

# ホリスティック企業レポート クオール

## 3034 東証一部

フル・レポート  
2013年3月29日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130326

要旨

アナリスト: 馬目俊一郎  
+81(0)3-6858-3216  
manome@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・同社はメディパルホールディングス傘下で調剤薬局大手の一角。事業ポートフォリオは調剤薬局を主力事業に、SMO 事業や食品 CRO 事業など展開。
- ・同社のビジネスモデルは、新規出店やM&Aによる店舗網拡大をドライバーとした売上高成長モデル。

【主要指標】

|            | 2013/3/22  |
|------------|------------|
| 株価 (円)     | 911        |
| 発行済株式数 (株) | 26,236,800 |
| 時価総額 (百万円) | 23,902     |

|           | 前期   | 今期E  | 来期E |
|-----------|------|------|-----|
| PER (倍)   | 14.7 | 13.4 | 8.4 |
| PBR (倍)   | 1.9  | 1.7  | 1.4 |
| 配当利回り (%) | 2.7  | 2.0  | 3.1 |

2. 財務面の分析

- ・過去の業績推移は、M&A と新規出店で売上高成長を加速させ、利益面では規模拡大によるスケールメリットで薬価引き下げを吸収。
- ・当センターでは、調剤薬局の新規出店やローソン併設店の物販に加え、CSO 事業や買収予定の調剤薬局寄与を見込み、同社の 15 年 3 月期までの年平均成長率は売上高が 20.2%増、営業利益は 29.6%増を予想。

【株価パフォーマンス】

|            | 1 カ月 | 3 カ月 | 12 カ月 |
|------------|------|------|-------|
| リターン (%)   | 10.6 | 23.8 | 33.4  |
| 対TOPIX (%) | 3.9  | 2.5  | 9.7   |

3. 非財務面の分析

- ・調剤薬局は薬剤師の業務量や最低限の配置人数が定められた労働集約的産業。持続的成長には店舗網拡大に加え、薬剤師の確保及び研修が必要不可欠。

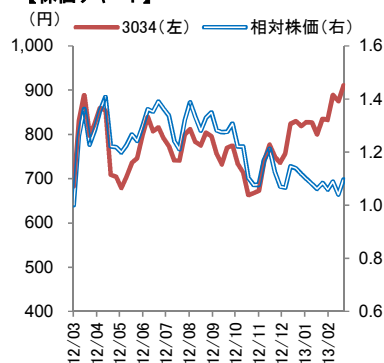
4. 経営戦略の分析

- ・同社を評価するポイントは集客力に長けたパートナーとのアライアンス。なかでもローソン併設店は物販拡大が見込める。

5. アナリストの評価

- ・同業他社比較から、調剤薬局業界の妥当 PER 水準を 10 倍～15 倍と仮定すると、当センターの 2015 年 3 月期予想 EPS141.2 円を前提とした中長期的な適正株価水準は、1,400 円～2,100 円のレンジを想定。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/3/26

【3034 クオール 業種: 小売業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2010/3    | 56,305       | 14.9       | 2,031         | 33.0       | 2,032         | 35.0       | 828          | 26.7       | 6,694.8    | 79,310.6   | 1,250.0    |
| 2011/3    | 60,915       | 8.2        | 2,804         | 38.1       | 2,807         | 38.1       | 1,137        | 37.3       | 9,188.9    | 87,214.1   | 1,700.0    |
| 2012/3    | 66,201       | 8.7        | 3,308         | 18.0       | 3,238         | 15.3       | 1,560        | 37.2       | 62.1       | 488.9      | 24.5       |
| 2013/3 CE | 78,614       | 18.8       | 3,401         | 2.8        | 3,415         | 5.5        | 1,640        | 5.1        | 64.1       | —          | 18.0       |
| 2013/3 E  | 77,500       | 17.1       | 3,500         | 5.8        | 3,540         | 9.3        | 1,740        | 11.5       | 68.2       | 541.9      | 18.0       |
| 2014/3 E  | 104,000      | 34.2       | 5,600         | 60.0       | 5,620         | 58.8       | 2,770        | 59.2       | 108.6      | 632.0      | 28.0       |
| 2015/3 E  | 115,000      | 10.6       | 7,200         | 28.6       | 7,250         | 29.0       | 3,600        | 30.0       | 141.2      | 744.3      | 36.0       |

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。株式分割: 2012/3期1株→2株、13/3期1株→100株。12/3期配当は分割調整後。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

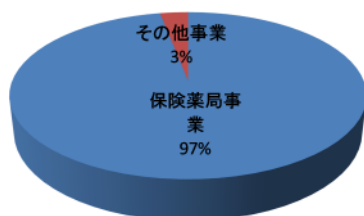
### > 事業内容

#### ◆ メディパルホールディングス傘下で調剤薬局大手の一角

同社は調剤薬局大手の一角で、医薬品卸大手のメディパルホールディングスの持分法適用会社。調剤薬局を主力事業に、SMO (Site Management Organization : 治験施設支援機関) や食品 CRO (Contract research organization : 受託臨床試験実施期間)、人材派遣や出版関連など展開する。

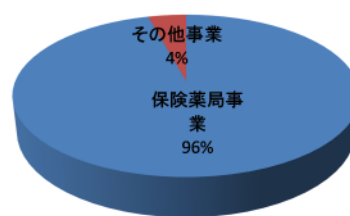
事業セグメントは「保険薬局事業」と「その他事業」の2事業で構成され、このうち保険薬局事業が収益の大部分を稼ぎ出す。

図表1 事業セグメント別売上高  
(2012/3期:売上高662.0億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

図表2 事業セグメント別利益  
(2012/3期:営業利益33.1億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

#### ◆ 関東を地盤に調剤薬局を展開

主力の保険薬局事業は、2012年3月期末の店舗数が直営321店舗、FC6店舗の計327店舗。出店地域は中小病院の門前を中心に関東が全体の約50%超を占め、次いで東北や東海・甲信越と続き、関西以西は手薄なことから出店余地を残している。

