

|| 企業調査レポート ||

CAC Holdings

4725 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 11 月 12 日 (火)

執筆：客員アナリスト

前田吉弘

FISCO Ltd. Analyst **Yoshihiro Maeda**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 会社概要と事業内容	01
2. 財務基盤は盤石、2018年12月期業績は期初想定範囲内で推移	01
3. 最大の強みは「トランスフォーメーション力」	01
4. 注目される中期経営戦略のブラッシュアップ	02
■ 会社概要	03
1. 独立系 Sler のパイオニアとして優良な顧客基盤を築いた IT 事業拡大期	03
2. M&A 戦略を駆使した 2006 - 2016 年の CRO 事業展開期	04
3. インド企業買収で幕を開けた海外 IT 事業の本格展開期	05
■ 事業内容	06
1. プライム契約比率 90% を誇る国内 IT 事業	07
2. 成長フロンティアに挑む海外 IT 事業	09
3. 収益の 2 本柱に成長した CRO 事業	10
■ 業績動向	13
1. 課題が明らかになった前中期経営戦略期間	13
2. 盤石な財務基盤、リクルート株の大量保有にも注目	15
3. 2018年12月期は期初想定範囲内で推移	18
■ 強みと課題	18
1. 強み ~ 「トランスフォーメーション力」を支える「企業文化」「顧客基盤」「財務体質」	18
2. 課題 ~ 強みの裏返しで起こりがちなもの	19
■ 今後の見通し	20
■ 株主還元	21
■ アップデート	22

■ 要約

先進 ICT で新たな価値創造を目指す、IT&ヘルスケアグループ。 覚悟が試される新中期経営戦略、アクションプランの発表に期待

1. 会社概要と事業内容

CAC Holdings<4725> は、1966 年 8 月設立の日本国内ではパイオニア的な独立系ソフトウェア専門会社として事業をスタート、積極的な M&A 戦略をテコに事業領域を拡大し、現在は海外での飛躍を目指す IT&ヘルスケア・グループ（持株会社傘下の連結子会社 20 社が事業展開）を形成している。

報告セグメントは、国内 IT 事業（国内子会社におけるシステム構築サービス、システム運用管理サービス、人事 BPO など）、海外 IT 事業（海外子会社におけるシステム構築サービス、システム運用管理サービス、保守サービスなど）、CRO 事業（製薬企業が医薬品開発時に行う治験業務や製造販売後の業務の受託・代行サービス）の 3 つで構成されている。

2. 財務基盤は盤石、2018 年 12 月期業績は期初想定範囲内で推移

前中期経営戦略期間（2015 年 12 月期 - 2017 年 12 月期）における同社の業績動向を見ると、売上高の伸びが年率 2% にとどまるなかで、営業利益は 3 期連続減益となり、フロー収益は冴えない実績であった。

しかしながら、財務体質の安全性を計る代表的な指標の推移を見ると、自己資本比率が 2014 年 12 月期末 54.3% → 2017 年 12 月期末 58.6%、流動比率が 2014 年 12 月期末の 257.8% → 2017 年 12 月期末 216.6%、ネットキャッシュ（現預金 - 有利子負債、プラスはキャッシュ超過）が 2014 年 12 月期末 3,133 百万円 → 2017 年 12 月期末 4,080 百万円など、いずれも健全な水準を維持している。

2018 年 12 月期の第 2 四半期連結決算は売上高が前年同期比 9.7% 減の 25,440 百万円、営業利益が同 31.6% 増の 534 百万円となった。

売上高 54,000 百万円（前期比 1.4% 増）、営業利益 1,600 百万円（同 129.1% 増）を見込む通期業績予想に対する進捗率は低いものの、第 2 四半期までの業績推移は期初想定範囲内である。

3. 最大の強みは「トランスフォーメーション力」

同社の最大の強みは、時代によって変化する社会のニーズ・課題に応じて、自らを変革してきた「トランスフォーメーション（企業変革）力」だと考える。

同社は、独立系ソフトウェア専門会社としての成長に安住することなく、「M&A による事業拡大」に「選択と集中による事業構造改革」を織り交ぜながら、現在の IT&ヘルスケアサービス企業へと進化してきた。

要約

その「トランスフォーメーション力」を支えているのが、「挑戦を是とする企業文化（経営の意思）」、「事業拡大の核となる優良な顧客基盤」、「機動的な財務戦略を可能とする盤石な財務体質」である。

4. 注目される中期経営戦略のブラッシュアップ

同社は、マネジメントチームの最優先課題として、2018年12月期を初年度とする新中期経営戦略「Determination21」のブラッシュアップに取り組んでいる。

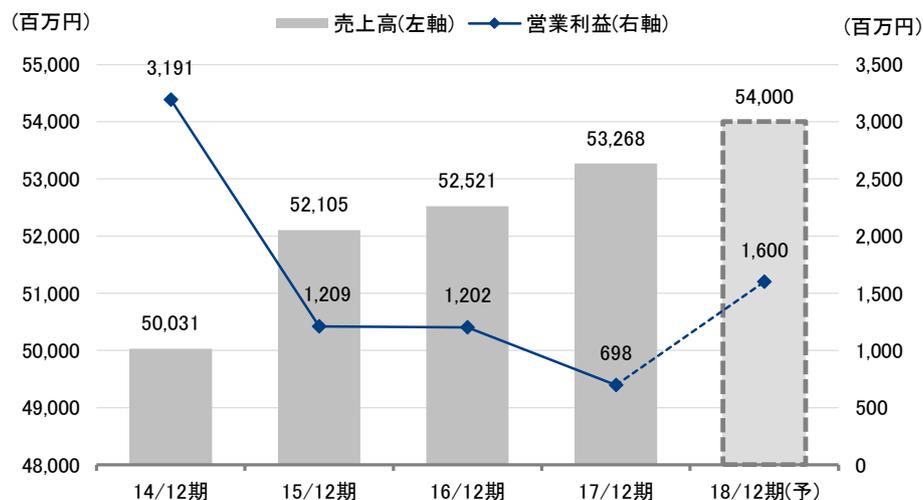
同中期経営戦略では、1) 既存事業における収益力改善、2) 新規事業領域の創出・拡大、3) グループ強化・活性化、などの推進を掲げ、最終年度（2021年12月期）の数値目標として売上高700億円、営業利益40億円が示されている。

いまだ継続中のブラッシュアップ作業は、取締役会での徹底的な議論のもとで進められており、当初計画の大幅見直しの可能性すら感じさせられる。今後、「既存事業における収益力改善」について一段と踏み込んだアクションプランが打ち出されることに期待したい。

Key Points

- ・創業来50年超の歴史を持つ独立系Sierのパイオニア。現在は国内IT事業、海外IT事業、CRO事業を展開するIT&ヘルスケアサービス企業に進化している。
- ・最大の強みは「トランスフォーメーション力」。それを支えるのが、「挑戦を是とする企業文化」、「優良な顧客基盤」、「盤石な財務体質」である。
- ・前中期経営戦略期間中の業績はさえなかったが、明確化した課題への対応は進む。新中期経営戦略の「既存事業における収益力改善」については、今後、一段と踏み込んだアクションプランが公表されることを期待したい。

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

半世紀を超えて挑戦を続ける独立系 Sler のパイオニア。 IT 事業拡大期、CRO 事業展開期を経て、更なる企業価値創造に挑む

同社は、日本国内のパイオニア的な独立系ソフトウェア専門会社、(株)コンピュータアプリケーションズ(CAC)として1966年8月に発足した。その創業理念は「ハードウェア・メーカーから独立・中立の立場で、ユーザー指向の情報システムを構築する」というものであり、半世紀以上経過した現在にまで受け継がれている。

