

沢井製薬

(4555・東証1部)

2020年7月14日

日本で複数の大型新製品の発売を予定

ベーシックレポート

(株) QUICK
真下 弘司

会社概要

所在地	大阪市淀川区
代表者	澤井 健造
設立年月	1948/7
資本金 (2020/3/31 現在)	41,199 百万円
上場日	2000/12/21
URL	http://www.sawai.co.jp/
業種	医薬品

主要指標 2019/7/10 現在

株価	5,140 円
年初来高値	7,430 円 (1/23)
年初来安値	4,585 円 (3/17)
発行済株式数	44,082,388 株
売買単位	100 株
時価総額	226,583 百万円
予想配当 (会社)	130.0 円
予想EPS (アナリスト)	461.37 円
実績PBR	1.07 倍

ジェネリック医薬品メーカー大手

ジェネリック医薬品 (GE) メーカー大手。安定供給や品質確保の源泉となる工場は全国 7 拠点で、年間生産能力は約 155 億錠と業界トップクラス。全国に開設した 9 支店・10 営業所を核に、広域卸約 40 社、販売会社約 60 社を中心とした販売網を構築。MR (医薬情報担当者) 約 390 名に加えて、24 時間 365 日対応の医療関係者向け医薬品情報センターや WEB サイトでも情報提供活動を展開。また、17 年 5 月に米国アップシャー・スミス・ラボラトリーズ社 (USL) を子会社化、世界最大の医薬品市場である米国に事業基盤を獲得。



澤井社長(会社資料)

前期は 1%減収、4%営業増益

20/3 期の連結業績 (IFRS) は、売上収益が前期比 1%減の 1825 億円、営業利益は同 4%増の 268 億円。19 年 10 月の消費税率引き上げに伴う薬価改定の影響はあったが、日本の売上収益は前期並みを確保。既存製品が苦戦した米国が落ち込み減収。好採算の近年収載品目 (16 年度~18 年度収載品目) の増加や生産体制の見直し等による原価低減、米国の収益回復もあり営業増益。

今期は 10%増収、営業利益横ばいを予想

QUICK 企業価値研究所予想の 21/3 期の連結業績は、売上収益が前期比 10%増の 2004 億円、営業利益は同横ばい 268 億円。続く 22/3 期は、売上収益が同 5%増の 2102 億円、営業利益は同 2%増の 274 億円を予想する。

21/3 期は 20 年 4 月の薬価改定の影響はあるが、日本で複数の大型かつ単独または少数での新製品発売を予定し増収を見込むが、研究開発費の大幅な増加で営業利益は横ばいを予想。22/3 期は 21 年 4 月の薬価改定の影響は懸念されるが、数量ベースでの安定した成長と米国の収益回復を見込み増収・増益を予想する。

業績動向		売上収益 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	税引前利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2020/3	通期実績	182,537	-1.0	26,793	3.9	26,497	3.2	19,279	-0.5	440.37
2021/3	会社予想 (2020年5月発表)	200,200	9.7	26,850	0.2	26,550	0.2	20,050	4.0	457.94
	アナリスト予想	200,400	9.8	26,800	0.0	26,600	0.4	20,200	4.8	461.37
2022/3	通期アナリスト予想	210,200	4.9	27,400	2.2	27,200	2.3	20,600	2.0	470.51

会社概要

ジェネリック医薬品（後発医薬品。以下 GE）メーカー大手。同社および子会社のメディサ新薬、化研生薬、米国アップシャー・スミス・ラボラトリーズ（USL）社など連結子会社 5 社でグループを構成。主な事業内容は医療用医薬品および一般用医薬品の製造・販売。

