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

アップデート・レポート
2021年2月12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 20210209

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved. 本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

セルソース（4880 東証マザーズ）

発行日：2021/2/12

膝疾患治療向けを中心とした細胞加工受託等の再生医療関連事業を展開
加工受託サービスを牽引役とした中長期的な成長を予想

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

＞ 要旨

◆ 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向け等の細胞加工受託等を手掛ける再生医療関連事業を展開している。

・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。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の仕入販売、医療機関に対するコンサルティングサービス、一般消費者向け化粧品販売等も手掛けている。

◆ 20 年 10 月期決算は 15%増収、27%営業増益

・20/10 期決算は、前期比 15.1%増収、27.1%営業増益であった。売上高は化粧品販売の不振により計画を下回ったものの、広告宣伝費やその他の経費の支出を抑えたため、利益は計画を上回った。

・新型コロナウイルス感染拡大を受けて患者の受診抑制が見られた第 2 四半期から第 3 四半期には利益が一時的に落ち込んだが、影響が一巡した第 4 四半期の利益は急回復した。

◆ 21 年 10 月期の会社計画は 37%増収、38%営業増益

・21/10 期決算について同社は、加工受託サービス、コンサルティングサービス、医療機器販売の拡大により、36.9%増収、37.9%営業増益を見込んでいる。

・証券リサーチセンター（以下、当センター）は、20/10 期実績や、同社の施策、新型コロナウイルス問題の影響等を踏まえて、21/10 期の業績予想を見直し、売上高を 2,191 百万円→2,445 百万円、営業利益を 580 百万円→642 百万円に上方修正した。

◆ 加工受託サービスを牽引役とした中長期的な成長を予想

・当センターでは、提携医療機関数の拡大が続くという想定に基づき、加工受託サービスを牽引役とした中長期的な成長を見込んでおり、22/10 期は 20.0%増収、32.7%営業増益、23/10 期は 7.8%増収、8.6%営業増益と予想した。

【主要指標】

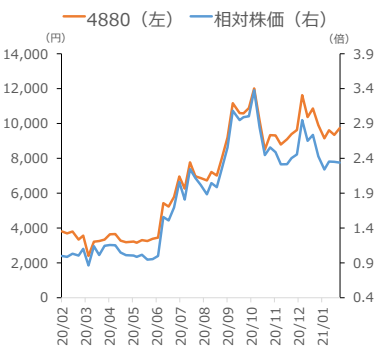
	2021/2/5
株価 （円）	9,730
発行済株式数 （株）	6,146,400
時価総額 （百万円）	59,804

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	213.6	148.0	111.4
PBR （倍）	29.3	24.5	20.1
配当利回り （%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン （%）	-13.9	10.0	123.2
対TOPIX （%）	-14.1	-4.0	107.8

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2020/2/7

【 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)
2019/10	1,611	32.9	326	10.8	303	3.0	199	3.2	45.9	279.1	0.0
2020/10	1,855	15.1	415	27.1	412	36.1	274	37.3	45.6	331.9	0.0
2021/10 CE	2,539	36.9	573	37.9	570	38.1	356	30.0	58.0	-	0.0
2021/10 E	2,445	31.8	642	54.5	642	55.5	404	47.4	65.7	397.6	0.0
2022/10 E	2,933	20.0	852	32.7	852	32.7	537	32.9	87.4	485.0	0.0
2023/10 E	3,161	7.8	925	8.6	925	8.6	583	8.6	94.9	579.9	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、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

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

（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。

再生医療関連事業は、高い利益率を維持しつつ、毎期、高い増収率を続けており、20/10 期の売上高構成比は 90.8%に達している。一方、コンシューマー事業は、17/10 期においては同社の利益を下支えする存在であったが、18/10 期以降、採算が悪化傾向にある。コンシューマー事業の売上高構成比は、20/10 期には 9.2%に低下した（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 金額	17/10期 構成比	18/10期 金額	18/10期 構成比	19/10期 金額	19/10期 構成比	20/10期 金額	20/10期 構成比	20/10期 増減率
売上高		519	100.0%	1,212	100.0%	1,611	100.0%	1,855	100.0%	15.1%
	再生医療関連	372	71.8%	775	64.0%	1,199	74.4%	1,685	90.8%	40.5%
	コンシューマー	146	28.2%	436	36.0%	412	25.6%	170	9.2%	-58.6%
営業利益（セグメント利益）		159	100.0%	295	100.0%	326	100.0%	415	100.0%	27.1%
営業利益率		30.7%	―	24.3%	―	20.3%	―	22.4%	―	―
	再生医療関連	186	78.7%	425	87.8%	602	88.2%	847	101.6%	40.7%
		50.0%	―	54.9%	―	50.2%	―	50.3%	―	―
	コンシューマー	50	21.3%	59	12.2%	80	11.8%	-13	-1.6%	―
		34.5%	―	13.6%	―	19.6%	―	―	―	―
	調整額	-77	―	-189	―	-356	―	-418	―	―

