

2012年11月5日（月）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
鈴木 一之

■事業構造改革に目途を付け、再び成長軌道へ

同社は「正露丸」「セイロガン糖衣A」を中心とする医薬品事業と、空間除菌剤「クレベリン」を中心とする感染管理事業を手がける。同社の経営状況は、主力製品群と新たに投入した新製品が順調に伸びて、安定した売上の成長が見込める盤石の体制である。

主力事業である医薬品事業では、「正露丸」「セイロガン糖衣A」は強力なブランド力を背景に、成熟市場と見られる国内の下痢止め薬市場において、安定して過半を超えるシェアをキープしている。中国・香港や台湾を中心とした海外市場でも着実に浸透しており、領土問題を巡って日中間のギクシャクした状況でも影響はほとんど出ていない模様である。また、近年投入した水なしで飲める下痢止め薬「ピシャット錠」「ピシャット」や、小児五疳薬の「樋屋奇応丸」（ひやきおーがん）も売上の増加に寄与している。

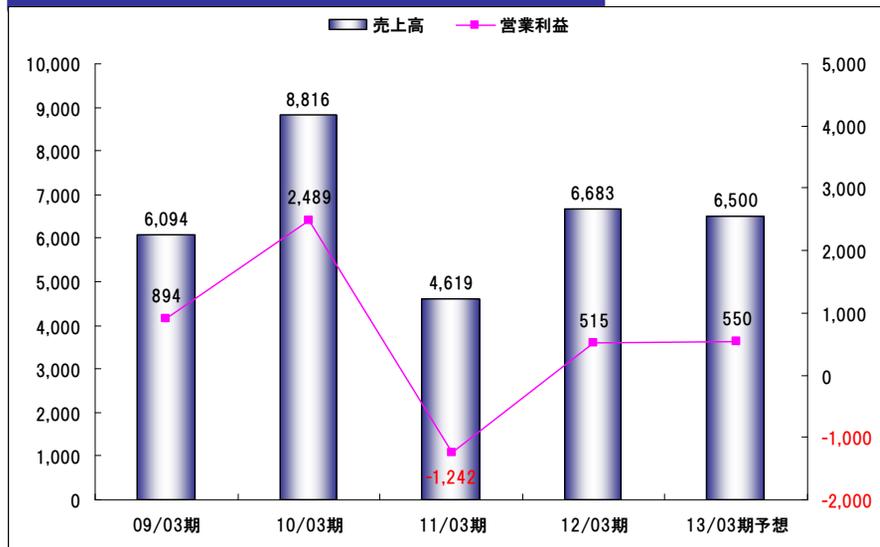
一方、2009年に発生した新型インフルエンザによる世界的なパンデミック（大流行）によって一時的に「クレベリン」の爆発的な需要が発生したため、会社経営はその後の反動減に苦しめられた。事業構造改革の効果から、現在では、成長分野である感染管理事業において、空間除菌剤「クレベリン」が一般用のみならず、業務用としても着実に浸透し始めている。

事業構造改革は、2012年3月期末でひとまずピリオドを打つことができた。現在は次の飛躍に向けて走り出している。その意味合いも込めて、前期末配当を増配。また、今年6月には株式公開以来初めての自社株買いを実施している。

■Check Point

- ・ 感染管理事業は同社の新たな成長ドライバー
- ・ 国内医薬品は50%を越える市場シェアのさらなる引き上げへ
- ・ 海外医薬品は中国を中心とするアジア市場でさらなる拡大へ

