

4577 ダイト

～原薬と製剤の領域拡大でターンアラウンドをめざす～

2025年2月3日

東証プライム

ポイント

・ダイトは、医薬品の中で、原薬と製剤の2つの領域を手掛ける。売上比率は、46:53でほぼ半々である。原薬から製剤までの一貫生産体制を有している。原薬と製剤では、製剤の方が収益性が高いが、売上安定性は原薬の方が高い。原薬は国際価格をにらんだ市場価格での取引が行われ、より多くの医薬品メーカーに出荷する。

・ダイトの強みは、第1は、原薬から製剤までを一貫生産する。ワンストップで原薬と製剤のスペック（仕様）を調整し、両分野の知見をオペレーション全体に活かす。第2は、中国との連携を確立している。世界最大の原薬生産、輸出国である中国に拠点を有し、資本業務提携を活かして、供給力を確保している。第3は、業界トップクラスの品質保証体制を有する。企業文化として、品質重視の風通しのよいカルチャーを創り、日本、米国、欧州の製造管理、品質管理基準（GMP）に適合する仕組みを確保している。

・松森社長が主導した新中期計画が、今期より始動した。「DTP2027」（Daito Transformation Plan 2027）で、シン・ダイトの確立を目指している。芯（コア）を定めて、真剣に取り組み、品質と安定供給で信頼と信用を高め、新領域に参入して、進化と伸長を図る。既存ビジネスの立て直しと、新規ビジネスの拡張を目指している。

・新中期計画のKGI（主要目標値）として、3年後の売上EBITDA比率 19.3%（2024年5月期16.1%）、ROIC 6.5%（同4.7%）、ROE 8.0%（同6.4%）などをあげている。2027年5月期で売上高570億円（同468億円）、営業利益60億円（同38億円）を目指す。

・この1月に、子会社の大桐製薬は、中国国家薬品监督管理局（NMPA）より、疼痛治療剤「普瑞巴林膠囊（プレガバリンカプセル 75 mg・150 mg）」の承認を取得した。これは、日本のCDMO（医薬品開発製造受託機関）が中国市場向けのジェネリック製剤の承認を取得し、中国国内の自社工場で製造・販売する初の事例で、画期的といえよう。

・2025年5月期は新中期計画の1期目である。まだ足元は厳しい。円安に伴う原材料価格の上昇や薬価の制約の中で値上げの浸透も図りつつある。ここを切り抜けて、来期以降の回復に弾みをつけよう。今後のターンアラウンドのピッチに注目したい。

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。

目次

1. 特色 原薬と製剤の2本柱
2. 強み ジェネリックの品質管理の定評
3. 中期経営計画 新中期計画「DTP2027」で3年目に飛躍
4. 当面の業績 今期は先行投資が影響、来期から回復へ
5. 企業評価 PBR 1.0倍超えに向けて

企業レーティング B

株価 (2025年2月3日) 2039円 時価総額 313億円 (15348千株)
PBR 0.60倍 ROE 4.4% PER 13.6倍 配当利回り 3.4%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	税引き利益	EPS	配当
2016.5	36370	3555	3713	2566	205.1	30.0
2017.5	37984	3832	3878	2656	212.3	33.0
2018.5	39875	4161	4244	3041	243.1	33.0
2019.5	41134	4547	4641	3513	280.7	38.0
2020.5	44991	5357	5462	3944	309.7	46.0
2021.5	40007	5908	6067	4246	311.0	46.0
2022.5	43464	6553	6729	4668	335.4	60.0
2023.5	45101	5207	5169	3600	227.6	60.0
2024.5	46895	3894	3923	3295	210.0	60.0
2025.5(予)	49000	3500	3500	2300	150.4	70.0
2026.5(予)	53000	4000	4000	2600	170.0	70.0

(2024.11ベース)

総資産 79633百万円 純資産 52020百万円 自己資本比率 65.3%

BPS 3401.6円

(注) ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。2021.5期より新会計基準。2025年5月末基準で1:2の株式分割を予定。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 首席アナリスト)

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業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESGから見た持続力、という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 原薬と製剤の二本柱

社是は創造、闘志、誠実

ダイトの社是は「創造、闘志、誠実」、経営理念は「楽しい会社、楽しい仕事」においている。会社の成長と連動して、社員自らが成長し、生き生きと仕事ができる。社会に対して、医薬品などの健康に役立つ製品を提供していく。それによって、選ばれ続ける企業であることを目指している。

製品は医薬品の原薬と製剤

当社は、医薬品の中で、原薬と製剤の2つの領域を手掛ける。売上比率は、46:53でほぼ半々である。原薬から製剤までの一貫生産体制を有している。

原薬とは、薬の効き目の成分で、この有効成分が病気の治療に効くことになる。原薬は化学プラントのような反応設備で製造される。製剤とは、原薬に添加剤（乳糖やでんぷん）を加えて、錠剤や顆粒剤などに加工し、薬として仕上げる。いずれもクリーンルームで生産される。

