

4350 メディカルシステムネットワーク

～調剤薬局のネットワーク事業で業界 No.1、独自の地域ケアシステムを展開～

2017年5月21日

東証1部

ポイント

・ネットワーク事業に勢いがついている。加盟店数の増加が年間200件、370件、今期計画が430件とピッチが上がっている。2017年3月末の1770件を、5年で5000件に拡大することを目指す。利益率が50%を超えるビジネスなので期待できよう。

・当社は医薬品の卸と調剤薬局を結ぶネットワークで業界 No.1、医薬品の取扱高でも業界トップクラスである。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、自社店舗の売上高では業界7位にとどまるが、ネットワーク加盟店舗数と医薬品の仕入高で独自の強みを発揮する。

・加盟件数の拡大ピッチを高める戦略に力を入れている。1月には薬剤師、医師などの人材求人サイトを運営するキャリアブレインと、5月には医薬品在庫管理に優れたオークラ情報システム(全国2000ユーザー)と業務提携した。また、長野の独立系システム開発会社「ズー」と提携して、薬剤師用タブレットアプリの活用で加盟件数の加速を目指す。

・前2017年3月期は、薬価・調剤報酬改定の影響と、その他事業などの赤字拡大もあって、経常利益で前年度比45%減となった。今期は経常利益で30億円(同+42%)と急回復するが、中期3カ年計画の経常利益目標38億円には届かないとみられる。

・中期3カ年計画では、地域医療を支える企業を目指し、医薬品ネットワークの拡大と「未病・予防－医療－介護」を支える地域薬局機能の充実を目指しており、この路線は今後とも継続しよう。今年7～10月にグループの組織再編を実施する。組織機能の効率化と共に、事業も見直す。サービス付き高齢者向け住宅、医療介護施設向け給食、治験施設支援(SMO)など、周辺事業の収益性をいかに改善するかも課題だが、治験のエムエスオーメディシスについては5月に株式譲渡で撤退することが決まった。

・子会社の統合で、一定のコスト削減と税効果のメリットが得られよう。2018年4月の診療報酬改定で業績は上下するものの、ネットワーク事業を軸に、中期的には経常利益50億円が十分想定でき、ROEも向上してこよう。事業再編が進展するにつれて、株式市場における評価も大きく好転してこよう。

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. 中期経営方針 調剤薬局のネットワークで圧倒的トップを目指す
4. 当面の業績 薬価改定の影響をいかに乗り越えるか
5. 企業評価 ネットワーク事業を柱とした新たな連携効果に注目

企業レーティング B

株価 (17年5月19日) 498円 時価総額 149億円 (29.9百万株)
PBR 1.44倍 ROE 9.4% PER 14.7倍 配当利回り 2.0%

(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 |
|-----------|-------|------|------|-------|------|------|
| 2010.9 | 41131 | 1528 | 1329 | 473 | 20.4 | 4.50 |
| 2011.9 | 46508 | 2262 | 2139 | 1001 | 38.6 | 6.25 |
| 2012.3 | 25410 | 1357 | 1314 | 518 | 20.0 | 3.75 |
| 2013.3 | 54827 | 2046 | 1912 | 756 | 29.1 | 8.0 |
| 2014.3 | 66181 | 2091 | 2019 | 668 | 27.7 | 8.0 |
| 2015.3 | 75548 | 2641 | 2540 | 885 | 37.1 | 8.0 |
| 2016.3 | 87715 | 3783 | 3860 | 1720 | 60.1 | 9.5 |
| 2017.3 | 88865 | 2113 | 2109 | 571 | 19.3 | 10.0 |
| 2018.3(予) | 95000 | 3100 | 3000 | 1000 | 33.8 | 10.0 |
| 2019.3(予) | 98000 | 2700 | 2600 | 1050 | 35.5 | 10.0 |

(17.3ベース)

総資産 50737百万円 純資産 10644百万円 自己資本比率 20.1%

BPS 345.3円

(注) 2012.3期は決算期変更で6ヵ月決算。ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。09.9期で1:200、12年4月、12年6月に各々1:2の株式分割を実施。それ以前のEPS、配当は修正ベース。

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受け取る時の調剤薬局のネットワークビジネスが事業の柱である。調剤薬局では、必要な薬を医薬品の卸問屋から仕入れる。この時の受発注システムや薬局内の薬に関わる情報システムを得意とする。こ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。

田尻社長は北海道の小樽で育ち、起業した時の三銃士も皆、小樽の仲間である。田尻氏はかつて医薬品卸の会社で仕事をしていた。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(副社長)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(会長)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。

マネジメントとコーポレートガバナンス

2015年6月に、三銃士の一人、沖中副社長が会長に就任した。田尻社長(68歳)より4歳年上なので会長となり、もう一人の秋野専務が副社長になった。また、次世代を担うマネジメントとして、田中専務、坂下専務が就任した。

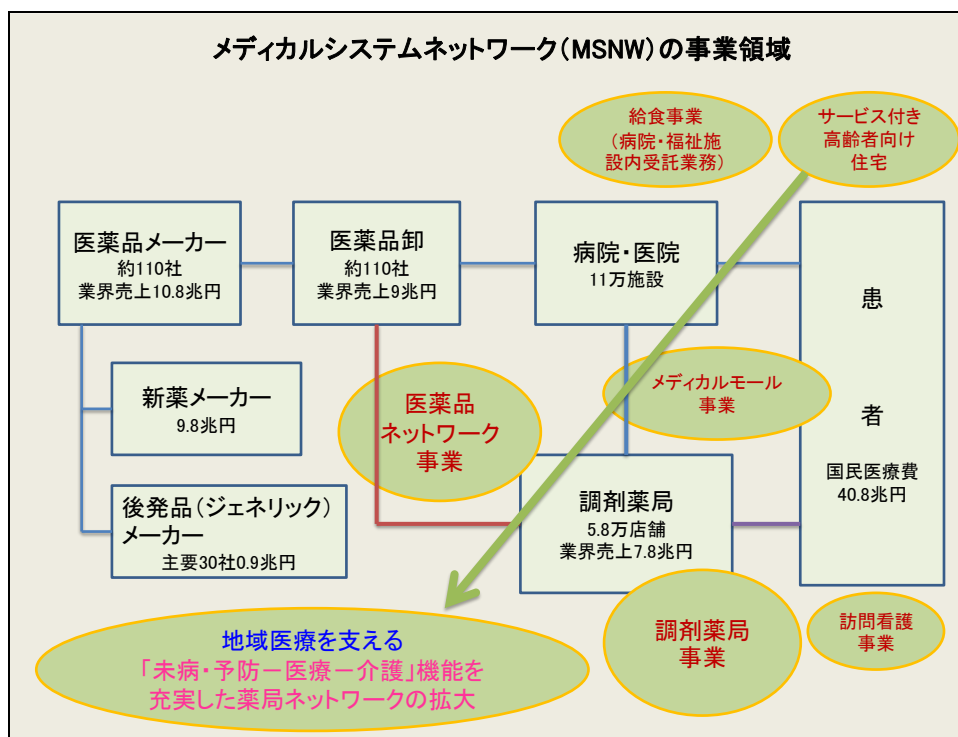
独立社外取締役では、JR北海道のトップを務めた小池明夫氏と、金融機関出身の一色浩三氏(日本政策投資銀行元理事)が入った。社外取締役が2名入って、リスクマネジメントのあり方など取締役会での議論が活発になっている。

北海道から全国に展開、サプライチェーンマネジメントの効率化を目指す

田尻社長は創業期に、従来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年代にインターネットが普及してきたので、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、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度の薬価改定で決まるが、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することを構想した。

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。2002年3月に、創業2年半で大証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。



なの花ブランドは業界7位

ネットワークとは別に、自前で展開する薬局のブランドは「なの花薬局」で統一化を進めている。北海道からスタートして地域薬局網作りに力を入れながら、全国展開を図ってきた。目標は地域の人々の「かかりつけ薬局」になることで、そのための薬剤師の教育（集合研修やeラーニング）、在宅診療のための在宅薬局にも力を入れている。自社調剤薬局は2017年3月末で377店舗に増えている。

自社ブランドの調剤薬局は、アインファーマシーズ、日本調剤、クラフト、共創未来グループ、クオール、総合メディカルに次いで、MSNWは業界7位である。その中で、もともと基盤のある北海道では、店舗数でアインファーマシーズを抜いて、当社がトップである。

調剤薬局が取り扱う薬品の市場は7.8兆円。このうち、業界トップのアインファーマシーズでも売上が2400億円であり、その市場シェアは低い。ドラッグストアは市場が6兆円ある中で、マツモトキヨシなど大手7社で51%を占める。調剤薬局は大手7社でシェア12%にすぎず、今後大手がシェアを上げる余地は大きい。

M&Aについては、いくつかの形がある。調剤薬局事業を担うファーマホールディングが、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。2011年にサンメディックがメウスを買収した時は吸収合併、共栄ファーマシーがケイ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きた。また、ドラッグストアの傘下にある調剤薬局の仕入れビジネスが当社に入ったという事例もある。

