

## 8095 イワキ

### ～M&A も含めて事業の組み換えが本格化、収益力も向上～

2020年2月4日

東証1部

#### ポイント

・1月に医薬品のCMC研究開発に特化したスペラファーマを買収すると発表した。製薬メーカーが新薬を開発した後、新薬の原料・原薬をどのように作るか。その製造方法の開発や品質管理を担う機能がCMC(Chemistry Manufacturing Control)である。もともと武田薬品工業にあった会社を武州製薬が所有していたが、今回イワキが買収した。

・取得価額は60億円、売上高63億円、営業利益6億円の会社である。のれんの償却期間を10～20年として、6～3億円の負担は想定されるが、営業利益でプラスの効果は見込めよう。CMCの需要はかなりあり、医薬品原料事業とのシナジーもあるので有望である。

・今期からセグメントを組み替えて、①ファインケミカル事業(医薬品原料)、②医薬事業、③HBC・食品事業(化粧品、食品原料、一般用医薬品)、④化学品事業(電子材料用表面処理薬品)とした。スペラファーマは、ファインケミカル事業に入る。

・10年間の中長期ビジョンの下、今2020年11月期は5年目を当たる。岩城社長をリーダーに独自の「策揃え」(差別化戦略)を実行中である。2022年11月期までの3ヵ年計画では、売上高750億円、営業利益32億円、ROIC 8.5%を公表したばかりであるが、今回のM&Aで、達成の確度は高まり、ピーク利益の更新が続こう。

・4月の薬価改定やインバウンドの減少から慎重な見方も必要である。しかし、5Gの本格化で、電子部品・半導体関連の表面処理薬品に動きが出よう。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、新商材によるブランド作りにも取り組んでいる。同時に、商社から製造機能へのシフトを進めており、製造比率は40%以上に高まろう。

・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) CMC研究開発受託事業の拡大、3) 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、4) シルバー世代に強みを持つ通販化粧品分野などをリード役に、今後とも事業投資が活発化しよう。収益力は継続的に向上していくので、PBRも早晩1.0倍を超えてこよう。

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”で収益力向上を目指す
4. 大型M&A スペラファーマの買収でCMC(医薬品製造方法)の研究開発受託事業に参入
5. 当面の業績 ピーク利益の更新が続こう
6. 企業評価 収益力向上の新たな道筋が見えてきた

## 企業レーティング B

株価 (2020年2月3日) 512円 時価総額 177億円 (34.636百万株)  
PBR 0.82倍 ROE 8.3% PER 9.8倍 配当利回り 2.7%

(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
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	61647	2121	2318	1533	47.0	13.0
2020.11(予)	68000	2200	2400	1700	52.0	14.0
2021.11(予)	73000	2900	3100	2000	61.1	15.0

(2019.11ベース)

総資本 44715百万円 純資産 20431百万円 自己資本比率 45.7%

BPS 624.1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、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESGから見た持続力、という観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9つのビジネスユニットをもつ。前期までのセグメントでは、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。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。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)。そして、食品は加工食品の原料であった。

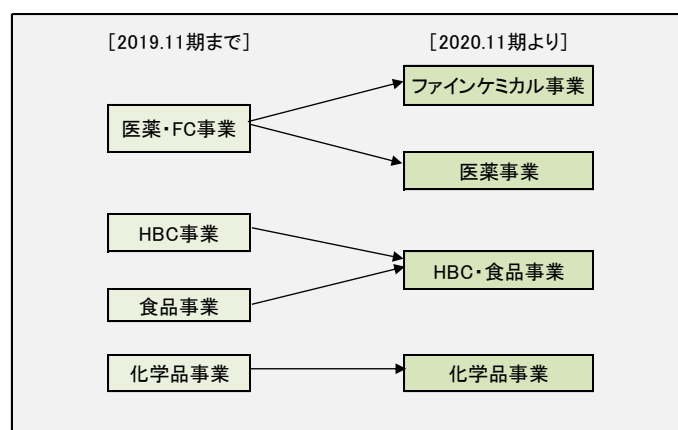
これを今2020年11月期より新セグメントに切り替える。①ファインケミカル、②医薬、③HBC・食品、④化学品である。医薬品原料と医薬品を分け、機能性食品原料と食品原料を統合することが柱である。