ダイトの販売品目別区分は、原薬、製剤、健康食品他である。健康食品については、本業の2事業に集中するため、拡大する方向にはない。

品目別売上高

(百万円、%)

	2022.5		2023.5		2024.5	
	売上高	構成比	売上高	構成比	売上高	構成比
原薬	19481	44.8	18783	41.7	21645	46.2
製品	18289	42.1	17847	39.6	20122	42.9
商品	1191	2.7	935	2.1	1523	3.3
製剤	23703	54.6	26097	57.9	25050	53.4
製品	22199	51.1	24273	53.8	23086	49.2
商品	1503	3.5	1824	4.0	1964	4.2
健康食品他	279	0.6	220	0.5	199	0.4
全体	43464	100.0	45101	100.0	46895	100.0

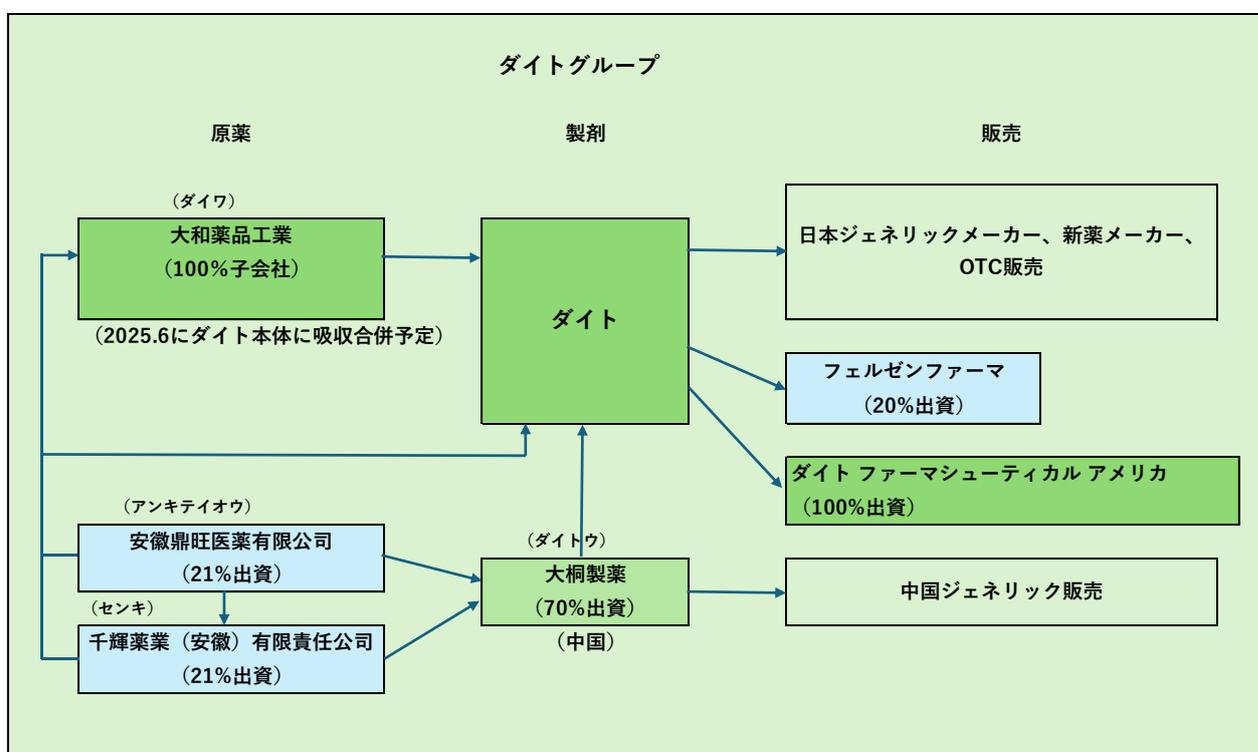
原薬と製剤の収益性と安定性

ダイトでは会計上の開示セグメントは「医薬品事業」で単一だが、開示資料では、販売品目グループとして、原薬と製剤の売上高データが開示されている。ただし、利益の開示はな

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。

い。収益性という点では、1) 製剤の方が原薬よりは利益率が高い。各種薬事規制に伴う参入障壁により日本国内ジェネリック市場には海外メーカーが参入しづらいため、相対的にローカル性がある。薬価の制約はあるが、付加価値が高いので、収益性もよい。2) 原薬の収益性は製剤より低い、売上の安定性は製剤よりも高い。原薬は、より商流の川上に位置し、薬価から距離を置いているため薬価改定の影響を受けにくいことや、原薬は汎用品なので、グローバルな競争にさらされ、取引開始時から国際価格をにらんだ市場価格での取引が行われること、また、製剤に比べ、より多くの複数の医薬品メーカーに出荷することなどがその理由である。