（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

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。

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」、「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

（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。

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。

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。

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学界等との業務提携等をサポートしている。

（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含有し、組織の治療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 を用いた療法は、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。

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。

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 3 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		20/10期	
	金額	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
売上高	372	775	108.1%	1,199	54.6%	1,685	40.5%
セグメント利益	186	425	128.4%	602	41.4%	847	40.7%
セグメント利益率	50.0%	54.9%	―	50.2%	―	50.3%	―
減価償却費	10	10	0.1%	15	42.3%	19	29.8%
EBITDA	196	436	121.6%	617	41.5%	866	40.4%
EBITDAマージン	52.8%	56.2%	―	51.5%	―	51.4%	―
加工受託件数	561	2,320	313.5%	5,228	125.3%	8,056	54.1%
うち脂肪由来幹細胞	82	589	618.3%	806	36.8%	925	14.8%
うち血液由来	479	1,731	261.4%	4,422	155.5%	7,131	61.3%
期末提携医療機関数	22	133	―	296	―	550	―

（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。

再生医療事業の組織体制は、20/10 期末の従業員数 46 名（前期末 38 名）、期中平均臨時雇用者 10 名（前期期中平均 5 名）となっている。そのうち、30～40 名が再生医療センターで加工業務を行う従業員と臨時雇用者である。再生医療センター業務とコンサルティング業務を担当する従業員・臨時雇用者が労務費の対象となっている。

◆ 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

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。

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 EC 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 EC 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で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、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 期は美顔器の仕入販売が中心であったが（20/10 期に販売終了）、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（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		20/10期	
	金額	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%	170	-58.6%
セグメント利益	50	59	17.6%	80	36.6%	-13	―
セグメント利益率	34.5%	13.6%	―	19.6%	―	―	―
減価償却費	0	0	―	0	334.5%	0	-74.9%
EBITDA	50	59	17.8%	81	37.0%	-13	―
EBITDAマージン	34.5%	13.6%	―	19.7%	―	―	―

（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

19/10 期は、広告宣伝費等の削減により、売上高は減少したものの、セグメント利益は増加した。20/10 期は化粧品の EC 広告環境の変化を受け、広告出稿手法や価格戦略の見直し、従業員の再生医療関連事業への異動等を実施したが、十分な成果が得られず、売上高が大幅に減少し、営業損失の計上を余儀なくされた。

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 20/10 期末の従業員数は、前期末の 9 名から 4 名に減少した。

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。

◆ 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経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		20/10期	
	金額（百万円）	割合（%）	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	810	43.7
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	299	16.2
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	744	40.1

（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 期は傘下 4 院との取引金額の合計、20/10 期は傘下 8 院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、顧客は、再生医療関連事業が医療機関（最終的には主に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であり、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、同センターの有形固定資産は 20/10 期末で 11 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。

◆ 再生医療関連の利益がコンシューマーの損失を補っている

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。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（20/10 期の売上高比率 3.7%）、外注加工費（同 1.0%）、商品仕入高（同 9.9%）、販売費及び一般管理

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。

費（以下、販管費）に計上される荷造運賃（同 1.8%）、支払手数料（同 3.5%）の一部である。よって、全社ベースの限界利益率は 75～85%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、20/10 期において、加工受託サービスが 60～70%、医療機器販売が 20～30%、コンサルティングサービスが 10～20%を占めている模様である。20/10 期の加工受託サービスの加工受託件数 8,056 件のうち、脂肪由来が 925 件で 11.5%、血液由来が 7,131 件で 88.5%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（加工受託サービスの代理店手数料を含む）、地代家賃等が中心となっている。

20/10 期における再生医療関連事業のセグメント利益率は 50.3%であった。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非開示となっているが、20/10 期において、製品である化粧品が売上高の 90%前後を占め、仕入商品である美顔器の比率は 10%前後であった模様である。同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によって構成され、売上総利益率は 70%前後と推測される。美顔器の売上原価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、支払手数料（化粧品の販売手数料や倉庫料等）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。

