

## フロイント産業 (6312)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY02/2011		13,257	680	698	516	60.0	15.0	922.3
FY02/2012		15,236	1,065	1,123	608	70.6	15.0	969.1
FY02/2013会予		16,600	1,450	1,560	670	77.7	20.0	-
FY02/2012	前年比	14.9%	56.6%	60.9%	17.7%	-	-	-
FY02/2013会予	前年比	8.9%	36.1%	38.9%	10.1%	-	-	-
連結3四半期累計 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-3Q FY02/2012		10,813	818	855	437	-	-	-
1Q-3Q FY02/2013		12,566	1,241	1,356	565	-	-	-
1Q-3Q FY02/2013	前年比	16.2%	51.8%	58.6%	29.4%	-	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

### 1.0 エグゼクティブサマリー (2013年2月7日)

#### 機械装置と化成品

医薬品業界を主要顧客層とした製剤技術及び機械装置の開発を最大の収益源としているフロイント産業の業績が好調に推移している。主力の機械部門の受注高が着実な拡大傾向を示している一方、化成品部門では健康食品（栄養補助食品）関連需要が増勢傾向を強めている。同社の中期経営計画（VISION-50）では、2014年2月期に対して売上高 20,000 百万円、営業利益 2,000 百万円、営業利益率 10.0%（2013年2月期会社予想、16,600 百万円、1,450 百万円、8.7%）が見込まれている。

2013年2月期第3四半期累計実績は、売上高 12,566 百万円（前年比 16.2%増）、営業利益 1,241 百万円（51.8%増）、営業利益率 9.9%（2.3%ポイント上昇）での着地となった。機械部門では、第3四半期に北米（米国、カナダ）での売上高が一時的に大きく調整したものの、増収・増益が確保された。一方、化成品部門では、健康食品（栄養補助食品）の受託生産が大きく拡大し、機械部門以上に大きな増収・増益が達成された。売上総利益率が相対的に低い化成品部門での大幅増収の結果、同社の売上総利益率は 30.9%（0.9%ポイント低下）と、若干ながらも低下した。ただし、販売管理費の増加がほとんどなかったことから同社の営業利益率は上昇した。また、第3四半期の機械部門の受注高は、4四半期移動平均ベースで 2,493 百万円（前年比 6.4%増）と、着実な拡大傾向を示した。

機械部門の主要顧客層である医薬品業界は、医薬品新興市場（中国、ブラジル、ロシア、インドなど合計 17 カ国）が需要の拡大期に入ることを背景として、中長期的にも着実な成長を享受する見通しである。これに伴い同社の製剤技術及び機械装置への需要も堅調に推移する見通しである。医薬品新興市場は、消費地として有望である一方、医薬品の生産拠点としても有望である。例えば、インドは、欧米の医薬品メーカーのジェネリック医薬品の生産拠点として既に立ち上がっている。同社では、中長期的にもこのような需要を取り込んでいくべく、海外市場の開拓を最重要課題のひとつとして挙げている。

## 2.0 会社概要

### 製剤技術及び医薬品業界向け機械装置のリーディングカンパニー

商号	フロイント産業株式会社 <a href="#">Web サイト</a> <a href="#">I R 情報</a> <a href="#">株価情報</a>	
設立年月日	1964 年 4 月 22 日	
上場年月日	1996 年 7 月 24 日：JASDAQ スタンダード（証券コード：6312）	
資本金	1,036 百万円（2012 年 11 月末）	
発行済株式数	9,200,000 株、自己株式内数 577,620 株（2012 年 11 月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"> <li>● 医薬品業界向け造粒・コーティング装置で国内 70%シェア</li> <li>● グローバルベースでも最大手 3 社の一角を占める</li> <li>● 医薬品新興市場の拡大を享受</li> </ul>	
事業内容	I. 機械部門 II. 化成品部門	
代表者	代表取締役会長 伏島靖豊、代表取締役社長 伏島巖	
主要株主	伏島靖豊 10.7%、株式会社エフ・アイ・エル 9.3%（2012 年 8 月末）	
本社	東京都新宿区	
従業員数	連結 346 名、単体 174 名（2012 年 8 月末）	