つまり、原薬と製剤では、製剤の方の収益性が高いが、売上の安定性は原薬の方にある。



生産・販売体制～中国に拠点

当社は原薬、製剤の開発～製造に集中しており、販売は外部に委託している。よって、MR（医薬営業担当者）はおいていない。

ダイトは、子会社に大和薬品工業（100%出資）を有し、ここでは原薬、中間体を生産している。大和薬品工業は、中国の安徽鼎旺医薬（21%出資）と千輝薬業（21%出資）から原薬、中間体を仕入れている。

また、中国に大桐製薬（70%出資）を設立し、中国でのジェネリック生産に力を入れている。また、米国に販売拠点を設立し、現地の医薬品販売会社の開拓を進めている。

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。

大和薬品工業を吸収合併へ

大和薬品工業はもともと、旧富山化学の原薬を扱う部門(子会社)であったが、これを1987年に買収した。その後、外販比率を下げて、当社の原薬部門として一体化を進めてきた。

今回、中期計画にある一気通貫比率の向上による効率化を図るために、今年6月に本体に吸収合併することにした。合併によって、間接部門、人材の有効活用は図られよう。事業推進の意思決定も早くなるものとみられる。

歴代トップは笹山/大津賀ファミリーから

ダイトの歴史を振り返ると、戦後の1950年に原薬の卸業を始め、その後1976年にジェネリック医薬品の製造を開始、79年に原薬の製造を開始した。

91年に現社名に変更し、医療用医薬品の受託製造を本格化させた。2010年に東証2部に上場、翌年1部に指定替え、2022年にプライム市場に移行した。

ダイトは1942年、東南アジア局面への富山家庭薬の輸出統制会社として設立された。歴代社長は、初代笹山梅治、2代目大津賀久吉、3代目笹山俊彦、4代目笹田眞治郎、5代目大津賀保信(現会長)であった。笹山ファミリー、大津賀ファミリーの持株比率は高くないが、これまでは創業家からトップを出してきた。

新経営陣がリード

大津賀会長は、2012年から2024年まで12年間(61歳~73歳まで)社長を務めた。2024年8月の株主総会で、松森社長にトップを交替した。

松森社長は、台糖ファイザー(現ファイザー株式会社)で31年間、新薬、薬事、マーケティングを担当し、2009年からはファイザー株式会社において、特許切れの先発医薬品である長期収載品とジェネリック医薬品を扱う「エスタブリッシュ医薬品事業部門」の部門長を務めた。その後、ジェネリック医薬品メーカーである武田テバファーマの社長を7年務め、2023年9月にダイトに入社した。ダイトの事業領域に関わるキャリアは十分であり、当社の飛躍に向けて全力投入している。

社長直轄でCFOを配置したほかに、直下にポートフォリオマネジメント部を新設し、人事総務部も直下に持ってきた。事業ポートフォリオを見直し、人材の活用を機動的に行うためである。

昨年8月の株主総会では、石田執行役員生産本部長が取締役に選任された。石田氏は武田薬品工業で、CMC(原薬プロセス、製剤開発、品質評価の研究開発)、製造企画、生産管理、工場長などを担当し、2022年11月に当社に入社した。

2024年9月に大津賀会長の子息である大津賀健史氏がCFO(最高財務責任者)に就任した。財務部、経営企画部、DX推進部を担当する。中期経営計画の推進を強化した。

ガバナンスの強化

取締役会の構成は、取締役9名のうち、執行担当4名、社外取締役4名（うち監査等委員3名、女性1名）、社内出身の監査等委員1名である。社外監査等委員の堀氏は税理士、山本氏は弁護士、西能氏は医療法人のトップである。

2025年1月に、松森社長はタイトルにCEOを付けた。会長と社長が代表取締役であるが、執行のトップはCEOであると明示した。これによって、マネジメントのスピード感は一層早まろう。

2. 強み ジェネリックの品質管理に定評

3つの強み～ワンストップ、中国拠点、品質保証

ダイトの強みは3つある。第1は、原薬から製剤までを一貫生産する。ワンストップで原薬と製剤のスペック（仕様）を調整し、両分野の知見をオペレーション全体に活かすことができる。多くのジェネリックメーカーは、原薬を他社から購入するケースが多い。

第2は、中国との連携を確立している。世界最大の原薬生産、輸出国である中国に拠点を有し、資本業務提携を活かして、供給力を確保している。中国は世界の4分の1を生産しており、ここから日本並みの品質で低コストによる安定供給体制を作っている。

第3は、業界トップクラスの品質保証体制を有する。企業文化として、品質重視の風通しのよいカルチャーを創り、日本、米国、欧州の製造管理、品質管理基準（GMP）に適合する仕組みを確保している。