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。

調剤薬局関連の上場企業比較(関連5社)

| 社名 | MSNW | アインHD | 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 | 東証1 | 東証1 | 東証1 | 東証1 | 東証1 |
| 業界順位 | 7位 | 1位 | 2位 | 4位 | 6位 |
| 店舗数 | 377 | 881 | 557 | 588 | 674 |
| 売上高(16年度)(億円) | 888 | 2348 | 2235 | 1250 | 1222 |
| 経常利益(億円) | 21 | 152 | 80 | 67 | 64 |
| 売上高経常利益率(%) | 2.4 | 6.5 | 3.6 | 5.3 | 5.3 |
| 株価(5/19)(円) | 498 | 8840 | 4025 | 1733 | 4675 |
| 時価総額(億円) | 149 | 2819 | 645 | 621 | 717 |
| PBR(倍) | 1.44 | 4.86 | 1.77 | 2.73 | 2.15 |
| ROE(%) | 9.4 | 14.4 | 15.5 | 17.0 | 12.3 |
| PER(倍) | 14.7 | 33.8 | 11.4 | 16.1 | 17.4 |
| 配当利回り(%) | 2.0 | 0.6 | 1.2 | 1.4 | 1.2 |

(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。アインHDは2016.4期ベース。
PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

なの花スタンダード作り

「なの花スタンダード」というネーミングを使っている。リーディングカンパニーを目指すには、なの花ブランドを特別なものにする必要がある。一定の水準をクリアした薬局づくりということで、自ら新しい標準(スタンダード)を作ろうとしている。

なの花薬局は、「なの花スタンダード」を確立すべく力を入れている。薬の過誤防止や在宅医療の積極化など、地域密着を図っている。そのためには、教育レベルの向上が必須であり、研修担当者の増員を進めている。また、調剤報酬改定のハンドブックを出して好評である。薬剤師が患者の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)ように対応する。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200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。

また、当社は毎月65万枚の処方箋を取り扱っているが、そのうち在宅医療では、癌の疼痛緩和の処方箋など自己で療養している患者の分が月1.9万枚程度ある。まずは2万枚を目指し、今後もさらに拡大するように取り組んでいる。

自社の薬局の構成は、小型の店が5割(薬剤師2~3人、20坪)、中大型の店(50坪程度)が3割、医療モールの店が2割という内容である。将来は、薬局が予防や未病を担っていくことがリーディングカンパニーとして必要になってくる。そこで当社は栄養士による食事療法のサポートにも取り組んでいる。

現在、在宅実施店舗は377店中308店まで増えており、全体の82%を占めている。いずれ全店に広げる方向である。在宅支援薬局には、在宅専門の薬局もある。介護施設から処方箋を受け、それだけで成り立つ薬局も現在1つある。専門化できれば効率はよいが、まだ専門化できる場所は少ないので、既存の薬局が双方へ対応していく。

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。

医薬品ネットワークに加盟する調剤薬局の7エリア別店舗数

(店)

| | 自社店舗数 | | | 加盟店店舗数 | | | 合計 | | |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2015.3末 | 2016.3末 | 2017.3末 | 2015.3末 | 2016.3末 | 2017.3末 | 2015.3末 | 2016.3末 | 2017.3末 |
| 関東・甲信越エリア | 75 | 79 | 85 | 287 | 346 | 450 | 362 | 425 | 535 |
| 東海・北陸エリア | 42 | 44 | 54 | 140 | 183 | 294 | 182 | 227 | 348 |
| 九州・沖縄エリア | 35 | 36 | 37 | 106 | 159 | 234 | 141 | 195 | 271 |
| 北海道エリア | 112 | 115 | 118 | 95 | 106 | 110 | 207 | 221 | 228 |
| 近畿エリア | 53 | 48 | 54 | 78 | 99 | 147 | 131 | 147 | 201 |
| 東北エリア | 5 | 6 | 7 | 88 | 93 | 105 | 93 | 99 | 112 |
| 中国・四国エリア | 23 | 25 | 22 | 61 | 61 | 53 | 84 | 86 | 75 |
| 合計 | 345 | 353 | 377 | 855 | 1047 | 1393 | 1200 | 1400 | 1770 |

在宅医療における薬局、薬剤師の役割

例えば、札幌のなの花薬局南郷店の薬剤師は、個人宅、グループホーム、介護付き老人ホーム、特別養護老人ホームなど 260 名の在宅業務を担当しており、月に 1~2 回 400 件の訪問を行っている。16km 圏内の地域を 1 件 10~30 分で訪問する。医師、看護師、薬剤師、ケアマネジャー、介護士、福祉用具貸与業者など多職種がミーティングをしながら連携していく。医師と一緒にいく、ケアマネジャーと一緒にいく、薬の管理ができない人のところに行く、などさまざまなケースがある。

在宅薬局は、居宅訪問 1 回につき 650 点（1 点 10 円）の加算があるが、その報告書を書くのに結構手間がかかる。また薬についても、飲み間違い、飲み忘れのないように色を付けたり、箱に入れるなど分かりやすくする必要があり、在宅への対応は時間がかかる。

今後在宅薬局としてのサービスを、生産性を上げながらどのように拡大していくかは課題である。需要は間違いなく増えていくので、当社では、良いサービスと効率が両立するような在宅薬局の仕組み作りに取り組んでいる。

医療給食事業の強化

病院を中心とする給食事業では、2015 年 10 月、子会社 TMS(トータル・メディカルサービス)の傘下に九州医療食(株)が入った。TMS の給食事業が年商 15 億円、九州医療食が同 25 億円であった。合わせると、九州地域を中心に年商 40 億円となる。両社合わせて利益はほぼトントンというレベルであったが、2017 年 3 月期は赤字が拡大した。今後仕入れの効率化や値上げなどを通して、利益確保を目指す。給食事業も、医療と食事と居住という観点で、一定の取り組みを図っていく方針である。

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。

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

医薬品ネットワーク事業でオンリーワン

当社は自前で377店舗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1770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。その強みは何か。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。

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、デッド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、システムの利用度をあげる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。

医薬品等ネットワーク事業

| | 2010.9 | 2011.9 | 2012.3 | 2013.3 | 2014.3 | 2015.3 | 2016.3 | 2017.3 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 加盟店舗数(店) | 597 | 740 | 854 | 1033 | 1163 | 1200 | 1400 | 1770 |
| 医薬品発注取扱高(億円) | 537 | 704 | 415 | 948 | 1124 | 977 | 1237 | 1374 |
| 発注手数料(百万円) | 897 | 1018 | 564 | 1255 | 1490 | 1601 | 1913 | 1984 |
| システム販売額(百万円) | 586 | 933 | 658 | 1213 | 1183 | 1029 | 1109 | 1046 |
| その他(百万円) | 138 | 174 | 124 | 181 | 170 | 183 | 212 | 205 |
| 合計(百万円) | 1622 | 2126 | 1348 | 2650 | 2843 | 2814 | 3235 | 3237 |

(注)加盟店舗数には自社店舗も含む。2012.3期は6ヵ月決算。

卸と調剤薬局を結ぶ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、決済、薬剤師の教育などをビジネスとして担っている。年間の医薬品の取扱高は、2005年9月期の118億円から2010年9月期537億円、2017年3月期1374億円と急ピッチで増えてきた。ネットワーク事業の収入は売上全体の4%だが、営業利益では48%を占める高収益部門である。ここを伸ばすことが最大の戦略である。

医薬品ネットワーク事業の営業利益率は50%台と極めて高い

調剤薬局は、患者が医者の方箋によって求めてく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、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によって無駄を排除し、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、期限切れの薬の廃棄ロスも少なく済む。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。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。

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。

ネットワーク事業の手数料率は、会社毎に決めており、発注量の大小によって料率は異なる。全体の平均でみると、1.43%である。薬価引き下げがあると、同じ手数料率でも、当社の収入はそれに見合って減ることになる。

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（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えて収入となる。ネットワークのシステム機器（レセコン等）は、当社の取り扱い製品でも他社の製品でも、どれでもつなぐことができる。

システム販売の利益は発注手数料に比べれば高くないが、安定した更新需要はある。実際、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。当社のネットワーク事業は、売上高営業利益率が50%台と極めて高い。

調剤薬局のエリア別自社店舗数

| エリア | 2012.3末 | 2013.3末 | 2014.3末 | 2015.3末 | 2016.3末 | 出店数 | 退店数 | M&A | 2017.3末 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|-----|-----|-----|---------|
| 北海道 | 101 | 109 | 110 | 112 | 115 | 2 | 0 | 1 | 118 |
| 関東甲信越 | 34 | 62 | 67 | 75 | 79 | 1 | 0 | 5 | 85 |
| 近畿 | 41 | 44 | 45 | 53 | 48 | 4 | 0 | 2 | 54 |
| 東海北陸 | 20 | 24 | 30 | 42 | 44 | 0 | -1 | 11 | 54 |
| 九州沖縄 | 4 | 5 | 37 | 35 | 36 | 0 | 0 | 1 | 37 |
| 中国四国 | 19 | 20 | 26 | 23 | 25 | 0 | -3 | 0 | 22 |
| 東北 | 4 | 5 | 6 | 5 | 6 | 1 | 0 | 0 | 7 |
| 合計 | 223 | 269 | 321 | 345 | 353 | 8 | -4 | 20 | 377 |

調剤薬局の買収を継続

当社の子会社で調剤薬局を統括するファーマホールディングが、2013年11月にトータル・メディカルサービス(TMS)を51億円で買収した。これによって、九州地区での店舗数が大幅に充実した。九州において、TMSは総合メディカルに次いで、2番手であった。九州でTMS 32店+当社5店、中国地区でTMS 3店+当社23店という規模であった。全国では、282店（2013年9月末時点）に35店が加わったので、その効果は大きいものであった。

