

アルファ・ウイン 企業調査レポート

コア商事ホールディングス

(9273 東証二部) 発行日：2020/6/19

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.jp/>

● 要旨

事業内容

- ・コア商事ホールディングス(以下、同社)は、純粋持株会社である同社と事業を担う完全子会社 4 社(コア商事、コアイセイ、コアバイオテックベイ、コア製薬)で構成されている。事業内容は、ジェネリック医薬品用原薬の仕入販売、製剤の製造販売、製剤に係る製造受託を営んでいる。原薬販売と医薬品製造販売の 2 つが報告セグメントとして開示されている。
- ・同社は、2020 年 6 月 30 日に、東京証券取引所市場第二部から第一部に指定となる。

業績動向

- ・2020/6 期第 3 四半期累計業績は 7.1%増収、159.3%営業増益。原薬販売事業は高脂血症治療薬向け原薬販売における在庫調整や他社競合による売上減を抗生物質製剤、催眠鎮静剤等の好調でカバー出来ず 3.5%減収、セグメント利益は利益率の高い取引の構成比が高まり 25.9%増益となった。医薬品製造販売事業は一部製品の受託製造・販売が開始され 33.7%増収、セグメント利益は 229 百万円(前年同期は 370 百万円の損失)であった。

競争力

- ・同社の利益の源泉である原薬販売事業では、国内のジェネリック医薬品メーカーの過半が顧客となっており、自社グループの医薬分析センターを活用し、商社機能以上の付加価値を提供している。
- ・蔵王工場の高薬理活性注射剤生産ラインは、シリンジとバイアルの凍結乾燥剤、及び液剤の少量多品種生産に対応しており、業界でも稀有な存在となっている。

経営戦略

- ・同社は原薬販売事業が生み出す利益を経営の屋台骨としているが、医薬品製造販売事業のセグメント損益を早期に黒字転換させ、今後は原薬販売事業の収益基盤に加え医薬品製造販売事業の成長による利益拡大を目指すとしている。
- ・医薬品製造販売事業において、2018/6 期は「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」、2019/6 期は「炭酸ランタンOD錠」の生産が本格化した。いずれもジェネリック医薬品である。

業績予想

- ・2020/6 期の業績予想について同社は第 3 四半期公表時に増額修正し、3.9%増収(期初予想 1.4%減収)、61.1%営業増益(同 7.4%営業増益)とした。第 3 四半期累計業績が好調だったことに加え、世界的な新型コロナウイルス感染症拡大の影響が同社にとって限定的である見通しを踏まえたものである。
- ・アルファ・ウイン調査部の 2020/6 期業績予想は、同社予想並みである 3.9%増収、61.1%営業

1/25

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

増益を予想する。2021/6 期業績予想は 2.5%増収、3.6%営業増益である。増額修正した主因は、医薬品製造販売事業の増収幅拡大とセグメント利益率改善を見込んだためである。

【 9273 コア商事ホールディングス 業種：卸売業 】 図表 A

決算期	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)	BPS (円)	配当金 (円)
2017/6	15,133	-0.6	1,614	-7.8	1,558	-13.4	1,143	-2.2	122.07	1,266.98	5.0
2018/6	14,825	-2.0	1,274	-21.1	1,273	-18.3	734	-35.7	78.35	1,311.08	23.3
2019/6	15,206	2.6	1,210	-5.0	1,276	0.2	653	-11.1	66.00	1,353.80	24.0
2020/6 CE	15,800	3.9	1,950	61.1	1,970	54.3	1,350	106.5	136.30	-	30.0
2020/6 E	15,800	3.9	1,950	61.1	1,970	54.3	1,350	106.5	136.30	1,466.10	30.0
2021/6 E	16,200	2.5	2,020	3.6	2,040	3.6	1,370	1.5	138.32	1,574.42	30.0
2019/6 Q3	10,364	-1.2	579	-34.5	616	-30.8	256	-49.8	25.87	-	-
2020/6 Q3	11,104	7.1	1,502	159.3	1,532	148.7	1,056	312.3	106.67	-	-

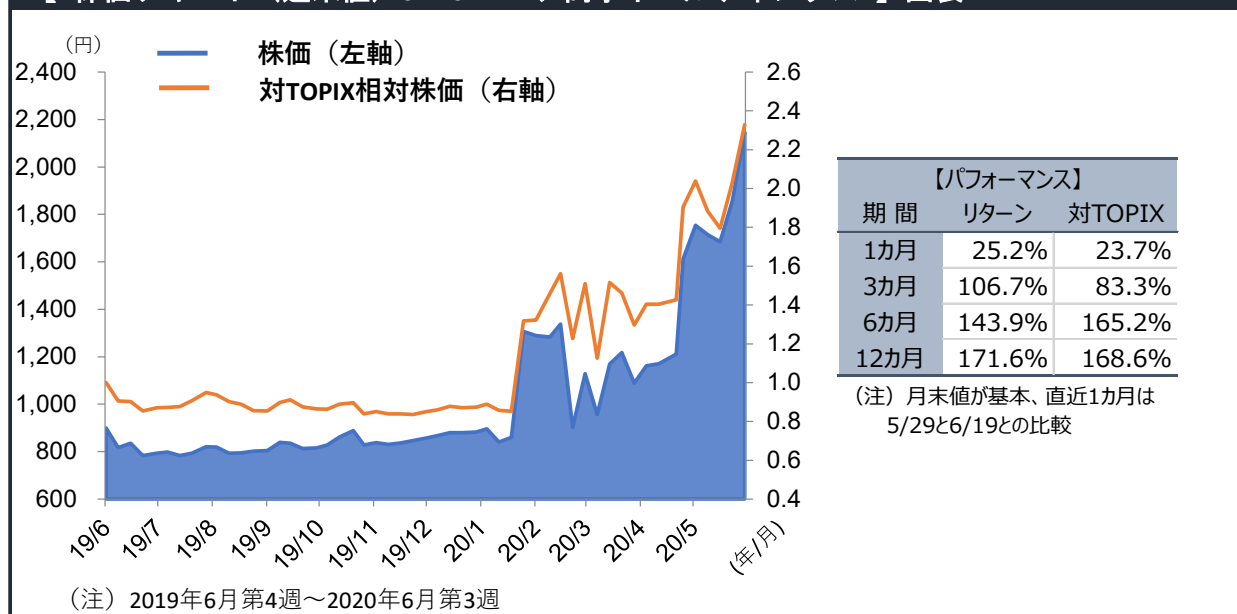
(注) 連結決算、2018年1月7日付で1:5、2018年11月6日付で1:3の株式分割を実施、過去の1株指標は分割修正後、2018年6月の上場時に180千株(株式分割修正後540千株)の公募増資を実施、CE:会社予想、E:アルファ・ウイン調査部予想、Q3:第3四半期累計

