

6312 フロイント産業

2012年5月2日

ジャスダック

ポイント

・今 2013 年 2 月期は、中期 3 カ年計画の 2 年目に当たるが、前期に引き続きピーク利益を更新しよう。営業利益で 1350 百万円（前年同期比+26.8%）と、会社計画を上回るものと予想される。機械部門で医薬品製剤用の新製品ハイコーターFZ が、その生産性が圧倒的に高いという点を評価され、売れ行きが好調である。化成品部門では、健康食品の受託生産が急拡大をみせており、貢献度を一段と高めよう。前期の顧客別売上高では歯磨き・薬品のライオン向け（対売上比 10.1%）がトップとなった。

・当社は、薬の錠剤を作る時の製剤機械とその添加剤である化成品の両方を手掛けるユニークな企業である。ペン(コーティング装置)とインク(コーティング剤)の例のように、互いの良さを追求しつつ、そのシナジー(相乗効果)を狙っている。技術開発に優れ、錠剤を作るコーティング機械では、国内で 70%近いシェアを有し、世界でもドイツのグラット社、ゲア社に次いで第 3 位の地位にある。

・前期の海外の売上比率は 23%であった。米国のフロイント・ベクター社は欧州、南米もテリトリーとしており、現地にあった製品づくりで、日本のフロイント産業とうまく分業している。アジア展開は日本の本社からを中心としながらも、米国子会社との連携も重要になる。アイルランドのフロイントファーマテック社は、製剤技術の開発でまだ先行投資期にあるが、前進はみられるので今後に期待したい。

・2014 年 2 月期(創業 50 周年)を最終年度とする中期 3 カ年計画「ビジョン 50」では、世界トップクラスの製剤機械、添加剤メーカーへ飛躍するための基盤強化に力を入れている。2014 年 2 月期に売上高 200 億円、営業利益 20 億円を目標にしている。達成の鍵は、海外市場をどこまで拡大できるかにかかっているが、米国子会社のフロイント・ベクター社との連携を強化し、北米を基盤としつつ、南米に加え、アジアでも市場開拓を進めている。ジェネリック(後発医薬品)市場の拡大とともに、インドでのビジネスも拓けている。

・業績は順調な拡大が見込め、売上高営業利益率も目標の 10%に向けて上昇しつつある。営業利益 20 億円の達成にはもう一段の海外市場開拓が必要であるが、ROE を 10%に載せてくることは十分可能なので、当社の企業価値は株式市場でさらに見直されて行こう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

目次

1. 特色 医薬品用製剤機械の独自開発で発展の基礎を築く
2. 強み 日本では圧倒的 No. 1、世界でも 3 位
3. 中期経営方針 第 5 次中期計画「ビジョン 50」で営業利益 20 億円を目指す
4. 当面の業績 最高益の更新が続き、利益率も向上
5. 企業評価 中期計画の達成には海外市場の拡大が鍵を握る

企業レーティング B

株価 (12 年 5 月 2 日) 645 円 時価総額 59 億円 (9.2 百万株)
PBR 0.67 倍 ROE 9.0% PER 7.3 倍 配当利回り 2.8%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2006.2	11368	583	662	308	33.3	10.0
2007.2	11539	615	640	403	46.7	10.0
2008.2	13104	931	1021	943	109.4	15.0
2009.2	13478	958	1056	619	71.8	15.0
2010.2	12943	970	951	563	65.4	15.0
2011.2	13257	680	698	516	60.0	15.0
2012.2	15236	1065	1123	608	70.6	15.0
2013.2(予)	16600	1350	1440	760	88.1	18.0

(12.2 ベース)

総資産 14342 百万円 純資産 8489 百万円 自己資本比率 58.3%

BPS 969.1 円

(注) ROE、PER、配当利回りは 2013.2 期予想ベース。

2009 年 6 月に 1 : 2 の株式分割を実施。それ以前の EPS、配当は修正ベース。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

1. 特色 医薬品用製剤機械の独自開発で発展の基礎を築く

医薬品用製剤機械と添加剤が主力

当社は機械と化成品を手掛けている。機械とは製剤機械で、薬の主成分に補助剤(添加剤)を加えて、飲みやすさを作り出すための装置である。液状のドリンク剤ではなく、経口固形剤を作る。世の中の薬のうち半分は錠剤である。カプセル剤、顆粒剤、散剤など、さまざまなタイプがある。

医薬品メーカーや食品メーカーが自分で薬を製造している場合もあれば、それらの製造を外部に委託して(アウトソーシング)している場合もある。いずれの場合でも、当社の製剤機械が使われている可能性が高い。

機械事業には、フロイント産業本体のほかに、フロイント-ベクター社(米国)、フロイント・ターボ社が関わる。フロイント-ベクター社は、北米、南米、欧州などをカバーする。フロイント・ターボ社は2年前に買収し、化粧品やトナー用など、医薬品以外の産業機械分野を手掛けている。機械部門では、コーティング用で国内シェア70%を有し、世界でも3位に付けている。

