

# 新日本科学(東証1部 2395)

## 世界大手との提携により受注環境が様変わり、変身期待企業と考える

### 注目点

SBI証券は新日本科学の新規カバレッジを開始する。現時点で最も大きな変化が起きている日本の上場バイオ企業とみている。目標株価は1,260円、投資判断は「強気」とする。

注目点は2つ。1つ目は、臨床事業が2014年12月に世界大手の臨床試験受託会社PPD社と業務提携した効果で受注が急拡大していること。これまで困難だった世界大手製薬のグローバル臨床試験の受注が舞い込んでいる。

2つ目は、当社が創業した創薬系バイオベンチャーWAVE Life Sciences Ltd. (以下WAVE社) が15年11月に米国ナスダックに上場し、当社の財務内容の改善に貢献したこと。WAVE社は核酸医薬の精度を高めるプラットフォーム技術を保有しており、今後もさらなる改善に貢献すると予想される。当社はWAVE社で得たノウハウを自社が保有する経鼻投与技術にも活用し早期事業化を図る考えであり、今後はニュースフローの増加が予想される。

### 業績動向

臨床事業の受注急増に加え、当社の業績の足を引っ張っていた米国の前臨床事業も受注回復により黒字化が視野に入ってきている。SBI証券は当社の業績は18/3期に黒字化し、その後26/3期まで8年間の当期利益のCAGR(平均成長率)を50.4%と予想している。

### バリュエーション

バイオ企業であり目標株価は10期分の業績予想をもとにDCF法から導いている。26/3期以降の永久成長率を0%として算出したFCF(フリーキャッシュフロー)の現在価値合計をもとに株主価値を500億88百万円(1株当たり1,260円)と算出した。

2016年5月26日

SBI証券 投資調査部シニアアナリスト  
岩田俊幸

(新規)  
投資評価 強気  
目標株価 1,260円

時価の目標株価からの乖離率 -53%

株価(5/25)	668円
時価総額	26,570百万円
発行済株式数	39,776千株
外国人持株比率	2.0%
配当(17/3期予想)	0円
PER(17/3期予想)	—
PBR(17/3期予想)	1.7倍

(注)予想はSBI証券



### 連結業績

52週株価高安 ¥300~¥827

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	当期利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	PER (倍)	ROE (%)	
2016/3	14,750	-17.3	-3,863	-	-5,260	-	2,646	-	66.5	-	-	
2017/3	会社予	16,500	11.9	-2,250	-	-2,780	-	-2,920	-73.4	-	-	
	SBI予	16,700	13.2	-1,748	-	-2,278	-	-2,479	-62.3	-	-	
	*コンセンサス	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
2018/3	SBI予	18,440	10.4	452	-	417	-	119	3.0	223.3	0.7	
	*コンセンサス	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
2019/3	SBI予	18,750	1.7	1,079	138.7	1,289	209.1	773	549.6	19.4	34.4	4.2
2020/3	SBI予	19,170	2.2	1,414	31.0	1,869	45.0	1,136	47.0	28.6	23.4	5.5
2021/3	SBI予	19,700	3.1	1,724	21.9	2,302	23.2	1,407	23.9	35.4	18.9	6.0

## (1) 会社概要

東証マザーズから東証1部へ	当社は医薬品の開発を支援する前臨床事業、臨床事業を日本及び米国、アジア等で展開するグローバル企業である。2004年3月8日に東証マザーズに上場し、2008年3月11日に東証1部へ市場変更を行っている。
医薬品開発支援ビジネス	<p>医薬品の開発は大きく3つに分けられる。①医薬品の候補物質を見つけ出す「基礎研究」、②その候補物質をヒトに投与する前に実験動物などを用いて安全性、薬理作用、体内動態などを検討する「前臨床試験（非臨床試験ともいう）」、③ヒトでの安全性と有効性を検証する「臨床試験」である。</p> <p>製薬企業は「前臨床試験」と「臨床試験」から得られたデータをもとに必要な解析を加えて申請書類を作成し、国の認可機関へ承認申請を行う。従来は製薬企業が自社内で実験動物を飼って前臨床試験を行い、臨床試験に参加してくれる医療機関を探していたが、経営効率化の観点からそれらを外部機関へアウトソーシングする企業が増加しており、前臨床試験の受託や臨床試験を支援する医薬品開発支援ビジネスが生まれている。日本の前臨床試験受託市場は約300億円、日本の臨床試験受託市場は約1,500億円とSBI証券は推定している。</p>
前臨床事業の国内トップ企業	当社の歴史は1957年、現在の代表取締役会長兼社長である永田良一氏の父親が鹿児島市に動物病院として創業したことに始まる。1960年に現在の主力事業である製薬企業から安全性試験の受託を行う前臨床事業を開始した。これが日本初の前臨床試験の受託事業である。83年4月に医学部を卒業した永田良一氏が入社し、同氏のアイデアをもとに自社開発した霊長類（以下 サル）の保定器具（国際特許）や遠隔試験を行えるテレメトリーシステムなどにより、効率的な試験の実施やストレスを与えない状態での試験データの取得をいち早く可能とし、サル（主にカニクイザル）を用いた前臨床試験では新日本科学とのブランドを構築した。現在は日本の前臨床試験受託市場でトップ企業であり、シェアは約30%とSBI証券は推定している。
97年からグローバル展開	<p>91年に社長に就任した永田良一氏は、創業から40周年となる97年に最高経営責任者（CEO）に就任すると事業領域の拡大と事業の国際展開を同時並行して推し進めた。98年に薬物代謝分析センターを和歌山県海南市に新設し、血液や尿等に含まれる微量な濃度の測定能力を増し、前臨床事業を強化した。また臨床試験の受託事業（以下 臨床事業）については、93年に健常人を対象とする第I相臨床試験の受託を鹿児島で開始していたが、99年に本格的に事業展開した。</p> <p>事業の国際展開については、99年に米国ワシントン州シアトル市郊外に霊長類試験に特化した前臨床事業を連結子会社SNBL U. S. A., Ltd（以下 SNBL USA）で開始している。SNBL USAの受託施設はその後、拡張を重ね、北米の受託機関では最大規模の霊長類収容能力となっている。米国の前臨床試験受託市場は日本のマーケットの10倍以上となる約3,500億円とSBI証券は推定している。一方、臨床事業の国際展開については05年に米国メリーランド州立大学ボルチモア校のキャンパス内のバイオパークにSNBL Clinical Pharmacology Center, Inc.（以下 SNBL CPC）を設立している。SNBL CPCはベッド数96床を有する米国で最大規模の第I相臨床試験施設であり、米国在住の日本人による健常人ボランティア試験に強みをもっている。</p>

