

8095 イワキ

～アステナに社名変更、ビジネスモデルの変革が本格化～

2021年2月3日

東証1部

ポイント

・6月に社名をアステナホールディングスに変更する。「明日+サステナブル」から名付け、本社機能の一部を能登半島の^{すず}珠洲市に移す。新中長期ビジョン Astena 2030 “Diversify for Tomorrow.” では、2030年に売上高1300億円、ROE13%以上を目指す。

・当社のビジネスモデル(価値創造の仕組み)が大きく変貌している。CMC(スペラファーマ)のプラットフォームを軸に、新たなニッチトップを目指す。成長の第2ステージに入ってくるので、業績も大きく伸びてこよう。

・買収したスペラファーマをコアに、事業の新規拡大が進展しつつある。医薬品の開発・製造(CDMO)では、塗り薬に加えて注射剤分野へ展開できよう。武田薬品工業の事業部門であった企業の買収、鳥居薬品の工場の買収、健康食品のマルマン H&B の買収などを実行した。投資額は全体で84億円、のれんの償却を入れても営業利益の拡大余地は大きい。

・製薬メーカーが新薬を開発した後、新薬の原料・原薬の製造方法の開発や品質管理を担う機能がCMC(Chemistry Manufacturing and Control)である。スペラファーマの取得価額は63億円、売上高63億円、営業利益6億円の会社であった。CMCの需要は旺盛で、医薬品原料事業とのシナジーも有望である。同年7月に鳥居薬品から、同社の佐倉工場を買収した。自社の外皮用剤とのシナジーはすぐに見込め、注射剤の基盤も確保した。

・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、今後も事業投資が活発化しよう。

・商社から研究開発型製造機能へのシフトを進めており、製造比率は40%以上に上昇しよう。2023年11月期までの3ヵ年計画(売上高820億円、営業利益42億円、ROE 9.7%)は、今回のM&Aで達成の確度が高まっている。コロナの影響は一部出ているが、ピーク利益の更新が続こう。収益力は継続的に向上していく。当社のCX(企業変革)が評価され、PBRもようやく1.0倍を超える局面にあるが、次は1.5倍を目指すことになろう。

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 スペラファーマ買収を機に持株会社化を推進
3. 中期経営計画 新10年ビジョンで収益力は向上
4. 当面の業績 ピーク利益の更新が続こう
5. 企業評価 画期的なビジネスモデルの変革

企業レーティング A

株価 (2021年2月3日) 634円 時価総額 220億円 (34.729百万株)

PBR 0.97倍 ROE 9.2% PER 10.4倍 配当利回り 2.8%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
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	65341	2035	1968	1983	60.3	16.0
2021.11(予)	73000	2600	2700	2000	60.7	18.0
2022.11(予)	77000	3600	3700	2500	75.8	20.0

(2020.11ベース)

総資本 54319百万円 純資産 21651百万円 自己資本比率 39.9%

BPS 656.5円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2020年12月に第三者割当新株予約権によるエクイティファンダンスを開始、発行株式数 672万株、19.9%の希薄化に相当、権利行使期間は2023年12月18日までの3年間。予想EPSは希薄化前の数値。

担当アナリスト 鈴木行生 (日本ベル投資研究所 首席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力、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

企業変革へ挑戦～社名変更、本社移転

企業変革に挑んでいる。社名をイワキからアステナに変える。2月の株主総会に新商号を提案し、6月の持株会社体制のスタートに合わせて、社名を「アステナホールディングス(株)」に変更する。アステナの由来は、「明日(未来)+サステナブル」にある。社内公募した中から選ばれた。

イワキは、岩城社長で4代目であるが、企業のサステナビリティを考える時、創業家の名前である必要はないので、未来に向けて社名を変更することにした。さらに、本社の一部を創業来の日本橋から能登半島の石川県珠洲市(人口1.4万人)に移す。

事業内容と主な製品分野

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
ファインケミカル事業	32.8	5.6	医薬品原料 CMC研究開発	25 8	医薬品原料の製造・販売 医薬品用原料原薬の開発
医薬事業	16.3	9.4	医薬品 医薬機器	16 1	医薬品の製造販売 医薬品機器販売
HBC・食品事業	39.5	-1.9	食品原料 ファルマネット 化粧品	15 14 10	機能性食品原料の製造販売 一般用医薬品・関連商品の卸売 化粧品原料の販売、化粧品の通信販売
化学品事業	11.4	4.4	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

(注)2020年11月期ベース。

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、2019年11月期までのセグメントは、医薬・FC(ファインケミカル)、HBC(ヘルス&ビューティケア)、化学品、食品であった。

これを2020年11月期より新セグメントに切り替えた。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した。

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

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。

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。

4つの柱

当社は大正3年の創業で、2020年7月で106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が多い。

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、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

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、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た。

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。

4代目のマネジメントがリーダーシップを発揮

岩城修会長(70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43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。イワキは創業106年目であるが、この50年でみれば、岩城社長の指揮のもと、2度目の成長期に入っている。

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。

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

事業をセグメント別バリューチェーンに分けてみると、医薬品原料、化粧品原料、化学品原料、食品原料などの原料流通が全体の42%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14%に留まる。

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17%、製品製造で19%、合計で36%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。

ビジネスユニット別事業構成

(億円、%)

2020.11期		サプライチェーン別						合計
		研究開発 →	原材料製造 →	流通(原料) →	製品製造 →	卸売(製品) →	小売 →	
事業部別	ファインケミカル事業	CMC研究開発 50	医薬品原料BU 37	128				214 [33]
	医薬事業				医薬品BU 103	医薬品機器BU 4		106 [16]
	HBC・食品事業			化粧品BU		ファルマネットBU 94		258 [40]
				食品原料BU 3	23			
化学品事業		表面処理薬品BU 53	スペシャリティ マテリアルBU 6				74 [11]	
		表面処理設備BU 14						
合計		50 [8]	108 [17]	272 [42]	126 [19]	98 [15]		653 [100] [100]