化成品では、添加剤、品質保持剤、栄養補助食品を手掛けている。添加剤は薬の錠剤や粉末において、その薬の主成分(1~3%)をまぶすもので、乳糖、でんぷんなど、糖類から作られる。食品品質保持剤では、半生菓子(バームクーヘン)などによく使われるエタノールの蒸散剤で、細菌の発生を遮って、防腐化する。

フロイント産業の事業内容

2012.2期	売上 構成比	営業利益 構成比	特 色
機械部門	62.9	65.9	医薬品、食品、ファインケミカル用 造粒、コーティング装置の製造販売。 コーティング装置の国内シェア70%、世界第3位
医薬品関連	83		
産業関連	17		
小計	100		
化成品部門	37.1	34.1	医薬品添加剤、食品品質保持剤、 栄養補助食品の製造販売。 GMP(薬事法などに基づく医薬品の製造品質 管理基準)対応の設備で生産。
医薬品添加剤	34		
食品品質保持剤	33		
健康食品他	32		
小計	100		

品質保持剤、栄養補助食品分野にも展開

この製剤機械は食品分野にも使われている。健康食品は大きな発展をみせており、新しいビジネスモデルもできつつある。例えば食品メーカーや生活用品メーカーなどは通販(通信販売)に限って健康食品を展開しており、こうした健康食品、サプリメントを作るに当

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

っても当社の機械装置が使われている。

薬品と食品の違いは、成分の含有にある。一般に薬の場合、本当の主成分は少量で大半が形を整える賦形剤（添加剤）である。食品の場合は、主成分を多めに入れることもあるので、賦形剤は薬よりも少ない。

加えて、当社は食品の品質保持剤も作っている。例えば、バウムクーヘン、カステラなど半生菓子の鮮度を保つためのものである。腐るといのは、酸化することである。酸化を防ぐには、酸素に触れないようにすればよい。これには2つの方式があって、1つが脱酸素剤を使う方法で、もう1つがアルコール（エタノール）蒸散剤を使う方法である。脱酸素剤を使うと、スポンジケーキがパサパサになるという食感への影響がある。このような場合は、シリカにアルコールを染み込ませておき、それを袋に入れておくアルコール蒸散剤の方がよい。これで真菌（カビ）の発生を防ぐ。当社はこのアルコール蒸散剤を手掛けている。当社がパイオニアで、1977～78年に開発したものである。フロイント化成は化粧品事業に属し、品質保持剤を生産している。

フロイント産業の主要製品

機械事業	化成品事業
<ul style="list-style-type: none"> ・コーティング装置 ハイコーターモデルFZ (全自動糖衣フィルム コーティング装置) ・シームレスミニカプセル スフェレックス ・造粒装置 フローコーター (流動層造粒 コーティング装置) 	<ul style="list-style-type: none"> ・医薬品添加剤 直打用マンニトール・乳糖、 球形顆粒、 吸着剤、固形化剤、流動化剤 ・食品品質保持剤 食品添加剤 食品品質保持剤 ・栄養補助食品 シームレスミニカプセル AQシエラック、サプリメント、 コエンザイムQ10、ラクトフェリン

浜松の技術開発研究所で独自開発

浜松の研究所を見学した。30 数名が研究に従事している。製剤機械、添加剤、品質保持剤の3つの分野を手掛けている。

製剤機械では粉体加工技術をベースに、医薬品はもちろんそれ以外の業種でも使えるR&D(研究開発)を行っている。添加剤では、医薬品からの転用でなく、独自のものに関するR&Dも展開している。特に健康食品を重視している。

品質保持剤では、新しいアルコール蒸散剤を開発している。単純に言えば、酸素 (O₂)

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

を吸って、アルコールを出してくれれば、品質保持力は大幅にアップする。

浜松の技術開発研究所は通常の R&D センターというだけではない。すでに知的財産権（特許・商標）は 300 件以上有しているが、実際に開発した設備、機械が置いてあるので、顧客はここにきて試作品を作ることができる。新しい薬や食品関連において、機械の使い方、応用のノウハウも習得することができる。当社としては、こうした施策を通して、マーケティングとともに、次への改良へも結び付けることができるわけだ。

伏島会長が創業し、2代目にバトンタッチ

当社は 1964 年、現会長の伏島靖豊氏が創業した。伏島会長が起業した時の経緯が興味深い。父の会社は工業用ゴム製品の加工品を手掛けていた。自身は早大の商学部に入って、証券の勉強をして株を買ったこともあった。その頃に医薬品業界は利益率が高いという印象を受けた。

仲間が商社などに行く中で、自分は家業を継ぐことにしたが、ゴムと違う分野に展開できないかと考えた。早大商学部を卒業後、父のゴム加工品会社に身をおきながら、起業を考えていた。高校の同級生がエーザイで働いており、彼のところに行ってみると薬をピンセットとスプレーで作っていた。これをもっと自動化したらよいのではないかと発想し、1963 年の暮れに 1 号機を開発した。原理は錠剤にスプレーガンで液体を噴きかけ、それをドライヤーで乾燥させるというものである。

機械にはもともと興味があったので、知り合いの鉄工所で作ってもらった。フィルムコーティング剤は信越化学から購入した。それをエーザイの友人に見せたら、かなりの出来であると評価された。翌年の 1964 年（昭和 39 年）に、伏島氏と友人の本山示氏（元エーザイ、後に当社専務取締役）の 2 人で、フロイント（ドイツ語で友だち）産業を創業した。

