

## 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～

2023年2月7日

東証プライム

#### ポイント

・現在は、先行投資の谷間にいる。急激な外部環境の変化もコストアップとなっており、その対応も急務である。大型のM&Aを進めてきたが、新規需要の開拓やそのための設備投資という点で遅れが出た。手は打っているが、業績面で効果がでてくるのは来2024年11月期からで、本格化は中期経営計画の3年目からになる。

・前2022年11月期は営業利益で前年比-62%と、大幅減益になった。要因は、①CMC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かった、②ジェネリック薬品の製造で生産性の低下を招いた、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いたことによる。

・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する。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、事業投資が活発化している。一方で、採算の低い一般用医薬品の卸からは撤退する。これらを含めて、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7割に近づこう。

・2025年11月期までの3ヵ年計画では、売上高593億円、営業利益22億円、ROE 5.6%を目標とする。過去のピーク利益水準には戻す予定であるが、資本効率という点ではまだ物足りない。今回の計画は保守的で、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 10年ビジョンで収益力の向上を目指す
4. 当面の業績 先行投資の谷間
5. 企業評価 ビジネスモデルの変革に期待

## 企業レーティング B

株価 (2023年2月6日) 422円 時価総額 172億円 (40.77百万株)  
PBR 0.62倍 ROE 3.0% PER 20.8倍 配当利回り 4.3%  
(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	49636	819	887	579	14.6	18.0
2023.11(予)	51500	720	410	10	0.3	18.0
2024.11(予)	55000	1300	1200	800	20.3	18.0

(2022.11ベース)

総資本 63551百万円 純資産 27068百万円 自己資本比率 42.5%  
BPS 685.2円

(注) (予) はアナリスト予想。ROE、PER、配当利回りは来2024.11期予想ベース。

(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月の持株会社体制に合わせて、社名をイワキから「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(持続可能)」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。

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	29.5	1.7 [6.0]	CMC研究開発 医薬品原料	35 65	医薬品用原料原薬の開発 医薬品原料の製造・販売
HBC・食品事業	28.1	1.0 [-1.2]	化粧品 食品原料 ライフサイエンス ファルマネット	47 19 7 27	化粧品原料の販売、化粧品の通信販売 機能性食品原料の製造販売 医療機器販売 一般用医薬品・関連商品の卸売
医薬事業	23.7	3.3 [7.3]	医薬品	100	医薬品の製造販売
化学品事業	18.7	-1.7 [4.4]	表面処理薬品 表面処理設備 スペシャルティマテリアル	60 25 15	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)2022年11月期ベース。カッコ内は前年度の利益率。

### 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、HBC・食品、医薬、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

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、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。

---

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23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、変革と成長を目指している。

ビジネスユニット別事業構成

(億円、%)

2022.11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 51	医薬品原料BU 40	55				146 [29]
	HBC・食品事業			化粧品BU 12	54	ファルマネットBU 37		139 [28]
				食品原料BU 3	ライフサイエンスBU (医療機器) 24 9			
	医薬事業				医薬品BU 117			117 [24]
	化学品事業			表面処理薬品BU 55	スペシャリティ マテリアルBU 14			92 [19]
			表面処理設備BU 23					
合計		51 [10]	122 [25]	106 [21]	180 [36]	37 [8]		496 [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46%を占めている。一方で一般用医薬品の卸(ファルマネット)は8%に留まり、ここからは撤退すると決めた。

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25%、製品製造で36%、合計で61%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。

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

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

### コーポレートガバナンスと社外取締役

今年2月の株主総会で、取締役を6名とし、執行サイドは岩城社長、瀬戸口副社長の2名、社外取締役は4名（2名退任、2名新任）となる予定である。

新任社外取締役候補の永井恒男氏は、人材育成のコンサルに強い。もう一人の永井三岐子氏は、政府系機関で働きSDGsを専門とする。また、現任の川野氏は金融機関出身、二之宮氏は製薬会社出身である。