20/10 期のコンシューマー事業のセグメント利益率は、売上高の急速な減少ペースに広告宣伝費や人件費の削減ペースが追いつかなかったため、19/10 期の 19.6%からマイナス 8.0%に悪化した。特に、同事業の売上高に対する広告宣伝費の比率が 19/10 期の 36.4%から 20/10 期には 52.0%に悪化した影響が大きかったと考えられる。

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。

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、20/10 期の金額は 418 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 467 百万円（セグメント利益率 27.7%）、コンシューマー事業のセグメント損益は 52 百万円の損失（同マイナス 30.5%）となる。現状では、コンシューマー事業の損失を再生医療関連事業の利益で補う状態となっている。

＞ SWOT分析

◆ 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 5 のようにまとめられる。

【 図表 5 】SWOT 分析

強み (Strength)	・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)	・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)	・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)	・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

＞ 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 6）。

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。

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。

【 図表 6 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値（前回）	数値（今回）
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%	43.7%
		・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%	16.2%
		・新たな治療法として再生医療の認識が広がり、提携医療機関は毎期着実に増加している	・期末提携医療機関数（全領域）	468院（20年7月末）	550院
		・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）	46院
	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）	5.0年（21年2月時点）
			・上場からの経過年数	1.0年（20年11月時点）	1.5年（21年2月時点）
	事業パートナー	・化粧品の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	925件
			・PFC-FD加工受託件数	4,422件	7,131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はなく、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			
		・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%	22.4%
		・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			
		・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			
人的資本	経営陣	・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）	5年（21年2月時点）
		・若い社長を経験豊富な一人の社内取締役と二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)	38歳(21年2月時点)
			・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）	61.3歳（21年2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	・期末従業員数	58名	68名
			・従業員の期中純増数	19名	10名
		・インセンティブ制度	・ストックオプション	141,600株（7.4%）	87,000株（4.2%）

（注）KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は19/10期または19/10期末、今回は20/10期または20/10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

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。

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。

＞ 決算概要

◆ 20 年 10 月期は 15%増収、27%営業増益

20/10 期決算は、売上高 1,855 百万円（前期比 15.1%増）、営業利益 415 百万円（同 27.1%増）、経常利益 412 百万円（同 36.1%増）、当期純利益 274 百万円（同 37.3%増）であった（図表 7）。

【 図表 7 】20 年 10 月期の業績

（単位：百万円）

	内訳	19/10期			20/10期							
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		767	844	1,611	444	441	886	425	543	969	1,855	15.1%
売上総利益		545	608	1,153	316	281	598	279	381	660	1,258	9.1%
売上総利益率		71.1%	72.0%	71.6%	71.3%	63.6%	67.5%	65.6%	70.2%	68.2%	67.9%	–
販売費及び一般管理費		416	409	826	192	217	410	214	218	433	843	2.0%
販管費率		54.3%	48.5%	51.3%	43.3%	49.3%	46.3%	50.4%	40.2%	44.7%	45.5%	–
	広告宣伝費	108	41	149	15	37	52	17	18	36	88	-40.9%
	人件費+業務委託費	164	190	355	96	111	207	123	129	253	461	–
	その他	143	177	321	80	69	150	72	70	143	293	–
営業利益		128	198	326	124	63	187	64	162	227	415	27.1%
営業利益率		16.8%	23.5%	20.3%	28.0%	14.3%	21.2%	15.3%	29.9%	23.5%	22.4%	–
経常利益		127	175	303	123	63	187	62	162	225	412	36.1%
経常利益率		16.7%	20.8%	18.8%	27.8%	14.4%	21.1%	14.8%	30.0%	23.3%	22.2%	–
当期（四半期）純利益		83	115	199	77	40	118	39	115	155	274	37.3%

（注）19/10 期上期、下期の数値は監査法人のレビューを受けていない。19/10 期下期、20/10 期 2Q、3Q、4Q、下期の販管費の内訳数値は証券リサーチセンターの推測
（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

売上総利益率は、利益率が高い化粧品の売上高構成比の低下等により、前期の 71.6%から 67.9%に低下した。一方、体制強化に伴い、給料手当が前期比 64 百万円、業務委託費が同 23 百万円、地代家賃が同 7 百万円増加したものの、化粧品売上高の減少に伴い、広告宣伝費が同 61 百万円、荷造運賃が同 15 百万円減少したため、販管費の増加は同 16 百万円にとどまった。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は前期の 51.3%から 45.5%に改善した。結果、営業利益率は前期の 20.3%から 22.4%に上昇した。

◆ 再生医療関連事業が業績拡大を牽引した

セグメント別では、再生医療関連事業が売上高 1,685 百万円（前期比 40.5%増）、セグメント利益 847 百万円（同 40.7%増）と大幅増収増益となり、業績拡大を牽引した（図表 8）。

