

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5月1日

創業 50 周年を迎え、グローバル展開を加速

世界屈指の「造粒・コーティング装置」メーカー

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企業である。国内での知名度・市場シェアは圧倒的であるが、子会社などを通じグローバルに事業を展開しており、世界的にも Glatt (DEU)、GEA Group (DEU)と並び大手の一角を占める。なお、医薬品製造装置などの製造販売を手掛ける機械部門(売上比率 62.5%)のほか、化成品部門(同 37.5%)を有しており、同部門では医薬品添加剤・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手掛けている。

国内の医薬品市場は高齢化等を背景に緩やかな拡大傾向が続いており、業績は底堅く推移すると予想されるが、国内の医薬品市場の拡大も構造的には限界があることから、近年はインドなど新興市場の開拓に注力している。これら新興市場の潜在力は高いが、現在のところ製剤レベルは発展段階にあり、現地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。

3 期連続増収ながら、営業利益は縮小

2014年2月期の売上は176億円で、3期連続の増収となったが、営業利益は縮小、利益率の悪化を余儀なくされた。国内及び北米・中南米エリアでの医薬品製造装置が好調だった反面、①産業用機械の不振、②利幅の厚い医薬品添加剤売上が大型新薬の特許切れに伴い失速した点、③円安による欧州子会社(研究事業主体)の円換算費用の増加などが収益性の悪化を招いた。

3年後の2017年2月期に「売上230億円(約3割増収)」の達成を目標に、「グローバル展開の加速」、「製品開発のスピードアップ」、「新事業の立ち上げ」などに取り組む計画である。但し、利益については「営業利益23億円(営業利益率10%)」が目標として設定されているが、新興国向け売上比率の上昇などセールスマックスの変化に伴い、利益水準の低下が進む可能性がある点には留意が必要である。

一方で、素錠への印刷を可能にした錠剤印刷装置「TABREX」の取扱いを開始し、コーティングの後工程へも本格参入したほか、信越化学工業との共同開発により、OD錠向け直接打錠用賦形剤「SmartEx」をリリースするなど、製品ラインナップの増加は着実に進んでいる。来期については、「TABREX」の売上の上積み等が期待され、予想売上高180億円は十分達成可能であると言える。

ベーシックレポート
(2014年2月期)

(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	東京都新宿区大久保
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4月30日時点)

株価	1,365 円
年初来高値	1,636 円 (2014/1/7)
年初来安値	1,039 円 (2014/3/27)
発行済株式数	9,200,000 株
売買単位	100 株
時価総額	12,558 百万円
予想配当	30.00 円 (2015/2期)
予想配当利回り	2.2%
予想EPS	92.78 円 (2015/2期)
実績EPS	91.37 円 (2014/2期)
実績PER	14.94 倍
実績PBR	1.15 倍

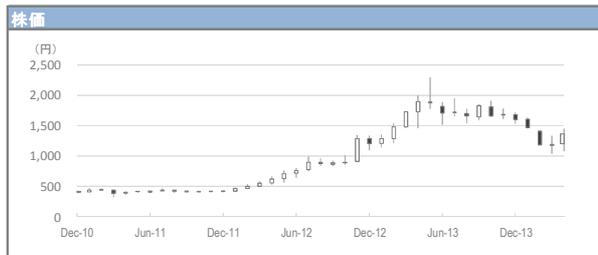
単位:百万円

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 実績	17,616	7.4%	1,287	7.3%	1,342	7.6%	788	4.5%	1,632	91.37
2015年2月 会社予想	18,000	2.2%	1,340	7.4%	1,420	7.9%	800	4.4%	n.a.	92.78

Brief Investor Summary

単位:百万円

会社名	フロイント産業株式会社	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 181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 346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(売上比約6割)と②化成部品部門(同約4割)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・コーティング装置などの製造用機械を、②化成部品部門では、医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養補助食品事業を展開している。「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企業であり、日本での売上が約75%を占めるが、米子会社FREUND-Vector社などを通じ、米国、欧州、中南米などでもカバーしている。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(価格品質)にどのように対応していくかが課題となる。				



終値(円)	1,365	時価総額	12,558	EV	7,957	PER(倍)	14.94	PBR(倍)	1.15	配当利回り*	2.2%
会計年度	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	年初末						
期末株価(円)	441	501	1,480	1,183	n.a.						
最高(円)	610	540	1,545	2,300	1,636						
最低(円)	355	320	500	1,181	1,039						
EPS(円)	59.96	70.59	88.76	91.37	n.a.						

* 予想配当利回り

損益計算書関連	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
売上高	13,258	15,236	16,397	17,616
売上高総利益	3,940	4,612	5,083	5,239
営業利益	680	1,065	1,470	1,287
経常利益	698	1,123	1,618	1,342
当期純利益	517	609	765	788
減価償却費	257	264	233	304
研究開発費	355	390	435	464
支払利息	2	1	2	5
償却前営業利益	937	1,329	1,703	1,590
EBITDA	929	1,368	1,573	1,632
資本的支出(CAPEX)	470	218	223	477
EBITDA-CAPEX	459	1,150	1,350	1,155

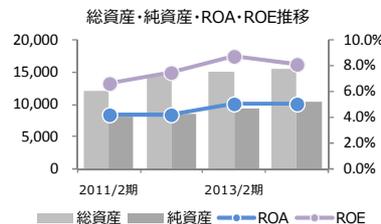
貸借対照表関連	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
現預金	2,133	3,035	3,617	4,601
売上債権	4,150	4,955	4,765	4,409
棚卸資産	1,416	1,874	2,102	1,675
その他流動資産	562	691	600	646
流動資産合計	8,262	10,555	11,085	11,331
有形固定資産	2,947	2,862	2,910	3,052
無形固定資産	35	27	30	178
投資その他	953	899	946	989
固定資産合計	3,935	3,787	3,886	4,219
資産合計	12,197	14,342	14,971	15,551
流動負債	3,501	5,205	5,016	4,403
固定負債	623	648	640	755
負債合計	4,125	5,853	5,656	5,158
株主資本	8,722	9,202	9,838	10,450
その他純資産項目	(650)	(712)	(522)	(58)
純資産合計	8,072	8,490	9,315	10,393
有利子負債残高**	-	-	-	-

**リース債務除く

キャッシュフロー関連	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
営業活動によるCF	65	1,219	741	1,227
投資活動によるCF	(624)	(155)	(332)	(424)
フリーキャッシュフロー	(558)	1,064	408	804
財務活動によるCF	(197)	(135)	(165)	(227)
換算差額	(161)	(27)	110	143
ネットCF	(916)	903	353	719

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	9.0%
㈱三菱東京UFJ銀行	4.7%
日本マスタートラスト信託銀行	4.1%
㈱三井住友銀行	4.0%
その他	67.9%
合計	100.0%



セグメント情報	売上	売上シェア%	利益	利益率
2014/2月期				
機械部門	11,005	62.5%	1,242	11.3%
化成部品部門	6,612	37.5%	379	5.7%
調整額	-	-	(335)	-
合計	17,616	100.0%	1,287	7.3%

2013/2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
四半期データ					
売上	4,729	3,951	3,887	3,831	16,397
営業利益	494	400	348	229	1,470
営業利益率	10.4%	10.1%	8.9%	6.0%	9.0%
2014/2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
四半期データ					
売上	4,657	4,225	3,545	5,189	17,616
営業利益	562	281	156	286	1,287
営業利益率	12.1%	6.7%	4.4%	5.5%	7.3%
売上対前年比	-1.5%	6.9%	-8.8%	35.5%	7.4%

Key Indicator	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
売上高増加率 (%)	2.4%	14.9%	7.6%	7.4%
営業利益率 (%)	5.1%	7.0%	9.0%	7.3%
経常利益率 (%)	5.3%	7.4%	9.9%	7.6%
当期純利益率 (%)	3.9%	4.0%	4.7%	4.5%
償却前営業利益/売上高 (%)	7.1%	8.7%	10.4%	9.0%
EBITDA/売上高 (%)	7.0%	9.0%	9.6%	9.3%
原価率 (%)	70.3%	69.7%	69.0%	70.3%
販管費率 (%)	24.6%	23.3%	22.0%	22.4%
研究開発費率 (%)	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%
ROA (%)	4.2%	4.2%	5.1%	5.1%
ROE (%)	6.6%	7.5%	8.7%	8.1%
流動比率 (%)	235.9%	202.8%	221.0%	257.4%
自己資本比率 (%)	65.2%	58.3%	61.4%	65.8%
D/Eレシオ (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00
Valuation	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
時価総額 (百万円)	4,057	4,609	13,616	10,884
EV (百万円)	1,925	1,574	9,999	6,283
EV/売上高 (倍)	0.15	0.10	0.61	0.36
EV/EBITDA (倍)	2.07	1.15	6.36	3.85

目次

1	会社概要	
(1)	ビジネス概要	P4
(2)	会社沿革／今期のトピックス	P7
(3)	株主構成	P9
(4)	役員構成	P10
(5)	従業員の状況	P11
(6)	関係会社及び主要施設	P12
2	業績ハイライト	
(1)	2014年2月期 業績ハイライト	P13
3	市場環境	
(1)	医薬品市場の動向	P15
(2)	ジェネリック医薬品市場の動向	P16
(3)	新薬開発の動向	P18
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)	P20
(2)	化成品部門(ビジネスモデル・業績推移)	P24
(3)	コスト分析	P28
(4)	財務概況	P30
(5)	キャッシュフロー概況	P32
5	成長戦略・SWOT 分析及びリスク要因	
(1)	経営計画及び成長戦略	P33
(2)	SWOT 分析及びリスク要因	P36
6	競合分析	
(1)	機械部門競争環境	P39
(2)	化成品部門競争環境	P41
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	P42
(2)	投資リターン分析	P43
(3)	株主還元・配当政策	P45
(4)	資本コスト	P45

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62.5%、化成品37.5%(2014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、2014年2月期の売上176億円のうち、①機械部門が62.5%(110億円)、②化成品が37.5%(66億円)を占める。営業利益(連結調整前16億円)については、①機械部門76.6%(12億円、セグメント利益率11.3%)、②化成品23.4%(4億円、同5.7%)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。

コアとなる事業は、「医薬品製造装置(機械部門)」と「医薬品添加剤等の化成品(化成品部門)」であり、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プロセスに関与している点が同社の強みとなっている。

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。



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
- ✓ 機能的食品原料
- ✓ 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)

◆セグメント別業績概況

単位: 百万円

		2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
売上高	機械	7,951	8,095	9,583	9,915	11,005
	化成品	4,992	5,163	5,654	6,482	6,612
	全社売上	12,943	13,258	15,236	16,397	17,616
営業利益	機械	838	620	907	1,172	1,242
	化成品	491	389	470	565	379
	計	1,328	1,009	1,378	1,737	1,622
	調整額	(358)	(329)	(312)	(267)	(335)
	全社営業利益	970	680	1,065	1,470	1,287
営業利益率	機械	10.5%	7.7%	9.5%	11.8%	11.3%
	化成品	9.8%	7.5%	8.3%	8.7%	5.7%
	全社	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%	7.3%

出所: 決算短信を基にSQUADD作成

1-(1) ビジネス概要
a 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。2014年2月期については、機械部門の売上の9割弱を医薬品関連装置が占めており、中でも造粒装置とコーティング装置の2つが主力製品となっている。

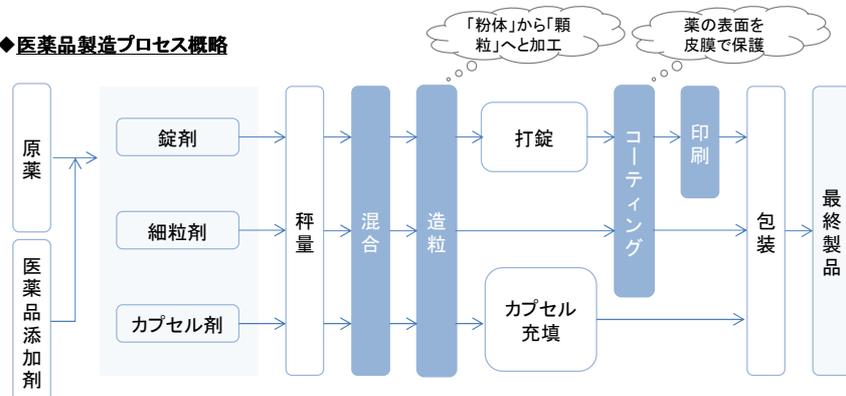
なお、医薬品の製造工程は複雑で、かつ形状に応じ製造プロセスも異なるため、医薬品の製造工程及び造粒・コーティングの位置づけ・役割について簡単に触れる(下図参照)。

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加工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。

