2182 メディサイエンスプラニング

～エムスリーとの資本業務提携で、治験のIT革新を目指す～

2012 年 11 月 16 日　　ジャスダック

ポイント

・インターネットを利用した医療関連サービスを提供するエムスリー(コード 2413、時価総額 2435 億円)との資本業務提携で、当社のビジネス展開は新たなステージに入ろう。労働集約的な CRO ビジネス(主力は治験モニタリング)を、全国のドクターに圧倒的強みを持つエムスリーと組んで、その生産性を高めようという狙いである。MIC メディカルも加わることにより、業界トップクラス(シミック、イーピーエス)に対して、新たな第 3 勢力が形成しうる。差別化されたポジショニングを目指しており、期待が持てる。

・2013 年 8 月期も、引き続きピーク利益を更新しよう。2012 年 8 月期の 4Q は主要取引先の変更に伴う新規プロジェクトが遅延、中止となって、業績に影響が出た。受注は好調で仕事量は十分確保しているが、売上に立ってくるのが 2013 年 8 月期の下期になるので、上期は大幅減益となろう。しかし、心配はいらない。主力のモニタリングで稼働率が上がり活況なこと、周辺業務の採算も向上していることによる。中期計画の達成に向けて人材の強化が必須なので、先行的な人員の増加を引き続き見込んでいるが、市場開拓は順調に進展している。

・当社は製薬会社等に対し医薬品開発に関わるさまざまなサービスを提供する CRO（開発業務受託機関）の大手である。業界 4 位で、上位 3 社とは距離があり、2 番手グループのトップにつけている。中期3カ年計画を1年延長した「アクションプラン30 plus one」では、2013 年 8 月期に売上高 90～110 億円、売上高営業利益率 12～15%を目指している。この達成については、ほぼ射程内に入ってきた。2013 年 8 月期で会社計画の売上高 90 億円、営業利益 10.8 億円、売上高営業利益率 12.0%がほぼ達成できよう。

・中期計画で目指している人材の質の向上、医療機関との結びつきの強化という方針に変わりはない。次なる飛躍に向けて着実に手を打っている。1 つはグローバル CRO との連携、もう 1 つは IT を活用した医療機関との連携強化である。さらに、新分野として、医療関連サービスへの参入も視野に入れている。世界第 2 位の CRO である米国 PPD 社との連携プレーも始まった。ROE が 30%台にあり、業績も好調なので、マーケットにおける企業価値の見直しはさらに期待できよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目　　次

1. 特色　CRO（医薬品開発業務受託機関）で業界４位
2. 強み　グローバル治験で実績、副作用関連業務で先行
3. 中期計画　「アクションプラン 30 plus one」の中で、大型提携を決断
4. 当面の業績　ピーク利益の更新が続き、中期計画も達成へ
5. 企業評価　エムスリー、MIC メディカルとの新しい連携が奏功するか

企業レーティング　B

株価（12 年 11 月 15 日）　2266 円　　時価総額　59 億円　（2.6 百万株）

PBR　3.22 倍　　ROE　34.0%　　PER　9.5 倍　　配当利回り　2.2%

（百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	税引き利益	EPS	配当
2007.8	4309	285	271	161	80.8	15.0
2008.8	5468	488	479	282	120.3	15.0
2009.8	6003	445	425	216	84.2	30.0
2010.8	6527	151	143	-35	-13.7	30.0
2011.8	7125	655	659	368	141.9	30.0
2012.8	7845	784	719	345	133.0	40.0
2013.8(予)	9000	1080	1050	620	238.7	50.0
2014.8(予)	10000	1230	1200	700	269.5	55.0

（12.8 ベース）

総資本　3961 百万円　　純資産　1825 百万円　　自己資本比率　46.1%

BPS　702.8 円

（注）ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。
09.8 期までは単体ベース、10.8 期より連結ベース。

担当アナリスト　　鈴木行生
（日本ベル投資研究所 主席アナリスト）

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D:極めて厳しい局面にある、という４段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

１．特色　　CRO（医薬品開発業務受託機関）で業界４位

モニター認定試験でトップクラスの教育研修体制

当社はCRO（コントラクト リサーチ オーガニゼーション、開発業務受託機関）の１社である。CROは医薬品の開発において製薬企業等が行う臨床試験の運営におけるさまざまな業務を受託する会社である。30年前の1982年に設立され、リーマンショックのあった2008年秋に上場した。現在、従業員が730人のCROの大手で、業界４位の地位にある。当社は教育研修の充実に力を入れており、CRO業務におけるモニター認定試験においてトップクラスの高い評価を得ている。

臨床試験は国によるGCP(Good Clinical Practice、医薬品の臨床試験の実施基準)によって規制を受けている。CROは臨床試験のアウトソーシングを受託するわけであるが、有料であっても中立であることが求められる。この中立性を守ることが企業のサステナビリティ（持続性）につながる。

第１相(フェーズ1)の試験では、40～50人の健康な人に薬を投与してその影響をみる。第２相(フェーズ2)は少数の患者に薬を投与して、その効果をみる。そして、第３相(フェーズ3)では500人程度の患者に薬を使い、その効果や副作用を識別していく。

セグメント別売上高

（百万円、%）

	2011.8		2012.8		業　務　内　容
	売上高	構成比	売上高	構成比	
モニタリング業務	5460	76.6	5792	73.8	臨床試験が薬事法に規定する基準や実施計画書に従って実施、記録、報告されていることを監視、確認する業務。担当するモニター(CRA)を製薬会社等に派遣。
データマネジメント業務	246	3.5	361	4.6	モニターにより収集されたデータを統計的手法を用いて解析し、医薬品の有効性、安全性等の試験成績を評価検討。
ファーマコヴィジランス業務	591	8.3	659	8.4	副作用などの安全性情報を収集、評価分析して、当局への報告書作成等を支援。
CSO業務	707	9.9	891	11.4	医療機関への営業活動、マーケティング業務を受託して行う業務
その他業務	119	1.7	139	1.8	メディカルライティング、コンサルティング、市販後調査など
売上高合計	7125	100.0	7845	100.0	

業務の中核はモニタリング業務

CRO は医薬品メーカーが新薬の開発を行う際に実施する臨床試験が法令や手順書に沿って適切に実施されているかをチェックするモニタリング業務、その臨床試験で得られたデータの収集、統計解析を行うデータマネジメント業務等を行う。モニタリング業務は CRA（モニター、治験モニタリング担当者）と呼ばれる専門家が行い、モニタリング業務の売上の規模は CRA の人数に概ね比例する。現在の従業員は730名で、モニター数は410名である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

売上げ構成では、74%がモニタリング業務（臨床試験の監視・確認）で、5%が治験データの集計や統計解析などのデータマネジメント業務である。薬の副作用報告等に関するファーマコヴィジランス業務は売上の 8%を占め、この分野では当社が他社に先行している。ファーマコヴィジランス業務は開発の過程及び発売後において発生した副作用に関する情報を集約して当局に報告する業務である。

