

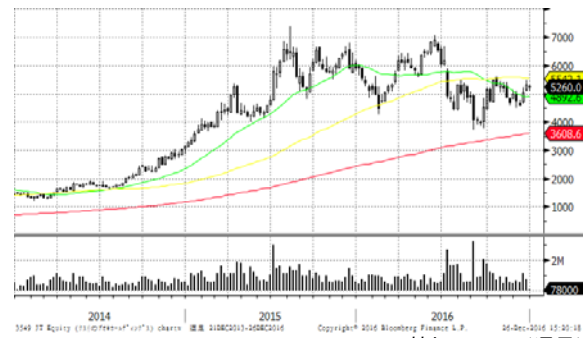
クスリのアオキホールディングス（3549）

担当 近藤 浩之

レーティング： NEUTRAL (2016/7/14) → NEUTRAL

11月に持株会社体制に移行。出店加速に伴う経費増加を粗利益率の向上でカバー。

	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	161,597	-	8,992	-	9,222	-	6,475	-	206.21	12.50
連17/5(予)	191,000	18.2	9,056	0.7	9,300	0.8	6,510	0.5	207.21	14.00
第2四半期累計期間										
単15/6-11	77,906	20.4	4,738	28.9	4,911	30.2	3,404	38.6	108.44	6.25
単16/6-11	92,486	18.7	5,656	19.4	5,786	17.8	4,302	26.4	136.91	7.00
株価(2016/12/26)			5,260	円						
発行済み株式数(16/11/20)			31,438	千株						
自己株式数(16/11/20)			0	千株						
時価総額			165,364	百万円						
企業価値(EV)			168,974	百万円						
ROE(16/5実績)			26.0	%						
予想配当利回り			0.3	%						
予想PER			25.4	倍						
BPS(16/5実績)			889.84	円						
PBR			5.9	倍						
CFPS(16/5実績)			341.4	円						
PCFR			15.4	倍						
EV/EBITDA(16/5実績)			16.9	倍						



(注) 平成28年11月21日に株式交換による持株会社体制への移行に伴い上場。実績はクスリのアオキの数値。
 平成26年5月21日と平成27年5月21日に普通株式1株につき2株の株式分割を実施。14/5期・15/5期のEPSは当期首に分割が行われたと仮定して算定。
 15/5期と17/5期より会計方針を一部変更。14/5期・16/5期・15/6-11期は当該変更を反映した遡及処理後の数値。
 出所：クスリのアオキホールディングス、ブルームバーグ、今村証券

11月にクスリのアオキとの間の株式交換により持株会社体制に移行。北陸最大手のドラッグストアで、北陸3県以外への出店も加速させている。2016年12月26日現在、12県にドラッグストア349店舗（内、調剤薬局併設173店舗）、調剤専門薬局6店舗を展開。

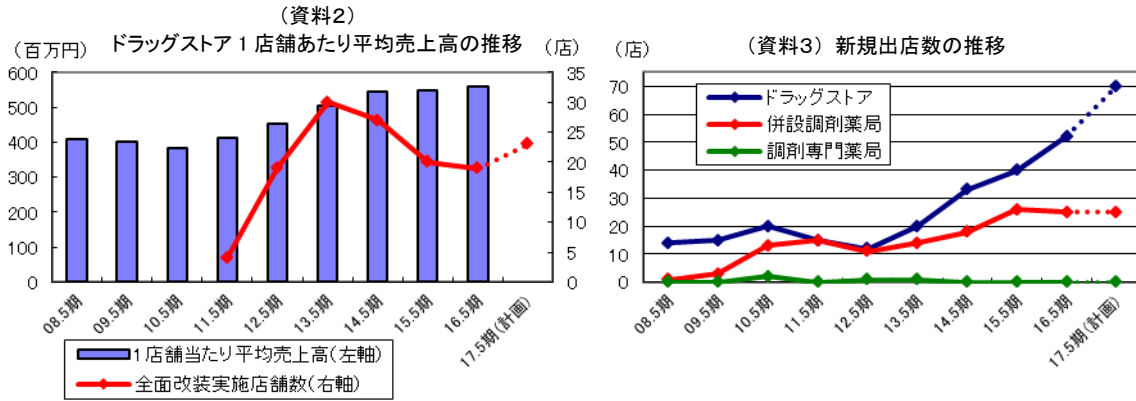
ドラッグストアが主軸の上場企業のなかで売上高は10位（資料1、出所：各社決算短信）。増収率（2017年5月期よりの会計方針一部変更を反映しない場合の2016年5月期の増収率：21.1%）、ROE（自己資本当期純利益率）は業界トップ、売上高営業利益率も高水準にある。要因は

