企業調査レポート

クオールホールディングス

3034 東証 1 部

企業情報はこちら >>>

2019 年 12 月 13 日 (金)

執筆：客員アナリスト
浅川裕之
FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**

FISCO Ltd.
http://www.fisco.co.jp

クオールホールディングス
3034 東証 1 部
2019 年 12 月 13 日（金）
https://www.qolhd.co.jp/ir/

目次

■要約 01
1. 2020 年 3 月期第 2 四半期は 2 つの事業が順調に伸長し、増収営業増益で着地 01
2. 中長期成長戦略は不変。薬機法改正で出現する地域連携薬局はマンツーマン薬局と好相性 01
3. 2020 年 3 月期通期業績は大きなサプライズはないもよう。制度対応の進捗に注目 01

■会社概要 02
1. 沿革 02
2. 保険薬局事業 03
3. BPO 事業 05

■業績の動向 06
1. 2020 年 3 月期第 2 四半期決算の概要 06
2. 保険薬局事業の動向 08
3. BPO 事業の動向 12

■中長期の成長戦略と進捗状況 13
1. 中期成長戦略の全体像 13
2. 保険薬局事業の成長戦略と進捗状況 15
3. BPO 事業の成長戦略と進捗状況 18
4. 医薬品製造販売事業の進捗と今後の考え方 20

■今後の見通し 22
● 2020 年 3 月期通期見通し 22

■株主還元 25

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

2019 年薬機法改正は業界と同社自身の双方にとって大きな転機となる可能性。“ マンツーマン薬局 ” をアドバンテージに中長期的成長を目指す

クオールホールディングス <3034> は大手調剤薬局チェーンの 1 社で、調剤薬局店舗数で第 2 位、売上高で第 3 位（上場企業ベース）の位置にある。マンツーマン薬局と、異業種連携による新業態薬局との 2 本柱体制に特徴がある。調剤以外の分野では、BPO 事業に加えて 2019 年から医薬品製造販売事業に進出した。

1. 2020 年 3 月期第 2 四半期は 2 つの事業が順調に伸長し、増収営業増益で着地

同社の 2020 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 81,249 百万円（前年同期比 17.7% 増）、営業利益 3,432 百万円（同 11.8% 増）と増収増益で着地した。保険薬局事業では処方箋応需枚数と単価が堅調に伸長したほか大型 M&A 案件で店舗数も順調に拡大した。BPO 事業では MR のアウトソーシング化の流れが続き、CMR 数が過去最高を記録したほか、紹介派遣事業でも薬剤師の派遣者数が前年同期比大幅増となった。これらの結果第 2 四半期は期初予想に対して上方修正となる好決算となった。

2. 中長期成長戦略は不変。薬機法改正で出現する地域連携薬局はマンツーマン薬局と好相性

中長期的成長戦略は、従来から一貫しており変更はない。保険薬局事業では戦略的出店による規模の拡大と既存店の価値創出の 2 つの軸で臨んでいる。2019 年に薬機法が改正され、今後薬局が 2 類型の認定薬局と非認定薬局とに分けられることは、同社の成長戦略に多かれ少なかれ変更を迫るとともに業界再編を大きく加速させるトリガーになる可能性がある。同社は調剤薬局のコアビジネスモデルとしてマンツーマン薬局のコンセプトによる店づくりを推進しているが、これは認定薬局の 1 つである地域連携薬局と親和性が高くその点でアドバンテージを有していると弊社では考えている。BPO 事業では CMR 派遣需要の増加は構造的なもので、それを着実にキャッチする体制を構築して中長期の持続的成長につなげる考えだ。医薬品製造事業では藤永製薬 (株) を 2019 年 8 月に買収して第 1 歩を踏み出した。中期目標実現に向けた第 2、第 3 の施策が待たれるところだ。

3. 2020 年 3 月期通期業績は大きなサプライズはないもよう。制度対応の進捗に注目

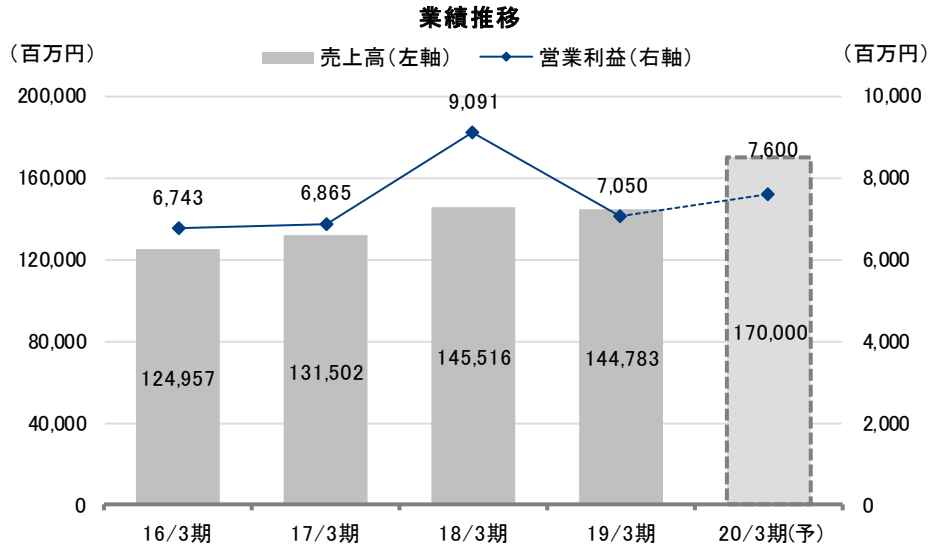
2020 年 3 月期について同社は上方修正を行った。新予想は売上高 170,000 百万円（前期比 17.4% 増）、営業利益 7,600 百万円（同 7.8% 増）となっている。下期も事業環境は上期（第 2 四半期累計期間）から大きな変化はなく、順調な拡大が続くと弊社では考えている。しかしながら一方で、2018 年 3 月期のような更なる業績の上方修正を期待することには慎重であるべきと弊社では考えている。2018 年 4 月の調剤報酬改定の内容が非常に厳しく調剤技術料の回復のハードルが高いためだ。下期は業績的にはサプライズのない安定した状況が続くと期待されるため、2019 年薬機法改正を受けた事業環境の変化に向けてどのように備えを進めるかに注目したいと弊社では考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

Key Points

・医薬品製造販売事業を加えた 3 事業で、中期的に売上高 3,000 億円、営業利益 250 億円を目指す
・マンツーマン薬局と親和性の高い「地域連携薬局」の認定取得を積極的に進める方針
・医薬品製造販売事業がスタート。中期目標実現に向け第 2、第 3 の施策が待たれる



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

1992 年に設立。現在は持株会社体制のもと、保険薬局事業と BPO 事業の 2 つの既存事業を展開。新規事業として医薬品製造販売事業にも進出

1. 沿革

同社は 1992 年、現代表取締役会長の中村勝（なかむらまさる）氏により設立された。1993 年に日本橋兜町に調剤薬局第 1 号店を開設以来、自社出店に加えて M&A を積極的に活用して調剤薬局店舗網の拡大を進めてきた。その傍ら、関連事業・周辺事業への進出も図り、2003 年にはフェーズオン（株）を設立して治験関連事業に進出したほか、2008 年には労働者紹介・派遣事業を開始した。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

その後同社は保険薬局事業と BPO 事業の 2 つの事業セグメントに事業を整理し、経営の効率化と業容の拡大を図ってきたが、さらに、2018 年 10 月 1 日付で持株会社体制へと移行した。同社本体は純粋持株会社としてクオールホールディングス株式会社に社名を変更し、コーポレートガバナンスの充実やグループの中長期成長戦略の策定、グループ全体の統率などに取り組んでいる。

同社は今般新規事業として医薬品製造販売事業への進出を発表したが、足元の事業は保険薬局事業と BPO 事業の 2 つの既存事業で構成されている。

2 つの事業セグメントは、それぞれ中核となる事業会社が担っている。保険薬局事業はクオール（株）だ。これは持株会社化に伴い新たに設立した企業で、同社から保険薬局事業を移管した。クオールは過去に M&A で取得した調剤薬局子会社（同社本体から見れば孫会社）とともに 800 超の調剤薬局を運営している。一方、BPO 事業を担うのはアポプラスステーション（株）で、これは持株会社へ移行する前と同じだ

事業セグメント別の収益の構成比を見ると、2019 年 3 月期通期ベースでは、売上高は保険薬局事業 92%、BPO 事業 8%、営業利益は保険薬局事業 82%、BPO 事業 18% となっている。

医薬品製造販売事業については、2019 年 8 月に藤永製薬を子会社化し、2020 年 3 月期下期から実質的に事業がスタートする。この事業セグメントでは M&A などによって事業会社がさらに増大する可能性がある（詳細は後述する）。

『マンツーマン薬局』と異業種連携による『新業態』薬局の 2 つの業態で展開

2. 保険薬局事業

（1）事業規模と業界内でのポジショニング

保険薬局事業セグメントの具体的な事業内容は、調剤薬局の運営と病院内売店の運営の 2 つだ。2020 年 3 月期第 2 四半期実績を見ると、期末店舗数では総店舗数 802 店舗のうち 781 店舗（約 97%）を調剤薬局が、またセグメント売上高 75,660 百万円のうち 69,588 百万円（約 92%）を処方箋売上高（いわゆる調剤売上高）が、それぞれ占めている。