また、5 年前に MR（医薬情報担当者）を医薬品会社に派遣する CSO（製薬会社と契約して営業マーケティング活動を受託代行する機関）の事業も始めた。2010 年 5 月に東京メディカルサポートから CSO 事業を譲り受けた。この M&A をベースに現在の MR は 90 名で、2012 年 8 月期で売上の 11%を占め、収益性も上がっている。

CROの上場企業比較（専業4社）

社名	メディサイエンスプラニング	イーピーエス	シミックHD	リニカル
コード	2182	4282	2309	2183
市場	JQ	東1	東1	東マ
業界順位（売上高ベース）（12年）	4位	2位	1位	5位
売上高（億円）	78	352	503	31
営業利益（億円）	8	52	39	7
売上高営業利益率（%）	10.0	14.7	7.8	23.4
株価（11/9）（円）	2310	22.3（万）	1170	710
時価総額（億円）	60	403	213	88
PBR（倍）	3.29	2.55	1.14	6.34
ROE（%）	34.0	15.5	12.3	39.8
PER（倍）	9.7	14.0	9.2	15.9
配当利回り（%）（いずれも直近予想ベース）	2.2	1.6	3.0	1.5

（注）業界3位のクインタイルズ・トランスナショナル・ジャパンは非上場。
12年は12年9月期、メディサイエンスプラニングは12年8月期ベース、
リニカルは12年3月期ベース。

業界 4 位を確保

医薬品メーカーは前臨床と呼ばれる動物を用いた試験で有効性、安全性等を確認した後、ヒトに対する臨床試験（治験）に移行する。臨床試験の中心はフェーズ 1（第 1 相）からフェーズ 3（第 3 相）にあり、3 年から 7 年程度の期間を要する。

製薬会社が CRO に治験をアウトソーシングする理由としては、治験の効率化、質の向上、中立性、開発期間の短縮化などがあげられる。2012 年の CRO 市場は業界 26 社で 1291 億円

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

（10 年度 1132 億円、11 年度 1192 億円）が見込まれる。市場は成熟気味であるが、CRO へのアウトソーシング比率は高まって行くので、今後も年 100 億円前後で市場の拡大は続こう。15 年前に認可されて以来、製薬会社にとって都合のよいデータということではなく、正確なデータを出すことがビジネスになってきたのである。

当社は業界 4 位で、2 番手グループのトップである。1 番手グループは、シミック（コード 2309)、イーピーエス(コード 4282)、クインタイルズ（グローバル企業 Quintiles）である。大手との差はあるが、CRO では高い品質で治験ができる体制は築いているので、一定の地位を十分確保している。

創業者からバトンタッチ

2011 年 8 月期で創業者である酒井杏郎氏が社長兼 COO を退任し、浦江明憲会長兼 CEO に全権を任せた。酒井氏は 65 歳、9 年前に浦江氏を後継者として招聘し、浦江氏が社長に就任した。IPO も果たし、会社も大きくしたが、2 年前に会長と社長を交代した。業績が落ち込んだ足元の対応は酒井氏が社長 COO として対応しつつ、中長期の次の手を打つための布石については、浦江会長 CEO に担ってもらうためであった。

2 年を経て、業績の立て直しに目途がついたので、もとの姿に戻し、浦江氏にバトンタッチしたのである。酒井氏（持株比率は従来の 16.26%が今回のエムスリーとの提携で 3.08%へ）は非常勤の相談役として経営には関与していない。3 カ年計画の 3 年目に当って、目標としていた経営体制の強化が進み、次の発展領域の構築や育成も整ってきたので、経営の一本化を図ったのである。

浦江氏は 54 歳、鹿児島大医学部の出身で、医療法人相生会で医師として働いていた。今でも、相生会の理事である。医師として仕事をしながら、治療にあたってもっとよい薬が必要であると痛感していた。本人の強い思いと酒井氏の誘いが相まって、CRO の分野で力を発揮しようと決断した。

相生会は医療法人として、フェーズ 1（第 1 相）の治験に力を入れていた。その関係で当社と結び付きがあり、当社がフェーズ 1 の治験で業界でも強い所以となっている。

CSR 活動の推進

2011 年 3 月の大震災の影響は直接的にはなかった。当社の拠点はないし、関係する病院もなかった。しかし、長期的に被災地を支援していく活動の重要性を考えて、これを CSR 活動の一環として推進することにした。

当初は義援金を贈ったが、それでは一過性であると考え、医療機関、介護施設、高齢者や子供を支援することにした。ついては、車いすや文房具などを継続的に提供している。25%の節電によって浮いたコスト分を、子供の育英会に拠出することも決めた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

２．強み　　グローバル治験で実績、副作用関連業務で先行

モニタリングが収益源、スピードと質の追求

2012 年 8 月期の部門別の採算でみると、モニタリング（粗利益率 30%）で収益の大半を稼いでおり、ファーマコヴィジランス（同 20%）や CSO（同 20%）は最近収益寄与を高めている。データマネジメントは黒字化へ改善というレベルである。

CRO のモニタリング業務ではフェーズ 1、2、3 のうち、当社の中核はフェーズ 2 と 3 であるが、フェーズ 1 についても他社に比べ豊富な実績を有している。データマネジメントでは CRO 業界 2 位のイーピーエスが圧倒的に強い。ファーマコヴィジランスは、治験の過程及び販売後の薬の副作用情報に関する業務で、比較的新しいビジネスである。当社は早くから力を入れて、最初は儲からなかったが、ここにきて収益化し、業績に貢献している。

「アクションプラン 30 plus one」は、業界トップのシミック、イーピーエスを規模で追い上げるという計画ではない。目標は 2 つある。1 つは‘スピード､質’の重視である。CRA(治験モニタリング担当者)の質を上げ、プロジェクト・リーダーを強化することである。もう 1 つは医療機関との結びつきを強くすることである。

薬の副作用関連業務であるファーマコヴィジランスでトップ

当社の CRO 事業の領域をみると、アルツハイマーなど中枢神経系のモニタリング業務には元々強い。糖尿病など生活習慣病の領域は、シーポックの子会社化(買収額 2 億円)により強化した。癌に関わる実績は 09 年 8 月期 4 案件、10 年 8 月期 8 案件、11 年 8 月期 12 案件、12 年 8 月期 15 件と受託実績も着実に積み上がっており、今後さらに伸ばしていく。社内の若い人材を教育し､癌領域の経験豊富なモニター(CRA)を多く育てていく方針である。

薬の副作用報告に関するファーマコヴィジランス業務では、05 年に同業のコモテックを合併したのを機に、当社は業界に先行してビジネスを展開してきた。現在は業界トップである。このファーマコヴィジランスは、採算の良いビジネスも受注できるようになって、収益性を高めている。副作用情報を的確に集めるという仕事が単なる作業から価値ある仕事としてアウトソーシングされるようになってきたことによる。薬剤師のような専門知識と英語力をもった人材が活用されている。

