

## 4350 メディカルシステムネットワーク

～調剤薬局のネットワーク事業で業界 No.1、独自の地域ケアシステムを展開～

2021年11月20日

東証1部

ポイント

・今 2022 年 3 月期は会社計画を上回って、過去のピーク利益を更新しよう。医薬品ネットワーク事業への加盟件数が順調に伸びていることに加えて、薬価改定の影響も、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ている。

・調剤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、「かかりつけ薬局化支援サービス」で、2023 年末に 1.5 万店への拡大を目指す。LINE の公式アカウント「つながる薬局」は 3 月にサービスを開始し、10 月末で 595 店、LINE 友だち 20.6 万人と、薬局業界でトップとなった。店舗ごとの月額課金システムをとっている。

・前期の業績は急回復をみせたが、今 2022 年 3 月期の上期も順調であった。会社計画は保守的である。医薬品ネットワーク部門は好調であるが、調剤薬局部門において、コロナの影響を慎重に見ていることによる。

・医薬品ネットワークへの加盟件数が、9 月末で 6700 件(前期末比+584 件)となった。業界シェアも 10%を超えており、プラットフォームとしての基盤が強化されている。薬局経営の健全性確保に向け、中小の調剤薬局の加盟が加速している。今期末の目標 7300 件に続いて、次は 1 万件を目指している。競合も一部あるが、当社の優位性は揺るがない。

・来期から始まる次の中期 4 ヶ年計画では、1) ネットワークへの加盟件数を 1 万件以上に拡大すると共に、2) この加盟件数に、付加価値サービスを乗せていく、3) ジェネリックの自社製品拡大や、つながる薬局の加盟件数の増加も貢献度を高めてこよう。4) 業界トップの医薬品発注取扱高にあって、DX による効率化も期待できる。5) 調剤薬局部門の収益変動は、ネットワーク事業の収益貢献が高まっていくにつれて、相対的に小さくなってこよう。

・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」への対応が勝負となる。医薬品ネットワーク部門を軸に、次期中期計画では営業利益 70 億円、ROE 20%が十分達成できよう。株価はかなり割安である。PBR 3 倍に向けて、株式市場での評価は大きく高まってこよう。

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 調剤薬局に独自のネットワークシステムを築く
2. 強み 地域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 新型コロナの影響を乗り越えて、ピーク利益の更新へ
5. 企業評価 医薬品ネットワーク部門を柱とした連携効果に注目

## 企業レーティング B

株価 (2021年11月19日) 617円 時価総額 189億円 (30.64百万株)

PBR 1.49倍 ROE 20.0% PER 7.5倍 配当利回り 1.6%

(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
2013.3	54827	2046	1912	756	29.1	8.0
2014.3	66181	2091	2019	668	27.7	8.0
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(予)	105700	4000	4500	2500	82.8	10.0
2023.3(予)	110000	4500	4500	2400	79.5	15.0

(2021.9ベース)

総資産 62433百万円 純資産 12504百万円 自己資本比率 20.0%

BPS 413.8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 調剤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」

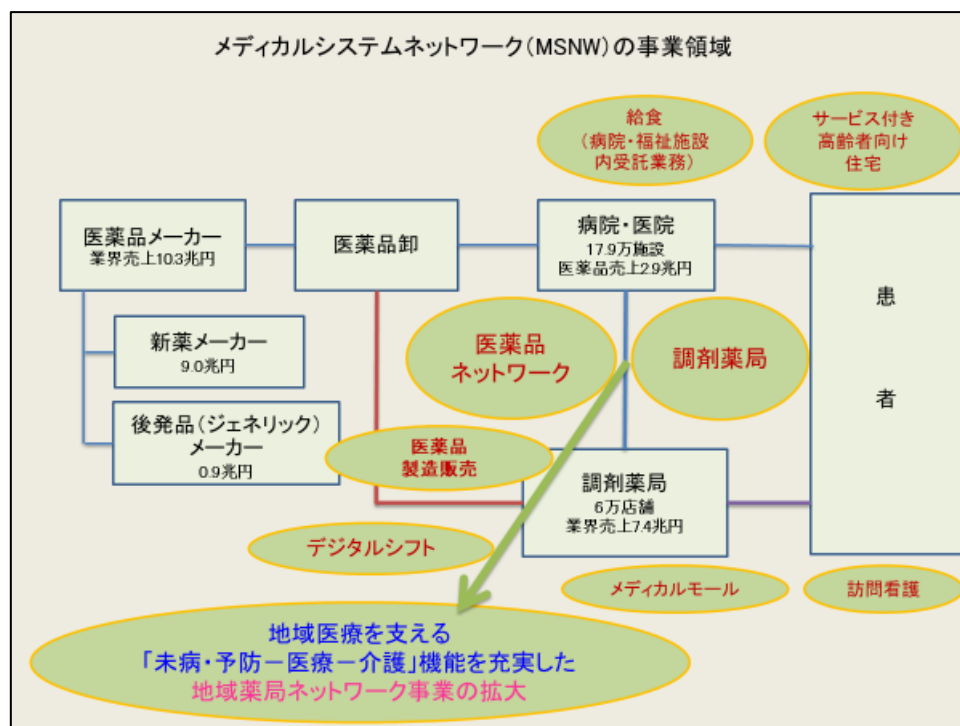
2019年に企業のグループ理念を新たに制定した。ミッションは、‘良質な医療インフラを創造し、生涯を見守る「まちのあかり」として、健やかな暮らしに貢献します’である。

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、調剤薬局、医薬品製造販売、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。

当社の社員数は3326人（2021年3月末）であるが、調剤薬局の人員が多いので女性比率も高い。全体の75.4%が女性であるが、調剤薬局部門だけみると、2,806名のうち79.1%が女性である。



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。

## 地域薬局ネットワーク事業を複合的に展開

2020年3月期にセグメントを再編した。従来の医薬品等ネットワーク事業、調剤薬局事業に、医薬品製造販売事業(その他事業)をまとめて、地域薬局ネットワーク事業とした。昨年はこれにデジタルシフト部門を新設して加えた。

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、調剤薬局部門、医薬品製造販売部門、デジタルシフト部門)があるという構成である。

医薬品の製造販売、卸売、調剤薬局は1つのサプライチェーンである。調剤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。調剤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になっている。医薬品の製造はジェネリックで品目を拡大しつつある。

このサプライチェーン全体の価値を高めていくには、1つのセグメントとして位置付けした方がよいと会社サイドは判断した。地域薬局ネットワーク事業は、その下にSCM(サプライチェーンマネジメント)本部、薬局事業本部、及び医薬品製造販売の子会社や、デジタルシフトの合弁会社ファーマシフトが置かれている。

### セグメント別業績

(百万円、%)

	2019.3	2020.3	2021.3
地域薬局ネットワーク事業 医薬品ネットワーク 調剤薬局 医薬品製造販売 デジタルシフト			
売上高	92284	99617	99214
営業利益	3313	3743	5703
同利益率	3.5	3.8	5.7
ほか3事業 賃貸・設備関連事業 給食事業 その他事業			
売上高	6622	6389	5644
営業利益	-150	-70	-20
同利益率	-2.3	-1.1	-0.4
売上調整	-674	-764	-601
利益調整	-1733	-2057	-2253
合計			
売上高	98323	105241	104257
営業利益	1428	1615	3429
同利益率	1.5	1.5	3.3

(注) 賃貸設備関連は高齢者賃貸住宅など。給食は病院、福祉施設向け。その他は訪問看護。

2020.3期よりセグメントを再編し地域薬局ネットワーク事業を設定。利益調整は全社一般管理費。

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

## 薬局と医薬品の卸を結ぶ情報システム～北海道から全国に展開

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。この調剤薬局のネットワークビジネスが事業の柱である。調剤薬局は、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。

田尻社長は北海道の小樽で育ち、起業した時の三銃士も皆、小樽の仲間であった。田尻氏はかつて医薬品卸の会社で仕事をしてきた。薬局や病院への営業は昼休みと夕方しか先方に会えない。この仕事のやり方を、ネットを活用して抜本的に変えたいと考えた。

小学校からの同級生であった秋野氏(副社長)は、実家が医薬品の卸をやっていたが、自ら薬局を立ち上げていた。沖中氏(前取締役相談役)は医薬品の卸に勤めていたが、その中でシステム開発を手掛け、その後システム・フォーというシステム会社を立ち上げていた。この3人が話し合っ、三銃士のごとく当社を起業した。

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。日本の流通コストは7~8%、米国は3%以下であった。

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、卸と調剤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。

メディカルシステムネットワーク(MSNW)は1999年9月に創業、2002年3月に創業2年半で大証ヘラクレスに上場し、2008年東証2部、会社設立11年目の2010年6月に東証1部に上場した。