当社は絶えずシナジーを考えており、ドミナントを形成できるかどうかポイントである。子会社となったTMSの大野社長はそのまま経営を担っている。TMSとのシナジーについて、大野社長とは考え方が合うので、九州は任せた。TMSは、薬局のアメニティも高い。当社のネットワークシステム、在宅医療サービスなどで展開の余地はかなりある。

TMSが手掛けている病院給食については、今後とも続けていく。給食事業は赤字であるが、利益面では収支トントンを目指していく。

経営改革による薬局の収益性改善が進展

連結売上高の10%を越えている子会社（薬局）は4つあるが、コムファに比べて、サンメ

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。

ディックや共栄ファーマシーの収益性が低かった。関西を基盤とする共栄ファーマシーについては、経営体質の強化にここ数年力を入れてきて、2015年3月期からかなり好転してきた。トータル・メディカルサービスの単体の業績にはのれんの償却分を含んでいるので、2億円近くその影響がある。実態としての薬局の収益力は4%台を確保している。

調剤薬局チェーンの業界順位

| (2015年度ベース) | | (億円、店) | |
|-------------|-------------------|--------|-----|
| 順位 | 会社名 | 調剤報酬額 | 店舗数 |
| 1 | アインファーマシーズ | 2070 | 881 |
| 2 | 日本調剤 | 1888 | 526 |
| 3 | クラフト | 1575 | 677 |
| 4 | クオール | 1046 | 534 |
| 5 | 共創未来グループ(東邦HD) | 1000 | 577 |
| 6 | 総合メディカル | 951 | 576 |
| 7 | ファーマホールディング(MSNW) | 778 | 354 |
| 8 | 阪神調剤薬局 | 645 | 257 |
| 9 | アイセイ薬局 | 581 | 311 |
| 10 | たんぽぽ薬局 | 432 | 118 |
| 11 | ファーマライズホールディングス | 418 | 248 |
| 12 | ファーコス | 342 | 200 |
| 13 | フロンティア | 333 | 139 |
| 14 | 薬樹 | 312 | 130 |
| 15 | メディカルー光 | 234 | 93 |
| 16 | エスマイル | 206 | 132 |

(出所)ドラッグマガジン、2016年ポケット版

業界8位の阪神調剤薬局と業務提携し、流通改革を実践

2012年に業務提携した阪神調剤ホールディングとは、医薬品仕入れの合弁会社H&M(出資比率当社側51%、阪神調剤49%)で連携している。医薬品の仕入れ、流通合理化に共同で取り組み、サプライチェーンを強化している。関西では調剤薬局300件をまとめているので、業界でトップクラスである。

阪神調剤薬局は、兵庫、大阪を中心に東京も含めて直近では329店舗を有し、業界8位である。7位の当社と単純合算すれば、両社で業界4位のポジションに位置する。業務提携した狙いは、仕入れにおける協業である。この2社の調剤薬局を合計すると、仕入れ規模では業界トップのアインファーマシーズを抜いてトップとなる。

H&Mのマネジメントは、2015年6月に岩崎社長(阪神調剤ホールディング社長)が会長へ、田尻副社長(MSNW社長)が社長に就いた。2年を経て、規定の路線であった。

セグメント別業績

(百万円、%)

| | 2014.3 | 2015.3 | 2016.3 | 2017.3 |
|--|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 医薬品等ネットワーク事業 | | | | |
| 売上高 | 2843 (+7.3) | 2814 (-1.0) | 3235 (+15.0) | 3237 (+0.0) |
| 営業利益 | 1475 (+20.7) | 1549 (+5.1) | 1776 (+14.6) | 1718 (-3.3) |
| 同利益率 | 51.9 | 55.1 | 54.9 | 53.1 |
| 調剤薬局事業 | | | | |
| 売上高 | 63006 (+19.8) | 71743 (+13.9) | 82002 (+14.3) | 81650 (-0.4) |
| 営業利益 | 1840 (+4.2) | 2377 (+29.2) | 3412 (+43.5) | 2314 (-32.2) |
| 同利益率 | 2.9 | 3.3 | 4.2 | 2.8 |
| 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 | 1317 (+17.4) | 1517 (+15.2) | 2430 (+60.2) | 2046 (-15.8) |
| 営業利益 | -39 (na) | 25 (na) | 129 (+409.3) | -143 (na) |
| 同利益率 | -3.0 | 1.7 | 5.3 | -7.0 |
| 給食事業 (病院、福祉施設内) | | | | |
| 売上高 | 607 | 1932 (+218.3) | 2830 (+46.5) | 4667 (+64.9) |
| 営業利益 | -12 | -13 (na) | -89 (na) | -129 (na) |
| 同利益率 | -2.0 | -0.7 | -3.1 | -2.8 |
| その他事業 (SMO、 治験施設支援業務) | | | | |
| 売上高 | 407 (+61.5) | 182 (-55.2) | 143 (-21.5) | 163 (+14.0) |
| 営業利益 | 10 (+116.3) | -76 (na) | -109 (na) | -163 (na) |
| 同利益率 | 2.5 | -41.8 | -76.2 | -100.0 |
| 合計 | | | | |
| 売上高 | 66181 (+20.7) | 75548 (+14.2) | 87715 (+16.1) | 88865 (+1.3) |
| 営業利益 | 2091 (+2.2) | 2641 (+26.3) | 3783 (+43.2) | 2113 (-44.1) |
| 同利益率 | 3.2 | 3.5 | 4.3 | 2.4 |

(注)カッコ内は前年同期比伸び率、naは計算できず。給食事業はTMS買収で2014.3期より加わる。

ネットワーク加盟と自前薬局は経営の両輪

調剤薬局の役割は単なる薬の処方だけではなく、予防、医療、介護までを含めて、新しいサービスのあり方を工夫していく必要がある。また、当社はネットワーク加盟店に対しては、薬剤師の研修も提供していく。社内の薬剤師だけではなく、広く機会を提供して、人材の育成を通して連携の強化を図っていく。

ネットワーク事業は、一段と強化していく。当社は医薬品受発注システムやレセコン（レセプトコンピュータシステム）、債権流動化サポート業務で独自の強みを有するが、医療分野におけるIT化を一段と促進していくことが求められる。サプライチェーンの中で、新しいイノベーションを起こすことや、そのために他の企業とも連携していく。

加盟店を増やす手立てとしては、当社のネットワークに加盟するメリットをよりはっきりさせていく。基本的には、システムベンダーとの連携を強化していくことや、ジェネリックの仕入ネットワークを独自に作っていく方針である。

ネットワークに加盟したいという薬局は大いに歓迎し、さらに、ネットワークに加盟している薬局では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。当社のネットワークが加盟店に役立つという点では、価格代行+決済代行+ファイナンス+在庫という機能がある。大量仕入れの中で価格が決まる。決済も速やかに進む。支払いのサイクルが通常は3カ月程度だが、当社は2カ月

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。

で対応する。流通在庫を減らすように対応する、といったメリットがある。

メディカルモールに独自の強み

子会社の日本レーベンは、不動産の開発を手掛けている。サ高住（サービス付き高齢者向け住宅）を手掛けるほか、薬局の不動産開発にも力を入れている。サ高住を単独で拡大するよりも、それだけの資金があれば、サ高住とメディカルモール、薬局の開発を組み合わせた新しい街づくりに力を入れている。

薬局の開発の中でもメディカルモールに力を入れ、377店ほどある薬局のうち、79店がメディカルモール型である。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った一体型の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診療科目を用意し、そこに薬局を併設することで、集客力を高めることができ経営効率も上がる。立地を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。このメディカルモールについて、他社は不動産業者に頼っているが、当社はグループで機動力を発揮し、実績を上げている。

サービス付き高齢者向け住宅「ウイステリア」の事業展開

JR札幌駅から1km、北海道大学病院の近くにウイステリアN17がある。これが第1号で、64室のサービス付き高齢者向け住宅である。有料老人ホームではないが、同様の介護サービスを行うことのできる許可を北海道から受けている。

設立から8年を経ており、3年目からはほぼ満室である。約80名が入居（1室1名または2名）している。建物の1階には内科循環器のクリニックと調剤薬局（なの花薬局）がある。1室の広さは65~73m²と広く、リハビリのスペースも有している。基本的に高級な施設である。

札幌市清田区の医療法人清田病院の前に、当社として2棟目のサ高住となるウイステリア清田を2013年5月に開設した。札幌の清田病院の建て替えに伴い、その隣に当社のウイステリアを作った。1棟目のウイステリアN17が投資額20億円、1室のスペースも広めであったが、こちらは投資額10億円、1人部屋タイプで1室が25~30m²と標準的なものである。家賃7~8万円と手頃で、75戸のうち65戸を単身向けに作ってある。ウイステリア清田もほぼ満室で、評判もよい。このウイステリア清田は、「高齢者住宅+医療モール+調剤薬局」+「病院」が一体となった再開発である。

高齢化が進む中で、建て替え、住み替えが必要になってきている。医療介護ゾーンにショッピングモールも組み合わせた新しいクラスターの形成も求められている。それに向けて、複合型医療・介護施設を計画している。

3. 中期経営方針 調剤薬局のネットワークで圧倒的トップを目指す

今後の方向性～圧倒的No.1

田尻社長は今後の経営環境を次のように認識している。2050年をみると、日本の人口は3000万人ほど減少する一方で、75歳以上の高齢者は900万人近く増加する。これに伴って、医療から介護へという動きは加速する。

