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 >>>

2018 年 6 月 11 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.『2030 年に向けた長期ビジョン』を発表。
調剤シェア 10% を獲得し、売上高 1 兆円を目指す 01
2. 高効率・高収益な店づくりの強みを生かして、勝ち残り・シェア拡大を実現へ 01
3. 2019 年 3 月期は報酬改定の影響で大幅減益予想だが、過度の懸念は不要 01

■業績の動向 02

● 2018 年 3 月期決算の概要 02

■ 2018 年度調剤報酬改定の内容と影響について 05

1. 2018 年改定の概要と考え方 05
2. 調剤基本料の改定 06
3. 後発医薬品調剤体制加算 07
4. 基準調剤加算の廃止と地域支援体制加算の新設 08

■中長期の成長戦略：『2030 年に向けた長期ビジョン』 10

1.『2030 年に向けた長期ビジョン』の概要 10
2. 調剤薬局事業の成長戦略 10
3. 医薬品製造販売事業の成長戦略 15
4. 医療従事者派遣・紹介事業の成長戦略 17

■今後の見通し 17

● 2019 年 3 月期の業績見通し 17

■株主還元 21

■情報セキュリティ 22

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

改定の厳しさを追い風に変えて、中長期的に飛躍的成長を目指す

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.『2030 年に向けた長期ビジョン』を発表。調剤シェア 10% を獲得し、売上高 1 兆円を目指す

同社は『2030 年に向けた長期ビジョン』を公表した。調剤薬局事業を始めとして既存 3 事業それぞれで収益拡大を図り、2030 年をメドに売上高 1 兆円を実現することを目標に掲げている。調剤薬局事業は“勝ち残りによるシェア拡大”が成長戦略で、9 兆円規模への拡大が想定される調剤市場で 10% のシェアを獲得し、売り上げ規模を 9,000 億円へと飛躍的に増大させる計画だ。医薬品製造販売事業では、最新鋭のつくば第二工場の活用を核とする成長戦略によって大手 5 社の一角を確保し、シェア 15% を獲得することを目指している。

2. 高効率・高収益な店づくりの強みを生かして、勝ち残り・シェア拡大を実現へ

調剤事業における“勝ち残りとシェア拡大”は調剤各社に共通したテーマと考えられるが、その中で同社は実現可能性が最も高い 1 社だと弊社では考えている。弊社が最も注目するのは、同社の店舗当たり売上高が業界内で群を抜いて高いことだ。高収益な店舗から生み出されるキャッシュフローを ICT や人材に投資し、それがさらに店舗運営を効率化させて収益拡大につなげるという好循環が確立されている。2018 年の調剤報酬改定はその内容から業界再編を本格的に加速させていくとみられている。同社は高効率の店舗運営に裏付けられた資金力や再生の実績、豊富な人材や ICT などをフルに活用して業界再編（すなわち M&A）に臨み、所期の成長戦略の実現を図る方針だ。

3. 2019 年 3 月期は報酬改定の影響で大幅減益予想だが、過度の懸念は不要

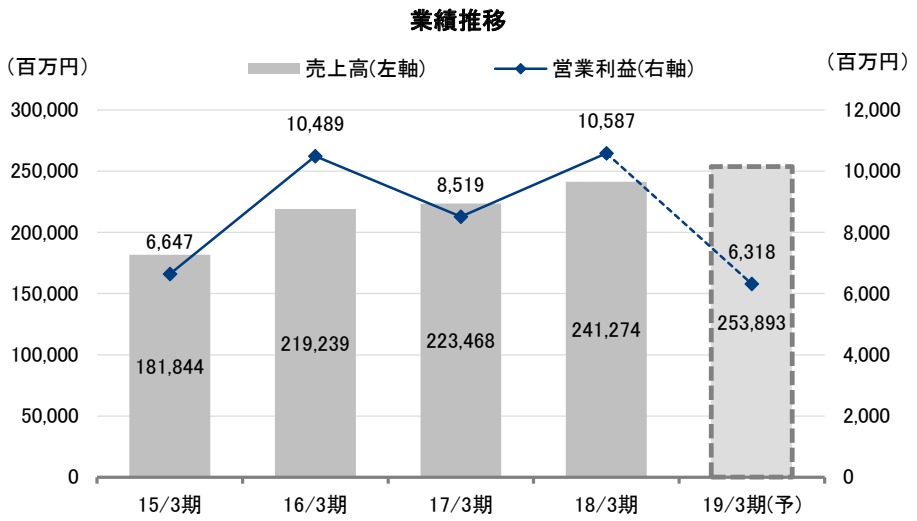
2018 年 3 月期は改定スキップ年で調剤薬局事業が順調に収益を伸ばし、売上高、営業利益、経常利益は過去最高を更新した。2019 年 3 月期については、2018 年改定の影響で調剤薬局事業が減益となることに加え、医薬品製造販売事業も新工場稼働に伴う費用の増加で大幅減益が見込まれ、全社ベースの営業利益は前期比 4 割減が予想されている。しかしながら、前述したこれまでの店づくりでの取り組みの結果、制度改定の逆風に対して耐性が強いだけにとどまらず、追い風に変えることが可能な実力を有するに至っていると弊社ではみている。医薬品製造販売事業でも自社製造品目の拡大や受託製造などを通じて収益の V 字回復が期待されている。2019 年 3 月期の減益に対して過度な懸念は不要だと考えている。

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.

要約

Key Points

- 売上高 1 兆円を目指す『2030 年に向けた長期ビジョン』を発表
- 勝ち残り・シェア拡大の実現が成長戦略の骨格。高収益店舗、人材投資及び ICT 投資の 3 要素で実現を目指す
- 環境変化で M&A の加速にも注目



出所：決算短信よりフィスコ作成

業績の動向

調剤薬局事業と医療従事者派遣・紹介事業が順調に拡大し、増収増益。売上高、営業利益、経常利益は過去最高を更新

● 2018 年 3 月期決算の概要

同社の 2018 年 3 月期決算は、売上高 241,274 百万円（前期比 8.0% 増）、営業利益 10,587 百万円（同 24.3% 増）、経常利益 10,138 百万円（同 27.1% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 6,104 百万円（同 31.6% 増）と増収増益で着地した。

事前の会社予想との比較では、売上高が 2.8% 計画を上回ったほか、営業利益以下の各利益項目も会社予想を 5% 前後上回った。売上高、営業利益、経常利益については過去最高を更新した。

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.

