

## 6312 フロイント産業

～医薬品製剤用の機械で世界の先端を走り、高採算の医薬品添加剤も拡大～

2021年11月6日

ジャスダック

ポイント

・米国のフロイント-ベクターで2Qに受注が急増した。ブラジルからの受注が急回復したことによる。コロナ禍で止まっていた需要が急に動き出した。全体の受注も前年同期比+15%と順調であり、受注残も同+23%と膨らんでいる。

・国内ではジェネリックメーカーで設備増強の動きが強まっている。品質不正問題の影響で、供給責任を巡り、設備の更新・新設が、当社の製剤機械の受注に結びつきそうである。来期も含めて、受注の上乗せが期待できよう。

・2つの重要な戦略を遂行した。1つは、2020年11月にイタリアのCos. Mec(コスメック)社を買収した。当社と重複しない製剤機械を有し、当社とは別の途上国市場に強いので、今後のグローバル展開に日米欧の三極の製造拠点をベースに立ち向かえよう。

・2つ目は、2020年12月に上海に合弁で技術開発研究所(上海FCセンター)を設置する契約を締結した。中国の医薬品市場は政府の政策もあり、品質の向上に取り組んでいる。製剤機械と医薬品添加剤のラボは、来期に向けて稼働しよう。浜松、アイオワ、ミラノに続く有望拠点として、今後への期待は大きい。

・もう一つの主力分野である医薬品添加剤は、順調に伸びている。輸出面では、中国向やインド向けに拡大できよう。また、リチウムイオン電池市場はEV用に高い成長が期待できる。同時に固体電池の技術革新も進もう。それらに向けて、ユーザーニーズを先取りした画期的な新製品、グローバルな市場開拓を進めている。

・中期計画では、2023年2月期に売上高201億円、営業利益14.6億円を目指す。3年目の来期は、この目標を上回る公算もある。その先の中長期のビジョンとしては、日米伊中印での5極体制で、新市場の開拓を進め、2030年に向けて売上高300億円、営業利益30億円以上、海外売上比率50%、ROE10%以上、というのが1つの目標になる。

・これが目指せる体制を整えつつある。収益力の回復局面にあり、株価は割安である。まずはPBRで1.5倍を目指す方向にある。

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。

## 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. 中期経営計画 M&A や合弁の展開で海外市場の拡大が進展
4. 当面の業績 来 2023 年 2 月期は大幅増益へ
5. 企業評価 新市場の開拓に期待

## 企業レーティング B

株価 (2021 年 11 月 5 日) 855 円 時価総額 157 億円 (18.4 百万株)

PBR 1.03 倍 ROE 5.7% PER 18.1 倍 配当利回り 2.3%

(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
2013.2	16396	1470	1618	765	44.4	10.0
2014.2	17616	1286	1341	787	45.7	12.5
2015.2	17424	1150	1249	695	40.4	15.0
2016.2	19027	1346	1394	961	55.7	12.5
2017.2	21164	2041	2097	1064	61.7	20.0
2018.2	19801	1971	1994	1477	85.7	20.0
2019.2	18408	1223	1326	843	50.2	20.0
2020.2	16772	558	582	381	22.8	20.0
2021.2	16765	1147	1344	995	59.5	20.0
2022.2(予)	18500	1100	1130	790	47.2	20.0
2023.2(予)	20400	1500	1500	1030	61.5	20.0

(2021.8 ベース)

総資産 20206 百万円 純資産 13944 百万円 自己資本比率 69.0%

BPS 832.8 円

(注) ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。2009 年 6 月に 1:2、2016 年 2 月に 1:2 の株式分割を実施。EPS、配当は修正ベース。2015.2 期の配当は 50 周年記念配 2.5 円(修正ベース)、2017.2 期の配当は上場 20 周年記念配 5.0 円を含む。

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、③業績下方修正のリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、という観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

薬の錠剤を作る時の造粒・コーティング装置（機械）と医薬品添加剤等（化成品）の双方を主力製品としている。この分野で機械とそこで使う化成品の2つを手がけているのは、世界でも当社だけである。

その関係は、ペン（機械）とインク（化成品）の役割に長く例えられてきた。この例えを最近では発展させている。①機械や化成品というプロダクト（ハード）と、②それを創り出すテクノロジー（ソフト）、という2つの見方である。当社のコア・テクノロジーは製品を作り出す技術開発力にある。

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。液状のがん領域薬、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、散剤などの固形剤タイプである。

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（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（米国）、コスメック（伊）、フロイント・ターボが関わる。フロイント-ベクターは、北米、中南米、欧州、中近東などをカバーする。2020年に買収したコスメックも独自の強みを有する。フロイント・ターボは2010年に買収し、化粧品やトナー用など、医薬品以外の産業機械分野を中心に手掛けている。機械部門では、造粒・コーティング用で国内トップシェアを有し、世界でも3強の地位にいる。

フロイント産業の事業内容

	売上構成比		営業利益構成比		特 色
	2020.2	2021.2	2020.2	2021.2	
機械部門	66.3	66.6	28.5	66.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>・医薬品、食品、ファインケミカル用</li> <li>・造粒、コーティング装置、印刷機の製造販売。</li> <li>・コーティング装置の国内シェア70%、世界第3位</li> </ul>
医薬品関連	84	85			
産業関連	16	15			
小計	100	100			
化成品部門	33.7	33.4	71.5	33.5	<ul style="list-style-type: none"> <li>・医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養補助食品の製造販売。</li> <li>・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。</li> </ul>
医薬品添加剤	50	49			
食品品質保持剤	37	34			
新規食品（健康食品他）	13	17			
小計	100	100			

製剤技術や装置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。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。薬品とサプリメントの違いは、医薬品は病気の症状への効

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。

用があり、サプリメントは栄養成分の補助が目的で主成分の種類と含有にある。

### 医薬品添加剤に加え、品質保持剤、栄養補助食品分野へも展開

化成品では、医薬品の添加剤、食品の品質保持剤、栄養補助食品などを手掛けている。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。

品質保持剤では、半生菓子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腐敗を防止する。例えばバウムクーヘン、カステラなど半生菓子のしっとり感を保つ。カビの発生等、食品の劣化を防ぐには、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。

食品品質保持剤の国内市場は、脱酸素剤が200億円市場、エタノール系が35～40億円市場で、バウムクーヘンなどに使われるしっとり系の保持剤の規模は大きくないが、当社はここで強みを発揮している。エタノール系は当社が先行開発して市場を作ってきたので、現在でもシェアは5割を超える。一方、脱酸素系へも品揃えの一貫として参入している。

品質保持剤の当社のブランドはネガモールドである。エタノール蒸散材と脱酸素剤の機能を併せ持つ。アルコール度と水分活性のバランスを図って、アルコール度の強い方から、ネガモールド、ネガモールド・ライト（アルコール分がネガモールドの25%）、ネガモールド・ナチュラル（同5%）、ネガモールド・ゼット（アルコールなしの脱酸素剤）などを取り揃えている。

### 浜松の技術開発拠点で独自開発

当社の核は、浜松の「技術開発研究所」にある。“創造力で未来を拓く”を経営理念とし、独創的な開発の源がここにある。この部門では40数名が研究開発に従事しており、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。また、品質保持剤や健康食品向けも重視している。

浜松の技術開発拠点は通常の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ことができる。新しい薬や食品関連に

---

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。

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>・造粒装置 フローコーター (流動層造粒コーティング装置) フローコーター高速造粒モデル (流動層造粒乾燥コーティング装置) グラニューフォーマー (連続造粒装置)</li> <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) ハイコーターV (新型自動錠剤コーティング装置)</li> <li>・錠剤印刷装置 タブレットス(TABREX)</li> <li>・粉体ハンドリング装置</li> <li>・シームレスミニカプセル スフェレックス</li> <li>・粉碎機、混合機 Vターボ、バランスگران</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 健康食品の受託生産 シームレスミニカプセル DDS対応 AQシセラック、サプリメント、 コエンザイムQ10 ビフィズス菌</li> </ul>

創業 55 年、伏島社長がグローバル経営を指揮

伏島社長(51歳)は、2012年に社長に就任し、リーダーシップを発揮している。当社は2021年4月に創業57年を迎えた。1964年、伏島靖豊氏(82歳、名誉会長)が創業した。創業者の父の会社は、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の際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。大学卒業後、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。現在のコーティング(被膜)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工業から購入した。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

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。



格を2倍にしたら、それでも売れた。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の生産も始めた。1号機が売れたので、会社は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は、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。

伏島氏は創業者であり、堀元社長は創業者夫人の弟である。そして、2012年3月に伏島巖氏(長男)が社長に就任した。伏島巖社長は1969年生まれで、米国アイオワ州シーダーラビッツにあるCoe Collegeで経営を学び、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。海外など国際部門の業務が長かったが、社長就任までに機械本部長と化成品本部長を経て現在に至っている。

### 執行役員制で海外と技術サービス機能を強化

当社は、伏島社長の下に、6つの本部機能(カスタマー事業本部、技術開発研究所、品質保持剤事業本部、生産事業本部、コーポレート本部、経営企画本部)を置いている。

2019年に執行役員制度を本格的に導入した。現在、執行役員には、経営企画本部長、カスタマー事業本部長、同副事業本部長、技術開発研究所所長(機械開発)、技術開発研究所副所長(化成品開発)、品質保持剤事業本部長、生産事業本部長、コーポレート本部長、社長特命担当、フロイント・ターボ社長、フロイント-ベクター社長が就いている。執行役員を中心に、月1回経営会議がもたれている。

2019年に営業本部をカスタマー事業本部に改編したが、その中で営業と技術サービスの機能の連携が進み、コロナ禍においても一定の成果を上げている。

2021年9月の組織変更では、購買事業本部をカスタマー事業本部と生産事業本部に統合し、マネジメント人材の強化と育成などに力を入れている。

### 創業者とコーポレートガバナンス

2021年5月の株主総会で、社外取締役2名が退任し、新任の執行担当取締役と社外取締役が選任された。取締役5名という人数は変わらないが、執行サイドとして、伏島社長、若井常務(経営企画本部長)、本田取締役(新任、カスタマー事業本部長)の3名、社外取締役として中竹氏に加えて、田中尚氏(EPSホールディングス副会長)が就任した。

田中氏はエーザイで常務執行役臨床研究センター長を務めた後、EPSホールディングスで社長も務めており、医薬分野のマネジメント経験を有する。当社にとっては適任とみられる。