治験のグローバル化で実績

方向として、治験のグローバル化、即ちグローバルスタディは増加していく。バイオ後続品（バイオシミラー）の開発は今後伸びていく。外資も攻勢に出ている。CRO の市場は年 6%程度の安定成長だが､当社は業界を上回る伸びは確保しながら､利益率の向上に努める。CRO の仕事を外資系と国内系で分けると、業界全体では 3：7 であるが、当社約 5：5 と外資のウエイトが高い。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

グローバルスタディについて、当社は力をつけている。現在、当社の売上げの 5 割が外資系の医薬品会社のモニタリングである。担当するモニターの中で、英語でやりとりできる人材は 3 分の 1 ほどおり、かなり育ちつつある。グローバルスタディでは業界の中でも十分対応力があると評価してよい。

グローバルな製薬企業は当然日本市場も狙ってくるので、市場は広がろう。反面、CRO の海外展開は課題である。すでに、海外企業との業務提携は 3 件ほど進めている。台湾の CRO である PRA 台湾、韓国の CRO をリードする LSK 社、米国の大手グローバル CRO である PPD 社である。これらの相互交流によって受注拡大に結び付けたいと意図している。また、北京にも事務所も置いている。

海外戦略は、当面業務提携(アライアンス)を軸に積極化していく方針である。現地の有力企業とアライアンスを組むことによって、互いのサービスを提供し合い、その範囲で自社のビジネスに結び付けていく考えである。

外資製薬企業との付き合いでグローバル治験の経験を積む

現在の取引先は 100 社ほどになるが、上位 10 社で大半を占める。上位 5 社で売上高の 40～50 %を占めるので、これらの主力取引先の動向が売上を大きく左右する。当社の有力顧客は外資系が多い。ファイザー、グラクソ・スミスクラインなどである。他に、エーザイ、田辺三菱製薬、味の素、東レ、第一三共、アステラス製薬などが大口である。かつては国内メーカーの比率が高かったが、今は外資が約半分を占める。実際 12 年 8 月期の外資系対国内系の売上げ比率はほぼ半々である。

2011 年ファイザーとワイスは合併したが、新しいファイザーは、CRO をグローバルな 2 社に限定した取引を本格化させた。当社のファイザーとの取引は今後大幅に減少するが、次の顧客開拓はできているので、心配はない。

メディサイエンスプラニングの主要取引先(上位5社)

(%)

2009年8月期		2010年8月期		2011年8月期		2012年8月期	
第一三共	21	ファイザー	21	ファイザー	25	ファイザー	15
ファイザー	15	エーザイ	13	エーザイ	16	エーザイ	15
ワイス	13	ワイス	13	味の素製薬	6	グラクソ・スミスクライン	7
エーザイ	10	第一三共	8	グラクソ・スミスクライン	5	MSD	7
バイエル薬品	8	味の素製薬	8	東レ	3	田辺三菱製薬	5

(注)%は対売上構成比。ファイザーは契約の変更で大きく減少へ。

プリファードベンダーとの良好な関係

通常、治験のモニタリング業務は一度受注すると 2～3 年は続くものである。受注するに

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

は、リピーターとして有利なところもあるが、入札してコンペ（競争）になることが一般的である。見積を提出して、誰がリーダをやるのか、いくらでやるのか、また医療機関との結びつきも評価の要件として重要である。

大手医薬品メーカーにおいては、プリファードベンダーとして特定の委託候補先が決まっているところもある。これまでの実績と信頼をベースに競争はさほどなく継続的にビジネスがとれるところもある。

また、取引先の分散化にも力を入れてきたが、今後は治験が小規模化してきていることも影響してこよう。月 5000 万円のプロジェクトが 1000～2000 万円のものに小規模化してくると、プロジェクト・リーダーの数が必要になり、その人材を増やす必要がある。現在 730 人の社員中モニターは 410 人ほどおり、そのうち 40～50 人がプロジェクト・リーダーとなれる人材である。

シーポックを買収、東京臨床 CRO から事業を譲り受ける

当社は 10 年 9 月にシーポック社を 2 億円で買収、100%子会社とした。のれん代は年 30 百万円ほど発生し、5 年で有税償却する。CRO ビジネスで当社は大手の一角であるが、一段と特色を出す必要がある。そこで、小粒だが糖尿病を中心とした生活習慣病に特化しているシーポックを傘下に入れた。シーポックは糖尿病専門の CRO としては業界ではよく知られており、糖尿病の学会や専門医たちと強いネットワークを有している。売上高が 4 億円弱で黒字をキープしていたが、次の展開を考えて、当社グループに入った。シーポックの石井社長はそのままヘッドを担っている。

2011 年 1 月に東京臨床 CRO から、同社の CRO 事業を譲り受けた。費用はほとんどかかっていない。同社は CRO 事業から撤退することになったが、治験を継続しているプロジェクトがあり、社員もいる。それらをまとめて引き受けたのである。モニターが 10 人ほど増加した。当社のモニターの 3%に相当する。同社はフェーズ 1（第 1 相）の治験に特色があったので、ここをさらに強化でき、しかも今までと違った領域で製薬メーカーとビジネスをする機会を得た。

九州トップクラスの医療法人「相生会」と連携

浦江会長兼社長は、鹿児島大学医学部を出て、医師としての活動を開始した。医者として地域医療に携わっていくのは大事な仕事である。一方、医療法人の中で働いていると、医療の進歩が早いので、医療の新陳代謝についていけなくなるかもしれない。医者は病気を治すのが仕事で、その中で薬の果たす役割は大きい。その薬の開発に関わって、良い治療に貢献しようと、若い時から考えた。

そこで 25 年前に九州臨床薬理研究所を開設し、所長に就任した。臨床薬理とは医薬品の使い方の研究であり、薬の R&D の中で臨床試験を担うことである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

仲間と共に医療法人相生会（現在九州ではトップクラス）を作り、その中で当初から薬の臨床試験にも関わっていった。CRO とは、医師として治験を行う立場から付き合いがあり、その中で当社の創業者である酒井前社長とも知り合い、請われる形でマネジメントに参画した。

浦江社長は医療法人相生会の理事長（97 年就任）を務めたあと、2003 年に当社に入社し、05 年に社長に就任した。2010 年に会長となり、酒井社長が引退したので、2011 年から会長兼社長として全面的にリーダーシップを発揮している。

酒井氏は当初から浦江氏を後継者と位置付け、08 年の上場前から株式を分けており、その後の持株比率は、大株主第 1 位酒井氏（持株比率 16.26%）、第 2 位浦江社長（同 14.04%）となった。なお、今回の資本業務提携でこの比率は後述のように変更されている。

相生会は、九州地区において大学病院を除けば、トップクラスの医療法人であり、グループで 4000 人を擁する。福岡、熊本に総合病院があり、治験専門の病院もいくつも持っている。東京にある相生会墨田病院も治験専門の病院でフェーズ 1 の治験を手掛けている、現在、グループ収入の一定割合を治験で賄っている。また相生会は介護にも力を入れており、50 件程度の介護施設も手掛けている。

