

## 日本調剤

3341 東証 1 部

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

2016 年 12 月 5 日 (月)

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 >>>](#)

## ■ 調剤報酬改定のマイナス影響を完全に吸収し、第 1 四半期を底に V 字回復

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を行っており、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・紹介事業と情報提供・コンサルティング事業も加え、4 部門体制で事業展開している。

2016 年 4 月の調剤報酬・薬価の改定では、同社を含めた大型薬局チェーンにとって不利となる内容の改定が行われ、収益への影響が懸念された。しかしながら同社は、改定の方角に沿って、かかりつけ薬剤師としての服薬指導の推進やジェネリック医薬品の使用促進に努めた結果、改定のマイナス影響を 9 月末時点までに完全に取り返すことに成功した。

調剤薬局事業セグメントの業績を四半期ベースで見ると、前述の改定の影響とそこからの回復を如実に反映し、2017 年 3 月期第 1 四半期の営業利益が前年同期比 26.8% の減益、第 2 四半期が同 15.7% の増益となって、V 字回復を描いている。同社の高い制度対応力とそれによる収益力の底堅さを確認することができた決算であったと言える。

調剤薬局事業では店舗戦略の面でも変化が見られた。同社は、高機能かつ高効率の店舗の実現にこだわった結果、M&A よりも自社出店を主体に店舗網を拡大してきた。しかし今第 2 四半期は新規出店 23 店のうち 11 店舗が M&A によるもので、近年では目立って大きな数値となった。この背後には、同社の厳しい水準に合う M&A 案件の増加がある。その好例が「水野薬局」を経営する合同会社水野の子会社化だ。こうした動きは今後も続くとみられ、M&A の活用増加により、同社の出店ペースも加速することが期待される。

医薬品製造販売事業も順調な進捗が続いている。ジェネリック医薬品推進の流れは更に強まる傾向にあり、同社もそれに対応して販売品目数を着実に増加させている。また将来の一段の市場拡大をにらんだ生産能力増強投資も、つくば第二工場の建設が本格化し、順調に進捗している。今第 2 四半期は価格競争が激化した影響で、セグメント営業利益は微減益となったことは留意しておくべき事項の 1 つだが、544 店の調剤薬局という強力な販売網を有する同社は、相対的に対応力が高いと弊社ではみている。

## ■ Check Point

- ・ 17/3 期 2Q は増収も、薬価改定直後のマイナス影響を補いきれず、減益で着地
- ・ 調剤報酬及び薬価改定のマイナス影響をどこまで押し戻せるかに注目
- ・ 17/3 期通期は増収増益の見込み

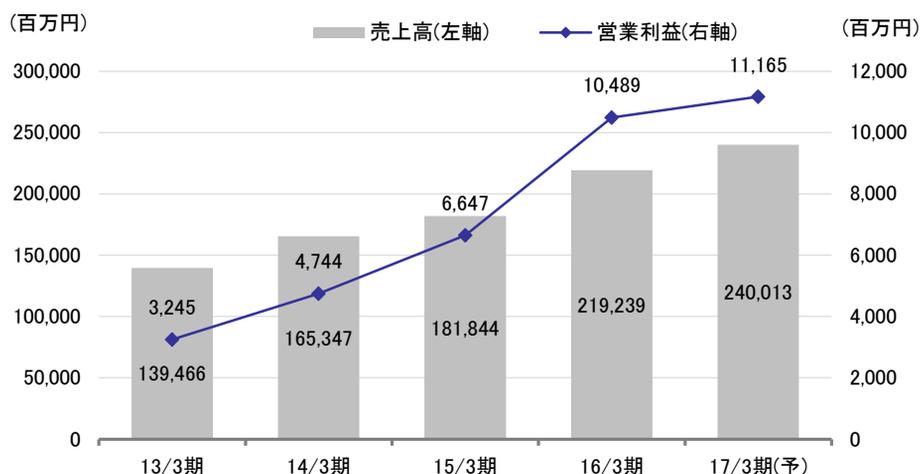
(訂正とお詫び)

本レポート 14 ページの 1 段落目 2 行目の営業利益の記載に誤りがございました。

(誤) 営業利益 1,165 百万円

(正) 営業利益 11,165 百万円

連結業績推移



## ■ 2017 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

### 17/3 期 2Q は増収も、薬価改定直後のマイナス影響を補いきれず、減益で着地

2017 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 109,478 百万円（前年同期比 9.2% 増）、営業利益 3,940 百万円（同 6.5% 減）、経常利益 3,751 百万円（同 4.7% 減）、親会社株主に帰属する四半期純利益 2,339 百万円（同 5.3% 減）と増収減益で着地した。期初予想との比較では、売上高、各利益項目とも未達となった。

2017 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	16/3 期			17/3 期 2Q 累計				
	2Q 累計実績	下期実績	通期実績	予想	実績	前年同期比	計画比	通期予想に対する進捗率
売上高	100,269	118,970	219,239	118,321	109,478	9.2%	-7.5%	45.6%
営業利益	4,214	6,275	10,489	4,991	3,940	-6.5%	-21.1%	35.3%
経常利益	3,936	5,942	9,878	4,829	3,751	-4.7%	-22.3%	34.8%
親会社株主に帰属する四半期純利益	2,471	3,858	6,329	3,086	2,339	-5.3%	-24.2%	35.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

医薬品・調剤薬局業界では 2016 年 4 月に 2 年に 1 回の調剤報酬及び薬価改定が行われ、2017 年 3 月期は前期に比べて収益のベースが一段下がったところからのスタートとなった。事業セグメント別詳細は以下のとおり。

調剤薬局事業セグメントは、売上高 92,329 百万円（前年同期比 5.9% 増）、営業利益 4,064 百万円（同 4.4% 減）と増収減益となった。調剤報酬については、改定の影響をかりつけ薬剤師としての服薬指導の推進やジェネリック医薬品の使用促進による後発医薬品調剤体制加算の積み上げなどでカバーし、第 2 四半期末時点では改定前の水準を回復した。また M&A を含めた新規出店効果（出店 23 店、閉店 5 店舗で純増 18 店舗）や高価格の C 型肝炎薬の処方応需の増加などの効果もあり、売上高は前年同期比 5.9% 増、通期予想に対する進捗率 46.7% と順調に進捗した。利益面では、薬価改定直後のマイナス影響を増収効果で補いきれず、前年同期比 4.4% の減益となった。



