

クスリのアオキ（3398）

担当 近藤 浩之

レーティング： **NEUTRAL** (2016/3/22) → **NEUTRAL**

新規出店さらに加速。今期業績は上振れとみるが、株価は妥当水準か。

	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)
単 13/5	93,174	-	4,386	-	4,511	-	2,894	-	372.08	32.00
単 14/5	114,411	22.8	5,899	-	6,085	-	3,825	-	244.99	38.00
単 15/5	134,994	18.0	7,778	31.8	7,959	30.8	5,213	36.3	166.40	22.00
単 16/5	163,462	21.1	9,032	16.1	9,262	16.4	6,503	24.7	207.09	12.50
単 17/5(予)	191,000	18.2	9,056	0.7	9,300	0.8	6,510	0.5	207.21	14.00
第3四半期累計期間										
単 15/6-11	78,554	21.1	4,758	28.8	4,931	30.1	3,417	38.5	108.88	6.25
単 16/6-11(予)	91,818	17.9	4,798	1.3	4,914	0.1	3,562	4.6	113.53	7.00
株価(2016/7/14)										
発行済み株式数(16/5/20)			4,975	円						
自己株式数(16/5/20)			31,420	千株						
時価総額			0	千株						
企業価値(EV)			156,315	百万円						
ROE(16/5実績)			164,234	百万円						
予想配当利回り			26.0	%						
予想PER			0.3	%						
BPS(16/5実績)			24.0	倍						
PBR			895.21	円						
CFPS(16/5実績)			5.6	倍						
PCFR			341.4	円						
EV/EBITDA(16/5実績)			14.6	倍						
			16.9	倍						



(注) 平成 26 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。14/5 期の EPS は当期首に分割が行われたと仮定して算定。
15/5 期より、会計方針を変更。14/5 期は当該変更を反映した遡及処理後の数値。
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。15/5 期の EPS 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・16/6-11 期の伸び率は当該変更を反映した遡及処理後の数値。

北陸最大手のドラッグストア。

北陸 3 県以外への出店も加速させ、2016 年 7 月 14 日現在、11 県にドラッグストア 320 店舗(内、調剤薬局併設 166 店舗)、調剤専門薬局 6 店舗を展開している。

ドラッグストアが主軸の上場企業のなかで売上高は 10 位。増収率、ROE(自己資本当期純利益率)は業界トップ、売上高営業利益率も高水準にある(資料 1、出所：各社決算短信)。要因は①「食品」(日配品・冷凍食品等、以下「フード」と「調剤」を強化した店舗(新フォーマット店舗)に改装し顧客の来店頻度を高め、既存店の売上高が伸

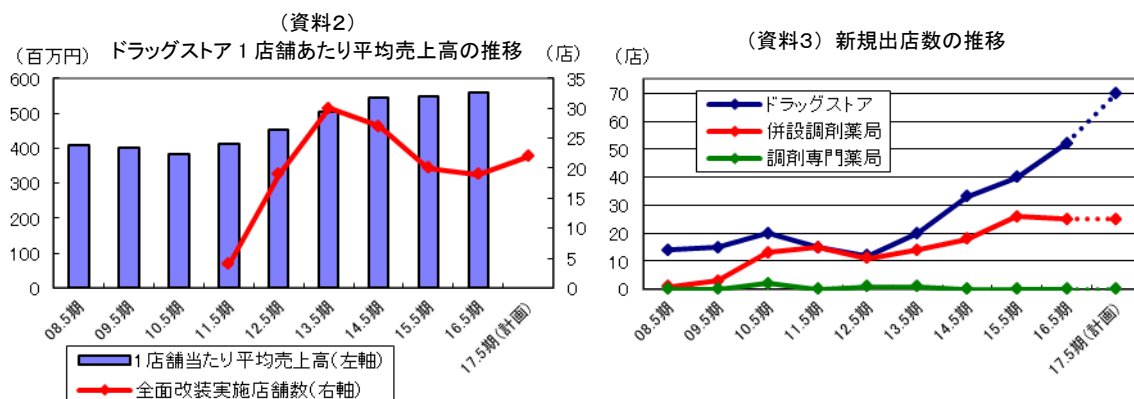
(資料 1) ドラッグストア上場企業の売上高ランキング

	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	薬王堂 (3385:東1)	単16/2	66,937	16.2	2,652	32.7	4.0	15.5
13位	ゲンキー (2772:東1)	連15/6	63,143	9.0	2,738	44.0	4.3	17.5
14位	サッポロドラッグストア (2786: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。

