

## 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、独自の地域包括ケアシステムを展開～

2023年8月21日

東証プライム

ポイント

・今 2024 年 3 月期の 1Q は好調なスタートとなった。処方箋枚数が伸びていることによる。薬局支援 3 事業の顧客開拓は順調に進んでいる。しかし、調剤報酬に関わる地域支援体制加算の一巡が影響してくる。医薬品ネットワーク部門のシステム投資や薬局の新規出店増も費用先行となる。来期はプラス効果が顕在化してくるので、大幅増益に転換しよう。

・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ようとしている。中期 4 ヶ年計画では、地域薬局を支える 3 つの事業をリード役に成長を確実にものにしていく。独自の医薬品ネットワーク事業は、4 年後に 1.2 万件の加盟件数を目指し、業界シェア 20% を獲得する。流通の効率化とサービスの多様化が進展しよう。現在 8900 件の加盟件数は年 1500 件ペースで増加が見込めよう。

・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も、現在の 65 万人を、今期は 100 万人、将来は 1000 万人をめざす。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。上乗せ余地も大いにある。

・これらの 3 事業で 30 億円を超える増益効果を見ており、地域薬局の収益を大きく上回ろう。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。よって、収益構造の転換が進展し、2026 年 3 月期の営業利益計画 65 億円は達成に近づこう。

・今期から監査等委員会設置会社に移行した。流通株式時価総額の状況に鑑みて、今年 10 月よりスタンダード市場に移行する。これによるビジネスへの影響はほとんどない。4 ヶ年計画の内、後半 2 年の増益幅が上がってこよう。フリーキャッシュ・フローは、今回の中期計画でも、前回同様プラスを確保できよう。ROE の 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 新型コロナを乗り越えて、まずは基盤固め
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 (2023年8月21日) 378円 時価総額 116億円 (30.64百万株)

PBR 0.79倍 ROE 6.9% PER 11.4倍 配当利回り 2.6%

(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	110000	3250	3450	1650	54.7	12.0
2024.3(予)	112500	2600	2550	1000	33.1	10.0
2025.3(予)	119000	4000	3900	1920	64.6	12.0

(2023.6ベース)

総資産 67932百万円 純資産 14467百万円 自己資本比率 21.2%

BPS 478.1円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2009.9期で1:200、2012年4月、6月に各々1:2の株式分割を実施。

