

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～

2024年5月14日

東証プライム

ポイント

・今2024年11月期の1Qの業績は急回復をみせた。ファインケミカル事業、HBC・食品事業、医薬事業、化学品事業の4事業がいずれも好転している。これを受けて上期の業績計画は上方修正されたが、通期の計画はまだ据え置いている。為替、エネルギー価格など不確定要素はあるが、業績は大きく好転しよう。回復のピッチは早まっている。

・アステナホールディングスのトップが、岩城氏から瀬戸口氏（前副社長）に交代した。ガバナンスを強化して、事業の執行に全力投入しつつ、創業家からの脱皮を図る狙いがある。岩城氏は、スペラファーマを軸とするファインケミカル事業と医薬事業を率いて、収益の回復を図る意向である。M&A後のPMIで、成果が期待できよう。

・3カ年の中期計画は毎年ローリングしていく。今回は3年後の2026年11月期で、営業利益30億円、ROE7.4%を目指す。スペラファーマをコアに、医薬品の開発製造受託(CDMO)では、塗り薬に加えて注射剤分野へ展開する。ここがリード役となろう。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。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。

・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、CMC研究開発受託事業の拡大、パワー半導体分野での新しい表面処理薬品、製品の企画開発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した。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割を超えている。

・まずは過去のピーク利益水準に戻す計画であるが、これは十分達成できよう。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。PBR1.0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 先行投資の谷間を経て回復ピッチ早まる
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 (2024年5月13日) 497円 時価総額 204億円 (40.88百万株)
PBR 0.69倍 ROE 3.5% PER 19.6倍 配当利回り 3.6%

(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
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	51984	1127	1363	1162	29.5	18.0
2024.11(予)	56000	1650	1650	1000	25.3	18.0
2025.11(予)	60000	2300	2300	1350	34.2	18.0
2026.11(予)	64000	3000	3000	1900	48.1	18.0

(2024.2ベース)

総資本 65912百万円 純資産 28731百万円 自己資本比率 43.3%

BPS 722.5円

(注) (予) はアナリスト予想。ROE、PER、配当利回りは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、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。

主な事業内容

事業セグメント	売上構成比	営業利益率	事業内容
ファインケミカル事業	30.9	0.9 [1.7]	医薬品原料 CDMO(開発受託製造)
HBC・食品事業	27.0	2.3 [1.0]	食品原料・健康食品 化粧品原料・化粧品
医薬事業	25.5	4.3 [3.3]	医薬品
化学品事業	16.5	0.9 [-1.7]	表面処理薬品 表面処理設備

(注)2023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

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、2024年7月で110周年を迎える。薬種問屋からスタートとして、現在は4つの分野で事業を展開している。製造から卸、販売までを手掛け、また、原料から製品まで作っているという点で幅広い。

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。

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、約30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、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。

創業家からの脱皮を目指す

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。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

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。

代目の岩城修氏は、1994年社長に就任、社長を23年間務めた。

4代目の岩城慶太郎氏は2017年に社長就任し、変革と成長を目指した。また、社名をアステナHDに変えた。アステナHDの代表取締役社長が2024年2月の株主総会後に交代した。瀬戸口氏（前副社長）へバトンタッチした理由は3つある。

第1に、ここ数年の事業再編の中で、主力事業の執行のトップとして岩城氏がフル稼働するには、HDのトップとの兼務が負担となる。

第2に、HDは事業全体をマネジメントするが、その事業の一部と兼務することは、マネジメントのガバナンス上、齟齬が発生する可能性があり、役割は明確に分けた方がよい。

第3に、岩城氏は創業家4代目であるが、いずれ創業家に頼らないマネジメント体制へ移行する必要がでてくる。それをこの機会に具体化することとした。

アステナHDの代表取締役社長を瀬戸口氏として、岩城氏はHDの取締役の一員となり、ファインケミカル事業の高収益化に特化することとした。

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、2022年度で医薬品原料、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%を占めた。一方で一般用医薬品の卸（ファルマネット）は8%に留まり、ここからは撤退した。