(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	クスリのアオキホールディングス (3549:東1)	単16/5	161,597	-	8,992	-	5.6	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HD…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HD…株式交換による持株会社体制への移行に伴い平成28年11月21日上場。業績はクスリのアオキの数値。
 サツドラHD…単独株式移転により平成28年8月16日上場。業績はサツドラドラッグストアの数値。

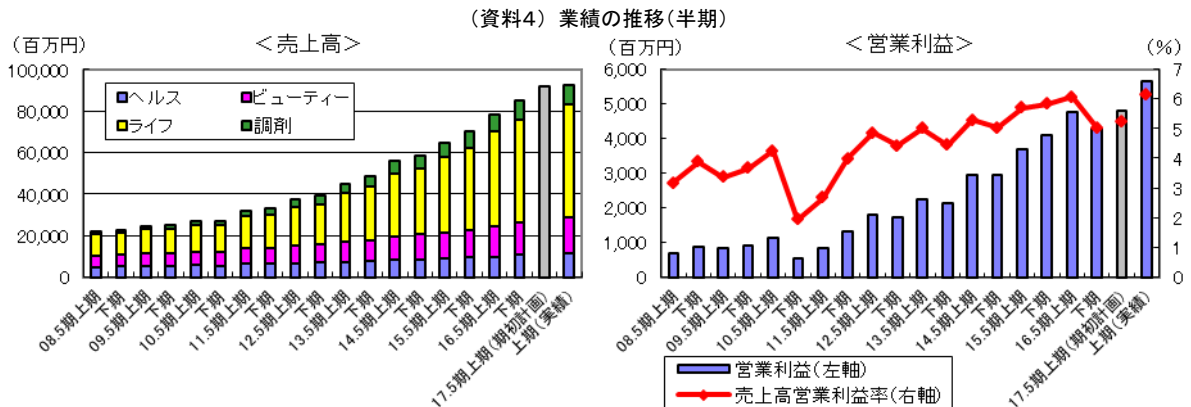
①「食品」（日配品・冷凍食品・生鮮食品等）で集客力を高め、調剤薬局併設して来店客から信頼を得ることを狙った店舗（新フォーマット店舗）への改装で既存店の売上高が伸びたこと（資料2、出所：同社決算説明会資料）、②新フォーマット店舗の新規出店を加速していること（資料3、出所：同社決算短信）一である。



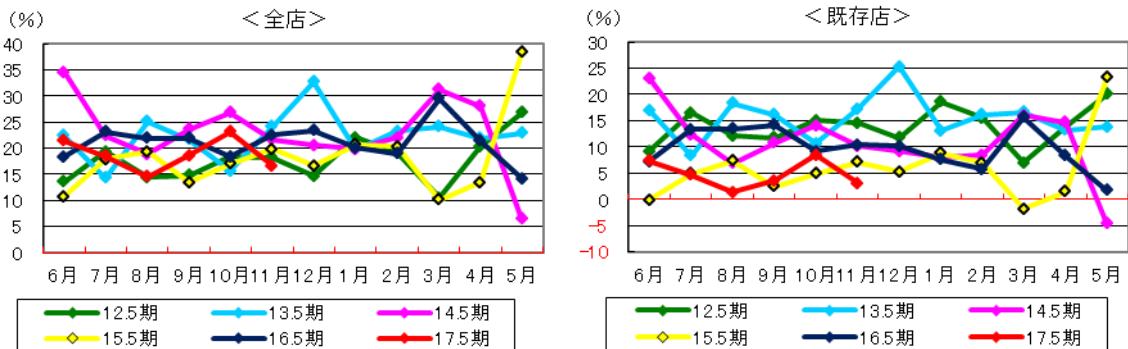
2017年5月期第2四半期は売上高、すべての利益で過去最高を更新した（資料4、出所：同社決算短信）。既存店売上高は前年同期比+4.6%であり（資料5、出所：同社月次営業速報）、引き続き堅調な水準ではあるものの、調剤部門の売上高が前年同期比+5.5%と伸び悩んだことから、期初計画（+5.0%）を下回った。ただ、新規店舗の売上が好調だったことから、全体の売上高は期初計画を0.7%上回った。

