

フロイント産業株式会社

(6312 東証ジャスダック)

発行日 2014年2月6日

創業以来黒字を誇る、老舗医薬品製造機械メーカー

製薬業界向けに医薬品製造装置及び医薬品添加剤を製造

一般消費者には馴染みが薄いですが、医薬品製造機械「造粒・コーティング装置」の分野で国内シェア 7 割を誇る業界のパイオニア。医薬品製造機械などの製造販売を手掛ける機械部門(売上比率 60%)を中心に、化成品部門(同 40%)で、医薬品添加剤・食品品質保持剤の製造販売及びサプリメントの受託製造などを展開している。

「造粒・コーティング装置」が注目されることが多いが、同社の強みとなるのは「製剤技術」(薬の構造を決めるノウハウ・技術)で、製薬会社が相談にくるほどフロイント産業の技術力は高い。「製剤技術」を活用し、新たな剤型の開発、既存医薬品の改良・機能の付加などの提案を行い、自らで「医薬品製造機械」や「医薬品添加剤」の販売機会の創出及び需要の掘り起し・開拓が可能な点がフロイント産業ならではの強みとなっている。

業績は堅調ながら、増収スピードはやや失速

国内医薬品市場の拡大などを背景に、業績は堅調に推移。近年はサプリメントの受託製造が好調で、増収・増益が続いている。本四半期の決算については、前年同期並み、計画対比ではやや見劣りする着地となった。増収スピードの減速の背景にあるのは、①米国子会社の売上の期ズレ(機械部門)、②産業用機械の伸び悩み(機械部門)、③大型新薬の特許切れによる医薬品添加剤売上の失速(化成品部門)の3点。2013年12月に信越化学工業と共同開発したOD錠(口腔内崩壊錠)向け直打錠剤をリリースするなど明るい材料もあるが、通期の実績は、増収幅は縮小、前年対比微増での着地となる公算が高い。

現在注力しているのは、インドなど新興市場の開拓。これら新興市場の潜在力は高いが、現地のニーズとのギャップ(価格か品質か)にどのように対応していくかが課題となる。また中長期的には、新薬開発の難易度向上やバイオ医薬品の台頭など創薬環境変化に伴う需要構造の変化なども注視していく必要がある。

◆業績動向

単位:百万円

年度	売上高	前期比	営業利益	営業利益率	経常利益	経常利益率	当期純利益	純利益率	EBITDA	EPS(円)
2012年2月 実績	15,236	14.9%	1,065	7.0%	1,123	7.4%	609	4.0%	1,368	70.59
2013年2月 実績	16,397	7.6%	1,470	9.0%	1,618	9.9%	765	4.7%	1,573	88.76
2014年2月 会社予想	18,500	12.8%	1,750	9.5%	1,760	9.5%	950	5.1%	n.a.	110.18
第3四半期累計	売上高	前期比	営業利益	営業利益率	経常利益	経常利益率	当期純利益	純利益率	EBITDA	EPS(円)
2013/2-3Q 実績	12,566	16.2%	1,241	9.9%	1,357	10.8%	565	4.5%	n.a.	n.a.
2014/2-3Q 実績	12,427	-1.1%	1,000	8.0%	1,046	8.4%	539	4.3%	n.a.	n.a.
2014/2-3Q 進捗率	67.2%	n.a.	57.2%	n.a.	59.4%	n.a.	56.8%	n.a.	n.a.	n.a.

ベーシックレポート

(2014年2月期 第3四半期)

(株)スクアード・リサーチ&コンサルティング

奥山 智子/坂本 貞夫

会社概要

会社名	フロイント産業株式会社
証券コード	6312
上場市場	東証ジャスダック
所在地	東京都新宿区
代表者	伏島 巖
設立	1964年4月22日
資本金	1,036 百万円
上場	1996年7月24日
URL	http://www.freund.co.jp
業種	製造業>機械>化学機械
決算	2月末日

主要株式指標

(2014年1月31日時点)

株価	1,426 円
年初来高値	2,300 (2013/5/10)
年初来安値	1,140 (2013/1/16)
発行済株式数	9,200,000 株
売買単位	100 株
時価総額	13,119 百万円
予想配当	25.00 円
予想EPS	110.18 円
実績EPS	88.76 円 (2013/2月)
実績PER	16.07 倍
実績PBR	1.26 倍

One-Page Summary

会社名	フロント産業株式会社	英文名	Freund Corporation	設立年月日	1964/4/22
本社住所	東京都新宿区大久保1-3-21	URL	http://www.freund.co.jp/	代表者氏名	伏島 巖
上場市場	東証JASDAQスタンダード	証券コード	6312	格付け	n.a.
業種	製造業>機械>化学機械	資本金	1,036 百万円	従業員数	単体 174 人
幹事証券	大和証券	メインバンク	三菱東京UFJ銀行	(正社員)	連結 348 人
監査法人	新日本有限責任監査法人	継続性の注記	なし	平均給与	単体 6.3 百万円
事業内容	①機械部門と②化成部品部門の2事業部体制。①機械部門では、製薬会社を中心に食品・化学等の業界向けに造粒・コーティング装置及びプラントエンジニアリングを、②化成部品部門では、医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養補助食品等の開発・製造販売などを展開。「造粒・コーティング装置」の分野で国内シェア7割を誇る業界のバイオニア。日本での売上が8割弱を占めるが、米国子会社FREUND-Vector社などを通じ、米国、欧州、中南米などでもカバー。近年はインドを中心に、アジアエリアでの拡販に努めている。				
今後の展望	医薬品市場の拡大を背景に当社の業績も底堅く推移すると予想される。ジェネリック医薬品推進の流れもプラス材料となる。懸念されるのは、新薬向けの売上。新薬開発の難易度向上やバイオ医薬品へのシフトなど医薬品業界の環境変化を受け、中長期的には需要構造の変化(ジェネリックメーカー、サプリメント関連売上の比率の上昇)が進むと予想される。今後、インドなど新規市場の開拓の重要性が増してくるが、新興市場のニーズとのギャップ(価格か品質か)にどのように対応していくかが課題となる。				



基準日: 2014年1月31日

終値(円)	時価総額	EV	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り
1,426	13,119	9,160	16.07	1.26	1.4%
会計年度	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	期初変
最高(円)	622	610	540	1,545	2,300
最低(円)	390	355	320	500	1,410
EPS(円)	65.41	59.96	70.59	88.76	n.a.

注: 2010年2月期の株価は、2009年6月1日の株式分割(1株→2株)による権利落後の値

損益計算書関連	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
売上高	12,943	13,258	15,236	16,397
売上高総利益	4,268	3,940	4,612	5,083
営業利益	970	680	1,065	1,470
経常利益	952	698	1,123	1,618
当期純利益	564	517	609	765
減価償却費	213	257	264	233
研究開発費	312	355	390	435
支払利息	1	2	1	2
償却前営業利益	1,183	937	1,329	1,703
EBITDA	1,169	929	1,368	1,573
設備投資額(CAPEX)*	176	470	134	180
EBITDA-CAPEX	993	459	1,233	1,393

*有形固定資産及び無形固定資産取得額合計

貸借対照表関連	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
現預金	3,073	2,133	3,035	3,617
売上債権	3,599	4,150	4,955	4,765
棚卸資産	1,381	1,416	1,874	2,102
その他流動資産	430	562	691	600
流動資産合計	8,483	8,262	10,555	11,085
有形固定資産	2,531	2,947	2,862	2,910
無形固定資産	66	35	27	30
投資その他	969	953	899	946
固定資産合計	3,567	3,935	3,787	3,886
資産合計	12,050	12,197	14,342	14,971
流動負債	3,528	3,501	5,205	5,016
固定負債	583	623	648	640
負債合計	4,110	4,125	5,853	5,656
株主資本	16,149	16,675	17,558	19,035
その他純資産項目	125	119	133	118
純資産合計	7,940	8,072	8,490	9,315
有利子負債残高**	-	-	-	-

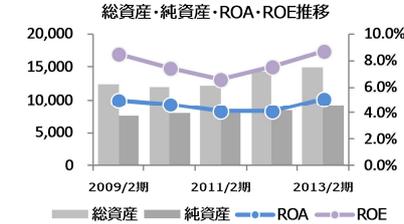
**リース債務除く

キャッシュフロー関連	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
営業活動によるCF	458	65	1,219	741
投資活動によるCF	(198)	(624)	(155)	(332)
フリーキャッシュフロー	260	(558)	1,064	408
財務活動によるCF	(154)	(197)	(135)	(165)
換算差額	(43)	(161)	(27)	110
ネットCF	63	(916)	903	353

EBITDA: Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization. 税金等調整前当期純利益+支払利息+減価償却費(原価分含む)
 EV: Enterprise Value、企業価値=時価総額+(有利子負債-現預金-有価証券)として算定。なお有利子負債にリース債務は含めていない。

主要株主 持株比率%

伏島靖豊	10.3%
㈱エフ・アイ・エル	9.3%
㈱三菱東京UFJ銀行	4.7%
㈱三井住友銀行	4.0%
㈱大川原製作所	3.7%
その他	68.0%
	100.0%



セグメント情報 2013/2月期

	売上金額	売上シェア%	利益	利益率
機械部門	9,915	60.5%	1,172	11.8%
化成部品部門	6,482	39.5%	565	8.7%
調整額	-	-	(267)	-
合計	16,397	100.0%	1,470	9.0%

前期四半期データ 2013/2月期

	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
売上	4,729	3,951	3,887	3,831	16,397
営業利益率	10.4%	10.1%	8.9%	6.0%	9.0%
四半期売上構成比	28.8%	24.1%	23.7%	23.4%	100.0%

直近四半期データ 2014/2月期

	1Q	2Q	3Q	1Q-3Q累計	通期計画
売上	4,657	4,225	3,545	12,427	18,500
営業利益	562	281	156	1,000	1,750
営業利益率	12.1%	6.7%	4.4%	8.0%	9.5%
売上対前年比	-1.5%	6.9%	-8.8%	-1.1%	12.8%

注:青字は計画値

Key Indicator	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
売上高増加率 (%)	-4.0%	2.4%	14.9%	7.6%
営業利益率 (%)	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%
経常利益率 (%)	7.4%	5.3%	7.4%	9.9%
当期純利益率 (%)	4.4%	3.9%	4.0%	4.7%
償却前営業利益/売上高 (%)	9.1%	7.1%	8.7%	10.4%
EBITDA/売上高 (%)	9.0%	7.0%	9.0%	9.6%
原価率 (%)	67.0%	70.3%	69.7%	69.0%
販管費率 (%)	25.5%	24.6%	23.3%	22.0%
研究開発費率 (%)	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%
ROA (%)	4.7%	4.2%	4.2%	5.1%
ROE (%)	7.4%	6.6%	7.5%	8.7%
流動比率 (%)	240.5%	235.9%	202.8%	221.0%
自己資本比率 (%)	64.9%	65.2%	58.3%	61.4%
D/Eレシオ (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00
Valuation	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
時価総額 (百万円)	4,462	4,057	4,609	13,616
EV (百万円)	1,389	1,925	1,574	9,999
EV/売上高 (倍)	0.11	0.15	0.10	0.61
EV/EBITDA (倍)	1.19	2.07	1.15	6.36

目次

1	会社概要	
(1)	ビジネス概要	P4
(2)	会社沿革	P7
(3)	株主構成	P8
(4)	役員構成	P9
(5)	従業員の状況	P9
(6)	関係会社及び主要施設	P10
2	業績ハイライト	
(1)	連結業績ハイライト(年次)	P12
(2)	直近四半期の状況	P13
3	市場環境	
(1)	日本の医薬品市場の動向	P14
(2)	世界の医薬品市場の動向	P16
4	セグメント概況及びビジネスモデル	
(1)	機械部門(ビジネスモデル・業績推移)	P17
(2)	化成品部門(ビジネスモデル・業績推移)	P22
(3)	コスト分析	P26
(4)	財務概況	P28
(5)	キャッシュフロー概況	P30
5	成長戦略及び SWOT 分析・リスク要因	
(1)	経営計画及び成長戦略	P31
(2)	SWOT 分析及びリスク要因	P32
6	競合分析	
(1)	機械部門競争環境	P35
(2)	化成品部門競争環境	P37
7	株価動向・投資リターン分析及び株主還元政策	
(1)	株価動向	P38
(2)	投資リターン分析	P39
(3)	株主還元・配当政策	P41
(4)	資本コスト	P41

1. 会社概要

1-(1) ビジネス概要

事業部は機械部門と化成品部門の二つ。

売上比は機械 67.5%、化成品 32.5% (2013年2月期)

◆事業部は機械部門と化成品部門の二つ

事業は①機械部門と②化成品部門の二つで構成されており、2013年2月期の売上 164 億円のうち、①機械部門が 60.5% (99 億円)、②化成品が 39.5% (65 億円) を占める。営業利益 (連結調整前 17 億円) については、①機械部門 67.5% (12 億円、セグメント利益率 12%)、②化成品 32.5% (6 億円、同 9%) の構成となっており、相対的に機械部門の方が利益率は高いが、両部門とも黒字を達成している。

コアとなる製品は、「医薬品製造機械」と「医薬品添加剤等の化成品」であるが、世界屈指の製剤技術 (薬の構造を決めるノウハウ・技術) をベースに、開発段階から医薬品などの製造に関与している点が同社の強みとなっている。

機械部門

- ✓ 造粒装置
- ✓ コーティング装置
- ✓ 乾燥装置
- ✓ 錠剤印刷装置
- ✓ シームレスミニカプセル装置
- ✓ 検査機
- ✓ 集塵装置
- ✓ 洗浄装置
- ✓ 試験及び測定機器
- ✓ プラントエンジニアリング など



造粒装置
(グラニューマイスト)



コーティング装置
(ハイコーターFZ)

化成品部門

- ✓ 医薬品添加剤
- ✓ 食品品質保持剤
- ✓ 食品品質保持関連機器
- ✓ 機能性食品原料
- ✓ 受託製造
- ✓ 活性化技術
- ✓ オイルアジュバンド など



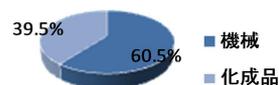
医薬品添加剤
(ノンパレル)



食品品質保持剤
(アンチモールド)

機械部門	医薬品メーカーを中心に、ファインケミカルや食品業界向けに造粒装置やコーティング装置などを製造・販売。
化成品部門	医薬品添加剤、食品品質保持剤の製造販売のほか、健康食品の受託製造などを展開。

部門別売上構成



◆セグメント別業績概況

単位: 百万円

		2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
売上高	機械	9,068	7,951	8,095	9,583	9,914
	化成品	4,410	4,992	5,163	5,654	6,482
	全社売上	13,478	12,943	13,258	15,236	16,397
営業利益	機械	928	838	620	907	1,172
	化成品	426	491	389	470	565
	計	1,354	1,328	1,009	1,378	1,737
	調整額	(396)	(358)	(329)	(312)	(267)
	全社営業利益	958	970	680	1,065	1,470
営業利益率	機械	10.2%	10.5%	7.7%	9.5%	11.8%
	化成品	9.7%	9.8%	7.5%	8.3%	8.7%
	全社	7.1%	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%

出所: 有価証券報告書を基にSQUADD作成

【機械部門】

機械部門は医薬品製造機械の「造粒装置」と「コーティング装置」が主力商品

「造粒」とは？

「コーティング」とは？

◆機械部門：医薬品製造における「造粒」及び「コーティング」の位置づけ

機械部門では、造粒装置、コーティング装置のほか、錠剤印刷装置や乾燥装置など医薬品等の製造過程で用いられる機械装置の製造・販売を行っている。主力製品は、造粒装置とコーティング装置の2つであり、概ね機械部門の8割強を医薬品関連装置の売上が占める。

なお、一概に医薬品と言っても様々な形状の製品が存在しており、かつ形状に応じ製造プロセスも異なるため、医薬品の製造工程、造粒・コーティングの位置づけ及び役割について簡単に触れる(下図参照)。

一般的に医薬品の製造は、①医薬品の有効成分である「原薬の製造」と②原薬を加工し使用に適する形に成形する「製剤工程」の二つに分類される。フロイント産業が製造する機械装置は②の「製剤工程」で使用される。

