

フロイント産業（6312）

| 連結通期 (百万円) | | 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 | EPS (円) | DPS (円) | BPS (円) |
|-------------------|-----|--------|---------|---------|---------------------|------------|------------|------------|
| FY02/2016 | | 19,027 | 1,346 | 1,394 | 961 | 55.7 | 12.5 | 668.6 |
| FY02/2017 | | 21,164 | 2,041 | 2,097 | 1,064 | 61.7 | 20.0 | 706.6 |
| FY02/2018会予 | | 21,000 | 2,100 | 2,100 | 1,400 | 81.2 | 20.0 | - |
| FY02/2017 | 前年比 | 11.2% | 51.6% | 50.4% | 10.7% | - | - | - |
| FY02/2018会予 | 前年比 | (0.8%) | 2.9% | 0.1% | 31.5% | - | - | - |
| 連結半期 (百万円) | | 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 | EPS (円) | DPS (円) | BPS (円) |
| 1Q-2Q FY02/2017 | | 8,762 | 687 | 708 | 306 | - | - | - |
| 3Q-4Q FY02/2017 | | 12,401 | 1,354 | 1,388 | 757 | - | - | - |
| 1Q-2Q FY02/2018会予 | | 9,000 | 600 | 600 | 400 | - | - | - |
| 3Q-4Q FY02/2018会予 | | 12,000 | 1,500 | 1,500 | 1,000 | - | - | - |
| 1Q-2Q FY02/2018会予 | 前年比 | 2.7% | (12.7%) | (15.4%) | 30.6% | - | - | - |
| 3Q-4Q FY02/2018会予 | 前年比 | (3.2%) | 10.8% | 8.0% | 31.9% | - | - | - |

出所: 会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー（2017年5月5日）

持続的な成長

独自の製剤技術を応用した医薬品業界向け機械装置の開発・生産・販売を最大の収益源とするフロイント産業は、持続的な成長を達成することを計画している。今般の新中期経営計画（2018年2月期～2022年2月期）の業績目標においては、今後5年間に向けて年間平均（CAGR）で増収率7.2%、増益率8.0%が見込まれている。過去5年間における実績が増収率6.8%、増益率13.9%であったことに鑑みれば、同社は、従来の増収率及び増益率に沿った持続的な成長を将来に向けても維持していける方向性が示唆されよう。また、2018年2月期及び2019年2月期は日本国内におけるジェネリック医薬品80%時代に向けての設備投資の刈り取り時期に当たると想定されているものの、2018年2月期に対する会社予想においては、薬価改定が医薬品業界における設備投資に与える影響を慎重視しているとのことである。これを1つの要因として短期的には増益率が調整する。一方、中長期的な観点における医薬品業界向け機械装置に関しては、新領域への参入及び海外市場の開拓が同社としての成長力の維持に寄与する可能性が高い。同社は、既存の造粒・コーティング装置に加えて、新たに開発した錠剤印刷装置(TABREX Rev.)を市場に投入したのに引き続いて、2017年2月期第4四半期には受注を開始しており、2018年2月期においては本格的な立ち上がりが始まりつつある模様である。また、同社は、機会損失の発生を回避することを目的として、日本国内のジェネリック医薬品業界への販売に対してリソースを集中してきた一方、今後に向けては海外市場の開拓に今迄以上にリソースを振り向けることを計画している模様である。

2017年2月期は、売上高21,164百万円(前年比11.2%増)、営業利益2,041百万円(51.6%増)、営業利益率9.6%(2.6%ポイント上昇)での着地となった。事業セグメント別では、機械部門で売上高14,914百万円(14.4%増)、セグメント利益1,750百万円(47.1%増)、セグメント利益率11.7%(2.6%ポイント上昇)、化成品部門で売上高6,249百万円(4.3%増)、セグメント利益748百万円(44.0%増)、セグメント利益率12.0%(3.3%ポイント上昇)である。機械部門では、日本国内のジェネリック医薬品業界の旺盛な設備投資意欲により受注が好調に推移した一方、これを受けて売上高及びセグメント利益が増加した。海外では、米国子会社であるFREUND-VECTOR CORPORATIONにおける北米での増収が顕著であった。また、損益面では、2016年2月期に発生した錠剤印刷装置(TABREX Rev.)に係る開発費用が一巡していることが寄与した。一方、化成品部門では、医薬品添加剤がジェネリック向けを中心に増収・増益となったものの、食品品質保持剤は競争激化を受けて減収・減益となった。また、栄養補助食品に関しては、増収となったもののセールスマックスの悪化を受けて損益面では前年とほぼ同水準での着地となった。また、以上に鑑みれば、医薬品添加剤の増益幅が相当に大きかったと考えられよう。

2018年2月期に対する会社予想では、売上高21,000百万円(前年比0.8%減)、営業利益2,100百万円(2.9%増)、営業利益率10.0%(0.4%ポイント上昇)が見込まれている。また、年間配当金予定20.0円(配当性向24.6%)である。事業セグメント別では、機械部門で売上高15,410百万円(3.3%増)、化成品部門で売上高5,590百万円(10.5%減)が見込まれている。機械部門では、薬価改定に伴う医薬品業界における設備投資に対するマイナス影響の発生が織り込まれている模様であるものの、下半期に向けては、錠剤印刷装置(TABREX Rev.)の売上高の計上が本格化する模様である。錠剤印刷装置(TABREX Rev.)に関しては、受注から売上高計上までに4ヵ月~6ヵ月を要するとされている。これに鑑みれば、第2四半期末での受注残の総計に係る売上高が期末までにすべて計上されることになる。また、相対的にカスタム化される度合いが大きい既存の造粒・コーティング装置に関しては、受注から売上高の計上までに8ヵ月~10ヵ月を要するとのことである。一方、化成品部門では、2
栄養補助食品の売上高が急減する。大手顧客が同社の機械装置を利用した自社での生産を進めることが大きな影響を及ぼすとされている。ただし、損益面でのインパクトは限定的に留まる模様である。そもそも化成品部門の損益動向は医薬品添加剤の損益動向に大きく依存している模様である。

IR窓口：コーポレート・コミュニケーション部(03 6890 0767 ir@freund.co.jp)

2.0 会社概要

製剤技術及び医薬品業界向け機械装置のリーディングカンパニー

| | | |
|--------|--|--|
| 商号 | フロイント産業株式会社 Web サイト I R 情報 株価情報 |  |
| 設立年月日 | 1964 年 4 月 22 日 | |
| 上場年月日 | 1996 年 7 月 24 日：東京証券取引所 J A S D A Q スタンダード（証券コード：6312） | |
| 資本金 | 1,035 百万円（2017 年 2 月末） | |
| 発行済株式数 | 18,400,000 株、自己株式内数 1,155,478 株（2017 年 2 月末） | |
| 特色 | <ul style="list-style-type: none">● 医薬品業界向け造粒・コーティング装置で国内トップシェア（60%～70%）● グローバルベースでも最大手 3 社の一角● 錠剤印刷装置（TABREX Rev.）の新規投入に大きな期待 | |
| 事業内容 | <ul style="list-style-type: none">・ 機械部門・ 化成品部門 | |
| 代表者 | 代表取締役社長 伏島巖 | |
| 主要株主 | 伏島靖豊 10.0%、株式会社エフ・アイ・エル 8.9%、日本マスター信託口 7.4% （2017 年 2 月末） | |
| 本社 | 東京都新宿区西新宿 6-25-13 フロイントビル 2 階 | |
| 従業員数 | 連結 390 名、単体 228 名（2017 年 2 月末） | |