相生会は、初代理事長の天本氏がノイエスのマネジメントにあたっており、当社が SMO（治験施設支援機関）のノイエスとの連携を深めることになったのも、ここに起因する。2 代目の理事長が浦江社長の兄で、現在副理事長として、相生会グループの代表も務めている。浦江社長が 3 代目の理事長で、入江氏が今の理事長である、という関係である。

３．中期計画　「アクションプラン 30 plus one」の中で、大型提携を決断

経営環境の変化

今後の経営環境について、浦江社長は 4 つの変化に注目している。1 つは、グローバル治験が急増していることである。現在、当社のモニタリングの 60%がグローバル治験である。当社は外資系医薬品メーカーの比率が高かったので、3～4 年前からグローバル治験への対応をしてきており、十分な力を持っている。

2 つ目は、アンメットメディカルニーズの拡大である。つまり、まだ十分な治療ができる医薬品がない疾病に対して、その新薬を開発しようという動きである。癌やワクチンの治験が増えてきている。

3 つ目は、ジェネリックの中でのバイオシミラーの台頭である。バイオ医薬品は価格が高く、費用負担も重い。2015 年までにいろいろな薬の特許が切れてくる。バイオ関連の治験について、当社は豊富な経験があるので、こうしたジェネリックの開発に当ってはチャンス到来である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

４つ目は、日本の治験のスピードが遅く、コストが高いという課題に対して、答えを出していくことである。それには、1 施設（病院）の 1 カ月当りの症例登録数を上げ、1 症例あたりの医療機関への支払い金額を妥当なものにしていくことである。そのためには、病院やクリニックの医師のモチベーションを上げて、治験への参加を増やしていくことである。その一環として、エムスリーとの提携がある。

アクションプラン30 plus one の骨子

基本コンセプト
1．強い組織の育成
For The Team の精神が徹底した組織風土の醸成
高品質サービスの維持
2．明確な差別化
特定領域（中枢神経、癌、生活習慣病）における差別化の徹底
医療機関との関係強化
3．次世代に向けての準備
CSO事業の基盤整備と規模拡大
新たな発展領域の構築
数値目標
2013年8月期　売上高　90～100億円
売上高営業利益率　12～15%

重点戦略
＊グローバルCROとの連携
＊ITを活用した医療機関との連携強化、e-SMOの仕組み作り

アクションプラン 30 plus one

「アクションプラン 30 plus one」では、新たな発展基盤の基礎を固めることに力を入れてきた。業界トップのシミックは CMO（医薬品の製造）にも力を入れており、イーピーエスは中国進出で新市場を開拓している。当社は、医療機関との関係を強化して、ここに強い CRO として一定の地位を築こうとしている。

強い組織を作るという点での権限委譲も進めてきた。実際、若手の経営幹部への登用を実施している。コスト削減も効果をあげており、チーム力を評価する仕組みも取り入れた。また、第 1 相(フェーズ 1)試験を強化した。ここを積極的に増やしており、この分野ではトップを走っている。

領域の強化と言う点でも、癌、ワクチン、リウマチ、中枢神経、糖尿病、消化器など、受注を広げることに成功している。SMO との連携も強化しており、当社とは補完がきく。拠点病院とのネットワークを拡大し、ここで治験をやるという形が強化されよう。

売上高営業利益率 12%以上を目標としているが、その時の粗利率は、モニタリングで 35%、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

データマネジメントで 20%、ファーマコヴィジランスで 20%、CSO で 30 % をイメージしている。前期の実績をみると、モニタリングは少し下がったが、30%程度を確保している。データマネジメントは黒字になり、13%程度、ファーマコヴィジランスは 20%程度で横這い。CSO は 20%強でその前の期に収益化している。

グローバル CRO との連携

CRO のモニタリングでは、それぞれの領域では特徴を作っていく必要がある。その意味では癌領域の専門性が高い CRO の M&A もありうる。CRO 業界のトップ 5 社は勝ち残っていくことができるので、今のポジションを維持し向上させる決意で取り組んでいる。

当社の注目すべき経営戦略の１つは、グローバルスタディ（国際共同治験）への対応で、この点ではすでに先行しているが、次の一手も打っていく。グローバルスタディについては海外の医薬品メーカーが進んでいる。当社は外資系の CRO を長年手掛けており、英語への対応も十分できている。

大手医薬品メーカーは新薬開発の連携を深めるために、CRO のプリファードベンダーを選別している。１プロジェクトごとに入札で決めるという方式も有効であるが、自らの友好的な CRO を選別的に選んでおいて、そこに優先的に仕事を出して、長期的な関係を結んでいくというやり方である。グローバル CRO が国内製薬メーカーに入ってくるという動きも強まり始めている。

現在、当社は７社の製薬メーカー等とプリファード契約をしている。一方、グローバル CRO との連携も重要になっている。すでにグローバルに CRO ビジネスを展開している企業で、まだ日本に拠点のない企業と手を組んでいくのは１つの有効な作戦である。実際、世界第 2 位の地位にある米国の PPD 社とは、具体的なビジネスが今年から始まった。

米国では、大手医薬品メーカーが新薬開発のプロセスをまとめて大手のグローバル CRO にアウトソーシングするという動きが出てきた。こうした動きが、日本国内にも波及する可能性がある。これは、国内で活動する当社にとって不利になるという意味でリスクである。そこで、日本に拠点のない大手と早めに連携しておき、リスクヘッジをしようという動きである。

CRO 業界の国内市場の伸びはやや鈍化している。1200 億円市場の中で、外資のウエイトは 35%を占め、その比率は徐々に上がっている。当社は業界で先行しているともいえるが、さらに次の手を打とうとしているわけだ。

主力顧客の交代は十分カバーできる

当社の主力顧客のファイザーの方針変更で、ファイザーは CRO を絞り込んでグローバルな 2 社しか使わないことに決めた。グローバル CRO のアイコンとパレクセルである。結果として、売上高の 2 割を占めてきたトップ顧客を当社は失うことになった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

よって、2013 年 8 月期からはその分の売上がフルになくなるが、心配はいらない。すでにこのことは分かっていたので、モニターについては次の仕事を確保済みである。十分カバーできるので業績への影響はないとみてよい。

ファイザーがなくなっても、仕事が困らないように切り換えを進めてきた。採算については、新しいモニタリングの方が、上がるともいえる。

ただ、2012 年 8 月期は、ファイザーからの切り換え期に当たり、70 人のモニターの仕事は確保し、グローバルスタディにシフトしていたが、3 億円分のずれ込みが発生し、コスト削減にも力を入れたが、利益面では 1.5 億円ほどマイナスの影響が出た。

ファイザーへの売上高は、前々期 18 億円が前期 12 億円へ減少し、今 2013 年 8 月期は 2 億円程度まで減少しよう。しかし、その分は他社で十分カバーできる。前期の外資系の売上比率は 56%であったが、今期は 4～3 割まで減り、国内系（国内医薬品メーカー）向けが主力となろう。

CSO を柱の一つに

CSO（契約 MR の派遣ビジネス）については、1 つの柱にしようとしている。派遣業務は一定の規模に達すれば安定して利益を確保できる。また、マーケットとしてのポテンシャルも高い。MR は業界に 6 万人ほどいるが、アウトソーシングされているコントラクト MR は 2500 人と、まだ数％レベルで少ない。

