

## 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)
FY02/2017		21,164	2,041	2,097	1,064	61.7	20.0	706.6
FY02/2018		19,801	1,971	1,994	1,477	85.7	20.0	767.9
FY02/2019会予		18,000	1,000	1,100	800	47.5	20.0	-
FY02/2018	前年比	(6.4%)	(3.4%)	(4.9%)	38.8%	-	-	-
FY02/2019会予	前年比	(9.1%)	(49.3%)	(44.8%)	(45.9%)	-	-	-
連結3四半期累計 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に帰属 する四半期純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-3Q FY02/2018		13,745	1,152	1,174	849	-	-	-
1Q-3Q FY02/2019		13,243	670	770	523	-	-	-
1Q-3Q FY02/2018	前年比	(6.9%)	(20.0%)	(21.0%)	4.1%	-	-	-
1Q-3Q FY02/2019	前年比	(3.7%)	(41.9%)	(34.4%)	(38.4%)	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

### 1.0 エグゼクティブサマリー (2019年2月8日)


#### 施策実施の強化

機械装置及び化成品の開発・製造・販売を展開するフロイント産業の短期的な業績が想定を下回る推移を示している。化成品部門では、医薬品添加剤の着実な増収及び増益が引き続いていることから中長期的にも想定を上回る業績推移が期待されるまでに至っている模様だが、機械部門における売上高の下振れがより大きな影響を及ぼしている。日本における後発医薬品使用割合 80%に向けての設備投資の動きが想定以上の度合いに及んで減速しているとされている一方、第7次中期経営計画「ONE FREUND」(2018年2月期~2022年2月期)で掲げられている施策の実施が遅れている。新製品である錠剤印刷装置(TABREX)の受注が低迷していることに加え、二次電池関連製造装置も同様の模様である。また、海外市場の開拓に向けては、新興国向けの低価格製品の開発が遅れているとされている。一方、2022年2月期に対する業績目標である売上高30,000百万円及び営業利益3,000百万円を達成するに当たっては、2021年2月期において受注高をかなりの高水準にまで引き上げていく必要がある。来期に当たる2020年2月期においては、これを達成していくことを目的とした各種の施策実施が強化され、上述の課題が徐々に克服されていくと弊社では推測している。

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](mailto:ir@freund.co.jp))

## 2.0 会社概要

### 機械装置と化成品

商号	フロイント産業株式会社 <a href="#">Web サイト</a> <a href="#">IR 情報</a> <a href="#">最新株価</a>	
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 JASDAQ スタンダード（証券コード：6312）	
資本金	1,035 百万円（2018 年 11 月末）	
発行済株式数	18,400,000 株、自己株式内数 1,655,480 株（2018 年 11 月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"><li>● 日本における造粒・コーティング装置で市場シェアトップ（60%～70%）</li><li>● 錠剤印刷装置（TABREX）や二次電池関連製造装置などの新領域に注力</li><li>● 化成品では、医薬品添加剤が最大の成長ドライバー</li></ul>	
事業セグメント	<ul style="list-style-type: none"><li>・ 機械部門</li><li>・ 化成品部門</li></ul>	
代表者	代表取締役社長 伏島 巖	
主要株主	自社（自己株口）8.9%、（株）伏島揺光社 8.9%、伏島靖豊 7.1%、三菱 UFJ 銀行 4.5% （2018 年 8 月末）	
本社	東京都新宿区西新宿 6-25-13 フロイントビル	
従業員数	連結 361 名、単体 203 名（2018 年 11 月末）	

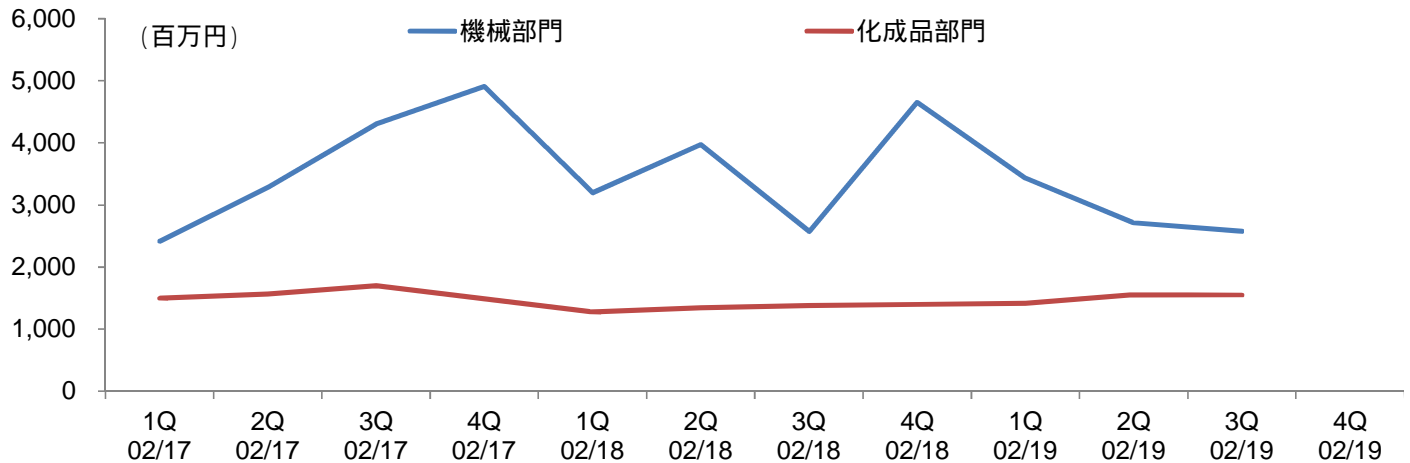
出所：会社データ

### 3.0 業績推移

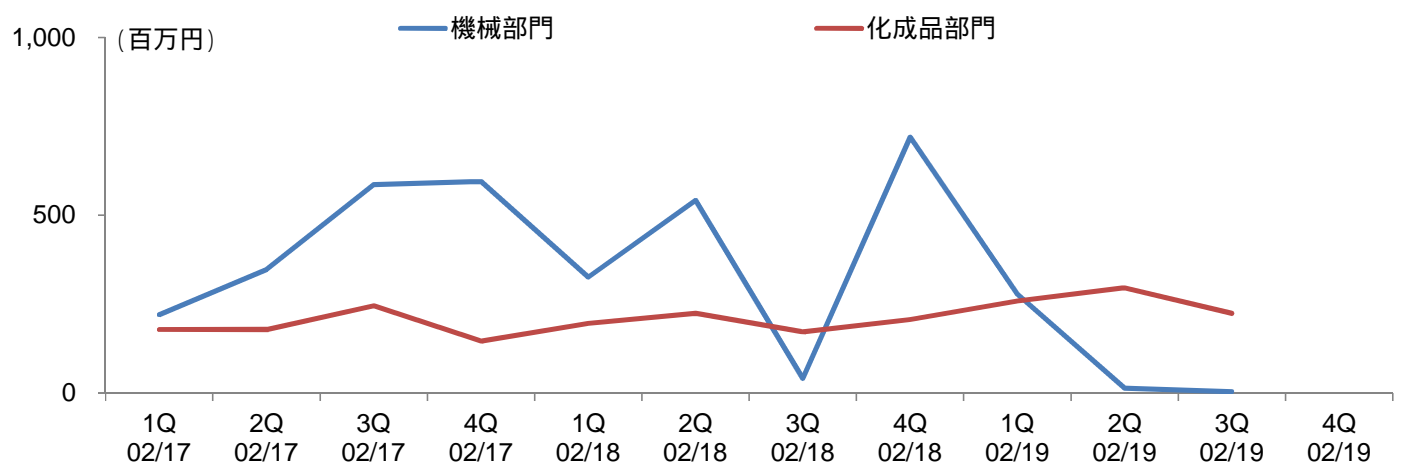
#### 2019年2月期第3四半期累計期間

2019年2月期第3四半期累計期間は、売上高13,243百万円(前年同期比3.7%減)、営業利益670百万円(41.9%減)、経常利益770百万円(34.4%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益523百万円(38.4%減)での着地となった。また、営業利益率5.1%(3.3%ポイント低下)である。

