

# アルファ・ウイン 企業調査レポート

## クオール (3034 東証一部)

### ● 要旨

アルファ・ウイン調査部  
info@awincap.jp

#### ◆ 中長期投資に立った投資が望まれる

・現時点の株価バリュエーションはほぼフェアバリューの範囲内と考えられるものの、2017/3 期以降も安定した利益成長が予想されることから、中長期視点に立った投資が望まれる。

#### ◆ 保険薬局を主力に製薬メーカー向け BPO も展開

・クオール(以下、同社)は大手チェーン調剤薬局の一角。処方箋を取扱う保険薬局事業を主力に、製薬メーカー向け MR 派遣の CSO や治験サポートの CRO などに代表される BPO 受託事業を展開している。

#### ◆ 16/3 期は 46.1% 営業増益の見通し

・2016/3 期第 3 四半期累計決算は売上高が前年同期比 7.4% 増の 914.7 億円、営業利益は同 52.3% 増の 46.3 億円。保険薬局事業の店舗網拡大と処方箋単価の上昇が売上高を牽引し、保険薬局事業の入札制度で適正利幅を確保したうえ BPO 受託事業の不採算部門撤退も奏功し、大幅な増益となった。

・同社は第 3 四半期までの利益が期初計画を上回るペースで推移したことから営業利益の見通しを 50.1 億円(前期比 18.1% 増)→62.0 億円(同 46.1% 増)に増額修正した。

#### ◆ アルファ・ウイン・キャピタルは中期的な営業増益を予想

・16 年 4 月の診療報酬改定は薬剤費を薬価ベースで 5.57% 引き下がる一方、調剤報酬は 0.17% 引き上がる見通し。アルファ・ウイン・キャピタルは中期的に年 20 店舗程度の新規出店と 2016/3 期並みの薬価差益の獲得を前提に、2017/3 期は薬価引き下げを調剤薬局の新規出店と BPO 事業の拡大でオフセットが可能と予想する。

### 【主要指標】

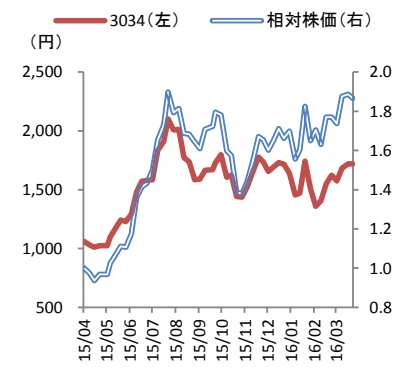
	2016/3/28
株価(円)	1,720
発行済株式数(千株)	35,846
時価総額(百万円)	61,654

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	27.2	16.9	15.6
PBR(倍)	3.1	3.1	2.7
配当利回り(%)	1.2	1.4	1.6

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	9.2	0.2	70.0
対TOPIX(%)	2.6	12.2	89.8

### 【株価チャート】



### 【3034 クオール】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2013/3	76,783	16.0	2,812	-15.0	2,829	-12.6	1,349	-13.5	52.8	511.4	20.0
2014/3	100,966	31.5	2,105	-25.2	2,208	-21.9	777	-42.4	25.1	521.6	18.0
2015/3	114,363	13.3	4,243	101.6	4,262	93.0	2,155	177.4	63.3	557.4	20.0
2016/3 CE	125,800	10.0	6,200	46.1	6,100	43.1	3,400	57.7	98.8	-	24.0
2016/3 E	123,000	7.6	6,200	46.1	6,200	45.5	3,500	62.4	101.6	561.5	24.0
2017/3 E	128,200	4.2	7,000	12.9	7,000	12.9	3,800	8.6	110.3	646.8	28.0
2018/3 E	135,900	6.0	7,700	10.0	7,700	10.0	4,200	10.5	121.9	739.6	32.0

(注) CE: 会社予想、E: アルファ・ウイン・キャピタル予想

### フル・レポート

1/26

アルファ・ウイン企業調査レポート(以下、本レポート)は、掲載企業のご依頼によりアルファ・ウイン・キャピタル株式会社(以下、弊社)が企業内容の説明を目的に作成したもので、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。弊社は、本レポートの配信に関して閲覧した投資家の皆様の本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。また、本件に関する知的所有権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

目次

1. 事業概要..... 3  
 保険薬局を主力に製薬メーカー向けに BPO を展開 ..... 3  
 保険薬局事業は大手チェーン調剤薬局の一角 ..... 3  
 BPO 受託事業は選択と集中で CSO に経営資源を投下 ..... 4

2. 収益構造 ..... 4  
 保険薬局事業は店舗網拡大による売上成長モデル ..... 4  
 保険薬局事業の利益は薬価差益と技術料加算がポイント ..... 6  
 BPO 受託事業は CSO 買収で事業ポートフォリオに厚み ..... 7

3. 業界環境..... 8  
 調剤薬局は量的拡大から質的向上が求められる時代へ ..... 8  
 ほぼ 2 年毎の診療報酬改定が最大のリスク要因 ..... 9  
 保険薬局事業は業界 4 位の実力 ..... 10  
 CSO 業界は顧客層の拡大で成長スピードが加速 ..... 11

4. 直近の業績推移 ..... 12  
 15 年 3 月期は薬価差益獲得と CSO の寄与で過去最高益を更新 ..... 12  
 店舗拡大と M&A で固定資産が増加 ..... 14  
 投資資金の大半は銀行借り入れで調達 ..... 15

5. 同業他社との比較 ..... 15  
 M&A 戦略で同業他社に比べ高い成長率を示現 ..... 15

6. 今後の事業戦略 ..... 16  
 かかりつけ薬局・薬剤師などソフト面の充実に注力 ..... 16

7. 足元の業績動向 ..... 17  
 16 年 3 月期第 3 四半期累計は 52.3%営業増益 ..... 17

8. アナリストの視点 ..... 18  
 入札制度導入で下振れリスクの小さい収益構造に転換 ..... 18  
 16 年 3 月期の営業利益は会社計画並みの着地を予想 ..... 20  
 17 年 3 月期以降も新規出店効果と CSO の寄与で増益を予想 ..... 20

9. 利益還元策 ..... 21  
 成長による安定配当の継続が基本 ..... 21

10. 投資判断 ..... 21  
 株価は同業他社比較でほぼフェアバリューの範囲内 ..... 21

11. 投資上の留意点 ..... 22  
 中長期に異業種を交えた業界再編の可能性高まる ..... 22

12. 主な経営指標の推移 ..... 23

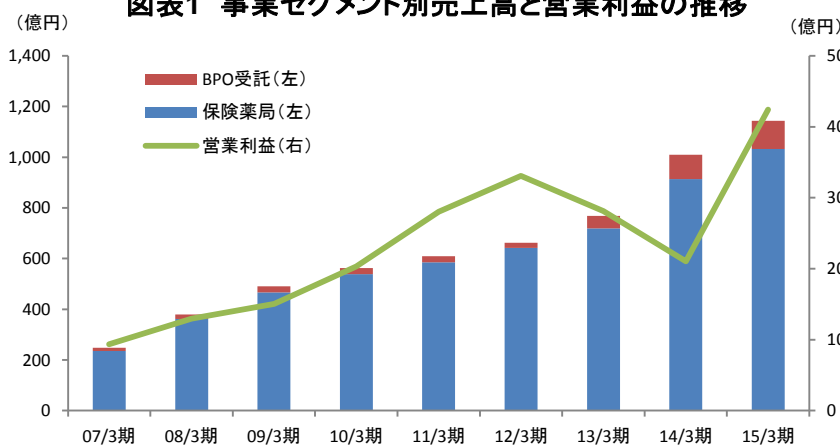
1. 事業内容

◆ 保険薬局を主力に製薬メーカー向けに BPO を展開

クオール（以下、同社）は大手チェーン調剤薬局の一角で、大手医薬品卸メディパルホールディングス（7459 東証一部）の持分法適用会社。主な事業は処方箋を取扱う保険薬局の運営を主力に、製薬メーカー向けに MR（Medical Representative：医薬情報担当者）を派遣する CSO（Contract Sales Organization：医薬品販売業務受託機関）や、製薬メーカー等の治験をサポートする CRO（Contract Research Organization：医薬品開発受託機関）などのアウトソーシングサービスを展開している。

事業セグメントは保険薬局などの調剤薬局や CVS（Convenience Store）及び売店を展開する「保険薬局事業」と、CSO や CRO などのアウトソーシングサービスを提供する「BPO（Business Process Outsourcing：業務プロセスの外部委託）受託事業」の 2 事業で構成され、このうち保険薬局事業が売上高及び利益の大半を稼ぎ出している。