業績推移（単位：百万円）



■2013年3月期の第1四半期決算の概要

主力製品の「正露丸」や「セイロガン糖衣A」が堅調

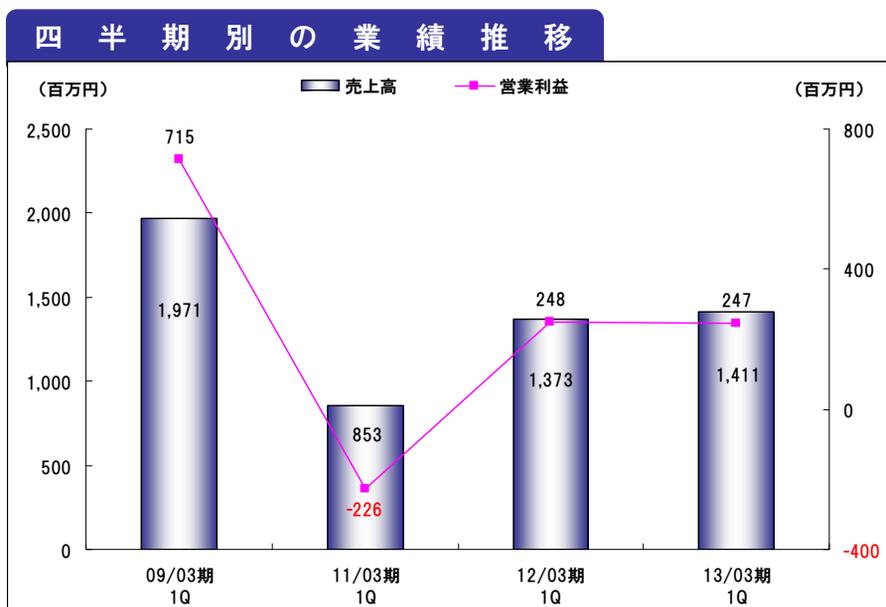
2013年3月期の第1四半期（4-6月）決算は、売上高が1,411百万円（前年同期比2.8%の増加）、営業利益が247百万円（前年同期比0.4%の減少）、経常利益が247百万円（同1.9%の減少）、四半期純利益が165百万円（同18.3%の減少）となった。

売上高では、「正露丸」や「セイロガン糖衣A」を主力製品とする医薬品事業が堅調。一方で空間除菌剤「クレベリン」を主軸とする感染管理事業がわずかに前年実績を下回った。ただしマイナス幅は小幅にとどまっており、2つのセグメントをトータルすると売上高では前年実績を上回る結果となっている。

一方、利益面ではわずかながらも前年を下回った。これは主に医薬品事業において、2012年3月期の第4四半期（1-3月期）に増加した修繕費や賞与引当金などがこの期に繰り越されたためである。それによって売上原価が上昇し、そのために売上総利益（粗利）が前年同期比66百万円減少（6.8%減）したことが影響している。

一方、当初は、夏場に強い「正露丸」のテレビコマーシャルを第1四半期より予定したが、今期は新たにリニューアルし、第2四半期から放映することに切り替えた。それによって第1四半期の広告宣伝費が前年同期比56百万円減少し、販管費合計も65百万円減少（9.0%減）した。

粗利の減少分を販管費の減少でほぼ相殺したため、営業利益と経常利益の減少幅は前年比微減にとどまった。なお当期純利益が前年同期比18.3%と減少しているのは、繰延税金資産が減少したために法人税等調整額が増加した特殊要因が大きい。基本的には本業部分での堅調な推移が続いている。



■2013年3月期の
第1四半期決算の概要

なお第1四半期（4-6月期）の時点で、すでに営業利益、経常利益はともに5月に公表した通期の業績見通しの50%近くに達している。それでも通期の業績見通しを引き上げるには至らなかった。これは当事業年度がスタートしてまだ日が浅いという事情もあるが、それ以上に同社の業績推移は季節要因が大きいという特性を考慮してのことと見られる。

対通期予想比の進捗率

	13/03期 1Q	13/03期 通期予想	対通期 進捗率
売上高	1,411	6,500	21.7%
営業利益	247	550	44.9%
経常利益	247	530	46.6%
純利益	165	500	33.0%

(単位：百万円、会社側資料より作成)

同社の利益は、売上高の8割近くを占める「正露丸」「セイロガン糖衣A」などの医薬品事業に拠っている。「正露丸」「セイロガン糖衣A」は食あたり、水あたりに効果があり、売れ行きは、夏場（第2四半期）をピークとし、次に第3四半期（10-12月期）に高まる。下期（10-3月期）はインフルエンザなど流感の予防に空間除菌剤「クレベリン」の売れ行きが伸びるが、「クレベリン」の広告宣伝費も下期に投入されることから、現状、下期と比較し、上期の利益が大きい傾向にある。一方で、インフルエンザの動向によっては、前期の様に、第4四半期（1-3月期）の売れ行きが急伸することも考えられる。

