

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11月5日

売上の期ズレにより業績は落ち込むも、受注は好調を維持

国内医薬品製造装置事業で検収期間の長期化が発生

2015年上期の売上は74億円で、前年同期比17%減(15億円減)と苦戦を強いられた。営業利益は黒字を確保したものの、減収に伴う粗利の減少の影響が大きく、8億円から1億円へと悪化している。

本年度に入り、主力の国内医薬品装置分野(機械部門)の一部案件で医薬品工場建設遅延などに伴い検収期間が長期化し、売上計上の期ズレが発生、加えて、年度を通じて検収期が下期に偏重していることもあり、大幅減収を強いられる形となった。また、納期ズレの影響を勘案し、2014年10月に業績予想の下方修正を発表、売上予想値を180億円から175億円へと引き下げている。検収期間の長期化という一過性の要因により業績悪化を強いられたものの、本年度は、「ジェネリック薬の使用拡大」など医薬品業界の構造変換がプラスに作用し、受注は好調が続いていることから、下期には業績回復が期待される。

下期に錠剤印刷装置「TABREX」1号機を納品予定

2013年7月にリリースした錠剤印刷装置「TABREX」の納品は、上期はなかったものの、下期に1号機が納品される予定である。但し、印刷装置は初めて手掛ける分野であることから、追加対応が必要となる可能性もゼロではない。また、2014年4月には文字視認性の向上を実現した新モデル「TABREX-DOD」を上市、既に受注獲得に成功している。錠剤への印字は、誤飲防止や調剤ミスの予防等の観点から医療関係者を中心にニーズが拡大しており今後成長が期待できる分野であるが、新規参入も見られるなど競争は激しくなりつつある。

グローバル展開については、インド市場開拓は苦戦が続いているが、ブラジルでトップセールスを実施するなど、成長市場での顧客開拓に注力している。また、11月にはミラノのテスト施設がオープンする予定であり、欧州圏での営業力の強化、受注獲得に期待がかかる。

フォローアップレポート

(2015年2月期第2四半期)

(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10月31日時点)

株価	995円
年初来高値	1,636円(2014/1/7)
年初来安値	925円(2014/10/21)
発行済株式数	9,200,000株
売買単位	100株
時価総額	9,154百万円
予想配当	30.00円(2015/2期)
予想配当利回り	3.0%
予想EPS	65.53円(2015/2期)
実績EPS	91.37円(2014/2期)
予想PER	15.18倍(会社予想)
実績PBR	0.86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(修正後)	17,500	-0.7%	1,000	5.7%	1,050	6.0%	565	3.2%	n.a.	65.53
2015年2月 会社予想(修正前)	18,000	2.2%	1,340	7.4%	1,420	7.9%	800	4.4%	n.a.	92.78
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)
2014/2-2Q 実績	8,882	2.3%	844	9.5%	873	9.8%	471	5.3%	n.a.	n.a.
2015/2-2Q 実績	7,372	-17.0%	101	1.4%	141	1.9%	36	0.5%	n.a.	n.a.
2015/2-2Q 対予想進捗率	42.1%	n.a.	10.1%	n.a.	13.4%	n.a.	6.4%	n.a.	n.a.	n.a.

1/13

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、サブプライム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10月31日

終値(円)	995	時価総額	9,154	EV	5,587	PER(倍)	15.18	PBR(倍)	0.86	配当利回り*	3.0%
会計年度	2012年2月	2013年2月	2014年2月	年初末	2014年8月						
期末株価(円)	501	1,480	1,183	n.a.	1,459						
最高(円)	540	1,545	2,300	1,636	n.a.						
最低(円)	320	500	1,181	925	n.a.						
EPS(円)	70.59	88.76	91.37	n.a.	n.a.						

* 予想配当利回り

上半期

損益計算書関連	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015/2-1H
売上高	15,236	16,397	17,616	7,372
売上総利益	4,612	5,083	5,239	2,171
営業利益	1,065	1,470	1,287	101
経常利益	1,123	1,618	1,342	141
当期純利益	609	765	788	36
減価償却費	264	233	304	154
研究開発費	390	435	464	300
支払利息	1	2	5	2
償却前営業利益	1,329	1,703	1,590	255
EBITDA	1,368	1,573	1,632	297
資本的支出(CAPEX)	218	223	477	n.a.
EBITDA-CAPEX	1,150	1,350	1,155	n.a.

