

## 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5月21日

東証1部

#### ポイント

・薬価・調剤報酬の改定が厳しい。この影響は二面性を有する。1つは、調剤薬局の収益が従来のように、2年目には前の水準に戻るといわけではない。もう1つは、当社のネットワークに加盟して薬局経営の健全性を確保しようという中堅中小の調剤薬局が急増している。ネットワークの独自性が一段と発揮されてこよう。

・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3期前+200件、2期前+370件、前期+739件とピッチが大幅に上がった。2018年3月末で2509件となった。今後は、4年以内に5000件を上回ってこよう。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。

・今期からスタートした中期4カ年計画では、ネットワーク事業の拡大を柱に、医薬品メーカーから卸、薬局、患者に至るサプライチェーンの効率化を通して、2022年3月期で営業利益50億円、ネットワーク事業と医薬品製造販売事業（SCM事業）の利益貢献を高めて、調剤薬局事業との利益構成を50：50に持っていく方針である。

・前2018年3月期は経常利益で32.5億円（前期比+54%）と急回復をみせたが、今2019年3月期は診療報酬の改定で大幅減益となろう。会社計画の経常利益16.5億円（同-49%）は上回ると予想するが厳しい。しかし、来期は、ネットワーク事業の利益貢献が高まってくるので、経常利益で32.5億円まで戻すことができよう。

・地域包括ケアの中で、「未病・予防－医療－介護」を支える「かかりつけ薬局」への対応が勝負となる。2017年10月にグループの組織再編を実施した。サービス付き高齢者向け住宅、医療介護施設向け給食、訪問看護など、周辺事業の収益性改善も次第に進行しよう。ネットワーク事業を軸に、中期計画の営業利益50億円は十分達成できよう。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するものと期待される。

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。

## 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5月21日) 509円 時価総額 155億円(30.5百万株)  
PBR 1.45倍 ROE 5.7% PER 25.7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	93977	3163	3250	1022	34.5	10.0
2019.3(予)	97000	1900	1850	600	19.8	10.0
2020.3(予)	106000	3300	3250	1340	44.3	10.0

(18.3ベース)

総資産 62759百万円 純資産 10584百万円 自己資本比率 16.9%

BPS 351.4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。

### 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。今2019年3月期で創業20周年を迎える。

### 医薬品等ネットワーク事業でオンリーワン

当社は自前で399店舗(3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2509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。

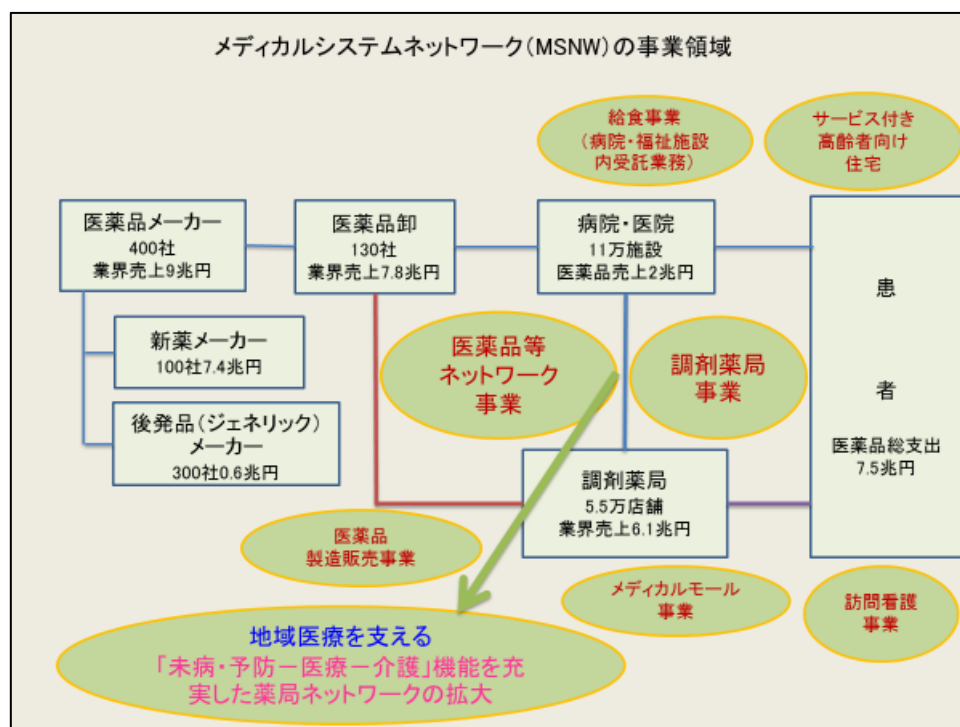
その強みとして、通常は医薬品卸への大量発注によるバイイングパワー(購買力)を行使して、安く仕入れるということが考えられる。薬局での薬の価格は国によって決められているので、販売価格に自由度はない。その中で、薬局と卸がマージンの取り合いをしても生産的でないと考えている。むしろ、デッドストックにならないような在庫の有効利用によるコ

