

リニカル (2183 東証マザーズ)

発行日: 2013/1/18
 調査日: 2013/1/15
 調査方法: 説明会等

がんなどの製薬大手の開発意欲高まりを取り込みへ。今期会社予想を再増額修正。今期、そして来期以降の増配も期待。

> 要旨

◆ CRO 事業を展開

・主に CRO 事業を展開。CRO とは、製薬メーカーが行なう医薬品の開発の治験に関わる様々な業務の全て、または一部を代行・支援する機関を指す。医薬品販売支援(CSO)事業は新規事業で 2010 年 3 月期に参入した。

◆ 今期第 2 四半期決算は期初予想超過

・今上期決算は、会社期初予想を大きく上回る実績。経営の屋台骨であり売上高の 95%を占める CRO 事業が上伸したため。CRO 事業の実施案件において中止となる案件もなく既存案件の増員契約もあり、CRA 要員の高い稼働率を維持できたことから営業大幅増益につながった。

◆ 今期の会社予想は修正なし

・今上期決算が大幅増益となったものの、今通期会社予想業績は修正されていない。受託案件の中止がないとも限らないことを考慮している模様。

> 投資判断

◆ 今期予想は会社予想を再増額修正

・当センターの今期予想業績は、前回レポート予想を再増額した。大きな案件中止が今後ないことを想定し、今上期決算内容をふまえたもの。

・今期末 CRA 要員は慎重にみている。会社見通しでは今期末 188 名(前期末比 41 名増)としているが、12 年 11 月 9 日時点でも前期末比 18 名増、また過去 3 期において期末 CRA 要員数は計画未達成だったことから、当センターでは今期末 CRA 要員数を 180 名と予想とした。

・担当アナリストは 11 円の安定配当及び 20%の配当性向がベースと考えている。したがって今期予想配当は、会社予想及び前期実績比 1 円増配の 12 円。来 14 年 3 月期以降も増配が期待できよう。

◆ 妥当株価水準は 800 円～1,210 円を想定

・業容の近い他社を比較してみるに、同社株価に割安感はない。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 10～15 倍と思われる。担当アナリストの 16 年 3 月期業績予想によれば、EPS は 80.7 円が見込まれており、今後 2～3 年で見た妥当株価は 800～1,210 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)3-6858-3216
 matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2013/1/11
株価(円)	968
発行済株式数(株)	12,370,000
時価総額(百万円)	11,974
上場日	2008/10/28
上場来パフォーマンス	0.3%

	前期	今期予想
PER(倍)	26.0	16.9
PBR(倍)	10.2	6.8
配当利回り	1.1%	1.2%

	σ	β 値
リスク指標	84.6%	0.67

【主要KPI(業績指標)】	決算期	受注残
	12.3月期1Q末	4,830
	2Q末	4,384
	3Q末	4,329
	4Q末	3,507
	13.3月期1Q末	3,308
	2Q末	3,534
	10月26日	4,070

【株価パフォーマンス】	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	25.9%	37.1%	228.1%
対TOPIX	20.4%	13.3%	175.8%

