

日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

■調剤報酬改定の影響を吸収して、増収増益基調が続く

日本調剤<3341>は調剤薬局の国内トップクラス企業で、調剤薬局事業の売上高では第2位。自社グループでジェネリック医薬品の製造も行っており、メーカー機能を有しているところが特徴的だ。さらに、医療従事者を対象にした人材派遣・紹介事業の3部門体制で事業展開している。

2016年度は調剤報酬改定が行われた。国は「患者のための薬局ビジョン」において、調剤薬局のあるべき姿として、高度な機能を有した「かかりつけ薬局」として地域のインフラ（社会的生活基盤）的存在になることを求めている。今回の調剤報酬改定はそれに沿った内容であった。

同社はこうした国の施策を先取りする形で対応を進めてきている。ジェネリック医薬品の推進や在宅医療での対応は業界トップクラスの実績を有している。また、「かかりつけ薬局」についても昨秋以来、各種キャンペーンを行っているほか、かかりつけ薬剤師も着実に増やしつつある。同社はこうした一歩早い対応を通じて国の調剤報酬改定や規制強化を自社の成長エンジンに変えていくポテンシャルを有していると、弊社では考えている。

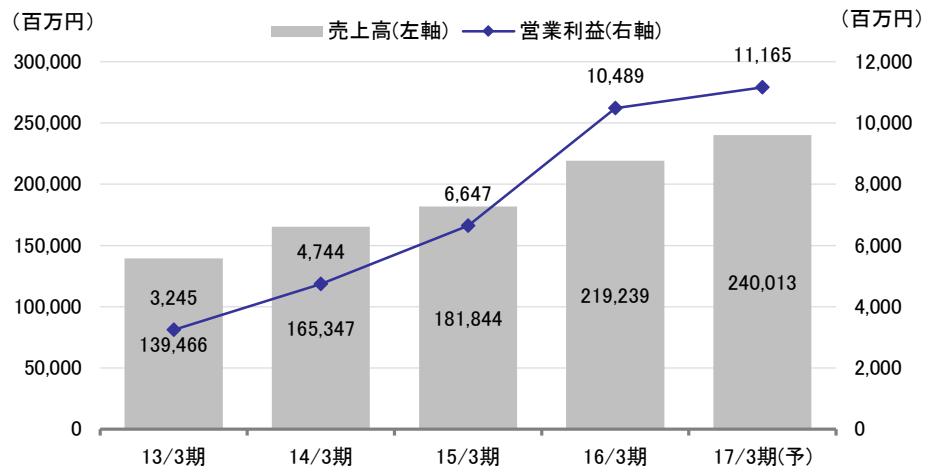
業績は好調が続いている。2016年3月期は期中に上方修正したがその線で着地し、過去最高益を更新した。2017年3月期についても、調剤報酬改定の影響を吸収して連続最高益更新を目指している。中長期的にも、調剤薬局市場の拡大や業界再編などの成長シナリオが期待できるほか、調剤薬局事業をはじめとした各事業セグメントがすべて国の推進する施策と方向性を同じくしているという強みを活かして、業界平均を上回る成長が期待できると弊社ではみている。

■Check Point

- ・薬局が患者情報をしっかり把握することが重要な要素になる状況
- ・国の推進する施策を自社の成長エンジンに転化することが可能
- ・調剤市場はこれまでの成長率を維持すると20年度には10兆円規模に

2016 年 6 月 7 日（火）

連結業績推移



2016 年 3 月期決算の概要

16/3 期は大幅増収増益での着地となった

(1) 決算分析

同社は 2015 年 4 月に 2016 年 3 月期～2018 年 3 月期の 3 ヶ年中期経営計画を発表した。その初年度に当たる 2016 年 3 月期決算は、売上高 219,239 百万円（前期比 20.6% 増）、営業利益 10,489 百万円（同 57.8% 増）、経常利益 9,878 百万円（同 64.5% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 6,329 百万円（同 127.8% 増）と大幅増収増益での着地となった。同社は期中に上方修正を行ったが、その線での着地となった。

2016 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

	2015/3 期			2016/3 期					
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 予想		通期実績	
								前期比	通期 予想比
売上高	87,418	94,426	181,844	100,269	118,970	220,455	219,239	20.6%	-0.6%
営業利益	2,623	4,024	6,647	4,214	6,275	10,742	10,489	57.8%	-2.4%
経常利益	2,318	3,685	6,003	3,936	5,942	9,491	9,878	64.5%	4.1%
親会社株主に帰属 する当期純利益	1,157	1,621	2,778	2,471	3,858	5,611	6,329	127.8%	12.8%

出所：短信よりフィスコ作成

売上高は 3 事業部門とも前期比伸び率が 2 ケタとなり、全社ベースでも前期比 20.6% 増収となった。利益面では、売上高総利益率が前期の 17.6% から当期は 17.8% に拡大した一方で、売上高販管費率が 13.9% から 13.0% に低下した。その結果、売上高営業利益率は前期の 3.7% から当期は 4.8% へと大きく拡大した。販管費は前期比 3,296 百万円増加したが、そのうち 2,039 百万円は増収に伴う消費税等だった。

2016 年 3 月期の特徴として、3 事業部門全体が伸びた中で、医薬品製造販売事業と医療従事者派遣・紹介事業の利益構成比が一段と上昇したことが挙げられる。2016 年 3 月期は両セグメント合計の比率が 29% に伸長した。これは 2 年前の 2014 年 3 月期における構成比（15%）の 2 倍の水準だ。



日本調剤

3341 東証1部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016年6月7日（火）

事業セグメント別業績

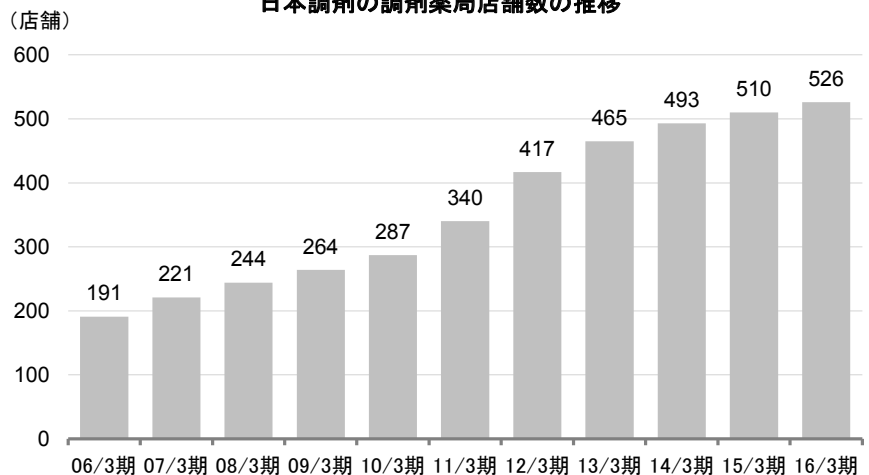
(単位：百万円)

