

8095 イワキ

～ROIC 経営で4事業を再構築、収益力の向上をめざす～

2017年5月8日

東証1部

ポイント

・中期計画の2年目も順調である。次なる手も着々と打っている。ジェネリック医薬品及び原料は好調な伸びを見せている。表面処理薬品の自社製品への切り替えはやや時間を要しているが、進展しつつある。化学品事業は前期に10.4億円の減損を実施したので、かなり身軽になった。今期首の調剤薬局を売却に続き、遊休資産の見直しも活発である。

・今後10年間の中長期ビジョンと、第1フェーズの中期3カ年計画の2年目を走っている。2025年11月期に売上高1000億円、ROIC(投下資本利益率)10%を目指す。今後10年の経営を担う岩城新社長をリーダーに果敢に実行中である。

・化学品事業(表面処理薬品)の構造改革では、従来のライセンス生産品から新規開発の自社製品への切り替えを本格化させた。この先行投資で前期まで化学品の赤字は拡大したが、既に好転している。採算の良い自社製品が次第に伸びてくるので、今2017年11月期後半には黒字転換が見込めよう。

・イワキは医薬・FC(ファインケミカル)、HBC(ヘルス&ビューティケア)、化学品、食品の4つの事業分野を主力として、バランス経営を展開する。収益性という点では、ジェネリック医薬品原料に強みを有する。HBC分野で、画期的な天然由来の界面活性剤のマーケティングに入った。シンガポールのベンチャー企業と組んだオープンイノベーションで、化粧品分野での市場開拓が有望である。天然由来のものを従来の10分の1以上の低コストで生産できる。徐々に納入実績を作っていこう。

・今後の業績拡大については、1)ジェネリック医薬品の製品及び原料、2)メルテックスにおける自社製品の生産販売、3)通販化粧品分野、4)天然界面活性剤の市場開拓、5)健康食品(サプリメント)用の原料などがリード役となろう。

・ROIC経営を実践する。業績は大きく好転し、今期はピーク利益を更新しよう。経常利益で25億円が見えてくると、ROEは8%台に乗せてくる。その方向に進み始めているので、PBRも早晩1.0倍に戻してこよう。企業価値の創造に向けて、強みを活かす新製品の開発、不採算事業の改革など、今後の戦略的実行の進展に注目したい。

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 医薬品、医薬品原料、化学品で製造機能を強化
2. 強み ジェネリック医薬品原料が最大の収益源
3. 中期経営計画 10年ビジョンVision “i-111”でROICベースの収益力向上を目指す
4. 当面の業績 収益構造改革が本格化、今2017年11月期はピーク利益を更新へ
5. 企業評価 収益力向上の道筋が見えてきた

企業レーティング B

株価 (17年5月8日) 330円 時価総額 113億円 (34.1百万株)
PBR 0.65倍 ROE 6.5% PER 10.0倍 配当利回り 1.8%
(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
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	635	371	15.5	6.0
2011.11	53797	1215	1316	1619	53.9	7.0
2012.11	51953	1126	1292	728	21.6	6.0
2013.11	52465	1007	1144	744	22.0	6.0
2014.11	54145	890	962	496	14.7	7.5
2015.11	55422	559	694	-143	-4.3	6.0
2016.11	55121	977	1071	-593	-17.7	6.0
2017.11(予)	58000	1360	1400	1100	33.1	6.0
2018.11(予)	60000	1800	1800	1150	34.6	6.0

(17.2ベース)

総資本 35300百万円 純資産 16822百万円 自己資本比率 47.6%
BPS 505.8円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2011.11期はメルテックス合併記念配1円、
2014.11期は創業100周年記念配1.5円を含む。

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・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、医薬品原料、化学品で製造機能を強化

ジェネリック医薬品原料を得意とする

当社の事業セグメントは4つで、その中に10のビジネスユニットをもつ。医薬・FC(ファインケミカル)は、医薬品原料の製造販売、医薬品の製造販売、その他からなる。HBC(ヘルス&ビューティケア)は、ファルマネット(ドラッグストア向け一般用医薬品、関連商品の卸売)、HBC原料(化粧品原料、機能性食品原料)、オリジナル製品(化粧品通信販売)の3つである。化学品は、表面処理薬品、表面処理設備、スペシャルマテリアル(めっき用資材)からなる。そして、食品は加工食品の原料である。

事業内容と主な製品

事業セグメント	売上構成比	営業利益率	ビジネスユニット	構成比内訳	事業内容
医薬・FC事業	39 (35)	6.1 (4.8)	原料薬品 医薬品 その他特約	26 11 2	医薬品原料の製造・販売 医薬品の製造販売 体外診断薬・研究用試薬の卸売、医療機器販売
HBC事業	40 (41)	0.3 (0.8)	ファルマネット HBC原料 オリジナル製品	18 18 4	一般用医薬品・関連商品の卸売 化粧品原料・機能性食品原料の販売 化粧品の通信販売
化学品事業	10 (13)	-8.1 (-7.6)	表面処理薬品 表面処理設備 スペシャルティマテリアル	6 2 1	表面処理薬品・電子工業薬品・化成品の製造・販売 表面処理設備の製造・販売 めっき関連資材の販売
食品事業	7 (7)	-0.1 (-0.2)	食品	7	食品原料の製造・販売
その他	4 (4)	2.0 (0.5)		4	動物用医薬品の卸売、保険薬局

(注)2016年11月期ベース。〈 〉内は2015年11月期。営業利益率は対売上比。

当社は元々、薬種問屋(商社)からスタートして、医薬品の製造、化学品の製造へと展開してきた。事業の中身をみると、医薬品の主力は、岩城製薬が製造している。ドラッグストアや薬局向けの卸売、動物用医薬品の卸売なども手掛けるが、大手ビッグ4が9割を占める医療用医薬品の卸に関しては、20年以上前に撤退している。

原料では、製薬メーカー向けの医薬品原料や、化粧品メーカー向けの化粧品原料を製造している。健康食品(サプリメント)向けの機能性食品原料も充実している。化学品は、電子部品などに使う表面処理薬品が主である。食品原料では、受託加工、乾燥野菜、天然調味料などを扱う。

精密化学品や食品原料にも展開

当社は大正3年の創業で、2014年7月に100周年を迎えた。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、また、原料

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。

から製品まで作っているという点で幅広い。

創業者の岩城市太郎は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。1963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、日本のさまざまな機器はメッキ性能がよくなかった。そこで、米国のマステン・ライト社と合弁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の成長に合わせて、1986年に今のジャスダックに上場した。その後2011年4月にイワキの100%子会社となった。

また、2代目の謙太郎は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ていった。食品原料は、ポテトチップスの粉末など食品そのもので、添加物は多くは扱っていない。

4 本柱でバランス経営

岩城修会長（66歳）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枢を担い、1994年社長に就任した。

初代は、現会長が小学校5年生の時に亡くなったが、誠実であることに厳しく、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だ。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代目の現会長は、社長を21年間務めた。4代目の現社長岩城慶太郎氏（本年2月社長就任）は現在39歳、本社取締役でメルテックスの社長も務めてきたが、2015年2月に本社副社長に就任した。2016年1月に公表された中長期ビジョンは、当時の岩城副社長が推進役となって作成した。

会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つた。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、特定の得意先に依存しすぎないようにしている。

20年前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100億円ほどあつたが、赤字であつた。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。

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。

先代目が作り上げてきたものをやめた。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。

2008年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、メルテックスの社長を本社から送り(現岩城社長)、2008年にメルテックスの工場を2つから1つへ、さらに子会社の東京化工機では2工場と本社をすべて1工場に集約して乗り切った。

また、セルフケア・ニュートリションと称して健康食品に力を入れてきた。このサプリメント原料では、黒酢関連事業を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。

食品原料では、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、カップ麺用のスープや固形かやくに使用する原料を取り扱っている。昨今、食の安全・安心を消費者は強く求めている。その取り組みとして品質管理体制の再構築を行っている。

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。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。取引においては、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。

コーポレートガバナンスと社外取締役

取締役会は月1回、経営会議は本部長、事業部長をメンバーに月1回催されている。コーポレートガバナンスの向上では、2015年11月期に社外取締役をまず1名入れた。越智大蔵氏は事業会社出身でIRの経験が豊富である。2015年6月から始まった新しいコーポレートガバナンス・コードへの対応として、2016年2月の株主総会で、社外取締役をもう1名選任した。川野毅氏は金融機関出身で、事業会社の役員を経て、現在その会社の取締役副会長を務めている。

