

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 東証一部) 発行日：2021/4/6

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、医薬品の製造販売、医薬品の製造受託を営んでいる。原薬販売と医薬品製造販売の2つの事業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

- ・2021/6期第2四半期累計(以下、上期)業績は16.3%増収、75.6%営業増益。原薬販売事業は、抗生物質製剤向けは減少したものの、循環器官用や中枢神経系用向けが増収、また新規取引も貢献し、外部顧客向け売上高は8.8%増収、新型コロナウイルス禍を背景とする旅費・交通費等の販管費減少や新規取引もあり、セグメント利益は25.9%増益となった。医薬品製造販売事業は2020/6期第2四半期会計期間から製造受託を開始した一部製品の製造受託・販売の貢献で30.8%増収、セグメント利益は668.6%増益であった。

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適応しており、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で利益の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

- ・2021/6期の業績予想について同社は6.0%増収、3.0%営業増益と期初予想を据え置いている。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見通しとしているためである。

1/29

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の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。

- ・対してアルファ・ウイン調査部(以下、当調査部)の 2021/6 期業績予想は前回予想を増額し、売上高 17,500 百万円(前期比 9.1%増、前回 17,000 百万円)、営業利益 2,850 百万円(同 22.3%増、同 2,470 百万円)、経常利益 2,850 百万円(同 20.4%増、同 2,470 百万円)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,130 百万円(同 22.0%増、同 1,750 百万円)と予想する。主に医薬品製造販売事業の採算性を見直したためである。
- ・当調査部の 2022/6 期業績予想は 5.7%増収、5.6%営業増益である。利益面では医薬品製造販売事業の貢献を見込んでいる。2023/6 期業績予想は、5.4%増収、5.0%営業増益である。研究開発費等の固定費負担増を想定し、増収率を下回る増益率を見込んだ。

株主還元等

- ・同社は 2021 年 4 月 30 日を基準日とする 1:2 の株式分割を 2021 年 3 月 22 日に公表した。また、株式分割後の 1 株配当を 9.00 円(期末配当のみ)とする予想配当の増額も公表した。2020/6 期の株式分割考慮後 1 株配当からは 0.50 円の増配となる。
- ・子会社であるコア商事が 2021 年 2 月 5 日に創立 30 周年を迎えたことから、記念株主優待の実施も公表した。その内容は、2021 年 4 月末時点で株主名簿に記載または記録された 100 株以上保有する株主に QUO カード 1,000 円を贈呈する、ものである。

投資に際しての留意点

- ・2021 年 2 月 15 日、厚生労働省は 193 品目の後発医薬品を承認した。そのなかにニプロ(8086 東証一部)の炭酸ランタンOD錠が含まれているが、当調査部ではニプロによる炭酸ランタンOD錠の販売を 2021 年 6 月以降と予想しており、同社の 2021/6 期の業績への影響は軽微と思われる。2022/6 期以降においても、同社業績に対する大きな影響はないと予想する。その理由は、炭酸ランタンOD錠市場はバイエル薬品(大阪府大阪市)が販売している先発薬のシェアが高く、ニプロ製品の登場はむしろ先発品から同社製品を含むジェネリック医薬品への需要シフトを促す可能性が高いと考えられるためである。
- ・2021 年 6 月期第 2 四半期の四半期報告書によると、代表取締役社長、並びに代表取締役社長の資産管理会社を併せた持分比率は 2020 年 12 月末時点 63.00%と 2020 年 6 月末時点から変化はない。新しい上位株主として 3 位に日本カストディ銀行(信託口、持分比率 3.75%)、9 位に日本マスタートラスト信託銀行(同、同 1.16%)が登場した。両銀行とも信託口であることから、2020/6 期末の上位株主と比べると機関投資家の持分比率が増加しているものと思われる。機関投資家の保有方針の転換により、機関投資家が保有株を売却した場合、同社の株価に影響を与える可能性がある。

【 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)
2019/6	15,206	2.6	1,210	-5.0	1,276	0.2	653	-11.1	33.00	676.90	12.0
2020/6	16,034	5.4	2,329	92.4	2,367	85.4	1,745	167.0	88.10	752.96	17.0
2021/6 CE	17,000	6.0	2,400	3.0	2,400	1.4	1,700	-2.6	85.82	-	18.0注
2021/6 E	17,500	9.1	2,850	22.3	2,850	20.4	2,130	22.0	107.53	843.48	21.0
2022/6 E	18,500	5.7	3,010	5.6	3,010	5.6	2,250	5.6	113.58	919.06	22.0
2023/6 E	19,500	5.4	3,160	5.0	3,160	5.0	2,380	5.8	120.15	1,017.21	23.0
2020/6 Q1	2,881	-8.8	107	-31.1	123	-19.8	57	-8.7	2.90	-	-
2020/6 Q2	7,361	9.2	907	152.9	911	140.9	618	323.1	31.25	-	0.0
2021/6 Q1	4,074	41.4	685	537.8	697	465.6	513	793.5	25.91	-	-
2021/6 Q2	8,558	16.3	1,593	75.6	1,643	80.4	1,126	81.9	56.84	-	0.0

