

2012年7月3日（火）

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

■安定成長と高収益性を実現した高度医療機器商社

低侵襲（ていしんしゅう）最新医療システムを提供する高度医療機器商社。狭心症等の虚血性心疾患の低侵襲治療に用いられる心臓カテーテル治療関連製品の販売では国内販売トップシェアを握る。患者に負担の少ない“低侵襲治療”は、医学技術の進歩、医療機器の高性能化などによって使用領域が拡大傾向にあることと相まって、近年市場が拡大している。これら製品の販売を主軸とした同社は、業界のなかでも安定した成長と高い収益性を実現している。

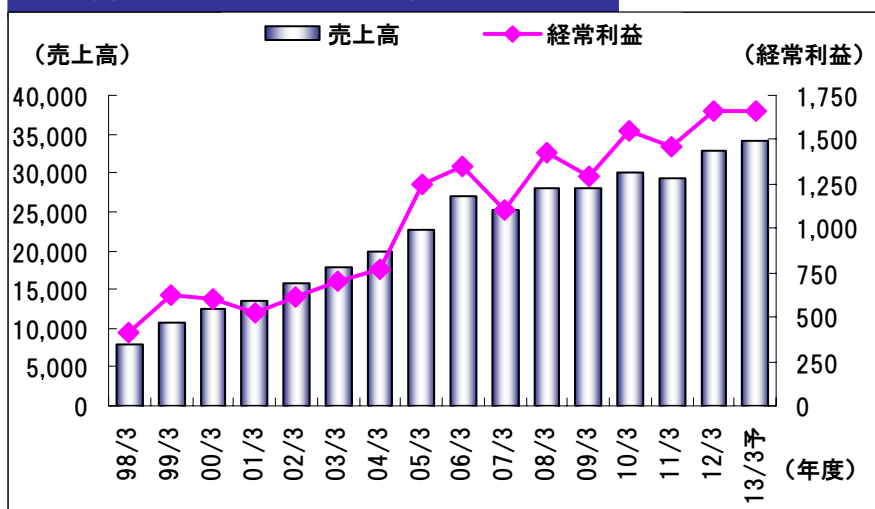
同社では専門分野での更なるシェアアップ、並びに潜在成長力の高い新規分野への参入によって収益拡大を目指して行く方針だ。営業エリアでは、首都圏を基盤としつつ、全国に営業エリアを拡大中。また、新規分野としては、糖尿病治療で用いるインスリンポンプが注目される。現在主流の1日数回ペン型注射器によってインスリン投与を行う自己注射療法に比べ、適切な血糖コントロールを達成できるなど、患者の生活の質（quality of life＝QOL）の向上が期待できる。今後、インスリンポンプ療法が普及すると見込んでおり、将来的に同社の主力商品の1つとして成長するものと思われる。

2012年3月期の決算は主力分野の「虚血性心疾患関連」に加えて、「心臓律動管理関連」「心臓血管外科関連」などの注力分野も症例数の増加とともに売上が拡大し、過去最高益を更新した。2013年3月期は保険償還価格の改定によって主要製品の売価ダウンがあるため業績はわずかの増収増益に留まる見通しだが、保険償還価格の改定がない2014年3月期には大幅な増収増益が見込まれる。また、中長期的には医療技術の向上による「低侵襲治療」の新製品の開発や適用領域拡大、高齢者人口の増加とともに、関連製品の需要は増加することが見込まれ、業績も安定成長が見込まれる。なお、株主還元方針として会社側では、配当性向35%以上としている。

Check Point

- ・「低侵襲最新医療システム」の需要増を予想
- ・同社のターゲット市場は年間平均5.2%の成長市場
- ・新規顧客の開拓と既存顧客の深耕で過去最高の業績を記録

