

## 6312 フロイント産業

### ～医薬品製剤用の機械で世界の先端を走り、高採算の医薬品添加剤も拡大～

2022 年 5 月 11 日

東証スタンダード

#### ポイント

・受注が好調である。前期は、受注が前年度比+26%の 156 億円となった。今期の受注も好調を持続しよう。それでも、会社計画は減益を見込んでいる。要因は 2 つある。1 つは、部材調達の遅れで、コストアップも想定される。もう 1 つは、ジェネリックメーカー向けの製剤機械は納期が来期なので、今期には寄与してこない。

・米国のフロイント・ベクターで受注が急増した。ブラジルからの受注が急回復したことによる。ただし、生産が遅れている。コロナ後の影響で米国では部品・部材の調達が十分でなく、出荷の船便も遅れている。日本でも同じような動きが出ている。

・国内ではジェネリックメーカーで設備増強の動きが強まっている。品質不正問題の影響で、供給責任を巡り、設備の更新・新設が、当社の製剤機械の受注に結びつく。前期に続き、今期も受注の上乗せが期待できよう。

・2020 年に買収したイタリアの Cos. Mec (コスメック) は、当社と重複しない製剤機械を有し、当社とは別の新興国市場に強いので、今後のグローバル展開に力を発揮しよう。米国ベクターとの連携も始まっている。上海に合弁で技術開発研究所（上海 FC センター）を設立した。中国の医薬品市場は政府の政策もあり、品質の向上に取り組んでいる。製剤機械と医薬品添加剤のラボは、2023 年 2 月期の後半には稼働しよう。

・もう一つの主力分野である医薬品添加剤は、採算が大幅に改善し、順調に伸びている。中国向やインド向けにも拡大できよう。EV 用リチウムイオン電池の部材を製造する機械で、最近、欧州で初の受注に成功した。

・今回の中期計画では、2023 年 2 月期に売上高 201 億円、営業利益 14.6 億円を目指したが、サプライチェーンの混乱が影響し、1 年遅れで目標に近づく展開となろう。

・その先の中長期のビジョンとしては、日米伊中印での 5 極体制で、新市場の開拓を進め、2030 年に向けて売上高 300 億円、営業利益 30 億円、海外売上比率 50%、ROE10%以上というのが 1 つの目標になろう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 目 次

1. 特色 医薬品用製剤機械の独自開発で発展
2. 強み 日本では圧倒的 No. 1、世界でも 3 強の 1 社
3. 中期経営計画 M&A や合弁の展開で海外市場の拡大が進展
4. 当面の業績 受注増は来 2024 年 2 月期の業績に貢献
5. 企業評価 新市場の開拓に期待

## 企業レーティング B

株価 (2022 年 5 月 10 日) 726 円 時価総額 134 億円 (18.4 百万株)

PBR 0.85 倍 ROE 3.1% PER 27.0 倍 配当利回り 2.8%

(百万円、円)

| 決算期       | 売上高   | 営業利益 | 経常利益 | 当期純利益 | EPS  | 配当   |
|-----------|-------|------|------|-------|------|------|
| 2014.2    | 17616 | 1286 | 1341 | 787   | 45.7 | 12.5 |
| 2015.2    | 17424 | 1150 | 1249 | 695   | 40.4 | 15.0 |
| 2016.2    | 19027 | 1346 | 1394 | 961   | 55.7 | 12.5 |
| 2017.2    | 21164 | 2041 | 2097 | 1064  | 61.7 | 20.0 |
| 2018.2    | 19801 | 1971 | 1994 | 1477  | 85.7 | 20.0 |
| 2019.2    | 18408 | 1223 | 1326 | 843   | 50.2 | 20.0 |
| 2020.2    | 16772 | 558  | 582  | 381   | 22.8 | 20.0 |
| 2021.2    | 16765 | 1111 | 1308 | 970   | 58.0 | 20.0 |
| 2022.2    | 17632 | 981  | 1032 | 543   | 32.5 | 20.0 |
| 2023.2(予) | 18500 | 700  | 720  | 450   | 26.9 | 20.0 |
| 2024.2(予) | 20800 | 1400 | 1400 | 900   | 53.7 | 20.0 |

(2022.2 ベース)

総資産 22273 百万円 純資産 14354 百万円 自己資本比率 64.4%

BPS 857.3 円

(注) ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。2009 年 6 月に 1:2、2016 年 2 月に 1:2 の株式分割を実施。EPS、配当は修正ベース。2015.2 期の配当は 50 周年記念配 2.5 円(修正ベース)、2017.2 期の配当は上場 20 周年記念配 5.0 円を含む。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力、③業績下方修正のリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、という観点から定性評価している。

A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 医薬品用製剤機械の独自開発で発展

### 医薬品用製剤機械と添加剤が主力

薬の錠剤を作る時の造粒・コーティング装置（機械）と医薬品添加剤等（化成品）の双方を主力製品としている。この分野で機械とそこで使う化成品の2つを手がけているのは、世界でも当社だけである。

その関係は、ペン（機械）とインク（化成品）の役割に長く例えられてきた。この例えを最近では発展させている。①機械や化成品というプロダクト（ハード）と、②それを創り出すテクノロジー（ソフト）、という2つの見方である。当社のコア・テクノロジーは製品を作り出す技術開発力にある。

機械とは製剤機械で、薬の主成分に補助剤（添加剤）を加えて、錠剤の飲みやすさなど製剤機能を作り出すための装置である。液状のがん領域薬、ドリンク剤ではなく、経口固形剤を作る。世の中の薬のうち半分は錠剤、カプセル剤、顆粒剤、散剤などの固形剤タイプである。

医薬品メーカーや食品メーカーが自分で薬を製造している場合もあれば、それらの製造を外部に委託（アウトソーシング）している場合もある。いずれの場合でも、当社の製剤機械が使われている可能性が高い。

機械事業には、フロイント産業本体のほかに、フロイント・ベクター（米国）、コスメック（伊）、フロイント・ターボが関わる。フロイント・ベクターは、北米、中南米、欧州、中近東などをカバーする。2020年に買収したコスメックも独自の強みを有する。フロイント・ターボは2010年に買収し、化粧品やトナー用など、医薬品以外の産業機械分野を中心に手掛けている。機械部門では、造粒・コーティング用で国内トップシェアを有し、世界でも3強の地位にいる。

フロイント産業の事業内容

|             | 売上構成比  |        | 営業利益構成比 |        | 特 色                                                                                                                                   |
|-------------|--------|--------|---------|--------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|             | 2021.2 | 2022.2 | 2021.2  | 2022.2 |                                                                                                                                       |
| 機械部門        | 66.6   | 67.1   | 66.5    | 41.3   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・医薬品、食品、ファインケミカル用</li> <li>・造粒、コーティング装置、印刷機の製造販売。</li> <li>・コーティング装置の国内シェア70%、世界第3位</li> </ul> |
| 国内          | 60     | 59     |         |        |                                                                                                                                       |
| 海外          | 40     | 41     |         |        |                                                                                                                                       |
| 小計          | 100    | 100    |         |        |                                                                                                                                       |
| 化成品部門       | 33.4   | 32.9   | 33.5    | 58.7   | <ul style="list-style-type: none"> <li>・医薬品添加剤、食品品質保持剤、栄養補助食品の製造販売。</li> <li>・GMP（薬事法などに基づく医薬品の製造品質管理基準）対応の設備で生産。</li> </ul>          |
| 医薬品添加剤      | 49     | 56     |         |        |                                                                                                                                       |
| 食品品質保持剤     | 34     | 38     |         |        |                                                                                                                                       |
| 新規食品（健康食品他） | 17     | 6      |         |        |                                                                                                                                       |
| 小計          | 100    | 100    |         |        |                                                                                                                                       |

製剤技術や装置は食品分野にも使われている。健康食品は大きな発展をみせており、新しいビジネスモデルもできつつある。健康食品、サプリメントのタブレットを作るに当っても、当社の機械装置が使われている。薬品とサプリメントの違いは、医薬品は病気の症状への効用があり、サプリメントは栄養成分の補助が目的で主成分の種類と含有にある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 医薬品添加剤に加え、品質保持剤、栄養補助食品分野へも展開

化成品では、医薬品の添加剤、食品の品質保持剤、栄養補助食品などを手掛けている。添加剤は薬の錠剤や粉末において、その薬の主成分（1～3%）に添加する無害の副材料で、乳糖、でんぷんなど糖類から作られる。

品質保持剤では、半生菓子などによく使われるエタノールの蒸散剤で、細菌の発生を遮って腐敗を防止する。例えばバウムクーヘン、カステラなど半生菓子のしっとり感を保つ。カビの発生等、食品の劣化を防ぐには、酸素に触れないようにすればよい。

防腐には2つの方式があつて、1つが脱酸素剤を使う方法で、もう1つがアルコール（エタノール）蒸散剤を使う方法である。脱酸素剤を使うと、スポンジケーキがパサパサになるという食感への影響がある。

このような場合は、シリカにアルコールを染み込ませておき、それを袋に入れておくアルコール蒸散剤の方がよい。これで真菌（カビ）の発生を防ぐ。当社はこのアルコール蒸散剤を手掛けている。当社がパイオニアで、1977～78年に開発したものである。

食品品質保持剤の国内市場は、脱酸素剤が200億円市場、エタノール系が35～40億円市場で、バウムクーヘンなどに使われるしっとり系の保持剤の規模は大きくないが、当社はここで強みを発揮している。エタノール系は当社が先行開発して市場を作ってきたので、現在でもシェアは5割を超える。一方、脱酸素系へも品揃えの一貫として参入している。

品質保持剤の当社のブランドはネガモールドである。エタノール蒸散材と脱酸素剤の機能を併せ持つ。アルコール度と水分活性のバランスを図って、アルコール度の強い方から、ネガモールド、ネガモールド・ライト（アルコール分がネガモールドの25%）、ネガモールド・ナチュラル（同5%）、ネガモールド・ゼット（アルコールなしの脱酸素剤）などを取り揃えている。

## 浜松の技術開発拠点で独自開発

当社の核は、浜松の「技術開発研究所」にある。“創造力で未来を拓く”を経営理念とし、独創的な開発の源がここにある。この部門では40数名が研究開発に従事しており、製剤機械、添加剤、品質保持剤の3つの分野を手掛けている。

製剤機械では粉体、造粒・コーティング加工技術をベースに、医薬品以外の業種でも使えるR&D（研究開発）を行っている。添加剤では、国内医薬品向けではなく、グローバルに対応する独自のR&Dも展開している。また、品質保持剤や健康食品向けも重視している。

浜松の技術開発拠点は通常のR&Dセンターというだけではない。すでに知的財産権（特許・商標）は300件以上有しているが、実際に開発した設備、機械が置いてあるので、顧客はここにきて試作品の作成やテストを製造前に試すことができる。新しい薬や食品関連において、機械の使い方、応用のノウハウも習得することができる。当社としては、こうした施策を通して、マーケティングとともに、次への改良へも結び付けることができる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

フロイント産業の主要製品

| 機械事業                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                     | 化成品事業                                                                                                                                                                                                                                                 |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>・造粒装置<br/>フローコーター<br/>(流動層造粒コーティング装置)<br/>フローコーター高速造粒モデル<br/>(流動層造粒乾燥コーティング装置)<br/>グラニューフォーマー<br/>(連続造粒装置)</li> <li>・コーティング装置<br/>ハイコーターモデルFZ<br/>(全自動糖衣フィルムコーティング装置)<br/>ハイコーターHV<br/>(新型自動錠剤コーティング装置)</li> <li>・錠剤印刷装置<br/>タブレックス (TABREX)</li> <li>・粉体ハンドリング装置</li> <li>・シームレスミニカプセル<br/>スフェレックス</li> <li>・粉碎機、混合機<br/>Vターボ、バランスグラン</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>・医薬品添加剤<br/>直打用マンニトール・乳糖、<br/>球形顆粒、<br/>吸着剤、固化化剤、流動化剤</li> <li>・食品品質保持剤<br/>食品添加剤<br/>食品品質保持剤</li> <li>・栄養補助食品<br/>健康食品の受託生産<br/>シームレスミニカプセル<br/>DDS対応<br/>AQシェラック、サプリメント、<br/>コエンザイムQ10<br/>ビフィズス菌</li> </ul> |

創業 57 年、伏島社長がグローバル経営を指揮

伏島社長 (52 歳) は、2012 年に社長に就任し、リーダーシップを発揮している。当社は 2022 年 4 月に創業 58 年を迎えた。1964 年、伏島靖豊氏 (83 歳、名誉会長) が創業した。創業者の父の会社は、工業用ゴム製品の加工品を手掛けていた。自身は早大の商学部の際に医薬品業界は利益率が高いという印象を受けた。