調剤薬局業界における同社のポジショニングは、店舗数で第 2 位、売上高で第 3 位というものだ。2020 年 3 月期第 2 四半期末時点で同社は調剤薬局 781 店舗（売店 21 店舗を含む総店舗数は 802 店舗）を擁し、上場している調剤専門チェーンの中ではアインホールディングス <9627> に次ぐ位置にある。売上高についてはアインホールディングス、日本調剤 <3341> に次いで調剤薬局チェーンの上場企業の中では業界第 3 位の位置にある。同社の店舗当たり売上高が業界で平均的水準にあるのに対して日本調剤のそれは業界平均を上回っているため、売上高では同社を逆転している。両社の店舗当たり売上高の差は店舗戦略の違いに起因している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）店舗戦略

保険薬局事業における同社の事業戦略上の特徴は、タイプの大きく異なる 2 つの業態で事業を展開していることだ。1 つは『マンツーマン薬局』であり、もう 1 つはコンビニ大手であるローソン <2651> や JR 西日本 <9021> のグループ会社などの異業種との連携による『新業態薬局』の展開だ。

マンツーマン薬局というのは同社の通常のクオール店舗を対象とした店舗展開の基本スタンスを表象するコンセプトであり、事業モデルにおける“コアビジネス”でもある。そのポイントは処方元医療機関とクオール薬局との深い連携関係にある。“マンツーマン”という言葉は医療機関との深い連携関係をするために使用されていると弊社では理解している。マンツーマン（1 対 1）という言葉からは、1 つのクオール薬局は 1 つの処方元医療機関とだけ連携を深めるとイメージしがちだ。しかし実際には、1 つの薬局は複数の医療機関と深い連携関係を構築していることが多いもようだ。

マンツーマン薬局では医療機関との連携を生かして効率的でローコストのオペレーションを実現し、その果実を患者のためのサービス向上に投資することを目指している。より具体的には、当該店舗がマンツーマン関係にある処方元医療機関の診療科目や地域性等に応じて店舗設計や機能を変化させた店づくりを追求している。その原資はマンツーマン経営の利点である医薬品在庫の効率化を始めとする店舗の低コスト構造から生み出される。同社はマンツーマン薬局のコンセプトのもと、患者にとって利用価値の高い、患者から選ばれる薬局づくりを店舗戦略の中核に位置付けている。また、医療機関との連携を本質とするマンツーマン薬局のコンセプトは、国が掲げる『患者のための薬局ビジョン』に沿ったものと言え、成長戦略においても重要なポイントとなっている。さらには、2019 年薬機法改正によって今後生まれてくる認定薬局制度（詳細は後述）においても有効に働くと弊社では見ている。

もう 1 つの業態である、異業種との連携による新業態薬局の展開は、2009 年 6 月の薬事法改正により、コンビニやドラッグストア、スーパーなどの他業種店舗が登録業者として一般用医薬品（いわゆる大衆薬）を販売可能となったことが背景にある。これを機に他業種から調剤薬局事業に参入する流れを受けて、それを迎え撃つ施策として同社は既述の 2 社との事業連携に踏み切った。その後もビックカメラ <3048> 等の異業種との事業連携等を逐次推進してきている。

事業連携を通じた店舗が“新業態”とされるのは、既述の“マンツーマン薬局”との対比において、ターゲット顧客層が異なることがその理由だ。マンツーマン薬局では顧客層がある程度絞り込まれ、医薬品在庫などもそれを念頭において効率化されたものとなっている。一方新業態薬局は、人通りの多い立地で不特定多数の顧客をターゲットとする、いわゆる面対応型薬局となる。これらの店舗では在庫投資等の点ではマンツーマン薬局よりも負担が増えるが、より多くの来店客数（すなわち処方箋応需枚数）を期待できる。マンツーマン薬局をコアモデルと位置付けつつ、新業態によって成長の加速を図るというのが同社の狙いだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

店舗戦略の全体像

業態	店舗タイプ	立地	機能	出店方式	注力度
クオール店	マンツーマン	都市型・クリニック近隣	かかりつけ薬剤師・薬局機能、健康サポート機能	オーガニック、M&A	◎
	門前	一定規模の病院	かかりつけ薬剤師・薬局機能、高度薬学管理機能、健康サポート機能	オーガニック、M&A	○
新業態店	面対応	街ナカ・駅チカ・駅ナカ	かかりつけ薬剤師・薬局機能、健康サポート機能	オーガニック	◎

出所：会社資料、取材等よりフィスコ作成

コントラクト MR 派遣の CSO 事業を中核に CRO 事業など 4 つの事業を展開

3. BPO 事業

BPO とは Business Process Outsourcing（業務プロセスの一部を継続的に外部の専門的な企業に委託すること）の略であり、BPO 事業セグメントは他社からの業務受託がその基本的な内容となっている。具体的には、CSO 事業、紹介派遣事業、CRO 事業、出版関連事業の 4 つの業務を展開している。

（1）CSO 事業

CSO とは Contract Sales Organization（医薬品販売業務受託機関）の略で、その具体的な業務内容は MR（Medical Representative、医薬情報担当者）の派遣業務だ。事業主体であるアポプラスステーションは自社で MR を採用し、契約先の製薬企業に対して MR を派遣している。

MR は本来的には製薬企業の正社員として雇用され、当該企業の製造・販売する医薬品について医師や医療機関に対して営業活動を行っている。しかしながら、固定費削減の狙いから、MR 業務をアウトソーシングし、必要な時（例えば新薬発売時）に必要なだけ契約ベースで外部の MR を利用することが大きな潮流となっている。こうした MR は製薬企業の正社員 MR と区別して CMR（コントラクト MR の略）と呼ばれ、アポプラスステーションが抱える MR はこれに当たる。

CSO 事業は BPO 事業セグメントの中で圧倒的に大きなウエイトを占め、中核事業という位置付けとなっている。CSO 事業と後述する医療従事者を中心とする一般の紹介・派遣事業とを合わせた売上高は、BPO 事業セグメントの約 90% を占めるとみられる。したがって、BPO 事業を見る上では、CSO 業界の事業環境及び医療従事者の労働需給動向が重要なポイントと言える。

（2）紹介派遣事業

紹介派遣事業は文字どおり、医療従事者を対象とした紹介派遣事業がその内容となっている。同社の主力事業である保険薬局事業とのシナジーを追求すべく薬剤師を中心に展開しているが、同社の特長は薬剤師以外にも看護師・保健師や登録販売者、管理栄養士など、多職種の医療従事者を対象としている点にある。そしてその中で医師を対象としていない点も特徴的だ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業の中核を占める薬剤師については、業種別派遣者数ランキングで業界トップ 10 に食い込む規模と推定される。既述のように国内トップクラスの調剤薬局チェーンを展開する知名度の高さが貢献していると考えられる。

医療業界における恒常的な人手不足を背景に同社の紹介派遣事業は急成長が続いており、BPO 事業の中で CSO 事業と並んで成長事業と位置付けられている。今後の注目点は中心分野の薬剤師の紹介派遣事業だ。2019 年の薬機法改正は調剤薬局と薬剤師の在り方にも影響を与えることが想定され、それが紹介・派遣事業にどういう影響を与えるのか、変化に対して同社がどのように対応してそれを収益機会として取り込み、高成長を継続させていくのか、注目される。

（3）CRO 事業

CRO は Contract Research Organization（医薬品開発業務受託機関）の略だ。CRO 事業では医療用医薬品、OTC 薬品、食品、ヘルスケアの各領域において、治験・臨床研究に関して企画からパブリケーションまでトータルソリューションを提供している。最も典型的な業務は、製薬企業から委託を受けて、医薬品開発の際に医療機関において行われる臨床試験をトータルでサポートするというものだ。

（4）出版関連事業

出版関連事業は子会社のメディカルクオール（株）が行っている。医薬品の販売促進用資料や、医療関係者・患者向けのパンフレット、書籍、雑誌等の受託制作が主な内容だ。同社は、保険薬局事業や CSO・CRO 各事業等を通じて、医療機関と患者の双方について深い知見及び商流を有しており、それを生かした事業と言える。近年はデジタル化の流れに沿って顧客のために自社内にスタジオを設置し、顧客の Web 配信へのサポート事業も展開している。

業績の動向

保険薬局事業、BPO 事業ともに順調に伸長し、期初予想を上回って着地

1. 2020 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

同社の 2020 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 81,249 百万円（前年同期比 17.7% 増）、営業利益 3,432 百万円（同 11.8% 増）、経常利益 3,616 百万円（同 14.0% 増）、親会社株主に帰属する四半期純利益 1,830 百万円（同 7.3% 減）と増収増益で着地した。親会社株主に帰属する四半期純利益の減益は前年同期に 366 百万円の投資有価証券売却益を特別利益に計上したことの反動によるものだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2020 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	19/3 期			20/3 期					
	上期実績	下期実績	通期実績	上期期初予想	上期実績	前年同期比	予想比	進捗率	通期期初予想
売上高	69,025	75,758	144,783	72,100	81,249	17.7%	12.7%	50.8%	160,000
売上総利益	8,238	9,625	17,863	-	10,128	22.9%	-	-	-
販管費	5,169	5,643	10,812	-	6,695	29.5%	-	-	-
営業利益	3,069	3,981	7,050	3,200	3,432	11.8%	7.3%	45.8%	7,500
営業利益率	4.4%	5.3%	4.9%	4.4%	4.2%	-	-	-	4.7%
経常利益	3,171	4,037	7,208	3,200	3,616	14.0%	13.0%	48.2%	7,500
親会社株主に帰属する四半期純利益	1,975	1,933	3,908	1,700	1,830	-7.3%	7.6%	45.8%	4,000

