今村証券

2016 年 8 月 18 日

ゲンキー（２７７２）

担当　近藤 浩之

レーティング：　NEUTRAL（2016/2/16）→ NEUTRAL

岐阜・愛知中心に新型店舗を高速出店。利益率向上が課題。

	売上高（百万円）	伸び率（%）	営業利益（百万円）	伸び率（%）	経常利益（百万円）	伸び率（%）	純利益（百万円）	伸び率（%）	EPS（円）	1 株配（円）
連 13/6	54,656	-3.6	896	-53.4	1,040	-50.0	623	-45.5	180.84	50.00
連 14/6	57,949	6.0	1,901	112.1	2,007	93.0	1,171	88.0	339.05	50.00
連 15/6	63,143	9.0	2,738	44.0	2,877	43.4	1,761	50.4	504.50	60.00
連 16/6	73,495	16.4	2,655	-3.1	2,883	0.2	1,901	7.9	269.93	30.00
連 17/6（予）	86,000	17.0	2,860	7.7	3,070	6.5	2,020	6.2	286.48	30.00
第 2 四半期累計期間										
連 15/7-12	35,577	14.9	1,147	-6.2	1,267	-1.6	818	-2.6	116.27	15.00
連 16/7-12（予）	41,000	15.2	1,230	7.2	1,330	4.9	860	5.1	121.97	15.00

株価（2016/8/17）	3,525	円
発行済み株式数（16/6/20）	7,051	千株
自己株式数（16/6/20）	0	千株
時価総額	24,857	百万円
企業価値（EV）	40,229	百万円
ROE（16/6 実績）	16.2	%
予想配当利回り	0.9	%
予想 PER	12.3	倍
BPS（16/6 実績）	1,784.62	円
PBR	2.0	倍
CFPS（16/6 実績）	382.7	円
PCFR	9.2	倍
EV/EBITDA（16/6 実績）	7.8	倍

株価チャート（週足）

（注）平成 27 年 9 月 1 日をもって株式 1 株につき 2 株の株式分割を実施。　　出所：ゲンキー、ブルームバーグ、今村証券

福井県最大手ドラッグストア。岐阜県、愛知県、石川県も合わせた4県で157店舗（2016年8月18日現在）を展開中だ。

ドラッグストアを主軸とする上場企業のなかで売上高（前期実績）は12位、増収率、ROE（自己資本当期純利益率）は上位に位置する（資料１、出所：各社決算短信）。「ディスカウントドラッグストア」として、ナショナルブランド商品の低価格販売、低価格帯のプライベートブランド商品（以下、ＰＢ商品）の強化、ローコストオペレーションの徹底を行う。

