4350　メディカルシステムネットワーク

～薬局のネットワーク事業で業界 No.1、地域薬局支援事業を拡大～

2024 年 2 月 23 日　　東証スタンダード

ポイント

・今 2024 年 3 月期の業績は好調である。処方箋枚数が伸びていることによる。調剤報酬に関わる地域支援体制加算の一巡で、調剤薬局の収益が落ちるとみていたが、その影響が軽減している。一方、薬局支援 3 事業の顧客開拓は伸びているものの、計画に届いていない。

・来期は、診療報酬改定の影響が相対的に軽微に留まり、3 事業の巻き返しも進展するので、業績はピーク利益を更新しよう。

・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」への対応で領域を広げている。中期 4 ヵ年計画では、地域薬局を支える 3 つの事業をリード役に成長を確実なものにしていく。独自の医薬品ネットワーク事業は、1.2 万件の加盟件数、業界シェア 20%を目指す。流通の効率化とサービスの多様化が進展しよう。

・薬局のデジタルシフトをサポートするデジタルシフト事業は、「つながる薬局」のアプリをネットワーク加盟店以外にも拡大し、全国で 2 万店を目指す。月額課金のサブスク型で、サービスの高付加価値化に結び付けていく。LINE 公式アカウントの友だち登録数を、今期 100 万人、将来は 1000 万人を目指す。

・ジェネリック医薬品の製造販売は、既に薬局のネットワークがあるので、ここに良質の医薬品を効率よく提供していく。販売額ベースで年商 100 億円を目指すが、供給の制約が影響しやや遅れている。今後挽回を図っていく。

・中計では、これらの 3 事業で 30 億円の増益効果を見ており、地域薬局も単品単価をベースに交渉する仕組みを作り上げたので、一定の範囲で安定性を高めよう。収益構造の転換が進展しつつあり、2026 年 3 月期の営業利益は、中期計画の 65 億円へ向けて前進しよう。

・昨年 10 月よりスタンダード市場に移行した。これによるビジネスへの影響はほとんどない。4 ヵ年計画の進展で、フリーキャッシュ・フローは積み上がる方向にあり、ROE 15%も達成できよう。株式市場での評価は、3 事業の進展とともに高まってこよう。

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　　薬局に独自のネットワークシステムを築く
2. 強み　　薬局のネットワークで圧倒的トップを確立
3. 中期経営方針　　新たなプラットフォームによる企業価値創造に向けて
4. 当面の業績　　2025 年 3 月期はピーク利益の更新へ
5. 企業評価　　医薬品ネットワーク部門を柱とした連携効果に注目

企業レーティング　B

株価（2024 年 2 月 22 日）　629 円　　時価総額　193 億円（30.64 百万株）

PBR　1.22 倍　　ROE　12.9%　　PER　9.5 倍　　配当利回り　1.9%

（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
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	98232	1428	1501	462	15.3	10.0
2020.3	105241	1615	1560	-895	-29.5	10.0
2021.3	104257	3429	3479	2198	72.5	10.0
2022.3	106685	3852	4313	2394	79.4	12.0
2023.3	109551	3163	3355	1610	53.4	12.0
2024.3(予)	115000	3800	3750	2000	66.3	12.0
2025.3(予)	120000	4500	4400	2300	76.2	14.0

（2023.12 ベース）

総資産　67503 百万円　　純資産　15607 百万円　　自己資本比率　23.1%

BPS　515.7 円

（注）ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。

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、③業績下方修正に対するリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、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。

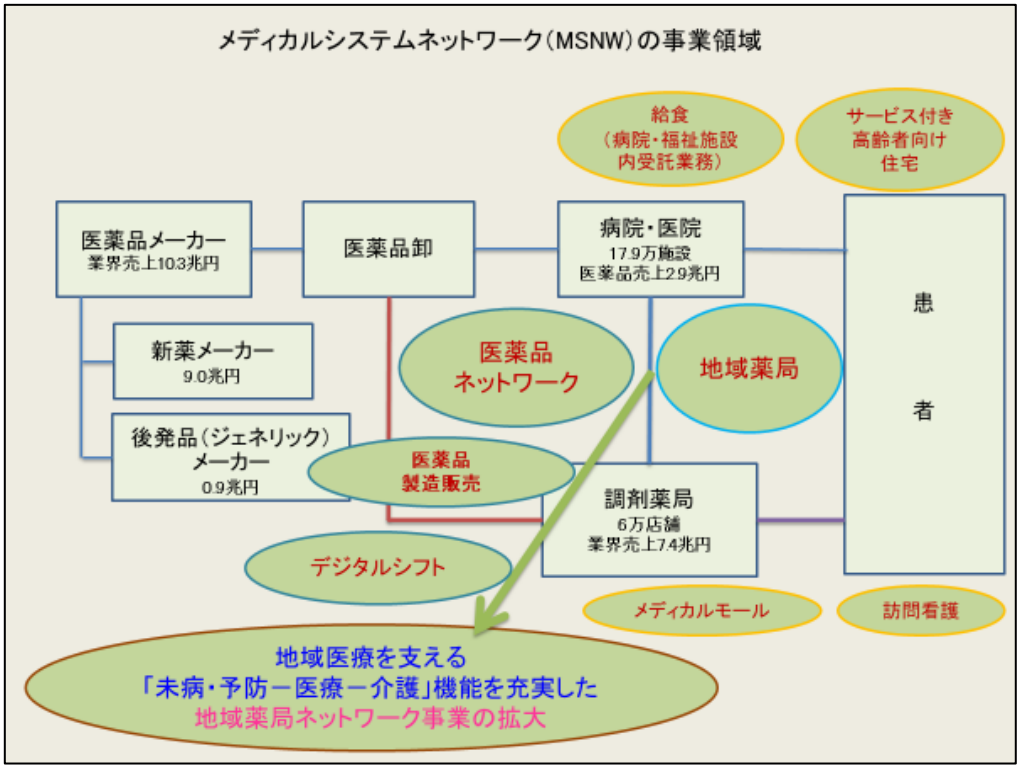
１．特色　　薬局に独自のネットワークシステムを築く

企業理念～「まちのあかり」

ミッションは、‘良質な医療インフラを創造し、生涯を見守る「まちのあかり」として、健やかな暮らしに貢献します’にある。行動の原点を 1)安心を届ける、2)つながりを生み出す、3)挑戦を続けることにおき、ここからバリューを創造する。コーポレートスローガンは、「ちかくにいる。ちからになる。」とした。

事業は、医薬品ネットワーク、地域薬局、医薬品製造販売、デジタルシフト（かかりつけ薬局化支援）、メディカルモール、訪問看護、病院・福祉施設向け給食事業、サービス付き高齢者向け住宅など多岐にわたっている。

そこで、「医療インフラ」と「まちのあかり」をグループ全体のミッションとして、地域向けヘルスケアサービスを明確にした。これに基づいて、事業ドメインやビジネスユニットが展開されている。



地域薬局ネットワーク事業を複合的に展開

地域薬局ネットワーク事業の中に、4 つの部門（医薬品ネットワーク部門、地域薬局部門、医薬品製造販売部門、デジタルシフト部門）がある。医薬品の製造販売、卸売、薬局は 1 つのサプライチェーンである。薬局と卸売をつなぐ医薬品ネットワーク事業が急拡大してい

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。

る。薬局には自社の店舗もあるが、それ以上に加盟店の店舗が圧倒的となっている。医薬品の製造販売では、ジェネリックで品目を拡大しつつある。

セグメント別業績

（百万円、%）

	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3
地域薬局ネットワーク事業					
医薬品ネットワーク					
地域薬局					
医薬品製造販売					
デジタルシフト					
売上高	92284	99617	99214	101457	104399
営業利益	3313	3743	5703	6117	5887
同利益率	3.5	3.8	5.7	6.0	5.6
ほか3事業					
賃貸・設備関連事業					
給食事業					
その他事業（訪問看護）					
売上高	6622	6389	5644	5954	6089
営業利益	-150	-70	-20	28	-180
同利益率	-2.3	-1.1	-0.4	0.5	-3.0
売上調整	-674	-764	-601	-727	-937
利益調整	-1733	-2057	-2253	-2293	-2542
合　計					
売上高	98323	105241	104257	106685	109551
営業利益	1428	1615	3429	3852	3163
同利益率	1.5	1.5	3.3	3.6	2.9

（注） 利益調整は全社一般管理費。

医薬品ネットワークでNo.1～薬局と医薬品の卸を結ぶ情報システム

病気になった患者は、医者に診てもらったあと処方箋をもらい、近くの薬局に行って薬を受け取る。この薬局のネットワークビジネスが事業の柱である。薬局は、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。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ってきたが、卸と薬局がバランスのとれた合理化で互いに収益

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。

を確保することを構想した。

当社は自前で 436 店(12 月末現在)の地域薬局を展開するが、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 9503 件(同)に及ぶ。この数は業界トップである。

医薬品ネットワークに加盟する調剤薬局のエリア別店舗数

（店、%）

	2020.3末	2021.3末	2022.3末	（前期比伸率）	2023.3末	（前期比伸率）
関東・甲信越エリア	1518	1859	2306	(+24.0)	2742	(+18.9)
東海・北陸エリア	1035	1206	1331	(+10.4)	1488	(+11.8)
近畿エリア	823	860	1085	(+26.2)	1465	(+35.0)
九州・沖縄エリア	778	919	1098	(+19.5)	1310	(+19.3)
中国・四国エリア	489	608	782	(+28.6)	923	(+18.0)
東北エリア	327	371	480	(+29.4)	643	(+34.0)
北海道エリア	275	293	319	(+8.9)	341	(+8.9)
合計	5245	6116	7401	(+21.0)	8912	(+20.4)

