

8095 イワキ

～ROIC 経営で事業を再構築、収益力の向上が大きく前進～

2019年7月31日

東証1部

ポイント

・2019年11月期2Qの業績も好調であった。ジェネリック医薬品及び原料がリード役になっている。前期からの路線を継続しているが、次第に新規分野も寄与度を高めている。皮膚のイワキと称するように、売上高の2割強が皮膚関連で、タイガーバームの総代理店になるなど、新商材によるブランド作りに取り組んでいる。

・10年間の中長期ビジョンの下で、2019年11月期は4年目に当たる。3ヵ年の中期計画は既に2回ローリングしたが、いずれも前倒しで計画を達成し、上方修正している。過去2年に続き、今期も営業利益でピーク更新が見込めよう。

・昨年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用の素材も伸びている。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。日立化成から事業を譲受したプリント配線板用薬品事業も貢献が高まっている。

・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、2021年11月期に売上高700億円、営業利益28億円、ROIC 8.0%以上を目指す。ROIC10%は、試算すると営業利益50億円で達成できよう。現在その路線を走っている。

・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。

・高付加価値化を目指し、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34%を40%以上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ている。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。企業価値の創造に向けて、強みを活かす新製品の開発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及び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 電子デバイス向け化学めっき分野の貢献もあり、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(2019年7月31日) 488円 時価総額 169億円 (34.51百万株)

PBR 0.81倍 ROE 8.9% PER 9.1倍 配当利回り 2.5%

(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
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	60083	1849	2000	1414	43.8	10.5
2019.11(予)	63000	2300	2300	1750	53.5	12.0
2020.11(予)	66000	2700	2700	1950	59.7	14.0

(2019.5ベース)

総資本 41324百万円 純資産 19646百万円 自己資本比率 47.5%

BPS 600.0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及び原料を得意とする

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 (38)	6.8 (6.5)	原料薬品 医薬品 その他特約	26 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 (41)	0.9 (0.4)	ファルマネット HBC原料 オリジナル製品	19 19 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 (11)	1.3 (0.5)	表面処理薬品 表面処理設備 スペシャリティマテリアル	8 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)	-0.9 (-0.5)	食品	7	食品原料の製造・販売
その他	3 (3)	1.6 (1.7)		3	動物用医薬品の卸売

(注)2018年11月期ベース。〈 〉内は2017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、2019年7月で105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代目のマネジメントが本格化

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45%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。

ビジネスユニットの内訳をみると、利益貢献が高いのは、1)医薬品BU、2)原料薬品BU(原料製造)、3)表面処理薬品BU、4)化粧品通販BUなど、自社製造している領域にある。

化学品のスペシャリティマテリアルというのは、表面処理品に付随して当社が販売するものをいう。通販化粧品は、当社の仕様(スペック)でアウトソーシングしているため、製造機能を持った化粧品ビジネスとみてよい。

ビジネスユニット(BU)別事業構成

(億円、%)

		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→35→39	120→119→120	医薬品BU 61→64→69	その他特約BU 2→2→3		217→215→222 [37]
	HBC事業	—	HBC原料BU 100→102→105	—	ファルマネットBU 102→108→117	化粧品通販 21→25→25	223→235→246 [41]
	化学品事業	表面処理薬品BU 34→40→46 表面処理設備BU 13→14→14	スペシャリティマテリアルBU 5→7→9	—	—	—	53→62→68 [11]
	食品事業	食品BU 13→5→4	24→35→38	—	—	—	37→39→42 [7]
	その他	—	—	—	動物医薬 20→20→20	調剤薬局 3→0→0	24→20→20 [3]
	合計	95→94→103 [17]	242→263→272 [45]	61→64→69 [11]	132→130→140 [23]	25→24→25 [4]	552→573→600 [100] [100]

(注)BUはビジネスユニット、矢印は2016.7期→2017.11期→2018.11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。

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。2月の株主総会で社外取締役が1名増員された。新たに加わった二之宮義泰氏は製薬会社出身で外資系医薬品会社のマネジメントも経験している。

2015年11月期就任した越智大藏氏は事業会社出身でIRの経験が豊富である。2016年11月期に就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。取締役10名中3名が独立社外取締役となっており、監査役は4名中3名が交替した。社外は2名とも交替し、新任は弁護士と会計士である。

