

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

## コーナー商事ホールディングス (9273 東証一部)

発行日 : 2020/10/9

アルファ・ワイン 調査部

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

### ● 要旨

#### 事業内容

- ・コーナー商事ホールディングス(以下、同社)は、純粹持株会社である同社と事業を担う完全子会社4社(コーナー商事、コーナーイセイ、コーナーバイオテックベイ、コーナー製薬)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った。

#### 業績動向

- ・2020/6期業績は5.4%増収、92.4%営業増益。原薬販売事業は高脂血症治療薬向け顧客先での在庫調整や他社競合に起因す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外部顧客向け売上高は5.2%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18.6%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32.1%増収、セグメント利益は452百万円(前期は331百万円の損失)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、シリソ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してきたが、医薬品製造販売事業のセグメント損益が2020/6期に黒字転換となり、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ソジ」、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

- ・2021/6期の業績予想について同社は6.0%増収、3.0%営業増益としている。増益率が増収率を下回る慎重な見通しとなっているのは、減価償却費や研究開発費等の固定費負担が高まるためである。
- ・対してアルファ・ワイン調査部(以下、当調査部)の2021/6期業績予想は、売上高は同社予想並みの6.0%増収だが、営業利益は6.0%増益を予想する。同社予想との相違は事業別見通し

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーナー商事ホールディングス (9273 東証一部)

発行日 : 2020/10/9

の違いに起因している。具体的には、医薬品製造販売事業の採算性を同社予想に比べ高く想定したことによるところが大きい。2022/6期業績予想は5.9%増収、5.7%営業増益である。主に医薬品製造販売事業の貢献を2021/6期に引き見込んでいる。なお、11月5日を基準日として1:2の株式分割を公表した。株式分割に伴い、2021/6期の1株当たり配当金の会社予想は17円、当調査部予想の1株当たり配当金も2021/6期、2022/6期とも17円と予想する。

## 【9273 コーナー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)
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	16,034	5.4	2,329	92.4	2,367	85.4	1,745	167.0	176.20	1,505.91	34.0
2021/6 CE	17,000	6.0	2,400	3.0	2,400	1.4	1,700	-2.6	171.64	-	34.0
2021/6 E	17,000	6.0	2,470	6.0	2,470	4.3	1,750	0.3	176.68	1,648.59	34.0
2022/6 E	18,000	5.9	2,610	5.7	2,610	5.7	1,850	5.7	186.78	1,801.37	34.0

(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

2020年11月5日を基準日とする1:2の株式分割を2020年10月7日に公表、2021/6期及び2022/6期の上記記載数値は分割前の配当予想

CE : 会社予想、E : アルファ・ワイン調査部予想

## 【株価・バリュエーション指標：9273 コーナー商事ホールディングス】図表 B

項目	2020/10/2	項目	PER(倍)	PBR(倍)	配当利回り	配当性向
株価(円)	2,339	前期実績	13.3	1.6	1.5%	19.3%
発行済株式数(千株)	9,904	本期予想	13.2	1.4	1.5%	19.2%
時価総額(百万円)	23,168	来期予想	12.5	1.3	1.5%	18.2%
潜在株式数(千株)	-	前期末自己資本比率	65.1%	前期ROE	12.3%	

(注) 予想はアルファ・ワイン調査部予想

## 【株価チャート(週末値) 9273 コーナー商事ホールディングス】図表 C



2/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

## 目次

<b>1. 会社概要</b>	<b>P4</b>
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
<b>2. 直近期の業績と今後の見通し</b>	<b>P6</b>
2020年6月期業績	P6
コーナー商事ホールディングスの2021年6月期業績予想	P7
アルファ・ワイン調査部の業績予想	P8
<b>3. 事業内容とビジネスモデル</b>	<b>P11</b>
原薬販売事業	P11
医薬品製造販売事業	P12
<b>4. 株主構成</b>	<b>P15</b>
代表取締役社長が実質筆頭株主	P15
<b>5. ESG</b>	<b>P16</b>
環境対応 (Environment)	P16
社会的責任 (Society)	P16
企業統治 (Governance)	P16
<b>6. 成長の軌跡</b>	<b>P18</b>
沿革	P18
過去の業績推移	P18
公正取引委員会の立ち入り検査	P20
<b>7. 業界環境</b>	<b>P21</b>
膨れ上がる国民医療費	P21
同業他社比較	P22
<b>8. 成長戦略</b>	<b>P24</b>
コーナー商事ホールディングスの中期事業戦略	P24
コーナー商事ホールディングスの長期事業戦略	P24
<b>9. アナリストの視点</b>	<b>P25</b>
コーナー商事ホールディングスの強みと課題	P25
株主還元	P26
株価について	P26