## (2) 業績動向

現状は6期連続の営業赤字

当社の直近の業績については、11/3期に赤字に転落し、16/3期で6期連続の営業赤字が続いている。しかし、SBI証券は業績の足を引っ張っていた米国の前臨床事業の受注回復で赤字脱却が視野に入ってきたことと、2014年12月に米国に本拠を置く世界最大規模の臨床医薬品開発業務受託機関（CRO）であるPharmaceutical Product Development, LLC（以下 PPD社）と日本における臨床事業に関して合弁事業を行うことで合意し、15年4月から開始した効果が国内のみならず米国の臨床事業でも出ていることなどから16/3期が業績の底で18/3期に黒字化し、その後は増益トレンドが続くと予想している。参考までに現時点での当社の日本と米国での事業トレンドを図表1に示した。

図表1 主力事業の現状

	前臨床事業	臨床事業
日本	○ 採算は厳しいが1人勝ち状態 ※再生医療に強み	◎ PPD社との合弁事業は大量受注を獲得
米国	△ 受注回復で赤字脱却が視野	○ PPD社とのコラボ効果で受注急増

出所：SBI証券投資調査部作成

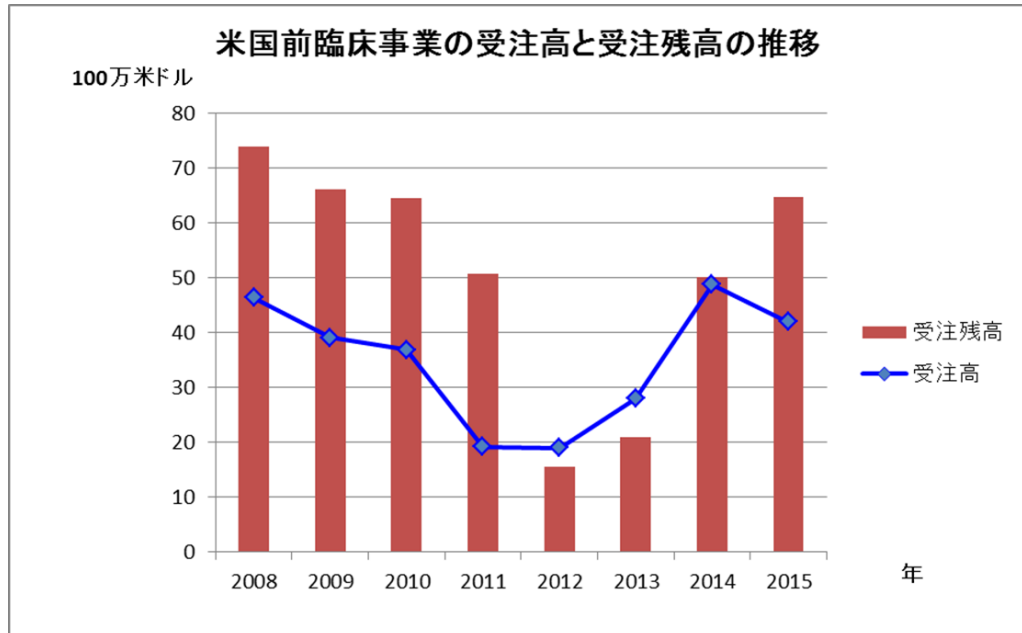
2010年8月の改善指示書

上場以降、順調であった当社の業績が暗転した主因は、前臨床事業を行っている米国連結子会社SNBL USAが、米国における許認可機関であるFDA（食品医薬品局）によるGLP（Good Laboratory Practice; 医薬品の安全性に関する前臨床試験の実施の基準）適合状況に係る査察を受けた結果、2010年8月にWarning Letter（改善指示書）を受領したことである。試験報告書の署名手続きなど9項目がGLP遵守されていないと指摘された。これが解消（FDAよりClose-Out Letterを受領）されたのが2012年11月であり、この2年3カ月間に米国の前臨床事業の受注は大幅減少となった。実験動物を用いる前臨床事業の収益構造はホテル事業と似ており、客が入らなくても一定の固定費が発生するため受注減少による売上高の減少は赤字に直結する。

米国の受注は順調に回復

米国の前臨床事業の受注高はWarning Letterを受領する前年の10/3期は36.8百万米ドルあったが、12/3期、13/3期ともに19百万米ドル前後にまで落ち込んだ。一方、Close-Out Letter 受領後の受注は15/3期に48百万米ドルとWarning Letter受領前の水準を上回り、16/3期も米国バイオ企業からの発注が増加しており42百万米ドルと高水準を維持している。16/3期の受注残高は5期ぶりに60百万米ドル台を回復している（図表2参照）。収益については、米国の前臨床事業は完成基準を採用しているため受注案件が売上に計上されるまでに1年半から2年かかること、受注急回復にあたり人材の採用を進めていることなどから、SBI証券は17/3期の黒字化は難しいものの、当社の収益の足を引っ張っていた米国の前臨床事業は赤字脱却トレンドに入ったとみている。

