

## 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8月28日

東証プライム

#### ポイント

・2023年11月期の1Qの業績は低調であったが、2Qから好転している。今下期は回復に入り、来期から本格向上してこよう。現在は先行投資の谷間で、急激な外部環境の変化に対応を進めている。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、次第に効果が表面化しよう。

・CMCを担うスペラファーマの新規需要開拓が進んでいる。進行基準なので、受注増が売上に効いてくるのは今下期からになるろう。医薬品の薬価改定が、皮膚の塗り薬で当社にプラスに働く。下期には収益面での改善効果が出てこよう。半導体・電子部品関連の表面処理薬品は、半導体関連が動き出しており、下期には好転しよう。

・中長期ビジョンAstena 2030 “Diversify for Tomorrow.”では、①医薬品・ヘルスケアでのプラットフォーム戦略、②塗り薬や表面処理薬品でのニッチトップ戦略、③ファンドを活用したソーシャルインパクト戦略を推進する。

・具体的には、CMC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、十分達成できよう。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倍が実現できる市場開拓の進展と業績の向上に注目したい。

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。

## 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、今下期から好転
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8月28日) 454円 時価総額 186億円 (40.77百万株)  
PBR 0.68倍 ROE 3.4% PER 19.9倍 配当利回り 4.0%

(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)	54000	1000	1000	700	17.7	18.0
2024.11(予)	57000	1500	1400	900	22.8	18.0
2025.11(予)	60000	2300	2200	1400	35.4	18.0

(2023.5ベース)

総資本 64828百万円 純資産 26627百万円 自己資本比率 40.9%

BPS 671.4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 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

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1.3万人)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、2023年7月で109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。

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6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

---

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109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BU 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	24	ライフサイエンスBU (医療機器) 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BU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。

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。



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）となった。

新任社外取締役の永井恒男氏は、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 を実施した会社で、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。諮問委員会として、指名報酬諮問委員会、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。3 月より指名と報酬の諮問委員会を 1 つにして、指名報酬諮問委員会とした。委員長は川野氏である。諮問委員会のメンバーには、社外取締役 4 名全員が入っており、執行サイドは誰もいない、監査役 4 名もオブザーバーで参加する開かれた委員会となっている。

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、毎年見直しており、徐々に減らす方向である。

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。

### 本社機能の一部移転～働き方改革を推進

今年 5 月に能登半島で震度 6 強の地震があった。本社機能の一部がある珠洲市でも建物の被災は街全体にはあったが、当社への直接的影響はなかった。珠洲市では総務部門の一部が仕事をしている。

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。

---

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。

## 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。統合報告書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。

### 「歩くふるさと納税」がアワードを受賞

「歩くふるさと納税」が、スポーツ庁が主催する「第2回 Sport in Life アワード」で優秀賞を受賞した。子会社のアステナミネルヴァがスマホのアプリを開発し、サービスとして社外にも提供している。

