

## 8095 アステナホールディングス

### ～医薬・ヘルスケア、ファインケミカルへ事業変革が本格化～

2022年11月23日

東証プライム

#### ポイント

・今2022年11月期は営業利益で前年同期比-60%減と、大幅減益になろう。要因は3つある。① CMCを担うスペラファーマの新規需要開拓が遅れ、既存分野の落ち込みをカバーできないこと、②ジェネリック薬品の製造で生産性の低下を招いたこと、③円安も含めた原料・資源・エネルギー高がコスト負担として響くことによる。

・主力の医薬品原料とジェネリック医薬品で、新たな先行投資が必要になっている。業績は来期から回復に向かうが、そのテンポは従来計画よりも緩やかなものになる。中長期ビジョンで目指す方向に変更はないが、具体的な実行戦略は見直しとなる。

・中長期ビジョン Astena 2030 “Diversify for Tomorrow.” では、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。2020年に買収したスペラファーマをコアに、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。これまでのM&Aを軸とした投資額は全体で約110億円、のれんの償却を入れても営業利益の拡大余地は大きい。

・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) 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化粧品分野の広がりなどをリード役に、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。

・今期の落ち込みが大きいので、今後の回復パターンを見直す必要がある。2024年11月期までの3ヵ年計画で売上高600億円、営業利益38億円、ROE 8.9%を目標としていたが、営業利益で23億円が順当なところで、過去のピーク利益水準には復帰できよう。ビジネスモデルの変革に、新規需要が乗ってくれば、回復のピッチが早まろう。まずはPBR 1.0倍が実現できるような市場開拓に注目したい。

## 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の向上を目指す
4. 当面の業績 先行投資が必要に
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 B

株価 (2022年11月22日) 426円 時価総額 174億円 (40.77百万株)  
PBR 0.62倍 ROE 4.1% PER 15.4倍 配当利回り 4.2%  
(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
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	72322	2233	2420	1736	46.9	18.0
2022.11(予)	50000	900	1000	1100	27.6	18.0
2023.11(予)	53000	1200	1200	800	20.2	18.0

(2022.8ベース)

総資本 62862百万円 純資産 27123百万円 自己資本比率 43.0%

BPS 683.1円

(注) (予) はアナリスト予想。ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2021年7月に第三者割当新株予約権によるファンナンス、発行株式数672万株(19.9%の希薄化)を完了。

(開示) 日本ベル投資研究所は、事業変革に関する実態と手続きの詳細を分析するために、当社株式10000株を少数株主として中長期的に所有している。[アナリストレポートの原則については[こちら](#)]

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

### 企業変革へ挑戦

企業変革に挑んでいる。2021年6月の持株会社体制のスタートに合わせて、社名をイロキから「アステナホールディングス(株)」に変更した。アステナの由来は、「明日(未来)+サステナブル」にある。

アステナHD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した。これに伴って、新しいロゴマークも決めた。DNAをモチーフとして、伝統と先進性をイメージしている。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1.35万人)に移した。持株会社への組織変更では、各事業部は廃止し、事業は子会社が推進している。

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	31.7	6.0	医薬品原料 CMC研究開発	70 30	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	17.3	7.3	医薬品 医薬機器	98 2	医薬品の製造販売 医薬品機器販売
HBC・食品事業	39.0	-1.2	食品原料 化粧品 ファルマネット	39 36 25	機能性食品原料の製造販売 化粧品原料の販売、化粧品の通信販売 一般用医薬品・関連商品の卸売
化学品事業	12.0	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	68 23 9	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)2021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

2020年11月期より新セグメントに切り替えた。ファインケミカル、医薬、HBC・食品、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。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。食品原料では、受託加工、乾燥野菜、天然調味料などを扱う。化学品は、電子部品などに使う表面処理薬品が主である。

### 4つの柱

当社は大正3年の創業で、2022年7月で108周年を迎えた。薬種問屋からスタートとして、現在は4つの分野で事業を展開している。製造から卸、販売までを手掛け、また、原料

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

から製品まで作っているという点で幅広い。

創業者の岩城市太郎は1914年（大正3年）に、日本橋に薬種問屋として岩城市太郎商店を創業した。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（現岩城製薬）を設立し、製薬に参入した。そこで、ポピドンヨード（消毒剤）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めっき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年に上場、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。

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4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強化してきた。また、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

初代は、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代目の岩城修氏は、1973年大学卒業と同時にイワキに入社し、1994年社長に就任、社長を21年間務めた。

4代目の現社長岩城慶太郎氏(2017年に社長就任)は、本社取締役でメルテックスの社長も務めたが、2015年2月に本社副社長に就任し、2016年1月に公表した最初の中長期ビジョンは、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108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度目の成長を目指している。

ビジネスユニット別事業構成

(億円、%)

2021.11期		サプライチェーン別						
		研究開発 →	原材料製造 →	流通(原料) →	製品製造 →	卸売(製品) →	小売 →	合計
事業別	ファインケミカル事業	CMC研究開発 68	医薬品原料BU 32	129				229 [32]
	医薬事業				医薬品BU 121	医薬品機器BU 3		124 [17]
	HBC・食品事業			化粧品BU 46 55		ファルマネットBU 71		282 [39]
	化学品事業		表面処理薬品BU 59	スペシャルティ マテリアルBU 8				86 [12]
	合計	68 [10]	115 [16]	290 [40]	176 [24]	74 [10]		723 [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。

#### バリューチェーンに沿ってマネジメント組織を再編

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40%を占めている。一方で医薬品の卸は一般用医薬品を入れても10%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)医薬品原料BU(原材料製造)、3)表面処理薬品BU、4)化粧品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16%、製品製造で24%、合計で40%を占める。また、CMC研究開発ユニットは、医薬品の原料原薬の製造方法や品質管理の開発を行う事業で、ここでの収益性も今後期待できる。

化学品のスペシャル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

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

ものをいう。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。

### コーポレートガバナンスと社外取締役

現在、取締役は7名、執行サイドは岩城社長以下3名、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、人財領域の学者）の4名である。

