

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：2023/4/4

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、市場第一部より厳しい基準を満たす銘柄で構成されるプライム市場に移行した。

業績動向

- ・2023/6期第2四半期累計(以下、Q2)業績は7.8%増収、0.3%営業減益。原薬販売事業は、中枢神経系用薬向け原薬は減少したものの、循環器官用薬や抗生物質製剤向け原薬が増収となり新規取引も貢献し、外部顧客への売上高は10.9%増収、セグメント利益は7.1%増益であった。医薬品製造販売事業は2.7%増収、セグメント利益は原材料費や水道光熱費上昇が採算を圧迫したため11.7%減益であった。

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多品種少量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ている。
- ・原薬販売事業においては、新規取引品目の増加が、売上高伸長の要因となっており、その背景の一つとして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。特に前者は剤形がシリンジであり、先発品にない剤形から需要旺盛で、2023年1月から増産となっている。今後は原材料の安定在庫の確保および製造製品増加など生産能力の強化のためにコアイセイの蔵王工場の

1/33

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から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。

敷地内に新しく倉庫を建設し、さらなる増産体制の構築を進めている。また、新規受託獲得にも力を入れており、受託製造品目が増加する見込みである。

業績予想

- ・2023/6 期の業績予想について同社は 9.1%増収、3.7%営業増益と、期初予想を据え置いた。唯一の修正点は、期末のみの一株当たり配当金を期初予想の 11.0 円から 1.0 円増配し 12.0 円予想へと引き上げたことである。
- ・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、会社予想並みの前回予想を据え置く。事業別の売上高及びセグメント利益も同様である。一株当たり配当金予想は会社予想並みの 12.0 円へと引き上げた。
- ・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、受託製造の主要 2 医薬品の増産体制の寄与を期待した。

株主還元等

- ・同社は 2023 年 3 月 24 日に株主優待制度を一部変更した。決算期末株主を対象に QUO カードを、200 株以上保有者には 1,000 円分、200 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。加えて、上場 5 周年記念株主優待を実施する。上場 5 周年記念とは、2018 年 6 月 21 日に東京証券取引所第二部に上場し、2023 年は上場 5 周年を迎えることに基づいている。その内容は 2023 年 4 月末日の株主名簿に記載、または記録され、同社株式 2 単位(200 株)以上を保有している株主を対象に QUO カード 1,000 円分を贈呈するものである。
- ・当調査部では、2024/6 期も増配が続くと予想している。
- ・同社の 2023/6 期 Q2 決算の公表は 2023 年 2 月 10 日金曜日午後 3 時以降(終値 658 円)であった。同社株価は 2022 年 12 月 28 日安値 578 円から 2023 年 3 月 10 日には高値 694 円まで上昇、3 月 24 日も高値 694 円と堅調な推移である。
- ・同社の業績見通しにおいての懸念材料である為替だが、2022 年 10 月に 150 円/ドル水準まで円安が進行したものの現在は 130 円/ドル前後の動きである。現時点から 150 円/ドル水準までの円安進行の可能性は薄れたとも思われる。

投資に際しての留意点

- ・2023 年 6 月期 Q2 の四半期報告書によると、2022 年 12 月末の上位株主では、代表取締役社長、代表取締役社長の資産管理会社の合計の持分比率は 50.39%と 2022/6 期末から変化はない。持ち株比率が 1/3 以上の株主は、特別決議(定款変更や取締役の解任、合併や解散などの重要な意思決定)を単独で阻止することが可能である。この点に留意すべきだろう。

【 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	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
		(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
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	-	12.0
2023/6	E	22,200	9.1	3,950	3.7	3,950	5.2	2,450	3.8	61.84	521.98	12.0
2024/6	E	23,400	5.4	4,160	5.3	4,160	5.3	2,580	5.3	65.12	576.10	13.0
2025/6	E	24,100	3.0	4,260	2.4	4,260	2.4	2,640	2.3	66.64	631.23	13.0
2022/6	Q1	4,845	18.9	870	27.0	875	25.6	605	18.1	15.29	-	-
2022/6	Q2	10,355	21.0	2,167	36.0	2,146	30.6	1,397	24.1	35.28	-	0.0
2023/6	Q1	5,358	10.6	1,015	16.6	979	11.8	605	0.0	15.29	-	-
2023/6	Q2	11,166	7.8	2,160	-0.3	2,176	1.4	1,394	-0.2	35.19	-	0.0