図表1 事業セグメント別売上高と営業利益の推移



出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 保険薬局事業は大手チェーン調剤薬局の一角

主力の保険薬局事業は、東日本を地盤に新規出店を進めるとともに、積極的な M&A で店舗数とエリアを拡大。そのほか、ローソン（2651 東証一部）の FC 店を運営し、その FC 店内に CVS 併設薬局を「街ナカ」に配置するほか、集客力に長けたビックカメラ（3048 東証一部）店舗内への出店で「駅チカ」をカバー。手薄な西日本進出への布石として西日本旅客鉄道（9021 東証一部）ターミナル構内の「駅ナカ」にも出店するなど、病院等の医療機関近辺に出店する門前薬局の継続出店はもちろんのこと、異業種連携で繁华街やターミナル等に出店して立ち寄り需要を取り込むとともに、患者の生活圏に密着した「かかりつけ薬局・薬剤師」を目指す方針である。

15/3 期末のグループ店舗数は保険薬局が 460 店舗、CVS 併設薬局が 37 店舗、売店 41 店舗を擁し、上場する調剤薬局における同社のポジションはアインホールディングス (9627 東証一部) や日本調剤 (3341 東証一部) に次いで業界 3 位の業容を誇る。

#### ◆ BPO 受託事業は選択と集中で CSO に経営資源を投下

BPO 受託事業は、医薬品メーカー等の治験をサポートする CRO や薬剤師を派遣している。13/3 期には製薬メーカーへ CMR (Contract Medical Representative : 契約医薬情報担当者) を派遣する CSO のアポプラスステーション社を買収した。16/3 期には、医薬品広告事業を売却したほか不採算事業を整理し、今後は成長が見込まれる CSO や CRO に経営資源を投下する方針である。

保険薬局事業の収益は、ほぼ 2 年毎に実施される診療報酬改定の影響を強く受けるのに対し、CSO を軸とする BPO 受託事業は顧客数の積み上げで安定的な成長が見込まれることから、同社は診療報酬改定による減益リスクを軽減させるべく、CMR の拡充などで BPO 受託事業の収益力強化に注力している。

## 2. 収益構造

#### ◆ 保険薬局事業は店舗網拡大による売上成長モデル

主力の保険薬局事業は、新規出店及び M&A による店舗網拡大を成長ドライバーに据えた売上成長モデルと考えられる。また同事業は、保険薬局として国が定めた薬剤師の配置基準等に適う必要から、店舗網拡大には薬剤師の確保が不可欠な労働集約型ビジネスでもある。

当該事業の店舗数と売上高の推移を見ると、07/3 期はグループ店舗数が 125 店舗で売上高 248.2 億円だったものが、新規出店と M&A で店舗網を拡大させた 15/3 期にはグループ店舗数 538 店舗 (売店 41 店舗を含む)、売上高は 1,143.6 億円に拡大しており、当該事業のビジネスモデルは店舗網拡大による売上成長モデルであることが確認できる。

当該事業の根幹を担う薬剤師は 1 日に処理できる処方箋枚数が 40 枚に制限されていることから、多くの処方箋に対応する大病院前の門前薬局はもちろんのこと、新規出店の際には配置基準に適う薬剤師の拡充が不可欠となる。

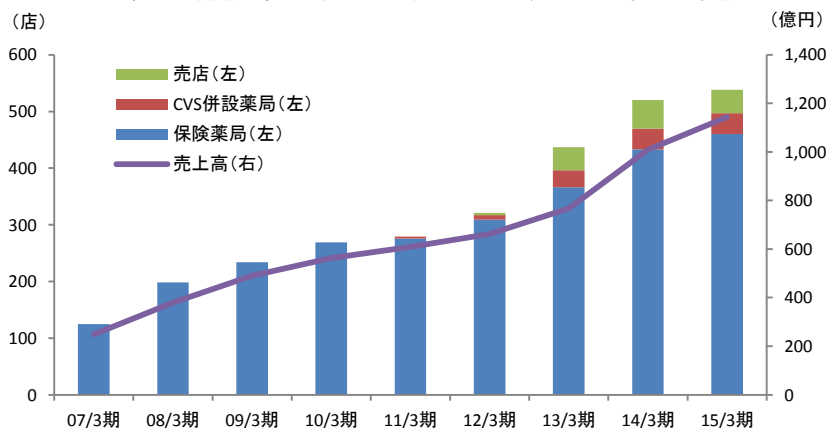
過去の期末薬剤師数と処方箋を処理する枚数 (以下、処方箋応需枚数) を見ると、07/3 期は薬剤師数が 456 名、1 人当たり処方箋応需枚数が年 6.3 千枚だったものが、店舗網が拡大した 15/3 期には薬剤師数が 1,490 名、1 人当たり処方箋応需枚数も 6.4 千枚へ増加している。

一方、CVS 併設薬局を含む保険薬局 1 店舗当たりの薬剤師数は 07/3 期の 3.6 人から 15/3 期は 3.0 人へ減少し、保険薬局 1 店舗当たりの処

方箋応需枚数も07/3期の年2.3万枚から15/3期には年1.9万枚に減少している。

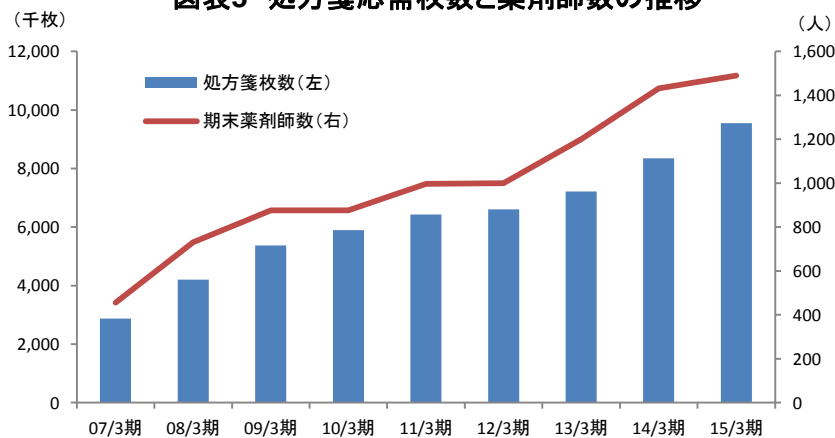
同社の保険薬局事業は、大病院から大量の処方箋が見込まれる大型門前薬局の売上高構成比を下げつつ、生活圏に密着した中・小型店舗の売上高構成比を上昇させ、適正な薬剤師配置で1人当たり処方箋応需枚数を増加させて労働生産性を高めたと考えられる。

図表2 保険薬局事業の期末店舗数と売上高の推移



出所)有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

図表3 処方箋応需枚数と薬剤師数の推移



出所)有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 保険薬局事業の利益は薬価差益と技術料加算がポイント

保険薬局事業の利益率を左右するのは、当該事業売上の約70%に達する薬剤料の仕入価格交渉と、同様に約20%を占める技術料の加算獲得がポイントとなる。

国民皆保険制度の下、医療用医薬品の売価は品目ごとに国が定めた公定価格で統一されており、一般的な小売業に見られるような価格競争とは無縁である。したがって、売価(公定価格)が固定されている薬



剤料の売買差益は、仕入価格を低く抑えて薬価差（公定価格と仕入価格との差）を拡大させることで利幅が厚くなる。

従来の薬剤仕入価格交渉は各医薬品卸との個別交渉だったため、業界内での情報戦を交えながら仕入価格の探り合いに終始し、価格妥結が年度末にずれ込むことが多かったうえ、新たな公定価格が提示される診療報酬改定年度では一部卸との妥結が年度を超えることも珍しくなかった。

このような仕入価格の妥結を後回しにする「未妥結仮納入」に対し、厚生労働省は14年4月の診療報酬改定で妥結率の低い調剤薬局に対して調剤基本料を引き下げるペナルティを盛り込み、仕入価格の透明性と薬価差益に頼る収益体質からの転換を促した。

これを受け、同社は15/3期からは15社以上のチェーン調剤薬局と30社以上の医薬品卸が参加する入札制度を創設した。その結果、公正な価格形成と適正利潤（薬価差益）の確保に加え、仕入価格の早期妥結で期間損益の透明性が担保されたと考えられる。

他方技術料は、調剤薬局の立地や処方箋受付回数等（店舗規模）を基に設定された「調剤基本料」をベースに、土日営業や薬歴管理、ジェネリック医薬品処方体制などの基準をクリアした場合に付与される「加算（加点）」が上乗せされる仕組みである。

したがって、技術料売上は店舗規模などのハード面を評価する調剤基本料と、ソフト面に該当する質を評価する加算で構成されており、保険薬局事業の収益性を高めるにはハード・ソフト両面から処方箋1枚当たり加算の積み上げが重要となる。

実際に処方箋1枚当たりの技術料単価は、07/3期の約2,030円から15/3期には約2,260円に上昇しており、同社はソフト面の充実で加算獲得に必要なハードルをクリアしながら、着実に処方箋単価の引き上げを導いていると考えられる。

そのほか、売店やCVSの物販販売がその他売上に含まれるものの、不採算店の閉鎖等もあることから店舗数の拡大ペースが遅いこともあり、営業利益への寄与は小さいと推察される。