保険薬局事業は「薬剤に係る収入」、「調剤技術に係る収入」、「一般薬等売上」の3サブセグメントに分けられる。

薬剤収入は文字通り処方薬の売上高で、セグメント売上高の約70%超を占める。薬剤収入は薬価差益(仕入れ価格と公定薬価との差額)が利益の源泉となる一方、2年毎の診療報酬改定(薬価改定)による薬価引き下げは収益に対してマイナスに作用する。

セグメント売上高の約20%超を占める調剤技術収入は、調剤基本料や調剤料などの「調剤技術料」と、薬剤服用歴管理指導料や在宅患者訪問薬剤管理指導料などの「薬学管理料」に分けられる。これらは細かく定められたレギュレーションをクリアすると加点方式で収入が上乘せされる反面、診療報酬改定(調剤報酬改定)でレギュレーションや加点配分が見直されるなど、収入は医療政策に左右される。

一般薬売上等は大衆薬や病院売店などの物販が主力。13年3月期はローソンとの資本・業務提携で、調剤薬局併設のフランチャイジー(加

盟店) 展開を加速することから、中期的には物販のウエートが高まると予想される。

#### ◆ その他事業は中期的に SMO と食品 CRO、M&A の CSO を強化

その他事業は臨床治験に参加する医療機関をサポートする SMO 事業と、特定保健用食品などの臨床試験に特化した食品 CRO 事業、薬剤師や大衆薬登録販売者などを紹介・派遣する人材派遣事業、医薬関係者や患者向け医療情報書籍等の出版関連事業、13 年 3 月期に買収した MR (薬事情報担当者) 派遣の CSO (Contract Sales Organization) 事業などで構成される。

一方、事業規模的には労働集約的な SMO 事業の CRC (Clinical Research Coordinator : 治験コーディネーター) が 12 年 3 月期末で 49 名に過ぎないなど、収益へのインパクトは小さいものだった。だが、売上高規模が約 55 億円の CSO 事業買収で、今後は保険薬局事業のリスクをオフセットするだけの収益寄与が期待される。

## > ビジネスモデル

#### ◆ 店舗展開による売上高成長モデル

同社のビジネスモデルは、新規出店や M&A による店舗網拡大をドライバーとした売上高成長モデルと考えられる。同社は 2000 年以降の積極的な M&A で店舗網を拡大させ、直営店舗数は 05 年 3 月期末の 105 店舗から 12 年 3 月期末には 321 店舗に増加。これに伴い保険薬局事業の売上高も 200 億円から 642 億円規模に達するなど、店舗網拡大による売上高成長が確認できる。

加えて、同社の店舗ロケーションは、大病院門前などの「点分業」とはとられないのが特徴。日常生活圏である商業施設などへの「面分業」を進め、ローソン併設店やビックカメラ内出店など、集客力に長けたロケーションで調剤需要だけでなく物販需要も取り込んでいる。

これら店舗網拡大に欠かせないのが薬剤師の確保である。調剤薬局は店舗当たりの薬剤師数や、薬剤師 1 日当たりの処方箋処理枚数が定められている労働集約産業。したがって、効率的に店舗売上高を上げるには処方箋単価アップが欠かせず、調剤技術収入の上乗せが求められる。これには調剤技術料や薬学管理料などのレギュレーションをクリアする技量が問われることから、薬剤師の教育・研修が必要不可欠となる。

また、規模の拡大は収益性の向上につながると考えられる。同社の原価に占める薬剤等の材料費比率は約 60% 超に達するため、医薬品卸との価格交渉による材料費削減が収益性向上に直結する。医薬品卸との価格交渉ではスケールメリットが働きやすいことから、新規出店や M&A による規模拡大が収益性を押し上げると考えられる。

> 市場構造とポジション

◆ 市場拡大が続く反面、今後は業界再編や淘汰も本格化

調剤薬局業界は、医薬分業率（調剤薬局の処方箋受取率）の上昇とともに市場が拡大している。そもそも「医薬分業」は、診察（医師）と投薬（薬剤師）を分離して、相互にチェック機能を持たせると同時に、医師の潜在的収入源だった薬価差益に頼る経営体質からの脱却と、薬剤費圧縮による医療費抑制が目的である。

厚生労働省によると、処方箋を扱える国内の保険調剤薬局は、1990年度の3.1万件(全国平均医薬分業率12.0%)から2011年度には5.3万件(同64.6%)に増加。医薬分業率は地域によって大きな開きがあるものの、福井県や和歌山県など医薬分業率の低い地域も、長期的には全国平均レベルに近づくと予想され、これは市場拡大が継続可能なことを意味する。また、高齢化などの患者数増に起因した処方箋枚数の増加と処方薬剤の増加を背景に薬剤費は右肩上がり続けている。この結果、薬局調剤医療費は01年度の3.2兆円から11年度には6.5兆円に達していることから、調剤薬局市場は店舗数と薬剤費の両面で今後も市場拡大が続くと考えられる。

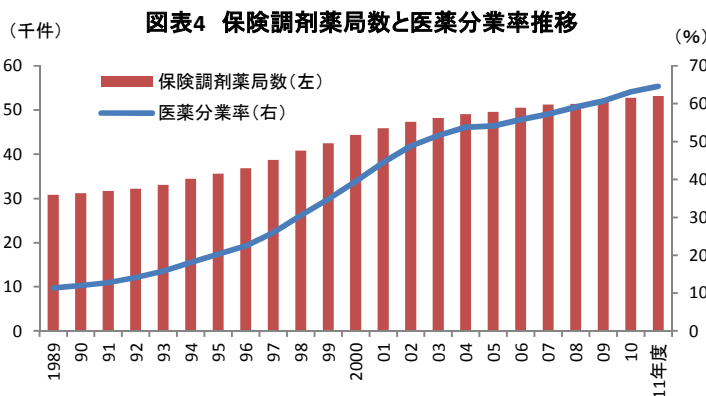
同時に調剤薬局業界は、流通大手などの異業種参入やM&Aによるグループ化が進行している。病院門前の点分業が飽和状態に近づくなか、出店地域が日常生活圏への面分業や、大型商業施設を持つ流通大手の参入でロケーションの多様化が進み、今後は生き残りを賭けた競争が激化していくと予想される。