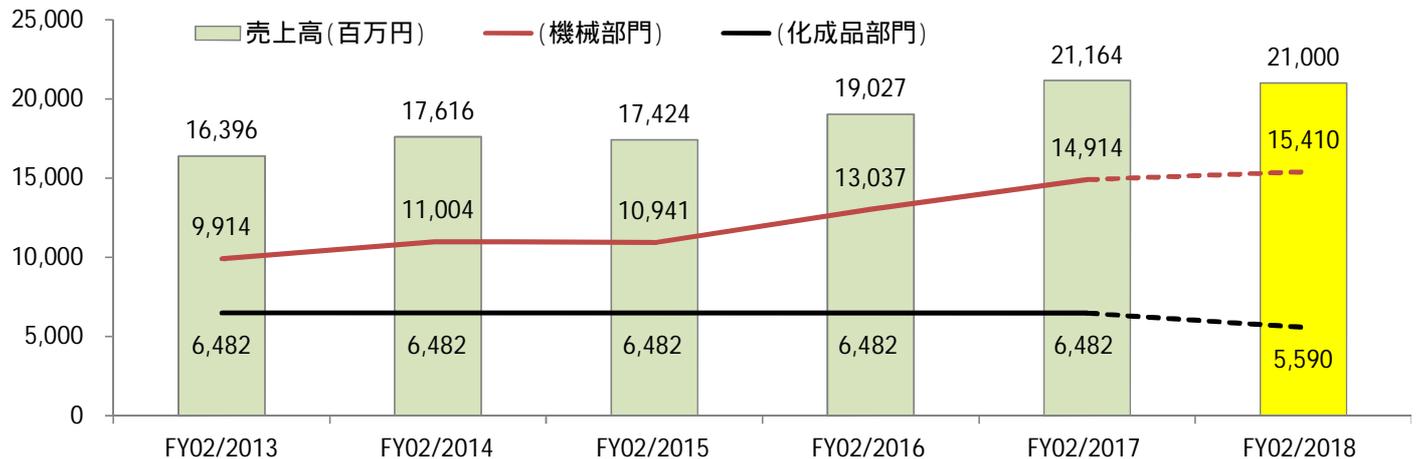
出所：会社データ

3.0 業績推移

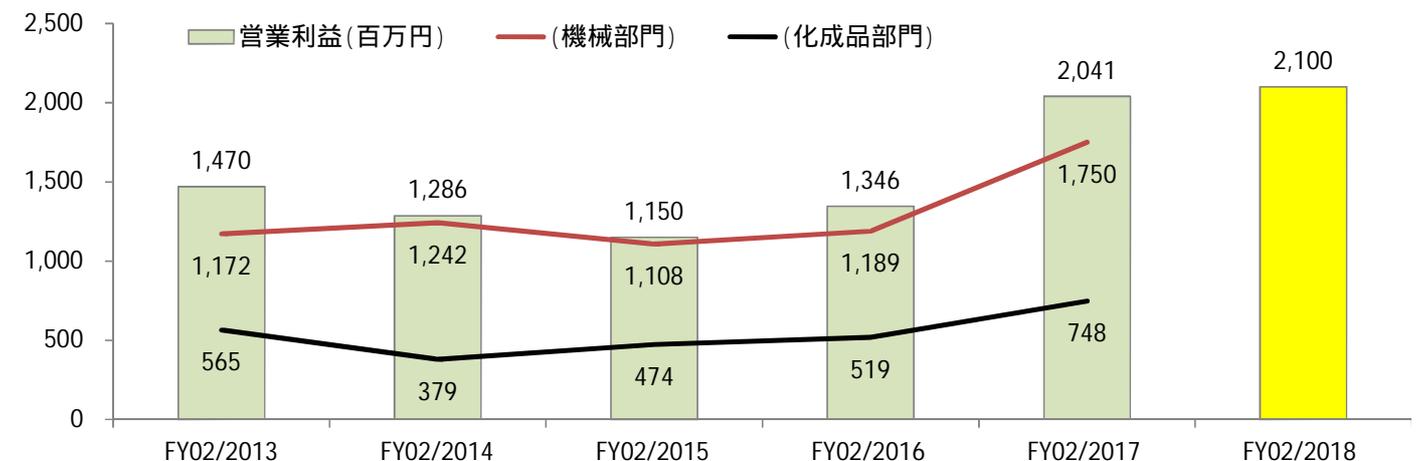
2017年2月期

2017年2月期は、売上高 21,164 百万円（前年比 11.2%増）、営業利益 2,041 百万円（51.6%増）、経常利益 2,097 百万円（50.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,064 百万円（10.7%増）での着地となった。また、営業利益率 9.6%（2.6%ポイント上昇）である。

売上高



営業利益及びセグメント利益



出所：会社データ、弊社計算

当初の会社予想との比較では、売上高で 5.8%（1,164 百万円）の上振れ、営業利益で 7.4%（141 百万円）の上振れ、経常利益で 10.4%（197 百万円）の上振れであった一方、親会社株主に帰属する当期純利益では、9.8%（116 百万円）の下振れである。当初の会社予想に織り込まれていなかった連結子会社の決算期変更に伴う増収などもあり、売上高が上振れた一方、特別損失として役員退職慰労金 250 百万円が計上されたことなどから親会社株主に帰属する当期純利益が下振れた。

一方、同社としての損益動向は、機械部門の損益動向によって決定される度合いが大きい。2017年2月期の実績においては、セグメント利益合計 2,498 百万円の 70.0%が機械部門によって占められている。また、セグメント利益合計から調整額（各セグメントに配賦されていない全社的な一般管理費など）456 百万円を差し引いたものが営業利益 2,041 百万円である。

機械部門の売上高は医薬品関連(構成比 83.4%)及び産業関連(16.6%)によって構成されている。地域別では、日本国内で売上高構成比 63.4%、海外で売上高構成比 36.6%(北米・南米で 26.0%)である。また、医薬品関連の内容は、同社が日本国内でトップシェア(60%~70%)を占める造粒・コーティング装置であり、2017年2月期においては、ジェネリック医薬品業界の旺盛な設備投資意欲により受注が好調に推移した一方、これを受けて売上高及びセグメント利益が増加し、同社としての大幅増益にかなり寄与した。

上述の通り、2017年2月期の期末に向けての実績においては、機械部門の受注高の動向は好調さを維持している。弊社が中期的なトレンドを把握するために算出している12四半期移動平均受注高は、第4四半期において3,490百万円(前年同期比17.7%増)と、前年同期に対する増加率が加速する傾向を示している。更には、四半期毎の絶対額においては右肩上がりの推移が続いている。

四半期受注高の動向も前年同期比の観点からは好調な推移が持続している。ただし、2017年2月期における絶対額の推移としては、第2四半期に一旦ピークアウトしている。また、四半期末受注残高の推移も同様である。後者に関しては、当然ながら、受注残の消化が順調に進捗して売上高が増加していることも影響を及ぼしているのだが、既存の造粒・コーティング装置に係る設備投資需要が短期的に調整している可能性も指摘されよう。

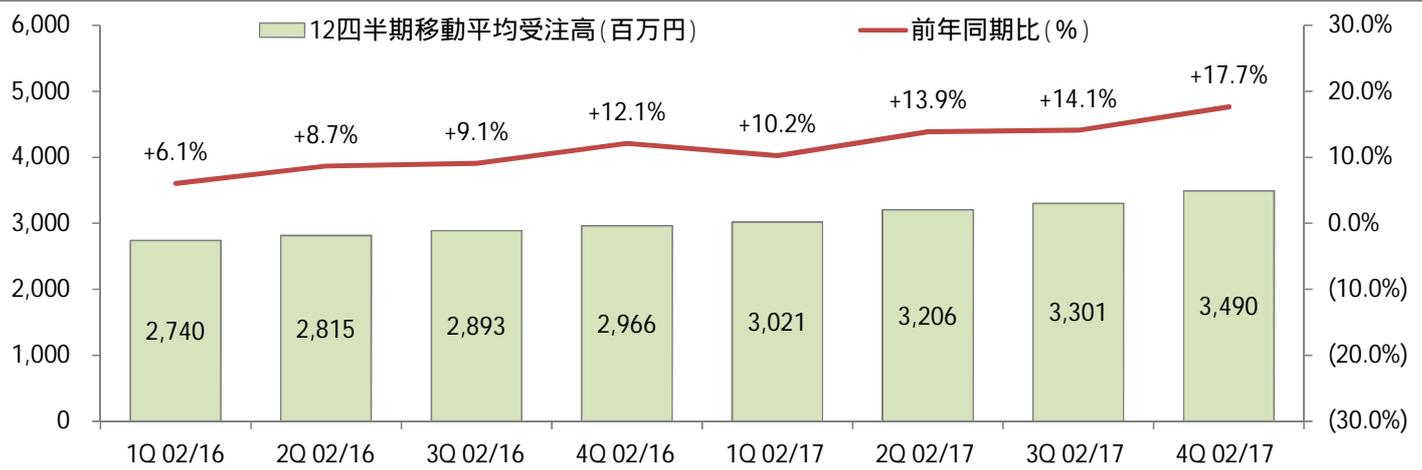
一方、これを補いつつあるのが、新たに開発されて市場に投入された錠剤印刷装置(TABREX Rev.)である。2017年2月期の実績としては、若干の受注残を計上するに留まったものの、今後に向けては中長期的に需要が拡大を続ける模様である。

