

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：2025/9/24

アルファ・ウイン 調査部

<http://www.awincap.com/>

● 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。

業績動向

- ・2025/6 期連結業績は、売上高 23,269 百万円(前期比 5.1%増)、営業利益 5,355 百万円(同 22.2%増)であった。売上高は7期連続増収、営業利益以下は6期連続で過去最高を更新、売上高営業利益率 23.0%は上場来初めて20%の大台を超え、かつ3期連続で過去最高の利益率更新となった。同社の期初計画との比較では、売上高は僅かに下回り、営業利益は原薬販売、及び医薬品製造販売の2事業とも上回った。
- ・原薬販売事業の外部顧客への売上高(以下、外部売上高)は、14,600 百万円(前期比 6.3%増)であった。中枢神経用薬、及び腫瘍用薬向け用原薬が近年上市した品目の拡販により好調だった。セグメント利益は3,215 百万円(同 16.1%増)で、セグメント利益率は前期比 2.3%ポイント上昇の 20.2%と上場来最高の利益率となった。
- ・医薬品製造販売事業の売上高は 8,668 百万円(前期比 3.2%増)、セグメント利益は 2,136 百万円(同 25.7%増)であった。大幅な増益となったのは、2025 年年初以降、蔵王工場において「マキサカルシトール静注透析用シリンジ(以下、マキサ)」の増産体制が整ったことや、期初から取り組んできた一部製品の製造受託価格引き上げなどの増収要因が、主力製品の錠剤において競合による参入の影響などの減収要因を上回ったことによる増収効果が主因である。

競争力

- ・同社の原薬販売事業の顧客は、国内のジェネリック医薬品メーカーが過半である。自社の医薬品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、プレフィルドシリンジとバイアル液剤・凍結乾燥ラインで少量多品種生産に適応するという、業界でも稀有な存在となっている。

経営戦略

- ・原薬販売事業においては、既存顧客における新規取引品目の増加が、過去数期の売上高伸長の要因となっている。具体的には、2016 年頃からジェネリック医薬品メーカーに対して新製品の開発段階から原薬の営業を積極的に行ったことに伴う取引品目増が大きく貢献した。
- ・医薬品製造販売事業において、2018/6 期はマキサ、2019/6 期は炭酸ランタンOD錠の生産が本格化した。特に前者はプレフィルドシリンジという先発品にない剤形であることから需要が旺

盛である。それを受けて 2023 年 12 月、同社は蔵王工場の敷地内に第二工場を新設することを公表した。プレフィルドシリンジの年産能力は、蔵王工場の 3 直体制で約 480 万本(1 直体制:340 万本)に対し、新設計画の第二工場の年産能力は 1,200 万本(1 直体制)にのぼる。

- ・2024 年 4 月、同社は長期事業計画の財務目標を開示した。蔵王第二工場建設計画が決定されたことを反映し、2030/6 期連結売上高 400 億円(2025/6 期比 1.7 倍)、営業利益 80 億円(同 1.5 倍)を目標値としている。事業別の売上高目標は開示していないが、営業利益目標は、原薬販売事業 40 億円、医薬品製造販売事業 40 億円としている。長期事業計画達成に向け、新たに 2028 年 6 月期連結売上高 31,900 百万円、営業利益 6,530 百万円を目標とする中期経営計画を 2025 年 8 月に開示した。

業績予想

- ・2026/6 期連結業績予想を同社は前期比 10.4%増収、同 1.4%営業増益とし、一株当たり配当金(期末のみ)は、同 1.0 円増配の 17.0 円としている。
- ・アルファ・ウイン調査部(以下、当調査部)の 2026/6 期連結業績予想は、売上高は会社予想並みの 25,700 百万円(前期比 10.4%増)、営業利益は会社予想を上回る 5,530 百万円(同 3.3%増)、一株当たり配当金(期末のみ)は、前期比 2.0 円増配の 18.0 円である。会社予想を上回る配当を予想するのは、同社が配当について「原則、每期増配」とする従来の配当方針に加え、「配当性向 20%以上を目安に総合的に判断し、決定する」との新たな指針を示したためである。また、当調査部では、2027/6 期以降の業績も増収増益が続くと予想している。

株主還元等

- ・同社の株主優待制度は、決算期末株主を対象に QUO カードを 200 株以上保有者に 1,000 円分、200 株以上かつ 1 年以上継続保有者には 2,000 円分を贈呈している。
- ・当調査部では、2026/6 期以降も増配が続くと予想している。
- ・同社の株価は、2025 年 6 月 26 日安値 666 円を底に上昇基調にある。2025/6 期決算の開示は 8 月 8 日の後場取引時間中であつたがその後も上昇基調は変わらず、8 月 18 日には高値 776 円に達した。その後はもみ合いとなったが、全体相場の上昇もあり、9 月 11 日には高値 814 円まで上昇した。同社の堅調な業績見通しを評価する動きは続いているようだ。
- ・9 月 12 日終値 788 円を前提に期末時点で 1 年以上 200 株を保有した場合、2026/6 期会社予想配当と株主優待を合計した利回りは 3.43%と試算される。

投資に際しての留意点

- ・2025 年 6 月期の定時株主総会招集通知によると、2025 年 6 月末の筆頭株主は、代表取締役社長の資産管理会社であり、第 3 位株主である代表取締役社長との合計の持株比率は 47.36%と過半に近い。会社法の定めにより、持株比率が 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 (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)
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	22,134	0.4	4,382	3.1	4,368	6.7	2,946	9.6	74.14	594.79	13.0
2025/6	23,269	5.1	5,355	22.2	5,375	23.1	3,637	23.5	86.38	667.66	16.0
2026/6 CE	25,700	10.4	5,430	1.4	5,430	1.0	3,640	0.1	86.42	-	17.0
2026/6 E	25,700	10.4	5,530	3.3	5,530	2.9	3,730	2.5	88.56	740.22	18.0
2027/6 E	27,280	6.1	5,640	2.0	5,620	1.6	3,780	1.3	89.75	741.96	19.0
2028/6 E	31,700	16.2	6,280	11.3	6,260	11.4	4,260	12.7	101.14	824.10	22.0

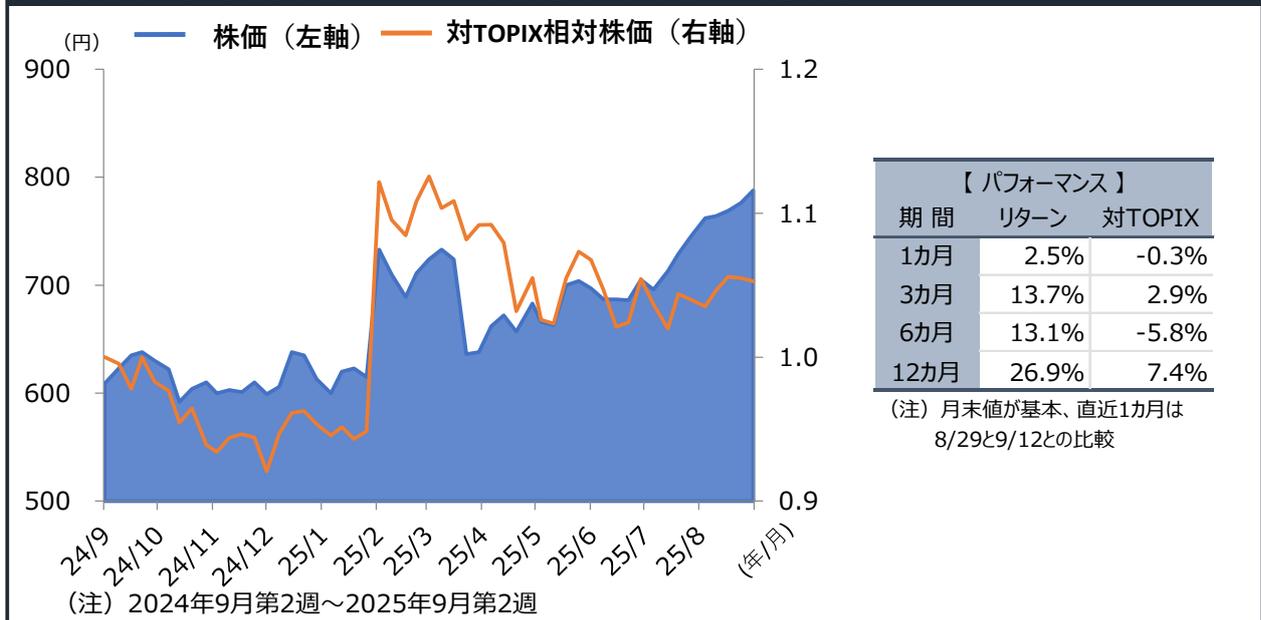
(注) 連結決算、CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【 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	2025/9/12	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	788	前期実績	9.1	1.2	2.0%	18.5%
発行済株式数 (千株)	42,119	今期予想	8.9	1.1	2.3%	20.3%
時価総額 (百万円)	33,190	来期予想	8.8	1.1	2.4%	21.2%
潜在株式数 (千株)	-	来々期予想	7.8	1.0	2.8%	21.8%
前期株主資本配当率	2.5%	前期末自己資本比率		77.9%	前期ROE	13.7%