伏島氏は 25 歳で試作機を作り、26 歳で創業したのである。この 1 号機、2 号機がとんとん拍子で売れたので、事業の立ち上げは順調であった。フィルムコーティングマシン FM2 型（二人の頭文字をとって、F、M とした）は製薬会社に売れた。安すぎると言われたので、価格を 2 倍にしたら、それでも売れたと、伏島会長は言う。その時まで自動フィルムコーティング機械を開発し、同時にコーティング液も始めた。1 号機が売れたので、初年度から黒字になった。以来、機械と化成品の 2 本柱経営を続けてきた。

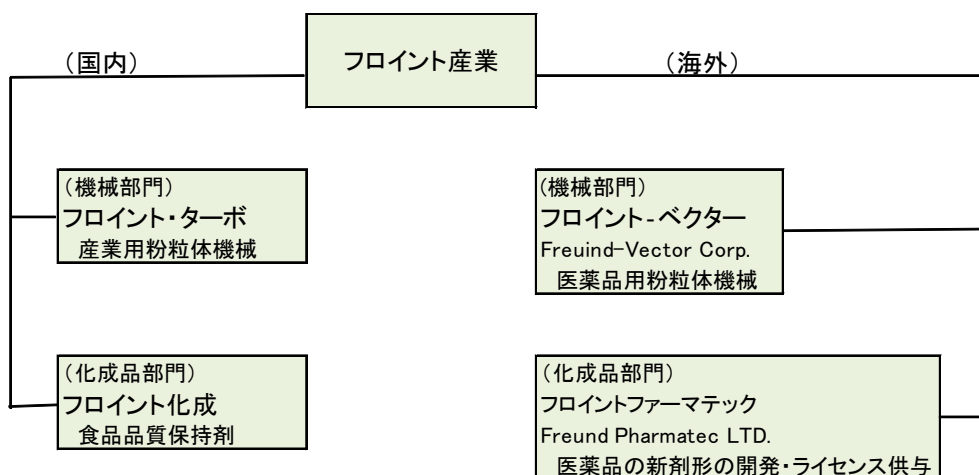
当時伯父がコピーの社長であった。彼から複写機のビジネスのコツである湿式コピーマシンに付随する消耗品で稼ぐという点を示唆され、コーティング用のフィルム液も自社で手掛けることにした。当時、この有機溶媒は色がポイントで、他社にまねできない被膜技術とともに販売は拡大し、稼ぎ頭となった。

当社のスタートは錠剤のコーティングにあった。液体に可塑剤を処方して膜がやわらかくなるようにした。この液体と機械で特許をとった。この製剤機械は米国でも特許をとった。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

伏島会長は創業者であり、堀前社長は会長夫人の弟である。そして、この3月から会長の長男が社長に就任した。伏島巖社長は1969年生まれで、97年、28歳の時に当社に入社した。海外など国際部門が長かったが、直近までは機械事業本部の経営責任者(本部長)をしていた。なお、伏島取締役管理本部長は親戚筋に当る。

フロイント産業の主要グループ会社



米国フロイントベクター社をもう1つの軸に事業形態と広げる

現在グループの社員は340人程度である。このうち親会社に170人、米国の子会社フロイントベクターに110人、あとはフロイント化成、フロイント・ターボに半々といった構成である。

1966年に米国に代理店を作った。翌年には機械を携えて大手製薬企業にキャラバンをした。自動コーティング機械は好評であった。

機械の革新は続き、有機溶媒に代わって水が使えるようになり、しかも乾燥スピードが3倍になるような新型機械を開発した。このハイコーターの特許(特許)は申請済みだったので、ライセンス契約をした。1979年に米国のベクター社と提携し、その後子会社化した。ベクター社はアイオア州シーダーラビッツに本拠地があり、造粒、コーティングの機械を製造販売している。北米、南米、欧州、中近東をテリトリーとしている。当社とフロイントベクターとの間に製品の直接的取引はないので、互いにかなり独立していた。

このベクター社を97年に子会社化した。大株主は伏島会長をよく知っており、信頼できる経営者として、株を譲渡してくれた。ベクター社は、アイオアの田舎にある。ここで、当社のライセンスを活かしながら、米国に合った機械に仕上げ、業績をあげてきた。

国状の違いに合わせて、強度を上げる、オペレーションを両持ちから片持ちにする、ドキュメントを作るなど、米国のビジネス慣行に合わせて。さらに米国はもちろん、ここか

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ら欧州や南米にもインターナショナルビジネスを広げていった。

2012年1月には、ベクター社の社名に、フロイントを付け、フロイント-ベクター社とした。経営の自立性は認めていたが、グローバル展開に当って、もっと本社との連携を深めた方がよいと判断し、社名変更をシンボルとした。

伏島会長がフロイント-ベクター社のCEOであり、スティーブ・ジェンセン社長がCOOを務めている。日本からは、財務担当、技術担当のトップ、営業担当が出て、連携を強めようとしている。