そもそも、錠剤印刷装置(TABREX Rev.)とは、錠剤の誤飲や誤処方を回避することを目的として錠剤の表面に錠剤を識別するための情報を「印刷」する機械装置である。錠剤に印刷をするに至る経緯においては、従来、錠剤にはレーザーでの印字や「刻印」がされている。しかし、両方法とも識別性が劣る。

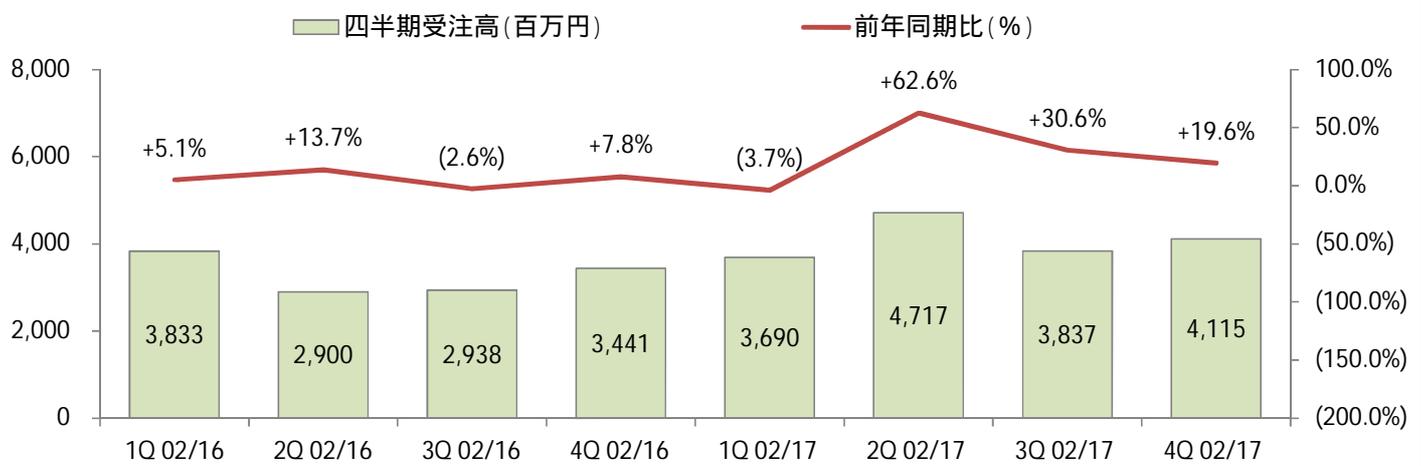
高齢化や在宅医療の進展などで誤飲が起きやすくなっていることなどを起因として、錠剤を小分けして処方する薬局や錠剤を患者に与える医療の現場での視認性向上、調剤時の過誤を防止するための製薬会社の潜在するニーズがある。これを受けて、ジェネリック医薬品業界はじめ新薬大手においても、「刻印」から識別性が向上する「印刷」へのシフトに向けての設備投資が進められていく模様である。

そして、これに対応するのが同社の錠剤印刷装置(TABREX Rev.)などである。今後に向けての成長ポテンシャルが高いことなどから、既存の造粒・コーティング装置との比較で参入業者がかなり多い状況が続いていたのだが、同社によれば、競争力の高い第二世代モデル(即ち、TABREX Rev.)を市場に投入したことにより競争優位性が向上しており、同社としてはここでの需要の増加を享受できる可能性が高まっているとのことである。

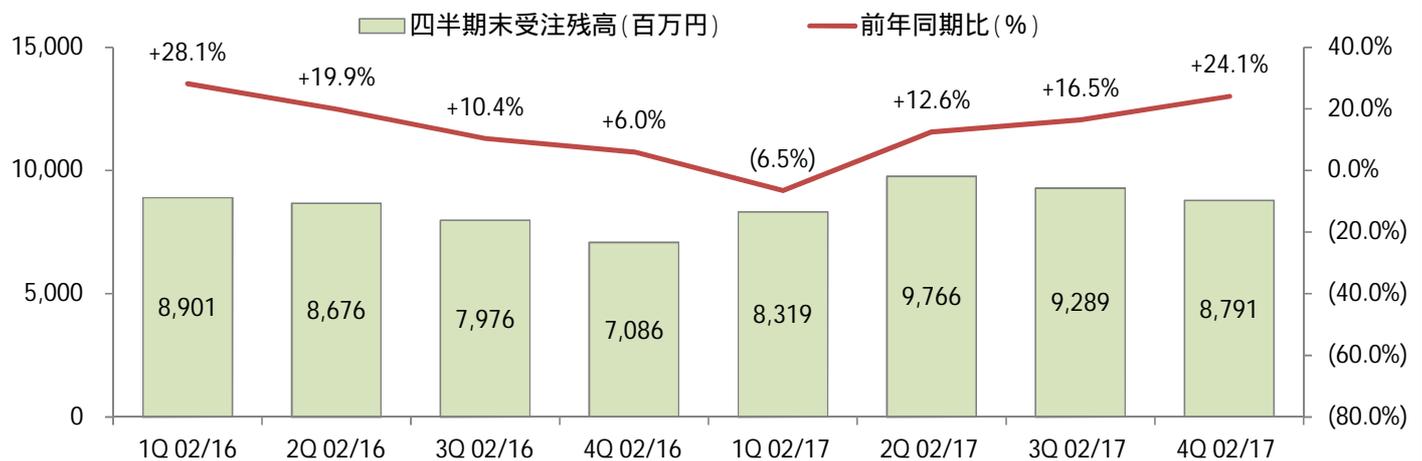
機械部門：12 四半期移動平均受注高の推移



機械部門：四半期受注高の推移



機械部門：四半期末受注残高の推移



出所：会社データ、弊社計算

損益計算書（四半期累計、四半期）

| 損益計算書 (百万円) | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 前年比 純増減 |
|------------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|
| | 1Q 02/2016 | 2Q累計 02/2016 | 3Q累計 02/2016 | 4Q累計 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q累計 02/2017 | 3Q累計 02/2017 | 4Q累計 02/2017 | |
| 売上高 | 3,002 | 7,697 | 13,081 | 19,027 | 3,912 | 8,762 | 14,767 | 21,164 | +2,136 |
| 売上原価 | 1,976 | 5,266 | 8,931 | 12,921 | 2,559 | 5,900 | 10,069 | 14,343 | +1,421 |
| 売上総利益 | 1,026 | 2,431 | 4,150 | 6,106 | 1,352 | 2,862 | 4,697 | 6,821 | +715 |
| 販売費及び一般管理費 | 1,050 | 2,232 | 3,423 | 4,759 | 1,057 | 2,175 | 3,256 | 4,779 | +20 |
| 営業利益 | (24) | 198 | 727 | 1,346 | 295 | 687 | 1,441 | 2,041 | +694 |
| 営業外損益 | 24 | 53 | 57 | 47 | 18 | 21 | 45 | 56 | +8 |
| 経常利益 | (0) | 252 | 784 | 1,394 | 314 | 708 | 1,486 | 2,097 | +703 |
| 特別損益 | (3) | (2) | (24) | (253) | (227) | (230) | (230) | (313) | (60) |
| 税金等調整前純利益 | (3) | 249 | 759 | 1,141 | 86 | 478 | 1,256 | 1,783 | +642 |
| 法人税等合計 | 28 | 132 | 344 | 187 | 37 | 172 | 441 | 719 | +532 |
| 非支配株主に帰属する当期純損益 | (3) | (6) | (6) | (6) | - | - | - | - | +6 |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | (29) | 123 | 422 | 961 | 48 | 306 | 815 | 1,064 | +103 |
| 売上高伸び率 | (14.4%) | +4.4% | +8.9% | +9.2% | +30.3% | +13.8% | +12.9% | +11.2% | - |
| 営業利益伸び率 | - | +96.8% | +24.3% | +17.1% | - | +245.6% | +98.2% | +51.6% | - |
| 経常利益伸び率 | - | +78.8% | +17.6% | +11.6% | - | +181.1% | +89.6% | +50.4% | - |
| 親会社株主に帰属する当期純利益伸び率 | - | +242.4% | +25.5% | +38.1% | - | +147.8% | +93.1% | +10.7% | - |
| 売上総利益率 | 34.2% | 31.6% | 31.7% | 32.1% | 34.6% | 32.7% | 31.8% | 32.2% | +0.1% |
| 販管費売上高比率 | 35.0% | 29.0% | 26.2% | 25.0% | 27.0% | 24.8% | 22.1% | 22.6% | (2.4%) |
| 営業利益率 | (0.8%) | 2.6% | 5.6% | 7.1% | 7.5% | 7.8% | 9.8% | 9.6% | +2.6% |
| 経常利益率 | (0.0%) | 3.3% | 6.0% | 7.3% | 8.0% | 8.1% | 10.1% | 9.9% | +2.6% |
| 純利益率 | (1.0%) | 1.6% | 3.2% | 5.1% | 1.2% | 3.5% | 5.5% | 5.0% | (0.0%) |
| 法人税等合計 / 税金等調整前純利益 | - | 53.2% | 45.3% | 16.4% | 43.8% | 36.0% | 35.1% | 40.3% | +23.9% |

