

沢井製薬

(4555・東証1部)

2014年6月25日

GE 使用促進策を追い風に好業績続く

アップデートレポート

(株) Q B R
真下 弘司

主要指標 2014/6/23 現在

株価	5,990 円
年初来高値	7,080 円 (1/14)
年初来安値	5,600 円 (2/6)
発行済株式数	38,128,388 株
売買単位	100 株
時価総額	228,389 百万円
予想配当 (会社)	100.0 円
予想EPS (アナリスト)	383.76 円
実績PBR	2.17 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2013/12/27
アップデート	2014/3/24

薬局向けが好調に推移、前期は最高益更新

14/3期の連結業績は、売上高が前期比12%増の898億円、営業利益は同10%増の191億円となり、売上高・利益とも過去最高を更新した。ジェネリック医薬品（後発医薬品。以下GE）市場は、13年4月に厚生労働省が「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」を公表、引き続きGEの使用促進を強力に推し進めることが明確になったことで順調に拡大。同社では調剤薬局向けが伸長したほか、抗がん剤などの新製品が売り上げを伸ばした。

15/3期の連結業績に関して会社は、売上高が前期比18%増の1060億円、営業利益が同10%増の210億円を計画。14年4月の薬価引き下げの影響はあるものの、同時に実施されたGE使用促進策を追い風に增收増益を見込んでいる。

市場拡大の恩恵を享受、好業績続く

QBR予想の15/3期の連結業績は、売上高が前期比19%増の1066億円、営業利益は同14%増の218億円。14/3期の実績を踏まえて見直したが、高成長が続くとの見方に変更はない。前回予想と比較すると、想定以上に需要が強いことから売上高を増額。製品構成の変化と円安の長期化による原価率悪化で利益は引き下げた。

続く16/3期のQBR予想は、売上高が前期比11%増の1188億円、営業利益は同13%増の246億円。GE市場はロードマップの目標である18年3月末の数量シェア60%に向けて高い成長が続くと予想、同社はリーディングカンパニーとして市場拡大の恩恵を享受するとの見方を継続する。

業績動向		売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2012/3	通期	実績	67,603	5.9	15,004	10.4	15,096	18.8	9,026	25.7
2013/3	通期	実績	80,502	19.1	17,384	15.9	17,601	16.6	12,022	33.2
2014/3	通期	実績	89,823	11.6	19,090	9.8	19,091	8.5	12,192	1.4
2015/3	通期	会社予想 (2014年5月発表)	106,000	18.0	21,000	10.0	20,900	9.5	13,500	10.7
		新・アナリスト予想	106,600	18.7	21,800	14.2	21,800	14.2	14,100	15.6
		旧・アナリスト予想 (2014年3月発表)	103,800	15.6	22,800	19.4	23,000	20.5	14,500	18.9
2016/3	通期	新・アナリスト予想	118,800	11.4	24,600	12.8	24,600	12.8	15,900	12.8

**薬局向けが好調、
14/3期は 10%
営業増益**

14/3期の連結業績は、売上高が前期比12%増の898億円、営業利益は同10%増の191億円、純利益は同1%増の122億円となり、売上高・利益とも過去最高を更新した。

ジェネリック医薬品（後発医薬品。以下GE）市場は、12年4月に実施された後発品使用促進策の影響は一巡したものの、13年4月に厚生労働省が「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」を公表、引き続きGEの使用促進を強力に推し進めることが明確になったことで拡大。

ロードマップでは「18年3月末までにGEの数量シェアを60%以上（新基準。表4参照）にする」という目標とともに、「GEの使用促進のためのモニタリングを行い必要な促進策を適宜追加する」ことが明記された。またGEメーカーに対しては、「安定供給」、「品質に対する信頼性の確保」、「情報提供の方策」への取り組み強化が求められた。

同社の売上高も、10年以降に発売した製品群が調剤薬局向けを中心に伸長したほか、抗がん剤などの新製品（6月に5成分9品目、12月に7成分14品目を発売）も増収に寄与した。円安や関東工場稼働に伴う固定費の増加で原価率が悪化したほか、試験研究費や人件費など販管費も増加したが、増収効果で営業利益は1割増加した。投資有価証券売却益の減少を主因とする特別損益の悪化と税金費用の増加で純利益は微増だった。

