

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：2024/9/24

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

・2024/6 期業績は 0.4%増収、3.1%営業増益。原薬販売事業では、その他の代謝性医薬品用、及び中枢神経系用薬の原薬が新規採用品目で伸長したものの、循環器官用薬向けの原薬が顧客先での競合原薬の参入等が影響し、外部顧客への売上高が 3.0%減収、セグメント利益は 1.5%増益となった。医薬品製造販売事業は 6.5%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 10.8%増と二桁増益であった。

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・凍結乾燥ラインで少量多品種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

・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おり、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が大きく貢献している。
・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(以下、マキサカルシトールシリンジ)」、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が旺盛である。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、現在の蔵王工場の約 340 万本に対し、新設計画の第二工場では同 1,200 万本にのぼる。
・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となり、将来見通しを一定程度見通すことが可能になったため、2030/6 期売上高 400 億円(2024/6 期比 1.8 倍)、営業利益 80 億円(同 1.8 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。

1/36

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様から本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

業績予想

- ・2025/6 期業績予想を、同社は 5.5%増収、5.4%営業増益とした。一株当たり配当金(期末のみ)は、原則として、毎年増配することを基本方針とする新たな配当方針もあり、前期比 1.0 円増配の 14.0 円予想としている。
- ・アルファ・ウイン調査部(以下、当調査部)の 2025/6 期業績予想は、会社予想並みとし、事業別の売上高及びセグメント利益も同様である。
- ・2026/6 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、開発段階品目の上市実現とその後の中長期的な成長に加え、既存品目についても需要全体の拡大やジェネリック医薬品シェアの上昇による成長が期待される品目群が牽引するかたちで売上高は堅調な伸びを、セグメント利益率は前 2024/6 期並みの水準を維持すると想定している。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、マキサカルシトールシリンジの生産性向上、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想定している。

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、2024 年 5 月 27 日にリリースした「新株式発行及び株式売出しに関するお知らせ」を受け調整局面入りした。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。一時の円安是正もあり、今後は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。
- ・株価 609 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 3.94%と試算される。

投資に際しての留意点

- ・2024 年 6 月期の株主総会招集通知によると、2024 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、代表取締役社長との合計の持株比率は 47.40%と過半に近い。会社法の定めにより、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	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

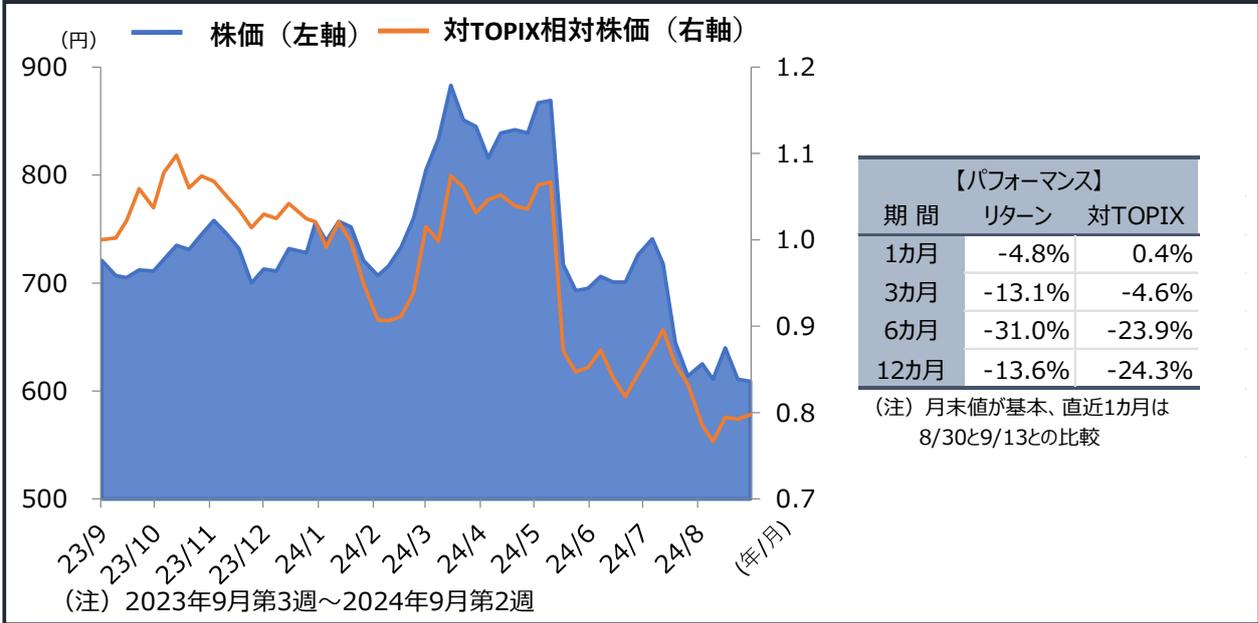
(注) 連結決算、CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