| 損益計算書 (百万円) | 連結実績 | 前年比 純増減 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| | 1Q 02/2016 | 2Q 02/2016 | 3Q 02/2016 | 4Q 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q 02/2017 | 3Q 02/2017 | 4Q 02/2017 | |
| 売上高 | 3,002 | 4,694 | 5,384 | 5,945 | 3,912 | 4,850 | 6,004 | 6,397 | +451 |
| 売上原価 | 1,976 | 3,289 | 3,665 | 3,990 | 2,559 | 3,341 | 4,169 | 4,273 | +283 |
| 売上総利益 | 1,026 | 1,404 | 1,719 | 1,955 | 1,352 | 1,509 | 1,835 | 2,123 | +167 |
| 販売費及び一般管理費 | 1,050 | 1,181 | 1,190 | 1,336 | 1,057 | 1,117 | 1,081 | 1,523 | +187 |
| 営業利益 | (24) | 223 | 528 | 619 | 295 | 392 | 753 | 600 | (19) |
| 営業外損益 | 24 | 29 | 3 | (9) | 18 | 2 | 24 | 10 | +19 |
| 経常利益 | (0) | 252 | 532 | 610 | 314 | 394 | 778 | 610 | 0 |
| 特別損益 | (3) | 0 | (22) | (228) | (227) | (2) | 0 | (83) | +144 |
| 税金等調整前純利益 | (3) | 253 | 509 | 381 | 86 | 392 | 777 | 527 | +145 |
| 法人税等合計 | 28 | 104 | 211 | (156) | 37 | 134 | 268 | 278 | +435 |
| 非支配株主に帰属する当期純損益 | (3) | (3) | 0 | 0 | - | - | - | - | 0 |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | (29) | 152 | 298 | 538 | 48 | 257 | 509 | 248 | (290) |
| 売上高伸び率 | (14.4%) | +21.5% | +16.1% | +9.8% | +30.3% | +3.3% | +11.5% | +7.6% | - |
| 営業利益伸び率 | - | +83.2% | +9.1% | +9.6% | - | +75.6% | +42.7% | (3.1%) | - |
| 経常利益伸び率 | - | +78.2% | +1.1% | +4.8% | - | +56.3% | +46.2% | +0.1% | - |
| 親会社株主に帰属する当期純利益伸び率 | - | +131.2% | (0.6%) | +49.9% | - | +68.8% | +70.5% | (53.9%) | - |
| 売上総利益率 | 34.2% | 29.9% | 31.9% | 32.9% | 34.6% | 31.1% | 30.6% | 33.2% | +0.3% |
| 販管費売上高比率 | 35.0% | 25.2% | 22.1% | 22.5% | 27.0% | 23.0% | 18.0% | 23.8% | +1.3% |
| 営業利益率 | (0.8%) | 4.8% | 9.8% | 10.4% | 7.5% | 8.1% | 12.6% | 9.4% | (1.0%) |
| 経常利益率 | (0.0%) | 5.4% | 9.9% | 10.3% | 8.0% | 8.1% | 13.0% | 9.5% | (0.7%) |
| 純利益率 | (1.0%) | 3.3% | 5.5% | 9.1% | 1.2% | 5.3% | 8.5% | 3.9% | (5.2%) |
| 法人税等合計 / 税金等調整前純利益 | - | 41.2% | 41.4% | - | 43.8% | 34.3% | 34.5% | 52.8% | - |

出所：会社データ、弊社計算

報告セグメント（四半期累計、四半期）

| 報告セグメント (百万円) | 連結実績 | 連結実績 | 前年比 純増減 |
|---------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|-----------------------|---------------|------------|
| | 1Q 02/2016 | 2Q累計 02/2016 | 3Q累計 02/2016 | 4Q累計 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q累計 02/2017 | 3Q累計 02/2017 | 4Q累計 02/2017 | | |
| 機械部門 | 1,826 | 4,992 | 8,663 | 13,037 | 2,413 | 5,697 | 10,003 | 14,914 | +1,877 | |
| 化成品部門 | 1,176 | 2,704 | 4,417 | 5,990 | 1,498 | 3,065 | 4,763 | 6,249 | +259 | |
| 売上高 | 3,002 | 7,697 | 13,081 | 19,027 | 3,912 | 8,762 | 14,767 | 21,164 | +2,136 | |
| 機械部門 | +1.7% | +23.5% | +21.2% | +19.2% | +32.2% | +14.1% | +15.5% | +14.4% | - | |
| 化成品部門 | (31.3%) | (18.7%) | (9.1%) | (7.6%) | +27.4% | +13.3% | +7.8% | +4.3% | - | |
| 売上高(前年比) | (14.4%) | +4.4% | +8.9% | +9.2% | +30.3% | +13.8% | +12.9% | +11.2% | - | |
| 機械部門 | 60.8% | 64.9% | 66.2% | 68.5% | 61.7% | 65.0% | 67.7% | 70.5% | - | |
| 化成品部門 | 39.2% | 35.1% | 33.8% | 31.5% | 38.3% | 35.0% | 32.3% | 29.5% | - | |
| 売上高(構成比) | 100.0% | - | |
| 機械部門 | (9) | 152 | 578 | 1,189 | 220 | 567 | 1,154 | 1,750 | +560 | |
| 化成品部門 | 81 | 219 | 404 | 519 | 178 | 357 | 602 | 748 | +228 | |
| セグメント利益 | 72 | 371 | 983 | 1,709 | 398 | 924 | 1,756 | 2,498 | +789 | |
| 調整額 | (97) | (173) | (255) | (362) | (103) | (237) | (315) | (456) | (94) | |
| 営業利益 | (24) | 198 | 727 | 1,346 | 295 | 687 | 1,441 | 2,041 | +694 | |
| 機械部門 | - | +21.6% | (5.5%) | +7.3% | - | +272.6% | +99.6% | +47.1% | - | |
| 化成品部門 | +1.1% | +13.6% | +25.7% | +9.6% | +117.5% | +62.6% | +48.7% | +44.0% | - | |
| セグメント利益(前年比) | (43.6%) | +16.8% | +5.2% | +8.0% | +449.5% | +148.6% | +78.6% | +46.2% | - | |
| 機械部門 | (12.9%) | 41.0% | 58.8% | 69.6% | 55.3% | 61.4% | 65.7% | 70.0% | - | |
| 化成品部門 | 112.9% | 59.0% | 41.2% | 30.4% | 44.7% | 38.6% | 34.3% | 30.0% | - | |
| セグメント利益(構成比) | 100.0% | - | |
| 機械部門 | (0.5%) | 3.1% | 6.7% | 9.1% | 9.1% | 10.0% | 11.5% | 11.7% | +2.6% | |
| 化成品部門 | 7.0% | 8.1% | 9.2% | 8.7% | 11.9% | 11.6% | 12.6% | 12.0% | +3.3% | |
| 調整額 | (3.2%) | (2.2%) | (2.0%) | (1.9%) | (2.6%) | (2.7%) | (2.1%) | (2.2%) | (0.3%) | |
| 営業利益率 | (0.8%) | 2.6% | 5.6% | 7.1% | 7.5% | 7.8% | 9.8% | 9.6% | +2.6% | |
| 報告セグメント (百万円) | 連結実績 1Q 02/2016 | 連結実績 2Q 02/2016 | 連結実績 3Q 02/2016 | 連結実績 4Q 02/2016 | 連結実績 1Q 02/2017 | 連結実績 2Q 02/2017 | 連結実績 3Q 02/2017 | 連結実績 4Q 02/2017 | 前年比 純増減 | |
| 機械部門 | 1,826 | 3,166 | 3,671 | 4,373 | 2,413 | 3,284 | 4,305 | 4,911 | +537 | |
| 化成品部門 | 1,176 | 1,528 | 1,713 | 1,572 | 1,498 | 1,566 | 1,698 | 1,486 | (85) | |
| 売上高 | 3,002 | 4,694 | 5,384 | 5,945 | 3,912 | 4,850 | 6,004 | 6,397 | +451 | |
| 機械部門 | +1.7% | +40.8% | +18.2% | +15.3% | +32.2% | +3.7% | +17.3% | +12.3% | - | |
| 化成品部門 | (31.3%) | (5.5%) | +11.7% | (3.0%) | +27.4% | +2.5% | (0.9%) | (5.5%) | - | |
| 売上高(前年比) | (14.4%) | +21.5% | +16.1% | +9.8% | +30.3% | +3.3% | +11.5% | +7.6% | - | |
| 機械部門 | 60.8% | 67.4% | 68.2% | 73.6% | 61.7% | 67.7% | 71.7% | 76.8% | - | |
| 化成品部門 | 39.2% | 32.6% | 31.8% | 26.4% | 38.3% | 32.3% | 28.3% | 23.2% | - | |
| 売上高(構成比) | 100.0% | - | |
| 機械部門 | (9) | 161 | 425 | 611 | 220 | 347 | 586 | 595 | (15) | |
| 化成品部門 | 81 | 137 | 185 | 114 | 178 | 178 | 245 | 146 | +31 | |
| セグメント利益 | 72 | 299 | 611 | 726 | 398 | 526 | 831 | 742 | +15 | |
| 調整額 | (97) | (75) | (82) | (106) | (103) | (133) | (78) | (141) | (35) | |
| 営業利益 | (24) | 223 | 528 | 619 | 295 | 392 | 753 | 600 | (19) | |
| 機械部門 | - | +108.3% | (12.5%) | +23.1% | - | +114.7% | +37.7% | (2.5%) | - | |
| 化成品部門 | +1.1% | +22.7% | +43.7% | (24.4%) | +117.5% | +29.9% | +32.3% | +27.3% | - | |
| セグメント利益(前年比) | (43.6%) | +57.7% | (0.7%) | +12.0% | +449.5% | +75.7% | +36.1% | +2.2% | - | |
| 機械部門 | (12.9%) | 54.0% | 69.7% | 84.2% | 55.3% | 66.0% | 70.5% | 80.3% | - | |
| 化成品部門 | 112.9% | 46.0% | 30.3% | 15.8% | 44.7% | 34.0% | 29.5% | 19.7% | - | |
| セグメント利益(構成比) | 100.0% | - | |
| 機械部門 | -0.5% | 5.1% | 11.6% | 14.0% | 9.1% | 10.6% | 13.6% | 12.1% | (1.8%) | |
| 化成品部門 | 7.0% | 9.0% | 10.8% | 7.3% | 11.9% | 11.4% | 14.4% | 9.8% | +2.5% | |
| 調整額 | (3.2%) | (1.6%) | (1.5%) | (1.8%) | (2.6%) | (2.8%) | (1.3%) | (2.2%) | (0.4%) | |
| 営業利益率 | (0.8%) | 4.8% | 9.8% | 10.4% | 7.5% | 8.1% | 12.6% | 9.4% | (1.0%) | |

