

## 8095 イワキ

### ～ROIC 経営で事業を再構築、収益力の改善が大きく前進～

2018年11月7日

東証1部

#### ポイント

- ・2018年4月の薬価改定で、得意とする外皮用ジェネリック医薬品が、なくてはならない基礎的医薬品に認定されて、薬価が約3倍となった。有機EL用の素材が伸びている。化学品の収益性も半導体や電子部品向けに改善している。こうした新しい分野の貢献も加わり、2018年11月期に続き、2019年11月期もピーク利益を更新しよう。
- ・2018年11月期から次の3ヵ年計画にシフトした。2017年11月期は6年ぶりにピーク利益を更新し、創業来の営業利益を上げた。ジェネリック医薬品及び原料が貢献した。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つつある。日立化成から譲受したプリント配線板用薬品事業も期待が持てる。
- ・10年間の中長期ビジョンのもと、岩城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%を目標とする。今回の中期3ヵ年計画では、2020年11月期に売上高650億円、営業利益21億円、ROIC 7.0%以上を目指す。今のペースで行くと、2019年11月期で営業利益25億円が達成でき、ROICも8%を超えてこよう。
- ・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(表面処理薬品)、食品の4つの事業分野を主力とするが、今後の業績拡大では、1) 抗がん剤向けなどの高活性原薬や中間体など、API(有効成分)分野の強化、2) 医薬品原料の合成技術の応用も含めた高純度の電子材料や、パワー半導体分野での新しい表面処理薬品、3) シルバー世代に強みを持つ通販化粧品分野などがリード役となろう。
- ・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ている。現在の製造比率30%を40%に高めていく方針である。そのための設備投資や事業投資も活発化させる。ROIC経営の実践を通して、収益性は好転しているので、PBRも早晩1.0倍に戻そう。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、一段の戦略的実行が効果を上げてこよう。

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。

## 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大きな収益源
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 薬価改定のプラス効果と新規分野の貢献でピーク利益更新へ
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(18年11月6日) 542円 時価総額 187億円 (34.51百万株)  
PBR 0.93倍 ROE 6.9% PER 13.5倍 配当利回り 1.9%

(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	57387	1571	1778	1241	37.9	7.5
2018.11(予)	60000	1780	1900	1300	40.1	10.5
2019.11(予)	62500	2530	2600	1750	54.0	12.0

(18.8ベース)

総資本 39966百万円 純資産 18850百万円 自己資本比率 47.1%  
BPS 580.6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)、化粧品の通信販売の3つである。③ **化学品**は、表面処理薬品、表面処理設備、スペシャリティマテリアル(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	38 (39)	6.5 (6.1)	原料薬品 医薬品 その他特約	27 11 0	医薬品原料の製造・販売 医薬品の製造販売 医療機器販売
HBC事業	41 (40)	0.4 (0.3)	ファルマネット HBC原料 オリジナル製品	19 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	11 (10)	0.5 (-8.1)	表面処理薬品 表面処理設備 スペシャリティマテリアル	7 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)	-0.5 (-0.1)	食品	7	食品原料の製造・販売
その他	3 (4)	1.7 (2.0)		3	動物用医薬品の卸売

(注)2017年11月期ベース。〈 〉内は2016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、原料から製品まで作っているという点で幅広い。

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。

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代目が本格始動

岩城修会長（68歳）は、1973年大学卒業と同時にイワキに入社し、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（2017年2月に社長就任）は現在40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、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った。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、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。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。

### 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れた。

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った。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った。

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46%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。

---

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。

ビジネスユニット(BU)別事業構成

(億円、%)

2016.11期→2017.11期		サプライチェーン別					
		原材料製造 →	流通(原料) →	製品製造 →	卸売(製品) →	小売 →	合計
事業部別	医薬・FC事業	原料薬品BU 34→35	120→119	医薬品BU 61→64	その他特約BU 2→2		217→215 [38]
	HBC事業	—	HBC原料BU 100→102	—	ファルマネットBU 102→108	化粧品通販 21→25	223→235 [41]
	化学品事業	表面処理薬品BU 34→40 表面処理設備BU 13→14	スペシャルティマテリアルBU 5→7	—	—	—	53→62 [11]
	食品事業	食品BU 13→5	24→35	—	—	—	37→39 [7]
	その他	—	—	—	動物医薬 20→20	調剤薬局 3→0	24→20 [3]
	合計	95→94 [16]	242→263 [46]	61→64 [11]	132→130 [23]	25→24 [4]	552→573 [100] [100]

(注)BUはビジネスユニット、矢印は2016.7期→2017.11期、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。

### 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いる。

2018年11月期より会計監査人を変更した。あずさ監査法人からPwCあらた監査法人に移行した。28年間同じ監査人だったので、一新した。取り立てて問題があったわけではない。