(注)BUはビジネスユニット、数字は売上規模、カッコ内は構成比。

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。

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。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。

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。

コーポレートガバナンスと社外取締役

2月の株主総会後のアステナHDの取締役は9名(事業部長と兼任の常務執行役員は除く)となる予定で、執行サイドは岩城社長、大森 CHRO (人財)、畑澤 CSO (戦略)、熱海 CFO と岩城会長、社外取締役は越智氏 (事業会社出身)、川野氏 (金融機関出身)、二之宮氏 (製薬会社出身)、中川氏 (新任予定、人財領域の学者) の4名となる。越智大藏氏は事業会社出身でIRの経験が豊富である。川野毅氏は金融機関出身で、事業会社の役員を経ている。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。

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。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。

6月からの持株会社では、経理、人事、経営企画、情報システム、ESGなどの機能を担い110名前後の陣容となる予定である。グループ全体のBCPや地方創生、新規事業の創出に向けて、東京と珠洲市の2拠点を選択できるようにする。2023年に向けて移転させる。

取締役の株式報酬制度～KPIを変更

取締役の株式報酬制度について、業績達成条件の定量指標を変更する。2月の株主総会に提案する。従来は、売上高、売上高粗利率、ROICを基準にしていたが、これらを1)売上高、2) EBITDA マージン、3) ROEに変更する。ROICは事業会社ベースでは活用していくが、持株会社がリーダーシップをとる中で、M&Aも継続的に発生することと、投資家と同じ目線でリターンを考慮した方がよいと判断したことによる。

取締役への株式報酬では2つの制度を入れている。1つは、BIP信託(役員報酬ボードインセンティブプラン)である。これは、業績の達成度に応じて、株式の交付及び換価処分金額を給付しようというものである。

もう1つは、RS報酬制度(譲渡制限付株式報酬制度)である。期間5～10年制限付の株式報酬で、中長期の株式価値向上を目指すようにもっていく。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。

本社機能の一部移転

岩城社長はすでに珠洲市からリモートワークしているが、6月からはここを拠点(ベースキャンプ)にして全社を指揮する。珠洲市は羽田から飛行機で1時間、能登空港から車で1時間弱のところにある。

珠洲での本社業務としては、①受発注などのBCP対象、②テレワーク支援業務、③障害者

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。

雇用関連業務(5月に特例子会社アステナハートフル設立予定)、④SDGs推進の一環として、「能登SDGsラボ」との協働、⑤グループの教育研修などからスタートする。

ESG推進部を設置

12月にESG推進部を設置した。従来のグループビジョン推進室と業務改革部の一部を統合した。当社は、創出を目指すコアバリューとして、SH(安全衛生)、E(環境)、EG(倫理・尊厳の尊重/真心)を掲げているが、とりわけ「G=Goodwill」で善き会社作り、人材育成を目指す。今後はSDGsを目標に、ESGを基盤として新規のビジネスづくりを推進する方針である。

これまで、グループビジョン推進室では、CSR活動を中心に展開してきた。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)などの改善や推進に軸足を置いて活動している。障がい者の雇用促進では、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んだ。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た。

2. 強み スペラファーマ買収を機に持株会社化を推進

スペラファーマを買収

2020年3月に武州製薬からスペラファーマを63億円で買収した。スペラファーマは、医薬品のCMC研究開発に特化したユニークな企業である。CMC(Chemistry Manufacturing and 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235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というニーズは強い。実際、需要が旺盛で、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

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、今回事業再編を行う中で、スペラファーマをスピニ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。約 60 億円ののれんを 20 年で償却すると、約 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、税引利益への貢献でもプラス効果が見込める。

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。

連結には 2020 年 11 月期の 2Q から入っており、9 カ月分が寄与した。スペラファーマの買収資金 63 億円は、全額借入金で賄った。実際、2020 年 3 月に 63.5 億円をみずほ銀行他金融機関から借入れた。63 億円規模の買収は、総資産 437 億円、純資産 200 億円、自己資本比率 46.0% の財務体質から見て問題はなかった。

鳥居薬品の佐倉工場を買収

2020 年 7 月に、鳥居薬品の佐倉工場を株式譲渡で取得した。鳥居薬品は、日本たばこ産業の子会社であるが、佐倉工場では外皮用剤、注射剤、アレルギー製剤の検査薬などを生産している。佐倉工場は従業員 80 人前後である。岩城製薬の子会社として、岩城製薬佐倉工場(株)と名付けた。鳥居薬品の佐倉工場を会社分割で承継した取得原価は 11 億円である。同社の純資産は 17 億円であったので、負ののれん代 6.2 億円が発生した。

外皮用剤については、岩城製薬の蒲田工場はキャパシティがいっぱいであり、提携した前田薬品工業とともに、供給力の拡大に使える。また、注射剤は従来のイワキになかった領域である。抗がん剤などは、注射剤が多い。今後、スペラファーマを軸にして、この領域にも参入できるので、大いに期待できる。

HBC への布石

昨年 12 月に、健康食品のマルマン H&B を 10 億円で買収した。同社は、サプリメント、禁

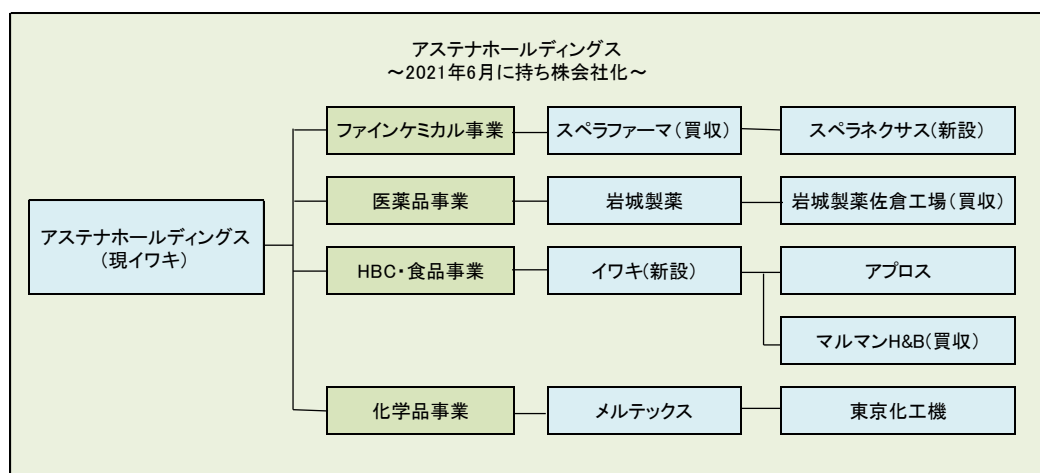
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