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回開催されている。また、諮問委員会として、事業戦略諮問委員会、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。各々の委員会の議長は社外取締役で、メンバーに社長は入っていない。

持株会社は、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した。

「統合報告書2022」が発行された。統合報告書の第1号である。当社のビジネスモデルは大きく変貌しているため、それを理解するに役立つ。価値創造の仕組みであるビジネスモデルの現在と将来の目指すべき姿について、今後はさらに深掘りされることになろう。

取締役のスキルマップでは、当社の成長戦略に掲げている、1) 産業のサステナビリティ、2) 技術のサステナビリティ、3) 社会のサステナビリティ、に合致する能力を有する人を示している。なお、保有株式（特定投資株式、みなし保有株式）については、保有の理由をつけて開示し、毎年見直している。

### 本社機能の一部移転～働き方改革を推進

東京本社と珠洲市でのハイブリット体制をとり、珠洲市からはリモートワークを行っている。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障害者雇用関連業務、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逐次スタートしている。

### 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した。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に変更した。ROICは事業子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

---

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。

をとる中で、M&A が継続的に発生することや、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。

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。譲渡制限付の株式報酬で、中長期の株式価値向上を目指す。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。

## ESG を推進

2020年にESGを推進するグループを置いた。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。

従来は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おいて活動していた。

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。サステナビリティレポートの発行もスタートしたが、今後一段の充実を図っていく方針だ。

## KAM（監査上の主要な検討事項）ではM&Aの財務を確認

2021年11月期のKAM（監査上の主要な検討事項）では、1) 持株会社単体としての関係会社本体株式、108億円（資産合計の35.9%）の実質価額の妥当性、2) 連結における無形資産（技術資産、顧客関連資産）27億円（同4.3%）、のれん43億円（同6.9%）の減損の可能性、3) それらの耐用年数、償却年数の妥当性について検討された。M&Aをここ数年果敢に実施してきたので、その中身を確認するという点でKAMは参考になる。

## 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〜この分野でNo.1

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研究部門がスピアウトした医薬

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。

品 CMC 受託会社で、大阪市に本社があり、当時、売上高 60 億円強、社員 235 人規模の会社であった。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。

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、事業再編を行う中で、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策を練っていた。人材も採用しており、スペラファーマをよく知っていた。年商 60 億円で売上高営業利益率は 10% レベルであった。

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。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、営業利益率を高めることもできよう。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なろう。

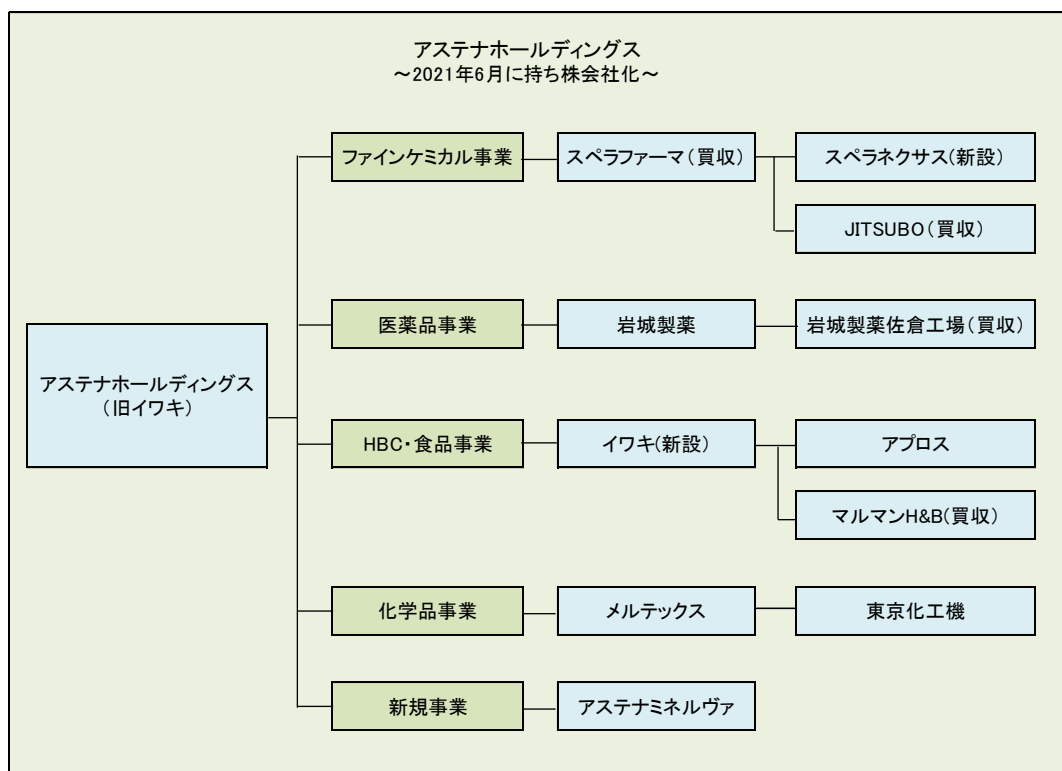
連結には 2020 年 11 月期の 2Q から入った。スペラファーマの買収資金 63 億円は、全額借入金で賄った。2020 年 3 月に 63.5 億円をみずほ銀行他金融機関から借入れた。63 億円規模の買収は、当時の総資産 437 億円、純資産 200 億円、自己資本比率 46.0% の財務体質から見て問題はなかった。

### 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 人前後であった。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～健康食品のマルマン H&B を買収

2020年12月に、健康食品のマルマン H&B を買収した。同社は、サプリメント、禁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月期で総資産 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創出を狙っている。

健康関連、化粧品、生活雑貨などを手掛けており、のれん償却後でも一定の利益貢献をしている。禁煙パイポ・電子パイポ、音波電動歯ブラシ、韓国コスメ、韓国のメディヒール (Mediheal) マスクなど、ユニークな製品を取り扱っており、メディヒールは人気商品となっている。

マルマン H&B の 100%子会社化については、取得原価 10 億円、のれんは 156 百万円である。10年で償却するので、年間 15 百万円のものれん代が発生するが、負担は特に問題にならない。マルマン H&B は 2021 年 1 月から連結に入っている。