米国のFDAの査察を30年以上にわたり継続的にクリアして、その認証は得ている。直近では2023年11月に査察後の認証を取得している。米国への原薬・製剤の輸出がしっかりできる。ルールを守り、隠さずにすぐに手を打つ社風が根付いている。

企業のサステナビリティに向けては、5つのCSRに関するマテリアリティ（重要項目）を定めて、それらを推進している。

品質には定評

ダイトは富山市八日町に本社工場を構えている。富山駅から車で25分、北陸自動車道のそばに立地し、富山空港からも8分のところにある。歴史的に富山は薬の町である。

ジェネリック医薬品で問題を起こし、企業再生中の日医工もここにある。当社は品質問題には全く関わらず健全な経営を続けている。

米国FDAの査察もきちんと受けており、特に問題はない。松森社長は、ダイトにくる前から、ダイトをよく知っており、品質管理に優れている点を評価していた。

原薬の登録（原薬等登録原簿）件数は103件で、化学品としては日本トップである。5月

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。

末の従業員 1070 名中、品質担当（信頼性保証部門）に 214 人が従事しており、ここに力を入れている。

5つのCSRマテリアリティ～サステナビリティに向けて

1. 医療費の削減、患者負担の軽減
2. サステナブル調達推進
3. 従業員の就業環境の向上
 - ・従業員の能力開発
 - ・労働基準の遵守
 - ・人権の尊重
4. ガバナンスの充実
 - ・ガバナンス体制の強化
5. 環境保全への対応
 - ・気候変動への対応
 - ・水資源に関する管理活動の推進

3. 中期経営方針 新中期計画「DTP2027」で3年目に飛躍

前回の中計を見直して

前回の中期3カ年計画では、2025年5月期で、売上高520億円、営業利益60億円を目指した。しかし、円安やジェネリック業界の品質問題などによって、計画の見直しが迫られた。1年前倒しで、中期計画をローリングして、新社長の下で次に進むことにした。

シン・ダイトを宣言

松森社長が主導した新中期計画が、今期より始動した。「DTP2027」(Daito Transformation Plan 2027)で、シン・ダイトの確立を目指している。

このシンには6つの意味を込めている。「芯」、「真」、「信」、「新」、「進」、「伸」である。芯(コア)を定めて、真剣に取り組み、品質と安定供給で信頼と信用を高め、新領域に参入して、進化と伸長を図る。既存ビジネスの立て直しと、新規ビジネスの拡張を目指している。

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。

経営環境を見据えて

経営環境として、ジェネリック医薬品の安定供給に対するニーズは一段と高まっており、そのための業界再編、合従連衡も進もう。多品種少量生産の是正や要求品質基準の高まりも逐次進行しよう。円安により原材料費の高騰や設備投資における建築費の高騰も顕著である。これらを踏まえた実行戦略が問われている。

KGI を設定

中期計画のKGI（主要目標値）として、EBITDA 19.3%（2024年5月期 16.1%）、ROIC 6.5%（4.7%）、ROE 8.0%（同 6.4%）などをあげている。2027年5月期で売上高 570 億円（同 468 億円）、営業利益 60 億円（同 38 億円）を目指す。

新中期計画「DTP2027」のKGI（重要目標指標）		
	2024.5 (実績)	2027.5 (目標)
売上高（百万円）	46895	57000
EBITDA（百万円）	7553	11000
EBITDAマージン（百万円）	16.1	19.3
一気通貫比率（%）	44.7	60.0
CCC（日）	268	220
ROIC（%）	4.7	6.5
ROE（%）	6.4	8.0
DOE（%）	1.79	2%以上
円/ドルレート	147.8	150.0

(注) 一気通貫比率：グループ内原薬成分数÷ジェネリック品目成分数
CCC：資金化日数

5つの戦略を推進

その達成に向けて、5つの事業戦略を立てている。第1は、既存ビジネスの効率化である。多様な製品を見直して、入れ替えて、生産キャパの効率化を図る。

第2は、中国ビジネスの強化である。仕入れ先の中国ではなく、中国現地法人が中国でのジェネリック医薬品ビジネスを拡大する。第1号製剤の承認も得られた。逐次拡大して、数年後の利益貢献を見込んでいる。

第3は、オーファンドラッグのCDMO（医薬品の開発業務、製造業務の受託：Contract Development and Manufacturing Organization）ビジネスの拡大である。そのためのアライアンスに力を入れている。

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。

オーファンドラッグは、患者は少ない難病に対する新薬の開発である。この分野は成長が見込め、受託生産という意味で当社が適切に役割分担を担うことができる。工場の規模も大きくなくてよい。高付加価値が期待できる領域である。

オーファンドラッグで国内トップクラスのノーベルファーマと組んで展開する方向にある。タイトの製剤開発技術、製造能力、FDA基準の品質管理能力をCDMOとして活かす。

