

|| 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 >>>](#)

2019 年 6 月 10 日 (月)

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>

目次

■ 要約	01
1. 2018 年 4 月改定の影響をこなし、全部門で増収を達成。利益は計画を上回って着地	01
2. 中長期成長戦略は順調に進捗。調剤薬局では“人財投資”に注力	01
3. 医薬品製造販売事業も販売面・生産面ともに各施策が順調に進捗	01
■ 業績の動向	02
1. 2019 年 3 月期決算の概要	02
2. 調剤薬局事業の動向	04
3. 医薬品製造販売事業の動向	06
4. 医療従事者派遣・紹介事業の動向	07
■ 中長期成長戦略の進捗状況	08
1. 中長期成長戦略の概要	08
2. 調剤薬局事業の中長期成長への取り組みと進捗状況	09
3. 医薬品製造販売事業の中長期成長への取り組みと進捗状況	13
4. 医療従事者派遣・紹介事業の中長期成長への取り組みと進捗状況	15
■ 今後の見通し	16
■ 株主還元	20

■ 要約

業界大再編時代を目前に控え、“備え”が着実に進捗

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. 2018 年 4 月改定の影響をこなし、全部門で増収を達成。利益は計画を上回って着地

同社の 2019 年 3 月期決算は、売上高 245,687 百万円（前期比 1.8% 増）、営業利益 6,733 百万円（同 36.4% 減）と増収・減益で着地した。2018 年 4 月の調剤報酬及び薬価の改定の内容が非常に厳しいものであったにも関わらず、調剤薬局事業を含めて全事業セグメントで前期比増収を確保した。利益については、改定の影響によって前期比大幅減益となったものの、期初計画は上回った。各事業セグメントにおいて今後につながる着実な進捗を認めることができ、内容的には充実した 1 年だったというのが弊社の評価だ。

2. 中長期成長戦略は順調に進捗。調剤薬局では“人財投資”に注力

同社は『2030 年に向けた長期ビジョン』のもと、各事業セグメントについて明確な成長戦略を策定している。中核事業の調剤薬局事業においては国が提唱するあるべき薬局像に沿った「店づくり」と「店舗網拡大」を戦略の柱に、業界再編の中で『勝ち残り』を目指している。成長戦略はこれまで順調に進捗しているが、薬機法の一部改正や 2020 年 4 月の調剤報酬・薬価の改定を機に、業界再編が一段と加速する可能性が高まってきている。同社は質の高い人材を十分に確保することこそが自身の成長戦略実現のカギになるとの認識を有しており、新卒者の大量採用や専門知識や資格取得のための教育の充実といった“人財投資”に取り組んでいる。

3. 医薬品製造販売事業も販売面・生産面ともに各施策が順調に進捗

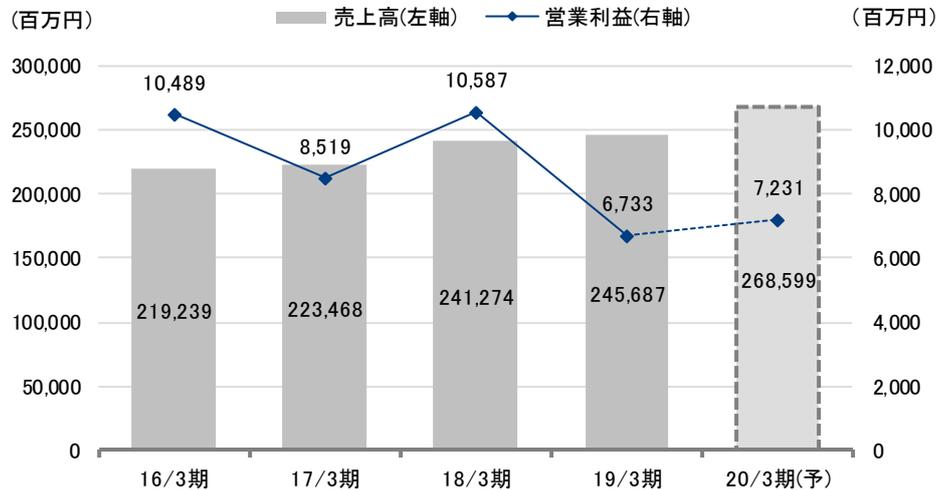
医薬品製造販売事業も順調だ。新鋭のつくば第二工場の順調な立ち上がりを受け、春日部工場を売却して生産拠点をつくばに集約して生産効率を高める体制が整った。効果の発現は 2021 年 3 月期からとなるが、生産体制は一旦の完成を見たと言えるだろう。一方販売面でも、グループ内に国内第 2 位の調剤薬局チェーンを抱える強みを生かし、採算性を重視した販売戦略の徹底に努めた。2019 年 3 月期は外部売上高こそ若干減収となったが、全社ベースでは増収を確保し、利益面では前期比増益・計画比大幅上振れを実現した。国の『流通改善ガイドライン』も同社の販売戦略には追い風となっており、今後も販売面での一段の強化に取り組む方針だ。

Key Points

- ・ 2030 年をめぐりに売上高 1 兆円を目指す
- ・ 調剤薬局事業では人財投資に注力
- ・ 医薬品製造販売事業は調剤薬局事業との連携で、経営効率の最大化を狙う

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

報酬・薬価の改定の影響で大幅減益ながら、
 売上高は全部門で増収を確保。
 内容的には中期成長に向けた施策の進捗を確認できた点で充実した1年

1. 2019年3月期決算の概要

同社の2019年3月期決算は、売上高245,687百万円(前期比1.8%増)、営業利益6,733百万円(同36.4%減)、経常利益6,077百万円(同40.1%減)、親会社株主に帰属する当期純利益3,790百万円(同37.9%減)と増収・減益で着地した。

2018年4月の調剤報酬及び薬価の改定は、その内容がこれまでにない厳しいものとなったが、調剤薬局事業を含めて全事業セグメントで前期比増収を確保した。利益については、改定の影響によって前期との比較では大幅減益となったものの、期初計画に対しては超過達成を実現した。詳細は後述するが、各事業セグメントにおいて今後につながる着実な進捗を認めることができ、内容的には充実した1年だったというのが弊社の評価だ。

業績の動向

2019年3月期決算の概要

(単位：百万円)