提携医療機関数が、前期末の 296 院から 550 院に増加したことや、1 院当たりの加工受託件数が多い活寿会の傘下クリニック数が同 4 院から 8 院に拡大したこと等から、加工受託件数が前期の 5,228 件から

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。

8,056 件へと 54.1%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。一方、医療機器の販売額の中心を占めるメトラス向け売上高が前期比 60.2%増加したことから、医療機器の売上高も大幅に増加したと見られる。コンサルタントサービスの増収率は相対的に低かったと推測される。

【 図表 8 】20 年 10 月期のセグメント別業績

（単位：百万円）

	セグメント	19/10期 上期	19/10期 下期	19/10期 通期	20/10期 1Q	20/10期 2Q	20/10期 上期	20/10期 3Q	20/10期 4Q	20/10期 下期	20/10期 通期	増減率
売上高		767	844	1,611	444	441	886	425	543	969	1,855	15.1%
	再生医療関連	513	685	1,199	404	397	801	381	502	883	1,685	40.5%
	コンシューマー	253	158	412	39	44	84	44	41	85	170	-58.6%
営業利益（セグメント利益）		128	198	326	124	63	187	64	162	227	415	27.1%
営業利益率		16.8%	23.5%	20.3%	28.0%	14.3%	21.2%	15.3%	29.9%	23.5%	22.4%	―
	再生医療関連	240	362	602	230	184	414	168	264	432	847	40.7%
		46.7%	52.8%	50.2%	57.0%	46.3%	51.7%	44.3%	52.6%	49.0%	50.3%	―
	コンシューマー	40	40	80	-7	-18	-25	5	5	11	-13	―
		16.0%	25.4%	19.6%	―	―	―	12.9%	14.3%	13.6%	―	―
	調整額	-152	-204	-356	-98	-102	-201	-109	-107	-216	-418	―
加工受託件数（件）		1,788	3,440	5,228	1,922	1,559	3,481	2,046	2,529	4,575	8,056	54.1%
うち脂肪由来幹細胞（件）		273	533	806	247	206	453	205	267	472	925	14.8%
うち血液由来（件）		1,515	2,907	4,422	1,675	1,353	3,028	1,841	2,262	4,103	7,131	61.3%
期末提携医療機関数（院）		192	296	296	345	404	404	468	550	550	550	85.8%

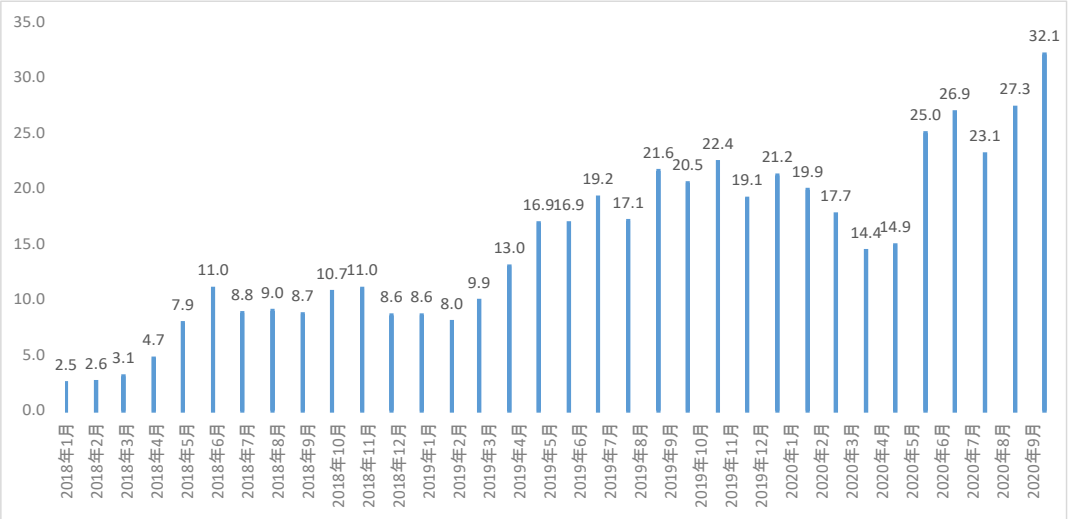
（注）19/10 期上期、下期の数値は監査法人のレビューを受けていない
（出所）セルソース決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