#### 売上高



#### 営業利益



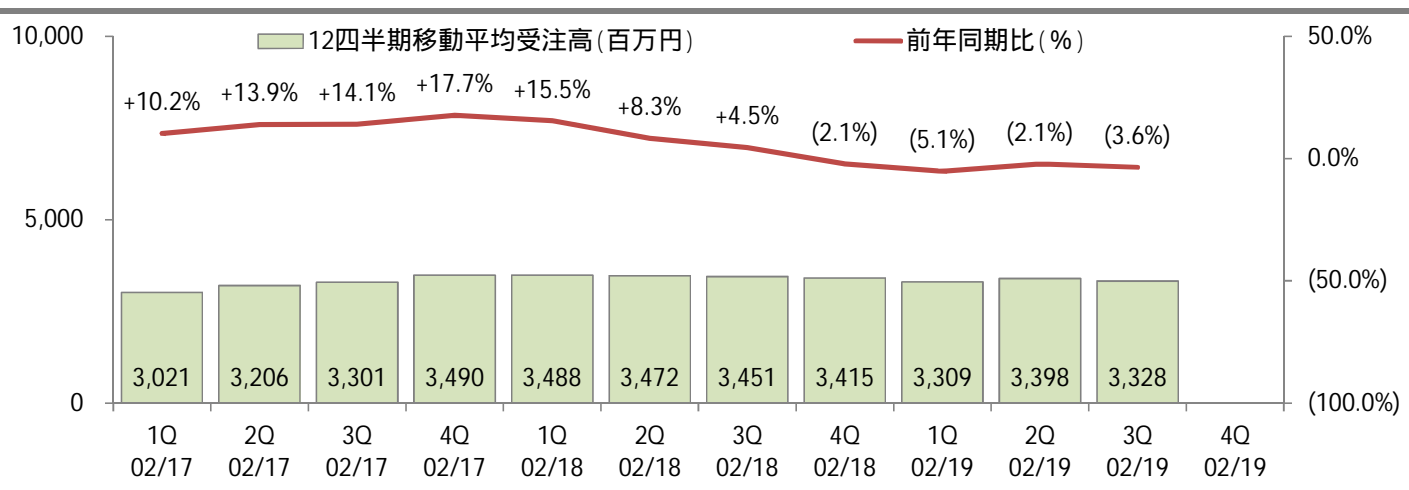
出所：会社データ、弊社計算

一方、売上総利益4,368百万円(8.1%減)、販売管理費3,698百万円(2.7%増)である。減収を受けて売上総利益も減少したのだが、拡販活動の維持及び強化に伴う販売管理費の増加が発生している。結果、営業利益は大幅な減少を余儀なくされている。機械部門では、国内の医薬品関連の設備投資案件が低調に推移したことなどから売上高及び受注高も低調に推移した。また、新製品や非医薬品関連の本格的な拡販が未だ途上にあるとのことである。更には、米国子会社FREUND-VECTOR CORPORATIONの売上高が例年以上の度合いで第4四半期に偏重することも影響を及ぼしている。一方、化成品部門では、主力の医薬品添加剤で着実な増収及び増益が引き続いており、食品品質保持剤も堅調に推移している。ただし、機械部門における減収及び減益がより大きな影響を及ぼしている。

機械部門では、売上高 8,723 百万円（10.5%減）、営業利益 295 百万円（67.5%減）、営業利益率 3.4%（6.0%ポイント低下）である。また、医薬品関連で売上高 7,068 百万円（15.2%減）、非医薬品関連で売上高 1,655 百万円（17.5%増）である。医薬品関連では、その中核を形成する造粒・コーティング装置の案件数が減少した一方、新製品である錠剤印刷装置（TABREX）の立ち上がりが遅れている。更には、2018 年 2 月期第 2 四半期に発生した欧州での大型高収益案件が一巡していると同時に上述の米国子会社の赤字幅が、前年同期との比較で拡大している。一方、非医薬品関連では、二次電池関連製造装置などの開発・製造・販売を担う子会社であるフロイント・ターボ社で事業拠点の新設や新製品開発費用の増加などが発生しており、機械部門としての損益への影響が限定的に留まっている模様である。

地域別では、日本で売上高 5,846 百万円（0.6%減）、北米・南米で売上高 1,726 百万円（3.8%減）、欧州・アフリカで売上高 270 百万円（79.0%減）、中東・アジア・大洋州で売上高 879 百万円（12.5%増）である。欧州・アフリカでの大幅な減収には、上述にある欧州での大型高収益案件が一巡していることが大きな影響を及ぼしているとされている。また、中東・アジア・大洋州での増収には、特にインド及び中国での増収が寄与し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

