

## 4671 ファルコSDホールディングス

2012年1月30日

大証1部 東証1部

### ポイント

・今2012年3月期の上半期は、売上高31078百万円(前年同期比+7.2%)、経常利益1175百万円(同+44.7%)と好調であった。ドラッグストアの収益力向上が課題であるが、今後一定の収益改善は見込めよう。今期の業績について、会社見通しは慎重であるが、経常利益で前年度比5%増とピーク利益の更新が続こう。

・当社は、臨床検査、調剤薬局とドラッグストアを手掛ける医療サービス企業である。開業医の臨床検査で全国1.76万施設を顧客としている。この顧客の数、つまりドクターとのネットワークの数では業界トップである。

・2010年3月に純粹持ち株会社のホールディング体制をとり、今後のM&A、新規事業の育成、人材の強化に対応できるようにした。同年4月には示野薬局を子会社化し、従来のファルコとシメノドラッグ(SD)が連携することによって、ドクターと患者を結ぶサービス(臨床検査、調剤薬局)からドクターと消費者を結びつけるところまで展開する。

・2010年度から始まった中期経営計画では、2012年度に売上高700億円、営業利益30億円、当期純利益15億円を目標としている。前2011年3月期は順調に推移し、過去最高の業績を達成した。調剤薬局と臨床検査が好調に推移したことによる。中期経営計画の1年目は目標に向け概ね進捗した。今後の達成には、現在進めている3つの事業のシナジー(相乗効果)をいかにうまく引き出すかにかかっている。

・新分野としては、長年手掛けてきたヒト遺伝子検査と電子カルテのITビジネスが期待できる。日本での独占使用権を有するヒト遺伝子検査は、遺伝的に乳がんや卵巣がんになりやすい人を調べるものである。米国ではすでにビジネスとして成り立っているが、日本でもようやく離陸しつつある。ただ、収益化にはもう少し時間を要しよう。

・来期には薬価改定があるものの、全体としては2桁増益にもっていきことはできるので、業績を反映した株価面での見直しも期待できよう。3つの事業分野の競合大手とは違った独自戦略で、安定したポジションを築こうとしているマネジメントの展開に注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 目次

1. 特色 新たな組織再編～臨床検査、調剤薬局からドラッグストアにも展開
2. 強み 臨床検査での強み～ヒト遺伝子検査への期待
3. 拡大 調剤薬局はネットワークを活かす～200店を目指す
4. 展開 第3の柱ドラッグストアへの展開～地域でベストなドラッグストアへ
5. 中期経営計画 plan2013～次世代ラボ構想への第1ステップ
6. 目標 売上高700億円、営業利益30億円が目標～ドラッグストアの収益力向上が鍵
7. 企業評価 開業医へのパイプが安定性を支える～市場での評価はシナジーに依存

## 企業レーティング B

株価 (12年1月30日) 928円 時価総額 120億円 (13百万株)  
PBR 0.91倍 ROE 7.7% PER 11.8倍 配当利回り 2.4%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2008.9	37461	1020	853	115	9.5	20.0
2009.9	39458	1751	1561	619	51.6	20.0
2010.3	19884	649	552	145	12.2	10.0
2011.3	57027	2004	1899	950	73.5	22.0
2012.3(予)	62500	2100	2000	1000	78.7	22.0

(11.9ベース)

総資産 37748百万円 純資産 13006百万円 自己資本比率 34.5%  
BPS 1023.8円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース、10.3期は6ヵ月ベース(決算期変更)

担当アナリスト 鈴木行生  
(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 新たな組織再編～臨床検査、調剤薬局からドラッグストアにも展開

### 創業 50 周年へ

当社は今年創業 50 周年を迎える。「お医者様と患者様のために」をモットーに事業の発展を遂げてきた。臨床検査では、業界初の翌日報告体制を築き、業界標準に先鞭をつけた。検査データが翌日にはドクターのもとに届いて、診断に活用できるようにしたのである。

現在は、臨床検査、調剤薬局、ドラッグストアの 3 つの事業を展開している。調剤薬局では病院のそばにあるという門前調剤が 5 割を切っており、患者の身近なところに薬局が移ってきている。薬の専門的な情報を持ちながらも、家のそばの薬局の方が望ましいと思われる。

この 3 つの柱を軸に、連結売上高で 1000 億円企業を目指している。調剤には 1999 年に参入し、現在 112 店を有する。ドラッグストアは 2010 年にスタートを切ったばかりで、金沢で業界 2 位の示野ドラッグを買収して参入した。

その中で、次世代ラボ構想を推進している。医者と患者を結び付けるとともに、それ以外の仕事もやっていこうという考えである。医療モールを展開するとともに、ドラッグストアも入れて、一般消費者もターゲットにして、総合力を発揮させようとしている。

2010 年 3 月よりホールディング体制とした。これまで友好的な M&A をやってきて、臨床検査では 16 社を子会社化してきた。今後とも M&A には積極的であり、3 つの事業を統括していく上で効果的な体制を構築しようとしている。

臨床検査では、2.4 万件の取引先（医院、病院）を有し、その数は業界トップである。売上げでみた取引先は病院 30%、診療所（クリニック）70%という構成である。業界シェアは 5.4%で業界 4 位（1 位 18.8%、2 位 14.7%、3 位 11.3%）である。規模の大きい病院よりもクリニックに強いのが特徴である。

調剤薬局は、臨床検査のネットワークを活かしてパートナーを広げ、京都をメインに近畿、北陸エリアに 112 店舗を有する。ドラッグストアは北陸を中心に展開しているが、63 店中、店舗の移設も含めて、現在 14 店ある調剤併設店を増やしていく方向にあり、最終的には全ての店を併設にする計画である。