欧米では CSO の比率が 15%程度はあるので、伸びる余地は大きい。日本のこの分野でトップのクインタイルズはすでに 1500 人体制をとっている。派遣する人材をどうマネージしていくかの管理能力が問われるが、一定の収益化は十分見込めよう。急拡大するのではなく、市場と需要を見ながら、収益性を勘案して徐々に拡大していく方針である。

CSO はまだ市場が確立していない。MR は必要だが、その MR をアウトソーシングして利用しようというビジネス慣行はこれから一層広がろう。現場のドクターは訪問してくる MR が、薬品会社のプロパーか派遣かが分かっていないし、薬品会社も伝えていない。しかし、MR とドクターの関係は変わりつつあり、専門家としての医療情報提供者の位置付けが向上する方向にある。もう数年で、MR のアウトソーシングという CSO 市場が本格的にできてこよう。

CSO は現在 90 名、17 社と契約し 2012 年 8 月期は 891 百万円を売り上げた。今期 150 人まで増やす予定で、当面は 300 人をターゲットとしている。2011 年 8 月期ですでに収益化しているが、MR になりたい人は多いので、資格の取得も含めて、しっかり人材を育成していく方針である。また、当社は病院との独自のネットワークを有しているので、そことの連携も活かして、CSO の強化を図っていく意向である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

MR に元プロのアスリートを活用

CSO での人材確保に向けて、面白い展開をみせている。MR にかつてプロの選手として活躍したアスリートをいろいろな分野から入れて、彼らのセカンドキャリアに MR を位置付けて成果をあげている。現在 90 名の MR 中 7 名が元プロのアスリートである。プロとして心身を鍛えてきたので、医者からの評判がよい。MR として真剣に取り組むので戦力となる。アスリートと薬は健康という点で結び付くものがあり、アスリートにとっても働く分野としては意義を見いだせ、しかもプロとしての職業観がもてる。当社は、今後もプロのアスリートの採用に力を入れていく方針である。

SMO(治験施設支援機関)との連携

当社は11年2月に臨床医薬研究協会に資本参加した。1.5億円で同社の49%を取得した。同協会はもともと臨床試験に関する論文などを掲載する月刊誌や専門書を発行している。さらに、SMO を営む SAN(エス・エイ・エヌ)社を傘下に持つ。当社が 49%ほど所有したが、51%は SMO を専門とするノイエス社が出資した。ノイエスは SMO で業界 4 位である。

今回の資本参加のメリットは、１）専門誌を発行する協会は医学研究者、医師、病院とネットワークが深い、２）病院サイドから治験を担う SMO に本格参入できる、という点にあった。浦江会長は、医療機関向けサービスの向上を重点戦略としているので、それに合致した布石である。

そうした中で、SMO（治験施設支援機関）については、2011 年 8 月にノイエスに譲渡した。SAN は当社 51%出資、ノイエス 49%出資であったが、ノイエスにすべてを譲渡した。元々持分法適用会社で、営業外でロスが 54 百万円ほど出ていた程度なので、本体への影響は多少プラスに働く。当社とノイエスの関係はかわらない。SMO と連携することが、CRO の営業にもきくので、アライアンスによる事業は継続していく。

浦江社長の将来構想

来 2014 年 8 月期からスタートする次期中期計画では、これまでの CRO を中心とする事業領域を超えて、1）医療介護向けトータルサービスプロバイダー、2）医療法人との連携、3）介護福祉事業への参入、などがテーマとなってこよう。

浦江社長は 5 つのことに重点をおいている。第 1 は利益率の向上であり、中期計画においても売上高営業利益率を 12～15%にもっていくことをあげているが、コスト改革でこれを必達の目標としている。売上高についても、業界平均よりは高めに伸ばすことが基本である。

第 2 は、組織風土を変えて、業界大手と差別化するために、“For the Team”の実践を図っている。チームのために、チームの一員として働くことである。「したたかな柔軟性をもって仕事をせよ」という考えを強調し、チームとして働くことを評価制度に取り入れてい

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

る。新卒に加えて、中途入社も多いので、前の会社のやり方をいいわけにすることなく、新しいカルチャーを作ろうとしている。

第 3 は、グローバル展開である。日本の CRO がグローバル企業になることはなかなか難しい。すでに欧米では CRO のグローバル化が進んでいる。CRO はサービス産業であり、欧米の人材が日本企業に入ってくることは容易ではない。そこで、当社は海外企業とアライアンスを組んでいく方針である。アライアンスを組むには、日本での CRO について一括で受注できる体制が必要であり、薬事やメディカルライティングの一層の充実が必要で、人材の補強が急がれる。

第 4 は、将来の夢として、売上規模で 3000～5000 億円の企業集団になろうという志を持っている。今は売上高 100 億円を目指す企業であるが、CRO という分野に限ることなく、医療機関にソリューションを提供する企業として、かなり大きくなることを志向する。もともと医師として、病院経営に関わり、相生会を大きく育てた経験も有する。CRO のシミックが CMO (薬の製造)、イーピーエスが中国へという動きを見せる中で、当社は CRO に限らず、相生会との連携も視野に入れた医療サービスの拡充を図っていくことを考えている。そのためには、まず IT プラットフォームが鍵を握るので、ここの連携、充実が必要になろう。

第 5 に、医療機関との連携では、“新しい治療法を開発していくこと”が互いのインセンティブになる。そこでは、国際的な治療を取り入れると同時に、先方にも貢献していく。少しでも可能性があれば、治療薬や治療法を提供したいというニーズは強い。また、病院におけるサービスの良さ、サービスの仕組み、マネジメントのあり方、アメニティの改善について、他社とは違ったニッチ分野でビジネスを創っていく方針である。