アステナHD内では、社内のウォーキングイベントに、「寄付による社会貢献」の要素を加えた。企業版ふるさと納税の活用という点でユニークである。

## 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、多くの研究者・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。

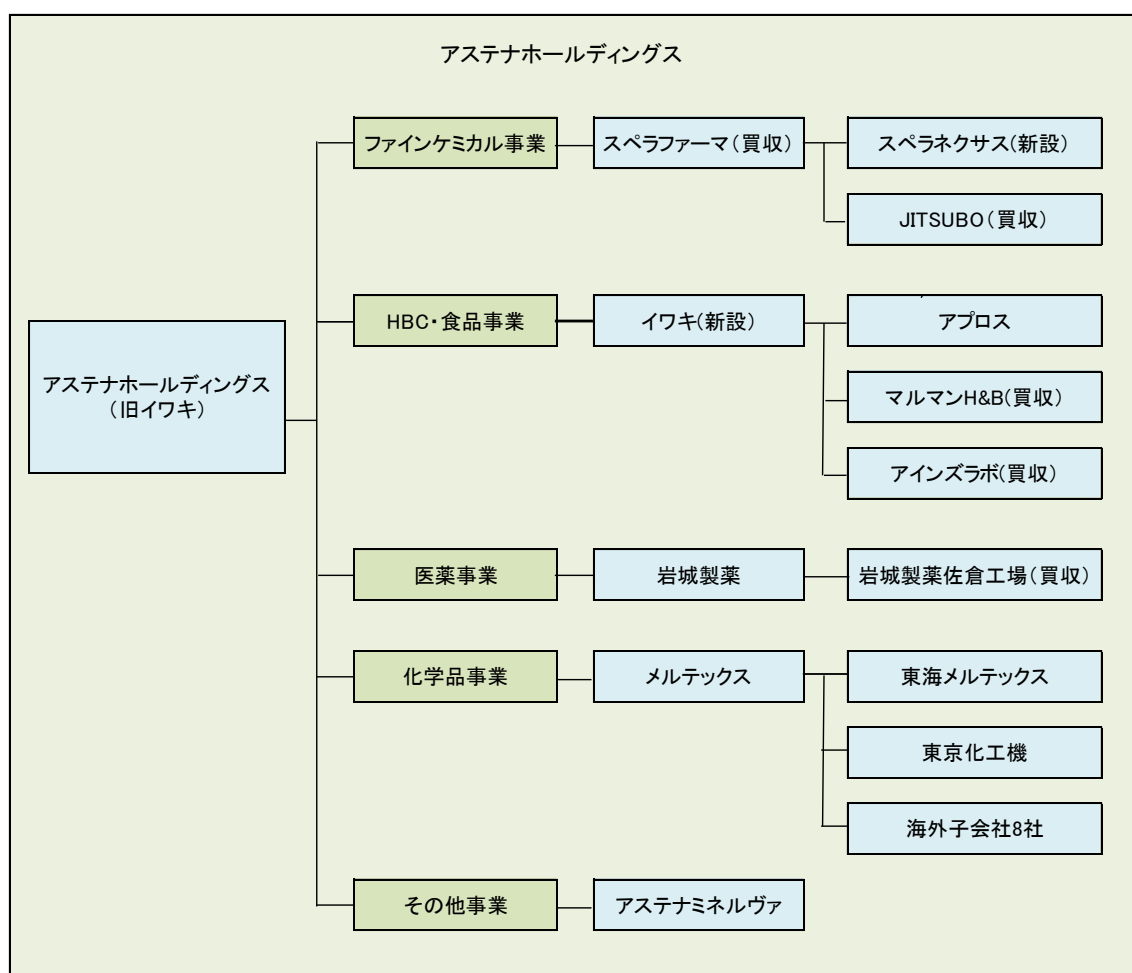
当社は、医薬品の原料を製造したり、海外から輸入したりしている。日本に拠点を置く製

---

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。

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。



### 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名前後であった。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

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



である。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、韓国コスメなど、ユニークな製品を取り扱っており、韓国コスメのメディヒール (MEDIHEAL) 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月にスカイネットから医療機器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。

また同9月に住建情報センター (現 JYU-KEN) からヘルスケア関連の事業を譲り受ける決議を行った。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。

### 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 of スペラファーマ (岩城社長)、医薬の岩城製薬 (西村社長)、HBC・食品のイワキ (大森社長)、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 of 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 億円がスペラネクスに移管された。

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した。医薬事業は岩城

---

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。

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、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BU スペラファーマ JITSUBO	医薬品原料BU スペラネクス				
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	ライフサイエンスBU イワキ		
化学品事業		表面処理薬品BU	スペシャリティ マテリアルBU			
		メルテックス 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。

## 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、スペラネクススの医薬品原料 BU、スペラネクススの静岡工場（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を広げていく。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。

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

皮膚用の薬は、1300億円の市場に87社がいるが、R&Dから製造まで行っているのは10社強あり、その中で岩城製薬はトップクラスにいる。

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（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

---

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割が必ず関連である。

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。

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。

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。薬品の製法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。

### 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。



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、業績面で効果が表面化してくるのは来 2024 年 11 月期からで、本格向上は中期経営計画の 3 年目からになる。

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、受注は増えている。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、海外化粧品の輸入代行・化粧品の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。今秋の稼働を予定しているが、ソフト面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。

### 3年計画のローリング

		(億円、%)					
(11月期)		2020	2021	2022	2023	2024	2025
Astena 2030 "Diversify for Tomorrow."							
第1期中計	売上高	(実績) 653	(計画) 730		(計画) 820		
	営業利益	20.3	26.0	→	42.0		
	ROE	9.4	7.7		9.7		
中計	売上高		(実績) 723	(計画) 500		(計画) 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	売上高			(実績) 496	(計画) 515	→	(計画) 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ROEI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。

中期計画については、1年ローリングで見直すことにした。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

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。

た。この2点で、業績は一度谷を迎えざるをえない。

**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。

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。

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。

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。

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を目指し、全体として 6 つのビジネスモデルを推進する。

