

## 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™」\*<sup>a</sup>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、5 G 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\*<sup>b</sup>) 事業の買収と、医薬の開発・製造受託 (CDMO\*<sup>c</sup>) 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ム戦略 (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

miyashita@j-phoenix.com

yosuke.kashiwao@j-phoenix.com

## 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
URL	<a href="https://www.iwaki-kk.co.jp">https://www.iwaki-kk.co.jp</a>
業種	卸売業

## 主要指標 2021/4/26 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
会社開示予想当期利益ベース EPS (PER)	60.65 円 (12.76 倍)
実績 BPS (2021 年 2 月末)	656.93 円
実績 PBR	1.17 倍

業績動向	売上高 (百万円)	前期比 %	営業利益 (百万円)	前期比 %	経常利益 (百万円)	前期比 %	純利益 (百万円)	前期比 %	EPS (円)	株価 高値(円)	株価 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・フェニックス・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置き換えることができる。

\* CDMO : Contract Development and Manufacturing Organization の略、製薬の開発・製造受託事業を指す。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、5G 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	<a href="https://www.iwaki-kk.co.jp/iwaki.html">https://www.iwaki-kk.co.jp/iwaki.html</a>

出所：開示情報を元に 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	<b>イワキ株式会社</b>	●		●	
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	<b>岩城製薬株式会社</b>	●	●		
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	<b>イワキ株式会社</b>	●			
1951 年	化学品取扱開始	<b>Meltex</b>				●
1959 年	食品原料取扱開始	<b>イワキ株式会社</b>			●	
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	<b>Meltex</b>				●
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	<b>イワキ株式会社</b>			●	
1964 年	大阪証券取引所第二部に上場					
1965 年	ポーエー化成株式会社へ資本参加 食品原料の製造を開始	<b>ポーエー化成株式会社</b>			●	
1981 年	機能性食品取扱開始	<b>イワキ株式会社</b>			●	
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	<b>APROS</b>			●	
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	<b>東京化工機株式会社</b>				●
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	外用剤のア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ベラファーマ株式会社を完全子会社化 CMC 開発のアレゼンス向上を目的として、創業バイオベンチャー「ジェイファーマ株式会社」へ出資	<b>スベラファーマ株式会社</b>	●	●		
	岩城製薬佐倉工場株式会社を連結子会社化	<b>岩城製薬佐倉工場株式会社</b>		●		
	マルマン H&B 株式会社を連結子会社化	<b>maruman</b>			●	
2021 年	石川貝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の出資 スベ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	<b>Jitsubo</b>	●			

出所：イワキ開示資料から 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

2021 年 4 月 7 日現在の事業構成と主な連結対象会社

事業名	ファインケミカル (FC)	医薬	HBC・食品	化学品
事業内容 ビジネス ユニット (BU)  ロゴは連結 対象 事業会社	<b>CMC 研究開発 BU</b> 医薬品創出支援（製造方法 研究受託）   <b>医薬品原料 BU</b> 医薬品原料製造 原薬と化成品の製造・受託製 造    医薬品原料商社 自社グループを含む国内約 300 社、海外約 40 社から薬 品を仕入れ販売。医薬関連 原料を提案 <b>イワキ 株式会社</b> 	<b>医薬品 BU</b> 製品製造 医療用医薬品、主に ジェネリック医薬品を製造 その他一般用医薬品も製造   注射剤、錠剤、外用剤など 多様な剤形を受託製造   <b>医療機器 BU</b> 主に新生児・小児向けに呼吸 管理製品等を販売、関連する 消耗品も販売  <b>イワキ 株式会社</b>	<b>食品原料 BU</b> 食品原料製造   食品・機能性食品原料商社  <b>イワキ 株式会社</b> <b>化粧品 BU</b> 化粧品原料商社  <b>イワキ 株式会社</b> 化粧品製造通販   <b>ファルマネット BU</b> 一般用医薬品卸 ドラッグストア及び薬局・薬店に 向け  <b>イワキ 株式会社</b> 健康食品・化粧品・生活雑貨 製品販売 	<b>表面処理薬品 BU</b> エレブント配線板、半導体。 電子部品用   <b>表面処理設備 BU</b> プリント配線板の製造プラント の製造・販売   <b>スペシャリティマテリアル BU</b> 各種表面処理で使用する工 業化学品を販売  

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	医薬原料 医薬品原料製造 37 医薬品原料商社 128				214 (33%)	12
医薬				医薬品 ジェネリックメーカー 103	医療機器 医療機器卸 4	106 (16%)	9
HBC・食品				化粧品 化粧品原料商社 40 化粧品通販 23	ファルマネット 一般用医薬品卸	258 (40%)	▲4
化学品				食品原料 食品原料メーカー 3 食品・機能性食品 原料商社 97	93 (14.4%)	74 (11%)	3
		表面処理薬品 53 表面処理設備 14		スペシャリティマテリアル 6			
計	50(8%)	108(17%)	272(42%)	126(19%)	98(15%)	653 (100%)	20
研究開発 + 製造は合計で <b>284 億円 (43%)</b>							

出所：イワキ開示資料や WEB サイトから JPR 作成

「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

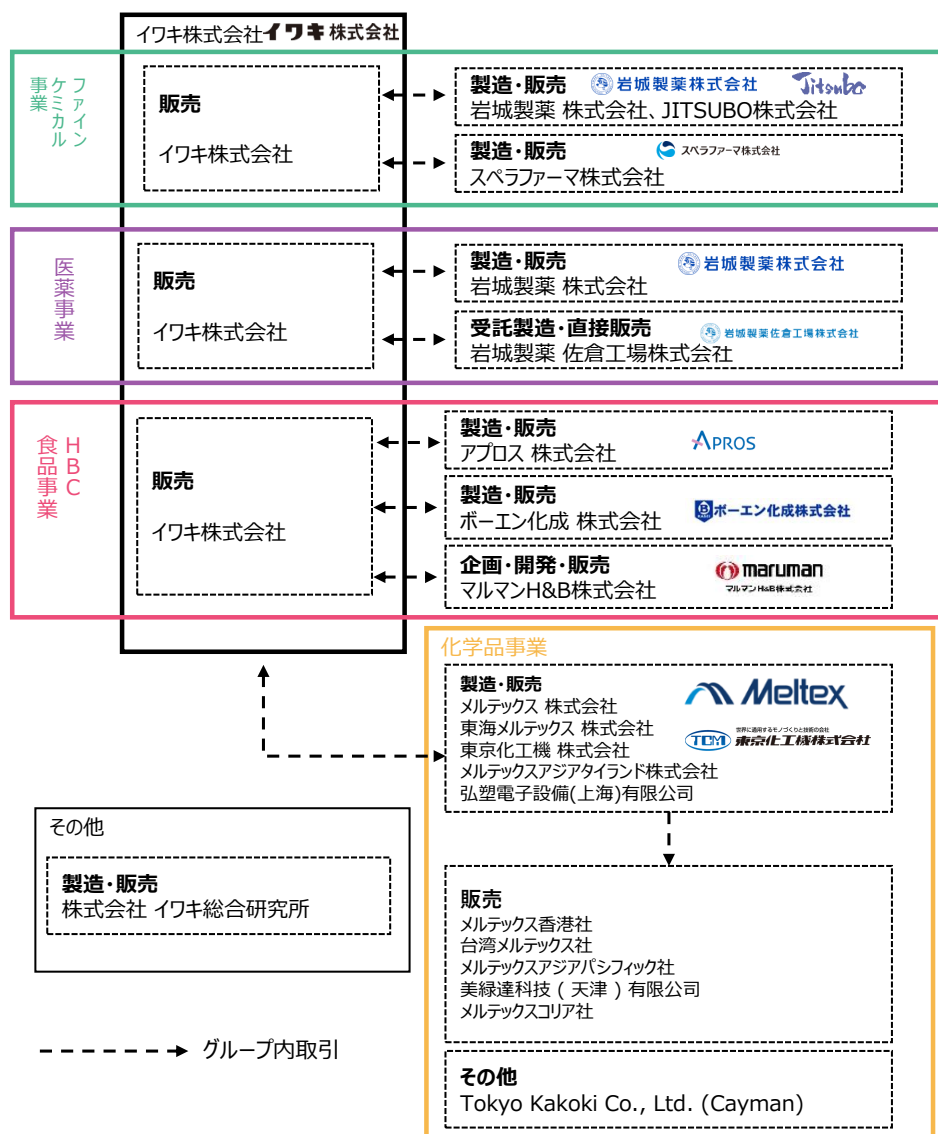
## 経営理念

「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）



出所：イワキ有価証券報告書及び開示資料から JPR 作成

## 創業からの歴史

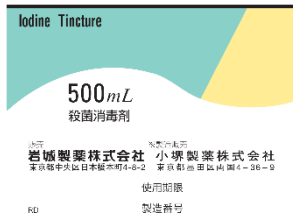
### 価値源泉を育んだ創業からの変遷



創業者 岩城市太郎  
(明治23年～昭和37年)

