

# ホリスティック企業レポート クオール

## 3034 東証一部

フォロー・レポート  
2013年8月2日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20130730

# クオール (3034 東証一部)

発行日: 2013/8/2

## 大手調剤薬局チェーンの一角 日常生活圏への調剤薬局出店と非調剤事業を強化

### > 要旨

アナリスト: 馬目 俊一郎  
+81(0)3-6858-3216  
manome@stock-r.org

#### ◆ 日常生活圏への調剤薬局出店と非調剤事業を強化

・クオール(以下、同社)は大手調剤薬局チェーンの一角で、13/3 期末時点で関東を地盤に直営店 437 店舗、FC 店 1 店舗を展開している。非調剤事業として SMO 事業や薬剤師派遣、出版関連などを運営するほか、13/3 期は CSO 事業の買収で事業領域を拡大させた。

#### ◆ 13 年 3 月期は M&A 効果で増収だがコスト増で二桁営業減益

・13/3 期は売上高が前期比 16.0%増の 767.8 億円、営業利益は同 15.0%減の 28.1 億円。調剤薬局と非調剤事業の M&A で売上高は二桁増収となるも、医薬品卸との薬剤仕入価格交渉が難航したほか、M&A による先行投資的な人件費増加などで二桁の営業減益となった。

### > 業績予想

#### ◆ 14 年 3 月期の会社予想は増収効果で営業増益の見通し

・14/3 期について、会社は売上高 1,000.0 億円(前期比 30.2%増)、営業利益 35.0 億円(同 24.4%増)を見込んでいる。前下期に買収した CSO 事業の通年寄与に加え、保険薬局事業もコンビニ併設店舗の積極出店と13年4月に買収した調剤薬局チェーンであるアルファームの貢献で営業増益を目指す方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターは業績予想を修正

・証券リサーチセンターは、13/3 期の状況から前回レポートの業績予想を修正し、14/3 期予想は売上高 1,040.0 億円→1,010.0 億円(前期比 31.5%増)、営業利益 56.0 億円→33.5 億円(同 19.1%増)に減額した。売上面ではコンビニ併設店の 14/3 期末予想店舗数を 80 店舗と前回予想から 20 店舗減少させ、利益面では保険薬局事業における売上総利益率の悪化を見込んだためである。

#### 【主要指標】

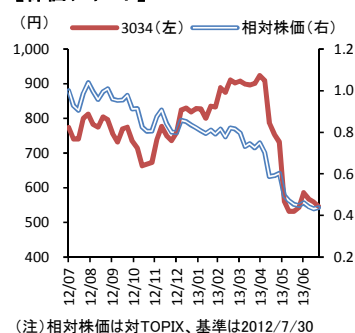
	2013/7/26
株価(円)	546
発行済株式数(千株)	32,716
時価総額(百万円)	17,863

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	10.3	9.4	10.0
PBR(倍)	1.1	1.0	0.9
配当利回り(%)	3.7	3.3	3.3

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	0.6	-40.1	-30.6
対TOPIX(%)	-2.3	-40.2	-56.2

#### 【株価チャート】



#### 【3034 クオール 業種:小売業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2012/3	66,201	8.7	3,308	18.0	3,238	15.3	1,560	37.2	62.1	488.9	24.5	
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 CE	100,000	30.2	3,500	24.4	3,400	20.2	1,400	3.8	48.7	-	18.0	
2014/3	旧E	104,000	35.4	5,600	99.1	5,620	98.7	2,770	105.3	88.8	490.7	28.0
	新E	101,000	31.5	3,350	19.1	3,370	19.1	1,670	23.8	58.1	550.3	18.0
2015/3	旧E	115,000	10.6	7,200	28.6	7,250	29.0	3,600	30.0	115.4	577.4	36.0
	新E	115,000	13.9	3,450	3.0	3,500	3.9	1,750	4.8	54.7	586.6	18.0
2016/3 E	129,000	12.2	3,950	14.5	3,870	10.6	1,770	1.1	55.3	623.5	18.0	