---

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。

中竹氏はスポーツコーチングの専門家、人材チーム作りの知見が高い。

社外取締役は2名であるが、取締役全体が5名と少数なので、当社にとっては十分である。監査役は3名（新任1名）すべて社外である。

株主数は8月末で1.59万人、うち57.5%が個人、外国人は8.3%である。伏島ファミリーの持株比率は株主上位10名で見ると、17.34%である。

創業者の伏島名誉会長は、永年、製品開発について独自の慧眼を発揮してきた。創業者は、いつまでも創業者である。社内での役割は変わったが、創業者精神をいかに受け継いでいくかという点で、重要な役割を担っている。

#### 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)	2016.2	13741	1096	8.0
	2017.2	15696	1537	9.8
	2018.2	14282	1729	12.1
	2019.2	13114	1180	9.0
	2020.2	11908	534	4.5
	2021.2	12432	898	7.2
フロイント-ベクター	2016.2	4686	293	6.3
	2017.2	4727	388	8.2
	2018.2	4354	86	2.0
	2019.2	4132	30	0.7
	2020.2	3994	-53	-1.3
	2021.2	3580	304	8.5
フロイント・ターボ	2016.2	1205	94	7.8
	2017.2	1641	79	4.8
	2018.2	1722	114	6.6
	2019.2	1866	-25	-1.3
	2020.2	1522	56	3.7
	2021.2	1422	26	1.8

(注)2021.2期4Qよりコスメックが傘下に入る。

#### 米国の有力拠点～フロイント-ベクター社

フロイント産業グループの従業員数は、2021年2月末で484名、うち本体に266名、フロイント-ベクターに112名、フロイント・ターボに55名、コスメックに51名などという内訳である。

フロイント-ベクターは、アイオワ州に自前の工場を持って製剤機械を製造・販売している。日本のフロイント産業本体とは互いに技術交流をし、スプレーガンなど一部の部品は日本から輸入しているが、基本的には独自の製品を開発し生産している。

フロイントは、1966年に米国に代理店を作った。翌年には機械を携えて海外の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。このハイクターのライセンス(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ワ州マリオン(シーダーラビッツの隣)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

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。

東をテリトリーとしている。

このベクター社を97年に子会社化した。ベクターの大株主は創業者の伏島氏をよく知っており、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、業績をあげた。

現在、伏島社長がフロイント-ベクター社のCEOであり、2019年9月から海外営業の責任者であった中山氏がCOOに就任した。フロイント本体の執行役員でもある。

フロイント-ベクターの営業と技術の責任者は現地のアメリカ人で、25年以上も務める生え抜きである。二人とも伏島社長と同世代で、コミュニケーションはよくできている。2020年10月にはベクターのラボがリニューアルされており、新しいマーケティングに力を発揮してこよう。

フロイント産業の地域別売上高

(百万円、%)

		日本	北米	欧州	中南米	アジア等	合計	(海外計)
2016.2	売上高 [構成比]	13547 [71.2]	2190 [11.5]	937 [4.9]	1325 [7.0]	1027 [5.4]	19027 [100.0]	[5480] [28.8]
2017.2	売上高 [構成比]	15601 [73.7]	3331 [15.7]	553 [2.6]	830 [3.9]	847 [4.0]	21164 [100.0]	[5563] [26.3]
2018.2	売上高 [構成比]	13676 [69.1]	1913 [9.7]	1787 [9.0]	1065 [5.4]	1357 [6.9]	19801 [100.0]	[6124] [30.9]
2019.2	売上高 [構成比]	12999 [70.6]	1526 [8.3]	410 [2.2]	1826 [9.9]	1645 [8.9]	18408 [100.0]	5408 [29.4]
2020.2	売上高 [構成比]	12195 [72.7]	1393 [8.3]	557 [3.3]	1502 [9.0]	1124 [6.7]	16772 [100.0]	4577 [27.3]
2021.2	売上高 [構成比]	12089 [72.1]	1571 [9.4]	702 [4.2]	642 [3.8]	1759 [10.5]	16765 [100.0]	4675 [27.9]

#### フロイント-ベクターの事業展開～本社はアイオワ州マリオンに

米国のフロイント-ベクターは、アイオワ州マリオンに本社がある。マリオンはシーダーラビッツのすぐ隣で、シカゴから飛行機で1時間のところにある。アイオワ州の州都はデモイン、それに次いでシーダーラビッツは第2の都市である。マリオンも含む周辺の人口は17万人程度なので、小さな町である。

製剤機械を製造、販売しているが、化成品はこれまで扱っていない。製造はライセンス生産から始まっているが、日本と同じものを作っているわけではない。基本となる技術を入れ、米国他、グローバルの製剤メーカーに合ったように機械を開発してきた。

日本のフロイントはファブレスで、技術開発し設計した後は、外部の協力企業に機械製造は委託しているが、米国では組み立てについては自社工場で行っている、部品については外部に委託しているが、最後の組み立ては内製化している。その意味では、製造技術についても、かなり社内に取り込んでいる。ベクターの売上の9割以上が製剤機械で、その他には食

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。



品や農業用の機械などがある。受託生産で種子のコーティングをして、製品を作るコントラクトサービスなども行っている。

### グループ力の強化～国内の機械はファブレス

フロイントの本体は機械製造工場を持たないファブレスなので、キャパシティアップには協力会社を増やす必要があった。従来4社に製造を委託してきたが、2015年にもう2社を選定し6社となった。

遡ると、1980年に大川原製作所と最初に業務提携した。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。現在はアウトソーシング先を6社に分散しているが、その中でもシェアの高い提携先である。

また、1977～78年頃にアルコール蒸散系の品質保持剤に参入した。フロイント化成はこの品質保持剤を生産していたが、2014年3月に経営効率化に向けて本体に吸収合併した。

機械では、10年前にターボ工業を4億円で買収した。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9億円程度であったが、機械部門に入った。粉砕機を主体とする装置メーカーであるが、当社とは分野が異なり、化学工業や食品工業の分野を得意とする。

## 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。薬の中の錠剤に関する生産プロセスをみると、

秤量→粉砕・分級→混合→造粒→乾燥・整粒→打錠→コーティング→印刷

という流れである。この中で、当社は粉砕・分級機、造粒機、乾燥機、コーティング機、錠剤印刷機などを手掛けている。

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なかなか入ってこられない。

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(グラット、未上場)、ドイツのGEA(ゲア、上場)、当社が3強である。ドイツの製剤企業は合従連衡が進んで大分集約されている。ゲア(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。当社は

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。

菊水製作所と連携を強めている。

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。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。

国内市場においては、2番手のパウレックとの競合がある。海外企業とのライセンスを活かして、低価格攻勢をかけてくる面もある。これに対して、高付加価値化、高ブランド化をいかに強化していくかが問われる。会社としては、低価格競争に引き込まれないように、価格政策をリードしようとしている。

北米ではフロイント・ベクター社が業界トップクラスという地位にあり、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。

医薬品の添加剤という点で、信越化学工業がトップ、2位が旭化成、ほかに日本曹達などがあり、当社は10位以内につけている。

#### フロイント産業の主要拠点

- ☆フロイント産業 浜松技術開発研究所(日本)
  - ・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・ターボ(日本)
  - ・フロイント産業本体の造粒、コーティング技術と、旧ターボ社の粉砕・分級技術を相互補完して、リチウムイオン電池用極材など新しい粉体加工技術へ展開
  - ・フロイント-ベクターとの連携も強化
- ☆フロイント-ベクター(米国)
  - ・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
  - ・中南米、欧州、中東、アジアへも展開
- ☆コスメック(伊)
  - ・搬送・プロセス装置、造粒機械装置などの製造販売
  - ・これまでのフロイントグループになかった製品、販路を有する
  - ・欧州、中南米、アジア、中東、アフリカなどに展開

(注) 中国に技術開発研究所(上海FCセンター)を開設準備中

#### 専門分野で世界と戦う

当社は、日本、米国に主力拠点をもち、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。

造粒、コーティングでは当社が強い。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

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。

にサービスするという体制では当社が優れている。

一方、欧州にいくと、グラット、ゲアは圧倒的で手強い。機械販売のビジネスは米国のフロイント・ベクターがミラノに拠点を置き攻めている。フロイント・ベクターは、ブラジルなど南米が市場として伸びているので、米国からブラジルなども攻めている。

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のウェイトは低く、むしろ当社が一部ユーザーとなっている。

### 浜松の技術開発研究所～先進的な用途開拓と連携

技術開発研究所は、浜松から北へ13kmの南アルプスの麓にある。標高は50mあり、地層もしっかりしている。ここに研究棟、実験棟、第1、第2生産棟、物流倉庫がある。

主要製品の1つであるフローコーター（流動層造粒コーティング装置）は、1台で均一な混合から造粒、コーティング、乾燥までの工程を連続して行うことができる。造粒は、粉末から粒（つぶ）を作る工程である。医薬品の有効成分である原薬化合物と、その機能をコントロールする添加剤を所定の比率で混合し、粒子形状に加工する。フローコーターは、浮遊した状態にスプレーガンで霧を吹きかけるようにして、粒を大きくし、その上でコーティングしていく。実際の装置製造は、資本業務提携している大川原製作所などに委託している。

大型製品のハイコーターFZ（全自動糖衣フィルムコーティング装置）は、短時間で効率よく錠剤や錠菓の表面に、均一で滑らかな被膜を形成する画期的な装置である。コーティングは、錠剤の表面に機能性皮膜を形成する操作で、薬物が体内で溶け出る状態をコントロールする効果や、薬の苦味を閉じ込めるマスキング効果を付与する。コーティングには、高分子基剤を被覆するフィルムコーティングと糖類を被覆するシュガーコーティングなどがある。

このハイコーターFZは、従来の機種に比べて、①熱風の熱効率を上げて乾燥力をアップさせた、②攪拌混合の効率を高めた、③スプレーガンの性能を上げてスプレーミストの分布を広く均一になるようにした。これで、同業他社にはできない画期的な装置となった。

スフレックス（シームレスミニカプセル製造装置）は、固体ではなく液体をベースにカプセル剤を作っていく。液体の表面張力を利用して真球の粒にして、それを連続的に生産する。まわりは硬くて、中は液体となっており、カプセルに入っている状態を作り出す。直径で1～7mmの液体をゼラチンで包み、冷却した食用油中を落とすように上から下へ流していく。それを乾燥させると、シームレス（繋ぎ目のない）ミニカプセルとなる。世界でも数社しかできない技術である。

コンテインメント（封じ込め）技術は、欧米で先行した技術であるが、国内ニーズに沿った独自開発を行い、日本発のコンテインメント技術として2013年の仲井賞（製剤技術開発への功績）を受賞した。

