

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：2024/8/28

アルファ・ウイン 調査部

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

● 要旨

◆ ジェネリックのベストパートナー

・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。中核はジェネリック医薬品用の原薬輸入商社であるコア商事と医療用医薬品の製造販売を行うコアイセイである。

◆ 2024年6月期連結業績

・同社の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。また、期初から据え置かれていた会社予想（売上高22,980百万円、営業利益4,380百万円）に対しては、売上高は若干未達ながらも営業利益はほぼ同水準での着地であった。

・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15,455百万円（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。外部顧客への売上高（以下、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料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坑がん剤「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。

◆ 2024年6月期連結業績の当調査部予想との差異

・アルファ・ウイン調査部（以下、当調査部）の2024/6期業績予想（売上高23,080百万円、営業利益4,450百万円）を実績が下回った理由は、第4四半期（2024年4月～6月）の予想と実績の差異にある。医薬品製造販売事業の第4四半期売上高は当調査部予想の1,580百万円（前年同期同17.1%減）に対して実績1,900百万円（同0.3%減）と堅調であったものの、原薬販売事業の外部売上高は、当調査部予想4,726百万円（同18.5%増）に対し実績は3,460百万円（同13.2%減）と急減速した。原薬販売事業の第4四半期の外部売上高失速の主因は、前述した通り、顧客先における競合原薬採用と在庫調整である。

・第4四半期営業利益の当調査部予想881百万円（前年同期比9.4%減）に対し、実績は814百万円（同16.4%減）であった。当調査部予想からの利益下振れは、原薬販売事業における想定外の大幅減収に起因

ショートレポート

1/5

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。

するセグメント利益未達などによるところが大きい。

◆ コア商事ホールディングスの 2025 年 6 月期業績予想

- 2025/6 期業績について同社は、売上高 23,350 百万円（前期比 5.5%増）、営業利益 4,620 百万円（同 5.4%増）、経常利益 4,600 百万円（同 5.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,080 百万円（同 4.5%増）と、売上高は 7 期連続、営業利益以下は 6 期連続で過去最高の更新を計画している。
- 原薬販売事業の同社想定は、外部売上高 14,690 百万円（前期比 7.0%増）、セグメント利益 2,850 百万円（同 2.9%増）。前 2024/6 期に見られた一部顧客先での在庫調整は徐々に終了し、同社では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。2024/6 期間における同社の円・ドル相場は、145 円/ドルあった。2025/6 期は 149 円/ドルの想定である。為替予約や為替連動型の取引等により、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 8,660 百万円（前期比 3.1%増）、セグメント利益 1,790 百万円（同 5.4%増）である。2022 年 2 月に製造販売承認を得た腫瘍用薬は、2024 年 6 月より製造販売している。
- 1 株当たり年間配当金は、2024/6 期予想の 13.0 円（株主総会前のため予想）から 2025/6 期予想では 14.0 円へと 1.0 円増配している。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2025 年 6 月期業績予想

- 当調査部の 2025/6 期業績予想は、同社予想並みの売上高 23,350 百万円（前期比 5.5%増）、営業利益 4,620 百万円（同 5.4%増）、経常利益 4,600 百万円（同 5.3%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,080 百万円（同 4.5%増）である。
- 当調査部の従前予想である売上高 24,200 百万円、営業利益 4,660 円を若干減額修正する。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 16,000 百万円から 14,690 百万円、同セグメント利益は 3,020 百万円から 2,850 百万円、医薬品製造販売事業の売上高は従前予想の 8,200 百万円から 8,660 百万円、同セグメント利益は 1,630 百万円から 1,790 百万円、にそれぞれ修正する。このように、原薬販売事業を減額修正し、医薬品製造販売事業を増額修正した。前者の減額修正については、循環器官用薬における 2024/6 期の第 4 四半期の失速などを考慮したものである。
- 当調査部予想の 2025/6 期 1 株当たり年間配当金も会社予想並みの 14.0 円である。