日本薬局方

岩城製薬株式会社 小堺製薬株式会社



## 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

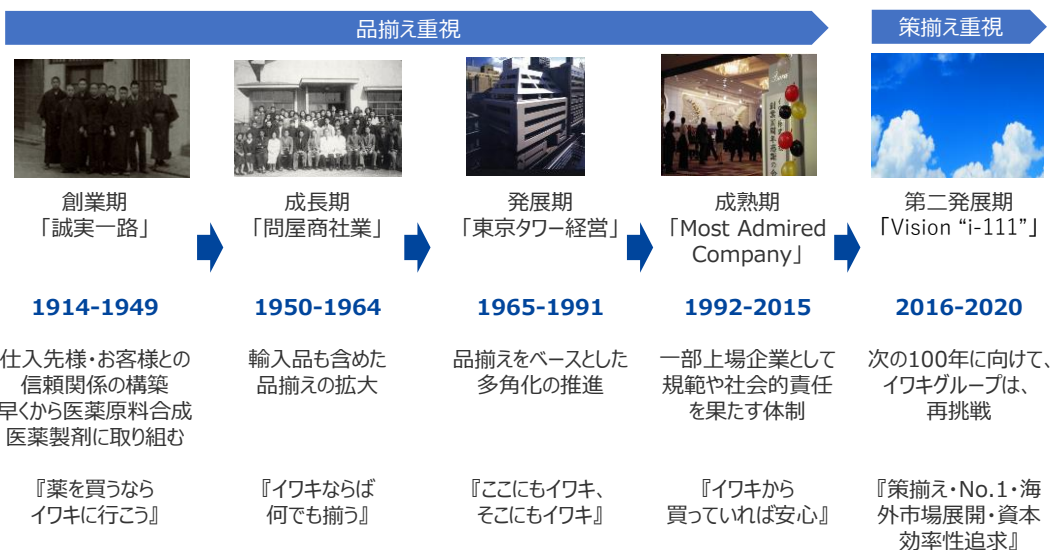
薬問屋で奉公しながら薬について学んでいた、イワキの創業者、岩城市太郎氏（明治23年生まれ）は、奉公先の倒産後、「誠実」「貢献」「信用」を社是として、1914年に自ら岩城市太郎商店を開業した。岩城市太郎商店は、第一次大戦の影響で輸入が途絶え西洋薬の価格が高騰した厳しい事業環境や、1923年の関東大震災による店舗全焼等の困難を乗り越え発展してきた。岩城市太郎商店は、第一次大戦後、西洋薬国産化が活発化する中で、1931年に岩城製薬株式会社（以下、「岩城製薬」）を設立し、医薬品原料の化学合成や、医薬品の製剤に進出した。ヨードチンキを日本で初めて製造したのは岩城製薬である。1941年に法人組織として「株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



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 年にはポ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

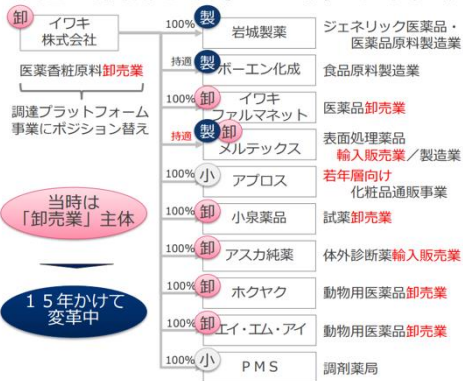
2017 年に創業家 4 代目、岩城慶太郎氏が社長就任した。コンサルティングや IT システム導入支援を行うアクセンチュア株式会社を経て 2005 年 4 月にイワキに入社し、メルテックスの社長を務めた後、グループ中長期ビジョン「Vision “i-111”」の策定は副社長として推進した。社長就任以降、3 期連続増収増益、創業 105 年目で史上最高営業益を更新した。製薬事業経験をもつ外資系の投資銀行出身者をチーフストラテジーオフィサー取締役に採用し、武田薬品工業株式会社（以下「武田薬品工業」）からスピンアウトした CMC 事業を行うスペラファーマ株式会社（以下「スペラファーマ」）を買収するなど、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語る。

### 卸売から製造を中心へ

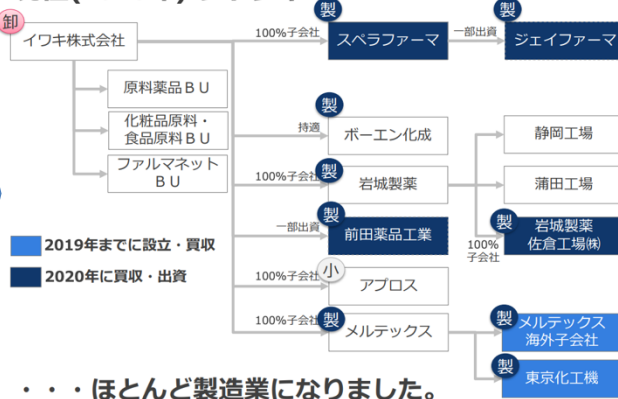
2005年東証一部への指定時点と2020年11月期の事業会社及びそれらの事業内容を比較した下図をみると卸売に関する事業が売却され、製造業が次頁以降で詳細を説明するM&A等により拡大している。

### 事業再編により医薬品分野を中心に機能変革

#### 東証1部指定時（2005年）のイワキ



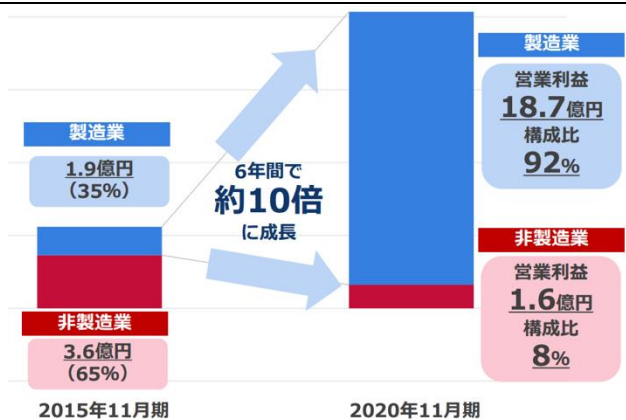
#### 現在(2020年)のイワキ



出所：イワキ「2020年10月個人投資家向け説明資料」

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



出所：イワキ：「2020年11月期決算説明会資料」

## 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

 <b>スペラファーマ株式会社</b>	<b>国内唯一の統合型 CMC</b>
開示日：2020 年 1 月 24 日、資本移動：連結子会社化	
<b>武田薬品工場の研究開発部門からのスピナウト事業。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</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>2017 年 7 月に武田薬品工業からスピナウトした 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おり、今回当社の子会社へ。</li> <li>海外では経営資源の集中と選択で CMC がスピナ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。</li> <li>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。</li> <li>製販・商社事業との協業によるシナジー発揮が期待。</li> </ul>	

### 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

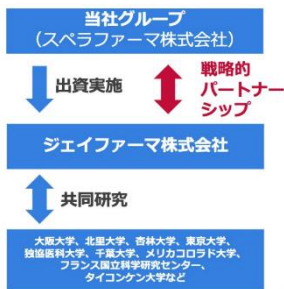
開示日：2021 年 4 月 7 日、資本移動：スペラファーマ社による子会社化

**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がすくなく、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、「膏母散（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膏母散に由来する。
- 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）からスピナウトした研究受託 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

ゼイファーマ株式会社（以下「ゼイファーマ」）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。ゼ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。スペラファーマがゼイファーマの 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、ゼ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少なく、少ない工程で反応が可能のため、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	低 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

プラットフォーム戦略の柱へ

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

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。

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「プラットフォーム戦略」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