出所：会社データ

## 3.0 業績推移

### 2013 年 2 月期第 3 四半期累計実績

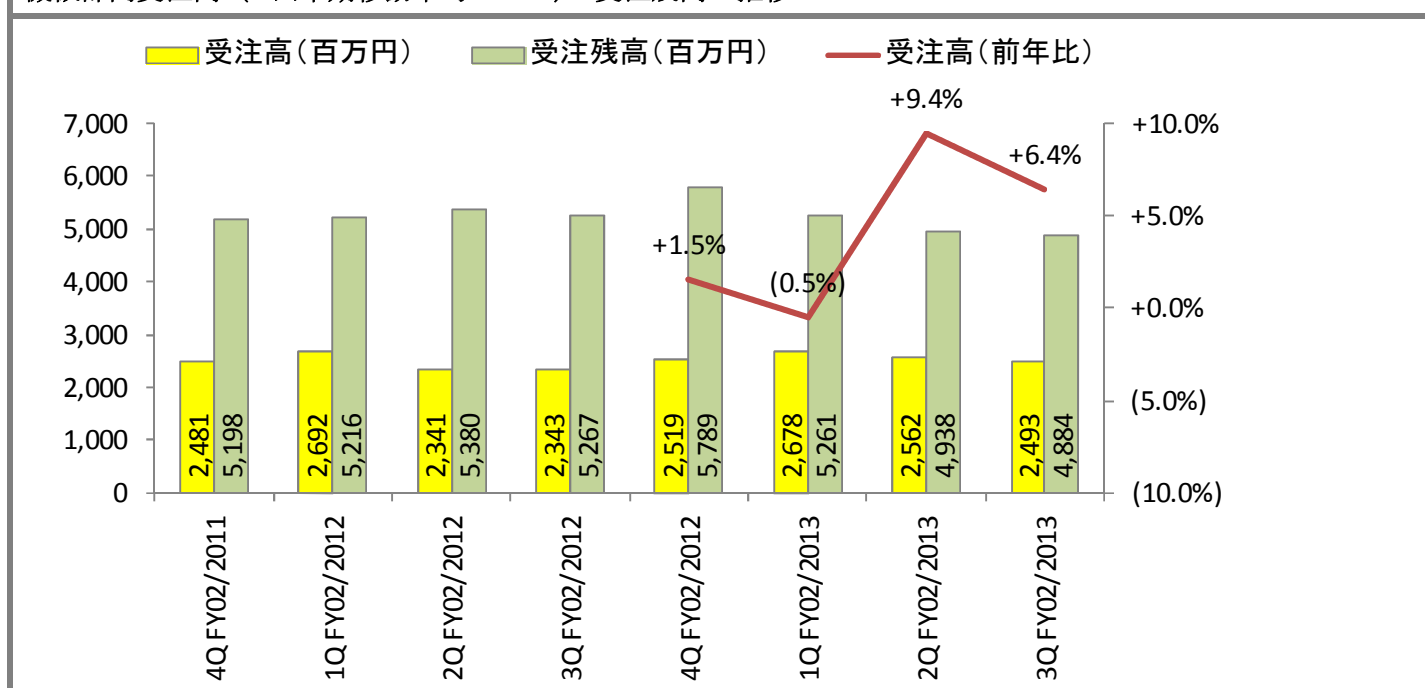
2013 年 2 月期第 3 四半期累計実績は、売上高 12,566 百万円（前年比 16.2%増）、営業利益 1,241 百万円（51.8%増）、経常利益 1,356 百万円（58.6%増）、純利益 565 百万円（29.4%増）での着地となった。また、営業利益率 9.9%（2.3%ポイント上昇）、ROE（第 3 四半期累計純利益×4÷3÷期首期末平均自己資本）8.8%（1.6%上昇）と、同社の収益性は向上した。

