COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

キリン堂ホールディングス

3194 東証１部

企業情報はこちら >>>

2017 年 5 月 29 日（月）

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

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

目次

■要約 01
1. 2017 年 2 月期は増収減益で着地。悪い中にも業績回復の道筋が垣間見えた内容 01
2. 第 2 次中期経営計画を発表。最終年度に営業利益率 3% を目指す 01
3. 2018 年 2 月期は増収増益を予想。利益面での本格成長は 2019 年 2 月期の見通し 01

■会社概要 02
1. 沿革 02
2. 事業の概要 04
3. 特長と強み 07

■業績動向 09
1. 2017 年 2 月期決算の概要 09
2. 主要な KPI の状況 10

■成長戦略と中期経営計画 12
1. 過去業績と経営課題 12
2. 第 2 次中期経営計画の概要 14
3. 重点課題 1：関西ドミナントの推進 15
4. 重点課題 2：既存店の活性化 16
5. 重点課題 3：調剤機能の強化 17
6. 重点課題 4：その他の施策 17

■今後の見通し 18

■株主還元策 21

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

第 2 次中期経営計画を発表。利益率改善に向けて不退転の決意で臨む

キリン堂ホールディングス <3194> は関西地盤のドラッグストアチェーン大手。関西圏を中心に 344 店舗（2017 年 2 月末現在）を展開する。「地域コミュニティの中核となるドラッグストアチェーン」を社会的インフラとして確立し、日常生活の利便性と未病をベースに顧客の感動と満足を創造し、地域社会に貢献することを目指している。

1. 2017 年 2 月期は増収減益で着地。悪い中にも業績回復の道筋が垣間見えた内容

2017 年 2 月期決算は前期比増収減益で期初予想に対しては大幅未達で着地した。上半期において越境 EC の不振、診療報酬改定の影響、天候不順による季節商品の販売不振が重なったことが響いた。下半期に盛り返したものの上半期の未達分をカバーしきれず減益となった。しかし下半期において改装やポイントカード会員への販促などの施策が一定の効果を見せて上半期比較で大幅増益を達成した点には、将来の業績回復・成長の可能性を感じさせるものがあったと弊社では考えている。

2. 第 2 次中期経営計画を発表。最終年度に営業利益率 3% を目指す

同社は 2018 年 2 月期～ 2020 年 2 月期の第 2 次 3 ヶ年中期経営計画を発表した。前中期経営計画で達成しきれなかった営業利益率の改善を重点課題のテーマとし、その実現のために達成すべき 6 つの課題を掲げている。同社にとっては、第 2 次中期経営計画の諸施策の着実な実行がそのまま成長戦略となる。定量目標としては、最終年度の 2020 年 2 月期において連結売上高 137,000 百万円、連結営業利益 4,000 百万円、連結営業利益率 3%、連結 ROE10% 以上が掲げられている。2017 年 2 月期決算の反省から、同社は第 2 次中期経営計画の実現に向けて不退転の決意で取り組む姿勢を示している。

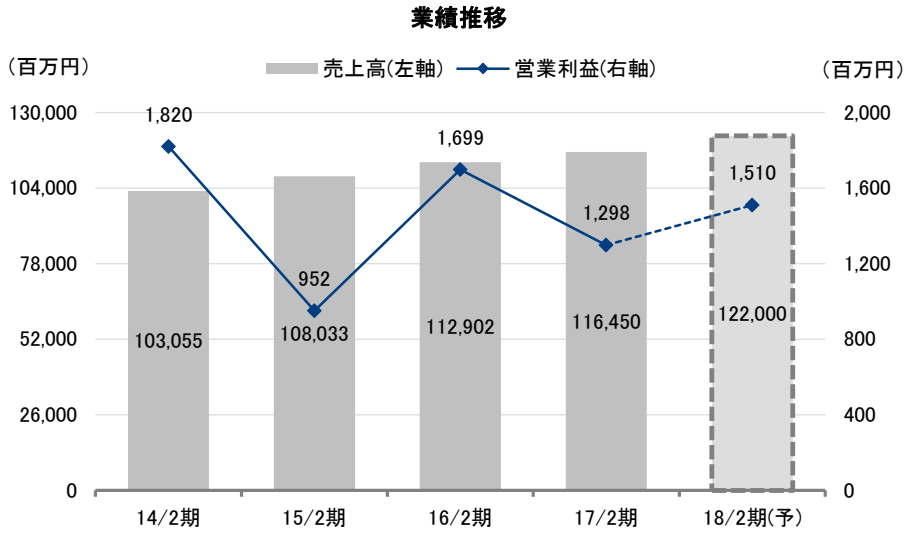
3. 2018 年 2 月期は増収増益を予想。利益面での本格成長は 2019 年 2 月期の見通し

2018 年 2 月期について同社は、前述の第 2 次中期経営計画で掲げた諸施策の実行を通じて、売上高 122,000 百万円（前期比 4.8% 増）、営業利益 1,510 百万円（同 16.3% 増）を計画している。営業利益率は 1.2% と前期比 0.1 ポイントの改善にとどまるが、これは前期に 25 店の大量出店を行った影響だと弊社では考えている。これらの店舗が収益に本格貢献してくる 2019 年 2 月期には利益成長及び利益率改善が顕著なものになると期待される。

Key Points

- 関西圏での高いブランド認知度とカウンセリング営業を実行できる潜在力が強み
- 第 2 次中期経営計画では利益率の改善がメインテーマ。関西ドミナントの推進など 6 項目の重点課題への取り組みで目標達成を狙う
- 2018 年 2 月期は中期経営計画の施策の実行で増収増益の予想。利益の一段の飛躍は来期に期待

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.



注：2015 年 2 月期より持株会社制に移行
出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

1955 年に大阪市で創業。
関西を地盤にドラッグストアを 300 店舗以上展開

1. 沿革

1955 年、大阪市に売場面積 30 坪のキリン堂薬局を創業。同社の前身である（株）キリン堂は 1958 年、薬局店舗営業と薬品製造業を目的として大阪市に設立された。関西地区を中心に順次店舗網を拡大し、2000 年代に入るとドラッグストアチェーンの（株）ドラッグエルフ、（株）ジェイドラッグ、（株）ニッショードラッグなどを次々と買収した結果、2006 年にはグループ店舗数が 300 店に達した。

ドラッグストア事業以外では、1973 年に（株）健美舎を設立して健康食品の PB（プライベート・ブランド）化に乗り出したほか、2010 年には（株）ソシオン ヘルスケア マネージメントを子会社化し医療・介護分野のコンサルティング事業に乗り出した。海外展開では中国をターゲットに事業展開を行っている。

2014 年に（株）キリン堂ホールディングスを設立して現在の持株会社体制に移行した。株式市場にはキリン堂時代の 2000 年 9 月に大阪証券取引所第 2 部に上場し、その後 2004 年 3 月に東京証券取引所第 1 部に上場し、現在に至っている。

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.