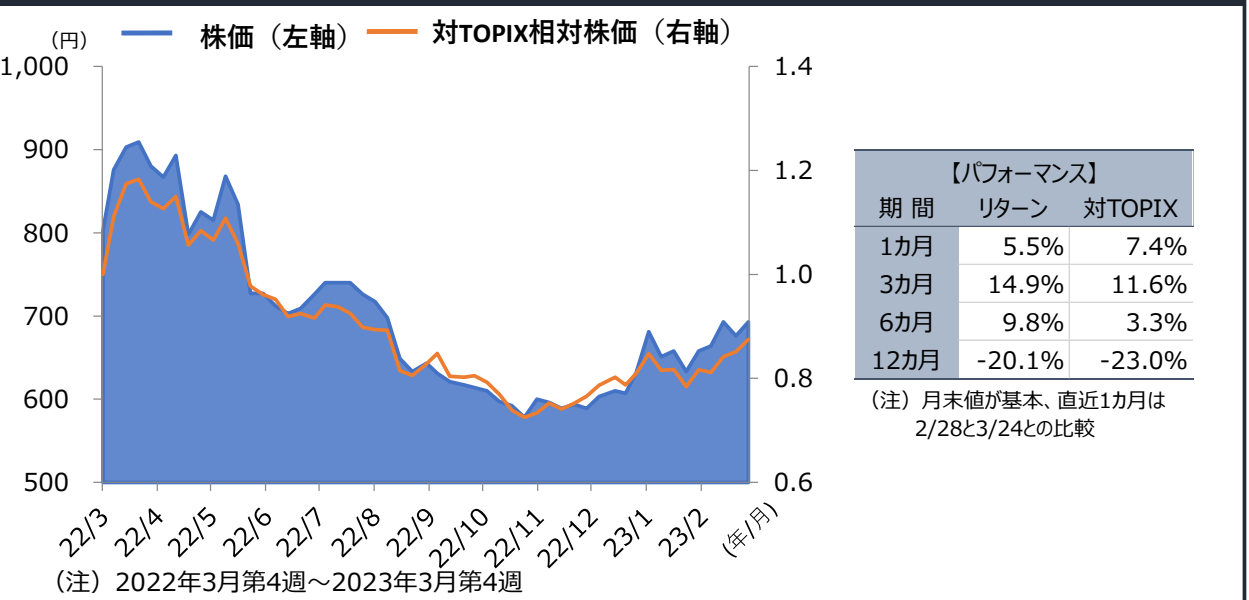
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1は第1四半期、Q2は第2四半期累計

【 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	2023/3/24	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	693	前期実績	11.6	1.5	1.6%	18.5%
発行済株式数 (千株)	39,619	今期予想	11.2	1.3	1.7%	19.4%
時価総額 (百万円)	27,457	来期予想	10.6	1.2	1.9%	20.0%
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	P6
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. 直近業績と今期の同社の見通し	P11
2023 年 6 月期第 2 四半期累計業績	P11
コア商事ホールディングスの 2023 年 6 月期業績予想	P12
受託製造医薬品の増産について	P13
製造販売承認医薬品の製造販売に対する進捗	P14
4. 成長戦略	P15
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
5. 業績予想	P17
アルファ・ウイン調査部の 2023 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
6. 株主構成	P19
代表取締役社長が実質筆頭株主	P19
7. SDGs と ESG	P20
コア商事ホールディングスの取組み	P20
企業統治 (Governance)	P21
8. 成長の軌跡	P23
沿革	P23
過去の業績推移	P24
9. 業界環境	P29
膨れ上がる国民医療費	P29
同業他社比較	P29
10. アナリストの視点	P31
コア商事ホールディングスの強みと課題	P31
株主還元	P32
株価について	P32

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、医薬品の製造販売、医薬品に係る製造受託である。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とも薬局・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。

◆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。

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。

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、ジェネリック医薬品の注射剤、経口剤、医薬品の開発・製造・販売並びに製造受託等を行っている（図表 1）。

【図表 1】子会社の業務

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

主要子会社別の業績と事業別の業績を照らし合わせると、原薬販売事業はほぼコア商事から成り、医薬品製造事業はコアイセイが主力であることが読み取れる（図表 2）。

【図表2】主要子会社及び事業別業績 (2022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	14,721	2,378	原薬販売事業	14,721	2,389
コアイセイ	7,016	1,227	外部顧客への売上高	12,848	-
			内部売上高	1,873	-
			医薬品製造販売事業	7,505	1,421
			調整額	-1,873	-3

