

# ラクオリア創薬（東証 JQ グロース 4579）

バイオ

## 豊富なパイプラインを有する自社開発型創薬系バイオベンチャー

SBI証券は、ラクオリア創薬を目標株価 2,020 円、投資評価「やや強気」にて新規カバレッジを開始する。

2018年3月20日

SBI証券 企業調査部 アナリスト 田中智大

### 注目点

- ◆ 同社は、米ファイザーの日本法人であるファイザー株式会社中央研究所の従業員による EBO にて誕生した創薬系バイオベンチャー企業である。
- ◆ 医薬品研究開発の初期ステージを担当し、同社の開発パイプラインは他バイオベンチャーの追随を許さないほどの豊富さを有する。
- ◆ 同社は、17年2月にテムリック株式会社を買収し、更にパイプラインポートフォリオが拡大している。
- ◆ 同社は動物用医薬品 2 種類を上市していることに加え、統合失調症治療薬や胃酸逆流食道炎治療薬の上市が近く、販売ロイヤリティ収入による 22/12 期からの安定的な黒字化を SBI証券は予想している。

	(新規)
投資評価	やや強気
目標株価 (円)	2,020
目標株価との乖離率 (%)	11.1%
株価(円) (3/19)	1,819
52 週株価レンジ (円)	3,185 (2018/2/8)~ 403 (2017/3/15)
時価総額 (百万円)	36,917
発行済株式数 (千株)	20,295
外国人持株比率 (%)	6.2
PER (18/12 期予想) (倍)	-
PBR (18/12 期予想) (倍)	8.6
ROE (18/12 期予想) (%)	-13.9

(注) 発行済株式数は自己株除く、予想は SBI証券

### バリュエーション / リスク

18/12 期以降の 10 期分の業績予想を基に想定時価総額（想定株価）の算定を行った。DCF 分析により、算出したフリーキャッシュフローの現在価値合計に金融資産を加え、有利子負債と少数株主持分を減額することで、株主価値を 410 億 20 百万円、目標株価を 2,020 円と算出した。



### 業績（日本会計基準）【連結】

決算期		売上高		営業利益		経常利益		当期純利益		EPS (円)	ROE (%)
		(百万円)	前年比 (%)								
2017/12	実績	1,419	-	-150	-	-81	-	-58	-	-3.0	-
2018/12	SBI予想	1,341	-5.5	-669	-	-599	-	-597	-	-29.4	-13.9
	会社予想	1,388	-2.2	-698	-	-680	-	-686	-	-33.8	-
2019/12	SBI予想	1,707	27.3	-74	-	-4	-	-2	-	-0.1	-0.1
2020/12	SBI予想	2,158	26.4	367	-	436	-	370	-	18.3	8.0
2021/12	SBI予想	1,768	-18.1	-135	-	-65	-	-64	-	-3.1	-1.4
2022/12	SBI予想	2,704	53.0	781	-	851	-	721	-	35.5	13.6
2023/12	SBI予想	3,536	30.8	1,613	106.5	1,683	97.8	1,424	97.6	70.2	21.1
2024/12	SBI予想	3,472	-1.8	1,552	-3.8	1,622	-3.7	1,372	-3.7	67.6	16.9

(注) EPSは自己株式を除いて算出

## (1) 会社概要

EBO により設立された創薬系バイオベンチャー	同社は、米国巨大製薬会社であるファイザーの日本法人であった中央研究所の従業員によるEBO（従業員による買収）により設立された創薬系バイオベンチャーである。
ファイザーの日本国内研究所が前身	2007年、ファイザーは相次ぐブロックバスターの特許満了による影響から、研究開発領域の絞り込み・研究所の集約という意思決定を下した。それからまもなく世界で約1万人のリストラ・研究所の閉鎖を発表し、中央研究所はその閉鎖対象である5つの研究所の内の1つとなった。当時の研究所所長は所属する研究員の雇用を守るべく、ファイザー米国本社キンドラーCEOに直談判し、ファイザーより複数のシーズの開発権利を取得した上で、所属従業員とともに同社を設立している。
開発の初期段階を担当	同社は、医薬品の中核となるシーズを創出し、費用負担の少ない臨床試験の前半までの期間にてブラッシュアップさせた上で、その開発権利・特許権利を製薬企業にライセンスアウトするビジネスモデルをとっている。医薬品製造基盤や販売体制を構えておらず、導出契約先の製薬企業から、その開発の進捗に伴い、 <b>契約一時金・研究開発協力金・マイルストーン収入・ロイヤリティ収入等</b> を受け取ることで収益を上げている。
豊富なパイプラインを有する	同社の強みは、その開発パイプラインの豊富さ・多様さにある。同社は、創薬シーズを自社基盤にて創出する自社開発型の創薬系バイオベンチャー企業であり、旧中央研究所で創成されたシーズの他、イオンチャンネルに特化した自社基盤型シーズ、名古屋大学との産学官連携によるシーズに加え、17年2月にテムリック株式会社を子会社化することにより、その開発パイプラインは更なる拡大を見せている。