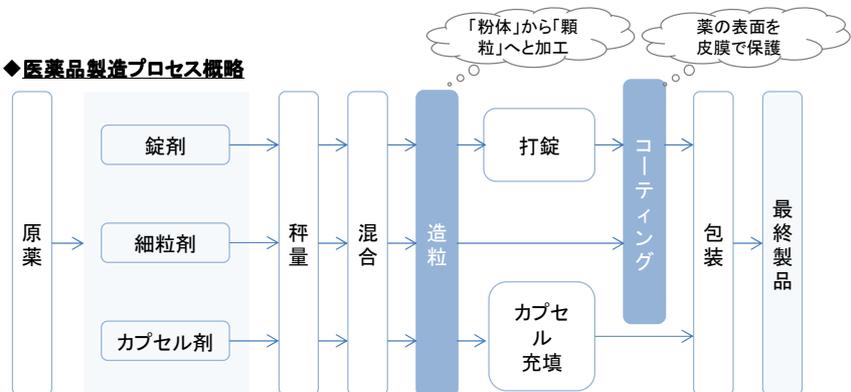
②製剤工程では、まず原薬と賦形剤、安定剤などの医薬品添加剤をふるいにかけて秤量し、混合作業が行われる。その後、精製水などを加え攪拌し、粉末の状態から顆粒へと加工される。この粉末から顆粒への加工を「造粒」と呼ぶ。造粒には飛散防止や流動性の向上など取扱いやすさの改善のほか、溶解性の向上、均質性の付与などの効果がある。

その後、錠剤の場合、打錠機で顆粒から錠剤へと成形され、機能性被膜で錠剤の表面のコーティングが行われる。「コーティング」は、医薬品の品質や効果の維持に重要な役割を果たしており、かつ体内での溶出のコントロール、苦みの遮断などの機能も有している。コーティングされた製品はその後、検査や包装工程などを経て最終製品となり出荷される。

フロイント産業は「造粒・コーティング装置」の国内シェア約7割(同社推定)を有しており、「ハイコーターFZ」など造粒・コーティング装置が主力商品となっているが、混合-造粒-コーティング-乾燥まで複数の工程をカバーする装置に加え、インクジェット方式を採用し錠剤に触れることなく、素錠やOD錠(口腔内崩壊錠)への印刷を可能にした錠剤印刷装置「タブレックス」などの取扱いも開始している。

また、同社の機械は、医薬品業界のほか、食品分野および香料、種子、トナー、ニューセラミックス、触媒などの分野でも活用されている。

◆医薬品製造プロセス概略



出所：会社統合報告、ファイザーHP、田辺三菱製薬HPなどを基にSQUADD作成

【化成品部門】

「医薬品添加剤」、「食品品質保持剤」、「健康食品」の3分野で事業を展開

①医薬品添加剤：
薬効はないが、製剤において必要な役割を持つ

②食品品質保持剤：
エタノール蒸散系製品はフロイント産業が開発

③健康食品：
サプリメントの開発段階から関与

◆化成品部門：「医薬品添加剤」「食品品質保持剤」「健康食品」が三本柱

化成品部門は、①医薬品添加剤、②食品品質保持剤、③健康食品・その他の3つが柱となっており、部門内の売上構成は、①医薬品添加剤:約3割、②食品品質保持剤:約3割、③健康食品・その他:約4割となっている。

①医薬品添加剤は製剤に含まれる有効成分(原薬)以外の物質のことである。医薬品に含まれる有効成分はごく少量であり、添加剤が重量の97%程度を占め、品質の安定化、有用性の向上、製剤の容易化などを目的としてほぼ全ての医薬品で使用されている。賦形剤(カサ増し)、安定剤、乳化剤、矯味剤(苦みを抑える)など様々な用途の添加剤が存在し、その種類は1,000以上に上ると言われている。フロイント産業は顆粒製剤(カプセル剤の中身)の核となる「球形粒」に強く、同分野では業界トップの座にある。

なお、医薬品添加剤自体には薬効はないが、原薬の効果を適切に発揮させるなどの機能も有しており、医薬品開発・製造において非常に重要な役割を果たしている。

医薬品添加剤として使用できる品目や規格については、日本薬局方などにより規定が設けられており、製造設備についても薬事法に基づき厚労省が定めた「医薬品及び医薬部外品の製造管理及び品質管理の基準に関する省令(GMP、Good Manufacturing Practice)」に準拠した設備での生産が求められる。

②食品品質保持剤は洋菓子やパンなどの食品包装内に添付される四角い小袋状の製品であり、食品の鮮度・品質を保持に利用されている。食品品質保持剤には、(a)鉄の酸化を応用し、酸化防止、菌の繁殖の抑制を図る「脱酸素剤系」と、(b)エタノールを蒸散し水分を保持しながら静菌を図る「エタノール蒸散系」の大きく二つのタイプが存在する。フロイント産業グループは「エタノール蒸散系」の開発の祖であり、現在も「エタノール蒸散系」が中心の製品ラインナップとなっているが、エタノールと脱酸素剤を混合した製品も展開。さらに2012年には、「やわらかさ」と「しっとり感」を維持する機能を併せ持つ製品を開発。半生洋菓子に加え、従来は使用されてこなかった餅菓子や饅頭などの和菓子にも対応する製品をリリースしている。

③健康食品事業では、サプリメント等の栄養補助食品の受託製造などを展開している。サプリメント市場の拡大に伴い本業務も拡大。同業界の中では後発組となる、食品会社やヘルスケア会社などを対象に、サプリメントの開発の段階から関与し、共同で製品の開発を行っている。素材のはやりすたりが早い業界であるが、「効果」を重視するトレンドが強まりつつあることから、製剤技術などに造詣のあるフロイント産業への引き合いは増加傾向にある。なお実際の製造については、外注先にアウトソースしている。

1-(2) 会社沿革

コア技術をベースに水平方向、海外へと事業範囲を拡大

◆2014年4月に創業50周年を迎える

世界に先駆け、1964年に医薬品製造装置「自動フィルムコーティング装置」及びその装置で使用する「フィルムコーティング液」を開発し創業。2014年4月を以て創業50周年を迎える。

技術に立脚した堅実な経営をモットーとしており、ほぼ毎年新製品のリリースを行うとともに、多数の企業と技術提供契約を締結している。

製剤機械と医薬品添加剤を基軸としつつ、1980年に食品品質保持剤の製造を開始、近年はサプリメントなど健康食品の受託製造を本格化するなど、コア技術をベースに水平方向に事業範囲を拡大。1997年のVECTOR Corporation (USA、現FREUND-VECTOR Corporation)の買収を契機に海外展開にも注力していった。

また、2010年にはターボ工業(株)(現フロイント・ターボ(株))を買収し、医薬品以外の産業向けの機械装置製造分野へと裾野の拡大図っている。

年	事項
1964年	医薬品用「自動フィルムコーティング装置」及び「フィルムコーティング液」を開発し、会社創立
1979年	VECTOR Corporation (USA) と「ハイコーター」の特許、技術供与契約を締結(*1)
1980年	フロイント化成(株)(2013年11月に吸収合併)を設立し、食品保持剤の製造を開始 (株)大川原製作所と「フローコーター」に関する業務提携契約を締結(*2)
1986年	VECTOR Corporation (USA) と「フローコーター」の技術供与契約を締結
1987年	SEPPIC (FRA) と食品品質保持剤「アンチモールド」の技術供与契約を締結
1993年	VECTOR Corporation (USA) と「ローラーコンパクター」の技術供与契約を締結(*2) DMV (NDL) と医薬品添加剤「ダイラクトーズ」の技術供与契約を締結
1996年	日本証券業協会に株式を店頭登録
1997年	VECTOR Corporation (USA、現 FREUND-VECTOR Corporation)を買収
2001年	治験薬受託製造会社VPS Corporation (USA) を設立
2004年	ジャスダック証券取引所に株式を上場
2007年	VPS Corporation (USA) をシミック(株)へ譲渡
2010年	FREUND PHARMATEC LTD. (IRL) をアイルランドに設立 ターボ工業(株)(現フロイント・ターボ(株))を買収
2014年	連結子会社 フロイント化成(株)を吸収合併(予定)

*1:ハイコーター:コーティング装置の一つ

*2:フローコーター及びローラーコンパクター:造粒装置の一つ

出所:有価証券報告書等

<参考：「FREUND」の由来>

フロイントはドイツ語で“友達”を意味します。当社の創業者（現 代表取締役会長）が創業の構想を友人と考えていたとき、社名の話になり、二人は Freund(友達)だから・・・と、フロイントと名付けることとなりました。また、その時の“ペン”（コーティング装置）と“インク”（コーティング剤）の構想（ビジネスモデル）は、今日のハード（機械・装置）＆ソフト（医薬品添加剤など）両者を扱う形で、当社の事業モデルへと発展しております。なお、当社のロゴは創業時に、“友”という文字のくずし字をデザイン化したものです。（出所：会社資料）

1-(3) 株主構成

最大株主は創業者である代表取締役会長の伏島靖豊氏

2009年6月に株式分割を実施

◆2009年6月の株式分割もあり、株主数は2009/2期末の約1,300人から2013/2期末には約2,250人へと約1.7倍増加

最大株主は創業者でもある代表取締役会長の伏島靖豊氏で、約10%の株式を保有。また、第2位の株主である(株)エフ・アイ・エルは創業者の持株会社である。なお、第5位の(株)大川原製作所は流動層造粒コーティング装置などの機械製造のアウトソーシング先の一つで1980年に業務提携契約を締結、現在も提携関係にある。またフロイント産業社は同社の株式1億64百万円(約6%)を保有している。

直近5年間において大株主の構成に大きな変動はなく、上位10株主の所有割合も概ね45%~50%程度の水準にあるが、2009年6月に株式分割(1株→2株)を実施し、流動性の改善が図られた点など寄与し、個人株主数が2009年2月期末の約1,250人から2011年2月期末には約1,800人へ増加。また、2012年に入り株価が概ね500円台から1,200円程度にまで上昇、2013年5月には2,300円をつけるなど高水準での推移が続いた点も影響し、2013年2月期末には個人株主数が約2,150人にまで増加している(株価の詳細は、7-(1)株価動向P38を参照)。なお、所有者のタイプ別では、個人・その他が約5割、金融機関約2割、その他法人約2割、外国法人等及び金融商品取引業者が約1割の構成が続いている(所有割合ベース)。

順位	大株主	所有株式数	所有割合	
1	伏島靖豊	947	10.3%	代表取締役会長
2	(株)エフ・アイ・エル	856	9.3%	創業者の持株会社
3	(株)三菱東京UFJ銀行	430	4.7%	
4	(株)三井住友銀行	372	4.0%	
5	(株)大川原製作所	336	3.7%	業務提携先
6	フロイント従業員持株会	295	3.2%	
7	日本マスタートラスト信託銀行(株)	264	2.9%	
8	日本トラスティー・サービス信託銀行(株)	251	2.7%	
9	(株)静岡銀行	184	2.0%	
10	明治安田生命保険相互会社	180	2.0%	
上位10株主合計		4,118	44.8%	
その他		5,082	55.2%	
合計		9,200	100.0%	

注：2013年2月末時点

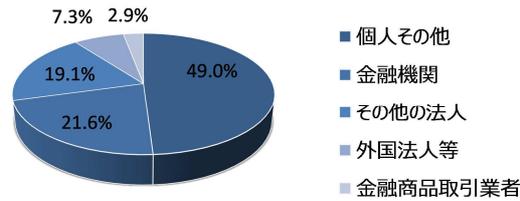
出所：有価証券報告書

1-(4) 役員構成

2014年3月から、伏島巖社長はグループ全体の統括・管掌に注力する体制となる

1-(5) 従業員の状況

2013年2月末：株式所有構造



出所：有価証券報告書

◆2012年3月に伏島巖社長体制がスタート

創業者であり、代表取締役会長である伏島靖豊氏は第40期(2003年)を以て社長職を退き、以後、堀哲夫氏が代表取締役社長を務めたが、2012年3月に組織の若返りを企図し、会長のご子息である伏島巖氏が代表取締役に就任。新体制のもと新たなスタートを切ることとなった。

なお、2014年3月に、伏島巖氏の化成品本部長の兼任が解かれ、同氏はグループ全体の統括・管掌に注力する形となる予定。また、同時に組織変更も実施されており、従前、機械・化成品の開発とも所管していた「技術開発研究所」の機能が「機械関連部門」と「化成品関連部門」の二つに分割され、「機械本部」及び「化成品本部」傘下に開発部が置かれることとなった。

役名	氏名	年齢	所有株式数(千株)	株式保有割合	職名等
代表取締役会長	伏島 靖豊	75歳	947	10.3%	総監
代表取締役社長	伏島 巖	44歳	127	1.4%	統轄、全部門管掌
常務取締役	西村 修基	64歳	30	0.3%	大阪事業所管掌、浜松事業所管掌、技術開発研究所長
取締役	具志堅 敬	56歳	6	0.1%	FREUND PHARMATEC LTD. (President)
取締役	伏島 柳二郎	61歳	82	0.9%	本社管掌、管理本部長、情報開示担当、コンプライアンス担当、広報・IR担当
取締役	白鳥 則生	56歳	6	0.1%	フロイント・ターボ(株)代表取締役専務、経営戦略本部長
常勤監査役	横田 恒彦	66歳	0	0.0%	
監査役	藤田 昌由	77歳	-	-	社外監査役
監査役	飯嶋 一司	72歳	-	-	社外監査役
監査役	新里 智弘	71歳	-	-	社外監査役

出所：有価証券報告書、プレスリリース等

◆グループ全体の従業員数は約370人

2013年2月期末の連結従業員数は348人、臨時従業員23名を合わせ371人の社員を有する。部門別では機械部門234人(67%)、化成品部門86人(25%)、全社共通28人(8%)の構成となっており(正社員ベース)、ターボ工業(株)(現 フロイント・ターボ(株))買収などの影響もあり機械部門での従業員数が増加している。また研究者も多く、5名の博士号取得者のほか、12名の薬剤師が在籍している(2013年8月時点)。なお、従業員1人当たり売上高は40百万円～47百万円程度の水

準にある(正社員ベース)。

◆従業員数等

		2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
連結	機械部門(人)	175	184	219	227	234
連結	化成品部門(人)	88	89	93	88	86
連結	全社(共通)(人)	24	33	27	27	28
連結	正社員合計(人)	287	306	339	342	348
連結	臨時雇用者(人)	18	23	24	21	23
連結	合計(人)	305	329	363	363	371

単位:百万円

連結	正社員1人当たり売上高	47.0	42.3	39.1	44.6	47.1
連結	正社員1人当たり営業利益	3.3	3.2	2.0	3.1	4.2
連結	正社員1人当たり純利益	2.2	1.8	1.5	1.8	2.2

単体	機械部門(人)	n.a.	n.a.	n.a.	86	88
単体	化成品部門(人)	n.a.	n.a.	n.a.	61	58
単体	全社(共通)(人)	n.a.	n.a.	n.a.	27	28
単体	正社員合計(人)	162	177	173	174	174
単体	臨時雇用者(人)	14	15	14	13	14
単体	合計(人)	176	192	187	187	188

単体	平均年齢(歳)	40.2	39.8	40.3	40.8	41.6
単体	平均勤続年数(年)	11.7	11.6	12.5	13.1	13.4
単体	平均年間給与(百万円)	6.0	5.9	6.0	5.8	6.3

出所:有価証券報告書を基にSQUADD作成

1-(6) 関係会社及び主要施設

【関係会社】

国内子会社 1 社、海外子会社 3 社でグループを構成

◆米・欧・中東を担当する「FREUND-Vector」及び産業用機械の「フロイント・ターボ」が主力子会社

フロイント産業グループは、国内子会社 1 社、海外子会社 3 社(うち 1 社は中間持株会社)で構成されている(下図参照)。

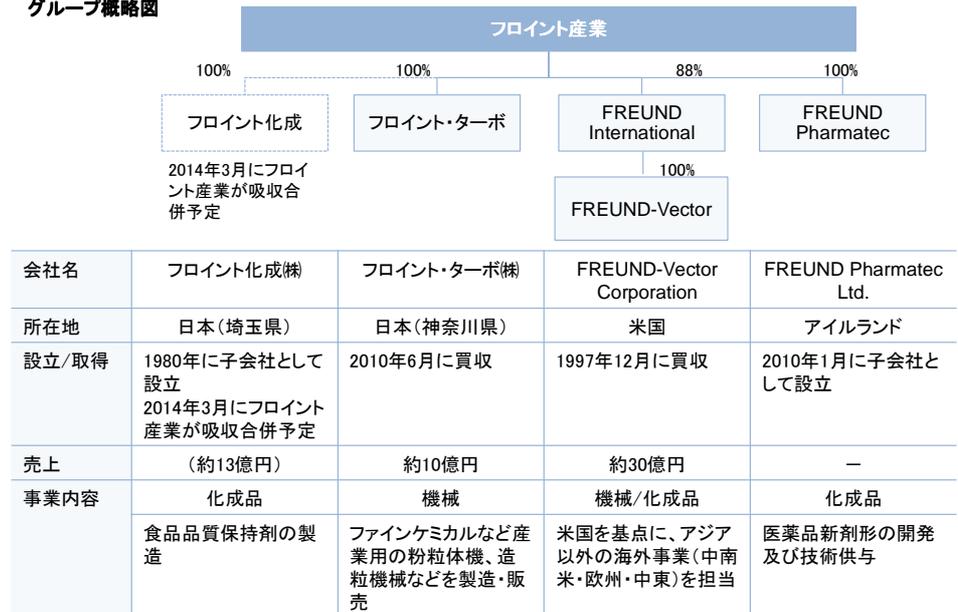
なお、従前、食品品質保持剤の製造を手掛けていた「フロイント化成(株)」は、2014年3月に経営の効率化及び競争力の強化を目的としてフロイント産業本体に吸収合併予定である。