すでに指名諮問委員会、報酬諮問委員会、コーポレートガバナンス諮問委員会、を設置しており、必要事項を検討している。その実効性もこれから検証されよう。

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。

また、当社は長い歴史を有し、業務の特性から一定の政策保有株式を持っている。できるだけ売却していく方針であるが、ビジネス上の有効性を検討しながら進めていく。

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。

グループビジョン推進室を設置

グループビジョン推進室では、障害者雇用、子育て介護世代支援やテレワークに導入などに力を入れている。

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。

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及び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

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。

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110億円規模である。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。

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。取扱品のポー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

当社の皮膚関連には、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)などがある。

2018年11月期でこれらの売上高は118億円、売上比率20%を占める。内訳では、岩城製薬で製造する医薬品42億円、岩城製薬で販売するドクターズコスメ8億円、HBC事業で取り扱う化粧品原料の仕入れ販売43億円、アプロスの通販化粧品25億円などがある。

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割を占めるという意味である。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。

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（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。効果ははっきりと分かり、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。

ドクターズコスメ

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。

皮膚のイワキでは、ドクターズコスメのリニューアルに取り組んでいる。資生堂の医科向け化粧品を軸に、ナビジョン事業として展開している。ナビジョンの製造は資生堂で、当社は販売を担っている。

当社は全国の皮膚科クリニックの7割をカバーしているので、2005年より資生堂と組んでドクターズコスメの販売を行っている。ナビジョンDR (NAVISION DR)はクリニック向けで、ナビジョン (NAVISION)は、岩城製薬が運営するナビジョンオンラインショップで取り扱っているものである。

美白有効成分が入った医療用化粧品で、年商8億円の規模である。医療用のナビジョンDRはその中の主力製品でリニューアルを進めている。

ドクターズコスメは、薬価改定の影響は受けない。治療から審美へ、マーケットの広がりが見込める。この分野で売上高を伸ばし、2025年度で20億円にもっていく方針である。

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。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。

2018年11月期末の従業員数は全体で954人、うち医薬品FC 377名、HBC 163名、化学品 353名、食品 35名という構成である。

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ている。アプロスは中堅の通販会社で、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。

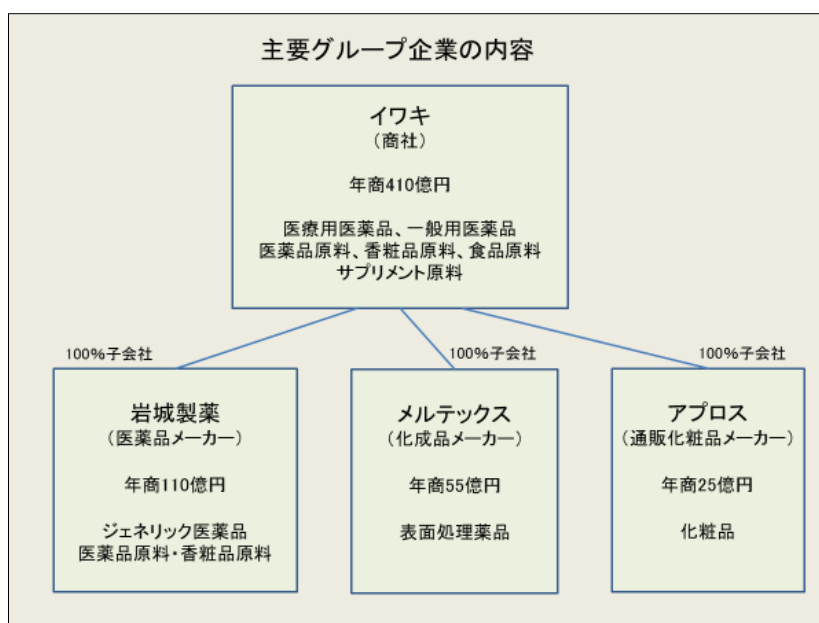
定の利益を出している。

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。これからメルテックスの利益貢献が大きく高まってこよう。

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。



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。稼働率も上がり、アジアへの展開を図っている。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）が活動し、表面処理薬品を月産100tほ

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。

ど生産している。

アプロスでは、シルキーカバーオイルブロックが、売上の6~7割を占める主力製品である。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。

化粧品通販は、商品ラインアップの拡充で、シニア世代No.1のブランドを目指す。通販の化粧品下地部門でシェアトップのシルキーカバーオイルブロックは、60代以上で高い人気を誇っている。エイジングケアとして、これに加えて製品の多様化を進めていく。

イワキは、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

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・コンプライーテッド・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。