岩城社長は、次の戦略遂行に当たって、スペラファーマの社長と、岩城製薬佐倉工場の会長を兼務した。いずれもM&Aした会社で、次の成長の軸となる。市場開拓のスピードアップが問われているので、自ら陣頭指揮をとることにした。

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。

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

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ている。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

---

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。

ップをとる中で、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、製剤化及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

---

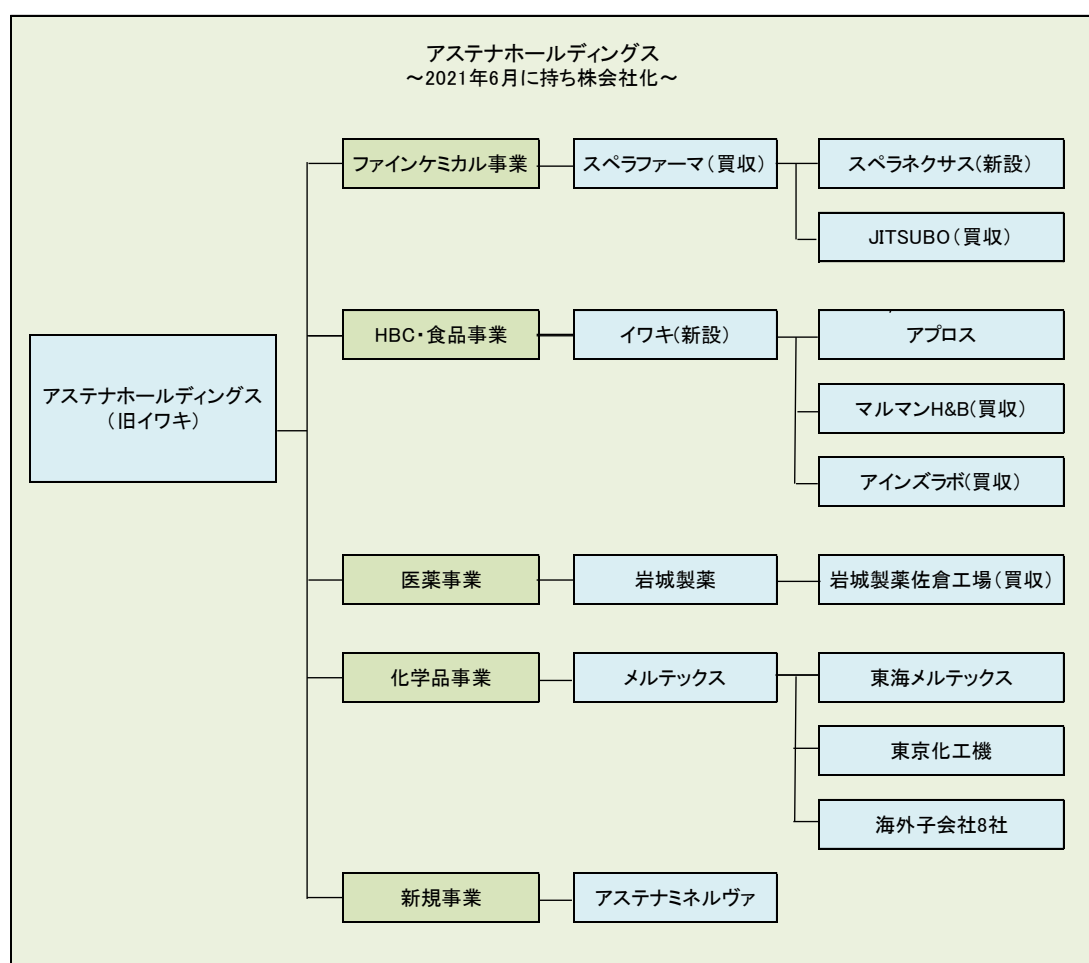
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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。

