

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## クオール

3034 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 3 月 8 日 (木)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 大手調剤薬局チェーンの一角を占め、店舗数で第2位、売上高で第3位を誇る	01
2. M&Aを主軸として店舗網を拡大し、シェア5%・売上高3,000億円を目指す	01
3. 業績は順調に進捗中。2018年3月期通期見通しを2度目の上方修正	01
■ 会社の概要	02
1. 沿革	02
2. 事業の概要	04
3. 中期的経営目標	05
■ 保険薬局事業の概要と成長戦略	06
1. 調剤薬局の市場と収益構造	06
2. 調剤薬局事業のポジショニング	07
3. 店舗戦略	09
4. 今後の成長戦略	11
■ BPO受託事業の概要と成長戦略	13
1. BPO受託事業の概要	13
2. BPO受託事業の成長戦略	14
■ 業績の動向	16
1. 2018年3月期第3四半期決算の概要	16
2. 2018年3月期通期の業績見通し	19
3. 2019年3月期の考え方	20
■ 株主還元	23
■ 情報セキュリティ	24

## ■ 要約

### “マンツーマン薬局”と異業種提携による新業態薬局の2本柱で、調剤薬局事業の成長加速を狙う

#### 1. 大手調剤薬局チェーンの一角を占め、店舗数で第2位、売上高で第3位を誇る

クオール<3034>は大手調剤薬局チェーンの1社で、調剤薬局店舗数で第2位、売上高で第3位(上場企業ベース)の位置にある。1992年の設立以来、M&Aを積極的に活用しながら店舗網を拡大し、成長を遂げてきた。調剤薬局事業の戦略面での特徴は、コアビジネスとしての“マンツーマン薬局”展開と、それを補完する異業種との事業提携に基づいた新業態薬局の2本柱体制にある。同社はまた、調剤薬局事業を補完するもう1つの事業として、BPO(Business Process Outsourcing:業務プロセスの一部を継続的に外部の専門的な企業に委託すること)受託事業を展開している。BPO受託事業においては、製薬会社にMRを派遣するCSO(Contract Sales Organization:医薬品販売業務受託機関)事業や、薬剤師・看護師等の医療従事者の派遣紹介事業などを手掛けている。

#### 2. M&Aを主軸として店舗網を拡大し、シェア5%・売上高3,000億円を目指す

同社が属する調剤薬局業界は国民医療費の中の「薬局調剤医療費」が市場規模の目安となる。高齢化社会の進行などを背景に、成長率は鈍化する可能性はあるものの、調剤薬局業界の市場規模は成長が続くと予想される。こうした市場環境に対して同社は、M&Aを主軸とした店舗網の積極拡大策で臨む方針だ。同社は店舗展開において“マンツーマン薬局”というコンセプトを推進しているが、これは潜在的なM&Aのターゲット企業をより幅広く取り込むうえでもプラスに働くと弊社では見ている。調剤薬局業界では中期的に業界再編が進むと見られているが、その過程で同社は勝ち組となり、1つの区切りである5%のシェアと売上高3,000億円を目指す方針だ。

