GCC 経営™分析レポート: **イワキ株式会社**

東証 1 部 証券コード:8095

2021年4月28日

産業・技術・社会におけるサステナブル戦略と 先進的なイノベーションによる変貌

本レポートは、**Growth**(売上成長)、**Connection**(人・事業のつながりの改善=資本の利益率向上)、**Confidence**(信頼向上=事業リスク低下,資本コストの低下)の3要素を重視する「**GCC 経営**」**aの視点で企業価値分析を行う。

107年の歴史で医薬を中心に事業とバリューチェーンの双方で多角化

イワキ(株)(以下、「イワキ」)は、1914年に医薬卸業として創業後、医薬原料の輸入や製造、医薬製剤に進出。合成・製剤の技術をベースに、ファインケミカル(FC)、医薬、ヘルス・ビューティ・ケア(HBC:機能性食品、化粧品、医薬卸)、食品原料、化学品(表面処理薬品)へと「品揃え」を拡大。ジェネリック外皮用薬剤等の皮膚に関する領域は国内トップクラスの実績。また、5G等で需要拡大が期待されるハイエンドの表面処理薬品でシェア No.1を持つ。2016年に、価値創造力を強化する「策揃え」により、2025年11月期に売上高1,000億円を目指すビジョン発表。2017年に創業家4代目、岩城慶太郎氏が社長就任後、M&A等により「策揃え」が充実。特に注目は、武田薬品工業(株)からスピンアウトした研究受託(CMC*b)事業の買収と、医薬の開発・製造受託

(CDMO*c) 事業による、ファインケミカル・医薬における策揃え。2020 年 11 月期の売上高と EBITDA は、創業以来最高の 653 億円、40 億円となった。 医薬の設備投資のため 19.9% 希薄化を伴う資金調達を 2020 年 11 月に発表。

産業・技術・社会をテーマにした3つの戦略と先端テクノロジーの買収

2021年1月に新ビジョンが発表。サステナビリティ確立を中心とした①産業軸のプラットフォーマー戦略(CMC・CDMO・創薬インキュベーション・ヘルスケア調達)、②技術軸のニッチトップ戦略(外皮用剤ジェネリック・ハイエンド表面処理薬品でのNo.1)、③社会軸のソーシャルインパクト戦略(化粧品・機能性食品によるシニアアクティブ化)、等により、2030年11月期に売上高1,300億円(2020年11月期比で年平均成長率7.1%)、営業利益率7.2%(2020年11月期比4.1%ポイント改善)の目標の達成が開示。さらに、4月7日開示された、高成長が期待される中分子(ペプチド等)医薬原料の合成で、最先端技術を持ち、CMC・CDMOに貢献するJITSUBO(株)の連結化が注目される。グループシナジー最適化のため、6月1日に持株会社体制へ移行。社名は「明日+サステナブル」に由来する「アステナホールディングス(株)」へと変更。

株主価値分析によると2倍程度のアップサイドの可能性

JPR では、希薄化を考慮し、GCC の視点と EBITDA 倍率による比較類似会社法により株主価値の分析を行った。GCC の視点では、株主価値は 560 億円 (株価 1,379 円、今期会社当期利益計画ベース PER28.0 倍、4/26 終値株価比 1.84 倍)、比較類似会社法では、468~917 億円 (株価 1,153~2,245 円、PER23.4~45.5 倍、現状株価比 1.54~3.00 倍) となった。新中長期ビジョンが株価に反映されれば、2 倍程度のアップサイドは十分とあろう。

ベーシックレポート

執筆・編集

ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)

宮下修•柏尾陽介

<u>miyashita@j-phoenix.com</u> yosuke.kashiwao@j-phoenix.com

| <u> </u> | 会社 | :概要 |
|----------------------------|----|------------------------|
| 所 在 | 地 | 東京都中央区 |
| 代 表 | 者 | 岩城 慶太郎 |
| 設 立 年 | 月 | 1941年9月 |
| 資 本 | 金 | 26 億 87 百万円 |
| 上 場 | 日 | 1963年7月 |
| U R | L | https://www. |
| 業 | 種 | iwaki-kk.co.jp/ 卸売業 |
| 主要指標 | 20 | 21/4/26 現在 |
| 株 | 価 | 748 円 |
| 52週高 | 値 | 778 円 |
| 52 週安 | 値 | 408 円 |
| 発行済株式 | 数 | 35,399,187 株 |
| 売 買 単 | 位 | 100 株 |
| 時 価 総 | 額 | 26,478 百万円 |
| 会社予想配 | 当 | 18円 |
| 会社開示予想 利益ベース E (PER) | | 60.65 円 (12.76 倍) |
| 実績 BF (2021年2月 | _ | 656.93 円 |
| 実 績 PB | R | 1.17 倍 |

| 業績動向 | 売上高 | 前期比 | 営業利益 | 前期比 | 経常利益 | 前期比 | 純利益 | 前期比 | EPS | 株 | 価 |
|-----------------|--------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|-------|-----|-------|
| 未順到印 | | | | | | | | | | | 安値(円) |
| 2017年11月期通期実績 | 57,387 | 4.1% | 1,571 | 60.8% | 1,778 | 66.0% | 1,241 | - | 37.93 | 569 | 239 |
| 2018年11月期通期実績 | 60,083 | 4.7% | 1,849 | 17.7% | 2,000 | 12.5% | 1,414 | 13.9% | 43.75 | 644 | 376 |
| 2019年11月期通期実績 | 61,647 | 2.6% | 2,121 | 14.7% | 2,318 | 15.9% | 1,533 | 8.3% | 47.01 | 547 | 376 |
| 2020年11月期通期実績 | 65,341 | 6.0% | 2,035 | -4.0% | 1,968 | -15.0% | 1,983 | 29.4% | 60.33 | 599 | 352 |
| 2021年11月期会社計画 | 73,000 | 11.7% | 2,600 | 27.8% | 2,700 | 37.2% | 2,000 | 0.8% | 60.65 | - | - |
| 2020年11月期実績累積1Q | 14,571 | -1.2% | 277 | -45.2% | 295 | -45.7% | 196 | -43.7% | 6.00 | 523 | 450 |
| 2021年11月期実績累積1Q | 16,975 | 16.5% | 663 | 139.0% | 705 | 139.0% | 398 | 102.8% | 11.92 | 692 | 497 |

^{**} ジェイ・フェックス・リサーチ(以下、「JPR」)が企業価値の概念をわかりやすい言葉で体系化。巻末資料「GCC 経営™の分析フレームワークとは?」参照。
** CMC とは、薬剤の承認審査に必要な申請書類における原薬・製剤の、Chemistry(化学)・Manufacturing(製造)・Control(品質管理)の情報のことを指す。CMC 業務とは、医薬品開発の初期段階から承認申請・上市に至るまでのあらゆる CMC 業務(原薬プロセス開発、製剤処方設計、試験法開発、治験(原)薬製造、技術移管、申請業務を含む付随業務等)を含む。わかりやすく言えば、製造方法の研究開発と言い換えることができる

*COMO: Contract Development and Manufacturing Organization の略、製薬の開発・製造受託事業をしめす。大手製薬メーカーに対応する技術を持つ CMC と CDMO を合わせ持つ総合的な事業体を持つ企業はイワキが初めてとなる。

1. 企業概要

事業内容 の特色

ファインケミカル事業、 医薬事業、HBC(ヘルス、ビューティ、ケア)・食品事業、化学 品事業の4つで構成

医薬商社を起点に事 業とバリューチェーンの 双方で多角化

研究開発力を強化 し、総合的なテクノロ ジー企業へと変貌が期待

▮企業概要

イワキの前身となる岩城市太郎商店は 1914 年に薬種問屋(医薬卸売業)として創業した。1941 年に「株式会社岩城商店」に、1963 年に「イワキ株式会社」へ改称した。1931 年に医薬原料や医薬品の製造に進出し、合成・製剤技術をベースに、関連分野に多角化してきた。現在は、ファインケミカル(FC)、医薬、HBC(ヘルス、ビューティ、ケア)・食品、化学品において、研究開発、原材料製造、流通(商社)、製品製造、設備製造、卸売りと幅広いバリューチェーンを展開している。次頁に示すように、医薬卸業の売上に示す割合は 15%、研究開発と製造は合計で 43%であり、メーカーというべき事業構成をもつ。ジェネリック外皮用薬剤等の皮膚の領域では特定分野で多数の国内トップクラスの実績があり、HBC のスキンケアとシナジーがある。また、5 G 等の需要に対応するハイエンドの表面処理薬品でシェア No.1 を持つ。M&A により研究開発支援力を強化している。

会社概要

| 会社名 | イワキ株式会社(英語表記: Iwaki & Co., Ltd.) |
|-----------|-----------------------------------------|
| 設立年月日 | 1941 年 9 月 20 日(前身となる岩城市太郎商店は 1914 年創業) |
| 代表取締役 | 岩城 慶太郎 |
| 本社所在地 | 東京都中央区日本橋本町 4-8-2 |
| 資本金 | 26 億 87 百万円(2020 年 11 月末現在) |
| 従業員 | 連結 1,295 名、単体 323 名(2020 年 11 月現在) |
| 決算期 | 11月 |
| 主要事業 | ファインケミカル事業、医薬事業、HBC・食品事業、化学品事業 |
| 上場年月 | 1963年7月 |
| 上場取引所 | 東京証券取引所1部[証券コード:8095] |
| URL | https://www.iwaki-kk.co.jp/iwaki.html |
| 出所:開示情報を元 | たに JPR 作成 |

沿革

| 年 | 内容 | 連結対象事業会社 | FC | 医薬 | HBC 食品 | 化学品 |
|--------|------------------------------------------------------|----------------|----|----|-----------|-----|
| 1914年 | 岩城市太郎商店が薬種問屋(商社)として創業、薬局向け卸売,医薬品原料の卸売を開始 | イワキ株式会社 | • | | • | |
| 1931年 | 合資会社岩城製薬所(後の岩城製薬株式会社)を創設、医薬品及び医薬品原料の製造開始 | 各城製藥株式会社 | • | • | | |
| 1941 年 | 法人組織として「株式会社岩城商店」に改称 | | | | | |
| 1950年 | 輸入医薬品原料取扱開始 | イワキ 株式会社 | • | | | |
| 1951 年 | 化学品取扱開始 | Meltex | | | | |
| 1959年 | 食品原料取扱開始 | イワキ株式会社 | | | • | |
| 1960年 | 日米合弁でジャパンメタル・フィニッシング・カンパニー(現メルテックス株式会社)設立。表面処理薬品製造開始 | / Meltex | | | | |
| 1963年 | 「イワキ株式会社」へ改称、東京証券取引所第二部へ上場、化粧品原料取扱開始 | イワキ株式会社 | | | • | |
| 1964年 | 大阪証券取引所第二部に上場 | | | | | |
| 1965年 | ボーエン化成株式会社へ資本参加 食品原料の製造を開始 | 国ポーエン化成株式会社 | | | • | |
| 1981年 | 機能性食品取扱開始 | イワキ株式会社 | | | • | |
| 1986年 | ジャパンメタル・フィニッシング・カンパニーを「メルテックス株式会社」へ改称 | | | | | |
| 2000年 | アプロス株式会社設立 化粧品製造販売開始 | APROS | | | • | |
| 2005年 | 東京証券取引所第一部指定 | | | | | |
| | メルテックス株式会社が東京化工機株式会社を子会社化 | TEMI 東京化工機株式会社 | | | | |
| 2010年 | メルテックス株式会社他3社を連結子会社化 | | | | | |
| 2011年 | 株式交換により、メルテックス株式会社を完全子会社化 | | | | | |
| 2019年 | 経営資源の集中化のため動物医薬関連のホクヤク株式会社及び株式会社エイ・エム・アイの全株式を売却 | | | | | |
| 2020年 | 外皮用剤のプレゼンス向上を目的として、前田薬品工業株式会社へ出資 | | | • | | |
| | 武州製薬株式会社からの株式譲渡によりスペラファーマ株式会社を完全子会社化 | 🍣 スペラファーマ株式会社 | • | | | |
| | CMC 開発のプレゼンス向上を目的として、創薬バイオベンチャー「ジェイファーマ株式会社」へ出資 | | • | | | |
| | 岩城製薬佐倉工場株式会社を連結子会社化 | 岩城製業佐倉工場株式会社 | | • | | |
| | マルマン H&B 株式会社を連結子会社化 | | | | • | |
| 2021年 | 石川県珠洲市への本社機能の一部移転 | | | | | |
| | 岩城製薬株式会社による株式会社キノファーマへの出資 | | • | | | |
| | スペラファーマ株式会社が、JITSUBO 株式会社を子会社化、中分子(ペプチド)医薬の受託製造へ進出 | Titonbo | • | | | |
| 出所:イ | フキ開示資料から JPR 作成。連結子会社の会社ロゴは事業活動の開始時期に合わせて JPR が加筆 | | | | | |



出所:イワキ開示資料や WEB サイトから JPR 作成。写真はすべてイワキ WEB サイトから引用

2020 年 11 月期の売上高構成[単位:億円]、(構成比%)

| 売上高 構成比 | 研究開発 | 原材料製造 | 流通 | 製品製造 | 卸売 | 売上高 | セグメン ト利益 |
|------------|--------------------|----------------------|-------------------------------------|--------------------------|-------------------|------------------|-------------|
| FC | CMC 研究開発 50 | 医薬品原料製造 37 | 薬原料 医薬品原料商社 128 | | | 214 (33%) | 12 |
| | | | | 医薬品 | 医療機器 | 106 | |
| 医薬 | | | | ジェネリックメーカー 103 | 医療機器卸 4 | (16%) | 9 |
| | | | 化粧 | a | ファルマネット | | |
| | | | 化粧品原料商社 40 | 化粧品通販 23 | 一般用医薬品卸 | 258 | |
| HBC·食品 | | 食品原料 | | | | (40%) | ▲4 |
| | | 食品原料メーカー | 食品·機能性食品 原料商社 97 | | 93 (14.4%) | (40%) | |
| | | 表面処理薬品 | スペシャリティマテリアル | | | | |
| 化学品 | | 53 表面処理設備 14 | 6 | | | 74 (11%) | 3 |
| 計 | 50 (8%) | 108(17%) | 272(42%) | 126(19%) | 98(15%) | 653 | 20 |
| | | | 計で 284 億円(439 | | . , | (100%) | |
| 出所:イワキ開え | に資料や WEB サイトから | | 前 C ZO T 德门 (43% | 70) | | | |

「貢献」「信用」「誠実」 を基本的理念

「お取引先様を最優先 に思う心を常に忘れな い会社」を目指す

イワキ株式会社がグループ経営の要

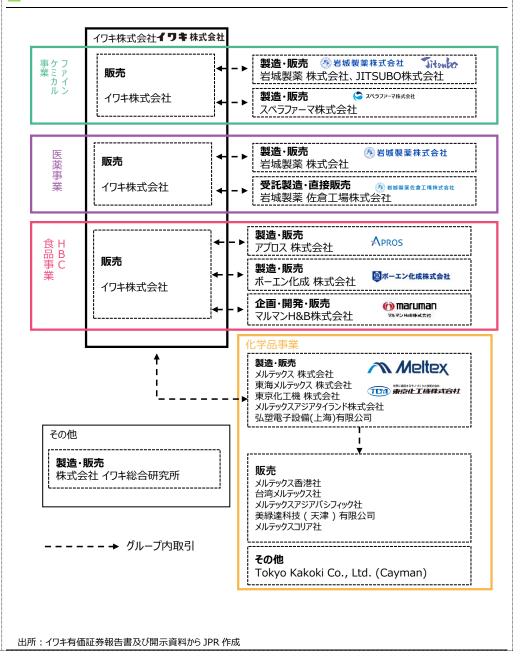
経営理念

「貢献」「信用」「誠実」を基本的理念として「お取引先様を最優先に思う心を常に忘れない会社」を目指し、提供する商品・サービスを通じてお取引先様と共存共栄することで株主様の利益拡大に寄与するとともに、社会その他すべてのステークホルダーへの責任を果たし続けることを経営の基本方針としている。

■企業グループ概要

企業グループ構成を示したのが以下の図である。イワキ株式会社は、事業会社としての側面とグループ経営管理の二つの側面を有している。なお、後述するが、グループシナジー最適化のため、6月1日に持株会社体制へ移行。社名は「明日+サステナブル」に由来する「アステナホールディングス(株)」と変更予定である。

■ 企業グループ概要(2021年4月12日時点)



創業からの 歴史

価値源泉を育んだ 創業からの変遷



創業者 岩城市太郎 (明治 23 年~昭和 37 年)

日本薬局方

ヨードチンキ



石 顺 聚 条 体 孔 云 仁 小 练 影 条 体 凡 云 仁 末京郡中央区日本版本明4-8-9 東京郡 田 区内 闻 4 - 36 - 5 使用 關係 製 告 縣 员

事業発展の歴史と展望

度重なる苦難を乗り越え信頼構築に奮闘した創業期

薬問屋で奉公しながら薬について学んでいた、イワキの創業者、岩城市太郎氏(明治23 年生まれ)は、奉公先の倒産後、「誠実」「貢献」「信用」を社是として、1914 年に自ら岩城市太郎商店を開業した。岩城市太郎商店は、第一次大戦の影響で輸入が途絶え西洋薬の価格が高騰した厳しい事業環境や、1923 年の関東大震災による店舗全焼等の困難を乗り越え発展してきた。岩城市太郎商店は、第一次大戦後、西洋薬国産化が活発化する中で、1931 年に岩城製薬株式会社(以下、「岩城製薬」)を設立し、医薬品原料の化学合成や、医薬品の製剤に進出した。ヨードチンキを日本で初めて製造したのは岩城製薬である。1941 年に法人組織として「株式会社岩城商店」に改称した。

「卸売」、「商社」、「製造」という3つの機能で発展

第二次大戦による蒲田工場の焼失などを乗り越え、復興により事業が安定しつつあった 1950 年代に、問屋商社業へと転身した。問屋の「卸売機能」、岩城製薬の「製造機能」 に「商社機能」を加えることで分断されたバリューチェーンを機能的に融合し、単に物を流すのではなく、原料粉末の細分化、原料の水分の調整など顧客ニーズによりマッチした商品を提供した。 問屋で培った目利きと製造業の掛け合わせ、また商社機能によるラインナップ強化と 販路の拡大を狙い、現在まで連なる戦略が誕生した。 1951 年には化学品、インスタント食品の発展に対応し 1959 年には食品原料の取り扱いに進出した。 1960 年には日米合弁によるジャパンメタル・フィニッシング・カンパニー(現 メルテックス株式会社、以下「メルテックス」)を設立し、化学合成の技術を応用することが可能な表面処理(メッキ)薬品の取り扱いに進出した。 医薬を軸に、 医薬の商流や化学合成技術や製剤技術を応用できる分野へと事業を拡大していった。

イワキの歴史の振り返り:品揃え〜策揃えへ

原料から販売のバリューチェーンにおいて「イワキ」ならではの独自性と独立性にこだわりで発展

A to anget

創業期 「誠実一路」



成長期 「問屋商社業」

1950-1964



発展期 「東京タワー経営」



成熟期 「Most Admired Company」



第二発展期 「Vision "i-111"」

1914-1949

輸入品も含めた 品揃えの拡大 1965-1991 品揃えをベースとした 多角化の推進

一部上場企業として 規範や社会的責任 を果たす体制

1992-2015

次の100年に向けて、 イワキグループは、 再挑戦

2016-2020

信頼関係の構築 早くから医薬原料合成 医薬製剤に取り組む

> 『薬を買うなら イワキに行こう』

仕入先様・お客様との

『イワキならば 何でも揃う』 『ここにもイワキ、 そこにもイワキ』 『イワキから 買っていれば安心』 『策揃え・No.1・海 外市場展開・資本 効率性追求』

出所: イワキ WEB サイト等より JPR 作成



創業 50 周年記念祝賀会 (於サンケイホール) 1963 年(昭和 38 年)



アプロスの開発した化粧品

「品揃え」重視から「策 揃え」重視への転換



創業家4代目 岩城慶太郎社長(現任)

岩城慶太郎社長のリーダーシップのもと企業変革が進み創業以来の最高益を更新

現在も存続する4本の脚を構成「東京タワー経営」

創業期に度重なる苦難を経験したイワキにとって事業の安定化は重要な課題であり、1962年に社長に就任した二代目の岩城謙太郎氏は東京タワー経営と称し、医薬品以外の柱を求めた。多角化はオリンピックの 5 輪の輪のように各事業の隣接性を条件としている。タワーをより高くするためには 4 本の脚それぞれを太くする必要がある。そうすれば仮に 1 つの脚が倒れてもタワー(会社)が倒れないとの考えからだ。トライ&エラーを繰り返しつつも事業再編を駆使し、中核事業の柱を太く育ててきた。創業 50 年の 1963 年には「イワキ株式会社」へ改称、東京証券取引所 第二部へ上場、化粧品原料の取扱を開始した。その後も周辺分野として 1965 年にはボーエン化成株式会社に資本参加し、食品原料の製造へ進出、1981 年には機能性食品の取り扱いを開始した。

2016 年からの第二発展期「品揃え」重視から「策揃え」重視への転換

1994 年には、岩城修現会長が三代目社長に就任した。2000 年にアプロス株式会社 (以下「アプロス」)設立 化粧品製造販売を開始し、2005 年には東京証券取引所第一部に指定されている。2011 年にはメルテックスを完全子会社化し海外拡大を推進した。こうした経営により「品揃え」が進んだものの、長きに渡る外部環境要因の変化に伴い、幾つかの部門ではビジネスモデルの再検討により事業そのものの構造改革をも視野に入れた事業運営が必要となっていた。このような状況のもと、さらなる成長と企業価値の向上を実現するために、創業 111 年を迎える 2025 年 11 月期へ向けたグループ中長期ビジョン「Vision "i-111"」が策定された。創業 111 周年に当たる 2025 年 11 月期に、売上高 1000億円以上、No.1 マーケットシェア、ROIC10%以上を達成しようというものである。4 つの i は、1)Intelligence「策揃え」企業、2)International 海外市場への事業展開、3)Innovative ナンバーワン製品・事業、4)Investment 資本効率を意識した事業運営という基本戦略を示す。No.1 ビジネスを目指すことで、ニッチな分野でもトップを狙える分野に絞って参入し、かつ価値創造力を高める体制を目指すことになった。

