

## 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11月28日

東証スタンダード

ポイント

・今 2025 年 3 月期の業績計画は、上期の実績を踏まえて下方修正された。今期の営業利益は 30 億円(前年度比-21.7%)に留まろう。診療報酬の改定は相対的に軽微であったが、処方箋枚数の減少、仕入価格の上昇、人件費の上昇、医薬品物流部門への投資などが負担となる。薬局支援事業は順調であるが、コスト増をカバーできない。

・来期は中期計画の最終 4 年目に当たるが、営業利益で 40 億円と増益に転換しよう。薬局支援事業である医薬品ネットワーク事業、ジェネリック医薬品の製造販売事業、「つながる薬局」のデジタルシフト事業が寄与してくる。

・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、加盟件数が 1 万件を超えた。来期は 1.2 万件の加盟件数、業界シェア 20%を目指している。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。9 月末に導入店舗は 5500 店を突破した。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、今期で 140 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。供給の制約が影響しやや遅れているが、今後挽回を図っていく。

・これらの 3 事業での増益効果が見込め、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。薬局業界は厳しい環境にある中で、収益構造の転換が問われる。薬局支援事業が業績をリードするスピードが早まってくれば、株式市場での評価も高まってくよう。

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 来2026年3月期は増益に転換
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期待

## 企業レーティング B

株価(2024年11月27日) 417円 時価総額 128億円(30.64百万株)  
PBR 0.80倍 ROE 8.2% PER 9.7倍 配当利回り 2.9%

(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
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	115361	3832	3825	1860	61.9	12.0
2025.3(予)	122000	3000	3000	1250	42.8	12.0
2026.3(予)	128000	4000	4000	1900	65.0	14.0

(2024.9ベース)

総資産 69976百万円 純資産 15268百万円 自己資本比率 21.7%  
BPS 520.3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。

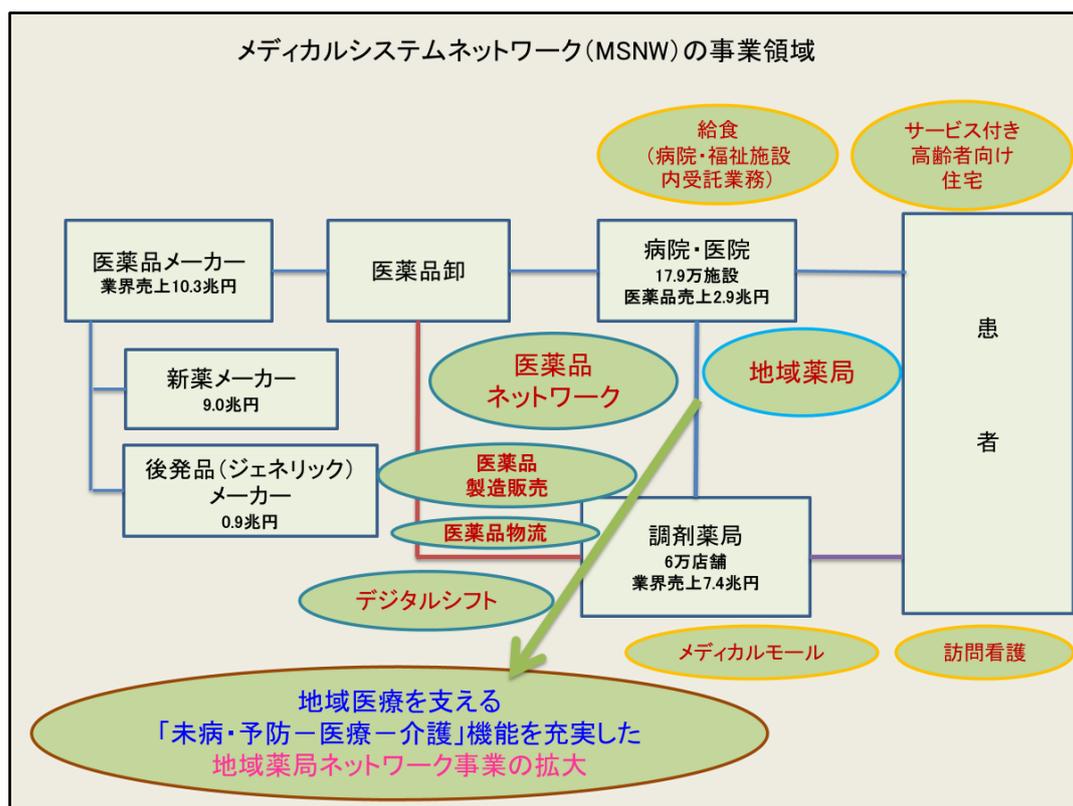
## 1. 特色 薬局に独自のネットワークシステムを築く

### 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、医薬品物流、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、5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、医薬品物流部門、デジタルシフト部門)がある。医薬品の製造販売、