### グループビジョン推進室を設置

イワキグループは、医薬品を中心にしたヘルスケアとファインケミカルの企業集団である。コアバリューを「SH+E+EG」(Safety & Health, Environment, Ethics & Goodwill)におく。つまり、安全と健康、環境、倫理と良き心に軸足をおいて、企業価値を生み出すことを目指す。

このコアバリューを創出するために、2018年11月期より社長直轄で「グループビジョン推進室」を新設した。CSR活動を中心に展開する。具体的には、1) 社員教育、2) 福利厚生、3) 子育て・介護世代支援、4) シニアの活用、5) 障害者雇用、6) テレワーク、7) 3R (Reduce, Reuse, Recycle) などの改善、推進に軸足をおいて活動を逐次本格化させている。

障害者の雇用促進では、消費量の多い紙の再生による名刺への利用などに取り組む。テレワーク(会社オフィス外での勤務)の仕組み作りでは、育児からの復帰をスムーズに進めるための工夫を取り入れようとしている。

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。

## 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。

社員に対しては、従業員持株 ESOP 信託が2017年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。

## 2. 強み ジェネリック医薬品原料が大きな収益源

### 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85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、縮小しつつもまだ赤字であるが、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。

---

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。

化粧品通販のアプロスは、顧客が60代後半に多く、高齢者のリピートが多い。退出率が低く、シニアマーケットを押さえているところがユニークである。

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。

食品は、収益性が今一步である。これは、他の中小と違って、当社は品質に厳格に取り組んでおり、そこでの評価を得ようとしている。取扱品のポトフォリオの入替を進めており、いずれ効果が発揮されよう。

### 皮膚のイワキ

皮膚に関するイワキグループの売上高は全体の16%を占める。皮膚用のジェネリック医薬品、スキンケア化粧品、化粧品向け原料、医科向け美容皮膚薬（ドクターズコスメ）などである。

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、全体の2割弱を占める。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。

化粧品通販（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

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、アプロスの4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。採用も概ね各社で行っており、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。

2017年11月期末の従業員数は全体で953人、うち医薬品FC 379名、HBC 156名、化学品 357名、食品 35名という構成である。

2017年11月期の連結の売上高が約573億円、イワキ単体の売上高が約464億円であるから、その差が109億円ほどある。イワキ単体は商社としての販売機能を担っている。

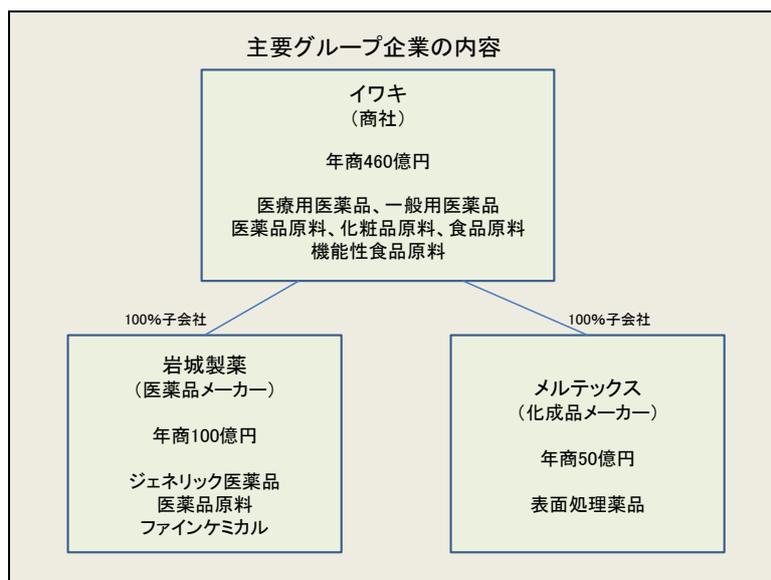
この本体を通さず、独自に販売を行っているのはメルテックスである。化学品の主力であるメルテックスは独立している。化粧品や健康食品の通販を行っているアプロスも独立し

---

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。

ている。アプロスは中堅の通販会社で、一定の利益(年商 25 億円、営業利益 2 億円強)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。メルテックスは 3 期連続営業赤字であったが、ようやく黒字にこぎつけた。



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いたが、もとの有機原料をベースに周辺多角化を進めており、新しい分野を展開していく方向にある。

②**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きた。これが軌道に乗りつつあり、ターンアラウンドしている。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。

タイの工場は、2013 年にスタートした。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っている。タイでは、販売会社のメルテックスアジアパシフィック（社員 11 名）、製造会社のメルテックスアジアタイランド（社員 17 名）

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。

が活動し、表面処理薬品を月産 100 t ほど生産している。

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はしっかりしている。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。

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

---

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、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。

#### メルテックスの2015～2016年の新製品投入

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

#### 化学品はライセンス製品から自社技術製品へシフト

化学品では、2015年に1年で25品目の新製品を出した。これによって、従来品から自社製品への切り換えが進んでいる。

実際、表面処理薬品のルーセントカッパーシリーズ（硫酸銅めっき添加剤）は販売が伸びている。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。

