# **COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT**

企業調査レポート

# 日本調剤

3341 東証1部

企業情報はこちら >>>

2017年6月14日(水)

執筆: 客員アナリスト **浅川裕之** 

FISCO Ltd. Analyst Hiroyuki Asakawa





#### 2017年6月14日(水) 日本調剤 3341 東証 1 部 https://www.nicho.co.jp/

# ■目次

■要約────	O
<ul><li>1.2017年3月期は微増収減益で着地。改定年比較では営業利益率は上昇</li><li>2.かかりつけ薬剤師指導料算定の施設基準を届出している店舗の割合は約90%で業界トップクラス。 同意書は1年間で約25万件を獲得</li><li>3.2018年3月期は増収増益の見通しながら、慎重なスタンスで臨む</li></ul>	O
■会社概要	0
1. 沿革····································	0 0
■業績の動向 ―――――	0
<ol> <li>2. 調剤薬局事業の動向</li> <li>3. 医薬品製造販売事業の動向</li> <li>4. 医療従事者派遣・紹介事業の動向</li> </ol>	0
■中長期の成長戦略	1
1. 調剤薬局事業の成長戦略:全体像 2. 調剤薬局事業の成長戦略:次世代薬局への取り組み状況 3. 調剤薬局事業の成長戦略:M&A への取り組み状況 4. 医薬品製造販売事業の成長戦略 2. 医薬品製造販売事業の成長戦略 3. 医薬品製造販売事業の成長戦略 3. 医薬品製造販売事業の成長戦略 3. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2. 2.	1 1
■今後の見通し─────	1
■株主還元─────	2



2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

# ■要約

# 次世代薬局への対応は順調に進捗。業界再編本格化への備えが整いつつある

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位を誇る。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。

#### 1.2017年3月期は微増収減益で着地。改定年比較では営業利益率は上昇

2017年3月期決算は、売上高223,468百万円(前期比1.9%増)、営業利益8,519百万円(同18.8%減)となった。薬価・調剤報酬の改定に対し、調剤薬局事業では技術料単価は回復させたものの、C型肝炎治療薬の大幅薬価引き下げや、処方せん応需枚数の伸び悩みが響いた。医薬品製造販売事業では、先発品メーカーによる長期収載品の値下げ攻勢や、ジェネリック医薬品メーカー間の価格競争激化の影響で減益となった。ただ、前回の改定年(2015年3月期)との比較では全社で営業利益率が2015年3月期を上回り収益力のベースが底上げされていることを確認できた。

### 2. かかりつけ薬剤師指導料算定の施設基準を届出している店舗の割合は約 90% で業界トップクラス。 同意書は 1 年間で約 25 万件を獲得

調剤薬局事業における成長戦略は、国が次世代薬局として推進するかかりつけ薬局、健康サポート薬局に沿った店づくりを進めることだ。この点で同社の現状はかかりつけ薬剤師指導料算定の施設基準を届出している店舗の割合は約90%を達成し、患者の同意書は2017年3月期の1年間で約25万件を獲得するなど順調に進捗している。同社が進める店づくりに向けた各種対応は、多くの部分で調剤技術料単価の引き上げ策とも重なるため、今後も積極的な取り組みが期待される。

#### 3. 2018 年 3 月期は増収増益の見通しながら、慎重なスタンスで臨む

2018年3月期について同社は、売上高234,697百万円(前期比5.0%増)、営業利益10,105百万円(同18.6%増)と増収増益を予想している。事業セグメント別内訳を見ると、調剤薬局事業は売上高の伸び率は低いが、利益インパクトが大きい技術料単価は非改定年で安定的に推移するため増益になってくると期待される。医薬品製造販売事業は市場の継続的拡大を受けて2ケタ増収の予想だが、利益面では先行投資(設備投資、人材採用など)に伴う費用負担の増加があるため横ばい圏での推移とみている。医療従事者派遣・紹介事業は売上高の2ケタ増収に伴い増益になると考えている。

#### **Key Points**

- ・次世代薬局の「かかりつけ薬局」、「健康サポート薬局」としての店づくりが成長戦略
- ・2017 年 3 月期は質を吟味しながら 21 店舗を M&A で取得。今後 M&A は加速する見込み
- ・2018年3月期は増収増益の見通しも、次の改定に備える1年で慎重なスタンスを継続





2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

要約

#### 連結業績推移



出所:決算短信よりフィスコ作成

# ■会社概要

## 全国で 556 薬局を展開。 "真の医薬分業の実現"を目指して医薬品製造にも進出

#### 1. 沿革

同社は 1980 年、現代表取締役社長の三津原博(みつはらひろし)氏により札幌市で設立された。同社の企業理念は「"真の医薬分業"の実現」である。これは、薬剤師の有資格者でもある三津原氏の、「薬局において薬剤師が、医師の処方した薬剤について患者にとって適切であるかを判断し、薬物療法の最善化を行うような状況こそが理想である」という考え方に基づいている。

調剤薬局事業では開業以来順調に店舗網を拡大し、1995年には本社を東京に移転して全国区企業への足場を固めた。その後2011年に全都道府県への出店を達成した。2017年3月期末時点では全国で556店の調剤薬局を擁するに至っている(ほかに物販1店舗を保有)。

また、2000年には日本調剤ファルマスタッフ(株)を開業し、医師・看護師・薬剤師などの医療従事者を対象にした人材紹介・派遣事業を開始した。この事業は順調に業容を拡大し、今日では2006年に別途設立した子会社(株)メディカルリソースに一本化されて、同社の医療従事者派遣・紹介事業を担っている。



