



東大金融研究会

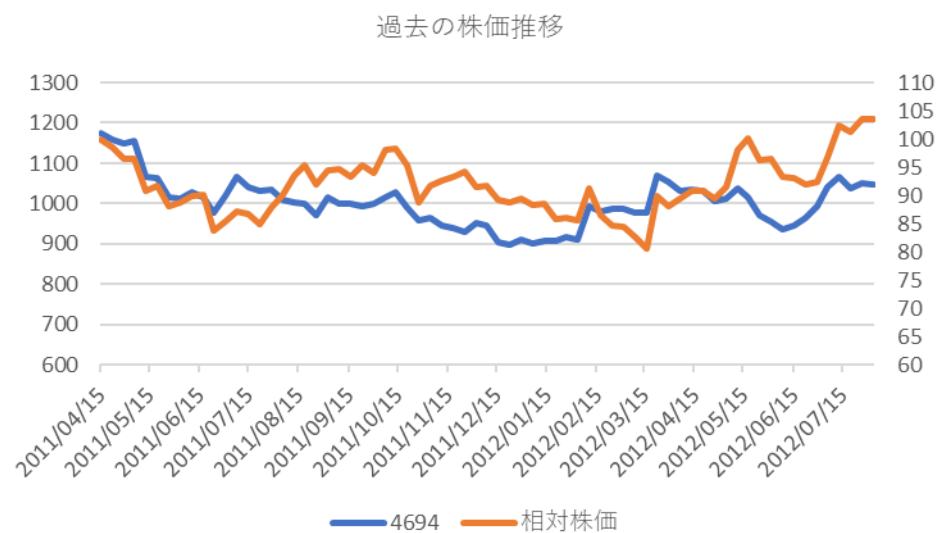
株式会社ビー・エム・エル (4694)



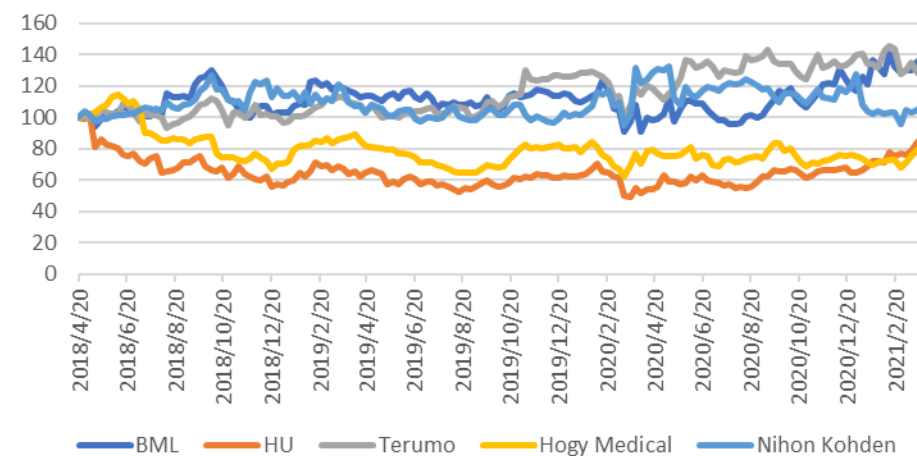
今回のポイント

- 1 ; コロナによる影響が結果的に関連検査の拡大もあり業績は大きく伸長。来期も続く可能性はあるが、Postコロナでは特需剥落という可能性もあり、この落ち着きどころの見極めが大切。
- 2 ; バリュエーションは非常に安い。特に、キャッシュ調整後のバリュエーションは業界の中でも最も割安な部類。
- 3 ; 市場としての伸び率が限定的な臨床検査事業に続く事業を育成しているが未だに道半ば。中期的な事業の目指すべきターゲットを数値で示して欲しい。
- 4 ; フリーキャッシュフローが潤沢に発生するビジネスでバランスシートにはキャッシュが積みあがる。今後、これらのキャッシュをどう使っていくかの方針を出して欲しい。

過去の株価推移



対競合比株価推移





東大金融研究会

(株) ビー・エム・エル

株価；3,725円 (2021/4/16終値)
時価総額；1,639.5億円
EV；1085.1億円

Valuation

FY21 EBITDA；200.8億円
FY21 EV/EBITDA；4.9x
Net Cash；555.4億円

FY21 EPS；238.6円
FY21 PER；15.6x

PBR；2.0x

2021/4/18

事業概要

日本全国の病院や診療所から一般検査及び特殊検査を受託。政府による医療制度改革や診療報酬改定などの医療政策の影響や、市場が既に成熟しているなかで企業数が多いことから価格競争も熾烈で、市場全体は横ばいから非常に緩やかな伸びにとどまると予想されている。

1；臨床検査事業

中計では名実ともにNo1を目指す。まずは最初の取組みとして、これまで東海地区の病理学的検査を主に東京と埼玉で実施してきたが、東海細胞研究所のグループ化により、東海地区から依頼された検査を同地区内で実施できるようになった。

