

## 6312 フロイント産業

### ～医薬品製剤用の造粒・コーティング機械で、世界の最先端を走る～

2013年5月3日

ジャスダック

ポイント

・中期3カ年計画の3年目に当たる今2014年2月期は、目標の営業利益20億円がほぼ射程に入り、引き続きピーク利益を更新しよう。機械部門で医薬品製剤用の新製品ハイコーターFZが、その生産性の圧倒的高さが評価され、売れ行きが好調である。海外での市場開拓も新興国で進んでいる。米国も回復に転じよう。化成品部門では、健康食品の受託生産が急拡大をみせている。大型受託の第2弾も大きく伸長しよう。DDS(ドラッグデリバリーシステム)タイプの当社の製剤技術が高く評価されていることによる。

・当社は、製剤技術をキーテクノロジーに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(造粒・コーティング装置、化成品群)とインク(製剤技術)のように互いの良さを追求し、そのシナジー(相乗効果)を狙っている。技術開発に優れ、錠剤を作る造粒・コーティング装置では、国内で70%近いシェアを有し、グローバルにみても欧州のグラット社、ゲア社と並んで世界3強の地位にある。

・2012年度の海外の売上比率は22%であった。米国のフロイント-ベクター社は欧州、南米、中近東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マーケティングしながらも、米国子会社との連携を活かし、成果を上げてこよう。インドでの販売代理店の見直しも注目される。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、順調に前進しており、将来のロイヤルティ収入が期待できそうだ。

・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。その次の3カ年計画の策定では、海外市場をどこまで拡大できるかにかかっている。ジェネリック(後発医薬品)市場の拡大とともに、南米に加え、アジア、中東でも市場開拓が進展しよう。

・順調な業績の拡大が見込める中、独創的な製剤技術を活かした研究開発型企業として、売上高営業利益率の次の目標は15%を目指すことになろう。そうなれば当社の企業価値はROEの向上とともに、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
2. 強み 日本では圧倒的 No. 1、世界でも 3 強の 1 社
3. 中期経営方針 第 5 次中期計画「ビジョン 50」はほぼ達成へ
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 次期中期計画では、海外市場の拡大と利益率の向上が鍵

## 企業レーティング B

株価 (13 年 5 月 2 日) 1865 円 時価総額 172 億円 (9.2 百万株)

PBR 1.75 倍 ROE 11.5% PER 15.0 倍 配当利回り 1.3%

(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	16396	1470	1618	765	88.8	20.0
2014.2(予)	19200	1950	2000	1070	124.1	25.0
2015.2(予)	20700	2200	2250	1200	139.2	25.0

(13.2 ベース)

総資産 14971 百万円 純資産 9315 百万円 自己資本比率 61.4%

BPS 1066.7 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

### 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、錠剤の飲みやすさなど製剤機能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、カプセル剤、顆粒剤、散剤などのタイプである。

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、中南米、欧州などをカバーする。フロイント・ターボ社は3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強の地位にいる。

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%)に添加する無害の副材料で、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(バウムクーヘン)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

2013.2期	売上 構成比	営業利益 構成比	特 色
機械部門	60.5	65.9	
医薬品関連	83		医薬品、食品、ファインケミカル用
産業関連	17		造粒、コーティング装置の製造販売。
小計	100		コーティング装置の国内シェア70%、世界第3位
化成品部門	39.5	34.1	
医薬品添加剤	32		医薬品添加剤、食品品質保持剤、
食品品質保持剤	29		栄養補助食品の製造販売。
健康食品他	39		GMP(薬事法などに基づく医薬品の製造品質
小計	100		管理基準)対応の設備で生産。

### 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、サプリメントのタブレットを作るに当たっても、当社の機械装置が使われている。

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。

薬品とサプリメントの違いは、医薬品とされる主成分の含有にある。主成分の違いのほかは、構造的に類似するものである。

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。防腐には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成品事業に属し、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"> <li>・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)</li> <li>・シームレスミニカプセル スフェレックス</li> <li>・造粒装置 フローコーター (流動層造粒コーティング装置)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・食品品質保持剤 食品添加剤 食品品質保持剤</li> <li>・栄養補助食品 シームレスミニカプセル DDS対応 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 ビフィズス菌</li> </ul>