連続造粒装置グラニューフォーマーは、通常のバッチ方式ではなく、連続的に造粒ができる。生産量は時間で調整できる。これは薬の製造コストを引き下げようとすると、新しい生産プ

---

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。

ロセスが必要という米国FDAの方針に沿っている。通常の化学プロセスは連続である。液体や気体ならそれも容易であるが、粉粒体プロセスを連続的に行うのは簡単ではない。それに挑戦して製品化した。欧米では一部の薬剤で実用化が始まったが、日本もこれから本格化してこよう。

### 製剤技術で世界トップクラス～ノンパレル（球形顆粒）

浜松の化成品部門の工場では、球形顆粒を作っている。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。核はグラニュー糖を使用し、雪だるま式に丸く大きくしていく。

これとは別に、乳糖に結晶セルロースを加えた球形顆粒もある。乳糖は槍の形をしており、カロリーが低く価格も安い。核を使用しないので製造は難しくなるが、粒子径を小さくできる。当社が研究して先行的に実用化した。

球形顆粒の大きさは、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口腔内崩壊錠に適している。口腔内崩壊錠の製造では、かねてより市場から求められていた硬さと溶けやすさのバランスが最適な口腔内崩壊錠向けの賦形剤グラニュートールFを開発した。これにより、新たな製剤設計のサポートができるようになった。

ダイラクトーズは造粒乳糖で、直接打錠用賦形剤の中では最も使われている。世界では、欧州の DFE Pharma が医薬品用乳糖のトップ企業で、当社のダイラクトーズはそこに製造委託している。

高齢化が進むと、錠剤のニーズが増えてくる。口の中で崩壊する方が飲み易くなるが、薬効成分が口の中で溶けると苦みを感じる。口の中で崩壊しても苦みを抑えるために、薬効成分を微粒子に造粒し、その表面をコーティングする技術がますます必要になってくる。この技術には微小な球形粒子が用いられるが、この丸くする技術は職人技であって、当社はこの分野で世界トップである。

この球形粒子ノンパレルは真球に近く、薬効成分の放出制御に有効である。学術の世界でも、当社のノンパレルを使って研究したいという話がいろいろ入ってくる。

ノンパレル 108 はマンニトール（棒状結晶）を丸く形成していく。この球形の出来上がりは 100 ミクロンと微小である。口腔内崩壊ではザラザラ感がなく、高齢者にとって薬が飲み易い。このニーズへの対応に合致する。水なしで薬が飲めるというのは便利である。マンニトールは薬物と反応しにくく、爽やか感があるので利用度が上がっている。ノンパレル 108 は世界的に競合がない。

食品用の直打賦形剤（添加剤）として、マルチトールグラニューとイソマルトグラニューを開発した。直接打錠して錠剤が生産できれば効率がよい。これまで、直打に適した流動性、

---

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。

成形性のよい賦形剤がなかったが、それに適した造粒品が開発できた。

双方とも流動性がよく、打錠時の安定度が高い。マルチツールグラニューの錠剤は、吸湿による硬度低下がほとんど見られない。イソマルトグラニューは、成形性の低い錠剤（例えばグルコサミン）を直打して、容易に調製できるという特長を持つ。

米国との連携も図っている。フロイント - ベクターは、米国ダウケミカルの子会社であるダウファーマ&フードとコラボしている。ベクターの製剤機械グラニュレックスを使って、ダウのポリマー粉末でコーティングするという方法を研究している。

液体でコーティングするのではない。10 ミクロン単位のポリマーでコーティングする。そうすると、①工程が圧倒的に短縮、②唾液中に溶ける時の薬の苦みを抑えたり、薬効成分の溶出を制御したりすることができる。

医薬品添加剤や品質保持剤は内製比率を高めている。添加剤は6~7割、品質保持剤は1~2割の内製比率であるが、これがこれから上がっていく。添加剤は新薬でもジェネリックでも必要であり、1度採用されると、その薬の製品寿命終了時まで使われ、長く使用されることが多い。

### 信越化学工業とコラボ〜SmartEx™（スマートエックス）を共同開発

SmartEx は2013年に開発したものであるが、市場開拓が進みつつある。フロイントの賦形剤（マンニトール）、信越化学工業の崩壊剤（L-HPC）、結合剤（PVA）を造粒したものである。単に混ぜたというだけでなく、特殊な製剤技術で性能を高めたコプロセス品である。直打用賦形剤として、成形性のよさ、溶けやすさ（優れた崩壊性）、滑らかさ（口腔内食感）、作りやすさ（高速打錠、自動分包対応）で優位性を発揮している。

生産はフロイント、販売は信越化学工業が担当している。添加剤で信越化学工業とコラボしているが、製剤技術では当社が優れており、添加剤の多様性と米国でのマーケティングでは信越化学工業が優れているという面があり、双方の良さを活かしている。

### 米国、ブラジルでは業界2位

フロイント - ベクターの業界での地位は、米国では、全体では2位であるが、流動層の機械でみれば、トップクラスにある。米国、ブラジルでは業界2位と健闘しているが、欧州では必ずしも強くない。しかし、EU周辺国を中心に伸ばす余地が大きい。ミラノのラボは2014年に設置した。そして、昨年コスメックを買収した。

米国内は直販で、販売地域を4つに分けて責任を分担させている。リピート客が中心なので、地域をさらにわけても効率が上がるとはいえないが、販売力の強化は必要である。海外は代理店を使っている。南米、欧州については営業担当を置いて、現地の販売代理店を使っている。ブラジルでは有力な代理店によって、成果が上がっている。代理店を使うと販売マージンは低くなるという問題はあるが、効率はよい。南米、欧州のマーケティング強化にも

---

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。



力を入れようとしている。

10年前は米国内向けが中心であったが、米国からの輸出も増えた。輸出のうち南米が半分、欧州が半分という構成である。ジェネリックメーカー向けが主力で、南米ではブラジルが多い。欧州ではドイツの競合メーカーとの競争が激しくない周辺国（アイルランド、アイスランド、トルコ、イスラエルなど）が多い。

### 3. 中期経営方針 M&A や合弁の展開で海外市場の開拓が進展

#### コロナの影響

コロナの影響は、海外の機械部門でブラジル、国内では菓子用の品質保持剤などに出ているが、既に回復に入りつつある。COVID-19（新型コロナウイルス感染症）は、来年春にかけて収束してくるとみられるので、落ち込んでいた地域や製品の受注も好転してこよう。来2023年2月期の業績は大きく上昇してくるものと予想される。

#### コロナへの対応～リモートテストの活用やウェビナーマーケティングの展開

当社の営業は、浜松の技術開発研究所、アイオア州のベクター本社工場、伊ミラノの拠点にテスト用の製剤機械を置いており、顧客がここに来て具体的に使ってもらい、そこでの試験を経て受注に結び付けるという活動を行っている。

このテストに来てもらうという活動が、コロナの影響で停滞した。そこで、日本でも、リモートテストをスタートさせている。マイクロソフトの Teams を活用して、①テスト依頼、②テスト前ミーティング、③テスト機の紹介、④テスト実施、⑤テスト中のミーティング、⑥後日の結果報告などをリモートで行う。

インド、米国、ブラジルなど、ベクターのテリトリーは、コロナの影響が大きかった。内外とも、コロナに対するリスクマネジメントはかなりわかってきた。

ベクターでは、北米を中心に、新しいリモート営業に力を入れてきた。リモートウェビナーマーケティングとして、①ライブでラボ機を実演、②3～4台のカメラで画像、データをみせ、③質疑をその場で受け、④マルチ言語で時差なく対応できるようにしている。

ウェビナーでは、今後、高速攪拌造粒・錠剤コーター、流動層、ワースター造粒など、個別の内容に分けて展開している。

#### 中期3ヵ年計画の2年目～コロナショックの中で

2021年3月期から新中期経営計画がスタートした。前回の中期計画では、ジェネリックブームが一巡して、国内需要が落ち込むのを見越して、1) 海外市場の開拓、2) 新製品の開発を掲げたが十分な成果をあげるには至らなかった。

---

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。

その中で、医薬品添加剤は大きな成長をみせ、成功を収めている。新製品の開発力も高まっている。海外市場の開拓でもインド、中国などでマーケティング力を高めている。

2021年3月期から2023年3月期までの第8次3カ年計画では、ビジョンや基本戦略はこれまでと同じであるが、1) 7つの経営目標を新たに設定し、2) 数値計画も現状を踏まえた妥当な水準においた。

市場環境をみると、世界の医薬品市場は今後とも伸びよう。国内製薬メーカーが海外へ工場を移管しているが、それに対応して当社の輸出も増える方向にある。OTCや健康食品も伸びが見込める。また、リチウムイオン電池市場はEV用に高い成長が期待できる。同時に固体電池の技術革新も進む。当社にとっての医療用製剤機械、健康食品用製剤機械、産業用機械など市場開拓余地は大きい。

そのためには、1) フロイント-ベクター、ターボとの連携、2) ユーザーニーズを先取りした満足度の向上、3) 画期的な新製品、4) グローバルな市場開拓を進める必要がある。ここ数年の動きをみると、自力がついてきているが、成果をものにするという点では一層のレベルアップが求められる。

新中期3カ年経営計画の骨子  
(2021.2期～2023.2期)

〈企業理念〉	創造力で未来を拓く
〈経営ビジョン〉	フロイントグループは、世界中の人々の医療と健康の未来に貢献し、豊かな生活と食品の安全・安心を支える技術を生み出し、育成していくことを目指す。
〈ありたい姿〉	Value : ONE FREUND
	Number One (特別な価値創造) それぞれの分野、事業でNo.1を目指す
	Only One (完全顧客視点) 顧客、社会にとってOnly Oneの存在を目指す
	Be One (ネットワーキング) グループがひとつになる
〈基本戦略〉	顧客の真のニーズに技術力をもって応え、持続的利益成長をする経営構造の実現を目指す
〈経営目標〉	7つの経営目標
	1. グループの連携 グループ3社が開発・営業で連携
	2. 完全顧客視点 最高品質を顧客満足の価格、スピードで提供
	3. イノベーション重視 開発特化型企業として、重点資源投下、進捗管理の徹底
	4. グローバル経営 顧客の海外シフト、海外顧客の質重視に対応
	5. 成長戦略の実行 M&A、アライアンスによる新事業の開拓
	6. 業務改革と働き方改革の推進
	7. コンプライアンス・コーポレートガバナンスの重視

3年目の2023年2月期で、売上高20140百万円、営業利益1460百万円を目指している。2017年2月期のジェネリックブームのピーク時は、売上高211億円、営業利益20.4億円であったので、今回の目標はそこまでに届かない。