増収率は高かったものの、人員増強による労務費（売上原価）や販管費の増加もあり、セグメント利益率は 50.3%と前期の 50.2%に対してほぼ横ばいであった。

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 2,046 件、第 4 四半期 2,529 件と急回復した。1 日当たりの平均加工受託件数の推移を見ると、新型コロナウイルス問題の影響がなかった 20 年 1 月は 21.2 件であったが、4 月には 14.4 件に落ち込んだ。緊急事態宣言の解除を受けて、6 月に 25.0 件に急拡大した後も、順調に回復している（図表 9）。なお、8 月や 12 月の数値が前月より減少する傾向にあるのは、医療機関の夏季休業、年末休業の影響と見られる。

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。

【 図表 9 】1 日当たり平均加工受託件数の推移 （単位：件）



（出所）セルソース決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、大学や企業、病院、スポーツチーム等と様々な取組みを開始している。20/10 期期初以降の取組みについては図表 10 の通りである。

【 図表 10 】20 年 10 月期期初以降のトピックス

公表年月	内容
19年11月	住商ファーマインターナショナルと「脂肪由来幹細胞の分譲に関する契約」を締結
20年3月	脂肪由来幹細胞加工受託サービスが富山大学附属病院の乳がん先端治療・乳房再建センターにて採用
20年3月	不妊治療を目的としたPFC-FDの加工受託サービスを開始し、産科・婦人科向けに事業領域を拡大へ
20年5月	順天堂大学とPFC-FD・エクソソームを用いた不妊治療の手法について共同研究契約を締結
20年11月	がん研究会有明病院にて同社が日本国内で独占的に販売を行っている医療機器を採用
20年11月	順天堂大学と共同研究講座「スポーツ医学・再生医療講座」を開設
20年12月	沖縄県「先端医療産業技術事業化推進事業」の実施
20年12月	プロサッカーチーム・FC琉球の医療バックアップを行うメディカルパートナー契約を締結
20年12月	大阪大学と脂肪幹細胞由来エクソソーム等を用いた慢性閉塞性肺疾患治療に関する共同研究を開始

（出所）セルソース決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

中でも注目されるのは、不妊治療を目的とした PFC-FD の加工受託サービスである。20/10 期末の提携医療機関数は、サービス開始から 8 カ月で 46 院となり、ターゲットとする 621 施設の 7.4%に達した。不妊治療領域における受託加工件数は、10 月に 30 件に拡大し、20/10 期では 100 件に到達した。

◆ コンシューマー事業としての開示は 20 年 10 月期で終了

コンシューマー事業は、売上高 170 百万円（前期比 58.6%減）、セグメント損失 13 百万円（前期は 80 百万円の利益）であった。19/10 期

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。

後半から化粧品の EC 広告環境の変化を受けて、大手ドラッグストアやコンビニエンスストア等の店舗や、中国向け越境 EC 等での販売を強化する一方、売上高の維持よりも利益確保を重視する方針に舵を切った。具体的には、広告出稿手法の変更による広告宣伝費の削減や、初回購入時の割引の見直し、同事業従業員の再生医療関連事業への異動等を行った。しかしながら、売上高の減少ペースにコストの削減ペースが追い付かず、セグメント損失の計上を余儀なくされた。

同社は、20/10 期をもってコンシューマー事業の開示を終了し、再生医療関連事業の単一セグメントへの変更を行うと公表した。売上高が落ち込んでいた美顔器の仕入販売を 20/10 期で終了し、コンシューマー事業が化粧品の製造販売のみとなったことに伴い、経営資源の配分や経営管理体制の共通化の観点から、規模縮小により重要性が薄れたコンシューマー事業の管理手法を見直したものと考えられる。

◆ 第 3 四半期に掛けては再生医療関連事業に調整局面が見られた

20/10 期業績は、端的には、再生医療関連事業の好調、コンシューマー事業の不振と要約できるが、それぞれの事業で期中の変動が見られたことから、当センターでは 20/10 期決算をセグメント別、四半期毎に分けての分析も行った。

再生医療関連事業については、第 1 四半期の売上高は、提携医療機関の増加に伴い、404 百万円（前四半期比 28 百万円増）と好調であった。第 2 四半期においても、提携医療機関の伸びは順調であったが、新型コロナウイルスの感染拡大に伴い、患者の受診抑制が発生し、受託加工件数の落込みの影響が生じ始めたため、売上高は 397 百万円と前四半期に比べ 7 百万円減少した。

第 3 四半期に入ると、加工受託件数は急回復したものの、受託加工から売上計上までのタイムラグがあるため、受診抑制の影響が本格化し、再生医療関連事業の売上高は 381 百万円（前四半期比 16 百万円減）に落ち込んだ。第 4 四半期においては、提携医療機関が前四半期末 82 院増と過去最高の純増となったことや、受診抑制の影響がなくなったことから、四半期ベースの加工受託件数が過去最高の 2,529 件となり、同売上高は 502 百万円と前四半期比 121 百万円増加した。