		15/3期			16/3期					
		2Q累計	下期	通期	2Q累計		下期		通期	
					実績	前年同期比	実績	前年同期比	実績	前年同期比
売上高	調剤薬局事業	75,970	82,029	157,999	87,208	14.8%	103,666	26.4%	190,874	20.8%
	医薬品製造販売事業	13,389	14,161	27,550	15,367	14.8%	17,231	21.7%	32,598	18.3%
	医療従事者派遣・紹介事業	3,010	3,544	6,554	4,188	39.1%	4,746	33.9%	8,934	36.3%
	調整前	92,371	99,733	192,104	106,764	15.6%	125,642	26.0%	232,406	21.0%
	調整額	-4,952	-5,307	-10,259	-6,494	-	-6,672	-	-13,166	-
	売上高合計	87,418	94,426	181,844	100,269	14.7%	118,970	26.0%	219,239	20.6%
営業利益	調剤薬局事業	3,113	4,585	7,698	4,252	36.6%	6,455	40.8%	10,707	39.1%
	医薬品製造販売事業	836	1,052	1,888	1,210	44.7%	1,458	38.6%	2,668	41.3%
	医療従事者派遣・紹介事業	619	647	1,266	820	32.5%	779	20.4%	1,599	26.3%
	調整前	4,570	6,283	10,853	6,283	37.5%	8,691	38.3%	14,974	38.0%
	調整額	-1,947	-2,258	-4,205	-2,068	-	-2,416	-	-4,484	-
	営業利益合計	2,623	4,024	6,647	4,214	60.7%	6,275	55.9%	10,489	-
営業利益率	調剤薬局事業	4.1%	5.6%	4.9%	4.9%	-	6.2%	-	5.6%	-
	医薬品製造販売事業	6.2%	7.4%	6.9%	7.9%	-	8.5%	-	8.2%	-
	医療従事者派遣・紹介事業	20.6%	18.3%	19.3%	19.6%	-	16.4%	-	17.9%	-
	全社合計	3.0%	4.3%	3.7%	4.2%	-	5.3%	-	4.8%	-

出所：会社資料よりフィスコ作成

セグメント別に詳細を見ると、主力の調剤薬局事業は売上高 190,874 百万円（前期比 20.8% 増）、営業利益は 10,707 百万円（同 39.1% 増）となった。同社は第2四半期決算時に上方修正を行ったがその中心要因は調剤薬局事業の好調だった。売上高伸長の要因として、大型新規出店に加えて既存店の売上も好調に推移したこと、高薬価のC型肝炎治療新薬の処方が増加したことなどが挙げられる。利益については、改定のない年であったなかで、ジェネリック医薬品増加や在宅医療推進などを通じた調剤報酬増加や各種経費抑制などが奏功して、大幅増益につながった。

日本調剤の調剤薬局店舗数の推移



注：物販専門の1店舗は含まない。

出所：説明会資料よりフィスコ作成

医薬品製造販売事業は売上高 32,598 百万円（前期比 18.3% 増）、営業利益 2,668 百万円（同 41.3% 増）となった。ジェネリック医薬品の需要は国が進める使用促進策の流れに乗って堅調に増加が続いた。そうしたなか、日本ジェネリック（株）においてはつくば工場S棟の増強、長生堂製薬（株）においても本社第二工場を完成するなど、生産体制の拡充・強化を図る一方で生産品目の拡大と整理を行い、増収増益を達成した。



日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

ジェネリック医薬品の生産能力

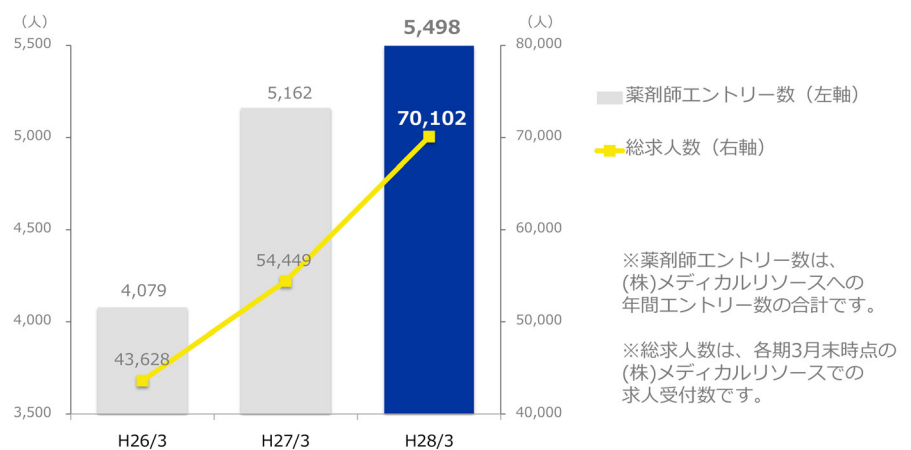
会社名	工場名	生産能力（億錠 / 年）			
		2015/3	2016/3	2017/3（予）	計画
日本ジェネリック	つくば工場 N 棟	10	10	10	10
	つくば工場 S 棟	13	13	26	26
	つくば第二工場	-	-	-	100
	春日部工場	9	9	9	9
	小計	32	32	45	145
長生堂製薬	本社工場	7	7	7	7
	本社第二工場	2	2	2	2
	川内工場	2	3	3	3
	小計	11	12	12	12
合計		43	44	57	157

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

医療従事者派遣・紹介事業は売上高 8,934 百万円（前期比 36.3% 増）、営業利益 1,599 百万円（同 26.3% 増）となった。派遣紹介先の新規開拓及び登録者数の確保といった営業努力の他、厚労省が 2015 年 10 月に示した「患者のための薬局ビジョン」において薬剤師の果たすべき役割が一段と拡充・強化されたことに伴い、薬剤師の派遣・紹介需要が一段と高まり、同事業の収益を押し上げた。

医療従事者派遣・紹介事業の実績推移

◆ 薬剤師エントリー数と総求人数



出所：2016 年 3 月期決算説明資料

(2) 自己株式処分と売出し

同社は 2015 年 11 月 24 日、配当予想の修正と合わせて 200 万株の自己株式の処分及び売出しを決議し、最終的に 175 万株の一般募集分と 223,700 株の第三者割当による自己株式の処分によって約 92 億円の資金を調達した。約 92 億円の調達額のうち、約 72 億円は子会社の日本ジェネリックによる生産能力増強投資に、残りの 20 億円は社債償還資金に、それぞれ充当される予定だ。

同社はジェネリック医薬品の製造販売をグループ内で手掛けている点に特徴があり、その中核子会社である日本ジェネリックは 2018 年 3 月完成を目指して年産 100 億錠の生産能力を有する新工場を建設中だ。今回の自己株式処分と売出しは同社の課題とされていた自己資本比率の改善、財務基盤の安定化に寄与し、中長期的にポジティブだと弊社では考えている。

■ 2016 年度調剤報酬改定の主な内容

2016 年度は診療報酬改定年度に当たり調剤報酬点数表も改定

(1) 調剤薬局の収入構造

調剤薬局は基本的に、病院（医師）とともに国の健康保険制度に組み込まれており、それゆえ保険薬局とも称される。保険薬局の報酬（収入）は健康保険制度で定められた収入算定の基礎となる点数（診療報酬）によって決まってくる。国（厚労省）はこの診療報酬を変更・調整することで、医療費の抑制や国の医療政策の実現の動機付けへとつなげるべく、2 年に 1 度、見直しを行っている。2016 年度は 2 年に 1 度の診療報酬改定年度に当たり、その一環として調剤報酬点数表も改定された。

改定の主な内容は後に詳述するが、その理解のためには調剤薬局の基本的な収入構造を理解しておく必要がある。調剤薬局の収入の内訳は、調剤薬局が発行する領収書の明細をみるのが最もわかりやすいであろう。処方せん 1 枚当たりの調剤報酬は「調剤技術料」、「薬学管理料」及び「薬剤料」の 3 本柱から成っている。このうち薬剤料については、点数は高くとも医薬品の原価が占める割合が大きいため、利益の観点では調剤技術料と薬学管理料が重要な意味を持っている。