(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. 直近期業績と今期の同社の見通し	P12
2025年6月期業績	P12
コア商事ホールディングスの2026年6月期業績予想	P14
コア商事ホールディングスの2028年6月期目標値	P15
4. 成長戦略	P17
コア商事ホールディングスの長期財務目標	P17
5. 業績予想	P19
アルファ・ウイン調査部の2026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. 企業統治とSDGs	P23
コア商事ホールディングスの取組み	P23
企業統治 (Governance)	P26
8. 成長の軌跡	P28
沿革	P28
過去の業績推移	P29
9. 業界環境	P34
膨れ上がるわが国の医療費	P34
同業他社比較	P34
10. アナリストの視点	P36
コア商事ホールディングスの強みと課題	P36
株主還元	P37
株価について	P37

1. 会社概要

◆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。

◆ ジェネリック医薬品の原薬販売及び製造販売

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。

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製造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いる。ジェネリック医薬品原薬輸入における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】子会社の事業内容

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用原薬の輸入販売
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、医薬品の製造受託
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) 有価証券報告書等に基づきアルファ・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、医薬品製造販売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 (2024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	15,455	2,765	原薬販売事業	15,455	2,769
コアイセイ	8,133	1,568	外部顧客への売上高	13,734	-
			内部売上高	1,721	-
			医薬品製造販売事業	8,399	1,699
			調整額	-1,721	-87

(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

- ◆ 超高齢社会で必要とされる医薬品企業であり続けるため、企業理念は、「ジェネリックのベストパートナー」としている。

◆ 企業理念

同社のビジョンは「加速する“超高齢社会”で必要とされる医薬品企業であり続けるために」とし、企業理念は、「ジェネリックのベストパートナー」としている。

企業理念に基づくコーポレート・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、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。

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 62.7% (2025/6 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。このうち約 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3}の約 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3) 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：横浜医薬分析センター) ・関西 (大阪府大阪市：大阪社屋内医薬分析センター) 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しているほか、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) を擁している。さらに、24 年 6 月にはコアアイセイ蔵王工場内に蔵王倉庫を稼働させた。

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4}) を行っている。こうしたサービスは、ジェネリック医薬品メーカー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際の支援の一環として、医薬分析センターが行うものであり、単なる商社機能にとどまらない付加価値を顧客に提供する、という同社の姿勢が表れている。

注4) 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

大阪社屋医薬分析センターは、2024/6 期に行った改修工事により能力としての検体品目数が倍増した。それに合わせて、横浜医薬分析センターでは業務の一部を大阪社屋医薬分析センターへ移管し、生まれた時間やスペースを活用して、ジェネリック医薬品の新規承認取得に求められるサポート業務のさらなる体制強化が図られた。

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や、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。その成果を仕入先である原薬メーカー等に技術導出することで、仕入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。

この点について、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通じて MF 登録申請を行う必要がある。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、彼らの管理人となるなど、ジェネリック医薬品の原薬と中間体の輸入販売業務を行っている。

また、海外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。

認定を申請するのは海外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もできる。コア商事は、外国製造業者認定申請代理人として 50 近い海外医薬品メーカーに代わって認定手続きを行っており、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 37.3% (2025/6 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ベイである。

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5}はアンプル^{注6}、バイアル^{注7}、シリンジ^{注8}と多様だが、全剤形に対応した生産が可能である（図表 3）。

注 5) 剤形（ざいけい）

目的、用途に応じた適切に整形された形自体を意味している

注 6) 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 7) 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 8) 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

【 図表 3 】 コアアイセイが医療用医薬品で製造販売できる剤形一覧



注射剤製品一覧(バイアル、アンプル)

マキサカルシトール(シリンジ)

経口剤

(出所) 決算説明会資料より抜粋

コアアイセイは、1956年に山形県医師会の要望で創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。現在の社名に変更したのは2015年である。

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、各地方にMR^{注9}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40品目の医薬品を手掛けている。

注 9) MR

医薬情報担当者（Medical Representative）を指している。医療従事者を訪問する等により医薬品の適切な使用法や情報を提供、または収集して医薬品メーカーに報告することが主な業務である。自社製品の情報を伝えるため、製薬メーカーの営業職に相当する。MRになるためには、MR財団法人医薬情報担当者教育センターにてMR認定資格を取得する必要があり、5年に一度の更新が必要となっている

2016年5月、コアアイセイは山形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10}」を効能・効果とするマキサ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。

◆「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。

注 10) 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

マキサは、薬液が既に注入してあるプレフィルドシリンジ形態で、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いる。マキサはジェネリック医薬品だが、先発品（中外製薬から LTL ファーマが承継）の剤形はアンプル、他のジェネリック医薬品メーカーの剤形もアンプルで、プレフィルドシリンジの剤形が無い。加えて同業他社がプレフィルドシリンジを今後開発・販売する可能性も低い。このため、同社製品の競争力は今後も維持される可能性が高く、旺盛な需要を獲得し続けよう。

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 11)}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（図表4）。

注 11) 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

【図表4】蔵王工場の概要

所在地	山形県山形市蔵王松ヶ丘二丁目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 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

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。

蔵王工場の敷地内に医薬品製造販売事業の新倉庫を2024/6期に設置した。原材料の安定在庫の確保及び製造品目数の増加への対応力強化を図るためである。具体的にはマキサの増産計画に対応し、炭酸ラン

タンとセファゾリンの安定供給に資するものである。

2023年12月には、蔵王工場の敷地内に蔵王第二工場を新設することを公表した。総床面積は、蔵王工場の3,329㎡に対して、蔵王第二工場は3,296㎡とほぼ同規模である（詳細は成長戦略16ページ）。

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。

3. 直近期業績と今期の同社の見通し

◆ 2025年6月期業績

- ◆ 25/6 期は、売上高では 7 期連続増収、営業利益以下では 6 期連続で過去最高を更新した。

同社の 2025/6 期連結業績は、売上高が前期比 5.1%増の 23,269 百万円、営業利益は同 22.2%増の 5,355 百万円、経常利益は同 23.1%増の 5,375 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 23.5%増の 3,637 百万円となり、売上高は 7 期連続増収、営業利益以下は 6 期連続で過去最高を更新、売上高営業利益率 23.0%は上場来初の 20%の大台超え、かつ 3 期連続での過去最高の利益率更新となった。

また、期初から据え置かれていた会社予想（売上高 23,350 百万円、営業利益 4,620 百万円）に対しては、売上高は若干未達ながらも営業利益は大きく上回った（図表 5）。

【 図表 5 】 2025 年 6 月期の会社予想と実績との比較

(単位：百万円)

