

## 8095 イワキ

### ～ROIC 経営で4事業を再構築、収益力の改善が大きく前進～

2017年11月2日

東証1部

#### ポイント

・2017年11月期は6年ぶりに経常利益でピーク利益を更新し、2018年11月期も14%経常増益が続こう。ジェネリック医薬品及び原料は順調な伸びを見せており、収益性の良い表面処理薬品の自社製品への切り替えも効果を上げている。遊休資産も見直しており、特許係争の賠償費用が3Qの特損で4億円発生したが、十分吸収して問題ない。

・今後10年間の中長期ビジョンのもと、岩城新社長をリーダーに果敢に「策揃え」（独自の差別化戦略）を実行中で、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。現在は第1フェーズの中期3カ年計画の2年目を走っているが、利益面では3年目の目標（2018年11月期営業利益12.5億円）を大きくクリアしよう。そこで、次の業績目標のローリングが必要になってこよう。

・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。今後の業績拡大では、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) 通販化粧品分野などがリード役となる。

・とりわけ、付加価値の高い分野を目指し、商社機能から製造機能へのシフトを進める。現在の製造比率27%を40%に高めていく方針である。医薬品原料でのAPI(有効成分)の強化、HBC分野での機能性の高い材料の自社生産、化学品でのパワー半導体材料や半導体パッケージ材料での先端技術製品の立ち上げなども注目できよう。

・ROIC経営を実践する。業績は大きく好転しており、3年後には経常利益で25億円が見えてこよう。そうするとROEは8%台に乗せてくる。その方向に進んでいるので、PBRも早晩1.0倍に戻してこよう。そこからが次のスタートである。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、今後の戦略的実行に期待したい。

・攻めの局面にあるが、ここ数年の動きを見ると、有価証券報告書の訂正、特許係争の費用負担、子会社における経理など、内部管理の強化は必須であり、一段と力を入れる必要がある。人材の育成と組織能力の充実に向けた体制整備にも着目したい。

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、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11月1日) 489円 時価総額 168億円 (34.36百万株)  
PBR 0.91倍 ROE 6.3% PER 14.3倍 配当利回り 1.2%

(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	8	0.3	6.0
2017.11(予)	57000	1700	1840	1100	34.2	6.0
2018.11(予)	60000	2090	2100	1260	39.2	6.0

(17.8ベース)

総資本 37018百万円 純資産 17364百万円 自己資本比率 46.9%

BPS 539.2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 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、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。① **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。② **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。③ **化学品**は、表面処理薬品、表面処理設備、スペシャルティマテリアル(めっき用資材)からなる。そして、④ **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、そのビジネスを当社が譲り受けた。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ものである。

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3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1名入れた。越智大藏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。

#### 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では2つの制度を入れた。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

---

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。



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をもっていく。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。

### 内部統制の強化

2017年7月に有価証券報告書の訂正を行った。2016年11月期に実施したメルテックスの固定資産の減損が特別損失として過大であったので、それを修正した。これに伴って、前期の純利益は-593百万円から8百万円へ上方修正となった。

2011年にメルテックスを100%子会社とした時に一度減損を行ったが、今回、資産を見直して減益を行う時に、それ以前の数値を使用したため過大となった。一度減損した後のデータから減損すれば問題はなかったが、それを見逃した。

現場の実態と経理のデータをそれぞれのレベルで理解すれば分かったはずなので、故意ではないが、内部統制に課題を残した。経理部門、管理部門、監査部門を含めて、今後は的確な確認と判断を実行する体制強化が求められる。

## 2. 強み ジェネリック医薬品原料が最大の収益源

### 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・機能性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。

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。

---

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。

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	スペシャルティマテリアル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] [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。

## 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エ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見ると、原料、卸、販売にはシナジーがある。

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。

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、そのウエイトは高くない。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。

## 皮膚のイワキ

皮膚関連の売上高は全体の約 20%を占める。医療用医薬品（ジェネリック医薬品）、一般用医薬品（ドラッグストア向け製品）、化粧品（スキンケア）、化粧品原料（基材）、ドクターズコスメ（資生堂の NAVISION）などをセグメント横断的に集めると、2割を占める。軟膏、クリーム、ローションなど、いずれも肌にフォーカスして、そこで強みを出している。