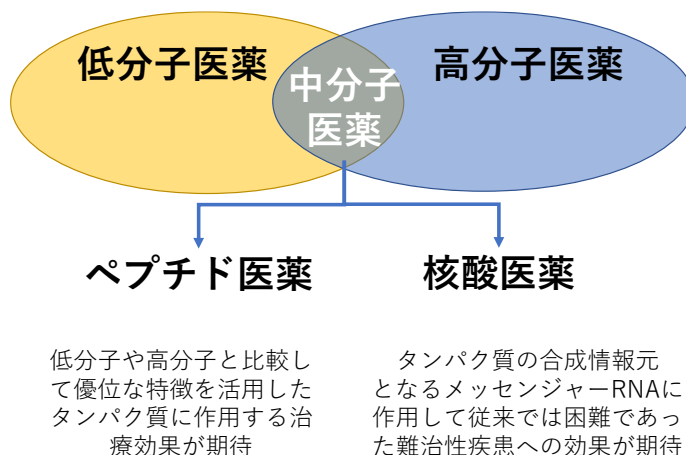
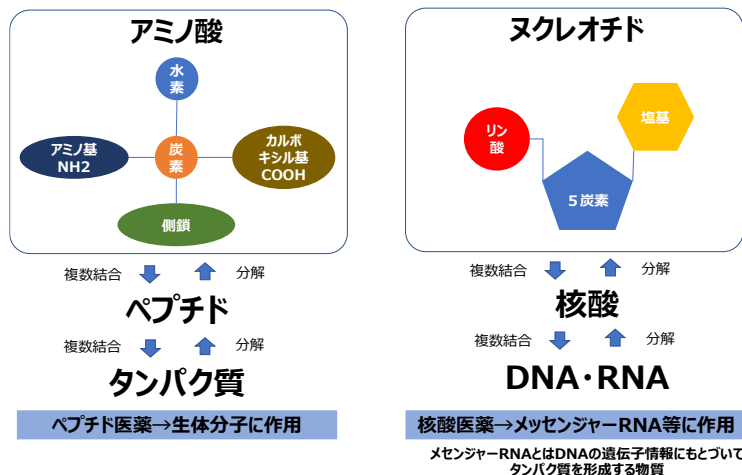
ペプチド医薬と  
核酸医薬で  
これまでの低分子  
高分子で困難だった  
治療効果が期待

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



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。

ニッチトップ戦略～  
 外用剤ジェネリック  
 No. 1 を目指す戦略  
 が強化



前田薬品工業

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	<b>外用剤に特化した研究開発・製造</b>
開示日：2020 年 1 月 27 日、資本移動：資本参加	
<b>1966 年創業。外用剤を中心に、皮膚のお悩みを「塗る」「貼る」技術を使い解決</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 医薬品（外用剤）、医薬外部品（外用剤）、化粧品企画、開発、製造、販売を行う。外用剤を中心に研究開発に注力</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>	
 岩城製薬佐倉工場株式会社	<b>幅広い製剤の製造実績を保有</b>
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	
<b>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</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> <li>・ 主に、外用剤、注射剤、アルゲン製剤検査薬を製造</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>	
 KinoPharma 株式会社キノファーマ	<b>次世代抗ウイルス薬開発企業</b>
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	
<b>新しいコンセプトの抗ウイルス薬開発に取り組む                  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</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> <li>・ 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</li> </ul>	
出所：イワキ開示資料等より JPR 作成	

外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、外用剤製造のプレゼンスをさらに向上させる。

**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う。

**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**

**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&B」）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。




マルマン H&B 株式会社  
代表取締役社長 満田克彦  
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・食品事業の強化**

	<b>マルマン H&amp;B 株式会社</b>
開示日：2020 年 11 月 19 日、資本移動：子会社化	
<b>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</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 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」</li> <li>・ 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</li> <li>・ マルマン H &amp; B の完全子会社化により、H B C ・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</li> <li>・ 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</li> </ul>	
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・アクティブイット

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・アクティブイットである。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る。

### ■ 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：プラットフォーム戦略（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。

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

**■ 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・アクティブ**

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索・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

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

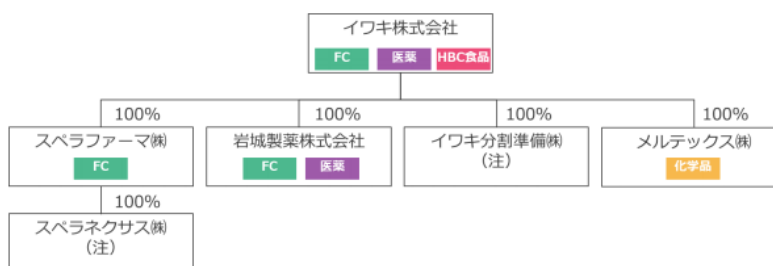
## 2021 年 6 月 1 日に持株会社へ移行

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

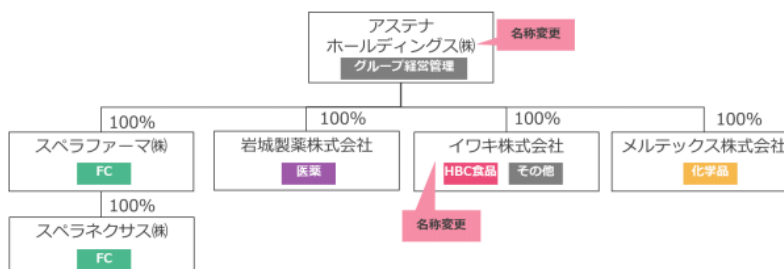


#### 1. 再編前 (2021 年 5 月 31 日まで)



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

#### 2. 再編後 (2021 年 6 月 1 日から)



#### 凡例

FC ファインケミカル事業 医薬 医薬事業 HBC食品 HBC・食品事業 化学品 化学品事業  
その他 (再編前のイワキ(株)医薬事業のうち医療機器販売事業、動物用麻酔剤販売事業、試薬等販売事業)

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

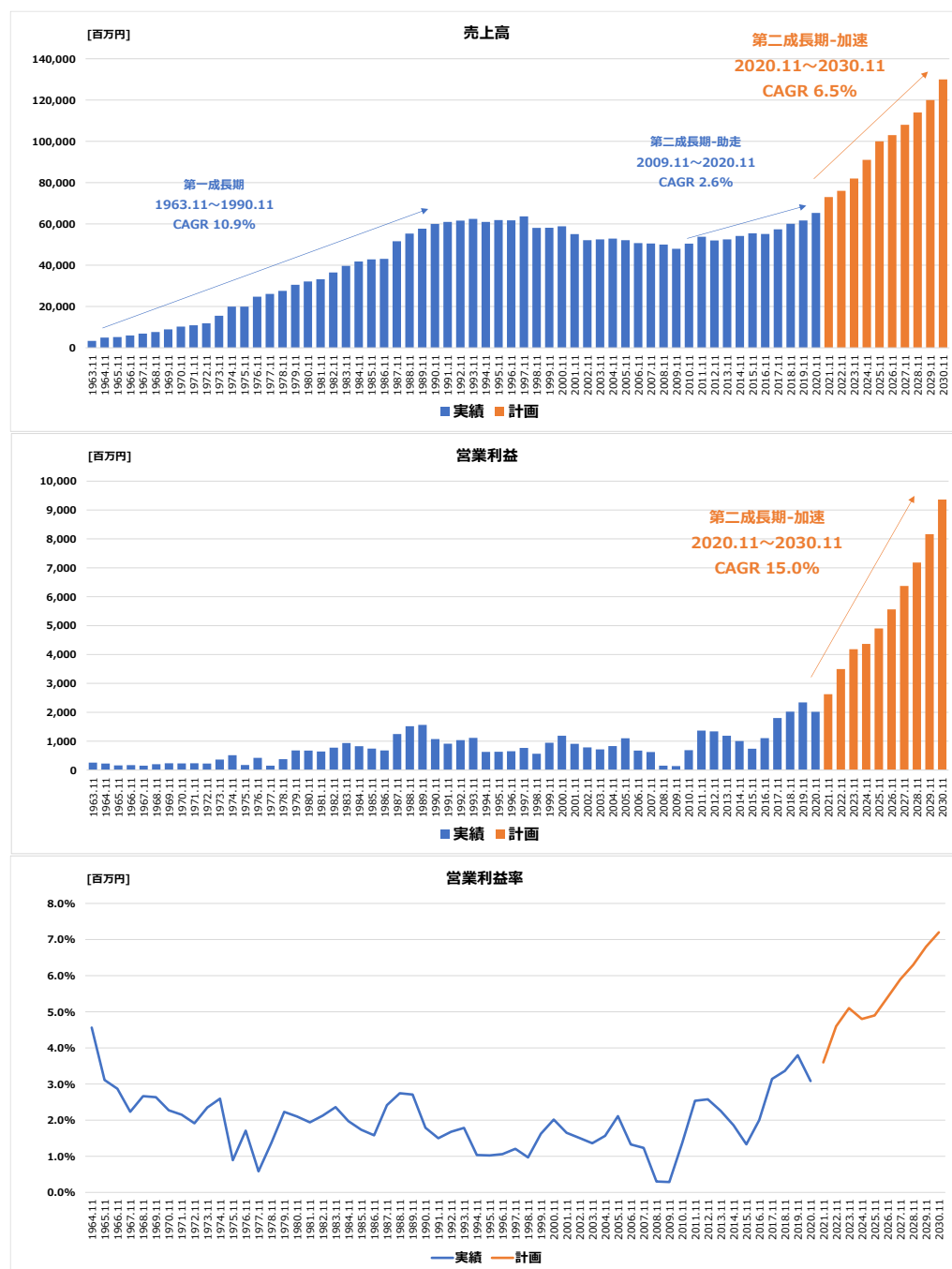
上場から 1990 年までの第一成長期につぐ第二成長期が助走を経て加速へ

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「Astena2030」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