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。

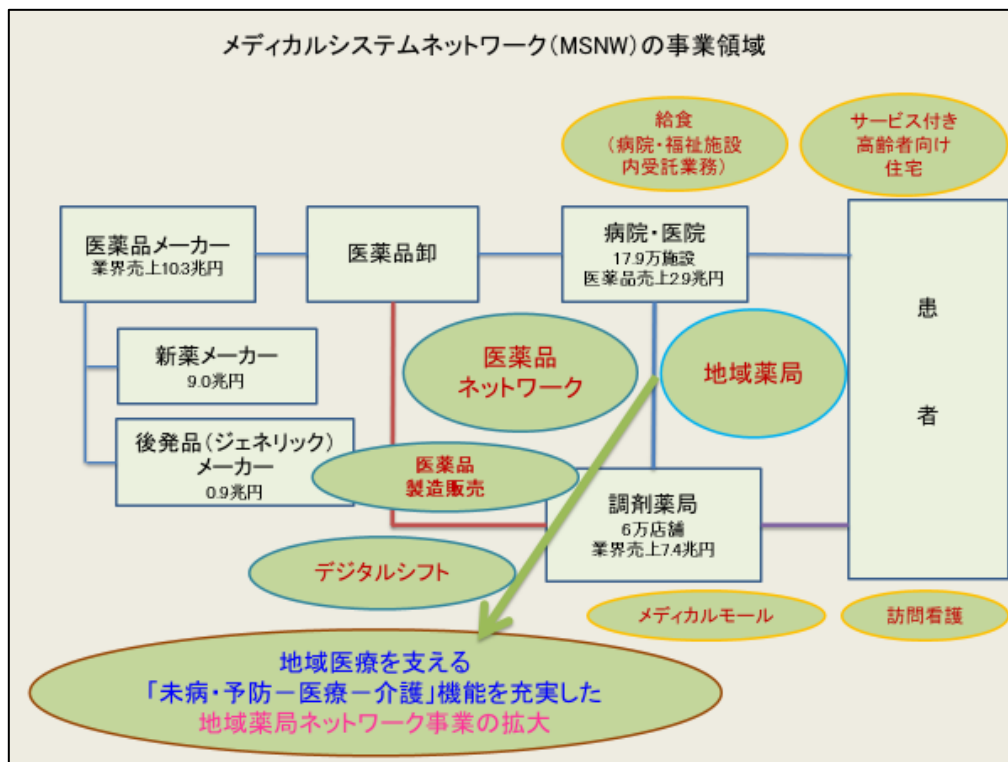
## 1. 特色 薬局に独自のネットワークシステムを築く

### 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、近くの薬局に行き薬を受け取る。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430店(6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9172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

	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7.4兆円。このうち、業界トップのアインファーマシーズでも売上が3000億円弱であり、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

(2021年度ベース)		(億円)
順位	会社名	調剤報酬額
1	アインHD	2831
2	日本調剤	2608
3	ウエルシアHD*	1992
4	さくら薬局グループ	1762
5	クオールHD	1423
6	スギHD*	1327
7	総合メディカルHD	1158
8	I&H (阪神調剤薬局)	1085
9	ツルハHD*	1028
10	マツキヨココカラ&カンパニー*	1020
11	メディカルシステムネットワーク	910
12	アイセイ薬局	681
13	ファーマライズHD	504
14	たんぼぼ薬局	463
15	ユニスマイル	378
16	クリエイトSDHD*	368
17	イオンリテール*	347
18	アポクリート	340
19	フロンティア	334
20	薬樹	296

(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2022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。

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PRM	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（8/21）（円）	378	4934	1310	1830
時価総額（億円）	116	1748	420	712
PBR（倍）	0.79	1.37	0.69	1.38
ROE（%）	6.9	6.5	5.6	12.5
PER（倍）	11.4	21.0	12.3	11.0
配当利回り（%）	2.6	1.2	1.9	1.6

（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「ウイステリア」の事業展開

サービス付き高齢者向け住宅「ウイステリア」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イステリアN17がある。これが第1号で、64室のサービス付き高齢者向け住宅（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イステリア清田を2013年に開設した。札幌の清田病院の建て替えに伴い、その隣に当社のウイステリアを作った。このウイステリア清田は、「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年にウイ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。このウイ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

6月の株主総会での承認を経て、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）、社外取締役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）の計7名で構成される。17名の取締役は多い。現在を過渡期とみて、今後スリム化が進もう。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

---

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、当社の収入はそれに見合っただけ減ることになる。

#### 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テンジ(DSE:不働在庫消化)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テンジ  
 加盟店同士で不働在庫消化サービス(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

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

当社は絶えずシナジーを考えており、ドミナントを形成できるかどうかのポイントである。子会社となったTMSの大野社長はそのまま経営を担っている。TMS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ため、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、大分県の永富調剤薬局を100%子会社とした。永富調剤薬局は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。永富調剤薬局は、経営陣が継続しており順調である。