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。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。



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。



## 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・食品事業の一員となって、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15百万円のは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。

## 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。ファインケミカルのスペラファーマ（岩城社長）、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）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の166億円がスペラネクサスへ、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 スペラネクサス				
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 マルマンH&B	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。

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。

## 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。

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。

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。

### 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(注射剤)の外部委託需要も拡大

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。

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

医療用医薬品（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。効果をはっきりと分かり、60～70代に高い人気を誇っている。通販化粧品の下地部門では、業界トップの売上となっている。

### 「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、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。

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。

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、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。

## 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。

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. 中期経営計画 10年ビジョンで収益力の向上を目指す

### 中期経営計画をローリング

現在は、先行投資期の谷間にいる。急激な外部環境の変化もコストアップとなっており、その対応も必要になっている。当社としては大型のM&Aを進めてきたが、新規需要の開拓やそのための設備投資という点で遅れが出た。手は打っているが、業績面で効果がでてくるのは、来2024年11月期からで、本格化は中期経営計画の3年目からになるろう。

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。

中期3カ年計画は、毎年ローリングしていく方針であるが、今回の計画では2025年11月期に売上高593億円、営業利益22億円、ROE5.6%を目標とする。かなり、保守的であるのは、医薬事業の新規分野を慎重にみていることによる。

FCでは、ジェネリック業界の再編が進みそうである。この分野で当社は強みを有しているので、効率化と安定供給でポジショニングを上げることができよう。FCでは、CMCの需要開拓に力を入れており、少しずつ受注が増えている。医薬品の原料では新しいモダリティに向けて高付加価値化を図ることもできよう。

HBC・食品では、不採算事業の縮小と化粧品分野の強化で収益性が改善している。ライフ&ヘルスケアのプラットフォーム作りを目指している。アインズラボの買収も貢献してこよう。12月にアインズラボをイワキの100%子会社とした。同社は、海外製化粧品の輸入製造販売や薬事コンサル機能を強みとする。イワキのライフ&ヘルスケア領域の強化に結び付こう。

医薬では、薬価の引き下げは続くのに加えて、新製品開発のR&Dが増加し、佐倉工場でのCDMOは注射剤での先行投資が負担となる。

化学品では、半導体、電子部品向け表面処理薬品は回復し伸びてくる。新分野の薬品を新製品の開発とともに進めている。これらが効果を上げてこよう。化学品では、中国とのサプライチェーンが順調にいくならば、さらにいい方向に向かおう。

スペラファーマでは、研究と製造、原液・製剤・分析という各々の領域のバランスが問われる。全体の稼働が上がってくれば、高収益にもっていくことができる。これに向けた市場開拓を進めている。ここのマネジメントに集中している。

佐倉工場は、注射剤の新設備投資を行っているが、この設備の調達がウクライナ紛争の影響もあって遅れた。今年9月の稼働を予定しているが、ソフトウェアの対応を急ぐ必要がある。一方で、固形剤の受注に当たっても、新しい設備投資が必要になっており、その対応も進めている。

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

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、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。

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カ年計画のローリング

		(億円、%)				
(11月期)	2020	2021	2022	2023	2024	2025
Astena 2030 "Diversity for Tomorrow"						
第1期中計	(実績)	(計画)		(計画)		
売上高	653	730	→	820		
営業利益	20.3	26.0		42.0		
ROE	9.4	7.7		9.7		
中計		(実績)	(計画)		(計画)	
売上高		723	500	→	600	
(ローリング) 営業利益		22.3	17.0		38.0	
ROE		7.1	6.3		8.9	
中計			(実績)	(計画)		(計画)
売上高			496	515	→	593
(ローリング) 営業利益			8.2	7.2		22.0
ROE			2.1	0.0		5.6

(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。

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、今回は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、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た。商社的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。

### 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)、イワキ (HBC・食品)、岩城薬品 (医薬)、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。

