

# 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 12 月 21 日 (木)

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 3 月期第 2 四半期は前年同期比・計画比ともに増収増益で着地	01
2. 3 つの事業それぞれの成長戦略は明確。50 対 50 の事業ポートフォリオを目指す	01
3. 2018 年 3 月期は増収増益の見通し。季節性を考慮すれば上振れの可能性も	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 事業の概要	03
■ 業績の動向	04
1. 2018 年 3 月期第 2 四半期決算の概要	04
2. 調剤薬局事業の動向	05
3. 医薬品製造販売事業の動向	07
4. 医療従事者派遣・紹介事業の動向	08
■ 中長期の成長に向けた経営戦略	08
1. 中長期的に目指す事業ポートフォリオ	08
2. 調剤薬局事業の成長戦略	09
3. 医薬品製造販売事業の成長戦略	12
4. 医療従事者派遣・紹介事業の成長戦略	14
■ 今後の見通し	15
1. 2018 年 3 月期通期見通し	15
2. 2019 年 3 月期の考え方	16
■ 株主還元	19
■ 情報セキュリティ	20

## ■ 要約

### 3つの事業それぞれにおいて、明確な中長期成長戦略が順調に進捗

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3月期第2四半期は前年同期比・計画比ともに増収増益で着地

2018年3月期第2四半期決算は、売上高118,149百万円（前年同期比7.9%増）、営業利益4,888百万円（同24.1%増）と前年同期比及び計画比で増収増益を達成した。営業利益以下の各利益項目は、上期（第2四半期）ベースとしての過去最高を更新した。2018年3月期は薬価・調剤報酬改定のスキップ年であり、順当に増収増益を達成した。調剤薬局事業と医療従事者派遣・紹介事業は増収増益を確保した。医薬品製造販売事業は研究開発費の増加などで前年同期比減益となったが想定どおりの動きだった。

#### 2. 3つの事業それぞれの成長戦略は明確。50対50の事業ポートフォリオを目指す

同社は、中長期的に営業利益構成で見て調剤薬局事業50%、それ以外の2事業の合計で50%という事業構成を目指している。同社の強みは、そこに至る道筋（戦略）を3つの事業のそれぞれについて明確に描いているということだ。調剤薬局事業は、国が推進する施策への対応と店舗展開を両輪に成長を目指している。医薬品製造販売事業では、自社製造品の拡大と生産能力の確保が成長戦略の軸となっている。人材サービス事業では、強みを持つ薬剤師派遣に加えて、収益性・成長性の高い紹介事業の強化で成長加速を狙っている。

#### 3. 2018年3月期は増収増益の見通し。季節性を考慮すれば上振れの可能性も

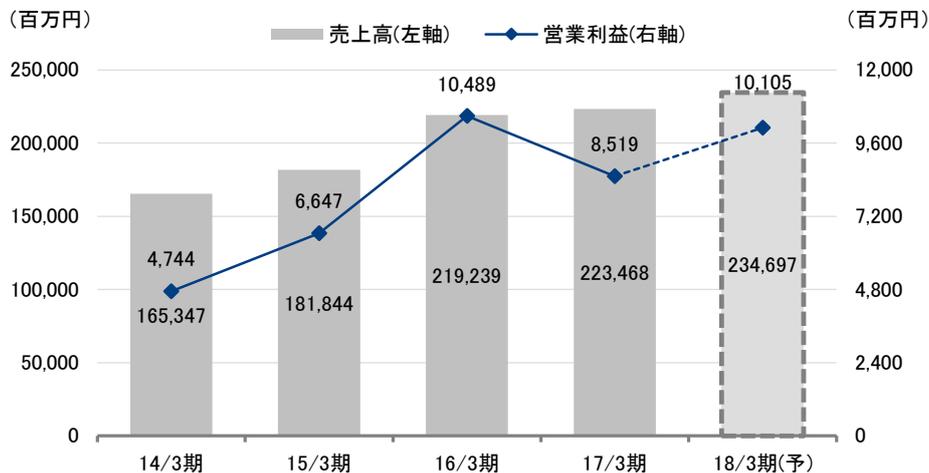
2018年3月期通期について同社は、売上高234,697百万円（前期比5.0%増）、営業利益10,105百万円（同18.6%増）を予想している。下期偏重という季節性を考慮すれば上振れも十分に期待できると弊社では考えている。2019年3月期は薬価・調剤報酬の改定や新工場の稼働により、業績的には踊り場となる可能性がある。しかし前述のように、中長期の成長戦略が明確かつ有効であることから、その後の成長回帰には十分期待が持てると弊社では考えている。

#### Key Points

- ・調剤薬局事業は国が推進する施策への対応と店舗展開が成長戦略の両輪
- ・医薬品製造販売事業では自社製造品の拡大と生産能力の確保が成長戦略の軸
- ・人材サービス事業では強みを持つ薬剤師派遣に加えて、収益性・成長性の高い紹介事業の強化で成長加速を狙う

## 要約

## 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### 企業理念の“真の医薬分業”の実現に向け、調剤薬局事業と医薬品製造販売事業を展開

#### 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。2018年3月期第2四半期末時点では全国で568店の調剤薬局を擁するに至っている（他に物販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。

## 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。三津原氏は、「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。日本ジェネリックは、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）（現・武田テバファーマ（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。

## 調剤薬局事業では 高効率かつ国の進める施策を先取りした店づくりに特長。 医薬品製造販売事業では積極的拡大策で存在感を発揮

### 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における大きな特長・強みは、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 位であることだ。店舗数では業界第 5 位ながら売上高では第 2 位の地位にあるのは、1 店舗当たりの売上高の大きさゆえだ。1 店舗当たりの売上高という指標を同社は非常に重視している。薬局に求められる社会的責任を果たしつつ企業として収益を確保しようとするれば、おのずと 1 店舗当たりの規模も大きくなっていく。店舗当たり売上高はその最大の KPI（重要経営評価指標）ということだ。店舗網の拡大は、同社も目指すところではあるが、やみくもに数を追うのではなく、店舗当たりの売上高等の厳しい社内基準を厳格に順守しながら店舗網の増大させてきた。これが自社出店中心の店舗拡大策へとつながっている。M&A について同社はそれを否定しているわけではなく、同社の基準にかな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薬局はその好例と言える。