---

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、2018年3月期1691億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。



### 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2018年3月末で399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

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。

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。

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	5位
店舗数	399	1066	583	718	687
売上高(17年度)(億円)	939	2481	2412	1455	1354
経常利益(億円)	32	151	101	93	72
売上高経常利益率(%)	3.5	6.1	4.2	6.4	5.3
株価(5/21)(円)	509	7600	3240	2361	2572
時価総額(億円)	155	2693	519	918	789
PBR(倍)	1.45	2.86	1.25	2.52	2.12
ROE(%)	5.7	9.8	9.0	12.5	9.3
PER(倍)	25.7	28.1	13.8	18.5	22.6
配当利回り(%)	2.0	0.7	1.5	1.2	1.1

(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。

### 「地域薬局」の確立

なの花薬局は、多職種連携と専門性により「地域薬局」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。

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)

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。

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。

在宅実施店舗は2018年3月末の自社店舗399店中300店まで増えており、全体の75%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	2018.3末	2015.3末	2016.3末	2017.3末	2018.3末	2015.3末	2016.3末	2017.3末	2018.3末
関東・甲信越エリア	75	79	85	85	287	346	450	605	362	425	535	690
東海・北陸エリア	42	44	54	54	140	183	294	442	182	227	348	496
九州・沖縄エリア	35	36	37	37	106	159	234	428	141	195	271	465
近畿エリア	53	48	54	58	78	99	147	227	131	147	201	285
北海道エリア	112	115	118	121	95	106	110	118	207	221	228	239
東北エリア	5	6	7	22	88	93	105	149	93	99	112	171
中国・四国エリア	23	25	22	22	61	61	53	141	84	86	75	163
合計	345	353	377	399	855	1047	1393	2110	1200	1400	1770	2509

## 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。

## 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（サ高住）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なの花薬局がある。1 室の広さは 65~73m<sup>2</sup> 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 25~30m<sup>2</sup> 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。

### 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 億円となった。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。そこで、仕入れの効率化や値上げなどを通して、利益確保を図っている。給食事業も、医療と食事と居住という観点で、一定の取り組みを進めていく方針である。

### 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。従来取締役 7 名は執行役員となって、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

---

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。

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。

### 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していたので、影響はなかった。

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。

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。

---

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。



## 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。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。これを機に、コンプライアンス体制を強化し、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。また、企業風土の活性化に向けて、働き方改革にも取り組んでいる。

## 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

### 医薬品等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、患者が医者処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。

医薬品等ネットワーク事業

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3
加盟店舗数(店)	1033	1163	1200	1400	1770	2509
医薬品発注取扱高(億円)	948	1124	977	1237	1374	1691
発注手数料(百万円)	1255	1490	1601	1913	1984	2236
システム販売額(百万円)	1213	1183	1029	1109	1046	1228
その他(百万円)	181	170	183	212	205	175
合計(百万円)	2650	2843	2814	3235	3237	3639

(注)加盟店舗数には自社店舗も含む。

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。

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。全体の平均でみると、1.3%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。

#### セグメント別業績

(百万円、%)

