

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～

2018年2月20日

東証1部

ポイント

・ネットワーク事業に弾みがついている。加盟店数の増加が前々期+200件、前期+370件、今2018年3月期+700件とピッチが上がっている。2017年12月末で2293件と、累計2000件を突破。最初の1000件まで14年、次の1000件が5年弱、今後は2年ペースとなり、5年以内に5000件に拡大しよう。利益率が50%を超えるビジネスなので効果は大きい。

・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。薬剤師、医師などの人材求人サイトを運営するCBホールディングスや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。こうした提携先からの紹介が顕著に増えている。また、自社ブランドによるジェネリック医薬品の供給準備も進めている

・2018年3月期は経常利益で30億円(前期比+42%)と急回復をみせるが、2019年3月期は厳しい診療報酬の改定で減益となろう。しかし、どのように対応すればよいかは分かっている。地域包括ケアの中での「かかりつけ薬局」への対応が勝負となろう。中期計画では、「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いる。

・2017年10月にグループの組織再編を実施した。組織機能の効率化と共に事業も見直している。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、周辺事業の収益性改善では、治験のエスエムオーメディシスは昨年6月に株式譲渡で撤退、給食は黒字化した。サ高住のオフバランス化は引き続き課題である。

・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月の診療報酬改定の影響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よう。2年間の第三者割当新株予約権のファイナンスを実行中である。収益性の向上につれて、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(18年2月19日) 579円 時価総額 173億円(29.9百万株)
PBR 1.67倍 ROE 9.8% PER 17.1倍 配当利回り 1.7%

(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
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)	99000	2500	2400	960	32.4	10.0

(17.12ベース)

総資産 58699百万円 純資産 10212百万円 自己資本比率 17.5%

BPS 347.0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、近くの薬局に行つ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(取締役相談役)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人が話し合つて、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～執行役員制を導入

2017年6月、三銃士の一人、沖中氏は会長から相談役に就いた。田尻社長(69歳)より4歳年上なので、世代交代を進めている。次世代を担うマネジメントとして、川島専務、田中専務、坂下専務などがリーダーシップを発揮している。

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)が入っており、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。

2017年6月の株主総会で、組織再編に向けて、執行役員制度を導入した。子会社を合併するので、役員の見直しも必要になった。そこで、執行役員制度を導入して、取締役と執行役員の役割を分けることにした。従来の取締役7名は執行役員となつて、業務の執行に専任する。新しい取締役は11名で、うち社外取締役は2名である。沖中前会長は創業者のひとりなので、取締役相談役としてマネジメントの監督に当たっている。

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

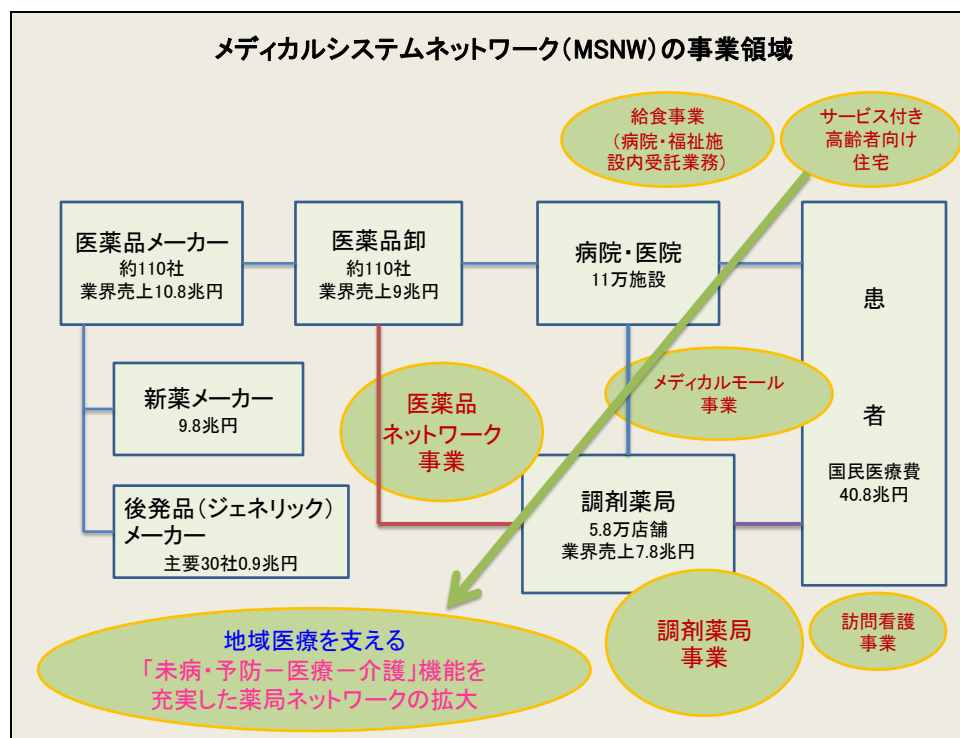
田尻社長は創業期に、従来の流通の仕組みではコストがかかりもったいない、情報の提供や物流の効率化で付加価値を作る必要がある、と考えた。90年代にインターネットが普及してきたので、このサプライチェーンマネジメントを担う情報システムを作ろうと決断した。日本の流通コストは7~8%、米国は3%以下である。