第4は、PBR 1倍割れへの対応である。設備投資依存型の成長ではなく、製品・サービスの高付加価値化を進めながら、収益性を高め、成長力を高めていく。CAPM(資本資産価格モデル)による6.0%の株主資本コストに対して、ROE 8.0%、ROIC 6.5%の目標を定め、これをクリアしていく。

第5は、人的資本への投資である。富山から世界へのマインドセット、人材の育成と次世代の強化、ITインフラ、DXの強化に力を入れ、これによって、生産性の向上を目指す。

新中期計画「DTP2027」の骨子

1. 既存ビジネスの効率化
 - ・ポートフォリオマネジメントの推進～高付加価値製品の向上
2. 中国ビジネスの強化
 - ・win-winな共同開発スキームの構築
 - ・ジェネリック医薬品の販売開始～1号案件の認可
3. 新規ビジネスへの参入
 - ・オーファンドラッグ～ノーベルファーマと業務提携
 - ・CDMOビジネスのアライアンス
4. 資本効率の向上
 - ・PBR 1倍割れ対策と資本配分の高度化
 - ・資本コストを意識した財務・IR戦略の強化
5. 人的資本への投資
 - ・キャリアパスプログラムの強化
 - ・後継者育成と若手の登用
 - ・ITインフラの整備による働く方改革

品質のさらなる確保

品質問題では、発がん物質であるニトロソアミン類が混入していないことを業界上げて

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。

確認することが求められた。その測定には専門的な技術を要する。外部の外注先の取り合いにもなっている。当社はニトロソアミン類の分析を内製化する方針で、準備を進めている。

R&D に注力

R&D については、原薬の連続生産が視野にある。低分子だけでなく中分子（ペプチド）領域にも参入する方針である。そのための総合研究センターは、2024 年 5 月から本格稼働している。

受託生産の価格改定に向けて

受託生産については、コストが上がった分について、価格に転嫁していく方向にある。タイムラグがあっても、値上げを実施していくので、その効果が早晩プラスに働いてこよう。

ポートフォリオの見直しに着手

ポートフォリオの見直しでは、これからの開発品目にフォーカスし、各々のステージに分けて、事業としての継続について、その成否を判断していく。

中国ビジネスの立上げ～出資比率のアップ

今回の 3 年計画では、中国ビジネスの立ち上がりが期待できる。現在 2 品目の申請が完了しており、うち、1 品目について既に承認を得ている（詳細は後述）。その他にも受託品目 11 成分を入れて計 13 品目がビジネスとなりうる。中国の製剤事業は連結に、原薬事業は持分法で収益に寄与してこよう。うまくいけば、3 年後には経常利益の 5～10%は稼ぐことができよう。

中国の原薬メーカーへの出資比率を、2024 年 5 月期に従来の 12%から 21%に上げた。品質のよい原薬の外販にも力を入れていくので、防衛的意味も込めて、出資比率を上げた。中国のオーナーはファミリービジネスなので特に不安はないが、先方にも当社株を保有してもらい、資本業務関係を強化した。

中国で第 1 号の認可を取得

中国子会社の大桐製薬は、中国国家薬品监督管理局 (NMPA) より、今年 1 月に疼痛治療剤「普瑞巴林膠囊（プレガバリンカプセル 75 mg・150 mg）」の承認を取得した。

中国では、2012 年に大桐製薬を子会社として設立し、10 年以上にわたり技術や品質保証面で指導し、日本向け製剤の製造を委託してきた。2023 年 9 月に疼痛治療剤の承認申請を中国当局へ行い、製造拠点への査察等を経て、この度、当該製剤の承認を取得した。

これは、日本の CDMO(医薬品開発製造受託機関)が中国市場向けのジェネリック製剤の承認を取得し、中国国内の自社工場で製造・販売する初の事例で、画期的といえよう。

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。

オーファンドラックに進出

オーファンドラックの新薬開発は、5年、10年単位で進めていく。今回のNPC-29 (MSA〈多系統萎縮症〉を適応症とするユビキノール含有製剤) について、ノーベルファーマでは2029年の承認を予測している。当社においても、R&Dが継続する。R&D本部では、こうした新薬の開発や、日中両市場で上市できるジェネリック医薬品などを高付加価値品として優先的な開発を進めている。

中計は進捗中

DTP2027は着実に進捗している。

中国の大桐製薬はまず1製品の承認を得たので、自社製品の販売をスタートさせる。既存設備を活用し、当面の生産増には十分対応できる。

中国で、高品質のジェネリックを安定的に供給できれば、ビジネスチャンスは十分ある。米中対立などの一般的課題はあるが、医薬品ビジネスでの事業のサステナビリティは高いとみてよい。

ダイト本体が子会社の大和薬品工業を今年6月に吸収合併することを、1月の取締役会で決定した。原薬から製剤まで一気通貫の生産体制を強化し効率化を図る。

PM(ポートフォリオマネジメント)では、今年1月より「ポートフォリオ会議」をスタートさせた。原薬の開発、製剤の開発において、各ステージにおいて投資効率を見極めていく。収益性をベースにプライオリティをつけて、ポートフォリオを入れ替えて、収益性を高めていく。