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口より圧倒的に高い。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。従来の自社製品比率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。

自社製品では、ルーセントカパー（プリント配線板向け硫酸銅めっき）は既に内外の多くの企業に採用されている。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。

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

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。

中長期ビジョンでは、2025年11月期に売上高1000億円、ROIC 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。

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] 中期3カ年計画 2018年11月期 売上高600億円、ROIC4.0%以上
- [前回] 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%以上
- [今回] 中期3カ年計画 2021年11月期 売上高700億円、営業利益28.0億円、ROIC8.0%以上

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

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。

「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。

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

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。

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。

セグメント別売上動向

セグメント	(億円)			
	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11
医薬・FC事業	196	213	215	222
HBC事業	226	223	235	246
化学品事業	73	53	62	68
食品事業	38	38	39	42
売上高合計	554	551	573	600
営業利益	5.6	9.8	15.7	18.4
ROIC(%)	1.7	3.2	5.4	5.9

ROICの向上

	(%)						
	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11
ROIC	3.6	3.2	2.6	1.7	3.2	5.4	5.9
ROE	4.7	4.6	2.9	-0.8	0.0	7.2	7.6

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
2018.11末 230億円

ビジネスユニットごとにROICを追求

2018年11月期のROICは5.9%と、2015年11月期の1.7%から大きく改善した。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202億円に圧縮が進んだ。2018年11月期からは投資が拡大しているため、投下資本は230億円に増えている。

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。

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。

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。

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。

中期計画をローリング

中期計画は逐次ローリングしている。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たが、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月期の目標は、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。そのために、積極的な投資計画を組んだ。これも1年目が終わったところで方向性が見えた。

そこで、今回の中期計画のローリングでは、2019年11月期から2021年11月期までの3年間で、3年後の2021年11月期に売上高700億円、営業利益28億円、ROIC8.0%以上を目指す。2025年11月期の長期目標に変更はない。

今後の重点戦略としては、投資する事業領域をヘルスケアとファインケミカル分野にシフトしていく。その中で「ものづくりの表と裏を揃える」と岩城社長は強調する。

表とは、自社で製造し、自社製品として目に見えることを意味する。そこで、表という表現を使っている。実際、医薬品の塗り薬、化粧品のお肌用、半導体のめっき薬品など、界面（ある均一な液体や固体の相が他の均一な相と接している境界面）に付加価値を与える製品の製造業を強化する。そこに独創性を求めて、R&Dとマーケティングを強化する。そうした新しい分野で、ニッチマーケットを狙い、シェアNo.1を確保する。

裏とは、バリューチェーンの川上で、商社機能を活かして、顧客の製造ニーズに、輸入、原材料製造、流通、製造受託などで応えていくことを意味する。一定のボリュームを狙いながら、サービスで強みを出していく。

3カ年計画のローリング ～前倒して達成中～

		2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11	→	2025.11
		(実績)			(計画)			(計画)			(計画)
第1期中計	売上高	554			600			750		→	1000
	ROIC	-0.8	→		4.0		→	7.0	→		10.0
第2期中計 (2年でローリング)	売上高			(実績)		(計画)					(計画)
	営業利益			574		650					1000
	ROIC			15.7	→	21.0		→			10.0
第3期中計 (1年でローリング)	売上高			(実績)		(計画)					(計画)
	営業利益			601		700					1000
	ROIC			18.5	→	28.0		→			10.0

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。

ジェネリック原料の展開

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。

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。

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。

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。

3か年の中期経営計画～ローリングベース

* 2021年11月期で売上高700億円、営業利益28億円、ROIC8.0%以上

1. 医薬・FC事業
 - ・新しいジェネリック医薬品への対応
 - ・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ブロック」を軸にした新商品領域の拡大
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

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。

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年夏に完成する。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。

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。

皮膚関連の取扱品目を拡大

皮膚関連で、新しい取り組みが進展している。当社の皮膚関連売上高はまもなく全体で150億円、売上の25%を占めよう。ジェネリックの外皮用剤や通販のシルキーカバーオイルブロックなど既存品のほかに、新製品や新分野が加わっている。

シミックCMOが製造販売する「タイガーバーム」と「ザンミーラネイル」の販売総代理店

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。

となった。タイガーバーム (TIGER BALM) は、世界 100 カ国で高い認知度を誇る外用消炎鎮痛剤で、日本では従来龍角散が取り扱っていたが、それが変更になり、当社にまわってきた。シニア向けとインバウンド向けに伸びが見込める。