	2024.6期	2025.6期	前期比		2025.6期	予想比	
	実績	実績		%	業績予想		%
売上高	22,134	23,269	1,135	105	23,350	△81	100
原薬セグメント	15,455	15,930	475	103	15,890	40	100
原薬セグメント (外販)	13,734	14,600	866	106	14,690	△90	99
内販	1,721	1,330	△391	77	1,200	130	111
医薬品セグメント	8,399	8,668	269	103	8,660	8	100
調整額	△1,721	△1,330	391	-	△1,200	△130	-

(出所) 決算説明会資料

原薬販売と医薬品製造販売の 2 つが報告セグメント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 (以下、事業売上高) は 15,930 百万円 (前期比 3.1%増)、セグメント利益は 3,215 百万円 (同 16.1%増) であった。外部顧客への売上高 (以下、外部売上高) は 14,600 百万円 (同 6.3%増)、セグメント間の内部売上高又は振替高は 1,330 百万円 (同 22.7%減) であった。

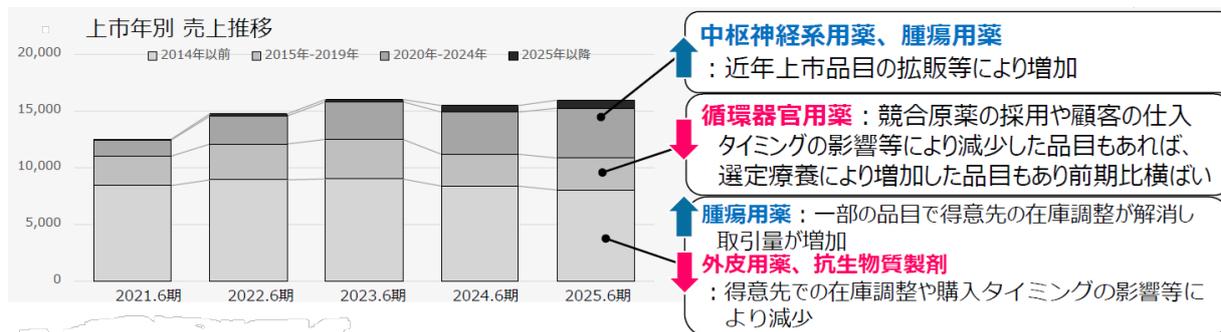
原薬販売事業のセグメント利益率は前期比 2.3%ポイント上昇の 20.2%と上場来最高となった。採算性向上は、2020 年から 2024 年に上市された利益率の高い医薬品向け原薬や、2025 年以降に上市を目指している開発中医薬品向け原薬の拡販が貢献した (図表 6)。

- ◆ 2020 年～2024 年に上市された医薬品向けの品目が増収に貢献している。

薬効別では、循環器官用原薬、及び抗生物質製剤用原薬などで顧客先での在庫調整があったものの、中枢神経用薬や腫瘍用薬向け用原薬が近年上市した品目の拡販により好調だったことなどで挽回したことによりセグメント全体としては増収となった。

【 図表 6 】 上市年代別売上高推移

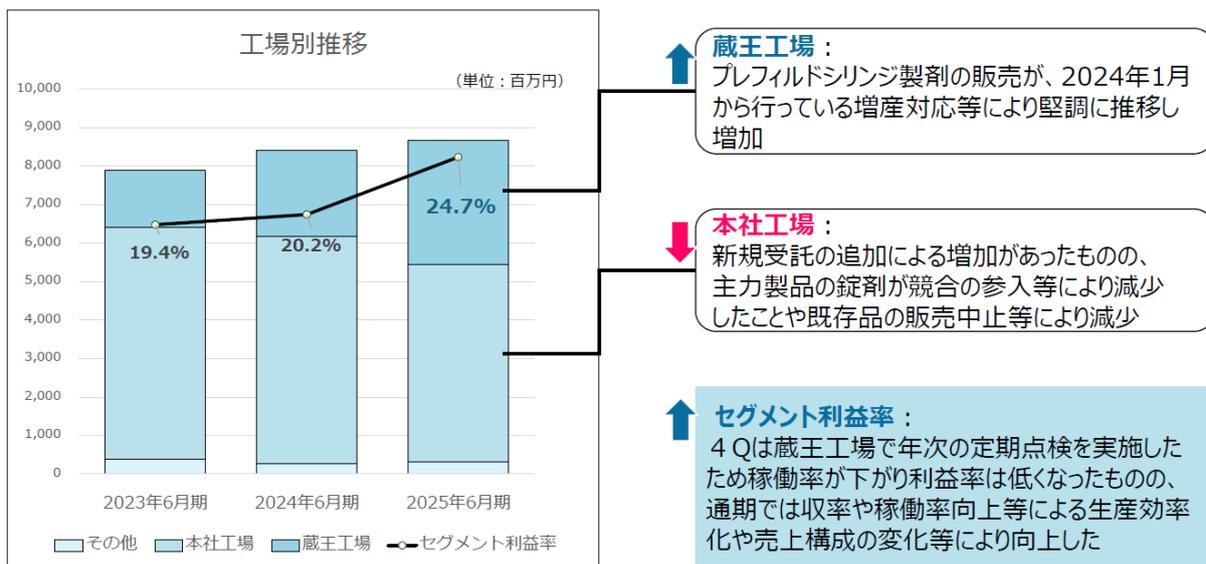
(単位：百万円)



(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、8,668 百万円（前期比 3.2%増）、セグメント利益は 2,136 百万円（同 25.7%増）であった。2024 年年初以降蔵王工場のシリンジライン増産体制が整ったことで増収になったことや、期初からの一部製品の製造受託価格引き上げが貢献し、主力製品の錠剤が競合による参入の影響で減少したことを吸収した。

【 図表 7 】 医薬品製造販売事業の工場別売上高推移



(出所) 決算説明会資料

医薬品製造販売事業のセグメント利益率は前期比 4.5%ポイント上昇の 24.7%と上場来最高となった。売上高のプラス要因となったシリンジライン増産体制整備に伴う生産性上昇と、期初からの一部製品の製造受託価格引き上げが採算性を高めた。

◆ コア商事ホールディングスの2026年6月期業績予想

2026/6期連結通期業績について、売上高 25,700 百万円（前期比 10.4%増）、営業利益 5,430 百万円（同 1.4%増）、経常利益 5,430 百万円（同 1.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,640 百万円（同 0.1%増）と、売上高は 8 期連続増収、営業利益以下は 7 期連続で過去最高の更新を計画している。

【図表 8】コア商事ホールディングスの業績予想と目標値 (単位：百万円)

	2025/6期	2026/6期計画		2028/6期目標	
	実績	計画値	前期比	目標値	年率成長
売上高	23,269	25,700	10.4%	31,900	11.1%
原薬販売事業	15,930	17,820	11.9%	20,930	9.5%
外部売上高	14,600	16,620	13.8%	19,730	10.6%
セグメント間の内部売上高又は振替高	1,330	1,200	-9.8%	1,200	-
医薬品製造販売事業	8,668	9,080	4.8%	12,170	12.0%
営業利益	5,355	5,430	1.4%	6,530	6.8%
原薬販売事業	3,215	3,300	2.6%	3,600	3.8%
医薬品製造販売事業	2,136	2,150	0.7%	2,900	10.7%
調整額	3	-20	-	30	-

(注) 年率成長は 2025/6 期を起点とする 2028/6 期までの年率成長を指す、事業別営業利益はセグメント利益を指す (出所) 決算短信、及び決算説明会資料に基づきアルファ・ウイン調査部作成

原薬販売事業の同社想定は、外部売上高 16,620 百万円（前期比 13.8%増）、セグメント利益 3,300 百万円（同 2.6%増）。売上高において前期比 13.8%増と期初から二桁増収を計画するのは、相場初めのことである。これは品目一つ一つの予想売上高を積み上げたことによるもので、背景には 2025/6 期の売上高のマイナス要因であった一部の顧客先での在庫調整が早々に一巡し、販売活動が正常化すること等を想定している。