このような収益特性のため、第1四半期（4-6月期）における収益上の進捗率が高くても、この時点では通期の業績見通しに変更を加えることはない。もう少し期が進んだ時点で、状況によっては、通期見通しの引き上げ余地も出てこよう。

なお同社は、2010年3月期の新型インフルエンザの流行に連動して記録的な収益を稼ぎ出したが、その反動はあまりに大きく、翌年は一転して最終赤字を計上するまでに落ち込んだ。その反省から同社は2011年3月期後半より事業構造改革プランを実施していたが、前期末の時点でいったん区切りをつけた格好となっている。

四半期ごとの業績推移

	売上高					営業利益				
	11/03期	12/03期	対前期 増減率	13/03期	対前期 増減率	11/03期	12/03期	対前期 増減率	13/03期	対前期 増減率
1Q	853	1,373	61.0%	1,411	2.8%	-226	248	黒転	247	-0.4%
2Q	1,320	1,646	24.7%	-	-	-117	299	黒転	-	-
3Q	1,481	1,839	24.2%	-	-	-176	284	黒転	-	-
4Q	965	1,825	89.1%	-	-	-723	-317	赤字(好転)	-	-

(単位：百万円)



■事業セグメントの状況

「医薬品事業」が全社ベースの売上高の4分の3を占める

同社は医薬品事業と感染管理事業及びその他事業の3つの事業セグメントを有している。このうち、医薬品事業が通期での全社ベースの売上高の4分の3を占めており、同社の中核を成している。

第1四半期（4-6月期）の売上高は、医薬品事業が1,249百万円（前年同期と比べて4.5%の増加）、感染管理事業が154百万円（同9.9%の減少）、その他事業が7百万円（同24.3%の増加）となった。営業利益では、医薬品事業が590百万円（前年同期と比べて2.3%の増加）、感染管理事業が40百万円の赤字、その他事業が6百万円の赤字となっている。

セグメント別の収益動向

	売上高		営業利益	
	2012年3月期 第1四半期	2013年3月期 第1四半期	2012年3月期 第1四半期	2013年3月期 第1四半期
医薬品事業	1,195	1,249	576	590
感染管理事業	171	154	14	-40
その他事業	6	7	-4	-6
全社（※）	-	-	-338	-295
合計	1,373	1,411	248	247