	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3
<b>医薬品等ネットワーク事業</b>					
売上高	2843 (+7.3)	2814 (-1.0)	3235 (+15.0)	3237 (+0.0)	3639 (+12.4)
営業利益	1475 (+20.7)	1549 (+5.1)	1776 (+14.6)	1718 (-3.3)	1949 (+13.4)
同利益率	51.9	55.1	54.9	53.1	53.6
<b>調剤薬局事業</b>					
売上高	63006 (+19.8)	71743 (+13.9)	82002 (+14.3)	81650 (-0.4)	87172 (+6.8)
営業利益	1840 (+4.2)	2377 (+29.2)	3412 (+43.5)	2314 (-32.2)	3060 (+32.2)
同利益率	2.9	3.3	4.2	2.8	3.5
<b>賃貸・設備関連事業</b>					
売上高	1317 (+17.4)	1517 (+15.2)	2430 (+60.2)	2046 (-15.8)	2031 (-0.7)
営業利益	-39 (na)	25 (na)	129 (+409.3)	-143 (na)	-182 (na)
同利益率	-3.0	1.7	5.3	-7.0	-9.0
<b>給食事業</b>					
売上高	607	1932 (+218.3)	2830 (+46.5)	4667 (+64.9)	4103 (-12.1)
営業利益	-12	-13 (na)	-89 (na)	-129 (na)	45 (na)
同利益率	-2.0	-0.7	-3.1	-2.8	1.1
<b>その他事業</b>					
売上高	407 (+61.5)	182 (-55.2)	143 (-21.5)	163 (+14.0)	92 (-43.3)
営業利益	10 (+116.3)	-76 (na)	-109 (na)	-163 (na)	-97 (na)
同利益率	2.5	-41.8	-76.2	-100.0	-105.4
<b>合計</b>					
売上高	66181 (+20.7)	75548 (+14.2)	87715 (+16.1)	88865 (+1.3)	93977 (+5.8)
営業利益	2091 (+2.2)	2641 (+26.3)	3783 (+43.2)	2113 (-44.1)	3163 (+49.7)
同利益率	3.2	3.5	4.3	2.4	3.4

(注) 賃貸設備関連は高齢者賃貸住宅、調剤薬局など。給食は病院、福祉施設など。その他はSMO、訪問看護、ジェネリック製造販売など。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。

#### 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

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。

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

##### ～加盟店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 (DSE：不動在庫消化) 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。

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	2017.3末	2018.3末
北海道	101	109	110	112	115	118	121
関東甲信越	34	62	67	75	79	85	85
近畿	41	44	45	53	48	54	58
東海北陸	20	24	30	42	44	54	54
九州沖縄	4	5	37	35	36	37	37
中国四国	19	20	26	23	25	22	22
東北	4	5	6	5	6	7	22
合計	223	269	321	345	353	377	399
出店	6	21	14	10	9	8	8
閉店	-3	-8	-7	-13	-8	-4	-5
M&A	6	33	45	27	7	20	19

調剤薬局の買収～経営改革による薬局の収益性改善が進展

M&Aは、毎期20～30億円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ったが、2018年3月期で黒字化した。

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。

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

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。

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スは、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。

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。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	たんぼぼ薬局	406	124
12	フロンティア	382	150
13	薬樹	334	146
14	ファークス	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

#### 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ため、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。実際、加盟件数の加速化に、かなり貢献してきている。

#### 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。

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。

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テンションサービス（DSE）を2015年10月からスタートさせた。

### 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、399店（3月末）ほどある薬局のうち、89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う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。

### 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

---

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。

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。

### 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。大病院前的大型薬局、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。

#### 第五次中期経営計画がスタート

第5次の中期計画が今期よりスタートした。ポイントは4つある。第1は、診療報酬の改

---

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。

定サイクルに合わせ、4カ年計画とした。第2は、SCM事業（医薬品ネットワーク+後発医薬品）と調剤薬局の利益構成比を50：50に持っていく。第3は、サ高住投資の一巡とM&Aのコントロールでキャッシュ・フローの改善を図る。第4は、健康経営・ESGへの取り組みを強化する。

第五次中期経営計画の骨子  
(2019.3期～2022.3期)