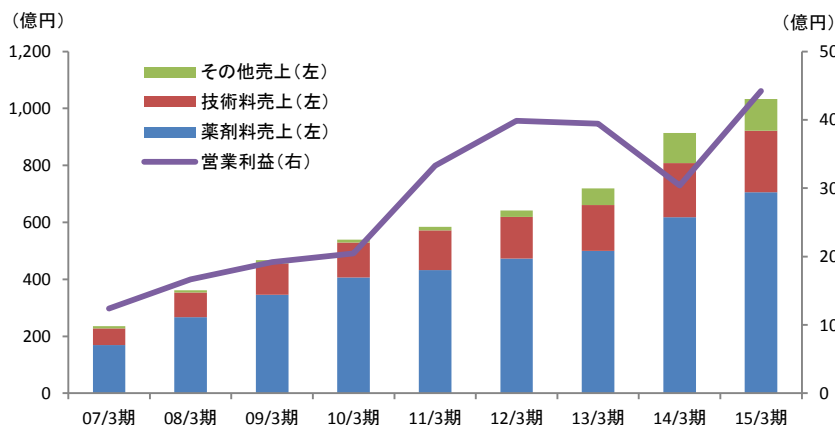
保険薬局事業の区別売上高と営業利益の推移をみると、全体的には規模拡大による増収効果で利益も右肩上がりのトレンドを形成している。

このような状況下でも、11/3期と15/3期に利益面でモメンタムの変化が伺える。11/3期は診療報酬改定による薬価引き下げで処方箋1枚当たりの薬剤料売上高が減収となるものの、店舗拡大で処方箋応需枚数を伸ばさせたうえ、加算獲得で処方箋1枚当たりの技術料売上が増加となった。加えて、店舗拡大によるスケールメリットを活かした薬価差益拡大もあり、当該事業の営業利益率は10/3期の3.8%から

11/3 期には 5.7%～1.9%ポイント上昇した。

15/3 期は診療報酬改定で処方箋 1 枚当たりの薬剤料売上と技術料売上が微減収となるも、薬剤仕入の入札制度導入で適正薬価差益を確保したうえ、店舗拡大による増収効果で増益を確保。当該事業の営業利益率は 4.3%に過ぎないものの、店舗網拡大による全体の利益拡大が主な増益要因と考えられる。

図表4 保険薬局事業の区分別売上高と利益の推移



出所)有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

#### ◆ BPO 受託事業は CSO 買収で事業ポートフォリオに厚み

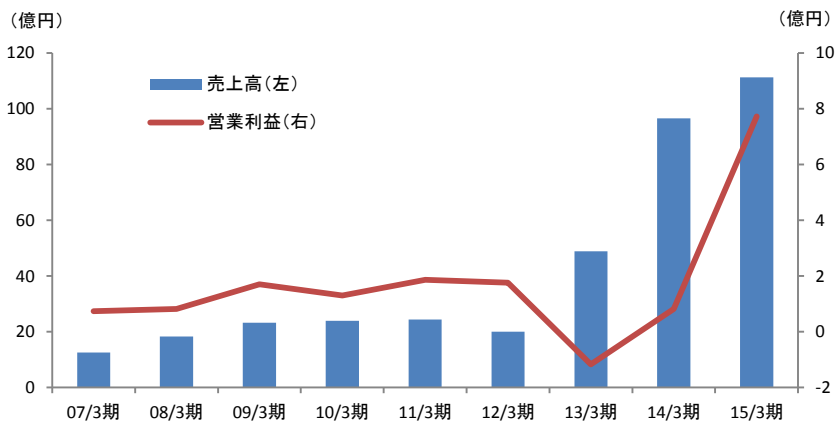
BPO 受託事業の中核を担うのは 13/3 期に買収した CSO となる。これまでは CRO や薬剤師の他社派遣、広告などを展開していたが、当該事業の売上高及び営業利益はほぼ横ばいで推移していた。

他方、買収したアウトソーシングサービスの CSO は、大手製薬メーカーにおける主力品強化や新薬上市、欠員補助などで機動的に活用されるケースが多く、最近では準大手クラスの製薬メーカーやジェネリック医薬品メーカーに至るまで顧客層の裾野が広がり、中期的にも拡大が見込まれる有望市場と考えられている。

CSO のビジネスモデルは、顧客製薬メーカー数の積み上げによるストックビジネスと考えられ、継続的な受注拡大には CMR の拡充が必須の労働集約型ビジネスである。同社は CSO の顧客製薬メーカー数や受注残、CMR 数を公表していないものの、CMR 数は 13/3 期の約 380 人から 15/3 期には約 500 人へ増加している模様である。

BPO 受託事業の推移をみると、16/3 期には収益性を高めるべく事業売却や不採算事業撤退を断行した。事業整理で売上成長は一時的に伸び悩むも、今後は中期的に CSO を軸とした利益成長が見込まれよう。

図表5 BPO受託事業の売上高と利益の推移



出所) 有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

### 3. 業界環境

#### ◆ 調剤薬局は量的拡大から質的向上が求められる時代へ

調剤薬局市場は 90 年代に本格化した国の医薬分業政策を背景に拡大してきた。そもそも「医薬分業」とは、診察（医師）と投薬（薬剤師）を分離して相互にチェック機能を持たせるとともに、医師の潜在的収入源だった薬価差益に頼る経営体質からの脱却と、俗に言われる「薬漬け医療」の打破で薬剤費を圧縮させるのが目的である。

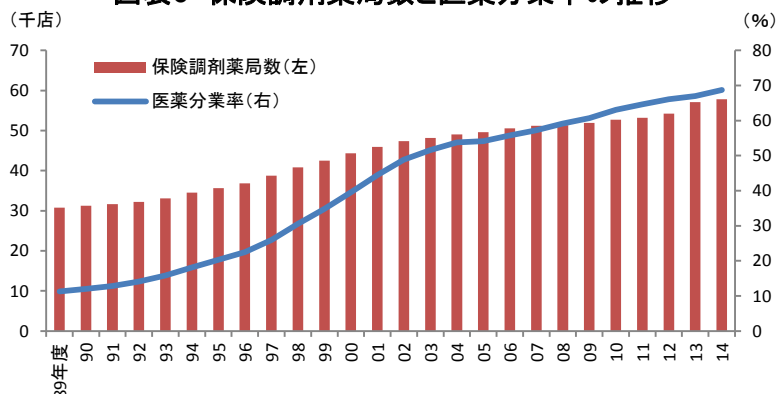
医薬分業の進展で 90 年度に 3.1 万軒だった保険薬局数は、大手チェーン調剤薬局の出店攻勢に加え、ドラッグストアやスーパーなど大量販店の参入もあり 14 年度には 5.8 万軒へ増加。保険薬局数の増加とともに病院などの医療機関から処方箋を受け取る院外処方が浸透し、分業率は 90 年度の 12.0% から 14 年度には 68.7% へ上昇している。分業率の推移を見る限り、保険薬局数の増加で医薬分業の量的拡大が一定水準に達したものと考えられ、今後は患者の服薬コンプライアンスを高めるような薬剤師本来の質的向上が求められる。

厚生労働省の「薬局調剤医療費」によると、金額ベースの調剤薬局（保険薬局）市場は年々増加を続け、市場規模は 90 年度の約 0.5 兆円から 14 年度には約 7.2 兆円に達している。これは高齢化による患者数の増加で処方箋枚数が拡大しているほか、02 年 4 月の長期処方解禁や効果の高い新薬上市が薬剤費を押し上げていると考えられる。

実際に薬局調剤医療費と処方箋枚数から算出した処方箋単価は、90 年度の 3,527 円から 14 年度には 9,288 円に上昇していることから、今後は薬剤費抑制に向けた取り組みとしてジェネリック医薬品の更なる普及促進や湿布など OTC（市販薬）類似薬の処方制限、患者の残薬管理による無駄の排除などが強化される見通しである。

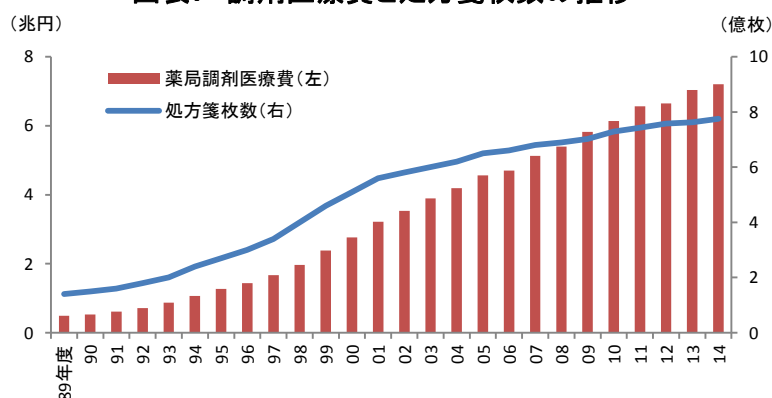


図表6 保険調剤薬局数と医薬分業率の推移



出所) 日本薬剤師会、厚生労働省資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

図表7 調剤医療費と処方箋枚数の推移



出所) 日本薬剤師会、厚生労働省資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ ほぼ2年毎の診療報酬改定が最大のリスク要因