介護については今のところ参入する計画はない。医療機関との新しい関係を作っていく必要があり、そこまでの検討はできていない。

### 臨床検査、調剤薬局、ドラッグストアの 3 本柱

当社は医療総合サービス企業を目指している。1962 年に創業し、臨床検査から調剤薬局、そしてドラッグストアへ展開している。事業の中身を見ると、臨床検査では、毎日 6 万人強の検体を分析して検査結果をドクターに届けている。全国にラボを持ち、ここに検査を集中している。開業医、クリニックなど、全国の医療機関のサポート数では業界トップで

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

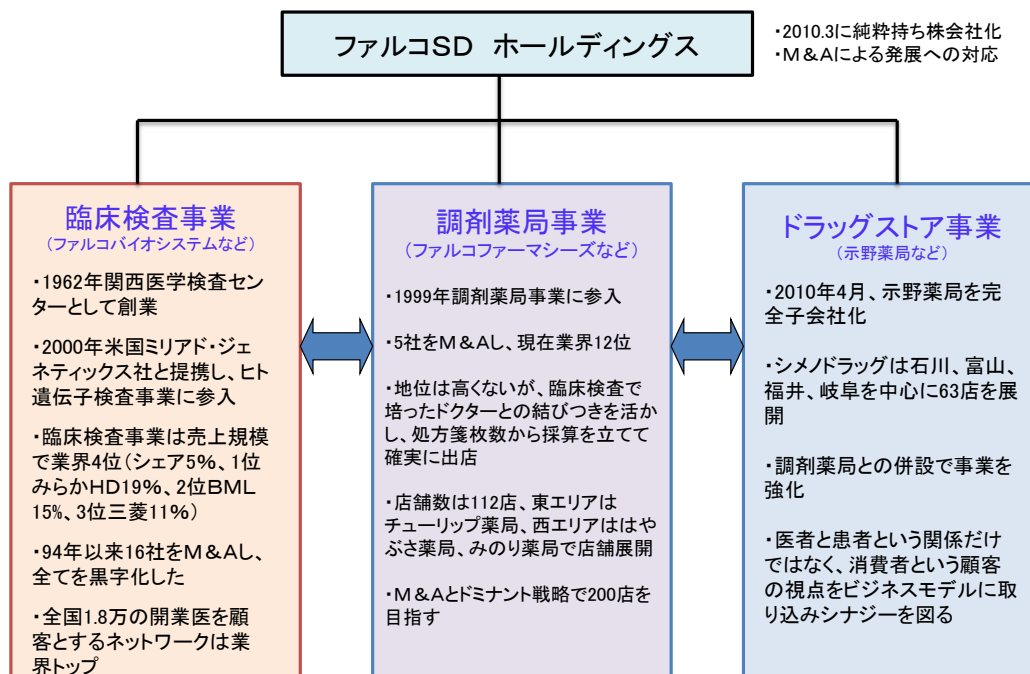
ある。がん予防に役立つヒト遺伝子検査や医療機関のサービス効率化に結びつく IT ビジネスにも取り組んでいる。食品・環境分野ではアレルギーや残留農薬の検査でも力を発揮している。

臨床検査、調剤薬局とドラッグストアを事業の柱としているが、歴史的には、臨床検査からスタートし、開業医との関係から調剤薬局に進出し、さらに顧客志向を強めるためドラッグストア事業にも昨年参入した。

ファルコ SD ホールディングス(HD)は、大きく分けると3つの機能に分けられる。臨床検査は、患者の病気の診断や治療方針の決定に必要な正確な検査データを迅速に医療機関に提供する。この臨床検査はファルコバイオシステムズをコアに、地域ごとの検査センターや食品、環境検査のファルコライフサイエンス、検査用消耗品を扱うフレスコメディカルなどが担う。調剤薬局を統括するのはファルコファーマシーズで、FC（フランチャイズ）の6店を含め112店（チューリップ調剤、ファルコクリニカルプランなど）を有する。調剤薬局は、東エリアではチューリップ薬局、西エリアでは、はやぶさ薬局、みのり薬局などの名称で店舗展開している。ドラッグストアは示野薬局で63店を有する。

2010年4月に示野薬局を統合し、社名をファルコ SD ホールディングス(ファルコ SDHD)へ変更した。ファルコ SD の FALCO は速く正確で信頼される臨床検査会社の頭文字に由来し、SD は示野（しめの）薬局の頭文字である。

## ファルコSDHDの事業体系



(注) 当社は**臨床検査事業**(売上構成比45%、営業利益構成比50%)、**調剤薬局事業**(同28%、同47%)、**ドラッグストア事業**(同27%、同3%)の3部門で事業を展開している(10年度ベース)。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 医療総合サービス企業として新展開を目指す

ファルコは医療総合サービス企業としての新展開を目指す。HD(ホールディングス)という純粋持ち株会社を設立した狙いは、M&Aをベースとしながら、人材の育成と事業の深化を図ることにある。臨床検査も調剤薬局も規制の枠の中で事業を展開してきた。一定の収益を確保するというマネジメントは既に確立している。ドラッグストアについては競争が激しく、安売りで利益も少ないのではないかという見方があり、その分野にどうして入っていくのかという疑問もあろう。これに対しては、従来を踏み出してはいるが、ドクターと患者というつながりから、消費者とドクターを結び付けるところまで参入することによって、消費者を最終的には顧客にまで結びつけようという考えからである。

開業医にも新しい診療所に移ってもらう必要が起ころうし、調剤とドラッグと医療施設を一体となってコンサルし、立地を検討して、顧客サービスに応えることも必要になってくる。当社の強みでもあるドクターとの結びつきをドラッグストアの顧客、ひいては潜在的な患者としての結びつきにまでもっていかうという考えである。またHD化することによって、人材の育成と確保を一段と強化し、次の事業の柱も立て易くなると考えている。