調剤技術料はさらに「調剤基本料」、「基準調剤加算」、「後発医薬品調剤体制加算」及び「調剤料」などに細分化されている。これらのうち調剤料は本質的に、調剤薬局の経営努力が及びにくいと言える。反対に調剤基本料、基準調剤加算、後発医薬品調剤体制加算は調剤薬局の収入のベースを形成するだけでなく、経営努力によって変動する要素が大きい。逆に言うと、国が調剤報酬改定を通じて医療費抑制や特定の施策の推進を行おうとする際に活用されやすいのが、調剤基本料、基準調剤加算、後発医薬品調剤体制加算といった項目ということだ。

薬局が患者情報をしっかり把握することが重要な要素になる状況

(2) 「調剤基本料」の改定

2016 年度調剤報酬改定では、調剤基本料において、同社を含む大手調剤薬局チェーンを対象とした改定が行われた。従来は、調剤基本料は「調剤基本料 1（41 点）」を基本とし、特例に該当する店舗に対しては「調剤基本料 2（25 点）」を算定するというものであった。特例の該当要件は“処方せん受付回数月 4,000 回超かつ集中率※70% 超の薬局、または 2,500 回超かつ 90% 超の薬局”というものであった（このうち 2,500 回かつ 90% 超の要件については 24 時間開局という特例除外規定があった）。

この 16 点の差は当該店舗で取り扱うすべての処方せんに適用されるため、店舗収入に与える影響は大きい。1 日に平均 200 枚の処方せんを取り扱う店舗の場合、「200 枚 × 16 点 × 22 日（週休 2 日と仮定） × 12 ヶ月 × 10 円 / 点 = 8,448,000 円」となり、それだけ年商が減るということだ。

※ 集中率とは特定の保健医療機関にかかる処方せんによる調剤の割合を言う



日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

※“特定の保健医療機関と不動産賃貸借関係にある場合”とは、医療モールへ出店した店舗が典型的な例

2016 年度改定後の調剤基本料

	調剤基本料区分		特例除外の場合	50/100 減算適用の場合
通常	調剤基本料 1	41 点	－	21 点
特例	調剤基本料 2 （従来の特例）	25 点	基本料 1 になる	13 点
	調剤基本料 3 （大型門前薬局の特例）	20 点	基本料 1 になる	10 点
	調剤基本料 4 （基本料 1 の未妥結減算）	31 点	－	16 点
	調剤基本料 5 （基本料 2 の未妥結減算）	19 点	基本料 4 になる	10 点
	特別調剤基本料 （基本料 3 の未妥結減算）	15 点	基本料 4 になる	8 点

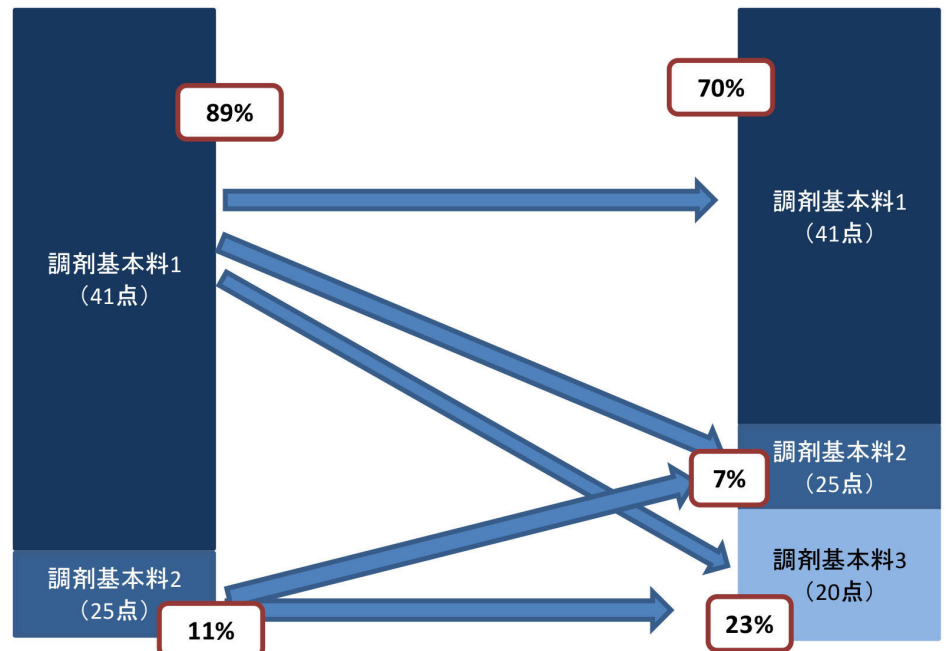
出所：フィスコ作成

2016 年度改定では、大型門前薬局チェーンを対象とした「調剤基本料 3（20 点）」が追加された。この特例の条件は“同一法人グループ内の処方せん受付回数 が月 40,000 回を超える法人グループに属する保険薬局のうち、集中度 95% 超の場合、もしくは特定の保健医療機関と不動産賃貸借関係にある場合”※というものだ。これにより、調剤基本料 1 もしくは 2 だった店舗が調剤基本料 3 へと区分が変更されるケースが出てくると想定される。

また、前述の調剤基本料 2 の該当条件に“処方せん受付回数月 2,000 回超かつ集中度 90% 超”、並びに“特定の医療機関からの処方せん受付回数月 4,000 回超（集中度はかかわらない）”という条件が新設されたことにより、従来は調剤基本料 1 と算定された店舗が今期から調剤基本料 2 へと変更されるケースも出てくる見込みだ。

なお、調剤基本料 4、5 及び特別調剤基本料については薬価の仕入価格について医薬品メーカーとの交渉が妥結していない店舗に対する点数減算の特例であり、同社には該当店舗はない。

調剤基本料の改定に伴う影響のイメージ図



出所：フィスコ作成

2016 年 6 月 7 日（火）

調剤基本料改定による同社への影響は上図のようになる。改定前は全店舗（526 店舗）のうち 89% が調剤基本料 1 で算定されたが改定後の基準を当てはめると調剤基本料 1 が算定される店舗の割合は 70% に低下する。一方で調剤基本料 3 に変更される店舗が 23% となる。

調剤基本料そのものについては、都市部においては医療機関の密度が濃いため、大手病院の前に門前薬局を構えても、その周辺には診療所・クリニックが多数点在していることが多い。同社はそうした周辺の診療所等からの処方せん応需を増やす営業努力を強化し、処方せん応需枚数の総数を増加させると同時に、結果的に集中率の低下につなげていくとしている。

弊社では、一定の規模を持ち、かかりつけ薬局としての機能を重視した出店を維持するという同社の出店戦略には説得力があると考えている。詳細は後述するが、国が推進し、同社自身も目指す方向にあるのは、薬剤師業務の質が対人業務へと変貌し、薬局が患者の情報をしっかり把握することが重要な要素となる状況だ。薬局がどこに立地しているかが重要なのではなく、薬局がどのような役割、機能を果たすことができるのかが重要ということであろう。

同社のジェネリック医薬品使用割合が全社平均で 80% に達する

(3)「基準調剤加算」の改定

基準調剤加算は店舗の“体制”に対して調剤基本料に加算される性質のものだ。改定のポイントは、従来は体制の充実度に応じて基準調剤加算 1（12 点）と 2（36 点）の 2 段階構成だったものが、改定後は 32 点に 1 本化された。“体制”についてのチェック項目には店舗の開局時間、備蓄品目数、24 時間体制、在宅業務などがあり、そうした項目は変わっていないものの、加算を獲得するためにクリアすべき水準が全般に引き上げられている。

しかし最も注目すべきは「その他」の項目だ。「プライバシーに配慮した構造」、「健康相談または健康教室を行っている旨の薬局内掲示」、「かかりつけ薬剤師指導料等にかかる届出」、「管理薬剤師の実務経験」などが追加された。これにより、従来は基準調剤加算 1（12 点）を取れていた店舗が基準調剤加算を取れなくなるケースが出てくると考えられる。また、従来基準調剤加算 2（36 点）を取れていた店舗は、基準調剤加算を継続して取れたとしても 32 点へ減算となり、他方、開局時間を延長しなければならないケースも出てくるため、店舗採算性が悪化することが予想される。