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

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。

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 年半で大証へラクロスに上場し、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。来 2019 年 3 月期で創業 20 周年を迎える。



なの花ブランドは業界 7 位

ネットワーク事業とは別に、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 12 月末で 385 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、クオール、総合メディカル、共創未来グループ、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高が 2500 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。

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。

M&Aは数多く手がけており、いくつかの形をとってきた。調剤薬局事業を担う旧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。

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	1066	557	696	674
売上高(16年度)(億円)	888	2481	2235	1315	1222
経常利益(億円)	21	151	80	69	64
売上高経常利益率(%)	2.4	6.1	3.6	5.2	5.3
株価(2/19)(円)	591	6540	3470	2287	6150
時価総額(億円)	177	2317	556	890	943
PBR(倍)	1.70	2.55	1.37	2.50	2.61
ROE(%)	9.8	10.1	14.0	14.0	11.4
PER(倍)	17.5	24.2	9.8	16.0	22.8
配当利回り(%)	1.7	0.8	1.4	1.2	1.0

(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2017.4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68万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

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。

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。

在宅実施店舗は2017年3月末の自社店舗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。

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

	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

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。

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。現在、仕入れの効率化や値上げなどを通して、利益確保を図りつつある。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。

不適切な処方箋の事案には真摯に対応

2017年9月になの花中部(子会社、旧シー・アール・メディカル)で、不適切な処方箋の事案が発生した。処方箋の不正は、悪気はないにしても、明らかにルール違反であり、医師に与える影響も大きい。目先の利便性だけで動いてはならないという事案であった。

東海エリア店舗の当時の薬局長が、社員や家族が必要とする薬を、患者本人が医師の診断を受けることなく、代行して医師に説明し、処方箋の交付を受けた。累計80枚、調剤報酬総額約36万円であった。当社としては、社内関係者を処罰し、調剤報酬を返却した。同時に、全社ヘルールを徹底し、継続的なコンプライアンス研修を行っている。医師は、患者を診断することなく薬を出すことはできないので、医師も処罰されることになる。いかに、利便性を考慮したとしても、やってはならないルール違反であった。

なお、この事案には、調剤基本料を有利にもっていこうとする意図はなかったが、この点にも疑念を生じさせた。今後の信頼回復に注目したい。

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385店舗(12月末)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2293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。

その強みとして、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、薬局と卸がマーゲ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、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。

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

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。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41%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。

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。

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。全体の平均で見ると、1.4%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で収入となる。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。

調剤薬局の買収を継続～経営改革による薬局の収益性改善が進展

M&Aは、毎期30億円前後は行っていく方針である。調剤薬局のM&Aは、買収後7～9年で回収することを基本としている。しかし、価格が高騰しており、回収に10年を越えるような案件については、慎重な経営判断をしていく。

大型の案件では、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

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のポイントである。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、2018年3月期の2Qで黒字化した。

前2017年3月期において、連結売上高の10%を越えている子会社（薬局）は4つあったが、コムファ（現なの花北海道）に比べて、サンメディック（現なの花東日本）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、経営体制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、それを考慮すると薬局の収益力は順当である。

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

業界8位の阪神調剤薬局と業務提携し、流通改革を实践

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（出資比率は現在当社50%、阪神調剤50%）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。

阪神調剤ホールディングは、兵庫、大阪を中心に東京も含めて全国に429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ainホールディングスを抜いてトップとなる。

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。

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ス社長）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。現在、阪神調剤薬局及び H&M との関係について、新たな動きはない。