これらの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。新製品は次第にユーザーに受け入れられているので、化学品の収益力はかなり改善しつつある。

海外ライセンス品を自社主導の製品に切り替えてきたが、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こともあった。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。

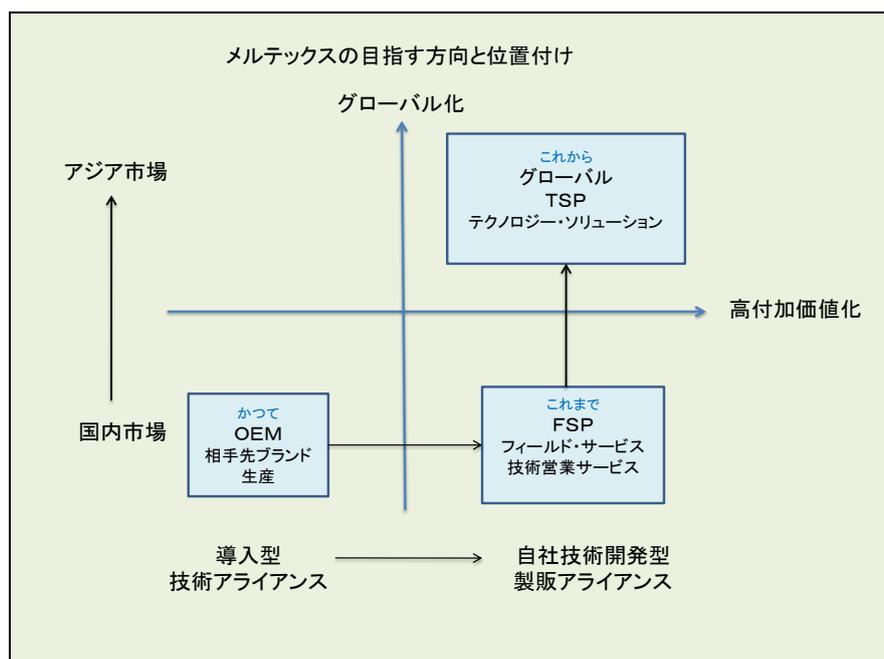
メルテックスはもともと米国からの輸入販売から事業をスタートさせ、これまではライセンス生産をしながら業務提携先であるローム&ハース社のライセンス製品を約5割、クックソン・エレクトロニクス社のライセンス製品を約2割売ってきた。

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）

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、2018年6月にメルテックスは、日立化成からプリント配線板用薬品の事業を譲り受けた。製造法の提供と商圏を受けただけで、工場も従業員も伴っていない。自社で十分作れるものである。製品ラインナップを充実させ、これから伸ばしていく。

### 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

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。

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。

### 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年のビジョンと最初の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) = 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。

#### 基本戦略は、策揃え、No.1、資本効率

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。

---

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。

「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、差別的な価値を提供することを意味する。

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)
- [当初]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%
- [改定]1) 第1フェーズ(2カ年実績) 2017年11月期 売上高573億円、営業利益15.7億円、ROIC5.4%
- 2) 第2フェーズ(中期3カ年計画) 2020年11月期 売上高650億円、営業利益21.0億円、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

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。

## ビジネスユニットごとにROICを追求

2017年11月期のROICは5.4%と、2015年11月期の1.7%からかなり改善した。投下資本についても、遊休資産(土地や有価証券)を処分し、209億円(前期末)から2017年11月末では202億円の圧縮が進んでいる。

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。

ROICの向上							
	2011.11	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11
							(%)
ROIC	3.8	3.6	3.2	2.6	1.7	3.2	5.4
ROE	12.1	4.7	4.6	2.9	-0.8	0.0	7.2

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 2015.11末 209億円、2016.11期末 202億円、2017.11末 202億円

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。

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）の売却で投下資本の削減を行った。

#### セグメント別売上動向

セグメント	(億円)		
	2015.11	2016.11	2017.11
医薬・FC事業	196	213	215
HBC事業	226	223	235
化学品事業	73	53	62
食品事業	38	38	39
売上高合計	554	551	573
営業利益	5.6	9.8	15.7
ROIC	1.7	3.2	5.4

#### 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

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。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医薬品の卸機能を持っている。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か年の中期経営計画～ローリングベース

\* 2020年11月期で売上高650億円、営業利益21億円、ROIC7.0%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
  - ・合成技術の応用による電子材料を受託生産の拡大
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
  - ・人材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

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、エンソン自身も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。

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、収益性は改善、化学品は2017年11月期で黒字化まできた。

### 中期計画をローリング

中期計画をローリングした。中長期ビジョン(Vision“i-111”)は、第1フェーズ3年、第2フェーズ4年、第3フェーズ4年から構成されているが、第1フェーズ(中期3カ年計画)の2年目を終わったところで、次の3カ年計画にローリングした。