出所：決算短信よりフィスコ作成

2020 年 3 月期は 2 年に 1 回のペースで行われる調剤報酬改定がスキップされる年※に当たり、比較的落ち着いた事業環境のなかで始まった。同社は期初、慎重な業績見通しを立てて臨んだが、後述するように、保険薬局事業、BPO 事業ともに順調に進捗し、2019 年 10 月 21 日付で第 2 四半期及び通期について業績見通しの上方修正を発表した。第 2 四半期はその線での着地となった。

※ 調剤報酬・薬価の改定は 2 年に 1 回のペースで実施されるのが原則となっている。前回は 2018 年 4 月に実施されたため、2019 年 4 月から始まる 2020 年 3 月期は改定スキップ年ということになる。しかしながら消費税率引き上げに伴い 2019 年 10 月に薬価改定が実施されたため厳密には改定スキップ年と言えない。

売上高は前年同期比 17.7%（12,223 百万円）の大幅増収となった。詳細は後述するが、保険薬局事業では処方箋応需枚数、処方箋単価ともに、想定どおりも堅調に伸長した。加えて、第 2 四半期期間中に M&A により 2 グループ・38 店舗を獲得したことも売上高を押し上げた。BPO 事業も中核事業の CSO 事業（CMR の派遣事業）が好調に推移し、増収増益となった。

営業利益は前年同期比 11.8%（363 百万円）の増益となった。売上高の増収額に比べると営業利益の伸びが小さいように見えるが、これは販管費が一過性費用によって膨らんだことが要因だ。売上総利益の段階では、売上総利益率が第 2 四半期は 12.5% と前年同期の 11.9% から 0.6 ポイント改善し、利益額も 1,890 百万円（22.9%）の増益となった。しかし、販管費がシステム改修費用や M&A 関連費用によって 1,526 百万円（29.5%）増加した。その結果、営業利益は上記のように 363 百万円の増益にとどまり、営業利益率も 4.2% と前年同期の 4.4% から 0.2 ポイント低下した。

営業外収支では、保険解約返戻金が営業外収益に 139 百万円計上されたことなどによって、前年同期に比べて改善した。その結果、経常利益は前年同期比 14.0%（445 百万円）の増益と、営業利益から増益率が拡大した。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業セグメント別業績

（単位：百万円）

		19/3 期			20/3 期			20/3 期		
		上期	下期	通期	上期	前年同期比伸び率	増減額	通期（期初予）	前期比伸び率	増減額
売上高	保険薬局事業	63,751	70,397	134,148	75,660	18.7%	11,909	149,600	11.5%	15,452
	BPO 事業	5,526	5,818	11,344	6,123	10.8%	597	12,500	10.2%	1,156
	調整前	69,278	76,214	145,492	81,783	18.1%	12,505	162,100	11.4%	16,608
	調整額	-252	-457	-709	-534	-	-282	-2,100	196.2%	-1,391
	売上高合計	69,025	75,758	144,783	81,249	17.7%	12,224	160,000	10.5%	15,217
営業利益	保険薬局事業	2,850	3,499	6,349	3,309	16.1%	459	7,100	11.8%	751
	BPO 事業	657	709	1,366	727	10.6%	70	1,650	20.8%	284
	調整前	3,507	4,208	7,715	4,036	15.1%	529	8,750	13.4%	1,035
	調整額	-438	-226	-664	-604	-	-166	-1,250	88.3%	-586
	営業利益合計	3,069	3,981	7,050	3,432	11.8%	363	7,500	6.4%	450
営業利益率	保険薬局事業	4.5%	5.0%	4.7%	4.4%	-	-	4.7%	-	-
	BPO 事業	11.9%	12.2%	12.0%	11.9%	-	-	13.2%	-	-
	全社	4.4%	5.3%	4.9%	4.2%	-	-	4.9%	-	-

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

なお、同社は事業の第 3 の柱として期待する医薬品製造販売事業に関し、2019 年 8 月に藤永製薬を 100% 子会社化した。第 2 四半期決算においてはバランスシート（貸借対照表）だけの連結で、売上高、利益面での影響はない。藤永製薬及び医薬品製造販売事業に関しては中長期の成長戦略と進捗状況の項で詳述する。

既存店において処方箋応需枚数、処方箋単価がいずれも着実に伸長。M&A でも規模、地域展開で効果が高い優良案件を獲得

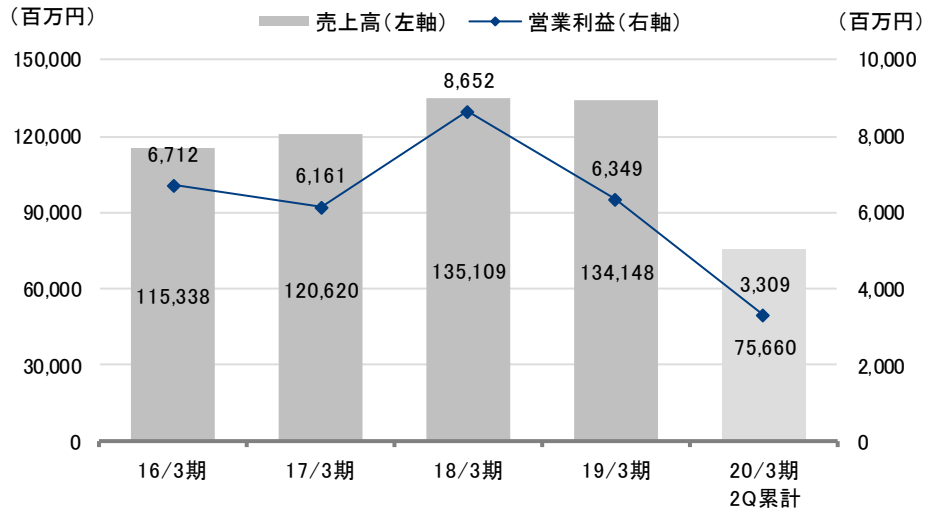
2. 保険薬局事業の動向

保険薬局事業の第 2 四半期は、売上高 75,660 百万円（前年同期比 18.7% 増）、営業利益 3,309 百万円（同 16.1% 増）と、増収増益となった。営業利益率は 4.4% で、前年同期の 4.5% からわずかに低下した。

同社は 2018 年 10 月から持株会社体制に移行した。これに伴いグループ内での経営管理料の配賦方針に変更があった。この点を前年同期と同じ基準に調整すると、第 2 四半期の営業利益は 3,813 百万円（前年同期比 33.8% 増）、営業利益率 5.0% となり、実質的には順調に収益性が改善していることがわかる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

保険薬局事業セグメントの業績推移



出所：決算短信、第 2 四半期報告書よりフィスコ作成

（1）処方箋売上高の状況

保険薬局事業の売上高は、調剤薬局の売上高と売店の売上高から成り立っている。このうち調剤売上高は処方箋応需による売上高（以下では簡単に“処方箋売上高”と略す）と商品販売等の売上高があるが、調剤薬局売上高≒処方箋売上高といって差し支えないだろう。第 2 四半期の処方箋売上高は 69,588 百万円で、前年同期の 58,049 百万円から 19.9%（11,539 百万円）の増収となった。

その出店期・出店形態別内訳を見ると、同社は自力出店の店舗について、既存店と新店に分けている。より重要な既存店については、第 2 四半期の売上高が前年同期比 7.4% 増と堅調な伸びを示した。新店については前期の期中に出店した店舗が今期はフルに寄与していることや、第 2 四半期中に出店した店舗の貢献があるため伸び率が極端に高くなっている。一方、M&A 等で取得した店舗については、既存店と新店とが一緒になっているため、わかりにくさがあるが、第 2 四半期は同 25.8%（9,951 百万円）の増収となった。

処方箋応需売上高の出店期・出店形態別詳細

（単位：百万円）

	19/3 期　2Q 累計			20/3 期　2Q 累計		
	実績	増減	伸び率	実績	増減	伸び率
既存店	19,102	-294	-1.5%	20,511	1,409	7.4%
新店	368	-357	-49.3%	546	178	48.3%
M&A 等	38,578	-1,889	-4.7%	48,529	9,951	25.8%
全店舗	58,049	-2,541	-4.2%	69,588	11,539	19.9%

出所：決算補足資料よりフィスコ作成

この調剤売上高は、処方箋応需枚数と処方箋単価の積で求められる。第 2 四半期は処方箋応需枚数が前年同期比 13.4% 増の 7,351 千枚、処方箋単価が同 5.7% 増の 9,466 円と、いずれも順調に伸長した。これらも出店期や M&A などの要因による影響を受けているため、以下ではそれぞれについてもう少し詳細に見る。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

