

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

ベーシック・レポート
2020年12月4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 20201201

細胞加工受託等の再生医療関連事業と化粧品等のコンシューマー事業を展開 変形性膝関節症治療向け加工受託サービスが業績拡大を牽引している

1. 会社概要

- セルソース(以下、同社)は、医療機関に対する膝疾患治療向け等の細胞加工受託等を手掛ける再生医療関連事業と、一般消費者向けに化粧品等の製造販売等を行うコンシューマー事業を兼営する独立系の再生医療支援企業である。
- 売上高の7割強を占める再生医療関連事業が収益の柱であり、黒字確保に苦むバイオベンチャーが多い中、同社は創業来黒字経営を続けている。再生医療関連の中では、変形性膝関節症の治療に用いられる脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託サービスを収益源としている。

2. 財務面の分析

- 17/10期～19/10期の期間では、加工受託件数の拡大等を背景に、売上高は年平均76.2%、営業利益は同43.3%増加した。
- 類似企業と比べ、収益性、成長性に優れ、財務の安全性でも魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、マーケットイン思考の経営姿勢にある。

4. 経営戦略の分析

- 同社は、提携医療機関の増加や、新たな治療分野の拡大、協業による研究開発等を経営戦略としており、収益性を重視した堅実な成長を目指している。

5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンターでは、20/10期の業績について、新型コロナウイルスの影響を考慮し売上高は会社計画をやや下回ると考えたが、加工受託件数の急回復を見込み、営業利益は計画をやや上回ると予想した。
- 提携医療機関の拡大や、新規治療分野での寄与等により、利益率が高い加工受託サービスを中心とした再生医療関連事業の拡大により、21/10期は前期比14%増収、22%営業増益、22/10期は同19%増収46%営業増益を見込んでいる。

アナリスト:大間知淳

+81(0)3-6812-2521

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】

	2020/11/27
株価(円)	9,100
発行済株式数(株)	6,111,600
時価総額(百万円)	55,616

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	198.2	218.9	148.6
PBR(倍)	32.6	27.5	23.2
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン(%)	7.1	24.4	177.2
対TOPIX(%)	-5.4	12.7	163.6

【株価チャート】



【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)
2018/10	1,212	133.6	295	85.4	294	85.4	193	73.6	44.8	92.9	0.0
2019/10	1,611	32.9	326	10.8	303	3.0	199	3.2	45.9	279.1	0.0
2020/10 CE	1,972	22.4	365	11.9	365	20.6	234	17.6	39.2	-	0.0
2020/10 E	1,840	14.2	398	21.8	395	30.3	254	27.3	41.6	330.3	0.0
2021/10 E	2,191	19.1	580	45.7	580	46.8	374	47.3	61.2	391.5	0.0
2022/10 E	2,565	17.1	781	34.6	781	34.6	505	35.0	82.6	474.2	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想。19年4月1日付で1:200、20年11月1日付で1:3の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

ベーシック・レポート

2/34

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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

(注 1) 再生医療とは、「再生医療等安全性確保法」で定義された医療行為を指しているが、同社の再生医療関連事業は、同法では再生医療の対象に含まれていない「血液由来加工受託サービス」、「FatBank サービス」を利用した治療向けサービスの提供や、美容外科向けの医療機器の販売も含まれている。

◆ 膝疾患治療向け等の細胞加工受託等の再生医療関連事業を展開

セルソース（以下、同社）は、医療機関に対する膝疾患治療向け等の細胞加工受託等を手掛ける再生医療関連事業^{注1}と、一般消費者向けに化粧品等の製造販売等を行うコンシューマー事業を兼営する独立系の再生医療支援企業である。

19/10 期において、再生医療事業とコンシューマー事業の売上高構成比は 74.4%と 25.6%となっているが、利益率では再生医療関連事業がコンシューマー事業を大幅に上回っているため、営業利益構成比は 88.2%と 11.8%となっている（図表 1）。

【 図表 1 】 セグメント別業績の推移

(単位：百万円)

	セグメント	17/10期		18/10期		19/10期		
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比	増減率
売上高		519	100.0%	1,212	100.0%	1,611	100.0%	32.9%
	再生医療関連	372	71.8%	775	64.0%	1,199	74.4%	54.6%
	コンシューマー	146	28.2%	436	36.0%	412	25.6%	-5.6%
営業利益 (セグメント利益)		159	100.0%	295	100.0%	326	100.0%	10.8%
営業利益率		30.7%	—	24.3%	—	20.3%	—	—
	再生医療関連	186	78.7%	425	87.8%	602	88.2%	41.4%
		50.0%	—	54.9%	—	50.2%	—	—
	コンシューマー	50	21.3%	59	12.2%	80	11.8%	36.6%
		34.5%	—	13.6%	—	19.6%	—	—
	調整額	-77	—	-189	—	-356	—	—

(注) 営業利益の構成比は、調整額（全社費用）控除前

(出所) セルソース有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

◆ 再生医療について

日本における再生医療は、「再生医療等製品」の製造販売と、その他の再生医療の提供に大別されている。再生医療等製品とは、再生医療に用いられる細胞加工物のうち、「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（以下、医薬品医療機器等法）」に基づいて、不特定多数の患者に使われる目的で、企業の責任の下で加工されたものである。再生医療等製品は、厚生労働省によって承認され、公的医療保険が適用される。

しかし、再生医療等製品の承認は、他の治療法が少なく、重篤な疾患に用途が限られる傾向にあり、現在の対象製品は、ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング（7774 東証 JQG）の重症熱傷等の治療に用いられる「ジェイス」等、ごく僅かである。

一方、その他の再生医療においては、「再生医療の安全性の確保等に関する法律（以下、再生医療等安全性確保法）」に基づいて、特定の患者への再生医療に使われる目的で、医師等医療機関の責任の下で加工された細胞加工物である特定細胞加工物が用いられる。その他の再生医療は、公的医療保険が適用されない自由診療、または臨床研究として実施されている。

治療用の特定細胞加工物の加工は、以前は医療機関に限られていたが、14年11月の再生医療等安全性確保法の施行によって、厚生労働大臣から特定細胞加工物製造の許可を受けた企業等への外部委託が可能になった。その他の再生医療の主な治療法としては、がん免疫療法等の免疫療法、濃縮した血小板を用いる治療、脂肪細胞を用いる治療等が挙げられる。

再生医療は、使用される細胞の種類によっても、自家（自己）細胞による再生医療と、他家（同種）細胞による再生医療に大別される。自家細胞とは患者自身の細胞であり、他家細胞とは、患者以外の細胞を意味している。同社は現時点では自家細胞を用いた加工受託サービスのみを実施している。

◆ 再生医療関連事業

同社の再生医療関連事業では、再生医療を提供する医療機関への「脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託サービス」、再生医療等安全性確保法に関する再生医療の法規対応サポートや経営管理支援を行う「コンサルティングサービス」、及び、「医療機器販売」を手掛けている。

① 脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託サービス

(1) 脂肪由来幹細胞加工受託サービス

14年11月に施行された再生医療等安全性確保法では、医療機関が、特定細胞加工物製造許可を取得した加工施設を有する外部企業へ、再生医療に用いる細胞の加工作業を委託することが認められている。

同社が東京都渋谷区に設置した再生医療センターは、17年2月に当該許可を取得しており、整形外科や形成外科等の医療機関より委託を受けて、医療機関が患者から採取した脂肪組織を預かり、脂肪組織由来間葉系幹細胞（以下、脂肪由来幹細胞^{注2}）を抽出、培養、凍結保存する加工作業を行っている。

医療機関は、患者から採取した脂肪組織から加工された脂肪由来幹細胞を公的医療保険が適用されない自由診療のもとで、当該患者に対し

（注2）脂肪由来幹細胞とは、脂肪、骨、筋肉、血管等の様々な組織に分化する能力を持つ幹細胞であり、主に創傷治癒、抗炎症性免疫調節、新生血管形成等の働きがあると言われている。この作用を利用し、患部等に脂肪由来幹細胞を注入することで、炎症の抑制や硬化した組織の再生等の様々な効果が期待されている。

て主として変形性膝関節症の治療に用いている。当サービスでは、脂肪由来幹細胞の加工作業に必要な脂肪組織は約 20ml と少量であり、かつ、抽出・培養後は凍結処理により長期保存が可能であるため、脂肪由来幹細胞の患部への複数回の投与に備える医療機関は、同社にサービスを委託することで負担が軽減されている。

(2) 血液由来加工受託サービス

当サービスでは、医療機関からの委託を受けて、当該医療機関が患者から採取した血液を預かり、その血液から多血小板血漿（以下、PRP^{注3}）を作成し、活性化させ、成長因子等を濃縮し、無細胞化した後に凍結乾燥（フリーズドライ）を施した「PFC-FD^{注4}」を作成する加工作業を行っている。医療機関は、自由診療のもとで、当該患者に対して主に変形性膝関節症の治療に PFC-FD を用いている。

(注3) 多血小板血漿 PRP とは、血小板が多く含まれている血漿のことである。血液中の血小板は様々な成長因子を含有し、組織の治癒過程において細胞の働きを調節する機能を有している。この作用を利用し、患部等に PRP を注入することで、炎症抑制等の効果が期待されている。

(注4) PFC-FD を用いた療方は、サイトカイン(細胞から分泌される生理活性物質)のみを投与する療法となる。細胞加工物を投与する PRP 療法とは異なり、再生医療等安全性確保法の適用対象外である。

現在、自己血から抽出した PRP を患部に注入し、自己組織の修復を促す治療が、整形外科、形成外科、皮膚科等で実施されているが、PFC-FD は、同社が 18 年に特許を取得した独自技術によって加工、作成されており、同方式では市場を独占している。医療機関内で常温かつ長期間での保存が可能である点が同社の強みとなっている。