貸借対照表関連	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2014年8月
現預金	3,035	3,617	4,601	3,567
売上債権	4,955	4,765	4,409	4,495
棚卸資産	1,874	2,102	1,675	2,301
その他流動資産	691	600	646	877
流動資産合計	10,555	11,085	11,331	11,240
有形固定資産	2,862	2,910	3,052	2,989
無形固定資産	27	30	178	170
投資その他	899	946	989	944
固定資産合計	3,787	3,886	4,219	4,103
資産合計	14,342	14,971	15,551	15,343
流動負債	5,205	5,016	4,403	4,523
固定負債	648	640	755	717
負債合計	5,853	5,656	5,158	5,240
株主資本	9,202	9,838	10,450	10,271
その他純資産項目	(712)	(522)	(58)	(168)
純資産合計	8,490	9,315	10,393	10,103
有利子負債残高**	-	-	-	-

**リース債務除く

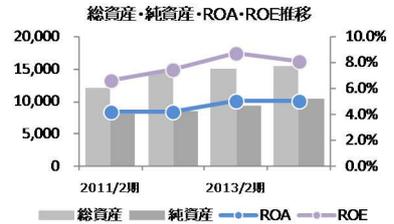
キャッシュフロー関連	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015/2-1H
営業活動によるCF	1,219	741	1,227	(646)
投資活動によるCF	(155)	(332)	(424)	(109)
フリーキャッシュフロー	1,064	408	804	(755)
財務活動によるCF	(135)	(165)	(227)	(254)
換算差額	(27)	110	143	(19)
ネットCF	903	353	719	(1,028)

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%



2014/2期: 部門別売上構成



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

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%
2015/2月期	1Q	2Q	3Q	4Q	合計
四半期データ					
売上	3,507	3,865	n.a.	n.a.	17,500
営業利益	(21)	122	n.a.	n.a.	1,000
営業利益率	-0.6%	3.2%	n.a.	n.a.	5.7%
売上対前年比	-24.7%	-8.5%	n.a.	n.a.	-0.7%

※青字は会社計画値	Key Indicator	2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015/2-1H
売上高増加率	(%)	14.9%	7.6%	7.4%	n.a.
営業利益率	(%)	7.0%	9.0%	7.3%	1.4%
経常利益率	(%)	7.4%	9.9%	7.6%	1.9%
当期純利益率	(%)	4.0%	4.7%	4.5%	0.5%
償却前営業利益/売上高	(%)	8.7%	10.4%	9.0%	3.5%
EBITDA/売上高	(%)	9.0%	9.6%	9.3%	4.0%
原価率	(%)	69.7%	69.0%	70.3%	70.6%
販管費率	(%)	23.3%	22.0%	22.4%	28.1%
研究開発費率	(%)	2.6%	2.7%	2.6%	4.1%
ROA	(%)	4.2%	5.1%	5.1%	n.a.
ROE	(%)	7.5%	8.7%	8.1%	n.a.
流動比率	(%)	202.8%	221.0%	257.4%	248.5%
自己資本比率	(%)	58.3%	61.4%	65.8%	64.9%
D/Eレシオ	(倍)	0.00	0.00	0.00	0.00
Valuation		2012年2月	2013年2月	2014年2月	2015/2-1H
時価総額	(百万円)	4,609	13,616	10,884	13,423
EV	(百万円)	1,574	9,999	6,283	9,856
EV/売上高	(倍)	0.10	0.61	0.36	n.a.
EV/EBITDA	(倍)	1.15	6.36	3.85	n.a.

目次

1 会社概要	
(1) ビジネス概要	P4
(2) グループ概要	P5
2 業績ハイライト(2015年2月期上期)	
(1) 2015年2月期上期 業績ハイライト	P7
3 セグメント別業績概況(2015年2月期上期)	
(1) 機械部門業績概況	P8
(2) 化成品部門業績概況	P9
(3) 上半期の主なトピックス	P10
4 株価動向・投資リターン分析	
(1) 株価動向	P11

1. 会社概要

(1) ビジネス概要

事業部は「①機械部門(売上約6割)」と「②化成品部門(同約4割)」の二つ。

①機械部門:

