

## 4671 ファルコホールディングス

### ～臨床検査と調剤薬局を軸に医療支援サービスを拡大～

2015年6月26日

東証1部

#### ポイント

・6月にトップマネジメントが交代し、平崎社長が会長に、赤澤会長が社長に就任した。この2年におけるドラッグストアの売却や構造改革で、財務体質は大幅に強化された。フリーキャッシュ・フローもプラスで、株主還元にも力を入れている。守りは固めたので、攻めが必要である。次世代マネジメントへのバトンタッチに向けて、ビジネスモデルを強化する必要があり、新たな企業連携も重要になる。そのための布陣といえよう。

・当社は、臨床検査、調剤薬局を二本柱とする医療サービス企業である。開業医を中心に臨床検査で全国2.3万施設を顧客としている。この顧客の数、つまりドクターとのネットワークの数では業界トップである。簡易血液検査なども含めた次世代ラボ構想を掲げ、ドクターと患者を結ぶサービス（臨床検査、調剤薬局）から、ドクターと生活者を予防医学（個別化医療）として結びつけるところまで展開しようと考えている。

・一方で臨床検査、調剤薬局とも市場は成熟局面に入っており、業界再編も進行しつつある。守りと攻めのバランスが求められている。その中で、2013年12月にドラッグストア（示野薬局）をマツモトキヨシホールディングスへ譲渡した。55億円で売却し、損益的には約34億円の売却益が発生した。その資金を人材と財務体質の強化に活用した。

・臨床検査は競争が激化しており、強い地域の周辺強化に向けた新たな連携は今後とも加速しよう。遺伝子検査や電子カルテなど、次の分野の貢献も待たれる。長年手掛けてきたヒト遺伝子検査では、遺伝子検査を行う契約医療機関数が3月末で177まできた。さらに大手臨床検査企業とも連携を強めようとしている。現状は年間1000人の検査数へ増加したが、今後市場が拡大すれば、利益貢献も期待できよう。

・2016年4月の診療報酬の改定や薬価改定、2017年4月の消費税引き上げなどに伴う負担をいかに吸収するか。今期は増益ながら、来期はやや苦戦しよう。中期的には経常利益で20億円を出す力は十分有るので、ROEも8%に戻すことができよう。新規事業を含め競合大手とは違った独自戦略で、安定したポジションを築こうとするマネジメントの展開に期待したい。配当政策を見直しによって、株主優待を含めた実質配当利回りは3.75%と高い水準にある。この魅力に注目したい。

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

## 目次

1. 特色 ドラッグストアを売却し、臨床検査、調剤薬局を強化
2. 強み 臨床検査でのネットワークの広さを活かす
3. 中期経営方針 守りと攻めのバランスを図り、経営体質を強化
4. 当面の業績 今期は順調ながら、来期はやや厳しい
5. 企業評価 既存分野で新たな連携を推進

## 企業レーティング B

株価(15年6月26日) 1530円 時価総額 173億円(12.28百万株)  
PBR 1.05倍 ROE 7.3% PER 14.3倍 配当利回り 2.4%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2008.9	37461	1020	853	115	9.5	20.0
2009.9	39458	1751	1561	619	51.6	20.0
2010.3	19884	649	552	145	12.2	10.0
2011.3	57027	2004	1899	950	73.5	22.0
2012.3	60828	2166	2085	683	54.3	22.0
2013.3	62758	2128	2186	1290	105.4	25.0
2014.3	58401	1117	1118	2278	189.1	30.0
2015.3	46593	1675	1825	1117	99.0	36.0
2016.3(予)	47000	1700	1900	1200	107.1	37.0
2017.3(予)	46000	1450	1700	1080	96.3	37.0

(15.3ベース)

総資産 30192百万円 純資産 16365百万円 自己資本比率 54.2%

BPS 1460.0円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。10.3期は6ヵ月ベース(決算期変更)。13.3期は連結子会社の決算日を変更し、3月末に統一。

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 ドラッグストアを売却し、臨床検査、調剤薬局を強化

### 臨床検査で業界4位ながら、ドクターとのネットワークではトップ

当社は1962年(昭和37年)の創業以来、「お医者様と患者様のために」をモットーに、事業の発展を遂げてきた。ファルコ(FALCO)は、「速く正確で信頼される臨床検査会社」の頭文字に由来する。臨床検査では、業界初の翌日報告体制を築き、業界標準に先鞭をつけた。検査データが翌日にはドクターのもとに届いて、診断に活用できるようにした。調剤薬局には1999年に参入し、現在111店を有する。

今後は臨床検査、調剤薬局を中心に医療サービスの事業分野を融合して、次世代ラボ構想を推進する方向を目指す。医者と患者を結び付けるとともに、その領域を広げていこうという考えである。医療モールを展開するとともに、予防医学もターゲットにして、総合力を発揮させようとしている。

ファルコの臨床検査取引機関(病院、診療所)数  
(件、%)

地域	機関数	(構成比)
近畿	9977	43.9
東海・北陸	5460	24.0
中国・四国	3607	15.8
九州	2472	10.9
首都圏	1232	5.4
合計	22748	100.0

(注)2014年3月末現在

臨床検査では、2.3万件の取引先(医院、病院)を有し、その数は業界トップである。売上げでみた取引先は病院30%、診療所(クリニック)70%という構成である。臨床検査の市場規模は約5000億円、その中での業界シェアは5.7%で、業界4位である。因みに1位はSRL(みらかHD)20.6%、2位はBML17.1%、3位はLSIメディエンス(三菱ケミカルHD)11.4%である。その中で、当社は規模の大きい病院よりもクリニックに強いのが特徴である。

調剤薬局は、臨床検査のネットワークを活かしてパートナーを広げ、京都を本拠地とし近畿・北陸を中心に111店を有する。調剤薬局は、病院のそばにあるという門前調剤の比率は5割を切っており、患者の自宅近くの薬局に移ってきている。患者にとっては、薬の専門的な情報を必要としながらも、家のそばの薬局の方が便利で望ましい。

### 臨床検査、調剤薬局の2本柱に戻る

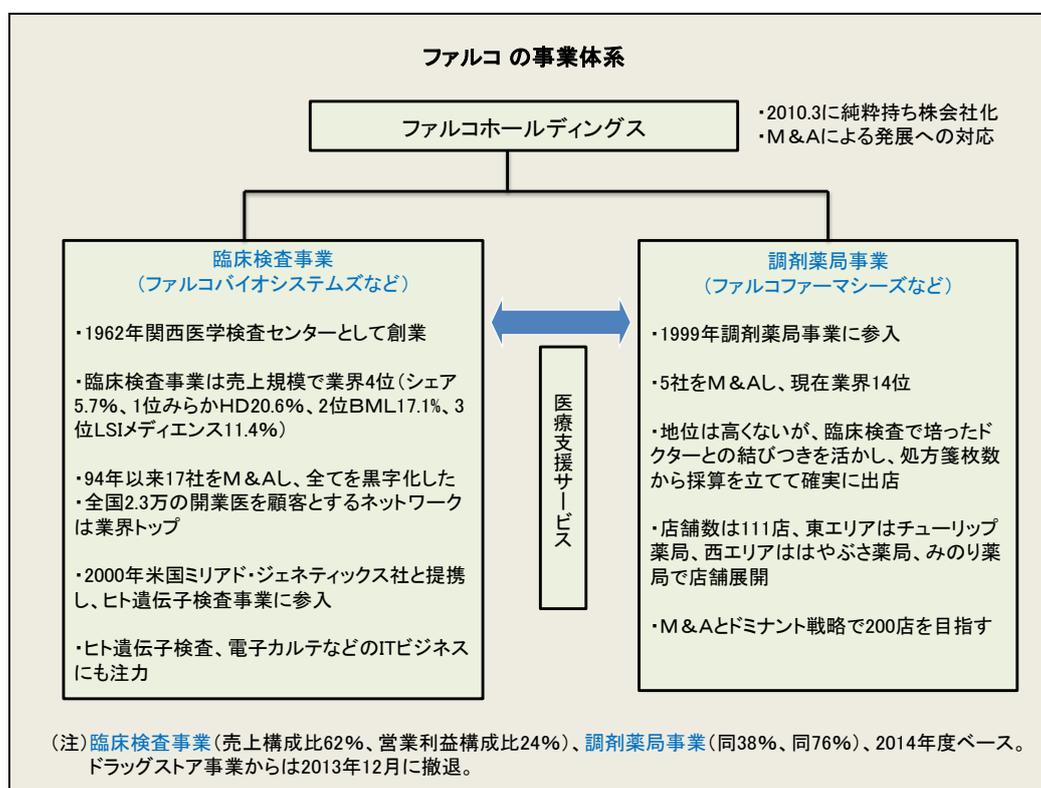
2010年3月よりホールディング体制とした。これまで友好的なM&Aを実施し、臨床検査では17社を子会社化してきた。今後もM&Aには積極的であり、事業を統括していく上で効果的な体制を構築している。

