

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 東証プライム) 発行日：2022/9/21

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3社(コア商事、コアイセイ、コアバイオテックベイ)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、医薬品の製造受託である。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。
- ・東京証券取引所は2022年4月4日より市場をプライム市場、スタンダード市場、グロース市場に再編した。同社の株式は市場第一部よりプライム市場に移行した。

業績動向

- ・同社の2022/6期は売上高が前期比14.2%増の20,353百万円、営業利益は同12.7%増の3,807百万円、経常利益は同10.2%増の3,753百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同10.4%増の2,359百万円と財務諸表開示以来最高の売上高、営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益を3期連続で達成した。
- ・原薬販売事業は、循環器管用薬、腫瘍用薬向けが増収、また新規取引も貢献し、外部顧客向けへの売上高は19.0%増、セグメント利益は6.6%増であった。医薬品製造販売事業は6.9%増収、採算性の良い受託製造の好調、収率向上等による生産性の改善、増収による固定費負担減効果でセグメント利益は18.5%増益であった。

競争力

- ・同社の原薬販売事業は、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、シリンジラインとバイアル液剤・凍結乾燥ラインにおいて少量多品種生産に適応しており、業界でも稀有な工場となっている。

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が第2の柱に育ってきた。2020/6期に黒字転換した同事業のセグメント損益は2021/6期以降も増益が続き、その規模は原薬販売事業の60%弱にまで拡大している。
- ・原薬販売事業が拡大してきた要因の一つとして、新規取引の増加が挙げられる。その背景にはジェネリック医薬品メーカーによる原薬のマルチソース化と2016年頃から注力し始めた同社開発部によるジェネリック医薬品メーカーへの開発段階からの営業努力等がある。
- ・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、2022年2月には新たなジェネリック医薬品の製造承認を得ている。

1/35

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。

業績予想

- ・2023/6 期業績について同社は 9.1%増収、3.7%営業増益と予想している。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並びに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 2023/6 期業績予想は、同社予想並みの売上高 22,200 百万円(前期比 9.1%増)、営業利益 3,950 百万円(同 3.7%増)、経常利益 3,950 百万円(同 5.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,450 百万円(同 3.8%増)である。
- ・2024/6 期以降の業績も当調査部では増収増益が続くと予想している。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、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の増産による増収等が貢献すると想定した。

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複数回実施したが、この基準に変更はない。利益成長に伴い、実質的な増配が続いている。
- ・一株当たり配当金は期末のみだが、2022/6 期の配当金は前期比 1 円増の 11.0 円を計画している。また、2022/6 期に限っては、東京証券取引所プライム市場への移行を記念し、記念株主優待を実施した。2022 年 4 月末時点で、同社株式 200 株以上を保有している株主に対し、Q.U.Oカード 1,000 円を 2022 年 6 月に贈呈した。
- ・当調査部の 2023/6 期の一株当たり予想配当金は会社予想並みの 11.0 円、2024/6 期は前期比 0.5 円増配の 11.5 円、2025/6 期は 11.5 円である。
- ・当調査部の 1 株当たり配当金は、2024/6 期に増配を見込んでいる。9 月 9 日の株価終値 649 円を前提に 1 年以上 100 株を保有した場合の 2023/6 期末配当と株主優待を合計した利回りは 4.8%と試算される。

株価について

- ・同社の株価は、市場全般が調整色を強めるなかにあっても、1 月 27 日安値 563 円から 4 月 6 日高値 945 円まで約 7 割上昇した。その後、為替の円安進行に伴い下値模索の状態である。当調査部では、2023/6 期以降の業績も増収増益の推移を予想していることから、同社の株価は為替水準が落ち着けば堅調に推移するものと考えている。

【 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)
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	20,353	14.2	3,807	12.7	3,753	10.2	2,359	10.4	59.55	471.14	11.0
2023/6 CE	22,200	9.1	3,950	3.7	3,950	5.2	2,450	3.8	61.84	-	11.0
2023/6 E	22,200	9.1	3,950	3.7	3,950	5.2	2,450	3.8	61.84	521.98	11.0
2024/6 E	23,400	5.4	4,160	5.3	4,160	5.3	2,580	5.3	65.12	576.10	11.5
2025/6 E	24,100	3.0	4,260	2.4	4,260	2.4	2,640	2.3	66.64	631.23	11.5

(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	2022/9/9	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	649	前期実績	10.9	1.4	1.7%	18.5%
発行済株式数 (千株)	39,619	今期予想	10.5	1.2	1.7%	17.8%
時価総額 (百万円)	25,713	来期予想	10.0	1.1	1.8%	17.7%
潜在株式数 (千株)	-	前期末自己資本比率		71.1%	前期ROE	13.3%

(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原薬販売及び製造販売	P5
企業理念	P5
2. ビジネスモデル	P7
原薬販売事業	P7
医薬品製造販売事業	P8
3. 前期業績と今期の見通し	P11
2022 年 6 月期業績	P11
コア商事ホールディングスの 2023 年 6 月期業績予想	P15
4. 成長戦略	P17
コア商事ホールディングスの中期事業戦略	P17
コア商事ホールディングスの長期事業戦略	P18
5. 業績予想	P19
アルファ・ウイン調査部の 2023 年 6 月期業績予想	P19
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P20
6. 株主構成	P22
代表取締役社長が実質筆頭株主	P22
7. SDGs と ESG	P24
コア商事ホールディングスの取組み	P24
企業統治 (Governance)	P25
8. 成長の軌跡	P27
沿革	P27
過去の業績推移	P28
9. 業界環境	P31
膨れ上がる国民医療費	P31
同業他社比較	P31
10. アナリストの視点	P33
コア商事ホールディングスの強みと課題	P33
株主還元	P34
株価について	P34