「造粒装置」「コーティング装置」などの医薬品製造装置が主力製品

②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

◆事業部は機械部門と化成品部門の二つ

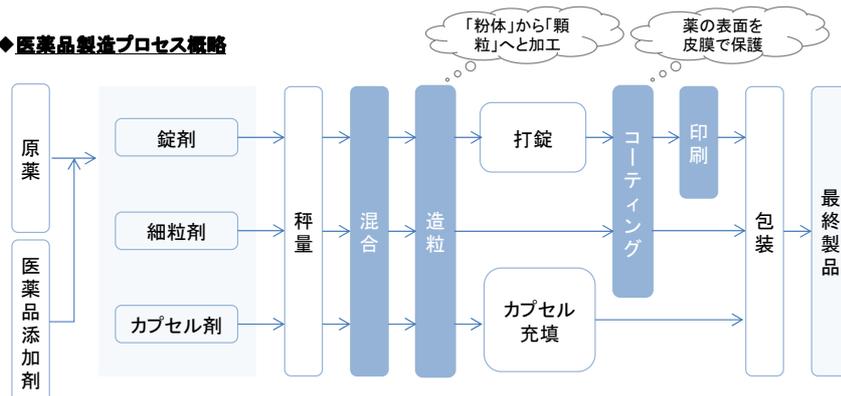
フロイント産業は、医薬品製造装置の製造・販売を中心とする「①機械部門」と、「医薬品添加剤」等を展開する「②化成品部門」の2つの事業部を有している。

【機械部門】

①機械部門は売上の約6割を占める主力部門であり、医薬品製造装置の製造販売を中心に展開している(2014年2月期全社売上176億円、機械部門売上110億円(シェア62.5%))。医薬品製造装置の中でも「造粒装置」及び「コーティング装置」が主力製品であるが、前期に「錠剤印刷装置」に本格的に参入するなど、製剤工程で使用される各種製造装置の取扱いがある(下図参照)。また、機械部門では、医薬品製造装置のほか、一般産業向けの粉砕機・造粒機も子会社フロイント・ターボ社を通じ展開している。

なお、造粒・コーティング装置の国内市場は、フロイント産業とパウレック(欧大手Glattと技術提携)の2社の寡占市場が成立しており、中でもフロイント産業はシェア7割(同社推計)を有するリーディングカンパニーとして業界を牽引している。

◆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

【化成品部門】

2014年2月期化成品部門の売上は、66億円(シェア37.5%)であり、(1)医薬品添加剤、(2)食品品質保持剤、(3)新規食品(健康食品等)の3つが柱となっている。なお、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)新規食品:約4割の水準にある。

(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り、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。また、様々な用途の添加剤が存在しており、その種類は1,000以上に上ると言われている。なお、医薬品添加剤の分野へは化学品メーカーや食品メーカーなど多数の企業が参入しているが、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。

(2) 食品品質保持剤は、食品包装内に添付される四角い小袋状の製品である。製品単価は安いものの、同社の安定的な収益源となっている。

(3) 新規食品では、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。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点がフロイント産業の強みとなっている。なお、本事業は昨今の健康志向等を背景に、2010年2月期(売上8.6億円)から2013年2月期(同25.5億円)にかけ急速に成長し、売上規模拡大に大きく貢献した。2014年2月期に入り、売上の伸び幅は逡減してきているが、主要事業の一つとして定着したと言える。

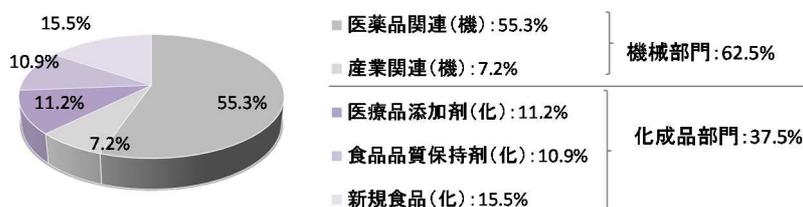
◆セグメント別業績概況

単位:百万円

		2011年2月	2012年2月	2013年2月	2014年2月	会社予想 2015年2月
売上高	機械	8,095	9,583	9,915	11,005	10,700
	化成品	5,163	5,654	6,482	6,612	6,800
	全社売上	13,258	15,236	16,397	17,616	17,500
営業利益	機械	620	907	1,172	1,242	n.a.
	化成品	389	470	565	379	n.a.
	計	1,009	1,378	1,737	1,622	n.a.
	調整額	(329)	(312)	(267)	(335)	n.a.
	全社営業利益	680	1,065	1,470	1,287	1,000
営業利益率	機械	7.7%	9.5%	11.8%	11.3%	n.a.
	化成品	7.5%	8.3%	8.7%	5.7%	n.a.
	全社	5.1%	7.0%	9.0%	7.3%	5.7%