なの花ブランドで「地域薬局」を確立

ネットワーク部門とは別に、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)、在宅医療のための在宅薬局にも力を入れている。

自社ブランドの地域薬局は調剤報酬ベースで、アインファーマシーズ、日本調剤、クオール、総合メディカル、I&H(阪神調剤)に次ぐクラスである。その中で、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 3000 億円強であり、その市場シェアはまだ高くない。ドラッグストアは市場が 8 兆円ある中で、大手 7 社で 5 割を超える。調剤薬局は大手 10 社でシェア 2 割強にすぎず、今後大手がシェアを上げる余地は大きい。

なの花薬局は、多職種連携と専門性により「地域薬局」の確立を強化している。在宅訪問にも力を入れている。

自社の薬局の構成は、小型の店が 5 割弱（薬剤師 2～3 人、20 坪)、中大型の店（50 坪程度）が 3 割弱、医療モールの店が 2 割強という内容である。

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。

在宅実施店舗は自社店舗の約８割まで増えている。いずれ全店に広げる方向である。在宅支援薬局には、在宅に特化した薬局もある。専門化できれば効率はよいが、まだ専門化できるところは少ないので、既存の薬局が双方へ対応していく。

調剤薬局チェーンの業界順位

（億円）

順位	会社名	調剤報酬額	
		2021年度	2022年度
1	アインHD	2831	3215
2	日本調剤	2608	2741
3	ウエルシアHD＊	1992	2281
4	さくら薬局グループ	1762	1556
5	マツキヨココカラ＆カンパニー＊	1020	1542
6	クオールHD	1423	1440
7	スギHD＊	1327	1424
8	ツルハHD＊	1028	1125
9	I&H（阪神調剤薬局）	1085	1118
10	総合メディカルHD	1158	932
11	メディカルシステムネットワーク	910	930
12	アイセイ薬局	681	691
13	ユニスマイル	378	534
14	たんぽぽ薬局	463	490
15	クリエイトSDHD＊	368	434
16	ファーマライズHD	504	423
17	イオンリテール＊	347	360
18	アポクリート	340	357
19	フロンティア	334	338
20	薬樹	296	298

（注）ドラッグストアの薬局も含む（＊印）。さくら薬局は総売上高、
総合メディカルはドラッグ・調剤事業合計、
ファーマライズは調剤薬局の売上高で代替。
（出所）ドラッグマガジン2023年8月号より作成。

訪問看護事業の育成～在宅医療の１つの要

2021 年 7 月に子会社の「ひまわり看護ステーション」を本体に吸収合併した。東京、埼玉、宮城の 3 拠点で訪問看護サービスを展開しているが、この機能を活かすには、さらに拠点を増やしていく必要がある。

ひまわり看護ステーションは、2017 年に世田谷に 2 店目、2018 年に仙台に 3 店目を出した。2016 年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。訪問看護は現在 3 件で、単月黒字を目指している。

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、

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。

在宅ケアのサービス向上に結びつけることができる。

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ので、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、まだ大幅に足らない。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。

調剤薬局関連の上場企業比較（関連4社）

社名	ＭＳＮＷ	アインHD	日本調剤	クオールHD
コード	4350	9627	3341	3034
市場	東証STD	東証PRM	東証PRM	東証PRM
業界順位	11位	1位	2位	5位
店舗数	428	1209	718	892
売上高（22年度）（億円）	1095	3587	3183	1700
経常利益（億円）	33	170	77	101
売上高経常利益率（%）	3.1	4.8	2.5	5.9
株価（2/22）（円）	629	4697	1414	1621
時価総額　（億円）	193	1664	453	630
PBR　（倍）	1.22	1.27	0.73	1.17
ROE　（%）	12.9	7.7	7.2	12.0
PER　（倍）	9.5	16.5	9.8	7.3
配当利回り　（%）	1.9	1.3	1.8	1.9

（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2023.4期ベース。
PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

サービス付き高齢者向け住宅「ウィステリア」の事業展開

サービス付き高齢者向け住宅「ウィステリア」を現在 5 件運営している。北海道で 4 件、大阪で 1 件である。

ＪＲ札幌駅から 1km、北海道大学病院の近くにウィステリア N17 がある。これが第 1 号で、64 室のサービス付き高齢者向け住宅（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。

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ィステリア清田を 2013 年に開設した。札幌の清田病院の建て替えに伴い、その隣に当社のウィステリアを作った。このウィステリア清田は、「高齢者住宅＋医療モール＋地域薬局」＋「病院」が一体となった再開発である。

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、2015 年にウィステリア小樽稲穂がスタートした。小樽は 10 万人を超える街の中で最も高齢化が

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。

進んでいる。そこに介護事業所、薬局、サ高住が集結した。

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。このウィステリア千里中央は2016年にスタートした。

マネジメントとコーポレートガバナンス

2023年6月に監査等委員会設置会社へ移行した。執行サイドの取締役9名（新任1名）、非執行の取締役4名（うち独立社外3名）、監査等委員の社外取締役4名（全員独立社外）で構成される。スキルマップをみると、IT・DXの社外取締役が望まれる。また、ダイバーシティも必要であろう。

社外取締役として、JR 北海道のトップを務めた小池明夫氏、金融機関出身の一色浩三氏（日本政策投資銀行元理事）、聖路加国際病院の看護師出身で同大学の学長も務めた井部俊子氏が入っている。なお、中村秀一取締役は非執行ではあるが、社外ではない。厚労省出身で、一般社団法人医療介護福祉政策研究フォーラムの理事長を務めている。この法人に当社は一定の寄付をしているので、その観点から社外取締役とは位置付けていないが、活動における利益相反は特にない。監査等委員は、自治体出身、弁護士、会計士から成る。

当社は、本業が SDGs に関わる領域に直接結びついている。医薬品の流通、健康づくり、DXによる新しい仕組み作りである。

当社の社員数は3514人（2023年3月末）であるが、地域薬局の人員が多いので女性比率も高い。全体の75.7%が女性である。女性の活躍という点では、薬局長の約4割が女性である。7～8 店を担当するブロック長になると女性の比率は、20%以下にとどまる。業務内容の特性もあるが、その中から女性の執行役員も育っていく方向にある。

２．強み　　薬局のネットワークで圧倒的トップを確立

医薬品ネットワークが独自の存在

薬局は、患者が医者の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て済む。

ネットワーク部門は、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。ネットワーク部門の手数料率は、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。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

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。

れに見合って減ることになる。

医薬品等ネットワーク事業

	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3
加盟店舗数（店）	1400	1770	2509	3790	5245	6116	7401	8912
医薬品発注取扱高（億円）	1237	1374	1691	2337	3367	3917	4492	5262
1店当たり発注高（百万円/店）	95	87	79	74	75	69	66	65

加盟店のメリット～デッドストックエクスチェンジ（DSE：不動在庫消化）サービス

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、ネットワークを通した方が、仕入れ価格が安定し、安くなることがはっきり分かる。当社は、卸に対して、バイイングパワーを行使して安く仕入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。

この DSE サービスシステムは特許を取得し、2017 年に特許登録された。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加盟できる。

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**
   - 医薬品卸との単品単価交渉・・・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チェンジ**
   - 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. **その他のサポート**
   - 在庫管理システム、薬VAN
   - 加盟店向け各種商品・サービスの紹介

薬局の買収

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

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る。

大型の案件では、2013 年にトータル・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。

調剤薬局のエリア別自社店舗数

（店）

エリア	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3 3Q
北海道	112	115	118	121	123	125	120	124	122	122
関東甲信越	75	79	85	85	83	88	92	96	101	105
九州沖縄	35	36	37	37	60	58	60	63	63	67
近畿	53	48	54	58	62	56	55	53	53	52
東海北陸	42	44	54	54	47	46	45	44	44	44
東北	5	6	7	22	23	22	23	24	24	25
中国四国	23	25	22	22	22	21	21	21	21	21
合計	345	353	377	399	420	416	416	425	428	436
出店	10	9	8	8	5	8	7	12	8	9
閉店	-13	-8	-4	-5	-14	-15	-13	-6	-7	-4
M&A	27	7	20	19	30	3	6	3	2	3

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がポイントである。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 が手掛けていた病院給食については、現在も続けている。

2018 年に青森県の八戸に本社を置くアポテックを買収した。青森県を中心に 15 店の薬局を有していた。当社は東北の拠点が弱かったので、この強化へ結びついた。アポテックは 2019 年に、なの花東北へ社名を変更した。

2019 年に、大分県の永冨調剤薬局を 100%子会社とした。永冨調剤薬局は 23 店を有し、大分県で有力な薬局であり、経営陣もしっかりしている。当社のトップとも交流があり、長期的な視点に立った時、経営のサステナビリティ（持続性）を考慮して、グループ入りを決断した。永冨調剤薬局は、経営陣が継続しており順調である。

薬局事業を営む主力 4 子会社をみると、なの花西日本、トータル・メディカルサービスの収益力向上がまだ課題である。なの花西日本は、新規出店の収益化が遅れていることが影響している。いずれ好転してこよう。

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、サ高住や薬局の不動産開発に力を入れてきた。サ高住を単

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。

独で拡大するのではなく、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た。

薬局の開発の中でもメディカルモールに力を入れ、自社薬局のうち、2 割強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）と共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、不動産業者に頼らず、グループで機動力を発揮し、実績を上げている。

