

8095 イワキ

2012年2月21日

東証1部

ポイント

・今2012年11月期は、3カ年のグループ中期経営計画のスタート年に当たる。今期は2年に1度の薬価の改定があるため、経常利益で1180百万円(前年度比-11.3%)と、業績は慎重にみている。当期純利益は700百万円(-57.1%)と大幅減益になるが、これは前期にあった負ののれん益がなくなることによるもので、平常化に戻ったとみた方がよい。

・前2011年11月期は、経常利益で1330百万円(前年同期比+106.1%)と好調であった。2011年4月に完全子会社化したメルテックスの業績がフルに連結業績に反映されることによる。収益源の医薬品原料も利益貢献を高めた。それによって、過去最高の経常利益を達成することができた。当期純利益が1633百万円と膨らんだのは、この中にメルテックスの合併に伴う負ののれん益1172百万円が入っていることによる。

・当社は、医薬品、医薬品原料、化成品、食品原料の4つの事業分野を主力として、バランスの取れた経営を行うことを目標としている。収益性という点では、医薬品原料と化成品に強みを有する。医薬品の原料ではジェネリック(後発医薬品)の成長が期待できる。化成品(メルテックス)では、電子部品用の表面処理薬品に強みを有し、アジアでの生産拠点作りに力を入れている。

・3年後の2014年11月期(創業100周年)に向けて、中期3カ年計画を策定した。事業基盤の強化、収益構造改革、化成品分野の子会社メルテックスの成長力確保によって、2014年3月期で、売上高579億円、営業利益19億円、売上高営業利益率3.3%を目指している。医薬品関連では、サプライチェーンを生かした強みを一段と発揮すること、化成品関連ではアジアでの需要拡大が見込める電子部品用の表面処理薬品で、独自の開発・生産体制を強化することである。

・3年後に売上高で600億円、営業利益率4%、営業利益で24億円以上が見えてくれば、ROEは8%に乗せてくる。そうなれば、当社の収益力は着実に評価されよう。その達成には今のところまだハードルが高い。収益力の向上、企業価値の創造に向けて、もう一段の戦略的布石が問われるところである。

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。

目次

1. 特色 医薬品、化成品で製造機能を強化
2. 強み ジェネリック医薬品原料と電子部品用表面処理薬品が収益源
3. グループ中期経営計画 2つの成長分野を伸ばす
4. メルテックスの事業展開 アジアでの現地生産体制の強化を急ぐ
5. 当面の業績 薬価改定の影響で減益を見込む
6. 企業評価 収益力の向上に、もう一段の布石が必要

企業レーティング C

株価(12年2月21日) 202円 時価総額 69億円 (34.1百万株)
PBR 0.45倍 ROE 4.6% PER 9.8倍 配当利回り 3.0%

(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
2005.11	52124	663	1054	554	21.4	6.0
2006.11	50673	377	626	146	6.1	6.0
2007.11	50505	277	553	146	6.1	6.0
2008.11	50012	21	72	-167	-7.0	6.0
2009.11	47947	300	87	-118	-4.9	6.0
2010.11	50412	494	645	381	15.9	6.0
2011.11	53797	1215	1330	1633	54.4	7.0
2012.11(予)	53000	1100	1180	700	20.7	6.0

(11.11ベース)

総資本 35119百万円 純資産 15238百万円 自己資本比率 43.4%

BPS 451.0円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

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・持続力、③業績下方修正の可能性、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 医薬品、化成品で製造機能を強化

医薬品原料を得意とする

当社は創業 98 年目の医薬品原料、化学品の製造・販売企業である。元々は、薬種問屋からスタートして、医薬品の製造、化学品の製造にまで展開してきた。

岩城修社長（3 代目）は、ビジネスを通して社会に貢献することを基本とし、お金のためという利益第一主義ではなく、働くことは世のため人のため、お客様の喜びを目的とし、そのお裾分けが利益であるという考え方で経営に臨んでいる。信条は、お客様の喜びが第一義的であるという点である。働く（ハタラク）とは、端（ハタ）を楽（ラク）にすることであり、顧客の喜びが業績にはねかえってくると考えている。

事業の中身を売上内訳で見ると、医薬品 33%、医薬品原料・化粧品原料 27%、化成品 18%、食品原料・機能性食品 15%、その他 7%という構成である。医薬品では、岩城製薬が製造しているもの、ドラッグストアや薬局向けの卸売、動物用医薬品の卸売りが主なものである。原料では、製薬メーカー向けの医薬品原料、化粧品メーカー向けの化粧品原料である。化成品は、電子部品などに使う表面処理薬品が主で、そのほかに医薬中間体、プロ向けやレントゲン用の写真感光剤もある。食品原料では、食品加工、天然調味料、機能性食品などの健康食品（サプリメント）などがある。

精密化学品、食品原料にも展開

当社は大正 3 年の創業で、2014 年 7 月に 100 周年を迎える。薬種問屋からスタートとして、現在は 4 つの分野で事業を展開している。製造から卸、販売までを手掛け、原料から製品まで作っているという点では幅広い。

創業者の岩城市太郎氏は 1914 年（大正 3 年）に、日本橋の薬種問屋で働いた後、23 歳で独立した。以来、「誠実一路」「利は労して稼げ」をモットーに会社を発展させた。1931 年（昭和 6 年）に岩城製薬所を設立し、製薬に参入した。そこで、マーキュロクロム（ヨードチンキ）を日本で初めて製造した。

2 代目の岩城謙太郎氏は、製薬を学び、その後早稲田大学を出て、戦後はシベリアにしばらく抑留され苦勞した。市太郎が 1962 年（昭和 37 年）に亡くなった後、謙太郎が社長に就任し、今のイワキの基盤作りに大きく貢献した。この 1962 年に、社名を岩城商店からイワキに変え、東証 2 部に上場した。