売上高と経常利益の推移（単位：百万円）



■ 業界概要

医療機関が医療に専念するために必要不可欠な存在

(1) 医療機器商社

医療機器商社は、メーカーから医療機器を購入し、医療機関に販売をする。1961年に全国の市町村で国民健康保険事業が始まり、国民皆保険制度が確立してから医療機器商社は本格的に増え始め、現在は国内で1,100社以上あると言われている。

近年、流通業では商社等の卸売業者を介在させず、小売業者とメーカーが直接取引を行うという動きがみられる。しかし、医療機器の流通においては医療機関とメーカーの直接取引は限定的で、医療機器商社を介在させた取引が多くを占めている。日本の医療機関は約108,500（歯科等除く）あり、メーカーが全てに直接供給を行うのは不可能に近い。

また、医療機器の種類は約60万種程度と言われている。生命に関わる医療の現場で使用されるため、医療機関では「少量・多品種」の在庫を、欠品がないよう常時数量把握しておくことが求められる。加えて医療機器を安全に使用するために使用期限や保存温度などの厳格な品質管理が必要で、医療機関が直接扱うことは大きな負担となる。そういった管理面での負担・役割を医療機器商社が担った方が効率的であり、医療機関も医療に集中できることから、医療機器商社が必要不可欠とされている。

(2) 医療業界と診療報酬制度

日本では、保険診療による医療行為等の対価（診療報酬）が国によって定められている。診療報酬には医師による診療行為だけでなく、医薬品や医療材料、医療機器の価格も含まれ、診療報酬は2年に1度改定が行われており、医療機関や医療関連企業は業績に大きな影響を受ける。そして、国民医療費と財源の問題から、医薬品や医療機器等の価格は、全体として引き下げられる傾向にある。しかし、新規開発された製品は診療報酬が高く設定されるものも多く、有効性の高いものは普及が進むため、市場規模が拡大している製品もある。

■ 医療機器とは

医療機器とは診断、治療等に使用される機械器具等のこと、10円程度の注射針から数億円のMRI等の大型機器までと多種多様である。

■ 会社概要

医療費の抑制に寄与する「低侵襲最新医療システム」を推進

(1) 沿革

同社は1983年、東京都千代田区で医療機器商社として設立された。当初は低周波治療機や自社輸入の医療機器など幅広く販売していたが、次第に業績が低迷していった。1992年に危機的な状況に瀕した同社に現代表取締役社長の秋沢氏が経営建て直しのため同社に入社した。秋沢氏は事業の見直しを行い、需要が伸び始めていたカテーテルなどの「低侵襲治療」分野に販売を特化していくことで、収益成長路線への転換に成功、現在に至っている。

(2) 国民医療費の増加に対する取組み～「低侵襲最新医療システム」の推進

現在、日本においては国民医療費の増加と医療財源の確保が大きな問題となっており、効率的・効果的な医療資源の配分、高品質・効率的な医療の提供が求められている。

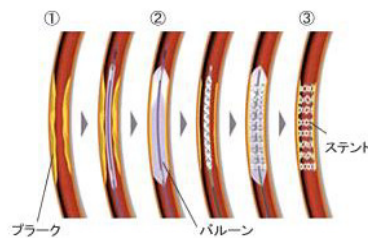
同社が推進する「低侵襲治療」は患者の身体的な負担が軽減できるだけでなく、早期回復が可能となることから、入院・加療の短縮化、器具・薬剤等の消費削減に繋がり、医療費の低減も可能となる。「低侵襲最新医療システム」の推進は、増大する国民医療費の削減が可能となるだけでなく、医療に携わる医師、医療機関、患者、メーカー等に対して社名の通り、WIN-WINの関係を構築できるものなのである。

低侵襲治療と外科手術の比較

治療法（“低侵襲治療”と“外科手術”）の比較 ～狭心症の場合～

■ 低侵襲治療：心臓カテーテル、ステント治療

- ① 手首・足の付け根などから直径1.0mm～1.2mm程度の針を動脈に刺し、カテーテルを挿入し、患部に到達させる。
- ② カテーテルの先端に取り付けたバルーン（風船）を膨らませ、血管を内側から広げて詰まりを解消する。
- ③ 再狭窄（血管が再び詰まること）を防ぐため、ステント（筒状の金属）を患部に留め置く。