煙パイポなど健康関連の企画、開発、販売を行っている。2019年9月期の財務数値は、総資産 950 百万円、純資産 555 百万円、売上高 2048 百万円、営業利益 83 百万円、純利益 73 百万円であった。HBC 食品部門の一員となって、バリューチェーンにおけるシナジーを創出することを狙っている。2021年11月期の連結にフルに入ってくる。マルマン H&B の業績は順調なので、のれんの償却期間を 10 年とするとプラスに貢献してこよう。

M&A による事業拡大に弾み

化学品では日立化成の一部の事業譲渡、ファインケミカルではスペラファーマの買収、医薬では鳥居薬品の佐倉工場における事業の買収、外皮用剤の前田薬品工業との資本業務提携が実現した。HBC・食品でもマルマン H&B の買収で健康食品分野が強化される。

これまでの投資額は 94 億円であるが、営業利益面でも、5～10 億円のプラス効果は十分期待できよう。スペラファーマも佐倉工場も、取得後でも現状の顧客の仕事が 3 カ年程度は継続する。その間に、新規の需要先を自社努力で開拓して、将来の事業拡大に結び付けていくことになる。



組織再編～持ち株会社化へ

イワキ本体の事業を、吸収分割によってグループ内の企業に移す。新体制では、アステナ HD の傘下に、100%子会社として 4 社が並ぶ。ファインケミカルのスぺラファーマ（池本社長）、医薬の岩城製薬（西久保社長）、HBC 食品のイワキ（瀬戸口社長）、化学品のメルテックス（古橋社長）である。なお、スペラファーマの子会社として、スペラネクサスが新設されている。

経営陣の強化が進んでいる。ファインケミカル事業は、スペラファーマからきた池本常務執行役員が担当している。これは画期的な人事である。そして、畑澤取締役は CSO（チーフ・ストラテジー・オフィサー）として、M&A も含む次の事業戦略の遂行に当たる。畑澤氏は商

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。

社出身で、投資銀行でヘルスケアをカバーした後、武州製薬やスペラファーマのマネジメントに関わった。そして、当社に移った後、スペラファーマのM&Aを推進した。

2020年11月期のイワキ単体の売上高は471億円であったが、このうちファインケミカルの166億円がスペラネクスへ、医薬の62億円が岩城製薬へ、HBC食品の242億円が新設イワキに移ることになる。さらに、岩城製薬単体の売上高111億円のうち、ファインケミカルに属する37億円がスペラネクスに移管される。

スペラネクスには、イワキの原料部門と岩城製薬の静岡工場を移す。医薬事業は岩城製薬がコアで、その下に佐倉工場が入る。HBC・食品事業は、新しいイワキを設立して、ここにHBC・食品事業をもっていき、子会社にアプロスとマルマンH&Bをおく。化学品事業は今までと同じでメルテックスが担当する。

CMCは、①原料の合成、②製剤化、③管理を行う。スペラファーマは、この分野で日本No.1の圧倒的力を有する。塗り薬では、蒲田工場、佐倉工場、前田薬品工業を連携すれば、現在の1.5倍のキャパシティに拡大することができよう。前田薬品工業は、富山にある塗り薬のメーカーで、当社と組むことによって、この分野で、No.1、No.2を目指す。

スペラファーマは固形剤に加えて、注射剤にも強い。よって、佐倉工場で注射剤を生産することができれば、原料サプライチェーンを大幅に強化できる。注射剤のCDMOでは、米国、日本、中国を結ぶようなサプライチェーンでビジネスを作っていく。佐倉工場の注射剤は倍増ペースが狙える。

HBC・食品はコロナの影響を最も受けているが、化粧品、健康食品での収益向上を図る。

主要グループ企業の事業領域

	研究開発 →	原材料製造 →	流通(原料) →	製品製造 →	卸売(製品) →	小売 →
ファインケミカル事業	CMC研究開発 スペラファーマ	医薬品原料BU スペラネクス 岩城製薬静岡工場				
医薬事業				医薬品BU 岩城製薬 岩城製薬佐倉工場	医薬品機器BU 岩城製薬	
HBC・食品事業			化粧品BU イワキ	アプロス	ファルマネットBU イワキ	
		食品原料BU ポーエン化成	イワキ			
化学品事業		表面処理薬品BU メルテックス	スペシャリティ マテリアルBU			
		表面処理設備BU 東京応化				