【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	2024/9/13	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株 価 (円)	609	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	8.3	0.9	2.3%	19.1%
時価総額 (百万円)	25,650	来期予想	7.9	0.8	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



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	P12
2024年6月期業績	P12
コア商事ホールディングスの2025年6月期業績予想	P14
4. 成長戦略	P17
コア商事ホールディングスの長期事業戦略	P17
5. 業績予想	P19
アルファ・ウイン調査部の2025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	P21
代表取締役社長が実質筆頭株主	P21
7. SDGsと企業統治	P22
コア商事ホールディングスの取組み	P22
企業統治 (Governance)	P24
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。

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

同社の企業理念は、「原薬、注射剤、医薬品包装受託、OTC（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。

◆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。

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。

◆「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」に定めている。「2025年には75歳以上の高齢者人口が注3)18%（2,100万人）以上になると推計されている」ことに加え、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治療手段（モダリティ）が実用化されはじめている。こうした変化を捉え、超高齢社会のなかで今後新たに生まれるモダリティにも対応した医薬品事業の展開を進めることで、同社は企業価値を持続的に向上させたいとしている。

注3) 75歳以上の高齢者人口

内閣府が公表した「令和6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～84歳1,447万人、85歳～94歳626万人、95歳以上81万人で75歳以上は2,154万人としている

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 62.1% (2024/6 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、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。また、新たに 2024/6 期にコアイセイ蔵王工場の敷地内に危険物倉庫を新設した。

蔵王工場の敷地内の危険物倉庫は、危険物に該当する医薬品原薬の専用保管設備で、当該原薬を使用する医薬品製剤の安定供給に資するものである。

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

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。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たことで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。

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。

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。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 37.9%(2024/6 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）。

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できる

【 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)



マキシカルシトール(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。

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り、5年に一度の更新が必要となっている

2016年5月、コ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（以下、マキサカルシトールシリンジ）」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シリンジはジェネリック医薬品ながら、先発品を含めて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}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（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。透析患者は一日当た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。

2024/6 期に蔵王工場の敷地内に医薬品製造販売事業の新倉庫を設置した。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。具体的にはマキサカルシトールシリンジ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。

医薬品製造販売事業の新倉庫建設に際し、同社は厚生労働省から補助金（医薬品安定供給支援補助金）を受領した（2024/6 期）。同社は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おり、新倉庫が選定抗菌薬の倉庫としても活用されるためである。

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 m²に対して、蔵王第二工場は 3,296 m²とほぼ同規模である（詳細は成長戦略 17 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. 直近業績と今期の同社の見通し

