

2024年11月11日

業種 電気機器

シスメックス（東証プライム-6869）

～インドなど新興国での需要取り込みが収益拡大に貢献～

投資評価

前回 今回
2+ → 2+
2024/8/19 Outperform

アナリスト
服部 隆生

主要指標

6869

(2024年11月8日現在)

株価	3,137 円
時価総額	19,743 億円
予想PER (25/3期)	35.6 倍
予想PER (26/3期)	29.5 倍
実績PBR	4.48 倍
予想配当	30.0 円
予想配当利回り	0.96 %
配当性向	34.0 %
予想ROE	12.28 %
予想DOE	4.18 %
発行済株式数	629,373 千株
売買単位	100 株
(注1) 予想はT.I.W.	
(注2) DOEは株主資本配当率(配当性向 * ROE)	

要旨・投資のポイント

＜ヘマトロジーXRシリーズの拡販が継続＞

- 25/3期上期（4-9月）業績は計画を上回り着地。売上・利益とも過去最高を更新した。検査需要の堅調な増加を背景に、試薬売上が実質2桁増収を記録した他、主力のヘマトロジー（血球計数測定）で新製品XRシリーズの拡販効果や新興国での販売増に支えられた。ミックス良化やコスト抑制も進み、営業利益率も顕著に向上。全般的に良好な進捗とみる。
- 会社側は通期営業利益予想を30億円引き上げた。下期は米州の機器設置が進むことで、上期ほど製品ミックス改善効果は期待しづらいが、コスト抑制姿勢は維持されよう。XRシリーズの上市効果が引き続き期待できる他、中国で現地生産化した血液凝固分野も販売が伸びており、下期も機器販売の回復基調が継続するだろう。通期TIW予想も見直した。

＜「アウトパフォーム」の見通しを据え置き＞

- ヘマトロジーXRシリーズは来26/3期米州でも販売開始予定で、拡販効果が引き続き期待できる。試薬販売が好調な中国では機器販売が停滞していたが、現地生産化も進展し、足元は回復基調だ。中国はヘルスケア市場の成長余地が大きく、収益成長の牽引役との見方は不変。機器販売の伸びは将来の試薬の安定拡大に繋がる。TIWでは中期的な株価上昇を見込んで、「アウトパフォーム」の見通しを据え置く。

業績推移[IFRS] 6869

単位:百万円、円、%

連結通期	売上高	伸率	営業利益	伸率	税引前利益	伸率	純利益	伸率	EPS	DPS
2023/3	410,502	13	73,679	9	68,713	7	45,784	4	72.9	27.3
2024/3	461,510	12	78,382	6	74,600	9	49,639	8	79.3	28.0
2025/3 会社予	510,000	11	90,000	15	82,500	11	55,000	11	88.2	30.0
TIW予	512,000	11	91,000	16	83,500	12	55,500	12	88.2	30.0
2026/3 TIW予	540,000	5	102,000	12	100,000	20	67,000	21	106.5	32.0
2027/3 TIW予	580,000	7	115,000	13	113,000	13	75,000	12	119.2	34.0
2025/3 コンセンサス予想	511,915	11	89,292	14	85,783	15	57,444	16	92.4	30.0
2026/3 コンセンサス予想	549,164	7	98,264	10	95,364	11	64,381	12	103.3	31.5
2027/3 コンセンサス予想	593,248	8	110,397	12	108,777	14	72,664	13	116.6	34.0