〔日本セグメント〕

安定供給や品質確保の源泉となる工場は全国 7 拠点で、年間生産能力は約 155 億錠と業界トップクラスの規模を誇る。流通および情報提供体制では、全国に開設した 9 支店・10 営業所を核に、広域卸約 40 社、販売会社約 60 社を中心とした販売網を構築。情報提供活動では MR（医薬情報担当者）約 390 名に加えて、24 時間 365 日対応の医療関係者向け医薬品情報センターや WEB サイトでも情報を提供。20 年 6 月現在の製品ラインナップは約 770 品目。20/3 期の医療機関別納入実績（単体）は、病院 8093 軒（カバー率 97%）、診療所 4 万 475 軒（同 38%）、保険薬局 5 万 8799 軒（同 95%）。

〔米国セグメント〕

2017 年 5 月に買収した USL 社は 100 年を超える歴史を持つ GE メーカー。買収により世界最大の医薬品市場である米国に事業基盤を獲得。USL 社との連携強化による効率的な成長の実現を目指している。

現在進行中の中期経営計画（21/3 期までの 3 カ年）では中長期ビジョンとして「国内 GE 市場での圧倒的地位の確立と USL 社の成長加速による世界をリードするジェネリック医薬品企業への変革」を掲げている。

図1. 関東工場



(出所)会社資料

図2. 米国USL社



(出所)会社資料

ジェネリック
医薬品とは

医薬品には、一般の薬局・薬店で販売されている一般用医薬品と、医療機関で診察を受けたときに医者から処方される医療用医薬品がある。医療用医薬品は、さらに新しく開発・販売される先発医薬品（新薬。以下先発品）とジェネリック医薬品（後発医薬品。以下 GE）に分類される。

GE は先発品の特許終了後に、先発品と品質・有効性・安全性が同等（注1）であるものとして、薬事法に基づき厚生労働大臣が製造販売を承認した医薬品。一般に開発費用が安く抑えられることから、先発品に比べて薬価が低い（注2）。

（注1）先発品に効能効果が追加された場合、特許の関係で用法、用量、効能、効果が一時的に異なる場合がある。

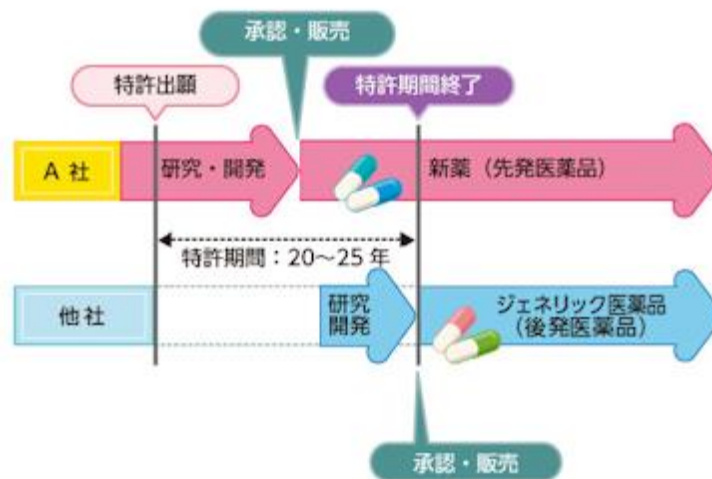
（注2）価格差の少ないものや短期処方の場合はあまり支払額に差が出ない場合もある。

図3. 医薬品の種類



（出所）政府広報オンライン

図4. 新薬の特許有効期間とジェネリック医薬品



（出所）政府広報オンライン

会社概要

経営者

代表取締役社長 澤井 健造 氏



(会社資料)

企業理念

「なによりも患者さんのために」という企業理念のもと、高品質なジェネリック医薬品を通じて、社会に貢献する。

沿革

1929年、大阪市旭区に澤井薬局として創業。

1948年	7月	大阪市旭区に澤井製薬（現沢井製薬）設立
1968年	2月	大阪第2工場（現大阪工場）完成
1981年	7月	九州工場（福岡県）完成
1984年	3月	大阪研究所開設
1985年	3月	メディサ新薬（現連結子会社）設立
1990年	4月	研究開発センター開設
1992年	10月	三田工場（兵庫県）完成
1995年	9月	株式店頭登録
2000年	12月	東京証券取引所市場第二部上場
2003年	3月	東京証券取引所市場第一部に指定
2005年	10月	日本シエーリング（現バイエル薬品）茂原工場（千葉県、現関東工場）譲受
2006年	11月	大阪市淀川区に新社屋完成、本社・研究所を集約
2015年	4月	田辺三菱製薬工場（田辺三菱製薬の連結子会社）鹿島工場（茨城県神栖市、現鹿島工場）譲受
2017年	5月	米国 Upsher-Smith Laboratories, LLC. を子会社化