現在、ベクター社の株式について89.05%はフロイント産業が持ち、10.95%を同社創業者及び同経営者が持っている。フロイント・インターナショナル(FIL)は、ベクターを買収する時に作った中間持株会社である。フロイント-ベクターの業績は順調であり、経営に問題があるわけではない。

フロイント産業の地域別売上高

(百万円、%)

2012.2期	日本	北米	欧州	その他	合計
売上高	11794	1512	841	1087	15236
構成比	77.4	9.9	5.5	7.1	100.0

(注)海外売上比率22.6%、フロイント産業単体の輸出比率15%
フロイント-ベクターの地域別売上構成:北米54%、南米25%、
欧州11%、中東・アジア10%。

グループ力の強化

1980年に大川原製作所と業務提携した。大川原製作所は、機械の製造を担当しているアウトソーシング先の1つである。かつてはかなりのウエイトを占めていたが、現在はアウトソーシング先を3社に分散している。その中でもシェアの高い連携先である。

フロイント化成は品質保持剤を生産し、販売は親会社を通してしている。1977~78年頃に、アルコール錠剤系の品質保持剤に参入した。

機械では、2年前にターボ工業を4.0億円で買収した。ここは粉体機械のメーカーで、特許も有する。このフロイント・ターボは、同社の創業者の後継者問題もあり、当社と連携することにした。年商9億円程度で機械部門に入った。粉体を作る装置メーカーであるが、当社とは分野が異なり、工業用の粉体や食品用の粉体を中心とする

なお、大阪事業所は機械と化成品の販売を担当しており、名古屋営業所は品質保持剤の販売を担当している。

2. 強み 日本では圧倒的 No.1、世界でも3位

製剤機械と化成品を両輪とするのは世界でもユニーク

当社の機械と化成品は、ペンとインクのようにお互いに補完的である。製剤機械に、化成品としての賦形剤を入れて、薬や食品としての固形剤が出来上がる。この両方を手掛けている会社は世界にもあまりない。

薬の中の錠剤に関する生産プロセスをみると、混合機→造粒機→乾燥機→打錠機→コーティング機、という流れである。この中で、当社は造粒機、乾燥機、コーティング機を手掛けている。

これらの機械はかなりニッチな分野であり、その中で当社は知的財産権を300件ほど所有している。大手製薬企業の製薬プロセスのスペック(仕様)も熟知している。したがって、こうした分野に大手の機械メーカーは中々入ってこない。

世界の機械メーカーの中で、同業他社という点では、グローバルに見てドイツのGLATT(未上場)が業界トップ、ドイツのGEAが第2位(未上場)、当社が第3位というところである。ドイツの製剤企業では、合従連衡が進んで大分集約され、マネシティ、ローラン、ヒュッテリンがこれに続く。

添加剤では、旭化成、信越化学、日本ソーダ、BASFなどがある。GEA社は打錠機も生産しているが、当社は手掛けておらず、日本では菊水製作所、畑鉄工所など、別の企業が専門に作っている。

日本では当社がトップで、パウレック(未上場)が第2位である。パウレックはグラット(GLATT)と技術提携しているが、日本でのシェアは当社が3分の2以上、パウレックが3分の1というレベルである。北米ではフロイント-ベクター社が業界3位という地位にあり、今後のグローバル展開にはフロイント-ベクターが鍵を握ることになる。

化成品では、医薬品への添加剤という点で、信越化学がトップ、2位が旭化成、3位が三和化学工業で、当社は4位につけている。

専門分野で世界と戦う

当社は、日本、米国、アイルランドに拠点をもち、世界で戦っている。日本での競合相手であるパウレックはグラット社と提携し、輸入代理店であると同時にメーカーとして、自社の生産機能をもっている。粉体関係の機械メーカーでは、ホソカワミクロンやダルトンなどがあるが、いずれも医薬品分野は手掛けておらず、むしろ当社が一部ユーザーとなっている。

造粒、コーティングでは当社が圧倒的に強い。パウレック(グラット)やGEA(日本拠点)は、国内でのメンテナンス、サービス体制という点で、当社には追い付けない、24~48時間以内にサービスするという体制は十分とれないからである。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

一方、欧州にいくと、グラット、ゲアは手強い。当社のアイルランドは研究開発型の拠点で、機械販売のビジネスは米国フロイント・ベクター社から攻めている。

米国の子会社フロイント・ベクター社は、リーマンショック後落ち込んだが、ここにきて回復してきている。また、ブラジルなど南米が市場として伸びているので、米国からブラジルも攻めている。フロイント・ベクター社は米国にVPS（ベクター・ファーマシューティカル・サービス）という治験の受託を行う会社をもっていた。しかし、分野が異なるので、2007年にこの会社を日本のCROのトップであるシミックに売却した。それがシミックCRO USAとなっている。

フロイント産業の主要拠点

☆フロイント産業 技術開発研究所

- ・研究開発型企业として、最先端の製品開発に注力
- ・顧客に試作、アプリケーションテストを提供
- ・内外で300件以上のパテント(知的財産)を所有

☆フロイントファーマテック

- ・球形状顆粒(表面積が少なく、膜厚制御が容易)とシームレスミニカプセルの独自技術を応用して、欧州でDDS(ドラッグデリバリーシステム)製剤技術を開発中
- ・2011年7月にGMPの承認を取得