調剤薬局チェーンの業界順位

(2016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	2175	1118
2	日本調剤	1857	557
3	クラフト	1615	697
4	クオール	1099	696
5	総合メディカル	945	674
6	共創未来グループ(東邦HD)	—*	539
7	ファーマホールディング(MSNW)	767	387
8	阪神調剤薬局	637	393
9	アイセイ薬局	565	317
10	ファーマライズホールディングス	423	309
11	たんぽぽ薬局	406	124
12	フロンティア	382	150
13	薬樹	334	146
14	ファーコス	329	196
15	メディカルー光	220	94

(出所)ドラッグマガジン、2017年ポケット版

*は未公表、ドラッグ調剤事業売上高は958億円

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

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。

格が決まる。決済も速やかに進む。支払いのサイトが通常は3カ月程度だが、当社は2カ月で対応する。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。

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、訪問看護)				
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。
SMOは2018.3期の1Qに撤退、訪問看護は同1Qに参入。

メディカルモールに独自の強み

当社は、不動産の開発として、サ高住（サービス付き高齢者向け住宅）や薬局の不動産開発に力を入れている。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、385店（12月末）ほどある薬局のうち、83店（約2割）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、

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。

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 10 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 へ

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 700 万人以上増加する。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 5~4 万件へ減少しよう。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。

2025 年に向けた医療サプライチェーンのあるべき姿において、当社のビジネスモデル (BM) はどのようにレベルアップされるのか。3 つの方向は、はっきりしている。

1 つは、ネットワークビジネスにおいて、いかに効率を高めていくかである。医薬品卸も含めて、ジェネリックメーカーから調剤薬局までの流れが、まだまだ複雑である。ジェネリックメーカーの数は多いが、ジェネリック薬の品目を絞り込むことができれば、計画生産のボリュームが増え、価格も安くできるようになる。また、返品、廃棄、需要変動、緊急配送

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。

など、物流コストも含めて、ピークの平準化、ムリ、ムラ、ムダの排除ができれば、ここの効率化によってコスト低減が進む。

2つ目は、調剤薬局において、医療モールを増やす。薬局の数はトータルとしては減っていく。クリニックも世代交代を通して、新しい医療モール型へ変化していく。大病院前の大型薬局、個人経営の小薬局はいずれも見直されていく。かかりつけ薬局としての役割を高めるには、地元密着で、利便性の高いモール型がよい。

3つ目は、周辺ビジネスを選択的に展開していく。ドクターをサポートする仕組みは強化する。在宅医療の患者とドクターの結びつきを効率化させていく。レセプトの代行、営業サポートなど、さまざまなサービスに対応する。薬局とのシナジーがあれば、リハビリやフィットネスも拡大していく。また、診療所のマネジメントについても支援できよう。

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（不用な医薬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

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。

能、コストコントロールにしっかり力を入れる。

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も進展した。

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を導入することで、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だ。

ネットワーク加盟件数の目標は2200件を大幅に上回って達成できよう。しかし、今2018年3月期の会社計画は、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1200億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)

	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的一般管理費前ベース。目標は3カ年計画の3年目。

次の中期計画～5000件の活用に向け、ジェネリック医薬品の自社ブランド化を計画

2018年3月期で今の中期3カ年計画は終了する。次の中期計画はどうなるのか。次期中期計画の内容としては、基本方針は、これまでと変わらず、1) ネットワーク事業でNo.1の地位を一段と強化する。2) 調剤薬局では、いかに患者に来てもらうかという点でクオリティの向上を図る、3) 周辺事業では、ネットワーク事業、調剤薬局事業との関わりという点

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、訪問看護やリハビリ介護などに力を入れていくことになる。

また、新しい展開としては、ネットワーク加盟件数は5000件に向けて、事業を強化する中で、ジェネリック医薬品の自社ブランド化を計画している。2月に子会社のフェルゼンファーマがジェネリック医薬品(6成分13品目)の製造販売の承認を取得した。生産は外部委託するので、同社はダイト(コード4577)と業務提携した。この仕組みを通して、自社ブランド医薬品の充実を図っていく方針である。

自社ブランド化は、取扱規模が拡大する中で、集中化によるコストメリットと同時に、ネットワークの付加価値の向上にも結びつく、ネットワークの利用価値を高めることができれば、当社の差別化戦略は一段と光ってくる。この点に注目したい。

グループ組織を再編～新しいシンボルマークを制定

2017年の組織再編は、1)10月にシステム・フォー(ネットワークのシステム開発運営)、ファーマホールディング(調剤薬局)、日本レーベン(医療モールやサ高住の開発運営)を本体に統合(吸収合併)した。2)7月に、北海道の調剤薬局3社(子会社)をなの花北海道に統合した。3)6月にSMOのエスエムオーメディシスをEP総合に株式譲渡(売却)した。