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。

コーポレートガバナンスと社外取締役

今年2月の株主総会を経て、ホールディングスのマネジメントは瀬戸口社長が取り仕切り、M&A後の主力事業を再構築し、高収益の実現に向けては岩城取締役が担当する、という役割分担にした。

7名の取締役のうち、執行サイドは3名、4名が独立社外取締役（女性1名）である。川野氏はこれまで独立社外取締役であったが、経営管理担当として執行サイドに入った。新任の佐藤氏は会計士出身で、ソフトバンクグループなどで管理部門も経験した。

社外取締役の永井恒男氏は、人材育成のコンサルに強い。永井三岐子氏は、政府系機関で働きSDGsを専門とする。二之宮氏は製薬会社出身である。

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。2023年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。諮問委員会のメンバーに

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、社外取締役が入っており、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。

本社機能の見直し

本社機能の一部がある珠洲市で、総務部門の一部が仕事をしていた。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た。

「令和6年能登半島地震」による人的な被害はなかった。しかし、珠洲市の本社機能については東京に戻しており、体制の見直しを進めている。一方、ここを拠点としたソーシャルインパクト事業については、今後とも継続される。この地区の再生に向けて一段と力が入ってこよう。

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。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している。

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、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

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〜岩城製薬佐倉工場をスペラファーマの子会社に

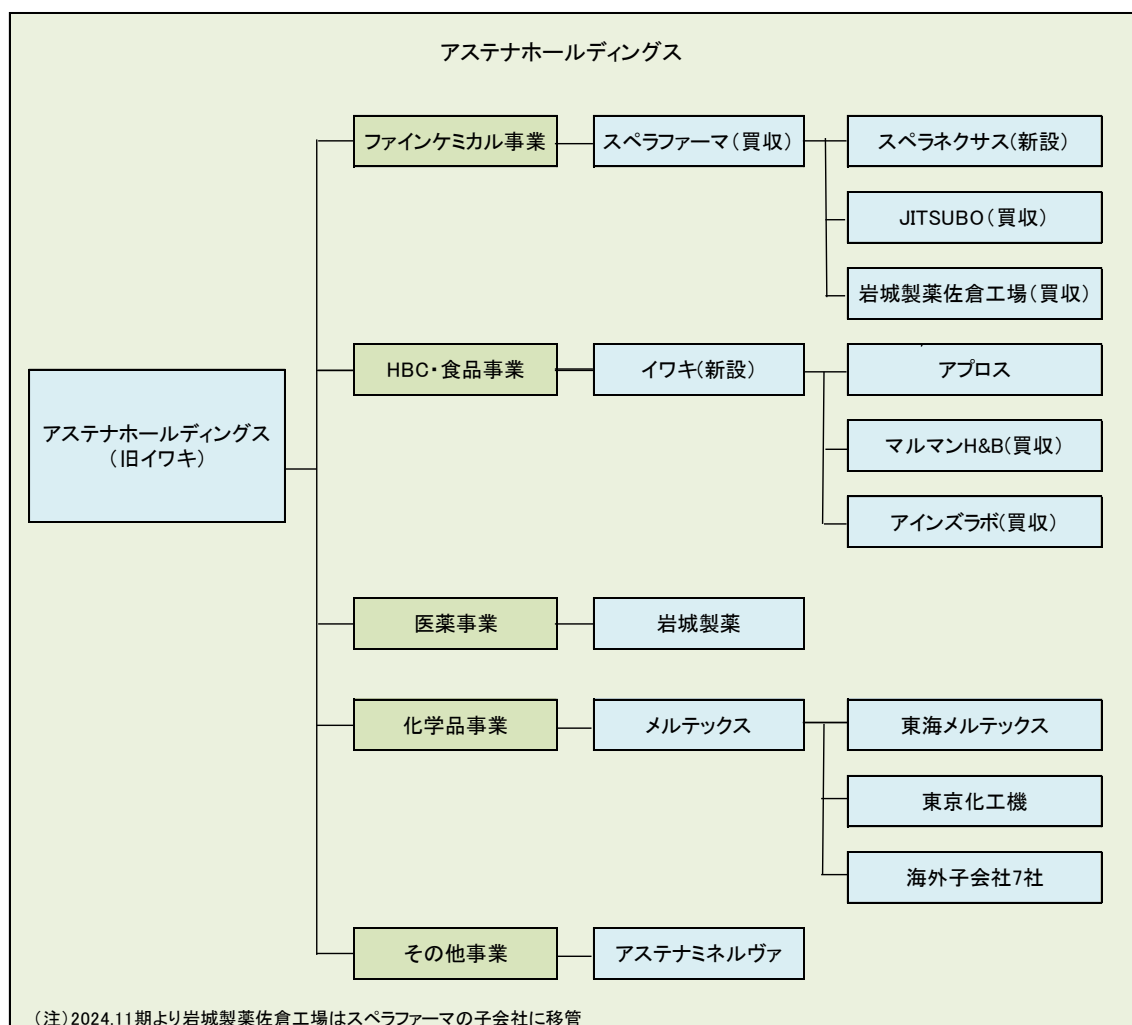
2020年7月に、鳥居薬品の佐倉工場を株式譲渡で取得した。鳥居薬品は、日本たばこ産業の子会社であるが、佐倉工場では外皮用剤、注射剤、アレルギー製剤の検査薬などを生産している。佐倉工場は従業員80名前後であった。岩城製薬の子会社として、岩城製薬佐倉工場(株)と名付けた。鳥居薬品の佐倉工場を会社分割で承継した取得原価は11億円である。同社の純資産は17億円であったので、負ののれん代6.2億円が発生した。