出所：会社データ、弊社計算

地域別売上高：機械部門（四半期累計、四半期）

| 地域別売上高：機械部門 (百万円) | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 前年比 純増減 |
|----------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|------------|
| | 1Q 02/2016 | 2Q累計 02/2016 | 3Q累計 02/2016 | 4Q累計 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q累計 02/2017 | 3Q累計 02/2017 | 4Q累計 02/2017 | | |
| 日本 | 1,213 | 3,391 | 5,304 | 7,668 | 1,819 | 4,195 | 7,040 | 9,459 | +1,791 | |
| 北米・南米 | 300 | 807 | 1,993 | 3,491 | 437 | 1,104 | 1,906 | 3,884 | +392 | |
| 欧州・アフリカ | 235 | 328 | 730 | 982 | 92 | 263 | 424 | 867 | (114) | |
| 中東・アジア・大洋州 | 77 | 465 | 635 | 894 | 63 | 134 | 632 | 702 | (192) | |
| 海外 | 612 | 1,600 | 3,359 | 5,368 | 594 | 1,502 | 2,963 | 5,454 | +86 | |
| 売上高 | 1,826 | 4,992 | 8,663 | 13,037 | 2,413 | 5,697 | 10,003 | 14,914 | +1,877 | |
| 日本 | (13.5%) | +31.3% | +18.6% | +15.5% | +49.9% | +23.7% | +32.7% | +23.4% | - | |
| 北米・南米 | +13.7% | (22.1%) | +11.6% | +31.1% | +45.8% | +36.8% | (4.4%) | +11.2% | - | |
| 欧州・アフリカ | +335.9% | +228.9% | +185.0% | +123.0% | (60.5%) | (19.8%) | (41.9%) | (11.6%) | - | |
| 中東・アジア・大洋州 | +3.8% | +43.7% | +0.4% | (25.3%) | (17.6%) | (71.2%) | (0.5%) | (21.5%) | - | |
| 海外 | +56.1% | +9.6% | +25.5% | +24.8% | (3.0%) | (6.1%) | (11.8%) | +1.6% | - | |
| 売上高(前年比) | +1.7% | +23.5% | +21.2% | +19.2% | +32.2% | +14.1% | +15.5% | +14.4% | - | |
| 日本 | 66.5% | 67.9% | 61.2% | 58.8% | 75.4% | 73.6% | 70.4% | 63.4% | - | |
| 北米・南米 | 16.4% | 16.2% | 23.0% | 26.8% | 18.1% | 19.4% | 19.1% | 26.0% | - | |
| 欧州・アフリカ | 12.9% | 6.6% | 8.4% | 7.5% | 3.9% | 4.6% | 4.2% | 5.8% | - | |
| 中東・アジア・大洋州 | 4.2% | 9.3% | 7.3% | 6.9% | 2.6% | 2.4% | 6.3% | 4.7% | - | |
| 海外 | 33.5% | 32.1% | 38.8% | 41.2% | 24.6% | 26.4% | 29.6% | 36.6% | - | |
| 売上高(構成比) | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | - | |
| 地域別売上高：機械部門 (百万円) | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 前年比 純増減 |
| 1Q 02/2016 | 2Q 02/2016 | 3Q 02/2016 | 4Q 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q 02/2017 | 3Q 02/2017 | 4Q 02/2017 | | | |
| 日本 | 1,213 | 2,178 | 1,912 | 2,364 | 1,819 | 2,375 | 2,845 | 2,419 | +54 | |
| 北米・南米 | 300 | 507 | 1,186 | 1,498 | 437 | 666 | 802 | 1,977 | +479 | |
| 欧州・アフリカ | 235 | 93 | 401 | 251 | 92 | 170 | 160 | 443 | +191 | |
| 中東・アジア・大洋州 | 77 | 387 | 170 | 259 | 63 | 71 | 497 | 70 | (188) | |
| 海外 | 612 | 988 | 1,758 | 2,009 | 594 | 908 | 1,460 | 2,491 | +482 | |
| 売上高 | 1,826 | 3,166 | 3,671 | 4,373 | 2,413 | 3,284 | 4,305 | 4,911 | +537 | |
| 日本 | (13.5%) | +84.4% | +1.2% | +9.2% | +49.9% | +9.1% | +48.8% | +2.3% | - | |
| 北米・南米 | +13.7% | (34.4%) | +58.1% | +70.7% | +45.8% | +31.5% | (32.4%) | +32.0% | - | |
| 欧州・アフリカ | +335.9% | +103.3% | +157.0% | +36.5% | (60.5%) | +82.6% | (60.0%) | +76.2% | - | |
| 中東・アジア・大洋州 | +3.8% | +55.7% | (44.9%) | (54.1%) | (17.6%) | (81.7%) | +191.9% | (72.8%) | - | |
| 海外 | +56.1% | (7.4%) | +44.6% | +23.5% | (3.0%) | (8.1%) | (17.0%) | +24.0% | - | |
| 売上高(前年比) | +1.7% | +40.8% | +18.2% | +15.3% | +32.2% | +3.7% | +17.3% | +12.3% | - | |
| 日本 | 66.5% | 68.8% | 52.1% | 54.1% | 75.4% | 72.3% | 66.1% | 49.3% | - | |
| 北米・南米 | 16.4% | 16.0% | 32.3% | 34.3% | 18.1% | 20.3% | 18.6% | 40.3% | - | |
| 欧州・アフリカ | 12.9% | 3.0% | 10.9% | 5.8% | 3.9% | 5.2% | 3.7% | 9.0% | - | |
| 中東・アジア・大洋州 | 4.2% | 12.3% | 4.6% | 5.9% | 2.6% | 2.2% | 11.6% | 1.4% | - | |
| 海外 | 33.5% | 31.2% | 47.9% | 45.9% | 24.6% | 27.7% | 33.9% | 50.7% | - | |
| 売上高(構成比) | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | - | |

