

# 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  
2015年6月5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 20150602

# クオール (3034 東証一部)

発行日: 2015/6/5

## 大手調剤薬局チェーンの一角で医薬品卸最大手メディパルホールディングスの系列入札制度導入で保険薬局事業の利益率回復とCSO事業の利益寄与が鮮明

### > 要旨

#### ◆ 大手調剤薬局の一角で生活圏への出店とCSO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、医薬品卸最大手メディパルホールディングスの持分法適用会社である。  
 ・異業種連携で調剤薬局の生活圏出店を加速させながら、製薬企業との契約により営業・マーケティング活動を受託または代行し、医薬品の販売活動に関する一連のサービスを提供するCSO事業の強化で診療報酬改定による保険薬局事業の業績変動リスクの軽減を図っている。

#### ◆ 15年3月期は入札制度とCSO事業の寄与で営業利益が倍増

・15/3期決算は売上高が前期比13.3%増の1,143.6億円、営業利益は同2.0倍の42.4億円であった。売上面では保険薬局事業のM&A効果と既存店好調に加え、CSO事業も需要を取り込み伸長した。利益面では医薬品の仕入価格交渉への入札制度導入による利益率改善、CSO事業の稼働率向上が寄与した。

#### ◆ 16年3月期の会社計画は18.1%営業増益の見通し

・16/3期の会社計画は売上高が前期比10.0%増の1,258.0億円、営業利益は同18.1%増の50.1億円を見込んでいる。調剤薬局の新規出店とM&Aを模索しながら、CSO事業の規模拡大を進める方針である。

#### ◆ 証券リサーチセンターの16年3月期予想はほぼ会社計画並み

・証券リサーチセンターは16/3期業績について売上高が前期比9.6%増の1,253.0億円、営業利益は同22.6%増の52.0億円とほぼ会社計画並みを見込んでいる。診療報酬改定2年目の16/3期は薬価差の拡大が見込まれることから、保険薬局事業の利益率上昇を予想するほか、その他事業はCSO事業の伸長を見込んでいる。

アナリスト: 馬目 俊一郎

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

### 【主要指標】

	2015/5/29
株価(円)	1,241
発行済株式数(千株)	35,845
時価総額(百万円)	44,484

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	19.6	16.4	15.8
PBR(倍)	2.2	2.0	1.9
配当利回り(%)	1.6	1.6	1.6

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	19.2	14.5	112.1
対TOPIX(%)	13.5	4.2	52.3

### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/5/30

### 【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)
2013/3	76,783	16.0	2,812	-15.0	2,829	-12.6	1,349	-13.5	52.8	511.4	20.0
2014/3	100,966	31.5	2,105	-25.2	2,208	-21.9	777	-42.4	25.1	521.6	18.0
2015/3	114,363	13.3	4,243	101.6	4,262	93.0	2,155	177.4	63.3	557.4	20.0
2016/3 CE	125,800	10.0	5,010	18.1	5,000	17.3	2,500	16.0	73.5	-	20.0
2016/3 E	125,300	9.6	5,200	22.6	5,200	22.0	2,600	20.6	75.7	609.5	20.0
2017/3 E	130,800	4.4	5,400	3.8	5,400	3.8	2,700	3.8	78.6	667.2	20.0
2018/3 E	136,000	4.0	6,000	11.1	6,000	11.1	3,000	11.1	87.3	733.6	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。

> 事業内容

◆ 大手調剤薬局の一角で生活圏への出店と CSO 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、医薬品卸最大手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。事業セグメントは調剤薬局が中心の「保険薬局事業」と、CSO (Contract Sales Organization : 医薬品販売業務受託機関) や SMO (Site Management Organization : 治験施設支援機関) を展開する「その他事業」の 2 事業で構成され、保険薬局事業が売上高並びに利益の大半を稼ぎ出している。

主力の保険薬局事業は、東日本を地盤に調剤薬局を展開しながら、M&A で店舗数とエリアを拡大している。その他、病院内の売店運営に加え、異業種連携にも取り組んでいる。ローソン (2651 東証一部) との提携による CVS 併設調剤薬局の運営や、集客力に優れたビックカメラ (3048 東証一部) 店舗内への出店に加え、西日本進出への足掛かりとして西日本旅客鉄道 (9021 東証一部) の施設内に出店するなど、病院近場への出店はもちろんのこと、繁華街や商業施設、ターミナルへの出店で患者の「立ち寄り需要」を取り込んでいる。

