

アールテック・ウエノ (4573・JASDAQ スタンダード)

2011年11月25日

来期パイプライン現金化の確度高

アップデートレポート

(株) アドバンスト・リサーチ・ジャパン
山田 義久

主要指標 2011/11/22 現在

株 価	79,900 円
年初来高値	167,800 円 (1/27)
年初来安値	63,000 円 (3/15)
発行済株式数	98,444 株
売 買 単 位	1 株
時 価 総 額	7,865 百万円
予 想 配 当 (会 社)	3,000 円
予 想 E P S (ア ナ リ ス ト)	6,846.53 円
実 績 P B R	1.09 倍

直前のレポート発行日

ベーシック	2011/1/12
アップデート	—

今期はサプライズなし

アールテック・ウエノ（以下：同社）が11月10日に発表した第2四半期決算によると、売上18.7億円（前年同期比-3.8%）、営業利益5.5億円（前年同期比+15.6%）の着地となり、前回発表予想の売上19.7億円を1億円下回り、営業利益3.9億円を1.5億円上回った。

売上未達について、主力製品の一つレスキュラの販売不振がその原因であるが、同社にとっては想定内でありサプライズではない（営業利益の増加は、工場の操業度改善と研究開発費計上の遅延）。

下半期についても、レスキュラともう一つの主力製品 Amitiza が堅調に収益を生み出す可能性が高く、最終的に当期に関しては会社予想と大きく変わらない業績で着地する可能性が高い。

来期はパイプライン等、新たな収益源が稼働開始

来期には、男性型脱毛症治療薬と網膜色素変性治療薬との2つのパイプラインがライセンスアウトされる確度が高い。このライセンスアウトにより、同社はまず来期に譲渡先より契約一時金を受け取り、中長期的には開発の進捗に応じてマイルストーン収入、ライセンス収入を受け取ることが見込まれる。

また Amitiza については、従来の販路である米国市場においては、販社の変更を軸とした販売体制の強化が進む一方で、国内販売の承認も来期早くて今期に降りつつあり、新たな販路として期待できる。

このように複数の新たな収益源が来期に稼働し、高い利益成長が見込まれる。

業 績 動 向			売上高 百万円	前期比 %	営業利益 百万円	前期比 %	経常利益 百万円	前期比 %	当期純利益 百万円	前期比 %	EPS 円
2011/3	2Q(4-9月)	実 績	1,946	-4.5	477	42.5	472	44.8	847	2.2倍	3,581.04
2012/3	2Q(4-9月)	実 績	1,872	-3.8	551	15.6	547	15.8	352	-58.4	8,606.48
2011/3	通 期	実 績	4,204	1.0	998	37.0	1,006	37.4	1,248	87.2	12,679.16
2012/3	通 期	新・会社予想 (2011年11月発表)	4,239	0.8	1,146	14.7	1,158	15.0	752	-39.7	7,648.92
		旧・会社予想 (2011年5月発表)	4,239	0.8	1,146	14.7	1,158	15.0	752	-39.7	7,648.92
		新・アナリスト予想	4,209	0.0	1,130	13.2	1,124	11.7	674	-45.9	6,846.53
		旧・アナリスト予想 (2011年1月発表)	5,230	24.4	1,560	56.3	1,570	56.1	1,020	-18.3	10,360.86
2013/3	通 期	アナリスト予想	4,808	14.2	1,425	26.1	1,419	26.2	851	26.3	8,644.50

第2四半期決算
レビュー

■第2四半期決算レビュー

アールテック・ウエノ（以下：同社）が11月10日に発表した第2四半期決算によると、売上18.7億円（前年同期比-3.8%）、営業利益5.5億円（前年同期比+15.6%）の着地となり、前回発表予想の売上19.7億円を1億円下回り、営業利益3.9億円を1.5億円上回った。

同社によると、売上は業績予想に対して未達であったものの、一時的に操業度が改善し、売上総利益が増加したことに加え、第2四半期中に計画していた研究開発費の一部が第3四半期以降に計上されたことが、営業利益、経常利益、四半期純利益を改善したとある。

ARJとしては当該第2四半期決算について、レスキュラの売上未達も含めて想定内でありサプライズはないと評価する（詳細は下述）。

アールテック・ウエノの収益構造について

■アールテック・ウエノの収益構造について

前期（2011/3期）の業績を例にとると、同社は緑内障・高眼圧症治療薬レスキュラ点眼薬0.12%（以下レスキュラ）セグメントと慢性特発性便秘症治療薬Amitizaカプセル（以下Amitiza）セグメントとの売上合計で41.2億円であり、全売上42.0億円の約98%を占める。