(3) FatBank サービス

当サービスでは、形成外科や美容外科等の医療機関からの委託を受けて、形成医療や美容医療等を目的に、当該医療機関が患者から採取した脂肪組織を預かり、脂肪組織を劣化させない超低温の環境で長期間保存するサービスを行っている。

従来、医療機関が脂肪組織を利用する医療を提供する際は、患者からその都度、脂肪組織を採取していたが、当サービスを利用することで何度も採取する必要がなくなり、医療機関と患者の負担が軽減された。

② コンサルティングサービス

(4) 再生医療等法規対応サポートサービス

医療機関が患者に再生医療を提供する場合、再生医療等安全性確保法によって、提供しようとする再生医療のリスクに応じた提供計画を事前に厚生労働大臣に提出することが義務付けられている。また、医療機関が自院で、脂肪由来幹細胞や、PRP 等の特定細胞加工物を製造する場合は、事前に厚生労働大臣へ届出する必要がある。

当サービスでは、再生医療を行う医療機関からの委託を受けて、患者に再生医療を提供する際に必要となる各種申請・届出業務に係る書類作成等のサポート業務を行っている。

(5) 経営管理支援サービス

当サービスでは、医療機関からの委託を受けて、KPI（重要業績評価指標）による経営管理手法や人材マネジメント手法の導入及び運営、並びに他の医療機関やアカデミア等との業務提携等をサポートしている。

③ 医療機器販売

同社は、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医療機器を主として販売代理店を経由して医療機関に販売している。販売先は、再生医療を提供する整形外科、形成外科だけでなく、美容医療等を行う形成外科や美容外科にも広がっている。

機器の仕入れに関しては、世界的に販売実績のある医療機器メーカーである韓国の Medikan Co.,Ltd（以下、Medikan）と国内独占販売契約を締結している。

同社は、再生医療関連事業のサービス別・品目別売上高を開示していないが、脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託件数の拡大を背景に、売上高とセグメント利益は過去2期、急拡大している（図表2）。

【 図表 2 】 再生医療関連事業の業績推移

(単位：百万円)

	17/10期		18/10期		19/10期	
	金額		金額	増減率	金額	増減率
売上高	372		775	108.1%	1,199	54.6%
セグメント利益	186		425	128.4%	602	41.4%
セグメント利益率	50.0%		54.9%	—	50.2%	—
減価償却費	10		10	0.1%	15	42.3%
EBITDA	196		436	121.6%	617	41.5%
EBITDAマージン	52.8%		56.2%	—	51.5%	—
加工受託件数	561		2,320	313.5%	5,228	125.3%
うち脂肪由来幹細胞	82		589	618.3%	806	36.8%
うち血液由来	479		1,731	261.4%	4,422	155.5%
期末提携医療機関数	22		133	—	296	—

(出所) セルソース有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

再生医療関連事業の減価償却費は、再生医療センターの工具、器具及び備品、機械及び装置等を対象として生じている。

再生医療事業の19/10期末の従業員数は38名（ほか、期中平均臨時雇用者6名）であったが、そのうち、20～30名が再生医療センターで加工業務を行う従業員や、コンサルティング業務を担当する従業員であり、労務費の対象となっている。残りは営業担当者等である。

◆ **コンシューマー事業**

コンシューマー事業では、化粧品ブランド「シグナリフト」の美容液「エクストラエンリッチ」、保湿クリーム「エンリッチクリーム」、及び洗顔ジェル「ジェリーウォッシュ」等、一般消費者向け化粧品の製造販売を行っている。同社の化粧品は、脂肪由来幹細胞の研究成果をもとに、肌のハリが生まれるメカニズムに着目して開発された独自成分「シグナペプチド」を配合している点に特徴がある。

販売手法は、自社サイトによる通信販売を中心としているが、インターネットショッピングモールでの通信販売や、医療機関、ドラッグストア、コンビニエンスストア等の店舗販売も行っている。

自社ブランドによる化粧品販売の他には、仕入商品である美顔器の通信販売や化粧品販売事業者からの OEM 製造受託も行っている。

同社が販売する化粧品及び OEM 製造を受託した化粧品の製造は、化粧品製造業許可を取得している外部事業者に委託している。主力ブランドである「シグナリフト」の化粧品に関しては、シャローム（山梨県南都留郡）に全量委託している。

コンシューマー事業では、17/10 期は美顔器の販売が中心であったが 17 年 7 月のエクストラエンリッチの発売により、18/10 期は大幅増収となった。一方、化粧品の販売促進を目的とした広告宣伝費の急増等により、セグメント利益率は大きく低下した。19/10 期は広告宣伝費を絞ったこともあり、売上高は減少したものの、セグメント利益は増加した（図表 3）。

【 図表 3 】 **コンシューマー事業の業績推移** （単位：百万円）

	17/10期		18/10期		19/10期	
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	146		436	198.9%	412	-5.6%
セグメント利益	50		59	17.6%	80	36.6%
セグメント利益率	34.5%		13.6%	-	19.6%	-

（出所）セルソース有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

コンシューマー事業では、製造設備を持たないため、減価償却費はほとんど発生していない。コンシューマー事業の 19/10 期末の従業員数は 9 名（ほか、期中平均臨時雇用者 1 名）であった。

◆ **再生医療関連事業は特定の大手顧客への依存度が高い**

同社の再生医療関連事業では、多数の提携医療機関を販売先としているが、受託加工については、主に変形性膝関節症の治療を専門とする複数のクリニックを運営する医療法人社団活寿会への依存度が高ま

っている。また、医療機器については、主として代理店経由で販売しており、メトラス（東京都千代田区）がその中心となっている（図表4）。一方、コンシューマー事業については、EC販売を主体としており、特定の大手顧客への依存度は低くなっている。

【 図表 4 】 相手先別の売上高の推移

相手先	17/10期		18/10期		19/10期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
医療法人社団活寿会	-	-	104	8.6	513	31.9
東京ひざ関節症クリニック	48	9.4	137	11.3	-	-
メトラス	86	16.7	115	9.5	187	11.6
ザ・クリニック東京	52	10.2	98	8.1	-	-
ザ・クリニック名古屋	67	12.9	27	2.2	-	-
その他	263	50.8	730	60.2	910	56.5

(注) 東京ひざ関節症クリニックは18年9月に医療法人社団活寿会傘下の東京ひざ関節症クリニック銀座院に移行しているが、18/10期の東京ひざ関節症クリニックに対する販売高は個人院との取引金額のみの数値、医療法人社団活寿会に対する販売高は、18/10期は東京ひざ関節症クリニック銀座院と同新宿院との取引金額の合計、19/10期は東京ひざ関節症クリニック銀座院、同新宿院、大宮ひざ関節症クリニック、大阪ひざ関節症クリニックとの取引金額の合計

(出所) セルソース有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

＞ ビジネスモデル

◆ 再生医療関連事業とコンシューマー事業を展開している

同社は、再生医療関連事業とコンシューマー事業を展開している。両事業の間には技術的な繋がりはあるものの、それぞれの事業の顧客は、再生医療関連事業が医療機関（エンドユーザーは主として変形性膝関節症の患者）、コンシューマー事業が一般消費者と異なっており、事業上の繋がりはほとんどない。

再生医療関連事業の設備としては、細胞の加工作業を行う再生医療センターが挙げられるが、同センターの有形及び無形固定資産は19/10期末で25百万円に過ぎず、設備投資に多額の資金は必要としない。一方、コンシューマー事業の主力製品である化粧品については製造を外部委託しているため、製造設備に対する資金は不要である。

◆ 実態としては再生医療関連事業が利益の全てを支えている

同社の収益構造を考えるに当たり、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、費用の内訳に注目した。同社の費用のうち、主に変動費と推測されるものは、売上原価に計上される材料費（19/10期の売上高比率4.2%）、外注加工費（同2.7%）、商品仕入高（同10.8%）、販売費及び一般管理費（以下、販管費）に計上される荷造運賃（同3.1%）、支払手数料（同3.9%）の一部である。よって、全社ベースの

限界利益率は 70~80%と推測される。しかし、同社は品目別・サービス別の売上高を開示しておらず、品目別・サービス別の詳細な分析は困難となっている。

再生医療事業の売上高の内訳は開示されていないが、加工受託サービスが半分以上を、コンサルティングサービスと医療機器販売がそれぞれ 2 割前後を占めている模様である。19/10 期の加工受託サービスの加工受託件数 5,228 件のうち、脂肪由来が 806 件で 15.4%、血液由来が 4,422 件で 84.6%を占めている。ただ、加工単価は脂肪由来が血液由来を大幅に上回っているため、売上高比率の差は件数比率の差ほどではない模様である。

再生医療関連事業の売上原価については、材料費(加工受託サービス)、労務費(加工受託サービスとコンサルティングサービス)、地代家賃、消耗品費、減価償却費、商品仕入高(医療機器販売)等によって構成されている。販管費については、人件費、業務委託費(加工受託サービスの業務提携先への支払報酬を含む)、荷造運賃(加工受託サービスと医療機器販売)、支払手数料(医療機器販売の代理店手数料が含まれている)、地代家賃等が中心となっている。

再生医療関連事業のセグメント利益率が 18/10 期の 54.9%から 19/10 期に 50.2%に低下したのは、人員増強による販管費に計上された人件費等の増加が主因と思われる。また、品目別・サービス別のセグメント利益率では、受託加工サービスが医療機器販売とコンサルティングサービスを大幅に上回っており、収益源となっている模様である。