出所：会社データ、弊社計算

貸借対照表（四半期）

| 貸借対照表 (百万円) | 連結実績 | 連結実績 | 前年比 純増減 |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------|---------------|
| | 1Q 02/2016 | 2Q 02/2016 | 3Q 02/2016 | 4Q 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q 02/2017 | 3Q 02/2017 | 4Q 02/2017 | | |
| 現金及び預金 | 4,682 | 4,640 | 4,040 | 4,042 | 4,263 | 4,900 | 5,407 | 6,982 | | +2,940 |
| 受取手形及び売掛金 | 4,308 | 4,533 | 5,240 | 5,694 | 4,832 | 4,994 | 5,373 | 4,403 | | (1,290) |
| たな卸資産 | 2,458 | 2,880 | 2,884 | 2,432 | 2,968 | 3,578 | 2,717 | 2,765 | | +333 |
| その他 | 874 | 855 | 733 | 884 | 980 | 848 | 854 | 786 | | (97) |
| 流動資産 | 12,323 | 12,910 | 12,898 | 13,053 | 13,045 | 14,321 | 14,353 | 14,938 | | +1,885 |
| 有形固定資産 | 3,348 | 3,300 | 3,299 | 3,135 | 3,109 | 3,210 | 3,232 | 3,234 | | +99 |
| 無形固定資産 | 140 | 216 | 197 | 182 | 93 | 80 | 68 | 55 | | (126) |
| 投資その他の資産合計 | 948 | 935 | 917 | 835 | 807 | 756 | 757 | 872 | | +36 |
| 固定資産 | 4,437 | 4,452 | 4,414 | 4,153 | 4,010 | 4,047 | 4,058 | 4,162 | | +9 |
| 資産合計 | 16,761 | 17,362 | 17,313 | 17,206 | 17,056 | 18,369 | 18,411 | 19,101 | | +1,894 |
| 支払手形及び買掛金 | 2,536 | 2,922 | 2,976 | 2,580 | 2,617 | 3,341 | 2,952 | 3,058 | | +478 |
| 短期借入金 | - | - | - | - | - | - | - | - | | - |
| その他 | 2,767 | 2,958 | 2,646 | 2,735 | 2,952 | 3,441 | 3,408 | 3,533 | | +798 |
| 流動負債 | 5,303 | 5,881 | 5,622 | 5,315 | 5,570 | 6,782 | 6,361 | 6,592 | | +1,276 |
| 長期借入金 | - | - | - | - | - | - | - | - | | - |
| その他 | 654 | 630 | 602 | 361 | 326 | 339 | 328 | 323 | | (38) |
| 固定負債 | 654 | 630 | 602 | 361 | 326 | 339 | 328 | 323 | | (38) |
| 負債合計 | 5,958 | 6,512 | 6,225 | 5,677 | 5,896 | 7,122 | 6,689 | 6,916 | | +1,238 |
| 株主資本 | 10,640 | 10,792 | 11,091 | 11,630 | 11,394 | 11,652 | 12,161 | 12,410 | | +779 |
| その他調整項目 | 162 | 57 | (4) | (101) | (235) | (405) | (439) | (225) | | (123) |
| 純資産 | 10,802 | 10,850 | 11,087 | 11,529 | 11,159 | 11,246 | 11,722 | 12,185 | | +656 |
| 負債純資産合計 | 16,761 | 17,362 | 17,313 | 17,206 | 17,056 | 18,369 | 18,411 | 19,101 | | +1,894 |
| 自己資本 | 10,625 | 10,850 | 11,087 | 11,529 | 11,159 | 11,246 | 11,722 | 12,185 | | +656 |
| 有利子負債 | - | - | - | - | - | - | - | - | | - |
| ネットデット | (4,682) | (4,640) | (4,040) | (4,042) | (4,263) | (4,900) | (5,407) | (6,982) | | (2,940) |
| 自己資本比率 | 63.4% | 62.5% | 64.0% | 67.0% | 65.4% | 61.2% | 63.7% | 63.8% | | - |
| ネットデットエクイティ比率 | (44.1%) | (42.8%) | (36.4%) | (35.1%) | (38.2%) | (43.6%) | (46.1%) | (57.3%) | | - |
| ROE (12ヶ月) | 6.8% | 7.5% | 7.3% | 8.5% | 9.5% | 10.4% | 11.9% | 9.0% | | - |
| ROA (12ヶ月) | 7.8% | 8.3% | 8.2% | 8.1% | 10.1% | 10.4% | 11.7% | 11.6% | | - |
| 総資産回転率 | 72% | 108% | 124% | 138% | 92% | 106% | 130% | 134% | | - |
| 在庫回転率 | 3.2 | 4.6 | 5.1 | 6.6 | 3.4 | 3.7 | 6.1 | 6.2 | | - |
| 在庫回転日数 | 114 | 80 | 72 | 56 | 106 | 98 | 59 | 59 | | - |
| 当座比率 | 170% | 156% | 165% | 183% | 163% | 146% | 169% | 173% | | - |
| 流動比率 | 232% | 220% | 229% | 246% | 234% | 211% | 226% | 227% | | - |

出所：会社データ、弊社計算

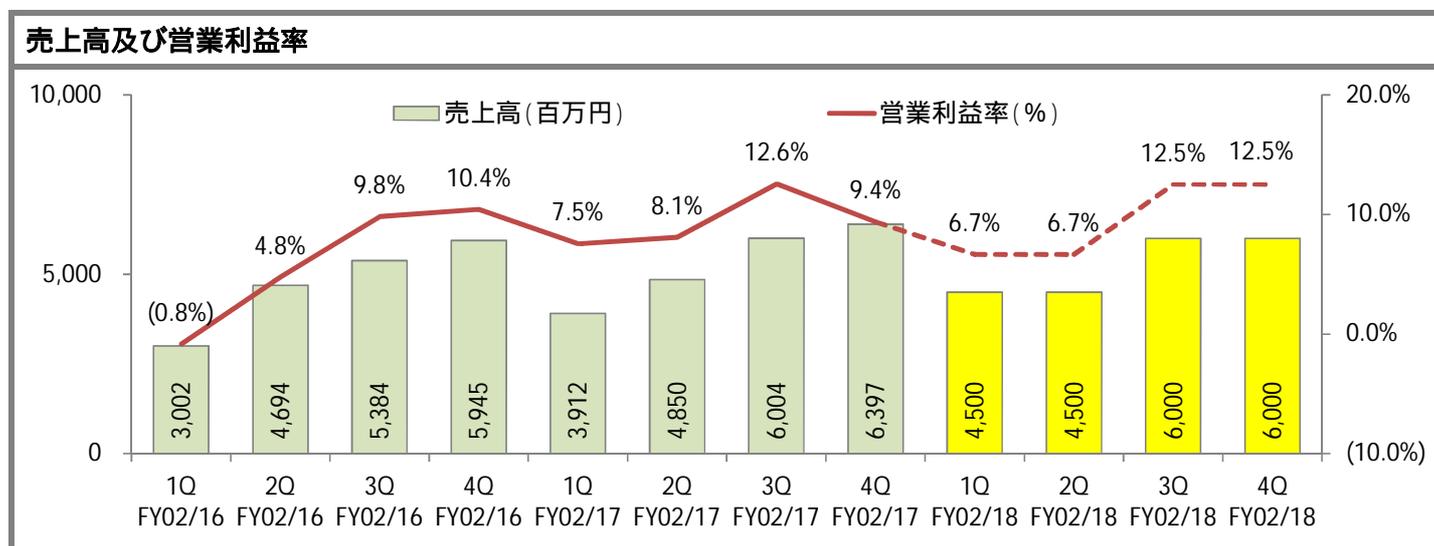
キャッシュフロー計算書（四半期累計）

| キャッシュフロー計算書 (百万円) | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 連結実績 | 前年比 純増減 | |
|------------------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|------------|---------------|
| | 1Q 02/2016 | 2Q累計 02/2016 | 3Q累計 02/2016 | 4Q累計 02/2016 | 1Q 02/2017 | 2Q累計 02/2017 | 3Q累計 02/2017 | 4Q累計 02/2017 | | |
| 営業活動によるキャッシュフロー | - | 472 | - | 290 | - | 1,480 | - | 3,605 | | +3,315 |
| 投資活動によるキャッシュフロー | - | (278) | - | (432) | - | (268) | - | (351) | | +81 |
| 営業活動CF + 投資活動CF | - | 194 | - | (142) | - | 1,211 | - | 3,253 | | +3,396 |
| 財務活動によるキャッシュフロー | - | (299) | - | (331) | - | (247) | - | (277) | | +53 |