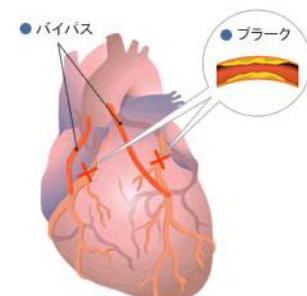
※プラーク・・・動脈血管内での蓄積物

< 身体的負担 >

- ・局所麻酔
- ・手首、足の付け根から直径約1.0mm～1.2mmの針で刺す（穿刺）

■ 外科手術：心臓バイパス手術

- ① 心臓が見えるように約20cm程、胸骨を開く（開胸）。
- ② 詰まっている血管をそのままにし、新しい血液の通り道（バイパス）を作り、血流を回復させる。



< 身体的負担 >

- ・全身麻酔
- ・心臓が見えるように約20cm程、胸骨を開く（開胸）

※会社HPより引用

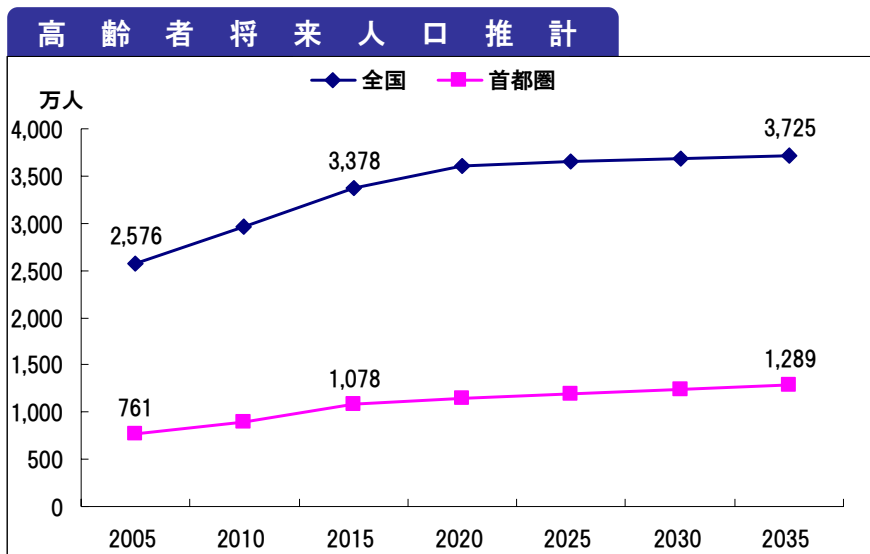
■主力分野：虚血性心疾患関連（PCI）

身体的負担の少ない低侵襲治療の需要は増加へ

心疾患は日本人の3大疾病のひとつであり、中でも最も多いのが、狭心症や心筋梗塞など、冠動脈が狭くなり血流が悪くなることで生じる「虚血性心疾患」である。同社はこの「虚血性心疾患」の「低侵襲治療法」である経皮的冠動脈形成術（PCI）関連製品の販売を主力分野としており、国内販売シェアでトップである。

PCIは低侵襲治療の代表的な治療であり、手首や足の付け根から1.0mm～1.2mm程度の針を動脈に刺し、その血管の中にカテーテルを挿入し、心臓の冠状動脈の狭くなっている箇所を風船（バルーン）を膨らませたり、筒状の金属（ステント）を入れたりして、血管の内部から拡張し、血流の改善をはかる治療法である。これは、胸部を大きく切開し治療する従来の外科手術よりも、身体的な負担が少ないことから手術数は年々伸びている。