（※）全社に係るコスト（主に企業広報・管理部門コスト）
（単位：百万円、会社側資料より作成）

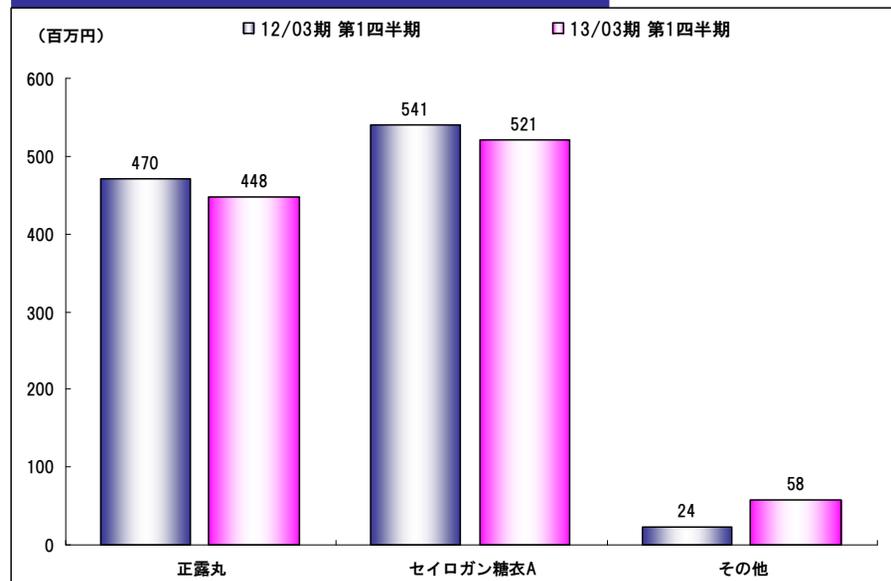
「正露丸」と「セイロガン糖衣A」が医薬品事業の主力

（1）医薬品事業

医薬品事業（国内）の第1四半期（4-6月期）の内訳を見ると、売上高では「正露丸」が448百万円（前年同期と比べて4.7%の減少）、「セイロガン糖衣A」が521百万円（同3.6%の減少）、「その他」が58百万円（同135.7%の増加）だった。今では「正露丸」よりも「セイロガン糖衣A」の方が売上高で上回っている。

■事業セグメントの状況

製品カテゴリー別の売上高



止瀉薬市場でのシェアは52.0%

(a) 「正露丸」「セイロガン糖衣A」

医薬品事業は、「正露丸」「セイロガン糖衣A」を中心に展開している。どちらも高い薬効に支えられた強いブランド力を持ち、安定的に収益を稼ぎ出す同社の主力製品である。

「正露丸」はラップのマークで知られる同社の主力製品で、下痢、食あたり、水あたり、消化不良、歯痛などに効果のある家庭用常備薬で有名である。日局（につきよく、日本薬局方）木（もく）クレオソートを主原料としているため独特の匂いがあるのが特徴である。その匂いを抑えるために「正露丸」を砂糖の衣で包み、5才以上の子どもでも飲みやすくしたものが「セイロガン糖衣A」である。歯痛を除いて薬効はどちらも変わらないが「セイロガン糖衣A」の方が若干高めの小売価格に設定されている。

■事業セグメントの状況

正露丸



セイロガン糖衣A



木（もく）クレオソートを主成分とする製品は他社も販売しているが、それでもこの2つのブランド力は圧倒的と言ってよい。国内の止瀉薬（ししゃやく：いわゆる下痢止め薬）市場における「正露丸」と「セイロガン糖衣A」のシェアは合計で52.0%に達している。この第1四半期（4-6月期）は前年同期の52.3%よりわずかに減少したものの、市場の過半数のシェアを占めている。

「正露丸」「セイロガン糖衣A」が前年同期と比べ減収となったのは、2011年3月に東日本大震災が発生したことによって、「正露丸」をはじめとする医薬品の売上が大幅に伸びたこと、および今年3月に単月の出荷が大きく伸び、その反動が4月に起こったことなどが影響している。ただしこれらの特殊要因もすでに通常ペースに回復しており、5～6月には再び前年実績を上回って推移している。

■事業セグメントの状況

新たな収益の柱となる新製品の取り扱いを推進

(b) 「ピシャット錠」「ピシャット」「樋屋奇応丸」

注目すべきは「その他医薬品」の売上高が前年同期比で135.7%も増加している点である。「その他医薬品」には止瀉薬の「ピシャット錠」、「ピシャット」、小児五疳薬（しょうにごかんやく：漢方で小児の特異な体質に適用される薬）の「樋屋奇応丸」（ひやきおーがん）、整腸薬「ラッパ整腸薬BF」などが含まれる。この「ピシャット錠」及び「樋屋奇応丸」が前年同期に比較して、新たに売上高に計上されたために伸び率が大きくなった。

「ピシャット」は顆粒タイプ、「ピシャット錠」は口内で解ける錠剤タイプの下痢止め薬である。近年、水なしで飲める止瀉薬が一定の市場規模を築いてきたことから、同社もシェア確保に向け、新たに販売を開始した。突然の腹痛を伴う下痢に速やかに効果を発揮するため、通勤の途中や緊急時の腹痛に効果を発揮する。

「ピシャット錠」



「ピシャット」



「樋屋奇応丸(ひやきおーがん)」



■事業セグメントの状況

一方の「樋屋奇応丸」（ひやきおーがん）は400年もの昔から存在する小児五疳薬（しょうにごかんやく）で、主に1歳未満から15歳までの乳幼児、小児への夜なき、かんむし、情緒不安定などに効果を持つ。昨年5月に樋屋製薬より国内での独占販売権を取得して、同年8月より販売を開始した。

