

総合臨床ホールディングス (2399 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/20
調査日: 2012/4/09
調査方法: 企業訪問

今期予想業績を増額修正

> 要旨

◆ 好調な業績推移

- ・2012.7 期第 2 四半期累計は会社側期初予想を大きく上回る結果となった。増収効果により総利益率が大きく改善、販管費は事業子会社の統合効果で減少。結果、営業利益は 334 百万円と前年同期の赤字 153 百万円から 488 百万円の向上となった。
- ・今 2012.7 期業績のアナリスト予想は会社予想を増額修正。KPIから 2010.7 期受注高実績と売上高計上基準の一部変更に伴う今期の増収要因、臨床研究支援売上高見込み額を背景に、今期予想売上高を会社予想 5,793 百万円から 5,900 百万円とした。営業利益以下各段階の利益予想は増収効果によるもの。配当予想は配当性向 30%から会社予想 1,200 円を 1,350 円に増額した。

◆ 中期経営計画の進捗

- ・アンメットメディカルニーズ領域への対応や新規施設開拓の推進、CRC 要員増、SOGO 学術委員会の立ち上げなど、具体的な進捗が図られているようだ。
- ・特にがん領域への注力が数字に表れている。治験数の増大がみられ、がん認定CRC要員の社内認定制度を設けるなど今後の成長政策も示されている。

> 投資判断

◆ 前回予想を修正

- ・担当アナリストは 14.7 期予想までの前回予想を増額修正し、新たに 15.7 期予想を加えた。CRC 要員増など前向きなコスト増要因はあるものの、前期実績がアナリスト予想を上回ったこと、今期見通しが 2 桁の増収予想であること、などが背景にある。
- ・配当についても配当性向 30%から来期以降も増配を予想し、15.7 期は 1,750 円、前期実績比 550 円増を見込んだ。

◆ 想定株価は 58,400~62,900 円

- ・担当アナリストの 2015 年 7 月期業績予想によれば、EPS は 4,492 円が見込まれており、予想 PER は 12.3 倍となる。妥当 PER を 13~14 倍のレンジと想定すると、中期的な妥当株価は、58,400 円~62,900 円程度と考えられる。

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】	2012/4/13
株価(円)	55,400
発行済株式数	107,740
時価総額(百万円)	5,969
上場日	2004/4/8
上場来パフォーマンス	-11.8%

	前期	今期予想
PER(倍)	13.8	12.0
PBR(倍)	1.4	1.3
配当利回り	2.2%	2.4%

	σ	β 値
リスク指標	37.0%	0.76

【主要KPI(業績指標)】

月次売上高	受注高 (百万円)	CRC (期末、人)
2009.7期	5,160	303
2010.7期	5,386	300
2011.7期	6,284	316

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	36.3	42.9	63.2
対TOPIX(%)	33.3	21.8	66.0