◆ 2024年6月期業績

◆ 24/6 期は、売上高では 6 期連続増収、5 期連続の過去最高を更新、営業利益以下では 5 期連続で過去最高を更新した。

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。

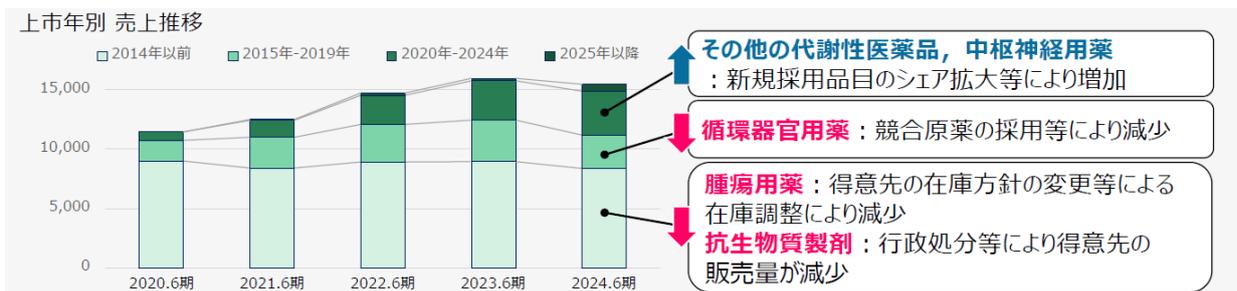
期初から据え置かれていた会社予想（売上高 22,980 百万円、営業利益 4,380 百万円）に対しては、売上高は若干未達ながらも営業利益はほぼ同水準での着地であった。

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（図表 5）。

【図表 5】上市年代別売上構成推移

（単位：百万円）



(出所) 決算説明会資料を抜粋

上市年代別売上高の推移（図表 5）をみると、2020 年～2024 年（当該期間に上市された品目の売上高）が、近年貢献している。顧客先で開発段階の薬剤の原薬や、ジェネリック医薬品のシェア拡大の恩恵を

受け原薬販売が成長しているためである。一方、2014 年以前（同）は停滞しており、2015 年～2019 年（同）は前 2024/6 期に大きく減少していることがわかる。度重なる薬価改定（引下げ）や、競合品との競争激化がその要因である。

原薬販売事業のセグメント利益率（分母はセグメント間の内部売上高又は振替高を含む全体の売上高）は 17.9%と前期の 17.0%に比べ 0.9%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。

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。

一部製品の製造受託・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ことも貢献した。

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。

なお、前述のように薬価収載後の 2024 年 6 月中旬からベンダムスチン塩酸塩点滴静注液が製造販売開始となった。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。

◆ 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）に対して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するセグメント利益未達などによるところが大きい。