図表3 全国の医薬分業率

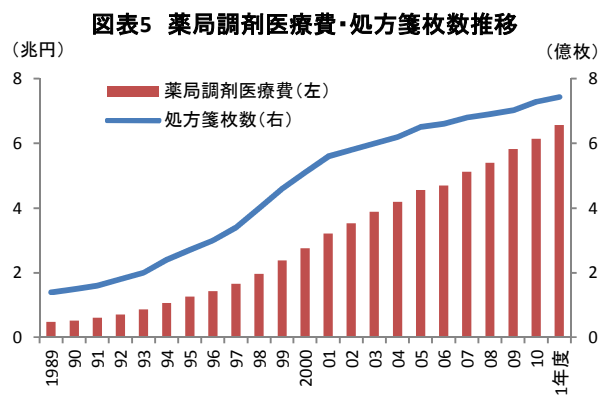
(2011年度)

| 順位 | 地域   | 医薬分業率 |
|----|------|-------|
| 1  | 秋田   | 82.2% |
| 2  | 神奈川  | 78.2% |
| 3  | 宮城   | 76.1% |
| 4  | 新潟   | 75.7% |
| 5  | 佐賀   | 74.5% |
|    | 全国平均 | 64.6% |
| 43 | 愛媛   | 46.7% |
| 44 | 徳島   | 45.6% |
| 45 | 京都   | 44.7% |
| 46 | 和歌山  | 40.8% |
| 47 | 福井   | 34.9% |

出所)日本薬剤師会



出所)日本薬剤師会、厚生労働省より当センター作成



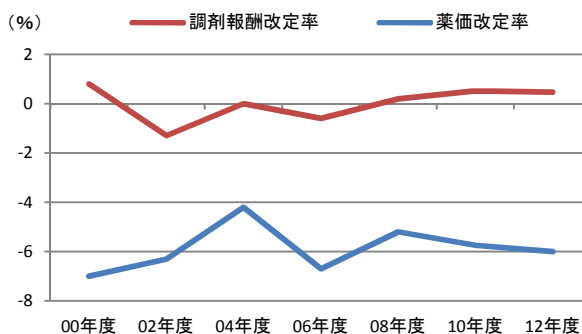
出所)日本薬剤師会、厚生労働省より当センター作成

◆ 中期的にはソフト面の拡充が求められる業界環境

調剤薬局業界は2年毎の診療報酬改定で収益性が左右される。売上高で大きなウエートを占める薬剤収入は、改定のたびに薬価が引き下げられ、これが業界にとって最大のリスク要因と考えられる。一方、調剤技術収入に関連する調剤報酬改定は、08年度からプラス改定が続いており、今後は調剤技術料よりも薬学管理料のウエートが増してい

くと予想される。したがって調剤薬局には、ジェネリック処方などのテクニカルな要素に加え、在宅患者訪問指導などのソフト面での対応が求められる。

図表6 調剤報酬・薬価改定率



出所) 有価証券報告書より当センター作成

#### ◆ 業界大手の一角

調剤薬局業界における同社のポジションは、調剤薬局部門の売上高や店舗数などの面で業界4位と推察される。業界トップのインファーマシーズと2位の日本調剤、5位の総合メディカルは上場会社(3位のクラフトは非上場)のため、各プレーヤーの戦略等が確認可能。これら大手に共通しているのはM&Aによる事業規模の拡大と面分業の推進である。インファーマシーズはセブン&アイ・ホールディングスと資本・業務提携を結び、日本調剤はメーカー機能(ジェネリック生産)を強化。これに対し同社はビックカメラとの連携やJR西日本グループとの業務提携に加え、ローソンと資本・業務提携を結ぶなど、集客が見込めるロケーションの確保と、物販強化による売上高成長を目指している。

## > 沿革と経営理念

#### ◆ 沿革

同社は1992年に調剤薬局の運営を目的に東京で設立された。2001年のスズハ買収に続き、サワダ買収で東北へのエリア拡大を進める。03年に子会社設立で治験関連(SMO)に参入し、06年にはJASDAQ上場。その後、第一三共子会社やビー・エム・エルの調剤薬局部門買収などで業容を拡大し、07年にはエーベルを吸収合併。08年に人材紹介・派遣子会社を設立し、ローソンと業務提携。10年にはメディカルー光と資本・業務提携を結ぶ。その後もM&Aで規模拡大を進め、11年に東京証券取引所市場第二部

に上場。12年にはJR西日本Gと業務提携を結んだほか、ローソンとの業務提携を資本・業務提携に発展しコンビニ併設店舗を本格出店。同年にアポプラスステーション買収でCSO事業に参入し、12月には東証一部に昇格した。

13年にアルファームを買収予定。

#### ◆ 経営理念

同社は企業理念として「わたしたちは、すべての人の、クオリティ オブ ライフに向きあいます。いつでも、どこでも、あなたに。」を掲げ、スローガンの「あなたの、いちばん近くにある安心」を標榜している。

