

## 4350 メディカルシステムネットワーク

2012年1月20日

東証1部

### ポイント

・今2012年3月期は、決算期の変更で6カ月決算となる。業績は好調で、実質的にピーク利益の更新が続こう。前2011年9月期で、中期3カ年計画の業績目標は1年前倒しで達成してしまった。現在、次の中期計画を練っているが、その柱は、加盟店のネットワーク拡大と、「医療と福祉が一体となった街づくり」の推進になろう。

・前2011年9月期は、売上高46508百万円(前年度比+13.1%)、経常利益2139百万円(同+61.0%)と極めて好調であった。調剤薬局の新規出店は遅れ気味であったが、新規開業医の誘致もあり、既存店が良好であった。また、ネットワーク事業への加盟店増加もピッチを早めている。ネットワーク加盟件数は2011年9月末で740件、調剤薬局は214店舗である。従来の3カ年計画では、2012年9月期にネットワーク加盟件数を1000件、調剤薬局を230店舗にもっていく方針であり、これに向けて進んでいる。

・当社は医薬品の卸と調剤薬局を結ぶネットワークに最大の特色を有する。この発注システム、在庫管理システム、レセプトデータ管理システムなど、自社開発によるネットワークシステムの提供でサプライチェーンマネジメントに新風を吹き込んでいる。卸と薬局を結ぶネットワークシステムをフルに運営しているのは、業界で当社のみである。自社店舗の売上高では業界6位であるが、ネットワークに加盟する店舗数で見れば業界トップである。仕入れ金額で見てもトップクラスであり、卸と小売りを結ぶネットワークで独自のポジションを築いている。

・中期3カ年計画の2期目である2011年9月期で、3年目の目標である経常利益20億円は達成した。3年目の目標であるネットワーク加盟店1000件が達成できるかどうかテーマである。単なる数の拡大ではなく、そのネットワークの効率を収益力の向上にうまく結びつけられるかが課題である。そのポテンシャルは有しているので、今後の実行戦略に期待したい。

・札幌で大型医療モール作りが本格スタートする。そのプロジェクトの入札で当社が権利を得た。これは、高齢者住宅(高専賃)と医療モールと調剤薬局を組み合わせた新しい街づくりである。次期中期計画の柱として、大いに期待できよう。

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 調剤薬局に独自のネットワークシステムを築く
2. 強み 自社開発のシステムでサービス向上と効率化を推進
3. 中期経営計画 目標の経常利益 20 億円は 1 年前倒しで達成
4. 当面の業績 順調な増益が続きピーク利益更新へ
5. 将来展望 将来は調剤薬局で業界トップクラスを目指す
6. 企業評価 業界再編の中でコアの一角となりうる

## 企業レーティング B

株価 (12 年 1 月 20 日) 802 円 時価総額 52 億円 (6.49 百万株)  
PBR 1.07 倍 ROE 20.9% PER 4.7 倍 配当利回り 3.7%

(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
2006.9	30625	633	604	-838	-149.4	5.0
2007.9	32066	1127	1026	403	72.0	7.5
2008.9	33785	1153	995	973	173.3	10.0
2009.9	36786	1440	1266	431	77.9	15.0
2010.9	41131	1528	1329	473	81.6	18.0
2011.9	46508	2262	2139	1001	154.3	25.0
2012.3(予)	24608	1293	1201	530	81.6	15.0
2013.3(予)	53000	2600	2400	1100	169.4	30.0

(11.9 ベース)

総資産 24533 百万円 純資産 5263 百万円 自己資本比率 19.9%

BPS 751.9 円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

09.9 期で 1 : 200 の株式分割を実施、それ以前の EPS、配当は修正ベース。

2012.3 期は決算期変更で、6 ヶ月決算。

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 調剤薬局に独自のネットワークシステムを築く

### 薬局と医薬品の卸を結ぶ情報システム

当社は、病気になった患者が医者に診てもらったあと、処方箋をもらい、近くの薬局に行って、薬をもらう時の調剤薬局のネットワークビジネスを事業の柱としている。調剤薬局では、必要な薬を医薬品の問屋（卸）から仕入れる。この時の受発注システムや薬局内の薬にかかわる情報システムを得意としている。そのための情報システム開発を自社で行い、サービスを提供している。

田尻社長の家系は四代前の時代に熊本から屯田兵で北海道に移った。小樽で育ち、起業した時の三銃士も皆、小樽の仲間である。田尻氏（取締役社長）はかつて医薬品卸の会社で仕事をしてきた。薬局や病院への営業は昼休みと夕方しか先方に会えない。この仕事のやり方を、ネットを活用して抜本的に変えたいと考えていた。小学校からの同級生であった秋野氏（専務取締役）は、実家が医薬品の卸をやっていたが、自ら薬局を立ち上げていた。沖中氏（取締役副社長）は医薬品の卸に勤めていたが、その中でシステム開発を手掛け、その後システムフォーというシステム会社を立ち上げていた。この3人が話し合っ、三銃士のごとく当社を起業したのである。

### 全国展開で三井物産と組む

北海道から本州を目指す時に、三井物産と組むことにした。三井物産は当社本体に8%ほど出資している。さらにシステムネットワークに関して、エムエムネット（当社51%、三井物産49%）を合弁で作り、三井物産から代表取締役副社長が経営に入っている。全国の地銀を通して調剤薬局を紹介してもらうなどして、ネットワークの拡充に力を入れている。

当社（メディカルシステムネットワーク、MSNW）は1999年9月に創業した。当時、医薬品産業7兆円の内、7~8%が流通コストである。5000~6000億円の流通経費を、米国並みのコストに合理化できるとすれば、3000~4000億円の経費圧縮が出来るはずであると考え、起業した。2002年3月に、創業2年半でヘラクレスに上場し、2008年東証2部、会社設立11年目の2010年6月に東証1部に上場した。10年6月には公募増資も行い、資本金は8億円から10億円に増えた。