*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20120417

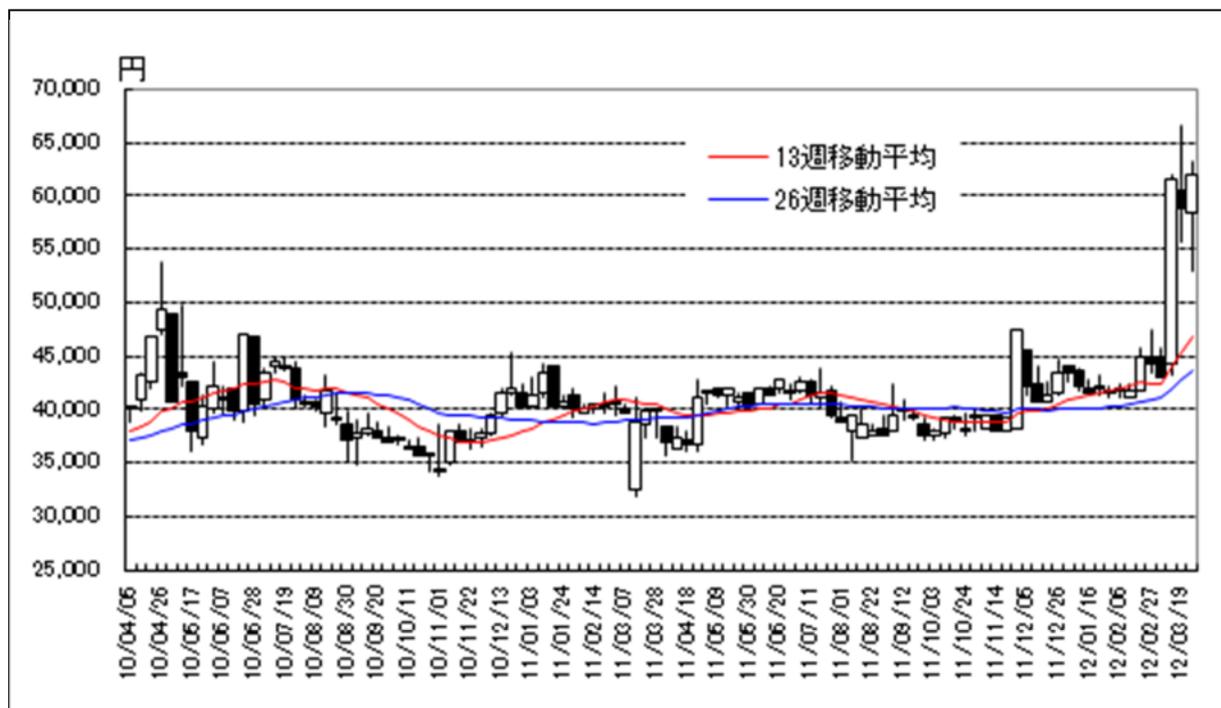
総合臨床ホールディングス (2399 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2010/7期 実績	2011/7期 実績	2012/7期 会社予想	2012/7期 予想	2013/7期 予想	2014/7期 予想	2015/7期 予想
売上高	4,887	5,157	5,793	5,900	6,400	6,900	7,500
前年比	1.3%	5.5%	12.3%	14.4%	8.5%	7.8%	8.7%
営業利益	580	801	884	910	940	980	1,050
前年比	36.7%	38.1%	10.3%	13.6%	3.3%	4.3%	7.1%
経常利益	566	806	887	913	943	983	1,053
前年比	35.3%	42.3%	10.0%	13.3%	3.3%	4.2%	7.1%
当期純利益	298	421	457	481	493	513	548
前年比	19.0%	41.4%	8.5%	14.3%	2.5%	4.1%	6.8%
期末株主資本	3,908	4,121	—	4,457	4,794	5,134	5,494
発行済株式数	107,740	107,740	107,740	107,740	107,740	107,740	107,740
EPS(円)	2,945.5	4,004.5	4,249.6	4,616.5	4,731.7	4,923.6	5,259.6
配当(円)	1,200	1,200	1,200	1,350	1,450	1,600	1,750
BPS(円)	39,546.5	40,563.7	—	42,777.2	46,009.5	49,278.7	52,728.7
ROE	7.9%	10.5%	—	11.2%	10.7%	10.3%	10.3%
株価(円)	40,900	39,500	55,400	55,400	—	—	—
PER(倍)	13.9	9.9	13.0	12.0	11.7	11.3	10.5
配当利回り	0.0%	1.6%	2.2%	2.4%	2.6%	2.9%	3.2%
PBR(倍)	3.8	1.2	—	1.3	1.2	1.1	1.1

(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。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 決算数値

(百万円、%)	2011.7期		
	会社 予想	アナリスト 予想	実績
売上高	5,154	5,150	5,157
営業利益	767	700	801
経常利益	754	687	806
利益	328	307	421

(出所)会社資料他より作成

2012.7 期上期は会社側期
初予想を大きく上回る

(百万円、%)	2012.7期第2四半期累計		
	会社 予想	実績	前年 同期比
売上高	2,052	2,548	67.6
営業利益	102	334	黒転
経常利益	105	337	黒転
利益	21	179	黒転