日本調剤

3341 東証1部

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

2016年12月5日(月)

医薬品製造販売事業セグメントは、売上高 18,722 百万円（前年同期比 21.8% 増）、営業利益 1,191 百万円（同 1.6% 減）と増収微減益で着地した。薬価改定の影響はあったが、4月の診療報酬改定の結果、医療機関でジェネリック薬の使用が増加したことや、グループ会社間の連携強化で補い、売上高は増収を確保した。利益面では新製品を中心にジェネリックメーカー間の価格競争の激化が響き、前年同期比微減益となった。

医療従事者派遣・紹介事業セグメントは、売上高 5,068 百万円（前年同期比 21.0% 増）、営業利益 808 百万円（同 1.4% 減）となった。薬剤師の派遣・紹介への需要が高水準で推移するなか、派遣・紹介先の開拓と、登録薬剤師の確保の双方の取り組みを着実に進めたことが増収につながった。利益面では、薬剤師確保のための Web 広告費の高騰などで経費が増加し、微減益となった。

事業セグメント別業績

(単位：百万円)

	16/3 期			17/3 期			
	2Q 累計実績	下期実績	通期実績	2Q 累計実績	前年同期比	予想に対する進捗率	
売上高	調剤薬局事業	87,208	103,666	190,874	92,329	5.9%	46.7%
	医薬品製造販売事業	15,367	17,231	32,598	18,722	21.8%	40.5%
	医療従事者派遣・紹介事業	4,188	4,746	8,934	5,068	21.0%	48.3%
	調整前	106,764	125,642	232,406	116,119	8.8%	45.7%
	調整額	-6,494	-6,672	-13,166	-6,641	-	-
	売上高合計	100,269	118,970	219,239	109,478	9.2%	45.6%
営業利益	調剤薬局事業	4,252	6,455	10,707	4,064	-4.4%	-
	医薬品製造販売事業	1,210	1,458	2,668	1,191	-1.6%	-
	医療従事者派遣・紹介事業	820	779	1,599	808	-1.5%	-
	調整前	6,283	8,691	14,974	6,063	-3.5%	-
	調整額	-2,068	-2,416	-4,484	-2,123	-	-
営業利益合計	4,214	6,275	10,489	3,940	-6.5%	35.3%	
営業利益率	調剤薬局事業	4.9%	6.2%	5.6%	4.4%	-	-
	医薬品製造販売事業	7.9%	8.5%	8.2%	6.4%	-	-
	医療従事者派遣・紹介事業	19.6%	16.4%	17.9%	15.9%	-	-
	全社合計	4.2%	5.3%	4.8%	3.6%	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 各事業セグメント別動向

調剤報酬及び薬価改定のマイナス影響をどこまで押し戻せるかに注目

(1) 調剤薬局事業

a) 全体像

2年に1度の調剤報酬及び薬価の改定が2016年4月に実施された。2017年3月期を見るうえでの最大のポイントは、今回の改定のマイナス影響をどこまで押し返すことができるかという点だ。これは同社のみならず調剤薬局業界共通のテーマと言える。詳細は後述するが、調剤報酬改定のマイナスを取り戻すことはとりもなおさず、調剤店舗の運営上求められている各種の制度対応への進捗状況、さらに言うならば、国（厚労省）が目指す“患者のための薬局ビジョン”にかなった店づくりの進捗状況を意味する。

## 日本調剤

3341 東証 1 部

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

2016 年 12 月 5 日 (月)

同社にとってのもう 1 つの注目点は出店戦略における、M&A による出店数の変化だ。M&A に対する同社のスタンスにはいささかの変化もないが、外部環境が変わった結果、今第 2 四半期は、同社の出店戦略において M&A の比重が高まってくると予感される動きが見られた。以下ではこれら 2 点について詳述する。

### b) 調剤報酬改定の影響と同社の対応状況

#### 1) 調剤薬局の収入構造と改定の影響

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いる。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。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薬剤師・薬局の手が及ばない部分だ。

残り 2 本の柱のうち、調剤技術料は「調剤基本料及びその加算項目」＋「調剤料及びその加算項目」という構造となっている。このうち「調剤料」の基本部分は薬剤の種類や処方日数で変わり、ここもまた薬剤師・薬局の手が及ばない部分だ。したがって、調剤報酬の改定は、詰まるところ、「調剤基本料」と「基準調剤加算」、「後発医薬品調剤体制加算」などの各種加算項目、及び「薬学管理料」についての改定が中心となってくる。

#### 調剤報酬の内訳のモデル

調剤報酬	調剤技術料	調剤基本料	各種加算	基準調剤加算
				後発医薬品調剤体制加算
	調剤料	各種加算		
	薬学管理料	各種加算		
	薬剤料			

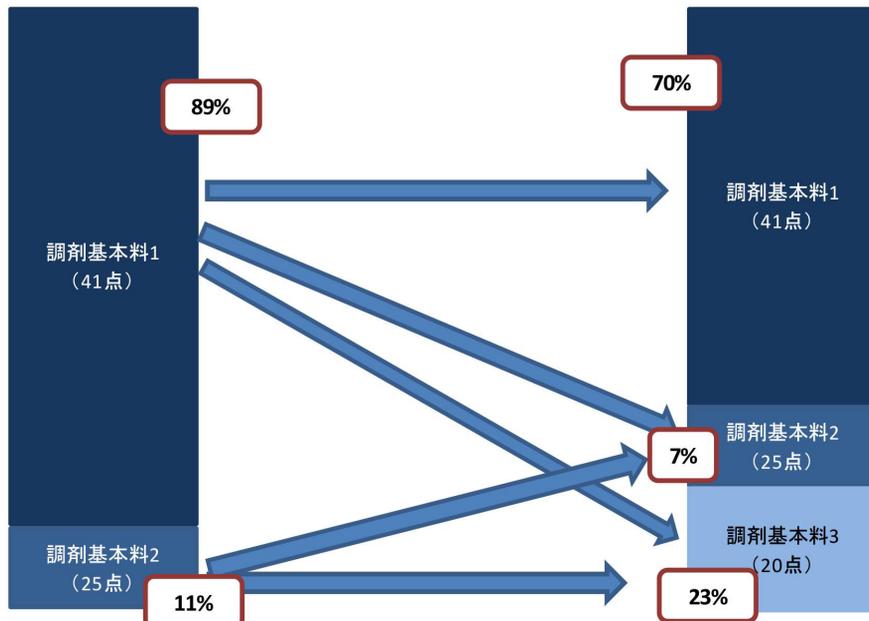
出所：会社資料よりフィスコ作成

2016 年 4 月の改定では、調剤基本料について、大型門前薬局チェーンの調剤基本料収入を大きく引き下げた内容の改定が行われた。個人経営のような小規模店舗であれば通常の調剤基本料として 41 点（1 点＝約 10 円）が得られるところを、規模に応じて低い調剤基本料が適用されるような特例が定められているが、その特例の適用が、同社を始めとする大型門前薬局チェーンの店舗にはより厳しくなるような改定が行われた。