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。

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。医療費の伸び抑制の観点からジェネリック医薬品への需要はますます高まるとして、2005 年の日本ジェネリック（株）を設立後も、長生堂製薬（株）の買収、テバ製薬（株）（現・武田テバファーマ（株））春日部工場の取得と生産能力を継続的に拡充してきた。また、販売品目数は 627 にまで増加した（2017 年 9 月時点）。現在建設中のつくば第二工場は、その第 1 期生産設備が 2018 年 4 月に竣工の予定となっている。

## 会社概要

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

### 2018年3月期は薬価・調査報酬の改定スキップ年。 順調に増収増益を確保

#### 1. 2018年3月期第2四半期決算の概要

同社の2018年3月期第2四半期決算は、売上高118,149百万円(前年同期比7.9%増)、営業利益4,888百万円(同24.1%増)、経常利益4,635百万円(同23.6%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益2,805百万円(同19.9%増)と、増収増益で着地した。期初予想との比較では、売上高が4.0%、営業利益が15.0%、それぞれ上回るなど、売上高及び利益各項目が期初予想を上回った。

#### 2018年3月期第2四半期決算の概要

(単位:百万円)

	17/3期		18/3期		
	2Q累計		2Q累計		
	実績	予想	実績	前年同期比	予想比
売上高	109,478	113,606	118,149	7.9%	4.0%
営業利益	3,940	4,251	4,888	24.1%	15.0%
経常利益	3,751	4,115	4,635	23.6%	12.6%
親会社株主に帰属する四半期純利益	2,339	2,231	2,805	19.9%	25.7%

出所:決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

2018年3月期は薬価・調剤報酬の改定がない年であるが、売上高は前年同期比7.9%増と1ケタの伸びにとどまった。しかしこれは、高単価薬剤であるC型肝炎薬の売上高が前年同期比37億円の減収となったことによる影響だ。C型肝炎薬を除いたベースで比較すると、売上高は前年同期比12.1%増と2ケタ増収を確保している。なお、C型肝炎薬の売上高は前期対比では大幅減収となったが計画対比では11億円上回っており、健闘していると評価できるだろう。

営業利益以下の各利益項目は、第2四半期(上期)ベースでは過去最高を更新した。セグメント別では、医薬品製造販売事業での大幅減益を、調剤薬局事業と医療従事者派遣・紹介事業の両セグメントが大幅増益でカバーし、前年同期比増益を確保した。

## 業績の動向

営業利益の前年同期比増減要因分析では、調剤技術料単価引き上げ、処方せん枚数の増加などの増益要因で医薬品製造販売事業の減益を吸収し、前年同期比増益を確保した。また、営業利益の期初計画対比の増減要因分析では、技術料単価、処方せん枚数は計画どおりだったものの、薬剤料単価が上振れたほか、医療従事者派遣・紹介事業と医薬品製造販売事業のセグメント利益が上振れとなり、期初計画を上回る着地となった。

## 2018年3月期第2四半期の事業セグメント別内訳

(単位：百万円)

	17/3 期		18/3 期			
	2Q 累計		2Q 累計			
	実績	予想	実績	前年同期比	予想比	
売上高	調剤薬局事業	92,329	95,128	100,011	8.3%	5.1%
	医薬品製造販売事業	18,722	20,174	19,213	2.6%	-4.8%
	医療従事者派遣・紹介事業	5,068	5,788	5,993	18.3%	3.5%
	調整前	116,119	121,090	125,217	7.8%	3.4%
	調整額	-6,641	-7,484	-7,068	-	-
	売上高合計	109,478	113,606	118,149	7.9%	4.0%
営業利益	調剤薬局事業	4,064	4,977	5,617	38.2%	12.9%
	医薬品製造販売事業	1,191	503	638	-46.4%	26.7%
	医療従事者派遣・紹介事業	808	957	1,012	25.2%	5.7%
	調整前	6,063	6,437	7,268	19.9%	12.9%
	調整額	-2,123	-2,186	-2,379	-	-
	営業利益合計	3,940	4,251	4,888	24.1%	15.0%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 処方せんの枚数・単価とも堅調に上昇し、前年同期比・計画比とも増収増益で着地

### 2. 調剤薬局事業の動向

調剤薬局事業は処方せん枚数と処方せん単価の積でおおむね売上高が決定される。今第2四半期の処方せん枚数は6,752千枚で前年同期比6.9%増となった。既存店ベースでは1.2%増だったが、前年に新店舗が出た店舗が今期はフル稼働となり、全社ベースの伸びを押し上げた。

処方せん単価は前年同期比1.1%増の14,628円となった。処方せん単価には調剤技術料のほかに薬剤費も含まれるため、特に高単価の薬剤の影響を受けやすい。代表的な高単価薬剤であるC型肝炎薬の影響を除いたベースの処方せん単価は前年同期比5.8%増の14,121円となった。この要因に長期処方（1回で30日分超の薬剤を処方すること）がある。今第2四半期は長期処方が減少することを見込んで前期比横ばいで想定していたが、想定ほどには減少せず、業績の計画比上振れの大きな要因となった。

## 業績の動向

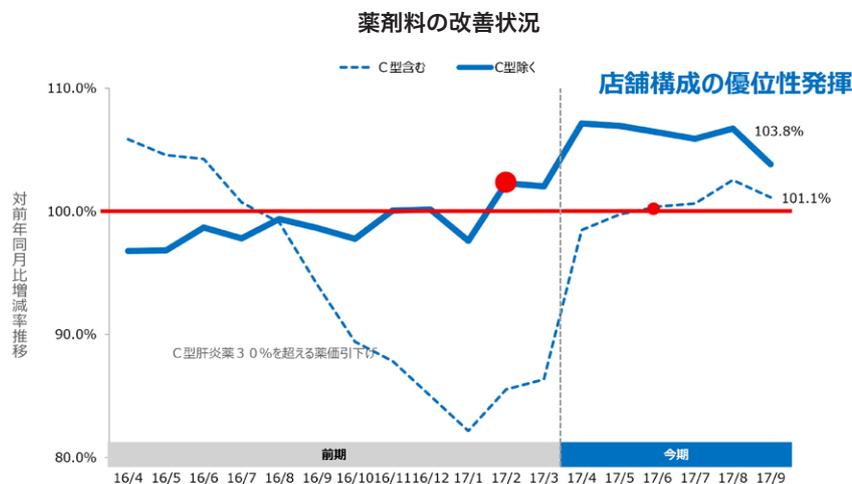
## 調剤薬局事業 KPI の出店期別前年同期比伸び率

	2018年3月期第2四半期		
	調剤売上高	処方せん枚数	処方せん単価
既存店	2.2%	1.2%	0.9%
前年出店	326.4%	228.1%	9.9%
全店	8.1%	6.9%	1.1%