## 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。**

コーナー商事ホールディングス（以下、同社）グループは、純粹持株会社である同社と事業を担う完全子会社4社（コーナー商事、コーナーイセイ、コーナーバイオテックベイ、コーナー製薬）で構成されている。事業内容は、ジェネリック医薬品<sup>注1</sup>用の原薬<sup>注2</sup>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。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、主にコーナー商事、医薬品製造販売は主にコーナーイセイが担当している。

同社の原薬販売事業は主にコーナー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、コーナーイセイを核にコーナーバイオテックベイ、コーナー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）。

【図表1】子会社の業務

社名	事業別	事業内容
コーナー商事	原薬販売	ジェネリック医薬品原薬の輸入販売
コーナーイセイ	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
コーナーバイオテックベイ	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
コーナー製薬	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・ワイン調査部作成

【図表2】主要子会社及び事業別業績（2020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
コーナー商事	11,481	1,953	原薬販売事業	11,481	1,909
コーナーイセイ	5,034	386	外部顧客への売上高	10,316	-
			内部売上高	1,164	-
			医薬品製造販売事業	5,717	452
			調整額	-1,164	-32

(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・ワイン調査部作成

### ◆ 事業理念

・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。

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%<sup>注3</sup>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ーナー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2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

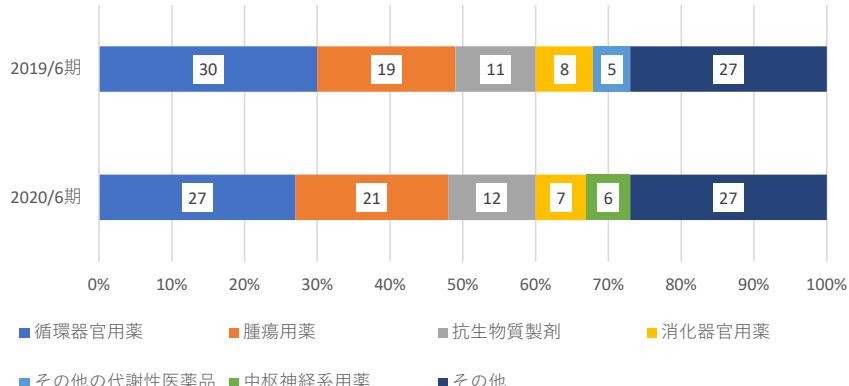
### ◆ 2020 年 6 月期業績

- 20/6 期の営業利益は前期比 92% 増と大幅増益。

同社の 2020/6 期業績は、売上高が前期比 5.4% 増の 16,034 百万円、営業利益は同 92.4% 増の 2,329 百万円、経常利益は同 85.4% 増の 2,367 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 167.0% 増の 1,745 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 11,481 百万円（同 2.6% 減）、セグメント利益 1,909 百万円（同 18.6% 増）であった。外部顧客への売上高は 10,316 百万円（同 5.2% 減）と減収で、抗生物質製剤、中枢神経系用薬である催眠鎮静剤、腫瘍用薬である抗がん剤等が好調であったものの、循環器官用薬である高脂血症治療薬向けの顧客先での在庫調整、他社競合に起因する戦略的値下げ、失注等による売上減少をカバー出来なかつた（図表 3）。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 1,164 百万円（同 28.4% 増）であった。セグメント利益は、研究開発向け原薬といった高採算商材の販売構成比上昇により、減収ながら二桁増益となつた。

【 図表 3 】原薬販売事業の売上構成比



(注) 図中数値は構成比(%)

(出所) 決算説明会資料に基づきアルファ・ワイン調査部作成

- 20/6 期の医薬品製造販売事業のセグメント利益は黒字転換の 452 百万円と 783 百万円の改善。

原薬販売事業においては売上高の約 9 割が欧州、中国、インド等からの輸入原薬であり、期中に新型コロナウイルス感染症拡大の影響に伴う調達懸念があった。しかしながら、医薬品業界では各国において各種の規制が適用されず、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、同社の材料調達における遅延等はほぼ回避された。