2；医療情報システム事業

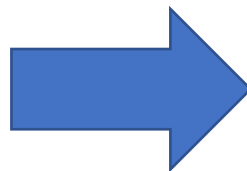
診療所の要望に応えるために開発した電子カルテ“Medical Station”や“Qualis”を販売。



東大金融研究会

事業計画の考え方、見せ方

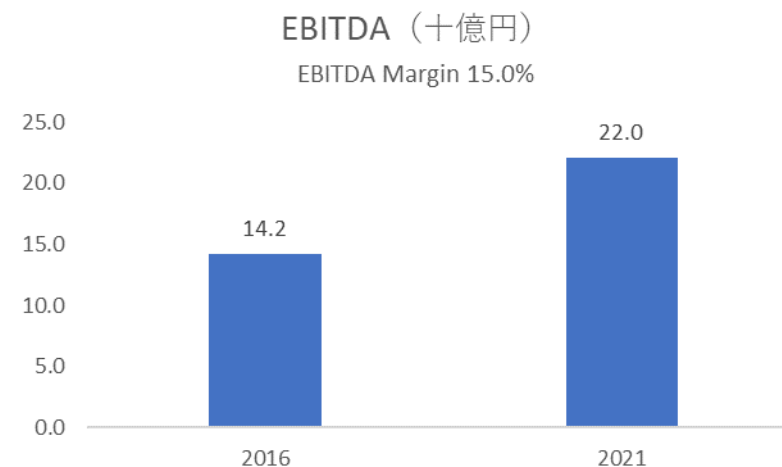
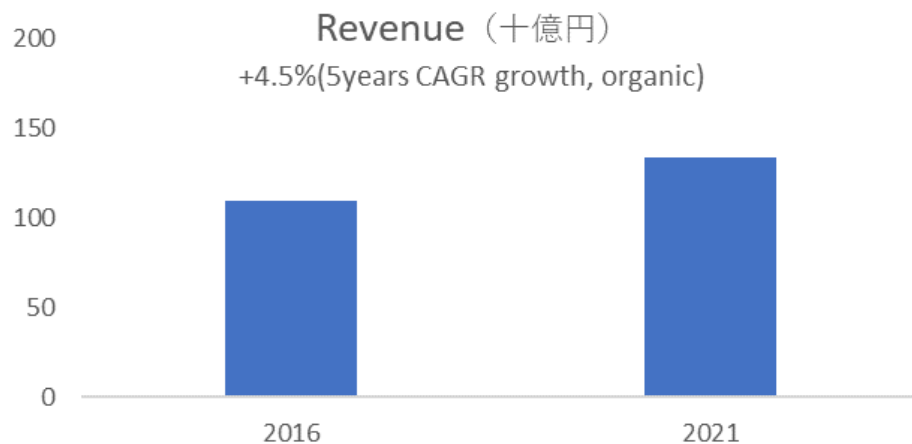
- サブセグメント別の利益の開示
- 成長戦略の具体化
- 現金の使途



- 売上は開示しているが営業利益も出して欲しい。特に、医療情報システム事業やその他事業でどうコストを使っているのかの判断につながる。
- 成熟している受託検査市場での戦い方、育成する必要がある医療情報システム事業やその他事業での成長戦略の明確化。目標数値の開示。
- 潜在的な買収など既存事業の強化を狙っているのか、新規事業に振り向けるのか、株主還元を強化していくのか。方向性をはっきりと伝える必要はある。

着実な成長を遂げてきた

今期はコロナによる患者の受診控えもあったものの、結果としては新型コロナウイルス検査の需要に能力拡大に取り組み10%程度の成長があった。これを除くと、2020年までの過去5年の平均成長率は+3.1%の伸びで、中長期的にはこの2-3%の売上成長というのがベースになる。一方で、同様に2020年までの5年間に変更するとEBITDA成長率は+2.5%になる。