図表2 米国前臨床事業の受注高と受注残高（ドルベース）



出所：対象会社へのヒアリングを基にSBI証券投資調査部作成

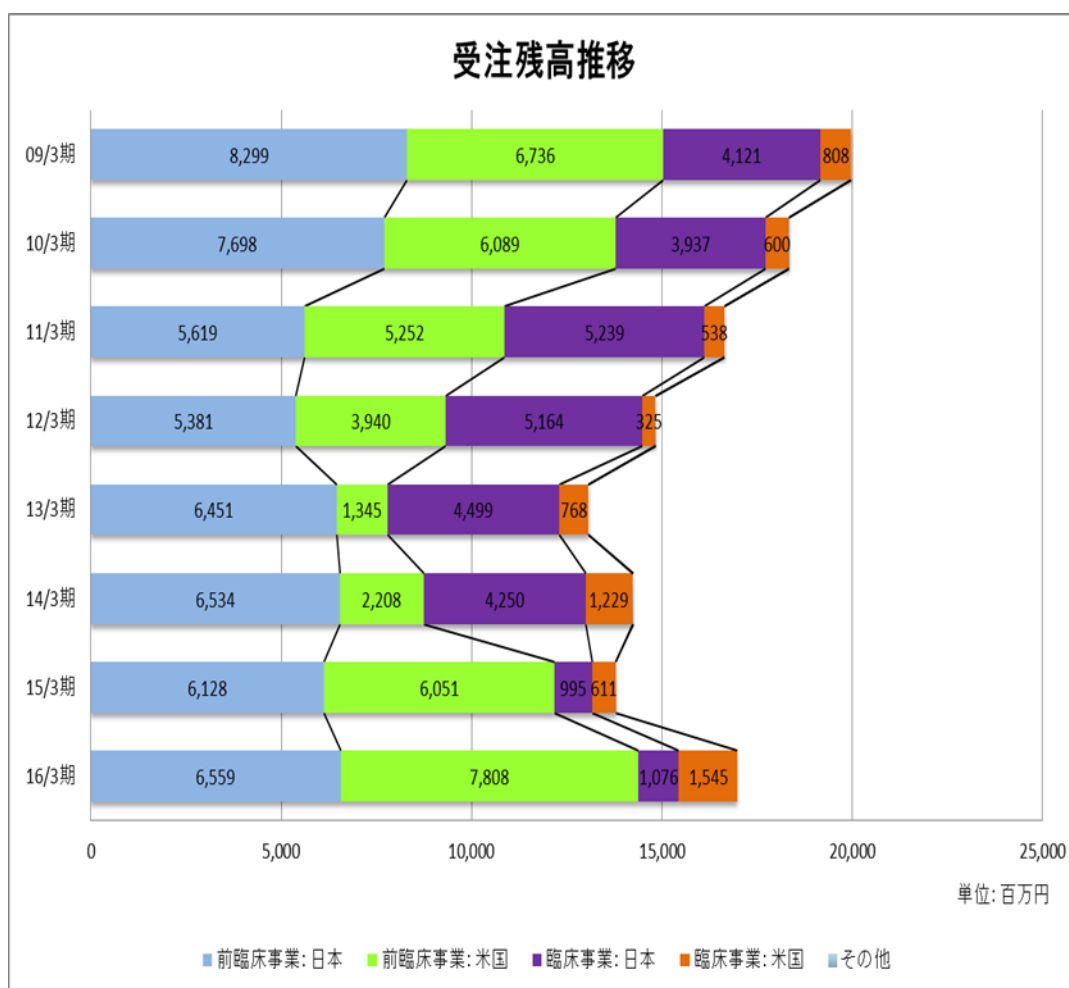
#### PPD社との業務提携効果

事業内容が様変わりとなっているのが国内の臨床事業である。当社は14年12月に世界最大級の臨床試験受託会社であるPPD社と日本における臨床事業に関しパートナー契約を結び、合併会社を設立して事業展開することを決め、15年4月から新日本科学PPD社を設立し、事業を開始している。新日本科学PPD社の出資比率はPPD社が51%、新日本科学が49%であり、当社にとって新日本科学PPD社は持分法適用会社となり当社の業績に対しては16/3期から営業外収益に計上されている。図表3の日本の臨床事業の受注残高及び図表4の臨床事業の日本の売上高が減少しているのはこれが要因である。当社が単独で臨床事業を行っていた時の国内臨床事業（臨床試験を実施している医療機関を支援するSMO事業を除く）の売上高は30億円～35億円と推定されるが、新日本科学PPD社の受注は当社が単独で事業を行っていた時には受注が困難であった大手製薬企業のグローバル臨床試験の受注が取れているため年間100億円を上回るペースになっている模様である。17/3期の業績についてはグローバル臨床試験の受注増に対応するために人材の採用を進め、社員教育にも力を入れているためSBI証券は持分法利益は2億50百万円の赤字と予想しているが、18/3期に黒字化し、当社の利益のけん引役になると予想している（図表5参照）。

## 米国でもPPD社効果

米国における臨床事業を担当するSNBL CPCにおいても15年後半からPPD社とのコラボレーション効果が出てきており、受注が急増している。15年前半については日本の臨床事業で提携が発表されたPPD社と米国ではどのような関係を構築するかが不透明だったことから営業活動が低迷したマイナス面がでた模様だが、米国在住の日本人の健常人ボランティアによる第Ⅰ相臨床試験を得意としているSNBL CPCの強みをPPD社が把握し、PPD社が受託したグローバル臨床試験にSNBL CPCの試験を組み込む動きが活発化しており、15年10月-12月の受注は四半期としては過去最高の受注となった模様。16年に入っても1月-4月の受注はSNBL CPCが年初に計画していた年間受注高をすでに上回った模様である。これはグローバル臨床試験を進める際に第Ⅰ相臨床試験の段階で日本人の安全性データを取得しておく、第Ⅱ相臨床試験から米国・欧州・日本でグローバル臨床試験を実施する際に、日本の許認可機関との交渉がスムーズに進むことが背景にあると予想され、SBI証券はこの傾向は続くと考えている。