【 株価・バリュエーション指標：9273 コア商事ホールディングス 】 図表 B

項目	2020/6/19	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	2,146	前期実績	32.5	1.6	1.1%	36.4%
発行済株式数 (千株)	9,904	今期予想	15.7	1.5	1.4%	22.0%
時価総額 (百万円)	21,256	来期予想	15.5	1.4	1.4%	21.7%
潜在株式数 (千株)	-	前期末自己資本比率		60.7%	前期ROE	5.0%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想

【 株価チャート (週末値) 9273 コア商事ホールディングス 】 図表 C



目次

1. 会社概要	P4
ジェネリック医薬品の仕入れ販売及び製造販売	P4
事業理念	P5
2. 直近期の業績と今後の見通し	P6
2020年6月期第3四半期累計業績	P6
コア商事ホールディングスの2020年6月期業績予想	P6
アルファ・ウイン調査部の業績予想	P7
3. 事業内容とビジネスモデル	P9
原薬販売事業	P9
医薬品製造販売事業	P10
4. 株主構成	P13
代表取締役社長が実質筆頭株主	P13
5. ESG	P14
環境対応 (Environment)	P14
社会的責任 (Society)	P14
企業統治 (Governance)	P14
6. 成長の軌跡	P16
沿革	P16
過去の業績推移	P16
公正取引委員会の立ち入り検査	P18
7. 業界環境	P19
膨れ上がる国民医療費	P19
同業他社比較	P20
8. 成長戦略	P22
長期事業計画の概要	P22
9. アナリストの視点	P23
コア商事ホールディングスの強みと課題	P23
株主還元	P24
株価について	P24

1. 会社概要

◆ ジェネリック医薬品の仕入れ販売及び製造販売

グループ 5 社で、ジェネリック医薬品製造のための原薬販売とジェネリック医薬品の製造を手掛けている。

コア商事ホールディングス（以下、同社）グループは、純粋持株会社である同社と事業を担う子会社 4 社（コア商事、コアアイセイ、コアバイオテックベイ、コア製薬）で構成されている。事業内容は、ジェネリック医薬品^{注1}用の原薬^{注2}の仕入れ販売、製剤の製造販売、製剤に係る製造受託を営んでいる。同社グループの事業セグメントは、原薬販売事業と医薬品製造販売事業に分けられている。

注 1) ジェネリック医薬品

医薬品には概して、医師の処方せんがなくても薬局・薬店で購入できる一般用医薬品（OTC、市販薬、大衆薬との呼称もある）、購入するには医師の処方せんが必要で、開発した医薬品メーカーが独占して販売できる特許期間中の新薬（先発医薬品）、購入するには医師の処方せんが必要だが特許期間が終了して開発したメーカー以外の企業でも同じ成分を使って作ることが可能なジェネリック医薬品（後発医薬品）、の 3 種類がある。

ジェネリック医薬品は、厚生労働省の承認を得て製造及び販売がされており、効能や安全性は新薬と同等であることが確認されている。

ジェネリックとの呼称は、成分名：generic name で医師が処方することが多いことに由来している。

注 2) 原薬

原薬とは、医薬品を製造するための原材料を指している。

◆ 原薬販売は、主にコア商事、医薬品製造販売は主にコアアイセイが担当している。

同社の原薬販売事業は主にコア商事が担当してジェネリック医薬品原料の輸入販売を行っており、同社はジェネリック医薬品原薬輸入のトップクラスの商社と自認している。医薬品製造販売事業は、コアアイセイを核にコアバイオテックベイ、コア製薬が担当しており、ジェネリック注射剤、経口剤、外用剤の開発・製造・販売並びに受託製造を行っている（図表 1、図表 2）。なお、コアアイセイの経常赤字、医薬品製造販売事業のセグメント損益が損失である理由は、業績の欄で後述する。

【図表 1】子会社の業容

社 名	事 業 別	事 業 内 容
コア商事	原薬販売	ジェネリック医薬品原薬の輸入販売
コアアイセイ	医薬品製造販売	注射剤を中心としたジェネリック医薬品の製造販売、医薬品の受託製造
コアバイオテックベイ	医薬品製造販売	医薬品の包装受託、ジェネリック医薬品の製造販売
コア製薬	医薬品製造販売	主にビタミン剤のOTC医薬品の製造販売

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

【図表 2】主要子会社及び事業別業績 (2019 年 6 月期、単位：百万円)

主要子会社	売上高	経常利益	事業セグメント	売上高	セグメント利益
コア商事	11,784	1,680	原薬販売事業	11,784	1,609
コアアイセイ	3,578	-382	外部顧客への売上高	10,877	-
			内部売上高	907	-
			医薬品製造販売事業	4,328	-331
			調整額	-907	-67

(注) 内部売上高は、セグメント間の内部売上高又は振替高を指す

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

◆グループ全体で、「ジェネリック医薬品メーカーのベストパートナーでありたい」としている。

◆ 事業理念

同社の事業理念は、「原薬、注射剤、医薬品包装受託、一般用医薬品などの切り口からグループ全体でジェネリックのベストパートナーを目指します」としている。現在の事業ラインナップは既に原薬の輸入、製剤の開発、製剤製造の受託、製造後の医薬品の検査、医薬品の包装と、顧客であるジェネリック医薬品メーカーにとって必要な全ての工程と機能を網羅している。

また、事業ターゲットを「超高齢社会」に定め、「2025年には75歳以上の高齢者人口が18%^{注3}以上となると推計されています。この超高齢社会に対応した医薬品事業の展開をコア商事ホールディングスグループとして推し進めてまいります」としている。

注3) 高齢者人口が18%

内閣府が公表した「令和元年版高齢社会白書」によると、2025年時点の総人口1億2,254万人に対し75歳以上は2,180万人とし、比率は17.8%となる。

2. 直近期の業績と今後の見通し

◆ 2020 年 6 月期第 3 四半期累計業績

◆ 第 3 四半期累計の営業利益は前年同期比 2.6 倍と大幅増。

2020/6 期第 3 四半期累計業績は、売上高が前期比 7.1%増の 11,104 百万円、営業利益は同 159.3%増の 1,502 百万円、経常利益は同 148.7%増の 1,532 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 312.3%増の 1,056 百万円であった。

原薬販売と医薬品製造販売の 2 つが事業として開示されている。原薬販売事業のセグメント間の内部売上高又は振替高を含む売上高は 7,899 百万円（前年同期比 1.0%減）、外部顧客への売上高は 7,137 百万円（同 3.5%減）、セグメント利益 1,293 百万円（同 25.9%増）であった。外部顧客への売上高は、抗生物質製剤、催眠鎮静剤等が好調であったものの、高脂血症治療薬向け原薬販売における在庫調整や他社競合による売上減をカバー出来なかった。セグメント間の内部売上高又は振替高は、医薬品製造販売部門への原薬販売が好調で 761 百万円（同 30.7%増）であった。セグメント利益は、利益率の高い取引の構成比が高まったことで大幅増益となった。

