

リニカル (2183 東証マザーズ)

発行日: 2012/1/18
 調査日: 2011/11/18
 調査方法: 説明会・取材等

受注残高豊富、今期収益 V 字回復へ

> 中間決算サマリー

◆ 2012 年 3 月期第 2 四半期累計連結実績は会社予想並み

- ・2012 年 3 月期第 2 四半期累計連結実績は、売上高 13.8 億円(前期比+9.8%)、営業利益 2.6 億円(同+20.4%)、純利益 1.5 億円(同+18.8%)、会社予想とほぼ合致する内容だった。
- ・前期及び前々期に発生した受託案件中止に伴う稼働率の低下もなく、医薬品開発業務受託(CRO)事業は順調に推移した。新規事業の医薬品販売支援(CSO)事業は、4~6 月期は営業赤字だったものの 7~9 月期では収支均衡迄改善となった。

◆ グローバル化対応

- ・医薬品開発のグローバル化に対応すべく、米国での治験は現地CRO事業会社との戦略的業務提携で対応し、日本・アジア地域での治験は提携先より受注するビジネスモデルを進めており、既に米・CRO事業会社 7 社と提携を締結した。

◆ 豊富な受注残を背景に業績伸長続こう

- ・受託案件中止に伴う稼働率の低下を背景に、前期まで 2 期連続の営業減益と収益が低迷した。
- ・2013 年 3 月期以降は、会社側の増員計画ではなく、足下実績を勘案した増員による受注能力増を見込んだ。2015 年 3 月期の売上高は 39 億円(年率 11.7%成長)、純利益 3.73 億円(同 26.2%成長)を見込んでいる。

> 投資判断

◆ 株価の割安感を示す指標が多い

- ・同業他社と比較した株価バリュエーションは、PBR が高いものの予想 PER では割高感が少ない。また、当社の ROE や過去の売上成長性は高く、配当利回りでみても魅力的である。

◆ 上位株主の売りリスクは減少へ

- ・2011 年 9 月末上位株主は変動があるものの、税制の変化により、経営陣の個人保有が個人の資産管理会社に異動したもので、実質的には上位株主に変化はない。
- ・会社は配当性向を明示していないが、11 円の安定配当及び 20%の配当性向がベースとなっているものと考えられる。したがって当面は 11 円の安定配当が見込まれる。

◆ 妥当株価は 430~570 円程度を見込む

- ・担当アナリストの 2015 年 3 月期の予想 EPS32.8 円を前提にすると、現在の株価水準は予想 PER7.5 倍となる。中長期的な利益成長性や同業他社を参考にすると、適正 PER は 10~12 倍と思われる。今後 2~3 年で見た妥当株価は 328~394 円程度と想定される。

業種: サービス業
 アナリスト: 松尾 十作
 +81 (0)3-3239-2930
 matsuo@holistic-r.org

【主要指標】

株価(1/6、円)	245
発行済株式数	12,370,000
時価総額(百万円)	3,030
上場日	2008/10/28
上場来パフォーマンス	▲34.3%

	前期	今期
PER(倍)	19.0	10.9
PBR(倍)	3.56	2.69
配当利回り	4.5%	4.5%

	σ	β 値
リスク指標	31.0%	0.76

【主要 KPI (業績指標)】

年月	受注残 (百万円)
2009 年 9 月	2,600
12 月	2,095
2010 年 3 月	2,276
6 月	2,658
9 月	2,323
12 月	3,491
2011 年 3 月	4,215
6 月	4,830
9 月	4,384
10/28	4,392

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-0.8	-5.7	-33.3
対 TOPIX(%)	-0.8	-1.5	-17.8