図表3 当社の各事業の受注残高



注：15/3期の日本の臨床事業の受注残高には2016年4月1日付で合弁会社（新日本科学PPD社）へ移行する金額を除いて表示している

出所：対象会社公表資料を基にSBI証券投資調査部作成

図表4 当社の各事業の売上高と営業利益の実績

(百万円)

	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期
前臨床事業	14,408	14,181	12,692	10,473	11,985	11,157	11,878	11,855
日本	9,126	9,756	9,315	7,798	7,602	8,885	9,781	8,525
米国	5,232	4,405	3,366	2,614	4,336	2,212	2,082	3,314
その他・相殺	50	20	11	61	47	60	15	16
臨床事業	5,008	4,830	4,720	4,982	4,862	5,185	5,527	2,127
日本	4,231	4,012	4,249	4,185	4,583	4,078	4,233	1,556
米国	778	818	473	814	279	1,108	1,295	571
その他・相殺	-1	0	-2	-17	0	-1	-1	0
TR事業	0	0	24	21	64	272	52	9
メディポリス事業	0	0	0	0	305	371	417	827
その他事業	242	247	236	212	69	109	79	78
消去又は全社	-118	-208	-301	-415	-131	-168	-118	-146
<b>売上高</b>	<b>19,540</b>	<b>19,050</b>	<b>17,371</b>	<b>15,273</b>	<b>17,154</b>	<b>16,926</b>	<b>17,835</b>	<b>14,750</b>
前臨床事業	225	104	-652	-2,882	-1,629	-731	-783	-3,313
臨床事業	657	684	457	661	939	468	655	-224
TR事業	-522	-549	-770	-922	-649	-338	-357	-426
メディポリス事業	0	0	0	0	-163	-171	-180	58
その他事業	2	-13	-20	-28	-42	-21	-15	-18
消去又は全社	101	117	142	123	116	70	44	60
<b>営業利益</b>	<b>463</b>	<b>343</b>	<b>-843</b>	<b>-3,048</b>	<b>-1,428</b>	<b>-723</b>	<b>-636</b>	<b>-3,863</b>

出所：対象会社へのヒアリングを基にSBI証券投資調査部作成

図表5 当社の各事業の売上高と収益予想

(百万円)

	17/3期予	18/3期予	19/3期予	20/3期予	21/3期予	22/3期予	23/3期予	24/3期予	25/3期予	26/3期予
前臨床事業	12,984	14,295	14,532	14,825	15,225	15,625	16,025	16,385	16,685	16,985
日本	9,246	9,133	9,390	9,490	9,590	9,690	9,790	9,890	9,990	10,090
米国	3,723	5,147	5,127	5,320	5,620	5,920	6,220	6,480	6,680	6,880
その他・相殺	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
臨床事業	2,892	3,322	3,400	3,525	3,675	3,825	3,975	4,125	4,275	4,425
日本	1,500	1,618	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600	1,600
米国	1,392	1,704	1,800	1,925	2,075	2,225	2,375	2,525	2,675	2,825
その他・相殺	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TR事業	65	70	70	70	120	145	270	395	520	770
メディポリス事業	830	840	850	860	870	930	990	1,050	1,110	1,170
その他事業	80	80	80	80	80	80	80	80	80	80
消去又は全社	-151	-167	-182	-190	-200	-205	-210	-225	-240	-250
<b>売上高</b>	<b>16,700</b>	<b>18,440</b>	<b>18,750</b>	<b>19,170</b>	<b>19,770</b>	<b>20,400</b>	<b>21,130</b>	<b>21,810</b>	<b>22,430</b>	<b>23,180</b>
前臨床事業	-1,648	346	911	1,148	1,338	1,535	1,736	1,986	2,215	2,381
日本	527	787	1,104	1,148	1,190	1,235	1,279	1,322	1,368	1,413
米国	-2,175	-441	-193	0	148	300	457	664	847	968
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
臨床事業	145	309	366	458	524	590	658	728	798	870
日本	70	100	102	105	105	105	105	105	105	105
米国	75	209	264	353	419	485	553	623	693	765
その他	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TR事業	-276	-238	-238	-238	-188	-163	-38	87	212	462
メディポリス事業	50	55	60	65	70	90	100	110	120	130
その他事業	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20	-20
消去又は全社	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>営業利益</b>	<b>-1,749</b>	<b>452</b>	<b>1,079</b>	<b>1,413</b>	<b>1,724</b>	<b>2,032</b>	<b>2,436</b>	<b>2,891</b>	<b>3,325</b>	<b>3,823</b>
新日本科学PPD社による持分法利益	-250	245	490	735	858	980	1,103	1,225	1,348	1,470

