

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：2024/4/10

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

- ・2024/6期第2四半期累計(以下、Q2)業績は1.9%増収、10.8%営業増益。原薬販売事業では、その他の代謝性医薬品用、及び感覚器官用の原薬が新規採用品目で伸長したものの、循環器官用薬、及び抗生物質製剤向けの原薬が得意先での在庫調整等が影響し、外部顧客への売上高が2.3%減収、セグメント利益は1.6%増益となった。医薬品製造販売事業は9.5%増収、工場稼働に伴う水道光熱費の上昇の経営環境の悪化を増産効果と収率向上が吸収したことで、セグメント利益は35.5%増の大幅増益であった。

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の過半である。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、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、既存顧客における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旺盛で、2023年1月より増産となっている。2023年12

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の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

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、現在の蔵王工場の約 340 万本に対し、新設の第二工場では同 1,200 万本にのぼる。また、原材料の安定在庫の確保、及び製造製品数増加などに対応するために、蔵王工場の敷地内に新しく倉庫を建設した。新規受託獲得にも力を入れており、受託製造品目は今後増加する見込みである。

業績予想

- ・2024/6 期 Q2 開示時点において、同社は 2024/6 期の業績予想を 4.2%増収、3.1%営業増益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 12.0 円から 1.0 円増配し 13.0 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 2024/6 期業績予想は、会社予想を若干上積みした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 12.5 円から会社予想並みの 13.0 円へと引き上げた。
- ・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、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 年以上保有者には 2,000 円分を贈呈している。加えて、創立 10 周年記念株主優待を実施する。創立 10 周年記念とは、事業子会社の持株会社である同社が、2025 年 1 月 30 日に創立 10 周年を迎えることを記念したものである。その内容は 2024 年 6 月末日の株主名簿に記載、または記録され、同社株式 5 単位(500 株)以上を保有している株主を対象に QUO カード 2,000 円分を贈呈するものである。
- ・当調査部では、2025/6 期以降も増配が続くと予想している。
- ・同社の株価は Q2 決算公表後の 2 月 15 日に安値 699 円をつけたものの、その後、一転して株価は上昇基調となり、3 月 29 日には高値 891 円まで短期間に上昇した。同社の株価は、目先落ち着きどころを探る動きとなるだろうが、今夏にかけ、増益及び増配が期待される 2025/6 期業績予想を読み込む展開となるだろう。

投資に際しての留意点

- ・2024 年 6 月期 Q2 の四半期報告書によると、2023 年 12 月末の筆頭株主は、代表取締役社長の資産管理会社で、代表取締役社長との合計の持分比率は 50.39%と 2023/6 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 (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)
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	-	13.0
2024/6 E	23,080	4.7	4,450	4.7	4,450	8.8	2,810	4.6	70.93	587.05	13.0
2025/6 E	24,200	4.9	4,660	4.7	4,660	4.7	2,940	4.6	74.21	648.26	13.5
2026/6 E	25,300	4.5	4,850	4.1	4,850	4.1	3,060	4.1	77.24	711.99	14.0
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
2024/6 Q1	5,823	8.7	1,197	17.9	1,191	21.6	757	25.0	19.12	-	-
2024/6 Q2	11,382	1.9	2,393	10.8	2,440	12.1	1,563	12.1	39.46	-	0.0

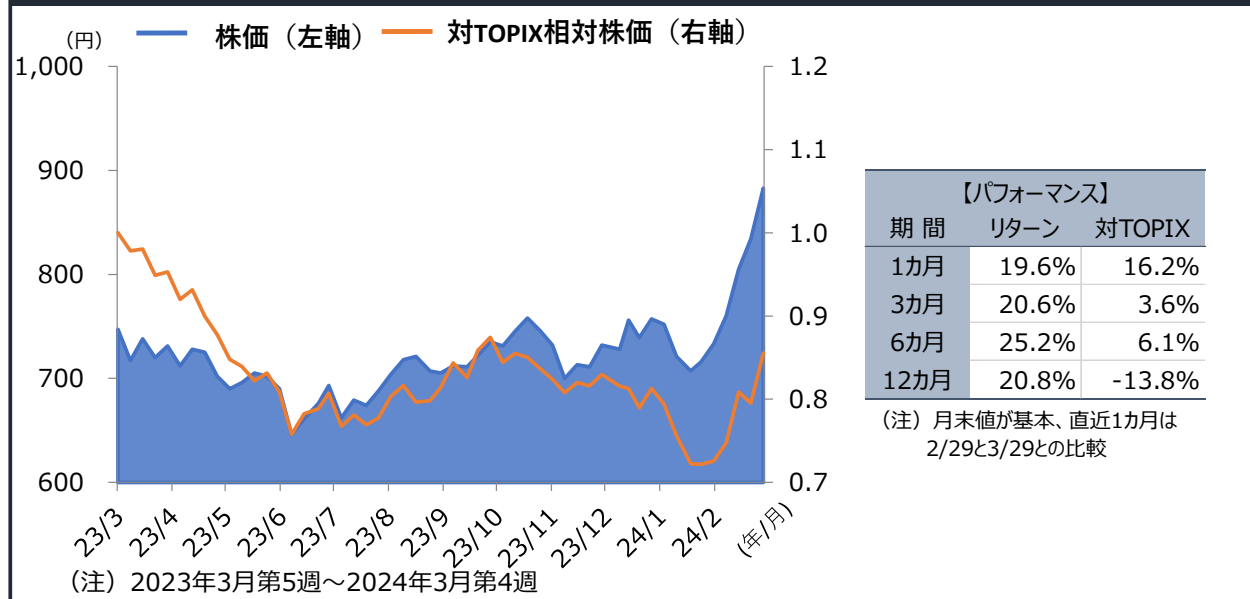
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1は第1四半期、Q2は第2四半期累計

