

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：2023/9/25

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期業績は8.3%増収、11.6%営業増益。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用薬や腫瘍用薬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10.2%増収、セグメント利益は14.1%増益であった。医薬品製造販売事業は5.1%増収、セグメント利益は7.9%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いる。自社グループの医薬分析センターの活用で、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いる。その背景には、ジェネリック医薬品メーカーでの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。大阪医薬分析センターの改修工事を進めており、改修後は分析能力増からビジネスチャンスが更に広がる可能性がある。
- ・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、先発品にない剤形で、感染予防と医療従事者の安全性から需要旺盛で、2023年1月から増産体制となっている。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

1/37

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が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない。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。

化のために蔵王工場の敷地内に新しく倉庫を建設し、さらなる安定供給体制の整備を進めている。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

- ・2024/6 期の業績について同社は 4.2%増収、3.1%営業増益と堅調な予想としている。期末のみの一株当たり配当金予想は、2023/6 期予想並みの 12.0 円予想である。
- ・アルファ・ウイン調査部(以下、当調査部)の 2024/6 期業績予想は、会社予想からの上振れを見込んだ。会社予想との相違点は、医薬品製造販売事業の業績予想を増額したことである。当調査部予想の医薬品製造販売事業予想は、会社予想の 1.2%増収に対し 2.4%増収を、セグメント利益は同 0.5%増に対し 5.0%増とした。一株当たり配当金予想も会社予想 12.0 円を上回る 12.5 円とした。
- ・2025/6 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、2023/6 期と同様に新規取り扱いが貢献し、医薬品製造販売事業においては、主要受託 2 医薬品は堅調を見込み、更なる受託生産品目増の寄与を期待した。

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。
- ・当調査部では、過去の配当性向が維持されることを前提に 2024/6 期以降も増配が続くと予想している。
- ・同社の株価は、4 月 4 日高値 760 円から調整局面に転じ、7 月 10 日には安値 639 円まで調整した。その後、本決算公表(8 月 10 日木曜日、11 日金曜日は祭日)や厚生労働省がジェネリック医薬品の普及を一段と後押しするために金額ベースでの使用比率目標を新設する方針との報道を手掛かりに、同社の株価は見直される動きにあり、9 月 8 日時点では 700 円台前半まで反発している。
- ・同社の業績見通しにおける懸念材料である為替だが、現在は 140 円台後半ドルの動きである。同社の 2023/6 期為替実績は 136 円ドルと 2022/6 期の 113 円台ドルに対して円安(原価高要因)であったにも関わらず、2023/6 期の原薬販売事業セグメント利益率は 17.0%と 2022/6 期の 16.2%から良化している。2024/6 期においても 2023/6 期同様の為替リスク僅少化施策を継続する見通しであり、為替の変化だけで業績を押し量ることは避けたいところだ。

投資に際しての留意点

- ・2023 年 6 月期の株主総会招集通知書によると、2023/6 期末の上位株主では、代表取締役社長、代表取締役社長の資産管理会社の合計持分比率は 50.39%と 2022/6 期末から変化はない。

【 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)
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		22,052	8.3	4,249	11.6	4,091	9.0	2,687	13.9	67.83	528.12	12.0
2024/6	CE	22,980	4.2	4,380	3.1	4,380	7.0	2,770	3.1	69.92	-	12.0
2024/6	E	23,080	4.7	4,450	4.7	4,450	8.8	2,810	4.6	70.93	587.05	12.5
2025/6	E	24,200	4.9	4,660	4.7	4,660	4.7	2,940	4.6	74.21	648.76	13.0
2026/6	E	25,300	4.5	4,850	4.1	4,850	4.1	3,060	4.1	77.24	712.99	13.5

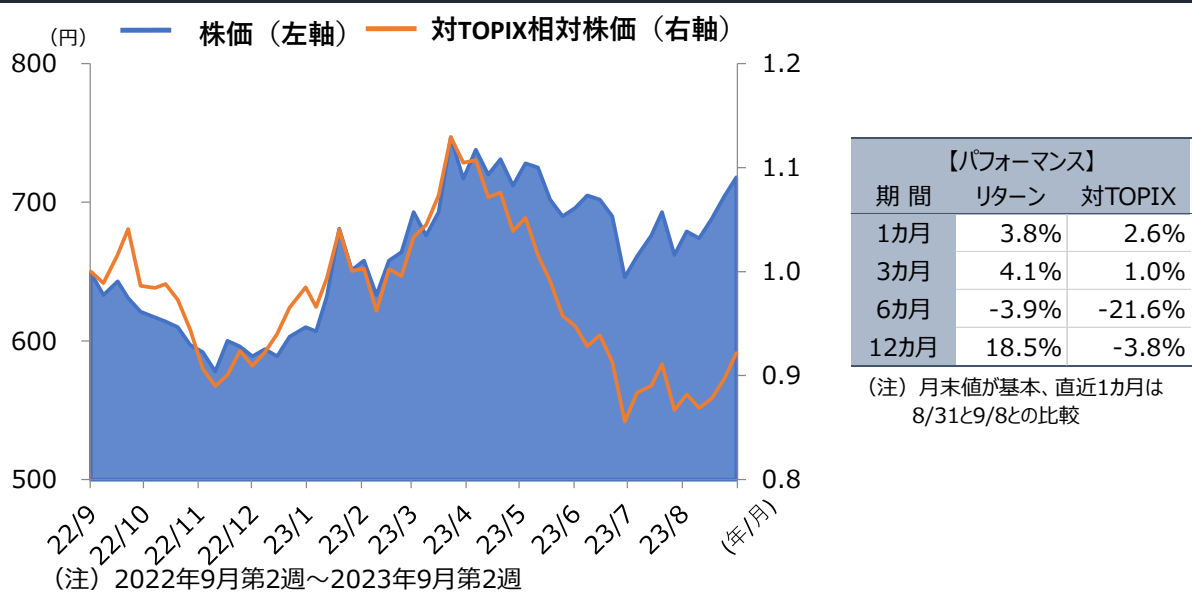
(注) 連結決算、CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、2023/6期配当金は会社予想

