

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
2016年1月8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 20160105

クオール (3034 東証一部)

発行日: 2016/1/8

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薬剤仕入れの入札制度導入で適正利潤確保が進み BPO 事業も利益率が改善

> 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)は大手チェーン調剤薬局の一角で、医薬品卸最大手のメディパルホールディングスの持分法適用会社である。
- ・異業種連携で駅ナカなどの生活圏での調剤薬局の出店を加速させながら、BPO 事業の強化により、診療報酬改定による保険薬局事業の業績への影響を補うとともに持続的な利益成長を目指している。

◆ 16年3月期上期決算は計画を上回る

- ・16/3 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高が前年同期比 5.7%増の 587.9 億円、営業利益は同 75.6%増の 27.2 億円と、計画(売上高 577.5 億円、営業利益 16.0 億円)を上回った。薬剤仕入れの入札制度導入による保険薬局事業の利益率向上に加え、BPO 事業も不採算部門売却で利益率が改善した。

◆ 16年3月期は保守的に期初の会社計画を据え置き

- ・16/3 期上期は営業利益が同社の計画を上回ったにも拘らず、通期業績について同社は保守的に期初計画を据え置き、売上高は前期比 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。

◆ 証券リサーチセンターは 16年3月期の利益予想を増額修正

- ・証券リサーチセンターは上期の状況を考慮に入れ、16/3 期の売上高を 1,253.0 億円→1,230.0 億円(前期比 7.6%増)、営業利益を 52.0 億円→62.0 億円(同 46.1%増)へと修正した。BPO 事業の不採算部門を売却したため、売上高を減額修正したが、利益面では保険薬局事業と BPO 事業の利益率改善で保険薬局事業の質の向上に向けた投資負担を補えると予想した。
- ・同社は 15 年 10 月末に転換社債型新株予約権付社債を発行した。最大で発行済株式数の 15.5%に相当する株式数の増加が起こり、株価は下限行使価額である 1,799 円を意識した展開が想定される。

【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)
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	72.7	-	20.0
2016/3 旧E	125,300	9.6	5,200	22.6	5,200	22.0	2,600	20.6	75.7	609.5	20.0
2016/3 新E	123,000	7.6	6,200	46.1	6,200	45.5	3,500	62.4	101.7	562.1	20.0
2017/3 旧E	130,800	4.4	5,400	3.8	5,400	3.8	2,700	3.8	78.6	667.2	20.0
2017/3 新E	128,200	4.2	7,000	12.9	7,000	12.9	3,800	8.6	110.4	651.6	20.0
2018/3 旧E	136,000	4.0	6,000	11.1	6,000	11.1	3,000	11.1	87.3	733.6	20.0
2018/3 新E	135,900	6.0	7,700	10.0	7,700	10.0	4,200	10.5	122.0	752.9	20.0

(注)CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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】

	2015/12/30
株価(円)	1,716
発行済株式数(千株)	35,845
時価総額(百万円)	61,511

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	27.1	16.9	15.5
PBR(倍)	3.1	3.1	2.6
配当利回り(%)	1.2	1.2	1.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-4.3	0.3	114.2
対TOPIX(%)	-2.3	-8.5	94.9

【株価チャート】



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

◆ 生活圏への出店と BPO 事業強化で持続的な利益成長を目指す

クオール（以下、同社）は大手チェーン調剤薬局の一角で、医薬品卸最大手の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を核とした「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）などのアウトソーシングを受託する「BPO（Business Process Outsourcing：業務プロセスの外部委託）事業」の 2 事業で構成されている。保険薬局事業が売上高及び利益の大半を稼ぎ出している。

【 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

主力の保険薬局事業は、東日本を地盤に調剤薬局の新規出店を進めながら、M&A で店舗数とエリアを拡大している。加えて、異業種連携ではローソン (2651 東証一部) FC の運営で CVS 併設調剤薬局の「街ナカ」を展開している。また、集客力に優れたビックカメラ (3048 東証一部) 店舗への出店による「駅チカ」や、西日本進出への一環で西日本旅客鉄道 (9021 東証一部) 駅構内の「駅ナカ」に出店するなど、病院等の医療機関近辺に出店する門前薬局はもちろんのこと、繁華街やターミナル等への出店で患者の立ち寄り需要を取り込むとともに、生活圏に密着した「かかりつけ薬局・薬剤師」を目指す方針である。

BPO 事業は医薬品メーカー等の新薬開発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、13/3 期に買収した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 事業などで構成されている。

