

総合臨床ホールディングス (2399 東証マザーズ)

発行日: 2011/3/22

調査日: 2011/3/16

調査方法: 説明会、電話取材

今期予想は前回予想を踏襲、震災の影響は軽微と思われる。

> 中間決算サマリー

◆ 第2四半期累計実績は会社予想未達成

- ・今期 2011 年 7 月期第 2 四半期累計連結業績は、期初予想に対して未達成。売上高の未達は小幅であったが、収益案件の売上後送りと不採算案件の早期終了のため、売上総利益は予想を大きく下回った。
- ・一方、販売管理費は抑制されており、計画比で 88 百万円の圧縮。しかし、粗利益率の悪化をカバーできず、第 2 四半期会計期間も赤字計上となった。
- ・今期第 2 四半期累計連結受注高は、前期比▲6.5%となったものの、受注残高は前年同期末比+6.0%の 9,512 百万円と過去最高となった。

◆ 今期及び来期以降の連結業績予想は、前回予想を踏襲

- ・今期 2011 年 7 月期連結業績の会社計画は期初予想を修正せず。担当アナリストは、会社計画よりも保守的な見通しを維持している。
- ・3 月 11 日の東北地方太平洋沖地震の影響については、現時点(3/14 リリース)では当グループの従業員に対する人的被害はなく、CRC 要員は、東北地方の配置は数名程度であることに加え、当社は東北地方の治験を関西以西の実施に振り替えることなどの対応が可能であり、業績に与える影響は軽微のようだ。
- ・2 期先の売上高の源泉となる今期の予想受注高は増額修正となったものの、増加額は 3 億円程度であり、中期的な予想値は修正せず。

◆ 新中期経営計画を公表

- ・2015 年 7 月期を最終年度とする新中期経営計画を公表した。最終年度に新規事業売上高 18 億円を含む連結売上高予想 100 億円(前期比 2.05 倍)、純利益 6.25 億円(2.10 倍)と強気の目標を掲げている。
- ・新規事業の戦略は、やや抽象的。M&Aも視野に入れての計画だが、手元資金を使って売上高営業利益率を悪化させないことが基本スタンスのようだ。
- ・より現実的には、2014 年 7 月期で売上 60~70 億円、当期利益 4~5 億円が目標となる。

> 投資判断

◆ 株価に割高感はない

- ・比較対象企業(アイロムホールディングス、イーピーエス)と比べたバリュエーションではほぼ妥当な水準。

◆ 妥当株価は 48,000 円~51,600 円程度

- ・新中期経営計画の戦略や抽象的であり、また目標値は高く、実現性は高いとは思われない。したがって、担当アナリストの中期予想は特に修正していない。
- ・2014 年 7 月期連結 EPS は 3,686 円を見込み、予想 PER は 10.6 倍。今後の成長を 5%程度と考えると株主資本コストを 12%と見ても、割引率は 7%程度となり、そこから逆算される PER は 13~14 倍が想定される。したがって今後 2~3 年での妥当株価は、48,000 円~51,600 円程度と考えられる

アナリスト: 松尾 十作

+81 (0)3-3239-2930

matsuo@holistic-r.org

【主要指標】

株価(円)	38,900
発行済株式数	104,986
時価総額(百万円)	4,084
上場日	2004/4/8
上場来パフォーマンス	-17.81%

	前期	今期
PER(倍)	13.9	13.3
PBR(倍)	1.00	0.94
配当利回り	3.1%	3.1%

	σ	β 値
リスク指標	39.3%	0.70

【主要 KPI (業績指標)】

	2009/7	2010/7
CRC 要員(人)	303	300
受注高	5,160	5,386

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	1.1	9.8	14.2
対 TOPIX(%)	-3.3	-0.7	7.3

*用語の説明は最終頁をご覧ください

総合臨床ホールディングス (2399 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2009/7 期 実績	2010/7 期 実績	2011/7 期 会社予想	2011/7 期 予想	2012/7 期 予想	2013/7 期 予想	2014/7 期 予想
売上高	4,826	4,887	5,154	5,150	5,400	5,600	5,900
前年比	+17.4%	+1.3%	+5.5%	+5.4%	+4.9%	+3.7%	+5.4%
営業利益	424	580	767	700	755	785	860
前年比	+12.0%	+36.7%	+32.1%	+20.6%	+7.9%	+4.0%	+9.6%
経常利益	419	566	754	687	742	772	847
前年比	+12.8%	+35.3%	+35.3%	+21.2%	+8.0%	+4.0%	+9.7%
当期純利益	250	298	328	307	332	352	387
前年比	+752.3%	+19.0%	+10.0%	+2.9%	+8.1%	+6.0%	+9.9%
期末株主資本	3,984	4,169	4,392	4,350	4,545	4,750	4,980
発行済株式数	103,740	106,798	104,986	104,986	104,986	104,986	104,986
EPS(円)	2,416	2,793	3,124	2,924	3,162	3,353	3,686
配当(円)	1,000	記 1,200	1,000	1,200	1,300	1,400	1,500
BPS(円)	38,405	39,037	41,835	44,435	43,298	45,251	47,437
ROE	6.3%	7.3%	7.7%	7.2%	7.5%	7.5%	7.6%
株価(円)	40,450	37,350	38,900	38,900			
PER(倍)	16.7	14.7	12.5	13.3	12.3	11.6	10.6
配当利回り	2.5%	3.2%	2.6%	3.1%	3.3%	3.6%	3.9%
PBR(倍)	1.05	0.96	0.93	0.94	0.90	0.86	0.89