保険薬局の売上高を構成する薬剤料と技術料は、国民皆保険制度の下それぞれの単価が国の公定価格で固定されていることから、同社にとってほぼ2年ごとに実施される診療報酬改定が最大のリスクと考えられる。

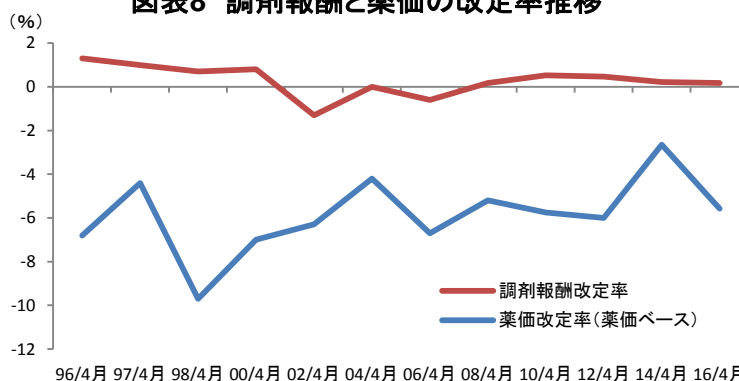
直近10年間の診療報酬改定を振り返ると、保険薬局事業売上の約20%を占める技術料に関連する調剤報酬は、小幅ながら概ねプラス改定となるも、約70%に達する薬剤料売上に影響する薬価(薬価ベース)は5%~6%の引き下げが続いている。

同社に限らず大手チェーン調剤薬局は、これまで薬価引き下げによる減収要因を新規出店やM&Aによる店舗拡大で賄ったうえ、ジェネリック医薬品対応や薬歴管理などのテクニカル要素で加算を積み上げ、高齢化による患者数の自然増という追い風を味方につけてきた。

しかしながら、16年4月の診療報酬改定は調剤報酬全体でプラス改定を確保するも、特定医療機関からの処方箋が集中する大型門前薬局や医療モール薬局などは調剤基本料が引き下げられるうえ、ジェネリック医薬品対応も加算条件を満たすハードルが高く設定されるなど、概して従来からの評価基準は大手チェーン調剤薬局に厳しい内容となっている。

一方、患者をマンツーマンでフォローする「かかりつけ薬剤師」指導料を新設するなど、調剤報酬の評価ポイントは薬剤師の質を求める方向に舵を切り始めた。

図表8 調剤報酬と薬価の改定率推移



出所)厚生労働省資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成  
 注)97年4月は消費税1%増税で実質調剤報酬+0.85%、実質薬価▲4.85%。14年4月は消費税3%増税で実質調剤報酬+0.04%、実質薬価▲5.64%

◆ 保険薬局事業は業界 4 位の實力

比較可能な売上高や店舗数などの面から、調剤薬局業界における同社のポジションは業界 4 位と推察される。

前述したように市場拡大が続く調剤薬局市場は、積極的な新規出店と M&A による規模拡大が続く中、業界トップのインホールディングスは調剤薬局の店舗数で他社を引き離しながらドラッグストアも展開。2位の日本調剤はジェネリック医薬品製造を手掛け、3位には08年に MBO (Management Buy Out) で上場廃止になったクラフトホールディングスが続く。

そのほか、上位 10 社には医薬品卸系やドラッグストアなどが顔を出すなど、調剤薬局業界は M&A による業界再編と異業種を交えた系列化や連携が進んでいる。

業界再編のカギを握るのが流通大手の存在であろう。高齢化が進む中、健康意識の高まりと自ら治療するセルフメディケーションの浸透で OTC 市場や健康食品市場が拡大し、これを成長分野と捉えた GMS (総合スーパー) や CVS がドラッグストア及び調剤薬局に進出している。

セブン&アイ・ホールディングス (3382 東証一部) はアインホールディングスと資本・業務提携を結び、ローソンは同社 (クオール) やマツモトキヨシホールディングス (3088 東証一部) と連携。ファミリーマート (8028 東証一部) もメディカルシステムネットワーク (4350 東証一部) やファーマライズホールディングス (2796 東証一部) などと連携するほか、大手 **GMS** のイオン (8267 東証一部) はドラッグストアと調剤薬局を展開するウエルシアホールディングス (3141 東証一部) を傘下に収めるなど、調剤薬局業界を取り巻く環境は異業種参入で、今後もグループ化や系列化の加速が予想される。

図表9 調剤薬局業界ランキング

順位	企業名	主力事業	上場区分	調剤売上 (億円)	店舗数 (店)
1	アインホールディングス	調剤薬局	(9627東証一部)	1,691	754
2	日本調剤	調剤薬局	(3341東証一部)	1,580	510
3	クラフトホールディングス	調剤薬局	(非上場)	1,305	600
4	クオール	調剤薬局	(3034東証一部)	1,032	538
5	東邦ホールディングス	医薬品卸	(8129東証一部)	921	520
6	スズケン	医薬品卸	(9987東証一部)	883	450
7	総合メディカル	調剤薬局	(4775東証一部)	807	538
8	メディカルシステムネットワーク	調剤薬局	(4350東証一部)	717	345
9	スギホールディングス	ドラッグストア	(7649東証一部)	577	602
10	アイセイ薬局	調剤薬局	(3170JQS)	532	303

出所)各社有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

注)クラフトホールディングスはアルファ・ウイン・キャピタル調べ

### ◆ CSO 業界は顧客層の拡大で成長スピードが加速

CSO 業界はCMRの活用企業数の増加で成長スピードが加速している。日本CSO協会(会員8社集計)によると、業界の規模感を示すCMRの人数は09年の1,769人から14年には2.3倍の4,148人へ増加。同様にCSOを活用する製薬メーカー数も52社から84社にまで拡大するなど、顧客層は大手メーカーから中小メーカーにまで広がっている。

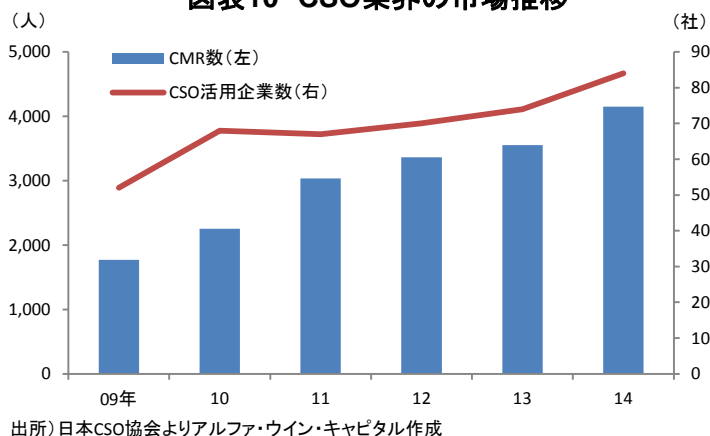
従来、製薬メーカーにとってCSOを活用する動機付けは、大手メーカーの新薬上市時や主力品強化などの一時的な営業力強化と、度重なる薬価引き下げで主力品の収益力が削がれる中、新薬開発に難航する中堅メーカーによる営業人員の変動費化であった。

最近ではCSOの浸透とともに中枢神経領域や癌領域などのスペシャリストに対するニーズが増えているほか、大手に限らず中堅メーカーの継続的な主力品強化やジェネリックメーカーの調剤薬局向け営業強化などが増加するなど、CSOの守備範囲拡大が市場を牽引していると推察される。

CSO 業界の主なプレーヤーは、ワールドワイドに事業を展開する米 Quintiles Transnational 社の日本法人クインタイルズ・トランスナショナル・ジャパン社を始め、シミックホールディングス (2309 東証一部) 傘下のシミック・アッシュフィールド社、同社 (クオール) の CSO 部門であるアポプラスステーション社、米国 CSO 業界でトップシェアを誇る米 inVentiv Health 社の日本法人インヴェンティヴ・ヘルス・ジャパン社、EPS ホールディングス (4282 東証一部) 傘下の EP ファーマライン社、IT ホールディングス (3626 東証一部) 傘下のアプシェ社、エムスリー (2413 東証一部) グループのエムスリーマーケティング社、伊藤忠商事 (8001 東証一部) グループの IML 社などが挙げられる。

CSO 市場の成長が続く中、各プレーヤーは CMR 拡充で受託量の拡大に努めていることから、今後はスケールメリットを求めた M&A も想定されよう。

図表10 CSO業界の市場推移

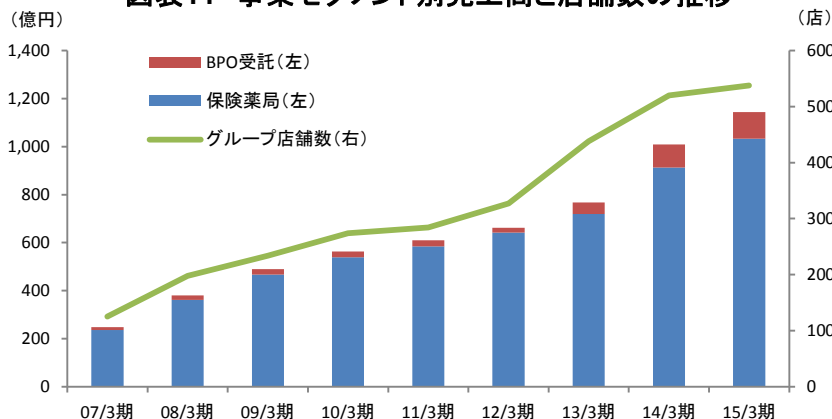


#### 4. 直近の業績推移

◆ 15/3 期は薬価差益獲得と CSO の寄与で過去最高益を更新  
過去の売上高推移を見ると、保険薬局事業は新規出店と積極的な M&A でグループ店舗数を積み上げ、これをドライバーに成長トレンドが継続している。他方、BPO 受託事業は 13/3 期の CSO (アポプラスステーション社) 買収で採算性が向上している。