また、同社が顧客医療機関で調査を行った所、PCIを受けた患者の73%以上が65歳以上の高齢者であった。今後日本社会の高齢化によって高齢者人口が増加し、それに伴いPCIを受ける患者数も増加することが予想される。また、同社が事業基盤とする首都圏での高齢者人口の増加率は、全国平均を上回って推移すると予想され、同社にとってプラス材料である。



出所：国立社会保障・人口問題研究所「日本の市町村別将来推計人口」（H20年12月）

■注力分野

「低侵襲治療」をキーワードにラインナップを拡大へ

(1) 心臓血管外科関連 (CVS)

患者の身体的負担から外科手術よりも、低侵襲治療が増えてきてはいる。ただ、疾患のある箇所や複雑な症例に関しては外科手術でしか治療が行えない場合や、患者の個々の特性や中長期的観点から見た場合、「低侵襲治療」よりも外科手術の方が適していることもある。医師は患者の状況を総合的に判断し、最適な治療法を選択する。同社は心疾患を外科的に治療する「心臓血管外科関連 (CVS)」を注力分野のひとつとして取り組んでいる。現在、外科治療の分野でも、より身体的な負担の少ない、新たな治療方法やデバイスが開発され、“低侵襲化”の傾向が見られる。本年2月に天皇陛下が受けられた「オフポンプ冠動脈バイパス手術」も侵襲を少なくした手術法であり、今後拡大が見込まれる。そして、同社のCVSの代表的な医療機器としては、大動脈瘤を血管内から治療するステントグラフトがあげられ、急激に市場が拡大している。

(2) 心臓律動管理関連 (CRS)

心疾患のうち、虚血性心疾患に次いで多いのが、心臓の拍動に異常が生じる「不整脈」及び伝導障害である。心臓は規則正しく、一定のスピードで電気信号を出し、それが心臓の刺激伝導系を通ることで心臓の筋肉が収縮（拍動）して全身に血液を送り出すが、電気信号の発生や伝導の異常によってこれらの疾患が発生する。同社はこれらを治療する「心臓律動管理関連 (CRS)」も、注力分野のひとつとしている。CRSの代表的な医療機器は心臓の拍動を監視、治療するペースメーカーや突然死に至る深刻な不整脈が起きた場合に強力な電気刺激を与え、症状を抑える機能を内蔵したICD、CRTDなどである。これは、公共施設を中心に設置が広がっているAEDと同じ機能である。CRSは医療機器の多機能化、高機能化が進んでおり、また、新たな治療法の開発も活発に行われている分野である。

(3) 糖尿病関連 (DMS)

同社の新しい注力分野として注目されるのが糖尿病関連 (DMS) だ。同社は糖尿病のインスリンポンプ療法の普及を進めている。海外ではこの治療法の普及は進んでいるが、日本においてはインスリン自己注射療法が一般的であり、普及が進んでいない。インスリンポンプは微量のインスリンを持続的に注入し続けるコンピュータ制御の医療機器で、患者のQOLの向上が期待できる。また、2012年4月から保険点数（加算点）が上がったことで、普及の追い風が吹いており、将来的に同社の主力商品のひとつとして育つものと見込まれる。同社ではインスリンポンプ療法の啓蒙活動に取り組むとともに、糖尿病による合併症（循環器疾患）への対応もサポートしていく戦略だ。

また、これらの主力・注力分野に加え、更なる取り組みとして、心臓疾患が中心だった「低侵襲治療」が、下肢や脳の血管など治療行える対象領域が拡大してきており、同社はその普及にも注力している。