（株）キリン堂の沿革

1958年 3月	薬局店舗営業と薬品製造業を目的として大阪市都島区にて設立
1968年11月	大阪府外出店 1 号店として奈良店を開店
1971年 1月	フランチャイズ（FC)1 号店として豊里店を開店
1973年 7月	健康食品開発を目的に（株）健美舎（現・連結子会社）を設立。健康食品 PB 化を開始
1991年 7月	調剤薬局チェーンの（株）メディネットを買収、関東地区における調剤部門強化を図る（2004 年 11 月に本体に吸収合併）
1998年 2月	直営店舗数が 100 店舗となる
2000年 9月	大阪証券取引所第 2 部に株式を上場
2003年 2月	東京証券取引所第 2 部に株式を上場
2004年 3月	東京証券取引所第 1 部に指定替え
2004年 6月	ドラッグストア展開の（株）ドラッグエルフを買収し、関西地区におけるドミナント戦略を強化（2005 年 1 月に本体に吸収合併）
2006年 9月	直営店舗数が 200 店舗となる
2006年10月	ドラッグストア展開の（株）ジェイドラッグを買収し、四国地区におけるドミナント戦略を強化（2012 年 2 月に（株）ニッショードラッグに吸収合併）
2006年12月	ドラッグストアチェーンのニッショードラッグを買収し、関西地区におけるドミナント戦略を強化（2012 年 8 月に本体に吸収合併）
2006年12月	直営店舗数が 300 店舗となる
2010年 8月	医療・介護分野のコンサルティング等を行う（株）ソシオン ヘルスケア マネージメント（現・連結子会社）の株式を取得
2011年 1月	中国における事業展開に向け「麒麟堂美健国際貿易（上海）有限公司」を設立（2015 年 3 月に出資持分を全て売却）
2011年 3月	大阪証券取引所第 1 部に指定替え
2012年 9月	中国江蘇省を基軸にドラッグストア店舗展開を行うため「忠幸麒麟堂（常州）商貿有限公司」を設立（2017 年 2 月に出資持分を全て売却）
2014年 1月	中国向け美容関連事業などを営む子会社を統括する持株会社「BEAUNET CORPORATION LIMITED」（現・持分法適用会社）の株式を取得

出所：ホームページよりフィスコ作成

（株）キリン堂ホールディングスの沿革

2014年 8月	（株）キリン堂が単独株式移転の方法により（株）キリン堂ホールディングスを設立し、東京証券取引所第 1 部に株式を上場（キリン堂は上場廃止）
2014年12月	「BEAUNET CORPORATION LIMITED」（現・持分法適用会社）が中国法人「美悉商貿（上海）有限公司」の全株式を取得
2013年 3月	「麒麟堂美健国際貿易（上海）有限公司」の出資持分を全て売却
2016年11月	「BEAUNET CORPORATION LIMITED」の第三者割当増資により議決権比率が減少したため、持分法適用関連会社となる
2017年 2月	「忠幸麒麟堂（常州）商貿有限公司」の出資持分を全て売却

出所：ホームページよりフィスコ作成

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.

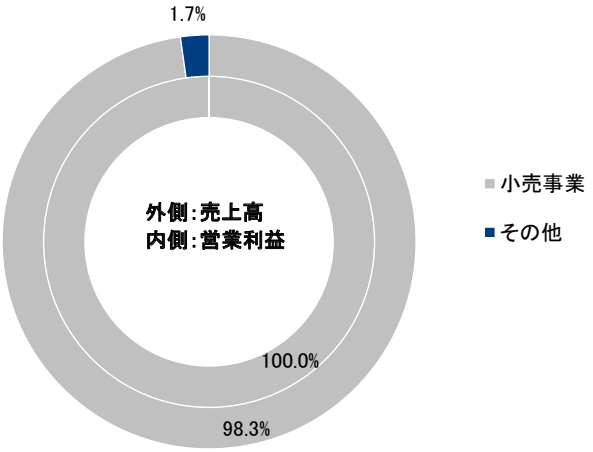
関西ドミナント戦略のもと、関西圏主体にドラッグストアをチェーン展開

2. 事業の概要

（1）事業セグメントとグループ会社の概要

同社の事業は小売事業とその他事業に分けられる。収益の大部分はドラッグストアを中心とする小売事業だ。その他は子会社で行っている卸売事業や医療コンサルティング事業、海外事業で構成されている。

事業部門別売上高・営業利益の構成比
（2017年2月期実績）



注：その他は 150 百万円の営業損失（数値は 2017 年 2 月期実績）
出所：決算短信よりフィスコ作成

小売事業は子会社のキリン堂が担っている。前述のように同社はドラッグストアチェーンを買収して店舗網の拡大を図ってきたが、それらの子会社は 2012 年までにすべてキリン堂に吸収合併し、国内小売事業はキリン堂が単独で事業を行う体制となっている。その他のうち国内では、健美舎が健康食品を中心とする卸売事業を、ソシオン ヘルスケア マネージメントが医療コンサルティング事業を、それぞれ担っている。

海外事業は中国市場をターゲットとしているが、2017 年 2 月期に大きな体制変更が行われた。従来は忠幸麒麟堂（常州）商貿有限公司と BEAUNET CORPORATION LIMITED の 2 つの連結子会社でドラッグストア運営事業や E コマース（EC）、卸売事業などを展開していた。しかし、BEAUNET CORPORATION LIMITED が中国の E コマース（EC）第 3 位のビップショップ・ホールディングス <VIP> との間で資本業務提携契約を締結。さらに、BEAUNET CORPORATION LIMITED の第三者割当増資により、同社グループの持分が 50.23% から 35.15% に下がり、連結子会社から持分法適用関連会社へと変更された。これと併せて、業務の効率化と中国市場へのアクセスの一元化を目的に、忠幸麒麟堂（常州）商貿有限公司の持分すべてを BEAUNET CORPORATION LIMITED に売却した。体制は変わったが中国市場重視の姿勢は従来どおりで変化はないもようだ。

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.

主要なグループ企業

事業部門	主な関係会社	事業内容	同社の直接持分
小売事業	（株）キリン堂	ドラッグストア、保険調剤薬局の運営	100.00%
その他	（株）健美舎	健康食品、医薬品等の製造卸売	100.00%
	（株）ソシオン ヘルスケア マネージメント	医療・介護分野のコンサルティング	70.04%
	BEAUNET CORPORATION LIMITED	香港ベースの持株会社。中国における美容ポータルサイト運営、化粧品の E コマース運営及び卸業・小売業を営む会社を統括（現・持分法適用関連会社）	27.54%

出所：ホームページよりフィスコ作成

（2）営業地域と出店戦略

同社は関西圏主体の店舗展開を行ってきており、全店舗の 80% 以上が関西圏に位置している。こうした地域構成となっているのは、同社の企業理念の中に掲げている『地域コミュニティの中核となるドラッグストアを社会的インフラとして確立する』というビジョンのもと、関西ドミナント出店を徹底してきた結果だ。

関西地区におけるドラッグストアの勢力分布では、同社はスギホールディングス <7649>、ココカラファイン <3098> と並んで大手 3 社の一角を占めている。経営理念を貫徹し、かつ、現有の関西地域における優位性を維持・発展させる目的から、同社は関西ドミナント戦略に基づいた出店を今後も継続する方針だ。

国内店舗網

地域		店舗数			備考
		2015 年 2 月末	2016 年 2 月末	2017 年 2 月末	
広域　関西圏	関西地区	274	281	291	FC1 店を含む
	北陸地区	12	12	12	
	四国地区	20	19	19	
関東地区		11	11	11	調剤薬局が多い
中部地区		11	11	11	
合計		328	334	344	

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

（3）店舗戦略と販売戦略

同社の店舗は面積によって、300 坪型、150 坪型、100 坪型に 3 分される。2017 年 2 月期末時点の総店舗数 344 店の内訳は、ドラッグストアが 289 店（うち、処方せん取扱いが 33 店）、小型店舗が 53 店（うち処方せん取扱いが 28 店）、その他（うち、処方せん取扱いが 1 店）と FC 店が各 1 店となっている。

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.