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。

ファルコホールディングスは、純粋持株会社の形態をとっている。その傘下に主要な会社があり、臨床検査のファルコバイオシステムズ、調剤薬局のファルコファーマシーズとチューリップ調剤がある。

ファルコホールディングス(HD)は、大きく分けると2つの機能に分けられる。臨床検査は、患者の病気の診断や治療方針の決定に必要な正確な検査データを迅速に医療機関に提供する。この臨床検査はファルコバイオシステムズをコアに、地域ごとの検査センターや食品、環境検査のファルコライフサイエンス、検査用消耗品を扱うフレスコメディカル、体外診断薬卸のアテストなどが担う。

調剤薬局は、FC(フランチャイズ)の5店を含め111店を有する。調剤薬局は、東エリアでは北陸を中心にチューリップ調剤がチューリップ薬局を、西エリアではファルコファーマシーズがはやぶさ薬局、みのり薬局などの名称で店舗展開している。



当社は、個別化医療の実現に向けた医療総合サービス企業を目指している。事業の中身を見ると、臨床検査では、毎日6.6万人強の検体を分析して検査結果をドクターに届けている。全国にラボを持ち、ここに検査を集中している。開業医、クリニックなど、全国の医療機関のサポート数では業界トップである。

がん予防に役立つヒト遺伝子検査や、医療機関のサービス効率化に結び付くITビジネス

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

にも取り組んでいる。食品・環境分野では、食品の衛生検査や環境に関連した検査も手がけており、残留農薬や食品アレルギー検査などで力を発揮している。

### ドラッグストア事業から撤退し、スリムな経営体質へ

従来は臨床検査、調剤薬局、ドラッグストアの3つの事業を展開してきたが、ドラッグストアからは撤退した。ドラッグストアは2010年に金沢地域で業界2位の示野薬局を買収して参入したが、2013年12月に売却した。13店ある調剤併設店を含め、北陸を中心に63店ほど展開してきたが、規模の拡大は難しいと判断し、2013年12月に示野薬局をマツモトキヨシHDへ譲渡した。

示野薬局を買収して、3年間経営改善に取り組んできたが、物流や商品の見直しによって、コストを改善する余地も限られた。年商160億円を1000億円以上に拡大できれば、規模のメリットも得られるが、それは困難であった。また、この事業の収益性と、臨床検査、調剤薬局とのシナジー（相乗効果）において、十分な成果も期待できないと判断した。

ドラッグストアとのコラボ（協業）は難しく、目指す“医療総合サービス企業”にとって、必ずしもプラスの効果をもたらさなかった。ドラッグストアは化粧品が40%、物販が25%で、薬のウエイトは20%を下回っている。物販については、仕入れや物流のパフォーマンスが鍵を握る。この流通コストの差(7~8%)は規模の格差に由来する。

示野薬局の社員も大手に入って専業として働いた方が、会社も良くなるので、将来の可能性が高くなると判断した。また、当社としても、ドラッグ事業を自ら手掛けていない方が、全国の他のドラッグ関連企業との連携を図り易い。

55億円で売却し、損益的には約34億円の売却利益が上がった。売却益を含めると、ドラッグストア事業のトータルリターンは大幅に高いものとなった。

また、ドラッグストアを売却したことで、経営は身軽になった。株式の売却益を活かして、社内の構造改革にも取り組んだ。一部を社員の処遇の充実に充て、長期人材のリテンション(保持)のために活用した。また、財務体質の強化にも充当し、実質無借金を実現した。増配や自社株買いによる株主還元も実施した。

### 医療総合サービス企業として新展開を目指す

ファルコは医療総合サービス企業として、新たな展開を目指す。HD(ホールディングス)という純粋持ち株会社を設立した狙いは、M&Aをベースとしながら、人材の育成と事業の深化を図ることにある。臨床検査も調剤薬局も規制の枠の中で事業を展開してきた。一定の収益を確保するというマネジメントは既に確立している。

今後を考えると、開業医にも新しい診療所に移ってもらう必要が起りうるし、調剤と医療施設を一体となってコンサルし、立地を検討して、顧客サービスに伝えることも必要になってくる。当社の強みでもあるドクターとの結びつきを予防医学の観点から潜在的な

---

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。

患者としての結びつきにまでもっていきこうという考えである。またHD化することによって、人材の育成と確保を一段と強化し、次の事業の柱も立て易くなる。

### 検査の文化を事業全体に浸透

もう1つ大事なこととして、検査の文化を社内の事業全体に浸透させている。医療の本質はルールを守り、品質を高め維持していくことである。会社はリスク管理を最も重視している。もともと臨床検査は医者や患者の身になってスタートさせた。検査を担う当社にとって、ミスを犯すようなルール違反は致命的である。もしペナルティを受けると立ち直れず生き残れないので、業務に関することは一切隠してはならないと社内で徹底されている。そのために、社員に対してマイナスの評価はしない。評価体系はプラスの評価を軸に構成している。モチベーションが落ちる仕組みを入れると、必ず違反が起きると考えているからである。

他社との競合に関しては、あまり無駄な戦いはしない方針である。シェアを一気に伸ばすのは難しいとしても、差別化していけば着実に伸ばせると考えている。大手以外の小さいところをとっていく方向である。

中期ビジョンとしては、「医療総合サービス企業」を掲げ、パーソナライズド・メディシン（個々の人々に合った医療）へのシフトを目指しており、この方針は変わらない。

## 2. 強み 臨床検査でのネットワークの広さを活かす

### 開業医(クリニック)を顧客にし、集配網は業界随一

臨床検査の得意先は開業医を中心に2.3万施設を有し、この数は全国トップである。臨床検査のネットワークは、西日本を中心に東京から沖縄まで、東北、北海道はまだテリトリーに入っていない。1時間以内で検体の集配ができる地域ラボは24カ所あり、営業用の集配車を950台ほど抱えている。この集配網は業界随一である。これをさらに拡大すべく、営業強化を図っている。

当社は、1962年に関西医学検査センターとして設立され、その後大きく発展してきた。94年以降、この分野で17社を子会社化している。臨床検査という業務はもともと大病院の院内でやっていたが、一般の外来患者を調べるということでアウトソーシング（外部委託）が始まった。これが一週間もかかるような手間であったが、当社は当日分析し、翌日には届けるということを業界で初めて実施した。この仕組みを作り、開業医を顧客としていったことが、当社創業からの圧倒的な強みであり、今でも生きている。

## 臨床検査は近畿圏に強い

同業のみらかHD (SRL エスアールエル) や BML が病院をターゲットにしていったのに対し、当社は開業医を開拓していった。売上げ規模でみたシェアは、みらか(SRL)21%、BML17%、LSI メディエンス(三菱化学メディエンス)11%、当社6%であるが、開業医へのネットワークでは業界トップである。地域的には近畿に強いが、東京を中心とした首都圏の拡大に力を入れている。東京では昭和臨床など3社を買収し、二子玉川に続き、千葉県野田にも検査施設を設置している。