(注)DDS:ドラッグデリバリーシステム

#### 浜松の技術開発研究所で独自開発

当社の核は浜松にある「技術開発研究所」である。経営理念は、“創造力で未来を拓く”であるが、独創的な開発の源がここにある。この研究所では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、造粒・コーティング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、国内医薬品向けではなく、グローバルに対応する独自のR&Dも展開している。健康食品向けも重視している。

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(O<sub>2</sub>)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、というタイプ

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。

である。

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の作成やテストを製造前に試することができる。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。

仲間が商社などに就職する中で、自分は家業を継ぐことにしたが、ゴムとは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。高校の同級生が大手製薬会社で働いており、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。それをその友人に見せたら、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（元大手製薬会社、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。

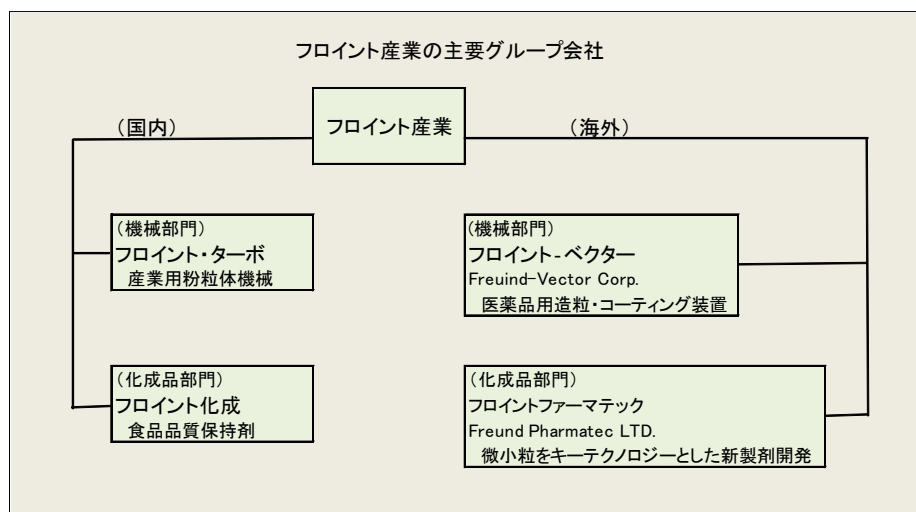
当社のスタートは錠剤のコーティングにあった。液体に可塑剤を処方して膜がやわらかくなるようにした。この液体と機械で特許をとり、製剤機械は米国でも特許をとった。

---

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、2012年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、現在43歳。米国の芸術大学(Coe College)で音楽を学び、若い時から海外経験を積んできた。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。現在は、社長兼化成品本部長である。



### 米国フロイントベクター社がもう1つの軸

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 patents (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

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。

フロイント産業の地域別売上高

(百万円、%)

2013.2期	日本	北米	欧州	アジア・南米等	合計	(海外)
売上高 (構成比)	12800 78.1	948 5.8	772 4.7	1875 11.4	15236 100.0	[3596] [21.9]

キュメントを作るなど、米国のビジネス慣行に合わせた。さらに米国はもちろん、ここか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、技術担当のトップが出向き、さらなる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。子会社化した時点でもフロイント・ベクターの業績は順調であり、経営に問題があったわけではない。

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)	2011.2	10669	495	4.9
	2012.2	12248	839	6.8
	2013.2	13506	1350	10.0
フロイント・ベクター	2011.2	2757	112	4.0
	2012.2	2812	277	9.9
	2013.2	2943	147	5.0
フロイント化成	2011.2	1395	21	1.5
	2012.2	1336	4	0.3
	2013.2	1295	-11	-0.8
フロイント・ターボ	2011.2	561	63	11.2
	2012.2	930	15	1.6
	2013.2	1022	81	7.9
フロイントファーマテック	2011.2	0	-67	—
	2012.2	0	-131	—
	2013.2	0	-134	—