### 薬剤師教育専門機関を社内に有する

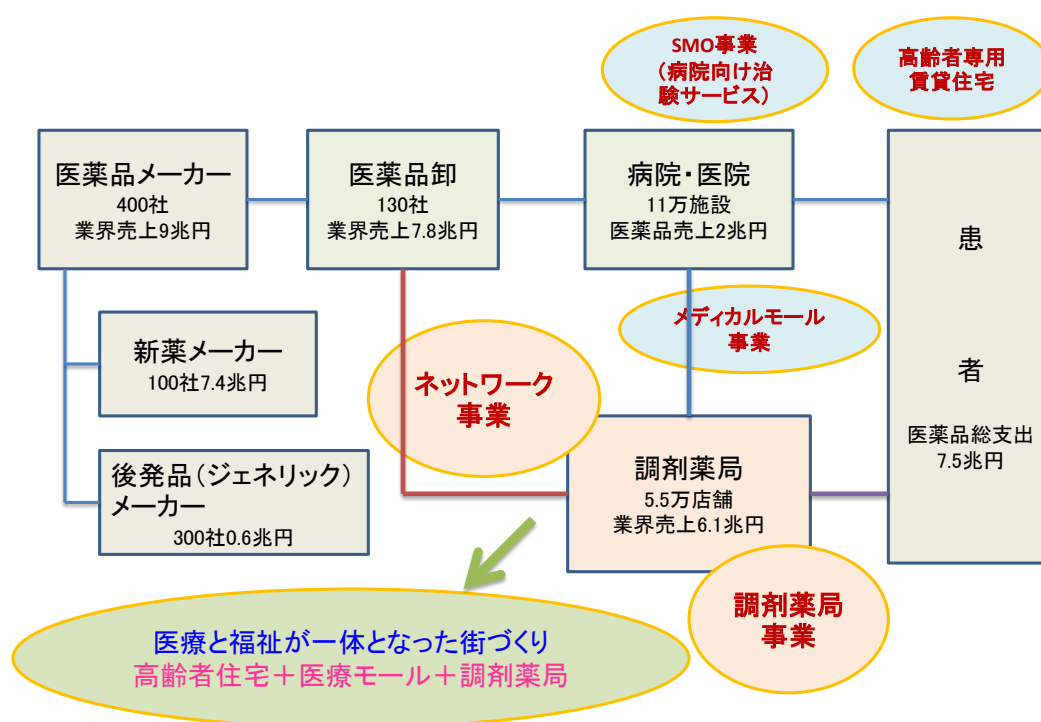
ネットワークとは別に、当社が自前で展開する薬局のブランドは、「なの花薬局」に統一を進めている。北海道からスタートして地域薬局網作りに力を入れ、全国展開を目指している。目標は地域の人々の「かかりつけ薬局」になることであって、そのための薬局の教育（eラーニング）や在宅診療のための在宅薬局にも力を入れている。自社調剤薬局も200店舗を越えてきた。

---

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。

当社は薬剤師を研修教育する専門機関（医療総合研究所）を社内にもっており、うまく機能している。ここは、薬剤師研修の資格認定機関として認められ、日本薬剤師研修センターから認定を受けた研修認定薬剤師制度実施機関の1つである。薬剤師も資格をとったからそのままよいというのではなく、研修を受けて自らの技量を磨いていく必要がある。必要な単位を認定されると、研修シールが発行され、認定薬剤師となる。ネットワークの加盟店にもこうした研修を積極的に導入することで、質的向上を支援している。同業の大手企業はこのような機能を有していないので、当社の特色となっている。

### メディカルシステムネットワーク(MSNW)の事業領域



## 2. 強み 自社開発のシステムでサービス向上と効率化を推進

### サプライチェーンマネジメントの効率化を目指す

田尻社長は元々医薬品の卸で働いていた。10 数年前、当時の流通の仕組みではコストがかかりもったいない、情報の提供や物流の効率化で付加価値を作る必要がある、と考えた。90 年代にネットが普及してきたので、ここのサプライチェーンマネジメントを担う情報システムを作ろうと決断した。日本の流通コストは7~8%、米国は3%以下である。仕組みとしては、スーパー、コンビニの POS レジのようにできるはずであると考えた。仕入れ、在庫に関わる受発注システムの自動化である。医薬品の価格は2年に1度の薬価改正で決ま

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。

るので、卸と調剤薬局がバランスのとれた合理化で互いに収益を確保できるようにした。

### なの花ブランドは業界6位

自社ブランドの調剤薬局は、アインファーマシー（10年度調剤部門売上高 1139 億円）、日本調剤（同 1067 億円）、クオール（同 584 億円）、総合メディカル（同 529 億円）などに次いで、メディカルシステムネットワーク（MSNW、同 418 億円）は業界6位である。もともと基盤のある北海道では店舗数で98店とアインファーマシーを抜いて、当社が業界トップである。現在、全国に展開中でM&Aを積極化させている

調剤薬局が取り扱う薬品の市場は5.9兆円。このうち、業界トップのアインファーマシーでも売上高が1000億円レベルだが、市場シェアは極めて低い。ドラッグストアは市場が5.2兆円ある中で、トップのマツモトキヨシなど大手6社で33%を占める。調剤薬局は大手6社でシェア7%にすぎず、大手が伸びる余地は大きいとみられる。

### 調剤薬局関連の上場企業比較(関連5社)

社名	MSNW	アインファーマシー	日本調剤	クオール	総合メディカル
コード	4350	9627	3341	3034	4775
市場	東1	東1	東1	JQ	東1
業界順位	6位	1位	2位	4位	5位
店舗数	204	448	287	284	328
売上高(10年度)(億円)	435	1294	983	609	728
経常利益(億円)	17	82	31	28	42
売上高経常利益率(%)	3.8	6.3	3.2	4.6	5.8
株価(1/20)(円)	802	3355	2612	5.05(万)	2493
時価総額(億円)	52	535	209	133	191
PBR(倍)	1.1	1.7	1.4	1.1	1.0
ROE(%)	20.9	15.6	20.9	16.0	13.9
PER(倍)	4.7	11.0	6.5	6.9	7.1
配当利回り(%)	3.7	1.5	2.7	4.3	2.8

(注) 売上高、経常利益は全社ベース。業界順位は調剤報酬額ベース。

MSNWは2011.9期の2Q累計までの1年間ベース、2011.3時点のネットワーク加盟調剤薬局は722件。

アインファーマシーは2011.4期ベース。

PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

### ネットワークシステムの営業利益率は高い

調剤薬局は患者が医者処方箋によって要求する薬をある程度取り揃えておく。そのために、必要と思われる薬を医薬品の卸に注文する。この受発注システムを当社が担当して、

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。

その手数料を得る。必要な薬には常に余剰となるものがあり、どう在庫管理するかが無駄を排除し、コストの削減になる。薬局間で在庫のやり取りができれば、期限のきた薬の廃棄ロスが少なくて済むのである。