規模別・業態別店舗数の推移

	11/2 期末	12/2 期末	13/2 期末	14/2 期末	15/2 期末	16/2 期末	17/2 期末	備考
ドラッグストア	260	262	268	275	277	279	289	300 坪型、150 坪型
うち調剤薬局併設型	27	26	27	28	28	26	33	
小型店	47	49	51	49	49	53	53	100 坪型、調剤薬局
うち調剤薬局併設型	2	3	5	5	4	4	4	
うち調剤薬局	16	17	19	19	20	25	24	
その他	1	1	1	1	1	1	1	
うち調剤薬局併設型	1	1	1	1	1	1	1	
FC 店	3	3	2	2	1	1	1	
国内店舗合計	311	315	322	327	328	334	344	

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の基本的な出店モデルは郊外型店で、300 坪型のドラッグストアがそれに該当する。立地条件に応じて 150 坪型も活用している。今後も 300 坪型店舗を基本とした郊外型店舗での出店が基本となるとみられる。

同時にまた、同社は店舗の都心回帰策も進めている。これまで、都市型店舗の店舗フォーマットや出店モデルの研究を進めつつ 5 店の都市型店舗を出店した。サイズ的には小型店舗であり、店舗賃料も郊外型に比べて高いなどのマイナス面はあるが、それを吸収するだけの集客と売上げを確保できるとの手応えが得られている状況だ。同社は PDCA サイクルを回して店舗フォーマットや出店モデルの確立に努め、都市型店舗を郊外型店舗と並ぶ出店の柱にしていく方針だ。

小売事業における商品部門別構成を見ると、最も多いのは約 40% を占める雑貨等で、化粧品（約 25%）と医薬品（約 18%）が続いている。商品部門ごとの売上総利益率は、医薬品、健康食品、化粧品のいわゆるヘルス & ビューティケア商品（HBC 商品。一部トイレタリーも含まれる）と調剤の売上総利益率が高く、育児用品と雑貨等の売上総利益率は一段低い状況となっているもようだ。

小売事業における商品部門別売上構成比（2017 年 2 月期実績）

（単位：百万円）

		2016/2 期	2017/2 期		
		通期	通期	前期比	構成比
商品売上高	医薬品	19,562	20,215	3.3%	17.7%
	健康食品	4,655	4,614	-0.9%	4.0%
	化粧品	27,305	28,134	3.0%	24.6%
	育児用品	3,329	2,741	-17.6%	2.4%
	雑貨等	44,418	47,500	6.9%	41.5%
調剤売上高		10,265	10,140	-1.2%	8.9%
その他		1,688	1,072	-36.5%	0.9%
小売事業売上高合計		111,226	114,419	2.9%	100.0%

出所：決算説明会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.

関西圏での高いブランド認知度と カウンセリング営業を実行できる潜在力が強み

3. 特長と強み

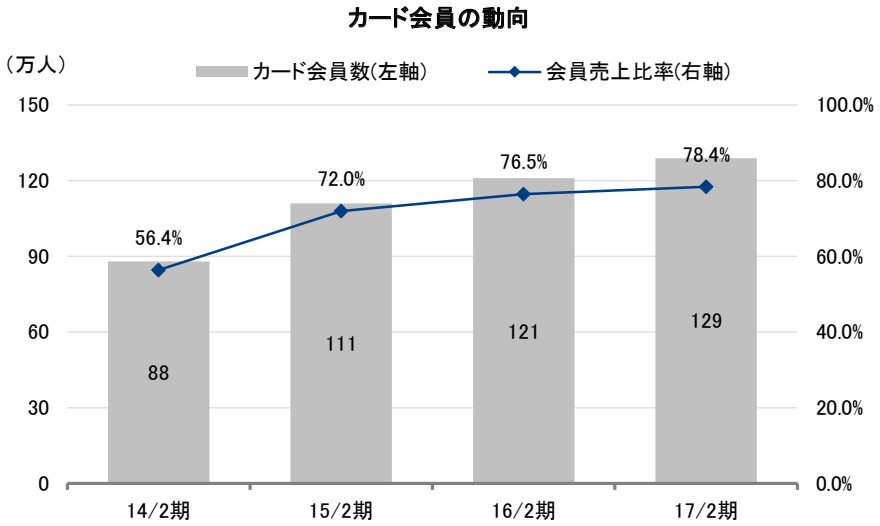
同社の特長・強みを紐解くキーワードは店舗戦略と同様、同社が企業理念の中に掲げる『地域コミュニティの中核となるドラッグストアを社会的インフラとして確立する』というビジョンだ。いくつかある同社の特長・強みの中で、弊社が特に重要と考えるのは以下の 2 点だ。

（1）関西圏での高いブランド認知度

同社の特長としてまず挙げられるのは関西圏に集中出店を行う、いわゆる関西ドミナント戦略を採用している点だ。2017 年 2 月末現在、国内 344 店のうち 291 店（いずれも FC1 店を含む）が関西圏に集中している。四国と北陸も加えた広域関西圏では、322 店が同域内に存在している。こうしたドミナント戦略の結果として、関西地区においては高いブランド認知度を有し、関西圏での売上高規模ではドラッグストア 3 強の一角を占める地位にある。

同社の関西圏における高い認知度、ブランド力が形となって表れている一例がポイントカード会員だ。同社は 2014 年 4 月から新ポイントカード制度をスタートさせた。2017 年 2 月期末の会員数は 129 万人（アクティブ会員の実数値）で、2017 年 2 月期の売上高に占める会員売上高の比率は 78.4% と 8 割近くに達している。

ポイントカード会員数はまだまだ上積みの余地がある。また、ポイントカード会員は同社にとっての重要なアセット（資産）であり、これをどのように生かして売上高の拡大につなげていくかが今後の課題の 1 つであると同時に大きなポテンシャルだと弊社では考えている。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

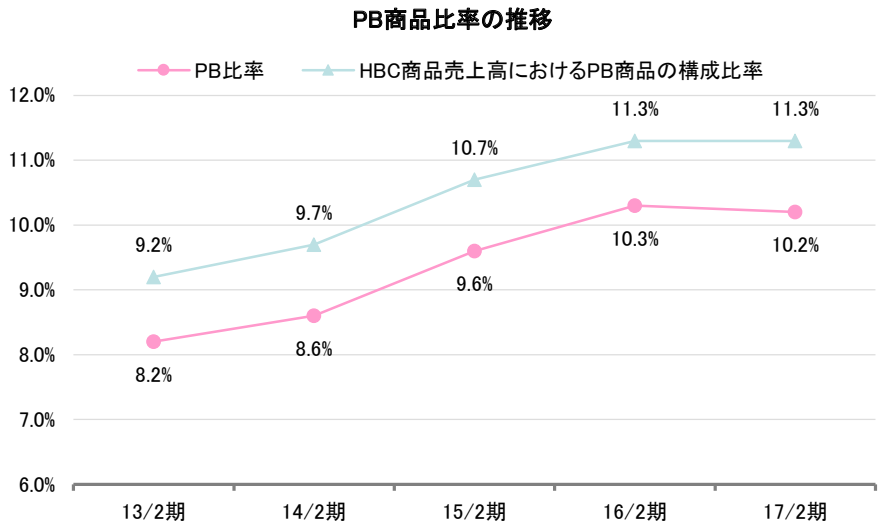
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）「未病対策」への取り組みとカウンセリング営業のポテンシャル