◆医薬品製造プロセス概略



注：青色にハイライトしている工程は、フロイント産業が製造装置を展開している工程

出所：会社統合報告、ファイザーHP、アステラス製薬HPなどを基にSQUADD作成

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、素錠や割線錠への印刷を可能にした錠剤印刷装置「TABLEX」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。

1-(1) ビジネス概要
b 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(アンチモールドナチュラル・ライト)をリリースしており、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や麺類などもターゲットに拡販に努めている。

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/
今期のトピックス

a 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。

◆会社沿革

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

*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)

2014年2月期の トピックス

「爆発放散口のない流動層造粒乾燥装置」を日本で初めて納入

コーティングの後工程である「印刷用装置」を初めてリリース

信越化学工業と共同開発した OD 錠向け直打錠剤「SmartEx」をリリース

「グローバルニッチトップ企業(GNT 企業)100 選」に選定

◆2014年2月期は他社との共同開発により新製品をリリースするなど新たな取り組みを開始

2014年2月期のトピックスとしては、機械部門で「爆発放散口のない流動層造粒乾燥装置」を日本で初めて納入し、2013年4月より正式に稼働が開始した。従前は爆発放散口(空気の逃げ口)の備付が規制により求められていたが(日本のみ規制が存在)、規制の変更を受け、「爆発放散口のない流動層造粒乾燥装置」の製造販売が日本でも可能となった。フロイント産業は、2000年頃より北米や欧州で数多く納入実績を上げており、そこで培った技術をもとに日本初導入を実現させた。本製品は爆発放散口や放散ダクトが不要となるため、工場内のレイアウトの自由度が高まるなどのメリットがあり、今後納入する流動層造粒乾燥装置は同タイプの製品へとなる予定である。

また、同じく機械部門で、2013年7月に素錠や割線錠への印刷を可能にした錠剤印刷装置「TABREX」の取扱いを開始した。同印刷装置はインクジェット方式を採用している点で、従前から存在する糖衣錠用の印刷装置とは仕組みが異なる画期的な製品である。また、使用されるインクにはフロイント産業が展開する医薬品添加剤の成分が使われており、“ペン”(機械)と“インク”(化成品)のビジネスモデルを体現した製品とも言える。初受注は2014年3月となったものの、誤飲防止等の錠剤印刷へのニーズは強く、通期では5台程度の受注を見込んでいる(既に3台受注有り)。但し、印刷装置は初めて手掛ける分野であることから、慎重に対応を進めており、売上計上は2015年2月期下半期以降となる見通しである。

一方、化成品部門では、2013年12月に信越化学工業と共同開発した OD 錠向け直打錠剤「SmartEx」をリリースした。信越化学工業が販売、フロイント産業が生産を担当する予定であるが、医薬品添加剤は、開発から実際に医薬品に採用され、その医薬品が販売に至るまでには、5年程度の期間を要することから、売上に貢献するには今しばらく時間がかかる。

なお、一般的な化学品メーカーは医薬品添加剤を開発しても、実験設備は有しておらず、テストを行うのが困難である。一方、フロイント産業は浜松の研究所にてテスト施設を有している点で強みがあり、他メーカーとの共同開発等の案件を戦略的に増やし、製品開発のスピードアップを図る予定である。

また、2014年3月に、経済産業省により「グローバルニッチトップ企業(GNT 企業)100 選」に選定された。GNT 企業 100 選は、国際市場の開拓に取り組んでいる企業のうち、ニッチ分野において高いシェアを確保し、良好な経営を実践している企業を顕彰したものであり、「日本再興戦略」(2013年6月閣議決定)に基づき、今後支援策が講じられる予定である。

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

◆2014年2月期のトピックス

部門	事項
機械部門	日本初の爆発放散口のない流動層造粒乾燥機納入
全社	インターフェックスジャパン出展
機械部門	錠剤印刷装置「TABREX」取扱い開始
化成品部門	健康食品用の直打用賦形剤「マルチルグラニュー」及び「イマルチルグラニュー」を上市
化成品部門	信越化学との共同開発により、OD錠向け直接打錠用賦形剤「SmartEx」を開発
化成品部門	新規栄養補助食品の開発
全社	グローバルニッチトップ企業100選に選定

出所：決算説明資料等

◆2014年2月期に新たな機関投資家が株主上位10位内にランク

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。

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、2014年2月期に新たな機関投資家ビービーエイチ・マシューズ・ジャパン・ファンド(CalPERS系)が上位10株主(第6位)にランクした。なお、第7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1社であり、1980年の業務提携契約締結来、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約6%(1.6億円)を保有している。

株主数については、2009年6月の株式分割の実施により(1株→2株)、流動性の改善が図られた点など寄与し、個人投資家を中心に株主数が増え、分割前には1,300人程度であった株主数は、2013年2月末には約2,250人にまで急増した。2014年2月期には更なる株主数の増加がみられ、2月末の株主数は東証一部の株主数基準(2,200人以上)を大きく上回る3,361人となった。

順位	大株主	所有株式数	所有割合
1	伏島靖豊	945	10.3% 代表取締役会長
2	(株)エフ・アイ・エル	824	9.0% 創業者の持株会社
3	(株)三菱東京UFJ銀行	431	4.7%
4	日本マスタートラスト信託銀行(株)	382	4.1%
5	(株)三井住友銀行	372	4.0%
6	ビービーエイチ マシューズ ジャパン ファント*	367	4.0% 機関投資家
7	(株)大川原製作所	337	3.7% 業務提携先
8	フロイント従業員持株会	250	2.7%
9	日本トラスティ・サービス信託銀行(株)	194	2.1%
10	(株)静岡銀行	184	2.0%
上位10株主合計		4,284	46.6%
その他		4,916	53.4%
合計		9,200	100.0%

注：2014年2月末時点

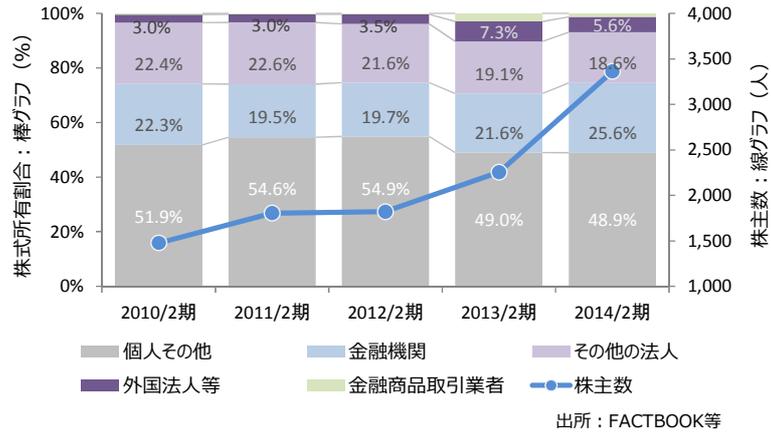
出所：FACTBOOK等

1-(4) 役員構成

社外取締役制度の導入も検討

2014年3月に子会社フロイント・ターボの役員を刷新

株式所有割合及び株主数推移



◆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。社外取締役については現在採用していないが、来年度を目処に社外取締役制度の導入を検討している。

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。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た。

また、子会社フロイント・ターボの役員人事についても2014年3月に見直しを行っており、同年4月からフロイント産業代表取締役社長の伏島巖氏が代表取締役会長(現取締役)に就任、元(株)マツボの常務取締役である渡辺宗一氏を代表取締役社長に招聘し、新体制のもとグループ一体経営を推進していく予定である。

◆フロイント産業役員一覧

役名	氏名	年齢	職名等
代表取締役会長	伏島 靖豊	76歳	総監
代表取締役社長	伏島 巖	44歳	統轄、全部門管掌
常務取締役	西村 修基	64歳	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	FREUND PHARMATEC LTD. (President)
取締役	伏島 柳二郎	61歳	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	57歳	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	
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

1-(5) 従業員の状況

◆グループ全体の従業員数は前年とほぼ同数の約 370 人

2014年2月期末の連結従業員数は346人、臨時従業員24名を合わせ370人の社員を有する。部門別では機械部門236人(68%)、化成品部門80人(23%)、全社共通30人(9%)の構成となっている(正社員ベース)。2010年6月のターボ工業(株)(現 フロイント・ターボ(株))買収に伴い、2010年から2011年にかけて機械部門で従業員数が増加しているが、その後は従業員数に大きな変動はない。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(2014年2月時点)。

なお、正社員1人当たり売上高は40百万円~50百万円程度、正社員1人当たり営業利益は2百万円~4百万円程度の水準で推移している。フロイント産業は一部の製造をアウトソースしているため、単純に比較はできないが、事業の類似する上場会社「(株)ダルトン」及び「ホソカワミクロン(株)」の正社員1人当たり売上は20百万円~30百万円、正社員1人当たり営業利益は1百万円~3百万円程度となっており、フロイント産業の生産性は類似会社対比で高い水準にある。

◆従業員数等

		2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
連結	機械部門(人)	184	219	227	234	236
連結	化成品部門(人)	89	93	88	86	80
連結	全社(共通)(人)	33	27	27	28	30
連結	正社員合計(人)	306	339	342	348	346
連結	臨時雇用者(人)	23	24	21	23	24
連結	合計(人)	329	363	363	371	370
単位: 百万円						
連結	正社員1人当たり売上高	42.3	39.1	44.6	47.1	50.9
連結	正社員1人当たり営業利益	3.2	2.0	3.1	4.2	3.7
連結	正社員1人当たり純利益	1.8	1.5	1.8	2.2	2.3
単体	平均年齢(歳)	39.8	40.3	40.8	41.6	42.5
単体	平均勤続年数(年)	11.6	12.5	13.1	13.4	12.3
単体	平均年間給与(百万円)	5.9	6.0	5.8	6.3	6.3

出所: 有価証券報告書等を基にSQUADD作成

◆類似会社比較: 正社員1人当たり売上高

単位: 百万円

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14
フロイント産業	42.3	39.1	44.6	47.1	50.9
ダルトン	27.5	28.8	30.3	30.3	27.4
ホソカワミクロン	24.8	22.7	25.4	27.8	30.1

◆類似会社比較: 正社員1人当たり営業利益

	2009/10	2010/11	2011/12	2012/13	2013/14
フロイント産業	3.2	2.0	3.1	4.2	3.7
ダルトン	0.1	0.8	0.8	0.7	0.2
ホソカワミクロン	1.0	0.5	1.9	2.7	2.3

注: フロイント産業は2月、ダルトンとホソカワミクロンは9月決算

出所: 各社有価証券報告書等を基にSQUADD作成

1-(6) 関係会社
及び主要施設

a 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・中近東を担当する「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)。

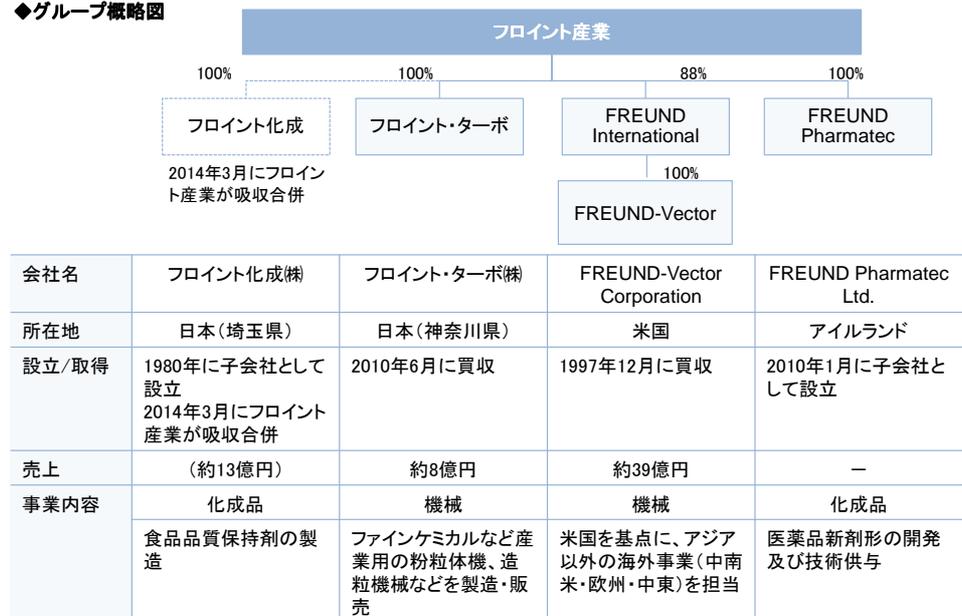
なお、従前、食品品質保持剤の製造を手掛けていた「フロイント化成(株)」は、2014年3月に経営の効率化及び競争力の強化を目的としてフロイント産業本体に吸収合併された。