営業利益は期初の会社計画では出店加速に伴う販管費の増加でほぼ横ばい見通しだったが、実績は約2割の増益へと上振れ、売上高営業利益率は前年同期と同水準を維持した。計画通りの出店加速（ドラッグストア36店舗（前年同期比+9店舗））で販管費が膨らんだのを、殺虫剤などの季節商品、シャンプー、洗剤などでの高付加価値商品の販売好調、野菜など生鮮食品の廃棄ロス削減により粗利益率が向上したことが補った。

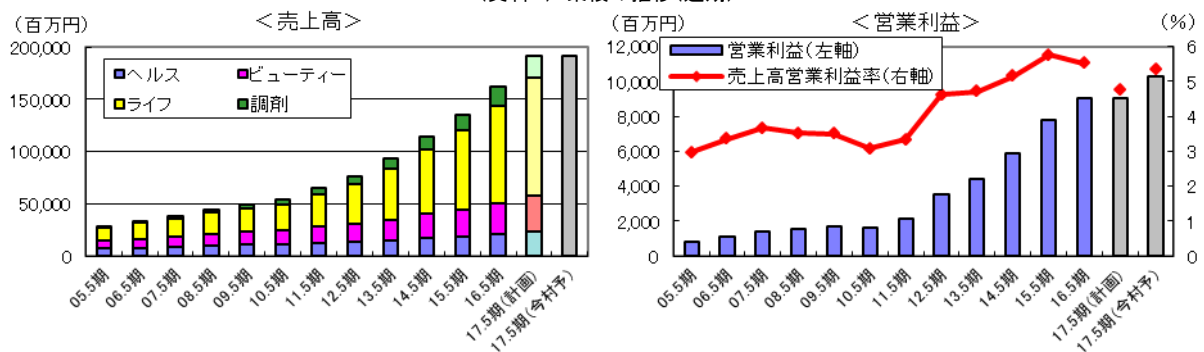
通期の見通しは据え置いている（資料6、出所：同社決算短信）。同社は、出店加速に伴う人手不足が深刻化し、下期に採用を増やすため人件費が嵩むこともあり、予想値の修正の開示が必要となる基準（営業利益、経常利益、純利益が直近予想値比±30%以上）を満たさない範囲で着地するとの見通しと説明した。今村証券では、7月の予想（売上高1920億円（前期比+18.8%、会社計画比+0.5%）、営業利益103億円（前期比+14.5%、会社計画比+13.7%））を引き継ぐ。既存店売上高が会社計画を下回っているのは想定外だが、高付加価値商品の販売好調、生鮮食品の廃棄ロス削減といった効果が下期も見込めることを考慮した。



(資料5) 月次売上高の推移(前年同月比)



(資料6) 業績の推移(通期)

