

## 日医工 (4541)

担当 織田真由美

レーティング: OUTPERFORM (2018/3/8) → NEUTRAL

来期は M&A 効果で業績回復見込むものの、薬価改定、株式希薄化が重荷。

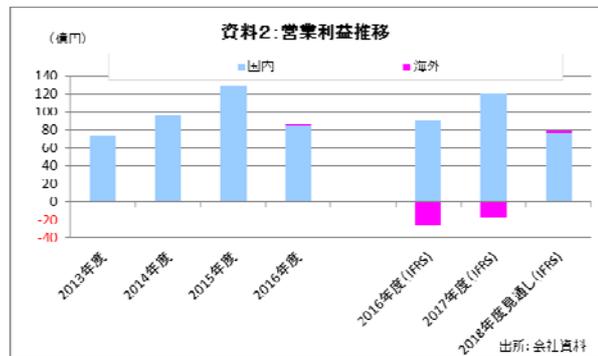
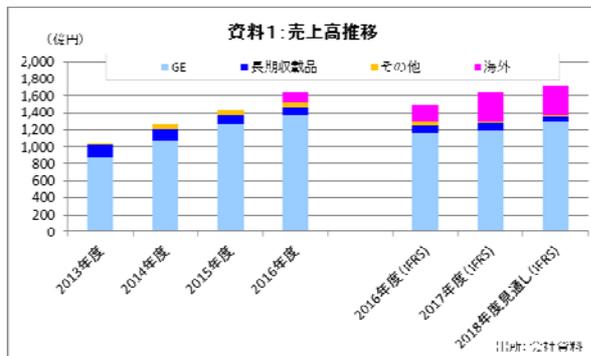
日本基準	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 15/3	127,021	+22.6	9,619	+30.3	9,615	+35.7	6,592	+43.7	110.26	26.60
連 16/3	143,513	+13.0	12,910	+34.2	12,289	+27.8	11,031	+67.3	184.45	30.00
連 17/3	163,372	+13.8	8,554	-33.7	8,411	-31.6	4,788	-56.6	84.09	30.00
IFRS 適用	売上収益 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	税引前 利益 (百万円)	伸び率 (%)	親会社の所 有者に帰属 する当期利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 17/3	149,263	-	6,385	-	5,963	-	4,796	-	84.24	30.00
連 18/3	164,717	+10.4	10,301	+61.3	9,067	+52.1	8,070	+68.2	143.19	30.00
連 19/3(予)	172,000	+4.4	8,000	-22.3	-	-	5,000	-38.0	88.08	30.00
株価(2018/5/22)	1,688 円									
期末発行済み株式数(18/3 末)	60,662 千株									
期末自己株式数(18/3 末)	4,207 千株									
時価総額	102,399 百万円									
企業価値(EV)	204,994 百万円									
ROE(18/3 実績)	9.5 %									
予想配当利回り	1.8 %									
予想 PER	19.2 倍									
BPS(18/3 実績)	1,550.65 円									
PBR	1.1 倍									
CFPS(18/3 実績)	335.8 円									
PCFR	5.0 倍									
EV/EBITDA(18/3 実績)	10.4 倍									

出所: 日医工、ブルームバーグ、今村証券

2018年3月期より国際会計基準(IFRS)を適用。2017年3月期についてもIFRSに準拠して表示。

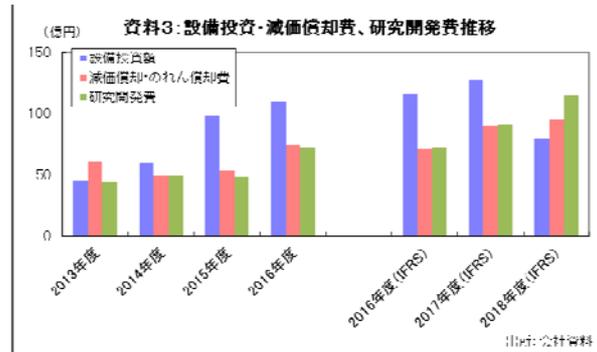
2018年3月期より国際会計基準(IFRS)を適用。IFRSでは、売上収益(売上高)において販売に関するリベート等を売上高から直接控除していること、営業利益においてのれんの償却の停止及び日本基準で特別損益として計上している減損などを販管費に加算していることなどが従来の日本基準とは異なる。

2018年3月期連結決算は増収増益。国内では、後発医薬品(ジェネリック医薬品。以下「G

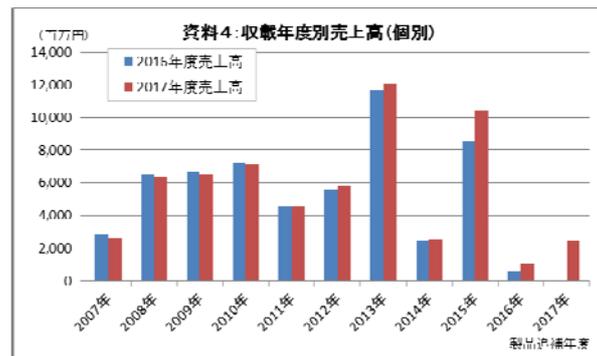


E)へのシフトが顕著な長期収載品が前の期に比べて12.7%減の77億69百万円と減少したものの、GEが同2.6%増の1,194億60百万円と堅調だったこと、米国のSagent Pharmaceuticals, Inc. (セージェント社)の買収によって海外売上高が360億58百万円となったことが売上高を押し上げた(資料1参照)。結果、全体の売上高は同10.4%増の1,647億17百万円と拡大した。