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、フロイント産業の傘下に入った。同社は、ナノレベルの超微体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、中近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

b 生産設備等

国内営業拠点は東京(本社)、大阪、名古屋
コア施設は浜松の技術開発研究所

自社製造施設は化成品を製造する浜松工場

国内医薬品機械装置はファブレス体制

◆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、大阪及び名古屋に事務所を有している。

コア施設となるのは、浜松の技術開発研究所である。当施設は、自社の研究開発機能に加え、機械装置、化成品のアプリケーションテストが出来るシステムを揃えており、実際に顧客が研究所へ来てテストを行うことが出来るなど、ユーザーとの技術交流・共同研究の場としても機能している。また、欧州での販促拠点としてイタリア(ミラノ)でテスト施設の開設を進めており、本年夏にオープン予定である。

自社製造施設としては、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。なお、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した。

一方、機械装置製造については、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	47	賃貸	統括業務
浜松工場	静岡県浜松市北区	1,295	所有	化成品生産設備
技術開発研究所	静岡県浜松市北区	222	所有	化成品・機械研究設備
大阪事務所	大阪府吹田市	8	賃貸	機械・化成品営業事務所
名古屋事務所	愛知県名古屋市西区	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	298	所有	福利厚生施設

* 2014年2月末現在

出所:会社資料

2. 業績ハイライト

**2-(1) 2014年
2月期 業績ハイライト**

◆3期連続の増収を達成したが、営業利益は縮小

2014年2月期の売上は前年比約7.4%増(約12億円増)の176億円で、3期連続の増収となった。売上拡大を牽引したのは、「医薬品製造装置(機械部門)」及び「栄養補助食品事業(化成品部門)」である。「医薬品製造装置」は、国内及び北・中南米エリアが好調で、医薬品関連機械売上は前年の約82億円から約97億円へと約15億円の増収(約18%増)を記録した。但し、そのうち7億円程度は為替レートの変動に伴うものであり、円安による収益改善に助けられた面も否定できない。「栄養補助食品」については、2013年2月期までの急速な売上拡大と比較すると増収スピードに減速がみられるが、依然増加傾向が続いており、約2億円増(約7%増)の約27億円での着地となった。

一方で、「産業用機械(機械部門)」及び「医薬品添加剤(化成品部門)」について

は苦戦を強いられた。「産業用機械」は業界全体として設備投資需要が冷え込み、産業関連機械売上は前年の約 17 億円から約 13 億円へと約 24%の減収を余儀なくされ、産業用機械を主要事業とするフロイント・ターボ社は 8 百万円の営業赤字に陥った。「医薬品添加剤」については、大型新薬の特許切れに伴いユーザーの生産量が減少し売上が失速。新たな需要先の開拓などにより収益確保に努めたが、減収分をカバーするには至らず、売上は前年比 3.4%減(約 70 百万円減)の約 20 億円での着地となった。(事業部別の詳細については、機械部門 P22、化成品部門 P26 参照)

営業利益については、上述の①産業用機械事業(フロイント・ターボ社)での赤字計上、②利幅の厚い医薬品添加剤事業の低迷に加え、③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 の円換算の費用が膨らんだ点が影響し、前年の約 15 億円から約 13 億円へと減少、営業利益率も約 9.0%から約 7.3%へと悪化している。

「営業利益率 10%」が中長期目標として設定されており、今後は収益性の改善が課題となる。しかし、成長軌道にある栄養補助食品事業は相対的に利幅の薄くかつ、現在開拓を進めている新興国市場は低価格志向が強いことから、セールスマックスの変化に伴い、利益水準の低下が進む可能性もあり、収益性を踏まえたリソースの配分を検討していく必要がある。また、今まで以上にコスト削減・コスト管理の徹底による収益性の改善も求められると考えられる。

◆業績推移概況

単位:百万円

損益状況	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
売上高	12,943	13,258	15,236	16,397	17,616
売上総利益	4,268	3,940	4,612	5,083	5,239
営業利益	970	680	1,065	1,470	1,287
EBITDA*	1,169	929	1,368	1,573	1,632
経常利益	952	698	1,123	1,618	1,342
税前利益	956	670	1,102	1,338	1,323
当期純利益	564	517	609	765	788
減価償却費	213	257	264	233	304
研究開発費	312	355	390	435	464
支払利息	1	2	1	2	5
資本的支出(CAPEX)	175	470	218	222	477

*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)

財務状況	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
資産合計	12,050	12,197	14,342	14,971	15,551
負債合計	4,110	4,125	5,853	5,656	5,158
純資産合計	7,940	8,072	8,490	9,315	10,393
有利子負債残高**	0	0	0	0	0
現金及び預金残高	3,073	2,133	3,035	3,617	4,601

**リース債務除く

主な経営指標	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
売上高増加率	-4.0%	2.4%	14.9%	7.6%	7.4%
売上総利益率	33.0%	29.7%	30.3%	31.0%	29.7%
営業利益率	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%	7.3%
EBITDAマージン	9.0%	7.0%	9.0%	9.6%	9.3%
経常利益率	7.4%	5.3%	7.4%	9.9%	7.6%
当期純利益率	4.4%	3.9%	4.0%	4.7%	4.5%
ROA	4.7%	4.2%	4.2%	5.1%	5.1%
ROE	7.4%	6.6%	7.5%	8.7%	8.1%
自己資本比率	64.9%	65.2%	58.3%	61.4%	65.8%

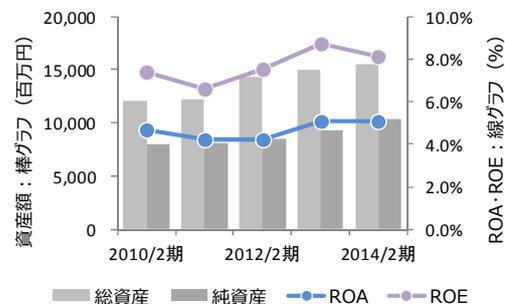
単位:円

1株当たりデータ	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
1株当たり当期純利益(EPS)	65.41	59.96	70.59	88.76	91.37
1株当たり純資産(BPS)	906.29	922.31	969.11	1,066.73	1,187.51

売上高・営業利益率推移



総資産・純資産・ROA・ROE推移



出所: 決算短信等を基にSQUADD作成

3. 市場環境

3-(1) 医薬品市場の動向

a 日本市場

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

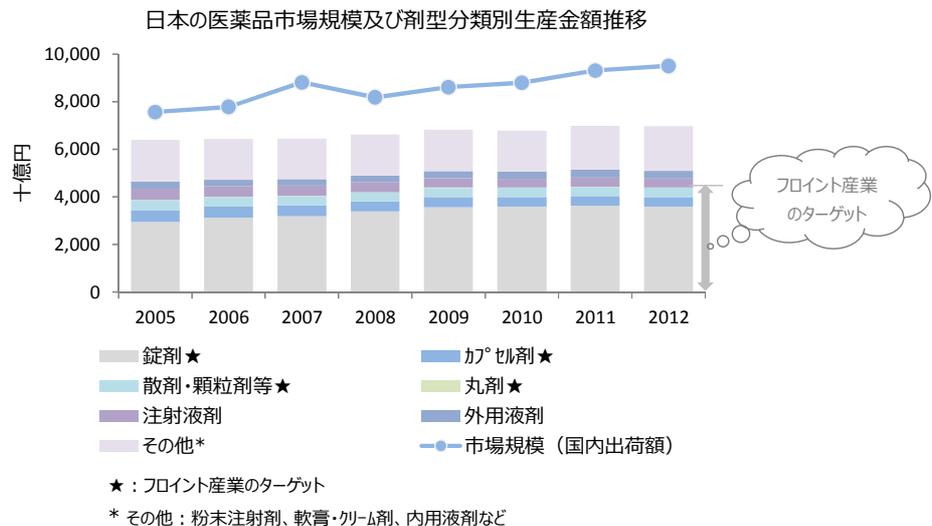
◆日本の医薬品市場はジェネリック普及等に伴い低価格化が進むも、緩やかな拡大傾向が継続

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。

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。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領域であり、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おり、数量ベースの生産量は増加傾向にあると推察される。



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

b 世界市場

「先進国市場の成長鈍化」「新興国市場の台頭」という構図が徐々に顕在化

◆世界的には“先進国市場の頭打ち”、“新興国市場の台頭”が顕在化

一方、世界の医薬品市場(販売額)は、2007年の7,260億ドルから2012年には9,615億ドルへと約3割拡大。地域別では「北米」が約36%、「欧州」約25%、「日本」約12%、「アジア・アフリカ・オセアニア(日本除く)」が約19%、「中南米」が約8%の構成となっている(IMS Health「IMS World Review」による)。

但し、地域により市場規模の趨勢に相違があり、「北米」「欧州」といった先進国については、概ね2011年まではゆるやかな拡大傾向にあったが、2012年に入り市場規模はわずかながら減少に転じるなど、成長に鈍化の兆しが見え始めている(注：日本

については微増)。一方で、新興国のマーケットは拡大傾向にあり、特に「アジア・アフリカ・オセアニア(日本除く)」の市場規模は2007年～2012年にかけて年平均成長率約15.5%の速度で拡大を続け、2007年の約898億ドルから2012年には約2倍の約1,842億ドルに達した。

これに伴い、先進国(北米、欧州、日本)の市場シェアは2007年の約82%から2012年には約73%へと低下する一方で、新興国(アジア・アフリカ・オセアニア、中南米)のシェアは約18%から約27%へと上昇するなど、「先進国市場の成長の鈍化」「新興国市場の台頭」という構図が徐々に顕在化してきている。加えて、新興国では所得の増加などに伴う医療水準の向上や人口増を背景に更なる医薬品市場の成長が予想されており、新興市場の重要性はより一層高まると考えられる。

このような状況下、フロイント産業も既に新興国市場開拓に努めており、3年後の2017年2月期には海外売上比率4割(2014年2月期海外売上比率:約2.5割)を目標に、今後さらにグローバル展開を加速させていく予定である。

◆2013年4月に「2018年3月末までにジェネリック比率60%以上に高める」という新たな目標を設定

国内の高齢化が不可避な現状において、政府は医療保険財政の改善や患者負担の軽減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。

これら政策的な後押しもあり、日本ジェネリック製薬協会によると、ジェネリック比率(全ての医薬品に対するジェネリック医薬品の比率(旧指標))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。なお、特許切れ市場におけるジェネリック医薬品のシェア(新指標)は、2013年7月～9月の期間において、数量ベースで43.1%、金額ベースで28.6%という水準にある。

しかし、米国(91%)、ドイツ(82%)、英国(73%)、フランス(62%)などの主要先進国と比較すると^{注1}、日本のジェネリック比率は低い水準にあり、ジェネリック医薬品市場の拡大余地は大きい。

さらに、政府は2013年4月に「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」を策定し、「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(新指標ベース)」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、情報提供の拡充を図るなど、ジェネリック医薬品の利用促進へ向けた取り組みを強化する方針を固めている。

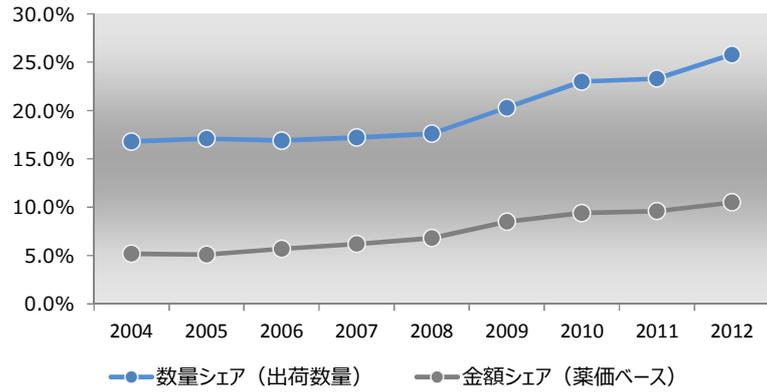
注:1 日本ジェネリック製薬協会による。2010年 特許切れ市場におけるジェネリック医薬品の数量シェア

3-(2) ジェネリック 医薬品市場の動向

日本のジェネリック比率は上昇してきているが、主要国との比較では低い水準に留まる

「ジェネリック比率60%」を目標に利用推進を後押し

ジェネリック医薬品シェア推移 (注)