半世紀を超える同社の歴史を振り返ると、自社のコアコンピタンス(核となる能力)を育み、大切にしながらも、時代の変化を敏感に嗅ぎ取り、新たな価値創造に挑戦し続けてきた姿がみとれる。

1. 独立系 Sler のパイオニアとして優良な顧客基盤を築いた IT 事業拡大期

CACは、1966年の発足から時を経ずして、システム構築業務の企画・構築及びサポート等を請け負うシステム・インテグレータ(Sler)へと業容を拡大、1988年には通産省(現経済産業省)による「システム・インテグレータ登録・認定制度」の発足と同時に、その認定企業となっている。

1971年には「顧客のビジネスを支援するには、情報システムの運用・管理を専門企業が引き受けるべき」との考えから、日本システムサービス(株)(SSK)に出資し、日本初のアウトソーシング・サービス専門会社として事業を開始し、1973年には、情報処理とファイリング・サービスを主業務とする(株)システムユティリティ(SUC)を設立するなど、グループとして事業領域の拡大を続けてきた。

1994年に上記3社(CAC、SSK、SUC)が合併し、株式会社シーエーシーとして、システムの企画・構築から運用までを一貫提供できる体制を名実ともに整え、IT事業拡大期を迎えることになる。

IT事業拡大期では、オーガニックな成長に加え、上場(1999年に店頭登録銘柄として株式公開、2000年には東京証券取引所第1部に上場)以降は、M&Aによる事業拡大を一段と積極化している。

具体的には、2000年に(株)アークシステム、2002年に(株)湯浅ナレッジインダストリ(現(株)シーエーシーナレッジ)、2003年には(株)オルビス(現(株)CACオルビス)と(株)マルハシステムズ(現(株)CACマルハニチロシステムズ)を子会社化したわけだが、これら各社は、顧客である有力企業のIT子会社であり、顧客から見た同社の位置付けを示す好事例とも言えるだろう。

同社はプライムコントラクター(元請け)の立場で、様々な業種に向けて最適化したサービスを提供することに強くこだわってきた。

元請け契約は成果物責任を負うため、委任型契約や二次受け契約に比べリスクは大きいものの、最終顧客のニーズを的確かつ直接汲み取ることが可能(結果、顧客ニーズを満たせば大きな利益を獲得できる)であり、ユーザー指向の同社創業理念に合致している。

会社概要

そして、プライムコントラクターとしての顧客との良好な関係が、M&Aを通じたアウトソーシング事業拡大やCRO（医薬 BTO）領域への進出につながったわけである。

国内 IT 事業についての会社沿革

年月	事項（オーガニックな業務拡大、M&Aによる事業拡大、事業撤退等による選択と集中、など）	
創業期	1966年	独立系ソフトウェア専門会社として（株）コンピュータアプリケーションズ（CAC）を設立。
	1971年	日本システムサービス（株）（SSK）に出資し、アウトソーシング・サービス専門会社（日本で最初）として事業開始。
	1973年	CAC 100%出資により、システム運用管理とソフトウェア開発の専門会社、（株）システムユティリティ（SUC）設立。
	1976年	コンピュータ専用ビル「CAC-FMセンター(飯田橋尚学ビル)」竣工。 SSKに対する出資比率を56%とし、子会社とする。
	1977年	関西営業所開設。
	1986年	システム・コンサルティング・サービスを本格的に開始。
	1988年	通産省「システム・インテグレーション登録・認定制度」発足とともに、認定企業となる。
	1991年	九州地区のシステム構築サービス拡充のため、（株）エス・シー・アイに資本参加し、関係会社とする。
	成長期	1993年
1994年		ERPパッケージ(統合業務パッケージ)の販売会社であるSAPジャパンと業務提携。 CAC、SSK、SUCの3社が合併し、（株）シーエーシー発足。
1995年		（株）シーエーシーとして改めて通産省より「システム・インテグレーション企業認定」を受ける。 通産省より「特定システム・オペレーション企業等認定」を受ける。
1996年		分散系システムのアウトソーシングに強みをもつカナダSHL社の子会社・SHLジャパンと業務提携、分散型システムの運用管理サービス事業に着手。
1998年		東京都中央区新川にデータセンターを開設。
1999年		当社株式を店頭登録銘柄として公開。
2000年		システム運用管理サービスの（株）アークシステムの全株式を取得し、子会社とする。 インターネット活用型マルチメディア・ビジネス事業を目的として（株）小学館、日本電気（株）及び当社の合併で（株）ウェブプログレッシブを設立。 デジタルコンテンツサービスを行う（株）ネットアドバンスを（株）小学館、富士通（株）及び当社の合併で設立。 東京証券取引所市場第一部に上場。
2001年		ウェブホスティングサービスの（株）アヴァンギャルドコンプレックスの全株式を取得。
2002年		高遠計算機技術（蘇州）有限公司の株式を取得し、子会社とする。 日本電気（株）、（株）熊谷組との合併により、関連会社シーイーエヌソリューションズ（株）を設立。 （株）湯浅ナレッジインダストリーの株式を取得して子会社するとともに、社名を（株）シーエーシーナレッジに変更。 新薬研究開発の総合支援サービス「PRASMA」の提供を開始。 ビジネスモデル構築、支援やシステム・コンサルティング業務を行う（株）アイ・エックス・アイを子会社化。
IT事業拡大期	2003年	（株）オルビス（現（株）CACオルビス）の株式を取得し、子会社とする。 （株）マルハシステムズ（現（株）CACマルハニチロシステムズ）の株式を取得し、子会社とする。 ITを活用した価値創造のための調査・分析・コンサルティングを行う（株）カディエントを設立。 （株）シーエーシー情報サービスの保有全株式を譲渡。 業務委託サービスの運用事業を目的として富士ゼロックス（株）との合併により（株）クロスフォースを設立。 （株）アイ・エックス・アイ及び（株）アヴァンギャルドコンプレックスの保有全株式を譲渡。
	2005年	東京都中央区日本橋崎町に本社を移転。 IT-ROIコンサルティング（経営戦略×IT）を目的として（株）CDIソリューションズを（株）コーポレートディレクション及び当社との合併で設立。
	2007年	インターネット関連業務を行う（株）きざしカンパニーを設立。

出所：有価証券報告書及び会社発表資料よりフィスコ作成

2. M&A 戦略を駆使した 2006 - 2016 年の CRO 事業展開期

国内 IT 事業において大手製薬企業を有力顧客としてきたことから、同社の CRO 事業の歴史は長い。

1970年代から治験データの入力業務を開始し、まだ「CRO」という業務用語が存在しなかった1990年にCRO業務の1つであるデータマネジメントに参入していることから、同社グループでCRO事業を担う（株）CAC クロアは「実質的に日本で最初のCROである」との自負を持っている。

会社概要

同社は CRO 事業の展開に際しても、M&A 戦略を駆使して事業拡大を進めている。

2006 年以降の CRO 関連の M&A 実績を見ると、2006 年の (株) アームシステックスを皮切りに、2007 年には (株) メディカル・エコロジー、2009 年には (株) MIC メディカルと (株) クリニカルトラスト、2010 年には (株) 総合臨床ホールディングスや (株) モスインスティテュートの CRO 事業などを次々とグループ内に取り込み、医薬品開発支援のサービスラインナップを拡充してきた。