◆ 25/6期は、5.5%増収、5.4%営業増益を、同社は見込んでいる。

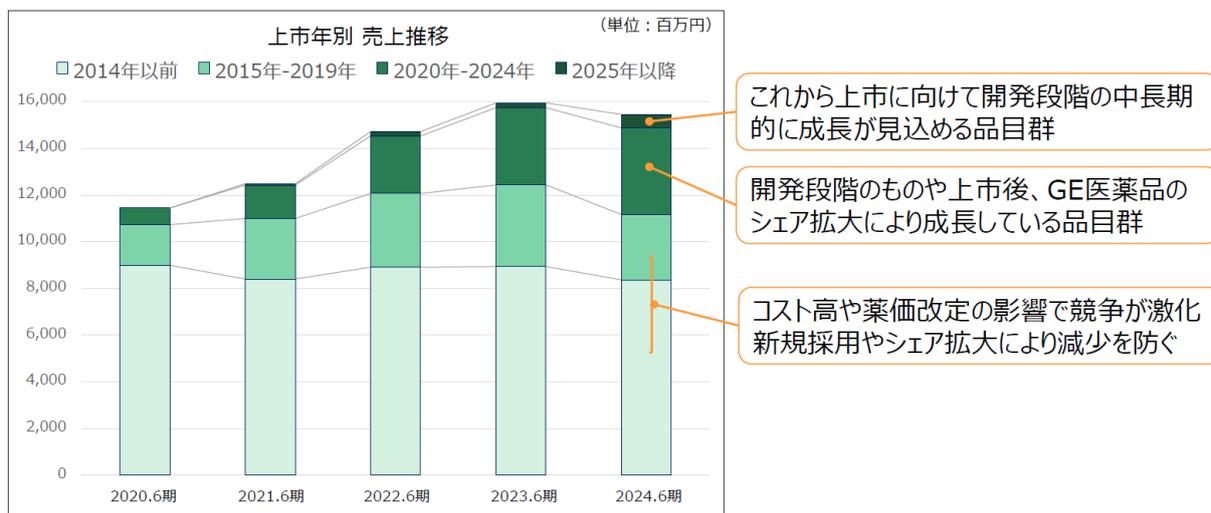
◆ コア商事ホールディングスの2025年6月期業績予想

2025/6期通期業績について、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期連続増収(過去最高更新は6期連続)、営業利益以下は6期連続で過去最高更新を予想している。

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。

図表6は過去数期の上市年代別売上高構成推移である。2025/6期予想においても2024/6期同様に、上市年代別で2014年以前、2015年～2019年については厳しい展開を想定しているが、2020年～2024年、2025年以降については、これまでの営業努力もあり伸長を期待している。

【図表6】上市年代別売上構成推移その2



(出所) 決算説明会資料

原薬販売事業の為替取引はドル決済が過半である。2024/6期における同社の円・ドル相場は、145円/ドルであった。2025/6期は149円/ドル

の想定であり、現下の為替水準では円高メリットとなる。為替予約や為替連動型の取引等により、円安デメリットの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。前述の通り、2022 年 2 月に製造販売承認を得た坑がん剤は、薬価収載後である 2024 年 6 月より製造販売しており、2025/6 期は期を通じての売上貢献が想定される。

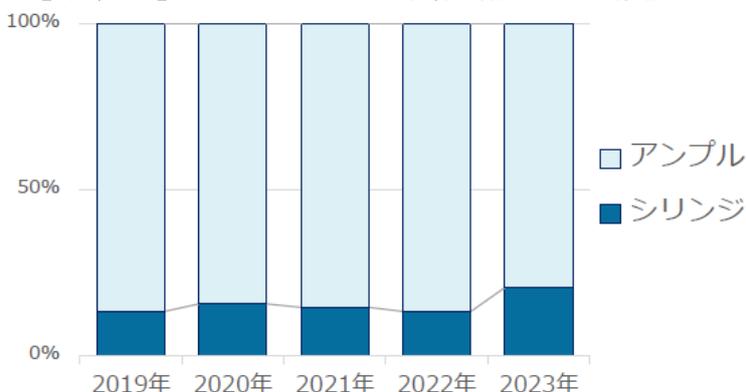
図表 7 は、炭酸ランタンの剤形別シェア推移を表している。先発の OD 錠のシェアを後発（ジェネリック医薬品）が削る推移であり、2023 年ではジェネリック医薬品の OD 錠が市場の過半を占めている。2025/6 期の炭酸ランタンについては、薬価改定の影響や同領域の新薬の発売による数量減少を見込んでいる。一方で、2024 年 10 月からはじまる長期収載品の選定療養化によるジェネリック医薬品への切り替えについては予想が難しい為見込んでいない。

【 図表 7 】 炭酸ランタン市場の剤形シェア推移



(出所) 決算説明会資料

【 図表 8 】 マキサカシトール市場の剤形シェア推移



(出所) 決算説明会資料

図表 8 のマキサカルシトールの剤形別数量シェアを見ると、2023 年のシリンジのシェアが上昇している。シリンジの生産は先発医薬品を含めても同社のみであるため、2024/6 期の同社の増産努力が市場に反映されたものと考えられる。