また、クオールビジョンとして、

1. 新しい医療への挑戦
2. 選ばれつつける薬局への挑戦
3. 限りなき成長への挑戦

を表明している。

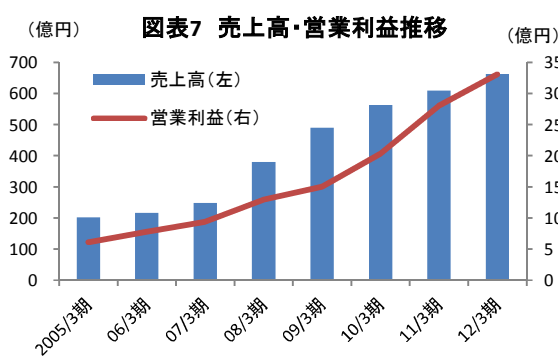


## 2. 財務面の分析

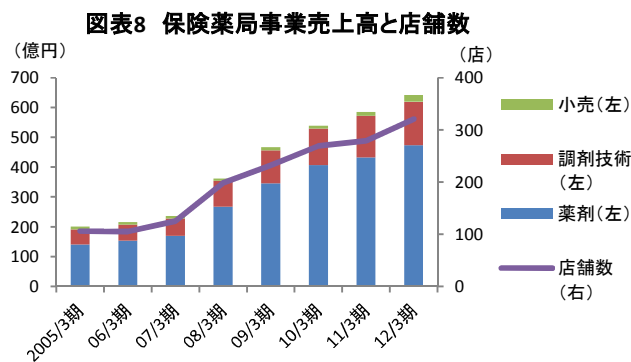
### ➤ 過去の業績推移

#### ◆ 新規出店と M&A で成長を加速

過去の業績推移をみると、保険薬局事業の M&A と新規出店が、同社の成長を牽引している。売上面では 2008 年 3 月期以降の M&A が売上高成長を加速させ、利益面では規模拡大によるスケールメリットで薬価引き下げを吸収している。



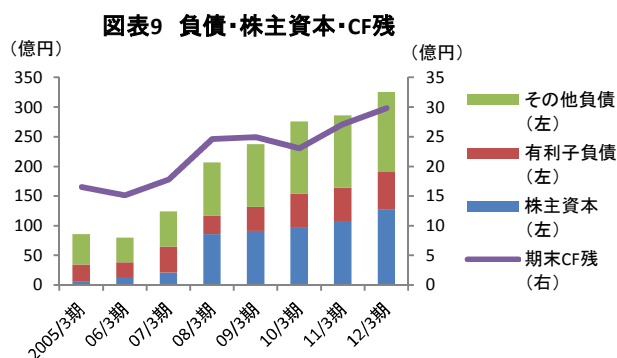
出所)有価証券報告書より当センター作成



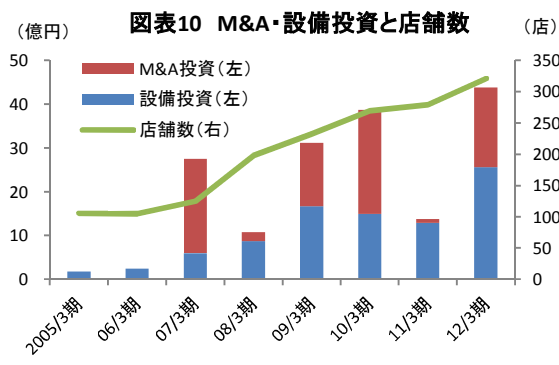
出所)有価証券報告書より当センター作成

他方、財務面では 08 年 3 月期のエーベル吸収合併と、12 年 3 月期の公募増資で株主資本を拡充。これにより、M&A や新規出店などの投資資金を自己資金である程度賄い、銀行借入を大きく増やさずとも資金需要に対応できている。

13 年 3 月期のアポプラスステーション買収と 14 年 3 月期に予定しているアルファーム買収は、銀行借入れによる資金調達が予想される。あるいは、自己資金をある程度投入しても、12 年 3 月期末のキャッシュフロー残に加え、複数の金融機関とコミットメントラインを結んでいることから、運転資金などの短期的な資金需要には支障が無いと考えられる。



出所)有価証券報告書より当センター作成



出所)有価証券報告書より当センター作成

> 同業他社との比較

◆ 競合上位と同程度の成長性と安全性を確保

同業他社との財務指標比較から、収益性はスケールメリットに勝る競合上位に劣るものの、成長性と安全性では同程度の水準を確保していると考えられる。

図表11 同業他社との財務指標比較

| 銘柄<br>(基準決算期) |              | クオール<br>(2012/3期) | アイ<br>ン<br>ファーマシーズ<br>(2012/4期) | 日本調剤<br>(2012/3期) | 総合メディカル<br>(2012/3期) |
|---------------|--------------|-------------------|---------------------------------|-------------------|----------------------|
| 規模            | 調剤薬局数(店)     | 321(直営店)          | 494                             | 417               | 366                  |
|               | 売上高(百万円)     | 66,201            | 142,790                         | 130,041           | 80,222               |
|               | 経常利益(百万円)    | 3,238             | 10,547                          | 4,941             | 4,881                |
|               | 総資産(百万円)     | 32,582            | 85,908                          | 86,615            | 53,124               |
| 収益性           | 自己資本利益率      | 13.3%             | 15.5%                           | 15.2%             | 13.6%                |
|               | 総資産経常利益率     | 10.6%             | 13.0%                           | 6.2%              | 10.2%                |
|               | 売上高経常利益率     | 4.9%              | 7.4%                            | 3.8%              | 6.1%                 |
| 成長性           | 売上高成長率(3年平均) | 10.5%             | 7.4%                            | 14.8%             | 6.8%                 |
|               | 経常利益成長率(同上)  | 29.1%             | 27.9%                           | 40.0%             | 24.1%                |
|               | 総資産成長率(同上)   | 11.1%             | 11.5%                           | 14.9%             | 21.1%                |
| 安全性           | 自己資本比率       | 39.1%             | 39.2%                           | 17.0%             | 36.7%                |
|               | 流動比率         | 98.9%             | 93.9%                           | 99.4%             | 131.8%               |
|               | 固定資産長期適合率    | 101.1%            | 106.2%                          | 100.4%            | 78.1%                |