(出所)会社資料より作成

◆2011.7 期

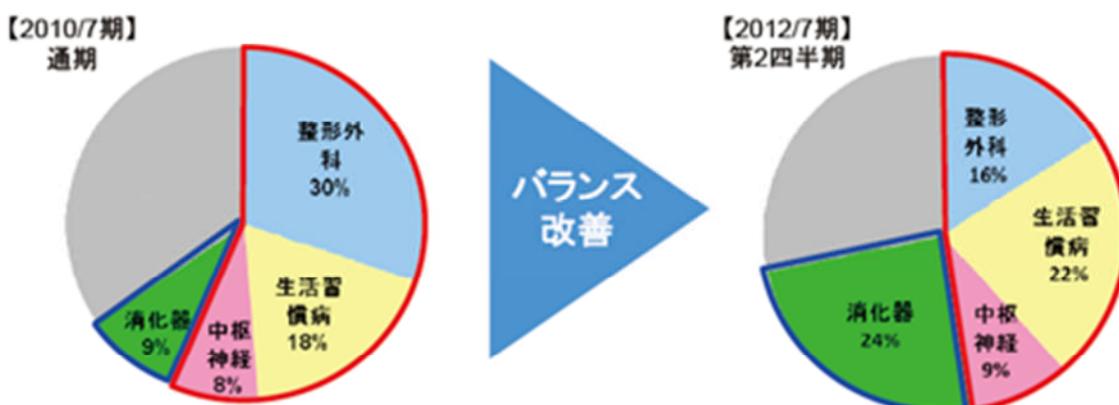
前 2011.7 期は会社予想・アナリスト予想 (2011 年 3 月 22 日付レポート) とともに上回る結果だった。売上高は、第 4 四半期会計期間に大型案件が多数終了し 5,157 百万円 (前期比 5.5%増) と順調な結果となった。一部の大型案件で原価率が上昇、またフェーズ 1 の受注単価下落もあり、総利益率は 41.2%と会社予増 (44.3%)、アナリスト予想 (43.0%) を下回った。販管費は事業子会社の統合効果が想定以上に表れたことから総利益の悪化を吸収。営業利益以下各段階の利益は会社予想・アナリスト予想を上回る結果となった。

受注高は、糖尿病のフェーズ 3 (389 百万円) や呼吸器のフェーズ 3 (207 百万円) などの大型案件が貢献し、会社予想 (5,516 百万円) やアナリスト予想 (5,794 百万円) を上回る 6,284 百万円 (前期比 17.0%増)。期末受注残は 9,426 百万円 (前期末比 14.0%増) と積み上がる形となった。

◆2012.7 期第 2 四半期累計

2012.7 期第 2 四半期累計は会社側期初予想を大きく上回る結果となった。下期終了見込みの治験が前倒しで終了したことによる売上高 381 百万円のプラス効果と治験の順調な進捗が多く見られたことから、売上高が前年同期比 67.6%増の 2,548 百万円だった。増収効果により総利益率 38.3%と前年同期 33.8%から大きく改善が図れ、販管費は事業子会社の統合効果から 641 百万円と同 667 百万円と比べ減少。結果、営業利益は 334 百万円と前年同期の赤字 153 百万円から 488 百万円の向上となった。

<受注領域構成の変化>



(出所)2012 年 7 月期第 2 四半期決算説明会資料

受注領域構成のバランス改善は顧客への受注競争力アップに

受注高は 3,849 百万円(前年同期比 41.0%増)と大きく伸長。提案営業で大型案件を取り込めたようだ。大型案件では整形外科 280 百万円、生活習慣病 405 百万円、中枢神経系 154 百万円、消火器 163 百万円、呼吸器 243 百万円、などが挙げられる。特に注目したいのは主要領域のバランスが改善されたこと。4 大主要領域の 2012.7 期第 2 四半期累計の受注領域は、2010.7 月通期と比べて偏りが是正された。これは顧客に対する受注活動の際の競争力強化につながるものと思われる。