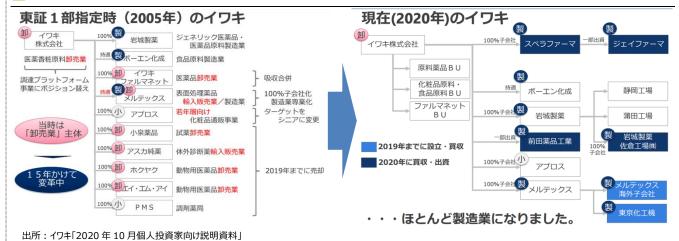
創業家4代目、岩城慶太郎社長のリーダーシップ

2017年に創業家4代目、岩城慶太郎氏が社長就任した。コンサルティングやITシステム導入支援を行うアクセンチュア株式会社を経て2005年4月にイワキに入社し、メルテックスの社長を務めた後、グループ中長期ビジョン「Vision"i-111"」の策定は副社長として推進した。社長就任以降、3期連続増収増益、創業105年目で史上最高営業益を更新した。製薬事業経験をもつ外資系の投資銀行出身者をチーフストラテジーオフィサー取締役に採用し、武田薬品工業株式会社(以下「武田薬品工業」)からスピンアウトしたCMC事業を行うスペラファーマ株式会社(以下「スペラファーマ」)を買収するなど、ファインケミカル、医薬において積極的なM&A戦略を推進し、研究開発事業を拡大させた。2020年11月期の売上高とEBITDAは、創業以来最高の653億円、40億円となった。岩城慶太郎社長のリーダーシップのもと第二の成長期に入っていると言える。

卸売から製造を中心へ

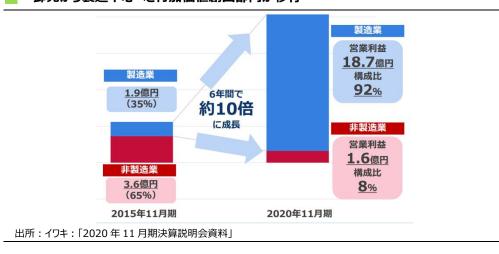
2005 年東証一部への指定時点と 2020 年 11 月期の事業会社及びそれらの事業内容を比較した下図をみると卸売に関する事業が売却され、製造業が次頁以降で詳細を説明する M&A 等により拡大している。

事業再編により医薬品分野を中心に機能変革



グループ中長期ビジョン「Vision"i-111"」の発表後で見ると、下図で示すように、卸売から製造中心へと付加価値創出部門が移行している。

卸売から製造中心へと付加価値創出部門が移行



M&A による変革

ファインケミカルのバリューチェーン拡張を目 的とした M&A

医薬品バリューチェーンの上流強化(策揃え強化)が進む

医薬品の大多数を占めるキラル化合物についてスペラファーマはキラル技術を総合的に活用しソリューションを提供



ノーベル賞の野依教授の研究由来 の合成技術「キラル技術」による化 学合成で医薬品の研究開発支援



JITSUBO の持つ合成機器

■ ファインケミカル、医薬における M&A 及び出資

ファインケミカル、医薬の分野で、イワキは 2020 年 11 月期に、3 件の M&A 及び一部 出資 2 件を実施し合計で 80 億円以上の資金を投じた。2021 年に入って 1 件の出資と 1 件の M&A を行っている。

ファインケミカル

以下がファインケミカル関係の M&A 及び出資である。

ファインケミカル事業関連の M&A 及び出資



🤷 スペラファーマ株式会社

国内唯一の統合型 CMC

開示日:2020年1月24日、資本移動:連結子会社化

武田薬品工場の研究開発部門からのスピンアウト事業。ノーベル賞受賞者、野依教授の研究由来の合成技術「キラル技術」が強み。本国内唯一の統合型 CMC 研究受託企業

- ・2017 年 7 月に武田薬品工業からスピンアウトした CMC 研究(プロセス化学、製剤開発、試験法設定などの分析・研究)の技術・ノウハウをもつ。いったん武州製薬株式会社の子会社となって、今回当社の子会社へ。
- ・海外では経営資源の集中と選択で CMC がスピンアウトしている例が多い。「ゼロ」から原薬製造法を開発し、開発段階・用途に応じた原薬製造法の構築、品質設計。
- ・国立研究開発法人 科学技術振興機構の戦略的創造研究推進事業(ERATO)における、ノーベル賞受賞の野依良治教授が統括する野依分子触媒プロジェクトに出向していた研究者の帰任後、その指導のもとに養われたキラル技術に強みがある。キラル技術は医薬品の大多数を占めるキラル化合物に応用可能。
- ・製販・商社事業との協業によるシナジー発揮が期待。

J-Pharma ジェイファーマ株式会社 トランスポーターを標的

開示日: 2020年6月30日、資本移動: スペラファーマ社による出資

杏林大学 遠藤仁教授の技術をベース

・細胞膜に存在するタンパク質で細胞内外への物質輸送を担うトランスポーターを標的とした創薬を希求するベンチャー企業。特に L タイプアミノ酸トランスポーターを標的とした医薬品開発を進める。

Jitsubo

JITSUBO 株式会社 低コスト・低い環境負荷でペプチド合成

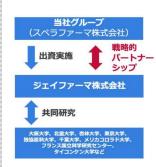
開示日:2021年4月7日、資本移動:スペラファーマ社による子会社化

東京農工大の学長、千葉一裕教授の技術をベースとする。化学合成で利用する有害な有機溶剤量等がすくなく て済み、環境に優しく、低コストで中分子合成が可能な技術で強み

- ・国立大学法人東京農工大学発のベンチャー企業として 2005 年 4 月に創業。ペプチド医薬品に特化した研究開発企業として発足。高品質で低コスト、かつ環境に優しい、独自のペプチド(中分子)合成技術 Molecular Hiving™ (HM法) が特徴。社名は、500 年ほどの歴史がある漢方薬、「實母散(ジツボサン)」を製造する、千葉教授の実家が営んでいる株式会社千葉實母散に由来する。
- ・スイス本社の Bachem グループと 2020 年 5 月に独占ライセンス契約を結ぶ。Bachem グループは、中分子 (ペプチド、核酸)の開発・製造に特化したイノベーション志向型の株式公開企業であり、世界中のバイオテック、製薬業界の中分子をベースにした創薬を支援している。

日本で唯一の統合 CMC 事業の買収

注目されるのはノーベル賞の野依教授の研究由来のキラル化合物合成技術を有し、武田薬品工業(株)からスピンアウトした研究受託 CMC 事業を持つスペラファーマ株式会社(以下「スペラファーマ」)の買収である。CMC は、Chemical Manufacturing and Control の略で、医薬品の原料の製造方法、製剤方法及び、医薬品の承認方法について研究や開発を受託する事業である。もともと武田薬品工業の一部であり、日本一の製薬会社の CMC であったので、イワキは日本一の CMC 事業を持っているといえる。イワキによると CMC のすべてを統合して独立して受託する会社はスペラファーマのみである。



イワキ 2020 年 11 月期第 2 四 半期会社説明会資料より

中分子は低分子と高分子のいいとこ取り

JITSUBO の HM 法 でコストダウンをはかる ことで、中分子医薬の 普及に弾み

創薬ベンチャーへの出資

ジェイファーマ株式会社(以下「ジェイファーマ」)への出資は、創薬ベンチャー支援という 視点で重要な意味を持つ。ここで鍵となるのは、スペラファーマが持つ2つのノウハウである。 第一に「目利き」力である。長年、武田薬品工業で開発に関与してきた経験から、どのよう にすれば CMC 面で開発課題の成功確率を高めることができるかを見極めることができる。第 二が、ベンチャーのビジネスモデルを完成させる上で極めて有用な CMC 面での創薬支援で ある。ジェイファーマで必要な CMC 業務をスペラファーマでほぼ一括受託する。スペラファーマ がジェイファーマの CMC 業務を受託することによって、彼らが作っている医薬品が市場に出されていくスピードと可能性(上市確率)が格段に上がる。このような形で、創薬バイオベンチャーに対して、お金と一緒に技術を提供していくインキュベーションを行うことが可能となる。な お、ジェイファーマは著名大学と多様な共同研究をおこなっている。そうした関係も今後研究 開発力をイワキが強化していく中で重要となろう。

中分子医薬原料の CDMO 事業の買収

2021年4月7日には、高成長が期待される中分子(ペプチド、核酸等)医薬原料の合成で世界トップクラスの技術を持つ JITSUBO(株)を連結化した。同社の技術は、東京農工大の現学長である千葉一裕教授の研究に由来し、同社は世界の有力中分子関連企業にライセンス契約を結ぶなどその技術はグローバルに認められている。創薬上の特徴として、中分子は、低分子と高分子の双方の良さを併せ持つ。ただ、製造コストについては、低分子よりも中分子が高かったため低分子に比較すると普及はさほど進んでいなかった。

普及に弾みをつけるのが、JITSUBO 社の HM 法など最先端テクノロジーによるコストダウンである。 HM 法においては、合成に必要な溶媒等がすくなく、少ない工程で反応が可能なため、中分子の大幅なコストダウンの実現が期待されている。 また環境負荷の大きい溶媒が少ないことは環境保護面からプラスの効果がある。 コストダウンが進めば、低分子と高分子の良さを併せ持つ中分子に関する創薬の動きが拡大すると期待される。

低分子・中分子・高分子の創薬上の特徴

| 創薬対象分子 | 低分子 | 中分子 | 高分子~ 細胞(巨大分子) |
|-------------|---------|-------------------------------------------------|-----------------------|
| 分子量* | 1,000以下 | 1,000~5,000 | 150,000 以上 |
| 分子の イメージ | | | |
| 成分 | 化合物 | ペプチドまたは核酸 | タンパク質〜細胞 |
| 副作用リスク | 高 | 低 | 低 |
| 合成方法 | 化学合成で単純 | 化学合成で単純 | バイオテクノロジー・培養 により複雑 |
| 製造コスト | 低 | <mark>低</mark> JITSUBO 社の HM 法 によりコストダウンへ | 高 |

※:分子量とは、成分となる分子に含まれる原子量。 例えば、おおよその数字では、水素は 2、水は 18、酸素は 32

注:赤字は創薬の性質上より好ましいもの

出所:国立研究開発法人科学技術振興機構 研究開発戦略センター、各種資料より JPR 作成

低分子・中分子・高分子の創薬上の特徴(続き)

| 創薬対象分子 | 低分子 | 中分子 | 高分子~ 細胞(巨大分子) | |
|-----------------------------|-------------------------------------------------|-------|------------------|--|
| 標的 | 細胞内外 | 細胞内外 | 細胞外のみ | |
| 標的に対する 薬の選択性 | 低 | 高 | 高 | |
| 投与経路 | 経口/注射 | 経口/注射 | 注射 | |
| 細胞膜投下性 | 優れる | 有 | 低 | |
| タンパク質相互作 用の阻害による 治療効果 | 低 | 高 | 高 | |
| イワキの戦略 | 中分子と低分子の2つの分野で CMC・CDMO を 統合的にすすめる国内唯一のフォーマー | | | |

出所:国立研究開発法人科学技術振興機構 研究開発戦略センター、各種資料より JPR 作成

治験薬から、最終製品としての医薬品、ジェネリック医薬品のすべてのステージにおいて、低分子から中分子まで対応へ

中分子は低分子の合成技術とシナジーが大きく CMC・CDMO のプラットフォーマー戦略に貢献

高分子は化学合成ではなく、培養などの複雑で高コストのバイオテクノロジーが必要だが、中分子は、コスト抑制が可能な化学合成で製造可能である。JITSUBO の持つ中分子の技術はイワキが持つ低分子の合成技術と親和性が高い。これらの一連の取引により、ファインケミカルと医薬事業では、創薬において治験薬から最終製品としての医薬品、ジェネリック医薬品のすべてのステージにおいて、低分子から中分子(ペプチドや核酸があるが、主にペプチド)まで、化学合成による医薬の原料製造の研究開発から、多様な製剤に対応することが可能となる。

プラットフォーマー戦略の柱へ

イワキの研究開発受託や開発・製造受託事業(CMC・CDMO)は大きな成長が長期的に期待され、低分子と中分子の双方を持つ CMC と CDMO は、後述する新中期ビジョンの中で掲げられている「プラットフォーマー戦略」の柱となろう。

ペプチドとは?

アミノ酸の結合 タンパク質の構成要素

核酸とは?

ヌクレオチドの結合 DNA・RNA の 構成要素

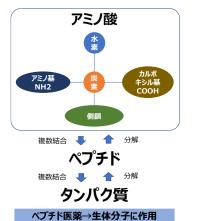
ペプチド医薬と 核酸医薬で これまでの低分子 高分子で困難だった 治療効果が期待

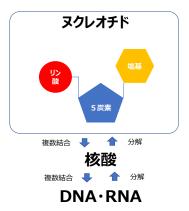
中分子合成技術で最 先端の JITSUBO の 技術で総合的な医薬 テクノロジー企業へと 変貌が期待

■中分子医薬~ペプチド医薬&核酸医薬とは?

医薬原料として注目される中分子にはペプチドと核酸がある。ペプチドは、アミノ酸が複数結合したものであり、ペプチドが多数結合して、タンパク質を形作る。核酸は、下記に示したようにヌクレオチドという分子が複数結合したものである。核酸が多数結合して、遺伝子情報を伝達する DNA や、遺伝子情報に基づいてタンパク質合成をおこなう RNA が構成される。

■ 医薬原料として注目される中分子~ペプチドと核酸とその効果





核酸医薬→メッセンジャーRNA等に作用 メセンジャーRNAとはDNAの遺伝子情報にもとづいて タンパク質を形成する物質

低分子医薬 中分子 医薬 ペプチド医薬 核酸医薬

低分子や高分子と比較し て優位な特徴を活用した タンパク質に作用する治 療効果が期待 タンパク質の合成情報元 となるメッセンジャーRNAに 作用して従来では困難であっ た難治性疾患への効果が期待

注:側鎖とは、化合物の主な骨格となる「主鎖」から枝分かれしてして結合している炭素をベースに鎖のように結合している分子構造 N=窒素、H=水素、C=炭素、O=酸素

出所: JPR

DNA や RNA といった遺伝情報を司る物質の構成要素である「核酸」を医薬品として利用するのが核酸医薬である。タンパク質合成のもととなる高分子にメッセンジャーRNA があるが、核酸医薬は直接メッセンジャーRNAに作用することで治療効果を発揮させることを狙う。他の医薬ではタンパク質に作用することで治療効果を発揮させることを狙っているが、核酸医薬と作用する対象が異なるため、これまでに困難だった遺伝子性疾患や難治性疾患への効果が期待されている。

すでに説明したように、核酸も化学合成が可能であり、JITSUBO の技術をベースに、長期的には核酸医薬の創薬支援についても、イワキが CMC 事業や CDMO 事業を展開していくことが期待される。長期的には、イワキが総合的な医療テクノロジー企業へと発展していくことが期待される。

医薬事業における買収

CDMO 事業の強化

医薬事業については、2020 年 11 月期以降、開発・製造力を強化するための出資や M&A が3件行われた。今後の成長に向けては、外皮用剤ニッチトップ戦略のみならず、拡大する新薬開発への取り組みや多様な製剤を製造する受託力を強化することが重要である。以下の3つの案件は、そうした強化に対応する取り組みといえよう。

医薬事業関連の M&A 及び出資

前田薬品工業株式会社

医楽事業関連の M&A 及び出

外皮用剤に特化した研究開発・製造

開示日:2020年1月27日、資本移動:資本参加

1966 年創業。外皮用剤を中心に、皮膚のお悩みを「塗る」「貼る」技術を使い解決

- ・医薬品(外皮用剤)、医薬外部品(外皮用剤)、化粧品の企画、開発、製造、販売を行う。外皮用剤を中心に研究開発に注力
- ・軟膏剤等の外用剤を中心に研究開発及び自社製造。ジェネリック医薬品と OTC 医薬品の研究、そして外用剤 分野のあらゆる剤型の自社製造を、少量・多品種で対応できるのが強み
- ・また、長年にわたり、多くの国内大手製薬会社の受託製造(OEM)を手がけ、お客様の高いご要望とご要求にお 応えし、厳しい品質管理並びに品質保証体制を構築



岩城製薬佐倉工場株式会社

幅広い製剤の製造実績を保有

開示日:2020年7月1日、資本移動:鳥居薬品株式会社佐倉工場の譲受による佐倉工場承継資本参加

処方検討・治験薬製造・商業生産から品質試験の受託まで、多様なニーズにお応えできる医薬品製造受託

- ・鳥居薬品株式会社は、佐倉工場を承継する岩城製薬佐倉工場株式会社を設立し、その全株式をイワキの完全子会社である岩城製薬株式会社が取得する形式で、佐倉工場を譲渡
- ・主に、外皮用剤、注射剤、アルゲン製剤検査薬を製造
- ・ 先発医薬品メーカーである鳥居薬品株式会社の工場として長年、固形製剤・外用剤・顆粒剤・液剤・注射剤といった様々な剤形を製造。 CDMO 工場としての新たな一歩
- 長年培ってきた製造・品質管理への取り組みと、イワキグループが有する原材料の調達・供給能力や製剤技術を 融合させ、価格・品質・安定供給などのあらゆる面で満足いただける受託メーカーへと発展





KinoPharma 株式会社キノファーマ

次世代抗ウイルス薬開発企業

開示日:2021年1月13日、資本移動:岩城製薬が第三者割当増資を引受

新しいコンセプトの抗ウイルス薬開発に取組む

岩城製薬と疣贅(いぼ)を適応症とした製剤開発及び原薬供給に関する業務提携

- ・宿主因子をターゲットとしウイルスの増殖を抑制する新しいコンセプトの抗ウイルス薬開発に従事
- ・リードプログラムは、子宮頸がんの原因であるヒトパピローマウイルス(HPV)感染症(子宮頸部上皮内腫瘍、 CIN)を適応症としてフェーズ I/II にある。また、尋常性疣贅や尖圭コンジローマといった、HPV 感染を起因とす る各種疾患に対し治療薬を開発
- ・本業務提携により、抗ウイルス薬の原薬供給体制が強化し、皮膚科領域での抗 HPV 薬開発の加速が期待

出所: イワキ開示資料等より JPR 作成

外皮用剤ジェネリックのキャパシティ No.1 へ

イワキのジェネリック外皮用薬剤等の皮膚に関する領域は国内トップクラスの実績を持つ。 一方、イワキが資本参加した前田薬品工業は、昭和 33 年の創業当初より外皮用剤を中心として、多くの医療用後発医薬品及び一般用医薬品を新規に開発してきた。資本参加により、医薬品原料の調達機能の強化や岩城製薬との連携により、外皮用剤製造のプレゼンスをさらに向上させる。



ニッチトップ戦略~

が強化

外皮用剤ジェネリック No.1を目指す戦略

前田薬品工業

キャパシティ No.1 で 製造受託を拡大し、 資本効率性の向上を 追求へ

また、鳥居薬品株式会社の佐倉工場を継承して設立した岩城製薬佐倉工場は、外皮 用剤においても高品質の製剤を提供してきた実績を有する。以上の二つの取り組みにより、 外皮用剤の製造キャパシティで国内 No.1 の地位を築き、他の製薬メーカーの製造受託を 獲得し、高い投下資本利益率を目指すという経営戦略を進める。

なお、岩城製薬は、キノファーマと疣贅(いぼ)を適応症とした新薬製剤開発及び原薬 供給に関する業務提携を行った。これも外皮用剤の地位の強化につながるといえる。

ソーシャルインパクト戦 略の化粧品・機能性 食品によるシニアアク ティブ化に貢献

マルマン H&B 株式会社 代表取締役社長 溝田克彦



及び豊富な取り扱い商品



- 1984年 CM放映 -禁煙パイポの小指おじさん

禁煙パイポの CM で一世風靡

■ HBC・食品事業のダイレクトマーケティングを強化

ソーシャルインパクト戦略のシニアアクティブ化への貢献が期待

HBC・食品事業の強化を目指し、ダイレクトマーケティングに強みを持つマルマン H&B 株 式会社(以下「マルマン H&BI)の子会社化が、2020 年 11 月に発表された。マルマン H&B は販売チャンネル(ドラッグストア、コンビニエンスストア、コスメショップ、バラエティーショッ プ)が多く、消費者に直接つながるダイレクトマーケティングが強い。イワキグループに加わるこ とで、HBC・食品事業の消費者へのリーチをより強化し、より多くの商品を提供することが可 能となる。また、マルマン H&B の豊富な商品ラインにより、イワキグループの一員として、消費 者の"健康と美"を一番に考えた商品・サービスを提供する力が強化される。

後述するように、新ビジョンで示されている、ソーシャルインパクト戦略の「化粧品・機能性 食品によるシニアアクティブ化」への貢献が期待される。

HBC・食品事業の強化

(r) maruman

マルマン H&B 株式会社

開示日:2020年11月19日、資本移動:子会社化

健康食品、化粧品をはじめとした豊富な自社企画商品を取り揃える

- ・5つの分野で事業展開「禁煙パイポ・電子パイポ」「音波振動歯ブラシ」「健康食品・サプリメント」「化粧品・コス メ」「生活雑貨/その他」
- ・ドラッグストアやコンビニエンスストア、ディスカウントストアなど 幅広い販路を有す
- ・マルマンH&Bの完全子会社化により、HBC・食品事業のバリューチェーンにおいて高い補完性・親和性があ り、ダイレクトマーケティング事業の拡大が期待
- ・経営資源・事業基盤を提供・活用する等によるシナジーの創出

出所: イワキ開示資料等より JPR 作成

■ 化学品~事業譲受による表面処理薬品 BU の強化

化学品においては、2018年の日立化成株式会社(以下、日立化成)より「プリント配線 板用薬品事業」のイワキ子会社のメルテックスに対して譲渡がなされた。この事業譲り受けに より配線板・半導体パッケージ用めっき薬品と表面処理剤の製品ラインアップが一層拡充 し、周辺材料と各種プロセス製品との最適化を推進。表面処理薬品のトータルソリューショ ンプロバイダーとしての機能が強化された。