当初計画の3年目である2018年11月期の目標が、売上高600億円、ROIC 4.0%であったが、2年目で売上高573億円、ROIC 5.4%を達成した。そこで、次は2020年11月期で売上高650億円、営業利益21億円、ROIC 7.0%以上を目指すことにした。そのための準備として、積極的な投資計画を組んでいる。

2年目が終わったところで、岩城社長は、1)事業は計画に沿ってオンラインで進行しているが、2)この2年の成果はその前に手を打ったものが現われているのであって、3)この2年間に仕組んできた事業構造改革についてはまだ途上にある、とみている。

### ジェネリック原料の展開

業績計画は保守的であるが、岩城社長は有言実行を原則として、「策揃え」(戦略)を実行している。化学品は黒字化したが、4つの事業部門の営業利益をみると、まだ医薬・FC依存の一本足である。

今は、ジェネリック医薬品、原料がリード役であるが、2020年より先に向けて、新しい取り組みも見せている。1)高活性原薬や新薬向け中間体、2)米国向け原料輸出(血管収縮剤用)、3)医薬技術を応用した電子材料の受託合成、などにも力を入れている。

当社はジェネリック医薬品を製造しており、外皮用剤では一定の強みをもっている。この分野はニッチで、ジェネリック比率もまだ低い。よって、今後とも伸ばす余地はかなりあるとみられる。

医薬品の原料は、薬価が下がれば値下げ圧力が出てくる。海外から輸入する原料については、商社である当社を通さずに直接取引するという事例もある。

一方で、今後の需要が見込める高活性原料(抗がん剤用、高活性ステロイド用)に参入して、高付加価値化を図っていく。対応する新分析棟は2019年に稼働する。API(有効成分)の分野を強化することを狙っており、2022年までには回収に入る予定である。

医薬品の中間体については、従来から手掛けていたが、ロットが小さいのでニッチである。この分野で受注がとれている。収益性もあるので一段と力を入れていくことになるだろう。

血管収縮剤の原料は、日本では当社のみ、ドイツに1社、インドの企業などが手掛けてい

る。米国に輸出するために、静岡工場の生産体制を彼らの基準に合ったものとした。工場のEHS投資を行って、営業体制も強化した。その成果として、米国向けが伸び始めている。

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、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・機器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、その他に位置付けている。

設備投資、R&D投資の動向

	(百万円)						
	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11(予)	2019.11(予)
設備投資	752	825	985	482	554	800	1000
R&D投資	923	909	984	833	731	850	950
(対売上比)	1.8	1.7	1.8	1.5	1.3	1.4	1.5
内部資金	1322	1110	602	753	1800	1760	2110
内部留保	543	252	-344	-191	1042	960	1360
減価償却	779	866	946	944	758	800	850

## 設備投資を積極化

設備投資は、従来の更新投資に加えて、新しい設備の導入を行う。減価償却をやや上回るレベルなので、資金面の負担は問題ない。投資に伴って、減価償却も増えてくる。2018年

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月期から、全ての事業において積極的な投資を開始した。3カ年をベースに、医薬品・FCと化学品では設備投資に、HBCでは事業投資に力を入れる。

医薬品・FCでは、新分析棟や倉庫の建設を行う。封じ込め設備（コンテインメント）を設置して、高活性原薬（抗がん剤、高活性ステロイド）の取り扱いができるようにする。また、分析実験環境を改善して、次のビジネス獲得を目指す。

HBCでは、バリューチェーンでまだ手が付いていない原料製造、製品製造に向けて事業投資を増やしていく。化学品では、クリーンルームを増設して、付加価値の高い半導体デバイス用の能力増強を図っていく。いずれも、2022年までに投資回収を図る見込みである。

### 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。

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70%であるが、外皮用剤関連は40%台とまだ低く、金額ベースでも2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、それに向けた設備も準備していく。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。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。

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。

### 封じ込め（コンテインメント）設備や新分析センターを設置

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。

また、原料の中の有効成分（API：Active Pharmaceutical Ingredients）に投資をして、このウェイトを高めていく。そのための設備投資にも力を入れていく。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。

### 製造部門のウェイトを高める～付加価値の向上へ

バリューチェーンをみると、現在の製造比率は31%（通販も含めて）である。これを設備投資、事業投資を通じて、高めていく方針である。HBCでは、原料の製造に入って、製品も作っていく。これによって、PB分野での付加価値を高めていく方針である。

4つのセグメントを横断に、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。

### 有機EL用部材が好調

電子デバイス関連では、岩城製薬で新しい電子素材向けの有機合成がビジネスとして立ち上がっている。かつて、写真フィルム用の材料を静岡工場で行っていたこともある。有機ELの素材を岩城製薬が製造している。本業は医薬品（ジェネリック）や医薬品原料が主力であるが、かつて写真フィルム用の薬品を手掛けていた。フィルムはデジタル化の中で衰退したが、その技術が有機EL用薬品として応用され、採用されている。