主要地域薬局の業績

	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

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。

### 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。

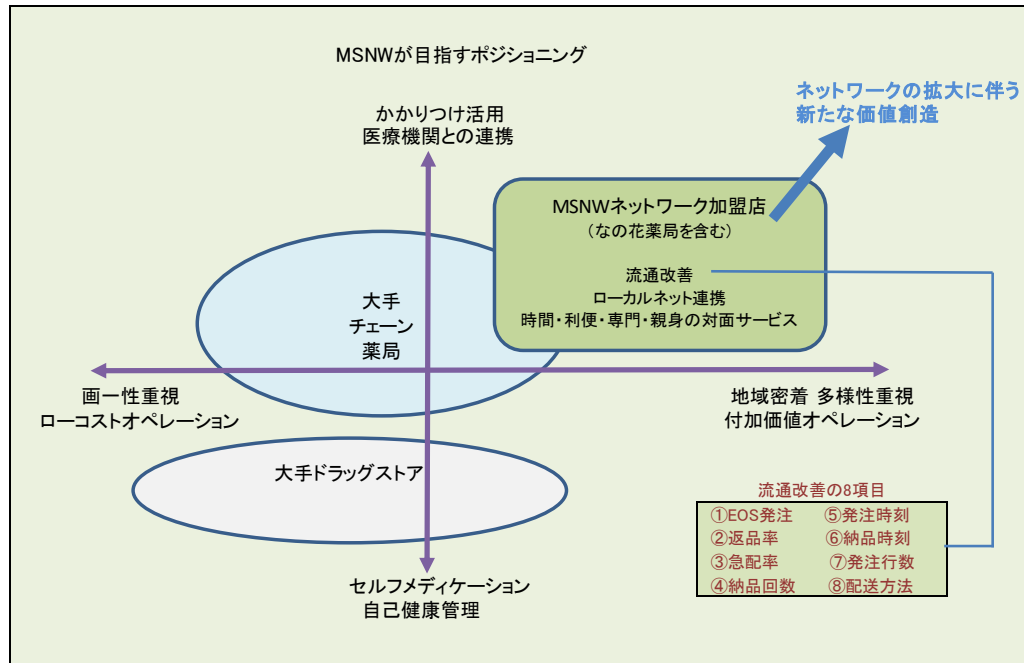
当社のネットワークが加盟店に役立つという点では、適正な価格形成+決済代行+ファイナンス+在庫という機能がある。大量仕入れの中で価格が決まる。決済も速やかに進む。支払いのサイクルが通常は3カ月程度だが、当社は2カ月で対応する。流通在庫を減らすように対応する、といったメリットがある。

### 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5.6万品目の単品単価契約を業界に先駆けて作り上げた。不動産在庫の消化サービスでは、年間5億円の廃棄

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。

ロス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じた仕切価格の維持、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。

### 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、今年6月末で46成分96品目である。黒字を確保している。ジェネ

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。

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リテイギと開発

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、リテイギ（旧オプトデジタル）と合弁会社を設立した。リテイギは、デジタルホールディングス（コード2389）の中核子会社で、産業課題を解決する新規事業開発を行っている。

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、リテイギの100%子会社として新設したもので、薬局向けLINEサービスの開発を担当している。

当社は薬局ビジネスに精通しており、しかも9200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8400万人いるので、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、ビッグ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、オプトと合併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（チャット機能）  
・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～札幌のウイステリア南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。

ウイステリア南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

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じている。

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。

ウイ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る。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、%)

2023.6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
ウイステリアN17	2007.1	20	64	93.8	25	○		○	○
ウイステリア清田	2014.5	10	75	93.3	8	○	○	○	○
ウイステリア小樽稲穂	2015.1	17	81	90.1	7		○	○	○
ウイステリア千里中央	2016.5	35	82	68.3	15	○	○	○	○
ウイステリア南1条	2018.1	46	116	67.2	8.5~	○		○	
全体		128	418	80.6					

(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。流通改善とサービスの拡充を図る。

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。

新中期4ヵ年計画 2023.3期～2026.3期	
<b>ビジネスモデル</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ Stage1からStage2へ</li> <li>・ プラットフォームを基盤に多層な成長領域を獲得</li> <li>・ 薬局支援3事業を中心に収益構造を転換</li> </ul>
<b>重点戦略</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 地域薬局のエリア最適化</li> <li>・ ネットワークを活かした流通改善とサービス拡充</li> <li>・ 自社製造のジェネリック医薬品の安定供給拡大</li> <li>・ 薬局のデジタルシフトとサービスの高付加価値化</li> </ul>
<b>計画目標</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ 地域薬局 年間25店舗出店体制、550店へ</li> <li>・ 医薬品NW 加盟件数1.2万件、シェア20%</li> <li>・ 医薬品製造販売 販売額100億円</li> <li>・ デジタルシフト つながる薬局拠点数2万店</li> <li>・ 看護・介護・栄養 ウィステリア稼働率90%台</li> </ul>

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ため、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。

#### 中期計画の目標

(億円、%、件)

	2022.3	2023.3		2024.3 (計画)	2026.3 (計画)
		(計画)	(実績)		
売上高	1066	1100	1095	1125	1400
営業利益	38	35	31	26	65
営業利益率	3.6	3.2	2.9	2.3	4.6
EBITDA	67	62	61	56	100
医薬品NW加盟件数	7401	8900	8912	10400	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

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65億円の内訳で見ると、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、

