

## 沢井製薬

(4555・東証1部)

2016年12月22日

## 市場の拡大が想定を下回り予想を修正

## アップデートレポート

(株) QUICK  
真下 弘司

## 主要指標 2016/12/20 現在

株 価	6,240 円
年初来高値	8,560 円 (2/2)
年初来安値	5,990 円 (12/9)
発行済株式数	38,167,988 株
売買単位	100 株
時価総額	238,168 百万円
予想配当 (会社)	130 円
予想EPS (アナリスト)	482.80 円
実績PBR	1.75 倍

## 直前のレポート発行日

ベーシック	2016/6/29
アップデート	2016/9/16

## 研究開発費の増加等から上期は2%営業減益

17/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 11%増の 654 億円、営業利益は同 2%減の 114 億円。ジェネリック医薬品 (GE) 市場は、16 年 4 月の薬価引き下げの影響は受けたが、同時に実施された後発品の使用促進策により拡大。同社でも薬局向けが伸長したほか、病院・診療所向けも堅調に推移し 2 桁の増収。原価率の悪化と米国市場向け製品の開発に伴う研究開発費の増加もあり営業減益。

## 会社計画、当研究所予想とも減額修正

17/3 期通期の連結業績に関して会社は、売上高が 1430 億円→1345 億円 (前期比 9%増)、営業利益は 250 億円→235 億円 (同 1%増) に引き下げた。GE 市場全体の拡大が当初想定した水準を下回っており、下期での挽回が難しいとして売上高を 85 億円、営業利益は 15 億円減額。

QUICK 企業価値研究所予想も見直した。当研究所予想の 17/3 期通期の連結業績は、売上高が 1432 億円→1356 億円 (前期比 10%増)、営業利益は 256 億円→240 億円 (同 4%増)。続く 18/3 期は、売上高が 1592 億円→1462 億円 (前期比 8%増)、営業利益は 288 億円→260 億円 (同 8%増) とともに減額。

従前の予想では骨太の方針で示された GE の数量シェア目標 (17 年央に 70%以上、18 年度から 20 年度末までの間のなるべく早い時期に 80%以上) を達成するためには、高い GE の数量伸長が必要との前提で業績を予想していたが、上期の実績を踏まえて数量伸長率の前提を引き下げた。GE 市場の拡大傾向および同社はリーディングカンパニーとして市場拡大の恩恵を享受、増収・増益基調が続くとの見方は維持する。

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	
2016/3	上期(4-9月)	実 績	58,958	17.4	11,606	13.5	11,438	12.4	8,498	21.4	230.76
2017/3	上期(4-9月)	実 績	65,416	11.0	11,360	-2.1	11,326	-1.0	8,565	0.8	232.33
2016/3	通 期	実 績	123,492	17.1	23,185	12.1	23,025	11.7	17,155	22.1	465.57
2017/3	通 期	新・会社予想 (2016年11月発表)	134,500	8.9	23,500	1.4	23,300	1.2	17,500	2.0	474.67
		旧・会社予想 (2016年5月発表)	143,000	15.8	25,000	7.8	24,700	7.3	18,500	7.8	502.05
		新・アナリスト予想	135,600	9.8	24,000	3.5	23,800	3.4	17,800	3.8	482.80
		旧・アナリスト予想 (2016年6月発表)	143,200	16.0	25,600	10.4	25,400	10.3	19,000	10.8	515.35
2018/3	通 期	新・アナリスト予想	146,200	7.8	26,000	8.3	25,800	8.4	19,300	8.4	523.48
		旧・アナリスト予想 (2016年6月発表)	159,200	11.2	28,800	12.5	28,600	12.6	21,400	12.6	580.44

## 業 績

上期は 2% 営業減益、米国における研究開発費の増加等が響いた

17/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 11% 増の 654 億円、営業利益は同 2% 減の 114 億円、税金費用の減少等から純利益は同 1% 増の 86 億円となった。

ジェネリック医薬品（後発品：以下 GE）市場は、「経済財政運営と改革の基本方針（骨太の方針）2015」で数量シェア目標（17 年央に 70% 以上、18 年度から 20 年度末までの間のなるべく早い時期に 80% 以上）が掲げられたことを受け、16 年 4 月に院内処方を行う診療所における評価の新設（外来後発医薬品使用体制加算）など GE の使用促進策を含む診療報酬改定が実施され、薬局市場のみならず病院市場、診療所市場でも需要が拡大。同社でも薬局向けが伸長したほか、病院・診療所向けも堅調に推移。