この2製品が収益の柱である構造は今期以降も変わらない。

そこに新薬パイプラインのライセンスアウトによる不定期収入が、いつどのくらい計上されるかが、同社の業績予想の焦点となる。

詳細セグメント
情報の必要性

■詳細セグメント情報の必要性

一方、現在同社より公表されている製品別セグメント情報には、製品販売収入とライセンス収入が同一セグメントに混在していたり、異なる地域の売上が同一セグメント内に混在していたりする。

そこで、緻密な業績予想を作成するには収益構造が違うセグメントを分割して把握することが重要と考え、今回の取材を通じて、詳細セグメントを下の通り作成した。

業 績

詳細セグメント別売上&損益計算書

会社予想

ARJ予想

	2008/3期	2009/3期	2010/3期	2011/3期	2012/3期	ARJ2012/3期	ARJ2013/3期	
レスキュラ	1. 参天製薬に対する売上(国内)	3,465	3,080	2,631	1,632	2,068	1,550	1,200
	2. 台湾(アフラ)・韓国(東亜製薬)への売上	15	19	6	8		8	8
	3. 参天製薬からのライセンス収入	製品売上に込	製品売上に込	製品売上に込	300		250	200
	4. SMRからのライセンス収入				244		231	0
Amitiza	5. 米国における売上(武田薬品工業)	2,502	2,525	1,322	1,885	2,070	2,070	2,000
	6. スイス上市準備用の売上				55	0	0	0
	7. 日本国内における売上(Abott社)						0	500
その他医療品	57	14	0	0	0	0	0	
パイプライン	8. 網膜色素変性ライセンスアウト							100
	9. 男性型脱毛症ライセンスアウト							700
その他	10. Sucampo向け研究開発支援	293	355	203	80	100	100	100
P/L項目	売上合計	6,332	5,993	4,162	4,204	4,239	4,209	4,808
	売上原価	-2,008	-2,093	-1,358	-1,349		-1,479	-1,583
	売上総利益	4,324	3,900	2,803	2,855		2,730	3,225
	研究開発費	-757	-1,651	-1,362	-1,040		-900	-1,000
	販売管理費・その他営業費用(研究開発費以外)	-759	-780	-712	-816		-700	-800
	営業利益	2,807	1,468	728	998	1,146	1,130	1,425
	支払利息	-25	-7	-3	0		0	0
	為替差損	-83	-32	-5	-11		-10	-10
	営業外純損益	820	-13	296	985		4	4
	税引前利益	3,518	1,415	1,017	1,972		1,124	1,419
	法人税等	-1,448	-479	-350	-724		-450	-568
	当期純利益	2,070	936	666	1,248	752	674	851

(出所) 会社資料、会社取材をもとにARJ作成。予想値もARJ

(単位: 百万円)

※原則的に参天製薬からのライセンス収入額は非開示であり、1. 参天製薬に対する売上(国内)に含まれている

※2011/3のレスキュラのブレイクダウンについては、開示情報と取材よりARJが計算、算出

今期・来期業績 予想

■今期・来期業績予想

上の詳細セグメント右部に記述した通り、ARJは、同社の業績について、今期(2012年3月期)は、ほぼ会社予想通りの売上42.0億円、営業利益11.3億円、来期は売上48.0億円、営業利益14.2億円を予想する。

特に来期に関しては、全額利益計上できるパイプラインのライセンスアウトからの収入や、既存製品の新たな販路からの追加収入により、高い成長率が見込まれる。

■本稿の構成について

上記の業績予想の根拠を下記にて示す。よって、本稿では、レスキュラ、Amitiza、パイプラインの詳細セグメントについて、順番に足元の状況と来期の展望を述べ、各予想値の根拠を示す。また、本稿後半には今期、来期におけるコスト構造について簡潔に述べ、最後に同社の事業リスク、業界リスクを論じる。

業 績

レスキュラの国内
市場喪失は想定内

■レスキュラの国内市場喪失は想定内（項目 1. 参照）

レスキュラに関して、同社は自社工場（三田工場）で生産した製品を参天製薬株式会社（4536）を通じて国内販売している。



（レスキュラ点眼液 0.12%：同社 HP より抜粋）

足元の状況であるが、参天製薬向け売上高は減少傾向にある。2008/3 期に 34.6 億円（但しライセンス収入込）あった売上は逡減し、2011/3 期には 16.3 億円、今期も同じ傾向が続く模様である。

