

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
2022年3月11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 20220308

セルソース(4880 東証マザーズ)

発行日: 2022/3/11

**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中心とした中長期的な成長を予想**

> 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。

◆ 21年10月期決算は58%増収、139%営業増益

- ・21/10期決算は、前期比57.5%増収、138.8%営業増益であった。加工受託サービスや医療機器販売、コンサルティングサービスの急拡大に売上総利益率の上昇等が加わり、大幅増益となった。

◆ 22年10月期の会社計画は16%増収、13%営業増益

- ・22/10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、医療機器販売の堅調な成長を想定し、16.0%増収、12.7%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、21/10期実績や同社の施策等を踏まえて、加工受託サービスや医療機器販売の売上高を中心に22/10期の業績予想を見直し、売上高を3,634百万円→3,609百万円にやや下方修正する一方、営業利益を1,186百万円→1,193百万円にやや上方修正した。

◆ 加工受託サービスを中心とした中長期的な成長を予想

- ・当センターでは、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いる。23/10期は16.2%増収、17.7%営業増益、24/10期は9.5%増収、10.0%営業増益と予想した。将来的には、マレーシアへの進出の成否に注目したい。

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】

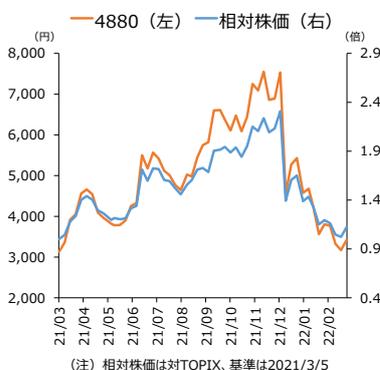
	2022/3/4
株価 (円)	3,420
発行済株式数 (株)	18,653,400
時価総額 (百万円)	63,795

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	97.2	84.2	72.0
PBR (倍)	23.6	18.4	14.7
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 (%)	-9.5	-49.3	0.4
対TOPIX (%)	-9.1	-48.1	-0.8

【株価チャート】



【4880 セルソース 業種: 医薬品】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/10	1,855	15.1	415	27.1	412	36.1	274	37.3	15.2	110.6	0.0
2021/10	2,922	57.5	992	138.8	1,006	143.8	651	137.7	35.2	145.1	0.0
2022/10 CE	3,389	16.0	1,118	12.7	1,118	11.2	677	4.1	36.4	-	0.0
2022/10 E	3,609	23.5	1,193	20.2	1,199	19.1	756	16.1	40.6	185.9	0.0
2023/10 E	4,195	16.2	1,404	17.7	1,400	16.8	885	17.1	47.5	233.4	0.0
2024/10 E	4,595	9.5	1,544	10.0	1,540	10.0	977	10.4	52.5	285.8	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2021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

アップデート・レポート

2/20

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）は独立系の再生医療支援企業である。医療機関等に対して、膝疾患治療向け等の加工受託サービスや、コンサルティングサービスを提供するほか、医療機器を仕入販売している。その他、一般消費者向けの化粧品の製造販売も手掛けている。

20/10 期までは、加工受託サービス、コンサルティングサービス、医療機器販売からなる再生医療関連事業^{注 1}と、化粧品等の製造販売等を行うコンシューマー事業の2セグメントの構成であったが、コンシューマー事業で取扱っていた美顔器の仕入販売の終了等により、同社は21/10 期から再生医療関連事業の単一セグメントでの開示に変更した。当レポートでは、同社の事業を分かりやすく説明するため、部分的に20/10 期までの区分である旧再生医療関連事業（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）と、旧コンシューマー事業（化粧品販売その他）に分けた記述を継続している。

21/10 期のサービス別売上高構成比は、加工受託サービス 62.8%、医療機器販売 22.0%、コンサルティングサービス 10.7%、化粧品販売その他 4.6%であった（四捨五入の関係で合計は 100.0%にならない）。

◆ 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」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。

◆ 旧再生医療関連事業

旧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(以下、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

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^{註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。20年3月からは乳がん治療後の乳房再建での利用が開始されたが、その構成比はまだ僅少である。

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。

(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。

(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。

(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。加工受託料金が脂肪由来幹細胞よりも低いこと等により、血液由来の加工受託件数は、脂肪由来幹細胞の加工受託件数を大幅に上回っている。

同社は20年3月に不妊治療向けの血液由来加工受託サービスを開始したが、提携医療機関数、加工受託件数共に、順調に増加している。

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 PFC-FD 療法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。