システム・フォーはシステム本部へ、ファーマホールディングは薬局事業本部へ、日本レーベンは開発事業本部へ統合された。ファーマホールディングには、アルフレッサホールディングスが9%ほど出資していた。ここを本体に吸収する際、アルフレッサの所有分を当社が買い取った。同時に各々の子会社の管理部門(総務、経理など)は本体に集約しており、4月以降人材の効率的活用を図っていく。

有力3子会社の吸収合併は、1)マネジメントの強化、2)間接部門の集約化、3)赤字部門の社内化による節税を考慮したものである。再編に伴う一時的費用が数億円発生するが、大部分は、再編によるコスト削減効果により吸収できる見込みである。統合効果は2019年3月期から発揮されてこよう。

日本レーベンの合併では、当社が保有する日本レーベンの株式の簿価が日本レーベンの純資産よりも大きいため合併差損が発生する。これは配当可能利益に影響を与える可能性があるため、株主総会での承認が必要であった。実際の合併差損の額は大きくない。他の子会社でこれを大きく上回る合併差益があるので、問題にはならない。また、組織再編に伴う合併は、親会社による子会社の合併なので、合併差益損は連結の業績には影響しない。

SMO事業は当社の傘下では収益向上ができないと判断した。エスエムオーメディシスは、EP総合に譲渡したが、それにあたって297百万円の債権放棄を行った。すでに貸倒引当金を計上、業績予想にも織り込み済みなので、影響はない。株式の譲渡益は11百万円で、1Qに特別利益として出ている。

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

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。

グループの組織再編を機に、グループのシンボルマークを制定した。コーポレートブランディングの強化が目的である。ネットワーク事業をブルーラインの四角で、調剤薬局事業をオレンジラインの四角で、その2つのリングが重ね合わさっている。ブルーラインは、誠実さ、信頼性、安心感を、オレンジラインは、親しみ、温もり、明るさを表現している。2つの組み合わせが、患者や顧客を支え、グループの連携、社員の一体感も表している。

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
2017.9	2012	1554 *

(注)*: 2012.3、2017.9は6カ月を年率換算

ネットワークへの加盟は拡大局面へ

ネットワークへの加盟件数は現在 2400 件を超えてきた。今期の目標 2200 件（前期末比 +430 件）はすでに達成している。ネットワーク事業のマネジメントは上手くいっており、今後は大きく拡大できよう。

今後は年 500 件ペースで拡大できると、田尻社長はみている。5年で累計 5000 件を達成すると、業界シェアが 10%になってくるので、その存在感は大きく高まってこよう。5000 件になると、医薬品の取扱額が 4000~5000 億円レベルになってくるからでる。

最初の 1000 件に 14 年、次の 1000 件に 5 年とピッチが上がっている。次の 1000 件は 2 年で達成できよう。

ピッチが上がっている要因は、1) 薬局をとりまく環境の変化（薬局経営が厳しくなるとネットワーク加盟による効果が顕在化）、2) 社外パートナー企業との連携も含めた営業力のアップ、3) 加盟店のロコミ効果、4) 医薬品卸の協力という点にある。卸も当社のネットワークが競合ではなく、自社の流通にとっても効率が上がると分かってきた。

ネットワークへの加盟店は、3~5 店を経営している薬局が多い。ネットワークを利用して、効率のよい発注ができるようになると、人手不足が目立ってきた卸にとっても都合が良

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。配送回数を減らしたり、返品を減らしたりすることが可能となるからである。

ネットワークの使用料としては、加盟店の規模に応じて手数料率は異なるが、仕入れ額に対して平均で約1.4%を課金している。加盟店1店当たりの仕入れ額が0.8億円前後であるから、110万円が手数料として、当社の売上になる。5000件になれば、55億円の売上となるものと推定される。将来は5000件～1万件を達成することも十分ありえよう。

加盟店にとってのメリット

当社のネットワークに加盟したいという薬局のオーナーは、1) 仕入れ価格の安定を図りたい、2) 医療情報、薬局マネジメントについて情報を得たいというニーズが強い。

ネットワークの加盟を検討する薬局には、その薬局の仕入れデータをベースに、当社がシミュレーションを行う。そうすると、ネットワークを通じた方が、仕入れ価格が安定し、安くなることははっきり分かる。当社は、卸に対して、バイインパワーを行使して安く仕入れられているわけではないが、一定の量がまとまれば、小口よりも仕入れコストは下がる。3割が既存加盟店からの紹介、次の3割がCBホールディングスなど提携先からの紹介である。