しかし同社は、売上高を取り戻すために特別な対策を実施するつもりはない。レスキュラが対象とする緑内障治療薬の国内市場は、人口の高齢化とともに拡大が見込まれる有望な市場である。よって、各製薬会社が新製品を投入し日々鎬を削っている中で、競争が激化している。

一方、レスキュラは上市されたのが 17 年前の”古い薬”である。よって、最新薬と比較して眼圧を下げる効果等の薬効が強くないことは否めなく、新製品群にシェアを奪われ続けている。また、過年度の薬価改定の影響も業績に負に働いている。

そのような厳しい状況であるが、同社は「緑内障の治療薬は、もはやターゲットとするアンメット・メディカル（未だ満足のゆく治療法がない医療領域）でない」と考えており、新薬の開発やレスキュラを改良し再上市させる等の予定はない。

結果、レスキュラの売上の逡減傾向は今後も続くだろう（ただし、レスキュラは副作用がなく安全性の高い点や過去の処方実績を評価する医師も多い。よって、急激に売上がゼロになることもない）。

第 2 四半期の売上が予想に至らなかったのは、主にこのレスキュラの販売が振るわなかったのが原因である。そして同社の通期予想が変わっていないところから察せられるように、同社にとって、レスキュラの販売不振は想定内なのである。

中期的な展望として同社は、全体として参天製薬に対するレスキュラの売上は毎年約 10% ずつ減少していくと考えている。

以上を受け、ARJ は、今期の参天製薬向けレスキュラ売上について、昨年度 16.3 億円の凡そ -10% を目安とした 15.5 億円と予想する。

業 績

また、来期には再度薬価の改定が予定されており、レスキュラの薬価は7～8%程下落する模様である。恒常的な販売不振に薬価改定が負のインパクトを加えることを監視して、来期は12.0億円と予想する。

レスキュラ販売不振
を補うライセンス収入

■レスキュラ販売不振を補うライセンス収入

一方、「レスキュラ」セグメントには、販売高減少を補う他の収入が2つある。

一つ目は、参天製薬とのレスキュラに関する取引基本契約（2008年10月～2012年9月）に基づいたライセンス収入（項目3.参照）である。正確な数字に関しては非開示であるが、開示情報とプレスリリースより2011/3期には凡そ3.0億円受け取っていることが算出できる。但し、今期、そして（契約更新できたとした）来期にしてもその金額は逡減する見通しである。そこでARJは今期2.5億円、来期2.0億円と予想する。

二つ目は、今年3月にレスキュラの有効成分であるウノプロストン（UF021）の開発、製造及び商業化権のライセンス契約を米Sucampo Manufacturing and Research AG（以下SMR社）と締結したことによるライセンス収入（項目4.参照）である。その契約に基づき、同社は前期に契約一時金として300万ドル受け取った（1US\$=80円で計上）。なお今期同社はマイルストーン収入として再び300万ドル受け取る可能性が極めて高い。よって、ARJは今期300万ドル×77円/US\$=2.3億円と予想する。

尚、来期以降について、当収入は現時点では見込まれていない。

Amitizaの今期
売上は会社計画通
り。来期は非連続
的に増加する可
能性

■Amitizaの今期売上は会社計画通り。来期は非連続的に増加する可能性（項目5.参照）

Amitizaの今期売上は会社予想通りの着地になるとみられる。

同社は、米Sucampo Pharmaceuticals, Inc.（以下Sucampo社 ※アールテック・ウエノの創業者がアメリカで設立）よりAmitizaの独占製造権を有している。つまりAmitizaが世界のどこで販売されるとしても、その製造は同社が独占的に行うことになる。一方、マーケティングや営業戦略の策定・実行は基本的にSucampo社が行い、同社は受託製造に徹している。

製造プロセスとしては、同社は国内工場（三田工場）で原薬のみを製造し、米国の外注業者（カプセル注入、包装）で最終製品に仕上げ、武田薬品工業株式会社（4502）の北米子会社TPNA（Takeda Pharmaceuticals North America）に納品する。武田薬品工業は販売のみを行い、主に米国市場で販売する（尚、Amitizaは米国において「慢性特発性便秘症治療薬（≡一般的な便秘）」と「便秘型過敏性腸症候群」との治療薬として上市）。

業 績



(三田工場：同社 HP より抜粋)

