

## 沢井製薬

(4555・東証1部)

2014年12月17日

## 上期は計画通り。会社計画・QBR予想とも変更なし

## アップデートレポート

(株) Q B R  
真下 弘司

## 主要指標 2014/12/15 現在

株価	7,200円
年初来高値	7,270円 (12/15)
年初来安値	5,600円 (2/6)
発行済株式数	38,129,788株
売買単位	100株
時価総額	274,534百万円
予想配当 (会社)	100.0円
予想EPS (アナリスト)	383.56円
実績PBR	2.48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	2014/9/5

## 上期は17%増収、2%営業増益

15/3期上期の連結業績は、売上高が前年同期比17%増の502億円、営業利益は同2%増の102億円となった。ジェネリック医薬品（後発医薬品。以下GE）市場は、14年4月に実施された使用促進策を追い風に需要が拡大。同社でも08年以降に発売した製品群を中心に売り上げを伸ばした。同じく4月に実施された薬価引き下げ等で原価率は悪化したが、数量増による増収効果で吸収し増益を確保した。

15/3期通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。上期の業績は概ね計画通り推移したとして期初公表の計画を据え置いた。薬価引き下げの影響はあるものの、GEの使用促進策を追い風に増収・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。続く16/3期は売上高が前期比11%増の1188億円、営業利益は同13%増の246億円とともに前回予想を据え置く。GE市場は1Qから2Qにかけて成長が加速、同社の業績も1Qの減益を吸収し上期全体では増益を確保しており、概ねQBRの想定通り推移している。

GE市場は「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」（厚生労働省）の数値目標である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
2014/3	2Q(4-9月)	実績	42,746	11.2	10,050	25.0	10,157	23.8	6,476	18.4	212.04
2015/3	2Q(4-9月)	実績	50,202	17.4	10,225	1.7	10,175	0.2	6,997	8.0	190.40
2014/3	通期	実績	89,823	11.6	19,090	9.8	19,091	8.5	12,192	1.4	365.18
2015/3	通期	新・会社予想	2014年5月の会社予想から変更なし								
		旧・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	367.32
		新・Analyst予想	2014年6月のAnalyst予想から変更なし								
		旧・Analyst予想 (2014年6月発表)	106,600	18.7	21,800	14.2	21,800	14.2	14,100	15.6	383.56
2016/3	通期	新・Analyst予想	2014年6月のAnalyst予想から変更なし								
		旧・Analyst予想 (2014年6月発表)	118,800	11.4	24,600	12.8	24,600	12.8	15,900	12.8	432.52

GE の売り上げは  
2Q にさらに伸長、  
1Q の減益を吸収  
し上期は 2% 営業  
増益

15/3 期上期の連結業績は、売上高が前年同期比 17% 増の 502 億円、営業利益は同 2% 増の 102 億円となった。上期会社計画（売上高 505 億円、営業利益 101 億円）と比較すると、売上高・利益ともほぼ計画通りの着地。

ジェネリック医薬品（後発医薬品。以下 GE）市場は、14 年 4 月の診療報酬改定で、調剤薬局における GE の使用促進に向けた調剤体制加算要件の見直し、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 の使用促進策の導入などが実施されたことに伴い、薬局市場および病院市場における GE の需要が大きく伸びた。一方、同じく 4 月に実施された薬価改定において、新規収載 GE の薬価の大幅な引き下げや、既収載 GE の薬価を 3 つの価格帯へ集約したことなど GE メーカーにとって厳しい薬価制度が導入された。

同社でも 08 年以降に発売した製品群が順調に推移したほか、DPC 病院向に低薬価品目の需要が増加、新製品（14 年 6 月に 6 成分 11 品目を発売）も增收に寄与した。数量ベースの前年同期比増減率は 24.7% 増。薬価引き下げ（同社は消費税率引き上げ分を除く実質ベースで 13.8% の引き下げ）と製品構成の変化（低価格品目の比率上昇等）で金額ベースの前年同期比増減率は 17.4% 増と、数量ベースを 7.3% ポイント下回った。薬価引き下げや製品構成の変化に加えて、関東工場における固定費の増加などもあり原価率が悪化。試験研究費や人件費など販管費も増加したが、数量増による增收効果で吸収し営業利益は増加した。

四半期別に見ると、1Q は売上高が前年同期比 15% 増の 251 億円、営業利益は同 14% 減の 50 億円。2Q は売上高が前年同期比 20% 増の 251 億円、営業利益は同 23% 増の 52 億円になる。

1Q は原価率の悪化に加えて、販管費の増加で 2 枝の営業減益。2Q は GE の使用促進策による需要の一層の拡大に伴い売り上げがさらに伸長、販管費の伸び鈍化から 2 割超の営業増益。上期合計でも増益を確保した。

表1. 15/3期上期の連結業績

	14/3期 上期 実績	15/3期		15/3期上期	
		上期 実績	前年 同期比	会社 計画	差異
売上高	427	502	+17%	505	-3
売上原価	223	282	+27%	284	-2
売上総利益	205	220	+7%	221	-1
販管費	104	118	+13%	120	-2
営業利益	101	102	+2%	101	+1
経常利益	102	102	+0%	101	+1
純利益	65	70	+8%	65	+5