注)3年平均成長率は複利計算。流動比率＝流動資産/流動負債。固定資産長期適合率＝固定資産/(自己資本＋固定負債)×100。

出所)各社有価証券報告書より当センター作成

> 今後の業績見通し

◆ 13年3月期の会社予想は2.8%営業増益を見込む

2013年3月期の会社予想は売上高が前期比18.8%増の786.1億円、営業利益は同2.8%増の34.0億円を見込む。売上面では買収したCSO事業の半期分が上乘せされるほか、調剤薬局の新規出店もローソン併設店と合わせ93店舗増(クオール51店舗増、ローソン併設42店舗増)を計画。

利益面では12年4月の薬価引き下げで保険薬局事業の売上総利益率の悪化が避けられないものの、増収効果でオフセットする構えである。

◆ 当センターは会社予想並みの営業利益を見込む

当センターの2013年3月期予想は売上高が前期比17.1%増の775.0億円、営業利益は同5.8%増の35.0億円を見込む。

通期会社予想に対する第3四半期までの進捗率は売上高が70.1%、営業利益は50.1%の水準に留まるため、一見すると上記会社予想の達成はハードルが高いように思える。

売上面では買収したCSO事業の半期分寄与に加え、調剤薬局の新規出店が上乘せされる見通しだが、ローソン併設店の進捗が遅れていることから、売上高は会社予想を下回る可能性が高いと考えられる。一方、利益面では医薬品卸との価格交渉がカギを握る。13年3月期は期初の薬価引き下げで医薬品卸との価格交渉が進まず、第3四半期決算までは薬剤の納入価格が定まらない「仮決算」と言える。この「未妥結・仮納入」によって、同社は保険薬局事業の売上総利益率を保守的に見積もり、13年3月期第3四半期決算では10年3月期レベルの11.1%で仮決算を行った。これは前年同期比で1.7%ポイント低い水準であり、10年3月期よりも規模拡大で増したスケールメリット(バイイングパワー)を考慮すると、13年3月期会社予想並みの利益率確保が可能と考えられる。

◆ M&A効果と物販の拡大で消費税のマイナス影響を吸収可能

当センターでは、中長期業績予想の前提として調剤薬局の新規出店を年50店舗程度、ローソン併設店は年30店舗～50店舗を想定。買収したCSO事業(売上高55億円規模)と、2014年3月期買収予定の調剤薬局(同50億円規模)の通年寄与を見込む一方、JR西日本Gとのアライアンス事業は具体的な事業計画が示されていないことから、今回の業績予想に考慮していない。

以上を踏まえた結果、当センターでは同社の15年3月期までの年平均成長率を売上高で20.2%増、営業利益は29.6%増を予想する。リスク要因としては新規出店の遅れや、消費税引き上げによる想定以上の収益性悪化が挙げられる。

図表12 事業セグメント別業績予想 (百万円)

|            | 2011/3期 | 12/3期  | 13/3期  | 14/3期   | 15/3期   |
|------------|---------|--------|--------|---------|---------|
|            |         |        | E      | E       | E       |
| 売上高        | 60,915  | 66,201 | 77,500 | 104,000 | 115,000 |
| 保険薬局       | 58,475  | 64,200 | 72,500 | 96,000  | 106,000 |
| 薬剤         | 43,230  | 47,310 | 50,000 | 58,000  | 60,000  |
| 調剤技術       | 13,925  | 14,566 | 16,500 | 20,000  | 22,000  |
| 小売         | 1,318   | 2,323  | 6,000  | 18,000  | 24,000  |
| その他        | 2,440   | 2,000  | 5,000  | 8,000   | 9,000   |
| 営業利益       | 2,804   | 3,308  | 3,500  | 5,600   | 7,200   |
| 保険薬局       | 3,330   | 3,987  | 4,200  | 6,200   | 7,700   |
| その他        | 186     | 176    | 300    | 500     | 600     |
| 調整額        | -711    | -855   | -1,000 | -1,100  | -1,100  |
| 直営調剤薬局(店)  | 276     | 313    | 378    | 470     | 490     |
| ローソクオール(店) | 3       | 8      | 42     | 100     | 130     |
| 薬剤師(人)     | 997     | 999    | 1,230  | 1,500   | 1,800   |
| CRC(人)     | 48      | 49     | 75     | 80      | 85      |

出所)有価証券報告書より、予想は当センター

図表13 業績予想(簡易P/L) (百万円)

|          | 2011/3期 | 12/3期  | 13/3期<br>E | 14/3期<br>E | 15/3期<br>E |
|----------|---------|--------|------------|------------|------------|
| 売上高      | 60,915  | 66,201 | 77,500     | 104,000    | 115,000    |
| (前期比)    | 8.2%    | 8.7%   | 17.1%      | 34.2%      | 10.6%      |
| 売上原価     | 53,294  | 57,675 | 67,300     | 89,700     | 98,500     |
| 売上総利益    | 7,621   | 8,525  | 10,200     | 14,300     | 16,500     |
| 販売費一般管理費 | 4,816   | 5,217  | 6,700      | 8,700      | 9,300      |
| 営業利益     | 2,804   | 3,308  | 3,500      | 5,600      | 7,200      |
| (前期比)    | 38.1%   | 18.0%  | 5.8%       | 60.0%      | 28.6%      |
| 営業外収益    | 102     | 118    | 150        | 140        | 140        |
| 営業外費用    | 99      | 188    | 110        | 120        | 90         |
| 経常利益     | 2,807   | 3,238  | 3,540      | 5,620      | 7,250      |
| (前期比)    | 38.1%   | 15.3%  | 9.3%       | 58.8%      | 29.0%      |
| 特別利益     | 100     | 3      | 0          | 0          | 0          |
| 特別損失     | 419     | 230    | 50         | 0          | 0          |
| 税引前当期純利益 | 2,488   | 3,010  | 3,490      | 5,620      | 7,250      |
| 法人税等     | 1,267   | 1,289  | 1,750      | 2,850      | 3,650      |
| 調整額      | 83      | 161    | 0          | 0          | 0          |
| 当期純利益    | 1,137   | 1,560  | 1,740      | 2,770      | 3,600      |
| (前期比)    | 37.3%   | 37.2%  | 11.5%      | 59.2%      | 30.0%      |
| 設備投資     | 1,295   | 2,563  | 3,050      | 3,500      | 3,900      |
| 減価償却費    | 1,149   | 1,354  | 1,752      | 2,200      | 2,500      |
| のれん償却    | 423     | 449    | 600        | 900        | 900        |