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。

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、%)

	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3
<b>地域薬局ネットワーク事業</b>					
<b>医薬品ネットワーク</b>					
地域薬局					
医薬品製造販売					
医薬品物流					
デジタルシフト					
売上高	99617	99214	101457	104399	109904
営業利益	3743	5703	6117	5887	6433
同利益率	3.8	5.7	6.0	5.6	5.9
<b>ほか3事業</b>					
<b>賃貸・設備関連事業</b>					
給食事業					
その他事業（訪問看護）					
売上高	6389	5644	5954	6089	6285
営業利益	-70	-20	28	-180	70
同利益率	-1.1	-0.4	0.5	-3.0	1.1
売上調整	-764	-601	-727	-937	-828
利益調整	-2057	-2253	-2293	-2542	-2671
<b>合 計</b>					
売上高	105241	104257	106685	109551	115361
営業利益	1615	3429	3852	3163	3832
同利益率	1.5	3.3	3.6	2.9	3.3

(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。

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。

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を確保することを構想した。

当社は自前で452店(9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10435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 (伸率)	2023.3末 (伸率)	2024.3末 (伸率)
関東・甲信越エリア	1518	1859	2306 (+24.0)	2742 (+18.9)	3013 (+10.4)
東海・北陸エリア	1035	1206	1331 (+10.4)	1488 (+11.8)	1638 (+10.1)
近畿エリア	823	860	1085 (+26.2)	1465 (+35.0)	1599 (+9.1)
九州・沖縄エリア	778	919	1098 (+19.5)	1310 (+19.3)	1474 (+12.5)
中国・四国エリア	489	608	782 (+28.6)	923 (+18.0)	985 (+6.7)
東北エリア	327	371	480 (+29.4)	643 (+34.0)	687 (+6.8)
北海道エリア	275	293	319 (+8.9)	341 (+8.9)	360 (+5.6)
合計	5245	6116	7401 (+21.0)	8912 (+20.4)	9756 (+9.5)

(注) 伸び率は前期比

## 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8.2兆円。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3500億円強であり、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9兆円ある中で、大手5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。

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。

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

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	2023年度
1	アインHD	2831	3215	3575
2	日本調剤	2608	2741	2980
3	ウエルシアHD	1992	2281	2568
4	マツキヨココカラ&カンパニー	1020	1542	1597
5	スギHD	1327	1424	1587
6	クオールHD	1423	1440	1543
7	ツルハHD	1028	1125	1145
8	I&H	1085	1118	1089
9	メディカルシステムネットワーク	910	930	977
10	アイセイ薬局	681	691	741
11	富士薬品			560
12	ユニスマイル	378	534	545
13	たんぼぼ薬局	463	490	520
14	ファーマライズHD	504	423	470
15	クリエイトSDHD	368	434	434
16	クスリのアオキHD			428
17	イオンリテール	347	360	396
18	アポクリート	340	357	362
19	フロンティア	334	338	345
20	トモズ			323

(出所) ドラッグマガジン2024年8月号より作成。HDはホールディングス。

#### 訪問看護事業の育成～在宅医療の1つの要

2021年に子会社の「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

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。当社にとっては、地域薬局の薬剤師や栄養士が、訪問看護師と連携することによって、在宅ケアのサービス向上に結びつけることができる。

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1.5万カ所ほどあるが、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	450	1231	736	920
売上高（23年度）（億円）	1153	3998	3403	1800
経常利益（億円）	38	213	94	92
売上高経常利益率（%）	3.3	5.3	2.8	5.1
株価（11/27）（円）	417	4930	1407	1457
時価総額（億円）	128	1749	437	567
PBR（倍）	0.80	1.29	0.73	1.01
ROE（%）	8.2	7.5	6.4	9.3
PER（倍）	9.7	17.3	11.4	10.9
配当利回り（%）	2.9	1.6	1.8	2.3

（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2024.4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」を現在北海道で4件運営している。大阪の1件は10月に病院に譲渡して撤退した。

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

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。

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進んでいる。そこに介護事業所、薬局、サ高住が集結した。

## 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、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（2024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。

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	2024.3
加盟店舗数 (店)	1400	1770	2509	3790	5245	6116	7401	8912	9756
医薬品発注取扱高 (億円)	1237	1374	1691	2337	3367	3917	4492	5262	6182
1店当たり発注高 (百万円/店)	95	87	79	74	75	69	66	65	66

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

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テンジ  
 加盟店同士で不動在庫消化サービス (不要な在庫の相互活用)
3. 薬剤師教育サポート  
 教育研修会、インターネット講座による研修
4. 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。