【 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	2024/3/29	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	883	前期実績	13.0	1.7	1.4%	17.7%
発行済株式数 (千株)	39,619	今期予想	12.4	1.5	1.5%	18.3%
時価総額 (百万円)	34,984	来期予想	11.9	1.4	1.5%	18.2%
潜在株式数 (千株)	-	来々期予想	11.4	1.2	1.6%	18.1%
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
2024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2024年6月期業績予想	P12
受託製造医薬品の増産について	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中期事業戦略	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	P22
代表取締役社長が実質筆頭株主	P22
7. SDGsとESG	P23
コア商事ホールディングスの取り組み	P23
企業統治 (Governance)	P25
8. 成長の軌跡	P26
沿革	P26
過去の業績推移	P27
9. 業界環境	P32
膨れ上がる国民医療費	P32
同業他社比較	P32
10. アナリストの視点	P34
コア商事ホールディングスの強みと課題	P34
株主還元	P35
株価について	P35

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 】 子会社の業容

社名	事業別	事業内容
コア商事	原薬販売	ジェネリック医薬品原薬の輸入販売
コアイセイ	医薬品製造販売	注射剤を中心としたジェネリック医薬品の製造販売、医薬品の受託製造
コアバイオテックベイ	医薬品製造販売	医薬品の包装受託、ジェネリック医薬品及びビタミン剤等のOTC医薬品の製造販売

(出所) 有価証券報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

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 (2023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	15,998	2,593	原薬販売事業	15,998	2,727
コアイセイ	7,496	1,414	外部顧客への売上高	14,163	-
			内部売上高	1,834	-
			医薬品製造販売事業	7,889	1,533
			調整額	-1,834	-11

(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、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。

◆「超高齢社会」に対応した医薬品事業をグループとして推進。

事業ターゲットは「超高齢社会」に定め、「2025年には5人に1人が75歳以上^{注3}になると言われ、加速し続ける「超高齢社会」に対応した医薬品事業をグループとして推進しております。」としている。

注3) 2025年には5人に1人が75歳以上
内閣府が公表した「令和5年版高齢社会白書」によると、2025年時点の総人口1億2,326万人に対し75歳以上の比率は17.5%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4}の7割を占めている。残りの販売先は商社や化学品メーカーである。

注4) ジェネリック医薬品メーカー100社

薬価収載実績のあるジェネリック医薬品メーカー数は約200社だが、10品目以上を製造販売しているメーカー数は、厚生労働省医政局・保険局資料「後発医薬品について」に100社と記載されている。

- ◆ 原薬販売事業では、仕入れ先、販売先に技術情報等の提供、国内医療業界における便宜提供と、商社機能の付加価値を高めている。

コア商事は関東（神奈川県横浜市）・関西（大阪府大阪市）に自社倉庫と自社倉庫に併設されている医薬分析センターを設置、仕入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5}）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ために必要な幅広い支援であり、単なる商社機能以上の付加価値を顧客に提供している。

注5) 分析バリデーション

検査対象の医薬品に対し、期待される結果（規格、又は基準）を検査により検証し、客観的な証拠の提示により文書化すること。

SIセンターは製法・製造技術を検討するための施設である。具体的には、高品質な原薬が得られる新規精製法や、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、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 35.8% (2023/6 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6}はアンプル^{注7}、バイアル^{注8}、シリンジ^{注9}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)



マキサルシトール(シリンジ)



経口剤

(出所)決算説明会資料より抜粋

注 6) 剤形（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 7) アンプル

薄いガラス（ホウケイ酸ガラスを利用）の容器で微生物侵入を防ぎ、無菌状態を保てる。容器の首部を折り、折った部分から注射針を差し込んで薬液を吸い出すが、残った薬液は廃棄となる。

注 8) バイアル

ガラスもしくはプラスチックでできた瓶にゴムで栓をしたもので、微生物侵入を防ぎ、無菌状態を保てる。薬液はゴム栓に注射針を差し込んで吸い出す。蓋を開けないため、何度でも薬液を吸い出して利用できる。

注 9) シリンジ

注射器の円筒形の部分をシリンジと呼ぶ。コア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ペイを設立（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圏とし、各地方にMR^{注10}を配し、病院・開業医・薬局を対象としている。製造受託は、容量別・剤形別を含め約70品目の医薬品を手掛けている。

注 10) MR

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

2016年5月、コア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）。また別棟の蔵王新倉庫が2024年3月に稼働開始となった。

2017年2月に、「維持透析下の二次性副甲状腺機能亢進症^{注11}」を効能・効果とする「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」の製造販売承認を取得、薬価収載となった2017年12月より製造受託を開始している。