薬価動向に目を転じて、炭酸ランタン錠は引き下げ傾向、マキサカルシトールシリンジは引上げと明暗を分けている。マキサカルシトールシリンジの薬価引上げについては、2024 年 3 月に薬価改定が開示され、同社においては、2 割から 5 割の薬価引上げ（容量により引上げ率が相違）が実現した。薬価引上げを受けて、2025/6 期の期初より製造受託先との取引価格が上昇した。

こうした点を踏まえ、同社の医薬品製造販売事業における 2 大製造受託医薬品である炭酸ランタン OD 錠とマキサカルシトールシリンジの売上高予想としては、前者は慎重な想定、後者は明るい見通しを見込んでいる。

1 株当たり年間配当金は、2024/6 期予想の 13.0 円（配当性向 17.5%、9 月 27 日の株主総会前のため予想）から 2025/6 期予想では 14.0 円（同 19.1%）へと 1.0 円増配する意向である。

2025/6 期増配予想の背景には、利益が増加見通しであること、新たな配当方針「原則として、毎年増配することを基本方針とする」（2024 年 8 月 9 日開示）を示し、株主への利益還元を推し進める姿勢を明確にしたことが背景にある。

4. 成長戦略

◆ コア商事ホールディングスの長期事業戦略

同社は、2024年4月25日に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、将来の事業運営について一定程度見通すことが可能になったためである。

◆ 30/6期の目標として、売上高400億円(24/6期比1.8倍)、営業利益80億円(同1.8倍)を同社は掲げた。

具体的な目標値は、2030/6期売上高400億円(2024/6期比1.8倍)、営業利益80億円(同1.8倍)である。事業別の売上高目標は開示していないが、営業利益目標については、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。

<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、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

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2024/6期末15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はあり、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>

原薬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。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。現時点で描ける蔵王第二工場稼働後の同社の製造ラインのイメージは図表9の通りである。

【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340万本) 注射剤バイアル	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) 注射剤アンプル 注射剤バイアル
特徴	少量・多品種生産	大量・少品種生産	液剤・凍結乾燥ライン
備考	蔵王第二工場稼働時に 製造ライン一部移設予定	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。生産能力は通常稼働時を指している。

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カシトールシリンジを、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、第二工場竣工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。

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。

5. 業績予想

◆ アルファ・ウイン調査部の 2025 年 6 月期業績予想

◆ 25/6 期業績予想は堅調と見込む。

当調査部による 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（図表 10）。

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 百万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。

原薬販売事業を減額修正、医薬品製造販売事業を増額修正したが、前者の減額修正については、循環器官用薬における 2024/6 期第 4 四半期の失速などを考慮、後者の増額修正は 2024/6 期実績を踏まえたものである。

◆ 25/6 期の一株当たり配当金予想は、前期比 1.0 円増配の 14.0 円。

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。

【 図表 10 】 中期業績予想

(単位：百万円)

決算期	2023/6	2024/6	2025/6CE	2025/6E	2026/6E	2027/6E
売上高	22,052	22,134	23,350	23,350	24,540	26,000
原薬販売事業	15,998	15,455	15,890	15,890	16,940	18,300
外部顧客への売上高	14,163	13,734	14,690	14,690	15,690	17,000
セグメント間の内部売上高又は振替高	1,834	1,721	1,200	1,200	1,250	1,300
医薬品製造販売事業	7,889	8,399	8,660	8,660	8,850	9,000
売上総利益	6,442	6,639	7,270	7,270	7,630	8,000
対売上高比率	29.2%	30.0%	31.1%	31.1%	31.1%	30.8%
販売費及び一般管理費	2,192	2,257	2,650	2,650	2,750	2,850
対売上高比率	9.9%	10.2%	11.3%	11.3%	11.2%	11.0%
営業利益	4,249	4,382	4,620	4,620	4,880	5,150
対売上高比率	19.3%	19.8%	19.8%	19.8%	19.9%	19.8%
原薬販売事業セグメント利益	2,727	2,769	2,850	2,850	3,030	3,270
医薬品製造販売事業セグメント利益	1,533	1,699	1,790	1,790	1,830	1,860
調整額	-11	-87	20	20	20	20
経常利益	4,091	4,368	4,600	4,600	4,860	5,130
対売上高比率	18.6%	19.7%	19.7%	19.7%	19.8%	19.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,687	2,946	3,080	3,080	3,250	3,430
対売上高比率	12.2%	13.3%	13.2%	13.2%	13.2%	13.2%