## 検査の文化を事業全体に浸透

もう1つ大事なことは、検査の文化を社内の事業全体に浸透させようとしている。医療の本質はルールを守り、品質を高め維持していくことである。これをドラッグストアレベルまで徹底することによって、ブランドを確立していこうとしている。

会社はリスク管理を最も重視している。もともと臨床検査は医者や患者の身になってスタートさせた。検査を担う当社にとって、ミスをするようなルール違反は致命的である。もしペナルティーを受けると立ち直れず生き残れないので、業務に関することは一切隠してはならないと社内で徹底されている。そのために、社員に対してマイナスの評価はしない。評価体系はプラスの評価を軸に構成している。モチベーションが落ちる仕組みを入れると、必ず違反が起きると考えているからである。

## 無理な戦いはしない

マネジメントは赤澤会長、示野副会長、平崎社長で展開されているが、平崎社長が全社へのリーダーシップを発揮し、示野副会長はドラッグストアの社長、平崎社長は臨床検査の社長も兼務している。他社との競合に関しては、あまり無駄な戦いはしない方針である。シェアを一気に伸ばすのは難しいとしても、差別化していけば着実に伸ばせると考えている。大手以外の小さいところをとっていく方向である。

先行投資にしても、大型投資をすればファイナンスは銀行に頼らざるを得ず、財務体質面からの負担もあるので、無理をせず身の上にあった投資を考えていく方針である。

当社は、2010年3月期に3月本決算に決算月を変更した。それまでは9月本決算であつ

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

たから、2010年3月期は6カ月の変則決算であった。加えて、10年3月に組織再編を実施、グループ会社の吸収、分割を行った。従来の中期ビジョン（plan2010）では「医療総合サービス企業」を目指し、パーソナライズド・メディシン（個々の人々に合った医療）へのシフトを目指してきたが、今後ともこの方針は変わらない。一方、環境は厳しさを増している。市場の伸びが鈍化する中で医療報酬・薬価の改訂や医薬分業伸び率の鈍化など、同業他社間の競争が激化してきている。そこで、新たな組織再編と中期経営計画の策定を実施した。

## 2. 強み 臨床検査での強み～ヒト遺伝子検査への期待

### 開業医を顧客に集配網は業界随一

臨床検査では、現在1.76万件の医療機関（医院、クリニック）と取り引きしており、この数は全国トップである。これをできるだけ早く2万件にしたいと、営業強化を図っている。1時間以内で検体の集配ができる地域ラボは26カ所あり、営業用の集配車を950台ほど抱えている。

当社は、1962年に関西医学検査センターとして設立され、その後大きく発展してきた。94年以降、この分野で16社を子会社化している。臨床検査という業務はもともと大病院の中でやっていたが、一般の外来患者を調べるということでアウトソーシング（外部委託）が始まった。これが一週間もかかるような手間であったが、当社は当日分析し、翌日には届けるということを業界で初めて実施した。この仕組みを作り、開業医を顧客としていったことが、当社創業からの圧倒的な強みであり、今でも生きている。

現在、営業車両を950台所有して対応しており、この集配網は業界随一である。検査のためのラボとして、中核ラボ1つ、基幹ラボ6つ、地域ラボ26カ所を有する。臨床検査の得意先は開業医を中心に1.76万施設を有し、この数は全国トップである。臨床検査のネットワークは、東京から沖縄までで、東北、北海道はまだテリトリーに入っていない。将来は2万施設まで持っていく計画である。

### シェアは業界4位

同業のみらかHD（SRL エスアールエル）やBMLが病院をターゲットにしていたのに対し、当社は開業医を開拓していった。売上げ規模でみたシェアは、みらか（SRL）19%、BML15%、三菱メディサイエンス11%、当社5%であるが、開業医へのネットワークでは業界トップである。地域的には近畿に強いが、東京を中心とした首都圏の拡大に力を入れている。東京では昭和臨床など3社を買収し、二子玉川に続き、千葉県野田にも検査施設を設置している。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

臨床検査では受託検体数と検査項目によって収入が決まってくる。ドクターから検査依頼数が増え、しかも検査項目が増えれば、それに応じて売上げが立ってくる。当社の臨床検査はグローバル化している。米国の専門機関にも検査を依頼しているし、韓国から検査も受託している。米国とはそのつながりで、ヒト遺伝子検査ビジネスに入るきっかけを得た。ただ、海外との連携はそれが保険の適用になるかならないかという点で、今のところ一定の制約はある。

### 東海地区でファルコの臨床検査はNo.1

臨床検査における研究所(ラボ)の役割は重要である。東海中央研究所は、中京地区で業界トップの規模を誇る。1日に1.6万人分の検査(最大で2.2万人)を行っている。車で最長2時間の範囲でアクセスできる検査資料(検体)を、夕方までに持ち込むと、翌日の朝には医院や病院に検査結果が届くという仕組みである。花粉症などを含む何らかのアレルギーや、肝臓、腎臓、血液に関する項目などを検査する。100~200項目の検査が可能で、抗酸菌(結核菌)などの微生物検査も行う。自動分析装置や自動搬送機など、自動化はかなり進んでいる。

東京研究所は首都圏をカバーするが、ここでのシェアはまだ低く、今後の拡大に注力している。高齢化の進展とともに、予防や早期発見という点で検査需要は増える方向にある。いかに迅速に、正確に検査を実行して、高品質なデータをドクターに届けるかが大事である。同時に、検査項目が増えているので、データの見方に対する問い合わせに的確に対応するというアドバイスサービスも重要になっている。

当社は臨床検査について、東北地域に拠点はない。現在は千葉県の野田に検査センター(ラボ)が置いてあるが、それより北については機会があれば展開していく。その前に、今後5年は関東に特化していく。市場規模は近畿の10倍近いので、M&Aも含めて関東を攻めていく意向である。関東での臨床検査の売上げ規模は25億円程度であり、早く100億円を目指したいと平崎社長は考えている。