国内子会社のフロイント・ターボ(株)(旧 ターボ工業(株))は、2010年6月に買収により、フロイント産業傘下入り。ナノレベルの超粉末製造技術に定評があり、グループ内では主に産業用機械装置(医薬品業界以外)の製造・販売を担当している。

海外子会社は、FREUND-Vector(USA)、FREUND Pharmatec(IRL)及び中間持株会社 FREUND International の 3 社。FREUND-Vector(USA)とは 1979 年以来技術提供関係にあったが、1997年12月に買収によりフロイント産業の連結子会社となった。現在 FREUND-Vector は、米国を拠点に、中南米、欧州、中東といったアジア以外のエリアで、機械装置の製造販売を中心に事業を展開している。なおアジアについてはフロイント産業本体がカバーしている。

FREUND Pharmatec(IRL)は、医薬品の新剤形の開発及び技術供与を担う組織として、2010年1月に 100%出資によりアイルランドで設立。市場でのプレゼンスが他の地域と比較すると劣る欧州エリアでの訴求力向上を目指している。現在のところ売上計上には至っていないが、2013 年度に入り、営業・マーケティング活動を開始している。

グループ概略図



出所:有価証券報告書などを基にSQUADD作成

【生産設備等】

国内営業拠点は東京(本社)、大阪、名古屋

自社生産設備は化成品を製造する浜松工場

国内医薬品機械はファブレス体制

◆フロイント化成の吸収合併により化成品生産は浜松へ集約、国内医薬関連機械はファブレス体制

本社は、2010年7月に現在の新宿区大久保へ移転。この他、国内の営業拠点としては、大阪及び名古屋に事務所を有している。

自社工場としては、浜松に医薬品添加剤などの化成品の製造工場を有している。また、同工場は技術開発研究所も併設している。なお、従前フロイント化成(株)が有していた、食品品質保持剤工場については、フロイント化成(株)の本体への吸収合併に伴い、浜松に移転予定である。

一方、機械製造については、子会社フロイント・ターボ(株)及び FREUND-Vectorは自社で生産設備を有しているが、フロイント産業本体は、自社工場を有しないファブレス体制となっており、実際の製造は(株)大川原製作所など計6社にアウトソースしている。

国内主要施設

事業所	所在地	設備等簿価*(百万円)	区分	内容
本社	東京都新宿区	35	賃貸	統括業務
浜松工場	静岡県浜松市北区	1,296	所有	化成品生産設備
技術開発研究所	静岡県浜松市北区	194	所有	化成品・機械研究設備
大阪事務所	大阪府吹田市	9	賃貸	機械・化成品営業事務所
名古屋事務所	愛知県名古屋市中区	n.a.	賃貸	機械・化成品営業事務所
厚生施設	静岡県浜松市北区	302	所有	福利厚生施設

* 2013年2月末現在

出所:有価証券報告書

2. 業績ハイライト

2-(1) 連結業績ハイライト (年次)

2013年2月期は売上高、営業利益ともに過去最高を記録

2010年2月期に借入金を完済して以降、無借金経営

◆2013年2月期は過去最高の売上高 164 億円を計上

2013年2月期は化成品部門の健康食品(栄養補助食品)の受託製造が好調に推移し、売上高は前年比約7.6%増の約164億円と過去最高の収益を計上。なお、金融危機に伴う景気減退の影響を受けた2010年2月期については前年比マイナス4%の減収を余儀なくされるも、その後は増収増益を維持している。最大の取引先はライオン(株)で、2013年2月期については売上の約14%(2012年2月期:約10%)が同社向けの売上となっている。

営業利益率については、2011年2月期は、機械部門での高利益率の海外大型案件の減少などが影響し、営業利益率が一時的に悪化しているが、翌2012年2月期には7%台へ回復している。2013年2月期は、研究開発費の増額なども行ったが、増収に伴う粗利の増加が固定費吸収に寄与し、営業利益率は前期の7%から9%へと大きく改善している。

なお、米国子会社 FREUND-Vector が2006年11月に特許侵害で Glatt Air Techniques 社から提訴を受けていた係争案件が、2012年9月に和解で終結し、2013年2月期に訴訟関連費用として約3億円の特別損失を計上している。一方で、2013年2月期には営業外収益として保険解約返戻金 約78百万円などが計上されており、純利益は前年比プラス1億57百万円の7億65百万円の着地となった。

財務面では自己資本比率60%程度と非常に健全性が高く、2010年2月期には借入金を完済し、以降有利子負債残高ゼロ(リース債務除く)の無借金経営を維持している。

◆業績推移概況

単位:百万円

◆損益状況	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
売上高	13,478	12,943	13,258	15,236	16,397
売上総利益	4,148	4,268	3,940	4,612	5,083
営業利益	958	970	680	1,065	1,470
EBITDA*	1,288	1,169	929	1,368	1,573
経常利益	1,056	952	698	1,123	1,618
当期純利益	619	564	517	609	765
減価償却費	223	213	257	264	233
設備投資額**	191	176	470	134	180
研究開発費	261	312	355	390	435

*EBITDA=税金等調整前当期純利益+支払利息+減価償却費(原価分含む)

**有形固定資産及び無形固定資産取得額合計

◆財務状況	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
資産合計	12,496	12,050	12,197	14,342	14,971
負債合計	5,014	4,110	4,125	5,853	5,656
純資産合計	7,481	7,940	8,072	8,490	9,315
有利子負債残高***	18	0	0	0	0
現金及び預金残高	2,986	3,073	2,133	3,035	3,617

***リース債務除く

◆主な経営指標	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
売上高増加率	2.9%	-4.0%	2.4%	14.9%	7.6%
売上総利益率	30.8%	33.0%	29.7%	30.3%	31.0%
営業利益率	7.1%	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%
EBITDAマージン	9.6%	9.0%	7.0%	9.0%	9.6%
経常利益率	7.8%	7.4%	5.3%	7.4%	9.9%
当期純利益率	4.6%	4.4%	3.9%	4.0%	4.7%
ROA	5.0%	4.7%	4.2%	4.2%	5.1%
ROE	8.5%	7.4%	6.6%	7.5%	8.7%
自己資本比率	58.9%	64.9%	65.2%	58.3%	61.4%

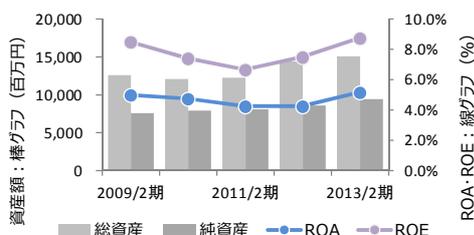
◆1株当たりデータ	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
1株当たり当期純利益(EPS)	143.65	65.41	59.96	70.59	88.76
1株当たり純資産(BPS)	1,708.17	906.29	922.31	969.11	1,066.73
1株当たり配当金(DPS)	30.00	15.00	15.00	15.00	20.00

注: 2009年6月に1株⇒2株への株式分割を実施

売上高・営業利益率推移



総資産・純資産・ROA・ROE推移



出所: 有価証券報告書等を基にSQUADD作成

2-(2) 直近四半期の状況

◆2014年2月期第3四半期の業績は前年同期並みの水準

2014年2月期第3四半期の売上(累計)は、124億円で、前年同期126億円とほぼ同水準、営業利益は前年同期12億円に対し、本四半期は10億円と約2割程度落ち込んでいる。全体としては、ほぼ前年と同水準の業績を残しているが、対計画値ではやや見劣りする着地となった。

増収スピードの減速の背景にあるのは、①米国子会社の売上の期ズレ(機械部門)、②産業用機械の伸び悩み(機械部門)、③大型新薬の特許切れによる医薬品添加剤売上の失速(化成品部門)の3点である。

①米国子会社の売上については、第4四半期に挽回が見込まれる。②産業用機械については、企業の設備投資の回復が期待される場所であるが、海外展開も視野に底入れを図る予定である。③医薬品添加剤は化成品部門の中では利幅の厚い事業であり、本事業の失速は利益率の悪化につながりやすいが、添加剤事業は今期を底に回復基調に入る見込みである。また、フロイント化成の浦和工場の浜松移転により賃料の削減を図るなど、経費削減にも努めており、来期は利益率の改善が期待される。(事業部別の詳細については、機械部門 P20、化成品部門 P25 参照)

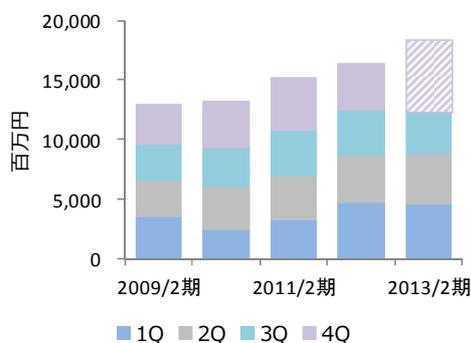
◆四半期業績推移 (第3四半期累計)

単位: 百万円

	2012/2-3Q	2013/2-3Q	2014/2-3Q	対前年同期	対前年同期%	通期計画	3Q対計画進捗率
売上高	10,813	12,566	12,427	(139)	-1.1%	18,500	67.2%
売上総利益	3,439	3,887	3,888	1	0.0%	n.a.	n.a.
営業利益	818	1,241	1,000	(241)	-19.4%	1,750	57.2%
経常利益	856	1,357	1,046	(311)	-22.9%	1,760	59.4%
四半期純利益	437	565	539	(26)	-4.6%	950	56.8%
売上総利益率	31.8%	30.9%	31.3%	0.4%	n.a.	n.a.	n.a.
営業利益率	7.6%	9.9%	8.0%	-1.8%	n.a.	9.5%	n.a.
経常利益率	7.9%	10.8%	8.4%	-2.4%	n.a.	9.5%	n.a.
純利益率	4.0%	4.5%	4.3%	-0.2%	n.a.	5.1%	n.a.

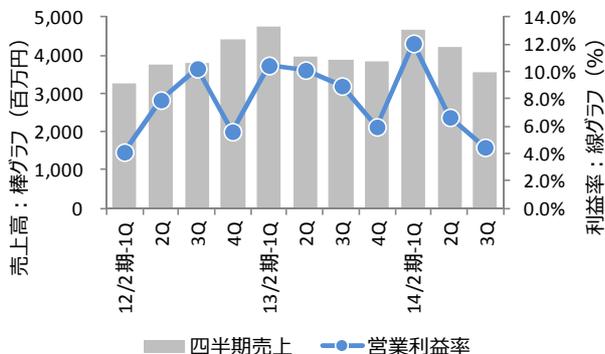
注: 青字は会社計画値

四半期売上 (累計)



出所: 決算短信、決算説明資料

四半期売上・営業利益率推移



出所: 決算短信

3. 市場環境

3-(1) 日本の医薬品市場の動向

薬価改定やジェネリック薬の普及に伴い、低価格化が進むも、高齢化の進展を背景に、緩やかな拡大傾向にある日本の医薬品市場

◆日本の医薬品市場は高齢化の進展に伴い緩やかに拡大

次に、フロイント産業の主要顧客となる医薬品業界の市場動向について触れる。

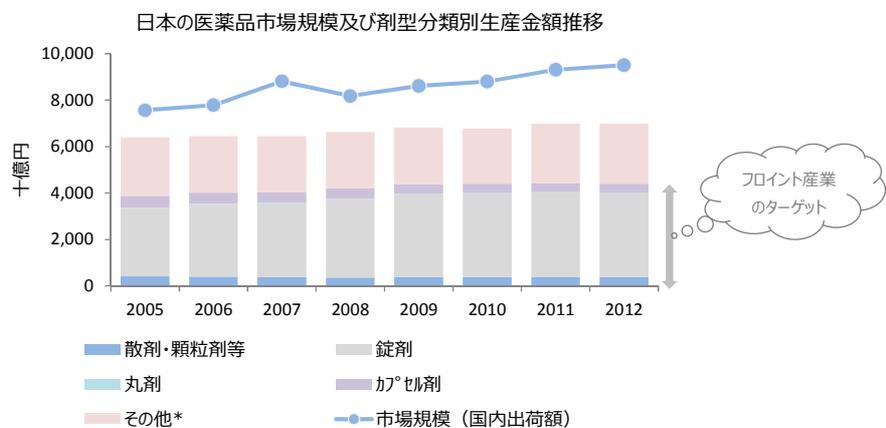
日本の医薬品市場は高齢化の進展などを背景に緩やかな拡大が続いており、2012年度(2013年3月)の市場規模(国内出荷額)は9.5兆円に達した。なお、そのうち約92%に相当する約8.8兆円が医療用医薬品(処方箋に基づき使用される医薬品)で残りの約8%(約7,400億円)が一般用医薬品である。

一方、2012年度の医薬品の生産額は7兆円で、2005年度以降微増での推移が続いている。しかし市場規模の伸びと比較すると成長は緩やかなものとなっており、需要増の一部を輸入品に食われている状況にある。国内製薬会社の生産拠点の海外移転の影響もあるが、輸入品比率^{注1}も2005年度の約19%から2012年度には約30%にまで増加している。

剤型別では「錠剤」が生産額の約52%と過半を占め、以下「カプセル剤」、「散剤・顆粒剤等」、「注射液剤」、「外用液剤」が各々5%程度の比率を有し、残りの約30%には「内用液剤」や「粉末注射剤」「軟膏剤」などが含まれる。これら各種剤型のうちフロイント産業のターゲットとなるのは「錠剤」「散剤・顆粒剤等」「丸剤」「カプセル剤」の4つであり、これら4つで医薬品生産総額の6割程度を占める。4区分の合計生産額は、2005年度から2009年度にかけて約3.9兆円から約4.4兆円へと約13%生産額が増加しているが、2010年度以降は約4.4兆円前後で横ばいでの推移が続いている状況にある。

但し、薬価改定やジェネリック薬の普及(次項参照)に伴い医薬品価格の下落が進んできており、価格の低下が金額ベースの医薬品市場規模及び生産額の増加を抑制している要因の一つとなっていると推察される。

注1: 国内出荷額に対する輸入品の割合。なお輸入品とは最終製品ないしは製剤で輸入され国内で小分け製造された医薬品のことを指す。



出所: 厚生労働省「薬事工業生産動態統計年報」に基づきSQUADD作成

ジェネリック医薬品比率が高まりつつあるが、国際的にみるとまだまだ低い日本のジェネリック比率

◆日本でもジェネリック医薬品の普及が進んできているが、世界的に見るとジェネリック比率は低く、更なる市場の拡大が見込まれる

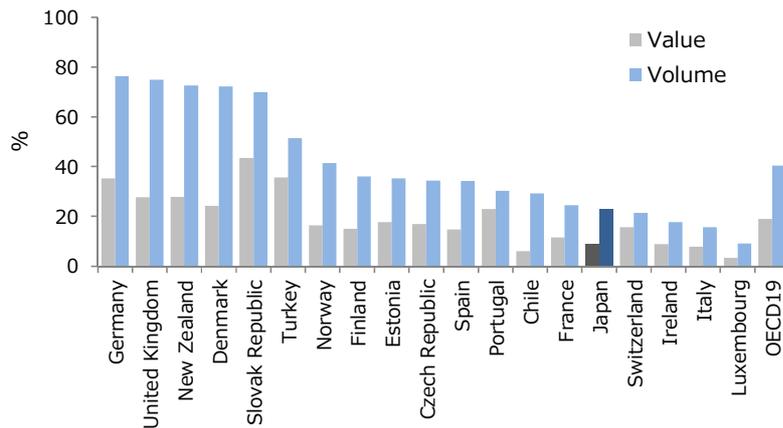
国内の高齢化が不可避な現状において、政府は医療費抑制の一環としてジェネリック医薬品(後発医薬品)の使用拡大を進めている。2002年に診療報酬・薬剤報酬の改定などが行われたのを皮切りに、2007年に「2012年度までに後発医薬品の数量シェアを30%以上にする」という具体的な数値目標が掲げられ、「後発医薬品の安心使用促進アクションプログラム」のもと、ジェネリック医薬品の利用推進が図られてきている。

これら施策の効果もあり、日本ジェネリック製薬協会によると、ジェネリック比率は、数量ベースで2004年度の16.8%から2012年には25.8%へ、薬価ベースでも5.2%から10.5%へと上昇するなどジェネリック医薬品の普及が進んできている。しかしドイツ(76%)、英国(75%)などの主要国と比較すると、日本のジェネリック比率は低い水準にあり、患者負担の軽減や医療費削減の観点から、今後ともジェネリック医薬品市場の拡大が進む可能性が高い。