同社では、“未病対策”、すなわち顧客の健康保持に積極的に関与して病気を未然に防ぐことに取り組んでおり、従業員全体に“未病”の意識を浸透させてきている。これを従業員の意識改革のスローガンで終わらせずに、顧客に対するカウンセリング営業に繋げ、業績に落とし込む経営努力を行っている点も同社の特長・強みの 1 つだ。

これができる背景として見逃せないのが、前述した『地域コミュニティにおける社会的インフラ』としての店づくりのビジョンだ。地域密着型で顧客一人ひとりの顔が見える店づくりが、店舗スタッフへの信頼を高めカウンセリング営業の成功へとつながる正の循環のベースを形成していると弊社では考えている。

カウンセリング営業を全店舗・全従業員に浸透させるのは簡単なことではなく、同社もまだ道半ばであるのは否定できない。しかしこの強みを最大限発揮できた時のリターンは大きいと弊社では考えている。対象商材がヘルス & ビューティケア（HBC）商品を中心とした PB（プライベート・ブランド）商品の育成開発に直結するためだ。HBC 商品、PB 商品は利益率が高いため、これらの商品群の売上増は同社が目指す利益率改善にも大きく貢献すると期待される。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

前述の 2 つの特長・強みは、まだまだ改善・上昇の余地が残されているという点がポイントだ。関西ドミナント出店を着実に実行してきているため、前述の強みを発揮する体制は整っているが、その実行・実現という点では道半ばというのが現実だ。このことを否定的に捉えるのではなく、同社にとっての成長エンジンの 1 つとして考えるべきというのが弊社の見方だ。詳細は後述するが、同社の第 2 次中期経営計画において、前述の特長・強みの活用につながる施策も重点課題として盛り込まれており、今後の進展が注目される。

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.

業績動向

2017 年 2 月期は前期比大幅減益で着地も、今期以降の業績回復の道筋がイメージできる内容

1. 2017 年 2 月期決算の概要

2017 年 2 月期通期決算は、売上高 116,450 百万円（前期比 3.1% 増）、営業利益 1,298 百万円（同 23.6% 減）、経常利益 1,835 百万円（同 20.9% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 635 百万円（同 23.2% 減）と増収減益となり期初予想に対しても大幅未達で着地した。同社は第 2 四半期決算に際して通期予想を下方修正したが、修正予想に対しては利益が上振れとなった。

2017 年 2 月期決算は同社としても不本意な決算であったのは間違いない。しかし一方で、修正予想に対しては利益が上振れとなった点については積極的に評価しても良いと考えている。これは下半期において実施した既存店売上増に向けた活性化策や店舗改装や新規出店などの諸施策の効果が発現した結果だ。弊社ではこの下半期の盛り返しに、今後の同社の業績回復可能性や集客の底力といったものを垣間見ることができたと感じている。その意味で 2017 年 2 月期はプラス要素も十分に包含されている決算だったと弊社では考えている。

2017 年 2 月期決算の概要

（単位：百万円）

	16/2 期	17/2 期				
	通期	通期期初予想	通期修正予想	通期実績	前期比	修正予想比
売上高	112,902	120,400	115,800	116,450	3.1%	0.6%
営業利益	1,699	2,470	930	1,298	-23.6%	39.6%
売上高営業利益率	1.5%	2.1%	0.8%	1.1%	-	-
経常利益	2,320	3,000	1,420	1,835	-20.9%	29.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	826	1,070	220	635	-23.2%	188.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

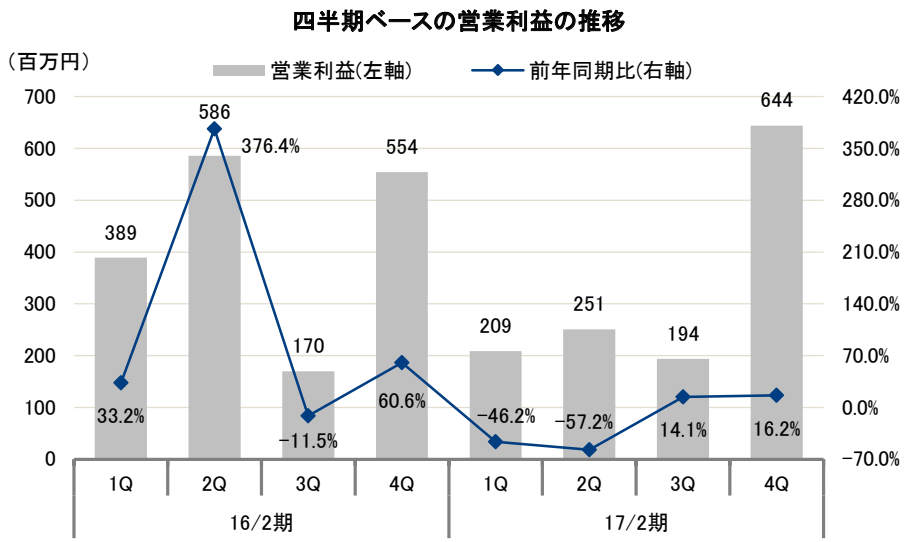
四半期ごとの推移を見ると、第 1、第 2 四半期において営業利益が前年同期比で大幅減益となった一方、第 3、第 4 四半期は 2 ケタ増益となり、上半期と下半期とで明暗がくっきりと分かれたことがわかる。

上半期はキリン堂の新店の寄与により売上高は前年同期比 2.6% の増収となったが、売上総利益において、売上高売上総利益率が前年同期比 0.3 ポイント悪化し、26.4% となった（利益額自体は前年同期比 1.3% 増益）。それに対して販管費は前年同期比 5.0% 増加し売上高販管費率が 25.6% に上昇した。その結果として上半期の売上高営業利益率は前年同期の 1.7% から 0.8% へと低下し、営業利益は前年同期比 52.8% の大幅減益となった。

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.

