

ホリスティック企業レポート クオール

3034 東証一部

アップデート・レポート
2014年1月17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20140114

クオール (3034 東証一部)

発行日: 2014/1/17

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

◆ M&A 戦略で成長の総合物流会社

- 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)の持分法適用会社である。
- 調剤事業は M&A による規模拡大に加え、異業種との連携で商業地域や住宅地域など日常生活圏への出店を強化しているほか、非調剤事業の CSO 事業や SMO 事業などを拡大させる方針である。

◆ 14年3月期上期は M&A 効果で 67.8%営業増益

- 14/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比 44.3%増の 490.2 億円、営業利益は同 67.8%増の 10.1 億円であった。上期に買収した調剤薬局(アルファーム、レークメディカル)と、12 年 10 月に買収したアポプラスステーションが寄与した。

◆ 同社の 14年3月期予想は 24.4%営業増益の見通し

- 14/3 期について同社は、上期の状況から期初の 14/3 期予想を据え置き、売上高は前期比 30.2%増の 1,000.0 億円、営業利益は同 24.4%増の 35.0 億円を見込んでいる。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)も前回レポート(13年8月発行)の業績予想を継続し、14/3 期は売上高が前期比 31.5%増の 1,010.0 億円、営業利益は同 19.1%増の 33.5 億円を見込む。

◆ 投資に際しての留意点

- 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いことに留意すべきだろう。

【主要指標】

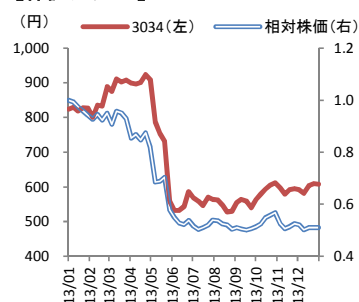
	2014/1/10
株価(円)	608
発行済株式数(千株)	33,149
時価総額(百万円)	20,154

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	11.5	10.6	11.3
PBR(倍)	1.2	1.0	1.0
配当利回り(%)	3.3	3.0	3.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.9	10.3	-17.3
対TOPIX(%)	-0.6	1.2	-45.4

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/1/7

【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)
2011/3	60,915	8.2	2,804	38.1	2,807	38.1	1,137	37.3	45.9	436.1	8.5
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	47.7	-	18.0
2014/3 E	101,000	31.5	3,350	19.1	3,370	19.1	1,670	23.8	57.5	616.7	18.0
2015/3 E	115,000	13.9	3,450	3.0	3,500	3.9	1,750	4.8	53.8	585.6	18.0
2016/3 E	129,000	12.2	3,950	14.5	3,870	10.6	1,770	1.1	54.4	621.7	20.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/7

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ず、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）の持分法適用会社である。主力の調剤薬局は東日本を地盤に 14/3 期上期末の店舗数が直営店 475 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、2 年毎に実施される診療報酬改定の影響を受け難い非調剤事業を拡大させている。

事業セグメントは調剤薬局を中心に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、保険薬局事業が利益の大半を稼ぎ出す。このうち売上高成長が店舗数に左右される保険薬局事業は、同業他社との競争激化や病院数の減少で医療機関前の門前ロケーションが乏しくなるなか、同社は M&A による規模拡大に加え、異業種との連携で商業地域や住宅地域など日常生活圏への出店を強化する方針である。具体的には、ローソン（2651 東証一部）との資本及び業務提携でコンビニ併設店の出店を進めるほか、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出店している。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構えである。

> 決算概要

◆ 14 年 3 月期上期は M&A 効果で 67.8%営業増益

14/3 期第 2 四半期累計（以下、上期）決算は、売上高が前年同期比 44.3%増の 490.2 億円、営業利益は同 67.8%増の 10.1 億円であった。13 年 4 月と 8 月に買収した調剤薬局（アルファーム、レークメディカル）に加え、12 年 10 月に買収したアポプラスステーションの上期分が上乘せされるなど、M&A 効果が利益を押し上げた。

