

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：2026/4/3

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

- ・2026/6期第2四半期(以下、中間期)連結業績は、売上高12,654百万円(前年同期比3.2%増)、営業利益3,169百万円(同3.4%増)、経常利益3,113百万円(同1.6%増)、親会社株主に帰属する中間純利益2,085百万円(同1.8%増)であった。同社の期初計画に比べ、期初社内計画に対し売上高はやや下回ったが、営業利益はやや上回った模様である。
- ・中間期の原薬販売事業は、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8,467百万円(前年同期比5.7%増)、外部顧客への売上高(以下、外部売上高)7,818百万円(同5.5%増)、内部売上高は649百万円(同7.6%増)であった。外部売上高は、アレルギー用薬、中枢神経用薬及び感覚器官用薬向け原薬の好調が腫瘍用薬における顧客の在庫水準の見直し等による減収を吸収し、外部売上高が伸長した。セグメント利益は1,783百万円(前年同期比11.7%増)であった。
- ・中間期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4,836百万円(前年同期比0.3%減)、セグメント利益は1,339百万円(同3.4%減)であった。売上高については、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ(以下、マキサ)」は堅調であったが、主力製品の錠剤は競合の参入等が影響して減少した。セグメント利益率は、主力製品の錠剤の低調が響き27.7%と前年同期の28.6%に比べ0.9%ポイント低下した。

競争力

- ・同社は原薬販売事業において国内のジェネリック医薬品メーカーの過半を顧客に持つ。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、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

1/40

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。

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、現在の蔵王工場で3直体制での約480万本(1直体制:340万本)に、年産能力1,200万本(1直体制)の第二工場が加わり、大幅に増強されることになる。

- ・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、将来の事業運営について一定程度見通すことが可能となったため、2030/6期売上高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。

業績予想

- ・2026/6期業績連結予想について、同社は売上高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)とする期初計画を据え置いた。一株当たり配当金(期末のみ)計画は、期初の17.0円から1.0円増配し18.0円(会社計画配当性向20.8%)へと引き上げた。中間期業績の堅調な利益推移と期初に開示した配当性向20%以上を目安にするとの方針に沿ったものである。会社側が中間期業績を受けて通期業績計画達成に対し自信を深めたことをうかがわせる。
- ・アルファ・ウイン調査部(以下、当調査部)の2026/6期業績予想は、利益面において会社計画をやや上回る前回予想を踏襲する。事業別でも当調査部予想において前回予想を踏襲する。一株当たり配当金予想は、前回予想を踏襲するが、増額修正した会社計画と同じ18.0円である。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。
- ・同社の株価は、同社の株価は2025年12月中旬以降動意を示し、2026年1月16日高値883円及び2月9日高値886円の短期的なダブルトップを形成した。2月9日以降、全体相場の乱高下もあり3月19日の株価は831円であった。当調査部予想の2027/6期以降の業績予想、配当予想を踏まえ、株式市場の取り巻く環境が不透明のなかにあっても、相対的に堅調な値動きが期待されよう。
- ・株価831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期当調査部予想配当と株主優待を合計した利回りは3.4%と試算される。

投資に際しての留意点

- ・2026年6月期の半期報告書によると、2025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47.34%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)
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	-	18.0
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	811.96	19.0
2028/6	E 31,700	16.2	6,280	11.3	6,260	11.4	4,260	12.7	101.14	894.10	22.0
2025/6	Q1 5,027	-13.7	1,125	-6.0	1,200	0.8	794	4.9	18.87	-	-
2025/6	Q2 12,259	7.7	3,063	28.0	3,065	25.6	2,049	31.1	48.66	-	0.0
2026/6	Q1 5,951	18.4	1,352	20.1	1,340	11.6	891	12.2	21.18	-	-
2026/6	Q2 12,654	3.2	3,169	3.4	3,113	1.6	2,085	1.8	49.53	-	0.0

