

# 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：2021/10/19

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、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。2022 年 4 月に創設される新市場区分「プライム市場」の上場維持基準に適合している旨の通知を、2021 年 7 月に東京証券取引所より受け取った。

#### 業績動向

- ・2021/6 期業績は 11.1%増収、45.0%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、外部顧客への売上高は 4.6%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 17.4%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 22.8%増収、セグメント利益は 165.0%増益であった。

#### 競争力

- ・同社にとって利益の源泉となってきた原薬販売事業では、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、原薬販売事業に加え医薬品製造販売事業も利益成長に貢献し始めている。
- ・原薬販売事業においては、新規取引の増加が、売上高伸長の要因となっており、その背景にはジェネリック医薬品メーカーによる原料のマルチソース化がある。
- ・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。2021/6 期は新たな注射剤の受託生産が始まり、今後も受託生産品目が増加する模様である。

1/30

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。

## 業績予想

- ・2022/6 期の業績予想について同社は 4.1%増収、1.6%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、販売促進活動の正常化に伴うコスト増や原材料高につながる円安傾向を織り込んだためである。
- ・対してアルファ・ウイン調査部(以下、当調査部)の 2022/6 期業績予想は、売上高 19,000 百万円(前期比 6.6%増、会社予想 18,550 百万円)、営業利益 3,670 百万円(同 8.7%増、同 3,430 百万円)、経常利益 3,660 百万円(同 7.5%増、同 3,420 百万円)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,200 百万円(同 3.0%増、同 2,060 百万円)と予想する。同社予想との相違は、主に医薬品製造販売事業の売上高予想を増額したためである。
- ・当調査部の 2023/6 期以降の業績は増収増益が続くと予想した。原薬販売事業においては、新規取り扱いによる増収を、医薬品製造販売事業においては、新たな注射薬向け薬剤の受託生産が每期増加すると想定した。

## 株主還元等

- ・同社は 2019 年 5 月に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。公表後に株式分割を複数回実施したが、この基準に変更はない。加えて、利益成長に伴い、実質的な増配が続いている。
- ・当調査部予想では、2022/6 期、2023/6 期も増配が続くと予想している。

## 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。2021 年 4 月発行の当調査部フルレポートでは、2021 年 2 月 15 日に承認されたニプロ(8086 東証一部)の炭酸ランタンOD錠(後発品)の販売開始時期を 2021 年 6 月以降と予想したわけだが、今現在、ニプロが販売に踏み切る気配は見られない。当調査部の現時点の業績予想においては、2022/6 期におけるニプロとの競合はないと想定している。
- ・2021 年 6 月期の有価証券報告書によると、期末の上位株主として 7 位に日本マスタートラスト信託銀行(信託口、同 1.57%)が登場した。期末の上位株主に、上場来初めて機関投資家が登場したことになる。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	16.50	338.45	6.0
2020/6		16,034	5.4	2,329	92.4	2,367	85.4	1,745	167.0	44.05	376.48	8.5
2021/6		17,816	11.1	3,377	45.0	3,404	43.8	2,136	22.4	53.94	421.61	10.0
2022/6	CE	18,550	4.1	3,430	1.6	3,420	0.4	2,060	-3.6	52.00	-	10.0
2022/6	E	19,000	6.6	3,670	8.7	3,660	7.5	2,200	3.0	55.53	467.14	10.5
2023/6	E	19,700	3.7	3,800	3.5	3,790	3.6	2,280	3.6	57.55	514.19	11.0
2024/6	E	20,200	2.5	3,890	2.4	3,880	2.4	2,330	2.2	58.81	562.00	11.0