### 医療機器とヘルスケア関連を強化

子会社のイワキは、2021年7月にスカイネット社から医療機器関連の事業を譲り受ける決議を、また同9月に住建情報センターからヘルスケア関連の事業を譲り受ける決議を行った。イワキは、呼吸器補助装置の取り扱いを手掛けているが、今回薬事コンサルや医療機器受託ビジネスに参入して、領域を広げようとしている。譲り受けたビジネスは年商 1～2

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。

億円で黒字を確保している。

住建からのヘルスケア関連ビジネスは、年商4~5億円で利益もしっかり出ている。有力商品があり、顧客リストも獲得できるので、ダイレクトマーケティング事業の拡大を加速化できよう。ここの取得原価は6.5億円であった。

いずれも小規模ではあるが、事業譲受なので、のれん等は発生しない。黒字事業なので、負担はないうえ、シナジーも見込めるので有望であろう。

### 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。

ここまでの投資額は110億円であるが、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は継続するが、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。

### 組織再編~持ち株会社化

旧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した。新体制では、アステナHDの傘下に、100%子会社として5社が並ぶ。ファインケミカルはスペラファーマ(岩城社長)、医薬は岩城製薬(西久保社長)、HBC・食品はイワキ(瀬戸口社長)、化学品はメルテックス(古橋社長)に加えて、新規事業を担うアステナミネルヴァ(清水社長)も設立した。また、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は166億円がスペラネクサスへ、医薬は62億円が岩城製薬へ、HBC食品は242億円が新設イワキに移った。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サスに移管された。

スペラネクサスには、イワキの原料部門と岩城製薬の静岡工場を移した。医薬事業は岩城製薬がコアで、その下に岩城製薬佐倉工場が入る。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をおいた。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、この分野で日本トップである。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

---

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。

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 JITSUBO	医薬品原料BU スペラネクス スペラネクス静岡工場				
医薬事業				医薬品BU 岩城製薬 岩城製薬佐倉工場		
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 マルマンH&B	
化学品事業		食品原料BU ポーエン化成	イワキ			
		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 東京化工機				

(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、医薬品機器BUは廃止。

新たなビジネスモデルを逐次構築

岩城社長は、戦略的ビジネスモデルを次々と構築している。調達プラットフォームでは、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、スペラネクサスの静岡工場（原料工場）が入った。

CMC、CDMO事業のプラットフォーム
<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・原材料の外部委託ニーズが向上</li> <li>・がんなどの高薬理活性剤(注射剤)の外部委託需要も拡大</li> </ul>

インキュベーションでは、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が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。

注射剤 CDMO では、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がっていく。塗り薬 CDMO では、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。

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

岩城製薬は、医療用医薬品の中でジェネリック（後発医薬品）を生産している。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。

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、イワキ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。

## 「ナビジョン/ナビジョンDR」は、資生堂からブランドホルダー機能を移管

岩城製薬は、化粧品分野でも新しい展開を見せている。資生堂の医療機関向け化粧品（「NAVISION」、「NAVISION DR」）の発売元として、卸を通さず、医療機関（病院、クリニック）に販売している。当社は皮膚の薬を得意としており、すでにナビジョンの専任営業において、1300の医療機関に販売している。ここでは、国内シェアNo.1である。

ナビジョンは資生堂とコラボ（協働）している。医療機関でしか販売できない。医療行為として皮膚をきれいにしていく。医療用については、当社が代理店となっている。市場は狭いが、信用が大事なので着実に伸ばしていく方向だ。

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、

---

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 (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。

「ナビジョン/ナビジョンDR」は、資生堂からブランドホルダー機能を移管して、当社の製品として取り扱っていく。資生堂ジャパンは製造のみを継続するが、R&D、商品開発、マーケティングは岩城製薬がこれを担う。もともと医療機関に強い当社が主力となって事業を推進してきたので、より効率を上げることができよう。

### 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、すずめっきに強く、電子部品売上の7割がすず関連である。

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。

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板であっても、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。

すず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。

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も採用されている。

### 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

---

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用薬品事業は、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た。年商10億円が目標であった。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順調であった。薬品のレシピと商圏をもらうだけで、設備や人員は付いてこなかった。メルテックスの熊谷工場の既存設備でほぼ対応できた。よって、2019年からは本格的な自社生産となっている。

### 有機EL用部材で市場開拓

電子デバイス関連では、現スペラネクサスの静岡工場で、電子素材向けの有機合成を手掛けている。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(現スペラネクサスの工場)で手掛けていた。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した。受託生産方式で伸ばしていく方針である。有機ELは有望ながら、目先は韓国との通商摩擦で需要が鈍ったが、今期は復調している。

### 電子デバイスの分野でNo.1の製品を

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。シード層エッチングでは、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、電子デバイス関連で世界シェアNo.1に挑戦する。1つは、中性すすめつき薬品(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り、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る。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、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。

めつき薬品は、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。めつきという特性から、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。

---

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にある。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掲げている。

### 3ヵ年計画のローリング

(億円、%)

(11月期)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	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		→			10.0	
	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
中計 (ローリング)	売上高						(実績) 723	(計画) 500		→	(計画) 600	
	営業利益						22.3	17.0		→	38.0	
	ROE						7.1	6.3			8.9	

(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。  
収益認識基準の適用で、2022年11月期の売上高計画は従来ベースより230億円減少。

## 3. 中期経営計画 新10年ビジョンで収益力の向上を目指す

### 中長期ビジョン～Astena 2030 "Diversify for Tomorrow."

最初の中長期ビジョン「Vision i-111」は2016年1月にスタートしたが、5年を経て成果が顕在化した。そこで、2021年1月に2030年に向けた次の中長期ビジョン「Astena 2030 "Diversify for Tomorrow."」を、アステナHDの創設に合わせて策定した。

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。今回の中長期ビジョンは、

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

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のあるビジネスを創出する。

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、3) 事業を自ら率先する「アステナらしさ」の体現を目指す。