2. 強み ジェネリック医薬品原料が最大の収益源

ジェネリック原料に強く、ジェネリック医薬品では皮膚科用塗り薬でトップクラス

業界での地位を見ると、医薬品の原料、健康食品の原料、外皮用剤(医家向けの皮膚用ジェネリック医薬品)などで一定の地位を有し、収益性を発揮している。また、化学品の表面

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。

処理薬品では業界トップのものがあり、ここでも強みを有している。

医薬品卸の大手は、メディパ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。

岩城製薬は創業84年、年商100億円規模である。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、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く、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。その意味において結びつきは強い。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。

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に使用する原料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。

グループ経営を展開

2014年7月に創業100周年を迎えたが、次の100年も輝く会社であるために、規模ではなく不易流行を軸としている。当社としては変えてはいけないもの、時代に合わせて変えていくべきものを実践していく。顧客に役立つことを中心に、価格競争ではないビジネスを追求する考えだ。

グループ企業は数多くあるが、商社としてのイワキ、岩城製薬、メルテックスの3社を軸に事業を展開しており、各社のマネジメントはかなり独自性を持っている。採用も各社で行っており、役員も各社で輩出している。全体のマネジメントは、各社のトップが入った取締役会で実行されており、その中では岩城製薬が業績のリード役に立っている。

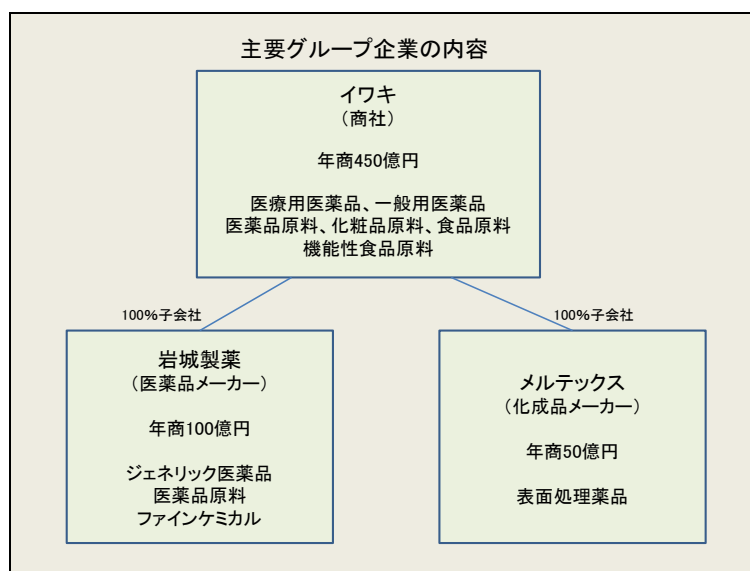
2016年11月期末の従業員数は全体で960人、うち医薬品FC 372名、HBC 147名、化学品 374名、食品 32名という構成である。

2016年11月期の連結の売上高が約551億円、イワキ単体の売上高が448億円であるから、その差が103億円ほどある。イワキ単体は商社としての販売機能を担っている、この本体を通さず、独自に販売を行っているのはメルテックスである。よって、化学品の主力であるメルテックスは独立している。それ以外では、化粧品や健康食品の通販を行っているアプロスも独立している。アプロスは中堅の通販会社で、一定の利益（年商20億円、営業利益2

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。

億円)を出している。

主要会社別にみると、岩城製薬がジェネリック医薬品とその原料で最も稼いでおり、商社であるイワキ単体の収益性はさほど高くない。メルテックス関連事業は3期連続営業赤字であり、いかに黒字化するかが課題となっている。



岩城製薬が順調

2016年11月期については、岩城製薬とイワキの業績拡大が寄与した一方、化学品のメルテックスの業績は低迷した。主要子会社をみると、岩城製薬は売上高100億円、営業利益10億円、メルテックス個別は売上高50億円、営業赤字5億円というレベルである。商社としてイワキ単体は売上高448億円、営業利益5.1億円というところである。

①岩城製薬では、得意の皮膚用の自社製品がMRによるマーケティング効果もあって伸びている。医薬品原料では、インドのグレンマーク社と連携して拡大を図っている。岩城製薬は蒲田と静岡に工場を有するが、蒲田では医薬品（皮膚外皮用など）、静岡では医薬品原料を生産している。

岩城製薬は、医薬品と原料の売上比率が従来5:5であったが、最近はこの比率が6:4と、医薬品の比率が上がってきている。ジェネリック医薬品の自社製品が好調なことによる。

岩城製薬の中で作っている化学品は、染料中間体など、いずれも納入先の需要が低迷しており厳しくなっている。もとの有機原料をベースに周辺多角化を進めてきたが、これからもこうしたパターンで新しい分野を探していく方向だ。

②メルテックスのタイの工場は、2013年9月にスタートし、2014年の5月から本格稼働に入っている。日本と同じ品質であると確認され、日系電子部品メーカーの現地工場に納入できるようになりつつある。今後黒字にもっていけるかがポイントである。

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。

また、メルテックスは導入品から自社品への切り替えを進めている。これが軌道に乗りつつあり、早晚ターンアラウンドしてこよう。海外企業からの導入品は市場が国内に限られていたが、これからは海外にも進出していけるようになった。

③イワキ（商社）は、医薬品原料、化粧品原料、サプリメント原料を主力とする。医薬品原料ではジェネリック原料の法規制が厳しいので、品質保証という点で当社に有利に働こう。化粧品原料では大手の化粧品メーカー向けにノンケミカルの原料が伸びている。サプリメントの原料では、自社品のくろ酢や韓国のオスコッテク社からのOEM原料など、さまざまなものを手掛けている。

いずれも海外からの輸入品が多いので、為替の影響を受ける。医療用医薬品では複数社購買が増えている。ジェネリック原料は伸びているが、一般用医薬品はドラッグストア向けが多いので、ここのプライスは厳しい。

イワキは医薬品原料のサプライヤーとして、インドを開拓している。ジェネリック原料として中国より品質の良いものが安く入るので、ここを活かしている。ポイントは、①品質、②安定供給、③価格である。当社の目利き力で、原料を入れて、岩城製薬で良い原料に仕上げて販売できれば、他社に対して差別化できよう。

電子部品の受動部品向け表面処理薬品で業界トップ

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重視される。

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である。2位は石原ケミカル（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。

従来は、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事業を展開してきた。現在は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ている。ローム&ハースの導入品（ライセンス生産）からは撤退し、自社開発力を一段と高めている。

また、企業単位で競合状況をみれば、ローム&ハース、ATOTECHがPWBで直接競合しており、海外展開ではJCU（コード4975）が先行している。電子部品では石原ケミカルとぶつかっており、こことの差をいかに広げていくかが問われている。

表面処理薬品の輸出は、かつての円高局面で、ユーザーである電子部品メーカーが海外シフトしたため、その対応が問われた。ドル建て輸出は10%もなかったが、円建てでも値引きは要請されたので、数量は確保できても利益が出なくなった。

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。

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った。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、そこは守っていく。基本はLCO（ローカーリー・コンプリーテッド・オペレーション）、つま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。

イワキグループの中長期ビジョン
～ Vision “i-111” ～

* 創業111年の2025年11月期に向けたビジョン	
1. 4つの基本理念～4つのi	
・Intelligent	課題に対して付加価値のある解決策の提供
・Innovative	革新的なビジネスモデルを通してナンバーワン事業の創出
・International	海外市場への展開
・Investment	投下資本効率を意識した経営資源の配分・投入
2. 定量的ターゲット(KPI)	
・売上高1000億円以上、No.1マーケットシェア、ROIC10%以上	
・売上成長年平均6%以上	
・ROICの向上(在庫回転率の向上、債権債務回転率の向上、遊休資産の売却)	
1) 第1フェーズ(中期3カ年計画)	2018年11月期 売上高600億円、ROIC4.0%
2) 第2フェーズ	2022年11月期 売上高750億円、ROIC7.0%
3) 第3フェーズ	2025年11月期 売上高1000億円、ROIC10.0%
3. 定性的ターゲット	
・100年超企業としての企業文化、価値観の共有	
・1つのチーム	
・カスタマー1st	
4. 基本戦略	
①「策揃え」企業	
②ナンバーワン製品・事業	
③海外市場展開	
④売上成長率、ROICをKPIとして、資本効率の高い事業ポートフォリオの再構築	