1. 会社概要

◆ ジェネリック医薬品の原薬販売及び製造販売

- ◆グループ 4 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 3 社（コア商事、コアイセイ、コアバイオテックベイ）で構成されている。経営効率化のため、コアバイオテックベイを存続会社として完全子会社であったコア製薬を 2022 年 7 月 1 日に吸収合併している。

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原薬の輸入販売を行っており、ジェネリック医薬品原薬輸入においてトップクラスの商社と同社は自認している。医薬品製造販売事業は、コアイセイとコアバイオテックベイが担当しており、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等を行っている（図表 1）。

【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及びビタミン剤等の 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

◆ 企業理念

同社の企業理念は、「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。

企業理念に基づくコーポレーション・スローガンは「New Business Model Innovation」とし、グループ各社はその特長を十分に生かし、既存のビジネスに満足することなく、将来を見据えて常に刷新していく必要があると同社は考えている。また、経営方針は、「医薬品専門商社と注射剤ジェネリックトップメーカーを目指し、全く新しいタイプの医薬品企業グループを作り上げていく」としている。

事業ターゲットは「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。また医薬品の分野では低分子医薬だけでなく、抗体医薬をはじめ、核酸医薬や遺伝子治療薬のような様々な分子（中分子～高分子）が実用化されはじめています。この超高齢社会の中で新しいモダリティ^{注4}に対応した医薬品事業の展開を進めることで、持続的に企業価値を向上させ、全てのステークホルダーの皆さまの期待に応えるべく取り組んでまいります。」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。

注4) モダリティ

治療薬の物質的な選別。低分子化合物やペプチド（中分子）薬、抗体医薬を含むタンパク質医薬、核酸医薬、バイオ医薬といった医薬品を指している。

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 63.1%（2022/6 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。

◆ 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、輸入医薬品原薬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、ジェネリック医薬品向け原薬販売商社として初めてである。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 36.9%(2022/6 期)である。事業担当はコーアイセイ、コアバイオテックベイである。

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。注射剤でも剤形^{注7}はアンプル^{注8}、バイアル^{注9}、シリンジ^{注10}と多様だが、全剤形に対応した生産が可能である（図表 2）。

【図表 2】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)

(出所)決算説明会資料より抜粋



マキシカルシトール(シリンジ)



経口剤

注 7) 剤形（ざいけい）

目的、用途に応じ適切に整形された形自体を意味している。

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) 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 10) 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圏とし、各地に MR^{注 11}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 11) 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。

◆「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」は、先発品にないプレフィルド・シリンジの剤形であることから、競争力が高い。

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生産ラインを有する新工場「蔵王工場」を完成させた（図表 3）。2017 年 2 月に、「維持透析下の二次性副甲状腺機能亢進症^{注 12}」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。薬液が既に注入してあるプレフィルド・シリンジ形態は、先発品にはない剤形であるため競争力が強く需要が旺盛である。そのため、増産投資に着手し 2022 年中に増産体制を構築するとしている。

注 12) 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 13}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13) 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、数品目のジェネリック医薬品の製造販売、ビタミン剤を主とした OTC 医薬品の製造販売を行っている。

【図表3】蔵王工場の概要

所在地	山形県山形市蔵王松ケ谷二丁目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. 前期業績と今期の見通し

◆ 2022 年 6 月期業績

◆ 22/6 期は、過去最高の売上高、営業利益を 3 期連続で達成した。

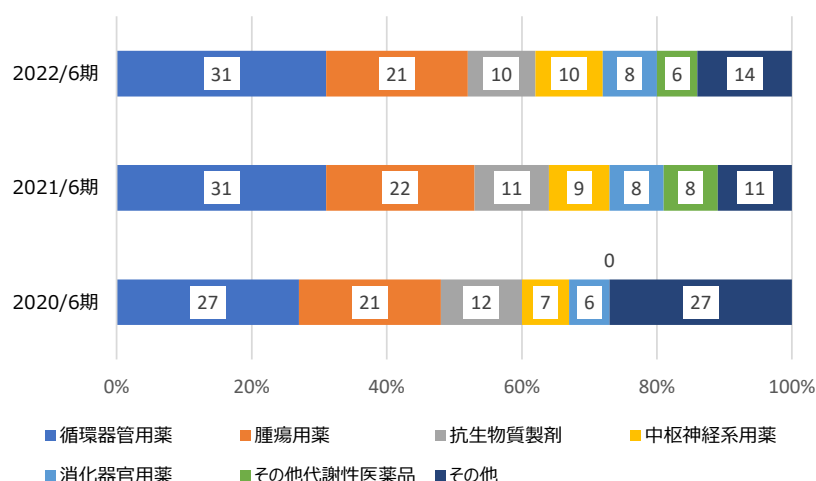
同社の 2022/6 期業績は、売上高が前期比 14.2%増の 20,353 百万円、営業利益は同 12.7%増の 3,807 百万円、経常利益は同 10.2%増の 3,753 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 10.4%増の 2,359 百万円と過去最高の売上高、営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益を 3 期連続で達成した。

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 14,721 百万円（前期比 17.7%増）、セグメント利益 2,389 百万円（同 6.6%増）であった。外部売上高は 12,848 百万円（同 19.0%増）となり、上場に際し連結財務諸表を開示（2016/6 期）して以来初の 2 期連続の増収、及び二桁増収を示現した。

