

## ファーマライズHDS | 2796

東証スタンダード

## 業界再編の波をくぐり抜けて、今の先行投資が花開く成長期を待ちたい

2040年まで日本の高齢者人口は増加を続ける見込みであるが、ファーマライズホールディングス（以下、同社）は処方箋の枚数増加という形でその恩恵を受ける。しかし、一方で医療費抑制の一環として薬価改定、そして2年に一度であるが調剤報酬の改定も予想される。同社はこうした価格圧力を跳ね返すべく、地域支援体制加算、かかりつけ薬剤師指導料の算定などの技術料獲得に力を入れることにより、業界内でも価格圧力を跳ね返す準備に余念がない。また、24年1月にはGOOD AIDグループ(38店舗)の買収、24年12月にはなぎさグループ(54店舗)の買収発表と店舗数拡大によって今後の成長基盤を固めつつある。

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
FY2021/5 連	52,324	2.5%	1,246	20.4%	1,288	25.9%	426	-26.2%	45.8	14.0
FY2022/5 連	51,608	-1.4%	1,520	22.0%	1,517	17.7%	447	5.0%	48.0	14.0
FY2023/5 連	52,030	0.8%	1,438	-5.4%	1,431	-5.7%	333	-25.6%	35.5	14.0
FY2024/5 連	54,466	4.7%	916	-36.3%	833	-41.8%	-351	赤転	-31.2	20.0
FY2025/5 CE	64,734	18.9%	350	-61.8%	143	-82.8%	-214	赤継	-19.0	14.0

出所：会社決算短信よりSIR作成

注：注：SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため記載数字は会社資料と相違することがある。

## 会社概要

1984年に株式会社東京物産として設立された同社は、1987年に調剤薬局の一号店を湯島に開局し調剤薬局事業を開始する。自社での新規店舗を開発すると同時にM&Aによって店舗数を拡大し、2024年11月時点では349店の調剤薬局チェーン(非調剤店舗を含めると400店舗)となっている。同社の事業は調剤薬局事業が主力で売上高の80%程度を占め、残りをドラッグストア(物販)事業などが占める。

同社の調剤チェーンは中核子会社のファーマライズ株式会社を中心に新規出店を続けると同時に、薬のヒグチなどの複数のチェーン店を全国で買収、合併することで成長してきた。しかし、ここ数年はコロナ禍であったこともあり買収店舗数は比較的少なく、処方箋枚数も伸び悩んでいた。そのような状況下でも同社は将来に來るべき調剤薬局業界の再編の時に備えている。

具体的には、個人経営の調剤薬局や小規模調剤チェーンにおいて伸び悩み気味の「かかりつけ薬剤師」の同意書を積極的に受け入れることや「地域支援体制加算(後述)」の算定要件を充たすことで、処方箋に対して追加的な技術料を確保することができている。同社は2024/5期末に調剤薬局300店を超えたことから、調剤基本料が区分変更となり減額され、加えて地域支援体制加算においても調剤基本料の区分変更に伴う地域支援体制加算の区分変更による減額や算定要件強化の結果としての未算定店舗増加といった影響を受けている。しかし、そうしたハードルを乗り越えてさらなるチェーン拡大の布石を打っている。

Full Report



## Focus Point

調剤薬局チェーンの大手の一角として将来の業界再編の準備を進める。24年に発表された2件の買収により、今後の展開の可能性が広がったと言える。

## 主要指標

株価 (2/21)	488
52週高値 (2024/1/12)	722
52週安値 (2025/1/17)	477
10年間高値 (20/9/29)	851
10年間安値 (16/7/14)	456
発行済株式数 (百万株)	12.06
時価総額 (10億円)	5.86
24.5 株主資本比率	24.97%
24.5 実績PBR	0.77x
25.5 予想PER	-
24.5 実績ROE	-
25.5 予想配当利回り	2.9%

## 株価チャート (1年)



出所：TradingView

アナリスト 居林 通

research@sessapartners.co.jp



## 会社概要

### 調剤薬局の大手の一角

厚生労働省によると、全薬局総数は62,828店舗（※2024年3月時点）のうち、大手10社合計は全体の10%強である6,369店に過ぎない。そのため業界的には小規模から中規模薬局がまだ大部分を占めており、今後の業界再編余地が大きいのが現状である。これまでも大手調剤薬局によるM&A（合併・買収）が行われているものの、業界再編はコロナ禍からの医療機関の活動正常化及び、薬価差益減少・調剤報酬適正化の流れもあり、今後さらに加速すると考えられる。

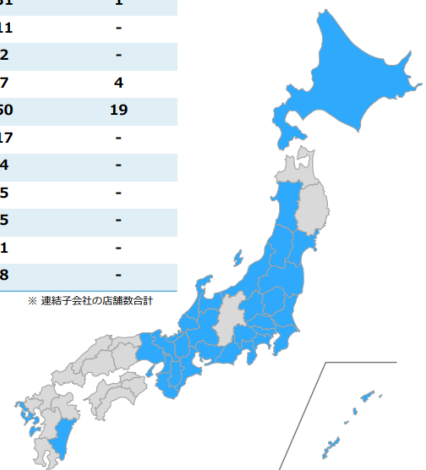
一方で、令和5年度の調剤医療費は8兆3,077億円(厚生労働省)であった。ファーマライズホールディングス(以下同社)の2024/5期の調剤薬局事業セグメントの売り上げは年間で約441億円であり、マーケットシェアとしては0.5%強に留まる。しかし、全国に300店舗(ドラッグストアを含む)を超えるチェーンを持つ同社は店舗数、売り上げ、展開地域などの点から調剤薬局チェーンの大手の一角といえ、さらなる出店とM&Aによってチェーンを拡大する余地は大きいと見る。

株式市場の観点からは、2023年10月までは東証プライムで取引されていたが、流通株式時価総額および1日平均売買代金に関して基準を満たしていなかったために、スタンダード市場での上場を選択した。(25年2月時点での流通時価総額はおよそ18億円、一日当たり平均売買代金は130百万円であった。)しかし、23年11月に行われたスズケン(9987)との資本業務提携により今後の業務展開の可能性が大きく広がったと言えよう。24年にはGOOD AIDグループとなぎさグループの買収も決定し、一時的な費用は掛かるが調剤業界の規模拡大の流れに乗っていると考えられる。

調剤店舗数		非調剤店舗数		調剤店舗数		非調剤店舗数	
北海道	42	1	岐阜県	2	-		
宮城県	10	-	静岡県	16	1		
秋田県	2	-	愛知県	31	1		
山形県	1	-	三重県	11	-		
福島県	12	1	滋賀県	2	-		
茨城県	5	1	京都府	7	4		
栃木県	2	-	大阪府	50	19		
群馬県	7	-	兵庫県	17	-		
埼玉県	8	-	奈良県	4	-		
千葉県	6	3	和歌山県	5	-		
東京都	46	14	長崎県	5	-		
神奈川県	12	5	宮崎県	1	-		
新潟県	19	-	沖縄県	8	-		
山梨県	1	-					
富山県	4	-					
石川県	6	1					
福井県	7	-					

