

# ホリスティック企業レポート セルソース

## 4880 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート  
2019年11月1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 20191031

## 再生医療を提供している医療機関をサポートする事業を展開 再生医療の知見を活かした化粧品も販売

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

### 【 4880 セルソース 業種 : 医薬品 】

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)
2017/10	519	3.7×	159	-	158	19.1×	111	17.3×	77.4	144.3	0.0
2018/10	1,212	133.6	295	85.4	294	85.4	193	73.6	134.3	278.7	0.0
2019/10 予	1,556	28.3	280	-4.9	260	-11.6	183	-5.2	126.5	-	0.0

(注) 単体決算、予想は会社予想、2018年5月10日付で1:2、2019年4月1日で1:200の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【 株式情報 】	【 会社基本情報 】	【 その他 】
株価 8,520円 (2019年10月30日)	本店所在地 東京都 渋谷区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 1,920,000株	設立年月日 2015年11月30日	みずほ証券
時価総額 16,358百万円	代表者 裙本 理人	【監査人】
上場初値 6,020円 (2019年10月29日)	従業員数 56人 (2019年8月末)	EY新日本有限責任監査法人
公募・売出価格 2,280円	事業年度 11月1日～翌年10月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度末翌日から3カ月以内	

### > 事業内容

#### ◆ 再生医療関連法案施行でセルソースを設立

セルソース(以下、同社)は、再生医療をしている医療機関向けのサービスである再生医療関連事業と、一般消費者向けの化粧品等を販売しているコンシューマー事業を営んでいる(図表1)。

同社は15年11月に設立された。「再生医療等の安全性の確保等に関する法律(以下、再生医療安全性確保法)」と「医薬品、医療機器等の品質、有効性及び安全性の確保等に関する法律」が14年11月に施行されたことにより、再生医療にビジネスチャンスを見出し、同社設立に至った。

【 図表 1 】 事業別売上高

(百万円)

事業別	18/10期			19/10期3Q累計	
	売上高	売上構成比	前期比	売上高	売上構成比
再生医療関連	775	64.0%	108.1%	823	70.2%
コンシューマー	436	36.0%	198.9%	348	29.8%
合計	1,212	100.0%	133.6%	1,172	100.0%

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 再生医療関連事業

再生医療安全性確保法は、従来医療機関で行われていた再生医療に用いる細胞の加工作業を、外部企業へ委託することを認めている。委託が認められる先は特定細胞加工物製造許可を取得している施設を持つ企業で、同社の再生医療センターが17年2月に同許可を取得している。

再生医療関連事業は、脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託サービスとして、①脂肪由来幹細胞<sup>※1</sup>加工受託サービス、②血液由来加工受託サー

(注1) 脂肪由来幹細胞  
再生医療の分野で、脂肪由来幹細胞は、ES細胞、iPS細胞と同じくらい注目されている。脂肪組織だけでなく、骨、軟骨、心筋細胞等に分化する能力もある。脂肪組織は体表面に近い部分にあることから、比較的簡単に採取できる利点がある。

ビス、③FatBank サービスを行っている。これらのサービスに加えて④再生医療等法規対応サポートサービス、⑤医療機器販売も行っている。

脂肪由来幹細胞加工受託サービスでは、医療機関が患者から採取する脂肪組織を同社が預かり、脂肪由来幹細胞を抽出、培養、凍結保存する加工作業を行っている。

血液由来加工受託サービスでは、医療機関が患者から採取する血液を同社が預かり、その血液から多血小板血漿<sup>注2</sup>を作成し、活性化させ、成長因子等を凝縮し、無細胞化した後に凍結乾燥したPFC-FD<sup>注3</sup>を作成する加工作業を行っている。多血小板血漿を加工し長期保管を可能にするフリーズドライ製法の特許を18年8月に同社は取得している。

(注2) 多血小板血漿

血液を遠心分離にかけて、血小板を凝縮させた血漿を指す。新しい組織や細胞の成長のため成長因子が豊富に含まれている。注入すると自然治癒力が高まると言われている。

(注3) PFC-FD

PFCとは血小板由来成長因子凝縮物(Platelet-derived Factor Concentrate)を指している。FDはフリーズドライで、マイナス30度程度に急速凍結させた後に、真空状態で水分を昇華させて乾燥させる作業を指す。

FatBank サービスでは、医療機関が患者から採取する脂肪組織を同社が預かり、脂肪組織を劣化させない超低温の環境で長期間の保管を行なっている。医療機関は治療の都度、患者から脂肪組織を採取する必要がなくなり、医療機関と患者の負担を軽減させるサービスである。