機械部門では、第 3 四半期に北米（米国、カナダ）での売上高が一時的に大きく調整したものの、売上高 7,696 百万円（14.0%増）、営業利益 963 百万円（29.4%増）、営業利益率 12.5%（1.5%ポイント上昇）での着地となった。一方、化成品部門では、健康食品（栄養補助食品）の受託生産が大きく拡大し、売上高 7,871 百万円（20.0%増）、営業利益 480 百万円（58.6%増）、営業利益率 9.9%（2.4%ポイント上昇）での着地となった。売上総利益率が相対的に低い化成品部門での大幅増収の結果、同社の売上総利益率は 30.9%（0.9%ポイント低下）と、若干ながらも低下した。ただし、販売管理費が 2,645 百万円（25 百万円増）と、ほとんど増加しなかったことから同社の営業利益率は上昇した。同社は、ファブレスメーカーである側面が強いため、売上総利益率は安定的に推移する傾向にある一方、売上高の増加はギアリング効果を生じさせる傾向にある。

また、第 3 四半期の機械部門の受注高は、4 四半期移動平均ベースで 2,493 百万円（前年比 6.4%増）と、着実

な拡大傾向を示した。欧州向けの大型案件（約 400 百万円相当）の受注高計上のタイミングが第 3 四半期から第 4 四半期へと遅延したとのことだが、これを含めて算出した場合、第 3 四半期実績は、前年比 10.7%増となり、第 2 四半期実績 9.4%増をやや上回る増勢傾向にあると考えられる。

機械部門受注高（4 四半期移動平均ベース）・受注残高の推移



出所：会社データ、弊社計算

機械部門では、主に、医薬品業界向けの造粒・コーティング装置の開発・製造・販売が行われている。同社の機械装置は、新薬及びジェネリック医薬品メーカーなどが製造する各種の錠剤及びサプリメントなどを文字通り造粒しコーティングを施すことに用いられている。これらの工程は、錠剤及びサプリメントなどの効能を左右する重要なものであり、同社の誇る製剤技術は、各種の錠剤及びサプリメントなどの成分の人体による効率的な摂取を多様な側面で可能とならしめているとのことである。

化成品部門では、既存顧客からの健康食品（栄養補助食品）の受託生産への需要が想定以上に強含んだ推移となったことに加えて、この領域では新規顧客からの需要も拡大傾向を示し始めているとのことである。ここでの同社は、顧客の最終製品である健康食品（栄養補助食品）に関して、当初の開発段階から直接関与している一方、最終製品を受託生産して顧客に納めている。ただし、実際の最終製品の生産は、同社の機械装置が設置されている受託生産業者に同社が委託しているとのことである。

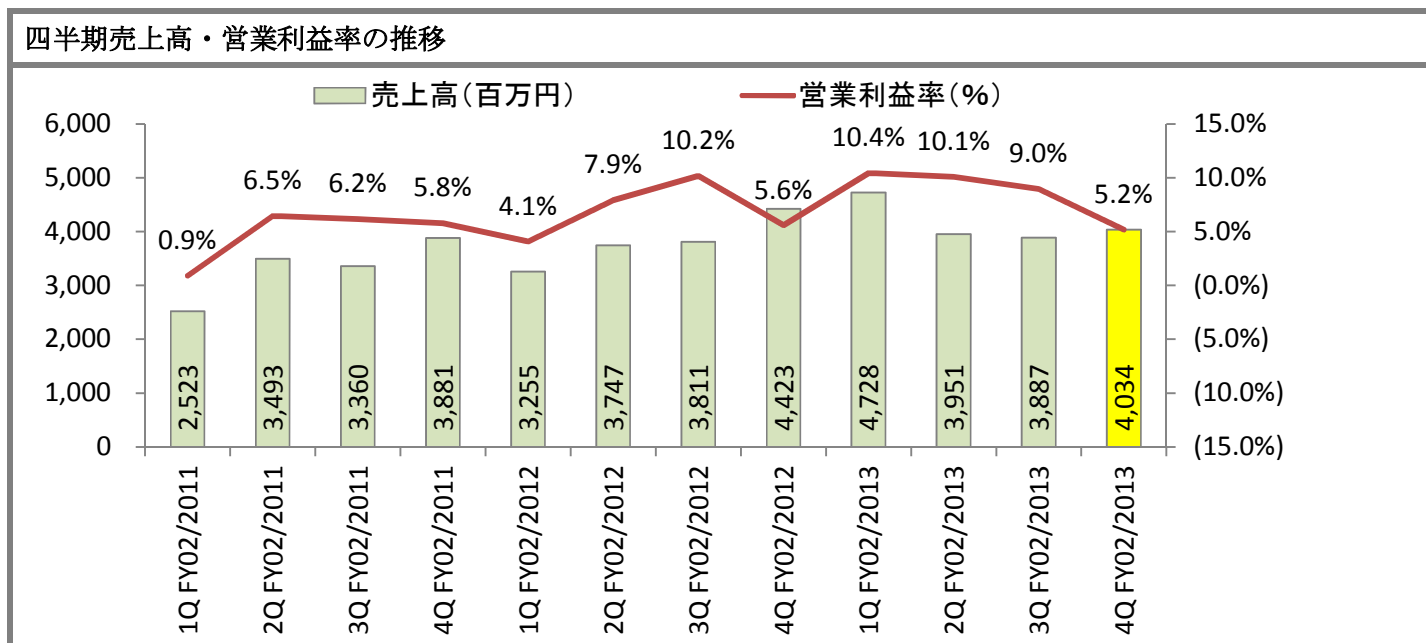
また、経常利益が 58.6%増となったのに対して純利益が 29.4%増に留まった理由は、第 2 四半期に特別損失 301 百万円の計上があったためである。これは、米国子会社 FREUND-VECTOR CORPORATION の特許侵害訴訟による訴訟関連費用の計上によるものである。ただし、同社によれば、ここでの費用計上をもってこの案件は完全に終結しており、これにかかわる更なる費用計上及び同社の将来の業績動向に対する影響は一切発生しない見通しとのことである。