通常でいえば固めの目標といえるが、新型コロナの影響が内外で出ている。市場開拓、受

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。

注成約、検収納期という点で、活動が制約されており、1年目はやや厳しい状況にあった。

#### 新中期3カ年計画の目標

	2020.2		2021.2 (計画)		2022.2 (計画)		2023.2 (計画)	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
全社	16772	558	17800	1000	19050	1220	20140	1460
フロイント産業(単体)	11908	534	12620	850	13240	900	14070	1050
フロイント-ベクター	3994	-53	4040	70	4560	150	4720	220
フロイント・ターボ	1522	56	1800	100	1900	130	2000	160
全社実績及び修正計画			16765	1147	18500	1100		

#### ビジョンとバリュー

経営のビジョンは、「世界中の人々の医療と健康の未来に貢献し、豊かな生活と食の安全・安心を支える技術を生み出し、育成していくことを目指す」ことにある。

バリュー（価値観、信条）としてワンフロイント（Number One、Only One、Be One）を揚げ、ありたい姿の「ONE FREUND」では、1) それぞれの事業分野でNo.1を目指すという「特別な価値創造」、2) 顧客、社会にとってのOnly Oneの存在を目指すという「完全顧客視点」、3) グループが1つになる（Be One）という「ネットワーキング」の意味を込めている。

#### 重点課題に取り組む

会社は、重点課題に意欲的に取り組んでいる。①米国、アジアでの事業強化（機械装置、化成品の両面）による積極的な海外展開、②市場ニーズの強い新製品（連続造粒システム、新型コーティング装置など）の本格的な業績への寄与、③リチウムイオン電池など新素材に関わる産業用機械ビジネスへの進出、④オープンイノベーションをベースにした産学との連携強化、⑤技術交流などを通じた人材育成である。

#### イタリアの製剤機械メーカーCos. Mec社を買収～欧州に新たな拠点

2020年11月に伊のコスメック（Cos. Mec）を買収した。約12億円で100%の持分を取得した。コスメック社の2019年12月の業績は、売上高1226百万円、営業利益77百万円、純利益60百万円、総資産1350百万円、純資産236百万円と、財務体質は今一歩であった。

コスメックは、1991年設立で、製剤の搬送装置を中心に事業を拡大し、当社と同じ分野の造粒や乾燥といった機械にも手を広げてきた。2020年12月期の地域構成は、欧州39%、欧州以外61%（中南米35%、アジア13%、中東6%、アフリカ7%）であった。

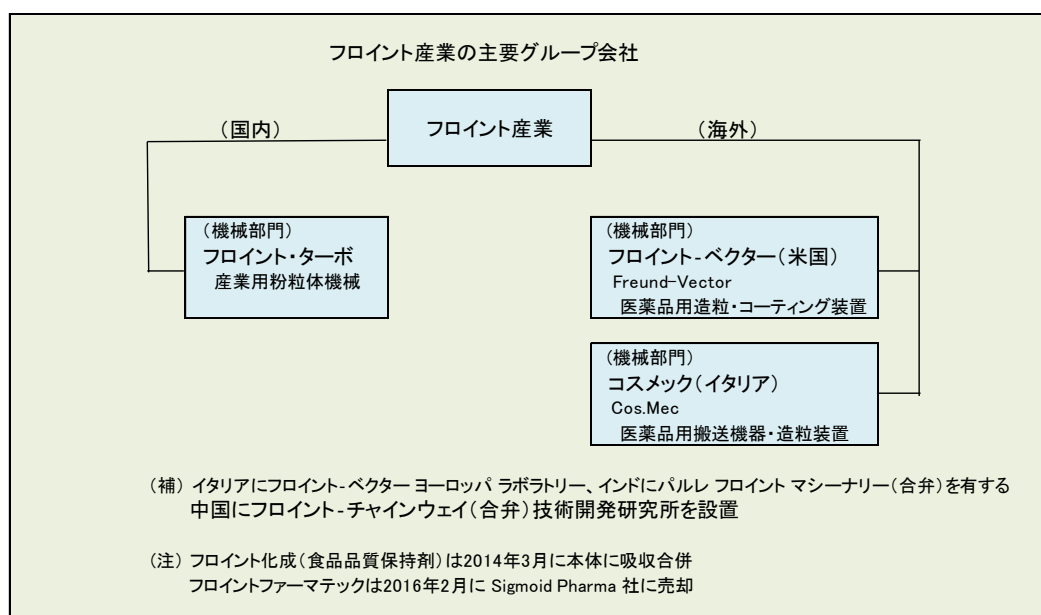
コスメックは、造粒装置と搬送・プロセス装置を主力とするが、1) 当社と製品ラインの重複が少ない、2) 顧客（国、地域）の重複が少ない。一方で、①双方のチャンネルでクロスセリングが可能である、②当社が攻め切れていない新興国に強みを有する、③自社工場を有

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。

しており、内製化ができていますので、生産拠点として活用できる。

コスメック社は創業者のアンジェロ・ラマンナ氏が、商社からメーカーへのシフトを進めてきた。製剤プロセスにおけるマテハン（搬送）機器や造粒機械装置を得意とする。社員50名ほどの中堅企業であるが、買収後もラマンナ氏以下全員がそのまま事業に従事している。

先方にすれば、1) ラマンナ氏は企業価値を一旦キャッシュ化できたことに加えて、2) フロイントの傘下に入ることによって、製品・サービスを拡大し、財務体質も改善できるので、会社の発展に結び付く。



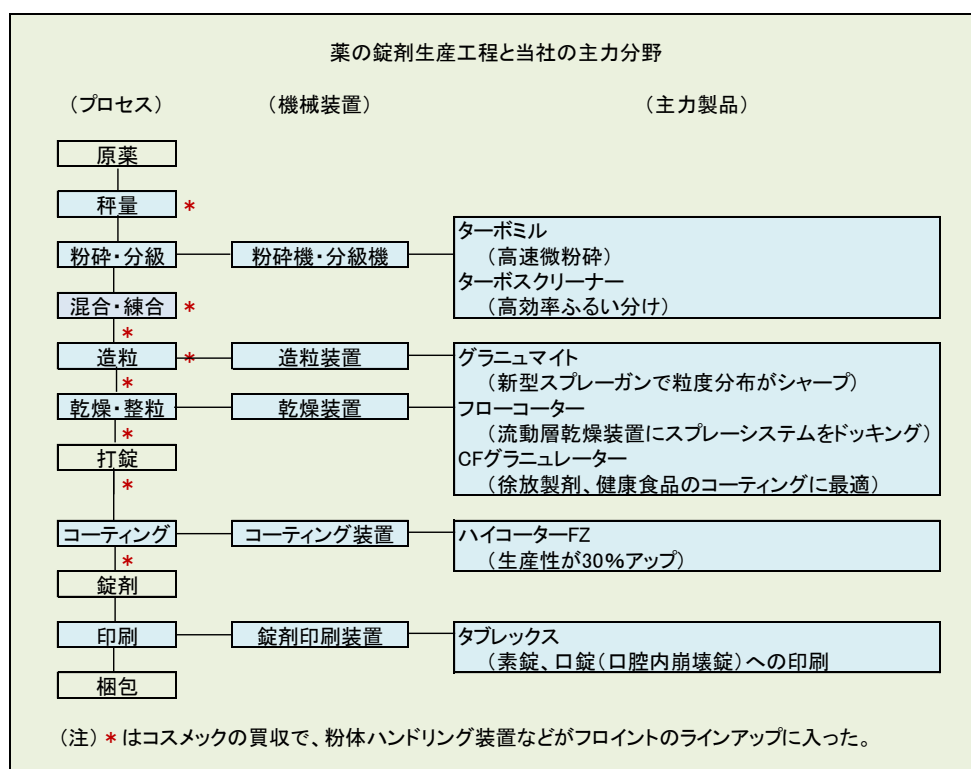
フロイントサイドは、ミラノにラボは持っていたが、同じミラノに製造拠点を確保できるので、欧州及び新興国への事業展開が大きく拓けることになる。当社と重ならない地域が多いのが特色で、中南米ではメキシコ、コロンビア、アジアではバングラデシュ、中東ではサウジアラビア、UAE、アフリカではエジプトなどに展開している。

両者の連携効果としては、1) フロイントが得意な造粒・コーティング装置をコスメック社の販売網にのせる、2) コスメック社の製造機能を活かすことができる、3) フロイント(日本)、ベクター(米国)、コスメック(伊)の三極で新興国を攻めることができる、4) 顧客の重複が少ないので、クロスセリングができる、5) コスメックのマテハン機器をフロイントグループで活用できる、というメリットがある。

昨年11月末のバランスシートで、1089百万円のものれんが計上された。10年で償却するので、年間108百万円のものれん償却が発生する。2022年2月期でみると、売上高は10億円強が乗ってこよう。ものれん償却後の営業利益では、まだ利益貢献はさほど見込めないとみられる。しかし、2年後にはかなりの期待が持てよう。年商20億円、営業利益1~2億円は期

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。

待したいところである。



### 上海に合弁で技術開発研究所を設置～上海 FC センターは今期中にスタート

2020年12月に中国で合弁会社(フロイント-チャインウェイ ファーマシューティカルテクノロジー センター: 上海FCセンター)の設立を目的とした契約を締結した。中国のチャインウェイ(Shanghai Chineway Pharmaceutical Technology) 51%、フロイント 49%の出資で、董事長(最高意思決定機関のトップ)はフロイントの伏島社長が務める。

この上海FCセンターは現在活動の準備中で、早ければ今年度末にはラボとして事業を開始しよう。上海FCセンターは、機械装置と添加剤の双方を取り扱うラボとなる。

チャインウェイ(Shanghai Chineway Pharmaceutical Technology)は2000年設立で、固形剤を中心にした製造機械、原薬、技術移転の分野で事業を展開し、1000社以上の顧客基盤を有する。ここ数年は当社の添加剤の販売代理店としても売上を伸ばしている。

チャインウェイは、当社の製剤機械と添加剤の有力販売代理店で、同社のトップ(方昌秀 董事長)とは親しい間柄である。中国における医薬品の製造品質の向上を目指す国の政策に合わせて、当社の販路を拡大するには、上海にラボを設けた方が優位性を発揮できると判断した。

マジョリティはチャインウェイがとり、総経理(実務のトップ)も方昌秀氏が担う。その方が事業の展開がスピーディに進むとみてよい。

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。



ラボという点では、浜松、アイオワ、ミラノに続く4拠点目となる。この技術開発研究所には、製剤機械と共に、添加剤のプロセス技術も提供していく。浜松の研究所と同じように、中国の製薬企業の担当者に上海のラボに来てもらって、実際に機械を使いながら製剤の開発、品質、生産効率を高めるようにもっていく。