そして、適宜、組織の集約・再編を行った後、2016 年には CRO に IT を組み合わせた先駆的企業として CAC クロアを発足し、現在に至っている。

CRO 事業に関する会社沿革

年月	事項 (オーガニックな業容拡大、M&Aによる事業拡大、事業撤退等による選択と集中、など)
2002年	新薬研究開発の総合支援サービス「PRASMA」の提供を開始。
2006年	CRO業務を行う (株) アームシステックスの株式を取得し、同社および (株) アームを子会社とする。
2007年	CRO業務を行う (株) メディカル・エコロジー (その後、(株) CACクリニットに社名変更) の全株式を取得し、子会社とする。
2009年	CRO業務(モニタリング)を行う (株) M I C メディカルを持分法適用会社化。 CRO業務を行う (株) クリニカルトラストの株式を取得し、子会社とする。
2010年	(株) CACクリニット、(株) アームシステックス、(株) アームを合併。 SMO (治験施設支援機関) 業務を行う (株) 総合臨床ホールディングスを持分法適用会社化。 (株) モスインスティテュートからCRO事業を譲り受け、臨床DM・統計解析を強化。
2012年	会社分割により、CRO業務を行う (株) CACエクシニアを設立。 (株) M I C メディカルの保有全株式を譲渡。 (株) 総合臨床ホールディングスの保有株式を一部譲渡。

出所：有価証券報告書及び会社発表資料よりフィスコ作成

3. インド企業買収で幕を開けた海外 IT 事業の本格展開期

同社の海外展開は、1) 顧客企業の海外展開に対応した 1989 年の米国進出、1990 年の欧州進出、2) 開発コスト削減を狙ったアジア圏進出 (2000 年に中国、2010 年にインド) を経て、2014 年からは M&A 戦略を通じて海外での本格展開に挑む新たなステージを迎えている。

具体的には、海外サポート力の拡充を図るため、2014 年にインド IT 企業で米国、英国、中東などにも拠点を有する Accel Frontline Limited (以下、AFL) を 15 億円強投じて子会社化、2015 年にはシンガポール IT 企業でアジア圏の医療機関向けに事業を展開している Sierra Solutions Pte.Ltd. (以下、Sierra) を子会社化 (2017 年に売却) した。

会社概要

海外 IT 事業に関する会社沿革

年月	事項 (オーガニックな業容拡大、M&Aによる事業拡大、事業撤退等による選択と集中、など)
1989年	米国ニューヨーク市にCACアメリカを設立。
1990年	英国ロンドン市にCACヨーロッパを設立。
2000年	米国サンノゼ市に子会社 CACパシフィックを設立。 中国・上海市に、CACパシフィックの100%出資により CAC上海を設立。
2010年	インド・ムンバイ市にCACインドを設立。
2013年	CAC パシフィックを解散。
2014年	インドのIT企業であるAccel Frontline Limitedの株式 (ボンベイ証券取引所およびナショナル証券取引所上場) を取得し、子会社とする。
2015年	シンガポールのIT企業であるSierra Solutions Pte. Ltd. の株式を取得し、子会社とする。
2017年	Accel Frontline Limitedが保有するAccel Systems & Technologies Pte. Ltd.の全株式を譲渡。 Sierra Solutions Pte. Ltd.の保有全株式を譲渡。

出所：有価証券報告書及び会社発表資料よりフィスコ作成

■ 事業内容

国内 IT 事業、海外 IT 事業、CRO 事業を展開

同社の時代のニーズに応じて事業ポートフォリオを変化させるなかで、報告セグメントを従来の「システム構築サービス事業、システム運用管理サービス事業、BPO/BTO サービス事業」から改め、2018年以降は「国内 IT 事業、海外 IT 事業、CRO 事業」としている。

2014年以降の M & A 戦略もあって、海外 IT 事業の売上高が全社売上の 20% 超を占めるに至ったことが報告セグメント見直しの直接的な理由だが、これまでも海外市場を成長のフロンティアとしてきた会社だけに、海外市場における新たな挑戦に期待したい。

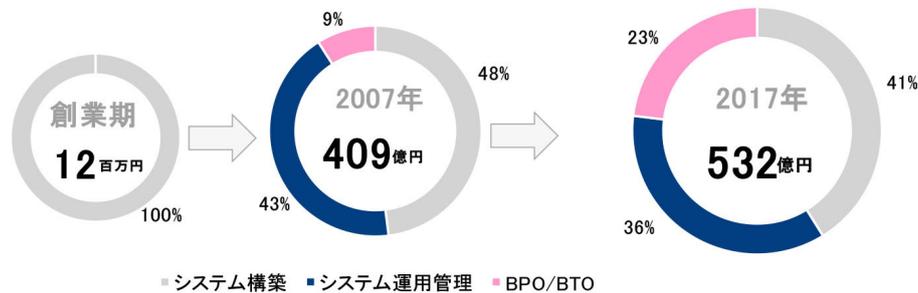
新報告セグメントでみた売上高構成比の推移



出所：有価証券報告書、アニュアルレポートからフィスコ作成

事業内容

旧報告セグメントで見た売上高構成比の推移



1. プライム契約比率 90% を誇る国内 IT 事業

国内 IT 事業は、全社売上の 57% (2017 年 12 月期) を占める同社の主力事業であり、国内子会社を通じてシステム構築サービス、システム運用管理サービス、人事 BPO サービスなどを展開している。

同社は独立系 Sler の中立な立場で、プライムコントラクターとして、ユーザ・ニーズを的確かつ直接くみ取り、顧客に最適なサービスを提供することに強くこだわってきた。

実際、国内 IT 事業の中核を担う、シーエーシー (CAC) は 300 社程度の顧客数を抱える中で、プライム契約比率は約 90% の水準をキープしており、受注時粗利率は 25% を確保している模様である。

(1) 銀行・信託向けに強みを有するシステム構築サービス

システム構築サービスは、情報システムの企画から、設計・開発・テスト・導入・保守まで、企業情報システムの構築をトータルに実施するものであり、売上高上位の顧客には、複数の金融機関や大手信託銀行が名を連ねている。

半世紀超にわたりプライムコントラクターとして専門性の高い業務知識と経験を培ってきた結果、メガバンク向けの市場系や海外系システム、信託銀行向けの年金関連システムに強みを有しており、高い市場シェアを誇っている。

(2) クラウド対応を進めるシステム運用管理サービス

システム運用管理サービスは、1971 年のアウトソーシング・サービス専門会社 (SSK) への出資を起源としており、現在は運用プロセス管理、業務運用、ユーザー支援、クライアント機器管理、アプリケーション運用、インフラ運用など、システムの運用に必要な機能をトータルに提供している。

大手製薬企業への総合的サービス提供を通じて蓄積した運用ノウハウや M&A により様々な業種 (製造業や商社、水産・食品) のニーズをダイレクトに取り込んだことが強みとなっている。

また、AWS (Amazon Web Services) でのシステムインテグレーションやアプリケーション開発などに注力、その実績が非常に豊富であるとして、「APN アドバンスコンサルティングパートナー」に認定されるなど、クラウド対応についても、急ピッチで強化している。

クラウド化の加速は、IT ベンダーにとって既存ビジネスの縮小につながる面も持つが、同社はそのマイナス影響は小さいとしており、クラウド化を新たなビジネスチャンスと捉え、積極的に取り組んでいる。