(注) 連結決算、2020年11月6日付で1：2、2021年5月1日付で1：2の株式分割を実施、過去の1株指標は分割修正後

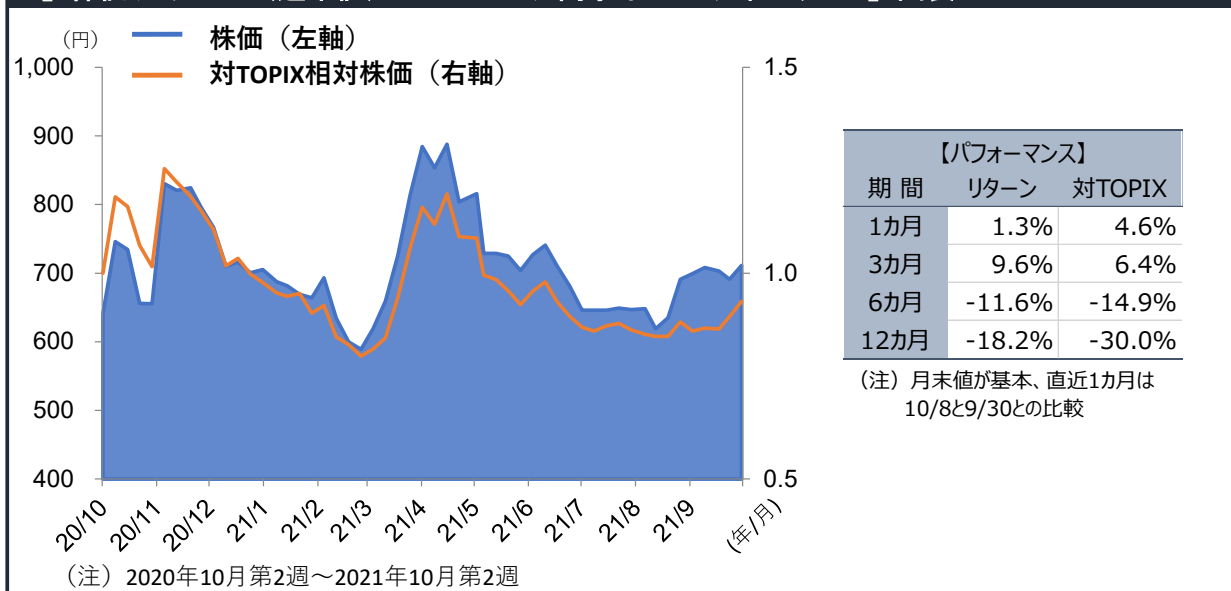
CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【 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	2021/10/8	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	711	前期実績	13.2	1.7	1.4%	18.5%
発行済株式数 (千株)	39,619	今期予想	12.8	1.5	1.5%	18.9%
時価総額 (百万円)	28,170	来期予想	12.4	1.4	1.5%	19.1%
潜在株式数 (千株)	-	前期末自己資本比率		67.3%	前期ROE	13.5%

(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

<b>1. 会社概要</b>	<b>P5</b>
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
<b>2. ビジネスモデル</b>	<b>P7</b>
原薬販売事業	P7
医薬品製造販売事業	P8
<b>3. 前期業績と今期の同社の見通し</b>	<b>P11</b>
2021 年 6 月期業績	P11
新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う経営施策	P13
コア商事ホールディングスの 2022 年 6 月期業績予想	P13
<b>4. 成長戦略</b>	<b>P15</b>
コア商事ホールディングスの中期事業戦略	P15
コア商事ホールディングスの長期事業戦略	P16
<b>5. 業績予想</b>	<b>P17</b>
アルファ・ウイン調査部の 2022 年 6 月期業績予想	P17
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P18
<b>6. 株主構成</b>	<b>P20</b>
代表取締役社長が実質筆頭株主	P20
<b>7. SDGs と ESG</b>	<b>P21</b>
コア商事ホールディングスの取組み	P21
企業統治 (Governance)	P22
<b>8. 成長の軌跡</b>	<b>P23</b>
沿革	P23
過去の業績推移	P23
<b>9. 業界環境</b>	<b>P26</b>
膨れ上がる国民医療費	P26
同業他社	P26
<b>10. アナリストの視点</b>	<b>P28</b>
コア商事ホールディングスの強みと課題	P28
株主還元	P29
株価について	P29

# 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<sup>注1</sup>用の原薬<sup>注2</sup>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（2021 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	12,504	2,258	原薬販売事業	12,504	2,241
コアイセイ	6,445	1,104	外部顧客への売上高	10,794	-
			内部売上高	1,709	-
			医薬品製造販売事業	7,021	1,199
			調整額	-1,709	-64

（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・製造、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. ビジネスモデル

### ◆ 原薬販売事業

同社の原薬販売事業の売上構成比は 60.6%（2021/6 期、外部顧客への売上高、以下外部売上高）、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イタリア、ドイツ、スペイン等の欧州が最も多く、続いて中国、インド等で世界 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4</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。

◆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。

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（Synthesis Investigation）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5</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 39.4% (2021/6 期) である。事業担当はコーアイセイ、コーアバイオテックベイ、コーア製薬だが、図表 2 のように売上の主体はコーアイセイである。

コーアイセイは、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<sup>注 6</sup>はアンプル<sup>注 7</sup>、バイアル<sup>注 8</sup>、シリンジ<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 3）。

【 図表 3 】 コー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)

マキシカルシトール(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。剤型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。

コアイセイは、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る、5 年に一度の更新が必要となっている。

2016 年 5 月、コ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 4）。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、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やすい口腔内崩壊錠（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4】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、バイアル製剤の生産を開始 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