新中長期ビジョン

CMC プラットフォーム、CDMO プラットフォームが株主価値を考える上で最も注目

成長性という視点では、創薬インキュベーションプラットフォームが非常に注目

評価が現段階では困難なのが、ヘルスケア調達プラットフォームやシニア・アクティベイト

潜在的には価値が高いが、どのようにビジネスモデルを実現していくのか、今後の策揃えの進展がより具体的にでてくることが評価のポイント

「Astena2030 "Diversify for Tomorrow."」

2021年1月に、新中長期ビジョン「Astena2030 "Diversify for Tomorrow."」を発表した。中長期ビジョン「Vision"i-111"」の動きを加速させるものである。「産業」「技術」「社会」をテーマに持続可能性(Sustainability)を高めることを基本戦略とし、目標として 2030年に売上高 は、1,300 億円以上、営業利益率 7.2%、自己資本当期純利益率 (ROE): 13.0%以上が示された。これまでの変革のスピードを考えると実現可能性は十分にある。

後述するが、戦略の差別化、成長性、収益性、安定性の視点から見て、CMC プラットフォーム、CDMO プラットフォームが株主価値を考える上で最も注目される。成長性、収益性という視点では、次頁に示した、外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップ、ハイエンド表面処理薬品ニッチトップも注目される。成長性という視点では、創薬インキュベーションプラットフォームが非常に注目される。潜在的な価値があるものの、評価が現段階では困難なのが、ヘルスケア調達プラットフォームやシニア・アクティベイトである。潜在的には価値が高いが、どのようにビジネスモデルを実現していくのか、今後の策揃えの進展がより具体的にでてくることが評価のポイントになろう。

新中長期ビジョン「Astena2030 "Diversify for Tomorrow."」(次頁に続く)

3つの基本戦略と7つのビジネスモデル

A 産業をテーマにしたサステナブルな戦略:プラットフォーマー戦略(策揃え)

当社グループにおけるファインケミカル事業及び HBC・食品事業は、商流や技術の中核に位置しており、今後、競争力の高い周辺領域に積極投資し、その繋ぎ合わせにより価値連鎖を実現させ、新たな価値提案を行う。

① CMC プラットフォーム

日本で唯一の総合 CMC 受託会社であるポジションを最大限活用し、幅広いニーズを吸収し CMC プラットフォームを築く。医療用医薬品の研究開発を国内トップレベルの水準で受託 CDMOと連携し、商用生産と同じ設備で、治験薬の製造受託を行うことで、商用生産を見据えた研究開発の受託で一層の差別化。

② ヘルスケア調達プラットフォーム

医薬品・化粧品・機能性食品製造販売会社の全ニーズをカバー。CMC(研究開発で原料や医薬品を開発)と CDMO(原料製造、医薬品製剤)、流通、卸のバリューチェーンを最大活用。原料ビジネスの DX 化により、顧客の開発・調達プロセスにおける課題解決のプラットフォームを 提供。同時に独自性を高めた商品・サービスの提供で市場価値を増大させる。 ダイレクトマーケティング領域への投資を行い、領域特化型のネットワークを構築。

③ 創薬インキュベーションプラットフォーム

CMCのノウハウで有望な創薬ベンチャーを発掘し、投資をおこない、研究開発の受託を通じて、 新薬開発の成功確率を高める。結果としてキャピタルゲインを得るとともに上市後の製造受託に よって長期的な価値創造を実現

④ CDMO プラットフォーム

医薬品(注射剤・外皮用剤・治験薬)を受託製造。CMC と連携し研究開発における治験薬の受託製造を手掛け、最終的に商用生産における受託製造までワンストップで対応する。グローバル要求水準に対応し、高活性注射剤 CDMO のトップへ。

イワキ開示資料等より JPR 作成。文章は、開示資料やヒアリングに基づき、JPR が加筆している。

新中長期ビジョン「Astena2030 "Diversify for Tomorrow."」 (続き)

B 技術をテーマにしたサステナブルな戦略: ニッチトップ戦略(No.1)

医薬事業及び化学品事業は、グローバル展開やカテゴリ選択により引き続き高い成長が見込め、これまでの戦略を継続し確実な成果をあげる。

⑤ 外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップ

国内塗り薬ジェネリック医薬品市場 No.1 を目指す。参入障壁の高い外皮用剤市場で高シェアを獲得しており、更に製造キャパシティを拡大し、品揃え、シェア、生産キャパシティのすべてでトップの地位を強化し、受託の拡大で資本効率性を高める。外皮用剤、注射剤の導入、新薬共同開発、国内外の事業提携、M&A 等により事業基盤の強化・拡大を目指す。

⑥ ハイエンド表面処理薬品ニッチトップ

エレクトロニクス実装市場のトレンドを捉え、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での地位確立、チップ部品用途の実績で台湾・中国大手での採用、半導体パワー・センサー系薬品のさらなる差別化を図る。 環境負荷低減を追求し、グローバル企業との共同開発により成長を進める。

C 社会をテーマにしたサステナブルな戦略: ソーシャルインパクト戦略

上記2つの基本戦略に加えて、将来の持続的ニーズを捉え、社会と共に成長していける製品(モノ)サービス(コト)を創出し、現状の主力4事業に次ぐ、第5の主力事業を立ちあげる。将来の持続的ニーズ(SDGs)を捉え、社会と共に成長する新規事業を4つの視点で創出。①既存事業との親和性(既存事業が成長していく先に広がる領域、事業間を繋ぐ触媒的な領域、顧客や既存資産とのシナジーが効果的になる領域)② 将来に亘る成長性(2030年の世界において成長余力を持ち続ける領域、今後の技術革新により、新たに創出される領域も対象)、③グループ全体へ波及効果(グループとして保有していない、ビジネスモデルや機能の獲得、環境リスクマネジメントや就労環境など、自社で活用するテーマなども対象、④事業規模(2030年に現在の主力4事業と同様の事業規模、または同規模の拡大が見込めるもの、雇用の安定性をもたらす、事業規模の創出)

⑦ シニア・アクティベイト

化粧品・機能性食品の提供を通して「シニア総アクティブ化」を目指す。同時に独自性を高めた商品・サービスの提供で市場価値を増大。 ダイレクトマーケティング領域への投資で、領域特化型ネットワークを構築。

3つの定性戦略

- A 業界の「一択」へ:市場における存在感を向上させ、取引先にとっての随一の選択肢となる。社会・市場の変化速度に合ったテクノロジーを探求・採用しお客様の問題解決を実現する。
- B ESG 経営による持続的な成長基盤を確立する: コーポレート・ガバナンスの高度化により企業価値向上を実現する。社会的課題に取り組む経営人材を輩出し、組織の高いパフォーマンスを維持する。
- C 事業を自ら率先する「アステナらしさ」の体現: これまでの「誠実」「貢献」「信用」に加え、多様性を積極的に取り入れる。一人一人がアステナグループの成長ドライバーとなる。

連結数値目標

ターゲット: 売上高: 1,300 億円以上 自己資本当期純利益率(ROE): 13.0%以上

イワキ開示資料等より JPR 作成。文章は、開示資料やヒアリングに基づき、JPR が加筆

長期的に注目は 社会をテーマにしたサ ステナブルな戦略

ソーシャルインパクト 戦略

グループ経営 最適化

機動的なグループ経営により、最適な資源配分、意思決定の迅速化

本社機能の一部は、 地方創生の視点や、 事業継続性の観点か ら地方に移転

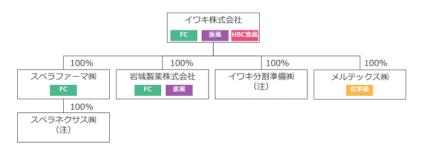
2021年6月1日に持株会社へ移行

イワキは、2021 年 6 月 1 日に持株会社体制へと移行すると同時に、商号を「アステナホールディングス」に変更する。グループ経営機能をもったイワキ株式会社を分割するなど、機動的なグループ経営により、最適な資源配分、意思決定の迅速化、事業部ごとの投資戦略の明確化を図っていき、更なる企業価値の向上を目指す。なお、本社機能の一部は、地方創生の視点や、事業継続性の観点から地方に移転することになる。場所は、石川県珠洲市となる。岩城社長はすでにリモートワークしているが、6 月からはここを拠点にして全社を指揮する。珠洲市は羽田から飛行機で 1 時間、能登空港から車で 1 時間弱のところにある。

新ロゴと再編の概要

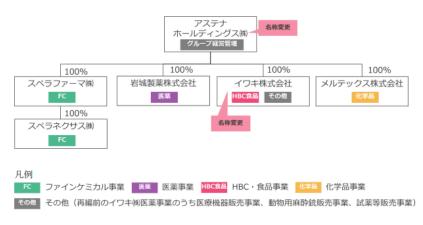


1. 再編前 (2021年5月31日まで)



(注)準備会社として2020年7月に設立した会社であり、営業を開始しておりません。

2. 再編後 (2021年6月1日から)



出所: イワキ、株会社体制への移行に伴うグループ内組織再編(吸収分割契約締結)及び定款変更(事業目的の一部変更)に関するお知らせより抜粋

長期財務 トレンド

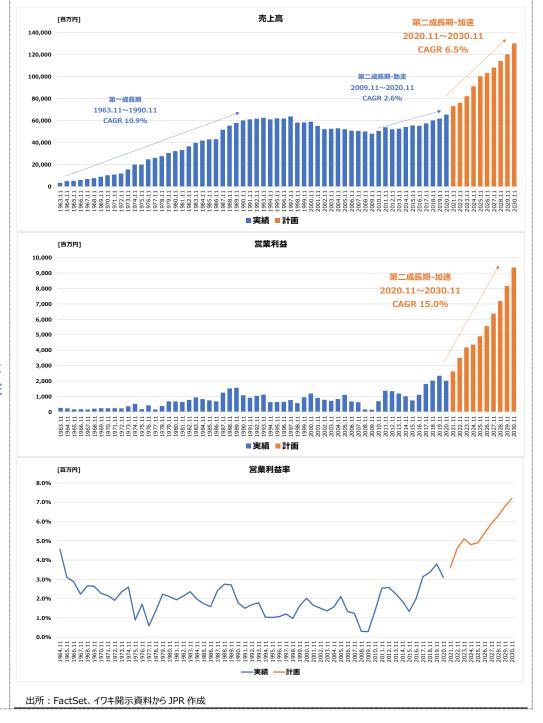
上場から 1990 年までの第一成長期につぐ第二成長期が助走を経て加速へ

営業利益率の大幅な 拡大の会社計画が注 目

上場後の第二の成長期が加速へ

イワキの長期的な財務トレンドを上場した 1963 年 11 月期から見たのが以下の表である。 第一成長期が 1990 年 11 月までとすると年率平均 10%以上を達成していた。その後は 600~500 億円で横ばい傾向であったが 2009 年 11 月期ごろから徐々に拡大し、2015 年 11 月期以降、「Vision"i-111"」が打ち出されて特に利益率の上昇をともなった第二の成長期に入ったといえよう。 新ビジョン「Astena 2030」において第二成長期の加速が期待されよう。

上場からの長期財務トレンド



資本効率性 のトレンド

▋投下資本利益率は大きく上昇=理論的な株主価値増大の要因

株主価値を上昇させる要因として重要な投下資本*利益率(Return On Invested Capital=ROIC)がある。ROIC は、Astena2030 により大きく拡大していくと予想している。ROIC は、以下の図で示すように、税引き後営業利益(営業利益X(1一実効税率)=A)マージン(NOPAT マージン=A)を投下資本売上高比=Bで割ることで計算できる。以下の図のように A が上がって、B が下がれば ROIC は大きく上昇する。ROIC が、株主や銀行を平均的に満足させるリターン(加重平均資本コスト=WACC)との差が大きくプラスになると株主価値は上昇していく。JPR は ROIC と WACC の差が、足元ではマイナスだったのがプラスに転じて、プラス幅が今後 10 年で大きく拡大すると見ている。

*内部留保や借り入れなど、株主もしくは銀行などから調達した資金のうち、有価証券運用資産など、事業に利用されていない資産に投資されているものを除いた資金を投下資本とする。

JPR では、現状 ROIC は WACC 以 下であるが、 Astena2030 によ り、ROIC は大幅に 上昇し WACC を大 きく上回っていくと予 想

ROIC-WACCの 差が広がることは株 主価値の理論的な上 昇ドライバー



2. 事業概要

ファインケミカル 事業

連結に占める割合は 売上高で33%、営 業利益に占めるセグ メント利益の割合は 半分を超える。イワキ の価値創造の源泉を 担う

「策揃え」が進んだ成果が価値創造力の強化に現れている

今後も未来に向けて 「策揃え」が一層進む シナリオが明確

多様な化学合成力、 原料への目利き力と、 後述する医薬事業の 製剤力と合わせて ワンストップ対応

■ 製造と合成の技術をコアに M&A で「策揃え」が進む

|売上高の約 3 割を占める、ファインケミカル事業

創薬の研究開発支援(CMC 研究開発ビジネスユニット (BU)、スペラファーマ、 JITSUBO)、医薬原料 BU の二つのビジネスユニットから構成されている。医薬原料 BU は、医薬品原料製造(岩城製薬、静岡工場)と、医薬品原料商社(イワキの原料薬品部)からなる。2020年11月期の売上高は214億円、セグメント利益は12億円である。連結に占める割合は売上高で33%、営業利益に占めるセグメント利益の割合は半分を超える。イワキの価値創造の源泉を担っているといえる。「策揃え」が進んだ成果が価値創造力の強化にあらわれている。今後もM&A等で拡充された経営資源の最適活用とエクイティファイナンスによる設備投資により、「策揃え」が一層進むシナリオが明確である。

ファインケミカル事業の概要(BU の数字は売上高)

| 研究開発 | 原材料製造 | 流通 | |
|-------------------|--------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------|
| CMC 研究開発 BU | 医薬 | 原料 BU | |
| 50 億円 | 医薬品原料製造 37億円 | 医薬品原料商社 128 億 円 | |
| 医薬品創出支援(製造方法研究受託) | 医薬品原料製造:原薬と 化成品の製造・受託製造 ・ 岩城製薬株式会社 静岡工場 | 医薬品原料商社:自社グループ(岩城製薬)及び国内約300社、海外約40社よび薬品を国内外から仕入れ販売。医薬関連原料を提案 | 2020年11月 売上高 214 億円 (売上構成比: 33%) セグメント利益 12 億円 |
| | | 原料薬品部 | |

研究開発支援力、化学合成力、原料への目利き力と、後述する医薬事業の製剤力と合わせて、治験薬から、医療用薬品、一般用医薬品まで、原料から商用製剤まで、ワンストップ対応

出所: イワキ開示資料から JPR 作成

祖業である医薬品卸と関係が深い事業であり、「卸売機能」「商社機能」を有機的に連携させ、シナジーを生み出すことが可能である。具体的には「商社機能」で顧客ニーズを細やかに汲み取り、研究開発、製造機能を駆使して自社内で製造・販売していく。卸売や製造に特化した企業では発見できないニーズを見つけ、実際に事業として形にし、顧客との共創で価値向上スパイラルアップを推進する。武田薬品工業を起源とする研究開発支援力、多様な化学合成力、原料への目利き力と、後述する医薬事業の製剤力と合わせて、治験薬から、医療用薬品、一般用医薬品まで、原料から最終製剤まで、あらゆる剤形(錠剤、飲み薬、注射、塗り薬など)をワンストップで対応できることが強みである。

医薬メーカーは、経営 資源の集中のため CMC を今後アウトソ ースすると予想

CMC 分野で、日本 で No.1 の地位を長 期的にイワキは目指 す

数多くのトップシェアを 持つ原料製造力



岩城製薬 静岡工場

低分子医薬と中分子 医薬の双方の製造受 託体制の構築へ

CMC 研究開発 BU

スペラファーマが中心

2020 年 11 月期の売上高は 50 億円である。CMC は、薬剤の承認審査に必要な申 請書類に必要な原薬・製剤の、Chemistry(化学)・Manufacturing(製造)・ Control(品質管理)を指し、創薬に関して、合成法の検討や品質設計、製剤化及び処 方法の検討、非臨床原薬製造や治験薬製造等を検討し、最終的にそれらの情報をまとめ て、薬事申請を行うプロセスである。スペラファーマは、武田薬品工業の CMC 部門がスピンア ウトした会社であり、グローバル大手医薬メーカーの CMC に対応できる総合力を持つ。武田 薬品工業をはじめ、大手医薬メーカーや創薬ベンチャーの創薬の研究開発を支援していく。 創薬において、薬の候補となる新規物質の発見にかかるコストは年々増大しているため、経 営資源の集中のため CMC は今後アウトソースされていくと予想され、この分野で、日本で No.1 の地位を築くことをイワキは狙っている。

医薬品原料 BU~医薬品原料製造(CDMO)

岩城製薬とJITSUBOで、低分子医薬と中分子医薬の受託製造体制へ

原薬と化成品の製造・受託製造を行う。2020年11月期の売上高は37億円である。 薬における治験薬製造及び商用化後の商用薬製造における医薬品原料の開発・製造受 託(CDMO)を推進する。岩城製薬の静岡工場、JITSUBO が担う。なお、製剤について の CDMO は医薬事業の医薬品 BU が担う。

岩城製薬・静岡工場は低分子医薬の原料を長年製造してきた。蓄積された多彩かつ高 度な合成技術をもとに、低分子医薬品の原薬及び化成品(ファインケミカル製品)の製 造・販売を行っている。原薬は市販されている風邪薬の主剤である解熱鎮痛消炎剤のアセ トアミノフェン、サリチルアミド、エテンザミドで国内トップシェアを争う位置にあり、その他、血管 収縮剤、血管拡張剤、鎮咳去たん剤、抗アレルギー用剤、抗菌剤など各製薬会社に広く 販売している。中でもフェニレフリン塩酸塩は国内唯一のメーカーであり、世界屈指のシェアを 有している。さらに植物からの抽出天然医薬品ピロカルピン塩酸塩(緑内障治療薬・口腔 乾燥症治療薬)では、全合成による工業的製造に世界で初めて成功した。また、カルシウ ム剤のグリセロリン酸カルシウムも国内唯一のメーカーであり、医薬品及び食品添加物として 各方面で広く使用されている。植物からの天然抽出医薬品ピロカルピン塩酸塩(緑内障治 療薬・口腔乾燥症治療薬)では、全合成による工業的製造に世界で初めて成功。

こうした低分子医薬原料の製造設備やノウハウは JITSUBO が持つ中分子医薬原料の 製造技術に転用可能であり、低分子医薬原料の製造設備に流用が可能である。

イワキの医薬品原料製造の特徴

| 世界トップレベル | フェニレフリン塩酸塩(鼻炎用内服薬や鼻炎用点鼻薬に配合) |
|------------------|---------------------------------------|
| 国内トップレベル | アセトアミノフェン(鎮痛剤に配合)、サリチルアミド(鎮痛剤に配合)、エテン |
| | ザミド(解熱鎮痛消炎剤に配合) |
| その他の特徴 | 植物からの抽出天然医薬品ピロカルピン塩酸塩(緑内障治療薬・口腔乾燥 |
| | 症治療薬)では、全合成による工業的製造に世界で初めて成功 |
| | 医薬品及び食品添加物として各方面で広く使用されるカルシウム剤のグリセロリ |
| | ン酸カルシウムも国内唯一のメーカー |
| 出所: イワキ WEB サイトカ | ら JPR 作成 |

国内約 300 社の原料と海外約 40 社からの輸入原料を、医薬品メーカーに供給

海外医薬原料メーカーの製法を秘密にしたいニーズと、国内医薬メーカーの品質監視ニーズの双方を満たす



新分析センター「ノースキューブ」

医薬品原料 BU~医薬品原料商社

製剤提案まで出来る体制づくり

イワキの原料薬品部が担っている。2020 年 11 月期の売上高は 128 億円と全連結売上高の 18%を占めている。岩城製薬の医薬品原料をはじめとする国内約 300 社の原料と海外約 40 社からの輸入原料を、医薬品メーカーに供給している。原薬だけでなく、製剤提案まで出来る体制づくりを進めている。ジェネリックの原料を特に重視している。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。品質の確認と保証が重要な役割である。高薬理活性原薬、新薬向け中間体、米国向け原料輸出(血管収縮剤用)、中分子医薬分野を重点市場と捉え展開している。

マスターファイル制度におけるイワキの医薬品原料商社としての機能強化

原料分野における CMC や CDMO により開発、製造を強化し、医薬品製剤における製販ニーズを取り込む動きの中で、医薬品原料についても、医薬品原料商社の「メーカー機能」強化により、事業拡充をすすめている。具体的には、原料等登録原簿(MF、マスターファイル)制度への取り組みがあげられる。国内製販がジェネリック医薬品を販売するためには行政にあらゆる情報を申請する必要がある。その中には API(医薬品有効成分)の製法も必要となるが、海外メーカーは自社の製法を他社に教えたくないというニーズがあり、独立したイワキが国内管理人となって、MF 登録や申請対応をおこない、原料を国内製薬会社への納入を強化する。これにより、国内管理人に海外メーカーの原料品質を監視するという安心を提供する。これらの事業に対応するために、新分析センター「ノースキューブ」を立ち上げている。

新分析センター「ノースキューブ」で医薬品原料商社としての機能が強化

2019 年8月に竣工したイワキの北区にある営業拠点に由来する名前の分析センターにより、以下の図で示すように、抗がん剤領域で今後も大幅な市場拡大を見込まれる高薬理活性医薬品の原料の分析や品質保証も行うことができるようになった。この分析センターによる医薬品原料商社としての機能が一弾と高まる。

新分析センター「ノースキューブ」の意義~高薬理活性医薬品領域の強化

出所: 2017年11月期決算説明会資料からの抜粋

CMC+CDMO の意義

大手医薬メーカー対応可能な統合的 CMC の受託事業はイワキが国内初

創薬の研究開発を外部支援する形態として幅広く利用されているものとして原料製造や 製剤を支援する CMO (開発を含む場合は CDMO)、臨床支援を支援する CRO があるが、大手医薬メーカー対応可能な統合的 CMC の受託事業はイワキが国内初となる。