(注) 会社公表資料よりアナリスト作成

3. 中期経営計画 10年ビジョン Vision “i-111” でROICベースの収益力向上を目指す

10年の中長期ビジョンを策定

2016年1月に、10年のビジョンと3カ年中期経営計画を策定した。中長期ビジョン“i-111”は、創業111周年に当たる2025年11月期に、売上高1000億円以上、No.1マーケットシェア、ROIC 10%以上を達成しようというものである。それぞれの1をとって111とした。iはイワキの頭文字であると同時に、4つの基本戦略(Intelligent、International、Innovative、Investment)のiである。

ここでNo.1ビジネスを目指すという意味は、新規参入のスタンスである。既存商品でNo.1という意味ではなく、これから製品やサービスを見直し、事業ポートフォリオを組み替えて

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。

いく時に、ニッチな分野でも何らかの意味でトップを狙えるような分野に絞って参入し、しっかり稼ぐ体制を作ろうということである。

中期ビジョンは3つのフェーズから成り、2015年11月期の売上高554億円、ROIC 1.7%に対して、3年後の2018年11月期に売上高600億円、ROIC 4.0%、その4年後の2022年11月期に同750億円、同7.0%、最後の3年で同1000億円、同10.0%を目指す。

ROIC(投下資本利益率)は税引後営業利益/(棚卸資産+売掛債権-買掛債務+固定資産)で定義しており、まさに事業に対する投下資本に対していくらの税引後営業利益が上がっているかをみるものである。

3か年の中期経営計画

*2018年11月期で売上高600億円、営業利益10億円、ROIC4%以上

1. 事業セグメントの再構成
 - ・医薬・FC(ファインケミカル)事業・・・イワキ、岩城製薬
 - ・HBC(ヘルス&ビューティケア)事業・・・イワキ、アプロス
 - ・化学品事業・・・メルテックス
 - ・食品事業・・・イワキ、ポーエン化成
2. 医薬・FC事業
 - ・ジェネリック医薬品市場の拡大
 - ・原料選定から最終製品までの策揃えを提供
 - ・静岡工場を軸に、欧米の大手製薬会社から医薬品原料・中間体の安定受注を拡大
3. HBC事業
 - ・インバウンド需要、機能性表示食品の拡大
 - ・日本ブランド製品の海外市場開拓
 - ・アプロスの「シルキーカバーオイル」の拡販
4. 化学品事業
 - ・アジアの電子部品市場の拡大
 - ・ICチップ抵抗向けスズめっき(メルプレートSNシリーズ)、半導体向け無電解めっき(UBNプロセス)で、世界No.1の確保、プリント配線板向け硫酸銅めっき(ルーセントシリーズ)の拡販
 - ・9つの海外拠点を通じた迅速な対応
5. 食品事業
 - ・食の安全性、輸入原料高への対応
 - ・ポーエン化成による国産、高付加価値原料の受託加工の強化
 - ・マレーシア、インドネシア、中近東へのハラル原料に特化したマーケティング
6. 事業基盤の再整備
 - ・グループの経営管理機能の強化
 - ・人財の育成プログラムと柔軟なワークスタイルの整備

(注)会社公表資料よりアナリスト作成

スタート前の2015年11月期でみると、投下資本は期末ベースで209億円であった。今後どの程度の投資とそれに伴う運転資本が必要かに依存するが、この時点でみればROIC 4%は税引後営業利益8.4億円、7%で14.6億円、10%で20.9億円に相当する。それをROEでみれば、各々4.9%、8.4%、12.1%に相当する水準である。

2015年11月末の自己資本172億円に対して、ROE 8%というのは経常利益で21億円前後に相当する。今後自己資本が積み上がっていくので、自己資本200億円に対して、ROE 8%とすれば、経常利益で25億円を目指す必要がある。

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。

第1フェーズの中期3カ年計画では、まずターンアラウンドを図る

4つのiに対しては、1) Intelligence：「策揃え」企業、2) International：海外市場への事業展開、3) Innovative：ナンバーワン製品・事業、4) Investment：資本効率を意識した事業運営をベースに基本戦略を具体化する。

「策揃え」企業とは、品揃えと客揃えのマッチングをするだけでなく、顧客の課題を解決することで、価値を提供することを意味する。

ナンバーワン製品・事業とは、マーケットの成長性が高く、相対的シェアも高い領域においてニッチトップを目指す。海外展開では、メルテックスのアジア拠点やイワキの海外拠点を活かして、グループとしての販売や製造を目指す。

資本効率では、ROICを重視して、これをKPIとして4つのセグメント、10のビジネスユニットに用いていく。ROICのツリー展開でビジネスの効率と収益性を高めていく。

一方で、100年企業としての文化や価値観を共有して、1つのチームとしての一体感を持ち、カスタマーファーストを貫くなど、失ってはならないものは大事にしていく。この3つの111も大事にするという意味も込めている。

セグメント別中期3カ年計画

新セグメント	(億円)			
	2015.11 (実績)	2016.11 (計画)		2018.11 (計画)
医薬・FC事業	196	200	213	215
HBC事業	226	240	223	255
化学品事業	73	65	53	80
食品事業	38	40	38	50
売上高合計	554	560	551	600
営業利益	5.6	8.5	9.8	12.5
ROIC	1.7	2.8	3.2	4.0

(注)2016.11期 1年目、2018.11期 3年目。

バリューチェーンに沿ってマネジメント組織を再編

2016年11月期より新しい事業セグメントに変更した。1つ目は、医薬・FC事業部である。ここには医療用医薬品、医薬品用原料が入る。FCはファインケミカルの略称である。その他にあった医療機器の販売もここに入る。2つ目は、HBC事業部である。HBCはヘルス&ビューティケアの略で、ここには一般用医薬品の卸売、化粧品原料、機能性食品が入る。従来、その他にあった化粧品・健康食品の通販事業部も入る。3つ目は、化学品事業部で、ここは従来の化成品と大部分は変わらないが、その他にあったプリント配線板等の製造プラントも入る。4つ目は、食品事業部である。従来の食品原料がそのまま残る。

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。

この再編は事業のバリューチェーンを重視して、それに従って事業部を組み直したものである。開発、仕入れ、製造、販売までの流れに沿って事業を見直し、事業担当の責任者も明確にした。化学品事業部はすべてがメルテックスである。従来イワキ本体にあった表面処理薬品の原料等の販売もメルテックスに移し、効率化を図った。

事業をセグメント別バリューチェーンに分けてみると、医薬品原料、化粧品原料、化学品原料、食品原料などの原料流通が全体の43%を占めている。一方で医薬品の卸は一般用医薬品を入れても10%以下に留まる。その意味において、当社は原料商社である。

ビジネスユニット(BU)別事業構成

(億円、%)

2016.11期		サプライチェーン別					合計
		原材料製造 →	流通(原料) →	製品製造 →	卸売(製品) →	小売 →	
事業部別	医薬・FC事業	原料薬品BU 34	112	医薬品BU 61	その他特約BU 10		217 [39]
	HBC事業	—	HBC原料BU 100	—	ファルマネットBU 102	オリジナル製品BU 21	223 [40]
	化学品事業	表面処理薬品BU 34 表面処理設備BU 13	スペシヤリティマテリアルBU 5	—	—	—	53 [10]
	食品事業	13	食品BU 24	—	—	—	37 [7]
	その他	—	—	—	動物医薬 20	調剤薬局 3	24 [4]
	合計	95 [17]	242 [43]	61 [11]	132 [24]	25 [5]	552 [100]

(注)BUはビジネスユニット、カッコ内は構成比。その他はBU外、調剤薬局は2016.11期に売却済み。

ビジネスユニットごとにROICを追求

2016年11月期のROICは3.2%と、前期の1.7%から着実に改善した。まだ水準は低いですが、上向き方向にある。投下資本についても、遊休資産(土地や有価証券)を処理し、209億円(前期末)から2016年11月末では196億円に圧縮が進んでいる。