ネットワーク事業は、加盟店がこのネットワークを通じて仕入れた金額の一定料率を発注手数料として売上げにたてる。この収入が毎月入ってくるので、加盟店が増えるほど収入は上がってくる。これとは別にシステムの販売もある。レセプトを処理するレセプトコンピューター（ファーマシーエース）の販売も、新規加盟やシステムの入替で収入となる。システム販売の利益は発注手数料に比べれば高くない。実際、加盟店の新規加盟に伴う情報機器のシステム販売の粗利は10%程度で、医薬品の発注手数料で稼いでいく仕組みである。

当社のネットワーク事業は、売上高営業利益率が45%以上あり、極めて高い。11年9月にシステムを利用している薬局は、740件、取扱高は704億円であった。

### 医薬品等ネットワーク事業

	2010.9	2011.9	(伸び率)
加盟店舗数(店)	597	740	(+24.0)
医薬品発注取扱高(億円)	537	704	(+31.0)
発注手数料(百万円)	897	1018	(+13.5)
システム販売額(百万円)	586	933	(+59.2)
その他	138	174	(+26.1)
合計	1622	2126	(+31.2)

(注)加盟店舗数には自社店舗も含む

### メディカルモールに独自の強み

子会社である日本レーベンは、不動産の開発を手掛けている。高専賃（高齢者専用賃貸マンション）を札幌で既に1棟手掛けたほか、薬局の不動産開発に力を入れている。現在のところ、高専賃を単独で拡大するよりも、それだけの資金があれば、薬局の開発に向けていく方針である。但し、今後は高専賃とメディカルモールを組み合わせた新しい街づくりには力を入れていく。

薬局の開発の中でも、メディカルモールに力を入れ、現在214店ほどある薬局のうち、40店程度がメディカルモールである。メディカルモールとは、2科以上のクリニック(医院)の前に薬局を作るという一体型に医療施設開発でビル型が多い。これは、ドクターが新たに開業したい場合に複数の医療科目を用意し、そこに薬局も併設することで、集客力を高めることができ、経営効率が上がる。立地もうまく考えることによって、患者サービスの向上にも結び付くのである。このメディカルモールは、どの医療サービス企業でもやりた

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。

いと考えるが、他社は不動産業者に頼っている。当社は、開発支援も含めて、不動産開発の会社をもっていることで機動力を発揮し、実績を上げている。現在も、150余りの開業を希望する医師を抱えている。日本レーベンは、この開発支援と土地開発を事業の柱としている。

### セグメント別業績

(百万円、%)

		2009.9	2010.9	2011.9
医薬品等ネットワーク事業	売上高	1496 (+13.9)	1622 (+8.4)	2126 (+31.0)
	営業利益	730 (na)	789 (+8.0)	997 (+26.3)
	同利益率	48.8	48.7	46.9
調剤薬局事業	売上高	35391 (+9.0)	39645 (+12.0)	44641 (+12.6)
	営業利益	1360 (+19.1)	1426 (+4.8)	2032 (+42.4)
	同利益率	3.8	3.6	4.6
賃貸・設備関連事業 (調剤薬局関連、 高齢者賃貸住宅関連)	売上高	905 (-16.6)	912 (+0.8)	987 (+8.1)
	営業利益	50 (na)	63 (+25.7)	136 (+113.1)
	同利益率	5.6	7.0	13.8
その他事業 (SMO、治験施設支援業務)	売上高	294 (+9.8)	257 (-12.7)	225 (-12.2)
	営業利益	16 (-9.8)	-22 (na)	-18 (na)
	同利益率	5.7	-8.6	-7.8
合 計	売上高	36786 (+8.9)	41131 (+11.8)	46508 (+13.1)
	営業利益	1440 (+24.8)	1528 (+6.1)	2262 (+48.0)
	同利益率	3.9	3.7	4.9

(注)カッコ内は前年度比伸び率、naは黒転、赤転で計算できず。

### 医薬品のネットワーク事業でオンリーワン

当社は自前で 214 の調剤薬局を展開するが、それも含めて、当社のネットワークを活用している薬局は 740 件に及ぶ。この数は業界トップである。当社のようなネットワークシステムを持っている同業他社はない。740 件を有する強みは何か。通常は医薬品卸への大量発注によるバイイングパワー(購買力)を行使して、安く仕入れるということが考えられるが、当社は方針として、無理なバイイングパワーは使わない。薬局での薬の価格は国によって決められているので、販売価格に自由度はない。その中で、薬局と卸がマージンの取り合いをしても生産的でないと考えている。むしろ、デットストックにならないような在庫の有効利用によるコスト削減、薬剤師教育や、店舗管理の効率化などによって、当社の利用度をあげてもらうことに力を入れている。こうした当社のネットワークの使い勝手の良さが紹介営業に繋がっている。

卸と調剤薬局を結び当社のネットワークシステムは、価格交渉、在庫管理、自動発注、

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。

決済、薬剤師の教育などをビジネスとして担っている。この取扱高について手数料をもらうという仕組みで、このようなネットワークの仕組みを本格的に動かしているのは全国で当社のみである。年間の取扱高は、05年9月期の118億円から、117億円、293億円、399億円、474億円、そして2010年9月期が597億円と、急ピッチで増えてきた。当社の売上高では全体の5%だが、営業利益では32%を占める高収益部門である。ここを伸ばすのが最大の戦略である。

### 3. 中期経営計画 目標の経常利益20億円は1年前倒しで達成

#### 重点施策の明確化

当社は、每期必ず今期の重点施策を挙げており、その進捗状況を示しながら、期末には必ずレビューを行う。その内容については、KPI（キー・パフォーマンス・インディケータ）を具体的にあげ、その達成度を自己評価する。このやり方は、社内で浸透しているとともに、投資家にとっても極めて分かり易いディスクロージャーであり、マネジメントのあり方として、高く評価したい。

中期経営計画のKPI(重要業績指標)

	2009.9	2010.9(実績) (1期)	2011.9(実績) (2期)	2012.9(計画) (3期)
売上高	36786	41131	46508	52392
ネットワーク	1496	1622	2126	2330
調剤薬局	35391	39645	44641	50157
営業利益	1440	1528	2262	2242
ネットワーク	730	789	997	891
調剤薬局	1360	1426	2032	1901
経常利益	1266	1329	2139	2012
売上高経常利益率	3.4	3.2	4.6	3.8
ネットワーク加盟件数	545	597	740	1000
自社調剤薬局数	172	204	214	230