【 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	2023/9/8	項 目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	718	前期実績	10.6	1.4	1.7%	17.7%
発行済株式数 (千株)	39,619	今期予想	10.1	1.2	1.7%	17.6%
時価総額 (百万円)	28,447	来期予想	9.7	1.1	1.8%	17.5%
潜在株式数 (千株)	-	来々期予想	9.3	1.0	1.9%	17.5%
前期株主資本配当率	2.4%	前期末自己資本比率	73.5%		前期ROE	13.6%

(注) 予想はアルファ・ウイン調査部予想、株主総会前なので前期配当、配当利回り、配当性向、前期株主資本配当率は予想

【 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. 直近業績と今期の同社の見通し	P11
2023年6月期業績	P11
コア商事ホールディングスの2024年6月期業績予想	P14
2024年6月期の設備投資	P15
4. 成長戦略	P17
コア商事ホールディングスの事業戦略	P17
注射剤でトップのジェネリック医薬品メーカーを目指す	P19
5. 業績予想	P20
アルファ・ウイン調査部の2024年6月期業績予想	P20
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P21
6. 株主構成	P23
代表取締役社長が実質筆頭株主	P23
7. SDGsの取組みについて	P24
コア商事ホールディングスの取組み	P24
企業統治（Governance）	P26
8. 成長の軌跡	P27
沿革	P27
過去の業績推移	P28
9. 業界環境	P33
膨れ上がる国民医療費	P33
同業他社比較	P33
10. アナリストの視点	P35
コア商事ホールディングスの強みと課題	P35
株主還元	P36
株価について	P36

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 3 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

◆ 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既に網羅している。

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}にも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、すべ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 64.2%（2023/6 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負している。

◆ 医薬品製造販売事業

同社の医薬品製造販売事業の売上高構成比は 35.8%（2023/6 期）。事業担当は子会社のコーアイセイとコー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（同社は 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。

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^{注 12}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）。「蔵王工場」では製造工程における新たな検査装置を導入、また別棟で建設中の倉庫 2 棟（蔵王新倉庫、危険物倉庫）は 2024/6 期に操業開始予定である（15 ページにて説明）。

注 12) 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。

◆「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。

2017 年 2 月に、「維持透析下の二次性副甲状腺機能亢進症^{注 13}」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」の製造販売の承認を取得、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、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いることから高い競争力を有している。実際、透析施設における標準的な透析操作と感染予防に関するガイドラインにおいて、プレフィルド・シリンジの使用が推奨されており、市場ニーズは高く需要は旺盛である。

注 13) 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 14}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 14) 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。

コアバイオテックペイは、医薬品の包装工程の受託を行うほか、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 3 】 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（2016年竣工時）
面 積	構築物1,917㎡、敷地面積21,029㎡
機 能	シングルユース品対応のフレキシブルな生産体制 完全封じ込めに対応 バイオシミラー製造にも対応可能な設備
製造能力 （1ml換算）	シリンジ製剤：約340万本／年 バイアル製剤（液）：約90万本／年 凍結乾燥製剤：約60万本／年

（注）シングルユース品とは一度のみ使用する製品を指している。プレフィルド・シリンジ、バイアル、アンプル、チューブ等である。
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 月期業績

- ◆ 23/6 期は、8%増収、12%営業増益と好調であった。

同社の 2023/6 期業績は、売上高が前期比 8.3%増の 22,052 百万円、営業利益は同 11.6%増の 4,249 百万円、経常利益は同 9.0%増の 4,091 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 13.9%増の 2,687 百万円となり、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 4 期連続で更新した。

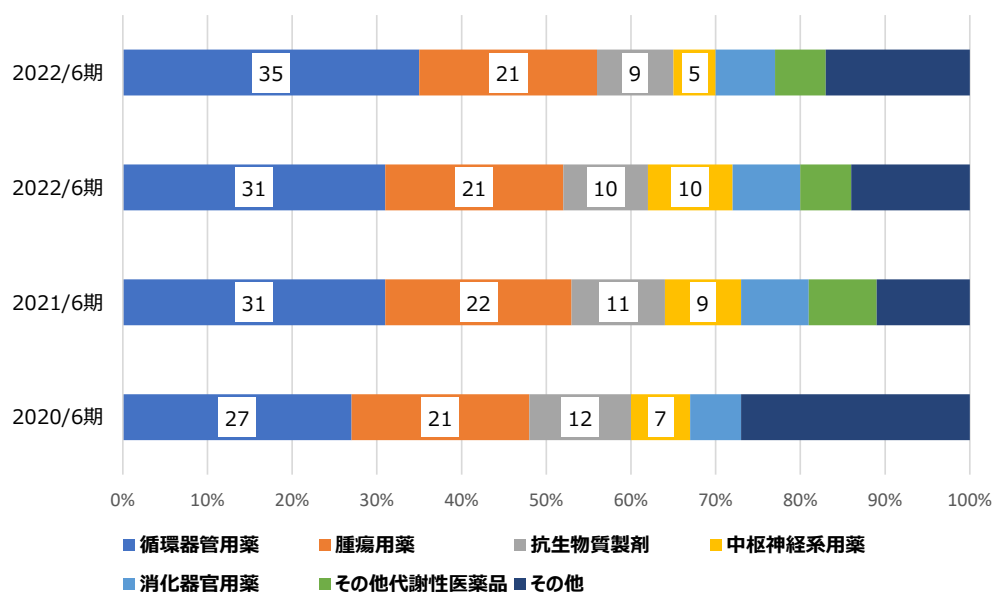
- ◆ 原薬販売事業は 9%増収、14%営業増益と全体を牽引。

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。原薬販売事業におけるセグメント間の内部売上高又は振替高を含む売上高は 15,998 百万円（前期比 8.7%増）、セグメント利益は 2,727 百万円（同 14.1%増）であった。