医薬品ネットワークのサービス内容

～加盟薬局にとってのメリット～

1. サプライチェーンマネジメント

医薬品卸との交渉代行・・・仕入れ価格の適正化・安定化、価格交渉の効率化

医薬品卸との決済代行・・・決済の効率化

発注システム、在庫管理システム・・・合理的で経済的なシステム活用で効率化

2. デッドストックエクステンジ

加盟店同士で不動態在庫消化サービス(不要な在庫の相互活用)

3. 薬剤師教育サポート

教育研修会、インターネット講座による研修

4. 資金調達サポート

報酬債権証券化による資金繰りのサポート

デッドストックエクステンジサービス (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。このDSEサービスシステムは特許を取得し、2017年1月に特許

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。

登録された。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カ月から2カ月になっても、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。

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、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、医薬品仕入れ代金を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れ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を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。

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。

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6:4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

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。

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。

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の在庫管理システムは、自動発注の仕組みの導入という点で成果を上げている。在庫管理のレベルが上がり、薬局の効率がアップするので、導入店が増えている。

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DSE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DSE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「DSE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。

DSE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。

CBホールディングスと提携

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)CBホールディングスと業務提携した。

CBホールディングスは医師、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、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、このチャンネルを通して、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おう。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。

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。

調剤薬局の薬樹と業務提携

薬樹からは薬局の質的向上で、教育研修などを学んでいる。また、障害者雇用という点でも当社の参考となっている。

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り。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チェンジサービス（DSE）を2015年10月からスタートさせた。

健康サポート薬局から健康サポート事業へ～アグリマスの展開

薬局では食と運動の指導も行っている。健康サポート薬局として、栄養相談、ヨガの運動なども含めて、積極的に取り組んでいく方針である。

アグリマスは、買収したTMS（トータル・メディカルサービス）の子会社であった。かつては、野菜の販売も手掛けていたが、今はヨガと食事で健康を保つというビジネスを行っている。この子会社アグリマスが、認知症対策事業で、経産省の健康寿命延伸産業創出事業に選ばれた。大田区大森地区の医師会と協業して、アグリマスが認知症の重症化の予防をサポートする。

早期の認知症を判定し、病院、認知症カフェ、デイサービスにおいて、1回90分のプログラムを週1～2回提供する。プログラムの中身は、ヨガ、太極拳、コグニサイズ、アロマハンドマッサージ、音楽療法、映画鑑賞などである。

加えて、認知症予防弁当、野菜スムージー、機能性飲料（味の素）、体力測定（ソニーモバイルコミュニケーション）、能活バランサーなども取り入れていく。

アグリマスは、介護予防デイサービス（東京マルシェ）や介護予防プログラムの動画配信（健幸TV）を運営している。いずれ全国、地方、過疎地への展開も視野に入れている。上手くいけば、全国に広げようという考えだ。

青森のアポテックを子会社化～東北地区を強化

2018年1月に、青森県の八戸に本社を置くアポテックを買収した。全株式を取得し、連結子会社とした。アポテックは青森県を中心に14店の調剤薬局を有している。当社は東北の拠点が弱かったので、この強化へ結びつく。

アポテックは、2017年5月期で売上高32億円、経常利益1.8億円をあげている。1店当たりの年商も2億円を超えており、薬局としては、いい経営を行っている。オーナーは薬局事業から手を引いて、当社が現経営陣以下を引き継いでいく。

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。

投資額は22億円で、投資回収の当社基準には入っているので妥当な水準であろう。2019年3月期には、売上高で30億円強、のれん償却後でプラスの営業利益が乗ってこよう。

訪問看護事業の育成～在宅医療の1つの要

ひまわり看護ステーションは、昨年12月に世田谷に2店目を出した。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」を買収したが、ここは東京練馬区で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。

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。

リハビリとの業務連携

今年1月、リハビリのポラリスと業務提携した。ポラリスは兵庫県宝塚に本社を置き、歩行、リハビリを中心とした自立支援特化型のデイサービス事業を全国69カ所で運営している。ポラリスのパワーリハビリテーションは、要介護者の介護度の改善で成果を上げ、自立支援をサポートしている。

業務提携では、1)ポラリスのデイサービス利用者に対する当社グループの薬局・薬剤師による薬学的介入・服薬指導、2)リハビリと服薬に関わるエビデンスの蓄積、3)在宅医療、デイサービス事業の強化、4)両社のサービス利用者の相互紹介などを図っていく。