同社では、小児五疳薬という分野がもっと広がってゆく必要があると考えているようだ。小児薬の市場そのものが縮小傾向にあるが、「樋屋奇応丸」の投入によってそのような流れを少しでも食い止めたいと考えている。非常にゆっくりとした変化ではあるが、このあたりは今後もう少し注目されるべきであろう。

同社の事業上のリスクの1つとして、「正露丸」や「セイロガン糖衣A」という特定の製品に売上が極端に偏っている点が挙げられる。2013年3月期の第1四半期（4-6月期）で、「正露丸」と「セイロガン糖衣A」の売上高は合計で970百万円であり、国内売上高全体の7割近くとなっている。主軸である製品を確立している点は評価できるが、同時に事業リスクもそれだけ高まっている。そのリスクを減じるために同社はここ数年、新たな収益の柱となる新製品の取り扱いを行ってきた。「その他医薬品」の売上高が、「ピシヤット」、「ピシヤット錠」や「樋屋奇応丸」が貢献し前年同期比で135.7%増となっており、医薬品事業のポートフォリオの構成が少しずつ変化しつつある。

「空間除菌」への需要を喚起し「クレベリン」を安定成長へ

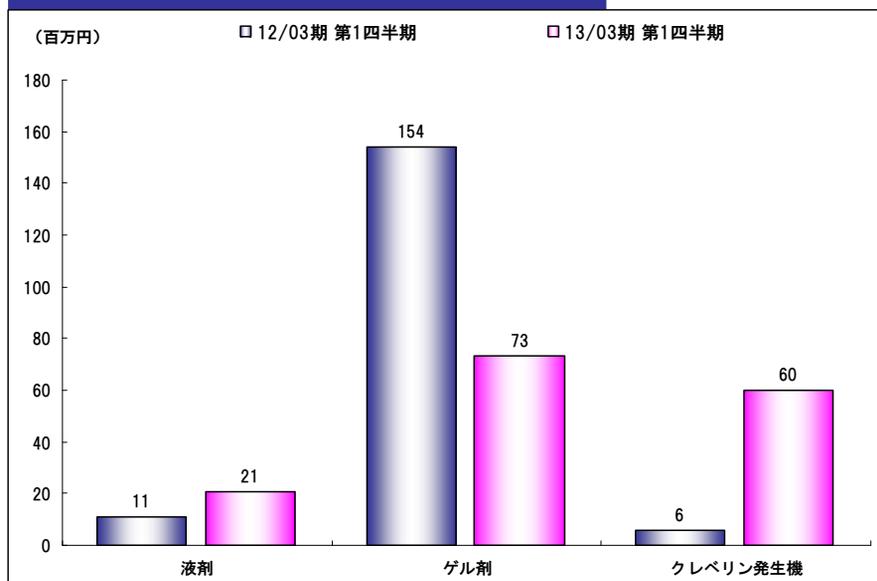
(2) 感染管理事業

感染管理事業の第1四半期（4-6月期）は、売上高が154百万円（前年同期比で9.9%の減少）、営業利益が40百万円の赤字となった。売上高の内訳は、「クレベリン」の液剤が21百万円（同85.1%の増加）、同じくゲル剤が73百万円（同52.4%の減少）、クレベリン発生機が60百万円（同822.9%の増加）となっている。

この事業セグメントでは、空間除菌剤「クレベリン」の製造・販売を扱っている。「クレベリン」は同社の設立60周年にあたる2006年より本格的な事業展開を始めた比較的新しい製品で、「空間除菌」という概念が示すように、空気中に浮遊するウイルスや細菌を除去し、カビを抑制してトイレや生ゴミなどの不快な臭いを消す作用がある。

■事業セグメントの状況

製品カテゴリー別の売上高



製品ラインナップとしては、室内を広く除菌する据え置き型のゲルタイプと、オフィスやトイレなど狭い空間に適したスティックタイプ、それに対象物を直接除菌するスプレータイプの3種類がある。