脂肪・血液由来の組織・細胞の加工受託件数は、提携医療機関の増加や再生医療の症例数の拡大を背景に大幅な増加が継続している(図表1)。20/10 期に増加率が鈍化したのは、新型コロナウイルス感染症の影響から、第2四半期から第3四半期に掛けて患者の受診抑制が見られたためである。21/10 期については、新型コロナウイルス感染症の影響は軽微にとどまったことから、加工受託件数は前期比 88.0%増加した。

21/10 期の加工受託サービス売上高は、加工受託件数の急増を受け、前期比 77.0%増加した。売上高の伸びが加工受託件数の伸びを下回ったのは、脂肪由来幹細胞に比べて単価が低い血液由来の加工受託件数の構成比が高まったためである。

【 図表 2 】 加工受託件数と加工受託サービス売上高の推移

(単位:百万円)

	17/10期		18/10期		19/10期		20/10期		21/10期	
	金額		金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率
加工受託サービス売上高	—		—	—	—	—	1,036	—	1,833	77.0%
加工受託件数	561		2,320	313.5%	5,228	125.3%	8,056	54.1%	15,142	88.0%
うち脂肪由来幹細胞	82		589	618.3%	806	36.8%	925	14.8%	1,481	60.1%
うち血液由来	479		1,731	261.4%	4,422	155.5%	7,131	61.3%	13,661	91.6%
期末提携医療機関数	22		133	—	296	—	550	—	1,028	—

(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

② コンサルティングサービス

(1) 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。

(2) 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。

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。

◆ 化粧品販売その他(旧コンシューマー事業)

化粧品販売その他(旧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。

販売手法については、以前は自社サイトによる国内消費者向け EC 販売を中心としていたが、現在ではドラッグストア等での店舗販売や、中国向け越境 EC 販売等も行っている。自社ブランド以外にも、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ため、減価償却費は僅少である。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)に全量製造委託している。

旧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った。その売上高は、ピークだった 18/10 期の 436 百万円(売上高構成比 36.0%)から 21/10 期には 134 百万円(同 4.6%)に低下した(図表 2)。

【 図表 2 】 旧コンシューマー事業(化粧品販売その他)の業績推移 (単位:百万円)

	17/10期		18/10期		19/10期		20/10期		21/10期
	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額	増減率	金額
売上高	146		436	198.9%	412	-5.6%	170	-58.6%	134
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%	-	-	-	-

(注) 20/10 期までの旧コンシューマー事業の数値、21/10 期は化粧品販売その他の数値。両者の売上高の定義には若干の違いがある

(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

旧コンシューマー事業は、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。

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(20/10 期末のコンシューマー事業の従業員数は前期末の 9 名から 4 名に減少)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。

21/10 期は、広告宣伝費の削減により、売上高は減少したものの、事業の損益は黒字に転換したと同社は説明している。

◆ 加工受託と医療機器は特定の大手顧客への依存度が高い

同社は、多数の提携医療機関を販売先としているが、加工受託サービスについては、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、医療機器販売については、販売代理店であるメトラス（東京都千代田区）を経由した取引が中心となっている（図表 3）。

【 図表 3 】 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		21/10期	
	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	1,378	47.2
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	425	14.5
医療法人社団THE CLINIC Institute	-	-	-	-	-	-	-	-	356	12.2
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	762	26.1

(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、21/10 期は傘下 11 院との取引金額の合計。医療法人社団 THE CLINIC Institute に対する販売高は、傘下 6 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

なお、医療法人社団 THE CLINIC Institute は、ザ・クリニック東京やザ・クリニック名古屋等を傘下に持つ美容外科・形成外科である。FatBank サービスと医療機器販売の拡大により、同法人に対する販売高が全売上高の 1 割を超える水準に増加した。化粧品販売その他については、EC 販売や小売業者への卸売を主体としているが、サービス自体の売上高が小さく、開示対象となる大手顧客は存在していない。

> ビジネスモデル

◆ 売上総利益率と限界利益率の高さに特長がある

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（21/10 期の売上高比率 4.1%）、外注加工費（同 1.9%）、支払手数料（同 1.7%）、商品仕入高（同 9.2%）、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 1.7%）、支払手数料（同 3.2%）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、高い限界利益率は同社の特長の一つと言える。