(注)フロイント・ターボは2010年6月にM&A

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。

## 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6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、3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、特に硬質系の粉体装置を得意とする。

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強の1社

### 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。この分野で、両方を手掛けている会社は世界にない。

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)、デンマークのGEA(未上場)、当社が3強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

---

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。



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。

#### 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

- ・研究開発型企業として、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

#### 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)やゲア(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。

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のフロイント-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北米ビジネスは落ち込んだが、ここにきて回復してきている。ブラジルなど南米が市場として伸びているので、米

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。

国からブラジルも攻めている。なお、かつてフロイント - 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。

### 先端の製剤技術開発で先行～微粒子コーティングとコンテイメント

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わり、水に溶解しやすい溶剤である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 (0.1 mm) 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。

さらに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あるが、まずは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、生産設備の段階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くる。

### 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。

フロイントファーマテック社は、シームレスミニカプセルを軸に、微小粒をキーテクノロジーとした新製剤の開発をしている。基本技術は日本から移転し、それを昇華した新製剤技術を開発中である。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。錠剤成分の 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。製薬分野における縁の下力持ちとして、製剤ノウハウ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、海外ではさ

---

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。

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」はほぼ達成へ

### 今期は創業50周年

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10.6億円、2年目は売上高164億円、営業利益14.7億円と好調であった。3年目である今期に売上高200億円、

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。

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はあったが、営業利益 20 億円の達成はほぼ見えてくる。

機械部門で、ジェネリック向けが伸びている。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で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。

新製品の開発にも力を入れている。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・ターボ社は粉砕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。

### 3つの重点課題

今期の重点課題は 3 つある。第 1 はグローバル展開である。米国のフロイント - ベクター社は南米に展開して実績を上げているが、今期は欧州の市場開拓に一段と力を入れる。そのためにミラノにラボを設置した。また、フロイント・ターボ社のケミカル装置も導入して、米国市場での新規開拓に取り組む。

第 2 は、ファインケミカル機械の市場開拓である。フロイント・ターボ社はファインケミカル製品が得意である。化粧品、トナー、リチウムイオン電池関連の原料に使われる。分級器はふるい、造粒機は粉を固める、混式粉砕機はミクロン単位へ細かくし、乾式粉砕機は粉インクを作ったりする。ミクロンからナノへの粉粒加工である。その中で、米国のフロイント・ベクター社は、ターボスクリーナー（分級器）の販売をスタートさせる。

第 3 は、新製品の開発である。創業 50 周年を迎えるが、50 周年記念モデルを出すべく力を入れている。1 つの例として、新規の DDS システムが注目できる。これはビフィズス菌を 1 つのカプセルに閉じ込め、腸まで届けるという仕組みである。ビフィズス菌は胃酸に弱いので、胃で溶けてしまっただけでは意味がない。腸まで届いて溶けるカプセルを作ることのできる機械である。このような新しい機械の開発が浜松で進んでいる。

### 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。

---

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。

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% 程度を達成できるので、投資家にとっての魅力も大きく高まってくる。

### 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

### 新製品が好調

製剤コーティング機械の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)が、新製品として好調である。売上高の 2 割程度を占めるようになった。

製薬企業は一度機械が入ると、同じものを使おうとする傾向がある。使い慣れたものを好むからだ。その意味で、1 号機を販売することがとりわけ重要である。上場上位 3 社をはじめとする大手のジェネリックメーカーの投資が活発であるが、ここでも当社は納入実績を上げている。

また、品質保持剤の新しい用途開発も期待できる。和菓子に使える保持剤を発売した。3 年後に年商 5 億円を狙っている。

### グローバルな市場開拓

グローバルな市場開拓という点では、世界的にジェネリックが伸びていく。発展途上国においても、当社のハイエンドの製剤機械に対する需要は増えてくる。日本には製薬関連企業が 2000 社ほどあるが、中国には 5000 社(うち 200 社が上場企業)、インドには 2 万社(うち 100 社が FDA 対象)の関連企業がある。清潔で精度の高い工場を作ろうとすると、当社の出番が増えてくる。