※ 連結子会社の店舗数合計

### 都道府県別 出店状況



出所：会社IR資料より抜粋

### 配当政策と資本政策

同社は長年一株当たり14円の年間配当を出してきた。2024/5期は創業40周年の記念配当を6円加えて、合計で一株当たり20円の配当であった。会社の安定配当のポリシーと更なるM&Aの可能性からすると2025/5期には再度、一株当たり14円に戻る可能性が高いとみられる。

その他の資本政策については現在のところ公表されているものはないが、会社側はROICとWACCについての比較を行い、企業価値の測定と向上に努めている。ROICについては2025/5期を最終年度とする中期経営計画では0.1%という数値を提示している。対外的にROEの目標値や配当性向についての考え方をより積極的に開示すると、投資家からの理解がさらに得られるとSIRは考える。

ビジネスモデル

事業別概要

2024/5期の本決算の実績から同社の事業別の構成をみると、81.1%が調剤薬局事業であり、次いで大きいのが15.2%を占める物販事業(ドラッグストア)である。これに、医学資料保管・管理事業や医療モール事業などが加わる。

セグメント別の利益では、調剤薬局事業で全社利益の大部分を上げており、物販事業はまだ利益を上げることができていない。同社としては将来的には遠隔診療などによって病院を訪れることなく処方箋が発行され、それが電子的に薬局に送られる時代を想定して、より顧客が立ち寄りやすい立地と店舗づくりを目指している。そのため、物販事業(ドラッグストア)はコンビニエンスストアのファミリーマートなどと提携して出店を進めているが、やや先行投資的な意味合いがあると考えられるだろう。

中核である調剤薬局事業での利益率は23/5期まで3%-4%で推移していたが、24/5期Q4から3四半期連続で1%を下回る営業利益率に低下している。(要因については11頁「直近の業績」の項で後述)。かかりつけ薬剤師指導料や地域支援体制加算の算定により中小調剤薬局よりも処方箋点数が高くなる努力を続けているが、人件費や新規にM&Aで傘下に入った企業のシステム統合費用などの先行投資などがあるため、利益率は今期までは低水準で推移するものとみられる。来期以降の上振れ余地としては、老人ホームなどに出向いての調剤を行う「施設調剤」に同社は積極的に取り組んでおり、この部分では規模の拡大が見込まれる。

事業別売上高・セグメント利益の推移

セグメント売上

	2019/5	2020/5	2021/5	2022/5	2023/5	2024/5
百万円、%	通期	通期	通期	通期	通期	通期
調剤薬局事業	40,613	40,417	42,530	42,038	42,327	44,178
物販事業	9,244	8,816	7,963	7,602	7,771	8,283
医療モール経営事業	511	505	491	503	505	506
医学資料保管・管理事業	702	667	622	699	646	664

セグメント利益

	2019/5	2020/5	2021/5	2022/5	2023/5	2024/5
百万円、%	通期	通期	通期	通期	通期	通期
調剤薬局事業	945	1,323	1,444	1,745	1,685	1,096
物販事業	-153	-136	-42	-146	-199	-50
医療モール経営事業	89	73	60	67	90	113
医学資料保管・管理事業	94	72	64	107	81	91

出所：会社IR資料よりSIR作成

### 処方箋の枚数が重要

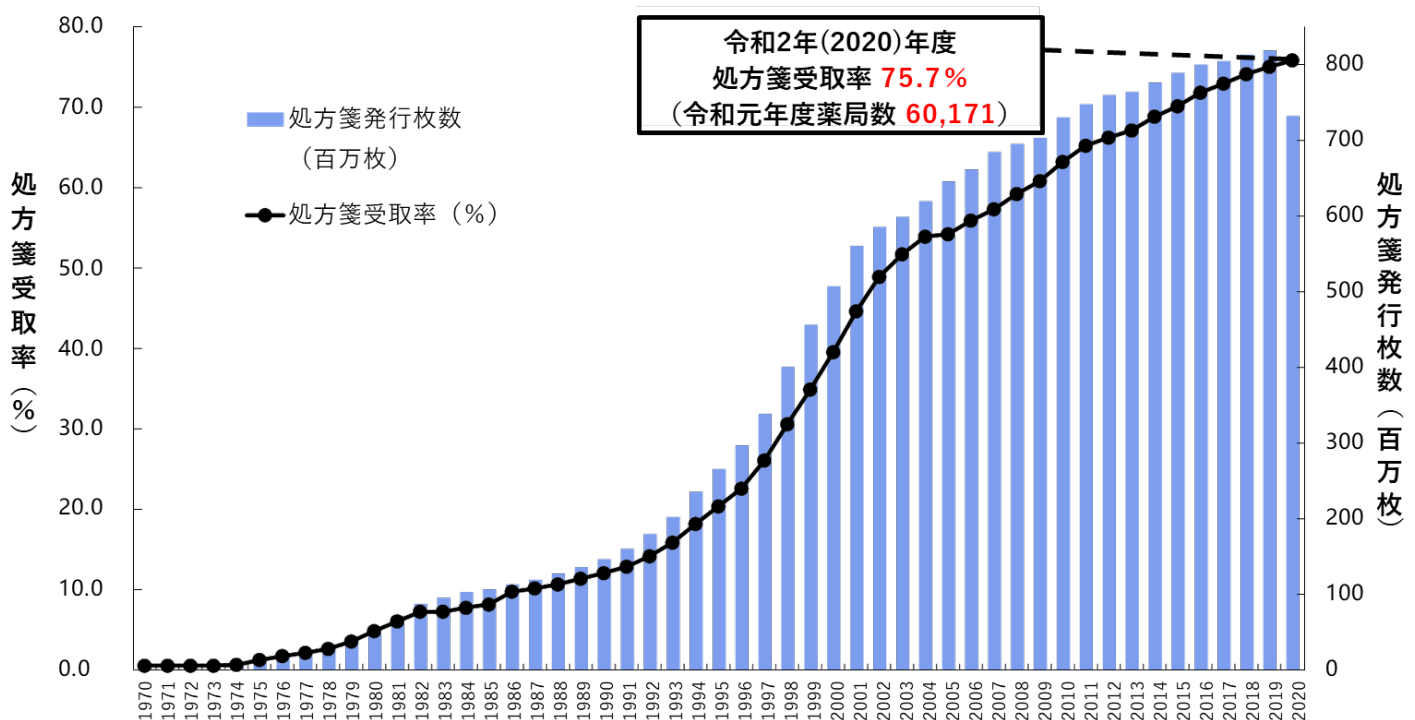
同社の調剤薬局ビジネスを理解するうえで、処方箋の枚数は重要である。日本は65歳以上の高齢者は2040年まで増加し続けると予想されている。そのため、コロナ禍などのような例外的な動きがなければ、処方箋の枚数は緩やかに上昇を続けるだろう。

その意味では、同社の主力事業は「**処方箋の枚数 × 単価 = 収入**」という構成になっていると言える。しかし、後述のように枚数は安定していたとしても、単価を構成する薬剤料(薬の代金)や調剤技術料(調剤薬局のサービス料)は様々な施策によって変化しうる。例えば、顧客にかかりつけ薬剤師として同意してもらえるのか(その結果として指導料を算定)、後発医薬品を積極的に調剤しているのか、地域支援体制加算を算定できる体制を構築できているのか、などによって処方箋の単価は300-500円程度違ってくる。