#### 3. 業績は順調に進捗中。2018年3月期通期見通しを2度目の上方修正

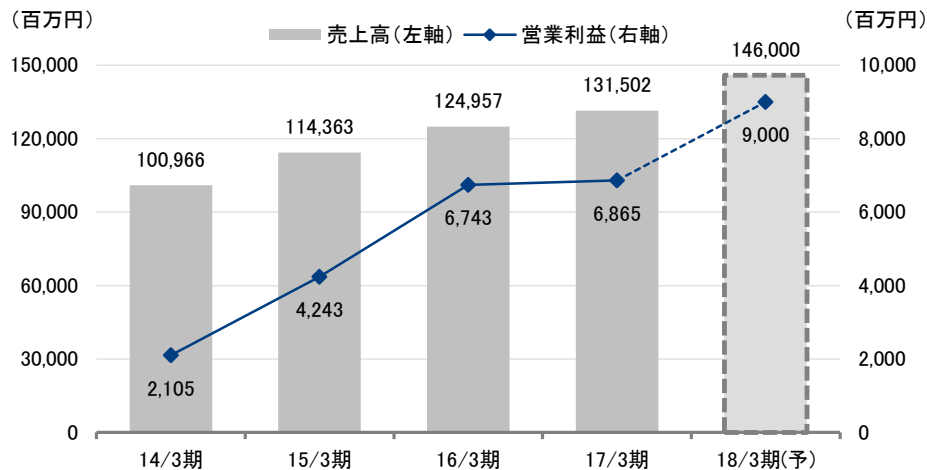
同社の2018年3月期第3四半期は、売上高108,471百万円(前年同期比12.8%増)、営業利益6,989百万円(同54.5%増)と大幅増収増益で着地した。これを受けて同社は今通期の業績予想を上方修正し、売上高146,000百万円(前期比11.0%増)、営業利益9,000百万円(同31.1%増)を予想している。好調な業績を牽引するのは主力の調剤薬局事業だ。今期は診療報酬・薬価の改定スキップ年で事業環境が比較的安定的に推移するなか、M&Aによる増収効果に加え、かかりつけ薬剤師・薬局への取り組みやジェネリック医薬品の使用促進などを通じて処方せん単価上昇に努め、業績の躍進へとつなげた。2019年3月期は改定年に当たるが、これまで同様、店舗数拡大を積極的に推し進めることで、増収増益基調を維持するものと弊社ではみている。

#### Key Points

- ・調剤薬局事業では店舗数で第2位、売上高で第3位のポジション
- ・調剤薬局事業の市場規模は約8兆円。高齢化社会の進行で成長が続く見通し
- ・M&Aを主軸とした店舗網拡大による成長を目指す。マンツーマン薬局のコンセプトもM&Aの実現に追い風になると期待

## 要約

## 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社の概要

### 1992年の設立以来、M&Aの積極的な活用で成長

#### 1. 沿革

同社は1992年、現代表取締役会長兼CEOの中村勝(なかむらまさる)氏により設立された。1993年(4月)に日本橋兜町に調剤薬局第1号店を開業以来、調剤薬局店舗網の拡大を進めてきた。その傍ら、関連事業・周辺事業への進出も図り、2003年にはフェーズオン(株)を設立して治験関連(SMO=Site Management Organization、治験施設支援機関)事業に進出したほか、2008年にはクオールメディス(株)を設立して労働者派遣・紹介事業を開始した。

同社は業容拡大の有力な手法としてM&Aを積極的に行ってきた。調剤薬局の店舗網拡大に向けて中小の調剤薬局チェーンのM&Aを進めるのみならず、その関連事業・周辺事業の分野においても、第一メディカル(株)、(株)エーベル、アポプラスステーション(株)、(株)アルファームなどの各社を次々と子会社化してきた。

### 会社の概要

同社は M&A を通じて業容を拡大する一方で、経営管理体制やガバナンスの強化にも取り組んできている。子会社について完全子会社化や本体及び中核子会社への吸収等を進め、各子会社の事業を同社の2つの事業セグメント（保険薬局事業と BPO 受託事業）に沿って整理し、経営の効率化を図ってきた。さらに、2017年9月には持株会社体制に移行する計画を公表した。その目的として、グループ経営戦略推進機能の強化、意思決定の迅速化、コーポレートガバナンス強化及びグループシナジーの最大化の4つを掲げている。持株会社への移行のタイミングについては、当初は2018年4月1日を予定していたが、同じタイミングで診療報酬・薬価の改定が行われるためそれへの対応を優先することとし、持株会社体制への移行を2018年10月1日へと変更している。