2018 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

	17/3 期	18/3 期			
	通期	通期			
	実績	予想	実績	前期比	予想比
売上高	223,468	234,697	241,274	8.0%	2.8%
営業利益	8,519	10,105	10,587	24.3%	4.8%
経常利益	7,976	9,804	10,138	27.1%	3.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	4,638	5,639	6,104	31.6%	8.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

（1）調剤薬局事業

2018 年 3 月期は新規に 36 店（門前型 20 店、ハイブリッド型 16 店）を出店する一方 8 店舗を閉鎖した結果、期末店舗数は前期末から 28 店増加し、585 店（物販店舗 2 店舗を含む）となった。

主要 KPI（重要経営評価指標）については、全社ベースの処方箋応需枚数は前期比 6.1% 増の 13,739 千枚、処方箋単価は同 2.5% 増の 14,739 円となった。その内訳として、既存店ベースでは処方箋枚数が同 0.9% 増、処方箋単価が同 2.8% 増、既存店売上高が同 3.7% 増となり、収益力拡大の着実な進捗を確認できた。

調剤薬局事業 KPI 出店期別前期比伸び率

	18/3 期		
	調剤売上高	処方箋枚数	処方箋単価
既存店	3.7%	0.9%	2.8%
前年出店	87.2%	82.0%	2.9%
全店	8.3%	6.1%	2.5%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

利益面では、技術料改善に継続的に取り組んだことで、売上総利益率が 16.0% と前期比 0.8% ポイント改善した。その結果、売上総利益は同 14.6%（4,189 百万円）の増益となり、販管費の伸び（同 7.0%、1,338 百万円の増加）を吸収して営業利益の 2,851 百万円の増益につなげた。

これらの結果、調剤薬局事業は売上高 205,192 百万円（前期比 8.4% 増）、営業利益 12,411 百万円（同 29.8% 増）で着地した。売上高、営業利益ともに当初計画を上回った。

（2）医薬品製造販売事業

医薬品製造販売事業は、売上高は前期比 3.4% 増の 38,066 百万円、営業利益は同 30.5% 減の 1,194 百万円と、増収減益となった。期初計画に対しては売上高、営業利益ともに下回った。

売上高は、自社薬局チェーン向けの内部販売と、外部販売の 2 つに大別される。このうち内部販売は調剤薬局事業の拡大に伴い売上高を順調に伸ばした。一方外部販売は採算性を重視するよう販売戦略を見直した結果、微増にとどまった。

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.

利益面では、増収効果による利益増はあったものの、研究開発費の増加や既存設備の更新等に伴う減価償却費負担の増加で、前期比減益となった。減益自体は当初から見込んでいたが、売上高が計画に未達だったことで、減益幅が想定よりも拡大した。

（3）医療従事者派遣・紹介事業

医療従事者派遣・紹介事業は、売上高は前期比 14.0% 増の 11,970 百万円、営業利益は同 7.7% 増の 1,842 百万円と増収増益で着地した。計画対比でも、売上高はほぼ計画どおり、営業利益はわずかに未達と順調な進捗を見せた。

売上高については、薬剤師不足を背景に派遣需要が強まるなか、派遣数を増やして増収につなげた。また、業界全体でかかりつけ薬剤師･薬局の取り組みを強化していることなどを背景に紹介件数が伸び､増収に貢献した。

利益面では、増収効果による利益増と粗利益率の高い紹介事業の拡大による利益増があった反面、求人費用の増加や医師紹介事業への取り組み強化に伴う費用増加があり、利益の伸びが計画を若干下回った。

事業セグメント別詳細

（単位：百万円）

		17/3 期	18/3 期			
		通期	通期			
		実績	予想	実績	前期比	予想比
売上高	調剤薬局事業	189,327	196,681	205,192	8.4%	4.3%
	医薬品製造販売事業	36,821	41,500	38,066	3.4%	-8.3%
	医療従事者派遣・紹介事業	10,500	12,000	11,970	14.0%	-0.2%
	調整前	236,649	250,181	255,230	7.9%	2.0%
	調整額	-13,180	-15,484	-13,955	-	-
	売上高合計	223,468	234,697	241,274	8.0%	2.8%
営業利益	調剤薬局事業	9,560	11,019	12,411	29.8%	12.6%
	医薬品製造販売事業	1,719	1,673	1,194	-30.5%	-28.6%
	医療従事者派遣・紹介事業	1,710	2,000	1,842	7.7%	-7.9%
	調整前	12,989	14,692	15,448	18.9%	5.1%
	調整額	-4,470	-4,587	-4,861	-	-
	営業利益合計	8,519	10,105	10,587	24.3%	4.8%

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.

2018 年度調剤報酬改定の内容と影響について

2018 年改定は厳しい内容だが、これまでの店舗戦略を生かして追い風に変えることは十分可能

1. 2018 年改定の概要と考え方

2018 年 4 月に 2 年ぶりの薬価及び調剤報酬改定が実施された。その業績インパクトは非常に厳しく、同社は 2019 年 3 月期の調剤薬局事業の営業利益について前期比 24.0% の減益を予想している。

しかしながら、弊社では 2018 年改定について、短期的な業績へのマイナス影響は否定できないものの、中期的な時間軸で見た場合は、同社の相対的優位性を強調することになるのではないかと考えている。今後の同社の企業努力に依存する部分も多いので「同社にとって追い風だ」とまでは言わないが、将来振り返った時に 2018 年改定が 1 つの転機だったということになる可能性は十分あると考えている。

2018 年改定の最大のポイントは、国（厚労省）が目指す方向性が一段とクリアになったことと、内容の厳しさにより調剤薬局業界の再編が加速されると期待されることの 2 つだと弊社では理解している。この点同社は、国が理想とする薬局のあり方（「患者のための薬局ビジョン」）に沿った店舗づくりを、業界をリードする形で推進してきている。詳細は中長期の成長戦略の項で述べるが、同社が一貫して追求してきた店舗当たり売上高の最大化という戦略がいよいよ真価を発揮してくると期待される。目論見どおりに業界再編が加速すれば、同社は高機能かつ高効率の店舗を武器に、勝ち組として再編に臨むことができるとみている。ピンチとチャンスは裏腹の関係にあると言われるが、同社は厳しい 2018 年改定を追い風に変えることができる企業の一社であると弊社では考えている。

以下では、2018 年改定の中で、特に影響が大きいと思われる調剤基本料、後発医薬品調剤体制加算、及び基準調剤加算の廃止と地域支援体制加算の新設の 3 点について詳述する。これ以外の改定項目は処方箋ごとに影響が発生するのに対し、これら 3 項目の影響は、各店舗が取り扱うすべての処方箋に影響するためだ。また、地域支援体制加算の算定要件 8 項目には、国が薬局に要求する事項がすべて詰まっていると言え、これへの対応の進捗状況は、業界再編での生き残りの可能性や投資対象としての適否を判断するうえで重要な役割を果たすと考えている。

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.