図表 1： 同社のビジネスモデル



出所： 同社資料を基に SBI 証券作成

## (2) 事業概要

同社の収益構造は安定化しつつある

同社の開発パイプラインは、①既にライセンスアウト先に導出した導出済開発品と②未だ他社と契約を提携していない未導出開発品に区分できる。

動物用医薬品を上市済であり、ロイヤリティ収入を確保

同社では、既に2種類の動物用医薬品の販売承認を取得しており、安定的なロイヤリティ収入を収益基盤として獲得しつつある。動物用医薬品に次いで、ジプラシドンやテゴプラザンといった更なる開発パイプラインの上市により、収益の拡大・安定化が期待できるものとSBI証券は考えている。

以下、導出済みの開発パイプラインを中心にして中期的に収益化する開発品にフォーカスして、収益予想を行った。従って、未導出の開発パイプライン、また基礎研究段階・前臨床試験段階の開発パイプラインについては、今回のSBI証券予想からは除外しており、進捗に従って予想に組み入れていくものとする。

動物領域パイプライン

### ◆ Galliprant

Aratana社・Elanco社による販売が好調

動物用医薬品であり、変形性関節症を適応症状としている治療薬である。同社は、ペット用医薬品の販売を行っているAratana社にライセンスアウトしており、既に犬を対象とした販売承認を取得している（販売開始が2017年1月）。また、Aratana社とElanco社がコ・プロモーション契約により共同販売しているが、Elanco社はグローバルファーマであるEli Lilly and Companyの動物薬部門を担う企業である。グローバルに販売拠点を構えていることからGalliprantの売上伸長を期待でき、17/12期のEli Lilly and Companyでの売上概算が約23百万ドル（約25億円）と初年度売上としては順調な滑り出しであり（図表3）、ピーク時60億円に達するものとSBI証券では想定している。

図表2：【動物領域】開発パイプライン

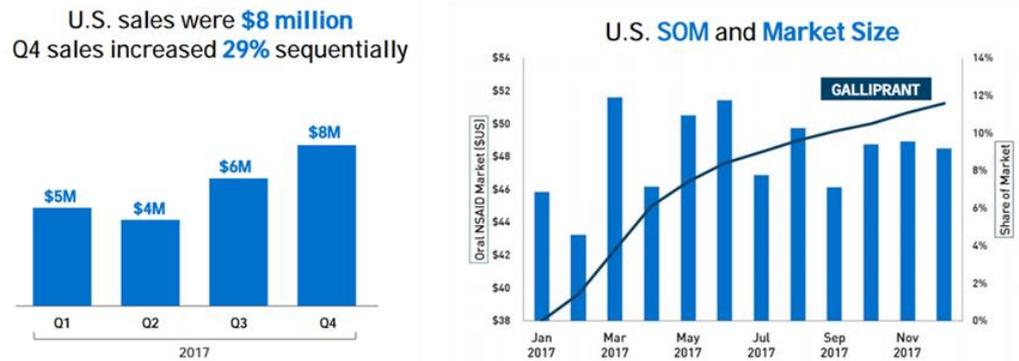
開発品	導出先	対象	国	探索	長期毒性試験	臨床試験	申請・承認
Galliprant EP4拮抗薬	Aratana Therapeutics	変形性関節症（犬）	米国				2017年1月 販売開始
		変形性関節症（犬）	欧州				2018年1月 承認取得
Entyce グレリン受容体作動薬	Aratana Therapeutics	食欲不振（犬）	米国				2017年10月 販売開始
		食欲不振（犬）	欧州				承認申請準備中
		食欲不振（猫）	米国		2016年12月	長期毒性試験開始	