注：ジェネリック医薬品シェア (旧指標) = ジェネリック医薬品/全ての医薬品

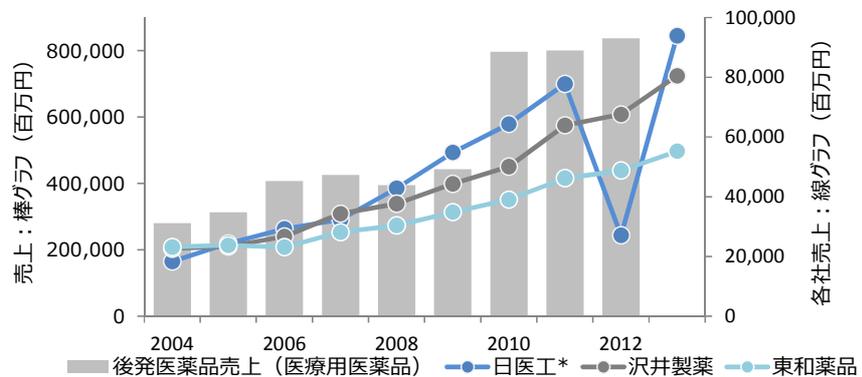
出所：日本ジェネリック製薬協会

◆2015～2016年に再度、新薬の特許切れが相次ぐ見込み

2010年の大型新薬の特許切れ(2010年問題)を機にジェネリック医薬品売上は急速に拡大

政策的にジェネリック医薬品の利用が推進されており、同市場は拡大傾向が続いている。特に2010年の大型新薬の特許切れ(2010年問題)を機にジェネリック医薬品の売上は飛躍的に拡大し、2006年～2009年まで概ね4,000億円台で推移していたジェネリック医薬品売上(医療用医薬品)は2010年に約8,000億円へと急増、ジェネリック医薬品メーカーの売上も2000年代後半に入り急速に拡大した。

後発医薬品売上(メーカー売上高)及び上場ジェネリック大手売上推移(注)



*: 2011年度は2011年12月～2012年3月までの変則決算

出所：厚生労働省「医薬品・医療機器産業実態調査」、各社有価証券報告書

(注)後発医薬品売上＝日本製薬団体連合会の業態別14団体に所属し、かつ薬事法(昭和35年法律第145号)の規定に基づき医薬品の製造販売業の許可を受けて医薬品を製造販売する者の本社(本店)を対象として調査票を配布、回収しているため、年によって調査客対数および回答数が変動する。

各年の集計企業数は、2004年=1,264社、2005年=1,231社、2006年=364社、2007年=380社、2008年=361社、2009年=380社、2010年=370社、2011年=341社、2012年=349社である。

2015～2016年にかけて、再び新薬の特許切れが相次いで発生

なお、パテントクリフは2010年をピークに一時収束したが、2015年、2016年と再度新薬の特許切れが相次ぐと見られている(下表参照)。

ブロックバスター(大型新薬)の場合、特許が切れると30品目以上のジェネリック薬

が上市されるケースもある。今回の特許クリフは、2010年と比較すると特許切れを迎える新薬の売上規模は小さいものの、今後数年間は、多数のジェネリック医薬品が開発される可能性が高く、医薬品製造装置に対する需要も堅調な推移が続くと予想される。なお一般的に、医薬品上市の1~2年程度前に製造装置の発注がフロイント産業にくる。

一方、医薬品添加剤については、ジェネリックの登場により、新たな需要先獲得のチャンスが増えるものの、ジェネリック医薬品の1社1品目当たりの生産量は新薬と比較すると少ないことから、売上の小口分散化が進むと推察される。また既存の新薬向け添加剤売上については特許が切れたタイミングで大きく減少するというリスクがある点に留意する必要がある(注:なお、特許切れに近い新薬向けの売上は無いとのこと)。

特許切れとなる大型医薬品(一部推定)

年	製品名	区分	2012年国内売上		薬効分類・主な適応	製薬会社
			順位	億円		
2014	リバロ	低分子	24	423	スタチン/高コレステロール血症	興和創薬・第一三共
	カルブロック	低分子	141	109	Ca拮抗薬/高血圧症	第一三共
2015	ディオバン*	低分子	1	1,083	ARB/高血圧症	ノバルティスファーマ
	プロプレス	低分子	3	933	ARB/高血圧症	武田薬品
	エビリファイ	低分子	48	286	総合失調症	大塚製薬
	リュープリン	バイオ	10	660	前立腺がん・乳がん・子宮内膜症	武田製薬
	イレッサ	低分子	80	192	非小細胞肺癌	アストラゼネカ
2016	ブラビックス*	低分子	2	1,021	抗血小板薬/脳血管障害	サノフィアベンティス
	グリベック	低分子	26	383	骨髄性白血病	ノバルティスファーマ
	ティーエスワン	低分子	31	370	抗悪性腫瘍薬	大鵬薬品
	オルメテック**	低分子	4	783	ARB/高血圧症	第一三共

*:米国では既に特許失効
 **:国内で切れるのは2017年

出所:内田伸一「医薬品業界 特許切れの攻防」、エルゼビアジャパン「Monthly ミクス 2013増刊号」を基にSQUADD作成

3-(3)新薬開発の動向

創薬の中心は低分子医薬品からバイオ医薬品(高分子医薬品)へシフト

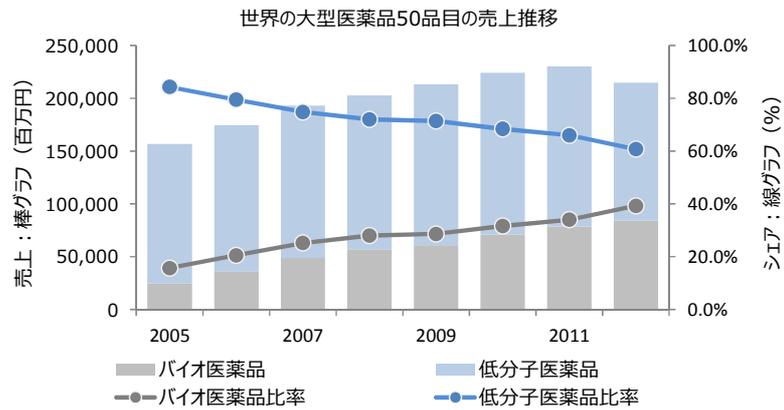
◆低分子医薬品からバイオ医薬品への移行期にある新薬開発

現在、創薬の中心は低分子医薬品^{注2}からバイオ医薬品(高分子医薬品)^{注3}へのシフトが進みつつある。化学合成により製造される低分子医薬品は、既に調査しつくされたとも言われており、2000年代に入り、研究開発を進めてもブロックバスターにつながるような画期的な候補物質が見つからないという事態に陥った。従来型の低分子化合物をベースとした医薬品開発が困難となる中、新薬メーカーの研究開発の中心はバイオ医薬品へと軸足が移ってきており、世界の医薬品売上についても、2005年は上位10品目のうちバイオ医薬品は2品目であったが、2012年には7品目を占めるに至っている。また、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2012年には39.3%にまで上昇してきている。

バイオ医薬品に代表される高分子医薬品は遺伝子組み換えなど創薬の方法は低分子医薬品と異なる。また分子量が大きく構造が複雑であるため製造や品質管理にも高度な設備・ノウハウが必要となるなど、低分子医薬品とは開発・製造のプロセスは相違する。日系の新薬メーカーは低分子医薬品開発を得意としていたが、バイオ医薬品へのシフトが必至ともいえる状況にあり、中長期的には新薬向けの装置需要は成熟期に入ると考えられる。

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)



出所: 厚生労働省「医薬品産業ビジョン2013」、セジテムストラテジックデータ(株)エートプレーン事業部

◆ジェネリック薬では価格に加え、剤型の工夫が差別化の要素

「新薬」「ジェネリック薬」とも、剤型の工夫による差別化が進展

現在日本では、売上上位 10 品目のうち 8 品目を低分子医薬品が占める状況にあるなど(2012 年)、低分子医薬品が主流となっており、今後特許切れを迎える低分子医薬品も少なくない。しかし新薬開発のバイオ医薬品(高分子医薬品)へのシフトに伴い、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)の減少が進み、上市される低分子型のジェネリック医薬品もいずれ頭打ち迎えると考えられる。ジェネリックメーカーも、2015 年以降はバイオ医薬品の特許切れが続くことから、バイオシミラー(バイオ後続品)への対応などにも迫られている。また、先発医薬品メーカーや海外の大手ジェネリックメーカーが参入を試みる動きも見られ、ジェネリック市場の拡大は確実視されているものの、競争の激化やメーカーの淘汰が進む可能性も高い。このような状況下、規模拡大による生産性の向上に加え、剤型(小型化、速崩化など)や副成分などで差別化を図る動きが進展してきている。ジェネリックに限らず、新薬においても、機能改善や DDS 機能^{注 4}の付加などによる既存医薬品の高付加価値化が重要視されており、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。(P37 「5-(2) SWOT 分析及びリスク要因」参照)

注 4: 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・システムのことで、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)」)

4. セグメント概況及びビジネスモデル

4-(1) 機械部門

a アウトライン

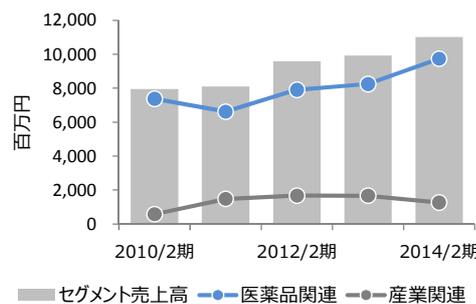
◆機械事業売上は国内6割、海外4割の構成

機械部門は売上の約6割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「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6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も増加したが、2014年2月期については、業界全体として設備投資が上向かず、ピークの2011年2月期には約18%あった部門内売上シェアは2014年2月期には約12%にまで落ち込んでいる。

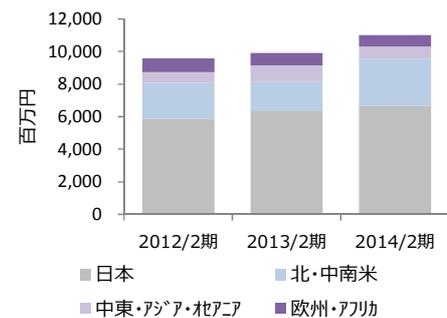
地域別では、「日本」が約61%と過半を占め、次いで「北・中南米」が約26%、以下「中東・アジア・オセアニア」約7%、「欧州・アフリカ」約6%の構成となっている(2014年2月期)。日本及び米国が主要なマーケットとなっているが、その他の国としては、ブラジル、トルコのほか、北米製薬会社の生産拠点が存在するプエルトリコなどでの上売が堅調に推移している。但し、これらの国での売上は平準化の軌道に入りつつあるが、個別の受注案件に応じ変動する側面も強く、国・地域別の売上構成は年度により相違する。

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(2014年夏にオープン予定)、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。

機械部門：事業別売上推移



機械部門：地域別売上推移



出所：決算説明資料

4-(1) 機械部門 b 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クスト

受注から引渡しまで概ね6～8ヵ月

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クスト(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ヵ月、備え付けに1～2ヵ月の計6～8ヵ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。

4-(1) 機械部門

c 過去の業績トレンド

◆機械部門：過年度の業績トレンド

次に、機械部門の過年度の業績トレンドについて触れる。

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12%の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18%増の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、2012年2月期を上回る99億円の売上計上となった。

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2014年2月期には21億円へと大きく増加している。

◆機械部門：2014年2月期の業績

2014年2月期の機械部門の売上は、前年比11%増の110億円と、過去最高益を更新した。一方、営業利益については、前年比プラス7千万円の12億円を確保したが、産業用機械の売上低迷により、利益率は若干の悪化を強いられた(前期利益率11.8%、今期利益率11.3%)。

医薬品関連機械は、日本及び南米・北米での受注が堅調に推移し、前期比18%増の97億円の売上計上となるなど好調が続いた。米国子会社FREUND-Vectorについては、売上の期ズレにより第3四半期までは表面的に売上は伸び悩んだが、通期の売上はドルベースで前期の37百万ドルから39百万ドルへと増収を確保、これに円安効果が加わり、円ベースでは前年の約30億円から約39億円とプラス30%の増収となった。南欧・中欧諸国や中東地域などでも拡販に努めているが、新規の顧客の場合、ディスカウントし受注するケースもあり、新エリアでのマージンはやや低くなっているとのことである。

一方、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、売上は前期の約17億円から約13億円へと減少、フロイント・ターボ社で営業赤字の計上(マイナス8百万円)となるなど苦戦を強いられた。フロイント産業本体が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。また、2014年3月にフロイント・ターボ社の役員変更など組織体制の見直しを決定しており、今後、事業面でのテコ入れを図っていく予定である