なかでもコア事業の保険薬局事業は、店舗拡大による処方箋応需枚数の増加に加え、処方箋単価の上昇が売上成長を加速させている。07/3 期の処方箋単価は 7,910 円 (薬剤料 5,880 円+技術料 2,030 円) だったものが、15/3 期には 9,650 円 (薬剤料 7,390 円+技術料 2,260 円) に上昇。これはジェネリック対応加算などのテクニカルな技術料の単価上昇はもちろんのこと、高額な新薬や長期処方による薬剤料の単価上昇が寄与していると推察される。

図表11 事業セグメント別売上高と店舗数の推移

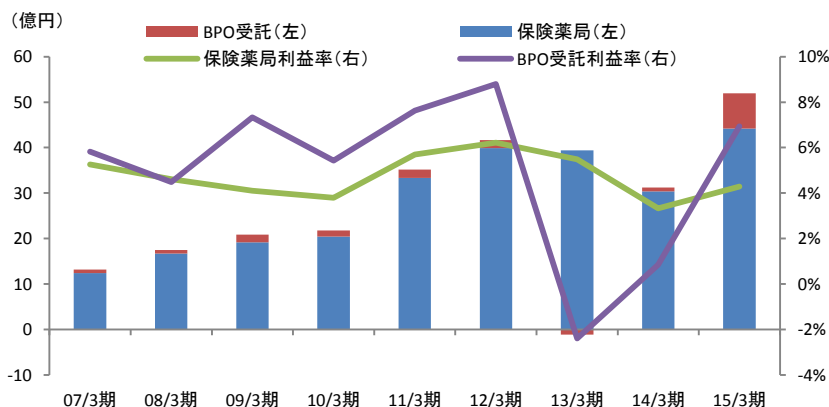


出所)有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

過去の業績をみると、利益面では保険薬局事業が獲得した薬価差益のブレが全体の営業利益に影響している。12/3期までは保険薬局事業の利益率に大幅な改善が見られないものの、スケールメリットを活かした薬剤仕入価格交渉で薬価差益を獲得し、保険薬局事業の利益率は概ね上昇トレンドを継続している。一方、13/3期～14/3期はCVS併設薬局への先行投資と薬価差縮小で減益に陥るも、15/3期は新たに導入した複数卸との入札制度で適正薬価差益を確保したうえ、スケールメリットも働いたと考えられる。

他方、BPO受託事業の利益は12/3期まで概ね横ばいが続いているものの、13/3期はCSO買収による一時的なコスト増で赤字に転落した。14/3期以降はCSOの稼働率アップで増益モメンタムが強まり、15/3期の当事業は保険薬局事業と合わせ過去最高益を更新している。

図表12 事業セグメント別利益と各利益率の推移



出所)有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成



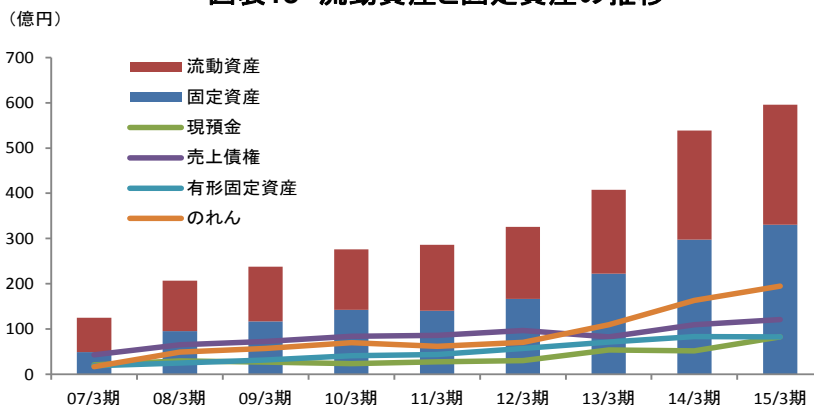
◆ 店舗網拡大と M&A で固定資産が増加

資産面では規模拡大に伴う現預金及び売上債権の増加(流動資産)と、新規出店並びに M&A による有形固定資産及びのれんの増加(固定資産)が確認され、なかでものれんは 07/3 期の 16.4 億円から 15/3 期には 194.7 億円に増加している。

他方、負債面では M&A の資金調達で有利子負債が 07/3 期の 43.6 億円から 15/3 期には 181.2 億円へ増加。有利子負債とのれんはほぼパラレルで推移し、事業規模拡大で仕入債務も増加している。この結果、自己資本比率は 08/3 期末の 41%から 15/3 期末には 32%に低下している。

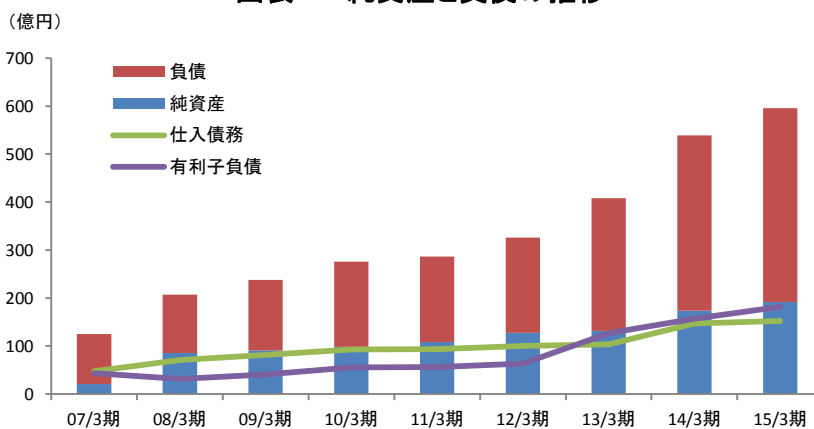
一方、運転資金に影響を及ぼす売上債権と仕入債務の回転月数を見ると、売上債権は 07/3 期の 2.06 カ月から保険薬局事業のレセプト電子請求で審査が早まった 15/3 期には 1.27 カ月に短縮。同様に仕入債務も 2.28 カ月から 1.60 カ月に短縮しているものの、売上債権の回転月数のほうが短いため運転資金はプラスに働き、対医薬品卸との仕入価格交渉でも有利な条件提示が可能と推察される。

図表13 流動資産と固定資産の推移



出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

図表14 純資産と負債の推移



出所) 有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

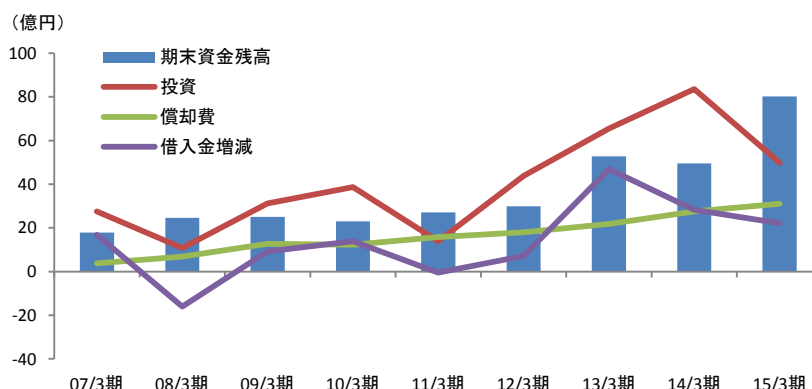
◆ 投資資金の大半は銀行借り入れで調達

キャッシュフロー面では、規模拡大に向けた投資（設備投資+M&A）に必要な資金調達の大半は銀行借り入れで賄っており、エクイティブファイナンスによる資金調達は14/3期の35.1億円に過ぎない。

今後も保険薬局事業及びBPO受託事業ともにM&Aによる規模拡大が想定されることから、中期的に償却費（減価償却費+のれん償却）を上回る投資が予想されるなど、健全な財務内容を維持した資金調達方法が課題と考えられるなか、同社は15年10月に新株予約権付社債の発行で100億円を調達した。

当該社債発行による希薄化は発行済株式数の15.5%に相当するものの、調達資金は有利子負債の返済や投資資金に充てる方針である。

図表15 期末資金残高の推移



出所)有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成  
注)投資=有形・無形固定資産取得+M&A、償却費=減価償却費+のれん償却