その他事業は、治験に参加する医療機関をサポートする SMO 事業や、薬剤師派遣、出版関連などを運営するほか、13/3 期には製薬メーカーにコントラクト MR (Contract Medical Representative : 契約医薬情報担当者) を派遣する CSO 事業を買収している。同社は診療報酬改定に影響されやすい保険薬局事業の業績変動リスクを分散させるべく、その他事業の収益力強化に注力している。

◆ 店舗拡大による売上成長モデル

同社のビジネスモデルは、店舗数拡大による売上成長モデルと推察される。過去の業績推移から、保険薬局事業の新規出店並びに M&A による店舗数拡大を梃子に売上成長を継続していることが分かる。

【 図表 1 】 事業別売上高と店舗数の推移



(出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成

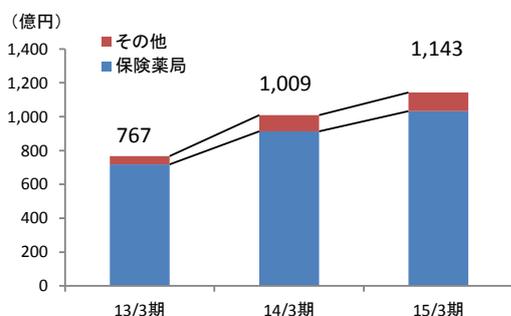
> 決算概要

◆ 15年3月期は入札制度とCSO事業の寄与で営業利益が倍増

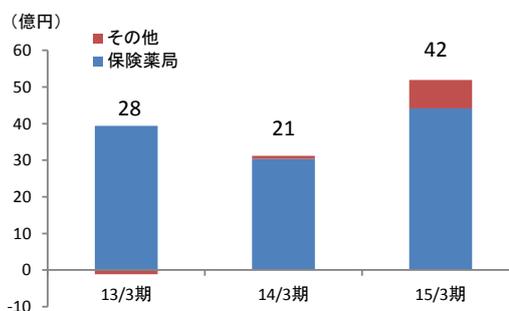
15/3期決算は売上高が前期比13.3%増の1,143.6億円、営業利益は同2.0倍の42.4億円であった。売上面では保険薬局事業のM&A効果に加え、既存店の処方箋応需枚数が2桁伸長だったほか、その他事業のCSO事業も増大する製薬企業のニーズを取り込み大幅に伸長した。

利益面では医薬品卸との仕入価格交渉を、従来の各卸との個別交渉から複数卸が参加する入札制度による包括交渉に変更した結果、保険薬局事業の粗利益率が改善したうえ、その他事業もCSO事業のコントラクトMRの稼働率向上で粗利益率が改善した。加えて、不採算店舗の退店などのコスト削減策も奏功した。

【図表2】事業セグメント別売上高推移



【図表3】事業セグメント別利益推移



(注) 図表3の図中数字は営業利益

(出所) 図表2及び3ともに、決算短信より証券リサーチセンター作成

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13.1%増の1,032.4億円、営業利益は同45.5%増の42.4億円であった。売上面では14年4月の診療報酬改定で消費税増税後の薬価が2.65%引き下げられるなか、M&A効果と首都圏店舗の処方箋応需枚数増加で薬剤料売上が前期比14.2%増の705.9億円となった。また、利益寄与の大きい技術料売上也後発品の処方割合を高めた加算店舗の拡大等で同13.2%増の215.7億円であった。その他は不採算CVS店舗の退店等で物販販売が伸び悩み同5.8%増の111.0億円に留まった。

利益面では複数医薬品卸との入札制度導入で、目論み通り仕入価格の早期妥結と適正利潤確保に漕ぎつけたうえ、技術料売上の増収効果もあり、保険薬局事業の粗利益率が前期比1.1%ポイント上昇の9.5%に回復し、これが大幅な増益要因となった。