事業別、さらにその中のビジネスユニット別にROICをベースにした管理会計を作っている。そうすると、使っているアセットに対してどのくらいのリターンを上げているか、ということがはっきりしてくるので、利益の絶対額や売上利益率とは違った認識が出てくる。着実に手を打っており効果を上げている。

当社が所有し、その他事業に位置付けていた調剤薬局(パートナー・メディカル・システムズ、PMS)を2017年1月に徳永薬局(東京、神奈川で55店舗)に譲渡した。PMSは3店舗を所有し、年商3億円、収支トントンというレベルであった。

それ以外にも遊休資産(旧仙台支店)や有価証券(ゴルフ会員権も含む)の売却で1.5億円の投下資本の削減を行った。2017年11月期も、引き続き遊休資産の売却、事業拠点の効率化、債券、固定資産の流動化などを検討していく。

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。

ROICの向上								
	(%)							
	2011.11	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11(予)	2018.11(予)
ROIC	3.8	3.6	3.2	2.6	1.7	3.2	4.5	6.0
ROE	12.1	4.7	4.6	2.9	-0.8	-3.5	6.5	6.8

ROIC=営業利益/投下資本×(1-実効税率)
 投下資本=売掛債権-買掛債務+棚卸資産+固定資産
 投下資本 2016.11期末 196億円(2015.11末 209億円)

(注)(予)はアナリスト予想

化学品事業で減損を実施

2016年11月期に化学品事業で10.4億円の減損を実施した。この事業の総資産も78億円から58億円(2016年11月末)に減少した。化学品の減損10.4億円の内訳は、土地で-5.7億円、機械装置工具備品で-2.7億円、建物・ソフトウェア他で-1.8億円であった。

これは投下資本の改善を意味する。これによって、2017年11月期の化学品事業の減価償却は、1.6億円(2016年11月期3.2億円)に半減し、その分収益性は改善してくる。化学品は2017年11月期で収支トントンを目指し、来期には黒字化してこよう。

収益構造の改革

経営方針としては、事業基盤の強化と収益構造の改革がテーマである。1つは、事業の4本の柱を太くしていくことである。政府はジェネリックの使用促進に向けて、ジェネリックの数量シェアを80%以上にするという目標を設定している。それに対応するジェネリックの強化では、医薬品も原料も伸ばす。

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。医薬品の原料の仕入れでは、30%は岩城製薬で、その他に国内60%、海外10%という構成である。品質保証の重要性が問われるので、中国、インドから直接輸入して安く販売するというわけにはいかない。必ず品質の確認と保証が必要になる。そこに当社の役割が生きるわけである。また、医薬品原料は海外販路の拡大も目指し、海外からの輸入にも岩城製薬を活かす。

2つは、利益面でOTCの卸の収益性を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。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るが、今のところやめられない。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おり、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。化粧品原料では、アジア地域への拡大で強化を図る。機能性食品原料は伸びが見込める。機能性食品は健康食品メーカーへの拡販に努める。

3つ目は、化学品の収益性改善である。化学品は、以前に比べて国内での成長性は低くな

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。

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、エンソン自身が他社に買収されていく中で、新しいものは出ていなかった。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。アジアに出ていく必要があり、その体制を整えている。

ジェネリック原料がリード

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現在の60%台から2020年には80%に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。

そこでのポイントは、ジェネリック医薬品原料の信頼性保証である。米国ではインスペクション（検査）を国がやっているが、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。

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。当社は皮膚病用のジェネリック医薬品外皮用剤では、薬価収載の品目数でトップクラスである。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注力している。

一般用医薬品の卸では、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。

子会社に動物用の薬品を扱っている販売会社が2社あるが、千葉にある販社（販売会社）は豚や鶏用を扱っており、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、販社を統合する必要はない。

動物用医薬品の今後の展開は厳しい。北海道と千葉に拠点を有するが、牛などの大型動物用、鶏などの小型動物用医薬品メーカーが業界再編の中で減少しており、その医薬品の取り扱いも今後減る可能性がある。外資が強い分野であるので慎重にみておく必要がある。事業としては、その他に位置付けられている。

岩城製薬における設備投資ではEHSにも注力

製薬工場では、EHS（環境、健康、安全）投資に力を入れている。欧米医薬品企業からの原料の受注生産に当たっては、環境に配慮した工場、従業員が健康に安全に働いているかが問われる。そのための整備にここ数年は力を入れて、顧客ユーザーの規準に合致するよう

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。

な対応を進めている。

ここ数年の増産対応の設備投資は一巡している。ジェネリック医薬品の成長は今後とも期待できる。岩城製薬はジェネリック外皮用剤では80品目を取りそろえ、品揃えNo.1と高い評価を受けている。大田区の蒲田工場で増産体制を整えた。軟膏、クリーム、ローション剤などの仕込み、チューブ、充填工程に投資し、能力を増やしている。

ジェネリック医薬品の利用は日本全体で数量ベース約60%であるが、外皮用剤関連は20%とまだ低く、金額ベースでも1割程度とみられる。今のペースでいくと、当社のジェネリックも毎年20%の能力アップが必要であり、仕込みと充填のバランスを図っていくことが重要である。

また、岩城製薬は、化粧品分野でも新しい展開を見せている。資生堂の医療機関向け化粧品（「NAVISION」、「NAVISION DR」）の発売元として、卸を通さず、医療機関（病院、クリニック）に販売している。当社は皮膚の薬を得意としており、すでにナビジョンの専任営業において、1300の医療機関に販売している。ここでは、国内シェアNo.1である。

ナビジョンは資生堂とコラボ（協働）している。医療機関でしか販売できない。医療行為として皮膚をきれいにしていく。医療用については、当社が代理店となっている。市場は狭いが、信用が大事なので着実に伸ばしていく方向だ。

さらに、静岡県掛川にある静岡工場のジェネリック医薬品向け原薬の強化も逐次行っている。また、2020年に特許切れとなる医薬品のジェネリック原薬の選定も行っており、将来は棟の建設も必要になる。さらに、輸入原料の活用による競争力の強化も図る方向で、原薬の商社機能にも一段と力を入れている。

ジェネリック用の輸入原料については、大型新薬の patents 切れが相次ぐので、その準備が必要である。5年で20品目以上の patents が切れてくる。そのため、ジェネリック薬品にとってはチャンスである。当社としても、岩城製薬で生産できるものについて、優先順位をつけていく。それ以外については、海外メーカーで生産される原料を当社が輸入するという連携をいち早く強化していく方針である。

設備投資の動向

(百万円)

	2011.11	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11(予)	2018.11(予)
設備投資	780	963	752	825	985	482	500	800
内部資金	2149	1233	1322	1110	602	152	1420	1680
内部留保	1448	493	543	252	-344	-792	640	880
減価償却	701	740	779	866	946	944	780	800

設備投資はキャッシュ・フローの範囲内

運転資本については、HBCや化学品ではさほど問題にならないが、医薬品・FC事業について

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。

では、医薬品の特性で、売上高が伸びると、支払条件の関係で増加運転資金が発生してくる。それでも、設備投資が償却の範囲内にあるので、全体としては外部借入にさほど頼る必要はないといえる。

設備投資については、2013年11月期はタイの現地工場への出資、2014年11月期は岩城製薬のジェネリック医薬品関連の増強が主力であった。2013年11月期設備投資は752百万円であったが、このほかにメルテックスアジアタイランドへの出資が6億円ほどあった。これはタイ工場への設備資金である。その意味では、この期の設備投資は実質的に13億円程度であった。

バランスシート

(百万円、%)

	2011.11	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11
現預金	4466	4327	3726	4223	4562	4175
受取手形・売掛金	14355	14250	15809	16803	14801	15588
棚卸資産	4428	4385	4571	4998	5246	4683
その他流動資産	752	709	818	1122	643	609
有形固定資産	7460	7479	7405	8048	8111	6685
無形固定資産	273	340	351	311	246	79
投資その他資産	3294	3692	4887	4090	4428	4008
資産合計	35031	35185	37569	39598	38040	35828
支払手形・買掛金	11146	11414	12229	12492	11979	11406
短期借入金	2962	2362	2658	3730	2287	2060
その他流動負債	2295	1950	2172	2411	2509	2516
長期借入金	1477	1315	1157	927	1040	980
その他固定負債	2001	2372	2580	2776	2869	2634
負債合計	19881	19413	20797	22336	20682	19596
株主資本	15023	15514	16054	16235	15926	15112
その他包括利益	126	257	717	1026	1432	1115
純資産	15150	15771	16772	17261	17358	16231
自己資本比率	43.2	44.8	44.6	43.6	45.6	45.3