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 5,717 百万円（前期比 32.1% 増）、セグメント利益は 452 百

6/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

円（前期は331百万円の損失）であった。一部の医薬品製品の受託製造・販売を開始したことが大幅増収に貢献し、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の好調から、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期に比べやや減少したこと等から、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当期純利益の増益率は経常増益率より拡大した。

2020/6期の1株当たり配当金は、期初の24円（前期比据え置き）から、第3四半期決算公表時に30円（同6円の増配）、本決算公表時に34円（同10円の増配）へと引き上げられた。同社の配当方針は、配当性向と純資産配当率を総合的に判断するとしている。ちなみに2019/6期の配当性向は36.4%、純資産配当率は1.8%であったが、2020/6期はそれぞれ19.3%、2.4%となっている。

### ◆ コーナー商事ホールディングスの2021年6月期業績予想

2021/6期について同社は、売上高17,000百万円（前期比6.0%増）、営業利益2,400百万円（同3.0%増）、経常利益2,400百万円（同1.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,700百万円（同2.6%減）を計画している（図表4）。

【図表4】コーナー商事ホールディングスの業績予想（単位：百万円）

	2020/6期		2021/6期	
	実績	前期比(%)	予想	前期比(%)
売上高	16,034	5.4	17,000	6.0
原薬販売事業	11,481	-2.6	12,000	4.5
医薬品製造販売事業	5,717	32.1	6,200	8.4
調整額	-1,164		-1,200	-
営業利益	2,329	92.4	2,400	3.0
原薬販売事業	1,909	18.6	1,910	0.0
医薬品製造販売事業	452	黒字転換	500	10.4
調整額	-32		-10	-
経常利益	2,367	85.4	2,400	1.4
親会社株主に帰属する当期純利益	1,745	167.0	1,700	-2.6

(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決算短信よりアルファ・ワイン調査部作成

原薬販売事業の同社想定については、セグメント間の内部売上高又は振替高を含む売上高は12,000百万円（前期比4.5%増）、外部顧客への売上高は10,800百万円（同4.7%増）、セグメント利益は1,910百

円（同ほぼ横ばい）。営業努力による新規開拓で増収を図るとするものの、採算性の高い研究開発向け原薬等の販売が2020/6期に比べ減少する見込みであり、セグメント利益は慎重な見通しとなっている。

医薬品製造販売事業の同社想定は、セグメント間の内部売上高又は振替高ではなく、外部顧客への売上高6,200百万円（前期比8.4%増）、セグメント利益500百万円（同10.4%増）である。2020/6期第2四半期に受託製造・販売が開始された一部製品が期を通して収益貢献する見込みである。

減価償却費予想は648百万円（前期比23.4%増、同124百万円増）、研究開発費予想は172百万円（同21.1%増、同30百万円増）としている。事業を担う完全子会社4社は、薬機法（医薬品、医療機器等の品質、有効性及び安全性の確保等に関する法律）等関連法令の規制を受けており、2021/6期に許認可の更新時期（5年毎）を迎える生産設備も多い。生産設備の維持・更新に蔵王工場での生産設備新設等が加わって設備投資計画額は817百万円（同5.6倍、672百万円増）に達し、減価償却費も膨らむ見込みとしている。

研究開発費の拡大見込みは、医薬品製造販売事業において新たな医薬品の生産受託を受けるためのものである。

親会社株主に帰属する当期純利益が減益予想であるのは、2020/6期で発生した繰延税金資産計上に伴う税金費用の減少効果が剥落するためである。

### ◆ アルファ・ワイン調査部の業績予想

アルファ・ワイン調査部（以下、当調査部）は、2021/6期以降の同社の業績予想モデルを策定した（図表5）。

当調査部の2021/6期業績予想は、売上高17,000百万円（前期比6.0%増）、営業利益2,470百万円（同6.0%増）、経常利益2,470百万円（同4.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益1,750百万円（同0.3%増）とする。