日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

「基準調剤加算」の改定の主要ポイント

	改定前			改定後	
	基準調剤加算 1 (12 点)	基準調剤加算 2 (36 点)	加 点 なし	基準調剤加算 (32 点)	加 点 なし
開局時間	地域の保険医療機関や患者の需要に対応した開局時間			平日 8 時間以上、土日のいずれかは一定時間以上開局し、かつ、週 45 時間以上開局	
備蓄品目	700 品目以上	1,000 品目以上		1,200 品目以上	
24 時間体制	単独または近隣保険薬局との連携（連携数は 10 未満）	当該薬局単独で対応		単独または近隣保険薬局との連携（連携数は 3 以下）	
在宅業務		在宅業務体制整備 在宅業務の実績（年 10 回以上の実施回数）		在宅業務体制整備 在宅業務の実績（年 1 回以上の算定回数）	
処方せん受付回数・集中率	調剤基本料の特例対象でないこと	調剤基本料の特例対象でないこと 処方せん受付 600 回 / 月を超える薬局は集中率が 70% 以下		調剤基本料の特例対象薬局（大型門前薬局）でないこと	
その他	麻薬小売業者免許			麻薬小売業者免許	
	定期的な研修実施			定期的な研修実施	
	インターネットを通じた情報収集と周知			インターネットを通じた情報収集と周知、PMDA メディナビ登録義務 プライバシー配慮の構造	
				健康相談又は健康教室を行っている旨の薬局内表示	
				かかりつけ薬剤師指導料等に係る届出	
				管理薬剤師の実務経験	
				処方せん集中率が 90% を超える薬局は後発医薬品の調剤割合 30% 以上	
日本調剤の店舗割合	58%	30%	12%	38%	62%

出所：フィスコ作成

基準調剤加算の改定の同社へのインパクトを見ると、改定前は加算なし店舗の割合は 12% だったものが、改定後のルールを適用すると 62% に増加する。これについて同社では、在宅業務実績の回数基準が引き下げられるなど、緩和された要件もあり、ある程度は加算獲得店舗割合を引き上げることが可能としている。

(4)「後発医薬品調剤体制加算」の改定

後発医薬品調剤体制加算は、後発医薬品（ジェネリック医薬品）の調剤割合（数量ベース）が一定数を超えた場合に点数が加算されるという制度だ。従来は、ジェネリック医薬品の割合が 55% 以上であれば加算 1（18 点）が、65% 以上であれば加算 2（22 点）が、それぞれ算定された。改定後は、加算点数はそのままながら、ジェネリック医薬品調剤の割合が加算 1 は 65% 以上に、加算 2 は 75% 以上に、それぞれ引き上げられた。

後発医薬品調剤体制加算の改定の主要ポイント

	改定前			改定後		
	点数	後発医薬品 調剤割合	日本調剤の 店舗割合	点数	後発医薬品 調剤割合	日本調剤の 店舗割合
後発医薬品 調剤体制加算 1	18 点	55% 以上	6%	18 点	65% 以上	20%
後発医薬品 調剤体制加算 2	22 点	65% 以上	91%	22 点	75% 以上	71%
加算なし	0 点	55% 未満	3%	0 点	65% 未満	9%

出所：フィスコ作成

後発医薬品調剤体制加算の改定の影響を 3 月末の状況をもとに試算すると、加算 2（22 点）獲得店舗割合が改定前の 91% から改定後は 71% に低下することになるが、2016 年 4 月時点の同社のジェネリック医薬品使用割合が全社平均で 80% に達していることから考えて、後発医薬品調剤体制加算の改定の影響についてはかなりの程度は押し戻すことが可能だと弊社ではみている。



日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

(5) 医科におけるジェネリック医薬品使用促進に向けた改定

今回の診療報酬改定の中で、同社にとってプラス効果が期待される内容の改定も行われた。それが、病院におけるジェネリック医薬品の使用促進策の改定だ。ポイントは、入院基本料に対する後発医薬品数量体制加算において、指標の算式が変更になったことだ（“採用品目割合”から“使用数量割合”への変更）。これにより加算を獲得するために必要なジェネリック医薬品使用量が增大するとみられる。また、医師が処方せんを書く際、薬剤が一般名で記載されていれば算定される一般名処方加算についても、一般名処方がより一般化する方向で改定された。更には、DPC 対象病院の機能評価係数の見直しや外来後発医薬品使用体制加算の新設なども行われた。

医科におけるジェネリック医薬品使用促進策の主要ポイント

対象	改定前	改定後	変化
DPC対象病院 (機能評価係数Ⅱ (後発医薬品指数)の見直し)	評価上限60%	評価上限 70%	引き上げ
病院 (後発医薬品使用体制加算の 指標の見直し)	採用品目割合 加算 1 (旧指標30%以上: 35点) 加算 2 (旧指標20%以上: 28点)	使用数量割合 加算 1 (新指標70%以上: 42点) 加算 2 (新指標60%以上: 35点) 加算 3 (新指標50%以上: 28点)	指標の変更
診療所 (外来後発医薬品 使用体制加算の評価)	(なし)	使用数量割合 加算 1 (70%以上: 4点) 加算 2 (60%以上: 3点)	新設

出所：厚生労働省 HP

この施策により同社は、医薬品製造販売事業においてメリットを享受することが期待される。ジェネリック医薬品の国内総需要量に大きな影響を及ぼすとみられるからだ。こうした促進策強化は、同社がかねてより予想していたことであり、それゆえ、子会社の日本ジェネリック及び長生堂製薬において設備能力を増強を続けている。

2016 年 6 月 7 日（火）

■ 日本調剤の成長戦略と投資の視点

中期経営計画の初年度は極めて好調な滑り出しを見せた

(1) 中期経営計画の概要

同社は 2015 年 4 月に 2016 年 3 月期～ 2018 年 3 月期の 3 ヶ年中期経営計画を発表した。初年度の 2016 年 3 月期は極めて好調な滑り出しを見せたことは前述のとおりだ。同社は中期経営計画において、“真の医薬分業の実現”の企業理念のもと、2018 年 3 月期売上高 2,738 億円、同営業利益 122 億円などの主要目標を定め、その実現に向けた重点施策を掲げている。

新中期経営計画の主要目標

企業理念		真の医薬分業の実現	
主要目標	売上高	50%増の達成	2015年3月期:1,818億円⇒2018年3月期:2,738億円
	営業利益	倍増	2015年3月期:66億円⇒2018年3月期:122億円
	営業利益率	4.5%に引き上げ	2015年3月期:3.7%⇒2018年3月期:4.5%
	コーポレートガバナンス	コーポレートガバナンスコードの適切な実践による企業価値の向上	

出所：2015 年 3 月期決算説明会資料からフィスコ作成

各事業における重点施策

調剤薬局事業部門	・在宅医療の推進 ・ジェネリック医薬品の徹底的な使用促進 ・多様な出店形態による積極的な出店施策の継続 ・各種制度改革に向けた万全な受入れ体制の確立
医薬品製造販売事業部門	・市場成長率を上回る業容拡大の実現 ・業界トップクラス水準の販売品目数の確保 ・高品質な製品の安定供給体制の確立
医療従事者派遣・紹介事業部門	・年間売上高100億円の大台早期達成 ・月間総エントリー数の増強
情報提供・コンサルティング事業部門 ※当該事業部門の売上高等数値につきましては、調剤薬局事業部門に含めております。	・データ提供事業における新製品の開発