ザンミーラネイルは、つめ用の美容液。スウェーデン生まれで、世界 40 カ国で販売されている。つめに塗るだけで、つめのザラザラ、ごつごつ、くすみを補修する。

また一般用医薬品では、大正製薬のリアップのジェネリック OTC として、壮年性脱毛症薬「ミノグロウ」を昨年 11 月に発売した。スタートは良好である。

ナビジョンは資生堂の製品であるが、これを当社が販売面でリードしている。皮膚科のドクター向けに加えて、自社のネットや通販でも取り扱うようにしていく。

岩城製薬はヒアルロン酸の製造を開始し、イワキが販売している。ヒアルロン酸は化粧品としては成熟しているが、サプリメントとしての伸びが期待できる。ヒアルロン酸 IW というブランドで市場開拓していく。

皮膚のイワキという点で、さまざまな製品を提供しているが、これらを通して、イワキのブランドを高めようというのが、会社全体の戦略である。

皮膚関連の取り扱い拡大

	メーカー機能(製造販売)		商社機能(卸売)
	原料	製品	
既存	医薬品原料 化粧品原料	外用用ジェネリック シルキーカバーオイルブロック (化粧品)	NAVISION DR(医療機関向け)
新規	ヒアルロン酸IW 高薬理活性ステロイド	BBクリーム シルキーサイ	タイガーバーム(外用消炎鎮痛剤) ザンミーラネイル(爪用浸透補修剤) ミノグロウ(壮年性脱毛症薬) NAVISIONシリーズ(ネット販売)

設備投資を積極化～夏には新研究棟が完成、新しい中間原料の開発が本格化

設備投資では、2018 年 11 月期の設備投資が大幅に膨らんだ。これは、日立化成からの事業譲受が入ったことによる。今期の設備投資は 10 億円前後で継続しよう。今期は、医薬品での新試験設備の充実、メルテックスでの設備対応、本社でのシステム投資などに使われる。

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。減価償却を上回るレベルだが、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。

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、

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。

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。

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	2019.11(予)
設備投資	752	825	985	482	554	2098	1000
R&D投資 (対売上比)	923 1.8	909 1.7	984 1.8	833 1.5	731 1.3	810 1.3	900 1.4
内部資金	1322	1110	602	753	1800	1917	2220
内部留保	543	252	-344	-191	1042	1162	1360
減価償却	779	866	946	944	758	755	860

(注)2018.11期の設備投資は日立化成からの事業譲受分を含む

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。

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、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。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

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「ノースキューブ」が稼働へ

新しい分析センターが、2019年8月に竣工する。ノースキューブというのは、北区にある当社の営業拠点に立地したことに由来して名付けた。

ここで、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。

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。

新分析センターでは、高薬理活性医薬品原料の品質保証を行う。海外から輸入した原料の国内管理人として当局の承認を得る。そのための分析を行う設備である。原料等登録原簿(MF:マスターファイル)制度を利用して、MF申請、登録を行う。その上で、当社が商品としてこの原料を国内の製薬会社に販売する。製薬会社にとっては、海外メーカーの原料の品質を監視し、保証してもらえることになる。

2020年1月頃から本格化し、抗がん剤などの医薬品原料の取り扱いを拡大していく予定である。新分析センターには7億円ほど投資している。

新分析センター(名称:ノースキューブ)の役割

- ・医薬品原料商社のメーカー機能の強化
輸入原料のMF(マスターファイル)登録で、医薬品原料の国内管理人となり、品質を監視・保証
- ・高薬理活性医薬品原料の新規拡大を狙う
新分析センターで新規医薬品原料を分析し品質を保証
- ・2020年1月本格稼働
- ・新規医薬品原料の領域
抗がん剤、AGA(男性脱毛症)治療薬、代謝拮抗薬、便秘治療薬など
2020年~2023年で逐次申請予定

製造部門のウエイトを高める~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34%(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

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30%を占める。通販の製造分も入れると自社製造が34%となる。この製造部門のウェイトを将来的には40%強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。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静岡工場を手掛けていた。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。

電子デバイスのイワキ

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。

化学品では、電子デバイスのイワキとして、世界シェアNo.1に挑戦する。1つは、中性すずめっき薬品(メルプレートSNプロセス)で、積層セラミックコンデンサーはもちろん、それ以外のチップデバイスでの性能向上、生産性・歩留まりの向上を図る。これによってシェア拡大を目指す。