同社予想との相違は、事業別見通しの違いに起因している。原薬販売事業は外部顧客向け売上高10,500百万円（前期比1.8%増）、セグメント利益1,800百万円（同5.7%減）、医薬品製造販売事業は外部顧客向け売上高6,500百万円（同13.7%増）、セグメント利益680百万円（同50.2%増）と予想した。また、医薬品製造販売事業のセグメント利益率は10.5%と会社予想の8.1%を上回る想定である。会社予想より高い利益率としたのは、2020/6期の医薬品製造販売事業のセグメン

◆ 21/6期の医薬品製造販売事業は、20/6期第2四半期に受託製造・販売が開始された一部製品が期を通して収益貢献する見込み。

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーナー商事ホールディングス（9273 東証一部）

発行日：2020/10/9

ト利益率が、第1四半期の水面下から一部の医薬品製品の受託製造・販売を開始した第2四半期会計期間には12.2%へと上昇、第3四半期会計期間は11.4%、第4四半期会計期間は12.7%と3四半期連続で二けた水準を維持している実績を勘案したことによる。

2021/6期中に蔵王工場にて受託による新たな製品生産のためにバイアル<sup>注4</sup>ライン（注射剤）を同社は稼働させたいとしている。同社業績計画への織り込み程度は開示されていないが、当調査部予想では未確定として織り込んでいない。尚、稼働すれば売上計上と同時に生産ラインの減価償却が始まる見込みである。

## 注4) 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、何度も薬液を吸い出して利用できる。

【図表5】中期業績予想

(単位：百万円)

決算期	2019/6	2020/6	2021/6CE	2021/6E	2022/6E
売上高	15,206	16,034	17,000	17,000	18,000
原薬販売事業	10,877	10,316	10,800	10,500	11,000
医薬品製造販売事業	4,328	5,717	6,200	6,500	7,000
売上総利益	3,688	4,671	-	5,020	5,310
対売上高比率	24.3%	29.1%	-	29.5%	29.5%
販売費及び一般管理費	2,477	2,342	-	2,550	2,700
対売上高比率	16.3%	14.6%	-	15.0%	15.0%
営業利益	1,210	2,329	2,400	2,470	2,610
対売上高比率	8.0%	14.5%	14.1%	14.5%	14.5%
経常利益	1,276	2,367	2,400	2,470	2,610
対売上高比率	8.4%	14.8%	14.1%	14.5%	14.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	653	1,745	1,700	1,750	1,850
対売上高比率	4.3%	10.9%	10.0%	10.3%	10.3%

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

(出所) アルファ・ワイン調査部

2022/6期業績予想は、売上高18,000百万円(当調査部予想比5.9%増)、営業利益2,610百万円(同5.7%増)、経常利益2,610百万円(同5.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益1,850百万円(同5.7%増)である。減価償却費は520百万円、研究開発費は140百万円といずれもほぼ2021/6期予想並みと想定した。

## ◆2022/6期業績予想は、5.9%増収、5.7%営業増益。

原薬販売事業については、外部顧客向け売上高は11,000百万円(当調査部予想比4.8%増)、セグメント利益は1,870百万円(同3.9%増)を見込んだ。他社競合による戦略的値下げや失注等のマイナス要因はあるも、新たに認可もしくは認可予定の後発医薬品向け原薬販売等で補えると考えた。

9/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーワ商事ホールディングス（9273 東証一部）

発行日：2020/10/9

医薬品製造販売事業については、売上高 7,000 百万円（当調査部予想比 7.7%増）、セグメント利益 750 百万円（同 10.3%増）を見込んだ。主たる增收増益予想要因はマキサカルシトールの販売拡大である。注射剤の先発医薬品から後発医薬品への置き換えペースは、錠剤に比べれば遅いものの、後発品シフトが着実に進展することを前提とした。

10/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

### 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64.3%(2020/6期、外部顧客向け)と約6割強で、事業担当は子会社のコーナー商事である。コーナー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<sup>注5)</sup>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5) 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。

コーナー商事は関東(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<sup>注6)</sup>)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6) 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できる。

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、コーナー商事は世界 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。コーナー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 35.7%（2020/6 期）と約 3 割強である。事業担当はコーナーイセイ、コーナーバイオテックベイ、コーナー製薬だが、図表 2 のように売上の主体はコーナーイセイである。

コーナーイセイは、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<sup>注 7</sup>はアンプル<sup>注 8</sup>、バイアル、シリジン<sup>注 9</sup>と多様だが、全剤型に対応した生産が可能である（図表 6）。