今までの実績について、売上高は 2008/3 期 25.0 億円、2009/3 期の 25.2 億円をピークに、しかし 2010/3 期 13.2 億円と急減、2011/3 期に 18.8 億円と増加したもののピークの水準を取り戻せないでいる。

Amitiza の売上動向は、武田薬品工業側の販売姿勢に依存するが、過年度の実績、また現在進行中の仲裁申し立て（次項参照）を監視すると少なくとも今期は武田薬品工業の販売計画（フォーキャスト）通りに進む確立が高い。よって、ARJ は今期の Amitiza 販売額について、会社予想の 20.7 億円を尊重する。

一方、来期以降は販社が武田薬品工業から他社に代わる可能性が浮上しており（次項参照）、もし、よりアグレッシブな販社と契約した場合、売上が非連続的に増加する可能性がある。ただ、その効果を来期に期待するのは酷かもしれない。再来期以降に期待したい。

よって、来期の Amitiza 販売額は今期同様の 20 億円と予想する。

**武田薬品工業との
仲裁申し立てについて****■武田薬品工業との仲裁申し立てについて**

同社は現在、Sucampo 社が行っている Amitiza の共同販売契約をめぐる武田薬品工業との仲裁手続きに参加している。

この仲裁申し立てに至る経緯としては下記の通りである。

米国における医療用便秘症治療薬としては、かつてノバルティスのゼルノームが「慢性特発性便秘症治療薬」と「便秘型過敏性腸症候群」との治療薬として上市されており、圧倒的シェアを誇っていた。胃腸を伸縮させて便秘を解消させる治療薬である。

しかし、その胃腸を伸縮させる効用が副作用として服用者の心臓に重大な影響を与えることが発覚し、死亡例を出した。この事件を受けて、2007 年 3 月 FDA（アメリカ食品医薬品局）はゼルノームを販売停止とした。

これにより、米国市場にはゼルノームが独占的に有していた 500 億円規模の空白が生まれた。そしてゼルノームに代替し得る医療用便秘症治療薬は同社の Amitiza のみという理想的な状況が生まれた（Amitiza も同じく「慢性特発性便秘症治療薬」と「便秘型過敏性腸症候群」との治療薬として上市）。

業 績

Amitiza の国内
販売認可間近一
国内市場開拓へ

この千載一遇のチャンスに同社は飛躍的な販売を期待、2010年3月期には前年の25.2億円から37億円への売上伸長を期待していたが、実際終わってみると、上述の通り約12億円の減収（2010/3期13.2億円）であった。推定値であるが、仮に武田薬品工業のAmitizaの売価を同社からの仕入れ値の10倍だったと仮定すると、500億円すべて瞬時にAmitizaが奪還したとすると、同社には最大50億円の追加の売上がもたらされていたはずである。そこで、Amitizaについて武田薬品工業と共同販売契約を有するSucampo社は、武田側の販売最大化の営業努力不足、また情報提供や協力体制の不備があったとして、2010年3月に国際商業会議所（ICC）の国際仲裁裁判所に対して仲裁申し立てを行い、遺失利益の金銭的弁済と契約の終了を求めている。そして、同社も2010年10月に同仲裁申し立てに参加を表明した。

この仲裁申し立てのインプリケーションは以下3点である。

その1：今期のAmitizaの売上について、武田薬品工業側としては、引き続き売上が少なければ起訴事実をサポートする事象を提供してしまう一方、計画以上の収益を上げすぎると「なぜ2010/3期にも、そのくらいの販売ができなかったのか」と同じく不利な事象を提供してしまう。よって、武田薬品工業としてはフォーキャストに基づき、多くもない少なくもない予定通りの売上を計上させることが合理的なのである。よって、今期のAmitizaの売上は同社の予想通りに着地させられる蓋然性が高いと言える。

その2：一方同社は、仲裁申し立ての中で武田薬品工業との契約解除を求めており、これは実現する見通しである（同社によると金銭的弁済より契約解除の方が優先度が高い）。営業の前線に立つSucampo社が既に武田薬品工業に代わる強力な販社を模索していることも想像可能であり、もし法的係争が決着し、より強力な販売攻勢をかける販社と素早くタッグを組めた場合、米国における売上が非連続的に増加する可能性がある。

しかし、上述の通り業績にその効果が表れるのは再来期以降であろう。

その3：過去の遺失利益について金銭的弁済を受ける場合、「先の田辺製薬株式会社から受けた10億円とは規模が違う額の弁済になる」とのコメントを同社より得ている。もし多額の遺失利益の弁済を受けた場合、来期以降の特別利益に一括計上されるであろうが、法的な決着がいつどのように着くかは不確実であるので、業績予想には一切含めないこととする。