(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

◆ 企業理念

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

同社の企業理念は、「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、医薬品の開発・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、「医薬品専門商社と特長のある注射剤トップメーカーを目指し、商社と医薬品メーカーの新結合により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。事業担当は子会社のコアイセイとコアバイオテックペイである。

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 3）。

【図表 3】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)

(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、用途に応じた適切な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。コアアイセイの場合はプレフィルド・シリンジを指し、既に薬剤が充填されている注射器である。使い捨てであるため、注射針を媒介とする感染の危険性を減らすことが出来る。

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

コア商事は、医療用医薬品メーカーとして既にバイオテックベイを設立（2002 年）していたが、コアアイセイ（2015 年に社名変更）が注射剤メーカーであること、薬液の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圈とし、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、コアアイセイは山形県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 4）。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、競合他社では製造していない剤形であり、感染予防と医療従事者の安全性、作業効率向上の観点で優れており、市場のニーズも高いため、競争力が強く需要が旺盛である。

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月には蔵王工場のバイアル液剤、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。

【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
	多品種少量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. 直近業績と今期の同社の見通し

◆ 2023 年 6 月期第 2 四半期累計業績

◆ 22/6 期上期は、21%増収、36% 営業増益と好調であった。

同社の 2023/6 期第 2 四半期累計（以下、Q2）業績は、売上高 11,166 百万円（前年同期比 7.8%増）、営業利益 2,160 百万円（同 0.3%減）、経常利益 2,176 百万円（同 1.4%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 1,394 百万円（同 0.2%減）であった。

同社の期初計画に比べ、売上高は原薬販売事業、医薬品製造事業とも上回った模様である。営業利益についても、期初に想定していなかった水道光熱費上昇がマージンを圧迫したにも関わらず、期初計画に対しほぼ想定線であった模様である。

Q2 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）を含む売上高が 8,097 百万円（前年同期比 9.0%増）、外部顧客への売上高（以下、外部売上高）7,172 百万円（同 10.9%増）、内部売上高は 924 百万円（同 4.1%減）であった。

Q2 の原薬販売事業の外部売上高は、中枢神経系用薬向け原薬は減少したものの、循環器官用薬や抗生物質製剤向け原薬が増収となり新規取引も貢献した。セグメント利益は 1,376 百万円（前年同期比 7.1%増）であった。

外部売上高が、前年同期比で 22.3%増と好調であった 2022/6 期 Q2 に対し 10.9%増とさらに伸長したのは、販売先におけるジェネリック医薬品の市場シェア上昇に伴う数量拡大やジェネリック医薬品メーカーの開発初期向け原薬販売が増加したこと等によるものである。

Q2 の原薬販売事業のセグメント利益率は 17.0%と前年同期の 17.3%に比べ僅か 0.3%の低下に留まった。円安による原薬等の仕入れ価格上昇という採算悪化要因に、為替予約の活用、海外サプライヤーへの仕入れ価格交渉、ジェネリック医薬品メーカーへの為替連動型の価格設定への切替え要請等の採算改善努力で対処したためである。

Q2 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 3,994 百万円（前年同期比 2.7%増）、セグメント利益は 761 百万円（同 11.7%減）であった。「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」、「炭酸ランタンOD錠」の 2 大受託製造品の製造は好調であったが、他の受託製造品目は受託先の在庫調整もあり振るわなかった。セグメント利益の二桁減益は、原材料費や水道光熱費上昇が採算を圧迫したためである。

売上高及び原薬調達面での新型コロナウイルス感染症の世界的拡大

11/33

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。

による業績への悪影響は軽微であった。

営業外損益は、前年同期に計上した自主回収関連費用 34 百万円等の計上がなかったことから、前年同期の 20 百万円のマイナスから 16 百万円のプラスとなり、営業減益に対し経常増益に転じた。