13年11月公表の会社計画（売上高887億円、営業利益195億円）と比較すると、売上高は年度末に14年4月からのGE使用促進策に対応するための先行買い入れがあったことなどから計画を上回った。営業利益は特別損失として計上する予定だった引当金5.6億円（15/3期から販売会社宛て手数料支払い方法を変更することに伴う引き当て）を販管費に計上したことを主因に計画を下回った。

表1. 14/3期の連結業績 (単位: 億円)

	13/3期 通期 実績	14/3期 通期 実績	前期 比	14/3期通期	
				会社 計画	差異
売上高	805	898	+12%	887	+11
売上原価	425	484	+14%	461	+23
売上総利益	380	415	+9%	426	-11
販管費	206	224	+9%	231	-7
営業利益	174	191	+10%	195	-4
経常利益	176	191	+8%	196	-5
純利益	120	122	+1%	124	-2

(注1)会社計画は、13年11月8日付

(注2)差異は、14/3期実績と同会社計画との比較

(出所)会社資料からQBR作成

業 績

**市場拡大の恩恵を
享受、好業績が
続くとの予想に変
更はない**

15/3期の連結業績に関して会社は、売上高が前期比18%増の1060億円、営業利益が同10%増の210億円を計画。14年4月の薬価引き下げの影響(同社は前回12年4月と同水準の10%台前半の引き下げ)はあるものの、同時に実施されたGE使用促進策を追い風に增收増益を見込んでいる。

QBR予想の15/3期の連結業績は、売上高が前期比19%増の1066億円、営業利益は同14%増の218億円。14/3期の実績を踏まえて見直したが、高成長が続くとの見方に変更はない。

前回予想からの主な変更点は、想定以上にGEの需要が強いことから売上高を増額(近年発売の製品群の伸長は想定通りだが、既存品が想定以上に伸長)。製品構成の変化(相対的に低単価の既存品の比率上昇)と円安の長期化による原価率悪化で利益予想は引き下げた。

続く16/3期のQBR予想は、売上高が前期比11%増の1188億円、営業利益は同13%増の246億円。GE市場は18年3月末の数量シェア60%に向けて高い成長が続くと予想、同社はリーディングカンパニーとして市場拡大の恩恵を享受するとの見方に変更はない。

表2. 会社計画とQBR予想の連結業績

(単位:億円)

	14/3期 通期 実績	15/3期通期		15/3期QBR予想			16/3期通期	
		会社 計画	前期 比	前回 予想	今回 予想	前期 比	QBR 予想	前期 比
売上高	898	1,060	+18%	1,038	1,066	+19%	1,188	+11%
売上原価	484	590	+22%	550	588	+22%	656	+12%
売上総利益	415	470	+13%	488	478	+15%	532	+11%
販管費	224	260	+16%	260	260	+16%	286	+10%
営業利益	191	210	+10%	228	218	+14%	246	+13%
経常利益	191	209	+9%	230	218	+14%	246	+13%
純利益	122	135	+11%	145	141	+16%	159	+13%

(注1)会社計画は、14年5月14日付

(注2)前回QBR予想は、14年3月24日付

(出所)会社資料、予想はQBR

薬価・診療報酬改定と GE の使用促進策

14年4月に実施されたGE関連の薬価改定、使用促進策は表3、表4の通り。薬価改定では、既収載GE（既に発売されているGE）は成分、剤形、規格が同一のGEの価格は、最高価格の「30%未満」「30%以上50%未満」「50%以上」の3価格帯にグループ分けしてそれぞれ加重平均。新規収載GE（今後発売されるGE）の薬価は先発医薬品（新薬。以下先発品）の6掛け（内用薬で10品目を超える場合は5掛け）になる。前者の影響は軽微（同社を含め大手GEメーカーの薬価引き下げ幅は前回12年4月と概ね同水準だった）、後者は中長期的な成長の鈍化要因になる。ただし、後者はGEの普及に拍車をかける要因であり（単価が下がることで採算は低下するが、数量は伸びると予想）、今回の後発品の使用促進策とあわせてGE市場は高い成長が続くとの見方に変更はない。