仲間が商社などに就職する中で、自分は家業を継ぐことにしたが、ゴムとは違う分野に展開できないかと考えた。大学卒業後、父のゴム加工品会社を身をおきながら、起業を考えていた。高校の同級生が大手製薬会社で働いており、彼のところに行ってみると、薬をピンセットとスプレーで作っていた。これをもっと自動化したらよいのではないかと発想し、1963 年の暮れに 1 号機を開発した。原理は錠剤にスプレーガンで液体を噴きかけ、それをドライヤーで乾燥させるというものである。現在のコーティング (被膜) である。

機械にはもともと興味があったので、知り合いの鉄工所で作ってもらった。フィルムコーティング剤は信越化学工業から購入した。それをその友人に見せたら、かなりの出来であると評価された。翌年の 1964 年 (昭和 39 年) に、伏島氏と友人の本山示氏 (元大手製薬会社、後に当社専務取締役) の 2 人で、フロイント (ドイツ語で「友だち」) 産業を創業した。

伏島氏は 25 歳で試作機を作り、26 歳で創業したのである。この 1 号機、2 号機がとんとん拍子で売れたので、事業の立ち上げは順調であった。フィルムコーティングマシン FM2 型 (二人の頭文字をとって F、M とした) は製薬会社に売れた。安すぎると言われたので、価格を 2 倍にしたら、それでも売れた。自動フィルムコーティング機械を開発し、同時にコーティング液の生産も始めた。1 号機が売れたので、会社は初年度から黒字になった。以来、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

機械と化成品の2本柱経営を続けてきた。

当時伯父がコピーの社長であった。彼から複写機のビジネスのコツは、湿式コピーマシンに付随する消耗品で稼ぐという点を示唆され、コーティング用のフィルム液も自社で手掛けることにした。当時、この有機溶媒は色がポイントで、他社にまねできない被膜技術とともに販売は拡大し、稼ぎ頭となった。

当社のスタートは錠剤のコーティングにあった。液体に可塑剤を処方して膜がやわらかくなるようにした。この液体と機械で特許をとり、製剤機械は米国でも特許をとった。

伏島氏は創業者であり、堀元社長は創業者夫人の弟である。そして、2012年3月に伏島巖氏(長男)が社長に就任した。伏島巖社長は1969年生まれで、米国アイオワ州シーダーラビッツにあるCoe Collegeで経営を学び、若い時から海外経験を積んできた。97年、28歳の時に当社に入社した。海外など国際部門の業務が長かったが、社長就任までに機械本部長と化成品本部長を経て現在に至っている。

### 執行役員制で海外と技術サービス機能を強化

当社は、伏島社長の下に、6つの本部機能(カスタマー事業本部、技術開発研究所、品質保持剤事業本部、生産事業本部、コーポレート本部、経営企画本部)を置いている。

2019年に執行役員制度を本格的に導入した。現在、執行役員には、経営企画本部長、カスタマー事業本部長、同副事業本部長、技術開発研究所所長(機械開発)、技術開発研究所副所長(化成品開発)、品質保持剤事業本部長、生産事業本部長、コーポレート本部長、フロイント・ターボ社長、フロイント・ベクター社長が就いている。執行役員を中心に、月1回経営会議がもたれている。

2019年に営業本部をカスタマー事業本部に改編したが、その中で営業と技術サービスの機能の連携が進み、コロナ禍においても一定の成果を上げている。

2021年9月の組織変更では、購買事業本部をカスタマー事業本部と生産事業本部に統合し、マネジメント人材の強化と育成などに力を入れている。

### 創業者とコーポレートガバナンス

2021年5月の株主総会で、社外取締役2名が退任し、新任の執行担当取締役と社外取締役が選任された。取締役5名という人数は変わらないが、執行サイドとして、伏島社長、若井常務取締役(経営企画本部長)、本田取締役(新任、カスタマー事業本部長)の3名、社外取締役として中竹氏に加えて、田中尚氏(EPSホールディングス特別顧問)が就任した。

田中氏はエーザイで常務執行役臨床研究センター長を務めた後、EPSホールディングスで社長も務めており、医薬分野のマネジメント経験を有する。当社にとっては適任とみられる。中竹氏はスポーツコーチングの専門家で、人材チーム作りの知見が高い。

社外取締役は2名であるが、取締役全体が5名と少数なので、当社にとっては十分であ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

る。監査役は3名（新任1名）すべて社外である。昨年7月に指名報酬委員会を設置した。社外2名、社内1名の構成で、委員長には社外取締役が就いている。

株主数は今年2月末で1.56万人、うち56.4%が個人、外国人は7.3%である。伏島ファミリーの持株比率は株主上位10名でみると、17.19%である。

創業者の伏島名誉会長は、永年、製品開発について独自の慧眼を発揮してきた。創業者は、いつまでも創業者である。社内での役割は変わったが、創業者精神をいかに受け継いでいくかという点で、重要な役割を担っている。

#### グループ企業の業績

(百万円、%)

|             |        | 売上高   | 営業利益 | 同率    |
|-------------|--------|-------|------|-------|
| フロイント産業(単体) | 2017.2 | 15696 | 1537 | 9.8   |
|             | 2018.2 | 14282 | 1729 | 12.1  |
|             | 2019.2 | 13114 | 1180 | 9.0   |
|             | 2020.2 | 11908 | 534  | 4.5   |
|             | 2021.2 | 12432 | 898  | 7.2   |
|             | 2022.2 | 12661 | 1198 | 9.5   |
| フロイント-ベクター  | 2017.2 | 4727  | 388  | 8.2   |
|             | 2018.2 | 4354  | 86   | 2.0   |
|             | 2019.2 | 4132  | 30   | 0.7   |
|             | 2020.2 | 3994  | -53  | -1.3  |
|             | 2021.2 | 3591  | 283  | 7.9   |
|             | 2022.2 | 3135  | -50  | -1.6  |
| フロイント・ターボ   | 2017.2 | 1641  | 79   | 4.8   |
|             | 2018.2 | 1722  | 114  | 6.6   |
|             | 2019.2 | 1866  | -25  | -1.3  |
|             | 2020.2 | 1522  | 56   | 3.7   |
|             | 2021.2 | 1422  | 26   | 1.8   |
|             | 2022.2 | 1529  | 83   | 5.4   |
| コスメック       | 2021.2 | 383   | 63   | 16.4  |
|             | 2022.2 | 937   | -162 | -17.3 |

(注)2021.2期4Qよりコスメックが傘下に入る。

#### 米国の有力拠点～フロイント-ベクター社

フロイント産業グループの従業員数は、2022年2月末で476名、うち本体に266名、フロイント-ベクターに108名、フロイント・ターボに56名、コスメックに46名などという内訳である。

フロイント-ベクターは、アイオワ州に自前の工場を持って製剤機械を製造・販売している。日本のフロイント産業本体とは互いに技術交流をし、一部の部品は日本から輸入しているが、基本的には独自の製品を開発し生産している。

フロイントは、1966年に米国に代理店を作った。翌年には機械を携えて海外の大手製薬企業にキャラバンをした。自動コーティング機械は好評であった。このハイコーターのパテント（特許）は申請済みだったので、ライセンス契約をした。1979年に米国のベクター社と提携し、その後子会社化した。ベクター社はアイオワ州マリオン（シーダーラビッツの隣）

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に本拠地があり、造粒、コーティングの機械を製造販売している。北米、南米、欧州、中近東をテリトリーとしている。

このベクター社を97年に子会社化した。ベクターの大株主は創業者の伏島氏をよく知っており、信頼できる経営者として、株を譲渡してくれた。ベクター社は当社のライセンスを活かしながら、米国に合った機械に仕上げて業績をあげた。

現在、伏島社長がフロイント-ベクター社のCEOであり、2019年9月から海外営業の責任者であった中山氏がCOOに就任した。フロイント本体の執行役員でもある。

フロイント-ベクターの営業と技術の責任者は現地のアメリカ人で、25年以上も務める生え抜きである。二人とも伏島社長と同世代で、コミュニケーションはよくできている。2020年10月にはベクターのラボがリニューアルされており、新しいマーケティングに力を発揮している。

フロイント産業の地域別売上高

(百万円、%)

|        |              | 日本              | 米国             | 中南米           | 欧州            | アジア            | その他          | 合計               | (海外計)          |
|--------|--------------|-----------------|----------------|---------------|---------------|----------------|--------------|------------------|----------------|
| 2017.2 | 売上高<br>[構成比] | 15601<br>[73.7] | 3331<br>[15.7] | 830<br>[3.9]  | 553<br>[2.6]  | 847<br>[4.0]   |              | 21164<br>[100.0] | 5563<br>[26.3] |
| 2018.2 | 売上高<br>[構成比] | 13676<br>[69.1] | 1913<br>[9.7]  | 1065<br>[5.4] | 1787<br>[9.0] | 1357<br>[6.9]  |              | 19801<br>[100.0] | 6124<br>[30.9] |
| 2019.2 | 売上高<br>[構成比] | 12999<br>[70.6] | 1526<br>[8.3]  | 1826<br>[9.9] | 410<br>[2.2]  | 1645<br>[8.9]  |              | 18408<br>[100.0] | 5408<br>[29.4] |
| 2020.2 | 売上高<br>[構成比] | 12195<br>[72.7] | 1393<br>[8.3]  | 1502<br>[9.0] | 557<br>[3.3]  | 1124<br>[6.7]  |              | 16772<br>[100.0] | 4577<br>[27.3] |
| 2021.2 | 売上高<br>[構成比] | 12089<br>[72.1] | 1571<br>[9.4]  | 642<br>[3.8]  | 702<br>[4.2]  | 1304<br>[7.8]  | 454<br>[2.7] | 16765<br>[100.0] | 4675<br>[27.9] |
| 2022.2 | 売上高<br>[構成比] | 12503<br>[70.9] | 1388<br>[7.9]  | 882<br>[5.0]  | 1009<br>[5.7] | 1516<br>[10.5] | 331<br>[1.9] | 17632<br>[100.0] | 5129<br>[27.9] |

#### フロイント-ベクターの事業展開～本社はアイオワ州マリオンに

米国のフロイント-ベクターは、アイオワ州マリオンに本社がある。マリオンはシーダーラビッツのすぐ隣で、シカゴから飛行機で1時間のところにある。アイオワ州の州都はデモイン、それに次いでシーダーラビッツは第2の都市である。マリオンも含む周辺の人口は17万人程度なので、小さな町である。

製剤機械を製造、販売しているが、化成品は扱っていない。製造はライセンス生産から始まっているが、日本と同じものを作っているわけではない。基本となる技術を入れ、米国他、グローバルの製剤メーカーに合ったように機械を開発してきた。

日本のフロイントはファブレスで、技術開発し設計した後は、外部の協力企業に機械製造は委託しているが、米国では組み立てについては自社工場で行っている、部品については外

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

部に委託しているが、最後の組み立ては内製化している。その意味では、製造技術についても、かなり社内に取り込んでいる。ベクターの売上の9割以上が製剤機械で、その他には食品や農業用の機械などがある。受託生産で種子のコーティングをして、製品を作るコントラクトサービスなども行っている。

### グループ力の強化～国内の機械はファブレス

フロイントの本体は機械製造工場を持たないファブレスなので、キャパシティアップには協力会社を増やす必要があった。従来4社に製造を委託してきたが、2015年にもう2社を選定し6社となった。

遡ると、1980年に大川原製作所と最初に業務提携した。大川原製作所は、機械の製造を担当しているアウトソーシング先の1つである。現在はアウトソーシング先を6社に分散しているが、その中でもシェアの高い提携先である。

また、1977～78年頃にアルコール蒸散系の品質保持剤に参入した。フロイント化成はこの品質保持剤を生産していたが、2014年3月に経営効率化に向けて本体に吸収合併した。

機械では、10年前にターボ工業を4億円で買収した。ここは粉体機械のメーカーで、特許も有する。このフロイント・ターボは、同社の創業者の後継者問題もあり、当社と連携することにした。年商9億円程度であったが、機械部門に入った。粉砕機を主体とする装置メーカーであるが、当社とは分野が異なり、化学工業や食品工業の分野を得意とする。

## 2. 強み 日本では圧倒的 No. 1、世界でも3強の1社

### 製剤機械と化成品を両輪とするのは世界でもユニーク

当社の機械と化成品は互いに補完的である。製剤機械に、化成品としての賦形剤を入れて、薬や食品としての固形剤が出来上がる。薬の中の錠剤に関する生産プロセスをみると、

|                                   |
|-----------------------------------|
| 秤量→粉砕・分級→混合→造粒→乾燥・整粒→打錠→コーティング→印刷 |
|-----------------------------------|

という流れである。この中で、当社は粉砕・分級機、造粒機、乾燥機、コーティング機、錠剤印刷機などを手掛けている。

これらの機械はかなりニッチな分野であり、その中で当社は知的財産権を300件ほど所有している。大手製薬企業の製薬プロセスのスペック(仕様)も熟知している。したがって、こうした分野に大手の機械メーカーはなかなか入ってこられない。

世界の機械メーカーの中で、同業他社という点では、グローバルに見てドイツのGLATT(グラット、未上場)、ドイツのGEA(ゲア、上場)、当社が3強である。ドイツの製剤企業は合