同社の場合、改定前は総店舗の 89% が満額の調剤基本料 1 を適用され、41 点を獲得できていたが、改定後はそれが 70% に減少することとなった。反対に、新設の調剤基本料 3（20 点）の適用店舗の割合が 23% にも及び、収入のベースが大きく切り下がることが懸念された。

各種加算は、例えば「後発医薬品調剤体制加算」は後発（ジェネリック）医薬品の処方状況に応じて点数が 18 点もしくは 22 点加算される仕組みだ。調剤基本料の点数が下がった分はこうした加算を獲得することで埋め合わせることは可能だが、その加算獲得の基準もまた、改定ごとに厳しくなりつつある。

調剤基本料の改定に伴う影響のイメージ図



出所：会社資料よりフィスコ作成

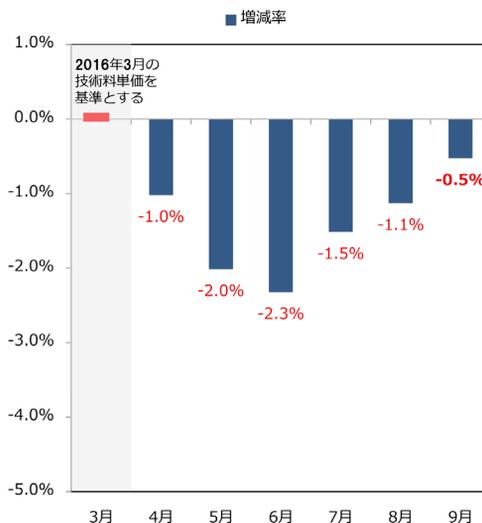
## 2) 日本調剤の対応状況

調剤報酬改定に対する同社の対応は、結論から言うと計画以上の成功を収めた。調剤技術料単価について、改定直前の 2016 年 3 月を基準としてその後の月別推移を見ると、4 月～6 月は -1%～-2.3%と大きく調剤技術料単価が下落したが、6 月を底にマイナス幅は縮小し、9 月には -0.5% にまでマイナス幅が縮小した。

前述のように、調剤技術料には、薬剤の種類や処方日数で決まる（すなわち調剤薬局の手が届かない）調剤料が含まれる。同社によれば、この調剤料を除いたベースでの調剤技術料単価は、9 月には 3 月対比でプラスに転じたということだ。したがって、同社は今回の改定によるマイナス影響を完全に吸収したと評価できるだろう。

同社は今期の業績計画において、調剤技術料単価を、3 月比 -2% が通年続くという前提を置いている。それが 9 月時点で -0.5% に縮小し、実質ベースではプラスに転換したということ、これは業績の上振れ要因となっている。

調剤技術料単価の推移（2016 年 3 月比増減）



出所：決算説明資料より掲載

2016 年 12 月 5 日（月）

同社が調剤技術料単価の改善に成功した要因は、大きく 3 点だ。すなわち、調剤基本料の改善、基準調剤加算の獲得、及び後発医薬品調剤体制加算の獲得、の 3 点だ。

前述のように、調剤基本料は大型門前薬局に厳しい改定の結果、41 点店舗の割合が 70% に下がり 20 店の店舗が 23% になるなど、点数別店舗構成が大きく悪化した。9 月末の点数別店舗構成は、表面上は 3 月末時点から変化はない。しかしながら同社は、調剤基本料の点数を引き下げるといふ“特例”の適用を解除する（すなわち、41 点が適用される）ことに、3 店舗で成功した。544 店（9 月末現在、調剤店舗のみ）のうち 3 店舗において特例解除ができたことは、一見すると影響はほとんどないように思えるが決してそうではない。

今第 2 四半期中において特例解除を果たした店舗はいずれも大型店舗だ。仮に月間 5,000 枚を扱うとすると、調剤基本料が 20 点から 41 点に 21 点改善したことで、5,000 枚 × 210 円《21 点 × 10 円》× 12 ヶ月 = 12.6 百万円の収益増となる。また、後述するように、特例解除の条件にはかかりつけ薬剤師服薬指導実績が含まれている。特例解除に成功した店舗では、かかりつけ薬剤師指導料の算定件数が増加していると推測され、これも収益押し上げ要因だ。特例解除を勝ち取る基準は非常に厳しいが、同社は今期中に 10 店舗以上の特例解除を目指している。

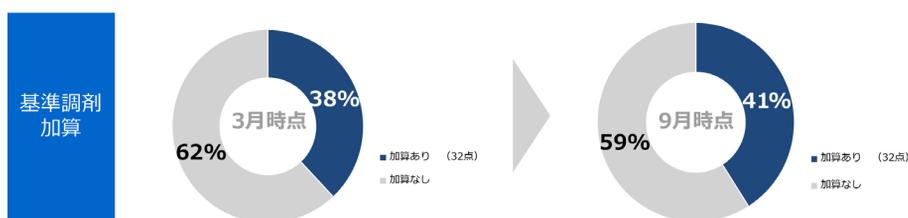
#### 調剤基本料の点数別店舗割合の比較（2016 年 3 月末：2016 年 9 月末）



出所：決算説明資料より掲載

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。今回の改定で、調剤基本料が 41 点店舗でありかつ一定の体制を整えた店舗に対して 32 点が加算されることとなった。前述の特例解除推進の必要性はここにもある。また“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、在宅業務などがある。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たものの、同社は加算あり店舗の割合を 3 月末の 38% から 9 月末には 41% へと 3% ポイント引き上げることに成功した。