出所：決算説明会資料からフィスコ作成

業績をわかりにくくさせるC型肝炎薬の売上高は、2016年3月期に202億円と急伸したが、2017年3月期は処方量減少と30%超の薬価の引き下げで107億円に急落した。2018年3月期は処方量の一段の減少により通期で42億円（上期23億円、下期19億円）を計画している。第2四半期実績は前述のように前年同期比37億円減の34億円となった。

薬剤料の推移（対前年同月比）を見ると、C型肝炎薬を除いたベースでは、今第2四半期は明確に100%を超えた水準で推移している。この要因としては店舗構成の優位性が挙げられている。2018年3月期第2四半期末時点で568店舗（調剤薬局のみ）を展開しているが、そのうち72%が門前薬局となっている。門前薬局では大学病院等が手掛ける高度医療に関連して、比較的高単価の薬剤や新薬が処方されることが多いことが薬剤料の伸びにつながっているとみられる。



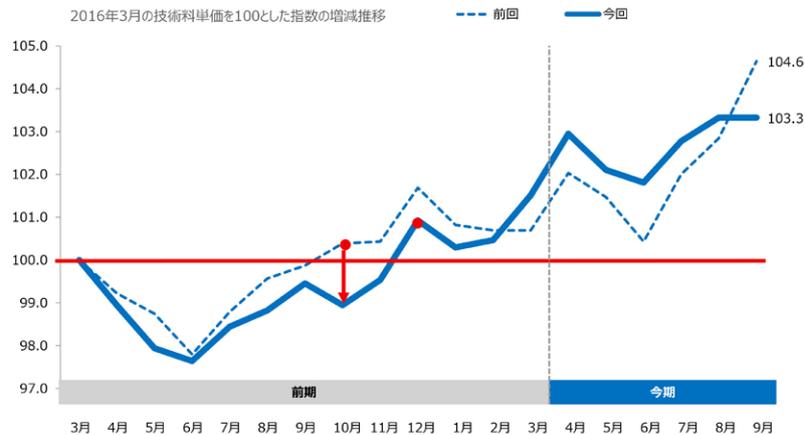
※ C型肝炎薬が4月の薬価改定で30%を超える大幅な薬価引き下げた影響を勘案し、C型肝炎薬を含めた数値と除いた数値を併記して表示

出所：決算説明会資料より掲載

一方、技術料単価も順調に上昇が続いている。2016年4月の調剤報酬改定により、一時は前年同月比を大きく下回ったが、2016年12月にプラス転換した後は順調に前年同月比を上回った状況が続いている。

## 業績の動向

## 技術料の改善状況



※参考として前回2014年4月の調剤報酬改定以降の技術料改善状況を、2014年3月の技術料単価を100とした指数にて表示

出所：決算説明会資料より掲載

調剤技術料改善の取り組みの具体的内容については2017年6月14日付の前回レポートで詳述したとおりだ。調剤基本料、基準調剤加算、後発医薬品調剤体制加算の3点での改善による調剤技術料の押し上げが継続している。同社が特に注力してきたジェネリック医薬品の使用率は、今第2四半期で82.5%に達し、国が目指す2020年9月までに80%という目標を超えている。

## 価格競争を回避し採算性重視の販売政策を貫徹。 営業減益は研究開発費の増加などで想定どおり

### 3. 医薬品製造販売事業の動向

同社は今期、ジェネリック医薬品の価格競争からの脱却を優先課題として臨んだ。価格競争の激化は2017年3月期における当セグメントの業績悪化の主因であり、今期はその改善に取り組んだ。

今第2四半期は、自社の調剤薬局での販売は増収となったものの、価格競争を避けた外部販売の売上高は前期比横ばいとなった。セグメント売上高は、前年同期比では2.6%増収だったが、計画対比では採算性を重視した販売政策の影響で、4.8%の未達となった。

営業利益は前年同期比46.4%減となった。つくば第二工場第1期の稼働を2018年度に控えて、自社生産品の品目数拡大のために研究開発費を増やしたことや、減価償却費の増加、価格競争による粗利益率の低下、などが減益の主な要因だ。

計画対比では計画を26.7%（135百万円）上回った。これは研究開発費の一部が下期に先送りされたためだ。先送りされた分は下期には費用計上される見通しで、その分だけ利益下押し要因となる。

## 高度なスキルを持った薬剤師の紹介ニーズが高まる

### 4. 医療従事者派遣・紹介事業の動向

調剤薬局業界では、制度対応のための必要人員数の増加を背景に、薬剤師の派遣・紹介に対する需要は高水準が続いている。こうした事業環境を背景に、当セグメントの売上高は、前年同期比、計画比ともにプラスで着地した。

今第 2 四半期の特徴としては、求人ニーズが従来の派遣主体から紹介主体へと変わってきたことが挙げられる。国が進める「患者のための薬局ビジョン」への対応を見据えて高度なスキルを持った薬剤師を確保しようという意図が背景にあるとみられる。

営業利益も、売上高同様、前年同期比、計画比ともにプラスとなった。要因としては、増収効果、経費コントロールによる販管費率の低下、粗利益率の高い紹介事業の売上高拡大、などが挙げられる。

## ■ 中長期の成長に向けた経営戦略

### 調剤薬局事業 50%、 それ以外の事業で 50% の営業利益構成比を目指す

#### 1. 中長期的に目指す事業ポートフォリオ

同社は 3 事業を展開しているが現状はコア事業である調剤事業が占める割合が非常に大きい。2017 年 3 月期実績ベースでは、営業利益の 74% を調剤薬局事業が占め、残りを医薬品製造販売事業と医療従事者派遣・紹介事業の 2 つが分け合う形となっている。