主要地域薬局の業績

（百万円、%）

	なの花北海道			なの花東日本			なの花西日本			トータル・メディカルサービス		
	売上高	経常利益	利益率	売上高	経常利益	利益率	売上高	経常利益	利益率	売上高	経常利益	利益率
2021.3	28762	1805	6.3	20899	894	4.3	23344	757	3.2	11980	298	2.5
2022.3	29543	1665	5.6	22319	1037	4.6	22683	814	3.6	12077	333	2.8
2023.3	30357	1587	5.2	22945	964	4.2	23006	318	1.4	12135	206	1.7

（注）利益率は売上高経常利益率

ネットワーク加盟と自前薬局は経営の両輪～一体経営に強み

地域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。

ネットワーク部門は、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。

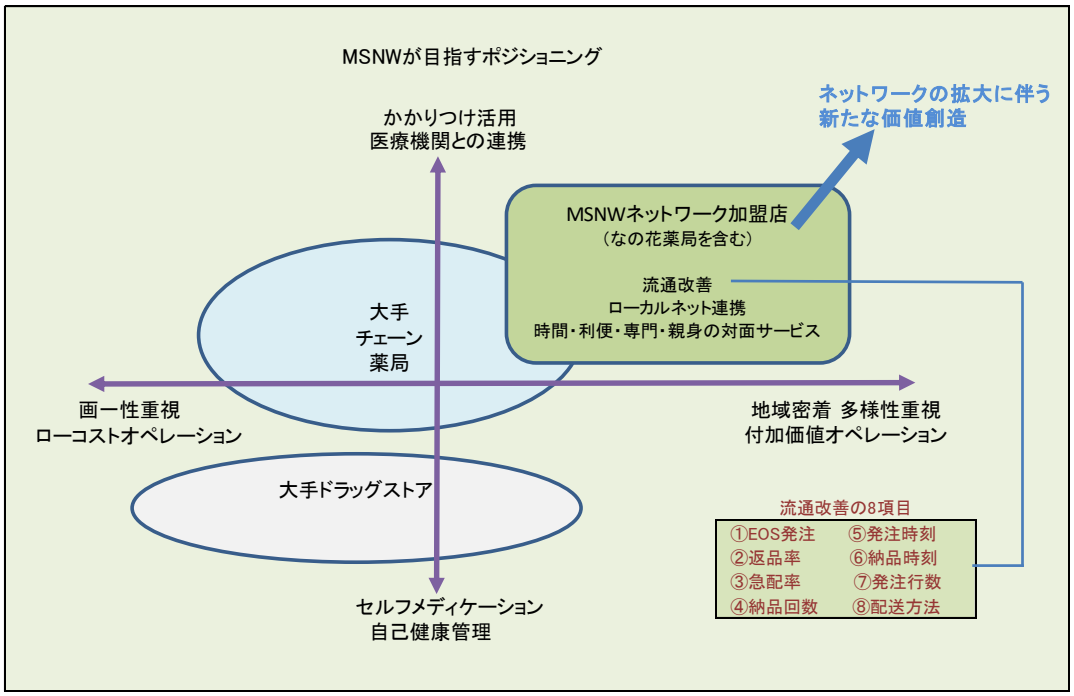
当社のネットワークが加盟店に役立つという点では、適正な価格形成＋決済代行＋ファイナンス＋在庫という機能がある。大量仕入れの中で価格が決まる。決済も速やかに進む。支払いのサイトが通常は 3 カ月程度だが、当社は 2 カ月で対応する。流通在庫を減らすように対応する、といったメリットがある。

ネットワークによる効率化～流通コスト削減に取り組む 8 つの項目

チェーン全体の流れやコストを考えると、配送回数、配送時間、在庫の融通など工夫の余地はかなりある。この点の理解が業界でも得られてきた。ネットワーク加盟件数でみた業界シェアは 15%前後に高まっている。医薬品卸の取引先は 60 社、2019 年に 5.6 万品目の単

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。

品単価契約を業界に先駆けて作り上げた。不動在庫の消化サービスでは、年間 5 億円の廃棄ロスの削減に貢献している。その仕組みで特許も取得している。



流通改善の目的は、立場によって異なる。1）厚労省は透明な市場価格の形成、2）製薬メーカーは流通管理を通した仕切価格の維持、3）医薬品卸は薬価差圧縮と物流コストの削減、4）薬局は納入価の維持と業務改善を目指している。

MSNW の流通改善は、卸と薬局に共通するコストをシステムの見直しで削減しようというものである。8 つ項目をあげている。

①EOS 発生率を上げる。電話発注からインターネット発注にする。②返品率と③急配率の改善である。適正な在庫管理で返品や急配を減らせれば、卸の事務コスト、配送コストを削減できる。④納品回数の低減、⑤発注時刻や⑥納品時刻の適正化、⑦発注行数の削減、⑧配送方法の適正化、である。

医薬品の取扱高は 1 件当たり約 0.7 億円なので、1 万件になれば 7000 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、流通の仕組みをさらに変革していく。

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。さらにビックデータ、AI の活用も進むことになろう。

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。

子会社フェルゼンファーマでジェネリックを製造販売～ダイトと連携

医薬品の製造販売は、2023 年 12 月末で 48 成分 101 品目である。黒字を確保している。ジェネリックの製造販売のコアとなる子会社を 2016 年に設立した。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る。

製造は、ダイト（コード 4577）などに委託している。ダイトは東証プライム上場で、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こよう。

LINE（ライン）の活用～薬局向けライン公式アプリを開発

当社は、LINE（ライン）を活用した薬局と患者のやりとりを進めるために、LINE の公式アカウントの開発とアプリの販売において、合弁会社ファーマシフト（当社 51%、RePharmacy 49%）を 2020 年 10 月に設立した。RePharmacy は、薬局向け LINE サービスの開発を担当してきた。

当社は薬局ビジネスに精通しており、しかも 9400 件のネットワークを有している。大手の薬局でも 1000 店台のレベルなので、当社の広がりが優位に働こう。

①患者と薬局が LINE アプリを通して、簡便にやりとりできる。処方箋を写メールして送って、薬が出来たと返事がもらえる。服薬の指導、サポートも受けられる。②薬局に健康相談、栄養相談ができる。③集約した情報をベースにして、新しいサービスも可能となる。

この LINE サービスは、当社のネットワーク加盟店だけでなく、全国の薬局に広げていく方針である。つまり、誰でも使えるようにする。LINE のユーザーは 9200 万人いるので、これをベースに薬局業界のデジタルシフトでリーダーシップをとろうという作戦である。

ファーマシフトの「デジタル薬局コンソーシアム」

ファーマシフトは、2021 年 2 月に薬局のデジタル化を推進する「デジタル薬局コンソーシアム」を立ち上げた。

薬局のサービスが、薬の調合という対物サービスから、患者とのコミュニケーションという対人サービスにシフトが進む中で、1）薬局におけるかかりつけ機能（服薬指導、相談）を高めると共に、2）患者が服薬情報を一元管理することができ、3）両者の双方向のコミュニケーションをスムーズに促すようにする。

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。

LINE を通して、簡単便利に、薬歴の管理や服薬のフォローができる。①トーク画面、②処方箋送信、③問診ができる。電子お薬手帳が中々普及しない中、もっと汎用性のあるデジタルアプリでネットワークを一気に広げようとしている。

このプラットフォームサービスのねらいは3つある。1つは、かかりつけ薬局を支援する。2つ目は、LINE の情報を集約することで、ビックデータとしての活用が見込める。これを利用して、患者サービスを強化、薬局の収益機会を増やしていく。3つ目は、薬局とクリニックの連携にもっていく。オンラインによる連携で予約、診療、調剤などの情報サービスが相互にレベルアップできよう。薬局をこえた業種への展開である。

デジタル薬局コンソーシアム
～新たな医薬品プラットフォーム「つながる薬局」～

＊地域薬局ネットワーク事業～４部門
・デジタルシフト部門 ・・・薬局のデジタル化支援 「ファーマシフト」

＊ファーマシフトの戦略
1．かかりつけ薬局のデジタル支援
2．薬局ビッグデータの活用
3．クリニックなどとのオンライン連携

＊ファーマシフトによる「デジタル薬局コンソーシアム」の結成
・2020年10月、オプトと合弁でファーマシフト設立
・LINE公式アカウントを活かして「かかりつけ薬局化支援サービス」を開発
・2021年3月サービス開始、2万店へのサービス導入を目指す
・1店ごとの月額課金システム

＊「つながる薬局支援サービス」
・新たなコミュニケーションツール
・スマホでラインアプリを簡単利用
・かかりつけ機能の強化
・服薬情報の一元管理（電子お薬手帳）
・薬歴管理、服薬フォロー（チェット機能）
・処方箋送信
・問診など
・オンライン服薬指導（ビデオ通話）

複合型医療モールを開発～札幌のウィステリア南１条ビル

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きた。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。

ウィステリア南１条ビルは、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した。建築費は 46 億円、サ高住 116 室、地域薬局、医療機関、保育所、集会場等からな

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。

る複合ビルである。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。札幌の一等地と立地もよい。保育所（定員 104 人）も設けた。地域の病院に勤める医師からもニーズに応えている。

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。当社が併設する薬局もこのクラスを目指している。

ウィステリアシリーズは 5 件手掛けてきたが、次の計画はない。サ高住、薬局、病院、クリニック、介護施設、保育施設が一体となって地域のヘルスケアに貢献することを狙いとしており、その評価は高い。しかし、当社の自力だけの資金力で対応するには、バランスシートがもたない。次の展開はここを工夫したものとなろう。サ高住は、入居率が上がり定着してくると数億円の利益は十分稼げよう。