## アジア市場の広がり

アジアでは韓国、中国、インド、台湾が主力であるが、トルコ、インドネシアも市場になってきた。営業は日本から展開しているが、製品は日本製もあれば、米国フロイント-ベクター社製もあるという状況で、ニーズに合わせている。例えば、製剤機械はステンレス製であるが、日本規格の SUS304 がよいという顧客もいれば、米国の 316 規格がよいという場合もある。アジアでは米国規格に合ったものがほしいという場合も多いので、米国フロイント-ベクター社を活かして、アジア市場を攻めようというのは、当社の大きな強みとなっている。

添加剤のアジア展開については、韓国、中国、インドで力を入れていく。ケミカルに強い企業と組んで、特殊なもので攻めていく方針だ。

インドについては、日本の製品そのままではなく、現地のニーズに合ったもう少し安い製品も工夫していく。すでに開発済みの旧モデルをベースにその機能を利用して低価格製品を作るという方法もあろう。

インドは代理店の変更を行っていたこともあって、前期のビジネスは低調であった。今期は有力の代理店が軌道に乗ってくれば拡大の余地は広がる。

## 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。

## シームレスミニカプセルが立ち上がる

当社が世界で最先端を走るシームレスミニカプセル製造装置（商品名スフェレックス）がビジネスになってきた。この装置は、当社でのみ生産している。欧州のフロイントファーマテックが現地で、この装置の主用途である「微小粒をキーテクノロジー新製剤の開発」の事業化を目論んでいる。スフェレックスは液剤をカプセル化するもので、従来注射等で処方されていた薬剤の経口剤化を目指すものである。

欧州のフロイントファーマテックは、まだ年間 1 億円強の赤字であるが、順調な進展をみせている。新しい剤形のノウハウを蓄積しており、ロイヤリティで稼ぐことを基本としつつ、機械に販売に結びつけ、ひいては製剤の受託に入っていくことも可能である。

## アイルランドでは製剤技術のビジネス化を目指す

フロイントファーマテックは、DDSの利用に向けて、2つの特定の物質に絞って製剤化のR&Dを進めている。今期はまだ売上げは見込めないが、将来はロイヤリティ収入と機械の販売に結び付く可能性があるので注目したい。

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、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期以来、実質3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1億円強であるが、先行投資を続けている。

ここでは、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。機械は当社及びフロイント-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-ベクター社の2013年12月期の業績はよくなかった。売上げがやや伸びたにもかかわらず大幅に減益になったのは、採算のよい米国内が落ちて、輸出が中南米向けに伸びたからである。米国の製薬メーカーが製造を海外に移しており、それにつれて当社の機械の仕向地も北米から中南米に移りつつある。

中南米は販売代理店を使っているため、その分だけマージンも低くなる。この傾向は今期も続こうが、ベクターの業績は今後かなり回復してくる。

フロイント-ベクターは、日本と欧米、アジアのユーザーニーズの違いを上手くカバーして展開できる。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。米国では様相が少し異なる。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(74歳)、スティーブ・ジェンセン C00(56歳)は二人とも同社の株を所有している。年に3回(ア

---

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。

イオワ、ハワイ、東京で)、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。アジア展開に当っては、現地でのスペックが必要である。そのための拠点も必要で、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で対応し、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。これは次世代型の薬を作るのに有効である。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。

フロイント - ベクター社は2012年創業40周年を迎えた。1972年に創業し、97年に子会社化し、2011年に現社名に変更した。ここの機械のコントロールパネル(制御盤)は、COMPY(コンピュ) I、II、IIIと発展して、現在はCOMPY IVまできている。このCOMPY IVの日本語バージョンを浜松の研究所におき、日本でも応用できるようにした。また、米国では、COMPY Vの発売も予定しており、米国工場の増設も計画中だ。