創薬の研究開発の支援形態

極めて差別化した CMC&CDMO のセットによるソリュー ション

| 支援 | 治験薬製造の外注 | 臨床試験の外注 | 薬事申請の外注 |
|-----------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------------------------------------|
| 形態 | CMO (CDMO) 事業 | CRO 事業 | CMC 事業 |
| 英語名 | Contract Manufacturing Organization または Contract Development Manufacturing Organization | Contract Research Organization | Chemistry, Manufacturing and Control |
| 外注プロセス | 製造方法開発 原料製造 製剤製造 | 非臨床試験 臨床試験 | 合成法検討·品質設計 製剤化·処方検討 非臨床原薬製造 治験薬製造·薬事申請 |
| 普及 度合 | 幅広〈利用 | 幅広〈利用 | 大手医薬に対応できるレベルでは、国内においてイワキが初 |
| イワキ グループで の取り組み | 岩城製薬等で豊富な実績 多岩城製薬株式会社 リ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ ・ | イワキグループは未進出 | 大手医薬メーカーに対応可能な総合力を持つ |

出所:各種資料より JPR 作成

CMC+CDMOで R&D と商用製造までセットの「策揃え」で対応

イワキは CMC と CDMO をセットにすることで、差別化したサービスを提供する。 CMC においては、臨床試験における治験薬の製造を念頭においた、合成法の検討や品質の設計等が必要になるが、商用化後も同じ製造設備で治験薬を製造することを前提にしたニーズが高まっている。 イワキが長年培ってきた多様な原料の合成方法、医薬事業 BU における多様な製剤への商用化も対応できる能力が CMC を拡大していくうえでは非常に重要になる。

医薬事業 BU において説明するが、昨年鳥居薬品株式会社から事業継承で買収した 岩城製薬佐倉工場によりイワキの製造受託能力が拡大していくことで、CMC+CDMO の総 合的力が強化される。

エクイティファイナンスにより設備投資をおこない

少量で高い治療効果が狙える「高薬理活性医薬品」の原料製造力を強化

なお、エクイティファイナンスにより調達予定の資金で、岩城製薬静岡工場に大規模な設備投資をおこない、近年需要が拡大している、少量で治療効果が発揮される「高薬理活性医薬品」の原料製造力を強化する。抗がん剤などでは、副作用が少なく、少量でターゲットの生体分子に対して治療効果を発揮する、高付加価値の「高薬理活性医薬品」の開発ニーズが高まっている。ただし、少量で大きな効果を発揮する原料は、人体にマイナスの影響を与えるリスクがあり、大気への漏洩などを防ぐために、特別な設備が必要になる。エクイティファイナスによる設備投資でそうした設備を充実させ、一段と受託力を高めていく。

エクイティファイナンス により、差別化で需要 拡大する「高薬理活 性医薬品」の原料製 造力を拡充



エクイティファイナンスによる岩城製薬静岡工場への投資の意義

- ▶ 市販風邪薬の原薬を取り扱い、国内トップシェアを 争う位置にある
- ▶ しかし、高薬理活性原薬についてはこれまで方針として自社製造しないとしてきたため、製造キャパシティを有していない
- ▶市場では、顧客からのニーズにワンストップで対応できる原薬メーカーの引き合いが非常に強い

岩城製薬㈱静岡工場における 高薬理活性原薬製造機能付加を目的とした設備投資

による狙い本設備投資

- ▼ 原薬製造を主に担う静岡工場で、高薬理活性原薬製造にも取り組むことで、事業拡張が可能であり、製造キャパシティの強化も可能
- ▼ 研究開発機能(R&D)から製造機能まで手掛けることで一気通貫したサービスを提供できるため、シームレスな受託案件を獲得・対応可能

出所: イワキ、第三者割当による第1回新株予約権(行使価額修正条項付)発行に関する補足説明資料

新型コロナウイルス感染拡大の影響にも機動的に対応

以下に示すように、新型コロナウイルス感染拡大の影響に対しては、高い即応性・柔軟性で対応が可能であったため、売上高・営業利益共に堅調であった。2020 年 11 月期では、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、一般用医薬品のインバウンド需要の減少や、ジェネリック処方患者数の減少等の影響があったものの、業績への影響は軽微であった。

高い即応性・柔軟性でコロナ禍でも売上高・営業利益共に堅調

新型コロナウイルス感染拡大により

- ①一般用医薬品のインバウンド需要減少
- ②ジェネリック処方患者数の減少
- ③製薬企業の医薬品開発の遅れや変更が発生



以下のように対応



販売面

ジェネリック医薬及び新規医薬用中間体 の販売強化

営業体制の再構築

製造面

収益改善を目的とした販売中止と価格 改定

新型コロナ感染拡大の防止策を講じ、稼働をを落とさず安定的にサービスを提供



受注及び売上において減少傾向があったものの、その影響は軽微(※営業利益は前年同期比4.0%減)

2020 年 11 月期決算短信より JPR 作成

医薬事業

FC 事業とならぶイワ キの価値創造の源泉

外皮用剤領域においては、質・量ともにニッチトップ

M&A 等とエクイティ ファイナスによる設備 投資で、ニッチトップ の地位を維持強化



外皮用剤

国内塗り薬ジェネリック医薬品市場 No.1

長い歴史の技術と M&A 設備投資により外皮用剤で質・量で ニッチトップ、製造受託(CDMO)で策揃えが進展

売上高の 16%を占める、医薬事業

医薬事業は、FC 事業とならんでイワキの価値創造の源泉を担っているといえ、医薬品 BU、医療機器 BU の二つのビジネスユニットから構成されている。 医薬品 BU は、岩城製薬蒲田工場と岩城製薬佐倉工場からなる。 医療機器 BU は、イワキのアイメッドグループが担っている。 2020 年 11 月期の売上高は 106 億円、セグメント利益は 9 億円である。 特に、 医薬品 BU における、保湿剤を除いた外皮用剤領域においては、質・量ともニッチトップであり M&A 等やエクイティファイナンスによる設備投資により今後もその地位は一層と強化されよう。

医薬事業の概要(BUの数字は売上高、単位:億円)



医薬品 BU

岩城製薬の蒲田工場と岩城製薬佐倉工場が主に担っている。2020 年 11 月期の売上 高は 103 億円である。医薬事業では医療用医薬品と一般医薬品の製造・販売を主に行っている。高品質で安価なジェネリック医薬品の製造を行い、外皮溶剤では高いシェアを誇っている。特に、主力の副腎皮質ホルモン皮膚外用剤、外用抗真菌剤の皮膚外用剤は、軟膏・クリーム・ローション・液剤の 4 剤形を揃え、有効性・安全性・使いやすさなどのニーズに対応することで皮膚科のドクターを中心に信頼を獲得している。

さらに、長年に渡る外皮用剤の研究及び様々な剤形に関する技術の蓄積を活用し、製薬企業からの受託も手掛けている。多品種少量生産から大量生産、製剤設計から製造まであらゆる顧客ニーズに対応可能である。有効成分の化学的安定性だけでなく、製剤の物理的安定性、外観、使用感、有効性まで考慮して設計を行うことで、製薬企業としての信頼を獲得している。

ジェネリック医薬品の新製品開発にも力を入れている。高品質で安価なジェネリック医薬

新型コロナウイルス 感染対応の 殺菌消毒剤は多くの 種類をラインアップ

品の開発・製造を通して、より優れた使いやすい医薬品を医療の現場に提供することを理念に研究・開発を行っている。外皮用剤ジェネリック医薬品事業においては、国内塗り薬ジェネリック医薬品市場 No.1 を目指している。

新型コロナウイルス感染拡大によるうがい薬需要の増加

殺菌消毒剤は多くの種類をラインアップしており、特にポビドンヨード製剤は、「ネオヨジン」シリーズとして 4 種類の消毒剤・含嗽剤を発売し、ジェネリック医薬品の中では高いシェアを誇る。ポビドンヨード成分のうがい薬「ネオヨジンうがいぐすり」等の商品は新型コロナウイルス感染予防対策として需要が増加し、前年比 125%と売り上げが好調に推移した。他にも、マスクや消毒液等感染症対策でニーズが高まった商品を扱っており、売り上げの 2.0%と規模は少ないが順調に売り上げを伸ばしている。

■ 「ネオヨジン」うがいぐすりの効能



効能・効果

- 1. 口腔内及びのどの殺菌・消毒・洗浄
- 2. 口臭の除去

製品の特徴

広範囲の細菌に効果のある「ポビドンヨード」にメントールを配合した清涼感のあるうがい薬

出所:岩城製薬株式会社 HP より JPR 作成

美容クリニック用医薬品(ドクターズコスメ)の取り扱い

岩城製薬では、(株)資生堂の美容医療研究から生まれた化粧品、ドクターズコスメの販売 も行っている。この事業は 2005 年よりスタートした。様々な試験項目をクリアし、厚生労働 省が承認した

「美白有効成分」を配合し、臨床試験を行った商品もある。主に医療機関経由で販売している NAVISION DR というブランドで展開し、販売チャンネルには、EC サイト、医療機関の2つがあるが、主に医療機関で販売している。

ドクターズコスメを取り扱うことは、以下の図に占めすように、資生堂、医療機関、消費者にとって多様なメリットがあり、イワキとしても、外皮用剤で強みをもつ皮膚科領域の強みを活かすことが可能など、相乗効果、多様なメリットがある。

なお、新型コロナウイルス感染拡大の影響により、美容クリニックは訪問が限定的になったため、患医療機関と連携した患者様限定のクローズドの EC サイト構築により利便性の向上を図っている。

岩城製薬がドクターズコスメを扱う意義

| 資生堂 | 医療機関 | 消費者 | | |
|-----------------|-----------------|----------------|--|--|
| 販売チャンネルのなかった、医療 | 臨床試験を経たエビデンスのある | 医師がすすめる化粧品を体験し | | |
| 機関へ化粧品を売ることが可能 | 化粧品を売ることが可能 | 購入できるメリット | | |
| イワキ | | | | |

外皮用材で強みをもつ皮膚科領域の強みを活かす

皮膚科領域の「治療」の領域から、「審美」の領域へと事業を拡大させ、インバウンドに依存しない化粧 品市場へのリーチ、薬価改定の影響を受けないマーケットの開拓

出所: イワキ説明会資料 2018 年 11 月期より JPR 作成

医薬機器 BU

イワキのアイメッドグループが事業運営している。アイメッドとは、「Innovative Medical Device」の略称である。Innovative(革新的、斬新的、創造的)な医療機器、サービスを提供することを目指している。主に新生児領域を中心とし、呼吸関連商品やその周辺機器を医療機関へ販売するとともに、臨床現場からの情報をもとに、海外での商品発掘や企画・開発などのマーケティング活動を行っている。新生児・小児の健康向上に貢献している。また、豊富な知見に基づいて製品のR&Dを行い、医療現場のサポートも行っている。主な商品ラインナップには、新生児用 nCPAP ドライバー** や空気・酸素ブレンダーのほか、海外メーカーとの共同開発品、自社企画品などがある。

*a:睡眠時無呼吸症候群におけるnCPAP(経鼻的持続陽圧呼吸)療法に利用される機器

医薬機器 BU の取り扱い機器







人工呼吸器用マスク

出所: イワキ 医療機器 TOP WEBページより抜粋

高シェアを誇る外皮 用剤では、固形剤に 比べ形状が様々で研 究開発・製造にはノウ ハウが必要となること

から参入障壁が高い

■ 長年の経験で医薬品ノウハウ蓄積

高シェアを誇る外皮用剤では、固形剤に比べ形状が様々で研究開発・製造にはノウハウが必要となることから参入障壁が高い。当社は長年に渡る医薬品製造で医薬品に関するノウハウ、特に外皮用剤の研究及び様々な剤形に関する技術を蓄積しており、製薬企業からの信頼を獲得している。さらに、自社の医薬品プラットフォームから得た顧客ニーズ、原材料へのアクセスが事業の価値を高めている。

岩城製薬はジェネリック外皮用剤ニーズの高まりを受け、生産能力を確保するために昨年4月から前田薬品に製造を委託。同社は設備投資を進めており、今後の受注増が期待される。イワキとの連携を通じ医薬品原料の調達能力を高めて価格競争力のある製品を安定供給するとともに、市場での存在感向上、業容拡大につなげる。更に、ステロイド外用剤を主力とする前田薬品に資本参加することで、外用剤の受託製造を強化する。両者を合わせた国内シェアは3割越えを見込む。

■ 参入障壁の高い外皮用剤市場で高シェアを獲得

国内外皮用剤市場は2019年で約1,548億円と推定されており、医薬品市場では比較的小さい市場と言える。競争が激化する中、各社は経営の効率化を図りつつ、安定供給を目指している。参入企業数は約80社程度と推計されるが、実際に製造しているのは全体の約1/4ほどである。外用剤は固形剤に比べ形状が様々で研究開発・製造にはノウハウが必要となるため、新規企業参入のリスクも少ない。一方、医療用医薬品は医療費抑制のため度重なる薬価改定が実施されており、採算が悪化してしまう企業が増えている。

2020 年 1 月には昭和 33 年創業時から外用剤研究に注力してきた前田薬品工業株式会社に資本参加した。イワキグループは保湿剤以外の外皮用剤(塗り薬)の製造にフォーカスしており、保湿剤以外の外皮用剤という医薬品の市場で製造・販売事業者としては、前田薬品工業を合わせると3割のシェアを持つ。今後キャパシティの拡大により、自社新製品の製造販売及び製造受託を拡大し長期的にもトップシェアを維持拡大する。

外皮用剤ジェネリック医薬品におけるイワキのポジション



出所: イワキ 2020年10月13日個人投資家向け説明会資料より抜粋

薬価引き下げに対応し効率的な生産体制を確立へ

上述の通り、医薬品は度重なる薬価改定の影響を受けている。安定供給を維持するには効率的な生産体制を確立する必要があり、前田薬品工業への資本参加を通した生産体制の効率化など、安価で高品質な医薬品を効率的に製造・販売する必要がある。

さらにすでに説明したように鳥居薬品の佐倉工場を取得し医薬品の製造能力をさらに強化した。こうした動きは、薬価制度の抜本改革の影響等により「長期収載品」の収益性が低下している状況を踏まえたものである。

長期収載品とは、既に特許が切れている、もしくは再審査期間が終了しており、同じ効能・効果を持つ後発医薬品(ジェネリック医薬品)が発売されている薬のことである。薬価基準に長期間収載されていることから「長期収載品」といわれるようになった。

守りの投資: 長期収載品の薬価引 き上げ対策

長期収載品の値段は、2年に1度行われる薬価改定のたびに市場実勢価格(市場で実際に取引されている、医薬品の平均的な価格)を反映した価格に引き下げられている。 厚生労働省によって行われている後発医薬品普及活動の一環で、長期収載品の価格引下げは積極的に行われており(長期収載品に関しては、通常の薬価改定に加えて追加引き下げも行われている)、中には後発医薬品と変わらない価格を定められた長期収載品も存在する。こうした状況に踏まえて、長期収載品については。コストダウンを図る効率的な製造工程の運営が求められている。

攻めの投資:

エクイティファイナンス で高薬理活性化医薬 品の外部委託の需要 増を取り込む

高薬理活性化医薬の原料の製造には、厳格な安全管理に対応 した設備とノウハウが必要

スペラファーマのグロ ーバルレベルの高薬 理活性化医薬の原料 を取り扱う安全性を 担保した製造ノウハウ を適用

▋ 高薬理活性医薬品の外部委託需要への対応

バイオ・高薬理活性医薬品市場の拡大に伴って、グローバルレベルでそれらの注射剤の製剤に対する外部委託需要が高まっている。高薬理活性の医薬原料(原薬)は、僅かな量で大きな治療効果があるが、逆に言えば、意図せず体内に吸収すると健康被害につながるリスクがあるため、厳密な安全性を担保した製造工程が不可欠であり、また、厳格な安全性を保った製造ノウハウの蓄積も必須となる。

以上を背景に、下記に示すように、エクイティファイナンスにより、バイオ・高薬理活性医薬品の注射剤製剤に対応した設備投資を佐倉工場でおこなう予定である。また、すでにスペラファーマにおいては、高薬理活性の原料を取り扱う安全性への対応はグローバルレベルであり、そのノウハウを佐倉工場にも応用する。

がん・免疫系薬剤やバイオ製剤においても、国内外製薬企業にとっては、抗がん剤に代表される高薬理活性製剤を取り扱い可能な設備で、治験薬から商用生産まで対応してほしいというニーズが高まっている。実験段階であっても注射剤は必要であるため、スペラファーマに加えて、佐倉工場で大規模なバイオ・高薬理活性医薬の注射製剤設備が拡充することは、今後大きく成長が期待されるバイオ・高薬理活性医薬のCMC・CDMO需要を取り込むことが期待できる。設備投資でこうしたニーズに対応する。低分子に比べると分子量が大きい中分子医薬では注射剤での投薬が必要なケースが多いので、中分子医薬のCMC・CDMOを拡大する上でも今回のエクイティファイナンスによる注射剤の製剤力拡充は意義がある。

エクイティファイナンスによる岩城製薬佐倉工場への設備投資の意義

現在の状況

- ▶ 抗がん剤に代表される高薬理活性製剤需要の高まりに対して、市場全体で供給体制が逼迫していることから、顧客からの要請が増大
- ▶ 一方で、2020年3月に買収したスペラファーマ㈱に は、新たな設備拡張余地は限定的
- ▶また、受託ビジネスにおける受託可能領域拡大と収益力強化が課題

岩城製薬佐倉工場㈱における 注射剤製造ライン等に係る設備投資

による狙い本設備投資

- 競合他社と比較して特徴的なポジショニングにより、統合的なサービスが提供可能
- ✓ グローバルレベルでの高薬理活性対応が可能な 最新鋭設備を以て、スペラファーマとの2拠点化 を進めることで、受託案件における競争優位性 及びフレキシビリティを確保

出所: イワキ、第三者割当による第1回新株予約権(行使価額修正条項付)発行に関する補足説明資料

ファインケミカル + 医薬

■ 4 つのビジネスモデルが構築

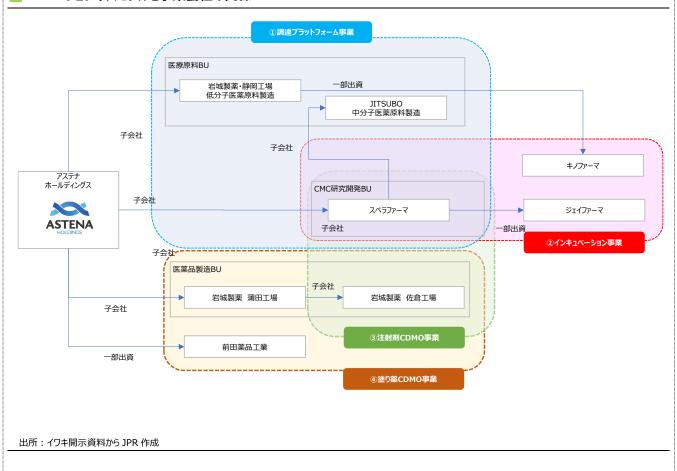
ファインケミカルと医薬を合わせると以下のように、Astena2030 で示された、7 つのビジネス モデルのうち、4つ(CMC プラットフォーム。ヘルスケア調達プラットフォーム、CDMO プラットフォームプラットフォーム、外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップ)が関係している、なお、 CDMO は、注射剤 CDMO と塗り薬 CDMO の 2 つとなっている。また、CDMO 塗り薬は、外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップの根幹ともなる

ファインケミカル+医薬における4つのビジネスモデル

| ビジネスモデル | 内容 |
|-------------|--------------------------------|
| 調達プラットフォーム | CMC と低分子・中分子の原料調達を支援するプラットフォーム |
| | 医療用医薬品の研究開発を、国内トップレベルの水準で受託 |
| インキュベーション事業 | CMCの提供を通じて、新薬開発の成功確率を高める |
| 注射剤 CDMO 事業 | 医薬品(注射剤・外皮用剤・治験薬)を受託製造。塗り薬 |
| 塗り薬 CDMO 事業 | CDMO 事業は外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップの根幹 |

出所: イワキ開示資料から JPR 作成

4つのビジネスモデルと事業会社の関係



■ 中分子医薬領域の展望グローバル市場予測

コスト優位性や環境負荷既存の中分子のジェネリックも手がけるとすると長期的に8%以上の成長が期待される。

| 医薬 | 種類 | 市場規模 2020 年 | 年率成長率 | 将来市場規模 |
|--------|---------|-------------------|-------|---------------------|
| 中分子医薬 | 核酸医薬 | 4、500 億円 | 17% | 2.1 兆円 (2030 年) |
| | ペプチド医薬 | 3.2 兆円 | 8% | 4.7 兆円 (2025 年) |
| 高分子医薬品 | 抗体医薬 | 16 兆円 | 8% | 23 兆円 (2025 年) |
| | タンパク質医薬 | 6.4 兆円 | 4% | 10 兆円 (2030 年) |
| 低分子医薬品 | 低分子医薬 | 47 兆円 (2016 年) | 微増 | 55 兆円程度 (2030 年) |

出所:医薬品関連の産業化に向けた課題及び課題解決に必要な取組みに関する調査 医薬品開発協議会資料(Arther D Little 社提出)2020 年 12 月 23 日

ペプチドリームとは、技 術的には補完関係

ペプチドリーム(東証 4587)と比較による理解

①大学発の先端テクノロジーの事業化、②技術ライセンス供与を活用し、創薬リスクを避けたモデル、の2点で類似性

ペプチドリームは中分子医薬においてより創薬の上流にフォーカス、イワキは創薬の中流から下流、さらには商用製造受託にフォーカス

中分子(ペプチド、核酸)の創薬支援で著名なペプチドリーム株式会社(以下「ペプチドリーム」)と JITSUBO を傘下に収めたイワキグループの比較を試みたのが以下の表である。①大学発の先端テクノロジーの事業化、②技術ライセンス供与を活用し、創薬リスクを避けたモデル、の2点で類似性を持つ。中分子医薬領域における CMC と CDMO については、現時点での実績や評価をみると、JITSUBO の技術を展開することができれば、長期的にイワキグループがペプチドリームと補完関係となる可能性があると言える。