2014年11月期の設備投資は820百万円（前期752百万円）であった。これに対し減価償却は866百万円（同779百万円）であるから、投資負担はさほど重くない。設備投資の主力は岩城製薬の設備増強で、2015年11月期も同じペースの投資が続いた。

投資の中身では、チューブ充填や打錠用設備への投資が増えた。岩城製薬の蒲田工場は、外皮用剤のチューブ充填機に続いて、打錠機やローション充填機を入れた。医薬品原料を生産する静岡工場も能力アップを図っていく。また、メルテックスでも新製品対応の設備投資が増えている。

キャッシュ・フローを見ると、2012年11月期はフリー・キャッシュ・フローがかなり出たので、その分を借入金の返済にまわした。2013年11月期は、岩城製薬の設備増資やメルテックスのタイ工場の新設など、設備投資がかなり増えたので、これまでの蓄積を取り崩して対応した。2014年3月期は、内部資金（内部留保＋減価償却）で賄うことができる水準ながら、運転資金の発生次第で外部借入が必要になった。今後とも設備投資に伴う資金的な

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。

負担はさほどないとみてよい。

キャッシュ・フローの推移

	2011.11	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11
営業キャッシュ・フロー	1707	1603	514	423	2448	953
税引後当期純利益	1700	627	725	525	196	-513
減価償却費	701	740	779	866	946	944
負ののれん益	-1172	0	0	0	0	0
売上債権の増減(一は増加)	-7	112	-1532	-904	2009	-787
投資キャッシュ・フロー	138	-683	-962	-607	-337	-573
有形固定資産の取得	-610	-508	-374	-534	-537	-584
有形固定資産の売却	861	168	54	80	0	98
子会社株式の取得	0	0	-501	0	0	0
フリー・キャッシュ・フロー	1843	920	-448	-184	2111	380
財務キャッシュ・フロー	-845	-1073	-170	438	-1734	-838
有利子負債の増減	-615	-762	138	842	-1330	-287
配当金の支払い	-171	-235	-201	-252	-201	-199
現金等期末残高	4337	4191	3595	4006	4382	3950

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

HBC で天然由来の界面活性剤に参入～画期的なオープンイノベーション

HBC 分野で、新たなオープンイノベーションが具体化した。天然の界面活性剤に参入した。シンガポールに本社を置くアライドカーボンソリューションズ(ACS)社と資本業務提携して、化粧品、食品分野に展開している。

マファという植物の実には通常の食用ではないが、これを原料に天然の界面活性剤を製造する画期的な方法を ACS 社が開発した。シンガポールに本社をおくが、日本人社長を中心にした 6~7 人のベンチャー企業である。

従来から天然界面活性剤についてはよく分かっており、ニーズもあったが、とにかくコストが高かった。それを従来の 10 分の 1~20 分の 1 のコストに下げることができた。

今までの天然由来の界面活性剤は、菜種やオリーブなど食用植物を原料としている。マファはインドに普通に自生しているが、苦いため食用には適さない。これを原料に、インドの医薬品会社の空いている製造ラインを利用して、自然発酵で界面活性剤に仕上げる。

界面活性とは、シャンプーなら水に馴染んですぐ溶けると同時に、汚れの油に馴染んですぐ流せるようになる。化粧品や食品なら、乳化剤や保湿剤として普通に使われている。天然由来なので、お肌にやさしいという特性が注目される。まずは、自然派化粧品に用途開発が進みそうである。コスト競争力があるので、従来の医薬品、化粧品分野マーケットの 5% がこの天然由来に代替できるとすると、年間 5500 t、125 億円の需要が見込めることになる。

当社は、従来から化粧品原料という分野で、界面活性剤については十分な知見があり、販売ネットワークもすでに持っている。ここに世界に通用するオリジナル商品が展開できるので有望である。すでにマーケティングに入っており、化粧品メーカーからの反応もよい。

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。

この天然界面活性剤は、製造特許は申請しているが、成分特許については、申請していない。タンクで発酵させる時の微生物の種類にノウハウがあるので、秘密にしている。

こうした技術は約30年前から知られているので、最近ドイツの会社でも天然由来で生産に入るといった話が出ている。ただ、ACSはコスト優位性を有し、世界で最も先行している。3~5年の先行性があると、岩城社長はみている。

ACSとの資本業務提携について、当社の出資比率は公表されていないが、マイナー出資に留まっている。販売に当たっては、内外での優先販売権を得ており、生産能力についてもフレキシブルに対応できるので、需要が拡大したとしても、インドから十分供給できる。

天然界面活性剤は、国内外の化粧品メーカー100社にマーケティングを行い、50社にサンプル提供を行った。現在1社の採用が決まり、35社が評価中である。今後、さらに採用が進むものと期待される。2017年11月期には一部売上げが立ってくるものと期待される。3年のスパンでみると、HBC事業の1つの柱に育ってくる可能性がある。

健康食品の規制緩和が貢献

子会社のポーエン化成を活用し、コラーゲンなどの健康食品（サプリメント）を充実させている。ポーエン化成は、食品用のエキスを製造している。コラーゲンは豚皮をベースの自社で生産したものである。エキス製造のプロセスから生じる副産物の活用である。

機能性食品の原料について、当社は品揃えと取扱いの量において、日本トップクラスである。健康食品における機能性食品表示制度が2015年4月からスタートした。これまでの健康食品は「〜に効く」といった効能の表示はできなかった。基本は食品であり薬ではないので、「1回何錠」というような表示もできなかった。

今回から健康効能を食品に表示しやすくなった。内臓脂肪を減らす、脂肪の吸収を抑える、肌の乾燥を緩和する、など効能の表現が分かりやすくなる。当社の原料にも動きが出ている。この制度によって機能性食品の需要に一定のインパクトが出ているので、プラスの効果が期待できよう。

特保（特定保健食品）については、一定の効能を表現することはできるが、そのためのエビデンス（科学的根拠）を得るためにデータを集め、分析・解明し論文の提出をする必要がある。かなりの期間とコストがかかる。今回の新たな機能性表示については、特保と同じく消費者庁への申請は必要であるが、科学的根拠など一定の条件をクリアすれば機能性表示ができるようになった。ここがはっきりしたので、業界では、開発、マーケティング、販売、宣伝に注力する企業が増えている。

化学品はライセンス製品から自社技術製品へのシフト

化学品では、従来品から新規導入や自社製品への切り換えが進みつつある。実際、表面処理薬品中の新製品ルーセントカパーシリーズ（硫酸銅めっき添加剤）は販売が伸び始めてお

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。

り、2016年11月期に比べて、倍増が見込まれる。顧客も15社から32社へと増えつつある。これは、電子部品等で、精密で穴が深く小さい基盤であっても、高い電流密度が得られ、高性能が実現できる。世界トップレベルの品質性能となる。

メルテックスの新製品投入

分野	用途	品目数
半導体	硫酸銅めっき添加剤	2
プリント配線基板	硫酸銅めっき添加剤ルーセントカッパーシリーズ	5
	プリント配線板用脱脂剤	2
	微細配線用銅表面粗化剤、電気ニッケル液	3
電子部品	すずめっき液	5
	電気金めっきアウルナシリーズ	6
装飾・一般	銀めっき液、クロムめっきミスト防止剤	2
計		25

(注)2015年から投入開始

1年で25品目の新製品を出した。錫めっき液のメルプレートSNは世界No.1であり、硫酸銅めっき添加剤も世界No.1が狙える。ニッチでも世界トップクラスの商品で攻めていく方針である。化学品の25品目は、内外の化学メーカーと新たに提携した製品も多いが、粗利率はこれまでの導入品より圧倒的に高い。2年後にこれらの新製品がユーザーに受け入れられていけば、化学品の収益力はかなり改善してこよう。

海外ライセンス品を自社主導の製品に切り替えているが、品質に問題はない。しかし、めっき材料なので継続性の観点から一部の顧客を失う可能性もある。一方で、テリトリーの制約がなくなるので海外でも自由に販売でき、ロイヤリティがなくなるので採算は改善する。