医薬品ネットワークに加盟する調剤薬局のエリア別店舗数

(店)

	自社店舗数			加盟店店舗数			合計		
	2019.3末	2020.3末	2021.3末	2019.3末	2020.3末	2021.3末	2019.3末	2020.3末	2021.3末
関東・甲信越エリア	83	88	92	968	1430	1767	1051	1518	1859
東海・北陸エリア	47	46	45	734	989	1161	781	1035	1206
九州・沖縄エリア	60	58	60	541	720	859	601	778	919
近畿エリア	62	56	55	528	767	805	590	823	860
中国・四国エリア	22	21	21	275	468	587	297	489	608
東北エリア	23	22	23	205	305	348	228	327	371
北海道エリア	123	125	120	119	150	173	242	275	293
合計	420	416	416	3370	4829	5700	3790	5245	6116

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でNo. 1

当社は自前で419店(9月末現在)の調剤薬局を展開するが、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6700件(同)に及ぶ。この数は業界トップである。

その強みとして、医薬品卸への大量発注によるバイイングパワー(購買力)を行使して、安く仕入れるということが考えられる。薬局での薬の価格は国によって定められているので、販売価格に自由度はない。

その中で、薬局と卸がマージンの取り合いをしても生産的でない。むしろ、デッドストックにならないような在庫の有効利用によるコスト削減、薬剤師教育や店舗管理の効率化など、システムの利用度をあげることに力を入れている。こうした当社のネットワークの使い勝手の良さが紹介営業に繋がっている。

卸と調剤薬局を結ぶ当社のネットワークシステムは、価格交渉、在庫管理、自動発注、決済、薬剤師の教育などをビジネスとして担っている。年間の医薬品の取扱高は、2005年9月期の118億円から2010年9月期537億円、2015年3月期977億円、2020年3月期3367億円と急ピッチで増えてきた。

### 調剤薬局チェーンの業界順位

(2020年度ベース)		(億円)
順位	会社名	調剤報酬額
1	アインHD	2630
2	日本調剤	2399
3	クラフト	1907
4	クオールHD	1368
5	I&H(阪神調剤薬局)	1181
6	総合メディカルHD	1103
7	メディカルシステムネットワーク	883
8	アイセイ薬局	629
9	たんぽぽ薬局	438
10	ファーマライズHD	425
11	ファークス	382
12	フロンティア	336
13	薬樹	305
14	メディカルー光	220
15	ファーマシイ	208

(注)クラフトの総売上高、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2021年8月号より作成。

## なの花ブランドは業界7位クラス

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。

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。

自社ブランドの調剤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、クラフト、クオール、I&H(阪神調剤)、総合メディカルに次いで、MSNWは業界7位である。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高が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7社でシェア2割弱にすぎず、今後大手がシェアを上げる余地は大きい。

#### 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1	東証1	東証1	東証1
業界順位	7位	1位	2位	4位
店舗数	416	1065	670	811
売上高(20年度)(億円)	1057	2973	2790	1618
経常利益(億円)	35	126	84	74
売上高経常利益率(%)	3.3	4.3	3.0	4.6
株価(11/19)(円)	617	6030	1400	1436
時価総額(億円)	189	2136	449	559
PBR(倍)	1.49	1.87	0.83	1.29
ROE(%)	20.0	7.3	7.9	12.3
PER(倍)	7.5	25.6	10.5	10.5
配当利回り(%)	1.6	0.9	1.8	2.0

(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2021.4期ベース。  
PBR、ROE、PER、配当利回りは直近予想ベース。

#### 「地域薬局」の確立

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。そのためには、教育レベルの向上が必須であり、研修担当者の増員を進めている。

自社の薬局の構成は、小型の店が5割(薬剤師2~3人、20坪)、中大型の店(50坪程度)が3割、医療モールの店が2割という内容である。将来は、薬局が予防や未病を担っていくことがリーディングカンパニーとして必要になってくる。そこで当社は栄養士による食事療法のサポートにも取り組んでいる。

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、まだ専門化できる場所は少ないので、既存の薬局が双方へ対応していく。

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。

## 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「ひまわり介護ステーション」を本体に吸収合併した。東京、埼玉、宮城の3拠点で訪問介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。

薬局とのシナジーもあるので推進する方針である。但し、先行投資をして黒字化していくには数年かかるので、その間の本部サポートを強化するには、本体に吸収した方がよいと判断した。税負担も軽くなる。

ひまわり看護ステーションは、2017年12月に世田谷に2店目、2018年5月に仙台に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、単月黒字もみえつつある。

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、在宅ケアのサービス向上に結びつけることができる。

訪問看護ステーションでは、①在宅療養上の介護・指導、②かかりつけ医の指示による医療処置、③病状のチェック観察、④在宅酸素など医療機器の管理、⑤がん末期などでも自宅で過ごせるようなターミナルケア、⑥床ずれ防止や手当て、⑦在宅でのリハビリ、⑧家族への介護支援相談などを行う。

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。

## サービス付き高齢者向け住宅「ウイステリア」の事業展開

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。

2007年に開設し、3年目からは高い入居率を保っている。約80名が入居（1室1名または2名）している。建物の1階には内科循環器のクリニックとなの花薬局がある。1室の広さは65～73m<sup>2</sup>と広く、リハビリのスペースも有している。基本的に高級な施設である。

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。1棟目のウイステリアN17が投資額20億円、1室のスペースも広めであったが、こちらは投資額10億円、1人部屋タイプで1室が25～30m<sup>2</sup>と標準的なものである。家賃7～8万円と手頃で、75戸のうち65戸を単身向けに作ってある。ウイステリア清田も

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。



ほぼ満室で、評判もよい。このウイステリア清田は、「高齢者住宅+医療モール+調剤薬局」+「病院」が一体となった再開発である。

## マネジメントとコーポレートガバナンス

2021年6月の株主総会を経て、取締役は1名減の12名となった。執行サイドが8名、非執行が4名（うち3名が独立社外取締役）である。

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、社外とはなっていない。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。

今後、プライム市場への変更を進めていく。ガバナンス上、社外取締役の比率を3分の1以上にする必要がある。社外取締役については、人数以上にその資質が問われる。当社の中期計画を踏まえて、ネットワーク戦略やDX戦略、医薬品サービスに知見の深い人材を加えていく必要がある。

## 2. 強み 地域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

調剤薬局は、患者が医師の処方箋によって求めてくる薬をある程度取り揃えておく。そのために、必要と思われる薬を医薬品の卸に注文する。この受発注システムを当社が担当して、その手数料を得る。必要な薬には常に余剰となるものがあり、どう在庫管理するかによって無駄を排除し、コスト削減になる。薬局間で在庫のやり取りができれば、期限切れの薬の廃棄ロスも少なくて済む。

医薬品等ネットワーク事業

	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3
加盟店舗数(店)	1400	1770	2509	3790	5245	6116
医薬品発注取扱高(億円)	1237	1374	1691	2337	3367	3917
発注手数料(百万円)	1913	1984	2236	2734	na	na
システム販売額(百万円)	1109	1046	1228	1077		
その他(百万円)	212	205	175	140		
売上高合計(百万円)	3235	3237	3639	3951	4675	5193

(注)加盟店舗数には自社店舗も含む。2020.3期、2021.3期の内訳は非開示、売上は推定。

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

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。

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減ることになる。

この収入が毎月入ってくるので、加盟店が増えるほど収入は上がってくる。これとは別にシステムの販売もある。レセプトを処理するレセプトコンピュータの販売も、新規加盟やシステムの入れ替えで収入となる。ネットワークのシステム機器（レセコン等）は、当社の取り扱い製品でも他社の製品でも、どれでもつなぐことができる。

2017年に、加盟件数拡大を目指して、CBホールディングスと業務提携した。CBホールディングスは医師、薬剤師を中心とする人材紹介、求人サイトを運営している。調剤薬局の経営者とも日々コンタクトしているので、このチャンネルを通して、当社のネットワークに加盟することをマーケティングしてもらおう。先方にも、紹介マーゲンははいるので、双方にとってメリットが大きい。実際、加盟件数の増加に貢献している。

#### 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

医薬品卸との交渉代行・・・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

加盟店同士で不動態在庫消化サービス(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

#### 加盟店のメリット～デッドストックエクステンジ（DSE：不動態在庫消化）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。

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。

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。

当社のネットワークに加入すると、医薬品の在庫管理がDSEサービスで効率化できる。つまり、各薬局にあって、期限切れで廃棄せざるをえない薬を早めに相互にやりくりして、うまく使うことができる。このDSEサービスシステムは特許を取得し、2017年1月に特許登録された。また、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、安心して加盟できる。