(注) 営業利益は内部取引消去前の値。

1期、2期は実績、3期は当初の中期3ヵ年計画の目標数値。

中期計画2年目の2011年9月期について、医薬品等ネットワークの面展開は順調であった。加盟件数は2011年9月末で740件(+143件)となった。医薬品発注取扱高は704億

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。

円（前年度+31.0%）と、急ピッチで拡大している。当社のネットワーク事業の売上高は2126百万円であったが、このうち発注手数料は1018百万円（前年度比+13.5%、手数料1.45%）、システムの販売額933百万円（同+59.2%）であった。新規加盟件数の拡大に伴うシステム販売の伸びが高かったわけだ。その後、10月1日で780件、11月1日で806件を超えており、順調に進捗している。

調剤薬局の店舗数は、9月末で214店となった。新規出店10店、退店4店、M&A4店で、ネットで10店ほど増えた。年20店ペースの目標には届かなかった。ただ、この期は、九州に進出した。11月には九州エリアを管轄する九州ファーマシーを設立した。今後は全国を7ブロックに分けて運営していく方針である。全国39都道府県に進出した。今後はあと8県への進出を目指して力を入れることになる。

#### 調剤薬局の7エリア別店舗数

	店舗数 (店)	増加数 (店)
北海道エリア	98	(+2)
近畿エリア	41	(+3)
関東・甲信越エリア	34	(+2)
東海・北陸エリア	18	(+2)
中国・四国エリア	18	(+1)
東北エリア	4	(-1)
九州・沖縄エリア	1	(+1)
合計	214	(+10)

新規店舗の開発は予定を大幅に下回ったので、現在、社員の増員と教育の徹底を行っている。2012年3月期（6カ月）では、既に8件が確定しているのでピッチは上がっている。

後発医薬品（ジェネリック）を使うと点数が加算される。20%以上だと6点、25%以上だと13点、30%以上で17点ほど加算されるが、この加算を受ける店舗数が110店、全体の51.4%まで増えた。50%を目標にしていたから、これはクリアした。

前期の処方箋枚数は450.5万枚（前年度比+12.0%）、処方箋単価は9226円（同+1.4%）であった。単価アップは処方長期化に伴う効果が入っている。薬剤師一人当たりの生産性は7.5%アップし、目標の10%にはとどかなかったが、収益の改善に寄与した。副作用や

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。

調剤過誤を未然に防ぐためのプレアボイド（医者への報告の収集）は効果を上げており、これもサービスの向上として、顧客の認知度を高めている。

### 卸と調剤薬局のせめぎ合いの中でユニークさを追求

創業の時に5年後、10年後をイメージし、ビジネスモデルを作った。スタートして2年後にビジネスモデルを確立し、今のジャスダックに上場することにした。その後、全国展開を考え、調剤薬局のM&Aも本格化させた。そして、11年目に東証1部上場にまでこぎつけた。この間、予想通り医薬品の卸は再編され、10年前の300社が大幅に減少している。調剤薬局のM&Aとネットワーク化によって、全国展開を進めたが、この路線は効率化に役立ちうまくいった。

医薬品のサプライチェーンの中に、さまざまな参入や再編が起きている。大手商社の医薬品流通への参入、医薬品卸の調剤薬局の系列化、調剤薬局間のM&A、調剤薬局とドラッグストアの提携など、いろいろなパターンがみられる。ポイントは、顧客のために役立っているか、その作戦によって流通合理化で収益性が高まっているか、ということであろう。この点でみると、調剤薬局を囲い込むというだけでは不十分で、ネットワークシステムを強く築けるかどうか重要である。その点で、当社はユニークな戦略を展開している。

### ネットワーク加盟と自前薬局は経営の両輪

日本の医薬品の市場は約9兆円である。その内新薬が8.5兆円で、ジェネリックと言われる後発品は0.6兆円である。ジェネリックは、新薬の特許が切れた後に同じ薬効のものを作るので、価格が安くなり、患者にとっても負担は軽くなる。その普及はまだこれからである。こういったジェネリックの指導も調剤薬局が担うことになるが、選ぶのは患者であり、高い薬の方が、収益性がよいのも明らかである。その薬局の受発注は全国でみるとまだ電話やファックスを利用している方法が4割以上を占めていると言われており、ネットワークシステムの利用はまだ遅れている。

沖中副社長はネットワークシステムを担当し、秋野専務が調剤薬局を担当している。ネットワークに加盟したいという薬局は大いに歓迎し、ネットに加盟している薬局でも当社と経営を一体化したいというニーズもある。また、ネットワークに入るのではなく、直接当社がM&Aをする場合もある。ネットワークはM&Aのためにあるのではないが、両者には複合的な効果も見込めるのである。

### なの花薬局の目指すもの

社長は、みどりの薬局戦略と名付けている。最寄りの駅の窓口のようにかかりつけ薬局が、地域医療と訪問、在宅サービスの一役を担っていくという考えである。

また、ジェネリックの推進にも力を入れている。調剤薬局1店ごとのジェネリック（後

発医薬品)の販売数量が一定水準を越えると、保険点数が加算される。ジェネリックの使用促進による医療コストの引き下げという政策にそったインセンティブが、2012年4月の次の改訂までの2年間はプラスに働くと見込まれる。ジェネリック比率が20%を越えると6点(60円)、25%を越えると13点(130円)、30%を越えると17点(170円)が四半期毎に全レセプトに加算され、薬局の収入が増える。当社の店舗の5割が20%を越え、この比率は着実に上がっている。

### ネットワークの面展開

薬局には4~5店を有する規模の小さいところが多い。ここに声をかけて、当社のシステムに加盟することを要請している。場合によってはM&Aを実施する。このネットワーク加盟店をベースに、取扱高で日本トップを目指す作戦である。加盟店の4社に1社が当社の薬剤師教育を受けており、ここでも効果を上げている。

複数のクリニックと薬局を一体にしたモールを作るというのは、患者(顧客)にとっても、ドクターにとっても、薬局にとっても利便性は高い。患者が行きやすい所に立地できるほど、かかりつけドクター、かかりつけ薬局という考えが実現していく。それに向けたモール作りを手掛けて、当社自前の214店の内、40店がそのようなモールにある。総合的な病院ではなく、クリニックを10科集めて集積効果を出すという方策はあるが、処方箋が1科50枚以上になり、ビジネスが成り立つかがポイントである。当社は、開業を希望するドクターといろいろ連携しているので、有利に展開できる。