*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20130115

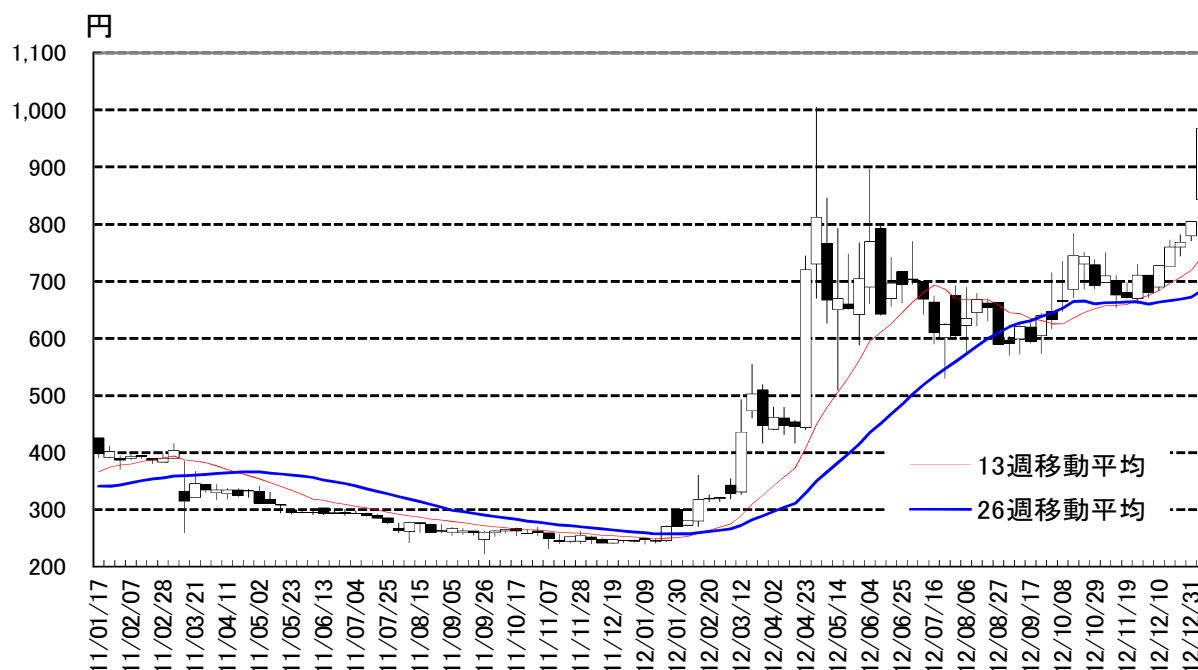
リニカル (2183 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/3期	2012/3期	2013/3期	2013/3期	2014/3期	2015/3期	2016/3期
	実績	実績	会社計画	予想	予想	予想	予想
売上高	2,512	3,110	3,483	3,723	4,243	4,732	5,201
前年比	4.5%	23.8%	12.0%	19.7%	14.0%	11.5%	9.9%
営業利益	288	728	883	1,099	1,276	1,427	1,565
前年比	-39.9%	152.3%	21.3%	51.0%	16.1%	11.9%	9.6%
経常利益	278	723	848	1,134	1,311	1,462	1,600
前年比	-41.2%	159.7%	17.3%	56.9%	15.6%	11.5%	9.4%
当期純利益	147	424	508	652	754	841	920
前年比	-46.0%	186.8%	19.8%	53.8%	15.6%	11.5%	9.4%
期末株主資本	789	1,087	—	1,615	2,232	2,925	3,673
発行済株式数(株)	12,370,000	12,370,000	12,370,000	12,370,000	12,370,000	12,370,000	12,370,000
EPS(円)	12.4	37.2	44.6	57.2	66.2	73.8	80.7
配当(円)	11.0	11.0	11.0	12.0	13.0	15.0	17.0
BPS(円)	68.8	94.9	—	141.7	195.9	256.7	322.4
ROE	16.1%	45.5%	—	48.3%	39.2%	32.6%	27.9%
株価(円)	332	448	968	968	—	—	—
PER(倍)	26.8	12.0	21.7	16.9	14.6	13.1	12.0
配当利回り	3.3%	2.5%	1.1%	1.2%	1.3%	1.5%	1.8%
PBR(倍)	4.8	4.7	—	6.8	4.9	3.8	3.0

(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。予想 EPS 及び BPS は自社株控除

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

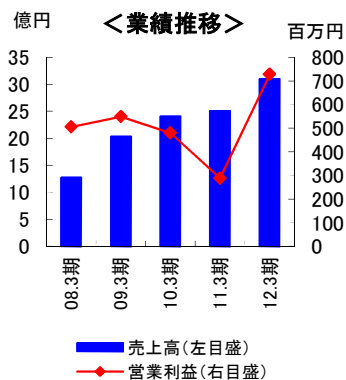
> 事業内容

モニタリング業務、それに付随する品質管理業務及びコンサルティング業務に特化

◆ CRO 事業が主力

同社は主に CRO (Contract Research Organization) 事業を展開している。CRO とは、製薬メーカーが行なう医薬品開発の治験 (薬事法上の承認を得るために行われる臨床試験) に関わる様々な業務の全て、または一部を代行・支援する機関を指す。医薬品販売支援 (CSO : Contract Sales Organization) 事業は 2010 年 3 月期に新規参入した。

CRO 業界は、治験の全プロセスを受託する企業やデータ入力・分析が専門の会社、CRA (Clinical Research Associate) の派遣 (人材派遣) を行う企業など、様々な形態がある。同社は CRO 業務のなかでもモニタリング業務、それに付随する品質管理業務及びコンサルティング業務に特化している。モニタリング業務とは、治験モニタリング担当者である CRA が 治験を実施する医療機関 (病院) を訪問し、治験薬や実施計画書・手順書を説明し、医療機関が受託し治験を実施した場合、手順通り正確に行われているかをモニタリング (監視) し、データの回収まで行う業務。品質管理業務は CRA が収集したデータを確認する業務。コンサルティング業務は、治験のスケジュール作成から厚生労働省へ新薬承認申請までをサポートする業務である。