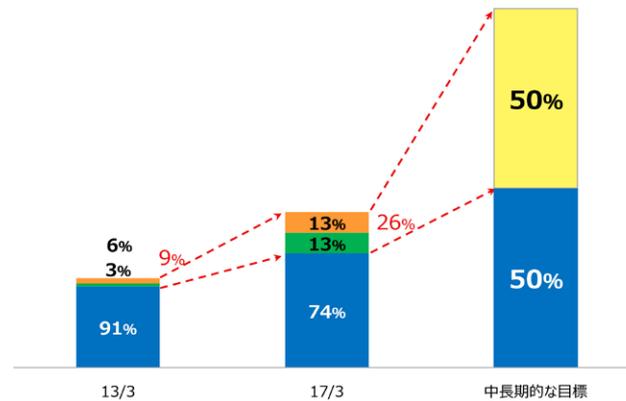
同社は、事業ポートフォリオの当面の目標として、営業利益の事業セグメント別構成比を、調剤薬局事業 50%、それ以外のセグメントの合計 50% とすることを掲げている。調剤薬局事業はコア事業としてこれまで同様拡大を目指す一方で、他の 2 事業はその利益率の高さを生かして構成比を上昇させる計画だ。

重要なことは、同社は 3 つの事業のそれぞれについて、明確な成長戦略を描いているということだ。調剤薬局や医薬品の製造・販売は国の健康保険制度に組み込まれているため、制度改定の影響を避けられない。そうした制約があっても、個々の事業ごとに明確な成長戦略を立て、業績の成長につなげていることが同社の特長であり、最大の強みと言える。

## 中長期の成長に向けた経営戦略

## 営業利益構成比でみた事業ポートフォリオ

■ 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



出所：決算説明会資料より掲載

## 国が推進する施策への対応と、店舗展開が成長戦略の両輪

### 2. 調剤薬局事業の成長戦略

#### (1) 全体像

調剤薬局事業は、健康保険制度に組み込まれているため、国の制度改定の影響を受けるというリスクから逃れられない。同社はそうした現実を踏まえて、国が推進する施策を他に先んじて達成・実現することで、制度リスクの影響を最小化し、事業の成長につなげようとしている。現在においては「患者のための薬局ビジョン」への対応がそれに当たる。

国が2015年10月に公表した「患者のための薬局ビジョン」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・在宅対応などが掲げられている。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・薬局”を次世代の薬局像として挙げている。同社は現在、これに全力で取り組んでいる。

制度への対応に加えて、調剤薬局事業では店舗展開も重要な成長戦略だ。数的拡大はもちろん重要だが、それ以上に、店舗の立地（タイプ）・規模・機能等に基づく店舗展開が一段と重要性を増してくると考えられる。

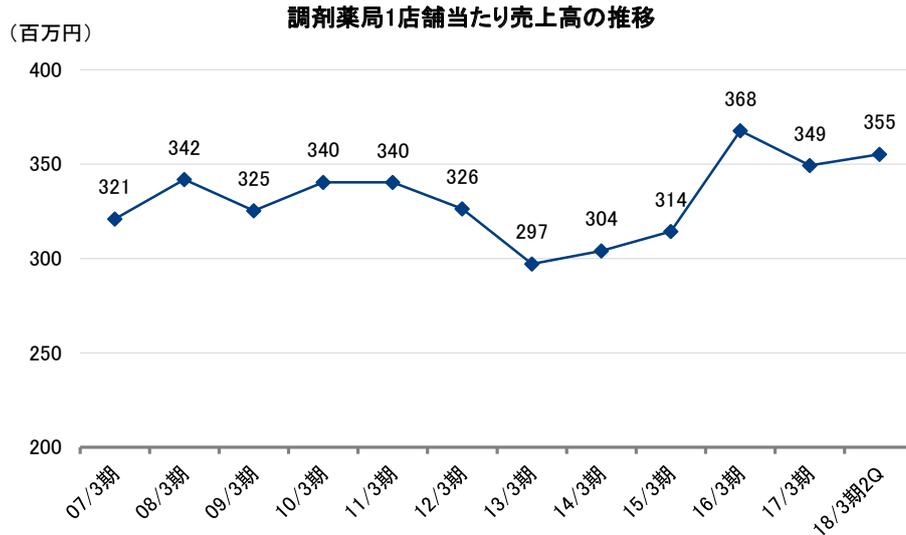
#### (2) 店舗展開についての取り組み

同社は、店舗数の拡大については他社に負けない程度の意欲を有しているが、決して店舗数至上主義ではない。自社出店によるオーガニック・グロースかM&Aかという点については、会社概要の項で述べたとおりだ。

同社の出店戦略の主眼は、どんな立地にどのようなタイプの店舗を出し、どういう機能・特徴によって店舗当たりの売上高を拡大させていくか、ということに置かれている。

中長期の成長に向けた経営戦略

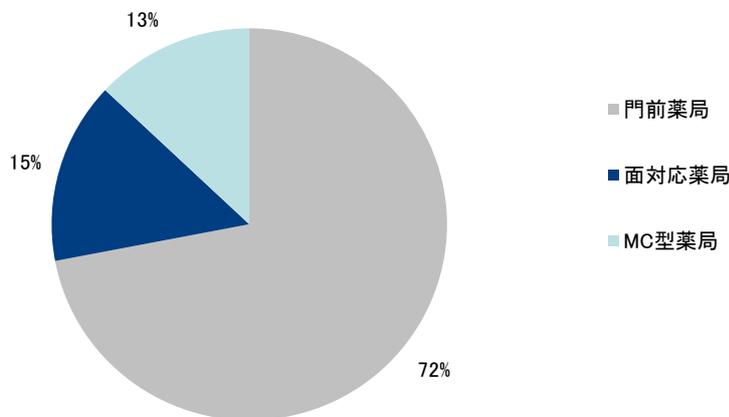
同社の店舗経営のKPIは店舗当たり売上高（年商）だ。最近の推移を見ると350百万円を超えている。今後の新規出店規模については、現状の既存店売上高水準をベースとし、そこからいかにしてどれだけ積み上げるかが同社の店舗経営の戦略であり、店舗展開の判断基準でもあると言える。