### 2013 年 2 月期会社予想

1 月 11 日に増額修正された 2013 年 2 月期会社予想では、売上高 16,600 百万円（前年比 8.9%増）、営業利益 1,450 百万円（36.1%増）、経常利益 1,560 百万円（38.9%増）、純利益 670 百万円（10.1%増）が見込まれている。ま

た、2013年2月期に対する一株当たり配当金は、現在、20.0円（配当性向25.7%）の予定である。

当初の会社予想（2012年4月10日発表）との比較では、売上高で2.5%、営業利益で20.6%、経常利益で19.1%の増額修正がなされていることになる。一方、純利益は若干（4.3%）ながらも下方修正されている。ここでは、第2四半期に特別損失として計上された訴訟関連費用301百万円が大きく影響している。当初の会社予想では、この特別損失は想定されていなかった。



出所：会社データ、弊社計算

売上高の増額幅は400百万円であるのに対して、営業利益の増額幅は250百万円と、売上高の増額幅に対して62.5%にも達している。ここでは、機械部門での利益率の高い最先端技術を用いた海外での大型案件の売上高計上の寄与が想定されているとのことである。また、一株当たり配当金の予定は、1月25日、従来の18.0円から20.0円へ引き上げられることが公表された。

同社が予定している一株当たり配当金の水準に関しては、配当性向の目安として挙げられている20.0%は超過しているものの、潤沢なキャッシュフローを背景として、ネットキャッシュが増加傾向にある同社においては、更なる増配に向けての検討がなされるべきではないかと弊社は推定している。第3四半期末のネットキャッシュは3,776百万円（前年比938百万円）である。