注 11) 二次性副甲状腺機能亢進症

副甲状腺以外の病気が原因による副甲状腺ホルモンの過剰分泌で、血液中のカルシウム濃度が必要以上に高くなる病気が二次性（続発性）副甲状腺機能亢進症である。マキサカルシトール静注透析用薬剤は、武田テバファーマ等も販売している。

◆「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。

「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」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。「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」はジェネリック医薬品ながら、先発品ではプレフィルド・シリンジ形態が無く、同業他社が同形態を今後開発・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12}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(図表4)。

注12) 高リン血症治療剤

慢性腎疾患の患者は、腎臓からリンが排泄されにくくなると高リン血症となる。高リン血症を治療する薬剤が高リン血症治療剤。なお、炭酸ランタンの先発薬は、ホスレノールである。

【図表4】蔵王工場の概要

所在地	山形県山形市蔵王松ヶ谷二丁目1-7
投資総額	約50億円
面積	構築物1,917㎡、敷地面積21,029㎡
機能	高薬理活性製剤プラント
	少量多品種に対応できるフレキシブルなライン
	完全封じ込めに対応 シリンジ製剤の生産、バイアル製剤の生産 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。なお、ジェネリック医薬品としてのOD錠の販売は業界初である。

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. 直近業績と今期の同社の見通し

◆ 24/6 期上期は、2%増収、11%営業増益と好調であった。

◆ 2024年6月期第2四半期累計業績

同社の2023/6期第2四半期累計（以下、Q2）業績は、売上高11,382百万円（前年同期比1.9%増）、営業利益2,393百万円（同10.8%増）、経常利益2,440百万円（同12.1%増）、親会社株主に帰属する四半期純利益1,563百万円（同12.1%増）であった。

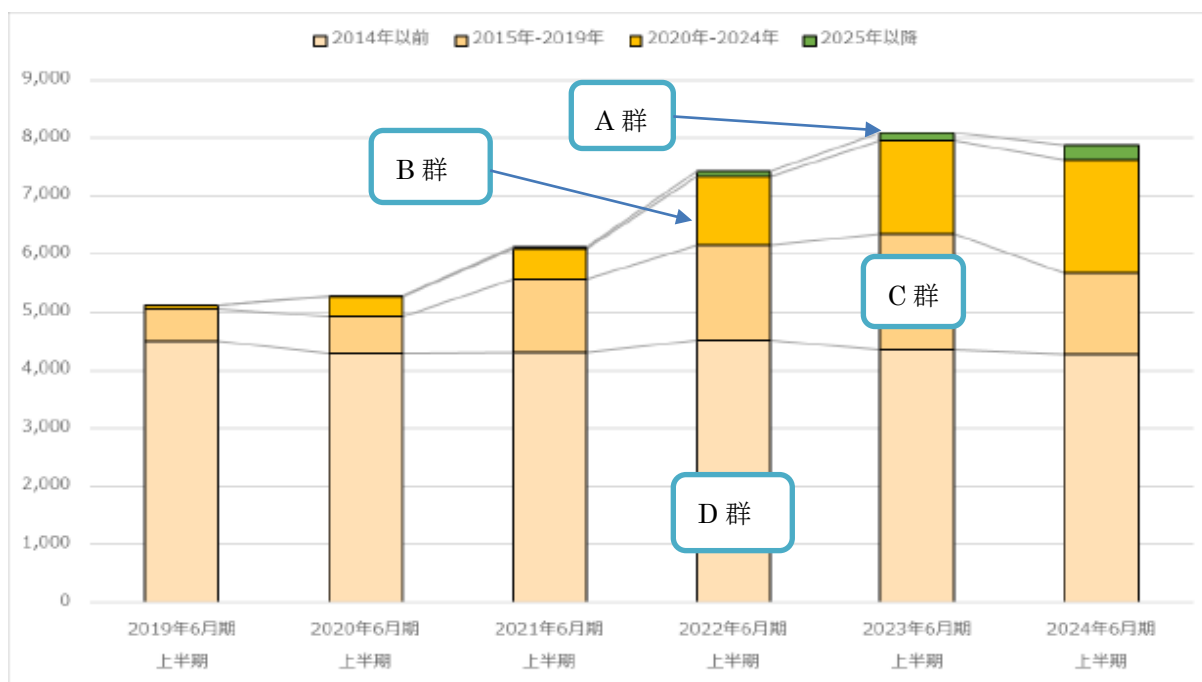
同社の期初計画に比べ、売上高は若干上回った模様、営業利益については、医薬品製造販売事業の牽引により好調であった模様である。

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7,881百万円（前年同期比2.7%減）、外部売上高は7,010百万円（同2.3%減）、内部売上高は870百万円（同5.8%減）であった。

Q2の原薬販売事業は開発段階のもの（図表5のA群）や上市後、ジェネリック医薬品のシェア拡大により成長している品目群（図表5のB群）が前年同期比で増加した。

【図表5】上市年代別売上構成推移

(百万円)



(注) A群：これから上市に向けて開発段階の中長期的に成長が見込める品目群
 B群：2020年から2024年（予定）に上市したジェネリック医薬品向けで、シェア拡大により成長している品目群
 C群：2015年から2019年に上市したジェネリック医薬品向け
 D群：2014年以前に上市したジェネリック医薬品向け
 (出所) 説明会資料よりアルファ・ウイン調査部作成