二桁増収の背景は、新規採用品目の伸長、得意先での安定供給体制維持を目的とする在庫積み増し、他社製品の供給停止等に伴う代替需要があったためである。薬効別（図表 4）では、循環器管用薬や腫瘍用薬向けが好調であった。増収率に比べてセグメント利益の増益率が見劣りするの、販売構成の違い、原薬調達時の為替水準（円安）の影響等によるものである。

【 図表 4 】 原薬販売事業の薬効別売上構成比

（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

原薬販売事業の薬効別売上高をみると、循環器管用薬向け原薬の販売構成比が過去 3 期通じて一番高くなっている。循環器管用薬向け、中枢神経系用薬向けは主に新規採用品目、腫瘍用薬向け、及び抗生物質製剤向けは主に代替需要で増加した。

新規取引の拡大には業界特有の背景もあるようだ。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、原薬のマルチソース化^{注 14}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 14) 原薬のマルチソース化

ジェネリック医薬品の原薬は様々な原薬で構成されているが、各々の原薬の調達先を 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薬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薬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の外部売上高が 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薬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 期以降において同社の原薬販売事業の外部売上高を拡大させる原動力になった模様である。

◆ジェネリック医薬品メーカーの在庫増の動きもあった模様。

新規採用品目伸長の要因として、ジェネリック医薬品メーカーによる在庫増の動きもあった模様である。

この動きは、厚生労働省から日本製薬団体連合会会長に宛てられた 2021 年 7 月の通達に対応したものである。通達内容が意味するところは、「薬価収載日から起算して 5 年以内のジェネリック医薬品に供給不足を生じさせた場合、供給不足認識日以降の薬価収載、及びその次の薬価収載が見送られる（事実上、最大 2 年間販売が出来なくなる）」というものであり、同社への好影響度合いは不明ながら販売を後押ししたことは確かなようだ。

◆ジェネリック医薬品メーカーに営業する開発部は、原薬販売商社として稀有で、競争力の源泉である。

新規取引拡大の背景として、2016 年頃から注力している同社開発部による取り組みが注目される。ジェネリック医薬品メーカーの開発段階から同社開発部が営業支援的なアプローチをすることで、当該ジェネリック医薬品が製品化に進んだ場合、原薬提供案件を同社が獲得するというものである。

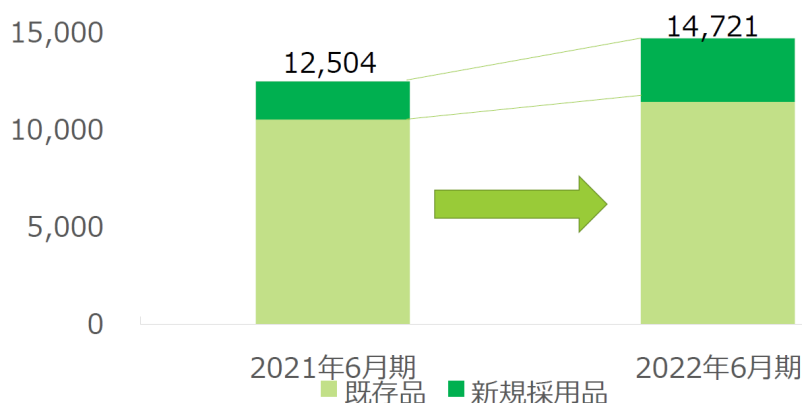
同社のような機能を持つ開発部は、ジェネリック医薬品の原薬を扱う会社では稀であり、同社の強みとなっている。ジェネリック医薬品メ

一カーの開発期間は7年から10年かかると言われていることから、ようやく営業努力が顕在化してきたと思われる。

◆ジェネリック医薬品メーカーへの新規採用品売上高が増勢である。

同社による新規採用品についての詳細な説明はないものの、新規採用品の売上高は着実に積みあがっている。図表5は、セグメント間の内部売上高又は振替高を含む原薬販売事業全体の売上高に占める新規採用品のボリューム感を図示したものだが、当調査部推定では、2022/6期新規採用品売上高は30億円強と前期比約6割増である。

【図表5】原薬販売事業における新規採用品の推移（単位：百万円）



(出所)決算説明会資料

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7,505百万円（前期比6.9%増）、セグメント利益は1,421百万円（同18.5%増）であった。一部製品の受託製造・販売が年間を通じて好調に推移、増収率に比べてセグメント利益増益率が高いのは、増収による固定費負担の軽減に加え、収率向上等により生産性が改善したためである。

◆ジェネリック医薬品初となる薬剤の製造販売承認を得る。

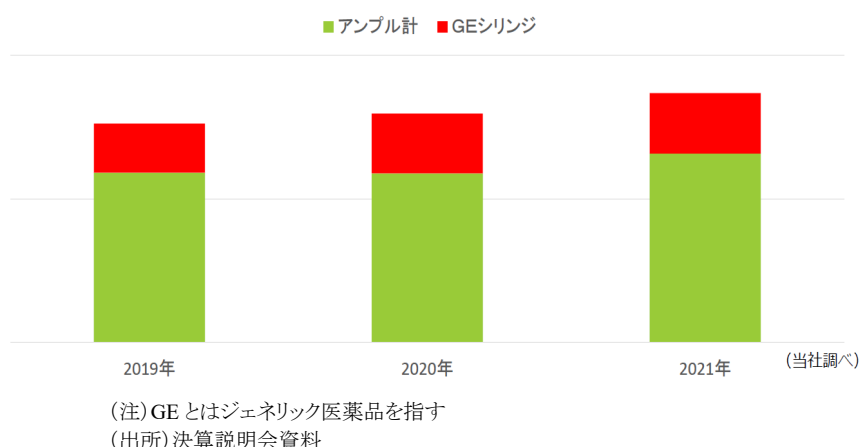
医薬品製造販売事業の2022/6期でのトピックスは3つある。一つは2022年2月に公表した、ジェネリック医薬品の抗悪性腫瘍剤「ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液『イセイ』」の製造販売承認取得である。腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の先発品はエーザイ(4523 東証プライム)が2010年10月に製造販売承認を取得した商品名「トレアキシチン」で、年商規模は推定100億円程度と見られる。ジェネリック医薬品としては初の承認で、量産体制確保を優先するとともに販売方法についても検討していることから、2023/6期での製造販売については慎重な見通しとしている。