加えて、政府は2013年4月に「2018年3月末までに数量ベースのジェネリック比率を60%以上に高める」という目標を発表、ジェネリック薬を安定的に供給できる体制の構築をバックアップする方針を固めている。ジェネリック医薬品の利用推進に伴うジェネリック医薬品の生産増は、医薬品製造機械需要にとってプラス材料であり、今後も同市場での需要は底堅く推移すると予想される。

なお、2014年の薬価改定ではジェネリック価格の引き下げ(新薬の7割から6割へ)が予定されており、使用量の増加は確実視されているものの、ジェネリックメーカーの業績悪化や業界再編が進むのではとの声も出ており、今後の動向は注視する必要がある(P33参照)。

2011：全医薬品市場に占めるジェネリック医薬品のシェア



出所: OECD「Health at a Glance 2013」

◆新薬開発の難易度は年々上昇

医薬品製造販売事業者の設備投資額はここ3年緩やかな増加傾向で推移

日本の医薬品製造販売事業者の設備投資額については、2007年度までは約4,000億円内外での推移が続いた。2008年度は大型新薬の特許切れ(2010年問題)を見越して、ジェネリック製薬会社を中心に、先行投資が積極化したことなどを

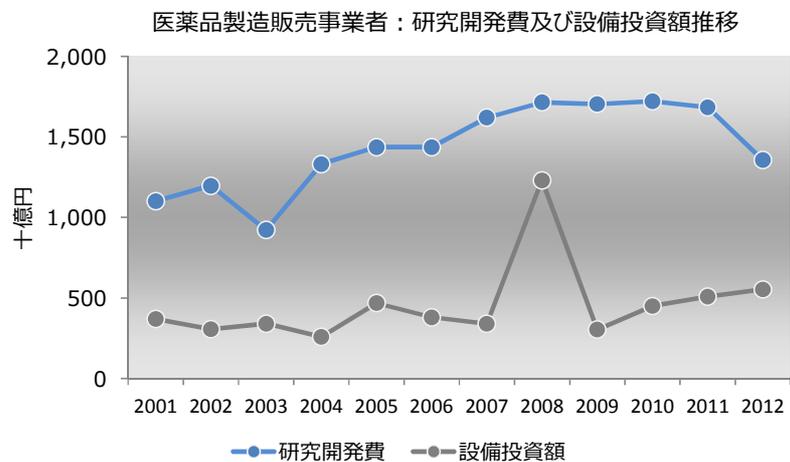
本レポートは、株式会社スクアード・リサーチ&コンサルティング(以下、SQUADD)が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。SQUADDが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。SQUADDは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。本レポートの知的所有権はSQUADDに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されています。

背景に、約 1.2 兆円にまで急増。翌 2009 年度については前年の反動もあり、約 3,000 億円にまで減少しているが、その後は緩やかな増加傾向が続き、2012 年度の設備投資額は約 5,500 億円(見込)となっている。

ジェネリック医薬品の利用推進策が採られるなど、同市場は競争が激しいながらもマーケットの拡大が見込まれている。一方、新薬開発については、一つの製品を開発するのに期間で 10 年程度、費用にして数百億円かかると言われており、特に近年は承認審査の厳格化が進むとともに、技術的なハードルから革新的な新薬の開発の難易度が年々高まってきている。また、近年新薬開発の中心は「バイオ医薬品」へとシフトしつつあり、フロイント産業への影響は注視していく必要がある(P34 参照)。

また、日本の製薬業界は、2000 年代前半を中心に再編が進み、大規模化が進んできているが、日本第 1 位の武田薬品工業(株)でも売上高世界 14 位で、世界のトップ 3(第 1 位 Pfizer (USA)、第 2 位 Novartis (CHE)、第 3 位 Merck (USA))の三分の一程度の規模となっている注 2。新薬開発コストの増加が進む昨今、日本の製薬業界の更なる再編が進む可能性もあり、日系製薬会社の競争力強化は同社にとってプラスに作用する半面で、合併に伴う生産ラインの集約化などは同社にとってマイナス材料となる懸念もある。

注 2:セジデム・ストラテジックデータ株式会社「世界の医薬品メーカーの医薬品売上高ランキング 2012 年」による。なお各社の売上は、世界 1 位 Pfizer 512 億ドル、同 2 位 Novartis 467 億ドル、同 3 位 Merck 406 億ドル、日本 1 位(世界 14 位)の武田薬品工業は 163 億ドルである。



出所: 総務省統計局「医薬品・医療機器産業実態調査」

3-(2) 世界の医薬品市場の動向

◆新興国を中心に世界的にも医薬品市場は拡大傾向

一方、世界の医薬品市場は、2007 年の 7,260 億ドルから 2011 年には 9,530 億ドルへと 5 年間で約 3 割拡大。地域別では「北米」が約 36%、「欧州」約 28%、「日本」約 12%、「アジア・アフリカ・オセアニア(日本除く)」が約 17%、「中南米」が約 7%の構成となっている(IMS Health 「IMS World Review」による)。

各国市場とも拡大傾向にあるが、新興国の医薬品

マーケットの拡大が顕著

何れの地域の市場も拡大傾向にあるが、特に新興国のマーケット拡大が顕著で、「アジア・アフリカ・オセアニア(日本除く)」の市場規模は2007年の900億ドルから2011年には約1.8倍に相当する1,650億ドルへと大きく増加している。これら新興国では、人口の増加や医療水準の向上を背景に更なる医薬品市場の成長が見込まれており、フロイント産業も既にアジア進出の強化を目標として掲げているが、近い将来これら新興国での販路拡大が、フロイント産業の成長を支える最重要項目の一つとなると考えられる。しかし、これらの国々は、消費国から生産国への転換が進みつつあるが、医薬品製造レベルはまだ未成熟な段階にあり、フロイント産業の有する技術・ノウハウが評価されるには今しばらく時間を要すると考えられる。

4. セグメント概況及びビジネスモデル

4-(1) 機械部門

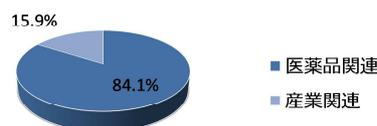
◆国内売上比率は約64%、FREUND-Vectorの売上也堅調に推移

機械部門は売上の約67.5%を占めるフロイント産業社の主力部門である。同部門では製薬業界向け「造粒装置」及び「コーティング装置」を中心に、「乾燥装置」や「錠剤印刷装置」など製剤工程で使用される各種機械装置を製造・販売している(1-(1)ビジネス概要参照)。なお、製薬会社が主たる取引先であるが、2010年10月に産業用機械(トナー、電池材料、化粧品などのファインケミカル分野向け粉碎機・造粒機など)を得意とするターボ工業(株)(現 フロイント・ターボ(株))を買収し、医薬品以外の業界への進出を加速させた。これに伴い産業関連の売上也大幅に増加し、2013年2月期において、機械部門売上の約16%を占めるに至っている。

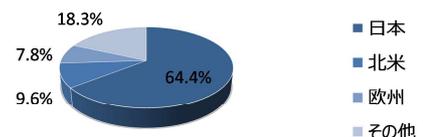
2013年2月期の地域別の売上は、「日本」が約64%と過半を占め、次いで「北米」が約10%、以下「欧州」約8%、「その他」約18%の構成となっている。日本及び米国が主要なマーケットとなっているが、その他の国としては、ブラジル、トルコのほか、北米製薬会社の生産拠点が存在するプエルトリコなどでの売上が堅調に推移している。但し、これらの国での売上は平準化の軌道に入りつつあるが、個別の受注案件に応じ変動する側面も強く、国・地域別の売上構成は年度により相違する。

また、米国子会社 FREUND-Vector 社が所有するミラノ製品展示場でラボ施設増設に着手しており、近隣国に加え、東欧諸国や中近東の顧客をターゲットに拡販に努める予定である。

2013/2月期：機械部門業種別売上内訳



2013/2月期：機械部門地域別売上内訳



出所：決算説明資料

【機械:ビジネスフロー】

医薬品製造機械、産業用機械とも個別受注生産

製品の価格帯は5千万～1億円プラス2～3割のユーティリティーコスト

受注から引渡しまで概ね6～8ヶ月

国内医薬品関連機械の製造はアウトソース

生産に大規模設備は不要

売上金は「受注時」、「納入時」、「検収時」に1/3ずつ回収
但し、回収サイトは6ヶ月と長い

◆機械部門のビジネスフロー**【製造・販売体制】**

フロイント産業社が製造する機械は、医薬品製造機械・産業用機械とも全て個別受注生産となっており、製薬会社などからの発注を受け、医薬品などの規格に合わせてオーダーメイドで製造される。そのため、在庫品の滞留リスクは無く、主に仕掛品が棚卸資産として計上される。

製品の価格帯は機械本体が一台約5千万円～1億円程度で、これに2～3割程度のユーティリティーコスト(配管など)を上乗せした価格が最終販売価格となる。

製造開始から製品の完成まで概ね5～6ヶ月、備え付けに1～2ヶ月の計6～8ヶ月程度の期間を要し、大型案件の場合などは納品まで1年に及ぶケースもある。売上の計上については、基本的に検収基準を採用しているが(米国子会社は出荷基準)、3事業年度を超えかつ4億円超の大型案件の場合は工事進行基準により売上の計上を行っている(原価比例法)。

国内の医薬品製造機械については、フロイント産業は技術開発・営業などを担っており、製造は(株)大川原製作所など計6社の外注先が担当。アウトソース先については製造のボトルネックとならないよう分散を図るように心がけている。なお、産業用機械については、フロイント・ターボ(株)が、日本及びアジア以外の地域で販売する製品についてはFREUND-Vectorが製造している(FREUND-Vector社の製品をアジアで販売するケースなどもある)。

また、製造工程は労働集約的であると言え、いわゆる大規模設備投資は不要である。なお、拠点が無い国や地域では、代理店を介し営業を行っており、日本等で製造した製品を輸送し納品する体制が採られている。

【資金回収サイト】

取引先については、年度により偏りが生じることもあるが、製薬会社とは一通り取引がある。なお売上は基本的に、受注時に1/3、納入時に1/3、検収時に1/3を回収。取引先は大企業が多く、貸倒れリスクは低いが、日本の医薬品業界の業界慣行を受け、回収サイトは6ヶ月と長い。

【その他】

医薬品の製造工程は、製品単位で所轄官庁の認可が必要となるなど、変更は難しく、造粒・コーティング装置などの製造装置は、対象となる医薬品の製造が終了するまで、一台の機械を使い続けるのが一般的である(長くて10年程度)。

設備のメンテナンスについては、フロイント産業も若干の取扱いはあるが、現在のところ、導入メーカーが自社で保守する体制を敷いているケースが多い。但し、医薬品メーカーが固定費削減などを背景に、メンテナンスをアウトソースへ切り替える潮流も見えつつあり、保守売上は今後伸びる余地のある領域の一つである。

【機械:過年度の業績トレンド】

2013年2月期の機械部門売上は99億円で、過去最高益を更新

成長著しいインド市場開拓に注力
但し、製薬レベルは低く、フロイント産業の技術レベルとの間にはギャップが存在

◆機械部門:業績推移(年次)

機械部門の売上トレンドについては、2010年2月期は、世界的な景気低迷に加え、ジェネリック医薬品企業の設備投資が落ち着きを見せ、売上高は前年比マイナス約12%の約80億円と減収を強いられたが、翌2011年2月期に入り受注高が増加に転じるなど好転の兆しが見え始めた。2012年2月期は、生産時間30%削減を実現した新コーティング装置「ハイコーターFZ」の売れ行きが好調であった点に加え、フロイント・ターボ(株)が通期で連結された点が増収に寄与し、前年比約18%増の約96億円の売上となった。なお、近年は、高い理薬活性を持つ物質のコンテイメント技術(封じ込め技術)が注目されており、2013年2月期はコンテイメント仕様の製品が好調に推移し、売上高約99億円と過去最高益を更新した。

営業利益率については、2011年2月期は利幅の良い大型案件が少なく、7.7%と一時的に悪化を強いられたが、その他の年度については概ね10%以上の水準を維持。特に2013年2月期については、海外大型案件の受注や増収による固定費の回収が図られ11.8%と高水準の利益率を記録した。

地域別では、主要市場である日本での売上も堅調な推移が続いているが、トルコでの大型案件の受注などが寄与し、その他地域(日本・北米・欧州以外)の売上が2012年2月期の10億円から2013年2月期には18億円へと大きく増加している。

なお、特に近年力を入れているのが、成長著しいインド市場の開拓である。インドは、ジェネリック医薬品の分野で世界有数の生産国となっており、先進国向けにジェネリック薬の輸出を行っている企業も複数存在する。フロイント産業も2013年1月に代理店を見直し新たに代理店契約を締結するなど、受注強化に注力しているが、国内消費向けの医薬品メーカーについては、大小様々なレベルの事業者が混在している状況で、製品のクオリティーも決して高くない。製剤技術もまだまだ発展段階にあり、フロイント産業の製品はややオーバースペック気味なのが現状となっている。既にインド上位の製薬メーカーとは取引があるが、目下のところ、いわゆる準大手にターゲットに据え拡販に努めている。また、新興国向けに価格を落としたコーティング装置の開発にも着手しているが、国の規制など医薬品の品質に対する要求や環境が整ってからこそ、本来のフロイント産業の強みが発揮できるになる市場になると考えられる。なお、中国市場については、“漢方”という中国特有の存在もあるが、医薬品業界のレベルは、インド市場と同様、技術的にまだまだ発展段階にあり、フロイント産業の本格的なターゲットとなるには今しばらく時間を要する状況にある。

◆機械部門業績推移

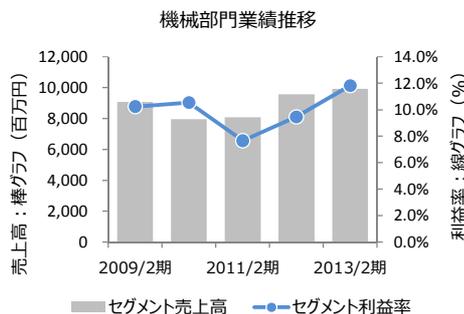
単位:百万円

	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	対前年	対前年比
セグメント売上高	9,068	7,951	8,095	9,583	9,915	332	3.5%
セグメント利益	928	838	620	907	1,172	265	29.2%
セグメント利益率	10.2%	10.5%	7.7%	9.5%	11.8%	2.4%	
機械部門売上シェア	67.3%	61.4%	61.1%	62.9%	60.5%	-2.4%	
受注高	8,753	7,190	9,924	10,135	9,281	(854)	-8.4%
受注残高	3,916	3,098	5,198	5,811	5,271	(540)	-9.3%
資産	5,299	4,859	5,991	7,437	7,263	(174)	-2.3%
減価償却費	97	99	125	141	123	(17)	-12.4%
資本的支出	137	119	172	88	161	73	83.6%
従業員数(人)	175	184	219	227	234	7	3.1%

	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	対前年比	構成比
売上内訳							
医薬品関連	8,385	7,378	6,618	7,909	8,335	5.4%	84.1%
産業関連	683	572	1,476	1,673	1,579	-5.6%	15.9%
合計	9,068	7,951	8,095	9,583	9,915	3.5%	100.0%

地域内訳	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	対前年比	構成比
日本	5,276	4,076	4,914	6,140	6,383	4.0%	64.4%
北米	1,943	1,370	1,270	1,512	948	-37.3%	9.6%
欧州	630	1,183	491	841	769	-8.6%	7.8%
その他	1,218	1,320	1,418	1,087	1,813	66.8%	18.3%
合計	9,068	7,951	8,095	9,583	9,915	3.5%	100.0%

出所: 有価証券報告書、会社資料



出所: 有価証券報告書、決算説明資料

【機械: 四半期アップデート】

2014年2月期第3四半期の機械部門の実績(累計)は、売上、営業利益とも前年同期並みの着地

◆機械部門: 2014年2月期第3四半期までの状況

2014年2月期第3四半期の機械部門の実績(累計)は、売上、営業利益とも前年同期並みの着地となった。但し、会社の通期売上計画 115 億円との対比では進捗率 67%、金額にして約 38 億円の売上を第4四半期に計上する必要があり、計画の達成はやや厳しい状況にある。

増収スピードの減速要因となっているのが、①産業用機械の伸び悩み及び②米子会社 FREUND-Vector の売上の期ズレである。

医薬品製造機械については、国内の売上が好調を維持し、前年同期比約5%の増収を達成しているが、産業関連機械については、ユーザーの設備投資が上向かず、前年同期の約12億円から約9億円へと減収を余儀なくされた。フロイント産業本体は医薬品業界を中心に事業を展開してきたこともあり、営業面でのシナジーが効きにくいなど課題もあるが、今後は海外のネットワークを活用し、フロイント・ター