■注力分野

主要商品の売上構成比（2012年3月期）

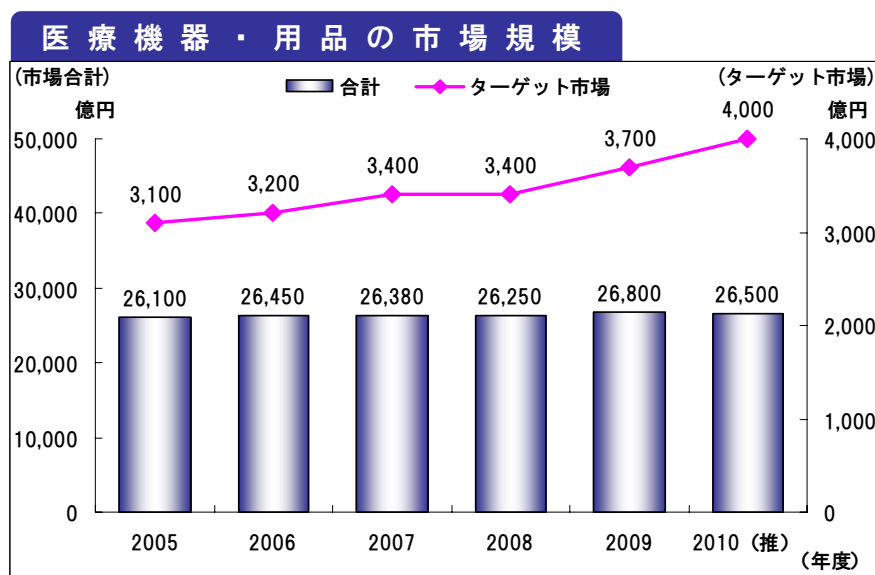
主要品目	概要	構成比
虚血性心疾患関連（PCI）	冠動脈の閉塞や狭窄などにより心筋への血流が阻害され、心臓に障害が起こる疾患の総称。狭心症、心筋梗塞など。	59.8%
心臓律動管理関連（CRS）	心臓が正常な拍数で動作しているか管理し、不正な状態になった際に正常な状態に戻す。	17.6%
心臓血管外科関連（CVS）	ステントグラフト（ステントを取り付けた人工血管）、人工心臓弁、人工心肺装置など。	13.2%
末梢血管疾患関連（PPI）	大腿動脈や腎動脈、膝下動脈など末梢血管で用いられる低侵襲治療関連のカテーテル、ステントなど。	6.1%
脳外科関連	脳外科領域で用いられる低侵襲治療関連のカテーテル、ステントなど。	3.2%

注）二次代理店への販売等は除外、速報ベース

■市場動向

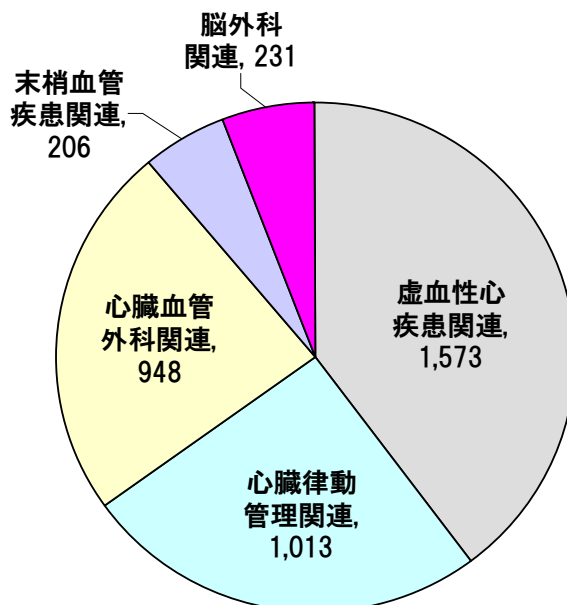
同社のターゲット市場は年間平均5.2%の成長市場

同社の属する医療機器の市場規模は、診療報酬改定による公定価格の引き下げ等の影響もあり、2010年度で年額およそ2兆6,500万円と推計され、ここ数年ほぼ横ばいが続いている。しかし、同社がターゲットとしている市場は約4,000億円と5年間の平均成長率で5.2%成長と着実に拡大している。これは、患者の身体的負担を軽減でき、早期回復も期待できる「低侵襲治療」が評価され、手術件数も年々増加していることが理由として考えられる。同社のターゲット市場は今後も拡大することが予測される。