	18/3期 通期実績	19/3期			
		通期		前期比	予想比
		予想	実績		
売上高	241,274	253,893	245,687	1.8%	-3.2%
営業利益	10,587	6,318	6,733	-36.4%	6.6%
経常利益	10,138	6,078	6,077	-40.1%	-0.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	6,104	3,756	3,790	-37.9%	0.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は前期比1.8%増となった。2018年4月の調剤報酬・薬価の改定は従来以上に厳しく、同業他社においても苦戦するところが目立つなか、同社の調剤薬局事業は前期比増収を確保した。医薬品製造販売事業においても、薬価改定の影響や採算性重視の販売戦略の徹底（売上高の拡大にとってはネガティブ要因）をこなして前期比増収を達成した。医療従事者派遣・紹介事業も既存事業と新規事業がともに伸長して前期比増収となり、3セグメントすべてで前期比増収を達成した。計画対比では3セグメントのいずれも、2～3%程度の未達となった。

利益面では、調剤報酬・薬価改定の影響で主力の調剤薬局事業が前期比30%近い営業減益となり、計画に対しても8%近く未達となった。また、医療従事者派遣・紹介事業も同様の動きとなった。しかしながら、医薬品製造販売事業が期初の前期比大幅営業減益計画に対して実際には前期比増収増益・計画比大幅上振れとなり、全社ベースの営業利益を期初計画の超過達成へと導いた。

事業セグメント別動向

(単位：百万円)

	18/3期 実績	19/3期				
		予想	実績	前期比	予想比	
売上高	調剤薬局事業	205,192	213,133	208,622	1.7%	-2.1%
	医薬品製造販売事業	38,066	42,123	40,659	6.8%	-3.5%
	医療従事者派遣・紹介事業	11,970	13,500	13,083	9.3%	-3.1%
	調整前	255,230	268,756	262,366	2.8%	-2.4%
	調整額	-13,955	-14,863	-16,679	-	-
	売上高合計	241,274	253,893	245,687	1.8%	-3.2%
営業利益	調剤薬局事業	12,411	9,436	8,707	-29.8%	-7.7%
	医薬品製造販売事業	1,194	51	1,885	57.8%	約37倍
	医療従事者派遣・紹介事業	1,842	1,950	1,478	-19.7%	-24.2%
	調整前	15,448	11,437	12,071	-21.9%	5.5%
	調整額	-4,861	-5,119	-5,337	-	-
	営業利益合計	10,587	6,318	6,733	-36.4%	6.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

出店基準を厳守した結果、 新規出店数が計画を下回り計画対比では売上高・利益ともに未達。 しかし高効率経営の強みを生かして前期比では増収を達成

2. 調剤薬局事業の動向

調剤薬局事業の損益計算書

(単位：百万円)

	17/3 期 通期実績	18/3 期 通期実績	19/3 期			
			通期計画	通期実績	前期比	計画比
売上高	189,327	205,192	213,133	208,622	3,430	-2.1%
売上原価	160,588	172,264	182,411	178,339	6,075	-2.2%
売上総利益	28,738	32,928	30,721	30,282	-2,645	-1.4%
売上総利益率	15.2%	16.0%	14.4%	14.5%	-	-
販管費	19,178	20,516	21,285	21,575	1,058	1.4%
販管費率	10.1%	10.0%	10.0%	10.3%	-	-
営業利益	9,560	12,411	9,436	8,707	-3,703	-7.7%
営業利益率	5.0%	6.0%	4.4%	4.2%	-	-
期末店舗数	557	585	635	598	13	-5.8%
1店舗当たり売上高	349	359	348	352	-7	1.1%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

調剤薬局事業は、売上高 208,622 百万円（前期比 1.7% 増）、営業利益 8,707 百万円（同 29.8% 減）と微増収・大幅減益となった。期初計画との比較では売上高は 2.1%（4,511 百万円）、営業利益は 7.7%（729 百万円）、それぞれ未達だった。

2018 年 4 月の調剤報酬改定では、特定の医療機関からの処方箋集中率が高い、いわゆる門前薬局にとってことさら厳しい形での調剤基本料引き下げが行われた。また新設された地域支援体制加算についてはその算定要件が厳しく、調剤基本料の低下を補うことが容易ではない状況にあった。

こうしたなかで同社は、処方箋応需枚数が 14,192 千枚と前期比 3.3% の増加を実現し、改定の影響を受けて処方箋単価が 14,458 円へと同 1.9% 低下したことのマイナス影響を吸収して売上高の前期比増収を確保した。直接的な増収要因分析はこのとおりだが、そもそものベースとして、同社が、“堅実”を旨とする店舗の新規出店のスタンスと、国が掲げる『患者のための薬局ビジョン』に沿った、すなわち将来性のある店づくりの 2 つを徹底したことが大きく貢献していると弊社では考えている。この 2 つは相互に作用しあっていて完全には分ち難いが、分析の都合上それぞれの項目ごとに詳述すると以下ようになる。

(1) 店舗異動の状況

2019 年 3 月期は 32 店舗を新規出店する一方、19 店舗を閉店し、期末の店舗数は 598 店（物販 2 店舗を含む）となった。新規出店を業態別に分けると門前型 16 店舗、ハイブリッド型 16 店舗となっている。新規出店の原因別の分類では自力出店が 26 店舗、M&A 6 店舗となっており、M&A に頼らない成長戦略を徹底していることがうかがえる。

業績の動向

同社は店づくり（それは出店戦略にも通じるが）において、1 店舗当たり売上高を重要な指標においている。2019 年 3 月期は 352 百万円となり、従来からの高い水準を維持した。

店舗について詳細に見ると、同社は期初計画では 2019 年 3 月期に前期末比 50 店舗純増の期末 635 店舗体制を計画していた。結果は前述のように 598 店舗で、この出店計画の未達こそが売上高の計画未達の主因のようにも見える。しかしながら店舗数ありきで出店を進めた場合、同社が追求する店づくりと、その結果として高レベルの 1 店舗当たり売上高を確保できたかはわからない。計画比未達をネガティブに捉えるのではなく、同社が出店に際しての社内基準を堅持したこと、そうした厳しい環境の中でも増収を確保したことを素直に評価すべきと弊社では考えている。

(2) 処方箋応需枚数と処方箋単価の状況

前述のように 2019 年 3 月期は処方箋応需枚数が 14,192 千枚（前期比 3.3% 増）、処方箋単価が 14,458 円（同 1.9% 減）となった。

処方箋をめぐる状況を出店期別に見ると、既存店の処方箋単価が前期比 99.5% と、ほぼ改定影響を跳ね返して前期並みとなっている点が注目される。同社は『患者のための薬局ビジョン』に沿った店づくりやジェネリック医薬品の使用促進、1 店舗当たり売上高の高さが象徴する高効率の店づくり、といった施策に取り組んできたが、それが結果的に薬価・調剤報酬改定の影響を最小限に抑制し処方箋単価の低下を最小限にとどめることにつながったと弊社ではみている。