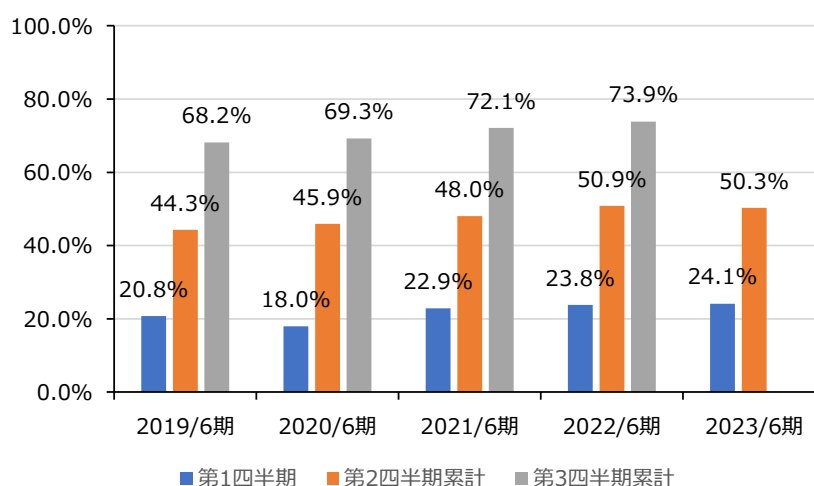
◆ コア商事ホールディングスの 2023 年 6 月期業績予想

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）とする期初予想を据え置いた。唯一の修正点は、一株当たり配当金（期末のみ）を、期初予想の 11.0 円から 1.0 円増配し 12.0 円予想へと引き上げたことである。

◆ 23/6 期業績予想は、期末配当金の 1 円増配を開示したが、売上高及び営業利益は、期初予想据え置き。

通期会社予想に対する 2023/6 期 Q2 実績の進捗率は売上高 50.3%、営業利益 54.7%、経常利益 55.1%、親会社株主に帰属する四半期純利益 56.9%となった。2022/6 期実績に対する 2022/6 期 Q2 実績の進捗率（売上高 50.9%、営業利益 56.9%、経常利益 57.2%、親会社株主に帰属する四半期純利益 59.2%）に比べるとやや見劣りするものの、経営環境の悪化を勘案すれば評価に値する内容であったと考える（図表 5）。

【図表 5】四半期別売上高の進捗率推移



（注）2019/6 期から 2022/6 期までは通期実績に対する進捗率
2023/6 期は通期会社予想に対する進捗率
（出所）決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

事業別売上についても期初予想を据え置いた。原薬販売事業は、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）。医薬品製造販売事業も、売上高 7,700 百万円（同 2.6%増）、セグメント利益 1,450 百万円（同 2.0%増）との予想である。

Q3以降において、原薬販売事業では為替見通しが不透明であること、医薬品製造販売事業では原材料費の高騰や水道光熱費の上昇が懸念材料ではあるものの、これまでの実績等を踏まえて通期予想を据え置いた模様である。

一株当たり配当金（期末のみ）を、期初予想の11.0円から1.0円増配の12.0円予想へと引き上げたのは配当性向を勘案したことによるようだ（図表6）。2018/6期から2022/6期迄の配当性向の実績を見ると、医薬品製造販売事業のセグメント利益が黒字化となった2020/6期以降では19.0%を軸として推移してきた。期初予想の2022/6期配当金では配当性向が18.0%未満となる。一方、期初予想に1円増配の12.0円での予想配当性向は19.4%と従来の傾向に沿うものとなる。

【図表6】配当性向の推移

		EPS	一株配当金	配当性向
2018/6期	実績	19.59	5.83	29.8%
2019/6期	実績	16.50	6.00	36.4%
2020/6期	実績	44.05	8.50	19.3%
2021/6期	実績	53.94	10.00	18.5%
2022/6期	実績	59.55	11.00	18.5%
2023/6期予想	期初予想	61.84	11.00	17.8%
	修正予想	61.84	12.00	19.4%

（注）2018年11月に1株につき3株、2020年11月に1株につき2株、2021年5月に1株につき2株の割合で株式分割を実施しているが、EPS及び一株配当金は株式分割修正後の数値