（資料1）ドラッグストア上場企業の売上高ランキング

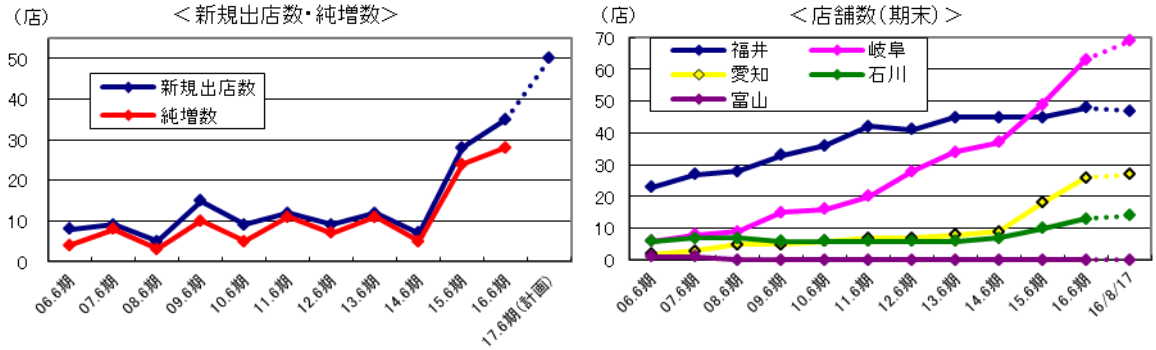
	銘柄		直近発表本決算	売上高（百万円）	前期比（%）	営業利益（百万円）	前期比（%）	利益率（%）	ROE（%）
1位	マツモトキヨシホールディングス	（3088：東1）	連16/3	536,052	10.4	27,418	55.5	5.1	10.8
2位	ウエルシアホールディングス	（3141：東1）	連16/2	528,402	-	18,759	-	3.6	10.7
3位	ツルハホールディングス	（3391：東1）	連16/5	527,508	19.8	31,342	16.5	5.9	13.7
4位	サンドラッグ	（9989：東1）	連16/3	503,773	13.0	33,025	27.4	6.6	17.3
5位	コスモス薬品	（3349：東1）	連16/5	447,273	9.5	18,648	9.2	4.2	17.6
6位	スギホールディングス	（7649：東1）	連16/2	414,885	8.1	23,112	10.8	5.6	11.2
7位	ココカラファイン	（3098：東1）	連16/3	373,275	6.9	11,119	154.4	3.0	9.0
8位	カワチ薬品	（2664：東1）	連16/3	260,624	0.9	4,656	65.5	1.8	2.3
9位	クリエイトSDホールディングス	（3148：東1）	連16/5	231,892	8.4	13,954	30.1	6.0	18.6
10位	クスリのアオキ	（3398：東1）	単16/5	163,462	21.1	9,032	16.1	5.5	26.0
11位	キリン堂ホールディングス	（3194：東1）	連16/2	112,902	4.5	1,699	78.5	1.5	6.7
12位	ゲンキー	（2772：東1）	連16/6	73,495	16.4	2,655	-3.1	3.6	16.2
13位	薬王堂	（3385：東1）	単16/2	66,937	16.2	2,652	32.7	4.0	15.5
14位	サツドラホールディングス	（3544：東1）	連16/2	62,767	16.7	1,045	48.2	1.7	7.9

（注）ウエルシアホールディングス…15/2期より決算日を変更しているため、伸び率は比較できず。
サツドラホールディングス…サッポロドラッグストアーの単独株式移転により平成28年8月16日に設立。直近発表本決算はサッポロドラッグストアーの数値。

近年は売場面積300坪の店舗（以下、300坪タイプ店舗）を住宅地に展開している。出店数も加速させ、なかでも岐阜県、愛知県での出店を増やしている（資料２、出所：同社決算短信・ホームページ）。従来は、売場面積600～900坪の大型店を主要生活道路沿いに出店し、自動車で来店してもらい、低価格商品をまとめ