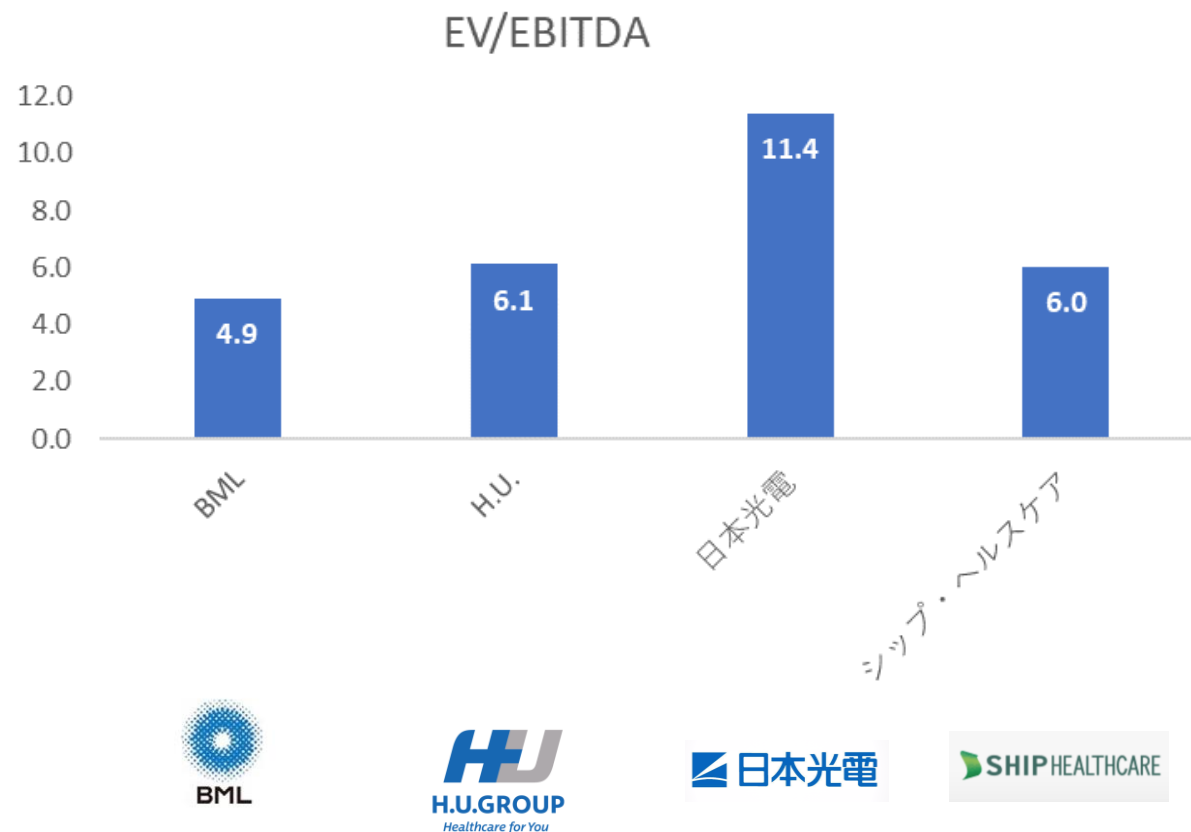


競合他社と比較してバリュエーションは割安

FY21 EV/EBITDAの競合比較

国内にビジネスドメインを持つヘルスケア企業と比較しても現在のEV/EBITDAは割安。

資本市場では当社の対話能力に”やや不満”との声も多い。



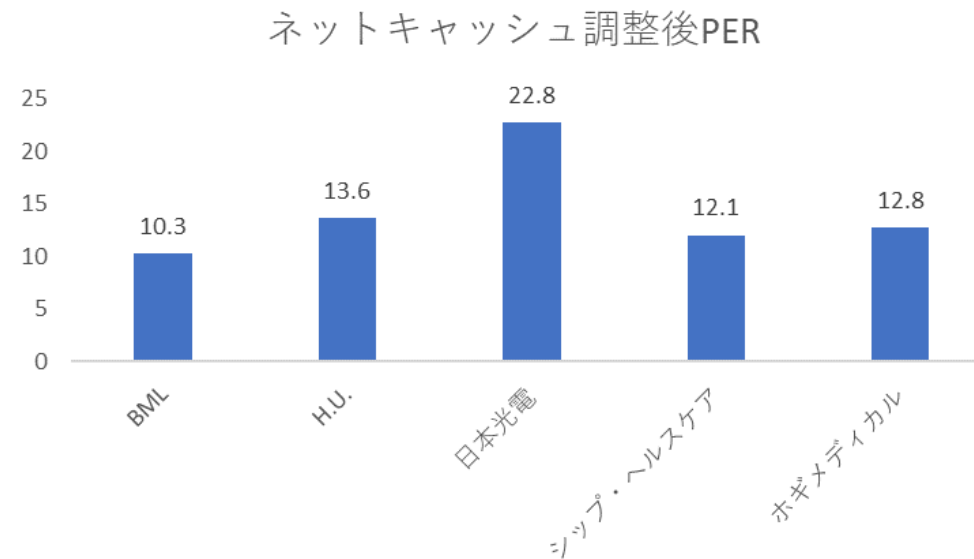
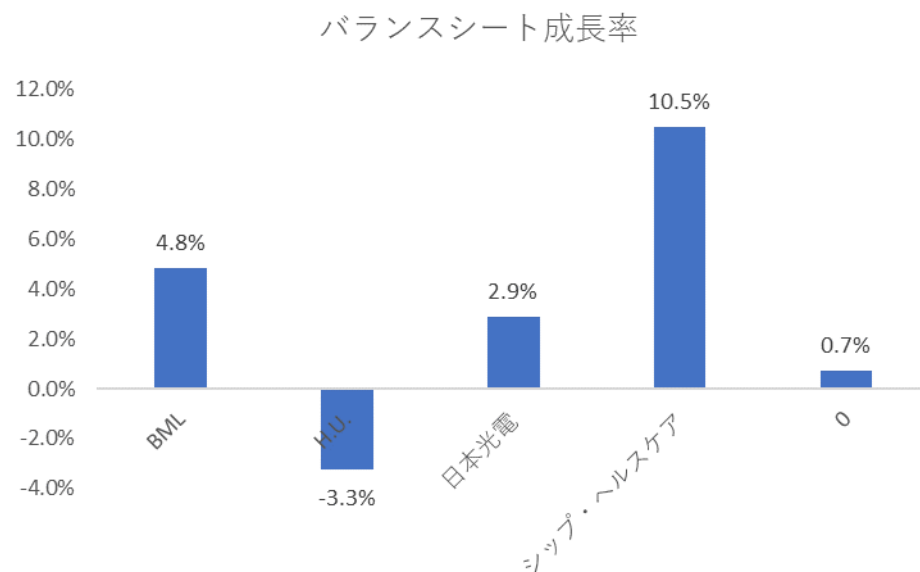
投下資本収益率は安定的に高い