「クレベリン」の最も大きな特徴は、「次世代の消毒剤」とされる二酸化塩素を主成分としていることである。二酸化塩素は日本では水道水の浄水処理や小麦粉の漂白処理に用いられている。特定のアミノ酸だけを酸化する作用があり、ごく低濃度でもウイルスの除去や除菌、消臭に効果を発揮する。同社は二酸化塩素の濃度をコントロールする特許を持っており、その技術を基にウイルス除去剤としての「クレベリン」を製品化することに成功した。

2009年5月に世界的な規模で新型インフルエンザが発生し、突如として「クレベリン」に猛烈な需要が沸き起こった。その年の経常利益は前期比3倍の2,500百万円に達し、過去最高を記録する原動力となった製品でもある。

新型インフルエンザの世界的な流行は去ったが、いつ再び大規模な流行が発生するかわからない。一時のブームから落ち着きに戻ったところで、同社はあらためて「空間除菌」という概念を科学的なエビデンスの裏付けをもって、学会や一般消費者等に向けて広くアピールしている。

また、低濃度の二酸化塩素ガスを発生させる「クレベリン発生機」も、小規模な空間から大規模な商業施設、ビル向けに取りそろえており、業務用施設などで「クレベリン」を空気中に発生させる装置として浸透を図っている。

■事業セグメントの状況

2012年1月より、トヨタ系列のデンソー<6902>と共同開発した自動車の室内空間除菌用の「車両用クレベリン」も次第に広まりつつある。これは「クレベリン」の車両用カートリッジを、デンソーの開発した「クレベリン発生機（車両用）」にセットし、無人の車室内で使用するものである。洗浄が困難な自動車の座席シートや室内の除菌・消臭が手軽に行える製品であり、カーディーラーやサービスショップ等において、定期メンテナンスサービスの一環等として採用数が伸びている。

直近では、「クレベリン」の季節的な売上の偏りをなくすべく、新しい販売ルートとして調剤薬局を開拓し、販売を開始したところである。これまで一般消費者への販売はドラッグストアが中心で、調剤薬局には「クレベリン」は置いていなかった。しかし、免疫力の低下した多くの患者が立ち寄る調剤薬局は、感染対策、予防を訴求しやすく、年間を通じて有力なチャネルとして期待できる。

「クレベリンジェル」



「クレベリンスプレー」



「クレベリンマイスティック」



「車両用クレベリン」



「クレベリン発生機 リスパスNEO」



■ 中長期戦略

感染管理事業は同社の新たな成長ドライバー

同社の2013年3月期の第1四半期（4-6月期）は、滑り出しは順調だが冒頭にも述べたように同社は下期よりも上期の方が利益の計上額が大きい。したがって今期もまだ確固たる見通しが立ったとは言えない状況であり、今後の収益の推移を見守るのが先決である。その上でこれからの中長期の事業戦略について考えてみる。

(1) 感染管理事業

まず新たな成長分野と位置づける感染管理事業に関して、大学病院や介護施設、食品関連会社など業務用のニーズを掘り起こすことに最も力を入れている。

2012年4月には、強毒性の新型インフルエンザの発生と大流行（パンデミック）の被害を最小限に食い止める目的で、「新型インフルエンザ等対策特別措置法」が民主・公明党などの賛成多数により成立した。今後1年以内に正式に公布される予定である。

この法律によって、新型インフルエンザの発生時には政府が「緊急事態」を宣言。都道府県知事令によって外出の自粛、学校の休校、人の集まる施設を使わないなど、住民の行動に制限を加えることができるようになる。これに伴って公共施設、病院、学校、交通インフラはもちろんのこと、一般企業の本社・工場や民間ビル・商業施設でも、自衛手段として除菌、殺菌のニーズが高まるのが今後長期にわたって見込まれる。

同社が設立に関与し、所属する「（社）日本二酸化塩素工業会」では、業界規格の確立を急いでおり、製品規格や表示ガイドラインなどが明確に定められれば、二酸化塩素を用いた除菌剤への社会的なニーズが本格的に高まるのが予想される。