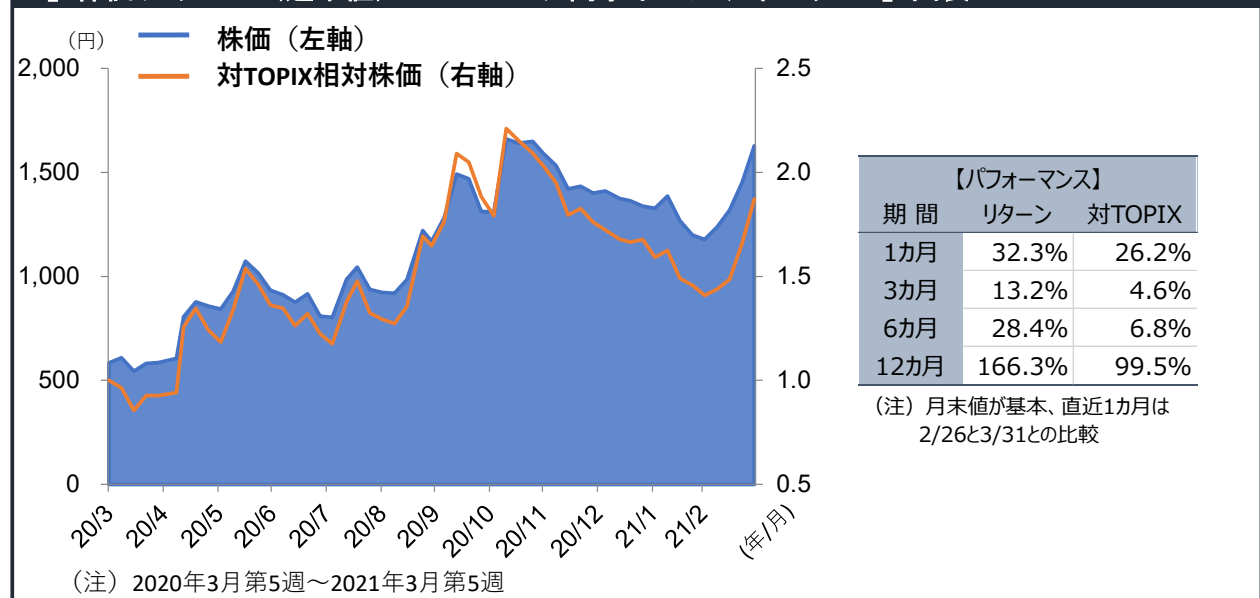
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1は第1四半期、Q2は第2四半期累計
 2020年11月6日付で普通株式1株につき2株の割合で株式分割を実施、1株指標は遡って修正
 2021年4月30日を基準日とする1：2の株式分割を2021年3月22日に公表、表記は分割前の配当予想、したがって2021/6期会社予想配当は9.0円

【 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	2021/4/2	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	1,628	前期実績	18.5	2.2	1.0%	19.3%
発行済株式数 (千株)	19,809	今期予想	15.1	1.9	1.3%	19.5%
時価総額 (百万円)	32,251	来期予想	14.3	1.8	1.4%	19.4%
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・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 -----	P5
ジェネリック医薬品の仕入れ販売及び製造販売-----	P5
事業理念-----	P6
2. 直近期の業績と今後の見通し -----	P7
2021年6月期第2四半期累計業績-----	P7
コア商事ホールディングスの2021年6月期業績予想-----	P8
アルファ・ウイン調査部の業績予想-----	P9
3. 事業内容とビジネスモデル -----	P13
原薬販売事業-----	P13
医薬品製造販売事業-----	P14
4. 株主構成 -----	P17
代表取締役社長が実質筆頭株主-----	P17
5. ESG -----	P18
環境対応 (Environment) -----	P18
社会的責任 (Society) -----	P18
企業統治 (Governance) -----	P18
6. 成長の軌跡 -----	P20
沿革-----	P20
過去の業績推移-----	P20
公正取引委員会の立ち入り検査-----	P23
7. 業界環境 -----	P24
膨れ上がる国民医療費-----	P24
同業他社比較-----	P25
8. 成長戦略 -----	P26
コア商事ホールディングスの中期事業戦略-----	P26
コア商事ホールディングスの長期事業戦略-----	P26
9. アナリストの視点 -----	P27
コア商事ホールディングスの強みと課題-----	P27
株主還元-----	P28
株価について-----	P28

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^{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・販売並びに製造受託を行っている（図表 1、図表 2）。