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

従連衡が進んで大分集約されている。ゲア（GEA）社は打錠機も生産しているが、当社は手掛けておらず、日本では菊水製作所、畑鉄工所など、別の企業が専門に作っている。当社は菊水製作所と連携を強めている。

日本では当社がトップで、パウレック（未上場）が第2位である。パウレックはグラット（GLATT）と技術提携している。日本でのシェアは当社が3分の2以上、パウレックが3分の1というレベルである。国内市場においては、2番手のパウレックとの競合がある。海外企業とのライセンスを活かして、低価格攻勢をかけてくる面もある。これに対して、高付加価値化、高ブランド化をいかに強化していくかが問われる。会社としては、低価格競争に引き込まれないように、価格政策をリードしようとしている。

北米ではフロイント・ベクター社が業界トップクラスという地位にあり、グローバル展開にはフロイント・ベクターが鍵を握る。

医薬品の添加剤という点で、信越化学工業がトップ、2位が旭化成、ほかに日本曹達などがあり、当社は10位以内につけている。

#### フロイント産業の主要拠点

- ☆フロイント産業 浜松技術開発研究所(日本)
  - ・研究開発型企业として、最先端の製品開発に注力
  - ・顧客に試作、アプリケーションテストを提供
  - ・内外で300件以上のパテント(知的財産)を所有
- ☆フロイント・ターボ(日本)
  - ・フロイント産業本体の造粒、コーティング技術と、旧ターボ社の粉碎・分級技術を相互補完して、リチウムイオン電池用極材など新しい粉体加工技術へ展開
  - ・フロイント・ベクターとの連携も強化
- ☆フロイント・ベクター(米国)
  - ・フロイント産業本体の開発力に、米国の設計力、製造力を融合して、現地適応型の新製品を開発
  - ・中南米、欧州、中東、アジアへも展開
- ☆コスメック(伊)
  - ・搬送・プロセス装置、造粒機械装置などの製造販売
  - ・これまでのフロイントグループになかった製品、販路を有する
  - ・欧州、中南米、アジア、中東、アフリカなどに展開

(注) 中国に技術開発研究所(上海FCセンター)を開設準備中

#### 専門分野で世界と戦う

当社は、日本、米国、伊に主力拠点をもち、世界で戦っている。日本での競合相手であるパウレックはグラット社と提携し、輸入代理店であると同時にメーカーとして、自社の生産機能をもっている。

造粒、コーティングでは当社が強い。パウレック（グラット）やゲア（日本拠点）は、国

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

内でのメンテナンス、サービス体制という点で、当社には追い付けない、24～48 時間以内にサービスするという体制では当社が優れている。

一方、欧州にいくと、グラット、ゲアは圧倒的で手強い。機械販売のビジネスは米国のフロイント・ベクターがミラノに拠点を置き攻めている。コスメックは新興国に強い。フロイント・ベクターは、ブラジルなど南米が市場として伸びているので、米国からブラジルなども攻めている。

粉体関係の機械メーカーでは、ホソカワミクロンやダルトンなどがあるが、いずれも医薬品分野のウェイトは低く、むしろ当社が一部ユーザーとなっている。

### 浜松の技術開発研究所～先進的な用途開拓と連携

技術開発研究所は、浜松から北へ 13 km の南アルプスの麓にある。標高は 50m あり、地層もしっかりしている。ここに研究棟、実験棟、第 1、第 2 生産棟、物流倉庫がある。

主要製品の 1 つであるフローコーター（流動層造粒コーティング装置）は、1 台で均一な混合から造粒、コーティング、乾燥までの工程を連続して行うことができる。造粒は、粉末から粒（つぶ）を作る工程である。医薬品の有効成分である原薬化合物と、その機能をコントロールする添加剤を所定の比率で混合し、粒子形状に加工する。フローコーターは、浮遊した状態にスプレーガンで霧を吹きかけるようにして、粒を大きくし、その上でコーティングしていく。実際の装置製造は、資本業務提携している大川原製作所などに委託している。

大型製品のハイコーターFZ（全自動糖衣フィルムコーティング装置）は、短時間で効率よく錠剤や錠菓の表面に、均一で滑らかな被膜を形成する画期的な装置である。コーティングは、錠剤の表面に機能性皮膜を形成する操作で、薬物が体内で溶け出る状態をコントロールする効果や、薬の苦味を閉じ込めるマスキング効果を付与する。コーティングには、高分子基剤を被覆するフィルムコーティングと糖類を被覆するシュガーコーティングなどがある。

このハイコーターFZ は、従来の機種に比べて、①熱風の熱効率を上げて乾燥力をアップさせた、②攪拌混合の効率を高めた、③スプレーガンの性能を上げてスプレーミストの分布を広く均一になるようにした。これで、同業他社にはできない画期的な装置となった。

スフレックス（シームレスミニカプセル製造装置）は、固体ではなく液体をベースにカプセル剤を作っていく。液体の表面張力を利用して真球の粒にして、それを連続的に生産する。まわりは硬くて、中は液体となっており、カプセルに入っている状態を作り出す。直径で 1～7 mm の液体をゼラチンで包み、冷却した食用油中を落とすように上から下へ流していく。それを乾燥させると、シームレス（繋ぎ目のない）ミニカプセルとなる。世界でも数社しかできない技術である。

コンテインメント（封じ込め）技術は、欧米で先行した技術であるが、国内ニーズに沿った独自開発を行い、日本発のコンテインメント技術として 2013 年の仲井賞（製剤技術開発への功績）を受賞した。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

連続造粒装置グラニューフォーマーは、通常のバッチ方式ではなく、連続的に造粒ができる。生産量は時間で調整できる。これは薬の製造コストを引き下げようとする、新しい生産プロセスが必要という米国FDAの方針に沿っている。通常の化学プロセスは連続である。液体や気体ならそれも容易であるが、粉粒体プロセスを連続的に行うのは簡単ではない。それに挑戦して製品化した。欧米では一部の薬剤で実用化が始まったが、日本もこれから本格化してこよう。

### 製剤技術で世界トップクラス～ノンパレル（球形顆粒）

浜松の化成品部門の工場では、球形顆粒を作っている。丸くするのは当社のコア技術である。球形にするのは、徐放性（徐々に溶けて、効果を長持ちさせる）を保つように工夫するのに役立つ。医薬品の添加剤は、砂糖を主原料として、これに薬物を被覆し、その上に皮膜を作る。核はグラニュー糖を使用し、雪だるま式に丸く大きくしていく。

これとは別に、乳糖に結晶セルロースを加えた球形顆粒もある。乳糖は槍の形をしており、カロリーが低く価格も安い。核を使用しないので製造は難しくなるが、粒子径を小さくできる。当社が研究して先行的に実用化した。

球形顆粒の大きさは、710～850 ミクロン（マイクロメートル）、500～710、355～500、200、100 といろいろある。300 ミクロン以下になると、水なしでザラザラ感もなく服用できる口腔内崩壊錠に適している。口腔内崩壊錠の製造では、かねてより市場から求められていた硬さと溶けやすさのバランスが最適な口腔内崩壊錠向けの賦形剤グラニュートールFを開発した。これにより、新たな製剤設計のサポートができるようになった。

ダイラクトーズは造粒乳糖で、直接打錠用賦形剤の中では最も使われている。世界では、欧州の DFE Pharma が医薬品用乳糖のトップ企業で、当社のダイラクトーズはそこに製造委託している。

高齢化が進むと、錠剤のニーズが増えてくる。口の中で崩壊する方が飲み易くなるが、薬効成分が口の中で溶けると苦みを感じる。口の中で崩壊しても苦みを抑えるために、薬効成分を微粒子に造粒し、その表面をコーティングする技術がますます必要になってくる。この技術には微小な球形粒子が用いられるが、この丸くする技術は職人技であって、当社はこの分野で世界トップである。

この球形粒子ノンパレルは真球に近く、薬効成分の放出制御に有効である。学術の世界でも、当社のノンパレルを使って研究したいという話がいろいろ入ってくる。

ノンパレル 108 はマンニトール（棒状結晶）を丸く形成していく。この球形の出来上がりは 100 ミクロンと微小である。口腔内崩壊ではザラザラ感がなく、高齢者にとって薬が飲み易い。このニーズへの対応に合致する。水なしで薬が飲めるというのは便利である。マンニトールは薬物と反応しにくく、爽やか感があるので利用度が上がっている。ノンパレル 108 は世界的に競合がない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

食品用の直打賦形剤（添加剤）として、マルチトールグラニューとイソマルトグラニューを開発した。直接打錠して錠剤が生産できれば効率がよい。これまで、直打に適した流動性、成形性のよい賦形剤がなかったが、それに適した造粒品が開発できた。

双方とも流動性がよく、打錠時の安定度が高い。マルチトールグラニューの錠剤は、吸湿による硬度低下がほとんど見られない。イソマルトグラニューは、成形性の低い錠剤（例えばグルコサミン）を直打して、容易に調製できるという特長を持つ。

米国との連携も図っている。フロイント・ベクターは、米国ダウケミカルの子会社であるダウファーマ&フードとコラボしている。ベクターの製剤機械グラニュレックスを使って、ダウのポリマー粉末でコーティングするという方法を研究している。

液体でコーティングするのではない。10 ミクロン単位のポリマーでコーティングする。そうすると、①工程が圧倒的に短縮、②唾液に溶ける時の薬の苦みを抑えたり、薬効成分の溶出を制御したりすることができる。

医薬品添加剤や品質保持剤は内製比率を高めている。添加剤は5～6割、品質保持剤は2～3割の内製比率であるが、これがこれから上がっていく。添加剤は新薬でもジェネリックでも必要であり、1度採用されると、その薬の製品寿命終了時まで使われ、長く使用されることが多い。

### 信越化学工業とコラボ～SmartEx™（スマートエックス）を共同開発

SmartEx は2013年に開発したものであるが、市場開拓が進みつつある。フロイントの賦形剤（マンニトール）、信越化学工業の崩壊剤（L-HPC）、結合剤（PVA）を造粒したものである。単に混ぜたというだけではなく、特殊な製剤技術で性能を高めたコプロセス品である。直打用賦形剤として、成形性のよさ、溶けやすさ（優れた崩壊性）、滑らかさ（口腔内食感）、作りやすさ（高速打錠、自動分包対応）で優位性を発揮している。

生産はフロイント、販売は信越化学工業が担当している。添加剤で信越化学工業とコラボしているが、製剤技術では当社が優れており、添加剤の多様性と米国でのマーケティングでは信越化学工業が優れているという面があり、双方の良さを活かしている。

### 米国、ブラジルでは業界2位

フロイント・ベクターの業界での地位は、米国では、全体では2位であるが、流動層の機械でみれば、トップクラスにある。米国、ブラジルでは業界2位と健闘しているが、欧州では必ずしも強くない。しかし、EU周辺国を中心に伸ばす余地が大きい。ミラノのラボは2014年に設置した。そして、2020年11月にコスメックを買収した。

米国内は直販で、販売地域を4つに分けて責任を分担させている。リピート客が中心なので、地域をさらにわけても効率が上がるとはいえないが、販売力の強化は必要である。海外は代理店を使っている。南米、欧州については営業担当を置いて、現地の販売代理店を使っ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ている。ブラジルでは有力な代理店によって、成果が上がっている。代理店を使うと販売マージンは低くなるという問題はあるが、効率はいい。南米、欧州のマーケティング強化にも力を入れようとしている。

10年前は米国内向けが中心であったが、米国からの輸出も増えた。輸出のうち南米が半分、欧州が半分という構成である。ジェネリックメーカー向けが主力で、南米ではブラジルが多い。欧州ではドイツの競合メーカーとの競争が激しくない周辺国（アイルランド、アイスランド、トルコ、イスラエルなど）が多い。

### 3. 中期経営方針 M&A や合併の展開で海外市場の開拓が進展

#### コロナへの対応

新型コロナの影響は、海外の機械部門でブラジル、国内では菓子用の品質保持剤などに出たが、既に回復に入りつつある。新型コロナは感染の波を繰り返しながらも、次第に収束しつつある。

当社の営業は、浜松の技術開発研究所、アイオア州のベクター本社工場、伊ミラノの拠点にテスト用の製剤機械を置いており、顧客がここに来て具体的に使ってもらい、そこでの試験を経て受注に結び付けるという活動を行っている。このテストに来てもらうという活動が、コロナの影響で停滞した。

インド、米国、ブラジルなど、ベクターのテリトリーは、コロナの影響が大きかった。そこで、リモートウェビーナーマーケティングとして、新しいリモート営業に力を入れてきた。日本でも、リモートテストを行ってきた。この間、内外とも、コロナに対するリスクマネジメントはかなり分かってきた。

ポストコロナの当面の課題は、サプライチェーンの混乱である。部材の調達の遅れが出ている。製品を船便の輸送する時にも遅れが出ている。米国の協力工場ではワーカーが十分集まらず、人件費の高騰もみられる。こうした生産面への対応と、コストアップに対する製品価格の値上げも必要になっている。既にその対応もスタートした。