買いしてもらうことを狙っていた。しかし、少子高齢化、共働き世帯の増加などに伴い、住宅の近くにあり、短時間で買い物できる店舗の方が消費者に求められると判断した。

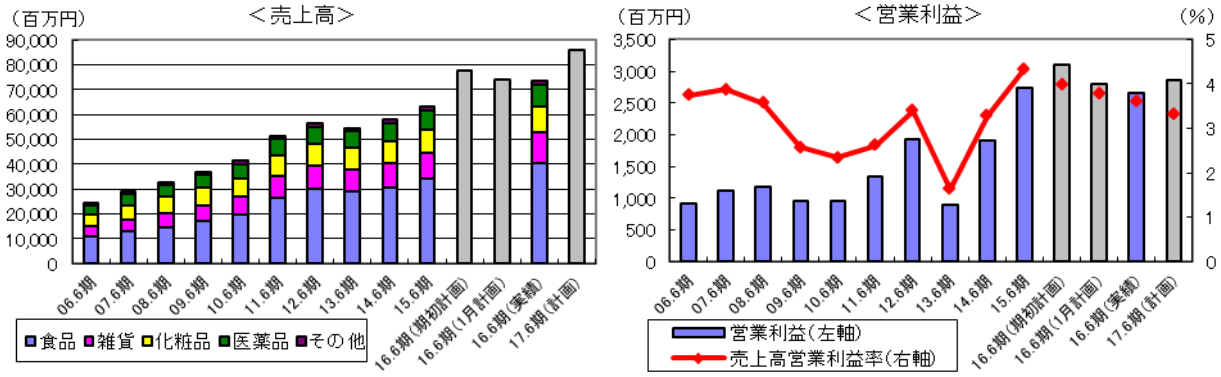
（資料2）店舗展開の推移



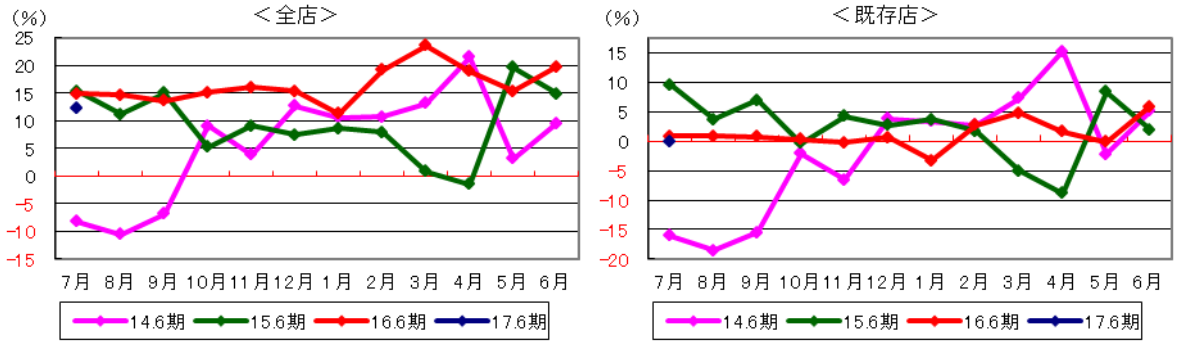
2016年6月期は大幅増収ながら営業減益（資料３、出所：同社決算短信）。新規出店を35店舗（2015年6月期比+7店舗）と加速したことで販売促進費や不動産費が嵩んだ。期初の会社計画と比較すると、売上高は5%、営業利益は14%の未達成、今年1月に下方修正した会社計画比には売上高は1%弱、営業利益は5%届かなかったのは、想定以上の自社競合が発生したためだ。既存店売上高は期初計画が2015年6月期比+4%、1月修正計画が同+2%に対して、実績は同+1.2%と伸び悩んだ（資料４、出所：同社月次営業速報）。経常利益は営業外収益（固定資産受贈益、受取手数料）の増加、純利益は特別損失（減損損失）や法人税等の減少によって増益だった。

四半期ベースでは、第4四半期会計期間（4-6月）に収益性が改善した（資料５、出所：同社決算短信）。300坪タイプ店舗は出店から1年程経過すると認知度の高まりなどから売上高が伸び、黒字転換する傾向があり、集中出店を始めて1年強が経ったことで収益に寄与し始めた。仕入先からのリベートの増加、ＰＢ商品の収益性向上などで粗利益率が押し上げられたのも大きかった。

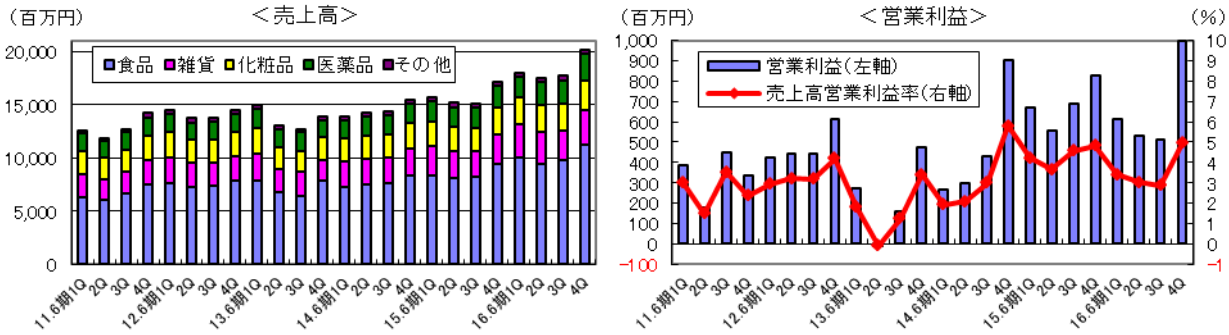
（資料3）業績の推移（通期）



（資料4）月次売上高の推移（前年同月比）



（資料5）業績の推移（四半期）



今期は、増収率は前期を上回り、営業増益に転じるものの、売上高営業利益率は前期の3.6%から3.3%へと低下する見通しとした。この見通しの前提は、①新規出店は50店舗、②既存店売上高は前期比横ばい、③利益面はリベートの増加、ＰＢ商品の拡販による効果が継続する一方で、出店加速で販売促進費も増加する―というものだ。