原薬販売事業での原薬購入時の為替取引はドル決済が過半である。2025/6 期における円・ドル相場の実勢レートは 150 円/ドルであったが、2026/6 期は 153 円/ドルと、現下の円/ドルレートより円安の水準で保守的に想定されている。併せて、同社では為替予約や為替連動型の取引等によって、為替リスクの抑制に努めている。

医薬品製造販売事業の同社想定は、売上高 9,080 百万円（前期比 4.8%増）、セグメント利益 2,150 百万円（同 0.7%増）。主なプラス要因は蔵王工場シリンジラインのさらなる増産とその他の注射剤の拡販を見込んでいること、主なマイナス要因は、2026/6 期において本社工場で製造している錠剤の主力製品への競合の参入や薬価改定の影響を見込んでいることなどである。

1 株当たり年間配当金は、2025/6 期予想の 16.0 円（株主総会前のため

予想) から 17.0 円へと前期比 1.0 円の増配を予想している。

◆ コア商事ホールディングスの 2028 年 6 月期目標値

同社は長期財務目標(後述)達成のため中期経営計画を新たに策定し、2028/6 期連結業績の目標値として、新たに売上高 31,900 百万円、営業利益 6,530 百万円を掲げた。事業別では原薬販売事業の事業売上高 20,930 百万円、セグメント利益 3,600 百万円、医薬品製造販売事業では売上高 12,170 百万円、セグメント利益 2,900 百万円である(図表 8)。

この目標数値は、2025/6 期を起点とする中期 3 カ年計画と捉えると、年率成長は売上高 11.1%、営業利益 6.8%となり、事業別では原薬販売事業の事業売上高は 9.5%、セグメント利益 3.8%、医薬品製造事業では売上高 12.0%、セグメント利益 10.7%となる。

事業基盤強化への取り組みとして原薬販売事業では以下の 7 つの項目を掲げている。

- ① 2030 年 6 月期目標達成に向けた蓋然性のある成長
- ② サプライチェーンの強化と多様化
- ③ DX 推進と AI 技術の業務活用
- ④ 「医薬品専門商社」に向けた新規事業の推進
- ⑤ 進化するニーズに応えるバックオフィス
- ⑥ グループシナジーの強化
- ⑦ ESG への対応

3 つ目の「DX 推進と AI 技術の業務活用」は、新たな取り組みとして掲げられた。主に、医薬品メーカーの開発初期段階から安心・安全な原薬の提案活動を強化することを通じて新規採用品目を増加させるために、部門横断的な業務効率の可視化とスピードアップ、効率性向上を図る活動であり、既に開始している。

同様に医薬品製造販売事業でも、以下の 6 つの項目を掲げている。

- ① 業務全般にわたるコンプライアンス意識の向上
- ② 開発提案型の受託事業 (CDMO^{注 12)} 戦略推進
- ③ 蔵王工場受託事業の本格展開
- ④ グループシナジーの強化による新規開発検討
- ⑤ 経営計画に基づく投資計画、修繕計画による安心・安全な医薬品の安定供給
- ⑥ 企業指標を踏まえた安定供給体制の実践と適正価格販売の実施

注 12) CDMO

Contract Development and Manufacturing Organization の略。医薬品開発製造受託機関、つまり、製薬企業などから医薬品の開発業務と製造業務を受託する企業・機関を指している。

2 つ目の CDMO 戦略推進と 3 つ目の受託事業の本格展開は、蔵王第二工場でのプレフィルドシリンジの製造の稼働率を上げ、蔵王工場でもバイアルの受託製造の新規受注を目指している。

中期 3 カ年計画の医薬品製造販売事業の要は、現在工事中の蔵王第二工場で 2027 年 7 月稼働開始予定（図表 9）である。したがって、医薬品製造販売事業の業績は、2028/6 期に大きく伸長する可能性が高くなっている。

【図表 9】蔵王第二工場稼働後の製造ラインイメージ

	蔵王工場	蔵王第二工場	本社工場
総床面積	3,329㎡	3,296㎡	3,167㎡
生産品目	注射剤プレフィルドシリンジ (生産能力年産480万本(3直体制)) 注射剤バイアル 凍結乾燥製剤	注射剤プレフィルドシリンジ (生産能力年産1,200万本)	錠剤 (OD錠含む) 注射剤
特徴	少量・多品種生産	大量・少品種生産	固形剤・注射剤生産
備考		2026年6月竣工予定 2027年7月稼働予定	

(注)プレフィルドシリンジの生産能力は容量が1~2mlを指している。総床面積は事務スペースを除く
(出所)決算説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

蔵王第二工場の竣工予定は 2026 年 6 月だが、1 年間の準備期間を経て 2027 年 7 月に稼働する予定である。2025 年 8 月時点において、当初の目論み通りの投資額と工事の進捗である。

蔵王第二工場では、注射剤プレフィルドシリンジに特化した製造ラインを設置予定だが、この製造ラインは現在製造販売しているマキサを、余力を持って安定的に供給できる体制を構築するものである。

注射剤プレフィルドシリンジは、製造時点で薬剤が封入してある使い捨てタイプの注射剤である。感染予防、針刺事故の危険性軽減、薬剤調整にかかる時間の短縮等の利点から、注射剤プレフィルドシリンジは、無菌製剤や大量生産が可能なワクチン製剤、バイオ医薬品でも採用が進んでおり、今後の伸びしろの大きな医薬品の剤形である。したがって、新たな医薬品を製造受託する機会は大きいと見て営業活動を展開中である。

蔵王第二工場の稼働時のプレフィルドシリンジ生産能力の半分は、現時点で製造を受託できると既に読めている状況であり、第二工場稼働時に向けてさらに製造受託品目を増やすべく検討を進めているようである。

4. 成長戦略

◆ コア商事ホールディングスの長期財務目標

- ◆ 30/6 期の目標として、売上高 400 億円 (25/6 期比 1.7 倍)、営業利益 80 億円 (同 1.5 倍) を同社は掲げている。

同社は長期財務目標値として、2030/6 期連結業績として売上高 40,000 百万円 (2025/6 期比 1.7 倍)、営業利益 8,000 百万円 (同 1.5 倍) を掲げている (図表 10)。事業別の売上高目標値は開示していないが、セグメント利益は、原薬販売事業、医薬品製造販売事業ともそれぞれ 40 億円としている。

【図表 10】コア商事ホールディングスの長期財務目標

財務	2024年6月期 (実績)	2025年6月期 (実績)	2026年6月期 (業績予想)	2028年6月期 (中期目標)	2030年6月期 (長期目標)
連結売上高 (内部取引除く)	22,134	23,269	25,700	31,900	40,000
連結営業利益	4,382	5,355	5,430	6,530	8,000
ROE	12.8%	13.7%	12%以上		更なる向上 を目指す

(単位：百万円)

(出所) 決算説明会資料

<原薬販売事業>

原薬販売事業については、原薬輸入商社から医薬品専門商社への発展を目指している。具体的にはジェネリックのみならず、長期収載品^{注13}と AG^{注14}を対象とする原薬販売である。また、新しいモダリティ (治療手段) への対応として、「ライセンスイン活動」を推進している。

注 13) 長期収載品

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

注 14) AG (Authorized Generic)

先発医薬品メーカーから許諾を得て承認される、原薬、添加物及び製法等が新薬と同一のジェネリック医薬品を指している

長期収載品、及び AG について、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、長期収載品向けの原薬供給は 2025/6 期末 16 品目と前期末比 1 品目増となっている。AG 向けの原薬供給はまだないものの、同様の営業戦略を展開中である。

新しいモダリティにも、戦略的な対応を進めている。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あり、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。