メルテックスはもともと米国からの輸入販売から事業をスタートさせ、これまではライセンス生産を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を約2割売ってきた。

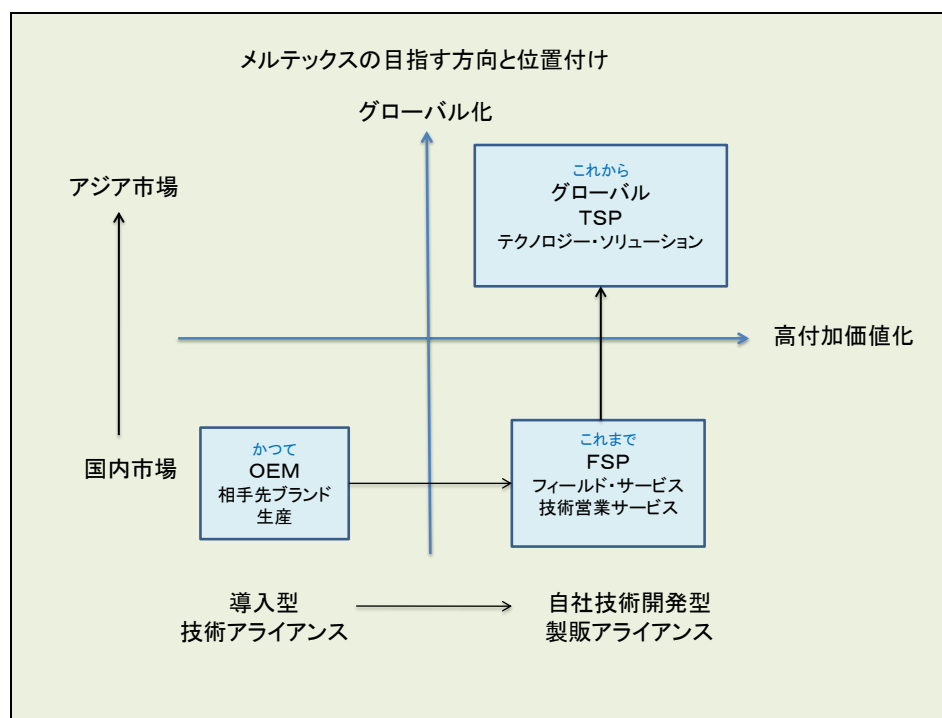
この比率をいかに下げ、自社製品比率を上げていくかが重点施策であった。自社製品比率30%は今後大幅に上昇しよう。また、海外売上比率の向上も目指している。ここでいう海外売上比率には社内的に国内輸出と分類している売上（日系企業の海外工場への売上）を含んでおり、海外への直接輸出と国内輸出の合算値ベースでの目標である。

新製品では、ルーセントカパー（プリント配線板向け硫酸銅めっき）は内外17社、25ラインに採用されている。メルプレートSN（電子部品向けすずめっき）は、大手海外メーカーに採用済みである。これ以外にも評価試験中の顧客が多数あり、電子部品向け金めっきも大型の採用を目指している。スマホ向けが有力である。

また、日立化成と提携しており、基盤材料のビジネス化も別途検討している。今後は化学

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。

品で、当社の技術を活かしつつ、新しい原料素材(マテリアル)に参入していく方針である。



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。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) 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。コア技術・製品群の育成では、電子部品・半導体向けめっき、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。

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

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。

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。海外でのプレゼンスの向上には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。

化学品の海外市場を開拓

メルテックスの古橋社長は、2015年2月に就任した。同業他社からのスカウトで、営業出身のマネジメントである。かつてメルテックスの社長であった岩城社長が会長に就いている。

化学品については、アジア展開に力を入れている。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。台湾、香港に加えて、タイに現地法人、中国の天津と韓国に販社を作った。韓国の販社は、それまで日本から営業していたものを現地から直販し、サービス体制も強化した。

生産体制の再構築では、国内生産の絞り込み、アジアでの生産化、計画調達の強化、在庫回転率の向上などを実行した。表面処理薬品は熊谷と四日市で生産しているが、販売先である日本の電子部品メーカーの海外生産シフトに対応して、タイ工場を立ち上げた。海外販売比率が高いものから移管している。原材料の現地調達によって、生産コストの低減を目指す。品質は一定の水準に達しており、韓国への販売も行っている。自社製品で量も伸びつつある。

海外拠点の強化

2015年10月にベトナムで駐在員事務所を開設したが、1年足らずで閉鎖した。化粧品を展開を検討していたが、東京からでも十分対応できることになったからである。

海外拠点は、タイ（メルテックス製品の製造、販売）、香港、深圳、天津、韓国、台湾（いずれもメルテックス製品の販売）、上海（プリント基板の製造プラントの生産、販売）と、ほとんどがメルテックスの事業である。

メルテックス中心の海外拠点も、これからはグループ全社的に活用して、イワキのグローバル展開に広く活用する方向である。中国への展開では、日系企業は別にして、台湾や香港の企業と組んで事業リスクの分散を図っていく。

5. 当面の業績 収益構造改革が本格化、今2017年11月期はピーク利益を更新へ

2011年11月期はメルテックスの子会社化で過去最高の業績を達成

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%）、を達成した。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

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。

の寄与にあった。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た。負ののれん益が発生した理由は、メルテックスの資産を安く買うことができたので、これによって特別利益が発生した。配当について、メルテックスの合併に伴う特別配当を 1.0 円プラスして年 7.0 円とした。

その後は電子部品用表面処理薬品の業績悪化が響いた

2012 年 11 月期は、売上高 51953 百万円（前年同期比-3.4%）、営業利益 1126 百万円（同-7.3%）、経常利益 1303 百万円（同-2.1%）、当期純利益 739 百万円（同-54.7%）となった。小幅ながら減収減益となった要因は、医薬品での不採算取引の削減、ジェネリック向け医薬品原料の増加はあったものの、表面処理薬品を主力とする化成品の大幅減益が響いた。電子部品関連の需要不振と海外シフトの影響による。

2013 年 11 月期は、売上高 52465 百万円（前年度比+1.0%）、営業利益 1007 百万円（同-10.6%）、経常利益 1154 百万円（同-11.4%）、当期純利益 754 百万円（同+2.1%）となった。セグメント別の業績をみると、医薬品の業績は大きく改善し、主力の医薬品原料も着実に伸びた。一方で、化成品は大きく悪化し、赤字幅が拡大した。食品原料も減益となった。

2014 年 11 月期は、売上高 54145 百万円（前年度比+3.2%）、営業利益 890 百万円（同-11.6%）、経常利益 971 百万円（同-15.9%）、当期純利益 505 百万円（同-33.1%）となった。減益要因の 1 つは、化成品分野の子会社メルテックスの海外子会社 5 社を連結に入れたことによる。メルテックスの海外子会社は、まだ売上が十分たっていない。費用先行で、利益面では 2 億円ほど赤字になった。タイの工場を始め、まだ先行投資期であった。

為替変動の影響

イワキ単体では、円安がマイナスに響いた。2014 年 11 月期は欧州からの輸入原料で 1 億円ほどマイナスになった。岩城製薬も輸入原料高のマイナスが 1 億円ほどあったが、これは生産効率のアップなどによって吸収した、メルテックスは輸出があるので、ここは 0.6 億円ほどプラスに働いた。トータルとしては利益面で多少マイナスになっている。

医薬品原料は中国からの輸入も多く、為替の影響とは関係なく価格交渉をする必要があり、値上げ要請がきつい。一方でメルテックスの輸出は、円安になって採算性がよくなっている。

2015 年 11 月期は化学品の切り替え期で負担増

2015 年 11 月期は、売上高 55422 百万円（前期比+2.4%）、営業利益 559 百万円（同-

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。

37.2%)、経常利益 694 百万円 (同-27.8%)、当期純利益-143 百万円となった。

営業利益は大幅減益となった主因は、化成品のセグメント利益が前期の-94 百万円から-565 百万円へ、471 百万円も赤字幅が拡大したことによる。メルテックスの海外子会社の立ち上げ負担とその連結化、主力商品のライセンス生産から自社製品への切り換えが大きく影響した。また、当期純利益が赤字となったのは、化成品事業の見直しによる繰延税金資産の取り崩しがあったため税負担が重くなったことによる。