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

## 東海地区でファルコの臨床検査は No. 1

臨床検査における研究所(ラボ)の役割は重要である。東海中央研究所は、中京地区で業界トップの規模を誇る。1日に1.6万人分の検査(最大で2.2万人)を行っている。車で最長2時間の範囲でアクセスできる検査試料(検体)を、夕方までに持ち込むと、翌日の朝には医院や病院に検査結果が届くという仕組みである。花粉症などを含む何らかのアレルギーや、肝臓、腎臓、血液に関する項目などを検査する。細分すると約3350項目の検査が可能で、抗酸菌(結核菌)などの微生物検査も行う。自動分析装置や自動搬送機など、自動化はかなり進んでいる。

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

当社は臨床検査について、東北地域に拠点はない。現在は千葉県の野田に検査センター(ラボ)が置いてあるが、それより北については機会があれば展開していく。その前に、西日本に特化する。関東も市場規模は近畿の10倍近いので、M&Aも含めて攻めていく意向である。

## 総合研究所は中核ラボ、西日本でトップ

ファルコの総合研究所は、1988年に設立され検査活動を行っている。当社は中核ラボ(1カ所)、基幹ラボ(6カ所)、地域ラボ24カ所で臨床検査を行っているが、京都にある総合

---

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

研究所はこの中核ラボである。

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

この総合研究所では毎日2.8~2.9万人分(ID)の検査を行っている。最大では5万IDの検査ができる。1IDにつき検体は3本程度あるので、毎日10万検体を調べている。何を検査するかはドクターが指示を出す。この検査を行うのが臨床検査技師で、国家資格を要する。緊急検査については30分から1時間の範囲で行う必要性が高い。アレルギーについては、192項目の検査項目がありうる。ここでは260人が1人7.5時間のシフトで、24時間稼働している。検査結果の大半は翌日に出る。特殊なものは3~5日、微生物検査は培養したりするので、もう少し日数を要する。

当社にとって総合研究所がベース基地である。ここで全てのことを確立して、地域に広げていく。特に知識レベルの高いもの、遺伝子検査などはここでやっている。検査項目でいえば、全体の4割くらいはこの総合研究所が扱っている。緊急性が高くなく、薬が効くか効かないかという点で、データをとって、時系列的に判断していくような微生物検査はここが本領を発揮する。

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

今後の課題は、①さらに自動化を進めること、②人材に依拠するノウハウの蓄積を図っていくこと、③新しい検査への対応をシステム化していくこと、などである。例えば、うつ病についても血液検査で必要なデータが得られつつあるので、そうした対応をとっていくことが求められる。

### がんの遺伝子検査で業界トップ

オーダーメイド医療に結び付くファーマコゲノミックス、ヒト遺伝子検査については、2015年3月時点において全国177施設の医療機関で検査可能となった。医療機関と検査受託の契約を締結し、検査はファルコで行う。今後は250~300施設に広げる方針である。

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

---

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。

長年力を入れてきたヒト遺伝子検査は、乳がんの親族がいると乳がんになりやすいという体質を、遺伝子を調べることによって、事前に知っておき対応しようという技術である。これによって、遺伝性の乳がんと卵巣がん(BRCA1/2 遺伝子)について発症リスクの判定をする。米国では標準医療として年12万人が受検し、280億円の市場を形成している。

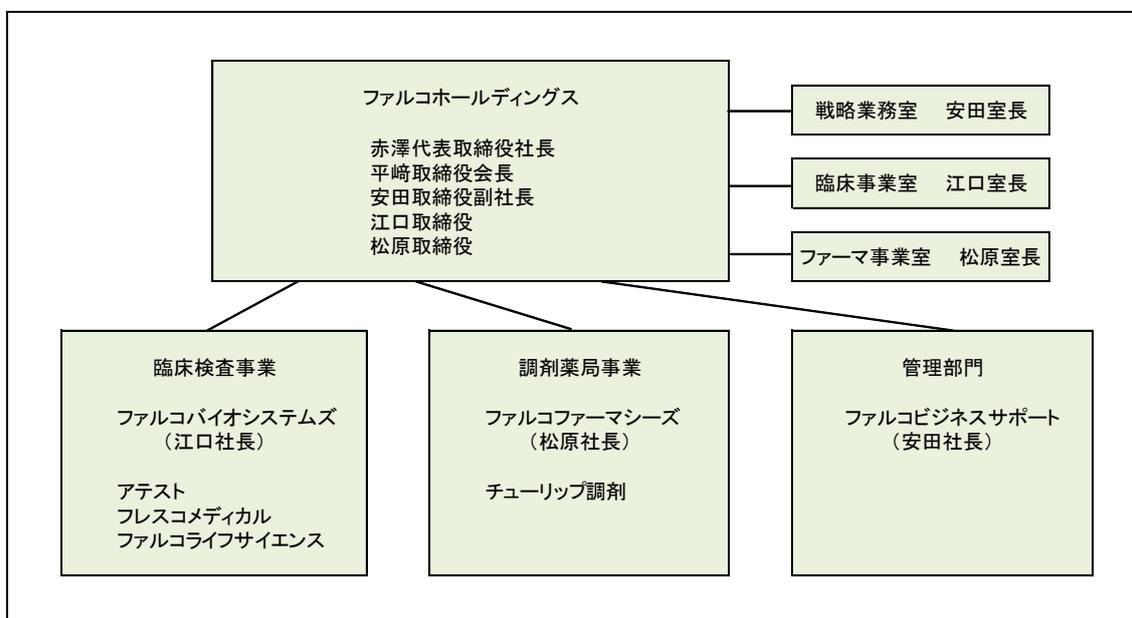
日本では年間約6万人が乳がんになるが、そのうち15~20%が遺伝性のものである。遺伝子検査で早めに発症リスクを知ることができるようになったので、こまめに検診を受けて早期発見に努めれば十分対応できる。

### 3. 中期経営方針 守りと攻めのバランスを図り、経営体質を強化

#### トップマネジメントの交代~次世代への準備

社長が交替した。平崎社長は会長へ、創業メンバーの1人である赤澤会長が社長となった。次世代へのマネジメントの移行期に当たって、ホールディングスのトップはこのようにした。傘下にあるファルコバイオシステムズは江口社長、ファルコファーマシーズは松原社長が務める。ホールディングスには、3つの事業室があるが、戦略業務室は安田副社長、臨床事業室は江口取締役、ファーマ事業室は松原取締役が担当する。

ファルコHDの組織運営体制



従来は平崎社長がホールディングスの社長であるとともに、主要子会社の社長も兼務していたが、今回赤澤社長は兼務することなく、次の世代のマネジメントに任せる体制とし

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。将来はここからホールディングスの社長が出てくるという見方ができよう。

実質的には安田副社長の役割が重要になった。赤澤社長が CEO、安田副社長が CFO という位置付けといえよう。平崎会長は、臨床検査業界などにおいて、協会の副会長など重責を果たすという役割である。臨床検査も調剤薬局も業界再編は一段と進むので、どのように組んでいくかという点で、業界へ目配りしておくことも極めて重要である。

業界環境は厳しくなっている。この時に無理な攻めをしないで、いち早く守りを固める体制を強化した。今後は、赤澤社長のもとで、次のビジネスモデルを構築する。ここがはっきりすれば、次の世代へのバトンタッチもできよう。

ファルコバイオシステムズの江口社長、ファルコファーマシーズの松原社長はそれぞれの業務に専念して、収益力の向上に努める。ここでのポイントは強みをいかに活かすかである。安田副社長は戦略担当であると同時に、ファルコバイオシステムズ、ファルコファーマシーズの代表取締役でもあるので、両社とのシナジーを考えながら、新事業に取り組むことになる。

#### 臨床検査における協業体制を強化

臨床検査業界は厳しさを増している。2014 年 4 月からの診療報酬の改定と消費税の引き上げが価格競争に拍車をかけた。その中で、当社は臨床検査の構造改革を進めてきた。臨床検査事業の構造改革とは、事業所、営業所の統廃合、移転、BCP への配慮などである。熊本研究所（基幹ラボ）の老朽化に伴う移転や、地域ラボや営業所の移転などを進めた。

また、臨床検査で、すでに 39 社との協業を進めている。1) まずは検査データの共通化、2) 次にラボや営業拠点の相互活用、3) 最終的には資本、業務提携による統合を目指すという含みをもっている。自社よりも小さい企業との連携と同時に、2) の相互活用という点では大手との連携もありうる。企業としては独立路線を貫くが、大型の資本・業務提携は内容次第でありえよう。