出所：会社データ、弊社計算

2018年2月期会社予想

2018年2月期に対する会社予想では、売上高 21,000 百万円（前年比 0.8%減）、営業利益 2,100 百万円（2.9%増）、経常利益 2,100 百万円（0.1%増）、親会社株主に帰属する純利益 1,400 百万円（31.5%増）が見込まれている。親会社株主に帰属する純利益の大幅な増加に関しては、2017年2月期に発生した先述の特損の一巡が大きな影響を及ぼす。また、営業利益率 10.0%（0.4%ポイント上昇）である。一方、年間配当金予定 20.0 円（配当性向 24.6%）である。



出所：会社データ、弊社計算（2018年2月期四半期予想：半期会社予想を均等に按分）

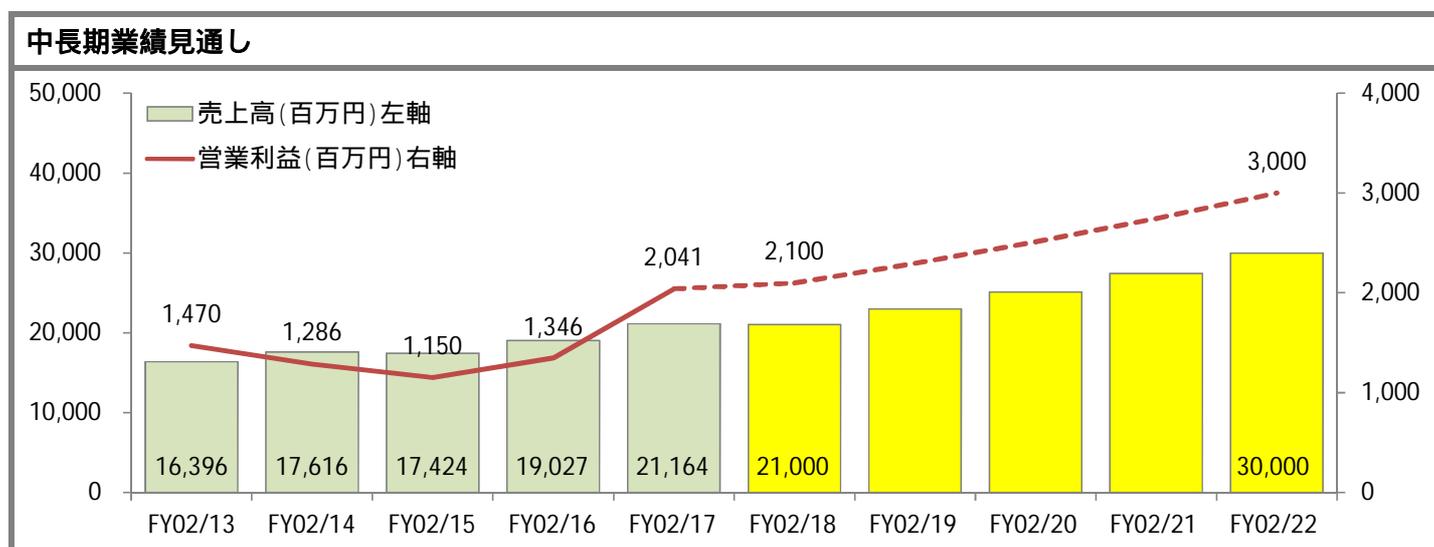
事業セグメント別では、機械部門で売上高 15,410 百万円（3.3%増）、化成品部門で売上高 5,590 百万円（10.5%減）が見込まれている。

機械部門での増収率が減速する背景としては、主力の医薬品業界向け機械装置に関して、薬価改定に伴う医薬品業界における設備投資に対するマイナス影響の発生が織り込まれていることが挙げられる。更には、機械部門に属する連結子会社 2 社（FREUND-VECTOR CORPORATION 及びフロイント・ターボ株式会社）に関して、決算期末が 12 月から 2 月に変更されたことから、同社の連結決算としては、両連結子会社に関して 2017 年 2 月期において 14 ヶ月分の売上高が計上された一方、2018 年 2 月期に向けては 12 ヶ月分の売上高が計上されることになることも影響を及ぼす。2017 年 1 月及び 2 月における両連結子会社の売上高は合計で 832 百万円（営業利益は合計で 10 百万円）であった。産業関連の機械装置では増収率が加速することに加えて、下半期に向けては、錠剤印刷装置（TABREX Rev.）の売上高の計上が本格化する模様であるものの、通期としての機械部門の増収率は限定的に留まる。一方、化成品部門の減収に関しては、栄養補助食品の売上高が急減することが大きな影響を及ぼす。

また、例年通りの下半期偏重型での業績推移が会社予想に織り込まれている。北米を中心とした海外での機械部門の事業展開を担う米国子会社である FREUND-VECTOR CORPORATION の売上高が、季節要因に拠って下半期に集中することが主因である。また、2017 年 2 月期の実績との比較では、営業利益の下半期偏重の度合いがより大きくなる。下半期に向けては、開発費の計上が既に完了している錠剤印刷装置（TABREX Rev.）に係る売上高の計上が本格することが寄与するとされている。即ち、錠剤印刷装置（TABREX Rev.）は、当初より一定水準以上の売上総利益率を享受する模様である。

中長期業績見通し

同社は、2017年4月11日、新中期経営計画「ONE FREUND」を公表したのに引き続いて、4月14日、決算説明会を開催すると同時にその詳細を開示している。2022年2月期に対して、売上高30,000百万円、営業利益3,000百万円、営業利益率10.0%、ROE8.0%を達成することが業績目標として掲げられている。



出所：会社データ、弊社計算

2017年2月期の実績を起点とした場合、2022年2月期に向けて年間平均(CAGR)で増収率7.2%、増益率8.0%が見込まれていることになる。一方、先述の通り、2018年2月期に対する会社予想では、増収率0.8%、増益率2.9%である。これに鑑みれば、2019年2月期以降に向けて年間平均(CAGR)で増収率9.3%、増益率9.3%である。即ち、同社が示唆しているところに鑑みれば、2018年2月期は一時的に増収率及び増益率が調整することになる。

また、上記の業績目標を達成するために足元で対処すべき課題として挙げられているのは、2017年2月期下半期に市場に投入した錠剤印刷装置(TABREX Rev.)の拡販、化成品部門におけるグローバルサプライチェーンの構築、海外営業展開の強化である。

に関しては既に述べた通りである一方、に関しては、化成品部門において最も競争力が高く売上総利益率が高いとされる医薬品添加剤のインドなどへの輸出に注力することを指している。また、に関しては、インドや中国といった今後に向けての開拓余地が大きい海外市場での機械装置の拡販に向けて今迄以上にリソースを振り向けることに言及したものである。また、以上の施策は新中期経営計画の期間における損益に対して徐々にプラス影響を拡大していくことが想定されている模様であり、短期的な損益動向に対するプラス影響は限定的であると考えられる。