医療機関別の納入実績（単体ベースの採用金額増減率）でみると、保険薬局向けが前年同期比 13% 増と好調を維持。病院向けは同 3% 増、うち DPC（入院医療包括評価：医療費の定額払い制度）病院向けが同 2% 増、診療所向けは同 5% 増だった。販路別の売上高（連結ベース）では、薬局・病院分野に幅広い販売チャネルを持つ卸ルートが同 13% 増と伸長。収載年度別では 14 年以降に発売した製品群が増収に寄与した。

利益面では薬価引き下げにより原価率が悪化、米国市場向け製品の開発に伴う研究開発費の増加があり営業減益。

期初公表の上期会社計画と比較すると、GE の使用促進策による市場の拡大が当初想定を下回り売上高は 43 億円の未達。売上原価率は計画ほど悪化せず販管費も計画を下回ったが、減収による売上総利益の未達を補いきれず営業利益は計画を 8 億円下回った。

表1. 17/3期上期の連結業績

(単位: 億円)

	16/3期		17/3期			17/3期		
	上期実績	売上高比率	上期実績	売上高比率	前期比	上期計画	売上高比率	差異
売上高	590	100.0%	654	100.0%	+11%	697	100.0%	-43
売上原価	338	57.4%	388	59.3%	+15%	417	59.8%	-29
売上総利益	251	42.6%	266	40.7%	+6%	280	40.2%	-14
販管費	135	22.9%	153	23.3%	+13%	158	22.7%	-5
営業利益	116	19.7%	114	17.4%	-2%	122	17.5%	-8
経常利益	114	19.4%	113	17.3%	-1%	120	17.2%	-7
純利益	85	14.4%	86	13.1%	+1%	87	12.5%	-1

(注1) 会社計画は16年5月12日付

(注2) 差異は、17/3期上期実績と同会社計画との比較

(出所) 会社資料から当研究所作成

## 業 績

上期の実績を踏まえて予想を減額。増益基調続くとの見方は継続

17/3 期通期の連結業績に関して会社は、売上高が 1430 億円→1345 億円（前期比 9%増）、営業利益は 250 億円→235 億円（同 1%増）に引き下げた。GE 市場全体の拡大が当初想定した水準を下回っており、下期での挽回が難しいとして売上高を 85 億円減額。売上原価を 60 億円、販管費を 10 億円減額した結果、営業利益は 15 億円減額した。

QUICK 企業価値研究所予想も見直した。当研究所予想の 17/3 期通期の連結業績は、売上高が 1432 億円→1356 億円（前期比 10%増）、営業利益は 256 億円→240 億円（同 4%増）。続く 18/3 期は、売上高が 1592 億円→1462 億円（前期比 8%増）、営業利益は 288 億円→260 億円（同 8%増）とともに減額。

従前の予想では骨太の方針で示された GE の数量シェア目標（17 年央に 70%以上、18 年度から 20 年度末までの間のなるべく早い時期に 80%以上）を達成するためには、高い GE の数量伸長（年率 15~20%程度）が必要との前提で業績を予想していたが、上期の実績を踏まえて数量伸長率の前提を 5%程度引き下げた。ちなみに上期における GE の数量伸長率は前年同期比 18.8%、薬価引き下げの影響で金額ベースでは同 11.2%だった。

17/3 期は 16 年 4 月の薬価引き下げ（同社は 12.9%の引き下げ）の影響はあるものの、同じく 4 月に実施された GE の使用促進策による販売数量の伸長を見込んだ。18/3 期は新たな GE の使用促進策の導入はないものの、薬価引き下げの影響が一巡、GE 市場の拡大が続くと予想。現状の使用促進策の延長線上では政府数量目標の達成は難しいとみるが、引き続き GE 市場が拡大するとの見方に変更はない。また同社はリーディングカンパニーとして市場拡大の恩恵（市場平均を上回る成長を想定）を享受、増収・増益基調が続くと予想も維持する。

表2. 会社計画と当研究所予想の連結業績

(単位:億円)