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。

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	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3
	(店)									
	2Q									
北海道	115	118	121	123	125	120	124	122	120	123
関東甲信越	79	85	85	83	88	92	96	101	105	106
九州沖縄	36	37	37	60	58	60	63	63	75	71
近畿	48	54	58	62	56	55	53	53	52	55
東海北陸	44	54	54	47	46	45	44	44	44	44
東北	6	7	22	23	22	23	24	24	32	31
中国四国	25	22	22	22	21	21	21	21	22	22
合計	353	377	399	420	416	416	425	428	450	452
出店	9	8	8	5	8	7	12	8	13	11
閉店	-8	-4	-5	-14	-15	-13	-6	-7	-9	-10
M&A	7	20	19	30	3	6	3	2	18	1

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。

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
2024.3	31435	1625	5.2	24413	969	4	23485	390	1.7	13162	124	0.9

(注)利益率は売上高経常利益率

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

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。

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。

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。

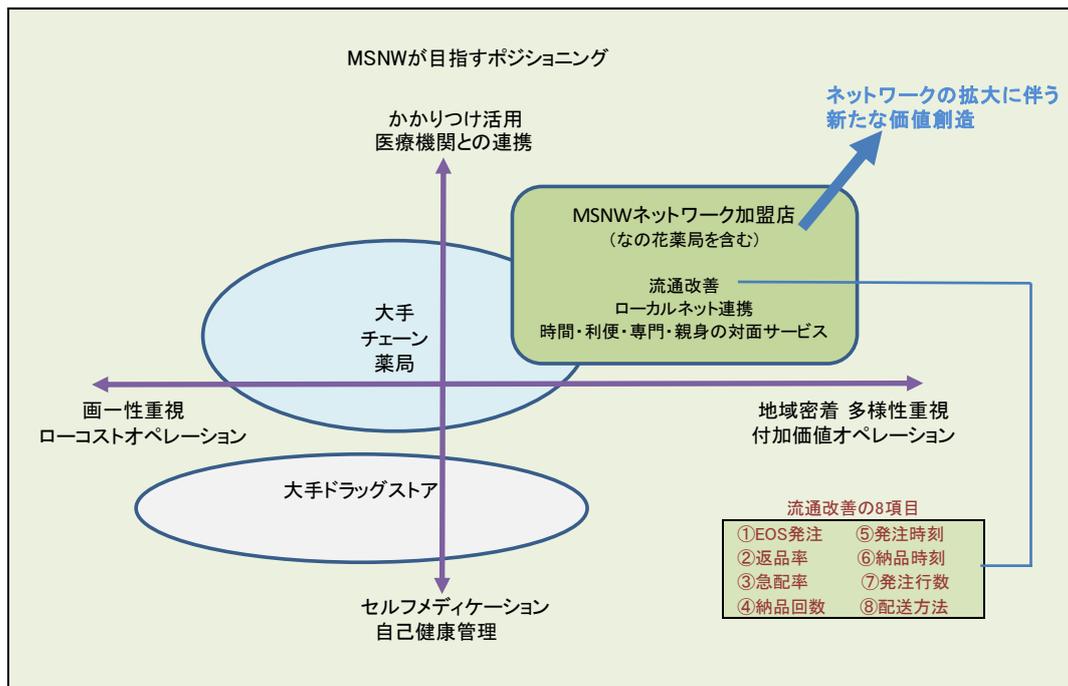
当社のネットワークが加盟店に役立つという点では、適正な価格形成＋決済代行＋ファイナンス＋在庫という機能がある。大量仕入れの中で価格が決まる。決済も速やかに進む。支払いのサイクルが通常は3カ月程度だが、当社は2カ月で対応する。流通在庫を減らすように対応する、といったメリットがある。

### 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

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。

シェアは17%前後に高まっている。医薬品卸の取引先は54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、年間約14億円の不動産在庫売買の実績を積み上げ、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0.68億円なので、1.2万件になれば8000億円を超えてくるので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

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

が進んでいる。人手不足への対応と効率化を進めていけば、このコストが下がる。さらにビッグデータ、AIの活用も進むことになろう。

### 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、2024年9月末で49成分113品目である。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、ファーマシフトを2020年10月に設立した。

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。処方箋をラインで送って、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。

当社は薬局ビジネスに精通しており、しかも約1万件を超える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。

### 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

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。

ニケーションをスムーズに促すようにする。

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	・ 薬歴管理、服薬フォロー（チャット機能）
・ スマホでラインアプリを簡単利用	・ 処方箋送信
・ かかりつけ機能の強化	・ 問診など
・ 服薬情報の一元管理（電子お薬手帳）	・ 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の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、%)