事業内容

AWS を活用したクラウドサービスの全体イメージ

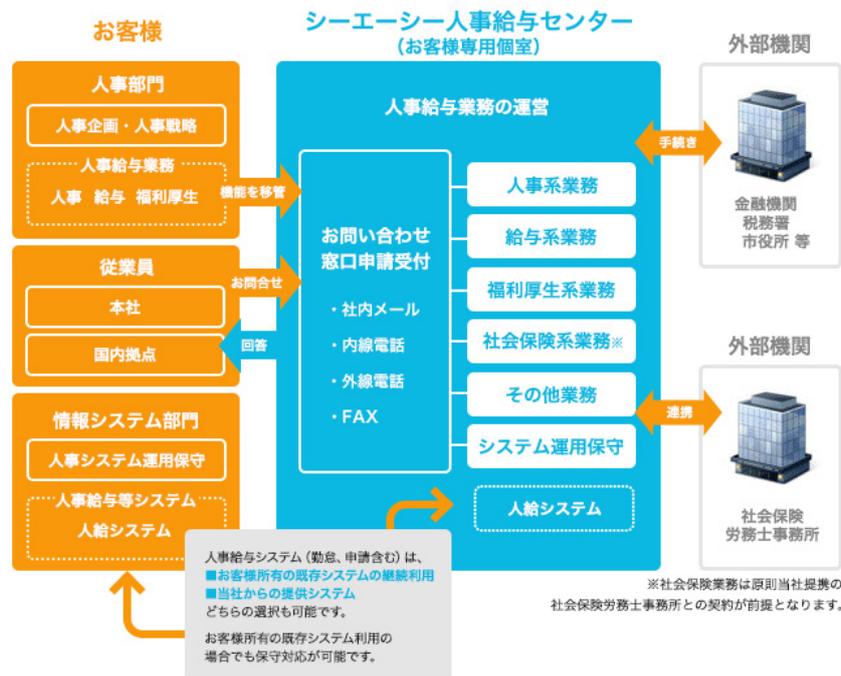


出所：ホームページより掲載

(3) 人事 BPO サービス

人事 BPO サービスは、IT を活用し、人事業務などのビジネスプロセスを企業の担当者に代わって遂行するものであり、一般的な給与計算などにとどまらず、人事制度の運用や労務管理、福利厚生管理、その他人事業務全般で業務受託を行っていることが特色となっている。

人事 BPO サービスの全体イメージ



出所：ホームページより掲載

事業内容

2. 成長フロンティアに挑む海外 IT 事業

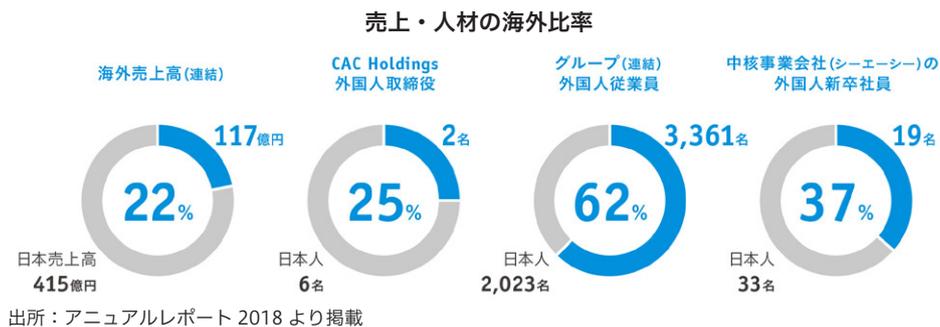
海外 IT 事業は、11 社（2018 年 4 月 1 日現在）の海外グループ会社を通じ、システム構築サービス、システム運用管理サービス、保守サービスなどを展開している。



出所：アニュアルレポート 2018 より掲載

同社は、他社に先駆けて 1970 年代に海外に進出するなど、早くから海外市場を成長フロンティアとして捉えてきた。そして、M&A の積極化などもあって、2015 年以降の海外比率は 20% 超（2017 年 22%、うちアジアが 74% を占める）となり、2015-2017 年においては CRO 事業を上回る規模に達している。

また、組織・人材面を見ても、外国人取締役比率 25%、外国人従業員比率 62% など、グローバル展開力の強化は著しい。



一方、急速な規模拡大を求めるなかで、買収企業において想定外の損失が発生し、早くも事業の切り離しに追い込まれるなど、M&A 戦略（デューデリジェンスや PMI）における課題も明らかになった。

同社は、海外 IT 事業について、顧客である日本企業に対するグローバル・サポートや海外グループ会社のオフショア活用がメインの段階から、インドや中国といった現地の巨大マーケット自体によりフォーカスする段階に進みつつあると認識している。

事業内容

この点、2014年に子会社化したAFLは本拠地インドの製造業や金融機関を始め、米国、英国、中東などの各拠点でも優良な顧客を抱えており、海外現地市場開拓の橋頭堡として注目できる。

また、AFLは成長分野であるADAS（高度運転支援：Advanced driver-assistance system）関連で数億円の売上実績を日本などで上げている。巨大産業でありながら、これまで実績が乏しかった自動車向けビジネスへの足掛かりをグループ内に取り込めた意味は大きい。

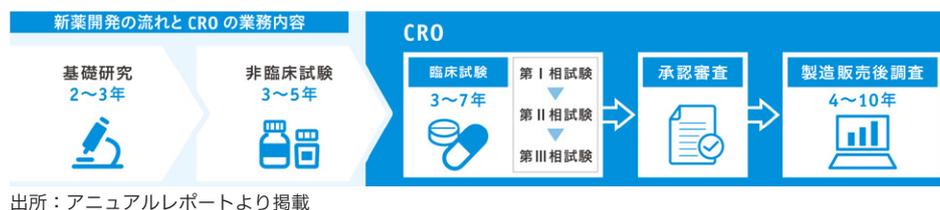
ADAS分野は、同社が出資し代理店契約を締結している米Affectivaの感情認識AI技術の活用範囲も大きく、今後の展開に期待したい。

成長ポテンシャルと課題を併せ持つ海外IT事業について、新中期経営戦略「Determination21」のブラッシュアップ版では、文字どおり「覚悟」を感じられるアクションプランが盛り込まれることを期待したい。

3. 収益の2本柱に成長したCRO事業

CRO事業（CRO:Contract Research Organization、受託臨床試験実施機関）は、製薬企業が医薬品開発時に行う治験業務や製造販売後の業務の受託・代行サービスである。売上高構成比は21%（2017年12月期）だが、利益規模は国内IT事業と稼ぎ頭を争う収益の2本柱に成長している。

新薬開発におけるCRO業務の位置付け



(1) 合言葉は“答えは「CRO × IT」”

CRO事業の直接的な業務は、CACクローア（以下、クローア）が担っている。独立系SIerのパイオニアを母体としているだけに、“答えは「CRO × IT」”を合言葉に「業務支援、IT、コンサルティング」の三方向から包括的なサービスを行っている。

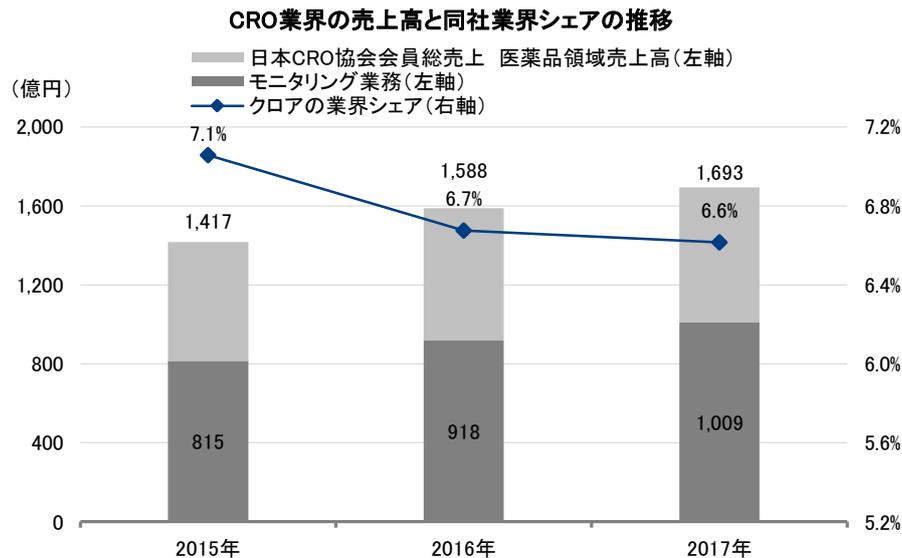
クローアは、170社の取引先に対し、安全性情報管理業務（2017年12月期売上構成比48.8%）、治験業務（同23.9%）、製造販売後業務（同10.0%）、申請業務（同5.4%）、その他業務（同4.1%）といった分野での支援を手掛けており、なかでも主力である安全性情報管理業務（医薬品の副作用情報を蓄積し、当局に申請する業務）、申請業務の実績は国内随一の実績を誇っている。