中国において、2020年度の受注、販売は大きく伸びており、フロイントの添加剤、ベクターの製剤機械は有望である。ここにラボを持つことで、市場開拓を大きく進もう。

### ラボの拡充

当社の機械を購入するユーザーは必ずテストを行う。そのための拠点が浜松、ベクターのアイオワ、ミラノ、そして中国にも設ける。加えて、インドのパルレ社と合弁企業を立ち上げた。ラボについては、いずれブラジルにも設ける方針である。また、サービスの強化という点では、日本、米国から海外に出かけるのではなく、現地での機能も充実させようとしている。また、ベクターの製品については、今後、日本（浜松）のラボでもテストできるようにする方針である。ベクターの製品は日本のものとは異なるので、グローバル展開を行うユーザーにとっては、日本でテストできることが有効であろう。

### アジア市場～インドと中国に期待

アジアの市場では、インドと中国に期待できる。インドは内需もあるが、ここで生産して米国にもっていく。米国で信頼される品質を確保する必要があり、一方で、米国での入札に勝てるコスト競争力をつける必要がある。

パルレはインドで上位クラスの商社機能を持つ製剤機械メーカーで、そこと合弁を作った。添加剤は、業界2位のアリハントを代理店としている。

2019年3月にインドで製剤機械の合弁会社パルレフロイントを設立した。これまで販売代理店をつとめていた Parle 社(パルレ社)との合弁である。フロイント51%、パルレ社48%、パルレ社の代表1%という資本構成である。

工場は、ムンバイの隣のマハラシャトラ州のパルレ社の近くにおいた。インドは今までベクターの製品も含めて攻めていたが、合弁ではメインのパーツは日本から送り、それ以外は現地調達して完成品とする。インドでは1製品を現地生産しているが、今後もう1~2製品増やす方向にある。

現地に合った品質、コストという点で事業はうまくいきそうである。インドからアジア市場にも広げる方針である。日本からも1人責任者を送っており、営業をサポートしている。インドでの合弁は日本の製品のKD(ノックダウン)を進めて基盤を作り、フロイント-ベクターとの連携も進めている。

中国は、政府の政策で医薬品の品質をグローバル水準に上げようとしている。従来の漢方薬から新しい西洋薬に進むにつれて、製剤機械も当社が得意とする領域に入ってくる。

---

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。

中国向け製剤機械では、大口の受注に成功している。当社独自の多機能型造粒コーティング装置の需要が出ている。中国において、医薬品の品質の向上を図る政策が数年前より具体化しており、米中貿易摩擦もあって当社の受注に結び付いた。添加剤でも、当社の製品の品質が注目されており、今後市場開拓が見込めよう。

## 5 極体制で展開

フロイント産業グループは、日、米、欧（伊）、インド、中国の5極体制で、事業を一段と充実させていく。日本の浜松、米国のベクター、イタリアのミラノのラボとコスメック、中国の上海FCセンター、インドのパルレフロイントで、現地ニーズに合わせて使い分けている。いかにローカライズして現地に入っていくかが重要である。

添加剤についてもフロイントのブランドの認知度を高めて、品質、性能の良さを知ってもらうように取り組んでいく。

### フロイント - ベクターの事業拡大～ラボもリニューアル

ベクターは2020年にラボのリニューアルに3.5億円ほど投資した。米国での営業品目も拡大している。ラボを最新鋭の機械に切り替えた。顧客がラボにきてテスト用に試してみる時、新しい機械の方が効果は大きい。また、ベクターでは、ビジネスディベロップメントのエンジニアを採用して、新しい事業分野を探っている。すでにいくつかの案は出されているので、これから事業化を検討していくことになる。

フロイント - ベクターは中南米向けに輸出している。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依存から中南米へシフトした。ブラジルの代理店では、機械をテスト機として使えるようにしたり、レンタルを行ったりしてマーケティングに力を入れている。

ベクターの課題は営業力にある。アイオワ州のシーダーラビッツ（シカゴから飛行機で1時間）近郊に生産販売の本拠地を置いているが、全米、とりわけ製薬メーカーの拠点多い東部への営業力をいかに強化するかが課題なので、手を打とうとしている。

### 新型の自動錠剤コーティング装置「ハイコーターV（ファイブ）」を開発

9月に、新型の自動錠剤コーティング装置を発表した。「ハイコーターV（ファイブ）」である。これは当社にとって第5世代となるコーティング機械で、2008年に発売した「ハイコーターFZ」の機能を大幅に向上させたものである。1) 高い生産性（スピードの向上と品質の安定）、2) ユーザーフレンドリーな使い易さ（作業負荷の軽減）、3) 省人化システム（自動サンプリングや自動重量測定）などを実行できる。

作業負荷の軽減では、これまで手間のかかっていた、①吸排気チャンバの着脱、②バッフル交換、③スプレーガンの位置調節、④洗浄などをやりやすくした。

---

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。

省人化システムでは、1) コーティング中の錠剤を自動でサンプリングし、②自動で重量測定して終了時点を制御できるようにした。

このハイコーターVによって、今後需要喚起がかなり期待できよう。収益性も十分見込める。

設備投資と研究開発費

	(百万円)							
	2015.2	2016.2	2017.2	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2(予)
設備投資	545	266	564	524	627	951	637	600
減価償却費	308	321	338	344	344	386	414	480
研究開発費	592	687	640	862	832	725	526	600
売上高R&D費	3.4	3.6	3.0	4.4	4.5	4.3	3.1	3.2

(注) (予)はアナリスト予想

新しい錠剤印刷装置 TABREX(タブレックス)～仲井賞を受賞

2018年にタブレット用のインクジェット式次世代錠剤印刷技術が、第18回仲井賞(製剤機械技術学会)を受賞した。①ベルトコンベアからディスク方式への変更、②高度な認識技術との融合、③印刷適用の汎用性の向上、④低コスト化の設計といった点が高く評価された。

1) モジュール方式なので、1台、2台、3台と並べていけば増産に対応できる。2) 錠剤に印字するまでのガイドがないガイドレスの新搬送なので、スムーズでコンパクトである。3) 印字の不良率が大幅に低下し、光学検査で不良をはじく精度も上がった。4) インクはカートリッジ方式の交換なので、インクの減損が少なく手早くできる。

このタブレックスは1台1億円前後であり、1時間で10万錠印字ができる。カートリッジは1個数十万円レベルである。色もインクを変えれば黒以外の色(カラー)も使える。業界をリードしており、カートリッジで継続的に稼ぐというストック型ビジネスモデルに仕上げている。

タブレックスの開発に当っては、外部から有力人材を入れており、自社開発力を高めた。メカトロや半導体に強いエンジニアのチームが力を発揮した。

これまで技術的難度が高かった素錠にそのまま印刷することができる。素錠は見た目では区別しにくい、何の薬かがはっきり識別できるようになり、誤飲の防止に結び付く。錠剤にコーティングして、その上に印刷するのではコスト面で高くなる。素錠にそのまま刻印(プレス)するだけでは、文字は残せるがよく見ないとわからない。

新しい錠剤印刷装置は、従来のものに比べ、文字の視認性(見やすさ)が大幅に向上した。DOD(ドロップ・オン・デマンド)インクジェット方式の採用で、従来比較4倍の高精細な印刷ができるようになった。また、錠剤の両面印刷も可能にした。

TABREXの優位性は、インクにある。インクの耐光性が良いのと、カートリッジ式になっているので、取り扱いやすいという面もある。このカートリッジは、安定収益源になる。

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。

## 革新的な連続造粒装置を開発

連続生産は、医薬品の原料の秤量から混合、造粒に、乾燥、錠剤形成まで、連続一貫生産できる。グローバルにみると、連続生産ではファイザーが先行し、その装置はゲア(GEA)が納入した。10年前には上手くいかなかったが、ここ数年で連続生産が実用の段階に入りつつある。

当社も、独自の連続生産システムを確立し、それを製品化できたので、今後の展開力は高まってこよう。製剤の連続生産では、1) 個別化ニーズに合わせた小規模化への対応、2) 製造時間の短縮による効率アップ、3) 設計品質の向上が見込める。

連続生産のメリットは、1) 生産量の調整がフレキシブルにできる、2) R&Dの後の製造も同じ機械でできる。3) 設備投資などのリソースが少なく済む、という点にある。一方で、品質は本当に大丈夫か、コストは安くなるのか、規制対応はできるのか、などの課題もある。

現状では、原薬単価と生産数量のバランスの中で、連続生産に適する領域とバッチ処理に適する領域がある。いずれ連続生産が一定の領域を占めてくるので、そこへの新製品開発で先行できるかどうか注目されよう。

連続生産で最も難しいのは、薬と添加剤を混ぜる混合工程である。混合には、それぞれの薬によって均一な品質づくりのために、かなりのノウハウを必要とする。ここがうまくいかないと、後の連続生産で不良品が出かねない。

製剤における連続生産システムについては、他社とアライアンスを組んで新製品化していく方針である。工程ごとのバッチ処理ではなく、造粒、乾燥、打錠、コーティング、印刷を連続して行う。打錠では他社と組んで、全体のプロセスを作っていく。当社としては、この連続生産システムをビジネス化したいと開発を急いでいる。連続生産システムは、製剤工程を化学プラントのように一貫生産体制にもっていこうというものである。

当社は、従来のバッチ生産(処理を分けて生産)に代わる連続造粒生産を実現する造粒装置 Granuformer(グラニューフォーマー)を開発した。原料粉末を二軸エクストルーダーでバインダと混練し、垂直整粒機で造粒する。粒度分布にバラつきのない造粒品が得られ、それを新規開発したスパイラルドライヤーに連続的に供給され、熱風乾燥した後、サイクロン部で回収する。同業のゲアも連続装置を出しているが、当社も新鋭機で対応していく。連続化はこれから本格化する。装置の新設や更新時に大いに採用が期待できよう。

## 連続生産システムに注力

グラニューフォーマーは2019年2月期の第1号に続いて、2020年2月期もラボ機を受注した。ベクターは、スプレードライヤーのマーケティングにも力を入れ、受注をとっている。連続生産は今後伸びていくが、今のところはR&D用のラボ機の需要が主であるが、中規模生産用の引き合いも出ている局面にある。

グラニューフォーマーを核に、従来のバッチ生産から連続生産にプロセス全体をつないで

---

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。

いく。その時カギとなるのが、PAT（プロセス解析技術）である。バッチなら1つの処理ごとに品質を確保できるが、連続生産なので、プロセスを流れる製品の品質を継続的にチェックしていく必要がある。