医薬品の合成技術を応用して参入することができた。受託生産方式で伸ばしていく方針である。有機ELは今後とも伸びるので、当社の製品も利益貢献を高めてこよう。

### 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まだ少ない。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。

---

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 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: ウエハレベルパッケージ、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。

半導体では、UBM (Under Bump Metal) プロセスの採用が進み、次に開発中の Fan-Out WLP や PLP プロセスも期待は持てる。パッケージで基盤がいなくなるようなプロセスなので、効率化が進む。これ向けの表面処理薬品が注目される。

表面処理薬品も新規採用には時間を要するが、一度採用されると、ストック効果となって、長く使われるようになる。クリーンルームを活用して、需要が拡大するパワー半導体用の UBM (アンダーバンプメタル) プロセスで世界のデファクトを目指している。

UBM プロセスは、その認証をとるのに一定の手間とコストがかかる。これが今期の追加コストとして発生するが、ニッチの分野ながら来年以降本格的に伸びてくるので、期待がもてる。2019 年あたりから、市場が本格化してくるので、欧州への輸出も図っていく。UBM の売上高は、今期はまだ数億円レベルだが、来年からはかなり伸びてこよう。この分野は利益率が高いので、業績へのインパクトも期待できる。

## チップ部品用も拡大

メルテックスでは、車載用コンデンサなどのチップ部品向け中性すずめつき薬品「メルプレート SN」が大きく伸びそうである。これは、当社が世界 No.1 のシェアを有する。薬品売上の 2 割を占めるが、この分野ではチップ部品が 3 年で 8 倍に伸びるという見方が有力で、当社にとってもかなりプラスに働こう。

## FPC のイワキ

FPC のイワキは、メルテックスより商社機能として、FPC (フレキシブル回路基板) 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

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。

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ての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。ニッチな分野ではあるが、特色をもって伸ばせる。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。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。

### 日立化成からプリント配線板用薬品事業を譲受

プリント配線板関連では、日立化成からプリント配線板用薬品事業を2018年6月に譲受した。これによって、当社のラインアップが一層拡充された。

日立化成のメルプレートH7プロセスは、プリント基板を立て置きではなく、水平に寝かせてラインを流れる。水平めっきによって、生産効率が大幅アップすることが見込める。

表面処理薬品というのは、すぐに採用されて急拡大するというものではない。新しい製品の生産プロセスに入って、性能品質を確かめながら伸びていく。その意味で新製品が本格化するには6~8年くらいかかるのが通常である。会社側では2025年には数10億円の需要に拡大できるとみている。

日立化成から譲受したプリント配線板薬品事業は、買収金額、年商、規模が契約上の理由で公表されない。B/S上では、のれん515百万円、技術資産435百万円が新たに計上されている。1)年商は一定規模を有する(メルテックスの売上に対して)ので、2)のれんの償却年数にもよるがプラスの利益は出てくる、3)1年以内を目途にメルテックス内に生産移管するが、4)薬品のレシピと商圏をもらうだけで、設備や人員はついてこない、5)メルテックスの熊谷工場の既存設備でほぼ対応できる。

よって、2019年11月期の下期からは本格的な自社生産となって、利益貢献も期待できよう。会社側では、2025年にはアジア各国への販売も入れて、数10億円の売上げを見込んでいる。

### 薬品と設備の一体化

新エッチング装置や新現像装置は3年前に完成していたが、ようやく売れるようになってきた。ミクロン単位の要求が強まってきたことによる。この延長線上に、薬品と設備を一体化してビジネスを拡大するように持っていこうとしている。

### 化学品の海外市場を開拓

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。

---

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。

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

海外展開では、今までアジア中心であったが、欧米も視野において、要員を増やそうとしている。半導体関連、自動車関連で輸出入を増やしていく計画である。そのためのアライアンスもメルテックスでは増えている。環境対応の表面処理薬品を、米国から日本に持ってくるというのも1つの方策である。

HBCでは、インバウンドだけでなく、アウトバウンドも狙っている。HBCの海外向けというのは、日本の化粧品メーカーや小売企業の海外拠点に販売を増やす意向である。HBC原料の海外向けOEMや、アプロス化粧品の海外向け（中国・台湾等に化粧品）も狙っている。

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。

キャッシュ・フローの推移

	(百万円)				
	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11
営業キャッシュ・フロー	514	423	2448	953	1523
税引後当期純利益	725	525	196	87	1038
減価償却費	779	866	946	944	758
負ののれん益	0	0	0	0	0
売上債権の増減	-1532	-904	2009	-787	-469
投資キャッシュ・フロー	-962	-607	-337	-573	-52
有形固定資産の取得	-374	-534	-537	-584	-403
有形固定資産の売却	54	80	0	98	74
子会社株式の取得	-501	0	0	0	0
フリー・キャッシュ・フロー	-448	-184	2111	380	1575
財務キャッシュ・フロー	-170	438	-1734	-838	-720
有利子負債の増減	138	842	-1330	-287	105
配当金の支払い	-201	-252	-201	-199	-199
自己株の取得	0	0	0	-107	-447
現金等期末残高	3595	4006	4382	3950	4729