負債の割合が小さくROIC（投下資本収益率）は競合と比較すると非常に高い。キャッシュが積みあがる構造になっており、手許現金の使途が今後の大きな着目点になると思われる。

		BML		同業他社（H.U.）		同業他社		評価
		前期(20/3)	今期計画	前期(20/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率								
	売上総利益率	35.0%		30.5%		33.3%		高い
	営業利益率	8.1%	12.7%	5.3%	11.9%	8.8%	10.4%	普通
	EBITDAマージン	12.3%		10.8%		17.6%		普通
	当期純利益率	5.3%	7.9%	-0.3%	7.6%	7.5%	7.0%	普通
収益性								
	ROIC	8.0%	13.1%	-0.3%	9.2%	7.2%	7.1%	高い
	WACC	4.4%	4.4%	2.9%	2.9%	3.7%	2.4%	平均的
	ROE	8.4%	13.2%	-0.5%	15.1%	8.7%	12.0%	平均的
	CAPM	4.6%	4.6%	4.8%	4.8%	4.2%	3.9%	平均的
財務安定性								
	D/Eレシオ	0.45		1.13		0.82		低い
	株主資本比率	64.8%		47.9%		62.7%		平均的
	自己資本比率	64.8%		47.0%		64.5%		平均的
	当座比率	253.1%		124.9%		162.6%		高い
	流動比率	267.5%		187.9%		298.5%		平均的
PBR		2.0		2.0		1.6		平均的
	投資有価証券比率	1.8%		5.2%		5.3%		平均的
	10%変動/OP	2.2%		#DIV/0!				