#### 中期3ヵ年計画の3年目に向けて

2021年3月期から新中期経営計画がスタートした。前回の中期計画では、ジェネリックブームが一巡して、国内需要が落ち込むのを見越して、1) 海外市場の開拓、2) 新製品の開発を掲げたが十分な成果をあげるには至らなかった。

その中で、医薬品添加剤は大きな成長をみせ、成功を収めている。新製品の開発力も高まっている。海外市場の開拓でもインド、中国などでマーケティング力を高めている。

2021年3月期から2023年3月期までの第8次3ヵ年計画では、ビジョンや基本戦略はこ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

れまでと同じであるが、1) 7つの経営目標を新たに設定し、2) 数値計画も現状を踏まえた妥当な水準においた。新型コロナ前の計画であった。

市場環境をみると、世界の医薬品市場は今後とも伸びよう。国内製薬メーカーが海外へ工場を移管しているが、それに対応して当社の輸出も増える方向にある。OTCや健康食品も伸びが見込める。また、リチウムイオン電池市場はEV用に高い成長が期待できる。同時に固体電池の技術革新も進む。当社にとっての医療用製剤機械、健康食品用製剤機械、産業用機械など市場開拓余地は大きい。

そのためには、1) フロイント・ベクター、ターボとの連携、2) ユーザーニーズを先取りした満足度の向上、3) 画期的な新製品、4) グローバルな市場開拓を進める必要がある。ここ数年の動きをみると、自力はついてきているが、成果をものにするという点では一層のレベルアップが求められる。

中期3ヵ年経営計画の骨子  
(2021.2期～2023.2期)

|          |                                                                                                                                                                                                                                          |
|----------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 〈企業理念〉   | 創造力で未来を拓く                                                                                                                                                                                                                                |
| 〈経営ビジョン〉 | フロイントグループは、世界中の人々の医療と健康の未来に貢献し、豊かな生活と食品の安全・安心を支える技術を生み出し、育成していくことを目指す。                                                                                                                                                                   |
| 〈ありたい姿〉  | Value : ONE FREUND                                                                                                                                                                                                                       |
|          | Number One (特別な価値創造) それぞれの分野、事業でNo.1を目指す                                                                                                                                                                                                 |
|          | Only One (完全顧客視点) 顧客、社会にとってOnly Oneの存在を目指す                                                                                                                                                                                               |
|          | Be One (ネットワーキング) グループがひとつになる                                                                                                                                                                                                            |
| 〈基本戦略〉   | 顧客の真のニーズに技術力をもって応え、持続的利益成長をする経営構造の実現を目指す                                                                                                                                                                                                 |
| 〈経営目標〉   | 7つの経営目標<br>1. グループの連携 グループ3社が開発・営業で連携<br>2. 完全顧客視点 最高品質を顧客満足の価格、スピードで提供<br>3. イノベーション重視 開発特化型企業として、重点資源投下、進捗管理の徹底<br>4. グローバル経営 顧客の海外シフト、海外顧客の質重視に対応<br>5. 成長戦略の実行 M&A、アライアンスによる新事業の開拓<br>6. 業務改革と働き方改革の推進<br>7. コンプライアンス・コーポレートガバナンスの重視 |

3年目の2023年2月期で、売上高20140百万円、営業利益1460百万円を目指している。2017年2月期のジェネリックブームのピーク時は、売上高211億円、営業利益20.4億円であったので、今回の目標はそこまでに届かない。

通常でいえば固めの目標といえるが、新型コロナの影響が内外で出ている。市場開拓、受注成約、検収納期という点で活動が制約され、目標達成は厳しい状況にある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## ビジョンとバリュー〜ありたい姿

経営のビジョンは、「世界中の人々の医療と健康の未来に貢献し、豊かな生活と食の安全・安心を支える技術を生み出し、育成していくことを目指す」ことにある。

バリュー（価値観、信条）としてワンフロイント（Number One、Only One、Be One）を揚げ、ありたい姿の「ONE FREUND」では、1) それぞれの事業分野で No.1 を目指すという「特別な価値創造」、2) 顧客、社会にとっての Only One の存在を目指すという「完全顧客視点」、3) グループが1つになる（Be One）という「ネットワーキング」の意味を込めている。

中期3ヵ年計画の目標

|             | 2020.2 |      | 2021.2<br>(計画) |      | 2022.2<br>(計画) |      | 2023.2<br>(計画) |      |
|-------------|--------|------|----------------|------|----------------|------|----------------|------|
|             | 売上高    | 営業利益 | 売上高            | 営業利益 | 売上高            | 営業利益 | 売上高            | 営業利益 |
| 全社          | 16772  | 558  | 17800          | 1000 | 19050          | 1220 | 20140          | 1460 |
| フロイント産業(単体) | 11908  | 534  | 12620          | 850  | 13240          | 900  | 14070          | 1050 |
| フロイント・ベクター  | 3994   | -53  | 4040           | 70   | 4560           | 150  | 4720           | 220  |
| フロイント・ターボ   | 1522   | 56   | 1800           | 100  | 1900           | 130  | 2000           | 160  |
| 全社実績及び修正計画  |        |      | 16765          | 1147 | 17632          | 981  | 18500          | 700  |

## 重点課題に取り組む

会社は、重点課題に意欲的に取り組んでいる。①米国、アジアでの事業強化（機械装置、化成品の両面）による積極的な海外展開、②市場ニーズの強い新製品（連続造粒システム、新型コーティング装置など）の本格的な業績への寄与、③リチウムイオン電池など新素材に関わる産業用機械ビジネスへの進出、④オープンイノベーションをベースにした産学との連携強化、⑤技術交流などを通じた人材育成である。

## イタリアの製剤機械メーカーCos. Mec 社を買収〜欧州に新たな拠点

2020年11月に伊のコスメック（Cos. Mec）を買収した。約12億円で100%の持分を取得した。コスメック社の2019年12月の業績は、売上高1226百万円、営業利益77百万円、純利益60百万円、総資産1350百万円、純資産236百万円と、財務体質は今一歩であった。

コスメックは、1991年設立で、製剤の搬送装置を中心に事業を拡大し、当社と同じ分野の造粒や乾燥といった機械にも手を広げてきた。2020年12月期の地域構成は、欧州39%、欧州以外61%（中南米35%、アジア13%、中東6%、アフリカ7%）であった。

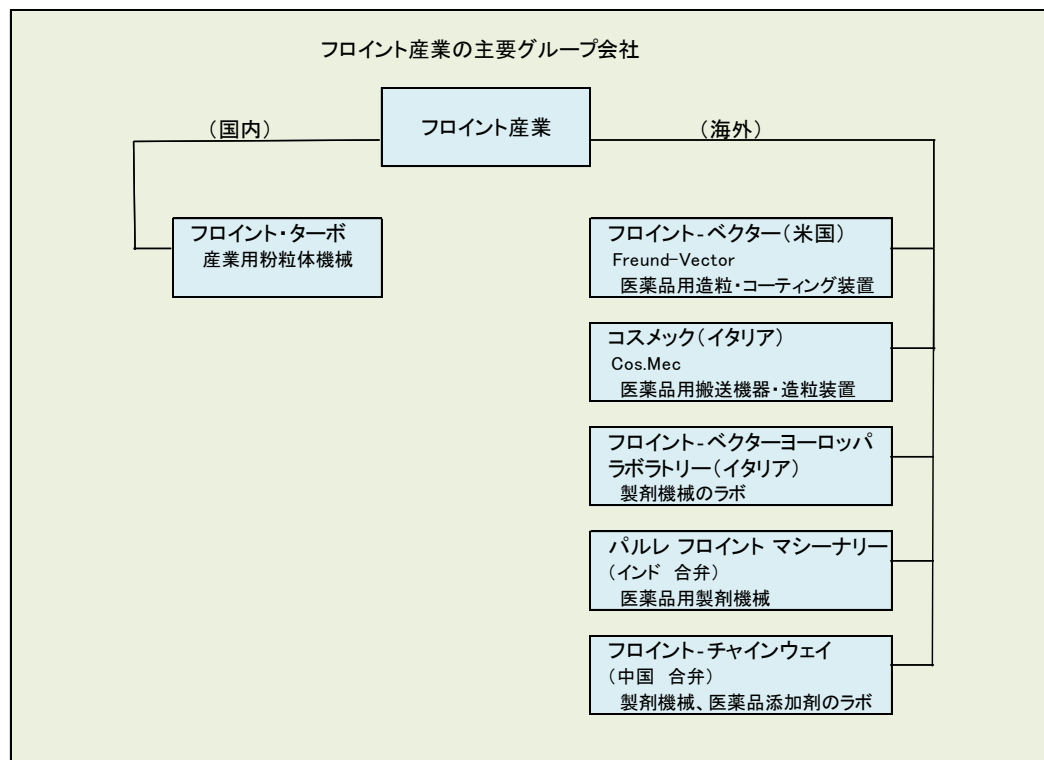
コスメックは、造粒装置と搬送・プロセス装置を主力とするが、1) 当社と製品ラインの重複が少ない、2) 顧客（国、地域）の重複が少ない。一方で、①双方のチャンネルでクロスセリングが可能である、②当社が攻め切れていない新興国に強みを有する、③自社工場を有しており、内製化ができているので、生産拠点として活用できる。

コスメック社は創業者のアンジェロ・ラマンナ氏が、商社からメーカーへのシフトを進め

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

てきた。製剤プロセスにおけるマテハン（搬送）機器や造粒機械装置を得意とする。社員 50 名ほどの中堅企業であるが、買収後もラマンナ氏以下全員がそのまま事業に従事している。

先方にすれば、1) ラマンナ氏は企業価値を一旦キャッシュ化できたことに加えて、2) フロイントの傘下に入ることによって、製品・サービスを拡大し、財務体質も改善できるので、会社の発展に結び付く。

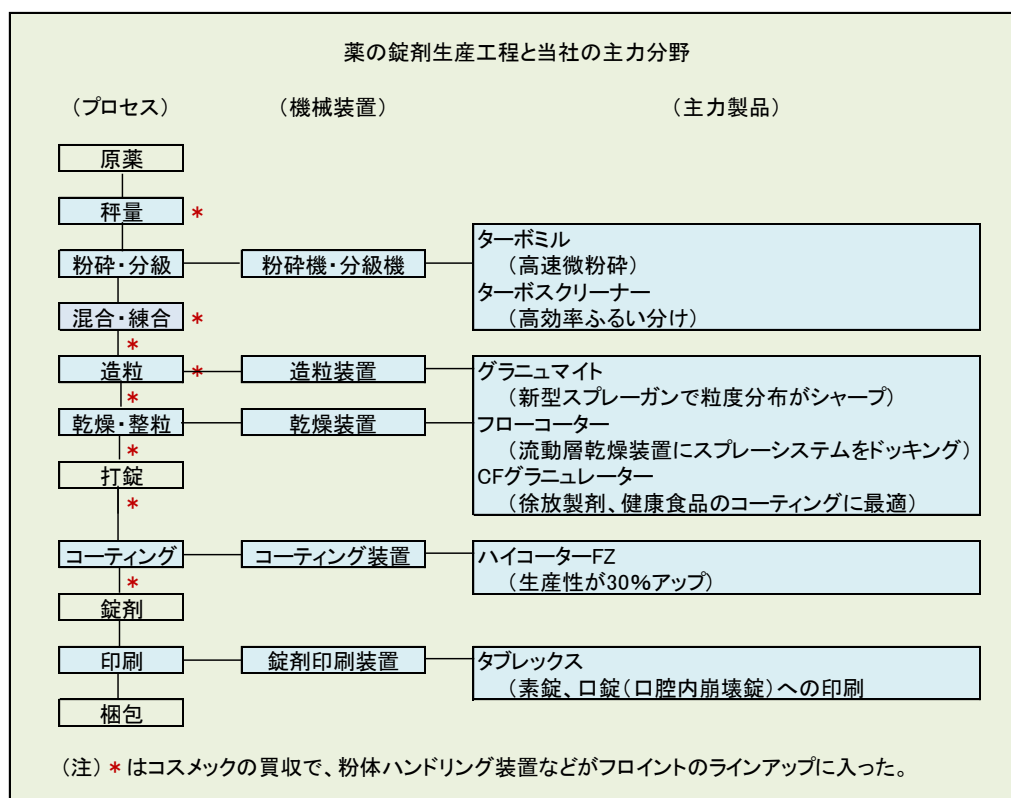


フロイントサイドは、ミラノにラボは持っていたが、同じミラノに製造拠点を確保できるので、欧州及び新興国への事業展開が大きく拓けることになる。当社と重ならない地域が多いのが特色で、中南米ではメキシコ、コロンビア、アジアではバングラデシュ、中東ではサウジアラビア、UAE、アフリカではエジプトなどに展開している。

両社の連携効果としては、1) フロイントが得意な造粒・コーティング装置をコスメック社の販売網にのせる、2) コスメック社の製造機能を活かすことができる、3) フロイント（日本）、ベクター（米国）、コスメック（伊）の三極で新興国を攻めることができる、4) 顧客の重複が少ないので、クロスセリングができる、5) コスメックのマテハン機器をフロイントグループで活用できる、というメリットがある。