### SMOは調剤薬局とのシナジーに活用

当社は治験(臨床検査)の支援も行っている、新薬の開発にあたって、病院でさまざまな治験が行われる。新薬を開発する医薬品メーカー側ではなく、治験を行う病院側をサポートするビジネスがSMO(病院などの治験施設を支援する業務)である。少し大きな専門性のある病院は、何らかの新薬の開発に当たって、その協力をすることがある。病気の治療を図るには、新薬が欠かせないからである。このサービスは調剤薬局とシナジーがある。そういう病院で専門医として働くドクターは、いずれ開業する可能性が高い。その開業情報をいち早く仕入れて、開業サポートをし、メディカルモールとして調剤薬局もオープンすれば、うまくシナジーが得られるのである。SMOを担う子会社エスエムオーメディシスは、そのビジネス自体で利益をあげるというよりも、調剤薬局事業とのシナジー効果を重視しているようだ。

このSMOについては北海道のみで展開している。現状では売上高3億円で、収支トントンレベルを目標にしている。病院のネットワークはすでに作っているため、治験がとれば収益は上がる。SMOについては、2012年3月期には増えてくるので、このペースでいけば、収益は改善、黒字化は見えつつある。

---

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。

## 今期は第二次中期経営計画の3年目に当たる

第1次3カ年計画は2年で達成の目途が立ったので、現在次の3カ年計画を走らせている。2009年9月期は売上高367億円、経常利益12億円、同利益率3.4%であったが、これに対して、3年目の2012年9月期に売上高524億円、経常利益20億円、同利益率3.8%を計画した。実際は2年目で、経常利益の20億円を達成した。ただ、売上面では、ネットワーク加盟店1000店、自前店230店の達成がまだ課題である。

今後ともネットワークに加盟してくる店が増えてくると、システムの拡張能力が問われる。今のシステムをどう広げるかという点で、クラウド化にも取り組んでいる。5年後には2000店まで増やすことも視野に入ってくるので、そのための準備が必要となっている。

## 自己資本比率も改善、20%以上をめざす

2011年9月末の自己資本比率は19.9%まで改善した。まだ低いように見えるが、過去のM&Aののれん代49億円(ピーク時60億円)は20年で償却していく。有利子負債はEBITDA(償却前営業利益)で4~5年分なので、さほど重いわけではない。内部資金をベースに100億円の投資には耐えうる。EBITDAで年25~30億円は見込めるので、レバレッジを4倍とすれば、年100億円の投資はできる。局面によっては、100億円単位の投資がでてくる可能性はあるが、その場合でも資金的な対応はできよう。問題は収益性を十分確保できるかどうかであり、そこはよく吟味する必要がある。

2012年3月期には、期間利益の積み上げで自己資本比率は20%を越えよう。ただし、M&Aに入ってくるとこれを下回るが、会社側では、20%は確保したいと考えている。

## MSNWのバランスシート

(百万円、%)

	2009.9	2010.9	2011.9
流動資産	7238	8071	7786
現預金	1532	1792	1329
売掛金	2496	2803	2238
商品	1312	1497	1710
固定資産	12458	14411	16747
有形固定資産	5835	6752	9162
のれん	4630	5099	4900
投資等	1864	2448	2601
資産合計	19696	22482	24533
負債	16403	18184	19270
買掛金	3980	4595	5026
短期借入金	1540	845	1099
長期借入金	6955	8043	7364
純資産	3293	4297	5263
有利子負債	8525	9138	8663
有利子負債比率	43.3	40.6	35.3
自己資本比率	15.3	17.7	19.9

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。

#### 4. 当面の業績 順調な増益が続きピーク利益更新へ

##### 2011年9月期は3年連続で過去最高の業績へ

2011年9月期は、売上高 46508 百万円（前年度比+13.1%）、営業利益 2262 百万円（同+48.0%）、経常利益 2139 百万円（同+61.0%）、当期純利益 1001 百万円（同+111.5%）と極めて好調であった。3年連続の増益で、ピーク利益を更新した。営業利益、純利益については、3カ年計画の目標を1年前倒しで達成した。

セグメント別に見ると、医薬品ネットワーク事業は、売上高 2126 百万円（前年同期比+31.0%）、セグメント利益 997 百万円（同+26.3%）、売上高利益率（内部調整前の営業利益率）46.9%であった。ネットワークが大幅続伸したうえ、システムの販売も好調であった。

調剤薬局事業は、売上高 4641 百万円（同+12.6%）、セグメント利益 2032 百万円（同+42.4%）、売上高利益率 4.6%であった。既存店が+3.8%と好調であったのに加え、M&A によるプラス効果もあった。

賃貸、設備関連事業は、売上高 987 百万円（同+8.1%）、セグメント利益 136 百万円（+113.1%）、売上高利益率 13.8%であった。高専賃（高齢者専用賃貸住宅）の入居率が 90%を超え、賃料収入が増加したことによる。

その他事業は売上高 225 百万円（同-12.2%）、セグメント利益-18 百万円（前年度-22 百万円と赤字であった。SMO（治験施設支援業務）が減少したことによる。

##### 既存店が強調

調剤薬局のセグメント利益 20.3 億円は、前年度に比べ 6.1 億円ほど増えたが、この内既存店のプラス効果が 2.8 億円、新規店の効果が 3.2 億円であった。既存店が+3%と好調であった。既存店の売上高の売上増は粗利率 35%がそのまま利益に貢献するので、寄与は大きい。

既存店が+3.8%と好調であった理由は、医療モールに新しいドクターを誘致して薬局の売上に貢献するようにしている。プレアボイドなどのサービス向上も貢献している。プレアボイドによるドクターへのフィードバック件数は 3517 件と全体の 0.07%に当る。

また、既存店においては健康セミナーを開催しており、地域住民への講演、健康相談、協賛企業からの試供品提供などによって、集患に努めている。一定の効果があるので、これを全国に展開していく予定である。

当期純利益が前期に比べて大幅に増えているのは、連結子会社の収益が上がってきたのに対して、過去に累損があったため、その分の税金がかかっていないことによる。具体的には、関東のサンメディックを M&A をした後、収益は改善してきたが、この期は 3 億円程度の税前利益が出たのに対して、税負担が出ていない。

バランスシートでは、超短借入金、社債を含む有利子負債は 86.6 億円（前年度 91.4 億

---

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。

円)と、4億円強減少している。自己資本比率も19.9%(同17.7%)と、2.2%ほど改善している。有形固定資産が、24.1億円ほど増加しているが、これは店舗開発用の土地を購入したことによる。

