

2024年6月19日

業種 精密機器

テルモ（東証プライム-4543）

～24/3期は2桁増収増益で過去最高、25/3期も2桁増益予想～

【業績動向】

[24/3期 通期（連結、IFRS）]

24/3期は2桁増収増益（為替影響除くベースは7%増収、14%営業増益）で過去最高だった。売上面はメディカルの栄養食品事業売却の影響があったが、心臓血管と血液・細胞がグローバルで2桁伸長して牽引した。調整後営業利益+188億円（1,380億円→1,568億円）分析は、売上増による売上総利益増加で+215億円、売上総利益率効果（インフレ影響緩和、コストダウン、ミックス改善）で+57億円、価格（グローバルで価格見直し）で+100億円、薬価で+27億円、一般管理費増加（北米の治療デバイス拡販に向けた人員増強等）で▲218億円、研究開発費増加で▲43億円、為替影響で+50億円だった。

25/3期も増収・2桁増益（為替影響除くベースは7%増収、16%営業増益）予想としている。心臓血管と血液・細胞を中心に伸長し、利益面は事業拡大に伴い費用が増加するが、高収益品売上拡大によるミックス改善や収益性改善策強化の効果なども見込む。調整後営業利益の計画は心臓血管が14%増の1,415億円、メディカルケアが19%増の235億円、血液・細胞が43%増の235億円としている。

【会社概要】

体温計の国産化を目的に北里柴三郎博士を中心として1921年に設立（赤線検温器）された。60年代国産初の使い捨てシリンジ（注射筒）・針に、70年代は血液バッグ、カテーテルなどへも事業領域を拡大。その後人工臓器分野にも参入、医療現場での事故を未然に防ぐリスクマネジメント商品とともに注力している。近年は心臓血管領域が成長を牽引し、海外展開を加速している。

主要指標		4543			
2024年6月18日	現在				
・ 株価	: 2,589.5 円	・ 予想ROE	: 9.09 %	・ 発行済株式数	: 1,490,697 千株
・ 時価総額	: 38,602 億円	・ 予想配当	: 25.86 円		
・ 今期予想PER	: 30.81 倍	・ 予想配当利回り	: 1.00 %	・ 売買単位	: 100 株
・ 実績PBR	: 2.91 倍	・ 予想配当性向	: 30.77 %		

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期IFRS)		4543									
単位: 百万円、円、%		テルモ									
決算期		売上収益		営業利益		税引前利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/03		820,209	16.6	117,332	1.2	116,137	1.4	89,325	0.6	59.50	20.0
2024/03		921,863	12.4	140,096	19.4	140,829	21.3	106,374	19.1	71.50	22.0
2025/03	会社予想	980,000	6.3	165,000	17.8	nm	na	122,000	14.7	82.17	26.0
2025/03	コンセンサス予想	989,153	7.3	165,250	18.0	165,528	17.5	124,820	17.3	84.04	25.9
2026/03	コンセンサス予想	1,059,697	7.1	189,829	14.9	190,353	15.0	143,358	14.9	96.42	30.1
2027/03	コンセンサス予想	1,132,693	6.9	215,764	13.7	217,658	14.3	162,856	13.6	109.40	35.0

※24/4/1付で1株→2株の株式分割を実施。EPS、DPSは考慮数値。

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

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、第三者からの指定は一切受けておりません。

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。

【ビジネスモデルの特徴】

体温計や注射器といった汎用品から心臓血管の診断・治療で使用されるカテーテルなどの先端品まで手掛け、事業領域拡大に向けてM&Aを積極活用している。99年米3Mから人工心肺事業を買収して米国TCVS社設立、米マイクロベンション社を買収、11年米カリディアンBCT社を買収、米ハーベスト・テクノロジーズ社を買収、16年6月米シークエント社を買収、17年1月米セント・ジュード・メディカル社と米アボットラボラトリーズ社のカテーテル事業の一部買収、17年4月米ボルトン社を買収、18年3月台湾メデオン・バイオデザイン社の大口径止血デバイスの資産を買収、18年12月中国エッセン・テクノロジー社を買収、19年11月米アオルティカ社を買収、20年7月オランダのクイレム・メディカル社を子会社化、21年2月米国Health Outcomes Sciences社の全資産を買収した。

セグメント区分は、TIS（カテーテル）やニューロバスキュラー（脳血管）などの心臓血管カンパニー（C&V）、輸液セットやプレフィルドシリンジ製剤製造受託などのメディカルケアソリューションズカンパニー（TMCS）、血液バッグや血液自動製剤システムなどの血液・細胞テクノロジーカンパニー（TBCT）としている。24/3期のカンパニー別売上収益構成比は心臓血管が60%、メディカルケアが21%、血液・細胞が18%、調整額が0%、セグメント利益（調整後営業利益）構成比は心臓血管が79%、メディカルケアが13%、血液・細胞が10%、調整額が▲2%だった。