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。



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ー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。

### 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)

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。

完了予定)、佐倉工場の注射製造ライン 38.7 億円 (2023 年 3 月竣工予定) を実施している。

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。

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 エコシテオオーガナイザー 奥能登SDGsプロジェクト、ファンド、事業運営

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

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

した。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。

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ァ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ァーマ(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85百万円、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れでは、30%は岩城製薬で、その他に国内60%、海外10%という構成である。品質保証の重要性が問われるので、中国、インドから直接輸入して安く販売するというわけにはいかない。必ず品質の確認と保証が必要になる。そこに当社の役割が生きるわけである。また、医薬品原料は海外販路の拡大も目指し、海外からの輸入にもスペラネクサスを活かす。

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。当社はスペラネクサスは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。

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

## 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

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。

2022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、R&D投資の動向

	(百万円)						
	2016.11	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11
設備投資	482	554	2098	1744	7861	4676	4056
R&D投資 (対売上比)	833 1.5	731 1.3	810 1.3	735 1.2	768 1.2	964 1.3	825 1.7
内部資金	753	1800	1917	1913	2811	2853	1969
内部留保	-191	1042	1162	1095	1442	1023	-147
減価償却	944	758	755	818	1369	1830	2117

(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。

#### 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、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、

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。

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。

静岡県掛川にあるスペラネクススの静岡工場、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。

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、このウェイトを高めていく。そのための設備投資にも力を入れていく。

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

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。

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61%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。

### 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。

---

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



## 化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。

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

---

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。

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。

### バランスシート

(百万円、%)

	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11
現預金	4929	4746	4915	7567	10927	6925
受取手形・売掛金・契約資産	16006	16704	18124	15086	16713	19106
棚卸資産	5134	5771	5457	6717	9337	9489
有形固定資産	7115	7377	7934	10136	11950	13119
無形固定資産	78	1130	1462	7467	8411	8285
のれん・顧客関連資産・技術資産		944	892	6505	7121	7063
投資その他資産	4374	4813	4941	4838	5134	5397
資産合計	38523	41478	44715	54319	63553	63551
支払手形・買掛金	12584	12766	13694	11727	12117	12142
短期借入金	2596	3296	3796	5971	9053	10035
その他流動負債	2257	2972	3352	5228	5469	5615
長期借入金	548	452	805	5965	5812	4777
その他固定負債	2618	2772	2636	3776	4096	3914
負債合計	20606	22258	24283	32667	36547	36483
株主資本	16389	17581	18866	20486	25818	25596
その他包括利益	1515	1606	1556	1164	1181	1390
純資産	17927	19219	20431	21651	27006	27068
有利子負債	3145	3748	4602	11937	14865	14812
有利子負債比率	8.2	8.0	10.3	22.0	23.4	23.3
自己資本比率	46.5	46.3	45.7	39.9	42.5	42.5

### 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。

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。2年後には本格稼働となろう。

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。

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。

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代が入っている。

のれん・顧客関連資産・技術資産が+5613百万円となっているが、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、短期借入金が増加し+2175百万円、長期借入金が増加し+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350百万円のものれん代が発生する。実際、無形資産のうちのものれんの償却は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。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)					
	2017.11	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11
営業キャッシュ・フロー	1523	1655	1603	4143	1349	-742
税引後当期純利益	1038	1514	1598	1398	2133	303
減価償却費	758	755	818	1369	1830	2117
売上債権・契約資産の増減	-469	-705	-1003	3697	-868	-1304
仕入債務の増減	1098	306	1047	-1988	-172	-14
棚卸資産の増減					-574	-960
負ののれん発生益				-620		
投資キャッシュ・フロー	-52	-1973	1656	-8254	-4380	-2222
有形固定資産の取得	-403	-681	-1093	-1308	-2935	-2770
無形固定資産の取得	-21	-134	-401	-444	-558	-259
子会社株式の取得	10	0	-179	-6200	-1681	0
事業譲受による支出		-1000			-70	-627
フリー・キャッシュ・フロー	1575	-318	-53	-4111	-3030	-2964
財務キャッシュ・フロー	-720	138	324	6767	6353	-1093
有利子負債の増減	105	603	854	7386	2928	-53
配当金の支払い	-199	-317	-385	-470	-650	-729
自己株の取得	-447	-1	31	36	36	-309
新株予約権株式発行					3624	
現金等期末残高	4729	4540	4795	7447	10807	6803