ライセンスイン活動とは、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ことを指している。

<医薬品製造販売事業>

医薬品製造販売事業については、目指すべき姿を従来の「注射剤を主としたジェネリック医薬品メーカー」から、「特長のある注射剤国内トップメーカー」へと変更している。蔵王第二工場建設計画により、長期目標の具現化が見通せるようになってきたためである。

◆薬価引き下げ影響を受けにくい注射剤で、特長のある注射剤国内トップメーカーを目指す。

蔵王工場の注射剤バイアルラインは、2024/6期より抗がん剤ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液の生産が始まった。抗がん剤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他の注射剤生産の引き合いがあるようだ。バイアルラインについても、幾つかの商談が進行中の模様である。

図表 11 は、令和 6 年薬価調査結果の抜粋である。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 6.4%、3.5%、6.8% であり、相対的に注射薬は薬価引き下げ影響を受けにくいといえる。

【 図表 11 】 令和 6 年薬価調査結果の抜粋

投与形態別	主要薬効別	乖離率 (%)
内用薬		6.4
注射薬	その他の腫瘍用薬	3.0
	他に分類されない代謝性医薬品	5.1
	血液製剤類	1.3
	その他のホルモン剤	5.3
	その他の生物学的製剤	2.1
	注射薬全体	3.5
外用薬		6.8

(出所) 中央社会保険医療協議会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

5. 業績予想

◆ アルファ・ウイン調査部の2026年6月期業績予想

当調査部による2026/6期連結業績予想は、営業利益以下の利益において会社予想を上回ると予想する。すなわち、売上高25,700百万円（前期比10.4%増）、営業利益5,530百万円（同3.3%増）、経常利益5,530百万円（同2.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益3,730百万円（同2.5%増）である（図表12）。

【図表12】中期業績予想

（単位：百万円）

決算期	2025/6	2026/6CE	2026/6E	2027/6E	2028/6E
売上高	23,269	25,700	25,700	27,280	31,700
原薬販売事業	15,930	17,820	17,820	19,200	20,700
外部顧客への売上高	14,600	16,620	16,620	18,100	19,700
セグメント間の内部売上高又は振替高	1,330	1,200	1,200	1,100	1,000
医薬品製造販売事業	8,668	9,080	9,080	9,180	12,000
売上総利益	7,697	8,230	8,230	8,490	9,280
対売上高比率	33.1%	32.0%	32.0%	31.1%	29.3%
販売費及び一般管理費	2,342	2,800	2,700	2,850	3,000
対売上高比率	10.1%	10.9%	10.5%	10.4%	9.5%
営業利益	5,355	5,430	5,530	5,640	6,280
対売上高比率	23.0%	21.1%	21.5%	20.7%	19.8%
原薬販売事業セグメント利益	3,215	3,300	3,350	3,450	3,650
医薬品製造販売事業セグメント利益	2,136	2,150	2,200	2,200	2,600
調整額	3	-20	-20	-10	30
経常利益	5,375	5,430	5,530	5,620	6,260
対売上高比率	23.1%	21.1%	21.5%	20.6%	19.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,637	3,640	3,730	3,780	4,260
対売上高比率	15.6%	14.2%	14.5%	13.9%	13.4%

（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。CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想
（出所）決算短信、有価証券報告書よりアルファ・ウイン調査部作成

売上高予想については、事業別を含めて会社予想並みとした。事業別のセグメント利益予想については、原薬販売事業、医薬品製造販売事業とも会社計画はコスト前提がやや保守的と見て、営業利益予想は会社予想比100百万円増の5,530百万円、経常利益予想も同100百万円増の5,530百万円、親会社株主に帰属する当期純利益予想も同90百万円増の3,730百万円とした。

当調査部の従前予想である売上高24,750百万円、営業利益5,000百万円を増額修正した。事業別予想では、原薬販売事業の外部売上高は従前予想の15,500百万円から16,620百万円（前期比13.8%増）、同セグメント利益は3,000百万円から3,350百万円（同4.2%増）、医薬品製造販売事業の売上高は従前予想の9,250百万円から9,080百万円（同

◆ 25/6期業績は会社予想を上回ると予想する。

◆ 26/6 期の一株当たり配当金予想は、前期比 2.0 円増配の 18.0 円。

4.8%増)、同セグメント利益は 2,000 百万円から 2,200 百万円(同 3.0%増)、にそれぞれ修正する。従前予想を修正した主因は、2025/6 期実績が当調査部予想を上回ったためである。

当調査部予想の 2026/6 期 1 株当たり年間配当金は、2025/6 期決算発表時に会社側が「原則、每期増配」とする従来の配当方針に加え、「配当性向 20%以上を目安に総合的に判断し、決定する」との新たな指針を示したに基づき、会社予想を 1.0 円上回る前期比 2.0 円増配の 18.00 円(配当性向 20.3%)とした。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

当調査部予想において、原薬販売事業については、上市に向けた開発段階にある中長期的に成長が見込まれる品目や、今後のジェネリック医薬品のさらなる利用拡大により成長を見込む品目が牽引する形で売上高は堅調な伸びを、セグメント利益率は前 2025/6 期からやや低下傾向と保守的に想定している。

医薬品製造販売事業においては、2027 年 7 月に稼働予定の蔵王第二工場でのシリンジ関連の多大な貢献により医薬品製造販売事業売上高が大幅な増収となるとともに、セグメント利益も大幅増益を果たすと見込んだ。

◆ 26/6 期以降の一株当たり配当金は、每期 1.0 円増配へ。

一株当たり年間配当金は 2027/6 期以降も每期 1.0 円以上の増配の可能性があると見込んでいる。

具体的には、当調査部の 2027/6 期連結業績予想は、売上高 27,280 百万円(前期比 6.1%増)、営業利益 5,640 百万円(同 2.0%増)、経常利益 5,620 百万円(同 1.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 3,780 百万円(同 1.3%増)、一株当たり配当金は前期比 1.0 円増配の 19.0 円(配当性向 21.2%)である。

原薬販売事業については、外部売上高は 18,100 百万円(前期比 8.9%増)、セグメント利益は 3,450 百万円(同 3.0%増)と予想した。医薬品製造販売事業については、売上高 9,180 百万円(前期比 1.1%増)、セグメント利益 2,200 百万円(同横ばい)と予想した。

医薬品製造販売事業を微増収、セグメント利益は前期比横ばい予想としたのは、マキサの販売数量は前期比横ばい、マキサを除く医薬品は薬価改定(薬価引き下げ)の影響による採算性の低下を想定したためである。プラス材料としては、受託を含む新規のジェネリック医薬品製造が挙げられるが、開示資料が乏しいことから売上貢献は少ないものとした。

2028/6 期連結業績予想は、売上高 31,700 百万円（前期比 16.2%増）、営業利益 6,280 百万円（同 11.3%増）、経常利益 6,260 百万円（同 11.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 4,260 百万円（同 12.7%増）とした。

一株当たり配当金は、仮に前期比 2.0 円増配の 21.0 円としても配当性向は 20.8%と前述の指針である配当性向 20%以上をクリアするが、当調査部では表記程度の業績を確保できる状況であれば、同社が配当性向を 2027/6 期の水準（21.2%）を下回る水準に決定することはないと想定し、前期比 3.0 円増配の 22.0 円（配当性向 21.8%）と予想した。

原薬販売事業は、2027/6 期と同様な展開を想定で、外部売上高は 19,700 百万円（前期比 8.8%増）、セグメント利益は 3,650 百万円（同 5.8%増）と予想した。

医薬品製造販売事業は蔵王第二工場稼働によるシリンジ関連の売上の大幅な伸びを想定し、売上高 12,000 百万円（前期比 30.7%増）、セグメント利益 2,600 百万円（同 18.2%増）と予想した。

6. 株主構成

◆ 代表取締役社長が実質筆頭株主

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。

2025年6月末時点の代表取締役社長と代表取締役社長の資産管理会社を合計した所有株式数は19,949千株、持株比率は47.36%と2024年6月末と比べてほぼ変化はない（図表13）。