出所) 有価証券報告書・説明会資料・決算補足資料より、予想は当センター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 労働集約的業務を担う薬剤師確保が成長の源泉

調剤薬局は薬剤師の業務量（1日当たり処方箋処理枚数）や最低限の配置人数が定められているため、店舗網拡大による売上高成長モデルを持続させるには薬剤師の確保及び研修が欠かせない。同様に CSO 事業や SMO 事業も有資格者の確保が事業拡大の源泉と考えられ、同社の成長には人的資本の底上げが必要不可欠である。

図表 14 知的資本の分析

| 項目   | 分析結果      | KPI  |                   |   |
|------|-----------|--|-------------------|---|
|      |           | 項目   | 数値                |   |
| 関係資本 | 顧客        | ・クオールカード(かかりつけ薬剤師)による患者の囲い込み                                     | ・会員数              | ・2.0 万人   |
|      | ブランド      | ・門前に加え日常生活圏への面分業による知名度アップ  | ・直営店舗数            | ・321 店舗   |
|      | 事業パートナー   | ・ビックカメラとの連携<br>・JR 西日本 G との業務提携<br>・ローソンとの資本・業務提携                | ・提携店舗数            | ・ビックカメラ内 1 店舗、ローソン併設 8 店舗                           |
| 組織資本 | プロセス      | ・店舗網拡大による売上高成長モデル<br>・スケールメリットを求めた積極的な M&A<br>・パイニングパワーによる薬価差の確保 | ・直営店舗数<br>・事業規模   | ・321 店舗<br>・調剤薬局 4 位                                |
|      | 知的財産・ノウハウ | ・医薬品卸との価格交渉力<br>・調剤技術収入アップに向けた薬剤師育成やシステム開発                       | ・調剤技術収入           | ・売上高構成比 22.0%                                       |
| 人的資本 | 経営陣       | ・取締役に対する経営責任の明確化<br>・連携強化に向けた上位株主や取引先からの役員招聘                     | ・取締役任期<br>・役員出身企業 | ・1 年<br>・アルフレッサ、第一三共、三菱東京 UFJ 銀行、みずほ銀行、メディパル H、三菱商事 |
|      | 従業員       | ・積極的な店舗網拡大を支える薬剤師の確保   | ・薬剤師数             | ・999 人  |

出所) 有価証券報告書、ヒアリングを基に当センター作成。KPI の数値は 2012/3 期末

#### > ESG活動の分析

#### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は環境経営として以下の点を実践している。

##### 1. 環境マネジメントの強化

生態系に配慮した資源・エネルギーの再利用と、廃棄物管理の徹底につとめる。

2. 環境負荷の低減

CO<sub>2</sub>排出量の削減及び環境に負担をかけない店舗設計につとめる。

3. 環境コミュニケーション

地域社会との連携につとめるとともに、一人ひとりの環境保護意識の向上を図る。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は全薬局において、養護学校に寄付するためのベルマークやペットボトルキャップを収集するほか、世界で難病に苦しむ子どもたちの夢をかなえる活動を行う団体「メイク・ア・ウィッシュ オブ ジャパン」を応援する募金箱を設置している。最近では、社会や経済の仕組みを子どもたちが体験学習できる「スチューデント・シティ」への出店や、薬剤師が地域の学校へ赴いて薬の授業を行うなどの取り組みも始めている。

同社は医療に携わる企業として、地域の一員として、今からできることから少しずつ、社会への恩返しをしていく方針である。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の経営陣は会長以下 10 名の取締役（うち社外取締役 1 名）と、監査役 4 名（うち社外監査役 3 名）で構成されている。経営陣は医薬品メーカーや医薬品卸、調剤薬局などの医薬品流通業界出身者が半数以上を占めており、事業戦略的には業界動向に長けた人員配置と考えられる。また、経営陣の出身母体も大株主上位のメディパルホールディングスや三菱商事、取引先銀行からも招聘するなど、実務重視の布陣と言えよう。

なお、社長と副社長の中村氏親子は、同社株式の約 9%を保有している。

図表15 所有者別状況 (%)

|      |      |
|------|------|
| 金融機関 | 2.4  |
| 法人   | 59.6 |
| 外国人  | 0.5  |
| 個人等  | 37.6 |

出所) 2012/3期有価証券報告書

図表16 大株主の状況 (%)

|               |      |
|---------------|------|
| メディパルホールディングス | 28.9 |
| 中村敬           | 6.1  |
| 三菱商事          | 5.2  |
| ローソン          | 5.0  |
| 第一三共          | 5.0  |
| トリム           | 4.2  |
| クオール従業員持株会    | 3.8  |
| 大原薬品工業        | 3.0  |
| 田辺三菱製薬        | 3.0  |
| 中村勝           | 2.8  |
| 自己株式(ESOP信託)  | 3.0  |

出所) 2013/3期第2四半期報告書

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ 13/3期-15/3期の中期経営計画を推進

同社は2013年3月期から15年3月期までの中期経営計画を実行している。15年3月期の数値目標は、店舗数600店舗(うちローソン併設店130店舗)を前提に売上高1,150億円、営業利益率6.4%を目指す。

この計画の重点施策は、1) 出店戦略の強化、2) 非調剤事業の拡大、3) 在宅・教育の専門性確立、4) クオールブランドの強化、などを掲げている。

出店戦略では既存事業の新規出店やM&Aに加え、ローソンフランチャイジーとしてコンビニ併設店を加速させ、ビックカメラ店舗も出店エリアを拡大させる計画。また、JR西日本Gとの業務提携では、手薄だった西日本エリア進出のほか、乗降客の多い駅ナカへの薬局出店を計画するなど、集客力に長けた異業種との連携拡大で、調剤はもちろんのこと物販売上高も伸ばす方針である。