### 3. 前期業績と今期の同社の見通し

#### ◆ 2021 年 6 月期業績

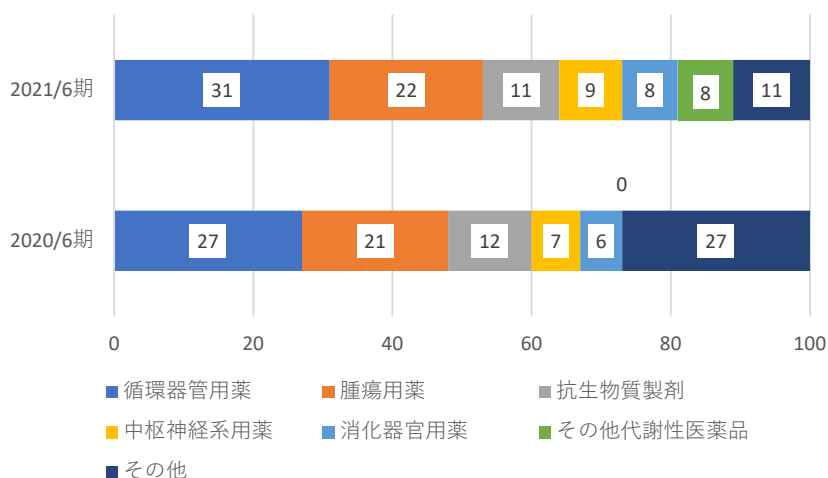
同社の 2021/6 期業績は、売上高 17,816 百万円（前期比 11.1%増）、営業利益 3,377 百万円（同 45.0%増）、経常利益 3,404 百万円（同 43.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,136 百万円（同 22.4%増）と過去最高の売上高及び利益を達成した。

セグメントとしては、原薬販売事業と医薬品製造販売事業の 2 つが開示されている。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 12,504 百万円（前期比 8.9%増）、セグメント利益 2,241 百万円（同 17.4%増）であった。

原薬販売事業の外部売上高は 10,794 百万円（同 4.6%増）と上場に際し連結財務諸表が開示（2018/6 期）されて以来初めての増収となった。循環器官用薬や中枢神経系用薬向けの販売の好調を受けたもので、大型の循環器官用医薬品と思われる 3 薬剤（新規取引）向けの販売が特に貢献した（図表 5）。

【図表 5】原薬販売事業の売上構成比

（単位：％）



（注）2020/6 期のその他は、2021/6 期におけるその他代謝性医薬品を含む

（出所）決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

新規取引の拡大には業界特有の背景があるようだ。ジェネリック医薬品メーカーは、厚生労働省が 2013 年に策定した「後発医薬品のさらなる使用促進のためのロードマップ」の指導や日本製薬団体連合会が示したガイドライン（2013 年）に沿って、原料のマルチソース化<sup>注 13</sup>を進めてきたわけだが、このマルチソース化が同社にプラス・マイナス両面の影響を与えている。

注 13) 原料のマルチソース化

ジェネリック医薬品の原料は様々な原料で構成されているが、各々の原料の調達先を 2 社以上とすることを指している。

厚生労働省が 2020 年 3 月に公表した「これまでの経緯等」によると、「原薬の調達経路の複数化ができていた後発医薬品の割合」として、2013 年度 28.6%、2014 年度 32.9%、2015 年度 37.9%、2016 年度 40.7%、2017 年度 42.7%と開示されている。

具体的には、ジェネリック医薬品原料のマルチソース化により、同社が既存顧客向けに納入している原料の一部が同業他社に置き換わるというマイナス影響が先行し、同社の原薬販売事業（外部売上高）が 2020/6 期まで減収となる要因となった。一方で、同社もマルチソース化をビジネスチャンスと捉え、同業他社が納品している原料の代替品の提案をジェネリック医薬品メーカーに積極化してきたわけであり、そのプラス影響の顕在化（新規取引拡大）が、2021/6 期における同社原薬販売事業（外部売上高）の増収転換の原動力になった模様である。

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 1,709 百万円（前期比 46.8%増）となり、研究開発向け原薬等の高採算商材の販売構成比上昇もあって原薬販売事業のセグメント利益は、二桁増益となった。

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 7,021 百万円（前期比 22.8%増）、セグメント利益は 1,199 百万円（同 165.0%増）であった。セグメント利益率は前期比 9.2%ポイント改善の 17.1%となり、大幅増益の主因となった。一部製品の受託製造・販売が年間を通じて好調に推移し、その増産・増販効果が利益率改善に大きく貢献したためである。

医薬品製造販売事業において、他社からの製造受託に対応し、蔵王工場のバイアルラインは 2021/6 期下期から稼働、2021 年 3 月に蔵王工場の新生産設備「バイアル液剤・凍結乾燥ライン」からの初出荷を実現した。

原薬販売事業、及び医薬品製造販売事業の足並みが揃うなかで、営業利益は大幅増となった。営業外損益において為替差損益が前期の差益から差損となったこと等から、経常増益率は営業増益率に比べやや縮小した。前期に計上した一部製品の販売権譲渡益 36 百万円計上した特別利益が剥落したことから、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縮小した。

