8095　アステナホールディングス

～医薬・ヘルスケア、ファインケミカルの事業変革が進展～

2026 年 2 月 6 日　　東証プライム

ポイント

・今 2026 年 11 月期もピーク利益を更新しよう。ファインケミカルは、受託製造や自社品製造が好調で、収益性は改善しており、今後とも好転が期待できよう。HBC・食品は池田産業の M&A で業容が拡大し、輸入化粧品の販売も好調である。医薬はジェネリックの業界再編の中で、独自のポジションを確保しよう。化学品は半導体関連への投資を続けており、その効果が出ている。

・3 ヵ年の中期計画は毎年ローリングしていく。今回は 3 年後の 2028 年 11 月期で、営業利益 40 億円、ROE 9.0%を目指す。営業利益の年平均成長率は 8.5%で、十分達成可能であろう。スペラファーマをコアに、医薬品の開発製造受託(CDMO)では、塗り薬に加えて注射剤分野へ展開する。ようやく動きを見せ、数年後には業績に貢献してこよう。

・中長期ビジョン Astena 2030“Diversify for Tomorrow.”では、①医薬品・ヘルスケアでのプラットフォーム戦略、②塗り薬や表面処理薬品でのニッチトップ戦略、③ファンドを活用したソーシャルインパクト戦略を推進する。これまでの M&A を軸とした投資額は全体で約 150 億円、市場開拓による営業利益の拡大余地は大きい。

・プラットフォーム戦略では、産業のサステナビリティを目指し、蓄積される情報や経験などの共有知が新たなる付加価値を生む。ニッチトップが戦略では、技術のサステナビリティを目指し、イノベーションを連鎖しながら成長を重ねていく。ソーシャルインパクト戦略では、社会のサステナビリティの実現に向け、奥能登エリアをベースに社会的課題をビジネスで解決する事業を推進していく。

・PBR を 1.0 倍に上げるには、ROE を 8～10%、PER を 10～15 倍に持っていく必要がある。ROE は好転しているので、将来に向けて成長イメージをいかに打ち出していくか。5 つの事業の各々に成長の芽はあるので、見える化していくことが求められる。

・ビジネスモデルの変革に新規需要が乗ってくれば、業績向上のピッチは早まろう。収益力は向上しているので、業績が今回の 3 ヵ年計画を上回ってくる公算は高い。PBR 1.0 倍が実現できる市場開拓の進展と業績の向上に注目したい。

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

目　次

１．特色　　医薬品、医薬品原料、化学品で製造機能が向上
２．強み　　スペラファーマの CDMO(開発製造受託)を強化
３．中期経営計画　　10 年ビジョンのもと収益力は向上へ
４．当面の業績　　先行投資の谷間を超えてピーク利益を更新
５．企業評価　　ビジネスモデルの変革が進展

企業レーティング　B

株価（2026 年 2 月 5 日）　481 円　　時価総額 198 億円　（41.9 百万株）

PBR 0.72 倍　　ROE 8.7%　　PER 8.3 倍　　配当利回り　3.7%

（百万円、円）

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2017.11	57387	1571	1778	1241	37.9	7.5
2018.11	60083	1849	2000	1414	43.8	10.5
2019.11	61647	2121	2318	1533	47.0	13.0
2020.11	65341	2035	1968	1983	60.3	16.0
2021.11	72322	2233	2420	1736	46.9	18.0
2022.11	49636	819	887	579	14.6	18.0
2023.11	51984	1127	1363	1162	29.5	18.0
2024.11	57993	2815	2804	-2525	-63.2	18.0
2025.11	62744	3017	2910	2187	54.2	18.0
2026.11(予)	68000	3400	3300	2350	58.2	18.0
2027.11(予)	72000	3700	3600	2520	62.4	20.0

（2025.11 ベース）

総資本　75441 百万円　　純資産　27397 百万円　　自己資本比率　35.9%

BPS　671.4 円

（注）（予）はアナリスト予想。ROE、PER、配当利回りは 2026.11 期予想ベース。

担当アナリスト　鈴木行生　（日本ベル投資研究所 主席アナリスト）

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、という観点から定性評価している。
A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D:極めて厳しい局面にある、という 4 段階で示す。

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

１．特色　　医薬品、医薬品原料、化学品で製造機能を強化

企業変革へ挑戦

2025 年に新たなパーパスを定めた。「明日の『あたりまえ』を創り続ける」とした。大きく変化する時代にあって、今日の暮らしの「あたりまえ」に心を尽くし、明日の笑顔に寄り添い続けることを存在意義とする。

企業変革が進みつつある。2021 年の持株会社体制に合わせて、社名をイワキから「アステナホールディングス（株）」に変更した。アステナの由来は、「明日（未来）＋サステナブル（持続可能）」にある。

アステナ HD は、企業のサステナビリティを考える時、創業家の名前である必要はないので、未来に向けて社名を変更した。これに伴って、新しいロゴマークも決めた。DNA をモチーフとして、伝統と先進性をイメージしている。

主な事業内容

（%）

事業セグメント	売上構成比	営業利益率	事業内容（構成比）
ファインケミカル事業	36	4.1 〔1.0〕	CMC(研究開発) 9 医薬品原料 11 CDMO（開発受託製造） 16
HBC・食品事業	29	3.9 〔4.1〕	食品原料 5 化粧品原料 3 ライフサイエンス 2 化粧品・健康食品 19
医薬事業	20	9.0 〔11.4〕	医薬品 18 美容医療 2
化学品事業	16	7.5 〔7.9〕	表面処理薬品 11 表面処理設備 4
その他 ソーシャルインパクト事業	0	ー	ヘルスケアNAIA ふるさと納税

（注）2025年11月期ベース。カッコ内は前年度の利益率。
その他としてソーシャルインパクト事業を立上げ中。

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

ジェネリック医薬品及び原料を得意とする

当社は元々、薬種問屋（商社）からスタートして、医薬品の製造、化学品の製造へと展開してきた。事業の中身をみると、医薬品の主力は、岩城製薬が製造している。原料では、製薬メーカー向けの医薬品原料や、化粧品メーカー向けの化粧品原料を製造している。健康食品（サプリメント）向けの機能性食品原料も充実している。食品原料では、受託加工、乾燥野菜、天然調味料などを扱う。化学品は、電子部品などに使う表面処理薬品が主である。

4つの柱～5つ目の柱を立上げ中

当社は大正3年の創業で、2024年で110周年を迎えた。薬種問屋からスタートとして、現在は4つの分野で事業を展開している。製造から卸、販売までを手掛け、また、原料から製品まで作っているという点で幅広い。そして、現在、5つ目の柱として、ソーシャルインパクト事業を立ち上げ中である。

創業者の岩城市太郎は1914年（大正3年）に、日本橋に薬種問屋として岩城市太郎商店を創業した。以来、「誠実一路」「利は労して稼げ」をモットーに会社を発展させた。1931年（昭和6年）に岩城製薬所（現岩城製薬）を設立し、製薬に参入した。そこで、ポピドンヨード（消毒剤）を日本で初めて製造した。

2代目の岩城謙太郎は、製薬を学び、その後早稲田大学を出て、戦後はシベリアにしばらく抑留され苦労した。市太郎が1962年（昭和37年）に亡くなった後、謙太郎が社長に就任し、今のイワキの基盤作りに大きく貢献した。1963年に、社名を岩城商店からイワキに変え、東証2部に上場した。

当時、日本のさまざまな機器はめっき性能がよくなかった。そこで、米国のマステン・ライト社と合弁でジャパンメタルフィニッシングカンパニー（現メルテックス）を1960年（昭和35年）に設立した。メルテックスはエレクトロニクスの成長に合わせて、1986年に上場、その後2011年4月にイワキの100%子会社となった。

2代目の謙太郎は1959年に食品部門を開設し、インスタント食品の発展に対応して各種原料を取り扱っていった。食品原料は、ポテトの粉末など食品そのものが多い。

約30年前に医療用医薬品の卸から撤退した。当時、この事業は年商100億円ほどあったが、赤字であった。この頃から業界では医薬品の卸の統廃合、再編が進んでいった。先代が作り上げてきた医療用医薬品の卸から1994～1995年に手を引いたが、社員は一人も辞めさせなかった。別の事業分野に移したのである。

2008年リーマンショックの時は、メルテックスの事業リストラが必要になった。それまでメルテックスは比較的順調で、会社も無借金であった。しかし、家電、電子部品の不況で、メルテックスの需要はピークの60%水準まで落ちた。資金繰りも厳しくなってきたので、メルテックスの社長を本社から送り、2008年にメルテックスの工場を2つから1つへ、さらに子会社の東京化工機では2工場と本社を1工場に集約して乗り切った。

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

当社の特色は、①4 つの事業分野を有すること、②子会社に製造部門をもつこと、③売上高の約 7 割は自社で製造をコントロールしていることにある。商社がメーカー機能を強化してきた。また、直接取引している原料が多い。輸出機能も充実しており、メーカー機能をもっていることから品質を十分保証することができる。

創業家からの脱皮を目指す

初代は、誠実であることに厳しく、謙虚であった。オーナーの態度は会社の風土に出る。2 代目は、上場を機に社名をカタカナのイワキに変え、事業の基盤を強化した。薬種問屋から医薬品の製造、電子部品用めっき薬品の製造に手を広げていった。3 代目の岩城修氏は、1994 年社長に就任、社長を 23 年間務めた。

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

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

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

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

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

コーポレートガバナンスと社外取締役

2024 年 2 月の株主総会を経て、HD のマネジメントは瀬戸口社長が担い、岩城取締役は M&A 後の主力事業を再構築し、高収益の実現に向けて集中する、という体制にした。