キャッシュ・フローでは、営業キャッシュ・フロー33.5億円(内、EBITDA33.7億円)に対して、投資キャッシュ・フロー27.5億円(内土地が24.9億円)となっており、フリー・キャッシュフローは6億円のプラスであった。

#### MSNWのキャッシュフロー(C/F)

	(百万円)		
	2009.9	2010.9	2011.9
営業キャッシュフロー	1724	2273	3352
税引き前当期純利益	1147	1294	1948
減価償却	578	603	633
のれん償却	297	303	337
投資キャッシュフロー	-718	-2784	-2746
有形固定資産取得	-626	-1125	-2487
事業譲受	-113	-1314	-27
合併による現金支出	0	-339	0
子会社株式の取得	0	0	-220
フリーキャッシュフロー	1006	-511	606

#### ネットワーク、調剤薬局とも好調

大震災の影響は軽微であった。東北エリアにある5店が被災したが、3店は営業を再開し、2店は営業再開の目途が立っていない。当時、現地に薬を届けるという点で、北海道の苫小牧から秋田経由で、あるいは大阪から日本海経由で東北へとすぐに対応した。震災の関連という点では77百万円の特損が発生した。被災地へのマスクの寄付や被災者の薬剤情報の提供など、いろいろ応援してきた。

ネットワーク事業が好調である。ネットワーク事業では、大口の加盟があった。2011年9月期の1Qに119件の加盟増となったが、この大半が大手のドラッグストアが、当社のネットワークを利用している同業に買収されて、その併設店である調剤薬局が加わったことによる。具体的には、ココカラファインが合併した薬局がネットワークに入ってきたので、これがプラスに働いている。ネットワーク事業では、この仕組みに入っている薬局は33県に広がっている。九州で2県、四国で2県などまだ14県で未加入であるが、ここ数年で47都道府県全体をカバーすべく力を入れている。

自社の調剤薬局も既存店が+3.8%と順調である。固定客を掴んでいることと、既存店に医療機関を結びつけることも工夫している。既存の薬局の近くに、新しい医院を開業してもらうという誘致が上手くいったことも寄与している。

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。

賃貸事業では、高齢者賃貸マンションで入居者が増え、黒字化してきた。高専賃（高齢者専用賃貸住宅）のウィステリアは10戸加入者が決まって95%まで埋まった。64戸中、残り3戸となっている。これも早晚埋まるであろう。一方、SMO（治験施設支援業務）はやや苦戦し、若干の赤字となっている。

M&Aをして収益性の低い薬局を改善していくといっても、買収によるコスト負担がでる。合併でなく事業譲渡の形にするなど税負担も考えて対応している。その意味で純利益も増えている。

### セグメント別業績

(百万円、%)

	2011.9 (12か月)	2012.3(予) (6か月)	2012.9(予) (6か月)	2013.3(予) (6か月)	2012.9(予) (12か月)	2013.3(予) (12か月)
<b>医薬品等ネットワーク事業</b>						
売上高	2126	1060	1101	1200	2126	2301
営業利益	997	493	511	550	1004	1061
同利益率	46.9	46.5	46.4	45.8	46.5	46.1
<b>調剤薬局事業</b>						
売上高	44641	23733	25532	25400	49266	50932
営業利益	2032	1214	1079	1200	2293	2279
同利益率	4.6	5.1	4.2	4.7	4.7	4.7
<b>賃貸・設備関連事業</b>						
売上高	987	459	530	550	989	1080
営業利益	136	53	74	80	128	154
同利益率	13.8	11.5	13.9	14.5	12.9	14.3
<b>その他事業</b>						
売上高	225	116	159	150	275	309
営業利益	-18	-10	33	20	22	53
同利益率	-8.0	-8.6	20.7	13.3	8.2	17.2
<b>売上高</b>	<b>46508</b>	<b>24608</b>	<b>26473</b>	<b>26527</b>	<b>51081</b>	<b>53000</b>
<b>営業利益</b>	<b>2262</b>	<b>1293</b>	<b>1215</b>	<b>1385</b>	<b>2508</b>	<b>2600</b>
営業利益率	4.9	5.3	4.6	5.2	4.9	4.9
<b>経常利益</b>	<b>2139</b>	<b>1201</b>	<b>1133</b>	<b>1267</b>	<b>2335</b>	<b>2400</b>
経常利益率	4.6	4.9	4.3	4.8	4.6	4.5
<b>当期純利益</b>	<b>1001</b>	<b>530</b>	<b>492</b>	<b>608</b>	<b>1023</b>	<b>1100</b>

(注)2012.3期より3月期決算に変更。2012.3期は6カ月の変則決算。

2012.9(12か月)は、2012.3(6か月)+2012.9(6か月)、2013.3(12か月)は2012.9(6か月)+2013.3(6か月)

### 今2012年3月期は決算期変更で6カ月決算

今期については、決算期を変更するので、2012年3月期の6カ月変則決算となる。決算期を変更する理由は2つある。1つは、2年に1度の薬価改訂の影響をその期の決算に正確に反映させたいということである。4月の薬価改訂に伴って、仕入れ価格がどうなるか。9月本決算だと正確な価格が決まらないことも多いので、暫定価格を使うことに伴い、売上が必ずしも全てを反映していない。これが、3月決算になると問題は解決する。もう1つは、同業他社との比較が同じように正確に比べられるようになる。

2012年3月期(6カ月)については、売上高24608百万円(前年同期比+7.3%)、営業利

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。

益 1293 百万円 (同+9.9%)、経常利益 1201 百万円 (同+7.9%)、当期純利益 530 百万 (同+3.5%) を見込んでいる。

営業利益については、2012 年 3 月期 (6 カ月) と 2012 年 9 月 (中間) で比べると、利益率はダウンする。2012 年度の薬価改訂では-6%を織り込んでいる。これによって、売上高営業利益率には-0.6%の影響が出ると見込まれる。但し、2013 年 3 月期を見ると、薬価の引き下げのマイナス効果も新規出店の効果や生産性の向上によって十分吸収できよう。

高専賃については、稼働率が 90%を超えてきた。採算としては利払い後で 8%の利益率(利回り)が確保できるようにビジネスモデルを組んでいる。

税引利益については、サンメディックの過去の累損分の税負担軽減(税効果分)は前期に使い切ったが、この期から通常の税率に戻ってくるので、税引利益の伸びはやや鈍化する。もともと税率が高く出るのは、過去の M&A のうち、現金による株式の取得についてはのれんの償却が有税となり、損金参入できない。年間 3 億円分が有税となってくるので、この分見かけ上の税率が高くなるわけだ。