◆競争力の高いマキシカルシトールの増産体制構築中。

二つ目は2022年3月に公表した「マキシカルシトール静注透析用シリンジ」の増産体制構築である。この薬剤の剤形であるシリンジは先

発品にはないタイプであり、プラスチックシリンジ液中外観検査装置等に約1億円を投資、年内には製造能力が増強される見通しである。増産投資をする背景には、図表6のように、同社が製造している剤形（シリンジ）の販売数量のシェアが市場の約2割にとどまっていることがある。シリンジのシェアが低位にとどまっていたのは、先発品にシリンジがなかったためであり、シリンジのジェネリック医薬品に対する引合いは多く、増産によって数量ベースでの市場シェア引上げが図れると判断したためと思われる。

【図表6】マキサカルシトール剤形別販売数量分析



◆マキサカルシトールの薬価が引上げとなる。

三つ目は2022年4月1日に行われた薬価改定により、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の薬価改定が引下げではなく引上げであったことである。これまで不採算な製造を強いられていたことが認められた模様である。

営業外損益は前期の27百万円のプラスから53百万円のマイナスとなり、経常増益率は営業増益率に比べ縮小した。営業外損益の悪化は為替差損が前期の12百万円から28百万円と拡大したこと、自主回収関連費用を計上したことによるところが大きい。

2022/6期の売上高経常利益率は、前期比0.7%ポイント低下の18.4%であった。経常利益の前期比増減要因は以下の通りである。

1. 売上に伴う要因は原薬販売事業における新規品目の増加、医薬品製造販売事業での受託製造品目の売上構成比上昇でプラスの2,537百万円。
2. 原価による要因は、医薬品製造販売事業における生産性向上はあったものの、原薬販売事業における売上構成の変化等が影響し、マイナスの2,152百万円。
3. 販管費では、新型コロナウイルス感染症による営業活動自粛の継続及び監査等でのオンライン活用によりプラスの45百万円。

4. 営業外損益では前述の自主回収関連費用、和解金、有価証券評価損等と、為替差損によりマイナスの 81 百万円。

◆ 23/6 期業績は 4 期連続
の過去最高を更新へ。

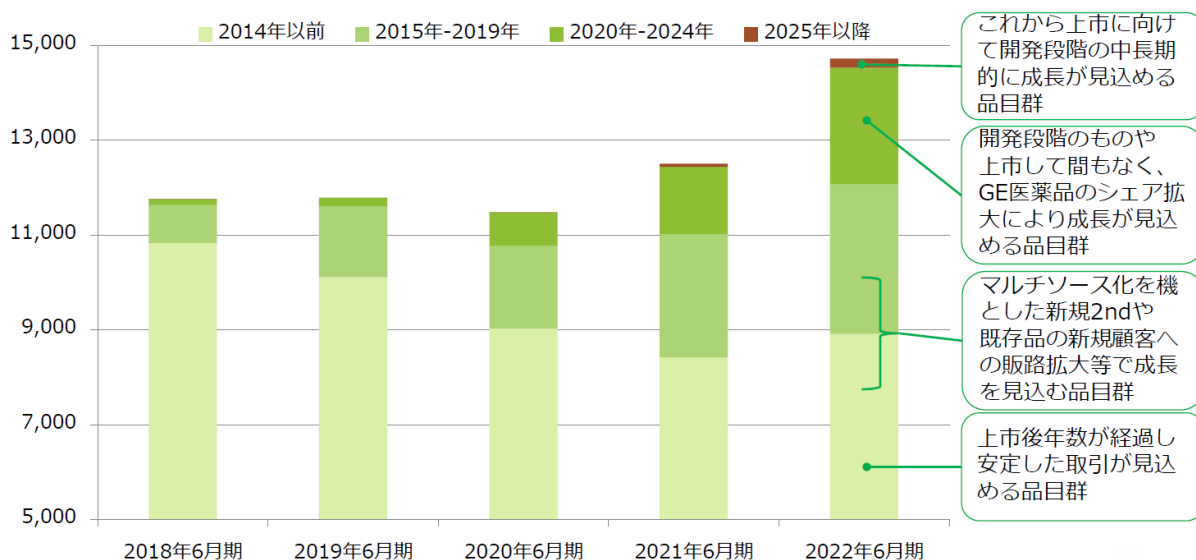
◆ コア商事ホールディングスの 2023 年 6 月期業績予想

2023/6 期通期業績予想について、同社は売上高 22,200 百万円（前期比 9.1%増）、営業利益 3,950 百万円（同 3.7%増）、経常利益 3,950 百万円（同 5.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,450 百万円（同 3.8%増）と、過去最高の売上高及び営業利益を 4 期連続で更新することを計画している。