出所:決算短信を基にSQADD作成

2014/2月期売上構成



出所:決算説明資料

(2) グループ概要

◆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。

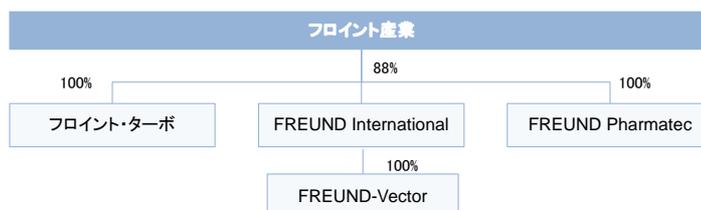
国内子会社のフロイント・ターボ(株)(旧ターボ工業(株))は、2010年6月に買収により、フロイント産業の傘下に入った。同社は、ナノレベルの超微体製造技術に定評があり、グループ内では主に産業用機械装置(医薬品業界以外)の製造・販売を担当している。

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 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



会社名	フロイント・ターボ(株)	FREUND-Vector Corporation	FREUND Pharmatec Ltd.
所在地	日本(神奈川県)	米国	アイルランド
設立/取得	2010年6月に買収	1997年12月に買収	2010年1月に子会社として設立
売上	約8億円	約39億円	—
事業内容	機械 ファインケミカルなど産業用の粉粒体機、造粒機械などを製造・販売	機械 米国を基点に、アジア以外の海外事業(中南米・欧州・中東)を担当	化成品 医薬品新剤形の開発及び技術供与

出所: 有価証券報告書などを基にSQUADD作成

<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)

2. 業績ハイライト (2015年2月期上期)

(1)2015/2月期
上期 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

2015年2月期上期の売上は前年同期比17%減(15億円減)の74億円と苦しい着地となった。減収を招いた最大の要因は、国内市場で医薬品製造装置の納期後ろ倒しに伴う、売上の期ズレである。

通常、製造開始から納品まで6~8ヵ月程度の期間を要するが、本年度については、建設業界の人手不足に伴う医薬品工場建設の遅れを背景に、8~12ヵ月程度に長期化している。このような状況を踏まえ、手許案件の精査を実施し2014年10月に業績予想の下方修正を発表、売上予想値を180億円から175億円へと引き下げた。

上期は、外的要因に伴う納期ズレという当社がコントロールできない要因により大幅減収を強いられる形となったが、受注は好調を維持しており、上期末における受注残高は、73億円と過去最高の水準にまで膨らんだ(P9参照)。これら手許の受注が順次検収を迎えると想定すると、下期の売上は大きく回復すると考えられる。

一方、営業利益についても、前年同期の8.4億円から1億円へと大きく減少、営業利益率も9.5%から1.4%へと悪化している。利益率の悪化は減収に伴う粗利の減少に伴う部分が多いが、研究開発費の増額(+70百万円)、50周年関連の広告宣伝費(+51百万円)など、販管費の増加もその背景にある。加えて、フロイント化成の吸収合併に伴う食品品質保持剤工場の移転に想定以上にコストを要した点も利益を圧迫する要因となった。

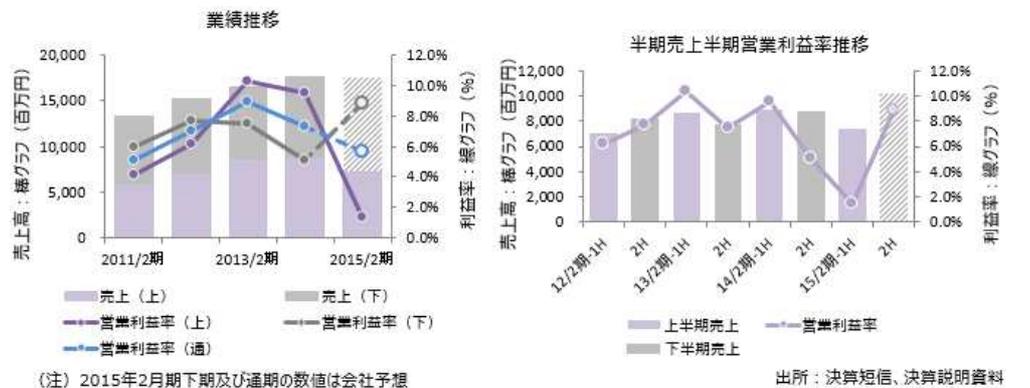
◆半期業績推移

単位:百万円

	2013年2月期		2014年2月期		2015年2月期		対前年同期	対前年同期%	2015/2期 通期計画	2Q対計画 進捗率
	1H	2H	1H	2H	1H	2H(予)				
売上高	8,679	7,718	8,882	8,735	7,372	10,128	(1,510)	-17.0%	17,500	42.1%
売上総利益	2,674	2,409	2,811	2,427	2,171	n.a.	(641)	-22.8%	n.a.	n.a.
営業利益	894	576	844	443	101	899	(743)	-88.0%	1,000	10.1%
経常利益	994	624	873	469	141	909	(732)	-83.8%	1,050	13.4%
半期純利益	370	395	471	317	36	529	(435)	-92.3%	565	6.4%
売上総利益率	30.8%	31.2%	31.7%	27.8%	29.4%	n.a.	-2.2%	n.a.	n.a.	n.a.
営業利益率	10.3%	7.5%	9.5%	5.1%	1.4%	8.9%	-8.1%	n.a.	5.7%	n.a.
経常利益率	11.5%	8.1%	9.8%	5.4%	1.9%	9.0%	-7.9%	n.a.	6.0%	n.a.
純利益率	4.3%	5.1%	5.3%	3.6%	0.5%	5.2%	-4.8%	n.a.	3.2%	n.a.

