

ホリスティック企業レポート リニカル

2183 東証一部

アップデート・レポート
2014年7月28日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20140723

リニカル (2183 東証一部)

発行日:2014/7/28

**製薬会社大手のがん領域などの開発意欲高まりを取り込みへ
15年3月期は豊富な受注残を背景に大幅な営業増益が見込まれる**

> 要旨

◆ CRO 事業を展開

・リニカル(以下、同社)は主にCRO事業を展開している。CROとは、製薬会社が行なう医薬品の開発のうち治験に関わる様々な業務の全て、または一部を代行し、支援をする機関を指す。医薬品販売支援(CSO)事業には10/3期に参入した。

◆ 14年3月期は営業増益予想が一転減益に

・14/3期決算は、売上高3,721百万円(前期比3.4%増)、営業利益706百万円(同29.6%減)であった。同社の期初予想に対する達成率は、売上高で92.3%、営業利益で61.3%であった。
・売上高未達の要因は、内定案件の開始時期の遅れや開発中止案件があったためである。減益要因は、増収見通しに沿った人員増等固定費負担が増す一方で、売上高が想定を下回ったことである。

◆ 15年3月期は豊富な受注残を背景に大幅営業増益へ

・15/3期について同社は、売上高4,846百万円(前期比30.2%増)、営業利益1,023百万円(同44.9%増)を見込んでいる。
・証券リサーチセンターも、同社予想とほぼ同じ水準を予想する。14/3期末受注残が5,604百万円(前期末比18.0%増)と豊富であり、決算公表時には、さらに6,038百万円に積み上がる等受注活動も活発なためである。

◆ 投資に際しての留意点

・同社の業績は、顧客都合により開発案件が中止となるリスクに晒されている。同社は規模の拡大を図ることでリスクの低減を目指している。しかしながら顧客都合により同社の業績が左右される可能性は避けられないと思われる。

アナリスト:松尾 十作

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

	2014/7/18
株価(円)	960
発行済株式数(株)	12,370,000
時価総額(百万円)	11,875

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	24.4	17.7	14.7
PBR(倍)	5.9	4.7	3.8
配当利回り(%)	1.5	1.5	1.5

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.5	11.6	-21.3
対TOPIX(%)	-1.6	2.7	-29.5

【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2013/7/26

【2183 リニカル 業種:サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/3	3,110	23.8	728	152.3	723	159.7	424	186.8	37.2	94.9	11.0
2013/3	3,599	15.7	1,003	37.7	998	38.0	616	45.4	54.1	139.1	16.5
2014/3	3,721	3.4	706	-29.6	703	-29.5	449	-27.2	39.4	162.5	14.0
2015/3 CE	4,846	30.2	1,023	44.9	1,020	44.9	619	37.9	54.4	—	14.0
2015/3 E	4,800	29.0	1,000	41.6	997	41.8	618	37.6	54.2	202.7	14.0
2016/3 E	5,400	12.5	1,200	20.0	1,197	20.1	742	20.1	65.1	253.9	14.0
2017/3 E	6,000	11.1	1,400	16.7	1,397	16.7	865	16.6	75.9	315.8	14.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/10

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

> 事業内容

◆ CRO 事業が主力

リニカル (以下、同社) グループは、同社及び子会社 3 社で構成されており、CRO (Contract Research Organization) 事業を展開している。子会社 3 社とは、LINICAL USA, INC.、LINICAL TAIWAN CO., LTD.、LINICAL KOREA CO., LTD.を指す。CRO とは、製薬会社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、あるいは支援をする機関である。また、医薬品販売支援 (CSO : Contract Sales Organization) 事業には 10/3 期に参入した。この事業は、製薬会社が行う医薬品の販売及びマーケティング業務の一部を同社が代行もしくは支援を行っている。

CRO 業界には、治験の全プロセスを受託する企業やデータ入力及び分析が専門の企業、CRA (Clinical Research Associate、治験モニター) 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、医療機関が治験を手順通り正確に行っ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である。

品質管理業務は CRA が収集したデータを確認する業務であり、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の新薬承認申請までをサポートする業務である。