利益面では、セージェント社の子会社化に係る費用や無形資産に係る減損損失があったものの、増収効果や研究開発費の一部を資産化したことによる費用減少が利益を押し上げた。バイオシミラーの開発やセージェント社の子会社化によって研究開発費は増加しているが(資料3参照)、その費用計上は2017年3月期の72億81百万円から44億67百万円(2018年3月期)と28億円程度減少、営業利益の増加に寄与した。結果、国内の営業利益は30億円程度増加し前期比33.5%増の120億34百万円となり、海外の営業損失は9億円近く減少し17億33百万円の赤字(前期は26億29百万円の赤字)に縮小、全体では前期に比べて39億円程度増加の103億1百万円となった。



今期業績予想は増収ながら減益見通し。国内では2015年以降に追補収載されたGEが好調で(資料4参照)、今期も2017年度に発売した血圧降下剤「テルミサルタン錠」(先発品名「ミカルデイス」)や、先発品の市場が大きい高脂血症用剤「ロスバスタチン錠」(先発品名「クレストール」)の拡大が期待される。ただ、4月の薬価改正によって薬価が12.6%低下するため、国内売上高は2018年3月期に比べ6.5%増の1370億円にとどまる見通しだ。海外については価格下落の激しいヘパリンの販売を中止する影響から同2.9%減の350億円を見込む。結果、全体の売上高は同4.4%の伸びにとどまる見通しだ。利益については、薬価改定の影響で採算悪化が見込まれるうえ、米国のバイオシミラー関連を中心に研究開発費が増加すること、新棟の稼働に伴い減価償却費が増加することが負担となり、2割程度の減益見通しだ。



今期は減益が見込まれるものの、来期についてはエーザイとの提携が業績に寄与しよう。日医工とエーザイは今年3月に資本業務提携に関する戦略提携契約及び株式譲渡契約を締結した。これにより、日医工は総額170億円を投じ、エーザイ子会社でGE事業を手がけるエルメッドエーザイの全株式を段階的に譲り受ける。既に4月2日にエーザイからエルメッドエーザイの発行済株式の20%を取得しており、今後、戦略提携の一定の進捗が達成されることを条件として10月1日にさらに13.4%を譲り受け、コプロモーションを開始する。その後、2019年4月1日に残りの全株式を譲り受ける予定だ。エルメッドエーザイの売上高は280億円程度で国内GE市場におけるシェアは3.5%、日医工のシェア11.8%と合わせて、日医工は15%のシェアを持つことになる。日医工ではエルメッドエーザイとの製品統合による生産効率化、エーザイのインドバイザグ工場から医薬品原薬を調達することでの原薬の最適化などによって、年間で20億円のコスト削減効果を見込む。結果、来期(2020年3月期)の売上高は2000億円超、営業利益は120億円程度、EPSは145円程度が見込まれる。

注力するバイオシミラーでは、日本で昨年11月に発売した「インフリキシマブ」(先発品は

バイオ医薬品の「レミケード」について、米国での承認取得に向けフェーズ3の臨床試験中で、2021年3月期の承認をもくろむ。先発品「レミケード」の市場は日本では800億円程度とされる一方、米国では4800億円程度とされる。米国で承認されれば同社業績への寄与は大きいと期待される。

同社は5月8日にSMBC日興証券を割当先とした第三者割当により新株予約権を発行した。これによって調達する資金は212億円程度で、エルメッドエーザイの取得資金及び借入金の返済資金に充当する。潜在株式数は1130万株（希薄化率（対議決権総数）19.84%）で、行使価額は当初1,875円、行使期限は2021年4月30日。急激な希薄化を防止するために、① 下限行使価額1,193円を設定しており、1,193円以下では行使ができないほか、② 発行する新株予約権の半分については、当初2年間VWAP（終日の売買高加重平均価格）が2,045円以上となった場合に限り新株予約権の行使が可能なターゲット・プライス条項が定められている。

株価は1,600円から1,800円のレンジで推移している。国内GE市場の更なる拡大、バイオシミラーの寄与が期待されるものの、2年に1度だった薬価改定が毎年行われるなど、薬価の下落による影響は懸念材料だ。また、今回の新株予約権の発行による株式希薄化の影響も避けられない。2割近くの希薄化を考慮すると株価は妥当な水準にあると考えられ、投資判断をNEUTRAL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22日終値）

	直近株価	売上高 売上収益 (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	1,688	164,717 172,000	10.4 4.4	10,301 8,000	61.3 -22.3	9,067 -	52.1 -	8,070 5,000	68.2 -38.0	143.19 88.08	30.00 30.00	1,550.65	19.2	1.8%	1.1
4553 東和薬品	7,330	93,430 97,000	10.0 3.8	11,643 9,700	69.5 -16.7	11,717 9,600	58.0 -18.1	6,495 7,000	16.5 7.8	395.99 426.75	95.00 95.00	4,872.28	17.2	1.3%	1.5
4555 沢井製薬	5,040	168,068 172,500	26.9 2.6	22,209 24,000	-3.2 8.1	20,251 23,700	-11.0 17.0	14,017 17,400	-22.0 23.3	360.49 447.50	130.00 130.00	4,143.15	11.3	2.6%	1.2

（日医工、沢井製薬は2018年3月期より国際会計基準（IFRS）を適用。上段は2018年3月期実績、下段は2019年3月期見通し。日医工の2019年3月期の税引前利益予想は開示なし。）

## 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。

日医工（4541）

---

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ございませんので、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  
弥生支店：076-242-2122  
七尾支店：0767-52-3122  
高岡支店：0766-26-1770  
福井支店：0776-22-6644

小松支店：0761-23-1525  
加賀支店：0761-73-3133  
富山支店：076-432-2131  
砺波支店：0763-33-2131  
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