注:青字は会社計画値

出所:決算短信を基にSQUADD作成



3. セグメント別業績概況 (2015年2月期上期)

(1) 機械部門
上期 業績概況

最大の減収要因は、納期の長期化に伴う、売上の期ズレ

◆建設業界の人手不足に伴う工場建屋完成の長期化により、売上の期ズレが発生

2015年2月期上期の機械部門の売上は40億円で、前年同期の57億円から、約3割弱の減収と伸び悩んでいる状況にある。また、セグメント利益率も前年同の13.2%から3.1%へと約10%低下しており、決算的には思わしくない結果となった。

医薬品製造装置、産業用機械ともに減収を強いられたが、業績悪化の最大の要因となったのは、国内市場での医薬品製造装置売上の期ズレである。

フロイント産業は、売上の計上基準として、基本的に「検収基準」を採用しており、納期のズレにより、売上が大きく変動する。本上期については、ゼネコンなど建設業界の人手不足に伴う、医薬品製造工場建屋の完成遅延の影響を大きく受けた。通常であれば、製品の製造開始から納品まで6~8カ月の期間で済むところ、本年度については、8~12か月程度にまで長期化しており、受注は好調ながら、業績は伸び悩むという状況に陥った。

また、納期の長期化は売上の面だけではなく、フロイントサイドの人工の増加等も引き起こしており、これがコスト増の一因ともなっている。さらに、ゼネコンが元請となる「一括受注案件」の利幅は相対的に薄く、本上期は、「一括受託案件」の比率が高かった点も利益率悪化につながった。

一方、産業用機械については、本年度も苦戦が続いている。目下「健康／食品向け強化と電池業界への本格参入」を謳い、業容回復の途上にある。なお、産業用機械については、子会社フロイント・ターボ社が主体となり展開しているが、今までの商社頼りの営業路線からの脱却を進めており、品川に自社の営業拠点を開設した。

◆機械部門半期業績推移

単位: 百万円

	2012年2月期		2013年2月期		2014年2月期		2015年2月期		対前期	対前期
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H(予)	1H	1H比
セグメント売上高	4,434	5,149	5,617	4,298	5,733	5,271	4,044	6,656	(1,689)	-29.5%
セグメント利益	395	512	729	444	759	484	125	n.a.	(634)	-83.5%
セグメント利益率	8.9%	9.9%	13.0%	10.3%	13.2%	9.2%	3.1%	n.a.	-10.1%	

	2012年2月期		2013年2月期		2014年2月期		2015年2月期		対前期	対前期
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H(予)	1H	1H比
売上内訳										
医薬品関連	3,576	4,333	4,673	3,575	5,020	4,717	3,635	n.a.	(1,385)	-27.6%
産業関連	857	816	944	722	712	555	408	n.a.	(304)	-42.7%
合計	4,434	5,149	5,617	4,298	5,733	5,271	4,044	10,700	(1,689)	-29.5%

	2012年2月期		2013年2月期		2014年2月期		2015年2月期		対前期	対前期
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H(予)	1H	1H比
地域内訳										
日本	2,866	3,004	3,421	2,962	4,148	2,504	2,583	n.a.	(1,565)	-37.7%
北米・南米	1,074	1,132	1,202	555	861	2,022	1,036	n.a.	175	20.3%
欧州・アフリカ	360	484	487	281	548	154	100	n.a.	(448)	-81.8%
中東・アジア・大洋州	132	530	505	497	173	593	324	n.a.	151	87.3%
合計	4,434	5,149	5,617	4,298	5,733	5,271	4,044	10,700	(1,689)	-29.5%

注: 青字は会社計画値

出所: 決算短信、決算説明資料

◆本年度は、薬価改定などがプラスに作用し受注は堅調に推移

受注については好調が続いている。2015年2月期第1四半期は36億円と過去3期の中で最高値を記録、同第2四半期についても25億円と前年同期を上回る受注を達成している。また、受注残高については、上述の検収期間長期化の影響を受け、上期末(2014年8月)において72億円と非常に高い水準にある。これら手許の受注が順次納品されると考えると、下期は業績の挽回が期待される。