■ イワキグループとペプチドリームグループの比較

| 視点 | イワキ | ペプチドリーム | |
|----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|--|
| 基礎研究 | CMC で支援する程度 | 東大発の独自技術で特殊ペプチド化合物を 多様かつ効率的に提供 | |
| ペプチド合成技術 | 東京農工大発の独自技術 工程が単純化され利用する 有害な溶剤の量がすくなく時間も短期化 低分子の合成技術や設備を利用可能 | 基本的に創薬技術として、開発候補化合物 である特殊ペプチドを提供 | |
| CMC | 豊富な実績 武田薬品工業のスピンアウトした部門を子会社化 | 事業構築中 | |
| CDMO | 低分子で豊富な実績 JITSUBO の技術をいくらでも 既存の低分子設備で転用可能 低分子と中分子の二つを柔軟に切り替えることが可能 | 事業構築中 | |
| グローバル評価 | 世界最大規模のペプチド CMC・CDMO のスイスの Bachem 社 (2020 年売上高約 500 億円) から、コスト優位性や低い環境 負荷で高く評価され、同社に対してライセンス供与。厳しい欧州の 環境規制をクリア | 基礎研究では評価され多数のライセンス契約を結んでいるが、ペプチド子合成技術そのものを開発することがビジネスではない | |
| ビジネスリスク | 基本的に創薬リスクはとならない。 受託中心の安定した CF が予想 | 基本的には特殊ペプチドに関する創薬技術のライセンス収入をベースとしたビジネス。 一部、自社創薬を実施。CF が安定的 | |
| グループシナジー | 化粧品原料としても将来的に応用が可能か | 特にない | |

出所:イワキ、ペプチドリーム開示資料等より JPR 作成

HBC 食品

美と健康、また「食」づ くりに貢献する価値創 造

特に強みを持つ顧客 層は 60 歳以上のシ ニアマーケット

美と健康において「安心・安全」な商品を「品揃え」 「策揃え」にはおいてはこれから改善の余地

売上高の 39%を占める HBC・食品事業~規模は大きいが収益力に課題

ドラックストアや薬局向けの一般用医薬品、食品原料、機能性食品原料、化粧品原料の販売、化粧品の通信販売及び OEM を中心とした事業展開を行っている。美と健康、また「食」づくりに貢献する価値創造を考えた商品・サービスを提供している。食料原料 BU、化粧品 BU、ファルマネット BU の 3 つのビジネスユニットから構成されている。

創業事業であり、長い歴史を背景に原料メーカーや中小の食品・医薬・化粧品業に対するネットワークに強みがある。イワキが持つ信用力で医薬・機能性食品・化粧品の原料・製品の流通・卸売を支える産業インフラという意義を持つ。幅広い化粧品の基材となる原料や、特定分野でトップクラスの売上を持ち、化粧品通販ではシニア向け分野で強みがある商品を持つ。

2020 年 11 月期の売上高は 258 億円と全売上に占める割合は、連結売上の 39% を占める。ただし、インバウンド需要の減退、新型コロナウイルス感染拡大による外出の手控えによる店舗販売の減少などからセグメント利益はマイナス 4 億円となった。

HBC・食品事業の概要(BUの数字は売上高、単位:億円)



現時点では、株主価 値への貢献はさほどな い

「品揃え」は十分だが「策揃え」はこれから改善へ

4 つの事業のうち、ファインケミカル、医薬、化学品と比較して「品揃え」は十分であるが、「策揃え」については改善の余地がある。Astena2030において、HBC・食品事業は、調達プラットフォームやシニア・アクティベイトという2つのビジネスモデルに関係が深く「策揃え」「ニッチトップ」を狙う戦略が打ち出されているが、達成の道筋に必要な経営資源は、ファインケミカル、医薬、化学品と比較すると改善の余地が大きい。HBC・食品事業は、現時点では株主価値への貢献はさほどないものの、潜在価値は十分にあり、今後の「策揃え」で顕在化すれば、株主価値を大きく高める可能性を秘める。非常に幅広い取引ネットワークとシニアマーケットに強い特徴を生かした新規性の高いビジネスモデルの進展や、ファインケミカルや医薬

調達プラットフォームや シニア・アクティベイト に関して「策揃え」等 が進めば、大きく株主 価値の向上に貢献の 可能性





食品原料



機能性食品原料

シニア層を中心に 110 万件の顧客名 簿 事業との一層のシナジーを生かすことが期待される。「策揃え」等が進めば、大きく株主価値の向上に貢献の可能性があるが、現時点では株価評価に織り込むことは困難である。

▮食品原料 BU

食料原料 BU は、食品原料製造(ボーエン化成)、食品・機能性食品原料商社(イワキ、食品原料部)から構成される。

2020 年 11 月期の売上高は、食品原料製造が3億円、食品機能性食品原料商社が97億円となっている。食品原料製造はボーエン化成が、チキン、ビーフ、ポーク、かつお等の粉末とペースト天然調味料から、果汁パウダー、野菜エキスパウダーまで、幅広い食品原料を製造販売と受託加工している。

食品・機能性食品原料商社は、イワキの食品原料部によって運営されている。食品原料については、加工食品メーカー向けに、海外大手メーカーの酵母エキス・タンパク加水分解物をはじめとする天然調味料、トマトパウダー・乾燥ポテト・果汁パウダーなどの農産加工物を取り扱っている。機能性食品については、「くろ酢乾燥エキス」・「夕顔美人粉末」等の自社特許原料をはじめとする多くの品目の機能性食品原料や自社企画製品を、健康食品メーカーに販売している。安全・安心、安定供給への取り組みはもちろん、課題解決に主眼を置いた「価値」を提案している。

化粧品 BU

化粧品 BU は化粧品原料商社(イワキ、化粧品原料部)と化粧品通販(アプロス)で構成される。

イワキ、化粧品原料部

2020 年 11 月期の売上高は 40 億円である。特に肌に塗るための原料、例えば「1,3-ブチレングリコール」という化粧品の基材になる原料のウェイトが大きい。

国内外の原料素材メーカーのあらゆる商品を選別し、各大手化粧品メーカー含め、数多くのユーザーに供給している。各種化粧品原料販売を中心に、OEMを中心とした関連商品の開発、化粧品原料の受託・開発を行っている。国内外の原料素材メーカーのあらゆる商品を選別し、各大手化粧品メーカー含め、数多くのユーザーに供給している。

経皮吸収をさせる、あるいは塗るタイプの化粧品のマーケットが大きくなると、付随して大きくなっていく傾向がある。各種原料の合成受託、医薬部外品(企画・開発)・化粧品の受託製造(中間体から完成に至るまで)も行っている。

化粧品通販(アプロス)

2020 年 11 月期の売上高は 23 億円である。代表的な製品として、「シルキーカバーオイルブロック」、年齢肌の原因を追究し開発し肌へのハリ・ツヤ成分を凝縮したエイジングケアを主体にした化粧品ブランド「セルフューチャー」がある。TPC マーケティングリサーチ(株)調べによると、「シルキーカバーオイルブロック」は、2016~2019 年通販・化粧品下地部門国内シェア No.1 となっている。シニア層を中心に 110 万件の顧客名簿を持つことが強みであり、機能性食品や、ファインケミカル・医薬事業と連携したシナジーの可能性が想定される。

アプロスの主力商品

商品紹介 Products Introduction Silky cover シルキーカバーオイルブロック 洗顔バーム クレンジング&洗顔料

Crac 洗う FUTURE セルフューチャ Sensing Balen 注照パール



化粧下地

出所:アプロス WEB サイトより抜粋

シニア・アクティベイト のビジネスモデルを牽 引

ドラッグストア・薬局・ 薬店を主とした市場に おいては、インバウンド 需要の減少や新型コ ロナウイルスによる外 出の減少がマイナスの

影響

ダイレクトマーケティン グで新たな販売ルート の拡大、顧客分析力 の向上による商品開 発力の向上が期待

Astena2030 では、ソーシャルインパクト戦略のビジネスモデルとして、シニア・アクティベイト、 すなわち化粧品・機能性食品の提供を通して「シニア総アクティブ化」を目指すコンセプトが 打ち出されている。QOL あるいは健康寿命において、社会接点を多くとるあるいは歩くといっ たことを前提として外に出るために化粧をするというような一つ一つの活動を結びつけることを 事業化していると想定される。アプロスの事業特性は、シニア・アクティベイトのビジネスモデル において重要な役割を担う。

ファルマネット BU

店舗販売チャンネルに加えてダイレクトマーケティングで販路強化

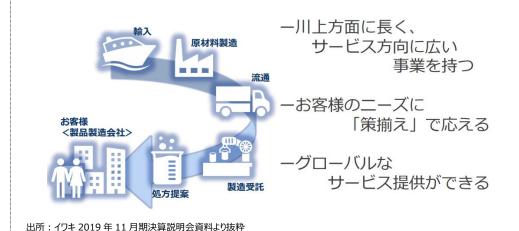
2020年 11 月期の売上高は 93 億円である。ファルマネット BU は、イワキのファルマネ ット営業部とマルマン H&B から構成される。ドラッグストア及び薬局・薬店に向けて一般用 医薬品・健康食品などの販売を行うほか、ストアブランド品の提案や品揃え・棚割り支援な どのリテール・サポートも展開している。ドラッグストア・薬局・薬店を主とした市場においては、 インバウンド需要の減少や新型コロナウイルスによる外出の減少がマイナスの影響をあたえて いる。こうした店舗を主体とした販売チャンネルを補完する、ダイレクトメールなど直接消費者 とつながるダイレクトマーケティングで強みを持つマルマン H&B の完全子会社化による効果が 期待される。具体的には HBC・食品事業がもつ幅広い品揃えについてこれまでリーチできな かった顧客層への販売拡大や、消費者からの反応のデータベース化によるより精度の高いマ ケティングや商品開発力の向上等が想定される。

ファインケミカル + 医薬 + HBC・食品

■ ヘルスケア原料調達プラットフォーム

3事業の連携により、Astena2030の7つのビジネスモデルのうちのヘルスケア調達プラットフォームが構築される。医薬品・化粧品・機能性食品製造販売会社の全ニーズをカバー。 CMC(研究開発で原料や医薬品を開発)と CDMO(原料製造、医薬品製剤)、流通、卸のバリューチェーンを最大活用。原料ビジネスの DX 化により、顧客の開発・調達プロセスにおける課題解決のプラットフォームを提供。同時に独自性を高めた商品・サービスの提供で市場価値を増大させる。 ダイレクトマーケティング領域への投資を行い、領域特化型のネットワークを構築することで、原料を輸入してきて売るだけではなく、医薬品、化粧品、健康食品のもの作りに必要なファンクションは全部提供する。「もの作りのお悩みがほとんど解決する」プラットフォームの構築をめざす。原料を買ってきて売るという、いわゆる卸売業のビジネスは継続し、そこにサービスを乗せて原料を売るようにしていく。

ヘルスケア調達プラットフォーム



化学品

合弁解消のマイナス 効果を新製品投入で 克服



| ハイエンドの表面処理薬品で差別化~グローバルニッチトップへ

2020年11月期の売上高は74億円、セグメント利益は3億円である。化学品事業は、1951年に問屋商社業の一環として化学品の取り扱いを始めたことにより開始した。その後、1960年に日米合弁によるジャパンメタル・フィニッシング・カンパニー(現在のメルテックス株式会社)を設立したことをきっかけに、現在では主に表面処理薬品を中心とした化学品の開発・製造・販売を行っている。当事業は、メルテックス株式会社(以下、「メルテックス」)、東京化工機株式会社(以下、「東京化工機」)、弘塑電子設備(上海)有限公司(以下、「弘塑電子設備」)の3社により運営されている。表面処理薬品では、ハイエンドのプリント配線板用薬品、電子部品用薬品、半導体用薬品に強みをもつ。2020年11月期の売上高は50億円である。その他、製造装置(同14億円)、表面処理周辺商品(同6億円)も販売している。

■ 化学品事業の概要、数字は 2020 年 11 月期の売上高[億円]



2015 年に海外企業とのライセンス契約を解消した影響で売上が大幅に減少した。契約解消前から赤字傾向であったが、契約解消で赤字幅が大幅に拡大した。克服のためにハイエンドの新製品を数多く投入することで、契約解消から3年後には黒字化し、2020年では

4%以上の営業利益率を計上するようになっている。化学合成に関する研究開発力の高さを物語っている。

表面処理のトータルソリューション、一般分野からエレクトロニクスへ

表面処理技術とは、バルク(単独組織の部素材)では持ち得ない高度な新機能を基材 に付加するための機能性界面・皮膜形成技術である。メルテックスは、表面処理薬品の研 究開発から製造販売までを手掛け、その高い技術力と知識を活用し、ニーズに合わせたカス タマイズや周辺商品の提供までのトータルソリューションを展開している。

創業当初、メルテックスは表面処理全般を取り扱ってきたが、現在ではエレクトロニクスに

特化した提案を行っている。これまで、スマートフォンの小型化などに貢献する表面処理薬品の開発、MIT 初のベンチャー企業と契約したコネクター用金メッキ品の金使用量を大幅に下げる商品などを手掛けてきた。

主要製品





プリント配線板用

リジッド基板、フレキシブル基板、セラミック ス基板などあらゆる電子回路基板の製造に使用 される業品です。

無電解銅めっき液、硫酸銅めっき光沢剤、無電 解ニッケル・金めっき液、エッチング液など幅 広く製品を取り揃えており、特に硫酸銅めっき 光沢剤、エッチング液は、高密度のプリント配 線板の処理に欠かせない薬品として、高い市場 占有率を誇っています。



電子部品用

電子部品へのニーズは、スマートフォンや自動 車、AV機器等の電子機器市場の拡大によりま すます高まっています。当社はコンデンサや抵 抗器をはじめとしたチップ部品、コネクター、 リードフレーム等の電子部品用のめっき楽品を 取揃えております。

中でもチップ部品用の中性すずめっき液においては国内外で使用され信頼性の高いめっき業品として好評をいただいております。また、タッチパネル等に使用されますITOへのめっきやガラス等様々な素材に応じためっき薬品を用意しており、用途に合わせた最適な業品をご紹介いたします。



半導体用

半導体は、スマートフォンから家電製品、クレジットカード、電子マネーにいたるまであらゆる分野で使われています。 機器の小型・軽量化、低消費電力化などに伴い、半導体部品にもより高い性能が求められています。当社はこれらの分野に対して、電極へのパリアメタル形成、メタルシード層の除去など半導体製造工程に必要な高機能・高品質な薬品を各種取り揃えています。



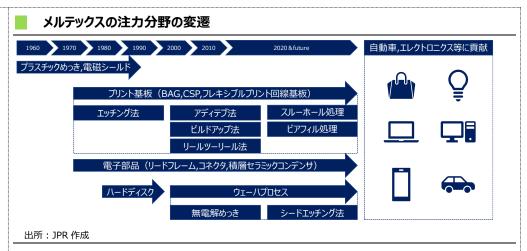
一般月

金属およびプラスチック素材に美観を与え、耐食性を高めるためのめっき薬品です。カメラ、時計などの精密機器、パンパー、ホイールなどの自動車部品、さらには各種電気製品、家具、アミューズメント機器等あらゆる分野で使用されます。金、銀、銅、錫、ニッケル、クロムめっきなど幅広く取揃えておりお好みの光沢具合や色調を提供いたします。

出所: メルテックスの WEB サイトから抜粋

付加価値の高いめっきへの移行

メルテックスは、プラスチックや一般製品用を含めた製品全般用のメッキ薬品各種の製造販売において、より付加価値の高い自動車部品・エレクトロニクス用のメッキ薬品の製造販売の占有率を高めてきた。この高付加価値分野は、単に部品の表面に防錆性や耐熱性を付与するだけでなく、プリント基板上での微細回路の形成やウェーハ表面の微細加工に用いられる。メッキは、薬液中での反応により成膜を行うウェットプロセスと、真空中あるいはガス圧中でメッキを被処理物表面に飛ばして成膜するドライプロセスに大別される。メルテックスはそのうち前者のウェットプロセス向けの薬品を提供しており、研究の進む複雑な表面処理プロセスに対応した薬品の研究開発・製造販売を行うことで、当分野における世界トップレベルの技術を提供してきた。



ライセンス製品ではない自社開発による技術の蓄積

メルテックスはこれまで、銅配線に対するダメージを 20 分の 1 にまで軽減できる薬品や金の使用量が従来の3分の1になる薬品など、さまざまな基材に新たな特性や機能を付与するために金属製品の表面を加工することで、車や家電製品の競争力を高めてきた。これらは、ライセンス製品ではなく自社で開発されたものであるため、ウェットプロセスに用いる薬品に関して、研究開発から製造販売に至るまでの技術が蓄積されてきた。

グローバル応需体制

タイの生産拠点と国内の熊谷工場とともにグローバル応需体制をとり、国内外の需要への対応を可能としている。海外販売比率が高い製品の生産を海外拠点へと移管することにより、コスト削減や効率化が可能となる。新型コロナウイルス感染拡大の影響により、営業活動への大きな影響があったものの、韓国向け銅メッキ添加剤及び台湾・中国・欧州向けシード層エッチング剤の販売が堅調に推移している。

製造プラントの製造・販売による表面処理能力の加速

東京化工機は、1966年の創業以来、エッチングマシンの開発から表面処理装置の総合メーカーとして発展してきた。2005年よりメルテックスとの業務提携を開始して以来、フラットパネル全般の表面処理装置の設計から製造販売、アフターサービスまでを手掛けるようになった。これにより、表面処理用の薬液と装置のマッチングを通じたトータルソリューション化が図られている。また、東京化工機は、上海拠点、マレーシア拠点などを保有している。

|強み及び戦略

ハイエンドのプリント基板用薬品、電子部品用薬品、半導体用薬品の強みとして、まずイオン的に中性であることがあげられる。電子部品においては特にコンデンサーにおいて、微小化が進んでいるが、伝送速度をあげると、耐薬品性が低くなるため、中性に近い薬品が強みとなる。微細化、微小化がすすむことで中性の強みはより高く評価されることになる。その結果、ハイエンドの微小な積層コンデンサーにおいては高いシェアをもっている。その他の強みとして、CMR物質(発ガン性、変異原性、生殖毒性があるとされる物質)の量がすくなく、厳しい EU の規制も遵守していることがある。メッキ薬品は劇物に指定されやすいが、メルテックスの製品であれば問題がない。

その他の戦略をまとめたのが以下の図である。プリント基板用は競合が多いので、微細回路形成などで高信頼性、平滑化、高密着を推進し、競合のすくない高付加価値分野でシ

ェアをあげる。電子部品向けはすでに説明した強みを強化して、高付加価値コンデンサーの 分野でシェア No.1 を確立していく。

プリント基板用薬品、電子部品用薬品、半導体用薬品の戦略



出所: イワキ 2019 年 11 月期決算説明会資料

その他、高付加価値化に寄与する製品としては、中性すずめっき薬品、新しい高付加価値の半導体向けの製品などで以下のものがあげられる。5Gで微細化の流れは拡大するため、これらの製品への需要は5Gなみの成長が期待される。

強化する技術・薬品



出所: 2019年11月期決算説明会資料より抜粋。

なお半導体特にパワー系の半導体で高成長が期待される製品としては、UBM というプロセスに利用される関連商品がある。UBM は Under Bump Metal という加工方法であり、これは半導体の上に「はんだバンプ」を形成する時に使う電極を造るためのプロセスである。いわゆるパワー系の半導体と言われる大きめの半導体に使われるプロセスにおいて、電極部分の腐食を防ぐような効果を持っている。電極部分の腐食を防ぐことにより製品の信頼性が上がり、国内外の大変多くの半導体製造に利用されている。現在、国内外 10 社以上で採用されており、UBM という工法においては、国内シェアナンバーワンを持っている。パワー系の半導体のマーケットが大きくなると、この領域も大きくなっていく。非常に粗利益率が高い。

昨今の化学品事業の動向

表面処理薬品市場においては、コロナウイルスの影響を受け、一部の国・地域において経済活動再開の動きはあるものの、第2波、第3波の恐れにより閉塞感に包まれた状況が続いた。また、輸出時には海上輸送船舶及びコンテナ不足によりサプライチェーンへの影響も拡大した。

中国・台湾・韓国など比較的影響が軽微な地域はあるものの、世界的経済低迷は、当業界にも大きな影響を与え、特に上半期を中心に自動車産業向け薬品が大きく減少し、新規採用評価試験の遅延等が発生した。しかし下半期からは回復基調となり、また電子部品、半導体向け薬品においては高速大容量通信の第5世代(5G)、在宅勤務向けインフラ需要の下支えなどから堅調に推移した。

プリント基板業界においては、在宅勤務や自宅学習等に伴うデータ通信量急増を背景に、サーバーやパソコン、タブレット端末は堅調に推移し、また電装化による車載基盤の増産が期待された自動車産業は一時的には生産量が減少したが、現在では生産が回復している。プリント基板業界を牽引しているスマートフォンの販売は世界的な不振が続いている。

"Unstoppable Trend"

2014 年に国連サミットで持続可能な開発目標「SDGs」が採択された。持続可能性や環境保護への関心の集まりに伴い、持続的な発展に寄与する表面処理技術の開発が望まれている。

表面処理薬品市場のプリント基板関連においてはスマートフォン市場の縮小・米中貿易摩擦、さらに期待されていた 5G 市場の未活性化により厳しい環境にある。一方、受動部品関連は車載部品の電装化に伴い堅調に推移している。

パワーIC、コネクター、ソーラー、パッシブ等はいずれも成長しており、アジアの経済成長も顕著である。技術要求・需要拡大により電子・半導体分野の復調も牽引されるだろうと予測されている。