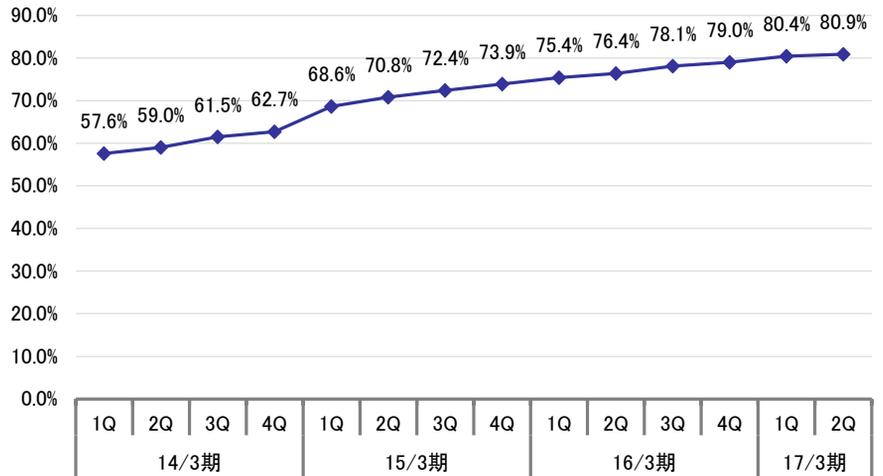
#### 基準調剤加算の点数別店舗割合の比較（2016 年 3 月末：2016 年 9 月末）



出所：決算説明資料より掲載

後発医薬品調剤体制加算の獲得、すなわちジェネリック医薬品の使用率向上は、同社にとって最も得意とするところであり、同社の基本理念として推進している施策だ。今回の改定では加算を獲得する基準が引き上げられたが、それを乗り越えて加算 2（22 点）の獲得店舗割合を 71% から 78% に引き上げ、加算なし店舗の割合を 9% から 4% に引き下げること成功した。全社ベースでは、同社は国が最終目標とする 80% の基準を 2016 年 4 月の段階ですでに達成した。

ジェネリック医薬品使用比率の推移(四半期ベース)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

後発医薬品調剤体制加算の点数別店舗割合の比較 (2016 年 3 月末：2016 年 9 月末)



出所：決算説明資料より掲載

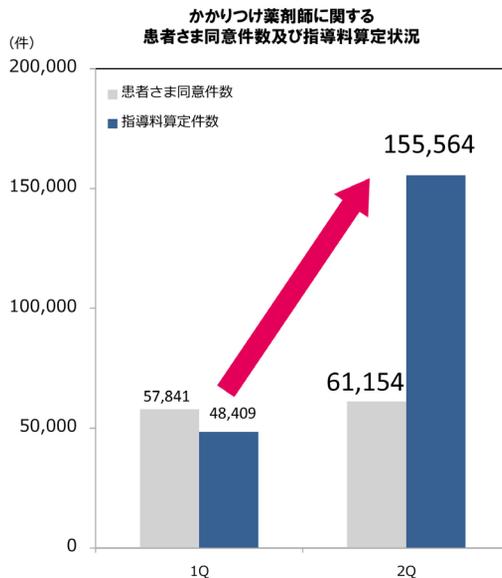
### 3) 「かかりつけ薬剤師」への対応

厚労省が考える調剤薬局の変化の方向性は「門前薬局からかかりつけ薬局へ」というものだ。すなわち、薬局に求められるものが“立地”ではなく“機能”へと変化しつつあるということだ。2016 年度の調剤報酬改定は、この基本方針に沿ったものとなっている。

この一環として新設されたのが“かかりつけ薬剤師指導料”だ。薬剤師と患者が信頼関係に立って“かかりつけ薬剤師”の立場になり、その上で薬剤管理指導を行うことに対して、より多くの薬学管理料を算定する仕組みだ。算定要件を満たした場合には薬学管理料として 70 点が算定される。前述したように、調剤基本料は“薬局であること”で算定できる点数だが、ここは削減ペースが急だ。反対にかかりつけ薬剤師指導料は“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、70 点という点数の高さに、厚労省の「推進しよう」という強い意思が表れている。したがって、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は、患者個人の同意書の獲得など、厳しく設定されている。それに対して同社は、2017 年 3 月期第 2 四半期において、患者同意数約 12 万件、かかりつけ薬剤師指導料の算定件数が 20 万件超と、大きく実績を伸ばした。かかりつけ薬剤師指導料の算定件数は、前述の調剤基本料の改定における大型門前薬局を対象とした特例の除外要件となっており、特例除外店舗の数を増加させるうえでも重要な意味を持っている。

## “かかりつけ薬剤師” への取り組み状況



患者さま同意件数 約 12 万件

指導料算定件数 20 万件超

基本料  
特例解除店舗 3 店舗

出所：決算説明資料より掲載

## 4) 調剤薬局事業の業績推移

前述のように、2017 年 3 月期第 2 四半期において、調剤薬局事業は前年同期比で増収減益となった。減益となったことに失望を感じる向きもあるかもしれないが、弊社では今第 2 四半期の調剤薬局事業の業績について、ポジティブに評価してよいと考えている。

上記で説明したように、調剤報酬改定に対して同社は、調剤技術料における加算獲得や、薬剤管理料における“かかりつけ薬剤師指導料”算定の数を増加させることで対応した。そうした改定のマイナス影響を押し戻すにはある程度の時間を要するため、効果が出てくるのは今下期からになると弊社では考えていたが、実際には第 2 四半期単独期間（7 月～9 月期）においてマイナス幅が縮小し始め、9 月時点では実質的に改定の影響を完全に拭い去るに至った。

このことは四半期ベースの営業利益の推移に明確に現れている。今第 1 四半期のセグメント営業利益は 1,475 百万円で前年同期から 26.8% の大幅減となった。しかしながら第 2 四半期単独期間においては営業利益が 2,589 百万円に達し、前年同期比伸び率は 15.7% 増となった。今期は調剤報酬・薬価の改定年ということで、調剤薬局業界各社の業績を懸念する投資家も多いと考えられるが、同社については改定影響を完全に吸収し、これまでの成長ラインの線上に復帰したと考えて良いであろう。

今下期以降で弊社が目指すのは、かかりつけ薬剤師指導料算定件数の伸びだ。前述のように、この算定要件には患者の同意獲得が要件となっているが、一方で、ストック型収入の性格を有するものだ。今四半期に獲得した患者の同意は、翌四半期のかかりつけ薬剤師指導料算定件数に反映され、そのサイクルが繰り返される。今第 2 四半期累計期間では 20 万件超の算定件数だったが、今下期は 40 万件～50 万件に飛躍的に増大する可能性がある。この業績インパクトは売上高及び利益において 280 百万円～350 百万円に相当すると弊社では試算している。