### 調剤薬局の買収

調剤薬局の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。

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。九州でTMS 32店+当社5店、中国地区でTMS 3店+当社23店という規模であった。全国では、282店(2013年9月末時点)に35店が加わったので、その効果は大きいものであった。

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とのシナジーについて、大野社長とは考え方が合うので、九州は任せた。TMSは、薬局のアメニティも高い。当社のネットワークシステム、在宅医療サービスなどで展開の余地はかなりある。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。

調剤薬局のエリア別自社店舗数

エリア	2015.3末	2016.3末	2017.3末	2018.3末	2019.3末	2020.3末	2021.3末	2021.9末
北海道	112	115	118	121	123	125	120	121
関東甲信越	75	79	85	85	83	88	92	94
九州沖縄	35	36	37	37	60	58	60	60
近畿	53	48	54	58	62	56	55	55
東海北陸	42	44	54	54	47	46	45	44
東北	5	6	7	22	23	22	23	24
中国四国	23	25	22	22	22	21	21	21
合計	345	353	377	399	420	416	416	419
出店	10	9	8	8	5	8	7	4
閉店	-13	-8	-4	-5	-14	-15	-13	-2
M&A	27	7	20	19	30	3	6	1

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。

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店の調剤薬局を有していた。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。

アポテックは、2017年5月期で売上高32億円、経常利益1.8億円をあげていた。1店当たりの年商も2億円を超えており、薬局としてはいい経営を行っていた。オーナーは薬局事業から手を引いて、経営陣と社員は引き継いでいる。投資額は22億円で、投資回収は十分見込める。

調剤薬局のエリア別自社店舗数

エリア	2015.3末	2016.3末	2017.3末	2018.3末	2019.3末	2020.3末	2021.3末	2021.9末
北海道	112	115	118	121	123	125	120	121
関東甲信越	75	79	85	85	83	88	92	94
九州沖縄	35	36	37	37	60	58	60	60
近畿	53	48	54	58	62	56	55	55
東海北陸	42	44	54	54	47	46	45	44
東北	5	6	7	22	23	22	23	24
中国四国	23	25	22	22	22	21	21	21
合計	345	353	377	399	420	416	416	419
出店	10	9	8	8	5	8	7	4
閉店	-13	-8	-4	-5	-14	-15	-13	-2
M&A	27	7	20	19	30	3	6	1

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、2018年9月期で売上高38億円、営業利益1.7億円、経常利益1.5億円、純利益1.0億円であった。総資産36億円、純資産27億円の会社を32億円で買収した。1店当たりの年商は1.6億円で、M&Aに伴うのれんは5億円であった。

永富調剤薬局は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。永富調剤薬局の経営は、現経営陣が継続しており順調である。

### 調剤薬局の主要子会社の業績

調剤薬局の主要子会社の業績は、2021年3月期で、なの花北海道が売上高287億円、経常利益18億円（売上経常利益率6.3%）、なの花東日本が同208億円、同8.9億円（同4.3%）、なの花西日本が233億円、7.5億円（同3.2%）、トータル・メディカルサービスが119億円、同2.9億円（同2.5%）であった。やはり北海道の生産性が高い。他地域の収益性改善に今後とも力を入れていくが、当面はコロナ対応と患者への服薬指導を優先している。

## 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いる。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ている。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、約2割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、他社は不動産業者に頼っているが、当社はグループで機動力を発揮し、実績を上げている。

## 薬剤師の質の向上

薬局においては、①かかりつけ機能の充実で選ばれるようになる、②薬剤師の質の向上を図る、③薬局のサービス機能を高めるという面で、当社では、1) 服薬期間の患者のフォロー、2) 対人サービスとしての薬物療法の資格制度の充実と活用などに取り組んでいる。

2020年9月から薬機法が改正され、服薬期間中のフォローが義務化された。当社薬局では9月単月のフォロー数が2.5万件であった。これを3万件に上げるべく力を入れている。

また、当社の新教育制度(CP Step)では、ステップを5段階に分け、薬剤師はステップ3をクリアした後、上位のステップ4(小児薬物や麻薬教育)、ステップ5(外来がん治療や博士号)を目指すことで、質の向上を図る。その資格が報酬ともリンクしている。

## 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

調剤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。

加盟店を増やす手立てとしては、当社のネットワークに加盟するメリットをはっきりさせ、システムベンダーとの連携なども強化して、ジェネリックの仕入ネットワークを独自に作っていく方針である。

ネットワークに加盟したいという薬局は大いに歓迎し、さらに、ネットワークに加盟している薬局では当社と経営を一体化したいというニーズもある。また、ネットワークに入るの

---

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。

ではなく、直接当社が M&A をする場合もある。当社のネットワークが加盟店に役立つという点では、価格代行+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。

### オークラ情報システムとの業務提携～メディシス VAN

オークラ情報システムの在庫管理システムは、自動発注の仕組みの導入という点で成果を上げている。在庫管理のレベルが上がり、薬局の効率がアップするので、導入店が増えている。オークラ情報システム(OIS、大倉工業(コード4221)の100%子会社)は、調剤薬局向け在庫管理システムや画像錠剤鑑査システムなどに強みを有する。

業務提携では、①加盟店を対象とした「薬VAN」へのDSEサービス及びGE推奨機能の追加、②加盟店に対する「薬VAN」の紹介導入支援、③当社グループ調剤薬局に対する「薬VAN」の導入拡大、④加盟店以外の「薬VAN」ユーザーに対するDSEサービス及び推奨品購入サポート機能の提供などを推進している。

医薬品在庫管理システム「薬VAN」は、適正在庫の自動計算、発注点自動管理機能に加え、過剰在庫・不動在庫・期限切迫品の色分けや他店在庫の閲覧機能等により、在庫状況の見える化・適正化が可能となる。全国に約2000ユーザーを獲得している。

「薬VAN」に、当社の「DSEサービス」機能を追加した。当社のジェネリック医薬品に係る推奨品目の連携・発注支援機能(「GE推奨機能」)も、加盟店が使用できるようにした。

DSEサービスは既に加盟店に提供しているが、「薬VAN」の高度な在庫管理・発注システムと連動させることで、より簡易かつ高精度で医薬品の廃棄ロスを削減することが可能になる。また、GE推奨機能は当社グループ薬局で使用しているが、数多くの後発医療用医薬品の中から品質等を考慮して当社が推奨する医薬品を、発注時に簡易に選択できる。

加盟店は「薬VAN」との連携を通じて両機能を活用できる。当社は、これまでよりも付加価値の高いサービスを加盟店に提供し、加盟店全体の企業価値向上をサポートする。

薬VANをエンジンにした「メディシスVAN」が2019年よりスタートした。①適正在庫の自動計算、②自動発注機能、③店舗間の在庫情報の共有、④不動在庫の消化サービス、⑤ジェネリックの推奨などの機能で、経営の効率化を推進している。