(注)イワキは新設イワキ、ポーエン化成は関係会社、東京化工機はメルテックスの子会社

4つのビジネスモデルを構築

今回の4件のM&Aおよび資本出資によって、岩城社長は、4つの戦略的ビジネスモデルを構築した。

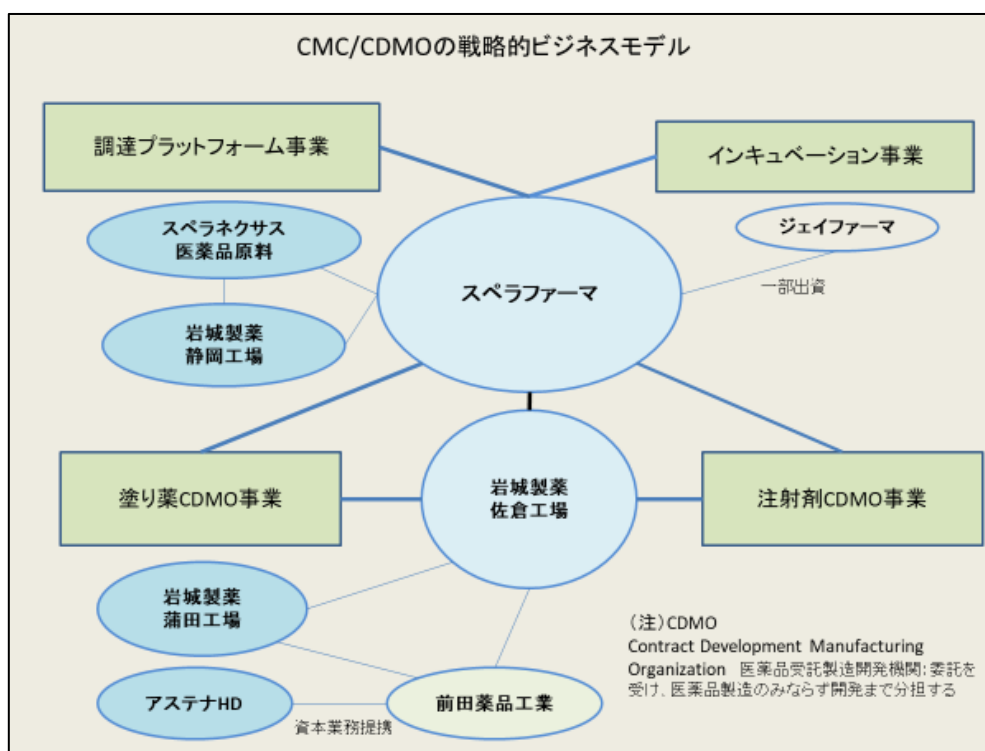
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

① **調達プラットフォーム事業**は、スペラファーマを軸として、医薬品の原料調達の新しいビジネスモデルを形成する。ここには、スペラファーマ、スペラネクサスの医薬品原料BU、岩城製薬の静岡工場（原料工場）が入ってくる。

② **インキュベーション事業**は、ジェイファーマへの投資のように、創薬ベンチャーや中堅製薬企業に一部出資しなから原料事業の拡大を目指す。ベンチャー投資の回収を考えれば、営業投資有価証券として、本業に位置付けることができる。

③ **注射剤 CDMO 事業**は、スペラファーマと佐倉工場が組むことによって、注射剤の原料開発製造を拡大することができる。新しい抗がん剤などで領域が広げられる可能性が高い。

④ **塗り薬 CDMO 事業**は、蒲田工場、佐倉工場、前田薬品工業を連携させて、この分野での供給力の拡大、シェアアップを図っていく。



CMC、CDMO事業のプラットフォーム

- ・がんの治療などに向け、バイオ・高薬理活性医薬品の市場が拡大
- ・新薬の製造方法の研究(CMC)と共に、原料調達、原薬生産に一括で対応可能
- ・原材料の外部委託ニーズが向上
- ・がんなどの高薬理活性剤(注射薬)の外部委託需要も拡大

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。

ジェイファーマへの営業投資

バイオベンチャーのジェイファーマへの出資は、本業とのシナジーも狙っている。創薬バイオベンチャーは新薬の開発に当たって、開発後期まで進むと、その薬をどのように作るか。その原料はどう調達するかを検討する必要がある。スペラファーマはここを得意とする。新薬がうまくいくかどうかの目利きも、開発後期なので判断しやすい。当社が原料ビジネスをとるには、マイナー投資で関係を強化することは有効である。

さらにベンチャー企業が成功すれば、キャピタルゲインも得られる。投資額は数億円以下とみられるので負担は少ない。こうした戦略的パートナー化は今後もいろいろ出てこよう。

皮膚のイワキ〜ジェネリック原料に強く、皮膚科用塗り薬でトップクラス

当社の業界地位を見ると、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。

岩城製薬は創業 86 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。

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。内訳では、岩城製薬で製造する医薬品、岩城製薬で販売するドクターズコスメ、HBC 事業で取り扱う化粧品原料の仕入れ販売、アプロスの通販化粧品 25 億円などである。

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 割程度を占める。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。

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

ナ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。

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。

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。

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。

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

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。

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 新10年ビジョンで収益力は向上

新中長期ビジョン～Astena 2030 “Diversify for Tomorrow.”

これまでの中長期ビジョン「Vision i-111」は2016年1月にスタートしたが、5年を経て、その成果が顕在化してきた。そこで、この1月に2030年に向けた次の新中長期ビジョン「Astena 2030 “Diversify for Tomorrow.”」を策定した。今年6月の持株会社アステナの開始に合わせたものである。

当社はメーカー色を強めており、もはや卸売業とはいえない。卸売の比率はすでに全売上の14.4%にすぎない。今回の中長期ビジョンは、明日に向けてダイナミックに多様化し、サステナビリティを追求するという意味を込めている。社会変革では、ソーシャルインパクト