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	40 (38)	8.4 (6.8)	原料薬品 医薬品 その他特約	28 13 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	39 (41)	0 (0.9)	ファルマネット HBC原料 オリジナル製品	19 16 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	12 (11)	1.2 (1.3)	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)	-1 (-0.9)	食品	7	食品原料の製造・販売
その他	2 (3)	-0.1 (1.6)		2	動物用医薬品の卸売

(注)2019年11月期ベース。〈 〉内は2018年11月期。営業利益率は対売上比。動物用医薬品は2019.11期で撤退。

↓  
今期からの新セグメント



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

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、25年前に撤退している。

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。

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(69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

---

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。

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、25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。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、会社も無借金であつた。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

2020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、ファインケミカル事業である。ここには医薬品用原料が入る。2つ目は医薬事業で、医療機器の販売もここに入る。3つ目は、HBC・食品事業である。HBCはヘルス&ビューティケアの略で、ここには一般用医

---

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。

薬品の卸売、化粧品原料、食品原料、機能性食品が入る。化粧品・機能性食品の通販事業部も入る。4つ目は、化学品事業で、プリント配線板等の製造プラントも入っている。

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、効率化を図っている。

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44%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20%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(原材料製造)、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。自社生産の比率は、原料製造で18%、製品製造で17%、合計で35%を占める。

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ので、製造機能を持った化粧品ビジネスとみてよい。

今期からのビジネスユニット(BU)別事業構成

(億円、%)

2019.11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	ファインケミカル事業	医薬品原料BU 43	127				162 [26]
	医薬事業			医薬品BU 79	医薬品機器BU 3		82 [13]
	HBC・食品事業	化粧品BU		26	ファルマネットBU 116		283 [46]
		食品原料BU 4	94				
	化学品事業	表面処理薬品BU 52	スペシャリティ マテリアルBU 7				73 [12]
表面処理設備BU 15							
合計		113 [18]	273 [44]	104 [17]	133 [22]		616 [100]

(注)BUはビジネスユニット

### その他事業の動物医薬卸は売却

子会社に動物用の薬品・機器を扱っている販売会社が2社あった。千葉の販社(卸売)は豚や鶏用を扱い、北海道にあるもう1社は馬や牛用の薬品を扱っていた。

動物用医薬品の今後の展開は厳しい。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

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。

資が強い分野であるので慎重にみておく必要があった。そこで、事業としてはその他に位置付けられた。

この動物用医薬品の卸会社2社を、2019年9月に売却した。子会社として北海道にホクヤク、千葉県にエイ・エム・アイを有していたが、両社を愛知県豊橋市に本社を置くアスコ（サーラコーポレーションの子会社でアニマルヘルスケアの会社）に譲渡した。

2社で年商20億円、数千万円の営業利益が出ていたが、イワキにとってはコアビジネスでなかった。一方、アスコは動物用医薬品を本業としているので、商圈の拡大に結びつく。2社の社員も全員移った。

### 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。2019年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る。

### 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。

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。

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、メディカ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。

---

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見ると、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。

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。効果がはっきりと分かり、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