売上高と処方箋単価・枚数の出店期別内訳

	2019 年 3 月期		
	調剤売上高	処方箋枚数	処方箋単価
既存店	99.1%	99.6%	99.5%
前年出店	197.1%	227.3%	86.7%
全店	101.3%	103.3%	98.1%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

利益面では営業利益が前期比約 37 億円の減益となった。その要因分析は、調剤報酬改定による技術料単価の低下（約 12 億円）、人件費を始めとする経費の増加（約 25 億円）となっている。期初計画との比較では、約 7 億円の未達となった。処方箋応需枚数の未達の影響（約 20 億円）を技術料単価の上振れ（約 7 億円）と経費節減等（約 6 億円）で吸収しきれなかったという構図だ。処方箋応需枚数の未達は直接的には出店数が計画を下回ったことが要因だが、前述のように無理な出店は処方箋単価に影響を与えるため単純な話ではなく、むしろ厳格な出店基準を堅持している点をポジティブに評価すべきと弊社では考えている。

業績の動向

採算性を重視した販売戦略が国の「流通改善ガイドライン」の後押しもあって大幅に浸透し、利益の拡大に大きく貢献

3. 医薬品製造販売事業の動向

医薬品製造販売事業の損益計算書

(単位：百万円)

	17/3 期 通期実績	18/3 期 通期実績	19/3 期			
			通期計画	通期実績	前期比	計画比
売上高	36,821	38,066	42,123	40,659	2,593	-3.5%
売上原価	30,356	31,746	36,822	33,782	2,035	-8.3%
売上総利益	6,465	6,319	5,301	6,877	557	29.7%
売上総利益率	17.6%	16.6%	12.6%	16.9%	-	-
販管費	4,745	5,124	5,250	4,991	-132	-4.9%
販管費率	12.9%	13.5%	12.5%	12.3%	-	-
営業利益	1,719	1,194	51	1,885	690	約 37 倍
営業利益率	4.7%	3.1%	0.1%	4.6%	-	-

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は、売上高 40,659 百万円（前期比 6.8% 増）、営業利益 1,885 百万円（同 57.8% 増）となった。期初計画比較では売上高は 3.5% (1,464 百万円) の未達だったが、営業利益は期初計画の 51 百万円を 1,834 百万円上回った。

売上高 40,659 百万円の内訳は外部顧客向け売上高が 24,231 百万円（前期比 1.8% 減）、内部売上高が 16,428 百万円（同 22.8% 増）となった。同社の調剤薬局事業は売上高で国内第 2 位の規模を有しており、その販売力を遺憾なく発揮してセグメント売上高の前期比増収を確保した。売上高が計画比未達となった要因は主として外部売上高が前期比減収となったことが響いていると考えられる。その原因は同社が採算性を重視した販売戦略を徹底したためと考えられる。しかしながらこのことは、後述するように利益にはプラスに寄与した。

セグメント営業利益が前期比大幅増益となった理由は、同社が採算性を重視した販売戦略を徹底したことにある。これは外部顧客向けの売上高の伸び悩みの一因ともなったが、そこは内部売上高の拡大でカバーしたのは前述のとおりだ。利益面での増益という“実”が残ったことで、採算性重視の販売戦略を採用した同社の判断は正しかったと言えるだろう。同社の採算性重視の販売戦略に対しては、2018 年 1 月に厚労省が出した流通改善ガイドライン*の存在も追い風となった。

* 正式名称は「医療用医薬品の流通改善に向けて流通関係者が順守すべきガイドライン」。これまでも薬価基準で定められた公定価格を踏まえた透明な市場実勢価格の形成を目指して様々な流通改善の取り組みが行われてきたが、今回の流通改善ガイドラインでは国が主導して流通改善の取り組みを促進することを明示している点が特徴的（従来は流通当事者の取り組みという構造だった）。薬価調査・薬価改定を毎年（現状は 2 年に 1 回）実施するための環境整備ということも背景にある。

業績の動向

なお、セグメント利益が計画に対して上振れとなった主な理由は、1) 期初予想において、2019年4月の薬価改定を前提として、それに向けた費用が2019年3月期中に前倒しで発生することを織り込んだ（実際には薬価改定は行われなかった）、2) 流通改善ガイドラインが2018年4月にスタートしたがこの点を織り込んでいなかった、3) 経費の見直しの効果が想定以上に進展した、の3点だ。採算性重視の販売戦略が、流通改善ガイドラインをカタリストとして、大きく加速し、利益を押し上げた構図がここでも読み取れる。

薬剤師派遣事業は順調に拡大。次の柱と期待がかかる医師紹介事業にかかる先行投資で前期比増収・減益で着地

4. 医療従事者派遣・紹介事業の動向

医療従事者派遣・紹介事業の損益計算書

(単位：百万円)

	17/3期 通期実績	18/3期 通期実績	19/3期			
			通期計画	通期実績	前期比	計画比
売上高	10,500	11,970	13,500	13,083	1,113	-3.1%
売上原価	6,415	7,366	7,981	8,133	766	1.9%
売上総利益	4,084	4,604	5,519	4,950	346	-10.3%
売上総利益率	38.9%	38.5%	40.9%	37.8%	-	-
販管費	2,374	2,762	3,568	3,472	710	-2.7%
販管費率	22.6%	23.1%	26.4%	26.5%	-	-
営業利益	1,710	1,842	1,950	1,478	-363	-24.2%
営業利益率	16.3%	15.4%	14.4%	11.3%	-	-

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

医療従事者派遣・紹介事業は、売上高13,083百万円（前期比9.3%増）、営業利益1,478百万円（同19.7%減）と増収・減益となった。計対比では、売上高は3.1%（417百万円）の未達、営業利益は24.2%（472百万円）の未達となった。

売上高は、薬剤師の領域において、恒常的な人手不足を背景に派遣事業を中心に着実に業容が拡大した。また、前期から注力している医師紹介事業が拡大（拠点整備、人員増強など）したことも売上高を押し上げた。

一方利益面では、薬剤師派遣事業の派遣原価の上昇による売上総利益率の低下や、医師紹介事業の拡大に向けた先行投資（広告宣伝強化、拠点整備、人員増強等）により、前期比減益となった。

計画対比で未達となった要因としては、薬剤師紹介事業の売上高が想定を下回ったことが大きい。薬剤師の紹介は正社員化を前提とした話となるが、薬剤師の資格保有者の中には（正社員にとらわれない）自由な働き方を志向する人が多いことや、雇用側も正社員での増員をためらうケースが多く、紹介事業のニーズが同社の想定を下回った。