【 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 (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
コア商事	11,481	1,953	原薬販売事業	11,481	1,909
コアイセイ	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・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、製剤製造の製造受託後の医薬品の検査、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

◆ 2021年6月期第2四半期累計業績

- ◆ 20/6 期上期の営業利益は前年同期比 76%増と大幅増益。

同社の 2021/6 期第 2 四半期累計（以下、上期）業績は、売上高 8,558 百万円（前年同期比 16.3%増）、営業利益 1,593 百万円（同 75.6%増）、経常利益 1,643 百万円（同 80.4%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 1,126 百万円（同 81.9%増）であった。

同社は通期予想のみを開示しているが、上期における会社予想に対する進捗率は売上高 50.3%、営業利益 66.4%、経常利益 68.5%、親会社株主に帰属する四半期純利益 66.2%である。2020/6 期通期実績に対する 2020/6 期上期の進捗率が、売上高 45.9%、営業利益 38.9%であったことを踏まえると、2021/6 期上期業績は好調であった。

上期の原薬販売事業は、セグメント間の内部売上高又は振替高（以下、内部売上高）を含む売上高は 6,118 百万円（前年同期比 15.9%増）、外部顧客への売上高（以下、外部売上高）5,287 百万円（同 8.8%増）、内部売上高は 831 百万円（同 98.9%増）であった。

上期の原薬販売事業の外部売上高は、抗生物質製剤用は減少したものの、循環器官用や中枢神経系用向けが増収、また新規取引も貢献した。内部売上高は、医薬品製造販売事業で 2020/6 期第 2 四半期会計期間から製造受託開始となった医薬品向けが貢献した。

抗生物質製剤用の減少については、競合に起因した納品価格の低下や失注によるものではない。新型コロナウイルス感染症の影響による診療抑制や同感染症対策としてマスクやうがい、手洗い等が徹底されたことにより、細菌による感染症罹患者が減少し、治療薬需要が減少したためである。

上期の原薬販売事業のセグメント利益は 1,117 百万円（前年同期比 25.9%増）と好調であった。好調要因は、新型コロナウイルス禍を背景とする旅費・交通費等の販売費及び一般管理費（以下、販管費）が減少したためである。また、新規取引として、顧客先での新たなジェネリック医薬品販売に対応した原薬販売もあったが、こうした新規取引は比較的採算性が高く、セグメント利益増益に貢献している。

- ◆ 医薬品製造販売事業のセグメント利益は、前年同期比で 7.7 倍。

上期の医薬品製造販売事業の売上高は、内部売上高がなく外部売上高のみで 3,271 百万円（前年同期比 30.8%増）、セグメント利益は 484 百万円（同 668.6%増）であった。2020/6 期第 2 四半期会計期間から製造受託を開始した一部製品が増収に貢献、歩留まりの向上等の生産性の改善、増収による固定費負担減効果でセグメント利益は大幅増益であった。

営業外損益に計上している上期の為替差損益が前年同期の差損 2 百万円から差益 24 百万円へと好転したこと等で上期の営業外損益は前年同期の 3 百万円から 50 百万円となった。結果、経常増益率は営業増益率に比べ増大した。

新型コロナウイルス感染症の世界的拡大は、上期業績に大きな悪影響を与えなかった。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、新型コロナウイルス感染症拡大の影響に伴う原薬の調達懸念が 2021/6 期の期初にはあった。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。

◆ コア商事ホールディングスの 2021 年 6 月期業績予想

◆ 21/6 期業績の会社予想は期初予想を据え置き。

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）とする期初計画を据え置いた（図表 3）。下期は薬価改定もあつたり、コロナ禍や業界で様々な問題も起こっていることが背景にある。

【 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）

	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・ウイン調査部作成

事業別売上高及びセグメント利益についても期初予想を据え置いている。すなわち、原薬販売事業は、内部売上高を含む売上高が 12,000 百万円（前期比 4.5%増）、外部売上高は 10,800 百万円（同 4.7%増）、セグメント利益は 1,910 百万円（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とし、セグメント利益は慎重な見通しとなっている。

◆減価償却費は前期比増加
予想も増加額は124百
万円程度。

医薬品製造販売事業の同社想定は、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 四半期に製造受託・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製造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。

2021 年 2 月 13 日深夜に福島県沖を震源とする地震があり、マグニチュード 7.3、最大震度 6 強を観測した。医薬品製造販売事業を営む完全子会社のコアアイセイの本社工場（山形県山形市若葉町）、及び蔵王工場（山形県山形市蔵王松ヶ丘）は、地震による軽微な被害はあったものの 2 月 14 日以降、通常通りの業務、及び操業を行っている。