<p>ポイント</p> <ul style="list-style-type: none"><li>* 診療報酬改定に合わせ、4カ年計画へ</li><li>* SCM事業と調剤薬局事業の利益を50対50へ（SCM事業：医薬品ネットワーク+後発医薬品）</li><li>* 大型投資の一巡でキャッシュフローを改善へ</li><li>* 健康経営・ESGの推進</li></ul>
<p>基本方針</p> <ol style="list-style-type: none"><li>1. 医薬品ネットワークの拡大<ul style="list-style-type: none"><li>・地域医療を支える中堅・中小薬局の経営を支援</li><li>・医薬品流通の効率化</li></ul></li><li>2. グループ薬局の質の向上<ul style="list-style-type: none"><li>・かかりつけ機能の発揮</li></ul></li><li>3. 良質な後発医薬品の製造販売の拡大<ul style="list-style-type: none"><li>・効率的な医薬品流通の実現に貢献</li></ul></li><li>4. グループ連携で、地域包括ケアシステムに必要な医療・介護・予防などのコミュニティ・ケア機能を一体的に提供</li><li>5. キャッシュフローを改善し、財務体質を強化</li><li>6. ESG向上への継続的取り組み<ul style="list-style-type: none"><li>・地域住民の健康を支える企業</li><li>・社員の活力を高める健康経営</li><li>・ガバナンス、コンプライアンスの向上</li><li>・CSR活動の推進</li></ul></li></ol>

KPIとしては、4年後の2022年3月期で、①ネットワークの加盟件数を5000件、②売上高1200億円、営業利益50億円、③SCM事業と調剤薬局事業のセグメント営業利益を各々35億円として、その比率を50：50とする、④EBITDA（営業利益+減価償却+のれん償却）75億円、⑤自己資本比率30%以上、を掲げた。

第四次の中期計画では、3年で調剤薬局を500店にもっていくことを目指してM&Aにも力をいれたが、M&Aの価格が高くなっていることもあり、ピッチを落とした。3月末の薬局数は399店であった。今回の中期計画では自前の薬局数をKPIとしてあげなかった。これは望ましい姿であろう。

当社の圧倒的強みはネットワークビジネスにある。ここの価値創造プロセスの向上に全力をあげる方針なので、自前の薬局はいいものがあれば、適切に対応するということが十分である。拡大する加盟店にとってもネットワークの価値向上が第一義的である。

また、財務的には無理をしないで、キャッシュ・フローマネジメントに注力する。フリーキャッシュ・フローをプラスに生み出し、サ高住のオフバランスを通して借入金の返済を図ることがよい財務戦略といえよう。

CSR企画推進室を設置した。これまで各事業部門で運用していたが、CSR活動をリードする部署を設置した。引き続き移植医療、障害者雇用、社会福祉、スポーツ支援などに力を入れていく方向である。

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。



中期計画のKPI(重要経営指標)

(件、億円、%)

	2018.3 (実績)	2022.3 (目標)	
医薬品ネットワーク加盟件数	2509	5000	5000件以上
売上高	939	1200	うちM&A・開発120億円
営業利益	31	50	
SCM事業	19	35	医薬品ネットワーク+ジェネリック SCM: 調剤の利益構成を50:50へ
調剤薬局事業	30	35	
売上高営業利益率	3.4	4.1	
EBITDA	57	75	
営業キャッシュフロー(4年間累計)	200	220	
投資キャッシュフロー(4年間累計)	197	120	
自己資本比率	16.9	30.0	30%以上

(注)セグメントの営業利益は全社の一般管理費前ベース。  
EBDA=営業利益+減価償却+のれん償却

### 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 2500 件を超えてきた。ネットワーク事業のマネジメントは上手くいっており、これから一段と大きくなる。

今後は年 700 件ペースで拡大できると、田尻社長はみている。4 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ある。

最初の 1000 件に 14 年、次の 1500 件に 5 年とピッチが上がっている。次の 1500 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 1.3%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 1 万件を達成することも十分ありえよう。