☆フロイント・ベクター

- ・フロイント産業本体の開発力に、米国の設計力、製造力を融合して、現地適応型の新製品を開発

☆フロイント・ターボ

- ・フロイント産業本体の造粒、コーティング技術と、旧ターボ社の粉碎・分級技術を相互補完して、新しい粉体加工技術へ展開

先端の製剤技術開発で先行

コーティング剤は最初の開発から、5~6世代目になっているが、それぞれの世代で基本特許を持っている。コーティングの品質の良さは乾燥能力にかかっている。表面をきれいにみせるには、エタノール系の有機溶媒を使う方が水より蒸発しやすいので効果的である。しかし、コストと環境への影響から水溶剤に変えわり、水に溶けやすい溶剤で水性シェラックとして用途が広がった。

今主流なのは、微粒子コーティングである。100ミクロン(0.1mm)の粒子にコーティングをすると、口の中で水なしで溶けても苦味が出ずに飲み込むことができる。300ミクロン

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

以上になるとザラザラ感が残る。微粒子コーティングはコストが高くなるので、普及には時間がかかるとみられるが、有望な技術である。

これから大事になるのは、薬のコンテイメント（封込め、containment）である。薬は薬理活性が強いので、作業する人の安全を守る必要がある。薬剤が大気に出ないように封じ込めるのである。まだ、スタートしたばかりで、まず臨床試験用の薬を作る設備に入っていこう。ここで危ないものは、生産設備でもコンテイメントされることになる。コンテイメントは、①初期の実験レベル、②臨床レベル、③生産レベルで、それぞれ重要になってこよう。

米国とアイルランドをベースにグローバル展開

伏島会長は、もう1つの夢を実現すべく手を打った。2010年に設立したアイルランドのフロイントファーマテック社である。欧州で製剤技術をロイヤリティビジネスとして展開する。現在日本人3人、現地採用10数人の規模である。

フロントファーマテック社は、シームレスミニカプセルに強い。現在は微小粒の新製剤の研究をしている。基本技術は日本のもので、それを応用して現地に合った製剤技術を研究している。ライセンスで稼ぐこと、機械を販売することもあるが、会長の夢は欧州の製薬企業から薬を作ってくれという要請がくることである。錠剤の95%以上は添加剤で、本当の薬の部分は10mgと極めて少ないものである。薬品分野における縁の下力持ちとして、製剤ビジネスそのものに入ることを狙っている。

当社の機械売上げの30%が米国フロイント-ベクター社のものである。基本設計は統一しているが、欧米向けのスペック（仕様）で現地生産している。錠剤においては、キズやバリの定義も違う。日本のユーザーは薬に対してもきめ細やかさを要求するが、米国ではさほどでもない。また、日本では工事付きで機械の受注を受けるが、米国では工事なしというのが普通である。フロイント-ベクター社は欧米で、競合10社と戦っている。

製剤技術で世界トップクラス

浜松の化成品本部の工場では、球状顆粒を作っている。丸くするのは当社のコア技術である。球形にするのは、徐放性（徐々に溶けて、効果を長持ちさせる）を保つように工夫するのに役立つ。

医薬品の添加剤は、砂糖を主原料として、これに薬物を被覆し、その上に皮膜を作る。核はグラニュー糖で正八面体である。雪だるま式に丸く大きくしていく。

球状顆粒の大きさは、710~850ミクロン（マイクロメートル）、500~710、355~500、200、100といろいろある。300ミクロン以下になると、水なしで、ザラザラ感もなく服用できる。

これとは別に、乳糖に結晶セルロースを加えて使う方法もある。乳糖は槍の形をしており、カロリーが低く価格も安い。核がないから薬が絡み易く、形も小さくできる。当社が

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

研究して先行的に実用化した。

乳糖は今、最も使われている。世界では、DFE フォンテラエクスペアレンスが医薬品用乳糖のトップ企業で、当社もそこから輸入している。

高齢化が進むと、錠剤のニーズが増えてくる。しかも微小径にする方が飲み易くなり、薬効が長持ちする徐放性も求められる。これに合った製剤作りが、ますます必要になってくる。

本来でいえば、核はいらない。いかに上手く丸くできるかがポイントである。この丸くする技術は、実は職人技であって、当社はこの分野で世界トップクラスである。

乳糖にセルロースを入れるのは、セルロースが糊の役割を果たしている。この糊がなくて、乳糖 100%でも造剤ができる技術もっており、その受注も受けている。糊と反応しないように薬物を使用することもあるからだ。

3. 中期経営計画 第5次中期計画「ビジョン50」で営業利益20億円を目指す

創業50周年に向けて

ビジョン50(VISION 50)は、2014年4月に創業50周年を迎えるので、それに向けた第5次中期3カ年計画(2012.2~2014.2)である。

医薬品において、カプセルや錠剤が伸びていく。ジェネリックが成長しており、国内においても海外においてもチャンスが広がっている。2014年2月期には売上高200億円、営業利益20億円を目指している。1年目は売上高152億円、営業利益11億円と好調であった。2年目の会社計画は売上高162億円、営業利益13億円、であるから、3年目である来期のハードルはかなり高い。一気に売上高200億円、営業利益20億円まで伸ばせるかどうか、かなりストレッチする必要がある。