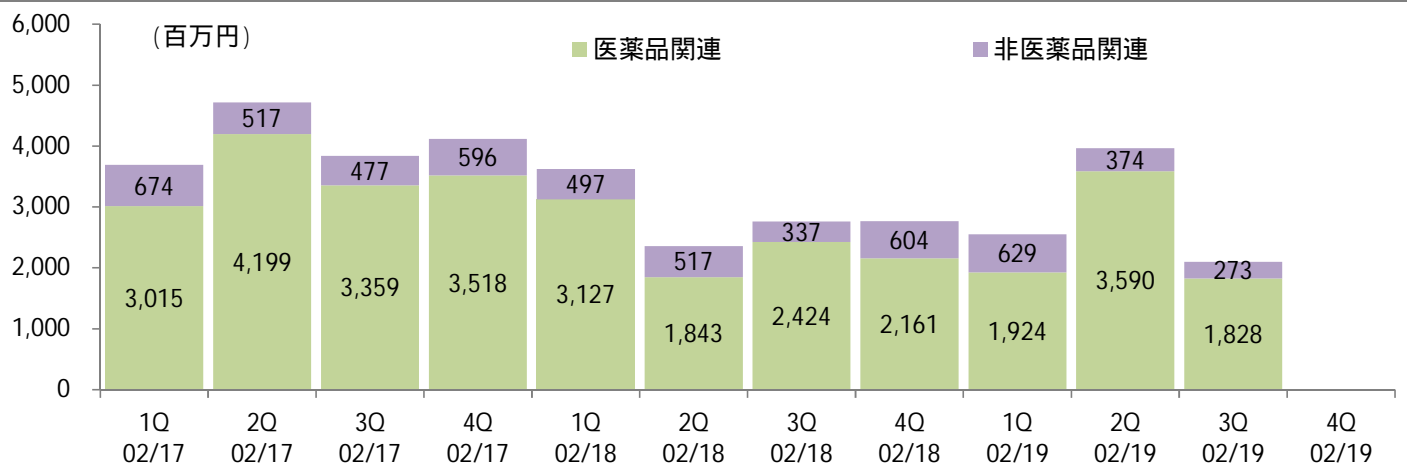


出所：会社データ、弊社計算

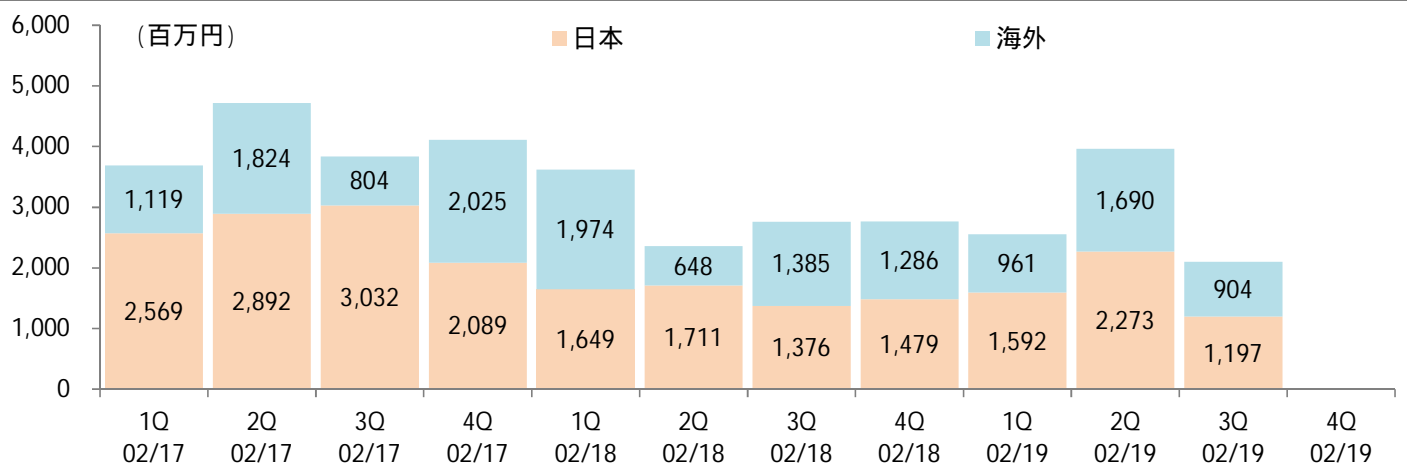
一方、機械部門の受注高は第 3 四半期において大きな調整を余儀なくされており、受注残も減少している。用途別では、医薬品関連及び非医薬品関連の両方で第 2 四半期から第 3 四半期に向けて受注高が調整している一方、地域別では、日本及び海外において同様の推移が認められる。ただし、弊社が機械部門の売上高の中期的なトレンドを推測することを目的として算出している 12 四半期移動平均受注高の推移においては、限定的な調整が発生しているに過ぎない。2019 年 2 月期第 3 四半期に関しては、12 四半期移動平均受注高 3,328 百万円と、前年同期との比較で 3.6%減である。また、2019 年 2 月期第 1 四半期において 5.1%減であったことに鑑みれば、最悪期は既に脱しているとも考えられよう。

機械部門の主力である医薬品関連の中核を形成する造粒・コーティング装置に関しては、受注から売上高の計上に向けてのリードタイムが 8 ヶ月～10 ヶ月とされている一方、様々な要因によっていわゆる期ずれの発生が不可避である。更には、各四半期における大型案件の有無などによる影響なども発生していることなどにも鑑みて、12 四半期（36 ヶ月）に及び受注高の移動平均を分析すれば、中期的な売上高の方向性が示唆されるのではないかとというのが基本的な考え方である。

### 機械部門：用途別受注高



### 機械部門：地域別受注高



出所：会社データ、弊社計算

非医薬品関連の受注高は、中国向けを中心とした二次電池関連製造装置の調整を受けて減少傾向を示している一方、医薬品関連の受注高は2019年2月期第2四半期に一旦大きく回復しているものの、これに引き続く第3四半期においては調整を余儀なくされている。主力の造粒・コーティング装置が減速していることに加えて、新製品である錠剤印刷装置（TABREX）に関しては想定を下回る推移が引き続いてきた。2019年2月期第2四半期時点での会社予想の前提においては、2019年2月期に対して受注高で10台、売上高で5台が織り込まれていたのだが、新規の受注が滞っている模様である。売上高の計上に関しては現状においてこの5台が達成済みとのことであるものの、納入を済ませたユーザーから想定外に多様な錠剤への印字対応を追加的に求められ、最近までハード面での改良に対するリソース集中が行われてきたとのことである。しかし、この改良は現状までに完了しており、同社は積極的な受注活動を再開する途上にある。

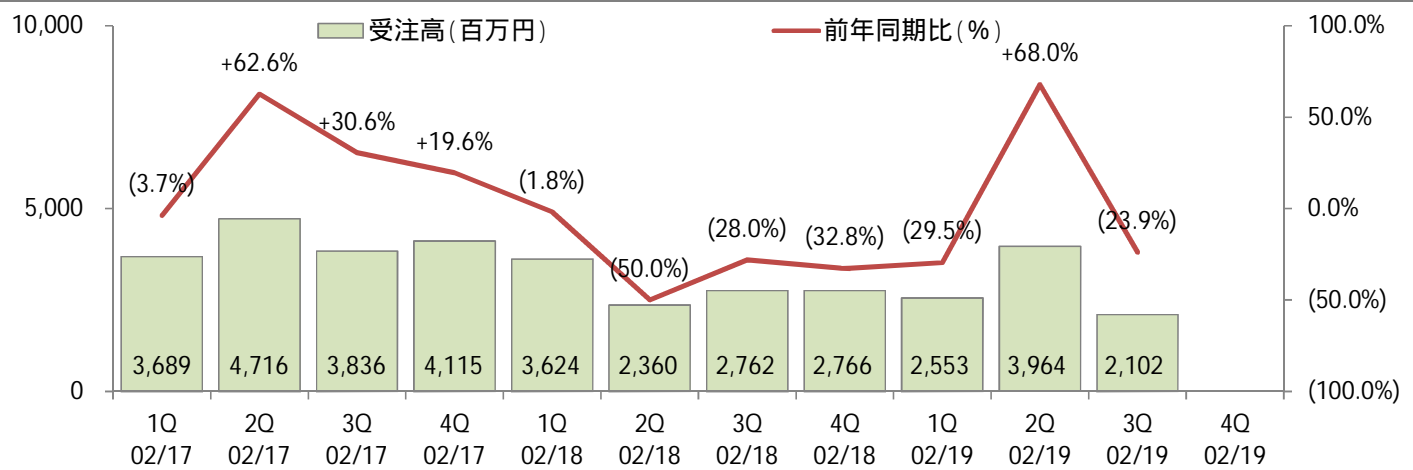
錠剤印刷装置（TABREX）とは、錠剤の誤飲や誤処方回避することを目的として錠剤の表面に錠剤を識別するための情報を「インクジェット式で印刷」する機械装置のことである。従来の「レーザー式で印刷」する機械装置との比較で錠剤の識別性がより優位にあるため、新薬及び後発医薬品業界は、将来に向けて当該情報を「インクジェット式で印刷」する機械装置への設備投資を進めていく方向性があるとされている。識別性の向上に向けてのニーズは、高齢化や在宅医療の進展などで誤飲が起きやすくなっていることを受けて、中長期的にも高まり続けていく模様である。

医薬品関連の中心となる造粒・コーティング装置に関しては、「Granuformer」を軸とした連続生産システムの売上高が計上されており、これが1つのトピックとして挙げられている。2019年2月期第2四半期において、国内大手新薬メーカーに1台納入し売上高を計上したこのシステムに関しては、現状において実験的な生産が実施されているとのことである。原料供給～混合～造粒～乾燥の各生産工程（batch）においてPAT（Process Analytical Technology: プロセス解析工学）を駆使した品質モニタリングが行われており、安定的な連続生産が可能となるとされている。即ち、ユーザーである医薬品メーカーにおいてはより短時間での医薬品の生産ができるようになり、その分だけ効率化を享受できることになる。安全性を最重要視する必要があるため、従来からの医薬品の各生産工程（batch）のそれぞれにおいては一定水準以上の時間を要する人的リソースの活用に基づく品質モニタリングが行われてきたのだが、これを同社独自のフィードバック制御機構で代替していくとのことである。PATによる品質データを短時間で取得することができるとされており、プロセスパラメータに対して即時フィードバックを実施し、管理範囲の逸脱を防ぎ、安定した生産を実現するとされている。