メルプレートSNプロセスは、チップコンデンサー向けでは既に世界No.1であるが、これが自動車の電子化でセンサー用、デバイス用などにグローバルに伸びていく。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。

もう1つは、Fan-Outパッケージング用プロセス製品で、パッケージ基板が不要になる半導体チップである。パッケージが薄くなり、配線長が短くなって、伝送速度が上がり、低コスト化が可能となる。

Fan-Outパッケージングは、1年前にアップルのスマホに採用されており、これから様々な用途に使われていこう。当社は、5年前から先行して、ようやく市場がみえてきた。

めっき薬品は、市場が形成されるのに10年以上かかり、使われ始めると、10年以上継続するという足の長い製品である。めっきという特性から、簡単には採用されないが、一度採用されると長く続くことになる。

半導体関連の伸びに期待

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ら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。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 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。ニッチの分野ながら 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 の売上高は数億円レベルだが、今後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。

FPC でも布石

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。今後の伸びが見込めよう。

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

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。

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、投資額10億円で、B/S上には、のれん389百万円、技術資産429百万円など計上されている。年商は当面10億円が目標となる。のれん等は20年で償却するのでさほど負担にならない。

メルテックス内への生産移管は進んでいる。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。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月期からは本格的な自社生産となって、利益貢献も高まってこよう。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。

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。

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	2018.11
営業キャッシュ・フロー	514	423	2448	953	1523	1655
税引後当期純利益	725	525	196	87	1038	1514
減価償却費	779	866	946	944	758	755
負ののれん益	0	0	0	0	0	0
売上債権の増減	-1532	-904	2009	-787	-469	-705
投資キャッシュ・フロー	-962	-607	-337	-573	-52	-1973
有形固定資産の取得	-374	-534	-537	-584	-403	-681
有形固定資産の売却	54	80	0	98	74	33
子会社株式の取得	-501	0	0	0	0	0
事業譲受による支出						-1000
フリー・キャッシュ・フロー	-448	-184	2111	380	1575	-318
財務キャッシュ・フロー	-170	438	-1734	-838	-720	138
有利子負債の増減	138	842	-1330	-287	105	603
配当金の支払い	-201	-252	-201	-199	-199	-317
自己株の取得	0	0	0	-107	-447	-1
現金等期末残高	3595	4006	4382	3950	4729	4540

設備投資はキャッシュ・フローの範囲内

日立化成からの事業譲受に関する投資は10億円であった。キャッシュ・フロー計算書では、事業譲受による支出(取得原価)として10億円が計上されている。その内訳をバランスシートでみると、①のれん389百万円、②技術資産429百万円、③顧客関連資産125百万円などが計上されている。10億円の資産は20年で償却するので、年間50百万円の償却が発生するが、P/Lの負担としては重くない。

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。

今後の設備投資は10億円前後となろう。高機能の原料、製品の開発や生産のための設備を継続的に整備していくことによる。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。

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。

バランスシート

(百万円、%)

	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11
現預金	3726	4223	4562	4175	4929	4746
受取手形・売掛金	15809	16803	14801	15588	16006	16704
棚卸資産	4571	4998	5246	4683	5134	5771
その他流動資産	818	1122	643	609	894	933
有形固定資産	7405	8048	8111	7287	7115	7377
無形固定資産	351	311	246	79	78	1130
投資その他資産	4887	4090	4428	4008	4374	4813
資産合計	37569	39598	38040	36429	38523	41478
支払手形・買掛金	12229	12492	11979	11406	12584	12766
短期借入金	2658	3730	2287	2060	2596	3296
その他流動負債	2172	2411	2509	2516	2257	2972
長期借入金	1157	927	1040	980	548	452
その他固定負債	2580	2776	2869	2634	2618	2772
負債合計	20797	22336	20682	19596	20606	22258
株主資本	16054	16235	15926	15714	16389	17581
その他包括利益	717	1026	1432	1115	1515	1606
純資産	16772	17261	17358	16833	17927	19219
自己資本比率	44.6	43.6	45.6	46.2	46.5	46.3

(注)2018.11期の無形固定資産には、日立化成からの事業譲受に伴うのれん、技術資産、顧客関連資産などを含む。

5. 当面の業績 電子デバイス向け化学めっき分野の貢献もあり、ピーク利益更新へ

2017年11月期は化学品事業が黒字化

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。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。

