/3期2Q 実績	19/3期2Q 期初計画	19/3期2Q 実績	売上比	前年同期比	期初計画比
ペースメーカ関連	3,355	2,872	2,844	12.8%	-15.2%	-1.0%
ICD 関連	281	280	241	1.1%	-14.0%	-13.7%
その他	91	106	110	0.5%	21.0%	3.3%
リズムデバイス	3,727	3,259	3,196	14.4%	-14.2%	-1.9%
EP カテーテル	7,446	8,447	8,385	37.7%	12.6%	-0.7%
ABL カテーテル	586	584	638	2.9%	8.8%	9.2%
その他	1,860	2,179	2,215	9.9%	19.1%	1.6%
EP/ アブレーション	9,894	11,211	11,239	50.5%	13.6%	0.2%
人工弁関連	840	872	764	3.4%	-9.1%	-12.4%
人工血管関連	3,781	3,836	4,305	19.3%	13.8%	12.2%
血液浄化関連	474	486	478	2.1%	0.8%	-1.7%
その他	49	30	40	0.2%	-19.8%	31.3%
外科関連	5,147	5,225	5,588	25.1%	8.6%	6.9%
バルーン	462	375	294	1.3%	-36.4%	-21.7%
ガイドワイヤー	191	179	179	0.8%	-6.3%	-0.2%
その他	845	2,650	1,768	7.9%	109.3%	-33.3%
インターベンション	1,498	3,205	2,241	10.1%	49.6%	-30.1%
合計	20,267	22,902	22,265	100.0%	9.9%	-2.8%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

「Orsiro」の計画未達などを背景に通期業績を下方修正

4. 2019年3月期の業績見通し

2019年3月期の業績見通しについて、同社は期初予想を修正し、売上高46,762百万円（前期比10.6%増）、営業利益10,383百万円（同2.7%減）、経常利益10,745百万円（同0.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益7,530百万円（同0.7%増）を見込んでいる。前期に子会社合併に伴う未実現利益1,170百万円が前期の利益水準を押し上げていることから、通期予想の営業利益は実質では前期比9.3%の増益ということになる。ただし、同社は通期見直しを見直し、売上高で5.4%、営業利益で7.3%、経常利益で6.4%、親会社株主に帰属する当期純利益で3.8%期初計画より下方修正した。

業績動向

第2四半期において、EP/アブレーションや外科関連の売上高は計画を上回って推移したものの、リズムデバイスとインターベンションの売上高が計画を下回った。特にインターベンションで、「Orsiro」の売上高が計画に届かなかった。しかし、広告宣伝費など販管費を抑制したことで、営業利益以下の各段階利益で期初の計画を上回るようになった。下期については、引き続きEP/アブレーションと外科関連は堅調な動きが予想されるものの、競争が厳しかった「Orsiro」の通期売上高前提を50億円から27億円へ引き下げたほか、MicroPortからBoston Scientific Japanへの仕入先変更に伴う、切り替え前のMicroPort商品の販売減少なども見込み、同社は通期業績予想を引き下げた。しかし、通期の販管費を期初計画と概ね同じ額で予定しており、やや保守的な印象である。

2019年3月期業績見通し

(単位：百万円)

	18/3期 実績	19/3期 期初計画	19/3期 修正計画	売上比	前期比	期初計画比
売上高	42,298	49,411	46,762	-	10.6%	-5.4%
売上総利益	26,576	29,455	28,194	60.3%	6.1%	-4.3%
販管費	15,904	18,252	17,811	38.1%	12.0%	-2.4%
営業利益	10,671	11,202	10,383	22.2%	-2.7%	-7.3%
経常利益	10,730	11,482	10,745	23.0%	0.1%	-6.4%
親会社株主に帰属する 当期純利益	7,478	7,825	7,530	16.1%	0.7%	-3.8%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

各事業領域において状況に変化

5. 2019年3月期品目別売上高の見通し

リズムデバイスは、MicroPortとの契約が2019年8月に終了するため顧客による買い控えが起きる可能性がある。一方、Boston Scientific Japanとの独占販売契約は2019年9月からのため、販売体制の構築を下期から進める方針のようだ。このため、2019年8月から9月までは収益の踊り場となる公算だ。Boston Scientific Japanとの契約金は30億円(10年均等償却)と高いが、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のコラボレーションのため、シナジーは大きいと思われる。少なくとも同社にとっては、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を強化することで、中長期的な収益の拡大が期待される。大きな成長を見込んでいなかったリズムデバイスが、中期的に成長分野になる可能性が高くなったと言える。