■ 中長期成長戦略の進捗状況

『2030 年に向けた長期ビジョン』のもと、調剤薬局事業のみならず 全事業部門で高成長を実現し 2030 年をめどに売上高 1 兆円を目指す

1. 中長期成長戦略の概要

同社は 2018 年 4 月に『2030 年に向けた長期ビジョン』を公表した。その内容の詳細は 2018 年 6 月 11 日付レポートに詳しいが、ポイントとしては、国内の社会構造の変化（超高齢化社会の進行など）や医療費削減の要請の増大、薬局に要求される機能の高度化と調剤薬局の淘汰などの環境変化を乗り切り、調剤薬局事業を始めとして各事業を飛躍的に拡大させ、2030 年をめどとした企業規模を売上高 1 兆円にまで高めることが骨子となっている。1 兆円の売上高に対する営業利益の内訳として、調剤薬局事業が 50%、医薬品製造販売事業、医療従事者派遣紹介事業等の合計で残り 50% という構成を想定している。調剤薬局事業だけでなく医薬品製造販売事業を始めとするそれ以外の事業においても高成長を目指す強い意思が込められている。

『2030 年に向けた長期ビジョン』のもとで進める各事業部門の成長戦略については以下に詳述するが、基本的には従来から大きな変更はなく、各事業部門ともに着実に進捗している。一方で、同社にとっての最も影響が大きい外部環境要因とも言える制度変更の動きがいくつか出てきているので簡単に整理しておく。

(1) 薬機法の一部改正案

現在開会中の第 198 回通常国会（2019 年 1 月 28 日 - 6 月 26 日）に薬機法の一部改正案が提出されている。調剤薬局事業に関連する事項としては、薬局を機能の観点から、1) 地域において在宅医療対応や薬物療法の一元管理などを行う「地域連携型」と、2) がん等の薬物療法に関して医療機関との連携のもとで専門性の高いサービスを提供する「専門医療機関連携型」の 2 つの類型が括り出され、そうした類型が法律で規定される（法制化）点が大きな変化と言える。

これらの薬局類型自体は、国が『患者のための薬局ビジョン』において今後の薬局のあり方として示してきたものであり、特段のサプライズはない。しかしこれらが法制化されるということは、これまでは「薬局」として一括りだったものが複数の類型に細分化されることを意味し、さらにその先には、国が政策の推進に向けて薬局の類型ごとに、（調剤報酬なども含めて）様々な点で差別化・差別化をしてくることが想定される。調剤薬局事業者としては、国が推進する薬局類型に沿った店づくりを着実に進めることの重要性が、一段と高まったと言える。

今回の薬機法の一部改正案は今国会での成立が見送られる可能性もある。しかしその場合であっても、国が考える薬局・薬剤師のあり方が明確となりそれに沿った形で政策遂行が図られるのは疑いない。調剤薬局の側の対応も停止・後退は許されないと考えるだろう。

(2) 2020 年 4 月の薬価・調剤報酬の改定

2020 年 4 月に予定される薬価・調剤報酬の改定は、前述の薬機法の一部改正案の提出とも一部通じるが、過去に例を見ない厳しいものとなるという見方が出てきている。2018 年 4 月の改定も、門前薬局の調剤基本料引き下げとそれに対するリカバリーのためのハードルの高さから“過去に例のない厳しい改定”と言われたが、それとは次元の違うような厳しさになる、という見方だ。

詳細は改定の発表を待つしかないが、仮にそうなった場合には、かねて言われてきた業界の大再編時代がいよいよ幕を開けることになる。これまでも調剤薬局業界では M&A が活発に行われてきたが、今後は薬局数が明確に減少するステージへと移行するというのだ。2020 年 4 月改定がそのトリガーとなるかどうかは確実ではないものの、その前提で準備を進めておく必要があることに異論の余地はないであろう。

成長戦略にブレはなく、全般に順調に進捗。足元では人財投資に注力

2. 調剤薬局事業の中長期成長への取り組みと進捗状況

(1) 成長戦略の概要

調剤薬局事業の成長戦略については、これまで当レポートでも繰り返し紹介してきたが、その内容は一貫しており、ぶれはない。同社の中長期成長戦略を要約すると以下のようなになる（『』で括ったものは弊社が考える同社の成長戦略を理解するためのキーワード）。

- a) 業界再編は不可避であり、その中で『勝ち残りによるシェア拡大』を目指す。
- b) そのための具体的な方法論として、『店づくり』と『店舗網の拡大』を着実に進める。
- c) 店づくりにあっては国が掲げる『患者のための薬局ビジョン』に沿った店づくりを推進する。
- d) 店舗網の拡大に際しては、自社出店（オーガニック出店）と M&A を活用していく。
- e) KPI（重要経営評価指標）としては『1 店舗当たり売上高』で、c) 及び d) の項目と密接に関わる。
- f) 中期成長戦略を実行に移すうえでは人材が不可欠なのは言うまでもなく、『人財投資』を先行して推進する。

以上の a) ～ f) の要素はそれぞれ因果関係や相関関係でつながっている。これまでのところ同社の中長期の成長に向けた取り組みは全般に順調に進捗しているというのが弊社の評価だ。以下では主要な項目について進捗状況を紹介する。

(2) 人財投資の推進

同社の成長戦略で最も重要な位置を占めるのが人材だ。同社の目指す店づくり（それは国が求める薬局・薬剤師像に沿ったものである）においては、薬剤師は対人業務の比重が高まることになる。また、薬局に求められる機能を果たしていこうとすれば 1 薬局当たりに必要な薬剤師の数も増加基調となる。すなわち、同社の成長戦略にとっては、薬剤師の“質”と“数”がボトルネックとなる。前述の薬機法の一部改正の動きはそれに拍車をかけることが想定されるため、同社は人材への投資（採用と教育）を先行して実施している。

中長期成長戦略の進捗状況

日本調剤が進める“人財投資”の概要



出所：決算説明資料より掲載

具体的な動きとして、まず採用面では2019年4月に398名の新卒薬剤師を採用した。この数は調剤薬局・ドラッグストア業界で最多とみられる。同社の店づくりと店舗展開を実現するためには、同社の調剤薬局事業における薬剤師の数は現状（約2,000人）から倍増でも足りない見込みだ。店舗網を自社出店で行うかM&Aで行うかによっても変わるが、仮に自社出店主体で展開する場合には、2019年春と同規模の新卒採用を今後とも継続していく必要があると弊社では推測している（実際には年によって変動するが平均的には2019年並という意味）。