通販（アプロス）のシルキーカバーオイルブロックは、化粧下地として使った瞬間にサラサラとなって、化粧のノリがよくなる。OEM 生産による自社品である。効果をはっきりと分かり、60～70 代に高い人気を誇っている。通販化粧品の下地部門では、業界トップの売上となっている。

## 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。

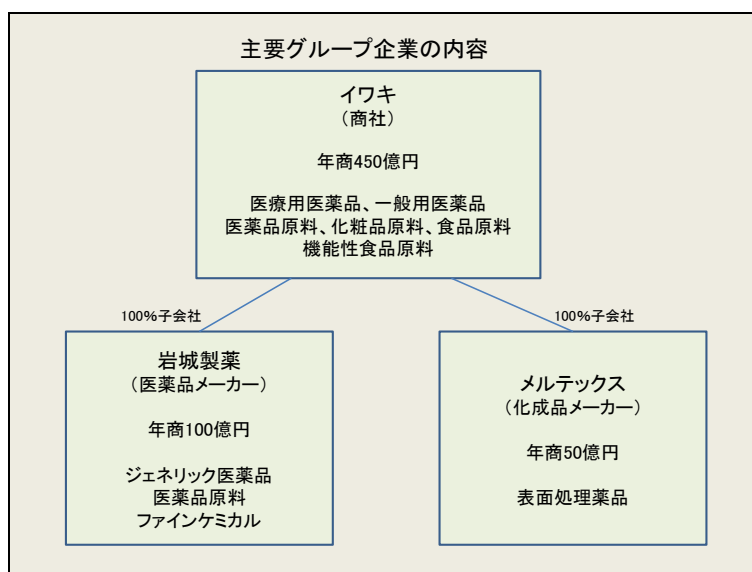
2016 年 11 月期の連結の売上高が約 551 億円、イワキ単体の売上高が 448 億円であるから、その差が 103 億円ほどある。イワキ単体は商社としての販売機能を担っている、この本体を通さず、独自に販売を行っているのはメルテックスである。よって、化学品の主力であるメルテックスは独立している。それ以外では、化粧品や健康食品の通販を行っているアプロスも独立している。アプロスは中堅の通販会社で、一定の利益（年商 20 億円、営業利益 2 億円）を出している。

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。

---

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。





### 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。

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

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。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、自社品の黒酢や韓国のオスコテック社からの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、数量は確保できて利益が出なくなった。

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。

---

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。

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)

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。

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。

### 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

## 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。

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。

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。中長期ビジョン“i-111”にはそう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。

### 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202億円の圧縮が進んでいる。

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	5.5	6.8
ROE	12.1	4.7	4.6	2.9	-0.8	0	6.3	6.9

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 202億円 (2015.11末 209億円)

(注)(予)はアナリスト予想

## 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活きるわけである。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。

2016年11月期に化学品事業で4.4億円の減損を実施した。この事業の総資産も72億円から64億円（2016年11月末）に減少した。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が、約2億円（2016年11月期3.2億円）に減少し、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。

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。

## 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おり、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ので、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で、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。大田区の蒲田工場を増産体制を整えた。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

---

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。

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、静岡県の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。

### 新分析センターの設置を具体化

新しい分析センターを建設する。2019年の竣工予定で、高薬理活性原薬の分析ができるようになる。高度の衛生環境を整え、多種多様な原料の精度の高い分析を行う。これによって、原料の品質保証を高め、製造・販売面にも活かすことができる。投資額は5億円を超えようが、全体ではキャッシュ・フロー内に収まるので、資金面では十分対応できる。

設備投資の動向

	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	1000
内部資金	2149	1233	1322	1110	602	753	1680	1950
内部留保	1448	493	543	252	-344	-191	900	1100
減価償却	701	740	779	866	946	944	780	850

### 製造部門のウエイトを高める～付加価値の向上へ

4つのセグメントを横櫛に、原料製造→流通→製品製造→卸売→小売というバリューチェーン

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。

ーンでみると、製造部門が全体の27%を占める。通販の製造分も入れると自社製造が31%となる。この製造部門のウェイトを将来的には40%に持っていく方針である。同じ製造でも付加価値の高いものは社内で、そうでないものはアウトソーシング（外部委託生産）にする。また、商社機能としての流通・卸売についても自社の強みを活かして、収益性の改善を図っていく予定である。