フロイント - ベクター社の利益率が低いように見えるが、これは海外の売上高が増えるのと利益率が下がるからだ。海外は代理店を使っているなので、その分相対的に収益性が低い。安定した需要が見込める地域では、今後直販の仕組み導入も検討していく方針だ。

機械部門の地域別売上高

	(百万円、%)						
	2011.2	2012.2	(構成比)	(伸び率)	2013.2	(構成比)	(伸び率)
日本	4914	5870	61.3	(+19.4)	6384	64.4	(+8.8)
北米・南米	1953	2206	23.0	(+12.9)	1758	17.7	(-20.3)
欧州・アフリカ	594	844	8.8	(+42.0)	769	7.8	(-8.9)
中東・アジア	631	662	6.9	(+4.9)	1003	10.1	(+51.5)
合計	8094	9582	100.0	(+18.4)	9914	100.0	(+3.4)

### フロイント・ターボの製品を欧米へ

次なる展開も進行中だ。フロイント・ターボ製品の欧米進出、ベクターの北米・南米以外へのグローバル展開、化成品のアジア市場の開拓などが動き始めた。ターボ社製品の欧米展開については、現在、米国のベクター社から人が日本に来て、米国での生産、販売について準備中だ。

2年前に4億円で買収したフロイント・ターボ社はうまくいっている。営業のシナジーが出て、売上高は年間10億円に寄せ、セグメントの利益率も10%は出せるようになってきた。

次のM&Aにも対応できるように準備はしている。現状では10億円程度の内部資金は使えるが、それ以上の規模になれば外部ファイナンスが必要になる。自己資本(87億円)の規模から見て、20~30億円のM&Aには十分対応できよう。



## 当社の技術が生きるサプリメント作り

サプリメントでは、当社の造粒、コーティング技術が生きている。同じサプリメントの効能でも、それを吸収しやすい形に均一に整え、高い品質で提供できるかどうかで効き目も異なってくる。現在の大型の商品が伸びているのに加え、次の商品(DDS 型のサプリメント)もピッチよく立ち上がっている。利益率は自社品の添加剤や品質保持剤の方が、受託生産のサプリメントよりも高いが、利益貢献度という点では、サプリメントが貢献している。

## 受託ビジネスの拡大

化成品では、サプリメント(健康食品)の受託ビジネスが伸びている。サプリメントは既に10種類以上手掛けているが、そのうち大手企業から受けているものがヒットして、規模が拡大している。当社の強みは製剤技術を持っていることにあり、重要成分に特殊コーティング技術を応用することで、胃で溶けずに腸まで届けるというようなことができるのである。こうした徐放性のコントロール技術に優れている。サプリメントでは新しい動きもあるので、もう一段拡大する可能性は十分有する。このサプリメントについては、ブームの後定着しているもので、急減するようなことはない。

## DDS に合致した製剤作りが威力を発揮

ビフィズス菌を腸まで届けるという DDS (ドラッグデリバリーシステム) 合致した製剤作りでは特許をとっている。有力企業とサプリメントを開発し、昨年から販売に入り、当社が受注生産を受けている。

製薬メーカーでは同じテクノロジーを有しているが、用途がかなり異なる。ニーズに合致したサプリメントという点で、この DDS は他の有力物質にも使える。次の展開が大いに期待できる。

## 4. 当面の業績 最高益の更新が続き、利益率も向上

### 2012年2月期はハイコーターZが好調

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あってよい。フロイント・ターボ社のオブティミル(低-中粘度湿式粉碎機)も順調に拡大した。フロイント・バ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、

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。

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。

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トが長いと、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。

### 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135億円のうち、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。北米におけるフロイント・ベクター社の販売悪化が響いた。フロイント・ターボ社の買取には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。

受注・受注残の動向

(百万円、%)

	2012.2	2013.2	
機械部門			
受注	10135	9280	(-8.4)
販売	9582	9914	(+3.5)
受注残	5810	5271	(-9.3)
化成品部門			
受注	2065	2844	(+37.7)
販売	5653	6482	(+14.7)
受注残	337	546	(+61.8)
合計			
受注	12200	12125	(-0.6)
販売	15236	16396	(+7.6)
受注残	6148	5817	(-5.4)