心臓血管領域では薬剤溶出型冠動脈ステント「Ultimastrel」の拡販を推進し、全体の成長を牽引している。16年5月には世界初の心不全治療用の再生医療等製品「ハートシート」を販売開始した。条件および期限付き早期承認制度が初めて適用された製品である。さらにペリフェラル（周辺分野）や脳血管系などが今後の成長のドライバーとなる。メディカルケアでは、世界で最も細い針を持ち、痛みが少ない画期的な注射器ナノパスを開発し、患者の負担軽減に寄与している。

【リスク要因】

政府の医療費抑制政策の強化や医療機器の公道価格引き下げ、外資や異業種からの参入を含めた競争激化による価格下落圧力、原材料価格の上昇、製品の品質・安全および訴訟問題、技術革新への対応、為替の変動、海外における法規制変更や地政学リスクなどに注意が必要となる。

【セグメント情報】

売上収益 4543				セグメント利益 4543						
単位: 億円、%				単位: 億円、%						
	2023/03		2024/03		2023/03		2024/03			
	構成比		構成比		構成比	利益率	構成比	利益率		
心臓血管カンパニー	4,806	59	5,557	60	1122	81	23.3	1239	77	22.3
メディカルケアソリューションズカンパニー	1,917	23	1,976	21	148	11	7.7	198	12	10.0
血液・細胞テクノロジーカンパニー	1,476	18	1,683	18	112	8	7.6	164	10	9.7
調整額	2	0	2	0	-1	0	-	-32	-	-
合計	8,201	100	9,218	100	1,381	100	16.8	1,568	100	17.0

データ出所: アイフィスジャパン

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

テルモ	4543	2024年6月18日	
実績PBR	: 2.91 倍	現株価	: 2,589.5 円
Fモデルによる妥当PBR	: 1.43 倍	Fモデルによる理論株価	: 1,277 円
		現株価との乖離	: -50.7 %

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。

【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
4543	2023年3月					2024年3月				
テルモ	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上収益	197,340	205,976	214,677	202,216	820,209	215,252	228,622	239,077	238,912	921,863
前年同期比	14.9%	19.1%	20.0%	12.5%	16.6%	9.1%	11.0%	11.4%	18.1%	12.4%
営業利益	30,427	25,550	37,537	23,818	117,332	29,644	36,848	39,027	34,577	140,096
前年同期比	-16.0%	-13.8%	31.3%	10.8%	1.2%	-2.6%	44.2%	4.0%	45.2%	19.4%
税引前利益	29,667	24,957	37,476	24,037	116,137	29,804	36,624	39,315	35,086	140,829
前年同期比	-17.6%	-14.7%	35.0%	12.0%	1.4%	0.5%	46.7%	4.9%	46.0%	21.3%
純利益	22,398	17,923	29,859	19,145	89,325	22,549	27,543	29,805	26,477	106,374
前年同期比	-19.7%	-18.9%	37.5%	11.8%	0.6%	0.7%	53.7%	-0.2%	38.3%	19.1%
売上高営業利益率	15.4%	12.4%	17.5%	11.8%	14.3%	13.8%	16.1%	16.3%	14.5%	15.2%
自己資本比率	70.5%	70.6%	69.6%	69.3%	-	72.0%	72.1%	71.9%	72.5%	-
純資産	1,116,514	1,171,105	1,073,711	1,111,063	-	1,202,660	1,260,996	1,216,011	1,327,090	-
総資産	1,583,371	1,658,931	1,543,470	1,602,225	-	1,670,798	1,748,396	1,691,667	1,831,402	-

データ出所：アイフイスジャパン

【過去の業績動向】

【24/3期 第3四半期累計（連結、IFRS）】

3Q累計（4-12月）は2桁増収増益で過去最高だった。心臓血管と血液・細胞テクノロジーがグローバルで2桁伸長して牽引した。収益改善策（価格政策・原価低減）も計画通り進捗した。調整後営業利益+101億円（1,096億円→1,197億円）分析は、売上増による売上総利益増加（TIS・ニューロを中心に伸長）+142億円、売上総利益率効果（インフレ影響緩和とコストダウン効果により一時費用を相殺）+3億円、価格（グローバルで価格見直し）+65億円、薬価+21億円、一般管理費増加（北米の治療デバイス拡販に向けた人員増強など）▲148億円、研究開発費増加▲22億円、為替影響+40億円だった。

通期は為替影響を勘案（1米ドル=130円→143円、1ユーロ=145円→156円）して上方修正し、2桁増収増益予想（調整後営業利益1,510億円→1,575億円）とした。4Qはコストインフレ影響の緩和、生産移管やオペレーション改善、高収益事業の伸長によるミックス改善、前期計上の一時費用の剥落などにより売上総利益率の大幅改善を見込んでいる。なお4月1日付（効力発生日）で株式2分割を実施する。