門前薬局の評価見直しが継続し、調剤基本料が大きく低下

2. 調剤基本料の改定

国は薬局の形態に応じて調剤基本料に差を設けている。薬局の形態に対する国の認識は、1）大型を含む門前薬局が多数であり、面分業（様々な医療機関からの処方箋を受け付けること）を行っている薬局は少数、2）大手調剤チェーン（20 店舗以上の店舗を持つ大手保険薬局）が増加し、多店舗展開により収益率が高くなる傾向がある、というものだ。その上で、こうした現状は国が目指すべき「かかりつけ薬剤師・薬局」が実現しているとは言えないとの判断に至っている。そこで、門前薬局の調剤報酬適正化を目的に調剤基本料を特例的に引き下げる施策が導入されている。

具体的には、集中率と処方箋枚数に応じて、調剤基本料を 1（41 点）～ 3（20 点または 15 点）の 4 段階に分けている。調剤基本料 1 と 3 の差は最大 26 点であるが、この調剤基本料は当該店舗で取り扱うすべての処方箋に適用されるため、1 日 200 枚の処方箋を取り扱う店舗を例にとると、「200 枚× 26 点× 22 日（週休 2 日と仮定）× 12 ヶ月× 10 円 / 点＝ 13,728,000 円」の収入（それはほぼ利益に等しい）差が生じることになる。

2018 年改定においては、集中率の基準が引き下げられ、これまで調剤基本料 1 を算定されていた店舗が 2 に算定されやすくなったほか、調剤基本料 3 がさらに 2 段階に分けられ、月 40 万枚超のグループは “3 －ロ ” として点数が 15 点に引き下げられることとなった。また病院の敷地内に立地する薬局を対象に、特別調剤基本料（10 点）が新設された。

調剤基本料の改定内容

	2016年度改定		点数
調剤基本料	1	2、3以外	41
	2	月4,000回超　集中率70%超 月2,000回超　集中率90%超 特定医療機関　月4,000回超	25
	3	月4万枚超のグループ　集中率95%超	20
特別調剤基本料		—	—

	2018年度改定	点数
1	2、3以外	41
2	月4,000回超　集中率70%超 月2,000回超　集中率85%超 特定医療機関　月4,000回超（医療モールは合算） 同一グループで調剤割合が最も高い医療機関が同じ場合は、それらの薬局の処方せん枚数合計が月4,000回超	25
3－イ	月4万枚超のグループ　集中率85%超	20
3－ロ	月40万枚超のグループ　集中率85%超	15
	病院と不動産取引等　集中率が95%超	10

出所：決算説明資料より掲載

改定直前の 2018 年 3 月において同社の全店舗に占める調剤基本料 1 算定店舗割合は 85% だった。2018 年改定を当てはめるとその割合は 48% に大きく低下する。反対に調剤基本料 3 －ロの割合は 50% に増加するほか、新設された敷地内薬局に対する特別調剤基本料の算定店舗の割合が 1% となる。2018 年 3 月末の調剤薬局店舗数 583 店舗をベースにした加重平均点数は、改定前が 38.1 点であったのに対して改定後は 27.5 点と 10.6 点低下することになる。

これへの対応策は多くはない。昨年までは調剤基本料 2、3 の算定となった店舗については、かかりつけ薬剤師・薬局としての対応を充実させることで、調剤基本料引き下げの特例の適用を除外する（すなわち、調剤基本料 1 に算定される）規定があったが、これは 2018 年改定で廃止された。そのため、調剤基本料 1 以外の店舗については、後述する地域支援体制加算の獲得が残されたリカバリー策ということになる。ただしこれは、従来の特例適用除外に比べて非常にハードルが高いものとなっている。

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.

調剤基本料改定の影響

改定前			改定後		
区分	点数	店舗割合	区分	点数	店舗割合
基本料 1	41	85%	基本料 1	41	48%
基本料 2	25	4%	基本料 2	25	1%
基本料 3	20	11%	基本料 3- ロ	15	50%
			特別調剤基本料	10	1%
平均	38.1	100%	平均	27.5	100%
店舗数（除く物販店舗）	583		店舗数（除く物販店舗）	583	

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

ジェネリック医薬品の使用割合目標を達成済みの同社にとっては、改定の影響は限定的

3. 後発医薬品調剤体制加算

後発医薬品（ジェネリック医薬品）の調剤状況に応じて各店舗は加算を受けることができる。加算点数はジェネリック医薬品の調剤割合（数量ベース）によって、異なり、従来は 75% 以上の店舗は加算 2 が算定され 22 点を加算できていた。しかし、2018 年改定により、その基準が 80% 以上へと引き上げられた。80% という数値は国（厚労省）が 2020 年までの全体目標とする水準だ。また、新たに 85% 以上の店舗には加算 3（26 点）が算定されることとなった一方、加算 1（18 点）を獲得する水準を 75% に引き上げた。いわばアメとムチの戦略であり、目標達成に向けた国の意気込みの強さがうかがえる。

後発医薬品調剤体制加算の改定内容

	2016年度改定		点数	2018年度改定		点数
後発医薬品調剤体制加算	1	65-75%	18	1	75-80%	18
	2	75%以上	22	2	80-85%	22
				3	85%以上	26

出所：決算説明資料より掲載

同社は国の掲げるジェネリック医薬品の使用割合目標を既に達成済みで、調剤薬局業界の中でトップを走る企業とみられる。加算 1 の算定基準が従来の 65% から 75% へと切り上げられた結果、加算なし店舗割合が改定直前の 4% から改定後は 12% に上昇するものの、新設された加算 3 の店舗割合が 38% に達するため、2018 年 3 月末の 583 店を対象とした加重平均点数は、改定前後で 20.7 点から 20.0 点に、0.7 点の低下にとどまる。ジェネリック医薬品の使用拡大に従来から注力してきた同社にとって、今回の改定の影響は限定的であり、遠くない将来に解消されると弊社ではみている。

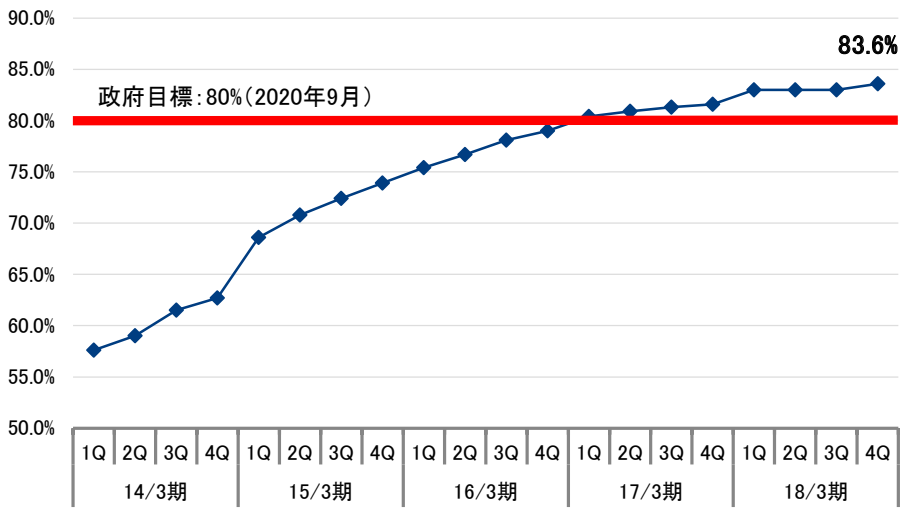
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

後発医薬品調剤体制加算改定の影響

改定前			改定後		
区分	点数	店舗割合	区分	点数	店舗割合
加算 1	18	10%	加算 1	18	23%
加算 2	22	86%	加算 2	22	27%
加算なし	0	4%	加算 3	26	38%
			加算なし	0	12%
平均	20.7	100%	平均	20.0	100%
店舗数（除く物販店舗）	583		店舗数（除く物販店舗）	583	

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

同社のジェネリック医薬品使用割合の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

地域支援体制加算の新設で、国が薬局に求める役割が一段と明確に

4. 基準調剤加算の廃止と地域支援体制加算の新設

これまでは、調剤基本料について 1 の算定を受けた店舗については、一定の要件を満たすことで基準調剤加算（32 点）が算定された。しかし 2018 年改定ではこれが廃止され、地域支援体制加算（35 点）が新設された。

その算定要件として 11 項目の施設基準が設定されているが、その中の最大のポイントは「地域医療に貢献する体制を有することを示す相当の実績」という要件（以下、「実績要件」と略す）だ。実績要件の具体的内容は、1 年間に常勤薬剤師 1 人当たりとして 8 項目をすべて満たすことが必要とされている。

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.