2024.9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	100.0	8	○	○	○	○
ウイステリア小樽稲穂	2015.1	17	81	96.3	7		○	○	○
ウイステリア千里中央	2016.5	35	82	61.0	15	○	○	○	○
ウイステリア南1条	2018.1	46	116	75.0	8.5~	○		○	
全体		128	418	83.7					

(注) 投資額は全体を含む。○は有。賃料は月額。ウイステリア千里中央は2024年10月に医療機関に譲渡済。

### 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

#### 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、処方箋枚数が次第に戻っている。

#### 中期4カ年計画の骨子

来期で4年目を迎える中期4カ年計画では、第1は、ネットワーク型ビジネスを、ステー

---

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

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。

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>

中期計画の目標

(億円、%、件)

	2023.3		2024.3		2025.3	2026.3
	(計画)	(実績)	(修正計画)	(実績)	(修正計画)	(計画)
売上高	1100	1095	1138	1153	1220	1400
営業利益	35	31	35	38	30	65
営業利益率	3.2	2.9	3.1	3.3	2.5	4.6
EBITDA	62	61	66	69	64	100
医薬品NW加盟件数	8900	8912	10400	9756	10756	12000
地域薬局自社店舗数		428		450		550
自己資本比率		21.8		22.3		30.0

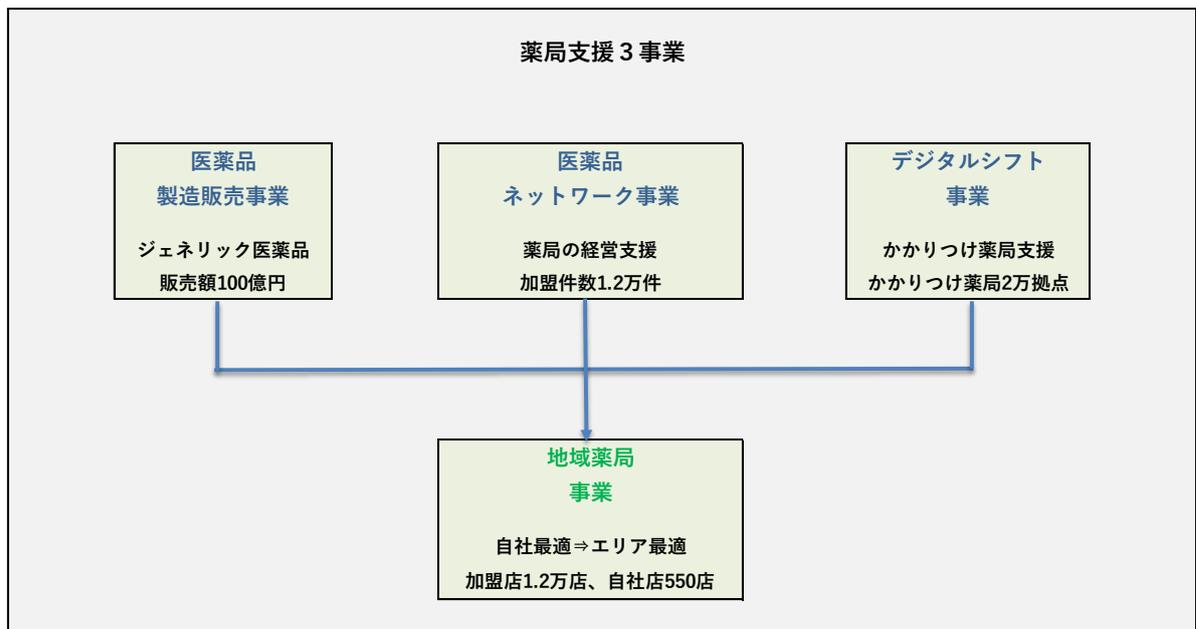
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

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。

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。

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。



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。

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、中計4年目の来2026年3月期に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が、後半は高まってこよう。

シェアは現在17%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	2024.3	2025.3		2026.3
								2Q	(計画)	(計画)
加盟件数	2509	3790	5245	6116	7401	8912	9756	10435	10756	12000
新規加盟	+848	+1405	+1637	+1503	+1642	+1861	+1375	+936		
脱退	-109	-124	-182	-632	-352	-350	-531	-257		
純増	+739	+1281	+1455	+871	+1285	+1511	+844	+679	+1000	

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。

## ネットワークサービスの多様化

医薬品ネットワークでは、地域の薬剤師会の業務支援を広げている。エリアネットワークとして、地域の薬剤師会の研修を支援する。会員薬局の活性化にも役立つ。

## 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。2022年東証マザーズに上場し

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

た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2024年3月末で1870店ほどある。

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。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。

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

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5.2万品目の単品単価契約を実施している。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、改定年の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。

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。

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る。

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。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。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。