## 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

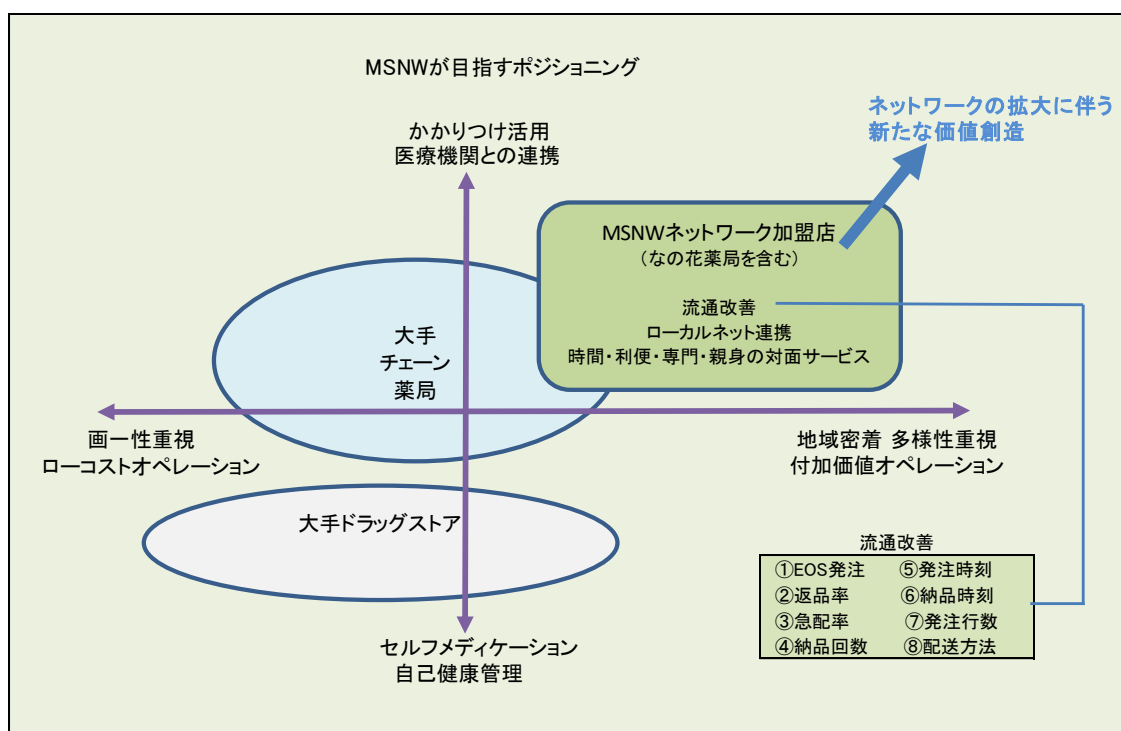
### ネットワークによる効率化が本格化

卸からの仕入れ価格については、取扱高が増えてきたことに伴い、そのスケールメリットが発揮できるようになってきた。収益力の向上に効いている。

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。

MSNWは2019年9月に創立20周年を迎えた。田尻社長は20数年前、秋野氏、沖中氏と3人で、新しい医薬品のインフラを作ろうと決めた。今の言葉でいえば、プラットフォームの構築である。ねらいは、規模の拡大をパワーにして、卸に対して仕入れ価格を引き下げて優位性を発揮するという点ではなく、流通コストの引き下げをサプライチェーン全体で工夫していく、という点にある。

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10%を超えている。医薬品卸の取引先は60社、2019年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。不動在庫の消化サービスでは、年間5億円の廃棄ロスの削減に貢献している。その仕組みで特許も取得している。自社の薬局は2005年から本州への進出を開始し、現在は全国7つの子会社でマネージしている。店舗の2割がモール型、同じく2割が大型病院の門前薬局である。



### 川下の流通コスト削減に取り組む～8つの改善項目

MSNWが取り組んでいる流通改善とは、バリューチェーン全体をみた時、ムリ・ムラ・ムダがあるとすれば、それをメーカーも卸も薬局も努力して、効率化を図り、コスト削減を実現しようというのが狙いである。互いにウィンウィンの関係を作ろうとしている。

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

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。

一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。

初級コースは、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。中級コースは、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。上級コースは、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。

### 効果は徐々に

2019 年秋に掲げた流通改善は、新型コロナ感染症への対応を優先していることや、ネットワーク事業における新しい布石に力を入れていることから、少し先延ばしにしている面もある。

それでも、医薬品卸との勉強会はすでに 100 回を超えており、効果が具体化している。加盟店の EOS 発注率の向上、返品・急配の低減などに加えて、支払サイドが 3 か月から 2 か月になることによるキャッシュ・フローの改善にも結び付いている。

加盟店では、AI コンシェルジュの導入で、ポータルサイトの利便性が上がっている。ジェネリックへの切り替えのアドバイスや仕入れ低減効果などがすぐに分かるようになっている。

### 将来ビジョン～データの活用

MSNW のポジショニングは、大手チェーン薬局や大手ドラッグストアとは異なり、1) 地域密着・多様性重視、2) 医療機関との密な連携を目指す。それは画一的ローコストオペレーションやセルフメディケーションに比べると、効率が悪そうにみえるが、そこにネットワークの効果を活かしてコスト削減を図ると同時に、彼らにはできない付加価値サービスを加えていくことを目指す。

コストを下げ一定の収益を確保し、利便性を高めながら、サービスに使える時間を創り出す。その時間を活かして、対面接客によるかかりつけ薬局としての結びつきを深めていく。

6700 件を超える加盟店には、月 500～1000 万人の患者が来店することになる。このデータをいかに活用するか。既存の属性だけでなく、まだデータ化されていない内容を取り込むことで、新しい知見を見出すことができる。これを、①顧客サービスに活かす、②ビジネスチャンスにする、③製薬開発に活かす、④コスト削減に結びつけるなど、新たなプラットフォームとして確立することができれば、当社のネットワークの優位性は高まってくる。こうしたデータマイニングに AI を活用して取り組もうとしている。



## 新たなプラットフォーム作り

当社の次のビジネスモデル(BM)をどう考えるか。3つの視点があろう。現在のビジネスモデル(企業価値創造の仕組み)をBM1とすると、将来の目指すべきビジネスモデルBM2では、1) ネットワーク 6700 件(将来 1 万件)の優位性をいかに高めるか、2) 調剤薬局は、自社の店舗数で見ると、まだ二番手クラスであるが、トップグループと規模でなく質として、どのように差別化していくか。自社店であろうが加盟店であろうが、当社のネットワークに入っていることが、サービスの質を含めてブランドとなっていけるかどうかにかかっている。3) 地域包括ケアに事業ドメインを広げた時に、ここでも自社のプラットフォームがベースとなって、医療、薬局、介護、ヘルスケア、生活の場において一定の強みを発揮して、他のサービス機関と協創していくことが求められる。

ネットワークの最大のターゲットは、当面流通コストの削減にある。これを進めながら、その先にある新しいデータマネジメントによるプラットフォームビジネスとしての付加価値の創出がテーマとなっている。

## 第五次中期経営計画の最終年度

2050 年をみると、日本の人口は 3000 万人ほど減少する一方で、75 歳以上の高齢者は 700 万人以上増加する。これに伴って、医療から介護へという動きは加速する。

調剤薬局の市場は、7 兆円から 9 兆円に増える反面、今ある調剤薬局数 6 万件は 5~4 万件へ減少しよう。薬剤としてはジェネリックが増加する一方で、中小薬局の統合は進んでいくという見方である。

その中であって、当社の長期目標は、①医薬品サプライチェーンのキープレイヤーとなり、流通の合理化に貢献すること、②調剤薬局のリーディングカンパニーとして、ネットワークを活かして圧倒的業界No.1 になることである。

2025 年に向けた医療サプライチェーンのあるべき姿において、当社のビジネスモデルはどのようにレベルアップされるのか。3つの方向がはっきりしている。

1つは、ネットワークビジネスにおいて、いかに効率を高めていくかである。医薬品卸も含めて、ジェネリックメーカーから調剤薬局までの流れが、まだ複雑である。ジェネリックメーカーの数は多いが、ジェネリック薬の品目を絞り込むことができれば、計画生産のボリュームが増え、価格も安くできるようになる。また、返品、廃棄、需要変動、緊急配送など、物流コストも含めて、ピークの平準化、ムリ、ムラ、ムダの排除ができれば、この効率化によってコスト低減が進む。

2つ目は、調剤薬局において、医療モールを増やす。薬局の数はトータルとしては減っていく。クリニックも世代交代を通して、新しい医療モール型へ変化していく。大病院前の大型薬局、個人経営の小薬局はいずれも見直されていく。かかりつけ薬局としての役割を高めるには、地元密着で、利便性の高いモール型がよい。

---

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。

3つ目は、周辺ビジネスを選択的に展開していく。ドクターをサポートする仕組みは強化する。在宅医療の患者とドクターの結びつきを効率化させていく。レセプトの代行、営業サポートなど、さまざまなサービスに対応する。薬局とのシナジーがあれば、リハビリやフィットネスも拡大していく。また、診療所のマネジメントについても支援できよう。

第5次の中期計画は2019年3月期からスタートした。ポイントは4つあった。第1は、診療報酬の改定サイクルに合わせ、4カ年計画とした。第2は、SCM事業（医薬品ネットワーク+後発医薬品）と調剤薬局の利益構成比を50:50に持っていく。第3は、サ高住投資の一巡とM&Aのコントロールでキャッシュ・フローの改善を図る。第4は、健康経営・ESGへの取り組みを強化する。

第五次中期経営計画の骨子  
(2019.3期~2022.3期)

ポイント

- \* 診療報酬改定に合わせ、4カ年計画へ
- \* SCM事業と調剤薬局事業の利益を50対50へ(SCM事業:医薬品ネットワーク+後発医薬品)
- \* 大型投資の一巡でキャッシュフローを改善へ
- \* 健康経営・ESGの推進

基本方針

1. 医薬品ネットワークの拡大
  - ・地域医療を支える中堅・中小薬局の経営を支援
  - ・医薬品流通の効率化
2. グループ薬局の質の向上
  - ・かかりつけ機能の発揮
3. 良質な後発医薬品の製造販売の拡大
  - ・効率的な医薬品流通の実現に貢献
4. グループ連携で、地域包括ケアシステムで必要な医療・介護・予防などのコミュニティ・ケア機能を一体的に提供
5. キャッシュフローを改善し、財務体質を強化
6. ESG向上への継続的取り組み
  - ・地域住民の健康を支える企業
  - ・社員の活力を高める健康経営
  - ・ガバナンス、コンプライアンスの向上
  - ・CSR活動の推進