日本ライフライン | 2018年12月10日(月)
 7575 東証1部 | <https://www.jll.co.jp/>

業績動向

2019年3月期品目別売上高見通し

(単位：百万円)

	18/3期 実績	19/3期 期初計画	19/3期 修正計画	売上比	前期比	期初計画比
ペースメーカ関連	6,463	5,739	5,390	11.5%	-16.6%	-6.1%
ICD 関連	584	680	495	1.1%	-15.2%	-27.2%
その他	200	305	285	0.6%	42.5%	-6.7%
リズムデバイス	7,247	6,725	6,170	13.2%	-14.9%	-8.2%
EP カテーテル	15,354	17,225	17,201	36.8%	12.0%	-0.1%
ABL カテーテル	1,161	1,611	1,748	3.7%	50.5%	8.5%
その他	3,848	4,509	4,520	9.7%	17.4%	0.2%
EP/ アブレーション	20,364	23,345	23,469	50.2%	15.2%	0.5%
人工弁関連	1,742	1,806	1,535	3.3%	-11.9%	-15.0%
人工血管関連	8,482	8,564	9,028	19.3%	6.4%	5.4%
血液浄化関連	1,131	1,176	1,157	2.5%	2.3%	-1.5%
その他	106	58	68	0.1%	-35.9%	16.2%
外科関連	11,464	11,606	11,790	25.2%	2.8%	1.6%
バルーン	950	781	625	1.3%	-34.2%	-19.9%
ガイドワイヤー	371	399	406	0.9%	9.4%	1.9%
その他	1,899	6,553	4,299	9.2%	126.4%	-34.4%
インターベンション	3,221	7,734	5,332	11.4%	65.5%	-31.1%
合計	42,298	49,411	46,762	100.0%	10.6%	-5.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

EP/ アブレーションでは、AF 症例数の増加ペースが速く、通期の前提を前期比 18% 増から同 19% 増へと見直し、BeeAT や RF ニードルの更なる伸びを見込んだ。新製品の「HeartLight」は、内視鏡で心腔内を目視しながらレーザーで治療するという、従来の高周波 (RF) カテーテルに代わる新たな治療機器として期待されている。現在、製造販売後調査 (Post Marketing Surveillance, PMS) が計画を上回る進捗で順調なスタートと言える。本格寄与は 2020 年 3 月期以降を見込んでいるが、「HeartLight」の早期普及を図ることで、現状低いシェアに留まっている治療分野 (アブレーションカテーテル) の販売を促進する方針である。2023 年 3 月期には AF 症例の 45% をバルーンアブレーションが占めると予測しているが、そのうちで 40% のシェアの獲得を「HeartLight」で目指す。

外科関連では、オープンステントグラフトの欧州での CE マーク取得が延期となる見通しで海外展開に遅れが生じている上、Livanova の人工弁関連製品の独占販売契約が終了することから、人工弁関連製品の減収が見込まれている。しかし、腹部用ステントグラフトなど人工血管関連が引き続きけん引、増収を確保する見込みである。なお、Livanova 製品は 2019 年 5 月末で販売終了の予定だが、併せて期待の大きかった新商品のスーチャレス生体弁「PERCEVAL」の発売も中止となった。中期的に人工弁関連ビジネスに再参入の可能性はあるが、当面は人工血管関連の製品ラインナップ強化に注力する方針である。一方、腹部用ステントグラフトの仕入先である Endologix<ELGX>との、胸部用ステントグラフトに関する共同研究開発契約を終了した。腹部用は従前と同様の協力関係を保ち、多様な症例をカバーするようラインナップを拡大する方針だが、胸部用については、新たに Endospan と分岐付き胸部用ステントグラフト「NEXUS」の独占販売契約を締結した。弓部大動脈用ブランチデバイスとしては初の CE マークを既に申請しており、そのユニークな構造は合併症の低減に資すると期待されている。同商品は 2023 年の上市を目指している。

