

アールテック・ウエノ

(4573・JASDAQ スタンダード)

2012年11月22日

今期ライセンスアウトは厳しい状態。来期に期待

アップデートレポート

(株)アドバンストリサーチジャパン
山田 義久

主要指標 2012/11/20 現在

株 価	87,000 円
年初来高値	96,800 円 (12/07/10)
年初来安値	65,900 円 (12/08/10)
発行済株式数	98,445 株
売 買 単 位	1 株
時 価 総 額	8,565 百万円
予 想 配 当 (会 社)	4,115.7 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	3,718.8 円
実 績 P B R	1.12 倍

直前のレポート発行日

ベーシック 2012/6/29

第2四半期決算はサプライズなし

株式会社アールテック・ウエノ（以下：同社）が11月12日に発表した第2四半期決算によると、売上18.3億円（前年同期比-2.1%）、営業利益3.0億円（前年同期比-44.4%）の着地となり、会社予想（8月9日発表）の売上18.7億円を0.4億円下回り、営業利益3.2億円を0.2億円下回った。同社によると、当該第2四半期決算の業績は、業績予想の数値とほぼ一致した予想通りの着地であり、通期業績についても同じく業績予想の路線に沿って推移すると考えているとのことである。ARJとしても当四半期決算について、売上、営業利益ともに若干未達であるものの、サプライズはないと評価している。

今期業績展望：ライセンスアウトは来期以降か

今回、通期業績予想を大幅に下方修正する経緯を説明したい。Amitiza、レスキュラについて、同社のコメント通り今期売上は例年通りの水準で推移すると見込まれる。しかし新薬パイプラインの開発を加速させるために研究開発費を増加させたこと、また（今期売上を見込む）米国におけるレスキュラ販売について規制による梱包コスト増加が売上原価を約20%増加させることにより、営業利益率が減少することが見込まれる。さらに、今期ライセンスアウトを期待された新薬パイプライン（男性型脱毛症治療薬）について、今期中に契約が成立する可能性は、極めて低くなったのが現状である。ARJとしては、同パイプラインのライセンスアウトによる契約一時金の予想額7億円を今期業績予想に加えていたが来期業績予想に繰り越す。以上を受けて、ARJとしては今期予想を**売上44.8億円、営業利益6.3億円**に修正したい。

業 績 動 向	売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円	
2012/3 2Q(4-9月) 実 績	1,872	-3.8	551	15.6	547	15.8	352	-58.4	3,581.04	
2013/3 2Q(4-9月) 実 績	1,833	-2.1	306	-44.4	302	-44.8	210	-40.1	2,143.34	
2012/3 通 期 実 績	4,053	-3.6	1,063	6.5	1,073	6.6	680	-45.5	6,910.50	
2013/3 通 期	新・会社予想 (2012年8月発表)	4,432	9.4	618	-41.9	623	-41.9	405	-40.4	4,115.73
	旧・会社予想 (未定として公表)	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	新・アナリスト予想	4,482	10.5	630	-40.7	610	-43.1	366	-46.1	3,717.81
	旧・アナリスト予想 (2012年6月発表)	5,182	27.9	1,505	41.6	1,465	36.5	879	29.3	8,928.93
2014/3 通 期	新・アナリスト予想	6,382	42.3	2,144	240.3	2,124	248.1	1,274	248.0	12,941.23
	旧・アナリスト予想 (2012年6月発表)	6,182	19.3	2,166	43.9	2,126	45.1	1,276	45.2	12,961.68

業 績

第2四半期決算
レビュー

第2四半期決算レビュー

株式会社アールテック・ウエノ（以下：同社）が11月12日に発表した第2四半期決算によると、売上18.3億円（前年同期比-2.1%）、営業利益3.0億円（前年同期比-44.4%）の着地となり、会社予想（8月9日発表）の売上18.7億円を0.4億円下回り、営業利益3.2億円を0.2億円下回った。