投下資本収益率は安定的に高い

バランスシートの成長は主に金融資本の積み上がり。キャッシュ調整後のPERでは同業他社比かなり割安になる。



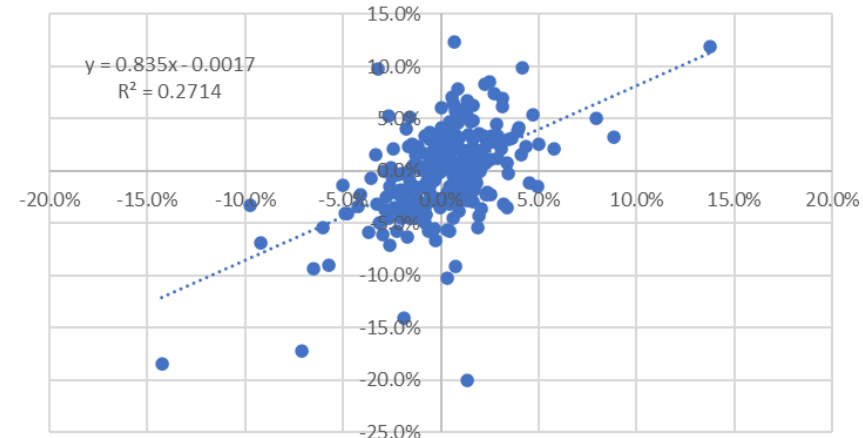
現在の株式βは低すぎ

当社の株式βはほぼH.U.と同等の水準。負債比率を考えると若干低くても良いとは思われる。とはいえ、絶対的な水準からの違和感はない。

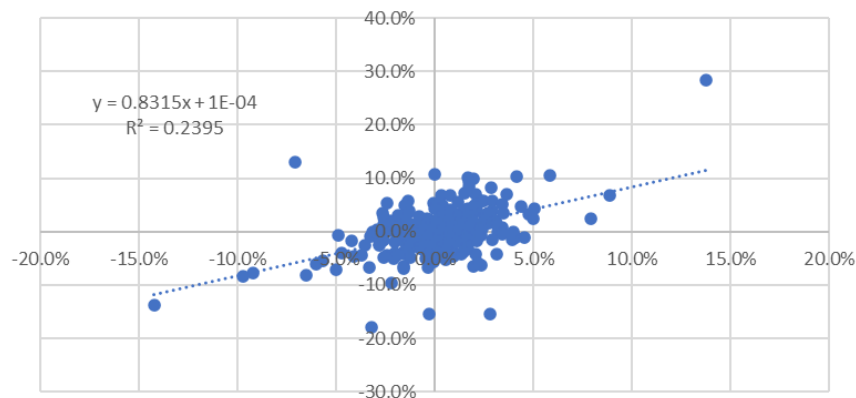
BML対Topix



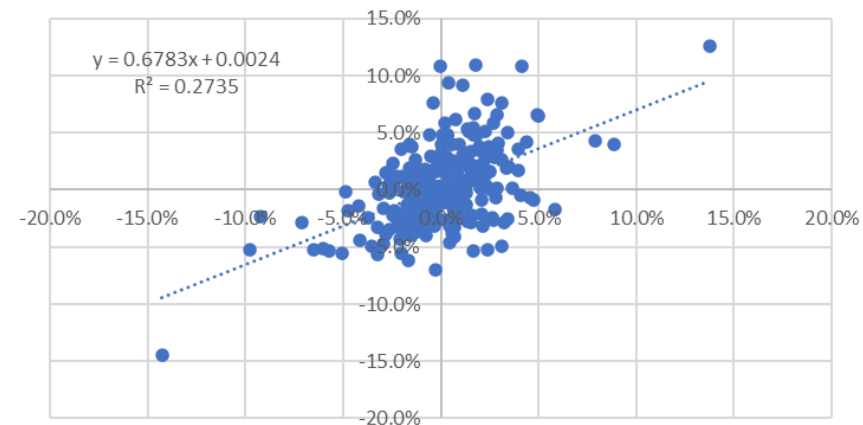
H.U.vsTopix



日本光電対Topix

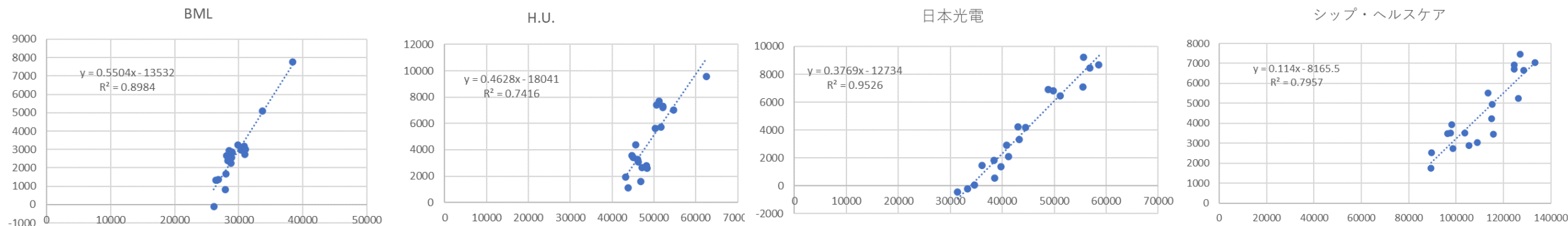


シップヘルスケア対Topix

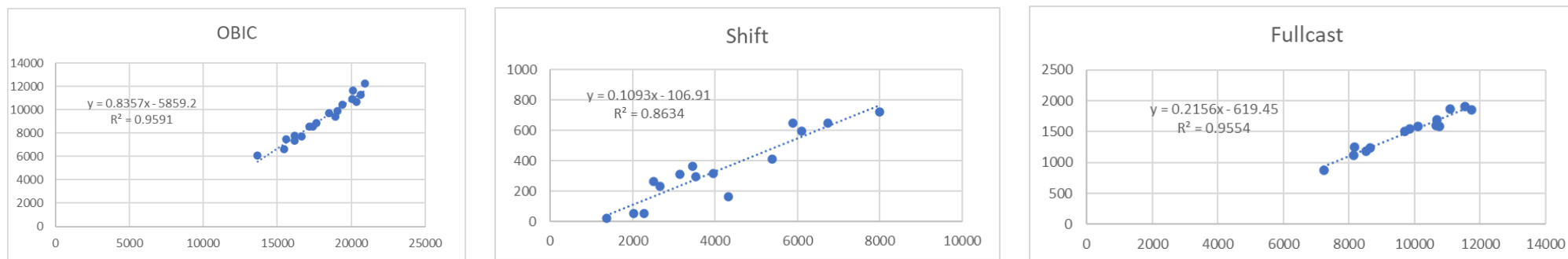


限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

コストなどの投下、セグメントのバランスなどにより売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。BMLを含めた国内ヘルスケアの安定度は非常に高い。



決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。



ROEは居心地の良い水準ではある

競合のH.U.グループは不安定な利益率が要因で、ROEは水準が低い上に変動性が高い。これまでのROEのトラックレコードからは、当社のバリュエーションは見直されてしかるべきか。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	5.6%	5.8%	5.6%	5.9%	5.5%
ROE	NA	8.9%	9.2%	8.6%	8.9%	8.4%
売上高純利益率	3.7%	5.0%	5.3%	5.3%	5.7%	5.3%
回転率	NA	1.13	1.09	1.06	1.04	1.04
レバレッジ	NA	1.59	1.57	1.53	1.51	1.52