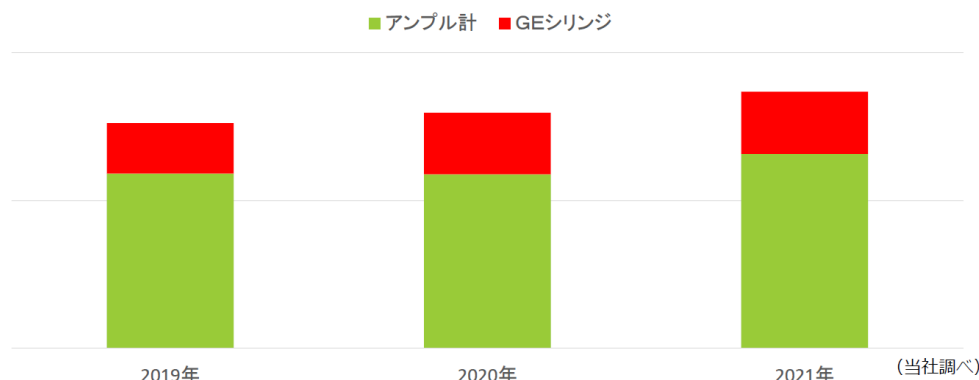
（出所）有価証券報告書、決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ 受託製造医薬品の増産について

同社の医薬品製造販売事業における2大受託製造医薬品である炭酸ランタンOD錠とマキサカルシトール静注透析用シリンジの増産体制整備が進められている。炭酸ランタンOD錠については、原薬調達面の見直しによる原価低減を図りつつ、2023/6期第4四半期から増産する見通しである。

マキサカルシトール静注透析用シリンジの薬剤の剤形であるシリンジは競合他社では製造していない剤形であり、市場からのニーズも高いため、プラスチックシリンジ液中外観検査装置等に約1億円を投資し、2023年1月より稼働開始となった。増産に踏み切った背景には、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（図表7）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上げが図れると判断したためと思われる。

【図表7】マキシカルシトール剤形別販売数量分析



(注)GEとはジェネリック医薬品を指す
(出所)決算説明会資料

◆ ジェネリック医薬品初となる
薬剤の製造販売承認を取得。

◆ 製造販売承認医薬品の製造販売に対する進捗

同社は2022年2月15日に「製造販売承認取得についてのお知らせ」を開示した。その内容は、同社の医薬品製造販売事業の中核であるコーアイセイが腫瘍用薬「ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液『イセイ』」の製造販売承認を得たというものである。

腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の先発品はシンバイオ製薬（4582 東証グロース）のトレアキシン[®]（販売はエーザイ（4523 東証プライム）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の製造販売承認は今回が初めてで、コーアイセイ、ファイザー（日本法人、東京都渋谷区）、東和薬品（4553 東証プライム）、Meiji Seika ファルマ（東京都中央区）の4社が承認を取得した。

同社は、腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の安定供給が可能な製造体制や販売方法の整備を進める方針であり、2023年中の薬価収載、2024/6期中の製造販売開始が見込まれよう。

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 分析を行っている。

【図表 8】SWOT 分析

	プラス要因	マイナス要因
内部環境	強み (Strength) 原薬： ・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 医薬品： ・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	弱み (Weakness) 原薬： ・ジェネリック医薬品以外の取引 ・海外への販売力 医薬品： ・蔵王工場の稼働率 ・自社販売力
外部環境	機会 (Opportunity) ・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 ・安定供給のための不採算品目の再算定	脅威 (Threat) ・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。

(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、多品種少量の注射剤を手掛けたいとしている。バイアルラインの新たな生産品目は3品目ある。一つは前述の腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液、二つ目はジェネリック医薬品メーカー向けの腫瘍用薬の受託製造、三つ目はジェネリック医薬品メーカーが新薬開発している治験用医薬品の受託製造である。

今後は、回収とのバランスに注視した設備投資を推進するとしており、原薬販売事業では新規取引品目の増加に対応するために 大阪分析センターを改修し分析能力の向上を図るとしている。

2023年3月24日のリリースでは、医薬品製造販売事業における原材料の安定在庫の確保および製造製品増加などの生産能力の強化のために、投資額4.2億円をかけ、コアイセイの蔵王工場の敷地内に新しく倉庫を建設し、さらなる増産体制の構築を進めるとした。加えて、コア商事における新規採用品増加に対応するための危険物倉庫も約1億円かけて建設する予定である。

◆ 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も視野にいたっ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、特長のある注射剤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

◆ 23/6 期業績予想を据え置いた。

アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）による 2023/6 期業績予想は、会社予想並みの前回予想を据え置く。事業別の売上高及びセグメント利益も同様である。一株当たり配当金予想は会社予想並みの 12.0 円へと引き上げた。

【図表 9】中期業績予想

(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) 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。事業別営業利益は事業別セグメント利益を指している。