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。12/3期の1株指標は13/3期の株式分割(1株→100株)調整後。14/3期の1株指標は公募・第三者割当増資調整後。

### フォロー・レポート

2/9

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。一般社団法人 証券リサーチセンター及び早稲田大学知的資本研究会は、本レポートの配信に関して閲覧し投資家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責任を負いません。最終投資判断は投資家個人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にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 決算サマリー

### > 事業内容

#### ◆ 日常生活圏での調剤薬局出店と非調剤事業を強化

クオール（以下、同社）は大手調剤薬局チェーンの一角で、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。主力の調剤薬局は関東を地盤に 13/3 期末時点で直営店 437 店舗、FC 店 1 店舗を展開している。その他、非調剤事業として SMO 事業（Site Management Organization：治験施設支援機関）や薬剤師派遣、出版関連などを運営するほか、13/3 期は CSO 事業（Contract Sales Organization：医薬品販売業務受託機関）のアポプラスステーション社を買収するなど、非調剤事業の事業領域を拡大させている。

事業セグメントは調剤薬局での薬剤や物品販売などの「保険薬局事業」と、非調剤事業である CSO 事業や SMO 事業などの「その他事業」の 2 事業で構成され、このうち保険薬局事業が利益の大半を稼ぎ出す。保険薬局事業は売上高成長が店舗数に左右されるなか、ローソン（2651 東証一部）との資本・業務提携でコンビニ併設店の新規出店を進めるほか、高い集客力を誇るビックカメラ（3048 東証一部）との提携で当該店舗内にも 13/3 期末に 4 店舗（有楽町、新宿、名古屋、札幌）を出店。14/3 期からは JR 西日本（9021 東証一部）との提携で駅ナカ店舗の出店を進めるなど、異業種との連携で日常生活圏への新規出店を加速させる構えである。

その他事業は 13 年 4 月に非調剤事業を束ねる中間持株会社クオール SD ホールディングスを設立し、CSO 事業と SMO 事業を強化する方針である。

### > 決算概要

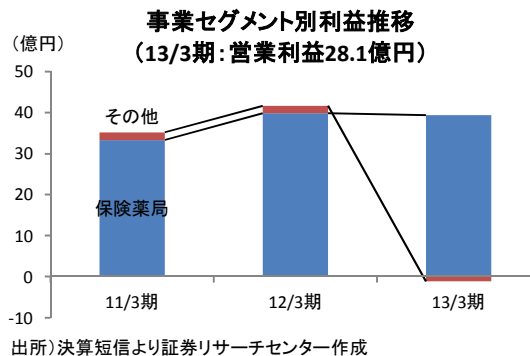
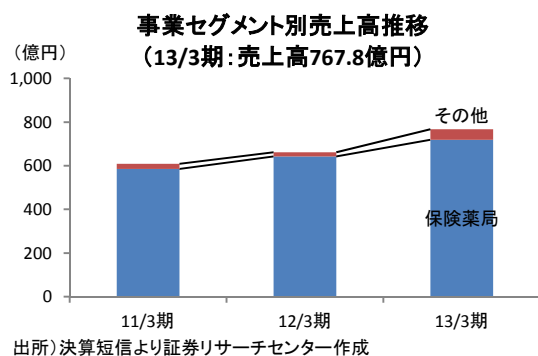
#### ◆ 13 年 3 月期は M&A 効果で増収だがコスト増で二桁営業減益

13/3 期は売上高が前期比 16.0%増の 767.8 億円、営業利益は同 15.0%減の 28.1 億円となった。調剤薬局と非調剤事業の M&A で売上高は二桁増収となるも、医薬品卸との薬剤仕入価格交渉が難航したほか、M&A による先行投資的な人件費増加などで二桁の営業減益だった。事業セグメント別に見ると、保険薬局事業は売上高が前期比 12.0%増の 718.9 億円、営業利益は同 1.1%減の 39.4 億円となった。売上高を牽引する店舗数は、新規出店 49 店舗と M&A による 68 店舗の取得などで 13/3 期末の直営店舗数が前期末比 116 店舗増の 437 店舗に拡大。このうち強化方針のコンビニ併設店の出店は、累計店舗数が計画していた 13/3 期末 50 店舗に対してロケーション選定に手間取り 30 店舗に留まった。