当社のフィードバック制御機能はこの品質データを短時間で取得できるので、プロセスのパラメータを即時にコントロールできる。これによって、品質の安定化を図ることができる。ここでも、当社は先端を走っている。

連続生産は自動化プロセスである。人の命にかかわる薬について、今まで世界的にもプロセス全体の自動化は進んでいなかったが、ここ数年で新しい動きが始まった。自動化とは、①人手をかけない、②異常時には停止する、③警報が鳴って修正が効く、④スムーズに流れている時に人は別の仕事ができる。ということに加えて、薬の場合は、⑤品質特性は規格からはずれれることを予兆してコントロールする、⑥万が一、不良品となった時には排斥する、ことが求められる。この⑤⑥において、フロイントの独自技術が活かしている。

連続生産システムには、直打式、乾式、湿式などの生産方法がある。欧州では直打式や乾式が先行しているが、当社は湿式でリードしている。米国でもニーズがありそうなので、これをマーケティングしようとしている。

乾式については、もともとフロイント・ターボがその技術を持っていた。これを活かして連続生産システムを開発していく。同業のパウレックはグラットと提携しているので、乾式で対抗しようとしている。当社も乾式の新製品を早晚発売することになろう。

### 医薬品添加剤の製品開発～収益性の改善に貢献

製剤機械は、製薬メーカーの設備投資に依存するので受注の波があるが、医薬品添加剤は、その機械で薬を作る時に必ず必要となるので、安定した需要が見込める。

医薬品添加剤で2015年に新製品を発売した。ノンパレラー108シリーズは、これまでよりも粒子径が細かいグレードの開発に成功した。従来の粒子径（粒の直径）500～355 μm、300～180 μmに対して、212～106 μmのものである。これによって、口腔内崩壊錠のざらつきの一層の低減、カプセル剤の小型化に貢献できるので、腸溶性や放出制御という点で緻密な製剤設計ができるようになる。業界でも先端を走っているので注目できよう。

ノンパレラーを作る機械は当社でしかできない。機械を売って、添加剤も継続的に販売するというセットビジネスである。

SmartExは直打用の添加剤である。造粒工程を経ずに打錠機にかける時に有効性を発揮する。当社と信越の連携で市場は大きく伸びていこう。また、CMEC（腸溶性フィルムコーティング基剤）という添加剤を外部にアウトソーシングしている。

### ノンパレラー、SmartExの増産対応

添加剤のノンパレラーについては、数年前から販売が急速に伸びている。ある新薬のジェネ

---

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。



リック解禁とともに大きく伸びており、生産が間に合わない状態にある。浜松工場の能力を年産 12 t から 35 t へ拡大したが、浜松の自社工場で 3 直体制をとっているが、さらに能力拡大を図る必要がある。

5 年前に信越化学工業と共同開発した SmartEx は、これも急拡大をみせている。生産は当社、販売は信越化学工業であるが、2 年前の 3 t が 2019 年には 14 t へ拡大した。今後 3~5 年で需要はさらに拡大しよう。

ノンパレルと SmartEx で増設が必要となった。そこで需要増に対応すべく、新工場の建設も検討してきたが、生産能力アップには新工場を作らなくても、あと数年はいけるという判断に落ち着いた。既存設備の拡張を検討しつつ 2 から 3 直体制で対応していく方向である。

### 医薬品添加剤をグローバル展開

添加剤の輸出は、インド、中国向けに市場開拓を続けている。成果が出てくると、継続するので、今後とも注力していく。

代理店は、韓国、米国、インド、中国などにおいている。インド、中国でよい代理店（パートナー）と組んでおり、品質重視の中で当社の添加剤は有望である。代理店の強化を通して、当社の添加剤の良さをアピールしている。中国では薬の品質を上げる政策が取られており、需要拡大が見込めよう。

### 品質保持剤にも根強い需要

当社の品質保持剤、アンチモールドは 1978 年の発売以来 40 年を経てきたが、2018 年に「第 21 回日食優秀食品資材部門賞」（日本食糧新聞社）を受賞した。静菌、食感保持のために製菓製パン業界を中心に幅広く利用され累計 100 億個以上の販売実績をみせている。

品質保持剤は製造能力が足りないなので、新たに生産棟を作って増強を図っている。品質保持剤（アンチモールド）は、菓子類の新製品に採用されて暑い夏場でも伸びている。また、アジアでも食品の品質へのニーズが高まっており、アジアのコンビニ用でも利用されている。これを使えば長持ちするので市場が広がっている。

### リチウム電池用機械装置の開発と市場開拓

リチウムイオン電池（LiB）の正極材・負極材の製造工程で、当社の機械の性能が高く評価されている。原料投入時のターボスクリーナー、造粒時のローラーコンパクター、微粉砕の V ターボ、表面改質のコーティング機などである。

フロイント・ターボの機械に加え、フロイント本体の機械（ローラーコンパクター、コーティング機）なども組み合わせて、高い性能の電極作りに貢献している。

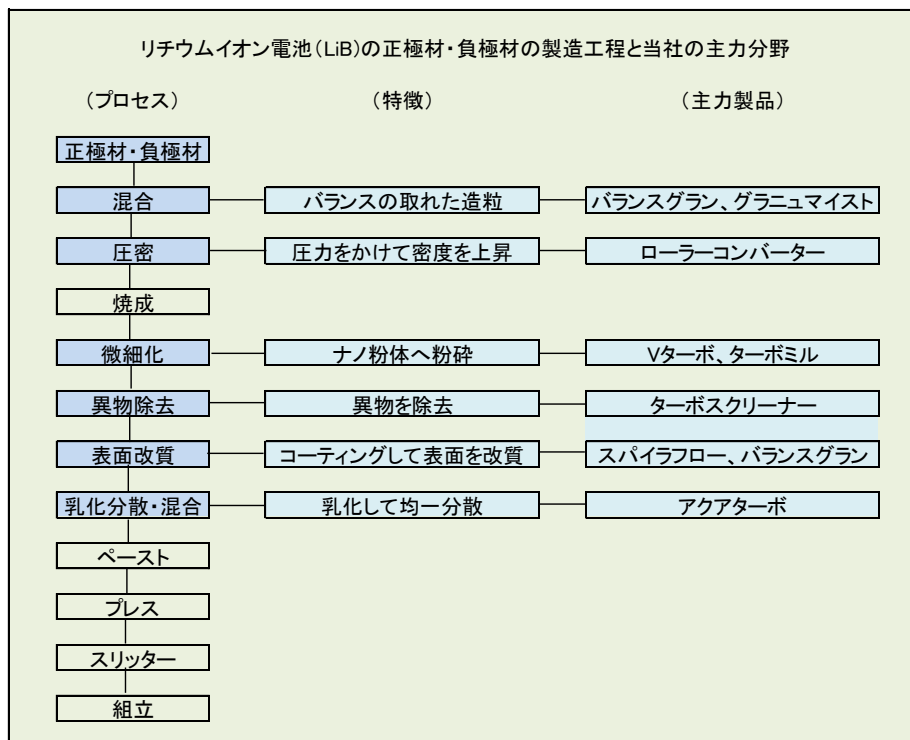
LiB 用の電極において粒子にコーティングして性能を上げ、小型化していく。その時に、当社のコーティング技術が活かしている。LiB では、医薬品用の機械を産業用のコーティング

---

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。

に応用しており、専用機を開発している。

Vターボは産業用の新製品で、製剤機械のテクノロジーを応用しているが、これをさらにLiBに合った機械にして改良する新製品開発にも取り組んでいる。製品開発ではフロイント本体とターボが連携し、営業はターボが取り組んでいる。



### 正極材・負極材用装置の競争力は高い～医薬用の技術も活かす

LiBを主力とする二次電池で、当社は、LiBに使われる正極材、負極材の製造装置を手掛けている。正極材、負極材の材料を混合（機械名：バランスグラン、グラニューマイスト）、圧密（ローラーコンパクター）、微細化（Vターボ）、異物除去（ターボスクリーナー）、表面改質（バランスグラン、スパイラフロー）、乳化分散・混合（アクアターボ）していく。それをペーストにして、プレスし、スリッターされて組立てに入っていく。

粉砕では従来よりも微細化して、ナノ粉体にする。これによって、電池の高容量化が進む。さらに、医薬品よりも小さい粒子へのコーティングによって、表面の改質を行う。混合した後、圧力を加えて密度を上げていくために、粉体圧縮調整技術を用いる。粉体を微細化すると、表面積が増えるので、高容量化が可能になる。ニッケル、コバルト、マンガンの球体に17ナノのコーティングを行う。医薬品より粒子は小さい。これによって導電性が向上する。当社はこの部材への参入では後発であるが、医薬品で培った微細加工技術を応用している。

コーティング技術は、導電性の向上という点で、次世代型電池で重要になる。ここは、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。

社の独壇場なので、大きな差別化要因となろう。圧密のローラーコンパクターでは、医薬品分野ではシェア9割を握っている。この精密技術が、電池部材でも注目されている。

EV向けLiBの電極を作る機械装置メーカーとしては、当社のほかに日本に1社、ドイツに1社あり、3社の競争となっている。今のところのメインの顧客は中国、韓国、台湾であるが、次世代EVでは日本企業との連携もある。当社の技術力を活かした製品システムは今後競合優位を發揮してこよう。

### LiBのR&Dを強化

LiBでは、山形大学と産学連携でR&Dを進めている。LiBの主要部材は、①正極材、②負極材、③セパレータ、④電解液であるが、このうち正極材、負極材の製造装置で、当社は後発ながら強みを發揮している。

材料を、混合し、粉碎し、表面を改質という工程において、当社の機械が威力をみせる。混合する機械であるバランスグランは、すでに納入した実績がある。ツインで使うので、2台を受注し、1台の容量6000lという大型サイズであった。バランスグランでは2000lのものが、受注できている。Vターボの粉碎中では発火を防ぐセラミック仕様が評価され、VT-300Cより大型のVT-400Cを上市した。これは次世代のLiB向けである。

材料製造機械においては、発火が起きないように、粉体がメタルに直接ふれないように、メタルコンタミネーションの排除が求められる。こうした高度な装置は中国メーカーが真似しようとしてもできない。また、比重や、粉径が違うものを均一に混合するという装置を中国メーカーはコピーできない。ここに競争力の源泉がある。

### ファインケミカル機械の市場開拓～フロイント・ターボが活躍

粉碎機はトナーや化学品の新しいニーズに合致したものが伸びている。超音波スクリーン式ターボクリーナーは、医薬品向けに期待できる。これは超音波で異物を除去するしくみで、医薬品向けに開発された。将来は、フロイント-ベクターでも展開できる可能性がある。