当時、日本の機器のメッキ性能がよくないということで、米国のマステン・ライト社と合併でジャパンメタルフィニッシングカンパニー（現メルテックス）を 1960 年（昭和 35 年）に設立した。メルテックスはエレクトロニクスに成長に合わせて、1986 年に今のジャスダックに上場した。それが 2011 年 4 月にイワキの 100% 子会社となった。また、謙太郎氏は 1959 年に食品部門を開設し、インスタント食品の発展に対応して各種原料を取り扱っ

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。

ていった。

事業内容と主な製品

(%)

事業分野	売上構成比	事業内容
医薬品	33	一般用(OTC)医薬品の卸売 ドラッグストア向け一般用医薬品の製造販売 ジェネリック(後発)医療用医薬品の製造販売 動物用医薬品の販売
医薬品原料 化粧品原料	27	ジェネリック医薬品等原料の製造・輸入・販売 化粧品等原料の製造・輸入・販売
化成品	18	電子部品用表面処理薬品の製造販売 医薬中間体、写真感光材等の製造販売
食品原料 機能性食品	15	天然調味料、乾燥野菜、乳製品等の輸入・販売 天然調味料の開発製造 健康食品向けサプリメント原料の販売
その他	7	プリント配線板等の製造プラントの製造販売 医療機器の販売 化粧品通販

(注)2011年11月期ベース

2011年11月期で見ると、医薬品の売上高が33%で、医療用医薬品の製造、販売、一般用医薬品の卸売、動物用医薬品の販売などを手掛けている。医薬品原料、化粧品原料は売上高の27%で、医薬品原料の製造、輸入、販売、化粧品原料の製造、輸入、販売を手掛けている。化成品は売上高の18%で、電子部品などの表面処理薬品の製造、販売している。食品原料、機能性食品は天然調味料やサプリメント原料を手掛けている。

岩城製薬は、医療用・一般用(OTC)医薬品を作るとともに、医薬品原料を製造して、大手医薬品メーカーに販売している。親会社のイワキ(単体)は医療用医薬品の卸からはとっくに撤退し、ドラッグストア向けなどの一般用医薬品を主力としている。化成品は子会社のメルテックスで製造、販売をまとめて活動している。食品原料の中の乾燥野菜はカップ麺のかやく(野菜)などに使われている。サプリメントの原料は健康食品メーカーに販売している。当社の事業は本業周辺への多角化で伸びてきたものであって、飛び地に行くよ

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。

うな落下傘型多角化はしてこなかった。

4 本柱でバランス経営

岩城修社長は、1973年大学卒業と同時にイワキに入社し、社員として一から活動、その後マネジメントの中樞を担い、1994年に社長に就任した。その頃の売上高は600億円程度であった。

初代は、現社長が小学校5年生の時に亡くなったが、誠実であることに厳しく、自ら謙虚であった。オーナーの態度は会社の風土に出るものである。2代目は、上場を機に社名をカタカナのイワキに変え、事業の基盤を強化した。千葉薬専を出て、薬剤師の資格を取るとともに、早稲田大学の応用化学工業経営学科に入り直して、マネジメントも学んでいる。薬種問屋から医薬品の製造、電子部品用めっき薬品の製造に手を広げていったのである。3代目は、慶大法学部を卒業後、イワキに入社し、一社員からビジネスを学んで、現在社長になって18年目である。4代目の慶太郎氏は現在35歳で慶大総合政策学部卒、本社取締役であると同時に、メルテックスの社長を務めている。

岩城修社長の経営の基本観は、1つの事業に偏らずに、東京タワーの脚のように4本の事業を確固たるものに、バランスをとることにある。3本脚では不安定で、将来は5~6つの事業をコアとしたいと考えている。また、リスクをコントロールするために、1つの事業分野においても、1つの得意先に依存しないようにしている。

社長になった時に、医療用医薬品の卸から撤退する決断をした。当時、この事業は年商100億円ほどあったが、赤字であった。この頃から業界では医薬品の卸の統廃合、再編が進んでいった。当時、2代目は代表権のない会長であったが、会長には相談せずに決断した。2代目が作り上げてきたものをやめるので、自ら判断するしかないと考えた。医療用医薬品の卸からは1994~1995年に一気に手を引いたが、社員は一人も辞めさせなかった。別の事業分野に移したのである。

リーマンショックの時は、メルテックスの事業のリストラが必要になった。それまで、メルテックスは比較的順調で、会社も無借金であった。しかし、家電、電子部品の不況で、メルテックスの需要はピークの60%水準まで落ちた。資金繰りも厳しくなってきたので、現メルテックス社長を本社から送って、再建の舵をとらせた。2008年にはメルテックスの工場を2つから1つへリストラし、乗り切ったのである。

また、セルフケア・ニュートリションとしての健康食品に力を入れてきた。このサプリメント原料では、三菱ウェルファーマがノンコアビジネスとして撤退したので、そのビジネスを譲り受けた。元々、鹿児島県福山町の黒酢を三菱ウェルファーマが仕入れ、それを当社が販売に関して分担していた。この三菱ウェルファーマの事業を当社が譲り受けたのである。

食品加工品では、米国から乾燥ポテト、オニオン、粉末ポテトなどを輸入するほか、カ

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。

ップ麺用のスープや固形かやく（関係会社のボーエン化成で生産）を取り扱っている。日本では遺伝子組み換え（GMO）について消費者が慎重である。よって、ポテトでもノン GMO が求められ、残留農薬についてもうるさい。品質について、よくチェックする必要があるわけだ。