売上総利益率悪化の要因は 3 つだ。1 つ目は中国越境 EC 売上高の急減だ。これは中国政府による税制変更などが影響している。2 つ目は診療報酬改定の影響だ。改定によって基準調剤加算を獲得できていた店舗の構成比が改定前の 85.2% から改定後は 3.7% に大きく減少した。その結果調剤売上高は前期比 1.2%（125 百万円）の減収となったが、これがそのまま売上総利益率の低下につながったと考えられる。3 つ目は天候不順によるドラッグストアでの季節商品の販売不振だ。季節商品は医薬品や化粧品など利益率が高い商品が多く、売上総利益においてもその影響が大きかったもようだ。

これに対して下半期は、店舗の改装やポイントカード会員の拡大と会員向け販促強化などで既存店売上高を前年同期比プラスに転換させることに成功した。また下半期の新規出店も例年に比べて多かったこともあり、売上高が順調に伸長した。新店増加に伴う販管費（人件費・施設費等）の増加はあったものの、下半期の営業利益は前年同期比 15.7% 増、上半期比 82.2% 増となった。下方修正した通期予想では、下半期の営業利益について上半期比横ばいと想定していたため、結果的に修正予想に対して上振れでの着地となった。



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

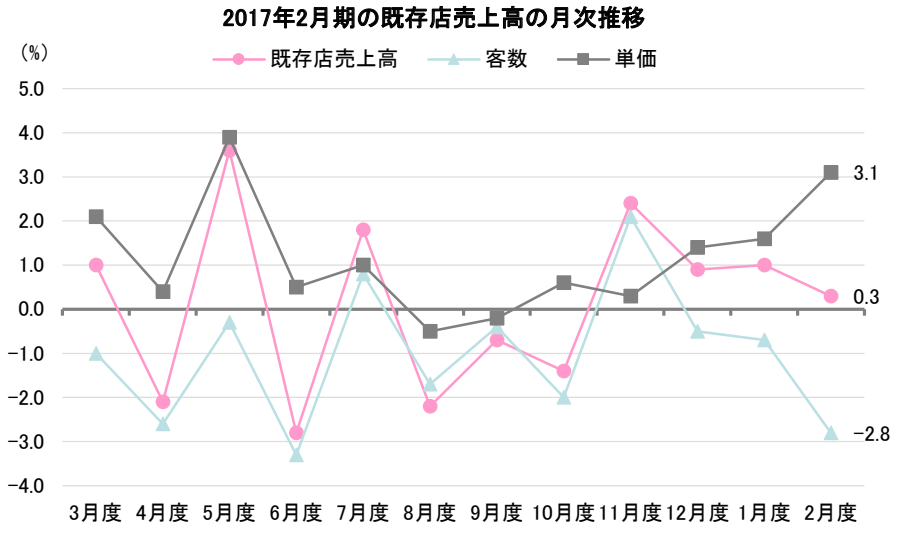
既存店売上高は前期比微増で着地。積極的新規出店を反映して販管費も増加

2. 主要な KPI の状況

（1）既存店売上高

2017 年 2 月期の既存店売上高は年度ベースでは前期比 0.1% 増と微増収で着地した。客数が同 1.0% 減となったのを客単価が同 1.2% 上昇したことで吸収して増収を確保した。上下比較では上期の既存店売上高が前年同期比 0.1% 減となったものの、下期は同 0.4% 増と盛り返し、通期では前述のとおり前期比 0.1% 増となった。

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

(2) 店舗異動の状況

2017 年 2 月期は 25 店を新規出店し、15 店を閉鎖したため期末店舗数は 1 年前に比較して 10 店増加し、344 店となった（FC1 店を含む）。新規出店 25 店の業態別内訳は、23 店がドラッグストア、2 店が調剤薬局だった。退店 15 店の内訳はドラッグストア 12 店、調剤薬局 3 店となっている。前述のように関西ドミナント戦略は同社の根幹として徹底されており、2017 年 2 月期のドラッグストアの新規出店 23 店の地域別内訳は、大阪 13 店、京都 5 店、兵庫 3 店、三重・石川各 1 店となっている（調剤薬局は兵庫と千葉に各 1 店を出店）。

2017 年 2 月期の出店・退店の状況

	2017/2 期				
	前期末	出店	退店	フォーマット転換等	当期末
ドラッグストア	308	23	12	-	319
（うち調剤薬局併設型）	31	6	-	1	38
調剤薬局	25	2	3	-	24
FC	1	-	-	-	1
合計	334	25	15	-	344

注：ドラッグストアには、小型店・その他業態店を含む
出所：決算短信よりフィスコ作成

(3) 販管費の状況

販管費は新規出店数の増加を反映して人件費や施設費が増加し、販管費全体で前期比 3.9% 増となった。売上高に占める販管費の割合は 25.5% で、前期の 25.3% から 0.2 ポイント上昇した。販管費の主要費目別構成比を見ると、人件費が販管費の 50.7% を占めて最も高くなっており、次いで施設費が 25.5% を占めている。同社の業態においては店舗施設と店舗スタッフこそが主要なアセットであり、費用面での構成比が高くなるのは当然とも言えるが、同業他社との比較において、相対的に人件費の割合が高い状況にある点は指摘できるだろう。

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.

販管費の状況

（単位：百万円）

	15/2 期	16/2 期			17/2 期		
	実数	実数	前期比	構成比	実数	前期比	構成比
販売費	1,731	2,024	16.9%	7.1%	2,127	5.1%	7.2%
人件費	14,122	14,274	1.1%	50.0%	15,049	5.4%	50.7%
営業費	4,868	4,992	2.6%	17.5%	4,949	-0.9%	16.7%
施設費	7,462	7,266	-2.6%	25.4%	7,557	4.0%	25.4%
合計	28,185	28,557	1.3%	100.0%	29,684	3.9%	100.0%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

成長戦略と中期経営計画

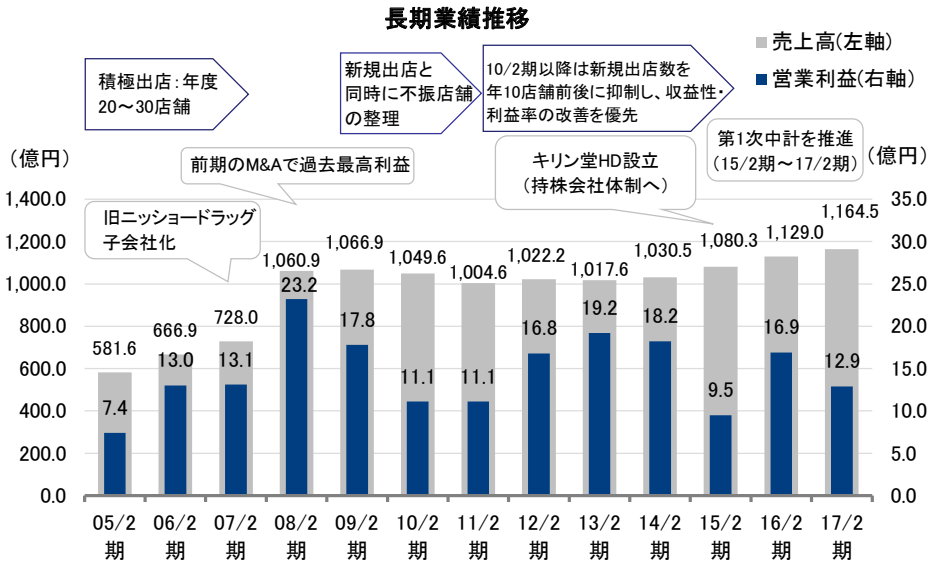
一時期の停滞期を抜け出し売上高は成長軌道に回帰も、利益率は低迷が続く

1. 過去業績と経営課題

同社の長期的な業績推移を見ると、2008 年 2 月期に売上高が 1,000 億円の大台に乗った。これは 2007 年 2 月期までの積極出店とニッショードラッグの子会社化が貢献した結果だ。その後は、不振店の整理に伴う停滞期があり、2016 年 2 月期になって 1,100 億円を突破した。その間、小売事業において買収してきたジェイドラッグやニッショードラッグなどをキリン堂に吸収合併して経営の一体化を行い、経営効率を高める施策を行ってきた。

