

## 日医工 (4541)

担当 織田真由美

レーティング: OUTPERFORM (2016/11/16) → NEUTRAL

来期の利益回復には期待が持たれるものの、不透明要因あり。投資判断引き下げ。

	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 14/3	103,622	+10.3	7,383	-10.3	7,085	-16.3	4,588	-10.5	104.75	28.30
連 15/3	127,021	+22.6	9,619	+30.3	9,615	+35.7	6,592	+43.7	110.26	26.60
連 16/3	143,513	+13.0	12,910	+34.2	12,289	+27.8	11,031	+67.3	184.45	30.00
連 17/3	163,372	+13.8	8,554	-33.7	8,411	-31.6	4,788	-56.6	84.09	30.00
連 18/3(予)	206,000	+26.1	9,000	+5.2	8,600	+2.2	5,500	+14.9	97.64	30.00

株価(2017/5/16)	1,690 円
期末発行済み株式数(17/3 末)	60,662 千株
期末自己株式数(17/3 末)	4,407 千株
時価総額	102,520 百万円
企業価値(EV)	201,109 百万円
ROE(17/3 実績)	5.6 %
予想配当利回り	1.8 %
予想 PER	17.3 倍
BPS(17/3 実績)	1,552.67 円
PBR	1.1 倍
CFPS(16/3 実績)	118.7 円
PCFR	14.2 倍
EV/EBITDA(16/3 実績)	8.7 倍

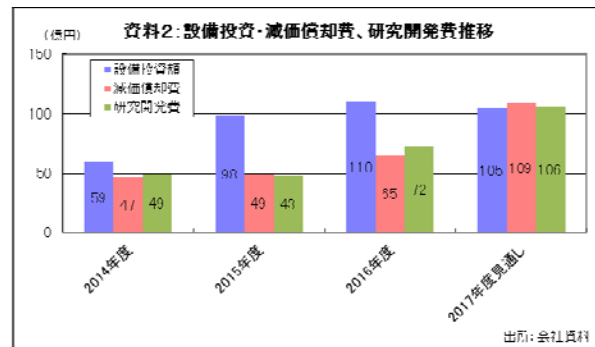
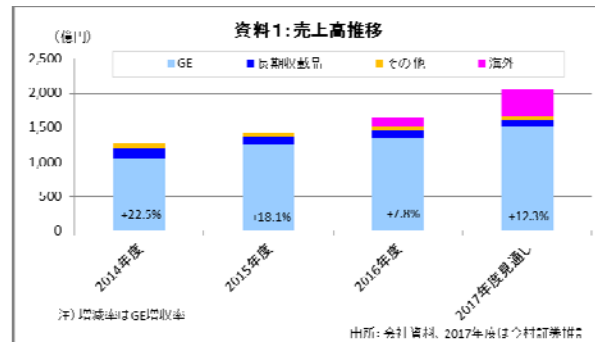
4541 JT Equity (日医工) chart | 連配 230AT2014-160AT2017 | Copyright © 2017 Bloomberg Finance L.P. | 16-May-2017 17:29:56  
株価チャート(週足)

出所: 日医工、ブルームバーグ、今村証券

2017年3月期連結決算は増収減益。米国の Sagent Pharmaceuticals, Inc. (セージェント・ファーマシューティカルズ。以下「セージェント社」) を買収したことで売上高が押し上げられた一方、買収に係る費用が利益を押し下げる結果となった。

売上高は前期に比べて198億59百万円増加の1,633億72百万円。セージェント社の4カ月分の売上高121億48百万円が加わったほか、国内で後発医薬品(ジェネリック医薬品。以下「GE」)が97億60百万円増加(同7.8%増)したことが要因だ。一方、長期収載品・その他が20億円余り減少した(資料1参照)。長期収載品も特許が切れた医薬品だが、GE促進策によって長期収載品からGEへのシフトが顕著となっており、同社の長期収載品の売上高は2桁減少が続いている。

利益面では、営業利益が同43億56百万円減少の85億54百万円と、3期ぶりの減益となった。買収に係る費用13億48百万円、のれん・無形資産償却12億3百万円に加え、



バイオシミュラーの単独開発化などで研究開発費が前の期に比べて23億89百万円増加した影響が大きかった（資料2参照）。

増収が続いているとはいえ、市場の伸び鈍化により国内の売上高が会社計画を47億円程度下回る結果となったことはネガティブな印象だ（資料3参照）。薬価改定の影響があったこと、厚生労働省による新たな促進策が打ち出されなかったことが背景にある。政府はGEの数量シェアを「2017年央に70%以上とする」とともに、2018年度から2020年度末までの間のなるべく早い時期に80%以上とする」との目標を掲げていることから、今後も促進策が打ち出されるとみられるものの、市場が伸び悩んでいる上、薬価改定についてはこれまでの「2年に1度」から「毎年」実施の方針が打ち出されている。数量シェア拡大の一方で、収益性の低下が見込まれ、成長性に陰りが出ることが懸念される。昨年11月に策定された中期経営計画の達成は先送りされる可能性がありそうだ。