注：1店舗当たり売上高は調剤セグメント売上高÷期中平均調剤店舗数で算出。物販店舗も含むベース。2018年3月期第2四半期は2倍して年度換算。  
出所：会社資料からフィスコ作成

同社が展開する薬局は立地により、門前（大病院近接）、MC型（メディカルセンターの略。医療モール型）、面対応（駅前、街中など人通りの多い立地）の3タイプに大別される。2018年3月期第2四半期末時点で同社のタイプ別構成は門前薬局72%、MC型薬局13%、面対応薬局15%という構成となっている。

同社の店舗ポートフォリオ(2018年3月期第2四半期末実績)



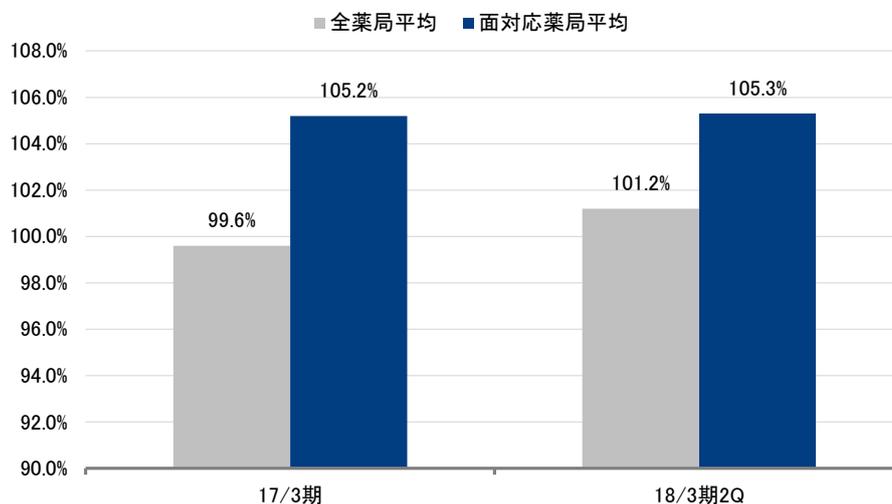
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 中長期の成長に向けた経営戦略

これからの新規出店においてはMC型、面対応、及びMC型の安定性と面対応の成長性という両者の特長を兼ね備えたハイブリッド型の出店を加速させる方針だ。人口密度の高い首都圏(1都3県)においては、MC型・面対応合計(ハイブリッド型も含む)が52%と過半を占めている状況だ。今後は大阪・名古屋においても首都圏同様の店舗構成を目指して面対応(ハイブリッド型含む)の出店を加速させる方針だ。

同社のこうした出店政策の背景には、面対応薬局の高い成長性がある。処方せん枚数の成長率では、面対応薬局が全社平均を大きく上回っている。また、5年以上営業している面対応薬局の処方せん枚数について、2012年3月期を起点に2017年3月期までの5年間の年平均成長率を見ると、8.5%となっている。面対応薬局の高成長性は長期的トレンドとすることができる。

既存店の前年同期比処方せん枚数推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

店舗タイプの違いは薬局が持つ機能の違いにもつながる。門前薬局については大学病院や地域の中核病院に近接という立地を生かして高度薬学管理機能を持たせることに取り組んでいる。一面对応・MC型・ハイブリッド型では、健康サポート機能を核に在宅対応、服薬情報の一元的・継続的管理などの機能も取り込み、健康サポート薬局としての役割を果たすことを目指している。

### (3) 健康サポート機能への取り組み

同社は健康サポート機能・健康サポート薬局というテーマに3段階で臨んでいる。

ファーストステップとして、2017年3月期において先行3店舗において取り組みを開始した。セカンドステップに当たる2018年3月期は、同社の各支店において管轄下の2～3店舗を選定して取り組んでおり、期末までには30～40店舗が健康サポート機能を有することになる予定だ。来期以降はサードステップとして、地域ごとの特性などを見ながら100～150店舗を健康サポート薬局化することを目指す予定だ。

前述のように、薬局のタイプとしては、面対応・MC型・ハイブリッド型店舗を主体に健康サポート薬局化を図っていく予定だ。

## 中長期の成長に向けた経営戦略

**(4) かかりつけ薬剤師・薬局への対応**

かかりつけ薬剤師・薬局への対応に関しては2017年6月14日付の前回レポートで詳述したところから、大きな変更はない。ポイントは、“かかりつけ薬剤師が在籍している薬局がかかりつけ薬局であり、これへの取り組みとはかかりつけ薬剤師の育成に尽きる”ということだ。2017年11月時点では、同社の全薬剤師に占めるかかりつけ薬剤師の割合は45.9%となっている。また、全店舗に占めるかかりつけ薬剤師が在籍している店舗の割合は89.6%に達している。同社はかかりつけ薬剤師・薬局への対応レースにおけるトップランナーというのが弊社の理解だ。

**(5) 高度薬学管理機能への取り組み**

同社は全国の163の大学病院のうち、約40%に当たる71病院の前に薬局を出店している。同社の高度薬学管理機能への取り組みは、その立地を生かし、これらの門前薬局において実施されている。

高度薬学管理機能の具体的な中身は、専門機関と連携した抗がん剤の副作用への対応だ。同社では、26名(2017年9月時点)の薬剤師に、「外来がん治療認定薬剤師」の認定取得に向けた研修を実施した。また、高度化する医療へ対応するために、大学附属病院・官公立病院・地域基幹病院での病院研修について、2017年10月時点で10医療機関で延べ31名の薬剤師が研修を受けている。

## 自社製造医薬品の拡大と、それに見合った生産能力の確保が成長戦略の軸

### 3. 医薬品製造販売事業の成長戦略

2005年の日本ジェネリック設立以来、2013年の長生堂薬局の買収や、2015年のテバ製薬(株)(現・武田テバファーマ(株))からの工場取得等を経て、同社の医薬品製造販売事業の業績は順調に拡大してきた。