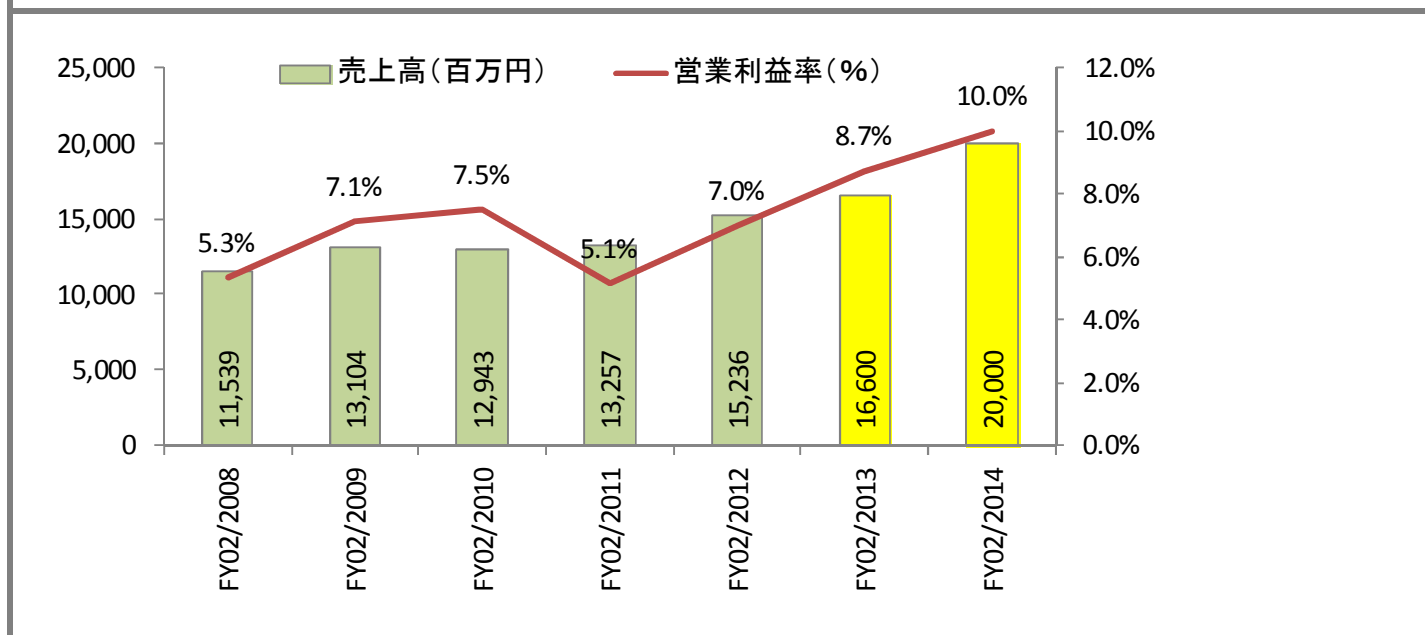
### 中長期業績見通し

同社の中期経営計画（VISION-50）では、2014年2月期に対して売上高20,000百万円、営業利益2,000百万円、営業利益率10.0%（2013年2月期会社予想、16,600百万円、1,450百万円、8.7%）が見込まれている。現在の同社は、「事業別の再編と戦略目標の設定」のフェーズを終了し、「規模拡大と継続的成長実現のための体質改善」のフェーズに在るとのことである。ここでは、「既存事業の更なる拡大」、「新規事業への本格参入」、「グローバル戦略強化」が戦略目標として挙げられている。

より具体的には、「既存事業」である医薬品業界向け造粒・コーティング装置に関して、医薬品新興市場及び欧米での市場開拓を進捗させ「グローバル戦略強化」を達成することが中期経営計画の骨子となっている。また、「新規事業への本格参入」とは、すなわち2010年6月に買収した粉体機械装置の研究開発、製造販売や合成樹

脂の微粉碎受託事業（フロイント・ターボ株式会社が事業展開）といった産業機械関連事業を強化していくことが中核戦略となっている。

### 中期経営計画における業績予想



出所：会社データ、弊社計算

## 4.0 ビジネスモデル

### 製剤技術をキーテクノロジーとした「ペンとインク」

同社の主力事業は、医薬品業界向け造粒・コーティング装置の開発・製造・販売である。国内市場における同社は、70%に及ぶ圧倒的なシェアを有しており、グローバルベースでも最大手3社の一角を形成すると推定されている。国内市場の残る30%は、GLATT社（ドイツ）の製品を国内で販売する株式会社パウレック（未上場）によって占められている。また、GLATT社は、グローバルベースで最大の市場シェアを有するとされている。GLATT社にGEA社（デンマーク）及び同社を加えたのが、グローバルベースでの最大手3社である。同社では、ここでの海外大手同業他社との競争を勝ち抜くべく、日本や欧米及び医薬品新興市場の消費地としてのそれぞれのニーズに適合した機械装置の開発・投入を継続していくことを計画している。