699 百万円ののれん（修正後）は 10 年で償却、顧客関連資産 568 百万円は 15 年で償却する。2022 年 2 月期はコロナの影響もあって赤字となったが、今後はかなりの期待が持てよう。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



## 上海に合併で技術開発研究所を設置～上海 FC センターは今年中にスタート

2020 年 12 月に、中国で合併会社（フロイント-チャインウェイ ファーマシューティカル テクノロジー センター：上海 FC センター）の設立を目的とした契約を締結した。中国のチャインウェイ（Shanghai Chineway Pharmaceutical Technology）51%、フロイント 49%の出資で、董事長(最高意思決定機関のトップ)はフロイントの伏島社長が務める。

この上海 FC センターはコロナの影響でスタートが遅れているが、今年中にはラボとして事業を開始しよう。上海 FC センターは、機械装置と添加剤の双方を取り扱うラボとなる。

チャインウェイ（Shanghai Chineway Pharmaceutical Technology）は 2000 年設立で、固形剤を中心にした製造機械、原薬、技術移転の分野で事業を展開し、1000 社以上の顧客基盤を有する。ここ数年は当社の添加剤の販売代理店としても売上を伸ばしている。

チャインウェイは、当社の製剤機械と添加剤の有力販売代理店で、同社のトップ（方昌秀 董事長）とは親しい間柄である。中国における医薬品の製造品質の向上を目指す国の政策に合わせて、当社の販路を拡大するには、上海にラボを設けた方が優位性を発揮できる。

マジョリティはチャインウェイがとり、総経理（実務のトップ）も方昌秀氏が担う。その方が事業の展開がスピーディに進むとみてよい。

ラボという点では、浜松、アイオワ、ミラノに続く 4 拠点目となる。この技術開発研究所には、製剤機械と共に、添加剤のプロセス技術も提供していく。浜松の研究所と同じように、

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

中国の製薬企業の担当者に上海のラボに来てもらって、実際に機械を使いながら製剤の開発、品質、生産効率を高めるようにもっていく。

フロイントの添加剤、ベクターの製剤機械は有望である。ここにラボを持つことで、市場開拓を大きく進もう。

## ラボの拡充

当社の機械を購入するユーザーは必ずテストを行う。そのための拠点が浜松、ベクターのアイオワ、ミラノ、そして中国にも設ける。加えて、インドのパルレ社と合弁企業を立ち上げた。ラボについては、いずれブラジルにも設ける方針である。また、サービスの強化という点では、日本、米国から海外に出かけるのではなく、現地での機能も充実させようとしている。また、ベクターの製品については、今後、日本（浜松）のラボでもテストできるようにする方針である。ベクターの製品は日本のものとは異なるので、グローバル展開を行うユーザーにとっては、日本でテストできることが有効であろう。

## アジア市場～インドと中国に期待

アジアの市場では、インドと中国に期待できる。インドは内需もあるが、ここで生産して米国にもっていく。米国で信頼される品質を確保する必要がある、一方で、米国での入札に勝てるコスト競争力をつける必要がある。

パルレはインドで上位クラスの商社機能を持つ製剤機械メーカーで、そこと合弁を作った。添加剤は、業界2位のアリハントを代理店としている。

2019年3月にインドで製剤機械の合弁会社パルレフロイントを設立した。これまで販売代理店をつとめていた Parle 社（パルレ社）との合弁である。フロイント 51%、パルレ社 48%、パルレ社の代表 1%という資本構成である。

工場は、ムンバイの隣のマハラシュトラ州のパルレ社の近くにおいた。インドは今までベクターの製品も含めて攻めていたが、合弁ではメインのパーツは日本から送り、それ以外は現地調達して完成品とする。インドでは1製品を現地生産しているが、今後もう1～2製品増やす方向にある。

現地に合った品質、コストという点で事業はうまくいきそうである。インドからアジア市場にも広げる方針である。日本からも1人責任者を送っており、営業をサポートしている。インドでの合弁は日本の製品のKD（ノックダウン）を進めて基盤を作り、フロイント-ベクターとの連携も進めている。

中国は、政府の政策で医薬品の品質をグローバル水準に上げようとしている。従来の漢方薬から新しい西洋薬に進むにつれて、製剤機械も当社が得意とする領域に入ってくる。

中国向け製剤機械では、大口の受注に成功している。当社独自の多機能型造粒コーティング装置の需要が出ている。中国において、医薬品の品質の向上を図る政策が数年前より具体

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

化しており、米中貿易摩擦もあって当社の受注に結び付いた。添加剤でも、当社の製品の品質が注目されており、今後市場開拓が見込めよう。

## 5 極体制で展開

フロイント産業グループは、日、米、欧（伊）、インド、中国の5極体制で、事業を一段と充実させていく。日本の浜松、米国のベクター、イタリアのミラノのラボとコスミック、中国の上海FCセンター、インドのパルレフロイントで、現地ニーズに合わせて使い分けている。いかにローカライズして現地に入っていくかが重要である。

添加剤についてもフロイントのブランドの認知度を高めて、品質、性能の良さを知ってもらうように取り組んでいく。

### フロイント - ベクターの事業拡大～ラボをリニューアル

ベクターは2020年にラボのリニューアルに3.5億円ほど投資した。米国での営業品目も拡大している。ラボを最新鋭の機械に切り替えた。顧客がラボにきてテスト用に試してみる時、新しい機械の方が効果は大きい。また、ベクターでは、ビジネスディベロップメントのエンジニアを採用して、新しい事業分野を探っている。すでにいくつかの案は出されているので、これから事業化を検討していくことになるだろう。

フロイント - ベクターは中南米向けに輸出している。米国の製薬メーカーが製造を海外に移しており、それにつれて当社の機械の仕向地も北米依存から中南米へシフトした。ブラジルの代理店では、機械をテスト機として使えるようにしたり、レンタルを行ったりしてマーケティングに力を入れている。

ベクターの課題は営業力にある。アイオワ州のシーダーラビッツ（シカゴから飛行機で1時間）近郊に生産販売の本拠地を置いているが、全米、とりわけ製薬メーカーの拠点多い東部への営業力をいかに強化するかが課題である。

### 新型の自動錠剤コーティング装置「ハイコーターHV（ハイファイブ）」を開発

昨年12月の「インターフェニックスジャパン」（幕張メッセ）の展示会に「ハイコーターハイファイブ（HICOATER HV）」を出展した。これは、コーティング時間を40%も短縮でき、製造現場の省人化にも貢献する。

昨年9月には発表した新型の自動錠剤コーティング装置「ハイコーターHV（ハイファイブ）」は、当社にとって第5世代となるコーティング機械で、2008年に発売した「ハイコーターFZ」の機能を大幅に向上させたものである。1) 高い生産性（スピードの向上と品質の安定）、2) ユーザーフレンドリーな使い易さ（作業負荷の軽減）、3) 省人化システム（自動サンプリングや自動重量測定）などを実行できる。

作業負荷の軽減では、これまで手間のかかっていた、①吸排気チャンバの着脱、②バップ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ル交換、③スプレーガンの位置調節、④洗浄などをやりやすくした。

省人化システムでは、1) コーティング中の錠剤を自動でサンプリングし、②自動で重量測定して終了時点を制御できるようにした。このハイコーターHV によって、今後需要喚起がかなり期待できよう。収益性も十分見込める。

設備投資と研究開発費

|         | (百万円)  |        |        |        |        |        |        |        |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|         | 2015.2 | 2016.2 | 2017.2 | 2018.2 | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2 |
| 設備投資    | 545    | 266    | 564    | 524    | 627    | 951    | 637    | 571    |
| 減価償却費   | 308    | 321    | 338    | 344    | 344    | 386    | 414    | 570    |
| 研究開発費   | 592    | 687    | 640    | 862    | 832    | 725    | 526    | 580    |
| 売上高R&D費 | 3.4    | 3.6    | 3.0    | 4.4    | 4.5    | 4.3    | 3.1    | 3.3    |

### 新しい錠剤印刷装置 TABREX(タブレックス)～仲井賞を受賞

2018 年にタブレット用のインクジェット式次世代錠剤印刷技術が、第 18 回仲井賞（製剤機械技術学会）を受賞した。①ベルトコンベアからディスク方式への変更、②高度な認識技術との融合、③印刷適用の汎用性の向上、④低コスト化の設計といった点が高く評価された。

1) モジュール方式なので、1 台、2 台、3 台と並べていけば増産に対応できる。2) 錠剤に印字するまでのガイドがないガイドレスの新搬送なので、スムーズでコンパクトである。3) 印字の不良率が大幅に低下し、光学検査で不良をはじく精度も上がった。4) インクはカートリッジ方式の交換なので、インクの減損が少なく手早くできる。

このタブレックスは 1 台 1 億円前後で、1 時間で 10 万錠印字ができる。カートリッジは 1 個数十万円レベルである。色もインクを変えれば黒以外の色（カラー）も使える。カートリッジで継続的に稼ぐというストック型ビジネスモデルに仕上がっている。

タブレックスの開発に当っては、外部から有力人材を入れており、自社開発力を高めた。メカトロや半導体に強いエンジニアのチームが力を発揮した。

これまで技術的難度が高かった素錠にそのまま印刷することができる。素錠は見た目では区別しにくい、何の薬かがはっきり識別できるようになり、誤飲の防止に結び付く。錠剤にコーティングして、その上に印刷するのではコスト面で高くなる。素錠にそのまま刻印（プレス）するだけでは、文字は残せるがよく見ないとわからない。

新しい錠剤印刷装置は、従来のものに比べ、文字の視認性（見やすさ）が大幅に向上した。DOD(ドロップ・オン・デマンド)インクジェット方式の採用で、従来比較 4 倍の高精細な印刷ができるようになった。また、錠剤の両面印刷も可能にした。

TABREX の優位性は、インクにある。インクの耐光性が良いのと、カートリッジ式になっているので、取り扱いやすいという面もある。このカートリッジは、安定収益源になる。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 革新的な連続造粒装置を開発

連続生産は、医薬品の原料の秤量から混合、造粒に、乾燥、錠剤形成まで、連続一貫生産できる。グローバルにみるとファイザーが先行し、その装置はゲア (GEA) が納入した。10 年前には上手くいかなかったが、ここ数年で連続生産が実用の段階に入りつつある。

当社も、独自の連続生産システムを確立し、それを製品化できたので、今後の展開力は高まってこよう。製剤の連続生産では、1) 個別化ニーズに合わせた小規模化への対応、2) 製造時間の短縮による効率アップ、3) 設計品質の向上が見込める。

連続生産のメリットは、1) 生産量の調整がフレキシブルにできる、2) R&D の後の製造も同じ機械でできる。3) 設備投資などのリソースが少なく済む、という点にある。一方で、品質は本当に大丈夫か、コストは安くなるのか、規制対応はできるのか、などの課題もある。

現状では、原薬単価と生産数量のバランスの中で、連続生産に適する領域とバッチ処理に適する領域がある。いずれ連続生産が一定の領域を占めてくるので、そこへの新製品開発で先行できるかどうか注目されよう。

連続生産で最も難しいのは、薬と添加剤を混ぜる混合工程である。混合には、それぞれの薬によって均一な品質づくりのために、かなりのノウハウを必要とする。ここがうまくいかないと、後の連続生産で不良品が出かねない。

製剤における連続生産システムについては、他社とアライアンスを組んで新製品化していく方針である。工程ごとのバッチ処理ではなく、造粒、乾燥、打錠、コーティング、印刷を連続して行う。打錠では他社と組んで、全体のプロセスを作っていく。当社としては、この連続生産システムをビジネス化したいと開発を急いでいる。連続生産システムは、製剤工程を化学プラントのように一貫生産体制にもっていこうというものである。

当社は、従来のバッチ生産 (処理を分けて生産) に代わる連続造粒生産を実現する造粒装置 Granuformer (グラニューフォーマー) を開発した。原料粉末を二軸エクストルーダーでバインダと混練し、垂直整粒機で造粒する。粒度分布にバラツキのない造粒品が得られ、それを新規開発したスパイラルドライヤーに連続的に供給され、熱風乾燥した後、サイクロン部で回収する。同業のゲアも連続装置を出しているが、当社も新鋭機で対応していく。連続化はこれから本格化する。装置の新設や更新時に大いに採用が期待できよう。

## 連続生産システムに注力

グラニューフォーマーは 2019 年 2 月期の第 1 号に続いて、2020 年 2 月期もラボ機を受注した。ベクターは、スプレードライヤーのマーケティングにも力を入れ、受注をとっている。連続生産は今後伸びていくが、今のところは R&D 用のラボ機の需要が主であるが、中規模生産用の引き合いも出ている局面にある。

グラニューフォーマーを核に、従来のバッチ生産から連続生産にプロセス全体をつないでいく。その時カギとなるのが、PAT (プロセス解析技術) である。バッチなら 1 つの処理ご