出所: 同社資料を基にSBI証券作成

欧州でも販売開始予定

また、Aratana 社が欧州において既に販売承認を取得しており（2018 年 1 月）、欧州での販売開始とともに更なる売上伸長が期待できる。販売開始を 18 年中に速やかに開始していくものとし、引き続き Aratana 社と Elanco 社との共同販売にて、SBI 証券ではピーク時 50 億円に達するものと想定している。販売開始時にマイルストーン 3 億円を受領、同社のロイヤリティ収入をグローバル販売売上の 5%と推定し、収益予想を行った。

図表 3： Galliplant の 2017 年度売上推移



出所： Eli Lilly and Company の公表資料を基に SBI 証券作成

### ◆ Entyce

米国での販売が良好な滑り出し

Entyce は、犬を対象とした食欲不振症の治療薬である。Aratana 社へライセンスアウトしており、米国にて販売されている（2017 年 10 月販売開始）。年間 1000 万頭ほどが食欲不振症と診断されており、競合品も存在せず売上伸長が期待できる。Aratana 社の 17/12 期決算発表によると、Entyce の売上は 1.3 百万ドル（約 1.4 億円）であった。

欧州での販売を 20 年度と予想

また、同剤を欧州へ拡大すべく、Aratana 社は現在承認申請の準備に入っており、18 年度中の承認申請、19 年度中の承認取得、20 年度からの販売開始を SBI 証券は想定している。

猫への適応拡大を目指す

更に、現在、猫への対象拡大のため、長期毒性試験・大規模効果試験を行っており（2016 年 12 月開始）、中長期的に更なる売上伸長が期待できるものと SBI 証券は考えている。SBI 証券では販売開始を 20/12 期中と想定し（マイルストーン 3 億円と想定）、ロイヤリティ率を 5%の前提の基で、収益予想を行った。

ヒト領域パイプライン

◆ジプラシドン（5-HT2A/D2 受容体阻害剤）

20 年中の販売開始予定

統合失調症の治療薬であり、Meiji Seika ファルマ社に導出済みである。現在、国内第 3 相試験を実施中であり、SBI 証券では 20 年中の販売開始を予想している。本治療薬については、既に海外にてファイザー社が上市・販売しており、開発リスクは小さいものと SBI 証券では捉えている。同治療薬の全世界売上高はピーク時 1000 億円を超えており、国内での売上はピーク時 100 億円に達すると SBI 証券は想定している。承認申請は 19 年度（マイルストーン 3 億円）、承認は 20 年度（マイルストーン 3 億円）、販売ロイヤリティを 8%受領するものと想定し、収益予想を行った。

◆テゴプラザン（カリウムイオン競合型アシッドブロッカー：P-CAB）

約 1 年後には P-CAB の韓国での販売が開始される見込み

胃食道逆流症の治療薬であり、韓国の CJ ヘルスケア社に既に東アジアでの商業化権利をライセンスアウトしている。現在、韓国にて承認申請中というステータスであり（2017 年 8 月に申請）、販売開始は 18 年度後半から 19 年度初めにかけて開始されるものと SBI 証券では考えている。承認時のマイルストーンを 3 億円、販売ロイヤリティを 5%、ピーク時の薬価ベースでの売上を 80 億円と想定し、収益予想を行った。

22 年度に中国での販売開始を予想

CJ ヘルスケア社は、中国の Luoxin 社へサブライセンスアウト契約を締結している。現在第 1 相試験を実施中であるが、先行している韓国での第 3 相試験の結果を用いることで第 2 相試験をスキップでき、SBI 証券では 22/12 期の販売開始を予想している。CJ ヘルスケア社と Luoxin 社とのライセンス契約による開発の進捗によりマイルストーン収入（第 3 相開始時に 3 億円、承認申請時 1 億円、承認時 3 億円のマイルストーンと SBI 証券では推定）、販売後の 2 桁台のロイヤリティ収入（SBI 証券では 12%と予想）を得られることができ、それら Luoxin 社からの収入を同社と CJ ヘルスケアとの間にて 2 分するものと想定して収益予想を行った。中国での売上をピーク時 300 億円と想定し、収益予想を行った。