コンシューマー事業も売上高の内訳は開示されていないが、製品や商品の期末在庫の推移を見る限り、製品である化粧品が売上高の大半を占め、仕入商品である美顔器の比率は低いと推測される。コンシューマー事業の売上原価については、製造を外部委託している化粧品は材料費と外注加工費が中心であり、美顔器は商品仕入高のみとなっている。販管費については、広告宣伝費、荷造運賃、人件費、地代家賃が中心となっている。同社の広告宣伝費はほぼコンシューマー事業で計上されていると見られる。

コンシューマー事業のセグメント利益率が 18/10 期の 13.6%から 19/10 期に 19.6%に上昇したのは、コンシューマー事業の売上高に対する広告宣伝費の比率が 18/10 期の 41.9%から 19/10 期に 36.4%に改善したためと考えられる。

なお、同社は、セグメント別に配賦していない全社費用(一般管理費)を調整額としているが、19/10 期の金額は 356 百万円であった。この

数値をセグメント別売上高構成比で按分した場合、再生医療関連事業のセグメント利益は 337 百万円 (セグメント利益率 28.1%)、コンシューマー事業のセグメント損益は 10 百万円の損失(同マイナス 2.5%)となる。実態としては、現時点ではコンシューマー事業は利益に貢献しておらず、再生医療関連事業が利益の全てを支えていると言えよう。

> 業界環境と競合

◆ 再生医療市場は国内外共に急拡大すると見込まれている

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」によれば、周辺産業を含めた再生医療の市場規模は、世界では、12 年の 3,400 億円 (うち、再生医療 1,000 億円、周辺産業 2,400 億円) が、20 年には 2.1 兆円 (同 1 兆円、1.1 兆円)、50 年には 53 兆円 (同 38 兆円、15 兆円) へ拡大すると予測されている。一方、国内では、12 年の 260 億円 (同 90 億円、170 億円) が、20 年には 1,900 億円 (同 950 億円、950 億円)、50 年には 3.8 兆円 (同 2.5 兆円、1.3 兆円) へ拡大すると予測されている。

◆ 変形性膝関節症の市場は大きく、同社の新治療に普及余地はある

同社の主力サービスである脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託において、顧客である医療機関が同社に加工を委託した細胞を用いて治療している主要疾患は変形性膝関節症である。東京大学医学部付属病院 22 世紀医療センターの調査によれば、国内における 40 歳以上の変形性膝関節症患者数(無症状者を含む)は、09 年の時点で 2,530 万人、うち有症状者は 800 万人と推定されており、高齢化の進行により現在の患者数は更に拡大していると思われる。

一般的な治療としては、軽症であれば、公的医療保険が適用され治療費が比較的少ないヒアルロン酸の注射が実施されることが多い。ただ、根本的な治療ではないこと、標準的な治療では少なくとも 1 週間毎に連続して 5 回の注射を受ける必要があること、徐々に効果が軽減されていることが問題点として指摘されている。

一方、重症者には、人工関節置換術という膝関節を人工関節に置き換える手術が実施される場合が多いようである。手術が成功すれば根本的な治療となるが (但し、人工関節の耐久年数は約 20 年と言われている)、手術の負担に加え、手術後 2~4 週間ほどのリハビリを必要とするため、入院期間が長期となること、公的医療保険や高額療養費制度の対象となるとは言え、治療費が高額となることが患者の決断を抑制する要因となっていると見られる。

同社が加工した組織・細胞を用いて実施される再生医療は、痛みはあるものの、人工関節置換術には踏み切れない中程度の症状を持つ患者

をターゲットとしており、手術や入院・リハビリが不要である点に特徴がある。組織・細胞の採取後、1~1.5 カ月後に患者に加工された組織・細胞が注射で投与されて治療が完了するため、自由診療に伴う治療費の負担が嵩むものの、医療機関だけでなく、患者にも受け入れやすい治療となっている。

同社が会社設立後すぐに変形性膝関節症の患者に新たな選択肢を提供したことは、再生医療等の迅速かつ安全な提供や、医療の質及び保健衛生の向上への寄与という再生医療等安全性確保法の目的に合致したものと言えよう。

20/10 期第 3 四半期末の累計受託件数は、脂肪由来幹細胞加工が 2,135 件、PFC-FD 加工が 11,689 件に達しており、同社が提供する再生医療は既に多くの患者に実施されている。ただ、09 年時点での推定患者数や有症状者数と比べると、市場の開拓余地はまだかなり残されていると見られる。一方、20/10 期第 3 四半期末の提携医療機関数は 468 院となっているが、14 年時点において、対象となる整形外科を診療科目に設けている一般診療所は約 1.3 万施設、病院は約 5 千施設、合計約 1.8 万施設であり、開拓率はまだ 3%弱である。

◆ 再生医療や再生医療支援に取り組む上場企業と比較

同社と同様に再生医療関連事業とコンシューマー（化粧品製造販売）事業を兼営する企業は見当たらない。当センターでは、同社の競合先を分析するに当たり、コンシューマー事業については実質的な利益構成比が低いことから化粧品事業を展開する企業は分析対象から除外し、自家細胞を用いた再生医療及びその支援を主力事業とする上場企業との比較を試みた。具体的には、ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング、メディネット（2370 東証マザーズ）、セルシード（7776 東証 JQG）である（図表 5）。

個別企業との比較の前に、同社と同業他社の違いについて触れておきたい。最も大きな違いは、他社が利益確保に苦しんでいるのに対し、創業間もない同社が黒字経営を続けている点である。一般的に、バイオベンチャーと称される企業は、創業から何年間も研究開発に経営資源を投入し、赤字が常態化している場合が多い。一方、同社は、自社で計上する研究開発費はごく僅かで、高い営業利益率を維持しており、収益性で大きな格差がついている点に留意しておきたい。

【 図表 5 】 再生医療及び再生医療支援を主力事業とする上場企業

(単位:百万円)

銘柄コード	企業名	決算期	売上高	営業利益	営業利益率	研究開発費	売上高研究開発費率	直近4期の経常損益の合計	主要事業・サービス	再生医療関連事業名	同事業売上高	同事業売上高比率
4880	セルソース	19/10期	1,611	326	20.3%	7	0.5%	765	脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託	再生医療関連	1,199	74.4%
7774	ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング	20/3期	2,309	-235	-10.2%	340	14.8%	-65	再生医療等製品の製造販売	再生医療製品、再生医療受託	2,169	93.9%
2370	メディネット	20/9期	783	-926	-118.3%	249	31.8%	-6,124	特定細胞加工物製造	細胞加工業、再生医療等製品事業	783	100.0%
7776	セルシード	19/12期	275	-780	-283.1%	546	198.0%	-3,025	温度応答性細胞培養器材の製造販売	再生医療支援、細胞シート再生医療	275	100.0%

(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

ジャパン・ティッシュ・エンジニアリングは、99年に設立され、07年に日本初の再生医療等製品の製造承認を取得した再生医療関連の老舗企業である。20/3期の事業別売上高構成比は、自家培養表皮や自家培養軟骨等の製造販売を行う再生医療製品事業が58.7%、再生医療等製品の開発製造受託・開発業務受託、コンサルティング、特定細胞加工物製造受託等の再生医療受託事業が35.2%、研究用ヒト培養組織の製造販売を行う研究開発支援事業が6.1%である。

同社の再生医療事業は、自社開発の再生医療等製品の製造販売が主力であり、特定細胞加工物の加工の位置づけは低くなっている。対象疾患についても、自家培養表皮「ジェイス」が重症熱傷等、自家培養軟骨「ジャック」が膝関節の外傷性軟骨欠損症等、自家培養角膜上皮「ネピック」が角膜上皮幹細胞疲弊症であり、現時点では同社との競合関係は認められない(図表6)。ただ、ジャパン・ティッシュ・エンジニアリングは、ジャックについて、変形性膝関節症への適応を今後の課題としているため、注意が必要である。

メディネットは、95年に創業された細胞加工業を中核事業領域とするベンチャー企業である。20/9期の事業別売上高構成比は、自由診療で実施されているがん免疫療法向けを主体とする細胞加工業が99.9%、再生医療等製品の開発を目指している再生医療等製品事業が0.1%である。

メディネットは再生医療等製品の製造販売承認をまだ受けていない。研究開発パイプラインには、開発元である米企業とライセンス契約を結んでいる膝軟骨損傷向け自家細胞培養軟骨が存在するが、契約先のM&A等に伴い、予定していた国内での治験開始が遅延している。九州大学と共同開発契約を締結した慢性心不全治療を目的とした再生

医療等製品については、医師主導治験の第1相、第2相前期が終了したが、その後の状況は不明である。メディネットの開示情報を見る限り、同社との競合関係はほとんどないと思われる。

【図表6】再生医療関連上場企業の再生医療への主な取り組み状況

銘柄コード	企業名	薬事承認を目指すもの				特定細胞加工物の製造受託			
		主な対象疾患	自家/他家	先進医療	再生医療等製品 製造販売/受託開発、 研究開発中	承認時期/開発段階	製造受託許可の 取得時期	対象疾患	用途
4880	セルソース						17年2月	変形性膝関節症、 乳房再建、不妊治療	自由診療
7774	ジャパン・テック ・エンジニアリング	重症熱傷等	自家		製造販売	07年10月	15年10月		臨床研究・ 自由診療
		膝関節の外傷性軟骨欠損症等	自家		製造販売	12年7月			
		角膜上皮幹細胞疲弊症	自家		受託開発	20年3月			
2370	メディネット	慢性心不全	不明		研究開発中	医師主導P2前期	15年5月	がん	自由診療
7776	セルシード	食道がん内視鏡治療後の狭窄予防	自家		研究開発中	治験終了、追加治験	17年3月		
		変形性膝関節症	自家	共同開発先から軟骨細胞 シートを受託製造		19年1月			