(出所) 会社資料

会社概要

大株主

20年3月31日現在

	株主	所有株式数 (千株)	所有比率 (%)
1	日本マスタートラスト信託銀行（信託口）	2,780	6.35
2	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口）	2,461	5.62
3	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口9）	1,490	3.40
4	サワケン	994	2.27
5	澤井光郎	948	2.17
6	澤井健造	854	1.95
7	日本トラスティ・サービス信託銀行（信託口5）	836	1.91
8	BNP PARIBAS SECURITIES SERVICES LUXEMBOUG/ JASDEC SECURITIES /UCITS ASSETS	694	1.58
9	THE BANK OF NEW YORK MELLON 140042	689	1.57
10	JP MORGAN CHASE BANK 385151	688	1.57

(出所) 有価証券報告書

GE 数量シェアは使用促進策等から着実に上昇

少子高齢化の進展等により国民医療費の増加が続く中で、先発品に比べて薬価が低い GE を普及させることは、患者負担の軽減や医療保険財政の改善に資する、また効率化できた医療費を新しい医療技術や新薬に向けることも可能になるとして、国は GE の使用促進を積極的に進めている。

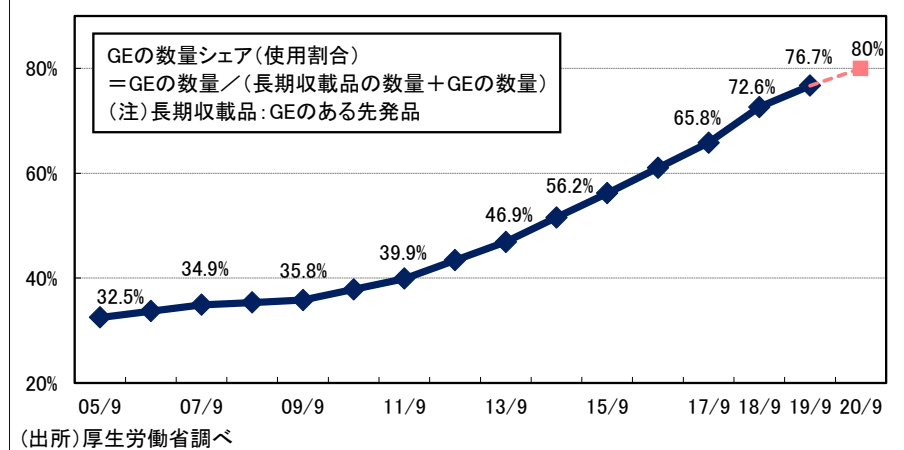
17 年 6 月に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針（骨太方針）2017」では、20 年 9 月までに GE の使用割合（数量シェア）を 80%とできる限り早い時期に達成できるよう、更なる使用促進策を検討すると定めた。

さらに 19 年 6 月の「骨太方針 2019」では「後発医薬品の使用促進について、安定供給や品質の更なる信頼性確保を図りつつ、20 年 9 月までの後発医薬品使用割合 80%の実現に向け、インセンティブ強化も含めて引き続き取り組む」ことが明記。20 年 4 月の診療報酬改定では、GE の更なる使用促進を図る観点から、GE の調剤割合が高い薬局や使用割合が高い医療機関に重点を置いた評価や、GE の普及上ポイントとなる一般名での処方を推進するために、一般名処方加算の評価の見直しが行われた。

これらを背景に GE の数量シェアは着実に上昇（図 5 参照）、80%が視野に入ってきた。ちなみに 19 年の GE への置換えによる医療費適正効果額（年間推計：先発品を使用した場合と比較した医療費節減額）は 1 兆 6166 億円。