同社は、売上原価明細書において、受託加工サービス、コンサルティングサービス、化粧品販売その他を製品に、医療機器を商品に分類している。主な製品売上原価としては、労務費（21/10期の総売上高に対する比率 8.3%、受託加工サービスとコンサルティングサービス）、材料費（同 4.1%、受託加工サービスと化粧品販売その他）、外注加工費（同 1.9%、受託加工サービス、化粧品販売その他）、支払手数料（同 1.7%、コンサルティングサービス）等が挙げられる。

21/10期において、受託加工サービス、コンサルティングサービス、化粧品販売その他を合計した製品の売上総利益率は 73.5%であった。一方、医療機器（商品）の売上総利益率は 61.9%であり、仕入販売としてはかなり高い水準を確保している。結果、全体の売上総利益率は 71.0%と高水準を誇っている。

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）、支払手数料（加工受託サービスの代理店手数料を含む）、研究開発費（加工受託サービス）、荷造運賃（加工受託サービス、医療機器販売、化粧品販売その他）、地代家賃等が中心となっている。21/10期の販管費率は 37.0%であったが、売上総利益率の高さから営業利益率は 34.0%に達している。

同社の組織体制は、21/10期末の従業員 90名（前期末 68名）、期中平均臨時雇用者 22名（前期期中平均 12名）となっている。単一セグメントになったため、21/10期末の事業（サービス）別内訳は開示されていない。20/10期末の従業員の内訳は、旧再生医療関連事業が 46名（他に平均臨時雇用者 10名）、旧コンシューマー事業 4名、全社（共通）が 18名であった。また、旧再生医療関連事業の人員のうち、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った。加工受託サービスの現場での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。

加工受託サービスについては、種類別の件数が開示されている。21/10期の加工受託件数 15,142件のうち、脂肪由来が 1,481件で 9.8%、血液由来が 13,661件で 90.2%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。

◆ 極めて高い資産利益率を誇っている

加工受託サービスでは、自社の再生医療センターと外注先で細胞の加工、保管を行っているが、21/10期末の有形固定資産は、建物 34百万円、工具、器具及び備品 74百万円と少額である。一方、現金及び預

金が 2,409 百万円にのぼるため、21/10 期末の総資産は 3,365 百万円となっており、総資産回転率は高くはない。しかし、営業利益率の高さを背景に、21/10 期の総資産経常利益率は 35.2%、自己資本利益率は 27.5%と極めて高い資産利益率を誇っている。

> 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】 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

> 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 5）。

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ではなく、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。

【 図表 5 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等			
		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	43.7%	47.2%
		・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	16.2%	14.5%
		・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)	550院	1,028院
	ブランド	・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)	46院	180院超 (22年1月28日時点)
		・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年 (21年2月時点)	6年 (22年2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	・上場からの経過年数	1.5年 (21年2月時点)	2.5年 (22年2月時点)
・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	925件	1,481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	7,131件	13,661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	22.4%	34.0%
	知的財産ノウハウ	・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			
		・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	・大阪大学とエクス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、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 (21年2月時点)	6年 (22年2月時点)
		・若い社長を経験豊富な二人の社内取締役と三人の社外取締役が支えている	・社長の年齢	38歳(21年2月時点)	39歳(22年2月時点)
	従業員	・若いうちから、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	61.3歳 (21年2月時点)	61.6歳 (22年2月時点)
		・インセンティブ制度	・期末従業員数	68名	90名
			・従業員の中純増数	10名	22名
		・ストックオプション	87,000株 (4.2%)	208,700株 (3.4%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は20/10期または20/10期末、今回は21/10期または21/10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、IRリリースを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 21年10月期は58%増収、139%営業増益

21/10期決算は、売上高2,922百万円(前期比57.5%増)、営業利益992百万円(同138.8%増)、経常利益1,006百万円(同143.8%増)、当期純利益651百万円(同137.7%増)であった(図表6)。

【 図表 6 】 21 年 10 月期の業績

(単位：百万円)