◆ 第 3 四半期累計の医薬品製造販売事業のセグメント利益は、前年同期の 370 百万円の損失から 229 百万円と約 6 億円の改善。

医薬品製造販売事業の売上高は、セグメント間の内部売上高又は振替高がなく 3,967 百万円（前年同期比 33.7%増）、セグメント利益は 229 百万円（前年同期は 370 百万円の損失）であった。一部製品の受託製造・販売が開始され大幅増収に貢献、増収効果からセグメント利益が黒字転換した。

原薬販売事業、及び医薬品製造販売事業のセグメント利益が好調であったことから、営業利益は大幅増となった。営業外損益において為替差益が前年同期に比べやや減少、支払い利息がやや増加したことから、経常増益率は営業増益率に比べやや縮小した。特別利益に医薬品製造販売事業で取り扱っていた一部製品の販売権譲渡益 36 百万円を計上したこともあり、親会社株主に帰属する四半期純利益の増益率は経常増益率より拡大した。

◆ コア商事ホールディングスの 2020 年 6 月期業績予想

2020/6 期について同社は、売上高 15,800 百万円（前期比 3.9%増）、営業利益 1,950 百万円（同 61.1%増）、経常利益 1,970 百万円（同 54.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,350 百万円（同 106.5%増）と期初予想（売上高 15,000 百万円、営業利益 1,300 百万円、経常利益 1,310 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 850 百万円）を増額修正した（図表 3）。

原薬販売事業の同社の想定は、セグメント間の内部売上高又は振替高を含む売上高 11,350 百万円（前期比 3.7%減）、外部顧客への売上高

10,250 百万円（同 5.8%減）、セグメント利益 1,750 百万円（同 8.7%増）。減収増益を予想する理由は、第 3 四半期累計同様に、売上面では主に高脂血症治療薬向け原薬販売が在庫調整の影響を受けるものの、利益面では商品構成比の変化による採算性向上を見込むためである。

医薬品製造販売事業の同社想定は、外部顧客への売上高 5,550 百万円（同 28.2%増）、セグメント利益 280 百万円（前期は 331 百万円の損失）である。売上高、セグメント利益ともに好調を見込むのは、第 2 四半期に受託製造・販売が開始された一部製品の業績寄与を見越したためである。

新型コロナウイルスの影響については、同社の原薬販売事業の主な材料調達先国は欧州や中国等であるが、医薬品業界では各国において各種規制が適用されず、各原薬製造業者は従業員の感染防止を徹底した上で稼働しており、同社の材料調達における遅延等はほぼ回避されている。

【図表 3】コア商事ホールディングスの業績予想

（単位：百万円）

	2019/6期	2020/6期		前期比(%)
	実績	期初予想	修正予想	
売上高	15,206	15,000	15,800	3.9
原薬販売事業	11,784	11,250	11,350	-3.7
医薬品製造販売事業	4,328	4,550	5,550	28.2
調整額	-907	-800	-1,100	-
営業利益	1,210	1,300	1,950	61.1
原薬販売事業	1,609	1,400	1,750	8.7
医薬品製造販売事業	-331	0	280	-
調整額	-67	-100	-80	-
経常利益	1,276	1,310	1,970	54.3
親会社株主に帰属する当期純利益	653	850	1,350	106.5

（注）事業別売上高は内部売上高又は振替高を含む。事業別営業利益は事業別セグメント利益を指している。売上高の調整額は、予想及び実績とも原薬販売事業に属する

（出所）有価証券報告書及びニュースリリースよりアルファ・ウイン調査部作成

◆ アルファ・ウイン調査部の業績予想

アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）は、2020/6 期以降の同社の業績予想モデルを策定した（図表 4）。

当調査部の 2020/6 期業績予想は、会社予想同様に増額修正する。原薬販売事業、及び医薬品製造販売事業の外部売上高・セグメント利益予想とも同社予想並みとした。前回予想では、新型コロナウイルスの影響での経営環境の変化は不測の事態であるとして従来予想を据え置いたが、第 3 四半期累計実績が好調であったこと等を踏まえて、新型コロナウイルスの影響は限定的とした。

【図表4】中期業績

(単位：百万円)

決算期	2018/6	2019/6	2020/6CE	2020/6E	2021/6E
売上高	14,825	15,206	15,800	15,800	16,200
原薬販売事業	11,328	10,877	10,250	10,250	10,200
医薬品製造販売事業	3,496	4,328	5,550	5,550	6,000
売上総利益	3,487	3,688	-	4,350	4,520
対売上高比率	23.5%	24.3%	-	27.5%	27.9%
販売費及び一般管理費	2,213	2,477	-	2,400	2,500
対売上高比率	14.9%	16.3%	-	15.2%	15.4%
営業利益	1,274	1,210	1,950	1,950	2,020
対売上高比率	8.6%	8.0%	12.3%	12.3%	12.5%
経常利益	1,273	1,276	1,970	1,970	2,040
対売上高比率	8.6%	8.4%	12.5%	12.5%	12.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	734	653	1,350	1,350	1,370
対売上高比率	5.0%	4.3%	8.5%	8.5%	8.5%

(注) C E：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、事業別売上高は外部顧客向け売上高
(出所) アルファ・ウイン調査部

◆2021/6 期業績予想は、
2.5%増収、3.6%営業
増益。

2021/6 期業績予想は、売上高 16,200 百万円（前期比 2.5%増）、営業利益 2,020 百万円（同 3.6%増）、経常利益 2,040 百万円（同 3.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,370 百万円（同 1.5%増）である。

原薬販売事業については、2020 年 4 月に実施された薬価改定と 2021 年 4 月に実施が予定される薬価改定の影響を考慮し、外部顧客向け売上高 10,200 百万円（前期比 0.5%減）、セグメント利益 1,700 百万円（同 2.9%減）を見込んだ。

医薬品製造販売事業については、売上高 6,000 百万円（前期比 8.1%増）、セグメント利益 400 百万円（同 42.9%増）を見込んだ。新規注射剤の製造受託を目指しているものの、不確定として加味しなかった。セグメント利益では、2020/6 期から見られた「炭酸ランタンOD錠」の原料価格低下効果が通期に亘って貢献することを前提としている。

3. 事業内容とビジネスモデル

◆ 原薬販売事業

◆原薬販売事業では、仕入れ先、販売先に技術情報等の提供、国内医療業界における便宜提供と、商社機能の付加価値を高めている。

同社の原薬販売事業の売上構成比は 71.5% (19/6 期) と約 7 割で、事業担当は子会社のコア商事である。コア商事はジェネリック医薬品の原薬を輸入販売する商社機能を有し、地域別でみた輸入先は欧州が半分、続いてインド、中国、世界 10 カ国以上、仕入れ先企業数は 90 社を超える。一方、販売先は国内 100 社以上である。このうち 70 社がジェネリック医薬品メーカーであり、国内にあるジェネリック医薬品メーカー100 社^{注4}の 7 割を占めている。残りの販売先は商社や化学品メーカーである。