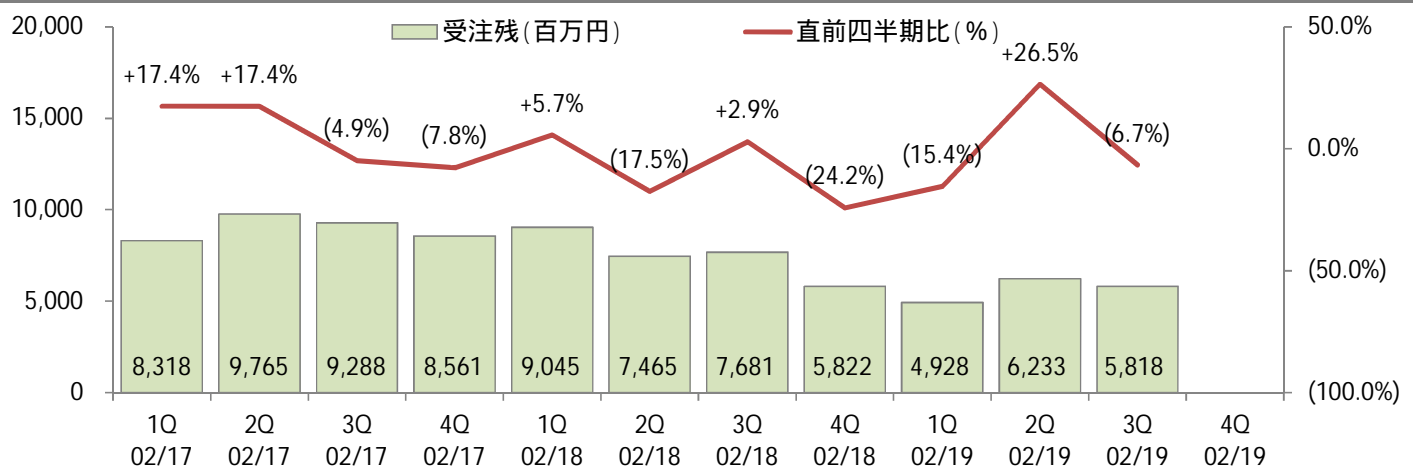
医薬品業界によれば、将来的なことではあるものの、上述の様な「自動化」を進め医薬品の生産における効率性を高めていきたいとのことである。「自動化」された機械装置においては、「異常があれば生産が止まる」ことで不良品は生産されない。即ち、「自動」的に生産されるのではなく、機械装置が、「自」らビルトインされた良し悪しを判断するシステムを「働」かせるとされている。同社としては、中長期的な観点からこれに寄与していきたいとのことである。

また、海外の受注高に関しては、2019年2月期第2四半期において大きな拡大が認められる。2018年7月、先述の米国子会社が、創業以来最大規模となる受注案件をブラジルで獲得したことが主因とされている。同社によれば、ブラジルにおける医薬品関連の機械装置に対する需要が回復傾向を示しているとのことである。

## 機械部門の受注高



## 機械部門の受注残



出所：会社データ、弊社計算

化成品部門では、売上高 4,519 百万円（13.0%増） 営業利益 781 百万円（31.5%増） 営業利益率 17.3%（2.4%ポイント上昇）である。また、医薬品添加剤で売上高 2,346 百万円（25.6%増） 食品品質保持剤で売上高 1,650 百万円（6.2%増） 栄養補助食品で売上高 522 百万円（9.2%減）である。一方、主な仕向地をインド、韓国、台湾とする輸出は内数で売上高 301 百万円（2.7倍）であり、その内容のほとんどが医薬品添加剤とのことである。

堅調な業績推移の主因としては、医薬品の経口剤に使用される医薬品添加剤の売上高が内外で好調に推移していることが挙げられよう。そもそも同事業セグメントの業績は、売上高の規模が大きく付加価値も大きい（売上総利益率が高い）とされる医薬品添加剤の動向に依存して推移する側面が大きい模様である。また、将来に向けても更なる増収が期待されている模様であり、顧客のニーズに迅速かつ的確に対応していくための増産体制に積極的に取り組んでいることが明らかにされている。特に、インドを仕向地とした輸出に大きな拡販ポテンシャルがあるとのことである。更には、海外市場の開拓が本格的に立ち上がりつつある食品品質保持剤についても増収及び増益が達成されており、将来に向けても同様の推移が引き続く可能性が指摘されている。

## 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	連結実績	前年比 純増減
	1Q 02/2018	2Q累計 02/2018	3Q累計 02/2018	4Q累計 02/2018	1Q 02/2019	2Q累計 02/2019	3Q累計 02/2019	4Q累計 02/2019		
<b>売上高</b>	<b>4,472</b>	<b>9,789</b>	<b>13,745</b>	<b>19,801</b>	<b>4,849</b>	<b>9,117</b>	<b>13,243</b>	-	(502)	
売上原価	2,915	6,317	8,993	12,985	3,245	6,100	8,874	-	(118)	
売上総利益	1,556	3,471	4,752	6,816	1,604	3,016	4,368	-	(383)	
販売費及び一般管理費	1,169	2,397	3,599	4,845	1,204	2,423	3,698	-	+98	
<b>営業利益</b>	<b>387</b>	<b>1,074</b>	<b>1,152</b>	<b>1,971</b>	<b>399</b>	<b>592</b>	<b>670</b>	-	(482)	
営業外損益	10	17	21	22	79	91	100	-	+78	
<b>経常利益</b>	<b>397</b>	<b>1,091</b>	<b>1,174</b>	<b>1,994</b>	<b>478</b>	<b>684</b>	<b>770</b>	-	(403)	
特別損益	0	(1)	59	99	21	21	22	-	(37)	
税金等調整前純利益	397	1,089	1,234	2,093	500	705	792	-	(441)	
法人税等合計	123	355	384	615	153	239	269	-	(115)	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>274</b>	<b>734</b>	<b>849</b>	<b>1,477</b>	<b>347</b>	<b>466</b>	<b>523</b>	-	(325)	
売上高伸び率	+14.3%	+11.7%	(6.9%)	(6.4%)	+8.4%	(6.9%)	(3.7%)	-	-	
営業利益伸び率	+31.3%	+56.4%	(20.0%)	(3.4%)	+3.0%	(44.8%)	(41.9%)	-	-	
経常利益伸び率	+26.7%	+54.0%	(21.0%)	(4.9%)	+20.3%	(37.3%)	(34.4%)	-	-	
親会社株主に帰属する当期純利益伸び率	+464.9%	+139.7%	+4.1%	+38.8%	+26.6%	(36.5%)	(38.4%)	-	-	
売上総利益率	34.8%	35.5%	34.6%	34.4%	33.1%	33.1%	33.0%	-	(1.6%)	
販管費売上高比率	26.1%	24.5%	26.2%	24.5%	24.8%	26.6%	27.9%	-	+1.7%	
営業利益率	8.7%	11.0%	8.4%	10.0%	8.2%	6.5%	5.1%	-	(3.3%)	
経常利益率	8.9%	11.2%	8.5%	10.1%	9.9%	7.5%	5.8%	-	(2.7%)	
親会社株主に帰属する当期純利益率	6.1%	7.5%	6.2%	7.5%	7.2%	5.1%	4.0%	-	(2.2%)	
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	31.0%	32.6%	31.2%	29.4%	30.6%	33.9%	34.0%	-	+2.8%	