7 名の取締役のうち、執行サイドは 3 名、4 名が独立社外取締役（女性 1 名）である。川野氏はそれまで独立社外取締役であったが、執行サイドに入った。

社外取締役の佐藤氏は会計士出身で、ソフトバンクグループなどで管理部門も経験した。永井恒男氏は、人材育成のコンサルに強い。永井三岐子氏は、政府系機関で働き SDGs を専門とする。二之宮氏は製薬会社出身である。

取締役会は月 1 回開催されている。諮問委員会として、指名報酬諮問委員会を設置しており、必要事項を検討している。2023 年 3 月より指名と報酬の諮問委員会を 1 つにして、指名報酬諮問委員会とした。諮問委員会のメンバーには、社外取締役が入っており、執行サイドは誰もいない、監査役 4 名もオブザーバーで参加する開かれた委員会となっている。

取締役のスキルマップでは、当社の成長戦略に掲げている、1）産業のサステナビリティ、

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

2）技術のサステナビリティ、3）社会のサステナビリティ、に合致する能力を有する人を示している。なお、保有株式（特定投資株式、みなし保有株式）については、保有の理由をつけて開示し、毎年見直しており、徐々に減らす方向である。

取締役の株式報酬制度について、業績達成条件の定量指標を変更している。従来は、売上高、売上高粗利率、ROIC を基準にしていたが、これらを 1）売上高、2）EBITDA マージン、3）ROE に変更した。ROIC は事業子会社ベースでは活用していくが、持株会社がリーダーシップをとる中で、M&A が継続的に発生することや、投資家と同じ目線でリターンを考慮した方がよいと判断した。

奥能登の拠点

本社機能の一部がある珠洲市で、総務部門の一部が仕事をしていた。珠洲市は羽田から飛行機で 1 時間、能登空港から車で 1 時間弱のところにある。「令和 6 年能登半島地震」で大きな影響を受けたが、人的な被害はなかった。

奥能登を拠点としたソーシャルインパクト事業については、今後とも継続する。この地区の再生と事業の発展に向けて、一段と力が入ってこよう。

ESG を推進

当社は、創出を目指すコアバリューとして、SH（安全衛生）、E（環境）、EG（倫理・尊厳の尊重/真心）を掲げている。とりわけ「G＝Goodwill」で善き会社作り、人材育成を目指す。SDGs を目標に、ESG を基盤として新規のビジネスづくりを推進している。

従来は CSR 活動を中心に展開してきた。具体的には、1）社員教育、2）福利厚生、3）子育て・介護世代支援、4）シニアの活用、5）障害者雇用、6）テレワーク、7）3R（Reduce、Reuse、Recycle）などの改善や推進に軸足をおいて活動していた。テレワークの仕組み作りでは、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。

「歩くふるさと納税」が、スポーツ庁が主催する「第 2 回 Sport in Life アワード」で優秀賞を受賞した。子会社のアステナミネルヴァがスマホのアプリを開発し、サービスとして社外にも提供している。アステナ HD 内では、社内のウォーキングイベントに、「寄付による社会貢献」の要素を加えた。企業版ふるさと納税の活用という点でユニークである。

統合報告書の発行もスタートし、2025 年版は一段と充実している。

２．強み　　スペラファーマの CDMO(開発製造受託)を強化

スペラファーマを買収～この分野で No.1

2020 年に武州製薬からスペラファーマを 63 億円で買収した。スペラファーマは、医薬品

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

の CMC 研究開発に特化した企業である。CMC（Chemistry, Manufacturing and Control）とは、医薬品の原料・原薬の製造法、製剤化及び品質の管理を行う業務を意味する。

スペラファーマは、2017 年 7 月に武田薬品工業の CMC 研究部門がスピンアウトした医薬品 CMC 受託会社であった。CMO は薬の製造受託であり、CRO は薬の臨床試験（治験）を受託する。CMC は、新薬が発見、発明、開発された後、それをどのように製造したらよいかという製造方法の研究開発を受託する。スペラファーマは、日本で唯一の統合型 CMC 研究受託企業で、多くの研究者・技術者を有し、この分野で圧倒的トップの地位にある。

通常、新薬メーカーは CMC を社内でやっているが、これを外部に委託して効率を高めたいというニーズは強い。実際、需要が旺盛で、今後も拡大が見込める。

当社は、医薬品の原料を製造したり、海外から輸入したりしている。日本に拠点を置く製薬企業が新薬をどのように製造したらよいか、という方法の受託はそれがビジネスになると同時に、そこで使う原料ともシナジーが働くことになる。

このビジネスは、新薬を開発している企業に、中堅クラスも含めて幅広く展開できる。受託先の多様化を図ることは十分できよう。また、原料部門への波及効果も加わってこよう。

鳥居薬品の佐倉工場を買収～岩城製薬佐倉工場をスペラファーマの子会社へ

2020 年に、鳥居薬品の佐倉工場を株式譲渡で取得した。鳥居薬品は、日本たばこ産業の子会社であったが、佐倉工場では外皮用剤、注射剤、アレルゲン製剤の検査薬などを生産している。岩城製薬の子会社として、岩城製薬佐倉工場（株）と名付けた。

外皮用剤については、岩城製薬の蒲田工場はほぼフル稼働の状態であり、提携した MAE（旧前田薬品工業）とともに、供給力の拡大に使える。また、注射剤は従来のイワキになかった領域である。抗がん剤などは、注射剤が多い。スペラファーマを軸に、この領域にも参入していく。

2023 年 12 月に、岩城製薬佐倉工場を岩城製薬の子会社から、スペラファーマの子会社に移管した。株式譲渡による異動を実施した。

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

スペラファーマは CMC の研究開発と製造受託、佐倉工場は医薬品の製造なので、連携した方が営業、研究開発、製造のオペレーションが効率よくまわると判断した。

HBC への布石～健康食品のマルマン H&B や池田物産を買収

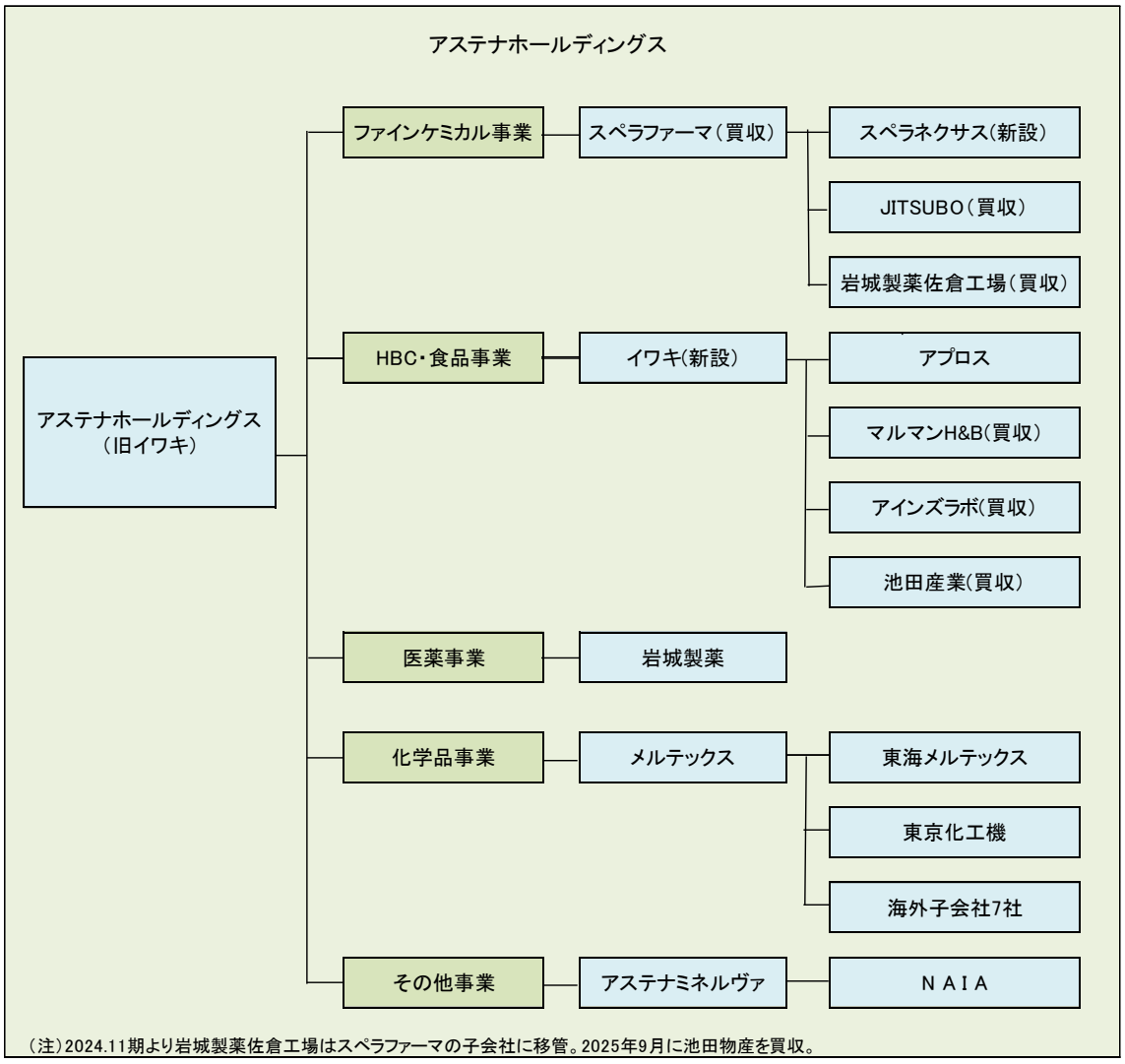
2020 年に、健康食品のマルマン H&B を買収した。同社は、健康関連、化粧品、生活雑貨