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。

トのあるビジネスを創出するところに力を入れていく。

Astena 2030 “Diversify for Tomorrow” ～2030年11月期までの新中長期ビジョン～	
定量目標	売上高 1300億円以上 ROE 13.0%以上
背景	<ul style="list-style-type: none">・2016年1月策定の10年ビジョン“i-111”が5年を経て、一定の成果を上げてきた・スベラファーマなどの買収で、ビジネスモデルが新しいステージに入る・2021年6月の持株会社化を機に、KPIを新たに設定する
基本戦略	<ol style="list-style-type: none">1. ニッチトップ事業の磨き上げ グローバル展開やカテゴリ選択で高い成長を実現<ol style="list-style-type: none">(1) 医薬事業<ul style="list-style-type: none">・皮膚科領域の外皮用剤で、品目数、生産キャパシティでトップを目指す・高活性注射剤のCDMOで、グローバル要求水準に対応し、トップを目指す・内外においてM&A、事業提携を遂行し、事業地盤を強化し拡大する(2) 化学品事業<ul style="list-style-type: none">・電子部品の実装市場において、ニッチトップ商品を継続的に開発する・ハイエンドパッケージ基盤用、チップ部品用、パワー半導体用、センサー用薬品で差別化を図り、市場開拓を通して地位を確立する・環境負荷を低減しつつ、グローバル企業との共同開発を推進する2. プラットフォーム事業への転換 周辺領域への展開とそのつなぎ合わせで価値連鎖を実現<ol style="list-style-type: none">(3) ファインケミカル事業<ul style="list-style-type: none">・CMC、CDMOの事業と、調達プラットフォーム事業を軸に、CMC研究をベースにして、原材料調達、原薬商用生産で幅広いサービスを提供する(4) HBC・食品事業<ul style="list-style-type: none">・原料ビジネスのDX化で、顧客の開発・調達プロセスにおけるソリューションをプラットフォームとして提供・領域特化型のダイレクトマーケティングネットワークを構築する3. 新規事業への投資と育成<ol style="list-style-type: none">(5) 第5の新事業<ul style="list-style-type: none">・社会的インパクトのある主力事業を立上げる
全社共通戦略	<ol style="list-style-type: none">1. 業界の「一択」へ 顧客にとって随一の選択肢となる2. ESG経営の基盤確立 ガバナンスの高度化と経営人材の輩出で企業価値の向上を図る3. 自ら率先する「アステナらしさ」の体現 誠実、貢献、信用に加えて、多様性を取り入れる
(注)会社資料よりアナリスト作成	

基本戦略としては、①ニッチトップ事業を磨き上げ、②プラットフォーム事業への転換を進め、③新規事業への投資と育成を推進する。

そのために、1) 業界の「一択」への実現、2) ESG 経営による持続的な成長基盤の確立、

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) 事業の自ら率先する「アステナらしさ」の体現を目指す。

定量目標として、2030年に売上高1300億円、ROE13.0%以上をターゲットとする。1300億円を目指す中では、100億円の新規事業を立ち上げ、ROE13%では営業利益90億円以上を目指す内容である。

岩城社長は、1914年の創業以来、2度目の成長期に入っているという認識のもと、戦略を打っている。売上高を10年で2倍に伸ばし。収益性は一段と高める意向である。

セグメント別の会社業績計画

(百万円、%)

年度(11月期)	ファインケミカル事業		医薬事業		化学品事業		HBC・食品事業		合計		
	売上高	利益率	売上高	利益率	売上高	利益率	売上高	利益率	売上高	利益率	ROE
2020	214	5.6	106	9.4	74	4.4	258	-1.9	653	3.1	9.4
2021									730	3.6	7.7
2022									760	4.6	8.5
2023									820	5.1	9.7
2024									910	4.8	9.3
2025	300	7.9	170	10.5	100	5.0	360	0.5	1000	4.9	9.9
2026									1030	5.4	10.5
2027									1080	5.9	11.3
2028									1140	6.3	11.8
2029									1200	6.8	12.3
2030	400	9.0	230	13.0	130	10.0	450	3.0	1300	7.2	13.0

(注)合計には新規事業も一部含む

これまでの中長期ビジョン

前回の中長期ビジョン“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、ROIC10%以上を達成しようというものであった。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基本戦略とした。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。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した。

ROIC、ROE の推移									
	2012.11	2013.11	2014.11	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11
									(%)
ROIC	3.6	3.2	2.6	1.7	3.2	5.4	5.9	6.0	4.7
ROE	4.7	4.6	2.9	-0.8	0.0	7.2	7.6	7.7	9.4

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、2020.11末 341億円

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。

ビジネスユニットごとに ROIC を追求

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。

また、これまでの成果として、岩城社長は5点を挙げる。1)「取締役会のあり方とコーポレートガバナンス」：事前審議を簡素化して、取締役会での議論を活発化させ、意思決定のスピードアップを図った。2)「事業再編を進めやすい組織づくり」：セグメントに合わせた事業部制を導入し、権限移譲を進めた。経営管理部に、子会社売却、事業譲渡、M&Aを推進する機能を強化し、実績をあげてきた。3)「株主還元とIR活動の強化」：DOE1.5%、配当性向30%とする配当方針を明確化し、個人投資家向けIRも社長自ら活発化、株主優待も導入した。4)「役員および従業員の報酬、人事制度の整備」：企業価値向上へのインセンティブに資する仕組みを作り、取締役への株式報酬制度、従業員への成果報酬制度を強化した。5)「グループビジョン推進室の設置」：コアバリューを共有し、障がい者雇用、子育て・介護世代支援、テレワーク、健康経営を推進してきた。テレワークについては、今回のコロナショックにおいてもスムーズに展開できている。

3か年計画のローリング ～前倒しで達成中～

(億円、%)

(11月期)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	→	2025	→	2030
Vision "i-111"													
第1期中計	売上高	(実績) 554	→	(計画) 600		→	(計画) 750	→	(計画) 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				
Astena 2030 "Diversity for Tomorrow"													
第1期中計	売上高					(実績) 653	(計画) 730	→	(計画) 820	→	(計画) 1300		
	営業利益					20.3	26.0		42.0				
	ROE					9.4	7.7		9.7				13.0

(注) 新ビジョンではホールディングカンパニーのKPIをROICからROEに変更。

中期計画のローリング～早期達成を実現

中期計画は逐次ローリングしている。Vision "i-111" では、第1フェーズ3年、第2フ

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

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。次も1年目が終わったところで方向性が見えた。3回目も4回目も、1年でローリングした。常に早期達成にめどをつけてきた。