◆ 下期はコンシューマー事業において利益を確保した

コンシューマー事業については、19/10 期以降の悪化が続き、20/10 期第 1 四半期は、売上高 39 百万円（前四半期比 23 百万円減）、セグメント損失 7 百万円（前四半期は 14 百万円の利益）に落ち込んだ。第 2 四半期においては、売上高が 44 百万円とやや回復したものの、広告宣伝費等の増加により、18 百万円のセグメント損失となった。

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。

第 3 四半期については、コンシューマー事業の売上高 44 百万円と横ばいであったが、コスト削減を強化した結果、セグメント損益は 5 百万円の利益を確保した。第 4 四半期については、売上高は 41 百万円とやや減少したが、セグメント利益は 5 百万円を維持した。

◆ 売上高は計画を下回ったが、営業利益は計画を上回った

期初計画に対する達成率は、売上高が 94.1%、営業利益は 113.6%、経常利益は 112.8%であった。

売上高については、保守的な計画であった再生医療関連事業は計画を上回った一方、コンシューマー事業が計画を大幅に下回った模様である。営業利益については、販売不振に陥ったコンシューマー事業において広告宣伝費を計画に比べ削減したほか、その他の経費も計画ほど使わなかったため、販管費が計画を大幅に下回ったと見られる。

◆ 負債の増加により自己資本比率はやや低下した

20/10 期末の総資産は、現金及び預金が前期末比 423 百万円増加したことや、売掛金が同 91 百万円増加したこと等により、前期末の 1,842 百万円から 2,352 百万円に増加した。

調達サイドでは、利益の拡大に伴い、未払法人税等が前期末比 60 百万円増となったこと等から、負債合計は同 75 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積や株式発行に伴い、同 432 百万円増加した。負債の増加の影響が大きかったため、自己資本比率は前期末の 87.3%から 86.7%にやや低下した。

＞ 業績見通し

◆ セルソースの 21 年 10 月期予想

21/10 期の会社計画は、売上高 2,539 百万円（前期比 36.9%増）、営業利益 573 百万円（同 37.9%増）、経常利益 570 百万円（同 38.1%増）、当期純利益 356 百万円（同 30.0%増）である（図表 11）。

サービス別・品目別売上高予想については公表していないが、1）再生医療に対する社会的認知度の一層の高まり等を背景にした提携医療機関数の順調な増加や、2）変形性膝関節症以外の治療用途への同社サービスの広がり等を踏まえ、加工受託サービス、コンサルティングサービス、医療機器販売は堅調な成長を見込んでいる模様である。一方、化粧品販売は、新たな販売戦略による売上拡大に取り組むものの、その具現化の不確実性を鑑み、保守的な予想を置いたとしている。

売上原価や販管費についても計画は不明であるが、加工受託サービス

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。

においては、労務費や材料費の増加に加えて、加工受託サービスの一部を外部の協力業者にアウトソースすることを予定しており、外注加工費の増加を見込んでいる模様である。販管費については、順天堂大学や大阪大学との共同研究に伴う研究開発費の大幅な増加や、従業員の増員に伴う人件費等の増加等を想定していると見られる。

【 図表 11 】セルソースの過去の業績と 21 年 10 月期の計画　（単位：百万円）

	セグメント別	16/10期 実績	17/10期 実績	18/10期 実績	19/10期 実績	20/10期 実績	21/10期 会社計画	増減率
売上高		139	519	1,212	1,611	1,855	2,539	36.9%
	再生医療関連	—	372	775	1,199	1,685	—	—
	コンシューマー	—	146	436	412	170	—	—
売上総利益		—	299	875	1,153	1,258	—	—
売上総利益率		—	57.8%	72.2%	71.6%	67.9%	—	—
販売費及び一般管理費		—	140	580	826	843	—	—
販管費率		—	27.1%	47.9%	51.3%	45.5%	—	—
営業利益		—	159	295	326	415	573	37.9%
営業利益率		—	30.7%	24.3%	20.3%	22.4%	22.6%	—
	再生医療関連	—	98	425	602	847	—	—
		—	26.4%	54.9%	50.2%	50.3%	—	—
	コンシューマー	—	86	59	80	-13	—	—
		—	59.0%	13.6%	19.6%	—	—	—
	調整額	—	-77	-189	-356	-418	—	—
経常利益		8	158	294	303	412	570	38.1%
経常利益率		5.9%	30.6%	24.3%	18.8%	22.2%	22.5%	—
当期純利益		6	111	193	199	274	356	30.0%