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

などを手掛けている。禁煙パイポ・電子パイポ、音波電動歯ブラシ、韓国コスメなど、ユニークな製品を取り扱っており、韓国コスメのトリデン（Torriden）は人気商品となっている。

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

2025 年 9 月に株式を取得した池田産業（池田物産グループ）は、化粧品、食品及びヘルスケア等の原材料分野を手掛ける。海外メーカーとの取引チャネルや R&D センターも有する。ニューヨークにも拠点を有する。当社とは取引があったが、領域がバッティングしていないので、うまく効果を生むことができよう。



組織再編～持ち株会社化

旧イワキ本体の事業を、吸収分割によってグループ内の企業に移した。新体制では、アス

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

テナ HD の傘下に、100％子会社として 5 社が並ぶ。ファインケミカル事業のスペラファーマ（岩城社長）、HBC・食品事業のイワキ（門倉会長）、医薬事業の岩城製薬（西村社長）、化学品事業のメルテックス（藤原社長）に加えて、ソーシャルインパクト事業を担うアステナミネルヴァ（清水社長）を設立した。また、スペラファーマの子会社として、スペラネクサスが新設された。

スペラネクサスには、イワキの原料部門と岩城製薬の静岡工場を移した。HBC・食品事業は、新しいイワキを設立して、子会社にアプロス、マルマン H&B をおいた。化学品事業は今までと同じでメルテックスが担当する。

CMC は、①原料の合成、②製剤化、③管理を行う。スペラファーマは、この分野で日本トップである。塗り薬では、蒲田工場、佐倉工場、MAE（旧前田薬品工業）を連携すれば、キャパシティを拡大することができよう。MAE（旧前田薬品工業）は、富山にある塗り薬のメーカーで、同社と組むことによって、この分野で、№１、№2 を目指す。

スペラファーマは固形剤に加えて、注射剤にも強い。よって、佐倉工場で注射剤を生産すれば、原料サプライチェーンを大幅に強化できる。注射剤の CDMO では、米国、日本、中国を結ぶようなサプライチェーンでビジネスを作っていく。佐倉工場の注射剤は倍増ペースが狙える。

新たなビジネスモデルを逐次構築

戦略的ビジネスモデルを次々と構築している。調達プラットフォームでは、スペラファーマを軸として、医薬品の原料調達の新しいビジネスモデルを形成する。ここには、スペラファーマ、スペラネクサスの医薬品原料、スペラネクサスの静岡工場（原料工場）が入った。

インキュベーションでは、ジェイファーマへの投資のように、創薬ベンチャーや中堅製薬企業に一部出資しながら原料事業の拡大を目指す。ベンチャー投資の回収を考えれば、営業投資有価証券として、本業に位置付けることができる。

注射剤 CDMO では、スペラファーマと佐倉工場が組むことによって、注射剤の原料開発製造を拡大することができる。新しい抗がん剤などで領域を広げていく。塗り薬 CDMO では、蒲田工場、佐倉工場、MAE（旧前田薬品工業）を連携させて、この分野での供給力の拡大、シェアアップを図っていく。

バイオベンチャーのジェイファーマへの出資は、本業とのシナジーも狙っている。創薬バイオベンチャーは新薬の開発に当たって、開発後期まで進むと、その薬をどのように作るか、その原料はどう調達するかを検討する必要がある。スペラファーマはここを得意とする。新薬がうまくいくかどうかの目利きも、開発後期なので判断しやすい。当社が原料ビジネスを獲得するには、マイナー投資で関係を強化することは有効である。

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

皮膚のイワキ～ジェネリック原料に強く、皮膚科用塗り薬でトップクラス

皮膚用の薬に関して、R&D から製造まで行っているのは 10 社強、その中で岩城製薬は、医療用医薬品の中でジェネリック（後発医薬品）を生産している。ジェネリックでは皮膚科用の塗り薬でトップクラスである。

当社の皮膚関連には、皮膚用のジェネリック医薬品、スキンケア化粧品、化粧品向け原料、医科向け美容皮膚薬（ドクターズコスメ）などがある。内訳では、岩城製薬で製造する医薬品、岩城製薬で販売するドクターズコスメ、イワキで取り扱う化粧品原料の仕入れ販売、アプロスの通販化粧品などである。

医療用医薬品（ジェネリック医薬品）、化粧品（スキンケア）、化粧品原料（基材）、ドクターズコスメ（NAVISION）などをセグメント横断的に集めると、全体の 2 割程度を占める。軟膏、クリーム、ローションなど、いずれも肌にフォーカスして、そこで強みを出している。

通販化粧品（アプロス）のシルキーカバーオイルブロックは、化粧下地として使った瞬間にサラサラとなって、化粧のノリがよくなる。OEM 生産による自社品である。効果がはっきりと分かり、60～70 代に人気が高い。通販化粧品の下地部門では、業界トップの売上となっている。

「ナビジョン/ナビジョン DR」は、資生堂からブランドホルダー機能を移管

岩城製薬は、化粧品分野でも新しい展開を見せている。資生堂の医療機関向け化粧品（「NAVISION」、「NAVISION DR」）の発売元として、卸を通さず、医療機関（病院、クリニック）に販売している。当社は皮膚の薬を得意としており、すでにナビジョンの専任営業において、1300 の医療機関に販売している。ここでは、国内シェア№1 である。

ナビジョンは資生堂で開発された化粧品であり、医療機関でしか販売できない。市場は狭いが、信用が大事なので着実に伸ばしていく方向だ。

当社は全国の皮膚科クリニックの 7 割をカバーしており、2005 年より資生堂と組んでクリニック向けドクターズコスメとしてナビジョン DR(NAVISION DR)を取り扱っている。

「ナビジョン/ナビジョン DR」は、2022 年に資生堂からブランドホルダー機能を移管して、当社の製品として取り扱っており、資生堂ジャパンは製造のみを継続するが、R&D、商品開発、マーケティングは岩城製薬が担っている。もともと医療機関に強い当社が主力となって事業を推進してきたので、効率は高い。

電子部品の受動部品向け表面処理薬品で業界トップ

表面処理の薬品には、洗浄、脱脂、活性化、エッチング、化学研磨、めっき、剥離など、それぞれのプロセス毎に異なったものが用いられ、狭い意味でのめっきはその１つにすぎない。また、表面処理には、きれいにする、錆びなくする、磨り減るのを防ぐ、電気特性を変える、機械特性を変えるなどの機能があり、とりわけ電気特性が重視される。

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

当社は電子部品向け表面処理薬品において業界トップクラスである。2 位は石原ケミカル（コード 4462）、3 位は日本高純度化学（コード 4973）である。電子部品の用途別では、受動部品（チップコンデンサ、チップ抵抗など）でトップ、コネクターで 5 位、リードフレームで 5 位にある。とりわけ、すずめっきに強く、電子部品売上の 7 割がすず関連である。

表面処理薬品のルーセントカパーシリーズ（硫酸銅めっき添加剤が伸びている。これは、電子部品等で、精密で穴が深く小さい基板であっても、高い電流密度が得られ、高性能が実現できる。世界トップレベルの品質性能となる。

すずめっき液のメルプレート SN（電子部品向けすずめっき）は世界№1 であり、硫酸銅めっき添加剤も世界№1 が狙える。ニッチでも世界トップクラスの商品で攻めていく。

日立化成からプリント配線板用薬品事業を 2018 年に譲受した。これによって、当社のラインアップが一層拡充した。

有機 EL 用部材で市場開拓

電子デバイス関連では、現スペラネクサスの静岡工場で、電子素材向けの有機合成を手掛けている。本業は医薬品（ジェネリック）や医薬品原料が主力であるが、かつて写真フィルム用の薬品を静岡工場（現スペラネクサスの工場）で手掛けていた。フィルムはデジタル化の中で衰退したが、その技術が有機 EL 用薬品として応用され、採用されている。医薬品の合成技術を応用して参入した。受託生産方式で伸ばしていく方針である。

電子デバイスの分野で No. 1 の製品を

表面処理薬品では、パワー半導体とセンサーモジュール向けが有望である。UBM では、半導体チップ接合用で、アルミ電極上へ UBM を形成する。シード層エッチングでは、半導体チップ接合用でバンピングプロセスに用いられる。いずれも、内外のデバイスメーカー、大手メーカーに販売している。

化学品事業では、電子デバイス関連で世界シェア№1 に挑戦する。1 つは、中性すずめっき薬品（メルプレート SN プロセス）で、積層セラミックコンデンサーはもちろん、それ以外のチップデバイスでの性能向上、生産性・歩留まりの向上を図り、シェア拡大を目指す。

メルプレート SN プロセスは、チップコンデンサー向けでは既に世界№1 であるが、これが自動車の電子化でセンサー用、デバイス用などにグローバルに伸びている。

もう 1 つは、Fan-Out パッケージング用プロセス製品で、パッケージ基板が不要になる半導体チップである。パッケージが薄くなり、配線長が短くなって、伝送速度が上がり、低コスト化が可能となる。Fan-Out パッケージングは、アップルのスマホに採用されており、これから様々な用途に使われていこう。