◆ アルファ・ウイン調査部の業績予想

◆21/6 期業績予想を、当
調査部は会社予想を増額
修正。

アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）は、2021/6 期業績予想は前回予想を増額修正し、売上高 17,500 百万円（前期比 9.1% 増、前回予想 17,000 百万円）、営業利益 2,850 百万円（同 22.3% 増、同 2,450 百万円）、経常利益 2,850 百万円（同 20.4% 増、同 2,450 百万円）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,130 百万円（同 22.0% 増、1,750 百万円）と予想する。

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。当調査部は原薬販売事業が外部売上高 11,000 百万円（前期比 6.6% 増、同社予想 10,800 百万円）、セグメント利益 2,000 百万円（同 4.7% 増、同 1,910 百万円）、医薬品製造販売事業は売上高 6,500 百万円（同 13.7% 増、同 6,200 百万円）、セグメント利益 860 百万円（同 90.0% 増、同 500 百万円）と予想する（図表 4、図表 5）。

前述した当調査部の下期の事業別業績予想は、原薬販売事業では外部売上高 5,712 百万円（前年同期比 4.7%増）、セグメント利益 882 百万円（同 13.6%減）、セグメント利益率 15.4%である。外部売上高は、同社予想の前年同期比 1.0%増に比べ伸長見通したが、上期の同 8.8%増に比べれば慎重な見通しとしている。

セグメント利益率予想は 15.4%と同社予想の 14.4%を上回るものの、上期の 21.1%に比べ保守的な見通しである。19/6 期、20/6 期ともセグメント利益率は上期より下期の方が高かったこともあり、同社の下期の見通しは慎重と思われる。

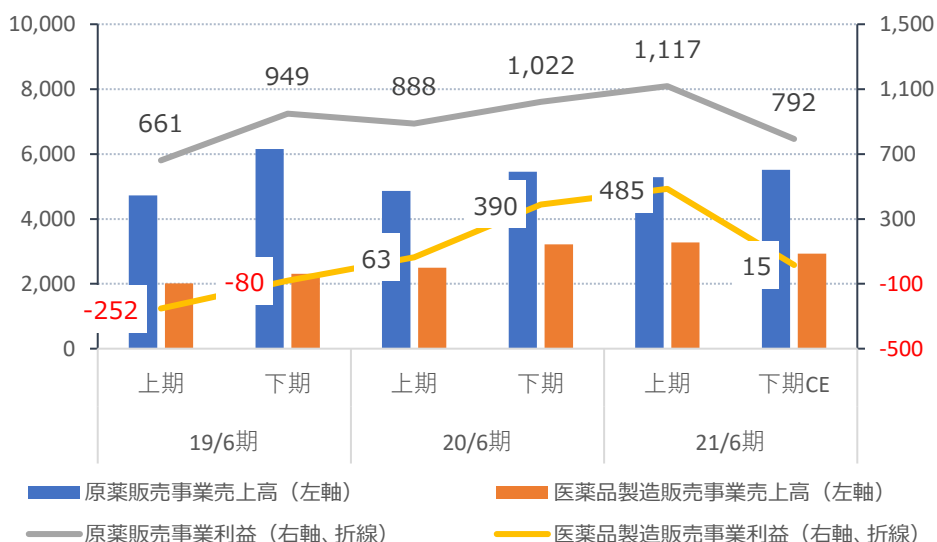
当調査部の下期の医薬品製造販売事業予想は、売上高 3,228 百万円（前年同期比 0.4%増）、セグメント利益 375 百万円（同 3.7%減）、セグメント利益率 11.6%である。同社同様、バイアル^{注4}ラインの製造ライン稼働による減価償却費増を考慮している。

他社からの製造受託に対応して、蔵王工場のバイアルラインは 2021/6 期下期から稼働した。同社は期初計画時点でバイアルラインの稼働を想定し、減価償却費は前期比 23.4%増を見込んでいる。

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、何度でも薬液を吸い出して利用できる。

【 図表 4 】 コア商事ホールディングスの半期別業績予想 (単位：百万円)