事業領域の再編～CMCのプラットフォームを軸にニッチトップを目指す

セグメント別の4つの事業を、目指すビジネスモデルに従って再分類してみると、3つの領域を7つの事業に分けられると、岩城社長は強調する。

第1は、「策揃え」プラットフォーム事業である。ここには、①CMC事業（医薬品製造の研究開発、国内トップレベル）、②ヘルスケア調達プラットフォーム事業（医薬品、化粧品、機能性食品会社のニーズへ対応）、③CDMO事業（注射剤、外皮用剤、治験薬の受託製造）、④創業インキュベーション事業（CMCで新薬開発をサポート）が入る。

第2は、ニッチトップ事業である。ここには、⑤外皮用ジェネリック事業（国内塗り薬No.1）、⑥ハイエンド表面処理薬品事業（電子部品、半導体向け、世界トップの食品）が入る。

第3は、「社会変革」ソーシャルインバウンド事業で、⑦シニア・アクティベート事業である。化粧品、機能性食品の提供で、シニア層の総アクティブ化、つまり全員アクティブシニアにしようという狙いを目指す。通販事業を主力に既に110万件の顧客アドレスを有する。ここに商品を売るだけでなく、新しい仕組みの提供でシニアを元気にするサービスや場を作っていくという方向である。

一言でいえば、アステナはスペラファーマを軸に新たなプラットフォームを作り、ニッチトップで独自のなくてはならない存在を目指している、といえよう。

新たな事業領域と主要事業の構想 ～3つのターゲットと7つの事業～

策揃え プラットフォーム 事業	CMC事業 ヘルスケア調達プラットフォーム事業 CDMO事業 創業インキュベーション事業	<ul style="list-style-type: none"> … 医療用医薬品の製造方法の研究開発の受託、国内トップレベル … 医薬品、化粧品、機能性食品の製造販売会社へ必要なモノやサービスを提供 … 医薬品（注射剤、外皮用剤、治験薬）の受託製造 … CMCの提供で新薬開発の成功確率を向上、その目利き力を投資に活かす
No.1 ニッチトップ 事業	外皮用剤ジェネリック医薬品事業 ハイエンド表面処理薬品事業	<ul style="list-style-type: none"> … 国内塗り薬ジェネリック医薬品でNo.1へ … 半導体、電子部品の表面処理薬品で高付加価値化、世界トップの分野も有する
社会変革 ソーシャルインバウンド 事業	シニア・アクティベート事業	<ul style="list-style-type: none"> … 化粧品、機能性食品の開発・製造・販売を通して、シニア総アクティブ化を目指す

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。

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。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いる。

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。

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。

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。

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)

岩城製薬は、1月にキノファーマに一部出資し、^{いぼ}疣に関する製剤開発と原薬供給で業務提携した。皮膚に関わる領域で中期的に新しい製剤の開発が期待される。

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、2020年11月期に大幅増となったが、これはM&Aによるものである。2018年11月期の設備投資は、日立化成からの事業譲受が入ったことによる。2019年11月期の設備投資は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。

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。また、分析実験環境を改善して、次のビジネス獲得を目指している。

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。

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。

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	2020.11
設備投資	752	825	985	482	554	2098	1744	7861
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	735 1.2	768 1.2
内部資金	1322	1110	602	753	1800	1917	1913	2811
内部留保	543	252	-344	-191	1042	1162	1095	1442
減価償却	779	866	946	944	758	755	818	1369

(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。

2020.11の設備投資は、スペラファーマ、佐倉工場の買収分の設備を含む。

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。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。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。

新分析センター「ノースキューブ」の活用

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

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。

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った。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っている。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「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

資本業務提携も推進～前田薬品工業と連携

2020年1月に、皮膚の塗り薬分野で、富山の前田薬品工業へ資本参加した。出資比率はマイノリティーであり、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。持分法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。

製造部門のウエイトを高める～付加価値の向上へ

4つのセグメントを横櫛に、原料製造→流通→製品製造→卸売→小売というバリューチェーンでみると、通販の製造分も入れると自社製造が36%となる。この製造部門のウエイトを

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

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た。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の手掛けていた。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

表面処理薬品では、パワー半導体とセンサーモジュール向けが有望である。UBMでは半導体チップ接合用で、アルミ電極上へUBMを形成する。シート発エッチングでは、半導体チップ接合用でバンピングプロセスに用いられる。いずれも、内外のデバイスメーカー、大手メーカーに販売している。

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、数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。

半導体関連の成長

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 数社で採用され、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おり、メルテックスも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。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、ニッチの分野ながら市場が本格化してきた。欧州への輸出も図っている。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。

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。

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だ。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

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

からは本格的な自社生産となっている。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、アステナ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。

海外拠点はコロナ禍にあって、現地の販売において十分機能している。

新株予約権によるエクイティファイナンス

昨年12月に行使価額修正条項付新株予約権（MSワラント）を発行した。672万株で、希薄化率は19.91%である。当初の500万株のターゲットプライスは630円、残りの172万株は700円である。行使期間は2023年12月までの3年間である。想定調達額42.3億円の使途については、①岩城製薬佐倉工場の注射剤製造ラインへ36.9億円、②同じく静岡工場の

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。

高薬理活性原薬製造ラインに5.4億円を予定している。

いずれも新しい分野へ参入するための新規投資であり、将来有望である。これに向けて、エクイティファイナンスを実行する。20%弱の希薄化については、今後の収益拡大で十分吸収できるので、全く問題ない。今後も数10億円規模のM&Aは十分想定できるが、その事業の将来性をみながら、デッドとエクイティのファイナンスはバランスよく実行されよう。

新株予約権によるエクイティファイナンス ～第三者割当、行使価額修正条項付き～	
発行株式数	672万株、希薄化率19.91%
ターゲットプライス	①630円(最初の500万株)、②700円(残りの172万株)
行使期間	割当日 2020.12.16、行使期間 2023.12.18までの3年間
行使価額修正	効力発生前日の92%(ディスカウント率8%)
想定調達額	42.3億円
資金用途	岩城製薬佐倉工場 注射剤製造ライン 36.9億円 岩城製薬静岡工場 高薬理活性原薬製造ライン 5.4億円