要介護者が寝たきりにならないようにするには、リハビリが重要である。一方で、高齢者が適切に薬を飲んでいるかどうかをよくみていく必要がある。脱水、便秘、睡眠不足などが改善できると、健康維持に大いに役立つ。薬剤師が関わる領域もいろいろある。

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

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、複合施設を開発することが、社会インフラ作り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ので、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	2018.11 (予定)	42.5	104	—	8.5~	○		○	

(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（純幸会）で、10～14階がサ高住で、介護も当社が担う。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12月末で入居率が37%である。これを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、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。保育所（80人）も設ける。地域の病院に勤める医師からもニーズが強い。

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。

2018年11月にオープン予定のウイステリア南1条は、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104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倍に上がっているため、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。

札幌市から複合型医療・介護施設の建設用地を取得した。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が、検討中

2015年1月に芙蓉総合リースとはもう1つの戦略的包括提携を結んでいる。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。

MSNWのバランスシート

	(百万円、%)					
	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2017.12
流動資産	8271	10941	11023	10783	11098	17671
現預金	2091	3106	2499	2081	2252	8582
売掛金	1513	2801	3125	2614	2223	2158
商品	2150	2650	3764	3335	3946	4681
固定資産	22518	32172	34564	38063	39639	41028
有形固定資産	11471	15975	17249	20253	21246	22468
のれん	8176	12253	13214	12916	13184	13129
投資等	2783	3797	3759	4329	4559	4804
資産合計	30789	43114	45587	48847	50737	58699
負債	24553	37761	39451	38581	40092	48487
買掛金	5615	7798	8598	9525	9144	10310
短期借入金	3015	10270	5895	3607	356	2378
長期借入金	7510	9669	14201	13323	21269	26327
純資産	6236	5352	6135	10265	10644	10212
有利子負債	12193	22011	22743	19562	21725	28705
有利子負債比率	39.6	51.1	49.9	40.0	42.8	48.9
自己資本比率	18.8	11.9	12.7	20.3	20.1	17.5

(注)長期借入金には1年以内返済予定を含む。

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。

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。そうすると、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。このスキームの可能性を検討してきた。

サ高住のオフバランスは、今のところ難しい。3年経つと利益が出てくるので、そこまでは我慢して経営していく方針である。しかし、オフバランスについては、引き続き検討している。何とか実行できるように進めようとしている。

2017年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つながる。現状では、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難しい。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。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。一方で、薬局、介護などのサービス拠点として、ビジネス拡大のサポート役になりうる。

リースの場合、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が論点である。バランスシートから切り離す要件としては、1) この建物の実質的な所有権がどこに属するか、2) リース期間が余りに長いと実質所有ではないか、3) 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。

次のファイナンス～コミットメント条項付・行使価額修正条項付・第三者割当新株予約権を発行

今年1月9日を割当日として、メリルリンチ日本証券に対して第三者割当ての新株予約権を発行した。権利行使後の株数は5百万株になるので、希薄化率は16.7%を上限とする。

MSNWのキャッシュ・フロー

	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	3860
税引後当期純利益	840	754	1170	2113	-185	1000	960
減価償却	840	1076	1209	1362	1594	1600	1700
のれん償却	487	669	849	917	1009	1100	1200
投資キャッシュ・フロー	-5425	-7559	-3958	-5040	-3909	-6000	-7000
有形固定資産取得	-1624	-4180	-2360	-3674	-2170	-3000	-4000
子会社株式の取得	-3543	-4179	-1626	-304	-1725	-3000	-3000
フリー・キャッシュ・フロー	-1635	-3853	-120	1369	-825	-2300	-3140
財務キャッシュ・フロー	1654	4863	-483	-1792	998	6700	3700
長短借入金	2581	7055	481	-3210	2051	6500	2000
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	500	2000
現金・同等物の期末残高	2077	3088	2485	2061	2235	6635	7195

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。

権利行使価格の下限は458円で、行使期間は2020年1月9日までの2年間である。

通常の公募増資であれば、一度にファイナンスするとダイリューション（希薄化）の影響で株価が大きく下落する。これを避けるために、2年間の間に小刻みに株式が発行され、マーケットへの影響を小さくしていく。

メルリンチは、マーケットをみながら、権利行使を申し込み、行使価額は前日終値の90%水準となるので、10%の利ザヤが稼げる可能性を有する。すぐにマーケットで売却していくので、長期に保有することはない。

当社は、メルリンチに対して権利行使することができない期間を指定することや権利行使の指定をすることができるので、自社とマーケットの状況を見ながら、ファイナンスに対応する事ができる。