利益面の動きも基本的には売上高と連動している。2008 年 2 月期に M&A 効果もあって過去最高営業利益を記録した。その後、不振店の整理で一時的に利益が落ち込んだが徐々に回復した。2015 年 2 月期には消費増税に伴う駆け込み需要の反動減、天候不順、決算期変更による販管費増などが重なり利益が一時的に落ち込んだが、2016 年 2 月期に V 字回復を果たしたという状況にある。更なる成長を期待した 2017 年 2 月期は、前述のように越境 EC を取り巻く環境の変化、診療報酬の改定及び天候不順の 3 つの要因から不本意な結果に終わった。しかし、2017 年 2 月期もトップラインングロースを確保したという点はポジティブに評価できると考えている。

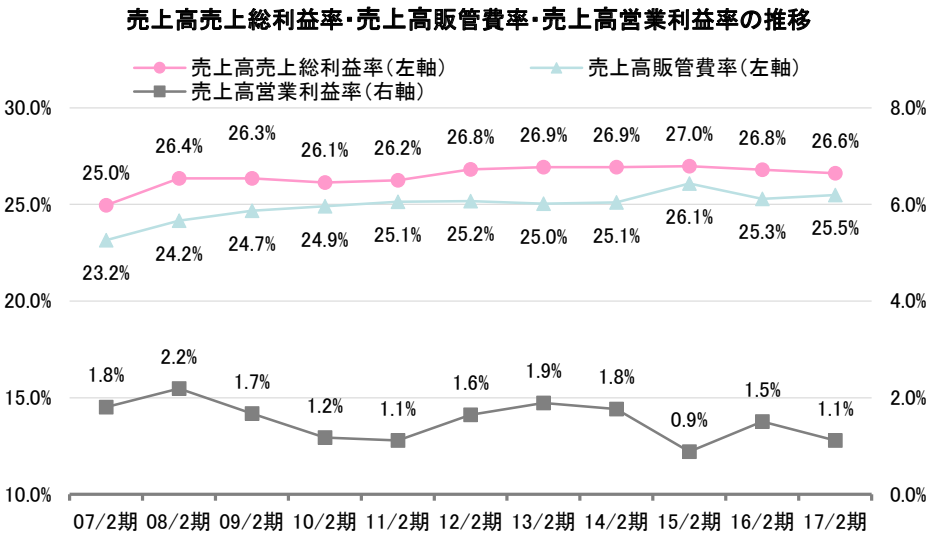
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

同社の過去業績でポイントとなるのは利益率の低さだ。過去の同社の売上高営業利益率の推移を見ると、2008 年 2 月期に 2.2% を記録した後は 1% 台で推移している。また、競合他社比較においても、同社の営業利益率は低い部類に属している。

前述のように、同社は売上高については成長軌道に回帰している。一方で利益率が改善しないため、利益の成長が止まっているというのが現状だ。したがって、同社の成長戦略とは利益率改善とほぼ同義ということができる。利益率の低さについては同社自身も強く意識していることであり、新中期経営計画においても利益率の向上は最重要の経営課題と位置付けられている。



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.

第 2 次中期経営計画では利益率の改善がメインテーマ。関西ドミナントの推進など 6 項目の重点課題への取り組みで目標達成を狙う

2. 第 2 次中期経営計画の概要

成長戦略についての同社の具体的取り組みは、3 ヶ年中期経営計画の策定とその着実な実行だ。今般同社は、第 2 次中期経営計画として、2018 年 2 月期～ 2020 年 2 月期の第 2 次 3 ヶ年中期経営計画を策定し、その内容を発表した。

第 1 次中期経営計画を総括すると、売上高は 116,000 百万円という定量目標を達成したものの、営業利益は 3,480 百万円という目標には大きく未達となった。営業利益率 3% という目標も同様だ。同社は営業利益率に象徴される収益性の改善が進まなかったことを第 1 次中期経営計画の反省点としている。また、次の 10 年に向けて改善すべき点として、関西圏でのドラッグストア業界でのシェアトップ奪回や既存の郊外型ドラッグストアから脱却すべく新たな店舗フォーマットを確立することなどを掲げている。

第 2 次中期経営計画は上述のような反省や問題意識に基づき、“ 国内営業基盤の再構築 ” を実現するための計画と位置付けられている。重点課題のテーマとして “ 営業利益率の改善と実現力の向上 ” が掲げられ、そのために取り組むべき課題として、“ 関西ドミナントの推進 ” 以下 6 項目が掲げられている。また、第 2 次中期経営計画の定量目標としては、最終年度の 2020 年 2 月期において連結売上高 137,000 百万円、連結営業利益 4,000 百万円、連結営業利益率 3%、連結 ROE10% 以上という数値が掲げられている。

第 2 次中期経営計画（2018 年 2 月期 – 2020 年 2 月期）の概要

計画の位置づけ	
目指す方向性への通過点：国内営業基盤の再構築	
重点課題のテーマ	
営業利益率の改善と実現力の向上	
重点課題	
1	関西ドミナントの推進
2	既存店の活性化
3	調剤機能の強化
4	アシスタントスタッフの戦力化と作業システム改革
5	販売チャネルの拡大
6	不採算店のスクラップ
第 2 次中期経営計画最終年度の定量目標（カッコ内は 2017/2 期実績）	
連結売上高	137,000 百万円（116,450 百万円）
連結営業利益	4,000 百万円（1,298 百万円）
連結営業利益率	3%（1.1%）

出所：決算説明会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.

都市型店舗の店舗フォーマットを確立し、出店を加速へ

3. 重点課題 1：関西ドミナントの推進

関西ドミナントの推進とは、同社の出店計画と言い換えることができる。同社は第 2 次中期経営計画期間においてドラッグストアを 45 店（うち約半数の 22 店には調剤を併設）、調剤薬局を 8 店出店する計画を発表している。主力のドラッグストア業態については、関西ドミナント戦略を遂行する上で郊外型店舗だけでなく都市型店舗の出店を進める計画だ。

関西ドミナントの推進に関して弊社が注目するのは、やはり都市型店舗の出店だ。同社は都市型店舗の出店先としてターミナル駅、オフィス街、繁華街の 3 つのパターンを想定しており、それぞれの立地に適した店舗フォーマットの確立に注力しているところだ。現状は都市型店舗が 6 店まで積み上がっているが、都市型店舗のポテンシャルについて手応えを感じており、今後の出店加速とその成功に自信を深めている状況だ。

直近の例では 2017 年 4 月 13 日にオープンした「四条烏丸京都本店」の例がある。1 日 2 万人以上という歩行者通行量の多い立地に約 300㎡（約 90 坪）の売場面積を擁し、約 60% をビューティケア商品が占めるという売場構成となっている点が特徴だ。また、京都という立地特性に鑑み、インバウンド対応（外国語対応、免税対応など）も充実させている。

都市型店舗は店舗当たり売上高が郊外型よりも大きくなり、また、収益性も高くなるポテンシャルがある。四条烏丸京都本店を初めとする既存の都市型店舗の収益状況に加え、今後の都市型店舗の出店状況に注目していきたい。

四条烏丸京都本店の外観

出所：同社より提供

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.