	内訳	20/10期			21/10期									
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		886	969	1,855	622	720	1,343	51.5%	761	817	1,579	62.9%	2,922	57.5%
売上総利益		598	660	1,258	449	510	960	60.5%	538	575	1,114	68.6%	2,074	64.7%
売上総利益率		67.5%	68.2%	67.9%	72.1%	70.9%	71.5%	-	70.7%	70.4%	70.5%	-	71.0%	-
販売費及び一般管理費		410	433	843	269	268	537	31.0%	282	261	544	25.6%	1,081	28.2%
販管費率		46.3%	44.7%	45.5%	43.2%	37.3%	40.0%	-	37.1%	32.0%	34.5%	-	37.0%	-
	広告宣伝費	52	36	88	13	8	21	-	11	11	22	-	43	-50.7%
	研究開発費	2	8	10	15	22	38	-	21	11	33	-	71	6.6%
	人件費+業務委託費	207	253	461	148	160	309	-	152	140	292	-	602	31%
営業利益		187	227	415	180	242	422	124.9%	256	313	569	150.3%	992	138.8%
営業利益率		21.2%	23.5%	22.4%	28.9%	33.6%	31.5%	-	33.7%	38.4%	36.1%	-	34.0%	-
経常利益		187	225	412	180	254	435	132.8%	256	314	570	152.9%	1,006	143.8%
経常利益率		21.1%	23.3%	22.2%	29.0%	35.3%	32.4%	-	33.7%	38.5%	36.2%	-	34.4%	-
当期(四半期)純利益		118	155	274	113	155	268	126.9%	159	223	382	145.8%	651	137.7%

(注) 20/10 期下期、21/10 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定値
(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、利益率が高い加工受託サービスの売上高構成比の上昇や、加工受託サービス及び医療機器販売の利益率改善等により、前期の 67.9%から 71.0%に上昇した。売上原価の内訳では、材料費(前期比 73.4%増、加工受託サービスの拡大)、労務費(同 41.3%増、加工受託サービスとコンサルティングサービスでの人員増加)、外注加工費(同 195.5%増、加工受託サービスでの外注開始)、支払手数料(同 218.4%増、コンサルティングサービスの拡大)等が大幅に増加した。

販管費の増加は前期比 238 百万円にとどまった。大幅に増加した科目としては、人件費と業務委託費の合計額(前期比 141 百万円増、体制強化)、研究開発費(同 60 百万円増、大学等との共同研究の推進)、支払手数料(同 29 百万円増、パートナーに対する顧客紹介料等の増加)、荷造運賃(同 15 百万円増、加工受託件数の増加)が挙げられる。

一方、化粧品向けの広告取りやめに伴い、広告宣伝費は前期比 44 百万円減少した。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 45.5%から 37.0%に改善した。結果、営業利益率は前期の 22.4%から 34.0%に上昇した。21/10 期末の従業員数は前期末比 22 名増の 90 名となった。

サービス別売上高では、加工受託サービスは 1,833 百万円(前期比 77.0%増)であった(図表 7)。21/10 期末の提携医療機関数が前期末

の550院から1,028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前期末の8院から11院に拡大したこと、20/10期の半ばには新型コロナウイルス感染症による受診抑制の影響を強く受けていたが、21/10期における影響は軽微にとどまったこと等から、加工受託件数が前期比88.0%増加した。また、FatBankサービスも大幅増収となった模様である。

【 図表 7 】 21 年 10 月期のサービス別売上高

(単位：百万円)

	サービス	20/10期			21/10期									
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		886	969	1,855	622	720	1,343	51.5%	761	817	1,579	62.9%	2,922	57.5%
	加工受託サービス	497	538	1,036	381	429	810	62.8%	495	527	1,023	90.1%	1,833	77.0%
	コンサルティングサービス	94	119	214	75	82	158	67.3%	83	70	153	28.6%	312	45.7%
	医療機器販売	209	224	433	135	176	312	49.3%	143	186	329	46.5%	641	47.8%
	化粧品販売その他	84	86	171	29	31	61	-26.9%	38	34	73	-15.5%	134	-21.2%
加工受託件数(件)		3,481	4,575	8,056	3,067	3,690	6,757	94.1%	4,091	4,294	8,385	83.3%	15,142	88.0%
うち脂肪由来幹細胞(件)		453	472	925	364	354	718	58.5%	417	346	763	61.7%	1,481	60.1%
うち血液由来(件)		3,028	4,103	7,131	2,703	3,336	6,039	99.4%	3,674	3,948	7,622	85.8%	13,661	91.6%
期末提携医療機関数(院)		404	550	550	653	767	767	89.9%	910	1,028	1,028	86.9%	1,028	86.9%