【図表 6】コーナー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)

(出所)決算説明会資料より抜粋

マキサカルシート(シリジン)

経口剤

#### 注 7) 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 8) 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。

12/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーナー商事ホールディングス（9273 東証一部）

発行日：2020/10/9

## 注 9) シリンジ

注射器の円筒形の部分をシリンジと呼ぶ。コーナー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。

コーナーイセイは、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 年にコーナー商事（コーナー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。

コーナー商事は、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、コーナーイセイ（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。

現在のコーナーイセイは、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<sup>注 10)</sup>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 70 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り、5 年に一度の更新が必要となっている。

2016 年 5 月、コーナーイセイは山形市蔵王産業団地に高濃度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 7）。2017 年 2 月に、「維持透析下の二次性副甲状腺機能亢進症<sup>注 11)</sup>」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。

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<sup>注 12)</sup>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。

13/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。

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。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。

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーナー商事ホールディングス（9273 東証一部）

発行日：2020/10/9

## 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錠のジェネリック医薬品の販売は、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。透析患者は一日当た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服用の際に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。

コーナーバイオテックペイは、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。

コーナー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、ビタミン剤を中心とした一般用医薬品の製造販売会社である。

【図表7】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1,917m <sup>2</sup> 、敷地面積21,029m <sup>2</sup>
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

(注)バイオミラーとは先行バイオ医薬品と同等・同質の品質、安全性及び有効性を有し、先行バイオ医薬品と異なる製造販売業者により開発される医薬品を指す。

(出所)決算説明会資料よりアルファ・ワイン調査部作成

14/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

## 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、2020年6月末の株式所有者別比率(図表8)では、個人その他が51.30%である。株式会社土師(以下、土師)が2019年12月末時点から筆頭株主となった。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開示されている。

2020年6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、大塚里津子氏はコーナー商事ホールディングスの取締役、コーナーバイオテックベイの代表取締役社長で首藤利幸氏の娘、大澤仁生氏はコーナー商事の執行役員、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8】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(%)	2020年6月末	
	2018年6月末	2019年6月末	2020年6月末		区分	所有割合
株式会社土師	-	-	3,962	40.00	金融機関等	5.55%
首藤 利幸	2,164	6,493	2,278	23.00	その他の法人	40.60%
堀江 淳子	95	285	285	2.88	外国法人等	2.55%
石綿 聰明	78	234	234	2.37	個人その他	51.30%
小角 真理	67	201	201	2.03		
岡澤 明子	-	-	189	1.91		
大塚 里津子	40	121	121	1.23		
川口謙	-	105	109	1.11		
松井証券		89	90	0.92		
J Pモルガン証券	-	-	89	0.90		
岡澤 紘一	75	225	-	-		
大澤 仁生	28	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	7,288	76.35		

(注)2018年11月6日付で1:3の株式分割を実施

(出所)有価証券報告書に基づきアルファ・ワイン調査部作成

## 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中には、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、内部通報制度を定め、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ワ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、独禁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。

独禁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、コーワ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。

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーナー商事ホールディングス（9273 東証一部）

発行日：2020/10/9

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。

17/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

## 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ーナー商事を設立した。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（現コーナーイセイ）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（現コーナー製薬）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、コーナー商事、コーナーイセイ、コーナーバイオテックベイ、コーナー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された。

### ◆ 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、2020/6期に至る過去4期の連結業績は図表9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。

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、抗がん剤用原薬等が順調に推移したもののお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 2017 年 10 月より「マキサカルシトール静注透析用シリソジ」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。蔵王工場でのシリソ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取り戻し、損失幅は縮小した。