### 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	9156	6182

(注) \*は年率換算。

## 「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。

## ヘルスケア AI の活用でNTT ドコモと連携

なの花薬局では、かかりつけ薬局の推進を目的に、NTT ドコモと組んで、服薬フォローの実証事業を行っている。ドコモが提供するヘルスケア用の AI を利用し、患者の情報を把握

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、服薬フォローをしつつ、疾患の早期発見、受診勧奨、重症化予防へと結び付けている。パーソナルデータがあっても、それが行動変容にはなかなか結び付かない。生活習慣をモニターしつつ、健康リスクへ早期に手を打つ仕組みに役立てようとしている。これから、さまざまな取り組みが動き出そう。

## 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ため、安全性は高い。

「つながる薬局」は9月末で導入店5576店、友だち登録125万人となった。これを2025年3月末は5700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している。既存店でも大半が加盟するようになる。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。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。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。

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。

### つながる薬局 ～LINE公式アカウント～

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3 2Q (計画)	2026.3 (当初計画)
導入店舗数 (店)	36	911	3391	4682	5576 5700	20000
友だち登録数 (万人)	1	31	65	105	125 140	

## 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。

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

まずは、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。処方箋の画像送付、患者からのリクエストへの対応、オンライン服薬指導のリマインド、電子おくすり手帳との連携など、使い勝手は高まっている。

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が、アインでは最近LINEの利用も始まっている。「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がる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。

#### 医薬品製造販売

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3		2026.3
					2Q	(計画)	(当初計画)
販売額(億円)	12	18	26	32	21	44	100
取扱店舗数(店)	1592	2678	3737	4998	5700	7000	
取扱成分数	34	41	45	48	49		
取扱品目数	68	82	93	103	113		

#### 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、2024年3月期32億円に対して、2025年3月期は44億円、将来は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。2024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1294億円、このうちフェルゼンファーマがカバーできる市場が318億円(カバー率24.6%)、実際の販売額は32億円(10.1%)であった。

前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、計画通りに数量を確保できない状況にあった。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。今期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。

ジェネリック医薬品業界は品質問題への対応で、供給力に制約が出ている。大手においては、生産能力の拡大に手を打っている。ジェネリック医薬品の開発、安定供給の提供という

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

点で、ダイトはこれから体制を整えてよう。当社グループとの連携も一段と深まってこよう。

フェルゼンファーマは、ダイトをはじめ、ジェネリックメーカーから安定調達に力を入れている。ここ1~2年ほど計画は下回ったが、これからは増加が期待できよう。当社の販売ネットワークは、その規模が拡大しており、医薬品メーカー、卸からみて、その魅力は高まっている。

## 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。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場所がよい。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。

薬局支援3事業に加えて、1) 在庫管理・発注システムLINCLE(リンクル)の拡販に力を入れる。2) 4月に設立した医薬品物流のメディロジネットの立ち上げが本格化する。これらも含めて、薬局支援事業の連携とマーケティングにおいて、いかに効率を高め、付加価値を獲得していくか。

もう1つは、地域薬局の7社の収益性をいかに向上させていくか。本部機能と地域機能の見直し、効率化の推進に向けて、人材の活用も含めて仕組みの改革が進むことになる。

## 財務戦略の方向

2024年3月期のバランスシートで、自己資本比率は22.3%(前期21.8%)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。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。

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。

MSNWのバランスシート

(百万円、%)

	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3
流動資産	18736	21055	20578	19313	18701	20265	20773
現預金	10201	11703	11722	10118	8201	8141	8273
売掛金	2332	2420	2313	2646	2891	3437	4239
商品	3418	4252	4439	4390	4765	5160	5404
固定資産	44023	47879	45885	45134	44239	45958	47376
有形固定資産	24129	25721	25126	24634	24624	27060	28336
のれん	14451	15710	14179	13145	12254	11183	10613
投資等	4847	5922	6143	6926	6848	7090	7759
資産合計	62759	68935	66464	64448	62941	66223	68149
負債	52174	58173	57045	53260	49654	51735	52930
買掛金	9416	10198	10021	9258	9680	9937	10935
短期借入金	2950	4421	3916	3916	1016	1016	588
長期借入金	28628	32611	32235	27601	27647	25378	23431
純資産	10584	10761	9418	11187	13286	14488	15219
有利子負債	31578	37032	36151	31517	28663	26394	24019
有利子負債比率	50.3	53.7	54.4	48.9	45.5	39.9	35.2
自己資本比率	16.9	15.6	14.2	17.3	21.1	21.8	22.3

(注) 長期借入金には1年以内返済予定を含む。

バランスシートでは、2024年3月末でのれん10613百万円があり、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のキャッシュ・フロー

(百万円)