図表 4：【ヒト領域】導出済み開発パイプライン

開発品	導出先	適応症状	前臨床試験	臨床試験第1相	臨床試験第2相	臨床試験第3相	申請・承認
ジプラシドン セロトニン・ドパミンアンタゴニスト	Meiji Seika ファルマ	統合失調症				2015年3月 第3相試験開始	
テゴプラザン カリウムアシッドブロッカー	CJヘルスケア	胃食道逆流症				2017年8月 承認申請中（韓国）	
				第1相試験実施中（中国）			
EP4拮抗薬 (RQ-00000007)	AskAt社	がん					
		疼痛					
EP4拮抗薬 (RQ-00000008)	AskAt社	がん					
COX-2阻害薬	AskAt社	急性痛					
選択的ナトリウムチャンネル遮断薬	マルホ株式会社	—					
5-HT4部分作動薬	ZTE Coming Biotech	胃不全麻痺、機能的胃腸症、					
5-HT2B拮抗薬	ZTE Coming Biotech	IBS-D					

出所: 同社資料を基に SBI 証券作成

CJ ヘルスケア社へ ROW 地域での商業化権利を委譲

加えて、ROW 地域（メキシコ、ブラジルなどの中南米、ロシアを含む東欧圏諸国、及びアラブ、イスラエルなどの中東地域）の商業化権利についても CJ ヘルスケア社に商業化の権利を追加でライセンスアウトしている。CJ ヘルスケア社が各国企業とパートナー提携するものと SBI 証券は予想しているが、今回の SBI 証券予想からは除外している。

欧米諸国での商業化権利をライセンスアウトするものと想定

また、日本・欧米における商業化の権利は未導出だが、韓国での承認が取得でき次第、海外へ導出するものと SBI 証券は想定している。19/12 期に導出し、20/12 期より臨床試験開始、23/12 期より販売開始されるものと想定している。SBI 証券では、マイルストーン総額 15 億円、販売ロイヤリティを 10%と想定し、収益予想を行った。

#### ◆EP4 拮抗薬

AskAt 社へ複数の開発パイプラインをライセンスアウトしている

AskAt 社へ導出済みの「がん」領域の治療薬である。AskAt 社は、元々は同社の子会社であったが、同社の「がん」領域を中心とするパイプラインを継承して独立している。同社は、ライセンス権利として、AskAt 社が獲得した収入の内の一定割合（開発物、適応症状によって異なる）を得る権利を有している。

がん免疫療法領域にて注目されている低分子化合物

EP4 受容体拮抗薬は、昨今、がん免疫療法にて免疫チェックポイント阻害剤との併用療法が期待されている低分子化合物である。グローバルにて免疫チェックポイント阻害剤との様々な併用療法が繰り広げられており、そのライセンス契約は合計 1000 億円を超えるものも多い。2 種類（RQ-00000007、RQ-00000008）の EP4 阻害剤について、Arrys Therapeutics 社に、中国および台湾を除く全世界の権利をライセンス譲渡している（総額約 12 億ドル）。また、RQ-00000008 については、Ningbo NewBay MedicalTechnology 社と中国でのがん免疫治療領域におけるライセンス契約を締結している。しかし、未だ非臨床試験での実績しかないこと、契約一時金もそれに伴い微小な金額であることを前提として、今回の SBI 証券収益予想には組み込まないものとする。

#### ◆COX-2 阻害薬

AskAt 社が中国企業へライセンスアウトしている

AskAt 社へ導出済みであるが、AskAt 社が中国の RMX biopharma にライセンスアウトしている。SBI 証券では、AskAk 社と RMX 社とのライセンス契約総額を 15 億円、販売ロイヤリティを 10%、同社の収入は AskAt 社の収入の 10%と想定しており、同社の受領できる収入は微細な金額となろう。よって、現段階では SBI 証券予想からは除外し、上市後の販売進捗に従い含めていくものとする。

がん領域のパイプライン

◆5-HT4 部分作動薬・5-HT2B 拮抗薬

ZTE 社との合弁会社へ  
ライセンスアウト

これらパイプラインについては、未だ前臨床試験段階である。ZTE Coming BioTech 社と設立した合弁会社へ 2 つのパイプラインを 18/12 期に導出する予定であり、合計 2 億円の契約一時金を獲得するものと SBI 証券では想定している。導出以降の予想については、パイプラインの進捗に従って組み込んでいくものとする。

東光薬品への  
導出パイプライン

◆TM-411

子会社であるテムリック株式会社のパイプラインに該当する。Syros 社へ導出済みの急性骨髄性白血病（AML）と骨髄異形成症候群（MDS）のパイプラインが進行しているが、いずれも第 2 相試験段階であり、現在、安全性と効果性を確認しているところである。今回の SBI 証券予想から除外し、第 2 相試験の結果を観て、SBI 証券予想に組み込むものとする。