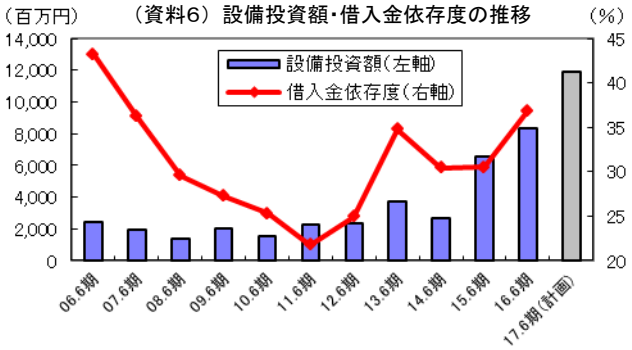
① 新規出店…出店加速の背景には、大手企業が出店攻勢、再編を進め大規模化での収益性や経営効率の向上を目指す動きが活発化していることがある。この状況のなかで生き残るには、同社も店舗数を増やし、売上高を拡大していく必要があるというわけだ。今期の50店舗に続き、来期は55店舗、来々期は80店舗の出店を目標に掲げている。新規エリアでの出店はせず、現在進出している4県でのドミナント化を進め、なかでも岐阜県、愛知県に重点を置く。

② 既存店売上高…ドミナント化の副作用である自社競合は避けられない。ただ、競合他社からの顧客の取り込みもできており、自社競合に伴う押し下げ分をカバーするとの想定だ。7月度の既存店売上高は前年同月比0.0%で、計画通りのスタートとなった。

ＰＢ商品の取扱品目の拡充も進めている（前第2四半期末時点512品目→前期末時点744品目）。過去に品目の拡充にだけ捉われ低品質の商品を取り扱ったことで客離れに繋がった経験がある。今回は商品を選別しながら拡大を進めていく。

新規出店の加速に伴って、設備投資額の急増、借入金依存度の上昇がみられる（資料６、出所：同社有価証券報告書）。これを受けて、8月17日、第三者割当による行使価額修正条項付新株予約権の発行を発表した（資料７、出所：同社リリース）。当初行使価額で全ての新株予約権が行使された場合の調達資金は49億円で、新規出店資金として充当する。一方で、新株予約権の全てが行使された場合は9.93%の希薄化が生じる。

（資料6）設備投資額・借入金依存度の推移



（資料7）第三者割当による行使価額修正条項付新株予約権の概要

		第6回新株予約権	第7回新株予約権	第8回新株予約権	合計
割当日		平成28年9月5日			－
新株予約権数		2,000個	2,000個	3,000個	7,000個
発行価額（新株予約権1個当たり）		2,290円	2,079円	1,897円	払込総額14,429,000円
当該発行による潜在株式数		200,000株	200,000株	300,000株	700,000株
資金調達の額		－	－	－	4,908,429,000円（注）
行使価額	当初	7,000円	7,000円	7,000円	－
	上限	なし	なし	なし	－
	下限	2,454円	2,804円	3,155円	－
行使期間		平成28年9月6日から平成30年9月5日			－

（注）当初行使価額で全ての本新株予約権が行使されたと仮定した場合

株価は、今年2月に付けた2,241円を底に切り返し、4月からは3,000～4,000円あたりのボックス圏で動いている。新株予約権発行の発表翌日の本日は下げて始まった。

今期の営業利益は会社計画から若干上振れると予想し、来期も出店加速を映して2割近い増収が続くだろう。対して、同業他社と比べて利益率が見劣りするのが課題だ。ドミナント化の進展、ＰＢ商品の拡販などの効果の継続性を注視したい。