調剤基本料 1 の店舗については実績要件の適用はなく、従来の基準調剤加算と同じ要件をクリアすればよいことになっている。前述したように、国の方針は門前薬局については調剤基本料 1 の算定を厳格化する方針を明確にしており、調剤基本料 1 が適用されるのは街中の個人薬局や面対応薬局などが中心になると思われる。門前薬局の割合が高い大手調剤チェーンは調剤基本料が引き下げられた分を地域支援体制加算によって補わざるを得ず、加算獲得の取り組みを通じて各薬局を国が目指す薬局像に近づけようというのが国の目指すところとみられる。

基準調剤加算の廃止と地域支援体制加算の新設の内容

	2016年度改定	点数	2018年度改定	点数
基準調剤加算	基本料1のみ ・在宅医療　年1件以上 ・かかりつけ薬剤師届出 ・管理薬剤師 （薬局経験5年・在籍1年・週32時間）	32	廃止	
地域支援体制加算	—	—	基本料1 旧基準調剤加算の要件と同様 ・在宅医療　年1件以上 ・かかりつけ薬剤師届出 ・管理薬剤師 （薬局経験5年・在籍1年・週32時間） 基本料1以外 1年に常勤薬剤師1人当たり、以下全ての実績を追加 1　夜間休日の対応実績　400回 2　麻薬指導管理加算の実績　10回 3　重複投与・相互作用等防止加算等の実績　40回 4　かかりつけ薬剤師指導料等の実績　40回 5　外来服薬支援料の実績　12回 6　服用薬剤調整支援料の実績　1回 7　単一建物診療患者が１人の在宅薬剤管理の実績　12回 8　服薬情報等提供料の実績　60回	35

出所：決算説明資料より掲載

同社は、改定前の 2018 年 3 月時点で、58% の店舗で基準調剤加算を獲得していた。しかし、新たな地域支援体制加算の要件を適用すると加算獲得店舗割合は 32% に低下する。これは、前述のように調剤基本料 1 の算定店舗割合が改定後の基準では大きく低下することが影響している。調剤基本料が 1 以外の店舗が地域支援体制加算を獲得するためには 1 年間の実績要件 8 項目をクリアする必要があるため、一定の時間が必要だ（1 年間の実績は毎年 4 月に直前 1 年間について評価が基本。2018 年は制度導入初年度のため 7 月に算定）。同社は「患者のための薬局ビジョン」に沿った店舗運営を推進してきたため、実績要件のクリアについて、同業他社に比べて相対的には優位な位置にあるとみられるが、その同社にしても加算獲得店舗割合を従来レベルに戻すことは容易ではないとみられる。

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.

中長期の成長戦略：『2030 年に向けた長期ビジョン』

2030 年をメドに調剤薬局事業でシェア 10% を獲得し、売上高 1 兆円を目指す

1.『2030 年に向けた長期ビジョン』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 年をメドとした企業規模を売上高 1 兆円にまで高めようというものだ。

同社はまた、市場シェアとして、主力の調剤薬局事業で 10%、医薬品製造販売事業で 15% の獲得を目標に掲げている。調剤薬局事業については、市場規模が現状の約 8 兆円規模から 2030 年時点では約 9 兆円規模に拡大していると想定されるなか、10% のシェア獲得により 9,000 億円の事業に成長させることを計画している。医薬品製造販売事業については、同社はジェネリック医薬品メーカーが将来的に大手 5 ～ 6 社に集約されるとの見方を示しており、その中で勝ち残り組の一角を占めることへの意欲が 15% という数値に込められているとみられる。

事業ポートフォリオとしては、現状は営業利益の約 80% を調剤薬局事業が占めているが、2030 年段階では調剤薬局事業以外の営業利益構成比率を 50%程度にまで引き上げることを展望している。医薬品製造販売事業の成長を加速させ、医療従事者派遣・紹介事業とともに、収益性を下支えする存在へと育成を急ぐ方針だ。

人材投資と ICT 投資で質の高い医療サービスを提供し、勝ち残り・シェア拡大戦略で飛躍的成長を目指す

2. 調剤薬局事業の成長戦略

国の調剤薬局に対する諸施策は、2015 年 10 月に公表された「患者のための薬局ビジョン」に沿って進められている。目指す薬局像の実現に向けて段階的に進められているが、2018 年改定では国が目指す方向性が一段と明確になった。

国の医療・介護の施策における最高位概念には地域包括ケアシステムの実現がある。調剤薬局にも地域包括ケアシステムの一端を担うことが期待されており、それに向けた薬剤師・薬局の理想像を示したのが「患者のための薬局ビジョン」だ。その具体的あり方の 1 つがかかりつけ薬剤師・薬局であり、同社はこれに対してここ数年積極的に取り組んできた。

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.

2018 年改定では地域支援体制加算が新設され、改めて地域包括ケアシステムの実現（地域連携）を目指す国の姿勢が強調された。その意気込みが厳しい実績要件 8 項目となって表れているのは前述のとおりだ。実績要件 8 項目を分析すると、厳しさの本質が“連携”にあることがわかる。薬局側の努力だけでは達成できない要件が含まれている。また、個々の薬剤師に対して受け身からプロアクティブ（能動的）へと意識変革（と実際の行動）を要求する内容も含まれている。このことは「薬局における対人業務の評価の充実」として 2018 年改定の主要項目ともなっている。

こうした国の方針のもと、同社の成長戦略は明快で一貫している。すなわち、勝ち残りによるシェア拡大だ。勝ち残りやシェア拡大自体は大手調剤チェーン各社に共通する普遍的なテーマと言える。重要なことはそのための具体的方法論であり、実現に向けて信頼性や説得力のある取り組みがなされているかどうかだ。