出所：SBI証券投資調査部作成

### (3) パラダイムシフト

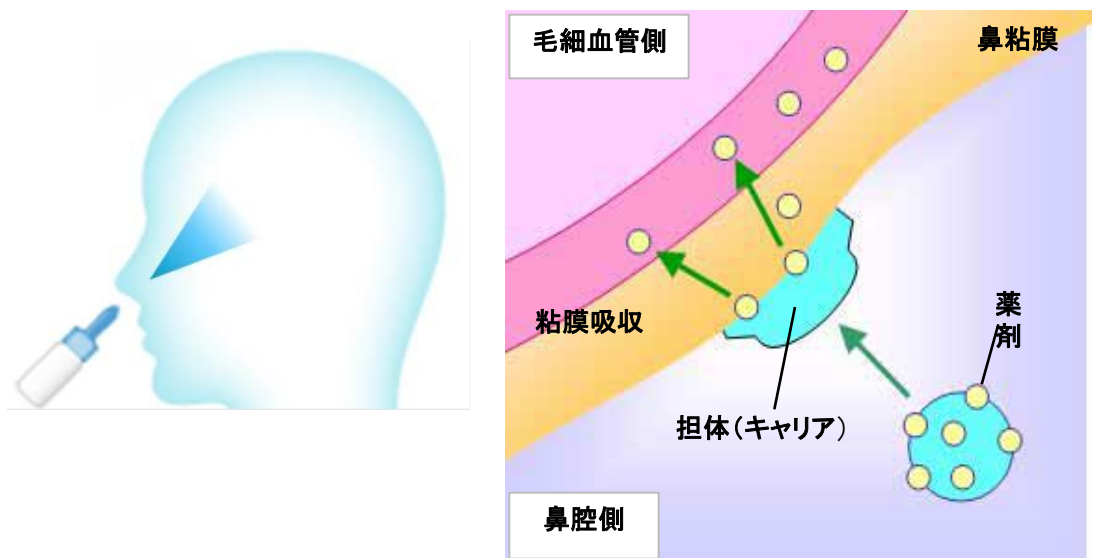
#### 収益構造の変革を進めるTR事業

当社に関し特筆すべき点は、永田社長が97年にCEOに就任した際に、製薬企業は合併や経営資源の効率化などから開発品目の絞り込みがはじまり、医薬品の開発支援事業だけでは厳しい時代がくると考え、当社がもっているインフラを活用しつつ収益構造の変革を進めるトランスレーショナル リサーチ事業（以下 TR事業）を開始したことである。トランスレーショナル リサーチ（Translational Research）とは、国内外の大学、バイオベンチャー、研究機関などにおける基礎研究から派生してくる有望なシーズ技術や新規物質を発掘して、医薬品などの評価-承認に必要な前臨床試験や臨床試験を行うことによって、基礎理論を臨床の場で実証することにより知財化し付加価値を高めて製薬企業へライセンス供与するなどして事業化へつなげていくことをいう。当社には前臨床試験から臨床試験まで医薬品開発のすべてのプロセスを受託する機能を有しており、また多くの製薬企業がユーザーにすることもあり、多額の研究開発費をかけることなく当社の収益率を変えていくことが可能になると考えた。会社側は「創薬型の医薬品開発支援事業へのパラダイムシフト」と呼んでいる。

#### 経鼻投与技術

TR事業での開発案件の第1号は経鼻投与技術による製剤の開発が選ばれ、98年に着手した。すでに安全性と有効性が確認されて発売されている薬剤を粉末剤型とする技術、薬を運ぶ担体（キャリア）技術、簡便操作の経鼻投与デバイスを組み合わせることで鼻の中に噴霧投与し、吸収促進剤を使うことなく鼻粘膜から効率よく吸収させ、薬の効果が早く発現する医薬品の開発を目指している。当社は制吐薬（グラニセトロン）を用いた経鼻剤は米国で第Ⅱ相臨床試験を終了し、偏頭痛薬（ゾルミトリプタン）を用いた経鼻剤は米国で第Ⅰ相臨床試験を終了している。開発が最も進んでいる制吐薬は抗がん剤治療に伴う吐き気に対する治療薬であり、現在は経口剤（飲み薬）と注射剤が使用されている。しかし、嘔吐の症状がある患者にとって飲み薬は嚥下困難な場合が多く、また注射薬は医師や看護婦による処置が必要なため即応性に問題があり、患者ニーズに对应しているとは言い難い状況である。SBI証券は当社の経鼻剤は利便性が高く、患者ニーズに对应されると考えており、有意差のあるデータを示せば既存薬からの代替が進むポテンシャルを有しているとみている。

図表6 経鼻投与基盤技術



出所：対象会社公表資料を基にSBI証券投資調査部作成

WAVE社の上場で財務内容が改善

TR事業は2015年11月に成功事例が生まれている。08年にハーバード大学のグレゴリー・バーダイン教授のアイデアと東京大学の和田猛准教授の技術をもとに当社が創業した核酸医薬を高精度で作成する創薬系バイオベンチャー企業（現・WAVE社）である。経鼻投与剤の開発については自社グループで開発を推進したが、WAVE社についてはベンチャーキャピタルや製薬企業経験者といった外部資金や外部人材を積極的に活用することで2015年11月に米国NASDAQ市場に上場を果たしている。当社の16/3期業績にはWAVE社（NASDAQ:WVE）の株式に係る持分変動利益44億79百万円（うちNASDAQ上場に伴う利益39億60百万円）を特別利益に計上している。また当社は16年3月末でWAVE社の株式の23.1%（約588万株）を保有しており、その含み益の約7割が貸借対照表の純資産の部の「その他有価証券評価差額金」として計上されるため当社の財務内容は大幅に改善し、16/3期の自己資本比率は34.0%（15/3期は23.7%）となっている。