設備投資は活発～M&Aも継続

2020年11月末のバランスシートでは、有形固定資産が前期末より+2202百万円となったが、ここには、佐倉工場の設備や土地代が入っている。

バランスシート

(百万円、%)

	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11
現預金	4562	4175	4929	4746	4915	7567
受取手形・売掛金	14801	15588	16006	16704	18124	15086
棚卸資産	5246	4683	5134	5771	5457	6717
有形固定資産	8111	7287	7115	7377	7934	10136
無形固定資産	246	79	78	1130	1462	7467
のれん・顧客関連資産				389	484	6119
投資その他資産	4428	4008	4374	4813	4941	4838
資産合計	38040	36429	38523	41478	44715	54319
支払手形・買掛金	11979	11406	12584	12766	13694	11727
短期借入金	2287	2060	2596	3296	3796	5971
その他流動負債	2509	2516	2257	2972	3352	5228
長期借入金	1040	980	548	452	805	5965
その他固定負債	2869	2634	2618	2772	2636	3776
負債合計	20682	19596	20606	22258	24283	32667
株主資本	15926	15714	16389	17581	18866	20486
その他包括利益	1432	1115	1515	1606	1556	1164
純資産	17358	16833	17927	19219	20431	21651
有利子負債	3327	3040	3145	3748	4602	11937
有利子負債比率	8.7	8.3	8.2	8.0	10.3	22.0
自己資本比率	45.6	46.2	46.5	46.3	45.7	39.9

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。

のれん・顧客関連資産が+5635 百万円となっているが、これにはスペラファーマの分が入っている。一方、負債の方では、短期借入金が+2175 百万円、長期借入金+5160 百万円となった。2社のM&Aと運転資金への対応によるものである。

スペラファーマの取得原価は6331 百万円、のれん等は5962 百万円となった。のれん等の償却は11~20年なので、年約350 百万円のもの発生する。

スペラファーマは従業員235人、年商60~70 億円で利益も出ている。これを63 億円で買収した。資金はみずほ銀行他金融機関より10年の長期借入金として調達した。

2年前の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見ると、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。

今後の設備投資は20 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。

キャッシュ・フローの推移

	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11
営業キャッシュ・フロー	2448	953	1523	1655	1603	4143
税引後当期純利益	196	87	1038	1514	1598	1398
減価償却費	946	944	758	755	818	1369
売上債権の増減	2009	-787	-469	-705	-1003	3697
仕入債務の増減	-509	-551	1098	306	1047	-1988
負ののれん発生益						-620
投資キャッシュ・フロー	-337	-573	-52	-1973	1656	-8254
有形固定資産の取得	-537	-584	-403	-681	-1093	-1308
無形固定資産の取得			-21	-134	-401	-444
子会社株式の取得			10	0	-179	-6200
事業譲受による支出				-1000		
フリー・キャッシュ・フロー	2111	380	1575	-318	-53	-4111
財務キャッシュ・フロー	-1734	-838	-720	138	324	6767
有利子負債の増減	-1330	-287	105	603	854	7386
配当金の支払い	-201	-199	-199	-317	-385	-470
自己株の取得	0	-107	-447	-1	31	36
現金等期末残高	4382	3950	4729	4540	4795	7447

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。

4. 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。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、数量は落ちたが業績にかなり貢献した。

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。

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。

セグメント別業績

(旧セグメント)	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
医薬・FC事業	21328	1292	6.1	21519	1425	6.6	22281	1530	6.9	24491	2081	8.5
HBC事業	22281	74	0.3	23591	104	0.4	24611	234	1.0	24138	0	0.0
化学品事業	5331	-434	-8.2	6283	28	0.5	6874	92	1.3	7339	85	1.2
食品事業	3778	-5	-0.1	3967	-22	-0.6	4257	-40	-0.9	4236	-44	-1.0
その他	2402	49	2.1	2026	34	1.7	2057	33	1.6	1441	-1	-0.1
合計	55121	977	1.8	57387	1571	2.7	60083	1849	3.1	61647	2121	3.4

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。

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のの、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。

これ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。

2020年11月期は買収とインバウンドが影響

2020年11月期は、売上高 65341 百万円（前年度比+6.0%）、営業利益 2035 百万円（同-4.1%）、経常利益 1968 百万円（同-15.1%）、純利益 1983 百万円（同+29.4%）となった。

営業利益でみると前年度より多少減少しているが、これは、①電子部品、半導体向け薬品が好調、②外皮用や消毒剤などの医薬品も順調であったが、③新型コロナの影響でインバウンド関連の化粧品用など HBC・食品の減益が大きかったことによる。また、2社の買収費用も影響した。

一方、純利益の伸びが高かったのは、佐倉工場に買収によって、620 百万円の負ののれん益が特別利益として加わったことによる。

セグメント別にみると、FC事業は売上高+31.9%（前年同期比）、営業利益 1203 百万円（同

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

-4.0%)となった。ここには、スペラファーマの9か月分が入っている。

スペラファーマの買収では、取得原価 6331 百万円に対して、のれん 3758 百万円（20 年償却）、顧客関連資産 2204 百万円（11 年償却）が計上された。スペラファーマの1年間（12 か月）の業績としては、売上高 6486 百万円、営業利益 551 百万円に相当する。なお、M&A のアドバイザーフィーは 280 百万円であった。よって、スペラファーマの利益面での貢献は当期にはなかったが、翌期からは十分期待できよう。

医薬事業は、売上高+29.6%、営業利益 998 百万円（同+18.8%）と好調であった。ここには佐倉工場の業績が5か月分入っている。この M&A はのれんの償却はないうえ、既存分野が順調であったので、セグメントの利益にも貢献した。佐倉工場の取得原価は 11 億円、アドバイザーフィーは 110 百万円であった。当工場の年商は 40~45 億円で、一定の利益を稼いでいる。連結時の時価純資産額が取得原価を上回ったので、620 百万円の負ののれん益が発生した。