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	7287
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	36429
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	15714
その他包括利益	126	257	717	1026	1432	1115
純資産	15150	15771	16772	17261	17358	16833
自己資本比率	43.2	44.8	44.6	43.6	45.6	46.2

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。

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、

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。

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。

来期以降の設備投資は10億円を超えてこよう。高機能の原料、製品の開発や生産のための設備を継続的の整備していくことになる。製造のウエイトを高めていく対応も加わってくる。それでも、内部資金は十分に確保できるので、今後とも設備投資に伴う資金的な負担はほとんどないとみてよい。

キャッシュ・フローの推移

	(百万円)					
	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	87
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(ーは増加)	-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

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。



ア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。

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、プラスの効果も期待できよう。

---

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。

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ため、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。

#### 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銅シリーズ	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

#### 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、1年で25品目の新製品を出したが、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銅シリーズ（硫酸銅めっき添加剤）は販売が伸びており、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。

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。

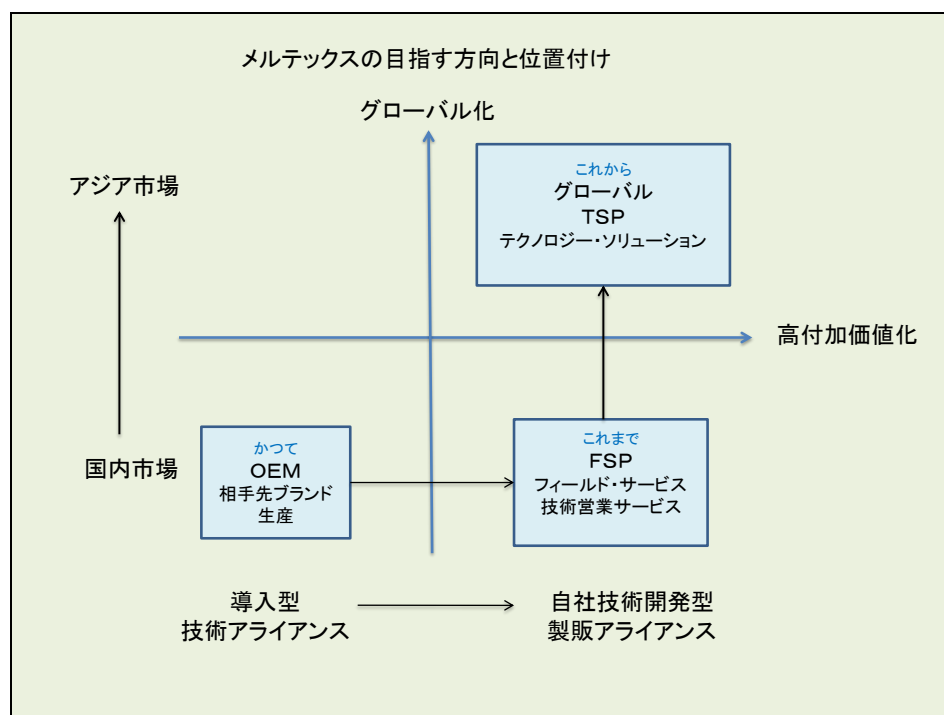
メルテックスはもともと米国からの輸入販売から事業をスタートさせ、これまではライセンス生産をしながら業務提携先であるローム&ハース社のライセンス製品を約5割、クックソン・エレクトロニクス社のライセンス製品を約2割売ってきた。

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る、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

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。

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。

## 半導体のイワキ

メルテックスを中心にした化学品の中で、直接的な半導体関連は極めて少ない。しかし、ここから重要になる分野という点では、いくつか注目される製品がある。

1 つは、UBM プロセスがパワー半導体の電極の信頼性向上に用途が広がっている。UBM (Under Bump Metal) とは、半導体前工程で回路が形成されたウエハの電極パッド上に、はんだの間のアルミ電極にバリア層を形成するプロセスにおいて、当社のメルプレート UBM プロセスが国内外 10 社で採用され、量産稼働している。UBM の有力 3 社の中で、当社はトップである。これが、パワー半導体などの銅ワイヤポジティング実装において、一段と用途が広がる展開が見込める。