一般的に仲裁申し立ては半年から2年の間で終結することが多いと言われており、現在1年半が経過している。よって、来期中に決着する確率が低いとは言えない。

業 績

■Amitiza の国内販売認可間近—国内市場開拓へ(項目 7. 参照)

現在、Sucampo 社は Amitiza の日本国内販売に向けて、厚生労働省に申請を提出し、審査を受けている。米国での販売実績等を鑑みると国内販売の承認が下りるのはほぼ確実とみられる。

早ければ今期中に承認が下りる可能性もあるが、遅くとも来期にはほぼ確実に日本国内での販売許可が降り、米 Abbott 社を国内販社として販売開始される予定である。

同社の展望としては、来期の Amitiza 国内売上を 5 億円とし以後年を追うごとに 10 億、15 億円と逡増すると考えている。数字の根拠としては、米国における売上実績を人口比で割り引いたものをベースにしている模様である。日本国内の便秘薬市場(一般用医薬品)は 2010 年 169 億円(矢野研究所調査)であり、今後も 170 億円前後で推移すると見られ、拡大するマーケットでない。恐らく、医療用便秘治療薬市場(データなし)も今後拡大するマーケットとではないと想像できる。つまり、既存製品のシェアを奪うほどの薬効を Amitiza が有するかが焦点である。

Amitiza の商品競争力としては、安全かつ効果的に便秘を解消させる点である。具体的には、Amitiza は、腸管粘膜に直接働きかけ、腸液の分泌を促進し、液体により便通を促す機能を有する。この機能により、店頭販売されている治療薬や、酸化マグネシウムを使用した既存の医療用治療薬とは一線を画する。

一方医師の中には、便秘は基本的に命に関わらない疾患である以上、既存の治療薬で充分対処可能であり、新薬を使うインセンティブに乏しいという意見も持つ者もいる。

しかし、便秘の解消は患者の QOL にとって重要な問題なはずであり、適切なプロモーションにより Amitiza の認知度が高まれば、同薬を求める患者は少なくないだろう。

ARJ としては、来期の Amitiza 国内販売高について、長期的には競合製品との苦戦も考えられるが、Abott 社が販売開始初年度に在庫用製品も買い求めることも考慮して、5.0 億円と予想する。

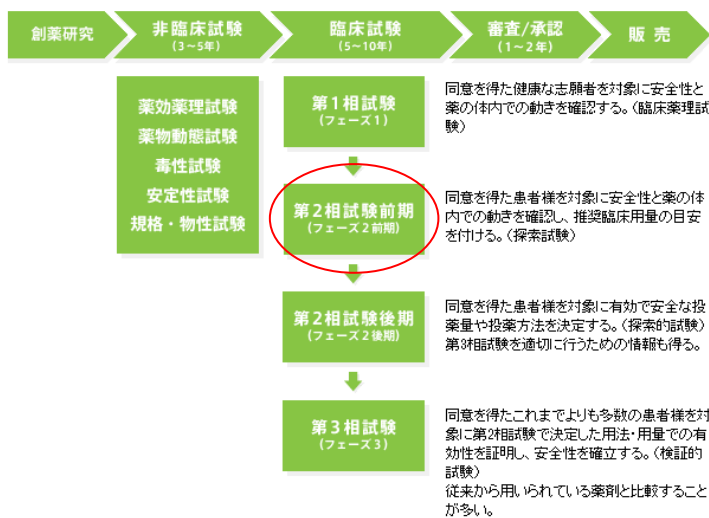
■新薬開発進捗状況、マネタイズの可能性について

開発中のパイプラインについて、同社は創薬プロセスにおいて、臨床試験フェーズ 2 前期を基準にライセンスアウトすることを基本方針としている。マネタイズの手順としては、ライセンスアウトの契約締結後、まず契約一時金を受け取る。その後、譲渡先においてその新薬開発のフェーズが進むごとにマイルストーン収入を受け取り、上市後は製造また販売数量に応じてロイヤリティ収入を受け取る。当然、譲渡先との契約内容によって細部は異なるが、基本的にはこのようなスキームによりパイプラインは現金化される。