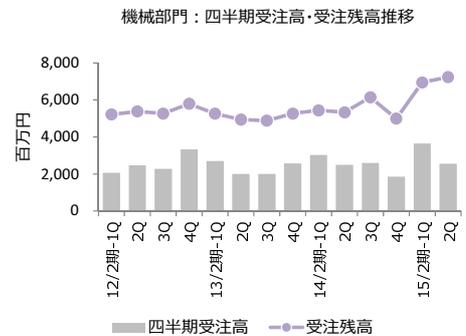
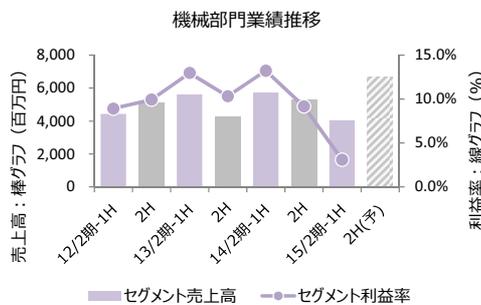
なお、「ジェネリック薬の使用拡大」など医薬品業界は構造変換の途上にあり、医薬品メーカーが新たな需要を見据え、設備投資を積極化している点が受注好調の背景にある。

◆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				2015/2期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
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	3,648	2,549
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	6,945	7,235

出所:決算説明資料



出所:決算短信、決算説明資料

(2) 化成品部門
上期 業績概況

医薬品添加剤の底入れに伴い、売上は堅調に推移

円安や食品品質保持剤工場移転に伴う追加コストが響き利益水準は改善に至らず

◆医薬品添加剤事業が復調に転じ増収を確保

化成品部門については、上期売上33億円と前年同期比約6%の増収となった。分野別に見ても、(1) 医薬品添加剤、(2) 食品品質保持剤、(3) 新規食品(健康食品等)とも前年同期対比で増収を確保しており、概ね計画通りの着地であった。

特に、利幅の厚い(1) 医薬品添加剤事業の底入れは明るい材料の一つと言える。前期、医薬品添加剤事業は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を強いられた。しかし、本年度に入りジェネリック薬向け添加剤が好調に推移、新規案件の受注にも成功し、売上10億円の大台に回復している。

一方、セグメント利益率は5.8%と、前年下半期の水準(5.3%)よりは改善したものの、過去3期の実績と比較すると低い水準にある。①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、②円安による輸入原料価格高騰などがその背景にあるが、一時的な要因として、フロイント化成の吸収合併に伴う食品品質保持剤の工場移転に想定以上にコストがかかった点もマイナスに働いている。当初、工場移設に伴う賃料削減などにより、通期で1億円程度の経費削減を見込んでいたが、初期費用が高かった影響で本年度は当初見込みの半分程度し

か生産合理化の効果を享受できていない。来期については、本年度負担した工場移転費用は発生しないことから、利益水準の回復が期待される。

◆化成部品部門半期業績推移

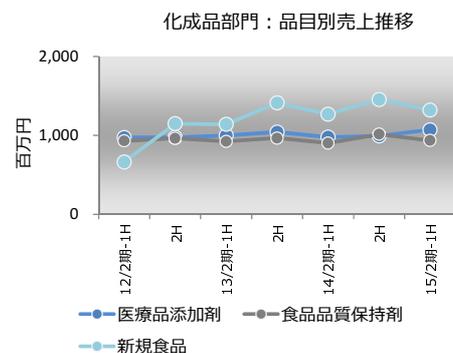
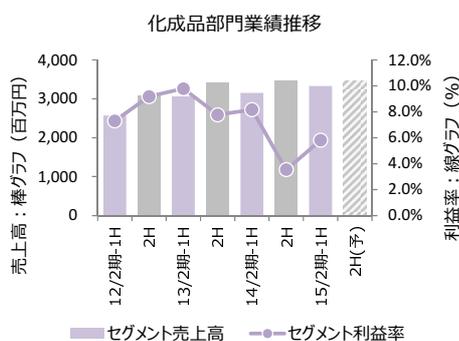
単位: 百万円

	2012年2月期		2013年2月期		2014年2月期		2015年2月期		対前期	対前期
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H(予)	1H	1H比
セグメント売上高	2,568	3,086	3,062	3,420	3,148	3,463	3,328	3,472	180	5.7%
セグメント利益	187	283	300	266	257	122	193	n.a.	(64)	-24.8%
セグメント利益率	7.3%	9.2%	9.8%	7.8%	8.2%	3.5%	5.8%	n.a.	-2.4%	