この厚生労働省によって定められている調剤報酬点数の内どれだけ「加算」を取れるのかは各社のノウハウによるところでもあり、中小の調剤薬局では取り組みが難しい部分であろう。その意味でも同社はここ数年の間にDXに対する投資や「加算」が取れる体制づくりを進めてきた。この努力は今後のM&Aして50店を超える店舗を統合する際に、規模の拡大のみならず買収先の効率性改善を可能にするという意味で重要な意味を持つであろう。

下図は、2020年までの数字であるが(厚労省の開示している長期データを2020年まで)、コロナ禍を除いて長期トレンドとして処方箋枚数が増加していることが見て取れる。

### 処方箋発行枚数の推移



出所：厚生労働省「令和4年度調剤報酬改定の概要」よりSIR作成

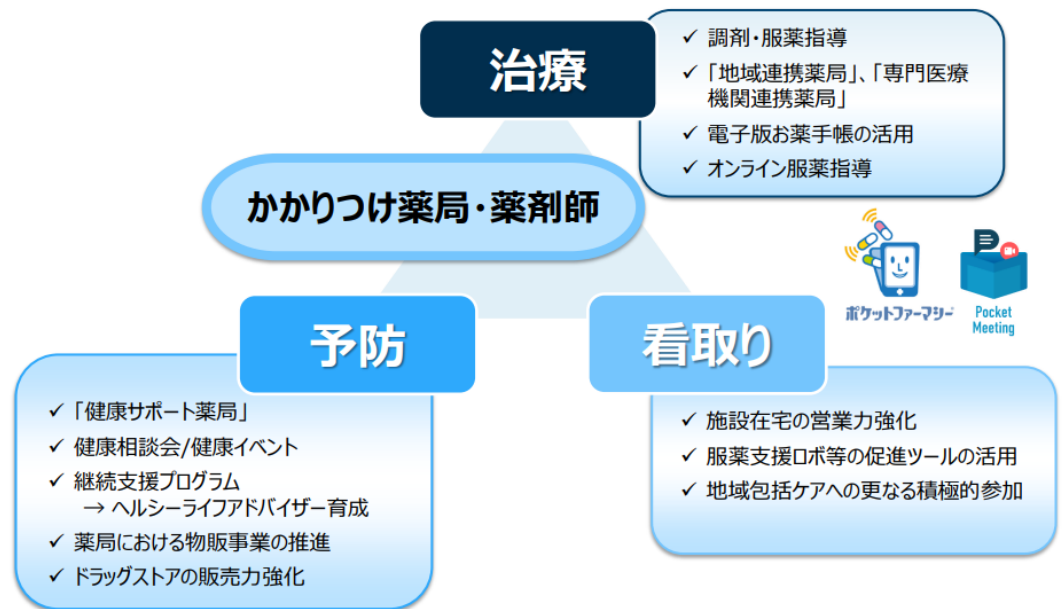
中期経営計画

Leading to Sustainable Growth 2024

現在実行されている中期経営計画は、2021年12月に発表された「中期経営計画LSG (Leading to Sustainable Growth) 2024である。その中では「日本の人口の3分の1が65歳の高齢者になる2030年に向け、持続的な成長基盤を築く」ことを目的に、来るべき環境変化に耐えられる事業モデルを作ることを目標にしている。

調剤事業を核とした事業展開による収益獲得強化

高齢者をターゲットとした、地域医療への貢献強化



出所：会社中期経営計画資料より抜粋

しかし、経営指標としては最終年度(2025/5期)において目標としていた数字は、後に述べる規模拡大の結果として処方箋点数が下がる施策(調剤報酬・薬価改定の影響)が取られたため、着地点を3度にわたって修正することとなった。処方箋枚数の増加、調剤技術料の加算の努力などもあり売上は増加しているものの、利益は大きく下方修正となっている(11頁「直近の業績」の項参照)。次の中期計画では大きく増えた店舗の運営効率化による利益率の改善の道筋が示されると期待したい。

中期経営計画 2025/5期 (最終年度)

	当初目標	2023年9月 改定	2024年8月 改定	2024年12月 改定
売上高	584億円	570.6億円	608.8億円	647.3億円
営業利益	25億円	18.8億円	9.4億円	3.5億円
純利益	11億円	8.8億円	0.4億円	△2.1億円
ROIC	7.90%	6.80%	1.60%	0.10%

出所：会社IR資料よりSIR作成

この中期経営計画の下方修正の背景には、令和4年度調剤報酬改定で「調剤薬局はその店舗数がグループで300店舗を超える」と調剤報酬が低下するという新しい動きがある。同社は2025/5期にちょうど調剤薬局の店舗が300を超えたため、今期には新規規定によるマイナスの影響が避けられない。

23年11月にはスズケンが投資ファンドに代わって同社の19%を持つ株主（24年1月には20%）となり、業務資本業務提携を結んだ。スズケンは薬品卸が本業ではあるが調剤薬局チェーンも572店舗(23年9月現在)を持つので、同社との協業ポテンシャルは将来の業績に対してプラスのインパクトを期待させる。また、先述した通り24年1月にGOOD AIDグループを、2024年12月にはなぎさグループを完全子会社化した。これによって、両社合わせて薬局92店舗が同社ネットワークに加わった。

GOOD AIDグループとなぎさグループは同社においても過去最大級の店舗数の買収であり、両社とも2026/5期にはフル連結化される。売上成長のみならず、新規にファーマライズグループ入りした店舗での薬剤の仕入れの良化、店舗運営の改善、処方箋単価の上昇なども期待できる。

この発表までの今中計の期間中は、コロナ禍であったために医療機関での診療が伸びないため、処方箋枚数も伸びず、M&Aも小規模なものにとどまっていた印象があるが、コロナ禍からの人流・経済の正常化と合わせて、同社の今後の経営ダイナミズムが高まってゆくことを期待する。

なお、次期中期経営計画は2026/5期の決算発表と同時期に発表されると見られる。今期中期経営計画は、様々な要因によって下方修正を強いられたが、次期中期経営計画は、今までの逆境をプラスに変える道筋が示されることが期待される。