当社の特色は、①4つの事業分野を有すること、②子会社に製造部門をもつこと、③売上高の約4割は自社で製造をコントロールしていること、にある。いわば商社がメーカー機能をもっているわけだ。また、医薬品の取扱いについての社歴は長く、信頼できる体制を築いている。取引については、代理店を通すのではなく、直接取引している原料が多い。輸出機能も充実しており、メーカー機能をもっていることから品質を十分保証することができる。検査（インスペクション）についても高い精度を有している。

2. 強み ジェネリック医薬品原料と電子部品用表面処理薬品が収益源

ジェネリック原料に強い

岩城製薬は年商70億円規模、2011年に創業80周年を迎えた。医療用医薬品の中でも、ジェネリック（後発医薬品）を作っている。同時に、医薬品の原料も生産している。ジェネリックでは皮膚科用の塗り薬でトップクラスである。また、医薬品の原料では大手製薬メーカー向けやジェネリックメーカー向けの原料を30品目ほど手がけており、ここでは安定した力を有している。

医薬品の卸は、かつては問屋機能に意味があり、それなりの力を発揮してきたが、流通合理化の中で、採算性は低下してきた。物流コストが合わなくなってきたのである。元々、自社の物流機能をもっていたが、これは縮小整理した。一般用医薬品の卸も収益性は低下し、この分野では自社企画品のウェイトを上げようと力を入れている。OTC（店頭で販売する一般用医薬品）の販売は赤字であるが、そのOTCメーカーに原料を販売している。そういう意味での結びつきは強い。当社のバリューチェーンでみると、原料、卸、販売にはシナジーがあると、岩城社長は判断している。

食品は大半が輸入品である。トマトパウダー、オニオン、ポテトパウダーなど多様である。ボーエン化成（株式の持分比率36.7%）で生産しているカップラーメンの粉末スープもここに属しているが、そのウェイトは高くない。また、機能性食品に力を入れており、ここがどこまで戦えるかがポイントである。

化成品のめっき薬品では電子部品用で業界トップクラス

業界での地位を見ると、医薬品の原料、健康食品の原料、外皮薬剤（ジェネリック）などで一定の地位を有し、収益性を発揮している。また、化成品の表面処理薬品では業界ト

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。

ップのものがあり、ここでも強みを有している。

医薬品卸の大手は、メディバルホールディングス、アルフレッサ、東邦ホールディングス、スズケンである。岩城製薬の製品はこれら大手の4社にも販売している。

メルテックスの輸出は原油高や円高でやや厳しい。ドル建て輸出は10%もないが、円建てでも値引きは要請されるからである。数量は確保できるが、利益は目先出しにくくなっている。技術優位性はあるので、台湾、韓国よりもいい品質のものは提供できるが、コスト面では海外現地生産を急ぐ必要がある。但し、世界的にもトップクラスの商品を海外に持ち出すと、その生産ノウハウが流出する可能性があるため、そこをどう守るかが課題である。基本はLC0（ローカーリー・コンプリーテッド・オペレーション）を考えており、現地ビジネスは現地の人材、資源で対応しようという考えであるが、当面は日本から立ち上げを支援していく。

セグメント別業績

(百万円)

	2010.11		2011.11	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益
医薬品	17153	-222	17525	-110
医薬品原料 化粧品原料	13915	692	15045	963
化成品	9667	196	9537	489
食品原料 機能性食品	8214	415	8242	433
その他	1924	18	3888	100
調整額	-463	-605	-442	-661
合計	50413	494	53797	1215

(注)セグメントの組み換え: 医療機器は医薬品からその他へ、
機能性食品は医薬・化粧品原料から食品原料・機能性食品へ
化粧品通販は医薬・化粧品原料からその他へ

3. グループ中期経営計画 2つの成長分野を伸ばす

3ヵ年計画を策定

3ヵ年の中期計画は、100周年を迎える2014年11月期に向けて、事業基盤の強化と収益構造の改善を行おうというものである。それによって、2014年11月期に売上高579億円、営業利益19億円、売上高営業利益率3.3%を達成しようとしている。設備投資は製薬事業を

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。

中心に3年で12億円ほど投資を予定している。既に、宮城の小泉薬品は、東邦薬品に譲渡した。試薬ビジネスを譲ったのは、その方が地域でのビジネスが強固になり、サービスの向上に役立つと判断したからである。ジェネリックの強化では、海外販路の拡大も目指す。海外からの輸入にも岩城製薬を活かす。化粧品原料では、アジア地域への拡大で強化を図る。化成品は岩城製薬の合成技術を軸に新領域へ入っていく。食品原料は輸入を増やして、国内の拡大を図る。機能性食品は健康食品メーカーへの拡販に努める。

メルテックスは、昨年6月に販売機能もイワキ（親会社）から承継し、製販とも独立した事業展開を行っている。2011年11月期の売上高85億円、営業利益3億円を、2014年11月月に売上高100億円、営業利益8億円にもっていく計画である。自社開発品50%以上、海外比率50%以上、環境対応製品30%以上を目指している。海外では、タイのバンコクに現法メルテックス・アジアパシフィックを設立したが、今年は中国に現法を作って、海外市場開拓を急ぐ。環境対策では、シアン、鉛の使用量を減らし、廃液が発生しない脱脂剤に力を入れていく。

中期3カ年計画

	(億円、%)		
	売上高	営業利益	営業利益率
2010.11	50412	494	1.0
2011.11	53797	1215	2.3
2012.11(計画)	53000	1100	2.1
2013.11(計画)	55100	1400	2.5
2014.11(計画)	57900	1900	3.3