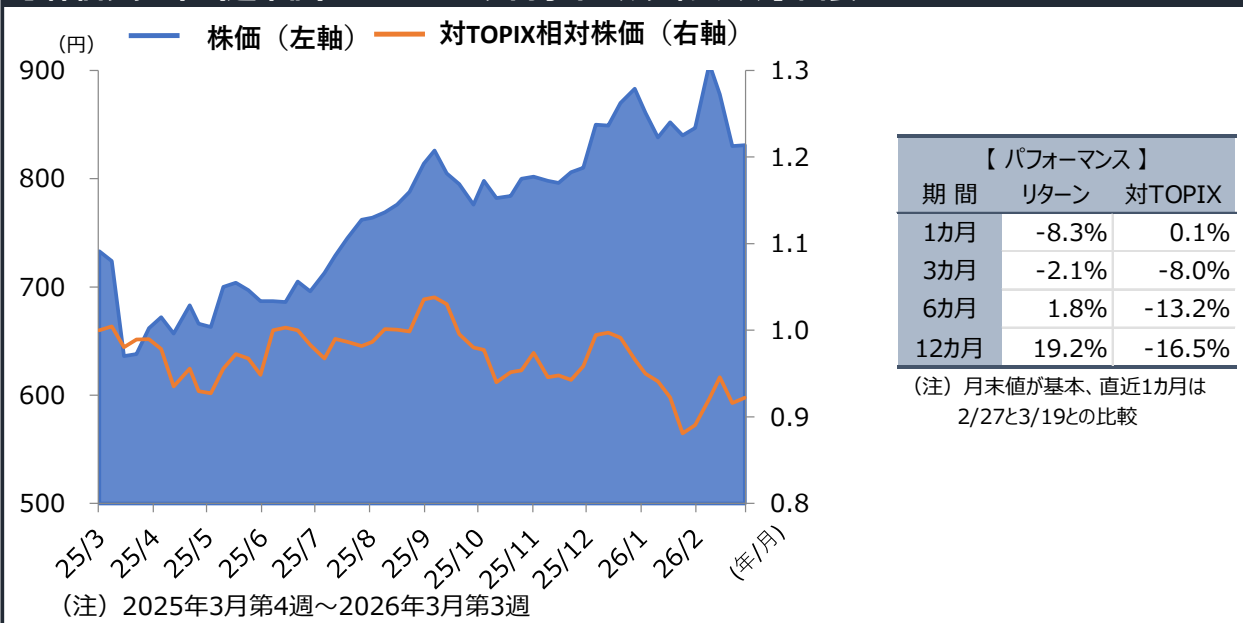
(注) CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想、Q1は第1四半期、Q2は第2四半期（中間期）

【 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	2026/3/19	項目	PER (倍)	PBR (倍)	配当利回り	配当性向
株価 (円)	831	前期実績	9.6	1.2	1.9%	18.5%
発行済株式数 (千株)	42,119	今期予想	9.4	1.1	2.2%	20.3%
時価総額 (百万円)	35,001	来期予想	9.3	1.0	2.3%	21.2%
潜在株式数 (千株)	-	来々期予想	8.2	0.9	2.6%	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. 直近業績と2026年6月期のコア商事ホールディングスの見通し	P12
2026年6月期第2四半期業績	P12
コア商事ホールディングスの2026年6月期業績予想	P13
4. 成長戦略	P16
コア商事ホールディングスの長期事業戦略	P16
5. 業績予想	P20
アルファ・ウイン調査部の2026年6月期業績予想	P20
アルファ・ウイン調査部の中期業績予想	P21
6. 株主構成	P23
代表取締役社長が実質筆頭株主	P23
7. 企業統治とSDGs	P24
コア商事ホールディングスの取組み	P24
企業統治 (Governance)	P27
8. 成長の軌跡	P29
沿革	P29
過去の業績推移	P30
9. 業界環境	P36
膨れ上がる国民医療費	P36
同業他社比較	P36
10. アナリストの視点	P38
コア商事ホールディングスの強みと課題	P38
株主還元	P39
株価について	P39

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コア商事が担当しており、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 (2025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	15,930	3,225	原薬販売事業	15,930	3,215
コアイセイ	8,349	2,024	外部顧客への売上高	14,600	-
			内部売上高	1,330	-
			医薬品製造販売事業	8,668	2,136
			調整額	-1,330	3

(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

◆ビジョンは「“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」、
 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。

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。

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多い順に中国、ドイツ、イタリア、スペイン等の欧州、韓国、インド等で世界 10 カ国、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。こうしたサービスの提供は、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の取り組みである。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と、製造所ごとに独立行政法人医薬品医療機器総合機構による設備の調査を受ける必要がある。

認定を申請する主体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「マキサカルシトール静注透析用シリンジ(以下、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。

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

◆「マキサカルシトール静注透析用シリンジ」は、先発品にない剤形であることから、競争力が高い。

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、先発品を含め競合他社では製造していない剤形であり、感染症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 11)}では、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のメリットが大きい薬剤となっている。

2024/6 期には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、ジ
ェネリック医薬品やOTC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

◆ 2026年6月期第2四半期業績

- ◆ 26/6 期中間期は、増収増益を確保した。

同社の2026/6期連結第2四半期（以下、中間期）連結業績は、売上高12,654百万円（前年同期比3.2%増）、営業利益3,169百万円（同3.4%増）、経常利益3,113百万円（同1.6%増）、親会社株主に帰属する中間純利益2,085百万円（同1.8%増）であった。同社の期初社内計画に対し売上高はやや下回ったが、営業利益はやや上回った模様である。