同社を取り巻く  
制度

調剤報酬制度概要

薬剤に対する報酬制度の改定、薬価改定は1年に一度行われるが、調剤報酬の見直しは2年に一度である。今回は2024年6月に行われた。

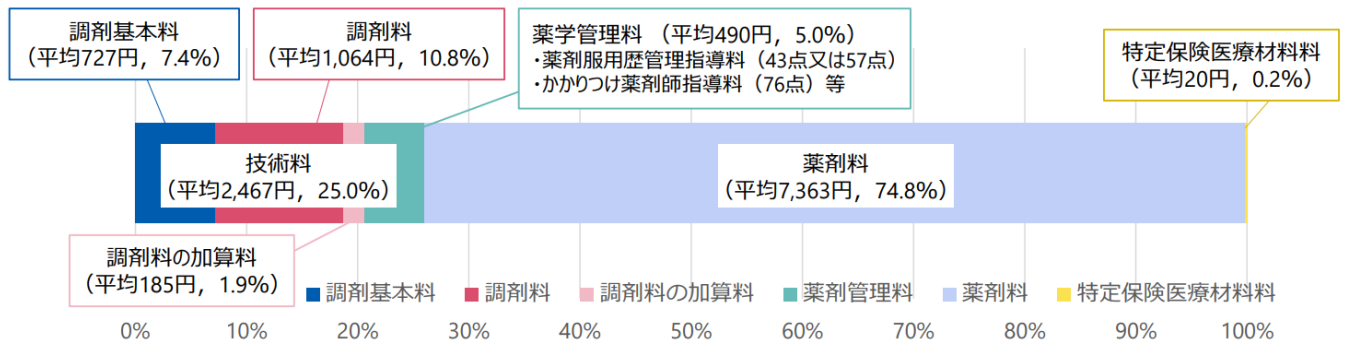
医療費の内、調剤が関係するのが調剤医療費であり、前回改定時に参考にされた令和2年の資料では調剤医療費は約7.9兆円、そのうち約3/4が薬剤料(薬の価格)であり、約1/4が技術料(調剤基本料など)と分類される。つまり、大まかに言えば処方箋一枚の1/4が調剤の収入であり、3/4が薬の代金ということになる。

これを処方箋一枚あたりに直してみると、平均9,343円(2023年度)となり、うち技術料が2,540円、薬剤料が6,785円であった。調剤薬局は薬剤の仕入原価によるものと、薬局業務内容により評価される技術料によって収益が異なってくる。中でも同社が力を入れているのはかかりつけ薬剤師の同意書を得ることで可能になる、かかりつけ薬剤師指導料である。同社が扱う処方箋の内、約10%程度がかかりつけ薬剤師としてのものであり、その分加点がなされる。中小調剤薬局ではこの比率は1-3%程度であると考えられ、同社の差別化ポイントとなっている。将来的にはさらなるかかりつけ薬剤師としての患者を増やしてゆくことによって、処方箋一枚あたり、170円-310円程度の上乗せが期待できる。

また、地域支援体制加算という加算も同社にとって重要な点である。これは地域の医療に貢献する薬局を評価するためのもので、調剤薬局が休日・夜間などにも対応する体制があること、かかりつけ薬剤師がいること、在宅業務などを行うことなどの様々な要件を満たすことで段階的に加算が増えてゆく制度であり、当該加算算定のための体制を充実させることで同社はさらに調剤報酬を引き上げてゆく余地がある。また、2024年の改定では在宅薬学総合体制加算と医療DX推進体制整備加算が新たに基本調剤料に加わった。このような加算を加えてゆくことで同社の処方箋単価は上昇してゆく余地があると言える。

さまざまな加算を取る体制を作ることには中小調剤薬局では今後難しくなっていくことが予想され、この点も将来の業界再編において同社が有利なポイントになるだろう。

処方箋1枚あたりの調剤報酬(平均9,849円、2020年度)の内訳



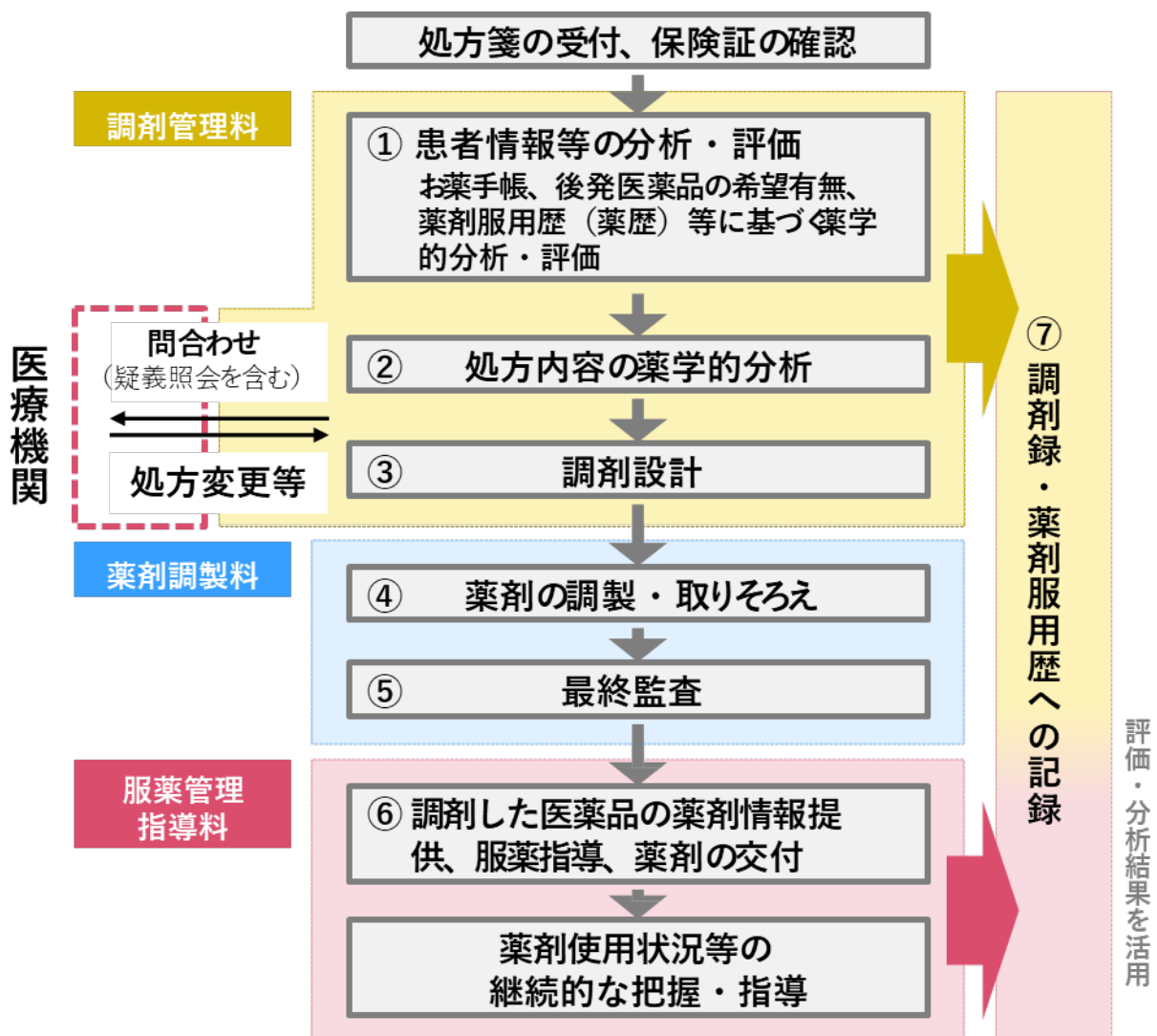
出所：厚生労働省「令和4年度調剤報酬改定の概要」

### 調剤報酬（技術料部分）の種類

前頁で述べたように、調剤薬局はただ薬を揃えて患者に提供するだけではない。下の図にあるような様々な確認、情報提供、記録、指導を行っている。それらは調剤報酬として反映されるが、主として1)調剤管理料、2)薬剤調製料、3)服薬管理指導料に分けられる。これらは、処方箋に対して支払われる保険点数になるのだが、その保険点数はどの調剤薬局でも同じではないことには注意が必要である。つまり、患者からかかりつけ薬剤師としての同意書を受け入れている薬剤師が指導を行うと、より点数の高い「服薬管理指導料」を算定できる。また、後発医薬品の調剤割合が多い調剤薬局では「後発医薬品調剤体制加算」の加算が行われる。