出所：(株) アールアンドディ「医療機器・用品年間2011」

ターゲット市場の内訳 (単位：億円)



出所：(株) アールアンドディ「医療機器・用品年間2011」

■2012年3月期の決算概要

新規顧客の開拓と既存顧客の深耕で過去最高の業績

5月9日に発表された2012年3月期決算は、売上高が前期比12.6%増の32,957百万円、営業利益が同13.7%増の1,648百万円、経常利益が同13.5%増の1,657百万円、当期純利益が同11.9%増の955百万円となり、それぞれ過去最高の数字を達成した。

医療機器販売事業（消耗品関連）において、新規顧客の開拓が進んだほか、既存顧客でも患者数増加に向けた対策の提案や従来取引の無かった診療科目への積極的な営業展開が奏功し、売上高が前期比11.6%増と好調に推移したことに加え、目標数量設定型成功報酬プログラムの活用による仕入れコスト削減効果や、販売管理費の抑制効果等によって売上高営業利益率も5.0%と2011年3月期並みを維持した。

主要分野別の売上状況を見ると、売上高の6割弱を占める「虚血性心疾患関連（PCI）」が前期比6.1%増と堅調に推移したほか、「心臓律動管理関連（CRS）」が同7.7%増、「心臓血管外科関連（CVS）」が同29.6%増、「末梢血管疾患関連（PPI）」が同20.7%増、「脳外科関連」が同15.7%増と全ての分野にわたって売上を伸ばした。とりわけ、ここ最近注力している下肢、頭頸部など末梢血管の「低侵襲治療」で用いられるPTAバルーンカテーテルや動脈瘤治療用ステントグラフトなどの分野で2桁成長を記録したことは、同社の営業戦略が成功している証左と言えよう。

主要品目別売上状況（2012年3月期）

主要品目	構成比	伸長率
虚血性心疾患関連（PCI合計）	59.8%	6.1%
心臓律動管理関連（CRS合計）	17.6%	7.7%
心臓血管外科関連（CVS合計）	13.2%	29.6%
末梢血管疾患関連（PPI）	6.1%	20.7%
脳外科関連	3.2%	15.7%

注）二次代理店への販売等は除外、速報ベース

医療施設支援事業（その他）に関しては、売上高が前期比89.6%増の722百万円、利益が32百万円（前期は28百万円の損失）となった。同部門は医療機関の建築や大型医療機器の販売が主となっており、2011年3月期は消耗品部門と一体になった営業活動が効果をみせ、大型受注案件の寄与も収益改善に繋がった。

■ 同業他社比較

無駄のない筋肉質の経営体質で同業他社平均を上回る

同社業績を同業他社と比較してみる。同社が経営指標面で最も重視している収益性に関しては、売上高経常利益率で5社平均の2.3%に対して5.0%、自己資本利益率に関しても5社平均の9.0%に対して13.3%とそれぞれ平均を大きく上回った。また、生産性の指標となる従業員1人当たり営業利益も平均の234万円に対して、同社は600万円と大きく上回り、無駄のない筋肉質の経営体質であることが浮き彫りとなった。

安全性を示す指標となる流動比率や自己資本比率においても、それぞれ平均値を大きく上回っている。流動比率が187%、自己資本比率が45%となっており、財務の健全性においても極めて良好な状態にあると言える。有利子負債が60百万円と実質無借金経営と言ってよく、一方で現預金が4,000百万円を超える水準となっており、5社の中では最もキャッシュリッチな状態となっている。ちなみに、時価総額は約7,997百万円（7月3日時点）であることも付け加えておく。