薬剤師の“質”と“数”がボトルネックになると述べたが、より重要なのは“質”だ。薬剤師としての資格だけでは不十分なことは言うまでもないが、一般的な実務経験のみならず、様々な専門知識や資格が求められることになるためだ。この点について同社は、ステージ制度を新設して社内認定資格の取得を促すほか、外部認定資格取得に向けたサポートも充実させて、高い専門性を有する薬剤師の育成に取り組んでいる。専門性の高い一例として「外来がん治療認定薬剤師」という資格があるが、その取得には医療機関との連携が不可欠だ。同社は全国15ヶ所以上の病院研修に50回近く薬剤師を送り込んだ実績を有している。また、医療機関との連携を図るうえで圧倒的に有利な“門内薬局”（病院の敷地内に立地する薬局）の開設にも注力している。こうした医療機関との連携は、学生の側から見た場合、同社を選択する動機付けの1つにもなっており、『質の高い人材確保⇒質の高い教育の実施⇒質の高いサービス提供⇒業容拡大⇒質の高い人材確保⇒・・・』という好循環の実現につながっている。

(3) 店づくりと店舗展開の状況

店づくりと店舗展開についてはこれまでも同社の戦略や考え方を説明してきたが、同社のKPIである1店舗当たり売上高を起点に考えると、理解が一段と深まるかもしれない。

中長期成長戦略の進捗状況

同社の2019年3月期の1店舗当たり売上高^{*}は352百万円で、ここ数年、350百万円前後で推移している。この数値が将来的にどういった変化をするかについて同社では、700百万円を目指して上昇していくと考えている。そのロジックは調剤薬局事業の市場規模が現状(約7兆円)から横ばいで推移するという大前提の中で、薬局数は現状(約59,000店。併設店を含む)から半減すると想定されるため、おのずと売上高は倍増する、というものだ。

^{*}1店舗当たり売上高 = 調剤セグメント売上高 ÷ 期首・期末平均店舗数

もちろんこれは単純化した図式であって、生き残りが売上高倍増に直結するわけではない。生き残りによって商圈が拡大することが期待されるものの、その度合いは立地(人口動態や競合環境、医療機関の状況)条件で大きく異なる。また、商圈が拡大したとしても、増加した潜在的需要を着実に取り込むためには薬局としての機能やそれを実現するだけの人的キャパシティを備えることも不可欠な要件だ。

1店舗当たり売上高の倍増というシナリオは、現時点では現実的にイメージできないと感じる投資家も多いと推察されるが、同社自身は明確にそれをイメージできているようだ。それを示唆するのが2019年3月期の店舗異動だ。同社は32店舗を新規出店したが、一方で19店舗を閉店し、純増は13店舗にとどまった。この閉店数は例年に比べて多い。多くなった理由について同社は、一定期間における損益状況といった通常の退店基準に加えて、将来の成長性や拡張性の観点で検討した結果と説明している。この成長性や拡張性ということに込められた狙い・目標こそが、“1店舗当たり売上高の倍増 = 700百万円”ということであると弊社では考えている。同社は2020年3月期以降についても同様の視点から店舗存続の可否を判断していくとしている。

2019年3月期の店舗異動

	2019年3月期				
	18/3 期末	出店数	退店	19/3 期末	
調剤薬局	583	オーガニック	25	18	596
		M&A	6		
売店	2	1	1	2	
合計	585	32	19	598	

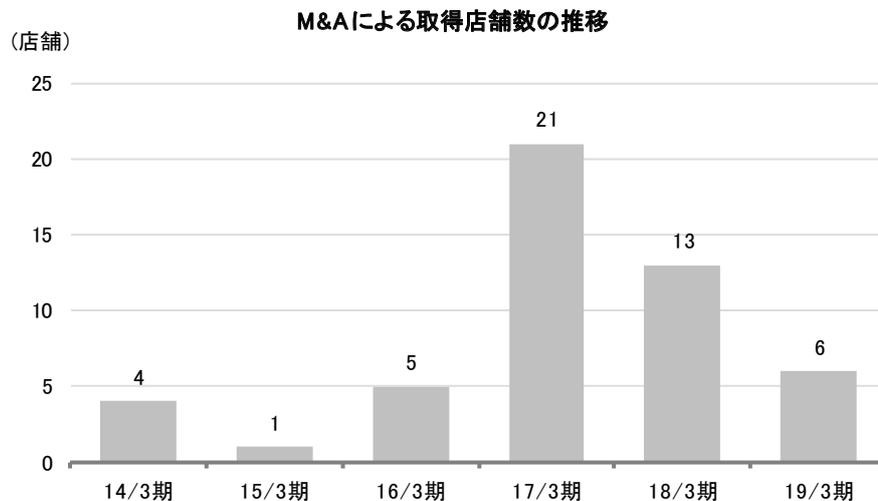
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

1店舗当たり売上高に関してもう1つ重要な視点は、それが経営“目的”であると同時に、“結果”という位置付けをしていることだ。同社は薬局に求められる機能・役割はどんどん広範囲化・高度化しており、それらの機能を果たしていけばおのずと売上高は付いてくる、という考えで臨んでいるということだ。現状の350百万円という数値自体も、これを目指して何かをしたというのではなく、あるべき薬局像の店づくりを推進した結果の値に過ぎないというのが同社の受け止め方と思われる。

このように考えてくると、店舗展開における同社が店舗網拡大のためにM&Aを活用することのハードルがどんどん上がってくるというのが弊社の印象だ。同社のM&Aの動きは同業他社のそれに比べて非常に少ない。この点について同社は、M&Aに否定的なわけではなく単に基準に合う物件に巡り合えないだけと説明している。

中長期成長戦略の進捗状況

それは同社の正直な気持ちと思われるが、前述のような同社の店づくりの思想と共通した価値観で店づくりを行っているところは少ないのではないかという印象を受ける。1店舗当たり売上高の値も同社の350百万円というのは業界の平均な姿を大きく上回っており、この水準を超えた店舗を有する事業者は極めて少ないとみられる。また、薬剤師の質の問題でも同様なことが当てはまるだろう。同社としては、ないものねだりをしながらM&Aを待つようなことはせずに自社出店を着実に進める方が結局は近道という考えで様々な準備を進めているように弊社ではみている。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(4) 店舗タイプの状況

前述の薬機法の一部改正案との関連で、店舗のタイプについても重要性が一段と増してきている。この点、同社は門前薬局とハイブリッド型の2つのタイプの店舗展開で臨む方針を明確にしている。

門前薬局が大学病院や地域の中核的大規模病院の門前の立地で展開するのに対し、ハイブリッド型薬局は、同社が従来「面対応薬局」（人通りの多い場所に立地し、不特定多数の医療機関の処方箋を幅広く受け付ける薬局）と「MC（医療モール）型薬局」（医療モール内に立地し、特定の医療機関の処方箋対応を主とした薬局）の合体型のものを言う。