サービス付き高齢者向け住宅
～サ高住＋医療モール＋地域薬局＋病院～

（億円、戸、万円/戸、%）

2023.9末現在	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
ウィステリアＮ１７	2007.1	20	64	92.2	25	○		○	○
ウィステリア清田	2014.5	10	75	98.7	8	○	○	○	○
ウィステリア小樽稲穂	2015.1	17	81	93.8	7		○	○	○
ウィステリア千里中央	2016.5	35	82	62.2	15	○	○	○	○
ウィステリア南1条	2018.1	46	116	75.9	8.5～	○		○	
全体		128	418	83.3					

（注）投資額は全体を含む。○は有。賃料は月額。

３．中期経営方針　　新たなプラットフォームによる企業価値創造に向けて

中期 4 カ年計画の骨子

新 4 カ年計画では、3 つの方向が注目される。第 1 は、ネットワーク型ビジネスを、ステージ 1 からステージ 2 に持っていく。第 1 ステージはネットワーク加盟店の拡大にあったが、第 2 ステージは成長領域の広がりを加えていく。第 2 は、地域薬局を自社のなの花薬局と加盟店の薬局を別々に捉えるのではなく、エリア毎に最適なサービスが提供できるように連携を深めていく。第 3 は、ビジネスモデルを新成長モデルにシフトすることで収益構造を転換していく。

地域薬局事業をベースとしながら、それを支える薬局支援 3 事業を成長のドライバーとしていく。NW（ネットワーク）加盟件数は 1.2 万件、シェア 20%を目標とする。流通改善と

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。

サービスの拡充を図る。

医薬品の製造販売では売上 100 億円を目指す。ネットワーク加盟店への販売先はでき上がっているので、良質のジェネリック医薬品を、販売費用を抑えて提供することができる。

デジタルシフトでは 2 万拠点を目指す中で、サービスの高付加価値化と新規事業の立ち上げを進めていく。

新中期4ヵ年計画
2023.3期～2026.3期

ビジネスモデル

- Stage1からStage2へ
- プラットフォームを基盤に多層な成長領域を獲得
- 薬局支援3事業を中心に収益構造を転換

重点戦略

- 地域薬局のエリア最適化
- ネットワークを活かした流通改善とサービス拡充
- 自社製造のジェネリック医薬品の安定供給拡大
- 薬局のデジタルシフトとサービスの高付加価値化

計画目標

・地域薬局	年間25店舗出店体制、550店へ
・医薬品NW	加盟件数1.2万件、シェア20％
・医薬品製造販売	販売額100億円
・デジタルシフト	つながる薬局拠点数２万店
・看護・介護・栄養	ウィステリア稼働率90％台

中期計画の目標

（億円、％、件）

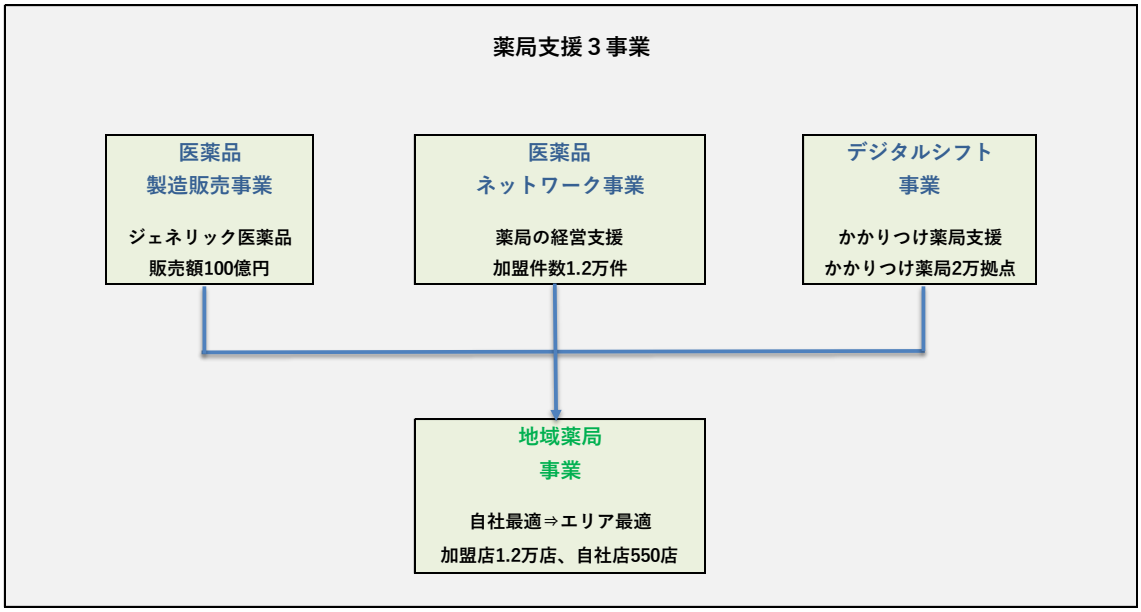
	2022.3	2023.3		2024.3		2026.3
		（計画）	（実績）	（修正計画）	（予想）	（計画）
売上高	1066	1100	1095	1138	1150	1400
営業利益	38	35	31	35	38	65
営業利益率	3.6	3.2	2.9	3.1	3.3	4.6
EBITDA	67	62	61	66	69	100
医薬品NW加盟件数	7401	8900	8912	10400	9700	12000
地域薬局自社店舗数	425		428			550
自己資本比率	21.1		21.8			30.0

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。

収益構造の転換では、2022 年 3 月期で地域薬局の利益が 38 億円の半分以上を占めていたが、これを 4 年後の 65 億円の内訳でみると、薬局支援 3 事業が利益の 3 分の 2 以上を占め、地域薬局の利益構成は大きく下がっていく。利益の増加分 30 億円は薬局支援 3 事業が担い、地域薬局事業の利益は多少減ることを前提にしている。

中期 4 カ年計画の達成では、後半 2 年で薬局支援 3 事業（医薬品ネットワーク、医薬品製造販売、デジタルシフト）がウエイトを高めてくることがリード役となろう。

中期 4 カ年で営業利益を+30 億円乗せるには、①医薬品ネットワークで年 5～6 億円×4 年で 20～24 億円、②フェルゼンファーマのジェネリックで 8～10 億円、③デジタルシフトで 2～3 億円は見込めよう。つまり、地域薬局の利益が伸びなくても、それを支援するビジネスで成長を実現していくという計画である。



中期計画のセグメント別利益貢献

（億円）

	2022.3（推）	2026.3（予）	（増減）
営業利益	38	65	+27
セグメント利益			
薬局支援3事業	40	72	+32
地域薬局事業	20	18	-2
看護・介護・栄養	1	3	+2
（共通経費）	-23	-28	-5

（注）セグメント利益の内訳はアナリストによる推定及び予想

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。

では、地域薬局を 450 店から 550 店へ拡大するという戦略の意義はどこにあるのか。収益貢献が見込めないなら、拡大しなくてもよいのではないかという見方も出てくる。

これに対して、マネジメントは 2 つの面を強調する。1 つは、地域薬局の経営を健全に保つ手本を自ら実践していく。その仕組みをネットワーク加盟店にも導入し使えるようにして、ネットワーク全体の効率性を高めていく。

もう 1 つは、出店は自ら開発するモール型を中心とする。モールはいくつかのクリニックの集積で薬局の効率もよい。このモール型薬局の比率が現在 25%であるが、これを 40%に上げていく。新規出店では、自社新店で 85 店、M&A で 60 店をイメージしている。

医薬品ネットワーク事業では 1.2 万件、シェア 20%を目指す

医薬品ネットワーク事業については、4 年後に 1.2 万件、シェア 20%を目指す。年間 1200 店の増加、1 店当たり 60 万円の手数料として、7～8 億円の売上増となり、5～6 億円の利益増が見込めよう。営業員を増やし、システム投資も拡大するので、前半の利益貢献はやや低くなろうが、後半は高まってこよう。

シェアは現在 15%前後まで上がってきた。これが 20%になると、業界における景色はさらに変化してこよう。医薬品の取り扱い額では、圧倒的№1 になってくる。仕入れ効率、販売効率が上がってくるので、2 つのことが考えられる。

医薬品NW加盟件数

（件）

	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3（計画）		2026.3（計画）
加盟件数	2509	3790	5245	6116	7401	8900 (8912)		12000
新規加盟	+848	+1405	+1637	+1503	+1642	(+1861)		
脱退	-109	-124	-182	-632	-352	(-350)		
純増	+739	+1281	+1455	+871	+1285	(+1511)		

（注）カッコ内は実績

1 つは、これまで以上に当社のネットワークに参加したいという薬局が増えてこよう。2 つ目は、このネットワークを多面的に活用することができるようになろう。デジタルシフト部門との連携を強化して、独自の付加的サービスをさらに乗せていけるようになろう。

医薬品ネットワークの加盟件数は、最初の 1000 件に 14 年、次の 1500 件に 5 年ほど要したが、次の 2000 件は 2 年足らずで達成できた。ピッチが上がっている要因は、1）薬局経営が厳しくなる中で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）加盟店の口コミ効果という点にある。

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

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、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。