同社によると、当該第2四半期決算の業績は、業績予想の数値とほぼ一致した予想通りの着地であり、通期業績についても同じく業績予想の路線に沿って推移すると考えているとのことである。

ARJとしては当四半期決算について、売上、営業利益ともに若干未達であるものの、サプライズはないと評価している。

アールテック・ウエノ
の収益構造

アールテック・ウエノの収益構造について

前期（2012/3期）の業績を例にとると、同社は緑内障・高眼圧症治療薬**レスキュラ点眼薬**0.12%（以下レスキュラ）セグメントと慢性特発性便秘症治療薬**Amitiza カプセル**（以下Amitiza）セグメントとの売上合計で41.2億円であり、全売上40.5億円の約98%を占める。

この2製品が定期収益の柱であり、この収益構造は今期以降も基本的に変わらない。

そこに新薬パイプラインのライセンスアウトによる不定期収入が、いつどのくらい計上されるかが、同社の業績予想の焦点であった。

今期（2013/3期）
展望

今期（2013/3期）展望について

今回、通期業績予想を大幅に下方修正する経緯を説明したい。

Amitiza、レスキュラについて、同社のコメント通り、今期売上は例年通りの水準で推移すると見込まれる。しかし新薬パイプラインの開発を加速させるために研究開発費を増加させたこと、また、（今期売上を見込む）米国におけるレスキュラ販売について、規制による梱包コスト増加が売上原価を約20%増加させることにより、全体の営業利益率が減少することが見込まれる。さらに、今期ライセンスアウトを期待された新薬パイプライン（**男性型脱毛症治療薬**）について、ARJとしては契約の進捗を注意深く見守っていたものの、今期中に契約が成立する可能性は、極めて低くなったのが現状である。ARJとしては、同パイプラインのライセンスアウトによる契約一時金の予想額7億円（研究開発は終了しており全額利益計上）を今期業績予想に加えていたが、来期業績予想に繰り越す。

以上を受けて、ARJとしては今期予想を**売上44.8億円、営業利益6.3億円**に修正したい。

修正後の詳細セグメント別売上並びに損益計算書は以下の通りである。

業 績

詳細セグメント別売上&損益計算書

	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012/3期	2013/3期CE	ARJ2013/3期	ARJ2014/3期	
レスキュラ	1. 参天製薬に対する売上(国内)	3,465	3,080	2,631	1,632	1,545	1,933	1,430	1,330
	2. 台湾(アステラス)・韓国(東亜製薬)への売上	15	19	6	8	2		2	2
	3. 参天製薬からのライセンス収入	製品売上に込	製品売上に込	製品売上に込	300	150		150	150
	4. SAGからのライセンス収入				244	247		0	0
	5. レスキュラ再上市(米)による売上							500	100
Amitiza	6. 米国における売上(武田薬品工業)	2,502	2,525	1,322	1,885	2,026	2,331	2,000	2,000
	7. スイス上市準備用の売上				55	0		0	0
	8. 日本国内における売上(Abbott社)					0		300	1,000
	9. オピオイド誘発性腸機能障害(OBD)適応薬としての売上								500
その他医療品	57	14	0	0	0	0	0	0	
新薬パイプライン	10. 男性型脱毛症治療薬ライセンスアウト						0	700	
	11. 睫毛貧毛症治療薬ライセンスアウト							500	
その他	12. Sucampo向け研究開発支援	293	355	203	80	83	168	100	100
P/L項目	売上合計	6,332	5,993	4,162	4,204	4,053	4,432	4,482	6,382
	売上原価	-2,008	-2,093	-1,358	-1,349	-1,324	-	-1,802	-2,138
	売上総利益	4,324	3,900	2,803	2,855	2,728	-	2,680	4,244
	研究開発費	-757	-1,651	-1,362	-1,040	-917	1,233	-1,250	-1,300
	販売管理費・その他営業費用(研究開発費以外)	-759	-780	-712	-816	-748	-	-800	-800
	営業利益	2,807	1,468	728	998	1,063	618	630	2,144
	支払利息	-25	-7	-3	0	0	-	0	0
	為替差損	-83	-32	-5	-11	-8	-	-10	-10
	営業外純損益	820	-13	296	985	-33	-	-10	-10
	税引前利益	3,518	1,415	1,017	1,972	1,022	-	610	2,124
	法人税等	-1,448	-479	-350	-724	-342	-	-244	-850
当期純利益	2,070	936	666	1,248	680	405	366	1,274	