出所：FactSet、イワキ開示資料からJPR作成

資本効率性  
のトレンド

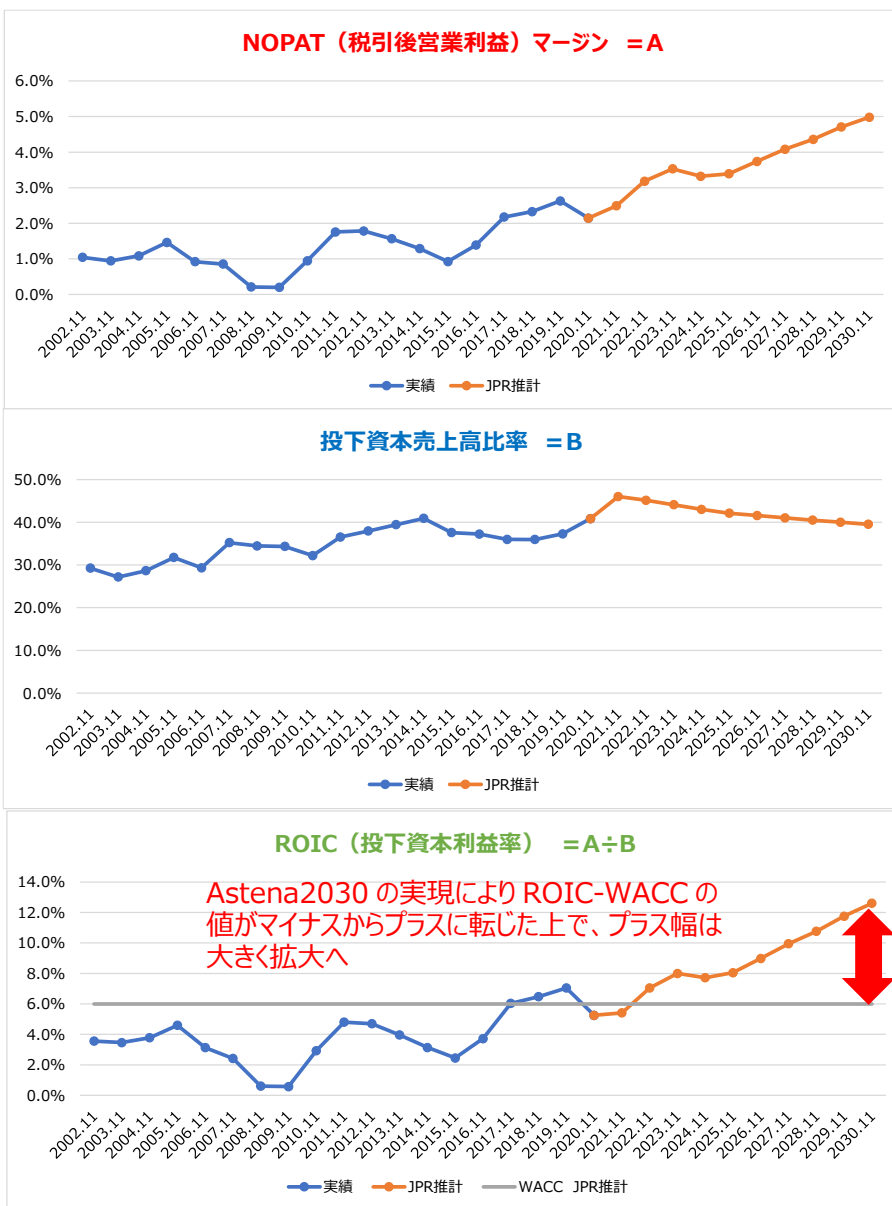
投下資本利益率は大きく上昇 = 理論的な株主価値増大の要因

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 × (1 - 実効税率) = A) マージン (NOPAT マージン = A)** を **投下資本売上高比率 = 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



出所：FactSet、イワキ開示資料から JPR が推計し作成

## 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グ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	
<b>CMC 研究開発 BU</b> <b>50 億円</b> 医薬品創出支援 (製造方法研究受託)  スペラファーマ株式会社	<b>医薬品原料製造</b> <b>37 億円</b> 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 Jitsubo	<b>医薬品原料商社</b> <b>128 億円</b> 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  イワキ株式会社 原料薬品部	<b>2020 年 11 月</b> <b>売上高</b> <b>214 億円</b> (売上構成比: 33%) <b>セグメント利益</b> <b>12 億円</b>

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 サイトから 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

封じ込め設備の設置	将来需要が見込まれる高活性原薬（抗がん剤、高活性ステロイド）の取扱が可能 ⇒製販の需要に幅広く対応でき、ビジネスチャンスが拡大。
試験スペース拡大	将来導入を検討したい、分析機器の設置スペース完備 ⇒今後必要となる分析に向けた準備の実施。
実験環境の改善	継続的なGMP <sup>※</sup> 運用の実施。 ⇒管理体制アピールによるビジネス獲得
倉庫の強化	置き場スペース拡大・衛生環境／セキュリティーの強化。 ⇒顧客への柔軟な対応やGDP <sup>※</sup> 対応強化で信頼構築。



出所：2017 年 11 月期決算説明会資料からの抜粋

極めて差別化した  
CMC&CDMO  
のセットによるソリューション

### 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

支援 形態	治験薬製造の外注	臨床試験の外注	薬事申請の外注
	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	幅広く利用	幅広く利用	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 	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ン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



現在の状況

に本よ設る備狙投い資

### ■ 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(株)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

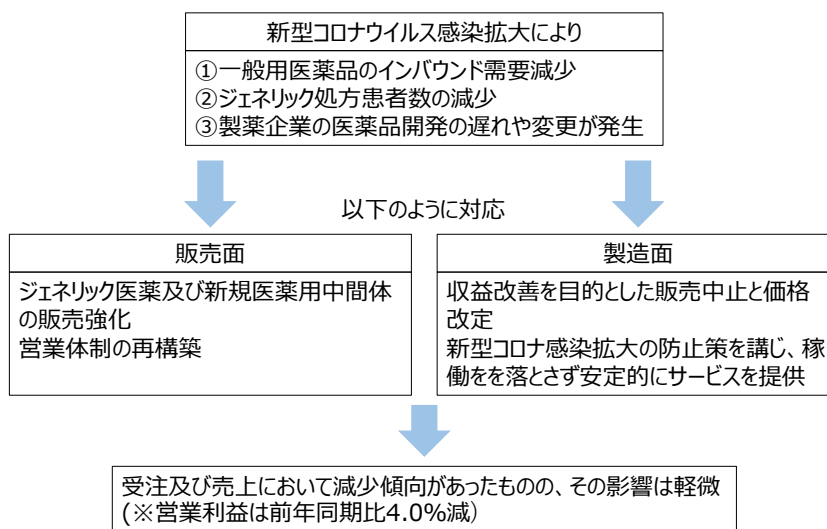
- ✓ 原薬製造を主に担う静岡工場で、高薬理活性原薬製造にも取り組むことで、事業拡張が可能であり、製造キャパシティの強化も可能
- ✓ 研究開発機能 (R&D) から製造機能まで手掛けることで一気通貫したサービスを提供できるため、シームレスな受託案件を獲得・対応可能

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



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ン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)

製品製造	卸売	計
<b>医薬品 BU</b> ジェネリックメーカー <b>103</b>	<b>医療機器 BU</b> 医療機器卸 <b>4</b>	
製品製造 ジェネリック医薬品製造  岩城製薬株式会社 多様な錠剤を製造受託  岩城製薬佐倉工場株式会社	主に新生児・小児向けに呼吸管理製品等を販売  <b>イワキ株式会社</b>	2020 年 11 月期 売上高 <b>106 億円</b> (売上構成比：16%) セグメント利益 <b>9 億円</b>

出所：イワキ開示資料から JPR 作成

### ■ 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・販売を主にやっている。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、医療機関へ化粧品を売ることが可能	臨床試験を経たエビデンスのある化粧品を売ることが可能	医師がすすめる化粧品を体験し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<sup>\*a</sup> 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



新生児用 nCPAP ドライバー



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じ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。

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き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。

### 守りの投資： 長期収載品の薬価引き上げ対策

**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**

## 高薬理活性化医薬品の外部委託需要への対応

バイオ・高薬理活性化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、厳格な安全性を担保し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・高薬理活性化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・高薬理活性化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・高薬理活性化医薬の 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(株)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(株)における注射剤製造ライン等に係る設備投資