新薬開発進捗状況、
マネタイズの可能性
について

業 績

今期に関しては、男性型脱毛症治療薬（RK-023）と網膜色素変性治療薬（UF-021）について契約一時金が入る可能性が高い。

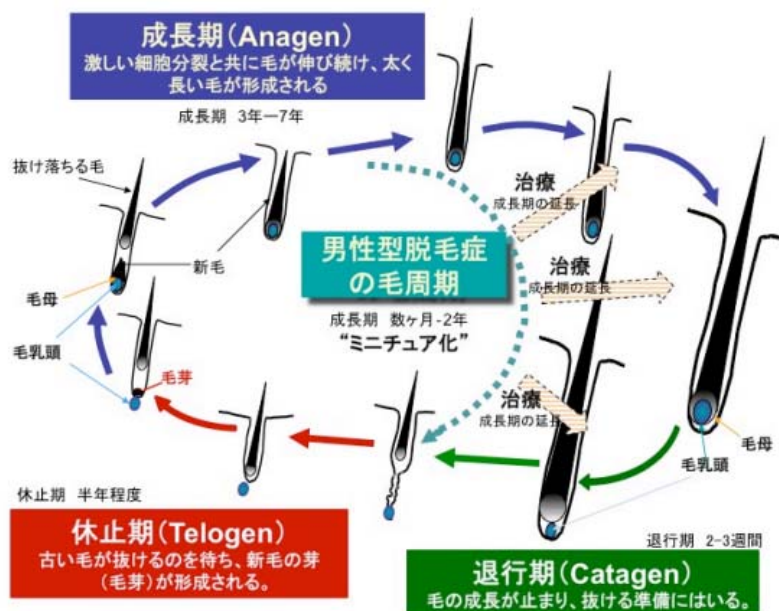


（医薬品の研究開発のプロセス：同社 HP より抜粋。円枠は ARJ）

男性型脱毛症
治療薬(RK-023)
パイプラインについて

■男性型脱毛症治療薬（RK-023）パイプラインについて（項目 8. 参照）

男性型脱毛症は、前頭部から頭頂部にかけての毛髪の毛周期（毛髪の成長サイクル）が短くなり、毛髪が十分に成長できないまま退行期に入ってしまうことが原因である。



（男性型脱毛症のメカニズム：同社 HP より抜粋）

具体的には、男性ホルモンの作用により TGF-β（トランスフォーミング増殖因子）という物質が放出され、細胞分裂により毛髪を作り出す器官（毛母）に作用し、毛髪が十分に成長しないまま退行期に誘導されるのである。

業 績

この治療のためには、男性ホルモンの作用を減弱し TGF- β の放出を抑えると同時に、毛母の分裂を促す IGF-1(インスリン成長因子-1)、HGF (肝細胞増殖因子)、FGF-7 (角化細胞増殖因子) と呼ばれる増殖因子の発現を促す必要がある。

そして同社の男性型脱毛症治療薬(RK-023)は、毛周期が短縮することを抑える機能を有することがデータの的に確認されている(機能詳細については非開示)。

男性型脱毛症の治療薬の市場規模について、同社はグローバルで約 1000 億円と推定しており、その市場規模に応じて、契約一時金、マイルストーン収入、ロイヤリティ収入等ライセンスアウトから得られるすべての収益合計を凡そ(最低) 100 億円と見積り、譲渡先と交渉中ある。

本パイプラインの譲渡交渉については、早くて今期、遅くとも来期には完了する可能性が高く、その際に発生する契約一時金は 5~10 億円と見込まれている。

以上を受けて ARJ は、来期発生する男性型脱毛症治療薬パイプラインから発生する契約一時金を 7.0 億円と見込んだ。

**網膜色素変性
治療薬(UF-021)
パイプラインについて**

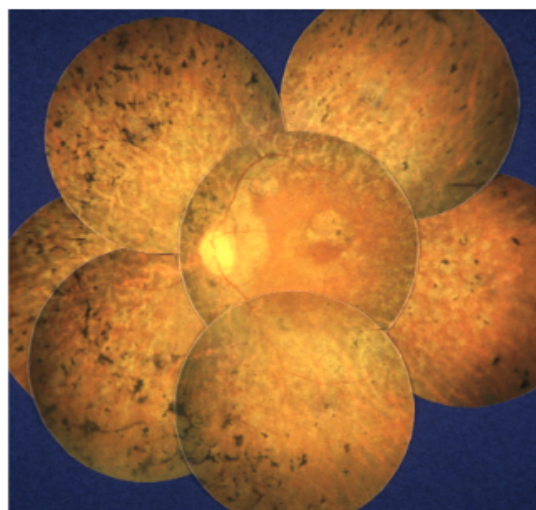
■網膜色素変性治療薬 (UF-021) パイプラインについて(項目 9. 参照)