CRO 事業の 14/3 期売上構成比は 92.3%で、セグメント利益率は 32.5%と高い。これは同社が、がん/中枢神経系 (CNS) 領域を得意とし、同業他社と価格競争をしないためである。CSO 事業においても、CRO 事業と同様にがん/CNS 領域に特化し、同業他社との差別化を図っている。

> 決算概要

◆ 14 年 3 月期は営業増益予想が一転減益に

14/3 期決算は、売上高 3,721 百万円 (前期比 3.4%増)、営業利益 706 百万円 (同 29.6%減)、経常利益 703 百万円 (同 29.5%減)、当期純利益 449 百万円 (同 27.2%減) であった。

同社の期初予想に対する達成率は、売上高で 92.3%、営業利益で 61.3%、同社の期初予想とほぼ同水準の証券リサーチセンター (以下、当センター) の予想を売上高で 8.2%、営業利益で 41.2%下回った (図表 1)。

また14年2月に同社は期初予想を下方修正したが、この修正予想を若干上回った。

期初予想に対し売上高が未達となったのは、内定案件の一部で開始時期が想定より後倒しとなったこと、開発中止案件があったこと等のためである。利益については、顧客より案件の打診があった段階でCRAを中心に前倒しで増員したため、人件費や人材募集費が増加したなかで、上記要因により想定を下回る売上高から売上総利益が前期比14.1%減、営業利益は同29.6%減となった。

【図表1】14年3月期決算概要

	予想			結果	前期比	達成率	乖離率
	会社		証券リサーチ センター				
	期初	修正					
売上高	4,031	3,703	4,054	3,721	3.4%	92.3%	-8.2%
営業利益	1,151	696	1,200	706	-29.6%	61.3%	-41.2%
経常利益	1,144	693	1,207	703	-29.5%	61.5%	-41.8%
当期純利益	687	416	694	449	-27.2%	65.4%	-35.3%

(注) 達成率とはリニカルの期初予想に対する率、また乖離率とは証券リサーチセンター予想に対する率
業績予想修正の公表は14年2月、証券リサーチセンター予想は13年11月時点

(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

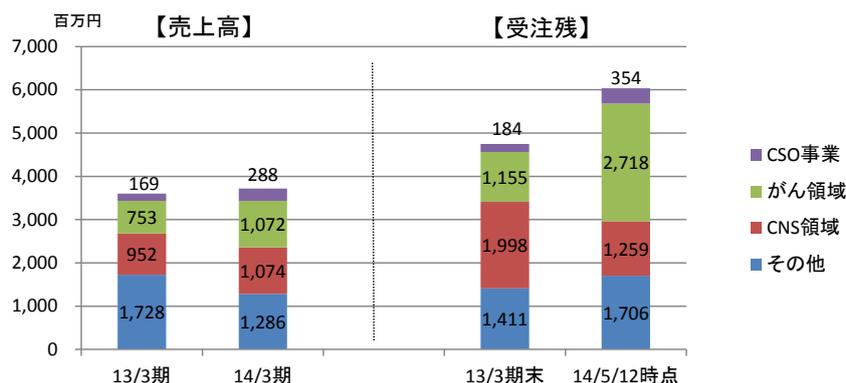
CRO事業は、売上高3,433百万円(前期比0.1%増)、営業利益1,114百万円(同22.8%減)であった。内定案件の開始時期の遅れ、開発中止案件があった一方で、複数の新規案件の受託により、売上高はほぼ横ばいであった。営業減益となったのは、増加傾向にある新規受託案件に対応するためにCRA要員を中心に先行的に増員し、教育を行い、一時的に稼働率が低下したためである。14/3期の受注高は4,020百万円(同14.1%減)、14/3期末の受注残高は5,227百万円(前期末比14.5%増)であった。

CRO事業の売上高は横ばいではあったものの、注力しているがん領域は1,072百万円(前期比42.4%増)、CNS領域は1,074百万円(同12.8%増)、その他領域は1,286百万円(同25.4%減)であった。決算を公表した14年5月12日現在の受注残は5,683百万円、13/3期末比24.5%増と好調である。特にがん領域は2,718百万円、同135.3%増と大幅に増加している。