原薬販売事業の同社想定は、外部売上高 14,500 百万円（前期比 12.9%増）、セグメント利益 2,400 百万円（同 0.4%増）。外部売上高が二桁増収予想であるのは、前 2022/6 期での増収要因が今 2023/6 期も持続すると見ているためである。この背景は、図表 7 に示したように、2015 年～2019 年に薬価収載となったジェネリック医薬品向けの原薬、そして 2020 年から 2024 年にかけて薬価収載見込みのジェネリック医薬品向けの原薬拡大が期待できるためである。セグメント利益が微増見通しであるのは、販売促進活動の正常化に伴う経費増見通しと為替（円安）の影響としている。

【図表 7】原薬販売事業の上市別売上構成推移

（単位：百万円）



（出所）決算説明会資料

医薬品製造販売事業の同社想定は、売上高 7,700 百万円（前期比 2.6%増）、セグメント利益 1,450 百万円（同 2.0%増）である。売上高及びセグメント利益の前期比伸長率が慎重見通しであるのは、「マキサカルシオール静注透析用シリンジ」の薬価引上げと増産を見込む一方で、

他製品での薬価引下げ影響を考慮しているためである。

設備投資は 951 百万円を計画している。内訳は原薬販売事業で 355 百万円（2022/6 期は 34 百万円）、医薬品製造販売事業は 596 百万円（同 353 百万円）である。原薬販売事業では新規採用品数増大に備え、分析センターの改修により、原薬の試験実施件数の増加への対応力を高めるためである。医薬品製造販売事業では、前述のマキシカルシトール増産投資に加え、炭酸ランタン増産及び安定供給に向けた設備の代替更新をする計画である。

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 8 に示す SWOT 分析を開示している。

【図表 8】SWOT 分析

	プラス要因	マイナス要因
内部環境	<p>強み (Strength)</p> <p>原薬：</p> <ul style="list-style-type: none"> 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 医薬分析センターによる品質保証 <p>医薬品：</p> <ul style="list-style-type: none"> 長年にわたる注射剤の製造経験・技術 開発から製造まで一貫した受託体制 医薬分析センターによる品質保証 	<p>弱み (Weakness)</p> <p>原薬：</p> <ul style="list-style-type: none"> ジェネリック医薬品以外の取引 海外への販売力 <p>医薬品：</p> <ul style="list-style-type: none"> 蔵王工場の稼働率 自社販売力
外部環境	<p>機会 (Opportunity)</p> <ul style="list-style-type: none"> AG・長期収載品目等ソース変更の可能性 付加価値を備えたジェネリック医薬品の期待 モダリティ革命 製薬会社のマルチソース化 (2nd/3rd選定) 安定供給と品質に対する信頼性の確保 	<p>脅威 (Threat)</p> <ul style="list-style-type: none"> ジェネリック医薬品の品質・供給問題と規制強化 毎年行われる薬価改定 マルチソース化による競争激化 新型コロナウイルス感染症・国際情勢不安による為替、物流等コストへの影響

(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。

モダリティとは、治療薬の物質的な種別で、抗体医薬等を含むタンパク質医薬、核酸医薬、バイオ医薬などの治療手段を指す。そうした治療手段の創造が進むことを革命と説明している。

(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。

2022/6 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 向けの原薬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薬供給は現在の 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 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」活動を展開しているようだ。

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期に黒字に転換（回収フェーズ）し、その後も増益基調にある。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。足元においても、幾つかの製品製造を受託の商談が進行しているようである。

◆ コア商事ホールディングスの長期事業戦略

新薬開発企業は、従来の低分子化合物からバイオ医薬品などの高分子化合物に移行しており、さらに遺伝子治療、再生医療など新たなモダリティ（治療手段）の多様化が進んでいる。

こうした時勢を踏まえ、同社は当面、①海外で生産された医薬品を国内に、②注射剤の品質及び生産能力の向上を図り、③M&Aも視野にいたした姿勢で臨んでいく、としている。

さらには、ジェネリック医薬品原薬輸入商社の枠を超えた医薬品専門商社、得意分野であるジェネリック医薬品の注射剤生産のトップメーカーを目指すとしている。

5. 業績予想

◆ アルファ・ウイン調査部の 2023 年 6 月期業績予想

当調査部による 2022/6 期業績予想は、同社予想並みの売上高 22,200 百万円（前期比 9.1%増）、営業利益 3,950 百万円（同 3.7%増）、経常利益 3,950 百万円（同 5.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,450 百万円（同 3.8%増）とする（図表 9）。

◆ 23/6 期業績は続伸予想。

【図表 9】業績予想

（単位：百万円）

決 算 期	2022/6	2023/6CE	2023/6E	2024/6E	2025/6E
売上高	20,353	22,200	22,200	23,400	24,100
原薬販売事業	14,721	16,200	16,200	17,300	17,850
外部顧客への売上高	12,848	14,500	14,500	15,500	16,000
セグメント間の内部売上高又は振替高	1,873	1,700	1,700	1,800	1,850
医薬品製造販売事業	7,505	7,700	7,700	7,900	8,100
売上総利益	5,934	-	6,350	6,660	6,810
対売上高比率	29.2%	-	28.6%	28.5%	28.3%
販売費及び一般管理費	2,126	-	2,400	2,500	2,550
対売上高比率	10.4%	-	10.8%	10.7%	10.6%
営業利益	3,807	3,950	3,950	4,160	4,260
対売上高比率	18.7%	17.8%	17.8%	17.8%	17.7%
原薬販売事業セグメント利益	2,389	2,400	2,400	2,580	2,650
医薬品製造販売事業セグメント利益	1,421	1,450	1,450	1,480	1,510
調整額	-3	100	100	100	100
経常利益	3,753	3,950	3,950	4,160	4,260
対売上高比率	18.4%	17.8%	17.8%	17.8%	17.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,359	2,450	2,450	2,580	2,640
対売上高比率	11.6%	11.0%	11.0%	11.0%	11.0%