網膜色素変性は、約 5000 人に 1 人罹患する遺伝性の疾患であり、進行性の網膜の視細胞の変性・消失により網膜変性と視機能障害を起こす。進行度合や症状は個人差があるが、夜盲、視野狭窄、失明等を引き起こす。

進行性の視野狭窄



進行性の網膜変性病変



(網膜色素変性の症状：同社 HP より抜粋)

業 績

同社の網膜色素変性治療薬（UF-021）は、疾患の進行を遅らせる機能を有することがデータの的に確認されている（機能詳細については非開示）。

網膜色素変性治療薬の市場規模は、約 5000 人に 1 人の罹患と考えると、グローバルでも患者は 140 万人程と推定される。よって、男性型脱毛症治療薬ほどの市場規模は望めず、同社も収益額の全体を凡そ（最低）20 億円と見積もり、契約一時金も 1 億円～2 億円と見積もっている。

以上を受けて ARJ は、来期発生する網膜色素変性治療薬パイプラインから発生する契約一時金を、保守的に 1.0 億円と見込む。

以上が冒頭の弊社会社予想の根拠である。

コスト構造について概説

■コスト構造について概説

同社のコスト構造は全体としてシンプルであり、直近数年間は大きく変動することはないと思われる。

→研究開発費について、多額の費用が発生する臨床試験のフェーズにパイプラインがいくつ係るかにより発生額が異なるが、今期、来期ともに 10.0 億円前後で推移する模様である。

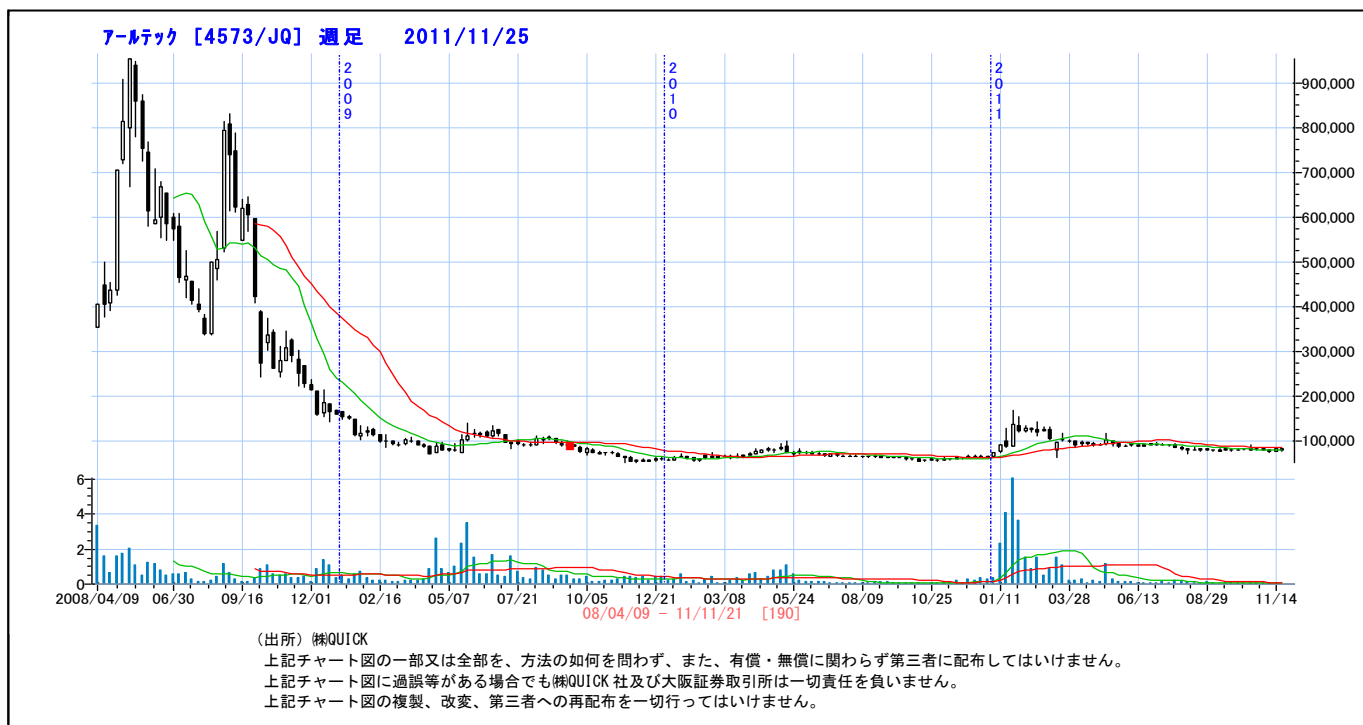
→売上原価については、同社へのヒアリングにより把握した各製品の粗利率より ARJ が算出した。