処方箋応需枚数の総数は前年同期比 13.4% 増となったが、実態に近いと考えられる既存店の処方箋応需枚数は同 4.7% 増となった。この伸び率は、前年同期の実績とほぼ同じであるとともに、同社の期初の計画どおりでもあったもようだ。既存店の中身にはマンツーマン薬局と新業態薬局の両方が含まれているが、いずれも堅調な伸びを示したもようだ。

処方箋応需枚数の出店期・出店形態別詳細

（単位：千枚）

	19/3 期　2Q 累計			20/3 期　2Q 累計		
	実績	増減	伸び率	実績	増減	伸び率
既存店	1,928	88	4.8%	2,019	91	4.7%
新店	43	-45	-50.9%	63	20	46.8%
M&A 等	4,509	45	1.0%	5,267	758	16.8%
全店舗	6,481	88	1.4%	7,351	869	13.4%

出所：決算補足資料よりフィスコ作成

処方箋単価は全体では前年同期比 5.7% の上昇となったが、より実態に近い既存店に限れば同 2.5% 増となった。一見すると低いようにも見えるが、この数値は同社の想定を上回ったものとみられる。

処方箋単価の変動は大きく 3 つの要因に分けることができる。1 つは薬価だが、これは薬価改定によって低下方向に動くのが基本である。もう 1 つは薬剤の構成比だ。これは高単価薬の処方数量の変動によって影響を受けるようなケースが典型的だ。3 つ目は調剤技術料だ。これは調剤報酬改定で引き下げられることが多いが、その後さまざまな加算点の獲得策により回復・引き上げを図ることが可能だ。

第 2 四半期は過去に大きく平均単価を押し上げた高単価医薬品の処方が減少することを織り込んで期初予想では構成差を厳しく見ていたが、実際には想定ほど処方が減少しなかったほか、新たな高価格医薬品の出現などもあり、処方箋単価を下支えした。また、調剤技術料については、ジェネリック医薬品の数量割合を高める等の加算獲得の努力が奏功し、上述の処方箋単価に落ち着いた。

処方箋単価の出店期・出店形態別詳細

（単位：円）

	19/3 期　2Q 累計			20/3 期　2Q 累計		
	実績	増減	伸び率	実績	増減	伸び率
既存店	9,907	-634	-6.0%	10,157	250	2.5%
新店	8,463	270	3.3%	8,548	85	1.0%
M&A 等	8,555	-510	-5.6%	9,213	658	7.7%
全店舗	8,957	-521	-5.5%	9,466	510	5.7%

出所：決算補足資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）店舗異動と M&A

2020 年 3 月期第 2 四半期の店舗異動は、46 店舗を新規出店し、10 店舗を閉鎖したため、純増は 36 店舗となった（売店の新規出店 2 店舗と閉店 2 店舗を含む）。調剤薬局の新規出店 44 店舗の内訳として、6 店舗が自力出店、38 店舗が M&A となった。

店舗タイプとしては、自力出店 6 店のうち 4 店舗が通常の（マンツーマン型の）クオール薬局で、2 店舗が JR 西日本グループとの新業態薬局となった（M&A で取得した店舗は店舗タイプとしては原則、マンツーマン薬局に分類される）。

2020 年 3 月期第 2 四半期の店舗異動実績

		19/3 期末	出店数		退店	20/3 期 2Q 末
クオール店舗		698	自社出店	4	7	733
			M&A 獲得	38		
新業態	ローソン	35	0		0	35
	ビックカメラ	5	0		0	5
	JR 西日本	7	2		1	8
売店		21	2		2	21
合計		766	46		10	802

出所：決算補足資料、決算説明会資料よりフィスコ作成

M&A については、第 2 四半期は 2 グループが実行された。2 グループとも経営状態に優れているほか、地域密着型で顧客をしっかりと囲い込んで、比較的店舗当たり売上規模的が大きいという特長を有している。また地域的にも、関東の比重が高い同社にとって相対的に手薄となっていた地域で店舗網を獲得できたことで、補完関係構築に寄与する案件だったと言える。

4 月に子会社化した（株）ナチュラルライフグループは、石川県内で 19 店舗、佐賀県内で 9 店舗の合計 28 店舗を展開している。経営は好調で同社グループ入り後も店舗網拡大基調を歩めるポテンシャルがある。特に北陸地域は医薬分業率が低いため伸びしろがあると期待される。ナチュラルライフの地域密着・地域連携の浸透度を象徴する事象として、調剤基本料 1 を算定されない状況下で地域支援体制加算を獲得している店舗を 2 つも有することが挙げられる。この実現は調剤各社が目指すところではあるが達成条件が非常に厳しく、全国でも珍しい。ナチュラルライフの営業姿勢や店づくりをうかがい知ることのできる好例と言えよう。

8 月に子会社化した（株）セラ・メディックは大阪府東部を地盤として 10 店舗を展開している（1 店舗は奈良県内で展開）。近畿圏は関東・中部と並ぶ 3 大都市圏ということで店舗網充実に注力してきたが、大阪府東部はこれまで手薄な地域となっていた。そこに 10 店舗を確保できたことの意義は大きいと言える。

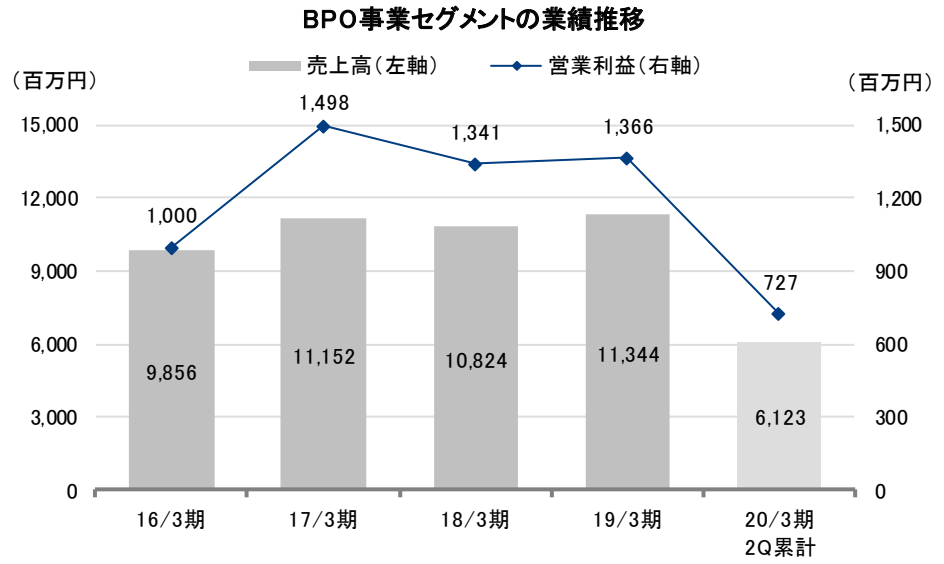
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

中核の CSO 事業で、CMR 数が過去最高水準を記録し、セグメント業績は増収増益で着地

3. BPO 事業の動向

BPO 事業の第 2 四半期は、売上高 6,123 百万円（前年同期比 10.8% 増）、営業利益 727 百万円（同 10.6% 増）となった。営業利益率は 11.9% で前年同期と同じであった。

経営管理料の配賦方針変更を調整した第 2 四半期の営業利益は 779 百万円（前年同期比 18.6% 増）となり、営業利益率は 12.7% へと拡大した。

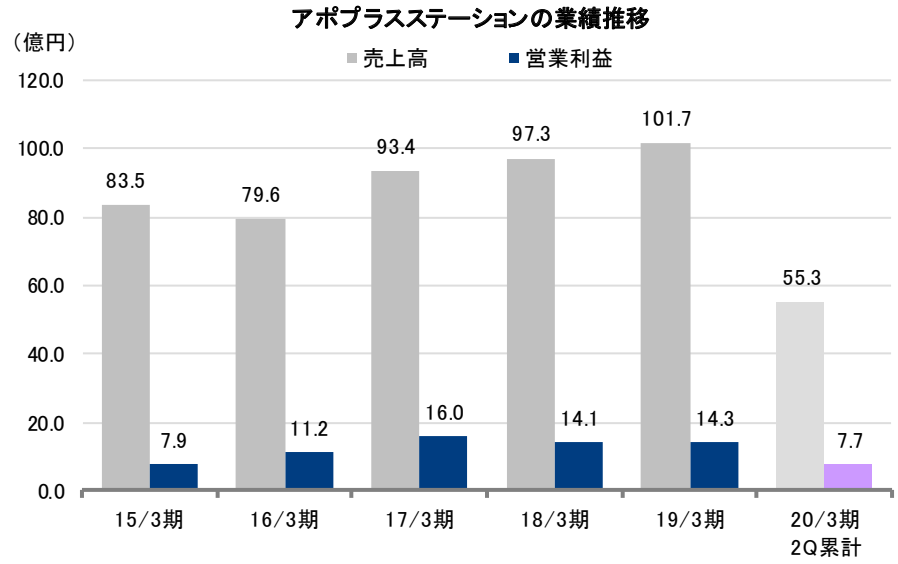


出所：決算短信、第 2 四半期報告書よりフィスコ作成

BPO 事業の中核事業会社であるアポプラスステーションは、第 2 四半期は売上高 55.3 億円、営業利益 7.7 億円となり、前年同期比で増収増益を達成した。アポプラスステーションの主力事業は CMR を派遣する CSO 事業であるが、第 2 四半期は CMR 数が過去最高の 570 名に拡大した。製薬企業では MR を正社員から CMR へと切り替える動きが大きな潮流となっているが、それに加えて同社が進めてきた専門 MR（専門領域を有する MR）が評価されて派遣数が増大した。