(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

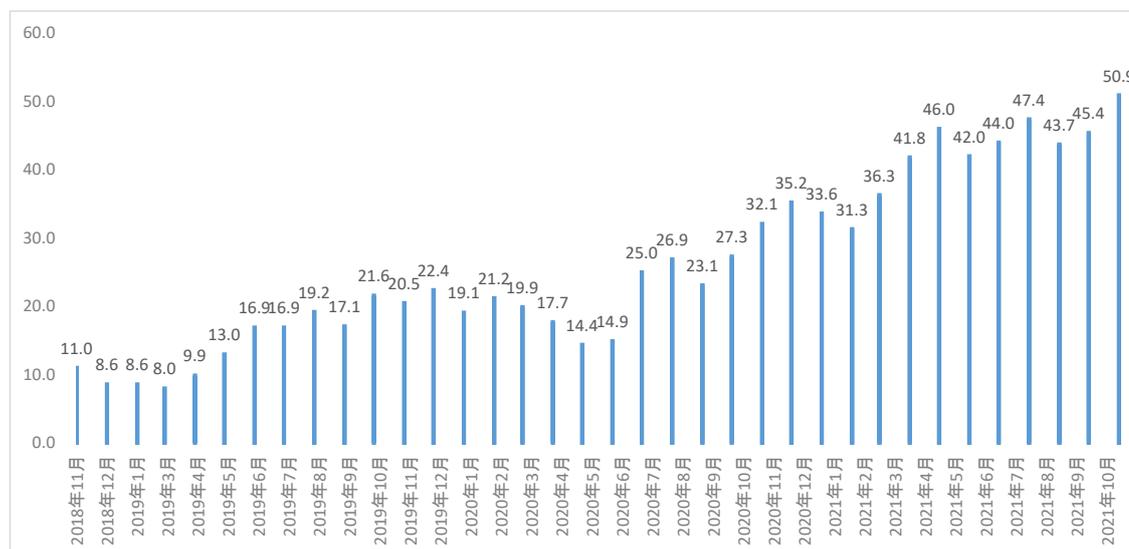
医療機器販売は641百万円(前期比47.8%増)であった。整形外科向けよりも、アンチエイジング治療等を行う美容クリニック向けが大幅に拡大した模様である。コンサルティングサービスは312百万円(同45.7%増)であった。コンサルティングサービスの契約率が高い、脂肪由来幹細胞加工を同社に委託する提携医療機関の増加が貢献した。化粧品販売その他は134百万円(同21.2%減)であった。事業展開を見直している自社EC販売の減少が継続した。

四半期ベースの加工受託件数は、全体では、20/10期第4四半期の2,529件から、21/10期第1四半期3,067件、第2四半期3,690件、第3四半期4,091件、第4四半期4,294件と順調に拡大した。しかし、第4四半期の脂肪由来幹細胞に限定した加工受託件数は、第4四半期において、前四半期比71件減少した。脂肪由来幹細胞については、加工を委託する医療機関数や、施術を行う医師数が少なく、閉院や担当医師の交替等の影響により、一時的に減少したと同社は説明している。

1日当たりの平均加工受託件数の推移を見ると、20年12月、21年1月には医療機関の年末年始の休業の影響による季節的な落込みが見られたものの、提携医療機関の拡大や、1院当たりの加工受託件数の増加により、2月から4月に掛けては拡大基調で推移した(図表8)

【 図表 8 】 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

1日当たりの平均加工受託件数は、5月にはゴールデンウィークの影響から前月比で減少したが、その後増加に転じ、7月には過去最高の47.4件に達した。8月から9月に掛けては、お盆休み等の影響から月間43~46件に減少したものの、10月には50.9件に拡大し、過去最高を更新した。

不妊治療を目的としたPFC-FDの加工受託サービスについては、21/10期末の提携医療機関数は169院となり、前期末比123院増加した。同領域における受託加工件数は、20/10期の100件から21/10期には752件へと急拡大した。

同社は、21/10期第3四半期以降も、大学や企業、病院、スポーツチーム等との様々な取組みについて公表している(図表9)。

【 図表 9 】 21年10月期第3四半期以降のトピックス

公表年月	内容
21年6月	埼玉西武ライオンズの医療サポートのひとつとして「PFC-FD」を導入
21年6月	順天堂大学と脳梗塞後遺症・パーキンソン病の治療についてセクレトームを用いた共同研究を実施
21年9月	医療支援クラウドサービスのエムネスと戦略的パートナーシップを締結
21年9月	体型補正用婦人下着のマルコと提携し、乳がん治療患者への情報提供サービス「Sakura Pass」を開始
21年9月	Jリーグ4チームとメディカルパートナー契約等を締結し、「PFC-FD」を導入
21年11月	アシックス、ORPHE(オルフェ)とスマートシューズを用いた医療分野での共同研究を開始
21年12月	日系大手総合商社と提携し、マレーシアでの事業展開を目指した取り組みを開始

