

## 米 USL 子会社化の影響等を新たに織り込み予想を修正

## アップデートレポート

(株) QUICK  
真下 弘司

## 主要指標 217/12/25 現在

株 価	5,000 円
年初来高値	6,700 円 (10/24)
年初来安値	4,965 円 (12/22)
発行済株式数	43,170,588 株
売 買 単 位	100 株
時 価 総 額	215,853 百万円
予 想 配 当 ( 会 社 )	130 円
予 想 E P S ( ア ナ リ ス ト )	410.53 円
実 績 P B R	1.24 倍

## 直前のレポート発行日

リサーチノート	2017/9/13
ベーシック	2017/7/3

## 上期は8%増収、2%営業減益

18/3 期上期の連結業績（日本基準）は、売上高が前年同期比 8%増の 708 億円、営業利益は同 2%減の 111 億円。売上高の内訳は日本が同 2%増の 666 億円、北米が 42 億円。国内はジェネリック医薬品（GE）市場の成長鈍化と受託の大幅減少で微増。北米は米アップシャー・スミス・ラボラトリーズ（USL）社の連結子会社化に伴い 6 月単月分を計上。連結全体の利益面では USL の買収関連費用 13 億円を計上し営業減益。買収関連費用を除く営業利益は同 10%増になる。

## 日本を減額、USL を新たに織り込んだ

18/3 期通期の連結業績（国際会計基準）に関して会社は、売上収益を 1420 億円→1688 億円、営業利益は 242 億円→237 億円に修正。なお、当期本決算から国際会計基準を任意適用する予定のため前期との比較はできない。上期の実績を踏まえて日本事業の業績を見直したほか、USL の業績（17 年 6 月～18 年 3 月の 10 カ月分）を新たに織り込んだ（期初計画では買収関連費用のみ考慮）。

QUICK 企業価値研究所予想も見直した。当研究所予想の 18/3 期通期の連結業績は売上収益を 1428 億円→1680 億円、営業利益は 244 億円→240 億円。GE 市場が想定以上に低調に推移しており日本セグメントの業績を減額、USL の業績を新たに織り込んだ。続く 19/3 期は売上収益が 1532 億円→1824 億円（前期比 9%増）、営業利益は 260 億円→264 億円（同 10%増）に修正。18 年 4 月の診療報酬・薬価改定の影響は懸念されるが、USL の通期寄与や買収関連費用がなくなることもあり増収・増益を予想する。

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
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
2018/3	上期 (4-9月)	実 績	70,758	8.2	11,144	-1.9	11,801	4.2	8,791	2.6	238.45
2017/3	通 期	実 績	132,428	7.2	20,633	-11.0	20,557	-10.7	15,914	-7.2	431.65
2018/3	通 期	会 社 予 想 (2017年11月発表)	168,800	-	23,700	-	23,300	-	17,300	-	403.54
		旧・会社予想 (2017年5月発表)	142,000	-	24,200	-	23,800	-	18,200	-	493.65
		新・アナリスト予想	168,000	-	24,000	-	23,600	-	17,600	-	410.53
		旧・アナリスト予想 (2017年9月発表)	142,800	-	24,400	-	24,000	-	18,400	-	499.07
2019/3	通 期	新・アナリスト予想	182,400	8.6	26,400	10.0	26,000	10.2	19,400	10.2	452.52
		旧・アナリスト予想 (2017年9月発表)	153,200	7.3	26,000	6.6	25,600	6.7	19,600	6.5	531.62

(注1) 18/3期通期決算から国際会計基準（IFRS）を任意適用するため売上高には売上収益、経常利益には税引前利益を表示。

また、18/3期の前期比は記載していない

(注2) 直近会社予想および新アナリスト予想のEPSは17年12月12日に実施した公募増資および公募による自己株処分の影響を調整

## 業 績

上期は 8%増収、  
2%営業減益、買  
取関連費用 13 億  
円を計上

18/3 期上期の連結業績（日本基準）は、売上高が前年同期比 8%増の 708 億円、営業利益は同 2%減の 111 億円、為替差益 10 億円の計上を主因に純利益は同 3%増の 88 億円となった。売上高の内訳は日本セグメントが同 2%増の 666 億円、北米セグメントが 42 億円。国内ジェネリック医薬品（以下、後発品）市場は 16 年 4 月の診療報酬改定において実施された後発品の使用促進策の効果が一段落するとともに医療現場での重複投薬や多剤投与の適正化の影響もあり、17/3 期下期、特に 4Q 以降は後発品の需要の伸びが鈍化。同社でも新製品および 14 年以降発売の製品群は順調に推移したが、既存品や鹿島工場の受託売り上げが落ち込んだ。北米は米アップシャー・スミス・ラボラトリーズ（USL）社の連結子会社化に伴い 6 月単月分の売り上げを計上。連結全体の利益面では USL の買取関連費用 13 億円を計上し営業減益。買取関連費用を除く営業利益は同 10%増になる。