医療系人材紹介派遣事業も、同社が強みを有する薬剤師、産業保険師、登録販売者の紹介派遣が好調に推移した。また集客のための施策にも注力し、派遣要員のエントリー数、ひいては派遣者数の増加につなげた。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

中長期の成長戦略と進捗状況

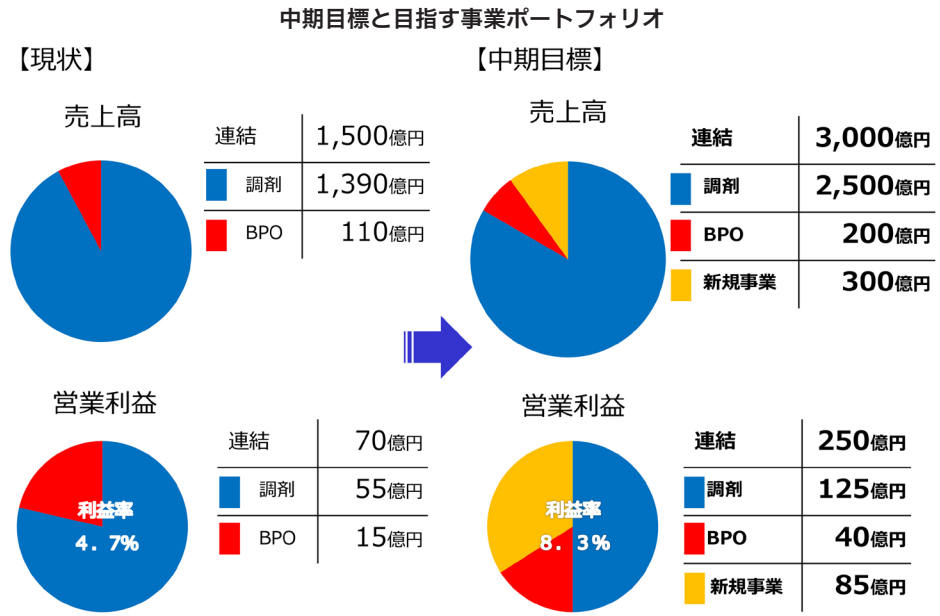
基本的な成長戦略は従来から不変。医薬品製造販売事業を加えた 3 事業で、中期目標の売上高 3,000 億円、営業利益 250 億円を目指す

1. 中期成長戦略の全体像

同社が掲げる中期目標とそれに向けた成長戦略は従来から一貫しており特段変更はない。

中期的な計数目標としては、売上高 3,000 億円、営業利益 250 億円という業績目標を掲げている。それを形成する事業ポートフォリオとしては、現状の保険薬局事業と BPO 事業の 2 つに新規事業を加えた 3 つの事業セグメントで構成することを従来から示唆してきた。前回レポート（2019 年 6 月 25 日付）の段階では、新規事業の具体的内容が医薬品製造販売事業であることまで公表されていたが、その後、第 2 四半期中の 2019 年 8 月に、同社は藤永製薬を子会社化して医薬品製造販売事業の第 1 歩を踏み出した状況にある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：決算説明会資料より掲載

保険薬局事業については 1）戦略的出店による規模の拡大と、2）既存店の価値創出、の 2 つの軸で臨む方針で、この点も従来から変更はない。しかしながら事業環境が大きく変わるような変化が出てきており、（結果的に大筋では変更はないとしても）ビジネスプランを一旦見直す作業が必要になる可能性もある。

一方、BPO 事業は、その営業利益率が保険薬局事業を大きく上回っており、この収益性の高さを維持しながら、中核の事業会社であるアポプラスステーションの事業を戦略的に拡大し成長を目指す方針だ。製薬会社が正社員 MR から CMR への切り替えを進めることに象徴的なように、事業環境としては追い風が吹いており、それが中期的にも継続するとみられる。その風を確実にキャッチするのはもちろんだが、業界トップ企業としての強みを活かしてトレンドをリードするプロアクティブな施策を打ち出して成長スピードを加速することを期待したい。

新規事業である医薬品製造販売事業については、藤永製薬の子会社化で第 1 歩を踏み出したのは大きな前進だ。しかし、中期目標で掲げる数値（売上高 300 億円、営業利益 85 億円）の実現には到底足りない。藤永製薬をモデルケースとして育成すると同時に、スピード感と規模感を併せ持った同社なりの事業モデルの確立と、更なる M&A も含めた業容の一段の拡大策に、早急に取り組むことが期待される。

以下ではそれぞれの事業セグメントの成長戦略と進捗状況について述べる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2019 年薬機法改正が大きな転機となる可能性。マンツーマン薬局と親和性の高い「地域連携薬局」の認定取得を進める方針

2. 保険薬局事業の成長戦略と進捗状況

調剤薬局ビジネスをめぐっては、薬機法改正が今まさに進行している。これは各社の成長戦略や競争優位性に影響を与える可能性があり、将来のある時点で振り返った時に、「2019 年の薬機法改正が業界再編本格化のトリガーだった」と言われるような、それだけのインパクトのある法改正だと弊社では考えている。以下では、薬機法改正のポイントと、それに対する同社の成長戦略や優位性について考えてみたい。

（1）薬機法改正のポイント

今回の薬機法改正案では薬剤師・薬局のあり方の見直しが行われたが、その前置きとして「住み慣れた地域で患者が安心して医薬品を使うことができるようにするための」という表現で見直す理由が明確に示されている。ここに至った背景には、医薬分業が進んだ（処方箋受取率が 2018 年度で 74.0% と 70% を超えている）ものの、患者本位の医薬分業とはなっていない、本来の医薬分業の効果・機能として期待されたものが発揮されていない、などの現状認識が成されていることがある。

薬局・薬剤師に関わる具体的な法律改正の内容としては、1）機能別薬局として「地域連携薬局」及び「専門医療機関連携薬局」の導入、2）薬剤師による継続的な服薬状況の把握及び服薬指導の義務の法制化、3）テレビ電話等による服薬指導の導入、4）薬局における法令順守体制の整備、の大きく 4 点が挙げられる。いずれも重要であるが、特に重要かつ、調剤薬局事業者に影響が大きいと考えられるのは 1）の 2 つの機能別薬局類型の導入だ。

厚労省は 2015 年に「患者のための薬局ビジョン」を策定・公表している。その中で薬局に求められる機能の具体的な在り方として、「かかりつけ薬剤師・薬局」並びに「高度薬学管理機能」が示されており、今回の薬機法改正はそれを制度化したものと言える。その意味では、今回の 2 類型の導入は既定路線という見方もできるが調剤事業者の影響は決して少なくない。

第 1 に懸念されるのは、2 類型のどちらかに認定された薬局（以下では便宜上、“ 認定薬局 ” と表現する）と非認定薬局（当初は大多数の薬局は非認定薬局になると弊社ではみている）との間で、ランク付け（あるいは “ 格差 ” の発生）が生じ、集客・売上の面で大きな差が生じる可能性があることだ。そもそも、2 類型導入の目的が “ 患者が自身に適した薬局を選択できるようにする ” というところにあるため、認定薬局の特長や機能について、国が率先して広報活動を行う可能性すらある。その結果、患者が認定薬局を志向する傾向が強まった場合には認定か否かで大きな差が出る可能性がある。典型例としては、ある病院の前に軒を連ねる門前薬局の中で、認定薬局か否かで淘汰が進むというケースが考えられる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

第 2 は、その認定の取得のハードルが想定以上に高くなる可能性だ。認定基準は厚労省令で定められることとなっている（認定自体はそれに基づき都道府県知事が行う）。その詳細は明らかになっていないが、「患者のための薬局ビジョン」が掲げる健康サポート薬局やかかりつけ薬局はそのまま残る方向のようだ。そうなると、それらと新規導入の認定薬局との関係性や役割・メリットの違い等を明確にする必要が出てくるだろう。それが認定条件の厳しさという形で現れると、調剤薬局事業者の負担は増し、認定薬局の数がなかなか増えないということになる。一例として、既に法改正の議論のなかでも、「病院勤務を経験せず重篤な副作用の症状を経験したことのないような薬局の薬剤師が高度薬学管理機能の看板を掲げることはいかがなものか」という指摘が出ている。こうした流れを素直に読み解くならば、認定薬局で勤務する薬剤師には相当の経験・スキルや資格などが要求されるのではないかと考えられる。

これら以外にも改正法の施行に伴い様々なハードルが浮上してくる可能性がある。他方、テレビ電話等による服薬指導の導入などは新たな収益機会や業務の効率化につながると考えられ、プラス方向の改正となる可能性がある。