(出所) 決算短信よりアルファ・ウイン調査部作成

当調査部予想に対する Q2 の進捗率は原薬販売事業で売上高 49.5% (前年同期 50.3%)、セグメント利益 57.4% (同 53.8%) と順調である。また、医薬品製造販売事業については売上高 51.9% (同 51.8%)、セグメント利益 52.5% (同 60.7%) となっている。

Q3 以降で考えられる医薬品製造販売事業のプラス要因は、炭酸ランタンOD錠とマキサカルシトール静注透析用シリンジの市場シェア上昇に伴う増販が Q2 同様に期待できることである。前述のようにマキサカルシトール静注透析用シリンジの増産が期待でき、また炭酸ランタンOD錠の増産についても整備が進んでいる。他方、マイナス要因は水道光熱費高騰に伴う生産コストの上昇であり、既に Q1 より発現している。

経営環境の悪化に伴う採算悪化要因が見通せるなかで、前回の当調査部予想を据え置いたのは、医薬品製造販売事業の採算改善を確認したためである。

新たな展開が始まった。新薬メーカーの治験薬を製造受託する商談（16 ページ記載のバイアルラインの新たな生産品目の三つ目）がスタートし、検討段階を経て Q3 からは売上計上で業績への寄与も見通せるようだ。生産品目が増大し、中長期的な業容拡大につながると当調査部では期待している。

2022/6 期の有価証券報告書によると、同社は日医工（4541 東証プライム）の株式を 4,964 株、貸借対照表計上額 1,752 千円（352.9 円／株）、特定投資株式として保有している。日医工は 2023 年 3 月 24 日終値は 36 円であったが、2023 年 3 月 29 日に上場廃止となった。36 円あたりで売却した場合の特別損失計上額は 1 百万円の特別損失計上となり、業績見通しへの影響は僅少となる見込みである。

◆ 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。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、2022年6月末の株式所有者別比率では、その他の法人がトップで51.90%、次点が個人その他の40.02%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。

◆ 上位株主の機関投資家の持分上昇。

Q2の四半期報告書によると2022年12月末時点の上位株主では代表取締役社長、代表取締役社長の資産管理会社の合計の持分比率は50.39%と2022/6期末から変化はない（図表10）。

日本マスタートラスト信託銀行（信託口）の持分が2,394千株から1,620千株（持分比率4.09%）に低下したが、その他の大株主状況に変化はない。

【図表10】上位株主

氏名又は名称	2019年6月末	2020年6月末	2021年6月末	2022年6月末	2022年12月末 所有割合 (%)
株式会社土師	-	3,962	15,848	15,848	17,829 45.00
公益財団法人法人首藤奨学財団	-	-	-	4,600	4,600 11.61
首藤 利幸	6,493	2,278	8,717	4,117	2,136 5.39
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	-	-	623	2,394	1,620 4.09
堀江 淳子	285	285	1,140	1,140	1,140 2.88
石綿 聡明	234	234	937	937	937 2.37
小角 真理	201	201	804	804	804 2.03
岡澤 明子	-	189	688	668	648 1.64
大塚 里津子	121	121	487	487	487 1.23
川口謙	105	109	458	458	458 1.16
大澤 仁生	85	-	340	-	- -
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	225	-	-	-	- -
小松美代子	66	-	-	-	- -
ライブスター証券株式会社	-	-	-	-	- -
東海東京証券株式会社	-	-	-	-	- -
楽天証券株式会社	-	-	-	-	- -
上位株主計	7,907	7,288	30,046	31,453	30,662 77.39

（注）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、四半期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「すべての人に健康と福祉を」に対する取組を推進している。

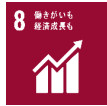
同社は 2021 年 9 月 16 日に、代表取締役社長を委員長とするサステナビリティ委員会の設置、及び同年 9 月 29 日にサステナビリティ担当役員選任の旨を開示した。委員会設置により、同社はサステナビリティに関わる業務の基本方針及び組織体制並びにサステナビリティに関する課題の審議を行う。

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）。

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がある。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いる。

【 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排出量を測定しHP上で「ESG Data2022」を公開。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 ⇒ コロナウイルス感染症の影響で訪問することが出来ない遠隔地にある国内外の製造所の監査に対しオンライン監査を実施 ☆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 ⇒ グループ全社の女性比率は47.5%、育児休暇取得は以前より推奨 ☆教育・研修の活性化 ⇒ グループ全社でeラーニングを展開 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 2019 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・課徴金命令を受けたことにより社会的信用を失墜したことを真摯に反省し、独禁法違反は勿論のこと、二度とコンプライアンス違反によってステークホルダーに迷惑をかけることがないよう社内外に誓い、行動している。