に本  
よ設  
備  
狙  
投  
い  
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

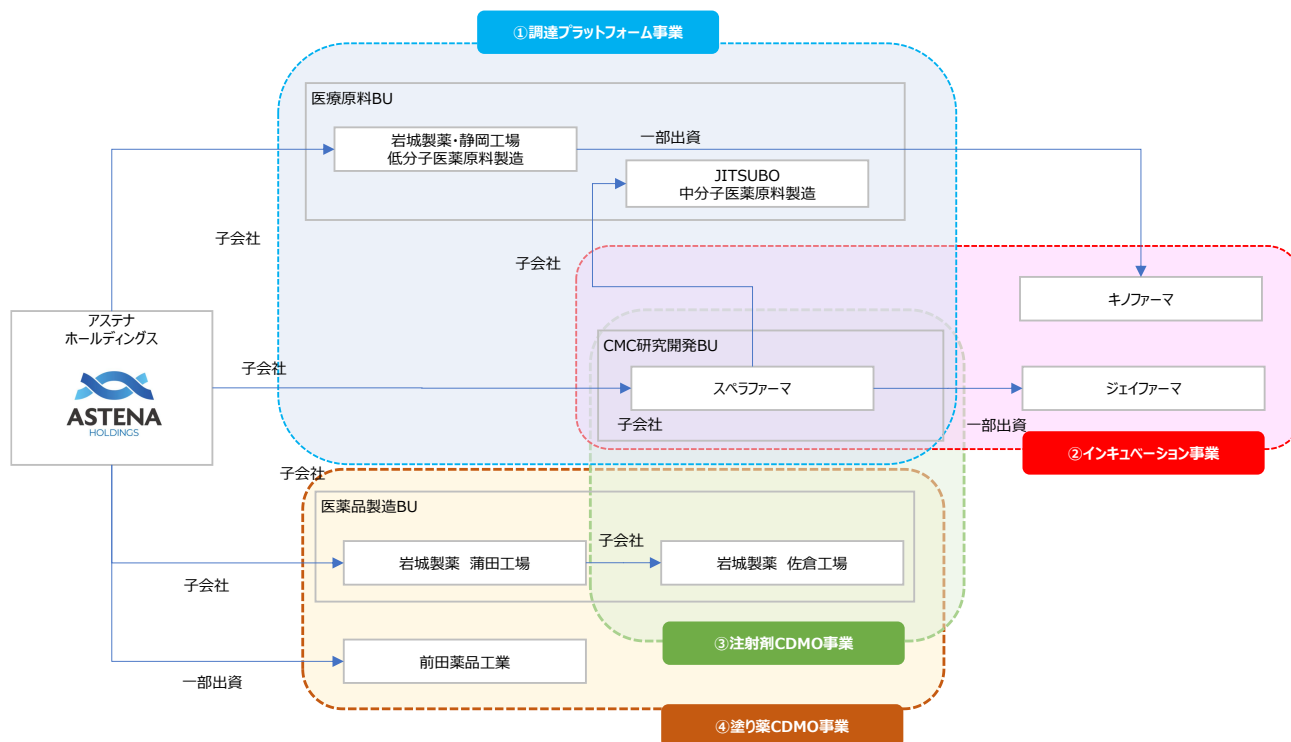
ファインケミカルと医薬を合わせると以下のように、Astena2030 で示された、7つのビジネスモデルのうち、4つ（CMC プラットフォーム、ヘルスケア調達プラットフォーム、CDMO プラットフォームプラットフォーム、外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップ）が関係している。なお、CDMO は、注射剤 CDMO と塗り薬 CDMO の2つとなっている。また、CDMO 塗り薬は、外皮用剤ジェネリック医薬品ニッチトップの根幹ともなる

### 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



出所：イワキ開示資料から JPR 作成

## 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

## 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

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とはならない。 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～規模は大きいが取益力に課題

ドラッグ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）

原材料製造	流通	製品製造	卸売
化粧品 BU		化粧品 BU	ファルマネット BU
化粧品原料商社 40	化粧品通販 23	化粧品原料商社 40	一般用医薬品卸 93
			
イワキ株式会社	APOS	イワキ株式会社	イワキ株式会社
食品原料 BU		2020 年 11 月期 売上高 258 (40%) セグメント利益 ▲4	
食品原料メーカー 3	食品・機能性食品原料商社 97	ドラッグストア及び薬局向け	
			
ポーエン化成株式会社	イワキ株式会社	健康食品・化粧品・生活雑貨製品販売	
			
		maruman ファルマネット株式会社	

出所：イワキ開示資料及び WEB サイトから引用して JPR 作成

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・アクティブという 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・アクティベート 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（ポーエン化成）、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。食品原料製造はポーエン化成が、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。

シニア・アクティブの  
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

## アプロスの主力商品

### 商品紹介

Products Introduction



シルキーカバーオイルブロック

化粧下地



洗顔バーム

クレンジング&洗顔料



泡立つホワイトパック

炭酸パック

出所:アプロス WEB サイトより抜粋

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・アクティブ、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・アクティブ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

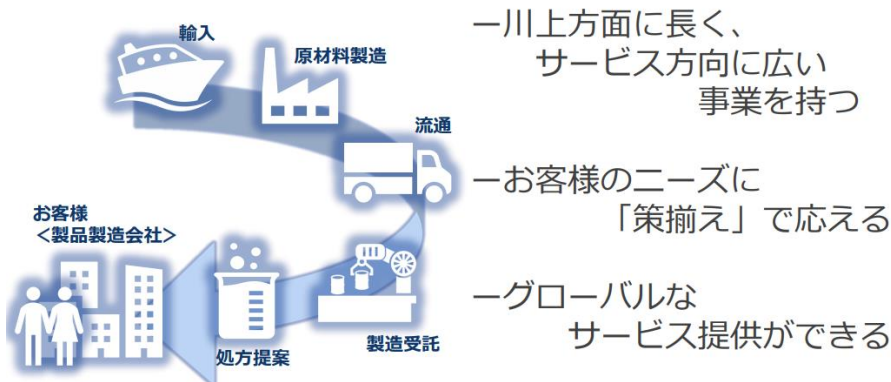
2020 年 11 月期の売上高は 93 億円である。ファルマネット BU は、イワキのファルマネット営業部とマルマン H&B から構成される。ドラッグストア及び薬局・薬店に向けて一般用医薬品・健康食品などの販売を行うほか、ストアブランド品の提案や品揃え・棚割り支援などのリテール・サポートも展開している。ドラッグストア・薬局・薬店を主とした市場においては、インバウンド需要の減少や新型コロナウイルスによる外出の減少がマイナスの影響をあたえている。こうした店舗を主体とした販売チャンネルを補完する、ダイレクトメールなど直接消費者とつながるダイレクトマーケティングで強みを持つマルマン H&B の完全子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ー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。

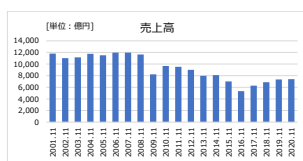
### ヘルスケア調達プラットフォーム



出所：イワキ 2019 年 11 月期決算説明会資料より抜粋

## 化学品




### 合併解消のマイナス 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 年に日米合併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]

製造		流通
<b>表面処理薬品</b> <b>53</b> エレプリント配線板、半導体。電子部品用  <b>表面処理設備</b> プリント配線板の製造プラントの製造・販売  <b>14</b>	<b>スペシャリティマテリアル</b> 各種表面処理で使用する工業化学品を販売  <b>6</b>	<b>2020 年 11 月期売上高 74</b> (11%) <b>セグメント利益 3</b>

出所：イワキ開示資料、WEB サイトから JPR 作成

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

**薬品** | お求めの薬品を下記カテゴリからお選びください。

 <p><b>プリント配線板用</b></p> <p>リジッド基板、フレキシブル基板、セラミック基板などあらゆる電子回路基板の製造に使用される薬品です。</p> <p>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。</p>	 <p><b>電子部品用</b></p> <p>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、リードフレーム等の電子部品用のめっき薬品を取揃えております。</p> <p>中でもチップ部品用の中性すす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薬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薬品をご紹介します。</p>
 <p><b>半導体用</b></p> <p>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、電極へのバリアメタル形成、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。</p>	 <p><b>一般用</b></p> <p>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、バンパー、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。</p>

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。

## ■ メルテックスの注力分野の変遷



出所：JPR 作成

### 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

エアをあげる。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

**世界シェアNo.1中性すずめっき薬品  
「メルプレート SNプロセス」**

スマートフォ向け

- 多機能化による**部品搭載点数増加**

車載向け

- 自動運転機能・安全装置機能拡大による**搭載車種数増加**
- 海外メーカー需要を取り込み、MLCC※以外のチップデバイス向け**シェア拡大**を目指す
- 製品開発、生産性向上、歩留まり改善への寄与で**製品の差別化**を維持