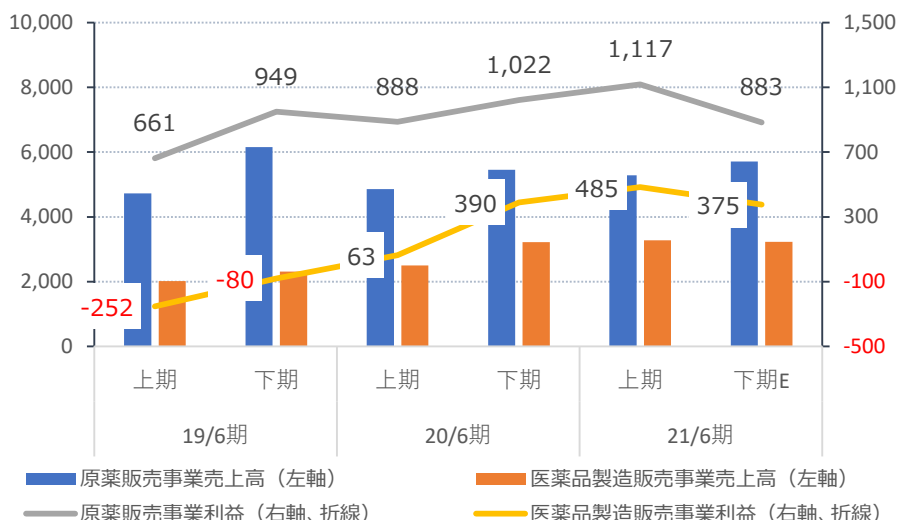


(注) CE は会社予想、事業別売上高は外部売上高、利益はセグメント利益

図中数値は事業別セグメント利益

(出所) 決算短信、及び決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

【図表5】当調査部の半期別業績予想 (単位：百万円)



(注)Eは当調査部予想、事業別売上高は外部売上高、利益はセグメント利益を指す
 図中数値は事業別セグメント利益

(出所)決算短信、及び決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

2022/6期業績予想は、売上高18,500百万円(当調査部予想比5.7%増)、営業利益3,010百万円(同5.6%増)、経常利益3,010百万円(同5.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益2,250百万円(同5.6%増)である。減価償却費は650百万円とほぼ2021/6期予想並み、研究開発費は180百万円(同4.7%増)とした。医薬品製造販売事業において、新たな製造受託のための研究開発費増大を見込んだ。

原薬販売事業については、外部売上高は11,500百万円(当調査部予想比4.5%増)、セグメント利益は2,090百万円(同4.5%増)を見込んだ。2021/6期上期同様に、顧客先での新たなジェネリック医薬品販売に対応した新規の原薬販売があると想定した。

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930百万円(同8.1%増)を見込んだ。増収増益予想要因は後述するマキサカルシトールの販売拡大と2021年3月に新たに出荷を開始した、バイアル製品製造受託分の通期寄与である。注射剤の先発医薬品からジェネリック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、シフト自体は着実に進展することを前提とした。

◆22/6期業績予想は、5.7%増収、5.6%営業増益。

◆医薬品製造販売事業のセグメント利益を、当調査部は会社予想より大幅増額予想へ。

留意すべきは競合品の登場である。2021年2月15日、厚生労働省は193品目の後発医薬品を承認した。そのなかにニプロ(8086 東証一部)の炭酸ランタンOD錠が含まれている。当調査部ではニプロによる炭

酸ランタンOD錠の販売を2021年6月以降と予想しているが、同社業績に対する大きな影響はないと予想する。その理由は、炭酸ランタンOD錠市場はバイエル薬品(大阪府大阪市)の先発薬が持つシェアが高く、ニプロ製品の登場はむしろ同社製品を含む後発品にとって需要喚起を促す可能性が高いと考えられるためである。

2023/6期業績予想は、売上高19,500百万円(当調査部予想比5.4%増)、営業利益3,160百万円(同5.0%増)、経常利益3,160百万円(同5.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益2,380百万円(同5.8%増)である。減価償却費は650百万円と2022/6期予想並み、研究開発費は190百万円(同5.6%増)とした。医薬品製造販売事業において、新たな製造受託のために研究開発費が増大することを見込んだ。

原薬販売事業については、外部売上高は12,000百万円(当調査部予想比4.3%増)、セグメント利益は2,180百万円(同4.3%増)と、2022/6期同様に増収増益を想定した。

医薬品製造販売事業については、売上高7,500百万円(当調査部予想比7.1%増)、セグメント利益990百万円(同6.5%増)を見込んだ。2022/6期と同様に先発医薬品からジェネリック医薬品への置き換えが進むと想定した。

【 図表 6 】 中期業績予想

(単位：百万円)

決算期	2019/6	2020/6	2021/6CE	2021/6E	2022/6E	2023/6E
売上高	15,206	16,034	17,000	17,500	18,500	19,500
原薬販売事業	10,877	10,316	10,800	11,000	11,500	12,000
医薬品製造販売事業	4,328	5,717	6,200	6,500	7,000	7,500
売上総利益	3,688	4,671	-	5,250	5,540	5,790
対売上高比率	24.3%	29.1%	-	30.0%	29.9%	29.7%
販売費及び一般管理費	2,477	2,342	-	2,400	2,530	2,630
対売上高比率	16.3%	14.6%	-	13.7%	13.7%	13.5%
営業利益	1,210	2,329	2,400	2,850	3,010	3,160
対売上高比率	8.0%	14.5%	14.1%	16.3%	16.3%	16.2%
経常利益	1,276	2,367	2,400	2,850	3,010	3,160
対売上高比率	8.4%	14.8%	14.1%	16.3%	16.3%	16.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	653	1,745	1,700	2,130	2,250	2,380
対売上高比率	4.3%	10.9%	10.0%	12.2%	12.2%	12.2%