(注)営業利益率は対売上比。

今後の経営方針としては、次の4点に力を入れていく。1つは、4本の柱(脚)を太くしていくことである。今のところ売上構成では医薬品のウェイトが高いが、利益面ではOTCの卸の収益性をまずは黒字化にもっていくことである。その上で、それ以外の分野の構成を高めていく。

2つは、医薬品原料の中で、ジェネリック（後発品）の原料を伸ばしていく。品質保証の重要性が問われるので、中国、インドから直接安く売るというわけにはいかない。当社の役割が生きるわけである。医薬品原料は一般医薬品用を製薬メーカーに販売しており、これが主力である。一般用（OTC）はドラッグストアの安売りで単価が下がっていくが、ここはやめられない。OTC用の原料で当社は製薬メーカーに一定の強みをもっている。製薬メーカーに原料を供給する一方で、それらの企業のOTC医薬品の卸機能を担っている。サプライチェーンの川下にOTCの卸を持つメリットが差別化要因となっているからである。

3つ目は、化成品については、以前より国内での成長性は低くなっている。電子部品メーカーは次第に集約されていく方向にあり、海外展開が活発である。エンソンとの独占販売ライセンスが切れたが、その影響は大きくない。エンソン自身が他社に買収されていく中

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。

で、新しいものが出ていないからである。むしろ、メルテックスの自社開発がどこまで通用するかがポイントである。同時に、アジアに出ていく必要があり、その体制を早急に整える必要がある。

4つ目は、食品原料の中では、サプリメント原料は伸ばしていける。従来からの食品原料は手間がかかるもの、円高メリットを活かして強化する方向にある。

グループ中期経営計画の骨子

方針 : あるべき姿を目指した事業基盤・事業規模の強化。拡大
次の100年に向けたさらなる成長を目指す収益構造改革

基本戦略 : (1)事業基盤・事業規模の強化、拡大

- ・医薬品事業・・・変革と収益改善
- ・医薬品原料・化粧品原料事業・・・シェア拡大
- ・食料品・機能性食品事業・・・新規開拓
- ・化成品事業・・・新領域の開拓

(2)収益構造改善

- ・グループにおける重複業務の集約
- ・設備投資による生産体制の効率化
- ・グループ資金の効率的運用

(3)メルテックスグループ(化成品事業のうちの表面処理薬品に関わる事業)

- ・自社開発製品比率、海外売上比率、環境対応製品比率の向上
- ・R&Dのスピードアップ、海外拠点整備、アライアンスなどへの投資
- ・高度な経営管理と従業員満足度の向上

ジェネリック原料に期待

イワキというと、医療用医薬品の卸が中心の会社というイメージがあるが、これは全体の一部にしすぎず、医薬品原料と化学品の製品に強みをもつメーカー色が強い。

イワキにとっての成長が期待できる分野は大きく2つある。1つはジェネリック医薬品である。医療費の抑制に向けて、国はジェネリック医薬品の使用率を高めることを政策目標として挙げており、そのインセンティブ（加算制度）を付けている。2011年3月でジェネリック比率は医療用医薬品の23%であるが、国の政策はこれを30%に上げることを目指している。

そこでの1つのポイントは、ジェネリック医薬品原料の信頼性保証である。米国でのインスペクション（検査）は国がやっているが、日本は民間に任されている。日本でもインスペクションが必要となったので、その役割をきちんと果たせるかどうかが重要である。当社は岩城製薬がその経験を十分積んでいるので問題ない。

また、岩城製薬は、ジェネリック医薬品用の原料を作っている。ジェネリックは薬価が低いので、原料も安いものが求められる。低価格、高品質をいかに実現していくかが問わ

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。

れる。当社は30種の原薬を生産しており、さらに原料の拡充を図っている。

また、当社は医療用医薬品の卸ルートも持っているため、ジェネリック医薬品の拡販にも力を入れている。当社は皮膚病用の外皮剤では、薬価収載の品目数で業界1位である。一般用医薬品で、自社企画品の製品化に力を入れており、首都圏ドラッグストア向けに加えて、西日本へも事業領域の拡大に力を入れている。

原料では、岩城製薬を活かして、ジェネリック原料の強化に努めている。原料の輸入についても、品質保証の確かさを軸に販路を広げている。スイッチOTCの原料についても、痛み止めや抗アレルギー剤など、比較的難しいものに力を入れている。

医薬品の赤字は縮小したが、赤字の要因は、一般医薬品(OTC)の卸が赤字であることによる。医薬品の卸は赤字であるが、原料から製品まで扱っていることで、強みが出ている面もある。よって、今のところ原料にのみ特化して、卸を縮小・撤退するという考えは全くない。両者の相乗効果(シナジー)を狙っている。

子会社に動物用の薬品を扱っている会社が2社あるが、千葉にある販社は豚や鳥用を扱っており、北海道にあるもう1社は馬や牛用の薬品を扱っており、内容が異なるので、販社の統合も考えていない。

化成品の海外市場の開拓

もう1つの成長分野は化成品である。ここを担う子会社のメルテックスは、表面処理用の薬品で海外展開に力を入れている。台湾、香港、韓国に加えて、マレーシアに連絡事務所とタイに現地法人を作った。

メルテックスは従来から子会社としてジャスダックに上場していたが、2011年4月に100%子会社化して、上場は止めた。また、2011年6月に事業を再編して、表面処理薬品に特化し、生産と販売も一本化した。これによって、効率化を進めようとしている。