※MLCC=積層セラミックコンデンサ

**Fan-Out パッケージング用  
プロセス製品の展開**

従来技術 (フリップチップBGA) → 新技術 (Fan-Out WLP)

特徴

- パッケージを薄くできる
- 配線長が短く伝送が速い
- パッケージ基板分低コスト

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

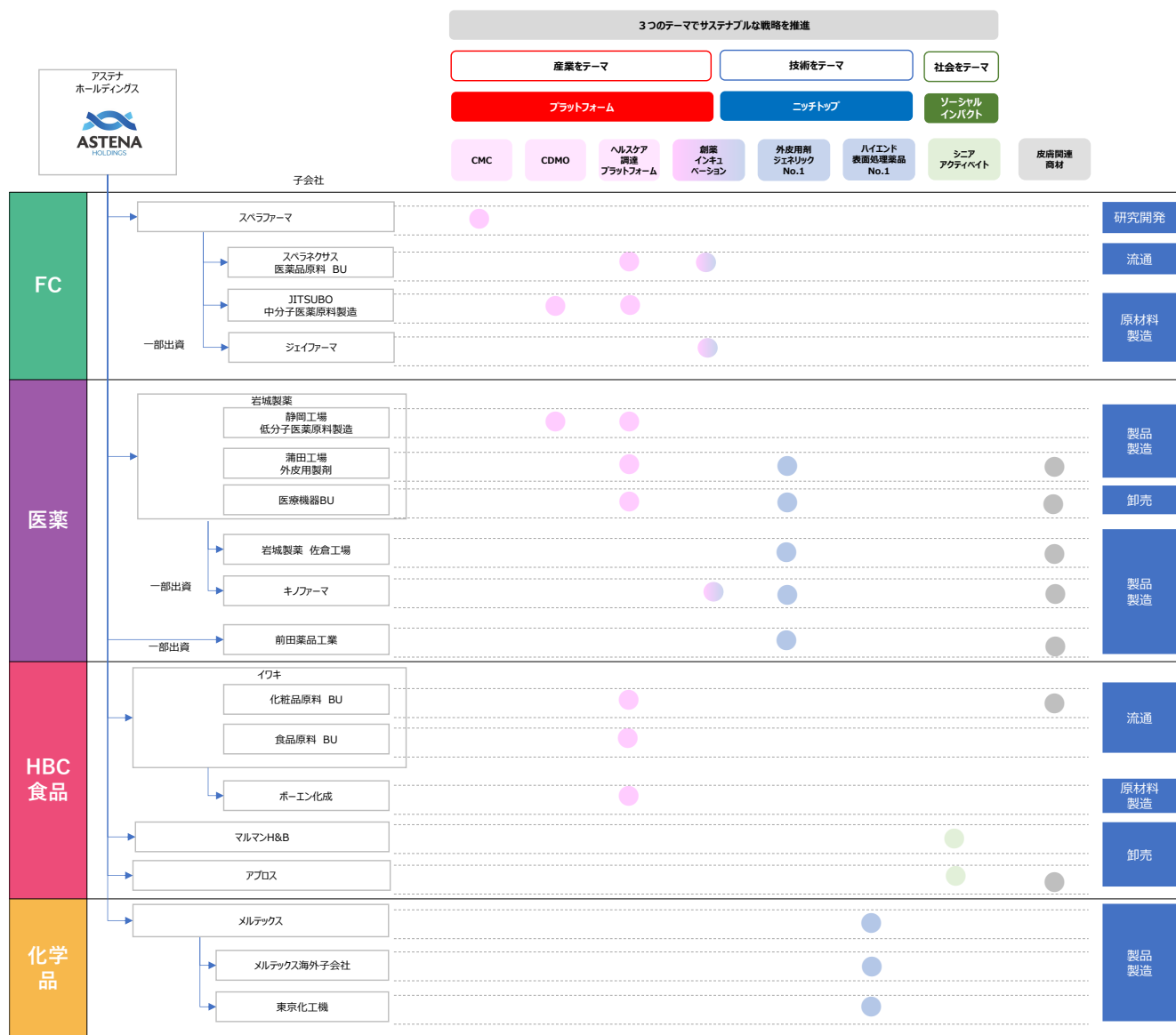
表面処理の分野における SDGs は、人体に有害では無い際に環境へ負荷をかける重金属の使用低減が求められている。電子部品では、部品を接続する薬品として鉛の含まれる「はんだ」に代わり、鉛を含まない「はんだ」の使用が推奨されている。昨今、特に注目を集めているのが「無電解すずメッキ」や「すず合金メッキ」である。すずは、はんだとの接着性に優れており、人体にも影響がない金属である。そのため、安全性の観点から、今後も需要の拡大が予想されている。

### 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、イワキラ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。



出所：JPR

## 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ともと現時点で高い評価をつけることができる。ヘルスクエア調達とシニア・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 ヘルスクエア調達プラットフォーム	ヘルスクエアに関する、医薬、機能的食品、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 やビッグデータ管理、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いといえる。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るなかで、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。ヘルスクエ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クエ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
	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	
② ヘルスクエア調達プラットフォーム	3	3	4	3	3	3.2
	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 創薬インキュベーションプラットフォーム	5	5	3	4	3	4.0
	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 CDMO プラットフォーム	4	4	5	5	5	4.6
	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	
⑤ 外用剤ジェネリック医薬品ニッチトップ	3	4	3	5	5	4.0
	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	
⑥ ハイエンド表面処理薬品ニッチトップ	4	4	3	4	4	3.8
	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	
⑦ シニア・アクティベイト	3	3	4	3	2	3.0
	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	

出所：JPR

## 4. 足元の業績動向

連結及び  
セグメント情報厳しい事業環境の  
中でも過去最高の  
売上を達成新型コロナウイルス  
感染拡大の影響は  
最低限に留める

## 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]

		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。

## 岩城製薬佐倉工場 株式会社の業績が 寄与

## 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

### 医薬事業

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。

### 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。

## 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%ほど上方修正となる。

### 連結の業績と上方修正の動き

[単位：億円]	2020年11月期				2021年	前年同期比			2021年11月期			
	実績	実績	実績	実績	実績	会社計画	会社計画	修正後 A	修正前 B		4Q	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	4Q	2Q	2Q	修正幅		
2020.2	2020.5	2020.8	2020.11	2021.2	2021.2	2021.5	2021.11	2021.5	A/B	2021.11		
連結	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
	営業利益	277	878	1,464	2,035	664	139.6%	62.9%	27.8%	1,430	1,100	2,600
	経常利益	2,318	295	895	1,479	706	-69.5%	405.1%	82.6%	1,490	1,130	2,700
	純利益	197	592	1,571	1,984	399	102.8%	55.3%	0.8%	920	710	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

[単位：億円]		2020年11月期				2021年11月期	
		実績	実績	実績	実績	実績	前年
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	同期比
		2020.2	2020.5	2020.8	2020.11	2021.2	
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。

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

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

### 全社的取り組み と 社会インパクト 事業

### SDGs で新規事業 に取り組む

#### 全社的取り組み

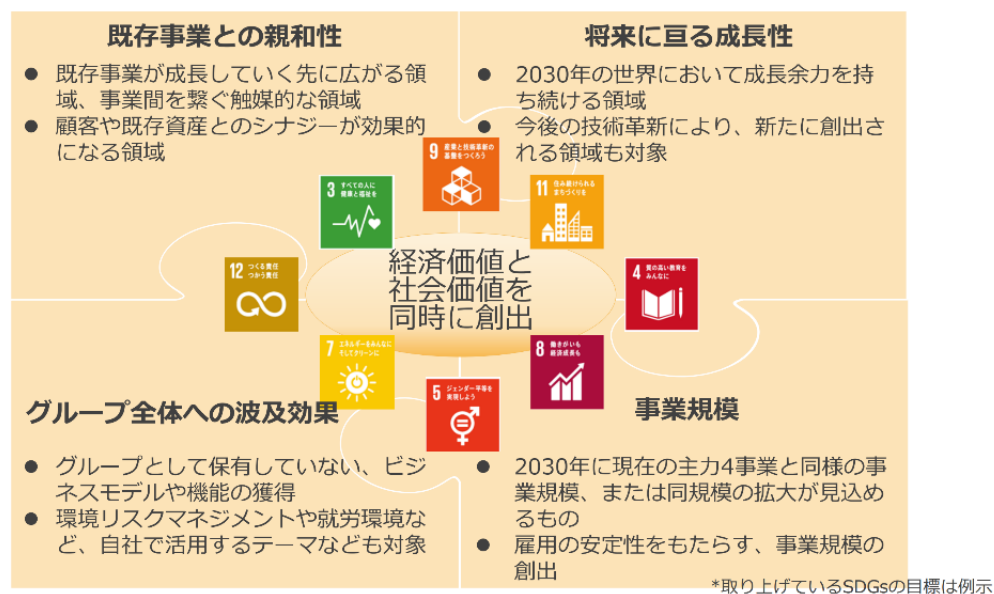
##### ESG 推進部を設置

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置いて活動してきた。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ズ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。