	2012年2月期		2013年2月期		2014年2月期		2015年2月期		対前期	対前期
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H(予)	1H	1H比
売上内訳										
医療品添加剤	973	975	998	1,042	978	993	1,071	n.a.	93	9.5%
食品品質保持剤	930	963	923	966	902	1,014	936	n.a.	34	3.8%
新規食品	664	1,148	1,141	1,411	1,268	1,455	1,321	n.a.	53	4.2%
合計	2,568	3,086	3,062	3,420	3,148	3,463	3,328	3,472	180	5.7%

注: 青字は会社計画値

出所: 決算短信、決算説明資料



出所: 決算短信、決算説明資料

(3) 上期の主なトピックス

錠剤への印字のニーズは医療関係者を中心に拡大

錠剤印刷装置の競合は7社存在

2015年2月期上期の主な動きとしては、①錠剤印刷装置の新モデル「TABREX-DD」の上市、②ブラジルで新規顧客開拓に向けたトップセールスの展開などが挙げられる。

①錠剤印刷装置については、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」の取扱いを開始しており、本下期に1号機の納品が予定されている。錠剤への印字は、誤飲防止や調剤ミスの予防等の観点から医療関係者を中心にニーズが拡大してきており、同分野へは異業種上場会社など、今まで製剤装置を取り扱っていなかった企業の参入も見られる。フロイント産業によると、現在のところ、競合企業は7社程度存在しているとのことであり、競争も激しくなりつつある。

なお、錠剤印刷装置の核となるのは「インク」であり、経年劣化による退色が少ないフロイント産業の製品の評価は高い。また、カートリッジ式のインクを採用するなど取扱い性に優れている点も他社との差別化要因となっている。加えて、今まで製薬メーカーと

ブラジルでトップセールスを実施	<p>の間で築いてきた信頼関係や実績も営業面でプラスに作用している。</p> <p>②グローバル展開の一環として、本上期は、<u>ブラジルでトップセールスを実施した</u>。ブラジルは子会社 FREUND-Vector 社が従来からカバーしており、もともとフロイントグループが強いエリアであるが、市場拡大に伴う需要の取り込み、新規顧客開拓の強化を推進していく方針である。また、ローカル企業はジェネリックメーカーが主体であるが、技術水準はインドや中国と比較すると高くかつ、日系製薬会社も複数ブラジルに進出していることから、受注拡大が期待される。</p>
2014年11月にミラノのデモセンターがオープン	<p>一方で、<u>インド市場については、試験機の納入が決定するなど明るい材料もあるが、やはり、価格と品質の面で現地ニーズとのギャップは大きく、苦戦が続いている</u>。今後は、現状を打開すべく、今までの日本市場向けの「フロイント産業製品」主体の営業から、地域的な汎用性が高い FREUND-Vector 社製品に切り替えるなど、<u>フロイント産業と FREUND-Vector 社のカバーエリアを見直し、営業の効率化・効果の向上を図る予定</u>である。</p> <p>また、<u>2014年11月に欧州での販促拠点となるミラノのデモセンターがオープン</u>する予定であり、近隣国に加え、東欧諸国や中近東の顧客開拓を本格化していく。更に、<u>上期に FREUND-Vector 社の工場増設に着手している</u>。工場増設により、生産能力は従来の約1.6倍程度に拡大する見込みであり、生産面、営業面ともに事業規模拡大の準備が整いつつあると言える。</p>
化成品部門では、2014年10月に直打用賦形剤「グラニュートール」の新グレードF(ファイン)」を上市	<p><u>化成品部門では、2014年10月に、OD錠(口腔内崩壊錠)向けに直打用賦形剤「グラニュートール」の新グレード「グラニュートール F(ファイン)」を上市した</u>。OD錠の製剤では、成形性と崩壊性の両立が肝要となる。F(ファイン)では粒径を既存グレードよりさらに細かく設定することにより、成形性と崩壊性の向上を実現した。細かい粒径の OD錠向け賦形剤を望む声はメーカー各社からもあがっており、新規受注が期待される。</p>

4. 株価動向・投資リターン分析

(1) 株価動向

年間連結配当性向目標を従来の20%から30%へ引き上げ

◆足元の受注が堅調である事から判断すると今回の株価下落は一時的、中期的な株価トレンドは変わらず

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た後、10月初旬の会社発表において2015年2月期は、若干減速を予想(業績下方修正)している。(P7参照)。