独禁法違反再発防止策として社内規定で定める販売に関する禁止事項及び同社グループ行動基準記載の反競争的行為との断絶について、同社グループの全役職員に対して周知するために、「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。

同社は 2020 年 12 月に指名・報酬諮問委員会を設置している。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医薬品の注射剤や経口剤の開発・製造・販売事業に進出した。2012 年に興亜製薬（現コアバイオテックベイ）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（2022 年 7 月コアバイオテックベイが吸収合併）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。

東証は市場第一部、市場第二部、マザーズ市場、JASDAQ 市場としていた市場区分を 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ている理由は、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

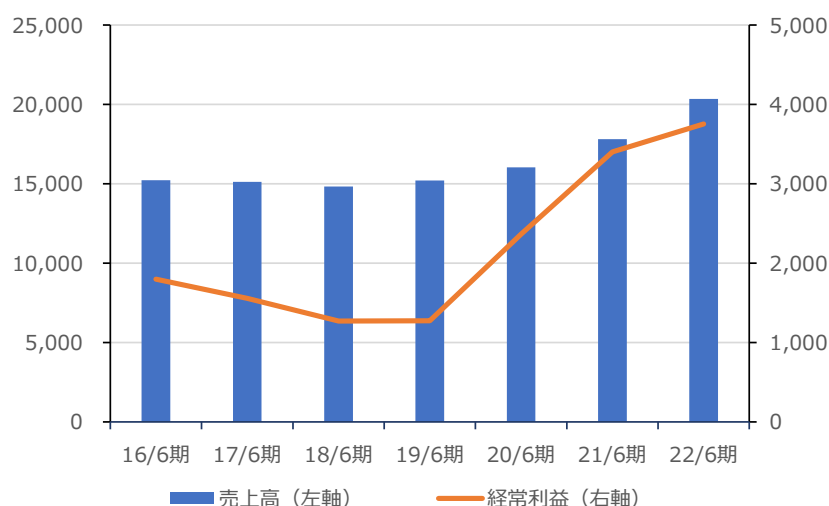
同社は第2期である2016/6期から連結財務諸表を開示、2022/6期に至る過去7期の連結業績は図表12の通りである。顧客であるジェネリック医薬品メーカーのベストパートナーを目指して、原薬の輸入、医薬品の開発、製造、検査、包装とジェネリック医薬品の全ての工程を拡充してきた。

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）と過去最高の売上高及び利益を達成した。

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。

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（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。

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、上場之际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。薬効別では、循環器管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は、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。

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。

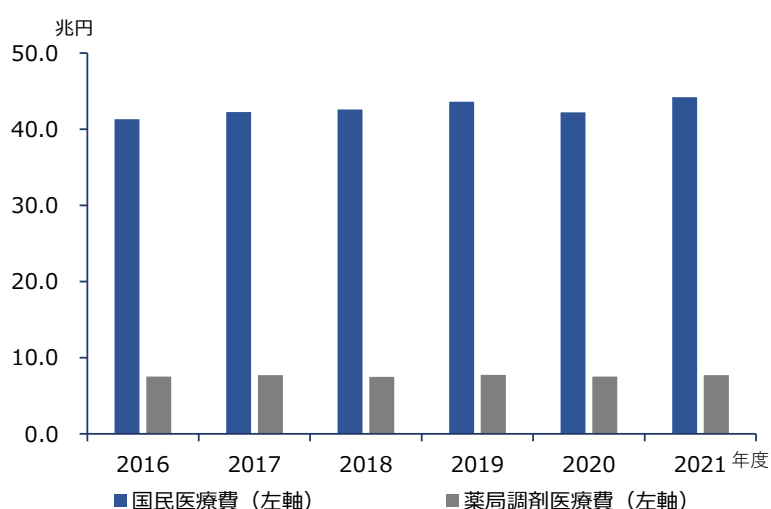
注目すべきは、2022 年 4 月 1 日に行われた薬価改定において、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の薬価改定が引下げではなく引上げられたことである。これまで不採算な製造を強いられていたことが認められた模様で、この引上げが 2023/6 期の増産投資に繋がったといえる。