コア事業である臨床検査の市場は成熟気味であるが、まだ伸ばす余地はある。治療検査から予防検査へと、検査の領域が広がっていくので、ここに力を入れていく。まだシェアの低い地域で上げる余地がある。そこで着実な実績を出していく方向だ。すでにシェアの高い地域は M&A も活用する。シェアの低い地域で有望なところには新規にラボを出していく。その点で、北九州、北陸、東海を攻めていくことになる。高い地域のシェアは 40% を有しており、低いところは 7~8% である。この低い所のシェアを 20% 以上に上げていく中で、ビジネスを伸ばしていく計画である。また、臨床検査の大手との連携、特殊検査とルーチン検査の分業、効率化も進展しよう。

実際、同業他社との協業も推進している。臨床検査業界は 385 社から成るが、主な 5 社を軸にグループ化が進んでいる。当社も、臨床検査の受託において連携を強めてきた。臨床検査のコラボ（協業）については、当社が主力とする西日本以外にも検討していく。連

---

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。

携のあり方については、互いにどのように強くなっていくかをベースに、両社の信頼のもとで実践していくことになる。

同業の三菱化学メディエンス (MCM) は 2014 年 4 月より LSI メディエンスと社名を変更した。親会社の三菱ケミカル HD が、ヘルスケア事業の発展に向け、グループの企業を再編して生命科学インスティテュート (LSII、売上高 1250 億円、社員数 5100 名) をスタートさせ、MCM もその傘下にある。事業戦略の変化によっては、当社にも影響してこよう。

#### セグメント別の業績推移

(億円、%)

	臨床検査事業			調剤薬局事業			ドラッグストア事業			合計		
	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率	売上高	営業利益	利益率
2011.3	257	10.7	4.2	157	10.2	6.5	155	0.6	0.4	570	20.0	3.5
2012.3	280	9.7	3.5	174	12.5	7.2	155	-0.3	-0.2	608	21.7	3.6
2013.3	292	10.8	3.7	177	10.3	5.8	158	0.5	0.3	628	21.3	3.4
2014.3	289	1.2	0.4	185	11.5	6.3	109	-0.1	-0.1	584	11.1	1.9
2015.3	287	4.2	1.5	179	13.6	7.6	—	—	—	466	16.8	3.6

(注) 利益率は売上高営業利益率。ドラッグストアは2013年12月に撤退。

#### 調剤薬局の拡大は着実に

調剤薬局は、着実に伸ばしていく。医薬分業は 70%まで来ている。当社としては、年に 6~10 件の新規出店をしつつ、ドクターの引退に伴って年 2~3 店の閉店も起きてこよう。

調剤薬局では在宅へのサービスが増えていく。臨床検査でも在宅者での普及はさほど進んでいない。臨床検査と調剤薬局を軸として医療支援サービスを深化させていく方針であるが、足元の業績を固めながら、ドクターとの連携を重視し、慎重に進めることになる。

調剤薬局の拡大については、M&A も検討していく。案件をみていると、20~30 店舗を有する調剤薬局で半分の店舗は利益が出ていないものもある。この手の案件については、傘下に入れるのが難しいので慎重に対応していく。調剤薬局の出店は従来年商 1.5~2.0 億円が基本であったが、今後は 1.0~1.5 億円がベースとなる。これに医療支援サービスをどれだけ乗せていけるかがポイントとなる。

調剤の分野はセルフメディケーションが基本的な方向となっていく。日本でも検体測定室 (血液センター・採血センター) のような仕組みが重要になってくる。2014 年 4 月の法改正で、セルフメディケーションの一貫として、薬局で検査してもよいことになった。採血は自分で行う必要はあるが、必要項目の検査を依頼できる。その検査結果を見て、医療機関に行くことも出てこよう。

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。

## 中期的な方向性

治療の検査から予防の検査へ領域は広がっていき。医療支援サービスの中から新規事業も立ち上げていく。ドクターとファルコ、薬局とファルコなどさまざまなサービスを提供して収入を得ることを検討していく。

1) 2017年4月の次の消費税増税も含めて、薬剤仕入の価格や診療報酬の改定(2016年4月、2018年4月)、臨床検査の価格がどう決まるか、2) 臨床検査の競争の中で、地場の検査センターとの協調関係をどのように築くか、という点で踊り場にある。答えは次世代ラボ構想にあるが、今のところは1つ1つ実績を作っていく局面にある。

中期的には臨床検査を290億円から320億円へ、調剤薬局を180億円から250億円へ、遺伝子検査・ITビジネスを30億円にもっていければ、売上高600億円、経常利益30億円という水準が見えてくる。これが業績の目指すべき方向であろう。

## ヒト遺伝子検査が離陸

ヒト遺伝子検査は、検査ができる契約先(提携医療機関)が3月末で177となり、現在は183カ所まできた。認定遺伝カウンセラーも161名まで増えた。

この検査については、臨床検査大手のみらか(SRL)、BML、三菱ケミカルグループのLSIメディエンスとの連携ができるように進めている。つまり、大手病院とつながりにある臨床検査企業が窓口となって、当社に検査をもってくるという仕組みである。

1年間の検体数は、約1000件である。2013年3月期までの10数年で累計1000件であったが、2014年3月期は1年で1000件を超えた。しかし、一昨年のブームの後、横這い圏に留まっている。検査ネットワークの広がりがどこまで検体数増加に結び付いてくるか注目される。

遺伝子検査について、当社の検査はドクターと連携しており、しっかりした仕組みを作っている。そのヒト遺伝子の収益化に目途がつつある。単月で黒字となる月もある。今後、提携医療機関は200~300件に増やしていく。遺伝子検査が生命保険の先進医療特約となる可能性もある。

## 社会的な認知度も高まる

遺伝子検査では、2013年5月にニューヨークで、人気女優アンジェリーナ・ジョリーの乳房の予防的切除が話題になった。日本では当社がヒト遺伝子検査の唯一の実施権をもっていることも知られてきた。2013年度の検体数はアンジェリーナ効果もあり、1042へ倍増したが、2014年度は期待に反して横ばい圏にとどまっている。今後どのようなペースで増えるかはもう少し様子を見る必要がある。

がんの遺伝子検査について、簡便な方法も流布されているが、ミリアド社では、検査のレベルが違うということで、価格は下げていない。なお、これは予防なので、日本では保

---

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。

険の枠組みには入らない。

この遺伝子検査(HBOC)については、米国では年間12万人、280億円の市場を形成している。日本では年間6万人の人が乳がんになり、その3分の2は治る。治った人だけでも過去に数10万人はいるが、その中からも検査を受けたいという人はかなり増えてこよう。

#### ヒト遺伝子検査が日本でも本格普及する局面へ

1. 個別化医療(ファーマコゲノミクス、PGX)の1つ
  - ・個別化医療とは、一人一人の違いに応じて治療の仕方、薬の投与量を的確に判断
  - ・ヒト遺伝子検査は、個人が将来どんな病気にかかりやすいかを知る。
  - ・癌の領域では、早期発見の有効性や予防法に貢献
2. 日本人に多い遺伝性乳がん・卵巣がん症候群(HBOC)
  - ・BRCA1遺伝子、BRCA2遺伝子を調べる
  - ・変化のある遺伝子は50%の確率で親から子へ受け継がれる
  - ・この遺伝子検査に関する日本での独占実施権を当社が取得
3. 遺伝子検査による予防医療が必須
  - ・日本の乳がん発症数は年間6万人
  - ・このうち家族歴のみられる乳がんは15~20%
  - ・全国174の病院で検査が可能に
4. 2013年1月、6月に首都圏で、その後も各地でTVコマーシャルを放映
  - ・2013年5月のアンジェリーナ・ジョリー(米国女優)の乳房切開手術が大きな話題を集める
  - ・HBOCの認知度向上を図る
  - ・遺伝子カウンセリングの診療普及に努める
  - ・検査は保険がきかないので、1回10~30万円ほどかかるが、予防という点では重要
5. 年間1万人の検査が目標
  - ・2010年度123人、2011年度261人、2012年度547人、2013年度1042人、2014年度1000人
  - ・年間1000人~1万人で売上高2~20億円前後を想定