1年目は機械部門で、ジェネリック向けが伸びた。また、コンティメント(封じ込め)の機械も新薬メーカーに伸びている。これは、毒性の高い新薬が製造プロセスにおいて外部にもれないように厳密に封じ込めておき、作業する人々を守ることのできる機械装置である。フロイント・ターボ社の乾式造粒機も市場を広げている。

2年目の今期は、機械部門では、新製品の開発に力を入れる。フロイント・ベクター社のグローバル化を加速する。フロイント・ターボ社は粉碎技術に独自のものを持つので、今後フロイント本体とのシナジーを一層追求していく。また、フロイント・ターボ社の製品をこれまでは国内だけの取り扱いであったが、フロイント・ベクター社と連携して、欧米展開を図る。

化成品部門では、アジア市場の開拓に力を入れている。日本の医薬品メーカーの海外展開に加え、海外の医薬品メーカーが日本への輸出を拡大しようと動いている。日本の市場

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に入るには、日本のユーザーに合った薬に仕上げる必要があり、当社の機械、化成品も必要になってくる。フロイント - ベクター社の製品をインドなどへ拡販していく方向である。

中期経営計画 VISION-50

- ・2014年2月期(創業50周年)に、売上高200億円、営業利益20億円を達成
- ・世界市場でリーディング製剤機械・添加剤メーカーへ飛躍するために、
①既存事業の拡大、②新規事業への参入、③グローバル戦略を強化する
- ・機械部門で既に実施した施策
ジェネリック(後発医薬品)メーカーとの関係強化
コンテイメント(封込め)需要への提案
新製品オプティミル(低-中粘度湿式粉碎機)の投入
- ・化成品部門で既に実施した施策
フロイントファーマのGMP承認取得

売上高営業利益率 10%が目標

現在は第5次の中期計画が走っている。2014年2月期で売上高200億円、営業利益20億円、売上高営業利益10%を目指している。2014年2月期は当社の創業50周年に当たる。そこで、中期計画を「ビジョン50」と名付けている。

売上高200億円の時点の機械と化成品の売上高は3:2くらいの割合で、機械部門の売上高120億円、営業利益14億円(全社管理経費控除後ベース)、化成品部門の売上高80億円、営業利益6億円程度が1つの目途となろう。営業利益が20億円になるとROEで12%程度は達成できるので、投資家にとっての魅力も大きく高まってくる。

研究開発型のファブレスを志向

薬の錠剤作りにおいて、それを作る機械と薬の添加剤の双方を手掛けている。世界でもペン(機械)とインク(添加剤)の両方をビジネスにしているのは当社だけである。それぞれのノウハウをうまく活かせるので、それが強みである。顧客も当社の研究所にきて直接テストを行うほどである。製剤の最適化が的確にできるのである。

当社は、工場を持たないファブレスを指向しているので、基本的に大型の設備投資は行わない。コアの生産設備は自前でしっかり保有するが、機械も化成品も協力工場にアウトソーシング(外注)しているものが多い。

アイルランドでは製剤技術のビジネス化を目指す

アイルランドに作った子会社では、日本で機械や原料(添加剤)を売ってきたノウハウを活かして、新しいビジネスをやろうとしている。製剤の技術、ノウハウを売っていかうというものである。

アイルランドのフロイントファーマテック社は、2010年1月に設立された。製剤技術の欧州拠点で、今5つの物質に対して、製剤技術の特許を出願している。基本は日本で開発した技術であるが、日本での特許出願はしていない。ノウハウとして社内に保持してきた製剤技術を欧州でビジネス化しようという戦略である。

2010.12期、2011.12期、と実質2年を経てまだ赤字であるが、技術ノウハウで収益化を図ろうとしている。現在年間の赤字額は、0.7~1.3億円は程度である。本社を西新宿から新大久保に移し、家賃が年間0.5億円ほど安くなっているため、こうした経費削減を図りながら、一方で先行投資を続けている。

アイルランドでは、新しい製材技術を売っていく。例えば、1日3回飲む薬を1回で済むような薬に仕上げるノンパレル(球型)のミニカプセルを活用して、それを実現しようとしている。それを製造する機械を販売してもよいし、そのテクノロジー供与して、薬ができればロイヤリティをもらうという方式もありうる。機械はフロイント-ベクター社が提供し、ロイヤリティはアイルランドの子会社に入るという形になりうる。

米国の子会社フロイント-ベクター社との連携

フロイント-ベクターは、日本と欧米の客のニーズが違うところを上手くカバーし、展開できる。グローバル展開では、米国の子会社フロイント-ベクター社が大きな存在となっている。日本スペックはきめ細かく、薬の見た目もきれいであることが求められる。米国では様子が少し異なる。米国に合った薬が作れるようにフロイント-ベクター社は独自に対応しており、米国バージョンを作っている。

今後、フロイント-ベクター社とのシナジー(相乗効果)をいかに高めるかが課題である。既に技術のトップに日本人を送り込んでおり、技術交流を深めようとしている。また、営業担当も送って連携を図っている。米国の創業者ジェリー・ザラドニック社長(73歳)、スティーブ・ジェンセンCOO(55歳)は二人とも同社の株を所有している。年に3回、取締役会を催している。