HBC・食品事業は、売上高-9.0%。営業利益-490 百万円（前年同期-44 百万円）となり、赤字幅がかなり拡大した。化粧品原料、ドラッグストア関連などでインバウンド需要が落ち込んだことによる。

化学品事業は、売上高+1.2%、営業利益 328 百万円（同+183.4%）と利益が大きく伸びた。前半は自動車向けが低調であったが、後半に向けて 5G や DX に向けて電子部品や半導体向け薬品が伸びてきた。採算もよいので利益貢献を高めた。

セグメント別業績

(百万円)

事業	2019.11		2020.11		増減	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
ファインケミカル	16272	1254	21456	1203	+5183	-50
医薬	8218	839	10647	998	+2429	+158
HBC・食品	28386	-44	25815	-490	-2563	-446
化学品	7380	85	7467	328	+86	+242
合計	61647	2121	65341	2035	+3693	-86

(注)その他、及び調整額は除いて表示

負ののれん益の効果

鳥居薬品佐倉工場を、帳簿上の純資産より安く購入することができたので、その分が負ののれん益となった。ただ、この利益は評価益であって、実際のキャッシュ・フローとして資金が手に入ったわけではない。安く買えたわけだから、その資産を活かして事業をうまく展開すれば、収益性を高めることができる。ここから新たなキャッシュ・フローを生み出すこ

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

とが重要である。

鳥居薬品の佐倉工場は、先方にとっては事業として負担であったが、当社にとっては現状でも利益を出すことができる。加えて、今後はこのキャパシティを活かして事業規模を拡大することができるので、極めて有望である。

2021年11月期は大幅増益へ

2021年11月期の会社計画は、売上高73000百万円（前年度比+11.7%）、営業利益2600百万円（同+27.8%）、経常利益2700百万円（同+37.2%）、純利益2000百万円（同+0.8%）である。

今期は、スペラファーマ、佐倉工場がフルに寄与してくるのに加えて、マルマンH&Bも連結に入ってくる。2021年4月の薬価改定の影響があるとしても、M&Aの効果が大きく寄与してこよう。化学品における電子部品や半導体向けも好調を持続しよう。6月に持株会社設立など、組織再編に伴う費用増などもあるが十分吸収できよう。ピーク利益を大きく更新しよう。

セグメント別業績予想

事業	2019.11		2020.11		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	16272	1254	21456	1203	24000	1400	25000	1700
医薬	8218	839	10647	998	14000	1100	15000	1300
HBC・食品	28375	-44	25811	-490	27000	-300	28000	0
化学品	7339	85	7425	328	8000	400	9000	600
合計	61647	2121	65341	2035	73000	2600	77000	3600

(注)2020.11期はスペラファーマを9か月分、佐倉工場5か月分含む。

中長期計画の実践

今回の中期計画では、3年後に営業利益42億円、ROIC9.7%を目標としている。営業利益については十分達成できる方向にある。

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いくかが注目される。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。

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。

中期 3カ年計画

	(百万円、%)		
	2020.11	2021.11(計画)	2023.11(計画)
売上高	65341	73000	82000
営業利益	2035	2600	4200
ROE	9.4	7.7	9.7

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。

化学品は半導体関連が利益貢献を高めており、今後も期待できよう。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気になる。短期的には需要変動を生んでいるが、新規分野の伸びが牽引しよう。

配当方針は下限を持った業績連動型へ

配当については、DOE1.5%以上、配当性 30%を目途としているが、前期は 16.0 円と 3.0 円の増配と行ったが、今期も 18.0 円（2 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。2020.11 期の配当 16.0 円は、DOE で 2.4%、配当性向 26.5%であった。業績が順調なら毎年増配を行う方向なので、継続的な増配が期待できよう。

5. 企業評価 画期的なビジネスモデルの変革

新ビジネスモデルの構築～次の策揃えが着々と進行

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

当社は、医薬品原料から医薬品の製品まで作っているもので、医薬品に関わるサプライチェーンはノウハウとして整えている。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もので、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

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。

ル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。

2020年11月期の投下資本は、M&Aの分を含めて前期比+87億円の341となった。324億円に対してROIC 10%とすると、税引後営業利益で34億円が必要になる。営業利益では50億円が目標となろう。この水準は十分狙える状況にあるが少し時間を要する。

アステナ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。

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40億円以上を出すことができ、ROEで10%以上がみえてこよう。

$PBR = ROE \times PER$ という関係式において、現状は、0.98倍=9.2%×10.6倍であるが、これを中長期的に13%×15倍=1.95倍にもっていく方向にある。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ので、マーケット並みのPERは期待できよう。

さらなる成果に期待～株主優待も魅力

株主は、ここ数年で4000名強から1.92万名に増えている。個人株主作りにも力を入れた成果でもある。プレミアム市場への上場については、今の業績拡大が続けば十分クリアできよう。

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。また、2019年11月末からスタートした株主優待では、Aコース(100株以上、1年以上)は、自社製品3000円相当、その他製品1000円相当、Bコース(100株以上3年以上、または1000株以上)は、自社製品5000円相当、その他製品2000円相当、Cコース(1000株以上、3年以上)は、自社製品1万円相当、その他3000円相当を用意した。

かなり魅力的である。株価が700円として、配当18円で配当利回り2.6%、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4.2%となるので、かなりお得である。

2020年11月期末の外人投資家の比率は9.5%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おり、株主数は大幅に増えた。

今後10年の新中長期ビジョンの推進で、業績の拡大に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。その実行戦略が成果を出しつつある。ビジネスモデルの革新が見えてきたので、企業評価はAとする。(企業評価の指標については表紙を参照)

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

2月3日の株価をベースにすると、2021年11月期ベースで、PBR 0.97倍、ROE 9.2%、PER 10.4倍、配当利回り 2.8%と、かなり割安である。業績の向上を織り込みつつ、まずは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。