医療機器の販売では、医療機関が患者から血液及び脂肪等の組織を採取するために必要な機器を扱っている。世界的に販売実績のある医療機器メーカーであるMedikan Co., Ltd(大韓民国)と国内における独占販売契約を締結している。

◆ コンシューマー事業

同社の脂肪由来幹細胞の研究に基づき開発された、美容液やクリーム、洗顔ジェル等を一般消費者向けに「シグナリフト」ブランドで製造販売している。また、美顔器の通信販売も行っている。化粧品はシャローム(山梨県南都留郡)に全ての製造を委託している。

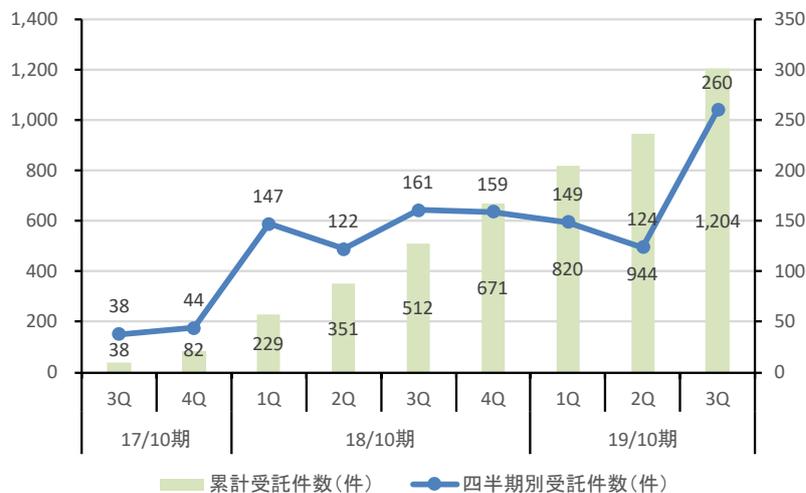
◆ 加工受託サービス件数は増大傾向

同社が扱う加工受託サービスの疾患領域は整形外科が約9割で、うち約9割が変形性膝関節症<sup>注4</sup>である。加工受託サービスのうち、19年7月末時点で脂肪由来幹細胞加工累計受託件数は1,204件、血液由来加工累計受託件数は5,277件である(図表2、図表3)。国内外での有効臨床データの発表や認知度の高まりにより増加傾向にある。

(注4) 変形性膝関節症

膝関節にある軟骨がすり減ることによって膝に痛みを感じる疾患を指す。

【 図表 2 】 脂肪由来幹細胞加工受託件数推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

【 図表 3 】 血液由来加工受託件数推移



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

(注5) 提携医療機関数  
加工受託サービス提携医療機関数と再生医療等法規対応サポートサービスの契約医療機関数の合計。

加工受託サービス件数の増大は、提携医療機関数の増加にも支えられている。提携医療機関数<sup>注5</sup>は19/10期第3四半期末時点で237院である(図表4)。内訳は病院が約2割、クリニックが約8割である。

【 図表 4 】 提携医療機関数推移

	17/10期		18/10期				19/10期		
	3Q末	4Q末	1Q末	2Q末	3Q末	4Q末	1Q末	2Q末	3Q末
累計院数	18	22	32	49	86	133	161	192	237

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> 事業環境

◆ 日本の再生医療市場の将来性

経済産業省が15年8月に公表した「法施行を踏まえた再生医療の産業化に向けた取組」では、再生医療の市場規模は12年90億円が50年には2.5兆円に、同様に再生医療周辺産業は170億円が1.3兆円にまで成長すると予測している。再生医療は、「手術・投薬など従来の手法では治療困難とされる疾患の根本治療に路を開くもの」としている。

◆ 競合

競合先として、特定細胞加工物製造許可を取得している施設を持つ企業では、上場企業でテラ(2191 東証JQS)、メディネット(2370 東証マザーズ)、ロート製薬(4527 東証一部)、資生堂(4911 東証一部)、タカラバイオ(4974 東証一部)、未上場会社ではアイル(東京都板橋区)、セルバンク(東京都中央区)、コージンバイオ(埼玉県坂戸市)、セルテクノロジー(東京都中央区)、日本・セルカルチャー(福岡県福岡市)などが挙げられる。脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託サービスに限定すると、同社の提携先であるロート製薬などが挙げられる。医療機関からの受託で変形性膝関節症に特化した細胞組織に係る業務に携わっている競合企業は少ない模様である。