IT を活用した医療法人との連携、e-SMO の仕組み作り

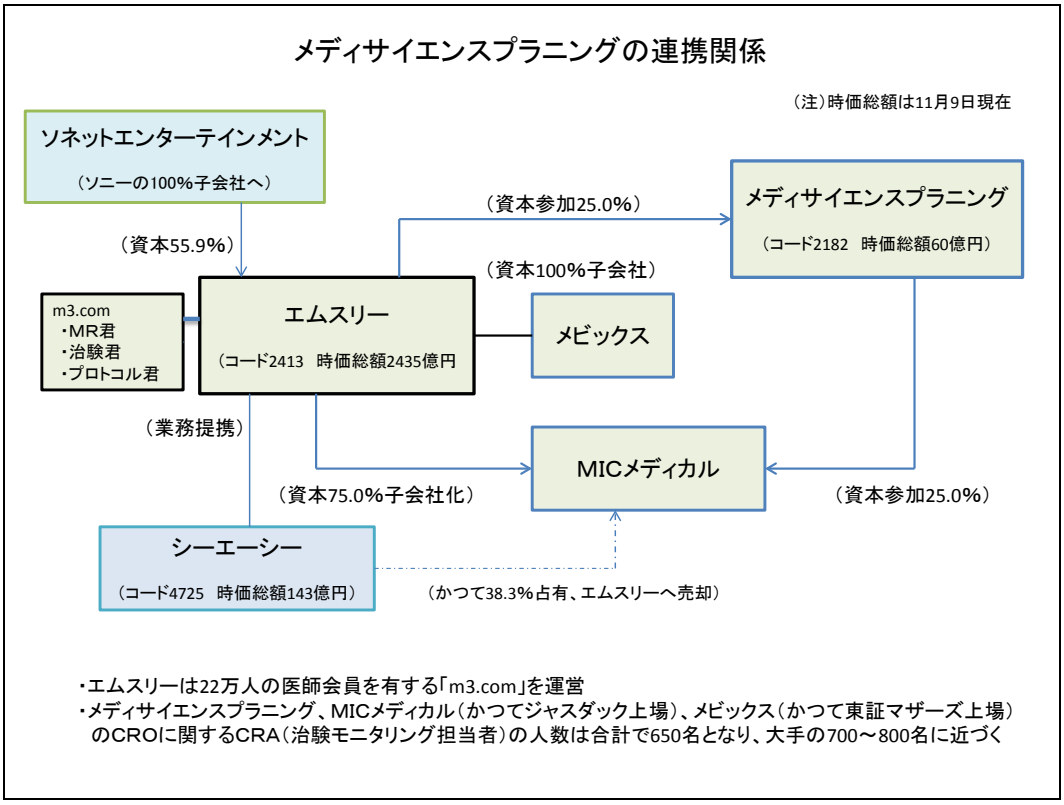
経営戦略の大きな柱は医療機関との関係強化で、ここに IT を持ち込んで新しい仕組み作りをしようとしている。

日本の CRO の課題は、治験のアウトソーシングのコストが高い、治験のスピードが遅いという 2 つの点にある。治験のコストは 1.5 倍程度まで下がってきたが、1 つの治験当りの症例数は平均で 5 つ程度であり。欧米に比べて見劣りがする。モニター1 人当たりの担当施設数も少ない。

SMO を通じた医療機関への治験参加の働きかけが現在の主流であるが、ここにもう少し革新が必要である。当社では医療機関、医師と CRO の関係について、IT を活用して一気に深化させようという作戦である。e-SMO のような人手を介しない新しい仕組みを作ろうとしている。

MR は現在 90 名に増えたが、この規模では業界 2 番手グループの後方にいる。MR でも医師との関係作りが重要であるが、従来の手法は使えなくなり、厳しい規制も入ってきた。IT インフラで別の観点から連携を固めるような仕組みを作ろうとしているのである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



エムスリーとの資本業務提携の狙い

2012 年 5 月にエムスリーとの資本業務提携が発表された。エムスリーが当社に 25%ほど資本参加する。創業者を含む従来の大株主が持株を出した。浦江社長の持株比率も 14.04%から 11.93%へ下がった。ただし、相生会に属する従来からの株主を入れると 37%程度は確保しており、大株主グループとしての一定のポジションは十分確保している。

今回のねらいは 2 つある。1 つは、浦江社長の持論である CRO の労働集約的な業務形態を、IT を活用することによって、全体のビジネスプロセスを革新することである。医療機関の体制が不十分な面もあり、治験プロセスのやりとりに人手がかかりすぎている。この仕組みを、IT を用いて効率化しようとしている。

もう 1 つは、治験を行うに当たって、医療機関からどのくらいの症例を集められるかという症例集積性について、はっきりさせようとしている。どのくらいの症例が集められるかが分かれば、プロジェクトが組みやすく、スピートアップとコスト削減が図れる。

エムスリーとの共同プロジェクトを通して、治験のビジネスモデルを大きく変えようという戦略である。これによって、欧米の先進事例にみられるような生産性の向上を図り、グローバル治験に即応できる体制を作り、ひいてはいい薬を早く適用できるように貢献しようという考えである。

浦江社長は、エムスリーの谷村社長と数年来話し合って、今回の協業プランをまとめ、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

実行することにしたのである。

MIC メディカルへの資本参加

もう 1 つの展開が進行した。CRO の 2 番手グループに属する MIC メディカルに、エムスリーが TOB(公開買い付け)をかけ、8 月に MIC メディカルはエムスリーの子会社となり、上場廃止となった。その後、当社はエムスリーから株式を譲受する形で、MIC メディカルに 25%の資本参加をした。

これによって、エムスリーの CRO 子会社であるメビックス、MIC メディカルと当社の連携が可能となる。CRA(治験モニタリング担当者)、いわゆるモニターの数は 3 社合計で 650 名となり、大手のシミックやイーピーエスに伍していけることになる。

エムスリーとのシナジーを活かす計画

エムスリーの大株主はソネットエンターテインメントであるが、そのソネットは、大株主であるソニーの 100%子会社へ TOB され、上場廃止となった。ソニーの影響がエムスリーにどう出てくるかが気になるが、もともとビジネスとしては全く独立した展開をみせているので、特に変化はないであろう。

エムスリーの主力事業の MR 君は、全国の医師のほとんどが加入しており、ネットを通してさまざまな情報を提供している。実際に MR が訪問するよりも、ネットを活用できる部分については効率的である。この e-ビジネスに、リアルな CSO や CRO を結びつけて行こうというアイディアである。営業の e-ビジネス化の次に、治験の e-ビジネス化を本格化させようというものである。

2013 年 8 月期に両社のプロジェクトが動き出す。ここに MIC メディカルも入ってくるので、新しい展開が期待できよう。どの程度の効果を上げるかに注目したい。今のところ、この効果については業績に織り込んでいない。

当社の差別化戦略と言う点では、エムスリー、MIC メディカルとの資本業務提携がどのように実効性を上げてくるかにかかっている。エムスリーのウェブサイト上で、治験に参加している医師を対象とした e - カンファレンスを開催し、パフォーマンスの高い施設での成功事例の共有等を行う。これによって、治験実施へのモチベーションを上げてもらい、治験患者のエントリーの拡大、治験のスピードアップなどにつなげてもらうという考えである。また、MIC メディカルは、モニターを 200 名ほど抱えているので、この人材の共有化を図っていく。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

４．当面の業績　　ピーク利益の更新が続き、中期計画も達成へ

2011 年 8 月期は前年の大型治験プロジェクトの中止を克服

売上高の推移をみると、05 年 8 月期の年商 11 億円から、24 億円、43 億円、55 億円、そして 09 年 8 月期には 60 億円と急速に事業を拡大した。09 年 8 月期の経常利益は 425 百万円を達成し、同利益率も 7.1%となった。

しかし、2010 年 8 月期は、売上高 6527 百万円、経常利益 143 百万円、税引き利益－35 百万円となった。大幅減益の理由は、大手製薬会社からの治験プロジェクトが中止となって、売上げの見込みが大きく狂ったことに加え、本社移転を行ったことによる。大型プロジェクトがなくなった影響額が 800 百万円、本社移転費用が 115 百万円となり、これが収益に大きな影響を与えた。なお、本社移転は事務所集約による効率化・コスト削減を目的としたものであった。