(注)カッコ内は前年度比伸び率

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。

## 2013年2月期は北米の不振を十分カバーし、過去最高の利益を達成

2013年2月期は、売上高16396百万円（前年度比+7.6%）、営業利益1470百万円（同+38.0%）、経常利益1618百万円（同+44.1%）、当期純利益765百万円（同+25.7%）と史上最高の業績を達成した。

機械の受注は前年度比-8.5%、受注残も-9.3%と減少したように見えるが、受注のずれ込みが8億円ほどあったので、全く心配はいらない。2013年2月期の4Qについては、やや慎重なスタンスとなった。一部受注の期ズレや製品の不良対応などもあり、利益は先送りとなった。この分は今期にはプラスに働こう。

フロイント・ベクター社の利益が146百万円（-46.9%）と大幅減になっているが、これは国内販売が減って、中南米向け輸出が増えたことが大きい。海外代理店を使うので販売手数料がかかる分だけ採算が低いことによる。フロイント・ターボ社は順調に業績が上がっている。

セグメント別の利益をみると、機械は売上の伸びが小幅にもかかわらず、利益は大きく伸びた、これはプロダクトミックスの効果と限界利益率が高いことによる。

機械では、ハイコーターFZをはじめ新製品が伸びた。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ずつ入れて、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。

### セグメント別業績

	(百万円、%)				
	機械 (伸び率)	化成品 (伸び率)	調整額	合計	
2012.2					
売上高	9582 (+18.4)	5653 (+9.5)	-1	15236	
営業利益	907 (+46.3)	470 (+20.9)	-312	1065	
(同利益率)	9.5	8.3		7.0	
2013.2					
売上高	9914 (+3.4)	6482 (+14.7)	—	16396	
営業利益	1172 (+29.2)	565 (+20.2)	-267	1470	
(同利益率)	11.8	8.7		9.0	

(注) 同利益率は、売上高営業利益率

化成品では、健康補助食品が+40.8%と大幅に伸びて好調を継続している。化成品は利益率でみると、医薬品添加剤が最も高く、次が品質保持剤で、健康補助食品は相対的に低い。しかし、売上げの伸びはサプリメントが高いので、利益増加の貢献度はここに依存している。フロイント化成品は、化成品の製造を担当しており、工場の役割なので、利益的にはト

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。

ントンであってよい。

フロイントファーマは、まだ収入がない。R&Dに取り組んでいるので、販管費の分だけ赤字となった。-134百万円の赤字である。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、本格的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。

#### 地域別売上高

	2012.2	2013.2	(百万円、%)	
			(構成比)	(伸び率)
日本	11794	12800	78.1	(+8.5)
海外	3442	3596	21.9	(+4.5)
北米	1512	948	5.8	(-37.3)
欧州	841	772	4.7	(-8.2)
アジア・南米等	1087	1875	11.4	(+72.4)
合計	15236	16396	100.0	(+7.6)

(注)伸び率は前年度比

地域別の販売を見ると、北米は落ちているが、受注は回復してきている。国内ではジェネリックメーカーが需要を牽引している。また、新薬に対するコンテイメント(封込め)機械の需要も増えつつある。海外では新興国の引き合いが増えている。

南米ではプエルトリコ、ブラジル、メキシコ、アルゼンチン、エクアドルなどが好調だ。欧州ではフランスで大型案件があった。中近東ではトルコが伸びている。アジアでは、韓国、中国、台湾、インドが伸びている。北米の減少は、フロントーベクター社の受注案件の仕向地がメキシコ、プエルトリコの周辺国に偏ったことによる。

特別損失が発生している。これは米国での訴訟に伴う和解金 301 百万円である。一過性のもので、ビジネスに特に支障はない。特許紛争でしばらく揉めていたが、裁判所の裁定のもと和解で決着した。特許訴訟は、ベクター社の造粒装置のオプションモジュールに関するものである。グラット社の米国子会社と 2006 年から係争していた。この特許はすでに切れているので、今後問題になることはない。