競合の台頭～レピュテーションの向上

競合では、グローバル・エイチがくすりの窓口と組んで、「みんなの共同仕入れサービス」を展開している。そこへの加盟薬局が 5000 店を超えている。約 3 年で急ピッチの伸びをみせている。2022 年、東証マザースに上場した HYUGA PRIMARY CARE（ヒュウガプライマリケア）は、在宅訪問薬局事業に加えて、きらりプライム事業を展開している。これは中小の薬局と提携して、在宅薬局特化型の支援情報システム（ファムケア）をサービスしている。この加盟店が 2023 年 9 月末で 1855 店と伸びている。

こうした新しい競合も出ている。MSNW としても、エッジをきかせたサービスでネットワークビジネスをリードしていく必要があろう。競合による脱退誘発はすでに落ち着いており、あまり問題にならない。最近の新規加盟を見ると 2 割は卸からの紹介であり、卸との協調も定着してきた。コンペティターでは、かつて合弁事業もやったことのある阪神調剤薬局が、光通信系の子会社と組んで、グローバル・エイチを立ち上げ、薬局に攻勢をかけてきた。医薬品卸と薬局の価格交渉代行業務を行うという内容である。まず阪神調剤グループの薬局が参加し、その他の薬局も一部応募した。

現状を見ると多くの薬局の経営は苦しくなっており、仕入れ価格の引き下げや在庫品の処分などができれば、一定のメリットが得られる。当社のネットワーク事業のよいところを事業化している。ベースに阪神調剤という大手薬局がついており、営業力に定評のある光通信系列という点で注意が必要である。

競合の影響は一時ほどではなく、当社も営業力を強化、卸サイドのサポートも当社に有利に働いている。ネットワークへの新規加盟件数のうち、卸からの紹介が増えている。これは、中小型の薬局が経営効率をあげるにはどうしたらよいかという対応の中で、当社のネットワークに加盟した方が互いに win-win になるという認識が広がっている効果である。

ネットワークの拡大をどう活かすか～単品単価の効果

ネットワーク効果を企業価値向上にいかに結びつけるか。他社に真似できない仕組み作りが問われている。

田尻社長は、会社創業来の信念として、医薬品流通の合理化、効率化による利便性の向上と薬剤費の削減に取り組んできた。医薬品 5.6 万品目（JAN ベース）について、単品単価の交渉ができるようにシステムを整え、流通改善のあるべき方向について、実践してきた。

中長期にみて、全体のバリューチェーンの中で、どのように自社の存在を位置づけ、社会的役割を高めていくのか。ここでの価値が価格に反映されていく。当社は、ネットワーク事業の加盟件数が大きく増え、医薬品の仕入規模で、業界トップクラスとなってきた。

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

薬価改定が毎年実施されるようになったので、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。

単品単価による値決めについて、これが業界に浸透してくれば、流通の効率化に大きく貢献しよう。薬価改定で、一品一品の値決めの基準がはっきりする。取引の総量やカテゴリー別での値引き交渉が意味をもたなくなる。その上で、EOS による発注、昼間の発注、配達、一日一回の配送などが進めば、在庫の適正化もでき、返品や急配達も減らすことができる。これが、効率化と収益性の改善につながろう。

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
2019.3	3790	2337
2020.3	5245	3367
2021.3	6116	3917
2022.3	7401	4492
2023.3	8912	5262
2024.3 3Q	9503	6200 ＊

（注）＊は年率換算。

流通改善への賛同が波及

2023 年 3 月期のネットワークへの加盟件数は、前年度比+1511 件と過去最高となった。なぜ好調なのか。流通改善への賛同が波及していることによる。

2018 年 1 月に厚労省から流通改善のガイドラインが出された。当社は同年 9 月に単品単価の仕組みを完成した。つまり、医薬品 1 品ごとにきちんと価格を交渉によって値決めできるようにした。これを踏まえて、2019 年 3 月以降、当社のネットワークへの加盟件数が顕著に増加し始めた。卸側の協力も得られている。

個別の単品ではなく、全体でまとめて価格交渉も行う慣行が今までの主流であるが、これでは個別の単価がよく分からない。ここに課題があるので、当社が新しい仕組みを作った。

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。

これが 1 つのモデルとして機能している。

仕入の量が増えれば、安く仕入れられるようになるが、バイイングパワーを使って、価格引き下げを強要し、その分を成果報酬的に収入とするような仕組みはとっていない。他社では、このような値下げを売りにして、価格交渉代行的な事業を行っているところがあるようだ。これが業界のあり方として問題になっている。薬価差益の取り合いは、流通効率化の本筋からはかけ離れている。

薬価について、交渉を通して仕入れ価格の引き下げ幅を無理に大きくすると、翌年にはそれが市場価格とみなされるので、薬価の引き下げ幅も大きくなる。これが毎年続いては、フェアな価格形成とはならない。何が適正な価格なのか。一定の収益が見込めない薬を作るメーカーは減ってくる。本来のあるべき姿とはずれてこよう。

価格交渉代行的サービスに何らかの規制が入るかどうかはまだ分からない。何が適正な価格かという点と、流通に置ける仕組みを効率化していくという点は、明確に分けていく必要があろう。

当社のネットワークに参加できる層は、マーケット全体として 3 万件前後であろう。1 万件の達成を目指す中でで、その次をどのように囲い込んでいくのか。

新しいサービスを付加して、当社ネットワークの魅力を高めていく必要がある。それによって、加盟薬局のサービス力が上がり、収益性改善に結び付くなら、当社の付加価値も高めることができよう。

在庫管理・発注システム「LINCLE（リンクル)」を開発

在庫管理・発注システム「LINCLE（リンクル)」を開発し、提供を開始した。今 2024 年 3 月期は、当社グループ薬局 400 店以上で運用を始めている。薬局における対物業務にかかる時間を縮減できる。1 時間ほどかかっていた発注業務が大幅に短縮されたケースも出ている。

リンクルの効果として、1）発注業務を 6 割減でき、2）発注忘れによる欠品を 7 割の店舗で削減できている。

「在庫情報共有サービス」の提供を開始

医薬品ネットワーク加盟店向け「在庫情報共有サービス」の提供を開始した。加盟店間で、医薬品在庫情報を共有し、融通し合うことができるようになる。地域単位で安定供給のしくみを作ることができる。このサービスを無償で提供して、加盟店とのつながりを強化していく。このシステムでは、必要となる薬品名を入力すると、仕入れ実績のある加盟店が距離順に表示され、地図上にも示される。1 つの加盟店を指定すると経路情報も出てくる。在庫情報は、日々データが自動で登録されているので、リアルタイムに近い情報が共有できる。

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。

ファーマシフトの拡大

デジタルシフト事業は 2021 年 3 月からサービスを開始した。LINE の使いやすさが出ている。この LINE のサーバーは国内にあるものを使っているので、安全性は高い。

「つながる薬局」は 12 月末で導入店 4445 店、友だち登録 94.9 万人となった。これを 2024 年 3 月末までに 5300 店、将来は 2 万店にもっていく計画である。

新規加盟店には必ず入ってもらうようにするので、4 年で 5000 店はいける。既存店でも大半が加盟するようになろう。グループ以外の薬局にも気軽に入ってもらえる。使い勝手がよく、業界をリードするポジションがとれれば、2 万店は可能であろう。

LINE を使って、処方箋を送るというだけでは付加価値は大きくない。もっと付加的なサービスの提供が重要になろう。2 万店、1000 万人に対して付加的なサービスを多面的に実施していくことになろう。デジタルマーケティングもその 1 つである。PHR(パーソナルヘルスレコード)としては、さまざまなデータ活用ができよう。

つながる薬局
～LINE公式アカウント～

	2021.3	2022.3	2023.3 （計画）	2026.3 （計画）
導入店舗数　（店）	36	911	4400 （3391）	20000
友だち登録数（万人）	1	31	（65）	

（注）カッコ内は実績

加盟店は月 7000 円、それ以外は月 1.2 万円の利用料である。2 万店になれば年間で 10 億円以上の使用料収入が見込める。一定の利益貢献は期待できよう。そうなると、次の展開が面白くなろう。

ただ、この DX を利用したヘルスケアサービスはさまざまな分野から参入が始まっている。薬局業界とは違ったところからの参入もありえよう。ネットワーク事業との連携で強みを活かすことが重要である。

合弁事業を解消し、当社がリード役に

ファーマシフトは、デジタルホールディングの子会社であるリテイギとの合弁事業であるが、2023 年 11 月末に先方の株式を全額取得して、当社の 100%子会社となった。LINE の「つながる薬局」に関する運営については、先方のサービスを継続するので、特に支障はない。自社の一員として、開発力と運営力を強化していく方針である。

今回の持株比率の変更は、先方の経営方針によるもので、ファーマシフトの事業は順調に伸びており、当事業に問題があったわけではない。株式の譲受については、さほど大きな金

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。

額ではないとみられる。

医薬品製造販売の拡大

フェルゼンファーマのジェネリック医薬品は、仕入れて販売するという卸売りの取引で、販売額は、2023 年 3 月期 26 億円に対して、今期は 42 億円、2026 年 3 月期に 100 億円を目指す。これが当社の連結に入る時には、新しい収益認識基準に従って、販売手数料（粗利）ベースで売上が立つ。販売マージンは 15%前後なので、100 億円の時には 15 億円の売上となり、この時の営業利益として 8 億円前後は十分見込めよう。

医薬品製造販売事業については、すでに構築しているネットワークの中で広げることができる。2023 年 3 月期の実績でみると、ネットワーク加盟店におけるジェネリック使用額は 880 億円、このうちフェルゼンファーマがカバーできる市場が 208 億円（カバー率 23.6%）、実際の販売額は 26 億円（12.5%）であった。