(出所) 各社の有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

01年創業のセルシードは、日本発の細胞シート工学という再生医療技術を事業基盤とするバイオベンチャーである。19/12期の事業別売上高構成比は、再生医療の研究開発・事業化を支援する再生医療支援事業が42.5%、細胞シート再生医療等製品及びその応用製品の研究開発、製造、販売を手掛ける細胞シート再生医療事業が57.5%である。

再生医療支援事業では、温度変化等に応じてその性質や形態を変化させるポリマーで器材表面を加工した細胞培養器材である温度応答性細胞培養器材を主力製品としている。細胞シート再生医療事業では、食道がん内視鏡治療後の狭窄予防に用いられる食道再生上皮シートと軟骨再生シートの開発を進めている。19/12期の細胞シート再生医療事業売上高の大半は、細胞シート再生医療に関する技術導出先である台湾企業からのマイルストーン売上によるものである。

セルシードの軟骨再生シートの研究開発には、自己軟骨シートと同種の軟骨シートが存在する。共同開発先である東海大学医学部附属病院が申請した「自己細胞シートによる軟骨再生治療」が変形性膝関節症を適応症として厚生労働省の先進医療会議で先進医療に承認されたものの、その後の治療例はまだ少ない模様である。よって、セルシードと同社の間でも競合関係は少ないものと見られる。

以上のことから、同社の再生医療関連事業において、同社と強い競合関係にある上場企業を特定するには至らなかった。

>沿革・経営理念・株主

◆ 医師である山川氏と裙本社長によって 15 年に設立された

同社は、15 年 11 月に、山川雅之氏（医師、同社筆頭株主、元代表取締役）と裙本理人氏（現代表取締役社長）によって、再生医療の産業化推進を目的として東京都港区に設立された。

裙本社長は、05 年に住友商事（8053 東証一部）に入社後、ロシアでの木材資源関連ビジネス等に従事していたが、趣味仲間だった山川氏との話で脂肪細胞を使った再生医療が海外で始まったことを知り、ビジネスチャンスを感じていた。14 年 11 月に日本で再生医療等安全性確保法が施行され、国内で再生医療が可能になったタイミングで本格的に起業の準備に入った。約 1 年後、山川氏に主な出資者となってもらい、同社を創業した（山川氏は代表取締役を 17 年に退任している）。

16 年 3 月に再生医療センターを東京都渋谷区に開設し、FatBank サービスと血液由来加工受託サービスを開始した。4 月にはコンシューマー事業で美顔器の仕入販売を開始した。5 月には Medikan と医療機器の日本国内独占販売契約を締結し、8 月から販売を開始した。

17 年 2 月には再生医療センターにおいて、特定細胞加工物製造許可を会社設立後 1 年 3 カ月で取得し、5 月から脂肪由来幹細胞受託加工サービスを開始した。同じく 5 月には、再生医療等法規対応サポートサービスの全面提供も開始した。

◆ 17 年から化粧品の販売に乗り出した

17 年 7 月には「シグナリフト」ブランドの美容液「エクストラエンリッチ」の販売を開始した。その後も、同ブランドで、18 年 11 月に保湿クリーム「エンリッチクリーム」、19 年 4 月に洗顔ジェル「ジェリーウォッシュ」の販売を開始し、商品ラインナップを強化した。

19 年 6 月にエクソソーム^{注5}を含む細胞分泌物を用いた変形性膝関節症治療法の開発に向けた共同研究契約を大阪大学と締結した。

19 年 10 月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。

◆ 雨宮取締役と花木取締役は上場企業で要職を経験している

同社の社内取締役は、裙本社長、雨宮猛取締役経営管理本部長、花木博彦取締役再生医療事業本部長の 3 人体制であるが、若い裙本社長を、年長者である両取締役が支えている。

雨宮取締役は、86 年に伊藤忠商事（8001 東証一部）に入社後、日本オンライン証券（カブドットコム証券を経て、現 au カブコム証券）に転じ、カブドットコム証券が上場していた時に執行役員や専務執行

(注5) エクソソームとは、様々な細胞が分泌する小型の膜小胞であり、細胞間の情報伝達機能を持つことが近年明らかになった。エクソソームを標的とした診断、治療等、医療への応用研究が始まっている。

役 CFO を務めていた。17 年 6 月に同社に入社した後、同社の上場準備を主導し、18 年 9 月、取締役役に就任した。

花木取締役は、ジャパン・ティッシュ・エンジニアリングにおいて、再生医療製品の製造販売後の安全管理責任者や再生医療関連法規に関する医療機関向けコンサルタント等を歴任した。16 年 9 月に同社に入社した後、17 年 5 月の再生医療等法規対応サポートの提供開始を主導し、18 年 9 月、取締役役に就任した。

◆ 経営理念

同社は、「すべての人生に、再生医療を。」をコーポレートミッションに掲げると共に、再生医療の産業化に真摯に取り組み、社会の発展への貢献を目指している。また、創業来大切にしてきたこととして、1) 足元の事業をしっかりと固めて、堅実に成長していくこと、2) 世の中の課題に徹底的に向き合い、その解決に直結するマーケットインのサービスを展開することを挙げている。

◆ 株主

20/10 期第 2 四半期報告書に記載されている株主の状況は図表 7 の通りである。20 年 4 月末時点において、共同創業者である山川雅之氏は、同氏の資産管理会社であるシリアルインキュベートの保有分を含めて発行済株式総数の 61.3%を保有している。裙本社長の保有比率は 13.8%である。その他の株主には、機関投資家、個人投資家が名を連ね、大株主上位 10 名で 82.7%の株式を保有している。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	20年4月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
山川雅之	964,800	50.3%	1	創業者、元代表取締役
裙本理人	264,000	13.8%	2	代表取締役社長
シリアルインキュベート株式会社	211,200	11.0%	3	山川氏の資産管理会社
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL (常任代理人 ゴールドマンサックス証券株式会社)	28,100	1.5%	4	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB) (常任代理人 野村證券株式会社)	27,900	1.5%	5	
岩崎泰次	25,000	1.3%	6	
中村壮陽	21,000	1.1%	7	
音石貴太郎	16,700	0.9%	8	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	15,500	0.8%	9	
丸谷和徳	13,000	0.7%	10	
(大株主上位10位)	1,587,200	82.7%	-	
発行済株式総数	1,920,000	100.0%	-	

(出所) セルソース 20/10 期第 2 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は創業期である16/10期(約11カ月)以降の数値が開示されている。17/10期から19/10期の期間では、再生医療関連事業における提携医療機関数や、加工受託件数の拡大等を背景に、売上高は年平均76.2%、営業利益は同43.3%増加した(図表8)。

【図表8】セルソースの業績推移

(単位:百万円)

	16/10期	17/10期	18/10期	19/10期
売上高	139	519	1,212	1,611
売上総利益	—	299	875	1,153
売上総利益率	—	57.8%	72.2%	71.6%
販売費及び一般管理費	—	140	580	826
販管費率	—	27.1%	47.9%	51.3%
営業利益	—	159	295	326
営業利益率	—	30.7%	24.3%	20.3%
経常利益	8	158	294	303
経常利益率	5.9%	30.6%	24.3%	18.8%
当期純利益	6	111	193	199
加工受託件数(件)	188	561	2,320	5,228
期末提携医療機関数(院)	6	22	133	296
期末従業員数(名)	6	13	39	58

(注) 16/10期は未監査、約11カ月決算

(出所) セルソース有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

セグメント別では、中核をなす再生医療関連事業が、年平均79.3%増収、79.8%増益と成長の牽引役となっている。一方、コンシューマー事業は、同68.0%増収、26.7%増益であり、規模の小ささを考えると収益の柱には育っていない。

17/10期の売上総利益率が低かったのは、当時はコンシューマー事業の売上高の中心が美顔器の仕入販売であったためと推測される。販管費率が18/10期に急上昇したのは、コンシューマー事業の売上高の中心が自社製品である化粧品に移行し、広告宣伝費が大幅に増加したことや、内部管理強化のための費用が増加したこと等が要因である。

◆ 19年10月期決算は前期比33%増収、11%営業増益

19/10期決算は、売上高が前期比32.9%増の1,611百万円、営業利益が同10.8%増の326百万円、経常利益が同3.0%増の303百万円、当期純利益が同3.2%増の199百万円となった(図表9)。

売上総利益率は前期の72.2%から71.6%にやや低下した。当期総製造

費用においてはむしろ採算は改善していたものの、本格的に販売を開始した化粧品の製品在庫積み増しに伴う利益率押し上げ効果が18/10期において2.6%ポイントに達していたが、19/10期は同0.2%ポイントに縮小したためである。

【図表9】19年10月期の業績

(単位:百万円)

	18/10期	19/10期							増減率
	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	1,212	393	373	767	404	439	844	1,611	32.9%
売上総利益	875	290	255	545	297	310	608	1,153	31.7%
売上総利益率	72.2%	73.8%	68.2%	71.1%	73.6%	70.6%	72.0%	71.6%	-
販売費及び一般管理費	580	214	202	416	198	211	409	826	42.3%
販管費率	47.9%	54.5%	54.2%	54.3%	49.1%	48.0%	48.5%	51.3%	-
営業利益	295	76	52	128	99	99	198	326	10.8%
営業利益率	24.3%	19.4%	14.0%	16.8%	24.5%	22.5%	23.5%	20.3%	-
経常利益	294	76	51	127	94	80	175	303	3.0%
経常利益率	24.3%	14.5%	114.5%	14.5%	23.5%	18.3%	20.8%	18.8%	-
当期(四半期)純利益	193	49	34	83	62	53	115	199	3.2%