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 (現 JYU-KEN) の事業譲受 (2021 年 12 月)、ICS-net (2022 年 1 月) との資本業務提携などである。

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、佐倉工場の注射製造ライン 38.7 億円を実施している。

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。

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。

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(ジツボ)を買収

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、ペプチド合成技術で独自の Molecular Hiving 法（モレキュラーハイビング法）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

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、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つの容器で簡便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。

### JITSUBO(ジツボ)の Molecular Hiving 法が実用化へ前進～画期的

JITSUBO は、世界有数の製薬企業である Novo Nordisk（ノボノルディスク）と独自開発の Molecular Hiving 法のペプチド合成について、独占使用及び、製造ライセンス契約を結んだ。領域は、糖尿病、肥満、非アルコール性脂肪肝、慢性腎臓病、アテローム動脈硬化性心血管疾患、心不全の新薬分野である。JITSUBO の技術の実用化が一気に進むものとみられる。

Novo Nordisk との契約では、JITSUBO には、開発フィー、年間独占権料、臨床・商業化の段階に合わせたマイルストーンフィーが入ってくる。ポイントはタグの供給が増えてくると、JITSUBO の売上も増えてくる。来期には一定の効果が出てこよう。

今回の契約は新薬のみで、ジェネリックは対象外である。また、本契約以外の疾患領域については、何の拘束も受けない。つまり、領域はさらに広がる可能性を有する。

JITSUBO のペプチド合成の新技術、Molecular Hiving 法は、アミノ酸を鎖状に長くつないでいくことができる。これが、Novo Nordisk の有力な薬の製造にとって、安定性を高めることができるようになる。他の世界的製薬企業にも利用可能性がある。

Novo Nordisk からの収入は、開発フィー、マイルストーンフィーなどが、まずは入ってくる。これが来期には多少プラスに働いてこよう。本格的な収入は Molecular Hiving 法が商業生産に使われ出すと、当社から原料（タグ）を出荷するようになる。スペラネクサスの静岡工場で生産することになるろう。こうなると、かなりの高収益が見込めることになるろう。タグとは、必要なペプチドを製造するもととなるタグ（目印）付のペプチドである。

### 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。

---

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、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

2021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。スペラネキ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。

### 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。

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<sup>ゆうぜい</sup>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。キノファーマと共同で開発した製剤を尋常性疣贅（イボ）への適応症について、第2フェーズの臨床試験を開始した。

### 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スペラネキサスを活かす。

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

---

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、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。当社はスペラネクス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)

#### 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。

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。

7月に帝人ファーマより、ボンアルファ軟膏などのボンアルファ類を承継する。感染症などに効能を有する外皮用剤である。先発品なので、この製造、販売などを通して、塗り薬領域の実力を高めていこうという狙いである。

### 食品原料検索システム「i-Platto」(アイプラット)の立上げ

食品原料検索システム「i-Platto」では、加工食品・機能性食品の原料検索ができる。当社が資本参加している ICS-net が運営する「シェアシマ」とも連携している。「シェアシマ」はオープンな食品原料検索サービスであるが、「i-Platto」は当社の顧客に限定している。

「i-Platto」は、HBC・食品のユーザーにとって、まずはどんな商品があって、見積りをするとの程度になるかをこのプラットフォームで知ることができる。手軽に活用して、その上で当社の営業担当と具体的な話に入ればよい。当社にとっても営業の生産性が大幅に向上するという効果が得られよう。

### 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で、従業員が健康に安全に働いているか

---

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。

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)						
	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。

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。

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

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。抗がん剤などの医薬品原料の取り扱いを拡大していく。

### 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断に、原料製造→流通→製品製造→卸売→小売というバリューチェーンでみると、自社製造が61%となる。この製造部門のウエイトは今後とも大幅に高まってこよう。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

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。

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。

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

---

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。

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

---

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。

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 1.3 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、のと 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。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。

#### 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

#### エクイティファイナンスの成果が問われる

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。

こ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）に使われている。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。当社にとっては大型ビジ

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

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+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。

### 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

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。

### KAM (監査上の主要な検討事項) ではM&Aの財務を確認

2022年11月期のKAMでは、1) 収益認識に関する会計基準等の適用と、2) 企業結合によ

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。

り計上された技術資産、及び顧客関連資産（無形資産）並びにのれんの減損兆候の判断がと  
り上げられた。また、親会社単体としては、3) 関係会社株式の評価が対象とされた。