「CRO × IT」の姿勢は、社員のスキルセットにも表れている。医師、薬剤師、社会保険労務士などの有資格者を始め、安全性情報管理を、DM・統計解析、臨床開発、申請といったCRO業務で求められるスキルを持つスペシャリストが数多く在籍する一方で、全社員の約30%をICT人材が占めている。

事業内容

(2) 生産性向上への取り組みが続く

クローアの業界ポジションを、日本CRO協会が発表している会員データをもとに考察すると、1) 業界シェアは7%程度で推移するも若干低下気味、2) 1人当たり売上高は業界平均を下回る、3) 1人当たり売上高(労働生産性)の増加率は業界平均を上回る、といった点が指摘できる。



出所：一般社団法人日本CRO協会の年次業績報告とCACクローアのファクトブックよりフィスコ作成

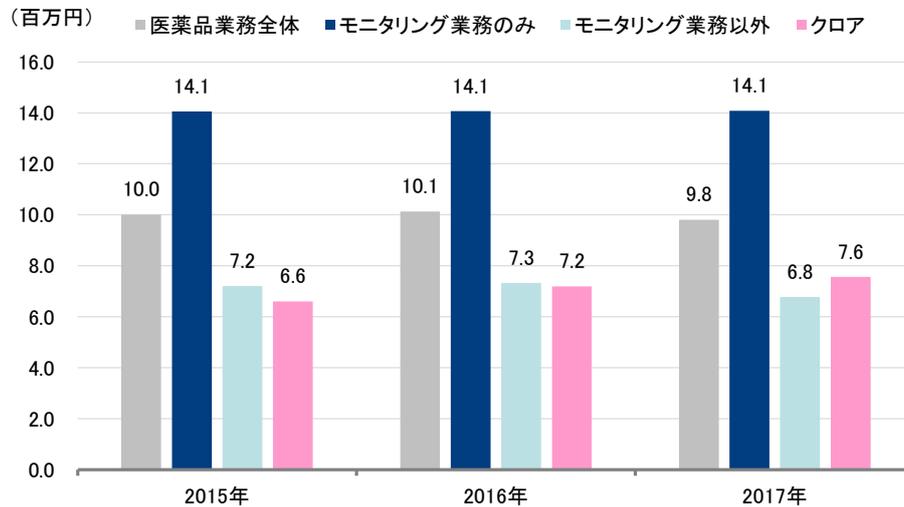
ここで留意すべき点は、クローアがモニタリング業務からのポジションが小さいことである。

モニタリング業務は、CRA (Clinical Research Associate) が臨床試験に参加する医療機関を訪問し、担当医師と直接面談し、プロトコル(試験実施計画書)の内容説明、試験進捗状況の確認、調査表の記入依頼・回収・精査などを行うため、1人当たりの付加価値が大きい一方で、労働集約型業務の色彩が強いという特徴を持つ。

モニタリング業務売上高の過去2年の年率成長率は11.3%と業界全体の9.3%を上回り、売上高構成比は60%に達している。業務構成比の違いが、業界シェアの低下や1人当たり売上高の小ささの主因とみてよいだろう。

事業内容

CRO業務の1人当たり売上高



出所：一般社団法人日本CRO協会の年次業績報告とCACクロアのファクトブックよりフィスコ作成

一方、業務構成比の違いを勘案しても、クロアの労働生産性の向上率は高いように見える。

クロアの労働生産性は、会社が発足した2016年に9%弱向上、続く2017年も5%強向上している。これに対し、業界全体の労働生産性は、モニタリング業務が2016年、2017年ともほぼ横ばい、モニタリング業務以外は2016年に2%弱向上、2017年は8%弱悪化、となっており、クロアの向上ぶりが際立っている。

クロアの労働生産性向上の要因としては、1) 主力である安全性情報管理業務は各事業所内で対応できる比率が大きいため、IT事業というニアショア拠点の積極活用、2) 独立系SIerが母体であることを最大限に生かし、RPA (Robotic Process Automation) などICT利活用による効率化・高精度化の推進、などが挙げられるだろう。

ニアショア拠点活用については、2018年初時点の総従業員数1,480名のうち、716名を占めるメイト社員（協力会社の社員）の存在が見逃せない。

(3) テイクオフする化合物共有ライブラリー事業

クロアは、ICT利活用によりCRO業務で生まれた余力をCRO周辺事業の拡大に結び付けようとしている。

具体的には、製薬企業が個別に保有管理している医薬品探索研究用化合物や情報を、クロアが集約管理、データベース化する化合物共有ライブラリー事業に取り組み、成果を挙げつつある。

実際の売上計上は、2019年以降となりそうだが、3～5社の利用が確定しているもようであり、年間3-5億円の業績貢献が見込まれるだろう。

事業内容

この事業の特徴として注目したいのが、同社グループが重視する CSV（Creating Shared Value、事業を通じた社会貢献）の典型例であることだ。

データベースを製薬企業やアカデミア、バイオベンチャーなどが共同利用することで、新薬開発において大幅な期間短縮やコスト削減、創薬機会の増加、といった効果が期待されるわけだが、高齢化社会が到来するなかで、膨れ上がる医療費の抑制に直結する医薬品開発の効率化は、まさに CSV 的と言ってよいだろう。

また、クロアは、リアルワールドデータの活用にも取り組み始めた。

リアルワールドデータとは、診療報酬請求（レセプト）データや DPC データ（病棟における療養費用に関わる各種データ）、電子カルテデータ、健診データなど実際の診療行為に基づくデータ全般を指す。

リアルワールドデータがデータベースとして整備され活用できれば、治験でない実際の治療における医薬品の実効性・安全性や費用対効果などが明確となり、医療サービスの良質化・効率化につなげることが可能となる。

リアルワールドデータ関連の事業化は、やはり典型的な ICT 利活用及び CSV と言え、クロアらしい取り組みとして今後の進展を見守りたい。

業績動向

財務基盤は盤石、2018 年 12 月期業績は期初想定範囲内で推移

1. 課題が明らかになった前中期経営戦略期間

前中期経営戦略期間（2015 年 12 月期 - 2017 年 12 月期）における同社の業績動向を見ると、売上高の伸びが年率 2% にとどまるなかで、営業利益は 3 期連続減益となり、フロー収益は冴えない実績であった。