外部売上高は 14,163 百万円（同 10.2%増）となり、上場に際し連結財務諸表を開示（2016/6 期）以来初の 3 期連続の増収ならびに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、顧客筋が安定調達目的で原薬調達先を多様化する動きが同社原薬に対する需要増につながったためである。

【図表 4】原薬販売事業での薬効別売上高推移

（単位：％）



（注）売上構成比は、セグメント間の内部売上高又は振替高を含む売上高に対する比率
（出所）決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

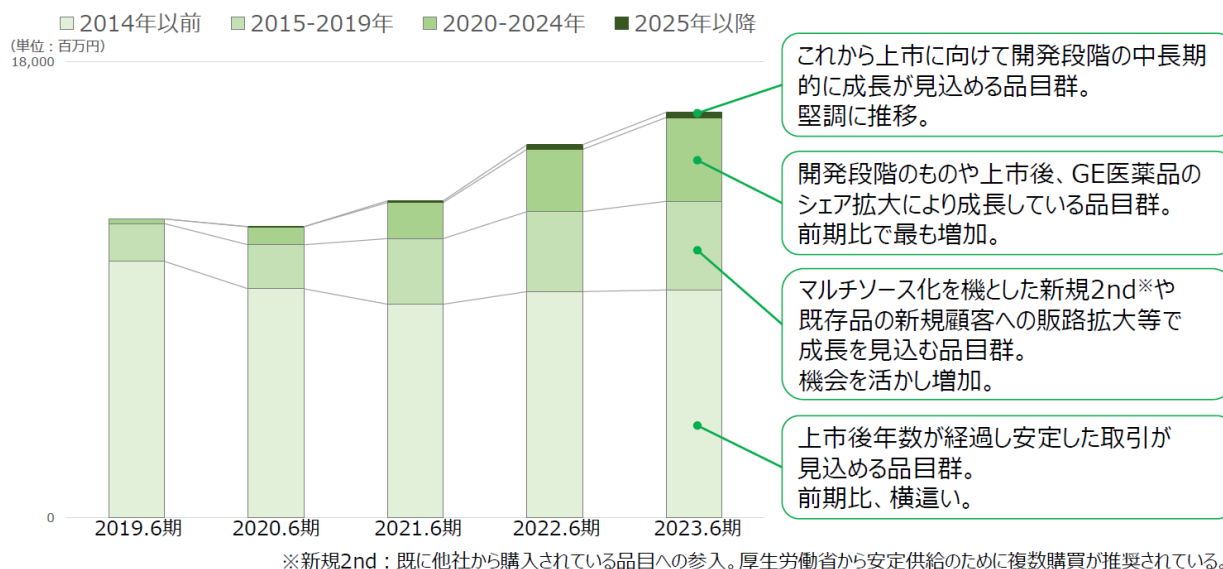
薬効別（図表 4）にみると、2023/6 期では、中枢神経系用薬向けや抗生物質製剤向けは減少したものの、循環器管薬や腫瘍用薬向けが好調であった。循環器管薬向けは 2023/6 期の原薬販売事業における売上高構成比が 35%と前期比 4%ポイント上昇、大型の新規上市品目

◆ 医薬品製造販売事業は
5%増収、8%営業増益
と好調であった。

のジェネリック医薬品シェア拡大が貢献した。一方、中枢神経系用薬向けの売上高構成比が大きく減少した。この減少は、2022/6 期に顧客先で新規上市品目採用並びに在庫積み上げがあったことの反動と2023/6 期に顧客先の販売計画変更があったこと等によるものである。

増収率に比べてセグメント利益の増益率が優っているのは、採算性の高い新規採用品目や腫瘍用薬向け販売が貢献したためである。

【 図表 5 】 原薬販売事業における上市年別売上構成推移



(出所) 決算説明会資料

原薬販売事業における新規採用品の売上高が每期増大している(図表5)。2015 年から 2019 年の間に上市した医薬品向けの売上高が漸増するなかで、2020 年以降についても新たに上市(見込み含む)される医薬品向けの売上高が順調に積み上がっている。

◆ 2016 年からの開発部の
取組みが顕在化してきた。

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。

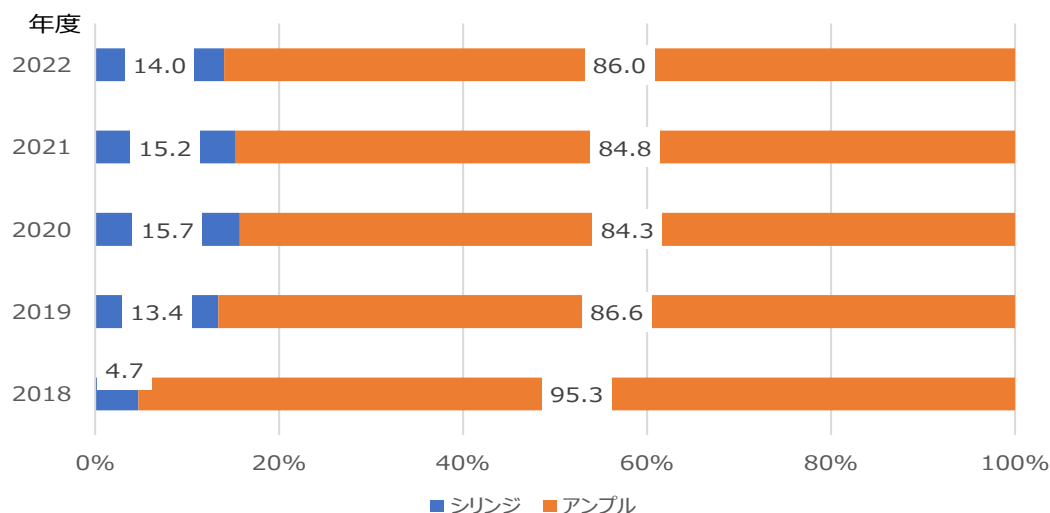
同社のような機能を持つ開発部は、ジェネリック医薬品の原薬を扱う会社では稀であり、同社の強みとなっている。ジェネリック医薬品メーカーの開発期間は 7 年から 10 年と言われていることから、営業努力がようやく顕在化してきたと思われる。