2021/6 期の 1 株当たり予想配当金は、期初の 8.5 円（株式分割修正後）から、第 3 四半期決算公表時に 10.0 円へと引き上げられ、実質的に前期比 1.5 円の増配となった。同社の配当方針は、将来にわたる企業成長と経営環境の変化に対応するために必要な内部留保の充実を勘

案しつつ、安定した配当政策を実施すること、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 2020/6 期の配当性向は 19.3%、純資産配当率は 2.4%、同様に 2021/6 期はそれぞれ 18.5%、2.5% となっている。

### ◆ 新型コロナウイルス感染症の拡大に伴う経営施策

新型コロナウイルス感染症の世界的拡大は、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、同社の原薬調達における遅延等はほぼ回避された。

新型コロナウイルス感染症対策の一環として、原薬販売事業での取組みに注目したい。同社は、原薬調達先の原薬製造所を定期的に点検・監査する必要がある。新型コロナウイルス禍のなかで、同社は国内外の原薬製造所の状況確認を事前に共有した動画もしくは写真で行い、監査はインターネット回線を利用した会議をもって行うリモート作業に切り替えたわけだが、従来の実地作業と同様の品質管理を実現しつつ、当該コストの削減を果たしている。

### ◆ コア商事ホールディングスの 2022 年 6 月期業績予想

2022/6 期について同社は、売上高 18,550 百万円（前期比 4.1%増）、営業利益 3,430 百万円（同 1.6%増）、経常利益 3,420 百万円（同 0.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,060 百万円（同 3.6%減）を計画している。

原薬販売事業の同社想定は、外部売上高 11,100 百万円（前期比 2.8%増）、セグメント利益 2,260 百万円（同 0.8%増）。営業努力による新規開拓で増収を図るとするものの、販売促進活動正常化に伴うコスト増見通しと足元の円安傾向を受けた輸入分の原材料高影響を織り込み、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、売上高 7,450 百万円（前期比 6.1%増）、セグメント利益 1,200 百万円（同 0.1%増）である。増収見通しながら薬価改定を見込んでいるため、慎重なセグメント利益予想としている。

減価償却費予想は 686 百万円（前期比 9.8%増、同 61 百万円増）、研究開発費予想は 108 百万円（同 12.9%減、同 16 百万円減）、設備投資額予想は 777 百万円（前期比 131.9%増、同 442 百万円増）として



いる。

設備投資額の大幅増加予想は、新型コロナウイルス感染症の影響で2021/6期の設備投資実績が335百万円と期初予想の817百万円を大きく下回ったため、計画遅延分の実行を見込んだことによる。

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。

2022/6期の1株当たり予想配当金は、2021/6期から据え置きの10.0円としている。

## 4. 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。同社は現在の経営環境を見据え、図表 6 に示す SWOT 分析を行っている。

【図表 6】SWOT 分析

		プラス要因	マイナス要因
内部環境	強み (Strength)	<p>原薬：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・世界10カ国90社以上の海外サプライヤー、国内100社以上の製薬会社との取引実績</li> <li>・医薬分析センターによる品質保証</li> </ul> <p>医薬品：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・長年にわたる注射剤の製造経験・技術</li> <li>・開発から製造まで一貫した受託体制</li> <li>・蔵王工場による高薬理活性注射剤対応</li> </ul>	<p>弱み (Weakness)</p> <p>原薬：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ジェネリック医薬品以外の取引</li> <li>・海外への販売力</li> </ul> <p>医薬品：</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・蔵王工場の稼働率</li> <li>・自社販売力</li> </ul>
	機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・AG・長期収載品目等ソース変更の可能性</li> <li>・付加価値を備えたジェネリック医薬品の期待</li> <li>・モダリティ革命</li> <li>・製薬会社のマルチソース化(2<sup>nd</sup>/3<sup>rd</sup>選定)</li> <li>・安定供給と品質に対する信頼性の確保</li> </ul>	<p>脅威 (Threat)</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>・ジェネリック医薬品への品質問題</li> <li>・毎年行われる薬価改定</li> <li>・マルチソース化に伴う競争激化</li> <li>・コロナウイルス感染症</li> <li>・為替変動</li> </ul>
外部環境			

(注) AG とは、オーソライズド・ジェネリックで、先発品メーカーから製造の許諾を受けたジェネリック医薬品を指している。

長期収載品とは、既に特許が切れ、同じ効能・効果を持つジェネリック医薬品が発売されている先発医薬品を指している。

(出所) 決算説明会資料

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、商社機能を核にしながら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を拡充するとしている。