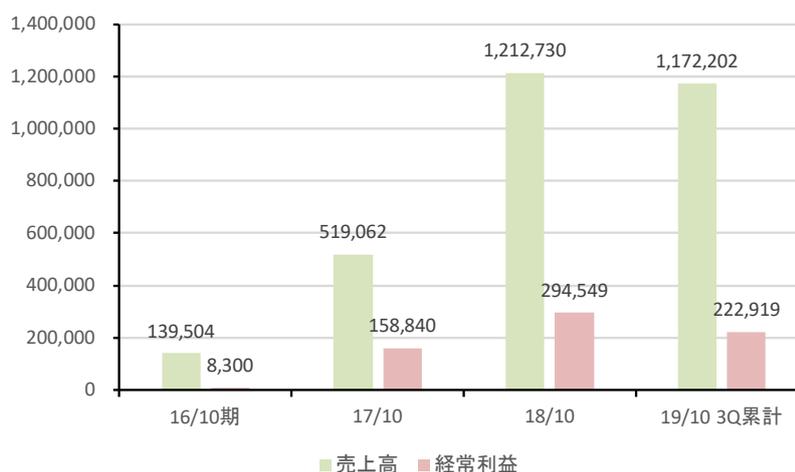
> 業績

◆ 業績推移

同社の業績は、創業期である16/10期から開示されている(図表5)。15年11月に同社を設立し、16年3月にセルソース再生医療センターを開設すると同時に血液由来加工受託サービスを、17年5月から脂肪由来幹細胞加工受託サービスを開始している。

【図表5】業績推移

(単位:千円)



(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

主要販売先の全体に占める売上構成比は、提携医療機関数の増加もあり、低下傾向にある(図表6)。

東京ひざ関節症クリニックは、同社の創業者の一人であり、筆頭株主でもある

山川雅之氏が、脂肪由来幹細胞を用いた再生医療の実践を目的に 16 年 3 月に開院した医療機関である。個人経営院であったが、18 年 9 月に個人経営院としては閉院し、医療社団法人活寿会傘下の東京ひざ関節症クリニック銀座院として新たに開院している。山川雅之氏は医療社団法人活寿会傘下の各院の経営及び運営には関与していない。ザ・クリニック東京も山川雅之氏が開院した美容・形成外科の医療機関だが、現在は経営及び運営には関わっていない。

### 【 図表 6 】 主要販売先

相手先	17/10期		18/10期		19/10期3Q累計	
	販売高 (千円)	構成比 (%)	販売高 (千円)	構成比 (%)	販売高 (千円)	構成比 (%)
東京ひざ関節症クリニック	48,625	9.4	171,858	14.2	131,650	11.2
メトラス株式会社	86,762	16.7	115,320	9.5	131,465	11.2
ザ・クリニック東京	52,735	10.2	98,616	8.1	69,936	6.0
ザ・クリニック名古屋	67,208	12.9	27,176	2.2	17,972	1.5
合計	255,330	49.2	412,970	34.0	351,023	29.9

(注) 構成比は全体の売上高に占める比率

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 18 年 10 月期業績

18/10 期は、売上高 1,212 百万円(前期比 133.6%増)、営業利益 295 百万円(同 85.4%増)、経常利益 294 百万円(同 85.4%増)、当期純利益 193 百万円(同 73.6%増)であった。

再生医療関連事業の売上高は 775 百万円(前期比 108.1%増)、セグメント利益は 425 百万円(同 2.3 倍)であった。売上高が大きく伸びたのは、再生医療の認知度の向上もあり、加工受託サービスの提携医療機関数が 18/10 期末 97 院と前期末の 18 院から大きく増加したためである。セグメント利益の大幅増益は、増収による固定費負担の軽減効果と思われる。

コンシューマー事業の売上高は 436 百万円(同 198.9%増)、セグメント利益は 59 百万円(同 17.6%増)であった。大幅増収は、17 年 7 月に販売を開始した化粧品「シグナリフト」ブランドの美容液「エクストラエンリッチ」の貢献によるものである。増収率に対してセグメント利益の増益率が見劣りするの、広告宣伝費等の増大によるものと思われる。

#### ◆ 19 年 10 月期第 3 四半期累計業績

19/10 期第 3 四半期累計業績は、売上高 1,172 百万円、営業利益 227 百万円、経常利益 222 百万円、四半期純利益 145 百万円であった。

再生医療関連事業は提携医療機関数の増加による加工受託サービス件数の開拓が順調に推移し、売上高 823 百万円、セグメント利益 394 百万円であった。コンシューマー事業は、シグナリフトブランドの新製品の発売、及び大