化成品については、アジア展開に力を入れていく。得意先が海外シフトしていくので、それについていく。まずは日本の現法に売っていくところから基盤を広げていく。

化成品では、メルテックスの表面処理薬品が堅調であり、食品では、天然調味料や農産加工品など海外からの輸入を一段と強化している。健康に役立つ機能性食品では新規開拓に力を入れており、順調な広がりを見せている。

その他には、化粧品を通販を行っているアプロスやメトラン社製の人工呼吸器などが入っている。アプロスは2011年11月期の2Qで黒字化してきたが、市場の変化が速いので、まだ決め手に欠いている。一方、メトラン社との販売提携は間もなく終了する予定である。

医薬品原料と化成品にはチャンスがあるが、食品原料にはまだ十分伸ばすことができるかどうか不透明感がある。医薬品の原料の仕入れでは、30%は岩城薬品で、その他国内60%、海外10%という構成である。また、韓国からの化粧品の輸入が増えている。しかし、化成品も入れて、全社的な海外売上比率はまだ10%にいかない。

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。

4. メルテックスの事業展開 アジアでの現地生産体制の強化を急ぐ

中期計画では営業利益率8%が目標

今回の中期計画でメルテックスは、2011年11月期の売上高85億円、営業利益3億円、売上高営業利益率3.5%に対して、3年後の2014年11月期には売上高100億円、営業利益8億円、同営業利益率8.0%以上を目指している。その時の主な指標(KPI)としては、自社開発製品比率50%以上、海外売上高比率50%以上、環境対応製品比率30%以上を目標として掲げている。

プラスチックへのめっき技術で発展

メルテックスは、環境適応とイノベーションの推進を長期ビジョンとして、環境負荷を低減する製品開発、弛まぬ技術革新、社員が安心して活動できる会社の実現、を目指している。1960年に創業し、我が国にプラスチックにめっきする技術を初めて導入した。ジョイントベンチャー(合弁企業)としてスタートし、米国からの輸入販売から次第に自社生産販売に切り替えてきた。

メルテックスは、電子部品や半導体部品など、めっき加工に必要な薬品とプロセスを提供している。特に、プリント配線板処理薬品や、チップコンデンサー、コネクタやリードフレームなどの電子部品用薬品、ウエハ用エッチング、無電解めっきプロセスなど半導体部品用薬品などを得意とする。また、機械の摺動部品の硬度や耐磨耗性を上げるための機能めっき薬品や自動車などの装飾、耐食性を向上させる一般めっき薬品も手掛けている。

メッキ薬品は繊細な特徴をもつので、高い品質や安全性が要求される。ISO9001(品質マネジメントシステム)やISO14001(環境マネジメントシステム)の認定を取得し、徹底した管理体制を整えている。使用済みエッチング液のリサイクル(硫酸銅の分離再利用)、有害薬品を使用しないめっき液の開発や微生物を活用した洗浄剤の販売にも力を入れている。

メルテックスという社名には、あらゆる素材(Material)、環境への配慮・環境適応(Ecology)、つなぐ・架け橋(Link)、技術とノウハウ(Technology)、専門家集団(Expert)、未知の領域(X)、という思いが込められている。

電子部品の受動部品向け表面処理薬品で業界トップ

当社は、正確に言うとめっき薬品メーカーではなく表面処理薬品メーカーである。表面処理という方がその範囲が広く、当社が得意とするビジネスに合っている。表面処理の薬品には、洗浄、脱脂、活性化、エッチング、化学研磨、めっき、剥離など、それぞれのプロセス毎に異なったものが用いられ、狭い意味でのめっきはその1つにすぎない。また、表面処理には、きれいにする、錆びなくする、磨り減るのを防ぐ、電気特性を変える、機械特性を変えるなどの機能があり、とりわけ電気特性がますます重視されている。

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。

当社は電子部品向け表面処理薬品において業界トップクラス、シェア 25%を有する。2位は石原薬品（コード 4462）、3位は日本高純度化学（コード 4973）である。電子部品の用途別では、受動部品（チップコンデンサ、チップ抵抗など）でトップ、コネクタで5位、リードフレームで5位、という地位にある。とりわけ、錫めっきに強く、電子部品売上の7割が錫関連である。

プリント配線基板（PWB）では、業界3位、シェア15%である。その中の硫酸銅ではシェア41%で業界トップである。化学銅で3位、デスマリア（穴壁面からの加工残除去）で6位である。当社のプリント配線板の売上高のうち半分以上がこの硫酸銅である。

当社は、ローム&ハース、クックソン・エレクトロニクスという2社の外資系企業と提携関係を結び、ライセンス製品をベースとしながら、自社商品の強みを生かし、汎用よりは高付加価値化、ニッチよりはフルラインを目指し、強いポジションを築いている。ローム&ハースからの導入品（ライセンス生産）は活かしながらも、今後は自社開発力を一段と高めていく必要がある。

また、企業単位で競合状況をみれば、DOW、ATOTECHがPWBで直接競合しており、海外展開ではJCU（コード 4975、荏原ユーージライト）が先行している。電子部品では石原薬品とぶつかっており、ここの差をいかに広げていくかが問われている。

メルテックスの部門別売上高・営業利益の推移

	(億円、%)			
	2008.5	2009.5	2010.5	2011.5
プリント配線板処理薬品	39.6	29.3	30.8	31.5
電子部品向けメッキ薬品	22.4	16.0	22.0	22.1
一般メッキ薬品	9.8	7.6	8.1	8.8
表面処理薬品事業(営業利益)	74.6 [12.2]	55.3 [4.3]	63.4 [11.4]	64.6 [12.0]
機械装置事業(営業利益)	26.4 [0.5]	13.0 [-1.4]	7.9 [-0.9]	13.9 [0.2]
売上高(営業利益)	101.0 [6.6]	68.3 [-3.6]	71.3 [3.8]	78.4 [4.5]
海外売上高 (同売上比率)	21.9 [21.7]	11.2 [16.4]	15.0 [21.0]	21.7 [27.7]