Q2 の原薬販売事業の外部売上高の分類別では、その他の代謝性医薬品用や感覚器官用の原薬が新規採用品目の伸長等があったものの、循環器官用薬や抗生物質製剤向けの原薬が得意先での在庫調整等が影響し減収となった。セグメント利益は 1,399 百万円（前年同期比 1.6% 増）であった。

Q2 の原薬販売事業のセグメント利益率は 17.8%と前年同期の 17.0% に比べ 0.8%ポイント改善した。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経営努力が顕在化した。

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 4,372 百万円（前年同期比 9.5%増）、セグメント利益は 1,031 百万円（同 35.5%増）であった。「マキサカルントール静注透析用シリンジ」の受託医薬品の製造販売が増産もあり好調であった。同業他社の一部製品が販売中止になったことによる代替需要の発生等により既存製品が好調に推移したことも伸長を後押しした。セグメント利益の大幅増は、工場稼働に伴う水道光熱費の上昇との経営環境の悪化を増産効果と収率向上が吸収したためである。

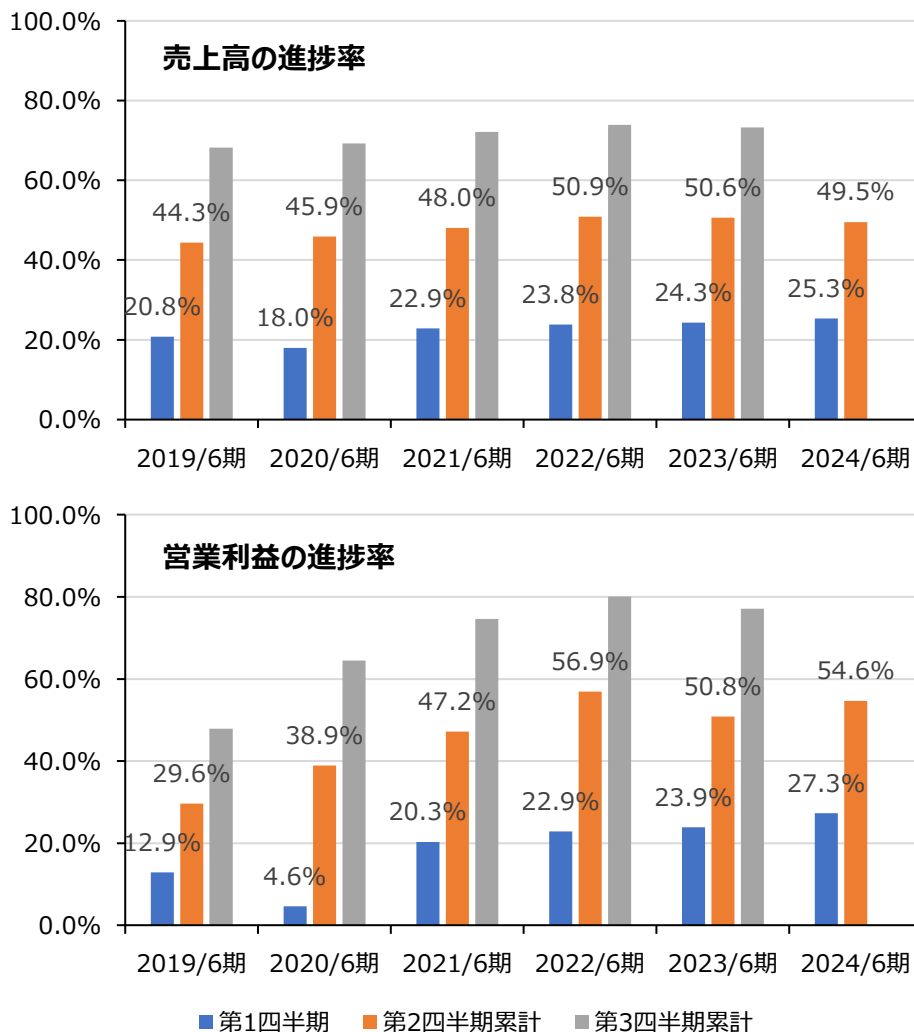
◆ コア商事ホールディングスの 2024 年 6 月期業績予想

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 12.0 円から 1.0 円増配し 13.0 円予想（会社予想配当性向 18.6%）へと引き上げたことである。過去 3 期平均の配当性向平均が 18.2%であったのに対し、12.0 円配当予想での配当性向は 17.2%にとどまっていたわけだが、通期利益計画達成の確からしさが高まったことを受けて、是正を図ったものと思われる。

- ◆ 24/6 期業績予想は、期初予想に比べて、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通期会社予想に対する 2024/6 期 Q2 実績の進捗率は売上高 49.5%、営業利益 54.6%、経常利益 55.7%、親会社株主に帰属する四半期純利益 56.4%となった。2023/6 期実績に対する 2023/6 期 Q2 実績の進捗率（売上高 50.6%、営業利益 50.8%、経常利益 53.2%、親会社株主に帰属する四半期純利益 51.9%）に比べ、利益面では好調な推移であった（図表 6）。

【 図表 6 】 四半期別業績の進捗率推移



(注) 2019/6 期から 2023/6 期までは通期実績に対する進捗率
 2024/6 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 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）。医薬品製造販売事業も売上高 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）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。