KPIとしては、2022年3月期で、①ネットワークの加盟件数を5000件（これはすでに達成）、②売上高1200億円、営業利益50億円、③SCM事業と調剤薬局事業のセグメント営業利益を各々35億円として、その比率を50:50とする、④EBITDA（営業利益+減価償却+のれん償却）75億円、⑤自己資本比率30%以上、を掲げた。

2022年3月期は中期計画の4年目となるので、次期中計に向けて新たな目標の設定が必要になる。今のところ、ネットワークの加盟件数以外は未達になりそうである。1) 医薬品ネットワークについては、計画以上に進捗し加速している。2) 調剤薬局については、コロナの影響があって、目標は達成できないが、それでも流通改善の効果が貢献している。3) ジェネリック医薬品の製造販売は順調に立ち上がっており、3年目で黒字化した。4) その

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。

他の3事業（サ高住、給食、訪問介護など）については、コア事業、周辺事業、見直し事業などのポジショニングが引き続き問われよう。

中期計画のKPI(重要経営指標)

(件、億円、%)

	2018.3 (実績)	2022.3 (目標)	
医薬品ネットワーク加盟件数	2509	5000	5000件以上
売上高	939	1200	うちM&A・開発120億円
営業利益	31	50	
SCM事業	19	35	医薬品ネットワーク+後発医薬品
調剤薬局事業	30	35	SCM:調剤の利益構成を50:50へ
売上高営業利益率	3.4	4.1	
EBITDA	57	75	
営業キャッシュフロー(4年間累計)	200	220	
投資キャッシュフロー(4年間累計)	197	120	
自己資本比率	16.9	30.0	30%以上

(注)セグメントの営業利益は全社的一般管理費前ベース。EBITDA=営業利益+減価償却+のれん償却

### ネットワークへの加盟は拡大局面

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。

医薬品の発注取扱高は3900億円を超えてきた。調剤薬局トップのアインでも取扱高は1600~1700億円であるから、その2倍以上である。卸40社との仕入価格交渉において、大手としての適性価格が十分に交渉できる。ジェネリックへの切り替えもうまくいっている。医薬品発注の取扱高は、加盟件数が1万件になれば6000~7000億円に拡大してこよう。

### 競合の影響はさほどない~レピュテーションの向上

ネットワーク事業については、新手のコンペティターが出てきた。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、グローバルエイチという企業を立ち上げ、調剤薬局に攻勢をかけている。医薬品卸と薬局の価格交渉代行業務を行うという

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。

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調剤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かなり荒っぽく事業化している。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。

加盟店で昨年度の2Qに大口の脱退があった。これによって加盟件数は一時的に減少したが、すぐに取り戻した。今期の1Qにもやや大きな脱退があったが、新規加盟件数の増加で純増ペースは確保している。

競合については、グローバルエイチが当社のビジネスモデルを真似て攻勢をかけているが、業界に波紋を投げる中で、当社のネットワークの本来の目的、役割が卸や薬局により知られるようになり、当社への加盟が促進されている。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(予)	7300	4700

(注) \* は6カ月を年率換算。

### ネットワークの拡大をどう活かすか～単品単価の効果

加盟件数は、次の3～4年で1万件もみえている。全国の薬局のネットワークシェアで20%が視野に入ってくる。ここを圧倒的強みとして、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

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、提案と実践を試みている。一方で、どの世界でも価格交渉となると、合理的な論理通りには進まず、利害の調整という点で、戦術的な作戦が影響してくる。

しかし、中長期で見れば、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ので、自社の強みを磨いていく必要がある。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。効率化によって、コストを下げることにインセンティブをつけようとしている。

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。

いずれにしても、調剤薬局のバリューチェーンは見直されることになり、薬局の再編は加速することになろう。当社としては、ネットワーク事業の加盟店を増やすことで、将来に向けて優位なポジションを築くことができ、収益面でもプラスに働こう。

### バリューチェーンにおけるサービス価値の累積効果が勝負

医薬品の流通ネットワークについて、バリューチェーンの観点から見直している。医薬品の開発、製造、卸、処方、患者へのデリバリー、服薬などをプロセスにおいて、従来とは違ったサービスのあり方が問われる。

患者や生活者からみると、対面とネットを使い分けて、適切なサービスを受けたいと思う。バリューチェーンの各々のサービス提供者は、それぞれの役割において、自らのバリューをもっと拡大したいと考える。

1 つは、川上から川下までサービスの流れを一体化することであろう。もう 1 つは、そのカギとなるデジタルプラットフォームを自ら作り、なくてはならないポジションを握ることである。そして、最も大事なことは、サービスはその場で消費されるだけでなく、サービス価値が累積的に積み上がっていくので、価値を生産するための顧客との接点を、対話の仕組みとして取り込んでいくことである。

### 新しいネットワークサービス企業へのトランスフォーメーション(CX)を目指して

新たな対応としては、1) ネットワークシステムの機能を高度化して、サービス価値が顧客にはっきりみえるようにしていく。2) 利用料率についても、サービス価値に見合っ、適切に配分するようにする。3) 顧客の調剤薬局は中小が多いので、その経営をサポートする仕組みも強化していく。4) 当社のネットワークに入っても結局経営が続けられず、出ていく加盟店も増えてくるので、この入れ替えにもきちんと対応していく。5) 卸との交渉

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

に当たっては、高度なマネジメントと戦略を必要とするので、現状の仕組みを改革していく必要がある。

これらの仕組み革新（イノベーション）を数年で仕上げて、全く新しいネットワークサービス企業にトランスフォームするビジネスモデルの革新が大きなテーマとなっている。

### ファーマシフトの立上げ

デジタルシフトでは、LINE 公式アカウント名を7月末から「つながる薬局」に変えた。使い勝手という点では何ら問題ない。アカウントの友だち登録数は10月末で20.6万人、導入店舗は595店となった。ここから導入店舗をいかに増やしていくか。大手のチェーン店にいかに採用してもらうかが課題である。

LINE 公式アカウントは3月からサービスを開始した。立ち上げは極めて順調である。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。

1店月額5000円（加盟店）、1万円（加盟店以外）で利用できるため、目標の1.5万店になれば、年商10億円を超えてこよう。リテイギ（デジタルHD子会社）との配分があるにしてもかなりの利益貢献はありえよう。

一方で、LINE を使って、処方箋を送るというだけでは付加価値は大きくない。もっと付加的なサービスの提供が重要になろう。店舗には1店当たり1000人が来るとすると、1500万人のデータが入ってくる。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。

### 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

電子お薬手帳はアプリを導入してもなかなか使われていない。QRコードでアプリをインストールして、かかりつけの薬局を指定しておけば、病院やクリニックに行った後、処方箋を写メールして送れば、薬の用意ができたと返事がくるので、受け取りに行けばよい。待たなくてもよく、薬歴もすべてスマホでみることができる。

実際使ってみると便利であるが、その普及と利用率は業界全体でみて極めて低い。高齢者が多く、使い慣れていないという課題もあり、コロナ対応という観点も含めて手を打つ必要があった。

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%）を昨年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。

---

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。

当社は薬局ビジネスに精通しており、しかも6700件を超えるネットワークを有している。大手の調剤薬局でも1000店台のレベルなので、当社の広がりや優位に働こう。

①患者と薬局がLINEアプリを通して、簡単にやりとりできる。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。

### デジタル薬局コンソーシアムの推進

#### ～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

- ・医薬品ネットワーク部門・・・加盟店6798件(10月末)
- ・調剤薬局部門・・・直営薬局419店
- ・医薬品製造販売部門・・・ジェネリック医薬品の製造「フェルゼンファーマ」
- ・デジタルシフト部門・・・薬局のデジタル化「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
- ・名称「つながる薬局」
- ・コンソーシアムにはまず7社が参画

メディカルシステムネットワーク 薬樹(神奈川)	サノ・ファーマシー(秋田) はいやく(静岡) パル・オネスト(埼玉)	フォーラル(東京) メデックス(東京)
----------------------------	--	------------------------

- ・2021年3月サービス開始、10月末で導入店595店、ライン友だち20.6万人
- ・2023年末15000店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
- ・服薬情報の一元化
- ・薬歴管理、服薬フォロー
- ・処方箋送信
- ・問診など

### 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月に調剤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

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。

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。

電子おくすり手帳は各社、自社のものであって、共有に使うというしくみではない。LINE を活用して、様々なサービスを行うというヘルスケア関連のベンチャーもあるが、薬局のネットワークを当社のように確立している会社はない。