外皮用剤については、岩城製薬の蒲田工場はほぼフル稼働の状態であり、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。スペラファーマを軸に、この領域にも参入していく。

2023年12月に、岩城製薬佐倉工場を岩城製薬の子会社から、スペラファーマの子会社に

移管した。株式譲渡による異動を実施した。

ファインケミカル事業では、CMC/CDMO 事業と調達事業プラットフォーム事業を 2 本柱としている。原材料調達、CMC 研究、原薬生産までの幅広いサービスを提供している。このプロセスにおいて、岩城製薬佐倉工場はファインケミカル事業に置いた方が、事業の最適化が図れると判断した。よって、今 2024 年 11 月期よりセグメントを変更した。岩城製薬佐倉工場の売上・利益が医薬事業からファインケミカル事業に移った。



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。

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。

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。

また、アインズラボ (ains-lab) が 2022 年 12 月より連結に入った。化粧品の輸入、製造、販売を支援する会社である。

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。ファインケミカル事業のスペラファーマ (岩城社長)、HBC・食品事業のイワキ、医薬事業の岩城製薬 (西村社長)、化学品事業のメルテックスに加えて、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事業の 166 億円がスペラネクサスへ、医薬事業の 62 億円が岩城製薬へ、HBC・食品事業の 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、ファインケミカル事業に属する 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。HBC・食品事業は、新しいイワキを設立して、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、キャパシティを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、同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。

新たなビジネスモデルを逐次構築

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、スペラネクサスの静岡工場 (原料工場) が入った。

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。

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。

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

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）、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。

通販化粧品（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

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。

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る。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。

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。

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。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。

化学品事業では、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

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しながら推進

中期経営計画は、毎年3ヵ年計画をローリングしている。2024年11月期からの3ヵ年計画では、2026年11月期で売上高640億円、営業利益30億円、ROE7.4%を目指す。

3つのサステナビリティ戦略を基本戦略とする。

第1は、プラットフォーム戦略である。ファインケミカル事業とHBC・食品事業が対象である。産業全体の効率化を高め、顧客の問題解決に資するプラットフォームを構築していく。このプラットフォームを通して産業全体の価値を高めて、産業のサステナビリティを実施していく。

第2はニッチトップ戦略である。医薬事業と化学品事業が対象となる。参入市場を小さく定義し、そこで差別化を行い、高い市場シェアを獲得する。3つのイノベーション、すなわち、持続的イノベーション、破壊的イノベーション、効率的イノベーション、を繰り返しながら、技術を磨き、新領域を切り拓いていく。これによって技術のサステナビリティを追求していく。

第3は、ソーシャルインパクト戦略である。アステナミネルヴァを軸とする珠洲市を拠点に、地域の復興に貢献しつつ、ソーシャルインパクト事業を立ち上げて、社会のサステナビリティに貢献していく。