新興国に出ていくには、フロイント-ベクター社のよさと日本製のよさを上手く取り入れていくことが必要である。アジア展開に当たっては、現地でのスペックが必要である。そのため拠点も必要で、すでに中国ではスタートしている。

インド、中国を攻めるにあたってはアフターサービスで日本的なきめ細かさに対応し、それで差別化し、フロイントブランドを作っていく方針である。

当社にしかないミニカプセルを作る機械は、インドでも強みを発揮する。タバコのミン

トカプセルなどに有効である。実際、アジアでもフロイント-ベクター社の製品を売る機会が増えつつある。

グループ企業の業績

(百万円、%)

		売上高	営業利益	同率
フロイント産業単体	2010.2	10669	495	4.9
	2011.2	12248	839	6.8
フロイント-ベクター	2010.2	2757	112	4.0
	2011.2	2799	277	9.9
フロイント化成	2010.2	1395	21	1.5
	2011.2	1336	4	0.3
フロイント・ターボ	2010.2	561	63	11.2
	2011.2	1093	52	4.8
フロイントファーマテック	2010.2	0	-67	—
	2011.2	0	-131	—

(注)フロイント・ターボは2010年6月にM&A

4. 当面の業績 最高益の更新が続き、利益率も向上

営業利益でピーク利益更新

前2012年2月期は、売上高15236百万円(前年度比+14.9%)、営業利益1065百万円(同+56.6%)、経常利益1123百万円(同+60.9%)、当期純利益608百万円(同+17.7%)となった。営業利益でピーク利益を更新した。

セグメント別にみると、機械部門ではハイコーターFZが好調であった。久しぶりのヒット商品といってよい。フロイント・ターボ社のオプティミル(低-中粘度湿式粉碎機)も順調に拡大した。フロイント-ベクター社の営業利益は円ベースでも急拡大した。また、アジア向けも好調であった。為替は、円/ドルレートで前年度が、87.8円であったのに対して、2011年2月期は79.8円と、10%ほど円高となった。

化成品では、栄養補助食品(健康食品)が伸びている。これによって、欧州子会社のR&D費も十分吸収できている。化成品部門に属するフロイントファーマテック社はGMPの承認を得た。これからビジネスを拡大する可能性が広がってこよう。

営業利益が680百万円から1065百万円に増加した要因は、粗利益の増加による効果+672百万円が大きい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

バランスシートでは、流動資産が2293百万円ほど増えているが、これは通常のビジネス拡大によるものである。バランスシートをみると、受取手形、売掛金が多いように見える。これは医薬品メーカーとの取引は支払いのサイクルが長いからで、長年の商慣行によるものである。当社は無借金経営で、財務的な問題はない。

キャッシュ・フローでは、営業キャッシュ・フロー1417百万円に対して、投資キャッシュ・フロー154百万円であったので、フリー・キャッシュ・フローはかなり増えた。2011年2月期の設備投資が少なかったのは、ややずれこんでいるからである。新しい品質保持剤の設備や米国での設備増強の微調整の影響である。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2011.2	2012.2	2013.2 (会社計画)	2013.2 (予)	2014.2 (予)
機械部門	8094	9582	10200	10400	11500
フロイント単体	4776	6595		7200	8000
フロイント-ベクター	2757	2799		3000	3500
フロイント・ターボ	561	1093		1300	1500
営業利益	619	907		1100	1300
売上高営業利益率	7.6	9.5		10.6	11.3
化成品部門	5163	5653	6000	6200	6700
医薬品添加剤	2064	1948		2000	2100
食品品質保持剤	1962	1892		1900	2000
健康食品他	1136	1812		2300	2600
営業利益	338	470		600	700
売上高営業利益率	6.5	8.3		9.7	10.4
セグメント間調整額 (全社的管理費)	-328	-312		-350	-400
売上高	13257	15236	16200	16600	18200
営業利益	680	1065	1200	1350	1600
売上高営業利益率	5.1	7.0	7.4	8.1	8.8

(注)(会社計画)は公表ベース。(予)アナリスト予想。

業績は海外動向に依存

過去の業績のピークは、2009年2月期の経常利益10.6億円であった。この時は売上高135億円中海外売上比率が10~15%ほどであった。海外はマージンが高いので、この時に最

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

高の業績を上げた。

2008年2月期は、経常利益10.2億円に対して、当期純利益が914億円ほど出ている。これは、米国に所有していた治験（臨床試験）の子会社を売却したことによる。これによって、売却益が3億円ほど出た。この会社は日本のCROの大手シミックに売却したが、マイノリティとして数%の株式は残してある。

2011年2月期は、大幅減益となった。海外比率が1桁まで減った。たばこのフィルターの子会社に関わる需要が減ってきたことによる。フロイント・ターボ社の買収は4.0億円ほど要したが、会計上では負ののれん益が3.0億円ほど発生した。一方で、2011年2月期は、過去最高の受注となった。