**日本調剤** 3341 東証 1<u>部</u>

### 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 会社概要

同社の歴史において創業と並ぶ重要なステップは、2005年の日本ジェネリック(株)の設立だ。三津原社長は、「医薬分業」という企業理念実現のためにはジェネリック医薬品が大きな役割を果たすと考えていたが、2005年施行の改正薬事法(現薬機法)を機にジェネリック医薬品製造に乗り出すことを決断した。同社は、事業開始後しばらくは苦戦が続いたが、生産品目を増やし、生産体制が整うに従い 2013年3月期に医薬品製造販売事業セグメントの黒字化に漕ぎつけた。その後、2013年に長生堂製薬(株)を買収し、さらに 2015年にはテバ製薬(株)\*から春日部工場を取得するなど、一段と業容を拡大している。

#### 沿革表

1980年 3月	調剤薬局の経営を目的に、札幌市に日本調剤(株)を設立
1980年 4月	第 1 号店舗開局
1987年 8月	東京支店開設
1994年 1月	東北支店開設、子会社・宮城日本調剤(株)を設立
1995年 4月	東京に本社を移転。札幌支店、九州支店を開設
2000年 3月	宮城日本調剤を商号変更し、日本調剤ファルマスタッフ(株)を開業
2000年10月	大阪支店開設
2004年 9月	東京証券取引所第2部に上場
2005年 1月	子会社として日本ジェネリック(株)を設立
2006年 9月	東京証券取引所第1部に指定替え
2006年10月	子会社として(株)メディカルリソースを設立
2008年 7月	日本調剤ファルマスタッフとメディカルリソースが合併(存続会社はメディカルリソース)
2010年10月	日本ジェネリック・つくば工場においてジェネリック医薬品の製造を開始
2011年 3月	全都道府県での出店を達成
2012年 1月	子会社として(株)日本医薬総合研究所を設立
2013年 4月	長生堂製薬(株)を子会社化
2015年 2月	日本ジェネリックが、テバ製薬(株)※より春日部工場を取得

※現 武田テバファーマ(株)

出所:ホームページ、有価証券報告書よりフィスコ作成

### 調剤薬局事業では高効率・高機能の店舗づくりに特長。 ジェネリック医薬品の製造販売でも存在感を発揮

#### 2. 事業の概要

同社は、調剤薬局事業、医薬品製造販売事業、医療従事者派遣・紹介事業及び情報提供・コンサルティング事業の4つの事業を展開している。情報開示上は、調剤薬局事業、医薬品製造販売事業、医療従事者派遣・紹介事業の3つの事業セグメントに分けられており、情報提供・コンサルティング事業は調剤薬局事業セグメントに含まれている。

同社の調剤薬局事業は、大手調剤薬局チェーンの中で店舗数では第5位であるが、売上高では第2位にある。その結果として1店舗当たりの売上高が2位以下を大きく引き離して断トツの第1位である点が同社の特長・強みの1つだ。これは同社が店舗戦略として、M&Aでやみくもに店舗網を拡大するのではなく、自社出店で高効率の店づくりを優先してきたことに起因するとみられる。M&Aについて同社はそれを否定しているわけではなく、同社の基準に適う案件があれば積極的に行う方針だ。2017年3月期に買収した合同会社水野はその好例と言える。





2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

#### 会社概要

調剤薬局事業における同社のもう1つの特長は、国(厚生労働省)が推進する施策を業界の中でも先行的に達成している点だ。国は調剤報酬や薬価の改定などを通じて調剤薬局のあるべき姿を変えようとしているが、これに対して後手に回ると業績面で大きなダメージにつながりかねない。同社は国の目指す方向性を予測して先手を打つことで調剤報酬の加算を獲得し、収益の落ち込み防止あるいは拡大に努めている。後述するように 2017 年3 月期はそうした同社の強みが明確に現れた年であった。

同社の医薬品製造販売事業はその位置付けが社内の垂直統合にとどまらず、ジェネリック医薬品の製造・販売(卸売)企業として自立した存在である点が特長だ。2017 年 3 月期実績では医薬品製造販売事業セグメントの売上高 36,821 百万円のうち約 66% に当たる 24,184 百万円が外部売上高となっている。沿革で述べたように 2005年の日本ジェネリック(株)を設立以来、長生堂製薬(株)の買収、テバ製薬(株)※から春日部工場の取得と生産能力を拡充し、販売品目数は 611 にまで増加した(2017年 3 月時点。)現在は最大年産能力 100 億錠のつくば第二工場建設に取り組んでいるところだ。

\*現 武田テバファーマ(株)

医療従事者派遣・紹介事業は子会社の(株)メディカルリソースが「ファルマスタッフ」ブランドで展開している。薬剤師のみならず医師、看護師などの医療従事者全般を扱っているが、やはり薬剤師の派遣・紹介に特に強みがあり、掲載求人数では業界 No.1 となっている。薬剤師は女性の比率が高く、結婚・出産を機に一旦仕事を離れるケースも多い。他方、調剤薬局側の薬剤師需要は常に旺盛であるため、派遣・紹介事業は今後も右肩上がりが続くと期待される分野だ。

# ■業績の動向

## 前期比増収減益ながら、修正予想に対しては上振れで着地。 改定年比較では営業利益率は改善

#### 1.2017年3月期決算の概況

同社の 2017 年 3 月期決算は、売上高 223,468 百万円 (前期比 1.9% 増)、営業利益 8,519 百万円 (同 18.8% 減)、 経常利益 7,976 百万円 (同 19.3% 減)、親会社株主に帰属する当期純利益 4,638 百万円 (同 26.7% 減) と増収 減益で着地した。同社は第 3 四半期決算発表に際して業績見通しを下方修正したが、その修正予想に対しては 売上高、利益ともに上回った。



## 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 業績の動向

#### 2017年3月期決算の概要

(単位:百万円)