3カ年計画の財務目標

	(億円、%)		
	売上高	営業利益	ROE
2019.11	616	21	7.7
2020.11	653	20	9.4
2021.11	723	22	7.1
2022.11 (旧)	730	17	6.3
(新)	500	17	6.3
2023.11	-	-	-
2024.11	600	38	8.9

(注) (旧) 従来収益認識基準  
(新) 新規収益認識基準

前回の中期ビジョン“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

	(%、億円)						
	2015.11	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11
ROIC	1.7	3.2	5.4	5.9	6.0	4.7	4.2
投下資本	209	202	202	230	254	341	394
ROE	-0.8	0.0	7.2	7.6	7.7	9.4	7.1

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

### 中期計画のローリング〜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。

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。



中期計画については、1年ローリングして見直すことにした。これからも毎年ローリングしていく予定である。10カ年計画のうち、最初の5年は計画値を前倒しで達成してきたが、今期は初めて大幅な減益計画を組んだ。

その主因は、1) M&A で先行投資を行ってきたが、それに伴う契約の切り替え等があり、その分を新規需要ですぐにはカバーできない。2) ジェネリックの品質問題で業界に大きな変動が生じたが、そこでのルール変更で新たな対応が求められ、その投資を行うことになった。この2点で、業績は一度谷を迎えざるをえない。

また、今2022年11月期からは、会計制度の変更で収益認識基準が適用される。商社機能において取引の実質が問われるので、取引高ではなく、手数料収入を売上計上するようになるものがある。その額が大きいので、見かけ上の売上高が減少する。この影響も踏まえて、財務目標を設定する必要があった。

Astena 2030 “Diversify for Tomorrow”  
～2030年11月期までの中長期ビジョン～

基本戦略

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
  - (1) 医薬事業
    - ・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
    - ・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板用、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
  - (3) ファインケミカル事業
    - ・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
    - ・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
  - (5) 第5の新事業
    - ・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

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。

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。

## 事業再構築に向けて

事業再構築はどう進めるのか。第1に、マネジメント体制を見直した。第2は、プラットフォーム戦略の中身を新たなビジネスモデルに再編し推進していく。

スペラファーマ (FC)、岩城薬品 (医薬)、イワキ (HBC・食品)、メルテックス (化学品) の主要4子会社で事業を推進しているが、これに新規事業を担うアステナミネルヴァを加えて、5つの事業子会社への岩城社長のグリップを強化した。

ホールディングカンパニーと各々の事業子会社という関係において、子会社の社長を、ホールディングスの常務執行役員として、社長が直接コントロールできるようにした。戦略をスピーディに遂行するには社長直轄の方がよいと判断して、CXOという役職は廃止した。

### 新たな事業領域と主要事業の構想 ～3つのサステナビリティ戦略と6つのビジネスモデル～

3つのサステナビリティ戦略	6つのビジネスモデル
プラットフォーム戦略 策揃え事業 持続可能な産業システム創り	① 医薬品産業エコシステム CMC、注射剤CDMO、中分子医薬品原料、創薬インキュベーション ② ヘルスケアECプラットフォーム シニア向け、ミドル向け、ティーン向け ③ HBC原料プラットフォーム ICS-netとの連携
ニッチトップ戦略 No.1事業 持続可能な技術/製造創り	④ 外皮用医薬品 国内塗り薬ジェネリック医薬品でNo.1へ ⑤ ハイエンド表面処理薬品 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
ソーシャルインパクト戦略 社会変革事業	⑥ エコシティオーガナイザー 奥能登SDGsプロジェクト、ファンド、事業運営

### 3つのサステナビリティ戦略と6つのビジネスモデル

3つのサステナビリティ戦略は継続する。1) プラットフォーム戦略では、①医薬品産業エコシステム、②ヘルスケアEC、③HBC原料プラットフォームという3つのビジネスモデルを新たにスタートさせた。2) ニッチトップ戦略では、④外皮用医薬品、⑤ハイエンド表面処理薬品、という2つのビジネスモデルを継続する。3) ソーシャルインパクト戦略では、⑥エコシティオーガナイザーという6つのビジネスモデルをスタートさせる。

プラットフォーム戦略では大型投資を実行してきた。M&Aで、スペラファーマに63億円(2020年3月)、佐倉工場に11億円(2020年7月)、マルマンH&Bに10億円(2020年12月)、JITSUBO 10億円(2021年5月)、そして、住建情報センターの事業譲受(2021年12月)、ICS-net(2022年1月)との資本業務提携である。

設備投資では、スペラネクサスでの高薬理活性原薬製造機能拡張5.4億円(2022年9月完了予定)、佐倉工場の注射製造ライン38.7億円(2022年11月竣工予定)を実施している。

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。

医薬品産業エコシステムのビジネスモデルでは、リサーチ（創薬インキュベーション）、開発（CMC、中分子原料、治験原薬）、製造（原薬、注射剤、CDMO）、販売とつなげていく。

ヘルスケア EC の BM では、アプロス（シニア向け）、マルマン H&B（ミドル向け）、MUKU（住建情報センターから譲受）（ティーン向け）と広がりが出ている。

HBC 原料プラットフォームでは、ICS-net の食品原料 web マッチングサービスの活用などを図る。

サステナビリティ戦略の実行に向けて

プラットフォーム戦略	
医薬品産業エコシステム	スペラファーマM&A63億円、佐倉工場M&A11億円、佐倉工場注射剤設備投資38億円、スペラネクス高薬理活性原薬設備投資5億円、JITSUBOのM&A10億円
ヘルスケアECプラットフォーム	マルマンH&BのM&A10億円、「潤静(うるしず)」などヘルスケア事業の譲受、
HBC原料プラットフォーム	ICS-netとの資本業務提携
ニッチトップ戦略	
外皮用ジェネリック	シェア15%の拡大、前田薬品工業と資本業務提携
ハイエンド表面処理薬品	すずめつき用シェア23%、半導体向け20%、プリント配線基板向け34%で新製品投入
ソーシャルインパクト戦略	
能登モデルの確立	「奥能登SDGsファンド」の設立、アステナミネルヴァの設立