もう 1 つは、半導体パッケージ製造における新技術として、Fan-Out、WLP/PLP (WLP: ウエハベルパッケージ、PLP: パネルレベルパッケージ) に取り組んでいる。これは、半導体のパッケージにおいて、パッケージ基板を不要にして、①パッケージを薄くする、②配線を短くして伝送速度を上げる、③基板の分だけ低コストにする、というメリットがある。

iPhone を始めとする新しいスマホへの応用など、2019~2020 年には量産化は期待される。ドイツのフラウンホファー IZM 研究所 (ドレスデン) が次のデファクト (世界標準) を確立すべく共同研究を行っているが、メルテックスがそのメンバーに入っている。

## FPC のイワキ

FPC のイワキは、商社機能として、FPC (フレキシブル回路基盤) の材料を販売するという内容である。NOK (コード 7240) の子会社である日本メクトロンは、FPC で世界 No. 1 である。日本メクトロンは、FPC の材料も製品も自社で作って販売している。一方で、材料の外販も行うことになった。その時に、長年つきあいのあった当社との信頼関係で外販に当たったの

---

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。

商社機能を当社が担うことになった。

FPCで日本メクトロンと競合する世界の企業に販売するわけである。ニッチな分野ではあるが、特色をもって伸ばせる分野である。①導電性接着剤シート、②黒カバーレイ、③低粘着シートなどを取り扱う。来2018年11月期に0.7億円の売上を見込んでおり、今後の伸びも見込めよう。

### 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。化粧品の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、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%）、

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。



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。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、小幅ながら減収減益となった。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、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月期の減益要因の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。

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

### 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（同一37.2%）、経常利益694百万円（同一-27.8%）、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、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。

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。

## 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 8 百万円（前年度-143 百万円）となった。純利益が大幅減となったのは、減損が-442 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、通販化粧品の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が入れているが、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、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、ここにき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。

## 特許侵害の負担を処理

この特許訴訟は 2012 年 12 月に発売した皮膚用軟膏（乾癬軟膏マキサカルシトール）に使用した原料に対して、2013 年 2 月に中外製薬より特許侵害が提起された。当社を含む医薬品会社 3 社、原料輸入業者 1 社が訴えられた。その結論が今年 3 月最高裁より出され、賠償金を支払うことになった。この費用が 2017 年 11 月期の 3Q で、特別損失として処理された。

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。

2015年よりその原料は使用していないので、この問題は継続しない。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。

### 業績はピーク利益更新へ～化学品の赤字が顕著に縮小、黒字化へ

2017年11月期の3Qは、売上高42218百万円（前年同期比+3.7%）、営業利益1185百万円（同+85.5%）、経常利益1322百万円（同+95.7%）、純利益846百万円（同+194.8%）と好調であった。

要因は2つある。1つは、医療・FCが堅調であることと、もう1つは化学品の戻りがよいことである。医薬・FC事業で得意の皮膚用医薬品やジェネリック用原料が伸びたことと、事業転換を図っている化学品で新製品が効果を上げ、黒字化に転換してきた。化学品はダウケミカル社との合弁をやめて、自社製品に切り替えてきたが、売上高の5割を占める部分を切り換えていくので、この2年は苦しんできたが、ようやくその成果が出始めている。

3Qのセグメント別業績

(百万円、%)

	2016.11 3Q			2017.11 3Q		
	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率
医療・FC事業	15735	960	6.1	16007	1160	7.2
HBC事業	16453	23	0.1	17290	-6	-0.0
化学品事業	3898	-379	-9.7	4441	11	0.2
食品事業	2814	-6	-0.2	2991	-7	-0.2
その他	1804	41	2.2	1488	25	1.7
合計	40706	639	1.6	42218	1185	2.8