5. 同業他社との比較

◆ M&A 戦略で同業他社に比べ高い成長率を示現

上場する同業他社との比較を、同社に加えて業界トップのインホールディングスと同2位の日本調剤、同7位の総合メディカル（4775東証一部）で行った。

これら4社に共通するのはM&A戦略による規模拡大と、非調剤部門の育成であろう。業界トップのインホールディングスは、調剤薬局の規模拡大によるバイイングパワーで薬価差益拡大を目指すとともにドラッグストアを強化。日本調剤はジェネリック医薬品メーカー部門と薬剤師派遣などの人材派遣に注力し、総合メディカルは医師紹介や病院向けレンタルなどの医薬支援に特徴がある。一方、同社はCSOを軸としたBPO受託事業の育成に注力している。

なお、インホールディングスと総合メディカルは調剤薬局部門で業務提携を結んでいる。

同業他社との財務指標比較における同社の特徴として、売上高経常利益率などの収益性向上に課題を残すものの、過去3年平均の売上成長率や経常利益成長率は他社を上回り、この背景としてM&A戦略をドライバーに据えた成長スピードの加速が挙げられる。

図表16 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		クオール (15/3期)	アイ ン ホールディングス (15/4期)	日本調剤 (15/3期)	総合メディカル (15/3期)
規模	調剤薬局部門店舗数(店)	538	754	510	538
	売上高(百万円)	114,363	187,904	181,844	107,945
	経常利益(百万円)	4,262	11,697	6,003	5,227
	総資産(百万円)	59,573	114,149	130,141	69,811
収益性	ROE	11.9%	13.8%	16.6%	11.0%
	総資産経常利益率	7.5%	10.9%	4.9%	7.6%
	売上高経常利益率	3.7%	6.2%	3.3%	4.8%
成長性	売上高成長率(3年平均)	20.0%	9.6%	11.8%	10.4%
	経常利益成長率(同上)	9.6%	3.5%	6.7%	2.3%
	総資産成長率(同上)	22.3%	9.9%	14.5%	9.5%
安全性	自己資本比率	32.1%	42.0%	13.6%	37.7%
	流動比率	100.8%	85.2%	112.4%	121.5%
	固定長期適合率	99.3%	113.7%	91.4%	84.1%

注)3年平均成長率は複利計算。流動比率=流動資産/流動負債。固定長期適合率=固定資産/(自己資本+固定負債)×100

出所)各社有価証券報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

## 6. 今後の事業戦略

### ◆ かかりつけ薬局・薬剤師などソフト面の充実に注力

同社は10年後に保険薬局事業の目指す姿として、1)立地から機能、2)全薬局かかりつけ薬局、3)対物から対人業務、などを掲げ、短期的には16年4月の調剤報酬改定で新たな評価ポイントとなる「かかりつけ薬局」への対応を急ぐ構えである。

かかりつけ薬局(かかりつけ薬剤師指導料)の算定条件として、①患者と薬剤師のマンツーマンによるかかりつけ薬剤師、②薬剤師の経験年数と同一薬局での勤務時間、③24時間の相談体制、④残薬確認、⑤処方もとへの疑義照会、などへの対応が求められる中、既に同社は患者に配布するカードの電子薬歴で服薬情報の一元化と残薬などの継続的把握を可能としているほか、処方元との検査値共有などで高度薬学管理機能を備え、疑義照会による処方変更で調剤報酬の加算も見込まれる体制を構築済みである。

また、365日24時間対応も一定数の店舗で対応するほか、街なかで

展開する CVS 併設薬局なども含め、地域に密着した「かかりつけ薬局」に必要な機能を整えており、10 年後には全店舗でかかりつけ薬局の加算取得を目指す方針である。

そのほか、ジェネリック医薬品対応で意図的に積み増した不動態在庫への対応策として、同社はヤマトホールディングス (9064 東証一部) との提携で社内物流改革に乗り出した。

ヤマト HD に設置した物流センターを基点に医療用医薬品や OTC、物販などの在庫量を一括管理し、各店舗の在庫量最適化を実現するほか、店舗間の不動態在庫移動及び融通で在庫管理を強化するとともに廃棄ロスの削減に取り組む構えである。

## 7. 足元の業績動向

### ◆ 16 年 3 月期第 3 四半期累計は 52.3%営業増益

16/3 期第 3 四半期決算は売上高が前年同期比 7.4%増の 914.7 億円、営業利益は同 52.3%増の 46.3 億円であった。売上面では保険薬局事業の店舗網拡大と処方箋単価の上昇が寄与し、利益面では入札制度で保険薬局事業の利幅が拡大したうえ、BPO 受託事業の不採算部門売却も奏功した。

同社は第 3 四半期までの利益が期初計画を上回るペースで推移したことから 16/3 期計画を見直し、売上高は期初の 1,258.0 億円 (前期比 10.0%増) を据え置くも、営業利益は 50.1 億円→62.0 億円 (同 46.1%増) に増額修正した。

第 3 四半期までの状況を事業セグメント別に見ると、保険薬局事業は売上高が前年同期比 9.8%増の 844.7 億円、営業利益は同 43.9%増の 45.6 億円。売上面では第 3 四半期末のグループ店舗数が前年同期末比 27 店舗増の 559 店舗となったうえ、高額な新薬効果 (C 型肝炎治療薬ソバルディ : 1 日薬価 61,799.3 円) で処方箋単価が前年同期比 541 円増の 10,161 円に達するなど、店舗増による処方箋応需枚数の増加と単価アップが寄与した。

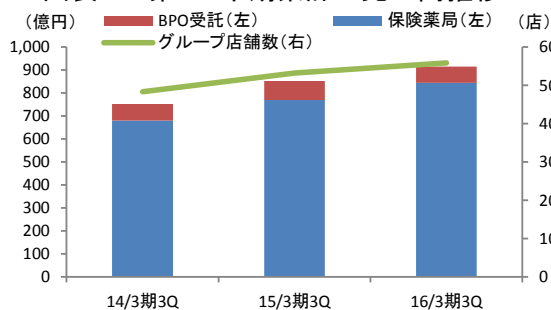
利益面では店舗増による労務費や償却費 (減価償却費+のれん償却額) などの固定費が増加するも、薬剤仕入の入札制度による薬価差拡大で吸収し、営業利益率は前年同期比 1.3%ポイント上昇の 5.4%を確保した。

第 3 四半期末におけるグループ店舗の内訳は、保険薬局が前年同期末比 45 店舗増の 498 店舗、CVS 併設薬局は同 6 店舗減の 32 店舗、売店は同 12 店舗減の 29 店舗であった。保険薬局は新規出店と M&A で店舗網を拡大する一方で、CVS 併設薬局と売店は収益性重視でスクラップ&ビルドを進めている。

BPO 受託事業は売上高が前年同期比 15.6%減の 69.9 億円、営業利益

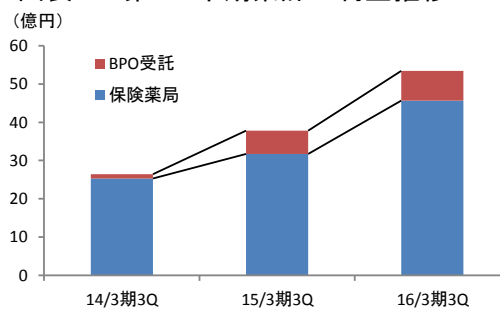
は同 28.4%増の 7.7 億円。不採算部門撤退と重要性が薄れた事業譲渡で減収となるも、赤字部門撤退で利益は大幅な増益となった。

図表17 第3四半期累計の売上高推移



出所) 四半期報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

図表18 第3四半期累計の利益推移



出所) 四半期報告書よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

## 8. アナリストの視点

### ◆ 入札制度導入で下振れリスクの小さい収益構造に転換

主力事業の保険薬局事業における同社の特徴は、15/3 期から導入している入札制度による仕入価格の早期妥結と、これを基に透明で下振れリスクの小さい収益構造への転換と考えられる。

同社主体で約 15 社のチェーン調剤薬局と約 30 社の医薬品卸が参画する入札制度は、一定のバイイングパワーを発揮しながら年間を通した仕入価格を公正に決定する仕組みである。入札制度導入で同社の妥結率が上期には 100%に達したことで、それまでの未妥結仮納入による業績の下振れリスクが薄らぐとともに、下期に向けた業績の透明性と投資家の信頼が高まりつつあると推察される。

16 年 4 月の診療報酬改定（調剤報酬改定）では調剤薬局に対する評価が、規模やジェネリック医薬品対応加算などの機能やテクニカル的な指標から、患者に対する服薬管理を重視する「かかりつけ薬局・薬剤師」など、調剤薬局及び薬剤師本来の質的要素を評価する方向に舵を切っている。

具体的にはかかりつけ薬剤師指導料（加算）を新設する一方、大量の処方箋応需枚数に対応する大病院前の門前薬局の調剤基本料を圧縮するとともに、ジェネリック医薬品対応加算のハードルを高く設定するなど、概して大型門前薬局が主力の大手チェーン調剤薬局にとっては厳しい改定と推察される。