クスリのアオキ (3398)

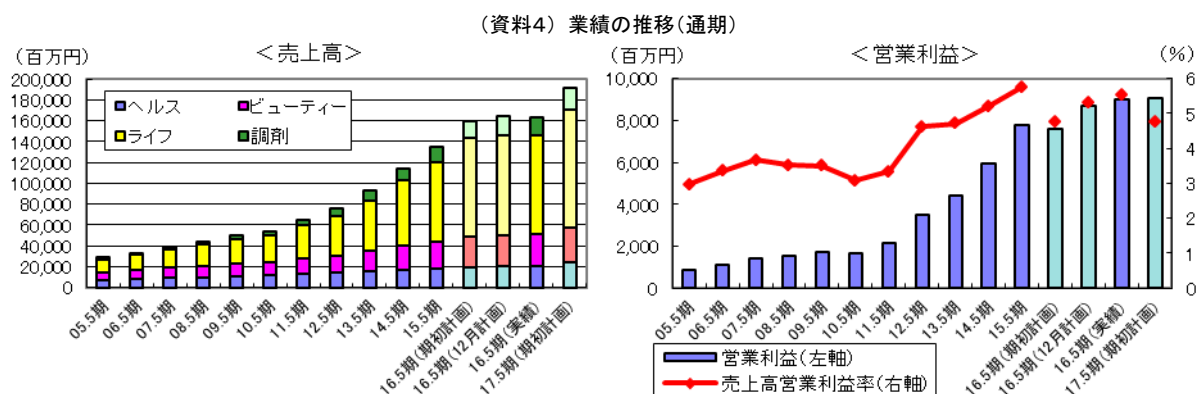
びていること（資料2、出所：同社決算説明会資料）、②新フォーマット店舗の新規出店を加速していること（資料3、出所：同社決算短信）一である。



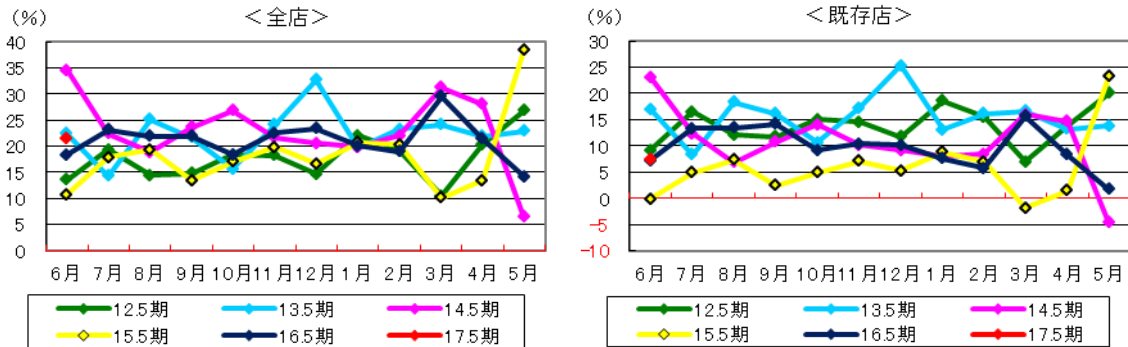
2016年5月期は売上高、営業利益、経常利益、純利益のすべてで過去最高を更新した（資料4、出所：同社決算短信）。既存店売上高は2015年5月期比+9.6%と、期初計画（+6.0%）、昨年12月公表の修正計画（+9.3%）を上回り（資料5、出所：同社月次営業速報）、商品部門別の販売実績では、フードが2015年5月期比+30.7%、調剤が同+22.4%と、引き続き強化ポイントの伸びが目立った。利益面では、新規出店を加速させたことで販売促進費や不動産費が嵩んだ一方で、化粧品や健康食品などの高付加価値商品の販売好調や、適正売価への見直し、時間帯に応じた適正な人員配置による人件費抑制が下支えた。