損益計算書では、営業外収益に含まれる持分法投資利益は、食品事業に関わるポーエン化によるもので、プラスに転換した。純利益では、引き続き遊休資産の整理を進めており、特別利益で、遊休土地の売却を進めており、その利益が出ている。投資有価証券の売却益223百万円ほど計上されているが、これは過去の所有分を整理したものである。一方、特別損失として、特許侵害訴訟の賠償金分404百万円が含まれている。

セグメント別にみると、医療・FCは、売上高+1.7%、営業利益1160百万円（+20.8%）となった。医薬品原料は顧客のニーズに合わせて原料を開発しており、順調である。また、競合メーカーが一部で十分な供給ができなくなり、当社の優位性が高まったこともある。医薬品では外用剤が好調に推移し、原料面や生産性の向上によるコスト低減も進んだ。

HBCは、売上高+5.1%、営業利益-6百万円（前年同期23百万円の黒字）と、赤字にな

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。

った。機能性食品原料と化粧品原料は安定しているが、一般用医薬品（OTC）と通販（アプロス）の変動が影響した。

機能性食品原料、化粧品原料とも、自社企画原料に力を入れている。機能性食品原料では輸出が増え、化粧品原料では輸入販売も成果を上げている。OTCの低採算は改善している。インバウンドの需要が再び戻って 固いことと、物流量などコストを下げていることによる。

一方、通販は広告、宣伝などのマーケティング費用をどこで、どのように使うかによって、四半期のコストは大きく変動する。3Qまでをみると、ここが足を引っ張っているが、4Qでは取り戻してくるので、全体としても黒字化は達成できよう。

化学品は、売上高+13.9%、営業利益7百万円（同-379百万円の赤字）と、黒字に戻ってきた。化学品では、エッチング装置や現像装置などの装置は低調であるが、表面処理薬品は、新製品を中心に好調に推移している。国内に加えて、海外のタイ工場の稼働率は上がって黒字化してきている。

食品は、売上高+6.3%、営業利益-7百万円（同-6百万円）と引き続き小幅な赤字であった。主力の輸入品の品質をいかに安定させるかが課題で、コスト重視の顧客のニーズに応えると、後でクレームになりかねない。当社は品質重視なので、高付加価値品へのシフトを引き続き進める必要がある。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	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	21800	1600	23000	1700
HBC事業	22538	185	22281	74	23000	20	24000	100
化学品事業	7302	-555	5331	-434	6300	50	7000	250
食品事業	3842	-9	3778	-5	3900	10	4000	20
その他	2305	14	2402	49	2000	20	2000	20
合計	55413	558	55121	977	57000	1700	60000	2090

## 2018年11月期も好調が見込めよう

このペースが続くので、2017年11月期の会社計画は十分達成できよう。2018年11月期も好調が続くものと想定できる。

2017年11月期の会社側の見通しは、売上高57000百万円（前年度比+3.4%）、営業利益1500百万円（同+53.5%）、経常利益1650百万円（同+54.0%）、純利益900百万円（前年度8百万円）である。

この期は、過去17年で最高の売上げとなり、営業利益もピーク利益を更新しよう。ジェネ

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。

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少する。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。主力のシルキーカーパーファンデーション(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。

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。ただ、一定の供給をすとなった時の量産品質について改善すべき点があるので、ここにも注力している。

化学品は黒字化してきた。新製品の採用が遅れていた面はあったが、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るうとしている。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。

## 構造改革は大きく進展

化学品の黒字化が定着すると会社全体の営業利益は15~20億円、化学品が一定の利益を稼ぐようになれば、20~25億円の利益がみえてくるようになる。そうなれば、ROEで8%を狙うことができる。かなり前進するので、今後の展開が注目されよう。

業績は大きく浮上してきたが、次は売上である。トップラインをいかに伸ばすか。既存分野での新製品、周辺分野への広がり、新しい事業への取り組みなどが重点課題となつてこよう。

医薬関連は、ジェネリックが伸びているから好調であるという見方とともに、その中身を見ると、1)原料の流通では、添加剤だけではなく、有効成分の分野をプロアクティブに強化して、付加価値を上げている。2)医薬品の製造では、需要増に対して、付加価値の高い製品を社内生産して、そうでないものはアウトソーシング(外部委託生産)に出すという対