18/3 期通期の連結業績（国際会計基準）に関して会社は、売上収益を 1420 億円→1688 億円、営業利益は 242 億円→237 億円に修正。なお、当期から国際会計基準を任意適用する予定のため前期との比較はできない。上期の実績を踏まえて日本セグメントの業績を見直したほか、USL の業績（17 年 6 月～18 年 3 月の 10 カ月分）を新たに織り込んだ（期初計画には USL の業績は含まず買取関連費用約 18 億円のみ考慮）。USL の業績は売上高が 317 億円、営業損失は 3 億円。無形資産の償却費など買取に伴う会計上のマイナス影響（約 64 億円）と一時的な買取関連費用約 15 億円の発生で小幅な赤字の見通し。

表1. 18/3期上期の連結業績(日本基準)

(単位:億円)

	17/3期		18/3期				17/3期		18/3期	
	上期 実績	売上高 比率	上期 実績	売上高 比率	前年 同期比		上期 実績	上期 実績	セグメント別	
									日本	北米
売上高	654	100.0%	708	100.0%	+8%	売上高	654	708	666	42
売上原価	388	59.3%	416	58.8%	+7%	買取関連費用	-	13	-	13
売上総利益	266	40.7%	292	41.2%	+10%	営業利益	114	111	116	-5
販管費	153	23.3%	180	25.5%	+18%	特殊要因除く	114	125	116	9
営業利益	114	17.4%	111	15.7%	-2%					
経常利益	113	17.3%	118	16.7%	+4%					
純利益	86	13.1%	88	12.4%	+3%					

(注) 特殊要因除くは、買取関連費用13億円を除く営業利益

(出所) 会社資料から当研究所作成

上期の実績と USL  
の業績を新たに織  
り込み当研究所予  
想を修正

QUICK 企業価値研究所予想も見直した。当研究所予想の 18/3 期通期の連結業績は売上収益が 1428 億円→1680 億円、営業利益は 244 億円→240 億円。続く 19/3 期は売上収益が 1532 億円→1824 億円（前期比 9%増）、営業利益は 260 億円→264 億円（同 10%増）と修正。

18/3 期は上期までの国内 GE 市場が想定以上に低調に推移しており日本セグメントの業績を減額、また USL の業績を新たに織り込んだ結果、売上収益を増額、営業利益は減額した。19/3 期は 18 年 4 月の薬価引き下げの影響は懸念されるが、国内 GE 市場の成長回帰と USL の通期寄与、買収関連費用がなくなることもあり増収・増益を予想する。

なお、国内 GE 市場の成長回帰に関しては、18 年 4 月の診療報酬改定において新たな GE の使用促進策が導入されることを前提に予想した。逆説的になるが、現状の使用促進策では「骨太の方針 2017」で示された 20 年 9 月の数量シェア 80%を達成することは難しいためだ。

表2. 会社計画と当研究所予想の連結業績(国際会計基準:IFRS)

(単位:億円)