	16/3 期 通期				17/3 期 通期			
	実績	期初予想	前期比	修正予想	前期比	実績	前期比	修正 予想比
売上高	219,239	240,013	9.5%	222,888	1.7%	223,468	1.9%	0.3%
営業利益	10,489	11,165	6.4%	7,985	-23.9%	8,519	-18.8%	6.7%
経常利益	9,878	10,778	9.1%	7,907	-20.0%	7,976	-19.3%	0.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	6,329	6,642	4.9%	4,347	-31.3%	4,638	-26.7%	6.7%

出所:決算短信よりフィスコ作成

2017年3月期決算の概況は、事業セグメント別の内訳を見ると容易に理解できる。期初予想との比較では調剤薬局事業が4.2%(8,209百万円)減、医薬品製造販売事業が20.4%(9,450百万円)減となっており、この2つの事業セグメントの期初予想比減収が期中の下方修正につながったと言える。その要因は後に詳述するが、調剤薬局事業では薬価・調剤報酬の改定が、医薬品製造販売事業では価格競争の激化が、それぞれ影響した。

調剤薬局事業と医薬品製造販売事業の売上高の伸び悩みはともに、セグメント営業利益の前期比減益へとつながった。調剤薬局事業は前期比10.7%(1,147百万円)の減益、医薬品製造販売事業は同35.5%(948百万円)の減益となり、医療従事者派遣・紹介事業の増益はあったものの全社ベースの営業利益は前期比18.8%減となった。

#### 事業セグメント別内訳

(単位:百万円)

		16/3 期		17/3 期				
		通期到	<b>実績</b>	通期期初	刃予想		通期実績	
			前期比		前期比		前期比	期初予想比
	調剤薬局事業	190,874	20.8%	197,536	3.5%	189,327	-0.8%	-4.2%
	医薬品製造販売事業	32,598	18.3%	46,271	41.9%	36,821	13.0%	-20.4%
売上高	医療従事者派遣・紹介事業	8,934	36.3%	10,500	17.5%	10,500	17.5%	0.0%
<b>冗上同</b>	調整前	232,406	21.0%	254,308	9.4%	236,649	1.8%	-6.9%
	調整額	-13,166	-	-14,295	-	-13,180	-	-
	売上高合計	219,239	20.6%	240,013	9.5%	223,468	1.9%	-6.9%
	調剤薬局事業	10,707	39.1%	-	-	9,560	-10.7%	-
	医薬品製造販売事業	2,668	41.3%	-	-	1,719	-35.5%	-
営業利益	医療従事者派遣・紹介事業	1,599	26.3%	-	-	1,710	7.0%	-
<b>占未</b> 利益	調整前	14,974	38.0%	-	-	12,989	-13.3%	-
	調整額	-4,484	-	-	-	-4,470	-	-
	営業利益合計	10,489	57.8%	11,165	6.4%	8,519	-18.8%	-23.7%
	調剤薬局事業	5.6%	-	-	-	5.0%	-	-
営業利益率	医薬品製造販売事業	8.2%	_	-	_	4.7%	-	
	医療従事者派遣・紹介事業	17.9%	-	-	-	16.3%	-	-
	全社合計	4.8%	-	-	-	3.8%	-	-

出所:決算説明資料よりフィスコ作成



### 日本調剤 2017 年 6 月 14 日 (水) 3341 東証 1 部 https://www.nicho.co.jp/

業績の動向

2017年3月期決算を総括すると、前期比増収減益ではあったものの、いくつかの収穫もあったと弊社では評価している。2016年4月の薬価・調剤報酬改定により、調剤薬局事業を中心に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が、前回の改定年(2015年3月期)に比べて営業利益率が0.1%とはいえ上昇して着地したことがその1つだ。これは収益力の地力が一段アップしたことを示唆していると言えるだろう。また、調剤報酬改定のマイナス影響については、加算の獲得で改定の影響をほぼ完全に消し去った。これは後述するように、同社が進める成長戦略の順調な進捗を意味している。

### 調剤技術料単価の引き下げ影響は完全に吸収

#### 2. 調剤薬局事業の動向

2016年4月の調剤報酬改定によって、2016年4月の調剤技術料単価は直前の2016年3月末との比較ではマイナスとなってスタートした。しかし調剤基本料の改善、基準調剤加算の獲得、後発医薬品調剤体制加算の獲得に努めた結果、調剤技術料単価の2016年3月比マイナス幅は徐々に縮小し、12月にはプラスに転換した。

#### 調剤技術料単価の推移(2016年3月末比増減)



出所:決算説明資料より掲載

調剤基本料については、基本料 1 (41 点)の算定店舗の割合が改定前の89%から改定後は70%に大きく低下したが、これを2017年3月末には75%にまで戻して着地した。これは、調剤基本料2、3の薬局において、かかりつけ薬剤師指導料の算定が一定条件を超えて実施された場合に調剤基本料1の算定が可能となるルールがあり、これを達成した店舗が出てきたことが主な要因とみられる。

基準調剤加算では、加算あり(32点)店舗の割合が、2016年3月末の38%から45%に改善した。基準調剤加算の獲得は、調剤基本料1の算定店舗であることが前提となるが、それへの取り組み状況は前述のとおりだ。その上で、開局時間、備蓄品目数、24時間体制、在宅業務などの体制を整備し、加算獲得店舗の割合を増加させた。