2022年度の調剤報酬制度改定を機に、「患者のための薬局ビジョン」の中では『「門前」から「かかりつけ」、そして「地域」へ』と謳われており、薬を用意して提供するだけでなく、患者に対して指導やフォローを加えた対人サービスや地域医療に貢献することがさらに調剤薬局に求められている。

### 薬局での調剤業務の流れ（2022年度改定）



出所：厚生労働省「令和4年度調剤報酬改定の概要」



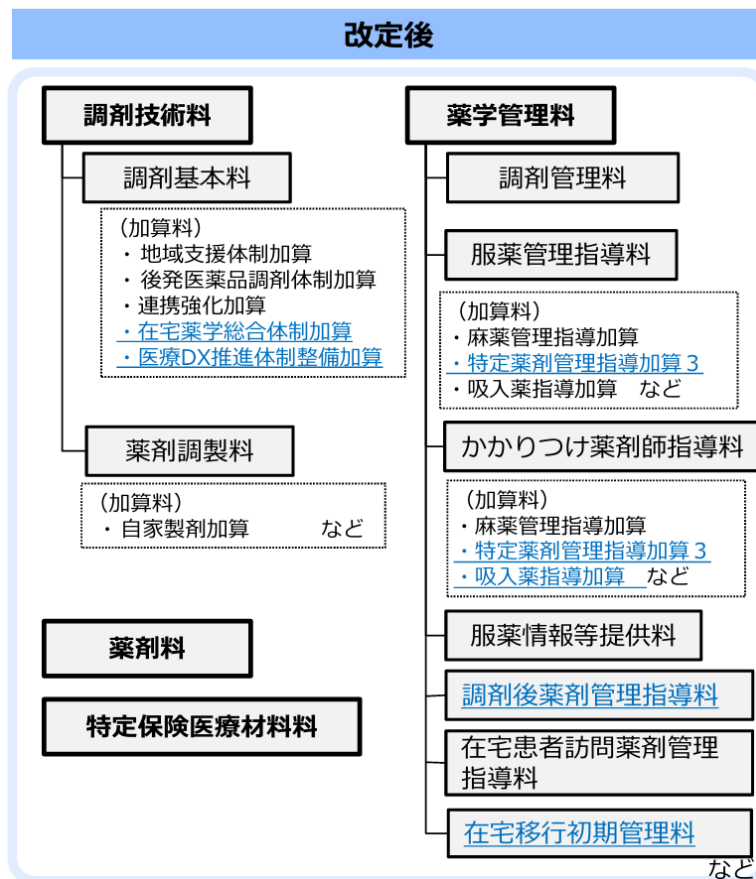
### 調剤報酬の加算制度

令和6年度の調剤報酬制度改定では、これまでの調剤薬局業界の地殻変動を予想させる重要な方針が示された。厚生労働省の「患者のための薬局ビジョン」の中で「『門前』から『かかりつけ』、そして『地域』へ」と謳われており、かかりつけ薬剤師の同意書受け入れによる技術料の増加や地域支援体制構築による加算などがあり、調剤薬局業界は中小チェーンが門前薬局をやっているのみでは差別化と高い保険点数を取ることが難しくなっている。

つまり、先行投資が必要とされるものの、地域医療に貢献する調剤薬局が様々な保険点数の加算という形で優遇される状況になってきている。これは、将来的にはより規模の大きく、今までの調剤とは違った体制を整えることによる加算点を取れる調剤チェーンが差別化ポイントを作ることが出来ると考える。

同社も大手チェーンの一角として、積極的に加算ポイントをとれる体制を整えていると言える。これは、将来の業界再編に向けて中小チェーン店を傘下に加えるために必要な準備を着々と進めていると言えよう。

### 薬局・薬剤師業務の評価体系の見直し



出所：厚生労働省「令和6年度調剤報酬改定の概要」  
 注：青枠が改定後の新設項目

### 300店舗を超えると大規模グループに

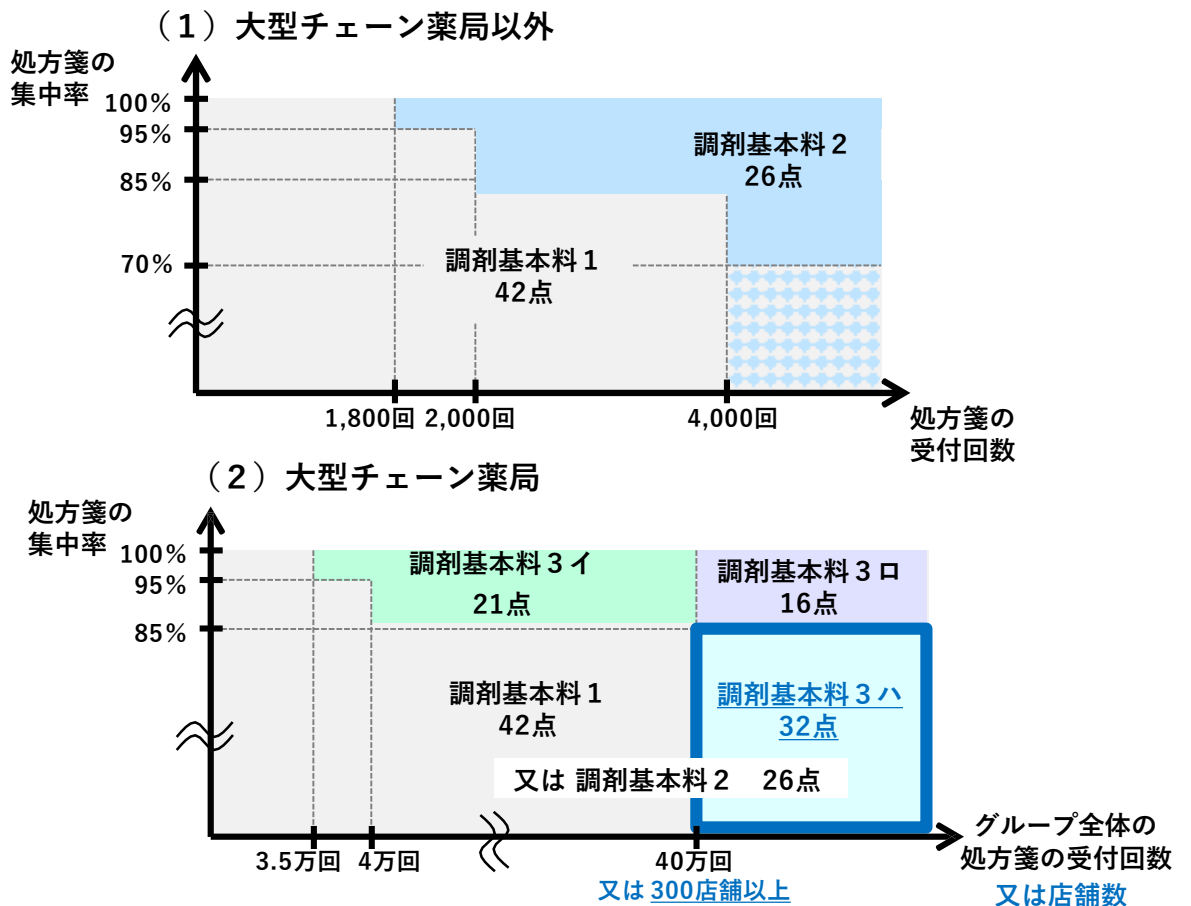
2022年度の診療報酬改定で、調剤基本料が大手(300店舗)を超えるチェーンには点数が低くなるように改定された。これによって、300店舗以上の大型調剤チェーンでは、医療資源の少ない地域を除いて調剤基本料1、2は算定できなくなり、32点や16点が多くなることになる(下図参照)。また、42点の保険点数であったものが32点になる部分もある。