証券市場には2006年4月に大阪証券取引所ヘラクレス市場に株式を上場した後、2012年12月に東京証券取引所市場第1部に指定替えとなり、現在に至っている。

### 沿革

年月	主要事項
1992年10月	医薬品の調剤及び販売を目的としてクオール株式会社を設立
2003年 5月	フェーズオン（株）を設立、治験関連（SMO）事業を開始
2006年 4月	大阪証券取引所ヘラクレス（現・東京証券取引所 JASDAQ）に株式を上場
2007年 1月	第一メディカル（株）（現・メディカルクオール（株））の全株式を取得し子会社化、医療・医薬情報資材政策関連事業を開始
2007年10月	（株）イーベルを吸収合併し子会社化。これに伴いイーベルの親会社であった（株）メディセオ・パルタックホールディングス（現・メディカルホールディングス <7459>）及び三菱商事 <8058> が「その他の関係会社」となる
2008年12月	クオールメディス（株）を設立、労働者派遣・紹介事業を開始
2009年 2月	クオールアシスト（株）を設立、社内業務代行事業を開始
2011年12月	東京証券取引所市場第2部に株式を上場
2012年 3月	大阪証券取引所 JASDAQ（現・東京証券取引所 JASDAQ）の上場を廃止
2012年10月	アポプラスステーション（株）（現連結子会社）の全株式を取得し子会社化
2012年12月	東京証券取引所市場第1部に指定替え
2013年 4月	会社分割による中間持株会社、クオール SD ホールディングス（株）を設立
2013年 4月	アポプラスステーションの調剤事業を吸収分割
2013年 4月	クオールメディス（株）の商号をクオールアカデミー（株）に変更
2013年 4月	アルファーム（株）（現連結子会社）の全株式を取得し子会社化
2013年 8月	連結子会社である（株）レークメディカルの株式 44.44% を取得し完全子会社化
2014年 8月	クオールアカデミー及びフェーズオンを吸収合併
2014年10月	連結子会社である（株）セントフォローカンパニーの株式 47.85% を取得し完全子会社化
2016年10月	（株）共栄堂（現連結子会社）の全株式を取得し子会社化
2016年10月	中間持株会社クオール SD ホールディングスを吸収合併
2017年 9月	2018年4月1日をもって持株会社体制へ移行することを発表（その後移行日を2018年10月1日に修正）

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## 調剤薬局経営を中心とする保険薬局事業と、 医療関連の業務受託の BPO 業務受託事業の 2 事業を展開

### 2. 事業の概要

現在の同社は、保険薬局事業と BPO 受託事業の 2 つの事業セグメントからなっている。詳細は後述するが、保険薬局事業はクオール本体が、BPO 受託事業は 100% 子会社のアポプラスステーションが、それぞれ中核企業となっている。

保険薬局事業セグメントの事業内容は、調剤薬局の運営と病院内売店の運営の 2 つだ。このうち、店舗数では調剤薬局事業が全体の約 97% を占め、また売上高でも同様の構成比と推測されることから、保険薬局事業セグメントの実質は調剤薬局事業とすることができる。

保険薬局事業において連結子会社が 17 社と多いのは、同社が中小の調剤薬局チェーンの M&A を重ねてきたためである。これは同社が薬局運営において地域性を重視して被買収企業の経営の独自性を尊重していることや、薬局運営に関する行政の許認可の存在があるとみられる。在庫管理など経営上の各種システムについては同社本体と子会社間で統合が完了しており、子会社が多数存在していることの経営効率上の不利益はないと弊社ではみている。

BPO 受託事業ではこれまで、自社設立の子会社や買収会社の整理統合が進んできている。現状では、3 つのサブセグメント（詳細は後述）のうち、出版事業をメディカルクオールが手掛けるほかは、ほぼすべての事業をアポプラスステーションが行う体制となっている。

#### 事業セグメントと運営企業の概況

会社名	事業セグメント	事業内容
クオール（他に連結子会社 17 社）	保険薬局事業	調剤薬局運営、病院内売店等の運営
アポプラスステーション（他に連結子会社 2 社）	BPO 受託事業	CSO 事業、CRO 事業、医療従事者派遣・紹介等