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。

### 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
2018.3	2509	1691

(注)\*: 2012.3は6カ月を年率換算

### 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開始

医薬品の取扱高は 2018 年 3 月期で 1691 億円、1 件当たり 0.8 億円となるので、2500 件で取扱高は 2000 億円、これが 5000 件になれば 4000 億円、1 万件になれば 8000 億円と業界でも断トツとなってくる。

この取扱高の拡大を前提に、流通の仕組みを今後どのように変革していくか。1 つは、卸売から薬局への物流、デリバリーにおいて、毎日の定時配送から、データに基づいた緻密なコントロールによって、配送頻度を下げることである。既に大手の医薬品卸とは具体化の話が進んでいる。人手不足への対応と効率化を進めていけば、このコストが下がる。さらにビッグデータ、AI の活用も進むことになろう。

2 つ目は、メーカーから卸を通して薬局というサプライチェーンにおいて、ジェネリック医薬品の自社製造販売を展開する。いわばジェネリックの PB (プライベートブランド) 化である。

2000 億円の取扱高の 15%、約 300 億円がジェネリックである。これをファブレスで PB 化すると、1) 流通の効率化に一石を投じることができる。2) 一定の量がまとまってくれば、ジェネリックの生産、販売から利益を得ることもできる。ここへの挑戦をスタートさせた。

### 子会社フェルゼンファーマでジェネリックを製造販売～ダイトと組む

ジェネリックの製造販売のコアとなる子会社は、2016 年に設立したフェルゼンファーマである。フェルゼンファーマは、2017 年 2 月にジェネリック 6 成分 13 品目の承認を申請し、1 年後の 2018 年 2 月に承認を取得した。

フェルゼンファーマのビジネスモデルは、工場をもたないファブレスである。製薬メーカーと協力して、そこにアウトソーシングしてジェネリックを製造し、自社の責任において、調剤薬局に販売する。自社ブランドのジェネリックをまずは自社のなの花薬局で取扱い、次第に加盟店に広げていく。

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。

製造は、ダイト（コード 4577）に委託する。ダイトは東証 1 部上場で、富山県富山市に本社をおく。医薬品原料、医療用医薬品・一般用医薬品の生産を手がけ、フェルゼンファーマにも資本出資（当社 80%、ダイト 20%）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。

### 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。

### 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

---

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、医薬品等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。

### 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サポートを行った。

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た。

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

---

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。

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。

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、札幌などにも広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市に本社を置き、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

---

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。

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も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。

サービス付き高齢者向け住宅  
～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	42	15	○	○	○	○
ウイステリア南1条 (予定)	2018.11	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。

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。

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3月末で入居率が42%である。これを来年3月までには73%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

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。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。

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。

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に目途が立つ

2018年3月期のバランスシートでは、現預金が10201百万円(+7949百万円)と大幅に増えている。これは、長期借入金28628百万円(+7359百万円)と増えていることによる。具体的なM&Aに対応したものではないが、今後への準備として借入を増やした。これによって、有利子負債比率は50.3%(前期42.8%)、自己資本比率16.9%(同20.1%)と、財務バランスはやや悪化している。

キャッシュ・フロー(CF)は、2018年3月期で、営業CF+6699百万円(うちEBIDA5711

---

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。

百万円) に対して、投資 CF-6848 百万円 (設備投資-4050 百万円、M&A-2466 百万円) とほぼバランスしている。

財務 CF は+8050 百万円 (うち借入金の増加+9890 百万円、子会社株式の増加-1201 百万円) と、借入に伴うキャッシュ増となっている。

MSNWのバランスシート

	(百万円、%)					
	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.30
流動資産	8271	10941	11023	10783	11098	18736
現預金	2091	3106	2499	2081	2252	10201
売掛金	1513	2801	3125	2614	2223	2332
商品	2150	2650	3764	3335	3946	3418
固定資産	22518	32172	34564	38063	39639	44023
有形固定資産	11471	15975	17249	20253	21246	24129
のれん	8176	12253	13214	12916	13184	14451
投資等	2783	3797	3759	4329	4559	4847
資産合計	30789	43114	45587	48847	50737	62759
負債	24553	37761	39451	38581	40092	52174
買掛金	5615	7798	8598	9525	9144	9416
短期借入金	3015	10270	5895	3607	356	2950
長期借入金	7510	9669	14201	13323	21269	28628
純資産	6236	5352	6135	10265	10644	10584
有利子負債	12193	22011	22743	19562	21725	31578
有利子負債比率	39.6	51.1	49.9	40.0	42.8	50.3
自己資本比率	18.8	11.9	12.7	20.3	20.1	16.9