ここ数年は、先行投資期の谷間にあった。急激な外部環境の変化がコストアップを招き、その対応が必要になった。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。

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	2026
Astena 2030 "Diversify 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		
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	
営業利益			8.2	7.2		22.0	
ROE			2.1	0.0		5.6	
中計				(実績)	(計画)		(計画)
売上高				519	560	→	640
営業利益				11.2	11.5		30.0
ROE				4.2	2.4		7.4

(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。

ファインケミカル事業では、ジェネリック業界の再編が進んでいる。この分野で当社は強みを有しているため、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。ファインケミカル事業では、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。

スペラファーマでは、研究と製造、原薬・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、高収益にもって行くことができる。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。

岩城製薬佐倉工場は、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。2024年の本格稼働を予定している。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。

HBC・食品事業では、不採算事業の撤退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。2022年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。

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、

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。

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
 - ・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
 - ・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
 - (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～ソーシャルインパクト事業
 - ・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

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（ファインケミカル）、イワキ（HBC・食品）、岩城製薬（医薬）、メルテッ

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。

クス（化学品）の主要4子会社で事業を推進しているが、これにソーシャルインパクト事業を担うアステナミネルヴァを加えた。

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 地域循環型経済の構築 奥能登SDGsプロジェクト、ファンド、事業運営

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地域循環型経済の構築を目指し、全体として6つのビジネスモデルを推進する。

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、スペラネクサ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

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) などである。

設備投資では、スペラネクスでの高薬理活性原薬製造機能拡張 5.4 億円、佐倉工場の注射剤製造ライン 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。

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 (JYU-KEN: 旧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。

食品原料プラットフォームでは、食品原料 web マッチングサービスとして、オープンプラットフォームの ICS-net のシステム、クローズドプラットフォームとしてイワキの「i-Platto (アイプラット)」の活用などを図る。

CDMO 事業の強化

ファインケミカル事業では、CMC/CDMO 事業と調達事業プラットフォーム事業を 2 本柱としている。原材料調達、CMC 研究、原薬生産までの幅広いサービスを提供している。このプロセスにおいて、岩城製薬佐倉工場はファインケミカル事業に置いた方が、事業の最適化が図れると判断した。つれて、今期よりセグメントが変更された。岩城製薬佐倉工場の売上・利益が医薬事業からファインケミカル事業に移った。

佐倉工場は新工場が昨年 3 月に完成し、今後拡張も計画されている。国際基準に適合した高活性注射剤棟が竣工し、現在受注に力を入れている。固形剤の製造能力の拡大も図っている。佐倉工場は CMO (Contract Manufacturing Organization/製造受託会社) として事業拡大が進む。

スペラファーマの CMC (Chemical Manufacturing and Control) 受託事業と佐倉工場の CMO を併せて、CDMO (Contract Development and Manufacturing Organization /開発製造受託会社) としての成長機会が高まろう。2024 年 11 月期は高活性注射剤の操業が始まろう。

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

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。

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 法という技術（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。2024 年 11 月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术、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。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。スペラネクスは静岡工場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のと

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。

なるタグ（目印）付のペプチドである。

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、疣^{いぼ}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疣贅^{ゆうせい}（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。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クスを活かす。

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。

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。

2023 年 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した。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。

食品原料検索プラットフォーム「i-Platto」(アイプラット)の立上げ

食品原料検索プラットフォーム「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・食品事業のユーザーにとって、まずはどんな商品があって、見積りをするとど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

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 80%まできたが、外皮用剤関連は 50%台とまだ低く、金額ベースでも 25%前後とみられる。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。

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。

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。そのため、ジェネリック薬品にとってはチャンスである。

分析センターであるノースキューブで、高薬理活性原薬の分析ができるようになった。高度の衛生環境を整え、多種多様な原料の精度の高い分析を行っている。これによって、原料の品質保証を高め、製造・販売面にも活かすことができる。原料の中の有効成分(API:Active Pharmaceutical Ingredients)に投資をして、このウエイトを高めていく。そのための設備投資にも力を入れていく。

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

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。

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、一段と用途が広がろう。

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スピードを上げる、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で、業績へのインパクトも期待できる。