めっき薬品は、市場が形成されるのに 10 年以上かかり、使われ始めると、10 年以上継続するという足の長い製品である。めっきという特性から、簡単には採用されないが、一度採

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

用されると長く続くことになる。

その中で、当社は自社開発品で市場のグローバル化を進めている。これをグローバル TSP（テクノロジー・ソリューション・プロバイダー）と位置付けている。その先には、真のグローバルリーダーになることをビジョンとして掲げている。

Astena 2030 "Diversify for Tomorrow."
～2030年11月期までの中長期ビジョン～

基本戦略

1. プラットフォーム事業への転換
周辺領域への展開とそのつなぎ合わせで価値連鎖を実現
（1）ファインケミカル事業
・CMC、CDMOの事業と、調達プラットフォーム事業を軸に、CMC研究をベースにして、原材料調達、原薬商用生産で幅広いサービスを提供する
・高活性注射剤のCDMOで、グローバル要求水準に対応し、トップを目指す
（2）HBC・食品事業
・原料ビジネスのDX化で、顧客の開発・調達プロセスにおけるソリューションをプラットフォームとして提供
・領域特化型のダイレクトマーケティングネットワークを構築する

2. ニッチトップ事業の磨き上げ
グローバル展開やカテゴリー選択で高い成長を実現
（3）医薬事業
・皮膚科領域の外皮用剤で、品目数、生産キャパシティでトップを目指す
・内外においてM&A、事業提携を遂行し、事業地盤を強化し拡大する
（4）化学品事業
・電子部品の実装市場において、ニッチトップ商品を継続的に開発する
・ハイエンドパッケージ基板用、チップ部品用、パワー半導体用、センサー用薬品で差別化を図り、市場開拓を通して地位を確立する
・環境負荷を低減しつつ、グローバル企業との共同開発を推進する

3. 新規事業への投資と育成
（5）第5の新事業～ソーシャルインパクト事業
・社会的インパクトのある主力事業を立上げる

全社共通戦略

1. 業界の「一択」へ
顧客にとって随一の選択肢となる
2. ESG経営の基盤確立
ガバナンスの高度化と経営人材の輩出で企業価値の向上を図る
3. 自ら率先する「アステナらしさ」の体現
誠実、貢献、信用に加えて、多様性を取り入れる

（注）会社資料よりアナリスト作成

３．中期経営計画　　10 年ビジョンのもと収益力は向上へ

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

2021 年に 2030 年に向けた次の中長期ビジョン「Astena 2030“Diversify for Tomorrow.”」

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

を、アステナ HD の創設に合わせて策定した。

当社はメーカー色を強めており、もはや卸売業とはいえない。中長期ビジョンは、明日に向けてダイナミックに多様化し、サステナビリティを追求するという意味を込めている。社会変革では、ソーシャルインパクトのあるビジネスを創出する。

基本戦略としては、①プラットフォーム事業への転換、②ニッチトップ事業の磨き上げを進め、③新規事業への投資と育成を推進する。

中期経営計画をローリングしながら推進

中期計画をローリングした。いつものような 3 カ年計画の見直しである。3 つのサステナビリティ戦略を基本戦略とするのは変わらない。

プラットフォーム戦略では、産業のサステナビリティを目指し、プラットフォーム上に蓄積される情報や経験などの共有知が新たなる付加価値を生むという考えに基づく。

ニッチトップが戦略では、技術のサステナビリティを目指し、持続的イノベーション、破壊的イノベーション、効率的イノベーション、を連鎖しながら成長を重ねていく。

ソーシャルインパクト戦略では、社会のサステナビリティの実現に向け、奥能登エリアをベースに社会的課題をビジネスで解決する事業を推進していく。

財務目標としては、2028 年 11 月期で売上高 760 億円、営業利益 40 億円、ROE9.0%を目指す。営業利益の年平均成長率は 8.5%となる。

3ヵ年計画のローリング

（億円、%）

（11月期）		2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Astena 2030 "Diversify for Tomorrow."										
		（実績）	（計画）		（計画）					
中計	売上高	496	515	→	593					
（ローリング）	営業利益	8.2	7.2		22.0					
	ROE	2.1	0.0		5.6					
			（実績）	（計画）		（計画）				
中計	売上高		519	560	→	640				
（ローリング）	営業利益		11.2	16.0		30.0				
	ROE		4.2	2.8		7.4				
				（実績）	（計画）		（計画）			
中計	売上高			579	630	→	700			
（ローリング）	営業利益			28.1	20.0		35.0			
	ROE			-9.4	4.3		8.8			
					（実績）	（計画）		（計画）		〈長期ビジョン〉
中計	売上高				627	680	→	760		900
（ローリング）	営業利益				30.1	34.0		40.0		
	ROE				8.4	8.5		9.0		13.0

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

基本戦略～3つのサステナビリティ戦略

1．プラットフォーム戦略
- **「産業のサステナビリティ」の実現**
- **ファインケミカル事業、HBC・食品事業が対象**
- **高いレベルの「策揃え」で、業界のプラットフォームになる**

2．ニッチトップ戦略
- **「技術のサステナビリティ」の実現**
- **医薬事業、化学品事業が対象**
- **参入市場を小さく定義し、業界の「一択」になる**
- **持続的イノベーション、破壊的イノベーション、効率的イノベーションのサイクルを回して成長**

3．ソーシャルインパクト戦略
- **「社会のサスティナビリティ」を実現**
- **ソーシャルインパクト事業が対象**
- **環境配慮型、社会課題解決型の事業の創出**
- **多様なプレーヤーと連携し、奥能登エリアから拡大**

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

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

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

ファインケミカル事業では、ジェネリック業界の再編が進んでいる。この分野で当社は強みを有しているので、効率化と安定供給でポジションを上げることができよう。また、CMC の需要開拓に力を入れており、受注は増えている。医薬品の原料では新しいモダリティ(基盤的様式)に向けて高付加価値化を図る。

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

岩城製薬佐倉工場では、注射剤の新設備投資を行ってきたが、設備の調達や顧客の開拓に

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

遅れ、2024 年 11 月期は減損を強いられた。しかし、ようやく好転しつつある。

HBC・食品事業では、不採算事業の撤退と化粧品分野の強化で収益性が改善している。ライフ＆ヘルスケアのプラットフォーム作りを目指している

3 つのサステナビリティ戦略と 6 つのビジネスモデル

事業再構築では、第 1 に、マネジメント体制を見直した。第 2 は、プラットフォーム戦略の中身を新たなビジネスモデルに再編し推進している。

スペラファーマ（ファインケミカル）、イワキ（HBC・食品）、岩城製薬（医薬）、メルテックス（化学品）の主要 4 子会社で事業を推進しているが、これにソーシャルインパクト事業を担うアステナミネルヴァを加えた。

1）プラットフォーム戦略では、①医薬品産業エコシステム、②ヘルスケア EC、③HBC 原料プラットフォームという 3 つのビジネスモデルを新たにスタートさせた。2）ニッチトップ戦略では、④外皮用医薬品、⑤ハイエンド表面処理薬品、という 2 つのビジネスモデルを継続する。3）ソーシャルインパクト戦略では、⑥地域循環型経済の構築を目指し、全体として 6 つのビジネスモデルを推進する。

3つのサステナビリティ戦略と6つのビジネスモデル

3つのサステナビリティ戦略	6つのビジネスモデル
プラットフォーム戦略 策揃え事業 持続可能な産業システム創り	① 医薬品産業エコシステム CMC、注射剤CDMO、中分子医薬品原料、創薬インキュベーション ② ヘルスケアECプラットフォーム シニア向け、ミドル向け、ティーン向け ③ HBC原料プラットフォーム ICS-netとの連携
ニッチトップ戦略 No.1事業 持続可能な技術/製造創り	④ 外皮用医薬品 国内塗り薬ジェネリック医薬品でNo.1へ ⑤ ハイエンド表面処理薬品 半導体、電子部品の表面処理薬品で高付加価値化、世界トップの分野も有する
ソーシャルインパクト戦略 社会変革事業	⑥ 地域循環型経済の構築 奥能登SDGｓプロジェクト、ファンド、ヘルスケア事業運営

プラットフォーム戦略では大型投資を実行してきた。M&A で、スペラファーマに 63 億円（2020 年 3 月）、佐倉工場に 11 億円（2020 年 7 月）、マルマン H&B に 10 億円（2020 年 12

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

月）、JITSUBO に 10 億円（2021 年 5 月）、池田物産グループに 43 億円（2025 年 9 月）などである。

設備投資では、スペラネクサスでの高薬理活性原薬製造機能拡張 5.4 億円、佐倉工場の注射剤製造ライン 38.7 億円を実施した。

医薬品産業エコシステムのビジネスモデルでは、リサーチ（創薬インキュベーション）、開発（CMC、中分子原料、治験原薬）、製造（原薬、注射剤、CDMO）、販売とつなげていく。

ヘルスケア EC の BM では、アプロス（シニア向け）、マルマン H&B（ミドル向け）、MUKU（JYU-KEN：旧住建情報センターから譲受）（ティーン向け）と広がりが出ている。

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

CDMO 事業の強化

ファインケミカル事業では、CMC/CDMO 事業と調達事業プラットフォーム事業を柱としている。原材料調達、CMC 研究、原薬生産までの幅広いサービスを提供している。このプロセスにおいて、岩城製薬佐倉工場はファインケミカル事業に置いた方が、事業の最適化が図れると判断した。

佐倉工場は新注射剤ラインが 2023 年 3 月に完成した。国際基準に適合した高活性注射剤棟が完成し、現在受注に力を入れている。固形剤の製造能力の拡大も図っている。佐倉工場では CMO(Contract Manufacturing Organization/製造受託会社)として事業拡大が進もう。