(注)長期借入金には1年以内返済予定を含む。

サ高住のオフバランス化の要件はみえてきた。少し時間は要しようが数年かけて進展していくことになろう。

サ高住のビジネスに伴う借入金は総額 120 億円程度で、有利負債 315 億円の 4 割近くと占める。このうちの 3 分の 2 がいずれオフバランス化できることになれば、財務バランスはかなり改善することになろう。

芙蓉総合リースとは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。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。

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。

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

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。

### 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、メルリ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	2019.3(予)
営業キャッシュ・フロー	3790	3706	3838	6409	3084	6699	3300
税引後当期純利益	840	754	1170	2113	-185	1545	600
減価償却	840	1076	1209	1362	1594	1491	1600
のれん償却	487	669	849	917	1009	1056	1100
投資キャッシュ・フロー	-5425	-7559	-3958	-5040	-3909	-6848	-5000
有形固定資産取得	-1624	-4180	-2360	-3674	-2170	-4050	-3000
子会社株式の取得	-3543	-4179	-1626	-304	-1725	-2466	-2000
フリー・キャッシュ・フロー	-1635	-3853	-120	1369	-825	-149	-1700
財務キャッシュ・フロー	1654	4863	-483	-1792	998	8050	-300
長短借入金	2581	7055	481	-3210	2051	9890	-1000
配当金	-200	-199	-190	-229	-297	-297	-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	326	1000
現金・同等物の期末残高	2077	3088	2485	2061	2235	10136	8136

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。以降、2月405個、3月131個、4月10個と推移している。ここまでの調達額は3.3億円であった。

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) 医薬品等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。

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

##### 2018年3月期は大幅増益を達成

2018年3月期は、売上高93977百万円（前期比+5.8%）、営業利益3163百万円（同+49.7%）、経常利益3250百万円（同+54.1%）、純利益1022百万円（同+78.8%）と極めて好調であった。

ネットワーク事業、調剤薬局事業とも好調であった。それ以外の5事業も全体でみると赤字が縮小した。

セグメント別にみると、医薬品等ネットワーク事業は、前期比で売上高+12.4%、営業利益1949百万円（同+13.4%）となった。加盟件数は2509件（同+739件、同+41.8%）と、目標の2200件を大幅に上回った。

加盟件数は1000件に達するまでに13年を要したが、2500件に至るには5年余りであった。1) 当社のネットワークのサービスのよさ、2) 中小薬局の経営環境悪化への対応、3) 当社サービスの認知度の向上、4) パートナー企業との連携、5) 加盟薬局からの口コミ、などによって、加盟件数の増加が加速している

調剤薬局の売上内訳

(%)

内 訳	2015.3期			2016.3期			2017.3期			2018.3期		
	内 容	伸び率	既存店	内 容	伸び率	既存店	内 容	伸び率	既存店	内 容	伸び率	既存店
処方箋枚数(千枚) a	6909	(+14.0)	(+0.7)	7415	(+7.3)	(+1.6)	7849	(+5.9)	(+0.1)	8181	(+4.2)	(+0.4)
処方箋単価(円/枚) b	9809	(-0.2)	(+1.0)	10485	(+6.9)	(+6.8)	9776	(-6.9)	(-6.0)	9875	(+1.1)	(+2.3)
技術料	2270	(+0.6)	(+1.2)	2337	(+3.0)	(+3.0)	2299	(-1.6)	(-1.5)	2349	(+2.2)	(+2.5)
薬剤収入	7539	(-0.5)	(+1.0)	8148	(+8.1)	(+8.0)	7467	(-8.4)	(-7.3)	7526	(+0.8)	(+2.2)
売上高(百万円)	71743	(+13.9)		82002	(+14.3)		81650	(-0.4)		87172	(+6.8)	
調剤売上 a×b	67780	(+13.8)	(+1.7)	77753	(+14.7)	(+8.5)	76662	(-1.4)	(-6.0)	80788	(+5.4)	(+2.6)
その他	3963	(+15.8)		4249	(+7.2)		4988	(+17.4)		6384	(+28.0)	