注：18/3期の破線は2Q実績  
 出所：決算短信からフィスコ作成

## 中長期の成長に向けた経営戦略

販売医薬品のソース別内訳としては、日本ジェネリックの設立当初は導入品（他社からの仕入品）の販売からスタートしたが、徐々に自社で承認取得した医薬品の数を増やし、医薬品製造企業としての早期自立を目指した。自社工場が完成するまでは他社への生産委託で対応していたが、2010年10月に日本ジェネリックのつくば工場N棟が稼働すると、自社承認品の自社生産がスタートした。これが軌道に乗った2013年3月期にセグメント利益が黒字化したことは示唆に富んでいる。

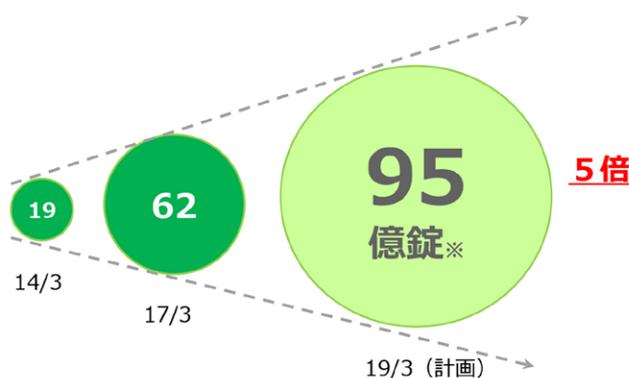
販売品目数の増加に伴って売上高が成長し、そのなかで自社グループ承認品の増加に伴って利益も急増してきた。自社工場を保有する製造企業である以上、自社生産品目数を増やして工場稼働率を高水準に維持しなければ十分な収益を確保することが出来ない。この点について同社は、自社生産医薬品の数を、2013年3月期の21品目から2018年3月期第2四半期においては236品目へと、10倍超に増やした。今後もこの動きを継続していくのが成長戦略の重要な1つだ。

一方で自社承認・自社生産医薬品の拡大のためには、研究開発費と設備投資という“先行投資”が必要となる。

研究開発費についてはこれまでも一貫して増加を続けてきた。2018年3月期は研究開発費（見込額）が3,116百万円（前期比727百万円増）と業績への影響が大きく出る見通しだ。来期以降も増加基調は続くと思われるが、中期的には生産・販売の拡大で十分吸収可能だと弊社ではみている。

生産能力については、つくば第二工場の建設を進めてきたが、2018年4月に年間33億錠の生産能力を有する第1期設備が竣工する予定だ。つくば第二工場は年間100億錠の生産能力を前提に敷地の確保と建屋の建設が進められてきた。当初は一気に第3期までの機械設備の設置も検討されたが、最終的に段階的に能力を増強することで落ち着いた。土地、建物および第1期分の機械設備にかかる設備投資額は172億円で、これは既に手当て済みだ。この設備投資により減価償却費は年間7億円増加する見通しだ（償却方法は定額法）。

## 生産能力の推移



※つくば第二工場第1期工事分稼働により33億錠増加予定

出所：決算説明会資料より掲載

## 中長期の成長に向けた経営戦略

弊社では、医薬品製造販売事業の成長戦略については大きな懸念を抱いていない。ジェネリック医薬品の拡大の方向性は今後も揺るがないと考えており、その中で同社は自社承認医薬品を着実に増加させてきている。それに対応して同社が生産体制を拡充することは当然の経営判断と言える。つくば第二工場について機械設備の導入を3段階に分ける決定をしたことで、事業リスクは大きく減少したと考えている。同社は調剤薬局事業を有しており、医薬品製造販売事業の取扱医薬品の3分の1を自社内で販売できる点も他のジェネリック医薬品メーカーにはない強みだと考えられる。まずはつくば第二工場の立ち上がりを見守りたい。

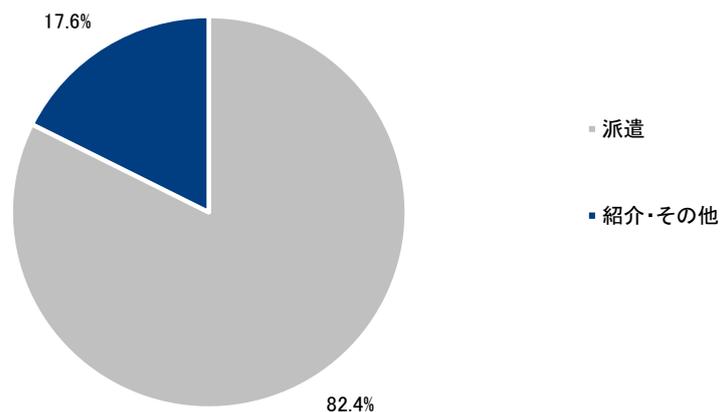
## 強みを持つ薬剤師派遣に加えて、 収益性・成長性の高い紹介事業の強化で成長加速を狙う

### 4. 医療従事者派遣・紹介事業の成長戦略

医療従事者派遣・紹介事業は安定的な事業規模の拡大と、高い利益率が継続している。薬局業界においては、薬剤師のニーズが増大する方向にある。国の進める「患者のための薬局ビジョン」に対応しようとする対人業務が増加し、薬剤師の頭数が必要となるためだ。

今後も成長が期待される当セグメントの成長戦略として同社は、ストック事業の性格を有する派遣事業の安定性を維持しつつ、収益性と成長性に優る紹介事業の強化を掲げている。

派遣・紹介の売上高比率(2018年3月期第2四半期実績)



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

紹介強化という同社の成長戦略は、説得力があると弊社では考えている。紹介の売上高構成比は、現状、18%弱にとどまっているが、足元の伸びは著しい。紹介者数で見ると2017年3月期は前期比27.5%増の1,447人となったが、今第2四半期は既に903人に達し、年率換算すれば2,000人に迫る勢いだ。「患者のための薬局ビジョン」への対応では、単なる資格保有者ではなく高度な薬学知識や高いコミュニケーション能力を備えた人材へのニーズが高まり、紹介によって人材の取り込みを図る動きが強まると考えられる。