#### 4. 当面の業績 先行投資の谷間

##### 2020年11月期は買収で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-

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。

4.1%)、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。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		2022.11	
	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	22933	1386	14630	248
HBC・食品	28375	-44	25811	-490	28238	-343	13970	141
医薬	8218	839	10647	998	12452	908	11754	392
化学品	7339	85	7425	328	8697	383	9278	-156
合計	61647	2121	65341	2035	72322	2233	49636	819

(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。2022.11期は新収益基準ベース。

#### 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

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、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。

2022年11月期から、新収益認識基準によって売上が変更されている。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。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、それを運営している。

### 2022.11期の業績～新旧基準比較

(億円)

	2021.11			2022.11			
	売上高 (旧基準) (新基準)		営業利益 (旧基準)	売上高 (旧基準) (新基準)		営業利益 (新基準) (旧基準・HD化を除く)	
ファインケミカル	229	121	13.8	231	146	2.4	2.8
HBC・食品	282	144	-3.4	281	140	1.4	-1.2
医薬	124	121	9.0	119	118	3.9	4.4
化学品	86	86	3.8	93	93	-1.5	1.3
合計	723	474	22.3	724	496	8.1	8.4

(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。

### 2022年11月期は大幅減益となった

2022年11月期は、売上高49636百万円、営業利益819百万円、経常利益887百万円、純利益579百万円となった。新会計基準の収益認識基準の適用で、前年度との正確な比較はできないが、旧基準をベースにすると、売上高+0.1%、営業利益-62.0%、経常利益-62.1%、純利益-61.1%、EBITDA-27.0%と、大幅な減益となった。

営業利益が前期の22.3億円から当期は旧基準で8.4億円(新基準で8.1億円)へ13.9億円減少したが、これをセグメント別にみると、FC(ファインケミカル)の-11.0億円、医薬品の-4.6億円が大きかった。

また、減少額を内部要因と外部要因に分けてみると、内部要因で-8.2億円、外部要因で-

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。

5.7億円であった。内部要因では、セールスマックスの変化、のれんの償却増、契約変更の影響などが響いた。外的要因は、円安に伴う輸入原料のコストアップ、原材料の高騰、電力料の高騰などであった。これらの要因は今2023年11月期も残るので、克服には少し時間を要する。

FCでは、スペラファーマにおける契約変更が2022年4月から影響した。この分のカバーが十分できず売上減となった。医薬品の原料では、海外からの輸入原料のコストアップが響いた。

HBC・食品は全体の収益は改善した。M&Aに伴うのれんの償却増や原料高はあったものの、一般用医薬品の卸売事業を撤退に向けて、大幅に縮小したので、売上は減少したものの赤字もかなり縮小した。

医薬品では、薬価改定は多少プラスであったが、佐倉工場での生產品目が契約の変更で減少し、原燃料高もコストアップとなった。

化学品では、半導体や電子部品向け表面処理薬品の需要が減少し、輸入原料高の価格転嫁も間に合わなかった。輸出面ではプラスとなったが、全体ではマイナスとなった。

2022.11期のセグメント別利益増減要因

(億円)