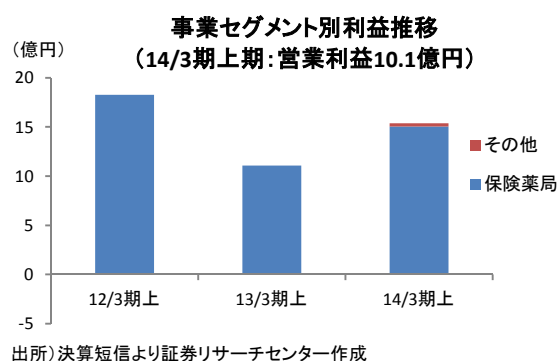
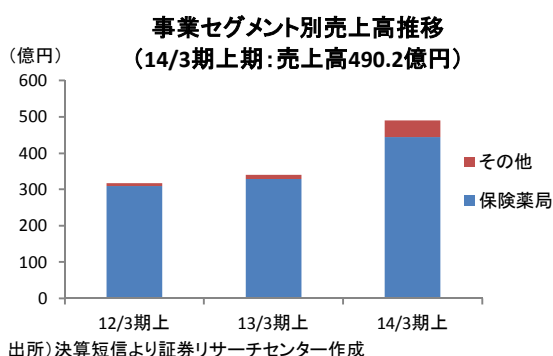
事業セグメント別に見ると、保険薬局事業は売上高が前年同期比 35.3%増の 444.3 億円、営業利益は同 36.0%増の 15.0 億円であった。主な増収要因はアルファームとレークメディカルなどの M&A で 55.8 億円増、既存店 14.3 億円増、新規出店 11.4 億円、ローソン併設店の物販販売 19.2 億円増などが挙げられる。

利益面では大型店舗の寄与で処方箋単価が前年同期比 450 円増の 9,906 円に上昇したうえ、先行投資負担で黒字化に時間を要するロー

ソン併設店の新規出店を控えたこともプラスに働いた。上期末の直営店舗数は 475 店舗（前年同期末比 95 店舗増、前期末比 38 店舗増）となった。増加店舗の内訳は M&A で 28 店舗増、ローソン併設店 16 店舗増、新規調剤薬局 51 店舗増などである。同様に薬剤師数は前年同期末比 291 人増の 1,481 人となった。

その他事業は売上高が前年同期比 4 倍の 45.8 億円、営業利益 0.3 億円（前年同期は 0.04 億円の赤字）。前下期に買収した CSO 事業のアポプラスステーションの上期分が上乘せとなった。

なお同社は、13 年 6 月と 7 月のエクイティファイナンスで 33.8 億円を調達し、全額をアルファーム買収に要した借入金の返済に充てている。



> 業績見通し

◆ 同社の 14 年 3 月期予想は 24.4%営業増益の見通し

14/3 期について同社は期初予想を据え置き、売上高は前期比 30.2%増の 1,000.0 億円、営業利益は同 24.4%増の 35.0 億円を見込んでいる。

保険薬局事業は新規出店に加え M&A で規模拡大を進めるほか、JR 西日本との提携で大阪圏の店舗拡大を目論む。一方、先行投資負担で黒字化に時間を要するローソン併設店は、利益重視に舵を切り出店ペースを抑える方針である。

その他事業の CSO 事業は、製薬メーカーからの受注好調で CMR（Contract Medical Representative：契約医薬情報担当者）の前倒し採用を進めている。当初計画の CMR 数は 14/3 期末で 374 名を見込んでいたが、上期末の時点ですでに 460 名に達するなど、CSO 事業は受注増への対応を整えている。

◆ 証券リサーチセンターも従来の業績予想を継続

証券リサーチセンター（以下、当センター）も前回レポート（13 年 8 月発行）の業績予想を継続し、14/3 期は売上高が前期比 31.5%増の

1,010.0 億円、営業利益は同 19.1%増の 33.5 億円を見込む。
 上期の状況から、14/3 期は保険薬局事業の出店戦略変更でローソン併設店の赤字縮小が見込まれるほか、CSO 事業も売上高成長で CMR の採用コスト増を吸収して黒字転換が見込まれることから、当センターは従来の業績予想を継続する。