これが 2026 年 3 月期に、ネットワークが 1.2 万店になれば、ジェネリック使用額は 1035 億円になり、フェルゼンファーマのカバーする市場は 330 億円（カバー率 32%）、実際の販売額は 100 億円（30%）を見込むという計画である。

上期の医薬品製造販売事業は、ジェネリック医薬品の製造委託先の出荷調整で、計画通に数量を確保できない状況にあった。下期より、順次出荷再開しているが、薬局に使ってもらうには時間を要する。来期には正常化してこようが、中期計画の想定に比べると遅れが出ている。

医薬品製造販売

	2021.3	2022.3	2023.3（計画）		2026.3（計画）
販売額（億円）	12	18	30（26）		100
販売店数(加盟店)	1116	1698	2700（2161）		
取扱成分数	34	41	（45）		
取扱品目数	68	82	（93）		

（注）カッコ内は実績

財務戦略の方向

2023 年 3 月期のバランスシートで、自己資本比率は 21.8%（前期 21.1%）へ改善している。これは借入金を返済していることによる。この 4 カ年、フリーキャッシュ・フローがプラスであり、コロナ禍で厚めに調達していた資金も通常ベースに戻せると判断した。

次の 4 カ年計画でも、フリーキャッシュ・フローはプラスをキープする方針なので、引き続き借入金は減少し、収益力の向上と相まって、自己資本比率は改善していこう。

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。

バランスシートでは、2023 年 3 月末でのれん 11183 百万円があり、のれん償却は 1132 百万円であった。過去の M&A はほとんどが先方の株式買収であった。そののれんは 20 年で償却しているが、これは有税償却となる。事業譲受は 5 年償却で損金算入されるが、そのウエイトは小さい。

MSNWのバランスシート

（百万円、%）

	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3
流動資産	11098	18736	21055	20578	19313	18701	20265
現預金	2252	10201	11703	11722	10118	8201	8141
売掛金	2223	2332	2420	2313	2646	2891	3437
商品	3946	3418	4252	4439	4390	4765	5160
固定資産	39639	44023	47879	45885	45134	44239	45958
有形固定資産	21246	24129	25721	25126	24634	24624	27060
のれん	13184	14451	15710	14179	13145	12254	11183
投資等	4559	4847	5922	6143	6926	6848	7090
資産合計	50737	62759	68935	66464	64448	62941	66223
負債	40092	52174	58173	57045	53260	49654	51735
買掛金	9144	9416	10198	10021	9258	9680	9937
短期借入金	356	2950	4421	3916	3916	1016	1016
長期借入金	21269	28628	32611	32235	27601	27647	25378
純資産	10644	10584	10761	9418	11187	13286	14488
有利子負債	21725	31578	37032	36151	31517	28663	26394
有利子負債比率	42.8	50.3	53.7	54.4	48.9	45.5	39.9
自己資本比率	20.1	16.9	15.6	14.2	17.3	21.1	21.8

（注）長期借入金には1年以内返済予定を含む。

KAM（監査上の主要な検討事項）

KAM（監査上の主要な検討事項）では、①地域薬局ネットワーク事業ののれんの評価と、②賃貸・設備関連事業におけるサービス付高齢者向け住宅の有形固定資産の評価が対象となった。薬局の M&A でのれんが 11183 百万円（総資産 16%）計上されており、これが減損の対象にならないかが検討された。また、サ高住の有形固定資産 10666 百万円（総資産の 16%）も、将来のキャッシュ・フローから見て減損の対象にならないかが検討された。いずれも特に問題はなかった。

4ヵ年の累計キャッシュ・フロー

（億円）

	2019.3～2022.3	2023.3～2026.3（計画）
営業CF	163	200
投資CF	-123	-180
フリーCF	40	20
財務CF	-61	-20

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。

薬局の M&A については、B/S 上慎重にみていく必要があり、サ高住については、アセットライトにしていく方策が今後とも検討していくことが望まれる。

ＭＳＮＷのキャッシュ・フロー

（百万円）

	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3
営業キャッシュ・フロー	3084	6699	2840	4232	5205	4010	4973
税引後当期純利益	-185	1545	-250	-1076	2980	1146	1725
減価償却	1594	1491	1624	1811	1859	1727	1825
減損損失			55	1508	360	392	247
のれん償却	1009	1056	1147	1217	1136	1128	1132
投資キャッシュ・フロー	-3909	-6848	-5921	-2383	-1485	-2511	-2114
有形固定資産取得	-2170	-4050	-3094	-1351	-1375	-1934	-1373
無形固定資産取得						-194	-234
子会社株式の取得	-1725	-2466	-2898	-583	-8	0	0
フリーキャッシュ・フロー	-825	-149	-3081	1849	3720	1499	2859
財務キャッシュ・フロー	998	8050	4338	-1687	-5312	-3415	-2918
長短借入金	2051	9890	5172	-881	-4634	-2868	-2269
配当金	-297	-297	-304	-305	-304	-304	-395
自己株式の取得・処分	0	0	0	0	-30	0	0
株式の発行	0	326	60	0	0	0	0
現金・同等物の期末残高	2235	10136	11520	11681	10088	8171	8111

規制緩和と DX 化

Amazon がアマゾンファーマシーを通して薬の配送に参入するとなると、その影響が懸念される。外部委託の規制がどこまで緩和されるかによるが、当社としては、デジタルシフトを活用して、リアル店舗とオンラインのハイブリッドで対応していく方針である。

2023 年 1 月から電子処方箋が実用化に入った。いずれ影響が出てこよう。薬局の立地が問われる。患者にとって、しっかり相談できるところがよい。病院そばの薬局で待つ必要がなくなってくる。薬剤師の仕事もさらに変化してくる。服薬期間の管理が重要になってくる。どの薬局でも患者の薬がリアルタイムで全てわかるようになる。薬局は病院そばの立地ではなく、サービスの良さがより重要になってこよう。

医薬品ネットワーク事業は順調であるが、業界全体でみた時一部の機能については議論が必要になっている。よい薬を適正な価格で販売できることがビジネスの基本である。メーカー、卸、薬局、患者というバリューチェーンにおいて、薬の低価格化が薬の安定供給に弊害をもたらすようでは困る。価格が安くなりすぎれば、必要な薬が生産されなくなる。ビジネスにならないとみられれば、海外から薬が入ってこなくなる。大手が薬価差だけを追求してバランスが崩れれば、低価格化を促進しかねない。薬局における価格交渉代行機能については適切な対応が求められよう。今後の動きに注目したい。

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。

４．当面の業績　　2025 年 3 月期はピーク利益の更新へ

前 2023 年 3 月期は減益であった

2023 年 3 月期は、売上高 109551 百万円（前年度比+2.7%）、営業利益 3163 百万円（同-17.9%）、経常利益 3355 百万円（同-22.2%）、純利益 1610 百万円（同-32.7%）となった。

医薬品ネットワーク部門は好調であったが、医薬品の仕入れ価格の影響で減益となった。コスト面では、インフレ手当で人件費が 202 百万円ほど追加となった。サ高住の経費もアップした。

薬局の既存店は＋1.5%であった。出店は 15 店の計画が 8 店にとどまった。薬局の出店はモール中心で、計画のずれ込みも出ている。薬局の新規出店は、医療モールを中心としているので、案件を仕上げるのに時間を要する。モール比率は現在 25%であるが、いずれ 40%に上げていくことを目標としている。薬局ポートフォリオの入れ替えにも力を入れている。

1 薬局当たりの処方箋枚数も、IT や DX の活用で大幅に高めていく方針である。1600 枚/月/店を増加させるべく店舗と DX のハイブリッド戦略を狙っている。50 代～60 代では LINE が十分使えるので、この活用が広がってくれば、1 店当たりの効率も上がってこよう。

ネットワーク部門では、加盟件数の減少が 350 件ほどあったが、8 割は閉局や M&A によるものであった。

利益増減要因

（百万円）

	2021.3期		2022.3期		2023.3期	
営業利益	3429	+1814	3852	+423	3163	-688
医薬品ネットワーク		+518		+527		+500
地域薬局		+1375		-46		-860
医薬品製造販売		+78		-30		+50
その他		-157		-88		-378
EBITDA	6426	+1781	6708	+282	6122	-586
営業利益		+1814		+422		-689
減価償却		+48		-132		+98
のれん償却		-81		-8		+4
純利益	2198	+3092	2394	+195	1610	-784
減損損失		-360		-392		-247
関係会社株式売却益		+907				

（注）右辺は前年同期比増減、2023.3期の営業利益の内訳はアナリスト推定。

新型コロナ禍の影響は一巡し、処方箋枚数が回復

新型コロナ感染症によって受診を控え、長期処方が増えた。処方箋単価は上がったが、処方箋応需枚数の減少の方が大きく出た。新型コロナへの感染を心配する人々は、それ以外の

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。

病状があっても病院やクリニックに行かなった。継続的な治療を受けている人々も、月１回を３か月に１回にして、その分薬を長めにもらう。そうなると、月当たりの処方箋枚数は減少する。医師の診療報酬も減るが、薬局の調剤報酬にも影響した。こうしたコロナ禍は一巡しつつあり、処方箋枚数も次第に戻っている。