(注)部門の営業利益は全社的営業費用配賦前の数値。2011.4よりイワキの100%子会社化。

ライセンス製品から自社技術製品へのシフト

当社は50年前、米国からの輸入販売から事業をスタートさせたが、今でもライセンス生産しながら業務提携先であるローム&ハース社のライセンス製品を約5割、クックソン・エレクトロニクス社のライセンス製品約2割売っている。この比率をいかに下げ、自社製品比率を上げていくかが重点施策である。自社製品比率30%を早期に50%にもっていく計

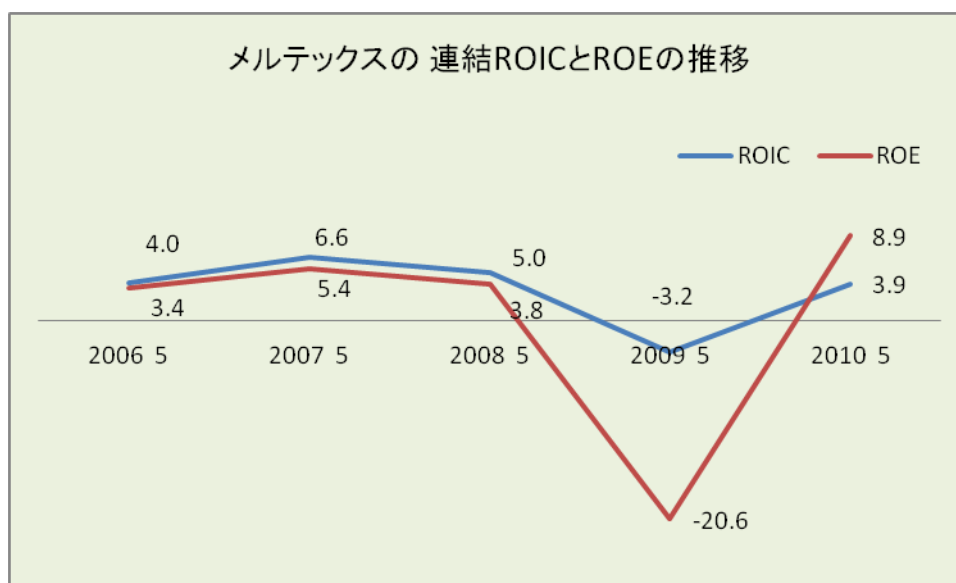
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

画である。

そのためには、さまざまな分野の表面処理薬品を手掛けているが、電子部品、半導体に焦点を当て、領域（ドメイン）を絞り込んでいく。PWBのシェアはキープしながら、電子部品でのシェアアップを図ることが重点戦略となろう。また、製造原価マネジメントを強化してコスト競争力を強化する必要がある。また、成長が見込めるアジア市場への展開を急ぎ、売上に占める海外売上高比率を現在の約30%から50%まで上げていく方針である。ここでいう海外売上比率には社内的に国内輸出と分類している売上（日系企業の海外工場への売上）を含んでおり、海外への直接輸出と国内輸出の合算値ベースでの目標である。

国内市場の競争は激しいが、新製品の開発でシェアを高め、業界トップの地位を高めていくことを狙っている。アジア市場では中国がポイントで、市場は極めて大きい。ここにやや出遅れたが、これを取り戻すべく手を打っていく。

経営における重点指標(KPI)であるROIC(投下資本利益率)を3年以内に10%にもっていく予定である。当社のROICの定義は、税引き後営業利益 ÷ (固定資産+棚卸資産+売掛金-買掛金)としている。自己資本+借入金という項目を分母に置くのでは、遊休資産があつたりして、投下資本の実体が必ずしもつかめないの、資産サイドを厳密に定めている。



コア技術でグローバルリーダーを目指す

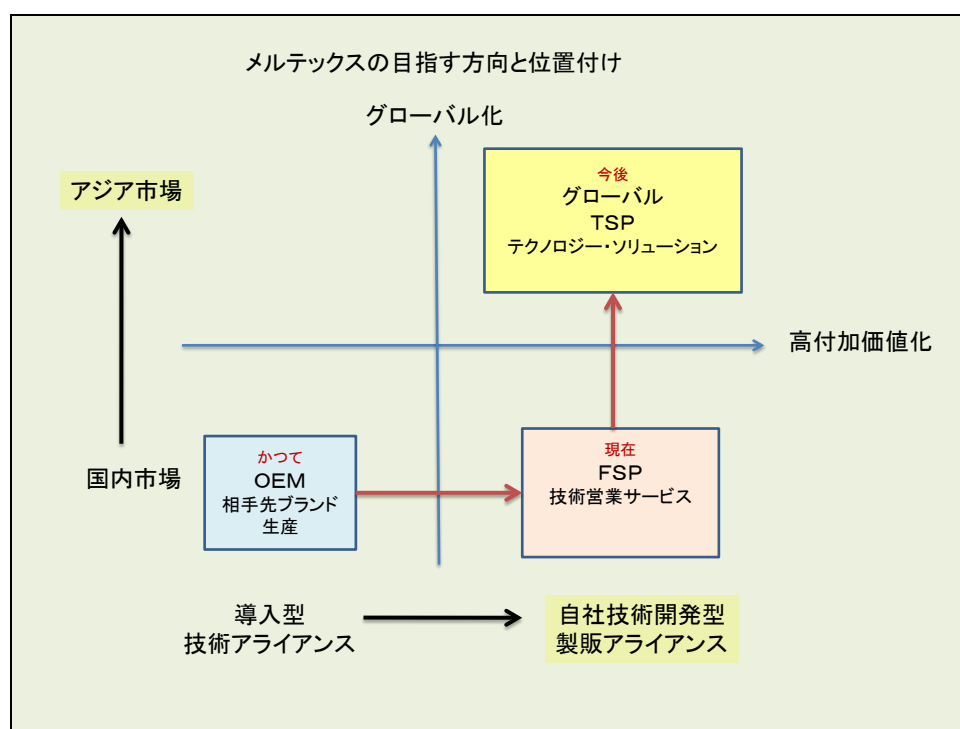
表面処理薬品分野のメガトレンドはいかに環境負荷がない方向にもっていくかである。単なる化学薬品の利用ではなく、バイオエレクトロニクスや回路フリーなプロダクツの追求が大きな流れである。めっき代替品が出てくる可能性も長期的には高い。ポーターの競争戦略的に考えると、代替品と原材料の供給者には十分注意する必要があり、顧客は技術