「（社）日本二酸化塩素工業会」の設立背景



- ・ 2009年に起きた新型インフルエンザの大流行（パンデミック）を機に、二酸化塩素ガスのウィルス除去等の性能が脚光を浴び、多くの二酸化塩素製品が登場
- ・ 二酸化塩素製品及び関連製品の正しい普及
- ・ 品質の向上及び製造技術等の改善の必要性

業界規格の確立

啓蒙・普及



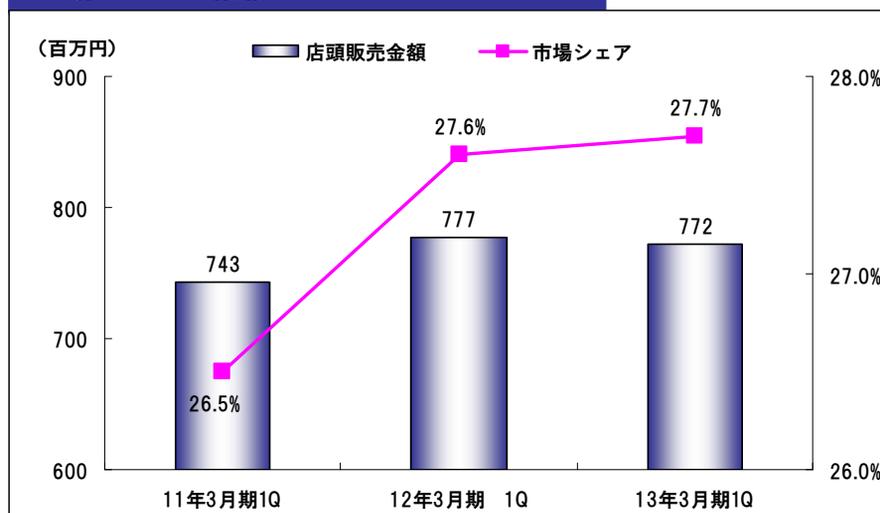
二酸化塩素ガスによる安心・快適な居住空間新時代の創造

国内医薬品は50%を越える市場シェアのさらなる引き上げへ

(2) 医薬品事業（国内）

医薬品事業に関しては、主力製品である「正露丸」「セイロガン糖衣A」を国内・国外ともに販路を拡大してゆくことが第一である。それには国内止瀉薬のトップブランドとなった「セイロガン糖衣A」のシェアアップが何よりも重要になってくる。

「セイロガン糖衣A」の店頭販売金額と市場シェアの推移



(株) インテージ調査データ、会社説明会資料より引用

それに加えて、水なしで飲める「ピシヤット錠」のシェアアップも合わせて図ってゆく方針である。「正露丸」「セイロガン糖衣A」に「ピシヤット」と「ピシヤット錠」を加えた止瀉薬市場での国内シェアはすでに52%と圧倒的だが、今後はこの数値をさらに高めることを狙っている。