期末配当金の 2024/6 期予想は前述のように一株 13.0 円だが、株主還元
の拡充を新たに図り、2025 年 1 月に迎える創立 10 周年記念株主優待
の実施を 2024 年 3 月に公表した（35 ページに詳細説明）。なお、
従来から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
している。

◆ 受託製造医薬品の増産について

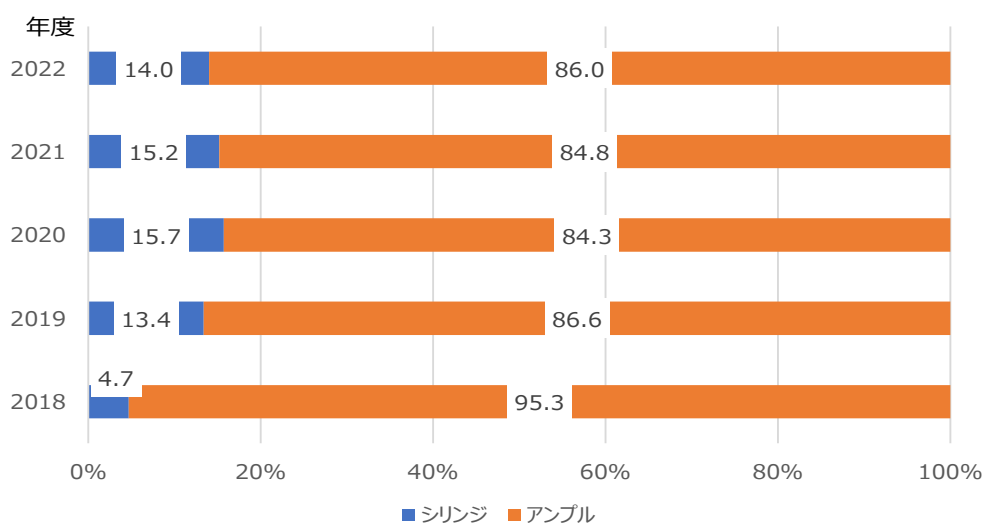
同社の医薬品製造販売事業における 2 大受託製造医薬品である炭酸
ランタンOD錠とマキサカルシトール静注透析用シリンジの増産体
制整備が進められた。炭酸ランタンOD錠は、原薬調達面の見直しに
よる原価低減を図りつつ、2023/6 期第 4 四半期から増産している。

◆ 市場のニーズに応じて、増産体制を組み、マキサカルシトールを増産。

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、前述のように競合他社では製造していない剤形であり、市場から
のニーズが高い。そのため、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、新たな増産ラインを 2023 年 1 月から稼働
を開始した。

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
販売数量の市場シェアが 14.0%（2022 年度）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引
上げが図れると判断したためと思われる。

【 図表 7 】 マキサカルシトール剤形別販売数量分析



(出所) 決算説明会資料

◆ 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投資である。一つ目は大阪医薬分析センターの改修工事、二つ目は蔵王倉庫の新設である。

大阪医薬分析センターの改修工事は2024年2月に完了、改修工事により能力としての検体品目数が倍増した。また、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した2つの倉庫は2024年3月に稼働した。医薬品製造販売事業の新倉庫設置（投資額約4.2億円）は、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ことで、安定供給体制の向上による、さらなる事業拡大を目指すものである。

また同社は、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者に採択されている。このため、厚生労働省から建設に対して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った。

◆ 新工場のシリンジ生産能力は、現工場の3.5倍。

今後の設備投資として、蔵王第二工場を新設する。旺盛な需要が続く、前述のマキサカルシトール静注透析用シリンジの増産につながるものである。現在の蔵王工場のプレフィルド・シリンジの年産能力は約340万本であるが、新設する第二工場では同1,200万本にのぼる（図表8）。

【 図表 8 】 新工場と新倉庫の完成イメージ



(出所)説明会資料を一部当調査部が加工

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、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
	機会 (Opportunity) ・長期収載品目の選定療養化 ・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 (2 nd /3 rd 選定) ・安定供給確保のための製造能力の強化 ・安定供給確保のための価格の下支え制度	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)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年2月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が図られている。
- ・「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、

- ・「長期収載品の選定療養化」と「製薬会社のマルチソース化」については、既の実現、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。
- ・「安定供給確保のための製造能力の強化」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。
- ・「安定供給確保のための価格の下支え制度」は、既の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、2023/6期に製造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。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注射液は、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。

◆ 薬価引き下げ影響を受けにくい注射剤で、ジェネリック医薬品メーカーとしてのトップを目指す。

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 7.0%、4.4%、7.2%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 4.3%）、抗ウイルス剤（同 3.1%）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 5 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	7.0%	54.1%	87.1%	82.0%
注射薬	4.4%	38.0%	1.0%	83.5%
外用薬	7.2%	7.8%	11.8%	68.0%
歯科用薬剤	-5.6%	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	4.3%	10.1%	0.0%	68.2%
他に分類されない代謝性医薬品	5.7%	5.9%	0.1%	44.2%
血液製剤類	1.9%	3.6%	0.0%	—
その他のホルモン剤（抗ホルモン剤含む。）	6.5%	1.8%	0.0%	35.9%
抗ウイルス剤	3.1%	1.5%	0.0%	89.1%