出所：2015 年 3 月期決算説明資料

(2) 国の施策の方向性

国の医療行政における最重要課題の 1 つが「医薬分業」である。これは薬の処方（医師）と調剤（薬剤師）を分離・分担することで、国民医療の質的向上を図り、有効かつ安全な薬物療法の提供を実現しようというもので、2014 年度の医薬分業率は 68.7% に達している。

2015 年 3 月に公開ディスカッションが行われ、医薬分業推進の下での規制の見直しを取り上げられた。そのなかで、「門前薬局が医療機関周辺に乱立し、患者の服薬情報一元的把握などの機能が発揮できていない」、「医薬分業推進のために患者の負担が大きくなっている一方で、負担増に見合うサービス向上や分業の効果を実感できていない」などの問題点が指摘された。

日本調剤

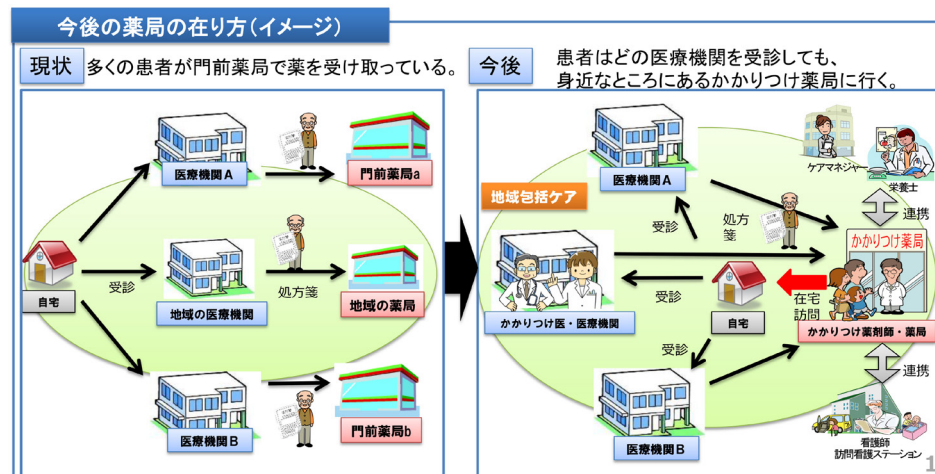
3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

このような経緯を踏まえて厚労省が 2015 年 10 月に公表したのが『患者のための薬局ビジョン』である。その基本方針が“立地”から“機能”へ”というものだ。立地を“門前薬局”に、機能を“かかりつけ”に、それぞれ読み替えることで国が目指す方針はより明確に理解できる。

国が考える薬局の将来像



2016 年度の調剤報酬改定は、「門前薬局からかかりつけ薬局へ」という前述の基本方針に沿ったものとなっている。調剤基本料の改定で大型門前薬局を対象とした特例が設けられたことや、かかりつけ薬局の基本的な機能に関わる業務の算定回数が年間 10 回未満の薬局に対する調剤基本料が 50/100 の減算（半減）となる規定が設けられたこと、あるいは調剤基本料の特例除外要件（除外要件に当てはまると調剤基本料 2・3 の薬局は 1（41 点）を算定できる）として“かかりつけ薬剤師指導料等”の規定が設けられたこと、などに如実に表れている。

前述したように、調剤基本料は処方せん受付時にどの薬局であっても算定できる点数だが、ここは削減ペースが急だ。一方、基準調剤加算や後発医薬品調剤体制加算は、“薬局が一定基準の体制を整えているか”によって算定可能となるもので、ここにも少しずつ削減のメスが入りつつある。反対に「かかりつけ薬剤師指導料」(70 点)、「かかりつけ薬剤師包括管理料」(270 点)の新設は“薬局がどんな役割・機能を果たしているか”によって算定されるもので、ここは今後の収益源になると期待される領域だ。

「かかりつけ薬剤師指導料」の算定要件

◆かかりつけ薬剤師指導料（70点）

[主な算定要件・施設基準]

1. 患者同意については、患者が選択した保険薬剤師をかかりつけ薬剤師とすることの同意を得ることとし、当該患者の署名付きの同意書を作成したうえで保管する1人の患者に対して1人の保険薬剤師のみがかかりつけ薬剤師として算定できる
2. 当該指導料は、**同意**を得た次回来局時以降に算定する
3. 薬剤師として**3年以上**の薬局勤務経験があり、同一の保険薬局に**週32時間以上**勤務しているとともに、当該保険薬局に**6ヶ月以上**在籍していること
4. 薬剤師認定制度認証機構が認証している研修認定制度等の**研修認定**を取得していること（当該規定は平成29年4月1日から施行）
5. 医療に係る**地域活動**の取組に参画していること

出所：厚生労働省 HP

日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

国の推進する施策を自社の成長エンジンに転化することが可能

(3) 日本調剤の対応状況

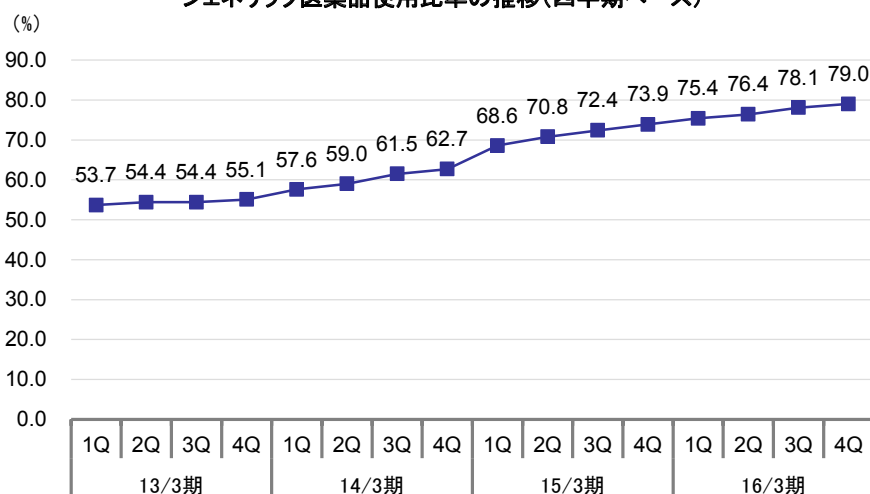
a) 概要

「患者のための薬局ビジョン」とそれを受けた 2016 年度の調剤報酬改定は、調剤薬局業界全体に対して短期的にも中長期的にも大きな影響を与えるものと弊社では予想している。そうしたなかで同社は、短期的な業績インパクトを限定的なものに抑制して収益成長を維持し、中長期的には国の推進する施策を自社の成長エンジンに転化させていくことが可能であると弊社では考えている。

弊社がそう考える理由は、国が現在進めている施策を、同社が先取りして遂行してきた実績があるからだ。

一例として、国が医療費削減の中心的施策として行ってきたジェネリック医薬品の推進策がある。同社は、調剤薬局事業においてジェネリック医薬品使用率が 2016 年 3 月期時点で 79.0% を達成しており、国が目標とする 80% の達成を早期に実現する見通しが立った状態だ。また、2005 年には子会社として日本ジェネリックを設立し、ジェネリック医薬品の製造・販売に進出した。国は入院患者に対するジェネリック医薬品使用も推進しており持続的な市場拡大が期待出来る分野だ。医薬品製造販売事業部門は 2013 年 3 月期に黒字転換を果たした後は順調に利益成長が続いている状況にある。

ジェネリック医薬品使用比率の推移(四半期ベース)