サービス別の売上高と利益率の動向等から見て、まず明らかに問題と言えるのが、国内 IT 事業の売上低迷と海外 IT 事業における想定外の損失計上である。

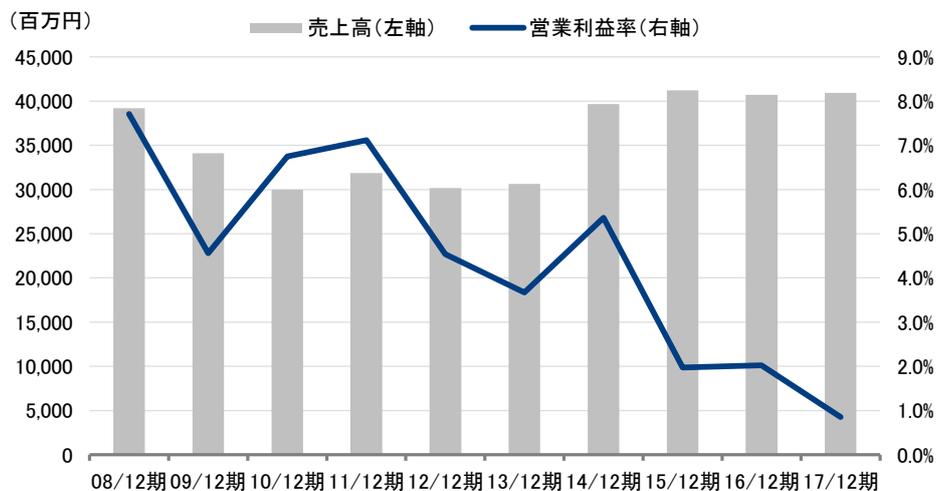
前中期経営戦略中においては、BPO/BTO サービス（旧報告セグメント）のうち CRO 事業（新報告セグメント）が 90% 強を占める。よって、システム構築サービス（旧報告セグメント）にシステム運用管理サービス（旧報告セグメント）を加えたものは、「国内 IT 事業 + 海外 IT 事業」（新報告セグメント）にほぼ等しいと考えて問題ない。

2014 年の AFL 子会社化や 2015 年の Sierra 子会社化により、海外 IT 事業の売上高が 100 億円規模でかさ上げされていることから、国内 IT 事業の売上低迷は明らかである。一方、AFL が 2015 年 - 2017 年において、貸倒引当金やのれんの減損損失、事業基盤改善費用、子会社売却、販管費増などで、約 30 億円の損失（特別損失を含む）を計上したほか、Sierra についても、2017 年に大型の赤字案件で 5 億円超の損失が発生した。

業績動向

こうした問題のうち、国内要因については今後の対応を見守る必要があるものの、海外要因については、AFLの事業構造改革は既に一巡、Sierraも2017年12月に全株式の譲渡を完了している。

結果、海外IT事業のセグメント利益は2018年12月期第1四半期の224百万円の損失から同第2四半期単独では38百万円の利益を計上しており、その対応効果が顕在化しつつある。

「システム構築+システム運用管理事業」の売上高と利益率の推移


出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

BPO/BTO サービス事業（旧報告セグメント、近年はCRO事業が同事業の売上高の90%超を占める）の売上高と利益率の推移から、CRO事業については、若干の踊り場を交えながらも順調に規模が拡大している一方で、利益率が大きく変動していることが課題として浮かび上がる。

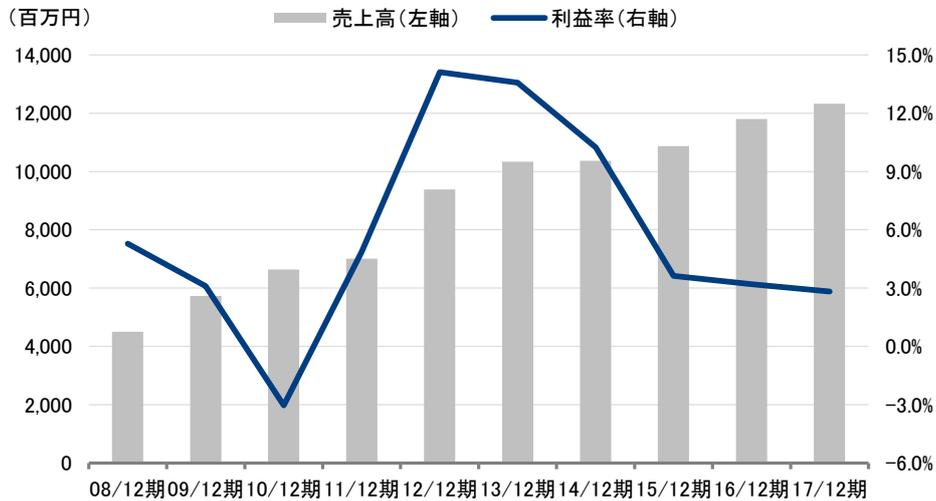
利益率の変動幅が大きい主因として、製薬企業との契約形態に起因する不採算案件の発生が指摘される。

同社が主力とする安全性情報管理業務（医薬品の副作用情報を収集・蓄積・申請）は、副作用の発生状況を的確に見通すことが極めて困難であるため、ピーク時に対応した手厚い人員配置を行わざるを得ず、不採算案件の発生が頻発したわけだ。

製薬企業との交渉により、契約形態は業務量に応じた変動払いから、固定基本額に業務量に応じた変動額を加算する方式に移行しつつある。遅きに失するとの見方もあるだろうが、CRO事業における本質的な課題対応と言え、ICT利活用による生産性向上策ともあいまって、収益性の改善と利益の安定化につながる可能性は高いと考える。

業績動向

BPO/BTOサービス事業の売上高と利益率の推移



出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

2. 盤石な財務基盤、リクルート株の大量保有にも注目

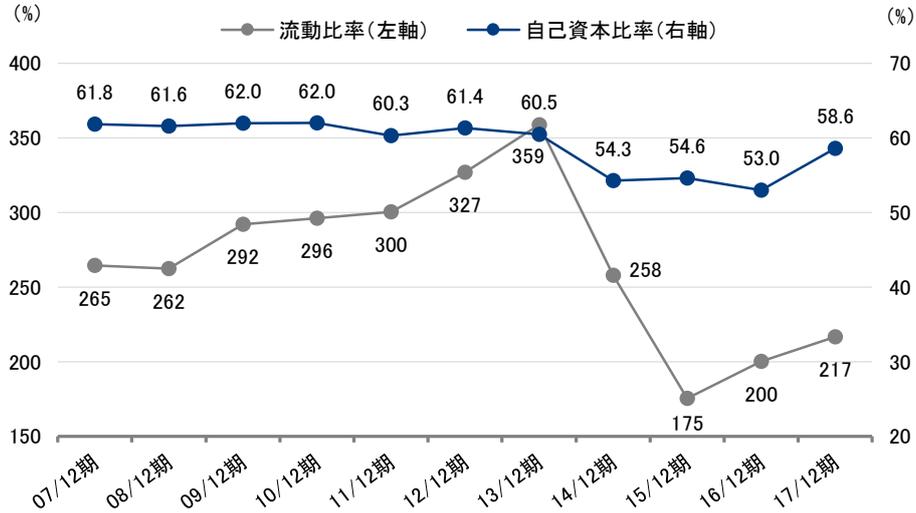
財務体質の安全性を計る代表的な指標の推移を見ると、自己資本比率が2014年12月期末54.3% → 2017年12月期末58.6%、流動比率が2014年12月期末の257.8% → 2017年12月期末216.6%、ネットキャッシュ（現預金 - 有利子負債、プラスはキャッシュ超過）が2014年12月期末3,133百万円 → 2017年12月期末4,080百万円など、いずれも健全な水準を維持している。

ここで、注目したいのが、継続的な有価証券売却益計上がみられるなかでも、リクルートホールディングス<6098>（以下、リクルート）などの株価上昇により、固定資産を形成する投資有価証券評価額が大きく切り上がっていることである。

同社が保有するリクルート株評価額は、14,868百万円（2017年12月期末）と投資有価証券残高全体（同20,788百万円）の大半を占めている。市場流動性（換金性）が高く取得簿価が低いリクルート株を大量に保有していることは、流動比率やネットキャッシュを実質的に高める効果があり、その存在は、市場流動性が高く、同社の機動的な財務戦略を支えるものと言えるだろう。