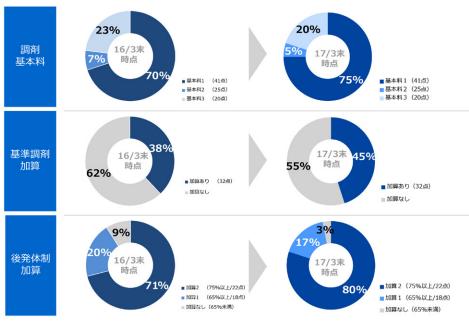
#### 日本調剤 2017年6月14日(水) 3341 東証 1 部

https://www.nicho.co.jp/

#### 業績の動向

後発医薬品調剤体制加算については、同社はジェネリック医薬品使用率が政府目標の80%を達成しているが、 さらに引き上げる努力を継続した。その結果、ジェネリック医薬品使用率が75%以上で加算2(22点)を獲得 した店舗の割合が 2016 年 3 月末の 71% から 2017 年 3 月末には 80% へと上昇した。

#### 調剤技術料の改善状況



出所:決算説明資料より掲載



出所:決算説明資料よりフィスコ作成

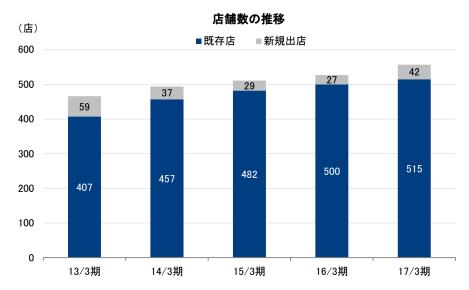


## 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 業績の動向

店舗については、日本初の調剤薬局である水野薬局をはじめとして M&A を積極化し、自社出店と合わせて合計 42 店舗を出店した。他方で 12 店舗を閉鎖したため、期中では 30 店舗の純増となり期末の調剤薬局店舗数は 556 店(他に物販店舗 1 店舗保有)となった。タイプ別では、門前薬局が 73%、面対応薬局が 15%、MC(メディ カルセンター、医療モールのこと)型薬局が12%となっている。



出所:決算説明資料よりフィスコ作成

前述したように、調剤報酬改定に対しては技術料単価の底上げや店舗増による増収効果で改定の影響をほぼ取り 戻すことができた。しかしながら、C型肝炎治療薬の大幅薬価引き下げの影響や処方せん応需枚数が想定を下回っ たことから、セグメント売上高は前期比 0.8% 減の 189,327 百万円となった。この結果、店舗費用や人件費な どの各種経費の増加を吸収しきれず、セグメント営業利益は前期比 10.7% 減の 9.560 百万円で着地した。

## 大型新工場稼働を控えて自社製造医薬品の拡大を急ぐ

#### 3. 医薬品製造販売事業の動向

医薬品製造販売事業では2016年4月の薬価改定の影響を受けて販売価格が低下したほか、後述する価格競争の 激化による販売価格低下も加わり、価格面では大きなマイナス要因が生じた。しかし、診療報酬改定が医療機関 におけるジェネリック医薬品の使用を後押しするなど、需要の増加基調は継続した。その結果セグメント売上高 は、前期比 13.0% 増、期初予想比 20.4% 減の 36.821 百万円となった。

利益面では価格競争激化の影響が響いて前期比 35.5% 減の 1,719 百万円にとどまった。価格競争激化の要因は、 先発品メーカーによる長期収載品の値下げ攻勢やジェネリックメーカー間の価格競争などだ。



# 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 業績の動向

医薬品の販売品目数は順調に拡大し、2017年3月期末で611品目となった。そのうち423品目が自社グルー プ承認医薬品となっている。また、年間生産能力 100 億錠のつくば第二工場の建設も順調に進んでいるもよう だ。新工場がフル稼働すると、年間最大生産能力は 2017 年 3 月期の 62 億錠から 162 億錠へと一気に増加する。 新工場の設備稼働率を上げるためには、販売品目の一段の増加と、特に自社承認・自社製造医薬品の増加が不可 欠となってくる。そのため今後は、設備投資から研究開発へと資金需要がシフトしてくることになると予想され る。

#### ジェネリック医薬品販売品目数の推移 (品目) ■導入品 ■ 自社グループ承認品 700 600 500 400 423 363 369 388 129 300 101 200 239 244 210 100 192 186 188 0 12/3期 13/3期 14/3期 15/3期 16/3期 17/3期

#### 出所:決算説明資料よりフィスコ作成

### 薬剤師エントリー数、総求人数とも順調に拡大。 求人コスト削減が課題

#### 4. 医療従事者派遣・紹介事業の動向

2016年4月の調剤報酬改定は、薬剤師・薬局の果たすべき役割を拡充・強化させる方向のものであり、それは 薬剤師の派遣・紹介需要を押し上げることにつながった。そうした追い風もあって同社の医療従事者派遣・紹介 事業は、薬剤師エントリー数、総求人数ともに順調に拡大し、売上高は前期比 17.5% 増の 10,500 百万円、セ グメント営業利益は前期比 7.0% 増の 1,710 百万円と、増収増益を確保した。

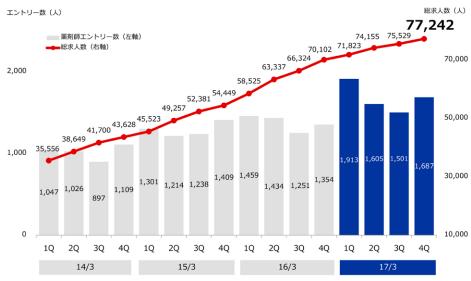




#### 2017年6月14日(水) 日本調剤 3341 東証 1 部 https://www.nicho.co.jp/

業績の動向

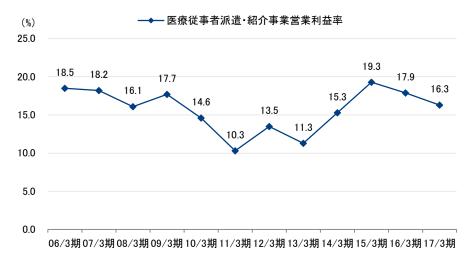
#### 薬剤師エントリー数と総求人数の推移



出所:決算説明資料より転載

医療従事者派遣・紹介事業では、業容拡大が続いており、売上高の成長は今後も続くと期待されるが、直近2期 間連続で営業利益率が低下してきている点は注意が必要だと考えている。背景には、薬剤師確保のための Web 広告費の高騰などがある。セグメント営業利益率の推移を見ると、2017年3月期実績の16.3%は決して低い レベルではない。しかし、この事業モデルは固定費の割合が高くないため、売上増大のためのコストを適切にコ ントロールすることでより高い利益率を期待できる。求人コストの削減に向けてどのような施策やアイデアを打 ち出すか、見守りたい。