これらの変更は調剤薬局チェーンが大型化するのに合わせて効率化できる部分を反映しているとみられるが、同社の調剤薬局店舗数が2024/5期にはちょうど300店を超えようというタイミングであるので、同社の2025/5期業績には一時的とはいえマイナス要因である。

しかし、これは大手チェーンとして更なる成長を目指すためには必要な通過点であり、一時的なマイナスポイントであると考えられる。そのため2025/5期が最終年度である現行の中期経営計画では、この点を含めたマイナスを吸収しきれず最終年度は純利益が赤字という計画になっている。

SIRでは同社が2023年11月に発表したスズケンとの資本業務提携が今後の方向性を決める大きなカギになるのではないかと考えている。スズケン自体が、薬局事業で572店舗(23年9月現在)を持つ大型チェーンであり、DXについても積極的に進めていることから、スズケンと同社の今後の共同の取り組みが注目される。

### 大規模グループ薬局の調剤基本料の見直し



出所：厚生労働省「令和4年度調剤報酬改定の概要」

直近の業績

四半期業績推移

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	
FY24/05	Q1	13,471	4.7%	331	-4.9%	331	-2.9%	123	10.8%	13.1
	Q2	13,477	4.6%	379	68.4%	370	64.4%	150	黒転	12.8
	Q3	13,726	5.7%	153	-52.6%	98	-69.8%	-96	赤転	-8.2
	Q4	13,792	3.7%	53	-90.2%	34	-93.7%	-528	赤転	-47.0
FY25/05	Q1	15,231	13.1%	52	-84.3%	23	-93.1%	-131	赤転	-11.7
	<b>Q2</b>	<b>15,313</b>	<b>13.6%</b>	<b>48</b>	<b>-87.3%</b>	<b>6</b>	<b>-98.4%</b>	<b>18</b>	<b>-88.0%</b>	<b>1.6</b>

出所：会社IR資料よりSIR作成

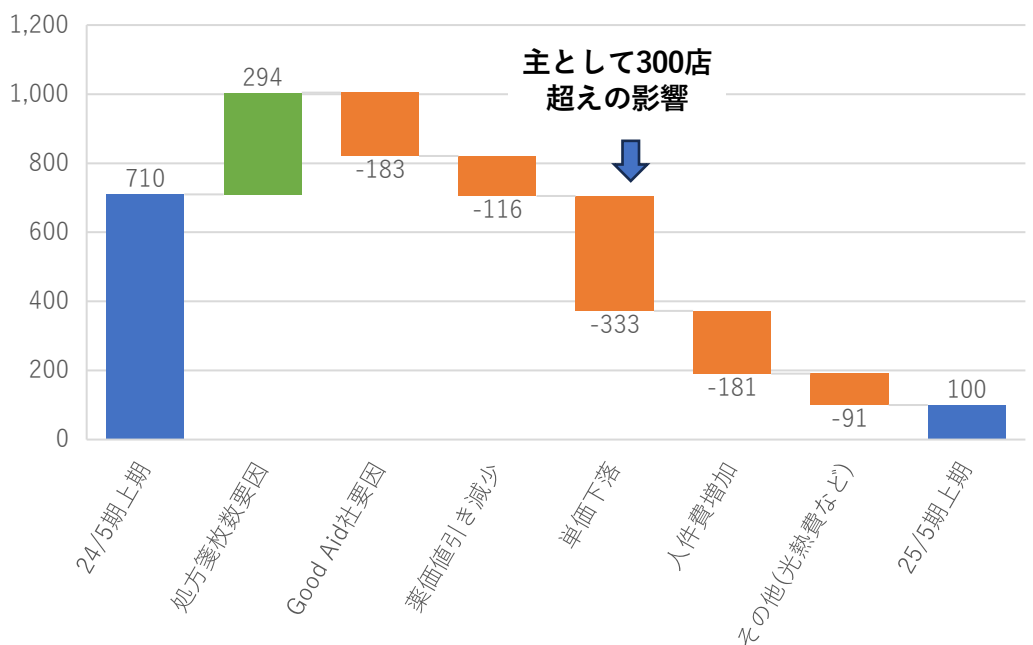
2025/5期Q2 決算サマリー

足元の業績推移は、売上は伸びているものの利益が大きく減少している時期が2024/5期のQ2から今期(2025/5期)Q2までの4四半期続いている。営業利益率は2.8%から直近の2025/5期のQ2では0.3%まで低下している。これには、同社独自の幾つかの要因がある。

詳細は次頁に述べるが、大部分は主力の調剤事業の中で一時的、もしくは構造的な要因が重なったためである。GOOD AIDグループの統合費用や300店舗超えによる処方箋単価の低下はあるものの、その他の加算が加わるので処方箋一枚当たり単価は来期以降改善傾向に向かうであろう。一方で、(製薬会社からの)薬剤仕入れ原価の上昇は薬価改定が毎年続く影響で今後も続く可能性もある。これは、薬価改定が行われて薬価(薬局で販売する値段)が低下すると、調剤薬局がある一定の比率のディスカウントで仕入れたとしても、ある薬剤の一個当たりの販売利益が低下してしまうためである。

同社としては、統合した店舗の運営効率の引き上げ、調剤技術料の上乗せによる処方箋単価の引き上げを続けてゆく方針であるとSIRは考える。

2025/5期(Q2累計)の営業利益前年同月比の要因分解(百万円)



出所：会社IR資料よりSIR作成

前頁に述べた前年同期比での営業利益の減益の要因分解について詳細は以下のとおりである。

第一に、同社が新規に買収し今期から連結されているGOOD AIDグループの統合費用である。これらのうち多くは、25年3月までにシステム統合などが終わり、GOOD AIDグループ側のコスト削減に寄与するはずである。

第二に、同社が厚労省の意向もあり薬剤師を中心とする人件費を引き上げていることがある。これに、M&Aで取得した店舗（除くGOOD AIDグループ分）及び新規開局店舗分を加え、閉局分を減じた全体として、25/5期の上期で180百万円程度のコスト上昇となっている。