また、非調剤事業(その他事業)は、買収したCSO事業とSMO事業、食品CRO事業に経営資源を投下する。

鍵となる薬剤師は、調剤薬局の積極出店に合わせ13年3月期から15年3月期まで年間300名の採用を計画し、人材派遣事業やSMO事業のCRC要員拡充も兼ねる見通しである。

これらの施策で、中期経営計画折り返し地点の14年3月期は売上高1,000億円を目指し、その内訳は調剤事業700億円、ローソンビジネス200億円、非調剤事業100億円を計画している。

図表17 中期経営計画

(百万円)

|             | 2011/3期 | 12/3期  | 13/3期<br>計画 | 14/3期<br>計画 | 15/3期<br>計画 |
|-------------|---------|--------|-------------|-------------|-------------|
| 売上高         | 60,915  | 66,201 | 78,614      | 100,000     | 115,000     |
| 営業利益率       | 4.6%    | 5.0%   | 4.3%        | 5.7%        | 6.4%        |
| 期末店舗数(店)    | 284     | 327    | 420         | 520         | 600         |
| (うちローソクオール) | 3       | 8      | 42          | 100         | 130         |

出所)説明会資料・決算補足資料より、計画は中期経営計画

### > 今後の戦略

#### ◆ 長期的な売上高目標は3,000億円

同社は時期を明確にしないものの、長期目標として売上高3,000億円を掲げている。これは2014年4月と15年10月の消費税引き上げと、これによる14年4月から3年連続の診療報酬改定を見据えたもの。基本的な施策は上述した中期経営計画を踏襲しており、消費税引き上げを契機に調剤事業のM&A戦略が加速する可能性を含む。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 集客力に長けたパートナーとのアライアンスに強み

同社の強みは集客力に長けたパートナーとのアライアンスと考えられるものの、収益の大部分を保険薬局事業に頼る現状の収益構造では、診療報酬（薬価・調剤報酬）の引き下げと、患者（窓口負担）に転嫁できない消費税の引き上げがリスク要因と考えられる。一方で、消費税の引き上げは業界再編・淘汰を促すとも考えられ、同社にとっては M&A 加速の契機となる可能性が想定される。

図表 18 SWOT 分析

| 項目                | 特質・事情  |
|-------------------|--|
| 強み<br>Strength    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模拡大による医薬品卸との価格交渉力</li> <li>・事業規模拡大を背景にした薬剤師の採用・確保</li> <li>・集客力に長けたパートナーとのアライアンス</li> </ul> |
| 弱み<br>Weakness    | <ul style="list-style-type: none"> <li>・2年毎の診療報酬改定に左右される収益構造</li> <li>・労働集約的な事業運営</li> <li>・中小病院門前中心ゆえの処方箋単価の伸び悩み</li> </ul>           |
| 機会<br>Opportunity | <ul style="list-style-type: none"> <li>・調剤報酬の引き上げ</li> <li>・医薬分業率の上昇</li> </ul>  |
| 脅威<br>Threat      | <ul style="list-style-type: none"> <li>・薬価及び調剤報酬の引き下げ</li> <li>・消費税の引き上げ</li> </ul>  |

出所) 当センター作成

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 異業種とのアライアンスを評価

同社の出店戦略を見た場合、評価のポイントは集客力に長けたパートナーとのアライアンスとなる。

同社の調剤薬局は中小病院の門前が多いため、競合上位に比べ処方箋単価の低さが弱みであった。そこで同社は処方箋単価アップよりも集客数に注力し、ロケーション的に飽和状態の大病院門前より、日常生活圏への面分業を進めている。

そこで重要なのが集客力である。点分業と違い面分業では、非日常的な調剤薬局を単独で日常生活圏に出店しても集客は見込めない。同社は集客力に長けたビックカメラやローソンとのアライアンスで、日常生活圏における調剤薬局への誘導を目論み、これはビックカメラ店舗で実証済みである。

加えて、ローソンフランチャイジー戦略は、物販で診療報酬改定（薬価引き下げ）による減収分を補うとともに、中期的には地域医療に根ざした在宅調剤の拠点としての活用が考えられる。高い薬学管理料が加算される在宅調剤は既存店の増収につながるうえ、在宅医療と在宅



看護を見据えた三菱商事の長期グループ戦略とも合致する施策と考えられる。

また、2014年3月期から始動する見通しのJR西日本Gとの業務提携は、当初は駅ナカ調剤を視野に店舗展開を進める計画。同社の店舗網は西日本エリアが手薄だったことから、自力出店に限らずM&Aを伴う全国展開を進める上でも、情報収集などの面で有効なアライアンスと評価できる。

他方、非調剤事業（その他事業）強化は、収益源の多様化はもちろんのこと、診療報酬改定などの外部要因に左右され難い収益構造への転換にも必要不可欠である。なかでも14年4月と15年10月に予定されている消費税引き上げ時には、保険薬局事業の収益悪化が予想されることから、CSO事業とSMO事業の早期戦力化が求められる。

換言すると、消費税引き上げは業界再編及び淘汰の引き金になる可能性が高いと考えられる。消費税は患者（窓口負担）に転嫁できないため、引き上げ分は調剤薬局の減益要因となる。したがって、体力乏しくスケールメリット（バイイングパワー）の発揮できない調剤薬局は苦しい経営に迫られ、同社を含む業界上位プレーヤーのM&A加速が予想される。