バランスシートは健全で、自己資本比率も 61.4%へ向上した。キャッシュ・フローもフリー・キャッシュ・フローが 408 百万円ほど発生している。研究開発型のファブレス企業を志向しているので、大型投資は必要ない。

#### 2014年2月期は中期目標の営業利益 20 億円に近づく

2014年2月期の会社計画は、売上高 18500 百万円 (前年度比+12.8%)、営業利益 1750 百万円 (同+19.0%)、経常利益 1760 百万円 (同+8.8%)、当期純利益 950 百万円 (同+24.1%) 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。

今期の会社公表は保守的で固めの数字である。売上高は慎重に、費用については固目に見ている。例えば、中国、韓国については、国家間の不協和音がビジネスにも響いている。日本からの輸出が抑えられる可能性もある。それでも社内的には、中期計画3年目の目標である同200億円、同20億円を達成しようという意気込みであると、伏島社長は強調する。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2011.2	2012.2	2013.2	2014.2 (会社計画)	2014.2 (予)	2015.2 (予)
<b>機械部門</b>	8094	9582	9914	11500	12000	13000
フロイント単体	4776	6595	7024		8200	9200
フロイント-ベクター	2757	2799	2983		3800	4200
フロイント・ターボ	561	1093	1022		1300	1500
営業利益	619	907	1172		1550	1730
売上高営業利益率	7.6	9.5	11.8		12.9	13.3
<b>化成品部門</b>	5163	5653	6482	7000	7200	7700
医薬品添加剤	2064	1948	2041		2200	2300
食品品質保持剤	1962	1892	1889		2100	2200
健康食品他	1136	1812	2552		2900	3200
営業利益	338	470	565		750	820
売上高営業利益率	6.5	8.3	8.7		10.4	10.6
<b>セグメント間調整額 (全社管理費)</b>	-328	-312	-267		-350	-350
<b>売上高</b>	13257	15236	16396	18500	19200	20700
<b>営業利益</b>	680	1065	1470	1750	1950	2200
<b>売上高営業利益率</b>	5.1	7.0	9.0	9.5	10.2	10.6

(注)(会社計画)は公表ベース。(予)アナリスト予想。

今上期の会社計画では減益となるが、これは米国フロイント・ベクター社の受注残が少ないことによる。下期はよくなるので、十分取り戻すことができよう。現状では売上高の200億円は難しいが、営業利益の20億円は射程内にあるとみてよい。

新製品のコーティング機械、ハイコーターFZが好調で、これは今期も続く。化成品では健康補助食品(サプリメント)の受託が品目を増やしつつ大幅に伸びている。

アジア展開では、中国、韓国が政治的な要素もあり遅れているが、インドでは有力な代理店への変更に成功した。インド向けには、独自のコーティングマシンを準備している。インドスペックである。今後の規模拡大が見込めよう。2013年2月期の海外売上比率は22%であった。これを今期は28%まで高めていく計画である。

為替は95円/ドルを前提にしている。輸出は円建てなので、直接的影響はないが、円安で現地での価格競争力は増やす。それと、海外現法の利益を円換算する時にプラスに効く。

フロイントファーマテックについては、2014年2月期も売上げは見込んでいない。現在

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。

液状カプセルなど 2 つの開発を手掛けている。ライセンスアウト、ロイヤルティ収入が基本で、今のところ受託生産までは考えていない。

配当は、配当性向 20%を目途にしている。2013 年 2 月期に 5 円増配して 20 円としたが、2014 年 2 月期も 5 円増配の 25 円を予定している。

## 研究開発型企业としての成長を志向

当社の経営環境は良い。医薬品はジェネリックに向かっており、これに対応するジェネリックメーカーの設備投資は拡大が続く。団塊の世代は、健康を維持するために予防に力を入れ、サプリメントの需要を支える。同時に病気になる人は増えるので、医療費抑制の中でも、薬の量的拡大は続く。グローバルには新興国で医薬品の需要は拡大する。先進国でも日本と同じような高齢化はいずれ進行していく。