#### 医療従事者派遣・紹介事業の営業利益率推移



出所:決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成



2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

# ■中長期の成長戦略

### 次世代薬局の「かかりつけ薬局」、「健康サポート薬局」としての 店づくりが成長戦略

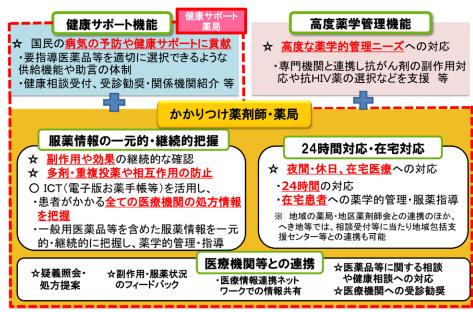
#### 1. 調剤薬局事業の成長戦略:全体像

調剤薬局事業の売上高は、直接的には店舗数と店舗当たり売上高の積で決まる。このうち店舗当たり売上高は薬価及び調剤報酬の改定によって低下方向には比較的簡単に動くが、引き上げることは大変だ。それゆえ、調剤薬局事業の成長戦略は、店舗数拡大を追い求めて M&A 戦略に置き換えて語られることが多い。

しかし同社の成長戦略においては、調剤薬局店舗の店づくりを最初の出発点として位置付けられており、その上で(場合によっては同時並行的に) M&A も含めた店舗数の拡大を図っていくというのが基本スタンスとなっている。

国は2015年10月に「患者のための薬局ビジョン」を公表した。その中では次世代の薬局に求められる機能として、健康サポート機能、高度薬学管理機能、24時間対応・在宅対応などを掲げている。また、それら機能の具備状況によって、"健康サポート薬局"、"かかりつけ薬剤師・かかりつけ薬局"を次世代の薬局として挙げている。同社が目指す店づくりとは、かかりつけ薬局・健康サポート薬局の推進・拡大ということだ。

#### 「患者のための薬局ビジョン」の図式モデル



出所:厚労省「患者のための薬局ビジョン」より転載



## 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 中長期の成長戦略

このことは同社だけが特異的に取り組んでいるわけではなく、すべての薬局に期待されていることだ。言うまでもなく、実行可能なところとできないところが出てくるため、それが業界再編の強力な触媒になると考えられる。業界再編においては当然に M&A が発生してくることになり、その時に買収する側として M&A の波に臨めるように、まずは体制を充実させようというのが、同社の M&A へのスタンスだ。同社は M&A に消極的という評価をする向きもあるが、決して消極的なのではなく、『店づくり(あるいは"店舗の競争力確保")  $\Rightarrow$  M&A』という優先順位の結果に過ぎないというのが弊社の理解だ。

### かかりつけ薬剤師指導料算定の施設基準を届出している店舗の割合は 約 90%で業界トップクラス。 同意書は 1 年間で約 25 万件を獲得

#### 2. 調剤薬局事業の成長戦略:次世代薬局への取り組み状況

かかりつけ薬局については「かかりつけ薬局としての届出」のようなものは存在しない。すなわち、かかりつけ薬局の定義やクリアしなければならない要件は明確ではない。しかし、かかりつけ薬剤師が持つべき機能とかかりつけ薬局が持つべき機能が重なっていることから、かかりつけ薬剤師が在籍していることがかかりつけ薬局であるための前提であるということができるだろう。

#### かかりつけ薬剤師の要件

- 1 3年以上の薬局勤務経験がある
- 2 同一薬局に週 32 時間以上勤務している
- 3 当該薬局に6ヶ月以上在籍している
- 4 医療にかかわる地域活動の取り組みに参加している
- 5 研修認定を取得している

(上記の1~5をすべて満たす必要)

出所:決算説明資料よりフィスコ作成

かかりつけ薬剤師についてはかかりつけ薬剤師になるための要件が厳密に定められており、その上で、かかりつけ薬剤師が患者から同意書(かかりつけ薬剤師として〇〇薬剤師を指名しますという同意書)を得てはじめて「かかりつけ薬剤師指導料」(70点)や「かかりつけ薬剤師包括管理料」(270点)を獲得して調剤薬局事業の収益に結びつけることができる。すなわち、かかりつけ薬局化の進捗状況は、かかりつけ薬剤師指導料算定の施設基準を届出している店舗の割合と患者からの同意書の獲得状況及びかかりつけ指導料算定件数が重要な指標となる。

同社は 2017 年 3 月期において、全店舗の約 90% で、かかりつけ薬剤師指導料算定の施設基準を届け出ており(かかりつけ薬剤師の配置が要件とされている)、上場・非上場を含めた主要な薬局の中でトップクラスに位置している。また、2017 年 3 月期の患者の同意件数は約 25 万件に、かかりつけ指導料算定件数は約 85 万件に、それぞれ達している。