門前型とハイブリッド型とではその立地の関係もあって、付加的機能で差がある。門前型は大学病院などと連携した高度薬学管理機能を期待される立場にある。一方ハイブリッド型は、生活動線に近い立地である点を生かして日常的に健康増進に貢献する健康サポート機能を持たせている。両タイプに共通する基本機能として、かかりつけ薬剤師・薬局機能及び在宅医療機能を具備している。

中長期成長戦略の進捗状況

同社は門前薬局の構成比（店舗数ベース）が 65%（2018 年 9 月末時点）と高い点を特長・強みとして店舗展開を進めてきたが、近年はハイブリッド型薬局の展開に注力している。1 都 3 県におけるハイブリッド型薬局の構成比は 2019 年 3 月期中に過半数を占めるに至った。全店ベースのハイブリッド型の構成比は約 3 割とまだ低いが、今後、首都圏、大阪、名古屋等の都市部を中心に新店を加速し、中期的には門前薬局とハイブリッド型との構成比を 50% ずつにする方針だ。

国内第 2 位の調剤薬局事業を グループに抱える強みを生かして事業基盤が確立。 今後はつくばの 2 工場への生産集約の効果発現に注目

3. 医薬品製造販売事業の中長期成長への取り組みと進捗状況

医薬品製造販売事業については、『2030 年に向けた長期ビジョン』の中で、シェア 15% の獲得を目標に掲げている。15% という数値の意味は、ジェネリック医薬品メーカーが将来的に 5、6 社に集約されるとの見方のもと、勝ち残りの 1 社となることを意味している。

ジェネリック医薬品の需要については、国が 2020 年 9 月末までにジェネリック医薬品の使用数量割合を 80% に高める政府目標を策定していることに象徴されるように、今後も成長が続く見通しだ。そもそものジェネリック医薬品の利用促進の原動力が国の医療費の抑制にあるということがポイントになる。80% の使用数量割合が達成されたとしても金額ベースの使用割合ははるかに低い。ジェネリック医薬品使用促進の流れが停滞や後退を受け入れる余裕はないと考えられる。それに加えて同社は、「フォーミュラリー（患者に対して最も有効で経済的な医薬品の使用指針）」の考え方の普及促進を図ることでジェネリック医薬品の利用拡大につなげる取り組みも強化している。

(1) 販売面の動き

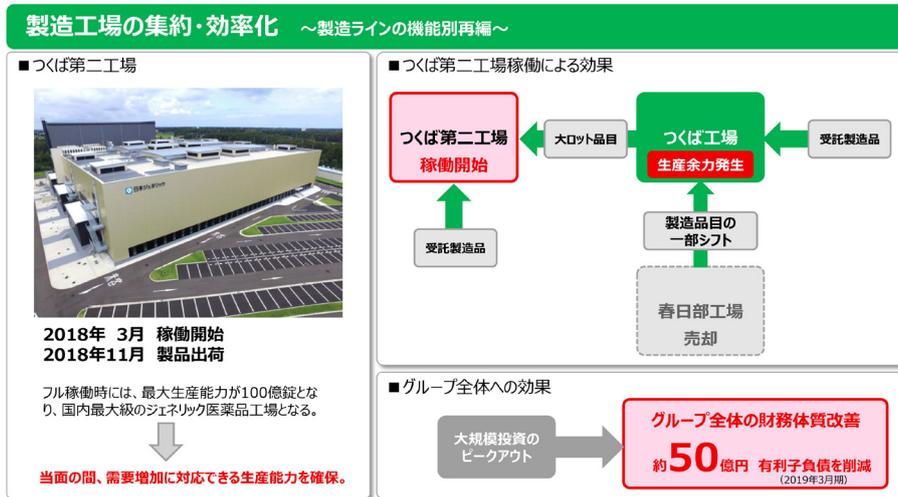
同社の医薬品製造販売事業は 1) 内部取引で収益のベースを作る、2) 全量を卸売りで販売する、という 2 つの特徴がある。2019 年 3 月期決算は、前述のように、これら 2 つの特徴が生かされた形で、販売力強化の順調な進捗を確認できた。国内第 2 位の調剤薬局事業をグループ内に抱える利点を生かし、内部売上高の増大によって増収を確保したことがその 1 つだ。また、流通改善ガイドラインのことがもう 1 つだ。同社は、2020 年 3 月期以降は内部売上高に加えて外部売上高の成長も目指すほか、採算性重視の販売戦略についても継続する方針だ。

(2) 製造面の動き

2019 年 3 月期は製造面でも進捗があった。最新鋭のつくば第二工場が 2018 年 4 月に竣工し、同年 11 月には製品出荷をスタートするなど、順調な稼働となっていることを受け、同社は 2019 年 3 月に春日部工場をニプロファーマ（株）に売却した。これによって、つくば工場とつくば第二工場への生産集約が実現し、両工場の稼働率アップや、高効率の生産設備という特長を生かしたコストダウンなどが期待できる状況となった。

中長期成長戦略の進捗状況

製造工場の集約・効率化のイメージ図



出所：決算説明資料より掲載

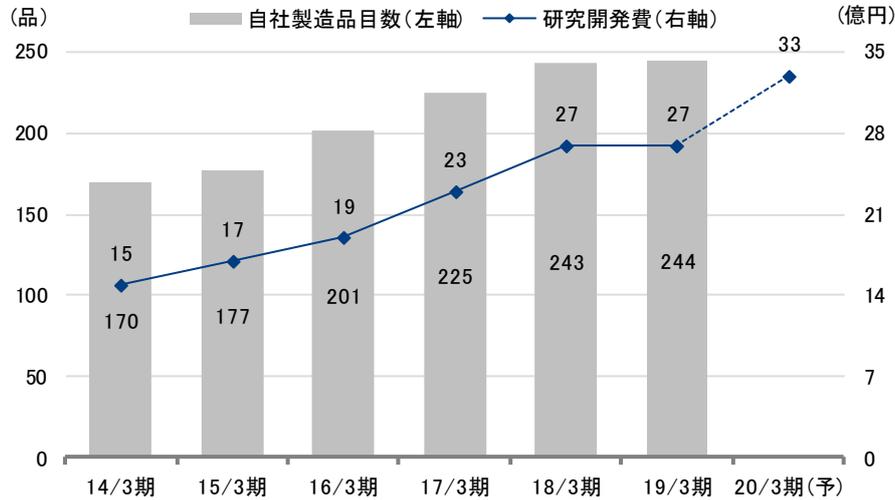
(3) 設備投資・研究開発費の動向

つくば第二工場の完成によって大型設備投資は一服した。2017年3月期と2018年3月期は設備投資額が100億円を超えたが2019年3月期には15億円と急減した。2020年3月期以降は追加的な設備の導入や維持更新投資などが中心となるため、年間20億円～30億円程度のペースで推移すると考えられる。この結果減価償却費も、2019年3月期は35億円（前期比9億円増）と急増したが、2020年3月期は36億円（同1億円増）と増加額が大きく縮小する見込みとなっている。固定費増加のペースが沈静化したことで、医薬品製造販売事業は“回収期”に入ったと言える。