(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

- ◆ 24/6 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 2024/6 期業績予想は、会社予想を若干上積みした前回予想を据え置く（図表 11）。事業別の売上高及びセグメント利益も据え置いた。

【 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

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 46.7%（前年同期 50.6%）、セグメント利益 49.4%（同 50.5%）である。医薬品製造販売事業については、売上高 54.1%（同 50.6%）、セグメント利益 64.1%（同 49.6%）である。

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。

この相違点の差異の背景は、医薬品製造販売事業において、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引続き期待できることである。2023/6 期本決算の説明会資料で明らかになったように、マキサカルシトールの市場は拡大しているにもかかわらず

ず、同社は静注透析用シリンジの生産能力がネックとなり市場シェアが低下傾向にあった（図表 7）。しかしながら増産体制整備により、需要増に見合う数量供給が可能となったことが Q2 実績で示された。Q3 以降も好調を期待している。

厚生労働省は新たな施策を進めている。すなわち、急激な原材料費の高騰、安定供給問題への対応として、企業からの申請品目全て（公道価格である薬価と実際に市場で取引された市場実勢価格との乖離率が 7.0%超の品目を除く）を対象に、特例的に不採算品目再算定を適用することで対象品目数を前年度の約 1,000 品目から約 2,000 品目へと拡大した。つまり安定供給実現のために薬価の上げられる品目が増加する。

2024 年 3 月に薬価改定が開示された。同社の炭酸ランタン錠は 1 割強の薬価が引き下げとなった一方で、マキサカルシトールは、2 割から 5 割の薬価引上げ（容量により引上げ率が相違）となり、厚生労働省の新たな施策が顕在化した。同社にとってプラス要因である。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

当調査部予想の 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）、一株当たり配当金は 13.5 円である。

◆ 25/6 期の一株当たり配当金予想は、前期比 0.5 円増配の 13.5 円。

原薬販売事業については、外部売上高は 16,000 百万円（前期比 6.7%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）と予想した。マキサカルシトールの増産、及び薬価引上げ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も、前期比横ばいの 19.9%とした。毎年実施される薬価改定のマイナス影響を慎重に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。

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）、一株当たり配当金は 14.0 円である。原薬販売事業、医薬品製造販売事業とも、2024/6 期と同様な展開を想定した。

◆ 26/6 期の一株当たり配当金予想は、前期比 0.5 円増配の 14.0 円。

6. 株主構成

◆ 代表取締役社長が実質筆頭株主

同社の2023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56.95%、次点が個人その他の37.56%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。

Q2の四半期報告書によると2023年12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持分比率は50.39%と2023/6期末から変化はない（図表12）。

日本マスタートラスト信託銀行（信託口）の持分が2023年6月末の1,393千株から同年12月に1,514千株（持分比率3.82%）へと上昇したが、その他の大株主状況に変化はない。

【図表12】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	2023年12月末	
					株数	所有割合 (%)
株式会社土師	3,962	15,848	15,848	17,829	17,829	45.00
公益財団法人首藤奨学財団	-	-	4,600	4,600	4,600	11.61
首藤 利幸	2,278	8,717	4,117	2,136	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	1,514	3.82
堀江 淳子	285	1,140	1,140	1,140	1,140	2.88
石綿 聡明	234	937	937	937	937	2.37
小角 真理	201	804	804	804	804	2.03
岡澤 明子	189	688	668	648	648	1.64
大塚 里津子	121	487	487	487	487	1.23
川口謙	109	458	458	458	458	1.16
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	31,453	30,432	30,556	77.13

(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13）。

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。

【 図表 13 】 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のGHG排出量を測定しH P上で「ESG Data2023」を公開 スコープ1ではCO ₂ 排出量は1,183 tCO ₂ e（前期比7.9%減） スコープ2ではCO ₂ 排出量は3,376 tCO ₂ e（前期比5.1%増） スコープ3の算定を推進	
		⇒ 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 ⇒ 白熱電球や蛍光灯をLED製品への切替えを促進 （日吉本社では切替済み、大阪分析センターや山形にある2つの工場でも切替を進めている）	
		☆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 ⇒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。今後、評価等を検討	
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への監査をオンラインで実施 ☆働き方改革 ⇒ 残業抑制（平均時間外労働時間10.7時間、前期は13.5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14.3%（前期比3.0%ポイント上昇） ⇒ 女性取締役比率18.2%（2023年9月：27.3%） ⇒ グループ全社の女性比率は45.8%（前期比1.7%ポイント低下） ⇒ 育児休暇取得の推奨、育児休業取得率66.7%、育児休業復職率100.0%	
			
	S:社会		☆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パティチーム、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 ⇒ 特別手当の支給や平均昇給率の引き上げを通じて、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
			
S:社会		☆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、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）

GHG とは、Greenhouse Gas の略で、温室効果ガスを指す。

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 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。

(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。

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に社内外に誓い、行動している。

独禁法違反再発防止策として社内規定で定める販売に関する禁止事項及び同社グループ行動基準記載の反競争的行為との断絶について、同社グループの全役職員に対して周知するために、「行動憲章（10カ条）」に加えて、「会合における適正な競争に関するガイドライン（6カ条）」、「インサイダー取引の未然防止のために（4カ条）」、「通報・相談窓口」という行動基準を簡潔かつ具体的にまとめたカード（三つ折りすると名刺サイズになるリーフレット）を配布、業務時に携帯させている。