(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

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、外部売上高) と約 6 割強で、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5}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6}) 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 35.7% (2020/6 期) と約 3 割強である。事業担当はコアイセイ、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イセイである。

コアイセイは、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7}はアンプル^{注8}、バイアル、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 7)。

【 図表 7 】 コ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 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。

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・フィー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、薬液の凍結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圏とし、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8）。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。

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。

またコアアイセイは、2021/6 期下期からバイアルラインにて、新たに製造を受託し医薬品の製造を開始した。

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、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。

【 図表 8 】 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
	バイオシミラー製造にも対応可能な設備

(注) バイオシ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・ウイン調査部作成

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では、個人その他がトップで51.30%、次点はその他の法人の40.60%である。2020年12月末では株式会社土師（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。

◆ 上位株主に機関投資家が登場。

2020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。新しい上位株主として3位に日本カストディ銀行（信託口、持分比率3.75%）、9位に日本マスタートラスト信託銀行（信託口、同1.16%）が登場した。両銀行とも信託口であることから、上位株主に、上場来初めて機関投資家が登場したことになる。

【 図表 9 】 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	2020年6月末	2020年12月末	
株式会社土師	-	-	3,962	7,924	40.00
首藤 利幸	2,164	6,493	2,278	4,556	23.00
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	-	-	-	742	3.75
堀江 淳子	95	285	285	570	2.88
石綿 聡明	78	234	234	468	2.37
小角 真理	67	201	201	402	2.03
岡澤 明子	-	-	189	344	1.74
大塚 里津子	40	121	121	243	1.23
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	-	-	-	229	1.16
川口謙	-	105	109	229	1.16
松井証券株式会社	-	89	90	-	-
J P モルガン証券株式会社	-	-	89	-	-
岡澤 統一	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	15,711	79.31

(注)2018年11月6日を基準日として1:3、2020年11月5日を基準日として1:2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、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。

同社の経営陣は取締役 10 名、うち監査等委員 4 名である。役員のうち女性は 2 名でその比率は 20% 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。

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、独占禁止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。

独占禁止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て周知するために、「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。

◆指名・報酬諮問委員会の設置でガバナンスが向上。

指名・報酬諮問委員会の設置が 2020 年 12 月にリリースされた。設置の目的は、取締役の指名・報酬等に関する手続きの公正性・透明性・客観性を高めるためである。指名・報酬諮問委員会は、取締役会の諮問に応じ、取締役の指名及び報酬等の答申を行い、メンバーは、取締役会の選定により、独立社外取締役 3 名及び社内取締役 2 名で構成されている。代表取締役が委員には選定されていない点で、コーポレート・ガバナンスの向上が図られている。

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10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、製剤製造の製造受託後の医薬品の検査、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一部顧客での在庫調整等により外部売上高が 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。

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当期純利益 653 百万円（同 11.1%減）だった。

セグメント別にみると、原薬販売事業の外部売上高は、一部顧客での在庫調整等により前期比 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ンジ」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。

2020/6 期業績は、売上高 16,034 百万円（前期比 5.4%増）、営業利益 2,329 百万円（同 92.4%増）、経常利益 2,367 百万円（同 85.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,745 百万円（同 167.0%増）だった。

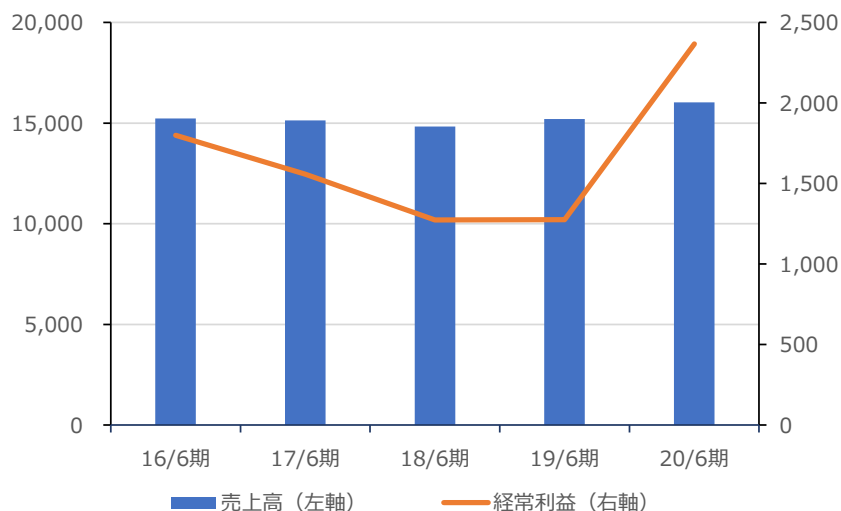
セグメント別にみると、原薬販売事業の内部売上高を含む売上高は、11,481 百万円（前期比 2.6%減）、セグメント利益 1,909 百万円（同 18.6%増）であった。