→研究開発費を除く販売管理費・その他営業費用については、当面は現体制を大きく変える予定もないところより、8.0 億円前後で推移する模様である。

→その他の費用項目は、每期恒常的に過年度平均額と同額発生するものと想定した。

→パイプラインからの収入は、全額利益計上。

→法人税率は 40%と仮定している。



			2009/3	2010/3	2011/3	2012/3 予 (アナリスト)
株 価 推 移	株 価 (年 間 高 値)	円	955,000	139,500	167,800	-
	株 価 (年 間 安 値)	円	87,000	51,400	53,200	-
	月 間 平 均 出 来 高	株	13,034	12,687	13,317	-
業 績 推 移	売 上 高	百万円	5,993	4,162	4,204	4,209
	営 業 利 益	百万円	1,468	728	998	1,130
	経 常 利 益	百万円	1,431	732	1,006	1,124
	当 期 純 利 益	百万円	936	666	1,248	674
	E P S	円	9,524.68	6,773.32	12,679.16	6,846.53
	R O E	%	16.5	10.8	18.6	8.7
貸 借 対 照 表 主 要 項 目	流 動 資 産 合 計	百万円	5,201	5,371	6,878	-
	固 定 資 産 合 計	百万円	2,641	1,672	1,615	-
	資 産 合 計	百万円	7,843	7,043	8,493	-
	流 動 負 債 合 計	百万円	763	741	890	-
	固 定 負 債 合 計	百万円	869	143	367	-
	負 債 合 計	百万円	1,632	884	1,257	-
	株 主 資 本 合 計	百万円	5,355	5,702	6,753	-
キ ャ ッ シ ュ フ ロ ー 計 算 書 主 要 項 目	営 業 活 動 に よ る CF	百万円	295	1,369	1,819	-
	投 資 活 動 に よ る CF	百万円	-481	261	-2,756	-
	財 務 活 動 に よ る CF	百万円	434	-822	-200	-
	現 金 及 び 現 金 同 等 物 の 期 末 残 高	百万円	2,387	3,196	2,041	-

(注) 株価、月間平均出来高、EPS は 2009 年 10 月 1 日の株式分割 (1 株→2 株) の影響を遡及修正しております。

リスク分析

事業に関するリスク

事業に関するリスクについて

①参天製薬に対するレスキュラの売上について、今第2四半期にそうであったように、売上の遜減幅が予想以上に広がり、通期予想額をも大きく下回るリスクがある。また、来年に控えた参天製薬とのレスキュラに関する取引基本契約の更新が当社に不利に進んだ場合は、ライセンス収入が大きく減少するリスクがある。

また、レスキュラに関しては来年に予定されている薬価改定により、想定以上に薬価が下落し売上高に負の影響を与えるリスクもある。

②武田薬品工業に対するアメリカ市場向け Amitiza の販売について、当社と現在仲裁申し立て中であることも踏まえると、何らかの政治的な理由で Amitiza の売上を減少させられるリスクも否定できない。また、武田薬品工業に代わる販社が早急に見つかったとしても、従来の上水準と同様または上回る業績を生み出すのに予想以上に時間がかかってしまうリスクもある。

③来期開始予定の Amitiza の国内販売について、競合品のシェアを思った以上奪還できず、売上が伸びないリスクがある。

④来期ライセンスアウトを目指している2つのパイプライン（男性型脱毛症治療薬、網膜色素変性治療薬）について、譲渡先との交渉が難航し契約締結に予想以上に時間を要したり、提示される金額が想定を下回るリスクも否定できない。

⑤現在開発中の他パイプラインについて、安全性や効能に対する懸念や副作用や、臨床試験データが競合品と比べて有意差を示さないことにより、開発計画の遅延、中止に至るリスクがある。

業界に関するリスク

業界に関するリスクについて

差別化したビジネスに挑戦し、新たな産業を生み出そうとしている同社を含めたベンチャー企業について、業界単位でリスクを論じることに意味を見出さない。

ディスクレーム

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

<指標の説明について>

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

参照 URL ⇒ <http://www.ose.or.jp/jasdaq/5578>