日本マスタートラスト信託銀行（信託口）の持株比率が2024年6月末の1,332千株から2025年6月末では1,624千株に増加した。中長期保有目的であるとすれば、株価の安定化に資するものと思われる。

【図表13】上位株主

氏名又は名称	2020年6月末	2021年6月末	2022年6月末	2023年6月末	2024年6月末	2025年6月末	
						持株比率 (%)	持株比率 (%)
株式会社土師	3,962	15,848	15,848	17,829	17,829	17,829	42.33
公益財団法人首藤奨学財団	-	-	4,600	4,600	4,600	4,600	10.92
首藤 利幸	2,278	8,717	4,117	2,136	2,136	2,120	5.03
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	1,332	1,624	3.86
堀江 淳子	285	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	2.71
石綿 聡明	234	937	937	937	937	937	2.23
小角 真理	201	804	804	804	804	804	1.91
岡澤 明子	189	688	668	648	619	539	1.28
大塚 里津子	121	487	487	487	487	487	1.16
川口 謙	109	458	458	458	461	461	1.10
大澤 仁生	-	340	-	-	-	-	-
松井証券株式会社	90	-	-	-	-	-	-
J Pモルガン証券株式会社	89	-	-	-	-	-	-
上位株主計	7,288	30,046	31,456	30,435	30,348	30,541	72.53

(注)2020年11月5日及び2021年4月30日を基準日として1:2の株式分割を実施、2024年6月に新株式発行2,174千株、及び第三者割当増資326千株を実施、持株比率は自己株式を除外して計算

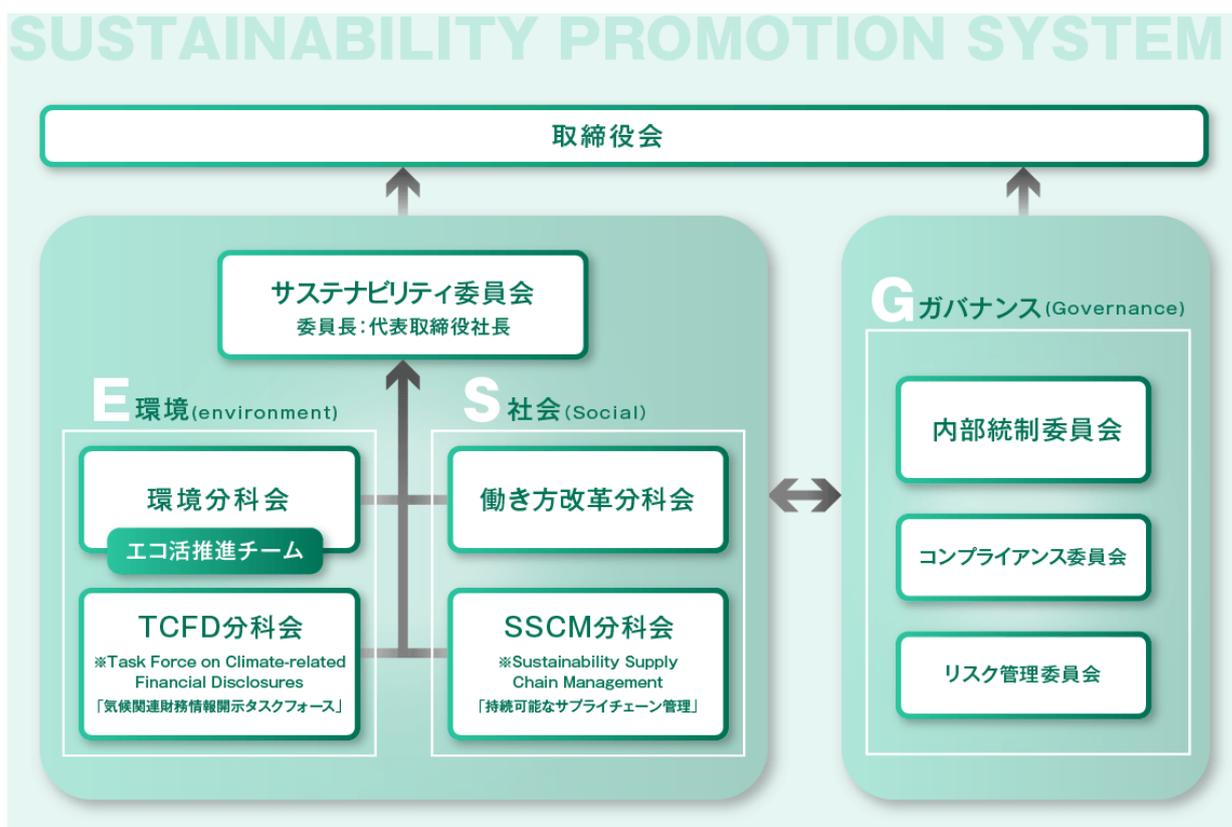
(出所)有価証券報告書、及び株主総会招集通知よりアルファ・ウイン調査部作成

7. 企業統治とSDGs

◆ コア商事ホールディングスの取組み

同社は、サステナビリティの観点から経営を推進することにより、会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の創出を図り、ステークホルダーの信頼に応えることを目的としてサステナビリティ委員会（図表 14）を設置している。

【 図表 14 】 コア商事ホールディングスのサステナビリティ概要



(出所)有価証券報告書

サステナビリティ委員会は、代表取締役社長である首藤利幸氏を委員長とし、取締役会の監督の下で、サステナビリティに関する事項の協議・検討を行っている。

サステナビリティに関する事項は多岐に亘るため、分科会として4つの分科会（環境分科会、働き方改革分科会、TCFD分科会、SSCM分科会）を設けている。ガバナンスに関する事項は、3つの委員会（内部統制委員会、コンプライアンス委員会、リスク管理委員会）を設け、サステナビリティ委員会との協議を図っている。

こうした同社の活動により、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」に合意したSDGs（持続可能な開発目標）の関与状況が開示されている。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15）。

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、首藤奨学財団に対する支援が挙げられる。首藤奨学財団の理事長は同社社長の首藤利幸氏である。首藤奨学財団は、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6名の体制である。

首藤奨学財団では、2025年9月からスタートした「令和7年度事業計画」で、神奈川県にゆかりのある医療及び医療基礎研究分野を専攻する奨学生90名程度を対象に、返済不要の給付型奨学金年間70万円を支給するとしている。

また、社会貢献活動の一環として、認定NPO法人AfriMedico、赤い羽根共同募金、日本赤十字社、日本ユニセフ協会に寄付をしている。このうち、認定NPO法人AfriMedicoは、「置き薬」の仕組みを利用し、医療アクセスが行き届かないアフリカ農村部へ薬を届ける活動を行っている。

【 図表 15 】 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 ⇒ スコープ1、2、3のGHG排出量を測定しHP上で「ESG Data2025」を公開 スコープ1ではCO ₂ 排出量(単位:tCO ₂ e)、23/6期1,621、24/6期1,627、25/6期1,578 スコープ2ではCO ₂ 排出量(単位:tCO ₂ e)、23/6期3,376、24/6期3,493、25/6期2,959 スコープ3ではCO ₂ 排出量(単位:tCO ₂ e)、24/6期75,287、25/6期82,868 ⇒ 社員主導の「エコ活推進チーム」を設置し従業員への啓もうや身近な取組みを推進 ☆LED利用の促進 ☆再生可能エネルギー ⇒ 再生可能エネルギーによって発電された電力の導入や非化石証書購入の検討 ☆環境法令遵守状況の確認 ☆気候変動リスクへの対応 ⇒ TCFDが推奨する複数の気候変動シナリオを選択し、リスクと機会を把握済み。 今後、リスクと機会の評価と分析を行い経営戦略に反映
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 ☆働き方改革 ⇒ 残業抑制(平均時間外労働時間、23/6期10.4時間、24/6期9.0時間、25/6期10.5時間) 時間単位有給制度や時差勤務制度等を採用 ☆ダイバーシティ ⇒ 女性活躍の推進、女性管理職登用比率、23/6期末14.3%、24/6期末22.9%、25/6期末22.1% 女性取締役比率、23/6期末18.2%、24/6期末27.3%、25/6期末27.3% グループ全社の女性比率、23/6期末45.8%、24/6期末47.1%、25/6期末46.1% ⇒ 育児休暇取得の推奨、育児休業取得率80%(25/6期)、育児休業復職率100.0%(25/6期) ☆教育・研修の活性化。職場環境の整備 ⇒ 管理職研修や経営者向け研修の継続、一般社員へのオンライン研修導入 ⇒ グループ横断で非管理職も対象とするバディチーム、1on1 MTG等の実施による 社内縦横間のコミュニケーション強化 ⇒ 平均昇給率の引き上げ等を通じて、従業員の生活支援を実施 ⇒ 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 ☆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、その結果を個別にフィードバック ☆社会貢献活動 ⇒ AfriMedico、赤い羽根共同募金、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)