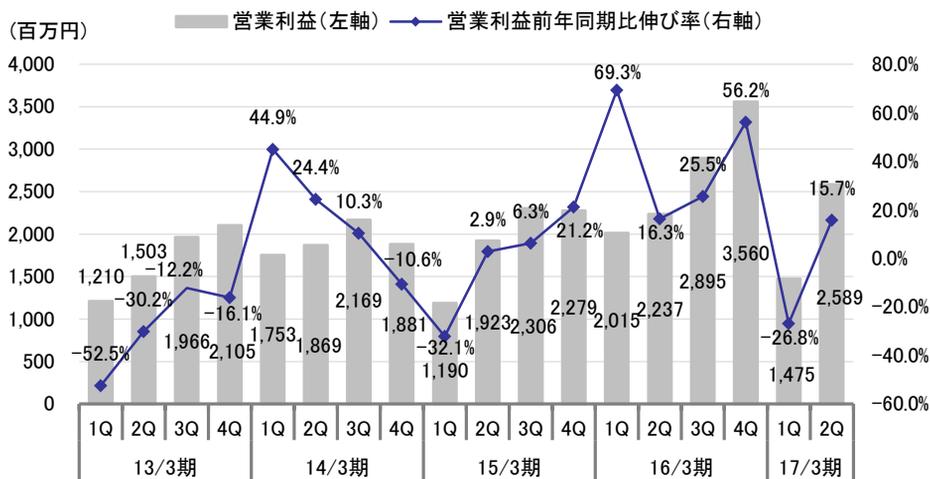
日本調剤

3341 東証1部

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

2016年12月5日(月)

調剤薬局事業の四半期営業利益の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

c) 日本調剤の出店戦略

1) 店舗戦略の基本的な考え方

同社はこれまでオーガニック出店、すなわち自社による新規出店を中心に店舗網を拡大してきた。その結果、M&Aによる店舗網拡大には積極的ではないというイメージを持つ向きもあるが、決してそうではない。

同社の出店戦略及び出店に際してのM&A活用に対する考え方は一貫している。同社は調剤薬局店舗のあるべき姿について、社内基準を設定しており、その基準にかなうかどうかで判断している。同社が他社と異なるとすれば、その基準の順守を極めて厳格に行っているということだ。

同社がそこまで基準にこだわる背景・理由はいくつかある。厚労省が薬局に対して薬局が果たす“機能”をより重視しているのは前述のとおりだ。同社はそれに沿った店舗づくりをすることを目指しているが、そのために必要な店舗面積、薬剤師の員数といったものはおのずと決まってくる。そうした一定規模を有する店舗が軌道に乗ってくると、おのずと一定規模の売上高が計上されてくることになる。

上場する大手調剤薬局チェーンの調剤薬局1店舗当たりの売上高を比較すると、同社のそれが抜きん出ていることは明白だ。2017年3月期第2四半期は1店舗当たり売上高(年間ベース)が345百万円となり、アインホールディングス<9627>の251百万円(2017年4月期予想ベース)以下を大きく引き離している。



日本調剤

3341 東証 1 部

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

2016 年 12 月 5 日 (月)

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	526	16/3末	544	16/9末	92,329	17/3期 Q2	345	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	881	16/4末	1,001	17/4末 (予)	236,100	17/4期 (予)	251	店舗数は調剤薬局の数、 会社予想ベース
クオール	3034	563	16/3末	587	16/9末	55,079	17/3期 Q2	192	店舗数にはLawson、ビ ックカメラ、JR西日本とのJV 店を含む
総合メディカル	4775	576	16/3末	580	16/9末	45,298	17/3期 Q2	157	
ウエルシア ホールディングス	3141	894	16/2末	919	16/8末	47,572	17/2期 Q2	105	店舗数は「調剤併設店」 の数

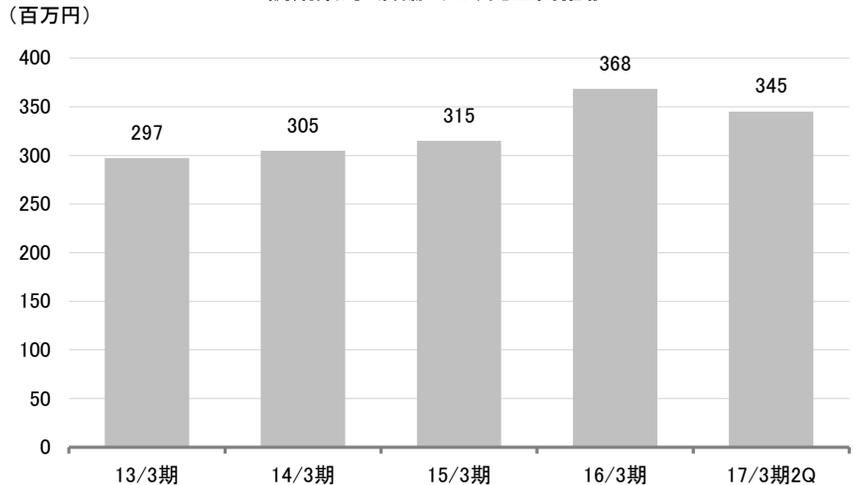
注：1店舗当たり調剤売上高は調剤薬局事業売上高を調剤取扱い店舗数の期首・期末平均で除して算出。2016年度第2四半期については、2倍して年率換算した値。ただしアインホールディングスは17/4期通期予想ベースで算出。  
出所：各社公表資料よりフィスコ作成

しかし重要なことは、この売上高の数値が、店づくりに対する姿勢の結果であるということだ。前述のように、同社が考える“理想的な店舗”が軌道に乗ってくれば店舗当たり売上高はこのような値になるということだ。1店舗当たり売上高は同社にとっては結果に過ぎない。

そうした同社の店舗戦略を正しく評価するうえで重要な指標は、1店舗当たり売上高の推移だ。同社の1店舗当たり売上高は年々上昇してきている。2016年3月期はC型肝炎治療薬の影響で大きく押し上げられたため、2017年3月期第2四半期（数値は第2四半期実績を2倍して年度換算したもの）には低下しているように見えるが、実質的には増加トレンドが続いている。

この増加トレンドは、同社が調剤薬局の機能を着実に強化してきており、より高機能・高効率な調剤店舗の構成比が上昇したことを表している、というのが弊社の解釈だ。同社が店舗数ではなく店舗の質にこだわった出店の結果でもある。

