

ホリスティック企業レポート コア商事ホールディングス 9273 東証二部

新規上場会社紹介レポート
2018年6月26日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20180625

ジェネリック医薬品を取り扱い、商社機能と製造機能を併せ持つ 蔵王工場の生産規模拡大を要とする戦略で、医薬品製造事業が成長を牽引へ

アナリスト:松尾 十作 +81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

【9273 コア商事ホールディングス 業種:卸売業】

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)
2016/6	15,228	-	1,751	-	1,800	-	1,168	-	374.4	3,451.0	15.0
2017/6	15,133	-0.6	1,614	-7.8	1,558	-13.4	1,143	-2.2	366.2	3,801.0	15.0
2018/6 予	15,072	-0.4	1,322	-18.1	1,317	-15.4	769	-32.8	246.2	-	70.0

(注) 1. 連結決算、2018/6期の予想は会社予想
2. 2018年1月7日付で1:5の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 3,645円 (2018年6月22日)	本店所在地 神奈川県横浜市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 3,301,665株	設立年月日 2015年1月30日	三菱UFJモルガン・スタンレー証券
時価総額 12,035百万円	代表者 首藤 利幸	【監査人】
上場初値 4,000円 (2018年6月21日)	従業員数 294人 (2018年3月)	有限責任 あずさ監査法人
公募・売価 2,670円	事業年度 7月1日～翌年6月30日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3ヵ月以内	

> 事業内容

(注1) ジェネリック医薬品
新薬の特許期間が終了した医薬品について、厚生労働省の承認を得て製造及び販売される医療用医薬品を指す。定められた試験により効き目や安全性が新薬と同等であることが確認されている。

(注2) 医薬品原薬
医薬品原薬とは、医薬品を製造するための有効成分を指す。

◆ ジェネリック医薬品を取り扱う

コア商事ホールディングス(以下、同社)は、ジェネリック医薬品^{注1}用の医薬品原薬^{注2}の仕入販売、製剤の製造販売、製剤に係る製造受託を営んでいる。同社グループは、同社と子会社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)で構成されている。同社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(図表1)。

【図表1】セグメント別売上高及び利益

	17/6期 売上高		セグメント利益又は損失
	百万円	構成比	百万円
原薬販売事業	11,441	75.6%	1,906
医薬品製造販売事業	3,691	24.4%	-340
合計	15,133	100.0%	1,566

(注) セグメント利益又は損失の合計は調整額控除前
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

ジェネリック医薬品メーカーは、幅広いジェネリック医薬品を効率的に取り揃える必要性から、医薬品製造のための原薬を自社では製造せず外部調達しているため、同社のような医薬品原薬を取り扱う会社と取引している。例えば、同社の主要顧客としてジェネリック医薬品メーカー大手の日医工(4541 東証一部)が挙げられ、17/6期の売上高の16.2%を占めている。

同社グループの中核はジェネリック原薬に特化した専門商社であるコア商事で(図表2)、10品目以上のジェネリック医薬品を製造販売している国内ジェネリック医薬品メーカー100社のうち、70社を顧客としている。コアイセイは、主に注射剤の製造販売を手掛けているジェネリック医薬品メーカ

(注3) MR

医薬情報担当者 (medical representative)を指す。医者をはじめとする医療従事者に医薬情報を提供し、医療従事者からの副作用等の情報をフィードバックする役目がある。

(注4) OTC 医薬品

医師の処方箋が無くても購入できる医薬品を指し、市販薬や大衆薬とも呼ばれる。

一である。国内のジェネリック医薬品メーカー20社超を顧客とし医薬品の受託製造を手掛けているほか、地域ごとにMR^{注3}を配置して、自社製品を病院・開業医・薬局を中心に販売している。コアバイオテックベイは、医薬品の包装受託やジェネリック医薬品の製造販売をし、コア製薬はビタミン剤を主力とするOTC医薬品^{注4}を製造販売している。

【図表2】コア商事ホールディングスの主要子会社 (単位:百万円)

17/6期または17/6期末	コア商事	コアアイセイ
売上高	12,101	2,521
経常利益	1,857	-345
当期純利益	1,243	-99
純資産額	9,442	1,435
総資産額	11,081	6,400