【24/3期 第2四半期累計（連結、IFRS）】

2Q累計（4-9月）は心臓血管と血液・細胞テクノロジーが牽引して2桁増収（為替影響除くベースでは6%増収）増益となり、半期ベースで過去最高だった。調整後営業利益+52億円（704億円→756億円）分析は売上増による売上総利益増加+87億円、売上総利益率効果▲7億円、価格+45億円、薬価+14億円、一般管理費増加▲89億円、研究開発費増加▲10億円、為替影響+25億円だった。地域別の売上動向としては、米州・欧州では治療デバイスが好調に推移し、アジアの新興国も高成長した。

通期増収増益予想を据え置いた。調整後営業利益+130億円（1,380億円→1,510億円）分析は売上増による売上総利益増加+170億円、売上総利益率効果+58億円、価格+120億円、一般管理費増加▲170億円、研究開発費増加▲50億円、為替影響+2億円としている。インフレ影響緩和、価格政策、全社収益改善プロジェクト（生産移管やオペレーション改善等）効果、高収益事業の下期増収によるミックス改善などにより下期大幅増益を見込んでいる。特に4Qは前期計上の一時的費用の剥落も寄与する。

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。

【過去の業績動向】

[24/3期 第1四半期（連結、IFRS）]

1Q（4-6月）はグローバルで強い需要が継続して増収（為替影響除くベース5%増収、四半期ベースで過去最高）だが、一般管理費増加（北米の治療デバイス拡販に向けた投資強化）などで小幅営業減益だった。ただしインフレによる収益悪化影響を収益改善策のプラス効果が上回り、順調な進捗としている。調整後営業利益▲14億円（359億円→345億円）分析は売上増による売上総利益増加+41億円、売上総利益率効果▲7億円、価格・薬価+20億円、一般管理費増加▲59億円、研究開発費増加▲8億円、為替影響▲1億円だった。なお米国子会社の血液自動製剤システム「Reveos」が米FDA認証を取得した。通期増収増益予想を据え置いた。調整後営業利益+130億円（1,380億円→1,510億円）分析は売上増による売上総利益増加+170億円、売上総利益率効果+58億円、価格+120億円、一般管理費増加▲170億円、研究開発費増加▲50億円、為替影響+2億円で、価格政策と全社収益改善プロジェクトVC2効果により下期大幅増益を見込んでいる。なお自社株式取得（取得後に消却予定）を発表した。

[23/3期 通期（連結、IFRS）]

23/3期は4Qの利益が一時的要因で悪化したため前回予想を下回ったが、米国を中心とする心臓血管領域の強い需要や円安などで売上収益と営業利益が過去最高だった。調整後営業利益+36億円（1,344億円→1,380億円）要因分析は、売上増による売上総利益増加+206億円、売上総利益率効果▲124億円、値上げ+27億円、薬価公定価▲28億円、一般管理費増加▲127億円、研究開発費増加▲36億円、為替影響+118億円だった。なお4Qの一時的要因は、血管・細胞における血漿イノベーション限定上司期間の長期化、受注残解消やコスタリカ生産移管のためのコスト発生、米国におけるEOG減菌訴訟対策費用の発生、メディカルケアにおける製品出荷の翌期繰り越し、コロナ感染対策製品の在庫調整などだった。24/3期も増収増益予想としている。売上収益は心臓血管を中心に為替影響除くベースで6%成長を見込み、高収益品の拡大、価格政策のさらなる積極化、グローバル生産最適化・効率化で利益率改善（調整後営業利益は心臓血管が7%増益、メディカルケアが38%増益、血管・細胞が12%増益）を目指す。

[23/3期 第3四半期累計（連結、IFRS）]

3Q累計（4-12月）は症例数増加や円安効果で増収だが、売上総利益率低下や販管費増加などで小幅営業減益（調整後営業利益は小幅増益）だった。3Q累計の調整後営業利益+24億円（1,072億円→1,096億円）要因分析は、売上増による売上総利益増加+167億円、売上総利益率効果▲90億円、値上げ+17億円、薬価公定価▲22億円、一般管理費増加▲100億円、研究開発費増加▲31億円、為替影響+84億円だった。四半期別に見ると3Qは営業収益が過去最高となり、営業利益は円安、価格政策積極化、ポートフォリオ整理（栄養食品事業売却益約39億円計上）などで前年比31%増の375億円だった。

通期予想は為替影響を反映して売上高を上方、マクロ環境悪化（インフレ影響継続や国内電気料金上昇など）や、新規事業であるTBCTの血漿イノベーションの立ち上がり遅れ状況を勘案して各利益を下方修正（営業利益を100億円、調整後営業利益を80億円、当期利益を85億円それぞれ下方修正）した。配当予想は上方修正（2回目）した。世界的に価格政策の見直しを継続して収益性改善を加速する。

「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。

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/>