当初参加した 7 社のうち、当社以外の 2 社は医薬品ネットワーク加盟企業であるが、他の 4 社はネットワーク加盟企業ではない。当社と様々なつながりのある有力薬局企業は 100 社を超えるので、今後の広がりが注目される。

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。2022 年末に 3300 店、2023 年末に 1.5 万店の利用を目指す。当社のネットワーク加盟店は例えば月 5000 円、そうでない薬局も月 1 万円で利用できる。そうすると 1.5 万店で年間 10 ～15 億円の収入となろう。ネットワーク型の課金ビジネスである。

2 つ目は、LINE の情報を集約することで、ビックデータとしての活用が見込める。これを利用して、患者サービスを強化、薬局の収益機会を増やしていく。EC ビジネスにも展開できよう。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。

## 物流を改革し、ジェネリック医薬品を自社ブランド化

医薬品の取扱高は 1 件当たり約 0.7 億円なので、2500 件で取扱高は 1800 億円、これが 5000 件になれば 3500 億円、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、流通の仕組みを今後どのように変革していくか。1 つは、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の話が進んでいる。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。

2 つ目は、メーカーから卸を通して薬局というサプライチェーンにおいて、ジェネリック医薬品の自社製造販売を展開する。ジェネリックの PB (プライベートブランド) 化である。これをファブレスで PB 化すると、1) 流通の効率化に一石を投じることができる。2) 一定の量がまとまってくれば、ジェネリックの生産、販売から利益を得ることもできる。



## 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、9月末で39成分77品目となった。黒字を確保し順調である。

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は、2017年2月にジェネリック6成分13品目の承認を申請し、1年後の2018年2月に承認を取得した。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、調剤薬局に販売する。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）に委託している。ダイトは東証1部上場で、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く。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くる。

ジェネリックの自社製品については、2019年3月期34品目（153店）、2020年3月期51品目（369店）に対して、2021年3月期で68品目（1116店）と順調に拡大している。

自前のジェネリックはどのくらいの規模を目指すのか。1つの用途は、年間の医薬品の仕入れが5000億円として、ジェネリックの取り扱い額が15%の750億円とすると、その半分は自社で供給していく方向になろう。ここで営業利益率5～10%がとれるとすれば、新たな収益源としてインパクトが出てこよう。

### サービス付き高齢者向け住宅 ～サ高住+医療モール+調剤薬局+病院～

(億円、戸、万円/戸、%)

2021.9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	2007.12	20	64	85.9	25	○		○	○
ウイステリア清田	2014.5	10	75	96	8	○	○	○	○
ウイステリア小樽稲穂	2015.12	17	81	86.4	7		○	○	○
ウイステリア千里中央	2016.5	35	82	78.1	15	○	○	○	○
ウイステリア南1条	2018.11	46	116	70.7	8.5~	○		○	

(注)投資額は全体を含む。○は有。賃料は月額。

## 画期的な複合型医療モールを開発～高齢化時代の都市の再生

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

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。

との連携を図っている。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。行政と民間の力を合わせ、複合施設を開発することが、社会インフラ作りとしてビジネスになる。医療モールのプラン自体は既に一般的であるが、病院、クリニック、薬局、高齢者住宅を含めたまちづくりで、独自のモデルを作っている。

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た。このサ高住（ウイステリア小樽稲穂）は2015年12月にスタートした。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。このサ高住（ウイステリア千里中央）は2016年にスタートした。

ウイステリア小樽稲穂は、10万人を超える街の中で最も高齢化が進んでいる小樽において、急性期病院が移転し、そこに介護事業所、薬局、サ高住が集結する。2015年の入居開始で、すでに91%が入居している。食費と光熱費付で、1室1人15.3万円/月である。

千里中央も急性期病院が移り、そこに介護事業所、薬局、サ高住が一体となる。14階建てのビルの1～9階が病院（純幸会）で、10～14階がサ高住で、介護も当社が担う。この病院は救急が3000件と大阪で2番目に多い急性期病院である。2016年に入居を開始した。こちらは食費込みで月28.4万円とやや高額である。

### 札幌のウイステリア南1条ビルも順調

ウイステリア南1条は、9月末で70%の入居率を確保した。ここの収益性は3年目での黒字化がみえている。2018年にオープンしたウイステリア南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。南1条ビルの建築費は46億円、サ高住116室、調剤薬局、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、その他の医療、介護サービス拠点が揃っている。南1条のサ高住は、札幌の一等地と立地もよいので、入居率については短期間で上げることができよう。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。この地域の調剤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。

ウイステリアの千里中央は入居率が78%となり黒字化した。南1条の入居率は80%を超えてくれば黒字となろう。当面は、コロナの影響で内覧などの営業が制約を受けている。

ウイステリアシリーズは、5件手掛けてきたが、すぐに次の計画はない。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

---

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。

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。

### 投資一巡と抑制

サ高住は入居率 90%を目指している。今一步である。当面は自社所有で収益の向上を図っていく。サ高住はウイステリア南1条で一巡した。サ高住をこのまま自社で保有するか、リースバック方式に切り換えるかという点については、今の低金利と今後の収益向上とのバランスにかかっている。

調剤薬局のM&Aも当面抑制方針である。調剤薬局を自社で経営するにはやはり規模を追求したくなる。M&Aは高い買い物になる可能性があり、まとめ買いした店舗によっては収益改善に時間を要し、減損を余儀なくされることもある。特別損失が発生すると、純利益は低くなってしまふ。

会社としては、ネットワーク部門に全力投入する必要がある。加盟件数の急拡大に対して、そのネットワーク効果を、加盟店よし、卸よし、当社の将来性よし、にもっていく必要がある。この2年がビジネスモデル変革の一大チャンスである。

MSNWのバランスシート

(百万円、%)

	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3	2021.3	2021.9
流動資産	11098	18736	21055	20578	19313	18086
現預金	2252	10201	11703	11722	10118	8215
売掛金	2223	2332	2420	2313	2646	2684
商品	3946	3418	4252	4439	4390	4922
固定資産	39639	44023	47879	45885	45134	44346
有形固定資産	21246	24129	25721	25126	24634	24727
のれん	13184	14451	15710	14179	13145	13134
投資等	4559	4847	5922	6143	6926	6484
資産合計	50737	62759	68935	66464	64448	62433
負債	40092	52174	58173	57045	53260	49928
買掛金	9144	9416	10198	10021	9258	9280
短期借入金	356	2950	4421	3916	3916	4416
長期借入金	21269	28628	32611	32235	27601	25420
純資産	10644	10584	10761	9418	11187	12504
有利子負債	21725	31578	37032	36151	31517	29836
有利子負債比率	42.8	50.3	53.7	54.4	48.9	47.8
自己資本比率	20.1	16.9	15.6	14.2	17.3	20.0

(注)長期借入金には1年以内返済予定を含む。

### 財務戦略の方向

業績が好転し、フリーキャッシュ・フローも増えたので、借入金の返済が大幅に進んだ。フリーCFを活かして借入金は今期も大きく返済し、自己資本比率の向上に結び付けていく。

自己資本比率は2020年3月期末で14.2%に低下した。調剤薬局のM&Aやサ高住の建設が明らかに負担となった。自己資本比率30%を目標としているが、そのためには純利益の水

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。

準を引き上げ、一方で投資を抑制する必要がある。現在、その方向に舵を切っているが、まだハードルは高い。

バランスシートでは、2021年3月末でのれん13145百万円があり、のれん償却は1136百万円であった。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。

2021年3月期のキャッシュ・フローは、営業キャッシュ・フロー5205百万円（うちEBITDA 6426百万円）に対して、投資キャッシュ・フロー-1485百万円で、フリーキャッシュ・フローは3720百万円となった。借入金を4634百万円ほど返済した。

#### 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(予)
営業キャッシュ・フロー	3084	6699	2840	4232	5205	5700
税引後当期純利益	-185	1545	-250	-1076	2980	2500
減価償却	1594	1491	1624	1811	1859	1750
減損損失			55	1508	360	300
のれん償却	1009	1056	1147	1217	1136	1150
投資キャッシュ・フロー	-3909	-6848	-5921	-2383	-1485	-2500
有形固定資産取得	-2170	-4050	-3094	-1351	-1375	-2500
子会社株式の取得	-1725	-2466	-2898	-583	-8	0
フリー・キャッシュ・フロー	-825	-149	-3081	1849	3720	3200
財務キャッシュ・フロー	998	8050	4338	-1687	-5312	-2300
長短借入金	2051	9890	5172	-881	-4634	-2000
配当金	-297	-297	-304	-305	-304	-300
自己株式の取得・処分	0	0	0	0	-30	0
株式の発行	0	326	60	0	0	0
現金・同等物の期末残高	2235	10136	11520	11681	10088	10988