スペラファーマの CMC(Chemistry Manufacturing and Control)受託事業と佐倉工場の CMO を併せて、CDMO（Contract Development and Manufacturing Organization /開発製造受託会）としての成長機会が高まろう。

FC・医薬事業構造改革室を設置

FC 事業と医薬事業の構造改革の推進、具体的にはスペラファーマ、スペラネクサス、JITSUBO、岩城製薬佐倉工場および岩城製薬の新たな連携、効率化に向けて、岩城取締役と成瀬常務執行役員の役割が一段と高まっている。

2025 年 2 月に FC・医薬事業構造改革室を新設した。岩城取締役（スペラファーマ社長、スペラネクサス社長、岩城製薬会長、岩城製薬佐倉工場会長）が FC・医薬事業の構造改革と新規事業を担当する。この領域の改革をさらに加速する必要があるため、ここに集中する。

また、成瀬常務執行役員が FC・医薬事業構造改革室長を兼務して、実務を推進する。買収したスペラファーマ（CMC 事業）、佐倉工場(CDMO 事業)の収益性向上を図る。方向は見えているが、もう一段スピードアップする実行戦略を打っていく方針である。

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

ペプチド合成の技術を有する JITSUBO(ジツボ)

2021 年 4 月にスペラファーマが、ペプチド合成の技術を有する JITSUBO を 10 億円で買収した。のれんは 15 年で償却していく。

JITSUBO(資本金 10 百万円)は 2005 年設立のベンチャー企業で、ペプチド原薬に関する製造プロセスの開発、技術移転、受託製造に強みを有する。東京農工大の研究成果を踏まえて、ペプチド合成技術で独自の Molecular Hiving 法（モレキュラーハイビング法）を開発し、これをコア技術として、ペプチド原薬等に展開している。

当社の医薬品原料はこれまで低分子領域を主力としており、中分子や高分子の技術は十分でなかった。バイオ医薬品はじめこれから伸びる領域は中分子化合物（ペプチド）や高分子化合物である。アミノ酸、ペプチド、タンパク質の関係でいえば、アミノ酸が一定数結合したものがペプチド、その連鎖が大きくなるとタンパク質となる。このペプチド領域の技術を手に入れた。

JITSUBO は、その技術を活かして、日本だけでなく、欧州のカスタマーともつながっている。同社のペプチドは合成する時に溶剤を使わないので、環境にフレンドリーであるという点が評価されている。

スペラファーマは中分子の CMC も受託できる。スペラネクサスは有機合成の研究所を持っている。佐倉工場では、医薬品の原液についても十分取り扱える。ということで、今後ペプチドの原料供給という点で大いにシナジーが働こう。

Molecular Hiving 法という技術（当社の特許商号）による one-pot 法は、1 つの容器で簡便にペプチド合成ができる。従来の固相法では均一性が十分でなく、溶媒の環境負荷も高い。当社のワンポットは同じ容器で、アミノ酸を繋いでいくペプチド伸長反応が可能なので、反応が早く、低コストで均一性も高い。世界最高水準の技術で、エコを重視する欧州医薬品企業からの評価が高い。

JITSUBO(ジツボ)の Molecular Hiving 法が実用化へ前進～ノボノルディスクへ

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

Novo Nordisk との契約では、JITSUBO には、開発フィー、年間独占権料、臨床・商業化の段階に合わせたマイルストーンフィーが入ってくる。ポイントはタグの供給が増えてくると、JITSUBO の売上も増えてくる。タグとは、必要なペプチドを製造するもととなるタグ（目印）付のペプチドである。

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

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

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

Novo Nordisk からの収入は、開発フィー、マイルストーンフィーなどが、まずは入ってくる。本格的な収入は Molecular Hiving 法が商業生産に使われ出すと、当社から原料（タグ）を出荷するようになる。スペラネクサスの静岡工場で生産することになろう。こうなると、かなりの高収益が見込めることになろう。

ジェネリック原料の展開

医薬品原料の中で、ジェネリック（後発品）の原料を伸ばしていく。品質保証の重要性が問われるので、中国、インドから直接輸入して安く販売するというわけにはいかない。必ず品質の確認と保証が必要になる。そこに当社の役割が活きるわけである。また、医薬品原料は海外販路の拡大も目指し、海外からの輸入にもスペラネクサスを活かす。

今後の需要が見込める高活性原料（抗がん剤用、高活性ステロイド用）に参入して、高付加価値化を図っていく。

血管収縮剤の原料は、日本では当社のみ、ドイツに 1 社、インドの企業などが手掛けている。米国に輸出するために、静岡工場の生産体制を彼らの基準に合ったものとした。工場の EHS 投資を行って、営業体制も強化した。その成果として、米国向けが伸び始めている。

ポイントは、ジェネリック医薬品原料の信頼性保証である。米国ではインスペクション（検査）を国がやっているが、日本は民間に任されている。日本でもインスペクションが必要となったので、その役割をきちんと果たせるかどうかが重要である。当社はスペラネクサスがその経験を十分積んでいるので問題ない。

皮膚関連の取扱品目を拡大

皮膚関連で、新しい取り組みが進展している。ジェネリックの外皮用剤や通販のシルキーカバーオイルブロックなど既存品のほかに、新製品や新分野が加わった。

シミック CMO が製造する「タイガーバーム」と「ザンミーラネイル」の販売総代理店となった。タイガーバーム（TIGER BALM）は、世界 100 カ国で高い認知度を誇る外用消炎鎮痛剤で、日本では従来龍角散が取り扱っていたが、それが変更になり、当社にまわってきた。シニア向けとインバウンド向けに伸びが見込める。

ザンミーラネイルは、つめ用の美容液である。スウェーデン生まれで、世界 40 カ国で販売されている。つめに塗るだけで、つめのザラザラ、ごつごつ、くすみを補修する。

また一般用医薬品では、大正製薬のリアップのジェネリック OTC として、壮年性脱毛症薬「ミノグロウ」を 2018 年に発売し良好である。

ナビジョンはもともと資生堂の製品であったが、2022 年よりブランドホルダー機能の移

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

管により岩城製薬の製品として販売を行っている。皮膚科のドクター向けに加えて、自社のネットや通販でも取り扱うようにしている。

岩城製薬はヒアルロン酸の製造を開始し、イワキが販売している。ヒアルロン酸は化粧品としては成熟しているが、サプリメントとしての伸びが期待できる。ヒアルロン酸 IW というブランドで市場開拓している。

皮膚のイワキという点で、さまざまな製品を提供しているが、これらを通して、イワキのブランドを高めようというのが、会社全体の戦略である。「ニゾラールローション」の製造販売承認をヤンセンファーマから受け継いで、自社製品として取り扱っている。

2023 年に帝人ファーマより、ボンアルファ軟膏などのボンアルファ類を承継した。感染症などに効能を有する外皮用剤である。先発品なので、この製造、販売などを通して、塗り薬領域の実力を高めていこうという狙いである。

食品原料検索プラットフォーム「i-Platto」（アイプラット）

「i-Platto」（アイプラット）は、利用登録社数が順調に伸びている。食品原料検索プラットフォーム「i-Platto」では、加工食品・機能性食品の原料検索ができる。当社が資本参加している ICS-net が運営する「シェアシマ」とも連携している。「シェアシマ」はオープンな食品原料検索サービスであるが、「i-Platto」は当社の顧客に限定している。

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

最近のM&Aと設備投資

（億円）

	M&A	佐倉工場への設備投資	全社の設備投資（有形固定資産の取得）	減価償却
2019.11			10	8
2020.11	スペラファーマ 63 佐倉工場 11		13	13
2021.11	マルマンH&B 10 JITSUBO 10	12	29	18
2022.11	住建情報センター 6 ヘルスケア事業	13	27	21
2023.11	アインズラボ 2	24	38	22
2024.11		13	28	23
2025.11	池田物産 43	6	28	24
合計（7年間累計）	145	68	173	129

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

池田物産グループを買収

2025 年 9 月に株式を取得した池田産業（池田物産グループ）は、化粧品、食品及びヘルスケア等の原材料分野を手掛ける。海外メーカーとの取引チャネルや R&D センターも有する。ニューヨークにも拠点を有する。当社とは取引があったが、領域がバッティングしていないので、うまく効果を生むことができよう。

池田産業は、子会社の池田物産を主力として、化粧品、食品、ヘルスケアの原材料を取り扱っている。2024 年 3 月期は売上高 58 億円、営業利益 1.4 億円、総資産 37 億円、純資産 22 億円であった。持株比率は 95%、年商 60 億円である。

HBC・食品事業にとっては、製品のラインアップ、販売チャネルの拡充で今後の展開が期待できる。とりわけ海外ネットワークの広がりに注目したい。

設備投資を積極化

ジェネリック医薬品は今後とも成長しよう。岩城製薬はジェネリック外皮用剤では 80 品目を取りそろえ、品揃え№1 と評価は高い。大田区の蒲田工場で増産体制を整えた。軟膏、クリーム、ローション剤などの仕込み、チューブ、充填工程に投資し、能力を増やした。

ジェネリック医薬品の利用は日本全体で数量ベース約 90%まできたが、外皮用剤関連は 50%台とまだ低いとみられる。今のペースでいくと、当社のジェネリックも能力アップが必要である。