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、珠洲市で SDGs 新規事業を複数立ち上げた。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。

珠洲市は人口約 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。当社は設立当初に 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。

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。同年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）に使われた。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、長期借入金が+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。

バランスシート

(百万円、%)

	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11	2023.11
現預金	4746	4915	7567	10927	6925	6881
受取手形・売掛金・契約資産	16704	18124	15086	16713	19106	19211
棚卸資産	5771	5457	6717	9337	9489	10795
有形固定資産	7377	7934	10136	11950	13119	14812
無形固定資産	1130	1462	7467	8411	8285	7458
のれん・顧客関連資産・技術資産	944	892	6505	7121	7063	6327
投資その他資産	4813	4941	4838	5134	5397	7089
資産合計	41478	44715	54319	63553	63551	67254
支払手形・買掛金	12766	13694	11727	12117	12142	12073
短期借入金	3296	3796	5971	9053	10035	12266
その他流動負債	2972	3352	5228	5469	5615	5641
長期借入金	452	805	5965	5812	4777	4493
その他固定負債	2772	2636	3776	4096	3914	4178
負債合計	22258	24283	32667	36547	36483	38653
株主資本	17581	18866	20486	25818	25596	26091
その他包括利益	1606	1556	1164	1181	1390	2328
純資産	19219	20431	21651	27006	27068	28601
有利子負債	3748	4602	11937	14865	14812	16760
有利子負債比率	8.0	10.3	22.0	23.4	23.3	24.9
自己資本比率	46.3	45.7	39.9	42.5	42.5	42.3

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

資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・食品事業や化学品事業ではさほど問題にならないが、ファインケミカル事業や医薬事業については、医薬品の特性で、売上高が伸びると、支払条件の関係で増加運転資金が発生してくる。

KAM（監査上の主要な検討事項）ではM&Aの財務を確認

2023年11月期のKAMでは、1) ファインケミカル事業におけるCDMOに係る収益認識と、2) 企業結合によ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。

収益認識では、CDMOの進捗度も見積りに係る売上高59億円（連結売上高の11.4%）が対象であった。B/Sには、無形資産22億円（総資産の3.4%）、のれん40億円（同6.0%）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。いずれも特段の問題はなかった。

キャッシュ・フローの推移

(百万円)

	2018.11	2019.11	2020.11	2021.11	2022.11	2023.11
営業キャッシュ・フロー	1655	1603	4143	1349	-742	1643
税引後当期純利益	1514	1598	1398	2133	303	207
減価償却費	755	818	1369	1830	2117	2216
売上債権・契約資産の増減	-705	-1003	3697	-868	-1304	171
仕入債務の増減	306	1047	-1988	-172	-14	-298
棚卸資産の増減				-574	-960	-1286
負ののれん発生益			-620			
減損損失					36	418
投資キャッシュ・フロー	-1973	1656	-8254	-4380	-2222	-2835
有形固定資産の取得	-681	-1093	-1308	-2935	-2770	-3820
無形固定資産の取得	-134	-401	-444	-558	-259	-344
子会社株式の取得	0	-179	-6200	-1681	0	75
事業譲受による支出	-1000			-70	-627	0
フリー・キャッシュ・フロー	-318	-53	-4111	-3030	-2964	-1192
財務キャッシュ・フロー	138	324	6767	6353	-1093	1077
有利子負債の増減	603	854	7386	2928	-53	1791
配当金の支払い	-317	-385	-470	-650	-729	-719
自己株の取得	-1	31	36	36	-309	
新株予約権株式発行				3624		
現金等期末残高	4540	4795	7447	10807	6803	6758

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

4. 当面の業績 先行投資の谷間を経て回復ピッチ早まる

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、ファインケミカル事業とHBC・食品事業はプラットフォーム型ビジネスであり、医薬事業と化学品事業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、ファインケミカル事業、HBC・食品事業、医薬事業、化学品事業と入れ替えた。

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。また、2024年11月期より岩城製薬佐倉工場が、医薬事業からファインケミカル事業に移った。

セグメント別業績

(百万円)