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の副腎皮質ホルモン・抗生物質配合剤「デルモゾール G」は、2018年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。

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。

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、数量は落ちたが、それを考慮しても利益貢献は十分見込めるので、業績にかなり貢献している。

セグメント別業績

(百万円、%)

	2015.11			2016.11			2017.11			2018.11		
	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	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	22281	1530	6.9
HBC事業	22540	184	0.8	22281	74	0.3	23591	104	0.4	24611	234	1.0
化学品事業	7304	-556	-7.6	5331	-434	-8.2	6283	28	0.5	6874	92	1.3
食品事業	3843	-9	-0.2	3778	-5	-0.1	3967	-22	-0.6	4257	-40	-0.9
その他	2306	15	0.7	2402	49	2.1	2026	34	1.7	2057	33	1.6
合計	55422	559	1.0	55121	977	1.8	57387	1571	2.7	60083	1849	3.1

2018年11月期は医薬品と化学品が貢献

2018年11月期は、売上高60083百万円（前年度比+4.7%）、営業利益1849百万円（同+17.7%）、経常利益2000百万円（同+12.5%）、純利益1414百万円（同+13.9%）と好調であった。経常利益ベースで、2期連続で過去最高の業績を達成した。

利益を牽引した要因は、①ジェネリック医薬品の薬価の上昇（例外的に基礎的医薬品として薬価が見直されたこと）と、②化学品の収益改善（自社めっき製品の浸透）にある。

セグメント別にみると、医薬品・FC事業は、売上高+3.5%（前年度比）、営業利益1530百万円（同+7.4%）であった。薬価改定の影響は、業界平均では-7%であったが、当社は例外的にプラスとなった。主力のデルモゾールGが基礎的医薬品に指定されたことによる。

薬価は同じ効能でも取引実勢による価格は異なっており、ジェネリックで価格が相当低くなるものもあった。それでは薬の供給が続けられなくなる可能性があるため、医薬品によっては、薬価を先発品に合わせて1つにまとめるようになった。

デルモゾールGは、これまで低くなりすぎていた価格が3倍以上になった。この上昇によって、販売数量は減少したが、値上がり効果の方がはるかに大きかった。これが4~11月まで8カ月分きいている。翌期はフルにきいてこよう。

医薬品・FCでは、デルモゾールGの基礎的医薬品指定や、医薬品原料に売上が立っている岩城製薬製の有機ELが利益を牽引した。一方で、薬価改定の影響があり、次への先行投資

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。

も行った。

HBC事業は、売上高+4.3%、営業利益234百万円(+124.6%)となった。HBCでは通販化粧品広告費が計画を下回ったこともプラスに寄与した。全社的な広告宣伝費も899百万円で前期比-241百万円ほど減少している。通販事業では、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、四半期で見るとこの費用の使い方で、利益面でブレが出る。

化学品事業は、売上高+9.4%、営業利益92百万円(+221.0%)となった。プリント配線板向けでは、海外向け銅めっき添加剤が伸び、微細回路向けドライフィルム剥離剤や日立化成から譲り受けた製品も増加した。電子部品向けでは受動部品向けめっき薬品、半導体では、ウェハバンプ形成用無電解めっき薬品やシード層エッチング薬品の拡大にも力を入れた。化成品では、既存の新製品も伸びている。

日立化成とは6年前から業務提携してきたが、今回めっき薬品を譲受したことで、当社の年商は増えていく。いずれ年商20~30億円には拡大できるとみられるので有望である。

食品事業は売上高+7.3%、営業利益-40百万円(同-22百万円)と赤字がやや拡大した。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だろう。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2017.11		2018.11		2019.11(予)		2020.11(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	21519	1425	22281	1530	23300	1900	24500	1800
HBC事業	23591	104	24611	234	25200	200	26000	280
化学品事業	6283	28	6874	92	8500	200	9500	600
食品事業	3967	-22	4257	-40	4000	-20	4000	0
その他	2026	34	2057	33	2000	20	2000	20
合計	57387	1571	60083	1849	63000	2300	66000	2700

新人事制度がスタート

2018年12月より新人事制度をスタートさせた。人材の活用と成果への配分を見直している。これによって人件費は従来よりも上がっている。労働分配率を高めて、それを生産性向上にもっていかうという好循環を狙っている。会社全体としては、ボトムアップ型の新規事業開発にも力を入れており、人材育成に向け実践的な大学院にも社員を送る予定である。