静岡県の掛川にあるスペラネクサスの静岡工場で、ジェネリック医薬品向け原薬の強化も逐次行っている。特許切れとなる医薬品のジェネリック原薬の選定も行っており、それに向けた設備も準備していく。ジェネリック用の輸入原料については、大型新薬のパテント切れが相次ぐ。そのため、ジェネリック薬品にとってはチャンスである。

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

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

ジェネリック業界の品質問題への対応

ジェネリック業界の品質問題は、生産設備に課題を残している。品質の向上に向けてルー

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

ルが強化されている。そうすると、従来の設備では不十分なところが出てくるので、設備の補強や更新、新設が必要になってくる。薬なので、これらの設備、生産ラインについて、承認をとっていくことが求められる。

当社は、ジェネリック医薬品で臨床試験を新たに実施するプロセスが必要となってくる。この R&D を外部委託するので、R&D 費が増加するので、共同で開発を行うパートナーと組んで R&D 費の効率化を図っていく。

2020 年に、皮膚の塗り薬分野で、富山の MAE（旧前田薬品工業）へ資本参加した。出資比率はマイノリティーであり、投資金額も少ない。外皮用剤のメーカーはさほど多くないが、その 1 社との連携を強化しておこうというものである。

ねらいは、①相互の生産委託の推進による生産能力の最適配置の推進、②医薬品原料の調達機能の強化などによって、外皮用剤市場におけるプレゼンスの向上を図ることにある。

製造部門のウエイトを高める～付加価値の向上へ

4 つのセグメントを横櫛に、原料製造→流通→製品製造→卸売→小売というバリューチェーンでみると、自社製造が約 7 割となっている。この製造部門のウエイトは今後とも高まってこよう。同じ製造でも付加価値の高いものは社内で、そうでないものはアウトソーシング（外部委託生産）にする。また、商社機能としての流通・卸売についても自社の強みを活かして、収益性の改善を図っていく。

半導体関連の成長

UBM プロセスがパワー半導体の電極の信頼性向上に用途が広がっている。UBM（Under Bump Metal）とは、半導体前工程で回路が形成されたウエハの電極パッド上に、はんだの間のアルミ電極にバリア層を形成するプロセスにおいて、当社のメルプレート UBM プロセスが国内外で採用され、量産稼働している。UBM の有力 3 社の中で、当社はトップである。これが、パワー半導体などの銅ワイヤボンディング実装において、一段と用途が広がろう。

半導体パッケージ製造における新技術として、Fan-Out、WLP/PLP（WLP:ウエハレベルパッケージ、PLP：パネルレベルパッケージ）に取り組んでいる。これは、半導体のパッケージにおいて、パッケージ基板を不要にして、①パッケージを薄くする、②配線を短くして伝送スピードを上げる、③基板の分だけ低コストにする、というメリットがある。iPhone を始めとする新しいスマホへの応用が期待される。

半導体では、UBM（Under Bump Metal）プロセスの採用が進み、次に開発中の Fan-Out WLP や PLP プロセスも期待は持てる。パッケージで基板がいらなくなるようなプロセスなので、効率化が進む。これ向けの表面処理薬品が注目される。クリーンルームを活用して、需要が拡大するパワー半導体用の UBM プロセスで世界のデファクトを目指している。

UBM プロセスは、ニッチの分野ながら市場が本格化してきた。欧州への輸出も図っている。

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

UBM の売上高は今後かなり伸びてこよう。この分野は利益率が高いので、業績へのインパクトも期待できる。

サステナビリティ戦略の実行に向けて

プラットフォーム戦略		
	医薬品産業エコシステム	**スペラファーマM&A63億円、佐倉工場M&A11億円、佐倉工場注射剤設備投資38億円、スペラネクサス高薬理活性原薬設備投資5億円、JITSUBOのM&A10億円**
	ヘルスケアECプラットフォーム	**マルマンH&BのM&A10億円、池田物産グループM&A43億円**
	HBC原料プラットフォーム	**ICS-netとの資本業務提携**
ニッチトップ戦略		
	外皮用ジェネリック	**シェア15%の拡大、前田薬品工業と資本業務提携**
	ハイエンド表面処理薬品	**すずめっき用シェア23%、半導体向け20%、プリント配線基板向け34%で新製品投入**
ソーシャルインパクト戦略		
	能登モデルの確立	**アステナミネルヴァの設立、ナチュラルヘルスケアブランド「NAIA」の投入**

サステナビリティ戦略の推進

3 つの基本戦略に照らしてみると、プラットフォーム戦略では、JITSUBO のペプチド合成法を活かして、原薬の受託製造を拡大していく。また、ペプチドや核酸など中分子医薬品の領域にも入っていく。スペラファーマは低分子領域に強いが、JITSUBO を活かして、中分子のペプチド、核酸分野に本格参入する。

ニッチトップ戦略では、半導体向け薬品が成長しよう。UBM とシード層エッチングを拡大させる。まさにニッチであるが、高利益率なので業績にはしっかり貢献しよう。プリント配線板向け薬品も 5G で着実な成長が見込める。半導体分野では、センサーとメモリが主戦場であるが、当社は 2 つの主力製品のグローバルデファクトをとろうと全力を上げている。

ソーシャルインパクト戦略では、珠洲市で SDGs 新規事業を複数立ち上げた。アステナ地方創生ラボや北國銀行と組んだ地方創生ファンドの立ち上げなどである。珠洲市は人口約 1.0 万人の小さな町で、人口の半分が高齢者である。ここで SDGs の課題に新事業として取り組めたら、それは全国にも通用する。つまり、単なる慈善事業ではなく、広くビジネスにすることを目指している。

ヘルスケアブランド NAIA（ナイア）をマーケティング

石川県珠洲市にある NAIA（ナイア）は、ヘルスケアブランド NAIA の販売に力をいれてい

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

る。NAIA は、奥能登の天然資源や伝統技術（酒粕やヒバのエキスなど）を活かしたナチュラルヘルスケア商品で、売上高は伸び始めている。

ソーシャルインパクト事業はまだ商品開発とマーケティングの先行投資期にあり、もうしばらく時間を要しよう。

バランスシート

（百万円、%）

	2020.11	2021.11	2022.11	2023.11	2024.11	2025.11
現預金	7567	10927	6925	6881	6101	10190
受取手形・売掛金・契約資産	15086	16713	19106	19211	21346	22924
棚卸資産	6717	9337	9489	10795	10406	12205
有形固定資産	10136	11950	13119	14812	11920	13291
無形固定資産	7467	8411	8285	7458	6893	7638
のれん・顧客関連資産・技術資産	6505	7121	7063	6327	5808	6571
投資その他資産	4838	5134	5397	7089	6639	7172
資産合計	54319	63553	63551	67254	64595	75441
支払手形・買掛金	11727	12117	12142	12073	13596	14607
短期借入金	5971	9053	10035	12266	11390	16195
その他流動負債	5228	5469	5615	5641	6917	7272
長期借入金	5965	5812	4777	4493	3445	6250
その他固定負債	3776	4096	3914	4178	3944	3719
負債合計	32667	36547	36483	38653	39293	48043
株主資本	20486	25818	25596	26091	22877	24399
その他包括利益	1164	1181	1390	2328	2265	2699
純資産	21651	27006	27068	28601	25302	27397
有利子負債	11937	14865	14812	16760	14836	22445
有利子負債比率	22.0	23.4	23.3	24.9	23.0	29.8
自己資本比率	39.9	42.5	42.5	42.3	38.9	35.9

エクイティファイナンスの成果に期待

2020 年 12 月に行使価額修正条項付新株予約権（MS ワラント）を発行した。672 万株で、希薄化率は 19.91%であった。この MS ワラントは、順調に権利行使が進み、約 41 億円を調達できた。このファイナンス資金は、成長に向けた設備投資（注射剤設備、高薬理原料）に使われた。重要な戦略投資であった。岩城製薬佐倉工場の注射剤工場、スペラネクサスの静岡工場高薬理活性原薬製造の設備は、いずれも抗がん剤に関連する。当社にとっては大型ビジネスに育つ公算が高い。

スペラファーマの取得原価は 6331 百万円、のれん等は 5962 百万円となった。のれん等の償却は 11～20 年なので、年約 350 百万円ののれん代が発生する。実際、無形資産のうちのれんの償却は 20 年、顧客関連資産は 11 年で償却していく。

資金はみずほ銀行他金融機関より 10 年の長期借入金として調達した。運転資本については、HBC・食品事業や化学品事業ではさほど問題にならないが、ファインケミカル事業や医

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

薬事業については、医薬品の特性で、売上高が伸びると、支払条件の関係で増加運転資金が発生してくる。

2024 年 11 月期では、41 億円の減損損失が発生した。注射剤設備の減損を実施した。引き合いはあるものの、受注/生産には結びつかず、事業の遅れが計画との乖離となった。これが B/S では有形固定資産の減少、C/F 計算書では減損損失となって記載されている。

2025 年 11 月期は、池田物産グループの M&A で、資産が増加した。取得原価は 4309 百万円、のれんは 1302 百万円（11 年間の均等償却）、受け入れた総資産は 5378 百万円であった。