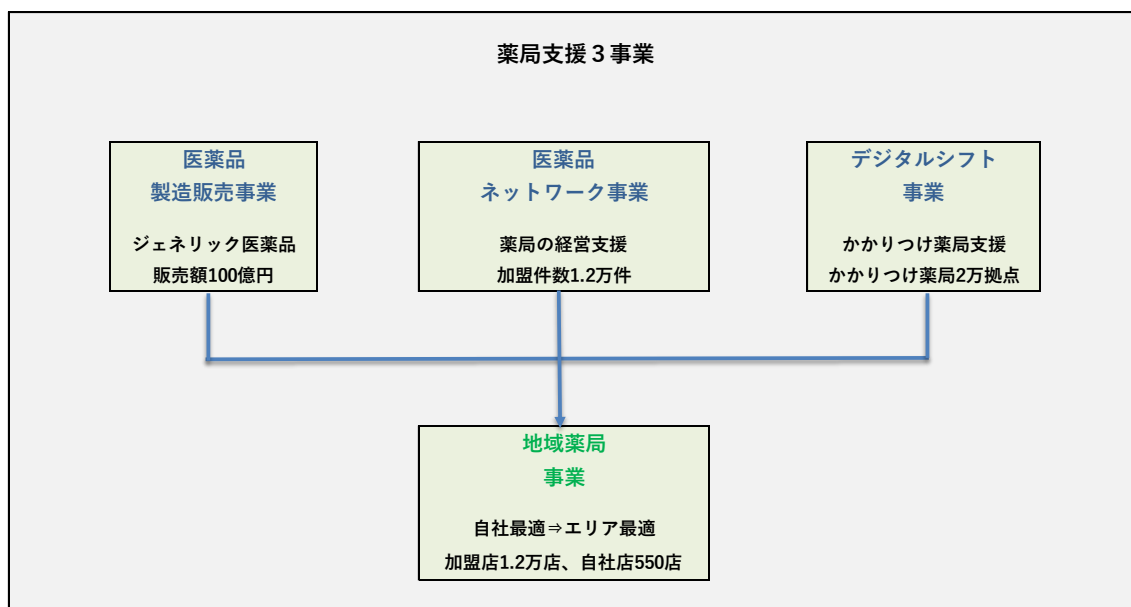
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



地域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)
<b>営業利益</b>	38	65	+27
<b>セグメント利益</b>			
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 (共通経費)	1 -23	3 -28	+2 -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

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。

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るだろうが、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No.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

	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るだろう。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るだろう。

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) 加盟店のロ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。

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。

## 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4000店を超えている。約3年で急ピッチの伸びをみせている。昨年、東証マザーズに上場した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（ファミケア）をサービスしている。この加盟店が今年3月末で1836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る。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。新規加盟のうち3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つなげるか。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。

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。

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。

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

(注) \*は6カ月を年率換算。

#### 今後のマーケットと当社のスタンス

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。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

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。

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るだろう。

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。1万件は今期中に達成するので、次の1万件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。

## 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6月末で導入店3797店、友だち登録74.4万人となった。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るだろう。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るだろう。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るだろう。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

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。

加盟店は月 5000 円、それ以外は月 1 万円の利用率である。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。リテイギ（デジタル HD 子会社）との配分があるにしても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る。

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。

#### 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

#### 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。2022 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 670 億円（全体の 15%）、このうちフェルゼンファーマがカバーできる市場が 156 億円（カバー率 23%）、実際の販売額は 18 億円（12%）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。

#### 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カ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

#### 4. 当面の業績 新型コロナを乗り越えて、まずは基盤固め

##### 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。

セグメント別利益増減をみると、1) 医薬品ネットワーク部門は順調に利益を拡大しているが、地域薬局部門での薬価、調剤報酬改定の影響をカバーできていない。2) その他3事業で賃貸・設備関連、給食とも低調であったことによる。

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。M&Aは収益性を考慮して、やや大型のいい物件に絞っていく。

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



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。

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。

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。

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、他社への脱退は大きく減っている。ネットワーク部門では、システム開発に力を入れている。これまでのシステムの更新や新規の開発である。