(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

◆ 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、図表 6 で示したように、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、開発段階のものや上市後にジェネリック医薬品のシェア拡大により成長を見込む品目群が牽引するかたちで売上高は堅調な伸びを、セグメント利益率は前 2024/6 期並みの水準を維持すると想定している。

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。

1 株当たり年間配当金は 2026/6 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。

◆ 26/6 期の一株当たり配当金予想は、前期比 1.0 円増配の 15.0 円。

具体的には、当調査部の 2026/6 期予想は、売上高 24,540 百万円（前期比 5.1%増）、営業利益 4,880 百万円（同 5.6%増）、経常利益 4,860 百万円（同 5.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,250 百万円（同 5.5%増）、一株当たり配当金は 15.0 円である。

原薬販売事業については、外部売上高は 15,690 百万円（前期比 6.8%増）、セグメント利益は 3,030 百万円（同 6.3%増）と予想した。医薬品製造販売事業については、売上高 8,850 百万円（前期比 2.2%増）、セグメント利益 1,830 百万円（同 2.2%増）と予想した。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、開示資料が乏しいことから売上貢献を想定していない。

2027/6 期業績予想は、売上高 26,000 百万円（前期比 5.9%増）、営業利益 5,150 百万円（同 5.5%増）、経常利益 5,130 百万円（同 5.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,430 百万円（同 5.5%増）、一株当たり配当金は 16.0 円である。原薬販売事業、医薬品製造販売事業とも、2026/6 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。

株主総会招集通知によると2024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19,965千株と、変化はない。新株式発行と第三者割当によって発行済み株式数が増加したことから持株比率は47.40%と2023/6期末からやや低下した（図表11）。

このほか、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1,393千株から2024年6月末に1,332千株、同様に個人株主の岡澤明子氏の所有株式数が648千株から619千株へと僅かに減少したが、全体として大株主状況に大きな変化はない。

【 図表 11 】 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	
					所有株式数	所有割合 (%)
株式会社土師	3,962	15,848	15,848	17,829	17,829	42.33
公益財団法人首藤奨学財団	-	-	4,600	4,600	4,600	10.92
首藤 利幸	2,278	8,717	4,117	2,136	2,136	5.07
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	3.16
堀江 淳子	285	1,140	1,140	1,140	1,140	2.71
石綿 聡明	234	937	937	937	937	2.23
小角 真理	201	804	804	804	804	1.91
岡澤 明子	189	688	668	648	619	1.47
大塚 里津子	121	487	487	487	487	1.16
川口謙	109	458	458	458	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	30,345	72.06

(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

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)ニュースリリース、有価証券報告書、株主総会招集通知に基づきアルファ・ウイン調査部作成

7. SDGs と企業統治

◆ 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。

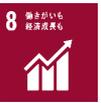
当調査部は、同社のSDGs項目に対する関与状況を図表化した（図表12）。

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5名の体制である。

首藤奨学財団では、2024年9月からスタートする「令和6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85名程度を対象に、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。

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、内藤記念科学振興財団、日本赤十字社、日本ユニセフ協会に寄付をしている。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ている。

【 図表 12 】 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% ☆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 ⇒ 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 ☆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

数値は2023/6期

(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遵守）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。