	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3
営業キャッシュ・フロー	6699	2840	4232	5205	4010	4973	7725
税引後当期純利益	1545	-250	-1076	2980	1146	1725	2188
減価償却	1491	1624	1811	1859	1727	1825	2031
減損損失		55	1508	360	392	247	426
のれん償却	1056	1147	1217	1136	1128	1132	1132
投資キャッシュ・フロー	-6848	-5921	-2383	-1485	-2511	-2114	-3649
有形固定資産取得	-4050	-3094	-1351	-1375	-1934	-1373	-1862
無形固定資産取得					-194	-234	-248
子会社株式の取得	-2466	-2898	-583	-8	0	0	-728
フリーキャッシュ・フロー	-149	-3081	1849	3720	1499	2859	4076
財務キャッシュ・フロー	8050	4338	-1687	-5312	-3415	-2918	-3944
長短借入金	9890	5172	-881	-4634	-2868	-2269	-2374
配当金	-297	-304	-305	-304	-304	-395	-365
自己株式の取得・処分	0	0	0	-30	0	0	-555
現金・同等物の期末残高	10136	11520	11681	10088	8171	8111	8242

2024年3月期の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

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10613百万円(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10312百万円(総資産の15%)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。

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とられよう。

#### 4. 当面の業績 来2026年3月期は増益に転換

##### 前2024年3月期は増益に転換

2024年3月期は、売上高115361百万円(前期比+5.3%)、EBITDA6997百万円(同+14.3%)、営業利益3832百万円(同+21.1%)、経常利益3825百万円(同+14.0%)、純利益1860百万円(同+15.5%)と好調であった。ROEも12.6%を確保した。

地域薬局部門で、処方箋枚数が増加したことにより、収益の落ち込みをカバーすることができた。地域支援体制加算の経過措置終了で処方箋単価の下落が響くとみていたが、コロナ5類移行、感染症の流行、処方箋送信でのDX活用などが枚数増にプラスに働いた。

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-2.8%となったが、処方箋枚数は+3.8%となった。昨年5月から新型コロナが5類になり、人の動きが活発化し、風邪などの病気も増加した。

薬局は13店出店した。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の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。

M&Aは18店実施し、このうちなの花東北がコスモス薬局(7店)を子会社化し、エリアの強化を図った。これに伴い2024年3月期は負ののれん益78百万円が発生した。

一方で、薬局支援3事業は、その進捗が今一步であった。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かなかつた。調剤報酬に関わる政策の動きをみつつ、加盟に様子見となる動きがあった。また、同業他社へのシフトもあった。

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。新規取引店舗は順調に増加し、+1261店の4998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、3月末で+1291店の4682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かった。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。

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。

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147百万円あった。

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													
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	+4.0	+0.6	+3.8	+6.3	+2.7	+5.7	
2024年	+5.1	+6.0	-3.1	+4.9	+1.1	-5.7	+3.0	-3.5	-4.4				
処方箋単価													
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	+0.0	-1.7	-2.5	-2.3	
2024年	-1.4	+0.6	+0.5	+1.1	+2.9	+3.0	+4.0	-0.2	+2.7				
調剤報酬													
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	+3.3	
2024年	+3.6	+6.7	-2.6	+6.1	+4.1	-2.9	+7.1	-3.3	-1.9				

今2025年3月期は下方修正で減益に

2025年3月期の上期(2Q累計)は、売上高59761百万円(前年同期比+5.8%)、EBITDA 2697百万円(同-16.9%)、営業利益1027百万円(同-40.0%)、経常利益1020百万円(同-39.7%)、純利益207百万円(同-76.0%)となった。

減益の主因は、地域薬局部門で、医薬品の仕入れ価格が上昇し、社員の賃上げも影響した。加えて、処方箋枚数が想定より落ち込んで、ここが計画比ではマイナスに響いた。

調剤薬局の調剤報酬内訳

内 訳	2023.3期			2024.3期			2025.3期 2Q		
	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	9088	(+3.9)	(+1.5)	9640	(+6.1)	(+3.8)	4947	(+3.6)	(-0.8)
処方箋単価(円/枚) b	10236	(-1.7)	(-1.3)	10141	(-0.9)	(-0.7)	10228	(+1.9)	(+2.3)
技術料	2446	(+0.8)	(+1.4)	2368	(-3.2)	(-2.8)	2400	(+2.3)	(+2.8)
薬剤収入	7789	(-2.4)	(-2.1)	7773	(-0.2)	(-0.1)	7828	(+1.8)	(+2.1)
売上高(百万円)									
調剤売上 a×b	93029	(+2.2)	(+0.2)	97765	(+5.1)	(+3.1)	50600	(+5.6)	(+1.5)

(注) 伸び率は前年度比全店ベース。既存店は伸び率。

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。

調剤報酬改正の加重平均点数

(点/枚)