2018年1月の月間行使は、全体5000個（5百万株）のうち97個、1.94%であった。平均行使価額は547.2円/株で調達額は53.5百万円であった。

平均行使価額が500円で5000個（5百万株）がすべて行使されれば、約25億円が調達できる。当初の発行価額は654円で、その想定をベースに、約33億円を調達できた時には、その資金を1) 医薬品ネットワーク事業のサービス強化とM&Aに20億円、2) 財務基盤の強化のための借入金返済に13億円ほど使う方針である。

2年間の間に権利行使が進まなければ、予定通りの資金が集められない可能性もある。一方で、この2年の間に、事業の先行きが一段とはっきりし、薬価改定の影響が乗り切れると分かれば、このファイナンスはうまくいく。株価次第では、調達金額は上下する。

既存株主にとっては、一時期のファイナンスではないので、株価の下押し圧力は緩和される。一方で、16.7%のダイリューションと、株価の90%水準での発行は不利に働く。これをどう乗り切るかは、会社側が業績をどこまで伸ばせるかにかかっている。業績は中長期的に十分伸ばせるので、このダイリューションをカバーすることができよう。

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～診療報酬改定の2年目

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。

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～次の改定の初年度

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（同一 44.1%）、経常利益 2109 百万円（同一-45.4%）、純利益 571 百万円（同一-66.8%）と低調であった。大幅減益の要因は、1) 診療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 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。

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。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 戸入居であった。

給食事業は、売上高+64.9%、営業利益-129 百万円（同一-89 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 にかけて縮小した。

その他の事業では、売上高+14.5%、営業利益-163 百万円（同一-109 百万円）と赤字が拡大した。SMO 事業が低迷していることによる。

2018 年 3 月期の 3Q は大幅増益を達成

2018 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 70530 百万円（前年同期比+6.5%）、営業利益 2288 百万円（同+80.7%、経常利益 2334 百万円（同+84.4%）、純利益 944 百万円（同+184.6%）と好調であった。

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。

3Q累計のセグメント別業績

(百万円、%)

	2017.3(3Q)	2018.3(3Q)
医薬品等ネットワーク事業		
売上高	2411	2675 (+11.0)
営業利益	1280	1444 (+12.8)
同利益率	53.1	54.0
調剤薬局事業		
売上高	60820	65215 (+7.2)
営業利益	1469	2210 (+50.4)
同利益率	2.4	3.4
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	1516	1561 (+3.0)
営業利益	-129	-109 —
給食事業 (病院、福祉施設内)		
売上高	3487	3279 (-6.0)
営業利益	-139	49 —
その他事業 (SMO、訪問看護)		
売上高	114	71 (-37.5)
営業利益	-119	-75 —
合 計		
売上高	66217	70530 (+6.5)
営業利益	1266	2288 (+80.7)
同利益率	1.9	3.2

(注)カッコ内は前年同期比伸び率

社内計画に比べてほぼ予定通りであるが、いい方向にある。ネットワーク加盟件数が大幅に増えており、この傾向は今後とも続こう。調剤は、処方箋枚数は思ったほど増えていないが、単価アップが効いている。

サ高住では、千里の入居は少しずつ増えている。給食は単価アップを図って改善している。SMOは6月に撤退した。その他には訪問看護ステーションが入っている。ここは12月に2件目を出したので、赤字である。1店目はすでに黒字で2店目も順調にいけば、1年で黒字化しよう。

4Qは年度末なので、何らかの減損を予算として当初からみている。この程度によっては、会社計画を上回る業績が達成できよう。

3Qの調剤薬局の売上内訳

内 訳	2018.3 3Q		
	内 容	(伸び率)	(既存店伸び率)
処方箋枚数(千枚) a	6109	(+4.5)	(+0.0)
処方箋単価(円/枚) b	9891	(+1.2)	(+2.6)
技術料	2351	(+2.7)	(+3.0)
薬剤料	7540	(+0.8)	(+2.5)
売上高(百万円) 調剤報酬 a×b	60425	(+5.7)	(+2.6)