CSO事業は、売上高288百万円(同70.3%増)、営業利益68百万円(同248.7%増)であった。新規案件の受託により大幅増収となった。14年5月12日現在の受注残は354百万円、13/3期末比92.4%増となった。

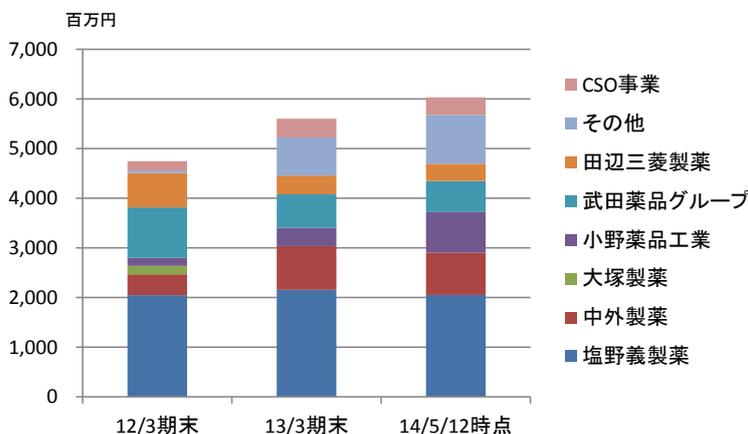
顧客は大手製薬会社を中心となっているが、これは手法や手順が多数存在することにより発生するミスを回避すると同時に、製薬会社内でのシェアを高めることで事業の拡大を図るためである。製薬会社別受注残では、塩野義製薬がトップに位置している(図表 3)。製薬会社が外注しにくいがん領域に戦略的に取り組み、塩野義製薬のがん領域における新薬開発体制に食い込んでいると思われる。

【図表 2】売上高及び受注残推移



(注) CRO 事業の内訳をがん領域、CNS 領域、その他に分けている
(出所) リニカル決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 3】顧客別受注残推移



(注) 各社の受注残には CSO 事業を含まない
(出所) リニカル決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ リニカルの 15 年 3 月期業績予想

15/3 期について同社は、売上高 4,846 百万円(前期比 30.2%増)、営業利益 1,023 百万円(同 44.9%増)、経常利益 1,020 百万円(同 44.9%増)、当期純利益 619 百万円(同 37.9%増)を見込んでいる。事業別売上高予想及び受注高予想は開示されていない。

◆ 15年3月期の証券リサーチセンター予想

当センターの15/3期業績予想は、14/3期実績を踏まえて、前回(13年11月)予想の売上高4,568百万円、営業利益1,398百万円、経常利益1,405百万円、当期純利益808百万円を修正し、同社予想とほぼ同じ水準とした。事業別売上高はCRO事業4,400百万円(前期比28.1%増)、CSO事業400百万円(同38.8%増)を見込んでいる。

この背景は、以下の3点にある。

1. 14/3期末受注残はCRO事業5,227百万円(前期末比14.5%増)、CSO事業377百万円(同104.9%増)、計5,604百万円(同18.0%増)と豊富であること。
2. 14年5月12日現在の受注残はCRO事業5,683百万円(13年5月10日比20.1%増)、CSO事業354百万円(同65.4%増)、計6,038百万円(同22.1%増)と期初の受注活動が活発であること。
3. 14/3期末のCRA要員は197名でCRA要員が当初見込み通りに稼働した12/3期、13/3期の前期末CRA要員一人当たり売上高を参考にCRO事業売上高を予想したこと。