結論から言うと、同社は勝ち残り・シェア拡大戦略を実現可能な最有力ポジションにあると弊社では考えている。

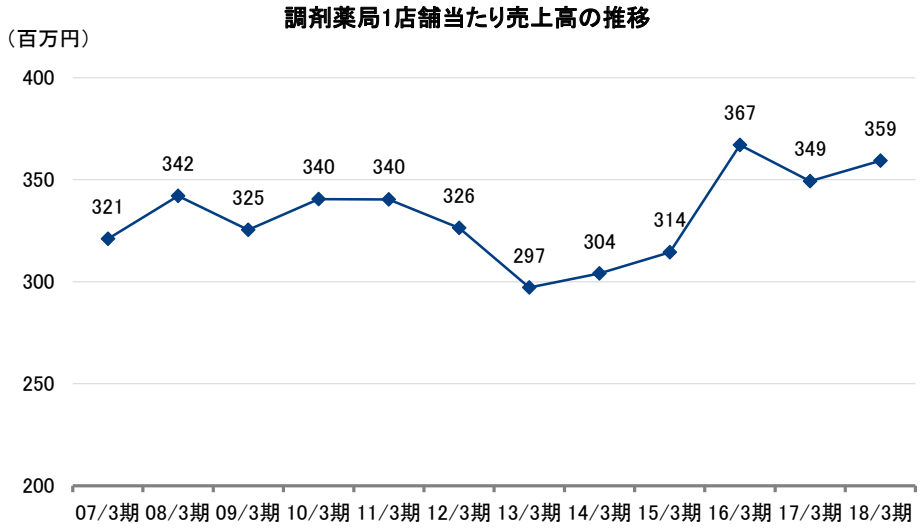
様々な理由の中で弊社が最も注目するのは、同社が一貫して追求してきた 1 店舗当たりの売上規模だ。同社の 1 店舗当たり売上高は 359 百万円（2018 年 3 月期実績）と、同業他社と比較して群を抜いて高い。店舗売上高は処方箋単価と処方箋応需枚数の積で求められるが、同社はその両方において同業他社をしのいでおり、それが店舗売上高としてあらわれている。

処方箋単価については、同社の 2018 年 3 月期実績は 14,739 円だった。これは他の調剤大手の処方箋単価が 10,000 円を中心に 9,000 円台～ 11,000 円のレンジにあることと比較すると、40% 前後高いことになる。こうした処方箋単価の違いは、調剤技術料の違いに加えて薬剤料の差によるところも大きいとみられる。薬剤料の差は、同社が店舗展開において大学病院やがん専門病院等の高度医療に対応する立地への出店を強化したことに起因していると考えられる。

処方箋応需枚数については、同社の 2018 年 3 月期実績ベースの店舗当たり平均応需枚数は 24.1 千枚だった（総応需枚数を、調剤店舗数の期首期末平均で除して算出）。他の調剤大手の店舗当たり平均応需枚数は 20 千枚前後であり、同社の店舗が 20% 前後多い状況となっている。応需枚数が他社を上回る要因の一部は、処方箋単価が高い理由と重なる。それに加えて、同社が進める「患者のための薬局ビジョンに」で期待されている薬局の機能（かかりつけ薬剤師・薬局、高度薬学管理機能など）を着実に実践する過程において必然的に応需枚数が増加したものと弊社では推測している。

このようにみてくると、同社の店舗売上高の高さ（すなわち店舗の規模）がもつ意味というのは、単に業績を構成する一つの要素にとどまらず、各種加算の獲得（それは国の施策に適応していることを意味する）に相対的に有利な状況にあることや、当該店舗がそれぞれの地域において果たしている役割や機能などをを、示唆するものでもあると言える。

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.

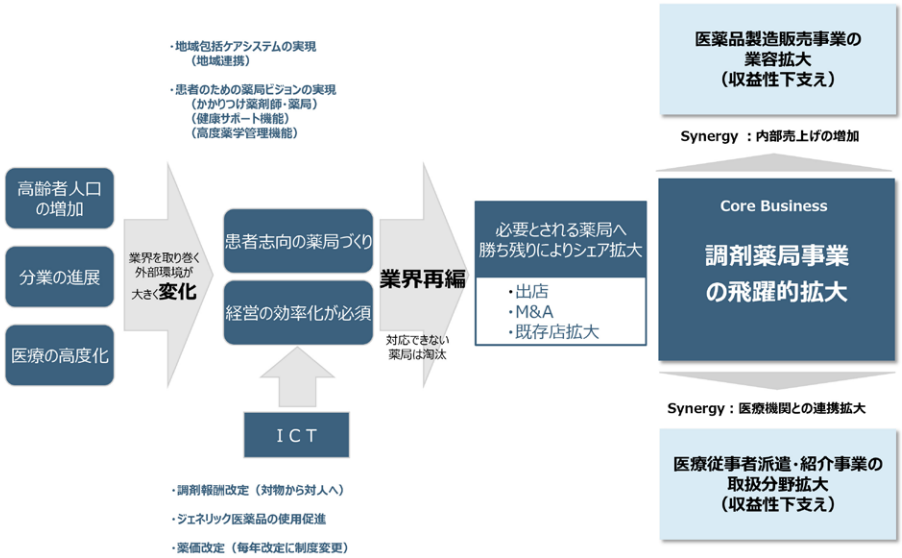


注：1 店舗当たり売上高は調剤セグメント売上高 ÷ 期中平均調剤店舗数で算出。物販店舗も含むベース。
出所：決算短信、会社資料等よりフィスコ作成

もう 1 つの重要なポイントは、調剤薬局が果たすべき役割や使命について、同社が一貫したビジョンを有し、その実現のために必要な投資を継続していることが挙げられる。具体的には、同社は " 質の高い医療サービスの提供と、医療費の増加抑制に向けた取り組み " が自社（の調剤薬局）に期待される役割という意識のもと、その実現に向けて人材投資と ICT 投資を継続的に行っている。その体力を賄っているのは、前述の店舗当たり売上高によって象徴的な高効率経営から産み出される潤沢なキャッシュフローだ。ICT 投資や人材投資に裏打ちされた顧客（患者）志向の薬局づくりが高い店舗収益と高効率経営を実現し、それが再度 ICT 投資や人材投資を通じてサービスの質の向上につながるというポジティブ・スパイラル（正の循環）ができているということだ。これこそが同社の成長戦略の核であり、同社の強みだと弊社では考えている。

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.

調剤薬局事業の成長戦略



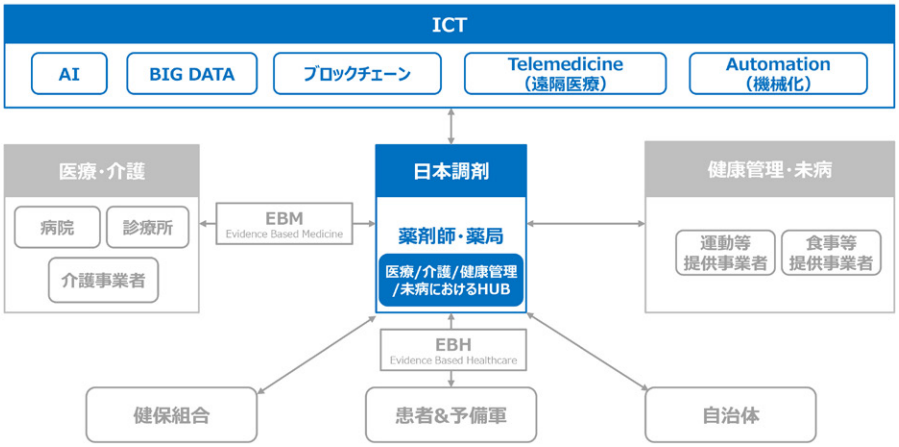
出所：決算説明資料より掲載

以下では主要ポイントについて詳述する。

（1）ICT の取り組み

同社は次世代の調剤薬局は、医療費増加抑制に向けた医療の適正化・効率化を担う存在となり、医療・介護・健康管理・未病の各分野が連携するうえでのハブ（HUB）に成り得ると考えている。その上で、それには ICT（Information and Communication Technology）の活用が不可欠であるとして ICT 投資に取り組んできている。

ICT を活用した次世代調剤薬局のポジションニングのイメージ



出所：決算説明資料より掲載

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.