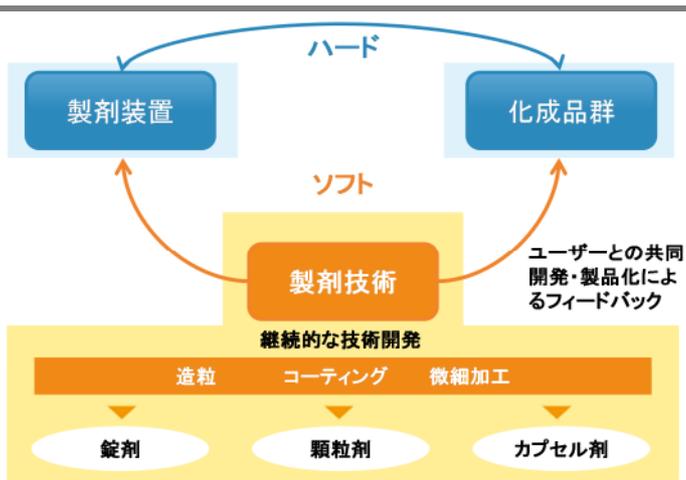
一方、新中期経営計画の前提としては、機械部門に関して今後5年間の年間平均(CAGR)で増収率7.4%、化成品部門に関して増収率6.7%が織り込まれている。また、同社が開示しているデータに鑑みたうえで弊社が推測するところによれば、それぞれに関して、増益率8.3%、増益率2.7%と、機械部門の増益率が化成品部門の増益率を上回る模様である。

4.0 ビジネスモデル

製剤技術がキーテクノロジー

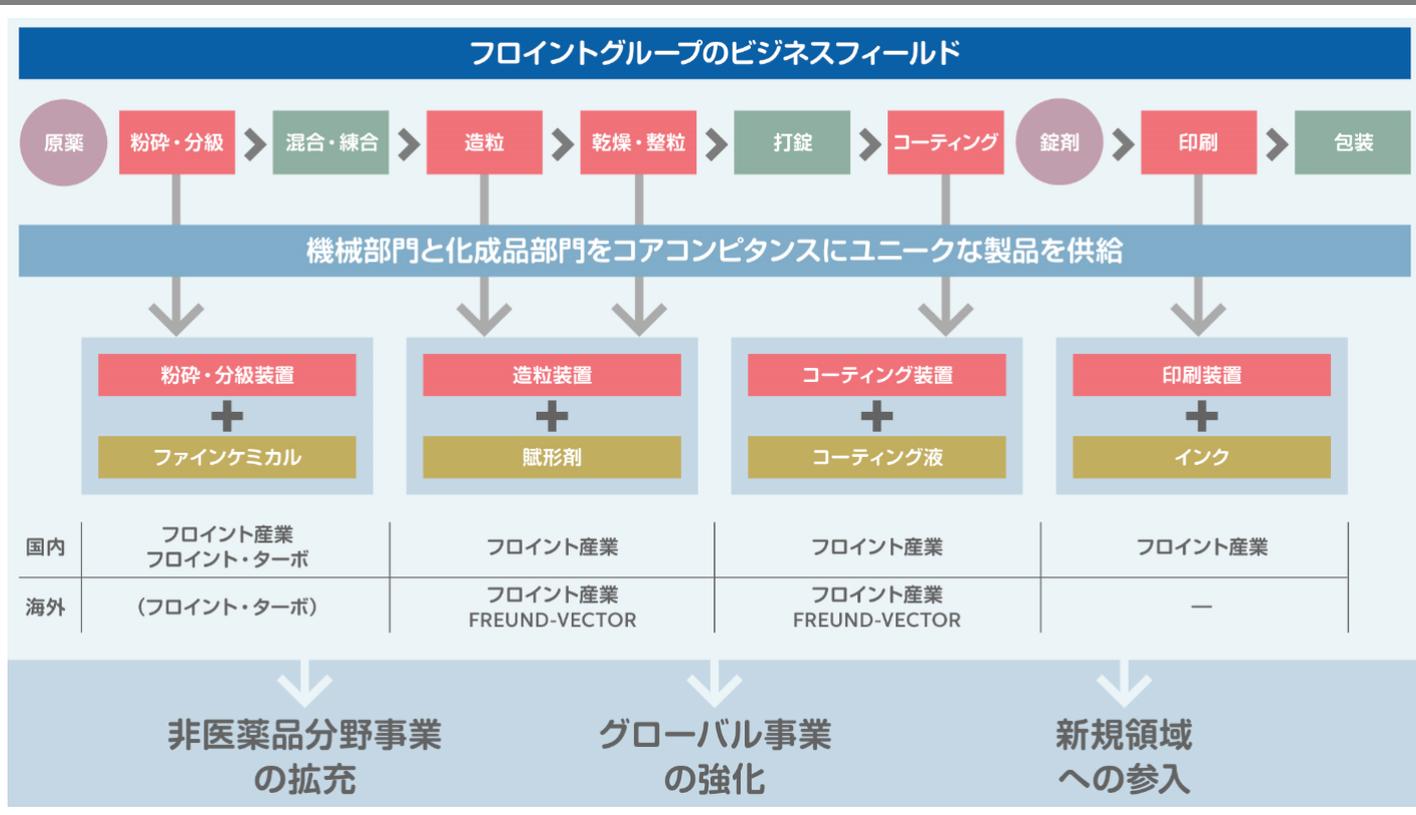
同社の主力事業は、医薬品業界向け造粒・コーティング装置の開発・製造・販売である。ここでの同社は、グローバルベースでの最大手3社の一角を形成しているとされている。最大手がGLATT社（ドイツ）である一方、同社及びGEA社（デンマーク）がこれに次ぐ事業規模を有している模様である。また、日本国内における同社は、トップシェア（60%～70%）を誇っている一方、GLATT社による技術供与を受けた製品を販売する株式会社パウレック（未上場）が、日本国内における唯一の同業他社であるとされている。

ビジネスモデル



- ハードとソフトの両方に関与
- ハード：製剤（造粒・コーティング）装置や医薬品添加剤など、ソフト：ハードを生産するに当たって用いられる製剤技術
- 機械部門における同業他社：例外なくハードのメーカーとしての色彩が濃い
- 同社の特徴：独自の製剤技術を併せ持ち、同業他社に先駆けた新技術開発などを推進

医薬品の製造工程に基づくフロントグループの事業領域



出所：会社データ

2017年2月期における機械部門の売上高の83.4%を占めた造粒・コーティング装置とは、文字通り、医薬品の製造における造粒行程及びコーティング行程において用いられる機械装置のことである。また、造粒とは、医薬品の有効成分である原薬化合物と様々な機能をコントロールするために用いられる添加剤を、所定の比率で混合し、微小な粒子形状に加工することである。一方、コーティングとは、錠剤の表面に機能性皮膜を形成することであり、錠剤表面における薬物の溶出をコントロールするための放出制御や苦味を遮断するマスキングを行うことなどがコーティングによって可能となる。

| 連続造粒乾燥機 | 錠剤印刷装置 | 医薬品添加剤 |
|---|---|--|
|  <p data-bbox="188 815 443 848">グラニューフォーマー</p> |  <p data-bbox="715 869 900 898">TABREX Rev.</p> |  <p data-bbox="1091 869 1481 898">グラニュートールF（ファイン）</p> |
| <p data-bbox="92 954 541 1032">造粒から混合・乾燥までの工程に対応、完全な連続プロセスを実現</p> | <p data-bbox="564 954 1053 1077">錠剤の誤飲や誤処方を回避することを目的として、錠剤の表面に個々の錠剤を識別するための情報を印刷</p> | <p data-bbox="1078 954 1500 1032">粒径を微細にしたことにより、多くの製品に使用が可能に</p> |

出所：会社データ

一方、化成品部門では、医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養補助食品、以上の開発・製造・販売が展開されている。化成品部門の売上高のほとんどは日本国内において計上されているのだが、医薬品添加剤に関しては売上高の4%～5%がインド、韓国、台湾への輸出で占められている。

医薬品添加剤とは、医薬品の生産における原薬を製剤化して、錠剤、コーティング剤、口腔内速崩壊錠、カプセル剤、顆粒剤などの経口剤を製造する際に用いられる添加剤である。原薬の働きを適切に発揮させることに大きく寄与するとされている。現状においては、特に付加価値が大きく売上総利益率が高いジェネリック医薬品に関連した分野の構成比が高まる傾向が認められる。

また、食品品質保持剤は、バームクーヘンなど様々な食品の品質保持に利用されている。現状においては、競争激化を受けて売上高及び損益が伸び悩む傾向にある。一方、栄養補助食品に関しては、顧客との最終製品の共同開発に深く関与しているとのことである。また、それだけに、同社では特定の顧客における需要動向や施策などが売上高の動向に直結する傾向が強い。

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR情報」とは、すなわち当該事業会社に係る 弊社との個別取材の内容、 機関投資家向け説明会の内容、 適時開示情報、 ホームページの内容等である。

商号： 株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地： 〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号： 03 (3553) 3769