業績動向

インターベンションは、ガイドワイヤーは微増を見込むものの、外部環境の厳しい貫通カテーテルやバルーンカテーテルについては減収を見込んでいる。特に業績下方修正の主因となった「Orsiro」については、目標市場シェアを15%から8%に下方修正し、計画を大きく引き下げた。先行企業に対して製品としての優位性はあるものの、他社との販売経験や販売体制の差を下方修正の要因としている。同社は今後、ロングサイズの導入や販売戦略の見直しを行い、8%のシェア獲得を目指す。また、FFR（冠血流予備量比）測定用デバイスの販売や、IVUS（血管内超音波検査）とOCT（光干渉断層法）を統合したイメージングシステムのIVUS-OCTハイブリッドシステムの薬事申請など、インターベンション領域での強化策は着々と打っている。

期待される大型新商品



注：左から内視鏡レーザーアブレーションシステム「HeartLight」、胸部用ステントグラフト「NEXUS」、新概念次世代ステントグラフト「Nellix」、薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」
 出所：決算説明会資料より掲載

■ 中期経営計画

契約関係の変更により、中期経営計画の更新が待たれる

1. 中期経営計画

2019年3月期第2四半期までに、薬剤溶出型冠動脈ステント「Orsiro」、内視鏡アブレーションシステム「HeartLight」の2つの大型商品が上市された。「Orsiro」については前述のとおり、計画は下回ったもののインターベンションの売上増に寄与しており、「HeartLight」については導入初期であるものの計画を上回って推移している。既存商品においては、EP/アブレーションの心房細動関連商品が順調に成長をしている。また、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、中長期的にも重要な決定がなされている。このように、従来の中期経営計画の前提が大きく変わってきていることから、同社は、2023年3月期売上高777億円、営業利益率25%の中期経営計画について来年5月に更新するとしている。

中長期成長ストーリーに大きな変化はなさそう

2. 変わらない中期成長の前提

国内の高齢化や医療機器の進歩を背景に、心疾患向け医療機器の市場が拡大を続けている。そのような環境のなかで、同社同等のポジションで販売体制や薬事体制を提供できる企業が国内になく、国内販売ルートのない海外メーカーにとっては、同社との提携こそ最善策となる。したがって、同社の商品パイプラインは将来にわたって豊富ということになる。また、研究開発拠点を拡充しており、自社製品のパイプラインも拡充する計画だ。さらに、同社は消化器領域への進出など事業領域の拡大も進めている。また、マレーシアに新工場を建設する計画があるが、当初はバルーンカテーテルを日本向けに製造、将来的にはEPカテーテルを製造してアジアや欧州へ販売していく意向である。こうした内外環境を考慮にすれば、同社の成長ストーリーは大きく変わらないと考えてよさそうだ。2019年5月に、同社は新たな中期経営計画を発表する予定である。

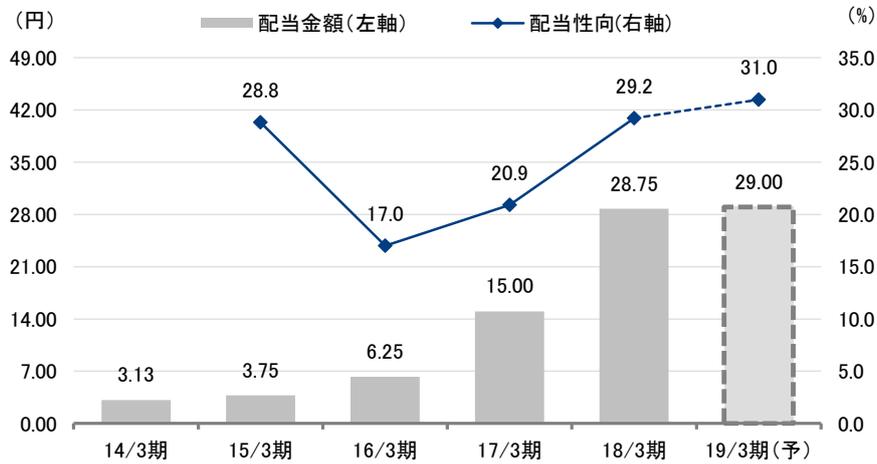
■ 株主還元策

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。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。

株主還元策

配当金額と配当性向の推移



注：2015年、2016年、2018年の株式分割（各1株→2株）に関して、遡及修正済み
 出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 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（ディスクレーマー）

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