キャッシュ・フローの推移

（百万円）

	2020.11	2021.11	2022.11	2023.11	2024.11	2025.11
営業キャッシュ・フロー	4143	1349	-742	1643	4848	3393
税引後当期純利益	1398	2133	303	207	-2408	1880
減価償却費	1369	1830	2117	2216	2306	2427
売上債権・契約資産の増減	3697	-868	-1304	171	-2128	487
仕入債務の増減	-1988	-172	-14	-298	1524	-140
棚卸資産の増減		-574	-960	-1286	383	-826
負ののれん発生益	-620					
減損損失			36	418	4100	139
投資キャッシュ・フロー	-8254	-4380	-2222	-2835	-2937	-5557
有形固定資産の取得	-1308	-2935	-2770	-3820	-2840	-2893
無形固定資産の取得	-444	-558	-259	-344	-357	-282
子会社株式の取得	-6200	-1681	0	75		-2629
事業譲受による支出		-70	-627	0		
フリー・キャッシュ・フロー	-4111	-3030	-2964	-1192	1911	-2164
財務キャッシュ・フロー	6767	6353	-1093	1077	-2651	6202
有利子負債の増減	7386	2928	-53	1791	-1915	6991
配当金の支払い	-470	-650	-729	-719	-727	-735
自己株の取得	36	36	-309			
新株予約権株式発行		3624				
現金等期末残高	7447	10807	6803	6758	5978	10067

４．当面の業績　　先行投資の谷間を超えてピーク利益を更新

2024 年 11 月期は注射剤設備の減損を実施

2024 年 11 月期は、売上高 57993 百万円（前年度比+11.6%）、営業利益 2815 百万円（同+149.6%）、経常利益 2804 百万円（同+105.6%）、純利益-2525 百万円（前年度比 1162 百万円）となった。営業利益は過去最高となったが、純利益は減損によって赤字となった。

2024 年 11 月期は、岩城製薬佐倉工場で準備してきた注射剤製造設備について、これまで

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

計画していた受注の見込みが実現に至らず、大幅な遅れを余儀なくされた。これによって、この固定資産の減損を実施した。減損損失を特別損失として 4092 百万円ほど計上した。

この注射剤製造設備はほぼ出来上がって、建設仮勘定に計上されていたが、商用生産には入っていなかった。よって、減価償却は発生していなかった。設備の全額を減損処理したが、設備そのものは問題なく使える。受注がとれて商用生産に入れば、売上は立ってこよう。引き合いはいろいろあるので、今後はいい方向に向かうであろう。本格的に稼働して、売上が上がってくるのは今期からとみておきたい。

前 2025 年 11 月期は過去最高を達成

2025 年 11 月期は、売上高 62744 百万円（前期比+8.2%）、営業利益 3017 百万円（同+7.2%）、経常利益 2910 百万円（同+3.8%）、純利益 2187 百万円（前期-2525 百万円）と、ピーク利益を更新した。期中に上方修正したものの、その計画の営業利益をやや下回ったが、業績は順調であった。

セグメント別でみると、1）ファインケミカル事業で営業利益が+689 百万円、2）HBC・食品事業で+77 百万円、と営業利益が伸びたが、3）医薬事業が-183 百万円、4）化学品事業が-74 百万円、5）ソーシャルインパクト事業が-233 百万円となった。

今期の増益要因は、①医薬品 CDMO 部門をリード役に、②化粧品製販部門で韓国コスメの販売好調であったことにある。

具体的には、ファインケミカル事業は前期比で売上高+5.7%、営業利益 909 百万円（+314.5%）であった。CMC、医薬品原料、CDMO などが大きく好転した。CMC では内製化が進み、原価低減が寄与した。原料部門でも付加価値の向上が進んでいる。CDMO では需要増が牽引している。

HBC・食品事業は売上高+20.0%、営業利益 700 百万円（同 12.4%）、であった。韓国コスメの輸入化粧品「Torriden（トリデン）」が新製品効果もあり業績をリードした。韓国コスメについては、一時的ブームというよりブランドの定着がみられ、持続性が高まっている。ブランドの追加投入もある。化粧品原料も好調であった。池田物産の M&A で売上高は 4Q から連結に入っているが、費用面で一部負担となった。池田物産は 2 か月分が連結に入っている。のれん代を差し引いても利益に貢献している。

医薬事業は、売上高+8.4%、営業利益 1118 百万円（同-14.1%）となった。ジェネリック医薬品は伸びたが、薬価改定のプラス効果の反動や一部の原料不足などが負担となった。医薬品は、需要はあるが原料不足などの影響もあり、利益面では今一歩であった。美容医療関連は好調であった。

化学品事業は、売上高-4.5%、営業利益 733 百万円（同-9.2%）となった。化学品では、需要回復の遅れがあり、設備にも一巡感があった。電子部品向け薬品は好調であったが、表面処理設備は前期に急増した受注の反動で落ち込んだ。

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

その他のソーシャルインパクト事業では、売上高 57 百万円、営業利益-363 百万円（前期-129 百万円）となった。能登発のヘルスケアブランドNAIAのマーケティング費用が先行し、赤字が拡大した。ソーシャルインパクト事業のヘルスケアでは、PR 費用が増大したが、その効果はまだこれからである。

セグメント別業績

（百万円）

事業	2021.11		2022.11		2023.11		2024.11		2025.11	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
ファインケミカル	22933	1386	14630	248	16055	159	21127	219	22333	909
HBC・食品	28238	-343	13970	141	14059	324	15162	623	18190	700
医薬	12452	908	11754	392	13259	573	11469	1302	12429	1118
化学品	8697	383	9278	-156	8593	74	10195	807	9732	733
その他							38	-129	57	-363
合計	72322	2233	49636	819	51984	1127	57993	2815	62744	3017

（注）2022.11期から新収益基準ベース。2024.11期からは新セグメント。

セグメントの状況

ファインケミカル事業は、①医薬品開発エコシステム、②医薬品原料プラットフォーム、③医薬品 CDMO の 3 つに分けられる。医薬品開発エコシステムでは、CMC の受注は順調で、中分子原薬のプロセス開発案件の受注も順調であった。医薬品原料プラットフォームは、売上は伸びたものの販管費のアップで利益面では伸び悩んだ。CDMO は、高付加価値品の取り扱い増加で好調であった。

スペラファーマの CMC 事業において、新規案件の獲得に力を入れている。スペラファーマが得意とするマイクロ電子回折装置（MicroED）を活用した分析の受注も新規事業として伸びている。ペプチド・核酸領域における中分子原薬のプロセス開発案件の受注拡大に注力している。佐倉工場の高活性注射剤設備は治験薬から稼働しているが、注射剤の商用生産はまだ見込んでおらず、一方で人件費などのコストはかかってくる。

ファインケミカル事業は大幅な改善をみせている。1）医薬品開発エコシステム部門では、①CMC 事業が順調で、②ペプチド・核酸領域も受注が順調であった。2）医薬品原料プラットフォーム部門は、付加価値の高い輸入原薬、新薬向け医療中間体の販売を伸ばし、利益率の改善を図った。3）医薬品 CDMO 部門は CMO の生産能力を高め、自社原薬製造の完全供給、受託品目の高付加価値化が寄与し、好調であった。

HBC・食品事業は、①食品原料、②化粧品原料、③ライフサイエンス、④化粧品製販の 4 つに分けられる。食品原料は、原料検索、プラットフォーム i-Platto（アイプラット）も利

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

用登録社数は増加しているが、需要全体は伸び悩んだ。化粧品原料は伸びも悩んだ。

ライフサイエンスでは、新生児・小児用人工呼吸器の新規販売は伸びたものの、全体としては伸び悩んだ。化粧品製販では、通販は順調、輸入化粧品、自社企画品販売は極めて好調であった。輸入化粧品トリデン（韓国コスメ）、自社企画品ピュレアは好調で、一過性ではなく持続力を高めている。また、化粧品輸入サポートでは化粧品の企画開発ソリューションサービスを開始する準備を進めている。

HBC・食品事業は好調であった。1）食品原料部門は、コストアップで利益は伸び悩み、2）化粧品原料部門もコストアップや M&A に伴う費用増もあり利益は伸び悩んだ。3）一方で、化粧品製販部門は韓国コスメの輸入化粧品「Torriden(トリデン)」シリーズの好調により、利益は好調であった。

池田物産グループは昨年 9 月（4Q）から連結に入った。取得原価は 4309 百万円、のれんは 1302 百万円、アドバイザリー費用は 171 百万円であった。のれんの償却期間は 11 年なので、年間 118 百万円ののれんの償却が発生するが、十分吸収していけよう。B/S で 9 月に受け入れた分は、資産として 5378 百万円、負債として 2213 百万円であった。

医薬事業は、①医薬品と②美容医療に分けられる。医薬品は選定療養の対象となったジェネリックが増加し、薬価改定の影響はプラスに寄与している。医薬品の一部で原料不足が発生しているが、選定療養（先発医薬品と後発医薬品の差額の 4 分の 1 は患者負担）の影響で、ぬり薬が順調である。美容医療では、医療機関専売化粧品ナビジョン（NAVISION DR）シリーズが順調で、2024 年 12 月より販売を開示したイルセラ（illsera）も伸びている。

医薬事業は減益であった。1）医薬品部門は、ジェネリック医薬品が伸びたが、薬価改定の影響もあり、利益は低調であった。2）美容医療部門は、医療機関専販化粧品「NAVISION DR」シリーズや、2024 年 12 月に取扱いを開始した「illsera（イルセラ）」が好調であった。全体では医薬品部門の減益が影響した。

化学品事業は、①表面処理薬品、②表面処理設備に分けられる。薬品は電子部品向け海外の新規顧客の開拓が進んでいるが、内外とも需要の回復が遅れている。設備は大口需要の一巡で減少した。1）表面処理薬品部門は、内外とも需要回復が遅れており、一部海外で新規顧客の獲得が寄与したが、利益は伸び悩んだ。2）表面処理設備部門は、得意先の投資一巡で受注が大幅に減少し、これが大きな減益要因となった。