今回の薬機法改正を受けて投資家の視点から考えるべきポイントは、様々な薬局（大手チェーン・中小規模の法人・個人経営の別、大型店・小規模店の別、門前薬局・面対応薬局の別、調剤薬局・ドラッグストアの別、など切り口は多面的）の中で、最初にふるい落とされていくのはどういう薬局かということだ。弊社ではかつて、単純に経営体力の弱い個人経営の店舗から消滅していくとみていた。しかし調剤報酬改定を通じた厚労省の政策誘導の経緯やこれまでの実績などを見ると、生き残りという点では個人薬局は決して脆弱な存在でもないと見方が変わりつつある。

一方、今般の薬機法改正を見ると、それへの対応を進めることが個々の店舗の負担増大につながることが想定される。個人薬局はそうした対応を最初から切り捨てることも可能だが、大手チェーンを始め、一定規模以上の法人は、その“看板”ゆえに無理をしてでも対応しようとする（認定薬局を目指そうとする）ことが想像される。これはかなり経営リスクをはらんだ取り組みだと弊社では考えている。コンビニエンスストアの経営が大きな転機を迎えている現状と重ねれば理解しやすいだろう。店づくりの理念や他社と差別化がしっかりできていない事業者はこうした制度や環境の変化に振り回されて疲弊し、退場を迫られることになる可能性は大いにあると弊社では考えている。

（2）薬機法改正に対する同社グループの対応

薬機法改正（認定薬局の出現）に対する直接的な対応策については、その認定基準の厚労省令が発表されていないため、同社（他社も同様であるが）は具体的な方針や施策などを発表していない。しかしながら、「患者のための薬局ビジョン」において大きな方向性は従来から示されており、それに沿った店づくりや体制づくりを進めていくことが薬機法改正への対応にもつながると考えられ、同社自身もそうしたスタンスで臨んでいる。

具体的アクションや施策を策定する大前提として、認定薬局の 2 つのタイプのうち、主としてどちらを目指すのかが決定される必要があると考えられる。この点について、同社のスタンスは明快で、「地域連携薬局」としての認定を目指すことになるだろう。その最大の理由は同社が推進する“マンツーマン薬局”のコンセプトが地域連携薬局と親和性が高いと考えられることにある。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

会社概要の項で述べたように、マンツーマン薬局のポイントは処方元医療機関とクオール薬局との深い連携関係にある。医療機関との 1 対 1 対応という意味では、いわゆる門前薬局と共通するが、門前薬局は一般には特定の“病院”を対象としているのに対し、マンツーマン薬局は特定の“診療所（クリニック）”を対象にしている。その差は、規模（処方箋応需枚数）はもちろんであるが、それ以上に顧客層の違いが大きい。病院には様々な地域から（あるいは、より広範囲から）患者が訪れるが、クリニックの場合は、近隣に住居や職場がある等、病院に比べて対象が絞り込まれる。したがって、処方元医療機関、患者、同社（薬局）の 3 社間で緊密な連携を取りやすい状況がおのずと生まれることになる。この点を強みとして地域連携薬局の認定を取得し、生き残りを図るというのが、今般の薬機法改正に対する同社の基本スタンスだ。

同社はこれと同じ考え方に基づき、「患者のための薬局ビジョン」で掲げられた健康サポート薬局についても、積極的に推進してきている。健康サポート薬局は、かかりつけ薬剤師・薬局の基本的な機能に加え、地域住民による主体的な健康の保持増進を積極的に支援する機能を備えた薬局が、届出によって“健康サポート薬局”として公表できることとしたものだ。同社は 2019 年 11 月末時点で 100 を超える健康サポート薬局の届出を済ませており、総店舗数に占める割合は 12% ～ 13% となっている。2020 年 3 月期末までにはさらに上積みを図る計画だ。

同社が健康サポート薬局に注力することは、認定薬局制度において地域連携薬局の認定取得に軸足を置く同社の戦略に沿ったものであり、合理的な施策と弊社では考えている。制度上も、健康サポート薬局の存在意義が今後高まる可能性があると考えられる。理由は、健康サポート薬局への期待の大きさにも関わらずその普及率が低いことについて国が満足していないためだ。同時にまた、健康サポート薬局の制度は認定薬局制度と並行して存続する見通しとなっている。そうなると将来的に、健康サポート薬局の普及率を上げるための施策として、健康サポート薬局の届出を地域連携薬局の認定条件とするようなケースも想定できる。そうなった場合にはまさに同社が進める健康サポート薬局強化策は、差別化要因、優位性確保要因として大きな意味を持つことになるだろう。

さらに言えば、今回の薬機法改正の主眼が薬剤師・薬局のあり方の見直しにある点も重要だ。認定薬局として 2 つの類型が設定されたものの、国の狙いとしては地域連携薬局の拡大に主眼が置かれている可能性が高い。専門医療機関連携薬局の数は、大学病院等がその連携先として想定されている可能性があり、仮にそうであるならばおのずと数は限定されることになる。すなわち、“市場性”という点では地域連携薬局の方が圧倒的に大きいことになり、ここにターゲットをおいて施策を展開する同社は、それだけ優位な位置にあるとの見方も可能だ。

（3）「戦略的出店による規模拡大」の考え方と進捗

同社の成長戦略の中核とも言える店舗展開については前回レポート（2019 年 6 月 25 日付）で詳述しているため、以下では要点を絞って述べる。

店舗数の考え方について、同社は店舗数を追うことはしないとしている。これは店舗数を増やさないという意味ではなく、店舗網拡大に当たっては収益成長に向けた効率性や戦略合致性を最優先に作業を進めるということだ。その結果としての店舗数の拡大があるという位置付けだ。したがって、全都道府県出店といったことは同社の目的にはまったく入っていない。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

店舗網拡大におけるもう 1 つの重要テーマである M&A については、順調に推移しているというのが弊社の印象だ。「順調」の意味は、耳目を集める超大型案件や、矢継ぎ早に多数の M&A を実施するというようなことはないものの、自身の店舗展開戦略に沿って、ターゲット地域の優良な事業者を着実に子会社化しているという意味だ。また「優良」の意味は、買収された事業者の店舗規模の大きさや、買収された後も従来の枠組みの中で新規出店を行う体力や営業地盤を抱えている、という意味だ。

既述のように、2020 年 3 月期第 2 四半期は、ナチュラルライフとセラ・メディックを子会社化した。いずれも競合が激しかったとみられるが、処方元の医療機関との連携を重視する経営姿勢（同社のマンツーマン薬局戦略）が被買収企業の経営者の共感を獲得したことにあるとみられる。こうした要因は、他社が簡単に真似したり覆したりできない性質のものであるため、これまでの M&A の成功事例が再現される可能性は十分高いと弊社では考えている。

マンツーマン薬局と並ぶもう 1 つの特徴である、異業種連携による新業態薬局も、順調な拡大が続いている。2020 年 3 月期第 2 四半期において JR 京都店、JR 岸辺店がオープンし、下期に入った 2019 年 11 月 1 日に、東急 <9005> との連携による初店舗を長津田駅に出店した。

駅ナカ・駅チカ店舗の処方箋応需枚数は年を追って（すなわち認知度の高まりに応じて）右肩上がりで増加している。こうした実績を踏まえ、今後も新業態店舗の開発には継続的に注力していく方針だ。

（4）「既存店の価値創出」の考え方と進捗

これについては、薬機法改正への対応について述べたこととかなりの部分が重なる。店づくりの方向性がこのテーマの目的であり、その点について、薬機法改正を受けて地域連携薬局の認可取得に全力を挙げるという方向性が固まったというのが現在の状況だ。そのための“ベース”となる機能として、かかりつけ薬剤師・薬局や健康サポート薬局としての強化に取り組んでいる。

それに加えて、薬剤師の業務内容が、調剤作業などの対物業務から、患者へのきめ細やかな服薬指導などの対人業務へと移行することが求められている現状に対応し、対物業務の効率化や自動化に投資を進めている。

業界全体を覆うアウトソーシングニーズの高まりで CMR 派遣は順調な成長が続く見通し。紹介派遣事業は薬機法改正の影響とその対応に注目

3. BPO 事業の成長戦略と進捗状況

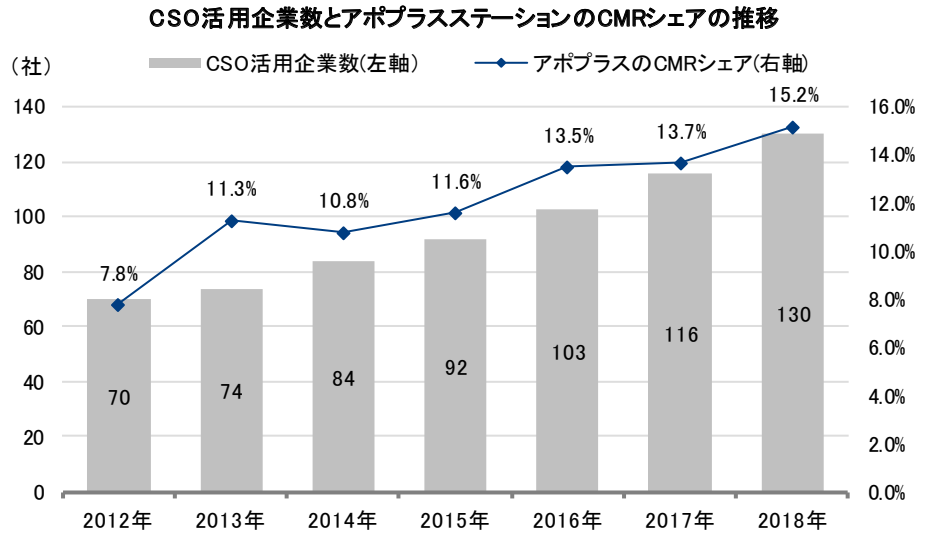
BPO 事業は子会社のアポプラスステーションとメディカルクオールの 2 社が事業主体となっている。会社概要の項で述べたように、中核のアポプラスステーションは CSO 事業、紹介派遣事業、CRO 事業の 3 つを展開しており、メディカルクオールの出版関連事業と合わせて 4 つのサブセグメントに分けられる。BPO 事業の成長戦略は CSO 事業と医療系人材の紹介派遣事業が中心となっている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（1）CSO 事業の進捗状況