配当に関しては、前期に 18 円を 25 円に増配した。2012 年 3 月期は 15 円 (年間ベースでは 30 円) へさらに増配する予定である。配当については、配当性向 20%程度を目途にしているが、これに縛られることなく配当額をベースに、業績を見ながら決めていくという考えである。

## 5. 将来展望 将来は調剤薬局でトップクラスを目指す

### 新中期計画を策定中

新中期計画については、2012 年 3 月期の決算を公表する 5 月に一緒に発表する予定である。現在、新中期計画を策定中であるが、本業の拡大テンポとしては、自社の薬局は M&A も入れて年 20 店程度は出店していく。ネットワークへの加盟店については、年 200 店くらいの参加を募っていく。これによって 2020 年には、実質的に業界トップクラスの調剤ネットワークを作っていく方向にある。

2012 年 3 月期については、近畿地域の調剤薬局の収益改善と、新規店の開設に力を入れる。加盟件数の 820 件はほぼ達成できよう。次の薬価改訂に向けて、加盟の打診が増えてきている。医薬品取扱高の多さとネットワークサービスの良さが知られて、加盟希望が増えてきている。

近畿地域の調剤薬局の営業利益率はまだ 2%レベルである。これを目標とする 4%に上げる。この地域の売上高は 130 億円ほどあるので、2 億円以上の収益改善を狙っている。

新しいビジネスモデル作りも進んでいく。従来の大病院前に薬局を作るという方式から、医療モール、メディカルビルに展開しているが、さらにその次の形として、医療+福祉+町

---

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。

作りを推進しようとしている。具体的には、高齢者住宅と医療モールと調剤薬局を複合的に組み合わせた再開発をスタートさせる、まずは札幌の中心地でそれを具体化する。

医療モールに高齢者住宅も組み合わせた町づくりは、新しいアイデアである。ここに薬局も作る。こうするとドクターは往診し易い。在宅医療にも展開できる。このタイプのものを札幌で2カ所、大阪で1カ所具体的にしつつある。

札幌の大型のものは、土地が13億円にビルを作ると40億円ほどかかる。マンションとして、70世帯が入居できる。1世帯25~30㎡で、月額費用は13万円くらいになる。高専賃としては妥当なもので、医療モールが完備しているので安心して住みやすい。札幌のこの薬局は、通常の5店分くらいに相当し、年商は10億円を超える大型店として期待出来る。

今後の展開に当っては、町づくりの建物については、自ら投資するのではなく、当社はそれを1棟借りして、運営に当るという方式をとる。そうすれば固定投資の負担が重くなって、バランスシートの有利な負債が重くなるという点を回避できる。

病院前に薬局を作るというやり方はなかなか難しくなっている。ドクターの開業支援をしながら、効率を高めると言う点では面分業薬局が有効である。薬局の近くにいくつかのドクターを集めてくることがお互いにとって効果的である。他の大手調剤もてがけているが、当社もこの方式による新規出店を強化していく。

投資については、1店3000~4000万円として20店作ったとして6~8億円ほど要する。高専賃については、札幌の大型の案件40億円（土地13億円、建物27億円）は例外で、札幌のもう1つのものは5億円程度である。基本は営業キャッシュ・フローの中で対応しつつ、大型のM&A、投資については借入に依存ながら一定期間で返済していく。

## 次なる課題に挑戦

中期計画の2年目で、3年目の利益目標を達成した。中期計画では、3年目の売上高経常利益率が3.8%としていたが、これも4.6%を実現した。

しかし、中期計画3年目について、売上げ面での目標達成はまだみえていない。ネットワークで1000件という、通常のペースでは届かない可能性がある。これも踏まえて、資本・業務提携の加速化が問われる。

ただし、M&Aについてはバランスシート上、過度の負担にならないように工夫をしていく方針である。調剤薬局事業のファーマホールディングスがサンメディックや共栄ファーマシーを買収した時は株式譲渡であった。昨年のサンメディックがメウスを買収、共栄ファーマシーがケーツージャパンを買収した時は、事業譲渡の形をとって、店舗を中心に譲り受けている。会社全体を買収するとのれんの処理が発生するし、税務上の負担もあるが、事業だけを受けるのであれば、本社部門の人材は入らないし、税務上の負担も少ない。

ドラッグストアのココカラファインがアライドハーツを買収したことに伴い、傘下にある調剤薬局の仕入れビジネスが当社に入ってきた。ココカラファインの調剤薬局はネット

---

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。

ワーク事業に入っていたことによる。仕入額に一定の料金をかけたものが、ネットワークの使用料として、当社の収入となる。当社全体の平均的なネットワーク料率は1.4%前後である。

医薬品の発注取扱高で700億円を越えている。業界トップのインファーマシーズの年商1200億円のうち医薬品の仕入れが7掛けとして840億円程度である。当社はいずれ1000店舗をネットワーク化して1000億円の取扱いをやりたいと目論んでおり、インファーマシーズを抜いて、医薬品卸に対する地位をトップに上げようとしている。

そうすると価格の決め方において、競争力がさらに高まってくる。国の薬価改訂は2年に1度であるが、その後、医薬品卸と調剤薬局で取引の価格を決めていく。その価格が中々決まらず、1年くらいかかる。その間は卸が出した仮価格で取引をし、1年後くらいに正式に値段が決まり、その差額を3月に調整する、というパターンである。

医薬品卸にすると、四大卸企業にしても、薬、エリア、配送などなかなか特徴は出しにくい。差別化しにくいので、取引規模の小さいところから交渉して値段を決めていく。そして、最後に大口の調剤薬局と交渉に入る。その方が、価格が相対的に有利になると踏んでいる。調剤薬局にすれば小規模のままよりは当社のネットワークに入った方が、交渉力は高まるので有利に展開できる面はある。それ以上に、当社は価格交渉の手間や在庫管理の効率化など、経営改善に貢献することを考えている。

当社はプレアボイド活動にも力を入れている。薬剤師が患者の情報、状況をよく把握して、薬の事故を事前に避ける（プレアボイド）ということである。その情報を医者にフィードバックして、薬の組み合わせを変えてもらい、副作用を防ぐ。毎月400事例もあり、社内ではそのコンテストも実施して活動を盛り上げている。