### 総合研究所を見学

ファルコの総合研究所を見学した。平成元年(1988年)に建てて、同2年から検査活動を行っている。当社は中核ラボ(1カ所)、基幹ラボ(6カ所)、地域ラボ27カ所で臨床検査を行っているが、総合研究所はこの中核ラボである。

検査データをいかに早くドクターに返すか、という点で地域に密着した分散型の方がサービスしやすい。一方で、高度な検査も必要で、そのための体制も必要である。地域ラボは緊急検査を1~2時間でできるようにしてある。すぐにオペが必要な場合もあるからである。

この総合研究所では毎日2.8~2.9万人分(ID)の検査を行っている。最大では5万ID

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の検査ができる。IIDにつき検体は3本程度あるので、毎日10万検体を調べている。何を検査するかはドクターが指示を出す。この検査を行うのが臨床検査技師で、国家資格を要する。緊急検査については30分から1時間の範囲で行う必要性が高い。アレルギーについては、192項目の検査項目がありうる。ここでは260人が一人7.5時間のシフトで、24時間稼働している。検査結果の大半は翌日にでる。特殊なものは3~5日、微生物検査は培養したりするので、もう少し日数を要する。

当社にとって総合研究所がベース基地である。ここで全てのことを確立して地域に広げていく。特に知識レベルの高いもの、遺伝子検査などはここでやっている。検査項目でいえば、全体の2割くらいはこの総合研究所が扱っている。緊急性が高くなく、薬が効くか効かないかという点で、データをとって、時系列的に判断していくような微生物検査はここが本領を発揮する。

東海研究所に比べれば、必ずしも自動化は進んでいない。自動化ができない人手によるノウハウがかなりあるからである。同業他社と比べても西日本ではトップの臨床検査施設である。

今後の課題は、①3カ年計画でさらに自動化を進めること、②人材に依拠するノウハウの蓄積を図っていくこと、③新しい検査への対応をシステム化していくこと、などである。例えば、うつ病についても血液検査で必要なデータが得られつつあるので、そうした対応をとっていくことが求められる。

### がんの遺伝子検査で先行

オーダーメイド医療に結び付くファーマコゲノミクス、ヒト遺伝子検査については、2012年1月時点で、60施設(31都道府県)で検査可能となった。今後は250~300施設に一気に広げたいと平崎社長は考えている。

周辺業務としては、食品の衛生検査や環境に関連した検査も手がけており、残留農薬や食品アレルギー検査などの分野も期待できる。

個別化医療(テーラーメイド、オーダーメイド医療)では、家族性のヒト遺伝子検査や抗がん剤血中濃度測定に力を入れている。家族性がん遺伝子検査は生まれつき体質として持っているがん発症のリスクを遺伝子レベルで調べる。2000年に米国のミリアド・ジェネティックス社と遺伝性乳がんと卵巣がんの検査に関する独占実施権を取得した。2007年には、米国ジェンザイム社と遺伝性大腸がんの3つの原因遺伝子について、その使用権を手に入れた。

長年力を入れてきたヒト遺伝子検査が伸び始めている。乳がんの親族がいると乳がんになりやすいという体質を、遺伝子を調べることによって、事前に知っておき対応しようという技術である。この分野で先端を行く米国のミリアド・ジェネティックス社と日本での独占使用権を締結し、導入した。これによって、遺伝性の乳がん(BRCA1 遺伝子)と卵巣がん

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

(BRCA2 遺伝子)について発症リスクの判定をする。米国では標準医療として年 10 万人が受検し、300 億円の市場を形成している。

日本では毎年約 4 万人が乳がんになるが、そのうち 5~10%が遺伝性のものである。遺伝子検査で早めに発症リスクを知ることができるようになったので、こまめに検診を受けて早期発見に努めれば十分対応できる。この遺伝子検査を受診できる医療施設が増えている。

BRCA1 に関するヒト遺伝子検査では、これに変異があると乳がんの発生が遺伝的に高いということになる。米国のミリアド・ジェネティクス社はこの分野ですでに事業を成功させている。日本でも乳がんの可能性のある人の 85%はこの検査を受けてみたいという調査結果がある。既に 60 施設で対応できるようになっており、早急に全県で遺伝カウンセリングができる体制を築こうとしている。

抗がん剤血中濃度測定では、2010 年 4 月に米国サラダックス社と同社が開発した抗がん剤 (5-FU) の血中濃度測定検査キットについて、独占輸入販売と検査実施の業務提携を結んだ。抗がん剤の血中濃度を測ることで、同じ投与でも効き目には個人差があるので個別に判定して、薬剤投与量を調節するというものである。

今のところ、ヒト遺伝子検査は保険適用外であるが、将来は適用にする必要があるだろう。というのは、予防する方が国にとっても負担は少なく、患者、国民のためになるからである。今のところ一回で数十万円ほど掛かるが、検査の対象となる人々は 20 万人以上と見込まれる。

遺伝子ビジネスについては、日、米での倫理の違いが感じられる。乳がんの遺伝子検査について、日本での普及は遅く、まだ事業という規模にはなっていない。遺伝子検査は、現在 60 施設と契約を結んでいる。その中では、聖路加国際病院が多い。この施設数と検査数の増加に今後とも力を入れていく。ヒト遺伝子ビジネスは、10 年ほど手がけてきたが、いまだ黒字化に至っていない。昨年までのデータでみると、45 カ所の医療施設と連携し検体数は累計 225 件、そのうち昨年度が 123 件と、ここにきて急速に増えてきている。