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

> 特色・強み

(注5) DMF 国内管理人
医薬品原薬を製造する海外業者が日本に輸出する場合、当該医薬品原薬を登録するなど薬事上の様々な業務を代行する業者を指す。

(注6) 高薬理注射剤
薬として高い薬効が期待される注射剤を指す。高い薬効とは、少量で人体に強い影響を与えるものを指す。

(注7) 開発提案型受託
自社で開発、申請資料を作成し、その申請資料を利用したい他社を共同開発会社とし、共同開発会社から製造受託を請け負うビジネスモデルを指す。

◆ コア商事ホールディングスの強み

同社は、商社機能とメーカー機能を併せ持っており、それぞれの機能について強みを持っている。

商社機能の強みとしては、DMF国内管理人^{注5}として110品目を保有するジェネリック原薬に特化した専門商社であり、品目の多さは同業他社の追随を許さない点が挙げられる。更にグループとして医薬分析センター(東西2カ所)を保有しており、仕入れ先である原薬メーカーに対しては品質改善の提案や高品質で安価な原薬を安定的に仕入れるための技術的なサポートを提供し、顧客先に対しては提供している原薬の分析結果を報告している。

メーカー機能の強みとしては、少量多品種多剤型の高薬理注射剤^{注6}の受託製造が可能であることに加えて開発提案型受託^{注7}を行っていることが挙げられる。高薬理活性の医薬品は、塵のような僅かな量でも人体に強い影響力があるため、衛生設備の整った製造施設が必要となる。また、がん、リウマチ、透析領域のジェネリック医薬品を、単なる受託製造ではなく国内外製薬会社と共同開発にも取り組んでいる。こうした強みから、同社は国内のジェネリック医薬品メーカー20社超を顧客としている。

> 事業環境

◆ 市場動向

医療費抑制の一環として、「20年9月までに、ジェネリック医薬品の使用割合を80% (17年9月時点 65.8%)とし、出来るだけ早期に達成できるよう、更なる使用促進策を検討する。」との目標を政府は掲げている。なお、ジェネリック医薬品のシェアは厚生労働省の資料によると16年時点で米国91.7%、ドイツ86.3%、英国76.6%、フランス67.6%に比べて、我が国は59.0%と低い。また、25年には5人に1人が75歳以上になるという、所謂「2025年問題」を控えている。増え続ける社会保障費抑制のため、厚生労働省はジェネリック医薬品

の使用促進を図っている。調剤薬局で患者に対しジェネリック医薬品が使用されるような各種対策を厚生労働省は実施していることもあり、ジェネリック医薬品の需要は増大傾向にある。

◆ 競合状況

同社の競合先として、ジェネリック医薬品の製造販売の視点で富士製薬工業(4554 東証一部)、とジェネリック医薬品メーカーへの原薬供給の視点でダイト(4577 東証一部)が挙げられる。同社は経口及び注射剤のジェネリック医薬品の製造販売を手掛けているが、注射剤が主力である。富士製薬工業も注射剤が主体であるが、得意とする領域に相違がある。同社はがん、リウマチ、透析領域に重点を置いているが、富士製薬工業は造影剤と婦人科領域のホルモン系に強みがある。ダイトは経口剤に強みを持っている。

> 業績

◆ 17年6月期

持株会社である同社は15年1月に設立され、第2期である16/6期から連結財務諸表が開示されている。17/6期業績は、売上高15,133百万円(前期比0.6%減)、営業利益1,614百万円(同7.8%減)、経常利益1,558百万円(同13.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益1,143百万円(同2.2%減)であった。

セグメント別では、原薬販売事業は、がんや生活習慣病の領域のジェネリック医薬品向け原薬の販売が堅調に推移し、売上高11,441百万円(前期比0.5%増)、セグメント利益1,906百万円(同23.9%増)であった(図表3)。医薬品製造販売事業では、採算性を重視した品目の絞り込みを行ったことにより売上高3,691百万円(前期比3.9%減)、セグメント損失340百万円(前期は147百万円の利益)であった。医薬品製造販売事業でセグメント利益が損失となったのは、16年5月に新設した蔵王工場が医薬品の製造許可申請中で売上計上がない上、同事業の減価償却費が206百万円と前期比124百万円増加したことと、蔵王工場の要員等人件費が増加したためである。

【図表3】セグメント別業績

(単位:百万円)

事業別	17/6期				18/6期第3四半期累計	
	売上高	前期比	セグメント利益	前期比	売上高	セグメント利益
原薬販売	11,441	0.5%	1,906	24.0%	8,015	1,119
医薬品製造販売	3,691	-3.9%	-340	-	2,479	-210
調整			48			-24
合計	15,133	-0.6%	1,614	-7.8%	10,494	884

(出所) 届出目論見書、及び適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ 18年6月期第3四半期

18/6期第3四半期累計業績は、売上高10,494百万円(セグメント間の内部売上高及び振替高244百万円を含む)、営業利益884百万円、経常利益890百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益509百万円であった。