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

とに品質を確保できるが、連続生産なので、プロセスを流れる製品の品質を継続的にチェックしていく必要がある。

当社のフィードバック制御機能はこの品質データを短時間で取得できるので、プロセスのパラメータを即時にコントロールできる。これによって、品質の安定化を図ることができる。ここでも、当社は先端を走っている。

連続生産は自動化プロセスである。人の命にかかわる薬について、今まで世界的にもプロセス全体の自動化は進んでいなかったが、ここ数年で新しい動きが始まった。自動化とは、①人手をかけない、②異常時には停止する、③警報が鳴って修正が効く、④スムーズに流れている時に人は別の仕事ができる。ということに加えて、薬の場合は、⑤品質特性は規格からはずれることを予兆してコントロールする、⑥万が一、不良品となった時には排斥する、ことが求められる。この⑤⑥において、フロイントの独自技術が活かしている。

連続生産システムには、直打式、乾式、湿式などの生産方法がある。欧州では直打式や乾式が先行しているが、当社は湿式でリードしている。米国でもニーズがありそうなので、これをマーケティングしようとしている。

乾式については、もともとフロイント・ターボがその技術を持っていた。これを活かして連続生産システムを開発していく。同業のパウレックはグラットと提携しているので、乾式で対抗しようとしている。当社も乾式の新製品を早晚発売することになる。

### 医薬品添加剤の製品開発～収益性の改善に貢献

製剤機械は、製薬メーカーの設備投資に依存するので受注の波があるが、医薬品添加剤は、その機械で薬を作る時に必ず必要となるので、安定した需要が見込める。

医薬品添加剤で2015年に新製品を発売した。ノンパレルー108シリーズは、これまでよりも粒子径が細かいグレードの開発に成功した。従来の粒子径（粒の直径）500～355  $\mu\text{m}$ 、300～180  $\mu\text{m}$ に対して、212～106  $\mu\text{m}$ のものである。これによって、口腔内崩壊錠のざらつきの一層の低減、カプセル剤の小型化に貢献できるので、腸溶性や放出制御という点で緻密な製剤設計ができるようになる。業界でも先端を走っているので注目できよう。

ノンパレルを作る機械は当社でしかできない。機械を売って、添加剤も継続的に販売するというセットビジネスである。

SmartExは直打用の添加剤である。造粒工程を経ずに打錠機にかける時に有効性を発揮する。当社と信越の連携で市場は大きく伸びていく。また、CMEC（腸溶性フィルムコーティング基剤）という添加剤を外部にアウトソーシングしている。

### ノンパレル、SmartExの増産対応

添加剤のノンパレルについては、数年前から販売が急速に伸びている。ある新薬のジェネリック解禁とともに大きく伸びており、生産が間に合わない状態にある。浜松工場の能力を

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

年産 12 t から 35 t へ拡大したが、浜松の自社工場で 3 直体制をとっているが、さらに能力拡大を図る必要がある。

5 年前に信越化学工業と共同開発した SmartEx は、これも急拡大をみせている。生産は当社、販売は信越化学工業であるが、2 年前の 3 t が 2019 年には 14 t へ拡大した。今後 3～5 年で需要はさらに拡大しよう。

ノンパレルと SmartEx で増設が必要となった。需要増に対応すべく、新工場の建設も検討したが、生産能力アップには新工場を作らなくても、対応できると判断した。生産効率を上げ、既存設備を拡張しつつ 2～3 直体制で対応している。

### 医薬品添加剤をグローバル展開

添加剤の輸出は、インド、中国向けに市場開拓を続けている。成果が出てくると、継続するので、今後とも注力していく。

代理店は、韓国、米国、インド、中国などにおいている。インド、中国でよい代理店（パートナー）と組んでおり、品質重視の中で当社の添加剤は有望である。代理店の強化を通して、当社の添加剤の良さをアピールしている。中国では薬の品質を上げる政策が取られており、需要拡大が見込めよう。

### 品質保持剤にも根強い需要

当社の品質保持剤、アンチモールドは 1978 年の発売以来 40 年を経てきたが、2018 年に「第 21 回日食優秀食品資材部門賞」（日本食糧新聞社）を受賞した。静菌、食感保持のために製菓製パン業界を中心に幅広く利用され累計 100 億個以上の販売実績をみせている。

品質保持剤は製造能力が足りないの、新たに生産棟を作って増強を図っている。品質保持剤（アンチモールド）は、菓子類の新製品に採用されて暑い夏場でも伸びている。また、アジアでも食品の品質へのニーズが高まっており、アジアのコンビニ用でも利用されている。これを使えば長持ちするので市場が広がっている。

### 新検査装置「アンチモールド・マイルド Fv」を開発

食品の品質保持剤封入を検査する新装置を開発した。「アンチモールド・マイルド Fv」は、品質保持剤が 1 つ 1 つきちんと入っているかどうかを検査する。

食品製造の最終工程で、包装材の形状や封入位置に関わらず、封入の有無を検査可能とした。これまでは人手による目視や画像検査を行い、または通常の金属検出器を用いていたが、これだと人手がかかり、ミスも発生する。

そこで、品質保持剤に少量の酸化鉄を配合して、磁場による検知を可能とした。これによって、自動化ができた。この実用性は高いので、新製品としては注目できる。昨年 11 月から販売を開始した。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

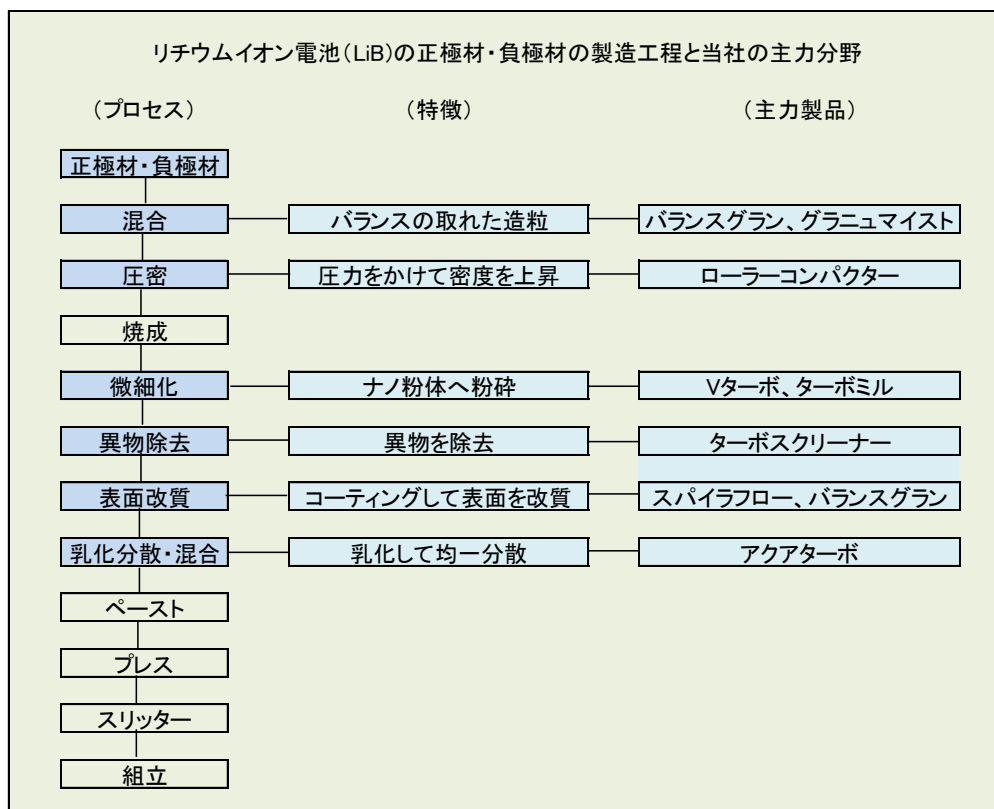
## リチウム電池用機械装置の開発と市場開拓

リチウムイオン電池（LiB）の正極材・負極材の製造工程で、当社の機械の性能が高く評価されている。原料投入時のターボスクリーナー、造粒時のローラーコンパクター、微粉碎のVターボ、表面改質のコーティング機などである。

フロイント・ターボの機械に加え、フロイント本体の機械（ローラーコンパクター、コーティング機）なども組み合わせて、高い性能の電極作りに貢献している。

LiB用の電極において粒子にコーティングして性能を上げ、小型化していく。その時に、当社のコーティング技術が活かしている。LiBでは、医薬品用の機械を産業用のコーティングに応用しており、専用機を開発している。

Vターボは産業用の新製品で、製剤機械のテクノロジーを応用しているが、これをさらにLiBに合った機械にして改良する新製品開発にも取り組んでいる。製品開発ではフロイント本体とターボが連携し、営業はターボが取り組んでいる。



## 正極材・負極材用装置の競争力は高い～医薬用の技術も活かす

LiBを主力とする二次電池で、当社は、LiBに使われる正極材、負極材の製造装置を手掛けている。正極材、負極材の材料を混合（機械名：バランスグラン、グラニューマイスト）、圧密（ローラーコンパクター）、微細化（Vターボ）、異物除去（ターボスクリーナー）、表面改

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

質（バランスグライン、スパイラフロー）、乳化分散・混合（アクアターボ）していく。それをペーストにして、プレスし、スリッターされて組立てに入っていく。

粉碎では従来よりも微細化して、ナノ粉体にする。これによって、電池の高容量化が進む。さらに、医薬品よりも小さい粒子へのコーティングによって、表面の改質を行う。混合した後、圧力を加えて密度を上げていくために、粉体圧縮調整技術を用いる。粉体を微細化すると、表面積が増えるので、高容量化が可能になる。ニッケル、コバルト、マンガンの球体に17ナノのコーティングを行う。医薬品より粒子は小さい。これによって導電性が向上する。当社はこの部材への参入では後発であるが、医薬品で培った微細加工技術を応用している。

コーティング技術は、導電性の向上という点で、次世代型電池で重要になる。ここは、当社の独壇場なので、大きな差別化要因となろう。圧密のローラーコンパクターでは、医薬品分野ではシェア9割を握っている。この精密技術が、電池部材でも注目されている。

EV向けLiBの電極を作る機械装置メーカーとしては、当社のほかに日本に1社、ドイツに1社あり、3社の競争となっている。今のところのメインの顧客は中国、韓国、台湾であるが、次世代EVでは日本企業との連携もある。当社の技術力を活かした製品システムは今後競合優位を発揮してこよう。

## LiBのR&Dを強化

LiBでは、山形大学と産学連携でR&Dを進めている。LiBの主要部材は、①正極材、②負極材、③セパレータ、④電解液であるが、このうち正極材、負極材の製造装置で、当社は後発ながら強みを発揮している。

材料を、混合し、粉碎し、表面を改質という工程において、当社の機械が威力をみせる。混合する機械であるバランスグラインは、すでに納入した実績がある。ツインで使うので、2台を受注し、1台の容量6000lという大型サイズであった。バランスグラインでは20000lのものが、受注できている。Vターボの粉碎中では発火を防ぐセラミック仕様が評価され、VT-300Cより大型のVT-400Cを上市した。これは次世代のLiB向けである。

材料製造機械においては、発火が起きないように、粉体がメタルに直接ふれないように、メタルコンタミネーションの排除が求められる。こうした高度な装置は中国メーカーが真似しようとしてもできない。また、比重や、粉径が違うものを均一に混合するという装置を中国メーカーはコピーできない。ここに競争力の源泉がある。

## ファインケミカル機械の市場開拓～フロイント・ターボが活躍

粉碎機はトナーや化学品の新しいニーズに合致したものが伸びている。超音波スクリーン式ターボクリーナーは、医薬品向けに期待できる。これは超音波で異物を除去するしくみで、医薬品向けに開発された。将来は、フロイント・ベクターでも展開できる可能性がある。

フロイント・ターボはファインケミカル製品が得意である。化粧品、トナー、リチウムイ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

オン電池関連の原料に使われる。分級機はふるいによる異物除去、造粒機は粉を固める、混式粉碎機はミクロン単位へ細かくし、乾式粉碎機はプリンターのトナーインクを作ったりする。ミクロンからナノへの粉粒加工である。その中で、米国のフロイント・ベクターは、ターボスクリーナー（分級機）の販売を始めた。

### サービス事業の立ち上げ

現在、日本には当社の製剤機械が8000台ほど稼働している。この機械のメンテナンスサービス事業を新事業の1つとして立ち上げる。機械売上高の10～15%は補修パーツやサービスの売上である。米国のフロイント・ベクターはその面での取り組みがかなり進んでいる。この1年かけて、国内のメンテナンスサービス事業についても、その骨格を作っていこうとしている。

## 4. 当面の業績 受注増は来2024年2月期の業績に貢献

### 2021年2月期は大きく回復～米国政府からコロナ補助金も

2021年2月期は、売上高16765百万円（前期比-0.0%）、営業利益1111百万円（同+99.0%）、経常利益1308百万円（同+124.5%）、純利益970百万円（同+154.4%）と回復をみせた。