#### KAM（監査上の主要な検討事項）

前期からスタートした KAM（監査上の主要な検討事項）では、2つの事項が検討された。

1つは、調剤薬局の買収によって、2021年3月末で13145百万円の、のれんを計上している。これが総資産の20%を占めるので、この減損が検討された。この期は109百万円の減損損失が計上された。

もう1つは、サ高住で11360百万円の有形固定資産を有する。これが総資産の17%を占めるので、この収益性からみて、減損の可否が検討された。入居状況と今後の見直しからみて特に問題はなかった。

薬局のM&Aについては、採算基準を上げて検討しており、当面は慎重である。今後、大型の再編が起きてくることも想定されるので、この時までには体力を強化しておく必要がある。

サ高住については、黒字化して稼げる体制に入ってくるので、当面は所有を継続して次の展開を備える方向である。

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。

## 有税と収益性

M&Aに伴うのれんの償却、および減損はいずれも有税である。2019年3月期は税前利益1422百万円+のれん償却1147百万円に対して、法人税等962百万円がかかり、純利益は460百万円となった。2020年3月期は税前利益22百万円+のれん償却1217百万円+減損損失1508百万円に対して、法人税率が918百万円かかったため、純利益は-895百万円となった。

今の事業規模からみると、調剤薬局のM&Aとサ高住への投資は負担が重かった。しかし、これらの事業を総合的に展開しないと、今の医薬品ネットワーク事業の成功に結び付かなかったとすれば、そこは全体を含めてみていく必要がある。

一方で、ここからはネットワーク事業中心に6700件を1万件に拡大して、そのプラットフォームのベースにした事業展開が図られることになろう。よって、調剤事業の収益性改善、サ高住の資本回収は引き続きテーマである。

## 4. 当面の業績 新型コロナの影響を乗り越えて、ピーク利益の更新へ

### 2021年3月期は大幅増益を達成

2021年3月期は、売上高104257百万円（前年度比-0.9%）、営業利益3429百万円（同+112.3%）、経常利益3479百万円（同+123.0%）、純利益2198百万円（前年同期-895百万円）と極めて好調であった。

医薬品ネットワークの利益は好調であった。売上の伸びに見合って、利益がフルに寄与した。2021年3月期のネットワーク加盟店は、新規件数+1503件、脱退-632件で、純増は+871件となった。3月末の加盟店数は6116件と、市場シェアも10%を超えてきた。

調剤薬局の売上高は減少したが、営業利益は大幅に増えた。事業の効率化、ジェネリックへの切り替え、店舗でのコスト削減や生産性の向上などが寄与した。

調剤薬局の調剤報酬内訳

内 訳	2019.3期			2020.3期			2021.3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	8806	(+7.6)	(+0.2)	9080	(+3.1)	(-1.1)	8289	(-8.7)	(-9.4)
処方箋単価(円/枚) b	9406	(-4.7)	(-3.9)	9902	(+5.3)	(+5.6)	10655	(+7.6)	(+7.7)
技術料	2224	(-5.3)	(-5.5)	2287	(+2.8)	(+1.2)	2376	(+3.9)	(+4.1)
薬剤収入	7183	(-4.6)	(-3.4)	7616	(+6.0)	(+7.0)	8279	(+8.7)	(+8.8)
売上高(百万円)									
調剤売上 a×b	82834	(-2.5)	(-3.8)	89916	(+8.6)	(+4.4)	88320	(-1.8)	(-2.4)

(注)伸び率は前年度比全店ベース。既存店は伸び率。

新型コロナの影響は、処方箋枚数の減少に響いた。前期比-8.7%となったが、枚数は-79.1

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。

万枚なので、1枚当たりから見ると、かなりのマイナス効果となった。実際、調剤報酬は16億円となったが、この内訳をみると枚数減が-78億円、単価アップが+62億円であって、枚数減の方が大きく響いた。

フェルゼンファーマによるジェネリック医薬品の製造販売は順調に拡大し、前期は年商10億円を超え黒字化した。一方で、営業力の強化も必要なため人材の採用を増やしている。

地域薬局ネットワーク事業では、医薬品ネットワーク部門、調剤薬局部門、医薬品製造販売部門に加えて、3Qよりデジタルシフト部門が加わった。ファーマシフトを設立し、新たなプラットフォーム事業を立ち上げた。

なお、3Qに関連会社（ジェネリック）の株式売却益907百万円に加わったことで、純利益の伸びは一段と高くなった。

#### 利益増減要因

	2020.3期 <前期比増減>		2021.3期 <前期比増減>		2022.3期 <前期比増減>	
営業利益	1615	+187	3429	+1814	3500	+71
医薬品ネットワーク		+780		+518		+412
調剤薬局		-397		+1375		-387
医薬品製造販売				+78		+19
その他		-194		-157		+27
EBITDA	4645	+444	6426	+1781	6500	+74
営業利益		+187		+1814		+74
減価償却		+187		+48		+71
のれん償却		+70		-81		
純利益	-895	-1357	2198	3092	1800	-398
減損損失		-1453		-360		
関係会社株式売却益				+907		

(注)2022.3期は会社計画ベース

#### 新型コロナショックの影響

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。診療科目では、花粉症関連の耳鼻咽喉科や風邪関連の小児科が大幅に減った。

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、薬局の調剤報酬も減ってしまう。実際、調剤薬局の月次報酬は、既存店でみて昨年5月、8月が厳しかった。第3波の11月以降も同じような傾向であった。

それが今年4月からの第4波、7月からの第5波になると、高齢者のワクチン接種が進んだこともあり、変化が出てきた。まだ、予断は許されないが、改善の方向が見えつつある。

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。

## 収益認識に関する会計基準の変更

収益認識に関する会計基準の変更では、従来方式に比べて、2Qで売上高332百万円、売上原価299百万円が減少した。年間では15億円前後の影響が減少額として出てこよう。医薬品製造販売での収益認識の影響が大きい。仕入れ販売が、粗利益のみの売上計上となることによる。

## 今上期は好調であった

2022年3月期の2Q累計(上期)は、売上高52169百万円(前年同期比+2.2%)、EBIDA3253百万円(同+16.7%)、営業利益1862百万円(同+37.4%)、経常利益2235百万円(同+60.0%)、純利益1431百万円(同+147.2%)と順調な回復をみせた。

上期の当初計画を、営業利益で+460百万円、経常利益で+480百万円、純利益で+680百万円ほど上回った。その要因は、営業利益では、①処方箋単価と処方箋応需枚数が計画を上回ったこと、②営業経費の抑制や一部下期への繰り延べがあったことによる。具体的には、枚数要因で+1.3億円、単価要因で+2.3億円、経費の下期へのズレ込みで+1億円によるものであった。

経常利益への影響では、営業外収益に補助金収入366百万円が計上されているが、これはコロナの影響に伴うもので、前期の分が入ってきた。

純利益の増加では、1)投資有価証券の売却益や、2)ひまわり介護ステーションの吸収合併による税効果も加わった。EPSホールディングスのMBOに伴い、当社保有分を売却した。その売却益112百万円が加わった。

上期のキャッシュ・フロー(CF)は、営業CF+913百万円、投資CF-832百万円、財務CF-1982百万円であった。固定資産への投資10億円では、新規出店3.2億円、M&A2億円、既存店改修などに5.2億円であった。借入金の返済を16億円実施したので、自己資本比率は20.0%へ改善した。

調剤薬局既存店の月次動向～前年同月比伸び率

	(%)											
(月)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
処方箋枚数												
2020年	-6.0	-0.2	-9.9	-16.8	-18.5	-7.1	-11.1	-9.1	-6.3	-4.3	-12.3	-9.6
2021年	-12.8	-10.2	+5.7	+12.2	+10.7	+5.2	+2.8	+3.5	+2.0			
処方箋単価												
2020年	+7.5	+6.5	+12.9	+18.2	+12.2	+9.2	+8.1	+3.0	+5.4	+5.6	+8.2	+8.4
2021年	+10.5	+5.8	-0.4	-10.5	-5.6	-1.8	-2.2	+0.7	+0.8			
調剤報酬												
2020年	-0.3	+0.7	+1.5	-1.7	-8.6	1.5	-3.9	-6.3	-1.2	+1.0	-5.1	-2.0
2021年	-3.6	-5.0	+5.3	+0.4	+4.5	+3.3	+0.5	+4.3	+2.8			

## セグメントの状況

医薬品ネットワークへの加盟件数は月100件ペースで順調である。一次懸念された競合

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

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。6700件の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。

卸との関係改善が進んでいる。流通改善が評価されており。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。