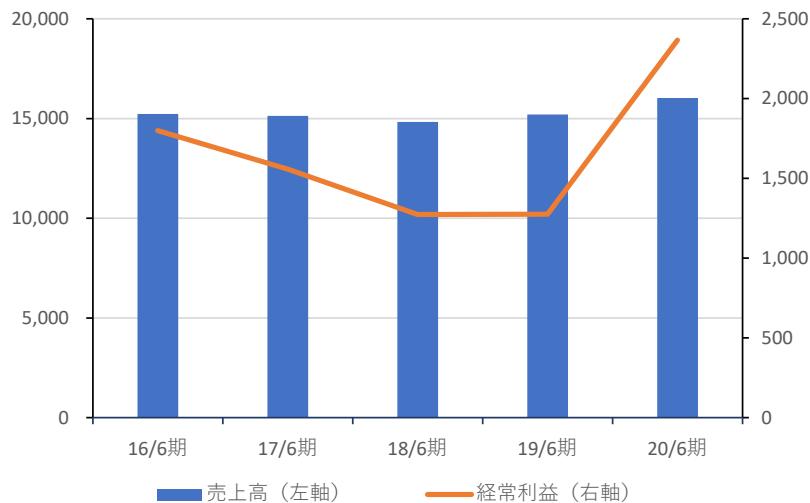
2019/6 期業績は、売上高 15,206 百万円（前期比 2.6%増）、営業利益 1,210 百万円（同 5.0%減）、経常利益 1,276 百万円（同 0.2%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 653 百万円（同 11.1%減）だった。

セグメント別にみると、原薬販売事業は一部顧客での在庫調整等により外部顧客向け売上高は前期比 4.0%減の 10,877 百万円にとどまるも、内部売上高は医薬品販売事業での「炭酸ランタンOD錠」向け原薬供給を受けて同 110.4%増の 907 百万円となった。セグメント利益は外部顧客向け減収により 1,609 百万円（同ほぼ横ばい）であった。

医薬品製造販売事業は、「マキサカルシトール静注透析用シリソジ」や「炭酸ランタンOD錠」の販売が貢献し、売上高は 4,328 百万円と前期に比べ 23.8%増加した。セグメント損失は「炭酸ランタンOD錠」の生産コストが当初予定以上に嵩んだため、331 百万円（前期は損失 324 百万円）となった。

【図表9】業績推移

(単位：百万円)



(出所)有価証券報告書よりアルファ・ワイン調査部作成

### ◆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ワ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。

コーワアイセイは、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コーワ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ワ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探ること、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した。

20/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。

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。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。

## 7. 業界環境

### ◆ 膨れ上がる国民医療費

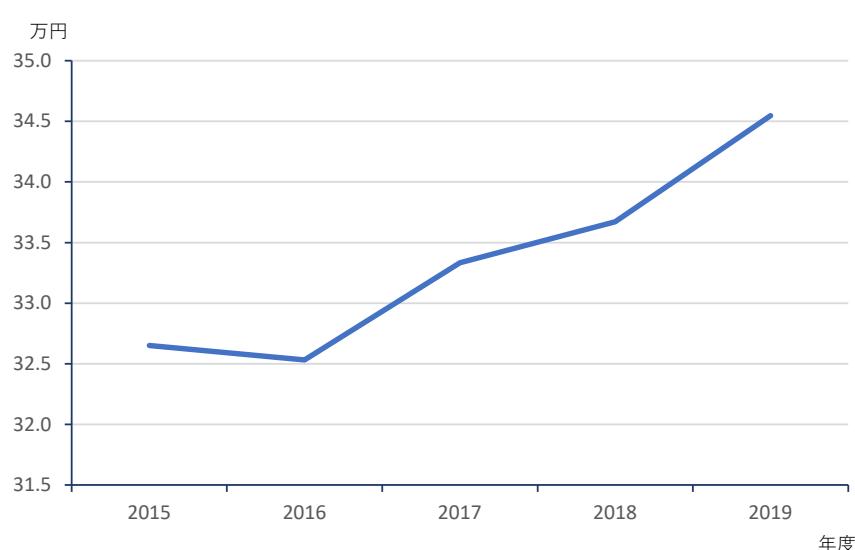
わが国の国民医療費は増加傾向にあり、2019年度で43兆5,776億円、過去4年間の年率増加率は1.3%増となっている（図表10）。国民1人当たりの国民医療費は34.5万円、過去4年間の年率増加率は1.4%増（図表11）である。こうした国民医療費の増加を抑制すべく、わが国はジェネリック医薬品の使用比率引上げを目指しており、官民努力によるジェネリック医薬品の使用促進等を受けて薬局調剤医療費比率は2019年度17.8%と5年前（15年度）の19.0%から低下している。