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 7,889 百万円（前期比 5.1%増）、セグメント利益は 1,533 百万円（同 7.9%増）であった。特にマキサカルシトール静注透析用シリンジが年間を通じて好調に推移したためである。

【図表 6】マキサカルシトールの剤形別推移

（単位：％）



（出所）決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

図表 6 のように、マキサカルシトールの剤形別では、先発医薬品がアンプルのみで提供されていることもあって、ジェネリック医薬品を合わせてもアンプルのシェアが圧倒的に高い。シリンジを製造しているのは同社のみであり、同社の売上高は増大しているものの、市場拡大に追いついていない状況にある。そうした情勢もあり、同社は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、2023 年 1 月に稼働させ増産体制を整えている。

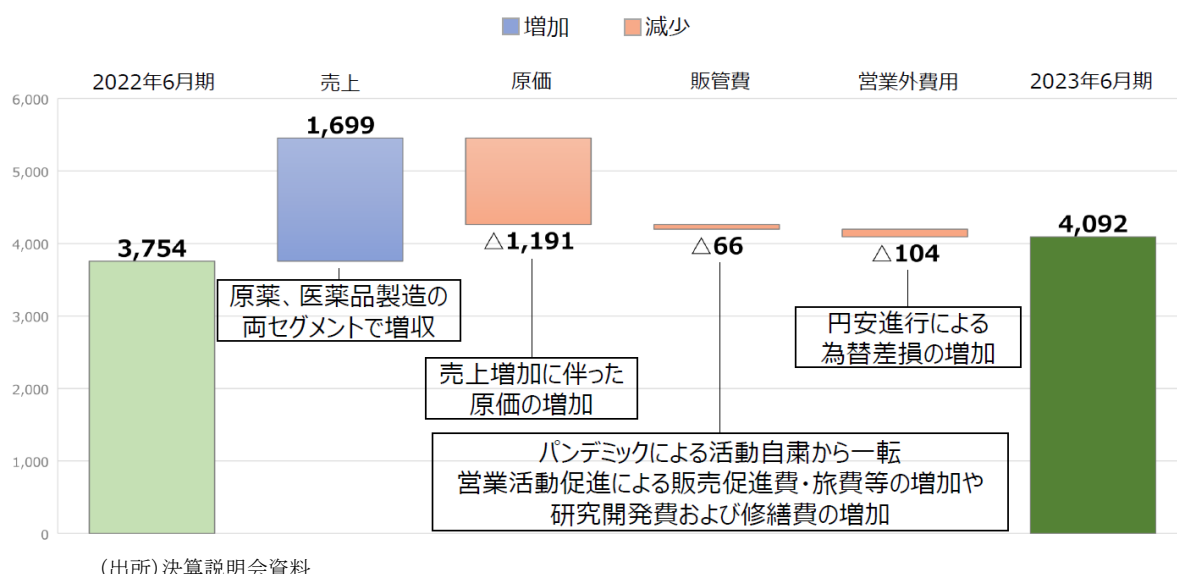
増収率に比べてセグメント利益増益率が高いのは、増収による固定費負担の軽減に加え、収率向上等により生産性が改善したためである。

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による業績への悪影響は軽微であった。

経常利益の前期比増減要因（図表 7）では、増収は 1,699 百万円、原価増が 1,191 百万円、販管費は営業活動正常化等で 66 百万円の増加、営業外損益は為替差損が 157 百万円と 2022/6 期の 28 百万円から増大したこと等により 104 百万円の費用増であった。

【図表7】2023年6月期の前期比経常利益増減要因

(単位：百万円)



◆ コア商事ホールディングスの2024年6月期業績予想

2024/6期通期業績予想について、同社は売上高 22,980 百万円（前期比 4.2%増）、営業利益 4,380 百万円（同 3.1%増）、経常利益 4,380 百万円（同 7.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,770 百万円（同 3.1%増）と、それぞれ過去最高の数値を5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 15,000 百万円（前期比 5.9%増）、セグメント利益 2,830 百万円（同 3.8%増）。2023/6期での増収要因が2024/6期も持続することに加え、2023/6期に見られた、一部の顧客先での在庫調整が終了したことで、同社の販売活動の正常化を見込んでいる。

原薬販売事業の為替取引はドル決済が過半である。2023/6期間における円・ドル相場が凡そ1ドル129円から151円で推移するなかで、同社の2023/6期実績レートは136円/ドルあった。2024/6期も2023/6期並みの想定である。以前は為替変動、特に円安にふれた際は顧客先や仕入れ先に都度、価格交渉をしていたが、現在は経営努力により、為替予約や為替連動型の取引等により、為替リスクの僅少化に努めている。

医薬品製造販売事業の同社想定は、売上高 7,980 百万円（前期比 1.2%増）、セグメント利益 1,540 百万円（同 0.5%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な見通しであるのは、薬価引き

