

朝日印刷（3951）

担当 織田真由美

レーティング： OUTPERFORM（2016/6/1） → NEUTRAL

業績堅調ながら、コスト増加が重荷。割安感薄れ、投資判断引き下げ。

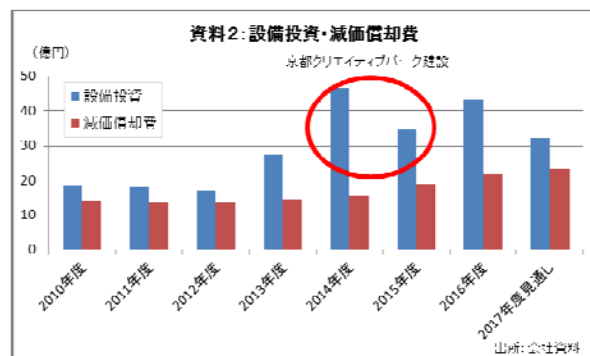
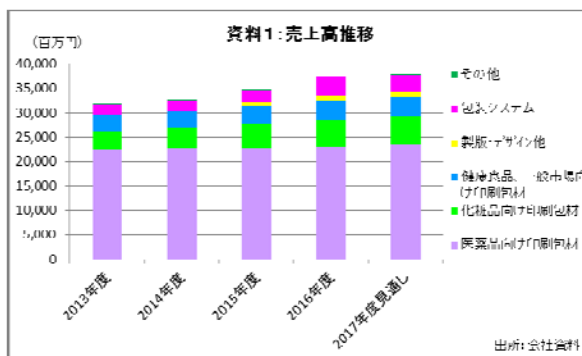
	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 14/3	31,875	+1.8	2,314	+2.5	2,541	+3.4	1,517	+8.7	143.36	44.00
連 15/3	32,661	+2.5	2,439	+5.4	2,707	+6.5	1,641	+8.2	154.67	47.00
連 16/3	34,966	+7.1	2,525	+3.5	2,806	+3.7	1,851	+12.8	174.08	53.00
連 17/3	37,591	+7.5	2,484	-1.6	2,801	-0.2	1,845	-0.3	172.11	52.00
連 18/3(予)	38,000	+1.1	2,540	+2.2	2,820	+0.7	1,920	+4.0	179.01	30.00

株価(2017/5/25)	2,598	円
期末発行済み株式数(17/3末)	11,198	千株
期末自己株式数(17/3末)	447	千株
時価総額	29,103	百万円
企業価値(EV)	35,885	百万円
ROE(17/3実績)	7.3	%
予想配当利回り	1.2	%
予想PER	14.5	倍
BPS(17/3実績)	2,394.31	円
PBR	1.1	倍
CFPS(17/3実績)	372.8	円
PCFR	7.0	倍
EV/EBITDA(17/3実績)	7.6	倍

出所：朝日印刷、ブルームバーグ、今村証券

医薬品パッケージと化粧品パッケージの印刷が主力事業。医薬品パッケージでは約4割のシェアを持ち国内首位、化粧品パッケージでも2割超のシェアを持ち国内2位だ。生命にかかわる医薬品のパッケージには完璧な品質管理が要求されるため参入障壁は極めて高く、実績のある同社に強みがある。

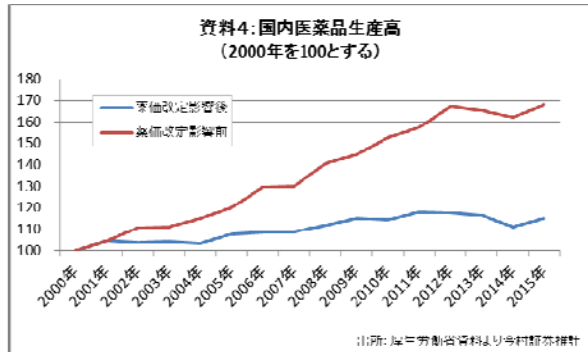
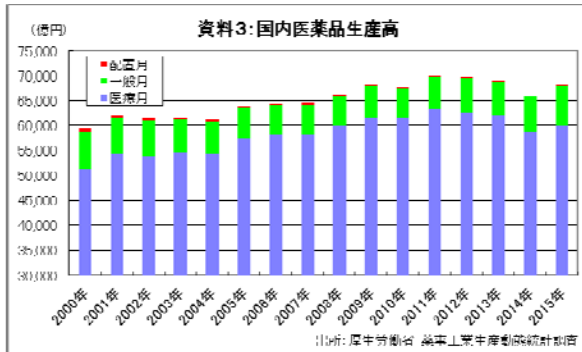
2017年3月期連結業績は増収減益。主力の印刷包材事業において、OTC（一般用医薬品）向けの受注が増加したこと、医療用向けが堅調だったことで医薬品市場向けの売上高が前の期に比べて2.5%増加し232億25百万円となった。加えて、化粧品市場向けの受注も増加し、同6.3%増の54億4百万円と伸長した。健康食品や一般市場向けを加えた印刷包材全体の売上高は同3.2%増の333億86百万円と拡大した。また医療用医薬品の必須条件であるGS-1コードの印字・検査を同時に実施できる「GS-1バーコード印字システム」の需要が拡大したことで、包装システム販売事業が同66.5%増の39億76百万円と増加したことも増収に寄与した。売上高は