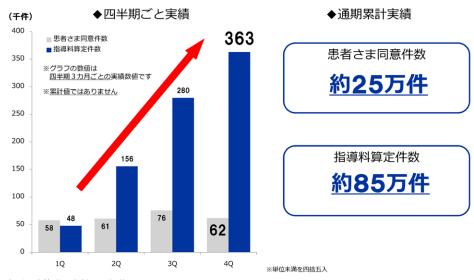


# 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 中長期の成長戦略

#### 同社のかかりつけ薬局・かかりつけ薬剤師の取り組み状況



出所:決算説明資料より掲載

健康サポート薬局については、今後 3 年間で 150 店舗に健康チェックステーションを設置して健康サポート機 能を持たせ、健康サポート薬局化を図る方針だ。同社は店舗を大きく門前型、面対応型、MC(メディカルセンター、 医療モールのこと)型の 3 タイプで管理しているが、このうち面対応薬局と MC 型薬局を主として健康チェッ クステーションの受け皿として積極的に展開する計画だ。

門前型の多くは地域の中核病院の他、大学病院等の大型病院を主な処方せん応需先としており、国が薬局に求め るもう 1 つの機能である「高度薬学管理機能」を担う構想だ。同社は全国の 163 の大学病院のうち、約 40% に 当たる 69 病院の前に薬局を出店している。今後これら店舗においては、日本医療薬学会認定のがん専門薬剤師 資格取得など、薬剤師のさらなるレベル向上に取り組んでゆく方針を立てている。

### 2017 年 3 月期は質を吟味しながら 21 店舗を M&A で取得。 今後 M&A は加速する見込み

#### 3. 調剤薬局事業の成長戦略: M&A への取り組み状況

前述のように、同社は M&A に消極的なのではなく、優先順位を忠実に守りながら実行しているに過ぎない、と いうのが弊社の理解だ。同社の1店舗当たり年間売上高は約345百万円で、上場する大手調剤薬局チェーンの 中では業界トップの水準にある。高効率の店舗経営を特長とする同社の基準に適う案件があれば、M&A に積極 的に取り組むスタンスだ。

2017年3月期に M&A で獲得した店舗の1店舗当たり売上高は4.3億円と、同社の平均の3.4億円を上回って いる。4.3 億円という数値は特異的に大きな売り上げを誇る水野薬局の店舗で誇張された面があるとみられるが、 同社が質を重視した M&A にこだわっている点をよく示していると言える。

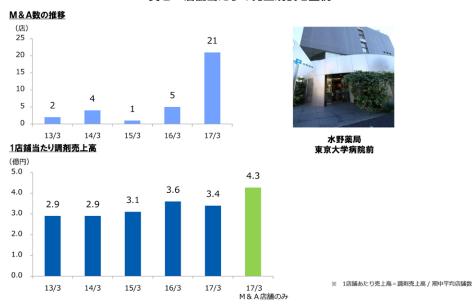


## 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

中長期の成長戦略

### 同社の M&A 戦略 質と 1 店舗当たりの売上規模を重視



出所:決算説明資料より掲載

2017 年 3 月期においては総数 21 店舗を M&A で獲得した。これは近年にない高い数値だが、こうした数値は 今後決して珍しいことはなくなると弊社では考えている。その理由は上述の次世代薬局の推進とも、密接に関連 している。現状は全国に約 58,000 店の調剤薬局があるとされるが、その半数以上は「1 人薬剤師薬局」とみられる。かかりつけ薬局などの次世代薬局として求められる機能を果たすには薬剤師が 1 人では物理的に不可能 なことは明白だ。既に政府部内でもこうした事実を踏まえて「一定程度の集約化が必要か」といった議論がなされている。このことの持つ意味は大きく、大手調剤薬局による M&A を後押しする発言と受けとめることができる。

そうした業界再編・M&A が進行すれば、結果として大手調剤企業のシェアがアップすると考えられる。それは店舗数の増大の効果は言うまでもないが、1 店舗当たり売上高の拡大(薬局の高機能化・大型化)もシェアアップの要因となると考えられる。現時点では厳密な将来予測は困難だが、店舗数の倍増(1,000 店舗体制)は充分想定し得るし、1 店舗当たり売上高も全社平均で 1.5 倍程度は十分可能だとみている。短期的には薬価の毎年改定などネガティブな要素もあって耐え忍ぶ時期を迎えるとみられるが、その先には業界再編による成長・拡大期が到来すると弊社ではみている。これまで次世代薬局対応を着々と進めてきた同社は、今般、M&A の本格化の入り口に立ったところであり、これから M&A が加速していくものと弊社では考えている。



2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

中長期の成長戦略

### つくば第二工場の稼働確保が成長戦略の中心。 自社製造品の拡大がカギ

#### 4. 医薬品製造販売事業の成長戦略

医薬品製造販売事業においては現在、つくば第二工場の建設に注力している。このまま順調にいけば 2018 年 4 月に完成・稼働となる見通しだ。つくば第二工場の最大生産能力は年間 100 億錠で、既存設備の年産 62 億錠の能力から一気に拡大することになる。この新工場の稼働を確保して減価償却費をはじめとする固定費を賄う売上高を確保することが、そのまま医薬品製造販売事業の成長戦略ということだ。

この点については、ジェネリック医薬品の自社製造品の拡大が第1の施策として挙げられる。2017年3月期末時点では同社は611品目を販売しているが、そのうち約36%が自社承認・自社製造であった。将来的には販売品目の総数を1,000品目に拡大することを目指しているが、その中で自社承認・自社製造品の品目の構成比を高めることが新工場の稼働率向上につながっていく。また、設備稼働率確保の点では製造の他社からの受託も検討課題となってくるだろう。

#### ジェネリック医薬品の販売品目数の推移 (品目) ■導入品 ■自社承認・委託製造品 ■ 自社承認·自社製造品 1,200 1,000 1,000 800 611 600 220 340 400 10 92 200 238 188 0 12/3期 17/3期 将来構想