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。

## 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・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、設備投資が内部資金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。

今後の設備投資が10億円前後に増えてくることも想定される。高機能の原料、製品の開発や生産のための設備を継続的に整備していくことになる。製造のウェ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。

## 5. 当面の業績 薬価改定のプラス効果と新規分野の貢献でピーク利益更新へ

### 2017年11月期は過去最高の業績を達成

2017年11月期の業績は、売上高57387百万円（前年度比+4.1%）、営業利益1571百万円（同+60.8%）、経常利益1778百万円（同+66.0%）、純利益1241百万円（前年度8百万円）と大幅増益となった。

営業利益が、前年度比6億円ほど増加したが、そのうち化学品の寄与が4.6億円、医薬・FCが1.3億円であった。ROICは5.4%（前期3.2%）へ向上した。ROEも7.2%（前年度0.0%）へ大きく改善した。

セグメント別業績

(百万円、%)

	2015.11			2016.11			2017.11		
	売上高	営業利益	利益率	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	21519	1425	6.6
HBC事業	22540	184	0.8	22281	74	0.3	23591	104	0.4
化学品事業	7304	-556	-7.6	5331	-434	-8.2	6283	28	0.5
食品事業	3843	-9	-0.2	3778	-5	-0.1	3967	-22	-0.6
その他	2306	15	0.7	2402	49	2.1	2026	34	1.7
合計	55422	559	1.0	55121	977	1.8	57387	1571	2.7

セグメント別にみると、医薬・FC事業は、売上高前期比+0.9%、営業利益1425百万円（同+10.3%）となった。ジェネリック医薬品市場の拡大が鈍化し、ジェネリック医薬品メーカーに原料の在庫調整の動きもみられるなか、当社の原料販売も若干低調であったが、新薬メーカー向け医薬品中間体の採用や米国向け血管収縮剤原料の伸び、高採算原料の販売

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。

増加と受託獲得もあって、利益は順調に伸びた。

医療用医薬品は、外皮用剤が好調に推移し、抗真菌剤や副腎皮質ホルモン剤などの主力品が大幅に伸びた。生産性改善の効果もあり、利益は拡大した。

HBC 事業は、売上高+5.9%、営業利益 104 百万円（同+40.2%）と伸びた。機能性食品原料の需要増加、インバウンドによる化粧品原料の増加などによって堅調であった。機能性食品原料では、自社企画品や輸出で一定の成果を上げた。

ドラッグストアなど OTC 向けは、全体として堅調であった。化粧品の通販は、既存顧客向けは計画をやや下回ったが、新規の顧客の獲得、新製品の発売で好調に推移した。化粧品通販では、シルキーカバーオイルブロックが引き続きヒットしている。

化学品事業は、売上高+17.9%、営業利益 28 百万円（前年同期-434 百万円）と黒字化した。表面処理薬品市場では、スマホに牽引され、プリント配線板及び電子部品関連は海外メーカーを中心に好調であった。国内でも車載向けや半導体向け薬品が好調であった。

当社は、プリント配線板向け表面処理薬品の新製品や電子部品・半導体部品向け製品でシェアアップを図った。また、欧米メーカーへの認定活動にも力を入れた。アライアンスによる海外販路の拡大にも注力した。

薬品ではルーセントカパーシリーズが好調であった。表面処理設備ではハイブリットエッチングシステムの販売など、利益率の高い装置の受注により利益は確保した。なお、新型エッチング装置や線幅 10 ミクロン以下の新型現像装置などの新製品が完成し、拡販に入る局面にある。

食品事業は、売上高+5.0%、営業利益-22 百万円（前年同期-5 百万円）と赤字が拡大した。新規受注、健康志向原料、受託加工に力を入れたが、利益面では低調であった。

その他は、売上高-15.6%、営業利益 34 百万円（同-31.1%）となった。調剤薬局を前期に売却したので、その分が影響している。

営業利益の額は、創業 104 年来過去最高となった。特別利益には、固定資産や有価証券の売却益 298 百万円が入っている。一方で、特別損失では、特許賠償金 404 百万円があった。

### 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 2017 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 月期の特別損失として処理された。

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。

バランスシート

(百万円、%)