スペラファーマがペプチド合成の技術を有する JITSUBO を買収～ペプチド合成の新技術

2021年4月にスペラファーマが、ペプチド合成の技術を有する JITSUBO を 10 億円で買収した。のれんは 15 年で償却していく。

JITSUBO(資本金 10 百万円)は 2005 年設立のベンチャー企業で、ペプチド原薬に関する製造プロセスの開発、技術移転、受託製造に強みを有する。東京農工大の研究成果を踏まえて、金井会長が実用化を担ってきた。ペプチド合成技術で独自の Molecular Hiving 法を開発し、これをコア技術として、ペプチド原薬等に展開している。

当社の医薬品原料はこれまで低分子領域を主力としており、中分子や高分子の技術は十分でなかった。バイオ医薬品はじめこれから伸びる領域は中分子化合物（ペプチド）や高分子化合物である。アミノ酸、ペプチド、タンパク質の関係でいえば、アミノ酸が一定の結合したものがペプチド、その連鎖が大きくなるとタンパク質となる。このペプチド領域の技術を今回手に入れた。

JITSUBO は、その技術を活かして、日本だけでなく、欧州のカスタマーともつながっている。同社のペプチドは合成する時に溶剤を使わないので、環境にフレンドリーであるという点が評価されている。

スペラファーマは中分子の CMC も受託できる。スペラネクスは有機合成の研究所を持っている。佐倉工場では、医薬品の原液についても十分取り扱える。ということで、今後ペ

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。

プチドの原料供給という点で大いにシナジーが働こう。このテクノロジーを手に入れたので、今後数年かけて、市場開拓、設備増強を図るので、ビジネスの本格立ち上がりは数年後からになるろう。

Molecular Hiving という技術（当社の特許商号）による one-pot 法は、1つの容器で簡単にペプチド合成ができる。従来の固相法では均一性が十分でなく、溶媒の環境負荷も高い。当社のワンポットは同じ容器で、アミノ酸を繋いでいくペプチド伸長反応が可能なので、反応が早く、低コストで均一性も高い。世界最高水準の技術で、エコを重視する欧州医薬品企業からの評価が高い。

### COVID-19 治療薬の治験薬で GMP 製造を受託

オンコリスバイオフィーマが開発中の新型コロナウイルス感染症治療薬 (OBP-2011) について、スペラファーマは、1) 2020 年 3 月の原薬の製造受託 (スペラネクサス) に続いて、2) 同 7 月に治験薬製剤の GMP 製造を受託した。2022 年 3 月までの納品完了を目標とした。

オンコリスバイオフィーマ (資本金 7436 百万円) は 2004 年設立で、腫瘍殺傷ウイルス、がん検査薬などの分野で、研究開発から製造販売、輸出入まで手がけている。ファブレス経営で、がんや重症感染症の医薬品の初期評価 (POC) を行った上で、ライセンスによるロイヤリティ収入を得るビジネスモデルである。

当社にとっては、受託生産に問題はなく、上手くいけば市場の拡大が見込めるので 1つの有望分野である。

### インタープロテインと包括協業

2020 年 4 月よりインタープロテイン社 (資本金 475 百万円、2001 年設立) と、COVID-19 の治療薬に関する探索研究を共同で開始した。スペラネクサスの化合物合成技術と、インタープロテインの AI-guided INTENDD (AI を利用した化合物の活性予測システム) を組み合わせ、高性能で経口投与可能な化合物 (3CLpro) を効率よく選定していく。

インタープロテインは、2つの技術を有している。1つは、AI-guided INTENDD であり、もう 1つは HLHP (新規の基本構造を有する治療用ペプチド) である。これらを用いて創薬標的に対する低分子またはペプチド阻害薬の同定を進めている。

スペラファーマは、インタープロテインと 2月に包括的協定を結んだ。これまでよりも事業域を広げて連携していく。インタープロテインは、たんぱく質間相互作用 (PPI) と創薬ターゲットとしているが、PPI を制御する低分子化合物の製造は難しいので、こうした領域の実用化で協業していく。

### ジェネリック原料の展開

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

---

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年から新しい取り組みとして、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。

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。

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。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、つめ用の美容液である。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。

---

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。

新製品の上市方法を拡充している。「ニゾラールローション」の製造販売承認をヤンセンファーマから受け継いで、自社製品として取り扱っていく。

#### 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)

#### キノファーマと業務提携

岩城製薬は、2021年1月にキノファーマに一部出資し、<sup>いぼ</sup>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。

今年8月に岩城製薬はキノファーマと共同開発の新たな契約を結んだ。キノファーマが開発した尋常性疣贅(いわゆるイボ)の新たな塗薬が画期的な効能をみせている。この軟膏剤と商業化に向けて資金を投下していく。開発のマイルストーン、売上に応じたロイヤリティを支払うもので、当社が販売権を有することになる。新しい抗ウイルス薬を軟膏として適用できる。

#### 設備投資を積極化

設備投資をみると、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。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た。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・食品では、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

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。

事業投資を増やしている。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。

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%強であるが、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スペラネクススの静岡工場で、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 patents 切れが相次ぐ。5年で20品目以上の patents が切れてくる。そのため、ジェネリック薬品にとってはチャンスである。当社としても、優先順位をつけていく。

#### 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	2021.11	
設備投資	752	825	985	482	554	2098	1744	7861	4676	
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	964 1.3	
内部資金	1322	1110	602	753	1800	1917	1913	2811	2853	
内部留保	543	252	-344	-191	1042	1162	1095	1442	1023	
減価償却	779	866	946	944	758	755	818	1369	1830	

(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。

#### 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(投資額7億円)。ノースキューブというのは、東京都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った。高度の衛生環境を整え、多種多様

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。

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。抗がん剤などの医薬品原料の取り扱いを拡大していく。

#### 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、自社製造が40%となる。この製造部門のウエイトは将来的に大幅に高まって行こう。

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。

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。



## 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ボンデ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。パッケージで基板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。

## 化学品の海外市場を開拓～海外拠点の強化

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た。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、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。

---

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。

HBC・食品では、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。

### 3つのサステナビリティ戦略の推進

3つの基本戦略に照らしてみると、プラットフォーム戦略では、JITSUBOのペプチド合成法を活かして、原薬の受託製造を拡大していく。また、ペプチドや核酸など中分子医薬品の領域にも入っていく。