事業	2020.11		2021.11		2022.11		2023.11	
	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	21456	1203	22933	1386	14630	248	16055	159
HBC・食品	25811	-490	28238	-343	13970	141	14059	324
医薬	10647	998	12452	908	11754	392	13259	573
化学品	7425	328	8697	383	9278	-156	8593	74
合計	65341	2035	72322	2233	49636	819	51984	1127

(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。

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。

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

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

ルが強化されている。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。

2023年11月期は好転した

2023年11月期は、売上高 51984 百万円（前年度比+4.7%）、営業利益 1127 百万円（同+37.6%）、経常利益 1363 百万円（同+53.7%）、純利益 1162 百万円（同+100.6%）となった。2023年11月期は、当初の会社計画を上回って着地した。1) 医薬事業で岩城製薬佐倉工場での一部製剤の価格改定や、既存製造受託品の販売が計画を上回ったこと、2) HBC・食品事業において、マルマン H&B での自社企画の化粧品や健康食品の販売が好調であったことによる。営業利益は計画の 720 百万円を上回って 1127 百万円となった。また、4Q にノーススクエアの売却益 778 百万円が加わり、純利益は計画の 10 百万円が 1162 百万円となった。譲渡資産は、ノーススクエアの土地・建物であった。

四半期別セグメント業績

(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
	3Q	4593	146	3838	113	3462	163	1919	33	4	-29	13817	477
	4Q	4208	96	1408	133	3414	85	2270	122	10	-26	11310	442

ファインケミカル事業は下期にやや好転

セグメント別にみると、ファインケミカル事業は、売上高+9.7%（前年度比）、営業利益 159 百万円（同-35.6%）となった。医薬品原料のスペラネクスは好調であった。CDMO 部門は、スペラファーマの前年からの不調をカバーすべく手を打ってきた。その成果は新規受注の獲得などに表れているが、業績のダウンをカバーするまでにはいたらなかった。翌期は

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。

さらに好転しよう。

新しい動きとして、ファインケミカル事業では、スペラネクサスの高薬理活性原薬製造の受注案件が増えている。新薬メーカー向け中間体の製造販売も始まっている。CDMO 部門のスペラファーマでは受注案件の利益率向上を図っている。JITSUBO の商業化に向けて逐次動いている。

2022年10月から岩城氏が、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っている。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が、徐々に成果を上げている。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もできる。

ファインケミカル事業では、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、平均して9か月~12か月で売上が立ってくるので、今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。

佐倉工場の注射剤生産設備が生産に入ってくよう。顧客開拓も進みつつあるので、売上が立ってくよう。但し、投資負担もあるので、収益貢献はその先からになるよう。

HBC・食品事業は好調

HBC・食品事業は、売上高+0.6%、営業利益 324 百万円（同+129.4%）と好調であった。売上面では、一般用医薬品の卸売からの撤退で全体としては伸びなかったが、食品原料、化粧品原料は堅調、マルマン H&B が好調で、業績を牽引した。化粧品通販のアプロスは低調ながら、マルマン H&B の自社企画化粧品「ピュレア」がヒット、2022年12月からグループに入ったアインズラボも堅調であった。

一般用医薬品の卸売からは撤退した。この売上高は2024年11月期にはほぼゼロとなるよう。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。一般用医薬品の卸売からの撤退で収益性が上がってきている。

HBC・食品事業ではBtoB、BtoCのプラットフォームが徐々に整備されている。昨年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。

医薬事業は回復

医薬事業は、売上高+12.8%、営業利益 573 百万円（同+46.1%）と大きく回復した。岩城製薬では、抗真菌薬ルリコナゾールのシェア拡大、他社製品の販売中止に伴う代替需要の増加、2023年7月から承継されたボルアルファなどの販売好調が寄与した。岩城製薬佐倉工場では、既存製造受託の増加や一部製剤の価格改定効果が寄与し、好調であった。美容医療も好調であった。

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。

化学品事業は下期に好転

化学品事業は、売上高-7.4%、営業利益 74 百万円（前年同期-156 百万円）と黒字に戻った。表面処理薬品部門では、半導体、電子部品市場の低迷が影響した。一方で、市場は底入れしており、新規の需要開拓も進んでいる。スマホ向けコネクタ薬品で、日系企業への新規採用が決まり、2023 年 7 月より量産を開始した。今後大きく伸びよう。一方、表面処理設備は順調であった。