### 3. 拡大 調剤薬局はネットワークを活かす~200 店を目指す

#### ドクターとの強い結びつきを生かす

調剤薬局は現在 112 店舗、ドラッグストアはシメノドラッグとして、石川、福井、富山を中心に展開している。

1999 年に調剤薬局に参入した。院外処方箋について臨床検査で付き合いのあるドクターから開局の要請が相次ぎ、これに応えたものである。臨床検査で培った医療機関とのネットワークを生かすというのが基本的な考えである。

ここでの IT では、2 次元バーコードによる処方箋入力や電子薬歴管理システムなど、調

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

剤薬局の現場での効率化、品質管理、顧客管理向けに IT を活用している。

調剤薬局は 99 年以来、5 社(チューリップ、ファーマプロット、プロット、MINORI、アスカファーマ)の M&A を実施して、チューリップ、はやぶさ、みのりなどの名前で地域ごとに経営している。業界順位は 12 位にとどまるが、収益第一で経営している。

調剤薬局の業界地位は上昇傾向にあるが、まだ高くない。しかし、ここには 1 つのルールをもって臨んでいる。臨床検査で培ったドクターとの関係で処方箋枚数が採算ベースで読めるところにしか出店しないし、採算がとれなくなったら撤退するというルールも最初にドクターに示した上で出店している。年 4~5 店出店しているが、ドクターとの強い結びつきを生かすというのが特色である。

調剤薬局は 10 年 3 月末の 84 店を 2012 年度までに 100 店に増やす計画であったが、11 年 3 月末で 107 店と既に達成した。1 店年商 2~1.5 億円として、200~150 億円にもっていく方針である。薬剤師 1 人で処方箋 1 日 40 枚までという制約があるので(院内処方の場合は何枚でもよい)、医薬分業にも一定の限界があるが、まだ増やす余地はあるとみている。

医薬分業は現在 59%だが、70%までがいいところでそれ以上は普及しないとみている。ここでの基本ルールは処方箋枚数を読んで出店するということである。臨床検査でドクターと結びついていることを生かしていく。最終的には 200 店まで出店できるとみている。また、1 店当たりの売上高(1.5~2 億円)もまだ伸ばせるとみている。

#### 4. 展開 第3の柱ドラッグストアへの展開~地域でベストなドラッグストアへ

##### 調剤薬局との併設へ

09 年 6 月の薬事法改正で一般医薬品販売の規制緩和が実施され、ドラッグストア、スーパー、コンビニの参入が相次いでいる。これに対し、当社は自社で持つツールの提供とドミナント効果で一定のポジションを確保しようとしている。

2010 年 4 月に北陸に展開する示野薬局を 100%子会社化した。経営の第 3 の柱としてシナジー(相乗効果)の創出を目指している。シメノドラッグは石川県を中心としている。ドラッグストアは石川、富山を中心に現在 63 店であるが、3 年年計画では 70 店を目指している。70 店にはすべて調剤薬局機能をもたせていく方針である。

ドラッグストアについては、ドラック+調剤+臨床検査の 3 つのビジネスで利益が出る場所しかやらないという方針をルール化している。他社ではどうみても赤字で売上げだけ狙っているように見えるところもあるが、当社はそれをやらない。示野薬局についてもグループに入ったので開局、閉局ルールを明確化して、マネジメントしていく。現在の 63 店のうち一部苦しい店もあるが、それは今後徹底的に改善していく。

現在 63 店ほどあるドラッグストアについては、すべて調剤薬局との併設にする。そのた

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

めには、ドクターとの連携が図れるように立地も考える必要がある。基本は、消費者にとって便利なドラッグストアの場所が、ドクターに掛かる患者から見ても利便性がよければ、そこに調剤薬局、さらには臨床検査センターを置くということが有効である。これを大規模にやろうというのが、次世代ラボ構想である。

ドラッグストア63店中調剤薬局をもつ店は現在14店ほどある。残りの49店については、ドラッグと調剤薬局をうまく組み合わせるために、店舗を移すことも検討していく。これを昨年度のスピードの3倍、3年でやり遂げる方針である。

ドラッグストアについては、当社の基盤である京都でも広げていく方針で、すでに取り組みを強化している。京都で調剤薬局の中にコンビニを置くという店も2店ほど出した。コンビニがあるビルの2F~4Fにはクリニックがある。このクリニックとの連携をイメージして、コンビニに薬局を併設した。組み合わせは多様である。

シメノドラッグについては、当面店舗数は大きく増やさない方針である。まず、すべての店舗に調剤薬局を置くようにする。そのために、小商圏へ適合した店舗の再配置も行う計画である。ドラッグストアとしてのリストラ、構造改革を行い、収益力をあげ、ビジネスモデルを確立できたら、次の展開を考えるという方針を明確にした。

## 5. 中期経営計画 plan2013~次世代ラボ構想への第1ステップ

### 第4の柱作り

2013年3月期に売上高700億円、営業利益30億円を目指すという中期計画は3年目には必ず達成するという思いで、トップマネジメントは事業を推進している。

2010年9月までの前回の中期3ヵ年計画では、売上高600億円、営業利益率5%を目標にしてきたが、実際のところ売上上げはM&Aで600億円がみえたが、営業利益は20億円に届かず、5%は難しいものとなった。

今回の中期経営計画では、2012年度に売上高700億円、営業利益30億円を目指し、営業利益率の目標は4.3%に下げている。中身としては、医療総合サービス企業を目指す。臨床検査では開業医に強く、調剤薬局では患者とつながっている、ドラッグストアでは消費者との連携を拡大する、ということで、郊外プラス町中に顧客ネットワークを広げていく。

さらに第4の柱を作ろうとしている。今は臨床検査事業の中に入っているヒト遺伝子検査や電子カルテなどのITビジネスをそれぞれ1つの事業として独立できるようにもっている。