加えて、コーアイセイが公正取引委員会の立入り検査を受けた 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。

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。

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。

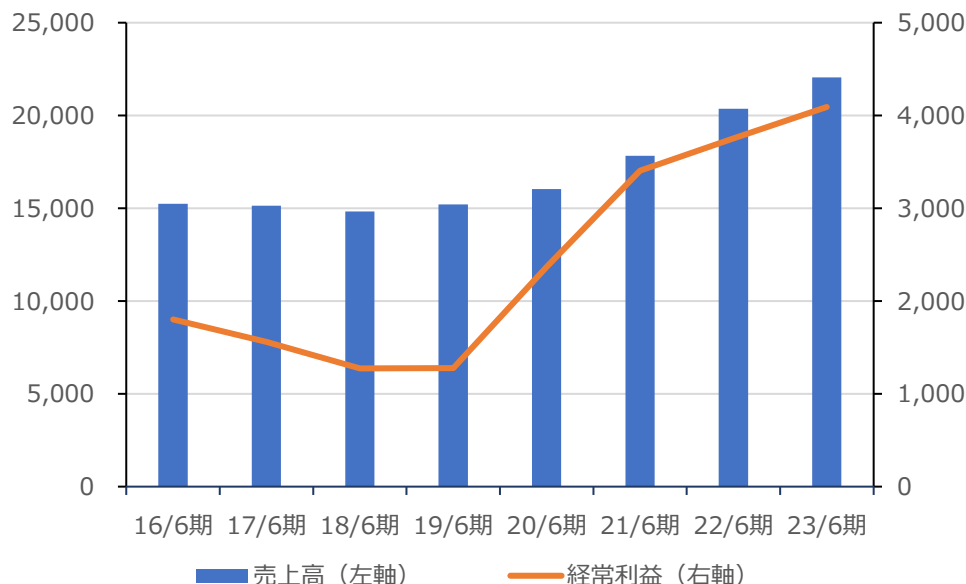
こうした基準が設けられている理由は、プライム市場を内外機関投資家の投資対象となり得るグローバル企業が上場する市場と位置付けているためである。

◆ 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14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 14 】 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

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）と上場の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、この引上げが 2023/6 期の増産投資に繋がったといえる。

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。

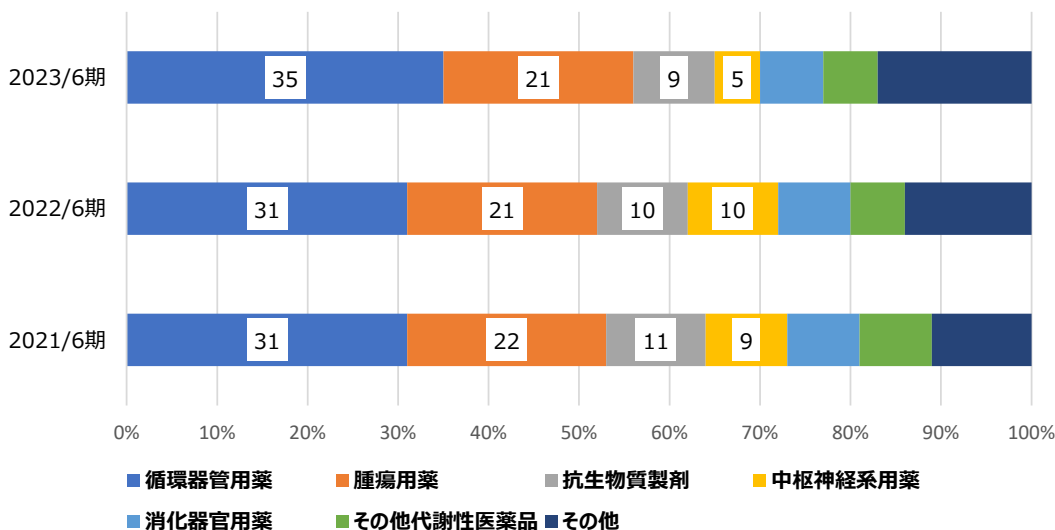
原薬販売と医薬品製造販売の 2 つが事業として開示されている。原薬販売事業におけるセグメント間の内部売上高又は振替高を含む売上高は 15,998 百万円（前期比 8.7%増）、セグメント利益は 2,727 百万円（同 14.1%増）であった。

外部売上高は 14,163 百万円（同 10.2%増）となり、上場際に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。

薬効別（図表 15）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。

【 図表 15 】 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

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。

◆ 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は 5%増収、8%営業増益と好調であった。

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 7,889 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。