(出所)セルソース有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

一方、コンシューマー事業で広告宣伝費を削減したものの、内部管理体制の強化や業容拡大に伴い、人件費や、業務委託費、地代家賃等が大幅に増えたため、販管費は前期比42.3%増加した。販管費の伸びが増収率を上回ったため、販管費率は前期の47.9%から51.3%に悪化した。売上総利益率の低下に販管費率の悪化が加わったため、営業利益率は前期の24.3%から20.3%に低下した。営業外費用には、上場関連費用19百万円や株式交付費4百万円が計上された。

セグメント別では、再生医療関連事業は、売上高1,199百万円(前期比54.6%増)、セグメント利益602百万円(同41.4%増)であった(図表10)。

加工受託サービスまたはコンサルティングサービスの契約を締結した期末提携医療機関数が前期末の133院から296院に増加したほか、有効な治療結果等を受けて既存提携医療機関による受託サービスの利用率も上昇した。結果、加工受託件数が前期の2,320件から5,228件に上昇し、加工受託サービスが再生医療関連事業の増収を牽引した。コンサルティングサービスと医療機器販売の売上高も増加した。

一方、提携医療機関や加工受託件数の拡大を受け、人員を増強した影響等により、セグメント利益率は前期の54.9%から50.2%に低下した。

コンシューマー事業は、売上高412百万円(前期比5.6%減)、セグメント利益80百万円(同36.6%増)であった。

売上高については、東京都、神奈川県、埼玉県を中心に展開しているドラッグストア「トモズ」等の165店全店舗において、第3四半期からシグナリフトの販売を開始したが、ネット広告のコスト上昇を受けて効果の低い広告出稿を削減したことから、EC販売が減少した。

一方、広告宣伝費を前期の183百万円から149百万円に削減したため、減収にもかかわらず、セグメント利益は前期の59百万円から80百万円に増加した。

【 図表 10 】 19 年 10 月期のセグメント別業績

(単位：百万円)

	セグメント	18/10期	19/10期								
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	1-3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		1,212	393	373	767	404	1,172	439	844	1,611	32.9%
	再生医療関連	775	257	256	513	309	823	376	685	1,199	54.6%
	コンシューマー	436	135	117	253	95	348	63	158	412	-5.6%
営業利益 (セグメント利益)		295	76	52	128	99	227	99	198	326	10.8%
営業利益率		24.3%	19.4%	14.0%	16.8%	24.5%	19.4%	22.5%	23.5%	20.3%	-
	再生医療関連	425	134	106	240	154	394	208	362	602	41.4%
		54.9%	52.1%	41.4%	46.7%	49.8%	47.9%	55.3%	52.8%	50.2%	-
	コンシューマー	59	19	20	40	26	66	14	40	80	36.6%
		13.6%	14.5%	17.7%	16.0%	27.6%	19.2%	22.2%	25.4%	19.6%	-
	調整額	-189	-77	-74	-152	-81	-233	-123	-204	-356	-
加工受託件数 (件)		2,320	865	923	1,788	1,624	3,412	1,816	3,440	5,228	125.3%
うち脂肪由来幹細胞 (件)		589	149	124	273	260	533	273	533	806	36.8%
うち血液由来 (件)		1,731	716	799	1,515	1,364	2,879	1,543	2,907	4,422	155.5%
期末提携医療機関数 (院)		133	161	192	192	237	237	296	296	296	-

(出所) セルソース有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 公表計画に対して、売上高、利益共に上回った

上場日である19年10月28日に公表された通期計画に対する達成率は、売上高が103.6%、営業利益は116.8%、経常利益は116.7%、当期純利益は109.1%であった。

セグメント別売上高については、加工受託件数が想定を上回ったこと等から、再生医療関連事業は計画を56百万円上回った。一方、コンシューマー事業は計画通りであった。

売上高が計画を56百万円上回った一方、売上原価の計画超過幅は4百万円にとどまったため、売上総利益率は計画の70.8%を上回る71.6%となった。また、販管費の計画超過幅は5百万円にとどまり、販管費率は計画の52.8%から51.3%に改善した。

◆ 20年10月期第3四半期累計期間の決算は前年同期比12%増収、11%営業増益

20/10期第3四半期累計期間の業績は、売上高1,311百万円(前年同期比11.9%増)、営業利益252百万円(同10.9%増)、経常利益250百万円(同12.2%増)、四半期純利益158百万円(同8.7%増)であった(図表11)。

売上総利益率は、前年同期の72.0%から66.9%に低下した。一方、コンシューマー事業の広告宣伝費や、その他の費用が減少したものの、人件費と業務委託費の合計額は増加したため、販管費は前年同期比9百万円増加した。結果、販管費率は前年同期の52.5%から47.6%に改善したものの、売上総利益率の悪化を補えず、営業利益率は前年同期の19.4%から19.3%にやや低下した。

【図表11】20年10月期第3四半期累計期間の業績

(単位:百万円)

	内訳	19/10期					20/10期					増減率
		1Q	上期	1-3Q	4Q	通期	1Q	2Q	上期	3Q	1-3Q	
売上高		393	767	1,172	439	1,611	444	441	886	425	1,311	11.9%
売上総利益		290	545	843	310	1,153	316	281	598	279	877	4.0%
売上総利益率		73.8%	71.1%	72.0%	70.6%	71.6%	71.3%	63.6%	67.5%	65.6%	66.9%	-
販売費及び一般管理費		214	416	615	211	826	192	217	410	214	624	1.5%
販管費率		54.5%	54.3%	52.5%	48.0%	51.3%	43.3%	49.3%	46.3%	50.4%	47.6%	-
	広告宣伝費	59	108	131	18	149	15	37	52	17	70	-
	人件費+業務委託費	78	164	256	98	355	96	111	207	123	331	-
	その他	76	143	227	93	321	80	69	150	72	223	-
営業利益		76	128	227	99	326	124	63	187	64	252	10.9%
営業利益率		19.4%	16.8%	19.4%	22.5%	20.3%	28.0%	14.3%	21.2%	15.3%	19.3%	-
経常利益		76	127	222	80	303	123	63	187	62	250	12.2%
経常利益率		19.3%	16.7%	19.0%	18.3%	18.8%	27.8%	14.4%	21.1%	14.8%	19.1%	-
当期(四半期)純利益		49	83	145	53	199	77	40	118	39	158	8.7%

(注) 19/10期第4四半期、20/10期第2四半期、第3四半期の販管費の内訳数値は証券リサーチの推測
(出所) セルソース有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、再生医療関連事業は、売上高1,182百万円(前年同期比43.7%増)、セグメント利益583百万円(同47.9%増)であった(図表12)。

提携医療機関数が、前年同期末の237院から468院に増加したことから、加工受託件数が前年同期の3,412件から5,527件へと前年同期比62.0%増加したため、加工受託サービスの売上高が大幅に増加した模様である。販管費の伸び率が増収率を下回ったため、セグメント利益率は、前年同期の47.9%から49.3%に上昇した。

【 図表 12 】20 年 10 月期第 3 四半期累計期間のセグメント別業績

(単位:百万円)

	セグメント	19/10期							20/10期					増減率
		1Q	2Q	上期	3Q	1-3Q	4Q	通期	1Q	2Q	上期	3Q	1-3Q	
売上高		393	373	767	404	1,172	439	1,611	444	441	886	425	1,311	11.9%
	再生医療関連	257	256	513	309	823	376	1,199	404	397	801	381	1,182	43.7%
	コンシューマー	134	117	253	95	348	63	412	39	44	84	44	129	-63.0%
営業利益 (セグメント利益)		76	52	128	99	227	99	326	124	63	187	64	252	10.9%
営業利益率		19.4%	14.0%	16.8%	24.5%	19.4%	22.5%	20.3%	28.0%	14.3%	21.2%	15.3%	19.3%	-
	再生医療関連	134	106	240	154	394	208	602	230	184	414	168	583	47.9%
		52.1%	41.4%	46.7%	49.8%	47.9%	55.3%	50.2%	57.0%	46.3%	51.7%	44.3%	49.3%	-
	コンシューマー	19	20	40	26	66	14	80	-7	-18	-25	5	-19	-
		14.7%	17.7%	16.0%	27.6%	19.2%	22.2%	19.6%	-	-	-	12.9%	-	-
	調整額	-77	-74	-152	-81	-233	-123	-356	-98	-102	-201	-109	-310	-
加工受託件数 (件)		865	923	1,788	1,624	3,412	1,816	5,228	1,922	1,559	3,481	2,046	5,527	62.0%
うち脂肪由来幹細胞 (件)		149	124	273	260	533	273	806	247	206	453	205	658	23.5%
うち血液由来 (件)		716	799	1,515	1,364	2,879	1,543	4,422	1,675	1,353	3,028	1,841	4,869	69.1%
期末提携医療機関数 (院)		161	192	192	237	237	296	296	345	404	404	468	468	97.5%

(出所) セルソース決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、加工受託件数は、第1四半期の1,922件から第2四半期に1,559件に落ち込んだが、第3四半期には2,046件に回復した。特に7月は、加工受託件数、再生医療関連事業の売上高(171百万円)、全体の売上高(185百万円)が月間の過去最高を記録した。

コンシューマー事業は、売上高129百万円(前年同期比63.0%減)、セグメント損失19百万円(前年同期は66百万円の利益)であった。19/10期後半から化粧品等のEC広告環境の変化を受け、広告宣伝費の削減に加え、初回購入時の割引の見直しを行ったため、売上高が大幅に減少し、セグメント損失の計上を余儀なくされた。

ただ、第3四半期については、売上高が第2四半期比横ばいで推移した一方、広告宣伝費やその他の費用を削減したため、セグメント損益は第2四半期の18百万円の損失から5百万円の利益に転換した。