---

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。



応をとっている。

ジェネリック医薬品は2020年までは伸びていく。2018年4月の薬価改定の影響も懸念される。対応が早ければ2019年にピークアウト感が出てこようが、当社としては、原料の中の有効成分(API: Active Pharmaceutical Ingredients)に投資をして、このウエイトを高めていく。そのための設備投資にも力を入れていく。設備投資全体では年間10億円レベルへ上がっていきこう。

HBCでも化粧品原料の流通から製造へシフトしていく方向である。HBCはファルマネット(一般用医薬品)の卸売の収益性をいかに改善するかが課題である。大手ドラッグストアとの取引はビジネスライン上継続した方が得策である。そこで、自社PB商品のウエイトを上げるべく力を入れている。しかも、それを自社で製造する。つまり、製造比率を高めることによって、より何か価値を取り込む作戦である。通販のシルキーカバーオイルブロックは女性のシルバー層にうけている。塗布感がよいので、ファンは着実に増えている。

#### 2Qのビジネスユニット別売上高

						(億円、%)
	原材料製造 →	流通(原料) →	製品製造 →	卸売(製品) →	小売 →	合計
医薬・FC事業	17	原料薬品 55	医薬品 31	その他特約 6		105 [38]
HBC事業	—	HBC原料 50	—	ファルマネット 52	オリジナル製品 12	223 [41] 114
化学品事業	表面処理薬品 19 表面処理設備 7	スペシャリティ マテリアル 5	—	—	—	30 [11]
食品事業	3	食品 16	—	—	—	19 [7]
その他	—	—	—	動物医薬 10	—	10 [3]
合計	46 [16]	126 [45]	31 [11]	68 [24]	12 [4]	280 [100] [100]

化学品で新製品が出てくるが、R&Dは長くやってきたものが多い。ダウケミとの提携が切れた後の新製品は、もともと従来品を長く製造してきたので、ノウハウは蓄積してきた。半導体の新分野も商品としては既に出していたものであるが、ここにきてようやくマーケットができつつあるという展開である。ガラスにエッチングするという分野も20年前から手掛けていたが、ガラスの加工技術が進み、電子部品分野で放熱性の良さに改めて注目が集まっている。ここに当社の先端技術が生きようとしている。

食品については、輸入品と国内品があるが、ビジネスの主軸は国内品においている。輸入品は海外の大手から仕入れてくるが、品質が十分でないことがある。それが世界標準として、

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。

も、日本に合わない。その対応が大変なので、国内品でしかも機能性があるものにシフトと  
している、これによって収益性の改善を図っていく。

投資有価証券については、引き続き処理していく方向である。長期経営ビジョンの第1期  
の3カ年計画において、2017年11月期は2年目だが、利益面では3年目の目標（2018年  
11月期営業利益12.5億円）を大きくクリアしてしまう。そこで、来期以降のローリングが  
必要になろう。

## 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〜次への策掬え

もし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ので、バリューチェーンを海外に広げるこ  
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「策掬え」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だろう。

### 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。

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。

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なども期待できそうである。

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 30 億円を出すことができる。そうすれば ROE で 10% がみえてくる。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 1.5 倍へ大きく向上しよう。

### 配当の考え方～安定配当の次に

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。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えよう。

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とになる。

### 改革が本格化、さらなる成果に期待

株価は 200 円台から 400 円台に上昇してきた。BPS（1 株あたり純資産）が 539.2 円であるから、もう一段の上昇が見込めよう。BPS の水準に戻してからが次のスタートである。ここから新たな企業価値創造がどこまでできるかが問われることになる。

2017 年 5 月末で、株主構成は金融法人 27%（前年同期比+8%）、その他法人 25%（+1%）、外国人等 8%（+3%）、個人その他 40%（-12%）と、機関投資家が増えて個人が減っている。

10 年の中期ビジョン、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 億円がみえてこよう。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、逐次成果を出してこよう。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）

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。

11月1日の株価をベースにすると、2017年11月期予想ベースでPER 14.3倍、配当利回り1.2%であるが、PBRは0.91倍とまだ低い。ROE予想は6.3%と、かなり改善してくる。業績の好転を織り込みつつ、PBR 1.5倍に向けて、株価水準は速いピッチで見直されてこよう。今後の展開に大いに期待したい。