*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター
 審査委員会審査済20120113

リニカル(2183 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3 期 実績	2011/3 期 実績	2012/3 期 会社予想	2012/3 期 予想	2013/3 期 予想	2014/3 期 予想	2015/3 期 予想
売上高	2,404	2,512	2,889	2,841	3,153	3,531	3,908
前年比	+18.1%	+4.5%	+15.0%	+13.1%	+11.0%	+12.0%	+10.7%
営業利益	480	288	454	450	519	589	655
前年比	-12.5%	-39.9%	+57.2%	+55.8%	+15.5%	+13.4%	+11.2%
経常利益	473	278	449	444	513	583	649
前年比	-8.1%	-41.2%	+61.2%	+6.6%	+15.7%	+13.5%	+11.3%
当期純利益	273	147	260	255	295	335	373
前年比	-8.9%	-46.0%	+76.1%	+72.6%	+15.7%	+13.5%	+11.3%
期末株主資本	1,053	784		1,039	1,334	1,669	2,043
発行済株式数(千株)*	12,345	11,395	11,395	11,395	11,395	11,395	11,395
EPS(円)	22.2	12.4	22.9	22.4	25.9	29.4	32.8
配当(円)	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0	11.0
BPS(円)	85.4	68.8		91.2	117.1	146.6	179.3
ROE	27.8%	16.1%		28.0%	24.9%	22.3%	20.1%
株価(円)	655	332	245				
PER(倍)	29.6	26.8	10.7	10.9	9.4	8.3	7.5
配当利回り	1.7%	3.3%	4.5%	4.5	4.5%	4.5%	4.5%
PBR(倍)	7.67	4.83		2.69	2.09	1.67	1.37

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。*自己株式控除

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

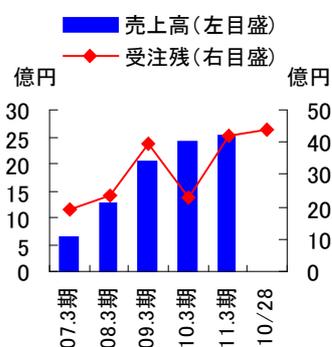
> トピックス

<2011年3月期第2四半期累計>

	前年同期	会社予想	実績
売上高	1,257	1,406	1,381
営業利益	221	264	267
経常利益	221	262	264
当期利益	127	152	151

(単位:百万円)

<売上高と受注残高>



米・CRO事業会社 7 社と戦略的提携を締結。

前 2011 年 3 月期は担当アナリスト予想を大きく下回る業績だった。前回レポート時会社予想→アナリスト予想→結果、単位百万円で、売上高 2,885→2,620→2,512 (前期比+4.5%)、営業利益 588→510→288 (同▲39.9%)。第一四半期に発生した受託品目開発中止に伴う減収をカバーしきれず、積極策による人員増のための人材紹介料など固定費負担が増大したため。

2012 年 3 月期第 2 四半期累計連結実績は、会社予想とほぼ合致する内容だった。前期及び前々期に発生した受託案件中止に伴う稼働率の低下もなく、医薬品開発業務受託 (CRO) 事業は順調に推移した。新規事業である医薬品販売支援 (CSO) 事業は、4~6 月期は営業赤字だったものの 7~9 月期では収支均衡迄改善となった。

顧客別売上高では、案件の進捗に伴いエーザイが 90 百万円 (前期比▲73%)、大塚製薬も 346 百万円 (同▲22%) となったものの、第一三共が 326 百万円 (同+96%) 武田薬品グループも 286 百万円 (同約 11 倍) と大きく伸長。今後の売上の先行指標である受注残は、4,392 百万円 (10 月 28 日現在、前期末比+4.2%) と積み上がっている。

米国事業は、米国子会社が現地でCRO事業を自前で展開する当初の計画を修正している。医薬品開発のグローバル化に対応すべく、米国での治験は現地CRO事業会社との戦略的業務提携で対応し、日本・アジア地域での治験は提携先より受注するビジネスモデルとした。既に米・CRO事業会社 7 社と提携を締結している。

<上位顧客別売上高推移>(単位:百万円)

	2009年度		2010年度		2011年度 上期
	上期	下期	上期	下期	
大塚製薬	250	321	443	421	346
エーザイ	399	396	335	149	90
第一三共	177	174	166	176	326
武田薬品G	237	47	25	206	286
ヤンセンファーマ	0	34	132	149	106