（出所）セルソース有価証券届出書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの 21 年 10 月期予想

当センターは、20/10 期実績や、同社の施策、新型コロナウイルス問題の影響等を踏まえて 21/10 期予想を見直した結果、売上高を 2,191 万円→2,445 百万円、営業利益を 580 百万円→642 百万円、経常利益を 580 百万円→642 百万円、当期純利益を 374 百万円→404 百万円に上方修正した（図表 12）。

前回予想においては、セグメント別の売上高と利益の予想を行っていたが、同社の方針変更に伴い、今回においては、売上高は旧再生医療関連事業と化粧品販売に分類して予想を行い、売上総利益以下は全社ベースでの予想とした。

売上高の内訳としては、再生医療関連は、2,295 百万円（前期比 36.2%増）と予想した。1）提携医療機関数が 20/10 期第 4 四半期に大幅に増えたことや、2）1 院当たりの加工受託件数が多い活寿会傘下のクリニックが 20 年 9 月に 3 院開設されたこと、3）20/10 期第 4 四半期

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。

の不妊治療向け加工受託件数が69件と前四半期比40件増えたこと等を踏まえ、加工受託サービスが前期比50%程度増加すると予想した。

【 図表 12 】中期業績予想

（単位：百万円）

	20/10期	21/10期CE	旧21/10期E	21/10期E	旧22/10期E	22/10期E	23/10期E
売上高	1,855	2,539	2,191	2,445	2,565	2,933	3,161
前期比	15.1%	36.9%	19.1%	31.8%	17.1%	20.0%	7.8%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
再生医療関連事業	1,685	-	2,011	2,295	2,379	2,783	3,011
コンシューマー事業（化粧品販売）	170	-	180	150	186	150	150
売上総利益	1,258	-	-	1,747	-	2,109	2,280
売上総利益率	67.9%	-	-	71.5%	-	71.9%	72.1%
販売費及び一般管理費	843	-	-	1,105	-	1,257	1,355
販管費率	45.5%	-	-	45.2%	-	42.9%	42.9%
営業利益	415	573	580	642	781	852	925
前期比	27.1%	37.9%	45.7%	54.5%	34.6%	32.7%	8.6%
営業利益率	22.4%	22.6%	26.5%	26.3%	30.5%	29.1%	29.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
再生医療関連事業	847	-	978	-	1,217	-	-
コンシューマー事業（化粧品販売）	-13	-	23	-	25	-	-
調整額	-418	-	-421	-	-461	-	-
経常利益	412	570	580	642	781	852	925
前期比	36.1%	38.1%	46.8%	55.5%	34.6%	32.7%	8.6%
経常利益率	22.2%	22.4%	26.5%	26.3%	30.5%	29.0%	29.3%
当期純利益	274	356	374	404	505	537	583
前期比	37.3%	30.0%	47.3%	47.4%	35.0%	32.9%	8.6%

（注）CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想、21/10期以降のコンシューマー事業の売上高は化粧品販売
（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

前提となる加工受託件数は12,361件（前期比53.4%増）と予想した（第1四半期3,016件、第2四半期2,550件、第3四半期3,105件、第4四半期3,690件）。新型コロナウイルスの感染拡大を受けて、第2四半期を中心に受診抑制の発生を想定した。コンサルティングサービスは前期比5～10%増、医療機器は同0～5%増と予想した。

化粧品は150百万円と予想した。前期のコンシューマー事業の売上高（170百万円）には、金額は不明であるが販売を停止した美顔器も含まれていることや、20/10期第4四半期のコンシューマー事業の売上高が前四半期比3百万円減と、減少基調が続いていたこと等を考慮した。

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。

売上総利益率は、前期比 3.6%ポイント改善の 71.5%と予想した。労務費、材料費、減価償却費、外注加工費の増加の影響よりも、相対的に利益率が高いと想定される加工受託サービスの売上高構成比が上昇し、利益率が低いと想定される医療機器販売の構成比が低下すると見込んだ影響が大きいと考えたためである。販管費については、順天堂大学や大阪大学との共同研究に伴う研究開発費の大幅な増加や、従業員の増員に伴う人件費等の増加等を織り込んだ。高い増収率で吸収し、販管費率は前期比 0.3%ポイント低下の 45.2%と予想した。

＞ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、20/10 期実績や同社の施策等を踏まえ、前回の 22/10 期予想を見直すと共に、23/10 期予想を新たに策定した。