## 中長期の成長に向けた経営戦略

同社の成長戦略が成功するかどうかのポイントは、同社自身が薬剤師を確保できるかどうかだと言える。この点、大手調剤薬局チェーンとして知名度が高く、薬剤師としての付加的な各種資格取得のための教育体制が充実した同社は、一般的な人材サービス事業から参入した競合に比べて、競争力は高いと弊社では考えている。

一方、同社は取扱職種を医師・看護師等に拡大することも成長戦略の1つとして掲げている。弊社では、薬局とのシナジーを生み出せば同社の狙いが成功することもあり得るものの、短期的には競合他社の知名度・認知度が圧倒的に高いため、思うようなスピードでの進捗は難しいのではないかと考えている。まずは薬剤師についての紹介事業の成長を見極めたいと考えている。

## ■ 今後の見通し

### 季節性を考慮すれば、調剤薬局事業の下期予想は控え目な印象。上振れとなるかに注目

#### 1. 2018年3月期通期見通し

2018年3月期通期について同社は、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（同 21.6% 増）を予想している。これらの予想数値は期初から変更はない。

#### 2018年3月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3 期			18/3 期				
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 実績	下期		通期	
					予想	前年同期比	予想	前期比
売上高	109,478	113,990	223,468	118,149	116,548	2.2%	234,697	5.0%
営業利益	3,940	4,579	8,519	4,888	5,217	13.9%	10,105	18.6%
経常利益	3,751	4,225	7,976	4,635	5,169	22.3%	9,804	22.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,339	2,299	4,638	2,805	2,834	23.3%	5,639	21.6%

出所：決算短信よりフィスコ作成

調剤薬局事業の今下期は、売上高 96,670 百万円、営業利益 5,402 百万円と、第2四半期実績比減収減益が予想されている。今下期の事業環境は、基本的には今第2四半期と同様と弊社ではみている。そうしたなかで、処方せん枚数は季節要因から下期は上期（第2四半期）比増加が見込まれる。処方せん単価は薬剤料単価の影響もあるため、正確な予想は難しいが、技術料単価については、各種加算などの緩やかな改善が続き、下期は上期比上昇が期待される。これらの点を考慮すると、第2四半期実績比減収減益という現在の会社予想は控え目であり、調剤薬局事業の業績は会社予想を上回って着地する可能性があるかと弊社ではみている。

## 今後の見通し

医薬品製造販売事業の今下期の業績は、売上高 22,287 百万円、営業利益 1,035 百万円と、第 2 四半期実績比増収増益が予想されている。季節要因から下期に医薬品販売が増加することを織り込んだためと考えられる。前述のように、今第 2 四半期は研究開発費の一部が下期に先送りされた。これは今下期に計上される見込みであるため、今下期の営業利益は計画に対して未達となる可能性がある。しかしながら通期ベースでは会社予想の線に落ち着くと見込まれる。

医療従事者派遣・紹介事業の今下期は、売上高 6,007 百万円、営業利益 988 百万円と、第 2 四半期実績比横ばいと予想されている。この事業は明確な季節性はないと考えられるため、上下比較で横ばいという想定は現実的だと弊社では考えている。

## 事業セグメント別業績見通し

(単位：百万円)

	17/3 期			18/3 期		
	2Q 累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q 累計 実績	通期 予想 前期比	
調剤薬局事業	92,329	96,998	189,327	100,011	196,681	3.9%
医薬品製造販売事業	18,722	18,099	36,821	19,213	41,500	12.7%
医療従事者派遣・紹介事業	5,068	5,432	10,500	5,993	12,000	14.3%
売上高調整前	116,119	120,530	236,649	125,217	250,181	5.7%
調整額	-6,641	-6,539	-13,180	-7,068	-15,484	-
売上高合計	109,478	113,990	223,468	118,149	234,697	5.0%
調剤薬局事業	4,064	5,496	9,560	5,617	11,019	15.3%
医薬品製造販売事業	1,191	528	1,719	638	1,673	-2.7%
医療従事者派遣・紹介事業	808	902	1,710	1,012	2,000	17.0%
営業利益調整前	6,063	6,926	12,989	7,268	14,692	13.1%
調整額	-2,123	-2,347	-4,470	-2,379	-4,587	-
営業利益合計	3,940	4,579	8,519	4,888	10,105	18.6%

出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

## 2019年3月期は薬価・調剤報酬改定と新工場稼働で収益は踊り場を迎える可能性

### 2. 2019年3月期の考え方

2019年3月期は薬価及び調剤報酬の改定年に当たるため、調剤薬局事業の業績はその影響を受けることが想定される。また医薬品製造販売事業においても、薬価改定に加えて新工場の稼働が予定されているため、減価償却費の負担増などで、特に利益において厳しくなることが予想される。全社ベースの収益も、一旦踊り場を迎える可能性が高いとみている。

## 今後の見通し

薬価及び調剤報酬の改定の業績への影響については、国が医療費の伸びの抑制を目指しているためマイナス方向に働くことは間違いないとみられるが、どの程度のマイナスとなるのかは、改定の中身が明らかになっていない現時点では誰にとっても想定ができない状況だ。改定の方向性や大まかな内容は、これまでの例にならえば2017年12月頃には見えてくると予想される。その内容公表を待って来期以降の業績へのインパクトを検討したいと考えている。

弊社が強調したいのは、同社の経営施策が、国が進める施策（具体的には、「患者のための薬局ビジョン」の推進など）に沿った方向で行われていることと、同社の施策が、国が求める以上のスピード感で行われていることの2つだ。このことは、中長期的には、成長戦略の項で述べたように、業界再編の本格到来時に同社が勝ち組となることに貢献し、また短期的には、2019年3月期の業績へのマイナス影響を同業他社と比べて相対的に小さくすることに貢献すると、弊社では期待している。

医薬品製造販売事業の新工場稼働に関しては、減価償却費が年間700百万円程度増加することが、業績影響としてまず挙げられる。新工場を活用してどれだけトップライングロースを達成できるかであるが、そもそも設備能力には余裕があったことから、ジェネリック医薬品の市場全体の成長率とそう大きくは変わらない増収率になると弊社ではみている。注目されるのは、減価償却費を除いたベースで、新工場の生産性や生産効率が既存工場と比較してどの程度高いのか、それがどの程度のコストダウンをもたらすか、といった点だ。また、新工場の稼働率がいつ頃フル生産に移行できそうかといった視点でも見ていきたいと考えている。