会社概要の項で述べたように、CSO 事業は、CMR を製薬メーカーに派遣する事業だ。製薬業界では正社員 MR を削減し、外部にアウトソースする流れにある。同社にとってはこれが成長シナリオのベースとなる。

製薬業界の MR の数はピークの 2013 年に 65,752 人を数えたが、2014 年以降は減少基調が続いている。こうした中で同社は業界トップの取引企業（製薬会社）数を生かして CMR シェア（CMR 総数に占める自社の CMR 数の割合）を引き上げることで、収益の成長を実現する戦略で臨んでいる。具体的には 2022 年 3 月期において 20% というのがターゲットとなっている。これは、その時点での CMR 総数を 4,500 人～ 5,000 人と想定し、その 20% に相当する 900 人～ 1,000 人体制を構築するというのが計算根拠となっている。2019 年 3 月期における同社の CMR 数は 530 人で CMR シェアは 15.2% となった。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

業績の動向の項で述べたように、2020 年 3 月期第 2 四半期は CMR 数が 570 名と過去最高に達した。これは従来から続く、MR のアウトソーシング化の流れの延長線上にあるが、それに加えて、CMR への専門性ニーズの高まりが、同社にとって追い風となると期待されている。

製薬会社側においては、事業（領域）の選択と集中の動きが強まり、その営業の現場においても従来以上に踏み込んだ製品説明が求められるようになってきている。上記のように、製薬会社は一方では正社員 MR を削減して CMR に切り替えを進めているため、専門性を有する CMR のニーズが急速に高まってきている状況にある。

これに応えて CMR に専門領域の研修を実施できる組織は限られている。同社グループのアポプラスステーションは、能力開発部においてそうした専門領域研修を実施し、市場に送り出している。CMR シェア 20% 獲得に向けて、こうした専門ニーズの高まりは同社にとって大きな追い風になると期待される。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）医療系人材の紹介派遣事業の進捗状況

同社の紹介派遣事業は医療従事者を対象としている。特長としては幅広い職種を対象としている点にあるが、収益構造としては、売上高の約 3 分の 2 を薬剤師が占めており、看護師と登録販売者が残りを 2 分しているイメージとみられる。これら 3 職種のほかにも助産師、保健師、管理栄養士、医療事務などの紹介･派遣を行っている。

主力の薬剤師の紹介・派遣については、調剤薬局事業者が営むなかでは第 2 位の規模（第 1 位は日本調剤系のファルマスタッフ）にあり、薬剤師紹介・派遣事業者全体でもトップ 10 に入る規模とみられる。

薬剤師の派遣者数は、2020 年 3 月期第 2 四半期において前年同期比 55% 増と高い伸びを示し、これがけん引役となって紹介派遣事業として増収増益を達成した。薬剤師の派遣者数が増加した理由としては、エントリー数が好調だったことが大きいと弊社ではみている。薬剤師の派遣ニーズはもともと強かったが、そうしたニーズに対応しきれず機会ロスが相当数あったと考えられる。第 2 四半期においては、集客施策に注力した結果エントリー数が増加し、派遣者数の増大につなげることができたとみられる。

薬剤師の紹介派遣事業の今後については、需要が今後も増加することは疑いないと弊社では考えている。一方で、事業の性質は変わる可能性もあるとみている。すなわち、派遣から紹介へのシフトだ。調剤薬局は認定薬局と非認定薬局に色分けされる方向にある。認定薬局の要件として所属する薬剤師の資格要件が加わる可能性があり、その規定の内容次第では、正社員薬剤師の強化が求められるようなケースも想定できる。その場合には同社の紹介派遣事業の中身が、派遣から紹介へとシフトが起きる可能性がある。これらはあくまで仮定の話であるが、そうした状況変化に柔軟に対応できるよう、事業の根幹である人材獲得能力を着実に高めておくことが重要と言えるだろう。

薬剤師以外の職種では看護師、保険師、登録販売者などの強化を図っている。同業他社の多くは、年収が高くて事業の収益性も高くなる医師の紹介事業に注力するところも多いが、同社はそこには進出しない方針だ。先発企業が強く、また参入企業の増加で競争が激化することを懸念したためと考えられる。この選択は極めて合理的で妥当な判断だと弊社では考えている。

医薬品製造事業の第 1 歩として藤永製薬を子会社化。中期目標を目指して第 2、第 3 の施策が待たれる

4. 医薬品製造販売事業の進捗と今後の考え方

同社は 2019 年 3 月期決算の決算説明に際して、従来から検討を進めてきた新規事業の具体的内容として、医薬品の製造分野への進出計画を明らかにした。その後、医薬品製造販売事業進出の第 1 歩として、2019 年 8 月に藤永製薬を買収した。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

藤永製薬は 1941 年に設立（創業は 1924 年 2 月）された医薬品メーカーで、精神科・皮膚科を主な事業領域としている。フェノバールやヒダントール（いずれも先発薬）、炭酸リチウム「フジナガ」（ジェネリック薬）などを製造している。業容としては、2018 年 9 月期の売上高が 1,761 百万円だった。

同社が医薬品製造販売事業に進出を決めた背景には、総合ヘルスケアカンパニー構想がある。国内トップクラスの調剤薬局チェーンの同社は、一方で、医薬品の営業担当者である CMR の派遣（CSO 事業）や、医薬品の研究開発をサポートする CRO 事業なども行っている。医薬品製造販売事業に進出することで研究開発から始まり製造、販売、調剤を経て患者に至る、医薬品にかかる一気通貫サービスを提供することが可能となる。

総合ヘルスケアカンパニー構想

出所：決算説明会資料より掲載

既述のように、同社は中期的な業績目標として売上高 3,000 億円・営業利益 250 億円の目標を掲げているが、その中で新規事業が売上高 300 億円・営業利益 85 億円を担うとしている。この新規事業の部分が医薬品製造販売事業に期待する事業規模と見ることができる。

言うまでもなく、藤永製薬 1 社のオーガニックグロースだけではこの目標達成は不可能だろう。それゆえ、同社はさらに、第 2、第 3 の施策を打ち出してくると考えられる。その中には第 2 弾の M&A や生産拠点の取得・建設、受託製造の強化など様々なものが考えられる。今後の展開が待たれる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

今後の見通し

下期も堅調な推移が予想されるが、前回の調剤報酬改定の厳しさもあり、更なる上方修正期待には慎重なスタンスで臨むべき

● 2020 年 3 月期通期見通し

同社は第 2 四半期までの順調な進捗を踏まえ、通期見通しを上方修正した。新しい予想は、売上高 170,000 百万円（前期比 17.4% 増）、営業利益 7,600 百万円（同 7.8% 増）、経常利益 7,600 百万円（同 5.4% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 4,050 百万円（同 3.6% 増）となっている。

2020 年 3 月期見通しの概要

（単位：百万円）

	19/3 期			20/3 期				
	上期実績	下期実績	通期実績	上期実績	下期予想	前年同期比	通期修正予想	前期比
売上高	69,025	75,758	144,783	81,249	88,751	17.2%	170,000	17.4%
営業利益	3,069	3,981	7,050	3,432	4,168	4.7%	7,600	7.8%
営業利益率	4.4%	5.3%	4.9%	4.2%	-	-	4.5%	-
経常利益	3,171	4,037	7,208	3,616	3,984	-1.3%	7,600	5.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,975	1,933	3,908	1,830	2,220	14.8%	4,050	3.6%

注：下期予想は通期修正予想から上期実績を差し引いたもので、正確には「通期予想達成のための下期の所要値」
出所：決算短信よりフィスコ作成

2020 年 3 月期の業績について、弊社では予想を達成する可能性は十分あるとみている。しかしながら、上方修正の適時開示用件にかかるほどの上振れとなるかについては、慎重なスタンスで臨むべきだと考えている。

保険薬局事業に関しては、2016 年 4 月に行われた調剤報酬及び薬価の改定の影響で 2017 年 3 月期決算は 1 ケタ台前半の営業増益率にとどまった。しかしその間、低下した調剤報酬（特に調剤基本料の算定部分）について順調に回復が進み、改定 2 年目の 2018 年 3 月期は、営業利益の期初予想 7,500 百万円に対して着地は 9,091 百万円と大幅に上振れた。