2021/6 期の増収に大きく貢献した新規取引案件の獲得について、中期的な数量目標は開示されていない。ただ、AG 向けの原料供給は現在無いものの 2 品目が評価中であり、長期収載品向けの原料供給は現在の 5 品目に加えて数品目が評価中となっており、いずれも今後の増収要因となる可能性を有している。

また、世界 100 カ国 90 社以上の海外サプライヤー、国内 100 社以上の製薬会社との取引実績を活用した新たな施策として、海外の知的財産（海外で承認されているが国内では未承認の医薬品）を国内の中堅医薬品メーカーが導入するための橋渡しをする「ライセンスイン」活動を開始しているようだ。

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

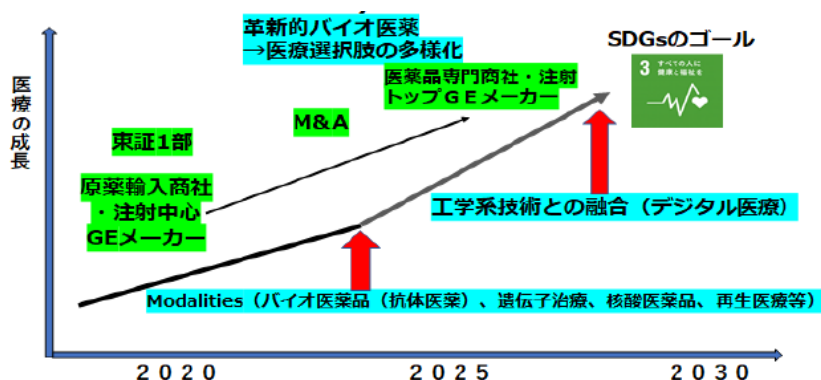
転換を謳っている。同事業のセグメント利益は、開示されている2017/6期以降損失（投資フェーズ）を計上してきたが、2020/6期に黒字転換（回収フェーズ）となった。セグメント利益の黒字を堅持し、生産品目増を図ることで事業規模の拡大、つまり蔵王工場の稼働率を上昇させるべく経営努力を継続している。新たな受託による生産品目の増大戦略は、注射剤大手メーカーが取り組みづらい品目に狙いを定め、少量多品種の注射剤を手掛けたいとしている。既にバイアル製品製造を受託しており、新規案件が2022/6期以降も続く模様である。

### ◆ コア商事ホールディングスの長期事業戦略

図表7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るよう。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ジェネリック医薬品としての注射剤トップメーカーを目指した品揃えに取り組む方針である。

【図表7】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

## 5. 業績予想

### ◆ アルファ・ウイン調査部の2022年6月期業績予想

◆ 22/6 期業績予想を、当調査部は会社予想を増額修正。

当調査部による2022/6期業績予想は、売上高19,000百万円（前期比6.6%増）、営業利益3,670百万円（同8.7%増）、経常利益3,660百万円（同7.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益2,200百万円（同3.0%増）である（図表8）。一株当たり配当金予想も会社予想の10.0円に対し10.5円と増額予想とした。2021/6期の予想配当性向18.5%を最低ラインと想定したためである。

【図表8】2022年6月期業績予想

（単位：百万円）

	2021/6期		2022/6期			
	実績	前期比(%)	会社予想	前期比(%)	予想	前期比(%)
売上高	17,816	11.1	18,550	4.1	19,000	6.6
原薬販売事業	12,504	8.9	12,900	3.2	13,150	5.2
医薬品製造販売事業	7,021	22.8	7,450	6.1	7,800	11.1
調整額	-1,709	-	-1,800	-	-1,950	-
営業利益	3,377	45.0	3,430	1.6	3,670	8.7
原薬販売事業	2,241	17.4	2,260	0.8	2,300	2.6
医薬品製造販売事業	1,199	165.0	1,200	0.1	1,400	16.7
調整額	-64	-	-30	-	-30	-
経常利益	3,404	43.8	3,420	0.4	3,660	7.5
親会社株主に帰属する当期純利益	2,136	22.4	2,060	-3.6	2,200	3.0

（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。

予想はアルファ・ウイン調査部予想

（出所）決算短信、及び説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

同社予想との相違点は、主に医薬品製造販売事業の予想に起因している。当調査部では2021/6期の四半期毎の売上高実績を勘案し、同事業の外部顧客向け売上高を7,800百万円（前期比11.1%増）、セグメント利益を1,400百万円（同16.7%増）と予想している。

医薬品製造販売事業で売上高を増額予想とした理由は2点ある。1点目は「維持透析下の二次性副甲状腺機能亢進症<sup>注14</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」の伸長である。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が、プレフィルド・シリンジ<sup>注15</sup>は先発品にない剤型であり、今後も後発品としてのシェア拡大が期待されるためである。