同社の ICT 投資の特徴は「自社開発」だ。同社が自社開発にこだわった背景には拡張性やスピード感を重視したことがあるとみられる。現状では、電子お薬手帳「お薬手帳プラス」、調剤システム、在宅コミュニケーションシステムなどについて社内の ICT 化を完了している。これまでかかりつけ薬剤師・薬局の推進などで効果を発揮しているほか、今後は、対人業務の強化や医療連携強化などを通じて地域包括ケアシステムの一翼を担うことが期待されている。

ICT 投資は巨額の費用を要するが、同社はこれまでに大部分の投資を終えており、既にランニングコスト主体の費用構造へと移行しているとみられる。したがって、大型 ICT 投資による収益圧迫のリスクは小さいと弊社ではみている。

（2）人材育成

調剤薬局ビジネスは薬剤師を抜きには語れない。しかし薬剤師に求められるものも従来とは大きく変わってきている。これからクローズアップされてくるキーワードは「対人業務」と「専門性」だと考えられる。この点について同社は、薬剤師の知識・スキル面における専門性を評価・推進する「薬剤師ステージ制度 “JP-STAR”」を 2018 年 4 月にスタートさせた。

また、門前薬局における高度薬学管理機能への取り組みとして、外部評価による認定取得を推進している。具体的には「外来がん治療認定薬剤師」を 3 年間で 30 名以上、「緩和薬物療法認定薬剤師」を 3 年間で 20 名以上、それぞれ創出することを目指して人材研修を実施している。

薬剤師の確保という点では、大手調剤チェーンとしての知名度の高さや、医療従事者派遣・紹介事業とのシナジー効果によって、相対的に優位なポジションにあると弊社では考えている。

（3）出店戦略と M&A

出店戦略では、出店ペースについて同社は、年間 50 店の新規出店（自立出店と M&A による出店の合計）を基準に考えている。

店舗業態については、門前薬局、特に大手調剤チェーンの経営による効率化された店舗に対する国の目が厳しさを増しているなか、どう対応するかという課題がある。この点について同社は、門前薬局もチャンスがあれば拡大する方向でありながらも、都市部を中心にハイブリッド型薬局（※）の出店を加速させていくものとみられる。

※ハイブリッド型とは、メディカルセンター（医療モール）型薬局（以下、MC 型）と面対応薬局（複数の医療機関の処方箋を取り扱う薬局）の両方の機能を兼ね備えたタイプの店舗。

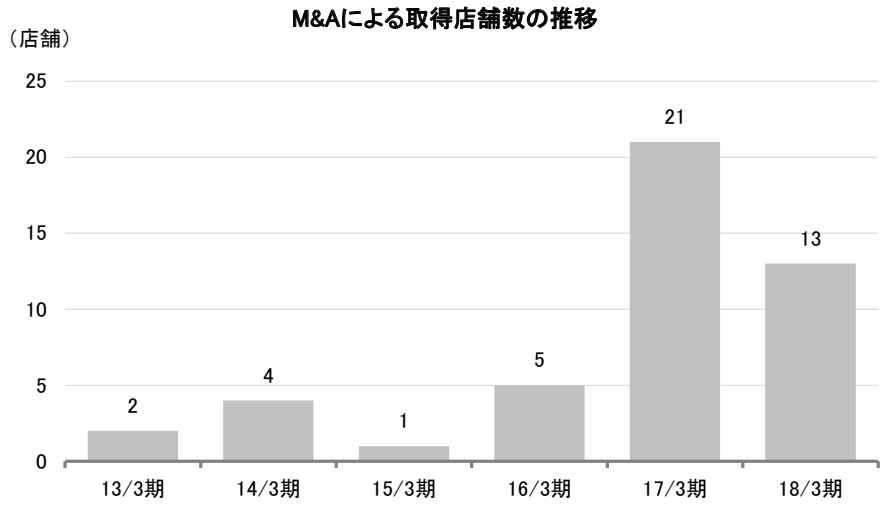
同社は全国の大学病院の約 4 割について門前薬局を開設するなど、大型門前薬局の割合は業界の中でも非常に高い状況にある。ICT の活用による高効率経営や、門前薬局ならではの機能・サービスの提供で、門前薬局の有効性は今後も維持できるとみられる。

一方、ハイブリッド型薬局では健康サポート機能やかかりつけ薬剤師・薬局機能を充実させ、地域連携や未病・予防への取り組みの中核の役割を果たしていく方針だ。

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.

M&A による出店に関しては、同社は M&A に消極的な企業とみられることもあった。消極的とみられた理由は、前述の店舗当たり売上高に代表される“日本調剤スタンダード”にかなう案件を吟味しながら M&A に臨んでいたことにあると思われる。結果として M&A 件数が同業他社に比して大幅に少ない状況が続いてきたことで M&A に消極的という見方につながったと考えられる。

しかしながら、“業界再編本格化”や“生き残りによるシェア拡大”の先にあるのは M&A による店舗拡大であり、今後は同社も M&A を積極化させてくることになるとみられる。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

こうしたなか、M&A に関する事業環境は従来よりも良化しつつあるようだ。同社は、2018 年改定を境に需給バランスが供給過多となり、案件の企業価値評価（買収価格）が低下していくと予想している。また、案件の内容においても再生案件に該当するものが増加してくるとみている。こうした環境変化は再生型 M&A の経験とノウハウを蓄積した同社には追い風と考えられる。過去の実績において同社は、買収した店舗を買いっぱなしということはせずに、手を加えてきっちりと“日本調剤化”を図ってきた。そうした実績に裏打ちされた同社の今後の進展に注目したい。