> 投資に際しての留意点

◆ 14 年 3 月期は年 18 円配を予想

同社の配当政策は安定配当の継続が基本である。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 円配を実施した。同社の 14/3 期配当予想は普通配のみの年 18 円の見通しである。当センターの配当予想も同社と同様に 14/3 期は年 18 円配を見込む。

◆ 3 年連続の薬価改定を控えている

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～13 倍の範囲に収まっている。

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いことに留意すべきだろう。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

(決算期)	クオール	アイン	日本調剤	総合メディカル
	3034東証一部 3月	ファーマシーズ 9727東証一部 4月	3341東証一部 3月	4775東証一部 3月
株価(円)	608	5,140	2,776	4,145
時価総額(億円)	202	820	222	318
今期予想基準PER(倍)	10.6	13.7	6.1	10.5
今期予想基準EPS成長率	9.0%	18.2%	1673.6%	12.7%
前期基準PBR(倍)	1.2	2.1	1.4	1.4
前期基準ROE	10.5%	14.1%	1.3%	12.3%
今期配当予想(円)	18.0	60.0	70.0	80.0
今期予想配当利回り	3.0%	1.2%	2.5%	1.9%

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2社の予想は会社予想。株価は1/10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

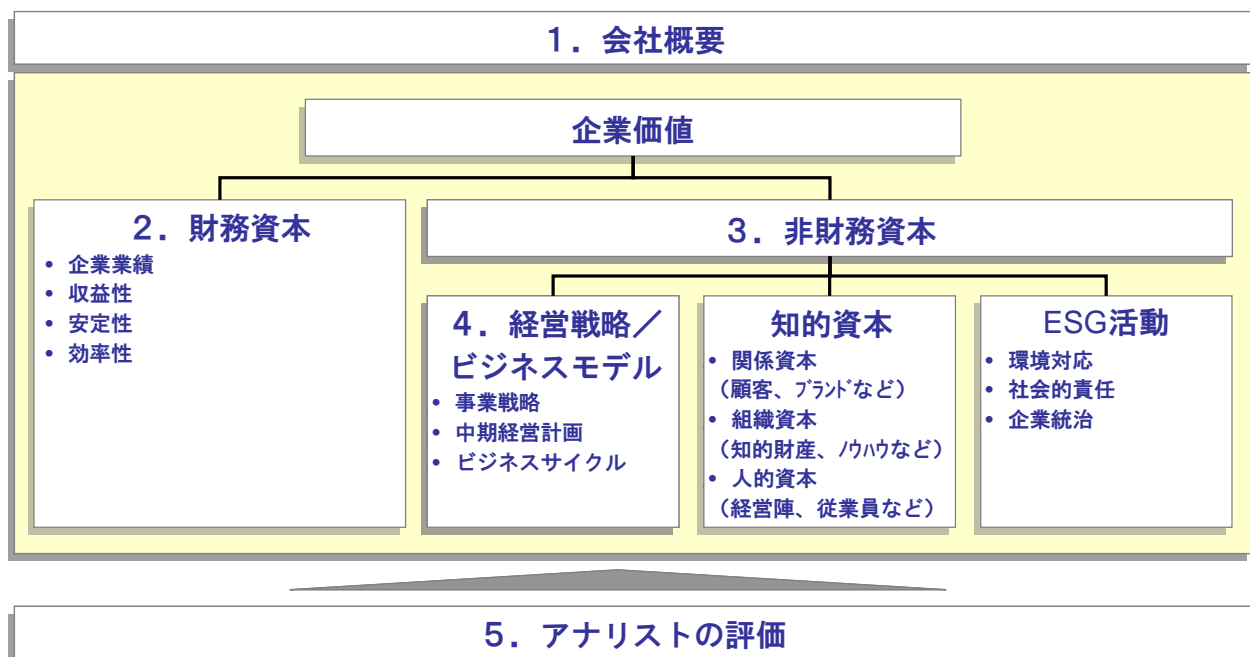
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。

アップデート・レポート

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。