(出所) 会社資料、会社取材をもとにARJ作成。予想値もARJ

(単位: 百万円)

原則的に参天製薬からのライセンス収入額は非開示であり、1. 参天製薬に対する売上(国内)に含まれている
2011/3以降のレスキュラのブレイクダウンについては、開示情報と取材よりARJが計算、算出

レスキュラについて

レスキュラについて

同社は、レスキュラを自社工場(三田工場)で生産し、**参天製薬(4536)**を通じて国内販売(項目1.参照)している。前回のベーシックレポート(2012年6月29日発行)において、「レスキュラの売上は毎年約10%ずつ減少していくが、参天製薬による営業活動が好転し、若干下げ幅が小さくなっている」と記したが、その通りに推移している模様である。

また、**台湾(アステラス)・韓国(東亜製薬)への売上(項目2.参照)**、**参天製薬からのライセンス収入(項目3.参照)**、**Sucampo Manufacturing and Research AG(SAG)からのライセンス収入(項目4.)**についても、前回レポートの予想通り推移していると見込まれ、ARJとしての予想に変更はない。

さらに、**米国におけるレスキュラ再上市による売上(項目5.参照)**についても、依然FDA(米国食品医薬品局)からの承認は降りていないが、承認に至る各種プロセスは順調に進んでおり、予想売上高は今期・来期について変更はない。

一方、FDAによる規制の関係で、**米国向けレスキュラは、国内向けに比して製品梱包にかかるコストが高くなり、利益率が20%ほど低くなる模様である。**国内向けのレスキュラが1箱に点眼液10本梱包できるのに対して、1箱1本しか梱包できないのである。

以上を受けてARJとしては、今期・来期の業績予想について、売上を据え置きながらも、**米国におけるレスキュラ売上にかかるコストを20%引き上げ、売上原価を再計算した。**

Amitiza について

Amitiza について

7月6日発表のリリースにおいて、Amitizaの共同販売契約をめぐる武田薬品工業との仲裁手続きについて、同社の主張が認められなかったと発表された。同社が求めていた武田薬品工業との契約解除、逸失利益の損害賠償、両方とも認められなかった。結果、武田薬品工業との契約は継続となり、今後引き続き毎期20億円前後の売上が見込まれるのみとなった。

一方、今回の仲裁手続きが同社と武田薬品工業との関係を毀損し、今後の受注に影響を与える懸念も聞かれるが、同社によると引き続き「良好」とのことである。今期の販売計画（フォーキャスト）も約20億円と変化なく、来期以降も従来通りの販売計画が予想される。

また、7月9日発表のリリースにおいて、Amitizaの日本での製造販売承認取得が発表された。現在薬価を調整している段階であり、この調整が終了次第、予定通り正式な上市となる。前回レポートに記載したとおり、今期中の売上計上が見込まれている。

さらにAmitizaは、オピオイド誘発性腸機能障害(OBD)治療薬としてFDA(米国食品医薬品局)に追加申請をしているが、米国の早期審査手続きの利用が認められた。一刻も早い上市に向かって順調なスタートといえる。

Amitizaに関してARJは既に、武田薬品工業との契約が継続された前提で業績予想を行っており、その他の項目に変動がない以上、業績予想は前回レポートから変更はない。

新薬パイプラインについて

新薬パイプラインについて

新薬パイプラインについて、今期、来期にかけてライセンスアウトし収益が計上される可能性が高いのは、**男性型脱毛症治療薬(RK-023)パイプライン**と**睫毛貧毛症治療薬(RK-023)パイプライン**であった。