オーファン新薬の開発では、1月にノーベルファーマと「MSA(多系統萎縮症)を適応症とするユビキノール含有製剤」(NPC-29)の開発で協業する契約の締結を進めることを基本合意した。MSAとは、脳内の特定の部位の萎縮する疾患で、自律神経系の異常をきたす。今のところ根治する治療法はない。まずこの開発に尽力する。

オーファンドラックは、少スケール、高薬価なので、ダイトのスケールに合っている。国内に1万規模の患者がいる疾患であれば、大型ジェネリック医薬品並みの売上や利益が見込めるので、当社にとって意義がある。

自己株式の取得を1月14日から5月30日までの期間で、30万株/7億円(上限)で実施する。その上で、これを6月末に消却する。30万株は自己株式を除く発行済株式数の2%に相当する。

また、5月末を基準日として、1:2の株式分割を行う。いずれも、株主還元や流動性向上の一環として実施する。

大型投資の影響で借入金が増加するも問題なし

バランスシートでは、11月末が休日であったため、決済が翌月にズレ込んだ。これに伴

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。

い売上債権が増加したが、特に問題はない。また、大型設備投資の支払い、有利子負債も増加した。来期からの設備投資は内部資金で概ね賄えるので、通常設備投資に関わる借入金は減少しよう。

売上債権の回収期間を早めるべく手を打っている。この成果は出始めているので、2025年5月期にはCCCの好転が目に見えてこよう。

「DTP2027」(3カ年)のキャッシュフロー				(億円)
調達	営業キャッシュフロー	250		
	負債の活用	50~150		
投資	更新投資	55		
	成長投資	225以上	新規設備投資	125
			R&D投資	70
	株主還元	50以上		

バランスシート

(百万円、%)

	2022.5	2023.5	2024.5	2024.11
流動資産	37909	40663	41460	43601
現預金	4381	3607	2727	3241
売上債権	15050	17646	15399	18436
棚卸資産	16820	18239	20891	21069
固定資産	27030	29888	36247	36031
有形固定資産	23116	25837	31972	31465
無形固定資産	386	337	490	481
投資有価証券	2752	2964	3188	2110
総資産	64939	70552	77708	79633
流動負債	14069	15428	18505	17437
仕入債務	7864	7896	8699	9045
長期借入金(1年内)	1189	1429	2099	3299
固定資産	3196	4151	6937	10174
長期借入金	2247	3368	4669	8019
純資産	47674	50971	52265	52020
有利子負債	3436	4797	6768	11318
有利子負債比率	5.3	6.8	8.7	14.2
自己資本比率	72.8	71.8	67.0	65.3

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。

キャッシュフロー

(百万円)

	2022.5	2023.5	2024.5	2025.5 (予)
営業キャッシュフロー	4370	4155	5182	4900
税引後利益	4796	2665	2959	2600
減価償却費	3313	3870	3659	4300
売上債権	-3299	-1502	2221	-1000
棚卸試算	-1041	-1413	-2640	-1000
仕入債務	22	538	802	0
投資キャッシュフロー	-4400	-5566	-5930	-6000
有形固定資産	-4627	-5505	-6220	-6000
フリーキャッシュフロー	-30	-1411	-748	-1100
財務キャッシュフロー	989	616	-183	2100
借入金	56	1361	1970	3000
新株予約権	1514	308	0	0
配当金	-660	-931	-907	-900
現預金期末残高	4381	3607	2727	3727

4. 当面の業績 今期は先行投資が影響、来期から回復へ

会計基準変更の影響

会計基準の変更に伴い、2022年5月期より新基準が適用されている。2021年5月期の売上高は487億円であったが、これは新基準に直すと400億円であった。名目的な売上高ではなく、実質的な取引額を計上することになったので、シンプルな仕入れ販売については、売上ではなく、手数料が計上されることになった。

これまでの業績

2022年5月期までの12年間に渡って、営業利益で増益を続けてきたが、2023年5月期、2024年5月期の2年間は減益を余儀なくされた。円安の影響、ジェネリック業界での品質基準問題、毎年薬価改定などが影響したことによる。

受託生産という点では、日医工の行き詰まりは、当社に大きく影響した。3年前には売上高の15%強を占める大手の取引先であったから、ここが縮減したことは大きく響いた。その影響も一巡したので、今期からは底入れの方向に向かっている。

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。

設備投資とR&D投資の推移

(百万円、%)

	2020.5	2021.5	2022.5	2023.5	2024.5	2025.5 (計画)
R&D投資 (対売上比)	1400 3.1	2032 5.1	1749 4.0	1865 4.1	2349 5.0	2400 4.9
設備投資	3850	5395	5046	7024	9953	6700
減価償却	2950	3154	3313	3870	3659	4300
留保利益	3349	3616	3823	2739	2363	3370
内部資金	6299	6770	7136	6607	6022	7670