9. 業界環境

◆ 膨れ上がる国民医療費

わが国の2021年度の概算医療費は44.2兆円と前年度比4.6%増と大幅に増加した。2020年度が、新型コロナウイルス禍による小児科や耳鼻咽喉科、外科、入院関連の医療費抑制影響で過去最大の医療費減少（前年度比3.1%減、同1.4兆円減）を記録した反動といえようが、前々年度比を見ても2021年度の医療費は1.4%増となり、1年当たり0.7%増の着実な増加傾向にある（図表13）。

【図表13】国民医療費等の推移



(出所)厚生労働省資料「令和3年度医療費の動向」に基づきアルファ・ウイン調査部作成

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おり、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^{注15}を全ての都道府県で80%以上とする目標を掲げている。全国で見ると、ジェネリック医薬品の使用比率は、2022年3月実績で82.1%となっているが、東京都や大阪府を含む6都府県で目標未達の状況にある。

注15) ジェネリック医薬品の数量シェア

都道府県で80%未満は東京都、大阪府、京都府、奈良県、徳島県、高知県

◆ 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 22/9期	ダイト 4577 22/5期
売上高	百万円	20,353	49,632	32,506	35,426	43,464
規模 経常利益	百万円	3,753	1,996	1,022	3,725	6,729
総資産	百万円	26,249	69,334	49,453	75,538	64,939
自己資本当期純利益率	%	13.3	4.3	3.8	7.9	10.5
収益性 総資産経常利益率	%	14.7	2.9	2.1	5.3	11.0
売上高営業利益率	%	18.7	3.9	2.5	10.7	15.1
売上高（3年平均成長率）	%	10.2	2.5	-1.7	-0.8	1.9
成長性 経常利益（同上）	%	43.3	16.0	-12.2	-3.7	13.2
総資産（同上）	%	5.9	-1.1	1.8	7.5	11.6
自己資本比率	%	71.1	49.8	37.4	47.4	72.8
安全性 流動比率	%	393.0	150.9	200.0	144.8	269.5
固定長期適合率	%	32.1	68.8	48.8	79.2	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）。

【図表 15】SWOT 分析

強み (Strength)	・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 ・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)	・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)	・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 ・多品種少量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)	・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。

機会を補足すると、ジェネリック医薬品の使用比率は 80%を超えたものの、注射剤の薬効分類「その他の腫瘍用薬」に限ると 5 割以下と思われる、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

2023 年 3 月 24 日に株主優待制度を一部変更した（図表 16）。決算期末株主を対象に QUO カードを、200 株以上保有者には 1,000 円分、200 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。加えて、上場 5 周年記念株主優待を実施する。上場 5 周年記念とは、2018 年 6 月 21 日に東京証券取引所第二部に上場し、2023 年は上場 5 周年を迎えることに基づいている。その内容は 2023 年 4 月末日の株主名簿に記載、または記録され、同社株式 2 単位（200 株）以上を保有している株主を対象に QUO カード 1,000 円分を贈呈するものである。

【 図表 16 】 株主優待制度の変更比較

	QUOカード1,000円分	QUOカード2,000円分	基準日
変更前	100株以上保有	100株以上保有 かつ 1年以上継続保有	6月末日
変更後	200株以上保有	200株以上保有 かつ 1年以上継続保有	6月末日

(注) 1 年以上継続株主とは、6 月末日及び 12 月末日の株主名簿に、同一株主番号で連続 3 回(6 月末日が 2 回、12 月末日が 1 回)以上記載または記録された株主を指す
(出所) リリースに基づきアルファ・ウイン調査部作成

当調査部の 1 株当たり配当金は、2023/6 期以降も利益成長予想を背景に 2024/6 期も増配を見込んでいる。株価 693 円を前提に期末時点で 1 年以上 200 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 3.17%、上場 5 周年記念株主優待を加算すると 3.90%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 2023/6 期 Q2 決算の公表は 2023 年 2 月 10 日金曜日午後 3 時以降(終値 658 円)であった。同社株価は 2022 年 12 月 28 日安値 578 円から 2023 年 3 月 10 日には高値 694 円まで上昇、3 月 24 日も高値 694 円と堅調な推移である。

同社の業績に対する懸念材料である為替だが、2022 年 10 月に 150 円／ドル水準まで円安が進行したものの現在は 130 円／ドル前後の動きである。現時点から 150 円／ドル水準までの円安進行の可能性は薄れたとも思われ、これが業績見通しへの安心感につながれば株価の見直し機運も高まろう。

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。