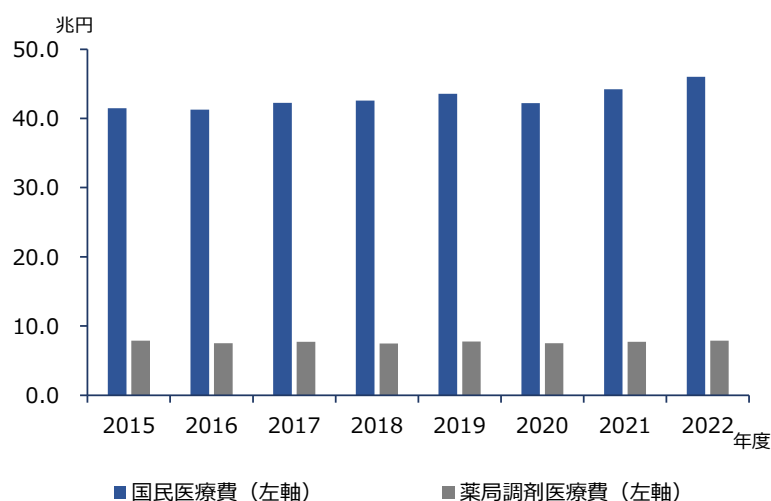
経常利益の前期比増減要因では、増収は 1,699 百万円、原価増が 1,191 百万円、販管費は営業活動正常化等で 66 百万円の増加、営業外損益は為替差損が 157 百万円と 2022/6 期の 28 百万円から増大したこと等により 104 百万円の費用増であった。

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：受診手控え等と同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^{注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た。

しかしながら、金額ベースでは普及の効果が見えていないとして、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した。2023年9月時点のジェネリック医薬品の金額ベースの使用比率は56.7%である。厚生労働省はこの56.7%を2029年度迄に65%への引き上げを新たな目標とした。

◆ 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	扶桑薬品工業	日本ケミファ	富士製薬工業	タイト
		9273 23/6期	4538 23/3期	4539 23/3期	4554 23/9期	4577 23/5期
売上高	百万円	22,052	51,015	31,559	40,889	45,101
規模 経常利益	百万円	4,091	2,215	58	4,519	5,169
総資産	百万円	28,464	72,466	48,571	85,332	70,552
収益性 自己資本当期純利益率	%	13.6	4.6	1.8	8.9	7.3
総資産経常利益率	%	15.0	3.1	0.1	5.6	7.6
売上高営業利益率	%	19.3	4.3	-0.8	9.4	11.5
成長性 売上高（3年平均成長率）	%	11.2	2.8	-0.2	6.6	0.1
経常利益（同上）	%	20.0	27.6	-42.6	14.8	-1.8
総資産（同上）	%	7.5	1.6	1.9	11.3	9.2
安全性 自己資本比率	%	73.5	49.2	38.1	48.3	71.8
流動比率	%	417.1	151.8	226.4	131.4	263.6
固定長期適合率	%	28.6	66.5	44.8	83.2	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)	<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、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)	<ul style="list-style-type: none"> ・原薬は輸入するため、為替変動で採算性が変動 ・競合企業に対する事業規模の小ささ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・政府がジェネリック医薬品使用促進のために、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 ・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 ・需要増と安定供給のために、マキサカルシトールの薬価の上昇と生産増のための新工場建設に着手 ・研究開発本部傘下に受託開発部門を設置したことで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 ・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まだ伸びしろがある。

◆ 株主還元

同社の株主優待制度は図表 19 の通りである。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 円分を贈呈している。

創立 10 周年記念株主優待を実施へ。2023 年の上場 5 周年記念株主優待に続く。

加えて、創立 10 周年記念株主優待を実施する。これは、同社が持株会社として新たなスタートを切ってから 2025 年 1 月 30 日に 10 周年を迎えることを記念したものである。その内容は 2024 年 6 月末日の株主名簿に記載、または記録され、同社株式 5 単位（500 株）以上を保有している株主を対象に QUO カード 2,000 円分を贈呈するものである。

【 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
現 行	200株以上保有	200株以上保有 かつ 1年以上継続保有	毎年6月末日
10周年記念 株主優待		500株以上保有	2024年6月末日

(出所)リリースに基づきアルファ・ウイン調査部作成

同社は 2023 年に、上場 5 周年記念株主優待を実施している。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。前年に続く周年記念の株主優待の実施は、株主還元に対する同社の積極的な姿勢を示している。

当調査部の 1 株当たり配当金は、2024/6 期以降も利益成長予想を背景に 2025/6 期も増配を見込んでいる。株価 883 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 2.60%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。

2024/6 期 Q2 決算の公表は 2024 年 2 月 13 日火曜日午後 3 時以降(終値 730 円)であった。同社株価は 2023 年 12 月 5 日安値 680 円から 2024 年 1 月 29 日には高値 805 円まで上昇し、その後調整が続いていた。Q2 決算公表を受けた 2 月 14 日水曜日は材料出尽くし、若しくは

業績見通し据置きの影響なのか安値 713 円、翌 15 日には安値 699 円をつけた。

その後、一転して株価は上昇基調となり、3 月 29 日には高値 891 円まで上昇、2022 年 4 月 6 日高値 945 円に迫る動きとなった。日経平均株価が 4 万円のせとなったように、全体相場の上昇もあろうが、株主還元を重視する個人投資家による同社への再評価が株価を押し上げた可能性がある。

同社の株価は、目先落ち着きどころを探る動きとなろうが、今夏にかけ、増益及び増配が見込まれる 2025/6 期業績予想を読み込む展開が期待されよう。

ディスクレーマー

アルファ・ウイン企業調査レポート（以下、本レポート）は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社（以下、弊社）が作成したものです。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様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。