これらの結果、売上面では店舗数の増加で処方箋単価下落など薬価改定のマイナスの影響を補い、コンビニ併設店舗の拡大（8 店舗→30 店舗）で物品販売が増加した。一方、利益面では医薬品卸との仕入価

格交渉難航で薬価差益が薄まったうえ、積極的な薬剤師採用(期末薬剤師数 999 人→1,201 人)や新規コンビニ併設店舗の赤字が保険薬局事業の主な減益要因となった。なお、保険薬局事業の売上総利益率は12/3期の12.8%から13/3期は11.6%へ1.2%ポイント低下した。医薬品卸との薬剤仕入価格交渉は、13/3期末時点で仕入金額の約20%相当が未妥結だった模様。13/3期の未妥結分は暫定価格を適用し、妥結後に修正が生じた場合は14/3期の中で処理する見通しである。

その他事業は売上高が前期比2.4倍の48.8億円、営業利益は1.1億円の赤字(前期は営業利益1.7億円)となった。売上面では下期に買収したアポプラスステーション社の半期分が上乗せされるも、利益面では非調剤事業の拡張に向けた人員増強やのれん償却額0.9億円増加し1.1億円となったことなどにより赤字に転落した。



> 業績見通し

◆ 14年3月期の会社予想は増収効果で営業増益の見通し

会社は14/3期の売上高を前期比30.2%増の1,000.0億円、営業利益を同24.4%増の35.0億円と見込んでいる。保険薬局事業の売上高が前期比25.2%増の900.0億円、その他事業は同2倍の100.0億円を計画している。このうち、保険薬局事業は新規出店111店舗(うちコンビニ併設店70店舗)を計画するほか、13年4月に買収したアルファーム社(調剤薬局23店舗)の寄与を見込むなど、新規出店と買収効果で二桁増収を目論んでいる。

また、JR西日本との提携事業は、駅の救急箱をコンセプトに大阪駅構内で駅ナカ店舗1号店を13年4月にオープンさせた。駅ナカ店舗の出店計画は今後3~5年で10店舗程度に留まるものの、同社は駅ナカ店舗をハブに周辺地域へのドミナント展開で、手薄な関西地域で新規出店を進める方針である。

中間持株会社設立で非調剤事業の組織力強化と意思決定の迅速化が図られるその他事業も、前下期に買収した CSO 事業の通年寄与で売上高倍増が見込まれる。

一方、利益面では増収効果による営業増益を見込むものの、営業利益率は前期に比べて 0.2%ポイント程度低下する見通しである。この要因として、同社はコンビニ併設店の薬剤師勤務シフトの効率化と、CSO 事業の構造改革などを進めて収益性改善に努める方針だが、薬剤師などの積極的な採用計画で人件費増加が見込まれるうえ、アルファーム買収などでのれん償却額が 2.5 億円増加し 9.3 億円に達することが避けられないためである。

#### ◆ 証券リサーチセンターは業績予想を修正

証券リサーチセンター（以下、当センター）は、13/3 期における保険薬局事業の薬価差益縮小及びコンビニ併設店赤字による売上総利益率低下と、その他事業における CSO 事業の MR 採用増による収益性悪化から、前回レポート（13 年 3 月発行）の業績予想を修正した。これらの結果、当センターの 14/3 期予想は売上高 1,040.0 億円→1,010.0 億円（前期比 31.5%増）、営業利益 56.0 億円→33.5 億円（同 19.1%増）に減額。売上高を減額修正した要因は、コンビニ併設店の 14/3 期末店舗数を前回予想の 100 店舗から 80 店舗に見直したため。