> 業績見通し

2015年3月期予想、売上高 39 億円(年率 12%成長)、純利益 3.7 億円(同 26%成長)。

今通期連結業績の会社予想は、期初計画に修正はなかった。担当アナリスト予想は、足下の受注残をもとに数字を作成した。2013 年 3 月期以降の業績予想だが、主力であるCRO事業は、毎年 2 割程度の新卒採用と中途採用も積極化する会社側方針に対し、担当アナリストは直近の実績を参考に将来の増員を見込んだ。CSO事業は規模の拡大を予想するものの収益には中立とした。2015 年 3 月期業績予想は、売上高 39 億円 (年率 11.7%成長) 純利益 3.73 億円 (同 26.2%成長) を見込んでいる。

CRO事業の注力領域は中枢神経系とがん領域だが、中長期的には治療に対する既存薬剤の貢献度が低く、治験の満足度が低い領域の需要が将来伸長することを想定し、治験モニター (CRA) の育成を図るようだ。

投資判断

> 株価バリュエーション比較

今期ベースの予想 PER は 11.0 倍と同業他社比較で割高感はない。

同業他社と比較した株価バリュエーションは、PBR が高いものの、今期予想 PER は割高感が少ない。加えて当社の ROE や過去の成長性は同業他社よりも高く、配当利回りでみても魅力的である。また、担当アナリストの 2015 年 3 月期の業績予想に基づくと、現在の株価水準は予想 PER7.5 倍であり、PBR も 2 倍以下にまで低下する。新興市場の成長株としてはやや割安なバリュエーションと言えよう。なお、2011 年 9 月末上位株主は変動があるものの、税制の変化により、経営陣の個人保有が個人の資産管理会社に異動したもので、実質的には上位株主に変化はない。なお自己株式は 975 千株と発行済株式総数の 7.9%を保有しているため、この自己株式の処理方法が注目される。

<同業との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	リニカル	MICメディカル	シミック	イーピーエス
売上高予想	2,841	3,025	51,400	35,070
(営業利益率)	15.8%	0.7%	8.2%	13.8%
純利益予想	255	19	1,900	2,255
純資産	784	1,687	16,908	16,424
ROE	16.1%	-0.9%	11.4%	16.4%
予想PER(倍)	10.9	52.6	12.1	11.5
実績PBR(倍)	3.56	0.57	1.36	1.57
予想配当利回り	4.49%	4.17%	2.46%	2.42%
過去3年成長率	25.4%	-5.6%	19.1%	14.8%
株価(円)	245	72,000	1,260	144,500
時価総額(百万円)	3,031	1,028	22,960	26,126

(注1) 過去3年成長率は、売上の年平均変化率(複利)
 (注2) 純資産、ROE、PBRは直近期ベース、売上高、営業利益率、純利益は今期予想
 (注3) PER、PBR、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出。

> 株主還元

配当は今後も安定配当 11 円が续こう。

会社は配当性向を明示していない。初配当の 2007 年 3 月期の配当性向は 18.3%であり、上場後初決算である 2009 年 3 月期決算から 11 円配当(配当性向 45%)し、以降業績低迷時でも 11 円を据え置いている。したがって、11 円の安定配当及び 20%の配当性向がベースとなっているものと考えられる。2015 年 3 月期予想も含めて、当面は 11 円の安定配当が見込まれる。

> 今後の株価見通し

業績実績が過去 2 期とも期初予想を達成できなかったことを背景に株価は 2010 年 3 月以降右肩下がりとなっている。担当アナリストの 2015 年 3 月期の予想 EPS32.8 円を前提にすると、現株価の予想 PER は 7.5 倍となる。中長期的な利益成長性や同業他社を参考にすると、適正 PER は 10~12 倍と思われる。今後 2~3 年で見た妥当株価は 328~394 円程度と想定される。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

指標・分析用語の説明

■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ σ (標準偏差)

リターンの変動のばらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

■ β (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値(β 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

■ SWOT 分析

企業の強み(Strength)、弱み(Weakness)、機会(Opportunity)、脅威(Threat)の全体的な評価をSWOT分析と言います

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標(ものさし)のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。

・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。

・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。

・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

・一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。

・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。