下げ影響を考慮しているためである。

2022 年 2 月に同社は、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』」の製造販売の承認を取得した。腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の先発医薬品（商品名「トレアキシシン」）はシンバイオ製薬（4582 東証グロース）が 2010 年 10 月に製造販売の承認を取得、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を重ねていたが、2024/6 期から製造販売する見通しとしている。また、幾つかの製造受託品も商談が進行中の模様である。

◆ 2024 年 6 月期の設備投資

同社の 2024/6 期の設備投資額は 1,405 百万円と、2023/6 期の 412 百万円から大幅増とする計画である。しかしながら、2023/6 期初における 2023/6 期の計画額は 951 百万円であり、諸般の事情により工事が遅れたことで、2024/6 期に設備投資が一部持ち越された形である。

2024/6 期の設備投資の主な内容は、今後の成長に資するものと期待される。一つ目は大阪医薬分析センターの改修工事、二つ目は蔵王工場敷地内の医薬品製造販売事業の新倉庫、三つ目は蔵王工場敷地内に新設する原薬販売事業の危険物倉庫である。

大阪医薬分析センターの改修工事は進行中で、2024/6 期中に完成予定である。現在、医薬分析センターは横浜と大阪の 2 カ所である。大阪医薬分析センターの改修工事後は、能力としての検体品目数が倍増する見通しである。横浜医薬分析センターは業務の一部を大阪医薬分析センターへ移管し、その分を活用して新規開発向けの分析業務強化を図る。つまり、今まで以上に新たな原体開発のスピードアップが図られ、ビジネスチャンスが更に広がる可能性がある。

蔵王工場敷地内に新設する 2 つの倉庫（図表 8）は 2024 年 3 月頃稼働予定である。医薬品製造販売事業の新倉庫は、投資額約 4.2 億円で、原材料の安定在庫の確保及び製造製品の増加などの生産能力の強化を図り、安定供給体制を向上させることでさらなる事業拡大を目指すものである。また、厚生労働省の「医薬品安定供給支援補助金」（備蓄支援事業）において、医療上の必要性が高いキードラッグに選定されている抗菌薬「セファゾリン Na 注射用 1g『イセイ』」を対象とした補助事業者に採択されている。したがって、厚生労働省から建設するための補助金を得ることになっている。

原薬販売事業の危険物倉庫は、投資額約 1 億円で、大阪にある原薬倉

庫の一部機能を新設する倉庫に移管し、倉庫全体のキャパシティー増大と稼働最適化を通じ、新規採用品の増加に対応できるようになる。

【図表 8】新倉庫と危険物倉庫の完成イメージ



(注) 赤い楕円で囲まれた上側が新倉庫、下側が危険物倉庫のイメージ図
(出所) 決算説明会資料

4. 成長戦略

◆ コア商事ホールディングスの事業戦略

同社は定量的な中期経営計画を公表していないものの、現在でも国内トップクラスの収益基盤を持つ原薬販売事業を、ジェネリック医薬品向けだけでなく、先発医薬品向けも含めた医薬品専門商社事業に発展させることを目指している。医薬品製造販売事業については、注射剤でトップの座を占めるジェネリック医薬品メーカーとして事業の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9に示すSWOT分析を行っている。

【図表9】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 ・蔵王工場による高薬理活性注射剤対応	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： ・本社工場の老朽化 ・蔵王工場のバイアルライン稼働率 ・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 ・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

図表9の強みを補足すると、

- ・「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推進している
- ・「医薬分析センターによる品質保証」を拡充するために、2024/6期中に大阪医薬分析センターの改修工事を終え、前述のように新規開発向けの分析業務強化を図る構えである。
- ・「蔵王工場による高薬理活性注射剤対応」は、前述した腫瘍用薬ベ

ンダムスチン塩酸塩点滴静注液の製造販売の承認に加え、引合いも多く受託品数の増大が期待される。

図表 9 の機会を補足すると、

- ・「AG・長期収載品目等ソース変更の可能性」と「製薬会社のマルチソース化」については、既に実現、若しくは実現可能性が高まっているわけだが、継続的なジェネリック医薬品メーカーへの働きかけが実を結びつつある。具体的には、現在の 5 品目ある長期収載品向けの原薬供給はさらに数品目が評価中となっている。
- ・「付加価値を備えたジェネリック医薬品の期待」は、マキサカルシトールのプレフィルド・シリンジで既に商品化しているが、今後も患者さんや医療従事者のニーズに合った医薬品の商品化を目指している。
- ・「モダリティ革命」は戦略として対応を進めている。具体的には、抗体医薬を含むバイオ医薬品、遺伝子治療、核酸医薬品、再生医療等に対するビジネスチャンスを探っている状況ではあるが、製剤輸入、具体的には薬を瓶に保存した状態で輸入するなどのビジネスモデルを模索している。
- ・「安定供給と品質に対する信頼性の確保」は 2024/6 期の設備投資にて信頼性の確保を高める方向にある。
- ・「安定供給のための不採算品目の再算定」は、既に実現している品目がある。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の静注透析用シリンジは、薬価が引下げではなく引上げられた。このような事例もあり、今後も不採算な製造を強いられた医薬品については引上げを求める方針のようだ。

図表 9 の弱みを補足すると、

- ・「蔵王工場のバイアルライン稼働率」は、現在は低い水準にとどまっていることを弱みとしている。稼働率を上げるべく、前述の腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の製造販売を目指しているほか、既に幾つかの受託品数の増大が見通せる状況にあり、今後は稼働率の改善が期待できる。加えて医薬品製造販売事業における受託事業強化のため、研究開発本部傘下に受託開発部門を設置した。
- ・「自社販売力」については、弱みとして認識しているものの、強い自社販売力は医薬品製造の受託を得にくくする側面もあり、販売力を強めることは、諸刃の剣となる可能性があるとして、特に大きく改善する動きはないようだ。