調剤薬局1店舗当たり売上高推移

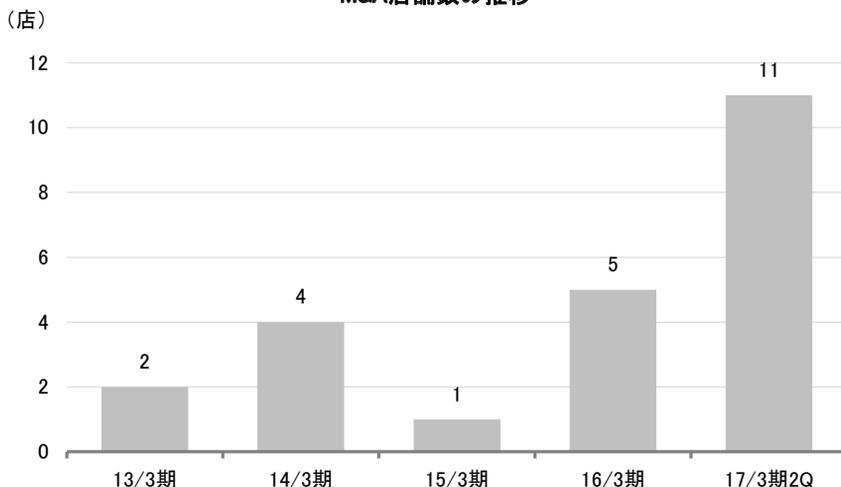


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2) 2017年3月期の進捗と今後の見通し

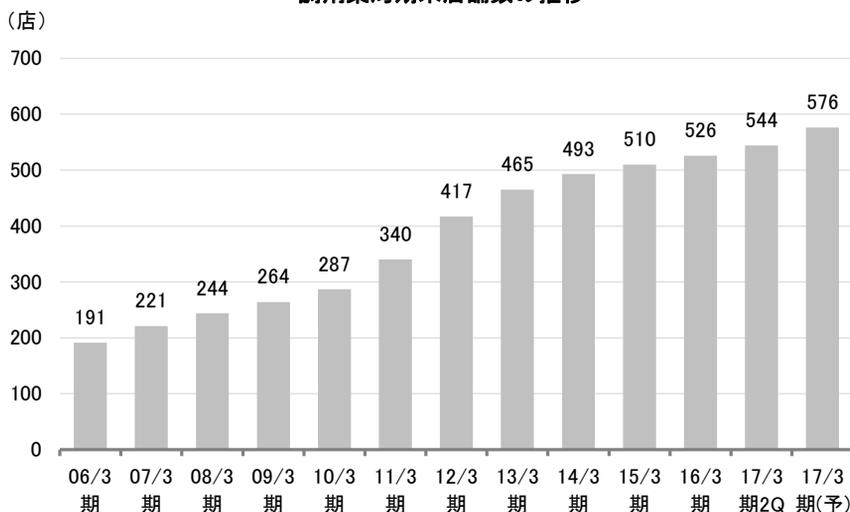
2017年3月期第2四半期は、上述の同社の出店戦略に変化が見られた。同社は今第2四半期累計期間において、23店舗を新規出店したが、その内訳はオーガニック出店が12、M&Aによる出店が11となっている。なお、同期間に5店舗を閉鎖した結果、総店舗数は半年前に比較して18店舗増加し545店舗（うち1店舗は物販専門店）となった。

### M&A店舗数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

### 調剤薬局期末店舗数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

今第 2 四半期の M&A 店舗数が 11 店と急伸した背景には、同社の基準に合う M&A 案件の数が増加してきていることがある。その典型的なケースが、同社が 2016 年 10 月に実現した水野の子会社化だ。水野は日本最初の調剤薬局として知られる「水野薬局」を運営している。東京大学医学部付属病院と日本医科大学付属病院の門前に 2 店舗を構え、2015 年 11 月期の売上高は 2,788 百万円、経常利益は 79 百万円という業績だ。1 店舗当たりの売上高が 14 億円近いという点でも別格の存在だが、それにも増して、ビデオカメラを活用した安全管理システム（“調レコ”）や ISO 認証取得に象徴される徹底した品質管理や、業界最先端の ICT（業務システム）などに特徴がある。同社は、高度薬学管理機能の強化や次世代業務システムの開発、水野薬局のブランド価値の活用などで様々なシナジー効果が見込めると期待している。

弊社では、水野の子会社化に関して、業績インパクトや店舗数増加にも増して、水野側が同社を選んだという点に意義深さを感じている。水野側が同社を譲渡先として選んだ背景には、同社の経営理念やガバナンス、運営のノウハウや業務システムなど総合的な判断があったと推察される。水野薬局のブランド力は業界内では非常に高く、水野薬局に続く案件が出てくることを弊社では期待している。仮にそうなれば、それこそブランド価値のシナジーということができるだろう。

調剤薬局店舗数 544 店（2016 年 9 月末現在）というのは、店舗数首位のインホールディングス（2017 年 4 月末計画：1,001 店）やウエルシアホールディングス<3141>（2016 年 8 月末実績：919 店）に水をあけられている。しかしこの点において同社には焦りはない。同社は、質を優先した店舗という点に関しては、まったくぶれはない。一方で、同社の基準に合う M&A 案件が増加してきたこともあり、店舗の拡大ペースを加速させる環境が整いつつあるとの認識を示している。2017 年 3 月期は通期で 50 店の出店を計画しており、第 2 四半期において 23 の新規出店を実行した。下期についてもオーガニックと M&A の両面で新規出店が順調に進捗しているもようで、通期目標の達成に自信を見せている。来期以降も積極的な出店策を継続するとみられ、上位チェーンとしての足場を固めて中小チェーンとの差を拡大していくものとみられる。

## つくば第二工場建設が本格化、生産能力を現行の 3 倍に

### (2) 医薬品製造販売事業

医薬品製造販売事業において弊社が現状注目している点は、設備増強の進捗だ。同社は生産能力を現行の約 3 倍に増強することを目指して設備投資を行っている。その中心となるのは、つくば第二工場の建設だ。2016 年 6 月の地鎮祭について、10 月下旬には立柱式が行われ、いよいよ建屋の建築がスタートした状況にある。