期末の直営店舗数は、前期末比18店舗増の536店舗となった。

その他事業は売上高が前期比 15.2%増の 111.2 億円、営業利益は同 8.4 倍の 7.7 億円であった。主に CSO 事業の受託増で増収を確保し、コントラクト MR の稼働率向上でその他事業の粗利益率は前期比 4.6%ポイントアップの 37.7%に上昇するなど、CSO 事業の拡大がその他事業を牽引している。

## > 業績見通し

### ◆ 16年3月期の会社計画は 18.1%営業増益の見通し

16/3 期の会社計画は売上高が前期比 10.0%増の 1,258.0 億円、営業利益は同 18.1%増の 50.1 億円を見込んでいる。

上記計画の前提となる調剤薬局の新規出店は収益重視でペースこそ鈍るものの、規模から質への転換を図るとともに、継続して M&A を模索する方針である。なかでも拡大戦略から収益重視に転換した LAWSON 併設店は、スクラップ&ビルドに重きを置き、期末店舗数は前期末比 3 店舗増の 40 店舗とする計画である。

保険薬局事業は 15/3 期に奏功した入札制度による適正利潤の確保を目指すとともに、引き続き後発品加算店舗の拡大に努める方針である。

その他事業は、売上伸長で利益成長モメンタムが強まった CSO 事業の拡大に向けてコントラクト MR の拡充に努めるほか、国内中堅製薬メーカーのアジア進出をサポートするべく、グローバル営業統括部を創設するなど、メーカーのニーズに対応したアウトソーシング受託体制を構築する意向である。

### ◆ 証券リサーチセンターの 16年3月期予想はほぼ会社計画並み

証券リサーチセンター（以下、当センター）の 16/3 期予想は、売上高が前期比 9.6%増の 1,253.0 億円、営業利益は同 22.6%増の 52.0 億円とほぼ会社計画並みを見込んでいる。

業績予想の前提として M&A を想定せず、直営店の期末店舗数は収益重視に舵を切ったことで中期的に直営調剤薬局が年 15 店舗増ペース、LAWSON 併設店は年 5 店舗増ペースを見込んでいる。1 店舗当たりの処方箋応需枚数は緩やかな増加トレンドを予想するものの、処方箋単価は通常の診療報酬改定が見込まれる 17/3 期と、消費税増税で変則的な診療報酬改定が想定される 18/3 期について、調剤報酬横ばいと薬価引き下げを前提に若干の下落を予想した。

以上を踏まえ、診療報酬改定 2 年目の 16/3 期は薬価差の拡大が見込まれることから、保険薬局事業の利益率上昇を予想するほか、その他事業は CSO 事業の伸長を見込んだ。

17/3 期以降については現時点で診療報酬改定の概要が把握できないが、当センターは調剤報酬を現状維持、薬価ベースの引き下げ幅は17/3 期が5%、18/3 期は2%程度を想定した。これにより保険調剤事業は利益が伸び悩むと予想する一方、その他事業はCSO 事業の伸長が見込まれることから、営業利益は増益トレンドを維持可能と予想する。

【 図表 4 】 事業セグメント別業績予想

(単位：百万円)

	13/3期	14/3期	15/3期	16/3期E	17/3期E	18/3期E
売上高	76,783	100,966	114,363	125,300	130,800	136,000
保険薬局	71,899	91,314	103,242	112,800	116,800	120,500
薬剤料	49,956	61,796	70,590	78,000	80,000	82,000
技術料	16,146	19,047	21,570	23,000	24,000	25,000
その他	5,787	10,490	11,100	11,800	12,800	13,500
その他	4,884	9,652	11,121	12,500	14,000	15,500
営業利益	2,812	2,105	4,243	5,200	5,400	6,000
保険薬局	3,942	3,037	4,420	5,200	5,100	5,400
その他	-117	82	772	1,000	1,300	1,600
調整額	-1,011	-1,014	-949	-1,000	-1,000	-1,000
直営店舗数(店)	437	518	536	555	575	595
処方箋応需枚数(千枚)	7,219	8,351	9,548	10,400	10,900	11,500