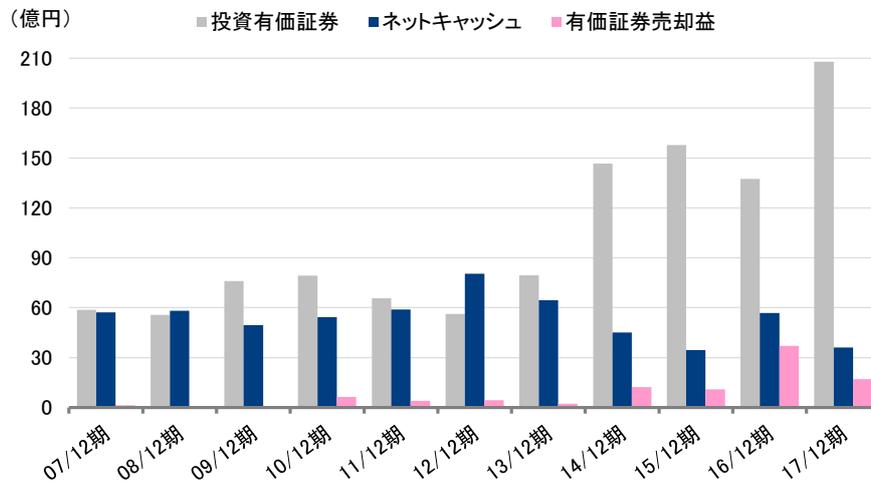
業績動向

財務安全性指標の推移



出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

投資有価証券動向とネットキャッシュの推移



出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

CAC Holdings | 2018年11月12日(火)
 4725 東証1部 | <https://www.cac-holdings.com/ir/>

業績動向

簡易損益計算書

(単位：百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	18/12期(予)
売上高	50,031	52,105	52,521	53,268	54,000
前期比	22.1%	4.1%	0.8%	1.4%	1.4%
売上原価	39,963	42,315	42,041	42,996	-
前期比	22.1%	5.9%	-0.6%	2.3%	-
売上総利益	10,067	9,790	10,479	10,272	-
前期比	22.2%	-2.8%	7.0%	-2.0%	-
販管費	6,876	8,581	9,277	9,573	-
前期比	20.4%	24.8%	8.1%	3.2%	-
営業利益	3,191	1,209	1,202	698	1,600
前期比	26.2%	-62.1%	-0.6%	-41.9%	129.1%
経常利益	3,000	1,080	937	717	1,500
前期比	12.6%	-64.0%	-13.3%	-23.4%	108.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,343	-142	2,039	1,100	1,100
前期比	54.7%	-	-	-46.0%	-0.0%

出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

簡易貸借対照表

(単位：百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期	17/12期	増減額
流動資産	29,815	25,300	26,468	24,084	-2,384
現預金	9,881	8,983	11,428	8,551	-2,877
受取手形・売掛金	10,612	12,081	10,318	10,440	122
固定資産	23,571	26,483	23,876	30,041	6,165
有形固定資産	1,928	1,883	1,731	1,392	-339
無形固定資産	4,236	5,315	4,736	3,871	-865
投資その他の資産	17,406	19,284	17,408	24,777	7,369
資産合計	53,387	51,783	50,344	54,125	3,781
流動負債	11,563	14,434	13,218	11,120	-2,098
支払手形・買掛金	3,841	3,907	3,324	3,431	107
短期借入金等	2,465	5,070	3,382	2,856	-526
固定負債	11,513	8,055	9,442	10,576	1,134
社債	300	-	-	-	-
長期借入金	2,598	463	2,373	2,084	-289
負債合計	23,077	22,489	22,661	21,696	-965
(有利子負債)	5,363	5,533	5,755	4,940	-815
純資産合計	30,310	29,293	27,683	32,429	4,756

出所：有価証券報告書及び決算短信よりフィスコ作成

業績動向

3. 2018年12月期は期初想定範囲内で推移

2018年12月期の第2四半期連結決算は売上高が前年同期比9.7%減の25,440百万円、営業利益が同31.6%増の534百万円となった。

売上高54,000百万円(前期比1.4%増)、営業利益1,600百万円(同129.1%増)を見込む通期業績予想に対する進捗率は低いものの、第4四半期に売上計上見込みの信託銀行向け案件を抱えており、第2四半期までの業績推移は期初想定範囲内である。

2018年6月末の財務安全性指標を見ると、自己資本比率が58.6%、流動比率は205.6%となり、いずれも健全な水準を維持している。また、ネットキャッシュが4,980百万円、投資有価証券の評価額は22,248百万円といずれも2018年12月期末から積み上がっている。

決算業績予想

	売上高		営業利益		経常利益		親会社株主に帰属する 当期純利益		1株当たり 当期純利益
	百万円	前年比 (%)	百万円	前年比 (%)	百万円	前年比 (%)	百万円	前年比 (%)	円
17/12期	53,268	1.4	698	-41.9	717	-23.4	1,100	-46.0	59.69
18/12期(予)	54,000	1.4	1,600	129.1	1,500	108.9	1,100	-0.0	59.67
18/12期第2四半期	25,440	-9.7	534	31.6	477	48.4	283	-48.4	15.39

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 強みと課題

最大の強みは「トランスフォーメーション力」

1. 強み～「トランスフォーメーション力」を支える「企業文化」「顧客基盤」「財務体質」

会社沿革、事業内容、業績動向の考察から浮かび上がる同社最大の強みは、時代によって変化する社会のニーズ・課題に応じて、自らを変革する力、「トランスフォーメーション(企業変革)力」である。

同社は、独立系ソフトウェア専門会社としての成長に安住することなく、「M&Aによる事業拡大」に「選択と集中による事業構造改革」を織り交ぜながら、現在のIT&ヘルスケアサービス企業へと進化してきた。

その「トランスフォーメーション力」を支えているのが、「挑戦を是とする企業文化(経営の意思)」「事業拡大の核となる優良な顧客基盤」「機動的な財務戦略を可能とする盤石な財務体質」である。

当然のことながら、「挑戦」は手段であり、同社では、「顧客指向、CSV重視」という使命・目的(経営理念)が明確であるからこそ、目的達成のために必要な「挑戦」が是とされる企業文化が根付いたと推察する。

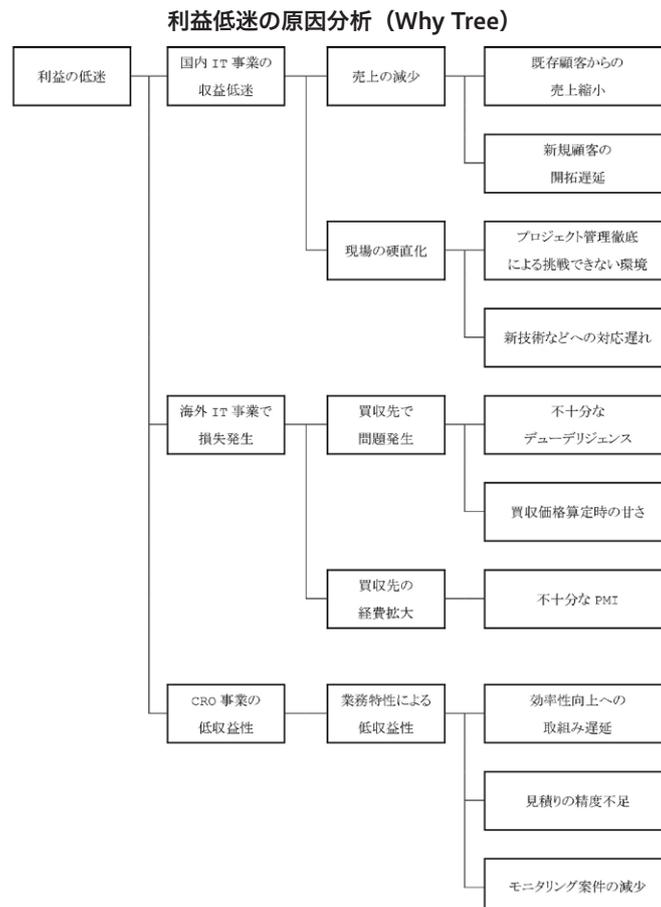
強みと課題

また、他社に先駆けた海外 IT 事業への取り組みや収益の 2 本柱に育った CRO 事業への進出は、日本初の独立系 SIer として築き上げた「優良な顧客基盤」との良好な関係の賜物と言える。つまり、「挑戦」のシーズを生み出しているのが「優良な顧客基盤」というわけだ。