---

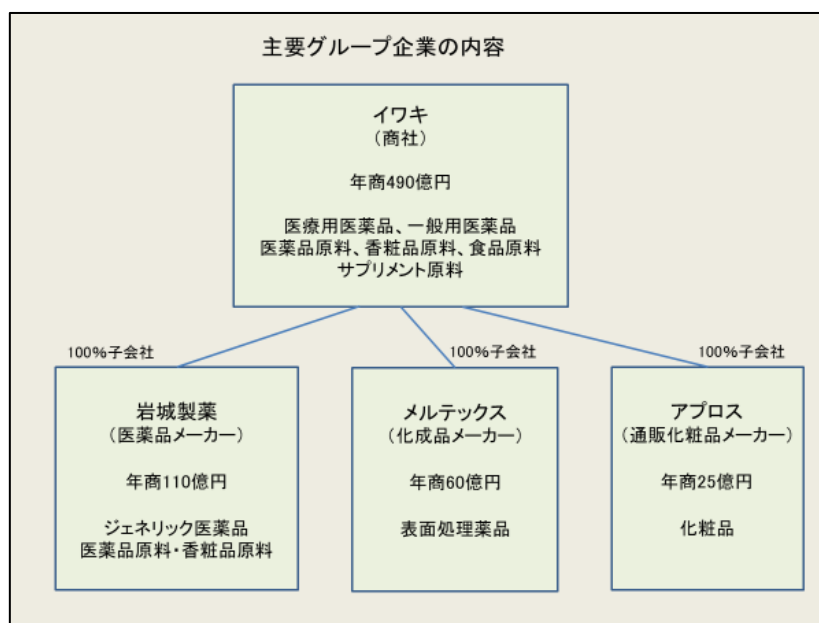
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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。

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、ここのプライスは厳しい。

---

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。

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

---

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

れ、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。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

---

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。

#### 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

---

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。

#### 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
  - ・Internatinal 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
  - [2回] 中期3カ年計画 2020年11月期 売上高650億円、営業利益21億円、ROIC7.0%以上
  - [3回] 中期3カ年計画 2021年11月期 売上高700億円、営業利益28億円、ROIC8.0%以上
  - [今回] 中期3カ年計画 2022年11月期 売上高750億円、営業利益32億円、ROIC8.5%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

#### ビジネスユニットごとに ROIC を追求

2019年11月期のROICは6.0%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、2017年11月末では202億円に圧縮した。2019年11月期からは投資が拡大しているため、投下資本は前期末で252億円に増えている。

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

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。

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。

動物医薬卸の子会社も9月に売却した。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。

ROICの向上								
	(%)							
	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11
ROIC	3.6	3.2	2.6	1.7	3.2	5.4	5.9	6.0
ROE	4.7	4.6	2.9	-0.8	0.0	7.2	7.6	7.7

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末 202億円、2017.11末 202億円  
 2018.11末 230億円、2019.11末 254億円

### 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。これも1年目が終わったところで方向性が見えた。

3回目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%以上を目指した。そして、今回は3年後の2022年11月期に売上高750億円、営業利益32億円、ROIC8.5%以上を目指す。2025年11月期の長期目標に変更はない。

重点戦略としては、「ものづくりの表と裏を揃える」と岩城社長は強調してきた。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。

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。



3か年計画のローリング  
～前倒して達成中～

(億円、%)

	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11	→	2025.11
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) 574		(計画) 650				(計画) 1000
	営業利益			15.7	→	21.0	→			
	ROIC			5.4		7.0				10.0
第3期中計 (1年でローリング)	売上高			(実績) 601		(計画) 700				(計画) 1000
	営業利益			18.5	→	28.0	→			
	ROIC			5.9		8.0				10.0
第4期中計 (1年でローリング)	売上高				(実績) 616		(計画) 750	→		(計画) 1000
	営業利益				21.2		32.0	→		
	ROIC				6.0		8.5			10.0

### 中長期ビジョンの向けて

2025年11月期に向けて、10カ年の中長期ビジョンを3か年の中期計画をローリングしながら、推進中である。2019年11月期で丸4年を経過した。業績は順調に伸びており、中期計画は達成しており、長期目標に向けてその路線にのっている。

しかし、既存ビジネスは成熟気味であり、大きな変革はまだ起きていない、と岩城社長は認識している。そこで、今期からは、M&Aによる新規事業を加速させつつ、既存事業の見直しや変革も進めていく。