機械部門は売上高+0.5%ながら、セグメント利益は1047百万円（同+236.8%）と大きく改善した。米国政府によるフロイント・ベクターへのコロナ対策補助金210百万ドル（約2.2億円）を除いても、利益は改善している。グループでの経費削減が寄与した。

海外は、コロナの影響で中南米向けが大幅減少となったが、アジアでは中国向けが好調である。期末で機械部門の受注高は+21.1%と増えており、受注残高も+40.9%と積み上がった。

化成品部門は、売上高-1.1%、セグメント利益は546百万円（同-30.1%）と減益になった。主力の医薬品添加剤に、国内ユーザーの生産調整の影響が出ている。品質保持剤は、コロナの影響でおみやげ用やデパートのお菓子向けに大きく低迷した。さらに、添加剤の納期のずれ込み、採算の低い健康食品が増えたことも影響した。

2021年2月期の業績の中身は2つに分けてみる必要がある。1つは、コロナ禍にあって出荷の遅れによる期ずれなどもあり、売上面では前期並みにとどまったが、コストコントロールと採算改善で営業利益は回復をみせた。

もう1つは、一時的なプラス効果で、米国のベクターが米国政府からコロナの補助金210百万ドル（約220百万円）を受け、これが販管費の減少を通して、営業利益に入った。

また、ベクターの工場が風雨災害に合い、その保険金160百万円が営業外収益に入った。この2つは税金がかからないので、税引利益も押し上げた。

セグメント別業績

(百万円、%)

|        | 機械    | (伸び率)    | 化成品  | (伸び率)   | 調整額  | 合計    |
|--------|-------|----------|------|---------|------|-------|
| 2017.2 |       |          |      |         |      |       |
| 売上高    | 14914 | (+14.4)  | 6249 | (+4.3)  | —    | 21164 |
| 営業利益   | 1750  | (+47.1)  | 748  | (+44.0) | -456 | 2041  |
| (同利益率) | 11.7  |          | 12.0 |         |      | 9.6   |
| 2018.2 |       |          |      |         |      |       |
| 売上高    | 14403 | (-3.4)   | 5398 | (-13.6) | —    | 19801 |
| 営業利益   | 1631  | (-6.8)   | 801  | (+7.1)  | -461 | 1971  |
| (同利益率) | 11.3  |          | 14.8 |         |      | 10.0  |
| 2019.2 |       |          |      |         |      |       |
| 売上高    | 12368 | (-14.1)  | 6040 | (+11.9) | —    | 18408 |
| 営業利益   | 737   | (-54.8)  | 1024 | (+27.9) | -568 | 1223  |
| (同利益率) | 6.0   |          | 17.0 |         |      | 6.6   |
| 2020.2 |       |          |      |         |      |       |
| 売上高    | 11118 | (-10.1)  | 5654 | (-6.4)  | —    | 16772 |
| 営業利益   | 311   | (-57.8)  | 781  | (-23.7) | -534 | 558   |
| (同利益率) | 2.8   |          | 13.8 |         |      | 3.3   |
| 2021.2 |       |          |      |         |      |       |
| 売上高    | 11171 | (+0.5)   | 5593 | (-1.1)  | —    | 16765 |
| 営業利益   | 1047  | (+236.7) | 546  | (-30.1) | -482 | 1111  |
| (同利益率) | 9.4   |          | 9.8  |         |      | 6.6   |
| 2022.2 |       |          |      |         |      |       |
| 売上高    | 11836 | (+6.0)   | 5795 | (+3.6)  | —    | 17632 |
| 営業利益   | 623   | (-40.5)  | 884  | (+62.0) | -526 | 981   |
| (同利益率) | 5.2   |          | 15.3 |         |      | 5.6   |

(注) 同利益率は、売上高営業利益率

## コスメックが連結へ

コスメックは 2021 年 2 月期の 4Q より連結に入っている。4Q の売上高は約 380 百万円、営業利益はのれん代 27 百万円を控除しても利益面でプラスに働いた。

コスメックの 2020 年 12 月期の業績は、コロナ禍にあっても前年並みは確保したが、2021 年 12 月期は新興国のコロナが厳しいので、赤字となった。

コスメックの買収に伴う企業結合については、のれん 699 百万円 (10 年償却)、顧客関連資金 568 百万円 (15 年償却)、繰延税金負債 136 百万円となった。

## バランスシートは健全

バランスシートでは、コスメックの買収により、2021 年 2 月期で無形固定資産が増えた。キャッシュ・フローでは、M&A に 1106 百万円の投資を行ったが、それでも営業キャッシュ・フロー 2280 百万円に対して、投資キャッシュ・フロー -1726 百万円と、フリーキャッシュ・フローは +554 百万円であった。内部資金で十分賄うことができた。その意味では資金面でも極めてリーズナブルな M&A であったと評価できる。

フロイントのユーザーはいずれも大手の医薬品メーカー、食品メーカーなどであり、コロナショックによる取引先としての不安はほとんどない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

バランスシート

(百万円、%)

|          | 2017.2 | 2018.2 | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2 |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流動資産     | 14938  | 14784  | 12711  | 13193  | 13558  | 15004  |
| 現預金      | 6982   | 6568   | 5534   | 4314   | 4498   | 4145   |
| 受取手形・売掛金 | 4403   | 4451   | 4332   | 5431   | 4870   | 5228   |
| 商品・製品    | 404    | 263    | 414    | 647    | 798    | 667    |
| 仕掛品      | 1712   | 2046   | 1053   | 1390   | 1457   | 2390   |
| 原材料・貯蔵品  | 649    | 876    | 1007   | 1013   | 1217   | 2032   |
| 固定資産     | 4162   | 4341   | 4736   | 5311   | 7016   | 7269   |
| 有形固定資産   | 3234   | 3370   | 3769   | 4209   | 4734   | 4562   |
| 無形固定資産   |        |        |        | 96     | 1291   | 1434   |
| のれん      |        |        |        | 0      | 658    | 643    |
| 顧客関連資産   |        |        |        | 0      | 533    | 472    |
| 投資その他    | 872    | 868    | 951    | 1006   | 990    | 1271   |
| 総資産      | 19101  | 19125  | 17448  | 18505  | 20575  | 22273  |
| 流動負債     | 6592   | 5564   | 3938   | 5023   | 5817   | 7035   |
| 支払手形・買掛金 | 3058   | 2823   | 2169   | 3121   | 2966   | 2743   |
| 前受金      | 1831   | 1498   | 666    | 775    | 1170   | 2805   |
| 固定負債     | 323    | 318    | 258    | 237    | 898    | 883    |
| 純資産      | 12185  | 13242  | 13250  | 13243  | 13858  | 14354  |
| 自己資本比率   | 63.8   | 69.2   | 75.9   | 71.6   | 67.4   | 64.4   |

(注)有利子負債はゼロで無借金

機械については、受注時に前受金として全体の3分の1を支払ってもらふ。また、当社は大半が製品を納めて検収時に売上を立てる。3年以上の長期プロジェクト製品の時には工事進行基準を用いることもあるが、そのケースは少ない。

運転資金面で借入金を頼るニーズはないが、R&D 費用増加、M&A も含めて必要ならばいつでも借入れができる状況にある。

キャッシュ・フローの動向

(百万円)

|              | 2017.2 | 2018.2 | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 営業キャッシュ・フロー  | 3605   | 594    | 435    | -27    | 2280   | 701    |
| 税引き後当期純利益    | 1655   | 1401   | 645    | 244    | 1119   | 444    |
| 減価償却         | 338    | 344    | 344    | 386    | 461    | 570    |
| 減損           |        |        |        |        | 3      | 75     |
| のれん償却        |        |        |        | 0      | 16     | 74     |
| 売上債権         | 1243   | -66    | 138    | -1106  | 674    | -299   |
| 棚卸資産         | -382   | -415   | 615    | -590   | -112   | -1430  |
| 仕入債務         | 409    | -152   | -700   | 921    | -340   | -154   |
| 前受金          | 571    | -315   | -843   | 114    | 110    | 1565   |
| 子会社株式売却益     |        |        |        |        |        |        |
| 投資キャッシュ・フロー  | -351   | -493   | -566   | -852   | -1726  | -680   |
| 有形固定資産       | -436   | -592   | -569   | -835   | -469   | -460   |
| 無形固定資産       |        |        |        |        |        |        |
| 子会社株式の取得     |        |        |        | 0      | -1106  |        |
| フリーキャッシュ・フロー | 3253   | 100    | -131   | -879   | 554    | 21     |
| 財務キャッシュ・フロー  | -277   | -499   | -921   | -325   | -371   | -427   |
| 配当金          | -215   | -343   | -343   | -333   | -333   | -335   |
| 現金・同等物期末残高   | 6982   | 6568   | 5534   | 4314   | 4498   | 4145   |

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 2022年2月期は納期遅れが発生

2022年2月期は、売上高 17632 百万円（前年同期比+5.2%）、営業利益 981 百万円（同-11.6%）、経常利益 1032 百万円（同-21.1%）、純利益 543 百万円（同-44.0%）となった。

化成品は好調であったが、機械部門は受注が積み上がったものの、海外における新型コロナの影響で、米国で出荷遅延が発生した。フロイント・ベクターでは、サプライチェーンにおける調達の遅れや部材や人件費のコストアップも顕著となった。海外子会社では、ベクターとコスメックが赤字となった。

機械部門はコスメックが連結に入ったこともあり、海外売上高が大きく伸びた。化成品部門は、売上面では健康食品の受託品で前期に終了したものがあり、この影響で減収となったが、利幅は少ないので利益面へのマイナスは少ない。

また、2021年2月期は、米国で新型コロナに対する補助金とハリケーンの被害による保険金が3億円ほど入っていた。今期はその分との対比で、減益幅が大きくなった。

特別損失では、化成品の設備で不用となったものを減損し、本業と関係ないソフトウェアの著作権費用（和解金）もあったので、純利益の落ち込みが大きくなった。

機械部門の受注・受注残の動向

|      | (百万円、%) |        |        |        |        |        |        |               |
|------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------|
|      | 2015.2  | 2016.2 | 2017.2 | 2018.2 | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2        |
| 機械部門 |         |        |        |        |        |        |        |               |
| 受注   | 12407   | 13112  | 16358  | 11513  | 11839  | 10227  | 12386  | 15621 (+26.1) |
| 販売   | 10941   | 13037  | 14914  | 14403  | 12368  | 11118  | 11171  | 11836 (+6.0)  |
| 受注残  | 6682    | 7086   | 8561   | 5822   | 5428   | 4695   | 6615   | 10574 (+59.8) |

(注)カッコ内は前年度比伸び率

## 受注は好調であった

機械部門の受注は好調であった。2022年2月期の受注は15621百万円、前年同期比+26.1%となった。受注額としては過去2番目の高さであった。期末の受注残は10574百万円と、同+59.8%となり、過去最高となった。

フロイント産業単体の受注は、ジェネリックメーカー向けの案件が入っており、こうした受注は今期も続く。

ベクターへの受注はブラジル、米国を中心に大きく増えたが、課題は受注をこなす生産体制にサプライチェーンを含めて遅れが発生している。さらに、部材価格の高騰や人件費の上昇（人手不足）も影響している。出荷が遅れたので、売上が立たず、受注残が積み上がった面もある。

コスメックは4Qに新興国向けで受注を取っている。前の期の4Qから連結に入っているが、この期はフルに寄与したので、この分が受注に上乘せとなった。

フロイント・ターボの受注も増えている。とりわけ、欧州でリチウムイオン電池関連機械

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の受注がラボベースながら獲得できたことは今後に期待を持たせる。リチウムイオン電池では、中国依存でない方向に米欧日とも動いている。当社の製品にもチャンスが出ている。

バランスシートでは、受注が増えていることに伴い、前受金が16億円増え、棚卸資金も16億円ほど増えた。

機械部門の四半期別受注・受注残

(百万円)

|             | 2020.2 |      |      |      | 2021.2 |      |      |      | 2022.2 |      |      |       |
|-------------|--------|------|------|------|--------|------|------|------|--------|------|------|-------|
|             | 1Q     | 2Q   | 3Q   | 4Q   | 1Q     | 2Q   | 3Q   | 4Q   | 1Q     | 2Q   | 3Q   | 4Q    |
| 受注          | 2583   | 2727 | 1898 | 3019 | 3268   | 3436 | 2378 | 3302 | 3132   | 4562 | 2917 | 5008  |
| 国内          | 1404   | 1467 | 1094 | 2002 | 2158   | 2024 | 892  | 2508 | 1781   | 1860 | 1140 | 2873  |
| 海外          | 1179   | 1260 | 803  | 1016 | 1110   | 1412 | 1486 | 794  | 1351   | 2701 | 1776 | 2135  |
| フロイント産業(単体) | 1395   | 1432 | 943  | 2149 | 2268   | 1888 | 1009 | 2232 | 1679   | 1774 | 1110 | 2653  |
| フロント・ベクター   | 920    | 837  | 646  | 551  | 798    | 1220 | 1040 | 222  | 973    | 2409 | 1365 | 840   |
| フロント・ターボ    | 267    | 457  | 307  | 318  | 201    | 328  | 328  | 435  | 251    | 407  | 249  | 458   |
| コスミック       |        |      |      |      |        |      |      |      | 228    | 137  | 25   | 1056  |
| 販売          | 1386   | 2578 | 2785 | 4370 | 1689   | 2436 | 2346 | 4699 | 2651   | 2714 | 2374 | 4096  |
| 受注残         | 6657   | 6846 | 5994 | 4695 | 6295   | 7330 | 7389 | 6615 | 7175   | 9034 | 9626 | 10574 |