	2023.3	2024.3	2025.3	
			2Q	目標
調剤基本料	25.9	26.3	28.7	28.7
後発医薬品体制加算	23.0	24.4	24.6	25.0
地域支援体制加算	27.1	18.7	13.4	14.6
連携強化加算		0.8	4.6	4.6
医療DX推進体制整備加算		—	3.9	6.3
合計		70.3	75.5	79.3

医薬品ネットワーク、医薬品製造販売、デジタルシフトの薬局支援 3 部門の KPI は順調に伸びているが、地域薬局部門の収益減少が負担となった。この他では、物流事業（メディロジネット）の立ち上げ、薬局の新規出店増の初期負担もあった。

大手調剤薬局にとって、卸からの仕入れ価格の上昇、処方箋枚数の減少、薬剤師などの人件費の上昇は共通の要因である。とりわけ、卸からの仕入れ価格の交渉は薬価差が縮まる中で、今後の対応が問われている。

処方箋枚数の減少は、前上期は呼吸器感染症が流行っていたので、そことの比較でマイナスとなり、想定を下回った。上期は、地域薬局 11 店（うちモール型 7 店）の出店、M&A で 1 店取得する一方で、10 店の閉鎖及び事業譲渡を行った。上期の店舗等の減損は 223 百万円であった。

薬局支援事業で、在庫管理システム（リンクル）や物流事業（メディロジネット）を立ち上げるので、ここへの先行投資が発生した。

医薬品ネットワークへの加盟件数

(件)

	2022.3			2023.3			2024.3			2025.3		
	新規	脱退	純増	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	522	-100	422
2Q	395	-62	333	420	-59	361	307	-105	202	414	-157	257
3Q	379	-76	303	477	-95	382	357	-228	129			
4Q	463	-65	398	439	-82	357	369	-116	253			
合計	1642	-357	1285	1861	-350	1511	1375	-531	844			

医薬品ネットワークは 3 月末比+679 件の 10435 件となった。医薬品製造販売は、9 月末で 49 成分 113 品目（うち出荷調整は 3 成分 6 品目）となり、新規取引店は+1806 店で、取引店舗数は 5700 店となった。デジタルシフト部門では、導入店舗は+894 店の 5576 店となった。

競合のグローバル・エイチの活動はやや停滞している。スギ薬局グループの傘下に入って、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。

どのような展開をみせるのか。中小薬局のサポートを本当に行うのか。当社のネットワークに戻ってくる薬局もあるので、競合度合いは変化するかもしれない。

医薬品製造販売部門では、取引先は順調に拡大している。取引先は9月末で5700店(+1018店)となった。2Qの売上高は21億円で、年度目標の44億円に対して順調である。9月末時点で出荷調整品目は6品目あり、まだ供給力は十分でない。

将来的には、1万件の加盟店に対して、フェルゼンファーマからジェネリックを供給してもよいし、他のジェネリックメーカーから仕入れて、新設したメディロジネット（医薬品物流会社）から供給してもよい。ネットワークの強みを活かせるようになるだろう。

#### 医薬品製造販売

(店、億円)

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3	
					2Q	(計画)
取引店数	1318	2050	3231	4998	5700	7000
販売高	11	18	26	32	21	44

デジタルシフト部門で「つながる薬局」は好調に導入店舗と友だち登録を増やしている。調剤報酬改定で連携強化加算の加算項目となったので、受注が好調である。9月末で5576店（登録125万人）となっているが、受注は6000店に近づいており、今期末目標の5700店はクリアできよう。

薬局は月1.2万円でこのシステムを使える。患者からの利用も処方箋枚数の増加に少しずつ寄与している。スマホのLINEで処方箋を送ると、薬局で待つ必要がなくなる。高齢者でもスマホ、LINEは相当使えるようになっているので、利便性は高い。ここで、業界トップクラスに躍進することができよう。新しいプラットフォームが急ピッチで立ち上がっていることに注目したい。

#### つながる薬局

(店、万人)

	2021.3	2022.3	2023.3	2024.3	2025.3	
					2Q	(計画)
導入店	36	911	3391	4682	5576	5700
友だち登録数	1	31	65	105	125	140

10月1日付で、ウイステリア千里中央を医療法人へ事業譲渡し、それに見合う建物などの固定資産は売却した。この売却益326百万円が下期の特別利益に入ってくる。なお、この施設に追随する薬局の経営は継続する。ウイステリア千里中央は、入居率が十分でなく、採算も厳しかった。この負担が下期からなくなる。

上期の減益を踏まえて通期の営業利益計画も、従来の40億円から30億円へ下方修正さ

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。

れた。その要因は上期の減益要因と同じである。

セグメント別業績予想

(百万円)