手ドラッグストアのトモズ全店で第3四半期よりシグナリフトブランドの化粧品の販売を開始したことが貢献し売上高 348 百万円、セグメント利益 66 百万円となった。

売上総利益率は 72.0%と 18/10 期実績の 72.2%とほぼ同様の水準であった。販管費率は前同期比 4.6%ポイント上昇したことから、営業利益率は同 4.9%ポイント悪化の 19.4%であった。

#### ◆ 19 年 10 月期業績の会社計画

同社の 19/10 期計画は、売上高 1,556 百万円(前期比 28.3%増)、営業利益 280 百万円(同 4.9%減)、経常利益 260 百万円(同 11.6%減)、当期純利益 183 百万円(同 5.2%減)である(図表 7)。事業別売上高では、再生医療関連事業は 1,143 百万円(前期比 47.4%増)、コンシューマー事業は 412 百万円(同 5.5%減)を見込んでいる。

【 図表 7 】 業績予想

	18/10期			19/10期予想		
	百万円	構成比	前期比	百万円	構成比	前期比
売上高	1,212	100.0%	133.6%	1,556	100.0%	28.3%
再生医療関連事業	775	64.0%	108.1%	1,143	73.5%	47.4%
コンシューマー事業	436	36.0%	198.9%	412	26.5%	-5.5%
売上原価	336	27.8%	53.7%	453	29.2%	34.8%
売上総利益	875	72.2%	192.0%	1,102	70.8%	25.9%
販売費及び一般管理費	580	47.9%	312.6%	821	52.8%	41.5%
営業利益	295	24.3%	85.4%	280	18.0%	-4.9%
経常利益	294	24.3%	85.4%	260	16.7%	-11.6%
当期純利益	193	15.9%	73.6%	183	11.8%	-5.2%

(出所)「東京証券取引所マザーズへの上場に伴う当社決算情報等のお知らせ」を  
基に証券リサーチセンター作成

再生医療関連事業の売上高予想の内訳では、脂肪由来幹細胞加工受託サービスは前期比 42.0%増、血液由来加工受託サービスは同 138.4%増、FatBank サービスは同 9.6%減、再生医療等法規対応サポートサービスは同 23.7%減、医療機器販売は同 31.1%増を想定している。

コンシューマー事業の売上高予想は 412 百万円(同 5.5%減)を見込んでいる。第 3 四半期にトモズ全店で販売を開始したものの、第 4 四半期には自社 Web サイトでの初回購入者向けの価格戦略を見直すとともに、自社 Web サイトへの誘引につながる広告出稿を抑制したことによって、第 4 四半期の売上高を第 3 四半期比で大幅に減少すると想定しているためである。

売上総利益は、再生医療関連事業の労務費の対象平均人員数が前期比 62%増の 25.5 名と大幅増を想定していることから、1,102 百万円(前期比 25.9%増)と増収率をやや下回る見通しである。コンシューマー事業で広告宣伝費を抑制するものの、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の対象とな

る就業者の平均人員数が 33.8 名と前期の 11.6 名から大幅増員となる想定から、販管費は同 41.5%増と増収率を大きく上回る計画となっている。

業容拡大に向けた人員増等による固定費負担増から営業利益は前期比 4.9%減を見込んでいる。営業外費用として上場に伴う諸経費 20 百万円想定していることから、経常減益率は営業減益率を上回る見通しとなっている。特別損益は見込まず、当期純利益は 183 百万円(前期比 5.2%減)となる計画である。

#### ◆ 成長戦略

前述のように同社が扱う加工受託サービスの疾患領域は整形外科が約 9 割で、そのうちの約 9 割が変形性膝関節症であるが、国内の変形性膝関節症の推定有病者数は独立行政法人地域医療機能推進機構脊椎髄センターによると 2,530 万人である。件数は患者数ではないものの、19/10 期第 3 四半期末時点における脂肪・血液由来の加工受託サービスの累計受託件数は 1 万件にも満たない。

変形性膝関節症の主たる従来の治療法は、ヒアルロン酸を膝関節に注入することで痛みを和らげる治療、膝関節を人工関節に置き換える治療等がある。同社が提供している加工受託サービスを利用した、医療機関が行う再生医療の治療法は、患者にとっては治療方法の選択肢が増えたかたちとなる。推定有病者数のうち、ごく少数の患者が同社のサービスを利用している医療機関の再生医療を受けているに過ぎない。医療機関が同社の加工受託サービスを利用して患者に再生医療を提供している治療は自由診療ではあるものの、再生医療関連事業の伸びしろは大きいと同社は判断している。