注14）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。

注 15) プレフィルド・シリンジ

注射器の円筒形の部分をシリンジと呼ぶ。プレフィルド・シリンジは、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。

2 点目は競合の状況である。2021 年 4 月発行の当調査部フルレポートでは、同社が医薬品製造販売事業で製造している炭酸ランタン OD 錠における新たな競合会社について言及した。そこでは、2021 年 2 月 15 日に承認されたニプロ (8086 東証一部) の炭酸ランタン OD 錠 (後発品) の販売開始時期を 2021 年 6 月以降と予想したが、現時点ではニプロが販売に踏み切る気配は見られない。当調査部では、2022/6 期におけるニプロとの競合はないと想定した。

### ◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

当調査部予想の 2023/6 期業績予想は、売上高 19,700 百万円 (当調査部予想比 3.7%増)、営業利益 3,800 百万円 (同 3.5%増)、経常利益 3,790 百万円 (同 3.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,280 百万円 (同 3.6%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 11,600 百万円 (当調査部予想比 3.6%増)、セグメント利益は 2,380 百万円 (同 3.5%増) と予想した。外部売上高は既存取引分の減収を見込むものの、新規取り扱い分の貢献で増収が図れると想定した。

医薬品製造販売事業については、売上高 8,100 百万円 (当調査部予想比 3.8%増)、セグメント利益 1,450 百万円 (同 3.6%増) と予想した。増収下で利益率の向上を見込んでいない理由は、2022/6 期以降、注射剤の新規製造受託を每期 1 品想定しており、研究開発費増等を含めた固定費負担の増加を見込んでいるためである。

2024/6 期業績予想は、売上高 20,200 百万円 (当調査部予想比 2.5%増)、営業利益 3,890 百万円 (同 2.4%増)、経常利益 3,880 百万円 (同 2.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,330 百万円 (同 2.2%増) である。原薬販売事業、医薬品製造販売事業とも予想の背景は 2023/6 期予想と同様である。



【 図表 9 】 中期業績予想

(単位：百万円)

決 算 期	2020/6	2021/6	2022/6CE	2022/6E	2023/6E	2024/6E
売上高	16,034	17,816	18,550	19,000	19,700	20,200
原薬販売事業	10,316	10,794	11,100	11,200	11,600	11,900
医薬品製造販売事業	5,717	7,021	7,450	7,800	8,100	8,300
売上総利益	4,671	5,548	5,680	5,970	6,200	6,390
対売上高比率	29.1%	31.1%	30.6%	31.4%	31.5%	31.6%
販売費及び一般管理費	2,342	2,171	2,250	2,300	2,400	2,500
対売上高比率	14.6%	12.2%	12.1%	12.1%	12.2%	12.4%
営業利益	2,329	3,377	3,430	3,670	3,800	3,890
対売上高比率	14.5%	19.0%	18.5%	19.3%	19.3%	19.3%
経常利益	2,367	3,404	3,420	3,660	3,790	3,880
対売上高比率	14.8%	19.1%	18.4%	19.3%	19.2%	19.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,745	2,136	2,060	2,200	2,280	2,330
対売上高比率	10.9%	12.0%	11.1%	11.6%	11.6%	11.5%

(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

## 6. 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、2021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54.43%、次点がその他の法人の40.27%である。

2020年6月末から株式会社土師（以下、土師）が筆頭株主である。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。

2021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、3位から5位株主の堀江純子氏、石綿聡明氏、小角真理氏は上場前からの株主である。8位株主の大塚里津子氏はコア商事ホールディングスの常務取締役及びコア商事の代表取締役で首藤利幸氏の娘、大澤仁生氏はコア商事の執行役員である。

### ◆ 上位株主に機関投資家が登場。

新しい上位株主として7位に日本マスタートラスト信託銀行（信託口、同1.57%）が登場した。信託口であることから、期末の上位株主に、上場来初めて機関投資家が登場したことになる。

【図表10】上位株主及び株式所有者区分別比率

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	2021年6月末	
株式会社土師	-	-	3,962	15,848	40.00
首藤 利幸	2,164	6,493	2,278	8,717	22.00
堀江 淳子	95	285	285	1,140	2.88
石綿 聡明	78	234	234	937	2.37
小角 真理	67	201	201	804	2.03
岡澤 明子	-	-	189	688	1.74
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	-	-	-	623	1.57
大塚 里津子	40	121	121	487	1.23
川口 謙	-	105	109	458	1.16
大澤 仁生	28	85	-	340	0.86
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 紘一	75	225	-	-	-
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	30,046	75.84