2023 年 7 月、開発から製造まで開発提案型の医薬品製造販売事業における受託事業を強化するために受託開発部門を設置した。先発医薬品を含め、バイアル液剤、凍結乾燥製剤までも対象としている。前

述（P12）のように、2016 年頃から注力している開発部による取り組みで原薬販売事業の外部売上高は近年伸長しているが、受託開発部門の設置で中期的な視点から今後の事業拡大につながる可能性がある。

◆ 注射剤でトップのジェネリック医薬品メーカーを目指す
医薬品製造販売事業においては、前述のように注射剤でトップのジェネリック医薬品メーカーとして事業拡大を目指しており、とりわけ高薬理活性領域の注射剤を高成長のターゲット市場としている。既に製造販売の承認を取得している腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液は、高薬理活性注射剤であり、同薬を開発した技術力が評価され、複数の医薬品メーカーから引き合いがあるようだ。

図表 10 は、令和 4 年薬価調査結果の抜粋だが、内用薬、注射薬、外用薬の薬価と市場流通価格との乖離率は、順に 8.2%、5.0%、8.0%であり、注射薬は薬価引き下げ影響を受けにくいといえる。同社がターゲットとする高薬理活性注射剤は、その他の腫瘍用薬（乖離率 4.7%）、その他の生物学的製剤（同 2.7%）である。これらに分類される医薬品の市場規模は小さく大手医薬品メーカーが手掛けにくく、薬価引き下げ影響を受けにくいことから、同社にとってはビジネスチャンスが豊富と考えられる。

【 図表 10 】 令和 4 年薬価調査結果の抜粋

区分	乖離率	全体ベースに対する 薬価ベース割合	全体ベースに対する 数量割合	後続医薬品の 数量割合
内用薬	8.2%	55.0%	86.9%	80.7%
注射薬	5.0%	36.8%	1.0%	81.2%
外用薬	8.0%	8.2%	12.0%	67.8%
歯科用薬剤	-4.3%	0.1%	0.1%	99.6%

注射薬	乖離率	全体ベースに対する 薬価ベース割合	全体ベースに対する 数量割合	後続医薬品の 数量割合
その他の腫瘍用薬	4.7%	9.6%	0.0%	57.8%
他に分類されない 代謝性医薬品	6.3%	4.0%	0.1%	68.7%
血液製剤類	2.2%	3.3%	0.1%	—
その他のホルモン剤 (抗ホルモン剤含む。)	7.2%	2.0%	0.0%	34.4%
その他の 生物学的製剤	2.7%	1.3%	0.0%	—

(出所) 厚生労働省資料よりアルファ・ウイン調査部作成

5. 業績予想

◆ アルファ・ウイン調査部の 2024 年 6 月期業績予想

アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）の 2024/6 期業績予想は、同社予想を若干上積みし、売上高 23,080 百万円（前期比 4.7%増、会社予想 22,980 百万円）、営業利益 4,450 百万円（同 4.7%増、同 4,380 百万円）、経常利益 4,450 百万円（同 8.8%増、同 4,380 百万円）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,810 百万円（同 4.6%増、同 2,770 百万円）と予想する（図表 11）。

【 図表 11 】 中期業績予想 (単位：百万円)

決 算 期	2023/6	2024/6CE	2024/6E	2025/6E	2026/6E
売上高	22,052	22,980	23,080	24,200	25,300
原薬販売事業	15,998	16,500	16,500	17,550	18,600
外部顧客への売上高	14,163	15,000	15,000	16,000	17,000
セグメント間の内部売上高又は振替高	1,834	1,500	1,500	1,550	1,600
医薬品製造販売事業	7,889	7,980	8,080	8,200	8,300
売上総利益	6,442	-	6,920	7,210	7,500
対売上高比率	29.2%	-	30.0%	29.8%	29.6%
販売費及び一般管理費	2,192	-	2,470	2,550	2,650
対売上高比率	9.9%	-	10.7%	10.5%	10.5%
営業利益	4,249	4,380	4,450	4,660	4,850
対売上高比率	19.3%	19.1%	19.3%	19.3%	19.2%
原薬販売事業セグメント利益	2,727	2,830	2,830	3,020	3,190
医薬品製造販売事業セグメント利益	1,533	1,540	1,610	1,630	1,650
調整額	-11	10	10	10	10
経常利益	4,091	4,380	4,450	4,660	4,850
対売上高比率	18.6%	19.1%	19.3%	19.3%	19.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,687	2,770	2,810	2,940	3,060
対売上高比率	12.2%	12.1%	12.2%	12.1%	12.1%

(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

同社予想と当調査部予想の相違点は、医薬品製造販売事業の予想にある。当調査部の医薬品製造販売事業予想は、売上高 8,080 百万円（前期比 2.4%増、会社予想 7,980 百万円）、セグメント利益 1,610 百万円（同 5.0%増、同 1,540 百万円）である。

マキサカルシトール静注透析用シリンジは、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 月からの稼働開始で生産ラインが拡充されたことに加え、人員配置も見直したことから、増産能力が増したこと、腫瘍用薬ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の生産が始まることを主因に同社予想を慎重として医薬品製造販売事業の売上高、及びセグメント利益を増額した。

当調査部が一株当たり配当金（期末のみ）を、会社予想の 12.0 円を 0.5 円上回る 12.5 円と予想したのは、配当性向を勘案したことによる（図表 12）。

【 図表 12 】 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	会社予想	67.83	12.00	17.7%
2024/6期	会社予想	69.92	12.00	17.2%
	予想	70.93	12.50	17.6%
2025/6期	予想	74.21	13.00	17.5%
2026/6期	予想	77.24	13.50	17.5%