スペラファーマは低分子領域に強いが、JITSUBOを活かして、中分子のペプチド、核酸分野に本格参入する。また、新型コロナの治療薬の開発に必要な治験薬の供給でバイオベンチャー2社（オンコリスバイオファーマ、インタープロテイン）と協働している。

ニッチトップ戦略では、半導体向け薬品が引き続き成長しよう。UBMとシード層エッチングを拡大させる。まさにニッチであるが、高利益率なので業績にはしっかり貢献しよう。プリント配線板向け薬品も5Gで着実な成長が見込める。半導体分野では、センサーとメモリが主戦場であるが、当社は2つの主力製品のグローバルデファクトをとろうと全力を上げている。

ソーシャルインパクト戦略では、珠洲本社でSDGs新規事業を複数立ち上げる。アステナ地方創生ラボや北國銀行と組んだ地方創生ファンドの立ち上げなどである。

珠洲市は人口1.35万人の小さな町で、人口の半分が高齢者である。ここでSDGsの課題に新事業として取り組めたら、それは全国にも通用する。つまり、単なる慈善事業ではなく、広くビジネスにすることを目指している。

実際、奥能登SDGsファンドに出資した。キャピタルコール方式で、ファンドの規模として20億円を目指す。今回、当社は25百万円（出資率83%）出資し、その他では北國銀行（同16%）などが出資した。これから奥能登地域の振興に本格的に乗り出す。

### 新株予約権によるエクイティファイナンス

2020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%であった。このMSワラントは、順調に権利行使が進み2021年7月に完

---

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。

了した。約41億円が調達できた。7月7日の終値は652円であった。

バランスシート

(百万円、%)

	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11
現預金	4175	4929	4746	4915	7567	10927
受取手形・売掛金	15588	16006	16704	18124	15086	16713
棚卸資産	4683	5134	5771	5457	6717	9337
有形固定資産	7287	7115	7377	7934	10136	11950
無形固定資産	79	78	1130	1462	7467	8411
のれん・顧客関連資産			389	484	6119	6578
投資その他資産	4008	4374	4813	4941	4838	5134
資産合計	36429	38523	41478	44715	54319	63553
支払手形・買掛金	11406	12584	12766	13694	11727	12117
短期借入金	2060	2596	3296	3796	5971	9053
その他流動負債	2516	2257	2972	3352	5228	5469
長期借入金	980	548	452	805	5965	5812
その他固定負債	2634	2618	2772	2636	3776	4096
負債合計	19596	20606	22258	24283	32667	36547
株主資本	15714	16389	17581	18866	20486	25818
その他包括利益	1115	1515	1606	1556	1164	1181
純資産	16833	17927	19219	20431	21651	27006
有利子負債	3040	3145	3748	4602	11937	14865
有利子負債比率	8.3	8.2	8.0	10.3	22.0	23.4
自己資本比率	46.2	46.5	46.3	45.7	39.9	42.5

今回のファイナンスはスピーディに進んだ。ファイナンス終了後株価は調整しているが、中長期的な成長性は十分期待できる。今回のファイナンス資金は次の成長に向けた設備投資（注射剤設備、高薬理原料）に使われ、重要な戦略投資である。

岩城製薬佐倉工場の注射剤工場、スペラネクサスの静岡工場高薬理活性原薬製造の設備は、いずれも抗がん剤に関連する。今期後半には設備が完成し、2年後には本格稼働となる。当社にとっては大型ビジネスに育つ公算が高いので有望である。

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。

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、岩城製薬佐倉工場の設備や土地が入っている。

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、短期借入金が増え+2175百万円、長期借入金が増え+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350百万円のがれん代が発生する。実際、無形資産のうち

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。

のれんの償却は20年、顧客関連資産は11年で償却していく。

資金はみずは銀行他金融機関より10年の長期借入金として調達した。運転資本については、HBC・食品や化学品ではさほど問題にならないが、ファインケミカルや医薬については、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。

キャッシュ・フローの推移

(百万円)

	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11
営業キャッシュ・フロー	953	1523	1655	1603	4143	1349
税引後当期純利益	87	1038	1514	1598	1398	2133
減価償却費	944	758	755	818	1369	1830
売上債権の増減	-787	-469	-705	-1003	3697	-868
仕入債務の増減	-551	1098	306	1047	-1988	-172
負ののれん発生益						-620
投資キャッシュ・フロー	-573	-52	-1973	1656	-8254	-4380
有形固定資産の取得	-584	-403	-681	-1093	-1308	-2935
無形固定資産の取得		-21	-134	-401	-444	-558
子会社株式の取得		10	0	-179	-6200	-1681
事業譲受による支出			-1000			
フリー・キャッシュ・フロー	380	1575	-318	-53	-4111	-3030
財務キャッシュ・フロー	-838	-720	138	324	6767	6353
有利子負債の増減	-287	105	603	854	7386	2928
配当金の支払い	-199	-199	-317	-385	-470	-650
自己株の取得	-107	-447	-1	31	36	36
新株予約権株式発行						3624
現金等期末残高	3950	4729	4540	4795	7447	10807

4. 当面の業績 先行投資が必要に

2020年11月期は大型買収が影響～負ののれん益が発生

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。

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、ファインケミカル事業は売上高+31.9%（前年同期比）、営業利益1203百万円（同-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

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。

アドバイザーフィーは280百万円であった。

医薬事業では、岩城製薬佐倉工場の業績が5か月分入っている。岩城製薬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。

鳥居薬品の佐倉工場を、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とが重要である。

#### セグメント別業績

(百万円)

事業	2019.11		2020.11		2021.11	
	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	22933	1386
医薬	8218	839	10647	998	12452	908
HBC・食品	28375	-44	25811	-490	28238	-343
化学品	7339	85	7425	328	8697	383
合計	61647	2121	65341	2035	72322	2233