医療機器専門商社の業績予想

コード	会社名	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	EPS (円)	配当 (円)	BPS (円)	株価 (円)	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り (%)
2744	ウインインターナショナル	11/3 12/3	29,258 32,957	1,449 1,648	69.40 78.20	27.00 28.00	594.88	645.00	8.25	0.92	4.34
5社平均			59,409	896	105.10	26.40	1,163.70	1,062.20	11.06	1.07	2.56
2689	カワニシHD	11/6 12/6予	62,135 74,000	593 760	55.70 48.10	10.00 10.00	362.31	785.00	16.32	0.46	1.27
3022	山下医科器械	11/5 12/5予	40,115 44,100	159 430	-92.50 78.40	10.00 22.00	1,960.34	991.00	12.64	1.98	2.22
3079	ディーブイエックス	11/3 12/3	18,000 20,487	779 892	126.70 168.80	21.50 35.00	1,043.32	1,424.00	8.44	0.73	2.46
3154	メディアスHD	11/6 12/6予	120,395 125,500	440 750	83.10 152.00	33.30 37.00	1,857.67	1,466.00	9.64	1.27	2.52

注) カワニシHDの12/6期予想は四季報。BPSは直近四半期実績値。株価は6月19日取得時点。
川西医科器械(岡山)、広島・愛媛の2ディーラーを1999年に合併、2004年に持ち株会社化。
協和医科器械(静岡)、10年7月に栗原医療器械店(群馬)を統合し、10月にメディアスHDへ

■成長戦略

病院経営の目線による提案と高度な専門性でシェア拡大

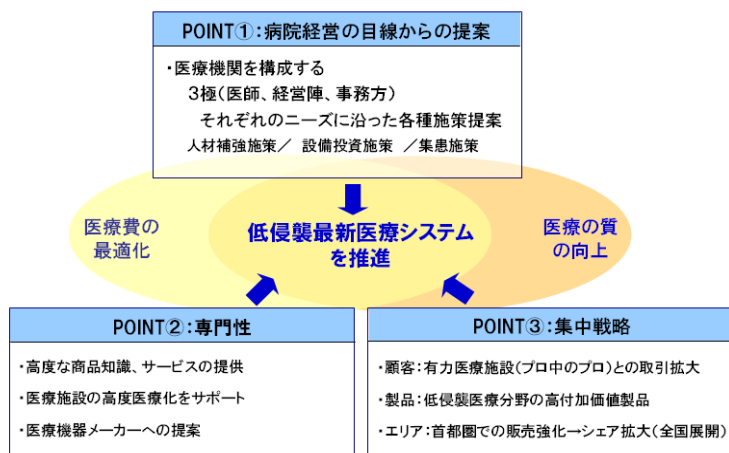
同社は、基本戦略として1.病院経営の目線からの提案、2.専門性、3.集中戦略の3つを掲げている。

医療機関は、医師、事務方、経営層の3極で構成されており、同社はそれぞれのニーズを把握し、人材補強施策、設備投資施策、集患施策など「病院経営の目線による提案」を行っている。同社はこれらの提案により、あらゆる病院ソリューションに応え、物品の納入を主とする従来の医療機器商社との差別化となっている。

また、同社の高度な「専門性」を活かし、仕入先(※1)であるメーカーに対する情報のフィードバック等を行うことで、製品の供給に留まらない役割を果たしている。

更に、同社は、患者が集中する高度専門医療を行う大病院を顧客(※2)とし、そういった専門性の高い顧客に対して付加価値の高い「低侵襲治療」関連への製品の取り扱いの強化をしている。このように、同社は経営資源を集中させて基盤を強化し、効率的に拡大させる「集中戦略」をとっている。また、同社の基盤である首都圏は患者数が多く、今後も高齢者人口が全国平均を上回り推移していることが予想されるため、首都圏の更なる強化を進めつつ、全国的なシェアの拡大を進めることとなる。

同社はこれらの3つの基本戦略によって、「低侵襲最新医療システム」の推進を図っていく。



※会社資料より引用

※1 (仕入先)

同社の仕入先はボストン・サイエンティフィック・ジャパンや日本メドトロニック、セント・ジュード・メディカル、アボットバスキュラー・ジャパンなどの海外メーカーが多い。しかし、それらは、全て当該企業の日本法人を通じて仕入れているため、為替変動リスクは生じない。日本メーカーでは、テルモ<4543>、グッドマン<7535>などが主要な取引先となっている。