80%達成後の政策は未定だが、高齢化の進展、医療財政の逼迫等を考慮すれば GE の使用促進を転換（後退）させる理由は見当たらない。金額ベースの GE 市場の成長は薬価制度に左右されるが、数量ベースでは安定した成長が続くと予想する。

図5. ジェネリック医薬品（GE）の数量シェアと目標



同 業 他 社 比 較

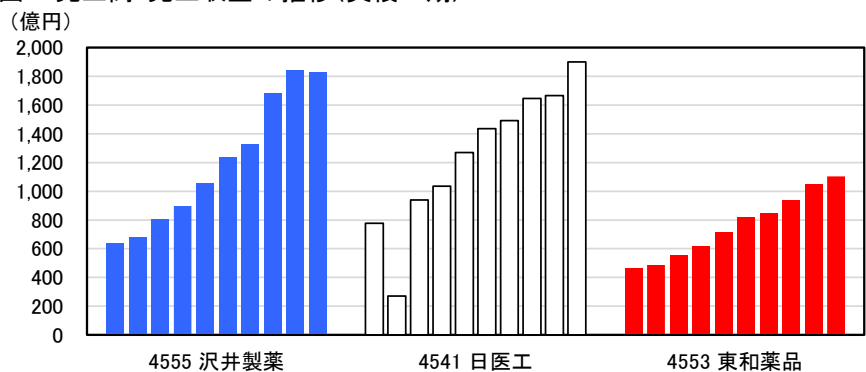
GE 專業大手 3 社の過去 10 期の業績推移を図 6・図 7、収益構造や販路別、医療機関別の比較は図 8、図 9、図 10 の通り。

過去 10 期を振り返ると GE 市場の拡大や M&A（合併・買収）などを背景に各社とも業容を拡大。しかし、薬価改定（薬価引き下げ）に起因する GE 市場の成長鈍化（使用促進策により数量ベースは拡大続くが金額ベースの成長が鈍化）や、研究開発費など先行投資的な費用の増加で直近 4 期は利益面で踊り場を迎えている。

同業他社と比較すると、同社は売上収益で 2 位、営業利益は 1 位。特に利益水準では他社を圧倒している。自社開発・自社製造・自社販売（内製化比率が高く販売提携が少ない）に加えて、コストコントロール能力の高さなどが高収益の要因である。

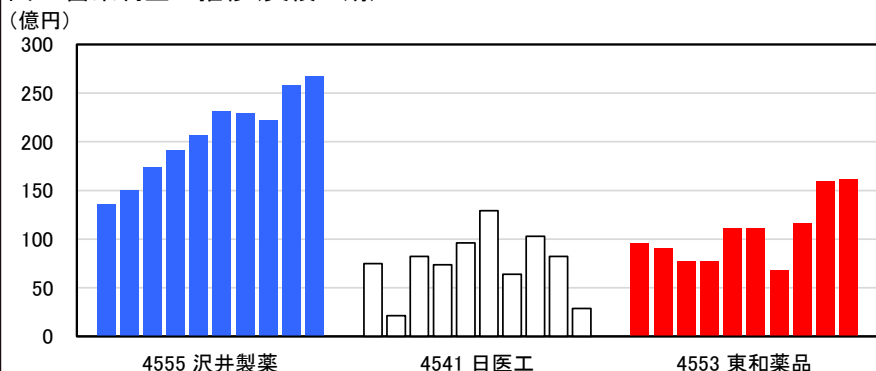
また国内 GE シェア 80%達成後を見据えて 3 社とも買収により海外に進出。日医工（4541）は 16 年 8 月に米国サージェント社、同社は 17 年 5 月に米国 USL 社、20 年 1 月には東和薬品（4553）が欧米で事業展開するスペイン・ペンサ社をそれぞれ買収した。

図6. 売上高・売上収益の推移(実績10期)