フロイント・ターボ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。分級機はふるいによる異物除去、造粒機は粉を固める、混式粉碎機はミクロン単位へ細かくし、乾式粉碎機はプリンターのトナー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-ベクターは、ターボスクリーナー（分級機）の販売を始めた。

### サービス事業の立ち上げ

現在、日本には当社の製剤機械が8000台ほど稼働している。この機械のメンテナンスサービス事業を新事業の1つとして立ち上げる。機械売上高の10～15%は補修パーツやサービスの売上である。米国のフロイント-ベクターはその面での取り組みがかなり進んでいる。

---

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。

この1年かけて、国内のメンテナンスサービス事業についても、その骨格を作っていこうとしている。

#### 4. 当面の業績 来2023年2月期は大幅増益へ

##### 2021年2月期は大きく回復

2021年2月期は、売上高16765百万円(前期比-0.0%)、営業利益1147百万円(同+105.5%)、経常利益1344百万円(同+130.7%)、純利益995百万円(同+161.0%)と好調な回復をみせた。

##### 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	
2016.2					
売上高	13037 (+19.2)	5990 (-7.6)	—	19027	
営業利益	1189 (+7.3)	519 (+9.6)	-362	1346	
(同利益率)	9.1	8.7		7.1	
2017.2					
売上高	14914 (+14.4)	6249 (+4.3)	—	21164	
営業利益	1750 (+47.1)	748 (+44.0)	-456	2041	
(同利益率)	11.7	12.0		9.6	
2018.2					
売上高	14403 (-3.4)	5398 (-13.6)	—	19801	
営業利益	1631 (-6.8)	801 (+7.1)	-461	1971	
(同利益率)	11.3	14.8		10.0	
2019.2					
売上高	12368 (-14.1)	6040 (+11.9)	—	18408	
営業利益	737 (-54.8)	1024 (+27.9)	-568	1223	
(同利益率)	6.0	17.0		6.6	
2020.2					
売上高	11118 (-10.1)	5654 (-6.4)	—	16772	
営業利益	311 (-57.8)	781 (-23.7)	-534	558	
(同利益率)	2.8	13.8		3.3	
2021.2					
売上高	11171 (+0.5)	5593 (-1.1)	—	16765	
営業利益	1084 (+248.5)	546 (-30.1)	-482	1147	
(同利益率)	9.3	9.8		6.8	

(注)同利益率は、売上高営業利益率

機械部門は売上高+0.5%ながら、セグメント利益は1084百万円(同+248.5%)と大きく改善した。米国政府によるフロイント-ベクターへのコロナ対策補助金210百万ドル(約2.2億円)を除いても、利益は改善している。グループでの経費削減が寄与した。

海外は、コロナの影響で中南米向けが大幅減少となっているが、アジアでは中国向けが好調である。期末で機械部門の受注高は+21.1%と増えており、受注残高も+40.9%と積み上がった。

化成品部門は、売上高-1.1%、セグメント利益は546百万円(同-38.1%)と減益になっ

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。

た。主力の医薬品添加剤に、国内ユーザーの生産調整の影響が出ている。品質保持剤は、コロナの影響でおみやげ用やデパートのお菓子向けに大きく低迷した。さらに、添加剤の納期のずれ込み、採算の低い健康食品が増えたことも影響した。

2021年2月期の営業利益は1147百万円と前期比+589百万円となったが、このうち研究開発費-199百万円、旅費交通費-118百万円が寄与している。R&D費は特に削減したわけではなく、前期まで数年続いた錠剤印刷費の開発が一巡したので、この分が減少して平常に戻ったことによる。旅費交通費はコロナ禍で出張が減っていることによる。その分はリモートで営業活動などを行った。いずれコロナが落ち着いてくれば、この費用は戻ってくる。

#### 地域別売上高

	2017.2	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	(百万円、%) (構占比) (伸び率)	
日本	15601	13676	12999	12195	12089	72.1	(-0.9)
海外	5563	6124	5408	4577	4675	27.9	(+2.1)
北米	3331	1913	1526	1393	1571	9.4	(+12.8)
欧州	830	1787	410	557	702	4.2	(+26.0)
中南米	553	1065	1826	1562	642	3.8	(-58.9)
アジア等	847	1357	1645	1124	1759	10.5	(+56.5)
合計	21164	19801	18408	16772	16765	100.0	(-0.0)

(注)伸び率は前年度比

機械部門の受注は、2021年2月期で12386百万円(前期比+21.1%)と好転した。化成品では、前期に医薬品添加剤が有力製品についてユーザー側の在庫調整があったが、市場に変化があったわけではない。

コロナの影響という点では、国内の営業は昨年1Q(3~5月)のほとんど動けなかったが、2Q(6~8月)以降は顧客先に出向くことができるようになっており、受注獲得にも力が入ってきた。しかし、日本から海外への出張はできなかった。

#### 機械部門の受注・受注残の動向

	2014.2	2015.2	2016.2	2017.2	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2
機械部門								
受注	10067	12407	13112	16358	11513	11839	10227	12386 (+21.2)
販売	11004	10941	13037	14914	14403	12368	11118	11171 (+0.5)
受注残	4991	6682	7086	8561	5822	5428	4695	6615 (+40.9)

(注)カッコ内は前年度比伸び率

海外拠点においても、そこから海外に出向くことは相当制約があった。リモートでの対応が中心となっており、一定の成果は出ているものの十分ではなかった。

#### 米国政府からコロナ補助金

2021年2月期の業績の中身は2つに分けてみる必要がある。1つは、コロナ禍にあつて出荷の遅れによる期ずれなどもあり、売上面では前期並みにとどまったが、コストコントロ

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。



ールと採算改善で営業利益は回復をみせた。

もう1つは、一時的なプラス効果で、米国のベクターが米国政府からコロナの補助金 21 百万ドル (約 220 百万円) を受け、これが販管費の減少を通して、営業利益に入った。

また、ベクターの工場が風雨災害に合い、その保険金 160 百万円が営業外収益に入った。この2つは税金がかからないので、税引利益も押し上げた。

## コスメックの効果

コスメックの買収は 1192 百万円の取得コストであったが、このうちのれん代は 1089 百万円と 9 割強を占める。のれん代は 10 年の均等償却なので年間 108 百万円のものれん償却が発生する。

コスメックは 2021 年 2 月期の 4Q より連結に入っている。4Q の売上高は約 380 百万円、営業利益はのれん代 27 百万円を控除しても利益面でプラスに働いた。

コスメックの 2020 年 12 月期の業績は、コロナ禍にあっても前年並みは確保した。今期はベクターとの連携も始まるので、業績はいい方向に向かうとみられるが、会社計画では慎重にみている。

## バランスシート

(百万円、%)

	2016.2	2017.2	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2
流動資産	13053	14938	14784	12711	13193	13558
現預金	4042	6982	6568	5534	4314	4659
受取手形・売掛金	5694	4403	4451	4332	5431	4870
商品・製品	330	404	263	414	647	798
仕掛品	1511	1712	2046	1053	1390	1457
原材料・貯蔵品	590	649	876	1007	1013	1217
固定資産	4153	4162	4341	4736	5311	6941
有形固定資産	3135	3234	3370	3769	4209	4734
無形固定資産					96	1189
のれん					0	1089
投資その他	835	872	868	951	1006	1017
総資産	17206	19101	19125	17448	18505	20499
流動負債	5315	6592	5564	3938	5023	5817
支払手形・買掛金	2580	3058	2823	2169	3121	2966
前受金	1288	1831	1498	666	775	1170
固定負債	361	323	318	258	237	797
純資産	11529	12185	13242	13250	13243	13884
自己資本比率	67.0	63.8	69.2	75.9	71.6	67.7

(注) 有利子負債はゼロで無借金

## バランスシートは健全

バランスシートでは、コスメックの買収により、2021 年 2 月期で無形固定資産としてのれん代が大きく増えた。

キャッシュ・フローでは、M&A に 1106 百万円の投資を行ったが、それでも営業キャッシュ・フロー 2280 百万円に対して、投資キャッシュ・フロー -1726 百万円と、フリーキャッシュ・フローは +554 百万円であった。内部資金で十分賄うことができた。その意味では資金

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。

面でも極めてリーズナブルな M&A であったと評価できる。

フロイントのユーザーはいずれも大手の医薬品メーカー、食品メーカーなどであり、コロナショックによる取引先としての不安はほとんどない。

機械については、受注時に前受金として全体の 3 分の 1 を支払ってもらう。また、当社は大半が製品を納めて検収時に売上を立てる。3 年以上の長期プロジェクト製品の時には工事進行基準を用いることもあるが、そのケースは少ない。

運転資金面で借入金に頼るニーズはないが、R&D 費用増加、M&A も含めて必要ならばいつでも借入れができる状況にある。

#### キャッシュ・フローの動向

(百万円)

	2016.2	2017.2	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2
営業キャッシュ・フロー	290	3605	594	435	-27	2280
税引き後当期純利益	642	1655	1401	645	244	1156
減価償却	321	338	344	344	386	414
のれん償却					0	27
売上債権	-430	1243	-66	138	-1106	674
棚卸資産	-620	-382	-415	615	-590	-112
仕入債務	-170	409	-152	-700	921	-340
前受金	45	571	-315	-843	114	110
子会社株式売却益	217					
投資キャッシュ・フロー	-432	-351	-493	-566	-852	-1726
有形固定資産	-304	-436	-592	-569	-835	-469
子会社株式の取得					0	-1106
フリーキャッシュ・フロー	-142	3253	100	-131	-879	554
財務キャッシュ・フロー	-331	-277	-499	-921	-325	-371
配当金	-258	-215	-343	-343	-333	-333
現金・同等物期末残高	4042	6982	6568	5534	4314	4498

#### 2022 年 2 月期の上半期も順調

2022 年 2 月期の 2Q 累計（上半期）は、売上高 8048 百万円（前年同期比+14.3%）、営業利益 329 百万円（同+31.2%）、経常利益 350 百万円（同+29.1%）、純利益 226 百万円（同+23.2%）と順調であった。

セグメント別にみると、機械部門は前年同期比で売上高+30.1%、セグメント利益 245 百万円（同-4.0%）であった。コスメックが連結に入ったこともあり、海外売上高が大きく伸びた。利益面では減益になったが、これはフロイント - ベクターがコロナ関連の補助金を前期に 2 億円強受けており、これを除くと実態面ではよくなっている。

コスメックは、売上高 422 百万円、営業利益-61 百万円であった。これが新たに連結に入っている。

化成品部門は、売上高-8.1%、セグメント利益 331 百万円（同+45.2%）であった。売上面では健康食品の受託品で前期に終了したのものがあり、この影響で減収となったが、利幅は少ないので利益面へのマイナスは少ない。一方、主力の添加剤は堅調であり、食品品質保持