(注) 伸び率は前年度比全店ベース。既存店は伸び率。

調剤薬局事業は、売上高+6.8%、営業利益3060百万円（同+32.2%）と大きく伸びた。調剤薬局は、新規出店8店、閉店・譲渡5店、M&A19店で399店となった。この期の既存店の

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。

処方箋枚数は前期比+0.4%、処方箋単価は同 2.3%と順調であった。とりわけ、技術料は同+2.5%と好調であった。

賃貸・設備関連事業は、売上高-0.7%、営業利益-182 百万円（前年同期-143 百万円）と、赤字がやや拡大した。今年 11 月にオープン予定のサ高住ウィステリア南 1 条の費用が先行していることによる。

給食事業は、売上高-12.1%、営業利益 45 百万円（同-129 百万円）と黒字に転換した。1) 不採算施設からの撤退、2) 契約単価の見直し、3) 食材費の適正化を進めたことによる。

その他事業は、売上高-43.3%、営業利益-97 百万円（同-163 百万円）と赤字が縮小した。治験施設支援の SMO 事業から撤退したことによる。しかし、訪問看護事業などがまだ赤字である。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。

セグメント別業績予想

(百万円、%)

	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3 (予)	2020.3 (予)	2022.3 (予)
医薬品等ネットワーク事業							
売上高	2814	3235	3237	3639	4000	5000	7000
営業利益	1549	1776	1718	1949	2150	2650	4000
同利益率	55.1	54.9	53.1	53.6	53.8	53.0	57.1
調剤薬局事業							
売上高	71743	82002	81650	87172	90000	98000	110000
営業利益	2377	3412	2314	3060	1800	2500	3000
同利益率	3.3	4.2	2.8	3.5	2.0	2.6	2.7
賃貸・設備関連事業							
売上高	1517	2430	2046	2031	2800	3200	4000
営業利益	25	129	-143	-182	-320	-100	200
同利益率	1.7	5.3	-7.0	-9.0	-11.4	-3.1	5.0
給食事業							
売上高	1932	2830	4667	4103	3200	3000	4000
営業利益	-13	-89	-129	45	50	50	100
同利益率	-0.7	-3.1	-2.8	1.1	1.6	1.7	2.5
その他事業							
売上高	182	143	163	92	300	400	1000
営業利益	-76	-109	-163	-97	-70	0	50
同利益率	-41.8	-76.2	-100.0	-105.4	-23.3	0.0	5.0
売上高	75548	87715	88865	93977	97000	106000	121000
営業利益	2641	3783	2113	3163	1900	3300	5200
営業利益率	3.5	4.3	2.4	3.4	2.0	3.1	4.3
経常利益	2540	3860	2109	3250	1850	3250	5000
経常利益率	3.4	4.4	2.4	3.5	1.9	3.1	4.1
当期純利益	885	1720	571	1022	600	1340	2200

組織再編に伴う費用は、特別損失として 1.7 億円程度発生した。これは翌期になくなる。減損は 7.2 億円ほど発生した。通常の 2~3 億円レベルよりは多かった。なお、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。

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4月の薬価改定の影響

4月の調剤報酬の改定は厳しいものとなった。従来のように1年後にカバーできるほど容易ではない。調剤基本料算定、後発医薬品調剤体制加算、地域支援体制加算のいずれも、従来のように1年かけて手を打っていけば、かなり効果を上げられるという内容ではなくなっている。後発医薬品の体制加算も厳しいが、新しい仕組みとして導入された地域支援体制加算は1年かけても改善の成果を出しにくい内容となっている。