注4) ジェネリック医薬品メーカー100 社

薬価収載実績のあるジェネリック医薬品メーカー数は約 200 社だが、10 品目以上を製造販売しているメーカー数は、厚生労働省医政局・保険局資料「後発医薬品について」に 100 社と記載されている。

コア商事は関東（神奈川県横浜市）・関西（大阪府大阪市）に自社倉庫と自社倉庫に併設されている医薬分析センターを設置、仕入れ先メーカーと連携した開発拠点である SI センター（神奈川県横浜市）も擁している。

医薬分析センターは、輸入医薬品原料の試験に特化しており、医薬品原薬の選定のための品質試験、輸入医薬品原薬の品質試験、検証（分析バリデーション^{注5}）を行っている。こうしたサービスは、販売先である医薬品メーカー等が新たな医薬品の製造販売承認を取得するために必要な幅広い支援であり、単なる商社機能以上の付加価値を顧客に提供している。

注5) 分析バリデーション

検査対象の医薬品に対し、期待される結果（規格、又は基準）を検査により検証し、客観的な証拠の提示により文書化すること。

SI センターは製法・製造技術を検討するための施設である。具体的には、高品質な原薬が得られる新規精製法、実際にどのような製法に従えば日本の規格に合った原薬を低コストで開発できるのか、等について研究を行っている。その成果を仕入れ先である原薬メーカー等に技術導出することで、仕入れ先にも付加価値を提供している。

医薬品メーカーは、医薬品の製造販売承認申請時に、その医薬品の製造方法、製造場所、医薬品に使用する原薬や添加剤の製造方法等の情報を審査当局に提出し審査を受ける。原材料の製造方法は原材料メーカーの機密情報であり、その公開を避けるために、事前に申請を行う原薬等登録原簿（MF：Master File）制度がある。この制度が適用された医薬品は番号で登録され機密情報は公開されない。また、医薬品の製造販売承認申請時に事前に登録した番号を利用することが出来る。

海外の医薬品メーカーの場合は、国内業者による管理人を定める必要があり、コア商事は世界 10 カ国以上 90 社を超える原薬製造業者とネットワークを持ち、ジェネリック医薬品の原薬と中間体の輸入販売を中心に業務を行っている。

外国の医薬品メーカーが日本に医薬品を輸出する際には、厚生労働大臣による認定が必要である。輸出認定の際には、独立行政法人医薬品医療機器総合機構が設備の調査を製造所ごとに行うことになる。コア商事は外国製造業者認定申請代理として、50 近い製造所で認定を受けている。

認定を申請するのは外国の医薬品メーカーだが、国内業者が代理で認定申請を行うことができる。同社は前述のように 50 近い製造所の認定申請の代理業者であり、この件数についても業界トップクラスと自認している。

◆ 医薬品製造販売事業

同社の医薬品製造販売事業の売上構成比は 28.5% (19/6 期) と約 3 割である。事業担当はコアアイセイ、コアバイオテックベイ、コア製薬だが、図表 2 のように売上の主体はコアアイセイである。

◆ 医療用注射剤の生産は、全剤型の生産が可能。

コアアイセイは、注射剤を中心とする医療用医薬品の製造販売会社である。注射剤でも剤型^{注6}はアンプル^{注7}、バイアル^{注8}、シリンジ^{注9}と多様だが、全剤型に対応した生産が可能である (図表 5)。

【 図表 5 】 コアアイセイが医療用医薬品で製造販売できる剤形一覧



注射剤製品一覧(バイアル、アンプル)

マキサカルシトール(シリンジ)

経口剤

(出所) 決算説明会資料より抜粋

注 6) 剤型 (ざいけい)

目的、用途に応じた適切な整形された形自体を意味している。剤形と表記する場合もある。

注 7) アンプル

薄いガラス (ホウケイ酸ガラスを利用) の容器で微生物侵入を防ぎ、無菌状態を保てる。容器の首部を折り、折った部分から注射針を差し込んで薬液を吸い出すが、残った薬液は廃棄となる。

注 8) バイアル

ガラスもしくはプラスチックでできた瓶にゴムで栓をしたもので、微生物侵入を防ぎ、無菌状態を保てる。薬液はゴム栓に注射針を差し込んで吸い出す。蓋を開けないため、何度でも薬液を吸い出して利用できる。

注 9) シリンジ

注射器の円筒形の部分をシリンジと呼ぶ。コアアイセイの場合はプレ・フィルドシリンジを指し、既に薬剤が充填されている注射器である。使い捨てであるため、注射針を媒介とする感染の危険性を減らすことが出来る。

コアアイセイは、1956 年に山形県医師会の要望で設立された山形県医師製薬株式会社（1973 年に株式会社イセイへと社名変更）が前身である。2011 年にコア商事（コア商事ホールディングスは 2015 年設立）が、過半数の株を取得し子会社化した。

コア商事は、医療用医薬品メーカーとして既にバイオテックベイを設立（2002 年）していたが、コアアイセイ（2015 年に社名変更）が注射剤メーカーであること、薬液の真空乾燥技術を有することに注目して資本参加した経緯がある。

現在のコアアイセイは、ジェネリック医薬品の製造販売と製造受託を行っている。製造販売は北海道から沖縄まで全国を商圈とし、各地に MR^{注 10}を配し、病院・開業医・薬局を対象としている。製造受託は、容量別・剤形別を含め約 100 品目の医薬品を手掛けている。

注 10) MR

医薬情報担当者（Medical Representative）を指している。医療従事者を訪問する等により医薬品の適切な使用法や情報を提供、または収集して医薬品メーカーに報告することが主な業務である。自社製品の情報を伝えるため、製薬メーカーの営業職に相当する。MR になるためには、MR 財団法人医薬情報担当者教育センターにて MR 認定資格を取得する必要がある、5 年に一度の更新が必要となっている。

2016 年 5 月、コアアイセイは山形市蔵王産業団地に高薬理活性注射剤ラインを有する新工場「蔵王工場」を完成させた（図表 6）。2017 年 2 月に、「維持透析下の二次性副甲状腺機能亢進症^{注 11}」を効能・効果とする「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の製造販売承認を取得、2017 年 12 月に薬価収載となった 2017 年 12 月より製造受託を開始している。

注 11) 二次性副甲状腺機能亢進症

副甲状腺以外の病気が原因による副甲状腺ホルモンの過剰分泌で、血液中のカルシウム濃度が必要以上に高くなる病気が二次性（続発性）副甲状腺機能亢進症である。マキサカルシトール静注透析用薬剤は、武田テバファーマ等も販売している。