4-(1) 機械部門

d 今期の業績

産業機械の苦戦を医薬品関連機械がカバーし、増収・増益を確保

不振の産業関連機械については、フロイント・ターボ社の体制変更などを実施し、抜本的にテコ入れ予定

2014年2月末の受注残高は低い水準にあるが、3月には前年を上回る水準にまで回復

(P10「1-(4) 役員構成」参照)。また、「次世代リチウムイオン電池」の開発・生産の拡大に合わせ、電池業界への本格的参入も計画している。

機械部門の受注高は通年では、前年の93億円を上回る、100億円を達成している。しかし、四半期単位でみると、前年第4四半期の26億円から2014年2月期第4四半期は19億円へと落ち込んでいる。受注残高についても、足元の受注高の減少を受け2014年2月末時点で50億円と、前年(53億円)、前々年(58億円)と比較すると低い水準にある。しかし、受注の落ち込みは期ズレによる影響が大きく、2014年3月に入り受注は伸び、3月末時点においては、前年を上回る水準にまで受注残は回復しているとのことである。2015年上半期はやや売上が伸び悩む可能性もあるが、通期では、錠剤印刷装置「TABREX」の売上の上積み等が期待される。

◆機械部門業績推移

単位: 百万円

	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	対前年	対前年比
セグメント売上高	7,951	8,095	9,583	9,915	11,005	1,090	11.0%
セグメント利益	838	620	907	1,172	1,242	70	6.0%
セグメント利益率	10.5%	7.7%	9.5%	11.8%	11.3%	-0.5%	
機械部門売上シェア	61.4%	61.1%	62.9%	60.5%	62.5%	2.0%	
受注高	7,190	9,924	10,137	9,272	10,067	795	8.6%
受注残高	3,098	5,198	5,810	5,263	4,991	(272)	-5.2%

	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	対前年比	構成比
売上内訳							
医薬品関連	7,378	6,618	7,909	8,248	9,737	18.1%	88.5%
産業関連	572	1,476	1,673	1,666	1,267	-23.9%	11.5%
合計	7,951	8,095	9,583	9,915	11,005	11.0%	100.0%
地域内訳							
日本	4,076	4,914	6,140	6,383	6,652	4.2%	60.4%
北米	1,370	1,270	1,512	948	1,503	58.5%	13.7%
欧州	1,183	491	841	769	701	-8.8%	6.4%
その他	1,320	1,418	1,087	1,813	2,146	18.4%	19.5%
合計	7,951	8,095	9,583	9,915	11,005	11.0%	100.0%

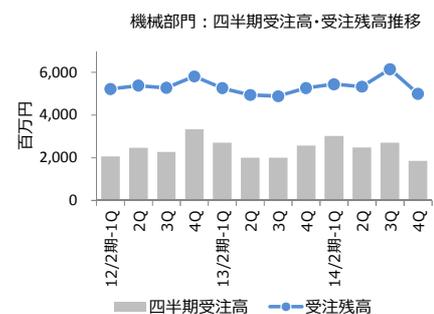
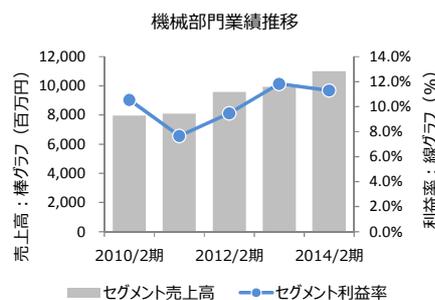
出所: 決算短信、決算説明資料等

◆四半期受注高・受注残高推移

単位: 百万円

	2012/2期				2013/2期				2014/2期			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
四半期受注高	2,060	2,465	2,278	3,271	2,699	1,998	2,002	2,572	3,026	2,491	2,697	1,853
受注残高	5,216	5,380	5,267	5,789	5,260	4,938	4,883	5,263	5,440	5,328	6,144	4,991

出所: 決算説明資料



出所: 決算短信、決算説明資料

成長著しいインド市場開拓に注力しているが、現地の製薬レベルは低く、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

4-(2) 化成品部門

a アウトライン

化成品 3 事業の中では、「医薬品添加剤」の利益率が最も高い

化成品事業は国内を中心に展開しているが、医薬品添加剤については海外展開が具体化

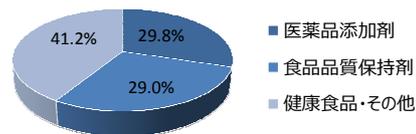
◆新興市場開拓に注力するも、現地ニーズとのギャップ解消が課題

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、スペック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。

◆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 37.5%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 30%、②食品品質保持剤 29%、③健康食品・その他 41%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。

2014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、利用が認められているため、これらの国々への進出は視野に入っており、既に韓国ではボリュームは小さいものの代理店を通じ、医薬品添加剤を販売している。

また、他の素材メーカーとの共同研究開発等に積極的に取り組むことにより、新製品の開発力・開発スピードの向上を図り、製品ラインナップの拡充・販路の拡大を推進していく方針である。

4-(2)化成品部門 b ビジネスフロー

【①医薬品添加剤】

医薬品に採用されるまでの競争は激しいが、一度採用されると、安定的な需要が見込める製品

【②食品品質保持剤】

フロイント産業が得意とする「エタノール蒸散系」は

②食品品質保持剤は、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)」の吸収合併が実施された。これに伴い、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った。現在のところカバーエリアは日本市場のみとなっているが、食の安全志向は世界的に強まりつつあり、将来的には海外展開を行う可能性もあるとのことである。しかし、製品単価が安いことから、海外進出に当たっては、現地での製造体制の構築が必要となる。

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となっている。但し、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。ビフィズス菌等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ユーザーとの共同開発に注力していく方針である。

◆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。

また、製品開発から実際に医薬品に採用され販売されるまでの期間は通常5年以上に及び、軌道に乗ると安定的な収益源となる反面、収益化に至るまで長期間を要するという特徴がある。そのため、開発から製品リリースまでの期間が短いサプリメントも対象に添加剤を販売している。

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

食品用途が中心

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した。

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、フロイント産業の装置を持つ企業にアウトソースしている。

4-(2) 化成品部門
c 過去の業績トレンド

◆化成品部門: 過年度の業績トレンド

化成品部門の売上は、2010年2月期の50億円から2014年2月期には約3割増の66億円にまで大幅に増加した。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、各々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11億円から2014年2月期には27億円へと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、新製品の開発にも着手しており、今後も底堅い推移が見込まれる。

4-(2) 化成品部門
d 今期の業績

大型新薬の特許切れにより、医薬品添加剤売上が失速

円安によるコスト増が利益を圧迫

◆化成品部門: 2014年2月期の業績

2014年2月期の化成品部門の売上は、微増ながら増収を確保し66億円(前年:65億円)の着地となった。一方、営業利益については、前年の5.6億円から3.8億円と約1.9億円の減益、利益率も前年の8.7%から5.7%へと悪化を強いられた。利益率悪化の背景にあるのは、①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点、②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 の円換算の費用が膨らんだ点及び、③円安による輸入原料価格高騰の3点である。

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た。但し、健康食品については、主力サプリメントが成長期を越え定番品となりつつあり、健康食品売上の伸び幅は2014年2月期に入り縮小している。そのため、2015年2月期については、2014年8月にリリース予定のアミノ酸系商品の売れ行きが来期の動向のカギを握る要因になると考えられる。

一方、医薬品添加剤については、先述のとおり苦戦を強いられ、売上は20億円で

前年比マイナス 3.4%の減収となった。上記の大型新薬向けの売上は、ピーク時は圧倒的な金額を稼ぐ商品であったこともあり、特許切れによるマイナスのインパクトが大きかった。現行の収入については、特許切れに近い新薬向けの売上は無いことから、医薬品添加剤も今期に底入れし、2015年2月期は少なくとも減収基調からの脱却が見込まれている。また、収益化までには今しばらく時間を要するものの、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)、中期的な成長も期待される。

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、1億円程度の経費削減を図っており、2015年2月期は利益率の改善が見込まれる。

◆**化成品部門業績推移**

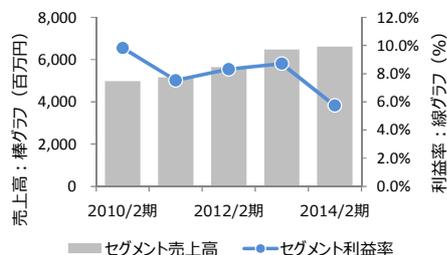
単位:百万円

	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	対前年	対前年比
セグメント売上高	4,992	5,163	5,654	6,482	6,612	130	2.0%
セグメント利益	491	389	470	565	379	(186)	-32.9%
セグメント利益率	9.8%	7.5%	8.3%	8.7%	5.7%	-3.0%	
化成品部門売上シェア	38.6%	38.9%	37.1%	39.5%	37.5%	-2.0%	

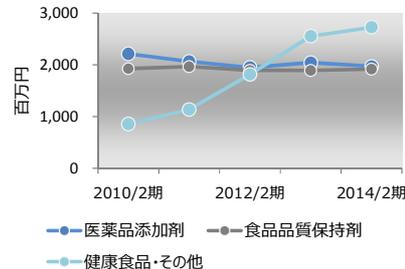
	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	対前年比	構成比
売上内訳							
医薬品添加剤	2,212	2,064	1,948	2,040	1,971	-3.4%	29.8%
食品品質保持剤	1,924	1,962	1,893	1,889	1,916	1.4%	29.0%
健康食品・その他	856	1,136	1,812	2,552	2,723	6.7%	41.2%
合計	4,992	5,163	5,654	6,482	6,611	2.0%	100.0%

出所:決算短信、会社資料

化成品部門業績推移



化成品部門:品目別売上推移



出所:決算短信、会社資料

◆**①医薬品添加剤、②食品品質保持剤、③健康食品で課題や市場環境は相違**

化成品事業のなかでも、コアとなるのは利幅の厚い医薬品添加剤事業であるが、既存の新薬向けの売上については、医薬品の特許切れが減収要因として働くりリスクがある。現在、特定の医薬品に対する集中度は低下傾向にあるが、継続して採用口を増やし収益の分散を図ることにより、いかに安定的に増収・増益を確保するかが課題となると考えられる。

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。

健康食品については、1990年代から2000年代前半にかけて市場が急速に拡大。近

4-(3) コスト分析

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、”効果”という面では、医薬品分野で実績のあるフロイント産業に強みがあり、同社の関与した商品はやりすたりに左右されないロングセラーとしての定着が期待される。また、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。

◆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 33%、労務費 4%、外注費 60%、経費 3%の構成となっている(2014年2月期)。国内の医薬品関連装置の製造はアウトソースしており、原価管理を主導するのは難しいが、コストコントロールの徹底による原価削減の余地はある程度存在すると考えられる。

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り、前期・今期とも 22%台の水準にある。なお、その他販管費のうち主要な項目は法定福利費 2.5 億円、旅費交通費 1.7 億円、事務委託費 1.6 億円などである(2014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、2010年2月期の 3.1 億円から 2014年2月期には約 5 割増の 4.6 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 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月期は米国子会社 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 3 億円の特別損失を計上している。

なお、2014年2月期に減損損失 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、使用が見込まれない固定資産について減損の認識を行ったものである。

◆要約損益計算書

単位:百万円

◆要約PL	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	対売上
売上高	12,943	13,258	15,236	16,397	17,616	100.0%
売上原価	8,676	9,318	10,624	11,314	12,378	70.3%
売上総利益	4,268	3,940	4,612	5,083	5,239	29.7%
販売費及び一般管理費						
給与手当	892	874	915	979	1,067	6.1%
賞与引当金繰入額	133	86	126	166	138	0.8%
役員賞与引当金繰入額	59	37	63	86	65	0.4%
退職給付費用	103	91	33	42	47	0.3%
減価償却費	138	157	160	113	169	1.0%
研究開発費	313	355	391	435	464	2.6%
その他	1,659	1,660	1,859	1,792	2,003	11.4%
合計	3,297	3,260	3,547	3,613	3,952	22.4%
営業利益	970	680	1,065	1,470	1,287	7.3%
営業外収益	54	58	61	152	61	0.3%
営業外費用	72	40	3	4	5	0.0%
経常利益	952	698	1,123	1,618	1,342	7.6%
特別利益	6	312	1	22	5	0.0%
特別損失	2	341	22	302	23	0.1%
税金等調整前当期純利益	956	670	1,102	1,338	1,323	7.5%
法人税等	379	136	470	584	520	3.0%
少数株主損益調整前純利益	577	534	633	753	803	4.6%
少数株主利益(損失)	13	17	24	(12)	15	0.1%
当期純利益	564	517	609	765	788	4.5%

◆主要指標

	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
原価率	67.0%	70.3%	69.7%	69.0%	70.3%
販管費比率	25.5%	24.6%	23.3%	22.0%	22.4%
研究開発費率	2.4%	2.7%	2.6%	2.7%	2.6%
営業利益率	7.5%	5.1%	7.0%	9.0%	7.3%
経常利益率	7.4%	5.3%	7.4%	9.9%	7.6%
当期純利益率	4.4%	3.9%	4.0%	4.7%	4.5%