第三に薬の仕入れ価格の上昇がある。これは、ここ1年ほど薬品不足であったことも影響していると思われ、25/5期上期で110百万円程度のマイナス影響となっている。

第四に、今期から同社の調剤店舗数が300店を超えたことである。300店舗を超えたチェーンの調剤基本料が引き下げられるので、同社は今期にその影響を受けている。これら薬剤料分も含めた単価下落の影響が25/5期上期でマイナス330百万円程度あったが、それを処方箋枚数のプラス効果で2.9億円程度跳ね返し、差し引きでは処方箋関連での営業利益は上期でマイナス39百万円と小幅に抑えることに成功している。

こうした特殊要因が重なって、本来であれば3-4%程度の安定した営業利益率であった同社の調剤薬局ビジネスが、ここ1年ほど1%を下回る営業利益率に低下しているといえる。

逆に言えば、前述の特殊要因は25/5期以降にある程度の改善が期待できる。まず、GOOD AIDグループの統合コストが少なくなること、またファーマライズグループの医薬品仕入れ条件の改善、店舗オペレーションの改善が期待されること、などがある。

そして、300店舗を超えたことによる処方箋単価の下落(今期通期で500-600百万円程度と見込まれる)は来期はマイナスのインパクトを与えないはずである。その代わりに、調剤技術料が少しずつ経営努力によって上昇してくるとSIRは考える。また、今期大幅に増加した人件費も来期には落ち着きを見せるだろう。今まで離職率がやや高かったため、リクルーティング費用が高んでいたGOOD AIDグループの人件費もファーマライズグループ入りしたことによって落ち着きを取り戻すのではないかと考えられる。

株価インサイト

歴史的には転換期にある調剤薬局業界

調剤薬局の業界は大規模チェーン化が緩やかに進む過渡期にあると考える。これは小規模な食料品の小売店がコンビニエンスストアに急速に置き換わったこととある意味では似ている。

しかし、調剤薬局の場合には、調剤報酬（技術料）が店舗によって異なっている事や所謂「門前薬局」の存在が、業界のチェーン化のスピードが遅い理由ではないかと考えられる。とは言え、今後はチェーン化のスピードは上がってくるのではないかと同社では予測している。それは、厚生労働省の方針が「『門前』から『かかりつけ』、そして『地域』へ」と謳われており、これからさらなる高齢化社会を迎える日本にあって、地域医療に貢献する調剤薬局がより重要になり、保険点数的にも優遇されるであろうことから、想像に難くない。

同社はここ数年、規模拡大の準備をしてきたと言えるだろう。GOOD AIDグループの38店舗に加え、今期はなぎさグループの54店舗も新規にグループに加わる。今までDX投資や効率化投資を十分に出来ていなかった店舗に同社のノウハウを移植し、早期に効率と利益率を引き上げる構えだ。

しかし、M&Aに伴う先行投資や人件費の引き上げによる人材確保、300店舗を超えたための調剤基本料の引き下げなどの複数の要因が最近の業績を低迷させている。当面は、2026/5期の業績の回復度合いがどの程度になるかの確認が必要だが、25/5期にあったようなイレギュラーな費用の増加が無くなり、調剤薬局事業を中心とした業績の回復が見込めるとSIRでは考える。

今後は、資本コストを上回る投資効率を実現すべく調剤薬局チェーンの拡大と保険点数獲得の拡大を目指すことによって、株価の上昇余地を作り出すことが出来るとSIRは考える。また、それが行われた時には再度のプライム市場への振り返りも視野に入るであろう。

同業他社のバリュエーション比較

コード	企業名	時価総額 (百万円)	PER (倍)	PBR (倍)	EV/EBITDA (倍)	営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	配当性向 (前期) (%)	配当利回り (前期) (%)
2796	ファーマライズホールディングス	7,779	-	1.0	6.2	1.7	-	2.4	-	3.1
9627	アインホールディングス	211,506	18.3	1.5	5.3	5.1	8.7	9.2	24.6	1.3
3341	日本調剤	49,180	18.6	0.8	4.2	2.7	4.4	5.8	29.3	1.6
3034	クオールホールディングス	68,741	13.5	1.2	5.2	4.6	9.6	5.6	22.9	1.7
4350	メディカルシステムネットワーク	20,377	10.4	1.3	5.8	3.3	12.6	5.0	19.1	1.8
3353	メディカル光グループ	9,503	8.4	0.7	4.8	3.9	8.2	4.3	16.3	1.9
7129	ミアヘルサホールディングス	2,651	441.8	0.8	4.9	1.7	0.2	4.2	1,250.0	2.9

出所：SPEEDAデータよりSIR作成（2025年2月13日現在）

## 損益計算書

	2019/05期	2020/05期	2021/05期	2022/05期	2023/05期	2024/05期	2025/05期
百万円、%	通期	通期	通期	通期	通期	通期	会社予想
<b>売上高合計</b>	<b>51,728</b>	<b>51,030</b>	<b>52,324</b>	<b>51,608</b>	<b>52,030</b>	<b>54,466</b>	<b>64,734</b>
売上原価合計	44,386	43,593	44,257	43,491	43,896	46,017	
売上原価	44,386	43,592	44,256	43,491	43,896	46,017	
売上総利益	7,342	7,437	8,067	8,117	8,134	8,449	
売上総利益率	14.2	14.6	15.4	15.7	15.6	15.5	
販売費及び一般管理費	6,702	6,402	6,821	6,596	6,695	7,533	
<b>営業利益</b>	<b>640</b>	<b>1,034</b>	<b>1,246</b>	<b>1,520</b>	<b>1,438</b>	<b>916</b>	<b>350</b>
営業利益率	1.2	2.0	2.4	2.9	2.8	1.7	0.5
営業外収益	132	122	448	153	76	51	
受取利息配当金	3	2	2	2	2	1	
営業外費用	181	133	405	156	82	135	
支払利息割引料	82	74	75	65	55	66	
持分法投資損益- 営業外	-14	-17					
<b>経常利益</b>	<b>590</b>	<b>1,023</b>	<b>1,288</b>	<b>1,517</b>	<b>1,431</b>	<b>833</b>	<b>143</b>
経常利益率	1.1	2.0	2.5	2.9	2.8	1.5	0.2
特別損益	-190	-204	-86	-195	-381	-689	
特別利益	7	63	26	23	137	63	
特別損失	197	267	112	218	518	752	
税金等調整前当期純利益	400	819	1,202	1,322	1,049	143	
税引前利益率	0.8	1.6	2.3	2.6	2.0	0.3	
法人税等	409	238	782	863	702	487	
法人税等 - 当期分	391	469	764	816	749	658	
法人税等調整額 - 繰延分	18	-231	18	47	-47	-171	
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>23</b>	<b>577</b>	<b>426</b>	<b>447</b>	<b>333</b>	<b>-351</b>	<b>-214</b>
当期純利益	-10	580	419	458	347	-342	
非支配株主に帰属する当期純利益	-33	3	-6	10	14	9	
親会社株主に帰属する当期純利益率	0.0	1.1	0.8	0.9	0.6	-0.6	-0.3
その他の包括利益合計	-12	0	-5	-5	24	16	
その他有価証券評価差額金 - 包括利益計算書	-1	0	0	0	0	0	
在外子会社の年金会計に係る未積立債務	-11	0	-4	-4	24	16	
包括利益	-22	580	414	453	372	-325	
親会社株主に係る包括利益	10	576	421	442	357	-334	