(注1) 沢井製薬と日医工は17/3期から国際会計基準(IFRS)に移行
 (注2) 日医工の12/3期は決算期変更に伴う4カ月決算
 (出所) 各社資料で当研究所作成

図7. 営業利益の推移(実績10期)



(注1) 沢井製薬と日医工は17/3期から国際会計基準(IFRS)に移行
 (注2) 日医工の12/3期は決算期変更に伴う4カ月決算
 (出所) 各社資料で当研究所作成

図8. 収益構造(20/3期損益計算書)

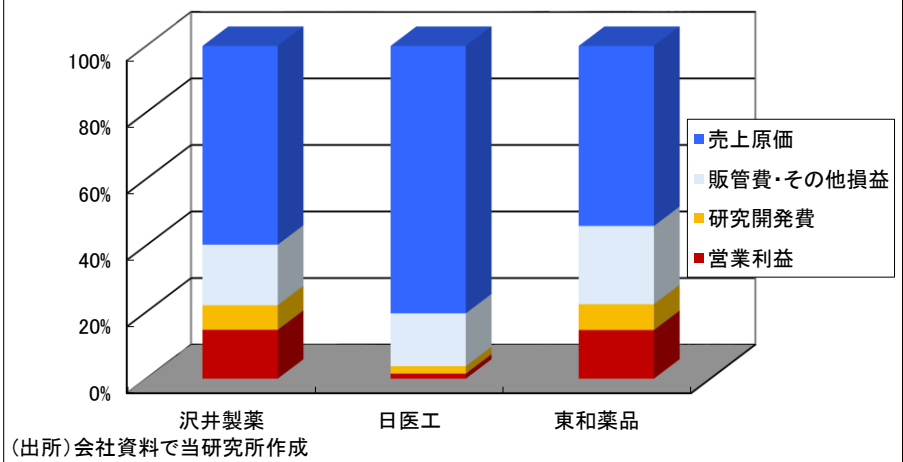


図9. 販路別売上高構成比

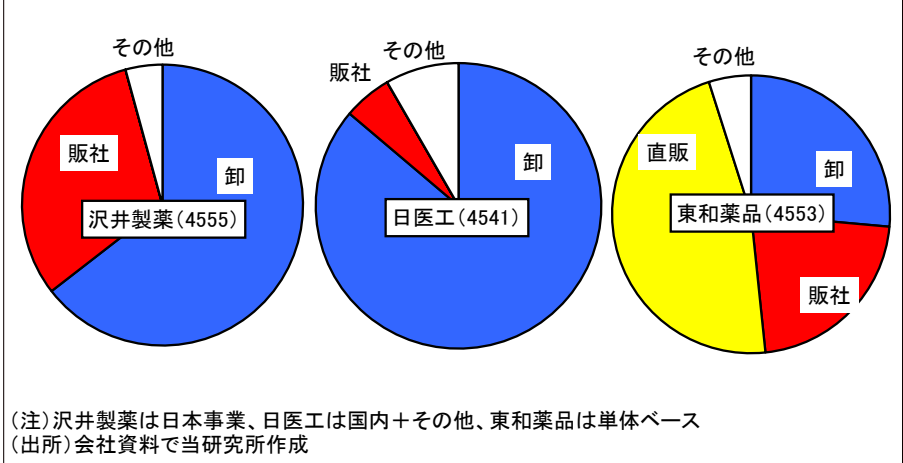
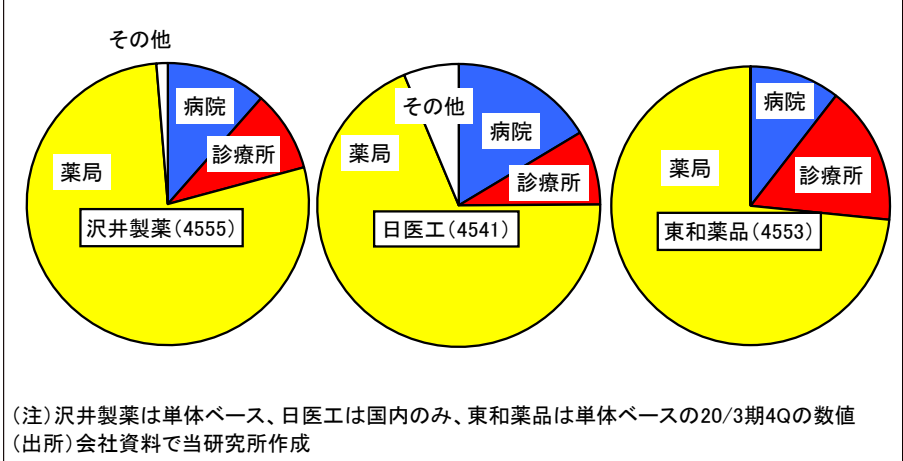