H.U.のROEとデュポン分解

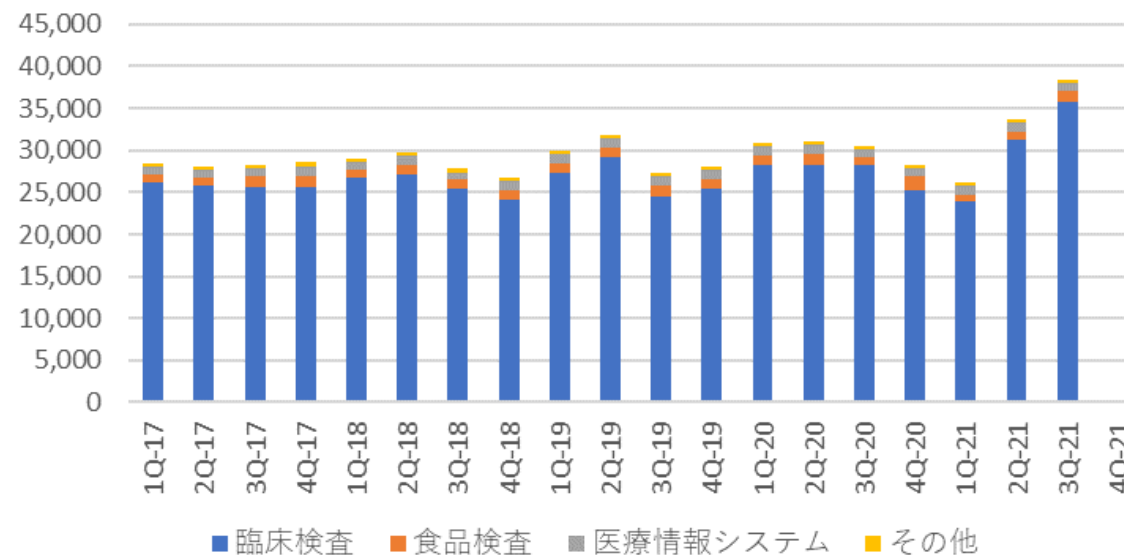
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	12.2%	-2.0%	0.1%	0.1%	3.4%	-0.2%
ROE	18.6%	-3.0%	0.2%	0.2%	5.7%	-0.5%
売上高純利益率	7.8%	-2.4%	0.2%	0.1%	3.5%	-0.3%
回転率	1.56	0.85	0.91	1.00	0.96	0.90
レバレッジ	1.53	1.48	1.44	1.50	1.67	1.95

(東大金融研究会作成)

臨床検査が圧倒的な業績ドライバー

臨床検査市場での伸びが限定的であることから、電子カルテなどの医療情報システム事業の強化にも着手はしているものの全社ベースでの売上動向に影響を与えるには程遠い状況。

セグメント別売上



(会社資料より作成)

これまでの業績推移

成熟市場で着実に成長を遂げている。フリーキャッシュフローも継続的に黒字を計上しており、特に目立った投資先がない故にバランスシートにはキャッシュが蓄積されている。キャッシュ・マネジメントをどう行うかが求められている。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-27,613	-33,834	-37,971	-43,110	-48,453	-47,789	-55,443
発行済み株式数（百万株）	44	44	44	44	44	44	44
株価	1,598	1,818	2,786	2,805	2,822	3,145	3,725
時価総額	70,312	79,995	122,623	123,459	124,208	138,424	163,952
EV	42,699	46,161	84,652	80,349	75,755	90,635	108,509
EBITDA	13,562	14,641	14,912	15,180	15,937	15,291	20,081
EBITDA margin	13.0%	13.4%	13.4%	13.4%	13.6%	12.7%	15.0%
EV/EBITDA(pre-tax based)	3.1	3.2	5.7	5.3	4.8	5.9	5.4
EBITDA	12,953	14,192	14,489	14,668	15,470	14,806	22,043
EV/EBITDA(OP based)	3.3	3.3	5.8	5.5	4.9	6.1	4.9
EPS	88.0	123.2	135.1	136.0	151.0	144.8	238.6
PER	18.1	14.7	20.6	20.6	18.7	21.7	15.6
流動資産	54,775	61,774	66,439	62,091	77,679	76,610	
現金	31,024	37,037	41,281	46,327	51,892	51,213	55,443
受取手形	18,989	19,808	20,020	20,550	21,595	21,175	29,018
売掛金							
棚卸資産	171	199	197	290	315	262	183
投資有価証券	2,433	2,368	2,381	2,627	2,148	2,315	0
流動負債	25,260	26,426	26,479	26,767	28,125	29,036	34,681
買掛金	13,369	14,068	14,399	14,188	15,023	15,762	19,729
短期借入金							
1年以内返済長期借入	1,280	1,220	1,171	1,169	1,182	1,224	
長期借入	2,131	1,983	2,139	2,048	2,257	2,200	
株主資本	57,934	61,914	66,485	71,080	76,205	75,387	83,906
その他包括利益	1,279	209	714	1,440	867	712	0
自己資本	59,213	62,123	67,199	72,520	77,072	76,099	83,906
純資産	61,968	65,206	70,647	76,222	81,127	80,422	
総資産	93,595	99,394	104,244	109,446	115,972	116,273	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	104,404	109,024	111,243	113,502	117,129	120,723	133,500
粗利売上			2.0%	2.0%	3.2%	3.1%	10.6%
売上総利益	37,038	38,855	39,799	40,463	42,227	42,250	
	35.5%	35.6%	35.8%	35.6%	36.1%	35.0%	
営業利益	6,974	8,429	9,329	9,337	10,450	9,763	17,000
	6.7%	7.7%	8.4%	8.2%	8.9%	8.1%	12.7%
支払利息	56	48	41	39	37	38	38
特別利益	52	3	36	46	4	4	
特別損失	400	25	233	82	40	39	
税前当期利益	7,179	8,808	9,514	9,774	10,844	10,175	15,000
親会社に帰属する利益	3,874	5,424	5,948	5,988	6,646	6,375	10,500
減価償却費	4,991	4,777	4,845	5,019	5,020	5,043	5,043
のれん償却	988	986	315	312	0	0	
金利		1.5%	1.3%	1.2%	1.1%	1.1%	
営業CF	11,495	11,978	11,307	12,079	12,507	12,771	
投資CF	-4,586	-3,234	-5,239	-3,538	-3,940	-5,213	
FCF	6,909	8,744	6,068	8,541	8,567	7,558	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		4,673	4,882	3,902	3,882	4,067	
					-0.5%	4.8%	
1名当たり売上		23	23	29	30	30	