産業機械の伸び悩み、FREUND-Vectorの期ズレが増収スピードの減速要因

機械部門通期の売上は100億の大体に乗る公算が高い

ボ社の製品についても海外展開を行っていく予定である。

FREUND-Vectorの売上については、当初より、下期に偏るという計画であったが、2014年2月期については、四半期の売上の波が大きく、第4四半期に概ね半期分に相当する売上が計上される見込みである。ドルベースでも受注は前年を上回るペースで堅調に推移しており、これに円安効果も加わることから、FREUND-Vectorの通期の実績はイレギュラーな事象が発生しない限り、前年実績を上回る着地となる公算が高い。

機械部門全体としては、2014年度第3四半期のみを見ると、は売上・営業利益とも大きく落ち込んでいるが、FREUND-Vectorの期ズレの影響が大きい。足元の受注残高は、前年同期の約49億円に対し2014年第3四半期は約61億円と高い水準にあることから、通期の売上は計画値には届かないまでも、100億円の大体に乗る可能性が高いと考えられる。

◆四半期：機械部門業績推移

単位：百万円

2012年2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	3Q(累計)	3Q進捗率
四半期売上	2,086	2,348	2,319	2,830	9,583	6,753	70.5%
セグメント利益	138	257	348	163	907	744	82.0%
セグメント利益率	6.6%	11.0%	15.0%	5.8%	9.5%	11.0%	

2013年2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	3Q(累計)	3Q進捗率
四半期売上	3,241	2,377	2,078	2,219	9,915	7,696	77.6%
セグメント利益	419	309	234	209	1,172	963	82.1%
セグメント利益率	12.9%	13.0%	11.3%	9.4%	11.8%	12.5%	

2014年2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期計画	3Q(累計)	3Q進捗率
四半期売上	3,049	2,685	1,934	3,833	11,500	7,667	66.7%
セグメント利益	497	262	167	n.a.	n.a.	925	n.a.
セグメント利益率	16.3%	9.8%	8.6%	n.a.	n.a.	12.1%	

注：青字は計画値。4Qの売上は3Qまでの実績と通期計画の差額。

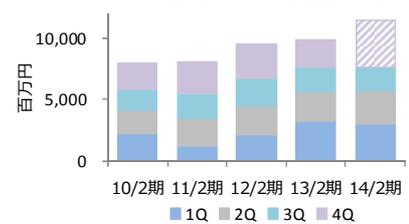
出所：決算短信、決算説明資料

◆第3四半期：機械部門売上内訳

	2013-3Q	2014-3Q	対前年	対前年比
医薬品関連	6,474	6,777	303	4.7%
産業関連	1,222	890	(332)	-27.2%
合計	7,696	7,667	(28)	-0.4%

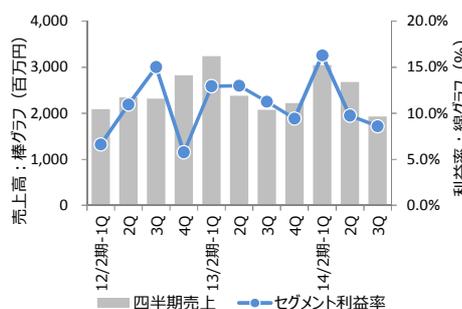
出所：会社資料

機械部門：四半期売上(累計)



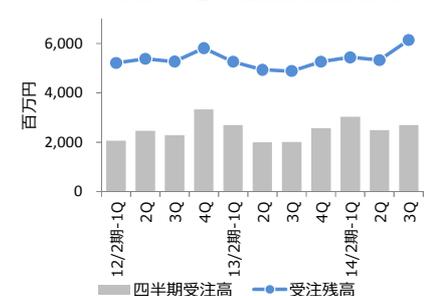
出所：決算短信、決算説明資料

機械部門：四半期業績推移



出所：決算短信

機械部門：四半期受注高・受注残高推移



出所：会社資料

4-(2) 化成品部門

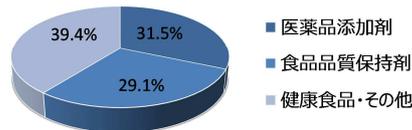
化成品事業は国内中心

利益率は「医薬品添加剤」が最も高い

◆利益率は医薬品添加剤が最も高い

化成品部門は売上の約 39.5%を占め、①医薬品添加剤、②食品品質保持剤、③健康食品・その他が 3 つのラインで事業を展開している(1-(1)ビジネス概要参照)。部門内の売上比は①医薬品添加剤 32%、②食品品質保持剤 29%、③健康食品・その他 39%で3つのラインは概ね均等なシェアを有している。利益率は、医薬品添加剤が最も高く、三者の比率は、概ね、医薬品添加剤:食品品質保持剤:健康食品=3:2:1 程度の水準にある。

2013年2月期：化成品部門売上構成



出所：決算説明資料

①医薬品添加剤については、フロイント産業本体が展開しており、現在のところ、日本が主要市場となっている。原材料等に関する規制が国により相違しており、新たな製品を開発してまで、海外展開を積極化するのには、コストに見合わないなどの背景がある。但し、韓国・台湾などは日本の規制に準拠している医薬品添加剤であれば、利用が認められており、これらの国々への進出は視野に入っている。

②食品品質保持剤については、従前は子会社「フロイント化成(株)」が製造を担当し、フロイント産業本体が販売を担当していたが、2014年3月に経営の効率化及び競争力の強化を目的として「フロイント化成(株)」の吸収合併を予定しており、今後はフロイント産業本体が製造・販売ともに手掛けることになる。カバーエリアは日本であるが、食の安全志向は世界的に強まりつつあることから、今後、海外展開を行う可能性もあるとのことである。

③健康食品・その他は、サプリメントなどの栄養補助食品の受託製造が中心。単に製造を請け負うのではなく、製剤技術を活用し、顧客と共同で製品の開発を行うなど初期段階からビジネスに関与している。フロイント産業が特許を持つ、ビフィズス菌を失活させることなく大腸まで届ける「大腸ドラッグ・デリバリー・システム(大腸DDS)」などがサプリメントの開発・製造で生かされており、今後も新たなDDSをベースに、サプリメント等の栄養補助食品の開発に注力していく方針である。

【化成品:ビジネスフロー】

◆化成品部門のビジネスフロー

① 医薬品添加剤

主要顧客は製薬会社であるが、この他、サプリメント・健康食品メーカーなどとも取引がある。製品はある程度規格化されており、見込み生産体制が採られている。主力商品は、球形顆粒「ノンパレル」。先にも触れた通り、球形粒の分野では業界ト

ツップの座にある。製品の生産は、浜松工場で行っている。

なお、従前は大型新薬(ブロックバスター)向けの医薬品添加剤売上が好調で、特定の製薬会社との取引比率が高かったが、本薬が特許切れを迎えたこともあり、顧客は徐々に分散されてきている。また資金回収サイトは、機械事業と同様 6 ヶ月と長い。

なお、医薬品添加剤は製品に採用されるまでの競争は激しいが、一度採用されれば、基本的に生産終了を迎えるまで、同一の添加剤が用いられるため、医薬品の売れ行きにもよるが、需要は安定的な推移を辿る。その後、特許切れのタイミングで新薬の生産量は縮小し、ジェネリック薬へのシフトが進む。添加剤の利幅は新薬向け、ジェネリック向けとも同じであるが、特許切れによりジェネリック化されることにより、同じ薬効の医薬品の生産経路が複数に分散するため、仮にジェネリック 1 社から受注したとしても、新薬の時期と比較すると、売上はマイナス方向に動く。

②食品品質保持剤

「脱酸素剤系」タイプの品質保持剤は、一般産業用途に用いられることもあるが、フロイント産業が展開する「エタノール蒸散系」タイプの品質保持剤は、食品向け用途が主である。そのため、取引先も菓子メーカーなどの食品会社を中心となっている。また、いわゆる大手製菓会社や問屋など大口の取引先が多く、中小メーカーとの取引は少ない。

食品品質保持剤の生産は、従前はフロイント化成(株)の浦和工場で行われていたが、立地面での制約もあったことから、2014年3月のフロイント化成(株)の吸収合併を機に、医薬品添加剤の生産拠点である浜松に工場を移転する予定である。

③健康食品・その他:

現在、10 件程度の受注案件が走っている。ヘルスケアや食品会社など、周辺業界からサプリメント事業に新規参入した企業が主な顧客となっており、フロイント産業が持つ、薬の構造の決定や粒を作る製剤技術を応用し、サプリメントの開発段階から関与している。なお、実際の製造については、フロイント産業の機械を持つ企業にアウトソースしている。

【化成品:過年度の業績トレンド】

健康食品が化成品部門の成長を牽引

◆化成品部門:業績推移(年次)

化成品部門の売上は、堅調な推移が続いており、2009年2月期の約44億円から2013年2月期には約1.5倍の約65億円にまで大幅に増加している。化成品部門の成長を牽引しているのは、③健康食品・その他であり、①医薬品添加剤及び②食品品質保持剤の売上が2011年2月期以降、20億円程度で概ね横ばいでの推移が続いている中、③健康食品・その他の売上は2011年2月期の約11億円から2013年2月期には約26億円へと2倍以上の金額に急増、部門内における売上シェアも約2割から約4割にまで拡大している。大手企業から受託しているサプリメントがヒットした点が近年の健康食品売上急増の原動力となっているが、新規の引き合いも多

く、順調な推移が見込まれる。

①医薬品添加剤については、ジェネリック製薬会社向けの売上は底堅く推移すると推察されるが、新薬向けの売上については、製薬会社の特許切れなどが減収要因として働くりリスクがある。

②食品品質保持剤については、洋菓子などの加工食品マーケット動向と連動する傾向が強く、比較的安定的な推移が見込まれる反面で、急速な成長は見込み難い分野である。しかし、食の高級志向の強まりなどを受け、風合いの維持などを強化した製品などは新規需要の開拓の一助となるものと推察される。

③健康食品については、1990年代から2000年代前半にかけ市場が急速に拡大。近年はマーケットの成長は失速を余儀なくされているが、市場規模は約1.5兆円(2012年健康食品・サプリメント市場、調査会社インテージ推計)の一大市場となっている。商品のライフサイクルが早い業界であるが、同社が有する製剤技術の活用の幅は広く、今後も成長が見込める分野の一つであると考えられる。また、実際の製造はアウトソースしているため、仮に売上が縮小したとしても、利益へのインパクトは添加剤と比較すると小さい。

◆化成品部門業績推移

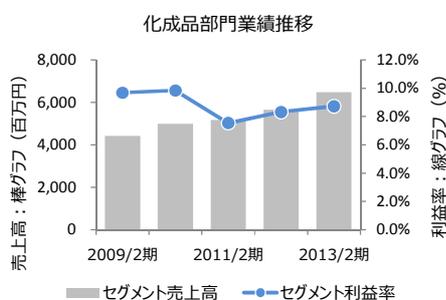
単位:百万円

	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	対前年	対前年比
セグメント売上高	4,410	4,992	5,163	5,654	6,482	829	14.7%
セグメント利益	426	491	389	470	565	95	20.2%
セグメント利益率	9.7%	9.8%	7.5%	8.3%	8.7%	0.4%	
化成品部門売上シェア	32.7%	38.6%	38.9%	37.1%	39.5%	2.4%	

資産	3,582	4,166	3,921	4,426	4,571	146	3.3%
減価償却費	88	75	99	102	105	3	3.2%
資本的支出	43	50	250	104	49	(55)	-53.3%
従業員数(人)	88	89	93	88	86	(2)	-2.3%

	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	対前年比	構成比
売上内訳							
医薬品添加剤	1,895	2,212	2,064	1,948	2,040	4.7%	31.5%
食品品質保持剤	1,850	1,924	1,962	1,893	1,889	-0.2%	29.1%
健康食品・その他	663	856	1,136	1,812	2,552	40.8%	39.4%
合計	4,410	4,992	5,163	5,654	6,482	14.6%	100.0%

出所:有価証券報告書、会社資料



出所:有価証券報告書、会社資料

【化成品：四半期アップデート】

大型新薬の特許切れにより、医薬品添加剤売上が失速

◆化成品部門：2014年2月期第3四半期までの状況

2014年2月期第3四半期の化成品部門の売上(累計)は、前年同期比並みの48億円。一方、利益率については、利幅の厚い医薬品添加剤事業で、大型新薬の特許切れに伴うユーザーの生産量減少により減収減益となったことが響き、前年同期の約9.9%から約6.8%へと悪化を余儀なくされた。また、円安の進行により、研究事業主体のアイランド子会社 FREUND Pharmatec の円建ての損失額が膨らんだ点も利益率悪化の要因となっている。

事業別では、食品品質保持剤については前年同期並み、健康食品については増収となっているが、先述した医薬品添加剤の売上が対前年同期比マイナス約9%と苦戦が続いている。2013年12月に信越化学工業と共同開発したOD錠(口腔内崩壊錠)向け直打錠剤をリリースするなど明るい材料もあり(フロイント産業が生産、信越化学工業が販売予定)、医薬品添加剤も今期に底入れし、来期は少なくとも減収基調からの脱却を見込んでいる。

また、フロイント化成の工場移転(浦和(賃貸)→浜松(自社所有))により、賃料の削減を図っており、来期は利益率改善が期待される。

◆四半期：化成品部門業績推移

単位：百万円

2012年2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	3Q(累計)	3Q進捗率
四半期売上	1,170	1,398	1,492	1,594	5,654	4,060	71.8%
セグメント利益	76	112	115	168	470	303	64.3%
セグメント利益率	6.5%	8.0%	7.7%	10.5%	8.3%	7.5%	

2013年2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	3Q(累計)	3Q進捗率
四半期売上	1,488	1,574	1,809	1,611	6,482	4,871	75.1%
セグメント利益	143	157	180	85	565	480	84.9%
セグメント利益率	9.6%	10.0%	10.0%	5.3%	8.7%	9.9%	

2014年2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期計画	3Q(累計)	3Q進捗率
四半期売上	1,608	1,540	1,612	2,240	7,000	4,760	68.0%
セグメント利益	163	94	68	n.a.	n.a.	325	n.a.
セグメント利益率	10.1%	6.1%	4.2%	n.a.	n.a.	6.8%	

注：青字は計画値。4Qの売上は3Qまでの実績と通期計画の差額。

出所：決算短信、決算説明資料

◆第3四半期：機械部門売上内訳

	2013-3Q	2014-3Q	対前年	対前年比
医薬品添加剤	1,570	1,426	(144)	-9.2%
食品品質保持剤	1,424	1,415	(9)	-0.6%
健康食品・その他	1,875	1,918	43	2.3%
合計	4,871	4,760	(111)	-2.3%

出所：会社資料

化成品部門：四半期売上(累計)



出所：決算短信を基にSQUADD作成

化成品部門：四半期業績推移



出所：決算短信を基にSQUADD作成

4-(3) コスト分析

◆原価率、販管費率とも安定的に推移

原価率は直近5年間、概ね70%前後で安定的な推移が続いている。なおフロイント産業単体の製造原価は、材料費29%、労務費4%、外注費64%、経費3%の構成となっている(2013年2月期)。

販管費については、従業員数の増加に伴い、給与手当は増加しているが、増収による固定費の吸収効果により、販管費比率は2010年2月期の25.5%をピークに逡減傾向にある。なお、その他販管費のうち主要な項目は法定福利費約2.1億円、旅費交通費約1.5億円、事務委託費約1.3億円などである(2013年2月期)。

また、研究開発はフロイント産業の収益の源泉となる重要な項目であり、毎年多額の予算が割かれている。特に近年、研究開発予算は増額されており、2009年2月期の2.6億円から2013年2月期には66%増の4.4億円へと拡大。2010年2月期以降、研究開発費率は約2.5%強の水準で推移している。なお、総務省「科学技術研究調査報告(2012年)」によると、2011年の「生産用機械器具製造業」の研究費比率は3.55%で、産業平均との比較では研究開発費率は若干低い。

営業外費用については、2010年2月期には借入金の返済を行い、以後無借金経営となっており、支払利息として計上されているのはリース分のみと、利息負担は軽い。なお2011年2月期までは、円高の進行により為替差損の計上となっていたが、2012年2月期以降は為替差益に転じている。

特別損益については、2011年2月期にターボ工業(株)(現 フロイント・ターボ(株))の買収に伴い、負ののれん発生益約3億円を計上、また同年に、総合設立型の厚生年金基金(東部ゴム厚生年金基金)から任意脱退し、脱退時特別掛金2.7億円の特別損失を計上している。2013年2月期の特別損失は先にも触れた通り、米国子会社FREUND-Vectorが2006年11月に特許侵害でGlatt Air Techniques社から提訴を受けていた係争案件が、2012年9月に和解で終結し、訴訟関連費用として約3億円の特別損失を計上している。