### セグメントを組み換え

マネジメントアプローチとして、事業セグメントを組み替えた。1) 医薬・FCをファインケミカル事業と医薬事業に分割する。2) HBCと食品を統合して、HBC・食品事業とする。3) 化学品は現状のまま変更はない。

ファインケミカル事業では、①医薬品原料の付加機能を強化し、②高薬理活性原料対応の新分析センター（新設：IW ノースキューブ）を活かして、製品のラインアップを拡充していく。③とりわけ、原料の製造・流通の川上である開発領域へ進出する。そのために、今回大型のM&Aを実施する。

医薬事業では、皮膚向けに特化することで、プレゼンスの向上を図り、医療用医薬品に加えて、コンシューマー領域においても拡大を目指す。

皮膚向け医薬品市場は1548億円（2019年度）、参入企業80社である。市場の3分の1が保湿剤、3分の2が保湿剤以外であるが、当社はこの保湿剤以外をターゲットとしている。参入企業のうち、実際に製造を行っている企業は、20%にとどまる。この製造分野において、M&Aも含めてシェアアップを図っていく。コンシューマー向けでは、一般用医薬品（タイガーバームの国内総代理店）ドクターズコスメ（資生堂との提携によるNAVISIONの販売）、化

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。

粧品（子会社アプロスによるスキンケア化粧品の通販）などに注力する。

HBC・食品事業では、食品と機能性食品の境界がなくなりつつあるので、この分野の原料の企画、開発、製造機能をさらに強化する。例えば、大手食品メーカー向けコラーゲン納入、GABA、HMB カルシウム、L-テアニンなど機能性表示食品の屈出、流通から川上の開発製造への進出を行う。

化学品事業では、①プリント基板向け薬品、②電子部品向け薬品、③半導体向け薬品で、市場拡大と収益力の強化を図る。具体的には、プリント基板向けで微細回路形成の追求、電子部品向けで、サービス体制の強化、半導体向けで高機能 UBM の追求を推進する。

今回の中期3カ年計画では、2022年11月期で、売上高750億円、営業利益32億円、ROIC 8.5%以上を目指す。

### 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、外皮用剤では相当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。

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。

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年夏に完成した。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。

### 3か年の中期経営計画～ローリングベース

\* 2022年11月期で売上高750億円、営業利益32億円、ROIC8.5%以上

#### 1. ファインケミカル事業

- ・付加価値機能の強化～API開発、製造、精製、輸入、国内代理機能の推進
- ・製品ラインアップの拡充～高薬理活性対応分析センター(IWノースキューブ)の活用
- ・開発領域への進出～開発受託、製造受託への進出、M&Aの実施

#### 2. 医薬事業

- ・皮膚医薬でNo.1～ニッチ分野での製造機能の強化、資本業務提携の推進
- ・医療用以外の一般用医薬品(タイガーバウム国内総代理店)、ドクターズコスメ(資生堂NAVISION)、通販化粧品の強化

#### 3. HBC・食品事業

- ・組織一体化による提案力の強化～機能性食品原料
- ・企画機能の強化～機能性表示食品
- ・開発・製造領域への進出～自社原料の開発製造

#### 4. 化学品事業

- ・主力3分野でのポジションの確保  
プリント配線基板向け薬品でのシェア向上、電子部品向け薬品でのシェアNo.1、半導体向け薬品での差別化

#### 5. 事業基盤の整備

- ・グループの経営管理機能の強化～本社機能の強化、システムの高度化・効率化
- ・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

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、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。

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。

## 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2018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	外皮用ジェネリック 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～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。前期の設備投資は17億円強であった。医薬品での新試験設備

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

の充実、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た。

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。

ファインケミカルでは、新分析棟や倉庫の建設を行った。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。

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
設備投資	752	825	985	482	554	2098	1744
R&D投資	923	909	984	833	731	810	735
(対売上比)	1.8	1.7	1.8	1.5	1.3	1.3	1.2
内部資金	1322	1110	602	753	1800	1917	1913
内部留保	543	252	-344	-191	1042	1162	1095
減価償却	779	866	946	944	758	755	818