出所：会社資料からフィスコ作成

b) “かかりつけ薬局” 化の推進

今後、業界全体の中心的テーマになってくるとみられるのは“かかりつけ薬局・薬剤師”への対応だ。同社はこの点についてもすでにアクションを起こしている。2015 年 9 月から「かかりつけ薬局キャンペーン」として、「かかりつけ薬局宣言」のテレビ CM を行っているほか、HP 上でかかりつけ薬局のメリットを説明するスペシャルコンテンツを公開中だ。「かかりつけ薬局」の公的な定義はなく、前出の「かかりつけ薬剤師指導料」の加算とも直接的には対応しない。同社自身は、店舗の体制整備や薬剤師の質向上といったインフラ的要素も交えながら、“患者との強いリレーションシップを築く体制ができていない店舗”をかかりつけ薬局と位置付けている。

日本調剤

3341 東証 1 部

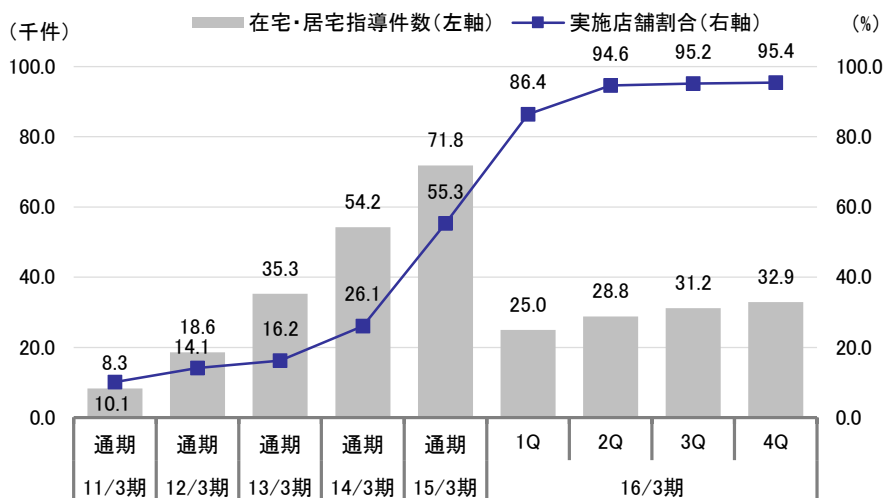
<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

同社がかかりつけ薬局化推進に注力するのは、その延長線上に国が進めている「地域包括ケアシステム」の概念があり、在宅医療の中でかかりつけ薬局が期待されているためだ。在宅医療とは、従来は病院で一元的に提供されていた医療サービスが、地域の個々の医療機関で役割分担をされて患者の自宅において提供される状況、ということができる。具体的には医師は訪問診療を、看護師は訪問看護を、理学療法士は訪問リハビリを、という具合だ。こうした役割分担の輪の中で、薬局・薬剤師には訪問薬剤指導を行うことが期待されている。

同社はこの流れを見据えて在宅医療対応実績を積み上げて来ている。在宅患者に対する適切な薬学的管理・指導の実施は、2016 年度改定後も基準調剤加算の算定の施設基準の 1 つとなっており、また、介護保険報酬として居宅療養管理指導料を受け取ることができる。また、かかりつけ薬剤師指導料算定のためには患者の同意書が必要となるため、薬剤師の業務が“対人業務”の性質を一層強く帯びることになる。その関係強化のためにも在宅医療対応はさらに重要性を増してくると弊社では考えている。

在宅医療実施店舗割合



出所：会社資料からフィスコ作成

c) 業界再編への対応

長期的には、業界再編が同社の成長戦略上、重要テーマとなってくるだろう。かかりつけ薬局化や在宅医療対応などの高機能薬局化は、薬剤師の質的向上のみならず人的増強のニーズも引き起こし、それが個人経営の薬局や中小薬局チェーンの淘汰へとつながってくると考えられるからだ。

同社を含む業界大手各社は、言うまでもなくこの流れを見通して、それぞれに対応を進めている。基本的には同社のようなトップクラスの大手調剤薬局チェーンが受け皿の役割を果たしていくものと弊社では考えている。業界再編に関して、同社は店舗網の拡大よりも店舗の質の向上を優先させることで再編の波を乗り切る考えのようだ。調剤報酬改定は既存店売上にとっては減収要因として働くが、加算や減算回避の策も規定されているため、それらを着実に実行して改定のマイナス影響を吸収していくことが店舗の収益力を高めることになるとの期待が働いていると思われる。

こうした同社の基本方針には十分説得力があると弊社では考えている。一般に、調剤薬局の収入は処方せん単価と処方せん枚数（客数）の積で求められる。そして処方せん単価は技術料（調剤基本料、各種加算、調剤料、薬学管理料などの合計）と薬剤料から成り、収入増のために薬局の自助努力が及ぶのは主として技術料と客数の 2 項目である。同社が行っていることはこうした調剤薬局の収入構造に即したものであるということが、同社の施策を評価する理由だ。



日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

調剤薬局 1 店舗当たり売上高比較

会社名	コード	調剤薬局事業						1店舗当 たり調剤 売上高 (百万円)	備考
		店舗数		店舗数		売上高			
		(店)	時点	(店)	時点	(百万円)	決算期		
日本調剤	3341	510	15/3末	526	16/3末	190,874	16/3期	368	店舗数は調剤薬局のみで、物販店舗は含まない
アイン ホールディングス	9627	754	15/4末	844	16/4末 (予)	194,280	16/4期 (予)	243	店舗数は調剤薬局の数、FY15中間期予想ベース
クオール	3034	538	15/3末	563	16/3末	115,308	16/3期	209	店舗数にはLawson37店、ビックカメラ4店、JR西日本3店を含む
総合メディカル	4775	538	15/3末	576	16/3末	96,405	16/3期	173	
ウエルシア ホールディングス	3141	687	15/2末	894	16/2末	76,487	16/2期	97	店舗数は「調剤取扱店」の数。CFSの売上高は6か月分のみ。
ココカラファイン	3098	234	15/3末	232	16/3末	50,228	16/3期	216	店舗数は「調剤取扱店」の数。調剤売上高は前期比5%増と仮定

注：1店舗当たり調剤売上高は調剤事業売上高を調剤取扱店舗数の期首・期末平均で除して算出
出所：各社の決算短信・説明資料からフィスコ作成

調剤市場はこれまでの成長率を維持すると 20 年度には 10 兆円規模に

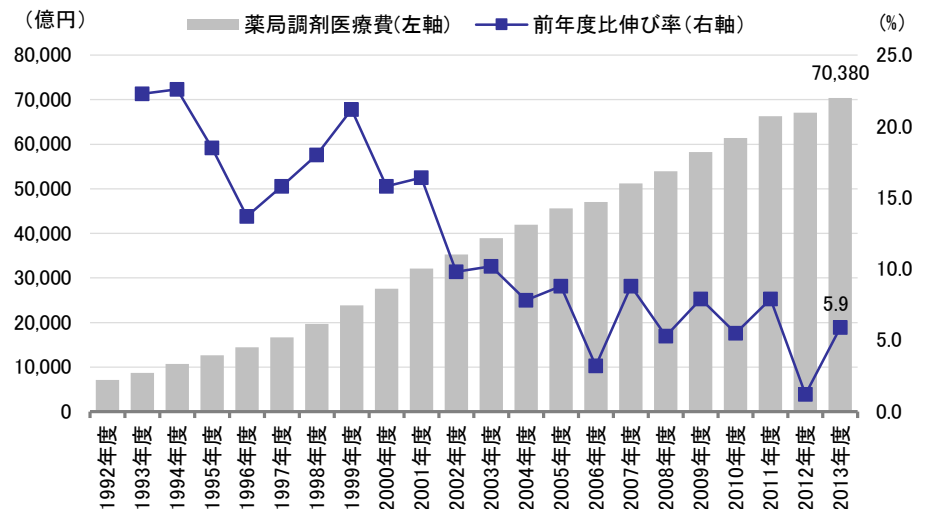
(4) 投資の視点

証券市場において、ヘルスケアセクターは重要な位置を占め続けており、今後もそれは変わらないと考えられる。ヘルスケアセクター内でのサブセクターもしくは個別銘柄の選好という点では、医薬品メーカーや医療機器メーカーが大きなポジションを占めてきた。そうしたなか、調剤薬局株がヘルスケアセクター内で存在感を増していく可能性があると思われ、弊社では考えている。その理由として下記に述べるような 3 点を挙げることができる。