東光薬品へ導出している急性骨髄球性白血病（APL）を適応症状とするパイプラインが、最も進捗が進んでいる。19/12 期に販売開始され、中国での売上高がピーク時 5 億円、同社は中国国内売上の 10%の販売ロイヤリティ収入を得るものと想定して収益予想を行った。

図表 5：【テムリック】開発パイプライン

開発品	導出先	適応症状	前臨床試験	臨床試験第1相	臨床試験第2相	臨床試験第3相	申請・承認
TM-411	Syros Pharmaceutical	急性骨髄性白血病			第2相 実施中		
		骨髄異形成症候群			第2相 終了（単剤投与）		
		乳がん	第2相試験 準備				
	大原薬品工業株式会社	神経膠芽腫		第1相 実施中			
	東光薬品株式会社	急性骨髄球性白血病					申請中
	導出交渉中	好球中減少症	前臨床試験終了				

出所： 同社公表資料を基に SBI 証券作成

### (3) 業績予想

ジブラシドンとテゴプラザンが  
成長ドライバーと考える

現時点での SBI 証券予想の基では、安定的な黒字化は 22/12 期からと予想している。継続的な黒字化を牽引するのは、ジブラシドンとテゴプラザンであり、既に上市間際、加えてジブラシドンについては海外での上市・販売実績があることから、これらを成長ドライバーとする同社の継続的な黒字化は確度が高いものと SBI 証券は想定している。

カタリスト

カタリストは、①テゴプラザンの韓国での承認、②ジブラシドンの第 3 相試験完了と SBI 証券では考えている。

テゴプラザンの承認は 18/12 期の前半には出てくものと SBI 証券では想定しており、更に、その結果により韓国データを用いた中国での臨床試験のデータのブリッジングや欧米諸国へのライセンス導出等、販売地域拡大へとパイプラインが活性化されるものと SBI 証券は考えている。また、ジブラシドンの第 3 相試験の結果は 18/12 期後半から 19/12 期前半に出てくものと SBI 証券は想定している。

図表 6： 各パイプラインの売上予想

(単位：百万円)		18/12期予	19/12期予	20/12期予	21/12期予	22/12期予	23/12期予	24/12期予	25/12期予	26/12期予	27/12期予	
【動物領域】												
Galliprant	米国	ロイヤリティ	176	242	308	308	308	292	278	264	251	
	欧州	マイルストーン	300									
		ロイヤリティ		158	217	277	277	277	263	250	237	
		合計	476	400	525	584	584	584	569	540	513	488
Entyce	米国 (犬)	ロイヤリティ	115	172	230	287	287	287	273	259	246	
	欧州 (犬)	マイルストーン	100	300								
		ロイヤリティ			103	155	207	258	258	258	258	245
	米国 (猫)	マイルストーン			300							
		ロイヤリティ			28	42	56	71	71	71	71	67
	合計	215	472	661	484	550	616	616	601	588	558	
【ヒト領域】												
ジブラシドン	日本	マイルストーン		300	300							
		ロイヤリティ			311	519	740	986	937	937	890	846
		合計	0	300	611	519	740	986	937	937	890	846
テゴプラザン	韓国	マイルストーン	300									
		ロイヤリティ		30	50	100	250	400	400	400	400	
	中国	マイルストーン	150			50	150					
		ロイヤリティ					180	300	600	1,200	1,800	1,800
	欧米	マイルストーン		500	300		200	500				
	ロイヤリティ					100	300	500	800	1,200		
	合計	450	530	350	150	780	1,300	1,300	2,100	3,000	3,400	
5-HT4部分作動薬	中国	契約一時金	100									
5-HT2B拮抗薬	中国	契約一時金	100									
TM-411	中国 APL	ロイヤリティ		5	10	30	50	50	50	50	50	
		合計	0	5	10	30	50	50	50	50	50	
売上合計			1,341	1,707	2,158	1,768	2,704	3,536	3,472	4,229	5,041	5,342

出所： SBI 証券作成

#### (4) バリュエーション / リスク

##### DCF 分析による株価算出

創薬系バイオベンチャー企業のバリュエーションは DCF 分析を用いた算出が世界標準といえる。

18/12 期以降の 10 期分の業績予想を基に時価総額の算定を行った。保守的な観点から永久成長率を 0%とし、株式市場のリスクプレミアム 5.0%として加重平均資本コスト（WACC）4.5%を用いてフリーキャッシュフローを算出した。フリーキャッシュフローの現在価値合計に金融資産を加え、有利子負債と少数株主持分を減額することで、株主価値を 410 億 20 百万円、目標株価を 2,020 円と算出した。