大型設備投資の実績

(年・月、億円)

	第8製剤棟	第7原薬棟	第10製剤棟	総合研究センター
竣工	1ライン 2018.11 2ライン 2020.12	2022.5	1期 2023.12 2期 2025.1	2024.3
投資額	55	39	67	26
商用生産	1ライン 2020.3 2ライン 2022.5	2023.1	1期 2024.8 2期 2026.4 (予定)	2024.5 (本格化)

大型投資が一巡

この6年は、大型投資を継続した。1) 2018年、2020年の設備投資で55億円(第8製剤棟)、2) 2022年に39億円(第7原薬棟)、3) 2023年に67億円(第10製剤棟)、4) 2024年に26億円(総合研究棟)を投資した。さらには、2025年に、第10製剤棟の2期工事の投資が完了する予定である。昨年10月に、原薬棟と製剤棟を工場見学したが、充実した生産体制を確立していると実感した。

前2024年5月期は減益となった

2024年5月期は売上高46895百万円(前年度比+4.0%)、営業利益3894百万円(同-25.2%)、経常利益3923百万円(同-24.1%)、純利益3295百万円(同-8.5%)となった。

原薬は前年度比+15.2%と伸びたが、製剤は同-4.0%と減少した。利益面では、円安による原材料の値上がり、製品ミックスの変化による粗利率の低下、研究開発費の増加が響いた。

営業利益が約12億円減少したが、1ドル130円から148円への円安で約4億円のコストアップ、売上増はあったが製品ミックスが悪化し、ネットで10億円ほど利益が低下した。R&D費も約5億円増加した。

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。

業績予想

(百万円、%)

	2021.5	2022.5	2023.5	2024.5	2025.5 (予)	2026.5 (予)
原薬	18363	19481	18783	21645	22700	24800
製剤	21336	23703	26097	25050	26100	28000
健康食品他	307	279	220	199	200	200
売上高合計	40007	43464	45101	46895	49000	53000
売上原価	29215	32005	34770	37056	39000	42000
	73.0	73.6	77.1	79.0	79.6	79.2
粗利益	10791	11458	10331	9839	10000	11000
	27.0	26.4	22.9	21.0	20.4	20.7
販管費	4883	4905	5123	5945	6500	7000
	12.2	11.3	11.4	12.7	12.3	13.2
営業利益	5908	6553	5207	3894	3500	4000
	14.8	15.1	11.5	8.3	7.1	7.5
経常利益	6067	6729	5169	3923	3500	4000
純利益	4246	4668	3600	3295	2300	2600

(注) 各率は対売上比、(予)はアナリスト予想。

今 2025 年 5 月期も減益からスタート

今 2025 年 5 月期の会社計画は、売上高 49000 百万円（前年度比+4.5%）、営業利益 3500 百万円（同-10.1%）、経常利益 3500 百万円（同-10.8%）、純利益 2300 百万円（同-30.2%）である。純利益の減益幅が大きいのは、前期は投資有証の売却益が 3.2 億円ほどあったので、比較上その影響が出ている。

減益の要因は、1) 薬価改定による販価の値下がり、2) 円安による原材料費のアップ、3) 人件費の増加、4) 減価償却費の増加によって、一定の売上増はあるものの、コスト負担の方が重くなることによる。設備投資は前期がピークで、今期はピークアウトしてくるが、償却負担は今期の方が重くなる。

今 2Q は投資負担などのコストアップが先行

2025 年 5 月期の 2Q 累計（上期）は、売上高 24584 百万円（前年同期比+2.0%）、営業利益 1471 百万円（同-35.7%）、経常利益 1470 百万円（同-36.5%）、純利益 908 百万円（同 41.5%）となった。EBITDA は 3574 百万円（同-10.3%）であった。

営業利益が前年同期比-818 百万円となったが、このうち減価償却の増加が+406 百万円で、それ以外では、製品構成の変化で-111 百万円、棚卸品の評価で-213 百万円、円安の影響で-120 百万円などがマイナスとなった。

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。

プロダクトミックスでは、自社で製造又は品質保証を行っている製品が伸びず、外部から仕入れる取扱商品の伸びが高かったことによる。棚卸資産の評価では、在庫品について一定のルールで評価損を引当てており、在庫管理の効率化に力を入れている。円安については、1円の変動で年間約40百万円の影響が出る。

原薬では、昨年12月に薬価収載されたものの販売が始まった。血液凝固阻止剤、糖尿病用剤。解熱鎮痛消炎剤などのジェネリックが堅調に推移した。

製剤では、製造受託が減少したが、一般用薬品（OTC）は好調であった。受託品では受注や納期のずれが発生しているが、通期では取り戻す動きとなろう。OTCではインバウンド客の需要が伸びている。ジェネリック医薬品については、品質に関する要求水準が上がっており、テストに要する時間も増加している。