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

中でも注目されるのは、マレーシアでの事業展開を目指した取り組みである。提携する日系大手総合商社は、現地の医療機関 6,000 院のネットワークを持っているため、同社が単独で進出する場合と比べ、早期に収益化する可能性があることから、当センターでは今後の展開に注目している。

◆ 売上高、営業利益共に、修正計画を上回った

上期決算発表時に上方修正した通期計画に対する達成率は、売上高が 104.0%、営業利益は 130.6%、経常利益は 130.4%であった。

売上高については、加工受託サービスと医療機器販売が計画を上回った模様である。営業利益については、売上高の計画超過に伴う利益の増加に加え、人件費や研究開発費等の販管費が計画ほどには増えなかったことが計画超過の要因となった。

◆ 負債の増加により自己資本比率は低下した

21/10 期末の総資産は、現金及び預金が前期末比 652 百万円増加したことや、バイオベンチャーのクオリプス（東京都中央区）への出資やベンチャーファンドへの投資等に伴い、前期には残高がなかった投資有価証券が 143 百万円計上されたこと等により、前期末の 2,352 百万円から 3,365 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 210 百万円増となったこと等から、負債合計は同 335 百万円増加した。一方、自己資本は、利益蓄積等に伴い、同 663 百万円増加した。しかし、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 86.7%から 80.3%に低下した。

> 業績見通し

◆ セルソースの 22 年 10 月期予想

22/10 期の会社計画は、売上高を 3,389 百万円（前期比 16.0%増）、営業利益 1,118 百万円（同 12.7%増）、経常利益 1,118 百万円（同 11.2%増）、677 百万円（同 4.1%増）である（図表 10）。

サービス別売上高予想は公表していないが、提携医療機関の増加や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前提に、血液由来分野の加工受託サービスの増収率を高く見込む一方、脂肪由来幹細胞分野の加工受託サービスやコンサルティングサービス、医療機器販売については低い伸びを見込んでいる模様である。一方、化粧品その他については、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、保守的に予想したとしている。

【 図表 10 】 セルソースの過去の業績と 22 年 10 月期の計画

(単位:百万円)

	16/10期	17/10期	18/10期	19/10期	20/10期	21/10期	22/10期	
	実績	実績	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高	139	519	1,212	1,611	1,855	2,922	3,389	16.0%
売上総利益	—	299	875	1,153	1,258	2,074	—	—
売上総利益率	—	57.8%	72.2%	71.6%	67.9%	71.0%	—	—
販売費及び一般管理費	—	140	580	826	843	1,081	—	—
販管費率	—	27.1%	47.9%	51.3%	45.5%	37.0%	—	—
営業利益	—	159	295	326	415	992	1,118	12.7%
営業利益率	—	30.7%	24.3%	20.3%	22.4%	34.0%	33.0%	—
経常利益	8	158	294	303	412	1,006	1,118	11.2%
経常利益率	5.9%	30.6%	24.3%	18.8%	22.2%	34.4%	33.0%	—
当期純利益	6	111	193	199	274	651	677	4.1%

(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

売上総利益率や販管費率についても計画は不明であるが、売上総利益率はほぼ横ばい、販管費率は悪化を想定している模様である。販管費については、従業員の増員に伴う人件費の増加や、研究開発費の増加に加え、マレーシアでの事業展開に関する準備費用等の計上等を織込んだものと見られる。当期純利益の増益率を経常増益率よりも低く予想しているのは、21/10 期に適用を受けた所得拡大促進税制について、22/10 期には適用が受けられない前提としているためと見られる。

◆ 証券リサーチセンターの 22 年 10 月期予想

当センターは、21/10 期実績や、同社の施策等を踏まえて 22/10 期予想を見直した結果、売上高を 3,634 百万円→3,609 百万円、営業利益を 1,186 百万円→1,193 百万円、経常利益を 1,195 百万円→1,199 百万円、当期純利益を 754 百万円→756 百万円に修正した(図表 11)。

サービス別売上高については、加工受託サービスは前回予想の 2,486 百万円から 2,399 百万円(前期比 30.8%増)に引下げた。21/10 期第 4 四半期において、脂肪由来幹細胞の加工受託件数が想定を下回ったことや、1 院当たりの加工受託件数が想定を下回ったこと等を考慮した。

加工受託件数は、提携医療機関数の前提を上げる一方、1 院当たり件数を引下げたため、前回予想の 21,793 件から 20,700 件(前期比 36.7%増)に下方修正した。足元での新型コロナウイルス感染症の感染再拡大については、21 年と同様に、大きな受診抑制は起こらないと考えた。