	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11
現預金	3726	4223	4562	4175	4929
受取手形・売掛金	15809	16803	14801	15588	16006
棚卸資産	4571	4998	5246	4683	5134
その他流動資産	818	1122	643	609	894
有形固定資産	7405	8048	8111	7287	7115
無形固定資産	351	311	246	79	78
投資その他資産	4887	4090	4428	4008	4374
資産合計	37569	39598	38040	36429	38523
支払手形・買掛金	12229	12492	11979	11406	12584
短期借入金	2658	3730	2287	2060	2596
その他流動負債	2172	2411	2509	2516	2257
長期借入金	1157	927	1040	980	548
その他固定負債	2580	2776	2869	2634	2618
負債合計	20797	22336	20682	19596	20606
株主資本	16054	16235	15926	15714	16389
その他包括利益	717	1026	1432	1115	1515
純資産	16772	17261	17358	16833	17927
自己資本比率	44.6	43.6	45.6	46.2	46.5

### 薬価改定で主力製品の薬価が大幅アップ

岩城製薬で製造するジェネリック「デルモゾールG」は、4月の薬価改定で基礎的医薬品指定を受けて、薬価が3.5倍に上がった。なくてはならない医薬品と認定されて、妥当な価格まで戻された。長年の薬価改定でビジネスにならないところまで下がると、供給が止まってしまうかもしれない。それを避けるための仕組みとして今回から導入された。これによって、この医薬品の採算は大幅に改善した。

医療用医薬品の年商は40億円程度である。そのうち今回対象となったデルモゾールGは全体の1割強を占める主力製品である。外皮用医薬品として、なくてはならないものとして、薬価が新薬と同等水準まで引き上げられた。こうした薬価の見直しは今回の制度の中で始まったもので、当社の医薬品もその1つとなった。

薬価が3.5倍になったので、数量は落ちることが想定されるが、それを考慮しても利益貢献は十分見込めるので、今来期の業績に効いてこよう。

### 2018年11月期に続き、2019年11月期もピーク利益の更新へ

2018年11月期の3Q累計(12~8月)は、売上高44152百万円(前年同期比+4.6%)、営業利益1414百万円(同+19.3%)、経常利益1509百万円(同+14.1%)純利益1023百万円(同+20.9%)と好調であった。全体としては、4Qも順調にいくとみられるので、2018年11月期の業績は会社計画を上回るものとなろう。

セグメント別にみると、医薬・FC事業は、売上高前年同期比+1.2%、営業利益1177百万

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。

円（同+1.5%）と横這いであった。医薬品では、副腎皮質ホルモン・抗生物質配合剤（デルモゾールG）が基礎的医薬品に指定された効果や、医薬品原料に売上が立っている岩城製薬製の有機EL材料が好調であったが、ジェネリック原料の落ち込みがあったためにかなり相殺された。ジェネリック原料は、来期にはかなり取り戻してくることになる。

HBC事業は、売上高+6.1%、営業利益128百万円（前年同期-6百万円）とかなりの黒字になった。これは、通販事業の広告宣伝費の使い方による影響がある。効果ある広告宣伝を打って、売上、利益の増進を図ることを狙っているが、広告枠にはタイミングがあるので、四半期でみるとこの費用の使い方、利益面でブレが出る。通期でみれば、通販事業は売上を拡大し、増益にもっていけよう。

### 3Qのセグメント別業績

(百万円、%)

	2017.11 3Q			2018.11 3Q		
	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	16368	1160	7.1	16456	1177	7.2
HBC事業	17324	-6	-0.0	18357	128	0.7
化学品事業	4449	11	0.2	4936	102	2.1
食品事業	2991	-7	-0.2	3205	-15	-0.5
その他	1491	25	1.7	1500	24	1.6
合計	42218	1185	2.8	44152	1414	3.2

化学品事業は、売上高+10.7%、営業利益102百万円（同11百万円）と大幅に改善している。とりわけ3Qの貢献が大きい。国内の半導体向け、海外のチップコンデンサー向けやプリント配線板向けが伸びている。いずれも新製品で付加価値が高い。この傾向は4Q以降も続くので、化学品の利益貢献は今後さらに高まってこよう。

日立化成から譲り受けた分野も、今は仕入れ販売であるが、いずれ自社製造に入ると利益面でもきいてこよう。アジアのチップコンデンサー向けや日立化成の分の自社生産の増加は2年後に向けて一段と拡大しよう。

食品事業は、売上高+7.2%、営業利益-15百万円（同-7百万円）と低調である。輸入食品原料の品質は必ずしもよくないので、ここの選別に手間がかかる。機能性を考慮したヘルシーフーズでのシフトなど、次の展開も検討する必要がある。

2018年11月期の会社計画は、売上高59000百万円（前年同期比+2.8%）、営業利益1600百万円（同+1.8%）、経常利益1720百万円（同-3.3%）、純利益1180百万円（同-5.0%）であるが、これを上回ろう。

当初は、薬価改定の影響と設備投資などの負担増をみて、慎重な計画を立てていた。薬価

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。

改定の影響は、自社のジェネリック医薬品には直接影響してくる。また、原料には値下げ要請も出てくるので、取引の継続性から受け入れざるをえない面もあるので、ネガティブに働くともみている。