中期経営計画で同社が掲げる戦略は、①国内GE市場でのシェアアップ、②供給能力拡大、③バイオシミュラー・米国市場への参入——だ。これに加え、今期からは「2019年3月期までに60億円以上の利益改善」を目標として掲げた。子会社の日医工ファーマに一部製品を引き継ぐことでコストを削減するほか、ITの活用や業務プロセスの見直しで生産性を向上させる。10月には子会社の日医工ファーマテックを吸収合併し、組織の簡素化や生産効率化につなげる方針だ。

なお、生産能力については、現在建設中の富山工場のオベリスク棟の稼働が当初計画よりも3カ月前倒しされ2018年1月の稼働予定だ。2019年3月期に185億錠の供給という目標に向けて着実に準備が進められている様子だ。

今期業績は増収増益見通し。今期は薬価改定がないためGEで1割超の増収を見込むこと、セーエージェント社の売上高が通年で寄与することが主な増収要因だ。一方、長期収載品・その他は引き続き減少が見込まれる。国内売上高は前期比9.8%増の1,660億円、海外売上高は400億円を見込む。

利益については増収効果があるものの、研究開発費や減価償却費の増加、販売促進費の増加が負担となり（資料2参照）、営業利益は4億円程度の増益にとどまる見通しだ。ただ、研究開発費は前期のように来期にずれ込む可能性もあり業績変動要因となる点には注意したい。

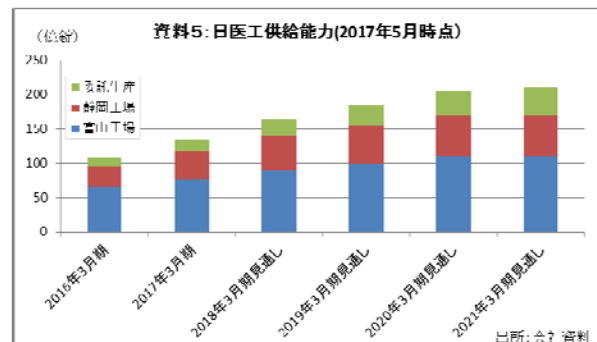
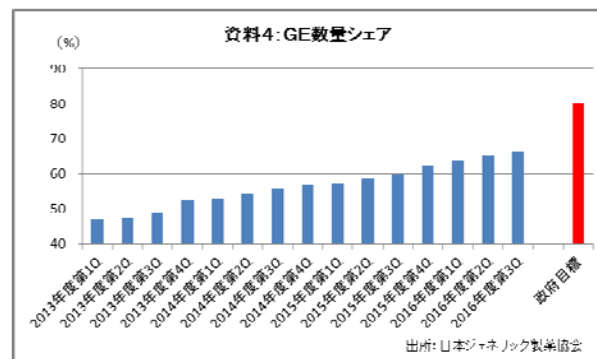
来期（2018年度）については、国内が薬価改定の影響から4%程度の増収、海外がセーエ

資料3：中期経営計画

	2016年11月時点		
	2016年度	2017年度	2018年度
売上高	1,670億円	2,270億円	2,610億円
うちセーエージェント社	110億円	475億円	605億円
営業利益	66億円	126億円	173億円

	2017年5月時点（2016年度は実績）		
	2016年度	2017年度	2018年度
売上高	1,633億円	2,060億円	
うちセーエージェント社	121億円	400億円	
営業利益	85億円	90億円	

（出所：会社資料）



ト社の取扱品目増加によって2割程度の拡大を想定し、売上高は2,140億円程度、営業利益は117億円程度を見込む。この場合、EPSは140円程度が見込まれる。ただ、前提には60億円のコスト削減があり、その進展度合いを見極めたい。

決算発表後に株価は売られ1,700円を割り込んだが、バリュエーションは他社に比べてなお高い。来期のEPS140円程度を考えると割安感を指摘できるとはいえ、コスト削減の進展を見極める必要がある。不透明要因があり、成長性の鈍化が懸念されることから、投資判断をNETRALに引き下げる。

(参考) GE大手各社のバリュエーション (株価は5月16日終値)