当社では倫理委員会を設定して、外部の識者に入ってもらって審議している。遺伝子に関わること、がんに関することなので、パンフレット1つを作るにしても適切な対応が求められるからである。がんの遺伝子検査については十分なカウンセリングを受けた後に実施するが、1ID当たりの価格は保険適用がないため医療機関により異なるが、おおよそ10~30万円である。また、家族歴によっても価格は異なる。

予防的手術もできるようになってきた。右の乳がんの後、検査をして、左の乳房をとってしまうとか、または、卵巣がんは事前発見が難しいので、先に処置してしまうとかの対応である。

先進医療が認められるような準備も進んでいる。もう少しデータを集める必要があるが、これが認められると、生命保険の対象(先進医療特約)となるので、保険に入っている人の自己負担は軽減される。保険会社にとってもビジネスチャンスとなる。

当社が独占する検査に関しても、その装置(シーケンサー)が改良されており、従来1カ月かかっていたものが1~3週間でできるようになった。生産性は大幅にアップし、コスト低減にも成功している。IDが増えていけば、かなり高い利益率が見込めるようになるだろう。

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。

ミリアド社の特許は2015年まで続く。その後についても、当社は検査ノウハウやデータベースなどで差別化を図り、他社の参入に対して優位性を十分確保出来よう。

### 次の遺伝子検査、大腸がんも準備可能だが、慎重に動向をみる方向

次は大腸がん、肺がんの遺伝子検査が有望である。大腸がんの遺伝子検査については、現在準備中である。しかし、それには日本人に合ったデータを蓄積していく必要がある。市場形成までの準備には一定の投資と時間を要する。よって、この1~2年は業界の動きをみながら慎重に動くようである。

抗がん剤血中濃度の測定についても、黒字化には2年以上必要であり、先行投資も必要である。これも市場化を見ながら対応する必要があり、すぐに投資を拡大するには早すぎるといえよう。

乳がんの患者6万人に対して、大腸がんは患者数が年間16万人ほどいるので、予防的検査は意味をもってこよう。大腸がんについては、日本のデータベースを作っていく必要があるので、時間はかかる。この遺伝子検査については独占権を持っているわけではないが、この検査プロセスも既に確立している。4遺伝子のうち2遺伝子を調べて、10万円ほどの収入となる。

さらに将来は、甲状腺がんや胃がんも対象となってこよう。また、抗がん剤の血中濃度をみることによって、適用の効果を患者ごとに測れるようになってきた。この分野でも当社は米国サラダックス社と提携して先行している。サラダックス社のパイプラインは15と豊富である。

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

例えば、お酒を飲んでも人によって酔い方が違う。しかも、同じ人でも体調によって酔い方が違う。実は、抗がん剤も同じような状況にあるので、個人別、状況別に利用すれば効果は高まる。万人に副作用がないように安全に処方した抗がん剤は効き目がよくない可能性があり、それは本来の目的から外れているともいえる。

抗がん剤のTDM(治療薬物モニタリング、Therapeutic Drug Monitoring)はこれからであり、こうした分野の臨床検査はこれから本格化する。

### 電子カルテと臨床検査の結びつき

電子カルテを中心とした医療情報システムはどのように展開するか。この4月からシステムに対して、一定のフィーを課金するようになった。金額はわずかであるが、1つのサービスとして自立を目指す。

---

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。

電子化カルテもここから 4~5 年が勝負である。自前にこだわらない連携が求められる。実際、当社が臨床検査でネットワークを持っているクリニックについて、自社の電子カルテだけでなく、他社のものについても紹介するという工夫がなされよう。IT ビジネスは年商 5~6 億円でまだ収益化は見込めない。

電子カルテについては、臨床検査で当社が取引しているところを対象に営業していく。現在の 2.3 万件のクリニックのうち、10 年たつと 2 割は廃業、2 割は新規のクリニックとなっていこう。10 年で 6000 件を入れられれば十分ビジネスになっていくとみている。

電子カルテについては少し時間がかかるが、積極的に推進している。例えば、京都の医者 6 割は電子カルテをまだ入れていないが、新しく開業するドクターや病院には必須である。世代交代をベースに 3 年で 2200 件を開拓し、10 年後には全てに電子カルテが入るよう力を入れていく考えである。

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

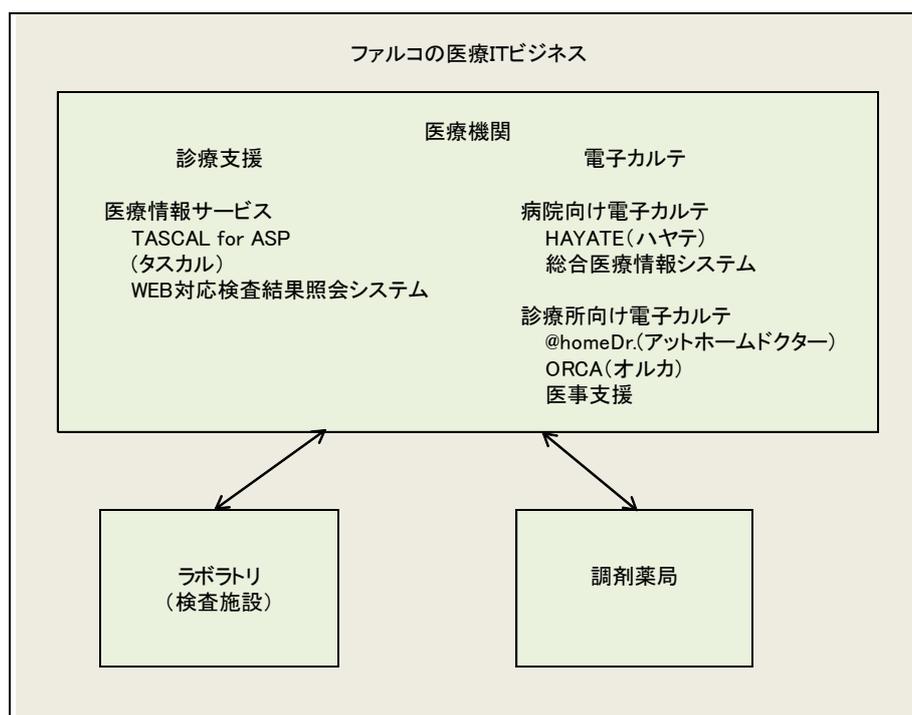
IT ビジネスでは、電子カルテ、臨床検査の診療支援システムなどを提供している。クリニック向けには、アットホームドクター (電子カルテ)、総合病院には HAYATE (電子カルテ、オーダーリング、医事システム) を開発し、導入支援、サポートを行っている。臨床検査では TASCAL (診療支援システム) などを販売している。こうしたさまざまなシステムを 2200 件ほど導入してもらい、その半数には医療情報のコンテンツやメンテナンスを有料で提供している。

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

この中で、IT ビジネスは売上高 20 億円を目標にしている。その柱は電子カルテである。電子カルテの普及のテンポが当初見込みよりややスローダウンしている。それでも臨床検査の顧客である開業医のうち 40% は電子カルテが入ることになろう。そうなると年商 20 億円はみえる。

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

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



### 開業医(クリニック)向け電子カルテはもう一段の販売努力が必要

電子カルテを中心にした IT ビジネスは、サービスについてこれまで以上に月額料金をもらうように工夫していく。メンテナンスフィーやサービスフィーの有料化を進めていく。電子カルテはまだ黒字化していないが、ここも今後の電子カルテの普及のテンポを見ながら、自社システムの広がり連携も含めて展開することになる。

当社の医療機関向けサービスには、電子カルテ関連と臨床検査ツール関連の2つがある。電子カルテはさらに病院向けとクリニックに分けられる。

クリニック向け電子カルテサービスはアットホームドクター (@home. Dr) というシステムで、5年前にスタートした。これは、オルカ (ORCA) という日医標準レセプトに対応したものである。医者が診療報酬を国に請求する時のレセプト (診療報酬明細書) が作成されるソフトウェアである。