営業利益を減額修正した要因は、13/3 期の結果を受けて保険薬局事業の売上総利益率を見直したため。薬価改定初年度の 13/3 期は医薬品卸との薬剤仕入価格交渉が難航したうえ、高コスト体質のコンビニ併設店舗出店などで保険薬局事業の売上総利益率は前期比 1.2%ポイント低下し 11.6%だった。通常であれば、薬価改定 2 年目は薬価差益が拡大の方向に向かうのだが、単品価格交渉の推進などで医薬品卸サイドの薬価差拡大に対するガードが固く、14/3 期は薬価差益の拡大を担保にした売上総利益率の向上は困難と考えられる。加えて、14/3 期は薬剤師の積極採用で期末薬剤師数は前期末比 300 名増を計画していることから、当センターは保険薬局事業の売上総利益率は前期比 0.8%ポイント低下の 10.8%を前提に営業利益を減額修正した。

なお、コンビニ併設店舗は物品販売の売上寄与が見込まれるものの、消費者が調剤薬局の存在を認知するのに時間を要するため処方箋枚数や処方箋単価が同社の調剤薬局店舗よりも低く、薬剤師配置で高コスト体質のコンビニ併設店舗は黒字化に苦労していると推察される。保険薬局事業全体の収益性確保の観点からは、コンビニ併設店舗の出店見直しが十分に予想される。

15/3期予想は営業利益以下の利益項目を減額修正した。この要因は前述した薬価差益の縮小とコンビニ併設店の赤字に加え、14年4月予定の薬価改定と消費税率引上げで、保険薬局事業における売上総利益率の低下が予想されるためである。

**修正事業セグメント別業績予想**

	12/3期	13/3期	14/3期E		15/3期E		16/3期E
			旧	新	旧	新	
売上高	66,201	76,783	104,000	101,000	115,000	115,000	129,000
保険薬局	64,200	71,899	96,000	93,000	106,000	105,000	117,000
薬剤	47,310	49,956	58,000	58,000	60,000	60,000	63,000
調剤技術	14,566	16,146	20,000	20,000	22,000	22,000	24,000
小売	2,323	5,787	18,000	15,000	24,000	23,000	30,000
その他	2,000	4,884	8,000	8,000	9,000	10,000	12,000
営業利益	3,308	2,812	5,600	3,350	7,200	3,450	3,950
保険薬局	3,987	3,942	6,200	4,500	7,700	4,300	4,300
その他	176	-117	500	200	600	500	1,000
調整額	-855	-1,011	-1,100	-1,350	-1,100	-1,350	-1,350
直営調剤薬局(店)	313	437	570	530	620	600	670
(うちCV併設店)	8	30	100	80	130	130	180
薬剤師(人)	999	1,201	1,500	1,500	1,800	1,800	2,100

出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成。Eは証券リサーチセンター予想

投資判断

> 株主還元

◆ 配当政策は安定配当の継続的が基本

同社の株主還元策は安定配当の継続を基本方針としている。13/3 期は普通配年 18 円に東証一部への指定記念配 2 円を加えた年 20 円配を実施し、配当性向は 37.9%の水準だった。14/3 期の会社予想は記念配がなくなり、普通配年 18 円を予定し、配当性向は 32.8%の見通しである。

当センターは中期的に配当性向 33%相当の配当継続が可能と判断し、14/3 期の配当は会社予想と同等の年 18 円配を見込む。

なお、同社はアルファームの買収資金捻出に向け、13 年 6 月～7 月の公募増資と第三者割当増資で 33.6 億円を調達し、これにより発行済株式数は 13/3 期末の 2,623 万株からレポート執筆時点で 3,271 万株に増加したが、14/3 期の会社配当予想に変更は無い模様。

> 株価バリュエーション

◆ 同業他社比較で今期予想基準 PER はフェアバリュエーションの範囲内

株式を上場している大手調剤薬局チェーンのバリュエーション評価は、製薬メーカー機能を持ち合わせている日本調剤を除き、今期予想基準 PER で概ね 10 倍～12 倍の範囲に収まっていることから、同社の株価水準はほぼフェアバリュエーションの範囲内と考えられる。