(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。2010年7月期の配当は、記念配当 200円を含む。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 決算数値

<2011.7 第2四半期累計予想・実績>

	前期2Q 実績	2Q期初 予想	2Q 実績
売上高	1,736	1,560	1,520
営業利益	▲76	▲5	▲153
経常利益	▲73	▲10	▲150
当期利益	▲36	▲50	▲86

(単位:百万円)

予定案件の売上計上先送りと、不採算案件の早期終了で、粗利益率は悪化

2011年2月期第2四半期累計連結業績は、期初予想に対して未達成となった。売上高の未達は小幅であったものの、売上構成が当初想定通りにならなかったことが利益面でマイナスに働いたようだ。計画では第2四半期は、営業黒字を見込んでいたが、結果として四半期の損益分岐点には達しなかった。

主な要因としては、①第2四半期に終了予定だったプロジェクト案件において、症例追加が発生したことにより、売上計上時期が第3四半期以降にずれ込んだこと。②第3四半期に計上予定だった不採算案件が早期終了となり売上に計上されたこと、などがあげられる。その結果、原価率が上昇し、売上総利益は計画比で236百万円未達となった。

第2四半期累計で販売管理費は、事業子会社の統合効果等により、計画比で88百万円圧縮された。しかしながら、売上総利益の大幅な悪化を吸収するまでには至らなかった。なお、受注高は2,726百万円(前期比▲6.5%)であったが、受注残高は9,512百万円(前年同期末比+6.0%)と過去最高となった。

> 業績見通し

<下期売上高計上予定 大型案件抜粋>

	領域	治験段階	金額
A社	皮膚科	Ph. II	212
B社	整形外科	Ph. III	165
C社	泌尿器科	Ph. III	99
D社	婦人科	Ph. III	99
E社	心療内科	Ph. III	97

(単位:百万円)

<2011.7 期 実績・予想比較>

	期初 会社計画	修正 会社計画	アナリスト 予想
売上高	5,154	5,154	5,150
総利益	2,282	2,084	2,215
販管費	1,515	1,317	1,515
営業利益	767	767	700
経常利益	754	754	687
当期利益	328	328	307

(単位:百万円)

東北地方太平洋沖地震の影響は軽微と思われる

会社は、第2四半期の決算を受けて、粗利益と販売管理費の予想数値を修正したものの、通期の利益予想は期初計画を据え置いた。これに対して担当アナリストは、前回(2010年12月7日)のレポートで営業利益以下の収益を減額修正しており、今回はその数値を据え置いた。第3四半期以降は大型案件の売上計上を見込めることが背景にある。

また、受注高予想は期初計画5,516百万円(前期比+2.4%)から修正計画5,794百万円(同+7.6%)へと増額修正された。皮膚科や内分泌・代謝内科領域で大型受注が見込めるようだ。

東北地方太平洋沖地震の影響については、業績面への影響につき特にリリースはない。現時点(3/14リリース)ではグループの従業員に対する人的被害はなく、今期予想売上高で15%を占める連結子会社「あすも臨床薬理研究所」の仙台オフィスで、ライフラインが遮断されたが、大きな被害はなかったようだ。売上獲得の要であるCRC要員(前期末300名)は、東北地方には数名程度の配置であること。また当社は全国展開をしており、東北地方での治験を関西以西での実施に振り替えられること、などから業績への影響は軽微と考えられる。

来期以降の中期予想は前回予想を踏襲している。2期先の売上高の源泉となる2011年7月期受注高予想は増額修正されているが、3億円弱であるため、中期予想を修正するほどのインパクトはないと判断した。

中期の見通し

> 中期経営計画

<中期経営目標数値>

	2010.7期 実績	2015.7期 計画
売上高	4,887	10,000
(既存事業)	4,887	8,200
(新規事業)	0	1,800
営業利益	580	1,100
(既存事業)	580	1,100
(新規事業)	0	0
当期利益	298	625
ROE	7.5%	12.5%
CRC要員	300名	400名
SMOシェア	12%	15%

(単位:百万円)

**2015.7期売上高目標は、
新規事業含めて100億円。
具体的な新規事業は、まだ
不透明な段階**

**2015.7期に売上60~70億
円、利益4~5億円がより現
実的な目標となろう**

2008年7月期を初年度とする中期経営計画は前期で終了し、大幅な未達に終わった。今回2015年7月期を最終年度とする新中期経営計画が公表された。まずこの中で、企業理念は以下のように改定された。