核酸の立体制御技術

WAVE社の中核技術は核酸の立体制御技術であり、核酸医薬を合理的に設計・デザインすることができるのが強みである。核酸医薬は疾患の原因となる遺伝子に選択的かつ直接的に作用するため効果が高く、副作用も少ないと考えられ、将来有望な医薬品として期待されてきた。しかし核酸は生体内で分解されやすいことから生体内でその機能が十分発揮できないという実用化に向けた課題があった。核酸はヌクレオシド（糖と塩基が1個ずつ結合してできた物質）がリン酸結合で鎖状につながった物質であり、生体内での分解を防ぎ、活性と安定性を高めるために現在はリン酸結合部にS基などで修飾を施すことが多い。しかし化学修飾を施すと立体異性体が生じることになる。立体異性体とは同じ組成からなる化合物であるが立体的には同一ではなく、重ね合わせることができない構造のものをいう。左手と右手の関係である。立体異性体は生体内での生理活性が異なるため、立体異性体が存在する低分子医薬品の場合は単一の立体異性体での開発が義務づけられている。一方、核酸医薬では、これまでは単一の立体異性体を純度高く作る技術が確立されていなかったため、現時点では様々な立体異性体が混在した立体異性体混合物が医薬品として承認され、使用されている。WAVE社の技術はこの立体異性体を希望通りの順に作成する技術である。たとえばヌクレオシドが20個つながった核酸を用いた核酸医薬の場合、立体異性体が2の19乗で約52万種類が混在した医薬品になるが、当社の技術を使えば、どの順番で20個つなげたら安定性、活性、免疫原性、特異性などの観点から最適な核酸医薬となるかという合理的な設計・デザインが可能となり高い純度で製造ができることになる。

WAVE社はファイザー社と約1,000億円の契約を締結

WAVE社は米国時間16年5月5日にファイザー社と核酸医薬の共同開発を行うことに合意するとともに、WAVE社が特許を有する立体選択的な核酸合成技術に関し、最大で総額911百万米ドル（約1,002億円）と発売後のロイヤルティ（SBI証券推定10数%）のライセンス契約を締結している。SBI証券は今後も核酸医薬を精度高く作成できるWAVE社と提携する企業が増加すると予想しており、WAVE社の時価総額が上昇トレンドが続くと考えている。SBI証券は当社の業績予想においてWAVE社の時価総額を保守的に毎年100億円増加すると仮定し、当社の含み益が毎月約21億円増加するとして貸借対照表に織り込んでいる。



経鼻投与技術をWAVE方式で  
早期事業化へ

注目点としては当社は16年5月17日にWAVE社で得たノウハウを活用して今後は経鼻投与技術について新たにベンチャーキャピタルなどの外部資金を導入して新会社を設立して開発を積極的に推進し、早期事業化を目指すことを発表したことである。16年中に米国開発会社Satsuma Pharmaceuticals, Inc.（以下Satsuma社）を設立し、経鼻偏頭痛薬の開発プロジェクトを始動するという。SBI証券はSatsuma社により当社の経鼻投与技術を活用した医薬品の開発が進み、22/3期に偏頭痛の治療薬がまず上市し、初年度に25億円、2年目50億円、3年目75億円、4年目100億円、5年後に150億円の売上高を予想、当社はロイヤルティとして売上高の5%を得るとしてTR事業の業績予想に織り込んでいる。

図表7 WAVE社の核酸医薬の立体制御技術のイメージ図

立体異性体の混合物（従来の核酸医薬）



WAVE社による化学構造コントロール

WAVE社による合理的なデザイン

安定性

活性



免疫原性

特異性

WAVE社による立体異性体の最適化



最適化された化学構造を有する立体異性体（WAVE社が作製する核酸医薬）

注：●はヌクレオシド、  はリン酸結合、右手と左手の2種類がある

出所：対象会社公表資料を基にSBI証券投資調査部作成

#### (4) 投資判断とバリュエーション / リスク

##### DCF法による評価

当社の主力事業は医薬品開発支援事業であるが、新たな収益源として18年前から取り組んできたトランスレーショナル事業が当社発の創薬系バイオベンチャーとして成果をあげ、今後も新たな創薬系バイオベンチャーを創設することで収益をあげていくというビジネスモデルを推進することからバリュエーションにはDCF法を採用した。

17/3期からの10期分の業績予想に基づき、26/3期以降の永久成長率を0%として算出したFCF（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した株主価値は500億88百万円と試算され、目標株価を1,260円とした。

##### ニュースフローの増加を予想

WAVE社は現在20以上の研究開発プログラムが進行中であり、16年末までに2つ、17年も2~3つの核酸医薬候補品が臨床試験入りする計画の模様であり、当社については主力事業のみならず当社の重要投資先であるWAVE社やSatsuma社に関するニュースが多く出てくると考える。

##### リスク

リスクは細胞・再生医薬に関する技術進歩で組織・臓器の作製が可能となり、実験動物を用いた試験が減少することであげられる。ただし、現状は生体内全体で薬理効果を調べる重要性が再認識されている状況であり、大きな影響が出る可能性は少ないと考えられる。

図表8 DCF法による目標株価算定

##### CAPM前提

CAPM=Rf+β*MP	5.54%
Rm: 日経ジャスダック平均利回り	4.20%
Rf: 国債利回り	0.00%
MP(Rm-Rf): マーケットリスクプレミアム	4.20%
β: ベータ	1.32

##### WACC前提

WACC=D/(D+E)*(1-T)*r+E/(D+E)*CAPM	3.42%
D: 有利子負債	22,319
r: 負債コスト	1.36%
T: 実効税率	35.0%
E: 株主資本(時価ベース)	26,570

##### 企業価値

事業価値(FCFの合計)	67,492
金融資産	4,942
有利子負債	22,319
少数株主持分	27
26/3期以降成長率	0.00%
株主価値	50,088
1株あたり株主価値(円)	1,260

注：バリュエーションは5月25日の株価を使用

出所：SBI証券投資調査部作成

図表9 損益計算書

(百万円)