過去の業績推移をみると、10 年 3 月期と 11 年 3 月期の営業利益が前期比減益だった。これは、CRO 事業において受託案件の中止により CRA 要員の稼働率が下がる (従事していた業務がなくなりアイドリング状態となること) ことに伴う原価率の悪化によるもの。案件中止の場合、受託時契約内容に基づき案件中止時点から 2~3 カ月分の受託費は契約先から確保できるものの、案件中止は収益動向を大きく左右する。他の既存稼働案件で CRA 要員を増員させる契約内容の変更努力は出来るものの、今月新規受注して来月から稼働出来るような業務内容でもない。案件中止は突然であり、収益予想を変動させる最大のリスク要因と言えよう。

案件中止リスクを最小化するために、CRA 要員増による同時進行の稼働案件増を図っている。この理由は同時期に稼働する案件を増大させることにより、案件中止による原価率悪化の影響を小さくできるため。株主利益の最大化と規模拡大によるリスク最小化のため、強みを持ち付加価値の高い中枢神経・がん領域に注力している。

> 第2四半期実績

◆ 期初予想を大きく上回る実績

2013 年 3 月期第 2 四半期 (以下 : 今上期) 決算は、会社期初予想を大きく上回る実績だった。経営の屋台骨であり売上高の 95% (今上期) を占める CRO 事業が前年同期比 24.6% 増と上伸したことで、売

<今期第2四半期業績概要>

	会社予想	前期比	実績	前期比
売上高	1,517	9.8%	1,723	24.8%
営業利益	306	14.6%	525	96.6%
経常利益	301	14.0%	522	97.5%
利益	180	19.2%	323	113.7%

(出所) 短信等より当センター作成

**CRA 要員の高い稼働率
を背景に大幅増益**

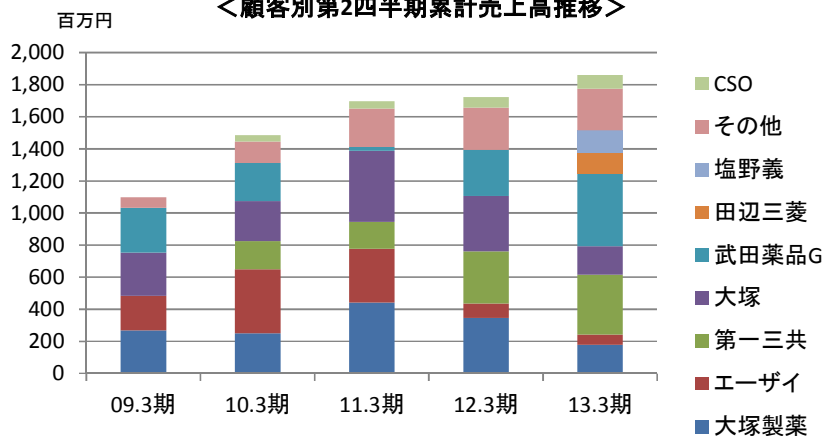
上高は前年同期比 24.8%増の 1,723 百万円 (会社予想 1,517 百万)、営業利益は同 96.6%増の 525 百万円 (同 306 百万円)、経常利益は同 97.5%増の 522 百万円 (同 301 百万円)、四半期純利益は同 113.7%増の 323 百万円 (同 180 百万円)。

CRO 事業は受託案件の中止もなく、新規案件の受託及び既存案件の増員契約締結などで CRA 要員の高い稼働率を保ったことで、全体の総利益率は 47.9%と前年同期に比べ 6.2%ポイント向上。これが営業利益以下の収益を大きく改善させることにつながった。CRO 事業の顧客は、下図表のように田辺三菱製薬と塩野義製薬向け売上高が新たに開示され、顧客増によるリスク分散が図られた。

CSO 事業も新規案件の受託に成功し、売上高は前年同期比 27.9%増の 87 百万円、採算も黒字転換した。

第2四半期末受注残は、前期末比 0.8%増の 3,534 百万円とほぼ横ばいとなったが、12年10月26日時点では同 16.1%増の 4,070 百万円となっている。

<顧客別第2四半期累計売上高推移>



出所) 説明会資料より当センター作成

> 今期予想

今通期の会社予想は修正なし

◆ 会社予想

今上期決算が大幅増益となったものの、会社側は期初の13年3月期予想を据え置き、売上高 3,483 百万円 (前期比 12.0%増)、営業利益 883 百万円 (同 21.3%増)、経常利益 848 百万円 (同 17.3%増)、純利益 508 百万円 (同 19.8%増)。これは、受託案件の中止がないとも限らないことを考慮しているようだ。