医薬品の製造販売は、供給制約の影響によって予定には届かなかった。デジタルシフト部門は、つながる薬局が導入件数と友だち登録を好調に拡大している。

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。

サ高住の稼働率も計画ほどには上がらなかった。コロナの影響が残っていたといえる。ウイステリアの入居、退居でみると、新規入居が伸び悩みであった。

### 新型コロナ禍の影響は一巡

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、それ以外の病状があっても病院やクリニックに行かなかった。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。そうすると、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
<b>処方箋枚数</b>												
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	+8.5	+7.5						
<b>処方箋単価</b>												
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						
<b>調剤報酬</b>												
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						

### 医薬品ネットワークは好調

医薬品ネットワークへの加盟件数は、順調である。人員の増強を進めている。新規の顧客開拓に加えて、既存顧客へのサービスも充実させていく。一時懸念された競合のグローバル・エイチの攻勢は引き続きあるものの、当社の優位性はしっかりしている。加盟件数をベースにした仕入れ在庫管理などのサプライチェーンマネジメントが効果を上げている。また、卸との関係改善が進んでいる。流通改善が評価され、ネットワークへの加盟店についても卸からの紹介が増えている。

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。

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			
3Q	379	-76	303	477	-95	382			
4Q	463	-65	398	439	-82	357			
合計	1642	-357	1285	1861	-350	1511			

### 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。

### ジェネリック医薬品の拡大

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。

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おうというピッチに影響が出た。

医薬品製造販売

(店、億円)

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	
				(計画)	(1Q)
取扱店数	1116	1698	2161	5000	3642
販売高	11	18	26	42	6.6

### 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

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。

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ンドなど、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る。そうすると、利便性は一段と高まる。

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。

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。

#### つながる薬局

(店、万人、万件)

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	
				(計画)	(1Q)
導入店	36	911	3391	5300	3797
友だち登録数	1	31	64.9	100	74.4
処方箋送信(単月)			7.6		8.4

#### 今 2024 年 3 月期も減益に

今期の会社計画は、売上高 112500 百万円（前年度比+2.7%）、営業利益 2600 百万円（同-17.8%）、経常利益 2550 百万円（同-24.0%）、純利益 1000 百万円（同-37.9%）である。今期は、地域支援体制加算の経過措置がなくなるので、この分の減益要因が 9 億円ほど発生する。このカバーができないので、減益はさげられない。

薬局の既存店は+1.9%を目指す。店舗効率の向上で、生産性も改善する。ネットワークは、1.04 万件を目指す。システムの更新が必要なので、引き続きシステム投資も行う。レセコンは自社開発してきたが、これを 8 年ぶりにリニューアルして 6 月から自社店舗に入れていく。地域支援体制加算は、処方 1 枚当たり 17.5 点を計画している。前期は 27.1 点であったから、この分で 8.7 億円（-9.6 点×9.1 百万枚）の影響が出てくる。

フェルゼンファーマは供給力が上がってくるので、販売額は+57%と大幅増を予定する。ファーマシフトも導入店を+1909 店、友だち数も+36 万人を目指す。ウイステリアの入居率は 90%を目指す。それでも、地域支援体制加算の減少分をカバーできないので、減益となる。

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。

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）とした。2023 年 3 月期は普通配 12 円（上期 6 円、下期 6 円）とした。しかし、今期は業績が落ち込むので、配当も 12 円から 10 円に減配を予定している。

#### 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	106000	5500	112100	6800
地域薬局	96100	2050	98200	2000	100200	1140	101000	300	102100	800
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	650	220	900	400
デジタルシフト	—	—	(1800)		(2600)		(4200)		(6000)	
デジタルシフト	—	—	30	-100	200	-120	400	-80	600	0
ほか3事業	5644	-20	5954	28	6089	-180	6500	220	6900	200
賃貸設備	2940	32	3326	39	3491	-92	3800	220	4000	200
給食	2474	-21	2322	1	2289	-65	2400	10	2500	0
その他	229	-31	305	-12	304	-22	300	-10	400	0
合計	104257	3429	106685	3852	119551	3163	112500	2600	119000	4000

(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枚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。。

#### 1Q は好調であった

2024 年 3 月期の 1Q は、売上高 27656 百万円（前年同期比+5.2%）。EBITDA1202 百万円（同+13.3%）、営業利益 451 百万円（同+29.4%）、経常利益 410 百万円（同+4.6%）、純利益 148 百万円（同+62.8%）、と良好なスタートとなった。