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った。内部売上高は、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った。

医薬品製造販売事業売上高は 5,717 百万円（前期比 32.1%増）、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。一部の医薬品製品の製造受託・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。

【 図表 10 】 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

◆ 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。

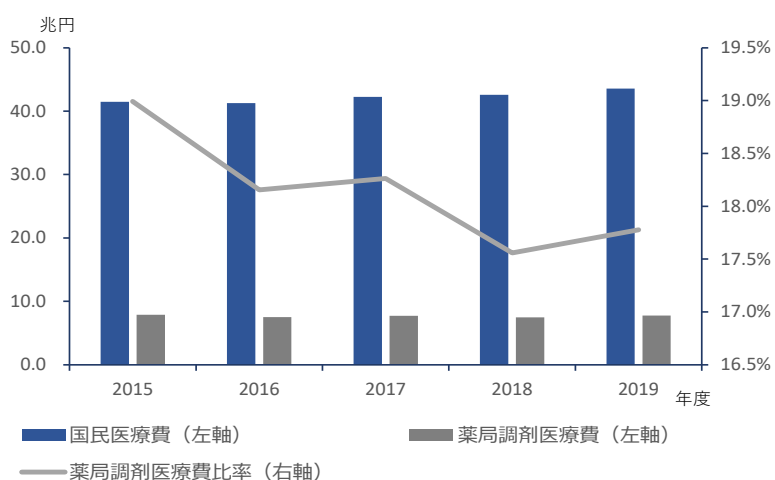
なお、同社は19年4月に公正取引委員会から独占禁止法に基づく排除措置命令書（案）、及び課徴金納付命令書（案）に係る意見聴取通知書を受領したことを厳粛かつ真摯に受け止め、19年5月に代表取締役社長首藤氏を委員長とする内部統制委員会を設置した。

7. 業界環境

◆ 膨れ上がる国民医療費

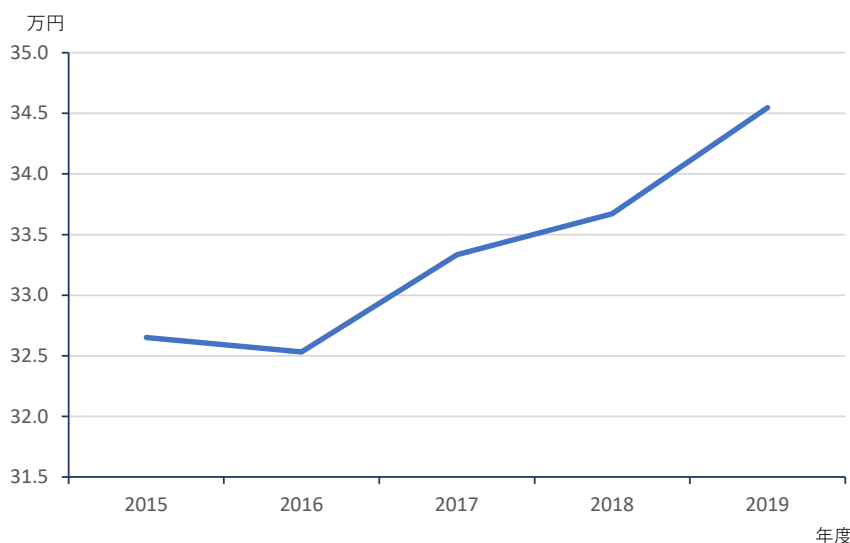
わが国の国民医療費は増加傾向にあり、2019年度で43兆5,776億円、過去4年間の年率増加率は1.3%増となっている（図表11）。国民1人当たりの国民医療費は34.5万円、過去4年間の年率増加率は1.4%増（図表12）である。こうした国民医療費の増加を抑制すべく、わが国はジェネリック医薬品の使用比率引上げを目指しており、官民努力によるジェネリック医薬品の使用促進等を受けて薬局調剤医療費比率は2019年度17.8%と5年前（15年度）の19.0%から低下している。

【図表11】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・ウイン調査部作成

【図表12】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・ウイン調査部作成

◆ 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、収益性では全ての指標が、成長性及び安全性でも多くの指標について、同社は上位の水準にある。

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る。原薬販売事業の安定成長に加えて、毎期、もしくは 2 期に 1 品程度の製造受託を目指す医薬品製造販売事業の増収貢献、及び採算性向上が期待されるためである。