（注）C E：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

（出所）アルファ・ウイン調査部

当調査部予想を同社予想並みとしたのは、2022/6 期第 4 四半期（2022 年 4 月～6 月）に顕在化した不透明要因が 2023/6 期においてどの程度残るかを判断したためである。2022/6 期業績は、2022 年 5 月に開示された修正された業績予想（売上高、営業利益、経常利益）を下回ったが、特に売上高と営業利益の未達内容が懸念される。売上高は原薬販売事業で諸外国の都市封鎖により一部の商品で納期遅れが生じたことから修正予想に対し 99.3%と未達であった。営業利益は同様に 96.4%と未達となった。原薬販売事業での売上未達と医薬品製造販売事業で一部製品の品質不良による評価損を計上したためである。

原薬販売事業については、外部売上高は 14,500 百万円（前期比 12.9%増）、セグメント利益は 2,400 百万円（同 0.4%増）と予想する。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二桁増収が達成できると想定した。図表 7 で示したように、2022/6

期まで新規採用品の拡大が図れており、こうした営業活動が 2023/6 期にも継続すると想定した。セグメント利益は微増益予想で、売上高セグメント利益率予想は前期比 2.0%ポイント低下の 16.6%である。ジェネリック医薬品メーカーへの原薬販売価格は、契約により為替連動で調整される契約が過半と思われるものの、円安ドル高、円安ユーロ高は価格調整のタイムラグを含めてマージン圧縮に働く可能性があるため、慎重な予想としている。

医薬品製造販売事業については、売上高 7,700 百万円（前期比 2.6%増）、セグメント利益 1,450 百万円（同 2.0%増）と予想した。薬価改定のマイナス要因はあるものの、前述のマキサカルシトール増産投資によるプラス効果が 2024 年明けから本格化すると想定している。売上高セグメント利益率予想は前期比 0.1%ポイント低下の 18.8%である。原薬販売事業におけるセグメント間の内部売上高又は振替高（医薬品製造販売事業向け原薬提供）は調達先多様化により 1,700 百万円と同 9.3%減を予想、医薬品製造販売事業の採算性向上に寄与することを見込んでいる。

販管費は 2,400 百万円（前期比 12.8%増）を見込んでいる。2022/6 期の販管費は前期比 2.1%減であったが、2022/6 期第 4 四半期（2022 年 4 月～6 月）の販管費は前年同期比 6.7%増となっており、営業活動の本格化を織り込み前期比二桁増とした。売上高販管費率予想は同 0.4%ポイント上昇の 10.8%だが、開示されている 2016/6 期以降では、二番目に低い水準（2022/6 期が最低）である。

結果、売上高営業利益率予想は前期比 0.9%ポイント低下の 17.8%となる。

当調査部の予想売上高を従来の 21,700 百万円から 22,200 百万円へとやや増額修正するのは、原薬販売事業の外部売上高予想を増額したためである。予想営業利益を従来の 4,200 百万円から 3,950 百万円に下方修正するのは、主に原薬販売事業においては為替（円安）の影響を織り込んだためである。為替見通しについては、ロシアによるウクライナ侵攻が長期化することで、円安が続くと想定している。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

当調査部予想の 2024/6 期業績予想は、売上高 23,400 百万円（当調査部予想比 5.4%増）、営業利益 4,160 百万円（同 5.3%増）、経常利益 4,160 百万円（同 5.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,580 百万円（同 5.3%増）である。

原薬販売事業については、外部売上高は 15,500 百万円（当調査部予

想比 6.9%増)、セグメント利益は 2,580 百万円(同 7.5%増)と予想した。図表 7 で示した新規採用品の拡大が 2024/6 期も継続すると考えた。売上高セグメント利益率予想は、当調査部予想前期比横ばいの 16.6%とした。円安による為替の影響による採算低下は 2023/6 期迄とした。

医薬品製造販売事業については、売上高 7,900 百万円(当調査部予想比 2.6%増)、セグメント利益 1,480 百万円(同 2.1%増)と予想した。マキサカルシトールの増産が期を通じて貢献すると見込んだ。売上高セグメント利益率予想は、当調査部予想前期比 0.1%ポイント低下の 18.7%とした。毎年実施される薬価改定の影響を考慮したものである。なお、受託を含む新規のジェネリック医薬品製造については、開示資料が乏しいことから売上貢献を想定していない。

2025/6 期業績予想は、売上高 24,100 百万円(当調査部予想比 3.0%増)、営業利益 4,260 百万円(同 2.4%増)、経常利益 4,260 百万円(同 2.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 2,640 百万円(同 2.3%増)である。原薬販売事業、医薬品製造販売事業とも、2023/6 期と同様な展開を想定した。

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。

株主総会招集通知によると2020年6月末から2022年6月末まで株式会社土師（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。

◆ 創業者である現代表取締役が社会貢献を表明。

また、2022年5月31日の同社リリースにおいて、首藤利幸氏は、当人が代表理事を務める公益財団法人首藤奨学財団（以下、首藤財団）に対し、自身の保有株式4,600千株を寄付したことが開示されている。首藤財団の事業内容は、医療及び医療基礎分野を専攻する学生に対する返済不要の給付型奨学金の支給である。