一方研究開発費は増加基調が続く見通しだ。同社は販売品目数として663品目(2019年3月時点)を数えるが、自社製造品、他社委託製造品、導入品と3分された状況にある。メーカーとして収益を最大化するためには自社製造品の数を現状の244品目からさらに拡大していく必要がある。これが研究開発費増加の背景となっている。

中長期成長戦略の進捗状況

自社製造品目数と研究開発費の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

医師紹介事業の先行投資は終了し 2020年3月期から回収期へ。 更なる新規領域として登録販売者の紹介事業を本格展開へ

4. 医療従事者派遣・紹介事業の中長期成長への取り組みと進捗状況

医療従事者派遣・紹介事業はこれまで薬剤師の派遣事業を中核事業として成長を実現してきたが、今後の成長については薬剤師事業における派遣から紹介へのシフトと、取扱職種拡大における医師（紹介）と登録販売者（紹介）の強化で成長を目指す方針を打ち出している。

2019年3月期実績では、薬剤師の紹介事業が想定を下回った。薬剤師と事業者双方において紹介のニーズ、すなわち正社員としての雇用のニーズが想定よりも小さかったことが主因だ。しかし紹介への需要自体は、常に一定水準存在しているため、今後も紹介取引先の開拓などに取り組む方針だ。

医師紹介事業については2019年3月期までに営業拠点の整備や人員増強などの先行投資を終了し、2020年3月期からは本格的な事業展開及び収益拡大による回収期へと移行することになる。医師紹介の領域では先行企業の市場シェア、認知度が圧倒的に大きいため、同社がこの分野で一足飛びに急成長することは期待しにくい。しかしながら同社は薬剤師派遣で強固な営業基盤を確立しており、それとの連携などを通じて医師紹介の分野でもプレゼンスの確立を急ぐ方針だ。医師紹介事業は他の事業に比べて高単価・高収益であるため、事業が軌道に乗ってくれば収益インパクトは非常に大きいと期待される。

中長期成長戦略の進捗状況

2020年3月期はまた、登録販売者の紹介事業を本格的に展開する計画だ。登録販売者については総数が20万人で、求人数が1万人前後で推移する市場となっている。紹介先はコンビニエンスストア、スーパー、ドラッグストアなどだ。同社では2020年3月期に事業を立ち上げ、2021年3月期からの収益貢献を目指している。

■ 今後の見通し

消費増税に伴う薬価改定など、厳しい事業環境が続くなか、これまでの先行投資の効果などにより増収増益を計画

2020年3月期について同社は、売上高268,559百万円(前期比9.3%増) 営業利益7,231百万円(同7.4%増)、経常利益7,069百万円(同16.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益4,020百万円(同6.1%増)を予想している。

2020年3月期予想の概要

(単位:百万円)

	19/3期			20/3期					
	2Q累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q累計		下期		通期	
				予想	前年 同期比	予想	前年 同期比	予想	前期比
売上高	118,694	126,993	245,687	129,872	9.4%	138,727	9.2%	268,599	9.3%
営業利益	1,547	5,186	6,733	2,862	85.0%	4,369	-15.8%	7,231	7.4%
経常利益	1,265	4,812	6,077	2,789	120.4%	4,280	-11.1%	7,069	16.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	744	3,046	3,790	1,444	93.9%	2,576	-15.4%	4,020	6.1%

出所:決算短信よりフィスコ作成

2020年3月期は改定スキップ年に当たり、過去の例に照らせば収益の回復・成長が期待できる。しかし2019年10月に消費税率引き上げが予定されており、それに合わせて薬価改定が実施されることになる。この影響は限定的と考えられるが、医療費抑制の社会的要請は年々強まっていることもあり、油断は禁物と言える。

そうした特殊要因を除けば、2020年3月期の事業環境は各事業セグメントとも比較的安定したものとなるだろう。これまでに実施した先行投資の効果により全事業セグメントで増収を計画している。一方利益面では、調剤薬局事業と医薬品製造販売事業は営業利益が横ばい圏で推移する計画であるものの、医療従事者派遣・紹介事業が増益となり、全社ベースでも前期比7.4%(498百万円)の増益を計画している。

今後の見通し

事業セグメント別内訳

(単位：百万円)

	19/3 期 通期実績	20/3 期	
		通期	
		予想	前期比
売上高	調剤薬局事業	208,622	226,908 8.8%
	医薬品製造販売事業	40,659	45,493 11.9%
	医療従事者派遣・紹介事業	13,083	14,300 9.3%
	調整前	262,366	286,701 9.3%
	調整額	-16,679	-18,102 -
	売上高合計	245,687	268,599 9.3%
営業利益	調剤薬局事業	8,707	8,794 1.0%
	医薬品製造販売事業	1,885	1,884 -0.1%
	医療従事者派遣・紹介事業	1,478	1,849 25.1%
	調整前	12,071	12,527 3.8%
	調整額	-5,337	-5,296 -
	営業利益合計	6,733	7,231 7.4%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(1) 調剤薬局事業

売上高 226,908 百万円（前期比 8.8% 増）、営業利益 8,794 百万円（同 1.0% 増）を計画している。店舗数については自力出店で 45 店の新規出店を計画するほか、M&A もチャンスがあれば積極的に行う方針だ。ただし、同社は出店数ありきでの経営はしておらず、例年、実際の出店数は計画を下回る状況が続いている。一方退店については、前期同様、将来性や発展性の観点から検討を行うため、10～15 店舗が閉鎖となる可能性があると弊社ではみている。

処方箋については、処方箋応需枚数は新規出店数にも左右されるものの、前期比 5%～7% 増を目指すと思われる。処方箋単価は既存店ベースの場合、2019 年 3 月には 2018 年 3 月のレベルまで回復した。2019 年 4 月は改定がなかったため、既存店ベースの処方箋単価は前期比 2～3% の上昇を想定していると思われる。

利益面では、将来の店舗数拡大や、個々の薬局の機能強化を見据えて人財投資を積極化させている。こうした先行的な投資が利益を圧迫するため、営業利益は前期比 1.0% 増と横ばい圏での推移を予想している。

(2) 医薬品製造販売事業

売上高 45,493 百万円（前期比 11.9% 増）、営業利益 1,884 百万円（前期比 0.1% 減）を予想している。販売品目の増加と、つくば第二工場の順調な稼働を反映し、売上高は前期比 11.9% 増を計画している。前期同様、採算性重視の販売戦略を堅持しつつ、内部売上のみならず外部売上についても前期比増収を目指している。