スコープ1とは、事業活動に伴う燃料の燃焼、製品製造など企業及び組織が直接排出するGHG(Greenhouse Gas=地球温暖

化対策の推進に関する法律にて定められた二酸化炭素等7種類の温室効果ガス)を指す

スコープ2とは、事業活動に伴い購入した電気等の使用に伴う間接的に排出するGHGを指す

スコープ3とは、スコープ1及びスコープ2以外の部分であるその他の間接排出量を指す

(出所)ESG Data 2025 等よりアルファ・ウイン調査部作成

◆ 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遵守）委員会を設け、定期的に役職員向けの研修を実施している。グループ全役員を対象に毎月開催する経営者会議等においてコンプライアンス研修を実施しているほか、社員に対しては全社員が参加する社員会においてコンプライアンス研修を毎月実施しコンプライアンス意識の醸成を図っている。また、内部通報制度を定め、通常の報告ルートでは報告が難しいようなコンプライアンス違反や、違反のおそれがある行動に対する監視体制を敷いている。

2025年6月末時点の同社の役員は取締役11名、うち監査等委員5名である。役員のうち女性は3名でその比率は27.3%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。

2025年9月26日開催予定の株主総会では、監査等委員のうち3名が任期満了、また弁護士の矢野千秋氏は2025年8月1日に逝去により退任したため、新たに監査等委員3名（再任2名、新任1名）を選任し、監査等委員を1名減員して4名体制とすることが議案として上程されている。なお、新任候補の1名は弁護士である。

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した。内部統制委員会は、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周知するため、「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。

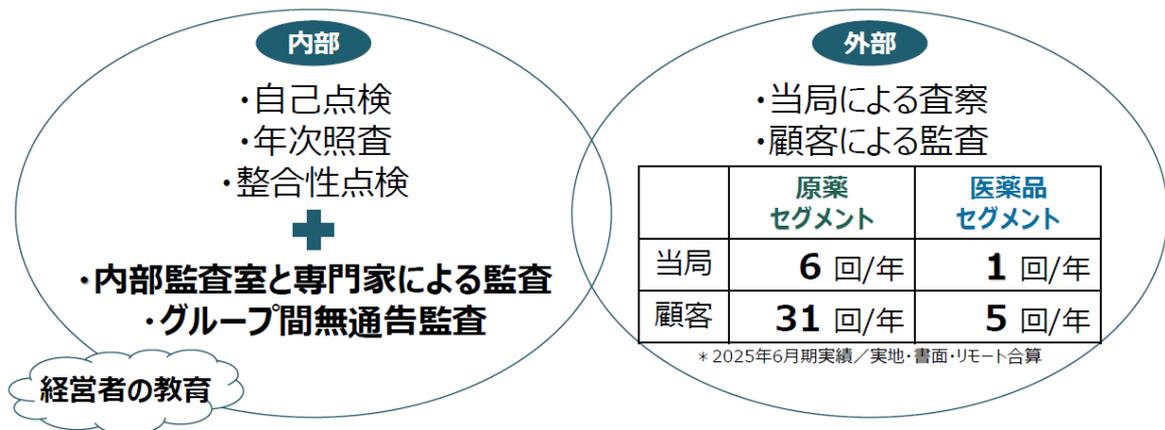
加えて、コーアイセイが公正取引委員会の立入り検査を受けた2019年1月22日を「コンプライアンスの日」と定め、記憶を風化させないように取り組んでいる。

◆ 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。

同社グループの信頼向上への取組みの一例として法令遵守、品質管理のチェック体制が挙げられる（図表16）。同社グループ会社に対して、お互いに予告なしの監査を実施している。2025/6期には、外部からは、所轄の都道府県や厚生労働省所管の独立行政法人である独立行政法人医薬品医療機器総合機構が原薬販売事業に対して年6回、医薬品製造販売事業に対して年1回実施した。顧客からの監査は、原薬販売事業に対して年31回、医薬品製造販売事業に対して年5回実施された。

【図表16】信頼への取組み



(注) 当局とは厚生労働省所管の独立行政法人である独立行政法人医薬品医療機器総合機構を指している
 (出所) 決算説明会資料

8. 成長の軌跡

◆ 沿革

現代表取締役社長の首藤利幸氏が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月にはコアイセイが蔵王新工場を新設。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月には新市場区分「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。

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。

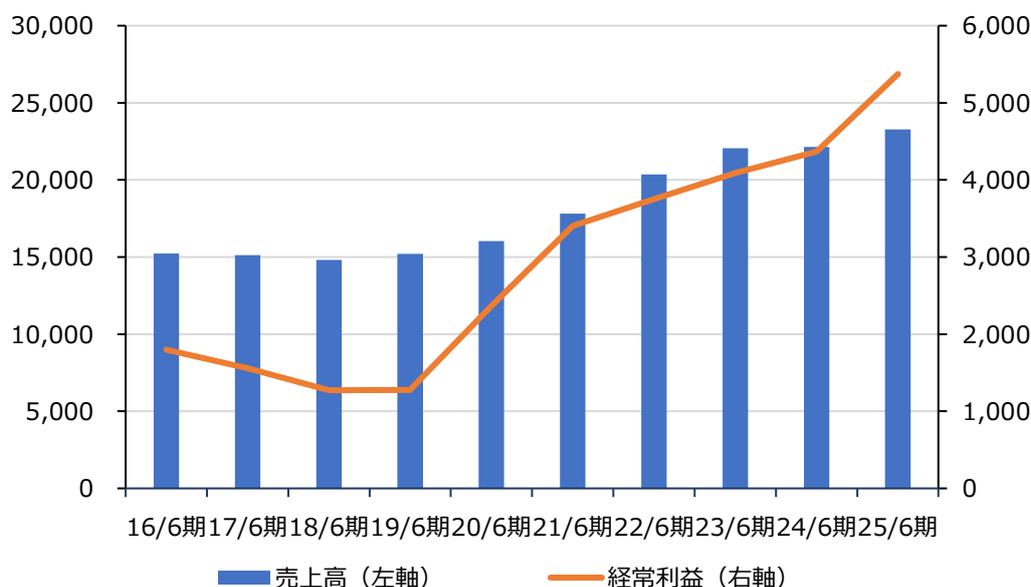
こうした基準が設けられている理由は、プライム市場を内外機関投資家の投資対象となり得るグローバル企業が上場する市場と位置付けているためである。

◆ 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している。2025/6 期に至る過去 10 期の連結業績は図表 17 の通りである。

【 図表 17 】 業績推移

(単位：百万円)



(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

<2021 年 6 月期>

2021/6 期連結業績は、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ない後発医薬品の割合」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。一部製品の製造受託・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 年 6 月期>

2022/6 期連結業績は、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を 4 期連続、営業利益、経常利益、親会社株主に帰属する当期純利益については 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。一部製品の製造受託・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。