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。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3 (予)	2019.3 (予)	2022.3 (5年後 予)
医薬品等ネットワーク事業						
売上高	2814	3235	3237	3600	4000	6000
営業利益	1549	1776	1718	1950	2150	3300
同利益率	55.1	54.9	53.1	54.2	53.8	55.0
調剤薬局事業						
売上高	71743	82002	81650	87800	91500	110000
営業利益	2377	3412	2314	3000	2150	3500
同利益率	3.3	4.2	2.8	3.4	2.3	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	-140	-200	200
同利益率	1.7	5.3	-7.0	-6.4	-4.2	5.0
給食事業						
売上高	1932	2830	4667	4500	4000	5000
営業利益	-13	-89	-129	50	0	100
同利益率	-0.7	-3.1	-2.8	1.1	0.0	2.0
その他事業						
売上高	182	143	163	100	100	200
営業利益	-76	-109	-163	-100	-50	0
同利益率	-41.8	-76.2	-100.0	-100.0	-50.0	0.0
売上高	75548	87715	88865	95000	99000	120000
営業利益	2641	3783	2113	3100	2500	5300
営業利益率	3.5	4.3	2.4	3.3	2.5	4.4
経常利益	2540	3860	2109	3000	2400	5000
経常利益率	3.4	4.4	2.4	3.2	2.7	4.2
当期純利益	885	1720	571	1000	960	2100

今後の展開

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%) と急回復を見込んだが、ほぼ達成することができよう。しかし、当初立てた中期計画の売上高 1050 億円、営業利益 40 億円には届かない。

ネットワークの加盟件数は順調である。2018年3月末のネットワークへの加盟店は2500件強へ拡大しよう。調剤薬局では、「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している。ジェネリックについて、できるだけ絞り込むようにしている。同じ効能のジェネリックはいくつもあるが、それを絞っていくと数量がまとまり、仕入れも有利になる。その効果で一部利益率がよくなっている。

千里中央のサ高住は、82戸中30戸が埋まった。室料の高いところから入居が進んでいる。サ高住は、今来期とも赤字が続こう。今は千里中央の償却が重い。来期は南一条が一部入ってくるので、まだ赤字が続こう。給食は、上期で黒字となったが、来2019年3月期も収支トントンでいければよいというところである。

その他には、訪問看護ステーション事業が入っている。現在、練馬に次いで、2017年12

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。

月に世田谷に新規開所をしている。将来的には10カ所を目途に拡大していく。

組織再編に伴う費用は、特別損失として2億円程度発生しよう。これは来期になくなる。減損は今期5億円をみているが、通常は2~3億円レベルであろう。過去のM&Aの影響でのれんの償却には税効果がきかないので、その分は税率が高い。

2018年4月の薬価改定の影響～業績へインパクト

薬価改定の影響は、従来よりも大きくなることが予想され、その負担のカバーも半年後ではなく、1年後から本格化ということになる。

処方箋枚数の多い大手を対象に、その集中度が高いと、保険点数を下げるようになった。大手の儲け過ぎに対する対応ともいえる。これをカバーしていくにはかなり工夫を要する。

- 1) 調剤基本算定は厳しくいなる、2) ジェネリック加算は一層の使用促進が必要となる、3) 基準調剤加算は、地域支援という別の仕組みに変わる。

経営としても、かかりつけ薬局として、処方箋枚数をいかに増やしていくかにかかっている。処方箋の集中度を下げて、地域において、当社の薬局にきてもらうようにする必要がある。薬局のそばにもう1つクリニックにきてもらうというような多面的な立地戦略もとることになる。

診療報酬の改定は厳しいものとなるが、どういう手を打つべきかについてはわかっている。在宅への対応を強化している。当社では薬剤師1人が1在宅を担当するという方針で、全体の7割がその方向にある。この点は他社よりも進んでいる。一方で、当社は大型病院前の駅前薬局は全体の3割と多くない。特定の病院への依存度が高いと、地域包括ケアとなじまないで、薬価の点数が下げられる。

厳しめに想定すると、調剤薬局事業で10~15億円の減益要因となる。これを、M&Aを含む新店開発、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る。

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」の考え方が導入された。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。

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2021年4月からなる。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。当社としては、ネットワーク事業の加盟店を増やすことで、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ろう。

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。2017年3月期のセグメント別営業利益は、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可能性が高まっている。

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。自社ブランドのジェネリック医薬品の供給がウエイトを高め、卸の機能は活かしながらも、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、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る。

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年後には売上高1200億円、経常利益50億円が達成できよう。

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。

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の安定化、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 5000 店へ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 9 月末の株主数は 7792 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ている。

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。2 月 19 日時点の株価(591 円)でみて、PBR 1.70 倍、ROE 9.8%、PER が 17.5 倍、配当利回り 1.7% である。2018 年 3 月期は大幅増益に転換するが、2018 年 4 月の薬価改定の影響をみる必要があろう。2019 年 3 月期は創業 20 周年に当たる。中期的に業績が伸びていくことは十分見込めるので、株価はかなり見直されていくことになるだろう。

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。