2021年6月末	
区分	所有割合
金融機関等	4.67%
その他の法人	40.27%
外国法人等	0.63%
個人その他	54.43%

（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、2021年4月30日を基準日として

1:2の株式分割を実施

（出所）有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

## 7. SDGs と ESG


### ◆ コア商事ホールディングスの取組み

同社は従来から本業による社会課題の解決に注力してきた。さらに 2015 年の国連サミットにおいて全ての加盟国が「持続可能な開発のための 2030 アジェンダ」に合意して以降は、「同アジェンダ」の中で掲げられた 2030 年を達成年限とする 17 のゴールと 169 のターゲットで構成される SDGs（持続可能な開発目標）、中でも同社事業に密接な目標 3「すべてに人の健康と福祉を」に対する取組を推進している。

同社は 2021 年 9 月 16 日に、代表取締役社長を委員長とするサステナビリティ委員会の設置、及び 9 月 29 日にサステナビリティ担当役員選任の旨を開示した。委員会設置により、同社はサステナビリティに関わる業務の基本方針及び組織体制並びにサステナビリティに関する課題の審議を行う。

当調査部は、同社の SDGs 項目に対する関与状況を図表化した（図表 11）。

【図表 11】SDGs 一覧

同社の取組み	SDGs項目	取組み内容の一部
同社の事業		原薬販売事業、及び医薬品製造販売事業 ⇒ 超高齢社会に対応した医薬品事業を推進
環境保護 ESG項目 E:環境	   	LED利用の促進 ⇒ 白熱電球、蛍光灯をLEDへの切替えを促進 (蔵王工場での照明はほぼLED、日吉本社では切替済み) ペーパーレスの推進 ⇒ 会議でのタブレットの活用や社員間のパソコンメールの活用 太陽光発電 ⇒ 工場も含め検討段階
社会 ESG項目 S:社会	       	雇用機会の創出 ⇒ コーアイセイ（本社工場、蔵王工場）での地域人材の積極登用 事業活動でのネットワーク活用 ⇒ 遠隔地にある国内外の原薬製造所の監査等で2021/6期よりネットワーク活用 働き方改革 ⇒ 残業抑制、会議を含めたテレワーク推進、時間単位有給制度導入 ダイバーシティ ⇒ 女性活躍の推進、育児休暇取得の推奨 コア商事の代表取締役社長は2021年9月に女性となる 一般職では既に女性が約半分、育児休暇取得は以前より推奨 教育・研修の活性化 ⇒ 社内のeラーニングを積極化 管理職向けでは2022/6期より、一般職向けでは2023/6期開始予定
ガバナンス ESG項目 G:ガバナンス		コーポレートガバナンス ⇒ 社会貢献・企業価値向上に向けたマネジメント体制の構築

(注) SDGs項目 (国連による「持続可能な開発目標(SDGs) 報告 2020」より引用)

(出所) アルファ・ウイン調査部

## ◆ 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。具体的には、全役職員対象コンプライアンス研修を毎月実施している。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 11 名、うち監査等委員 5 名である。役員のうち女性は 2 名でその比率は 18.1%である。監査等委員 5 名のうち 4 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、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、過半数が独立社外取締役で構成されている。代表取締役が委員に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。

## 8. 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、2022 年 4 月に創設される新市場区分「プライム市場」の上場維持基準に適合している旨の通知を、2021 年 7 月に東京証券取引所より受け取った。

### ◆ 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、2021/6 期に至る過去 6 期の連結業績は図表 12 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。

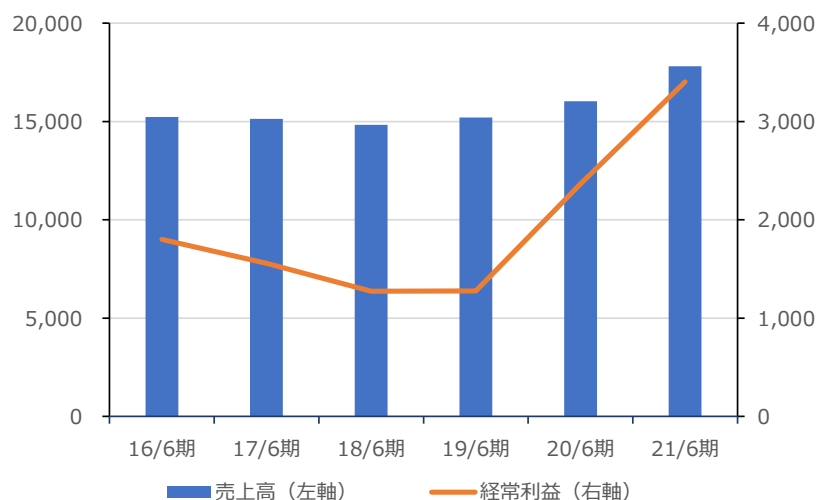
2017/6 期業績は、売上高 15,133 百万円（前期比 0.6%減）、営業利益 1,614 百万円（同 7.8%減）、経常利益 1,558 百万円（同 13.4%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,143 百万円（同 2.2%減）。