M&A 戦略や迅速な事業構造改革、安定的な株主還元を支えているのが、「盤石な財務体質」である。現在に至るまでリクルート株式を大量に保有しているのは、リクルートが重要な取引先であるためだろうが、同社は必要に応じて、リクルート株を売却してきた実績を持つ。ここでもまた、顧客との良好な関係が同社の財産となっている。

2. 課題～強みの裏返しで起こりがちなもの

利益が低迷している原因を Why ツリー分析で掘り下げていくと、同社の課題が、1) 海外市場での売上拡大を追求するあまり M&A の基本であるデューデリジェンスや PMI が不十分になるなど、手段であるはずの「挑戦」が目的化してしまったこと、2) 顧客基盤が優良で顧客との関係が良好であるがゆえに、もっと早く取り組むべき施策が後手に回ってしまったこと、であることが浮かび上がる。



出所：取材をもとにフィスコ作成

■ 今後の見通し

注目される中期経営戦略のブラッシュアップ

同社は、マネジメントチームの最優先課題として、2018 年 12 月期を初年度とする新中期経営戦略「Determination21」のブラッシュアップに取り組んでいる。

同中期経営戦略では、1) 既存事業における収益力改善、2) 新規事業領域の創出・拡大、3) グループ強化・活性化、などの推進を掲げ、最終年度（2021 年 12 月期）の数値目標として売上高 700 億円、営業利益 40 億円が示されている。

いまだ継続中のブラッシュアップ作業は、取締役会での徹底的な議論のもとで進められており、当初計画の大幅見直しの可能性すら感じさせられる。

内容発表に当たっては、「既存事業における収益力改善」について、一步踏み込んだアクションプランが打ち出される蓋然性が高いように思える。

具体的には、1) 国内 IT 事業における新規顧客開拓のための施策、2) 国内 IT 事業の受注時粗利率を一段と引き上げるための施策、3) 不採算案件抑制のための施策、4) 海外 IT 事業の現地市場開拓を推進するための施策、5) CRO 事業の売上拡大と生産性向上のための施策、6) 中期的なコスト削減目標の設定、7) これら施策についての KPI の設定と工程表の提示、といった点が盛り込まれるか否かに注目したい。

さらには、過去の M&A の成功と失敗から得た教訓が社内において形式知化されることにも期待したい。M&A 戦略においては「選ぶ力」、「選ばれる力」、「生かす力」が重要であり、これらは自社のコアコンピタンスに裏打ちされるべきである。多くの強みを有する会社であれば、独自の形式知化が可能だと考える。



出所：アニュアルレポートより掲載

■ 株主還元

経営の強い意思が感じられる直近の配当政策

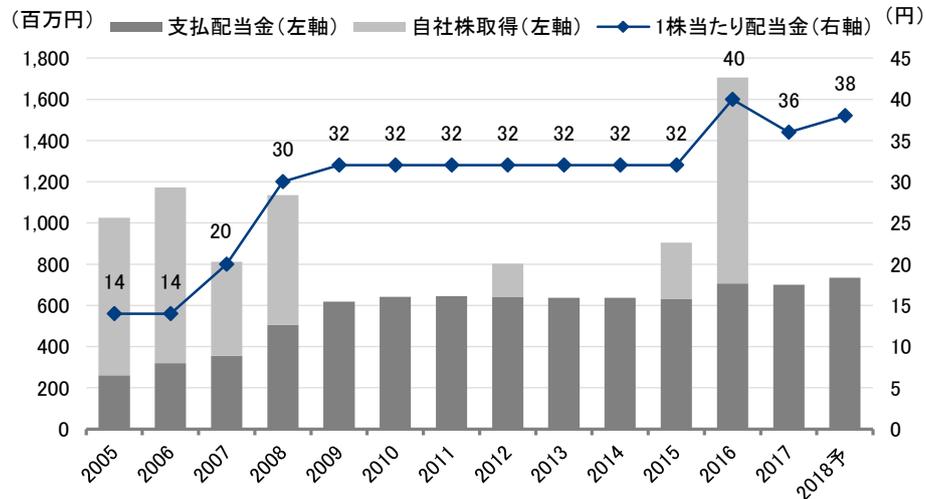
同社は、財務戦略として、「成長に向けた投資と安定的な株主還元の両立」を掲げている。

実際、2000年以降を見ても1株当たり配当金の減配は、創立50周年記念配がはく落した2017年12月期の1回だけであり、その減配にしても、2017年12月期が大幅減益であったにもかかわらず、記念配(8円)の半分(4円の減配)にとどめている。

2018年12月期計画は、親会社に帰属する当期純利益が横ばい予想ながら、1株当たり2円の増配が発表されている。

この点、2009年から2015年まで32円配が継続されてきたことを勘案すれば、直近3期のうち2期まで増配(予定)の配当政策からは、継続的な株主還元強化を視野に入れた経営の強い意志が感じられる。

配当及び自社株取得の推移



出所：アニュアルレポートよりフィスコ作成

■ アップデート

3Q 経常利益 105.5% 増、CRO 事業が業績に貢献

CAC Holdings<4725> は 11 月 9 日、2018 年 12 月期第 3 四半期（18 年 1 月 -9 月）連結決算を発表した。売上高で前年同期比 7.2% 減の 373.94 億円、営業利益で同 84.6% 増の 8.81 億円、経常利益で同 105.5% 増の 8.11 億円、親会社株主に帰属する四半期純利益で同 32.9% 減の 4.68 億円となった。

当第 3 四半期の売上高は、海外事業の再構築に伴って前連結会計年度に売却した海外子会社 2 社の非連結化の影響をはじめとする海外 IT 事業の減収や、国内 IT 事業の減収等により、減収となった。利益面においては、減収の影響はあったものの、CRO 事業において収益力が改善したこと等により、大幅な増益となった。

国内 IT の売上高は、大口顧客向けハードウェア販売の減少や金融機関向けの減少等により、前年同期比 3.2% 減の 216.89 億円となった。セグメント利益は減収の影響等により、同 24.8% 減の 5.37 億円となった。

海外 IT の売上高は、前連結会計年度に実施した事業再構築の影響やインド子会社、アメリカ子会社における減収等により、前年同期比 22.5% 減の 74.55 億円となった。セグメント損益は、事業再編の影響等により、2.26 億円の損失（前年同期は 3.65 億円の損失）となった。

CRO の売上高は前年同期並みに推移し、前年同期比 0.2% 減の 82.50 億円となった。セグメント利益は、低採算案件の解消や経費削減等により、同 344.0% 増の 5.70 億円となった。

2018 年 12 月期通期の連結業績予想については、売上高で前期比 1.4% 増の 540.00 億円、営業利益で同 129.1% 増の 16.00 億円、経常利益で同 108.9% 増の 15.00 億円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 0.0% 減の 11.00 億円とする期初計画を据え置いている。

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