◆ 新たな動き

- 医薬品製造販売事業において新たな動きが 2 つある。一つ目は、2024 年 3 月に薬価改定が開示され、同社の「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」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）が実現し、2025/6 期の期初より製造受託先との取引価格が上昇したことである。
- 二つ目は、ベンダムスチン塩酸塩点滴静注液が薬価収載後速やかに 2024 年 6 月中旬から製造販売開始となったことである。販売委託先は中堅ジェネリック医薬品メーカーの高田製薬（埼玉県さいたま市）である。高田製薬は、ヤクルト本社（2267 東証プライム）からがん関連医療用医薬品 8 製品を販売移管・承継（2023 年 10 月に開示）すると開示しているように、がん関連領域に強みを持つ企業であり、同社ベンダムスチンの製造販売の今後が楽しみである。
- 同社の新たな配当方針が 2024 年 8 月 9 日に開示され、従来方針の「安定した配当政策を実施する」から「原則として、毎年増配することを基本方針とする」に変更となった。これを受けて、2026/6 期以降も増配の継続が強く期待できるものとなった。

- 医療用医薬品の製造販売及び受託製造を行うコーアイセイの蔵王第二工場の新設を 2023 年 12 月 25 日に公表した。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。2024/6 期の本決算説明会（8 月 22 日開催）にて、蔵王第二工場の生産能力の半分程度は既に生産品目及び数量の見通しがついており、稼働予定までに更に製造受託品を増やす方針であるとの説明があった。

◆ アルファ・ウイン調査部の 2026 年 6 月期以降の業績予想

- 当調査部予想の予想において、原薬販売事業については、顧客先での原料調達安定化のための競合原薬採用や在庫調整等のマイナス要因を新規採用品目のプラス要因がカバー、微増収基調のもとでセグメント利益率は前 2024/6 期並みの水準を維持するとしている。医薬品製造販売事業においては、薬価改定の影響を受けながらもベンダムスチンの増販、マキサカルシトールの生産性向上、蔵王第一工場での受託事業の増加で微増収を続け、セグメント利益率は前 2024/6 期並みの水準を維持するとしている。こうした事業別展開を見込むことで、2026/6 期以降の業績予想についても、増収、営業増益が続くとしている。
- 当調査部予想の 1 株当たり年間配当金も 2026/6 期以降每期 1.0 円の増配を見込んでいる。

◆ 株主還元

- 同社は、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 年以上保有者には 2,000 円分を贈呈するという株主優待制度がある。したがって、株価 611 円を前提に期末時点で 1 年以上 200 株を保有した場合、2025/6 期予想配当と株主優待を合計した利回りは 3.93%と試算される。

◆ 足下の株価について

- 同社の株価は、2024 年 5 月 27 日月曜日に「新株式発行及び株式売出しに関するお知らせ」をリリースした。これに先立ち、医療用医薬品の製造販売及び受託製造を行うコーアイセイの蔵王第二工場の新設を 2023 年 12 月 25 日に公表、この大型設備投資により将来の事業運営を一定程度見通すことが可能になったとして、2024 年 4 月 25 日に 2030/6 期売上高 400 億円（2023/6 期比 1.8 倍）、営業利益 80 億円（同 1.9 倍）の目標値を開示した。つまり、同社は投資家に対しエクイティストーリーを明確に示した後にエクイティファイナンスに踏み切ったわけである。
- 同社の株価は、ファイナンス発表翌日の 2024 年 5 月 28 日から調整局面入りした。8 月に入り、米国景気に対する先行き懸念や金利見通しに変化があったことから日米とも全体相場は一時大きく調整した。この調整に伴い、同社株価は 8 月 5 日に安値 545 円をつけた。8 月 9 日の同社の本決算開示もあり、現下は 600 円を上回る水準で推移している。今後は一時の円安是正もあり、同社の堅調な業績見通しを再評価する動きへと進んでいこう。