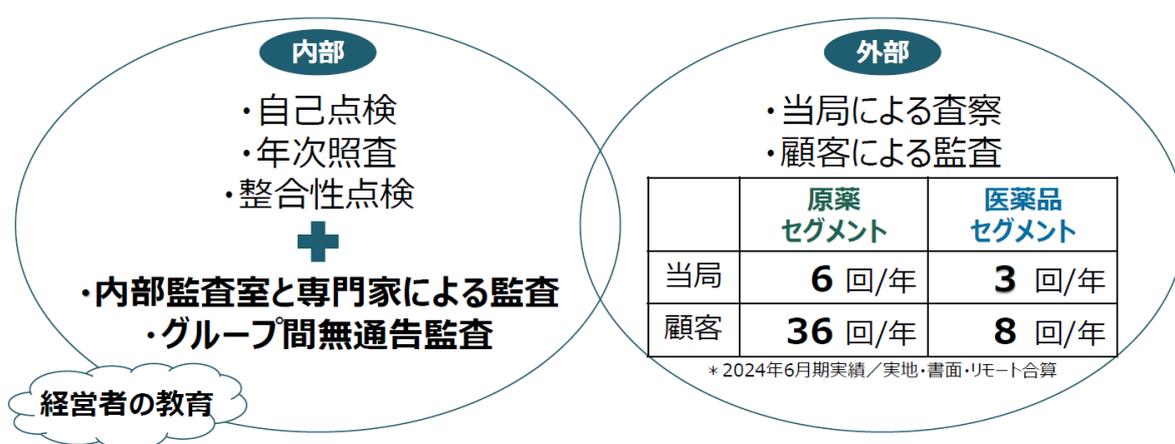
加えて、コーアイセイが公正取引委員会の立入り検査を受けた 2019 年 1 月 22 日を「コンプライアンスの日」と定め、記憶を風化させないように取り組んでいる。

◆ 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。

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 13）。同社グループ会社に対して、同社は予告なしの監査を内部監査室と専門家にて実施している。また、2024/6 期実績として、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 3 回実施した。顧客からの監査は、原薬販売事業に対して年 36 回、医薬品製造販売事業に対して年 8 回実施された。

【 図表 13 】 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。

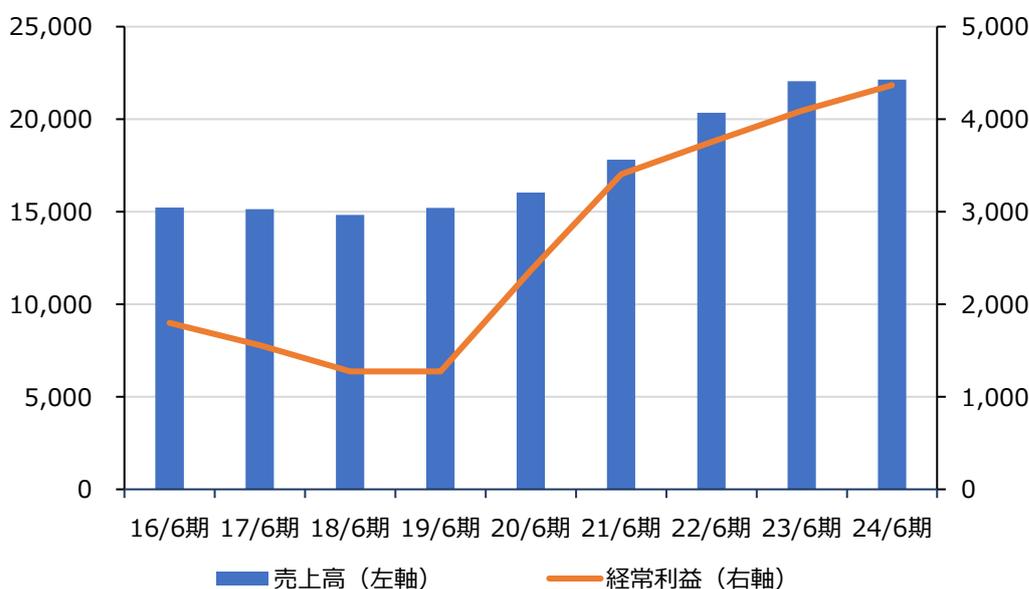
こうした基準が設けられている理由は、プライム市場を内外機関投資家の投資対象となり得るグローバル企業が上場する市場と位置付けているためである。