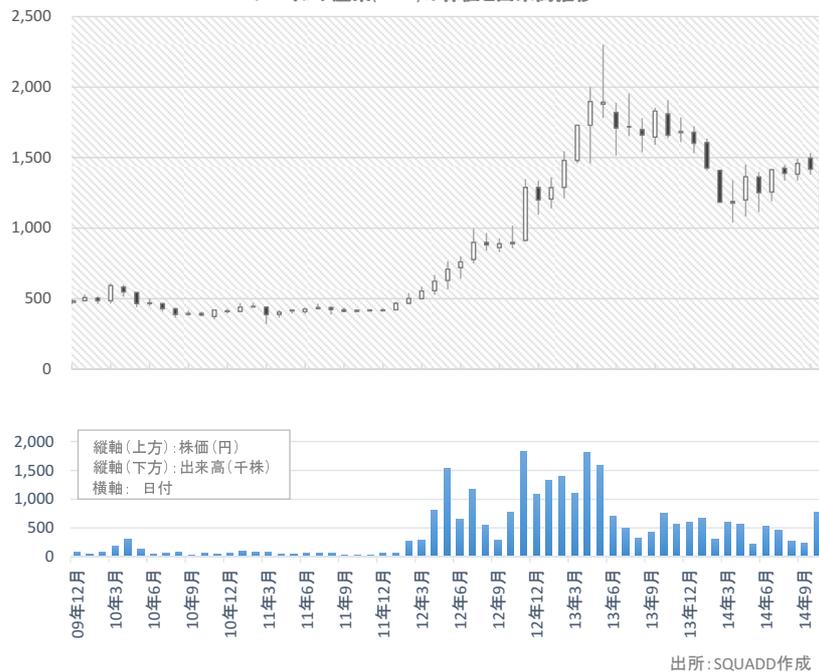
これまで同社は伏島巖氏が代表取締役役に就任した2012年頃よりIR活動を積極展開し、来期以降の年間連結配当性向※を、従来の20%から30%に目標を引き上げるなど、株主価値の極大化を積極的に推し進める政策を打ち出している(※2015年2月期の配当は50周年の記念配当5円を含めて30円と、2014年2月期の5円増配後の25円から更に上積みをする予定)。

表面的に業績は落ち込むも、受注は堅調であり、中長期的な株価トレンドは変わらず

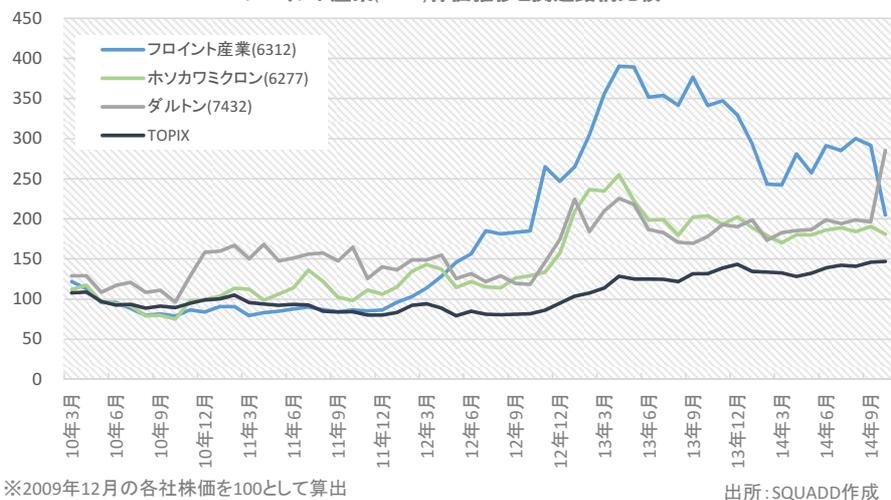
このような状況のもと同社株式は、2012年以降は流動性の向上を伴った形での株価上昇が見られた。2010年には百万円から2百万円程度であった一日当りの流動性(金額ベース)は、2013年以降は数千万円から1億円程度の水準にまで到達した後、株価は軟調に推移し10月初旬の業績予想下方修正発表後は、株価が大きく下落3千万円程度の流動性を維持している。

これまで、投資家層の拡大に呼応する形で、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同社株式であるが、直近の株価下落を受け、足元1年間では、関連銘柄対比でアンダーパフォームする展開となった。今回の同社業績予想下方修正は、足元の同社受注残高が堅調である事、同社製品納入に係る期ずれ要因による所が大きいことから判断すると、株価の下落は一時的なもので、中期的なトレンドは変わらないと予想される。

フロイント産業(6312)の株価と出来高推移



フロイント産業(6312)株価推移と関連銘柄比較



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。