特に男性型脱毛症治療薬パイプライン（フェーズ2前期終了済）について、同社は今期中のライセンスアウトを目指し複数の候補先と引き続き交渉中であった。

しかし、今期残り日数と、現時点からライセンスアウトに必要な最少日数を比較した場合、後者が前者を上回り始めている。

よって、今期中にライセンスアウトを達成する可能性は極めて低くなったと考えざるを得ない。ただ、同社は引き続き複数のライセンスアウト候補先との交渉を継続中であり、一刻も早いライセンスアウトを目指している。

以上を受けて、ARJは、男性型脱毛症治療薬パイプラインのライセンスアウトにかかる予想売上7.0億円を来期に繰り越したい。

研究開発費について

研究開発費について

5月14日発表の決算短信において、同社は今期の研究開発費の予想額は11.8億円と予想したが、8月9日発表の「業績予想及び配当予想に関するお知らせ」では、その予想額を12.3億円(+0.5億円)と変更した。

これは、今期重点的に研究開発費を充てる予定であったパイプライン、**重症ドライアイ治療薬**(RU-101)パイプライン、**アトピー性皮膚炎治療薬**(RTU-1096)パイプラインに対して、さらに研究開発費を充填し、一日も早くライセンスアウト可能なフェーズに前進させるための追加投資である。

中長期的視野で事業展開を考え、現時点多額の研究開発費を投じる同社の姿勢を考慮し、ARJとしても今期の研究開発費の予想額を今期12.5億円、来期13.0億円と変更する。



			2010/03	2011/03	2012/03	2013/03 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	139,500	167,800	117,300	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	51,400	53,200	71,100	-
	月 間 平 均 出 来 高	千 株	12,687	13,317	2,562	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	4,162	4,204	4,053	4,482
	営 業 利 益	百万円	728	998	1,063	630
	経 常 利 益	百万円	732	1,006	1,073	610
	当 期 純 利 益	百万円	666	1,248	680	366
	E P S	円	6,773.32	12,679.16	6,910.50	3,717.81
	R O E	%	10.8	18.6	8.9	-
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	5,371	6,878	7,235	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	1,672	1,615	2,094	-
	資 産 合 計	百万円	7,043	8,493	9,329	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	741	890	705	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	143	367	529	-
	負 債 合 計	百万円	884	1,257	1,234	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	5,702	6,753	7,138	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	6,159	7,235	8,095	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	1,369	1,819	814	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	261	-2,756	-746	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-822	-200	-299	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	3,196	2,041	1,809	-

リスク分析

事業に関するリスク

事業に関するリスクについて

参天製薬に対するレスキュラの売上について、依然逡減傾向であることは変わりなく、下落幅が予想以上に広がり、通期予想額をも大きく下回るリスクがある。

今期開始予定のレスキュラの米国販売について、FDA(米国食品医薬品局)からの承認が何らかの理由で遅延する、また承認後も薬価の調整が難航するリスクがある。また、販売開始後も市場要因により予想する水準で売上が推移しないリスクがある。

今期開始予定の Amitiza の国内販売について、薬価の調整が難航すれば販売が遅延するリスクがある。また、販売開始後も競合品のシェアを思った以上奪還できず、売上が伸びないリスクがある。

現在開発中の他パイプラインについて、安全性や効能に対する懸念や副作用や、臨床試験データが競合品と比べて有意差を示さないことにより、開発計画の遅延、中止に至るリスクがある。

ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社大阪証券取引所（以下「大証」といいます。）が実施する「JASDAQアナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、大証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が大証に支払った金額に大証からの助成金を加えたうえで株式会社アドバンスリサーチジャパン（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、大証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、大証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、大証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、大証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を大証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、大証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

< 指標の説明について >

本レポートに記載の指標に関する説明は、大阪証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>