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。

剤もコロナの影響で落ち込んでいたものが回復をみせた。

機械部門の四半期別受注・受注残

(百万円)

	2020.2				2021.2				2022.2			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
受注	2583	2727	1898	3019	3268	3436	2378	3302	3132	4562		
国内	1404	1467	1094	2002	2158	2024	892	2508	1781	1860		
海外	1179	1260	803	1016	1110	1412	1486	794	1351	2701		
フロイント産業(単体)	1395	1432	943	2149	2268	1888	1009	2232	1679	1774		
フロント-ベクター	920	837	646	551	798	1220	1040	222	973	2409		
フロント・ターボ	267	457	307	318	201	328	328	435	251	518		
コスメック									228	137		
販売	1386	2578	2785	4370	1689	2436	2346	4699	2651	2714		
受注残	6657	6846	5994	4695	6295	7330	7389	6615	7175	9034		

#### 受注では、ブラジル向けにフロイント - ベクターが急増

上期の機械部門の受注は 7695 百万円（前年同期比+14.8%）であった。残注残高も 8 月末で 9034 百万円（同+23.2%）と順調である。

とりわけ、フロイント - ベクターの受注が 3382 百万円（同+67.5%）と急回復をみせた。米国向けも回復しているが、ブラジルからの受注が 7 月に大きく入った。コロナ禍にあって、これまで急減していたが、製剤機械のニーズは強いので、大幅に伸びた。今期中にどこまで、出荷できるかが問われている。

一方、コスメックの受注は 365 百万円と、コロナの影響を受けて低調であった。コスメックは新興国向けが中心なので、コロナの影響で上期は苦戦した。コスメックの製品はマテハンがプラスになる。ベクターではすでに品揃えに入れ始めて、フロイント本体でもこれから具体化していく。

フロイント本体からのアジア向け輸出で出荷の遅れが出ている。これが下期に入ってきた。中国向け機械は、前期は好調であったが、今期前半はやや足踏みした。ただ引き合いは多いので、下期の受注は乗ってくる方向にある。

フロイント・ターボでも、化学、電池向け機械が回復基調にある。展示会での反応もよいので、これから受注が上向き公算が高い。

添加剤で、ジェネリック向けに一部落ち込みが出ている。ジェネリック業界で品質不正が発生したが、その影響が添加剤に出ている。

品質保持剤はコロナ禍で、デパートやテーマパークのお菓子が不振であったが、スーパー、コンビニが好転しているため、全体としては回復に入ってきた。

健康食品では、前期に大口の受託が終了しており、その比較で今期は減少した。

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。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2018.2	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2 (予)	2023.2 (予)
機械部門	14403	12368	11118	11171	13100	14600
フロイント単体	8883	7075	6254	6838	7500	8000
フロイント-ベクター	4353	4132	3994	3580	4000	4500
フロイント・ターボ	1722	1866	1522	1422	1600	1800
コスメック				380	1000	1300
営業利益	1631	737	311	1084	950	1300
売上高営業利益率	11.3	6.0	2.8	9.7	7.3	8.9
化成部門	5398	6040	5654	5593	5400	5800
医薬品添加剤	2546	3195	2869	2765	3000	3300
食品品質保持剤	2091	2151	2079	1889	2000	2100
健康食品他	760	693	704	938	400	400
営業利益	801	1024	781	546	700	900
売上高営業利益率	14.8	17.0	13.8	9.8	13.0	15.5
セグメント間調整額 (全社管理費)	-461	-538	-534	-482	-550	-700
売上高	19801	18408	16772	16765	18500	20400
営業利益	1971	1223	558	1147	1100	1500
売上高営業利益率	10.0	6.6	3.3	6.8	5.9	7.4
海外売上高	6124	5408	4577	4675	6000	7000
海外売上比率	30.9	29.4	27.3	27.9	32.4	34.3

(注)コスメックは2021.2期4Qより連結へ

今期の実態は好転

2022年3月期の会社計画は、売上高 18500 百万円（前期比+10.3%）、営業利益 1100 百万円（同-4.2%）、経常利益 1130 百万円（同-16.0%）、純利益 790 百万円（同-20.7%）と減益と見込んでいる。

コスメックが1年間フルに連結に入ってくる。一方で、前期に入った米国でのコロナ補助金や保険金などがなくなるので、表面上減益にみえる。

営業利益の実態をみると、前期は補助金を除くと、営業利益は約 920 百万円、今期は 1100 百万円の計画を立てているので、+20%の増益を見込んでいることになる。

通期の会社計画に比べると、上期の進捗率は売上 44%、営業利益 30%であるので、下期とりわけ 4Q 偏重であることに変わりはない。

機械部門の受注が全体としていい方向にあるので、会社計画は十分達成できよう。ただ、コロナの再拡大やそれに伴う出荷の遅れなどが発生すると一部翌期に期ズレすることもありうる。

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。

## ジェネリックメーカーの設備投資で、受注拡大を期待

ジェネリック業界では、品質の向上、安定供給の確保に向けて、大手の中で地殻変動が起きようとしている。これを機会に、大型設備投資をして供給力を高めて、シェアをとっていくという動きが出ている。これは、当社にとって受注の増加をもたらすので、特需になる。

国内のジェネリックメーカーにおいて、設備増強の動きがはっきり出てきた。日医工や小林化工など一部の有力メーカーにおいて、品質問題でルール違反が発覚し、生産停止などの影響が出ている。他の有力メーカーにおいては、供給責任を果たすための設備投資が具体化しつつある。業界全体としてもGMP（Good Manufacturing Practice：適正製造規範としての製造管理・品質管理基準）などに厳正対応していく必要がある。特許切れに伴うジェネリック需要も見込まれる。

よって、当社にとっても製剤機械の受注環境は大幅に好転しており、ここ2年はかなり活況となる。この受注をしっかりと確保することが重点戦略となっている。この分野で当社は強い。かつてのジェネリックブームの時も受注は急増した。今回も受注増は十分見込めよう。

機械部門の受注見通し

	2019.2	2020.2	2021.2	2022.2(予)	2023.2(予)
受注高	11839	10227	12386	15300	16200
フロント単体	6671	5920	7398	7800	8500
フロント・ベクター	3989	2955	3282	5000	4500
フロント・ターボ	1177	1351	1293	1500	1700
コスメック			413	1000	1500

(注)アナリスト予想

## 来期は大幅増益へ～中計の目標も達成へ

来期は、ジェネリックのメーカーからの受注が増える可能性がある。コロナが収まってくれば、海外における受注もさらに増加してこよう。コスメックとの連携効果も本格化してこよう。中国の合弁も来期には活動が始まろう。

来期は中期計画3年目である。コスメック、フロント・ターボ、中国の合弁がどこまで寄与を高めてくるかという点では、もう少し先になりそうである。一方、国内のジェネリック向け機械の受注増は期待できよう。

為替（105円/ドル前提）が円安になってきた。円換算ではプラスに働くが、米国のベクターにとってはドル高がやや価格に影響してこよう。

来期は中期計画の3年目の目標、売上高20140百万円、営業利益1460百万円を上回って、売上高20400百万円、営業利益1500百万円が十分達成できよう。

中期3カ年計画の1年目（前期）、2年目（今期）はコロナの影響で当初の計画を下回っ

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。



ているが、3年目の来期は一気に取り戻すことができよう。1) コロナのマイナスの影響が和らいでくる、2) 新規の市場開拓が進んでいる、3) コスメックとのシナジーが上乘せとなってくる、さらに、4) ジェネリックメーカーからの受注増次第では、増益幅が拡大しよう。

コスメックの粉体ハンドリング装置は、ベクターからみてもマーケティングに使いそうだという評価が高まっており、今後需要面でプラスに働いてこよう。

中長期のビジョンとしては、日米伊中印での5極体制で新市場の開拓が進むので、2030年に向けて、売上高300億円、営業利益30億円以上、海外売上比率50%、ROE10%以上、というのが1つの目標になると予想する。これが目指せる体制を整えつつある。

## 5. 企業評価 新市場の開拓に期待

### 今後の展開力～イタリアのコスメックと上海のラボに注目

コロナの影響が受注活動に制約となっていたが、徐々に改善している。製剤機械、添加剤を海外で伸ばすための布石が進展しつつある。国内では、ジェネリックメーカー向けが増加しよう。

コスメックは、当社と重複しない製剤機械を有し、当社とは別の途上国市場に強いので、今後のグローバル展開に日米欧の三極の製造拠点をベースに立ち向かえよう。コスメックの事業は、来期は利益貢献が見込めよう。

上海の技術開発研究所は、製剤機械と医薬品添加剤のラボとして活動を開始する。中国医薬品市場の品質の向上に貢献できよう。浜松、アイオワ、ミラノに続いて、有望市場での拠点となる。中国向け輸出は既に拡大をみせているので、今後への期待は大きい。

米国のベクターは、北米、中南米、欧州にカバー範囲が広いので、さらに人材強化が求められよう。ベクター製品と日本の製品を合わせて、日本からアジア市場にマーケティングするという戦略も効果を発揮している。インド、中国での売上拡大に注目したい。海外売上比率は、重要なKPIとして続くことになろう。

国内の受注回復テンポが早まりそうである。一方で、この分野で世界トップクラスの地位を向上させるには、中長期的に海外市場開拓でもう一段の成果が上げられるかにかかっている。もう少し実績の積み上げを見たいので、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)

### 市場区分の変更～スタンダードへ

東証の市場区分については、ジャスダックからスタンダードに移ることになろう。今回の中期計画ではまだ届かないが、営業利益で30億円が射程に入ってくれば、プライム市場に上場することができるようになるだろう。

---

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。

## 受注の回復と市場開拓のスピードに注目

株主優待（1000円のクオカード）は、第2四半期末時点で1年以上保有している100株以上の株主に1000円相当、3年以上保有で2000円相当のクオカードが付く。1000円相当で実質配当利回りを1.2%ほど上げることになる。つまり、100株3年以上保有の実質配当利回りは4.7%に相当する。

コロナショックへの対応と新中期計画の実行に向けて、伏島社長のリーダーシップが期待される。現時点の株価（11/5）で見ると、PBR 1.03倍、ROE 5.7%（来期7.4%）、PER 18.1倍（来期13.9倍）、配当利回り2.3%である。中期展開力から見てかなり割安である。PBR 1.5倍（ROE 10%×PER 15倍）は期待できよう。引き続き受注の回復と新市場開拓のスピードに注目したい。