▋持続可能な開発目標

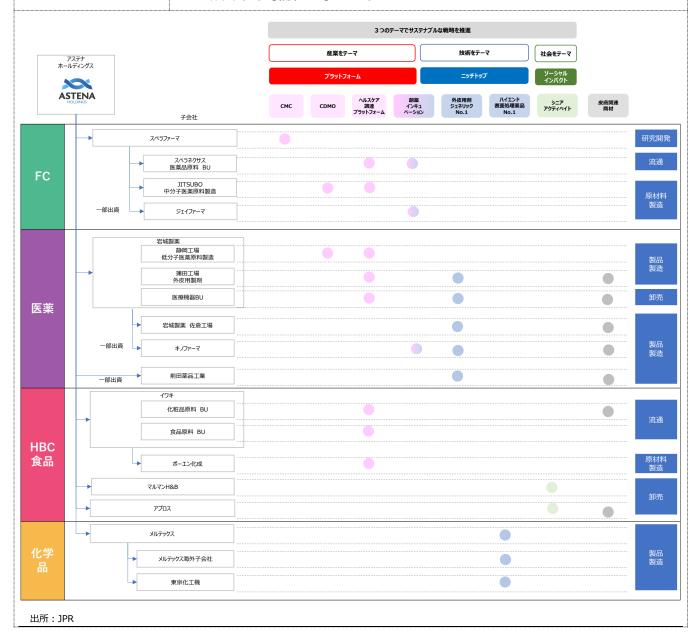
表面処理の分野における SDG s は、人体に有害では気の際に環境へ負荷をかける重金属の使用低減が求められている。電子部品では、部品を接続する薬品として鉛の含まれる「はんだ」に代わり、鉛を含まない「はんだ」の使用が推奨されている。昨今、特に注目を集めているのが「無電解すずメッキ」や「すず合金メッキ」である。すずは、はんだとの接着性に優れており、人体にも影響がない金属である。そのため、安全性の観点から、今後も需要の拡大が予想されている。

3. 戦略の方向性~7つのビジネスモデル

事業と7つの ビジネスモデル の関係

■ 7つのビジネスモデルと各事業・バリューチェーンの関係

イワキは、これまで関連性の高い、イワキらしさを発揮できる事業へと展開してきたため、各事業は密接に結びついている。以下の図のように、Astena2030 のビジネスモデルも各事業の連携により展開される。特に FC と医薬と HBC・食品事業の間の連携が多い。なお、化学品は、合成力の展開という視点では共有があるが独立したビジネスモデルとなっている。ただし、化学合成という視点では共通基盤があるので、大学との研究開発連携などでは今後シナジーが出てくる可能性も考えられる。



■ 7つのビジネスモデルの評価

これまで見てきた事業の概要の内容から7つのビジネスモデルの動向を評価したものが以下の表である。JPR の主観的な判断で「非常に評価できる」を5、「評価が困難である」を1として、主観的に評価を試みた。CMC,CDMO プラットフォームがもっとも現時点で高い評価をつけることができる。ヘルスケア調達とシニア・アクティベイトはさらなる「策揃え」を期待したい。

新中長期ビジョン : 「Astena2030 "Diversify for Tomorrow."」の 7 つのビジネスモデル評価

| | | , |
|-----|-------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| | 7 つのビジネスモデル | 評価ポイント |
| 1 | CMC プラットフォーム | 低分子と中分子の双方を含み、極めて差別化されており、しかも必要な経営資源を獲得済である。CDMO と密接に連携していることも強み。医薬メーカーからの CMC のアウトソーシングの流れはこれから本格化していくため、高成長が期待できる。ROIC も比較類似会社から類推すると非常に高くなると期待される。 |
| 2 | ヘルスケア 調達プラットフォーム | ヘルスケアに関する、医薬、機能性食品、化粧品の研究開発から、原料製造・調達、流通、製品製造、卸と総合的に、川上の供給者と川下のメーカーをつなげるバリューチェーンを更に発展させ、最適なマッチングをデータ連携や AI 等で実現すれば、興味深い差別化されたビジネスモデルになろう。 持株会社手動の最適なシナジー追求のマネジメント体制と、推進するための AI やビックデータ管理、DX の導入が鍵。研究開発力とのシナジーがポイント。 イワキが強みを持つネットワークには中小企業が多いため DX による改善の可能性が大きいと推察される。 ただし、具体策はこれからといえる。 |
| 3 | 創薬インキュベーション プラットフォーム | CMC の強みを生かした差別化が評価される。ただし全く新しいビジネスモデルであるため評価はこれからの実績の積み上げに依存されよう。 |
| 4 | CDMO プラットフォーム | 低分子と中分子の双方を含み、また、高成長が期待できるバイオ・高薬理活性にも注力。極めて差別化されており、しかも必要な経営資源を獲得済である。規模のメリットでROICの改善も期待できる。 |
| (5) | 外皮用剤ジェネリック 医薬品ニッチトップ | イワキの強みを生かした研究開発力とのシナジーがポイント。DX 推進なども鍵である。具体策は今後明らかになっていくと期待。規模のメリットで ROIC の改善も期待できる。 |
| 6 | ハイエンド表面処理薬品ニ ッチトップ | 5G などでますます高付加価値化、微細化、工程の効率化が求められていくなかで、それらのニーズに合致したハイエンドの表面処理薬品を提供し、半導体、高付加価値PCB、エレクトロニクス部品の高付加価値化、エレクトロニクスメーカーの生産ニーズに貢献するビジネスモデル。短期間で顧客の困りごとを把握しニッチトップ新製品を生み出す R&D 力は非常に高く評価。トータルソリューション新製品を生み出し、継続的に顧客企業と価値創造スパイラルを上げていく体制が構築されている。厳しい安全性基準も遵守し SDGs 的にも評価できる。 |
| 7 | シニア・アクティベイト | 顧客のライフスタイルまで踏み込んだ新しいモデルの構想が必要だが、具体化はこれからか。ヘルスケア調達プラットフォームと連携していけば、差別化は十分に構築できる。石川県珠洲市で計画が推進されている農業とヘルスケア事業と連携したビジネスモデルへの取り組みが注目。ただし株主価値として現時点では評価が困難。 |

| | 7つのビジネスモデル | 成長性 | 収益性 | 安定性 | 独自性 | 資源獲得状況 | 総合 |
|-------------|-------------------|-------------------|--------------------|---------------------|-------------|---------|-----|
| (1) | CMC プラットフォーム | 5 | 5 | 3 | 5 | 5 | 4.6 |
| Ū | CMC プラットフォーム | 高成長期待 | 非常に高い | 創薬トレンドに影響 | 非常にある | 獲得済 | 4.0 |
| (2) | ヘルスケア調達プラット | 3 | 3 | 4 | 3 | 3 | 3.2 |
| (2) | フォーム | 安定成長 | 標準的 | 成功すれば安定 | ある程度ある | 基盤あり | 3.2 |
| | 創薬インキュベーション | 5 | 5 | 3 | 4 | 3 | 4.0 |
| 3 | プラットフォーム | 高成長期待 | 非常に高い 高 PER が期待 | 総合的には標準的 な安定性 | かなりある | 実績はこれから | 4.0 |
| | 2- | 4 | 4 | 5 | 5 | 5 | |
| 4 | CDMO プラットフォーム | 高成長期待だが CMC 未満 | 高い | 非常に安定 | 非常にある | 獲得済 | 4.6 |
| | 外皮用剤ジェネリック医薬 | 3 | 4 | 3 | 5 | 5 | 4.0 |
| 5 | 品ニッチトップ | 市場規模は限定的なサイズ | 高い | 非常に安定だが薬 価改定リスク有 | 非常にある | 獲得済 | 4.0 |
| | ハイエンド表面処理薬品ニ | 4 | 4 | 3 | 4 | 4 | 2.0 |
| 6 | ッチトップ | 半導体の成長率と 同期 | 高い | 半導体サイクルの 影響あり | 競合製品は 存在 | ほぼ獲得済 | 3.8 |
| | | 3 | 3 | 4 | 3 | 2 | 2.0 |
| 7 | シニア・アクティベイト | 成功すれば安定的 な成長期待 | 標準的 | 成功すれば安定だ がまだ未確定 | ある程度ある実現途上 | これから | 3.0 |
| 出所 | τ̄ : JPR | | | | | | |

4. 足元の業績動向

連結及び セグメント情報

■2020 年 11 月期~増収·微減益

連結業績

2025 年 11 月期へ向けた中長期ビジョンの 3 カ年の中期経営計画の推進のための施策の展開により、2020 年 11 月期の売上高は 653 億4千1百万円(前年同期比 6.0%増)、営業利益は 20 億3千5百万円(同 4.1%減)、経常利益は 19 億6千8百万円(同 15.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益は 19 億8千3百万円(同 29.4%増)となった。

連結及びセグメントの業績

[単位:百万円]

厳しい事業環境の中でも過去最高の 売上を達成

| | | 2019年11月期 | 2020年11月期 | 前年同期比 |
|----------|---------|-----------|-----------|--------|
| 連結 | 売上高 | 61,647 | 65,341 | 6.0% |
| | 営業利益 | 2,121 | 2,035 | -4.1% |
| | 経常利益 | 2,318 | 1,968 | -15.1% |
| | 当期純利益 | 1,533 | 1,983 | 29.4% |
| ファインケミカル | 売上高 | 16,272 | 21,456 | 31.9% |
| | セグメント利益 | 1,254 | 1,204 | -4.0% |
| 医薬 | 売上高 | 8,218 | 10,648 | 29.6% |
| | セグメント利益 | 839 | 998 | 19.0% |
| HBC・食品 | 売上高 | 28,375 | 25,812 | -9.0% |
| | セグメント利益 | -44 | -491 | - |
| 化学品 | 売上高 | 7,339 | 7,400 | 0.8% |
| | セグメント利益 | 86 | 328 | 283.4% |

出所: イワキ 2020 年 11 月期決算短信より JPR 作成

ファインケミカル事業

売上高は 214 億 5 千 6 百万円(前年同期比 31.9%増)、営業利益は 12 億 3 百万円(同 4.0% 減)であった。

医薬品原料市場

新型コロナウイルス感染拡大により厳しい状況となったが、ジェネリック原薬及び新規医薬用中間体の販売強化に注力し、中分子医薬分野を重点市場と捉え、海外商材提案、原材料新規開発等を展開し、収益改善を目的とした製造販売中止と価格改定を推進した。一方で電子・機能材料は厳しい状況で推移した。これらの結果、売上は堅調に推移したものの利益は厳しい状況で推移した。

医薬品 CDMO 市場

医療機関の訪問制限や、被験者確保の難航により、医薬品開発に遅れや変更、開発体制の見直しが生じたが、営業体制の再構築による営業力の向上を図るとともに、新技術の開発等のサービス拡充に努めてきた。その結果、新型コロナウイルス感染拡大の影響は軽微であった。

新型コロナウイルス 感染拡大の影響は 最低限に留める 医薬事業

岩城製薬佐倉工場 株式会社の業績が 寄与

百万円(同 18.8%増)となった。 医療用医薬品市場

薬価改定、新型コロナウイルス感染拡大による医療機関受 診抑制の影響やジェネリック 医薬品市場における政府の後発医薬品使用促進策の効果が頭打ちとなり事業環境の厳し さが増す中、安定供給体制の下、外皮用剤や男性型脱毛治療薬を中心に、調剤薬局、医 療機関への適切な情報提供活動に取り組んだが、新型コロナウイルス感染防止のため、訪問

売上高は 106 億4千7百万円(前年同期比 29.6%増)、営業利益は9億9千8

先は一部の開業医など限定的となった。他方、鳥居薬品株式会社より譲受した受託製造を 中心とする岩城製薬佐倉工場株式会社の業績が寄与し、事業収益は大幅に伸長した。

美容医療分野

美容クリニック向け化粧品は医療機関受診の減少に伴い売上が低調に推移したが、美容クリニック顧客向けのEコマース拡大に注力した。

一般用医薬品分野

新型コロナウイルス感染症関連製品の需要拡大が続いている。新型コロナウイルス対策向けうがい薬、ビタミンC原末・錠など提携外皮用剤新製品の売上が伸長した。

HBC·食品事業

売上高は258億1千1百万円(前年同期比9.0%減)、営業損失は4億9千万円 (前年同期 は4千4百万円の営業損失)となった。

化粧品原料市場

新型コロナウイルス感染拡大により、インバウンド及び国内需要の落ち込みに伴い、大手メーカーを中心とした需要も同様に減退した。通販化粧品業界も低迷した。自社品であるヒアルロン酸を筆頭に主力取り扱い原料の販売に注力した。

通販化粧品分野

既存品の販売促進活動に加え、新商品を複数上市するなど積極的に事業を展開したが、 新型コロナウイルス感染拡大により、インバウンド需要及び国内需要が落ち込んだ。外出抑制、マスク使用の影響があり低迷した。

一般用医薬品を主体とした卸売分野

ドラッグストア・薬局・薬店を主とした市場では、インバウンド需要の減少に加えて、新型コロナウイルス感染拡大による需要の落ち込み、在宅勤務への移行に伴う首都圏店舗の売上減少が響き大変厳しい状況となった。消毒剤など感染症対策商品は好調に推移したが、化粧品・風邪薬などが厳しい展開となった。

食品原料・機能性食品原料市場

新型コロナウイルス感染拡大による訪日外国人の減少や在宅率の高まりにより、外食・オフィス需要は減少したものの、テイクアウトや「巣ごもり需要」が拡大し、健康食品需要も拡大した。「巣ごもり需要」拡大が寄与し好調を維持した。

化学品事業

売上高は 74 億2千5百万円(前年同期比 1.2%増)、営業利益は3億2千8百万円(同 283.4%増)となった。

美容クリニック向け E コマースが伸長

新型コロナウイルス 感染症関連製品の 需要が拡大

インバウンド・国内需要の減少でマイナス 効果

表面処理薬品市場

世界的な新型コロナウイルス感染拡大により閉塞感に包まれた状況が続いた。国内は ICT を活用しつつ微細配線形成用薬品、半導体電極形成用薬品、受動部品向けめっき薬品の拡販を継続し、中国・台湾・韓国など比較的影響が軽微な地域では同様の主力製品を中心に積極的な営業活動を展開した。上半期を中心に自動車産業向け薬品が大きく減少したが、下半期からは回復基調となり、また電子部品、半導体向け薬品においては高速大容量通信の第5世代(5G)、在宅勤務向けインフラ需要の下支えなどから堅調に推移した。活動費の合理化等もあり利益は堅調に推移した。

表面処理設備市場

世界的な在宅勤務や自宅学習等に伴うデータ通信量急増を背景に、サーバーやパソコン、タブレット端末は堅調に推移し、また自動車産業は一時的には生産量が減少しましたが、現在では生産が回復している。ただし、業界を牽引していたスマートフォンの販売は、新型コロナウイルス感染拡大の影響により世界的な不振が続いている。利益改善活動、作業効率の向上や納期短縮、新たな装置開発等に取り組んだ。

上期は利益については3割の上方修正

通期も上方修正が 期待

引き続き、策揃えが すすみ M&A の効果 も大きい、医薬が業 績を牽引

医薬のセグメント利益は前年同期比で ほぼ3倍

ファインケミカルは売上は大幅増だが、コロナウイルス対策で風邪をひく人が全世界で減っている影響で利益は減少

2021 年 11 月期第1四半期と見通し

連結

第1四半期については、売上高は 169 億7千5百万円(前年同期比 16.5%増)、営業利益は6億6千3百万円(同 139.0%増)、経常利益は7億5百万円(同 139.0%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益は3億9千8百万円(同 102.8%増)となった。

売上高は上方修正しなかったが、第2四半期の営業利益、経常利益、当期利益はそれぞれ30.0%、31.9%、29.6%上方修正し、14億3千万円(前年同期比62.8%増)、14億9千万円(前年同期比66.3%増)、9億2千万円(前年同期比55.3%増)と大幅な増益へと上方修正した。通期については上方修正していないが、売上高は730億(前年同期比11.7%増)、営業利益は26億円(同27.8%増)、経常利益は27億円(同37.2%増)、純利益は20億円(同0.8%増)となっている。

なお、第2四半期計画値を単純に2倍すると通期では営業利益で 10%ほど上方修正となろう。

連結の業績と上方修正の動き

| | | 2020年11月期 | | | | | 前年同期比 | | | 2021年11月期 会社計画 | | | |
|----|---------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|----------------|---------------|----------------|-------------------|--------------|------------|----------------|
| | [単位:億円] | 実績 | 実績 | 実績 | 実績 | 実績 | 実績 会社計画 修正後 | | 会社計画 | 修正後 A | 修正前 B | | |
| | | 1Q 2020.2 | 2Q 2020.5 | 3Q 2020.8 | 4Q 2020.11 | 1Q 2021.2 | 1Q 2021.2 | 2 Q 2021.5 | 4 Q 2021.11 | 2 Q 2021.5 | 2Q 2021.5 | 修正幅 A/B | 4 Q 2021.11 |
| | 売上高 | 14,572 | 30,832 | 47,565 | 65,341 | 16,975 | 16.5% | 17.7% | 11.7% | 36,300 | 36,300 | | 73,000 |
| 連結 | 営業利益 | 277 | 878 | 1,464 | 2,035 | 664 | 139.6% | 62.9% | 27.8% | 1,430 | 1,100 | 130.0% | 2,600 |
| 建和 | 経常利益 | 2,318 | 295 | 895 | 1,479 | 706 | -69.5% | 405.1% | 82.6% | 1,490 | 1,130 | 131.9% | 2,700 |
| | 純利益 | 197 | 592 | 1,571 | 1,984 | 399 | 102.8% | 55.3% | 0.8% | 920 | 710 | 129.6% | 2,000 |

出所: イワキ 2021 年 11 月期第1 四半期決算短信から作成

セグメント業績

| | | | 2020年1 | .1月期 | | 2021年 | 11月期 |
|--------|---------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------|
| 「畄位 | : 億円] | 実績 | 実績 | 実績 | 実績 | 実績 | 前年 |
| 「丰瓜 | · 120] | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 同期比 |
| | | 2020.2 | 2020.5 | 2020.8 | 2020.11 | 2021.2 | 印光几 |
| FC | 売上高 | 3,835 | 9,855 | 15,338 | 21,456 | 5,317 | 38.6% |
| 医薬 | 売上高 | 2,054 | 4,252 | 7,414 | 10,647 | 3,174 | 54.5% |
| HBC・食品 | 売上高 | 6,869 | 13,173 | 19,488 | 25,811 | 6,588 | -4.1% |
| 化学 | 売上高 | 1,812 | 3,551 | 5,323 | 7,425 | 1,896 | 4.6% |
| FC | セグメント利益 | 212 | 554 | 908 | 1,203 | 203 | -4.1% |
| 医薬 | セグメント利益 | 161 | 372 | 748 | 998 | 625 | 288.5% |
| HBC・食品 | セグメント利益 | ▲ 118 | ▲ 179 | ▲ 401 | ▲ 490 | ▲ 236 | - |
| 化学 | セグメント利益 | 24 | 135 | 213 | 328 | 81 | 237.0% |

出所: イワキ 2021 年 11 月期第1 四半期決算短信から作成

ファインケミカル事業

売上高は 53 億1千6百万円(前年同期比 38.6%増)、営業利益2億3百万円(同 4.1%減)となった。ジェネリックを中心とした新規商材の獲得や化学品の拡販等による販売力強化、中間体や治験薬の新規受託獲得に注力したCDMO分野グループ内の営業・開発・製造の各機能連携強化による顧客へのソリューション強化等に取り組んだ。ジェネリック新規品採用や胃腸薬関連原料の好調というプラス要因に加えて、CDMO分野が寄与した。一方で、国内・海外ともに風邪薬関連等OTC用原薬の不振、国内ジェネリック用原料が例年より低調となった。

引き続き岩城製薬 佐倉工場株式会社 の効果が大きく寄与

HBC・食品は引き続き新型コロナウイルス感染拡大の影響が大きく、全体的には低調

化学品は高付加価値製品の寄与により、売上の伸長を大幅に超えて、前年同期比2.3倍

医薬事業

売上高は31億7千4百万円(前年同期比54.5%増)、営業利益は6億2千5百万円(同288.1%増)となった。引き続き岩城製薬佐倉工場株式会社の効果が大きく寄与している。その他、新型コロナウイルス感染症対策の下、皮膚科開業医などの医療機関への訪問が限定的となるなか、主要外皮用剤や男性型脱毛治療薬を中心に、DXツールの導入を含め調剤薬局・医療機関への適切な情報提供活動に取り組んだ。美容クリニック顧客向けのEコマース拡大に注力した。医療用医薬品は、主力の副腎皮質ホルモン剤・アトピー性治療剤など外皮用剤が伸長したが、風邪関連製品は低調に推移した。一般用医薬品は、新型コロナウイルス感染拡大の影響もあり、うがい薬・ビタミンC原末が堅調に推移したが、美容クリニック向け化粧品は、患者の受診抑制もあり低調に推移した。

HBC・食品事業

売上高は 65 億8千8百万円(前年同期比 4.1%減)、営業損失は2億3千5百万円(前年同期は1億1千8百万円の営業損失)となった。自社品の拡大、新規自社原料・自社企画品の開発、既存顧客との取引拡大ならびに新規顧客開拓に注力した。その結果、食品事業及び 2020 年 12 月より新たに連結子会社となったマルマンH&B株式会社が好調に推移し、化粧品自社品原料が前同比増となるなど明るさが見えたが、新型コロナウイルス感染拡大の影響が大きく、全体的には低調に推移した。

化学品事業

売上高は 18 億9千6百万円(前年同期比 4.6%増)、営業利益は8千万円(同232.2%増)となった。表面処理薬品分野は、新型コロナウイルス感染拡大の状況にありながらICT活用でお客様との積極的コミュニケーションをとり、国内外ともに主力製品である微細配線形成用、半導体電極形成用及び受動部品向け薬品販売に注力した。表面処理設備分野は、「納期短縮が会社を変える」のスローガンのもと、2021年2月からの新体制で装置メーカーとして原点回帰し、モノづくり政策に特化した活動を開始した。その結果、5 G市場の拡大、在宅勤務増加などにより関連市場が活性化し、当社主力製品販売を押し上げ、表面処理薬品分野は好調に推移した。表面処理設備分野は、米中摩擦・日韓問題が当期販売に影響を与え、売上・利益ともに堅調に推移した。