事業	2021.11 利益	2022.11 利益	増減要因		
			増減	内的要因	外的要因
ファインケミカル	13.8	2.8	-11.0	+8.3 -16.7	-2.6
HBC・食品	-3.4	-1.2	2.2	+3.6 -0.7	-0.7
医薬	9.0	4.4	-4.6	+5.1 -8.2	-1.5
化学品	3.8	1.3	-2.5	+1.4 -2.7	+0.4 -1.6
合計	22.3	8.4	-13.9	-8.2	-5.7

(注) 内的要因: +はコスト削減、不採算取引減、価格改定・転嫁など。  
-はセールスマックス、のれん償却、契約変更など。  
外的要因: 円安効果、原料高、電力・エネルギー高など。

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埋めることができず、端境期となってしまった。

もう1つは、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。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

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。

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。

### 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。

### セグメント別業績予想

(百万円)

事業	2021.11		2022.11		2023.11(予)		2024.11(予)		2025.11(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	売上高	営業利益
ファインケミカル	12196	1386	14630	248	16000	300	17000	700	18000	1100
HBC・食品	14424	-343	13970	141	14000	200	14000	300	14000	300
医薬	12101	908	11754	392	12000	100	13500	0	15500	100
化学品	8697	384	9278	-156	9500	100	10500	300	11500	600
(調整額)		-102		193		20		0		0
合計	47418	2233	49636	819	51500	720	55000	1300	59000	2100

(注)新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

### 2023年11月期も改革が続く

今期の会社計画は、売上高 51500 百万円（前年度比+3.8%）、営業利益 720 百万円（同-12.2%）、経常利益 410 百万円（同-53.8%）、純利益 10 百万円（-98.3%）と引き続き減益を見込んでいる。まだ谷間は続くという見通しである。

昨年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。ファインケミカルのスペラネクサスは順調である。

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。

岩城製薬での原料のコストアップについては、今年4月の薬価改定でどのくらいみてもらえるかによる。今期は佐倉工場で注射剤の生産が始まるが、これも工場設備の調達の遅れが響いている。

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。

今期の業績については、4月からの薬価中間改定が織り込めないので保守的にみている。今回の3カ年計画では、医薬品事業を慎重にみている。注射剤の事業の立ち上げ、ジェネリックでの制度改正に伴う実証データの積み上げの要請で、R&Dの増加、新規受注の織り込みなどで不確定要素がある。

一方で、スペラファーマでは注射剤のCMOも受注しているので、これを佐倉工場につなげることができる。塗薬のジェネリックでは当社が一段と強くなる公算が高い。

一般用医薬品事業からは撤退しつつある。売上高は前期、今期と減って、来期にはほぼゼロとなろう。実際、昨年11月に、イワキは一般用医薬品を主体とした卸売分野から撤退すると決議した。すでに事業は縮小していたが、今期中にはかなり整理されていこう。不採算であっただけに、売上高は減少しても赤字の縮小で収益面ではプラスに働く。年商でいえば、2021年11月期71億円、2022年11月期37億円、であった。

#### 配当方針は下限を持った業績連動型へ

配当は、18円を継続する。安定配当をベースとするが、年間7.3億円の配当は当面重い。来期の業績回復の水準に注目したい。

配当については、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。

## 5. 企業評価 ビジネスモデルの変革に期待

#### 新ビジネスモデルの構築～次の策揃えに向けて

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した。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ている。

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

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ため、医薬品に関わるサプライチェーンはノウハウとして整えている。CMC（医薬品製造の開発受託）の機能を活用することができる。原料を海外から調達する能力も十分有しているため、バリューチェーンを海外に広げることも可能であろう。

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

2022年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、ここ数年で急増し、2021年11月末で3.37万名に増えた。個人株主作りにも力を入れた成果である。

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るだろう。

2月6日の株価をベースにすると、来2024年11月期ベースで、PBR 0.62倍、ROE 3.0%、PER 20.8倍、配当利回り4.3%である。業績の回復ピッチが速まってくれば、PBR 1.0倍に向けて株価水準は見直されよう。今後の実行戦略の成果に注目したい。