> 他社との比較

◆ 再生医療関連事業を行う企業と比較

同社の様に、再生医療関連事業と化粧品(コンシューマー)事業を兼営している企業は見当たらない。そこで、同社の収益の大半を占める再生医療関連事業に近い事業を展開する企業を類似企業として選定

した。具体的には、ジャパン・ティッシュ・エンジニアリング、メディネット、セルシードが挙げられる(図表13)。

【図表13】類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	セルソース	ジャパン・ティッシュ ・エンジニアリング	メディネット	セルシード
	コード 直近決算期	4880 19/10期	7774 20/3期	2370 20/9期	7776 19/12期
売上高	百万円	1,611	2,309	783	275
規模 経常利益	百万円	303	-229	-836	-786
総資産	百万円	1,842	8,451	5,249	1,456
自己資本利益率	%	19.9	-3.7	-23.0	-57.6
収益性 総資産経常利益率	%	23.9	-2.7	-20.1	-51.7
売上高営業利益率	%	20.3	-10.2	-118.3	-283.1
成長性 売上高(2年平均成長率)	%	76.2	0.8	-9.6	80.1
経常利益(同上)	%	38.2	—	—	—
総資産(同上)	%	137.2	-3.2	16.5	-3.4
自己資本比率	%	87.3	90.3	90.7	91.1
安全性 流動比率	%	718.5	869.5	1,439.5	1,127.7
固定長期適合率	%	11.7	21.3	26.7	15.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) セルソース及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、同社が経常利益で1位、売上高で2位、総資産で3位と、総合的にはやや優位に立っている。ジャパン・ティッシュ・エンジニアリングとメディネットの総資産は同社の数値を大きく上回るが、上場時の公募増資や、上場後の第三者割当増資、新株予約権の行使による資金調達の影響が大きく、評価上は割り引いてみる必要がある。また、同社以外は経常損失を計上している点も、同社を評価する要因である。しかしながら、同社の数値でも上場企業全体との比較では小規模と言える。

財務の安全性に関しては、自己資本比率と流動比率では、他3社の数値が特別に良いため、同社が4位となっているが、固定長期適合率では1位であり、全体としては中位と評価できる。ただし、上場企業全体との比較では、同社の数値も非常に良好である。他社の数値が高いのは、経常損失となる決算期が多いことから、資本調達によって高い自己資本比率を維持することに経営上の重点が置かれている面があると考えられる。

一方、収益性では、同社が全ての項目で他社を大きく上回っている。上場企業全体との比較でも、同社の数値は非常に良好であり、同社の特徴の一つと言えよう。

成長性については、同社以外は直近期が経常損失であり、経常利益の成長率では比較はできないため、売上高と総資産で比較すると、同社は、売上高で2位、総資産で1位であり、総合的に優位と評価できる。また、上場企業全体との比較でも、同社の数値は非常に良好である。総資産については、同社は上場時の公募増資により増加している面もあるため、その影響を除いた数値を計算してみたが、年平均59.7%増と同社の優位に変化はなかった。

なお、セルシードの売上高の数値については、4期前の193百万円から、計算の起点となる2期前には85百万円に落ち込んでおり、過去2期平均の数値だけではセルシードの成長性が高いとは言えない。

全体的には、比較対象会社に比べ、収益性、成長性に優れ、財務の安全性でも魅力的な水準にあると言えよう。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉はマーケットイン思考の経営姿勢にある

同社は、自社の技術や研究開発に重点を置きがちなバイオベンチャーの同業他社とは異なり、マーケットインの経営思考を強く持ち、地に足をつけた経営姿勢を堅持している。結果として、同社の知的資本を構成する項目の多くは、マーケットイン思考の経営姿勢によって生み出されたものと関係している(図表14)。

【図表14】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・再生医療に積極的に取り組んでいる医療法人活寿会に対する依存度が高い	・活寿会に対する売上高構成比	31.9%
		・医療機器の販売代理店であるメトラスに対する売上高も増加基調となっている	・メトラスに対する売上高構成比	11.6%
		・新たな治療法として再生医療の認識が広がり、提携医療機関は每期着実に増加している	・期末提携医療機関数(整形外科領域)	468院(20年7月末)
		・20年3月に開始した不妊治療用PFC-FD加工受託における提携医療機関の獲得は好調である	・期末提携医療機関数(産科・婦人科領域)	25院(20年7月末)
	ブランド	・新興市場の株式投資家にはセルソースの社名は知られているものの、会社設立や上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	5.0年(20年11月時点)
			・上場からの経過年数	1.0年(20年11月時点)
事業パートナー	・化粧品製造はシャロームに委託している			
	・医療機器は主として韓国Medikanから仕入れている			
	・再生医療関連事業及び不随業務に関してアストロバイオファーマと業務委託契約を締結している			
組織資本	プロセス	・患者の症状や医師・患者の要望等に応じて、脂肪由来幹細胞とPFC-FDの受託加工サービスを提供している	・脂肪由来幹細胞加工受託件数	806件
		・再生医療を行う医療機関に対して、加工受託サービスを提供するだけでなく、コンサルティングサービスの提供や医療機器の販売も行ない、総合的にサポートしている	・PFC-FD加工受託件数	4,422件
		・堅実な成長を目指すため、売上高営業利益率を重視した経営を行っている	・売上高営業利益率	20.3%
		・様々な大学、行政機関と提携し、事業拡大に取り組んでいる		
	知的財産ノウハウ	・厚生労働省より特定細胞加工物製造許可を取得		
		・多血小板血漿を加工し長期保管を可能にするPFCフリーズドライ製法の特許を取得		
人的資本	経営陣	・大阪大学とエクソソームを含む細胞分泌物を用いる治療法確立に向けた共同研究を実施		
		・社長は、同社の創業者であり、設立以来、代表取締役として経営方針や事業戦略の立案・決定、事業推進において重要な役割を果たしている。特に経営幹部の招聘や、取引先や提携先の開拓等を着実にを行い、収益性と成長性のバランスがとれた経営を実現している	・社長の在任年数	5年(20年11月時点)
		・若い社長を経験豊富な二人の社内取締役と一人の社外取締役が支えている	・社長の年齢	38歳(20年11月時点)
	従業員	・社歴が浅く、小規模組織であるため、今後の事業拡大に向けて優秀な人材の確保・育成に努めている	・その他の社内取締役と社外取締役の平均年齢	60.7歳(20年11月時点)
		・インセンティブ制度	・期末従業員数	58名
			・従業員の期中純増数	19名
		・ストックオプション	141,600株(7.4%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、19/10期または19/10期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役、社外協力者の保有分を含む

(出所) セルソース有価証券報告書、決算説明資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社の経営基本方針には、「他社との事業提携を有効に活かし、自社内基盤コストを抑え、高い価格競争力を維持する」という項目があるが、同社は、自社のリソースだけにはこだわらず、再生医療の研究開発、医療機器の仕入と販売、化粧品の製造等、多くの分野で有力な企業や大学等のパートナーと連携して事業を展開している。

結果として、同社は、マーケットイン思考の中で利益が出せると判断した分野に対して、研究開発や設備投資に多額の資金を投入することなく、素早く事業基盤を構築し、利益成長を継続させている。一方、バイオベンチャーの多くは、プロダクトアウト思考であり、研究者が持つ技術や研究開発に対して、多額の資金を長期に亘ってつぎ込む形での経営を行っているが、研究開発費の回収に苦戦している企業がほとんどである。

以上のことから、マーケットイン思考の経営姿勢が同社の差別化要因となり、同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

患者が使用した医薬品(経口薬、外用薬)は、体内からの排泄や、洗浄により、下水道に流れ込み、下水処理を施された後、河川等に放出されている。下水処理では完全には分解されず、環境を汚染する可能性が近年、懸念されている。同社が展開する再生医療は、患者から採取した細胞や血液を加工(自家利用)した後、患者に注射して戻す形態であるため、一般的な医薬品メーカーが抱える環境リスクとは無縁である。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、1) 健康寿命の長期化への貢献、2) 不妊治療や乳房再建等の女性の切実な問題への対応、3) 国家社会保障費の削減と患者による診療選択肢の拡大に向けた事業展開を目指す等、社会的責任を強く意識した経営を行っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役4名(うち社外取締役1名)で構成されている。社外取締役の村上憲郎氏は、グーグルを始め、多くの外資系企業の日本法人代表を歴任し、17年10月に同社の取締役に就任した。現在は、ブイキューブ(3681 東証一部)の社外取締役を兼務している。

監査役会は、常勤監査役1名と非常勤監査役2名の3名(全て社外監査役)で構成されている。常勤監査役の山下公央氏は、長年に亘る大手銀行での勤務経験があり、17年10月に同社の社外監査役に就任した。現在は、名村造船所(7014 東証一部)の社外監査役とNSD(9759 東証一部)の社外取締役を兼務している。非常勤監査役の小山秀夫氏は、医療・病院管理研究所での勤務や大学教授としての長年に亘る経験があり、18年4月に同社の社外監査役に就任した。もう一人の非

常勤監査役である尾崎恒康氏は、東京地方検察庁特別捜査部等での勤務経験を持つ弁護士であり、19年1月に同社の社外監査役に就任した。現在は、東ソー(4042 東証一部)の社外監査役を兼務している。

19/10 期に17回開催された取締役会について、山下氏は全てに、村上氏及び小山氏は16回に、尾崎氏は19年1月の就任以来開催された11回全てに出席した。11回開催された監査役会について、山下氏及び尾崎氏は全てに、小山氏は10回に出席した。こうしたことから、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 加工受託処理能力の向上

同社の加工受託件数は、19/10 期に 5,228 件、20/10 期第 3 四半期累計期間に 5,527 件と順調に増加しているが、需要の拡大に対応するため、加工受託処理能力の向上は同社にとって継続的な経営課題となっている。具体的には、加工業務に使用する培地や機器等の改良、増設、専門的な知識・能力を有する優秀な人材と育成が求められている。