調剤薬局の市場は、7兆円から9兆円に増える反面、今ある調剤薬局数5.8万件は5.0万件程度へ減少しよう。薬剤としてはジェネリックが増加する一方で、中小薬局の統合は進んでいくという見方である。医薬分業の比率も80%へ高まる。

その中であって、当社の長期目標は、①医薬品サプライチェーンのキープレイヤーとなり、流通の合理化に貢献すること、②調剤薬局のリーディングカンパニーとして、ネットワークを活かして圧倒的業界No.1になることである。

第四次中期経営計画の骨子 (2016.3期～2018.3期)

テーマ

- * 地域医療を支える企業
- * 医薬品ネットワークの拡大
- * 「未病・予防－医療－介護」の地域薬局機能の充実

重点施策

1. 医薬品ネットワークの拡大
 - ・ 中小薬局への営業強化と新規サービス提供による加盟店の拡大
 - ・ 芙蓉総合リースとの戦略的包括提携による新規加盟店向け「医薬品仕入れ代金立替払いサービス（支払短期化に伴うファイナンスサービス）」
 - ・ 業務提携による営業チャネルの拡大（不用品の在庫消化サービスを提供）
2. 「なの花スタンダード」の深化
 - ・ 医療、安全、接遇、服薬指導、在宅、待ち時間短縮を一層促進
3. 地域包括ケアシステムに対応した次世代モデル薬局の開発
 - ・ 地域包括ケアシステムの5本柱（医療、介護、予防、住まい、生活支援）のうち、医療、介護、予防（コミュニティケア機能）の付加と充実
4. 調剤薬局のM&Aの推進
5. SMO事業の立て直し
6. 業務の徹底的な効率化
7. 財務健全性の確保
 - ・ 芙蓉総合リースとの協業によるサ高住、メディカルモール等への不動産リーススキームの導入
 - ・ これによるバランスシートへの負荷の軽減

第四次中期経営計画～地域薬局をつなぐ

地域包括ケアシステムでは、看護、介護、調剤薬局がバラバラではなく、その機能を集約して連携できるようにするのが望ましい。病院の建て替えの時に、介護やリハビリ、薬局、サ高住などをまとめて立地していくことは有効である。在宅医療のための核に薬局がなっていくことも便利である。どのようなコアを作りながら、業界が再編されていくか。その中

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。

で、当社は一定の役割を果たすべく先手を打とうとしている。

基本方針として、地域医療を支えるために、ネットワークサービス、コミュニティケア機能、コストコントロールにしっかり力を入れる。

今2018年3月期を最終年度とする第四次中期計画では、ネットワークの加盟店を大幅に増やすビジネスモデルを目指した。芙蓉総合リースと組んだ薬局向けファイナンスサービスや、医薬品卸など新たなネットワークの活用などが進展したからである。

薬局では、在宅サービスを全ての店舗で行えるようにする。コミュニティケアとは、医療、介護、予防の3つの機能をサポートすることである。千里中央と小樽のサ高住は、不動産リーススキームが導入することで、投資負担の軽減を目指した。

この中期計画のKPIはネットワーク加盟2200件以上、自社調剤薬局500店以上、売上高1050億円、売上高経常利益率3.6%以上、営業利益40億円（2015年3月期26.4億円）を目標にした。これに対する利益貢献では、ネットワーク事業で+6億円、調剤薬局で+6億円と、丁度半々の寄与を見込んでいた。しかし、今期の会社計画は当初の中期計画を下回り、自社店舗407店、売上高950億円、経常利益率3.2%としている。

その先の見通しとして、経常利益50億円は売上高が1300億円になってくれれば十分達成できるので、5年後にはこの水準に乗ってこよう。

中期計画のKPI(重要経営指標)

| | (件、億円、%) | | | | |
|---------------|----------------|----------------|----------------|--------------------|------------------|
| | 2015.3 (実績) | 2016.3 (実績) | 2017.3 (実績) | 2018.3 (中期計画目標) | 2018.3 (修正計画) |
| 医薬品ネットワーク加盟件数 | 1200 | 1400 | 1770 | 2200 | 2200 |
| 地域薬局店舗数 | 345 | 353 | 377 | 500 | 407 |
| 売上高 | 755 | 877 | 888 | 1050 | 950 |
| 医薬品ネットワーク事業 | 28 | 32 | 32 | 36 | 34 |
| 調剤薬局事業 | 717 | 820 | 816 | 995 | 875 |
| 営業利益 | 26 | 38 | 21 | 40 | 31 |
| 医薬品ネットワーク事業 | 15 | 18 | 17 | 22 | 18 |
| 調剤薬局事業 | 24 | 34 | 23 | 30 | 29 |
| 経常利益 | 25 | 39 | 21 | 38 | 30 |
| 売上高経常利益率 | 3.4 | 4.4 | 2.4 | 3.6 | 3.2 |
| 当期純利益 | 9 | 17 | 5.7 | 15 | 10 |

(注)セグメントの営業利益は全社の一般管理費前ベース。目標は3カ年計画の3年目。

ネットワークへの加盟は拡大局面へ

来2019年3月期は創業20周年を迎えるが、ネットワーク事業にはずみがついてきたので、ここを軸に収益力の強化を図っていこうとしている。

ネットワークへの加盟店は、5年後に5000件、シェア10%を目指すこととした。本格的な拡大期に入ってきた、と田尻社長は認識している。これが実現すると、医薬品のサプライチ

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。

チェーンにおいて、メジャーな存在となるので、流通のコストダウンに貢献できるようになる。最近では、卸企業からも当社のネットワークをサポートする動きが出ている。

ネットワーク事業の将来～BD(ビッグデータ)の時代に備えて

ネットワーク事業の将来をどう考えるか。今はサプライチェーンの効率化に寄与しているが、そこで扱っているデータをさらに活用することはできないだろうか。患者毎の処方箋データ、薬局毎のデータ、クリニック毎のデータ、医薬品毎のデータなど、ビッグデータとして豊富である。

これらをどのように再利用するかは今後の課題である。5万店を超える薬局の1割に相当する5000件の薬局ネットワークを持つようになれば、データは一段と蓄積されてくる。その活用を通して、新しいビジネスを作ることも1つの挑戦であろう。

医薬品ネットワーク事業で、新システムを導入した。営業員も増強して、加盟店の拡大に力を入れている。DSE(デッドストックエクスチェンジ)サービスの効果が広がってきたので、年400～500店ペースの増加が期待できよう。

医薬品ネットワークの加盟件数は現在1770件で、今期の目標は2200件である。中期的には5000件を目指している。将来は5000件～1万件を達成することも十分ありえよう。

ヘルスケア分野のITはこれから大きく変貌していこう。個々の分野の特性がより統合されていく方向にある。薬局と卸、薬局とクリニック、患者と薬局、病院がどのようにデータを共有して、医療の効果と効率化を図っていくか。新しいITサービスの競争が始まろう。

ここで、当社のネットワークの強みが一段と発揮されてくれば、医薬品ネットワーク事業の伸びが高まってくる。現在は、調剤薬局と医薬品ネットワークのセグメント利益の比率が7:3であるが、医薬品ネットワークの利益構成が5割を超えてくるような伸びを示してくると、当社の収益構造はさらに強固なものとなる。

ネットワーク加盟店について、最近は大口の引き合いも増えている。当社のネットワークの知名度が上がり、信頼も増してきていることによる。医薬品取扱高の増加につれて、価格交渉におけるリーダーシップをとって、業界の流通改善に寄与することができるようになる。単に大量仕入れをテコに、卸に対して値引きを要求するという構図ではない。適正な価格をスピーディに決めて、互いの無駄を省こうという考えである。

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り、当社はユニークな戦略を展開している。

デッドストックエクスチェンジサービス (DSE: 不動態在庫消化サービス) の活用

当社のネットワークに加入すると、医薬品の在庫管理がDSEのサービスで効率化できる。つまり、各薬局にあって、期限切れで廃棄せざるをえない薬を早めに相互にやり取りして、うまく使うことができる。また、仕入れ代金の立て替え払いサービスの利用によって、加盟

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。

時の運転資金の増加を回避して、安心して加盟できる。

実際、芙蓉総合リース(コード 8424)との連携で、新規に加盟する薬局の仕入れ代金の支払い条件が、従来の3か月から2か月になっても、同社から立て替え払いのファイナンスサービスが提供されるので、資金繰り面で加盟しやすくなった。

このDESサービスシステムは特許を取得し、2017年1月に特許登録された。

医薬品加盟件数と発注取扱高

| | 加盟件数(件) | 医薬品発注高(億円) |
|--------|---------|------------|
| 2008.9 | 499 | 398 |
| 2009.9 | 545 | 474 |
| 2010.9 | 597 | 537 |
| 2011.9 | 740 | 704 |
| 2012.3 | 854 | 830 * |
| 2013.3 | 1033 | 948 |
| 2014.3 | 1163 | 1124 |
| 2015.3 | 1200 | 977 * |
| 2016.3 | 1400 | 1237 |
| 2017.3 | 1770 | 1374 |