(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

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。

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patent切れが相次ぐ。5年で20品目以上のpatent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(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

#### 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月に竣工した。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。

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。

#### 資本業務提携も推進

今年1月に、皮膚の塗り薬分野で、富山の前田薬品工業と資本業務提携すると公表した。

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。

出資比率は14.9%で、投資金額も少ない。外皮用剤のメーカーはさほど多くないが、その1社との連携を強化しておこうというものである。持分配の適用にも入らないので、P/Lへの直接的影響はほとんどないが、今後の連携の深まりに注目したい。

ねらいは、①相互の生産委託の推進による生産能力の最適配置の推進、②医薬品原料の調達機能の強化などによって、外皮用剤市場におけるプレゼンスの向上を図ることにある。

### 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ついでいこ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っていく。

### 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35%（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、通販の製造分も入れると自社製造が35%となる。この製造部門のウエイトを将来的には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用部材で市場開拓

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は今後とも有望ながら、目先は韓国との通商摩擦で需要が鈍っている。

### 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、

---

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ブ実装において、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が期待される。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

---

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。



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。

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）も伸ばす。

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	2019.11
営業キャッシュ・フロー	514	423	2448	953	1523	1655	1603
税引後当期純利益	725	525	196	87	1038	1514	1598
減価償却費	779	866	946	944	758	755	818
売上債権の増減	-1532	-904	2009	-787	-469	-705	-1003
投資キャッシュ・フロー	-962	-607	-337	-573	-52	-1973	1656
有形固定資産の取得	-374	-534	-537	-584	-403	-681	-1093
有形固定資産の売却	54	80	0	98	74	33	0
無形固定資産の取得						-134	-401
子会社株式の取得	-501	0	0	0	0	0	-179
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	-53
財務キャッシュ・フロー	-170	438	-1734	-838	-720	138	324
有利子負債の増減	138	842	-1330	-287	105	603	854
配当金の支払い	-201	-252	-201	-199	-199	-317	-385
自己株の取得	0	0	0	-107	-447	-1	31
現金等期末残高	3595	4006	4382	3950	4729	4540	4795

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。

## 今後とも設備投資はキャッシュ・フローの範囲内～M&Aは別枠

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15億円前後となろう。高機能の原料、製品の開発や生産のための設備を継続的の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。

バランスシート

(百万円、%)

	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11
現預金	3726	4223	4562	4175	4929	4746	4915
受取手形・売掛金	15809	16803	14801	15588	16006	16704	18978
棚卸資産	4571	4998	5246	4683	5134	5771	5489
その他流動資産	818	1122	643	609	894	933	996
有形固定資産	7405	8048	8111	7287	7115	7377	7934
無形固定資産	351	311	246	79	78	1130	1462
投資その他資産	4887	4090	4428	4008	4374	4813	4941
資産合計	37569	39598	38040	36429	38523	41478	44715
支払手形・買掛金	12229	12492	11979	11406	12584	12766	13694
短期借入金	2658	3730	2287	2060	2596	3296	3796
その他流動負債	2172	2411	2509	2516	2257	2972	3352
長期借入金	1157	927	1040	980	548	452	805
その他固定負債	2580	2776	2869	2634	2618	2772	2636
負債合計	20797	22336	20682	19596	20606	22258	24283
株主資本	16054	16235	15926	15714	16389	17581	18866
その他包括利益	717	1026	1432	1115	1515	1606	1556
純資産	16772	17261	17358	16833	17927	19219	20431
自己資本比率	44.6	43.6	45.6	46.2	46.5	46.3	45.7