一方、課題は未妥結・仮納入の是正と考えられる。これは調剤薬局に限らず、医薬品卸や医薬品メーカー、医療機関にも共通の問題でもある。通常、薬価改定初年度は医薬品卸の値戻し策から薬価差が開きにくく、薬価差益が重要な収益源である調剤薬局との価格交渉は遅れ気味。この価格が決まらない未妥結・仮納入が、上場会社の第3四半期決算まで続くことは異常事態と言わざるを得ず、ミスリードで投資家の信頼を失うリスクが高まる。

医薬品流通に関わる上場企業こそ、率先した未妥結・仮納入の是正が求められよう。

## > 利益還元策

### ◆ 配当政策は適正な利益還元を重視

同社の配当政策は内部留保を考慮しつつ、業績や配当性向を勘案した適正な利益還元が基本。2012年3月期は東証二部上場記念配1,000円を含め、年3,175円配（分割調整後24.5円）を実施し、配当性向は39.4%に達した。13年3月期の会社配当予想は配当性向28.1%相当の年18.0円配を見込む。

また、同社の資本政策は直近で複数回の株式分割（09年9月1株→2株、11年10月1株→2株、12年4月1株→100株）を行う一方、11年12月には公募増資1.2万株で6.8億円を資金調達。13年3月期は従業員のインセンティブ目的で約5億円の自己株式を取得している。

当センターは業績予想に基づき、中期的に配当性向 25%程度の株主還元を想定する。

## > バリュエーション比較

### ◆ 同業他社比較で現在の株価水準はフェアバリュエーションの範囲内

現時点における同社の株価バリュエーションは、同業他社比較でフェアバリュエーションの範囲内と考えられる。一方、東証一部全銘柄の今期予想 PER は株式相場の上昇で 22.1 倍に達していることから、短期的には株価水準の見直しが継続する可能性を否定できない。

なお、同社を含めた調剤薬局業界大手の PER 水準が東証一部全銘柄に比べてディスカウントされている要因として、未妥結・仮納入などの悪しき商慣習が考えられる。

図表19 同業他社とのバリュエーション比較

| 銘柄         | クオール  | アイ<br>ン<br>ファーマシーズ | 日本調剤  | 総合メディカル |
|------------|-------|--------------------|-------|---------|
| 株価(円)      | 911   | 4,910              | 2,313 | 3,300   |
| 今期予想PER(倍) | 13.4  | 13.0               | 81.1  | 9.4     |
| 前期実績PBR(倍) | 1.9   | 2.3                | 1.1   | 1.2     |
| 今期予想配当利回り  | 2.0%  | 1.2%               | 1.5%  | 2.4%    |
| 時価総額(億円)   | 239.0 | 782.9              | 185.3 | 253.1   |

注)クオールは当センター予想、その他は会社計画、日本調剤の下期配当予想は未定。

注)株価は3/22終値

## > 今後の株価見通し

### ◆ 中長期的な適正株価水準は 1,400 円～2,100 円を想定

前述した同業他社比較から、調剤薬局業界の妥当 PER 水準を 10 倍～15 倍と仮定すると、当センターの 2015 年 3 月期予想 EPS141.2 円を前提とした中長期的な適正株価水準は、1,400 円～2,100 円のレンジが想定される。

なお、2014 年 4 月と 15 年 10 月予定の消費税引き上げと、これに伴う診療報酬改定が想定以上のマイナス改定となった場合は、適正株価の見直しを否定できない。

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

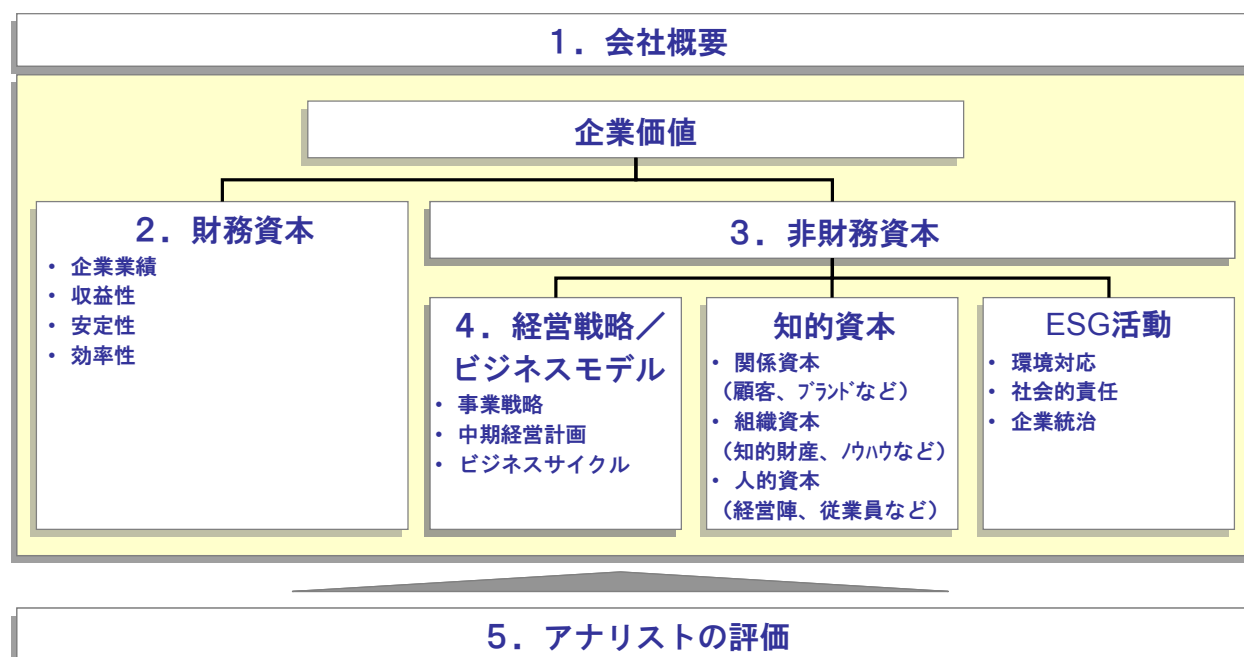
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。