保険薬局事業の収益は、ほぼ2年毎の診療報酬改定の影響を受け易い
のに対し、BPO 事業は顧客数の積み上げで安定的な成長が見込まれる
ことから、同社は保険薬局事業の診療報酬改定による業績下振れリ
スクを分散させるべく、BPO 事業の収益力強化に注力している。

> 決算概要

◆ 16年3月期上期決算は計画を上回る

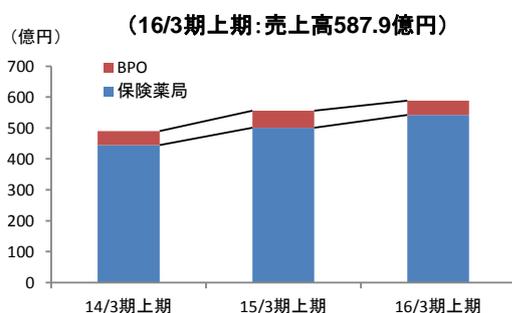
16/3 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、売上高が前年同期比
5.7%増の 587.9 億円、営業利益は同 75.6%増の 27.2 億円と、計画 (売
上高 577.5 億円、営業利益 16.0 億円) を上回った。

事業セグメント別に見ると、保険薬局事業は売上高が前年同期比
8.1%増の 541.8 億円、営業利益は同 63.0%増の 26.9 億円であった。売
上面では売店や CVS 併設店舗の低採算店舗閉店で物販等のその他売
上は同 2.2%減収であったが、調剤薬局の新規出店と M&A による店
舗数増で薬剤料が同 10.2%増収、技術料も同 6.9%増収であった。

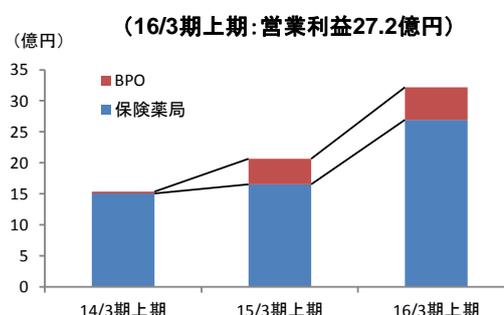
利益面では薬剤仕入れの入札制度で適正利潤の確保が進んだうえ、ジ
ェネリック処方加算などの技術料の増加で当該事業の売上総利益率
が 10.0%と前年同期比 2.0%ポイント上昇し、これが大幅な営業増益
につながった。

BPO 事業は売上高が前年同期比 16.5%減の 46.0 億円、営業利益は同
27.2%増の 5.2 億円であった。不採算部門売却で減収となったものの、
当該事業の売上総利益率が 37.1%と同 7.2%ポイント上昇するなど採
算は改善している。

【 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



(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

> 業績見通し

◆ 16年3月期業績予想は保守的に期初の会社計画を据え置き

16/3期上期は営業利益が計画を上回ったにも拘らず、同社は保守的に期初計画を据え置き、16/3期通期の売上高を前期比10.0%増の1,258.0億円、営業利益は同18.1%増の50.1億円と見込んでいる。

保険薬局事業は下期も順調な売上増が見込まれるうえ、16年4月に予定されている診療報酬改定に向け、グループ店舗で患者の薬歴を一元管理するほか、24時間や在宅処方への対応を進め、管理栄養士の活用を取り入れるなど、かかりつけ薬局・薬剤師や健康サポート薬局としての質的向上を図る方針である。

また、ジェネリック医薬品などの不在庫増加に対応すべく、ヤマトホールディングス(9064 東証一部)と事業提携し店舗間で不在庫の融通を進めるなど、社内物流改革で期限切れ薬剤の廃棄ロス削減に着手した。

BPO事業は製薬メーカーのコントラクトMR需要増を取り込むべく、MRの採用拡大でCSO事業を強化する方針である。

なお、同社は15年10月末に転換社債型新株予約権付社債を発行して100億円を調達した。新株予約権の行使による希薄化は最大で発行済株式数の15.5%に相当するものの、調達資金は有利子負債の返済や調剤薬局の新規出店投資に充てる方針である。

◆ 証券リサーチセンターは16年3月期の利益予想を増額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、上期の状況から業績予想を見直し、16/3期は売上高1,253.0億円→1,230.0億円(前期比7.6%増)、営業利益52.0億円→62.0億円(同46.1%増)に修正した。売上高についてはBPO事業の不採算部門売却で減額修正するものの、利益については上期と同様に保険薬局事業とBPO事業の利益率改善で保険薬局事業の質の向上に向けた投資負担を吸収可能と予想した。