【図表6】蔵王工場の概要

所在地	山形県山形市蔵王松ヶ谷二丁目1-7
投資総額	約50億円
面積	構築物1,917㎡、敷地面積21,029㎡
機能	高薬理活性製剤プラント
	少量多品種に対応できるフレキシブルなライン
	完全封じ込めに対応
	シリンジ製剤の生産を開始
	バイオミラー製造にも対応可能な設備

（出所）決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

また、腎臓病患者で透析を受けている患者向けの高リン血症治療剤^{注12}で口の中ですぐ溶けて飲み易い口腔内崩壊錠（OD錠:oral dispersing tablet）である「炭酸ランタンOD錠」の承認を2018年2月に取得し、同年5月より製造を開始している。2019年6月にはバイアル液剤、凍結乾燥剤の製造設備が完成した。

注12) 高リン血症治療剤

慢性腎疾患の患者は、腎臓からリンが排泄されにくくなると高リン血症となる。高リン血症を治療する薬剤が高リン血症治療剤。なお、炭酸ランタンの先発薬は、ホスレノールで、炭酸ランタンOD錠の販売は、現在同社のみである。

「炭酸ランタンOD錠」は、水無しで服用できる薬剤である。透析患者は一日当りの水分摂取量に制限があるため、服用に際し水が必要な既存の顆粒薬剤に比べ、水無しで飲める錠剤は患者にとって負担が少ない薬剤となっている。なお、ジェネリック医薬品としてのOD錠は業界初である。

コアバイオテックベイは、医薬品の包装工程の受託を行うほか、10数品目のジェネリック医薬品の製造販売を行っている。

コア製薬は医師の処方せんがなくても薬局・薬店で購入できる、ビタミン剤を主とした一般用医薬品の製造販売会社である。

4. 株主構成

◆ 代表取締役社長が実質筆頭株主

同社は2018年6月21日に上場したが、2019年6月末の株式所有者別比率（図表7）では、個人その他が95.70%である。2019年12月末時点の上位株主は株式会社土師（以下、土師）が筆頭株主となった。2019年11月12日の同社リリースにおいて、土師は現代表取締役社長の首藤利幸氏の親族が代表を務め、同氏及び同氏親族が株式を保有する資産管理会社であることが報告されている。

2019年12月末時点の上位株主では現代表取締役社長の首藤利幸氏が2位株主で、大塚里津子氏はコア商事ホールディングスの取締役、コアバイオテックベイの代表取締役社長で首藤利幸氏の娘、大澤仁生氏はコア商事の執行役員、川口謙氏を除く他個人株主は上場前からの株主である。

【図表7】上位株主及び株式所有者別比率

氏名又は名称	所有株式数（千株）		所有割合（%）	
	2018年6月末	2019年6月末	2019年12月末	
株式会社土師	-	-	3,962	40.00
首藤 利幸	2,164	6,493	2,531	25.55
堀江 淳子	95	285	285	2.87
石綿 聡明	78	234	234	2.36
岡澤 紘一	75	225	225	2.27
小角 真理	67	201	201	2.02
大塚 里津子	40	121	121	1.22
川口謙	-	105	105	1.06
松井証券	-	89	88	0.89
大澤 仁生	28	85	85	0.85
小松美代子	-	66	-	-
ライブスター証券株式会社	59	-	-	-
東海東京証券株式会社	29	-	-	-
楽天証券株式会社	23	-	-	-
上位株主計	2,661	7,907	7,840	79.16

2019年6月末	
区分	所有割合
金融機関等	2.92%
その他の法人	0.29%
外国法人等	1.09%
個人その他	95.70%

（出所）有価証券報告書より
アルファ・ウイン 調査部作成

（注）2018年11月6日付で1:3の株式分割を実施

（出所）有価証券報告書及び四半期報告書に基づきアルファ・ウイン 調査部作成

5. ESG

◆ 環境対応 (Environment)

医薬品の分析、研究、製造の過程で使用、又は発生する化学物質のなかには、人体等に悪影響を与える可能性のある物質もある。同社グループは、関連諸法令の遵守の徹底とともに有害物質の漏洩防止及び適法適切な廃棄処理を徹底している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ジェネリック医薬品の普及に努めることが、超高齢社会に対応した社会的責任であると認識している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社はコンプライアンス（法令及び企業倫理の順守）委員会事務局を総務部とし、定期的に役職員向けの研修を実施している。経営者会議においてグループ全役員を対象にコンプライアンス研修を実施しているほか、社員会において社員のコンプライアンス意識醸成を図っている。また、公益通報制度を定め、通常の報告ルートでは報告が難しいようなコンプライアンス違反や、違反のおそれがある行動に対する監視体制を敷いている。

同社は 19 年 5 月に代表取締役社長首藤氏を委員長とする内部統制委員会を設置、同年 6 月に同社の医薬品製造販売事業を担当している子会社コーアイセイが独占禁止法違反（不当な取引制限）で排除措置・課徴金命令（後述）を受けたことにより社会的信用を失墜したことを真摯に反省し、独占法違反は勿論のこと、二度とコンプライアンス違反によってステークホルダーに迷惑をかけることがないよう社内外に誓い、行動している。

独占法違反再発防止策として社内規定で定める販売に関する禁止事項及び同社グループ行動基準記載の反競争的行為との断絶について、同社グループの全役職員に対し周知するため、「行動憲章(10 カ条)」に加えて、「会合における適正な競争に関するガイドライン(6 カ条)」、「インサイダー取引の未然防止のために(4 カ条)」、「通報・相談窓口」という行動基準を簡潔かつ具体的にまとめたカード（三つ折りすると名刺サイズになるリーフレット）を配布、業務時に携帯させている。

加えて、コーアイセイが公正取引委員会の立入り検査を受けた 1 月 22 日を「コンプライアンスの日」と定め、毎年研修を行い、記憶を風化させないように取り組んでいる。

同社の経営陣は取締役 10 名、うち監査等委員 4 名である。監査等委員 4 名のうち 3 名は社外取締役で、公認会計士と弁護士各 1 名が含まれている。

6. 成長の軌跡

◆ 沿革

現代表取締役社長の首藤利幸が 1991 年 2 月にジェネリック医薬品原料、及び製剤の輸入販売を目的にコア商事を設立した。輸入元が品質を保証する責任があるとして、1993 年には試験室を設けた。1999 年に試験室を発展させた適合試験室（現医薬分析センター）を新設、2009 年には輸入医薬品原料の品質分析のため、試験機能を分離し医薬分析センターを設立した。

2005 年には医薬品製造業の許可を取得。業務拡大のため、2006 年には関西地区の拠点として大阪営業所を新設、2011 年にはイセイ（現コアイセイ）の株式を過半数取得しジェネリック注射剤、経口剤、外用剤の開発・製造・販売事業に進出した。2012 年に興亜製薬（現コア製薬）株式を過半数取得して、一般用医薬品の製造・販売事業に進出した。