ただ、四半期ベースでは、第4四半期会計期間（3-5月）が営業減益（前年同期比▲7.2%）に転じた（資料6、出所：同社決算短信）。3月に示した今村証券予想（通期営業利益94億円程度）にも届かなかった。今年4月の薬価改定に際して暫定価格で仕入価格を計上したことと、前年同期が利益率の高い花粉症関連商品の売れ行きが良かった反動で粗利益率が悪化し、新規出店加速に伴った経費増加も響いた。

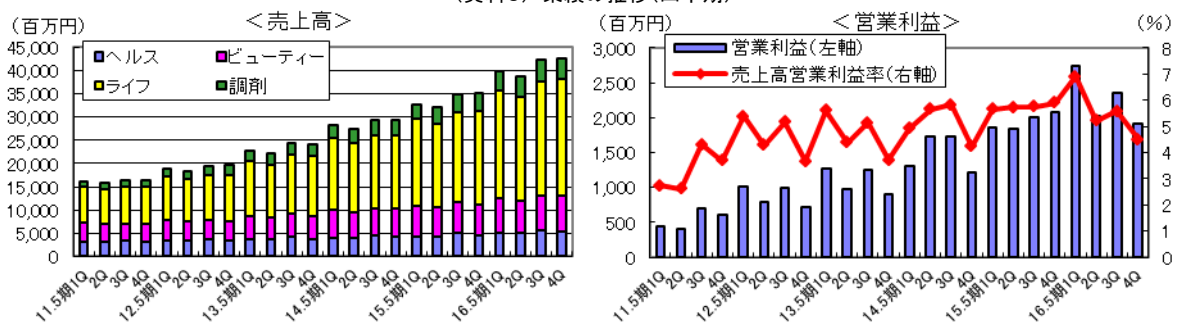
今期の利益見通しはほぼ横ばいだ。新規出店（後述）と既存店売上高の伸び（会社計画+5.3%）で大幅増収となるものの、経費増加が続く。もっとも、近年は期初の業績見通しは減益～小幅増益とし、上方修正を行う傾向にある（資料7、出所：同社決算短信）。今回もこの傾向が踏襲され、営業利益では103億円（前期比+14.5%、会社計画比+13.7%）程度に上振れると予想する。押し上げ要因としては、①薬価改定に伴う仕入価格交渉が妥結すると暫定価格と妥結した価格の差益の計上が見込めること、②既存店売上高が改装効果に加えて、新規エリアでドミナント化が進展することで上振れると見込めること一が挙げられる。6月度の既存店売上高は前年同月比+7.3%と堅調なスタートを切った。



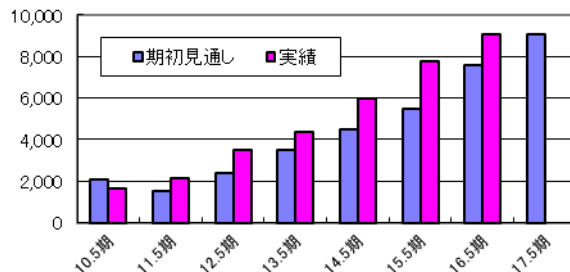
(資料5) 月次売上高の推移(前年同月比)



(資料6) 業績の推移(四半期)



(資料7) 業績の推移(期初計画・実績の比較)



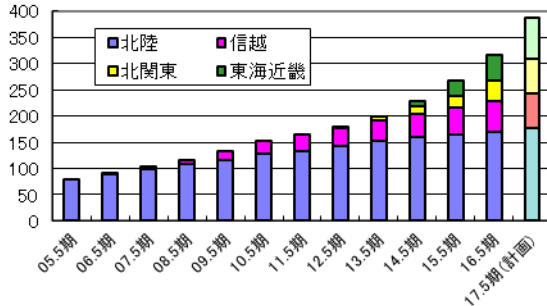
今期の新規出店数は、過去最高だった前期(52店舗)を大きく上回る70店舗の計画だ。ドラッグストア業界では大手企業が出店攻勢を続けているほか、再編を進め大規模化での収益性や経営効率の向上を目指す動きが活発化している。こうした状況のなかで生き残るために、同社は「2022年5月期の売上高3000億円」を目標に、2015年5月期からの8年間で「350店舗の純増」を目指している。店舗増加には新規エリアへの進出が不可欠として、2012年から昨年にかけて群馬県、岐阜県、滋賀県、愛知県、埼玉県、三重県に相次いで進出した。今期下期から来年上半年にかけては、栃木県、京都府、奈良県での初出店も予定する。