セグメント別業績

(百万円、%)

	2015.11			2016.11		
	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率
医薬・FC事業	19427	924	4.8	21328	1292	6.1
HBC事業	22540	184	0.8	22281	74	0.3
化学品事業	7304	-556	-7.6	5331	-434	-8.2
食品事業	3843	-9	-0.2	3778	-5	-0.1
その他	2306	15	0.7	2402	49	2.1
合計	55422	559	1.0	55121	977	1.8

2016 年 11 月期は増益に転換～但し化学品は減損を実施

2016 年 11 月期は、売上高 55121 百万円 (前年度比-0.5%)、営業利益 977 百万円 (同+74.6%)、経常利益 1071 百万円 (同+54.3%)、純利益-593 百万円 (前年度-143 百万円) となった。純利益がマイナスとなったのは、減損が 1043 百万円発生したことによる。

営業利益が+418 百万円となった主因は、医薬・FC 事業のセグメント利益が+368 百万円増えたことによる。医薬品・FC ジェネリック向けが原料・製品ともに伸びている。採算のよい新規原料も伸びており、これがプラスに働いている。医薬品の原料では、提携しているグレンマーク社 (インド) のものが好調である。主力の外皮用剤などの医薬品 (ジェネリック) も順調に伸びている。外皮用の塗り薬は量的に伸びている。夏が暑いと外皮用の販売は伸び、出荷は順調であった。

HBC 事業は、ドラッグストア向けの一般用医薬品がインバウンド需要の反動減で大幅に減って、元に戻った。前期好調であった機能性食品原料や化粧品原料で、インバウンド対象商品の減少の影響をかなりうけた。一般用医薬品 (ドラッグストア向け) は横這い圏であったが、通販化粧品が広告宣伝費を積極的に投下したので、利益面は前年比で減少したが、通販の売上は好調であり、PR 効果は効いてくるので先行きに心配はない。

化学品事業は、大底は打ったが、回復テンポは鈍かった。新製品のマーケティングに力入れているが、その採用に遅れがみられ、当初計画を下回った。売上高の半分を占めていたローム&ハース (ダウケミカル) との提携満了で、自社製品や新しい導入製品に換えているが、

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。

採用に時間を要している面がある。方向は定まっているので、本格回復はこれからである。

メルテックスの子会社である TCM 上海（弘塑電子設備）が 2Q より連結に入った。プリント基板の製造プラントを手掛けている。従来から子会社であったが、ここに来て中国本土向け日系企業への販売が伸びて、利益貢献が高まってきたので、連結対象に入れた。営業利益で 50 百万円程度の貢献をした。

食品事業は、まだ赤字を脱しきれなかった。食品全体は伸びていないが、中身では付加価値の高い製品にシフトしており、利益率を改善させようとしている。農産加工品の新規受注はとれているが、受託加工が低調であった。食品ではハラル対応にも力を入れている。

その他には、コア事業でない動物用医薬品卸売事業（2 社）と調剤薬局事業（3 店舗）があるが、特に負担にはなっていない。調剤薬局は売却した。

1Q は順調にスタート～化学品の赤字が顕著に縮小

2017 年 11 月期の 1Q は、売上高 13091 百万円（前年同期比+2.6%）、営業利益 352 百万円（同+117.7%）、経常利益 406 百万円（同+161.8%）、純利益 541 百万円（同 13.2 倍）と好調であった。

化学品の赤字が大幅に縮小したこと、ジェネリックの医薬品原料が伸長していることによる。経常利益では為替差損がなくなったことも寄与した。純利益は投資有価証券を逐次整理していることや遊休資産の売却による特別利益が上乘せしている。

セグメント別にみると、医薬・FC 事業の営業利益は 320 百万円（同+16.1%）であった。ジェネリック向けの原料や医薬品が伸びている。原料では一部販売先の在庫調整などにより、動きが鈍った面もあった。

1Qのセグメント別業績

	2016.11 1Q			2017.11 1Q		
	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率
医薬・FC事業	4722	276	5.8	4890	320	6.6
HBC事業	5244	37	0.7	5418	31	0.6
化学品事業	1334	-147	-11.1	1390	-2	-0.2
食品事業	836	-12	-1.4	940	-2	-0.2
その他	566	8	1.5	450	2	0.7
合計	12753	161	1.3	13091	352	2.7

HBC 事業の営業利益は、31 百万円（同-15.1%）となった。インバウンド需要の一巡によって、化粧品原料は低調であった。機能性食品原料は自社原料、自社企画品が堅調であった。一般用医薬品（OTC）は PB 商品の提案や越境 EC 向け販売で多少成果がみられた。化粧品の通販は、広告出稿が先にズレ込んだ面もあるが好調であった。

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。

化学品の営業赤字は、-2 百万円（前年同期-147 百万円）と大幅に改善して、黒字化に今一步まできた。売上高が+4.2%と伸びており、新製品の販売が次第に効いている。また、前期の減損でコストが下がっていることも寄与している。

表面処理薬品では、新製品の販売に力を入れ、車載用での実績作りが徐々に進みつつある。海外では大手プリント配線板メーカーへの新規採用があったが、見込んでいた大型案件は少し先にズレ込んでいる。

表面処理設備では、日本、韓国に次ぐ第3の柱にすべく、中国に力を入れている。中国への販路を確保し、設計技術者も上海の工場に駐在させるようにした。ただ、中国市場の動きは低調であった。

食品事業の営業赤字は-2 百万円（前年同期-12 百万円）と、赤字が縮小した。ここでは、主力の天然調味料や農産加工品の新規受注に力を入れている。その他の営業利益は2 百万円（同-65.0%）と落ち込んだ。これは主に前期の反動によるものである。

営業外に含まれる持分法投資利益は、食品事業に関わるボーエン化成によるもので、この1Qはプラスに転換した。特別利益では、遊休資産であった土地の売却や先方の要請で売却した株式による利益が全体で295 百万円ほど発生した。

今2017年11月期の業績はピーク利益更新へ

2017年11月期の会社計画は、売上高58000 百万円（前年度比+5.2%）、営業利益1360 百万円（同39.2%）、経常利益1400 百万円（同+30.6%）、純利益840 百万円（黒字化）である。

今期は、過去17年で最高の売上げとなり、利益はピーク利益を更新しよう。ジェネリック医薬品の原料、製品が好調なことによる。足を引っ張っていた化学品の負担も大幅に減ってくる。通販のアプロスが10%の売上高営業利益率を上げていることも寄与している。

ジェネリック医薬品の需要拡大は2020年に向けて続くので環境はよい。ジェネリック関連は順調に拡大しよう。ジェネリックが追い風とはなっているが、もう一段、独自原料、独自医薬品の伸長が望まれるところである。原料では中国産の開拓に力を入れており、インドのグレンマーク社のものにも力をいれている。医薬品では自社生産と共に、外部への委託生産も増やしており、全体のバランスをとっている。設備投資は通常ベースの投資に加え、EHS投資も継続しているところである。また、ジェネリック医薬品では、調達原料メーカーの監査に力を入れている。品質保証を徹底するという観点で強化している。

HBCで通販などが貢献度を高めてこよう。化粧品に通販が伸びている。主力のシルキーカバー（毛穴や小じわをカバーするファンデーション）などの基礎化粧品に加えて、新商品のオールインワン化粧品を拡販していく。

『泡立つホワイトパック』も好評である。シュワシュワと弾ける高濃度炭酸がメラニンを含む古い角質や毛穴の汚れを浮き上がらせてきれいに取り除く。これも含めて、子会社アプロスの年商は目標の20 億円を超えて、利益への寄与度も高めてこよう。

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。

界面活性剤も立ち上がってくるものと期待される。界面活性剤は、有償サンプルがいろいろ出ており、韓国では一部の採用が始まった。

セグメント別業績予想

	2015.11		2016.11		2017.11(予)		2018.11(予)	
	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
医薬・FC事業	19426	923	21328	1292	22000	1350	23000	1400
HBC事業	22538	185	22281	74	23500	100	24000	200
化学品事業	7302	-555	5331	-434	6300	-110	7000	160
食品事業	3842	-9	3778	-5	3900	10	4000	20
その他	2305	14	2402	49	2300	10	2000	20
合計	55413	558	55121	977	58000	1360	60000	1800