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。

革新とコストダウンを求めている。また、国内は成熟、成長のアジアには新規参入者が登場している。

その中で、当社はどのようなポジションをとるか。アライアンスによる技術導入で国内市場を開拓した時代、自社技術で導入(ライセンス)製品を減らしてきた時代を経て、自社開発品で市場のグローバル化を進める時代に挑戦しようとしている。これをメルテックスでは、グローバル TSP (テクノロジー・ソリューション・プロバイダー) を目指すと位置付けている。そして、その先には、真のグローバルリーダーになることをビジョンとして見据えている。

グローバル TSP を達成するために、①コア技術・製品群の育成、②グローバル化、特にアジア市場の拡大、③生産体制の再構築、④業務・財務効率の向上、⑤魅力ある会社作り、を挙げている。



①コア技術・製品群の育成では、電子部品・半導体向け錫めっき、半導体向け技術や環境負荷軽減技術に重点投資して、パワーIC、コネクタ、ソーラー、パッシブなど、いずれも成長することは間違いないので、この分野を攻めていく。

②グローバル化では、中国、台湾、韓国、アセアンで、各国の特性に合わせた展開で市場を開拓する。そのために、現地化の強化に向け、アライアンスパートナーとも組んでいく。海外展開については、生産は設備に大きく投資せず、OEM でやっていく。海外でのプレ

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。

ゼンスの向上にはM&AやJV(ジョイントベンチャー)も視野にスピードアップを図っていくのである。

③生産体制の再構築では、国内生産の絞り込み、アジアでのOEM生産化、計画調達の強化、在庫回転率の向上などを実行する。固定資産については余剰なものがあるので、これをさらに圧縮し、固定資産回転率をさらに上げていく。

④業務・財務効率の向上では、ROIC(投下資本利益率)の向上に向け、IT投資によるミドルオフィスの生産性向上と、非事業・遊休資産のオフバランス化を進める。ROICが10%ということは、NOPAT(ネット・オペレーティングプロフィット・アフタータックス、税引き後営業利益)で8~9億円を稼ぐ必要がある。

⑤魅力ある会社作りでは、メルテックスの50周年(2010年10月)を機に、次の長期10年ビジョンを策定にした。海外売上げ比率を2割から、5年以内に5割にもっていく。中国はこの数年出遅れたが、これから本格化する必要があるため、人材を強化している。実際、中国ビジネスに強い有力者を採用した。アライアンスについては、自前だけでは時間がかかるので、生産、流通、販売について現地のパートナーと組んでいく意向である。

アジア展開が鍵を握る

経営には戦略の明確化とスピード感が出ている。35歳と若い岩城慶太郎メルテックス社長がリーダーシップを発揮している。メルテックスは他社に真似のできない固有商品やカスタマイズの強みを持っており、国内トップクラスの表面処理薬品メーカーとして一定の力を有している。有望な中国市場に一步出遅れたものの、海外市場の開拓に本格的に取り組んでいく。海外売上げ比率5割を目指しており、その方向が実績としてはっきりしてくれば、当社の中期計画へのコミットメントも信頼が増してこよう。

5. 当面の業績 薬価改定の影響で減益を見込む

メルテックスの子会社化で過去最高の利益へ

前2011年11月期は、売上高53797百万円(前年度比+6.7%)、営業利益1215百万円(同+145.8%)、経常利益1330百万円(同+106.1%)、当期純利益1633百万円(同+328.3%)となった。業績好転の要因は、ジェネリック原料の拡大と完全子会社化したメルテックスの寄与にある。当期純利益については、メルテックスの子会社化に伴い負ののれん益11.7億円が発生したことによる。

売上げ面では、ジェネリック医薬品が順調で、医薬品の原料もジェネリック向けに伸びている。医薬品の卸もきめ細かな販売が効果を上げた。営業利益面では、メルテックスの100%子会社化に伴い、化成品の利益がフルに入ってきたことが効いている。当期純利益も、

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。

メルテックスの吸収合併により、負ののれんが発生したことで大幅に増えている。負ののれんが発生した理由は、メルテックスの資産を安く買うことができたので、これによって、11.7億円の特別利益が発生した。

セグメント別に見ると、医療用医薬品は岩城薬品が製造するジェネリックはフォローの方向であったが、この部門の5割を占める一般用医薬品の卸売りは厳しい。花粉症や猛暑関連製品が伸びたので、医療用が赤字をカバーして、全体のマイナスは縮小した。

医薬品原料、化粧品原料では、売上高の8割を占める医薬原料がジェネリック向けに好調であった。香商品原料も新規取引の開拓が進んだ。食品原料では、輸入品の取引高が多いので、円高メリットがプラスになった。