##### リスク要因

リスク要因は、資金調達リスクが挙げられるが、同社は 17/12 期にて新株予約権にて約 10 億円を株式市場より資金調達に成功している。18/12 期より確度の高い契約一時金や安定的なマイルストーン収入が複数あることから、安定的な黒字化までの財務リスクは低いものと SBI 証券は考えている。

図表 7： DCF 分析

(単位：百万円)	17/12期	18/12期予	19/12期予	20/12期予	21/12期予	22/12期予	23/12期予	24/12期予	25/12期予	26/12期予	27/12期予
営業利益	-150	-669	-74	367	-135	781	1,613	1,552	2,315	3,133	3,438
営業利益に対する税金	0	0	0	55	0	119	248	239	357	530	1,064
税引後営業利益	-150	-669	-74	311	-135	662	1,365	1,313	1,958	2,603	2,374
減価償却費	86	49	44	42	41	40	39	38	34	29	29
設備投資	88	28	28	29	29	29	29	29	29	29	29
運転資本変動額	1	414	120	140	-127	299	266	-20	243	261	97
フリーキャッシュフロー	-154	-1,062	-177	184	3	373	1,108	1,342	1,720	2,343	2,277
割引後フリーキャッシュフロー		-1,027	-164	163	3	303	861	997	1,223	1,594	1,483
割引後継続価値											32,988

CAPM前提		WACC前提		企業価値	
CAPM	4.50%	WACC	4.50%	事業価値	38,423
リスクプレミアム	5.00%	有利子負債	0	金融資産	2,597
リスクフリーレート	0.10%	負債コスト	0.00%	有利子負債	0
$\beta$	0.88	実効税率	31.00%	少数株主持分	0
		株主資本（時価）	36,917	永久成長率	0%
				株主価値	41,020
				株価（円）	2,020

出所： 同社資料を基に SBI 証券作成、予想は SBI 証券

図表 8： 貸借対照表

(単位：百万円)	17/12期	18/12期予	19/12期予	20/12期予	21/12期予	22/12期予	23/12期予	24/12期予	25/12期予	26/12期予	27/12期予
<b>流動資産</b>											
現金及び預金	2,268	1,730	1,624	1,867	1,942	2,374	3,541	4,942	6,721	9,122	11,447
受取手形及び売掛金	449	424	540	682	559	855	1,118	1,098	1,337	1,594	1,689
有価証券	329	329	329	329	329	329	329	329	329	329	329
棚卸資産	5	5	6	8	6	10	13	13	15	18	19
その他流動資産	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272	272
<b>流動資産合計</b>	<b>3,322</b>	<b>2,759</b>	<b>2,770</b>	<b>3,158</b>	<b>3,108</b>	<b>3,839</b>	<b>5,273</b>	<b>6,653</b>	<b>8,674</b>	<b>11,335</b>	<b>13,756</b>
<b>固定資産</b>											
有形固定資産	216	198	185	173	162	152	143	135	130	130	129
無形固定資産	10	7	4	4	3	2	2	1	1	1	1
投資その他資産	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516	1,516
<b>固定資産合計</b>	<b>1,742</b>	<b>1,722</b>	<b>1,705</b>	<b>1,692</b>	<b>1,681</b>	<b>1,670</b>	<b>1,660</b>	<b>1,652</b>	<b>1,646</b>	<b>1,646</b>	<b>1,646</b>
<b>資産合計</b>	<b>5,064</b>	<b>4,480</b>	<b>4,476</b>	<b>4,850</b>	<b>4,788</b>	<b>5,509</b>	<b>6,933</b>	<b>8,305</b>	<b>10,321</b>	<b>12,981</b>	<b>15,402</b>
<b>流動負債</b>											
支払手形及び買掛金	2	15	13	17	19	19	19	18	17	16	16
短期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他流動負債	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147	147
<b>流動負債合計</b>	<b>149</b>	<b>162</b>	<b>160</b>	<b>163</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>165</b>	<b>164</b>	<b>163</b>	<b>162</b>
<b>固定負債</b>											
長期借入金	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
<b>固定負債合計</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>27</b>								
<b>負債合計</b>	<b>176</b>	<b>189</b>	<b>187</b>	<b>191</b>	<b>193</b>	<b>193</b>	<b>193</b>	<b>192</b>	<b>191</b>	<b>191</b>	<b>190</b>
株主資本合計	4,887	4,290	4,287	4,658	4,594	5,315	6,739	8,111	10,128	12,789	15,211
その他	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
<b>純資産合計</b>	<b>4,888</b>	<b>4,291</b>	<b>4,289</b>	<b>4,659</b>	<b>4,595</b>	<b>5,316</b>	<b>6,740</b>	<b>8,112</b>	<b>10,129</b>	<b>12,790</b>	<b>15,213</b>
<b>負債・純資産合計</b>	<b>5,064</b>	<b>4,480</b>	<b>4,476</b>	<b>4,850</b>	<b>4,788</b>	<b>5,509</b>	<b>6,933</b>	<b>8,305</b>	<b>10,321</b>	<b>12,981</b>	<b>15,402</b>