化学品では単月黒字の定着を目指して、赤字がかなり縮小してこよう。新製品の採用には時間がかかるが、化学品は黒字化が見えてきた。新製品の採用が遅れている面はあるが、市場開拓で負けているわけでない。一方、海外については、新規需要の獲得にもう一段力を入れていく必要がある。表面処理薬品は全体の2割が車用として使われてきたが、新製品での実績作りも始まろうとしている。タイの現地工場は稼働率も上がっており、収益性は改善している。

化学品の収益改善が進展しており、業績はいい方向に向かおう。化学品が赤字を縮小すると会社全体の営業利益は13~15億円、化学品が一定の利益を稼ぐようになれば、15~20億円の利益がみえてくるようになる。そうなれば、ROEで6~7%を狙うことができる。かなり前進できるので、今後の展開が注目されよう。

6. 企業評価 収益力向上の道筋が見えてきた

ジェネリックブームと薬価改定〜次への策揃え

2年に1回の薬価改定が1年に1回になると、小刻みな修正がなされるので、価格引き下げ圧力が高まる公算は高い。しかし、ジェネリック比率を上げるという政策は2020年ごろまでは続くので、量的な拡大は見込めよう。

当社は、医薬品原料から医薬品の製品まで作っているもので、医薬品に関わるサプライチェーンはノウハウとして整えている。CMO(医薬品製造受託)の機能を活用することができる。原料を海外から調達する能力も十分有しているもので、バリューチェーンを海外に広げるこ

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。

とも可能であろう。原料から製品までの価値創造プロセスにおいて、どのような役割を新たなビジネスモデル (BM) として作り上げていくか。

それが、岩城社長が長期ビジョンで掲げている「策揃え」の考え方である。ここに挑戦すべく手を打っていくことになる。

特許係争へのリスクマネジメント

岩城製薬が2012年に発売した乾癬軟膏 (マキサカルシトール) の原料について、中外製薬より特許侵害訴訟が起こされている。原料輸入業者1社とその原料を使用した3社 (うち1社が当社の子会社) が訴えられている。2015年よりその原料は使用していないが、過去の分の特許侵害について争っていたが、2017年3月に4社サイドの主張は棄却されたため、場合によっては一部特別損失が出てくる可能性がある。

ジェネリックに特許係争が付きものであるが、リスクが顕在化することを前提に、そのリスクマネジメントを整えていく必要がある。

収益構造改革へ引き続き挑戦

今回の中期ビジョンと中期計画は分かりやすく、実効性も備わってきた。岩城社長が先頭に立って推進しており、資本市場からみても方向性はみえてきたといえよう。

ROICの改善に当たっては、流動資産の回転率の向上にも力を入れていくが、商社としてファイナンス機能を担っている面もあるので、中身を改めて精査していく。固定資産については見直しを行い、思い切って整理していく方向である。

1つのイメージとしては投下資本 (IC) を200億円に抑えつつ、今後の伸びる分野に投資し、営業利益で30億円、税率35%として税引後営業利益20億円が達成できれば、ROICが10%となる。

今回の3カ年計画は保守的である。化学品事業に抜本的な手を打っており。その成果には期待できるとしても、慎重にみていることによる。もう1つは事業ポートフォリオを見直して、リストラする事業、次の先行投資をする事業に数億円の資金を使う予定なので、その分収益回復の水準は抑えられることになる。それでも、今回の計画は十分達成できよう。

イワキは自社のコアバリュー (SHE+EG) をいかに活かしていくか。ESG (環境、社会、ガバナンス) はもちろん、当社が重視するもう1つのESG (倫理、安全、グッドウィル) をいかに価値創造のビジネスモデルの中に組み込んでいくかが問われよう。

収益低迷の要因は、化学品の内需の落ち込み、医薬品原料の国内競争の激化、一般用医薬品の卸の収益改善の遅れなどにある。今後をみると、1) 医薬品のジェネリック製品を伸ばす、2) 次のジェネリック原料の製販を拡大する、3) エレクトロニクス用化学品の内外での収益力を向上させる、4) 一般用医薬品の卸の収益性を抜本的に見直す、5) また、新しい分野として、天然界面活性剤も期待できそうである。

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。

大事な点は、強みを伸ばすことである。ジェネリック医薬品の自社製品、医薬品原料の自社製品、自社企画品、化学品の高付加価値分野、HBC や機能性食品の新分野などを伸ばし、一般用医薬品卸売事業の収益を浮上させれば、営業利益で17~23億円を出すことができる。そうすればROEで7~8%はみえてくる。この水準を目指すことは十分可能である。そうなれば、PBRも大きく改善されよう。

中長期の企業価値創造に向け、役員報酬制度を連動

取締役向け株式報酬制度と従業員向け持株ESOP信託を導入した。業績と中長期的企業価値向上への意識を高め、経済的インセンティブを向上させようという意図に基づく。

取締役への株式報酬は2つの制度を入れる。1つは、BIP信託（役員報酬ボードインセンティブプラン）である。これは、業績の達成度に応じて、株式の交付及び換価処分金額を給付しようというものである。各事業年度の業績（売上高、粗利率、ROIC）の目標に対する達成度をベースにする。中期3カ年計画を1つの期間とする。

もう1つは、RS報酬制度（譲渡制限付株式報酬制度）である。当社は、役員退職金制度をかなり前に廃止している。今回、期間5年制限付の株式報酬を取り入れることで、中長期の株式価値向上を目指すような報酬にもっていく。

いずれも業績向上のインセンティブを高め、株主との価値共有を図ろうというものである。経営改革の面で大いに注目できよう。

社員に対しては、従業員持株ESOP信託が4月よりスタートした。従業員持株会により積極的に自社株を所有してもらい、中期的な企業価値向上のインセンティブを高め、成果を分かち合うという意図を有する。

自己株式の取得を実施

株主還元では、年6円の配当、総額2億円に対して、自己株の取得約50万株、1億円を2016年4月に実施した。遊休資産の売却1.4億円からの株主還元である。

4月に自己株式の取得は、49.9万株（自己株を除く発行済株式数の1.48%）を2週間で取得した。総額105百万円、平均単価210円であった。当社の1株当たり純資産は504.4円であるから、株価はそれをかなり下回っている。

中期計画を発表し、そのスタートを切ったが、収益力の向上に向けて、マネジメントとしての意思を示したものといえよう。後の業績の回復テンポが注目される場所である。

配当の考え方～安定配当の次に

配当については、まずは安定配当をベースに、収益力の向上が実現する中で、次の考え方を固めていく方向である。ROICベースのマネジメントを展開しているので、いずれROEにも一定の効果が表れてくる。その上で、DOE（自己資本配当率）などの方針を固めていくこ

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。

とになる。

ROE 8%へ向けて～改革が本格化、成果に期待

10年の中長期ビジョン、その第1期3カ年計画の2年目を走っている。1)1年目は医薬・FCが計画を上回り、化学品が想定より時間を要したが、ようやく弾みがつきつつある、2)10年ビジョンはテールヘビーの計画となっているが、それに向けた仕込みは進みつつある。つまり、業績は予想を少し上回るペースで進捗しつつ、次の展開に向けた事業の仕組み（ビジネスモデル作り）への布石も着々と進めているといえよう。

今回の中期ビジョンはROICをKPIとしているので、そのプロセスにおいて経常利益25億円がみえてくるかどうかポイントであろう。そうすればROEも8%に乗せてくるので、企業価値創造という観点で見た時、第一のハードルはクリアできる。収益源としては、医薬品原料、HBC新製品、化学品、機能性食品の成長が期待できる。その実行戦略が具体化しており、逐次成果を出して来よう。道筋が見えてきたので、企業評価をBとする。（企業評価の指標については表紙を参照）

5月8日の株価をベースにすると、2017年11月期予想ベースでPER 10.0倍、配当利回り1.8%であるが、PBRは0.65倍とまだ低い。ROE予想は6.5%と、資本コストから見て期待される8%を下回っているが、かなり改善してくる。業績の好転を織り込みつつ、PBR 1.0倍に向けて、株価水準は速いピッチで見直されて行こう。今後の展開に大いに注目したい。