(注1)会社計画は、14年5月14日付

(注2)差異は、15/3期上期実績と同会社計画との比較

(出所)会社資料からQBR作成

表2. 四半期別の連結業績

	14/3期 1Q 実績	15/3期		14/3期 2Q 実績	15/3期 2Q 実績	前年 同期比
		1Q 実績	前年 同期比			
売上高	219	251	+15%	208	251	+20%
売上原価	111	141	+27%	112	141	+26%
売上総利益	108	111	+2%	96	109	+13%
販管費	50	60	+21%	54	57	+6%
営業利益	58	50	-14%	42	52	+23%
経常利益	59	50	-14%	43	51	+20%
純利益	38	34	-9%	27	36	+32%

(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。上期の業績は概ね計画通り推移したとして期初公表の計画を据え置いた。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。

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。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246億円とともに前回予想を据え置く。

GE市場は18年3月末の数量シェア60%（13年4月に厚生労働省が公表した「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」の数値目標）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。

なお、14年11月28日に田辺三菱製薬（4508）と田辺三菱の連結子会社田辺三菱製薬工場が保有する鹿島工場（茨城県神栖市）を同社が承継することについて、最終契約書を締結したと発表（15年4月1日に承継する予定）。承継は会社分割（簡易分割）で行い、承継に伴う支払額は約40億円の見込み（在庫等の状況により変動）。同工場で製造している田辺三菱の製品は、承継後も同社が受託して製造する予定だが、詳細が不明のため現時点では16/3期の業績予想には織り込んでいない。

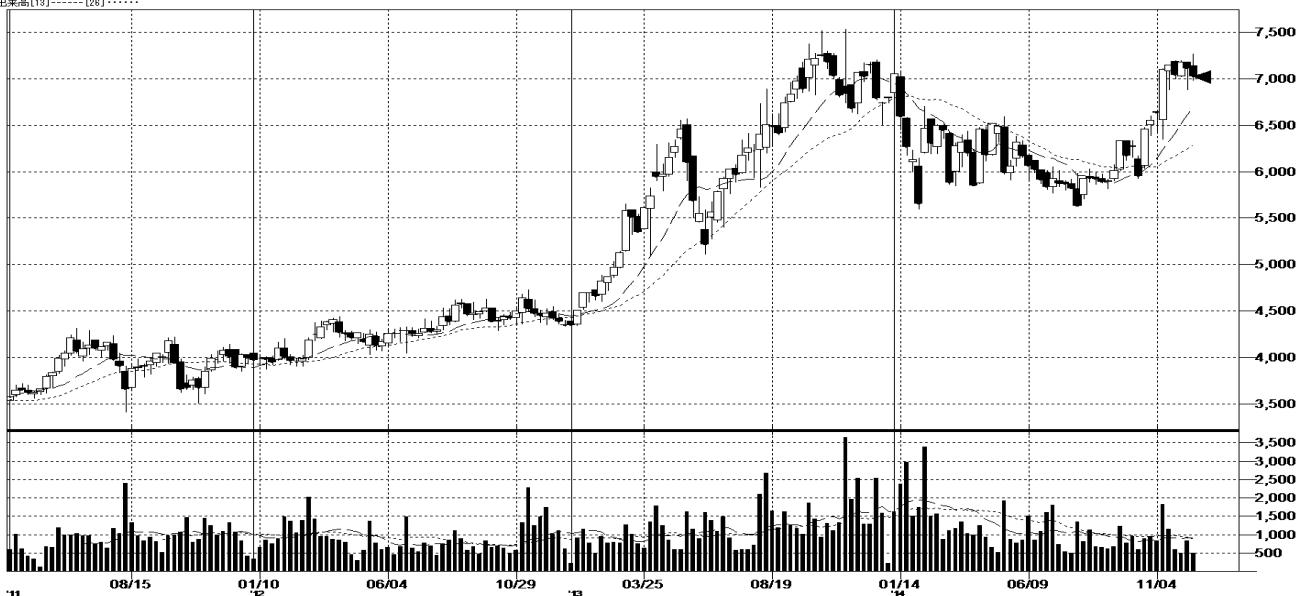
表3. 会社計画とQBR予想の連結業績 (単位: 億円)

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

(注)会社計画は14年5月14日付、QBR予想は14年6月25日付

(出所)会社資料、予想はQBR

4565 沖井製鉄 東証一部 週足 11/3/28～14/12/15  
 M5:出力定期・単純移動平均[13]-----[26]-----  
 S1:出来高[13]-----[28]-----



(C) QUICK Corp. All rights reserved.

(出所) 株QUICK 上記チャート図の一部又は全部を、方法の如何を問わず、また、有償・無償に関わらず第三者に配布してはいけません。

上記チャート図に過誤等がある場合でも株QUICK 社及び東京証券取引所は一切責任を負いません。

上記チャート図の複製、改変、第三者への再配布を一切行ってはいけません。

			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	383.56
	R O E	%	16.5	20.1	15.0	13.7
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>