5. ESG 及び株主還元策

全社的取組み と 社会インパクト 事業

全社的取り組み

ESG 推進部を設置

イワキは、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。特に「G=Goodwill」で善き会社作り、人材育成を目指す。これまでは CSR 活動を中心に、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)障がい者雇用、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きた。障がい者の雇用促進では、消費量の多い紙の再生による名刺への利用などに取り組んだ。テレワーク(会社オフィス外での勤務)の仕組み作りでは、育児からの復帰をスムースに進めるための工夫を取り入れた。2020年12月にESG推進部を設置し、更にそれらの取り組みを強化すると同時に下記にしめすように社会をテーマにしたサステナブルな戦略として、ソーシャルインパクト戦略に取り組む。

SDG s で新規事業 に取り組む

■ 社会をテーマにしたサステナブルな戦略:ソーシャルインパクト戦略

SDGs として注目されるのは将来の持続的ニーズを捉え、社会と共に成長していける製品(モノ)サービス(コト)を創出し、現状の主力4事業に次ぐ、第5の主力事業を立ちあげる。将来の持続的ニーズ(SDGs)を捉え、社会と共に成長する新規事業を4つの視点で創出。ソーシャルインパクト戦略におけるシニア・アクティベイト事業の立ち上げとして、石川県珠洲市で農場経営を手掛け、健康食品・化粧品の原料を生産するとともに、これを使った製品を販売し、地域ブランド化を目指している。

社会をテーマにしたサステナブルな戦略のイメージ



新しい持株会社体制 を牽引するうえでマネ ジメント力が更に強 化

本社は東京と石川県 珠洲市の 2 拠点 地方創生にも取り組 む

取締役の株式報酬は EBIDA、ROE に連 動

社員も株主価値向上 の恩恵へ

配当性向は 30%を 目指す

既存株主にとって価値毀損を防ぐ工夫のなされた資金調達

■ コーポレート・ガバナンス

取締役会

アステナ HD の取締役は 9 名(事業部長と兼任の常務執行役員は除く)となる。執行 サイドは岩城社長、大森 CHRO(人財)、畑澤 CSO(戦略)、熱海 CFOと岩城会長、 社外取締役は越智氏(事業会社出身)、川野氏(金融機関出身)、二之宮氏(製 薬会社出身)、中川氏(新任予定、人財領域の学者)の 4 名となる。

越智大藏氏は事業会社出身でIRの経験が豊富である。川野毅氏は金融機関出身で、 事業会社の役員を経ている。二之宮義泰氏は製薬会社出身で外資系医薬品会社のマネジメントも経験している。新しい持株会社体制を牽引するうえでマネジメント力が更に強化されたといえる。なお、本社は東京と珠洲市の 2 拠点を選択できるようにする。2023 年に向けて移転させる。

取締役の株式報酬制度

取締役の株式報酬制度について従来は、売上高、売上高粗利率、ROIC を基準にしていたが、これらを 1) 売上高、2) EBITDA マージン、3) ROE に変更する。ROIC は事業会社ベースでは活用していくが、持株会社がリーダーシップをとる中で、M&A も継続的に発生することと、投資家と同じ目線でリターンを考慮した方がよいと判断し、連動から外した。

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。期間 5~10 年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ようにもっていく。いずれも業績向上のインセンティブを高め、株主との価値共有を図ろうというものである。

社員に対しては、従業員持株 ESOP 信託が 2017 年 4 月よりスタートし、中期的な企業価値向上のインセンティブを高め、成果を分かち合うことを推進する。

株主還元策

事業の成長と企業価値の向上に努めていくと共に、株主価値を考慮した資本政策等を勘案し、株主の皆様への利益還元の充実を図るため、安定的でありかつ業績連動性を持たせた「純資産配当率(DOE)1.5%を下限とし、配当性向30%を目途」とする配当方針を基本方針としている。中間配当と期末配当の年2回の剰余金の配当を行うことを基本方針としている。

資金調達の工夫

イワキは 2020 年 11 月 30 日に開示した最大 20%弱の希薄化が生じる SMBC 日興証券株式会社(以下「SMBC 日興証券」)に対する新株予約権付与による資金調達をおこなっている。既存株主の利益への配慮した条項設定(ターゲット・プライス条項及び行使停止指定条項)をもっている。

第一に、ターゲット・プライスに基づく行使制限(ターゲット・プライス条項)を付すことにより、原則、当社の株価(終値)がターゲット・プライス(①630円又は②700円)以上となった場合に限り、SMBC 日興証券はその翌 2 取引日にわたり本新株予約権の行使が可能

となる設計となっている。イワキの株価がターゲット・プライス以上になった場合でも、当社が本新株予約権の行使停止要請を行うことにより、SMBC 日興証券は本新株予約権を行使できなくなり、当社が権利行使のタイミング等を一定程度コントロール可能(行使停止指定条項)である。また、潜在株式数は一定であるため、株価動向によらず、新株予約権行使の結果交付されることとなる当社普通株式数の上限は一定であることで、希薄化の割合の上限を予め固定である。

第二に行使価額修正条項があり、行使価額が修正されるため、株価上昇時にその上昇 メリットを享受でき、一方で株価下落時にも行使を図ることが可能である。

第三に、行使要請条項があり、イワキは、SMBC日興証券に対して、行使要請期間中に行使要請個数の全てにつき、本新株予約権を行使するように要請でき、これによって資金調達を優先する場面においては、事業機会を逸失せず適切なタイミングで確実に捕捉することが可能である。

以上から、株主価値向上に寄与するプラスの面と希薄化のマイナスの効果は適切にバランスされていると判断される。

6. GCC™ による価値創造分析

バリューデザイン

整合性のあるバリューデザイン

A.目指す姿、B.これまでの姿、C.これからの姿、D.移行戦略という形式で、バリューがデ ザインされているかを体系化してみた。整合性のあるデザインになっていると評価できる。

「バリューデザイン」の可視化*

A.目指す姿

・「誠実」「貢献」「信用」を理念として「お取引先様を最優先に思う心を常に忘れない会社」を目指す。また、提供する商品・サービスを通じてお取引先様と共 存共栄することで株主様の利益拡大に寄与する。ひいては、社会その他すべてのステークホルダーへの責任を果たし続ける。

■戦略の特徴・ サステナビリティを経営戦略の中心に据えた経営に、「プラットフォー マー戦略 |「ニッチトップ戦略 |「ソーシャルインパクト戦略 |の基本 3 戦略ごとにサステナビリティの確立に向けた事業を展開

■経営方針 ・業界の「一択」へ、ESG 経営による持続的な成長基盤を確立、 事業を自ら率先する「アステナらしさ」体現

B.これまで

(2020年11月期まで)

製造&卸&商社機能をもつ 品揃え・策揃えによる東京タワー経営

107年間サステナブルであった信用の蓄積/5,500社にわたる国内外取引関係/ 原料メーカーとの国内外のネットワーク/医薬原料、製剤製造設備とその製造ノウハ ウを持つ人財/安全・環境遵守力・品質力

- ・ 低分子の有機化学合成技術と原料製造ノウハウ/多様な剤状の医薬品の製 造ノウハウ、特に外皮用剤の製造ノウハウ
- ・ハイエンド表面処理薬品の合成ノウハウと最適な製造装置

■ビジネスモデル

医薬・食品・機能性食品・化粧品・化学品において原料の製造・卸を軸にした、最 適で差別化したバリューチェーンによる提案力、課題解決力/安定したキャッシュフロ -/多角化による持続可能性・安定性

知財の果たしてきた役割

- 差別化・高付加価値化・「イワキらしさ」
- · 多角化や業務提携/M&A の判断基準

■価値

- ・医薬品・食品・機能性食品・化粧品分野のメーカー、小売業、最終消費者
- ・エレクトロニクス部品メーカー(プリント配線基板、受動電子部品、半導体)

顧客からみてイワキならではの原料・製品の商社・卸売機能、関連する製造プロセス 法、原料・最製造受託の提供、その他周辺サービス/困りごとを解決する提案力

安定的な取引関係/医薬・食品・機能性食品・化粧品・化学品の開発ヒントによる 価値向上のスパイラルアップ

■これまでの外部環境

- ・基礎的医薬品指定による 収益性向上
- 5G等の高付加価値化
- ・ 薬価改定による値下げ圧力

■現状の課題

- ・HBC・食品における「策揃え」
- 製造規模
- · DX 対応力/高薬理活性化対応
- WACC(加重平均資本コスト)以 下の ROIC(等貸本利益率)

C.これから

産業・技術・社会におけるサステナブルな戦 略と先進的なイノベーションによる価値創造 (2030年11月期の姿)

■資源

「これまで」に培ってきた資源に加えて最先端医薬技術(中分子技術)や CMC 事業による研究から卸、小売までの総合力/高薬理活性化対応力/外皮用剤・注 射剤製造の豊富なキャパシティ/ダイレクトマーケティングカ/DX カ/持株会社によ る、シナジー追求、グループ全体の投資コントロールと期待収益コントロールカ

・「これまで」に培ってきた知財に加え、中分子の化学合成技術と原料製造ノウ ハウ/最終製品開発ノウハウ/DX 化ノウハウ/原料メーカーと消費者の最適マッ チングを実現する高付加価値化を実現するプラットフォームの運営ノウハウ

■ビジネスモデル

- プラットフォーム事業: CMC/ヘルスケア調達/創薬インキュベーション/CDMO
- ニッチトップ事業:外皮用剤ジェネリック医薬品/ハイエンド表面処理薬品
- ソーシャルインインパクト事業:シニア・アクティベイト、地方創生+ヘルスケア

知財の果たしてきた役割

・「これまで」に果たしてきた役割に加え、顧客の価値提供や SDGs の視点に 関しより踏み込んだ「コト(サービス・体験)」の提案力強化の役割を果たす

■価値

「これまで」と同じ顧客の中でより最終消費者の重要性が拡大する。さらには地域創 生に関係する自治体を含めた多様なステークホルダーも含む

提供していく価値

「これまで」に提供してきた価値に加えて、プラットフォームを通じた顧客の価値提供に 関してより踏み込んだ「コト(サービス・体験)」の提案力、DX によるマッチング

・「これまで」に得たものに加えて提案力強化につながる課題設定のヒントによる価値 提供力の向上のスパイラルアップ

■これからの外部環境

- ・ 医薬業界のアンバンドリング/中
- 分子創薬ニーズ/SDGs への関 心/卸における DX ニーズ/BCP
- ・薬価改定による値下げ圧力

■移行への課題

- ・「策揃え」に向けた自社商品開発力
- DX 対応力の向上に必要な人材
- 安定事業と先進事業シナジー追求
- 長期的な ROIC の向上

D.移行戦略

■C.に移行するための必要な経営資源

- CMC と CDMO の最適融合とそれを活用した HBC・食品への展開
- CMC の優位性を生かした自社製品開発力
- -層の研究発力強化
- ・ 最終消費者のニーズを把握する力
- 一層の BCP(事業継続計画)の強化の必要性
- HBC・食品の策揃えを拡充するバリューチェーン
- · ROIC マネジメントカ

■C.に移行するための必要な経営資源を獲得するための解決策

- 持株会社体制によるグループシナジー追求の最適マネジメント
- CMC の研究開発支援力、JITSUBO の中分子合成技術力とマルマン H&B の持 つダイレクトマーケティングカをベースにした自社商品開発力/創薬インキュベーション や大学との連携による研究開発力のさらなる強化
- 東京と石川県の2本社体制による BCP 対応
- HBC・食品の策揃えを拡充する M&A
- ・ 持株会社による ROIC マネジメント管理体制の強化

出所: イワキの各種開示資料より JPR 作成。一部 JPR が独自に主観的な視点もくわえている。

*内閣府知的財産戦略推進事務局が作成した「知財が企業の価値創造メカニズムにおいて果たす役割を的確に評価して経営をデザインするためのツール」である「経営デザインシー ト」のフレームワークを応用して作成。同シートは株主価値の創造ストーリーの可視化について有用である。詳細は以下の URL を参照。

https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei_design/index.html、https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei_design/siryou01.pdf

GCC™分析

| A.目指す姿、C.これからの姿で実現する株主価値創造体系

全ページのバリューデザインの中身を、Growth(売上成長)、Connection (人・事業のつ ながりの改善 = 資本の利益率向上)、Confidence(信頼向上 = 事業リスク低下,資本コ ストの低下)の3要素に整理し、非財務情報を定量的なモデルとの連動性を整理し、株主 価値分析モデルへと発展させる「GCC経営™(詳細は巻末資料参照)」のフレームワークで 整理した。3 要素とも現状にくらべ、長期的に大きく、改善し、株主価値の創出力は大きく改 善すると予想される。JPR では、ROIC(投下資本利益率)が現状は WACC を下回ってい るが今後は大きく改善し、WACC のほぼ倍になると予想している。

GCC™で整理した株主価値向上のストーリー

目指す姿

ミッション

- 「誠実」「貢献」「信用」を理 念として「お取引先様を最 優先に思う心を常に忘れな い会社を目指す。
- ・提供する商品・サービスを通 じてお取引先様と共存共栄 することで株主様の利益拡 大に寄与する。
- 社会その他すべてのステーク ホルダーへの責任を果たし続 ける。

ビジョン

- ・サステナビリティを経営戦略 の中心に据えた経営に、「ブ ラットフォーマー戦略」「ニッチ トップ戦略」「ソーシャルイン パクト戦略」の基本3戦略 ごとにサステナビリティの確立 に向けた事業を展開
- 業界の「一択」へ、ESG 経 営による持続的な成長基 盤を確立、事業を自ら率先 する「アステナらしさ」体現

ケイパビリティ

 医薬・食品・機能性食品・ 化粧品・化学品において原 料の製造・卸を軸にした、最 適で差別化したバリューチェ ーンによる提案力、課題解 決力

GCC 経営™の フレームワーク

Growth

・ 低分子・中分子の 化学合成技術、 製剤技術をベース に医薬・食品・機 能食品・Tレクトロ ニクス向けハイエン ド表面処理分野

Connection

- 医薬・食品・機能 性食品・化粧品の すべてでバリューチ Tーンのつながりが 強化. ・より高付加価値の
- サービスも導入し、 多様なバリューチェ ーンを結びつけ最 適なマッチングを推 進するプラットフォー ハヘ谁化.
- 更に地方創生で 自治体との繋がり も強化

Confidence

- 107 年に蓄積され た信用と多角化で 安定した事業に更 に磨きがかかる
- イノベーション分野 においてにおいても 受託中心でリスク は小さい
- SDGs への取り組 みで 社会的信用增大

顧客セグメント

- 医薬品·食品·機能 性食品·化粧品分 野のメーカー、小売 業、最終消費者
- エレクトロニクス部品 メーカー(プリント配 線基板、受動電子 部品、半導体)
- 地域創生に関係する 自治体を含めた多様 なステークホルダー

キーリソース

低分子と中分子の

顧客との関係

企業価値の向上のロジック

利益を生み出す製品やサービスに対する事業戦略と収益構造

- 直接的に営業し価値提 案を行う 一度関係を築くと長期的

販売チャンネル

107 年かけて構築した国

内外の医薬、食品、機 能性食品、小売、エレク トロニクスの顧客ネットワ -ク及び最終消費者への ダイレクトチャンネル、

キーアクティビティ

- 有機化学合成技術 原料の研究開発、原料 と原料製造ノウハウ 多様な剤状の医薬 品の製造ノウハウ
- (外皮用剤) ハイエンド表面処理 薬品の合成ノウハウ と最適な製造装置

キーパートナー

国内外の原料・製 品提供企業

調達、製造・卸を軸にし た、最適で差別化したバ リューチェーン、及び高付 加価値サービスを軸にし たプラットフォームによる提 案力、課題解決力

- ニッチトップに特化し差別 化した事業の強化
- ダイレクトマーケティングカ をベースにした自社商品 開発
- 創薬インキュベーションや 大学との連携による研究 開発力のさらなる強化

収益の流れ 安定的な卸売

- 販売 CMC · CDMO 受託契約による 安定的収入
- 白社原料, 製 品の製造販売 化学品では、製
- 造機械や消耗 品販売
- 全体としては景 気安定的 創薬ベンチャー
- 投資によるキャピ タルゲイン

コスト・資本構造

高付加価値化

で利益率は改

株主価値 の展望

持続的成長

 Astena2030 の2030年11 月器の目標 1,300 億円は 十分達成可能

超過利潤の拡大

- · 投下資本利益 (ROIC の) は大きく現 状の水準から 2倍程度へ
- のれん償却で
- 先行投資が収 益化し資本効 率性は長期的 に改善傾向
- · JPR 予想で ROIC (# 2021年11月 期 5.4%から
- ・2030年11月 期には 11.5%

資本コスト 投資リスクの減少

・ WACC が上昇 するリスクは想 定されない むしろ低下傾 向へ

事業リスク

サステナビリティを重 視する戦略の追求 でより安定的な企

事業リスクの低下

ESG

SDGs 重視の事業戦略 株会社体制によるグルー プシナジー追求の最適マ

財務リスク

ネジメント

安定的なキャッシュ・フロ -ベースにデットも機動的

現状は、加重 平均資本コスト

(WACC) は 6%程度と推 計

出所: イワキ開示資料及びヒアリングにより JPR 作成

企業価値の推計値

全ページの内容をベースに GCCTM の分析フレームワークにより財務モデルを作成し、株主価値の推計をおこなった。 損益計算書、及び、貸借対照表の前提は以下の通りである。 保守的に 2030 年 11 月期以降はゼロ成長とした。

| 損益計算書及び貸借対照表の予測

| 連結 | 売上高 | 65,341 | 72.000 | | | | | | | | | |
|--------------|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | | 00/011 | 73,000 | 76,000 | 82,000 | 91,000 | 100,000 | 103,000 | 108,000 | 114,000 | 120,000 | 130,000 |
| | 営業利益率 | 3.11% | 3.60% | 4.60% | 5.10% | 4.80% | 4.90% | 5.40% | 5.90% | 6.30% | 6.80% | 7.20% |
| | 営業利益 | 2,035 | 2,600 | 3,496 | 4,182 | 4,368 | 4,900 | 5,562 | 6,372 | 7,182 | 8,160 | 9,36 |
| | 経常利益 | 1,968 | 2,700 | 3,392 | 4,075 | 4,250 | 4,776 | 5,453 | 6,275 | 7,097 | 8,093 | 9,30 |
| | 税引き前利益 | 2,589 | 2,700 | 3,392 | 4,075 | 4,250 | 4,776 | 5,453 | 6,275 | 7,097 | 8,093 | 9,30 |
| | 法人税等 | 606 | 832 | 1,045 | 1,255 | 1,309 | 1,471 | 1,680 | 1,933 | 2,186 | 2,493 | 2,86 |
| | 当期純利益 | 1,983 | 2,000 | 2,347 | 2,820 | 2,941 | 3,305 | 3,774 | 4,342 | 4,911 | 5,600 | 6,43 |
| | 一株当たり配当 | 16 | 17 | 18 | 19 | 20 | 21 | 22 | 23 | 24 | 25 | 2 |
| | 配当金 | 556 | 705 | 746 | 788 | 829 | 870 | 912 | 953 | 995 | 1,036 | 1,07 |
| | 内部留保 | 1,427 | 1,295 | 1,601 | 2,032 | 2,112 | 2,435 | 2,862 | 3,389 | 3,916 | 4,564 | 5,35 |
| | 期首投下資本売上高比 | 40.9% | 46.0% | 49.7% | 48.6% | 47.5% | 46.6% | 46.1% | 45.6% | 45.0% | 44.5% | 44.09 |
| | 期首投下資本 | 26,699 | 33,597 | 37,748 | 39,869 | 43,254 | 46,640 | 47,497 | 49,196 | 51,317 | 53,438 | 57,24 |
| | NOPAT | 1,408 | 1,799 | 2,419 | 2,894 | 3,023 | 3,391 | 3,849 | 4,409 | 4,970 | 5,647 | 6,47 |
| | NOPATマージン | 2.2% | 2.5% | 3.2% | 3.5% | 3.3% | 3.4% | 3.7% | 4.1% | 4.4% | 4.7% | 5.09 |
| | ROIC | 5.3% | 5.36% | 6.41% | 7.26% | 6.99% | 7.27% | 8.10% | 8.96% | 9.68% | 10.57% | 11.319 |
| | WACC | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% | 6.00% |
| | ROIC-WACC | 6.00% | -0.64% | 0.41% | 1.26% | 0.99% | 1.27% | 2.10% | 2.96% | 3.68% | 4.57% | 5.319 |
| | ROE | 9.2% | 7.3% | 8.2% | 9.3% | 9.1% | 9.6% | 10.3% | 11.0% | 11.4% | 11.9% | 12.59 |
| ファインケミカル | 売上高 | 21,466 | 23,983 | 25,363 | 26,823 | 28,367 | 30,000 | 31,777 | 33,659 | 35,652 | 37,764 | 40,00 |
| 2) 127 -1310 | 営業利益 | 1,204 | 1,483 | 1,667 | 1,874 | 2,108 | 2,370 | 2,577 | 2,801 | 3,046 | 3,311 | 3,60 |
| 医薬 | | 10,648 | 11,896 | 13,006 | 14,221 | 15,548 | 17,000 | 18,028 | 19,118 | 20,274 | 21,500 | 22,80 |
| 区来 | | 998 | , | , | | | | | | | | |
| HBC·食品 | 営業利益 | | 1,271 | 1,384 | 1,506 | 1,640 | 1,785 | 1,976 | 2,186 | 2,420 | 2,678 | 2,96 |
| HBC·良品 | 売上高 | 25,812 | 28,838 | 30,482 | 32,220 | 34,058 | 36,000 | 37,643 | 39,361 | 41,157 | 43,036 | 45,00 |
| /k# | 営業利益 | -491 | -491 | -323 | -155 | 12 | 180 | 269 | 403 | 603 | 902 | 1,35 |
| 化学品 | 売上高 | 7,400 | 8,267 | 8,670 | 9,093 | 9,535 | 10,000 | 10,539 | 11,107 | 11,705 | 12,335 | 13,00 |
| \+/.± | 営業利益 | 328 | 337 | 372 | 411 | 453 | 500 | 605 | 733 | 887 | 1,074 | 1,30 |
| 連結 | 余剰現預金 | 7.50 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 192 | 4,75 |
| | 現預金 | 7,568 | 7,879 | 8,501 | 9,434 | 10,367 | 10,678 | 11,196 | 11,818 | 12,440 | 13,477 | 13,47 |
| | 売上債権 | 15,026 | 15,643 | 16,878 | 18,731 | 20,583 | 21,201 | 22,230 | 23,465 | 24,700 | 26,758 | 26,75 |
| | 棚卸資産 | 8,369 | 8,713 | 9,401 | 10,433 | 11,465 | 11,809 | 12,382 | 13,070 | 13,758 | 14,904 | 14,90 |
| | 短期有価証券 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| | その他流動資産 | 913 | 951 | 1,026 | 1,138 | 1,251 | 1,289 | 1,351 | 1,426 | 1,501 | 1,626 | 1,62 |
| | 有形固定資産(土地以外) | 6,213 | 10,158 | 10,960 | 12,163 | 13,366 | 13,767 | 14,435 | 15,237 | 16,039 | 17,375 | 17,37 |
| | 土地 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,923 | 3,92 |
| | のれん代等 | 6,120 | 5,712 | 5,304 | 4,896 | 4,488 | 4,080 | 3,672 | 3,264 | 2,856 | 2,448 | 2,44 |
| | 投融資 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,694 | 3,69 |
| | その他固定資産 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,493 | 2,49 |
| | 総資産 | 54,319 | 59,166 | 62,180 | 66,905 | 71,630 | 72,932 | 75,376 | 78,390 | 81,404 | 86,891 | 91,45 |
| | 短期有利子負債 | 5,972 | 4,458 | 4,783 | 5,817 | 6,420 | 4,914 | 3,761 | 2,520 | 752 | 0 | |
| | 有利子負債以外の流動負債 | 16,954 | 17,651 | 19,045 | 21,135 | 23,225 | 23,922 | 25,083 | 26,477 | 27,870 | 30,193 | 30,19 |
| | 長期有利子負債 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,966 | 5,96 |
| | その他固定負債 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,776 | 3,77 |
| | 少数株主持5分 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | -/ |
| | 資本金等 | 7,027 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,263 | 11,26 |
| | 為替換算勘定 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 73 | 7. |
| | ヘッジ損益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | , |
| | 土地再評価 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | |
| | 利益準備金等 | 14,551 | 15,978 | 17,273 | 18,874 | 20,906 | 23,018 | 25,453 | 28,315 | 31,704 | 35,620 | 40,18 |
| | 資本・負債 | 54,319 | 59,166 | 62,180 | 66,905 | 71,630 | 72,932 | 75,376 | 78,390 | 81,404 | 86,891 | 91,45 |