(注)*: 2012.3は6カ月を年率換算、2015.3は一部大口先の脱退で減少。

芙蓉総合リースと戦略的包括提携

2015年1月に芙蓉総合リースと戦略的包括提携を結んだ。業務面では通常のリース以外に、2つの戦略的内容を含む。1つは、医薬品ネットワークに加盟する調剤薬局の加入時ファイナンスをサポートする。これまで新規加入先は、医薬品仕入代金を3ヶ月サイトで支払っていた場合、支払サイトを2ヶ月に短縮するために、新たな資金が必要となるケースがあった。このため、加入月の医薬品仕入代金を芙蓉総合リースが当社へ一括立替払いを行い、加盟先は最長60回の分割払いで芙蓉総合リースへ返済、分割手数料は当社が負担する。これにより、当社のネットワークに加盟する薬局が年100店ペースで従来よりも上乗せすることができる。芙蓉総合リースにとっても新しいビジネスとして収益機会となる。

もう1つは、サ高住及びメディカルモール等の不動産リーススキームの開発である。当社にとってはサ高住を重要なビジネスと位置付けており、強みも有する。しかし、土地建物を自前で所有すると、そのファイナンスには財務上限界がある。

このリースをファイナンスリースではなく、オペレーティングリースにならないか。そうになると、当社のバランスシートには載らないので、サ高住の投資をオフバランス化でき、当社は賃料(リース料)を支払えばよい。費用も均等化できる。このスキームが可能かどうかを検討してきた。

ネットワークの強化～オークラ情報システムと業務提携で新サービスを強化

オークラ情報システム(OIS、大倉工業(コード4221)の100%子会社)は、調剤薬局向け在庫管理システムや画像錠剤鑑査システムなどに強みを有する。

業務提携では、①加盟店を対象とした「薬VAN」へのDESサービス及びGE推奨機能の追加、②加盟店に対する「薬VAN」の紹介導入支援、③当社グループ調剤薬局に対する「薬VAN」の導入拡大、④加盟店以外の「薬VAN」ユーザーに対するDESサービス及び推奨品購入サポート機能の提供などを推進する。

医薬品在庫管理システム「薬VAN」は、適正在庫の自動計算、発注点自動管理機能に加え、過剰在庫・不動在庫・期限切迫品の色分けや他店在庫の閲覧機能等により、在庫状況の見える化・適正化が可能となる。2004年以来、全国に約2000ユーザーを獲得している。

今回の業務提携では、「薬VAN」に、当社の「DESサービス」機能を追加する。加えて、当社のジェネリック医薬品に係る推奨品目の連携・発注支援機能(「GE推奨機能」)を加盟店が使用できるようにする。

DESサービスは既に加盟店に提供しているが、「薬VAN」の高度な在庫管理・発注システムと連動させることで、より簡易かつ高精度で医薬品の廃棄ロスを削減することが可能になる。また、GE推奨機能は当社グループ薬局で使用しているが、数多くの後発医療用医薬品の中から品質等を考慮して当社が推奨する医薬品を、発注時に簡易に選択できる。

加盟店に対しては今回「薬VAN」との連携を通じて初めて提供する。両機能の活用により、これまでよりも付加価値の高いサービスを加盟店に提供するとともに、加盟店全体の企業価値向上をサポートすることになる。

キャリアブレインと提携

サプライチェーンの強化に向けて手を打っている。2017年1月に、加盟件数拡大を目指して、(株)キャリアブレインと業務提携した。

キャリアブレインは医師、薬剤師を中心とする人材紹介、求人サイトを運営している。全国に18拠点を有して、70名の営業スタッフを有する。調剤薬局の経営者とも日々コンタクトしているので、このチャネルを通して、当社のネットワークに加盟することをマーケティングしてもらう。先方にも、紹介マージンがはいるので、双方にとってメリットが大きい。

加盟件数の加速化を狙っている当社にとっては、かなり貢献してくれよう。すでに良い動きが始まりつつある。また、このチャネルは、ズーと連携している薬剤師向けタブレットアプリ(kusudama、薬玉)の販売強化にも役立つ。

「ズー」と業務提携～薬剤師用タブレットアプリを支援

2016年10月に長野県上田市にあるレセコン会社「ズー」と業務提携をした。ズーは独立系のソフトウェア会社(1986年独立、従業員85名)で、調剤薬局向けレセコン、医薬品のデ

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。

ータベース、調剤薬局 POS などを開発してきた。

ここが薬剤師向けタブレットのアプリ「kusudama (薬玉)」を開発し、薬剤師が1人1台のタブレットを持つことで、業務効率の向上を狙っている。この販売活動に当たって、当社の薬局向けネットワークを活用することが有効であると判断して提携に至った。

当社としても、1) ズーが有するレセコン薬局へ当社のネットワーク加盟をアプローチすることができる、2) 既存のネットワーク薬局へのサービス向上の一環とする、3) デッドストックデータと結びつけることができる、4) 新規薬局開拓の営業ツールになる、5) 今後はズーの開発力を活かして、新しいビジネスのシステムの開発力を高めることができることになる。このような効果を狙っている。

調剤薬局の薬樹と業務提携

当社は2015年6月に、神奈川を本拠地とする調剤薬局、薬樹と業務提携した。薬樹は神奈川を中心に首都圏に150の薬局を展開する。地元密着で質も高い。薬局の人材を育てる、地域医療を支える、という点で双方のトップマネジメントの息が合った。大事なことは、経営理念が共有できるという点にあらう。互いの教育研修システムを学ぶというところに主眼があるが、災害時における相互協力体制というのもユニークである。

薬樹との業務提携では、教育研修プログラムの共同利用、災害時の相互協力に加えて、デッドストックエクステンジサービス (DSE) を2015年10月からスタートした。

新サービスをテスト中～NTT ファイナンスや JP(日本郵便)

NTT ファイナンスと共同で取り組んでいる在宅訪問時の薬代金を電話料金と合算で徴収するというサービスを、昨年12月よりスタートさせた。その場でお金のやり取りをする手間が省けて、しかも確実に回収できるのでいい方法であらう。

日本郵便と共同で取り組んでいる輸液・栄養剤の宅配や大人用紙おむつの買い物支援サービスも、地域を限定してテスト中である。JP と連携した在宅医療サービスは2016年7月から開始した。JP のゆうパックによる宅配機能と、当社の調剤薬局 (なの花薬局) における在宅処方機能の機能を合わせて、サービスを行う。

この意義は、ネットワークビジネスにおけるデリバリー機能を強化することで、サービスの質を一段と向上させ、差別化を図らうというところにある。

訪問看護事業に参入～在宅医療の1つの要

2016年5月末に訪問看護事業を運営する「株式会社ひまわり看護ステーション」を買収した。ひまわり看護ステーションは、東京練馬区で2013年に開業し、重度の在宅患者への訪問事業で実績を上げている。2015年3月期は、売上高59百万円、営業利益10百万円であった。契約件数は150名で、月間700～800回の訪問を行っている。

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。

地域包括ケアシステムの中で、訪問看護事業は在宅医療の現場において、重要な役割を担う。当社にとっては、地域薬局の薬剤師や栄養士が、訪問看護師と連携することによって、在宅ケアのサービス向上に結びつけることができる。

訪問看護ステーションでは、①在宅療養上の介護・指導、②かかりつけ医の指示による医療処置、③病状のチェック観察、④在宅酸素など医療機器の管理、⑤がん末期などでも自宅で過ごせるようなターミナルケア、⑥床ずれ防止や手当て、⑦在宅でのリハビリ、⑧家族への介護支援相談などを行う。

医療、介護を支える地域薬局事業にとって、在宅ケアの中で、訪問看護はシナジーのきく重要な機能を担っているため、その分野に自ら参入することにした。

訪問看護事業は全国に7000カ所ほどあるが、まだ大幅に足りない。しかも、大手といっても50カ所の展開に留まっており、サービス向上へのニーズは高く、市場開拓の余地は大きい。東京をベースに展開し、将来は大阪、名古屋、札幌などにも拡げていく方針である。

高齢化時代の都市の再生

サ高住については、乱立気味な傾向もあるが、当社は質を重視して、医療機関、介護、薬局との連携を図っている。地域医療の立て直しがますます必要になっている。同時に福祉施設の充実も求められ、生活者としての街の機能も大切である。行政と民間の力を合わせて、複合施設を開発することが、社会インフラ作りのイノベーションとしてビジネスになる。

当社は北海道からスタートしているため、札幌では知名度も基盤もある。病院の近くに高齢者住宅と薬局と医療モールを複合的に開発するという計画が動き出している。医療モールのプラン自体は既に一般的であるが、病院、クリニック、薬局、高齢者住宅を含めたまちづくりで、独自のモデルを作ろうとしている。

サービス付高齢者向け住宅
～サ高住+医療モール+調剤薬局+病院～

(億円、戸、万円/戸、%)

| | 開設 | 投資額 | サ高住 (戸数) | サ高住 (入居率) | サ高住 (賃料) | 診療所 | 急性期 病院 | 調剤 薬局 | 介護 事務所 |
|-------------------|---------|------|-------------|--------------|-------------|-----|-----------|----------|-----------|
| ウイステリアN17 | 2007.12 | 20 | 64 | 94 | 25 | ○ | | ○ | ○ |
| ウイステリア清田 | 2014.5 | 10 | 75 | 95 | 8 | ○ | ○ | ○ | ○ |
| ウイステリア小樽稲穂 | 2015.12 | 17 | 81 | 99 | 7 | | ○ | ○ | ○ |
| ウイステリア千里中央 | 2016.5 | 35 | 82 | 24 | 15 | ○ | ○ | ○ | ○ |
| ウイステリア南1条 (予定) | 2018.11 | 42.5 | 106 | — | 未定 | ○ | | ○ | |