◆その他損益項目内訳

	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
営業外収益					
受取利息配当金	11	6	9	7	6
受取技術料	23	21	21	12	15
為替差益	-	-	2	28	13
保険解約返戻金	-	-	-	78	-
負ののれん償却額	8	8	8	8	8
その他	11	24	21	19	19
合計	54	58	61	152	61
営業外費用					
支払利息	1	2	1	2	5
為替差損	51	19	-	-	-
その他	21	20	2	1	1
合計	72	40	3	4	5
特別利益					
固定資産売却益	4	6	0	22	5
負ののれん発生益	-	303	-	-	-
その他	2	3	1	-	-
合計	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	2	7	22	1	1
合計	2	341	22	302	23

出所: 決算短信を基に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

有形固定資産は不動産中心

有利子負債残高はゼロ

◆過去5年に渡りBSの構成に大きな変動は無い

内部留保の積み上げに伴い、現預金残高が徐々に増加してきているが、過去5年に渡りバランスシートの構成及び各種指標(流動比率、自己資本比率、回転期間等)に大きな変動はない。以下、主要勘定科目の概況について触れる。

【資産】

2014年2月末の現預金残高は46億円で、総資産の30%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、海外生産拠点の新增設など、現預金の有効活用が望まれるところである。

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、最大の取引先はライオン(株)であり、同社に対する2014年2月期の売上高は約24億円で、全社売上の約14%を占める。

棚卸資産17億円の科目別の内訳は、商品及び製品2億円、仕掛品9億円、原材料及び貯蔵品5億円。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(30億円)については、約45%に相当する約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10億円と不動産の比率が高い。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もあるが、取得原価ベースでも13億円で、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。なお地域別では、日本23億円(75%)、北米6億円(19%)、欧州2億円(6%)の構成となっている。

無形固定資産については2014年2月期に、基幹システムの入れ替えを実施しており、前年の3千万円から1.8億円へと増加している。

投資その他の資産(10億円)のうち主要な項目は、事業保険積立金3.4億円と投資有価証券3.2億円である。投資有価証券3.2億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、東和薬品(株)、(株)ブルボン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。借入が無いことから、負債は大多数が仕入債務や未払税金であり、自己資本比率も約66%と高い水準にある。

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。

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。

◆要約貸借対照表

単位:百万円

◆要約BS	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	構成比
現金及び預金	3,073	2,133	3,035	3,617	4,601	29.6%
受取手形及び売掛金	3,599	4,150	4,955	4,765	4,409	28.4%
たな卸資産	1,381	1,416	1,874	2,102	1,675	10.8%
繰延税金資産	180	121	219	285	210	1.4%
前払費用	82	117	109	115	123	0.8%
その他	195	348	382	227	345	2.2%
貸倒引当金	(27)	(24)	(19)	(27)	(33)	-0.2%
流動資産合計	8,483	8,262	10,555	11,085	11,331	72.9%
建物及び構築物	964	1,035	975	970	992	6.4%
機械装置及び運搬具	145	376	302	300	410	2.6%
土地	1,174	1,323	1,323	1,324	1,328	8.5%
建設仮勘定	44	17	22	61	21	0.1%
その他	204	196	240	255	302	1.9%
有形固定資産合計	2,531	2,947	2,862	2,910	3,052	19.6%
無形固定資産	66	35	27	30	178	1.1%
投資その他の資産	969	953	899	946	989	6.4%
固定資産合計	3,567	3,935	3,787	3,886	4,219	27.1%
資産合計	12,050	12,197	14,342	14,971	15,551	100.0%
支払手形及び買掛金	1,894	2,071	2,810	2,478	2,069	13.3%
電子記録債務	-	-	-	-	317	2.0%
前受金	719	576	1,223	1,280	927	6.0%
短期借入金等	-	-	-	-	-	0.0%
リース債務	-	-	16	20	65	0.4%
未払法人税等	182	10	463	465	171	1.1%
その他	733	844	692	773	854	5.5%
流動負債合計	3,528	3,501	5,205	5,016	4,403	28.3%
長期借入金	-	-	-	-	-	0.0%
長期未払金	340	374	323	327	331	2.1%
リース債務	-	-	59	60	180	1.2%
退職給付引当金	139	165	165	169	177	1.1%
その他	104	84	101	84	68	0.4%
固定負債合計	583	623	648	640	755	4.9%
負債合計	4,110	4,125	5,853	5,656	5,158	33.2%
資本金	1,036	1,036	1,036	1,036	1,036	6.7%
資本剰余金	1,283	1,283	1,283	1,283	1,281	8.2%
利益剰余金	6,217	6,605	7,084	7,720	8,336	53.6%
自己株式	(201)	(201)	(201)	(201)	(201)	-1.3%
株主資本合計	8,335	8,722	9,202	9,838	10,450	67.2%
その他包括利益累計額	(520)	(770)	(845)	(640)	(211)	-1.4%
少数株主持分	125	119	133	118	154	1.0%
純資産合計	7,940	8,072	8,490	9,315	10,393	66.8%
負債純資産合計	12,050	12,197	14,342	14,971	15,551	100.0%
有利子負債残高*	-	-	-	-	-	-
EBITDA	1,169	929	1,368	1,573	1,632	-

*リース債務除く

◆主要指標	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
流動比率	240.5%	235.9%	202.8%	221.0%	257.4%
自己資本比率	64.9%	65.2%	58.3%	61.4%	65.8%
D/Eレシオ(倍)	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
ROA	4.7%	4.2%	4.2%	5.1%	5.1%
ROE	7.4%	6.6%	7.5%	8.7%	8.1%
売上債権回転期間(月)	3.2	3.5	3.6	3.6	3.1
棚卸資産回転期間(月)	2.5	1.8	1.9	2.1	1.8
仕入債務回転期間(月)	3.2	2.6	2.8	2.8	2.4

売上債権回転期間=(期首期末平均売上債権/売上高)×12

棚卸資産回転期間=(期首期末平均棚卸資産/売上原価)×12

仕入債務回転期間=(期首期末平均仕入債務/売上原価)×12

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行っている。2014年2月期については、基幹システムの入れ替え投資を行ったため、設備投資額は4.8億円と例年と比較すると高い水準にある。

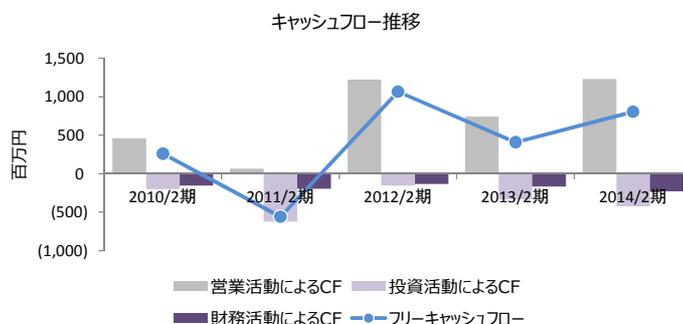
財務活動については、2011年2月期に借入金を完済して以降、そのほとんどが配当金の支払いに伴うキャッシュアウトである。

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	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
営業活動によるCF	458	65	1,219	741	1,227
投資活動によるCF	(198)	(624)	(155)	(332)	(424)
フリーキャッシュフロー	260	(558)	1,064	408	804
財務活動によるCF	(154)	(197)	(135)	(165)	(227)
換算差額	(43)	(161)	(27)	110	143
ネットキャッシュフロー	63	(916)	903	353	719
現預金期首残高	2,986	3,048	2,133	3,035	3,388
現預金期末残高	3,048	2,133	3,035	3,388	4,107
資本的支出					
機械部門	(119)	(172)	(88)	(161)	(277)
化成品部門	(50)	(250)	(104)	(49)	(155)
共通	(6)	(48)	(26)	(12)	(45)
合計	(175)	(470)	(218)	(223)	(477)

出所: 決算短信を基にSQUADD作成



出所: 決算短信を基に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

a 会社経営計画

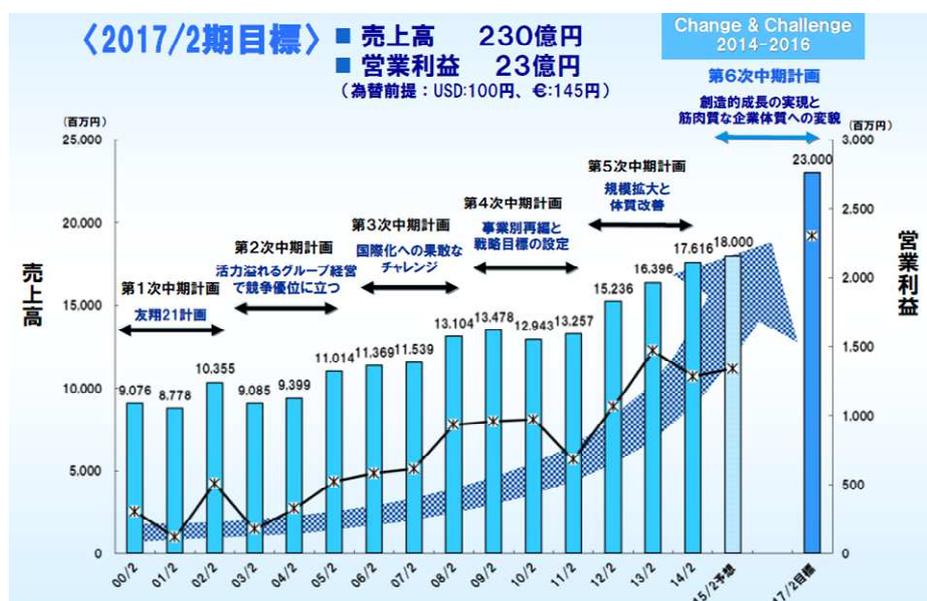
2015年2月期から第6次経営計画がスタート

2017年2月期の目標値は売上高 230 億円、営業利益 23 億円

◆中期経営計画骨子

2014年2月期に「規模拡大と体質改善」を目標として掲げた第5次中期経営計画(2012年2月期～2014年2月期)が最終年度を迎えた。「既存事業のさらなる拡大」、「新規事業への本格参入」、「グローバル戦略強化」の3つに重点的に取り組んできたが、アジア市場の開拓の遅れ等が響き、目標売上高 200 億円、目標営業利益 20 億円は未達に終わった。

2015年2月期からは第6次中期経営計画(2015年2月期～2017年2月期)がスタートし、「次なるステージに飛躍するための創造的成長の実現及び筋肉質な企業体質への変貌」という基本方針のもと、2017年2月期に売上高 230 億円・営業利益 23 億円の達成を目標に、さらなる飛躍を目指している。



出所：決算説明資料より転載

◆来期の予想売上は 180 億円と固めの数値

来期の予想売上 180 億円は射程圏内

2015年2月期の予想売上高は 180 億円(前期対比 2.2%増)、予想営業利益は 13.4 億円(前期対比 4.2%増)で 2014年2月期とほぼ同水準の 7.4%の営業利益率を想定している。部門別では、化成品部門の増収率(2.8%)が機械部門の増収率(1.8%)と比較すると若干高いが、売上比率については、機械 62%:化成品 28%と 2014年2月期と同程度の構成となっている。

過年度の増収実績と比較すると、2015年2月期の計画値は固めの予想となっていると言える。産業用機械の不振、薬価改定に伴う製薬会社の収益性悪化等の懸念材料もあるが、機械部門での錠剤印刷装置の投入に加え、8月には新サプリメントの販売開始も控えており、売上が下半期に偏る可能性はあるものの、目標売上 180 億円は十分達成可能である。

◆実績及び計画		実績	実績	実績	実績	計画	計画	計画
		2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015年2月	2016年2月	2017年2月
売上高	機械	8,095	9,583	9,915	11,005	11,200	n.a.	n.a.
	化成品	5,163	5,654	6,482	6,612	6,800	n.a.	n.a.
	全社	13,258	15,236	16,397	17,616	18,000	n.a.	23,000
営業利益	機械	620	907	1,172	1,242	n.a.	n.a.	n.a.
	化成品	389	470	565	379	n.a.	n.a.	n.a.
	計	1,009	1,378	1,737	1,622	n.a.	n.a.	n.a.
	調整額	(329)	(312)	(267)	(335)	n.a.	n.a.	n.a.
	全社	680	1,065	1,470	1,287	1,340	n.a.	2,300
		2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015年2月	2016年2月	2017年2月
売上構成	機械	61.1%	62.9%	60.5%	62.5%	62.2%	n.a.	n.a.
	化成品	38.9%	37.1%	39.5%	37.5%	37.8%	n.a.	n.a.
	全社	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	n.a.	n.a.
売上増加額 (対前年)	機械	144	1,488	332	1,090	195	n.a.	n.a.
	化成品	171	491	828	130	188	n.a.	n.a.
	全社	315	1,979	1,161	1,219	384	n.a.	n.a.
	対中期計画最終年度				4,358			5,384
売上増加率 (対前年)	機械	1.8%	18.4%	3.5%	11.0%	1.8%	n.a.	n.a.
	化成品	3.4%	9.5%	14.6%	2.0%	2.8%	n.a.	n.a.
	全社	2.4%	14.9%	7.6%	7.4%	2.2%	n.a.	n.a.
	対中期計画最終年度				32.9%			30.6%
営業利益率	機械	7.7%	9.5%	11.8%	11.3%	n.a.	n.a.	n.a.
	化成品	7.5%	8.3%	8.7%	5.7%	n.a.	n.a.	n.a.
	全社	5.1%	7.0%	9.0%	7.3%	7.4%	n.a.	10.0%