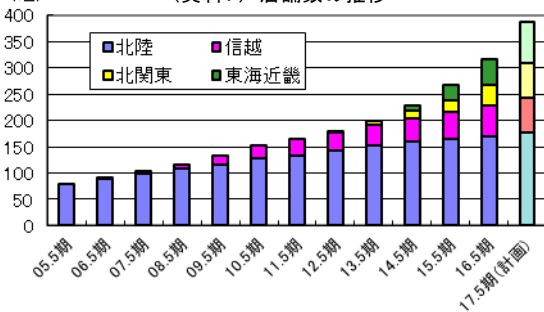


ドラッグストア業界では大手企業が出店攻勢、再編を進め大規模化での収益性や経営効率の向上を目指す動きが活発化している。こうした状況のなかで生き残るために、同社は「2022年5月期の売上高3000億円」を目標に、2015年5月期からの8年間で「350店舗の純増」を目指している。店舗増加には新規エリアへの進出が不可欠として、2012年から昨年にかけて群馬県、岐阜県、滋賀県、愛知県、埼玉県、三重県に相次いで進出した。今年11月には栃木県にも初出店を果たし、京都府、奈良県にも来春の出店を予定する。

今期までの3年間での店舗純増数は157店舗となる見通しだ(資料7、出所：同社決算説明会資料)。1年間で平均52.3店舗増えていることになり、目標(43.8店舗)より早いスピードで増加している。目標以上の純増数は、赤字店舗の増加、人材不足などへの懸念を生じさせた。しかし、新規エリア(北関東、東海近畿)でも好立地を確保でき、新フォーマット店舗が受け入れられていることが、懸念を払拭している。

来期の出店ペースは人材採用の動向次第としたが、目標に照らして鈍化するとみる。一方で、同業他社との差別化の手段である調剤薬局の併設率は50%程度を維持したいとの考えがあるようで、調剤薬局の開設が増える可能性がありそうだ(資料8、出所：同社決算短信)。

(資料7) 店舗数の推移



(資料8) 調剤売上高・調剤薬局併設率の推移



高成長期待から長く上昇が続いていた株価は今年、弱含みで推移した。8月に1年半ぶりの安値を付けた後、上げに転じたとはいえ、昨年末(クスリのアオキ:5,920円)よりも11%安い水準にある。今後は業績の上振れ期待が株価上昇要因となろう。対して、来期は人員増強による影響を理由に、近年の傾向に則って、減益～小幅増益の保守的な見通しを開示する可能性が高く、これが嫌気される可能性がある。投資指標面からみても現在の株価は妥当水準と考え、投資判断はNEUTRALを継続する(資料9、出所:各社決算短信・今村証券)。

(資料9) 同業他社との業績・投資指標の比較

銘柄	株価 (16/12/26)	売上高 (百万円)	営業利益			経常利益			純利益			EPS (円)	予想 PER (倍)	BPS (円)	PBR (倍)	配当金 (円)	予想配当 利回り (%)	
			伸比率 (%)	伸比率 (%)	利益率 (%)	伸比率 (%)	利益率 (%)	伸比率 (%)	利益率 (%)									
北陸地盤 クスリのアオキ ホールディングス (3549:東1)	5,260	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			22.00	
		単16/5	161,597	-	8,992	-	5.6	9,222	-	5.7	6,475	-	4.0	206.21		889.84	5.9	12.50
		連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	25.4	-	14.00	0.3
		連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	22.4	-	-	-
ゲンキー (2772:東1)	5,600	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	6.3	30.00
		連17/6(予)	86,000	17.0	3,310	24.7	3.8	3,520	22.1	4.1	2,335	22.8	2.7	331.15	16.9	-	40.00	0.7
業界大手	マツモトキョシ ホールディングス (3088:東1)	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	1.9	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	17.3	-	90.00	1.5
	ウエルシア ホールディングス (3141:東1)	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	3.6	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	28.9	-	50.00	0.7
	ツルハ ホールディングス (3391:東1)	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	3.6	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	23.0	-	108.00	1.0
	サンドラッグ (9989:東1)	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)	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	5.6	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	31.6	-	70.00	0.3	

(注) クスリのアオキホールディングス…平成28年11月21日に株式交換による持株会社体制への移行に伴い上場。実績はクスリのアオキの数値。

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期より会計方針を一部変更。16/5期は当該変更を反映した遡及処理後の数値。

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。

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