【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	22,134	0.4	4,382	3.1	4,368	6.7	2,946	9.6	74.14	594.79	13.0
2025/6 CE	23,350	5.5	4,620	5.4	4,600	5.3	3,080	4.5	73.13	-	14.0
2025/6 E	23,350	5.5	4,620	5.4	4,600	5.3	3,080	4.5	73.13	654.92	14.0
2026/6 E	24,540	5.1	4,880	5.6	4,860	5.7	3,250	5.5	77.16	718.08	15.0
2027/6 E	26,000	5.9	5,150	5.5	5,130	5.6	3,430	5.5	81.44	784.51	16.0

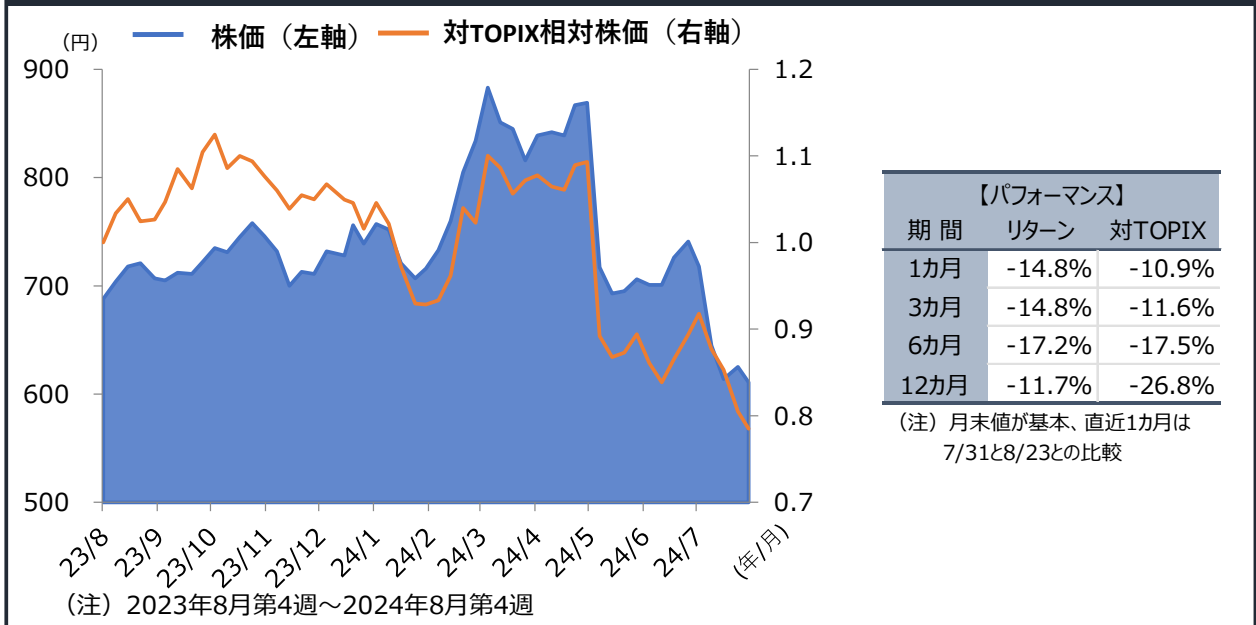
(注) 連結決算、CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【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	2024/8/23	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	611	前期実績	8.2	1.0	2.1%	17.5%
発行済株式数 (千株)	42,119	今期予想	8.4	0.9	2.3%	19.1%
時価総額 (百万円)	25,734	来期予想	7.9	0.9	2.5%	19.4%
潜在株式数 (千株)	-	来々期予想	7.5	0.8	2.6%	19.6%
前期株主資本配当率	2.2%	前期末自己資本比率		78.3%	前期ROE	12.8%

(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



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を負いません。