(注)投資額は全体を含む。○は有。賃料は月額。

画期的な複合型医療モールを開発

小樽では、デパートとホテルが経営的に行き詰まった場所を2年半かけて再開発してき

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。このサ高住（ウイステリア小樽稲穂）は2015年12月にスタートした。また、大阪の千里中央では、東京海上のデータバックアップセンター跡地を取得して再開発したものである。このサ高住（ウイステリア千里中央）は2016年5月にスタートした。

ウイステリア小樽稲穂は、10万人を超える街の中で最も高齢化が進んでいる小樽において、急性期病院が移転し、そこに介護事業所、薬局、サ高住が集結する。2015年12月の入居開始で、すでに99%が入居している。食費と光熱費付で、1室1人15.3万円/月である。

千里中央も急性期病院が移り、そこに介護事業所、薬局、サ高住が一体となる。14階建てのビルの1～9階が病院、10～14階がサ高住である。医療は純幸会、介護は日本レーベンが担う。この病院は救急が3000件と大阪で2番目に多い急性期病院である。2016年5月に入居を開始した。こちらは食費込みで月28.4万円とやや高額である。

ウイステリア千里中央は3月末で入居率が24%である。これを来年3月までに60%に持っていくように努力している。

札幌のウイステリア南1条が具体化

南1条のサ高住は、地元札幌の一等地と立地もよいので、入居率については短期間で上げることができよう。

2018年11月にオープン予定のウイステリア南1条（仮称）は、札幌市中央区にあり、北海道の医療の中核を担うエリアに建設する。南1条のサ高住は建築費42.5億円、サ高住106室、一般賃貸住宅12室、調剤薬局、医療機関6～7科目、保育所等が予定されている。徒歩5分以内に、札幌医科大学付属病院やNTT東日本札幌病院、その他の医療、介護サービス拠点が揃っている。

この案件については計画を練り直していた。建設費が1.5倍に上がっているので、開発内容を再検討した。この場所は札幌市の中心部にあり、徒歩5分圏に総合病院4つ、医院が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、バリアフリー高齢者住宅を含めた「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まちづくり」と称している。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。

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。このプロジェクトへの入札（コンペ）で、同業他社に勝った。13億円で土地を購入し、ここの医療開発をリードしている。

サ高住のオフバランス化は、現状では難しい

3月末の有利子負債 217 億円中、サ高住（ウィステリア）で 80 億円程度を使っている。これをリースにできれば、借入依存度は下がり、財務バランスの改善にはつながる。

しかし、サ高住のオフバランス化は難しいことがはっきりしてきた。一方で、サ高住を持つことが地域包括医療サービスの拠点として重要である、ということもわかっている。

では、どのようなビジネスモデルが最適なのであろうか。自社のバランスシートを使ってサ高住をこれからも推進することは困難である。一方で、薬局、介護などのサービス拠点として、当社のビジネス拡大のサポート役になりうる。

とすれば、自社でのサ高住ビジネスはやめて、これを合弁のような形で外出しすることも 1 つの方策であろう。マイノリティの持分で経営には直接タッチしないが、資本業務提携を活かして、当社のネットワーク事業や調剤薬局事業との連携を優先するという仕組み作りは十分可能であろう。

サ高住については、会計上の認識において、オフバランス化は難しい。リースにしたとして、それが実態面でオペレーティングリースにあたるのかという点で難しさがある。バランスシートから切り離す要件としては、この建物の実質的な所有権がどこに属するかという点が論点になる。1) リース期間が余りに長いと実質所有ではないか、2) 施設のオペレーションは当社が担当するので、これも所有をサポートすることになるとみられる。

新規のサ高住を建てて、2 年で満室にしたとしても、償却負担で 3 年間は赤字となる。とすると、今の B/S を使って、この事業を拡大するには一定の限界がある。現状では南 1 条までの 5 棟で一巡することになるろう。

MSNWのバランスシート

(百万円、%)

| | 2013.3 | 2014.3 | 2015.3 | 2016.3 | 2017.3 |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 流動資産 | 8271 | 10941 | 11023 | 10783 | 11098 |
| 現預金 | 2091 | 3106 | 2499 | 2081 | 2252 |
| 売掛金 | 1513 | 2801 | 3125 | 2614 | 2223 |
| 商品 | 2150 | 2650 | 3764 | 3335 | 3946 |
| 固定資産 | 22518 | 32172 | 34564 | 38063 | 39639 |
| 有形固定資産 | 11471 | 15975 | 17249 | 20253 | 21246 |
| のれん | 8176 | 12253 | 13214 | 12916 | 13184 |
| 投資等 | 2783 | 3797 | 3759 | 4329 | 4559 |
| 資産合計 | 30789 | 43114 | 45587 | 48847 | 50737 |
| 負債 | 24553 | 37761 | 39451 | 38581 | 40092 |
| 買掛金 | 5615 | 7798 | 8598 | 9525 | 9144 |
| 短期借入金 | 3015 | 10270 | 5895 | 3607 | 356 |
| 長期借入金 | 7510 | 9669 | 14201 | 13323 | 21269 |
| 純資産 | 6236 | 5352 | 6135 | 10265 | 10644 |
| 有利子負債 | 12193 | 22011 | 22743 | 19562 | 21725 |
| 有利子負債比率 | 39.6 | 51.1 | 49.9 | 40.0 | 42.8 |
| 自己資本比率 | 18.8 | 11.9 | 12.7 | 20.3 | 20.1 |

(注) 長期借入金には1年以内返済予定を含む。

2014.3期はM&Aでのれんが増加。三井物産との合弁解消で、自己株式が増加し純資産が減少。

2015.3期より短借から長借へシフト。2016.3期は公募増資等で自己資本が充実。

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。

エクイティ・ファイナンスで財務体質は改善、借入金は長期にシフト

バランスシートでは、短期借入金を長期借入金にシフトさせて、低金利での長期資金の安定化を図った。2017年3月期のキャッシュ・フローでは、営業キャッシュ・フロー+3084百万円（減価償却1594百万円、のれん償却1009百万円）に対して、投資キャッシュ・フロー-3909百万円（有形固定資産取得2170百万円、子会社株式取得1725百万円）であった。財務キャッシュ・フローでは借入金が+2051百万円となった。

バランスシートでは長期借入金が増えているが、低金利なので負担は少ない。南1条のサ高住の投資額（42.5億円、土地は以前に13億円で取得済み）は外部ファイナンス（長期借入）に頼らざるをえない。しかし、自前の調剤薬局新設、M&Aは内部資金でほぼ賄うことができよう。

バランスシートでは、公募増資等によるファイナンスと業績の向上が相まって、自己資本が充実し2016年3月末の自己資本比率は20.3%（2015年3月末12.7%）へ改善した。

EBITDA（営業利益+減価償却費+のれん償却費）は、2016年3月期で60.6億円、2017年3月期で47.2億円であった。調剤の新規出店は10店程度、M&Aで20店程度となろう。投資額としては有形固定資産で10~20億円、M&Aで10~20億円という水準であろう。薬局のM&Aでは採算重視で、高齢者医療の需要が見込める首都圏、愛知県、京阪神、福岡県に重点投資する。

MSNWのキャッシュ・フロー

| | (百万円) | | | | | | |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| | 2013.3 | 2014.3 | 2015.3 | 2016.3 | 2017.3 | 2018.3(予) | 2019.3(予) |
| 営業キャッシュ・フロー | 3790 | 3706 | 3838 | 6409 | 3084 | 3700 | 3850 |
| 税引後当期純利益 | 840 | 754 | 1170 | 2113 | -185 | 1000 | 1050 |
| 減価償却 | 840 | 1076 | 1209 | 1362 | 1594 | 1600 | 1700 |
| のれん償却 | 487 | 669 | 849 | 917 | 1009 | 1100 | 1100 |
| 投資キャッシュ・フロー | -5425 | -7559 | -3958 | -5040 | -3909 | -3000 | -7000 |
| 有形固定資産取得 | -1624 | -4180 | -2360 | -3674 | -2170 | -2000 | -6000 |
| 子会社株式の取得 | -3543 | -4179 | -1626 | -304 | -1725 | -1000 | -1000 |
| フリー・キャッシュ・フロー | -1635 | -3853 | -120 | 1369 | -825 | 700 | -3150 |
| 財務キャッシュ・フロー | 1654 | 4863 | -483 | -1792 | 998 | 0 | 2700 |
| 長短借入金 | 2581 | 7055 | 481 | -3210 | 2051 | 300 | 300 |
| 配当金 | -200 | -199 | -190 | -229 | -297 | -300 | -300 |
| 自己株式の取得・処分 | -129 | -1155 | 0 | 672 | 0 | 0 | 0 |
| 株式の発行 | 0 | 0 | 0 | 1810 | 0 | 0 | 0 |
| 現金・同等物の期末残高 | 2077 | 3088 | 2485 | 2061 | 2235 | 2935 | 2485 |