出所:会社データ、T.I.W.、アイフィスジャパン 注1:T.I.W.の予想EPSは発行済株式数(自社株を含む)で計算

注2:23/3期及び24/3期EPS・DPSは株式分割を考慮し調整

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

上期は試薬が実質2桁増収を確保。新製品拡販やコスト抑制も進み、一般的に良好な進捗

会社側は通期営業利益予想を増額修正。通期TIW予想も今回見直した

上期の機器は米州と中国で実質2桁減収の一方、日本とAPは実質2桁増収と好調

血液凝固は2Qで機器出荷が進み、上期では増収を確保。北米も下期は機器販売が進みそう

アナリスト見解

- 25/3期2Q累計（上期：4-9月）業績は、売上2,424億円（前年同期比14%増）、営業利益445億円（同32%増）となり、計画を上回って着地。検査需要の堅調な増加を背景に、試薬売上が為替影響を除いて2桁増収を記録した他、主力のヘマトロジー（血球計数測定）で新製品XRシリーズの拡販効果や新興国での販売増に支えられた。試薬販売増による製品ミックス良化もあり原価率が改善、研究開発費や経費抑制も進み、営業利益率は18.4%（2.5pt改善）となり、一般的に良好な進捗とみる。
- 費用抑制が順調に進んでいることもあり、会社側は通期営業利益予想を30億円増額修正した（870億円→900億円）。下期は米州での機器設置が進むことで、上期ほど製品ミックス改善効果は期待しづらいが、コスト抑制姿勢は維持されよう。ヘマトロジーXRシリーズの上市効果が引き続き期待できる他、中国で現地生産化した血液凝固分野も販売が伸びており、下期も機器販売の回復基調が継続するだろう。上期の進捗と足元の状況を受け、通期TIW予想も見直した（営業利益：870億円→910億円）。
- 上期の品目別売上増減（前年同期比、為替影響を除く）は、機器▲5%、試薬+11%、サービス+7%。地域別売上増減（同）は日本+10%、米州+3%、EMEA（欧州）+7%、中国+8%、AP（アジアパシフィック）+14%。分野別（同）はヘマトロジー+9%、尿分野+2%、血液凝固+8%、免疫+8%など。機器販売は米州、中国、EMEAで実質減収（米州と中国は2桁減収）の一方、日本とAPが実質2桁増収と好調に推移。日本では旧タイプからXRシリーズへの買替が進捗し大幅増収となった。APでも新興国を中心に政府による医療インフラへの投資が継続し、機器・試薬ともに高成長が続いており、インドは上期30%超の高成長を記録。
- 中国で現地生産品の出荷が遅れていたことで1Q（4-6月）に実質減収だった血液凝固も2Q（7-9月）は出荷が進み、上期では増収を確保した。中国では免疫分野の現地生産品の認可取得も完了しており、下期に貢献しそうだ。米州で前年にあった尿分野の大型案件の反動で、同分野は上期の伸長率が小幅に留まった。北米ヘマトロジーは一時的な納品タイミングの遅れがあったが、高水準の受注残を背景に下期は売上計上が進捗するとみる。
- ヘマトロジーは、XRシリーズを既に導入した地域では切替が進んでいるが、来26/3期には米州でも販売開始予定で、導入効果が引き続き期待できる。試薬販売が好調な中国ではコロナ禍や国産品優遇政策などで機器販売が停滞していたが、現地生産化も進展し、足元では回復基調にある。中国は高齢化社会でヘルスケア市場の成長余地が大きく、収益成長の牽引役との見方は不変。機器販売の伸びは将来の試薬の安定拡大に繋がり収益面でプラスとなる。TIWでは引き続き中期的な株価上昇を見込んで、「アウトパフォーム」の見通しを今回も据え置く。

【会社概要】

1968年東亜特殊電機（現TOA、6809）の製造する血球計数機器（63年国内初の自動血球計数装置の実用化に成功）の販売会社として設立。検体検査領域では世界上位10社にランクイン、中でも血球計数領域では世界首位（推定シェア50%）を誇る。中長期ではライフサイエンス分野を将来成長の牽引役と位置づけ、乳がんリンパ節転移迅速診断装置を商品化した他、大腸がんへも適用を拡大。また、川崎重工業と医療用ロボットを手掛けるメディカロイドを共同設立し、2020年度より手術支援ロボット「hinotori」の販売を開始。

【ビジネスモデルの特徴】

2024/3期は売上の21.9%が検体検査機器、残りの78.1%が試薬や保守・サービスなどで、景気動向に左右されにくい安定した収益構造を築いている。血球計数を含めた検体検査装置は典型的なストックビジネスであり、病院（或いは検査施設など）に機器を一旦設置すれば、後は消耗品で収益性の非常に高い試薬や定期的に必要な保守・サービスの提供で安定的に儲かる仕組みだ。同社は大病院から開業医向けまで大型高機能製品からコンパクト製品まで幅広い機器を揃えていることに加え、試薬、ソフトウェアなど検体検査に関わるサービスを強力なサポート力を武器にトータルで提供できる総合サプライヤーである点が強みといえる。

【リスク要因】

国内医療制度改革に伴う事業環境の激変、ライフサイエンス分野における製品開発の遅れ、価格低下圧力、為替など。

【四半期業績推移】

四半期決算データ										
単位:百万円										
6869										
シスメックス	2024年3月					2025年3月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	95,351	117,347	113,827	134,985	461,510	111,946	130,533			242,479
前年同期比	10.8%	8.7%	8.7%	20.8%	12.4%	17.4%	11.2%			14.0%
営業利益	13,277	20,547	20,388	24,170	78,382	16,743	27,759			44,502
前年同期比	20.1%	-7.0%	-3.9%	25.2%	6.4%	26.1%	35.1%			31.6%
税引前利益	13,160	20,140	17,802	23,498	74,600	16,979	21,301			38,280
前年同期比	2.4%	-7.2%	7.8%	33.1%	8.6%	29.0%	5.8%			15.0%
純利益	8,621	13,565	12,278	15,175	49,639	11,031	14,971			26,002
前年同期比	7.4%	-15.0%	9.7%	43.2%	8.4%	28.0%	10.4%			17.2%
売上高営業利益率	13.9%	17.5%	17.9%	17.9%	17.0%	15.0%	21.3%			18.4%
自己資本比率	75.1%	75.2%	71.6%	69.8%	-	71.5%	71.3%			-
純資産	402,708	420,122	406,927	432,897	-	448,784	441,720			-
総資産	535,500	557,834	567,200	618,920	-	626,249	618,061			-