調剤薬局業界は 14 年 4 月と 15 年 10 月に予定されている消費税率引き上げに伴い、14 年 4 月から 16 年 4 月にかけて 3 年連続の薬価改定を控えていることから、15/3 期以降の利益は外部環境の影響を受けやすく、大手調剤薬局チェーンのバリュエーション評価が引き上げられることは想定しにくい。

したがって、同社のバリュエーションは中期的に PER10 倍～12 倍前後での推移が考えられる。

同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	クオール	アイ ン ファーマシーズ	日本調剤	総合メディカル
株価(円)	546	4,360	2,870	4,060
今期予想基準PER(倍)	9.4	11.6	6.3	10.3
前期実績基準PBR(倍)	1.1	1.8	1.4	1.4
今期予想配基準当利回り	3.3%	1.4%	2.4%	2.0%
時価総額(億円)	179	695	230	311

出所) 各社決算短信より証券リサーチセンター作成

注)クオールの予想は証券リサーチセンター予想、他3社の予想は会社予想、株価は7/26終値

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

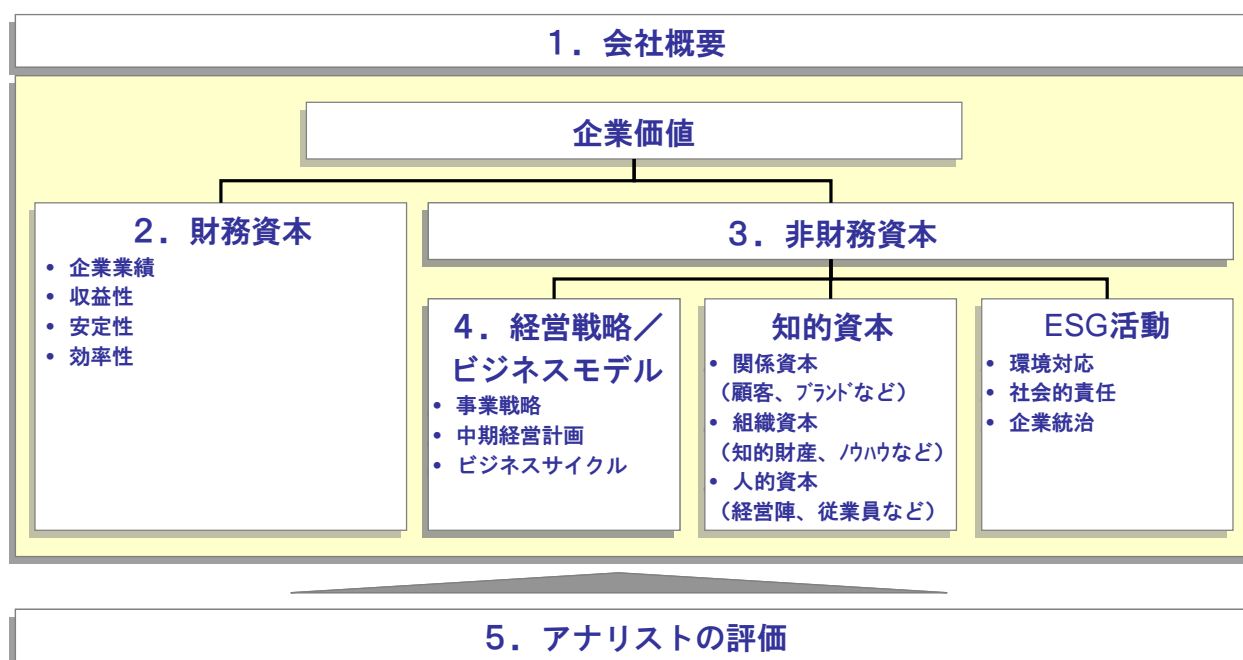
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。





## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家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個人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にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。