1Q の薬局の既存店における処方箋枚数が+5.3%と高かったことが寄与した。5 月から新型コロナが 5 類になり、人の動きが活発化し、風邪などの病気も増加した影響が出ている。この傾向が続く、業績の上振れ要因となろう。

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。

調剤報酬の内訳

(%)

既存店 (前年同期比伸び率)	2024.3 1Q
処方箋枚数	+5.3
処方箋単価	-1.9
調剤報酬	+3.3

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1Qで46百万円あった。通期でみると約1.2億円の振替となろう。

調剤薬局報酬改定で、地域支援体制加算が今期はかなり引き下げされる。この影響をいかにカバーするか。1Qをみると、点数の取得は、計画は上回っているの、いい方向にある。

調剤報酬改正の加重平均点数

(店/枚)

	2023.3	2024.3	
	実績	目標	1Q
調剤基本料	25.9	26.0	26.3
後発医薬品体制加算	23.0	23.5	22.4
地域支援体制加算	27.1	17.5	14.8

医薬品ネットワーク部門の加盟件数は1Qで+260件と、やや増加ペースが鈍かった。9月までの薬価交渉の進捗をみる動きと、卸からの紹介のピッチダウンもあったことによる。会社サイドでは、下期にはペースも上がってくるので、目標は達成できるとみている。

薬価制度の中で、価格交渉代行的なビジネスが薬価を過剰に下げているのではないかと懸念が論議を呼んでいる。当社がいち早く確立した。単品の価格交渉の仕組みから見ると、特に問題はないが、量をまとめて値引き交渉を進めるだけでは、適正価格を逸脱しかねない。ビジネスモデルのあり方が問われている。

医薬品の製造部門では、取引店舗数が好調に拡大している。ジェネリックメーカーの品質問題への対応で、当社の調達にも一部影響が出ているが、次第に改善されつつある。ほぼ予定通り進むとみてよい。

デジタルシフト部門は、「つながる薬局」を導入する店舗は順調に増えている。サービスの充実という点では、この部門の塵埃の増強が急がれる。オンライン診療「イシャチョコク」との連携なども進めている。部門としての収益化は1~2年後となる方向である。

ウィステリアの入居率では、千里中央、南1条が一進一退でまだ大きく改善していない。給食事業についても専業に任せたいという観点から出口戦略が検討されよう。

全体として、2Qの業績もいい方向で進むので、上期の業績は計画上回ってこよう。

## 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）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)	112500	2600	1850	1150	5600
2025.3(予)	119000	4000	1900	1200	7100

## 今後の事業展開～来期は大きく好転しよう

来2025年3月期の業績は好転してこよう。薬局事業の生産性を上げていく。ネットワーク事業はコンスタントに稼げよう。フェルゼンファーマの収益性も向上してこよう。ファーマシフトは黒字化を目指す。

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1000～1500件ペースの拡大が見込めるので、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。

フェルゼンファーマはすでに黒字化しており、次の4カ年では利益貢献を高めてこよう。ファーマシフトはまずは4000店を目途に黒字化し、その後、利益貢献が期待できよう。この新規分野で10億円の利益が乗ってくれば、収益力は一段と上がってこよう。

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。

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。

## 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、海外からよく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。

薬局支援3事業については、セグメント上業績がみえるようにしていくことが望ましい。伸びる部門の業績貢献が可視化されれば、投資家の評価にもプラスに働こう。

## 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いく。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

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



しが必要であろう。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。

これらの点を踏まえて、新中計に期待したい。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）は構築されつつあると評価する。

### ネットワーク事業の評価

当社のネットワーク事業が株式市場で十分評価されていない。その要因は何か。薬局の件数は、マーケット全体で見れば成熟であり、大型薬局やモール型薬局が伸びて、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るだろう。

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、現状の株価はまだその評価が織り込めていない。

### スタンダード市場を選択

5月にスタンダード市場へ移行することに決定した。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)に至っていない。10月20日よりスタンダード市場での取引が開始されよう。

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。スタンダード市場に移行したからといって、薬剤師の採用に影響が出ることはないと思われる。

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るだろう。個人投資家向けIRも一段と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。

地域薬局支援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

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)

今年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。

8月21日の株価(378円)でみて、PBR 0.79倍、ROE 6.9%(来期13.5%)、PER 11.9倍(同5.9倍)、配当利回り2.6%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、株価は今後見直されてこよう。