	16/3期	17/3期予	18/3期予	19/3期予	20/3期予	21/3期予	22/3期予	23/3期予	24/3期予	25/3期予	26/3期予	17/3期会社予
売上高	14,750	16,700	18,440	18,750	19,170	19,770	20,400	21,130	21,810	22,430	23,180	16,500
(前年比)	-17.3%	13.2%	10.4%	1.7%	2.2%	3.1%	3.2%	3.6%	3.2%	2.8%	3.3%	11.9%
売上原価	12,059	12,228	12,357	11,987	12,024	12,219	12,435	12,642	12,747	12,811	12,938	12,570
粗利益	2,690	4,472	6,083	6,763	7,146	7,551	7,965	8,488	9,063	9,619	10,242	3,929
売上高比	18.2%	26.8%	33.0%	36.1%	37.3%	38.2%	39.0%	40.2%	41.6%	42.9%	44.2%	23.8%
販管費	6,554	6,220	5,631	5,684	5,732	5,827	5,933	6,051	6,172	6,294	6,419	6,179
販管費(除R&D)	5,739	5,550	4,891	4,934	4,962	5,037	5,113	5,201	5,292	5,394	5,489	5,512
売上高比	38.9%	33.2%	26.5%	26.3%	25.9%	25.5%	25.1%	24.6%	24.3%	24.0%	23.7%	33.4%
R&D費	815	670	740	750	770	790	820	850	880	900	930	667
売上高比	5.5%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
営業利益	-3,863	-1,748	452	1,079	1,414	1,724	2,032	2,437	2,891	3,325	3,823	-2,250
売上高比	-	-	2.5%	5.8%	7.4%	8.7%	10.0%	11.5%	13.3%	14.8%	16.5%	-
(前年比)	-	-	-125.9%	138.7%	31.0%	21.9%	17.9%	19.9%	18.6%	15.0%	15.0%	-
営業外収支	-1,397	-530	-35	210	455	578	700	823	945	1,068	1,190	-530
金融収益	22	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20
金融費用	-304	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300	-300
その他営業外収支	-1,115	-250	245	490	735	858	980	1,103	1,225	1,348	1,470	-
経常利益	-5,260	-2,278	417	1,289	1,869	2,302	2,732	3,260	3,836	4,393	5,013	-2,780
売上高比	-	-	2.3%	6.9%	9.7%	11.6%	13.4%	15.4%	17.6%	19.6%	21.6%	-
(前年比)	-	-	-	209.1%	45.0%	23.2%	18.7%	19.3%	17.7%	14.5%	14.1%	-
特別損益	8,810	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50	-50
税前当期純利益	3,550	-2,328	367	1,239	1,819	2,252	2,682	3,210	3,786	4,343	4,963	-2,830
法人税等	903	151	248	466	683	845	1,006	1,202	1,418	1,626	1,852	-
実効税率	25.4%	-	67.6%	37.6%	37.5%	37.5%	37.5%	37.4%	37.5%	37.4%	37.3%	-
少数株主利益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
当期純利益	2,646	-2,479	119	773	1,136	1,407	1,676	2,008	2,368	2,717	3,111	-2,920
(前年比)	-	-	-	549.6%	47.0%	23.9%	19.1%	19.8%	17.9%	14.7%	14.5%	-
EPS (円/株)	66.5	-62.3	3.0	19.4	28.6	35.4	42.1	50.5	59.5	68.3	78.2	-73.4
CFPS (円/株)	106.5	-21.9	44.0	60.9	70.5	78.1	84.9	93.2	102.3	111.0	121.0	-
DPS (円/株)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	2.0	3.0	3.0	5.0	5.0	0.0
ROE (%)	20.3%	-15.6%	0.7%	4.2%	5.5%	6.0%	6.3%	6.7%	7.1%	7.3%	7.5%	-
PER (倍)	-	-10.7	223.3	34.4	23.4	18.9	15.9	13.2	11.2	9.8	8.5	-9.1
EV/EBITDA (倍)	-	-332.5	22.9	17.1	14.8	13.0	11.6	10.0	8.6	7.4	6.2	-
PCFR (倍)	-	-30.4	15.2	11.0	9.5	8.6	7.9	7.2	6.5	6.0	5.5	-
BPS (円/株)	412.9	388.5	429.4	486.7	553.2	626.5	705.5	791.9	886.4	989.6	1,100.7	-
PBR (倍)	-	1.7	1.6	1.4	1.2	1.1	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6	-
設備投資	2,193	1,705	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,705
減価償却費	1,592	1,606	1,630	1,650	1,670	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,606

注：投資指標は5月25日の株価を使用

出所：対象会社の公表資料を基にSBI証券投資調査部作成

図表10 貸借対照表

(百万円)