主なGE使用促進策は、調剤薬局における調剤体制加算ルールの見直し、DPC（入院医療包括評価：医療費の定額払い制度）病院におけるGE使用促進策の導入、など。DPC病院でのGE採用は周辺の中小病院の処方や調剤薬局へ与える影響が大きい。

同社は、業界のリーディングカンパニーとしてGE市場拡大の恩恵を享受、市場平均を上回る成長（数量ベースで10%台半ばを想定）を予想する。

表3. 薬価改定(GE関連)

改定前		改定後			
新規収載後発医薬品					
先発品×0.7(0.6)※		先発品×0.6(0.5)※			
※銘柄数が10を超える内用薬は0.6		※銘柄数が10を超える内用薬は0.5。バイオ後続品は従前どおり			
既収載後発医薬品					
多数の価格帯		3つの価格帯			
最高価格に対する割合		最高価格に対する割合			
20%未満	20%~30%	30%以上	30%未満	30%~50%	50%以上
統一価格	統一価格	3%刻みで統一価格	統一価格	統一価格	統一価格
統一名収載	銘柄別収載	銘柄別収載	統一名収載	銘柄別収載	銘柄別収載

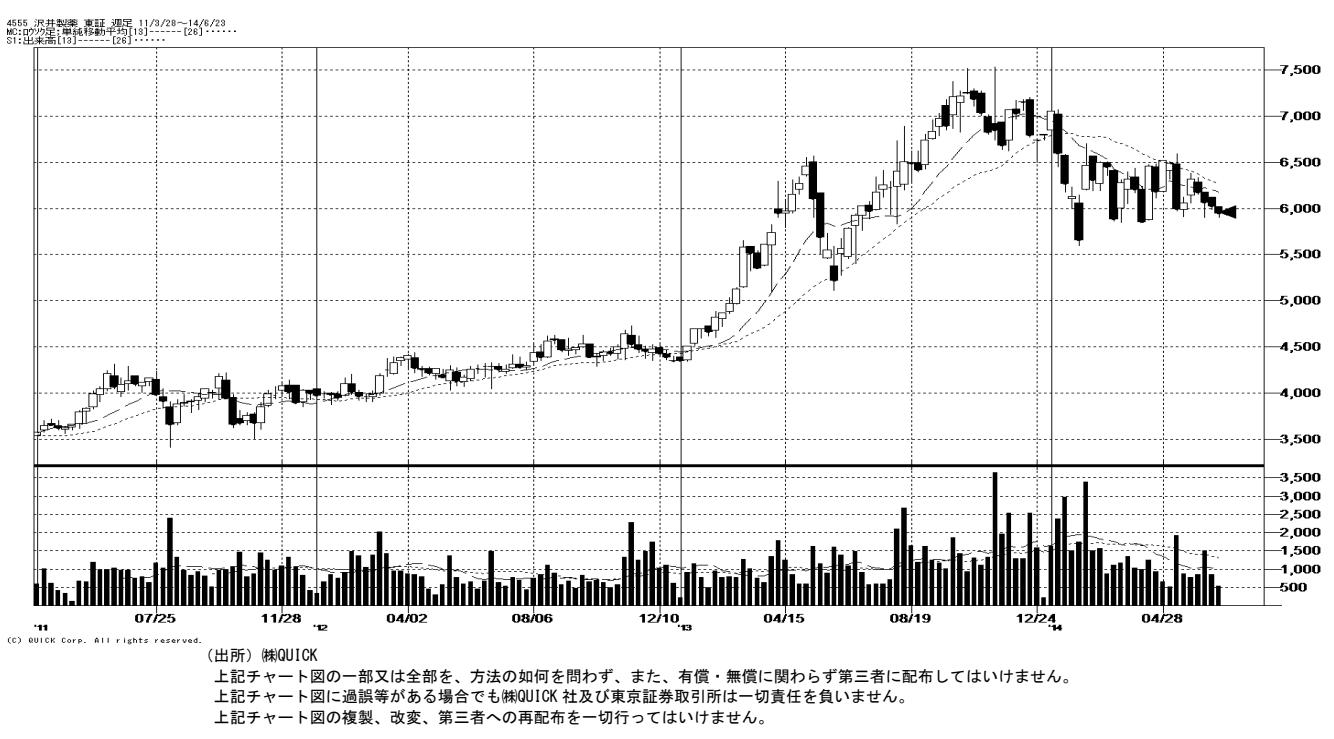
(出所)厚労省「平成26年度診療報酬改定の概要」等からQBR作成

表4. 主な後発医薬品(GE)使用促進策

改定前		改定後			
後発医薬品調剤体制加算の要件見直し					
数量シェア(旧指標)	点数	数量シェア(新指標)	点数		
加算1	22%以上	5点	加算1	55%以上	18点
加算2	30%以上	15点	加算2	65%以上	22点
加算3	35%以上	19点	(廃止)		
数量シェア算定式					
後発医薬品(GE)／全医薬品		GE／(GEあり先発医薬品+GE)			
(分母から除外する医薬品)経腸成分栄養剤、特殊ミルク製剤、生薬、漢方製剤、その他の生薬および漢方処方にに基づく医薬品					
機能評価係数IIの見直し(DPC制度)					
(新設)		後発医薬品指數			
「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」に基づき、後発医薬品の使用について数量ベース(新指標)によって評価を行う。					
一般名処方における後発医薬品選択の明確化					
一般名処方が行われた医薬品については、原則として後発医薬品が使用されるよう、患者に対し後発医薬品の有効性、安全性や品質について懇切丁寧に説明をし、後発医薬品を選択するよう努める旨を規定する。					
一般名処方が行われた医薬品について、原則として後発医薬品が使用されるよう、患者に対し後発医薬品の有効性、安全性や品質について懇切丁寧に説明をした場合であって、後発医薬品を調剤しなかった場合は、その理由を調剤報酬明細書の摘要欄に記載する。					

(注)DPC制度:急性期入院医療の定額報酬算定制度

(出所)厚労省「平成26年度診療報酬改定の概要」等からQBR作成