最新鋭のつくば第二工場の収益化が成長戦略の核。自社製造医薬品の拡大と受託生産で稼働率アップを目指す

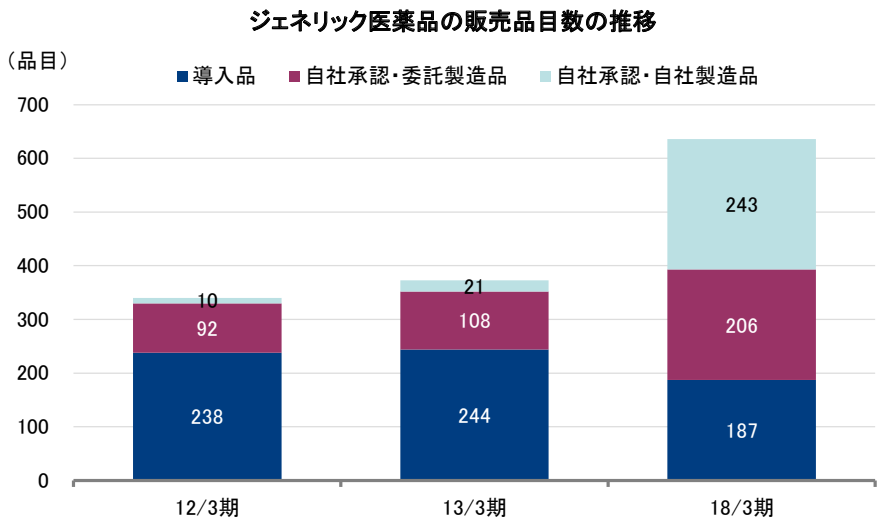
3. 医薬品製造販売事業の成長戦略

国は 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。これによるジェネリック医薬品の需要増加を見据えた対応が、つくば第二工場の建設であった。

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.

つくば第二工場は 2018 年 4 月の竣工予定で工事が進められてきたが、予定どおり完成した。生産設備は複数期に分けて導入予定で、今回は第 1 期として生産能力 33 億錠／年の設備が導入された。医薬品製造販売事業における成長戦略とは、つくば第二工場の新規設備をいかに収益拡大につなげるかと同義と言える。

生産面では、工場の稼働率を如何に高めるかがポイントとなる。この点について同社は、1）ジェネリック医薬品の販売品目数に占める自社製造品目数の割合の拡大と、2）最新設備を生かした受託生産事業の拡大、の 2 つのアプローチにより、稼働率を高めて減価償却費等の費用増加を吸収し業績拡大につなげる計画だ。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

販売面では、自社内に巨大調剤薬局チェーンがある強みを生かし、内部売上高と外部売上高の両面で業容を拡大させる計画だ。内部売上高については、前述のように業界再編の本格到来により、同社は M&A も積極的に活用しながら店舗数を拡大させていくとみられ、それが成長ドライバーとなる。一方外部売上高については、ジェネリック医薬品の使用量割合 80% という政府目標が需要ドライバーだ。

業績面では、稼働初年度の 2019 年 3 月期は減価償却費やスタートアップコストで費用が増加する一方、製品の初出荷が 12 月に予定されているため、営業利益は 51 百万円（前期比 95.7% 減）にまで急落すると予想されている。しかしその後は、生産販売数量の順調な増大により業績の V 字回復が期待されている。

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.

医師・看護師等に取扱職種を拡大へ。薬剤師分野は日本調剤ブランドで安定成長が続く

4. 医療従事者派遣・紹介事業の成長戦略

医療従事者派遣・紹介事業の成長戦略は大きく 2 つだ。1 つは薬剤師の派遣・紹介事業での成長であり、もう 1 つは取扱職種の拡大だ。

薬剤師の派遣・紹介事業は、国が推進する「患者のための薬局ビジョン」が成長ドライバーの役割を果たすと期待される。その中では、かかりつけ薬剤師・薬局の実現や、対人業務の重視の方針への対応で、薬剤師の慢性的な人手不足に拍車がかかっている状況だ。こうした状況は同社自身の求人費用増大にもつながるリスクをはらんでいるが、“ 日本調剤 ” の知名度に加え、サービスブランドである “ ファルマスタッフ ” の知名度も浸透していることから、順調に業容を拡大させられると期待される。

取扱職種の拡大は、医師、看護師、その他の医療従事者などへのサービス拡大だ。これらの職域についてはそれぞれ先行する事業者が存在しているが、同社は強みを持つ薬剤師の派遣・紹介事業で培ったノウハウの活用や、シナジー効果の追求によって新たな市場の開拓に臨む計画だ。目下は、医師紹介事業の拡大に向けた先行投資を実施中で、営業拠点の増設や営業部員の増員に取り組んでいる。

■ 今後の見通し

2018 年改定の影響とつくば第二工場稼働に伴う費用増加により、増収減益の見込み

● 2019 年 3 月期の業績見通し

2019 年 3 月期について同社は、売上高 253,893 百万円（前期比 5.2% 増）営業利益 6,318 百万円（同 40.3% 減）、経常利益 6,078 百万円（同 40.1% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,756 百万円（同 38.5% 減）と、増収ながら大幅減益を予想している。

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.

2019 年 3 月期予想の概要

（単位：百万円）

	18/3 期		19/3 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	118,149	241,274	123,146	4.2%	253,893	5.2%
営業利益	4,888	10,587	1,549	-68.3%	6,318	-40.3%
経常利益	4,635	10,138	1,409	-69.6%	6,078	-40.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,805	6,104	932	-66.8%	3,756	-38.5%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018 年 3 月期の過去最高益更新から一転して大幅減益が予想されているが、過度な懸念は不要というのが弊社の考えだ。減益の要因は調剤薬局事業における報酬改定の影響と、医薬品製造販売事業における新工場の立ち上がり負担によるものだ。前者については、前述にように同社は相対的な優位性をもち、中長期的には追い風に変えていくことが可能とみている。後者については費用負担の重さは今期がピークで、来期以降は費用の漸減とトップライン（売上）の拡大で、利益は好転してくると期待される。

事業セグメント別概要は以下のとおり。

調剤薬局事業は売上高 213,133 百万円（前期比 3.9% 増）、営業利益 9,436 百万円（同 24.0% 減）と増収減益を予想している。2018 年改定の影響で技術料が大きく低下する見通しとなっている。既存店における処方箋枚数増加や新規出店による増収効果によって、売上高は前期比増収が期待されるが増収率は改訂の影響で例年（10% 前後）よりも低くなっている。一方営業利益では、低下した調剤報酬を取り戻すには従来以上に時間を要することから、減益は避けられないと考えられる。

医薬品製造販売事業は売上高 42,123 百万円（前期比 10.7% 増）、営業利益 51 百万円（同 95.7% 減）と増収ながら大幅減益を予想している。2018 年 3 月期中につくば第二工場が完成したことで、今期は減価償却費がフルに発生し、減価償却費の総額は 34 億円と前期の 26 億円から 8 億円増加する見通しだ。また研究開発費も前期比 2 億円増の 29 億円が予定されている。つくば第二工場からの製品出荷開始は 12 月が予定されており、それまでは立ち上がり費用が先行的に発生することになる。これらが利益を大きく圧迫して今期は大幅減益となる見通しだ。

医療従事者派遣・紹介事業は売上高 13,500 百万円（前期比 12.8% 増）、営業利益 1,950 百万円（同 5.9% 増）と増収増益を予想している。事業環境は前期までと同様、派遣、紹介とも高水準が続くと期待される。求人コストの増大や医師紹介など事業領域拡大に伴う先行投資費用の増加を吸収して、増益を確保する見通しとなっている。

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.