#### 日本調剤グループのジェネリック医薬品生産能力拡張計画

会社名	工場名	生産能力（億錠/年）			
		15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末(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：会社説明資料よりフィスコ作成

同社の生産能力増強については、業界他社も能力増強を行うなかで過剰設備となることを懸念する向きもある。この点について同社代表取締役社長の三津原博（みつはらひろし）氏は決算説明会の席上、ジェネリック薬の製造は将来的に同社を含めた大手 5 社に集約されるとみていること、将来の制度改定においてジェネリック薬の使用が義務化されると予想されること、同社の製造品目数を現在の 599 品目（2016 年 9 月末時点）から将来的には 1,000 品目に拡大することを目指すこと、などを理由に、過剰設備の懸念は当たらないという見解を示した。また、将来的には注射薬の生産も視野に入れていることも示唆した。

弊社では、三津原社長の見解には説得力があると考えているが、一方で、足元で起きているジェネリック医薬品の価格競争の激化については注意が必要だと考えている。価格競争の問題は今第 2 四半期において医薬品製造販売事業セグメントが増収ながら減益となった直接的な原因でもある。つくば第二工場完成後の同社グループは、古い設備を擁する他社に比べて、価格競争では不利な立場におかれることになる。こうした不利を少しでも吸収するためには順調な工場の建設と竣工後の高稼働率が必要になってくる。その意味でも、つくば第二工場の建設の進捗は、ジェネリック薬品市場の動向と合わせて大きな注目点と言える。

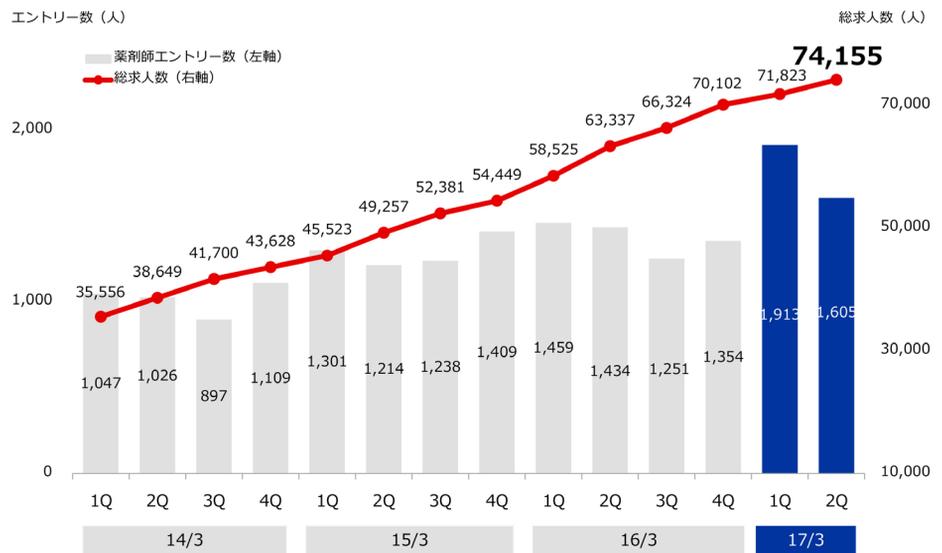
同社は調剤薬局事業において調剤薬局 544 店舗（2016 年 9 月末現在）という強力な販売網を有している。この点が他のジェネリック医薬品メーカーと大きく異なる点で、同社の強みと言える。設備投資直後の減価償却負担の重い時期を、自社販売網との連携強化によって乗り切れることは十分可能であると弊社ではみている。

## 薬剤師エントリー数は順調に拡大し、売上高の成長が期待される

### (3) 医療従事者派遣・紹介事業

医療従事者派遣・紹介事業は、前述のように今第 2 四半期は増収減益となった。薬剤師の総求人数は 74,155 人（2016 年 9 月末）と、主要な薬剤師求人サイトの中で、トップを占めている。薬剤師エントリー数も順調に拡大しており、売上高については今後も順調に拡大していくと期待される。

薬剤師エントリー数と総求人数の推移



出所：決算説明資料より掲載

一方で利益面では、今第 1・第 2 四半期は、2013 年 3 月期第 3 四半期以来の前年同期比減益を記録した。この理由は、募集コストの増加や同社が運営するサイト「ファルマスタッフ」のブランド向上のための広告費の増加などだ。薬剤師は看護師と並んで医療従事者の中で女性の割合が高い職種だ。ワークライフバランスの拡充などの観点もあって、薬剤師の募集コストは今後も高止まりすることを想定しておくべきだろう。

## 業績見通し

### 17/3 期通期は増収増益の見込み

#### (1) 2017 年 3 月期通期

2017 年 3 月期通期について同社は、売上高 240,013 百万円（前年同期比 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）を予想している。これらの値は期初予想から変更はない。

#### 2017 年 3 月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	16/3 期			17/3 期					
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計		下期		通期	
				実績	前年 同期比	予想	前年 同期比	予想	前期比
売上高	100,269	118,970	219,239	109,478	9.2%	130,535	9.7%	240,013	9.5%
営業利益	4,214	6,275	10,489	3,940	-6.5%	7,225	15.1%	11,165	6.4%
経常利益	3,936	5,942	9,878	3,751	-4.7%	7,027	18.3%	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	2,339	-5.3%	4,303	11.5%	6,642	4.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

調剤薬局事業は、前述のように調剤報酬改定の影響を今第 2 四半期末までに完全に解消した。今下期に入っても、特例解除店舗数の増加や、かかりつけ薬剤師指導料の算定件数増加などで、薬剤料・調剤料を除いたベースでの処方箋単価はゆるやかに上昇が続くとみている。また、店舗数も年間 50 店の新規出店計画に対して、M&A も交えて順調に進捗しているとみられる。同社は調剤薬局事業セグメントの通期の売上高を 197,536 百万円（前年同期比 3.5% 増）と予想しているが、これを超過達成してくる可能性は高いと弊社ではみている。

医薬品製造販売事業は、今第 2 四半期にみられた価格競争が下期も継続するかがポイントだ。これまでのところはそうした動きが緩和されたという状況にはなく、下期も価格面では厳しい競争環境が続くとみておくべきであろう。一方売上高については、新製品の増加とグループ間の連携強化により、増加基調が続くと期待している。同セグメントの今通期の売上高は 46,271 百万円（前期比 41.9% 増）となっているが、第 2 四半期実績が 21.8% 増収にとどまったことで、下期のハードルが一段と高くなったことは否定できない。