#### 造粒装置（機械部門）



「グラニューマイスト」

#### コーティング装置（機械部門）



「ハイコーターFZ」

#### 各種の化成品（化成品部門）



出所：会社データ



同社の特徴は、グローバルベースでも製剤技術と機械装置を唯一共有しているところである。同社では、これを「ペンとインク（コピー機とトナー）」と比喩的に表現している。同業他社は例外なく単純な機械装置メーカーとしての色彩が濃い一方、製剤技術を併せ持つという同社の特徴は、同業他社に先駆けた新技術開発などに大きく寄与している模様である。同社の最先端の機械装置においては、注射液剤を錠剤などで代替することによって医薬品の処方方法の多様化を促すことも可能とされているが、同社はここで独壇場を維持している。グローバルベースでも同業他社が存在しないハイエンドの機械装置を供給できることは、同業他社の市場シェアが高い海外市場での市場開拓に寄与していく見通しである。

また、同社は、日本及び米国において、基本的に直販体制を確立している。ただし、欧州やアジア諸国などの両国以外の地域での販売に関しては、現地の販売代理店に依存している部分が多いことである。当然ながら、機械装置の販売に向けては一定の販売費用の拠出が不可欠である。同社では、これらの地域での代理店販売及び直販体制における費用対効果を勘案しつつ、方向性としては直販体制の確立に向けて舵を切りたいとしている。ただし、直近の動きとしては、インドでの拡販を目的として、現地の専門性の高い代理店との契約を進めていることである。

## 報告セグメント

報告セグメント (百万円)	連結実績 1Q 12年2月期	連結実績 2Q累計 12年2月期	連結実績 3Q累計 12年2月期	連結実績 4Q累計 12年2月期	連結実績 1Q 13年2月期	連結実績 2Q累計 13年2月期	連結実績 3Q累計 13年2月期	連結実績 4Q累計 13年2月期	前年比 純増減
機械部門	2,086	4,434	6,753	9,583	3,241	5,617	7,696	-	+942
化成品部門	1,170	2,568	4,060	5,654	1,488	3,062	4,871	-	+811
<b>売上高</b>	<b>3,256</b>	<b>7,002</b>	<b>10,813</b>	<b>15,236</b>	<b>4,729</b>	<b>8,679</b>	<b>12,566</b>	-	<b>+1,753</b>
機械部門	138	395	744	907	419	729	963	-	+219
化成品部門	76	187	303	470	143	300	480	-	+177
調整額	(80)	(153)	(228)	(312)	(68)	(134)	(201)	-	+27
<b>営業利益</b>	<b>134</b>	<b>430</b>	<b>818</b>	<b>1,065</b>	<b>494</b>	<b>894</b>	<b>1,241</b>	-	<b>+423</b>
機械部門	6.6%	8.9%	11.0%	9.5%	12.9%	13.0%	12.5%	-	+1.5%
化成品部門	6.5%	7.3%	7.5%	8.3%	9.6%	9.8%	9.9%	-	+2.4%
調整額	(2.5%)	(2.2%)	(2.1%)	(2.0%)	(1.4%)	(1.5%)	(1.6%)	-	+0.5%
<b>営業利益率</b>	<b>4.1%</b>	<b>6.1%</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.3%</b>	<b>9.9%</b>	-	<b>+2.3%</b>

報告セグメント (百万円)	連結実績 1Q 12年2月期	連結実績 2Q 12年2月期	連結実績 3Q 12年2月期	連結実績 4Q 12年2月期	連結実績 1Q 13年2月期	連結実績 2Q 13年2月期	連結実績 3Q 13年2月期	連結実績 4Q 13年2月期	前年比 純増減
機械部門	2,086	2,348	2,319	2,830	3,241	2,377	2,078	-	(241)
化成品部門	1,170	1,398	1,492	1,594	1,488	1,574	1,809	-	+316
<b>売上高</b>	<b>3,256</b>	<b>3,746</b>	<b>3,811</b>	<b>4,423</b>	<b>4,729</b>	<b>3,951</b>	<b>3,887</b>	-	<b>+76</b>
機械部門	138	257	348	163	419	309	234	-	(114)
化成品部門	76	112	115	168	143	157	180	-	+65
調整額	(80)	(72)	(76)	(84)	(68)	(66)	(67)	-	+9
<b>営業利益</b>	<b>134</b>	<b>297</b>	<b>388</b>	<b>247</b>	<b>494</b>	<b>400</b>	<b>348</b>	-	<b>(40)</b>
機械部門	6.6%	11.0%	15.0%	5.8%	12.9%	13.0%	11.3%	-	(3.8%)
化成品部門	6.5%	8.0%	7.7%	10.5%	9.6%	10.0%	10.0%	-	+2.2%
調整額	(2.5%)	(1.9%)	(2.0%)	(1.9%)	(1.4%)	(1.7%)	(1.7%)	-	+0.3%
<b>営業利益率</b>	<b>4.1%</b>	<b>7.9%</b>	<b>10.2%</b>	<b>5.6%</b>	<b>10.4%</b>	<b>10.1%</b>	<b>8.9%</b>	-	<b>(1.2%)</b>