いずれも特段の問題はなかった。収益認識では、当期に売上高で 227 億円、原価で 215 億  
円が減少した。B/S には、無形資産 25 億円（総資産の 4.0%）、のれん 45 億円（同 7.1%）  
が載っている。子会社等の株式では、収益力が十分かどうかについて検討された。

#### 4. 当面の業績 先行投資の谷間、今下期から好転

##### 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、医薬と化学品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。

##### 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。

##### 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

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-4.6億円が大きかった。

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。

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-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。

医薬では、薬価改定は多少プラスであったが、佐倉工場での生産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。

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

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。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、残りは負担せざるをえない。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る。

### 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る。

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。

### 今 2023 年 11 月期は下期から好転

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、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かったので慎重にみている。3 年計画では、医薬事業で、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。

---

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

一般用医薬品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。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、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。

#### セグメント別業績予想

事業	2021.11		2022.11		2023.11(予)		2024.11(予)		2025.11(予)	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
ファインケミカル	12196	1386	14630	248	16000	200	17000	700	18000	1100
HBC・食品	14424	-343	13970	141	15500	200	16000	300	16500	300
医薬	12101	908	11754	392	13500	600	14500	300	15500	500
化学品	8697	384	9278	-156	9000	0	9500	200	10000	400
(調整額)		-102		193		0		0		0
合計	47418	2233	49636	819	54000	1000	57000	1500	60000	2300

(注)新収益認識基準ベース。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。

#### 1Qは低調であったが2Qは改善

2023年11月期の2Q累計(上半期)は、売上高26857百万円(前年同期比+7.7%)、営業利益208百万円(同-71.1%)、経常利益283百万円(同-66.0%)、純利益-227百万円(前年同期932百万円)となった。

営業利益では、ファインケミカル事業の落ち込みが大きかった。純利益では、投資有価証券の評価損が216百万円発生したので赤字となった。

1Qの営業利益-92百万円、2Qは同300百万円であった。3Q、4Qにかけて業績はさらに浮上してくるので、今期は会社計画を上回ることになろう。

セグメント別にみると、FCでは、医薬品原料は順調である。スペラファーマのCMCは受注がとれており、今期後半からはしっかり上向いてくる。CMCは受注が40%増加している。売上計上は工事進行基準なので、売上面でも徐々に効いてくる。平均して9か月~12か月で売上に立ってくるので、来期からは本格的に回復してこよう。先をみると、静岡工場での高薬理活性化原料が動き始めている。JITSUBOはNovo Nordiskとペプチドで提携に成功し、その技術の優秀さがこれから発揮されてこよう。

HBC・食品ではB to B、B to Cのプラットフォームが徐々に整備されている。6月からは食品原料のi-Plattoというプラットフォームも動き出した。一般用医薬品の卸からの撤退で収益性が上がってきている。

医薬では、4月の薬価改定で、皮膚の塗り薬で「不採算品再算定」が認められ、薬価が上

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

がった。不採算のままでは、もしその薬品から撤退すれば、市場に薬がなくなってしまうので、それでは治療に支障をきたす。それを避けるために、適正な価格が設定される。この仕組みでいくつかの品目の収益性が向上してくるので、今期後半からは、プラスに寄与してこよう。佐倉工場での受注もとれているので、ここの収益性も今後好転してこよう。

佐倉工場の注射剤生産設備が竣工したので、来期から生産に入ってこよう。注射剤の製造工場は3月に竣工した。9月までには稼働に入ろう。顧客開拓も進みつつあるので、来期には売上が立ってこよう。但し、投資負担もあるので、収益貢献はその先からになるろう。

化学品では、半導体向け表面処理薬品で攻めに入っている。EV向けにも注力していく。半導体や電子部品関連は調整が長引いていたが、期後半から回復に入りつつある。

その他では、珠洲本社をベースに、アステナミネルヴァでソーシャルインパクト事業を立ち上げている。「ふるさとNOW」(現地決済型ふるさと納税システム)、「のとSDGsファンド」(例えば、アイガモロボット)などに力を入れている。

#### セグメント別業績

(百万円)

		ファインケミカル		HBC・食品		医薬		化学品		その他		合計	
		売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	営業利益
2022.11	1Q	3763	520	3549	-95	2746	156	2226	40	-	-9	12285	630
	2Q	3766	-46	3651	30	3137	196	2092	-79	1	-9	12649	89
	3Q	3560	-304	3243	-26	3047	36	2141	-91	1	-10	11993	-293
	4Q	3540	80	3526	234	2822	4	2819	-27	1	-13	12707	393
2023.11	1Q	3645	-56	4218	-40	2906	72	2013	-104	1	-23	12785	-92
	2Q	3609	-27	4594	118	3477	253	2390	23	3	-25	14072	300