			2012/3	2013/3	2014/3	2015/3 予 (アナリスト)
株価推移	株価(年間高値)	円	4,400	5,660	7,540	-
	株価(年間安値)	円	3,415	4,035	5,105	-
	月間平均出来高	百株	42,448	36,243	63,442	-
業績推移	売上高	百万円	67,603	80,502	89,823	106,600
	営業利益	百万円	15,004	17,384	19,090	21,800
	経常利益	百万円	15,096	17,601	19,091	21,800
	当期純利益	百万円	9,026	12,022	12,192	14,100
	E P S	円	285.25	386.71	365.18	383.76
	R O E	%	16.5	20.1	15.0	13.2
貸借対照表 主要項目	流動資産合計	百万円	80,508	79,435	96,054	-
	固定資産合計	百万円	42,891	48,407	53,294	-
	資産合計	百万円	123,399	127,842	149,348	-
	流動負債合計	百万円	26,931	30,105	39,097	-
	固定負債合計	百万円	37,893	36,257	8,948	-
	負債合計	百万円	64,824	66,363	48,046	-
	株主資本合計	百万円	57,779	61,089	100,746	-
	純資産合計	百万円	58,574	61,479	101,302	-
キャッシュフ ロー計算書 主要項目	営業活動によるCF	百万円	7,813	12,255	13,422	-
	投資活動によるCF	百万円	-2,370	-1,373	-8,283	-
	財務活動によるCF	百万円	-4,578	-10,969	-178	-
	現金及び現金同等物の期末残高	百万円	20,670	20,583	25,536	-

(注) 株価高安、出来高、EPS は13年10月1日付の株式分割(1株→2株)の影響を遡及修正している

リス ク 分 析

事 業 に 関 す る リ ス ク

①薬事法等による規制

同社グループは薬事法等関連法規の規制を受けており、事業所所在の各都道府県の許可・登録・免許及び届出が必要。医薬品製造販売業の許可等に関して法令違反があった場合は、監督官庁から業務停止、許可等の取り消し等が行われ、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

②薬価制度及び医療制度の変更

同社グループの主要製品、商品である医療用医薬品を販売するためには、国の定める薬価基準への収載が必要。薬価については市場実勢価の調査が行われ、2年に1回の薬価改定によりほとんどの品目の薬価が引き下げられている。増大する医療費の抑制を目的として医療保険制度の見直しも行われており、薬価制度の大幅な変更や医療費抑制政策が実施されると、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