レセコン (レセプトを作成するコンピュータシステム) には、オルカ対応のものと、メーカー独自のものがあり、主力はメーカー独自のものであり、オルカ対応は、全体の1割程度である。

全国にクリニックは10万ほどある。この8割にレセコンは入っているので、そのうち1割がオルカ対応ということは、1万くらいが潜在顧客となる。つまり、オルカに対応した電子カルテシステムを開発して、販売している。

クリニック向け電子カルテでは、パナソニックヘルスケア (旧三洋電機、KKR が買収)、富士通、BML や湯山製作所が大手である。こちらは、レセコンと一体型となったもので攻め

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。

ている。大手は年間 200～400 台ほど販売している。

一方、当社はオルカ連携型をベースにしており、年間 30～35 台を販売している。オルカ連携型では C・M・S(シー・エム・エス、エムスリーグループ)がトップで、当社や NTT 東日本(診療所向け電子カルテ Future Clinic 21 ワープ)などが続く。当社はこの 3 年で販売を確実に伸ばし、累計で 100 台ほどの実績を作った。

オルカのソフトは無償なので、導入支援料のみで済むため安い。電子カルテのシステムは標準セットで 1 台 250 万円程度である。レセコンは 1 台 50 万円程度である。導入後、毎月のメンテナンス料が支払われるので、これが年間 50 万円以上になる。つまり、導入支援とメンテナンスで稼ぐという仕組みである。

当社としては、年間販売台数 70 台、累計販売台数 200 台が当面の目標である。そのためには、もう一段の販売努力が必要である。

一方、病院向け電子カルテは、中規模クラスの病院を中心に 20 カ所に納入実績があり、年 1～2 カ所の新規開拓も進んでいる。病院向けの手は NEC や富士通で、彼らはパッケージ戦略をとっている。当社はカスタマイズによる使い勝手のよさをアピールして対応している。当社の病院向け電子カルテシステム「ハヤテ」は、今後バージョンアップしていく必要がある。2 年かけて準備をしており、その後随時入れ替えを促進していく。

### 次世代ラボ構想の推進 ～ 簡易血液検査から医療サービスの幅を拡大

薬局における血液検査がどこまで普及するか。健康維持のための予防医療の拡大という点では、規制緩和は進むことになろう。薬局と臨床検査の結びつきという点で、業界における新しい連携もありうる。検査のあり方が変わってくるので、どういう戦略をとるかが注目される。

業界では全国で 1000 軒以上が登録しており、有料検診をしている薬局もある。当社も 2015 年 1 月から開始したが、血液検査ができるのはまだ 2 店である。京都市内の薬局でトライアルをしているところである。

薬剤師への研修は済ませているが、ビジネスとしての課題がある。1 つは、クリニックや病院の認知度がまだ低い。ドクターとの連携を重視する当社としては、適切な住み分けが出来ると合意されていない領域に踏み込むことには慎重である。

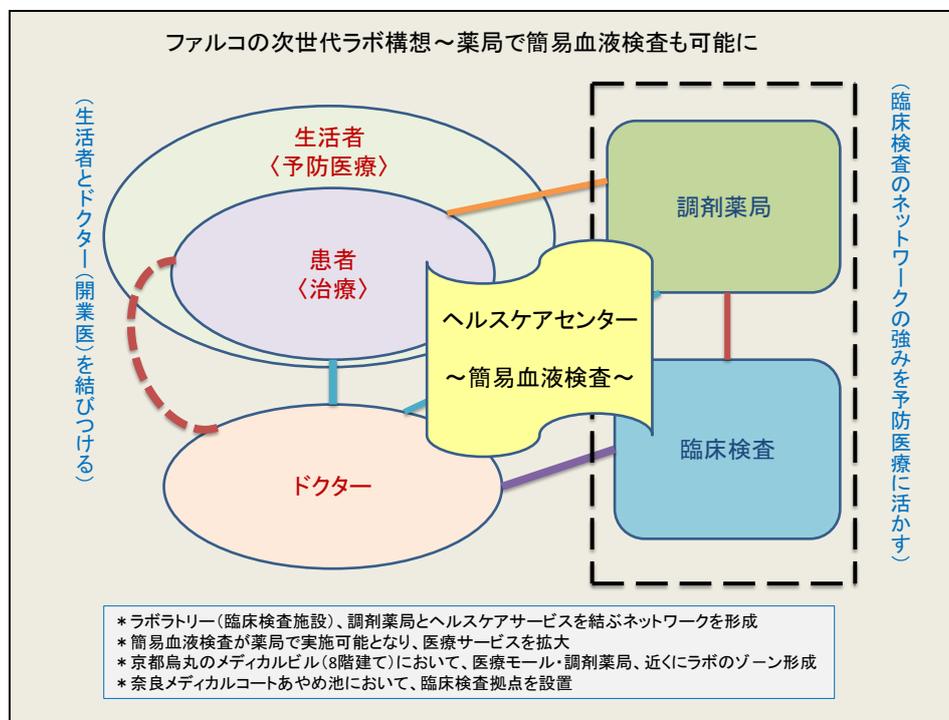
もう 1 つは、検査のための採血は、検査をしてもらいたい本人が自分でやる必要がある。薬剤師はできない。採血は医療行為であって、医師の指示なしではできない。来店した顧客が自ら検査するといっても、その衛生管理など何かあった場合の対応が十分とはいえない。安全性という点でいかに社会的信頼を得るか、当社独自の強みとノウハウを活かした対応に注目したい。

早晚、薬局をラボとしたヘルスケアステーションが広がってこよう。将来、最寄りの薬局で採血して、検査データをドクターに送れば、当社が使っている 950 台の車両はいらな

---

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。

くなるかもしれないが、セルフメディケーション以外は医療法などの改正を伴うので簡単ではない。



それによって、各人が健康管理の意識を高め、サプリメントなどの需要に結び付く可能性もある。薬局において、サプリメントを取り込んでいく方向も強まってこよう。また、在宅の医療支援サービスも、ルーチン検査の基本セットとか、疾病別のセットなどを提案して、在宅版の電子カルテツール(タブレット版)などのビジネス化にも力を入れていく。

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

これからの医療は個別化医療に向かう。従来の治療型医療において、健康保険がきく検査は減っていく可能性もある。一方、本人に合った治療あるいは、健康のための予防ということになると新しい検査が必要になってくる。

#### 4. 当面の業績 今期は順調ながら、来期はやや厳しい

##### 2012年3月期は過去最高の営業利益を達成

2012年3月期は、経常利益ベースで2085百万円(前年度比+9.8%)と過去最高になった。セグメント別では、調剤薬局の利益が臨床検査を上回った。セグメント別にみると、臨床検査は減益となった。大手の臨床検査企業との競争が激しくなり、単価が1%ほど下がったことが響いた。BMLなどの大手が西日本地域への攻勢をかけていることによる。当社は臨床検査の内製化に一段と力をいれるなど、当面は守りの形で対応している。

2011年4月に体外診断用試薬の卸売会社であるアテストを15%の持分から100%の子会社にした。これによって、臨床検査に連結上年商30億円規模の売上が上乘せとなった。臨床検査の売上高は前年度に比べて2240百万円ほど増えているが、体外診断薬卸アテストの分が2697百万円あるので、これを除くと本業の臨床検査は減収であった。

調剤薬局は好調であった。処方箋枚数が増加し、単価もアップした。他社の出店攻勢もあるが、当社は医療機関とのいい関係を築き、その医療機関のそばに1~2番手で出店してきたので、それがプラスに働いた。この期の調剤薬局は11店出店、2店閉店したので、9店ほど増加し、116店となった。処方箋枚数は+5.1%、処方箋単価は+5.9%と好調であった。

ドラッグストアは4店新規出店し、3店閉店した。この地域のトップであるアオキ(コード3398、クスリのアオキ)との競合もあり、不採算店はかなりあった。

##### 2013年3月期は薬価引下げに伴う調剤部門の影響で、営業利益は小幅減益

2013年3月期は、売上高62758百万円(前年度比+3.2%)、営業利益2128百万円(同一1.8%)。経常利益2186百万円(同+4.9%)、当期純利益1290百万円(同+88.9%)となった。