その後、2011 年 8 月期は、売上高 7125 百万円（前年度比＋9.2%）、営業利益 655 百万円（同＋332.9%）、経常利益 659 百万円（同＋360.5%）、当期純利益 368 百万円（黒字化）となった。増収となった要因は、CSO やファーマコヴィジランスが好調に伸びたことによる。一方で、当初の計画の売上目標の 75 億円に届かなかった理由は、主力のモニタリングで人材の採用が十分に進まず、機会損失を招いたことにある。

営業利益が当初計画の 535 百万円を上回った要因は、モニタリングの稼働率がアップしたことによる。1 つのプロジェクト（治験）が終わった後、次のプロジェクトに入るまでの期間（タイムラグ）が縮小し、効率化が進んだ。また、副作用を調査するファーマコヴィジランスの仕事が増えて、粗利益が拡大したことも寄与した。

2011 年 8 月期の売上高営業利益率は 9.2%と過去最高となった。これまでのピークは 2008 年 8 月期の 8.9%であったから、それを抜いた。その要因は、1）フェーズ 2 中心にモニタリングの効率が高まり、ここの粗利益率が 28%から 34%へアップした。モニターの派遣比率も 22%から 31%へ高まった。2）ファーマコヴィジランスの粗利も 20%から 22%へ改善した。3）MR の派遣である CSO の粗利が 2%から 23%へ大幅に改善した。ここの人員が 47 名から 89 名に増加し、効率がアップしたのである。

モニタリングの効率アップと、ファーマコヴィジランスや CSO など周辺業務の採算が改善したことが、利益率の向上に結び付いたのである。

前 2012 年 8 月期は 4Q に波乱があったが一過性と判断

2012 年 8 月期は、売上高 7845 百万円（前年度比＋10.1%）、営業利益 784 百万円（同＋19.7%）、経常利益 719 百万円（同＋9.2%）、当期純利益 345 百万円（同－6.3%）となった。当期純利益がマイナスとなったのは、法人税の改正に伴う繰延税金資産の取り崩しによるものである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

問題は、4Q の業績が大きく落ち込んだことである。この期は 3Qまでの累計で経常利益 730 百万円を上げていたので、順調にいけば通期で 1000 百万円程度の経常利益が見込めたはずであった。それが 4Q だけをみると若干の赤字となってしまった。

その理由の 1 つは、下期の治験におけるプロジェクトの遅延、延期、中断が影響した。ファイザーの方針変更は織り込み済みであった。ファイザーは、治験に当って、グローバルな CRO 2 社と組むことを表明し、当社が受けていたファイザーの仕事はいずれ大幅減少となる。これが分っていたので、この期は、ファイザーに代わる新しい仕事を 8 プロジェクトほどスタートさせた。

しかし、そのうちの複数のプロジェクトがクライアント側の都合により遅延、延期、中止となったため、影響が出た。また、グローバル治験（国際共同治験）が増えているが、その売上計上基準がプロジェクトの進行に見合っていなかった。プロジェクトはLOI（レター・オブ・インテント）でスタートするが、売上計上はプロジェクトの進行実績に見合って立てていく。この遅れが売上げの未達となって表われた。

医薬品メーカーは新薬開発を急いでおり、当局との十分なすり合わせが進まないうちに治験に入ってくるケースもある。時として、当局から計画の見直しが要請されると、その治験が中断あるいは中止になってしまうこともある。

4Q の売上げ見込み 2100 百万円が実績は 1770 百万円にとどまり、粗利率も通常のレベルからかなり落ちたので、その影響額が 300 百万円ほど出たものとみられる。セグメント別にみると、モニタリングが 5792 百万円（同＋6.1%）と、計画の 6073 百万円に比べて、未達となった。

受注・受注残の状況

（百万円、%）

	2010.8		2011.8		2012.8	
	受注	受注残	受注	受注残	受注	受注残
モニタリング業務	5591	4835	5918	5293	7028 (+18.7)	6529 (+23.3)
データマネジメント業務	352	232	332	318	446 (+34.0)	402 (+26.4)
ファーマコヴィジランス業務	486	90	587	86	716 (+22.0)	143 (+66.5)
CSO業務	761	628	499	419	1105 (+121.3)	632 (+51.0)
その他業務	74	55	129	66	153 (+18.5)	80 (+21.5)
合　計	7265	5840	7468	6183	9450 (+26.5)	7788 (+26.0)

（注）カッコ内は前年同期比伸び率

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ただし、この影響は一過性のものと見てよい。仕事は十分にあるので、プロジェクトの進行を予定通り進められれば、2013 年 8 月期には十分取り戻すことができよう。

受注の実態はよい

実際、全体の受注は 9450 百万円(同＋26.5%)と好調で、受注残も 7788 百万円(同＋26.0%)となった。受注残の実態は、11600 百万円まで積み上っている。従来は本契約の締結をもって受注残としていたが、今後は、LOI 等も入れて長期の分も計上し、より実質的な開示を行っていく方針だ。

当社の受注計上基準は、LOI をカウントしておらず、また派遣については 3 カ月ごとに確定する受注を受注残に計上している。そのため、表面上の受注よりも実際はかなりよい。過去には、大型プロジェクトがキャンセルされた例もあるので、慎重にみているともいえるが、計上基準は過去から一貫しているので、継続性を重視しているわけである。3 カ月毎確定して更新されているが、今後の受注はすでにかなり決まっている。モニタリングの受注残は内容的にも順調であるとみてよい。

グローバル治験は着実に増加

グローバル治験も増えている。グローバル治験（グローバル・スタディ）は、新薬の世界規模での開発・承認を目指すもので、複数の国または地域の医療機関が参加して、共通の治験実施計画書に基づき、臨床試験を同時進行的に進める。当社において、グローバル治験の比率は 09 年 8 月期 19.4%、10 年 8 月期 33.1%に対して、11 年 8 月期 33.4%と推移してきている。

また、アライアンス先との連携も進んでいる。台湾の PDA、韓国の LSK、米国 PPD との業務提携による。共同治験の件数も、09 年 8 月期 1 件、10 年 8 月期 3 件、11 年 8 月期 6 件、12 年 8 月期で 12 件と増えている。

癌、ワクチン領域の受託実績も増えている。癌は 09 年 8 月期 4 件、10 年 8 月期 8 件、11 年 8 月期 12 件、12 年 8 月期で 15 件、ワクチンは同じく 0 件、3 件、6 件、4 件と推移している。

モニタリングのプロジェクト数は全体で 70 件程度なので、そのうち 1）アライアンスでは、PPD（米国最大)、PRA、LSK、などを入れて 12 案件、2）癌のプロジェクトが 15 件、ワクチンが 4 件、という内容である。

CSO も受託実績を高めており、09 年 8 月期顧客数 2 社、売上高 130 百万円、10 年 8 月期同 12 社、同 277 百万円、11 年 8 月期同 15 社、同 707 百万円に対して、12 年 8 月期同 17 社、同 891 百万円と着実に開拓している。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