投資判断はＮＥＵＴＲＡＬを継続する（資料８、出所：各社決算短信）。

（資料8）同業他社との業績・投資指標の比較

	銘柄	株価 (16/8/17)		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	利益率 (%)	EPS (円)	PER (倍)	BPS (円)	PBR (倍)	配当金 (円)	配当利回り (%)
北陸地盤	ゲンキー (2772:東1)	3,525	連15/6	63,143	9.0	2,738	44.0	4.3	2,877	43.4	4.6	1,761	50.4	2.8	504.50		3,095.51		60.00	
			連16/6	73,495	16.4	2,655	-3.1	3.6	2,883	0.2	3.9	1,901	7.9	2.6	269.93		1,784.62	2.0	30.00	
			連17/6(予)	86,000	17.0	2,860	7.7	3.3	3,070	6.5	3.6	2,020	6.2	2.3	286.48	12.3	-		30.00	0.9
			連17/6(今村予)	85,000	15.7	3,000	13.0	3.5	3,200	11.0	3.8	2,100	10.5	2.5	298.00	11.8	-		-	
	クスリのアオキ (3398:東1)	4,905	単15/5	134,994	18.0	7,778	31.8	5.8	7,959	30.8	5.9	5,213	36.3	3.9	166.40		699.59		22.00	
			単16/5	163,462	21.1	9,032	16.1	5.5	9,262	16.4	5.7	6,503	24.7	4.0	207.09		895.21	5.5	12.50	
			単17/5(予)	191,000	18.2	9,056	0.7	4.7	9,300	0.8	4.9	6,510	0.5	3.4	207.21	23.7	-		14.00	0.3
			単17/5(今村予)	192,000	18.8	10,300	14.5	5.4	10,600	14.9	5.5	7,400	14.3	3.9	235.00	20.9	-		-	
業界大手	マツモトキヨシホールディングス (3088:東1)	4,665	連15/3	485,512	-2.0	17,633	-21.4	3.6	20,031	-18.3	4.1	11,619	-13.0	2.4	215.63		2,941.01		60.00	
			連16/3	536,052	10.4	27,418	55.5	5.1	29,805	48.8	5.6	17,853	53.6	3.3	332.88		3,199.10	1.5	85.00	
			連17/3(予)	555,000	3.5	28,000	2.1	5.0	30,300	1.7	5.5	18,400	3.1	3.3	343.07	13.6	-		90.00	1.9
	ウエルシアHD (3141:東1)	6,370	連15/2	191,991	-	5,999	-	3.1	6,611	-	3.4	3,596	-	1.9	81.73		1,677.81		19.00	
			連16/2	528,402	-	18,759	-	3.6	20,377	-	3.9	9,527	-	1.8	195.46		1,993.23	3.2	42.00	
			連17/2(予)	630,000	19.2	21,800	16.2	3.5	23,700	16.3	3.8	12,800	34.3	2.0	246.25	25.9	-		50.00	0.8
	ツルハホールディングス (3391:東1)	10,950	連15/5	440,427	13.4	26,905	11.6	6.1	27,985	10.5	6.4	17,210	18.2	3.9	362.36		2,765.60		88.00	
			連16/5	527,508	19.8	31,342	16.5	5.9	32,623	16.6	6.2	19,323	12.3	3.7	405.73		3,170.60	3.5	108.00	
			連17/5(予)	583,000	10.5	37,100	18.4	6.4	37,900	16.2	6.5	23,460	21.4	4.0	490.75	22.3	-		108.00	1.0
	サンドラッグ (9989:東1)	8,120	連15/3	445,818	-0.4	25,924	-7.6	5.8	26,505	-7.9	5.9	16,362	3.9	3.7	266.97		1,918.34		60.00	
			連16/3	503,773	13.0	33,025	27.4	6.6	33,817	27.6	6.7	21,569	31.8	4.3	356.86		2,204.22	3.7	85.00	
			連17/3(予)	542,000	7.6	35,720	8.2	6.6	36,500	7.9	6.7	24,200	12.2	4.5	400.38	20.3	-		90.00	1.1
	コスモス薬品 (3349:東1)	20,270	連15/5	408,466	9.9	17,080	2.2	4.2	19,028	4.6	4.7	11,694	10.3	2.9	590.63		3,285.70		60.00	
			連16/5	447,273	9.5	18,648	9.2	4.2	20,691	8.7	4.6	12,435	6.3	2.8	628.05		3,847.52	5.3	65.00	
			連17/5(予)	490,000	9.6	18,700	0.3	3.8	20,700	0.0	4.2	13,500	8.6	2.8	681.83	29.7	-		70.00	0.3

(注) ゲンキー … 平成27年9月1日を効力発生日として普通株式1株につき2株の株式分割を実施しており、16/6期のEPS･BPSは当期首に分割が行われたと仮定して算定。
クスリのアオキ … 平成27年5月21日を効力発生日として普通株式1株につき2株の株式分割を実施しており、15/5期のEPS･BPSは当期首に分割が行われたと仮定して算定。
17/5期より会計方針の一部変更を予定。17/5期の伸び率は当該変更を反映した遡及処理後の数値。
ウエルシアホールディングス…15/2期より決算期を変更。15/2期は6カ月。