図10. 医療機関別売上高構成比



20/3 期は 1% 減収、4% 営業増益。米国事業の収益が改善

20/3 期の連結業績（IFRS）は、売上収益が前期比 1% 減の 1825 億円、営業利益は同 4% 増の 268 億円、税金費用の増加で純利益は同 1% 減の 193 億円となった。

セグメント別にみると日本は売上収益が同横ばいの 1441 億円、営業利益は同 1% 増の 244 億円。国内 GE 医薬品（以下、後発品）市場は、19 年 10 月の消費税率引き上げに伴う薬価改定（同社は 10.1% の引き下げ）の影響は受けたが、3Q までは病院市場向け、薬局市場向けとも堅調に推移したが、4Q はインフルエンザ罹患患者数のピークアウトが例年よりも早く低調に推移。同社の売上収益も 4Q に落ち込み通期では横ばい（販売数量は同 3.7% 増、金額ベースでは同 0.1% 増）。好採算の近年収載品目（16 年度～18 年度収載品目）の増加、工場再編による生産体制の見直しなど原価低減により営業増益。

米国は売上収益が同 5% 減の 384 億円、営業利益は同 52% 増の 24 億円。新製品は伸長したが、既存品が落ち込み減収。研究開発費の減少等から営業増益。

表1. 20/3期の連結業績

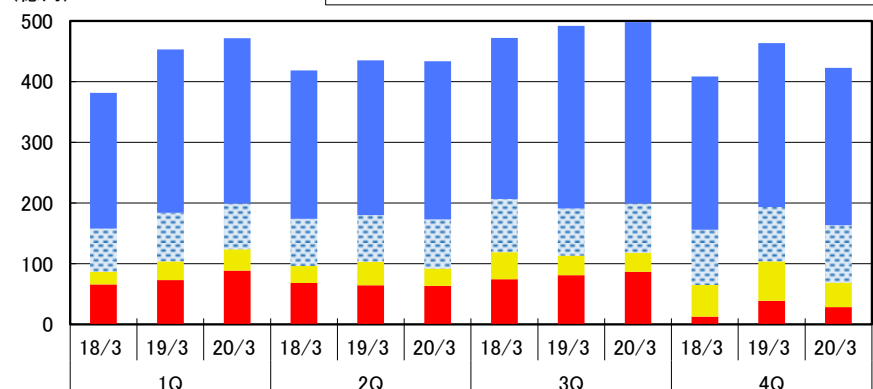
(単位: 億円)

	連結ベース			日本事業			米国事業		
	19/3期 実績	20/3期 実績	前期 比	19/3期 実績	20/3期 実績	前期 比	19/3期 実績	20/3期 実績	前期 比
売上収益	1,843	1,825	-1%	1,441	1,441	+0%	402	384	-5%
売上原価	1,094	1,090	-0%	927	919	-1%	167	172	+3%
売上総利益	749	735	-2%	514	523	+2%	235	212	-10%
販管費	324	334	+3%	195	205	+5%	129	129	-0%
研究開発費	167	135	-19%	76	76	-1%	91	60	-34%
その他損益	-1	2	-	-0	2	-	0	0	-
営業利益	258	268	+4%	242	244	+1%	16	24	+52%
税引前利益	257	265	+3%						
純利益	194	193	-1%						