機械部門の地域別売上高

	2011.2	2012.2	(百万円、%)	
			(構成比)	(伸び率)
日本	4914	5870	61.3	(+19.4)
北米・南米	1953	2206	23.0	(+12.9)
欧州・アフリカ	594	844	8.8	(+42.0)
中東・アジア	631	662	6.9	(+4.9)
合計	8094	9582	100.0	18.4

今期も営業利益率は向上

今2013年2月期については、高水準の受注残と海外への拡販で、引き続きピーク利益の更新が続こう。売上高16200百万円（前年度比+6.3%）、営業利益1200百万円（+12.7%）、経常利益1310百万円（同+16.6%）当期純利益700百万円（同+15.6%）、という会社計画は十分達成が見込めよう。為替レートは80円/ドルを前提にしている。

機械では、ハイコーターFZをはじめ新製品が伸びるうえ、フロイント・ターボ社の産業機械用も増加しよう。化成品では、ジェネリック向けと栄養補助食品の受託加工が引き続き拡大しよう。

アイルランドについては、GMPをとったが、現在技術を確立しているところで、いくつかの製剤技術は開発しているが、マーケティングはまだ行っていない。

インドでも日本の製剤機械を購入してくれている。中国では大半が漢方である。よって、乾式造粒機が中心である。いずれ西洋薬が増えてくれば、それに合った薬を作るようになる。

前期は栄養補助食品が6割増となったが、これはある企業のサプリメントを当社の添加剤を使って受託生産している。このビジネスは、商品数を増やししながら急拡大を見せている。

ハイコーターFZは、コーティング機械であるが、スペックが欧米タイプになっている。通常の日本式は、ドラムの中にゆっくり風を送って、コーティング剤をスプレーで少しづつ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

つ入れて、きれいな表面を作る。これに対して、FZは風を強くし、スプレーも強力にして、大量生産が高速でできるようにした。風とスプレーのバランスを工夫して、薬としてのいいコーティングもできるようにした。

同じものが半分の時間でできるので、効率が圧倒的に高い。製品としての付加価値も高いので、当社のヒット商品として収益に貢献している。

今期の業績については、会社計画を上回ってくる公算が高いので、このテンポ次第で中期計画達成の可能性も高まってこよう。今のところハードルは高いが事業拡大に勢いが出ているので、今後の展開に注目したい。

配当性向は20%を目標としており、2013年2月期は3円増配の18円が予定される。

設備投資と研究開発費

(百万円、%)

	2011.2	2012.2	2013.2(予)
設備投資	448	120	500
減価償却費	257	264	300
研究開発費	355	390	400
売上高R&D費	2.7	2.6	2.5

5. 企業評価 中期計画の達成には海外市場の拡大が鍵を握る

グローバルマネジメント力がいかに発揮されるか

今後の中期展開において、国内においてはジェネリックに期待している。海外では米国フロイント-ベクター社の南米拡大が注目される。フロイント-ベクター社の売上では米国内の売上よりもインターナショナルの方が上回りつつある。機械だけのビジネスではあるが、今後は添加剤にもチャンスを作ることが出来る。添加剤は各国の規制が厳しいので、十分な準備が必要である。

がんを使う薬など、主成分は薬としての効果(薬効)が高い分、健常の作業者にも影響がありうる。そこで、薬効をシールする製剤機械(コンテイメントスペック)が必要となる。こうした機械がアジアのジェネリックでも今後必要になってこよう。

今後の展開としては、1)工場の設備稼働率を上げるには、外部からの受注生産を増やしていく、2)医薬品に限らず、健康食品などの儲かる分野にシフトしていく、3)製造プロセスのコストダウンに力を入れる、という点にある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

10年単位で将来を見ると、薬が注射剤に変わっていく可能性も高いが、飲み易く、効き目の長持ちする錠剤へのニーズも一段と高まろう。当社の技術をもってすると、医薬品の製造は十分できる。すでにいろいろ引き合いがきて、生産に入っているものもある。

3カ年計画の3年目の業績目標は高い。ここを達成するには、海外ビジネスを一段と伸ばす必要がある。従来あった国際本部を改組して、機械事業本部、化成品事業本部の中に入れた。新社長は海外経験も豊富なので、十分期待できる。フロイント-ベクター社の海外売上は南米のブラジル、チリ、アルゼンチンでも伸びており、欧州を入れて、半分以上に達している。アジアについては、フロイント本体から国内支店と同じ感覚でマーケティングしていく方針である。中期計画のドライバーとしては、ベクター社の南米での拡大、ターボ社の化粧品パウダーへの展開、サプリメントの受託なども一段と寄与してこよう。

中期計画3年目の来2014年2月期の営業利益で20億円が達成できるかどうかは、海外市場開拓でもう一段の成果が上げられるかどうかにかかっている。この分野で世界トップクラスの地位に向上させるには一定の努力を要するので、企業評価はBとする。(企業評価の定義については表紙を参照)

現時点の株価(5/2)で見ると、PBR0.67倍、ROE9.0%、PER7.3倍、配当利回り2.8%である。業績がピーク利益を更新し、ROEも8%を超えてきているので、低いPBRが見直されてよい。今後の業績拡大が実績を持って示されるにつれて、当社の企業価値もマーケットにおいてかなり評価されて行こう。