### 札幌で画期的な大型医療モールプロジェクトを開始

日本レーベン(100%子会社)が札幌市から複合型医療・介護施設の建設用地を取得した。日本レーベンは医療モール作りで培われたノウハウと実績を有しており、それが認められたのである。

この場所は札幌市の中心部にあり、徒歩5分圏に札幌医科大学を含む総合病院4つ、病院が20ほどある集積地である。ここに、医療、介護、見守り・配膳・買い物などの生活支援サービス、バリアフリー高齢化住宅を含めた「地域包括ケアシステム」(厚生労働省、国土交通省提唱)を実現しようというプロジェクトである。当社では、「医療と福祉が一体となった街づくり」と称している。

このプロジェクトへの入札(コンペ)で、同業他社に勝って当社が認められた。13億円で土地を購入し、ここの医療開発をリードする。11階建てのビルで、1~4階は医療施設、5~11階は高専賃にする内容である。

この地域は病院の銀座通りであるが、190万人の札幌市民にとって、どこの病院も混み合

---

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。

っている状態にあり、新しい医療モールを作っても十分ビジネスとして成り立つ地域である。この地域の調剤薬局のトップクラスは、年商10億円（通常の薬局は2億円レベル）に達する。

キャッシュ・フローについて、2011年3月期は土地購入の13億円も入ってくるので、全体では23億円程度の投資になるだろうが、短期借入金でつないでいるが、営業キャッシュ・フローも25億円程度は見込めるので十分対応できる。札幌市の医療モールプロジェクトは2年後のスタートなので、次の中期計画の目玉の1つとなってこよう。

### 当社の仕組みは独自

当社と同じようなネットワークの仕組みを作ろうという動きはある。卸からの参入や業界団体でのシステム化などの動きである。共同化することによって、バイイングパワーを活かし、安く購入しようというねらいでもある。今のところ上手くいくかどうかは、まだわからない。当社の狙いは、卸との戦いではなく、全体の流れの中でコストダウンや効率化を図り、双方にメリットのあるウインウインの関係でいこうとしている。現状では類似のシステムはどこも構築できていない。

ドラッグストアは全国展開と大手への集約が相当進展し、次なる経営展開として調剤薬局の併設を1つの柱とするようになった。もう一方で、スーパーを併設するという展開もみられるが、いずれも顧客サービスの多様化で集客力を高めようという動きである。当社もいくつかのドラッグストアと組み、ネットワークを広げてきた。

病院で直接薬を出す場合と、調剤薬局に処方箋を持って行って薬をもらう場合があるが、薬局で薬を受け取る比率（医薬分業比率）は現在60%まできているが、これは今後とも徐々に高まり、将来は70%まで上がっていくものとみられる。

高齢化が進む中で、医薬品への需要は高まる。しかし、その費用は抑制せざるをえないので、薬価については常に抑制する力が働く。治療目的に合った薬を効果的に使うことが求められ、医薬品の流通プロセスにおいても無駄の削減、効率化はますます必要になる。薬局においては、小規模、自前で対応するよりは、当社のネットワークシステムを利用した方が便利であると考えられるようになる。

### 調剤薬局のM&Aは一段と活発化、将来は調剤薬局の取扱高でトップを目指す

調剤薬局の市場は年8%で伸びてきたが、もう暫くはこの傾向が続こう。しかし、流通市場の効率化とシェアと取り合いの中で、薬局のM&Aは一段と活発化しよう。医薬品卸の川下への参入、ドラッグストアの薬局進出など、陣取り合戦は激しくなっている。

医薬分業が進む中で、調剤薬局が扱う6兆円市場の中で、トップ企業の売上げ規模は1000億円レベルである。規模はそれなりに大きいですが、シェアを見ればまだ極めて低い。米国は卸の流通経費が3%以下であるのに対して、日本はまだ6%を占める。流通のしくみの差があ

---

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。

るとしても、コスト削減に向けた流通の効率化は進むものと見られる。大手が相対的に有利に展開し、シェアを高めていくものと予想される。

当社は現在業界6位であるが、ネットワークを生かして、取扱高ではNo.1になることを目標にしている。実際、医薬品ネットワーク事業は、加盟店ベースでの取扱店は700億円に達しており、調剤薬局業界トップのインファーマーズとほぼ同じレベルまできている。この取扱高を1000億円に増やすべく手を打っているが、順調にいけば業界トップになることもできる。

現在、全国に調剤薬局は5.5万件ほどあるが、この数はいずれ減っていく。それでも全体のシェアの20%をとるのであれば、将来的に1万店の加盟店を促すことも不可能ではないと、田尻社長は期待を持っている。現状では1000店は見えているが、その先についても展開力はかなりあるといえよう。

## 6. 企業評価 業界再編の中でコアの一角となりうる

### ネットワーク事業の業績拡大に期待

ネットワーク事業は有望である。計画通り1000店の加盟店が確保できるのであれば、利益貢献はかなり期待できよう。その先は加盟店を2000店に増やすことが目標となるが、それには今までの延長線ではない戦略も必要になる。

中小調剤薬局の収益性をどう改善するかも課題である。業界における調剤薬局1店当たりの年商は平均で1億円規模である。当社は平均2億円であり、トップクラスの企業は3億円を越えている。中小の調剤薬局のM&Aをするということは、相対的に効率の悪いところを傘下に入れるので、収益構造改革を行う必要がある。どのように効率化を高めていくか、という点で当社はすでに経験と実績を有している。低採算のM&Aは実施しない方針であり、ネットワーク事業をもっていることが有利に展開できる余地も大きい。

新中期計画では、加盟店ネットワークの拡大と、医療と福祉が一体となった街づくりをテーマにした医療モール+調剤薬局+高先賃のビジネスモデルがもう1つのコアとなる。

当社独自の強みを生かして、加盟店を2000店、3000店と拡大できそうであるが、その実行戦略はもう少し見極める必要がある。激戦が続く調剤薬局業界で再編のコアとなって、業界トップを目指す田尻社長の経営戦略には期待が持てるが、そのためには、一定の努力を要するので、企業レーティングはBとする。(企業レーティングについては表紙を参照)

1月20日の株価で、PBRが1.07倍、ROEが20.9%、PERが4.7倍、配当利回り3.7%という点からみて、株価には割安感がある。次の3ヵ年計画の内容と進展を見る必要があるが、業績が一段と伸びていくことは十分見込めるので、それを反映しながら株価は見直されていくこととなる。

---

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。