<2023 年 6 月期>

2023/6 期連結業績は、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、売上高を 5 期連続、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、上場之际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。

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低下した。この低下は、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れているのは、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。

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。

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。

経常利益の前期比増減要因では、増収は 1,699 百万円の増益要因、原価増が 1,191 百万円の減益要因、販管費増は営業活動正常化等で 66 百万円の減益要因、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 百万円の減益要因となった。

<2024 年 6 月期>

2024/6 期連結業績は、売上高が前期比 0.4%増の 22,134 百万円、営業利益は同 3.1%増の 4,382 百万円、経常利益は同 6.7%増の 4,368 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 9.6%増の 2,946 百万円となり、売上高は 6 期連続増収、営業利益以下は 5 期連続で過去最高を更新、売上高営業利益率 19.8%は 2 期連続での過去最高更新となった。

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 15,455 百万円（前期比 3.4%減）、セグメント利益は 2,769 百万円（同 1.5%増）であった。外部売上高は 13,734 百万円（同 3.0%減）、セグメント間の内部売上高又は振替高は 1,721 百万円（同 6.2%減）であった。

薬効別では「その他の代謝性医薬品」用原薬や「中枢神経系用薬」用原薬は新規採用品目の数量増もあり好調であったが、「循環器官用薬」用原薬で顧客先が原薬調達安定化のために競合原薬を採用したこと、「腫瘍用薬」用原薬で一部顧客先において在庫方針を見直したことに伴う在庫調整があったこと、等が影響しセグメント全体としては減収となった。

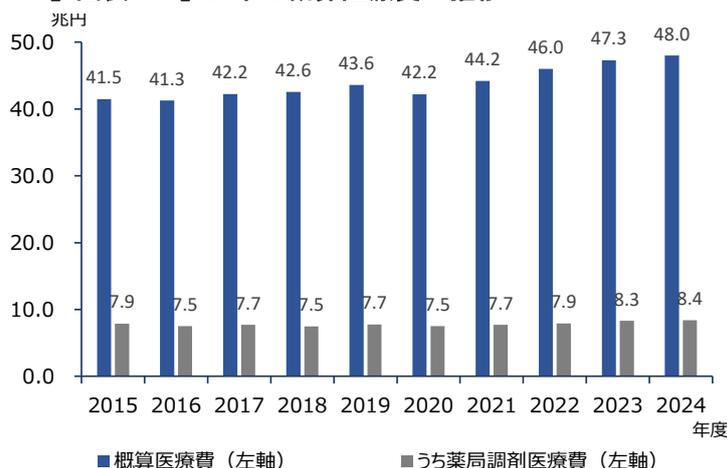
医薬品製造販売事業の売上高は、セグメント間の内部売上高又は振替高がなく 8,399 百万円（前期比 6.5%増）、セグメント利益は 1,699 百万円（同 10.8%増）であった。一部製品の受託製造・販売が年間を通じて好調に推移、加えて、2022 年 2 月に製造承認を受けた抗がん剤「ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液」が 2024 年 6 月に薬価収載となり 6 月中旬より製造販売となった。増収率に比べてセグメント利益増益率が高いのは、増収による固定費負担の軽減に加え、蔵王工場のシリンジライン増産等により生産性が改善したためである。

9. 業界環境

◆ 膨れ上がるわが国の医療費

わが国の2024年度の概算医療費は48.0兆円（前年度比1.5%増）と4年連続で過去最高を更新した（図表18）。高齢化の進展や医療の高度化が影響していると厚生労働省は分析している。

【図表18】日本の概算医療費の推移



(出所)厚生労働省「令和6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、政府は医療費の増加を抑制すべく、ジェネリック医薬品の利用促進を政策として掲げている。厚生労働省は2024年3月に、2029年度末までにジェネリック医薬品の普及をさらに推進し、ジェネリック医薬品の金額シェア^{注15}を65%以上などとする目標を掲げた。なお、2023年度の実績は56.7%である。

注15) ジェネリック医薬品の金額シェア

ジェネリック医薬品とジェネリック医薬品のある先発医薬品の金額の合計に対する、ジェネリック医薬品の割合

◆ 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 東証スタンダード）、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19）。

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、収益性及び安全性では全ての指標が、成長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 19 】 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 25/6期	扶桑薬品工業 4538 25/3期	日本ケミファ 4539 25/3期	富士製薬工業 4554 24/9期	ダイト 4577 25/5期	
規模	売上高 百万円	23,269	60,563	32,570	46,138	50,643	
	経常利益 百万円	5,375	3,780	443	4,445	2,705	
	総資産 百万円	36,114	81,729	49,851	90,000	78,004	
収益性	自己資本当期純利益率	%	13.7	-9.4	1.6	14.2	3.7
	総資産経常利益率	%	15.8	4.8	0.9	5.1	3.5
	売上高営業利益率	%	23.0	6.8	1.9	8.4	5.2
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	4.6	6.9	0.1	10.7	5.2
	経常利益 (同上)	%	12.7	23.7	-	11.0	-26.2
	総資産 (同上)	%	11.2	5.6	0.3	11.9	6.3
安全性	自己資本比率	%	77.9	40.4	38.4	50.6	66.7
	流動比率	%	416.9	109.5	245.2	118.6	244.6
	固定長期適合率	%	32.2	88.8	52.6	87.7	59.6

(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は決算短信、各社は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 20 に列挙した。

【 図表 20 】 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 ・需要旺盛のマキサカシトールシリンジのプレフィルドシリンジ形態は、業界で同社のみ生産していること ・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、新規商談に強みがある
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・原薬は輸入するため、為替変動で採算性が変動する可能性 ・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使用促進のために、政策指標を数量ベースから金額ベースへ転換 ・ジェネリック医薬品の使用比率が比較的低い注射剤に強みがあること ・蔵王第二工場の建設計画で、将来の製造能力の格段の向上期待 ・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)	<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 ・工場所在地の山形県山形市における巨大地震などの自然災害発生に伴う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。

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いう特徴がある。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みられる。

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

◆プレフィルドシリンジ形態は感染予防、針刺事故の危険性軽減等から医療現場での需要が大きく、伸び代の大きい剤形である。

◆マキサカシトールは、22年4月と24年3月の2回、薬価引上げとなった稀有な医薬品。

マキサカシトールシリンジのプレフィルドシリンジ形態は、先発品を含めても同社のみである。前述したように、プレフィルドシリンジ形態は感染予防、針刺事故の危険性軽減、薬剤調整にかかる時間の短縮等の利点から医療現場の需要が大きい。こうした背景を反映して、マキサカシトールシリンジは、2022年4月と2024年3月の2回、薬価引上げとなった。極めて稀な例である。

機会を補足すると、ジェネリック医薬品の使用比率は数量ベースで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7割弱であることから、ジェネリック医薬品の注射剤は成長余力があると思われる。

◆ 株主還元

同社の株主優待制度は、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年以上継続保有者には2,000円分を贈呈するとしている。したがって、9月12日株価終値788円を前提に期末時点で1年以上200株を保有した場合、2026/6期会社予想配当と株主優待を合計した利回りは3.43%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、2025年6月26日安値666円を底に上昇基調にある。2025/6期決算の開示は8月8日の後場取引時間中であったがその後も上昇基調は変わらず、8月18日には高値776円に達した。その後はもみ合いとなったが、全体相場の上昇もあり、9月11日には高値814円まで上昇した。同社の堅調な業績見通しを評価する動きは続いているようだ。

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ない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づきアナリストの取材等を経て分析し、客観性・中立性を重視した上で作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。（更新された）最新のレポートは、弊社のホームページ（<http://www.awincap.com/>）にてご覧ください。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

取材や客観的な事実に基づいて、極力、中立的な立場からレポートの記載に努めています。また、会社による予想や判断と弊社による予想及び判断を区分し、記載するようにしております。

本レポートについてのお問い合わせは、電子メール【info@awincap.jp】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務は負いません。