(注)2020.11期はスペラファーマを9か月分、佐倉工場を5か月分含む。

2021.11期はマルマンH&Bを11か月分含む。

#### 2021年11月期は過去最高の業績を達成～製品の自主回収で引当金を計上

2021年11月期は、売上高72322百万円（前年度比+10.7%）、営業利益2233百万円（同+9.7%）、経常利益2420百万円（同+23.0%）、純利益1736百万円（同-12.4%）となった。

スペラファーマ、岩城製薬佐倉工場がフルに寄与したのに加えて、マルマンH&Bも連結に入った。前期はスペラファーマが9か月分、岩城製薬佐倉工場は5か月分連結に入ったので、このM&Aの効果が上乗せとなった。マルマンH&Bは11か月分が入った。

医薬でジェネリックの品質不良に伴う回収費用が発生した（-1.6億円）。ジェネリック薬品の品質不正問題が業界で課題となったので、岩城製薬でも一斉点検を実施した。そこで水虫薬の1品目で品質不良が見つかった。有効成分が液中に分散しているが、期間によって有効成分の分散にバラツキが出て、成分の濃いところが出てくる。この定量規格上限逸脱が検出されて、自主回収を図ることにした。その引当金がコストとなった。

今後はGMP委員会の上位にコンプライアンス委員会を設けて、信頼性の向上に努めるという方針を出している。

## セグメントの順番を入れ替え、費用の配賦も見直し

4つのセグメントをみると、ファインケミカルとHBC・食品はプラットフォーム型ビジネスであり、医薬品と化学はニッチトップ型のビジネスである。そこで、今2022年11月期よりセグメントの順番を、ファインケミカル、HBC・食品、医薬、化学品と入れ替えた。

今2022年11月期のセグメント利益の見方については、注意が必要である。新収益認識基準によって売上が変更されているが、加えて、持株会社化に伴う費用の分担を新しい方式としたので、それに伴ってセグメント利益も変更されている。

持株会社の費用を主要子会社で分担する。一定の明確なルールを定めて、それを運営していく。経営判断のベースとなるマネジメントアプローチに基づくので、特に問題はない。

### 2022.11期の会社計画

(億円)

	2021.11			2022.11(会社計画)				
	売上高 (旧基準)	売上高 (新基準)	営業利益 (旧基準)	売上高 (旧基準)	売上高 (新基準)	営業利益 (新基準)	営業利益 (旧基準)	営業利益 (旧基準・HD化を除く)
ファインケミカル	229	121	13.8	226	136	4.2	4.8[-9.0]	6.8[-7.0]
HBC・食品	282	144	-3.4	269	139	1.1	1.1[+4.5]	-1.5[+1.8]
医薬	124	121	9.0	120	118	2.2	2.2[-6.8]	2.6[-6.4]
化学品	86	86	3.8	94	95	1.8	1.8[-1.9]	4.7[+0.9]
合計	723	474	22.3		500	10.0		

(注)旧は従来の収益認識基準、「HD化を除く」は持ち株会社化に伴う費用分担を従来ベースに戻したものの、カッコ内は前年同期比増減。

## 2022年11月期の3Q累計は大幅減益となった

2022年11月期の3Q累計は、売上高36928百万円、営業利益426百万円(前年同期1953百万円)、経常利益516百万円(同2040百万円)、純利益606百万円(同1130百万円)と大幅減益となった。収益認識基準が違っているため、前年同期と厳密には比較できないが、利益が大幅に落ち込んだ。

セグメント別でみると、ファインケミカルの利益168百万円(前年同期比-845百万円)、医薬388百万円(同-731百万円)の利益減少が大きい。化学品も-130百万円(同-440百万円)と赤字になっている。HBC・食品は-91百万円(同+351百万円)と赤字ながら改善している。

営業利益を四半期別にみると、1Q630百万円、2Q90百万円、3Q-294百万円、と3Qで赤字に陥った。このままでは4Qも厳しいが、通期では何とか会社計画に近づこうとしている。原材料のコストアップが2Qから顕在化していたが、3Qも悪化した。価格転嫁は3Qまでに手を打ったので、これ以上は悪化しない。但し、急速に改善するということまではい

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。

かない。

セグメント別業績予想

(百万円)

事業	2021.11		2022.11(予)		2023.11(予)		2024.11(予)	
	(新)		(新)					
	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	12196	1386	14500	300	15000	500	16000	1000
HBC・食品	14424	-343	14000	0	15000	200	17000	400
医薬	12101	908	12500	450	13500	500	13500	800
化学品	8697	384	9000	0	9500	100	10500	300
(調整額)		-102		150		-100		-200
合計	47418	2233	50000	900	53000	1200	57000	2300

(注) (新)は新しい収益認識基準ベース。売上計上基準の変更で、利益への影響は軽微。  
2022.11期より持ち株会社の費用配賦基準を変更。(予)はアナリスト予想

10月から岩城社長が、スペラファーマの社長に就任した。スペラファーマの市場開拓に陣頭指揮をとるためである。主力メーカーとの契約や一巡した後の新規開拓が十分でなかったため、やや空白が出ている。受注は上向いているので、6~9か月後にはその効果が出てくる。よって来期の2Qあたりからはよくなってこよう。ファインケミカルのスペラネクスは順調である。

岩城製薬での原料のコストアップについては、来年4月の薬価改定でどのくらいみてもらえるかによる。一部はカバーされていくので、医薬品の収益性も好転しよう。来期は佐倉工場で注射薬の生産が始まるが、これも工場設備の調達の遅れから1四半期程度遅れることになる。

HBC・食品では、事業構造の改革が進んでおり、黒字化の目途がみえつつある。化学品は半導体や電子部品関連で需要の動きが鈍い。当社製品の優位性が落ちているわけではないので、いずれ戻ってこよう。

マーケティングの遅れと原材料高が響く

2Qの時点で通期の会社計画も修正した。修正計画は、売上高500億円（前年度比-223億円）は変わらないが、営業利益10億円（同-55.2%）、経常利益10億円（同-58.6%）、純利益11億円（同-36.6%）とした。純利益は不動産の売却益を含んでいる。