#### スペラファーマの受注は好転

スペラファーマの受注が上がってきている。CMCのビジネスは1年半くらいの期間で事業が進む。進行基準での売上計上となるので、6か月から12か月ぐらいで売上がかなり立ってくる。この1Qはまださほど寄与していない。3Qあたりから新規受注の効果が表面化してこよう。仕事はかなりあるので、次第に選別色を強めながら、フル稼働ペースに持っていくことができよう。来期はかなり好転してこよう。

スペラファーマの稼働率は上がっている。人材も一部入れ替わって、若い人が増えている。ノウハウは十分継承されており、今後、収益性は戻ってこよう。

#### 薬価改定はプラスに

医薬品は、4月の薬価改定を控えて、1Q(12~2月)は販売先の仕入れが慎重になる。3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。

に開示される薬価をみて、動きが出てくる。

当社にとっては、今回の薬価改定はプラスに働こう。塗り薬については、複数品目で適正価格への是正がなされた。従来もあったことだが、あまりに低い薬価になると、ジェネリックメーカーは生産を止めてしまい、必要な薬が提供されなくなってしまう。市場価格重視といっても、それでは患者の治療に支障をきたす。

4月以降、薬価が上がった品目について、出荷が増えてくれば、その収益貢献はかなり高まってこよう。例えば、鎮痛、鎮痒、消炎に効く塗り薬アンテベート（先発品）は、そのジェネリック品の薬価が相当上がった。この品目については岩城製薬佐倉工場が先発品を受託し、ジェネリックは岩城製薬と前田薬品工業が生産している。つまり、当社グループが実質的に製造を担っている。よって、需要が動いても、当社はプラスに働く。

また、ジェネリックの同業他社で、生産をやめる品目について、当社に生産が委託されるものが出ている。これもプラスに働いてこよう。

### **HBC・食品事業のポートフォリオの入れ替えは進展**

HBC・食品では、ファルマネットで取り扱ってきた一般用医薬品の卸売りを止めるので、ここの収益性転がプラスに働く。今期中に撤退が完了するので、来期からポートフォリオは新しい体制となる。2022年12月に、化粧品輸入代行のアイズラボを買収した。1Qから連結に入っているが、規模は小さいので特に影響はない。

### **表面処理薬品の回復も下期から**

一方で、表面処理薬品の回復は遅れている。半導体の不況、電子部品の在庫調整は長引いており、この夏以降戻ってくるという動きになりそうである。化学品事業の表面処理薬品については、資源高の影響で貴金属を減らす方向にある。当社にとっては、これまでよりも出番が増えてくる可能性がある。

### **その他事業ではファンドへの出資が軸**

その他事業のソーシャルインパクトでは、ファンドをベースにした新規事業の立ち上げと、それに付随した事業のサポートを行っていく。のとSDGsファンドでは、スタートアップの支援をしている。いずれ上場を目指す企業も出てくるので、リターンとしては、投資事業としてみていく方がよい。また、2月に東京農工大のTUATファンドへ一部出資した。大学発スタートアップへの投資で、将来の連携を探っている。

### **下期はさらに改善**

3Q（6～8月）から状況はさらによくなりつつある。化学品では半導体不況が底入れしつつある。当社の表面処理薬品は川上工程に位置するので、動きが早めに出てくる。回復の兆

---

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。



しが数か月先行している。医薬では4月からの薬価改定が当社にとってはプラスの方向に動いた。ジェネリック医薬品業界の品質不良問題も落ち着きが出ており、当社にはプラスに働いている。

HBC・食品では、12月の一般用医薬品（OTC）撤退後も順調である。赤字が確実に減っている。FCのスペラファーマも受注が少しずつ効果をみせ、3Qからは収益面でプラスに働いてこよう。CMCは受注が伸びているが、仕事の中身のバランスがとればさらに収益性が高まろう。この点も来期からは改善してこよう。

### 課題は注射剤の工場

今期末から来期の課題は、医薬の注射剤にある。工場は3月に完成しており、オペレーションの体制は9月には整ってこよう。現在、営業活動を続けており、工場の見学、監査に顧客が訪れている。まずは数件の受注がとれた後、10件以上の仕事量を目指していく。設備投資約40億円に対して、工場での生産が開始されれば、来期は償却負担の方が先行する。受注増で注射剤の工場が採算に乗ってくるのは2年後からとなろう。まずは治験薬から入って、いずれ本格的な注射剤の商業生産に入る予定である。注射剤の工場での生産は来期になりそうなので、減価償却も来期から発生することになる。