なお、設備面での加工受託処理能力は、受託件数の 4 倍程度であり、同社は需要の急増にも現時点では対応できるとしている。

◆ 治療・診療データの蓄積、エビデンスの確保

同社は、アカデミア・医師等との協働推進等に向けて、医療機関等との連携による治療・診療データの蓄積やエビデンスの確保が必要であると認識している。

> 今後の事業戦略

◆ 独自の経営基本方針のもと、協働による事業拡大を目指している

同社は、以下の経営基本方針のもと、事業を展開している。

1. 再生医療等安全性確保法に基づく自由診療の分野に注力し、確固たる事業基盤を構築する
2. 提携医療機関との密接な関係性を強みとし、自家細胞治療及びエクソソーム関連治療・開発に重点的に資源投入、過当競争環境下にある他家細胞治療分野へは原則として自ら参入せず、他家細胞原料を用いた再生医療等製品を製造する他社に対し原料供給者として協働する
3. 他社との事業提携を有効に活かし、自社内基盤コストを抑え、高い価格競争力を維持する
4. 人財への投資は最重要な経営課題と捉え、採用に妥協は許さない
5. 将来的な海外展開を視野に、海外における再生医療に関する法令整備の動向を注視する
6. 過剰な与信リスクを抱えぬよう、取引先の信用状況等を精査し取引先管理に努める
7. 法的リスクのコントロール及びコンプライアンス遵守は経営及び業務遂行上基本とし、業界全体の模範となる
8. 最新の IT を駆使して、コミュニケーションコストをミニマイズし、徹底したスピードを追求する
9. 次の成長戦略を常に描き、足元の事業の拡大・安定化と並行して、次の布石を打つ努力を惜しまない

経営戦略としては以下の点を掲げている。

1. 再生医療関連事業における提携医療機関の増加と新たな治療分野の拡大
2. 再生医療周辺の新規技術開発並びに共同研究への積極的参画による臨床応用の展開加速
3. 学会セミナーの本格展開とアカデミア・医師等との共同治験推進
4. 協業会社等との連携による営業力の強化
5. 再生医療関連事業により蓄積されたデータ、ノウハウを活用した新たな事業展開
6. コンシューマー事業における直販モデルの拡大と OEM 製品ラインナップの増加

戦略の多くは、関係者との協働、共同によって実施されており、同社のマーケットイン思考の経営姿勢が明確に反映されている。

◆ 新たな治療分野の拡大

同社の加工受託サービスが取り扱う疾患領域は、現時点では変形性膝関節症がほとんどを占めているが、今後は、対象領域の拡大を目指している。乳房再建と不妊治療については既に取り組みが始まっている。

乳がん治療後の乳房再建については、19年4月に横浜市立大学附属市民総合医療センター、20年3月には富山大学附属病院に脂肪由来培養幹細胞を用いた加工受託サービスの提供を開始した。

不妊治療については、女性患者を対象とした PFC-FD の加工を医療機関から受託するサービスを20年3月に開始した。不妊治療に用いる PFC-FD の加工受託サービスにおける7月末時点の提携医療機関は25院である。体外受精・肺移植に関する登録施設は621施設であり、同社の契約率は短期間で4%に達している。

◆ 新規技術開発と共同研究への積極的参画

同社は、再生医療関連事業における新たな製造・加工受託分野の開拓や創薬事業への参入に向け、エクソソームの研究開発に取り組んでいる。具体的には、エクソソームを含む細胞分泌物を用いた変形性膝関節症治療法の開発に向けた大阪大学との共同研究や、20年5月に契約を締結した PFC-FD、エクソソームを用いた女性の卵巣機能不全の改善を目的とする順天堂大学との共同研究が挙げられる。

◆ 学会でのセミナー共催

同社は、再生医療関連事業におけるエビデンスの確保に向けて、日本整形外科学会学術総会や、日本再生医療学会総会でのセミナーを共催し、医師からの治療実績報告による認知度向上を図っている。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 15 のようにまとめられる。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・収益性を犠牲にすることなく、再生医療関連事業の拡大に成功していること ・脂肪由来幹細胞加工受託とPFC-FD加工受託の両方を手掛けていること ・PFC-FDの特許を取得し、同市場を独占していること ・協業による事業展開により、事業やサービスの開始から短期間で収益確保に成功していること ・豊富な加工受託件数を有しており、提携医療機関の開拓が順調に進んでいること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・対象領域の拡大に努めているものの、現状では変形性膝関節症の治療に対する依存度が高いこと ・社歴が浅く、小規模組織であるため、事業の拡大ペースに対して人材が不足する懸念があること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・整形外科の提携医療機関の増加による加工受託件数の拡大 ・不妊治療や乳房再建における加工受託件数の拡大 ・エクソソームの研究開発による成果を活かした新たな再生医療への応用や創薬事業への参入
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・法規制の変更や、法令違反の発生等による業績への影響 ・変形性膝関節症における新たな再生医療治療法の出現による競争激化 ・医療機関による法令違反、医療過誤や、患者とのトラブル等による再生医療全体に対する風評被害の発生 ・新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、再生医療の治療が全国的、かつ、長期に亘って中止、または延期されること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 協業による事業展開と収益性重視の姿勢を高く評価したい

同社の経営基本方針及び経営戦略は、協業が全ての面でのベースとなっており、自社の技術や研究開発のみに拘っていないことは、スピードと柔軟性が必要とされる再生医療ビジネスにおいて、独自の地位を確立できた要因となっていると当センターでは認識している。

また、高い収益性や良好な財務体質は、提携医療機関の開拓、共同研究先となる大学等との関係構築への寄与を通じて、同社の経営スピードの向上に繋がっていると考えられる。こうしたことから、当センターでは協業による事業展開と収益性重視の姿勢を高く評価している。

◆ 乳房再建や不妊治療等の治療分野の拡大に期待したい

同社は、乳房再建や不妊治療等にサポートする治療分野を広げる方針を掲げている。同社の受託加工サービスは、疾患領域として変形性膝関節症に大きく依存しており、新たな治療分野の拡大は、成長力を高める要因となるだけでなく、事業リスクを低減する要因ともなるため、当センターでは治療分野の拡大に特に期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 20年10月期会社計画は22%増収、12%営業増益

20/10期の会社計画は、売上高1,972百万円（前期比22.4%増）、営業利益365百万円（同11.9%増）、経常利益365百万円（同20.6%増）、当期純利益234百万円（同17.6%増）である（図表16）。

【 図表 16 】セルソースの過去の業績と 20 年 10 月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント別	16/10期	17/10期	18/10期	19/10期	20/10期	
		実績	実績	実績	実績	会社計画	増減率
売上高		139	519	1,212	1,611	1,972	22.4%
	再生医療関連	—	372	775	1,199	—	—
	コンシューマー	—	146	436	412	—	—
売上総利益		—	299	875	1,153	—	—
	売上総利益率	—	57.8%	72.2%	71.6%	—	—
販売費及び一般管理費		—	140	580	826	—	—
	販管費率	—	27.1%	47.9%	51.3%	—	—
営業利益		—	159	295	326	365	11.9%
	営業利益率	—	30.7%	24.3%	20.3%	18.5%	—
	再生医療関連	—	98	425	602	—	—
		—	26.4%	54.9%	50.2%	—	—
	コンシューマー	—	86	59	80	—	—
		—	59.0%	13.6%	19.6%	—	—
	調整額	—	-77	-189	-356	—	—
経常利益		8	158	294	303	365	20.6%
	経常利益率	5.9%	30.6%	24.3%	18.8%	18.5%	—
当期純利益		6	111	193	199	234	17.6%

(出所) セルソース有価証券届出書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

同社は、19年12月12日に公表した期初計画を修正していない。第2四半期後半から第3四半期中盤に掛けて、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、再生医療関連事業の加工受託売上が落ち込んだものの、第3四半期終盤からの加工受託売上の急回復を受け、業績予想を据え置いている。なお、セグメント別の業績予想は開示されていないが、再生医療関連事業、コンシューマー事業共に増収が見込まれている模様である。再生医療関連事業については、加工受託売上が増収の牽引役と見ている模様である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の20/10期業績を、売上高1,840百万円(前期比14.2%増)、営業利益398百万円(同21.8%増)、経常利益395百万円(同30.3%増)、当期純利益254百万円(同27.3%増)と予想する(図表17)。

会社計画に対しては、化粧品販売が減少していることや、新型コロナウイルス問題に伴い、3月から5月までの加工受託件数が一時的に落ち込んだことを考慮し、売上高は132百万円下回ると予想した。一方、コンシューマー事業でのコスト削減が進んでいるほか、第4四半期には利益率が高い加工受託サービスの急回復が見込まれるため、営業利益は33百万円上回ると予想した。

【 図表 17 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	18/10期	19/10期	20/10期CE	20/10期E	21/10期E	22/10期E
損益計算書						
売上高	1,212	1,611	1,972	1,840	2,191	2,565
前期比	133.6%	32.9%	22.4%	14.2%	19.1%	17.1%
セグメント別						
再生医療関連事業	775	1,199	-	1,666	2,011	2,379
コンシューマー事業	436	412	-	174	180	186
営業利益	295	326	365	398	580	781
前期比	85.4%	10.8%	11.9%	21.8%	45.7%	34.6%
営業利益率	24.3%	20.2%	18.5%	21.6%	26.5%	30.5%
セグメント別						
再生医療関連事業	426	602	-	832	978	1,217
コンシューマー事業	59	80	-	-13	23	25
調整額	-189	-356	-	-421	-421	-461
経常利益	294	303	365	395	580	781
前期比	85.4%	3.0%	20.6%	30.3%	46.8%	34.6%
経常利益率	24.3%	18.8%	18.5%	21.5%	26.5%	30.5%
当期純利益	193	199	234	254	374	505
前期比	73.6%	3.2%	17.6%	27.3%	47.3%	35.0%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想
(出所) セルソース決算短信を基に証券リサーチセンター作成