いずれも必死で手を打っていくが、かつてのように年後半から成果が出始めて、翌年にはマイナス分をクリアしていくというのは難しい。つまり、薬局事業の収益性の回復には時間を要する。

会社側では、2019年3月期では、薬価改定で-8億円、報酬改定で-10億円の負担を見込んでいる。実際には、いろいろ手を打っていくので、このマイナス負担を数億円は軽くすることはできようが、2020年3月期をみても、残りの大きなマイナスを全てカバーすることは難しい。

経営としては、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。

在宅への対応も強化している。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。

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月からになる。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、収益面でもプラスに働こう。

## 2019年3月期は大幅減益へ

2019年3月期の会社計画は、売上高95500百万円（前期比+1.6%）、営業利益1700百万円（同-46.3%）、経常利益1650百万円（同-49.2%）、純利益520百万円（同-49.1%）と、大幅減益を見込んでいる。

薬価改定の影響-844百万円、報酬改定の影響-963百万円が大幅なマイナスに効いてくる。また、サ高住の新規開業も負担となる。

ネットワークの加盟店の増加や調剤薬局での努力があるとしてもプラスの効果は十分で

---

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。

ない。それでも年度後半には一定の改善はみせてくるので、通期では、会社計画を多少上回る営業利益は達成できよう。

ネットワークの加盟件数の年間目標は+700件で3200件を目標とする。ネットワークへの加盟件数は4月と5月で+140件となり、2649件となった。年間目標は+700件に対して、スタートは良好である。調剤薬局では、新規店とM&Aで+20店を目指す。

サ高住では、ウィステリア千里中央が82戸に対して、前期は入居率42%まできていたが、今期はかなり好転しよう。南1条は今年11月開業であるが、前評判はよいので、入居のピッチは上がるものとみられる。それでも償却負担が先行するので、今期の赤字は重くなる。

訪問看護ステーション事業は練馬に次いで、昨年年12月に世田谷に新規1か所、この4月にもう1か所をM&A、5月に仙台に1か所を開設している。将来的には10カ所を目途に拡大していく。

### 2020年3月期は大きく回復できよう

来2020年3月期については、1) 調剤薬局の業績は回復してくるが、従来のように1年前の水準を抜いてくるというわけにはいかない。それでもセグメント利益で2500百万円レベルには戻ってこよう。2) ネットワーク事業については、加盟件数にピッチが上がっているため、従来水準をかなり上回って2750百万円は見込めよう。サ高住の赤字も減少傾向に入ろう。よって、営業利益で33億円は達成できよう。ネットワークの貢献が高まってくる点に注目したい。

## 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

2018年3月期のネットワークと調剤薬局のセグメント利益は合算で50億円、その比率は4:6であった。これが、ネットワーク加盟店が現在の4倍の1万件になった時に、合算の営業利益が100億円を超え、その比率を6:4に持っていくことが、最も重要な将来構想であろう。

ネットワークの発注手数料は、年間2236百万円、加盟件数の年平均は2140件であるから、1件当たり1百万円に相当する。将来5000件になれば50億円、1万件になれば100億円となることも想定される。単純に比例的に推移するとはいえないが、いかにネットワークの付加価値を高めていくかがテーマである。

「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。調剤薬局の利益増が第1のドライバーであ

---

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。今回の中期計画はそれを狙っている。

ネットワーク事業への加盟件数が飛躍的に伸びてきており、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 年内にみえてくる可能性が高い。

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 5000 件へ増えていくのであれば、発注の取扱高も 4000~5000 億円と、業界で断トツトップになっている。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、調剤薬局数を一定程度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ふ他に、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 1200 億円、営業利益 50 億円は十分射程内にある。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 60~70 億円、営業利益 35~40 億円は達成できよう。調剤薬局は M&A を入れて、売上高 1100 億円、営業利益 30 億円が見込めよう。

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% 台を確保できよう。

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。

---

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。

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)

2018年3月末の株主数は7856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。5月21日時点の株価(509円)でみて、PBR 1.45倍、ROE 5.7% (来期ベースで12.7%)、PER 24.7倍 (同11.5倍)、配当利回り2.0%である。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。