> 今期業績見通し

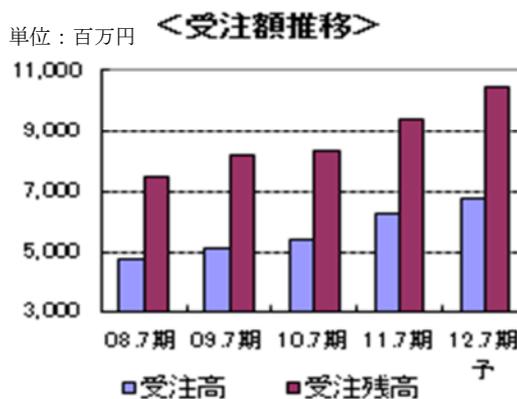
今 2012.7 期受注高予想は 6,800 百万円(前期比 8.2%増)と市場成長が 5%と見込まれる経営環境下で好調見通し。耳鼻科・皮膚科・整形外科や生活習慣病の領域において 1 億円以上の大口受注が見込まれるため。下期に相当する 2~7 月期では前年同期比 16.9%減予想だが、これは上期の前倒し受注に加え、来期への後倒し案件が見込まれるため。

(百万円、%)	2012.7期予想		
	会社 予想	アナリスト 予想	前期比
売上高	5,793	5,900	14.4
営業利益	884	910	13.6
経常利益	887	913	13.3
利益	457	481	14.3

(出所)会社資料他より作成

今 2012.7 期業績のアナリスト予想は、会社予想を増額修正した。主要 K P I (業績指標)として、担当アナリストは治験コーディネーター(CRC)要員と受注高を取り上げている。調査開始のためのフルレポートで同社のビジネス・サイクルを 24 ヶ月としているが、2010.7 期受注高実績と売上高計上基準の一部変更(完全完成基準から症例完成基準)に伴う今期の増収要因(356 百万円)、そして受注から売上高計上まで短い臨床研究支援売上高見込み(259 百万円)額を背景に、今期売上高を会社予想 5,793 百万円(前期比 12.3%増)から 5,900 百万円(同 14.4%増)とした。営業利益以下各段階の利益は増収効果によるもの。配当予想は配当性向 30%から会社予想 1,200 円を 1,350 円に増額した。

担当アナリストは配当含め、今期予想業績を増額修正



(出所)有価証券報告書より作成、予想はアナリスト予想

中期の見通し

> 中期計画の進捗

がん領域への注力など、見るべき具体的成果が図られている

同社の中期経営計画は、最終年度である2015.7期に売上高100億円、営業利益11億円を掲げている。メイン戦略は事業成長・拡大戦略だが、幾つかの具体的指針を設けており、その進捗は以下の通り。

1、アンメットメディカルニーズ領域への対応

(注：未だ満たされていない医療ニーズ、未だ有効な治療方法がない医療ニーズ)

同社はがん領域に注力しており、2011年1月時点35案件が2012年1月時点51案件と治験数が増大している。

2、新規施設開拓の推進

生活習慣病領域は底堅い需要があることから、専門性の高いクリニックの掘り起しに努めた結果、提携医療機関数は2012年1月末時点2,477施設と前年同期末に比べ162施設増加した。これら提携医療機関数の増加で、2012年7月期第2四半期受注額が約11億円増加となった。

3、CRC要員増

企業規模の拡大に伴い離職率の高い中途採用から、教育費は嵩むものの定着率が高く、ロイヤリティの高い新卒採用にシフトしている。新卒採用数は、2009年6人→2010年8人→2011年22人→2012年45人と増大。今後も40人程度を毎年採用する計画のようだ。

4、SOGO学術委員会の立ち上げ(2012年2月)

臨床試験分野に深い学識を持つ有識者に委員を依頼し、同社事業に対するアドバイスを受けるとともに広く医療業界発展のための議論を行うためのSOGO学術委員会を組織化した。

> アナリストの評価

新卒CRC要員数増は今期以降のコスト増要因だが、次期中期経営計画で大きな力へ

1、“がん”領域は特に製薬会社が力を入れており、“がん”関連の治験届出件数は5年間で2倍以上に増加している。同社は社内認定制度として「がん認定CRC制度」を設けるなど人材教育も含め注力している。この認定CRC要員は2012年1月末5名を2015年には45名を目指している。認定要員の推移やがん領域の受注額(11.7期約170百万円)の推移を見守りたい。