18期連続の増収だ（資料1参照）。

一方、利益面では、2015年10月に稼働を開始した京都新工場「京都クリエイティブパーク」の設備投資等に伴う減価償却費の増加（資料2参照）や固定費の増加が重荷となり小幅な減益となった。売上高営業利益率は6.6%と前の期に比べて0.6ポイント低下し、5期ぶりの営業減益だ。

前期は減益に陥ったものの、事業環境は好調だ。高齢化を背景に医薬品市場は拡大傾向にある。国内の医薬品生産高は、金額では足元で伸び悩んでいるものの（資料3参照）、薬価改定の影響を考慮すると市場の拡大は鮮明だ（資料4赤線参照）。



政府によるジェネリック医薬品（後発医薬品。以下「GE」）の使用促進策も同社にとっては追い風だ。新薬としては1品目であった医薬品も、特許切れに伴ってGEメーカー各社がそれぞれに製品を上市するため、パッケージの種類が増加するためだ。

また、スイッチOTCの増加もプラスに働いている。スイッチOTCとは、これまでは医師の処方箋がなければ入手できなかった医療用医薬品を、薬局で購入できる一般用医薬品に切り替えた医薬品を指す。医療費抑制が課題となる中で厚生労働省では、自分自身の健康管理を心がけると共に、軽い症状であればOTC医薬品を利用することによって、自分で自分の健康を管理すること（セルフケア）を推進しており、2017年1月からは「セルフメディケーション税制（医療費控除の特例）」が開始された。OTC向けは医療用に比べて高付加価値の製品が多く、同社にも好影響となっている。

加えて、足元では化粧品市場向けが拡大している（資料1参照）。インバウンド等で市況が活況な中、新製品での採用が増加していることが要因だ。同社の化粧品市場向けの売上高は54億円程度だが、その伸び率は医薬品市場向けを上回っている。化粧品向けのパッケージはデザインが重視されるだけに、メーカーのニーズに応えられる印刷技術や設備を擁する印刷会社は同社を含めて4～5社にすぎず、医薬品市場に劣らず高い参入障壁があるとされる。同社のシェアは拡大基調にあるとはいえ2割強で、さらなる拡大余地がありそうだ。

事業環境が好調な中で、生産はフル稼働状態だ。京都クリエイティブパークも既にフル生産状態となり、同社では受注増加に対応するために設備投資を前倒して実施する方針を打ち出した。2017年3月期の設備投資は京都クリエイティブパークの土地取得（約18億円）、印刷機械2台導入等で総額43億円超となったが、今期も朝日印刷本体のほか子会社への印刷機械導入で32億円超の投資を計画している。

今期業績は増収増益見通し。医薬品市場向け、化粧品市場向けの印刷包材事業が堅調に推移する一方で、包装システム事業が減少しそうだ。利益については減価償却費などの固定費の増加や運搬費の上昇が重荷となるものの、増産効果などで小幅な増益を見込む。営業利益、経常利益、純利益はともに過去最高益更新となり、来期も好業績は続きそうだ。

なお、同社は連結配当性向30%以上を掲げているため、期末には配当予想は引き上げられるとみられる。

株価は昨年からの上昇によって割安感が薄れている。事業環境が好調なことなどから業績は

堅調に推移すると考えられるものの、投資によるコスト増加によって利益の伸びは限定的なものとなりそうだ。加えて、2013年7月に発行した無担保転換社債型新株予約権付社債^(注)の行使期限を2018年7月20日に控え、上値が重くなることもありそうだ。投資判断をNEUTRALに引き下げる。

(注) 無担保転換社債型新株予約権付社債概要

- ・発行総額：35億円
 - ・発行価額：各社債の金額100円につき金100円
 - ・利率：年0.1%
 - ・償還期限：2018年（平成30年）7月24日
 - ・新株予約権に関する事項
 - (1) 新株予約権の目的となる株式の種類：普通株式（単元株式数100株）
 - (2) 発行する新株予約権の総数：3,500個
 - (3) 転換価格：1株当たり2,519円
 - (4) 行使期間：2013年（平成25年）9月2日から2018年（平成30年）7月20日
- *2017年3月期末の残高は31億91百万円

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。
 - NEUTRAL：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