(注)2023/6 期配当金は株主総会前のため予想、予想は当調査部予想

(出所)アルファ・ウイン調査部作成

2018/6 期から 2022/6 期迄の配当性向実績をみると、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。2023/6 期（株主総会前時点）は 17.7%、2024/6 期は 17.2%と会社予想の配当性向は低下気味であるが、2023/6 期は期中増配に踏み切っており、2024/6 期についても同様の展開を見込み、配当性向維持を前提に一株当たり配当金を予想した。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

当調査部予想の 2025/6 期業績予想は、売上高 24,200 百万円（前期比 4.9%増）、営業利益 4,660 百万円（同 4.7%増）、経常利益 4,660 百万円（同 4.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 2,940 百万円（同 4.6%増）である。

原薬販売事業については、外部売上高は 17,550 百万円（前期比 6.4%増）、セグメント利益は 3,020 百万円（同 6.7%増）と予想した。新規採用品の拡大が 2025/6 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 17.2%とした。

医薬品製造販売事業については、売上高 8,200 百万円（前期比 1.5%増）、セグメント利益 1,630 百万円（同 1.2%増）と堅調に予想した。売上高セグメント利益率予想は、前期比横ばいの 19.9%とした。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、一品目増を想

定した。

2026/6 期業績予想は、売上高 25,300 百万円（前期比 4.5%増）、営業利益 4,850 百万円（同 4.1%増）、経常利益 4,850 百万円（同 4.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,060 百万円（同 4.1%増）である。原薬販売事業、医薬品製造販売事業とも、2025/6 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（図表13）。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。

2023年6月末時点の土師の保有株が前期末比1,981千株増加の17,829千株となっているが、首藤利幸氏の保有株が同1,981千株減少の2,136千株となっており、同氏及び同氏親族が株式を保有する資産管理会社を合わせた保有株数に変化はなく、合計の持分比率は50.39%と2022/6期末から変化はない。

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1,393千株（持分比率3.52%）に低下したが、その他の大株主状況に変化はない。

【図表13】上位株主

単位（千株）

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	2023年6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	1,393 3.52
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 統一	225	-	-	-	- -
小松美代子	66	-	-	-	- -
上位株主計	7,907	7,288	30,046	31,453	30,432 76.81%

（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

持ち株比率は自己株式(1,356株)を控除して計算

（出所）有価証券報告書、株主総会招集通知書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

7. SDGs の取り組みについて

◆ コア商事ホールディングスの取り組み

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 14）。

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 2023 年 9 月からスタートした「令和 5 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。

なお、「ESG data 2022」を近日中に更新予定である。

【図表 14】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	   	☆環境負荷低減 ⇒ スcope 1、2 のGHG排出量を測定しHP上で「ESG Data2022」を公開。 拠点別に削減策を検討し実施。 ⇒ 社員主導の「エコ推進チーム」を設置し活動を推進。 ☆LED利用の促進 ⇒ 白熱電球や蛍光灯をLED製品への切替を促進。 (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 ⇒ (IPCC) による気候変動シナリオを基に、1.5℃シナリオ及び4℃シナリオを用いて、リスクと機会を把握し、評価を行い、HPで公開予定。
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 ⇒ コロナウィ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への監査をオンラインで実施。 ☆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。 ⇒ コーア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%。 ☆教育・研修の活性化 ⇒ オンライン研修やグループ横断パティチーム等成長しあえる場を提供。 ⇒ 従業員エンゲージメント調査結果に基づいた各種施策の実施。 ⇒ 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を実施し、その結果をフィードバック。 ☆社会貢献活動 ⇒ AfriMedico、赤い羽根共同募金、国境なき医師団、内藤記念科学振興財団、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 ⇒ 同社およびグループ会社でコンプライアンス研修を実施。 ⇒ 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 18.2%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。

◆ 指名・報酬諮問委員会の設置でガバナンスが向上。

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。

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。

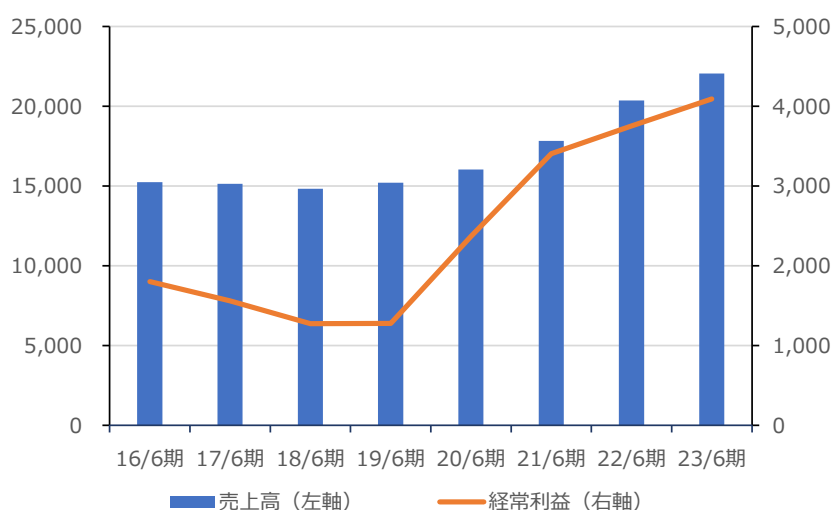
こうした基準が設けられている理由は、プライム市場を内外機関投資家の投資対象となり得るグローバル企業が上場する市場と位置付けているためである。

◆ 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、2023/6期に至る過去8期の連結業績は図表15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。

【図表15】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

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

セグメント別では、原薬販売事業はがんや生活習慣病の領域のジェネリック医薬品向け原薬の販売が堅調に推移したことから、外部売上高 11,441 百万円（前期比 0.5%増）、セグメント利益 1,906 百万円（同 23.9%増）であった。