出所：SPEEDAデータよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。  
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

貸借対照表

	2019/05期	2020/05期	2021/05期	2022/05期	2023/05期	2024/05期
百万円、%	通期	通期	通期	通期	通期	通期
<b>資産合計</b>	<b>24,217</b>	<b>25,206</b>	<b>24,724</b>	<b>23,746</b>	<b>23,421</b>	<b>29,486</b>
流動資産	9,601	10,676	10,546	10,878	11,372	13,737
現金同等物及び短期性有価証券	4,403	4,472	4,604	3,991	4,742	7,150
現金及び現金同等物	4,403	4,472	4,604	3,991	4,742	7,150
売上債権	784	967	936	484	611	1,442
未収金・未収収益	2,070	2,366	2,159	3,786	3,412	2,117
棚卸資産	2,115	2,644	2,587	2,302	2,290	2,645
製品・商品	2,059	2,577	2,512	2,237	2,225	2,576
その他棚卸資産	56	67	75	65	65	69
繰延税金資産 - 流動						
貸倒引当金 - 流動	-4	-10	-10	-5	-6	-6
固定資産	14,608	14,524	14,175	12,866	12,048	15,748
有形固定資産	6,290	6,332	6,434	6,355	6,010	6,198
土地	2,547	2,567	2,607	2,616	2,587	2,659
建設仮勘定	62	130	180	115	30	14
無形固定資産	5,175	5,285	4,464	3,629	3,250	6,419
のれん	4,874	4,697	4,025	3,220	2,748	5,917
投資その他の資産	3,141	2,906	3,276	2,881	2,787	3,130
投資有価証券(関係会社含む)	444	68	61	60	82	67
投資有価証券	444	68	61	60	82	67
長期貸付金	27	10	2	1	1	0
繰延税金資産 - 固定	549	802	786	741	778	834
貸倒引当金 - 固定	-130	-193	-164	-164	-152	-192
繰延資産	8	4	2	1	0	
<b>負債合計</b>	<b>18,597</b>	<b>19,259</b>	<b>18,392</b>	<b>17,047</b>	<b>16,433</b>	<b>22,043</b>
流動負債	9,347	10,036	9,392	8,477	9,835	10,688
買入債務	5,023	5,192	4,609	4,109	4,252	5,690
未払金・未払費用	537	514	652	662	760	842
短期借入債務	2,943	3,096	2,819	2,490	3,677	2,831
短期借入金（リース債務含む）	0	20	0	0	0	0
一年内返済の長期借入債務	2,943	3,076	2,819	2,490	3,677	2,831
一年内返済の長期借入金	2,789	2,948	2,792	2,490	2,195	2,831
一年内償還社債	154	128	27		1,482	
固定負債	9,250	9,223	9,000	8,570	6,598	11,355
長期借入債務	8,195	8,133	7,878	7,422	5,461	9,918
長期借入金（リース債務含む）	6,558	6,624	6,396	5,940	5,461	9,918
社債	1,637	1,509	1,482	1,482		
繰延税金負債 - 固定	2					
退職給付/給与引当金	605	676	708	781	791	941
資産除去債務 - 固定	100	103	108	111	111	233
純資産合計	5,619	5,946	6,331	6,699	6,987	7,442
株主資本等合計	5,466	5,909	6,221	6,608	6,882	7,362
株主資本	5,287	5,693	6,013	6,405	6,655	7,118
資本金	1,229	1,229	1,251	1,274	1,298	1,961
資本剰余金	1,307	1,437	1,476	1,529	1,553	2,177
利益剰余金	2,749	3,197	3,494	3,811	4,014	3,530
自己株式		-172	-208	-210	-210	-550
評価・換算差額	4	3	-1	-6	17	34
その他有価証券評価差額金	0	0	0	0	0	
新株予約権	173	211	208	208	208	208
非支配株主持分	153	37	110	91	105	80
関連会社に対する投資及び貸付金等					20	20

出所：SPEEDAデータよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。

そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

キャッシュフロー計算書

	2019/05期	2020/05期	2021/05期	2022/05期	2023/05期	2024/05期
百万円、%	通期	通期	通期	通期	通期	通期
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>	<b>895</b>	<b>1,572</b>	<b>1,945</b>	<b>713</b>	<b>2,520</b>	<b>2,714</b>
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	1,223	1,228	1,344	1,308	1,224	1,170
減価償却費 - CF	531	522	606	608	589	613
正ののれん償却費 - CF	692	706	738	700	635	557
有価証券及び投資有価証券評価損益		1	5			
有価証券及び投資有価証券売却損益			-1			-19
投資有価証券売却損益			-1			-19
有形固定資産売却損益	54	-58	-1	16	62	5
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	2	0	1	2	1	1
利息の支払額 - 営業CF	-86	-73	-75	-66	-55	-71
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>	<b>-501</b>	<b>-734</b>	<b>-1,076</b>	<b>-292</b>	<b>-703</b>	<b>-3,120</b>
有価証券及び投資有価証券の取得	-10					
投資有価証券の取得	-10					
有価証券及び投資有価証券の売却			2			35
投資有価証券の売却			2			35
有形固定資産の取得及び売却	-248	-327	-467	-377	-348	-456
有形固定資産の取得	-400	-349	-508	-379	-380	-472
有形固定資産の売却	152	22	41	2	32	16
無形固定資産の取得及び売却	-58	10	-44	-87	-162	-147
無形固定資産の取得	-58	-108	-44	-87	-162	-147
無形固定資産の売却		118				
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>	<b>354</b>	<b>-766</b>	<b>-728</b>	<b>-1,034</b>	<b>-1,072</b>	<b>2,771</b>
短期借入金の返済	-13		-20			
長期債務の増加	3,728	2,600	2,500	2,000	1,700	6,100
長期借入による収入	2,250	2,600	2,500	2,000	1,700	6,100
社債の発行	1,478					
長期債務の返済	-3,114	-2,829	-2,857	-2,636	-2,419	-2,586
長期借入金の返済	-2,960	-2,675	-2,729	-2,609	-2,419	-2,358
社債の償還	-154	-154	-128	-27		-228
株式の発行	103					
株式の償還及び消却		-173	-36	-2		-340
支払配当金	-125	-129	-129	-131	-131	-127
現金及び現金同等物の増加額	749	71	140	-613	743	2,366
現金及び現金同等物期首残高	3,643	4,393	4,464	4,604	3,991	4,734
現金及び現金同等物期末残高	4,393	4,464	4,604	3,991	4,734	7,100
<b>フリーキャッシュフロー</b>	<b>394</b>	<b>838</b>	<b>869</b>	<b>421</b>	<b>1,817</b>	<b>-406</b>

出所：SPEEDAデータよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。  
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。



## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレーム／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a  
[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)