◆ 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している。2024/6 期に至る過去 9 期の連結業績は図表 14 の通りである。

【 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年6月期>

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影響と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

レ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。

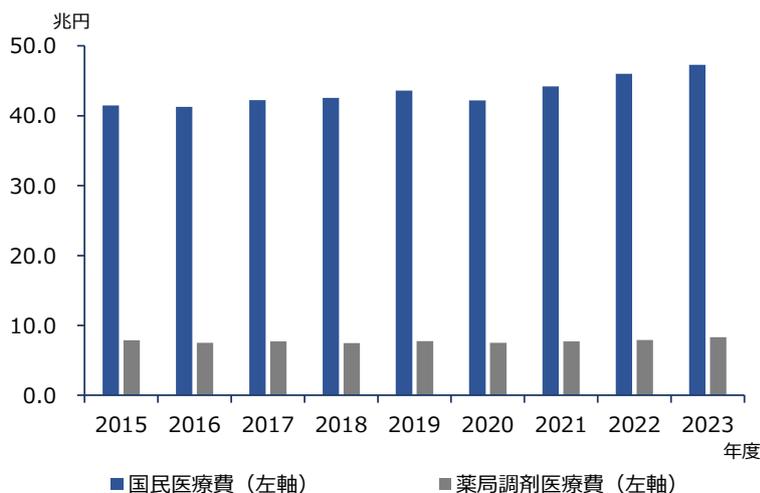
経常利益の前期比増減要因では、増収は 1,699 百万円の増益要因、原価増が 1,191 百万円の減益要因、販管費増は営業活動正常化等で 66 百万円の減益要因、営業外損益は為替差損が 157 百万円と 2022/6 期の 28 百万円から増大したこと等により 104 百万円の減益要因となった。

9. 業界環境

◆ 膨れ上がる国民医療費

わが国の2023年度の概算医療費は47.3兆円（前年度比2.9%増）と3年連続で過去最高を更新した（図表15）。主な病名が新型コロナと診断された人の医療費は推計4,400億円と前年度の8,600億円から大きく減少したものの、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15】国民医療費等の推移



（出所）厚生労働省資料「令和5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全都道府県で金額ベース65%以上などとする目標を掲げた。2023年度のジェネリック医薬品の金額シェアは56.7%である。

◆ 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16）。

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 16 】 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 24/6期	4538 24/3期	4539 24/3期	4554 23/9期	4577 24/5期
売上高	百万円	22,134	55,407	30,748	40,889	46,895
規模 経常利益	百万円	4,368	1,868	-219	4,519	3,923
総資産	百万円	32,004	75,802	49,548	85,332	77,708
自己資本当期純利益率	%	12.8	3.8	-1.0	8.9	6.4
収益性 総資産経常利益率	%	14.4	2.5	-0.4	5.6	5.3
売上高営業利益率	%	19.8	3.5	-1.6	9.4	8.3
成長性 売上高 (3年平均成長率)	%	7.5	4.0	-0.8	6.6	-1.3
経常利益 (同上)	%	8.7	-5.7	-172.2	14.8	-13.5
総資産 (同上)	%	8.9	2.8	1.7	11.3	10.4
自己資本比率	%	78.3	48.4	37.3	48.3	67.0
安全性 流動比率	%	497.8	151.6	230.9	131.4	224.0
固定長期適合率	%	26.7	66.9	49.5	83.2	61.4

(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 17 に列挙した。

【 図表 17 】 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第一工場を有する ・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

◆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で需要が大きい。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、株価609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3.94%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年5月27日に「新株式発行及び株式売出しに関するお知らせ」を開示した。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(2024/6期比1.8倍)、営業利益80億円(同1.8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。

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。