中間期の原薬販売事業は、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8,467百万円（前年同期比5.7%増）、外部顧客への売上高（以下、外部売上高）7,818百万円（同5.5%増）、内部売上高は649百万円（同7.6%増）、セグメント利益は1,783百万円（同11.7%増）であった。

中間期の原薬販売事業の外部売上高は、アレルギー用薬、中枢神経用薬及び感覚器官用薬向け原薬の好調が腫瘍用薬における顧客の在庫水準の見直し等による減収を吸収し、外部売上高が伸長した。内部売上高は医薬品製造販売事業の注射薬向けの貢献もあり、外部売上高より高い伸長率であった。

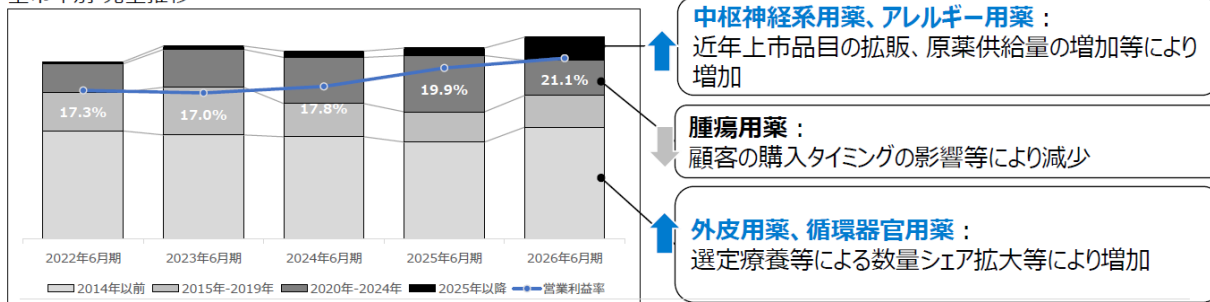
- ◆ 開発段階を含む2025年以降上市品目が増収とセグメント利益率向上に貢献している。

上市年代別売上高の推移（図表5）を見ると、2025年以降上市（開発段階含む）が前年同期比で顕著に増加した。その反面、2020年～2024年（同）は減少したが、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。採算性の高い2025年以降上市品目の増収、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により、セグメント利益率は21.1%と前年同期の19.9%に比べ1.2%ポイント改善した。

【図表5】上市年代別中間期売上構成推移

（単位：百万円）

上市年別 売上推移



（出所）決算補足資料を抜粋

中間期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4,836百万円（前年同期比0.3%減）、セグメント利益は1,339百万円（同3.4%減）であった。売上高については、マキサは堅調であったが、主力製品の錠剤が競合の参入等が影響し前年同期比微減であった。

セグメント利益率は、主力製品の錠剤の低調が響き27.7%と前年同期の28.6%に比べ0.9%ポイント低下した。

◆ 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、同社は売上高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）とする期初計画を据え置いた（図表6）。売上高は8期連続増収（過去最高更新は7期連続）、営業利益以下は7期連続で増益かつ過去最高更新を予想している。

【図表6】コア商事ホールディングスの2026年6月期業績予想

	2025年6月期	2026年6月期	前期比		2028年6月期
	実績	予想	増減	増減率	目標
【連結売上高】	23,269	25,700	2,431	10.4	31,900
原薬セグメント	15,930	17,820	1,890	11.9	20,930
医薬品セグメント	8,668	9,080	412	4.8	12,170
調整額	△1,330	△1,200	130	-	△1,200
【連結営業利益】	5,355	5,430	75	1.4	6,530
原薬セグメント	3,215	3,300	85	2.6	3,600
医薬品セグメント	2,136	2,150	14	0.7	2,900
調整額	3	△20	△23	-	30
【連結経常利益】	5,375	5,430	55	1.0	6,430
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,637	3,640	3	0.1	4,380
減価償却費	691	673	△18	△2.6	1,024
研究開発費	154	217	63	40.9	222
設備投資額	3,077	2,699	△378	△12.3	2,066

（出所）決算補足資料

通期会社予想に対する2026/6期中間期実績の進捗率は売上高49.2%、営業利益58.4%、経常利益57.3%、親会社株主に帰属する中間純利益57.3%となった（図表7）。2025/6期実績に対する2025/6期中間期実績の進捗率が、売上高52.7%、営業利益57.2%、経常利益57.0%、親会社株主に帰属する中間純利益56.3%であったことに比べ、利益面では若干上回る進捗となっている。

【図表7】売上高及び営業利益の進捗率推移

(単位：%)

	2024/6期		2025/6期		2025/6期	
	Q1	Q2	Q1	Q2	Q1	Q2
売上高	26.3	51.4	21.6	52.7	23.2	49.2
営業利益	27.3	54.6	21.0	57.2	24.9	58.4