出所: イワキ開示資料、会社ヒアリングにより JPR 作成

完全希薄化後でも潜在株 価は現状の 1.84 倍と算 定される。 以上の前提で株主価値を推計したのが次のページの財務モデルである。株主価値は 560 億円と推計された。① 3 月末の発行済株式数 35,399,187 株、② 4 月 1 日から 20 日までの新株予約権による株式数の増加数 1,950,300 株、③ 3 月末の自己株式数 40,290 株、④未行使の新株予約権による潜在的な増加数 3,310,200 株、から① + ② - ③ + ④ = 40,619,418 株によって 560 億円をわると一株当たり株価は 1,379 円となった。4 月 26 日終値の株価 748 円と比較すると、完全希薄化後でも潜在株価は現状の 1.84 倍と算定される。

GCC[™]分析における株主価値推計 今期 1年後 2年後 3年後 4年後 5年後 6年後 7年後 8年後 9年後 「億円1 2022.11 2023.11 2024.11 2025.11 2026.11 2027.11 2028.11 売上高 730 760 820 910 1,000 1.030 1,080 1,140 1,200 1.300 基本財務指標 営業利益 営業利益率 3.6% 4.6% 5.1% 4.8% 4.9% 5.4% 5.9% 6.3% 6.8% 7.2% 売上高成長率 4.1% 7.9% 11.0% 9.9% 3.0% 4.9% 5.6% 5.3% 8.3% NOPATマージン 2.5% 3.2% 3.5% 3.3% 3.4% 3.7% 4.1% 4.4% 4.7% 5.0% 4ドライバー 投下資本売上高比率 46.0% 48.6% 47.5% 46.6% 45.6% 44.5% 44.0% 期末投下資本売上高比率 47.5% 49.7% 48.6% 46.6% 46.1% 45.6% 45.0% 44.5% 44.0% 44.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% 6.0% ROIC=NOPATマージン÷投下資本売上高比率 5.4% 7.3% 7.3% 9.0% 9.7% 10.6% 11.3% 6.4% 7.0% 8.1% 企業価値の創造力 ROIC/WACC(1円の元手で創出する価値) ¥n 9 ¥1 1 ¥1 2 ¥1 2 ¥1 2 ¥1 4 ¥1 5 ¥1 6 ¥1.8 ¥1 9 NOPAT 64.77 17.99 24.19 28.94 30.23 33.91 38,49 44.09 49.70 56.47 投下資本(元手) 期末投下資本 377 399 433 466 475 492 513 534 572 572 42 34 97 累積値 139 177 236 236 63 130 156 198 NOPAT-投下資本増加分 = FCF 現在価値へのディスカウトレート 25 75% 21 70% 23 67% 28 63% 18 59% **DCF** -24 65 94% 79% 56% 89% 84% FCFの現在価値(PV) 19 15 15 18 11 36 642 非事業資産価値② 31 企業価値=①+② NOPAT 65 18 24 29 30 34 44 50 56 投下資本×WACC 20 23 28 10 32 24 34 30 15 19 超過利潤 超過利潤 = NOPAT-投下資本×WACC 10 15 19 30 増加分 累積 12 21 27 33 72 各年で創造する価値 -36 62 100 58 28 68 76 ディスカウントレート 100% 超過利潤 超過利潤の現在価値 投下資本① 元手 336 超過利潤価値(今期の超過利潤の永久価値)② 成長価値(超過利潤の増加分の現在価値)③ 非事業資産価値④ 31 有利子負債等 59 498 57 303 560 [億円] 48 53 50 314 22 -10 51 265 55 217 -33 217 2 年後 4年後 5年後 6年後 7 年後 9年後 株主価値 時価総額 ①株主資本 ②超過利潤価 株主価値構造 ③成長価値 出所: FactSet、日経 Needs 等に基づき JPR が推計、時価総額は 2021 年 4 月 26 日終値ベース

7. 比較類似会社分析

EBITDA 倍率 で分析

■ 幅広い上場類似企業と比較

イワキについて比較類似会社法で株主価値を試算する。イワキは、各事業で幅広いバリューチェーンに関与している。従って、類似企業については、各事業に関連する幅広い上場企業リスト化した。ファインケミカルと医療は類似性が高いため一つの事業と考えた。類似企業のリスト化は、日経 Needs の業種分類に従い、関連性の高い以下の業種に基づいておこなった。ただし、一部は会社ヒアリングに基づいて、分類変えをおこなっている。

各事業の業種分類

| イワキの事業 | 日経 Needs の業種分類 | 企業数 |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| ファインケミカル・医薬 | バイオ創薬/医療用医薬品/化学品・工業薬品/医療用試薬・検査薬/ 一般用医薬品/医薬品原体・中間体/医薬品卸/後発医薬品 | 107 |
| HBC・食品 | 通信販売(食品・健康商品・化粧品)/業務用頭髪化粧品/化粧品・スキンケア/健康・機能性食品/通信販売(食品・健康商品・化粧品) /調味料・食品添加物/食品卸(総合) | 69 |
| 化学品 | 化学品·工業薬品/化学繊維(合成·半合成繊維等)/無機基礎化 学品/総合化学/有機基礎化学品/化学品·化成品卸/化学機械 | 50 |

出所: FactSet、日経 Needs のデータに基づいて分類

キャッシュフローとして最も企業価値と連動すると考えられ、また、イワキの取締役の報酬と連動している EBITDA (減価償却前営業利益)の企業価値(時価総額+有利子負債)の比率 EBITDA 倍率を用いて分析する。企業価値は、2021年4月23日株価ベースで、FactSetのデータから試算した。なお、参考のために、PER、EBIT(営業利益)倍率、PSR(株価売上高倍率)、PBRの比較も行った。比較手順は以下の通りである。なお、下記でステップ②と③については、HBC・食品の類似会社についても参考で推計した。

イワキの企業価値の比較手順

| ステップ | 内容 | | | | | | | | | | | |
|---------|--------------------|-------------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| 1 | イワキの各事業について 2020 年 | 11 月期(直前期)と 2021 年 11 月期(今期)について以下を | | | | | | | | | | |
| | 算出。今期は、連結の売上高、営 | 業利益、純利益は会社計画値。それ以外は JPR 推計値。 | | | | | | | | | | |
| | A.純利益 | 連結純利益をセグメント利益比率で案分 | | | | | | | | | | |
| | B.EBITDA | セグメント利益+セグメント減価償却費の合計 | | | | | | | | | | |
| | C.営業利益(EBIT) | セグメント利益を利用 | | | | | | | | | | |
| | D.売上高 | セグメント外部売上高を利用 | | | | | | | | | | |
| | E.株主資本 | セグメント総資産で連結株主資本を案分 | | | | | | | | | | |
| 2 | リスト化した類似企業について、分 | 沂時点で入手可能なデータに基づき以下を計算。企業価値は、直前 | | | | | | | | | | |
| | 四半期実績の有利子負債残高+ | 半期実績の有利子負債残高+時価総額で推計 | | | | | | | | | | |
| | a.PER | 直前期:時価総額÷直前年度当期利益 | | | | | | | | | | |
| | | 今期:時価総額÷今年度会社計画当期利益 | | | | | | | | | | |
| | b.EBITDA 倍率 | 直前期:企業価値÷直前年度決算EBITDA | | | | | | | | | | |
| | | 今期:企業価値÷今年度会社計画営業利益+直前年度減価 | | | | | | | | | | |
| | | 償却費 | | | | | | | | | | |
| | c.EBIT 倍率 | 直前期:企業価値÷直前年度営業利益 | | | | | | | | | | |
| | | 今期:企業価値÷今年度会社計画営業利益 | | | | | | | | | | |
| | d.PSR | 直前期:企業価値÷直前年度決算 EBITDA | | | | | | | | | | |
| | | 今期:企業価値÷今年度会社計画営業利益+直前年度減価 | | | | | | | | | | |
| | | 償却費 | | | | | | | | | | |
| | e.PBR | 時価総額÷直前実績四半期末の株主資本 | | | | | | | | | | |
| 3 | | ぶにより、上位 25%、50%、下位 25%を試算。 | | | | | | | | | | |
| 4 | 0 - 0 | を計算。企業価値を計算した場合は、イワキの 2021 年 2 月末の有 | | | | | | | | | | |
| | 利子負債を差し引いて株主価値を | 試算。 | | | | | | | | | | |
| 出所 · 1P | D | | | | | | | | | | | |

出所: JPR

4月 26 日終値 748 円からのアップ サイド: 1.54~3.00 倍

試算結果

試算結果は以下の通りである。結論から言えば、株主価値は、471~917 億円となった。 希薄化ベース株価レンジ: 1,160~2,258 円、PER レンジ: 23.5~45.8 倍、2021 年 4月 26 日の終値 748 円からのアップサイド: 1.55~3.01 倍である。

■ イワキの株主価値推計

ステップ①

| [単位:百万円] | | 当期利益 | EBITDA | EBIT | 売上高 | 株主資本 |
|----------|-----------|-------|--------|-------|--------|--------|
| FC·医薬品 | 2020年度 実績 | 2,158 | 3,202 | 2,202 | 32,114 | 11,016 |
| | 2021年度 計画 | 1,819 | 4,031 | 2,754 | 35,878 | 11,016 |
| 化学品 | 2020年度 実績 | 322 | 598 | 328 | 7,400 | 2,538 |
| | 2021年度 計画 | 223 | 681 | 337 | 8,267 | 2,538 |

ステップ②と③

[単位:倍]

| ○=イワキがより高い評価、 | ● = イワキがより | 低い評価 | | a.PER | | b.EBITDA | λx | c.EBITx | | d.PSR | | e.PBR | |
|---------------|------------|------|-------|-------|---|----------|----|---------|---|-------|---|-------|---|
| イワキ連結 | 2020.11 | | | 14.57 | | 8.49 | | 14.20 | | 0.44 | | 1.29 | |
| イワキ連結 | 2021.11 | 計画 | | 14.45 | | 6.60 | | 11.11 | | 0.40 | | - | |
| FC·医薬品 類似会社 | 直前期 | 実績 | 上位25% | 37.6 | • | 15.87 | • | 30.29 | • | 13.74 | • | 4.25 | • |
| | | | 中位 | 21.9 | • | 10.01 | • | 15.64 | • | 2.11 | • | 1.93 | • |
| | | | 下位25% | 14.3 | 0 | 5.91 | 0 | 8.65 | 0 | 0.91 | • | 0.99 | 0 |
| | 今期 | 計画 | 上位25% | 40.4 | • | 22.37 | • | 35.39 | • | 7.17 | • | _ | _ |
| | | | 中位 | 23.7 | • | 11.76 | • | 15.74 | • | 1.91 | • | - | - |
| | | | 下位25% | 15.3 | • | 7.11 | • | 10.73 | 0 | 0.90 | • | - | - |
| HBC・食品 類似会社 | 直前期 | 実績 | 上位25% | 48.7 | • | 18.31 | • | 33.90 | • | 2.11 | • | 3.50 | • |
| | | | 中位 | 26.0 | • | 9.44 | • | 15.08 | • | 0.82 | • | 1.47 | • |
| | | | 下位25% | 17.2 | • | 7.18 | 0 | 10.09 | 0 | 0.32 | 0 | 0.80 | 0 |
| | 今期 | 計画 | 上位25% | 53.1 | • | 22.55 | • | 36.77 | • | 2.08 | • | - | - |
| | | | 中位 | 32.9 | • | 13.28 | • | 17.70 | • | 0.75 | • | - | - |
| | | | 下位25% | 15.6 | • | 7.52 | • | 11.19 | • | 0.36 | 0 | _ | _ |
| 化学 類似会社 | 直前期 | 実績 | 下位25% | 19.9 | • | 9.25 | • | 15.11 | • | 0.95 | • | 1.14 | 0 |
| | | | 中位 | 14.4 | 0 | 6.93 | 0 | 11.37 | 0 | 0.74 | • | 0.82 | 0 |
| | | | 下位25% | 11.2 | 0 | 5.38 | 0 | 7.46 | 0 | 0.24 | 0 | 0.56 | 0 |
| | 今期 | 計画 | 上位25% | 21.5 | • | 10.08 | • | 19.05 | • | 1.04 | • | _ | - |
| | | | 中位 | 15.9 | • | 7.43 | • | 10.83 | 0 | 0.75 | • | _ | - |
| | | | 下位25% | 12.3 | 0 | 5.70 | 0 | 8.46 | 0 | 0.24 | 0 | ı | - |

ステップ4

| [単位:百万円] | | | | 当期利益 | EBITDA | EBIT | 売上高 | 株主資本 |
|-------------|-----|----|-------|--------|--------|--------|---------|--------|
| | | | | | | | | |
| FC·医薬品 類似会社 | 直前期 | 実績 | 上位25% | 81,126 | 50,826 | 66,690 | 441,325 | 46,837 |
| | | | 中位 | 47,292 | 32,037 | 34,445 | 67,806 | 21,241 |
| | | | 下位25% | 30,866 | 18,918 | 19,036 | 29,161 | 10,919 |
| | 今期 | 計画 | 上位25% | 73,448 | 90,151 | 97,446 | 257,152 | _ |
| | | | 中位 | 43,142 | 47,386 | 43,328 | 68,670 | _ |
| | | | 下位25% | 27,843 | 28,662 | 29,559 | 32,451 | 1 |
| 化学 類似会社 | 直前期 | 実績 | 下位25% | 6,416 | 5,527 | 4,963 | 7,017 | 12,583 |
| | | | 中位 | 4,626 | 4,141 | 3,735 | 5,500 | 9,059 |
| | | | 下位25% | 3,594 | 3,213 | 2,451 | 1,766 | 6,131 |
| | 今期 | 計画 | 上位25% | 6,905 | 6,024 | 6,256 | 7,716 | - |
| | | | 中位 | 5,130 | 4,442 | 3,556 | 5,547 | _ |
| | | | 下位25% | 3,966 | 3,406 | 2,779 | 1,787 | - |
| イワキ連結 | 直前期 | 実績 | 下位25% | 87,543 | 51,368 | 66,668 | 443,357 | 59,420 |
| | | | 中位 | 51,917 | 31,192 | 33,195 | 68,322 | 30,300 |
| | | | 下位25% | 34,460 | 17,145 | 16,501 | 25,942 | 17,050 |
| | 今期 | 計画 | 上位25% | 80,357 | 91,189 | 98,717 | 259,882 | |
| | | | 中位 | 48,271 | 46,843 | 41,899 | 69,232 | |
| | | | 下位25% | 31,809 | 27,083 | 27,353 | 29,253 | |

注:ステップ④の数字で、EBITDA、EBIT、売上高の類似会社の数字は企業価値、それ以外は株主価値出所:JPR

今期計画ベースの EBITDA に、比較類似会社の EBITDA 倍率の中位から上位 25%の数字をかけて企業価値を推計し有利子負債を引いた値、468~911 億円を EBITDA 倍率ベースのイワキの株主価値として推計する。希薄化ベース株価レンジ:1,153~2,245 円、PER レンジ:23.4~45.5 倍、2021 年 4 月 26 日終値 748 円からのアップサイド:1.54~3.00 倍

巻末補足資料

GCC 経営 ™ のフレームワーク での評価

GCC 経営 ™の分析フレームワークとは?

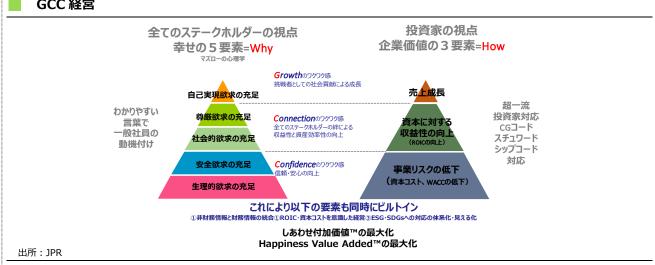
全てのステークホルダーの心をつかむ非財務情報と財務情報を統合

GCC 経営 ™とは、全てのステークホルダーの幸せにフォーカスすることで、非財務情 報と財務情報を統合的に結びつけて、株主価値の持続可能性を評価する分析フレー ムワークである。ジェイ・フェニックス・リサーチが独自に開発した。投資家の幸せは企業 価値の三要素のフレームワークを用いる。社員や幸せは、米国の著名な心理学者、マ ズローの五つの欲求段階説を用いる。五つの欲求が満たされれば、人は幸せを感じる と考えられる。同じ株主価値でも、社員の幸せが向上する仕組みがビルドインされてい ればより持続可能性が高いと判断できる。

欲求の五段階の要素と、企業価値の三つの要素を結びつける概念が Growth(売 上成長)、Connection(人・事業のつながりの改善 = 資本の利益率向上)、 Confidence (信頼向上 = 事業リスク低下,資本コストの低下) である。GCCの概念 で、全ての社員の幸せの向上がビルドインした戦略が生み出した超過利潤を JPR では 「しあわせ付加価値™、Happiness Value Added™」と呼ぶ。

幸せを高めることが企業の存在意義つまり「なぜその企業は存在するのか(Why)」 を問うことになり、それがどのように(How)価値に結びついているのかという視点が企 業価値の視点となる。このフレームワークを用いることで、社員にわかりやすく企業価値 の創造の概念を説明することが可能となる。また、スチュワードシップコード¹対応で必要 となる非財務情報の開示も容易になる。そのほか、①非財務情報と財務情報の統合 ②ROIC・資本コストを意識した経営(コーポレートガバナンス対応²)③ESG・ SDGs への対応の体系化・見える化にも対応可能となる。

GCC 経営



¹ スチュワードシップ・コード (Stewardship Code) とは、コーポレートガバナンスの向上を目的とした機関投資家の行動規範。

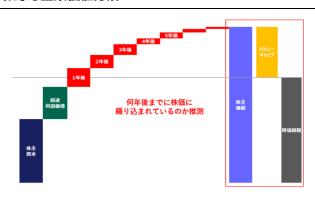
² コーポレートガバナンス・コードとは、上場企業が行う企業統治(コーポレートガバナンス)においてガイドラインとして参照すべき原則・指針です。日本では、東京証券取引所が定め ている。

ROIC 超過利潤で 見た企業価値 評価法

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第 5 回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つの分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本=投下資本+非事業資産-有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



出所: JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法(DCF法)と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算している。

超過利潤=税引き後営業利益(NOPAT マージン)-投下資本X加重平均資本コスト

税引き後営業利益(Net Operating Profit After Tax:NOPAT) = 営業利益X(1-実効税率)投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - 有利子負債以外の流動負債

非事業資産価値=売上高の 10%を超える現預金+短期有価証券+投資有価証券+繰り延べヘッジ 損益+土地再評価額金+為替調整勘定

加重平均資本コスト=税引き後有利子負債利子率X (D/(E+D)+

株主資本コストX (E/D+E)

株主資本コスト=0.5%+5%Xβ

β=TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一次回帰式の傾き

E=計算時点での時価総額

D=計算時点での直近決算の短期有利子負債+固定負債+少数株主持5分

ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン(以下、発行者)が、「ANALYST NET」のブランド名(登録商標)で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として 作成されたものです。 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは 違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内 容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現が ある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を 直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接 的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリ ストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性が あります。 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券 取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関 する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、 当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価による ものです。 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、 完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レ ポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。 П 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接 的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものでは ありません。 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関し て、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目 的での利用を行うことは法律で禁じられております。