その他事業（ソーシャルインパクト事業）は、①ヘルスケアと②地方創生に分けられる・ヘルスケアでは、ナイア（NAIA）ブランドのマーケティングに先行投資している。地方創生では、ふるさと納税事業に力を入れている。その他事業は赤字が拡大した。NAIA（ナイア）ブランドの商品立ち上げに向けてマーケティングを強化していることによる。

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

四半期ベースのセグメント利益

四半期ベースのセグメント利益をみると上下している。ファインケミカルの収益性は改善しており、今後とも好転が期待できよう。HBC・食品は池田産業の M&A で一時的費用が発生したが、韓国コスメの好調をリード役に順調である。医薬はジェネリックの業界再編の中で、独自のポジションを確保しようと力を入れており、一定の収益はキープできよう。化学品は半導体関連への投資を続けており、その効果が出ている。

四半期別セグメント業績

（百万円）

		ファインケミカル		HBC・食品		医薬		化学品		その他		合計	
		売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	営業利益
2024.11	1Q	5512	69	2980	63	2399	178	2529	135	4	-29	13426	454
	2Q	4844	-70	3721	135	3015	437	3070	415	14	-22	14665	891
	3Q	4852	-131	3920	110	3046	457	2159	192	5	-45	13986	656
	4Q	5917	351	4540	313	3007	226	2435	63	15	-33	15916	814
2025.11	1Q	5614	365	3674	208	2827	355	2209	135	8	-57	14334	1032
	2Q	5944	505	4343	336	3181	324	2292	54	9	-145	15769	1192
	3Q	5612	208	4129	0	3308	201	2308	221	14	-76	15375	581
	4Q	5162	-170	6042	156	3111	237	2924	320	26	-85	17267	214

今期もピーク利益の更新へ

今期の会社計画は、売上高 68000 百万円（前期比+8.4%）、営業利益 3400 百万円（同+12.7%）、経常利益 3300 百万円（同+13.4%）、純利益 2350 百万円（同+7.5%）と、営業利益で二桁増益、2 期連続でピーク利益の更新を目指す。

今期の注目領域として、ファインケミカル事業は引き続き好調が見込めよう。子会社 JITSUBO の事業が拡大しよう。中分子医薬品の開発需要が拡大する中で、Molecular Hiving 法の需要増加が期待できる。

医薬品原料の安定供給が経済安全保障上の重要課題となる中で、中国からの輸入に過度に頼らないサプライチェーンの多様化が求められる。CDMO ではジェネリックのコンソーシアムが進展していくので、ジェネリックの製造所の集約が加速するので、ここでの顧客アプローチを強化していく。但し、原料調達の多様化やジェネリックのコンソーシアムについては、様子をみながら展開していく。

佐倉工場の注射剤も受注がとれている。受注に関しては、生産体制の監査を受けて、実際に発注を受けるには 1 年ほど要する。よって、売上に立ってくるのは 1 年半ほどかかる。今

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

期中に一部売上が上がってこよう。ようやく動き出した。

HBC・食品事業では、グループに入った池田物産の PMI、とりわけ米国を含むクロスセルでの新規需要開拓に力をいれていく。池田物産については、クロスセルなどのシナジーは追求していくので、一部成果は出てこよう。

医薬事業では、選定療養の拡大でジェネリックの需要増加が見込める、先発医薬品の製造販売中止による需要増もチャンスとなろう。医薬品でジェネリックが増えてくる。生産体制は強力先も含めて強化していく。一方で、薬価改定などの影響もあるので、会社側では慎重な計画を立てている。

化学品事業では、AI 向けデータセンターの投資拡大で関連電子部品向け表面処理薬品は伸びよう。表面処理設備では、従来のプリント基板市場ではなく、当社の技術を活用した高性能スプレーシステムの市場開拓に注力する。化学品は好調なスタートとなっている。スプレーシステムについては、今期から需要が見込める。今後、市場開拓が進もう。

セグメント別業績予想

（百万円）

事業	2024.11		2025.11		2026.11(予)		2027.11(予)		2028.11(予)	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
ファインケミカル	21127	219	22333	909	23300	1200	24500	1300	26000	1400
HBC・食品	15162	623	18190	700	21000	800	22000	800	23000	900
医薬	11469	1302	12429	1118	13000	900	13600	800	14000	800
化学品	10195	807	9732	733	10500	800	11500	1000	12500	1100
ソーシャルインパクト他	38	-129	57	-363	200	-300	400	-200	500	-200
（調整額）		-6		-80		0		0		0
合計	57993	2815	62744	3017	68000	3400	72000	3700	76000	4000

（注）2024.11期より岩城製薬佐倉工場を医薬からファインケミカルに変更。
（予）はアナリスト予想。

配当方針は下限を持った業績連動型へ

配当は 18 円（上期 9 円、下期 9 円）を継続する。配当については、2018 年 11 月期から配当方針を変更し、従来の固定的な安定配当から、下限を持った業績連動型へ移行した。1）DOE（純資産配当率）を 1.5%以上としつつ、2）連結配当性向 30%を目途とする。

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

５．企業評価　　ビジネスモデルの変革が進展

当面の課題は、次の成長の見える化

会社サイドは、常に慎重な計画を公表する傾向がある。その理由は、4 つの主力事業において、不確定な要素がある。各事業の確実なところをベースに積み上げるので、このような計画となる。

収益力は徐々に高まっているが、戦略の遂行とその実現について、まだ十分でないところがある。1 つは、ファインケミカル事業において CDMO、CMO の需要開拓の進展度合い、もう 1 つは医薬事業の薬価改定への耐性を R&D を踏まえて高められるかどうかにかかっている。

業績の安定性と成長に対する予測可能性を高めないと、目先の利益が出ても、投資家は先行きに慎重にならざるを得ない。そうすると、ROE が高まっても PER が下がってしまうという株価形成になりかねない。ここをいかに克服していくかが問われる。

業績は向上局面へ

業績のトレンドをみると、2016～2019 年は従来のビジネス中心に業績は好調に拡大した。2020～2021 年は事業ポートフォリオの入れ替えと新しいビジネスモデル作りに向けて、大型の M&A と設備投資の拡大を図った。卸売業（商社）から製造業へのシフトを進めた。結果として、2022 年の営業利益は大幅に落ち込んだ。

2023 年からは回復基調に入っており、2024 年は事業構造改革の成果が顕在化した。しかし、新規設備投資の読み違いが減損を招いた。今後、CDMO の事業は遅れながらも着実に育ってこよう。収益を上げる仕組みはできつつあるので、投資は回収期に入ってこよう。

次の課題として、1 つはシステム投資を強化して、DX を進めていく。もう 1 つは人への投資で、M&A の後の人材育成にさらに力を入れていく必要があろう。

中期計画では、M&A によるポートフォリオの入れ替えや、新ビジネスモデルの確立に力を入れてきた。目標としては、ROE 10%の水準として、営業利益を 40～50 億円を目指したい。ファインケミカル事業で 15～20 億円、HBC・食品事業で 10 億円、医薬事業で 10～15 億円、化学品事業で 10～15 億円のセグメント利益を出すことができれば、営業利益全体で 40～50 億円は十分狙えよう。

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

今後の業績向上に向けた実行戦略を見定めたいので、企業評価は B とする。（企業評価の指標については表紙を参照）

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

株主優待

株主は、2025 年 11 月末で 5.2 万名である。2024 年 11 月期から、個人株主数の適正化に向けて、株主優待は見直し、100 株から 500 株に基準を上げ、3000 株以上にも新たな枠を設けた。

新しい株主優待は、1）1 年以上～3 年未満の継続保有で、①500 株以上で 3000 円相当の自社商品又は 1000 円相当の商品・寄付、②1000 株以上で同 5000 円又は同 2000 円、③3000 株以上で同 10000 円相当又は同 3000 円とした。2）3 年以上の継続保有では、①500 株以上で同 5000 円相当又は同 2000 円、②1000 株以上で同 10000 円相当又は同 3000 円、③3000 株以上で同 15000 円相当または同 5000 円とした。かなりお得感がある。

株主数の分布をみると、500 株未満が 7 割前後を占める。株主優待を 500 株以上に基準を上げたため、株主数はかなり減少している。それでも、株主にとっては、業績の向上が見込めるので、中期的に保有するメリットは大きい。

従業員持株会に特別奨励金

当社グループの従業員持株会について、特別奨励金を付与した。創業 111 周年を記念して、1 人当たり 11.1 万円を上限に持株会員に奨励金を支給した。持株会への加入を通して、従業員に経営参画意識を醸成し、企業価値向上への意欲を喚起することを目標とした。2026 年 2 月に付与を完了する。なお、従業員持株会の所有率は 2025 年 5 月末で 3.4%であった。

今後の成果に期待

PBR を 1.0 倍に上げるには、ROE を 8～10%、PER を 10～15 倍に持っていく必要がある。ROE の 8～10%は達成圏にある。その先に向けて、成長イメージをいかに打ち出していくか。5 つの事業の各々に成長の芽はあるので、それを顕在化させていくことが求められる。会社サイドは、1）まずは成長プロセスをみせて、2）営業利益で ROE を上げ、3）加えて自社株買いも取り入れていく方針である。

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

2 月 5 日の株価をベースにすると、2026 年 11 月期ベースで、PBR 0.72 倍、ROE 8.7%（来期 9.3%）、PER 8.3 倍（同 7.7 倍）、配当利回り 3.7%である。業績の回復ピッチが早まってくるので、PBR 1.0 倍に向けて株価水準は見直されよう。今後の実行戦略の成果に注目したい。

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