(注) Q2 は中間期、2024/6 期及び 2025/6 期の進捗率は通期実績に対する進捗率、
2026/6 期は会社通期予想に対する進捗率

(出所) 決算短信を基にアルファ・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 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)。医薬品製造販売事業は売上高 9,080 百万円 (同 4.8%増)、セグメント利益 2,150 百万円 (同 0.7%増) との計画である。同社が業績予想を据え置いたのは、Q3 以降における為替見通しが不透明であることや薬価改定の影響等を考慮した模様である。

2026 年 3 月に開示された 2026 年 4 月から適用となる薬価改定での影響度は、全体としては 4.02%の薬価引き下げとなった。同社の医薬品製造販売事業が取り扱っている医薬品では、マキサの薬価は変わらず、炭酸ランタンは 15%程度、ベンダムスチンは 11%から 14%程度のマイナス影響ではあるものの、同社全体では最低薬価の引上げもあり、2%から 3%のプラス影響となったようだ。

◆ 2026 年 4 月適用の薬価改定は全体で 2 から 3%のプラス影響となった。

中間決算開示と同時に一株当たり配当金 (期末のみ) を、期初予想の 17.0 円から 1.0 円積み増し、前 2025/6 期比 2.0 円増配の 18.0 円予想 (会社予想配当性向 20.8%) へと引き上げた (図表 8)。

【図表8】配当金と配当性向推移

	配当金 (円)	配当性向 (%)
2021/6期	10.0	18.5
2022/6期	11.0	18.5
2023/6期	12.0	17.7
2024/6期	13.0	17.5
2025/6期	16.0	18.5
2026/6期CE	18.0	20.8

(注) CE は会社予想

(出所) 有価証券報告書、及び決算短信を基にアルファ・ウイン調査部作成

過去 5 期の配当金と配当性向を振り返ると、配当金は每期増額となっていたが、2024/6 期には配当性向が 17.5%まで低下していた。2026/6 期の会社予想の配当性向は 20.8%と大きく上昇する見込みである。中間期業績の堅調な利益推移と期初に開示した 2026/6 期より配当性向 20%以上を目安にするとの方針に沿ったものではあるが、

併せて会社側が中間期業績を受けて通期業績計画達成に対して自信を深めたことをうかがわせる。

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期の経営目標値として、同社は売上高400億円（25/6期比1.7倍）、営業利益80億円（同1.5倍）を掲げた。

具体的な目標値は、2030/6期売上高400億円（2025/6期比1.7倍）、営業利益80億円（同1.5倍）、売上高営業利益率20.0%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12}とAG^{注13}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12) 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13) 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向けの原薬供給についても、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、核酸医薬品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>

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、「特長ある注射剤の国内

- 28/6 期の経営目標値として、同社は売上高 319 億円 (25/6 期比 1.4 倍)、営業利益 65.3 億円 (同 1.2 倍) を掲げた。

トップメーカー」へと変更している。蔵王第二工場建設を決定したことで、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、 1直体制)	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	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。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。感染症予防、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、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、今後の伸びしろが大きいとみられる。

既に、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案件が同社としては読んでいる状況であり、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商談を複数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では、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。同薬を開発した同社の技術力が評価され、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。

長期事業計画の中間目標として、中期 3 カ年計画を開示している。即ち 2028/6 期に売上高 31,900 百万円 (2025/6 期比 1.4 倍)、営業利益 6,530 百万円 (同 1.2 倍)、売上高営業利益率 20.5% (同 2.5%ポイント)

ト低下) である。蔵王第二工場が 2027 年 7 月に稼働する予定であるため、稼働 1 年目における医薬品製造販売事業への貢献を前提とする業績目標値を開示したものである。

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」においては、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

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。

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。

2028/6 期の事業別の目標値として、原薬販売事業は外販売上高 19,730 百万円 (2025/6 期比 1.4 倍)、セグメント利益 3,600 百万円 (同 1.1 倍)、セグメント利益率 18.2% (2025/6 期比 3.8%ポイント低下)、医薬品製造販売事業は売上高 12,170 百万円 (同 1.4 倍)、セグメント利益 2,900 百万円 (同 1.4 倍)、セグメント利益率 23.8% (2025/6 期比

0.9%ポイント低下) を開示している。

原薬販売事業については、セグメント利益率を低く想定しているが、新規収載品目向けの原薬販売等について保守的に想定した数値目標となっているようだ。医薬品製造販売事業は、蔵王第二工場稼働一年目ということもあり、減価償却費等の固定費負担増を考慮した数値と推測される。

中期3カ年計画の医薬品製造販売事業の要は2027年7月稼働予定の蔵王第二工場である(図表9)。したがって、医薬品製造販売事業の業績は、2028/6期以降大きく伸長する可能性が高いと当調査部は考える。

図表10は、令和7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5.8%、3.2%、6.8%であり、医薬品製造販売事業の主力の注射薬は薬価引き下げ影響を受けにくいといえる。