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。



【図表 12】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

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、坑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。

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。

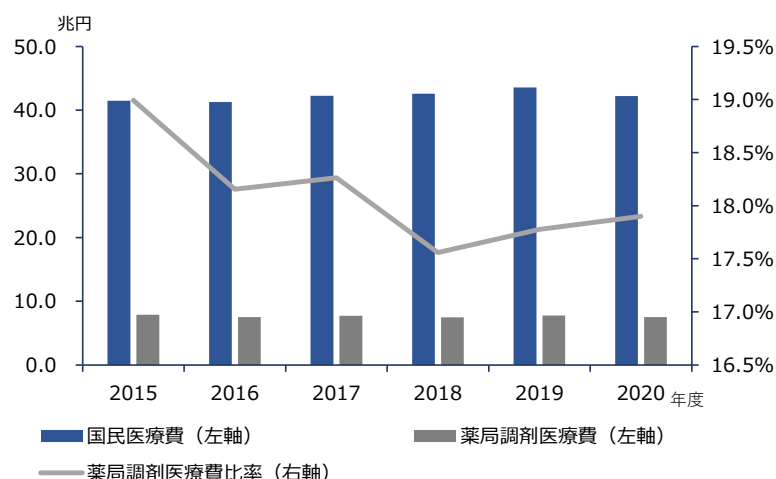
医薬品製造販売事業売上高は5,717百万円（前期比32.1%増）、セグメント利益は452百万円（前期は331百万円の損失）であった。一部の医薬品製品の製造受託・販売を開始したことが大幅増収に貢献し、増収効果からセグメント利益が黒字転換した。

## 9. 業界環境

### ◆ 膨れ上がる国民医療費

わが国の国民医療費は、2019 年度に至る過去 4 年間の年率増加率が 1.3%増となっており、概して増加傾向にある(図表 13)。2020 年度については 42.2 兆円と対前年度比 3.2%減(1.4 兆円減)と過去最大の減少となったが、新型コロナウイルス禍において特に小児科や耳鼻咽喉科、外科、入院関連の医療費が抑制されたためであり、一時的な動きと考える必要があろう。こうしたなかで、わが国は国民医療費の増加を抑制すべく、ジェネリック医薬品の使用比率引上げを目指している。

【図表 13】国民医療費等の推移



(出所)厚生労働省資料「令和 2 年度医療費の動向」に基づきアルファ・ウイン調査部作成

ジェネリック医薬品の使用比率は、2020 年 9 月実績で 78.3%となっているが、厚生労働省は 2021 年 4 月に、2023 年度末までにジェネリック医薬品の数量シェアを全ての都道府県で 80%以上とする目標を新たに掲げた。

### ◆ 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 14)。

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。

【 図表 14 】 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 21/6期	扶桑薬品工業 4538 21/3期	日本ケミファ 4539 21/3期	富士製薬工業 4554 20/9期	ダイト 4577 21/5期
売上高	百万円	17,816	49,251	31,541	33,793	48,714
規模 経常利益	百万円	3,404	2,227	582	2,983	6,067
総資産	百万円	24,804	69,876	47,124	61,962	57,739
自己資本当期純利益率	%	13.5	4.9	2.8	5.3	10.9
収益性 総資産経常利益率	%	14.3	3.2	1.3	4.9	10.8
売上高営業利益率	%	19.0	4.8	1.8	9.3	12.1
売上高 (3年平均成長率)	%	6.3	2.4	-3.7	-1.5	6.9
成長性 経常利益 (同上)	%	38.8	38.8	-30.0	-13.6	12.7
総資産 (同上)	%	4.7	-0.1	0.3	7.7	7.2
自己資本比率	%	67.3	48.2	38.2	64.5	72.1
安全性 流動比率	%	347.4	147.7	215.9	317.8	252.2
固定長期適合率	%	36.3	70.4	50.5	53.0	56.8

(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

## 10. 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

同社の当調査部による 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・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<sup>注 16</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 16) 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

2019 年 5 月に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。公表後に株式分割を実施したが、この基準に変更はない。

当調査部は 2022/6 期の予想 EPS を 55.53 円（会社予想 52.00 円）と予想している。2021/6 期の配当性向（18.5%）を基に、2022/6 期の 1 株配当（期末配当のみ）は会社予想 10.00 円から 10.50 円へと増配となることを見込んでいる。株価 711 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を合計した利回りは、会社公表ベースでは 4.21%、当調査部予想ベースでは 4.29%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。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き、2021 年 4 月 19 日には高値 914 円をつけた。その後、調整局面入りとなり、8 月 20 日には安値 612 円まで下落したところで持ち直しに転じ、9 月 2 日以降は 700 円前後の水準で推移している。

## 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。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](mailto: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。