前述のように業績の先行指標である受注残は前期末より増大している。また当センターが同社の KPI (業績先行指標) の一つと考える CRA 要員は、11年3月末 133 名、12年3月末 147 名、12年11月9日時点 165 名となっている。

当センターは今期業績予想を再増額修正へ

◆ 当センター予想

当センターの今期予想業績は、下図表のように前回レポート予想を増額した。大きな案件中止が今後ないこと、今上期決算内容をふまえたもの。他方、会社計画ではCRA 要員を今期末 188 名（前期末比 41 名増）としている。昨春新卒採用が 20 名、および同数の中途採用を今期中に組んでいるが、12 年 11 月 9 日時点でも前期末比 18 名増、また過去 3 期において期末 CRA 要員数は計画未達成だったことから、当センターでは今期末 CRA 要員数を 180 名と予想とした。

＜今期業績予想一覧＞

(百万円)	会社予想	前期比	当センター予想		
			前回(8月)	今回	前期比
売上高	3,483	12.0%	3,610	3,723	19.7%
営業利益	883	21.3%	922	1,099	51.0%
経常利益	848	17.3%	957	1,134	56.9%
利益	508	19.8%	550	652	53.8%

(出所) 短信等より当センター作成

➤ 中期見通し

◆ 当センターでは中期予想を再増額修正

会社が公表する具体的な中期経営計画の数字はない。当センターでは上期実績を踏まえ、中期業績予想を下図表のように再増額修正した。主力である CRO 事業の注力領域は中枢神経系とがん領域。これは中長期的に治療に対する既存薬剤の貢献度が低く、患者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ているため。

CRA 要員は、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、当センターは直近の実績を参考に每期 30 名増を想定。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。

以上を基に、16 年 3 月期業績予想は、売上高 5,201 百万円（前期実績比 1.67 倍）、純利益 920 百万円（同 2.17 倍）を見込んでいる。

＜今期以降の業績予想推移＞

(百万円)		12.3 期 (実績)	13.3 期	14.3 期	15.3 期	16.3 期
前回 12年8月 時点	売上高	3,110	3,610	3,970	4,540	5,120
	営業利益	728	922	1,019	1,204	1,391
	経常利益	723	957	1,054	1,239	1,426
	当期純利益	424	550	606	712	820
今回	売上高	3,110	3,723	4,243	4,732	5,201
	営業利益	728	1,099	1,276	1,427	1,565
	経常利益	723	1,134	1,311	1,462	1,600
	当期純利益	424	652	754	841	920

(出所) 当センター作成

投資判断

> 株主還元

今期の増配を期待

◆ 配当性向 20%を想定

会社は目標とする配当性向を明示していない。初配当の07年3月期の配当性向は18.3%であり、上場後初決算である09年3月期決算から11円配当し、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円が安定配当もしくは配当性向20%が配当政策のベースとなっているものと考えられる。配当性向20%を前提にすると、今13年3月期の配当は会社予想11円を当センターでは1円増配の12円、14年3月期以降も増配が期待できよう。

> 株価バリュエーション

同業他社として業容の近いシミックホールディングスとイーピーエスを取り上げた。比較した株価バリュエーションは、予想PERは高い位置にあり、ROEは同業他社を大きく上回っている。当センターの16年3月期の業績予想に基づくと、現在の株価水準は予想PER12.0倍であり、予想PBRも2.6倍以下にまで低下する。新興市場の成長株としては中庸なバリュエーションと言えよう。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

<同業株価比較>

(単位:百万円)	リニカル	シミックHD	イーピーエス
売上高予想	3,723	53,200	40,717
(営業利益率)	29.5%	8.1%	13.5%
実績ROE	45.5%	12.6%	14.9%
予想PER(倍)	16.9	10.1	14.8
実績PBR(倍)	10.2	1.2	2.7
予想配当利回り	1.1%	2.8%	1.5%
株価(円)	968	1,271	236,800
時価総額	11,974	23,160	42,813

(注)リニカルの予想は当センター予想、他2社予想は会社予想(出所)当センター作成

> 今後の株価見通し

当センターの16年3月期業績予想によれば、EPSは80.7円が見込まれており、予想PERは12.0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10~15倍と思われる。今後2~3年で見た妥当株価は800~1,210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)

リターンのおぼ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なり、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。特に記載のないかぎり、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ため、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