過去2年間での店舗純増数は88店舗、今期は69店舗の純増となる見通しだ。目標より早いスピードで増やしており、なかでも新規エリアでのドミナント化を進めている(資料8、出所：同社決算説明会資料)。店舗戦略は、住宅地や商業集積地に出店、食品で集客力を高め、調剤薬局を併設して来店客から信頼を得るというものだ。調剤薬局の併設は、スギホールディングス、ウエルシアホールディングスが注力しているのみで、その他の企業は一部にとどまる。同社の併設率は5割程度まで高まっており、競合他社との差別化を図る手段と位置づける(資料9、出所：同社決算短信)。

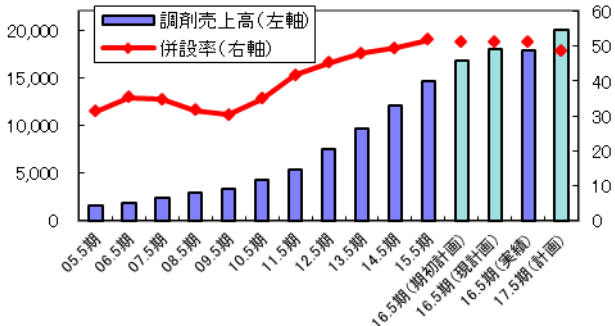
来期以降の出店ペースは今期の結果次第とした。目標に照らしてみれば、出店ペースは落ち着

いていくとみる。

(店) (資料8) 店舗数の推移



(百万円) (資料9) 調剤売上高・調剤薬局併設率の推移 (%)



足元の株価は軟調だ。前第4四半期会計期間の減益、今期の横ばい見通しが嫌気され、決算発表日の終値から25%下げた。ただ下落に転じる前は高成長期待から長く上昇が続いていた。現在の株価水準でも投資指標面での割安感がない(資料10、出所：各社決算短信・今村証券)。投資判断はNEUTRALを継続する。

(資料10) 同業他社との業績・投資指標の比較

銘柄		株価 (16/7/14)		売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	利益率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	利益率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	利益率 (%)	EPS (円)	予想 PER (倍)	BPS (円)	PBR (倍)	配当金 (円)	予想配当 利回り (%)	
北 陸 地 盤	クスリのアオキ (3398:東1)	4,975	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	5.6	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	24.0	-		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	21.2	-		-		
ゲンキー (2772:東1)	4,065	連14/6	57,949	6.0	1,901	112.1	3.3	2,007	93.0	3.5	1,171	88.0	2.0	339.05		2,669.26			50.00		
		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		2.6	60.00		
		連16/6(予)	74,000	17.2	2,800	2.2	3.8	3,000	4.2	4.1	1,930	9.6	2.6	274.16	14.8	-		30.00	0.7		
業 界 大 手	マツモトキヨシ ホールディングス (3088:東1)	4,920	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	14.3	-		90.00	1.8	
	ウエルシア ホールディングス (3141:東1)	6,910	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	3.5		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	28.1	-		50.00	0.7	
	ツルハ ホールディングス (3391:東1)	12,140	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	3.8		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	24.7	-		108.00	0.9	
	サンドラッグ (9989:東1)	9,310	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	4.2		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	23.3	-		90.00	1.0	
	コスモス薬品 (3349:東1)	21,770	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	5.7		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	31.9	-		70.00	0.3	

(注) 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。

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(予)のEPSは当期首に分割が行われたと仮定して算定。

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ありませんので、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ます、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

加賀支店：0761-73-3133

板垣支店：0776-34-6996

砺波支店：0763-33-2131

弥生支店：076-242-2122

七尾支店：0767-52-3122

福井支店：0776-22-6644

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

e_gyoumu_20160311