	直近株価	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 税引前利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	配当金 (円)	BPS (円)	予想 PER (倍)	予想 配当 利回り	PBR (倍)
4541 日医工	1,690	163,372 206,000	13.8 26.1	8,554 9,000	-33.7 5.2	8,411 8,600	-31.6 2.2	4,788 5,500	-56.6 14.9	84.09 97.64	30.00 30.00	1,552.67	17.3	1.8%	1.1
4553 東和薬品	5,480	84,949 94,000	3.5 10.7	6,869 8,600	-38.3 25.2	7,417 8,500	-27.0 14.6	5,576 5,800	-27.4 4.0	339.96 353.59	95.00 95.00	4,568.97	15.5	1.7%	1.2
4555 沢井製薬	6,340	132,428 142,000	7.2 -	20,633 24,200	-11.0 -	20,557 23,800	-10.7 -	15,914 18,200	-7.2 -	431.65 493.65	130.00 130.00	3,722.90	12.8	2.1%	1.7

(上段は2017年3月期実績、下段は2018年3月期見通し。沢井製薬の2018年3月期は国際財務報告基準(IFRS)に準拠した数値を表示。)

## アナリストによる証明

本資料に示された見解は、言及されている発行会社とその発行会社等の有価証券について、各アナリストの個人的見解を正確に反映しており、さらに、アナリストは本資料に特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らないことを認めます。

## レーティングの定義

OUTPERFORM: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超上回ると予想される。

NETRAL: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンの+10%と-10%の間に入ると予想される。

UNDERPERFORM: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超下回ると予想される。

トータルリターン: 株価変動率+配当利回り

目標株価は12ヶ月間の投資を想定しており、将来発行されるレポートで修正されることもあります。

本資料に記載された意見及び予想は、記載された日付における今村証券の判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。今村証券は本資料の記載された日付以降に内容の変更・修正を行う義務を負いません。本資料はお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券売買に関する申込または勧誘を意図するものではなく、お客様に対して投資の助言を提供するものでもありません。また、本資料に記載されている情報もしくは分析がお客様にとって適切であると表明するものでもありません。投資に関する最終決定はあくまでもお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

本資料に記載された内容は、信頼できると思われる情報、または信頼できる情報源から得た情報を基に今村証券が作成しておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその内容の正確性や妥当性、適時性または完全性を保証するものではありませんし、本資料における過誤又は遺漏に対して何らの責任を負うものでもありません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料は、当然にお客様の投資結果を保証するものではありませんので、今村証券は、本資料の内容について第三者のいかなる損害賠償の責任を負うものでもありませんし、お客様が本資料に依拠した結果としてお客様が被った損害または損失については一切責任を負いません。また、今村証券は本資料に関するお客様からのご質問やご意見に対して、何ら対応する責任を負うものではありません。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、また電子的・機械的な方法を問わず、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

## 今村証券の営業サービスネットワーク

### 《今村証券の店舗網》

本 店 : 076-263-5111	小松支店 : 0761-23-1525
弥生支店 : 076-242-2122	加賀支店 : 0761-73-3133
七尾支店 : 0767-52-3122	富山支店 : 076-432-2131
高岡支店 : 0766-26-1770	砺波支店 : 0763-33-2131
福井支店 : 0776-22-6644	板垣支店 : 0776-34-6996

## 株式、債券、投資信託の手数料等およびリスクについて

- 国内株式等の売買取引には、約定金額に対して最大 1.1799% (税込) (1.1799% に相当する金額が 2,565 円未満の場合は 2,565 円 (税込)) の委託手数料をご負担いただきます。
- 国内株式等を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。
- 国内株式等は、株価など売買価格の変動により損失が生じるおそれがあります。
- 外国株式 (外国 ETF、外国預託証券を含む) の外国金融商品市場等における委託取引にあたっては、売買金額 (約定金額に外国金融商品市場における手数料と税金等を購入の場合には加え、売却の場合は差し引いた額) に対し、最大 0.9720% (税込) の国内取次手数料をいただきます。外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等は国 (市場) により異なります。
- 外国株式の国内店頭取引にあたっては、取引価格に取引の実行に必要なコストが含まれているため、別途手数料は必要ありません。
- 外国株式 (外国 ETF、外国預託証券を含む) の売買、配当金等の受取り等にあたり、円貨と外貨を交換する際は、外国為替市場の動向をふまえて今村証券が決定した為替レートをを用います。
- 債券を募集・売出し等によってご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。
- 債券は、市場の金利水準の変動等により債券の価格が変動しますので、損失が生じるおそれがあります。さらに外国債券は、為替相場の変動等により元本損失を生じる場合があります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本損失を生じる場合があります。
- 投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資 1 単位当りの価値が変動します。したがって、お客さまのご投資された金額を下回ることもあります。
- 投資信託にご投資いただくお客様には、銘柄毎に設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます。
- 株式、債券および投資信託のリスクにつきましては、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

# 今村証券株式会社

金融商品取引業者 北陸財務局長 (金商) 第 3 号  
日本証券業協会加入