事業セグメント別見通し

（単位：百万円）

		18/3 期 通期 実績	18/3 期 通期 前期比	19/3 期 通期 予想	19/3 期 通期 前期比
売上高	調剤薬局事業	205,192	8.4%	213,133	3.9%
	医薬品製造販売事業	38,066	3.4%	42,123	10.7%
	医療従事者派遣・紹介事業	11,970	14.0%	13,500	12.8%
	調整前	255,230	7.9%	268,756	5.3%
	調整額	-13,955	-	-14,863	-
	売上高合計	241,274	8.0%	253,893	5.2%
営業利益	調剤薬局事業	12,411	29.8%	9,436	-24.0%
	医薬品製造販売事業	1,194	-30.5%	51	-95.7%
	医療従事者派遣・紹介事業	1,842	7.7%	1,950	5.9%
	調整前	15,448	18.9%	11,437	-26.0%
	調整額	-4,861	-	-5,119	-
	営業利益合計	10,587	24.3%	6,318	-40.3%

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	15/3 期 通期	16/3 期 通期	17/3 期 通期	18/3 期 通期	19/3 期 2Q 累計（予）	19/3 期 通期（予）
売上高	181,844	219,239	223,468	241,274	123,146	253,893
前期比	10.0%	20.6%	1.9%	8.0%	4.2%	5.2%
売上総利益	31,929	39,068	39,258	43,837	-	41,500
売上総利益率	17.6%	17.8%	17.6%	18.2%	-	16.3
販管費	25,281	28,578	30,738	33,250	-	35,182
販管費率	13.9%	13.0%	13.8%	13.8%	-	13.9
営業利益	6,647	10,489	8,519	10,587	1,549	6,318
前期比	40.1%	57.8%	-18.8%	24.3%	-68.3%	-40.3%
営業利益率	3.7%	4.8%	3.8%	4.4%	1.3%	2.5%
経常利益	6,003	9,878	7,976	10,138	1,409	6,078
前期比	43.3%	64.6%	-19.3%	27.1%	-69.6%	-40.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,778	6,329	4,638	6,104	932	3,756
前期比	46.1%	127.8%	-26.7%	31.6%	-66.8%	-38.5%
分割調整後 EPS（円）	194.48	432.85	290.03	381.69	58.32	234.84
分割調整後配当（円）	35.00	45.00	50.00	50.00	25.00	50.00
分割調整後 BPS（円）	1,257.60	2,030.22	2,278.70	2,595.00	-	-

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

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）

	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末
流動資産	53,373	60,096	84,838	82,327	83,121
現預金	15,429	13,952	32,385	21,200	28,464
売掛金等	18,665	21,413	26,810	27,643	21,230
棚卸資産	16,396	21,066	22,016	29,514	28,224
固定資産	63,921	70,044	72,770	96,019	103,452
有形固定資産	42,123	48,819	51,997	68,513	75,662
無形固定資産	11,103	10,376	10,122	16,773	17,952
投資等その他の資産	10,694	10,848	10,650	10,733	9,837
資産合計	117,295	130,141	157,609	178,347	186,573
流動負債	55,666	53,474	68,985	66,305	70,310
買掛金等	28,963	33,392	44,653	41,033	39,973
短期借入金等	18,639	11,169	12,963	13,411	15,309
固定負債	45,779	59,031	56,151	75,595	74,756
長期借入金等	42,165	53,184	50,621	70,678	68,372
株主資本	15,845	17,515	32,507	36,345	41,648
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	26,816
自己株式	-2,171	-3,059	-44	-46	-47
その他包括利益累計額	3	119	-34	101	-144
純資産合計	15,849	17,635	32,473	36,447	41,506
負債・純資産合計	117,295	130,141	157,609	178,347	186,573

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
営業活動によるキャッシュ・フロー	6,243	5,831	19,327	-940	23,141
投資活動によるキャッシュ・フロー	-14,510	-8,437	-7,823	-28,444	-13,843
財務活動によるキャッシュ・フロー	8,782	1,422	7,031	18,205	-2,034
現預金増減	514	-1,183	18,535	-11,180	7,264
期首現預金残高	14,513	15,027	13,844	32,380	21,200
期末現預金残高	15,027	13,844	32,380	21,200	28,464

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

2018 年 3 月期は前期比横ばいの 50 円配を実施。2019 年 3 月期も減益ながら 50 円配を継続の配当予想

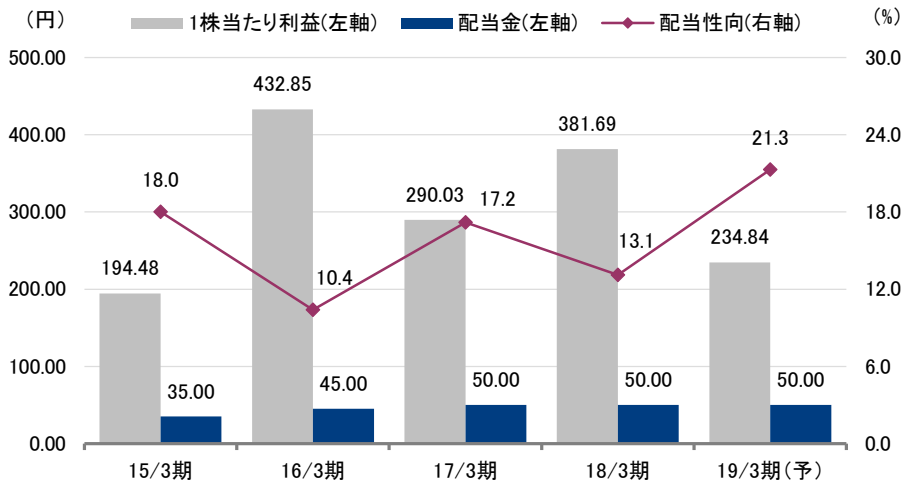
同社は株主還元について、配当によることを基本としており、配当額については成長のための内部留保とのバランスを取りつつ、経営成績に連動した形で利益還元を行っていくとしている。

2018 年 3 月期については事前の予想どおり、前期比横ばいの年間 50 円配（中間配 25 円、期末配 25 円）の配当を実施した。1 株当たり当期純利益が 381.69 円であったため、これに対する配当性向は 13.1% となった。

2019 年 3 月期については、前期比横ばいの 50 円（中間配 25 円、期末配 25 円）の配当予想を公表している。予想 1 株当たり当期純利益が 234.84 円のため、配当性向は 21.3% となる。前述のように、2019 年 3 月期は前期比約 4 割の大幅減益となるが、配当性向が 20% 台前半にとどまる利益水準であることから、配当の現状維持を決定したものと弊社ではみている。

同社は医薬品製造の新工場建設は一旦終えたが、調剤薬局事業における M&A や ICT・人材への投資など、成長投資のための資金需要は旺盛な状況だ。過去の経営のトラックレコードに照らすと、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いう弊社の考えは従来から変更はない。

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
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.

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り扱っているため、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。

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