出所：会社データ、弊社計算

同社の事業は、機械部門及び化成品部門によって構成されている。機械部門（2012年2月期実績売上高構成比63%、営業利益構成比66%）では、医薬品業界向けが売上高の83%を占めている。ここでの内容となっているのが造粒・コーティング装置及びその関連装置である。同部門の残る売上高17%は産業機械関連である。一方、化成品部門（37%、34%）は、医薬品添加剤（部門売上高構成比34%）、食品品質保持剤（33%）、健康食品（栄養補助食品）・他（32%）から構成されている。

また、機械部門の事業は、同社に加えて同社の連結子会社である FREUND-VECTOR CORPORATION 及びフロイント・ターボ株式会社によって担われている。米国に所在する前者は、医薬品業界向け機械装置の欧米での市場開拓を事業内容としている一方、後者は産業機械関連の開発・製造を事業内容としている。

化成品部門の事業は、同社に加えて同社の連結子会社であるフロイント化成株式会社及び FREUND PHARMATEC LTD.によって担われている。前者は、食品品質保持剤の製造を業務内容としている一方、アイルランドに所在する後者は、医薬品製造における微小粒をキーテクノロジーとした新製剤を開発しており、販売に向けての営業活動が開始されているとのことである。また、足下の同部門の売上高は、ほぼすべて国内市場で計上されている。従って、同社の地域別売上高での北米（米国、カナダ）、欧州（フランス、英国等）、その他（中南米、アジア等）とは、ほぼすべて機械部門の売上高に相当するとのことである。

### 地域別売上高

地域別売上高 (百万円)	連結実績 1Q 12年2月期	連結実績 2Q累計 12年2月期	連結実績 3Q累計 12年2月期	連結実績 4Q累計 12年2月期	連結実績 1Q 13年2月期	連結実績 2Q累計 13年2月期	連結実績 3Q累計 13年2月期	連結実績 4Q累計 13年2月期	前年比 純増減
日本	2,463	5,405	7,867	11,794	3,456	6,445	9,839	-	+1,972
北米(米国、カナダ)	332	717	1,344	1,513	288	598	680	-	(665)
欧州(フランス、英国等)	87	359	622	842	254	490	705	-	+83
その他(中南米、アジア等)	374	521	980	1,088	730	1,146	1,343	-	+363
<b>売上高</b>	<b>3,256</b>	<b>7,002</b>	<b>10,813</b>	<b>15,236</b>	<b>4,729</b>	<b>8,679</b>	<b>12,566</b>	-	<b>+1,753</b>

地域別売上高 (百万円)	連結実績 1Q 12年2月期	連結実績 2Q 12年2月期	連結実績 3Q 12年2月期	連結実績 4Q 12年2月期	連結実績 1Q 13年2月期	連結実績 2Q 13年2月期	連結実績 3Q 13年2月期	連結実績 4Q 13年2月期	前年比 純増減
日本	2,463	2,942	2,462	3,927	3,456	2,990	3,394	-	+932
北米(米国、カナダ)	332	386	627	168	288	310	82	-	(546)
欧州(フランス、英国等)	87	272	263	220	254	236	215	-	(48)
その他(中南米、アジア等)	374	147	459	108	730	415	197	-	(263)
<b>売上高</b>	<b>3,256</b>	<b>3,746</b>	<b>3,811</b>	<b>4,423</b>	<b>4,729</b>	<b>3,951</b>	<b>3,887</b>	-	<b>+76</b>

出所：会社データ、弊社計算

### Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR情報」とは、すなわち当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容等である。

商号：株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地：〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: [www.walden.co.jp](http://www.walden.co.jp)

E-mail: [info@walden.co.jp](mailto:info@walden.co.jp)

電話番号：03 (3553) 3769