【図表10】令和7年薬価調査結果の抜粋

投与形態別	主要薬効別	乖離率 (%)
内用薬全体		5.8
注射薬	注射薬全体	3.2
	内 記 その他の腫瘍用薬	3.2
	他に分類されない代謝性医薬品	4.6
	血液製剤類	1.4
	その他のホルモン剤	4.6
	その他の生物学的製剤	2.0
外用薬全体		6.8

(出所)厚生労働省資料「令和8年度薬価基準改定の概要」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

- ◆ 26/6 期業績は会社計画を上回ると予想する。

当調査部による 2026/6 期連結業績予想は、会社予想を増額修正した予想値（2025 年 9 月発行レポート）を踏襲する。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 11）。

【 図表 11 】 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。事業別営業利益は事業別セグメント利益を指している
CE：会社予想、E：アルファ・ウイン調査部予想

（出所）有価証券報告書、決算説明会資料によりアルファ・ウイン調査部作成

事業別の売上高については、原薬販売事業、及び医薬品製造販売事業とも会社計画並みの前回予想を踏襲する。すなわち、原薬販売事業は、外部売上高 16,620 百万円（前期比 13.8%増）、医薬品製造販売事業も売上高 9,080 百万円（同 4.8%増）と予想する。

事業別のセグメント利益については、会社計画をやや上回る。中間期の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、2026/6 期通期計画に対し進捗率が 42.5%となっている。2026/6 期通期計画の販管費は前期比 19.5%増であるが、社員数増を前提とする人件費を中心とする固定費の予算消化が進んでおらず、中間期の販管費が前年同期比 8.7%増にとどまっている点などを考慮した。

◆ 28/6 期の一株当たり配当金予想は、22.0 円と 25/6 期比 6.0 円増配へ。

具体的な事業別セグメント利益については、原薬販売事業は 3,350 百万円（同 4.2%増、会社計画 3,300 百万円）、医薬品製造販売事業は 2,200 百万円（同 3.0%増、同 2,150 百万円）と予想する。

◆ アルファ・ウイン調査部の中期業績予想

当調査部予想の 2027/6 期及び 2028/6 期の業績予想も前回予想を踏襲する。各期の配当予想も前回予想を踏襲し、2027/6 期予想は前期比 1.0 円増配の 19.0 円、2028/6 期予想は同 3.0 円増配の 22.0 円とする。

同社は 2023 年 12 月 25 日に新工場建設をリリースした。現在の蔵王工場の敷地内に注射剤を主とする医薬品製造工場（蔵王第二工場）を 2026 年 6 月竣工予定で新設するというものである。その工事の進捗状況は予算も含め予定通り進行している。全国的に工事現場作業員の人手不足と作業員の人件費が高騰する環境下、予定通り進行している点は安心材料といえよう。

蔵王第二工場の年産能力は 1~2ml シリンジ製剤 1,200 万本で、現状のシリンジ年産能力である公称 480 万本(3直体制)を大きく上回る。能力が増えた分は、主に需要に対応しきれていないマキサの生産に充てる模様である。その一方、新たな設計思想による工場建設で生産に係る人員数は大きく増加しないようである。したがって、医薬品製造販売事業は 2028/6 期から売上高・セグメント利益ともに新たな成長軌道を歩むと期待される。

医薬品製造販売事業において、ベンダムスチンの増販、マキサの生産性向上、蔵王工場での受託事業の増加等のプラス要因の一方で、薬価改定の影響を考慮し、セグメント利益率は漸減傾向を辿ると保守的に予想した。

ベンダムスチンは、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」を指しているが 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。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る。足元では、ベンダムスチンの販売状況は順調な模様である。

一株当たり年間配当金は 2026/6 期以降も每期 1.0 円以上の増配を行うと当調査部では予想する。

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）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。

原薬販売事業予想において、増収率を下回るセグメント利益増益としたのは、薬価引き下げ影響を考慮したためである。

医薬品製造販売事業予想を微増収、セグメント利益横ばいとしたのは、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。

2028/6 期業績連結業績予想は、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）である。

原薬販売事業については、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については、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。

原薬販売事業予想において、増収率を下回るセグメント利益増益としたのは、薬価引き下げ影響を考慮したためである。

医薬品製造販売事業予想は、蔵王第二工場の稼働によるマキサの販売数量増を想定し、大幅増収予想としている。増収率予想を下回るセグメント利益増益予想としたのは、2027 年 7 月新規稼働予定に伴うコストを想定したためである。

2028/6 期の一株当たり配当金は、配当性向 20%以上を目安とする同社の方針に基づき、前期比 3.0 円増配の 22.00 円と予想した。

6. 株主構成

◆ 代表取締役社長が実質筆頭株主

同社の2025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53.62%、次点が個人その他の38.10%である。