化学品事業では、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る。半導体や電子部品関連は調整が長引いていたが、今期から回復に入ろう。

事業撤退で遊休となった土地を売却

2023 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 2023 年 11 月期の特別利益として入った。

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。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。

今 2024 年 11 月期は営業利益で横ばい圏を計画

2024 年 11 月期の会社計画は、売上高 56000 百万円（前年度比+7.7%）、営業利益 1150 百万円（同+2.0%）、経常利益 1150 百万円（同-15.7%）、純利益 690 百万円（同-40.7%）である。慎重な見通しを立てている理由は、業績は回復方向にあるが、薬価改正の影響が十分織り込めない時期の予算策定であったことによる。

今期の計画では、1) 岩城製薬佐倉工場がファインケミカル事業のセグメントに入り、高活性注射設備が稼働に入ろう。その分の償却が先行するので、収益面でのプラスは 2 年後から入ろう。2) 医薬事業では、薬価改定の影響次第で、会社計画を上回ってくる公算もある。3) 化学品事業は半導体関連が回復してこよう。4) ソーシャルインパクト事業では、能登半島地震の影響で事業展開には遅れがでよう。

ファインケミカル事業のスペラファーマはさらによくなってこよう。HBC・食品事業はファルマネットの一般用医薬品の卸売からの撤退も一巡し、プラスの効果がさらに出てこよう。一方、注射剤の設備が動き出すと、立ち上げ期は償却負担が先行するので、岩城製薬佐倉工場の業績は一度落ちよう。2025 年 11 月期になると好転してこよう。半導体関連の回復で、化学品事業のメルテックスもよくなってこよう。

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

いつものことながら、2024年4月期の薬価改定は大きな制約となるが、その中でジェネリック業界の品質問題、供給不足への対応が求められる。皮膚の塗り薬はジェネリック比率がまだ50%と低く、当社グループでは供給力もある。グループの連結性を高めて、生産力を高め、シェアアップを図っていく方向にある。

ソーシャルインパクト事業では、東京農工大と組んで、エネルギー・食料分野で事業開発を進めていく。東京農工大は、国立大学として初めて民間のベンチャーキャピタルと連携して、事業を開発していく。当社は民間上場企業として事業の目利き力を発揮していく。千葉学長は、JITSUBOの創業者なので、当社との関りは強い。大学が自らの資金も出して、ファンドを組成していくつかの事業に投資する。

四半期別セグメント業績

(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
2023.11	1Q	4570	25	4218	-41	1981	-9	2013	-104	1	-23	12785	-92
2024.11	1Q	5512	75	2980	93	2399	182	2529	112	4	-31	13426	454

1Qは急回復をみせた

2024年11月期の1Qは、売上高13426百万円（前年同期比+5.0%）、営業利益454百万円（前年同期-92百万円）、経常利益480百万円（同-64百万円）、純利益249百万円（同-206百万円）が急ピッチの回復をみせた。4事業部門とも大きく好転した。

セグメント別にみると、ファインケミカル事業は、売上高が前年同期で+20.6%、営業利益75百万円（同+194.9%）となった。CDMOの好転が全体を牽引した。佐倉工場の高活性注射剤設備の稼働は、今期中に始まろう。4Q（9～11月）とすると、ここから設備の償却もスタートすることになる。

HBC・食品事業は、売上高-29.3%、営業利益93百万円（同-41百万円）と減収ながら黒字となった。一般用卸売からの事業撤退で売上は減少となったが、不採算事業の減少がプラスに寄与している。卸売は前期の2Qでゼロとなっているので、今2Q以降は比較上も影響してこない。

医薬事業は、売上高+21.1%、営業利益182百万円（同-9百万円）と黒字に復帰した。医薬品の販売増に加え、美容医療部門も好調であった。4月からの薬価改定のプラスの影響は2Qから出てこよう。

化学品事業は、売上高+25.6%、営業利益112百万円（同-104百万円）と黒字化した。能登半島地震の影響で一部取引先の生産ラインが止まったことで、一時的な影響はあったが、ほとんど問題なかった。表面処理設備の販売が工場拡張の効果もあって伸びた。表面処理薬