そんな中、「収益構造」の項で述べたように、同社の保険薬局は大型門前薬局のウェイトが上位調剤薬局ほど高くないと推察されることから、大手チェーン調剤薬局をターゲットにした調剤基本料圧縮の影



響は比較的小さいと考えられる。加えて、地域密着型の中小型店舗や街ナカに配置した CVS 併設薬局は、かかりつけ薬剤師指導料を獲得しやすい店舗ロケーションとも言えよう。

一方、中長期的な課題と考えられるのは、OTC 類似薬の処方制限及び保険適用見直しを見据えたドラッグストアへの進出であろう。16年4月の診療報酬改定では湿布剤に処方枚数制限が課せられる中、セルフメディケーションの啓蒙で、中長期的には OTC 類似薬の風邪薬や漢方薬等にも何らかの処方制限又は保険適用の見直しが実施される可能性が考えられる。同社はドラッグストアのココカラファイン (3098 東証一部) と業務提携を結んでいるものの、これまで OTC 類似薬が処方されていた患者需要を逃さないためにも、ドラッグストアへの進出が課題となろう。

これらを基にした同社の強みと弱みを端的に示すと、以下のようにまとめられる。

図表 19 SWOT 分析

項目	特質・事情
Strength (強み)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・薬剤仕入の入札制度導入で早期妥結による透明性が高く下振れリスクの小さい収益構造に転換</li> <li>・門前薬局はもちろんのこと、異業種との連携で街ナカ・駅チカ・駅ナカなど、患者の日常生活に密着した店舗ロケーション</li> <li>・保険調剤薬局に占める大型門前薬局のウエイトが小さいため効率的な店舗運営には欠けるものの、多様な規模の保険薬局を揃えることで調剤基本料の改定リスクを分散可能</li> </ul>
Weakness (弱み)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・保険薬局事業とCSOは事業拡大に薬剤師並びにCMRが不可欠の労働集約型産業のため、要員不足がボトルネックとなって成長を妨げるリスク</li> <li>・2年毎の診療報酬改定(調剤法主改定と薬価改定)に左右されやすい保険薬局事業の収益構造</li> </ul>
Opportunity (機会)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・診療報酬改定での調剤報酬の引き上げや加算項目の新設</li> <li>・薬剤師の配置基準や処方箋応需枚数制限、対面処方など保険薬局に関する規制緩和</li> <li>・かかりつけ薬局・薬剤師や薬歴管理などのシステム化に対応出来ない中堅チェーン調剤薬局からの業務提携並びに M&amp;A の申し出</li> <li>・CSO 市場の成長加速</li> </ul>
Threat (脅威)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・診療報酬改定における薬価と調剤報酬の引き下げ</li> <li>・OTC 類似薬処方制限等の薬剤費抑制策の拡大</li> <li>・CSO 市場の価格競争による利益率低下</li> </ul>

出所) アルファ・ウイン・キャピタル作成

◆ 16年3月期の営業利益は会社計画並みの着地を予想

アルファ・ウイン・キャピタル（以下、弊社）は第3四半期までの状況から、16/3期の会社計画（売上高 1,258.0 億円、営業利益 62.0 億円）は、売上高の未達懸念が残るものの、営業利益は十分に達成可能な水準と予想する。

この根拠として売上面では、保険薬局事業は会社計画並みの着地が見込まれるものの、BPO 受託事業は事業売却と不採算部門撤退による減収をCSOの伸びで補いきれないと推察される。

一方、利益面では不採算部門を整理したBPO受託事業のモメンタム変化に物足りなさを感じるも、保険薬局事業の増益で十分カバー可能と予想される。

図表20 事業セグメント別業績予想

(百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期E	17/3期E	18/3期E
売上高	100,966	114,363	123,000	128,200	135,900
保険薬局事業	91,314	103,242	113,000	117,200	123,900
薬剤料	61,796	70,590	78,500	81,000	86,000
技術料	19,047	21,570	23,500	25,000	26,500
その他	10,490	11,100	11,000	11,200	11,400
BPO受託事業	9,652	11,121	10,000	11,000	12,000
営業利益	2,105	4,243	6,200	7,000	7,700
保険薬局事業	3,037	4,420	6,200	6,700	7,200
BPO受託事業	82	772	1,000	1,300	1,500
調整額	-1,014	-949	-1,000	-1,000	-1,000
グループ店舗数(店)	520	538	556	576	596
処方箋応需枚数(千枚)	8,351	9,548	10,040	10,500	10,900

出所) 決算短信、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

注) Eはアルファ・ウイン・キャピタル予想

◆ 17/3期以降も新規出店効果とCSOの寄与で増益を予想

16年4月の診療報酬改定は、薬剤費が薬価ベースで5.57%引き下げる一方、調剤報酬は0.17%の引き上げとなることから、17/3期は保険薬局事業の新規出店とM&Aによる新店舗の上乗せ分に加え、CSOが売上高を牽引すると考えられる。

弊社は中期的に保険薬局の新規出店が年20店舗程度、薬価差益は16/3期並みを前提に業績予想を組み立て、17/3期は売上面で薬価引き下げを調剤薬局の新規出店とBPO事業の拡大でオフセット可能と予想している。利益面では調剤報酬の引き上げとBPO事業がプラスに働くと考える。

18/3 期は 17 年 4 月予定の消費税増税に伴う診療報酬改定が想定されるも、改定幅は増税分の調整に留まる見通しから業績へのインパクトは小さいと考えられ、保険調剤事業の新規出店を梃にした成長を予想する。

## 9. 利益還元策

### ◆ 成長による安定配当の継続が基本

同社の配当政策は、企業成長をベースとした安定配当の継続を基本とする中、15/3 期は配当性向 31.6%相当の年 20 円配を実施した。16/3 期は期初計画の年 20 円配を 16 年 2 月に 4 円増配の年 24 円配に増額修正するなど、企業成長とともに株主還元を厚くする計画である。なお、株主優待は現時点で行っていない。

弊社は中期的な業績予想と利益成長をベースとした増配の可能性に期待を込め、16/3 期は会社計画並みの年 24 円配、17/3 期は配当性向 25.4%相当の年 28 円配を予想する。

## 10. 投資判断

### ◆ 株価は同業他社比較でほぼフェアバリュアの範囲内

同社の現時点における株価水準は、同業他社比較（アインホールディングス、日本調剤、総合メディカル）では、ほぼフェアバリュアの範囲内と考えられる。

今期予想 PER（16/3 期または 16/4 期）を比較すると、アインホールディングスは高い利益率や業界最大手としての評価がバリュエーションを押し上げていると推察される。一方、同社は高い EPS 成長が予想されるものの、バリュエーションはほぼ総合メディカルと同等の水準で評価されている。

図表21 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄 (予想決算期)	クオール (16/3期E)	アイン ホールディングス (16/4期E)	日本調剤 (16/3期E)	総合メディカル (16/3期E)
株価(円)	1,720	5,940	4,265	3,875
時価総額(億円)	617	1,894	683	594
今期予想PER(倍)	16.9	26.1	10.7	17.2
今期予想EPS伸長率	60.4%	16.7%	2.9%	17.2%
前期基準PBR(倍)	3.1	3.9	1.7	2.1
前期ROE	11.9%	13.8%	16.6%	11.0%
今期予想配当(円)	24.0	40.0	45.0	45.0
今期予想配当利回り	1.4%	0.7%	1.1%	1.2%

出所)各社決算短信よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

注)クオールはアルファ・ウイン・キャピタル予想、その他は会社予想。株価は3/28終値

したがって、現時点のバリュエーションに割高感が感じられないうえ、17/3期以降も安定した利益成長が予想されることから、同社に対する投資スタンスは長期保有が有効と考えられる。

一方、株式の需給バランスの観点からは、15年10月の新株予約権付社債発行で発行済株式数の15.5%に相当する潜在株式が発生しており、当面は転換価格1,799円を意識した株価動向が想定される。

## 11. 投資上の留意点

### ◆ 中長期的に異業種を交えた業界再編の可能性高まる

調剤薬局業界において新規出店のバロメーターとも言える分業率は、15年2月の全国平均で70.2%（出所：日本薬剤師会）に達した。医薬分業の高まりで駅前薬局などの有望ロケーションが乏しくなる中、スケールメリットを求めたM&Aや「街ナカ」「駅ナカ」といった生活圏への出店に加え、かかりつけ薬局・薬剤師や在宅調剤などの質向上に向けた連携加速も想定される。

これらは、大手チェーン調剤薬局によるM&Aに限らず、中堅チェーン調剤薬局同士の業務提携及び合併、大手小売りなどの流通業界やドラッグストアとの連携など、業界再編に留まらず異業種を交えたグループ化の促進も考えられる。

他方、外部要因は今後の診療報酬改定の行方に留意したい。16年4月の改定では調剤報酬の引き下げに至らなかったものの、高齢化とともに肥大する医療財政を考慮すると、今後の診療報酬改定はプラス評価とマイナス評価を組み合わせながら、調剤報酬全体では医療費抑制に動くことが予想される。