2019年11月期もピーク利益の更新へ

2019年11月期の会社計画は、売上高63000百万円(前年度比+4.9%)、営業利益2000百

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。

万円（同+8.2%）、経常利益 2000 百万円（同±0%）、純利益 1550 百万円（同+8.6%）を見込んでいる。

営業利益が前年度より 1.5 億円ほど増えるが、これは化学品の利益拡大+3.1 億円がリードする。一方で、医薬・FC で新試験室建設関連費用が+0.5 億円、人事制度の変更による人件費のアップ+2.0 億円などが増えることを見込んでいる。

会社計画の営業利益の伸びがやや鈍い要因として、年間で 2 億円の人件費アップがある。これは、通常のものでなく、今回人事制度を見直して、評価報酬制度や人材教育を充実したことによる。若手の実績評価に対して報酬を高めるようにした。

2019 年 10 月の消費税増税やそれに関連した薬価の改定もあるが、全体としては会社計画をやや上回る業績が十分達成できよう。

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。

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、硫酸銅めつき新規添加剤、半導体向けでは、ポンプ用 UBM 形成めつき薬品、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。

2Qのセグメント別業績

(百万円、%)

	2018.11 2Q			2019.11 2Q		
	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	10794	769	7.1	12186	1226	10.1
HBC事業	12164	82	0.7	12358	35	0.2
化学品事業	3104	-2	-0.1	3530	14	0.4
食品事業	2119	-8	-0.4	2179	-10	-0.5
その他	1049	19	1.8	991	12	1.3
合計	29024	857	3.0	31054	1278	4.1

2Q は好調に推移

2019 年 11 月期の 2Q 累計(上半期)は、売上高 31054 百万円（前年同期比+7.0%）、営業利益 1278 百万円（同+49.0%）、経常利益 1333 百万円（同+46.4%）、純利益 891 百万円（同+44.4%）と極めて好調であった。前年同期比で売上高+20.3 億円中、医薬品・FC 事業で+14.2 億円、セグメント別の営業利益では、全体が+4.2 億円中、医薬・FC が+4.6 億円であったので、この部門が大きく貢献した。

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。

セグメント別にみると、医薬・FC事業は、売上高+13.4%、営業利益12.26百万円（+59.3%）と大幅に伸びた。このうち、医薬品原料は、業界は低調ながら、当社は中国での事故の影響を回避する安定供給への取り組みや、新規分野の拡大によって販売を伸ばした。

医薬品は、ジェネリックの拡大が頭打ちながら、外皮用剤は主力の副腎皮質ホルモン剤などを中心に好調であった。利益面ではデルモゾールGが堅調であったことや、高薬価品の生産増加や先行開発品の減少も寄与した。

HBC事業は、売上高+1.6%、営業利益-57.3%と低調であった。化粧品通販や化粧品原料は順調であったが、機能性食品原料は低調で、一般用医薬品の卸売は物流費の高騰など費用増加の影響が大きかった。

化学品事業は、売上高+13.2%、営業利益14百万円（前年同期-2百万円）と黒字となった。表面処理薬品ではプリント配線板用、半導体用、自動車用に力を入れているが、中華圏で減速の影響も出ている。日立化成から譲受したビジネスも伸びている、表面処理設備では、5Gはまだ先で、自動車業界の在庫調整の影響も出ている。設備投資の先送りもみられる。食品事業は、売上高+2.9%、営業利益-10百万円（同-8百万円）と低調であった。

全体でみると、製造小売の比率は34.2%（前年同期31.7%）と着実に上がっている。

2Qのビジネスユニット別売上増加(前年同期比)

(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	+3	原料薬品 +4	医薬品 +6	その他特約 +1		+14
HBC事業	—	HBC原料	—	ファルマネット +1	化粧品通販 +1	+2
化学品事業	表面処理薬品 +5 表面処理設備	スペシャリティ マテリアル	—	—	—	+5
食品事業		食品 +1	—	—	—	
その他	—	—	—	動物医薬 -1	—	-1
合計	+7	+4	+6	+1	+1	+20

通期計画はまだ変更せず

上期の営業利益計画は従来860百万円であったが、これを7月に1250百万円へ+390百万円ほど上方修正した。7月の決算発表では1278百万円であった。

一方、通期の業績予想は従来の営業利益2000百万円を据え置いた。10月の消費税引き上

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。

げ、薬価改定の動きが十分読めないなので、そのままにした。また、米中の貿易摩擦、日韓の半導体摩擦も気になるところである。

今期は、会社計画を上回ってくるのはほぼ確実である。来期は再び4月に薬価改定があるので、医薬品・原料のところは慎重にみておく必要がある。それでも、化学品の新分野の拡大は貢献してくるので、業績は順調に拡大しよう。