2020年6月末から株式会社土師（以下、土師）が筆頭株主である（図表12）。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所有株式数は19,937千株、持株比率は47.34%と2025年6月末と比べてほぼ変化はない（図表12）。

【図表12】上位株主

氏名又は名称	2022年6月末	2023年6月末	2024年6月末	2025年6月末	2025年12月末	
					持株比率 (%)	
株式会社土師	15,848	17,829	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	4,600	10.92
首藤 利幸	4,117	2,136	2,136	2,120	2,108	5.01
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	2,394	1,393	1,332	1,624	1,582	3.76
堀江 淳子	1,140	1,140	1,140	1,140	1,140	2.71
石綿 聡明	937	937	937	937	937	2.23
SMBC日興証券	-	-	-	-	927	2.20
小角 真理	804	804	804	804	804	1.91
川口 謙	458	458	461	461	694	1.65
大塚 里津子	487	487	487	487	487	1.16
岡澤 明子	668	648	619	539	-	-
上位株主計	31,456	30,435	30,348	30,541	31,111	73.87

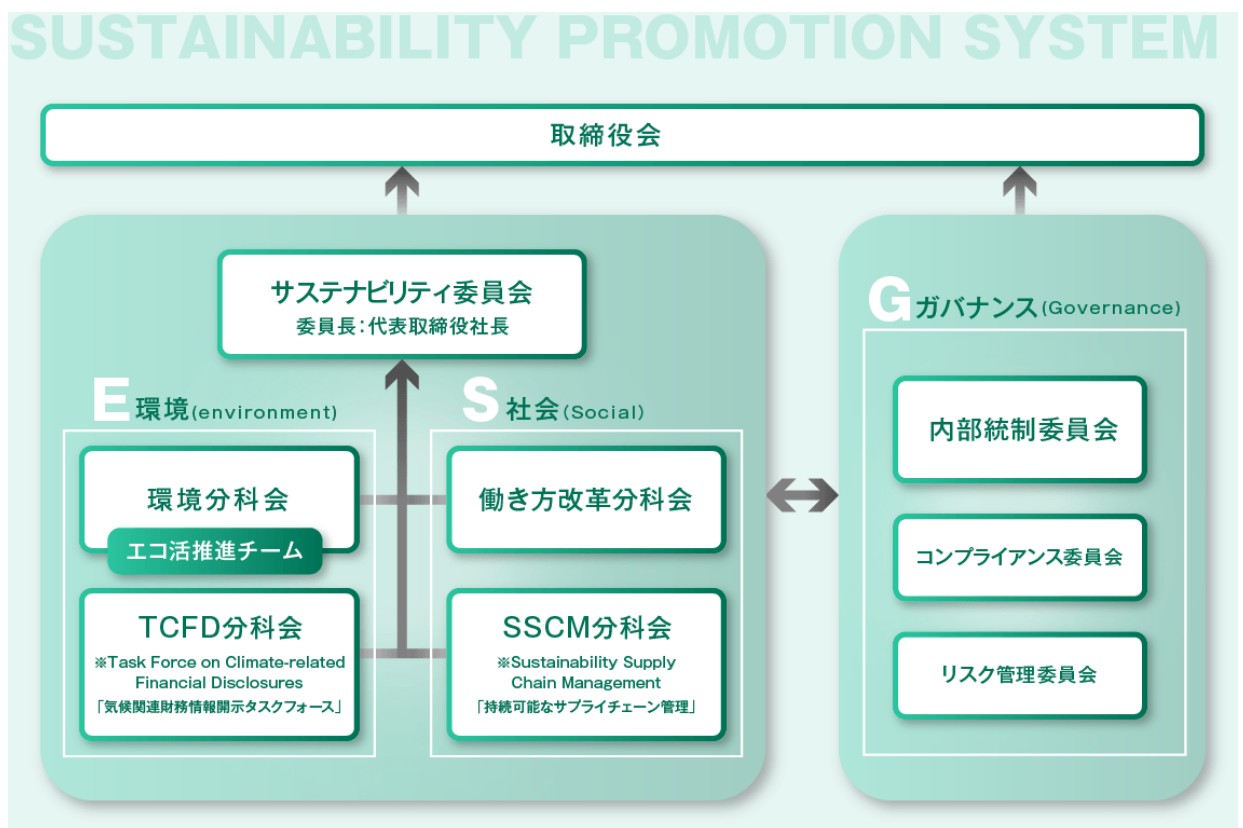
(注)2024年6月に新株式発行2,174千株、及び第三者割当増資326千株を実施、持株比率は自己株式を除外して計算(出所)、有価証券報告書、及び半期報告書に基づきアルファ・ウイン調査部作成