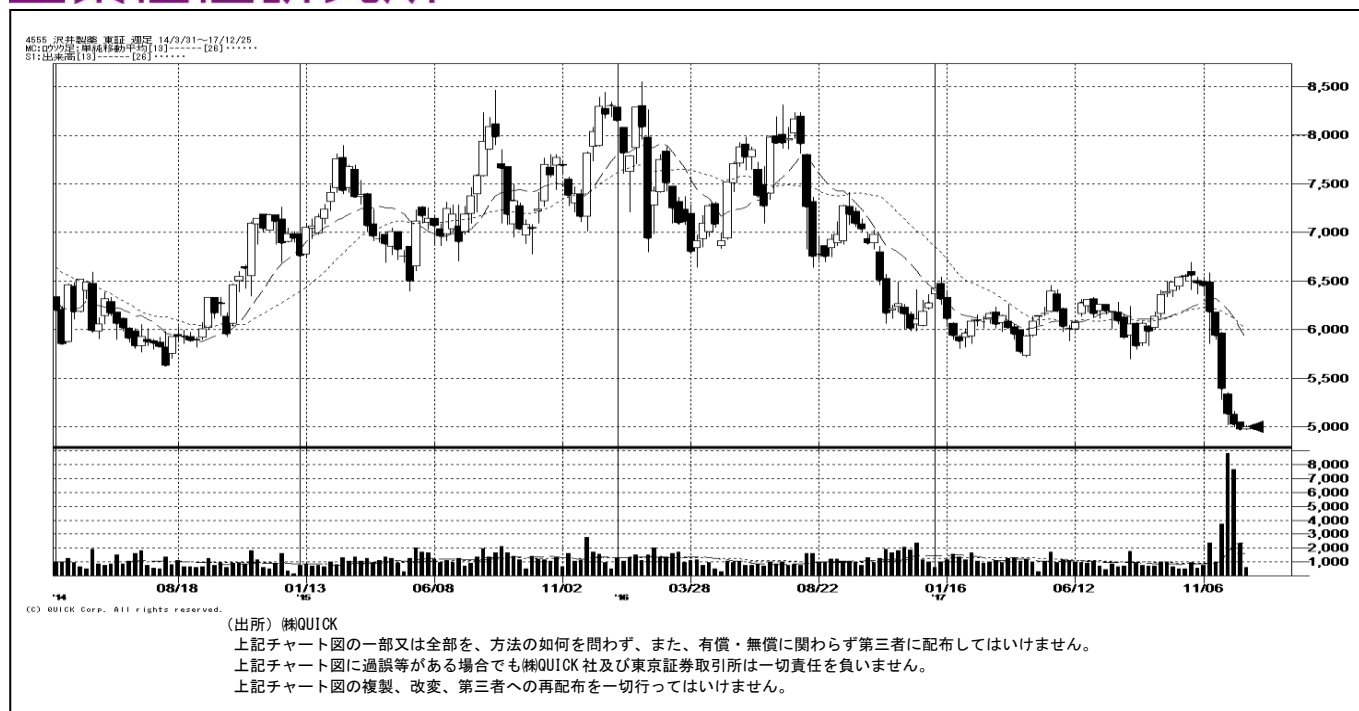
	18/3期		18/3期		19/3期		
	期初 計画	修正 計画	前回 予想	修正 予想	前回 予想	修正 予想	前期 比
売上収益	1,420	1,688	1,428	1,680	1,532	1,824	+9%
売上原価	853	1,007	858	1,000	930	1,064	+6%
売上総利益	567	681	570	680	602	760	+12%
販管費	239	291	240	290	250	330	+14%
研究開発費	83	117	83	117	88	126	+8%
償却費・減損損失(注3)	-	36	-	36	-	44	
その他の損益	-3	0	-3	3	-4	4	+33%
営業利益	242	237	244	240	260	264	+10%
税引前利益	238	233	240	236	256	260	+10%
純利益	182	173	184	176	196	194	+10%

(注1) 会社計画は期初(17年5月15日付)、修正(17年11月13日付)

(注2) 前回当研究所予想は17年9月13日付

(注3) 無形資産の償却費および減損損失

(出所) 会社資料、予想は当研究所



			2015/3	2016/3	2017/3	2018/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	7,900	8,560	8,320	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	5,630	6,400	5,810	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	41,153	56,877	49,122	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	105,454	123,492	132,428	168,000
	営 業 利 益	百万円	20,688	23,185	20,633	24,000
	経 常 利 益	百万円	20,619	23,025	20,557	23,600
	当 期 純 利 益	百万円	14,053	17,155	15,914	17,600
	E P S	円	382.26	465.57	431.65	410.53
	R O E	%	13.2	14.4	12.1	11.2
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	104,274	128,479	137,346	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	61,905	78,013	84,192	-
	資 産 合 計	百万円	166,179	206,492	221,538	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	42,208	50,079	54,875	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	11,571	30,692	29,063	-
	負 債 合 計	百万円	53,780	80,771	83,938	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	111,359	124,934	136,062	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	12,112	19,975	20,628	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-14,123	-22,937	-16,206	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	-921	13,473	-6,740	-
	現 金 お よ び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	22,603	33,096	30,771	-

(注) 会計基準は17/3期までは日本基準、18/3期予想は国際会計基準 (IFRS)。アナリスト予想のEPSは17年12月に実施した公募増資および公募による自己株処分の影響を調整している

## 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QBR（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/index.html>