調剤薬局の出店は上期4店に対して、下期8店を予定している。来期の出退店は、出店10~20店、退店5~10店、M&Aで5~10店というレベルであろう。

2022年4月には、従来でいえば、2年に1回にあたる調剤報酬の改定が予定されるが、コロナ禍ということもあり、マイルドなものにとどまる公算がある。一定の負担はあるが、全体としては十分吸収していけるものとみられる。

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。当社にとっては、薬局部門の収益性の安定に結びついている。

薬局の生産性をいかに上げていくか。薬剤師1人当たりの賃金を上げながら、付加価値を高めるには、リアルとネットを活かしながら、人的資本付加価値率を高めていく必要がある。そのための新しい薬局マネジメントが逐次実践されてこよう。

服薬フォローについては、月2.5万件をフォローしている。大半が電話であるが、7~9月はLINEによるものが2割を占めた。1)薬をきちんと飲んでいるか、2)何か副作用はないか、ということがよく分かるようになってきた。

医薬品の製造販売部門では、今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。

ジェネリック業界では、一部大手メーカーなどの品質不正や品質不安定が問題となって、薬の調達に変化がおきている。当社が生産委託するダイトには問題がないが、ジェネリック品の自社調達比率を上げることは当面急ぐこともできない。今後、需給が安定してきたら、再び調達比率の向上に力を入れていく。

ジェネリック医薬品の自社品目については、今期100品目を目標にしていたが、80品目にとどまろう。ジェネリック医薬品の品質問題で、需給がタイトなので、進展が遅れている。この影響は来期も続こうが、フェルゼンファーマはこれをチャンスに、自社のジェネリックの拡大を図る方向である。

デジタルシフト部門では、10月末でLINE友だち登録20.6万人、導入店舗数595店となった。加盟店への説明や営業には一定の手間がかかるので、導入店舗数のピッチはまだ十分でない。ただ、同じような調剤薬局のLINE公式アカウントでは、業界No.1となっている。

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



LINEについては、2022年3月末で目標の3300店には届かないが、評判はよいので、拡大を図っていく。中期的に1.5万店というのは引き続き目標にしていく。

サ高住についても、コロナの影響で十分な営業活動ができていなかった。今後、目標の入居率90%を目指して力を入れていく。

セグメント別業績予想

	2020.3		2021.3		2022.3(予)		2023.3(予)	
	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	99617	3743	99214	5703	100100	6100	104000	6600
医薬品ネットワーク	4700	3100	5300	3600	5700	4000	6500	4500
調剤薬局	97300	670	96100	2050	98000	2000	101000	2000
医薬品製造販売	400	0	1200	80	600	100	800	100
デジタルシフト	—	—	—	—	60	0	200	0
ほか3事業	6387	-70	5644	-20	5900	100	6300	200
賃貸設備	3425	45	2940	32	3300	100	3600	200
給食	2797	-43	2474	-21	2300	0	2400	0
その他	165	-71	229	-31	300	0	300	0
合計	105241	1615	104257	3429	105700	4000	110000	4500

(注) アナリスト予想。利益はセグメント利益。セグメント内の内訳は推定。内部取引があるので小計は一致しない。  
デジタルシフト部門は新設。医薬品製造販売等の収益認識は2022年3月期より変更。合計の利益は全社一般経費控除後。

今 2022年3月期はピーク利益を更新しよう

2022年3月期の会社計画は、売上高 105700 百万円（前年度比+1.4%）、EBIDA 6500 百万円（同+1.2%）、営業利益 3500 百万円（同+2.0%）、経常利益 4000 億円（同+15.0%）、純利益 1800 百万円（同+18.0%）である。

上期が上方修正されたにもかかわらず、通期の計画は据え置かれた。7～9月の処方箋枚数の戻りがやや鈍い。コロナが落ち着いてきた10月以降どのようなピッチになるか。やや慎重にみていることによる。

コロナの第6波が懸念されるが、一定の落ち着きをみせるならば、調剤薬局の利益も上期並みが見込めよう。4月の薬価改定の影響はすでに織り込み済みで、いい方向にある。上期にあったコロナ禍に伴う加算はなくなるが、処方箋枚数の一定の戻りが見込まれる。

よって、会社計画を上回ってくる公算が高い。通期では、会社計画を上回る40億円（前年度比+16.7%）の営業利益が期待できよう。6年ぶりにピーク利益を更新し、過去最高の

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。

業績が達成できよう。ネットワークの利益貢献が高まってきたことと、調剤薬局も収益の安定が進んできたことによる。

## EBITDA に注目

2021年3月末のバランスシートにのれんが131億円ほどある。こののれんの償却は年間11億円強である。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

	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(予)	105700	4000		1750		1150		6900
2023.3(予)	110000	4500		1700		1100		7300

## 配当～来期は増配も

配当については、配当性向20%をベースに安定配当を目指す。2020年3月期は赤字になったが、10円配を継続した。2021年3月期は株式売却益を除いたベースでみると、配当性向はほぼ20%なので10円配にとどめた。今期・来期は、業績がかなり上向いてくるので、12.0～15.0円への増配が期待できよう。

## 今後の事業展開

今後の事業展開では、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1万件以上に拡大していく、2) LINEの「つながる薬局」が1.5万件をめざす、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) 自社の調剤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。

医薬品ネットワーク部門が好調である。単純に試算すると、1万件で医薬品ネットワーク部門の取扱高は7000億円規模になり、売上高は発注手数料以外も含めて、90億円に近づこう。医薬品ネットワークが急速な拡大期にあるが、これによって調剤薬局の業績変動をどこまで吸収していけるかがポイントである。

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。

調剤薬局部門も、2018年9月に5.2万品目に個別の価格を定めた。これを活用していけば、薬価改定への対応は速やかに進む。また、なの花薬局において、特定のジェネリックを推奨することで、ジェネリック医薬品の仕入れコストを引き下げていく効果がかなり発揮されつつある。ジェネリックの製造販売については、今後収益寄与を高めてこよう。

サ高住も入居率が上がっており黒字化してきた。給食事業は今一步である。今後とも事業再編をどう進めていくかが課題である。訪問看護ビジネスは、調剤薬局との連携が重要である。これだけで主力ビジネスに育てるのは難しい。それでも一定のニーズはあるので、周辺ビジネスとして存在を示すにはもう一段の努力が必要である。

## 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

### 次期中期計画に向けて

次の中期計画はどんな内容になるのか。第1に、地域薬局ネットワーク事業の10年ビジョンがほしい。第2に、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でより明確化してほしい。第3に賃貸・設備、給食、訪問介護などの事業の位置づけを深掘りしてほしい。

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

調剤薬局は直営をどこまで増やすのか。モールの開発やM&Aが進むとしても、現在の420店を500店にもっていければ十分ではないか。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しくみであるが、クリニックー薬局ー患者のつながりをさらに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をどこにとるか。

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

将来は、1万店の加盟店に共通のネットワーク効果が生まれる。薬局にくる患者にかかりつけ薬局としての親身のサービスがリアルとネットワークで提供する。それによって、1店当たりの顧客が大幅に拡大するような展開が望まれる。

これらの点を踏まえた実行戦略を次の中計には期待したい。2026年3月期に向けては、売上高1300億円、営業利益70億円、ROE 20%が1つの目標となろう。これを達成するビジ

---

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。

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。

### 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

当社の業績と成長性の独自性をどうみるか。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、当社の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れば、自前の調剤薬局に大きな投資をしなくてもよくなる。

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。そうなれば画期的であり、その可能性は十分ある。

田尻社長は、調剤薬局のサプライチェーンを効率化するというテーマに長年取り組んできた。医薬品の取扱額で業界トップクラスになってきたが、さらに効率化を図るべく新しいモデルを形成していくことに力を入れている。

当社独自の強みを生かして、加盟店を1万件以上へ拡大できそうである。自社の調剤薬局を含めて、ネットワーク部門の実行戦略をもう少し見極める必要がある。激戦が続く調剤薬局業界で再編のコアとなって、業界トップを目指す田尻社長の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）

9月末の株主数は7243名、個人投資家比率44.5%、外国人比率17.7%であった。現状では株主優待はやらない方針で、できるだけ配当で報いていく考えである。

市場区分の変更では、プライム市場への適合が東証より通知された。ビジネスモデル（企業価値創造の仕組み）の進化に向けた経営体制の強化に注目したい。

11月19日時点の株価(617円)でみて、PBR 1.49倍、ROE 20.0%、PER 7.5倍、配当利回り1.6%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、株価は相当割安である。ROE×PER=PBRという関係式において、ROE 20%×PER 18倍=PBR 3.6倍という水準から見て、今後一段と見直されてこよう。