## 損益計算書及び主要指標

(単位:百万円)

	14/3期 通期	15/3期 通期	16/3期 通期	17/3期 通期	18/3期	
					2Q累計	通期(予)
売上高	165,347	181,844	219,239	223,468	118,149	234,697
前期比	18.6%	10.0%	20.6%	1.9%	7.9%	5.0%
売上総利益	25,623	31,929	39,068	39,258	21,500	42,261
売上総利益率	15.5%	17.6%	17.8%	17.6%	18.2%	18.0%
販管費	20,878	25,281	28,578	30,738	16,611	32,155
販管費率	12.6%	13.9%	13.0%	13.8%	14.1%	13.7%
営業利益	4,744	6,647	10,489	8,519	4,888	10,105
前期比	46.2%	40.1%	57.8%	-18.8%	24.1%	18.6%
営業利益率	2.9%	3.7%	4.8%	3.8%	4.1%	4.3%
経常利益	4,188	6,003	9,878	7,976	4,635	9,804
前期比	46.7%	43.3%	64.6%	-19.3%	23.6%	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	2,805	5,639
前期比	928.4%	46.1%	127.8%	-26.7%	19.9%	21.6%
分割調整後EPS(円)	131.24	194.48	432.85	290.03	175.42	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	1,257.60	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  
 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)

	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期 2Q 末
流動資産	53,373	60,096	84,838	82,327	89,706
現金及び預金	15,429	13,952	32,385	21,200	26,244
売掛金等	18,665	21,413	26,810	27,643	27,492
棚卸資産	16,396	21,066	22,016	29,514	32,317
固定資産	63,921	70,044	72,770	96,019	97,689
有形固定資産	42,123	48,819	51,997	68,513	70,024
無形固定資産	11,103	10,376	10,122	16,773	17,811
投資その他の資産	10,694	10,848	10,650	10,733	9,852
資産合計	117,295	130,141	157,609	178,347	187,395
流動負債	55,666	53,474	68,985	66,305	75,813
買掛金等	28,963	33,392	44,653	41,033	46,410
短期借入金等	18,639	11,169	12,963	13,411	15,633
固定負債	45,779	59,031	56,151	75,595	72,957
長期借入金	42,165	53,184	50,621	70,678	68,247
株主資本	15,845	17,515	32,507	36,345	38,750
資本金	3,953	3,953	3,953	3,953	3,953
資本剰余金	4,754	4,754	10,926	10,926	10,926
利益剰余金	9,310	11,868	17,672	21,511	23,917
自己株式	-2,171	-3,059	-44	-46	-46
その他の包括利益累計額	3	119	-34	101	-126
純資産合計	15,849	17,635	32,473	36,447	38,623
負債・純資産合計	117,295	130,141	157,609	178,347	187,395

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)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	6,243	5,831	19,327	-940	11,367
投資活動によるキャッシュ・フロー	-14,510	-8,437	-7,823	-28,444	-5,299
財務活動によるキャッシュ・フロー	8,782	1,422	7,031	18,205	-1,024
現金及び現金同等物の増減額	514	-1,183	18,535	-11,180	5,044
現金及び現金同等物の期首残高	14,513	15,027	13,844	32,380	21,200
現金及び現金同等物の期末残高	15,027	13,844	32,380	21,200	26,244

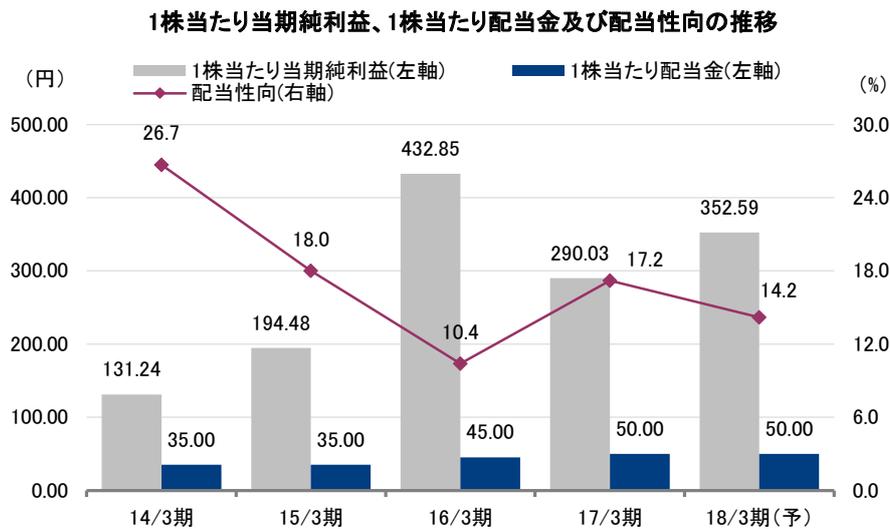
出所:決算短信よりフィスコ作成

## 株主還元

### 成長投資案件が多い中、 2018年3月期は前期比横ばいの50円配の予想

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。

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おり、中間配は予想どおり25円配を実施した。年間ベースでは、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。配当性向の水準は日本企業の平均に照らすと低い印象も受けるが、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、成長投資のための資金需要が旺盛な状況だ。過去の経営のトラックレコードを見ると、目先の配当よりも成長投資に資金を投資するほうが株主リターンの最大化につながると弊社では考えている。



注：同社は21015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配当金は当該分割を考慮して調整している  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティ

### 病歴という高度な個人情報を取扱うため、 情報システムは自社開発・自社運用にこだわる

同社は調剤薬局事業において、個人の病歴という極めて重要な個人情報を多数取扱っているため、情報セキュリティにはことさらに高い意識を持って臨んでいる。同社は漏洩リスクを少しでも軽減するために、社内に情報システム担当者を多数抱え、システムを自社開発している。また、蓄積した顧客データの管理・運用についても、外部に委託するのではなく自社管理・自社運用を行い、情報漏洩やサイバー攻撃に備えている。

#### 重要事項（ディスクレマー）

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