マイルストーン型のプロジェクトが増加

CRO モニタリングについては、マイルストーン方式が増えている。従来の月割の売上計上ではなく、症例の組入れ等の一定のマイルストーンを達成したら、そのマイルストーンに見合って売り上げを計上するというやり方である。

モニタリングについては、1 つの契約（治験）について、金額を一定期間に案分して計上するというやり方がこれまでの常識であったが、最近は海外で使われているマイルストーン型が普及しつつある。つまり、治験をいくつかのフェーズに分けて、その達成に関する明確な指標（マイルストーン）を決めて、それが達成できたらお金を支払うというやり方である。

治験が順調に進めば、収入も早く入ってくるのである。逆に治験が遅れれば、収入もその期間に入らないことになる。治験プロセスにおいて、施設の選定、患者への治験数、報告書の作成など、各々のプロセスの達成度によって売上げが上がってくる。こうしたアクティビティごとのマイルストーンを決めて治験を行うという方法が普及している。

このマイルストーン型のプロジェクトが従来のタイプに比べて採算が良いか悪いかという点でいえば、平均的な期間でみれば、採算は同等かやや良いという水準にある。インセンティブ付与型のプロジェクトはピッチが上がれば、同じ固定費で売上高が上がるから採算は向上する。また、仕事が効率的に進めば、次の仕事を入れることもできるので、全体の収益性はより高まっていく。一方、逆もあるので、注意しておく必要はある。

人材投資を先行

2012 年 8 月期の人員は 730 人（前期末 711 人）、モニターは 410 人（同 390 人）でモニターについては予定通りには増員できなかった。

人員について、今 2013 年 8 月期は全体で 117 人増やして、847 人を計画している。MR を 60 人、モニターを 50 人増やす。モニターについては 410 人を 460 人まで増やす予定だ。

モニターの採用には力を入れている。これが達成できると翌期の売上げに効いてくる。CRO の市場は 1 年前から活況であり、全ての要請に応えられないほどである。一方、モニターの採用はかなり難しくなっている。経験者は市場でひっぱりだこであり、当社でも現場重視で採用に力を入れている。

会社としては、中期計画の売上高 100 億円の次は、150 億円、200 億円を狙っていくので、そのため人材投資は欠かせない。人材への先行投資は続くので、その中で営業利益率 12～15%を確実に達成していくことが求められている。

中途でモニター経験者がとれれば、これはすぐ戦力となるが、業界あげて人手不足となっており、モニターとして育てていくことが必要である。新卒で 10 カ月、中途で 6 カ月の教育、訓練は必要である。さらに、一人前のモニターになるには 2～3 年ほど要する。

CRO のアウトソーシング比率は現在 20%強であるが、これが 35%程度には上がっていく

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ので、市場は安定的に伸びる。将来は 50%になることも想定できる。その中で、モニタリングのビジネスは十分伸ばすことができる。現在、410 人いるモニターの数も 500 人程度まで増やす必要があり、毎年 30 人以上の理系を中心とした人員を採用して、人材の強化を図る方向にある。

主 要 業 績 指 標

（百万円）

	2009.8	2010.8	2011.8	2012.8	2013.8(予)	2014.8(予)
売上高	6003	6527	7125	7845	9000	10000
モニタリング業務	5171	5380	5460	5792	6520	7300
データマネジメント業務	252	328	246	361	400	450
ファーマコヴィジランス業務	427	481	591	659	660	700
CSO業務	130	277	707	891	1300	1420
その他業務	24	57	119	139	120	130
営業利益	445	151	655	784	1080	1230
売上高営業利益率（%）	7.4	2.3	9.2	10.0	12.0	12.3
経常利益	425	143	659	719	1050	1200
当期純利益	216	−35	368	345	620	700
社員数(人)	581	672	711	730	847	920
モニター数(人)	343	365	390	410	460	500
社員1人当たり売上高（百万円/人）	10.3	9.7	10.0	10.7	10.6	10.9
モニター1人当たり売上高(百万円/人)	15.1	14.7	14.0	14.1	14.2	14.5

今 2013 年 8 月期は営業利益率 12%が達成できよう

2013 年 8 月期は、中期経営計画で目標としている数値の下限、即ち、売上高 9000 百万円（同＋14.7%）、営業利益 1080 百万円（同＋37.6%）、売上高営業利益率 12.0% を会社計画としている。

上・下期で比較すると、上期の営業利益計画 171 百万円、下期が 909 百万円と、上期にはさほど利益が出ず、大半が下期に計上されるという予定だ。これは、新規のプロジェクトが多いので、新規はコストが先行するため、このようなパターンとなる。

受注は十分とれており、今期予算の 8 割はすでに確保済みである。来期についても業績は順調に拡大でき、売上高で 100 億円、営業利益で 12.3 億円が見込めよう。

配当については、配当性向 30%を目標にしているが、今期も前期に引き続き 10 円増配して 50 円とすることを公表している。これでも配当性向は会社計画の利益に対して 21% に留まっている。今後、徐々に上げていく方針である。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

６．企業評価　　エムスリー、MIC メディカルとの連携が奏功するか

人材の強化とシナジーの追求

他社との差別化戦略では、エムスリーとの資本業務提携を軌道に乗せ、実効あるものにしていくことである。共同受注のような話はすぐに出てこよう。さらに、IT を活用した効率化が具体化してくれば、評価は大きく変わってくる。

現在は、将来に向けた人的資源投資を先行している。人員も増えているので、人材教育をしながら、未経験者も含めて育成し、受託に繋げていく事が喫緊の課題である。

１つはグローバル CRO との連携、もう 1 つは SMO との連携を図ることで、医療機関との繋がりを強めようとしている。エムスリー、医療機関との連携で特色を出そうとしている。ポイントは人材の育成が要である。トップマネジメントはヒューマンタッチの人材育成に力を入れている。

中期計画の達成は見えつつあるが、次なる成長に向けて、グローバル CRO との連携、SMO との連携を図ることで、医療機関との繋がりを強めようという戦略の実行にはもう一段の努力を要するので、企業評価はＢとする（企業評価のレーティングについては、表紙の注を参照)。

ピーク利益の更新を織り込んでいく

業績は好調で、過去のピーク利益を更新、売上高営業利益率も過去最高になろう。さらに経営基盤の強化が進んでいる点は高く評価できよう。株式市場での評価も高まった。11 月 15 日時点の株価で、PBR が 3.22 倍まで上昇しており、ROE が 34.0%、PER が 9.5 倍、配当利回り 2.2%という水準にある。この点では一定の評価を得ている。エムスリーとの提携、グローバル CRO、医療機関との連携など、次なる布石も打たれている。浦江社長のリーダーシップが発揮されてきたといえよう。

今後は 2013 年 8 月期の業績がどの程度まで向上するか、次の中期計画策定に向けて、提携戦略がいかに効果を上げてくるかがポイントである。その進展とともに、市場での評価は一段と高まっていこう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。