2015 年 1 月、持株会社である同社を設立し事業を担う 4 社、コア商事、コアイセイ、コアバイオテックベイ、コア製薬を子会社とした。2016 年 5 月には前述の蔵王新工場を新設。2018 年 6 月に東京証券取引所第二部に株式を上場した。

同社は、2020 年 6 月 30 日に東京証券取引所市場第二部から第一部に指定となる。

◆ 過去の業績推移

同社は第 2 期である 2016/6 期から連結財務諸表を開示、2019/6 期に至る過去 3 期の連結業績は図表 8 の通りである。顧客であるジェネリック医薬品メーカーのベストパートナーを目指して、原薬の輸入、製剤の開発、製剤製造の受託、製造後の医薬品の検査、医薬品の包装とジェネリック医薬品の全ての工程を拡充してきた。

2017/6 期業績は、売上高 15,133 百万円（前期比 0.6%減）、営業利益 1,614 百万円（同 7.8%減）、経常利益 1,558 百万円（同 13.4%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,143 百万円（同 2.2%減）。

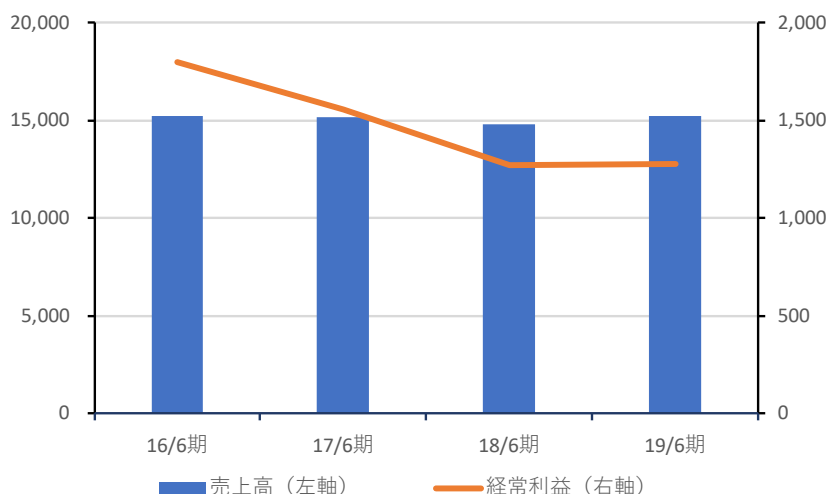
セグメント別では、原薬販売事業はがんや生活習慣病の領域のジェネリック医薬品向け原薬の販売が堅調に推移したことから、外部顧客向け売上高 11,441 百万円（前期比 0.5%増）、セグメント利益 1,906 百万円（同 23.9%増）であった。

医薬品製造販売事業は、採算性を重視した品目の絞り込みを行ったこ

とにより売上高は前期比 3.9%減の 3,691 百万円となった。セグメント損失は 340 百万円（前期は 147 百万円の利益）であった。2016 年 5 月に新設した蔵王工場が医薬品の製造許可申請中で売上計上がない一方で、同事業の減価償却費が 206 百万円と前期比 124 百万円増加したことや蔵王工場の要員等人件費が増加したことが損失幅を拡大する要因となった。

【図表 8】業績推移

(単位：百万円)



(出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

2018/6 期業績は、売上高 14,825 百万円（前期比 2.0%減）、営業利益 1,274 百万円（同 21.1%減）、経常利益 1,273 百万円（同 18.3%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 734 百万円（同 35.7%減）だった。

セグメント別では、原薬販売事業は去痰剤用原薬、動脈硬化症用原薬、坑がん剤用原薬等が順調に推移したものの薬価改定、及び一部顧客での在庫調整等により売上高が 11,328 百万円（前期比 1.0%減）とほぼ横ばいとなった。セグメント利益は薬価改定の影響が大きく 1,610 百万円（同 15.5%減）であった。

医薬品製造販売事業は、自社製品販売や製造受託品製造が順調であったものの薬価改定前の買い控え等が影響し、売上高が 3,496 百万円（前期比 5.3%減）となった。なお、蔵王工場では 2017 年 10 月より「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の生産を開始した。

セグメント損失は 324 百万円（前期は 340 百万円の損失）であった。蔵王工場でのシリンジ生産開始による償却費増から同事業の減価償却費が 357 百万円と前期比 151 百万円増と負担が増加したことを吸収し、損失幅は縮小した。

◆ 公正取引委員会の立ち入り検査

2019 年 1 月に、同社の医薬品製造販売事業を担当している子会社のコーアイセイが独占禁止法違反（不当な取引制限）の疑いがあるとして、公正取引委員会による立ち入り検査を受けた。「炭酸ランタン OD 錠」について、卸業者に納める価格を不当に申し合わせていた疑いでの立ち入り検査である。

コーアイセイは、公正取引委員会による調査に全面的に協力し、19 年 6 月に公正取引委員会から独占禁止法に基づく排除措置命令および課徴金（137 万円）納付命令を受けた。

排除措置命令の概要は、①コーアイセイは炭酸ランタン水和物口腔内崩壊錠の販売価格決定に関して、独占禁止法第 3 条の規定に違反する行為があったとして、販売価格の合意が消滅していることを確認する等を内容とする取締役会決議を行うこと、②それらの内容についてコーアイセイの取引先及び従業員に対して周知徹底すること、③今後同様の行為を行わないこと等の措置を採ること、である。

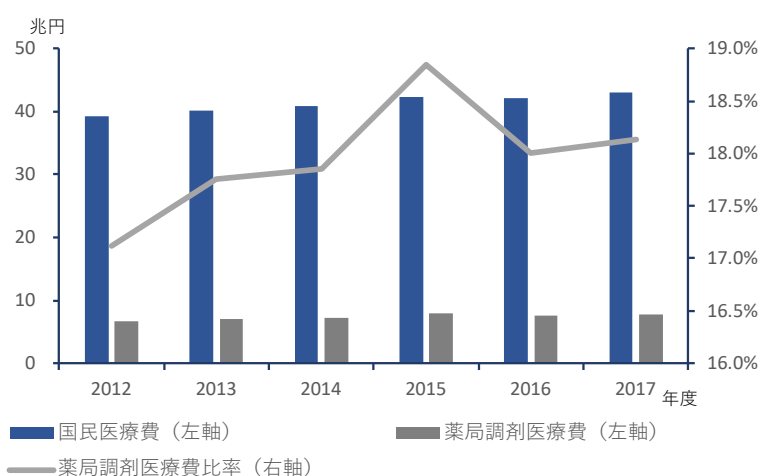
なお、同社は 19 年 4 月に公正取引委員会から独占禁止法に基づく排除措置命令書（案）、及び課徴金納付命令書（案）に係る意見聴取通知書を受領したことを厳粛かつ真摯に受け止め、19 年 5 月の時点で代表取締役社長首藤氏を委員長とする内部統制委員会を設置している。