セグメント別では、原薬販売事業は売上高 8,259 百万円と前年同期比減収、セグメント利益 1,119 百万円であった(図表 3)。医薬品製造販売事業では、売上高 2,479 百万円と前年同期比減収、セグメント損失 210 百万円であった。

原薬販売事業が減収であったのは、去痰剤用原薬、動脈硬化症用原薬、抗がん剤用原薬の伸長が見られたものの、厚生労働省による薬価及びジェネリック医薬品販売促進策の改定(18年4月)前の一時的な在庫調整の影響が大きかったためである。医薬品製造販売事業の減収は、原薬販売事業と同様に薬価改定前の影響を受けたことと、開発品の試作や既存設備のメンテナンスを優先したことによる生産調整により、売上計上が一部後倒しとなったためである。なお、蔵王工場は18年1月から生産を開始した。

◆ 18年6月期の会社計画

同社の18/6期計画は、売上高 15,072 百万円(前期比 0.4%減)、営業利益 1,322 百万円(同 18.1%減)、経常利益 1,317 百万円(同 15.4%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 769 百万円(同 32.8%減)である(図表 4)。

【図表 4】18年6月期の会社計画

	売上高 (百万円)	構成比 (%)	前期比 (%)
売上高	15,072	100.0	-0.4
売上原価	11,446	75.9	3.7
販売費及び一般管理費	2,305	15.3	-7.2
営業利益	1,322	8.8	-18.1
経常利益	1,317	8.7	-15.4
親会社株主に帰属する当期純利益	769	5.1	-32.8

(出所) 適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

原薬販売事業は、売上高 11,356 百万円(前期比 0.7%減)、セグメント利益 1,508 百万円(同 20.9%減)の計画である。医薬品製造販売事業は、売上高 3,716 百万円(同 0.7%増)、セグメント損失 146 百万円(前期は 340 百万円の損失)と計画している。原薬販売事業の計画は、第3四半期累計を踏まえ顧客への生産計画等のヒアリングによる品目毎の積み上げによるものである。医薬品製造販売事業の計画は、自社品においてはMR及びエリア担当者の市場調査を勘案し品目別に積み上げを行い、受託製品では受託先の計画を基に生産計画を立てている。加えて18年1月から製造を開始した新規開発品目の売上貢献を見込んでいる。

全体の売上原価率が75.9%と前期比3.0%ポイント上昇し、販売費及び一般管理費(以下、販管費)の対売上高比率が15.3%と同1.1%ポイント低下する計画となっているのは、新規開発品目の生産開始により蔵王工場の減価償却費等を販管費での計上から売上原価での計上に変更したためである。

(注8) シリンジ

あらかじめ薬液が充填された状態の注射器

(注9) AG

オーソライズドジェネリックを指す。新薬メーカーから許諾を得てジェネリック医薬品メーカーが、先発医薬品と全く同じ(添加物や薬のコーティングまで)医薬品を製造販売している医薬品を指す。

(注10) 長期収載品

ジェネリック医薬品が存在する先発医薬品を指す。

(注11) 凍結乾燥

乾燥しようとするものを凍結し、高真空下で凍結水を昇華させて除く乾燥方法を指す。フリーズドライ製法とも呼ぶ。

(注12) バイアル

細い短い試験管のような容器に薬液を入れた後ゴム栓をし、ゴム栓に注射器を差し込むことで薬液を取れる容器を指す。

新規開発品目(17年12月に薬価収載)とは、透析患者の合併症改善を目的とした注射剤である「マキサカルシトール静注透析用シリンジ^{注8}2.5 μ g」、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ 5 μ g」、「マキサカルシトール静注透析用シリンジ 10 μ g」の3製剤であり、製造受託品である。

◆ 中期計画

同社は現時点で定量的な中期経営計画を公表していない。成長戦略として、①コア商事においては、AG^{注9}や長期収載品^{注10}への原薬提供の拡大を図り、②コアアイセイにおいては、60年に亘る注射剤の製造経験と40年の実績を誇る凍結乾燥^{注11}技術を土台として高薬理活性領域へと進出し、さらには少量多品種多剤型を手掛けられるメーカーとしての受託製造領域で成長し、年間1~2品目のジェネリック医薬品の新規製剤の開発を実施していく方針を掲げている。23/6期には、原薬販売事業と医薬品製造販売事業のセグメント利益が拮抗することを目論んでいる模様である。