部門別では、臨床検査事業290億円、調剤薬局事業190億円、ドラッグストア事業187億円、他にITビジネス、遺伝子ビジネスを入れて、700億円を達成しようという内訳である。30億円以上になれば、1つの事業、それより規模が小さい場合は、ビジネスと呼んで

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

いる。

中期経営計画「plan 2013」の業績目標

(億円、%)

	臨床検査事業			調剤薬局事業			ドラッグストア事業			その他			合計		
	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率
2011.3	270	11.5	4.3	157	8.1	5.2	173	0.4	0.2	—	—	—	600	20	3.3
(実績)	257	10.7	4.2	157	10.2	6.4	155	0.6	0.4				570	20	3.5
2012.3	280	14.0	5.0	170	9.0	5.3	180	2.0	1.1	20	0.0	0.0	650	25	3.8
2013.3	290	15.0	5.2	190	10.0	5.3	187	4.5	2.4	33	0.5	1.5	700	30	4.3
KPI	・遺伝子ビジネスの収益化達成			・100店舗達成 ・長期的に200店			・70店達成			・ITビジネス売上高20億円の達成			・売上高営業利益率4.3%の達成 ・自己資本比率40% ・当期純利益15億円の達成		

(注) 利益率は売上高営業利益率

電子カルテと臨床検査の結びつき

電子カルテについては少し時間がかかるとしても推進していく。例えば、京都の医師の6割は電子カルテをまだ入れていないが、新しく開業するドクターや病院には必須である。世代交代をベースに3年で2500件を開拓し、10年後には全てに電子カルテが入るように力を入れていく。

臨床検査の関連業務としてITビジネスに力を入れている。日医標準レセプトソフト(ORCAオルカ)の導入支援や導入後のサポートで実勢をあげている。さらに、電子カルテはもちろん、調剤薬局やドラッグストアのビジネス効率化にもITはからんでくる。

ITビジネスの中で、電子カルテは導入のテンポは鈍った。本来なら2013年までにすべての医療機関に導入する計画であった。政府の方針変更で、60歳以上のドクターで、1日の患者が40人以下のところは電子カルテを入れなくてもよくなった。とすると、例えば京都では60%のクリニックは入れなくてもよいということになる。

ITビジネスでは、電子カルテ、臨床検査の診療支援システムなどを提供している。クリニック向けには、アットホームドクター(電子カルテ)、総合病院にはHAYATE(電子カルテ、オーダーリング、医事システム)を開発し、導入支援、サポートを行っている。臨床検査ではTASCAL(診療支援システム)やエフシー・ラボシス(臨床検査システム)を販売している。こうしたさまざまなシステムを1582件ほど導入してもらい、その半数には医療情報のコンテンツやメンテナンスを有料で提供している。

さらに、クラウド型診療情報連携ソリューション(医療モールなどでの診療情報相互参照)やクラウド型検査依頼報告システム(フォレスト)など、新しいシステムのラインアップ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

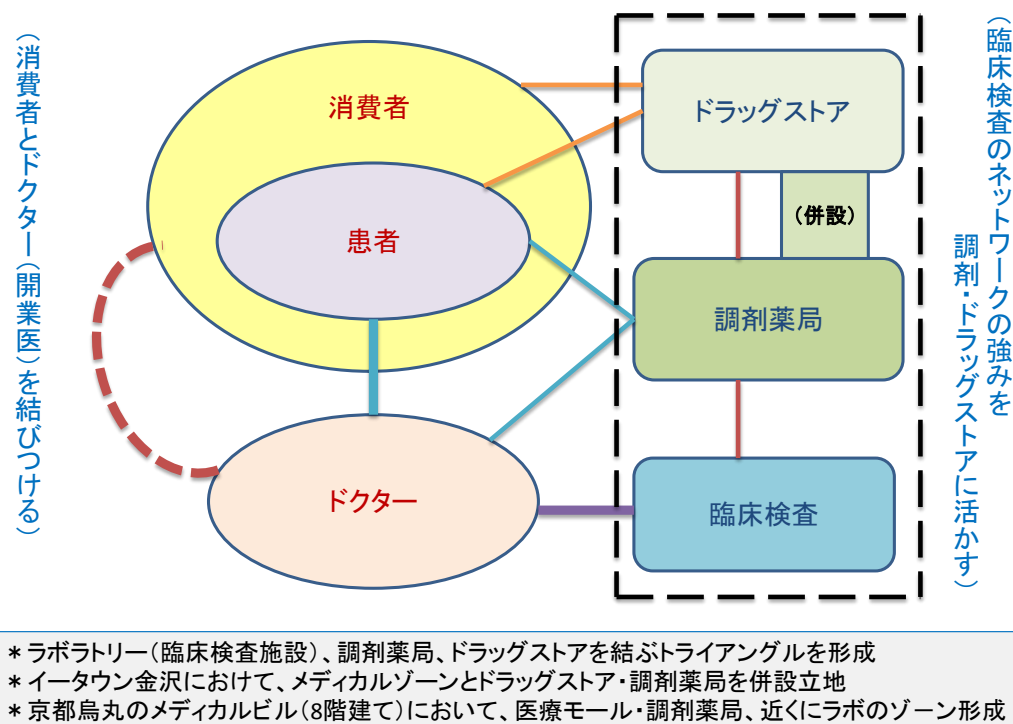
も進んでいる。

この中で、IT ビジネスは売上高 20 億円を見込んでいる。その柱は電子カルテである。電子カルテの普及のテンポが当初見込みよりややスローダウンしている。それでも臨床検査の顧客（開業医）1.76 万施設のうち 40%は電子カルテが入ることになる。そうすると年商 20 億円はみえる。