コンサルティングサービスは、21/10 期実績がやや想定を下回ったことや、第 4 四半期実績が 21/10 期の中で最低水準の 70 百万円にとどまったことを踏まえ、前回予想の 350 百万円から 340 百万円(前期比 8.9%増)に引下げた。

【 図表 11 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	21/10期	22/10期CE	旧22/10期E	22/10期E	旧23/10期E	23/10期E	24/10期E
売上高	2,922	3,389	3,634	3,609	4,177	4,195	4,595
前期比	57.5%	16.0%	27.2%	23.5%	14.9%	16.2%	9.5%
サービス別	-	-	-	-	-	-	-
加工受託サービス	1,833	-	2,486	2,399	2,987	2,910	3,245
コンサルティングサービス	312	-	350	340	370	360	380
医療機器販売	641	-	670	730	690	780	820
化粧品販売その他	134	-	128	140	130	145	150
売上総利益	2,074	-	2,595	2,574	2,999	3,003	3,300
売上総利益率	71.0%	-	71.4%	71.3%	71.8%	71.6%	71.8%
販売費及び一般管理費	1,081	-	1,409	1,381	1,604	1,599	1,756
販管費率	37.0%	-	38.8%	38.3%	38.4%	38.1%	38.2%
営業利益	992	1,118	1,186	1,193	1,395	1,404	1,544
前期比	138.8%	12.7%	35.7%	20.2%	17.6%	17.7%	10.0%
営業利益率	34.0%	33.0%	32.6%	33.1%	33.4%	33.5%	33.6%
経常利益	1,006	1,118	1,195	1,199	1,394	1,400	1,540
前期比	143.8%	11.2%	34.7%	19.1%	16.7%	16.8%	10.0%
経常利益率	34.4%	33.0%	32.9%	33.2%	33.4%	33.4%	33.5%
当期純利益	651	677	754	756	886	885	977
前期比	137.7%	4.1%	35.1%	16.1%	17.5%	17.1%	10.4%

(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

医療機器販売は、21/10 期実績が想定を上回ったことや、第 4 四半期実績が前年同期比 45.7%増と高い伸びを維持したことを踏まえ、前回予想の 670 百万円から 730 百万円（前期比 13.8%増）に上げた。化粧品販売その他は、21/10 期実績が想定を上回ったことや、四半期数値が第 1 四半期の 29 百万円を底に増加基調にあることを踏まえ、128 百万円から 140 百万円（同 3.8%増）に上げた。

売上総利益率は、従来想定よりも加工受託サービスの売上高構成比が低下し、医療機器販売の売上高構成比が上昇する見通しとなったこと等を受けて、前回予想の 71.4%から 71.3%に引下げた。一方、加工受託サービスの売上高構成比の上昇を見込み、前期比では 0.3%ポイントの改善を予想した。販管費については、21/10 期実績が想定を下回った人件費や研究開発費等の想定を引下げたため、前回予想から 28 百万円減額した。

> 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、21/10 期実績や同社の施策等を踏まえ、前回の 23/10 期予想を見直すと共に、24/10 期予想を新たに策定した。

23/10 期予想については、売上高を 18 百万円、営業利益を 9 百万円増額した。

サービス別売上高については、加工受託サービスは、2,987 百万円から 2,910 百万円（前期比 21.3%増）に引下げた。提携医療機関数の前提を上げたものの、1 院当たりの加工受託件数の前提を引下げたため、加工受託件数の予想を 26,766 件から 25,900 件（同 25.1%増）に下方修正した。

その他のサービスについては、コンサルティングサービスは 370 百万円から 360 百万円（前期比 5.9%増）に下方修正した一方、医療機器販売は 690 百万円から 780 百万円（同 6.8%増）、化粧品販売その他は 130 百万円から 145 百万円（同 3.6%増）に上方修正した。

売上総利益率は、従来想定よりも加工受託サービスの売上高構成比が低下し、医療機器販売の売上高構成比が上昇する見通しとなったこと等を受けて、前回予想の 71.8%から 71.6%に引下げた。一方、加工受託サービスの売上高構成比の上昇を見込み、前期比では 0.3%ポイントの改善を予想した。販管費については、研究開発費や人件費等の想定を引下げたため、前回予想から 5 百万円減額した。