(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。

## 4. 大型 M&A スペラファーマの買収で CMC (医薬品製造方法) の研究開発受託事業に参入

### スペラファーマを買収

武州製薬のスペラファーマを60億円で買収した。スペラファーマは、医薬品のCMC研究

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

開発に特化したユニークな企業である。CMC (Chemistry Manufacturing Control) とは、医薬品の原料・原薬の製造法、製剤化および品質の管理を行う業務を意味する。

スペラファーマは、2017年7月に武田薬品工業のCMC研究部門がスピンアウトした医薬品CMC受託会社で、大阪市に本社があり、売上高60億円強、社員230人規模の会社である。

CMOは薬の製造受託であり、CROは薬の臨床試験(治験)を受託する。CMCは、新薬が発見、発明、開発された後、それをどのように製造したらよいかという製造方法の研究開発を受託する。スペラファーマは、日本で唯一の統合型CMC研究受託企業で、120名の研究者・技術者を有し、この分野で圧倒的トップの地位にある。

### ねらいは領域の拡大

通常、新薬メーカーは、CMCを社内でやっているが、これを外部に委託して効率を高めたいというニーズは強い。実際、需要がかなりあるし、今後も拡大が見込める。

当社は、医薬品の原料を製造したり、海外から輸入したりしている。日本に拠点を置く製薬企業が新薬をどのように製造したらよいか、という方法の受託はそれがビジネスになると同時に、そこで使う原料ともシナジーが働くことになる。

武州製薬は、大株主が大手のファンドであり、今回事業の再編を行う中で、スペラファーマをスピンアウトすることにした。その案件が当社に入り、うまくまとまった。

当社は、医薬品原料の川上、川下の強化、バリューチェーンからみた研究開発、製造機能の強化を経営戦略として作戦を練っていた。人材も採用しており、スペラファーマをよく知っていた。

### 業績貢献は十分見込める

年商60億円で売上高営業利益率は10%レベルである。60億円ののれんを10~20年で償却すると、6~3億円となる。現状の収益性では買収後EBITDAはかなり上がるが、営業利益、税引利益への貢献は当面さほど大きくないが、プラス効果は見込める。

このビジネスは、新薬を開発している企業に、中堅クラスも含めて幅広く展開できる。当面は武田薬品の仕事が多いが、受託先の多様化を図ることは十分できよう。事業の効率化、高付加価値化を図ることによって、営業利益率を大きく高めることができよう。また、原料部門への波及効果も加わってこよう。ファインケミカル事業の新しいコア事業として大いに注目したい。

連結に2Qから入ってくるとすると、今期は8カ月分が入ってくる。ファイナンスについては、必要な資金は借入れで賄うことになろう。60億円規模の買収は総資産447億円、純資産204億円、自己資本比率45.7%と財務体質から見て問題ない。自己資本比率が5~6%ポイント程度低下するに留まろう。

## 5. 当面の業績 ピーク利益の更新が続こう

### 2018年4月の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。

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			2019.11		
	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	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	24491	2081	8.5
HBC事業	22540	184	0.8	22281	74	0.3	23591	104	0.4	24611	234	1.0	24138	0	0.0
化学品事業	7304	-556	-7.6	5331	-434	-8.2	6283	28	0.5	6874	92	1.3	7339	85	1.2
食品事業	3843	-9	-0.2	3778	-5	-0.1	3967	-22	-0.6	4257	-40	-0.9	4236	-44	-1.0
その他	2306	15	0.7	2402	49	2.1	2026	34	1.7	2057	33	1.6	1441	-1	-0.1
合計	55422	559	1.0	55121	977	1.8	57387	1571	2.7	60083	1849	3.1	61647	2121	3.4

### 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

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。

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ので、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、翌期はフルにきく。

医薬・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。

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、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。

### 2019年11月期も好調であった

2019年11月期は、売上高61647百万円(前年同期比+2.6%)、営業利益2121百万円(同+14.7%)、経常利益2318百万円(同+15.9%)、純利益1533百万円(同+8.4%)と、営業利益で最高益を更新した。