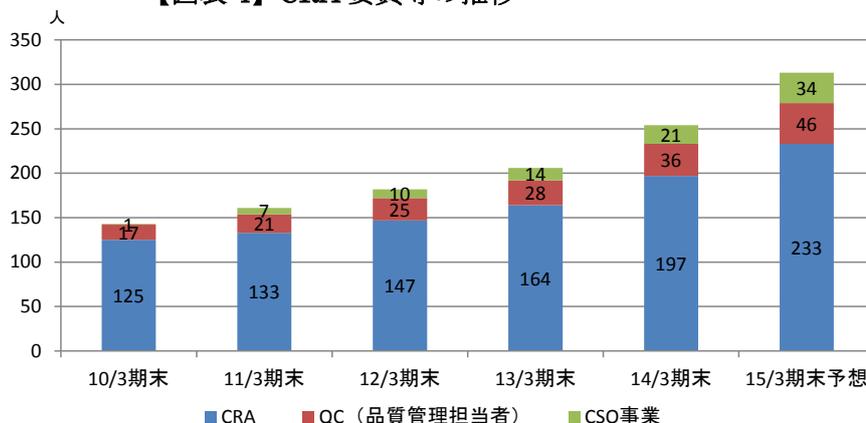
> 中期見通し

◆ 中期経営計画は未公表

同社は、数値目標を伴った中期経営計画を公表していない。しかし、大手製薬会社ががん/CNS領域の新薬開発案件を着実に獲得するには国内事業でのCRA要員を270名体制とし、国内CRO事業売上高を5,500百万円とするイメージを描いているようである。

また、更なる成長を目指すために、海外子会社の成長、CRO事業よりポテンシャルが大きいと同社が判断しているCSO事業の拡大、及び創薬支援事業に着手する模様である。

【図表4】CRA要員等の推移



(注) CRAとQCはCRO事業

(出所) リニカル決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

注1) 大手製薬会社の姿勢
 外資系製薬会社の販売している降圧剤の市販後調査において、データの改ざん疑惑が発覚していることもあり、国内大手製薬会社は、エビデンス(論文)のデータに客観性や科学性を持たせたい、と考えている。

エビデンス(論文)のデータに客観性や科学性を持たせたい大手製薬会社の姿勢^{注1)}もあり、同社のCSO事業への引き合いが増加しているようである。

創薬支援事業は、CRO事業におけるこれまでの実績を基に、製薬会社の新薬開発業務である治験の計画から当局への対応までを受注し、付加価値の高い創薬支援をサポートするものであるが、まだ準備段階にあると言える。

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、14/3期実績を踏まえ、中期業績予想を修正し新たに17/3期予想を策定した。海外子会社を含めたCRA要員は15/3期末230名、16/3期末260名、17/3期末280名と予想した。CRO事業はCNS領域とがん領域の治験数増でCRA要員の稼働率は高い水準を維持でき、CSO事業は規模の拡大により採算性が向上すると想定した。

【図表5】中期業績予想

	旧14/3期E	14/3期実績	旧15/3期E	新15/3期E	旧16/3期E	新16/3期E	新17/3期E
売上高	4,054	3,721	4,568	4,800	5,058	5,400	6,000
CRO事業	3,584	3,433	4,347	4,450	4,817	5,000	5,550
CSO事業	200	288	221	350	241	400	450
営業利益	1,200	706	1,398	1,000	1,585	1,200	1,400
経常利益	1,207	703	1,405	997	1,592	1,197	1,397
当期純利益	694	449	808	618	916	742	865

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ 安定配当が基本方針

配当政策について同社は、安定的かつ適正な利益還元継続を基本としている。14/3期の1株当たり配当金は、期初予想通り年14円であった。15/3期の配当金について同社は、年14円を計画している。当センターも15/3期の配当を14円と予想する。

◆ 顧客都合による開発中止案件の発生がリスク

14/3期実績が期初予想に未達となった要因の一つとして、顧客都合による開発案件の中止が挙げられたが、13/3期以前においても同様な事情により営業減益となったことがあった。同社はこうした顧客都合による開発案件の中止によるCRA要員の稼働率低下を防ぐべく、規模の拡大によるリスクの低減を目指している。しかしながら、顧客都合による同社予想業績の下方乖離の懸念は容易には避けられないと思われる。