したがって、2022年6月末の上位株主の土師、公益財団法人首藤奨学財団、首藤利幸氏の合計の持分比率は62.00%と2021/6期末から変化はない（図表10）。

【図表10】上位株主

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	2022年6月末	
株式会社土師	-	-	3,962	15,848	15,848	40.00
公益財団法人法人首藤奨学財団	-	-	-	-	4,600	11.61
首藤 利幸	2,164	6,493	2,278	8,717	4,117	10.39
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	-	-	-	623	2,394	6.04
堀江 淳子	95	285	285	1,140	1,140	2.88
石綿 聡明	78	234	234	937	937	2.37
小角 真理	67	201	201	804	804	2.03
岡澤 明子	-	-	189	688	668	1.69
大塚 里津子	40	121	121	487	487	1.23
川口 謙	-	105	109	458	458	1.16
大澤 仁生	28	85	-	340	-	-
松井証券株式会社	-	89	90	-	-	-
JPMorgan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	31,453	79.40

（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、株主総会招集通知に基づきアルファ・ウイン調査部作成

◆上位株主の機関投資家の
持分上昇。

第4位株主である日本マスタートラスト信託銀行（信託口）の持分は623千株から2,394千株（持分比率6.04%）へと増加した。2021/6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。

2022年9月7日の同社リリースによると、首藤利幸氏は保有する株式の一部である19,810千株を土師に売却（売却日9月8日）した。首藤利幸氏の持分比率は10.40%から5.39%へと変動するものの、上位株主の土師、公益財団法人首藤奨学財団、首藤利幸氏の合計持分比率62.00%に変化はない。

株主総会招集通知に記載されている株主数に着目すると、2019年6月末5,170名、2020年6月末5,653名であったが、2021年6月末には22,884名と大幅に増加、2022年6月末には23,510名となった。首藤利幸氏の合計の実質持分比率は過半を超えているものの、個人に代表される株主数は増加傾向である。

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）、なか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）。

今回、SDGsの一つの目標である「4 質の高い教育をみんなに」に関わる項目として、首藤財団に対する支援を追加した。

前述のように首藤財団の理事長は同社社長の首藤利幸氏である。首藤財団は、2021年10月に一般財団法人として設立され、2022年5月10日に「公益財団法人 首藤奨学財団」となった。理事6名、監事2名、評議員6名、選考委員5名の体制である。

首藤財団は2022年9月からスタートした「令和4年度事業計画」で、神奈川県内の大学及び大学院に在籍し医療及び医療基礎研究分野を専攻する奨学生50名を対象に、返済不要の給付型奨学金年間60万円を支給するとしております。

【 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 ☆環境法令遵守状況の確認 ☆気候変動リスクへの対応 ⇒ GHG排出量の測定と削減策の検討
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、時間単位有給制度導入、時差勤務制度の改正 ☆ダイバーシティ ⇒ 女性活躍の推進、育児休暇取得の推奨 ⇒ コー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 ⇒ 従業員エンゲージメント調査実施 ⇒ 人的資本経営に関する外部専門家による経営者向け研修を継続的に実施 ☆調達基本方針の策定 ⇒ 国内外の主要なサプライヤーに対するアンケート実施 ☆社会貢献活動 ⇒ AfriMedico、赤い羽根協働募金、国境なき医師団、内藤記念科学振興財産、日本赤十字社、日本ユニセフ協会を通じた寄付 ⇒ 公益財団法人 首藤奨学財団への支援
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 ⇒ 指名・報酬諮問委員会活動の推進 ⇒ 特別委員会設置

(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に社内外に誓い、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。

独立社外取締役で構成される特別委員会の設置が、2022 年 5 月にリリースされた。少数株主の利益保護の観点に立ち、主にグループ内各社での重要な取引を特別委員会が審議・検討し、同社の取締役会に対して答申を行うものである。

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薬、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薬の品質分析のため、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。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（以下、東証）より受け取った。2021年10月、同社は自社が所属する市場区分として「プライム市場」を選択し、東証に申請することを取締役会で決議。2022年4月4日より「プライム市場」に移行した。

◆ 22年4月4日よりプライム市場銘柄となる。

東証は旧来の市場区分である市場第一部、市場第二部、マザーズ市場、JASDAQ市場を2022年4月4日より新たな区分として、プライム市場、スタンダード市場、グロース市場に再編した。プライム市場の銘柄は、流動性、ガバナンス、経営成績及び財政状態について、市場第一部より厳しい基準を満たした銘柄である。

プライム市場の上場維持基準において、とりわけ重視されているのが流動性とガバナンスである。流動性としては流通株式時価総額（流通株式数×株価）100億円以上や平均売買代金0.2億円以上等が、ガバナンスとしては流通株式比率（流通株式数／上場株式数）35%以上等が求められている。なお、流通株式とは、上場株式数から役員所有株式数、自己株式数、10%以上の大株主が保有している株式数を控除し