【 図表 13 】 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	扶桑薬品工業	日本ケミファ	富士製薬工業	ダイト
		9273 20/6期	4538 20/3期	4539 20/3期	4554 20/9期	4577 20/5期
売上高	百万円	16,034	46,902	31,756	33,793	44,991
規模 経常利益	百万円	2,367	1,066	307	2,983	5,462
総資産	百万円	22,902	69,153	45,862	61,962	54,249
収益性 自己資本当期純利益率	%	12.3	2.2	2.5	5.3	11.7
総資産経常利益率	%	10.5	1.5	0.7	4.9	10.8
売上高営業利益率	%	14.5	2.2	1.1	9.3	11.9
成長性 売上高（3年平均成長率）	%	1.9	0.1	-3.8	-1.5	5.8
経常利益（同上）	%	14.9	18.4	-52.4	-13.6	12.1
総資産（同上）	%	6.1	0.2	-0.8	7.7	5.9
安全性 自己資本比率	%	65.1	46.7	37.9	64.5	67.3
流動比率	%	331.1	147.9	213.4	317.8	205.0
固定長期適合率	%	41.6	71.7	51.6	53.0	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） コア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・ウイン調査部作成

8. 成長戦略

◆ コア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。

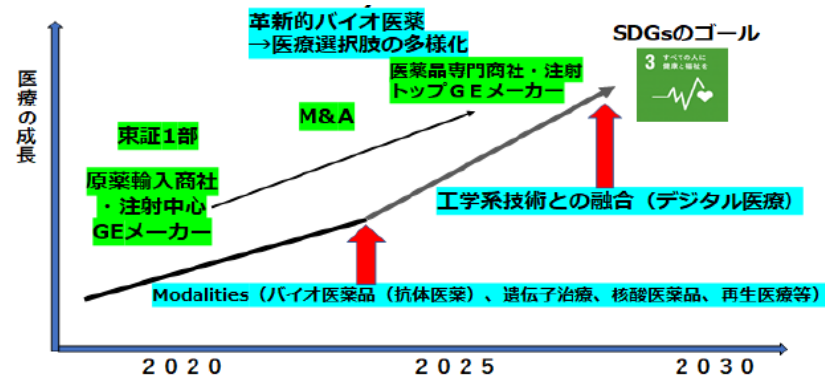
原薬販売事業においては、市場成長に応じた売上拡大やグループ会社間のシナジー、商社機能を核としつつも医薬分析センター設置等に見られる商社機能を越えた付加価値提供の拡充を挙げている。加えて、原薬事業に続く新事業の検討を掲げている。新事業とは製剤、バイオ医薬品、試薬等を対象とした商社機能の拡充等を指しているようだ。

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。

◆ コア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 】 コア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

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 15 に列挙した。

【 図表 15 】 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"> ・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 ・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 ・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 13}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 12 円（前期比据え置き、株式分割修正後）から、第 3 四半期決算公表時に 15 円（同 3 円の増配、同）、本決算公表時に 17 円（同 5 円の増配、同）へと引き上げられた。

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。

同社は 2021 年 4 月 30 日を基準日とする 1 : 2 の株式分割を 2021 年 3 月 22 日に公表した。また、株式分割後の 1 株配当を 9.00 円（期末配当のみ）とする予想配当の増額も公表した。2020/6 期の株式分割考慮後 1 株配当からは 0.50 円の増配となる。

加えて、子会社であるコア商事が 2021 年 2 月 5 日に創立 30 周年を迎えたことから、記念株主優待の実施も公表した。その内容は、2021 年 4 月末時点で株主名簿に記載または記録された 100 株以上保有する株主に Q U O カード 1,000 円を贈呈する、ものである。

当調査部は 2021/6 期の株式分割考慮前 EPS を 107.53 円（会社予想 85.82 円）と予想している。2020/6 期の配当性向（19.3%）を基に、2021/6 期の株式分割考慮後 1 株配当（期末配当のみ）は 10.50 円へと一段と増額修正されることを見込んでいる。株価 1,628 円を前提に期末時点で 1 年以上 100 株を保有した場合の配当と株主優待（記念株主優待除く）を合計した利回りは、会社公表ベースでは 2.33%、当調査部予想ベースでは 2.52%と試算される。

2022/6 期以降の 1 株当たり配当金についても、当調査部の業績予想と 2020/6 期の配当性向を参考に、每期増配を予想している。

◆ 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。同社株価は 2021/6 期 Q1 決算公表を受けた 2020 年 11 月 13 日終値は前日終値比ストップ高の 1,661 円、翌営業日の 16 日にはザラ場高値 1,805 円まで上昇した。

その後株価は、調整が続いていたが、子会社の創立 30 周年記念株主優待の実施と配当予想の増額修正を 2021 年 3 月 22 日に公表し株価は動意づいた。2021 年 4 月 2 日終値の 1,628 円は、ほぼ年初来高値（3 月 26 日ザラ場 1,524 円）の水準にある。

ディスクレーマー

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の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。

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。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。取材や客観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】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。