この期において、連結子会社の決算日の変更を行った。子会社のいくつかの決算日を3月20日から3月31日に変えた。

セグメント別の利益をみると、臨床検査は検体数の伸びで前年同比+11.8%の増益となった。本業の検査の単価は横ばいながら、検体数は増加した。臨床検査では、一般検査の競争は引き続き厳しいものがあるが、免疫検査など特定項目への重点施策が功を奏して、受託検体数の増加に結びついている。

また、IT(医療情報システム)では、病院向け大型案件が寄与した。病院向け電子カルテシステムが大手の継続顧客へ納入でき、採算的にも良好であった。

調剤薬局は同-18.1%と、薬価改訂の影響で大幅な減益となった。調剤薬局では、店舗数は5店開局、5店閉局で116店となり、処方箋枚数は増えたが、単価はダウンした。仕入価格の調整は下期後半になったものの、薬価引き下げが影響した。また、薬剤師の採用コストもアップした。薬価については、当社では3月に決着した。

ドラッグストアは実質的に多少黒字となった。しかし、営業費用の処理方針の変更によ

---

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、45 百万円ほどドラッグストアから調剤薬局への費用を移した。これを考慮するとドラッグストアの経営改革はまだ途上にあり、来店数の減少にコスト削減が追いつかなかった。

### 2014 年 3 月期は経常利益で 5 割減ながら、ドラッグ事業の売却益で当期純利益は倍増

2014 年 3 月期は、売上高 58401 百万円(前年度比-6.9%)、営業利益 1117 百万円(同一47.5%)、経常利益 1118 百万円(同一-48.9%)、当期純利益 2278 百万円(同+76.5%)となった。当期純利益は、示野薬局の株式の譲渡益が特別利益に 34 億円ほど入っているため、大幅に増えた。

売上面では、ドラッグストアの売上げが前期比-4875 百万円となった。ドラッグストアは 9 カ月分の売上が計上されているが、この 10919 百万円は 2015 年 3 月期にはなくなる。

利益面では、調剤薬局は 7 店の出店とともに、既存店が好調であったので、増益となった。一方、臨床検査では、人件費など固定費がアップした。ここには人事制度の改正に伴う一時的な固定費のアップを含んでいる。

具体的には社員の定着率を高めるために、当社に入ってから勤続 7 年目の社員の奨励金を出した。今回は、7 年目以上の人には全員出すことにしたので、その費用が 2 億円ほど発生した。人員の配置としては、臨床検査の社員にその対象者が多かったためセグメントの利益では臨床検査の利益がその分大きく落ち込んだ。また、転身支援制度を導入した。臨床検査の社員に対して退職金を支払った分が多かったためその費用も発生した。その他にも退職給付債務の見直し等を行ったので、全体として臨床検査を中心に約 4 億円の固定費増が一時的に負担となった。この分は翌期にはなくなる。

セグメント別業績予想

	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3 (予)	2017.3 (予)	3~4年後 のイメージ
臨床検査事業								
売上高	25730	27971	29248	28955	28731	29000	28500	30000
営業利益	1071	967	1081	121	422	500	400	600
(同利益率)	4.2	3.5	3.7	0.4	1.5	1.7	1.4	2.0
調剤薬局事業								
売上高	15737	17399	17726	18537	17875	18000	17500	20000
営業利益	1016	1253	1026	1159	1360	1350	1200	1500
(同利益率)	6.5	7.2	5.8	6.3	7.6	7.5	6.9	7.5
ドラッグ事業								
売上高	15591	15521	15794	10919				
営業利益	57	-32	50	-10	-	-	-	-
(同利益率)	0.4	-0.2	0.3	-0.1				
調整額								
売上高	-32	-63	-10	-11	-13	0	0	0
営業利益	-139	-21	-30	-152	-108	-150	-150	-200
合計								
売上高	57027	60828	62758	58401	46593	47000	46000	50000
営業利益	2004	2166	2128	1117	1675	1700	1450	1900
(同利益率)	3.5	3.6	3.4	1.9	3.6	3.6	3.2	3.8

(注)(予)、3~4年後はアナリスト予想。

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3月期は、診療報酬改定や臨床検査の構造改革の中、増益を確保

2015年3月期は、売上高 46593 百万円(前年度比-20.2%)、営業利益 1675 百万円(同+49.9%)、経常利益 1825 百万円(同+63.2%)、当期純利益 1117 百万円(同-51.0%)となった。売上げの減少はドラッグストア事業からの撤退の影響が出たもので、営業利益の実態は大幅に改善した。当期純利益が大きく減少したのは、前期に株式売却益があったため、むしろ平常化した水準と見てよい。ROEは7.0%となり、自己資本比率は54.2%へ大きく改善した。

示野薬局(ドラッグストア)事業の影響で、売上高は2013年3月期627億円、2014年3月期584億円、2015年3月期465億円と減っている。2013年12月にマツモトキヨシHDへ売却したので、2014年3月期の3カ月分、2015年3月期に9カ月の影響が出た。収支トントンであったので、営業利益面への影響はほとんどなかった。

2015年3月期は、ドラッグストア事業が完全になくなったので、臨床検査と調剤薬局の2本柱に戻った。両事業とも小幅減収ながら、セグメント利益は大幅に改善した。

臨床検査では、検体数が1日当たり6.59万件(前期比+0.7%)であったが、単価は同-0.9%であった。ヒト遺伝子(BRCA)検査は売上高が160百万円(同+13.2%)となった。

電子カルテなどの医療情報システムの売上高が減少したため、セグメント全体でも売上高28731百万円(同-0.8%)と減収になったが、前期に改革をおこなった一時費用の減少によって、営業利益は増加した。

調剤薬局では、この期に6店出店、2店閉店したので、4店増の111店となった。処方箋枚数は181.5万枚(前期比+3.7%)、処処方箋単価は同-0.5%となった。

示野薬局に併設していた薬局14店が減少したので、薬局全体の売上高は17875百万円(同-3.6%)となったが、処方箋枚数の増加やコスト削減で営業利益は増加した。薬価や調剤報酬の改定及び消費税の影響も何とか克服できた。

## 2016年3月期も増益が続こう

周辺事業の整理統合は引き続き行っていく。臨床検査事業に属するフレスコメディカル(臨床検査用消耗品の調達、搬送)は、この10月にファルコバイオシステムズに合併させる。また、ファルコライフサイエンス(食品検査、環境衛生検査)は来年10月に同じファルコバイオシステムズに合併させる。

2016年3月期の会計計画は、売上高47000百万円(前年度比+0.9%)、営業利益1700百万円(同+1.5%)、経常利益1900百万円(同+4.1%)、当期純利益1200百万円(同+7.4%)を見込んでいる。

臨床検査では、引き続き構造改革を進める。調剤薬局では、3~5店の出店を図る。臨床検査は増益となるが、調剤薬局は調剤監査システムの導入を強化するので、そのための費用が増加する。よって、利益は横這い圏で推移しよう。それでも会社計画は保守的なので、

---

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。

この計画は十分達成できよう。

しかし、2016年4月の薬価や診療報酬の改定はかなり厳しくなりそうである。2017年4月から消費税も上がる。これがネガティブに効いてくるので、来期の業績は慎重にみる必要があるだろう。

キャッシュ・フロー(CF)の動き

	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3(予)	2017.3(予)
営業CF	24	41	54	4	11	22	18
税引後当期利益	12	6	11	36	2	12	11
減価償却	21	18	16	14	10	10	9
のれん償却	2	2	2	1	0	0	0
売上債権・棚卸資産・仕入債務 関係会社株式売却益(マイナスが益)	-12	17	20	-17	-3	0	0
投資CF	-8	-12	0	44	13	-11	-6
有形・無形固定資産の取得	-12	-13	-7	-12	-4	-6	-6
投資有価証券	-3	-3	5	-4	15	-5	0
子会社株式の売却収入				59	0	0	0
FCF(フリー・キャッシュ・フロー)	15	29	54	47	23	11	12
財務CF	-43	-29	-27	-49	-33	-10	-5
借入金の返済	-32	-16	-17	-34	-24	-5	0
配当金・自己株式の取得	-4	-7	-4	-12	-8	-5	-5
現金・同等物の期末残高	54	54	81	81	71	72	79