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。

品は、底入れはしたものの回復は遅れている。

ソーシャルインパクト事業は、まだ立ち上げ期で営業利益は-31 百万円（同-23 百万円）であった。

今回の薬価改定もプラスに

2024 年 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た。

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いる。

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ったが、3 月に開示された薬価は、プラスに働く品目があるので、これが貢献してこよう。

セグメント別業績予想

(百万円)

事業	2022.11		2023.11		2024.11(予)		2025.11(予)		2026.11(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	14630	248	19857 [16055]	213 [159]	22000	450	23000	800	24000	1200
HBC・食品	13970	141	14059	324	14000	400	15000	450	16000	500
医薬	11754	392	9457 [13259]	519 [573]	10500	400	11500	600	12500	800
化学品	9278	-156	8593	74	9500	400	10500	450	11500	500
(調整額)		235		99		0		0		0
合計	49636	819	51984	1127	56000	1650	60000	2300	64000	3000

(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。2023.11 期のカッコ内は旧セグメント。
2024.11 期より岩城製薬佐倉工場を医薬からファインケミカルに変更。(予)はアナリスト予想。

上期の計画を上方修正～通期の計画は据え置いているが大きく上向こう

1Q の業績を受けて、会社サイドは 2024 年 11 月期上期の業績計画を上方修正した。通期の見直しは変更していない。上期は、これまでの営業利益 35 百万円を、600 百万円に大幅増額した。このペースで好転すれば、通期の業績も大きく上向いてこよう。今後、上方修正される公算は極めて高い。

今回の上方修正の要因は、①ファインケミカル事業で、重点顧客の受注拡大と高付加価値化が進んでいること、②医薬事業において、薬価改定で、一部の製品の薬価が上昇すること

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。

(不採算品再算定および基礎的医薬品認定を受けること)による。下期もこの傾向は続くが、円安やコストアップの影響を見定めるために、予算は据え置いている。

会社別にみると、1) スペラファーマの開発受託が好調、2) マルマン H&B の自社企画化粧品が好調、3) 岩城製薬の医薬品と医療機関向け専売化粧品が好調、4) 東京化工機の表面処理設備の受注が好調であったことによる。

会社サイドは、通期の計画を据え置いているが、早晩大きく上向こう。アナリストの通期の業績予想は、1Q のプラス分をのせて上方修正している。中期 3 カ年計画のスタート年として、回復のピッチは相当上がってこよう。

中期計画は達成可能

今回の中期計画では、初年度の業績計画は慎重であるが、3 年目に向けて事業回復、拡大への布石は進んでいるので、2026 年 11 月期の営業利益 30 億円を達成することは十分可能であろう。それでも、ROE は 7.4% である。ROE をもう一段高める業績向上のスピードに期待したい。

5. 企業評価 ビジネスモデルの変革に期待

業績は回復局面へ

業績のトレンドをみると、2016~2019 年は従来のビジネス中心に業績は好調に拡大した。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 でみると、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 年は低水準ながら回復基調に入っており、2024 年から事業構造改革の成果が顕在化してこよう。この 1 年は PMI（経営統合）に手を打ってきた。収益を上げる仕組みはできつつあり、投資は回収期に入ってくる。

しかし、次の課題もある。1 つは、システム投資を強化して、DX を進めていく必要がある。もう 1 つは人への投資で、M&A の後の人材育成にさらに力を入れていく。業績は前期を底に浮上し、今回の中計では新しい成長ステージを目指すことになるだろう。

新ビジネスモデルの構築~次の策揃えに向けて

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きた。ROE 8% 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、ROE 10% 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。

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

ファインケミカル事業で15~20億円、HBC・食品事業で5~10億円、医薬事業で10~15億円、化学品事業で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ため、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。個人株主作りに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、表面処理分野が繋がっているという点を見せしていく必要があるだろう。

5月13日の株価をベースにすると、2024年11月期ベースで、PBR 0.69倍、ROE 3.5% (来期4.8%)、PER 19.6倍 (同14.5倍)、配当利回り3.6%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。