地域別では米国が厳しかった

地域別では、米国、中南米で出荷の遅れがあったほか、中国も新型コロナのロックダウンの影響で低調であった。

米国のベクターでは、制御盤の部品の調達、機械のステンレス関係の部材の調達に遅れが出ている。また、協力工場や納入先の工場で人員不足が生じている。コロナ後に一気に仕事に戻っているのに、工場要員について人手不足が発生している、賃金をかなり上げないと、人が集まらないので、それが仕入れ価格にも響いてくるとみられる。

化成品では添加剤は内外とも好調であった。輸出ではインド向けが伸びた。品質保持剤も需要が戻ってきた。添加剤、品質保持剤とも売上は過去最高となった。

地域別売上高

(百万円、%)

|     | 2018.2 | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2 | (構成比) | (伸び率)   |
|-----|--------|--------|--------|--------|--------|-------|---------|
| 日本  | 13676  | 12999  | 12195  | 12089  | 12503  | 70.9  | (+3.4)  |
| 海外  | 6124   | 5408   | 4577   | 4675   | 5129   | 29.1  | (+9.7)  |
| 北米  | 1913   | 1526   | 1393   | 1571   | 1388   | 7.9   | (-11.7) |
| 欧州  | 1787   | 410    | 557    | 702    | 1009   | 5.7   | (+43.7) |
| 中南米 | 1065   | 1826   | 1562   | 642    | 882    | 5.0   | (+37.4) |
| アジア | 1357   | 1645   | 1124   | 1304   | 1516   | 8.6   | (+16.3) |
| その他 |        |        |        | 454    | 331    | 1.9   | (-27.1) |
| 合計  | 19801  | 18408  | 16772  | 16765  | 17632  | 100.0 | (+5.2)  |

(注)伸び率は前年度比

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 化成品の利益率が向上

化成品の利益率が大きく向上している。収益性の低い健康補助食品が大口の終了で減少していること以上に、添加剤での原価率の改善が進展していることによる。有力な人材を入れて生産ラインを見直してきた効果が出ている。一日の収率が上がり、生産に関わる人員も3割ほど削減した。これによって、添加剤の労働生産性が大幅に上がった。添加剤、品質保持剤は今2023年2月期も増える方向にある。

### セグメント別業績予想

(百万円、%)

|                      | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2 | 2023.2<br>(予) | 2024.2<br>(予) |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|---------------|---------------|
| 機械部門                 | 12368  | 11118  | 11171  | 11836  | 12700         | 14600         |
| フロイント単体              | 7075   | 6254   | 6838   | 6865   | 6000          | 7500          |
| フロイント・ベクター           | 4132   | 3994   | 3591   | 3135   | 4500          | 4500          |
| フロイント・ターボ            | 1866   | 1522   | 1422   | 1529   | 1600          | 1800          |
| コスメック                |        |        | 382    | 937    | 1200          | 1400          |
| 営業利益                 | 737    | 311    | 1047   | 623    | 450           | 1000          |
| 売上高営業利益率             | 6.0    | 2.8    | 9.4    | 5.3    | 3.5           | 6.8           |
| 化成品部門                | 6040   | 5654   | 5593   | 5795   | 5800          | 6200          |
| 医薬品添加剤               | 3195   | 2869   | 2765   | 3251   | 3400          | 3700          |
| 食品品質保持剤              | 2151   | 2079   | 1889   | 2204   | 2200          | 2300          |
| 健康食品他                | 693    | 704    | 938    | 340    | 200           | 200           |
| 営業利益                 | 1024   | 781    | 546    | 884    | 800           | 1000          |
| 売上高営業利益率             | 17.0   | 13.8   | 9.8    | 15.2   | 13.7          | 16.1          |
| セグメント間調整額<br>(全社管理費) | -538   | -534   | -482   | -526   | -550          | -600          |
| 売上高                  | 18408  | 16772  | 16765  | 17632  | 18500         | 20800         |
| 営業利益                 | 1223   | 558    | 1111   | 981    | 700           | 1400          |
| 売上高営業利益率             | 6.6    | 3.3    | 6.6    | 5.6    | 3.8           | 6.7           |
| 海外売上高                | 5408   | 4577   | 4675   | 5128   | 7000          | 7700          |
| 海外売上比率               | 29.4   | 27.3   | 27.9   | 29.1   | 37.8          | 37.0          |

(注)コスメックは2021.2期4Qより連結へ

## 2023年2月期は減益予想

2023年2月期の会社計画は、売上高 18500 百万円（前年度比+4.9%）、営業利益 700 百万円（同-28.7%）、経常利益 720 百万円（同-30.3%）、純利益 450 百万円（同-17.2%）、と減益を見込んでいる。

国内の機械受注は前期後半からジェネリックメーカー向けに盛り上がっているが、納期が今期ではなく来期である。今期の受注分も来期以降の納入になろう。よって、売上面では伸びてこない。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

米国のベクターは高水準の受注をこなしてくるとみられるが、ここも納期が来期にずれ込むものが出てくると想定される。部材の調達の遅れやコストアップ、人件費のアップなどが、採算面で響いてくる。よって、ベクターは売上高が大きく伸びてきても、利益面での貢献はさほど見込めない。

化成品は好調を持続しそうであるが、ここも原料コストなどが上がってくる。また、ここ2年、内外での出張が抑えられていたが、こうした経費も通常ベースに戻ってくる。よって、今期の会社計画は、納期やコストに不確定なものがあるので、かなり固めにみている。

### コストアップへの対応

部材の調達とコストアップへの対応として、伏島社長はすでに手を打っている。従来は、受注が決まってから、部材の調達に入っていたが、これを前倒しで進めている。これまで、キーパーツの調達のリードタイムが6か月であったものが、1年近くに延びている。

この間に、コストが上がってくると、受注採算が低下してしまう。そこで、1~2年先の納入を見越して、コストを算定し、製品・サービス価格を決めていく必要がある。これを受注に反映させていく。この方向で進めている。添加剤にも海外の原料高が影響してくるが、これについては、製品価格を上げていく。

### ジェネリックメーカーの設備投資で受注拡大

ジェネリック業界では、品質の向上、安定供給の確保に向けて、大手の中で地殻変動が起きようとしている。これを機会に、大型設備投資をして供給力を高めて、シェアをとっていくという動きが出ている。これは、当社にとって受注の増加をもたらすので、特需になろう。

国内のジェネリックメーカーにおいて、設備増強の動きがはっきり出てきた。有力メーカーにおいては、供給責任を果たすための設備投資が具体化しつつある。業界全体としてもGMP (Good Manufacturing Practice: 適正製造規範としての製造管理・品質管理基準)などに厳正対応していく必要がある。特許切れに伴うジェネリック需要も見込まれる。

よって、当社にとっても製剤機械の受注環境は大幅に好転しており、ここ2年はかなり活況となろう。この受注をしっかりと確保することが重点戦略となっている。この分野で当社は強い。かつてのジェネリックブームの時も受注は急増した。今回も受注増は十分見込めよう。

化成品の中の添加剤について、ジェネリック医薬品業界の品質問題が業界の価格面で影響がでているが、必要なものから生産している中で、当社にとっては特に制約になるようなことはなく、採算のよいものが順調に伸びている。これによって、利益貢献が高まっている。

### 受注はさらに拡大しよう

受注は今期も拡大しよう。国内ではジェネリック大手からの発注が前倒しで一部入った。大手の新工場計画が公表され、完成は2024年になるものの、そのための製剤機械の受注が

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

2022 年から 2023 年にかけて増加してこよう。

コスメックの製品ではマテハンが活用できる。ベクターではすでに品揃えに入れ始めており、フロイント本体でもこれから具体化してこよう。

受注採算の確保にも手を打っていく。ベクターやコスメックの収益性は好転し、来期はかなりプラスになってこよう。国内の機械部門の売上は来期には大きく伸びてこよう。

よって、中期 3 カ年計画で、本来 2022 年 3 月期に売上高 201 億円、営業利益 14.6 億円と立てていた目標が、1 年遅れで、その方向に向かうことになろう。会社サイドも、今期は来期に向けての踊り場であると位置づけている。

機械部門の受注見通し

(百万円)

|            | 2019.2 | 2020.2 | 2021.2 | 2022.2 | 2023.2(予) |
|------------|--------|--------|--------|--------|-----------|
| 受注高        | 11839  | 10227  | 12386  | 15621  | 16000     |
| フロイント単体    | 6671   | 5920   | 7398   | 7218   | 8400      |
| フロイント-ベクター | 3989   | 2955   | 3282   | 5588   | 4500      |
| フロイント・ターボ  | 1177   | 1351   | 1293   | 1366   | 1500      |
| コスメック      |        |        | 413    | 1447   | 1600      |

(注)アナリスト予想

### 中期計画の達成は 1 年遅れへ

中期計画の 3 年目であるが、財務目標は未達となろう。それでも、次へ向けての準備が始まっている。1) 伊のコスメックで、米国ベクターの製品が生産する方向にある。2) 日本では 11 年ぶりに新型コーティング装置を発表して、これを拡販していく。3) 米国ではスプレードライヤーを独自に立ち上げた。4) 上海 FC センターで機械と添加剤のラボがスタートする。5) インド、伊、中国の 3 極が加わって、5 極体制に強化されていく。

インドの現地生産では機種を増やしていく。中国の上海センターも新型コロナのロックダウンで遅れているが、年末までには動きだそう。

次の 3 カ年（2024 年 2 月期～2026 年 2 月期）をみると、前半は国内のジェネリックメーカー向けの機械が伸びている。この間に、海外の米、伊、中、印の拠点をベースに、市場を拡大しつつ採算を上げていくことがテーマとなろう。売上高 230～250 億円、営業利益 15～20 億円が目標となろう。

中長期のビジョンとしては、日米伊中印での 5 極体制で新市場の開拓が進むので、2030 年に向けて、売上高 300 億円、営業利益 30 億円以上、海外売上比率 50%、ROE10%以上、というのが次の目標になろう。これが目指せる体制を整えつつある。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 5. 企業評価 新市場の開拓に期待

### 今後の展開力～イタリアのコスメックと上海のラボに注目

コロナの影響が受注活動に制約となっていたが、徐々に改善している。製剤機械、添加剤を海外で伸ばすための布石が進展しつつある。国内では、ジェネリックメーカー向けが増加しよう。

コスメックは、当社と重複しない製剤機械を有し、当社とは別の途上国市場に強いので、今後のグローバル展開に日米欧の三極の製造拠点をベースに立ち向かえよう。コスメックの事業は、来期は利益貢献が見込めよう。

上海の技術開発研究所は、製剤機械と医薬品添加剤のラボとして活動を開始する。中国医薬品市場の品質の向上に貢献できよう。浜松、アイオワ、ミラノに続いて、有望市場での拠点となる。中国向け輸出は既に拡大をみせているので、今後への期待は大きい。

米国のベクターは、北米、中南米、欧州にカバー範囲が広いので、さらに人材強化が求められよう。ベクター製品と日本の製品を合わせて、日本からアジア市場にマーケティングするという戦略も効果を発揮している。インド、中国での売上拡大に注目したい。海外売上比率は、重要な KPI として続くことになろう。

国内の受注回復テンポが早まりそうである。一方で、この分野で世界トップクラスの地位を向上させるには、中長期的に海外市場開拓でもう一段の成果が上げられるかにかかっている。もう少し実績の積み上げを見たいので、企業評価はBとする。(企業評価の定義については表紙を参照)

### 受注の回復と市場開拓のスピードに注目

東証の市場区分の変更では、ジャスダックからスタンダードに移った。将来、営業利益で30億円が射程に入ってくれば、プライム市場に上場することができるようになろう。

株主優待(1000円のクオカード)は、第2四半期末時点で1年以上保有している100株以上の株主に1000円相当、3年以上保有で2000円相当のクオカードが付く。1000円相当で実質配当利回りを1.4%ほど上げることになろう。つまり、100株3年以上保有の実質配当利回りは5.5%に相当する。

現時点の株価(5/10)で見ると、PBR 0.85倍、ROE 3.1%(来期6.3%)、PER 27.0倍(来期13.5倍)、配当利回り2.8%である。中期展開力から見て、PBR 1.5倍(ROE 10%×PER 15倍)は期待できよう。引き続き受注の回復と新市場開拓のスピード、サプライチェーンの正常化に注目したい。