医療従事者派遣・紹介事業は、求人数、エントリー数の双方が順調に拡大しており、売上高は通期見通しの 10,500 百万円（前期比 17.5% 増）を十分達成できると弊社では考えている。

利益面では、今下期も第 2 四半期と同じ構図になるとみている。すなわち、医薬品製造販売事業において価格競争激化により利益が伸び悩む分を、調剤薬局事業の伸長によって吸収するという構図だ。問題は、各セグメントの利益計画に対する未達幅と超過幅がどの程度になるかということだが、売上全体の 87% を占める調剤薬局事業において収益が計画に対して上振れすることで、その他 2 部門の利益の未達分を補うことは十分可能であると考えている。

損益計算書及び主要指標

(単位:百万円)

	13/3期 通期	14/3期 通期	15/3期 通期	16/3期 通期	17/3期		
					2Q累計	下期(予)	通期(予)
売上高	139,466	165,347	181,844	219,239	109,478	130,535	240,013
前期比	7.2%	18.6%	10.0%	20.6%	9.2%	9.7%	9.5%
売上総利益	21,494	25,623	31,929	39,068	18,906	-	-
売上高総利益率	15.4%	15.5%	17.6%	17.8%	17.3%	-	-
販管費	18,248	20,878	25,281	28,578	14,965	-	-
売上高販管费率	13.1%	12.6%	13.9%	13.0%	13.7%	-	-
営業利益	3,245	4,744	6,647	10,489	3,940	7,225	11,165
前期比	-40.6%	46.2%	40.1%	57.8%	-6.5%	15.1%	6.4%
売上高営業利益率	2.3%	2.9%	3.7%	4.8%	3.6%	5.5%	4.7%
経常利益	2,855	4,188	6,003	9,878	3,751	7,027	10,778
前期比	-42.2%	46.7%	43.3%	64.5%	-4.7%	18.3%	9.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	184	1,901	2,778	6,329	2,339	4,303	6,642
前期比	-91.1%	928.4%	46.1%	127.8%	-5.3%	11.5%	4.9%
1株当たり当期純利益(円)	25.67	262.48	388.96	432.85	146.26	268.53	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)	12.83	131.24	194.48	-	-	-	-
分割調整後配当(円)	35	35	35	45	-	-	-
分割調整後BPS(円)	1,017.04	1,090.63	1,257.59	-	-	-	-

貸借対照表

(単位:百万円)

	13/3期末	14/3期末	15/3期末	16/3期末	17/3期2Q末
流動資産	43,037	53,373	60,096	84,838	75,713
現金及び預金	14,583	15,429	13,952	32,385	17,353
売掛金等	13,645	18,664	21,413	26,810	26,191
棚卸資産	12,405	16,396	21,066	22,016	28,357
固定資産	52,102	63,921	70,044	72,770	84,064
有形固定資産	32,459	42,123	48,819	51,997	60,781
無形固定資産	9,423	11,103	10,376	10,122	12,608
投資等	10,219	10,694	10,848	10,650	10,674
資産合計	95,140	117,295	130,141	157,609	159,777
流動負債	44,702	55,666	53,474	68,985	67,732
買掛金	24,542	28,963	33,392	44,653	41,753
短期借入金等	14,065	18,639	11,169	12,963	15,969
固定負債	35,735	45,779	59,031	56,151	57,672
長期借入金	33,845	42,165	53,184	50,621	52,448
株主資本	14,353	15,845	17,515	32,507	34,446
資本金	3,953	3,953	3,953	3,953	3,953
資本剰余金	4,754	4,754	4,754	10,926	10,926
利益剰余金	7,915	9,310	11,868	17,672	19,611
自己株式	-2,269	-2,171	-3,059	-44	-45
その他の包括利益累計額	349	3	119	-34	-73
純資産合計	14,702	15,849	17,635	32,473	34,372
負債純資産合計	95,140	117,295	130,141	157,609	159,777

キャッシュフロー計算書

(単位:百万円)

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期2Q
営業活動によるキャッシュフロー	2,885	6,243	5,831	19,327	-4,588
投資活動によるキャッシュフロー	-6,422	-14,510	-8,437	-7,823	-14,366
財務活動によるキャッシュフロー	5,496	8,782	1,422	7,031	3,923
現金及び現金同等物の増減額	1,958	514	-1,183	18,536	-15,031
現金及び現金同等物の期首残高	12,544	14,513	15,027	13,844	32,380
現金及び現金同等物の期末残高	14,513	15,027	13,844	32,380	17,348

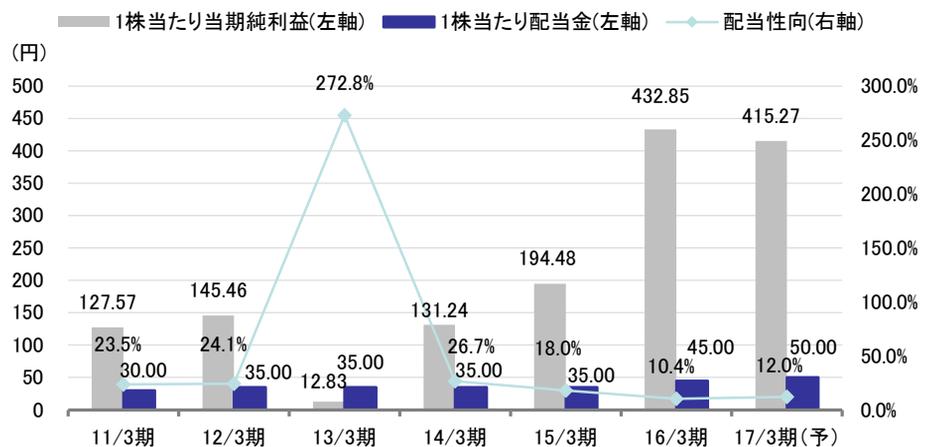
## ■ 株主還元

### 成長のための内部留保とのバランスを取りつつ配当を実施

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きとしている。

2017年3月期について同社は、中間配25円を実施、期末配25円の年間50円配の予想を公表している。第2四半期決算の時点においても期初の配当予想に変更はない。同社は2015年10月1日に株式分割を行ったため、これを調整すると2016年3月期の年間配当金は45円となり、2017年3月期は前期比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



出所：決算短信よりフィスコ作成

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株当たり利益と配当金は当該分割を考慮して調整している

#### 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・表示したのですが、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