	16/3期 通期 実績	17/3期			17/3期			18/3期		
		期初 計画	修正 計画	前期 比	前回 予想	修正 予想	前期 比	当研究所 予想	当研究所 予想	前期 比
売上高	1,235	1,430	1,345	+9%	1,432	1,356	+10%	1,592	1,462	+8%
売上原価	719	850	790	+10%	848	796	+11%	958	872	+10%
売上総利益	516	580	555	+7%	584	560	+8%	634	590	+5%
販管費	284	330	320	+12%	328	320	+12%	346	330	+3%
営業利益	232	250	235	+1%	256	240	+4%	288	260	+8%
経常利益	230	247	233	+1%	254	238	+3%	286	258	+8%
純利益	172	185	175	+2%	190	178	+4%	214	193	+8%

(注1) 会社計画は、期初(16年5月12日付)、修正(16年11月10日付)

(注2) 前回当研究所予想は、16年6月29日付

(出所) 会社資料、予想は当研究所



(出所) 株QUICK

上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。  
上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。  
上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			2014/3	2015/3	2016/3	2017/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	7,540	7,900	8,560	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	5,105	5,630	6,400	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	63,442	41,153	56,877	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	89,823	105,454	123,492	135,600
	営 業 利 益	百万円	19,090	20,688	23,185	24,000
	経 常 利 益	百万円	19,091	20,619	23,025	23,800
	当 期 純 利 益	百万円	12,192	14,053	17,155	17,800
	E P S	円	365.18	382.26	465.57	482.80
	R O E	%	15.0	13.2	14.4	16.5
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	96,054	104,274	128,479	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	53,294	61,905	78,013	-
	資 産 合 計	百万円	149,348	166,179	206,492	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	39,097	42,208	50,079	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	8,948	11,571	30,692	-
	負 債 合 計	百万円	48,046	53,780	80,771	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	100,746	111,359	124,934	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	純 資 産 合 計	百万円	101,302	112,398	115,720	-
	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	13,422	12,112	19,975	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-8,283	-14,123	-22,937	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-178	-921	13,473	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	25,536	22,603	33,096	-

## 事業に関するリスク

## (1)「医薬品医療機器等法」等による規制

同社当社グループは「医薬品医療機器等法」等関連法規の規制を受けており、事業所所在の各都道府県の許可・登録・免許および届出が必要。医薬品製造販売業の許可等に関して法令違反があった場合には、監督官庁から業務停止、許可等の取り消し等が行われ、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

## (2)薬価制度および医療制度の変更

同社グループの主要製品、商品である医療用医薬品を販売するためには、国の定める薬価基準への収載が必要。薬価については市場実勢価の調査が行われ、2年に1回の薬価改定によりほとんどの品目の薬価が引き下げられている。増大する医療費の抑制を目的として医療保険制度の見直しも行われており、薬価制度の大幅な変更や医療費抑制政策が実施されると、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

## ③知的財産に関する訴訟

同社グループが販売するジェネリック医薬品の先発医薬品には物質・用途特許の期間満了後も複数の製法、結晶形、用法用量又は製剤に関する特許等が残っていることが多く、当該特許等に基づき訴訟を提起される場合がある。このような事態が生じた場合には、同社グループの財政状態や経営成績に影響を与える可能性がある。

## (4)競合等の影響

同社グループは、販売した製品が度重なる薬価引き下げのため不採算となり、販売中止を余儀なくされることのないように、適正利益を確保した価格で販売するように努めている。しかし、多数のメーカーがジェネリック医薬品市場に参入すると、厳しい競争の中で価格の低下を招きやすくなる。さらに、先発医薬品メーカーは、特許満了後も諸施策を講じて市場シェア確保に努めており、その動向次第では同社が計画していた売上高が確保されないことも想定され、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

## ⑤災害等による生産の停滞、遅延

同社グループは、福岡県、兵庫県、大阪府、千葉県、茨城県に生産拠点を配置しているが、自然災害、技術上・規制上の問題等の発生により、製造拠点の操業が停止した場合、製品によりその供給が停止し経営成績に影響を与える可能性がある。また、重要な原料については、特定の取引先から供給を受けているものがあり災害等の要因によりその仕入れが停止し、その代替が困難である場合、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

## ディスクレーム

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「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、東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、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社 Q U I C K（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、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東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、東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、東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東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、東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。

## &lt;指標の説明について&gt;

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京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.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/02.html>