(出所) 会社資料で当研究所作成

図11. 四半期別の業績推移

(億円)



(出所) 会社資料で当研究所作成

21/3 期は営業利益横ばい、22/3 期は 2%営業増益を予想

QUICK 企業価値研究所予想の 21/3 期の連結業績は、売上収益が前期比 10% 増の 2004 億円（会社計画 2002 億円）、営業利益は同横ばいの 268 億円（同 269 億円）。新製品の伸長から増収を見込むが、研究開発費の大幅な増加で営業利益は前期並みを予想。会社計画との比較では、日本事業で会社計画を上回る水準を、米国事業で会社計画を下回る水準を想定した結果、連結ベースではほぼ会社計画と同水準を予想する。

セグメント別の業績予想は日本事業が売上収益は同 11% 増の 1602 億円（会社計画は 1596 億円）、営業利益は同 5% 増の 256 億円（同 253 億円）。20 年 4 月の薬価改定（18 年 4 月比で同社は 13.0% の引き下げ）の影響はあるが、複数の大型かつ単独または少数での新製品発売を予定し 2 桁の増収。増収効果で研究開発費等の増加を吸収、営業増益を予想。

米国事業は売上収益が同 5% 増の 402 億円（会社計画は 406 億円）、営業利益は同 50% 減の 12 億円（同 16 億円）。新製品や前期に取得したブランド医薬品（先発品）の貢献で増収を見込むが、研究開発費の増加で大幅な営業減益の見通し。

続く 22/3 期の連結業績は、売上収益が前期比 5% 増の 2102 億円、営業利益は同 2% 増の 274 億円を予想する。21 年 4 月の薬価改定（原稿執筆時点では概要は未定。20 年 4 月と同水準を想定）の影響は懸念されるが、数量ベースでの安定した成長と米国の収益回復を見込み増収・増益を予想する。

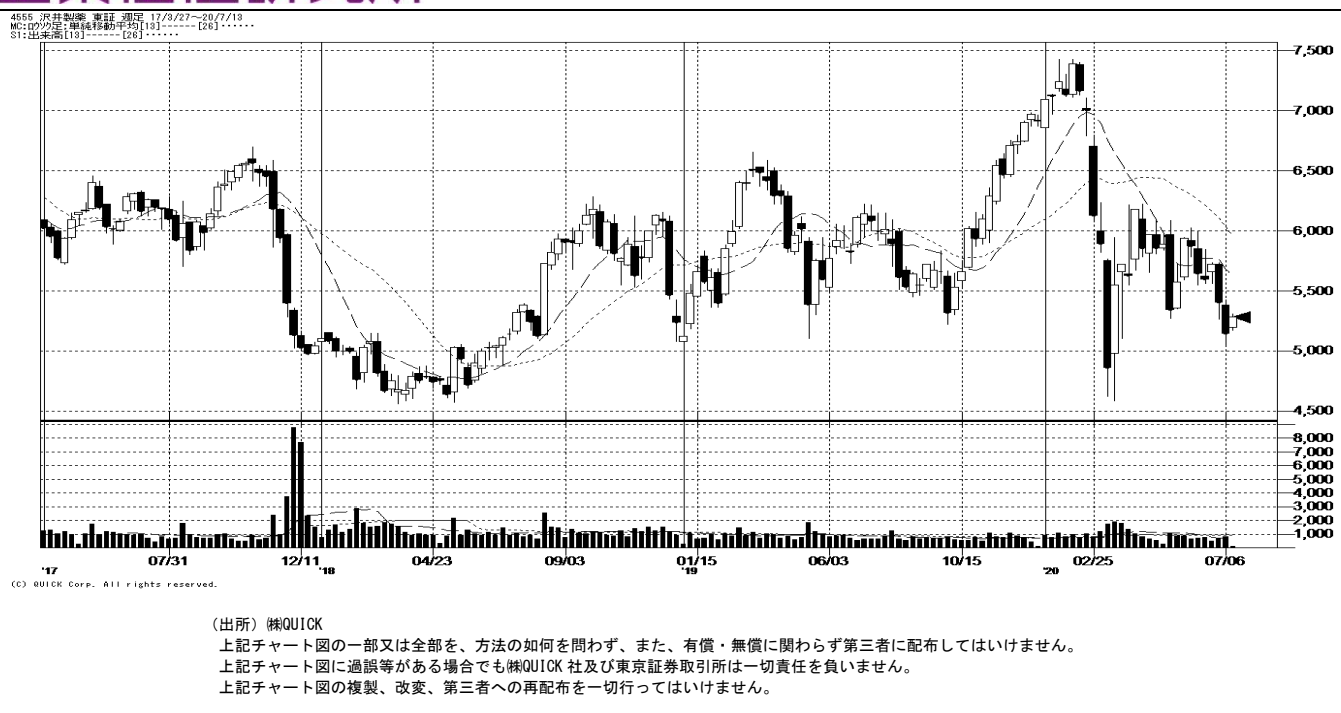
セグメント別の業績予想は日本事業が売上収益は同 4% 増の 1668 億円、営業利益は同 1% 増の 258 億円、米国事業は売上収益が同 8% 増の 434 億円、営業利益は同 33% 増の 16 億円を見込んだ。