2、提携医療機関数の多さは同社の強みの一つ。提携医療機関は新規加入もあれば契約解消もあるため、今後とも提携医療機関数の増減に留意したい。

3、経営の屋台骨であるSMO事業成長のためには、CRC要員数の増加は欠かせない。今期までは事業子会社の統合でのコスト削減が図られたが、新卒CRC要員数増は今期以降のコスト増要因となる。ここ数年の新卒採用は次期中期経営計画で大きな力となる。

4、SOGO学術委員会の立ち上げの最も大きな効用は、顧客に外部に対するアピールと思われる。

➤ 来期以降の業績

新規事業の施設情報データベース提供サービスは、既に提案営業で効果発現へ

前回の業績予想を下記図表のように修正した。修正の背景は、
 ①前述のように、前 11.7 期実績が会社予想・担当アナリスト予想を上回ったこと。
 ②同様に今 12.7 期業績予想が 2 桁増収見込みであること。
 ③事業子会社の統合効果で販管費の減少にみられるように前期までスリム化が図られてきたが、来 13.7 期以降、前向きなコスト増傾向が見込まれること。
 ④11 年・12 年春新卒採用の C R C 要員が 15.7 期には収益貢献すると見込み、14.7 期に比べ収益性の改善を期待した。
 ⑤12 年 3 月にリリースされた C R O 事業子会社設立だが、実質は 10.7 期より売上計上されている臨床研究支援事業の子会社化であり、収益面では収支均衡と見込んだ。
 ⑥新規事業の一つに施設情報データベースの提供サービスがある。提携医療機関の手がけている領域、担当ドクター数やその経験年数などをデータベース化するようなモデルと思われるが、この事業は既に提案営業で効果発現と思われる。データベースの外部売りについては売上高を見込まず損益面では収支均衡と見込んだ。

中期経営計画は、15.7 期売上高を従来事業 82 億円、新規事業 18 億円の都合 100 億円、営業利益は新規事業を収支拮抗として既存事業で 11 億円を掲げている。担当アナリストは既存事業で売上高 75 億円、営業利益 10.5 億円を予想した。

＜今期以降の業績予想推移＞ (百万円)

		12.7期	13.7期	14.7期	15.7期
前回 11/3/22 時点	売上高	5,400	5,600	5,900	
	営業利益	755	785	860	
	経常利益	742	772	847	
	純利益	332	352	387	
今回	売上高	5,900	6,400	6,900	7,500
	営業利益	910	940	980	1,050
	経常利益	913	943	983	1,053
	純利益	481	493	513	548

(出所)担当アナリスト予想から作成

投資判断

> 株価バリュエーション

同社株はやや割安なバリュエーション

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。アイロムは前3月期予想営業利益が赤字見通しのため、イーピーエスと比較した場合、同社株はやや割安なバリュエーションと思われる。

＜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	5,900	10,900	35,070
(営業利益率)	15.4 %	-- %	13.8 %
当期純利益	481	-980	2,255
純資産	4,394	2,674	16,424
実績ROE	10.5 %	-- %	16.4 %
予想PER	12.0 倍	-- 倍	15.0 倍
実績PBR	1.4 倍	0.9 倍	2.4 倍
配当利回り	2.4 %	0.0 %	1.8 %
過去3年成長	18.2 %	0.6 %	14.8 %
株価	55,200 円	2,612 円	189,800 円
時価総額	5,947	2,443	34,316

(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、純資産
 (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

(出所) 各種資料より作成

> 株主還元

同社は上場以来配当を続け、2010年7月期は創立20周年記念配当200円を実施し都合1,200円配。前2011年7月期は普通配当1,200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2012年7月期は会社予想1,200円を担当アナリストは1,350円に増額修正。来2013年7月期以降も担当アナリストは増配が続くと予想した。

> 今期の株価見通し

担当アナリストの2015年7月期業績予想によれば、EPSは4,492円が見込まれており、これを現在の株価水準に当てはめた予想PERは12.3倍となる。妥当PERを13~14倍のレンジと想定すると、中期的な妥当株価は、58,400円~62,900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、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、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が、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