24/10 期については、売上高 4,595 百万円（前期比 9.5%増）、営業利益 1,544 百万円（同 10.0%増）、経常利益 1,540 百万円（同 10.0%増）、当期純利益 977 百万円（同 10.4%増）と予想した。

サービス別売上高については、加工受託サービスは、3,245 百万円（前期比 11.5%増）と予想した。1 院当たりの加工受託件数の減少を提携医療機関数の増加で吸収し、加工受託件数を 29,100 件（同 12.4%増）と予想した。

その他のサービスについては、コンサルティングサービスは 380 百万円（前期比 5.6%増）、医療機器販売は 820 百万円（同 5.1%増）、化粧品販売その他は 150 百万円（同 3.4%増）と予想した。

売上総利益率は、加工受託サービスの売上高構成比の上昇を見込み、前期比 0.2%ポイント改善の 71.8%と予想した。販管費は、研究開発費や人件費等の増加を見込み、前期比 9.8%増と予想した。

なお、当センターでは、同社が進めている対象診療領域の拡大（脳神経外科、呼吸器内科等）や、予防医療・データ活用・マーケティング支援等の新規領域、マレーシア等の海外展開については、一定の費用

増加を織込む一方、売上高については予想には含めていない。

同社は、内部留保を確保し、財務の安定性を図ることと将来の成長に向けた投資等を行うことが企業価値向上を通じた株主価値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、22/10 期から 24/10 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

◆ マレーシアへの進出の成否を新たに追加した

当センターでは、過去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、5) 不妊治療に係る政策変更の影響、6) 研究開発費の増加に伴う影響を投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、21/10 期の決算説明会において、マレーシアへの進出に向けて準備に入ったことを明らかにした。事業開始時期の目途や準備費用の金額、売上高及び営業損益の見通し等、事業計画の詳細は不明であるが、当センターでは、22/10 期においては、マレーシア展開に係る数千万円規模での準備費用が会社計画に含まれていると推測し、業績予想に反映した。

同社によれば、マレーシアにおいては、変形性膝関節症の患者が多い 65 歳以上の人口は 214 万人と日本の 1 割未満にとどまるものの、50 年には現在の 3.2 倍にあたる 689 万人に拡大すると予測されている。また、現地に医療機関ネットワークを持つ日系大手総合商社をパートナーとすることから、医療機関との提携を一気に進める方針を示しており、事業開始からの早期収益化に自信を見せている。

こうしたことから、当センターでは、マレーシアでの事業展開に期待しているが、事業計画の概略が不明であるため、一定の費用だけを業績予想に織り込み、売上高や営業利益の貢献を見込んでいない。

しかし、何らかの事情により、当センターの想定を上回る準備費用が計上されたり、事業開始後に現地での営業損失がしばらく継続したりした場合は、短期的には、今後の営業利益が当センターの予想を下回る可能性は否定できない。

一方、マレーシアにおいての早期収益化が実現すれば、同社は、マレーシアでの変形性膝関節症以外の治療用途のサービス提供や、アジア

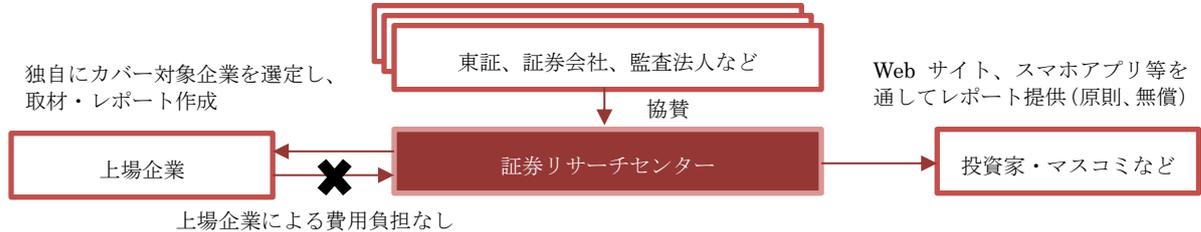
他国への展開を検討する姿勢を示しており、同社の中長期的な成長力に対する市場の評価が大幅に向上する可能性もあろう。よって、マレーシアへの進出の成否を新たに投資に際しての留意点に追加し、今後の動向に注意すべきと考えた。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を19年11月1日より開始いたしました。
同社についてのレポート発信が3年を経過したことから、同社についての紹介は今回をもって終了とさせていただきます。

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

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
日本証券業協会
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
三優監査法人
日本証券アナリスト協会
宝印刷株式会社

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
いちよし証券株式会社

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。