	2022.3		2023.3		2024.3		2025.3(予)		2026.3(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 地域薬局 医薬品ネットワーク 医薬品製造販売 医薬品物流 デジタルシフト その他(システム販売など)	101457	6117	104399	5887	109904	6433	116300	5500	122000	6500
ほか3事業	5954	28	6089	-180	6285	70	5700	200	6000	300
賃貸設備	3326	39	3491	-92	3611	158				
給食	2322	1	2289	-65	2360	-43				
その他	305	-12	304	-22	314	-43				
合計	106685	3852	119551	3163	115361	3832	122000	3000	128000	4000

2025年3月期の修正後の会社計画は、売上高122000百万円(前年度比+5.8%)、EBITDA6440百万円(同-8.0%)、営業利益3000百万円(同-21.7%)、経常利益3000百万円(同-21.0%)、純利益1250百万円(同-32.8%)である。

### 来期は増益に転換

来2026年3月期は増益に転換できよう。薬価改定に伴う仕入れ価格の交渉は予断を許さないが、不採算店舗の見直しを進めている。薬局支援3部門は引き続き好調で、収益面でプラスに働く。物流部門の初期負担もなくなる。ウイステリア千里中央からの撤退によって、サ高住の採算が好転してくる。これらの要因で、営業利益40億円は確保できよう。

但し、中期4カ年計画で目標とした営業利益65億円にはとどかない。薬局支援事業は順調に拡大しているが、当初の想定からみると、1) コロナを経てスピードが鈍った面がある、2) 次の支援ビジネスに先行投資を始めた、という面も影響している。

### 今後の展開

中長期ビジョンを立案し、KPIを定めつつ、中期計画については、4カ年計画を2年単位でローリングしていく方が投資家にとっては理解しやすい。あるいは、中長期ビジョンの

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。

KPI が明確であるならば、中期計画よりは1年ごとの実行計画を重視したい。

医薬品ネットワーク部門については、今の事業環境からみて、1.5万件までは拡大することができよう。今後4~5年のシェア拡大は見込める。このネットワークの付加価値をいかに高めていくか。サービスの内容を充実しつつ、新しいサービスを付加して、薬局1店当たりの生産性向上に貢献しつつ、自社のサービス単価を高めていくことが重要な戦略となる。その余地はいろいろあるので、今後の展開が期待できる。

ジェネリック医薬品の製造販売は、当初計画よりは遅れたが、事業拡大に問題はない。年商100億円に向けて順調に伸びよう。

デジタルシフト事業も立ち上げ後、提携先の企業が本業シフトで、当社との合弁事業から手を引いた。当初のコア部分はきちんと出来上がった上で、引継いでいるので、事業の拡大には当面問題ない。次なる展開には、新しいパートナーを見い出して、バリューチェーンの拡大を図ることになろう。

地域薬局事業は、自社の薬局主体ではなく、加盟店も含めたエリア最適のマネジメントを展開して、事業の強化を目指す。

地域薬局ネットワーク事業（地域薬局+薬局支援3事業）以外の3事業（賃貸設備関連、給食、訪問看護）をどうするか。独立した事業としての経済性のみを追求すると、収益性が課題となる。本業とのシナジーに一定の優位性があるとするれば、その社会的価値のインパクトを示していく必要がある。サステナビリティの観点からここをもっとアピールしていくことが求められる。

2024年4月に子会社メディロジネットを設立した。医薬品等の物流機能を効率化することを目指している。ジェネリックを製造販売するフェルゼンファーマの医薬品をネットワーク加盟店に効率よく提供することを主軸とする。今2025年3月期は投資が先行するが、いずれ効果を発揮してこよう。

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

2024年3月末のバランスシートにのれんが106億円ほどある。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	115361	3832	2031	1132	6997
2025.3(予)	122000	3000	2300	1150	6450
2026.3(予)	128000	4000	2300	1150	7450

## 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期待

### 次の中長期ビジョンに向けて

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1.5万件に向けて拡大し、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

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。

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。

中計の目標であった売上高 1400 億円、営業利益 65 億円は、さらに数年を要するとしても、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。

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。それを実現すべく手を打っているが、収益面ではまだ十分ではない。

2023 年 10 月よりスタンダード市場へ移行した。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 もさらに強化したい。

## 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 万件の達成で、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）

2024 年 3 月末の株主数は 7275 名、個人株主比率 44.7%、外国人比率 14.6%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。

11 月 27 日の株価(417 円)でみて、PBR 0.80 倍、ROE 8.2%(来期 12.5%)、PER 9.7 倍(同 6.4 倍)、配当利回り 2.9%である。株価は割安である。中期的な業績の伸びを確認しつつ、株価は今後見直されてこよう。

---

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。