なお、2014年2月期第3四半期に減損損失23百万円を計上。これは、フロイント化成(株)の浦和工場の浜松への移転に伴い、関連する施設等について、減損の認識を行ったものである。

単位:百万円

◆要約PL	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	対売上	2014/2-3Q	対売上	対前年通期
売上高	13,478	12,943	13,258	15,236	16,397	100.0%	12,427	100.0%	75.8%
売上原価	9,331	8,676	9,318	10,624	11,314	69.0%	8,539	68.7%	75.5%
売上総利益	4,148	4,268	3,940	4,612	5,083	31.0%	3,888	31.3%	76.5%
販売費及び一般管理費									
給与手当	845	892	874	915	979	6.0%	802	6.5%	82.0%
賞与引当金繰入額	111	133	86	126	166	1.0%	58	0.5%	34.9%
役員賞与引当金繰入額	59	59	37	63	86	0.5%	49	0.4%	56.7%
退職給付費用	111	103	91	33	42	0.3%	34	0.3%	81.3%
減価償却費	133	138	157	160	113	0.7%	114	0.9%	101.3%
研究開発費	261	313	355	391	435	2.7%	348	2.8%	79.9%
その他	1,667	1,659	1,660	1,859	1,792	10.9%	1,482	11.9%	82.7%
合計	3,189	3,297	3,260	3,547	3,613	22.0%	2,887	23.2%	79.9%
営業利益	958	970	680	1,065	1,470	9.0%	1,000	8.0%	68.0%
営業外収益	132	54	58	61	152	0.9%	52	0.4%	34.3%
営業外費用	34	72	40	3	4	0.0%	6	0.0%	171.5%
経常利益	1,056	952	698	1,123	1,618	9.9%	1,046	8.4%	64.7%
特別利益	11	6	312	1	22	0.1%	5	0.0%	21.3%
特別損失	5	2	341	22	302	1.8%	23	0.2%	7.6%
税金等調整前当期純利益	1,062	956	670	1,102	1,338	8.2%	1,028	8.3%	76.8%
法人税等	423	379	136	470	584	3.6%	481	3.9%	82.2%
少数株主損益調整前純利益	639	577	534	633	753	4.6%	547	4.4%	72.7%
少数株主利益(損失)	19	13	17	24	(12)	-0.1%	8	0.1%	-66.7%
当期純利益	619	564	517	609	765	4.7%	539	4.3%	70.5%

◆主要指標	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014/2-3Q
原価率	69.2%	67.0%	70.3%	69.7%	69.0%	68.7%
販管費比率	23.7%	25.5%	24.6%	23.3%	22.0%	23.2%
研究開発費率	1.9%	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%	2.8%
営業利益率	7.1%	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%	8.0%
経常利益率	7.8%	7.4%	5.3%	7.4%	9.9%	8.4%
当期純利益率	4.6%	4.4%	3.9%	4.0%	4.7%	4.3%

◆その他損益項目内訳	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014/2-3Q
営業外収益						
受取利息配当金	34	11	6	9	7	5
受取技術料	31	23	21	21	12	11
為替差益	-	-	-	2	28	17
保険解約返戻金	15	-	-	-	78	-
その他	51	19	32	29	27	19
合計	132	54	58	61	152	52
営業外費用						
支払利息	3	1	2	1	2	4
為替差損	16	51	19	-	-	-
その他	15	21	20	2	1	2
合計	34	72	40	3	4	6
特別利益						
固定資産売却益	5	4	6	0	22	5
負ののれん発生益	-	-	303	-	-	-
その他	6	2	3	1	0	-
合計	11	6	312	1	22	5
特別損失						
厚生年金基金脱退拠出金	-	-	274	-	-	-
事務所移転費用	-	-	60	-	-	-
訴訟関連費用	-	-	-	-	301	-
減損損失	-	-	-	-	-	23
その他	5	2	7	22	1	0
合計	5	2	341	22	302	23

出所: 有価証券報告書及び会社資料を基にSQUADD作成

4-(4) 財務概況

手許現預金は厚い

売上債権の回転期間は業界慣行を受け、3ヵ月程度と長い

棚卸資産は仕掛品が過半を占め、製品としての滞留期間は短い

有利子負債残高はゼロ

◆資産

2013年2月期末の現預金残高は36億円で、総資産の25%程度を占めるなど、手許現金は非常に厚く、資金繰りには余裕がある。但し、資産効率の面からは、現預金の有効活用が望まれるところではある。

受取手形・売掛金については、受注時に1/3、納入時に1/3、検収時に1/3を回収というフローを採るが、回収サイトが6ヶ月と長いため、売上債権の回転期間は3ヵ月程度と長い。但し、取引先は大企業が多いため、貸倒損失の発生は皆無である。なお単体ベースでは、2013年2月期末時点において、ライオン(株): 約8.9億円、大成建設(株): 約4.0億円、日揮(株): 約3.9億円、(株)マツポー: 約2.2億円、東和薬品(株): 約2.2億円などが主要な相手先となっている。

棚卸資産21億円の科目別の内訳は、商品及び製品2億円、仕掛品15億円、原材料及び貯蔵品4億円。機械部門の製品については、製品の完成までの期間が長いため、仕掛品残高の比率が高い。また、完成後は遅滞なく引き渡されるため、製品として滞留することはない。製品として計上されているのは、主に医薬品添加剤や食品品質保持剤など化成品部門の商品である。

有形固定資産(29億円)については、約45%相当する約13億円が化成品工場である浜松工場の資産(主に土地建物)である。科目別では、土地13億円、建物及び構築物10億円、機械装置等3億円、建設仮勘定60百万円、その他255百万円の構成となっている。機械装置等については減価償却が進んでいるため、簿価が低くなっている影響があるが、取得原価ベースでも10億円で、同社の製品製造には大規模な設備が不要である点も特徴の一つである

投資その他の資産(9億円)のうち主要な項目は、事業保険積立金3.5億円と投資有価証券3億円。投資有価証券3億円のうち過半に相当する1.6億円が主要外注先でもある(株)大川原製作所の株式で、その他、(株)静岡銀行(60百万円)、東和薬品(株)(28百万円)、(株)ブルボン(13百万円)などの株式を取引関係の維持を目的として保有している。

◆負債

借入金を全額2010年2月期に返済しており、以降有利子負債残高ゼロ(リース債務除く)の無借金経営を維持している。

支払手形及び買掛金は原材料及び外注費の未払い分が計上されており、回転期間は2.5~3ヵ月程度の水準にある。なお単体ベースでは、2013年2月期末時点において、(株)NRLファーマ: 約3.8億円、(株)大川原製作所: 約2.2億円、(株)陽進堂: 約1.2億円などが主要な相手先となっている(関連会社を除く)。

長期未払金は、役員退職慰労引当金からの組替分であり、仕入など業務に直接関連する債務ではない。

なお、2014年2月期第3四半期の残高については、基幹システムの入替えに伴い、無形固定資産が約1.5億円増加している。

単位:百万円

◆要約BS	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	構成比	2014/2-3Q	構成比
現金及び預金	2,986	3,073	2,133	3,035	3,617	24.2%	3,959	25.9%
受取手形及び売掛金	3,286	3,599	4,150	4,955	4,765	31.8%	4,292	28.0%
たな卸資産	2,257	1,381	1,416	1,874	2,102	14.0%	2,252	14.7%
繰延税金資産	178	180	121	219	285	1.9%	297	1.9%
貸倒引当金	(35)	(27)	(24)	(19)	(27)	-0.2%	(30)	-0.2%
その他	213	277	465	491	342	2.3%	438	2.9%
流動資産合計	8,884	8,483	8,262	10,555	11,085	74.0%	11,209	73.3%
有形固定資産	2,544	2,531	2,947	2,862	2,910	19.4%	2,968	19.4%
無形固定資産	95	66	35	27	30	0.2%	181	1.2%
投資その他の資産	972	969	953	899	946	6.3%	944	6.2%
固定資産合計	3,612	3,567	3,935	3,787	3,886	26.0%	4,093	26.7%
資産合計	12,496	12,050	12,197	14,342	14,971	100.0%	15,302	100.0%
支払手形及び買掛金	2,670	1,894	2,071	2,810	2,478	16.6%	2,300	15.0%
前受金	904	719	576	1,223	1,280	8.5%	1,353	8.8%
短期借入金等	10	-	-	-	-	0.0%	-	0.0%
未払法人税等	187	182	10	463	465	3.1%	149	1.0%
その他	664	733	844	709	793	5.3%	809	5.3%
流動負債合計	4,434	3,528	3,501	5,205	5,016	33.5%	4,611	30.1%
長期借入金	8	-	-	-	-	0.0%	-	0.0%
長期未払金	-	340	374	323	327	2.2%	n.a.	n.a.
リース債務	-	-	-	59	60	0.4%	n.a.	n.a.
退職給付引当金	131	139	165	165	169	1.1%	174	1.1%
その他	442	104	84	101	84	0.6%	582	3.8%
固定負債合計	580	583	623	648	640	4.3%	756	4.9%
負債合計	5,014	4,110	4,125	5,853	5,656	37.8%	5,367	35.1%
資本金	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036	6.9%	1,036	6.8%
その他株主資本	6,864	7,299	7,687	8,166	8,802	58.8%	9,166	59.9%
株主資本合計	7,900	8,335	8,722	9,202	9,838	65.7%	10,202	66.7%
その他包括利益累計額	(536)	(520)	(770)	(845)	(640)	-4.3%	(403)	-2.6%
少数株主持分	117	125	119	133	118	0.8%	136	0.9%
純資産合計	7,481	7,940	8,072	8,490	9,315	62.2%	9,935	64.9%
有利子負債残高*	18	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA	1,288	1,169	929	1,368	1,573	-	n.a.	-

*リース債務除く

◆主要指標	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014/2-3Q
流動比率	200.3%	240.5%	235.9%	202.8%	221.0%	243.1%
自己資本比率	58.9%	64.9%	65.2%	58.3%	61.4%	64.0%
D/ELソ(倍)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
有利子負債/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	n.a.
ROA	5.0%	4.7%	4.2%	4.2%	5.1%	4.7%
ROE	8.5%	7.4%	6.6%	7.5%	8.7%	7.6%
売上債権回転期間(月)	3.0	3.2	3.5	3.6	3.6	3.3
棚卸資産回転期間(月)	2.8	2.5	1.8	1.9	2.1	2.3
仕入債務回転期間(月)	3.4	3.2	2.6	2.8	2.8	2.5

売上債権回転期間=(期首期末平均売上債権/売上高)×12(又は9)

棚卸資産回転期間=(期首期末平均棚卸資産/売上原価)×12(又は9)

仕入債務回転期間=(期首期末平均仕入債務/売上原価)×12(又は9)

出所: 有価証券報告書及び決算短信を基にSQUADD作成

4-(5) キャッシュフロー 一 概況

フリーキャッシュフローは
2011年2月期を除きプラス

◆収益認識のタイミングと入金時期にズレがあるため、PL と営業 CF の動きは乖離

主力の機械売上については、収益は基本的に検収基準で計上されるのに対し、売上金は受注時に 1/3、納入時に 1/3、検収時に 1/3 回収というサイクルをとるため、PL とキャッシュフローとの間には乖離が生じる。特に 2011 年 2 月期については、営業利益が薄い年度であったのに加え、事務所移転費用の支出(49 百万円)、前受金の受領タイミングの期ズレなどが重なり、営業キャッシュフローが大きく落ち込んでいる。

投資活動については、2011 年 2 月期に、欧州子会社 FREUND Pharmatec (IRL) の設立にともなう設備投資(約 2.5 億円)やターボ工業株の買収(約 4 億円)などを実施。その他の年度については、概ね 1 億円台後半～2 億円弱程度の設備投資を実施している。

財務活動については、2011 年 2 月期に借入金を完済して以降、そのほとんどが配当金の支払いに伴うキャッシュアウトである。

なお、2011 年 2 月期は臨時的な支出が重なり、フリーキャッシュフロー(=営業 CF-投資 CF)、ネットキャッシュフローともマイナスとなっているが、その他の年度は投資活動に伴うキャッシュアウト、財務活動に伴うキャッシュアウトとも、営業キャッシュフローで賄っている。

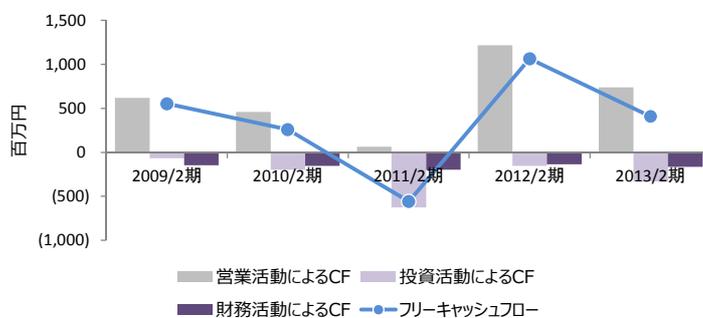
単位:百万円

◆要約CF	2009年2月	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月
営業活動によるCF	619	458	65	1,219	741
投資活動によるCF	(66)	(198)	(624)	(155)	(332)
フリーキャッシュフロー	553	260	(558)	1,064	408
財務活動によるCF	(146)	(154)	(197)	(135)	(165)
換算差額	(177)	(43)	(161)	(27)	110
ネットキャッシュフロー	229	63	(916)	903	353
現預金期首残高	2,756	2,986	3,048	2,133	3,035
現預金期末残高	2,986	3,048	2,133	3,035	3,388
設備投資額*	(191)	(176)	(470)	(134)	(180)

*有形固定資産及び無形固定資産取得額合計

出所:有価証券報告書を基にSQUADD作成

キャッシュフロー推移



出所:有価証券報告書を基にSQUADD作成

5. 成長戦略・SWOT 分析及びリスク要因

5-(1) 経営計画及び成長戦略

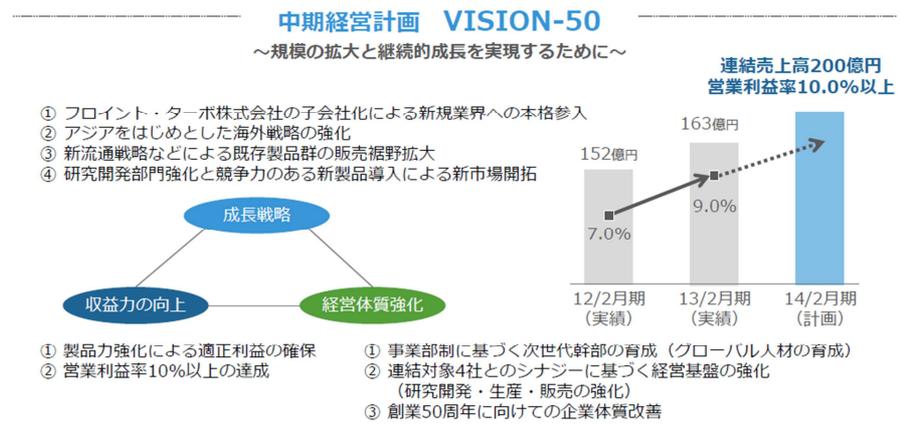
【会社経営計画】

◆経営計画骨子

現在、中期経営計画「VISION-50(第5次中期計画)」が進行中で、2014年2月期(創業50周年)に最終年度を迎える。

第4次中期計画(2009年2月期～2011年2月期)では「事業別の再編と戦略目標の設定」、第5次中期計画(2012年2月期～2014年2月期)では、「規模拡大と継続的成長実現のための体質改善」を目標として掲げ、①既存事業のさらなる拡大、②新規事業への本格参入、③グローバル戦略強化を推進してきた。

来期以降は、「グローバル市場でリーディング製剤機械・添加剤メーカーへの飛躍」という基本方針のもと更なるグローバル化を推進していく予定である。



出所:2013年2月期 FACT BOOK より転載

【基本戦略】

基本戦略は「国内での事業領域の拡大」及び「海外展開の加速」

◆国内の事業領域の拡大及び海外進出によるマーケットの拡大が基本戦略

会社の基本戦略・施策をまとめると下表のようになる。

基本的な方向性としては、コアとなる日本の医薬品業界向け事業(医薬品製造機械及び医薬品添加剤)を基軸に、国内では、既存技術の転用・応用が可能な周辺産業(サプリメント・食品・産業用機械など)へと事業領域を広げていくことで、業容の拡大を目指している。海外については、新興国進出により対象マーケットを拡大し、増収を目指すという方向である。