アナリストによる証明
本資料に示された見解は、言及されている発行会社とその発行会社等の有価証券について、各アナリストの個人的見解を正確に反映しており、さらに、アナリストは本資料に特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らないことを認めます。

レーティングの定義
ＯＵＴＰＥＲＦＯＲＭ：今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超上回ると予想される。
ＮＥＵＴＲＡＬ：今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンの+10%と-10%の間に入ると予想される。
UNDERPERFORM：今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超下回ると予想される。
トータルリターン：株価変動率＋配当利回り

目標株価は 12 ヵ月間の投資を想定しており、将来発行されるレポートで修正されることもあります。

本資料に記載された意見及び予想は、記載された日付における今村証券の判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。今村証券は本資料の記載された日付以降に内容の変更・修正を行う義務を負いません。本資料はお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券売買に関する申込または勧誘を意図するものではなく、お客様に対して投資の助言を提供するものでもありません。また、本資料に記載されている情報もしくは分析がお客様にとって適切であると表明するものでもありません。投資に関する最終決定はあくまでもお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

本資料に記載された内容は、信頼できると思われる情報、または信頼できる情報源から得た情報を基に今村証券が作成しておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその内容の正確性や妥当性、適時性または完全性を保証するものではありませんし、本資料における過誤又は遺漏に対して何らの責任を負うものでもありません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料は、当然にお客様の投資結果を保証するものではございませんので、今村証券は、本資料の内容について第三者のいかなる損害賠償の責任を負うものでもありませんし、お客様が本資料に依拠した結果としてお客様が被った損害または損失については一切責任を負いません。また、今村証券は本資料に関するお客様からのご質問やご意見に対して、何ら対応する責任を負うものではありません。

当社および関係会社の役職員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買いまたは売りのポジションを有している場合があり、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、また電子的・機械的な方法を問わず、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

今村証券の営業サービスネットワーク

《今村証券の店舗網》

本　　店：076－263－5111

小松支店：0761－23－1525	弥生支店：076－242－2122
加賀支店：0761－73－3133	七尾支店：0767－52－3122
板垣支店：0776－34－6996	福井支店：0776－22－6644
砺波支店：0763－33－2131	高岡支店：0766－26－1770

株式、債券、投資信託の手数料等およびリスクについて

■ 国内株式等の売買取引には、約定金額に対して最大1.1799%(税込)（1.1799%に相当する金額が2,565円未満の場合は2,565円(税込))の委託手数料をご負担いただきます。

■ 国内株式等を募集等によりご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。

■ 国内株式等は、株価など売買価格の変動により損失が生じるおそれがあります。

■ 外国株式（外国 ETF、外国預託証券を含む）の外国金融商品市場等における委託取引にあたっては、売買金額（約定金額に外国金融商品市場における手数料と税金等を購入の場合には加え、売却の場合は差し引いた額）に対し、最大0.9720%（税込）の国内取次手数料をいただきます。外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等は国（市場）により異なります。

■ 外国株式の国内店頭取引にあたっては、取引価格に取引の実行に必要なコストが含まれているため、別途手数料は必要ありません。

■ 外国株式（外国 ETF、外国預託証券を含む）の売買、配当金等の受取り等にあたり、円貨と外貨を交換する際は、外国為替市場の動向をふまえて今村証券が決定した為替レートを用います。

■ 債券を募集・売出し等によってご購入いただく場合は、購入対価のみのお支払いとなります。

■ 債券は、市場の金利水準の変動等により債券の価格が変動しますので、損失が生じるおそれがあります。さらに外国債券は、為替相場の変動等により元本損失を生じる場合があります。また、倒産等、発行会社の財務状態の悪化により元本損失を生じる場合があります。

■ 投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とし投資元本が保証されていないため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により投資１単位当りの価値が変動します。したがって、お客さまのご投資された金額を下回ることもあります。

■ 投資信託にご投資いただくお客様には、銘柄毎に設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等をご負担いただきます。

■ 株式、債券および投資信託のリスクにつきましては、上場有価証券等書面、契約締結前交付書面やお客様向け資料をよくお読みください。

今村証券株式会社
金融商品取引業者　北陸財務局長（金商）第３号
日本証券業協会加入