出所：決算説明資料等

◆売上高 230 億円の達成には、新市場開拓・事業領域の拡大が必須

売上拡大と利益率の向上の両立は難易度が高い

一方、第6次中期計画最終年度である2017年2月期の目標売上高は230億円と、直近実績対比でプラス約50億円、約30%の増収を達成する必要があり、既存マーケット・既存事業のみでは、目標到達のハードルは高い。

第5次中期計画最終年度である2014年2月期については、目標売上200億円には達しなかったものの、2011年2月期(第4次計画最終年度)対比で40億円、30%超の増収を達成している。これは、①中南米・中近東など成長市場での新規顧客の開拓、②サプリメントという新分野への本格参入などの新たな取り組みが奏功した結果であり、3年間で3割の増収を確保するには、グローバル展開の強化、事業領域の拡大及び新事業の展開が必須となると考えられる。(次ページ「b. 成長戦略」参照)

利益率については、営業利益率10%を目標水準に設定している。しかし、製造に大規模設備が不要であるなど、規模の利益を享受しにくい構造にあるため、生産増による単位原価の削減は限度がある。また、営業拠点のない新エリアでの販売の場合、代理店コストがプラスされる。さらに、新興市場の場合、品質よりも価格が重視される傾向が強く、先進国の案件と比較すると利幅は薄くならざるを得ない。そのため、「増収(売上230億円の達成)」と「利益率の向上(営業利益率10%)」という2つの目標の両立は難度が高く、売上230億円を達成した場合であっても、営業利益率は低下する可能性が高いと考えられる。

b 成長戦略

「グローバル展開の加速」及び「新事業の展開」を明示

◆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・基本方針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、新興国進出などにより対象マーケットを拡大し、増収を目指すという方針である。

2014年2月期までの方針と方向性に大きな相違はないが、「①グローバル展開の加速」が改めて強調されており、「国内医薬品市場への依存度の低減・海外売上比率4割の達成」を明示している点は着目すべきポイントである。(参考:2014年2月期海外売上比率25%(全社ベース))。

また、機械部門、化成品部門とも「②新事業の展開」を目標として掲げており、機械部門では、今まで付帯的に実施していた製造装置の保守・メンテナンスの強化を図っていく予定である。加えて、造粒・コーティング以外の製剤装置(印刷機械など)の増強も進めていく方針である。

一方、化成品部門の新事業としては、他の素材メーカーとのコラボレーションを想定しており、製品開発スピードの向上・製品ラインナップの拡充を図っていく予定である。また、潜在力の高いサプリメント事業にもさらに注力していく方針であり、取扱品目数の増加による増収が期待される。

◆基本戦略・基本方針

グループ基本戦略					
✓ 創造的成長の実現	<ul style="list-style-type: none"> 市場伸長に過度に依存しない成長体質の構築 海外市場の本格的な取り組み グループ資源の有効活用による新製品開発加速と製品力の更なる強化 製品ラインナップの拡充 	<ul style="list-style-type: none"> 筋肉質な企業体質への変貌 	<ul style="list-style-type: none"> 挑戦的風土の確立と人材育成 開発及び生産プロセスの更なる改良 企業価値最大化を図る組織改革 総コスト削減による利益の最大化 		
機械部門	基本方針	重点戦略	施策	課題・問題	
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ グローバル展開加速 ✓ 製品開発強化 	国内	競争力強化	保守・メンテナンスを強化予定	
		アジア	中国・インドに戦力集中	インドの販売代理店契約 新興市場対応製品の投入	想定以上に新興国の医薬品市場が未成熟
		米州	新規顧客開拓と新製品販売に注力		
		欧州	スマイリーエリアでの販売強化	ミラノでテスト施設を開設	欧州大手との競合・差別化
		産業用機械	健康/食品向け強化 電池業界への本格参入	役員変更を含む組織・事業体制の見直し	医薬向けと産業向けの相乗効果の発現に時間がかかる
		開発	ニーズにマッチした新製品開発 製品開発のスピードアップ	印刷装置をリリース	初受注までの時間の短縮
生産		FREUND-Vektorの工場増設 海外で部品生産検討			
化成品部門	基本方針	重点戦略	施策	課題・問題	
	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 新製品の拡充 ✓ 既存品の競争力強化 	医薬品添加剤	先発・GE薬の取り込み 既存品の受注強化	共同開発案件に着手	海外市場調査遅れ/GE対応の遅れ
		栄養補助食品	新規事業開発	2015年8月に新製品をリリース予定	
		品質保持剤	製品ラインナップの拡充と営業強化		
		開発	スピードアップと最低年間1品目上市		
		生産	生産拠点統合やライン共有化でコスト削減	フロイント化成の吸収合併 化成品工場の浜松集約	

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

a SWOT 分析

製剤技術(S)を活かし、
需要(O)を開拓

◆国内医薬品市場への依存度低減が更なる成長には不可欠

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・事業領域の拡大が基本方針となるであろう。

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、価格・品質面での現地ニーズとのギャップは大きく、新興市場でのビジネスが軌道に乗るには想定以上に時間を要する可能性がある点には留意が必要である(次ページ「b.リスク要因」参照)。

◆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(国内医薬品製造装置及び医薬品添加剤の売上比率)は2010年2月期の約4.5割から2014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。

また、300件以上の知的財産権を保有するなど、技術開発力にも定評があり、企業の特許競争力を示すYK値^{注1}は、機械業種上場企業194社中59位、東証一部上場企業を除くと9位にランクしている(2014年2月時点)。

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(Drug Delivery System)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 YK値は、工藤一郎国際特許事務所が算出する特許競争力指標であり、特許の独占排他力(特許権者がその特許により競合他社をどの程度排除したか)を測定するために、競合会社等の閲覧請求、異議申立等のアクションポイントを集計して算出される。

◆簡易SWOT分析

内部環境		外部環境	
Strengths (強み) <ul style="list-style-type: none"> ✓ 国内首位の業界ポジション ✓ 研究開発・技術力(多数の特許を保有) ✓ 実績・業界内での知名度 ✓ 取引先との信頼関係 ✓ 「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 	Opportunities (機会) <ul style="list-style-type: none"> ✓ グローバルで医薬品市場規模は拡大 ✓ サプリメントなどへの技術の応用機会 	Weaknesses (弱み・課題) <ul style="list-style-type: none"> ✓ 医薬品業界への依存度が高い ✓ 国内市場規模の制約(ニッチ市場) ✓ グローバルな生産・販売体制の構築 	Threats (脅威) <ul style="list-style-type: none"> ✓ 新興国との品質ギャップ ✓ 医薬品業界の構造変化 <ul style="list-style-type: none"> - 薬価改定 - 創薬環境の変化など

機会を活かし弱みを克服する戦略推進
 ① 医薬品以外の分野への進出
 ② 海外展開の加速

出所: SQUADD作成

b リスク要因

新興市場との技術ギャップを踏まえ、どのように市場開拓を進めていくかが課題

新薬向け製造装置需要の成熟化が進む反面、設備更新需要が増加するなど、ニーズの変化が進む可能性あり

◆新興国と先進国との間での品質レベル・技術格差が存在

次に、外部環境面でのリスク要因(Threats)について検討する。

上記のとおり、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、新興国と先進国との間での品質レベル・技術格差という問題が存在する。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をリリースしたが、それでもなお現地製品と比較すると価格競争力は劣る。また低価格品となるため、先進国の案件と比較すると利幅は薄くなる。なお、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もある。

インドや中国などは人口も多く、魅力的なマーケットであることには変わりはないが、医療水準・製薬レベルの向上は一朝一夕には進まないことから、中長期的スパンで市場攻略を進めていかざるを得ない。但し、成長初期の段階での一定程度のマーケットシェアの確保と業界上位のポジションの確立が、その後の足掛かりになると考えられることから、①高品質の「FREUND」ブランドとは別にセカンドラインとして現地ニーズに即した低価格品を展開する、②新興国で製造拠点の設置、③現地企業の買収なども検討の余地があるのではないかと思料する。

◆創薬環境の変化に伴い、製薬会社のニーズが変容する可能性

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(P18「3-(3) 新薬開発の動向」参照)。

化学合成により製造される低分子医薬品は開発しつくされたと言われており、新薬開発の中心は、バイオ医薬品などの高分子医薬品へと軸足が移りつつある。低分子医薬品と高分子医薬品とでは製造方法が異なるため、新薬開発の高分子医薬品へのシフトは、新薬向け製造装置の需要縮小をもたらす可能性がある。また、ジェネリック対象(特許切れとなる低分子医薬品数)の減少も予想される。

しかし、既に開発済みの低分子医薬品が効果を発揮する疾患及び患者数が短期間に大きく変動する訳ではなく、逆に高齢化の進展に伴い増加する可能性もある。また、既存の医薬品については、ジェネリック化などにより低価格化が進むが、剤型の改善、DDS 機能の付加などの改良を経ながら、長期に渡り販売されることが想定される。

これらを踏まえると、新薬向けの需要は成熟期を迎える反面で、既存薬の製造設備更新・アップグレードなどのニーズの増加が予想される。但し、医薬品の大衆化に伴い医薬品メーカーからの製造コスト削減要求が強まる可能性もあり、原価管理・コスト削減の重要性が増すと推察される。

(参考) 会社が認識している事業等のリスク

リスク項目	概要
① 業界動向に関わるリスク	製薬業界向け売上が過半、製薬業界の再編、各国の医療政策等
② 価格競争に関わるリスク	競合他社の低価格攻勢、中国・東南アジア製の安価な製品との競合
③ 取引先との関係等に関わるリスク	製造部門を特定の業務提携先に大きく依存、栄養補助食品については特定取引先への依存度が高い
④ 戦略的パートナーとの提携関係に関わるリスク	パートナー企業と新技術・製品開発等について戦略的提携関係を構築しているが、戦略変更や財務的要因などに伴い提携が破綻する可能性
⑤ 知的財産権に関わるリスク	競合他社等から知的財産権を侵害されるリスク／侵害するリスク
⑥ 製造物責任に関わるリスク	保険でカバーされない可能性、社会的評価の低下
⑦ 公的規制等に関わるリスク	許認可、輸出入規制、通商、公正取引、特許、消費者保護、租税、為替、環境等
⑧ 人材の確保に関わるリスク	技術系大卒者の確保
⑨ 為替変動に関わるリスク	海外売上は年々上昇
⑩ 自然災害等に関わるリスク	操業の中断、生産出荷の遅延、製造拠点の修復に巨額の費用
⑪ 固定資産の減損リスク	事業の収益性の低下、市場価格の著しい下落が生じた場合、減損損失の計上が必要となる
⑫ 海外における事業活動に潜在するリスク	予期しえない法律・規制・租税制度の変更、政治的要因、テロ・戦争等

出所：決算短信を基にSQUADD作成

<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)

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

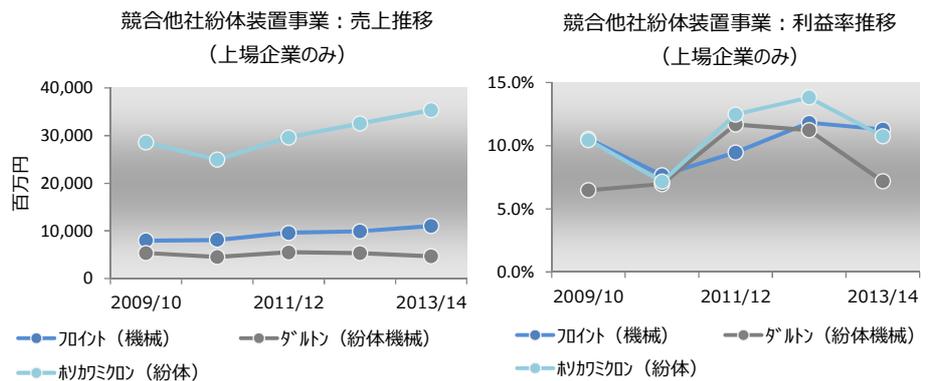
◆造粒・コーティング装置国内販売シェア7割を誇るトップメーカー

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(証券コード 7432、(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)(証券コード 6277)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。