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 02/2018	2Q 02/2018	3Q 02/2018	4Q 02/2018	1Q 02/2019	2Q 02/2019	3Q 02/2019	4Q 02/2019	
<b>売上高</b>	<b>4,472</b>	<b>5,316</b>	<b>3,956</b>	<b>6,055</b>	<b>4,849</b>	<b>4,267</b>	<b>4,126</b>	-	+169
売上原価	2,915	3,401	2,675	3,991	3,245	2,855	2,773	-	+97
売上総利益	1,556	1,915	1,280	2,063	1,604	1,412	1,352	-	+71
販売費及び一般管理費	1,169	1,227	1,202	1,245	1,204	1,218	1,275	-	+72
<b>営業利益</b>	<b>387</b>	<b>687</b>	<b>78</b>	<b>818</b>	<b>399</b>	<b>193</b>	<b>77</b>	-	0
営業外損益	10	6	4	1	79	11	8	-	+4
<b>経常利益</b>	<b>397</b>	<b>693</b>	<b>82</b>	<b>819</b>	<b>478</b>	<b>205</b>	<b>86</b>	-	+3
特別損益	0	(1)	61	39	21	0	0	-	(61)
税金等調整前純利益	397	691	144	858	500	205	86	-	(57)
法人税等合計	123	231	29	230	153	86	29	-	0
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>274</b>	<b>460</b>	<b>114</b>	<b>628</b>	<b>347</b>	<b>118</b>	<b>57</b>	-	(57)
売上高伸び率	+14.3%	+9.6%	(34.1%)	(5.3%)	+8.4%	(19.7%)	+4.3%	-	-
営業利益伸び率	+31.3%	+75.2%	(89.6%)	+36.3%	+3.0%	(71.8%)	(0.9%)	-	-
経常利益伸び率	+26.7%	+75.7%	(89.4%)	+34.2%	+20.3%	(70.4%)	+4.3%	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益伸び率	+464.9%	+78.5%	(77.4%)	+152.7%	+26.6%	(74.1%)	(50.1%)	-	-
売上総利益率	34.8%	36.0%	32.4%	34.1%	33.1%	33.1%	32.8%	-	+0.4%
販管費売上高比率	26.1%	23.1%	30.4%	20.6%	24.8%	28.5%	30.9%	-	+0.5%
営業利益率	8.7%	12.9%	2.0%	13.5%	8.2%	4.5%	1.9%	-	(0.1%)
経常利益率	8.9%	13.1%	2.1%	13.5%	9.9%	4.8%	2.1%	-	(0.0%)
親会社株主に帰属する当期純利益率	6.1%	8.7%	2.9%	10.4%	7.2%	2.8%	1.4%	-	(1.5%)
法人税等合計 / 税金等調整前純利益	31.0%	33.5%	20.6%	26.8%	30.6%	42.1%	34.0%	-	+13.5%

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	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 02/2018	2Q累計 02/2018	3Q累計 02/2018	4Q累計 02/2018	1Q 02/2019	2Q累計 02/2019	3Q累計 02/2019	4Q累計 02/2019		
機械部門	3,198	7,171	9,747	14,403	3,433	6,145	8,723	-	(1,023)	
化成品部門	1,274	2,617	3,998	5,398	1,416	2,971	4,519	-	+521	
<b>売上高</b>	<b>4,472</b>	<b>9,789</b>	<b>13,745</b>	<b>19,801</b>	<b>4,849</b>	<b>9,117</b>	<b>13,243</b>	-	<b>(502)</b>	
機械部門	+32.5%	+25.9%	(2.6%)	(3.4%)	+7.4%	(14.3%)	(10.5%)	-	-	
化成品部門	(15.0%)	(14.6%)	(16.1%)	(13.6%)	+11.1%	+13.5%	+13.0%	-	-	
<b>売上高(前年比)</b>	<b>+14.3%</b>	<b>+11.7%</b>	<b>(6.9%)</b>	<b>(6.4%)</b>	<b>+8.4%</b>	<b>(6.9%)</b>	<b>(3.7%)</b>	-	-	
機械部門	71.5%	73.3%	70.9%	72.7%	70.8%	67.4%	65.9%	-	-	
化成品部門	28.5%	26.7%	29.1%	27.3%	29.2%	32.6%	34.1%	-	-	
<b>売上高(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	
機械部門	326	868	910	1,631	278	291	295	-	(615)	
化成品部門	196	420	593	801	259	556	781	-	+187	
<b>セグメント利益</b>	<b>522</b>	<b>1,289</b>	<b>1,504</b>	<b>2,432</b>	<b>537</b>	<b>847</b>	<b>1,076</b>	-	<b>(427)</b>	
調整額	(135)	(215)	(351)	(461)	(138)	(254)	(406)	-	(54)	
<b>営業利益</b>	<b>387</b>	<b>1,074</b>	<b>1,152</b>	<b>1,971</b>	<b>399</b>	<b>592</b>	<b>670</b>	-	<b>(482)</b>	
機械部門	+48.1%	+53.1%	(21.1%)	(6.8%)	(14.8%)	(66.5%)	(67.5%)	-	-	
化成品部門	+10.1%	+17.9%	(1.4%)	+7.1%	+32.5%	+32.1%	+31.5%	-	-	
<b>セグメント利益(前年比)</b>	<b>+31.1%</b>	<b>+39.5%</b>	<b>(14.3%)</b>	<b>(2.6%)</b>	<b>+2.9%</b>	<b>(34.3%)</b>	<b>(28.4%)</b>	-	-	
機械部門	62.5%	67.4%	60.5%	67.1%	51.7%	34.4%	27.5%	-	-	
化成品部門	37.5%	32.6%	39.5%	32.9%	48.3%	65.6%	72.5%	-	-	
<b>セグメント利益(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	
機械部門	10.2%	12.1%	9.3%	11.3%	8.1%	4.7%	3.4%	-	(6.0%)	
化成品部門	15.4%	16.1%	14.9%	14.8%	18.3%	18.7%	17.3%	-	+2.4%	
調整額	(3.0%)	(2.2%)	(2.6%)	(2.3%)	(2.9%)	(2.8%)	(3.1%)	-	(0.5%)	
<b>営業利益率</b>	<b>8.7%</b>	<b>11.0%</b>	<b>8.4%</b>	<b>10.0%</b>	<b>8.2%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.1%</b>	-	<b>(3.3%)</b>	

報告セグメント (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 02/2018	2Q 02/2018	3Q 02/2018	4Q 02/2018	1Q 02/2019	2Q 02/2019	3Q 02/2019	4Q 02/2019		
機械部門	3,198	3,973	2,575	4,655	3,433	2,712	2,577	-	+2	
化成品部門	1,274	1,343	1,381	1,399	1,416	1,555	1,548	-	+167	
<b>売上高</b>	<b>4,472</b>	<b>5,316</b>	<b>3,956</b>	<b>6,055</b>	<b>4,849</b>	<b>4,267</b>	<b>4,126</b>	-	<b>+169</b>	
機械部門	+32.5%	+21.0%	(40.2%)	(5.2%)	+7.4%	(31.7%)	+0.1%	-	-	
化成品部門	(15.0%)	(14.2%)	(18.7%)	(5.8%)	+11.1%	+15.8%	+12.1%	-	-	
<b>売上高(前年比)</b>	<b>+14.3%</b>	<b>+9.6%</b>	<b>(34.1%)</b>	<b>(5.3%)</b>	<b>+8.4%</b>	<b>(19.7%)</b>	<b>+4.3%</b>	-	-	
機械部門	71.5%	74.7%	65.1%	76.9%	70.8%	63.6%	62.5%	-	-	
化成品部門	28.5%	25.3%	34.9%	23.1%	29.2%	36.4%	37.5%	-	-	
<b>売上高(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	
機械部門	326	542	41	720	278	13	4	-	(37)	
化成品部門	196	224	172	207	259	296	224	-	+51	
<b>セグメント利益</b>	<b>522</b>	<b>767</b>	<b>214</b>	<b>927</b>	<b>537</b>	<b>309</b>	<b>229</b>	-	<b>+14</b>	
調整額	(135)	(80)	(136)	(109)	(138)	(116)	(151)	-	(14)	
<b>営業利益</b>	<b>387</b>	<b>687</b>	<b>78</b>	<b>818</b>	<b>399</b>	<b>193</b>	<b>77</b>	-	<b>0</b>	
機械部門	+48.1%	+56.2%	(92.9%)	+20.9%	(14.8%)	(97.5%)	(90.0%)	-	-	
化成品部門	+10.1%	+25.7%	(29.4%)	+41.7%	+32.5%	+31.9%	+30.0%	-	-	
<b>セグメント利益(前年比)</b>	<b>+31.1%</b>	<b>+45.8%</b>	<b>(74.2%)</b>	<b>+25.0%</b>	<b>+2.9%</b>	<b>(59.6%)</b>	<b>+6.6%</b>	-	-	
機械部門	62.5%	70.7%	19.5%	77.7%	51.7%	4.3%	1.8%	-	-	
化成品部門	37.5%	29.3%	80.5%	22.3%	48.3%	95.7%	98.2%	-	-	
<b>セグメント利益(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	
機械部門	10.2%	13.7%	1.6%	15.5%	8.1%	0.5%	0.2%	-	(1.5%)	
化成品部門	15.4%	16.7%	12.5%	14.8%	18.3%	19.1%	14.5%	-	+2.0%	
調整額	(3.0%)	(1.5%)	(3.5%)	(1.8%)	(2.9%)	(2.7%)	(3.7%)	-	(0.2%)	
<b>営業利益率</b>	<b>8.7%</b>	<b>12.9%</b>	<b>2.0%</b>	<b>13.5%</b>	<b>8.2%</b>	<b>4.5%</b>	<b>1.9%</b>	-	<b>(0.1%)</b>	