出所:決算説明資料よりフィスコ作成

医薬品製造販売事業においては、生産面での稼働率確保のほかにも販路の確保も重要なポイントだ。作るだけ作っても売れなければ意味がない。その点では、同社が調剤薬局事業を有している点は大きなメリットだと弊社では考えている。



2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

#### 中長期の成長戦略

2017 年 3 月期実績では、医薬品製造販売事業の売上の 34.3% が内部売上だった。今後生産数量・品目数が拡大するなかで、約 3 分の 1 については販売先が確保されているのは大きな強みと言える。前述のように、調剤薬局事業も今後 M&A などで店舗数の増加基調が続く見込みで、内部売上高の割合が変わらなくても販売数量・金額の絶対値は拡大が期待される。また、逆から見た場合、調剤薬局事業で販売するジェネリック医薬品に占める日本ジェネリック品の割合が高まる余地があるとみられることもプラス要因だ。

短期的には、2019年3月期の同事業の収益が大きく低下することが懸念される。つくば第二工場の稼働開始に伴う減価償却費の発生と2018年4月に薬価改定の影響が重なるためだ。この点は同社も当然に織り込み済みで、2017年3月期から前倒しで準備を進めている。具体的には第二工場の操業要員を前倒しで採用し、既存のつくば工場で操業の習熟度向上を図っている。費用が先行して発生して足元の収益圧迫要因とはなるが、2018年4月時点では人件費が大きく増加することはない見込みだ。また、医薬品製造販売事業全体の中でつくば工場S棟や春日部工場においても能力増強や生産可能薬剤の種類拡大などの投資を行い、つくば第二工場稼働後に最適地生産が可能になるよう、体制を整えている。

# ■今後の見通し

# 2018年3月期は増収増益の見通しも、次の改定に備える1年で慎重なスタンスを継続

2018年3月期について同社は、売上高234,697百万円(前期比5.0%増)、営業利益10,105百万円(同18.6%増)、経常利益9,804百万円(同22.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益5,639百万円(21.6%増)と予想している。

#### 2018年3月期見通しの概要

(単位:百万円)

	2017	7/3 期	2018/3 期				
	2Q 累計 通期		2Q	累計	通期		
	実績	実績	予想	前年同期比	予想	前期比	
売上高	109,478	223,468	113,606	3.8%	234,697	5.0%	
営業利益	3,940	8,519	4,251	7.9%	10,105	18.6%	
経常利益	3,751	7,976	4,115	9.7%	9,804	22.9%	
親会社株主に帰属する当期純利益	2,339	4,638	2,231	-4.6%	5,639	21.6%	



2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

#### 今後の見通し

調剤薬局事業では売上高が前期比 3.9% 増の 196,681 百万円と予想されている。2018 年 3 月期は調剤報酬改定の影響がないため、技術料単価のベースダウンはない。したがって新規出店や処方せん応需枚数の増大に伴い増収増益トレンドに戻ることが期待される。3.9% 増という売上高予想は、店舗数の増加(仮に前期同様に 30 店舗が純増すると、期中平均店舗数は 5.5% 増となる)などに照らすと控えめに映る。しかしながら、前期において売上げが減少した C型肝炎治療薬は、今期においても患者数の減少により大幅減収となる見込みだ。また、1回で 30 日超分の薬剤を処方する "長期処方"が減少する傾向にあるのも、処方せん 1 枚当たりの単価が下がることになり、売上高には大きな影響となる。これらの要因を加味すれば、3.9% 増収という売上目標は決して低くはない値と言える。

医薬品製造販売事業の売上高は、前期比 12.7% 増の 41,500 百万円と予想されている。ジェネリック医薬品業界全体の成長率が 15% と見込まれるなかで、それを下回る増収率である点に同社の慎重なスタンスを読み取ることができる。同社が慎重なスタンスをとる背景には、前期に見られた先発品メーカーによる長期収載品での価格引き下げやジェネリック医薬品メーカー間の価格競争が、今期も継続することへの警戒感があると弊社では考えている。同社自身は価格競争をする意思はないが、2018 年 4 月の新工場稼働を控えて一定の市場シェアを確保しておくことは重要であり、状況によっては価格対応を余儀なくされる可能性は否定できない。そのことを考慮した売上予想とみられる。

医療従事者派遣・紹介事業の売上高は前期比 14.3% 増の 12,000 百万円と予想されている。業界全体の人手不足傾向は継続しており、総求人数、薬剤師エントリー数ともに右肩上がりが続くと見通しだ。今期の売上高予想の達成の可否についての懸念は小さいとみている。

事業セグメント別売上高見通し

	17/3 通		18/3 期 通期		
	実績	前期比	期初予想	前期比	
調剤薬局事業	189,327	-0.8%	196,681	3.9%	
医薬品製造販売事業	36,821	13.0%	41,500	12.7%	
医療従事者派遣・紹介事業	10,500	17.5%	12,000	14.3%	
調整前	236,649	1.8%	250,181	5.7%	
調整額	-13,180	-	-15,484	-	
売上高合計	223,468	1.9%	234,697	5.0%	

出所:決算説明資料よりフィスコ作成

利益面については、営業利益は 10,105 百万円と前期比 1,586 百万円(18.6%)の増益が見込まれている。同社はセグメント別営業利益予想の開示を行っていないが、調剤薬局事業の営業利益率が 2017 年 3 月期の 5.0% から 5% 台半ばを超えるまで改善すれば、他の 2 つの事業セグメントの利益額が前期比横ばいでも達成できる計算だ。