日本の医薬品市場は、高齢化の進展に伴い、緩やかな拡大傾向が続いており、医薬品製造機械ないしは医薬品添加剤の需要も当面底堅く推移すると予測されるが、国内の医薬品市場の拡大も構造的には限界がある。また、医薬品製造機械については、特定ニーズに対応したニッチ市場であることから需要者は限定されており、マーケットの急激な拡大は見込みにくい。加えて、「造粒・コーティング装置」で圧倒的なマーケットリーダーであるフロイント産業にとって、市場シェアの拡大による業容の拡大も容易いことではない。このような状況下、持続的な成長を達成するためには、やはり、海外展開の加速・関連産業への進出が基本方針となるであろう。

新興国市場との技術ギャ

今後の重点課題となるのはインドなど新興市場での需要開拓であるが、新興国

ップを踏まえ、どのように市場開拓を進めていくかが課題

欧州市場開拓にも期待

と先進国との間での品質レベル・技術格差という問題も存在する。これらの国では、徐々に技術水準は向上してきているものの、現在のところ、品質よりも価格を重視する傾向が強い。これらを背景に、フロイント産業も新興国向けのコーティング装置の開発に着手しているが、利幅の面で先進国の案件と比較すると劣らざるを得ない。また、現在、機械の生産は日本ないしは米国で行われておりかつ、スケールメリットが働きにくい原価構造にあることから、採算ラインとのバランスという課題も生じる可能性がある。

一方、手薄になっていた欧州市場開拓にも期待がかかる。ドイツなど欧州主要医薬品生産国においては、Glatt(DEU)など欧州勢が強く(P35 参照)、牙城切り崩しのハードルは高いが、ラボ施設の増設を進めているミラノの展示場を基点に、東欧諸国等での新規顧客開拓を進めている。なお現在、欧州地域は米国子会社FREUND-Vector が担当しているが、今後フロイント産業との更なる連携強化・情報共有なども重要性が増してくると考えられる。

また、従来は「医薬品製造機械」を中心に海外展開を行っていたが、化成品の海外展開についても、市場調査を開始するなど、徐々に具体化しつつある。

◆部門別基本戦略

	基本戦略	施策	課題・問題
機械部門	医薬品業界の拡販	・ 医薬品関連機械は増収を達成	
	新製品・新規事業開拓	・ フロイント・ターボ買収により産業用機械に本格参入	・ 医薬向けと産業向けの相乗効果の発現に時間がかかる
	グローバル体制の強化	・ インドで販売代理店契約締結 ・ 新興国対応コーティング措置開発中 ・ ミラノに展示場を設置/ラボ施設の増設に着手	・ 中国、韓国展開にやや遅れ ・ 想定以上に新興国の医薬品市場が未成熟
化成品部門	基本戦略	施策	課題・問題
	医薬品添加剤の拡販	・ 直接打錠用賦形剤開発	・ 大型医薬品がドロップ
	食品業界向け事業の拡大	・ サプリメント受託製造の本格展開 ・ 新規栄養補助食品の開発	
	アジア市場の開拓	・ 市場調査を開始	

出所：決算説明資料及びヒアリング結果を基にSQUADD作成

5-(2) SWOT 分析及びリスク要因

【SWOT 分析】

◆機会(O)を活かし弱み(W)を克服する戦略推進

フロイント産業の SWOT をまとめると下表のようになる。

課題(Weaknesses)となるのは、既存の国内ビジネス(医薬品製造機械・医薬品添加剤)だけでは、マーケット規模に制約がある点であるが、海外展開を加速させ、新たな需要を取り込む戦略を推進することにより、この点をカバーしている。

医薬品業界という特定の業界への依存度が高い点も、リスクの一つであるが、サプリメントの受託製造など医薬品以外の事業を軌道に乗せるなど、顧客層の拡大を図っており、日本の医薬品業界向けの売上比率(国内医薬品機械及び医薬

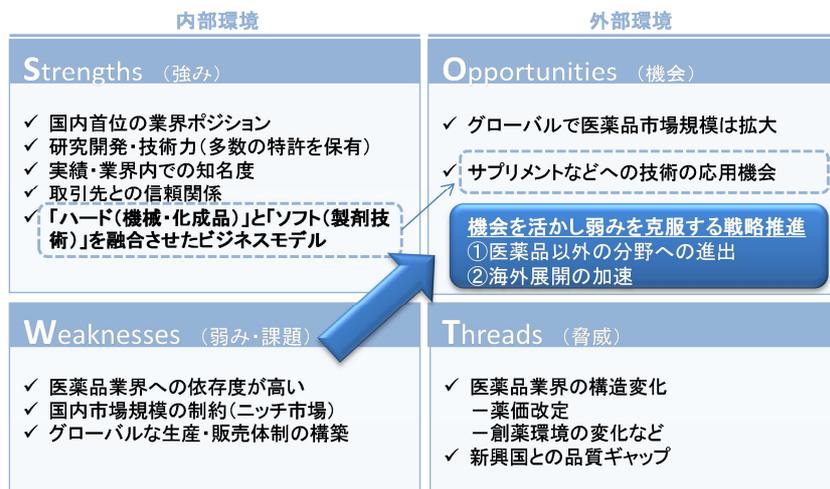
製剤技術(S)を活かし、需要(O)を開拓

品添加剤の売上比率)は2009年2月期の約5割から2013年2月期には約4割にまで低下してきている。また、サプリメント市場への進出には、自社の強み(Strengths)である「ハード(機械・化成品)とソフト(製剤技術)を融合させたビジネスモデル」が活かされている。

フロイント産業が持つ「製剤技術」は相乗効果を生みやすく、新剤形や新たなDDS^{注1}の開発により、既存医薬品の改良・機能付加の提案などが可能となり、自らで「医薬品製造機械」や「医薬品添加剤」の販売機会の創出及び需要の掘り起し・開拓などにも繋がるフロイント産業ならではの強みとなっている。

注1: Drug Delivery System:薬物の効果を最大限に発揮させるために理想的な体内動態に制御する技術・システムのこと、必要最小限の薬物を、必要な場所(臓器、組織等)に、必要な時(タイミング及び期間)に供給することを目指している。(出所:特許庁「平成22年度 特許出願技術動向調査報告書(概要)」)

◆簡易SWOT分析



出所:SQUADD作成

【リスク要因】

薬価引き下げに伴うジェネリックメーカーの業績悪化懸念

◆2014年薬価改定でジェネリック薬の価格引き下げが決定

次に、外部環境面のリスク要因(Threads)について検討する。

やはり、最も影響があるのは、日本の医薬品業界の業界動向である。まず、2014年4月に実施される薬価改定を指摘できる。政府の「2018年3月までにジェネリック比率を60%以上に高める」という目標を受け、次回薬価改定で、新規後発医薬品の薬価算定係数が現行の「新薬の70%(収載希望が10品目超の内用薬は60%)」から「新薬の60%(収載希望が10品目超の内用薬は50%)」へ引き下げられる予定である。また既収載後発医薬品(薬価基準に既に収載されている後発医薬品)についても、価格の統ルール拡大(下がるものもあれば、上がるものもある)が進められる。

2014年の薬価改定により、ジェネリック医薬品の使用量が拡大するのは確実である。しかし、単価の下落をどの程度カバーできるかは製薬会社次第で、かつ中

新薬開発は「低分子医薬品」から「バイオ医薬品」へシフト

期的には、競争の激化・後発医薬品業界の再編が進むと見られている。

ジェネリック医薬品の使用量増加は医薬品添加剤の売上増につながるが、ジェネリックメーカーの淘汰や品目数減少は、医薬品製造機械及び添加剤の潜在的な需要縮小へとつながるリスクがある。

◆新薬開発は「低分子医薬品」から「バイオ医薬品」へ軸足がシフト

また、中長期的な視点からは創薬環境の変化を指摘できる。日本はバイオ医薬品の研究開発・生産で欧米に遅れを取っているが、世界的に医薬品開発は従来の「低分子医薬品^{注2}から「バイオ医薬品^{注3}」へ軸足が移りつつあり、世界大型医薬品 50 品目に占めるバイオ医薬品の比率(金額ベース)は、2005 年の 15.6%から 2011 年には 34.0%にまで上昇してきている^{注4}。今後も大きなトレンドとしては新薬に占めるバイオ医薬品の比率が高まる可能性が高く、厚生労働省「医薬品産業ビジョン 2013」によると、低分子医薬品の大型新薬(ブロックバスター)は、2010 年前後に特許失効のピークを迎えており、2013 年以降ブロックバスター特許失効の中心はバイオ医薬品へとシフトする旨が指摘されている。

これらは、フロイント産業にとって、長期的には、①新薬向け製品の需要縮小、②新規のジェネリック対象(特許切れとなる低分子医薬品数)の減少に伴う、後発医薬品メーカーのニーズの変化などの影響をもたらすと考えられる。但し、低分子医薬品も疾患領域等に応じ、今後も重要な役割を果たすと考えられ、かつ、コストや取扱い易さの面で優位性があり、医療機関で使用される機会も多々あろう。

また、画期的新薬に限らず、機能改善や DDS 機能の付加などによる既存医薬品の高付加価値化なども重要視されており、医薬品業界の環境変化に応じ、将来的にはフロイント産業に対するニーズが変化していくことが予想される。

注 2: 段階的な化学合成の工程を経て生産される医薬品。分子が小さく、ごく少数の機能的な分子グループを含む比較的単純な構造をした有機化合物を指す。(出所: 日本製薬工業協会など)

注 3: 遺伝子組み換えや細胞融合などのバイオテクノロジーを用いて生産される医薬品。有効成分がタンパク質由来(成長ホルモン、抗体など)、生物由来の物質(細胞、ウイルスなど)により産生される。これらは化学合成の低分子医薬品に比べて分子が大きく、構造が複雑であり、その特性や性質は一般に製造工程そのものに依存する。(出所: 日本製薬工業協会など)

注 4: セジデム・ストラテジックデータ(株)「Pharma Future」による

6. 競合分析

6-(1) 機械部門
競争環境

日本市場は「フロイント産業」と「パウレック」の2強の構図

寡占市場が成立している理由

グローバルプレーヤーはフロイント産業及び欧州系3社

◆造粒・コーティング装置国内販売シェア7割を誇るトップメーカー

次に競争環境及び同業他社の動向について触れる。

フロイント産業が主力としている製剤機械は、産業用機械業界の中でもニッチな存在である。また、製剤工程では、各プロセスに応じ様々な機械装置が使用されるが、フロイント産業は「造粒装置」「コーティング装置」を中心に展開しており、同分野では国内販売シェア約7割(同社推計)と国内首位の座にある。第2位は欧州大手 Glatt(DEU)と技術提携関係にある(株)パウレック(非上場)。このほか、(株)ダルトン(株)イトーキの上場子会社)、(株)アーステクニカ(川崎重工(株)子会社)なども製剤機械事業に参入しているが、「造粒・コーティング装置」については、フロイント産業とパウレック(Glatt)の2強の構図が成立している。

また、産業向け粉体装置で業界首位の座にあるホソカワミクロン(株)も医薬品業界向けの粉碎・混合機などの取扱いがある。ホソカワミクロン(株)については、フロイント産業傘下のフロイント・ターボ(株)も競合するが、ホソカワミクロン(株)が各種機械を幅広く取り扱う総合タイプの企業であるのに対し、フロイント・ターボ(株)は超粉体分野など、特定領域に特化した専門型の企業である。

◆医薬品業界の特性やマーケット規模の制約などが寡占の背景

医薬品原薬や中間体を含む医薬品プラント事業へは、東レ、IHI、日本曹達などの大企業が子会社などを通じ参入しているが、上記の通り、造粒・コーティング装置の製造を手掛けている企業は少なく、フロイント産業を筆頭に寡占が成立している。

同業界は、「初期コスト」という意味では参入障壁は高くないが、フロイント産業も多数の特許を保有するなど、高度なノウハウが必要となる業界であり、技術面で新規参入のハードルは高い。また、医薬品という安全性・クオリティーへの要求が高い商品の製造に関わる機械であるため、過去の実績や製薬会社との信頼関係なども重要となる。また、製薬会社は、R&D で相応のリスクを取っているため、製剤工程でのリスクは最小化したいという意向が働き、新規メーカーの製剤機械の導入を敬遠する傾向にある。さらに、本業界は B to B の特定ニーズに対応した市場であることから、マーケットは比較的小規模であり、いわゆる大企業が新たに開発コストをかけてまで参入してこないと言った特徴を有している。

◆グローバルでは欧州3社にフロイント産業を加えた4社が競合

医薬品製造機械市場は、国ないしは地域単位でマーケットが独立している傾向が比較的強いが、グローバルプレーヤーは限定されている。ヨーロッパは欧州勢が強く、Glatt (DEU、非上場)、GEA Group (DEU)、IMA Industria Macchine Automatiche (ITA、以下 IMA)などが有力企業として挙げられる。日本については、フロイント産業が圧倒的に強く、北米市場は欧州3社に FREUND-Vector を加えた4社がシェアを争っている状況にある。

Glatt(DEU)は医薬品製造機械の専門メーカーで、自国ドイツの他、欧州ではスイス、英国などにも拠点を有している。また米国にも進出しているほか、2013年にインドに現地子会社を設立するなど、新興市場展開も積極化している。

GEA Group(DEU)は、食品加工機械を中心に、乳製品製造機械や乾燥装置など、医薬品製造装置を含む様々な産業用機械を取り扱う大企業で、2012年度の売上は57億ユーロ(約8,000億円)に上る。

IMA(ITA)は、医薬品のほか、化粧品、コーヒー・紅茶、食品類の加工・包装機械などの製造販売を手掛けている。医薬品業界向けの製品については、造粒・コーティング装置のほか打錠機、充填機、包装機械なども展開している。

機械の性能という意味では、各社著しい違いはないが、フロイント産業の強みとなるのは、医薬品の構造を決定し錠剤の最適化を図る製剤技術ノウハウであり、装置というハードに加え、新しい剤型の提案などソフト面でのアプローチも可能な点で他社との差別化を図っている。

◆医薬品製造機械：国内競合他社概要

単位：百万円

証券コード	会社名	概要	所在	設立	資本金	全社			対象セグメント		
						売上	営業利益	営業利益率	売上	営業利益	営業利益率
6312	フロイント産業(株)	医薬品、食品、化学等の業界向け造粒・コーティング装置の製造販売(売上比60%)及び医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養補助食品等の開発・製造販売、並びに医薬品製造の受託及び仲介(同40%)を展開	東京都	1964	1,036	16,397	1,470	9.0%	9,915	1,172	11.8%
7432	(株)ダルトン	研究機関、教育機関などで使用される実験台、ドラフトチャンバー(局所排気装置)などラボ向け設備の製造販売を中心に(売上比70%)、粉粒体機械事業(同30%)を展開。	東京都	1948	1,387	15,160	85	0.6%	4,675	336	7.2%
6277	ホソカワミクロン(株)	電池、トナー、化粧品など各種産業で使用される粉体装置メーカー。医薬品業界向け製品の取扱いもあり。粉体関連事業が売上の約8割を占めるが、プラスチック薄膜事業(15%)、製菓事業(5%)も展開。	大阪府	1949	14,496	44,950	3,386	7.5%	35,339	3,799	10.8%
非上場	(株)パウレック	医薬品、食品、電池電子部品及び化学業界向けの、粉粒体処理機械装置を製造販売。粉碎、混合、造粒、乾燥、打錠、コーティングなど製品のラインナップは広い。また欧州大手Glatt社(DEU)とは業務提携関係にある。	兵庫県	1955	75	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
非上場	(株)アーステクニカ	川崎重工子会社。ミルなどの破碎粉碎機、廃プラスチック等のリサイクル設備の製造販売を展開。2012年に同じく川崎重工傘下にあった深江パウテック(株)を合併し、医薬品、食品、化学等の業界向けの粉体機器(粉碎、分級、混合、造粒、コーティング等)が加わった。	東京都	2003	1,200	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

出所：各社HP、有価証券報告書などを基にSQUADD作成

6-(2) 化成品部門 競争環境

医薬品添加剤は「旭化成ケミカルズ」「信越化学」「日本化薬」が大手

食品品質保持剤最大手は「三菱ガス化学」

エタノール蒸散系製品はフロイント産業が首位

◆医薬品添加剤へは化学品メーカー、食品系メーカーなどが多数参入

医薬品添加剤分野へは信越化学工業(株)、旭化成ケミカルズ(株)、日本化薬(株)、三和化学工業(株)などの化学品メーカー及び、(株)林原(長瀬産業(株)子会社)、三菱化学フーズ(株)、味の素ヘルシーサプライ(株)など食品・食品添加剤系メーカーが多数参入している。本業の水平展開により医薬品添加剤事業を手掛けているケースが多く、專業業企業はほぼ皆無である。また、フロイント産業のような機械メーカーが参入している例は珍しい。

各社、得意とする医薬品添加剤の種類は異なるが、全体で見ると、旭化成ケミカルズ(株)、信越化学工業(株)、日本化薬(株)が上位に位置し、フロイント産業はトップ10の下位グループに入る(同社ヒアリングによる)。