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 02/2018	2Q累計 02/2018	3Q累計 02/2018	4Q累計 02/2018	1Q 02/2019	2Q累計 02/2019	3Q累計 02/2019	4Q累計 02/2019		
日本	2,566	4,559	5,883	8,493	2,783	4,352	5,846	-	(36)	
北米・南米	331	1,119	1,795	2,979	289	1,007	1,726	-	(68)	
欧州・アフリカ	210	1,018	1,287	1,782	80	141	270	-	(1,016)	
中東・アジア・大洋州	88	473	781	1,147	279	643	879	-	+97	
海外	631	2,612	3,864	5,909	649	1,793	2,876	-	(987)	
<b>売上高</b>	<b>3,198</b>	<b>7,171</b>	<b>9,747</b>	<b>14,403</b>	<b>3,433</b>	<b>6,145</b>	<b>8,723</b>	-	<b>(1,023)</b>	
日本	+41.1%	+8.7%	(16.4%)	(10.2%)	+8.5%	(4.5%)	(0.6%)	-	-	
北米・南米	(24.2%)	+1.4%	(5.9%)	(23.3%)	(12.7%)	(10.0%)	(3.8%)	-	-	
欧州・アフリカ	+127.0%	+286.3%	+203.4%	+105.4%	(62.0%)	(86.1%)	(79.0%)	-	-	
中東・アジア・大洋州	+39.7%	+251.8%	+23.6%	+63.3%	+215.0%	+35.8%	+12.5%	-	-	
海外	+6.3%	+73.8%	+30.4%	+8.3%	+2.9%	(31.4%)	(25.6%)	-	-	
<b>売上高(前年比)</b>	<b>+32.5%</b>	<b>+25.9%</b>	<b>(2.6%)</b>	<b>(3.4%)</b>	<b>+7.4%</b>	<b>(14.3%)</b>	<b>(10.5%)</b>	-	-	
日本	80.3%	63.6%	60.4%	59.0%	81.1%	70.8%	67.0%	-	-	
北米・南米	10.4%	15.6%	18.4%	20.7%	8.4%	16.4%	19.8%	-	-	
欧州・アフリカ	6.6%	14.2%	13.2%	12.4%	2.3%	2.3%	3.1%	-	-	
中東・アジア・大洋州	2.8%	6.6%	8.0%	8.0%	8.2%	10.5%	10.1%	-	-	
海外	19.7%	36.4%	39.6%	41.0%	18.9%	29.2%	33.0%	-	-	
<b>売上高(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-	

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	前年比 純増減
	1Q 02/2018	2Q 02/2018	3Q 02/2018	4Q 02/2018	1Q 02/2019	2Q 02/2019	3Q 02/2019	4Q 02/2019	
日本	2,566	1,992	1,323	2,610	2,783	1,568	1,494	-	+170
北米・南米	331	788	675	1,184	289	718	718	-	+43
欧州・アフリカ	210	807	269	494	80	61	129	-	(140)
中東・アジア・大洋州	88	385	307	365	279	363	235	-	(71)
海外	631	1,980	1,252	2,045	649	1,143	1,083	-	(168)
<b>売上高</b>	<b>3,198</b>	<b>3,973</b>	<b>2,575</b>	<b>4,655</b>	<b>3,433</b>	<b>2,712</b>	<b>2,577</b>	-	<b>+2</b>
日本	+41.1%	(16.1%)	(53.5%)	+7.9%	+8.5%	(21.3%)	+12.9%	-	-
北米・南米	(24.2%)	+18.2%	(15.8%)	(40.1%)	(12.7%)	(8.8%)	+6.4%	-	-
欧州・アフリカ	+127.0%	+373.0%	+67.5%	+11.6%	(62.0%)	(92.4%)	(52.0%)	-	-
中東・アジア・大洋州	+39.7%	+441.6%	(38.2%)	+419.0%	+215.0%	(5.5%)	(23.4%)	-	-
海外	+6.3%	+118.0%	(14.3%)	(17.9%)	+2.9%	(42.3%)	(13.5%)	-	-
<b>売上高(前年比)</b>	<b>+32.5%</b>	<b>+21.0%</b>	<b>(40.2%)</b>	<b>(5.2%)</b>	<b>+7.4%</b>	<b>(31.7%)</b>	<b>+0.1%</b>	-	-
日本	80.3%	50.2%	51.4%	56.1%	81.1%	57.8%	58.0%	-	-
北米・南米	10.4%	19.8%	26.2%	25.4%	8.4%	26.5%	27.9%	-	-
欧州・アフリカ	6.6%	20.3%	10.5%	10.6%	2.3%	2.3%	5.0%	-	-
中東・アジア・大洋州	2.8%	9.7%	11.9%	7.9%	8.2%	13.4%	9.1%	-	-
海外	19.7%	49.8%	48.6%	43.9%	18.9%	42.2%	42.0%	-	-
<b>売上高(構成比)</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	<b>100.0%</b>	-	-