旧：「企業として高度な社会的責任を果たしつつ国民医療の発展に貢献し、株主をはじめとするステークホルダーの皆様すべての期待に答えること。」

新：「高い倫理性と責任のもと、医療現場の支援を通じて、医療の発展に貢献します」

会社の説明では「SMO」から「総合医療サービス支援企業」へと事業範囲を広げ、計画の最終年度の売上高目標100億円のうち、新規事業を18億円と想定している。

既存のSMO事業に関しては、国際共同治験や難治性疾患領域の増大によって、市場は約5%の安定成長と想定している。さらに、①当社が得意とする生活習慣病や整形外科、泌尿器領域の伸長、②がん・中枢神経系領域等の難治性疾患領域などの重点領域の拡大、③ITを利用した臨床研究支援業務（特にフェーズ4を対象）のスタート、④提携先外資系CRO企業との協業拡大、などにより売上・収益の向上を目指している。CRC要員は前期末300名を2015年7月期末時点では400名と想定している。

新規事業は、売上高目標は掲げるものの収益貢献は想定せず、2016年7月期以降の収益成長のドライバーとの位置づけ。新規事業の戦略は、①医療現場のニーズの把握・発掘、②製薬メーカーのニーズの掘り起こし、③医療制度改革等の環境変化の中から生まれるビジネスチャンスの追求、を掲げているものの具体性には欠ける。

考えられる新規事業領域としては、①外資系CRO企業との提携を起点としたCRO業務への進出、②調剤薬局など医薬品販売事業、③ネット上での治験医師を対象とした製薬メーカーとの意見の交換の場の形成、④医療現場での機器賃貸事業、⑤人材派遣業務、⑥医療現場からの意見、要望、不満を体系化し関連する企業への情報提供、などが挙げられる。M&Aも視野に入れているようだが、手元資金を活用しつつ、現在の売上高営業利益率を悪化させないことが基本スタンスのようだ。

今回の中期経営計画も前回同様かなり高い目標値であり、また12.5%というROE目標を設定した意欲は評価したい。しかし、具体的な戦略からみた実現性は高いとは思えない。まずは、市場シェアの拡大と前回の中期計画の目標値であるROE10%を達成することが現実的な目標といえる。したがって、2015年7月期で売上60~70億円、当期利益4~5億円が中期的な目標となろう。

投資判断

> 株価バリュエーション

比較対象企業としては、事業内容からアイロムホールディングスとイーピーエスが挙げられる。アイロムは特設注意市場銘柄のため、イーピーエスと比較した場合、当社株はほぼ妥当なバリュエーションといえる。

<同業との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	総合臨床 HD	アイロム HD	イーピーエス
売上高	5,150	13,800	11,230
(営業利益率)	13.6%	0.1%	14.1%
当期利益	307	70	2,201
純資産	4,169	2,481	14,347
実績 ROE	7.9%	—	18.7%
予想 PER	13.3 倍	26.6 倍	15.5 倍
実績 PBR	1.0 倍	0.8 倍	2.4 倍
配当利回り	3.1%	0.0%	1.8%
過去3年成長率	11.6%	▲2.5%	17.9%
株価	38,900 円	1,994 円	191,000 円
時価総額	4,084	1,865	34,156

(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、当期利益は今期ベース

(注3) PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出

(注4) アイロム HD は特設注意市場銘柄

> 株主還元

当社は上場以来配当を続け、2006年7月期以降は普通配当1,000円、前2010年7月期は創立20周年記念配当200円を実施。安定配当主義ではあるが、30%程度を配当性向の目安としており、今後増益基調が続けば増配期待が高まろう。なお1月末及び7月末株主に対して健康食品を贈呈していたが、健康食品の販売業務から撤退したため、2010年7月期から株主優待制度を廃止している。

> 今後の株価見通し

担当アナリストの2014年7月期業績予想によれば、EPSは3,686円が見込まれており、予想PERは10.6倍となる。今後の成長を5%程度と考えると株主資本コストを12%と見ても、割引率が7%程度と考えられ、そこから逆算されるPERは13~14倍。よって今後2~3年での妥当株価は、48,000円~51,600円程度と考えられる。

本レポートの特徴

■ 中立・公平な情報を発信

本レポートは、早稲田大学知的資本研究会が、同研究会に所属している中立的な立場にあるアナリスト経験者に企業調査及び株式評価を依頼し、その調査レポートを監修・公表することで、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、情報の非対称性を改善することを目的としています。

■ 企業の知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートは、インテレクチャル・キャピタル・インターナショナル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ております。企業価値や経営戦略の分析・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、企業の強み・弱みを明らかにし、また企業の社会的責任やESGの視点からも評価を行っています。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、広く投資判断の材料を提供します。

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)

リターンに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、インテレクチャル・キャピタル・インターナショナル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、早稲田大学知的資本研究会に所属する証券アナリストが同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、投資資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暗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、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。
 ・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およびその他の知的所有権等の一切の権利は早稲田大学知的資本研究会に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。