営業利益を従来の17億円から10億円へ下方修正した要因は、ファインケミカルと医薬品の利益減少による。そのうち、スペラファーマと佐倉工場の売上減については、M&Aを実施した時から分かっており、一定期間後に案件が終了するビジネスについて、それをカバーすべくマーケティングしてきたが、今期は埋めることができず、端境期となってしまった。

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。

もう1つの要因は、エネルギー・資源価格の高騰及び円安が原料コストのアップとして響いている。今期のコストアップは+8.5億円と見積もられているが、このうち2.8億円は値上げや合理化で吸収できず負担として残るとみている。医薬品の価格にはすぐには反映できない。また、中国を原産とするリンも供給不足になっている、化学品や医薬品にも使うので、その調達を工夫する必要がある。

製品価格への転嫁について、自社製品と商社としての仕入商品では対応が異なる。医薬品のように薬価が決まっているものについても直接の対応は難しい。よって、値上げでカバーできるものは全体の7割前後で、残りは負担せざるとえない。全体としては、プロダクトミックスの見直し、新商品へのシフト、ポートフォリオの組み替えで吸収し、今後の利益成長を目指すことになろう。

#### 外部要因の影響

(億円)

2022.11期	為替	電力	原料	原油	輸送コスト	コスト吸収	実質負担
ファインケミカル	-1.8	-0.2	-0.4	-0.5	-0.2	1.5	-1.6
HBC・食品	-0.5	-	-1.1	-0.5	-0.2	1.7	-0.5
医薬	-	-0.7	-0.3	-	-	-	-1.0
化学品	-0.1	-0.1	-2.1	-	-	2.5	0.3
全社	-2.3	-0.9	-3.9	-1.0	-0.4	5.7	-2.8

(注)会社側試算

#### ジェネリック業界の品質問題への対応

ジェネリック業界の品質問題は、生産設備に課題を残している。品質の向上に向けてルールが強化されている。そうすると、従来の設備では不十分なところが出てくるので、設備の補強や更新、新設が必要になってくる。薬なので、これらの設備、生産ラインについて、承認をとっていくことが求められる。よって、数年を要する動きとなろう。

当社は、ジェネリック医薬品で臨床試験を新たに実施するプロセスが必要となってくる。このR&Dを外部委託するので、R&D費が増大することになる。今後は、共同で開発を行うパートナーを探し、そこと組んでR&D費の効率化を図っていく方針である。

#### 来2023年11月期から回復へ

大型M&Aは小休止で、現在の6つのビジネスモデルで価値創造の見える化に力を入れている。ファインケミカルで、スペラファーマがどこまで改善できるかが注目される。

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。

来期は、注射剤の佐倉工場が本格的に稼働する予定であるが、少し遅れよう。薬価改定の

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。



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。

化学品では半導体関連が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。

### 中期計画の見直しが必要

中期計画については、見直しが必要になっている。足元の業績が落ち込んでいる。原料コストの上昇に対する対応と、既存分野の落ち込みをカバーする新規市場開拓が必要になっている。

大きな方針である3つのサステナビリティ戦略（①プラットフォーム戦略、②ニッチトップ戦略、③ソーシャルインパクト戦略）に変更はなく、6つのビジネス領域についても、今後とも追求する。

業績が想定以上に落ち込んだファインケミカル事業と医薬品事業については事業の再構築が必要である。やるべきことははっきりしているが、少し時間がかかるので、3カ年計画の財務目標は下方修正されよう。

2030年に向けた長期ビジョンと戦略の方向性について変更がないが、具体的な実行戦略には練り直しが必要である。ファインケミカル事業と医薬品事業の収益力強化には1~2年ほどかかる。

ファインケミカルでは、CMC開発受託の案件開拓に力を入れていく。低分子以外のモダリティ（創薬手法）のCMCに対する投資、スペラネクサスの顧客に対するCMC技術の提供を強化していく。

医薬品事業では、ジェネリック製品の生産拡大に取り組みを広げていく。自社製品だけではない新製品の上市や新たな受託生産、準備している注射剤CDMOの立ち上げである。

塗り薬を生産する蒲田工場の稼働率低下は、その原因が工場サイドにある。昨年秋から需要や流通在庫をみながら生産調整に入ったが、今年に入って増産が十分できなかった。ジェネリック医薬品の品質問題が重視される中で、生産プロセスを慎重に運営していることによる。この秋からは通常ペースに戻ってくるとみられるので、需要見合いの対応はできよう。

### 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18.0円へ2円増配したが、今期も18.0円の継続を予定している。

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

---

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

当性向 30%を目途とするというものである。2021. 11 期の配当 18.0 円は、DOE で 2.6%、配当性向 38.4%であった。

## 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～次の策揃えが進行

岩城社長は、今回の業績の落ち込みを重要な端境期と捉えている。営業利益計画が大幅にダウンする。1) ウクライナ侵攻、円安に伴う原料高、2) 医薬品の工場操業における品質対応、3) 医薬品原料の製造開発の受託における顧客開拓において、想定以上の負担が発生しており、これに手を打っている。いずれも克服できようが、業績の回復テンポが当初より遅れることになろう。

今後の業績回復に少し時間を要する。実行戦略を見定める必要があるので、企業評価は B とする。(企業評価の指標については表紙を参照)

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。

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。

### 今後の成果に期待～株主優待も魅力

7 月に自社株買いを発表し、9 月末までに 90 万株、3 億円を上限に実施した。株主は、ここ数年で 4000 名強から 2021 年 11 月末で 1.92 万名に増えている。個人株主作りを力を入れた成果である。

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。

株主優待の商品については、自社商品の他に、外部の商材 (麺、お菓子、食材など) を用意して、ニーズへ対応している。これまでよりも魅力は上がっている。株価 500 円として、配当 18 円で配当利回り 3.6%、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

---

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、この利回りが6%となるので、かなりお得である。ただ株主数から見て、今後は100株以上を200株以上にするなどの工夫が必要になろう。

11月22日の株価をベースにすると、2022年11月期ベースで、PBR 0.62倍、ROE 4.1%、PER 15.4倍、配当利回り4.2%と、かなり割安である。業績の回復が見えてくれば、PBR 1.0倍に向けて株価水準は見直されよう。今後の実行戦略に注目したい。