医薬品製造販売事業は、採算性を重視した品目の絞り込みを行ったことにより売上高は前期比 3.9%減の 3,691 百万円となった。セグメン

ト損失は 340 百万円（前期は 147 百万円の利益）であった。2016 年 5 月に新設した蔵王工場が医薬品の製造許可申請中で売上計上がない一方で、同事業の減価償却費が 206 百万円と前期比 124 百万円増加したことや蔵王工場の要員等人件費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 15}

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 15) 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。

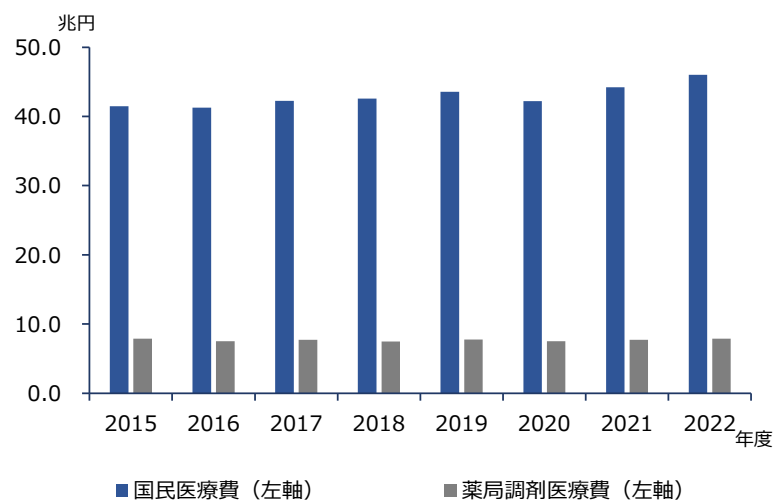
注目すべきは、2022 年 4 月 1 日に行われた薬価改定において、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の薬価改定が引下げではなく引上げられたことである。これまで不採算な製造を強いられていたことが認められた模様で、この薬価引上げが 2023/6 期の増産投資に繋がったといえる。

9. 業界環境

◆ 膨れ上がる国民医療費

わが国の2022年度の概算医療費は46.0兆円（前年度比4.0%増）と2年連続での大幅増であった。新型コロナウイルス感染症の影響（2020年度：受診手控え等で同3.1%減→2021年度：反動増で同4.6%増）が薄らぐなかでの動きである。コロナ禍前の2019年度比では5.5%増となり、2022年度まで3年間は年率1.8%増であったと試算される（図表16）。

【図表16】国民医療費等の推移



（出所）厚生労働省資料「令和4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いる。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^{※15}を全ての都道府県で80%以上とする目標を掲げていたが、2023年3月時点で目標は達成されている。

しかしながら、金額ベースでは普及の効果ができていないとして、厚生労働省はジェネリック医薬品の使用比率目標を金額ベースで設置する方向であると、2023年8月に報道された。

◆ 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 17）。

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 17 】 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 23/6期	扶桑薬品工業 4538 23/3期	日本ケミファ 4539 23/3期	富士製薬工業 4554 22/9期	ダイト 4577 23/5期	
売上高	百万円	22,052	51,015	31,559	35,426	45,101	
規模 経常利益	百万円	4,091	2,215	58	3,725	5,169	
総資産	百万円	28,464	72,466	48,571	75,538	70,552	
収益性	自己資本当期純利益率	%	13.6	4.6	1.8	7.9	7.3
	総資産経常利益率	%	15.0	3.1	0.1	5.3	7.6
	売上高営業利益率	%	19.3	4.3	-0.8	10.7	11.5
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	11.2	2.8	-0.2	-0.8	0.1
	経常利益（同上）	%	20.0	27.6	-42.6	-3.7	-1.8
	総資産（同上）	%	7.5	1.6	1.9	7.5	9.2
安全性	自己資本比率	%	73.5	49.2	38.1	47.4	71.8
	流動比率	%	417.1	151.8	226.4	144.8	263.6
	固定長期適合率	%	28.6	66.5	44.8	79.2	54.5

（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 18 に列挙した（図表 18）。

【図表 18】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使用促進のための新たな施策（数量ベースから金額ベース）を公表する可能性 ・ジェネリック医薬品の使用比率（数量ベース）が比較的低い注射剤に強みがあること ・受託医薬品製造の品目数増で蔵王工場の稼働率向上期待 ・研究開発本部傘下に受託開発部門を設置したことでの受託事業成長の加速 ・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。

機会を補足すると、ジェネリック医薬品の数量ベースでの使用比率は 80%を超えたものの、厚生労働省は、前述（P33）のように金額ベースでの新たな促進策を打ち出す方向にあると思われる。また、数量ベースであっても、注射剤の薬効分類「その他の腫瘍用薬」に限ると 6

割弱（図表 10）であることから、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 19）。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。既に、上場 5 周年記念株主優待を実施した。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 周年を迎えた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 円分を贈呈した。

【 図表 19 】 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 株当たり配当金予想は、利益成長を背景に 2024/6 期も増配を見込んでいる。株価 718 円を前提に期末時点で 1 年以上 200 株を保有した場合の利回りは、会社公表ベースでは 3.03%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、4 月 4 日高値 760 円から調整局面に転じ、7 月 10 日には安値 639 円まで下落した。その後、本決算公表（8 月 10 日木曜日、11 日金曜日は祭日）や厚生労働省がジェネリック医薬品の普及を一段と後押しするために金額ベースでの使用比率目標を新設する方針との報道（8 月 17 日付け日本経済新聞）を手掛かりに、同社の株価は見直される動きにあり、9 月 8 日時点では 700 円台前半まで反発している。

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。