データ出所:アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【関連テーマ/チェックリスト】

6869

【企業戦略・ビジネスモデル】	【業績・財務】	【コーポレートアクション】	【テーマ】
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 高付加価値戦略 低価格戦略 多角化戦略 選択集中戦略 知財・研究開発型 装置型・インフラ型 労働集約型 FC・ファブレス型 オーナー・同族企業 子会社・系列企業 ✓ グローバル化積極推進 ESG積極推進 	<ul style="list-style-type: none"> 上方修正期待 下方修正懸念 円高メリット 円安メリット 業績変動大(市況) 業績回復傾向 ✓ 高ROE(10%以上) ✓ 高成長率 景気連動強い 景気連動弱い ✓ 財務体質強固 財務体質脆弱 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 増配・復配期待 分割期待 自社株買い期待 株主優待積極的 増資・ファイナンスの可能性 減配懸念 市場変更の可能性 株式流動性良好 株式流動性低い 外国人持株比率20%超 M&A積極姿勢 MBOの可能性有 	<ul style="list-style-type: none"> 規制緩和関連 ✓ 新興国関連 資源関連 次世代エネルギー関連 公共投資関連(復興含む) 設備投資関連 個人消費関連 ✓ シルバー関連 ITテクノロジー関連 ✓ ナノテク・バイオ関連 環境関連 大型新製品期待

注: 上記チェックリストは担当アナリストの定性的判断に基づくものです。

【Fモデルによる理論株価推計】

シスメックス

6869

(2024年11月8日現在)

株価	3,137 円
----	---------

Fモデルによる理論株価	1,490 円
現株価との乖離	-52.5 %

当期利益(今期)	55,500	百万円
当期利益(来期)	67,000	百万円
来期EPS成長率	20.7	%
現預金	91,719	百万円
有利子負債	55,676	百万円
自己資本	440,948	百万円
総資産	618,061	百万円
時価総額	1,974,342	百万円
株数	629,373	千株
株主数	13,950	名

Fモデルによる妥当PBR	2.13 倍
収益力・成長性寄与分	2.04 倍
財務内容寄与分	0.08 倍
PER(今期)	35.57 倍
PER(来期)	29.47 倍
実績PBR	4.48 倍
今期予想ROE	12.28 %
ネットD/Eレシオ	-0.08 倍
割引率(資本コスト)	7.25 %
負債コスト	2.00 %

【Fモデル】について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割り引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【株価チャート】



【投資評価】

2+		Outperform
過去の投資評価	株価(円)	
2024年8月19日	2+	2,689
2024年5月13日	2+	2,609
2024年2月22日	2+	2,630
2023年11月20日	2+	2,636
2023年8月21日	2+	2,490
2023年5月22日	2+	3,253

注) 株式分割を考慮し調整済み

【アナリスト・インプレッション®】

担当カバレッジ 内での 注力度	業績予想の 蓋然性	株価見通し				株価変動性
		短期		中期	長期	
		~3ヶ月以内	3ヶ月~12ヶ月	12ヶ月~36ヶ月	36ヶ月~	
高い	高い	非常に強気	非常に強気	非常に強気	非常に強気	大きい
普通	やや高い	強気	強気	強気	強気	普通
低い	普通	普通	普通	普通	普通	小さい
		弱気	弱気	弱気	弱気	
		非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	非常に弱気	

●投資評価（対象期間：3～12ヶ月）

取材・調査・分析活動を通じた業界動向や企業業績見通し、財務状況、PER、PBR、配当利回り、TIW標準モデルによる理論株価、株式流動性、マーケット環境を勘案した上で各アナリストが株価の市場平均に対する見通しについて最終判断を行っております。1: Buy（買い）、1S: Speculative Buy（投機的買い）、2+: Outperform（市場平均を上回る）、2: Neutral（中立）、2-: Underperform（市場平均を下回る）、3: Sell（売り）。（注：過去の投資評価に付帯して表示されている株価は、レポート発行日の前営業日終値です）

●アナリスト・インプレッション®

アナリストが自ら担当する各企業に対する調査および分析の注力度を加味し、業績予想の蓋然性を勘案のうえ、短期的、中期的、そして長期的の定性的な株価見通しを示すものです。

服部隆生（はっとり たかお）プロフィール

一橋大学経済学部卒。ニューヨーク大学経営学修士（MBA）。国内大手銀行系運用会社、北米生保系資産運用部門を経て2005年1月より現職。エレクトロニクス業界を中心に国内株の調査経験は10年を超える。担当業種や銘柄を超え、社会構造、世界の潮流、精神哲学等にも目を向け、考える力を日々養うことが重要との信念を持つ。

アナリストによる宣言

私、服部隆生は本調査レポートに表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。また私は過去・現在・未来において、本レポートで特定の推奨を行うことに対して直接または間接に報酬を受けていないことを証明します。

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先証券会社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、契約先証券会社を含む第三者からの指定は一切受けておりません。担当アナリスト並びにTIWと本レポートの対象会社との間には、利益相反の関係はありません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>