店舗改装は一定の売上拡大効果を有することを確認。新型店舗フォーマットとの融合で成長ポテンシャルは一段と高まる可能性

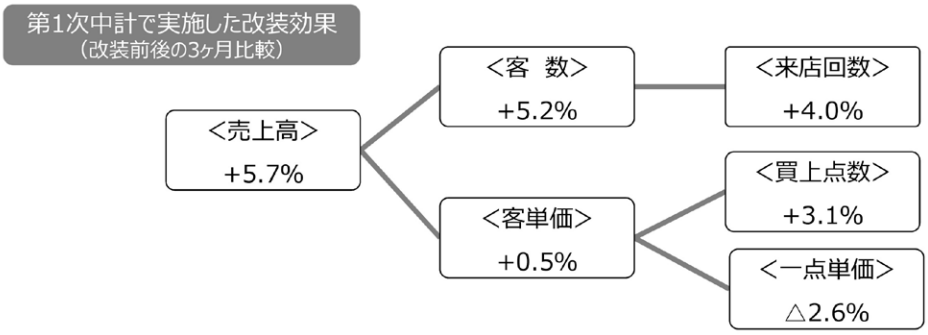
4. 重点課題 2：既存店の活性化

同社が計画する既存店活性化策は大きく 2 つだ。1 つは店舗の改装で、第 2 次中期経営計画の 3 年間で 100 店舗の改装を計画している。改装のポイントは食品・雑貨の強化だ。これによって来店回数増加による客数増加を図り、HBC 商品・PB 商品の販売増へとつなげる計画だ。

店舗改装の効果は明確で、第 1 次中期経営計画の実績として、改装を挟んだ前後 3 ヶ月間の比較において売上高は 5.7% の増収となった。改装効果は時間とともに薄れるが、1 年間にならしても改装店舗は改装前に比較して 2% 程度の増収効果があるとみられる。一方で改装費用は数百万円程度と推測され、費用対効果が大きい施策と言える。

同社の直営ドラッグストアの店舗数は 2017 年 2 月末現在で 319 店であり、3 年間で 100 店のペースだと全店の改装に 10 年間を要することになる。その間には消費者の嗜好や売れ筋商品も大きく変化すると予想されるため、改装ペースの引き上げに期待したいと弊社では考えている。

第 1 次中期経営計画で実施した店舗改装の効果



出所：決算説明会資料より掲載

もう 1 つは収益構造改革を目的としたドラッグストアの新フォーマットの確立だ。これは上記の店舗改装とも重なる施策でもある。同社は専属チームを設置し、社会の変化に対応するだけではなくリードするような新たなフォーマットの確立を目指すとしている。これが達成できれば、店舗改装の効果の最大化と長命化につながり、収益の成長戦略にも大きく貢献すると期待される。

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.

調剤薬局は大手調剤チェーンに匹敵する収益力。店舗数の拡大で収益の基盤形成を期待

5. 重点課題 3：調剤機能の強化

国が考える調剤薬局の方向性は“門前薬局からかかりつけ薬局へ”であり、同社が進める調剤機能強化とはこの流れに沿ったものと言える。国はあるべき薬局の形態に誘導する形で調剤報酬の改定を進めてくると考えられ、国の進める方向性沿うことが調剤事業の収益確保につながることになる。同社は第 2 次中期経営計画において、かかりつけ薬局への転換を進めることを明確にした。

加えて、ドラッグストアにおいては調剤併設型店舗を増やすことも打ち出している。また、中小の調剤チェーンを M&A で獲得することも目標に掲げている。この背景には、同社の中で調剤売上の売上総利益率が高く、売上規模を拡大させていくことが同社全体の収益性改善に寄与するとの狙いがあるとみられる。2017 年 2 月期の調剤売上の全社に占める割合は 8.7% であったが、第 2 次中期経営計画に上述の施策を進めて売上構成比を 12% に高めることを目指している。この方針は極めて妥当な施策だと弊社では考えているが、薬剤師の確保が厳しい点や、かかりつけ薬局への転換が店舗費用の上昇につながるリスクがある点には注意が必要だ。

アシスタントスタッフの販売戦力化と新たな販売チャネルの構築にも期待

6. 重点課題 4：その他の施策

前述した同社の強みである関西圏での高いブランド認知度とカウンセリング営業のポテンシャルを生かすことも、第 2 次中期経営計画の重点課題には盛り込まれている。

その他の施策の中でも「アシスタントスタッフの戦力化と作業システム改革」に弊社が期待するのは、まさにその理由からだ。未病への意識が浸透し、かつ店舗顧客とつながりを有する店舗スタッフをバックヤードの作業に従事させるだけではもったいないと言える。POS システム及びバックオフィスシステムの改革によってアシスタントスタッフが顧客と接する機会を増やして収益拡大につなげるというのは地味ではあるが大きなポテンシャルがある施策だと弊社では考えている。

「販売チャネルの拡大」も注目すべき施策だが、現状ではリアル店舗と EC サイトの連携による販売機会の拡大と表現されているだけで、具体的なありようが完全には見えてきていない。オムニチャネルなのか O2O（オー・ツー・オー、online to offline）なのか、あるいはマルチチャネルにとどまるのか、といったことはこれから明らかになってくるとみられる。どのような形態になるにせよ、ブランドの認知度は極めて重要な要素だと弊社では考えている。関西圏での高いブランド認知度を生かして実効性のある新たな販売チャネルをどのように構築してくるか見守りたい。

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.

今後の見通し

2018 年 2 月期は中期経営計画の施策の実行で増収増益の予想。利益の一段の飛躍は来期に期待

2018 年 2 月期通期決算は、売上高 122,000 百万円（前期比 4.8% 増）、営業利益 1,510 百万円（同 16.3% 増）、経常利益 2,050 百万円（同 11.7% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 690 百万円（同 8.7% 増）と増収増益を予想している。

2018 年 2 月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	17/2 期		18/2 期			
	通期実績	前期比	2Q 累計（予）	前年同期比	通期（予）	前期比
売上高	116,450	3.1%	60,500	4.7%	122,000	4.8%
営業利益	1,298	-23.6%	650	41.3%	1,510	16.3%
売上高営業利益率	1.1%	-	1.1%	-	1.2%	-
経常利益	1,835	-20.9%	920	22.4%	2,050	11.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	635	-23.2%	350	187.5%	690	8.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018 年 2 月期の経営の基本方針は、前述した第 2 次中期経営計画で掲げた項目を着実に実行していくことだ。新規出店についてはドラッグストア 16 店（うち 6 店には調剤を併設）、調剤薬局 4 店が計画されている。他方で不採算店舗のスクラップが 10 店予定されているため、年間の店舗純増数は 10 店となる見通しだ。また、既存店の活性化策として店舗改装は 35 店が計画されている。調剤機能強化やアシスタントスタッフの戦力化、販売チャネルの拡大といった施策も 2018 年 2 月期から着手しており、同社ではこれらの施策により売上高の前期比 4.8% 増収を計画している。

一方、同社が重点課題と位置付ける営業利益率は、1.2% と前期比 0.1 ポイントの改善が見込まれている。この点に関し、投資家の中には改善のペースが遅い、もしくは利益予想が保守的だと感じる向きもあるだろう。しかしながら弊社では、この利益率及び利益の予想は妥当だと考えている。

そう考える理由は、2017 年 2 月期の 25 店という新規出店数とタイミングにある。新規店舗が利益に貢献するのは早ければ 2 年目からであるが、2017 年 2 月期の 25 店は第 2 四半期後半から第 4 四半期に多く出店され、黒字化が 2018 年 2 月期の後半にずれ込む店舗が多くなるとみられる。年間ベースでは損失が残る店舗が多くなり、そうなると 25 店という出店数の多さが利益面ではマイナスに働くことになる。しかし 2019 年 2 月期にはこれらの店舗が利益面でもプラスに働いてくるため、売上高営業利益率の改善や高い増益率が具現化してくるものと期待される。

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.