2015年に実施したエクイティ・ファイナンスでは28億円を調達し、これまでのM&Aと今後の設備資金への対応をしつつ、財務体質の強化を図った。公募増資と第三者割当増資の中で、自己株式の処分も行った。合弁解消で三井物産から買い取っていた自社株についても、このファイナンスの中で処理した。第三者割当では、EP総合（旧総合臨床ホールディングス）へ2.7%、芙蓉総合リースへ0.9%、その他りそな銀行、福岡銀行、北陸銀行と、ネットワーク事業における顧客紹介先を対象とした。

自己資本比率は25~30%に上げることを目標としている。エクイティ・ファイナンスでは、

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。

発行済株式総数 2597 万株に対して、公募 336 万株、第三者割当自己株式の処分 170 万株等によって、増資後の株式数は 2989 万株となった。発行価格は 488 円で、ダイリューション（希薄化）は 25.1%となった。ダイリューションを克服して、どこまで業績を上げられるかがポイントであるが、業績は十分伸ばせよう。

4. 当面の業績 薬価改定の影響をいかに乗り越えるか

2016 年 3 月期は過去最高の業績を達成

2016 年 3 月期は、売上高 87715 百万円（前年度比+16.1%）、営業利益 3783 百万円（同+43.2%）、経常利益 3860 百万円（同+52.0%）、純利益 1720 百万円（同+94.3%）と、2 期連続でピーク利益を更新した。

主力の医薬品ネットワーク事業と調剤薬局事業が順調であった。調剤薬局ではジェネリックの利用促進や在宅訪問が成果を上げ、調剤技術料の拡大に結びついた。また、本州エリアでの薬局店舗の効率化がようやく進展して、収益力を改善した。サ高住を中心とする賃貸・設備関連事業では、販売用不動産の売却が利益の上乗せとして寄与した。

調剤薬局の売上内訳

| 内 訳 | 2015.3期 | | | 2016.3期 | | | 2017.3期 | | |
|--------------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|---------|---------|----------|
| | 内 容 | (伸び率) | (既存店伸び率) | 内 容 | (伸び率) | (既存店伸び率) | 内 容 | (伸び率) | (既存店伸び率) |
| 処方箋枚数(千枚) a | 6909 | (+14.0) | (+0.7) | 7415 | (+7.3) | (+1.6) | 7849 | (+5.9) | (+0.1) |
| 処方箋単価(円/枚) b | 9809 | (-0.2) | (+1.0) | 10485 | (+6.9) | (+6.8) | 9776 | (-6.9) | (-6.0) |
| 技術料 | 2270 | (+0.6) | (+1.2) | 2337 | (+3.0) | (+3.0) | 2299 | (-1.6) | (-1.5) |
| 薬剤収入 | 7539 | (-0.5) | (+1.0) | 8148 | (+8.1) | (+8.0) | 7467 | (-8.4) | (-7.3) |
| 売上高(百万円) | 71743 | (+13.9) | | 82002 | (+14.3) | | 81650 | (-0.4) | |
| 調剤売上 a×b | 67780 | (+13.8) | (+1.7) | 77753 | (+14.7) | (+8.5) | 76662 | (-1.4) | (-6.0) |
| その他 | 3963 | (+15.8) | | 4249 | (+7.2) | | 4988 | (+17.4) | |

(注)伸び率は前年度比全店ベース。

前 2017 年 3 月期は大幅減益となった

2017 年 3 月期は、売上高 88865 百万円（前年度比+1.3%）、営業利益 2113 百万円（同-44.1%）、経常利益 2109 百万円（同-45.4%）、純利益 571 百万円（同-66.8%）と低調であった。大幅減益の要因は、1) 薬価・調剤報酬の改定が大きく影響したこと、2) サ高住、給食、SMO などの業績が落ち込んだことにある。

セグメント別にみると、医薬品ネットワーク事業は、売上高+0.0%、営業利益-3.3%となった。新規加盟件数が大幅に増加したものの、システム販売の伸び悩みや基幹システム構築の償却増などにより横這い圏にとどまった。加盟件数は+370 件の 1770 件となった。

調剤薬局は、売上高-0.4%、営業利益-32.2%となった。新規出店 8 店、株式取得 8 社 18

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。

店、事業譲受2店、撤退4店で、全体として+24店の377店となった。C型肝炎治療薬の取扱高が治療の進展で一巡し減少している。これが薬局の売上高やネットワークの取扱高の伸び悩みへも影響している。

業績が会社計画に届かなかった要因は、3Q、4Qの処方箋枚数が思ったほど伸びなかったことによる。処方箋枚数の伸びは、年度で+0.1%、下期だけみると-0.2%と減少した。

セグメント別業績予想

| | 2015.3 | 2016.3 | 2017.3 | 2018.3 (予) | 2019.3 (予) | 2022.3 (5年後 予) |
|--------------|--------|--------|--------|---------------|---------------|-------------------|
| (百万円、%) | | | | | | |
| 医薬品等ネットワーク事業 | | | | | | |
| 売上高 | 2814 | 3235 | 3237 | 3400 | 4000 | 6000 |
| 営業利益 | 1549 | 1776 | 1718 | 1840 | 2100 | 3300 |
| 同利益率 | 55.1 | 54.9 | 53.1 | 54.1 | 52.5 | 55.0 |
| 調剤薬局事業 | | | | | | |
| 売上高 | 71743 | 82002 | 81650 | 87500 | 89500 | 110000 |
| 営業利益 | 2377 | 3412 | 2314 | 2940 | 2250 | 3500 |
| 同利益率 | 3.3 | 4.2 | 2.8 | 3.4 | 2.5 | 3.2 |
| 賃貸・設備関連事業 | | | | | | |
| 売上高 | 1517 | 2430 | 2046 | 2200 | 2500 | 4000 |
| 営業利益 | 25 | 129 | -143 | -70 | -200 | 200 |
| 同利益率 | 1.7 | 5.3 | -7.0 | -3.2 | -4.2 | 5.0 |
| 給食事業 | | | | | | |
| 売上高 | 1932 | 2830 | 4667 | 4500 | 4800 | 6000 |
| 営業利益 | -13 | -89 | -129 | -50 | 0 | 100 |
| 同利益率 | -0.7 | -3.1 | -2.8 | -1.1 | 0.0 | 1.7 |
| その他事業 | | | | | | |
| 売上高 | 182 | 143 | 163 | 200 | 200 | 200 |
| 営業利益 | -76 | -109 | -163 | -100 | 0 | 0 |
| 同利益率 | -41.8 | -76.2 | -100.0 | -50.0 | 0.0 | 0.0 |
| 売上高 | 75548 | 87715 | 88865 | 95000 | 98000 | 123000 |
| 営業利益 | 2641 | 3783 | 2113 | 3100 | 2700 | 5300 |
| 営業利益率 | 3.5 | 4.3 | 2.4 | 3.3 | 2.8 | 4.3 |
| 経常利益 | 2540 | 3860 | 2109 | 3000 | 2600 | 5000 |
| 経常利益率 | 3.4 | 4.4 | 2.4 | 3.2 | 2.7 | 4.1 |
| 当期純利益 | 885 | 1720 | 571 | 1000 | 1050 | 2100 |

賃貸・設備事業は、売上高-15.8%、営業利益-143百万円（前期129百万円）と赤字になった。前期にあった販売用不動産の売却益がこの期はないことや、サ高住のウイステリア小樽稲穂、ウイステリア千里中央の開業に伴う償却増が響いた。

2015年12月開業の小樽は、全81戸中80戸が入居となった。2016年5月開業の千里中央は、全82戸中20戸入居とまだこれからである。

給食事業は、売上高+64.9%、営業利益-129百万円（同-89百万円）と赤字が拡大した。M&Aで売上は増えたが、人員不足を補うための人件費アップが負担となった。ただし、不採算施設の見直しや契約単価の引き上げ、食材費の適正化で赤字は4Qにかけて縮小している。

その他の事業では、売上高+14.5%、営業利益-163百万円（同-109百万円）と赤字が拡

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。

大した。SMO事業が低迷していることによる。

全体で見ると、営業利益が前期比1670百万円ほど減少しているが、このうち調剤薬局で、1098百万円減、サ高住・給食・SMO・訪問看護事業で366百万円減となっている。サ高住・給食・SMO・訪問看護事業のセグメント利益で計-435百万円の赤字になっていることが課題である。

今2018年3月期は大幅増益となろう

今2018年3月期の会社計画は、売上高95000百万円(同+6.9%)、営業利益3100百万円(同+46.7%)、経常利益3000百万円(同+42.2%)、純利益1000百万円(同+74.9%)と急回復を見込んでいる。

今期については、1) グループ再編を実行して組織機能の効率化とコスト削減を図る、2) ネットワークへの加盟店を+430件の2200件に拡大する、3) 「かかりつけ薬剤師・薬局」への取り組みを推進し、既存店の収益性を改善する、4) サ高住については千里中央の入居率を高める、5) 給食は黒字化を目指す、という点に力をいれていく。今期は処方箋枚数の伸びを+1.5%でみている。よって今期の会社計画は順当なところであろう。

サ高住の千里中央は、2018年3月期中に50戸、60%の入居を目指す。そして、2019年3月期には90%を目指すことになろう。南1条のプロジェクトは本格化しており、2018年11月のオープンを予定している。12階建てで、5~11階がサ高住となり、12階は一般住宅、2~3階に医療機関、1階に薬局、4階には保育所などが入ってくる。この先行投資負担が2019年3月期に出てくるので、ここを乗り越えていくことも課題である。