a) 調剤市場自体の成長

厚労省によれば、2013 年度の国民医療費 40 兆 610 億円で、そのうち薬局調剤医療費は 7 兆 380 億円と推計されている。2003 年度から 2013 年度までの 10 年間の年平均成長率は 6.2% であった。仮に 2013 年度を起点に年間 5% 成長が続くと仮定すると、2020 年度には薬局調剤医療費が 10 兆円規模になる。これは立派な成長市場と言える。

薬局調剤医療費の推移



出所：厚労省統計からフィスコ作成

b) 業界再編による大手薬局チェーンのシェア拡大による企業価値向上

約 7 兆円の調剤市場には全国 57,000 店の保険薬局がひしめいているという状況だ。このうち大手薬局チェーン 10 社の売上高合計は 7,000 億円超で、市場シェアは約 10% 程度と見られている。前述のように、国は薬局の将来像として、高度な機能を有した「かかりつけ薬局」として地域のインフラになることを求めている。この過程で 57,000 店舗の大多数を占める中小薬局の立ち位置を大手薬局チェーンが占めていくことが予想される。

c) 病院から薬局への付加価値の移転と病院に対する代替投資としての機能

国民医療費の約 70% は医科診療医療費、すなわち病院関連が占めている。しかしながら国の大きな方針として“医薬分業”と在宅医療の推進があることは前述のとおりだ。入院患者への投薬を例にとると、現状は病院内で投薬されるため、医科診療医療費に含まれている。しかし在宅医療が進展すると、こうした患者は自宅においてかかりつけ薬剤師の管理の下で投薬され、薬局調剤医療費に含まれることになる。a) で述べた調剤市場の成長が加速する可能性もある。また、日本では株式会社による病院経営が認められていないため、病院への株式投資はできない。病院への投資の代替策として調剤薬局への投資が注目される可能性もある。

以上のような大手調剤チェーン業界全体の成長シナリオに加えて、同社独自の要因もある。調剤薬局事業については、前述した個々の店舗ベースでの強い収益力に高い魅力度があると言える。また、医薬品製造販売事業も大きな魅力の 1 つだ。国が強力に推進するジェネリック医薬品に特化している点が強みだ。医療従事者派遣・紹介事業も含めた同社の事業ポートフォリオ全体が国の推進する施策と足並みをそろえている点が、他社との差別化要因、かつ、投資を考える上での大きな魅力的ポイントと言えるだろう。

■ 2017 年 3 月期の業績見通し

調剤報酬改定のマイナス影響を新規出店による増収効果でカバー

2017 年 3 月期について同社は、売上高 240,013 百万円（前期比 9.5% 増）、営業利益 11,165 百万円（同 6.4% 増）、経常利益 10,778 百万円（同 9.1% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 6,642 百万円（同 4.9% 増）と増収増益を予想している。増収・増益率はいずれも 1 ケタ台と前期実績から鈍化していることについて、2017 年 3 月期は調剤報酬改定年に当たるためその影響を考慮した結果と弊社では推察している。

2017 年 3 月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	2016/3 期			2017/3 期				
	2Q 累計実績	下期実績	通期実績	2Q 累計予想		下期予想		通期予想
				前年同期比		前年同期比		前期比
売上高	100,269	118,970	219,239	118,321	18.0%	121,692	2.3%	240,013 9.5%
営業利益	4,214	6,275	10,489	4,991	18.4%	6,174	-1.6%	11,165 6.4%
経常利益	3,936	5,942	9,878	4,829	22.7%	5,949	0.1%	10,778 9.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,471	3,858	6,329	3,086	24.9%	3,556	-7.8%	6,642 4.9%

出所：短信よりフィスコ作成

調剤薬局事業の 2017 年 3 月期の売上高（セグメント間取引消去前）は 197,536 百万円（前期比 3.5% 増）と予想されている。調剤報酬改定のマイナス影響はあるものの、前期に新規出店した店舗の通期寄与や、期中の新規出店による増収効果などでカバーして増収を目指す計画だ。同社は 2017 年 3 月期の新規出店予定数を 50 店舗（M&A による増加は含まない）としているが、ここ数年の実績に照らすと、多少は控えめに見ておくべきと弊社では考えている。

会社予想における調剤薬局事業の増収額は 6,662 百万円だが、C 型肝炎大型薬売上高の減少予想分（会社計画では 6,000 百万円の減収）を加味すると、C 型肝炎大型薬を除いたベースでの増収予定額は 12,662 百万円ということになる。新規出店を 40 店舗でその平均年商を 150 百万円とすると合計は 6,000 百万円となる。残りの 6,662 百万円を既存店 527 店舗で割ると、1 店舗当たり 12 百万円の年商増を達成すれば売上高目標をクリアできる計算だ。ジェネリック医薬品使用割合が上がっていることや、薬価改定の影響で価格が低下していることなどを考えると、決して楽観はできないものの、過去の店舗当たり売上高の増加ペースに照らすと、十分達成可能だと弊社ではみている。

事業セグメント別売上目標

（単位：百万円）

		15/3 期		16/3 期		17/3 期	
		通期		通期		通期	
		実績	前年同期比	実績	前年同期比	予想	前年同期比
売上高	調剤薬局事業	157,999	8.3%	190,874	20.8%	197,536	3.5%
	医薬品製造販売事業	27,550	18.8%	32,598	18.3%	46,271	41.9%
	医療従事者派遣・紹介事業	6,554	29.9%	8,934	36.3%	10,500	17.5%
	調整前	192,104	10.3%	232,406	21.0%	254,308	9.4%
	調整額	-10,259	-	-13,166	-	-14,295	-
	売上高合計	181,844	10.0%	219,239	20.6%	240,013	9.5%

出所：説明会資料よりフィスコ作成



日本調剤

3341 東証 1 部

<http://www.nicho.co.jp/corporate/ir/>

2016 年 6 月 7 日（火）

医薬品製造販売事業の 2017 年 3 月期売上高は 46,271 百万円（前期比 41.9% 増）と大幅増収が予想されている。国のジェネリック医薬品の使用促進策は、2016 年の調剤報酬改定においてさらに強化されたのは前述のとおりだ。同社は 2016 年 3 月期までに子会社 2 社に 5 工場・44 億錠年の生産能力を整え、2016 年 3 月期においてはさらに、外部調達分と自社生産分の品目の整理や最適地生産のためのグループ連携強化などを行った。2017 年 3 月期においても引き続き、堅調な需要と効率性を高めた生産体制が敷かれ、同事業の売上げ規模は順調に拡大すると弊社では期待している。

医療従事者派遣・紹介事業の 2017 年 3 月期の売上高は 10,500 百万円（前期比 17.5% 増）と予想されている。同事業もまた、2016 年の調剤報酬改定による追い風メリットを期待できる事業だと弊社では考えている。前述のように、今後調剤薬局に期待が高まる「かかりつけ薬局」機能強化は、薬剤師の人員増強と切り離しては考えられない一面もあると弊社では考えている。同社は、薬剤師の派遣・紹介では業界トップクラスの登録者数及び実績を有しており、2017 年 3 月期及びそれ以降も順調な業績拡大が続くと弊社では考えている。