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 13）を設置している。

【 図表 13 】 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働を図っている。

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14）。

SDGsの一つの目標である「4 質の高い教育をみんなに」に関わる項目として、首藤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 14 】 SDGs 一覧

同社の取組み	SDGs項目	取組み内容の一部
同社の事業		☆原薬販売事業、及び医薬品製造販売事業 ⇒ 超高齢社会に対応した医薬品事業を推進
環境保護 ESG項目 E:環境	  	☆環境負荷低減 ⇒ スコープ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)、育児休業復帰率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 ⇒ 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日開催の株主総会では、監査等委員のうち3名が任期満了、1名が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）を選任した。結果として、監査等委員は1名減の4名体制となった。

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。

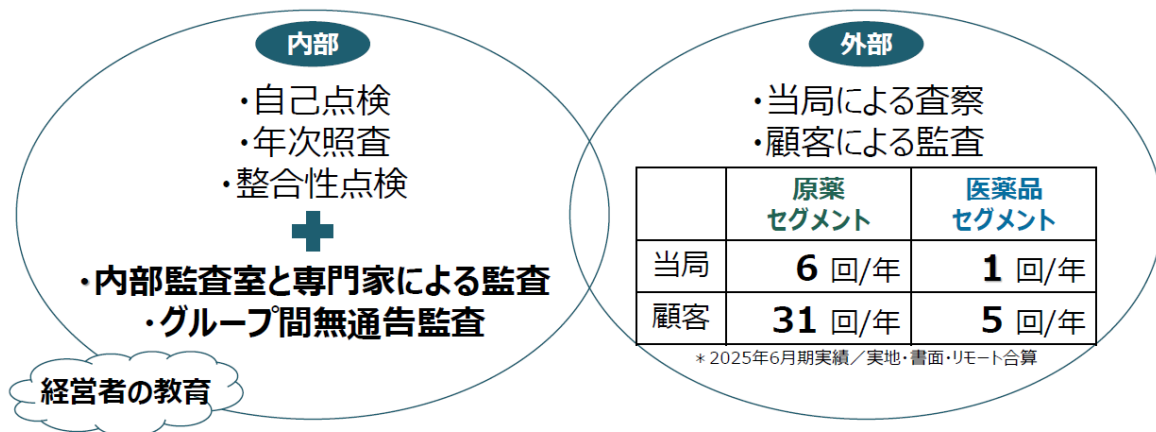
加えて、コーアイセイが公正取引委員会の立入り検査を受けた2019年1月22日を「コンプライアンスの日」と定め、記憶を風化させないように取り組んでいる。

同社は2020年12月に指名・報酬諮問委員会を設置した。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を構築していることが挙げられる（図表 15）。同社自身では、グループ会社に対して、予告なしの内部監査を実施している。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（回数は 2025/6 期実績）。

【 図表 15 】 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。

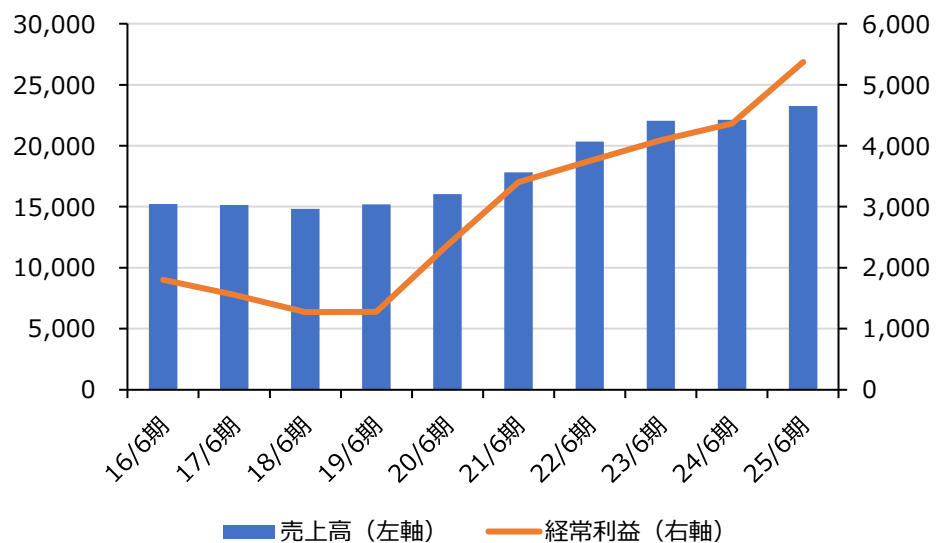
こうした基準が設けられている理由は、プライム市場を内外機関投資家の投資対象となり得るグローバル企業が上場する市場と位置付けているためである。

◆ 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 16 の通りである。

【 図表 16 】 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、上場の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。

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。

<2025 年 6 月期>

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%の台を超え、かつ 3 期連続での過去最高の利益率更新となった。