利益面では、増収に伴う利益増は期待できるものの、一方で 2019 年 10 月と 2020 年 4 月の薬価改定を控え、それへの事前対応の費用増が発生する一方、春日部工場売却の効果は発現が 2021 年 3 月期となるため、営業利益は前期比横ばいとみている。

今後の見通し

(3) 医療従事者派遣・紹介事業

売上高 14,300 百万円（前期比 9.3% 増）、営業利益 1,849 百万円（同 25.1% 増）を計画している。売上高は中核事業の薬剤師派遣事業を中心に、薬剤師紹介、医師紹介の各事業が順調に拡大する見通しだ。利益面でも、前期まで続いていた医師紹介事業のための先行投資がピークアウトすることもあり、前期比 25.1% 増と大幅増益を計画している。

損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 通期	19/3 期 通期	20/3 期	
					2Q 累計 (予)	通期 (予)
売上高	219,239	223,468	241,274	245,687	129,872	268,599
前期比	20.6%	1.9%	8.0%	1.8%	9.4%	9.3%
売上総利益	39,068	39,258	43,837	41,975	-	45,824
売上総利益率	17.8%	17.6%	18.2%	17.1%	-	17.1%
販管費	28,578	30,738	33,250	35,242	-	38,593
販管费率	13.0%	13.8%	13.8%	14.3%	-	14.4%
営業利益	10,489	8,519	10,587	6,733	2,862	7,231
前期比	57.8%	-18.8%	24.3%	-36.4%	85.0%	7.4%
営業利益率	4.8%	3.8%	4.4%	2.7%	2.2%	2.7%
経常利益	9,878	7,976	10,138	6,077	2,789	7,069
前期比	64.6%	-19.3%	27.1%	-40.1%	120.4%	16.3%
親会社株主に帰属する 当期純利益	6,329	4,638	6,104	3,790	1,444	4,020
前期比	127.8%	-26.7%	31.6%	-37.9%	93.9%	6.1%
分割調整後 EPS (円)	432.85	290.03	381.69	243.47	96.35	268.17
分割調整後配当 (円)	45.00	50.00	50.00	50.00	25.00	50.00
分割調整後 BPS (円)	2,030.22	2,278.70	2,595.00	2,739.04	-	-

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

出所：決算短信よりフィスコ作成

今後の見通し

貸借対照表

(単位：百万円)

	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末
流動資産	60,096	84,838	82,327	81,613	80,132
現金及び預金	13,952	32,385	21,200	28,464	29,749
売掛金等	21,413	26,810	27,643	21,230	17,848
棚卸資産	21,066	22,016	29,514	28,224	29,465
固定資産	70,044	72,770	96,019	104,956	98,545
有形固定資産	48,819	51,997	68,513	75,662	69,806
無形固定資産	10,376	10,122	16,773	17,952	16,906
投資その他の資産	10,848	10,650	10,733	11,341	11,833
資産合計	130,141	157,609	178,347	186,569	178,677
流動負債	53,474	68,985	66,305	70,310	69,100
買掛金等	33,392	44,653	41,033	39,973	40,355
短期借入金等	11,169	12,963	13,411	15,309	16,143
固定負債	59,031	56,151	75,595	74,752	68,504
長期借入金等	53,184	50,621	70,678	68,372	62,470
株主資本	17,515	32,507	36,345	41,648	41,196
資本金	3,953	3,953	3,953	3,953	3,953
資本剰余金	4,754	10,926	10,926	10,926	10,926
利益剰余金	11,868	17,672	21,511	26,816	29,815
自己株式	-3,059	-44	-46	-47	-3,498
その他の包括利益累計額	119	-34	101	-144	-127
純資産合計	17,635	32,473	36,447	41,506	41,073
負債・純資産合計	130,141	157,609	178,347	186,569	178,677

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)

	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	5,831	19,327	-940	23,141	13,572
投資活動によるキャッシュ・フロー	-8,437	-7,823	-28,444	-13,843	-1,770
財務活動によるキャッシュ・フロー	1,422	7,031	18,205	-2,034	-10,516
現預金増減	-1,183	18,535	-11,180	7,264	1,284
期首現預金残高	15,027	13,844	32,380	21,200	28,464
期末現預金残高	13,844	32,380	21,200	28,464	29,749

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

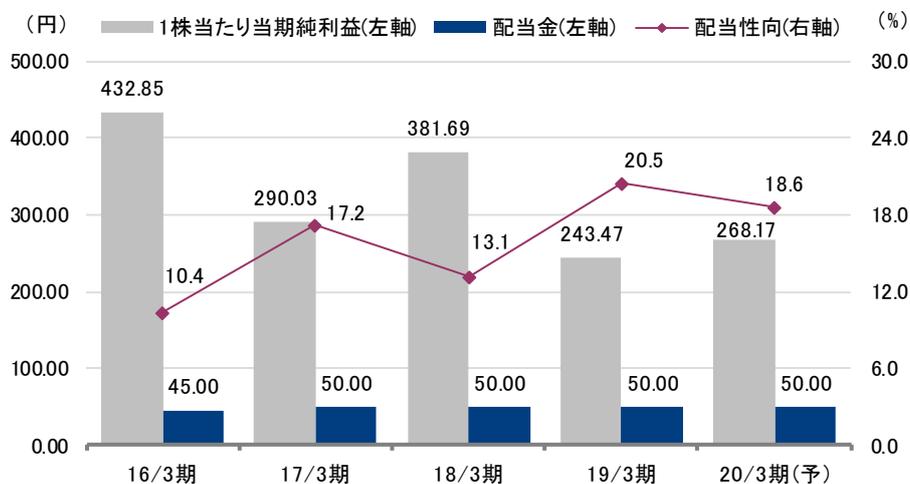
2020年3月期は前期比横ばいの50円の配当予想を公表

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。

2019年3月期について同社は、従来からの見通しどおり、前期比横ばいの50円（中間配25円、期末配25円）の配当を実施した。配当性向は20.5%となった。2020年3月期についても前期比横ばいとなる50円（中間配25円、期末配25円）の配当見通しを公表している。予想1株当たり利益268.17円に基づく配当性向は18.6%となる。

2020年3月期については増収増益を予想しているが、減益となった2019年3月期からの増益であって過去のピーク利益の水準を依然として大きく下回っていることや、2020年4月の改定で調剤薬局業界がいよいよ大再編時代に入ることへの備えの意識が、前期比横ばいの配当予想の背景にあると弊社ではみている。

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



出所：決算短信よりフィスコ作成

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。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