出所： 同社資料を基に SBI 証券作成、予想は SBI 証券

図表 9： 損益計算書

(単位：百万円)	17/12期	18/12期予	19/12期予	20/12期予	21/12期予	22/12期予	23/12期予	24/12期予	25/12期予	26/12期予	27/12期予
売上高	1,419	1,341	1,707	2,158	1,768	2,704	3,536	3,472	4,229	5,041	5,342
(前年比)	-	-5.5%	27.3%	26.4%	-18.1%	53.0%	30.8%	-1.8%	21.8%	19.2%	6.0%
売上原価	150	95	80	105	117	117	117	114	108	103	98
売上総利益	1,270	1,245	1,627	2,053	1,651	2,587	3,419	3,358	4,121	4,939	5,244
売上高比	89.5%	92.9%	95.3%	95.1%	93.4%	95.7%	96.7%	96.7%	97.4%	98.0%	98.2%
販管費	1,570	1,914	1,701	1,686	1,786	1,806	1,806	1,806	1,806	1,806	1,806
販管費	721	815	851	836	886	906	906	906	906	906	906
売上高比	50.8%	60.8%	49.9%	38.8%	50.1%	33.5%	25.6%	26.1%	21.4%	18.0%	17.0%
研究開発費	849	1,099	850	850	900	900	900	900	900	900	900
売上高比	59.8%	81.9%	49.8%	39.4%	50.9%	33.3%	25.4%	25.9%	21.3%	17.8%	16.8%
営業利益	-150	-669	-74	367	-135	781	1,613	1,552	2,315	3,133	3,438
売上高比	-	-	-	-	-	28.9%	45.6%	44.7%	54.7%	62.1%	64.4%
(前年比)	-	-	-	-	-	-	106.5%	-3.8%	49.2%	35.3%	9.8%
営業外損益	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70	70
金融収益	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39	39
金融費用	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2	2
その他営業外損益	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29	29
経常利益	-81	-599	-4	436	-65	851	1,683	1,622	2,385	3,202	3,508
売上高比	-	-	-	-	-	31.5%	47.6%	46.7%	56.4%	63.5%	65.7%
(前年比)	-	-	-	-	-	-	97.8%	-3.7%	47.0%	34.3%	9.5%
特別損益	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税引前当期純利益	-60	-599	-4	436	-65	851	1,683	1,622	2,385	3,202	3,508
法人税等	-2	-2	-2	66	-2	130	259	250	368	541	1,086
実効税率	2.9%	0.3%	42.0%	15.1%	2.6%	15.3%	15.4%	15.4%	15.4%	16.9%	31.0%
少数株主利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
当期純利益	-58	-597	-2	370	-64	721	1,424	1,372	2,017	2,661	2,422
(前年比)	-	-	-	-	-	-	97.6%	-3.7%	47.0%	32.0%	-9.0%
EPS	-3.0	-29.4	-0.1	18.3	-3.1	35.5	70.2	67.6	99.4	131.1	119.4
DPS	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-1.5%	-13.9%	-0.1%	8.0%	-1.4%	13.6%	21.1%	16.9%	19.9%	20.8%	15.9%
PER	-	-	-	99.6	-	51.2	25.9	26.9	18.3	13.9	15.2
EV/EVITDA	-	-	-	95.7	-415.9	48.3	24.7	26.5	18.7	14.7	14.0
BPS	240.0	211.4	211.2	229.5	226.4	261.9	332.0	399.7	499.0	630.1	749.5
PBR	-	8.6	8.6	7.9	8.0	6.9	5.5	4.6	3.6	2.9	2.4