③知的財産に関する訴訟

同社グループが販売するジェネリック医薬品の先発医薬品には物質・用途特許の期間満了後も複数の製法、結晶形、用法用量又は製剤に関する特許等が残っていることが多く、当該特許等に基づき訴訟を提起される場合がある。このような事態が生じた場合には、同社グループの財政状態や経営成績に影響を与える可能性がある。

④競合等の影響

同社グループは、販売した製品が度重なる薬価引き下げのため不採算となり、販売中止を余儀なくされることのないように、適正利益を確保した価格で販売するように努めている。しかし、多数のメーカーがジェネリック医薬品市場に参入すると、厳しい競争の中で価格の低下を招きやすくなる。さらに、先発医薬品メーカーは、特許満了後も諸施策を講じて市場シェア確保に努めており、その動向次第では同社が計画していた売上高が確保されないことも想定され、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

⑤災害等による生産の停滯、遅延

同社グループは、福岡県、兵庫県、大阪府、千葉県、茨城県に生産拠点を配置しているが、自然災害、技術上・規制上の問題等の発生により、製造拠点の操業が停止した場合、製品によりその供給が停止し経営成績に影響を与える可能性がある。また、重要な原料については、特定の取引先から供給を受けているものがあり災害等の要因によりその仕入れが停止し、その代替が困難である場合、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

ディスクレーマー

1. 本レポートは、株式会社東京証券取引所（以下「東証」といいます。）が実施する「アナリストレポート・プラットフォーム」を利用して作成されたものであり、東証が作成したものではありません。
2. 本レポートは、本レポートの対象となる企業が、その作成費用を支払うことを約束することにより作成されたものであり、その作成費用は、当該企業が東証に支払った金額すべてが、東証から株式会社QBR（以下「レポート作成会社」といいます。）に支払われています。
3. 本レポートは、東証によるレビューや承認を受けておりません（ただし、東証が文面上から明らかに誤りがある場合や適当でない場合にレポート作成会社に対して指摘を行うことを妨げるものではありません）。
4. レポート作成会社及び担当アナリストには、この資料に記載された企業との間に本レポートに表示される重大な利益相反以外の重大な利益相反の関係はありません。
5. 本レポートは、投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的として作成されたもので、有価証券の取引及びその他の取引の勧誘又は誘引を目的とするものではありません。有価証券の取引には、相場変動その他の要因により、損失が生じるおそれがあります。また、本レポートの対象となる企業は、投資の知識・経験、財産の状況及び投資目的が異なるすべての投資者の方々に、投資対象として、一律に適合するとは限りません。銘柄の選択、投資判断の最終決定は、投資者ご自身の判断でなされるようお願いいたします。
6. 本レポート作成にあたり、レポート作成会社は本レポートの対象となる企業との面会等を通じて、当該企業より情報提供を受けておりますが、本レポートに含まれる仮説や結論は当該企業によるものではなく、レポート作成会社の分析及び評価によるものです。また、本レポートの内容はすべて作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。
7. 本レポートは、レポート作成会社が信頼できると判断した情報に基づき記載されていますが、東証及びレポート作成会社は、本レポートの記載内容が真実かつ正確であり、そのうちに重要な事項の記載が欠けていないことやこの資料に記載された企業の発行する有価証券の価値を保証又は承認するものではありません。本レポート及び本レポートに含まれる情報は、いかなる目的で使用される場合におきましても、投資者の判断と責任において使用されるべきものであり、本レポート及び本レポートに含まれる情報の使用による結果について、東証及びレポート作成会社は何ら責任を負うものではありません。
8. 本レポートの著作権は、レポート作成会社に帰属しますが、レポート作成会社は、本レポートの著作権を東証に独占的に利用許諾しております。そのため本レポートの情報について、東証の承諾を得ずに複製、販売、使用、公表及び配布を行うことは法律で禁じられています。

<指標の説明について>

本レポートに記載の指標に関する説明は、東京証券取引所ウェブサイトに掲載されております。

参照 URL ⇒ <http://www.tse.or.jp/listing/analystreport/index.html>