粉体装置事業を手掛ける上場2社(ダルトン、ホソカワミクロン)の粉体装置セグメントとフロイント産業の機械部門の業績を比較すると(下グラフ参照)、規模ではホソカワミクロンが売上353億円(2013年9月期)と頭一つ抜けている。直近決算期については、フロイント産業及びホソカワミクロンが前期比10%程度の増収を確保する半面、ダルトンは10%強の減収。営業利益率については、医薬品製造装置主体のフロイント産業は、前年並みの水準を維持しているが、産業用粉体装置が主体のホソカワミクロン及びダルトンはユーザーの設備投資の低迷等の市場の冷え込みの影響もあり、3~4%程度悪化している。



注：フロイント産業は2月、ダルトン及びホソカワミクロンは9月決算

出所：決算短信を基にSQUADD作成

寡占市場が成立している理由

◆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

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

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、2013年度の売上は43億ユーロ(約6,000億円)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、専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、「エージェレス」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)。

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

年間連結配当性向目標を従来の20%から30%へ、株主価値の極大化を積極的に推進

上位株主に新たな機関投資家がランクイン、プロ投資家からの認知度が向上

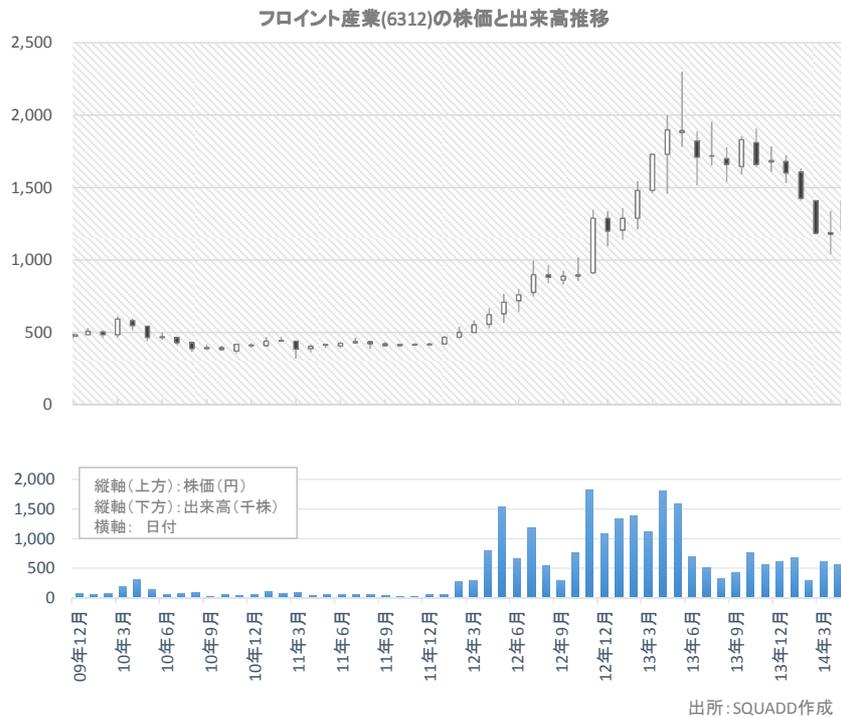
2012年3月の伏島巖氏が代表に就任した新体制発足以降の直近2年間では競合他社対比でアウトパフォーム

◆来期以降の配当性向目標は20%から30%へ増額、更なる株価上昇が期待される

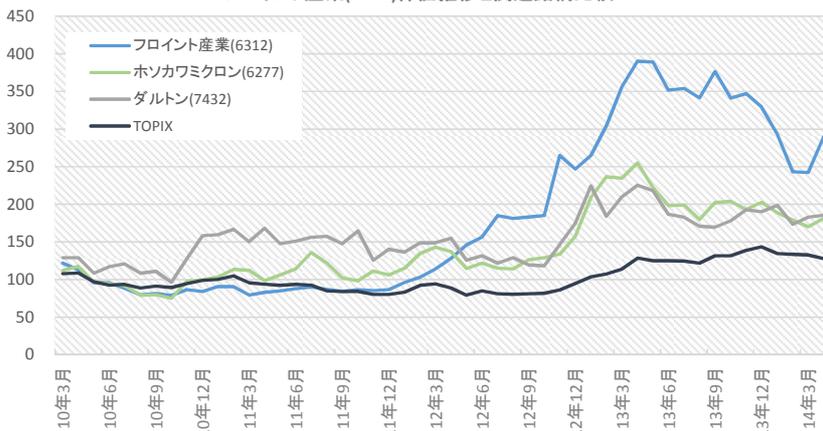
次に株価動向について触れる。2010年2月期からの直近5年間において、同社売上高は毎年増加を続け業績も堅調に推移している(P13 参照)。同社は伏島巖氏が代表取締役役に就任した2012年頃よりIR活動を積極展開しており、堅調な業績と積極的なIR活動が上手く連動しながらの株価形成がみられる。また、来期以降の年間連結配当性向を、従来の20%から30%に目標を引き上げるなど、株主価値の極大化を積極的に推し進める政策を打ち出している(P45「7-(3) 株主還元・配当政策」参照)。

このような状況のもと同社株式は、特に2012年以降は流動性の向上を伴った形で株価上昇が見られた。2010年には1百万円から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年以降は数千万円から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に近づいている。2014年2月期の上位株主についても新たな機関投資家が6位にランクインするなど、機関投資家からの注目度が高まっていることが確認される(P9「1-(3) 株主構成」参照)。

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年度前半においては、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、同社株価も同様に推移した。年度後半では一時的に弱含む場面もみられたが、2014年3月のボトムを確認後は上昇に転じた。IR活動を積極化させた2012年3月の伏島巖新体制発足以降の直近2年間で見ると競合他社比でアウトパフォームする展開となっている。



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

7-(2) 投資リターン分析

市場平均・競合他社対比においても一定の存在感を確認。丁寧な情報開示が投資家拡大と流動性向上に徐々に作用している

◆同社株式は機械業種平均との比較では依然割安、更なる投資家拡大と流動性向上が期待される

次に、同社株価のバリュエーションについて検討する。2014年2月期決算を反映した同社時価総額は約130億円、PBRは1.2倍、ROE(実績ベース)は8.1%、配当利回り(会社予想)は2.1%となった^{注1}。機械業種平均(211社)のPBR:1.1倍、ROE(実績ベース):5.4%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12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、足元で達成した数千万円から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。

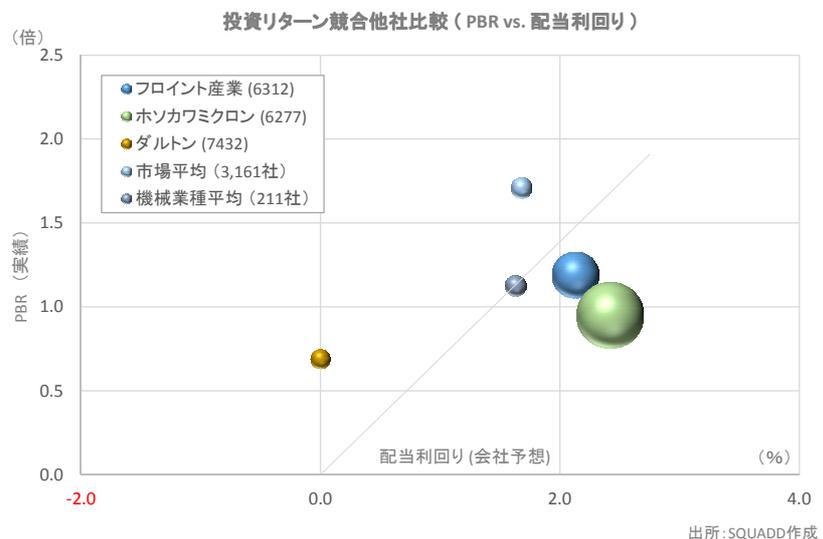
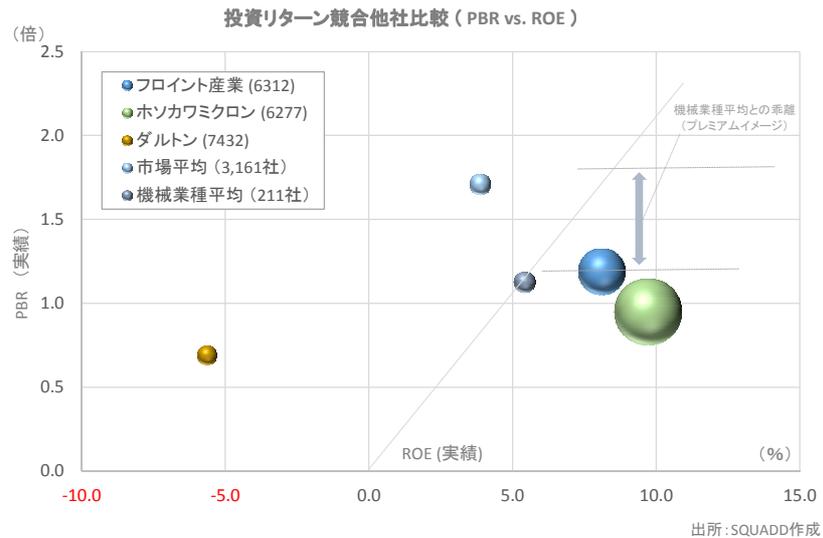
注:1 株価は2014年4月28日時点の値、純利益は直近4四半期分の合計値、純資産は直近の第4四半期の値で計算

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(270億円・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(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)。同社収益指標についてもROE:-5.6%、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である。一方、ホソカワミクロン

海外での堅調な売上に牽引される形で、同社株価の更なる上昇(市場平均とのプレミアム解消)が期待される

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平均すると1日当たり1億円以上の市場流動性を確保する状況にある。また、直近の同社収益指標についてはROE:9.7%、配当利回り(会社予想):2.4%とフロイント産業との比較では僅かながらリードする格好となっている。

ジェネリック医薬品市場は、国内のみならず海外でも堅調な拡大が期待され、同社売上はこれらの動きと連動する可能性が高い。IR戦略も確実に成果を見せており、売上規模拡大を伴う形での株価上昇に今後期待したい。



7-(3) 株主還元・
配当政策

◆連結配当性向目標を20%から30%へ引き上げ

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、業績に応じた株主への利益配分を基本に、継続的かつ安定的な配当の実施を目指している。

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、内部留保の充実が進んだことから(2014年2月末の利益剰余金:83億円)、連結配当性向の目標値を20%から30%へ引き上げを決定した。なお、過去の配当性向は20%~25%のレンジにあるが、2014年2月期は前年の20円から25円へプラス5円の増配、2015年2月期については、記念配当5円を含む30円の配当を予定している。

また、2014年3月に株主優待制度(1単元を1年以上保有する株主に対しクオカード1,000円分)の導入を決定した。

◆発行済株式数/1株当たりの情報等

		2010年2月					2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015年2月
		2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015年2月				
期末発行済株式数	(千株)	9,200	9,200	9,200	9,200	9,200				n.a.	
株主数	(人)	1,476	1,804	1,820	2,254	3,361				n.a.	
期末株価	(円)	485	441	501	1,480	1,183				n.a.	
時価総額	(百万円)	4,462	4,057	4,609	13,616	10,884				n.a.	
1株当たり当期純利益(EPS)	(円)	65.41	59.96	70.59	88.76	91.37				92.78	
1株当たり純資産(BPS)	(円)	906.29	922.31	969.11	1,066.73	1,187.51				n.a.	

会社予想

◆株主還元情報

		2010年2月					2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015年2月
		2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015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				30.00	
1株当たり配当金(DPS)	(円)	15.00	15.00	15.00	20.00	25.00				30.00	
配当性向	(%)	22.9%	25.0%	21.2%	22.5%	27.4%				32.3%	

会社予想

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

フロイント産業は無借金であり財務レバレッジは低いが、直近2期のROEは8%を上回る水準にある。一方、株主資本コストは、4.9% ($\beta=0.853$ 、リスクプレミアム5%想定)と算定され、2014年2月期のEquity Spread(ROEと株主資本コストの差額)は、3.2%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	(参考値)	(参考値)	(参考値)	(参考値)	
	2010年2月	2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月
ROE	7.4%	6.6%	7.5%	8.7%	8.1%
株主資本コスト*	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
Equity Spread	2.5%	1.7%	2.6%	3.8%	3.2%

* $\beta=0.853$ (Bloomberg、2014/4/30時点)、リスクプレミアム=5%にて算定

過年度の株主資本コストは、直近の値を仮置きしている。

出所: SQUADD作成

ディスクレマー

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」によるディスクレマーをご確認下さい。
- 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。