※2 (顧客)

同社の顧客は大病院が殆どであり、取引施設数は約280施設。大病院が多いのは、心臓疾患の治療には設備投資が必要であるためである。また、循環器に注力する同社の高い専門性により、国公立病院や大学病院、年間の症例数がトップクラスに位置する有力な民間病院が顧客に多く含まれている。

■2013年3月期見通し

“低侵襲”分野における同社の専門性を活かし、医療機関への新規提案等に注力し販売量の拡大へ

2012年4月期は償還価格改定があり、同社の取扱製品も価格が引き下げられた。償還価格改定は、医療施設や医療機器関連企業の業績に大きな影響を与え、これまで同社の業績も償還価格改定の年は業績に影響を受け、償還価格改定のない翌期には大きく業績を伸ばすというパターンとなっている。

しかし、2013年3月期の会社業績予想は、売上高が前期比3.3%増の34,049百万円、営業利益が同0.2%増の1,652百万円、経常利益が同横ばいの1,657百万円、当期純利益が同5.7%増の1,009百万円とほぼ前期並みの数字を見込んでいる。償還価格改定の年にも係らず、わずかながらも増収営業増益を見込んでいるのは、同社が取組んできた償還価格改定に負けない経営体質作りの成果である。

売上高への影響度としては2012年3月期と同じ数量を販売したと仮定すると9%の減収要因になる。しかし、2012年3月期に引き続き新規顧客開拓、既存顧客の深耕による数量増効果でカバーし、売上高は前期比3.3%増収を見込んでおり、次のような戦術をとっている。

同社の主力分野（PCI）、注力分野（CRS・CVS・DMS）において特定保険医療材料そのものの価格は引き下げられたが、同社取扱製品を使用する治療法については評価され、医療機関の技術料が軒並み引上げられている。このため、医療機関でのこの分野の治療件数が増えると見込んでおり、“低侵襲”分野における同社の専門性を活かして医療機関への新規提案等に注力し、販売量の拡大を目指す。

また、同社は現在、全国12都道府県に11営業所5出張所を設けている。2013年3月期のエリア戦略として、事業基盤の首都圏の強化を継続し、特に関東北部での新規開拓に注力する。また、同社は2012年2月に山口県、2012年4月に北海道へ出張所を開設しており、この地域の販売拡大に注力する。

医療機器業界ではM&Aが活発に行われている。同社は2012年5月のプレスリリースで、仙台を拠点とするテスコ株式会社（本社：仙台 売上高7,127百万円）との経営統合に向けた検討基本合意を行ったことが公表した。7月2日にはテスコ株式会社の株式追加取得が完了し、テスコ株式会社は同社の持分法適用会社となったが、今期業績に与える影響は軽微である。テスコ株式会社は宮城県の心臓カテーテル治療関連製品の販売ではシェアトップの医療機器商社であり、同社と同様PCIを主力分野としている。この経営統合によって同社がトップシェアをもつPCI分野において、一層影響力を強めることになる。

■株主還元策について

実質無借金経営で株主還元策の選択に幅広い余地あり

同社では収益性の指標として売上高総利益率で13.5%、経常利益率で5.0%を達成すべき水準として経営を進めており、ここ数年はほぼその目標水準で安定的に推移している。こうしたなか、株主還元策としては配当性向35%以上として配当を行っていく方針を打ち出している。実際、2010年3月期以降は35%以上の水準で配当を行っており、今後も同水準を超えるようだと、増配を実施する可能性が高い。

なお、2013年3月期の1株あたり配当金に関しては29円と2012年3月期予想比1円の増配を予定している。

また、自社株買いについても2004年以降、5回実施している。前述したように実質無借金で手元資金も4,000百万円強と豊富にあるため、その資金使途に関して選択肢の幅は広いと言えよう。

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