(注) E は証券リサーチセンター予想  
(出所) 証券リサーチセンター

#### ◆ 不透明な業界慣習を打破した入札制度

同社が 15/3 期から採用している医薬品仕入の入札制度は、業界の悪しき慣習だった「未妥結仮納入」を打破し、適正利潤確保に向けた政策と評価できよう。

同社が提唱した入札制度は、同業の調剤薬局が医薬品の共同入札を目的に医薬品調達機構を設立し、複数の医薬品卸参加のもと仕入価格の透明性を高め、包括的な交渉で早期妥結と適正利潤の確保を可能とした。

15/3 期は同社を含めた調剤薬局 16 社が医薬品調達機構に参加し、このうち同社は上期中に全取引先卸と妥結に至った模様である。前回診療報酬改定が行われた 13/3 期は、期末の第 4 四半期にようやく各卸との交渉妥結が進んだものの、一部卸との価格交渉が翌 14/3 期に持ち越された点を考慮すると、入札制度による早期妥結と適正利潤確保は、同社のみならず入札制度に参加した調剤薬局の仕入価格の透明性を高めたと見えよう。

M&Aによる規模拡大で大手調剤薬局のバイイングパワーが増すなか、薬価差を求める調剤薬局と適正利潤を確保したい卸との価格交渉は難航し、100%妥結は年々期末にずれ込むのが常であった。厚生労働省も未妥結仮納入を問題視し、14年4月の診療報酬改定では、毎年9月末における妥結率が50%未満の調剤薬局に対し調剤報酬を引き下げるといったペナルティを設けるなど、公正な価格形成と早期妥結による健全な調剤薬局運営を求めている。

以上から、今後は同社が提唱した入札制度に参加する調剤薬局の増加も想定され、バイイングパワーを背景に有利な価格形成と利幅拡大の可能性が高まろう。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 15年3月期は2円増配の年20円配を計画

同社の配当政策は安定配当の継続を基本としている。15/3期の配当計画は2円増配の年20円配、16/3期も年20円配を継続する見通しである。

当センターはM&A等の資金需要を鑑み、中期的に年20円配を予想する。

### ◆ 分業率の高まりで調剤薬局業界は規模拡大から質への転換へ

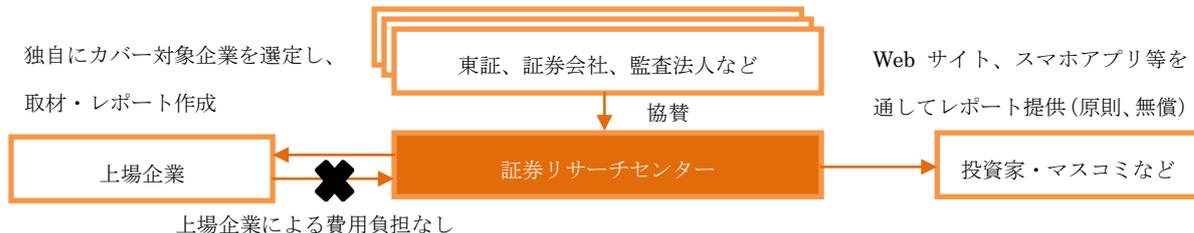
保険薬局事業の根幹を成す医薬分業法は、1951年の導入以来64年が経過し、その間に新規出店のバロメーターとも言える分業率は、地域ごとにバラツキがあるものの、日本薬剤師会が公表した直近の全国平均は69.4%（14年2月時点）に達している。

分業率が高まったことで駅前薬局など病院近場の出店候補地が限られており、今後は新規出店のペースダウンが予想される一方で、M&Aなどの業界統合が進むと思われる。

また、最近では一部調剤薬局チェーンにおいて、指導管理料を徴収しながら薬歴管理の不備が発覚するなど、分業率の高まりと相まって法制度の変更が予想される一方、病院敷地内への出店等の規制緩和の動きも考えられる。分業率の高まりとともに規模拡大から調剤薬局の「質」が求められると考えられる。規制の見直しは、同社の事業戦略に影響を及ぼすことから、今後の薬事行政には留意が必要であろう。

### 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



### ■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

### 本レポートの特徴

#### 「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

#### ■ 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

### 本レポートの構成

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と、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。