当社にとっては、電子カルテを通して検査の仕事をもろう、検査結果を電子カルテに流し込む、などという点でシナジーがあるわけだ。2006 年に日立造船の子会社である Hitz コスミック（ヒッツコスミック）を買収して、この部門を強化してきた。

会社は IT ビジネスに期待している。人手はかかるが、いずれ相当伸びていくものとみている。コスミックを買収して 50 人体制を 150 人まで増やしたが、電子カルテの普及が少し緩やかになるため、100 人体制まで戻している。今、電子カルテは 1500 施設に入っている。将来は若いドクターを中心に世代交代が進むので、いずれ 70%はいくことになる。

### ファルコSDHDのシナジー追求…次世代ラボ構想



### 次世代ラボ構想の推進

次世代ラボについては、金沢でスタートさせた。イータウン金沢で、メディカルゾーンにドラッグストア（シメノドラッグ）、臨床検査の緊急ラボもおくという計画である。京都

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

の四条烏丸（からすま）のハイメテックコートは、8階までのメディカルビルで1階に、はやぶさ薬局が入っている。ここに臨床検査機能はないが、車で10分のところにはあるので、それを利用できる。

医療総合サービスでは、医者と看護師以外の分野はすべてドメイン（事業領域）と考えている。次世代ラボ構想とは、ドクターと患者の関係を臨床検査、調剤薬局で捉えるだけでなく、ドラッグストアに来店する消費者を囲い込んで、ドクター、病院にまで結びつけ、地域としてまとまった医療サービスを提供する中で、当社が中核となる役割を担い、それによってビジネスを拡大していこうというものである。その1つのステップとしてドラッグストア事業に参入し、連携を深めようとしている。

長期の経営としては売上高1000億円、営業利益率5%を狙いたいところだが、今はまだその前の段階である。借入金を返してもう少し財務体質のよい会社にし、バランスよく利益の出せる会社にする意向である。IT、遺伝子を本業として研究開発し、ここで第4の柱を作っていく方針である。ということで、M&Aを除いて700億円の売り上げ達成を目指し、その上で次の世代にバトンタッチしたいとトップは考えている。

## 6. 目標 売上高700億円、営業利益30億円が目標～ドラッグストアの収益力向上が鍵

### 前2011年3月期は過去最高の業績を達成

2010年3月期は、決算期の変更で6カ月決算であった。そのため、2011年3月期は前年度との比較ができない。前2011年3月期は売上高57027百万円、営業利益2004百万円、経常利益1899百万円、当期純利益950百万円と、いずれも過去最高となった。

2009年9月期の1年間では、売上高39458百万円、営業利益1751百万円、であったから、この時に比べて、売上高はドラッグストアが加わったことによって、大幅に伸びた。営業利益面では調剤薬局が貢献度を高めている。

調剤薬局では、5店舗を新規開局するとともに、示野薬局のドラッグストア併設調剤薬局が12店加わった。これによって、調剤薬局の店舗数は107店（FC4店、併設12店）となった。ドラッグストアは3店を新規出店し、62店舗となった。

前年度の臨床検査の検体数は1872.6万件（2009年9月期比-0.9%）で、単価は同-0.3%であった。調剤薬局のレセプト数は171.1万枚/年で、単価は同-1.5%であった。遺伝子ビジネスについて、前期は売上高2億円、ITビジネスについては同7億円であった。

前期のキャッシュフローと営業キャッシュフローと投資キャッシュフローでみると、ネットのフリーキャッシュフロー（FCF）はプラスとなっている。今期もFCFは高水準がキープできよう。

### キャッシュフロー(CF)の動き

	2011.3	2012.3(予)
営業CF	24	24
税引後当期利益	12	10
減価償却	21	19
のれん償却	2	2
投資CF	-8	-16
有形固定資産の取得	-10	-16
FCF(フリーキャッシュフロー)	16	8

2011年3月期のバランスシートを見ると、総資産369億円に対し、自己資本は130億円、自己資本比率は35.2%であった。バランスシートでは、示野薬局との経営統合に伴い、総資産で41億円、固定資産が42億円、流動負債で11億円、固定負債で16億円などが増加した。今後は有利子負債を減らす方向で、自己資本比率を早期に40%へもっていくことを目標にしている。

### ファルコSDHDのバランスシート

(億円、%)

	2010.3	2011.3	2011.9
流動資産	165	164	170
現預金	81	55	50
受取手形・売掛金	67	67	73
商品・製品	5	26	28
その他	12	16	19
固定資産	162	205	207
有形固定資産	109	132	134
のれん	3	12	11
その他	50	61	62
総資産	328	369	377
流動負債	149	161	170
支払手形・買掛金	39	55	66
短期借入金	46	47	44
その他	64	59	60
固定負債	62	78	77
長期借入金	38	39	38
退職給付引当金	13	14	14
その他	11	25	25
純資産	115	130	130
自己資本比率	35.3	35.2	34.5

(注)2010年4月に示野薬局を経営統合

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 2012年3月期の2Q累計(上半期)も好調に推移

2012年3月期の2Q累計(上半期)は、売上高31078百万円(前年同期比+7.2%)、営業利益1209百万円(同+39.6%)、経常利益1175百万円(同+44.7%)、四半期純利益519百万円(同+28.8%)と好調であった。

売上面では、検査試薬の卸会社であるアテストが連結対象となった。アテストは売上高40億円の会社であるが、従来から当社とは取引があったので、連結売上高に加わる分は25億円程度である。

セグメント別にみると、臨床検査はアテストの分を除くと売上げは横這いで、利益面ではややコスト増の分が響いて減益となった。

調剤薬局は、長期処方化、処方箋単価のアップや新店効果(5店)もあり、セグメント利益は大幅に増えた。

ドラッグストアは2店舗新規開店、1店舗を効率化のため移転、1店舗を閉鎖したが、競合などもあり売上げは伸び悩み、利益は減少した。

### 2Qのセグメント業績

(億円、%)