なお、コアアイセイの成長には蔵王工場の生産規模拡大が要となるが、18年10月にはバイアル^{注12}液剤、凍結乾燥領域の製造設備が完成予定であり、生産品目の拡大が見込まれている。

> 経営課題/リスク

◆ 為替変動のリスク

同社が販売しているジェネリック医薬品原薬は、主に海外から調達している。そのため、ジェネリック医薬品原薬の価格は、市況変動及び為替変動により急激に変動した場合、同社グループの経営成績及び財務状態等に影響を及ぼす可能性がある。ジェネリック医薬品原薬の調達先国は過半を占める中国のほか、欧州や米国などである。18年4月~6月の想定レートは、1米ドル=116.0円、1ユーロ=135.00円である。中国とは米ドルで取引している。

◆ 薬価改定等制度見直しについて

17年に政府が打ち出した薬価制度抜本改革に向けた基本方針では、定期的実施される薬価改定が2年毎から毎年へと改められた。同社の販売が好調な品目等において薬価の引き下げが行われた場合、同社の販売価格の低下等が考えられ、同社グループの経営成績及び財務状態等に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 自然災害について

同社の医薬品の生産拠点は山形県に集中している。そのため、生産拠点に自然災害や事故等が発生した場合、同社グループの経営成績及び財務状態等に影響を及ぼす可能性がある。

【 図表 5 】 財務諸表

損益計算書	2016/6		2017/6		2018/6 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	15,228	100.0	15,133	100.0	10,494	100.0
売上原価	11,476	75.4	11,034	72.9	7,997	76.2
売上総利益	3,752	24.6	4,098	27.1	2,497	23.8
販売費及び一般管理費	2,001	13.1	2,484	16.4	1,612	15.4
営業利益	1,751	11.5	1,614	10.7	884	8.4
営業外収益	77		42		36	
営業外費用	27		97		30	
経常利益	1,800	11.8	1,558	10.3	890	8.5
税引前当期純利益	1,800	11.8	1,797	11.9	890	8.5
当期(四半期)純利益	1,168	7.7	1,143	7.6	509	4.9

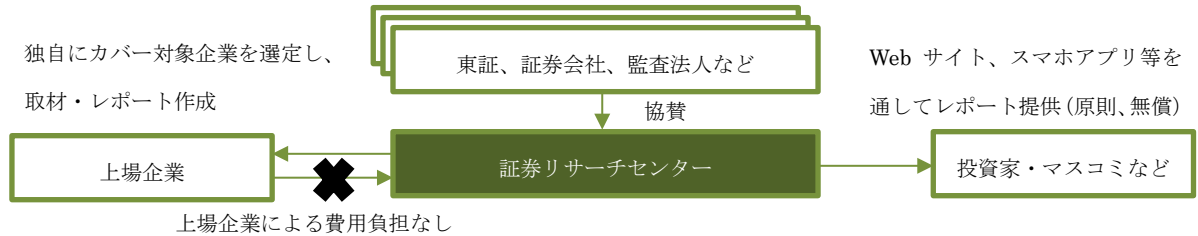
貸借対照表	2016/6		2017/6		2018/6 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	10,866	67.2	12,176	63.5	13,310	64.8
現金及び預金	3,294	20.4	4,333	22.6	5,111	24.9
売上債権	6,318	39.1	6,269	32.7	6,166	30.0
固定資産	5,311	32.8	6,995	36.5	7,221	35.2
有形固定資産	5,143	31.8	6,796	35.4	6,994	34.1
無形固定資産	24	0.2	69	0.4	104	0.5
投資その他の資産	143	0.9	130	0.7	122	0.6
総資産	16,178	100.0	19,171	100.0	20,531	100.0
流動負債	4,932	30.5	3,263	17.0	4,199	20.5
買入債務	2,136	13.2	1,753	9.1	2,246	10.9
短期借入金	2,006	12.4	688	3.6	1,319	6.4
固定負債	472	2.9	4,042	21.1	4,017	19.6
長期借入金	166	1.0	3,753	19.6	3,677	17.9
純資産	10,772	66.6	11,865	61.9	12,314	60.0
自己資本	10,772	66.6	11,865	61.9	12,314	60.0

キャッシュ・フロー計算書	2016/6	2017/6
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	751	645
減価償却費	196	316
投資キャッシュ・フロー	-1,495	-1,857
財務キャッシュ・フロー	1,005	2,215
配当金の支払額	-43	-46
現金及び現金同等物の増減額	260	1,009
現金及び現金同等物の期末残高	2,642	3,652

(出所) 届出目論見書、適時開示資料を基に証券リサーチセンター作成

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。