調剤薬局の調剤報酬内訳

（%）

内　　訳	2021.3期			2022.3期			2023.3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)
処方箋枚数（千枚）a	8289	(-8.7)	(-9.4)	8746	(+5.5)	(+3.2)	9088	(+3.9)	(+1.5)
処方箋単価〈円/枚）b	10655	(+7.6)	(+7.7)	10410	(-2.3)	(-1.5)	10236	(-1.7)	(-1.3)
技術料	2376	(+3.9)	(+4.1)	2426	(+2.1)	(+2.3)	2446	(+0.8)	(+1.4)
薬剤収入	8279	(+8.7)	(+8.8)	7984	(-3.6)	(-2.6)	7789	(-2.4)	(-2.1)
売上高（百万円）									
調剤売上　a×b	88320	(-1.8)	(-2.4)	91056	(+3.1)	(+1.6)	93029	(+2.2)	(+0.2)

（注）伸び率は前年度比全店ベース。既存店は伸び率。

薬価改定と卸との交渉

2022 年 4 月の診療報酬の改定では、調剤報酬+0.08%、薬価改定-1.37%となった。例年のように、ネットワーク部門は手数料が影響を受けるとしても収益は拡大したが、地域薬局の減益は避けられなかった。

卸との価格交渉については、2018 年 1 月の流通ガイドライン（厚労省）に基づいて、当社は同年 9 月に 5.2 万品目の単品単価契約を実施した。これによって、個別品目ごとの価格交渉が分かり易くできるようになったので、2019 年 4 月、2021 年 4 月の薬価改定についても、それぞれの 9 月までに価格がスムーズに決まった。総額での価格交渉ではなくなったので、利益への影響額も合理的に決まるようになった。

医薬品製造販売

（店、億円）

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	
				（計画）	(3Q)
取引店数	1318	2050	3231	5000	4414
販売高	11	18	26	42	22.3

ジェネリック医薬品の強化

医薬品の製造販売部門では、2022 年 3 月期より会計上の収益認識が変更されており、ジェネリックの仕入れ販売は、手数料（粗利）ベースの売上計上になっている。

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。

ジェネリック医薬品の製造販売では順調に品目を増やしているが、目標には届いていない。これはジェネリック医薬品業界の供給問題で、その余波があった。ジェネリック医薬品業界で品質問題が発生し、業界あげてその対応に動いているが、品質向上、そのための生産システムの見直し、設備の増強、新設にも一定時間を要する。

生産を委託しているダイトには特に問題は発生していないが、供給力には制約があるので、当社の加盟店にフェルゼンファーマの製品を使ってもらうというピッチに影響が出た。

つながる薬局の会員増～LINE 公式アカウントで業界 No.1

デジタルシフト部門の「つながる薬局」は、LINE 友だち登録数が増加しており、同じような薬局の LINE 公式アカウントでは、業界 No.1 となっている。1）加盟店を増やす、2）登録数を増やす、3）そして、実際に使ってもらって、利便性を実感することが重要である。まずは、先行投資を続けていく。

「つながる薬局」の機能のアップデートも進んでいる。①電子処方箋の画像送付、②薬局ごとの電子処方箋への対応、③患者からのリクエストへの対応、④オンライン服薬指導のリマイドなど、使い勝手を高めようとしている。今後、電子おくすり手帳との連携もできるようになろう。そうなると、利便性は一段と高まろう。

LINE でのやり取りが今後増えていこう。メールや直接会話の機会を通して、かかりつけ薬局機能を高めていくことができる。

つながる薬局

（店、万人、万件）

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	
				（計画）	（3Q）
導入店	36	911	3391	5300	4445
友だち登録数	1	31	64.9	100	94.9
新規処方箋送信（単月）		0.3	0.5		

大手のアインや日本調剤では、自社アプリを使って、処方箋の送受信を自社のネットとして推進している。「つながる薬局」の場合は、LINE の活用で法人に関係なく導入している店舗とつなぐことができるので有効である。医薬品ネットワーク加盟店への説明や営業には一定の手間がかかるが、導入店舗数のピッチは次第に上がってこよう。

今 2024 年 3 月期は増益に転換

1 月の能登半島地震の影響はほとんどなかった。金沢に当社の薬局、能登に加盟店もあったが、直接的な被災は逃れた。当社本体となの花中部が石川県へ義援金 580 万円を拠出した。

2Q の時点で会社サイドは、当初計画を上方修正した。売上高+13 億円、EBIDA+10 億円、

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。

営業利益で+9 億円とした。修正後の計画は、売上高 113800 百万円（前年度比+3.9%）、EBITDA6600 百万円（同+2.2%）、純利益 1650 百万円（同+2.4%）であった。

2024 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 86175 百万円（前年同期比+5.2%）、EBITDA 5406 百万円（同+19.5%）、営業利益 3069 百万円（同+30.9%）、経常利益 3044 百万円（同+21.8%）、純利益 1693 百万円（同+41.7%）となった。

調剤薬局既存店の月次動向～前年同月比伸び率

（%）

（月）	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
処方箋枚数												
2020年	-6.0	-0.2	-9.9	-16.8	-18.5	-7.1	-11.1	-9.1	-6.3	-4.3	-12.3	-9.6
2021年	-12.8	-10.2	+5.7	+12.2	+10.7	+5.2	+2.8	+3.5	+2.0	-3.3	+6.6	+1.9
2022年	+3.5	-3.2	-2.4	-1.7	+3.7	-0.8	-0.4	+5.4	+1.8	-0.9	0.0	+0.5
2023年	+1.8	+5.4	+4.3	0.0	+8.4	+7.4	+4.0	+0.5	+3.7	+6.2	+2.6	+5.6
処方箋単価												
2020年	+7.5	+6.5	+12.9	+18.2	+12.2	+9.2	+8.1	+3.0	+5.4	+5.6	+8.2	+8.4
2021年	+10.5	+5.8	-0.4	-10.5	-5.6	-1.8	-2.2	+0.7	+0.8	-0.3	-1.5	-0.0
2022年	-1.9	+2.8	+1.9	-0.6	-1.7	+0.1	-2.1	-2.0	-0.9	-0.9	+2.4	-1.0
2023年	-1.8	-3.7	-3.3	-0.8	-1.4	-3.3	+0.2	+3.7	+0.1	-1.6	-2.4	-2.3
調剤報酬												
2020年	-0.3	+0.7	+1.5	-1.7	-8.6	+1.5	-3.9	-6.3	-1.2	+1.0	-5.1	-2.0
2021年	-3.6	-5.0	+5.3	+0.4	+4.5	+3.3	+0.5	+4.3	+2.8	-3.6	+5.0	+1.9
2022年	+1.5	-0.6	-0.5	-2.3	+1.9	-0.7	-2.5	+3.3	+0.9	-1.8	+2.4	-0.5
2023年	+0.0	+1.5	+0.9	-0.8	+6.9	+3.9	+4.2	+4.2	+3.8	+4.5	+0.1	+3.2

業績は順調で、計画を上回るペースであった。3Q（10～12 月）の調剤薬局部門の好転が寄与している。処方箋単価は下がっているが、処方箋枚数の増加で、既存店の伸びがプラスに貢献した。この傾向が 4Q も続きそうなので、通期の業績も会社計画を上回ろう。

調剤報酬の内訳

（%）

既存店 （前年同期比伸び率）	2024.3 3Q
処方箋枚数	+4.3
処方箋単価	-0.9
調剤報酬	+3.3

地域支援体制加算の経過措置終了で、処方箋単価は既存店技術料単価で-2.9%となったが、処方箋枚数は+4.3%となった。昨年 5 月から新型コロナが 5 類になり、人の動きが活発

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。

化し、風邪などの病気も増加した影響が出ている。

薬局の出店計画は今期で+15 店であるが、3Q までに 9 店出店した。確定しているものが残り 5 件あるので、概ね順調である。モールなどへのクリニックの誘致は計画 10 件に対して、3Q までに 16 件が進捗している。モールを作って、そこに調剤薬局を併設する。モールがクリニックで早く埋まることが薬局や施設賃料にプラスに働く。

調剤薬局でも人材不足が出ている。人材の補充が容易ではない。店舗効率の向上が一層求められる。

調剤報酬改正の加重平均点数

（点/枚）

	2023.3	2024.3	
	実績	目標	3Q
調剤基本料	25.9	26.0	26.3
後発医薬品体制加算	23.0	23.5	24.1
地域支援体制加算	27.1	17.5	18.2

一方で、薬局支援 3 事業は、その進捗が今一歩となっている。医薬品ネットワーク事業は加盟件数の増加が目標にとどいていない。調剤報酬に関わる政策の動きをみつつ、加盟に様子見となっている動きがある。また、同業他社へのシフトもあった。

ネットワークへの加盟件数は、3Q 末で+591 件（新規 1006 件、脱退−415 件）であった。このペースでは 4Q 末で+800 件前後となりそうなので、今期目標の+1488 件には届かない。1 ヶ月 100 店ベースの想定からみると、やや下回っている。紹介件数が鈍っている要因として、他社にみられる価格交渉代行的な事業が政府の委員会等で問題にされており、今後の診療報酬改定などに何らかの規制が入るのではないかという懸念がでていることによる。当社の事業の中身をみると、何ら問題はないが、一部様子見となっているようだ。

医薬品ネットワークへの加盟件数

（件）

	2022.3			2023.3			2024.3		
	新規	脱退	純増	新規	脱退	純増	新規	脱退	純増
1Q	405	-154	251	525	-114	411	342	-82	260
2Q	395	-62	333	420	-59	361	307	-105	202
3Q	379	-76	303	477	-95	382	357	-228	129
4Q	463	-65	398	439	-82	357			
合計	1642	-357	1285	1861	-350	1511	〔1300〕	〔-500〕	〔800〕