◆食品品質保持剤最大手は三菱ガス化学、エタノール蒸散系ではフロイント産業がトップ

食品品質保持剤最大手は、「エージレス」を展開する三菱ガス化学(株)。同社は「脱酸素剤系」製品を中心に展開しており、脱酸素剤の国内シェアは約7割に上る(三菱ガス化学推計)。また、フロイント産業が得意とする「エタノール蒸散系」製品も一部取り扱っている。この他、日本化薬フードテクノ(株)(日本化薬(株)子会社)、上野製薬(株)(非上場)などが「エタノール蒸散系」の食品品質保持剤を展開している。

マーケット規模では、一般産業用途にも用いられる「脱酸素剤系」が300億円程度に対し、食品用途中心の「エタノール蒸散系」はその10分の1の30億円程度の規模であるが、エタノール系製品については、フロイント産業がトップで、概ね5割程度のマーケットシェアを有している(同社ヒアリングによる)。

<参考：フロイントのモットー>

創造力で未来を拓く

- 独創性豊かな製品の創造。
- 先見力で新しい市場ニーズの創造。
- 組織を活性化する経営基盤の創造。
- 困難に立ち向かうチャレンジ精神の創造。
- 潤いある人間関係の創造。

(出所：会社資料)

7. 株価動向・投資リターン分析及び株主還元政策

7-(1) 株価動向

伏島巖代表新体制のもと
IR活動を積極的に展開

市場流動性も5千万円から
1億円程度にまで成長

堅調な業績面と認知度向上
を受け株価も堅調、競
合他者比でもアウトパフ
ォーム

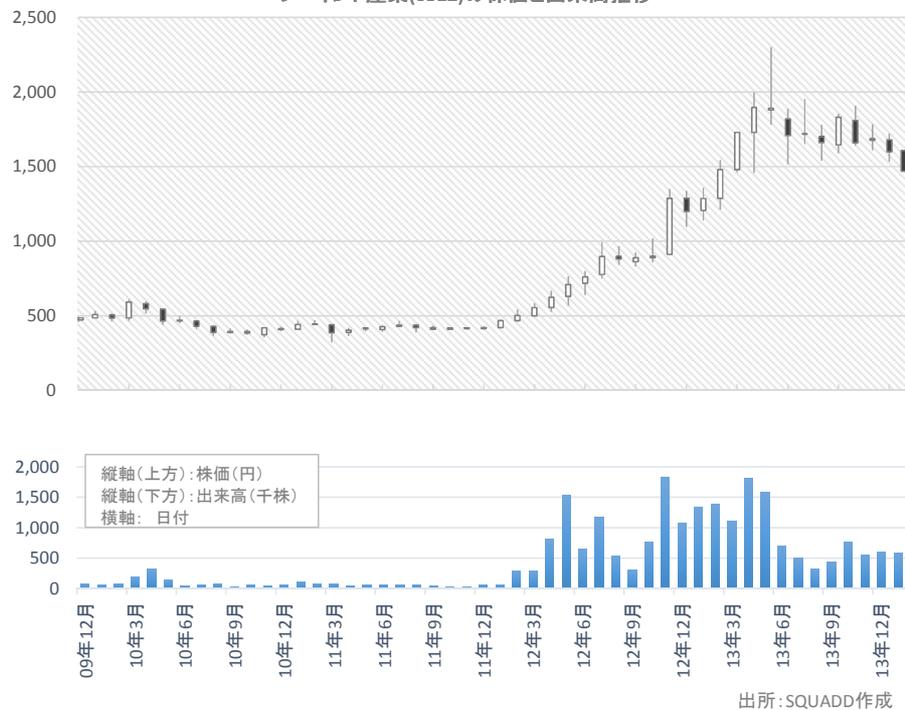
◆2012年頃よりIR活動を積極化、競合他社対比でも株価はアウトパフォーム

次に、株価動向について触れる。同社の売上高は2010年2月期に一時的に減少する局面が見られたが、それ以降毎年拡大を続け、業績面でも堅調な推移が確認されている(P12-P13参照)。同社は、これら業績の堅調さを追い風に伏島巖氏が代表取締役就任した2012年頃より、IR活動を積極的に展開、市場での認知度の向上に取り組んでいる。

結果、同社株式は、特に2012年以降は流動性の向上を伴った形での株価上昇が見られた。2010年には百万円から2百万円程度であった一日当りの流動性(金額ベース)は、2013年には5千万円から1億円程度の水準にまで到達、機関投資家の投資判断の際に必要な流動性を次第に確保しつつあり、今後も更なる投資家層の拡大が期待される。

株価についても、投資家層の拡大に呼応する形で堅調に推移し、関連銘柄対比でも中期的にはアウトパフォームする展開となった。特に、2013年は、前半のアベノミクス相場に牽引される形でマザーズ市場ならびにジャスダック市場が大きく上昇するタイミングで、同社株価も同様に上昇、その後は若干弱含みで推移した。直近1年間で見えた場合においても競合他社比では最もアウトパフォームする展開が続いている。

フロント産業(6312)の株価と出来高推移

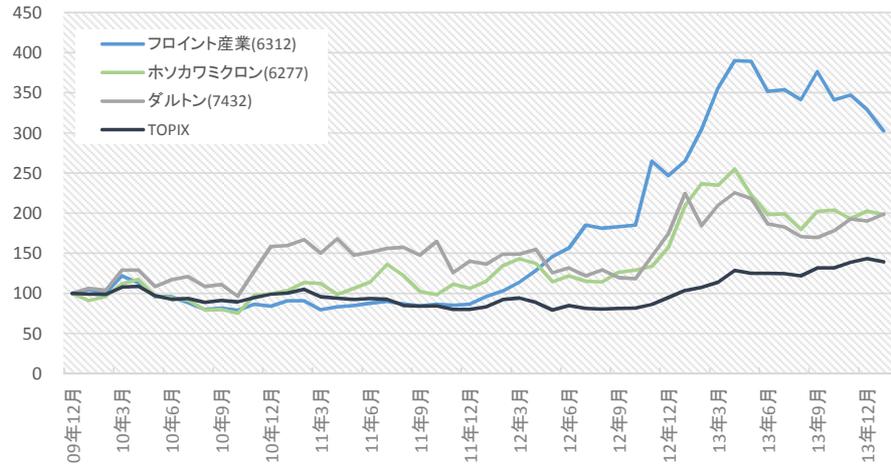


7-(2) 投資リターン
分析

今後は売上規模拡大と資本効率向上により投資家層の拡大に見込まれる

市場平均・競合他社対比でも一定の存在感を確認、今後も株価上昇が期待される

フロイント産業(6312)株価推移と関連銘柄比較



※2009年12月の各社株価を100として算出

出所: SQUADD作成

◆同社株式は機械業種平均対比で依然割安。今後は流動性の更なる向上がポイント

次に、株価のバリュエーションについて検討する。2014年2月期第3四半期決算までの値を反映した同社時価総額は約130億円、PBRは1.3倍、ROE(実績ベース)は7.4%、配当利回り(実績ベース)は1.4%となった^{注1}。機械業種平均(230社)のPBR:1.2倍、ROE(実績ベース):4.8%と比較すると、同社株価(PBR)は依然として割安な水準にあることが確認される。同社株価の今後の更なる上昇のためには、次の課題克服がポイントとなる。

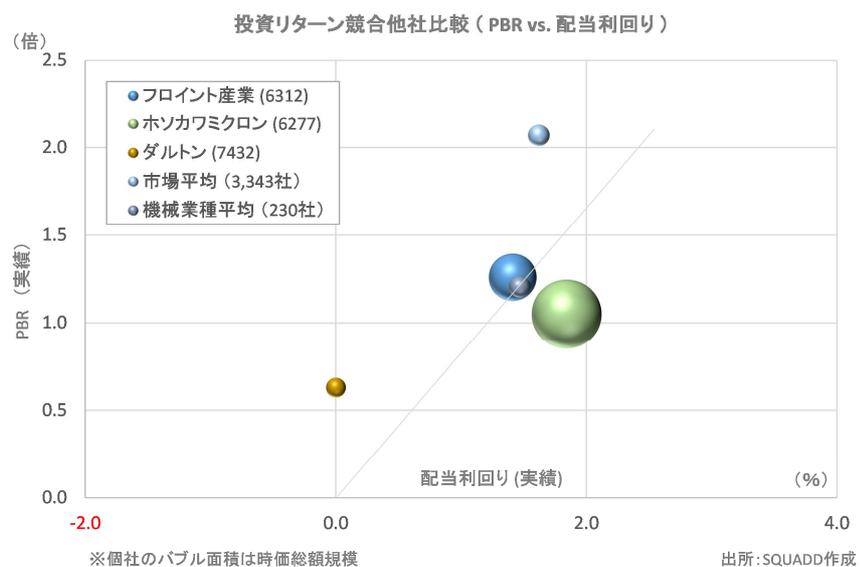
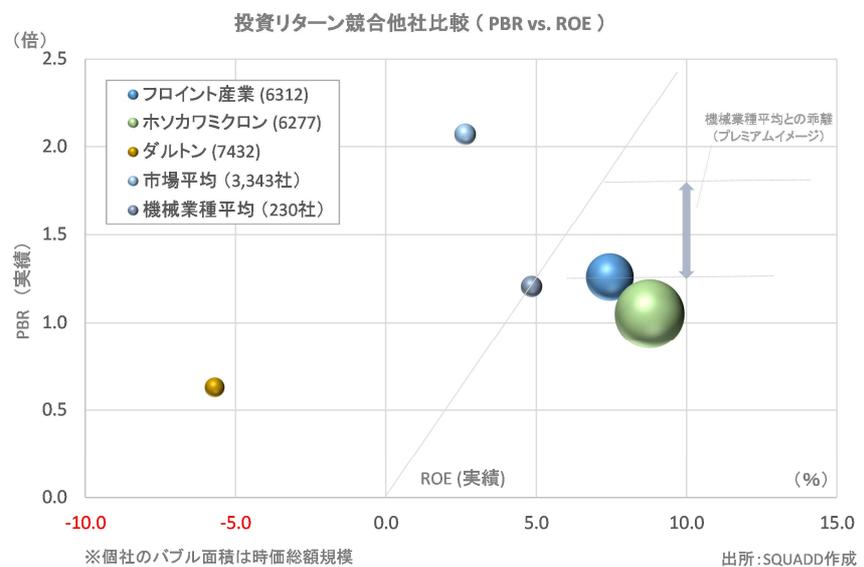
大規模企業が多数を占める機械業種においては、平均時価総額が1千億円程度と、同社時価総額と比較すると7~8倍程度、市場流動性において9倍程度の乖離が存在する。業種により様々であるが、特に機械業種においては、株価は売上規模や資産規模等の規模のファクターならびにROEや自己資本対比での営業利益など資本効率考慮後の収益性との相関が足元でも強い事が確認されている。今後、機関投資家を中心とした投資家層を更に拡大させ、今後の株価上昇(市場平均とのプレミアム解消)には、売上規模の拡大ならびに資本効率の向上、そして丁寧な情報開示を充実させながら、足元で達成した5千万円から1億円程度の流動性を更に加速させ、1日当たり1億円以上の流動性を恒常的に実現させることが次の到達目標となるだろう。

次に、競合他社との比較を行う。時価総額では1位ホソカワミクロン(280億円・東証1部)、2位フロイント産業(130億円・東証JASDAQスタンダード)、3位ダルトン(22億円・東証JASDAQスタンダード)と続き、3位ダルトンは競合比較では極めて小さく流動性が充分でない印象がある(グラフの個別企業のバブルの面積は、各社時価総額の規模を表す)。同社は収益指標についてもROE:-5.7%、配当利回り:0%と低迷しており、バリュエーション投資の観点からみるとフロイント産業の優位性は圧倒的と言える。一方、ホソカワミクロンは東証1部に属するため異なる投資家層で構

成される市場のフロイント産業との比較は限界があるが、時価総額で上回るホソカワミクロンについては1日当り1億円以上の市場流動性を確保する状況にあり、同社収益指標は ROE:8.8%、配当利回り:1.8%とフロイント産業と足元のデータで比較すると優位な立場にある。

フロイント産業の今後についてであるが、ジェネリック医薬品市場においては、国内のみならず海外でも今後堅調に拡大が期待される。同社売上はこれらの動きと連動する可能性が高く、同社の売上規模拡大を伴う形での株価上昇に今後期待したい。

注1: 株価は2014年1月27日時点の値、純利益は直近4四半期分の合計値、純資産は直近の第3四半期の値で計算。



7-(3) 株主還元・
配当政策

◆連結配当性向 20%を目標に配当を実施

株主価値の極大化を経営の最重要課題に位置付けており、企業体質の強化を図りつつ、株主への利益配分を行っていく方針である。

配当政策については、連結配当性向 20%を目標に、継続的かつ安定的な配当の実施を目指している。過去の配当実績についても、配当性向は 20%~25%のレンジで推移しており、2013年2月期は15円から20円へプラス5円の増配、2014年2月期については、25円の配当を予定している。

なお、内部留保については、将来の事業展開に向けての経営体質強化や事業領域拡大に向けた投資に有効活用していく方針であるが、手許現預金の残高は過去5年以上に渡り、かなり厚めの水準で推移していることから(P28~P29参照)、配当性向の引き上げなどを通じた株主還元率の上昇・資本効率の改善などが望まれるところではある。

◆発行済株式数/1株当たりの情報等

						会社予想
						2014年2月
						2010年2月
						2011年2月
						2012年2月
						2013年2月
期末発行済株式数	(千株)	9,200	9,200	9,200	9,200	n.a.
株主数	(人)	1,476	1,804	1,820	2,254	n.a.
期末株価	(円)	485	441	501	1,480	n.a.
時価総額	(百万円)	4,462	4,057	4,609	13,616	n.a.
1株当たり当期純利益(EPS)	(円)	65.41	59.96	70.59	88.76	110.18
1株当たり純資産(BPS)	(円)	906.29	922.31	969.11	1,066.73	n.a.

◆株主還元情報

						会社予想
						2014年2月
						2010年2月
						2011年2月
						2012年2月
						2013年2月
1株当たり中間配当	(円)	-	-	-	-	-
1株当たり期末配当	(円)	15.00	15.00	15.00	20.00	25.00
1株当たり配当金(DPS)	(円)	15.00	15.00	15.00	20.00	25.00
配当性向	(%)	22.9%	25.0%	21.2%	22.5%	22.7%

出所: 有価証券報告書、決算短信等を基にSQUADD作成

7-(4) 資本コスト

◆Equity Spread はプラスを維持

フロイント産業の株主資本コストは、4.4% ($\beta=0.756$ 、リスクプレミアム 5%想定)と算定される。一方、ROEは、2013年2月期8.7%、2014年2月期第3四半期(累計)7.4%の水準にあり、Equity Spread(ROEと株主資本コストの差額)は、前期4.3%、本四半期も3.0%とプラスを維持しており、株主の要求水準を上回るリターンをあげている。

◆Equity Spread

	2013年2月	2014年2月-3Q
ROE	8.7%	7.4%
株主資本コスト*	4.4%	4.4%
Equity Spread	4.3%	3.0%

* $\beta=0.756$ (Bloomberg)、リスクプレミアム=5%にて算定

出所: SQUADD作成

ディスクレームー

免責条項

- 本レポートは、株式会社スクアード・リサーチ&コンサルティング(以下、SQUADD)が、投資家への情報提供を目的として対象となる企業との契約に基づき対価を得て作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの作成に当たり、SQUADD は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則 SQUADD の分析・評価によるものです。
- 本レポートは、SQUADD が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における SQUADD の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- SQUADD は本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。
- 本レポートの知的所有権は SQUADD に帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことは法的に禁止されております。

「ANALYST NET」について

- 「ANALYST NET」は、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ(以下、「TIW」)が発行・流通するレポートのサービス名称です。「TIW」は情報提供の配信プラットフォームならびに事務局機能を担っております。
- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、従来のアナリストレポートとは違ったアプローチによる産業・企業の紹介や解説を目的としており、主に「TIW」の外部アナリスト及び提携会社を執筆者(以下、「執筆者」)として作成しております。
- 「TIW」は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、「執筆者」に対して指摘を行っております)。
- 「TIW」は、本レポートを発行するための企画提案および配信プラットフォーム機能の提供に関して対価を直接的または間接的にレポート対象企業より得る場合があります。
- 「執筆者」は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、「執筆者」は対象会社の有価証券を保有している可能性があります。これらについて、「TIW」は原則的に管理をいたしません。また責任も負いません。別途、「執筆者」によるディスクレームーをご確認下さい。
- 本レポートは、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、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、原則は執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、「執筆者」が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における「執筆者」の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、「TIW」ならびに「執筆者」が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として「TIW」あるいは「執筆者」に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、「TIW」の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。
- 「ANALYST NET」は、「TIW」が保有する登録商標です。