た株式数である。

こうした基準が設けられた理由は、プライム市場を内外機関投資家の投資対象となり得るグローバル企業が上場する市場と位置付けているためである。

◆ 過去の業績推移

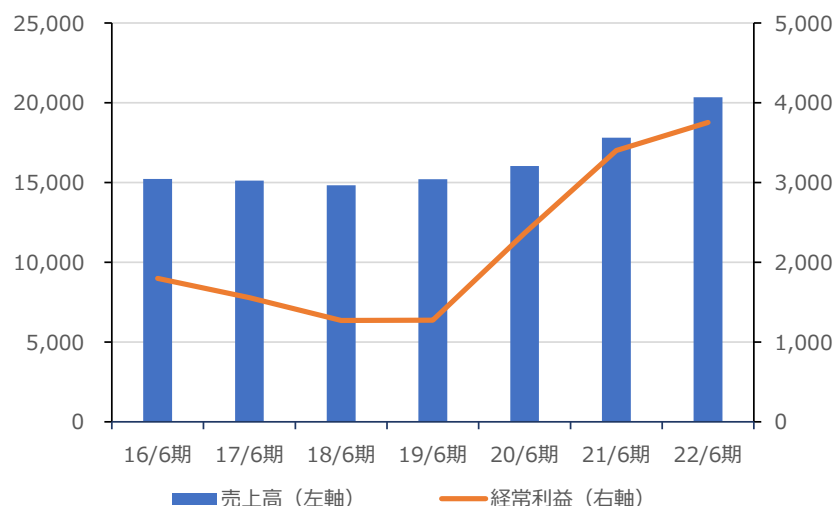
同社は第2期である2016/6期から連結財務諸表を開示、2021/6期に至る過去6期の連結業績は図表12の通りである。顧客であるジェネリック医薬品メーカーのベストパートナーを目指して、原薬の輸入、製剤の開発、製剤製造の製造受託後の医薬品の検査、医薬品の包装とジェネリック医薬品の全ての工程を拡充してきた。

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、短信よりアルファ・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の増加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 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。

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)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。

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。

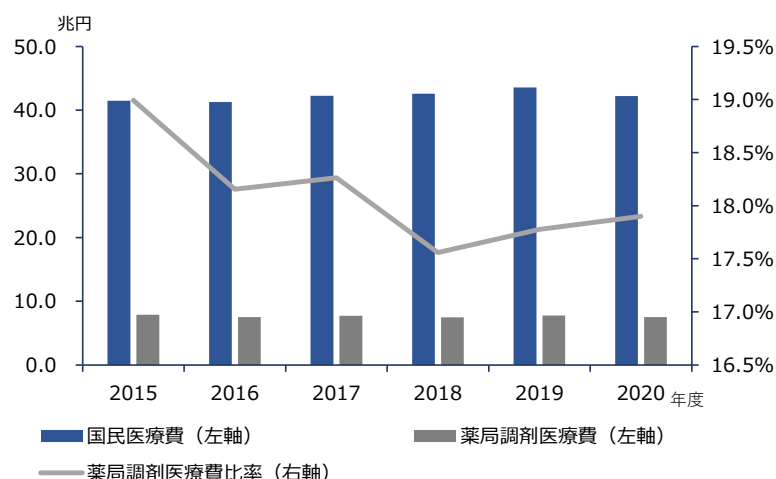
医薬品製造販売事業において、他社からの製造受託に対応し、蔵王工場のバイアルラインは 2021/6 期下期から稼働、2021 年 3 月に蔵王工場の新生産設備「バイアル液剤・凍結乾燥ライン」からの初出荷を実現した。

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 東証プライム）、ジェネリック医薬品の製造販売の点で日本ケミファ（4539 東証プライム）、富士製薬工業（4554 東証プライム）、医科向け注射剤の点で扶桑薬品工業（4538 東証プライム）、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 22/6期	扶桑薬品工業 4538 22/3期	日本ケミファ 4539 22/3期	富士製薬工業 4554 21/9期	ダイト 4577 22/5期
売上高	百万円	20,353	49,632	32,506	33,990	43,464
規模 経常利益	百万円	3,753	1,996	1,022	3,250	6,729
総資産	百万円	26,249	69,334	57,739	64,239	57,739
自己資本当期純利益率	%	13.3	4.3	3.8	6.7	10.5
収益性 総資産経常利益率	%	14.7	2.9	2.1	4.9	11.0
売上高営業利益率	%	18.7	3.9	2.5	9.9	15.1
売上高（3年平均成長率）	%	10.2	2.5	-1.7	-3.6	1.9
成長性 経常利益（同上）	%	43.3	16.0	-12.2	-10.1	13.2
総資産（同上）	%	5.9	-1.1	1.8	6.5	11.6
自己資本比率	%	71.1	49.8	37.4	50.9	72.8
安全性 流動比率	%	393.0	150.9	200.0	172.5	269.5
固定長期適合率	%	32.1	68.8	48.8	66.8	53.5

（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及び短信よりアルファ・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"> ・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、少量多品種生産が可能な蔵王工場を有する ・ジェネリック医薬品原薬商社としては珍しい開発部の存在
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、全剤形に対応し、かつ高薬理活性注射剤^{注 16}を少量多品種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」を主成分とする注射剤。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員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。

今回強みで追加したのは、「ジェネリック医薬品原薬商社としては珍

しい開発部の存在」である。2022/期の原薬販売事業での外部売上高の前期比二桁増収は、前述のように開発部の存在によるところが大きく、今後も新規取引増大に貢献するものと思われる。

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、注射剤の薬効分類「その他の腫瘍用薬」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。

当調査部の1株当たり配当金は、2024/6期に増配を見込んでいる。9月9日の株価終値649円を前提に1年以上100株を保有した場合の2023/6期末予想配当と株主優待を合計した利回りは4.8%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。同社の株価は、市場全般が調整色を強めるなかにあっても、1月27日安値563円から4月6日高値945円まで約7割上昇した。その後、為替の円安進行に伴い下値模索の状態である。当調査部では、2023/6期以降の業績も増収増益の推移を予想していることから、同社の株価は為替水準が落ち着けば堅調に推移するものと考えている。

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。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。