（注）カッコ内はアナリスト予想

グローバル・エイチに移る加盟店があったことが、脱退数の増加となった。しかし、同社の営業姿勢には、薬価差を有利にするというトークが強すぎる向きもある。無理は続かないので、注意深く見ていきたい。

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。

医薬品製造販売部門では、ジェネリックメーカーの品質問題で薬品の調達が十分でなく、計画に遅れが生じた。12 月末で 48 成分 101 品目を販売しているが、ジェネリックメーカーの出荷調整で受注を停止している品目が出て、その影響があった。新規取引店舗は順調に増加し、＋847 店の 4414 店となった。

デジタルシフト部門は「つながる薬局」を順調に拡大し、12 月末で＋1054 店の 4445 店となった。収益化への道筋という点ではやや遅れている。

サ高住では、ウィステリアの入居率が千里中央、南 1 条でまだ大きく改善していない。給食事業についても、食材仕入価の高騰等により赤字が継続している。

会計処理の変更では、これまで薬局開発の費用を賃貸・設備関連事業で負担していたが、より実態に合わせて、地域薬局部門が負うことにした。この影響が 3Q で 110 百万円あった。

セグメント別業績予想

（百万円）

	2021.3		2022.3		2023.3		2024.3(予)		2025.3(予)	
	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益	売上高	利益
地域薬局ネットワーク事業	99214	5703	101457	6117	104399	5887	109600	6000	114300	7100
地域薬局	96100	2050	98200	2000	100200	1140	103900	1200	107000	1200
医薬品ネットワーク	5300	3600	5700	4100	6400	4700	7400	5000	8500	5600
医薬品製造販売	1100	80	300	110	400	160	500	100	800	300
			(1800)		(2600)		(3000)		(5000)	
デジタルシフト	ー	ー	30	-100	200	-120	400	-100	600	0
ほか3事業	5644	-20	5954	28	6089	-180	6100	100	6900	200
賃貸設備	2940	32	3326	39	3491	-92	3500	170	4000	200
給食	2474	-21	2322	1	2289	-65	2300	-30	2500	0
その他	229	-31	305	-12	304	-22	300	-40	400	0
合計	104257	3429	106685	3852	119551	3163	115000	3800	120000	4500

（注）アナリスト予想。利益はセグメント利益。セグメント内の内訳はアナリスト推定の概数。内部取引があるので小計は一致しない。
デジタルシフト部門は新設。医薬品製造販売等の収益認識は2022年3月期より変更、カッコ内は旧認識ベース。。

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。

配当は継続へ

配当については、配当性向 20%を目途とする。2022 年 3 月期については、上期 5 円、下期 7 円で 12 円（前期 10 円）とした。+2 円の内訳は、1 円増配、1 円記念配（上場 20 周年）であった。2023 年 3 月期は普通配 12 円（上期 6 円、下期 6 円）であった。今期も前期並みの 12 円とする方針である。

来 2025 年 3 月期はさらに好転しよう

来期は、薬局支援 3 事業が勢いを取りもどしてくるとみられ、調剤報酬の影響も相対的には小幅に留まりそうなので、業績はさらに向上してこよう。

ネットワーク事業では、加盟店が M&A されると、当社のネットワークから出ていくこともある。それが年間でみると一定数ある。今期は+800 件の純増に留まろうが、来期は再び+1000 件以上を目指すことになろう。

調剤薬局の M&A は厳選して実施している。今後、業界再編の中で、大型の M&A はありうるが、姿勢は慎重である。

2024 年度の診療報酬の改定は、本体+0.88%（賃上げ評価など）、薬価改定-1.00%となった。影響度はかなり低くなったので、来期の業績に与えるマイナス効果は軽減され、横這いで乗り切ることができよう。そうなれば、薬局支援 3 事業の収益上乗せで増益にもっていくことが十分できよう。

中期的な事業展開については、1）ベースとなる薬局部門については、規模拡大よりも基盤事業として強固なものにしていく。調剤報酬と薬価の改定があるので、収益性の向上は大きくは見込めない。2）医薬品ネットワーク部門については、年間 1000 件ペースの拡大は見込めるので、ここが利益成長のドライバーとなろう。3）その上に、ジェネリック医薬品のフェルゼンファーマやデジタルシフトのファーマシフトが乗ってこよう。

ネットワーク事業のプラットフォーム化が一段と強化されよう。1）現在のネットワークが 1.2 万件以上に拡大していこう、2）LINE の「つながる薬局」が 2 万件をめざす、3）ここにサービスとしての付加価値をのせていく、4）自社生産のジェネリック医薬品のウエイトを高めて、ネットワークにのせていく、5）自社の地域薬局の収益性を店舗拡大ではなく、1 店当たりの収益性を改善していく、という方向を目指している。

EBITDA に注目

2023 年 3 月末のバランスシートにのれんが 111 億円ほどある。こののれんの償却は年間 11 億円である。当社の場合、薬局の買収を事業譲渡ではなく株式譲渡で受けてきたものが多い。先方にとっては株式譲渡の方が税のメリットが大きいからである。一方、当社にとってはのれんの償却が無税ではなく有税となるので、その分税引後の純利益が少なくなる。

よって、実態の収益性という観点では、EBITDA（営業利益＋減価償却費＋のれん償却費）

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。

というキャッシュ・フローで見た方がよい。のれんを償却しない IFRS(国際会計基準)を採用したとしても、税務上の実態は同じなので、さほど違いはない。

業績予想

（百万円）

	売上高	営業利益	＋	減価償却	＋	のれん償却	＝	EBITDA
2018.3	93977	3163		1491		1056		5711
2019.3	98232	1428		1624		1147		4200
2020.3	105241	1615		1811		1217		4645
2021.3	104257	3429		1859		1136		6424
2022.3	106685	3852		1727		1128		6708
2023.3	119551	3163		1825		1132		6122
2024.3(予)	115000	3800		1900		1200		6900
2025.3(予)	120000	4500		1900		1200		7600

５．企業評価　　医薬品ネットワーク部門を柱とした連携効果に注目

中期計画の達成に向けて

地域薬局ネットワーク事業のビジョンがはっきりしてきた。ネットワーク事業の付加価値を件数（店数）増×1 件当たり付加価値増を目指していく。

医薬品ネットワーク分野は、加盟店が 1.2 万件に向けて拡大し、ネットワークとしての存在感は一段と高まってくる。これが、薬局の経営効率の向上、流通構造の改善に結びつけて、1 件当たりの付加価値が高まってくると、当社への利益貢献も一段と増大してこよう。

地域薬局は直営で 550 店を目指す。モールの開発や M&A が進むとしても、既存薬局の経営効率を上げる DX で業界の先陣を切り、それを加盟店に広げるような展開が求められる。

LINE を活用したデジタルシフトは、薬局と患者をつなぐ仕組みであるが、クリニックー薬局ー患者のつながりを太くするようなプラットフォーム作りが必要である。この領域は、これから DX の主戦場となるので、当社のポジショニングが注目される。

サ高住については、そのマネジメントは継続するとしても、不動産を持ち続けることの意義は大きくない。資本効率の改善に結び付けたい。給食事業はポートフォリオとしての見直しが必要であろう。訪問看護は重要分野として拡大するならば、ネットワーク型の新しいビジネスモデルを確立する必要がある。

2026 年 3 月期の目標である売上高 1400 億円、営業利益 65 億円は射程にある。これを達成するビジネスモデル（価値創造の仕組み）の構築と推進に注目したい。

ネットワーク事業の評価

薬局の件数は、マーケット全体でみれば成熟であり、大型薬局やモール型薬局が伸びて、

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

中小薬局は縮小を余儀なくされよう。薬局専業よりも、ドラッグストア併設の方が、店舗としての利便性は高い。一方で、IT や DX の活用で、患者向けネットワークを広げることができれば、店舗効率は大幅に上がってくる。患者との対話も価値のあるものになろう。

そのためには、中期計画にあるように、薬局支援 3 事業の収益基盤が成長性に結び付いてくる必要がある。4 カ年計画の後半 2 年でそれを実現すべく手を打っているが、現状の株価はその評価を十分織り込めていない。

10 月よりスタンダード市場へ移行した。2023 年 3 月末時点で流通株式時価総額は 75 億円で、プライム市場維持基準(100 億円)に至っていなかった。スタンダード市場上場で、ビジネスにとって何ら不利益はない。

当社のユニークさや成長性に注目する機関投資家にとって、プライムかスタンダードかは、さほど重要ではない。一定の流動性を確保するという点では個人投資家を重視する必要がある。この点で、株主優待を導入することは、マーケティング上のインセンティブとして意味があろう。個人投資家向け IR も強化すべきであろう。

独自性の発揮に向けて～地域薬局ネットワーク事業の拡大に期待

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おり、ビジネスモデルの独自性が光っている。医薬品ネットワーク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りつつある。

ネットワーク加盟 1 万件になると、医薬品取扱高も業界で断トツになっていく。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。

薬局支援 3 事業の実行戦略をもう少し見極めたい。激戦が続く薬局業界で再編のコアとなって、業界トップを目指す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)

2023 年 3 月末の株主数は 8341 名、個人株主比率 48.8%、外国人比率 11.8%であった。外国人投資家も当社のネットワークビジネスに注目しているものとみられる。現状では株主優待はやらない方針であるが、株主優待は検討に値しよう。

2 月 22 日の株価(629 円)でみて、PBR 1.22 倍、ROE 12.9%(来期 14.8%)、PER 9.5 倍(同 8.3 倍)、配当利回り 1.9%である。中期的に業績が伸びていくことは十分見込めるので、株価は今後さらに見直されてこよう。

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。