利益面では、営業利益 11,165 百万円が予想されている。営業利益率が 2016 年 3 月期実績比 0.1% ポイント低下するとしているのは、調剤薬局事業では調剤報酬改定及び薬価改定の影響により、医薬品製造販売事業においては減価償却費が増加することにより、また医療従事者派遣・紹介事業においては採用コストの増加により、それぞれ利益率が前期よりも低下する可能性を懸念してのことと推察される。

弊社では、調剤薬局事業では C 型肝炎大型薬の減収の結果、相対的に技術料収入の比率が高まり、粗利益率が上昇することを予想している。医薬品製造販売事業での減価償却費増加は懸念要因であるが、前期比 41.9% 増という増収率はそれをカバーするのに十分な値だと考えている。医療従事者派遣・紹介事業についても、採用コストや同社自身の管理者の人員増があるため油断はできないが、派遣料・紹介料の単価アップと派遣・紹介薬剤師数の増加で吸収できると考えている。

損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期		
	通期	通期	通期	通期	2Q 累計 (予)	下期 (予)	通期 (予)
売上高	139,466	165,347	181,844	219,239	118,321	121,692	240,013
前期比	7.2%	18.6%	10.0%	20.6%	18.0%	2.3%	9.5%
売上総利益	21,494	25,623	31,929	39,068	-	-	-
売上高総利益率	15.4%	15.5%	17.6%	17.8%	-	-	-
販管費	18,248	20,878	25,281	28,578	-	-	-
売上高販管费率	13.1%	12.6%	13.9%	13.0%	-	-	-
営業利益	3,245	4,744	6,647	10,489	4,991	6,174	11,165
前期比	-40.6%	46.2%	40.1%	57.8%	18.4%	-1.6%	6.4%
売上高営業利益率	2.3%	2.9%	3.7%	4.8%	4.2%	5.1%	4.7%
経常利益	2,855	4,188	6,003	9,878	4,829	5,949	10,778
前期比	-42.2%	46.7%	43.3%	64.5%	22.7%	0.1%	9.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	184	1,901	2,778	6,329	3,086	3,556	6,642
前期比	-91.2%	933.2%	46.1%	127.8%	24.9%	-7.8%	4.9%
1 株当たり当期純利益(円)	25.67	262.48	388.96	432.85	193.00	222.27	415.27
配当(円)	70	70	70	65	25	25	50
1 株当たり純資産(円)	2,034.09	2,181.26	2,515.19	2,030.22	-	-	-
分割調整後 EPS(円)	12.84	131.24	194.48	-	-	-	-
分割調整後配当(円)	35	35	35	45	-	-	-
分割調整後 BPS(円)	1,017.05	1,090.63	1,257.59	-	-	-	-

貸借対照表

（単位：百万円）

	12/3 期末	13/3 期末	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末
流動資産	36,543	43,037	53,373	60,096	84,838
現金及び預金	12,622	14,583	15,429	13,952	32,385
売掛金等	12,868	13,645	17,579	21,413	26,810
棚卸資産	8,879	12,405	16,396	21,066	22,016
固定資産	50,071	52,102	63,921	70,044	72,770
有形固定資産	30,796	32,459	42,123	48,819	51,997
無形固定資産	9,845	9,423	11,103	10,376	10,122
投資等	9,429	10,219	10,694	10,848	10,650
資産合計	86,615	95,140	117,295	130,141	157,609
流動負債	36,757	44,702	55,666	53,474	68,985
買掛金	21,884	24,542	28,963	33,392	44,653
短期借入金等	8,373	14,055	18,639	11,169	12,963
固定負債	35,141	35,735	45,779	59,031	56,151
長期借入金	33,610	33,845	42,165	53,184	50,621
株主資本	14,562	14,353	15,845	17,515	32,507
資本金	3,953	3,953	3,953	3,953	3,953
資本剰余金	4,754	4,754	4,754	4,754	10,926
利益剰余金	8,233	7,915	9,310	11,868	17,672
自己株式	-2,378	-2,269	-2,171	-3,059	-44
その他の包括利益累計額	153	349	3	119	-34
純資産合計	14,716	14,702	15,849	17,635	32,473
負債純資産合計	86,615	95,140	117,295	130,141	157,609

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期
営業活動によるキャッシュフロー	7,127	2,885	6,243	5,831	19,327
投資活動によるキャッシュフロー	-9,694	-6,422	-14,510	-8,437	-7,823
財務活動によるキャッシュフロー	7,920	5,496	8,782	1,422	7,031
現金及び現金同等物の増減額	5,353	1,958	514	-1,183	18,535
現金及び現金同等物の期首残高	7,200	12,544	14,513	15,027	13,844
現金及び現金同等物の期末残高	12,544	14,513	15,027	13,844	32,380

2016 年 6 月 7 日（火）

■ 株主還元

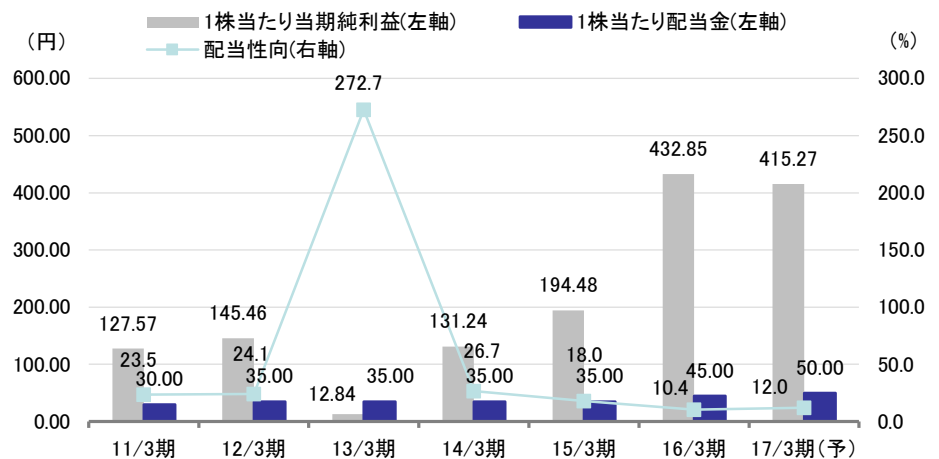
株式分割を調整すると 17/3 期は前期比で増配ということになる

同社は株主還元について、配当によることを基本としており、配当額については成長のための内部留保とのバランスを取りつつ、経営成績に連動した形で利益還元を行っていくとしている。

2016 年 3 月期は中間配 40 円、期末配 25 円の年間 65 円配を行った。同社は 2015 年 10 月 1 日を発行日として 1 株につき 2 株の株式分割を実施したため、この点を調整して 2015 年 3 月期と同じベースに戻すと年間 90 円配ということになる（2015 年 3 月期は年間 70 円配）。

2017 年 3 月期について同社は、中間配 25 円、期末 25 円の年間 50 円配の予想を公表している。前述の株式分割を調整すると 2016 年 3 月期の年間配当金は 45 円ということになり、前期から 5 円の増配ということになる。2017 年 3 月期の予想 1 株当たり利益は 415.27 円であり、これに基づく配当性向は 12.0%と算出される。

EPS、1株当たり配当金、配当性向の推移



注：同社は2015年10月1日付で1:2の株式分割を行っており、グラフの1株当たり当期純利益と1株当たり配当金は当該分割を考慮して調整している。

出所：短信よりフィスコ作成

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