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	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 02/2018	2Q 02/2018	3Q 02/2018	4Q 02/2018	1Q 02/2019	2Q 02/2019	3Q 02/2019	4Q 02/2019		
現金及び預金	6,152	6,000	6,392	6,568	5,236	5,245	4,834	-	(1,557)	
受取手形及び売掛金	4,352	5,028	4,341	4,451	4,576	4,377	4,499	-	+158	
たな卸資産	3,094	3,344	4,061	3,185	2,998	2,802	3,220	-	(841)	
その他	720	639	718	579	545	566	653	-	(65)	
<b>流動資産</b>	<b>14,320</b>	<b>15,012</b>	<b>15,514</b>	<b>14,784</b>	<b>13,356</b>	<b>12,991</b>	<b>13,208</b>	-	<b>(2,306)</b>	
有形固定資産	3,205	3,219	3,355	3,370	3,471	3,554	3,580	-	+225	
無形固定資産	43	32	20	102	96	91	93	-	+72	
投資その他の資産合計	869	857	864	868	860	847	843	-	(20)	
<b>固定資産</b>	<b>4,118</b>	<b>4,109</b>	<b>4,240</b>	<b>4,341</b>	<b>4,428</b>	<b>4,493</b>	<b>4,517</b>	-	<b>+277</b>	
<b>資産合計</b>	<b>18,439</b>	<b>19,122</b>	<b>19,755</b>	<b>19,125</b>	<b>17,784</b>	<b>17,484</b>	<b>17,726</b>	-	<b>(2,029)</b>	
支払手形及び買掛金	2,893	3,289	3,273	2,823	2,510	2,142	2,343	-	(929)	
短期借入金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
その他	3,139	2,966	3,458	2,741	2,258	2,169	2,105	-	(1,352)	
<b>流動負債</b>	<b>6,033</b>	<b>6,256</b>	<b>6,731</b>	<b>5,564</b>	<b>4,768</b>	<b>4,312</b>	<b>4,449</b>	-	<b>(2,281)</b>	
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
その他	325	333	336	318	323	319	323	-	(12)	
<b>固定負債</b>	<b>325</b>	<b>333</b>	<b>336</b>	<b>318</b>	<b>323</b>	<b>319</b>	<b>323</b>	-	<b>(12)</b>	
<b>負債合計</b>	<b>6,358</b>	<b>6,589</b>	<b>7,067</b>	<b>5,883</b>	<b>5,092</b>	<b>4,632</b>	<b>4,772</b>	-	<b>(2,294)</b>	
<b>株主資本</b>	<b>12,339</b>	<b>12,800</b>	<b>12,915</b>	<b>13,543</b>	<b>12,973</b>	<b>13,092</b>	<b>13,149</b>	-	<b>+234</b>	
その他調整項目	(258)	(267)	(226)	(301)	(281)	(240)	(196)	-	+30	
<b>純資産</b>	<b>12,081</b>	<b>12,532</b>	<b>12,688</b>	<b>13,242</b>	<b>12,691</b>	<b>12,852</b>	<b>12,953</b>	-	<b>+265</b>	
<b>負債純資産合計</b>	<b>18,439</b>	<b>19,122</b>	<b>19,755</b>	<b>19,125</b>	<b>17,784</b>	<b>17,484</b>	<b>17,726</b>	-	<b>(2,029)</b>	
自己資本	12,081	12,532	12,688	13,242	12,691	12,852	12,953	-	+265	
有利子負債	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
ネットデット	(6,152)	(6,000)	(6,392)	(6,568)	(5,236)	(5,245)	(4,834)	-	+1,557	
自己資本比率	65.5%	65.5%	64.2%	69.2%	71.4%	73.5%	73.1%	-	-	
ネットデットエクイティ比率	(50.9%)	(47.9%)	(50.4%)	(49.6%)	(41.3%)	(40.8%)	(37.3%)	-	-	
ROE (12ヶ月)	11.1%	12.6%	9.0%	11.6%	12.5%	9.5%	9.0%	-	-	
ROA (12ヶ月)	12.3%	13.2%	9.4%	10.4%	11.5%	8.7%	8.5%	-	-	
総資産回転率	97%	111%	80%	127%	109%	98%	93%	-	-	
在庫回転率	3.8	4.1	2.6	5.0	4.3	4.1	3.4	-	-	
在庫回転日数	97	90	139	73	84	90	106	-	-	
当座比率	174%	176%	159%	198%	206%	223%	210%	-	-	
流動比率	237%	240%	230%	266%	280%	301%	297%	-	-	

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	連結実績	前年比 純増減
	1Q 02/2018	2Q累計 02/2018	3Q累計 02/2018	4Q累計 02/2018	1Q 02/2019	2Q累計 02/2019	3Q累計 02/2019	4Q累計 02/2019		
営業活動によるキャッシュフロー	-	(375)	-	594	-	(230)	-	-	-	
投資活動によるキャッシュフロー	-	(224)	-	(493)	-	(190)	-	-	-	
<b>営業活動CF + 投資活動CF</b>	<b>-</b>	<b>(600)</b>	<b>-</b>	<b>100</b>	<b>-</b>	<b>(420)</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	
財務活動によるキャッシュフロー	-	(368)	-	(499)	-	(918)	-	-	-	

出所：会社データ、弊社計算

## 2019年2月期会社予想

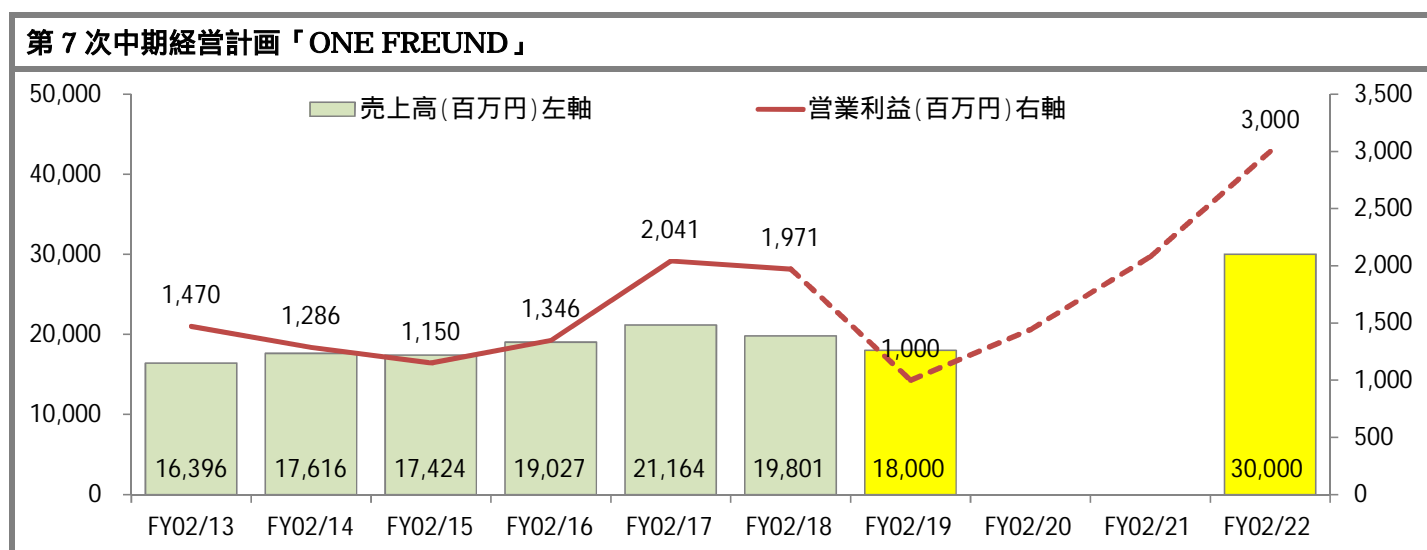
2019年2月期に対する会社予想(修正発表:2019年1月8日)では、売上高18,000百万円(前年比9.1%減)、営業利益1,000百万円(49.3%減)、経常利益1,100百万円(44.8%減)、親会社株主に帰属する当期純利益800百万円(45.9%減)が見込まれている。また、営業利益率5.6%(4.4%ポイント低下)である。当初の会社予想との比較においては下方修正が行われており、その下方修正幅は売上高で2,000百万円(10.0%)、営業利益で900百万円(47.4%)、経常利益で800百万円(42.1%)、親会社株主に帰属する当期純利益で550百万円(40.7%)である。一方、年間配当金予定20.0円は据え置かれており、配当性向が42.1%に達することになる。2018年2月期においては、年間配当金20.0円(配当性向23.3%)であった。

事業セグメント別では、機械部門で売上高12,000百万円(16.7%減)、化成品部門で売上高6,000百万円(11.1%増)が前提である。当初の会社予想においては、機械部門で売上高14,000百万円(2.8%減)が前提とされていた。これに鑑みれば、上述の会社予想の下方修正は機械部門における売上高の下振れによるものであると考えられよう。また、この売上高の下振れの内訳としては、新製品の拡販の遅れで500百万円、非医薬品分野の拡販の遅れで500百万円、顧客による設備投資の下振れで800百万円、期ずれが発生する蓋然性を織り込んだことによる200百万円とのことである。この期ずれの金額の見積に関しては、大型案件の売上高の一部に相当するとされているのだが、期ずれが発生しなかった場合にはこれも発生しない。