現在の同社の加工受託サービスの対象疾患は変形性膝関節症が主だが、肩関節、股関節、筋腱の治療へと対象を拡げたいとしている。

エクソソームの研究開発が将来の成長ドライバーと同社は認識している。エクソソームとは、体内の様々な細胞が放出する微小な小胞で、主に細胞の間での情報伝達に関係していると言われている。再生医療分野において、細胞そのものをつかう細胞療法から、エクソソームを使う手法へ変化していく可能性が指摘されている。エクソソーム研究の第一人者である東京医科大学の落谷孝広教授らが設立したテオリアサイエンス(東京都千代田区)と同社は 18 年 9 月に提携している。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 加工受託サービスの値下げ圧力

同社が医療機関に対して行っている加工受託サービスに参入企業が増えてきたことによる競争環境の悪化があった場合、同社への委託費の価格引下げ圧力が生じる可能性がある。また、現在は医療機関において自由診療で治療が行われているが、保険対象となった場合、診療報酬の改定等に伴い、同社への委託費引下げ圧力が生じる可能性もある。

◆ **加工受託サービスの依頼の増加について**

同社の加工受託サービスの処理能力は、現状の4倍程度まで行える施設能力があるとしている。加工受託サービスの依頼が大幅に増加した場合は、加工業務の一部を外部事業者にも再委託する事を検討しているようである。ただ、加工受託サービスに係る優秀な人材流出があった場合は処理能力の低下に繋がる。人材の確保が計画通りに行えない場合は処理能力の増大に影響する。人材の流出及び増員状況は、今後の同社の経営成績及び財政状態に影響が出る場合がある。

◆ **コンシューマー事業の生産体制**

前述のようにコンシューマー事業で販売している化粧品は、全てシャロームに製造を委託している。不測の事態により、シャロームに製造委託が出来ない場合や製造拠点が自然災害等により生産停止となった場合、代替の製造委託先が確保できるまで、コンシューマー事業の売上減少につながり、同社の業績等に悪影響を及ぼす可能性がある。

◆ **配当について**

同社は創業以来配当実績がない。株主に対する利益還元を経営の重要課題の一つとして認識しているが、当面は、財務の安定性と将来の成長に向けた投資に備え、内部留保の確保を優先することが、株主利益の最大化につながると同社は認識している。当面は配当を実施する時期や配当方針については未定としている。

【 図表 8 】 財務諸表

損益計算書	2017/10		2018/10		2019/10 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	519	100.0	1,212	100.0	1,172	100.0
売上原価	219	42.2	336	27.8	328	28.0
売上総利益	299	57.8	875	72.2	843	72.0
販売費及び一般管理費	140	27.1	580	47.9	615	52.5
営業利益	159	30.7	295	24.3	227	19.4
営業外収益	0	-	0	-	0	-
営業外費用	0	-	0	-	4	-
経常利益	158	30.7	294	24.3	222	19.0
税引前当期(四半期)純利益	158	30.6	294	24.3	222	19.0
当期(四半期)純利益	111	21.5	193	15.9	145	12.4

貸借対照表	2017/10		2018/10		2019/10 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	286	87.4	572	82.1	539	74.0
現金及び預金	129	39.6	252	36.3	217	29.8
売上債権	49	15.2	136	19.6	147	20.2
商品及び製品	62	19.1	75	10.8	87	12.0
固定資産	41	12.6	124	17.9	189	26.0
有形固定資産	24	7.4	43	6.3	65	8.9
無形固定資産	-	-	4	0.6	4	0.6
投資その他の資産	16	5.1	76	11.0	120	16.5
総資産	327	100.0	697	100.0	729	100.0
流動負債	119	36.5	295	42.4	177	24.3
買入債務	7	2.3	31	4.5	27	3.7
前受金	15	4.9	58	8.4	0	0.0
未払金	18	5.7	61	8.8	0	0.0
未払法人税等	54	16.7	97	14.0	7	1.0
固定負債	-	-	-	-	5	0.7
純資産	207	63.5	401	57.6	546	75.0
自己資本	207	63.5	401	57.6	546	75.0

キャッシュ・フロー計算書	2017/10		2018/10	
	(百万円)	(百万円)	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	109	213		
減価償却費	10	13		
投資キャッシュ・フロー	-25	-90		
財務キャッシュ・フロー	-	-		
配当金の支払額	-	-		
現金及び現金同等物の増減額	84	123		
現金及び現金同等物の期末残高	129	252		

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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・間接的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。