出所： 同社資料を基に SBI 証券作成、予想は SBI 証券

## 本レポートに関するご注意事項

### 【目標株価・レーティングについて】

目標株価は、弊社のアナリストが今後6か月から1年の期間に達すると予想している株価水準です。投資判断（レーティング）の定義は以下の通りです。対象期間は今後6か月から1年間とします。

強気：目標株価が現在の株価を20%以上上回ると判断する銘柄

やや強気：目標株価が現在の株価を10%以上～20%未満上回ると判断する銘柄

中立：目標株価と現在の株価の差が±10%未満の範囲内にあると判断する銘柄

やや弱気：目標株価が現在の株価を10%以上～20%未満下回ると判断する銘柄

弱気：目標株価設定・目標株価が現在の株価を20%以上下回ると判断する銘柄

NR：投資判断を実施しない銘柄

※本レーティングは当社アナリストが対象会社を評価・分析した結果算出した目標株価をベースにした絶対評価になります。

※目標株価の根拠についてはレポート本文をご参照ください。

### 【利益相反関係発生の可能性】

SBI証券及びその関連する会社は、本レポートに記載された企業に対して投資銀行業務に関するサービスを提供する等、同企業と取引を行なっている、または今後行なう可能性があります。したがって、本レポートを閲覧される投資家の皆さまは、本レポートの客観性に影響を与える利益相反関係が当社に発生する可能性があることを予めご了承ください。本レポートはあくまでも投資判断の参考のための一つの要素としてご参照ください。

### 【重要な開示事項】

#### ・保有株式等について

当社は、レポートに掲載されている銘柄の株式について、今後保有し、または売買する可能性がございます。

当社が発行済株式総数の5%を超える株式等を保有しているとして大量保有報告を行なっている銘柄は当社WEBサイト（URL：[http://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kaiji.html](http://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kaiji.html)）にてご確認ください。

#### ・主幹事担当会社について

平成27年3月以降、募集・売出し（普通社債を除く）にあたり、株式会社SBI証券が、主幹事となっている銘柄は当社WEBサイト（URL：[http://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kaiji.html](http://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690_kaiji.html)）にてご確認ください。

※WEBサイトを閲覧可能な環境にない方は下記【お問い合わせ先】までご連絡ください。

### 【お問い合わせ先】

・株式会社SBI証券 カスタマーサービスセンター：0120-104-214

※携帯電話・PHSからは0570-550-104（ナビダイヤル）をご利用ください。

※ナビダイヤルは20秒10円（税抜）の通話料がかかります。

・年末年始を除く平日8:00～18:00

### 【その他留意事項】

本資料は日本国内の投資家向けに投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、個別の銘柄の売買推奨や、投資勧誘を目的としたものではありません。投資に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。本資料の内容は作成時点のものであり、信頼できると判断した情報源からの情報に基づいて作成したものです。正確性、完全性を保証するものではありません。本資料に記載の情報、意見等は予告なく変更される可能性があります。過去の実績値にもとづき推定された将来のパフォーマンス等に関する内容はあくまでもシミュレーションであり、お客さま個々人の運用成果等を保証または示唆するものではありません。万一、本資料に基づいてお客様が損害を被ったとしても当社及び情報発信元は一切その責任を負うものではありません。本資料は著作権によって保護されており、無断で転用、複製又は販売等を行うことは固く禁じます。

### 【手数料及びリスク情報等】

SBI証券で取り扱っている商品等へのご投資には、各商品毎に所定の手数料や必要経費等をご負担いただく場合があります。また、各商品等は価格の変動等により損失が生じるおそれがあります（信用取引、先物・オプション取引、外国為替保証金取引、取引所CFD（くりっ株365）では差し入れた保証金・証拠金（元本）を上回る損失が生じるおそれがあります）。各商品等への投資に際してご負担いただく手数料等及びリスクは商品毎に異なりますので、詳細につきましては、SBI証券WEBサイトの当該商品等のページ、金融商品取引法に係る表示又は契約締結前交付書面等をご確認ください。

金融商品取引法に係る表示は下記の当社WEBサイトをご参照ください。

（URL：[https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040\\_torihikihou.html](https://search.sbisecc.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040_torihikihou.html)）

商号等：株式会社SBI証券 金融商品取引業者

登録番号：関東財務局長（金商）第44号

加入協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会