【図表10】国民医療費等の推移



（出所）厚生労働省資料「令和元年度医療費の動向」に基づきアルファ・ワイン調査部作成

【図表11】人口一人当たり国民医療費推移



（出所）厚生労働省資料「令和元年度医療費の動向」に基づきアルファ・ワイン調査部作成

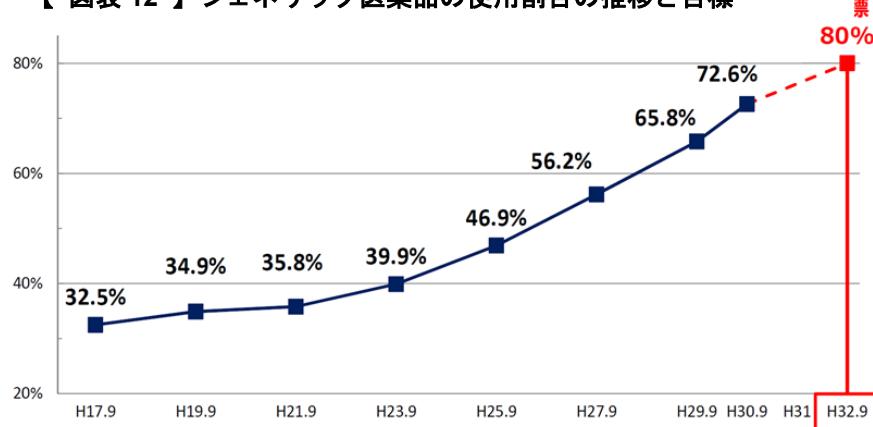
21/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

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<sup>注13</sup>を80%との目標を掲げている（図表12）。厚生労働省の開示によると、19年9月診療分における全国健康保険協会でのジェネリック医薬品使用割合は76.2%となっている。

【図表12】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13）。

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、及び収益性の指標については、同社は上位の水準にある。成長性の指標については総じて中位の水準にある。

ポテンシャルとしては、売上高成長率と売上高営業利益率が向上する可能性があろう。原薬販売事業の安定成長に加えて、毎期1品程度の受託製造を目指す医薬品製造販売事業の增收貢献及び採算性向上が期待されるためである。

# アルファ・ワイン 企業調査レポート

コーナー商事ホールディングス（9273 東証一部）

発行日：2020/10/9

【図表13】同業他社比較

項目	銘柄	コーナー商事 ホールディングス	扶桑薬品工業	日本ケミファ	富士製薬工業	ダイト
	コード 直近決算期	9273 20/6期	4538 20/3期	4539 20/3期	4554 19/9期	4577 20/5期
規模	売上高 経常利益 総資産	百万円 百万円 百万円	16,034 2,367 22,902	46,902 1,066 69,153	31,756 307 45,862	36,279 4,169 60,737
	自己資本当期純利益率 収益性 総資産経常利益率 売上高営業利益率	% % %	12.3 10.5 14.5	2.2 1.5 2.2	2.5 0.7 1.1	7.9 7.3 11.5
	売上高（3年平均成長率） 成長性 経常利益（同上） 総資産（同上）	% % %	1.9 14.9 6.1	0.1 18.4 0.2	-3.8 -52.4 -0.8	2.0 8.6 8.1
安全性	自己資本比率 流動比率 固定長期適合率	% % %	65.1 331.1 41.6	46.7 147.9 71.7	37.9 213.4 51.6	64.8 282.4 55.0
						67.3 205.0 60.2

(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) コーナー商事ホールディングス及び各社の有価証券報告書よりアルファ・ワイン調査部作成

## 8. 成長戦略

### ◆ コーナー商事ホールディングスの中期事業戦略

同社は定量的な中期経営計画を公表していないものの、今後は国内トップクラスの収益基盤を持つ原薬販売事業に加え、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。