7. 業界環境

◆ 膨れ上がる国民医療費

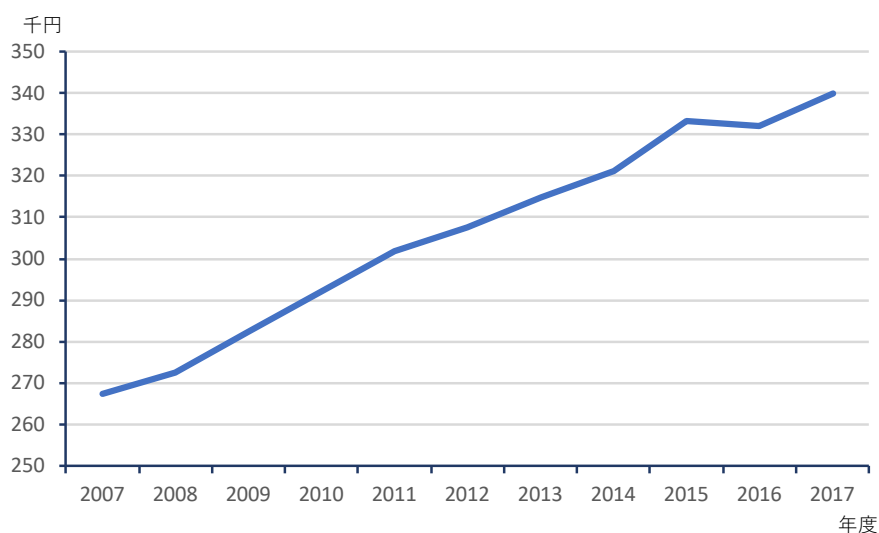
わが国の国民医療費は増加傾向にあり、2017 年度で 43 兆 710 億円、過去 5 年間の年率増加率は 1.9%増となっている（図表 9）。国民 1 人当たりの国民医療費は 339 千円、過去 5 年間の年率増加率は 2.0%増（図表 10）である。また、薬局調剤医療費比率は 2017 年度 18.1%と 5 年前（12 年度）の 17.1%から上昇している。こうした国民医療費の増加を抑制すべく、わが国はジェネリック医薬品の使用比率を高めたとしている。

【図表 9】国民医療費等の推移



（出所）厚生労働省資料「平成 29 年度国民医療費の概況」に基づきアルファ・ウイン調査部作成

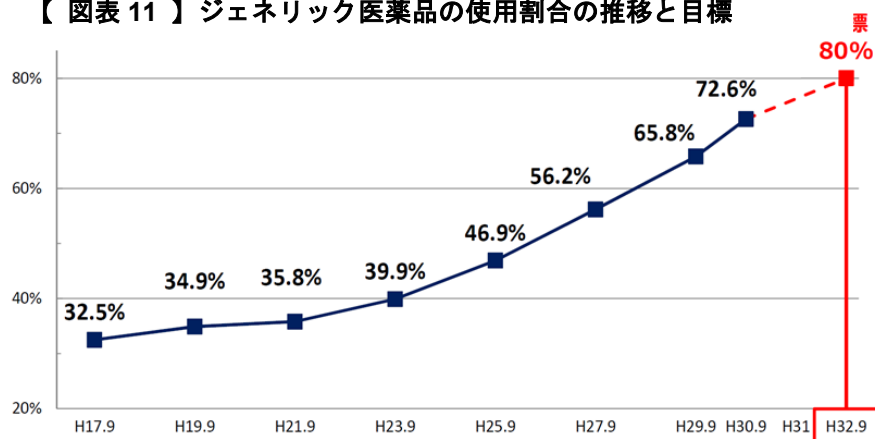
【図表 10】人口一人当たり国民医療費推移



（出所）厚生労働省資料「平成 29 年度国民医療費概要」に基づきアルファ・ウイン調査部作成

2017 年 6 月 9 日に閣議決定された「経済財政運営と改革の基本方針 2017」において、2020 年 9 月迄にジェネリック医薬品の使用割合^{注 13}を 80%との目標を掲げている（図表 11）。

【図表 11】ジェネリック医薬品の使用割合の推移と目標



(出所) 厚生労働省資料

注 13) 使用割合

使用割合とは、ジェネリック医薬品のある先発医薬品及びジェネリック医薬品を分母とし、分子はジェネリック医薬品で計算した数値を指している。

◆ 同業他社比較

同社の競合比較対象として、主力ジェネリック医薬品メーカーへの原薬供給の点でダイト (4577 東証一部)、ジェネリック医薬品の製造販売の点で日本ケミファ (4539 東証一部)、富士製薬工業 (4554 東証一部)、医科向け注射剤の点で扶桑薬品工業 (4538 東証一部)、を取り上げた (図表 12)。

【図表 12】同業他社比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	コア商事 ホールディングス 9273 19/6期	扶桑薬品工業 4538 20/3期	日本ケミファ 4539 20/3期	富士製薬工業 4554 19/9期	ダイト 4577 19/5期
売上高	百万円	15,206	46,902	31,756	36,279	41,134
規模 経常利益	百万円	1,276	1,066	307	4,169	4,641
総資産	百万円	22,088	69,153	45,862	60,737	46,749
自己資本当期純利益率	%	5.0	2.2	2.5	7.9	11.9
収益性 総資産経常利益率	%	5.8	1.5	0.7	7.3	9.9
売上高営業利益率	%	8.0	2.2	1.1	11.5	11.1
売上高 (3年平均成長率)	%	-0.1	0.1	-3.8	2.0	4.2
成長性 経常利益 (同上)	%	-10.8	18.4	-52.4	8.6	7.7
総資産 (同上)	%	10.9	0.2	-0.8	8.1	2.6
自己資本比率	%	60.7	46.7	37.9	64.8	66.2
安全性 流動比率	%	286.0	147.9	213.4	282.4	209.7
固定長期適合率	%	45.5	71.7	51.6	55.0	64.5

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

(出所) コア商事ホールディングス及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書よりアルファ・ウイン調査部

事業規模及び決算期に違いがあるため単純比較はできないものの、安全性指標については、同社は他4社と遜色ない水準にある。収益性については中位水準にある。中期的な成長力を担うと期待している医薬品製造販売事業のセグメント利益が、損失（19/6期）から黒字体質となった場合には上位となるポテンシャルはあろう。成長性については見劣りしている。売上高構成比で71.5%（同）を占めている原薬販売事業の売上高がほぼ横ばい推移にとどまり、医薬品製造販売事業における先行投資負担を補えていないためである。