### 財務体質は大幅に改善

2014年3月期のバランスシートでは、総資産が4422百万円ほど減少しているが、これは示野薬局が外れたことで、前年度比で棚卸資産-20億円、有形固定資産-22億円、のれん代-8億円となったことが影響している。キャッシュ・フローでみると、フリーキャッシュ・フローが大幅に増えている。これで借入金を返済し、株主還元として自己株式の取得8億円と配当3.5億円を実施した。

2015年3月期のバランスシートでは、長短借入金を2420百万円削減し、有利子負債は1635百万円へ減少した。自己資本比率は48.0%から54.2%へ上昇した。キャッシュ・フローでは、営業キャッシュ・フロー1054百万円に対して、出店などの投資が706百万円であった。一方で、運用をしていた投資有価証券の売却が1514百万円ほどあったので、フリーキャッシュ・フローは2336百万円となり、これを活用して借入金を返済した。

財務戦略は成功した。ドラッグストア事業の売却をテコに実績無借金とした。構造改革では、有休資産の処分、老朽施設の入れ替えなど、もう少し残っているものにも対応する。社員の処遇も見直しして、働き易いようにした。

財務体質については大幅に改善され、自己資本比率も目標としていた50%を上回ってきた。投資有価証券による余質の運用は20億円を目途に機動的に行っている。2016年3月期もフリーキャッシュ・フローはプラスとなるので、有利子負債はもう少し減らす方向となるだろう。

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。

バランスシート

(億円、%)

	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3
流動資産	165	164	162	186	174	165
現預金	81	55	54	82	80	70
受取手形・売掛金	67	67	64	48	62	65
商品・製品	5	26	26	28	13	11
固定資産	162	205	199	186	153	136
有形固定資産	109	132	127	118	96	88
のれん	3	12	10	9	1	1
総資産	328	369	361	373	328	301
流動負債	149	161	155	164	126	102
支払手形・買掛金	39	55	67	76	55	55
短期借入金	77	65	53	44	28	14
固定負債	62	78	74	64	44	35
長期借入金	38	39	38	29	11	1
退職給付引当金	13	14	15	16	17	18
純資産	115	130	131	143	157	163
自己資本比率	35.3	35.2	36.3	38.5	48.0	54.2
有利子負債	115	105	91	74	40	16
有利子負債比率	35.2	28.6	25.3	20.0	12.3	5.4

(注)2010年4月に示野薬局を経営統合、2013年12月に示野薬局を売却。  
短期借入金は1年以内長期借入金を含む。

## 5. 企業評価 既存分野で新たな連携を推進

### 足元を固めつつ、次の攻めに備える

ファルコの臨床検査は西日本で強い。ヒト遺伝子検査では独自の地位を築きつつある。調剤薬局も 111 店ながら収益性は高い。当社と組みたい企業はいろいろあろう。今後何らかの新しい事業連携が始まろう。その前に企業体質、財務体質を大幅に改善したことは、その後が有利に展開できるので、この点は高く評価できよう。

当社の業態は、通常のビジネスにおいて業績が大きく変動するリスクは小さい。急に大きく儲かることもないが、逆に急に大きく落ち込むこともない。問題はルール違反や検査ミスなどでレピュテーション（評判）を落とすことである。そういうことが起きないように、当社は独自のヒト遺伝子検査などでファルコのブランド力を上げる一方、絶対にミスを犯さないために、品質向上委員会活動など地道な信頼作りに一貫して取り組んでいる。

ドラッグストアの売却益を活かして、経営体質が大幅に改善された。次はどう攻めに入るかである。臨床検査や調剤薬局で、積極的な展開が見込めよう。同業他社との新たなコラボや、他のドラッグストアとの連携もあり得よう。もう一段の布石が期待される場所である。

ここ 2 年は、売上拡大よりも収益性の向上に重点をおいて、足元を固めていくことになる。薬価改訂が実施されると、調剤部門の収益性は低下するとみられる。臨床検査も競

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。

争は激しくなっており、大きく伸びる局面ではない。遺伝子検査は拡大が期待されるが、この1~2年での利益貢献はさほど大きくない。電子カルテもまだ収益性は低い。よって、業績の水準はまだ高くない。ROEでみて8%には届かない。

財務体質は強化され、守りの体制は固めたので、着実な改めが効果を上げてくれば、収益力の向上も期待できよう。M&Aには前向きである。

### 配当政策は総還元ベース~株主優待を入れて、単元株の実質配当利回りは3.75%と高い

配当に関しては、2015年3月期36.0円(前期30.0円)へ増配したが、2016年3月期も37.0円(上期18.5円、下期18.5円)を予定している。また、株主優待としては、9月末、3月末の株主に対して、1000円のQUOカードを提供する。1単位株主にとっては、20円に相当するので、その効果も大きい。

会社の配当方針ははっきりしている。総還元率(配当+自己株式の取得)は純資産の3%としている。また、2月に自己株式の消却を発表し、4月1日付けで自己株式1070千株のうち1000千株(発行済株式総数の8.1%)を消却した。これまで自社株買いを行ってきた分を消却したので、投資家にとっては株主還元の1つの決着である。

バランスシート上では、自己株式-1292百万円が計上されているが、このうち約1206百万円が減少する。発行済株式総数は8.1%ほど減少するが、EPS、BPS、配当については特に数値的変更は生じない。

株主数については、2014年3月末の3900人が2015年3月末には8540人まで増えている。配当利回りの高さが注目され、効果を上げてきたものとみられる。2015年3月期より株主優待を新設した。1単元(100株)に対して、年2回クオカード(1000円×2)を贈呈する。株価1520円(6/18)として100株で15.2万円、これに対して配当が3700円(37円×100)なので、全体としては5700円に相当する。優待も含めた実質配当利回りは3.75%となるので、かなり有利である。

当社の年間配当総額は403百万円に対して、優待総額は17百万円(2000円×株主8540人)である。個人株主作りとしてはかなりの効果を発揮している。

### ROE 8%台に向けて

現状のビジネスで、売上高500億円、経常利益を20億円は見込むことができよう。しかし、経常利益を30億円に持っていくには、本業か周辺ビジネスの拡大が必要である。M&Aや資本業務提携による収益力の向上が不可欠である。今後、数年はこの新規事業立ち上げを模索する局面であろう。足元の業績が大きく崩れることはないので、安定配当は継続できよう。高利回り株として保有する価値は十分あろう。

足元を固めていけばROEで7~8%を確保することはできる。投資家には配当利回り重視で還元していく方針である。8%台を確保するには経常利益で20億円~25億円を確保する

---

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。

必要がある。

ポイントはその先で、営業利益 30 億円が中期的に射程距離に入ってくるかどうかである。そのためには、臨床検査、調剤薬局、ヒト遺伝子検査、電子カルテのビジネスがシナジーを発揮してくることである。

臨床検査の収益力を維持できるか、調剤薬局におけるジェネリック（後発医薬品）のウェイトアップに対応できるかなど、課題への対応が求められる。次の柱として力を入れているヒト遺伝子検査は離陸してくるが、電子カルテなどの IT ビジネスが黒字化し、主力臨床検査事業と調剤薬局とのシナジー（相乗効果）をうまく引き出すには一定の努力を要するので、企業評価のレーティングはBとする。（企業レーティングについては表紙を参照）

当社の 2016 年 3 月期業績をベースにした主な指標をみると、6 月 26 日時点で PBR 1.05 倍、ROE 7.3%、PER 14.3 倍、配当利回り 2.4%である。配当利回りのよさに着目したい。

次世代ラボ構想やヒト遺伝子検査や電子カルテなどの IT ビジネスも加えて、具体的な実行戦略がどこまで成果をあげるか。トップマネジメントの次の戦略に注目したい。