セグメント別にみると、医薬・FCの営業利益2081百万円(同+36.0%)、HBCの営業利益0百万円(前年同期234百万円)、化学品85百万円(同-7.0%)、食品事業-44百万円(同-40百万円)、その他-1百万円(同33百万円)と、医薬・FCのみが大きく稼ぐ一本足で、バランスはよくなかった。

主要なビジネスユニット(BU)毎の動きをみると、医薬品原料の製造販売では、抗アレルギー剤、潰瘍性大腸炎薬であり、受託の電子・機能性材料も好調であった。

医療用医薬品では、主力の外皮用剤が好調、特に副腎皮質ホルモン剤などの主力品が伸びた。一般用医薬品ではビタミンCは低調であったが、男性型脱毛治療薬が伸びた。

HBCでは、通販化粧品は堅調であったが、ドラッグストア向けなどの一般用医薬品は、インバウンド需要の鈍化で低調であった。機能性食品原料や化粧品原料も今一步であった。

化学品では、表面処理薬品が銅めっき添加剤の新規や、UBMなどの半導体向けが伸びたも

この、主力の受動部品向けは、貿易問題の影響を強く受け低調であった。表面処理設備は、市場は低調ながら、利益改善が貢献した。食品原料も健康志向食品向けが伸びたものの、全体としては横這いであった。

この期は3Qからやや変調した。2019年11月期の3Qからは、医薬・FCが全体をリードしたが、それ以外の3分野は一段と低調になった。HBCでは、機能性食品原料が落ち込んだ。一般用医薬品の卸売はインバウンド消費の減少による影響を受けた。通販化粧品は新規商品のクロスセルが必ずしも十分でなかった。表面処理薬品は、プリント配線板向け、半導体向けとも四半期でみると期後半に厳しくなった。表面処理設備も投資需要の先延ばしなどによって低調であった。

前期までのビジネスユニット(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 35→39→43	119→120→127	医薬品BU 64→69→79	その他特約BU 2→3→3		215→222→245 [40]
	HBC事業	—	HBC原料BU 102→105→100	—	ファルマネットBU 108→117→116	化粧品通販 25→25→26	225→246→241 [39]
	化学品事業	表面処理薬品BU 40→46→52 表面処理設備BU 14→14→15	スペシャリティマテリアルBU 7→9→7	—	—	—	62→68→73 [12]
	食品事業	食品BU 5→4→4	35→38→38	—	—	—	39→42→42 [7]
	その他	—	—	—	動物医薬 20→20→14	調剤薬局 0→0→0	20→20→14 [2]
	合計	94→103→113 [17]	263→272→273 [44]	64→69→79 [10]	130→140→133 [22]	24→25→26 [4]	573→600→616 [100] [100]

(注)BUはビジネスユニット、矢印は2017.7期→2018.11期→2019.11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、動物医薬は2019年9月に売却し撤退。

## 今2020年11月期は大型M&Aの影響が変動要因

2020年11月期の会社計画は、売上高64000百万円(前年度比+3.8%)、営業利益2200百万円(同+3.7%)、経常利益2400百万円(同+3.5%)、純利益1700百万円(同+10.9%)を目指す。ここには、スペラファーマの効果はまだ織り込まれていない。今後見直されることになる。

現在の会社計画を見ると、上期/下期別の営業利益で、前上期1278百万円(前年同期比+49.0%)、前下期843百万円(同-15.0%)、今上期960百万円(同-24.9%)、今下期1240百万円(同+47.1%)という動きで、下期からの回復をみている。環境面では、前下期に消費税や薬価改定があり、今上期も薬価改定がある。米中貿易摩擦もエレクトロニクス関連に影響している。

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。

配当については、DOE1.5%以上、配当性30%を目途としているが、前期は13.0円と2.5円の増配を行ったが、今期は14.0円（1円増配）を予定している。

昨年10月の薬価改定は、当社の医薬品に関してはマイルドなものに留まった。2020年4月の改定については、一定程度慎重にみておく必要はある。消費税の影響は、通販化粧品など一部の製品に出ているが、全体としては問題ない。韓国からの訪日客が激減していることは、化粧品原料や一般用医薬品に一部影響は出ているが、さほど大きくはない。1月からの中国発コロナショックは新たな懸念である。