今後の見通し

弊社では 2018 年 2 月期について、業績数値に加えて、前述のように、都市型店舗の出店と売り上げ状況、及び出店･改装のペースに注目していきたいと考えている。同社は新しい店舗フォーマットの開発をしながらの出店･改装を計画しているが、出店・改装のペースは新店舗フォーマットの開発状況のリーディングインディケーターになると考えているためだ。

損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	14/2 期	15/2 期	16/2 期	17/2 期	18/2 期	
					2Q 累計（予）	通期（予）
売上高	103,055	108,033	112,902	116,450	60,500	122,000
YOY	1.3%	4.8%	4.5%	3.1%	4.7%	4.8%
売上総利益	27,742	29,137	30,256	30,983	-	-
売上高総利益率	26.9%	27.0%	26.8%	26.6%	-	-
販管費	25,921	28,185	28,557	29,684	-	-
売上高販管費率	25.1%	26.1%	25.3%	25.5%	-	-
営業利益	1,820	952	1,699	1,298	650	1,510
YOY	-5.4%	-47.7%	78.5%	-23.6%	41.3%	16.3%
売上高営業利益率	1.8%	0.9%	1.5%	1.1%	1.1%	1.2%
経常利益	2,282	1,437	2,320	1,835	920	2,050
YOY	1.8%	-37.0%	61.4%	-20.9%	22.4%	11.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	942	619	826	635	350	690
YOY	6.8%	-34.3%	33.4%	-23.2%	187.5%	8.7%
EPS（円）	83.21	54.68	72.94	56.46	31.63	62.17
配当（円）	20.00	25.00	25.00	25.00	12.50	25.00
1 株当たり純資産（円）	1,030.59	1,069.97	1,100.41	1,142.96	-	-

注：2015 年 2 月期より持株会社制に移行
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.

貸借対照表

（単位：百万円）

	13/2 期末	14/2 期末	15/2 期末	16/2 期末	17/2 期末
流動資産	21,598	23,498	25,517	26,086	25,928
現預金	5,500	5,756	6,875	7,207	6,928
受取手形及び売掛金	2,101	2,141	1,476	2,114	2,148
棚卸資産	11,572	12,799	14,042	13,763	13,754
固定資産	19,362	19,057	19,280	19,127	20,125
有形固定資産	8,004	8,512	9,347	9,572	10,600
無形固定資産	2,228	1,853	1,322	828	247
投資その他の資産	9,128	8,691	8,611	8,726	9,277
資産合計	40,960	42,555	44,798	45,213	46,054
流動負債	20,892	21,962	22,285	22,820	22,893
支払手形及び買掛金・電子記録債務	13,276	14,269	16,420	15,522	16,235
短期借入金等	4,228	3,722	2,879	2,492	2,643
固定負債	9,059	8,790	10,223	9,796	10,492
長期借入金	7,011	6,501	7,394	7,220	7,807
株主資本	10,849	11,565	12,071	12,452	12,574
資本金	3,237	3,237	1,000	1,000	1,000
資本剰余金	3,223	3,223	5,460	5,439	5,447
利益剰余金	4,389	5,105	5,612	6,013	6,365
自己株式	-0	-0	-0	-0	-238
その他の包括利益累計額	54	112	51	16	42
非支配株主持分	105	124	166	127	51
純資産合計	11,008	11,802	12,290	12,596	12,667
負債・純資産合計	40,960	42,555	44,798	45,213	46,054

注：2015 年 2 月期より持株会社制に移行
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）

	13/2 期	14/2 期	15/2 期	16/2 期	17/2 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,951	2,917	3,150	2,828	2,357
投資活動によるキャッシュ・フロー	-959	-830	-1,064	-1,787	-2,533
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,046	-1,603	-938	-1,032	329
現預金換算差額	5	24	29	-7	1
現預金増減	-49	507	1,177	0	155
期首現預金残高	5,774	5,724	6,232	7,409	7,410
期末現預金残高	5,724	6,232	7,409	7,410	7,335

注：2015 年 2 月期より持株会社制に移行
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.

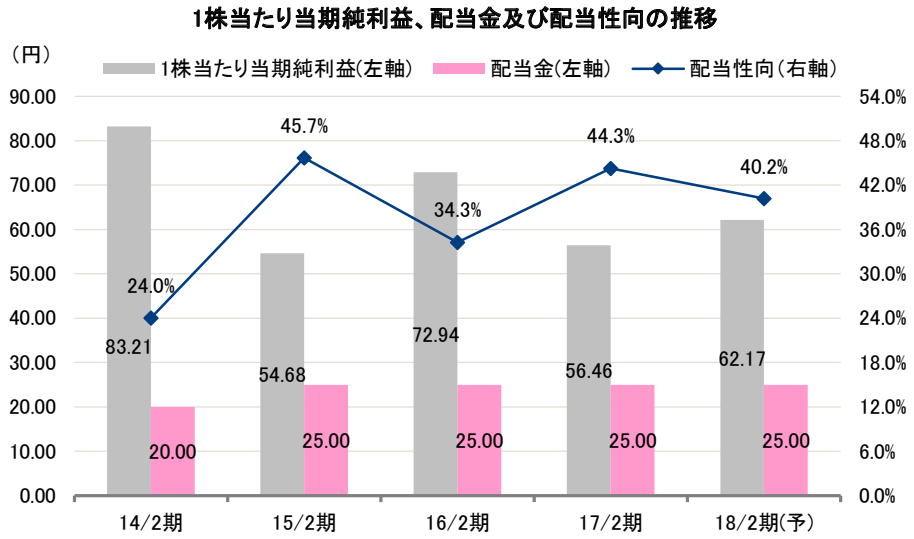
■株主還元策

2018 年 2 月期は 25 円配の予想。第 2 次中期経営計画の業績目標の達成が転換点になる可能性

同社は株主還元を重要な経営課題の 1 つとして位置付け、中間・期末の年 2 回の配当金によって行うことを基本方針としている。2017 年 2 月期は、期中に業績下方修正を行ったものの配当予想については修正せず、期初予想どおり、中間配当 12.5 円、期末配当 12.5 円の合計 25 円配を行った。こうした同社の対応は、株主重視の姿勢の表れと言えるだろう。

2018 年 2 月期については、前期比横ばいの年間 25 円の配当予想を公表している。1 株当たり当期純利益予想は 62.17 円であり、これに基づく配当性向は 40.2% となる。配当の水準に関し同社は、公約配当性向や目安の配当性向などを公表していない。過去の推移を見ると、安定配当を重視しながら、利益水準の拡大に応じて配当額も徐々に引き上げてきたことが読み取れる。

こうした配当に対する考え方は今後も維持されると弊社では推測している。当面の転換点としては、第 2 次中期経営計画で掲げられた営業利益目標の達成になるのではないかと弊社では推測している。



注：2015 年 2 月期より持株会社制に移行
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.

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