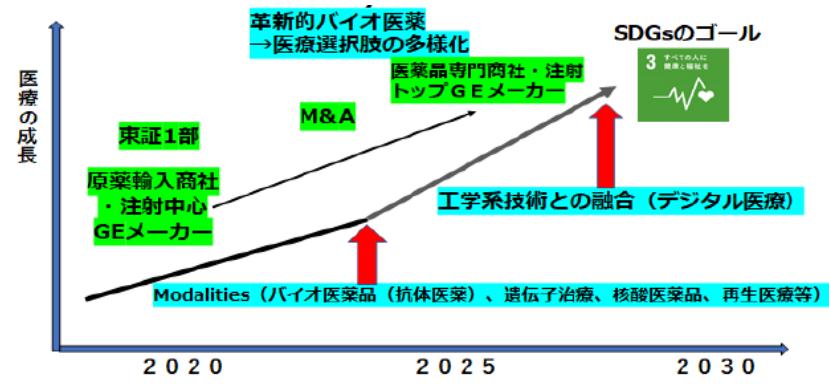
原薬販売事業においては、市場成長に応じた売上拡大やグループ会社間のシナジー、商社機能を核としつつも医薬分析センター設置等にみられる商社機能を超えた付加価値提供の拡充を挙げている。加えて、原薬事業に続く新事業の検討を掲げている。新事業とは製剤、バイオ医薬品、試薬等を対象とした商社機能の拡充等を指しているようだ。

医薬品製造販売事業においては、投資フェーズから回収フェーズへの転換を謳っている。同事業のセグメント利益は、開示されている2017/6期以降損失（投資フェーズ）を計上してきたが、2020/6期に黒字転換（回収フェーズ）となった。セグメント利益の黒字を堅持し、生産品目増を図ることで事業規模の拡大を目指す模様である。新たな受託による生産品目の増大戦略は、注射剤大手メーカーが取り組みづらい品目に狙いを定め、少量多品種の注射剤を手掛けたいとしている。

### ◆ コーナー商事ホールディングスの長期事業戦略

図表14は、医薬を取り巻く環境変化に対応した同社の持続的成長をイメージしたものである。医薬業界ではバイオ医薬品、遺伝子治療、核酸医薬品、再生医療など新たなモダリティ（治療手段）の台頭が目覚ましく、医療選択肢の多様化やデジタル医療の本格運用への対応が中長期的な課題であり、機会でもある。また、SDGs（Sustainable Development Goals、持続可能な開発目標）が重要視されるなかで、企業には収益性と社会性の両立が求められよう。こうしたなかで、同社はM&A戦略を交えつつ医薬品専門商社へと進化する機能強化と注射トップGEメーカーを目指した品揃えに取り組む方針である。

【図表14】コーナー商事ホールディングスの持続的成長イメージ



(出所)決算説明会資料より抜粋

24/27

アルファ・ワ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・ワイン・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。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。

## 9. アナリストの視点

### ◆ コーナー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 15 に列挙した。

【 図表 15 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ジェネリック医薬品原薬輸入商社として国内トップ</li> <li>・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</li> <li>・国内ジェネリック医薬品メーカーの約7割と取引</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・原薬は輸入するため、為替変動で採算性が変動</li> <li>・競合企業に対する事業規模の小ささ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・中期成長力を担う医薬品製造販売事業はセグメント利益が2020/6期に黒字転換し採算性向上期待</li> <li>・少量多品種の医薬品を生産できる製造受託体制を擁す</li> <li>・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</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・薬価引下げに伴う販売価格の低下</li> <li>・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</li> <li>・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</li> </ul>

(出所)アルファ・ワイン調査部

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<sup>注 13</sup>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 13) 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。

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 12)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

2020/6期の1株当たり配当金は、期初の24円（前期比据え置き）から、第3四半期決算公表時に30円（同6円の増配）、本決算公表時に34円（同10円の増配）へと引き上げられた。当調査部では、増収増益を見込む2021/6期以降についても1株当たり34円（2020年11月5日を基準日として1:2の株式分割前）を下限とする配当が継続されると予想している。

また、2019年5月には決算期末株主を対象にQUO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、9月25日株価2,442円を前提とし、株主優待制度を含めた利回りは2.2%と試算される。

なお、2020年11月5日を基準日として1:2の株式分割を公表した。株式分割に伴い、2021/6期の1株当たり配当金の会社予想は17円、当調査部予想の1株当たり配当金も2021/6期、2022/6期とも17円と予想する。

## ◆ 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。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）もあり、直近では上場来高値（10月8日、2,775円）を示現している。

## ディスクレーマー

アルファ・ワ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・ワイン・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、客觀性・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。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。取材や客觀的な事実に基づいて、極力、中立的な立場からレポートの記載に努めています。また、会社による予想や判断と弊社による予想及び判断を区分し、記載するようにしております。

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】](mailto:info@awincap.jp) にてお願ひいたします。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。