グループ組織の再編~純利益へ改善効果

グループ再編の骨格が固まった。今年7月から10月を目途に、グループ子会社の統合を行う。7月に北海道の調剤薬局運営会社3社(コムファ、アポス、エスケイアイファーマシー)を「なの花北海道」(現コムファを6月に社名変更)に統合する。10月には本体にグループの3社(システム・フォー、ファーマホールディング、日本レーベン)を吸収合併する。

また、5月に、エスエムオーメディシスをEP総合に株式譲渡し、SMOビジネスから撤退することを決めた。

狙いは、経営効率の向上にあり、業績低迷会社の立て直しと税効果のメリット追求もある。実際、日本レーベンは赤字なので、ここを吸収合併することで、税負担は軽くなる。また、今後M&Aによって傘下に入ってくる企業のマネジメント体制も明確化しようとしている。

2017年3月期の業績をみると、税率が高く、純利益が大幅にダウンした。これは、当社グループの組織運営の形態にも理由がある。業績が落ち込むと、子会社間の税負担の違いが相対的に目立ってくる。持株会社の下に、薬局、サ高住、治験、給食などの会社を別々におくと、経営の自立化としてはよいが、赤字会社がある場合表面上の税負担が重くなる。

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。

そこで、組織の見直しとしては、純粋持株会社ではなく、一度会社を統合して、その中で各事業を社内カンパニー的に配置する。そうすると間接部門の負担も軽くなる。地域を統括する薬局の拠点は子会社として、今後のM&Aに備えておくとしても、これらは黒字会社なので、特に問題はない。

サ高住、給食といった事業については、中期的に事業展開のあり方について、抜本的に見直すことも必要であろう。組織再編に伴って、多少の特別損失(約2億円)が発生する見込みである。一方で、赤字企業を本体に取り込むので、それによる税効果が1~2億円は出てこよう。

2018年4月の薬価改定の影響は~来期の業績へインパクト

2018年4月には、新たな薬価・調剤報酬改定が予定される。これがどのような内容になるかは、これからである。従来に比べて厳しい内容になることも想定される。調剤薬局事業で、10~15億円の減益要因となろう。これを、かかりつけ薬剤師・薬局への取り組み、組織全体の効率化、ネットワーク事業の安定的拡大、その他事業の負担軽減で、どこまでカバーできるかがポイントとなろう。

2016年4月に実施された薬価改定、調剤報酬改定では、「かかりつけ薬剤師、かかりつけ薬局」の概念が導入された。また、処方箋受付回数が一定規模以上の薬局グループに対して、報酬を引き下げる特例も設けられた。診療報酬の基本料算定で、当社は病院の門前薬局は少ないが、大手チェーン薬局としての影響は受ける。ジェネリックの比率を上げるという体制加算の取得については、75%以上という店舗を増やしている。

基準調剤加算では、その店舗を大幅に増やしている。かかりつけ医院に対してかかりつけ薬局という構図において、かかりつけ医師と同じように、かかりつけ薬剤師がいる方が薬の取り扱いにおいてより望ましいサービスができる、という国の方針に基づく。この方針に対して本当に意味があるのかという疑問も出ているが、まずは手を打っている。

①かかりつけ薬局として店舗運営を見直す、②ジェネリック比率を上げる、③特定の医療機関への集中度を下げる、などに対応すると、調剤報酬でプラスの効果が得られるので、それらに力を入れて吸収してきた。

毎年薬価改定への対応

もし薬価改定が毎年実施されるようになると、その影響は2年1回の時よりも大きくなる可能性がある。薬価の実勢価格調査が毎年なされ、その価格調整がきめ細かくなると、薬価差の影響がより大きく出てくる可能性がある。どういう仕組みになるかはこれからであり、実施されるとしても2019年4月からなるだろう。今後具体的な議論が本格化しよう。

いずれにしても、調剤薬局のバリューチェーンは見直されることになり、薬局の再編は加速することになるだろう。当社としては今の局面では、自前の薬局数を増やすよりは、ネットワ

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。

一事業の加盟店を増やす方が、将来に向けて優位なポジションを築くことができ、収益面でもプラスである。その方向にかじ取りがなされよう。

5. 企業評価 ネットワーク事業を柱とした新たな連携効果に注目

独自性の発揮に向けて

「かかりつけ薬局」はまさにサービスの良さが問われる。いかにきめ細かく相談にのるか。その接点を増やすための仕組み作りにおいて、ユニークさを出していく必要がある。

当社の業績と成長性の独自性をどうみるか。2016年3月期のネットワークの営業利益が18億円、調剤薬局が34億円であった。2017年3月期は、ネットワーク17億円、調剤薬局23億円であった。5年後の中期業績でみると、同33億円、同35億円である。この利益貢献がいつ逆転してくるかがポイントであろう。

調剤薬局の利益増が第1のドライバーであるうちは、ネットワーク事業のユニークさは、それがあっても2番手とみられてしまう。利益成長の第1のドライバーがネットワーク事業に乗ってくるならば、当社のビジネスモデルの独自性が光ってくる。

ネットワーク事業への加盟件数が飛躍的に伸びてきて、流通の効率化のイニシアティブがとれるようになれば、自前の調剤薬局に大きな投資をしなくてもよくなる。その可能性が今後4~5年内にみえてくるかどうか注目される。

ネットワーク加盟1件で年間約1億円弱の医薬品取扱高になる。この件数が3000件、5000件と増えていくのであれば、発注の取扱高も3000億円、5000億円と、業界で断トツトップになっていく。卸の機能に頼りながらも、ジェネリックメーカーと直接取引するというウエイトも上がってこよう。これに配送の仕組みがついてくるならば、新しいネットワークシステムが構築できることになる。そうなれば画期的であり、その可能性は十分ある。

ネットワーク事業の拡大に期待

ネットワークの強みを活かすという点では、医薬品メーカー、卸、薬局というサプライチェーンの中で、当社を通すことでジェネリック医薬品の切り換えや絞り込みが効率よくできるようになり、コストメリットを活かす道も開けてこよう。

ネットワーク事業については、2つの課題がある。1つは、自社調剤薬局とのシナジーのあり方である。自社の調剤薬局で一定の規模(大手5位以内)に入っていないと、その強みを活かすという点では十分でない。会社サイドとしては、調剤薬局数をさらに拡大したい方針である。

もう1つは、ネットワークの広がり追求である。調剤薬局の薬の仕入れにおいて利便性を高めるという他に、5000件に向けてネットワークの件数が増加していくにつれて、患者、

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。

ドクター、要介護者、今は元気なシニア層など、ネットワークの広がりをいかに事業化して行くかがカギとなろう。

今後の業績の見方について、中期計画にある売上高 1050 億円、営業利益 40 億円は十分射程内にある。その先の見通しとして、5 年内には売上高 1200 億円、営業利益 50 億円が達成できよう。

ネットワーク事業は、加盟店 5000 店に向けて引き続き拡大が見込める。ここは高収益で、当社の独自性を最も発揮するところである。ここで売上高 60 億円、営業利益 33 億円は達成できよう。調剤薬局は M&A を入れて、1000 億円を超える規模は狙っていける。

ネットワーク事業を活かした薬の仕入れコストと調達安定化、サ高住ビジネスの拡大による薬局事業との連携など、シナジー効果も十分見込めよう。全体として、売上高営業利益率で 4% 台を確保し、維持できるかどうかは課題である。

田尻社長は、調剤薬局のサプライチェーンを効率化するというテーマに長年取り組んできたが、ここにきて足並みが揃う兆しがある。医薬品の取扱額で業界トップクラスになってきたが、さらに効率化を図るべく新しいモデルを形成していくことに力を入れていく。

また、次世代を担う当社のマネジメント人材について、創業者の 3 人に続く人材が育ってきていると、田尻社長は強調する。それが、M&A 案件で当社が先方からより信頼される理由でもある。

中小調剤薬局の収益性をどう改善するかが課題である。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 億円を超えている。中小の調剤薬局の M&A をするという事は、相対的に効率の悪いところを傘下に入れる可能性があるため、収益構造改革を行う必要がある。

どのように効率を高めていくか、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。調剤薬局の M&A とサービス付き高齢者向け住宅(サ高住)への投資が、財務体質改善の制約となっていた。サ高住の位置づけが問われよう。

当社独自の強みを生かして、加盟店を 3000~5000 店へ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)

2017 年 3 月末の株主数は 7619 名に増えている。現状では株主優待はやらない方針で、できるだけ配当で報いていく考えである。2012 年 4 月に続いて、同 6 月にも 1:2 の株式分割を行った。この 2 度の株式分割、J-ESOP の導入(2012 年 6 月に実施した社員 1200 人への 1 単元株の株式給付)等の影響により、2015 年 3 月末の株主数は 5227 名となり、その後さらに増加した。

2016 年 3 月期の配当は 9.5 円へ、2017 年 3 月期は 10.0 円へ増配した。今後も配当性向

20%程度を目途に、業績を見ながら決めていく考えである。5月19日時点の株価(498円)でみて、PBR 1.44倍、ROE 9.4%、PERが14.7倍、配当利回り2.0%である。2018年3月期は大幅増益に転換するが、2018年4月の薬価改定の内容をみる必要がある。中期的に業績が伸びていくことが十分見込めるので、株価はかなり見直されてくることになる。

当社の株式が、JPX日経中小型指数(200社)の構成銘柄として選定された。投資魅力のある会社として選ばれたのは注目に値しよう。