コストの詳細は言及可能か

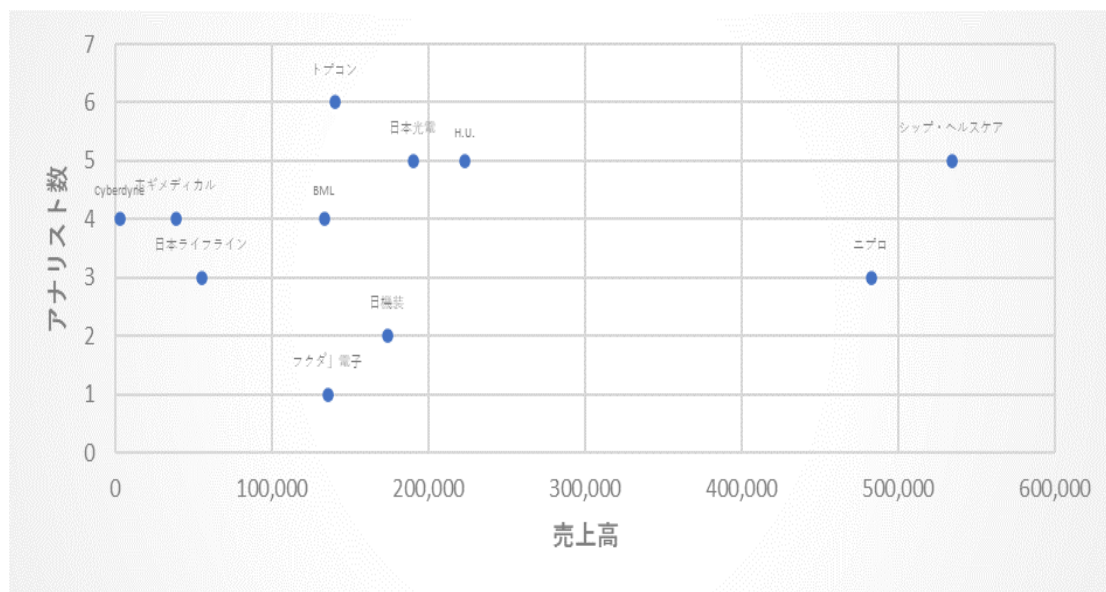
4694BML	FY2018	FY2019	FY2020
売上	113,502	117,129	120,723
売上原価	73,039	74,902	78,473
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	40,463	42,227	42,250
	35.6%	36.1%	35.0%
販管費	31,126	31,777	32,487
物流費			
人件費	14,485	14,806	15,358
役員報酬			
給与手当	14,485	14,806	15,358
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
ポイント引当金			
地代家賃			
消耗品	2,697	2,663	2,775
減価償却費			
支払手数料			
研究開発費	326	281	284
営業利益	9,337	10,450	9,763
	8.2%	8.9%	8.1%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	64	64	65
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	36	36	35
販管費	27	27	27
広告宣伝費	0	0	0
人件費	13	13	13
役員報酬	0	0	0
給与手当	13	13	13
福利厚生	0	0	0
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
ポイント引当金	0	0	0
地代家賃	0	0	0
消耗品	2	2	2
減価償却費	0	0	0
支払手数料	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	8	9	8