期初から据え置かれていた会社予想（売上高 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。

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。

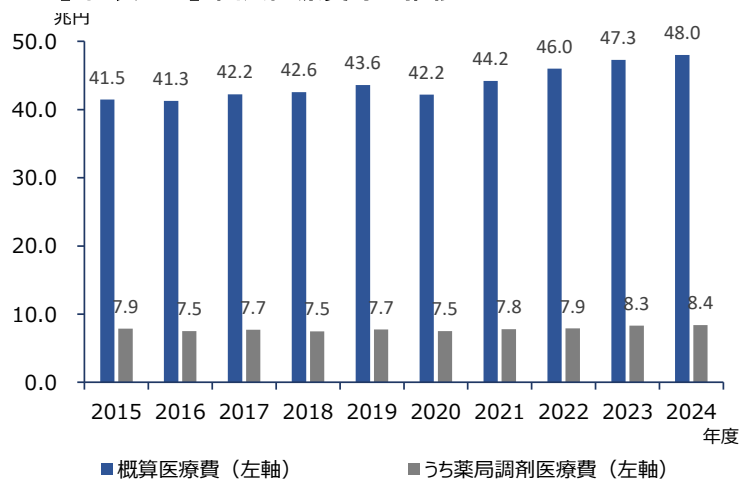
医薬品製造販売事業の売上高は、セグメント間の内部売上高又は振替高がなく8,668百万円（前期比3.2%増）、セグメント利益は2,136百万円（同25.7%増）であった。2024年年初以降蔵王工場のシリンジライン増産体制が整ったことで増収になったことや、期初からの一部製品の製造受託価格引き上げが貢献し、主力製品の錠剤が競合による参入の影響で減少したことを吸収した。

9. 業界環境

◆ 膨れ上がる国民医療費

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17）。高齢化や医療の高度化などの影響によるものと厚生労働省は分析している。入院外診療費は前年度比0.9%減とコロナ禍に見舞われた2020年度以来の減少を記録したが、75歳以上の後期高齢者による医療費が、初めて全体の4割を超えた。

【図表17】国民医療費等の推移



（出所）厚生労働省資料「医療費の動向」に基づきアルファ・ウイン調査部作成

こうした中で、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を推進している。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。2025年の厚生労働省の薬価調査によるとジェネリック医薬品の金額シェアは68.7%まで上昇した。

◆ 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からダイト（4577 東証プライム）、ジェネリック医薬品の製造販売の点から日本ケミファ（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から扶桑薬品工業（4538 東証プライム）を取り上げた（図表18）。

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、安全性、成長性（経常利益）、安全性（自己資本比率、流動比率）において、同社は上位の水準にある。

【 図表 18 】 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 25/9期	ダイト 4577 25/5期
規模	売上高 百万円	23,269	60,563	32,570	51,677	50,643
	経常利益 百万円	5,375	3,780	443	4,459	2,705
	総資産 百万円	36,114	81,729	49,851	93,405	78,004
収益性	自己資本当期純利益率	% 13.7	-9.4	1.6	6.5	3.7
	総資産経常利益率	% 15.8	4.8	0.9	4.9	3.5
	売上高営業利益率	% 23.0	6.8	1.9	9.7	5.2
成長性	売上高 (3年平均成長率)	% 4.6	6.9	0.1	13.4	5.2
	経常利益 (向上)	% 12.7	23.7	-24.3	6.2	-26.2
	総資産 (同上)	% 11.2	5.6	0.3	7.3	6.3
安全性	自己資本比率	% 77.9	40.4	38.4	50.2	66.7
	流動比率	% 416.9	109.5	245.2	154.6	244.6
	固定長期適合率	% 32.2	88.8	52.6	72.9	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) 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 19 に列挙した。

【 図表 19 】 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られ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 15}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 15) 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症予防、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症予防、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

同社からの2024年8月9日のリリースにおいて毎期増配する方針を開示した。さらに配当性向20%以上を目安にするとの新たな指針を2025年8月8日に開示した。したがって、業績動向に関わらず増配が期待でき、かつ、利益成長のペース次第では大幅な増配も期待できる状況である。

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円分を贈呈している。

したがって、3月19日株価終値831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期当調査部予想配当と株主優待を合計した利回りは3.4%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2025/6期中間期決算の公表は2026年2月9日であった。同社の株価は、同社の株価は2025年12月中旬以降動意を示し、2026年1月16日高値883円及び2月9日高値886円の短期的なダブルトップを形成した。2月9日以降、全体相場の乱高下もあり3月19日の株価は831円であった。当調査部予想の2027/6期以降の業績予想、配当予想を踏まえ、株式市場の取り巻く環境が不透明のなかにあっても、相対的に堅調な値動きが期待されよう。

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。