8. 成長戦略

◆ 長期事業計画の概要

同社は定量的な中期経営計画を公表していないものの、今後は原薬販売事業の収益基盤に加え医薬品製造販売事業の成長による利益拡大を目指すとしている。

成長戦略は以下の通りである。

コア商事：AG^{注14}や長期収載品^{注15}への原薬提供の拡大を図る。

コアイセイ：60年に亘る注射剤の製造経験と40年の実績を誇る凍結乾燥^{注16}技術を土台として高薬理活性領域へと進出する。また、少量多品種多剤型を手掛けられるメーカーとしての受託製造領域で成長し、年間1～2品目のジェネリック医薬品の新規製剤の開発を実施していく。

注14) AG

オーソライズドジェネリックを指す。オーソライズド (Authorized) とは権限を与えられた、委任された等の意味がある。新薬メーカーから許諾を得てジェネリック医薬品メーカーが、先発医薬品と全く同じ手法 (添加物や薬のコーティング等の製法まで) により製造するジェネリック医薬品で、先発医薬品とほぼ同一である。なお先発医薬品と AG 以外のジェネリック医薬品は添加物等が同一ではなく、薬効や副作用に違いが出てしまう例がある。

注15) 長期収載品

ジェネリック医薬品が存在する先発医薬品を指す。

注16) 凍結乾燥

乾燥しようとするものを凍結し、真空中で凍結水を昇華 (気圧が下がると水の沸騰温度が下がる性質を利用) させて除く乾燥方法を指す。フリーズドライ製法とも呼ぶ。

コアイセイの成長には蔵王工場の生産規模拡大が不可欠である。19年6月にバイアル液剤、凍結乾燥領域の製造設備が完成したことで医薬品メーカーに対してバイアル液剤、凍結乾燥領域の受託製造の営業を開始した。

9. アナリストの視点

◆ コア商事ホールディングスの強みと課題

同社の SWOT 分析を図表 13 に列挙した。

【図表 13】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ジェネリック医薬品原薬輸入商社として国内トップ ・ジェネリック医薬品製造の全ての工程と全ての機能を有する ・国内ジェネリック医薬品メーカーの約7割と取引 ・世界10カ国以上90社以上の原薬製造業者と取引がある等国内トップクラスの取引基盤 ・高薬理活性注射剤の生産ラインがあり、多品種少量生産が可能な蔵王工場を有する
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・中期成長力を担うと期待する医薬品製造販売事業のセグメント利益は依然赤字計上 ・原薬は輸入するため、為替変動で採算性が変動 ・競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・政府がジェネリック医薬品の使用比率を高めるための施策を実施 ・ジェネリック医薬品の使用比率が比較的低い注射剤に特化していること ・少量多品種の医薬品を生産できる製造受託体制を擁す ・薬剤の凍結乾燥技術を土台とする高薬理活性領域の製造ポテンシャルを有す
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・薬価引下げに伴う販売価格の低下 ・同業他社における多額な研究開発費にみられる研究開発体制 ・山形県山形市で巨大地震などの自然災害での医薬品製造販売事業に影響を及ぼす可能性

(出所)アルファ・ウイン調査部

強みを補足すると、原薬輸入に関しては、創業者である現代表取締役社長が築いてきた人脈に頼る面があるため、逆に今後の弱みとなる可能性もある。他方、世界 10 カ国以上 90 社以上の原薬製造業者との取引基盤は、2 番手を大きく引き離していると同社は自認している。また、研究開発活動の基本方針は、がん患者、リウマチ患者、透析患者の 3 つのカテゴリーに基づくジェネリック医薬品の自社開発だが、この 3 つのカテゴリーは競合先が限定的であるとの特徴がある。加えて、ジェネリック医薬品の注射剤工場は、国内に 26 カ所ある模様だが、全剤型に対応し、かつ高薬理活性注射剤^{注 18}を多品種少量生産できる生産ラインは、業界のなかでも稀有と思われる。

注 18) 高薬理活性注射剤

抗がん剤などの少量で身体に強い薬効を与える「高薬理活性物質」を原料とする注射剤。高活性であることは患者様にとって治療に有効であるが、医薬品製造現場の作業者にとっては健康障害を引き起こす可能性が高い物質であり、これを封じ込めるため、高度な技術と設備投資が必要となる。

弱みを補足すると、医薬品製造販売事業のセグメント利益は損失計上（19/6 期）ではあるものの、蔵王工場での生産品目が増加すれば利益計上となる可能性もあり、全体の売上高営業利益率の高まりにつながる

る可能性がある。蔵王工場でバイアル液剤、凍結乾燥領域の製造設備が完成したことで医薬品メーカーに対して受託製造の営業を開始したが、その成果が待たれるところである。

機会を補足すると、ジェネリック医薬品の使用比率は政府目標である80%に近づいている（図表9）が、注射剤に限ると5割以下と思われ、ジェネリック医薬品の注射剤はまだ伸びしろがあると思われる。

◆ 株主還元

2018/6期の決算公表時において、2019/6期末の1株当りの配当金を70円と公表した。2018年11月に1:3の株式分割を実施し、2019年2月の2019/6期上期決算公表時に1株当りの配当金を24円（株式分割修正前72円）予想と期初予想から増額した。配当性向は36.4%であった。2020/6期は、業績予想の増額修正と同時（2020年5月12日）に1株当り配当金を24円から30円への増配も公表した。当調査部では、増収増益を見込む2021/6期についても1株当り30円を下限とする配当が継続されると予想している。

加えて、2019年5月には決算期末株主を対象にQ.U.Oカードを、100株以上保有者には1,000円分、100株以上かつ1年以上保有者には2,000円分を贈呈すると公表した。したがって、期末時点で1年以上100株保有した場合、6月19日株価2,146円を前提とした株主優待制度を含めた利回りは2.3%と試算される。

◆ 株価について

要約のページ（P2、図表C）に同社の過去1年間の株価及び対TOPIX相対株価を掲げている。同社は2018年6月21日に上場したが、初値は4,000円（株式分割修正後1,333円）、直後に高値4,150円（同1,383円）、2018年8月には高値5,790円（同1,930円）、その後は右肩下がりを行った。株価は一時千円台まで戻ったものの、2019年1月にメディアでの公正取引委員会の立ち入り検査報道で再び4桁割れとなり、2019年3月には安値703円を示現した。

直近にかけての株価動向は業績見通し等を反映している。800円前後で推移していた株価は、2020/6期第2四半期決算発表（2020年2月12日）を好感、2月14日まで2日連続でストップ高を演じ週明け17日には1,366円まで上昇した。全体相場の軟調で3月23日にかけて836円まで調整したが、2020/6期業績予想の上方修正を受け、5月25日には1,769円まで上昇。その後6月15日の東京証券取引所市場第一部指定（6月30日）と株式の立会外分売のリリースを手掛かりに、2018年8月につけた上場来高値（分割修正後1,930円）の更新（6月18日、2,271円）を実現している。

ディスクレマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。なお、本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。