◆ 現在の株価水準はやや低い水準

類似企業としてシミックホールディングス (2309 東証一部)、イーピーエス (4282 東証一部) とバリュエーション指標の比較を行った。同社は前期実績 ROE が高いこともあり、実績基準 PBR は他社に比べ高い評価を受けている。一方で今期予想基準 PER を比較すると、今期予想純利益成長率が高い割には、PER はやや割安な水準にあると思われる。ただし前期業績が大幅減益であったことを考慮しなければならない。

【図表 6】 株価バリュエーション

	2183東証一部 リニカル	2309東証一部 シミック ホールディングス	4282東証一部 イーピーエス
決算期	3月	9月	9月
株価(7/18、円)	960	1,889	1,381
PER(今期予想基準、倍)	17.7	42.5	24.6
PBR(前期実績基準、倍)	5.9	1.7	2.8
配当利回り(今期予想)	1.5%	1.9%	1.3%
時価総額(百万円)	11,875	34,421	49,937
ROE(前期実績)	26.1%	9.2%	10.3%
純利益成長率(今期予想)	37.6%	-54.4%	17.3%

(注) リニカルの予想は証券リサーチセンター予想、他 2 社の予想は会社予想
(出所) 証券リサーチセンター

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 10 年 9 月 17 日より開始いたしました。

初回レポート発信時には、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場しておりましたが、13 年 3 月に東証一部に市場変更となりました。

初回レポートの発行から 3 年経過したことや、新興市場に上場している企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

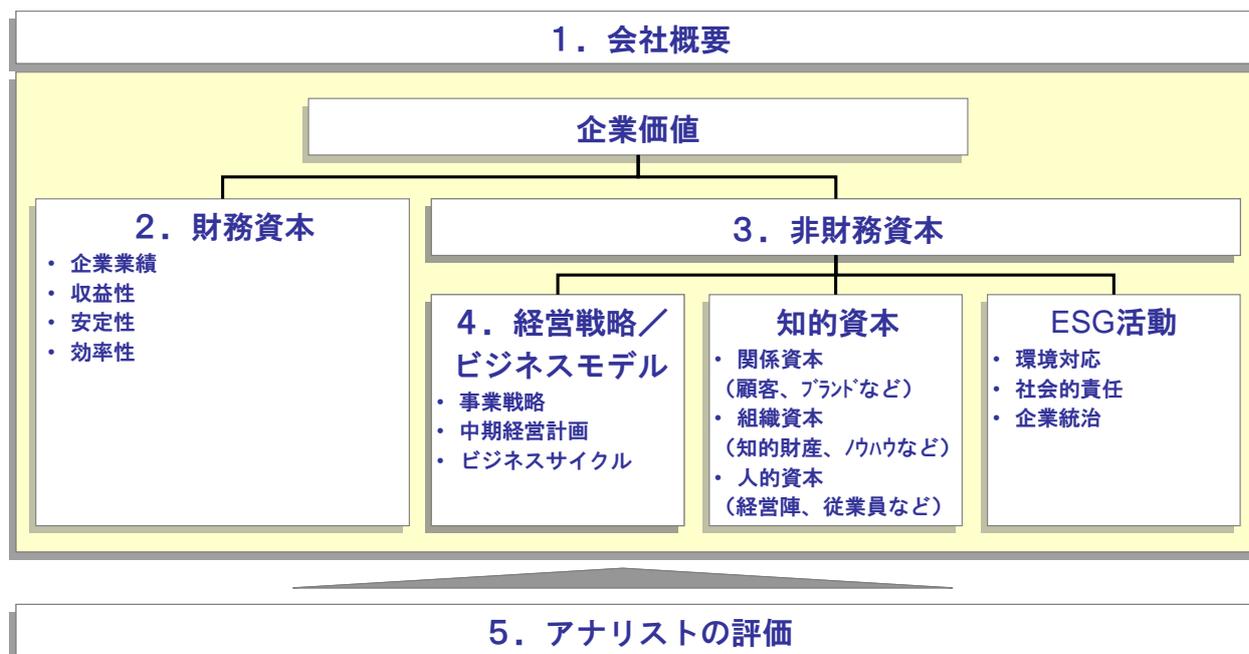
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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 Ratio)

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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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と、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。

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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と、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。