こうした実績を有する同社であるが 2020 年 3 月期が 2018 年 3 月期の再現となるかという点については、弊社は難しいと考えている。理由は、2018 年 4 月改定で引き下げられた調剤報酬（とくに調剤基本料 1 の算定基準の厳格化の部分）では、2016 年 4 月改定に見られたような回復策が封じられていることだ。さらには、かつて存在した基準調剤加算の制度が廃止され、代わって地域支援体制加算という制度が設けられたが、この算定を得るためには調剤基本料 1 の算定を得ることが実質的な必要要件となっている。調剤基本料 1 の算定なしに地域支援体制加算を得るには 8 項目にわたる基準をクリアする必要があるが、このハードルは非常に高い。こうした点を理解せずに前回の上振れを安易に期待することはリスクが高いと言えるだろう。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

一方で同社は、薬機法改正が可決され、認定薬局制度がスタートすることを想定して着々と準備を進めている。同社が目指すのは、地域連携薬局の認定取得だ。その詳細な認定要件は明らかにされていないが、これまでの経緯から健康サポート薬局への取り組みが重要なカギを握るとみて、その拡大に注力している。

もう 1 つの注力ポイントは M&A だ。前述のように、M&A で取得した企業に対する同社のスタンスは、買われる側の経営陣にとって受け入れやすいものとなっており、それが優良案件の買収成功へとつながっている。こうしたことから、結果的に M&A によって収益が上振れするという可能性は十分に起こり得ると考えている。ただし、M&A の収益寄与を業績予想に織り込むことは、それこそリスクが高いと言える。

BPO 事業については、中核の CSO 事業が、下期も順調な拡大が続く見通しだ。製薬会社における MR のアウトソーシング化の流れは、巻き戻される可能性は小さく、同社はこの流れを加速させるべく、専門 MR の育成に力を注いでいる。こうした需要と供給双方の思惑が一致し、CMR の需要は着実に増加を続けるとみている。医療系人材紹介派遣事業も安定的な拡大基調が続くと期待される。

藤永製薬による医薬品製造販売事業については、下期からは損益計算書も連結化されることになる。これが事業セグメントの中にどういう形で組み込まれるかは、まだ決定されていないもようだ。最もすっきりするのは医薬品製造販売事業セグメントという形で独立した事業セグメントを立てることだが、事業規模が小さいため当初は他の事業セグメントに含まれる形となる可能性もある。その場合には「BPO・その他事業セグメント」という形になる可能性が高いと弊社ではみている。収益貢献額としては、売上高で 10 億円弱、営業利益で数千万円程度と弊社では推測している。

簡易損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期	
					2Q 累計	通期（予）
売上高	124,957	131,502	145,516	144,783	81,249	170,000
前期比伸び率	9.3%	5.2%	10.7%	-0.5%	17.7%	17.4%
売上総利益	15,793	16,876	19,648	17,863	10,128	-
売上総利益率	12.6%	12.8%	13.5%	12.3%	22.9%	-
販管費	9,050	10,010	10,557	10,812	6,695	-
販管費率	7.2%	7.6%	7.3%	7.5%	29.5%	-
営業利益	6,743	6,865	9,091	7,050	3,432	7,600
前期比伸び率	-	1.8%	32.4%	-22.4%	11.8%	7.8%
営業利益率	5.4%	5.2%	6.2%	4.9%	4.2%	4.5%
経常利益	6,688	7,065	9,333	7,208	3,616	7,600
前期比伸び率	-	5.6%	32.1%	-22.8%	14.0%	5.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	3,709	4,353	4,986	3,908	1,830	4,050
前期比伸び率	-	17.4%	14.5%	-21.6%	-7.3%	3.6%
分割調整後 EPS	107.78	128.35	141.19	101.73	47.90	105.98
分割調整後配当	24.00	24.00	28.00	28.00	14.00	28.00
分割調整後 BPS	602.36	652.42	936.74	1,006.55	-	-

注：16/3 期は会計方針の変更を行ったため、利益項目の前期比伸び率は記載していない
出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

簡易貸借対照表

（単位：百万円）

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末	20/3 期 2Q 末
流動資産	37,824	36,578	42,288	46,127	47,533
現金及び預金	16,523	14,174	19,820	20,220	18,287
受取手形及び売掛金	15,242	15,785	16,640	17,330	21,902
たな卸資産	4,254	4,660	4,719	5,157	5,808
固定資産	31,996	44,668	44,952	48,087	58,485
有形固定資産	8,969	10,373	10,544	11,079	13,177
無形固定資産	18,474	29,483	27,938	30,075	38,216
投資その他の資産	4,551	4,812	6,469	6,933	7,090
繰延資産	27	43	29	21	17
資産合計	69,847	81,290	87,270	94,236	106,036
流動負債	29,344	31,183	33,991	34,424	39,485
支払手形及び買掛金	18,096	17,626	18,265	17,741	21,520
短期借入金等	4,696	6,373	7,629	9,430	10,552
固定負債	19,481	28,473	17,343	20,795	27,499
長期借入金等	18,498	27,234	16,361	19,443	25,288
株主資本	20,394	21,149	35,694	38,734	38,665
資本金	2,828	2,828	5,786	5,786	5,786
資本剰余金	9,354	9,366	13,489	13,489	13,490
利益剰余金	9,680	13,137	17,245	20,064	21,350
自己株式	-1,469	-4,182	-827	-607	-1,962
その他の包括利益累計額	368	167	241	24	14
非支配株主持分	259	315	-	259	371
純資産合計	21,022	21,632	35,935	39,017	39,051
負債・純資産合計	69,847	81,290	87,270	94,236	106,036

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	7,539	5,813	11,116	5,773	2,430
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3,348	-15,392	-3,775	-8,287	-7,719
財務活動によるキャッシュ・フロー	4,085	7,435	-1,685	2,906	3,346
現預金増減	8,276	-2,143	5,656	392	-1,942
期首現預金残高	8,011	16,287	14,144	19,800	20,193
期末現預金残高	16,287	14,144	19,800	20,193	18,251

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

株主還元

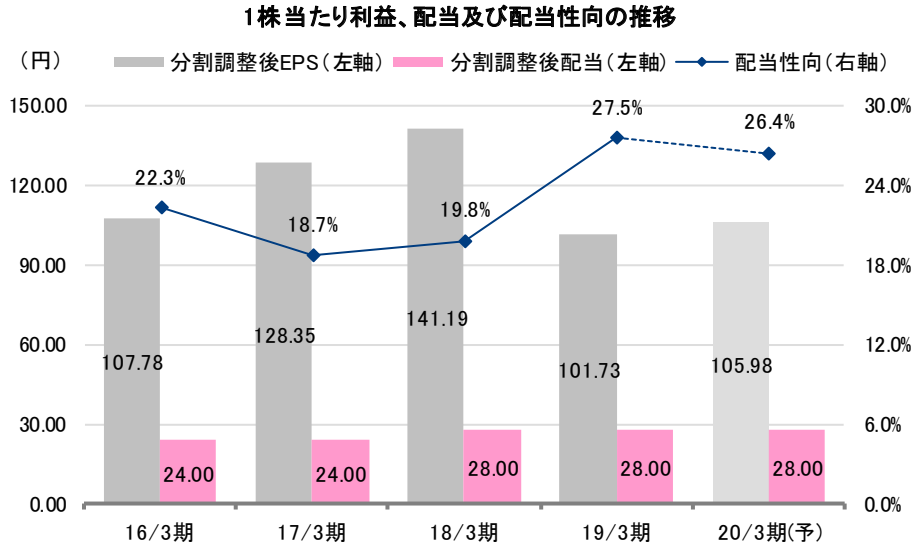
2020 年 3 月期は前期比横ばいの 28 円配の配当を計画。自社株買いも実施

同社は株主還元については配当によることを基本としており、将来の事業展開や経営基盤強化のための内部留保の確保を考慮しつつ、株主への安定した利益還元を継続して実施することを基本方針としている。配当額に関して、公約配当性向等の基準は特に設けていない。

2020 年 3 月期については、前期比横ばいの 28 円配（中間配 14 円、期末配 14 円）の配当予想を公表している。同社は通期業績見通しを上方修正したが、配当予想については期初予想を据え置いている。修正後の予想 1 株当たり当期純利益に基づく配当性向は 26.4% となる。

一方同社は、株主還元の一環という位置付けのもと、自社株買いを実施した。2019 年 6 月 18 日の取締役会決議で、120 万株（発行済株式数（自己株式を除く）の 3.08%）もしくは 15 億円を上限に自己株式を取得することを決定し、2019 年 6 月 19 日－ 8 月 23 日の間に実施した。最終的に 1,000,500 株を 1,499 百万円で取得した。

同社は今後も、状況に応じて株式配当を基本に、自己株式取得など様々な株主還元を模索していくとみられる。いわゆる総還元性向といった考え方は明言していないが、それに近い考え方で株主還元の強化に継続的に取り組む方針だ。



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

FISCO

免責事項（ディスクレーマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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・表示したものですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■
〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9
株式会社フィスコ
電話：03-5774-2443（情報配信部）
メールアドレス：support@fisco.co.jp