また、新製品とは基本的に錠剤印刷装置(TABREX)のことであり、非医薬品分野とは二次電池関連製造装置などのことである。一方、顧客による設備投資の下振れに関しては、後発医薬品及び受託メーカーの動向によるところが大きい模様である。厚生労働省は、2020年9月までのできるだけ早期の段階において[後発医薬品使用割合80%を達成することを目標として掲げている](#)一方、[日本ジェネリック製薬協会](#)によれば2018年7月~9月でこの割合は73.2%と、既にかかなりの高水準が達成されている模様である。これを受けてか、後発医薬品及び受託メーカーには増産投資を控える方向に至っているところもあるものの、海外展開などに向けて増産投資を検討しているところもある模様である。即ち、同社の主要ユーザーに関しては必ずしも設備投資の動きが一律減少ではないのだが、当初の会社予想の前提との比較では、ここでの設備投資意欲の全般的なトレンドは下振れて推移していると考えられよう。

## 中長期業績見通し

同社は、2017年4月11日、第7次中期経営計画「ONE FREUND」(2018年2月期～2022年2月期)を開示している。最終年度である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%以上(2017年2月期の実績:9.0%)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月期に向けての5年間における年平均で増収率7.2%、増益率8.0%が見込まれていることになる。一方、2017年2月期に至る5年間の実績においては、増収率6.8%、増益率13.9%であった。これに鑑みれば、同社は、将来に向けても従来通りに近い増収率及び増益率を達成していくことを計画していると考えられよう。ただし、2017年2月期に至る5年間と同様に、毎年安定的かつリニアに増収及び増益となることはそもそも織り込まれていない。

当初の3年間(2018年2月期～2020年2月期)は、「成長基盤の構築」を行う期間とされており業績は「フラットに推移」することが前提である。また、当該期間においては、新製品の開発、非医薬品関連への注力、海外市場の開拓、以上の施策を実施し、後半2年間(2021年2月期及び2022年2月期)の「飛躍期」における増収及び増益を達成する準備を進めることも前提として挙げられている。

2018年2月期の実績においては、これに沿った業績推移が達成されており、2019年2月期に対する当初の会社予想においても、売上高20,000百万円、営業利益1,900百万円と、これに沿った業績推移となることが見込まれていた。ただし、機械部門の売上高が下振れていることから、現状においては、2019年2月期に対して売上高18,000百万円(前年比9.1%減)、営業利益1,000百万円(49.6%減)が見込まれている。

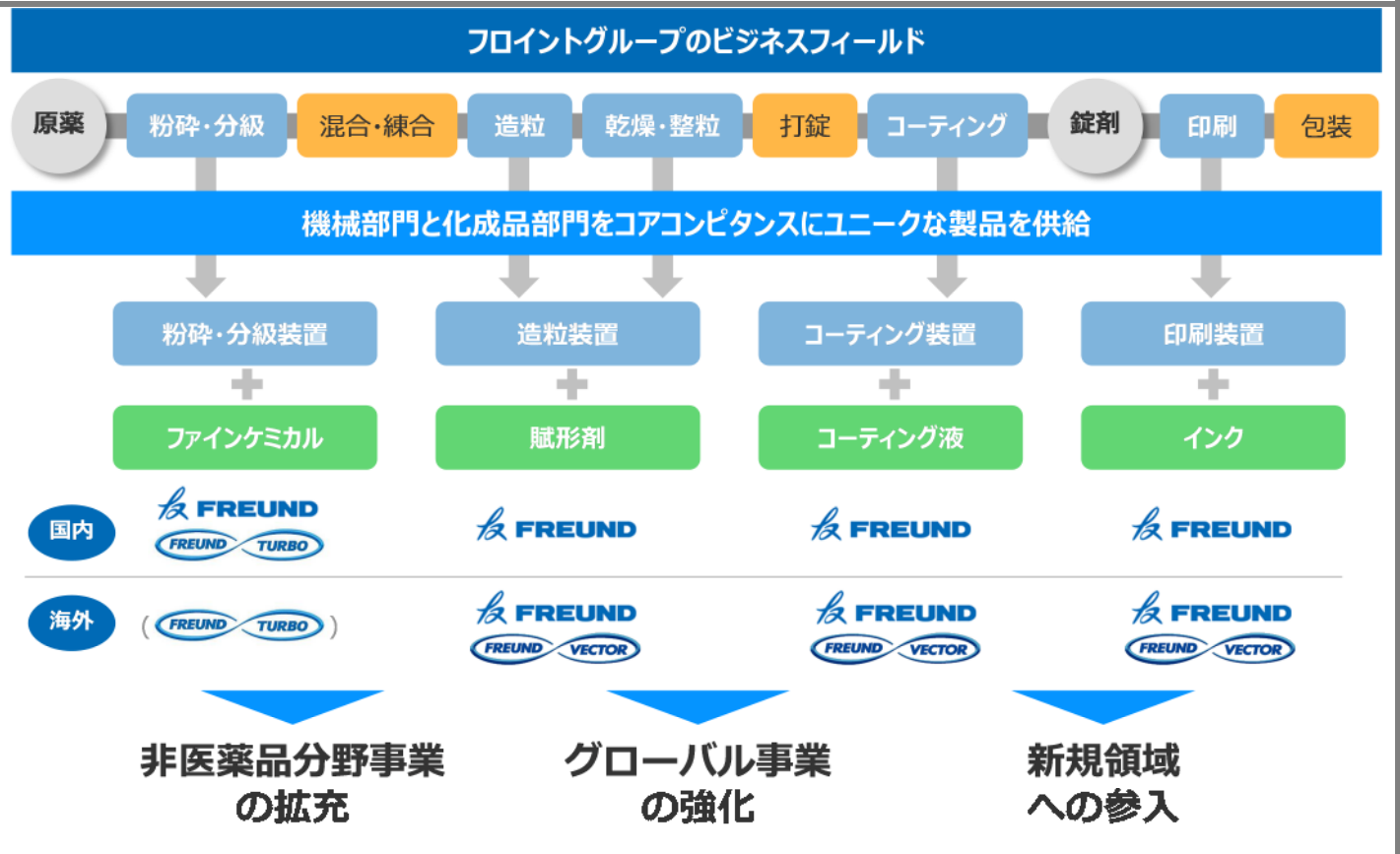
一方、同社としては、上述の～の施策の実施をより強化することなどを通して、最終年度である2022年2月期に対する業績目標を達成することを計画している模様である。海外市場の開拓に関しては、特に新興国でのニーズに沿った低価格製品の開発を強化していくとのことである。機械部門に関しては、2021年2月期の受注動向が最終年度である2022年2月期の業績推移を決定する度合いが大きいことなどにも鑑みて、同社は、第7次中期経営計画の業績目標を据え置いている。

## 4.0 ビジネスモデル

### 独自の製剤技術がキーテクノロジー

同社の主力事業は、独自の製剤技術を用いた医薬品関連の造粒・コーティング装置の開発・製造・販売を行うことである。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(ドイツ)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、市場シェアトップ(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とのことである。

### 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

機械部門の主力である医薬品関連の中核を占める造粒・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これ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="229 488 403 517">Granuformer</p>	 <p data-bbox="746 533 869 562">TABREX</p>	 <p data-bbox="1091 533 1481 562">グラニュートールF（ファイン）</p>
<p data-bbox="92 622 541 701">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="566 622 1051 745">錠剤の誤飲や誤処方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="1080 622 1498 701">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。医薬品添加剤とは、医薬品の製造における原薬の製剤化において、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使用される副原料であり、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。また、同社は、バームクーヘンなど様々な食品の品質保持に用いられる食品品質保持剤などにも関与している。

## 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：〒104-0061 東京都中央区銀座 1-13-1 ヒューリック銀座一丁目ビル 4 階

URL: [www.walden.co.jp](http://www.walden.co.jp)

E-mail: [info@walden.co.jp](mailto:info@walden.co.jp)

電話番号：03 (3553) 3769