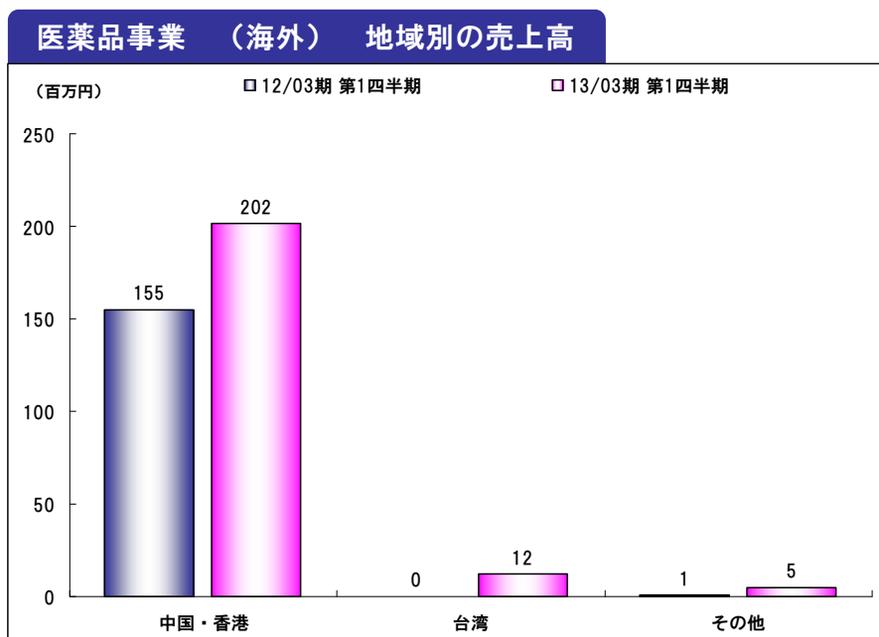
主力製品である「正露丸」や「セイロガン糖衣A」に関しても、新たに熱中症に関連して売れ行きが伸びることが判明してきた。ここ数年、夏場の気温が異常に高くなる現象が全国各地で観測されているが、それに伴って熱中症を予防するために水分を多めに採ることで、体内で腸の働きが過剰になりお腹を下す「水あたり」の症例も増えている。実際に7~8月の「正露丸」「セイロガン糖衣A」の売上は、他の月よりも3~4割は増えている。節電の要請でエアコンの温度を高めを保つため、冷菓など冷たいものを食べてお腹をこわすという症例も増加しており、成熟商品と見られていた「正露丸」「セイロガン糖衣A」のマーケットも拡大の余地は新たに大きく広がっているのである。

それに伴って目下のところ、国内の営業を積極化しているところでもある。今年の猛暑では熱中症対策に関連して、売れ筋の「セイロガン糖衣A」のテレビCMを3年ぶりにリニューアルし、これまで手薄だった20代から30代を新たなターゲットに据えて売り込みを図っている。

海外医薬品は中国を中心とするアジア市場でさらなる拡大へ

(3) 医薬品事業（海外）

医薬品事業では海外戦略にも力を注いでいる。第1四半期（4-6月期）の医薬品事業の海外での実績は、売上高で中国・香港が202百万円（前年同期と比べて29.8%の増加）、台湾が12百万円（同1431.0%の増加）、「その他」が5百万円（同184.3%の増加）となった。「その他」には、米国、カナダ、タイ、マレーシア、インドネシア、ベトナム、モンゴルが含まれる。



同社はすでに香港に進出を果たしてから50年以上の歴史を持っている。香港での外国製の登録薬品としては「正露丸」が認可第1号を受けたという実績もある。海外での展開では、引き続き中国が海外戦略の最大のターゲットであり、主に華南地域を主要マーケットとして展開し、今後は上海などの華東地域や北京などの華北地域、そして中国を飛び出してアジア市場での販売拡大を狙っている。

現在も香港では「正露丸」が堅調な売れ行きを維持している。香港・マカオではタクシーのボディに「正露丸」のCMを貼ったラッピングカーも登場したことがある。ここ最近の日中関係悪化に伴う日本製品の不買運動に関しては、今のところ同社の製品にはほとんど影響が出ていない模様である。

■事業構造改革と株主還元策

前期末配当を増配、初めての自社株買いも実施

2011年3月期後半にスタートした事業構造改革については、当初計画では、2012年3月期に営業黒字化を果たし、2013年3月期に再び成長軌道に乗せるというものであったが、ほぼ当初計画通りにプログラムを遂行することができた。現在ではすでに新しい成長ステージに入ったとの認識の下で、事業構造改革にはひとまずピリオドを打っている。

一区切りをつけたこともあり、前期末の配当について増配を実施した。（普通配当を5円から10円に増額、さらに特別配当5円も実施）また、今年6月から8月にかけて、株式公開以来、初めての自社株買いを実施した。取得総額は2.8億円（予定3.2億円）、取得株数は39万株で予定の上限まで買い付けた。（発行株数に対する割合は3.0%）。上場来安値付近にあった株価は、この発表を機に反転した。

集中的な事業構造改革に区切りをつけて、新たな成長領域を手に入れつつある同社の今後が注目されよう。

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