	2010.9 (6か月)	2011.3 (6か月)	2011.9 (6か月)	2012.3(予) (6か月)
<b>臨床検査事業</b>				
売上高	13187	12543	14418	14082
営業利益	696	375	657	443
(同利益率)	5.2	3.0	4.6	3.1
<b>調剤薬局事業</b>				
売上高	7585	8152	8429	9071
営業利益	213	803	567	533
(同利益率)	2.8	9.9	6.7	5.9
<b>ドラッグ事業</b>				
売上高	8212	7379	8261	8239
営業利益	69	-12	16	34
(同利益率)	0.8	-0.2	0.2	0.4
<b>合計</b>				
売上高	28983	28044	31078	31422
営業利益	866	1138	1209	891
(同利益率)	3.0	4.1	3.9	2.8

## 今2012年3月期も増益が続き、ピーク利益更新へ

今2012年3月期は、売上高625億円(前年度比+9.6%)、営業利益21億円(+4.8%)、経常利益20億円(+5.3%)、当期純利益10億円(+5.2%)を見込む。やや慎重な予想である。通期の業績予想は変更していない。会社側の見直し通りである。

臨床検査事業では、昨年4月から試薬の卸の会社が連結に入ったので、売上げがその分

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

(年間 40 億円) 膨らむ。それに伴い物流コストもアップしてくる。調剤薬局では、近畿、北陸を中心に調剤薬局を 7 店舗開局、ドラッグストアを石川県に 1 店舗開店し、2012 年 3 月末には各々、119 店、64 店となる予定である。ドラッグストアについては、店舗の増設と入れ替えによって、効率化を進めていく。下期の業績については慎重にみているが、順調に行けば上方修正になる公算が高い。

2010 年 3 月期は 6 カ月決算なので、配当は 10 円であったが、2011 年 3 月期は統合記念も考慮して、22 円の配当（上期 10 円、下期 12 円）とした。今 2012 年 3 月期は 22 円の普通配当（上期 11 円、下期 11 円）を予定しており、配当性向は 30%を目途としている。

### セグメント別業績予想 (百万円、%)

	2011.3	2012.3(予)	2013.3(予)
<b>臨床検査事業</b>			
売上高	25730	28500	29500
営業利益	1071	1100	1200
(同利益率)	4.2	3.9	4.1
<b>調剤薬局事業</b>			
売上高	15737	17500	19500
営業利益	1016	1100	1200
(同利益率)	6.5	6.3	6.2
<b>ドラッグ事業</b>			
売上高	15591	16500	17500
営業利益	57	50	150
(同利益率)	0.4	0.3	0.9
<b>調整額</b>			
売上高	-32	0	0
営業利益	-139	-150	-150
<b>合計</b>			
売上高	57027	62500	66500
営業利益	2004	2100	2400
(同利益率)	3.5	3.4	3.6

### ドラッグストアが鍵を握る

3 カ年計画では、売上高を 600 億円、650 億円、700 億円へ、営業利益を 20 億円、25 億円、30 億円へと拡大させる方針である。1 年目の営業利益 20 億円は達成できた。部門別では、臨床検査の営業利益を 11.5 億円から 15 億円へ、調剤薬局では 8 億円から 10 億円へ、ドラッグストアでは 0.4 億円から 4.5 億円へもっていくという計画からみると、ドラッグストアの営業利益が予定通り確保できるかどうかが一番のポイントであろう。

当社の業態は、通常のビジネスにおいて業績が大きく変動するリスクは小さい。急に大きく儲かることもないが、逆に急に大きく落ち込むこともない。問題はルール違反や検査

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

ミスなどでレピュテーション（評判）を落とすことである。そういうことが起きないように、当社は独自のヒト遺伝子検査などでファルコのブランド力を上げる一方、絶対にミスを犯さないために、品質向上委員会活動など地道な信頼作りに一貫して取り組んでいる。

## 7. 企業評価 開業医へのパイプが安定性を支える～市場での評価はシナジーに依存

### 3つのビジネスのシナジーが成果をあげられるかに注目

当社の今期業績をベースにした主な指標をみると、1月30日時点でPBR 0.91倍、ROE 7.7%、PER 11.8倍、配当利回り 2.4%となっている。株価は、当面の業績を織り込んでいるので、概ね妥当ゾーンにあるといえようが、増益が続くという点ではやや割安感がある。

ポイントは中期経営計画にある営業利益 30 億円が射程距離に入ってくるかどうかである。そのためには、臨床検査、調剤薬局、ドラッグストアの 3 つのビジネスのシナジーが成果をあげられるかどうかにかかっている。

臨床検査の収益力を維持できるか、調剤薬局におけるジェネリック（後発医薬品）のウェットアップは収益上マイナスとなるが、これを併設効果でカバーできるか、ドラッグストアが同業のドミナント戦略に対抗していけるかなど、課題への対応が求められる。

第 4 の柱として力を入れているヒト遺伝子検査や電子カルテなどの IT が黒字化し、加えて主力臨床検査事業と調剤薬局、それにドラッグストアのシナジー（相乗効果）をうまく引き出すには一定の努力を要する。中期計画の達成に向けてもう一段の努力を要するので、企業評価のレーティングは B とする。（企業レーティングについては表紙を参照）

これら 3 つのビジネスを結び付けようという戦略は理解できるので、具体的な実行戦略がどこまで成果をあげるかに注目したい。ヒト遺伝子検査や電子カルテなどの IT ビジネスが黒字化し、加えての 3 事業がシナジー効果をあげてくれば、営業利益 30 億円が見えてくる。ROE も 10% を超えてくるので、それに反映して PER はもう一段見直され、PBR は 1 を上回ってくるものと期待される。