	16/3期	17/3期予	18/3期予	19/3期予	20/3期予	21/3期予	22/3期予	23/3期予	24/3期予	25/3期予	26/3期予
<b>流動資産</b>											
現金・預金	4,918	1,654	1,265	2,140	3,137	4,305	5,683	7,337	9,383	11,814	14,495
有価証券	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24	24
売上債権	3,107	3,479	3,842	3,906	3,994	4,119	4,250	4,402	4,544	4,673	4,829
棚卸資産	7,315	7,337	7,414	7,192	7,214	7,331	7,461	7,585	7,648	7,687	7,763
その他の流動資産	941	1,445	1,745	2,045	2,345	2,645	2,945	3,245	3,545	3,845	4,145
<b>流動資産合計</b>	<b>16,305</b>	<b>13,939</b>	<b>14,289</b>	<b>15,308</b>	<b>16,714</b>	<b>18,424</b>	<b>20,363</b>	<b>22,594</b>	<b>25,144</b>	<b>28,042</b>	<b>31,256</b>
<b>固定資産</b>											
有形固定資産	19,893	19,992	20,062	20,112	20,142	20,142	20,142	20,142	20,142	20,142	20,142
無形固定資産	341	341	341	341	341	341	341	341	341	341	341
投資その他の資産	11,699	13,853	16,007	18,161	20,315	22,469	24,623	26,777	28,931	31,085	33,239
<b>固定資産合計</b>	<b>31,934</b>	<b>34,186</b>	<b>36,410</b>	<b>38,614</b>	<b>40,798</b>	<b>42,952</b>	<b>45,106</b>	<b>47,260</b>	<b>49,414</b>	<b>51,568</b>	<b>53,722</b>
<b>資産合計</b>	<b>48,240</b>	<b>48,125</b>	<b>50,699</b>	<b>53,922</b>	<b>57,512</b>	<b>61,376</b>	<b>65,469</b>	<b>69,854</b>	<b>74,558</b>	<b>79,610</b>	<b>84,978</b>
<b>流動負債</b>											
支払手形・買掛金	152	153	154	150	150	153	155	158	159	160	162
短期借入金・社債	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315	10,315
その他の流動負債	9,029	9,240	9,540	9,840	10,140	10,440	10,740	11,040	11,340	11,640	11,940
<b>流動負債合計</b>	<b>19,496</b>	<b>19,708</b>	<b>20,009</b>	<b>20,305</b>	<b>20,605</b>	<b>20,908</b>	<b>21,210</b>	<b>21,513</b>	<b>21,814</b>	<b>22,115</b>	<b>22,417</b>
<b>固定負債</b>											
長期借入金・社債	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004	12,004
その他	265	910	1,556	2,202	2,848	3,494	4,140	4,786	5,432	6,078	6,724
<b>固定負債合計</b>	<b>12,269</b>	<b>12,914</b>	<b>13,560</b>	<b>14,206</b>	<b>14,852</b>	<b>15,498</b>	<b>16,144</b>	<b>16,790</b>	<b>17,436</b>	<b>18,082</b>	<b>18,728</b>
<b>負債合計</b>	<b>31,765</b>	<b>32,622</b>	<b>33,569</b>	<b>34,511</b>	<b>35,457</b>	<b>36,406</b>	<b>37,354</b>	<b>38,303</b>	<b>39,250</b>	<b>40,197</b>	<b>41,145</b>
<b>株主資本合計</b>	<b>11,473</b>	<b>8,994</b>	<b>9,113</b>	<b>9,886</b>	<b>11,022</b>	<b>12,429</b>	<b>14,065</b>	<b>15,994</b>	<b>18,242</b>	<b>20,840</b>	<b>23,752</b>
その他	5,001	6,509	8,017	9,525	11,033	12,541	14,049	15,557	17,065	18,573	20,081
<b>純資産合計</b>	<b>16,474</b>	<b>15,503</b>	<b>17,130</b>	<b>19,411</b>	<b>22,055</b>	<b>24,970</b>	<b>28,114</b>	<b>31,551</b>	<b>35,307</b>	<b>39,413</b>	<b>43,833</b>
<b>負債・純資産合計</b>	<b>48,240</b>	<b>48,125</b>	<b>50,699</b>	<b>53,922</b>	<b>57,512</b>	<b>61,376</b>	<b>65,469</b>	<b>69,854</b>	<b>74,558</b>	<b>79,610</b>	<b>84,978</b>
<b>有利子負債</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>	<b>22,319</b>
現金・預金+有価証券	4,942	1,678	1,289	2,164	3,161	4,329	5,707	7,361	9,407	11,838	14,519

出所：対象会社の公表資料を基にSBI証券投資調査部作成

図表11 キャッシュフロー計算書

(百万円)

	16/3期	17/3期予	18/3期予	19/3期予	20/3期予	21/3期予	22/3期予	23/3期予	24/3期予	25/3期予	26/3期予
<b>営業キャッシュ・フロー</b>	<b>-3,339</b>	<b>-1,266</b>	<b>1,311</b>	<b>2,576</b>	<b>2,697</b>	<b>2,867</b>	<b>3,118</b>	<b>3,434</b>	<b>3,865</b>	<b>4,250</b>	<b>4,580</b>
税金等調整前当期純利益	3,550	-2,328	367	1,239	1,819	2,252	2,682	3,210	3,786	4,343	4,963
減価償却費	1,592	1,606	1,630	1,650	1,670	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700
運転資本増減	376	-393	-438	153	-109	-240	-258	-274	-203	-167	-231
その他	-8,857	-151	-248	-466	-683	-845	-1,006	-1,202	-1,418	-1,626	-1,852
<b>投資キャッシュ・フロー</b>	<b>1,285</b>	<b>-2,005</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>	<b>-1,700</b>
設備投資	-2,193	-1,705	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700	-1,700
その他	3,478	-300	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>財務キャッシュ・フロー</b>	<b>-282</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-40</b>	<b>-80</b>	<b>-119</b>	<b>-119</b>	<b>-199</b>
有利子負債増減	123	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
配当支払額	0	0	0	0	0	0	-40	-80	-119	-119	-199
その他	-405	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
<b>FCF (フリーキャッシュ・フロー)</b>	<b>-2,054</b>	<b>-3,271</b>	<b>-389</b>	<b>876</b>	<b>997</b>	<b>1,167</b>	<b>1,418</b>	<b>1,734</b>	<b>2,165</b>	<b>2,550</b>	<b>2,880</b>

出所：対象会社の公表資料を基にSBI証券投資調査部作成

## 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カ月から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カ月から1年間とします。

強気: 目標株価設定・変更時において目標株価からの乖離率が-20%以下である銘柄

中立: 目標株価設定・変更時において目標株価からの乖離率が±20%未満である銘柄

弱気: 目標株価設定・変更時において目標株価からの乖離率が20%以上である銘柄

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.sbise.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kaiji.html](http://search.sbise.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.sbise.co.jp/v2/popwin/info/home/pop690\\_kaiji.html](http://search.sbise.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のですが、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、お客さま個人々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.sbise.co.jp/v2/popwin/info/home/pop6040\\_torihikihou.html](https://search.sbise.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