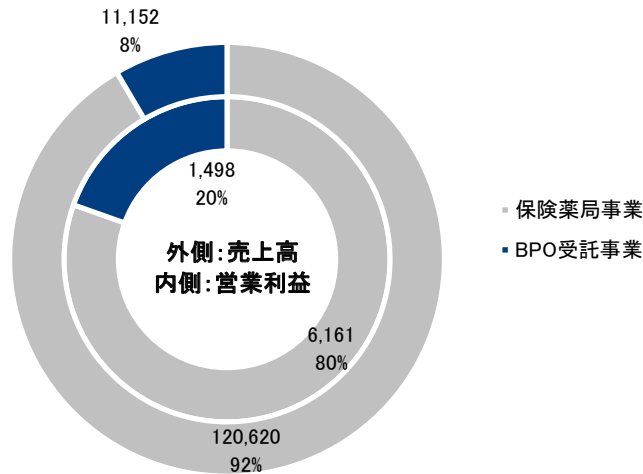
出所：有価証券報告書等からフィスコ作成

事業セグメント別の収益の構成比を見ると、2017 年 3 月期実績ベースでは、売上構成比は保険薬事業 92%、BPO 受託事業 8%、営業利益構成比は保険薬局事業 80%、BPO 受託事業 20% となっている。BPO 受託事業の営業利益構成比が売上高構成比よりも高いことから明白なように、営業利益率では BPO 受託事業が保険薬局事業を大きく上回っている。これは BPO 受託事業の内容が人材派遣紹介業務であることが影響している。

会社の概要

事業セグメント別売上高・営業利益の内訳

(単位:百万円)



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 調剤薬局事業を主たるけん引役として、 中長期的に売上高 3,000 億円を目指す

### 3. 中期的経営目標

同社はいわゆる中期経営計画は策定していない。しかし達成時期は明示してはいないものの、中長期的成長の目標値として、売上高 3,000 億円を掲げている。この実現に向けては、既存の 2 つの事業である保険薬局事業（調剤事業）と BPO 受託事業の成長に加えて、第 3 の柱となる新規事業の立ち上げも想定しているとみられる。

弊社では、当面の成長の主たるけん引役は調剤薬局事業が担うことになるとみている。詳細は後述するが、高齢化社会の進行による医療費増大は不可避であり、それは同社にとっての市場拡大を意味する。また、市場構造としても全国の 58,000 店とも言われる調剤薬局業界が、同社を始めとする大手薬局チェーンが主導する形で再編に向かうと考えられる。調剤薬局市場でシェア 5% というのが大手調剤チェーン各社が目指す 1 つの区切りとなっており、同社が掲げる 3,000 億円という目標もそこに由来すると弊社ではみている。逆に言えば、シェア 5% を達成すれば 3,000 億円という売上高はおのずと付いてくると言え、調剤事業でいかに 5% のシェアを確保していくのかを見極めることが、同社の成長戦略を見るうえでの最大のポイントだと考えている。