バランスシート

(百万円)

	2010.11 A	2011.11 B	差額 B-A
現預金	3512	4554	1042
受取手形・売掛金	14229	14055	-174
棚卸資産	4219	4428	209
その他流動資産	1029	1054	25
有形固定資産	8737	7460	-1277
無形固定資産	320	273	-47
投資その他資産	3469	3294	-175
資産合計	35518	35119	-399
支払手形・買掛金	11413	11146	-267
短期借入金	4040	2962	-1078
その他流動負債	1982	2295	313
長期借入金	840	1477	637
その他固定負債	2224	2001	-223
負債合計	20500	19881	-619
			0
株主資本	11555	15111	3556
評価・換算差額等	137	126	-11
その他包括利益	3324	0	-3324
純資産	15017	15238	221
自己資本比率	32.9	43.4	10.5

(注) 現預金の増加は、営業キャッシュフローの増加
有形固定資産の減少は、構造改革に伴う資産売却
株主資本の増加と少数株主持分の減少は、
メルテックスとの株式交換による完全子会社化による

バランスシートでは、有形固定資産が-1277百万円となっているが、これは資産の売却に、よるものである。負債で短期借入金が-1078百万円、長期借入金+637百万円となり、全体として有利子負債の減少に結びついた。

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。

キャッシュ・フローでは、営業キャッシュ・フロー1721 百万円に対して、投資キャッシュ・フローは資産売却の効果で 136 百万円となり、全体のフリー・キャッシュ・フローはかなり増えた、これを活かして、借入金の返済を進めた。

キャッシュ・フローの推移

	2010.11	2011.11
営業キャッシュ・フロー	1626	1721
税引後当期純利益	338	1764
減価償却費	561	701
負ののれん益	-1133	-1172
段階的取得に係る差損益	1006	—
投資キャッシュ・フロー	258	138
有形固定資産の取得	-1099	-610
有形固定資産の売却	44	861
子会社株式の取得	1227	—
フリー・キャッシュ・フロー	1885	1858
有利子負債の増減	35	-615
現金等期末残高	3430	4425

(注)メルテックスの完全子会社化に伴う影響が
段階的取得差損益、負ののれん益、子会社株式取得
などに出ている

2012年11月期は薬価改定で減益を見込む

今2012年3月期は売上高53000百万円(同-1.5%)、営業利益1100百万円(同-9.5%)、経常利益1180(同-11.3%)、当期純利益(同-57.1%)、を会社側では計画している。

主力の医療用医薬品原料は、大手ジェネリック医薬品メーカー向けに堅調な需要は見込める。しかし、売上高、営業利益面では、医療用医薬品や医薬品原料などについては4月の薬価改訂の影響が出てくるので、全体としては厳しい。

また、医薬品、医薬品原料や食品原料で前期にみられた震災の伴う在庫積み増しの反動が一部出てくると見ている。当期純利益については、負ののれん益がなくなるので、大幅減となるが、むしろ平常化すると見た方がよい。

セグメント別の営業利益では、化成品は前年度比+3%程度が見込めるが、医薬品-4%、原料-2%、食品-2%と、やや厳し目に見ている。

配当について、2011年11月期は、メルテックスの合併に伴う特別配当を1.0円プラスし

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。

て年7.0円とするが、2012年11月期については元に戻して年6.0円を予定している。

6. 企業評価 収益力の向上に、もう一段の布石が必要

ROE8%への向上が必須の条件

創業100周年に向けて、3ヵ年計画を策定し、スタートを切った。2012年11月期から2014年11月期までの3年である。ROEとしては8%程度を目標に戦略を練るべきであるが、会社側ではもう少し慎重に見ている。現在の計画では、会社目標を達成しても、ROEは6%台に留まろう。

中期計画の実行の中では、売上高600億円、売上高営業利益率4%、経常利益24億円が見えてくるかどうかポイントであろう。そうすれば、ROEで8%にはのせてくるので、企業価値創造としては第一のハードルをクリアできる。収益源としては、医薬品原料、化成品、機能性食品の成長が期待できる。とりわけ、化成品のメルテックスがどこまで業績を伸ばせるかが鍵を握ろう。

①OTC向け医薬品の赤字を自社企画品などの強化によって黒字化すること、②ジェネリック向け医薬品原料を着実に伸ばすこと、③化成品分野のアジア市場開拓を現地生産を含めて展開すること、④健康食品原料で独自の分野を伸ばすこと、などが成果を上げてくれば、収益力はもう一段向上しよう。

経常利益24億円に向けての実行戦略については、まだ相当の努力を要するので、企業評価はCとする。(企業評価の指標については表紙を参照) 2月21日時点の株価をベースにすると、PER9.8倍、配当利回り3.0%であるが、PBRは0.45倍と低い。しかし、2012年11月期のROE予想が4.6%と、まだ5%を下回っている。ROEの向上に向け、まずは中期計画の実効性が問われるところである。

メルテックスに期待

電子部品用表面処理薬品の有力企業である。とりわけ、コンデンサーや抵抗といったパッシブ(受動)部品では、シェア40%を有する。また、プリント配線板用の硫酸銅においてもシェア43%と極めて高い。

エレクトロニクス分野を軸に、自社開発製品の比率を現在の30%から早期に50%に高め、同時にやや出遅れたアジア展開にも力を入れ、海外売上比率を現在の3割から5割に持っていくべく、中期計画を立て実行に移している。投下資本利益率10%の達成を目指している。鍵はアジア市場の開拓にあり、中期的な収益力の向上には一定の努力を要しよう。この収益貢献度がいかに高まっていくかに注目したい。