表2. 会社計画と当研究所予想の連結業績

(単位: 億円)

	20/3期	21/3期		21/3期		22/3期	
	通期実績	会社計画	前期比	予想	前期比	予想	前期比
売上収益	1,825	2,002	+10%	2,004	+10%	2,102	+5%
売上原価	1,090	1,196	+10%	1,198	+10%	1,266	+6%
売上総利益	735	806	+10%	806	+10%	836	+4%
販管費	334	364	+9%	364	+9%	376	+3%
研究開発費	135	176	+30%	176	+30%	188	+7%
その他の損益	2	3	-	2	-	2	-
営業利益	268	269	+0%	268	+0%	274	+2%
税引前利益	265	266	+0%	266	+0%	272	+2%
純利益	193	201	+4%	202	+5%	206	+2%

(出所) 会社資料で当研究所作成、予想は当研究所



			2018/3	2019/3	2020/3	2021/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	6,700	6,660	7,430	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	4,560	4,570	4,585	-
	月 間 平 均 出 来 高	百株	64,037	46,394	37,315	-
業 績 推 移	売 上 収 益	百万円	168,068	184,341	182,537	200,400
	営 業 利 益	百万円	22,209	25,798	26,793	26,800
	税 引 前 利 益	百万円	20,251	25,666	26,497	26,600
	当 期 純 利 益	百万円	14,017	19,376	19,279	20,200
	E P S	円	360.49	442.62	440.37	461.37
	R O E	%	8.7	10.2	9.4	9.3
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	162,149	184,907	191,364	-
	非 流 動 資 産 合 計	百万円	196,305	187,981	193,450	-
	資 産 合 計	百万円	358,453	372,889	384,814	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	72,275	70,350	80,124	-
	非 流 動 負 債 合 計	百万円	83,737	79,334	71,004	-
	負 債 合 計	百万円	156,012	149,684	151,128	-
	親 会 社 の 所 有 者 に 帰 属 する 持 分 合 計	百万円	181,350	199,250	210,000	-
資 本 合 計	百万円	202,441	223,204	233,686	-	
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	28,472	42,923	30,256	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-127,900	-16,820	-18,173	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	108,597	-9,513	-12,747	-
	現 金 お よ び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	39,992	57,067	56,082	-

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多数の品目の薬価が引き下げられてきた。増大する医療費の適正化を目的として薬価制度や医療保険制度の制度改革議論が行われており、制度変更の内容によっては、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、諸施策により特許満了後の市場シェア低下への対応に努めており、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自然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 QUICK（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。

<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、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 ⇒ <https://www.jpx.co.jp/listing/ir-clips/analyst-report/index.html>