##### 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・アクティベー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



出所：イワキ 2020 年 11 月期決算説明会資料から抜粋

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、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

- 経営理念** ・「誠実」「貢献」「信用」を理念として「お取引先様を最優先に思ふ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。
- 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
- 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、「プラットフォーム戦略」「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

#### 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

- 資源**
  - ・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材/安全・環境遵守力・品質力
- 知財**
  - ・低分子の有機化学合成技術と原料製造ノウハウ/多様な剤形の医薬品の製造ノウハウ、特に外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ー/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

- 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）
- 提供してきた価値**
  - ・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・最終製造受託の提供、その他周辺サービス/困りごとを解決する提案力
- 提供先から得てきたもの**
  - ・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（等資本利益率）

#### C. これから

(2030年11月期の姿)

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

- 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/DX力/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力
- 知財**
  - ・「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
  - ・ソーシャルインパクト事業：シニア・アクティブ、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

- 顧客セグメント**
  - ・「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
- 提供先から得るもの**
  - ・「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
- ・一層の研究開発力強化
- ・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マネジメント力

##### ■ 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力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/index.html)、[https://www.kantei.go.jp/jp/singi/titeki2/keiei\\_design/siryou01.pdf](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要素とも現状に比べ、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	GCC 経営™のフレームワーク	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			株主価値の展望		
<b>ミッション</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>「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。</li> <li>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。</li> <li>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。</li> </ul>	<b>Growth</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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・機能性食品・エレクトロニクス向けハイエンド表面処理分野で</li> </ul>	<b>売上成長</b>	<b>顧客セグメント</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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)</li> <li>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</li> </ul>	<b>顧客との関係</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>直接的に営業し価値提案を行う</li> <li>一度関係を築くと長期的に維持</li> </ul>	<b>収益の流れ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>安定的な卸売販売</li> <li>CMC・CDMO受託契約による安定的収入</li> <li>自社原料、製品の製造販売</li> <li>化学品では、製造機械や消耗品販売</li> <li>全体としては景気安定的</li> <li>創薬ベンチャー投資によるキャピタルゲイン</li> </ul>	<b>持続的成長</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>Astena2030の2030年11月期の目標1,300億円は十分達成可能</li> </ul>	
<b>ビジョン</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>サステナビリティを経営戦略の中心に据えた経営に、「プラットフォーム戦略」「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</li> <li>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</li> </ul>	<b>Connection</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>医薬・食品・機能性食品・化粧品のすべてでバリューチェーンのつながりが強化</li> <li>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ムへ進化</li> <li>更に地方創生で自治体との繋がりも強化</li> </ul>		<b>利益率・資産効率性の改善</b>	<b>キーリソース</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>低分子と中分子の有機化学合成技術と原料製造ノウハウ</li> <li>多様な剤形の医薬品の製造ノウハウ(外用剤)</li> <li>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</li> </ul>	<b>キーアクティビティ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>原料の研究開発、原料調達、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</li> <li>ニッチトップに特化し差別化した事業の強化</li> <li>ダイレクトマーケティング力をベースにした自社商品開発</li> <li>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</li> </ul>		<b>コスト・資本構造</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>高付加価値化で利益率は改善へ</li> <li>投下資本利益率(ROIC)は大きく現状の水準から2倍程度へ</li> <li>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</li> </ul>
<b>カイバビリティ</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> </ul>	<b>Confidence</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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</li> <li>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</li> <li>SDGsへの取り組みで社会的信用増大</li> </ul>	<b>事業リスクの低下</b>	<b>事業リスク</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>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業へ</li> </ul>	<b>ESG</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>SDGs 重視の事業戦略</li> <li>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</li> </ul>	<b>財務リスク</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>安定的なキャッシュ・フローベースにデットも機動的に利用</li> </ul>	<b>資本コスト</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>現状は、加重平均資本コスト(WACC)は6%程度と推計</li> </ul>	<b>投資リスクの減少</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>WACCが上昇するリスクは想定されないむしろ低下傾向へ</li> </ul>

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

[単位：百万円]	2020.11	2021.11	2022.11	2023.11	2024.11	2025.11	2026.11	2027.11	2028.11	2029.11	2030.11
連結											
売上高	65,341	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	9,360
経常利益	1,968	2,700	3,392	4,075	4,250	4,776	5,453	6,275	7,097	8,093	9,300
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	9,300
法人税等	606	832	1,045	1,255	1,309	1,471	1,680	1,933	2,186	2,493	2,865
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	6,436
一株当たり配当	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26
配当金	556	705	746	788	829	870	912	953	995	1,036	1,078
内部留保	1,427	1,295	1,601	2,032	2,112	2,435	2,862	3,389	3,916	4,564	5,358
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%	44.0%
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	57,246
NOPAT	1,408	1,799	2,419	2,894	3,023	3,391	3,849	4,409	4,970	5,647	6,477
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%	5.0%
ROIC	5.3%	5.36%	6.41%	7.26%	6.99%	7.27%	8.10%	8.96%	9.68%	10.57%	11.31%
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%	5.31%
ROE	9.2%	7.3%	8.2%	9.3%	9.1%	9.6%	10.3%	11.0%	11.4%	11.9%	12.5%
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	40,000
営業利益	1,204	1,483	1,667	1,874	2,108	2,370	2,577	2,801	3,046	3,311	3,600
医薬											
売上高	10,648	11,896	13,006	14,221	15,548	17,000	18,028	19,118	20,274	21,500	22,800
営業利益	998	1,271	1,384	1,506	1,640	1,785	1,976	2,186	2,420	2,678	2,964
HBC・食品											
売上高	25,812	28,838	30,482	32,220	34,058	36,000	37,643	39,361	41,157	43,036	45,000
営業利益	-491	-491	-323	-155	12	180	269	403	603	902	1,350
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	13,000
営業利益	328	337	372	411	453	500	605	733	887	1,074	1,300
連結											
余剰現預金		0	0	0	0	0	0	0	0	192	4,756
現預金	7,568	7,879	8,501	9,434	10,367	10,678	11,196	11,818	12,440	13,477	13,477
売上債権	15,026	15,643	16,878	18,731	20,583	21,201	22,230	23,465	24,700	26,758	26,758
棚卸資産	8,369	8,713	9,401	10,433	11,465	11,809	12,382	13,070	13,758	14,904	14,904
短期有価証券	0	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	1,626
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	17,375
土地	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923	3,923
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	2,448
投資	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694	3,694
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	2,493
総資産	54,319	59,166	62,180	66,905	71,630	72,932	75,376	78,390	81,404	86,891	91,455
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	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	30,193
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	5,966
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	3,776
少数株主持分	0	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	11,263
為替換算勘定	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73	73
ヘッジ損益	0	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	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	40,184
資本・負債	54,319	59,166	62,180	66,905	71,630	72,932	75,376	78,390	81,404	86,891	91,455