今回上方修正となったのは、医薬品原料がジェネリックブームの一巡と10月の薬価改定を前に仕入れが慎重になるのではないかと想定したが、そうはならず順調に推移していることによる。この先行きはまだ読めない。さほどの影響ではないのか。従来と同じ様な薬価改定前後の大きな変動が起きるのか。いずれにしても、会社サイドとして常に固めの見方をとっている。

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) 連結配当性向30%を目途とするというものである。2018.11期の配当10.5円は、DOEで1.8%、配当性向24%であった。

上期の業績上方修正をうけて、配当予想も変更した。従来の会社計画は上下期とも5.5円の年間11円であったが、これを各々6.0円にして、12円とすることにした。増配と決めたのは、配当性向30%を目途としているので、12円配当でも会社計画に対して配当性向は25%に留まるからである。業績が順調なら毎年増配に持っていく方向である。当面継続的な増配が期待できよう。

配当利回りも現在の株価で2.5%である。BPS(1株当たり純資産)600円に対して、配当12円は2.0%である。配当利回りで2%以上は確保したいという意向もあるので、この点にも着目したい。

今後の見方～計画は前倒しで進もう

今回の会社計画では3年後に営業利益28億円、ROIC 8.0%を目標としているが、これまでのように1年早く達成してしまう公算も十分ありえよう。

外皮用剤のジェネリック比率はまだ40%レベルである。ジェネリック全体の80%に比べて低い、皮膚への塗り薬は、塗り心地が重要で、その違いがすぐに分かる。当社の塗り薬はその良さが認められているので、ジェネリックとしての利用度もより上がってこよう。

化学品は売上高が伸びている割には利益が出ていない。これは、電子部品や半導体向けの伸びが目先やや鈍っていることと、次に向けての投資を先行させていることによる。今期の増益幅は当初計画を下回るかもしれないが、来期以降に期待できよう。

半導体向けの表面処理薬品では、中国のファーウェイの動向がやはり影響しており、短期

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。

的には需要変動を生んでいるが、いずれ落ち着きを見せてこよう。

薬価改定の影響は読み切れないが、そのセンシティブティアナリシス（感度分析）は行っている。過去のような7%の薬価引き下げがあるとして、医薬品への影響、医薬品原料への値下げ要請など、いろいろありうる、それでも、減益要因としては小幅なものにとどまり、1年後には吸収できるものといえよう。

長期的にみて、2025年11月期のROE 10.0%の目標も早目に達成できる方向にある。しかし、売上高1000億円はまだみえない。内部成長とともに、外部成長も加えるM&Aがここ数年のテーマとなってこよう。

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～次への策揃えが着々と

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する方針である。3カ年計画で利益が伸びる領域は、1) 医薬・FCでは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る。

ROICの改善に当たっては、新規分野への投資に伴って投下資本（IC）は徐々に増えていく。230億円が300億円に拡大しよう。今後の伸びる分野に投資し、営業利益で50億円、税率35%として税引後営業利益30億円が達成できれば、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。今後3年でこの水準を達成することは十分できよう。

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、 $PBR = ROE \times PER$

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、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。

改革が進展、さらなる成果に期待

2018 年 11 月期末の株主数は 4199 名、外人投資家の比率は 14.5%であった。IR において、最近では機関投資家との対話が増えている。また、個人投資家向けの IR にも、社長自ら積極的に取り組んでいる。

PBR は一時 1.0 倍の近づきつつあったが、最近では 0.8 倍レベルにとどまっている。経営の実態をみると、収益力は上がっており、内容もよくなっている。業績の向上とともに、PBR 1.0 倍には早晚戻すことになろう。BPS（1 株あたり純資産）が 600.0 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。

10 年の中長期ビジョン、その第 2 フェーズを走っており、弾みがつきつつある。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、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ため、ROE にも一定の効果が表れてこよう。

7 月 31 日の株価をベースにすると、2019 年 11 月期ベースで、PBR は 0.81 倍、PER 9.1 倍、ROE は 8.9%、配当利回り 2.5%である。かなり割安である。業績の向上を織り込みつつ、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。