政府が15年6月に公表した「経済財政運営と改革の基本方針2015」では、調剤薬局業界の目指す方向として、

1. かかりつけ薬局・薬剤師の推進による効果的な投薬と残薬管理による医療財政の無駄排除
  2. 医師との連携による地域包括ケアへの参画
  3. ICT (Information and Communication Technology) を活用した電子薬歴による医師と薬剤師との医療情報連携
- などを掲げている。

これらは調剤薬局単独で対応できる範疇を超え、地域の医療機関や介護事業者などとの連携が求められることから、新たなシステム投資の発生も予想される。18年4月の診療報酬改定は介護報酬改定とのダブル改定が予定されており、この中で将来的な道筋の提示が想定される。

12. 主な経営指標の推移

図表22 要約損益計算書

(百万円)

	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期
売上高	49,010	56,305	60,915	66,201	76,783	100,966	114,363
(前期比)	29.0%	14.9%	8.2%	8.7%	16.0%	31.5%	13.3%
保険薬局事業	46,691	53,911	58,475	64,200	71,899	91,314	103,242
BPO受託事業	2,318	2,393	2,440	2,000	4,884	9,652	11,121
売上原価	43,851	49,827	53,294	57,675	67,363	90,069	100,374
販売費一般管理費	3,632	4,477	4,816	5,217	6,607	8,791	9,745
営業利益	1,526	2,031	2,804	3,308	2,812	2,105	4,243
(前期比)	16.1%	33.0%	38.1%	18.0%	-15.0%	-25.2%	101.6%
保険薬局事業	1,917	2,522	3,330	3,987	3,942	3,037	4,420
BPO受託事業	170	139	186	176	-117	82	772
調整額	-585	-630	-711	-855	-1,011	-1,014	-949
営業外損益	-20	1	3	-70	17	103	19
経常利益	1,506	2,032	2,807	3,238	2,829	2,208	4,262
特別損益	-97	-195	-319	-227	-102	-215	-380
純利益	653	828	1,137	1,560	1,349	777	2,155
売上原価率	89.5%	88.5%	87.5%	87.1%	87.7%	89.2%	87.8%
営業利益率	3.1%	3.6%	4.6%	5.0%	3.7%	2.1%	3.7%
保険薬局事業	4.1%	4.7%	5.7%	6.2%	5.5%	3.3%	4.3%
BPO受託事業	7.3%	5.8%	7.6%	8.8%	-2.4%	0.8%	6.9%
EPS(円)	26.4	33.5	45.9	62.1	52.8	25.1	63.3
BPS(円)	368.1	396.6	436.1	488.9	511.4	521.6	557.4
1株配当(円)	5.0	6.3	8.5	24.5	20.0	18.0	20.0
ROE	7.4%	8.8%	11.0%	13.3%	10.5%	5.2%	11.9%
投資	3,117	3,865	1,381	4,379	6,548	8,348	4,979
償却費	1,253	1,202	1,572	1,803	2,184	2,746	3,108
EBITDA	2,779	3,233	4,376	5,111	4,996	4,851	7,351
グループ店舗数(店)	234	274	284	327	438	520	538
保険薬局(店)	234	269	276	309	366	433	460
CVS併設薬局(店)	0	0	3	8	30	37	37
売店(店)	0	0	0	4	41	50	41
薬剤師数(人)	876	876	997	999	1,201	1,431	1,490
処方箋応需枚数(千枚)	5,366	5,896	6,424	6,602	7,219	8,351	9,548

出所) 有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

注) 投資=有形・無形固定資産取得+M&A、償却費=減価償却費+のれん償却、EBITDA=営業利益+償却費



図表23 要約貸借対照表

(百万円)

	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期
流動資産	12,174	12,438	14,623	15,919	18,575	24,117	26,534
現預金	2,676	2,356	2,723	2,984	5,347	5,162	8,236
売上債権	7,220	8,377	8,576	9,671	8,240	10,940	12,079
棚卸資産	1,480	1,882	2,448	2,292	3,497	6,149	4,306
固定資産	11,549	14,100	14,000	16,662	22,200	29,767	33,023
有形固定資産	3,152	4,086	4,333	5,669	7,137	8,309	8,276
のれん	5,380	6,603	6,193	7,064	10,922	16,317	19,477
資産合計	23,724	27,600	28,624	32,582	40,790	53,904	59,573
流動負債	11,353	13,561	14,144	16,100	18,292	25,450	26,312
仕入債務	8,117	9,271	9,334	10,043	10,341	14,704	15,212
短期借入金	1,095	1,614	2,314	2,972	3,904	5,733	5,394
固定負債	3,291	4,224	3,688	3,731	9,321	11,078	14,108
長期借入金	2,970	3,958	3,314	3,395	8,770	9,984	12,793
負債合計	14,644	17,785	17,832	19,831	27,614	36,529	40,420
株主資本	9,109	9,813	10,796	12,721	13,013	16,987	19,059
資本金	814	814	814	1,126	1,126	2,828	2,828
資本剰余金	6,767	6,767	6,767	7,139	7,161	9,085	10,880
利益剰余金	1,545	2,250	3,232	4,465	5,160	5,371	6,938
自己株式	-18	-18	-18	-9	-435	-298	-1,588
自己資本	9,109	9,814	10,792	12,750	13,050	17,033	19,150
純資産	9,109	9,814	10,792	12,750	13,175	17,034	19,152
自己資本比率	38.4%	35.6%	37.7%	39.1%	32.0%	31.6%	32.1%
流動比率	107.2%	91.7%	103.4%	98.9%	101.5%	94.8%	100.8%
負債比率	44.6%	56.8%	52.1%	49.9%	97.1%	92.3%	95.0%
固定長期適合率	93.1%	100.4%	96.7%	101.1%	99.2%	105.9%	99.3%
売上債権回転月数(カ月)	1.77	1.79	1.69	1.75	1.29	1.30	1.27
仕入債務回転月数(カ月)	1.99	1.98	1.84	1.82	1.62	1.75	1.60

出所) 有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

注) 流動比率=流動資産/流動負債×100、負債比率=有利子負債/自己資本×100、固定長期適合率=固定資産/(自己資本+固定負債)×100、売上債権回転月数=売上債権/(売上高/12)、仕入債務回転月数=仕入債務/(売上高/12)

図表24 要約キャッシュフロー計算書

(百万円)

	09/3期	10/3期	11/3期	12/3期	13/3期	14/3期	15/3期
営業キャッシュフロー	2,213	2,545	2,233	3,830	5,327	2,350	7,841
税前純利益	1,409	1,837	2,488	3,010	2,727	1,994	3,882
減価償却費	893	848	1,149	1,354	1,496	1,574	1,611
のれん償却	360	354	423	449	688	1,172	1,497
投資キャッシュフロー	-3,009	-4,005	-1,565	-4,561	-6,607	-8,383	-5,066
有形・無形固定資産取得	-1,670	-1,500	-1,295	-2,563	-2,382	-2,176	-1,751
M&A	-1,447	-2,365	-86	-1,816	-4,166	-6,172	-3,228
財務キャッシュフロー	790	1,268	-256	1,000	3,563	5,722	278
借入金増減	915	1,392	-44	707	4,686	1,887	2,532
株式発行・売出	0	0	0	684	0	3,514	138
自己株式取得	0	0	0	0	-499	0	-1,413
配当金支払	-123	-123	-154	-327	-657	-566	-597
期末資金残高	2,495	2,303	2,714	2,984	5,268	4,957	8,011
フリーキャッシュフロー	-796	-1,460	668	-731	-1,280	-6,033	2,775
CF有利子負債倍率(倍)	1.8	2.2	2.5	1.7	2.4	6.9	2.4

出所) 有価証券報告書、決算説明資料よりアルファ・ウイン・キャピタル作成

注) フリーCF=営業CF+投資CF、CF有利子負債倍率=有利子負債/営業CF

## ディスクレーマー

アルファ・ウイン 企業調査レポート (以下、本レポート) は、掲載企業のご依頼により、アルファ・ウイン・キャピタル株式会社 (以下、弊社) が作成したものです。

本レポートでは、企業の保有する独自の製品・サービスや技術など、持続的成長に必要な競争力の源泉を明確に描き出すとともに、企業の外部環境や内部環境を強み・弱み・機会・脅威の4つのカテゴリーで分析するSWOT分析の企業戦略評価への活用、公表された、或いは企業から提供されたKPI (業績指標) やガバナンスの確認等も行っております。

本レポートは、投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。弊社は投資家の皆様が本レポートを利用したこと、又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家ご自身においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家の皆様にあります。

本レポートの内容は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材等を経て作成されたものです。弊社及び本レポートの作成者等の従事者が、掲載企業の有価証券を既に保有していること、あるいは今後において当該有価証券の売買を行う可能性があります。

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

本レポートの著作権は弊社に帰属し、許可なく複製、転写、引用、翻訳等を行うことを禁じます。

連絡は、電子メール【[info@awincap.jp](mailto:info@awincap.jp)】にてお願いいたします。但し、お問い合わせに対し、弊社及び本レポート作成者は返信等の連絡をする義務を負いません。