セグメント別では、再生医療関連事業は、売上高 1,666 百万円（前期比 38.9%増）、セグメント利益 832 百万円（同 38.2%増）と予想した。加工受託サービスの 1 日当たり平均受託件数は、19 年 9 月に 21.6 件と初めて 20 件を上回ってから 20 年 2 月までは 19~23 件で推移していたが、新型コロナウイルス問題に伴う外出自粛の影響から、3 月 17.7 件、4 月 14.4 件、5 月 14.9 件と大幅に落ち込んだ。

非常事態宣言の解除に伴い、1 日当たり平均受託件数は、6 月 25.0 件、7 月 26.9 件と急回復し、その後も高水準で推移している模様である。加工受託から売上計上までは 1~1.5 カ月のタイムラグがあるため、第 4 四半期の加工受託売上は第 3 四半期比で大幅な増加が見込まれる。当センターは、固定費の増加を織り込む一方、限界利益率が高い加工受託サービスの増加を見込み、第 4 四半期の売上高は前四半期比 175 百万円増加し、セグメント利益は 80 百万円増加すると予想した。

コンシューマー事業は、売上高 174 百万円（前期比 57.8%減）、セグメント損失 13 百万円（前年同期は 80 百万円の利益）と予想した。第 1 四半期、第 2 四半期とセグメント損失を計上していたが、売上高の落ち込みに歯止めがかかり、第 3 四半期のセグメント損益が黒字に転換したことを受け、第 4 四半期も前四半期並みの業績は維持できると考えた。

調整額については、第4四半期は第3四半期並みの数値を想定した。

21/10期は、新型コロナウイルス問題による悪影響がほぼなくなるという前提を置いて、売上高 2,191 百万円（前期比 19.1%増）、営業利益 580 百万円（同 45.7%増）と見込んだ。

セグメント別では、再生医療関連事業は、売上高 2,011 百万円（前期比 20.7%増）、セグメント利益 978 百万円（同 17.5%増）と予想した。売上高については、整形外科分野の提携医療機関の増加や、20年3月に開始した不妊治療向け PFC-FD 加工の貢献を想定し、加工受託サービスを中心とした増加を見込んでいる。利益については、加工施設の設備拡充に伴う減価償却費等の増加の影響を織り込み、利益率がやや低下すると想定した。

コンシューマー事業は、売上高 180 百万円（前期比 3.4%増）、セグメント利益 23 百万円（黒字転換）と予想した。同事業における同社の施策に大きな変化はないと考え、20/10期下期の業績レベルが継続すると考えた。

調整額については、通常の人件費や経費の増加を、長期前払費用償却額の減少でほぼ相殺すると想定し、前期比横ばいの 421 百万円と予想した。

22/10期は、売上高 2,565 百万円（前期比 17.1%増）、営業利益 781 百万円（同 34.6%増）と見込んだ。

セグメント別では、再生医療関連事業は、売上高 2,379 百万円（前期比 18.3%増）、セグメント利益 1,217 百万円（同 24.4%増）と予想した。売上高については、整形外科分野の提携医療機関の増加や、不妊治療向け PFC-FD 加工及び乳房再建向け脂肪由来培養幹細胞加工の貢献を想定し、加工受託サービスを中心とした増収を見込んでいる。利益については、減価償却費や人件費等の伸びが鈍化し、利益率が改善すると想定した。

コンシューマー事業は、売上高 186 百万円（前期比 3.3%増）、セグメント利益 25 百万円（同 8.7%増）と予想した。地道な施策への取り組みを継続することで、小幅な増収増益は可能と考えた。

調整額については、通常の人件費や経費の増加により、461 百万円（前期比 9.5%増）と予想した。

同社は、財務の安定性と将来の成長に向けた投資等に備え、内部留保の確保を優先することが企業価値向上を通じた株主利益の最大化に

つながると考え、設立以来、配当を実施していない。現時点において、配当の実施時期や方針については未定としている。こうしたことから、当センターでは、20/10 期から 22/10 期においても配当は実施されないと予想している。

【 図表 18 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	18/10期	19/10期	20/10期CE	20/10期E	21/10期E	22/10期E
貸借対照表						
現預金	252	1,333		1,718	2,037	2,535
売掛金	136	135		155	184	216
棚卸資産	123	164		207	229	254
その他	28	20		19	19	19
流動資産	541	1,654		2,101	2,471	3,025
有形固定資産	43	73		86	125	114
無形固定資産	4	4		6	13	18
投資その他の資産	107	110		86	80	77
固定資産	155	187		179	220	210
資産合計	697	1,842		2,280	2,691	3,236
買掛金	31	14		40	43	45
リース債務	—	3		3	1	0
未払法人税等	97	47		77	113	151
その他	166	165		140	140	141
流動負債	295	230		260	298	338
リース債務	—	4		1	0	0
固定負債	—	4		1	0	0
純資産合計	401	1,607		2,018	2,392	2,897
(自己資本)	401	1,607		2,018	2,392	2,897
(非支配株主持分+新株予約権)	—	—		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	294	303		395	580	781
減価償却費	13	20		27	64	66
長期前払費用償却額	1	40		44	1	0
売上債権の増減額 (—は増加)	-86	-3		-19	-29	-31
棚卸資産の増減額 (—は増加)	-47	-41		-42	-22	-25
仕入債務の増減額 (—は減少)	23	-16		25	3	2
その他	96	52		-21	4	4
法人税等の支払額	-82	-159		-110	-170	-237
営業活動によるキャッシュ・フロー	213	195		298	431	559
有形固定資産の取得による支出	-22	-50		-40	-100	-50
無形固定資産の取得による支出	-2	-3		-4	-10	-10
その他	-65	-54		-23	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-90	-107		-67	-110	-60
株式発行による収入	—	1,003		156	0	0
リース債務の返済による支出	—	-1		-3	-3	0
配当金の支払額	—	—		0	0	0
その他	—	-7		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	—	993		153	-3	0
現金及び現金同等物の増減額 (—は減少)	123	1,080		385	318	498
現金及び現金同等物の期首残高	129	252		1,333	1,718	2,037
現金及び現金同等物の期末残高	252	1,333		1,718	2,037	2,535

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) セルソース決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点**◆ 競合する新規治療の出現や、加工受託サービスの価格競争**

同社の受託加工サービスは、変形性膝関節症治療向けが大半を占めている。変形性膝関節症の治療に関し、再生医療に限らず、新たな治療法が出現し、医師や患者が当該治療を優先して選択する機会が増えると、同社の経営成績に大きな影響を及ぼす可能性がある。

また、変形性膝関節症の治療を目的とした加工受託サービスに参入企業が増えた場合、同社への委託加工費に価格引下げ圧力が生じる可能性がある。

◆ 自然災害等の発生に伴うリスク

同社の受託加工サービスは、東京都渋谷区の再生医療センターで加工、保管業務を行っているほか、化粧品の製造は本社工場を山梨県に持つシャロームに委託している。大地震等の自然災害や火災等の事故等により、同社または委託先の製造加工設備が損壊したり、配送網が分断されたりした場合、同社の事業の継続に支障を生じる可能性がある。

◆ 新型コロナウイルスの感染拡大リスク

新型コロナウイルスの感染拡大による外出自粛に伴い、同社の加工受託サービスにおける受託件数は、3月から5月に急減した。一方、7月から8月に掛けてのいわゆる「第2波」による感染拡大期においては、同社の加工受託件数は大幅に回復しており、新型コロナウイルスの感染拡大が同社の受託件数に常に悪影響を及ぼすわけではない。

当センターでは、医療機関の感染対策の実施等により、ある程度の感染拡大であれば、受診抑制や同社が加工受託する再生医療の選択の減少が起こらないという前提のもとに業績予想を策定している。しかしながら、新型コロナウイルスの感染拡大が、変形性膝関節症患者の受診抑制や、再生医療の選択減少に繋がった場合、同社の業績が当センターの予想を下回る可能性がある点に注意が必要である。

◆ 当面は無配が続く可能性

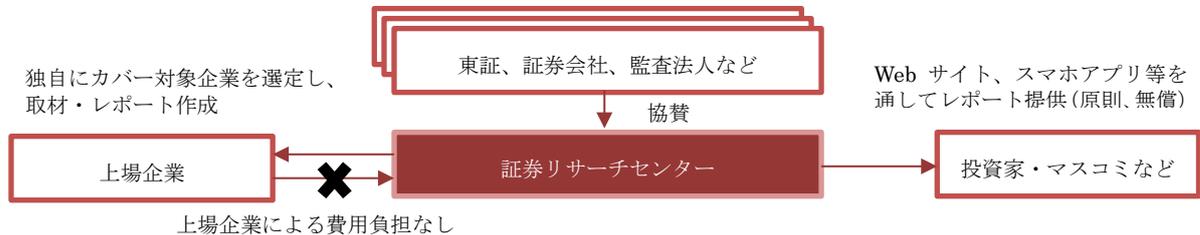
同社は、財務の安定性と将来の成長に向けた投資等に備え、内部留保の確保を優先することが企業価値向上を通じた株主利益の最大化につながると考え、設立以来、配当を実施していない。

事業環境や、経営成績、財務状況、投資計画等を総合的に勘案しながら、将来的には、株主への剰余金配当を検討する方針を示しているが、現時点では配当の実施時期や方針については未定としており、しばらくは無配が続く可能性がある。

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

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

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、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。