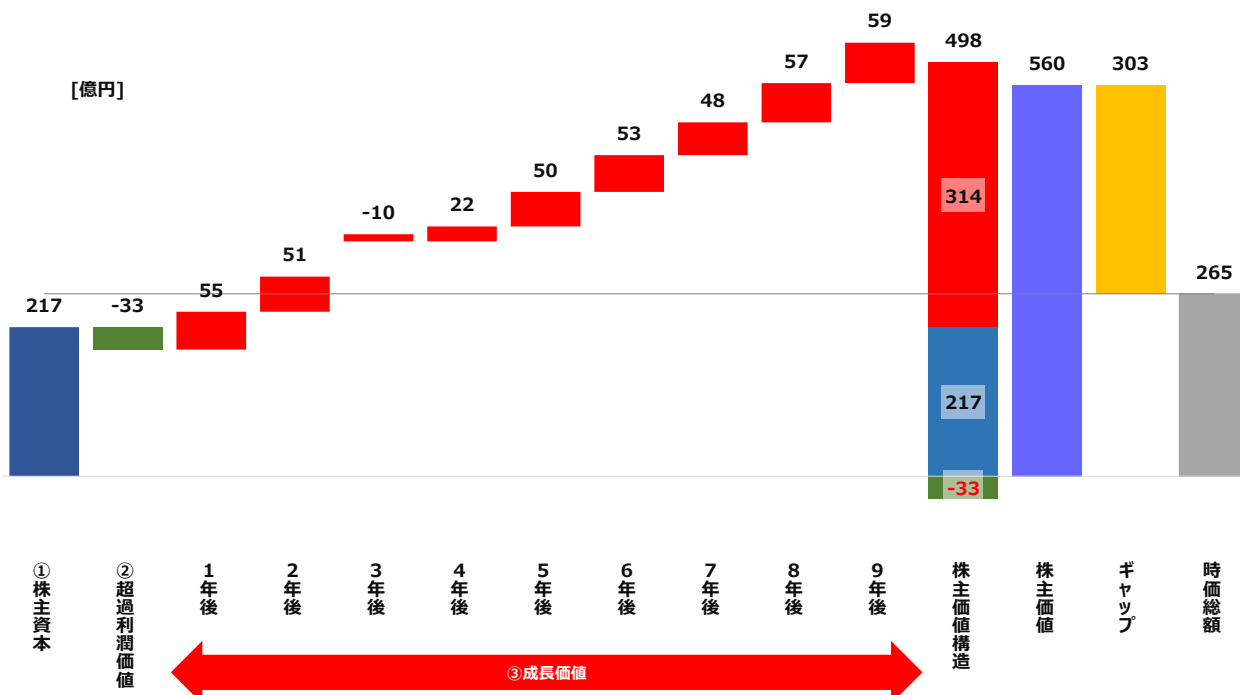
出所：イワキ開示資料、会社ヒアリングにより JPR 作成

**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

【億円】		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
		2021.11	2022.11	2023.11	2024.11	2025.11	2026.11	2027.11	2028.11	2029.11	2030.11
基本財務指標	売上高	730	760	820	910	1,000	1,030	1,080	1,140	1,200	1,300
	営業利益	26	35	42	44	49	56	64	72	82	94
	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%
4ドライバー	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%
	投下資本売上高比率	46.0%	49.7%	48.6%	47.5%	46.6%	46.1%	45.6%	45.0%	44.5%	44.0%
	期末投下資本売上高比率	49.7%	48.6%	47.5%	46.6%	46.1%	45.6%	45.0%	44.5%	44.0%	44.0%
	WACC	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
企業価値の創造力	ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	5.4%	6.4%	7.3%	7.0%	7.3%	8.1%	9.0%	9.7%	10.6%	11.3%
	ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.9	¥1.1	¥1.2	¥1.2	¥1.2	¥1.4	¥1.5	¥1.6	¥1.8	¥1.9
DCF	NOPAT	17.99	24.19	28.94	30.23	33.91	38.49	44.09	49.70	56.47	64.77
	投下資本(元手)	336	377	399	433	466	475	492	513	534	572
	期末投下資本	377	399	433	466	475	492	513	534	572	572
	増加分	42	21	34	34	9	17	21	21	38	0
	累積値	63	97	130	139	156	177	198	236	236	
	NOPAT-投下資本増加分=FCF	-24	3	-5	-4	25	21	23	28	18	65
	現在価値へのディスカントレート	94%	89%	84%	79%	75%	70%	67%	63%	59%	56%
	FCFの現在価値(PV)	-22	3	-4	-3	19	15	15	18	11	36
	累積値①	642									
	非事業資産価値②	31									
企業価値=①+②	673										
超過利潤	NOPAT	18	24	29	30	34	38	44	50	56	65
	投下資本×WACC	20	23	24	26	28	28	30	31	32	34
	超過利潤	-2	2	5	4	6	10	15	19	24	30
	超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-2	2	5	4	6	10	15	19	24	30
	増加分	4	3	-1	2	4	5	4	5	6	6
	累積	7	6	8	12	17	21	27	33		
	各年で創造する価値	-36	62	58	-12	28	68	76	72	92	100
	ディスカントレート	100%	94%	89%	84%	79%	75%	70%	67%	63%	59%
	超過利潤の現在価値	-36	58	51	-10	22	50	53	48	57	59
	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	-36									
	成長価値(超過利潤の増加分の現在価値)③	387									
	非事業資産価値④	31									
企業価値=①+②+③+④	718										
有利子負債等	-158										
株主価値	560										



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
②	E. 株主資本	セグメント総資産で連結株主資本を案分
	リスト化した類似企業について、分析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 + 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
③	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
④	a. から e. について業種ごとに百分率により、上位 25%、50%、下位 25% を試算。	
④	③と①から、株主価値、企業価値を計算。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：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.EBITDAX	c.EBITx	d.PSR	e.PBR
イワキ連結	2020.11 実績		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 ○	5.91 ○	8.65 ○	0.91 ●	0.99 ○
	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 ○	0.90 ●	-
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 ○	10.09 ○	0.32 ○	0.80 ○
	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 ○	-
化学 類似会社	直前期 実績	上位25%	19.9 ●	9.25 ●	15.11 ●	0.95 ●	1.14 ○
		中位	14.4 ○	6.93 ○	11.37 ○	0.74 ●	0.82 ○
		下位25%	11.2 ○	5.38 ○	7.46 ○	0.24 ○	0.56 ○
	今期 計画	上位25%	21.5 ●	10.08 ●	19.05 ●	1.04 ●	-
		中位	15.9 ●	7.43 ●	10.83 ○	0.75 ●	-
		下位25%	12.3 ○	5.70 ○	8.46 ○	0.24 ○	-

#### 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	-
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？

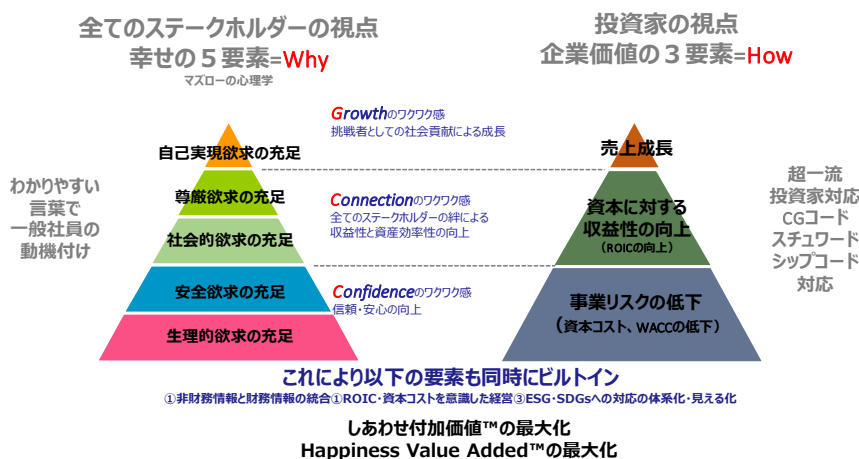
##### 全てのステークホルダーの心をつかむ非財務情報と財務情報を統合

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思われる。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<sup>1</sup>対応が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<sup>2</sup>) 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



出所：JPR

<sup>1</sup> 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。

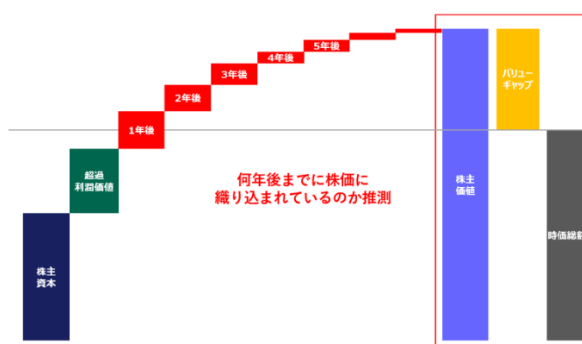
<sup>2</sup> コーポレートガバナンス・コードとは、上場企業が行う企業統治 (コーポレートガバナンス) においてガイドラインとして参照すべき原則・指針です。日本では、東京証券取引所が定めている。

## 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。

$$\begin{aligned} \text{超過利潤} &= \text{税引き後営業利益(NOPAT マージン)} - \text{投下資本} \times \text{加重平均資本コスト} \\ \text{税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT)} &= \text{営業利益} \times (1 - \text{実効税率}) \\ \text{投下資本} &= \text{総資産} - \text{非事業資産価値} - \text{有利子負債以外の流動負債} \\ \text{非事業資産価値} &= \text{売上高の 10\% を超える現預金} + \text{短期有価証券} + \text{投資有価証券} + \text{繰り延べヘッジ} \\ &\quad + \text{損益} + \text{土地再評価額金} + \text{為替調整勘定} \\ \text{加重平均資本コスト} &= \text{税引き後有利子負債利率} \times (D / (E + D)) + \\ &\quad \text{株主資本コスト} \times (E / (D + E)) \\ \text{株主資本コスト} &= 0.5\% + 5\% \times \beta \\ \beta &= \text{TOPIX と対象企業株価の 5 年間の日次リターンの一重回帰式の傾き} \\ E &= \text{計算時点での時価総額} \\ D &= \text{計算時点での直近決算の短期有利子負債} + \text{固定負債} + \text{少数株持ち分} \end{aligned}$$

## ディスクレーム

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。
- 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。