他方、17/3期の業績については16年4月の診療報酬改定が影響を与えると予想される。15年12月に厚生労働省が公表した改定の大枠では、薬剤費を薬価ベースで5.5%程度引き下げ一方、利益を左右する調剤報酬は0.17%の引き上げとなる見通しである。

当センターは年20店舗程度の調剤新規出店と上記改定の方向性を前提に業績予想を見直し、17/3期は売上面では薬価引き下げの影響を調剤薬局の新規出店とBPO事業の拡大で吸収することが可能と予想した。利益面では調剤報酬の引き上げとBPO事業がプラスに働くと考える。

18/3期は17年4月に予定の消費税増税に伴う診療報酬改定が想定されるも、改定幅は増税分の調整に留まる見通しから業績へのインパクトは小さいと考えられ、保険調剤事業の新規出店を梃にした成長を予想する。

【図表4】事業セグメント別業績予想

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期E		17/3期E		18/3期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高	100,966	114,363	125,300	123,000	130,800	128,200	136,000	135,900
保険薬局	91,314	103,242	112,800	113,000	116,800	117,200	120,500	123,900
薬剤料	61,796	70,590	78,000	78,500	80,000	81,000	82,000	86,000
技術料	19,047	21,570	23,000	23,500	24,000	25,000	25,000	26,500
その他	10,490	11,100	11,800	11,000	12,800	11,200	13,500	11,400
BPO	9,652	11,121	12,500	10,000	14,000	11,000	15,500	12,000
営業利益	2,105	4,243	5,200	6,200	5,400	7,000	6,000	7,700
保険薬局	3,037	4,420	5,200	6,100	5,100	6,600	5,400	7,000
BPO	82	772	1,000	1,100	1,300	1,400	1,600	1,700
調整額	-1,014	-949	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000	-1,000
直営店舗数(店)	518	536	555	554	575	574	595	594
処方箋応需枚数(千枚)	8,351	9,548	10,400	10,040	10,900	10,500	11,500	10,900

(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

> 投資に際しての留意点

◆ 調剤薬局業界は規模拡大から質への転換へ

調剤薬局業界において新規出店のバロメーターとも言える分業率は、15年2月時点の全国平均で70.2%（日本薬剤師会公表）に達した。その結果、医薬分業の進展で病院門前などの有望ロケーションが乏しくなるなか、今後はスケールメリットを求めたM&Aや、「街ナカ」「駅チカ」「駅ナカ」など生活圏への出店のほか、かかりつけ薬局・薬剤師や在宅調剤などの質向上に向けた異業種連携も進むと考えられる。

他方、今後の診療報酬改定の行方にも留意したい。16年4月の改定では調剤報酬の引き下げに至らなかったものの、高齢化とともに肥大する医療財政を考慮すると、今後の診療報酬改定はプラス評価とマイナス評価を組み合わせながら、調剤報酬全体では抑制の方向に動くことが予想される。

15年6月に公表された「経済財政運営と改革の基本方針2015」では、今後プラス評価に成り得る施策として、

1. かかりつけ薬局・薬剤師の推進による効果的な投薬と残薬管理で医療財政の無駄排除
2. 医師との連携による地域包括ケアへの参画
3. ICT (Information and Communication Technology) を活用した電子薬歴による医師と薬剤師との医療情報連携などを掲げている。

したがって、利益に直結する調剤報酬を高めるためには、上記施策への速やかな対応が求められよう。

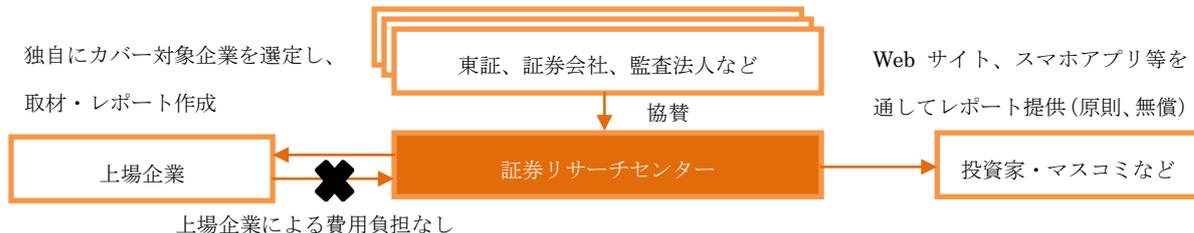
なお、前述した新株予約権が行使された場合、最大で発行済株式数の15.5%に相当する株式数の増加が起これるため、株価は下限行使価額である1,799円を意識した展開が想定される。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を13年3月29日より開始いたしました。

初回レポートの発行から約3年経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

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。