ジェネリック医薬品は綱引き

2024年10月より長期収載品（ジェネリック医薬品のある先発医薬品）に、選定療養の仕組みが導入された。先発品をそのまま使うと、ジェネリック医薬品との差額の4分の1は患者負担となる。よって、ジェネリック医薬品の使用がこれまでより促進されよう。

当社にとっては、長期収載品の減少とジェネリック医薬品の増加という綱引きの関係になる。取扱品目の動きに依存するが、いずれはプラスに働いてこよう。

ジェネリック医薬品の供給不足はまだ解消されていない。安定供給に伴う需給のバランスがとれればよいが、まだ供給制限をしないと、一時的な需給増を招いてしまいかねない。業界で需給調整の仕組み作りを進めようとしているが、もうしばらく時間がかかろう。

投資一巡ながら

大型設備投資は一巡しているが、設備稼働に伴う設備投資の支払いと減価償却増が今期に入っている。第10製剤棟は昨年8月より商用生産を開始した。一定のフル生産になるには2~3年かかるので、稼働率は徐々に上がってこよう。総合研究センターは昨年3月に竣工しており、ここでの研究活動は5月から本格化している。

来期から回復局面へ

2025年5月期は新中期計画の1期目であるが、まだ足元は厳しい。円安に伴う原材料価格の上昇や薬価の制約の中で値上げの浸透も遅れ気味である。ここを切り抜けて、来期以降の回復ピッチに弾みをつけようと手を打っている。

ジェネリックの市場拡大は続く。2024年10月より選定療養制度が始まった。ジェネリックを使わずに、新薬であった長期収載品を使うと、その差額の4分の1は患者負担となるという仕組みである。ジェネリック薬の品質がよければ、安い方がよい。患者にとっても、国にとっても負担が少なくて済む。価格インセンティブでジェネリック化を促進しよう

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。

いう政策である。よって、ジェネリックの需要は押し上げられよう。

今後の業績の見方

2027年5月期のEBITDAは、110億円を目標としているが、その内訳は営業利益60億円、減価償却50億円という内容である。2024年5月期の減価償却は、36.5億円であったから、大型設備投資の効果が償却に出てくる。それ以上に、この設備投資によって、売上増、利益増がどこまで図れるか。ここがカギを握る。

営業利益は、2022年5月期の65.5億円が2024年5月期には38.9億円まで落ち込んだ。今期の会社計画は35億円である。これを2027年5月期には60億円まで引き上げる予定である。

2026年5月期の営業利益は40~45億円が精一杯とみられるので、3年目にジャンプする計画を立てている。ジェネリック医薬品の需要の回復と新市場の開拓、コストアップの価格転嫁や効率化による吸収がどこまで進むかに依存しよう。

5. 企業評価 PBR 1.0倍超えに向けて

資本政策は株主重視～株主優待の検討に期待

2024年7月に35万株(全体の2.23%)の自己株式の消却を実施した。不必要なものには適切に対応していく。かつて大型投資のファイナンスに当たって、ワラントの発行を行ったことがある。その反省も踏まえて、資本政策については、株主重視で進めていくとみられる。

2024年8月に、米国のアクティブ投資家であるカナメ・キャピタルが10.03%を所有した。2023年秋から株主となり、持株比率を高めてきた。ファンダメンタル重視のアクティビストなので、当社の中期計画と実行力に着目しているものとみられる。

上位10位の大株主をみると、2024年5月末で、カナメ・キャピタルが8.28%、大津賀保信会長2.38%、笹山眞治郎前会長が2.26%であった。

2024年5月末の株主数は2937名であった。かなり少ない。外人持株比率32.4%、個人株主比率30.7%である。今年1月に、5月末を基準日として1:2の株式分割を行うことを決議した。これによって、個人株主比率は一定程度高まり、流動性も上がってこよう。

しかし、まだ十分でない。個人株主作りでは、株主優待の導入が望まれる。長期に保有すれば、優待のレベルが上がり、何らかの地元名産も入ってくるなら、ユニークさが出よう。

資本効率から見て

$PBR = ROE \times PER$ という関係式において、当社は現在、 $PBR 0.60 \text{ 倍} = ROE 4.4\% \times PER 13.6 \text{ 倍}$ である。2022年5月期の営業利益は6553百万円で、これが過去のピークである。この水

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。

準に戻れば ROE が 8%を超えてくる。

ROE を 8%に上げて、PER で 12.5~15 倍を確保できれば、PBR=1.0~1.2 倍に高まろう。まずは、収益性を上げること、次に将来の成長性を高めることである。そのための中期計画を推進している。実行戦略についてももう少し見定める必要があるので、企業評価はBとする（企業評価の定義については2頁を参照）。新経営陣の今後の成果に注目したい。