しかし、1) 基礎的医薬品の認定によるプラス効果、2) 有機EL素材の販売増などが通期でも効いてくるので、その寄与度はかなり高まっている。2019年11月期も薬価のプラス効果と新分野の利益貢献で、ピーク利益の更新が見込めよう。

#### セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2016.11		2017.11		2018.11(予)		2019.11(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	21328	1292	21519	1425	22500	1470	23500	1950
HBC事業	22281	74	23591	104	24500	150	25000	250
化学品事業	5331	-434	6283	28	7000	150	8000	300
食品事業	3778	-5	3967	-22	4000	-20	4000	10
その他	2402	49	2026	34	2000	30	2000	20
合計	55121	977	57387	1571	60000	1780	62500	2530

岩城製薬の静岡工場は、台風の影響を受けたが、工場は3日目には再開している。修理が必要なところはでていますが、本業への影響はない。

ジェネリック医薬品は、医薬品の毎年の薬価改定の影響も出てくるので、原料も含めて対応が求められる。新たな付加価値を取り込む手立てが必要で、その策にも取り組んでいる。

医薬品では、主力の外皮用剤の販売が好調である。基本的医薬品に指定されたテルモゾールG剤は価格が3倍になって、新薬と同じレベルまで引き上げられたので、採算は大幅によくなったが、価格が上がったことで販売数量は減少した。それでも、トータルでは利益貢献を大きく高めている。

HBCでは、化粧品原料や一般用医薬品の卸売がインバウンド需要向けに好調である。通販化粧品は、プロモーション計画次第であるが、売上は堅調に推移し、利益面でもよい。

化学品では、プリント配線板向け薬品や半導体関連薬品が好調に推移している。プリント配線板向けでは、硫酸銅めっき新規添加剤、半導体向けでは、ポンプ用UBM形成めっき薬品、シード層エッチング薬品の海外展開に力を入れており有望である。

#### 配当方針を変更～下限を持った業績連動型へ

2018年11月期から配当方針を新しい形に変更した。従来の固定的な安定配当から、下限を持った業績連動型へ移行する。1) DOE（純資産配当率）を1.5%以上としつつ、2) 連結配

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。

当性向 30%を目途とするというものである。

2016年11月期6.0円、2017年11月期7.5円、(特別配当1.5円)に対して、2018年11月期は10.5円(DOE1.9%。配当性向29%)とする。

配当については、純資産配当率(DOE)1.5%以上とすると、BPS 571.6円に対して、9円となる。これを下限として、配当性向30%を目途とすると、会社計画のEPS 36.6円(2018年11月期)に対して、10~11円となる。そこで上期は5.0円、下期は5.5円とした。

## 6. 企業評価 収益力向上の道筋が見えてきた

### 新規分野に期待~次への策揃え

今後成長する領域は、新しく伸ばす事業に依存し、それらは高付加価値で収益性も高いものになる予定である。3カ年計画で利益が伸びる領域は、1)医薬・FCではFC(ファインケミカル)の電子材料関連、2)化学品では半導体関連、3)HBCの新しい分野などに期待できよう。

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。当社は、医薬品原料から医薬品の製品まで作っているため、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ため、バリューチェーンを海外に広げること可能であろう。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、岩城社長が中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。

ROICの改善に当たっては、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(SH+E+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。

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、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。投資家からみると、 $PBR = ROE \times PER$ であるから、ROICを上げればROEも同じように上がってくる。新しい分野が伸びてくれば、

---

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。

売上高の伸びが高まり、収益性は上がってくる。マーケット並みのPERは期待できよう。それを支える非財務資本（人的資本、知的資本、設備資本、M&Aによる外部資本）を戦略的に充実させるので、1.0を下回っているPBRも上昇してこよう。水準としては、ROE 10% × PER 15倍 = PBR 1.5倍が1つの目途となろう。

### 改革が本格化、さらなる成果に期待

株価は200円台から500円台に上昇した。BPS（1株あたり純資産）が580.6円であるから、もう一段の上昇が見込めよう。BPS 1.0倍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。

2017年11月末で、株主構成は金融法人33%（前期比+7%）、その他法人23%（-3%）、外国人等8%（+1%）、個人その他36%（-5%）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2フェーズを走っており、弾みがつきつつある、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25億円がみえている。ROEも9%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。道筋が見えているので、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）配当については、今回、DOE（自己資本配当率）の方針を明確に打ち出した。ROICベースのマネジメントを展開しているので、ROEにも一定の効果が表れてこよう。

11月6日の株価をベースにすると、2018年11月期ベースで、PBRは0.93倍、PER 13.5倍、ROEは6.9%（来期ベースで9.1%）、配当利回り1.9%である。業績の好転を織り込みつつ、PBR 1.5倍に向けて、株価水準は着実に見直されていこう。今後の展開に大いに注目したい。