その中で、当社の製造技術が評価され、市場開拓は進んでいる。日本のフロイント産業（単体）がテリトリーとするアジアでは、インドで新しい代理店がスタートする。これまでの代理店に比べて、トップクラスの販売力を有する。フロイント・ベクター社も、中南米で市場を拡大している。

フロイント・ターボ社の産業用の造粒はナノテクの領域である。化粧品やコピーのトナー、電池の電極など、ニッチな分野で強さを見せている。このテクノロジーをフロイント・ベクター社で利用し、欧米で製品を売る計画が進んでいる。

欧州では、フロイントファーマテックがマーケティングに入っていく。これまでは技術の確立、応用に力を入れてきたが、今年からは製剤技術を応用して既存薬の効能を高めたり、スペックアウトした薬剤の後活など、当社の技術を活かしたビジネスに力を入れていく。引き続き赤字で先行投資が続くが、進展は見せている。

### 設備投資と研究開発費

(百万円、%)

	2011.2	2012.2	2013.2	2014.2(予)
設備投資	469	218	221	500
減価償却費	257	264	232	300
研究開発費	355	390	435	500
売上高R&D費	2.7	2.6	2.7	2.7

当社は研究開発型の企業で、製造についてはアウトソーシングしている。よって、大型の設備投資は必要ない。それでも一定の設備は所有していくので、新しい設備の対応は必要である。2014 年 2 月期については、品質保持剤や米国のフロイント・ベクター社で設備投資を要する。しかし、資金的には内部資金で賄えるので全く問題ない。なお、設備投資

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。

はずれ込んでおり、2014年2月期が5億円の設備投資となろう。

今後の課題は、海外展開のスピードである。フロイント産業のアジア市場開拓、フロイント・ベクター社の欧州市場の拡大、また販売だけでなく、生産拠点についても検討が必要になろう。

## 5. 企業評価 次期中期計画では、海外市場の拡大と利益率の向上が鍵

### 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、内外とも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。製剤機械中心のビジネスではあるが、今後は産業用や添加剤にもチャンスを作ることが出来る。添加剤は日米欧各国の規制が厳しいが、その基準を準用できる韓国・台湾などでのビジネスチャンスがある。

癌に使う薬など、主成分は薬としての効果(薬効)が高い分、健常の作業員にも影響がありうる。そこで、薬効をシールする製剤機械(コンテイメントスベック)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、アウトソーシングも含めて、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。

10年単位で将来を見ると、癌領域等の新薬が注射剤に変わっていく可能性も高いが、経口投与で、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。

### 次期3カ年計画で目指すもの

次の3カ年計画に当っては、営業利益率で15%を目指すことができるかどうかポイントである。自己資本比率が高いこともあって、ROEをもう一段高めるには、営業利益率の向上が不可欠である。海外売上比率を40%に高める方向の中で、海外の採算を上げること、当社の独自技術を活かした付加価値商品のプライシングを見直すことも必要になろう。

次の3カ年計画においても、海外ビジネスを一段と伸ばす。2012年に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げは南米のブラジル、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。

---

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。

中期計画のドライバーとしては、フロイント本体のアジア、ベクター社の南米・中近東等の新興国での市場拡大、ターボ社の化粧品パウダー等、エンド商品の付加価値が高い分野への展開、製剤技術を用いたサプリメントの受託なども一段と寄与してこよう。いずれにしても海外拠点の拡充がテーマになってこよう。

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力をつけ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)

2012年11月に立合外分売を6万株ほど行った。小額ではあったが個人投資家の人気は高かった。1部上場基準には2200人の株主が必要であるが、近づきつつある。

現時点の株価(5/2)でみると、PBR1.75倍、ROE11.5%、PER15.0倍、配当利回り1.3%である。最近の株価上昇を受けて、PBRから見ると、マーケットでは一定の評価を受けている。業績がピーク利益を更新し、ROEも10%を超えてきているので、PBRがさらに見直されてもよい。今後の業績拡大が実績を持って示されるにつれて、当社の企業価値はマーケットにおいて一段と評価されて行こう。