### 事業撤退で遊休となった土地を売却

今年3月に、遊休地を売却した。都内北区に倉庫用地を有し、これまでは物流施設として利用していたが、一般用医薬品の卸売からの事業撤退で不要となった。土地として730坪を有する。この売却益が今期の特別利益として入ってこよう。公示価格からみると、5～10億円の売却益が発生しよう。

### 配当方針は下限を持った業績連動型へ

配当は18円（上期9円、下期9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。今期は土地売却の特別利益でほぼ対応できよう。来期は業績が回復してこよう。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ている。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

### 業績の見方

数年単位で業績のトレンドをみると、2016～2019年の業績は従来のビジネス中心に業績

---

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

は好調に拡大した。

2020～2021年は事業ポートフォリオの入れ替えと新しいビジネスモデル作りに向けて、大型のM&Aと設備投資の拡大を図った。卸売業（商社）から製造業へのシフトを進めた。

結果として、2022年の営業利益は大幅に落ち込んだ。但し、EBITDAで見ると、2022年は2019年レベルをほぼ維持しており、のれんの償却等が膨らんだことが影響した。

2023年はまだ低水準ながら回復基調に入っており、2024年に向けて事業構造改革の成果が顕在化してこよう。前下期、今上期がボトム圏で今後好転してくるとみてよい。

今下期の業績計画は特に見直していないが、売上、利益とも2Qのペースを維持することはできるので、いずれ上方修正となろう。

### 新ビジネスモデルの構築～次の策揃えに向けて

今回の中期計画では、M&Aによるポートフォリオの入れ替えや、新ビジネスモデルの確立に力を入れている。前下期、今上期で最悪期を脱するので、2025年11月期の営業利益22億円はほぼ達成できよう。それでもROEは5.6%にとどまるので、まだ十分とはいえない。

ROE8%を達成するには、営業利益で30～35億円はほしい。本来の目標としては、ROE10%に届くところの水準として、営業利益を40～50億円を目指したい。

FCで15～20億円、HBC・食品で5億円、医薬で10～15億円、化学品で10億円のセグメント利益を出すことができれば、営業利益全体で40～50億円は十分狙えよう。

現在のビジネスモデルが成果を上げてくれば、この水準は十分達成できる。設備投資は必要であるが、大型のM&Aを狙う必要はない。ここ数年は市場開拓で成果を上げつつ、R&Dと生産能力の適切な増強に力を入れて、収益性を確保することに重点がおかれよう。

今後の業績回復に向けた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）

### 株主優待の見直し

株主は、ここ数年で急増し、2022年11月末で5.67万名に増えた。個人株主作りを力を入れた成果である。個人株主の支持が得られれば、株価は相対的に安定する。一方で、機関投資家が少ない。内外の機関投資家向けのIRを一段と強化していく必要がある。

株主優待は中身を見直して、100株から500株に基準を上げ、3000株以上にも新たな枠を設けた。

新しい株主優待は、1) 1年以上～3年未満の継続保有で、①500株以上で3000円相当の自社商品又は1000円相当の商品・寄付、②1000株以上で同5000円又は同2000円、③3000株以上で同10000円相当又は同3000円とした。

2) 3年以上の継続保有では、①500株以上で同5000円相当又は同2000円、②1000株以上で同10000円相当又は同3000円、③3000株以上で同15000円相当または同5000円とし

---

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。

た。かなりお得感がある。

株主数の分布をみると、500株未満が4割前後を占める。株主優待を500株以上に基準を上げたため、株主数はかなり減少しよう。それでも、1万人以上の株主は十分確保できよう。

株主にとっては、今が業績のボトムで、ここから急回復をみせるので、中期的に保有するメリットは大きい。また、中期的に保有すれば優待もついてくる。この点に着目したい。

### 今後の成果に期待

株価については、まずは業績を上げて、ROEの向上を図っていく。事業の特性がコングロマリットディスカウントにならないか、という点では、1) コアとなる事業がしっかり収益を上げていくことと、2) ファインケミカルをベースに、医薬、化粧品、食品、表面処理分野がつながっているという点をみせていく必要がある。

8月28日の株価をベースにすると、来2024年11月期ベースで、PBR 0.68倍、ROE 3.4%、PER 19.9倍、配当利回り 4.0%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。