#### 新セグメント別業績予想

(百万円)

	2019.11(推)		2020.11(予)		2021.11(予)		2022.11(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
ファインケミカル	16200	1300	22000	1200	24000	1500	25000	1600
医薬	8200	800	9000	800	10000	900	11000	1000
HBC・食品	28300	-44	29000	0	30000	100	31000	200
化学品	7300	85	8000	200	9000	400	10000	500
合計	61647	2121	68000	2200	73000	2900	77000	3300

(注) 2019.11の営業利益は推定ベース、その他は省略。2020.11期はスペラファーマを8か月分含む。

#### 中長期計画が進展

今回の中期計画では、3年後に営業利益32億円、ROIC 8.5%を目標としている。営業利益については十分達成できよう。

ファインケミカルで、スペラファーマの貢献がどこまで高まってくるかが注目される。PMI(買収後の経営統合)がうまく行き、市場開拓が進むならば、3~5年後に営業利益で5~10億円の貢献は期待できよう。

医薬事業では、外皮用剤のジェネリック比率はまだ40~50%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。

薬価改定の影響について、会社側でセンシティブティアナリシス(感度分析)を行っている。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みられる。

化学品は今のところ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。今期後半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

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



の動向がやはり影響しており、短期的には需要変動を生んでいるが、いずれ落ち着きを見せよう。

長期的にみて、売上高 1000 億円はまだ十分でない。内部成長とともに、外部成長も加える M&A が、引き続きテーマとなつてこよう。

### 配当方針は下限を持った業績連動型へ

配当については、DOE 1.5%以上、配当性 30%を目途としているが、前期は 13.0 円と 2.5 円の増配と行ったが、今期は 14.0 円（1 円増配）を予定している。

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した。

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。2019. 11 期の配当 13.0 円は、DOE で 1.8%、配当性向 27.7%であった。

2019 年 11 月期は上期の業績上方修正をうけて、配当予想を変更した。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、7.0 円の計 13 円とすることにした。業績が順調なら毎年増配を行う方向である。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 2.8%である。BPS（1 株当たり純資産）624.1 円に対して、配当 14 円は 2.3%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。

## 6. 企業評価 収益力向上の新たな道筋が見えてきた

### 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

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。CMC（医薬品製造の開発受託）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。

投下資本は、現在 250 億円であるが、M&A で 60 億円が追加となる。310 億円に対して、ROIC 10%とすると、税引後営業利益で 31 億円が必要になる。営業利益では 50 億円が目標

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。

となろう。この水準は十分狙える状況にある。

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30億円以上を出すことができ、ROEで10%がみえてくる。

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、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、 $ROE 10\% \times PER 15倍 = PBR 1.5倍$ が1つの目途となろう。

## 優待を開始

今期から株主優待を開始する。100株以上を1年以上保有している株主に対して、当社グループ商品の詰め合わせセット3000円相当などを贈る。3コースから1つを選択する。株価が600円に上昇しても、配当14円で配当利回り2.3%、これに詰め合わせセットの優待分が1株30円に相当するので、この利回りが5%となるので、かなりお得である。

## さらなる成果に期待

2019年11月期末の株主数は10617名、外人投資家の比率は12.1%であった。IRにおいて、最近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きており、株主数は大幅に増えた。

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、医薬品、HBC・食品の新製品、化学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ている。ROICベースのマネジメントを展開しているため、ROEにもかなり効果が表れてこよう。

2月3日の株価をベースにすると、今2020年11月期ベースで、PBRは0.82倍、ROEは8.3%、PER9.8倍、配当利回り2.7%と、かなり割安である。業績の向上を織り込みつつ、PBR1.5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。