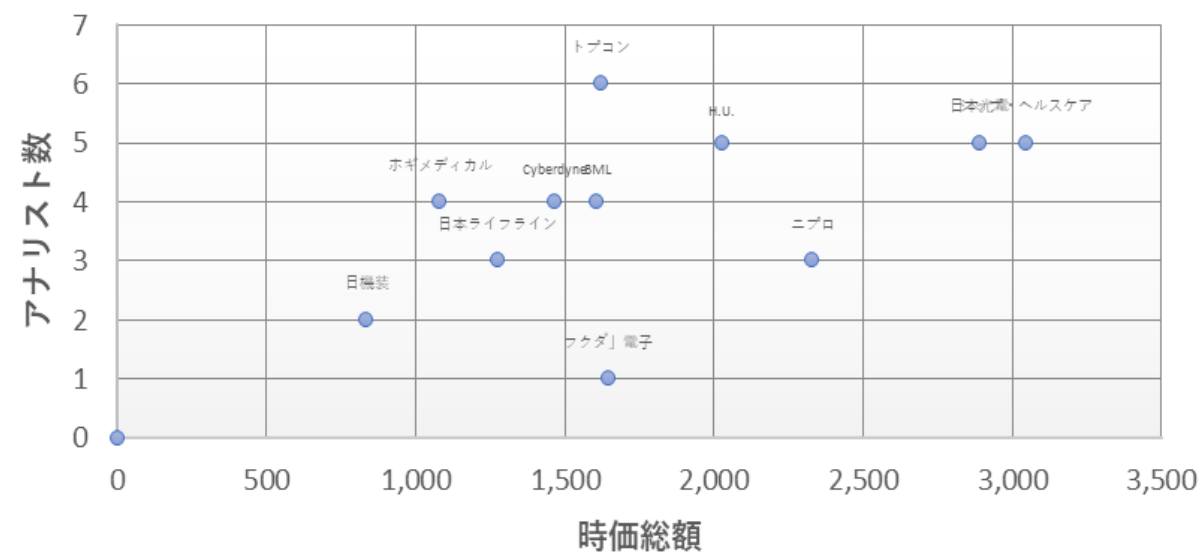
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

引き続きセルサイドアナリストとの対話は重要。ただし、あと1-2名か。その後は、中長期的な目指すべき姿を提示できると良い。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)

ガバナンスの独立性は許容範囲

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は36%にのぼる。許容範囲ではある。

役職名		氏名
代表取締役	社長	近藤健介
代表取締役		新井信貴
取締役		千喜良真人
取締役		中川雅夫
取締役		榎本聡
取締役		武部憲尚
取締役		奈良部安
取締役		大澤英明
取締役		関谷紘一
取締役		近藤俊之
取締役		寄高由季子
常勤監査役		森下健一
監査役		加々美博久
監査役		徳尾野信成

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
4694	BML	94.6%
4554	H.U.	90.1%
6849	日本光電	98.4%
3360	シップ・ヘルスケア	89.5%
3593	ホギメディカル	93.1%

かなり高い近藤社長の賛成率

株式売買高は低水準

株式売買高はヘルスケア関連の中では低水準で改善の余地がある。足元では日本株式及び小型株にも資金流入が続いていることから問題はないが、今のうちに流動性をしっかり担保することができると良い。

ヘルスケア	売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
4694 jt equit BML	0.2%	280	75,239	44,014,730
4544 jt equit H.U.	0.7%	1,513	423,772	57,416,410
6849 jt equit 日本光電	0.4%	1,335	397,392	88,730,980
3360 jt equit シップ・ヘルスケア	0.3%	779	261,304	101,669,400
3593 jt equit ホギメディカル	0.2%	254	77,726	32,682,310
8086 jt equit ニプロ	0.5%	1,166	844,648	171,459,500
6960 jt equit フクダ電子	0.0%	39	4,781	19,588,000
6376 jt equit 日機装	0.3%	287	253,450	74,286,460
7575 jt equit 日本ライフライン	0.3%	389	258,130	85,419,980
7732 jt equit トプコン	0.4%	710	474,209	108,156,800
7779 jt equit Cyberdyne	1.1%	1,065	1,552,590	137,445,800

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

機関投資家の持ち株比率がやや不足。積極的なIR活動が望まれる。

		保有比率	保有額	株数
BML Kikaku	会社	23.1%	37,824,603,600	10,154,256 ↑
近藤健介	経営者	8.6%	14,080,500,000	3,780,000 ↑
BML Kikaku	会社	7.7%	12,577,209,200	3,376,432
年金積立金管理運用	機関投資家	4.7%	7,705,907,500	2,068,700
大塚ホールディングス	政策	4.5%	7,450,000,000	2,000,000
KONDO SHIGE	個人	2.5%	4,023,894,000	1,080,240
State Street bank	機関投資家	2.0%	3,304,075,000	887,000
第一生命ホールディングス	機関投資家	2.0%	3,270,550,000	878,000
Bank of New York	機関投資家	1.9%	3,065,675,000	823,000 ↑
野村ホールディングス	機関投資家	1.8%	3,027,307,500	812,700
有限会社エステート興業	政策	1.8%	2,905,202,000	779,920 ↑
Matoba Lease YK	政策	1.7%	2,838,450,000	762,000
島野瑠美	個人	1.7%	2,812,375,000	755,000
Vanguard Lease YK	機関投資家	1.2%	2,043,065,650	548,474 ↓

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。