## 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 今後の見通し

実際にはどうかというと、調剤薬局事業は売上高については前述のような理由から伸び率が低くなるが、利益に直接的な影響を及ぼす調剤技術料は非改定年であるため下がる可能性は低い。店舗数増とそれに伴う処方せん応需枚数の増加の分だけ、利益額は増加することになると考えられる。結果的に営業利益率も2017年3月期から改善してくることになる。医薬品製造販売事業は、売上高は12.7%増と2ケタ増収となる予想だが、セグメント別動向の項で述べたように設備投資や人材採用などの先行的な投資を行っている。その結果減価償却費や人件費が前期よりも確実に増加することになる。したがって売上高の様には利益は増えないと弊社ではみている。医療従事者派遣・紹介事業は増益になる可能性が高いと弊社ではみている。2017年3月期の反省を踏まえてWeb広告費等の採用コストを抑制してくると考えるからだ。同事業が減益となるのは営業利益率が前期比2%ポイント以上悪化するケースだが、その可能性は低いとみている。

#### 損益計算書及び主要指標

(単位:百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3	期
	通期	通期	通期	通期	2Q 累計(予)	通期 (予)
売上高	165,347	181,844	219,239	223,468	113,606	234,697
前期比	18.6%	10.0%	20.6%	1.9%	3.8%	5.0%
売上総利益	25,623	31,929	39,068	39,258	-	-
売上高売上総利益率	15.5%	17.6%	17.8%	17.6%	-	-
販管費	20,878	25,281	28,578	30,738	-	-
売上高販管費率	12.6%	13.9%	13.0%	13.8%	-	-
営業利益	4,744	6,647	10,489	8,519	4,251	10,105
前期比	46.2%	40.1%	57.8%	-18.8%	7.9%	18.6%
売上高営業利益率	2.9%	3.7%	4.8%	3.8%	3.7%	4.3%
経常利益	4,188	6,003	9,878	7,976	4,115	9,804
前期比	46.7%	43.3%	64.5%	-19.3%	9.7%	22.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,901	2,778	6,329	4,638	2,231	5,639
前期比	928.4%	46.1%	127.8%	-26.7%	-4.6%	21.6%
EPS(円)	262.48	388.96	432.85	290.03	139.53	352.59
配当(円)	70.00	70.00	65.00	50.00	25.00	50.00
BPS(円)	2,181.26	2,515.19	2,030.22	2,278.70	-	-
分割調整後 EPS(円)	131.24	194.48	432.85	290.03	139.53	352.59
分割調整後配当(円)	35.00	35.00	45.00	50.00	25.00	50.00
分割調整後 BPS(円)	1,090.63	1,257.59	2,030.22	2,278.70	-	-

注:同社は2015年10月1日付で1:2の株式分割を行っている





# 2017年6月14日(水)

https://www.nicho.co.jp/

#### 今後の見通し

#### 貸借対照表

(単位:百万円)

					(半位・日/10/17)
	13/3 期末	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末
流動資産	43,037	53,373	60,096	84,838	82,327
現金及び預金	14,583	15,429	13,952	32,385	21,200
売掛金等	13,645	18,665	21,413	26,810	27,643
棚卸資産	12,405	16,396	21,066	22,016	29,514
固定資産	52,102	63,921	70,044	72,770	96,019
有形固定資産	32,459	42,123	48,819	51,997	68,513
無形固定資産	9,423	11,103	10,376	10,122	16,773
投資その他の資産	10,219	10,694	10,848	10,650	10,733
資産合計	95,140	117,295	130,141	157,609	178,347
流動負債	44,702	55,666	53,474	68,985	66,305
買掛金等	24,542	28,963	33,392	44,653	41,033
短期借入金等	14,065	18,639	11,169	12,963	13,411
固定負債	35,735	45,779	59,031	56,151	75,595
長期借入金	33,845	42,165	53,184	50,621	70,678
株主資本	14,353	15,845	17,515	32,507	36,345
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	21,511
自己株式	-2,269	-2,171	-3,059	-44	-46
その他の包括利益累計額	349	3	119	-34	101
純資産合計	14,702	15,849	17,635	32,473	36,447
負債・純資産合計	95,140	117,295	130,141	157,609	178,347

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)

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,885	6,243	5,831	19,327	-940
投資活動によるキャッシュ・フロー	-6,422	-14,510	-8,437	-7,823	-28,444
財務活動によるキャッシュ・フロー	5,496	8,782	1,422	7,031	18,205
現金及び現金同等物の増減額	1,958	514	-1,183	18,535	-11,180
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	21,200



2017 年 6 月 14 日 (水) https://www.nicho.co.jp/

# ■株主還元

### 経営成績に連動した形で株主還元の方針。 2017 年 3 月期は実質 5 円増配の 50 円配を実施

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くとしている。

2017 年 3 月期について同社は、事前の配当予想どおり中間配 25 円、期末 25 円の年間 50 円配を実施した。株式分割を調整した 2016 年 3 月期の配当は年間 45 円であったため、実質的に前期比 5 円の増配となった。配当性向は 17.2% となり、2016 年 3 月期の 10.4% から上昇した。

2018 年 3 月期については前期比横ばいの年間 50 円配(中間配 25 円、期末配 25 円)の配当予想を公表している。 1 株当たり当期純利益が 352.59 円(前期比 21.6% 増)と予想されており、これに基づく配当性向は 14.2% となる。 同社は医薬品製造の新工場建設を進めるほか、調剤薬局事業においても M&A など資金需要は旺盛であるため安易な増配期待は禁物と考えるが、株主重視の意識が高い企業であるため、まずは業績の推移を見守りたい。

#### 1株当たり当期純利益、1株当たり配当金及び配当性向の推移



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



#### 重要事項 (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。"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・加工することは堅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・譲渡することは堅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 にお願いします。

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