22/10 期予想については、売上高を 368 百万円、営業利益を 71 百万円増額した。

売上高の内訳としては、再生医療関連は、2,783 百万円（前期比 21.3%増）と予想した。提携医療機関数の増加と、新型コロナウイルスの影響による受診抑制の影響の消失により、加工受託件数が 15,979 件（同 29.3%増）に達すると見込み、加工受託サービスが前期比 30%程度増加すると考えた。コンサルティングサービスは同 5～10%増と、医療機器は同 0～5%増と予想した。化粧品は、新たな取組みが成果を挙げられるかの判断がつかないため、同横ばいの 150 百万円と予想した。

売上総利益率は、セールスミックスの改善を見込み、前期比 0.4%ポイント上昇の 71.9%と予想した。販管費については、共同研究に伴う研究開発費の増加や、従業員の増員に伴う人件費等の増加等を織り込んだ。販管費の増加率は前期の 31.0%から 13.7%に鈍化すると想定し、販管費率は前期比 2.3%ポイント低下の 42.9%と予想した。

23/10 期については、売上高 3,161 百万円（前期比 7.8%増）、営業利益 925 百万円（同 8.6%増）、経常利益 925 百万円（同 8.6%増）、当期純利益 583 百万円（同 8.6%増）と予想した。

売上高の内訳としては、再生医療関連は、3,011 百万円（前期比 8.2%増）と予想した。提携医療機関数の増加により、加工受託件数が 17,658 件（同 10.5%増）に達すると見込み、加工受託サービスが前期比 10%程度増加すると考えた。コンサルティングサービスは同 5～10%増と、医療機器は同 0～5%増と予想した。化粧品は同横ばいの 150 百万円と予想した。

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。

売上総利益率は、セールスミックスの改善を見込み、前期比 0.2%ポイント上昇の 72.1%と予想した。販管費については、研究開発費や人件費等の増加等を織り込んだ。販管費の増加率は増収率と同じ 7.8%と想定したため、販管費率は前期比横ばいの 42.9%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、21/10 期から 23/10 期においても配当は実施されないと予想している。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 不妊治療に係る政策変更の影響を新たに追加した

当センターでは、前回に発行したレポートで、1）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、2）自然災害等の発生に伴うリスク、3）新型コロナウイルスの感染拡大リスク、4）当面は無配が続く可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、現在、変形性膝関節症以外の治療用途へのサービス提供の強化に取り組んでおり、現時点では乳房再建や不妊治療向けの加工受託サービスを実施している。

日本産科婦人科学会によれば、18 年の体外受精の総治療件数は過去最高の 454,893 件（前年比 6,683 件増）、体外受精で生まれた子供は過去最高の 56,979 人（同 362 人増）と、いずれも増加傾向にある。

不妊治療に関しては、21 年年初から政府による助成制度が変更（所得制限の撤廃、助成額の引上げ、助成回数の見直し）されており、現在は自由診療で行われている不妊治療の実施数が更に増加する可能性がある。また、22 年 4 月開始を目指した不妊治療の公的医療保険適用についての議論が夏頃から本格化する予定となっている。

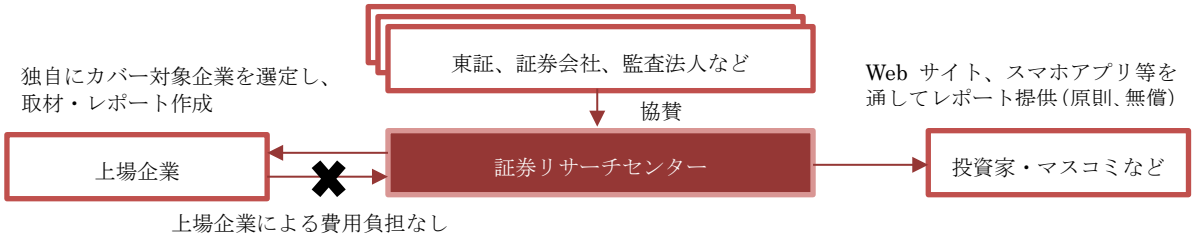
こうしたことから、同社の不妊治療向け加工受託サービスの加工受託件数は、政策変更によって大きく影響を受ける可能性があるものの、その影響を精緻に予想することは困難であるため、当センターでは、不妊治療領域の提携医療機関数の拡大想定に基づいた同領域での加工受託件数の増加だけを業績予想に織り込んでいる。よって、政策変更による影響が大きく発生した場合、同社の業績は当センターの予想と乖離する可能性があるため、不妊治療に係る政策変更の影響を新たに投資に際しての留意点に追加した。

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。

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。
- 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。