## ■ 保険薬局事業の概要と成長戦略

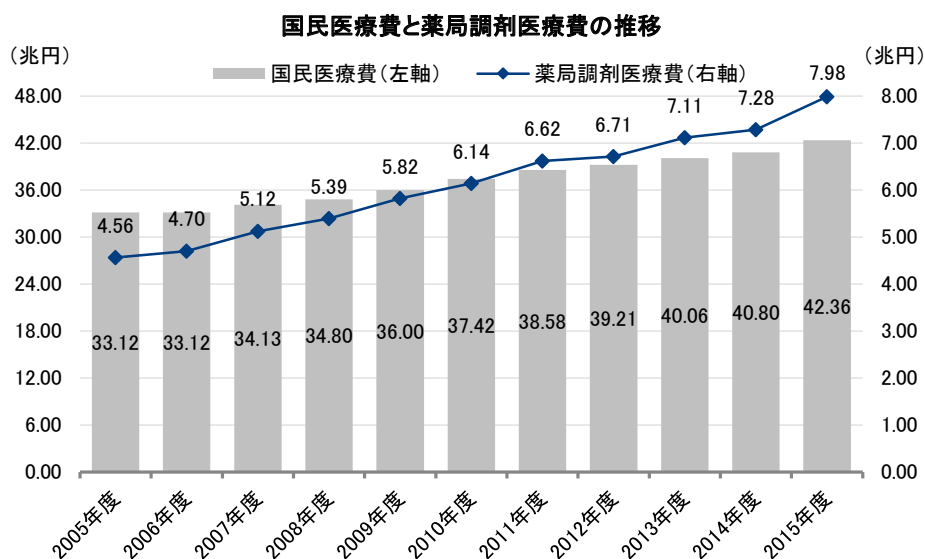
### 国の健康保険制度に組み込まれ、市場規模は約8兆円

#### 1. 調剤薬局の市場と収益構造

調剤薬局は病院（医師）とともに国の健康保険制度に組み込まれており、それゆえ保険薬局とも称される。日本において「薬局」を名乗れるのは、原則として「薬機法」に基づいて開設許可を受けた施設のみとなっている。そこでは、薬剤師が常駐して、調剤室において医師の処方せんに基づいた医薬品を調剤する医療サービスを提供している。薬剤師や調剤室といった要件を欠いた施設は店舗名に「薬局」を名乗ることはできないが、逆に言えば、これらの要件を満たせばコンビニエンスストアやドラッグストア等の小売店舗であっても「薬局」と称することができる。

調剤薬局にとっての市場規模は、それが国の健康保険制度に組み込まれているため、国民医療費の中の「薬局調剤医療費」（定義：処方せんにより保険薬局を通じて支給される薬剤等の額で、調剤基本料等技術料と薬剤料の合計）に表象されるということが出来る（実際にはこれに一般用医薬品の販売など周辺サービスからの売上げも加わる）。その推移を見ると、高齢化社会の進行などの影響もあって、その額は右肩上がりが続いており、2015年度における薬局調剤医療費は7兆9,831億円（前年度比9.6%増）に達した。

2005年度を起点に2015年度までの10年間の薬局調剤医療費の年平均成長率は5.8%であった。これは同期間における国民医療費全体の年平均成長率2.5%を大きく上回っている。国民医療費の増大は国民経済の観点からは好ましいことではないため、将来の伸び率は過去に比べて鈍化する可能性は高いが、高齢化社会の進行を考えれば拡大基調は続くと考えられる。



出所：厚生労働省の統計よりフィスコ作成



調剤薬局売上高は、簡単に言えば処方せん応需枚数と処方せん単価の積で決まる。このうち、処方せん単価は、その中身が「調剤技術料」、「薬学管理料」及び「薬剤料」の3要素から成っている。このうち薬剤料については、医薬品の原価が占める割合が大きいことや、高額医薬品の影響を受けて変動しやすいことに注意が必要だ。利益の観点では調剤技術料と薬学管理料が重要な意味を持っている。一方、国（厚生労働省）は、医療費の伸びの抑制や国の医療政策の実現の動機付けへとつなげるべく、調剤技術料や薬学管理料を含めた「診療報酬」の定期的な見直しを行っている。処方せん単価を考えるうえでは、表面上の処方せん単価の変動よりも、薬剤料における粗利益と、調剤報酬（調剤技術料と薬学管理料）の変化がより大きなポイントと言える。

処方せん応需枚数については、通常の小売業で言えば来店客数に相当する。調剤薬局事業においては、処方せん単価（より正確には“処方せん粗利益”）の急激な拡大は期待しにくい面があるため、各社とも経営の中心施策は処方せん応需枚数の増加策、すなわち客数拡大に取り組んでいる。1店舗当たりの客数増大も限界があるため、全社ベースで見た場合には、客数拡大の中心的施策は、店舗数の拡大戦略となると考えられる。

## 調剤専門チェーンの上場企業で、 店舗数で第2位、売上高で第3位の地位を誇る

### 2. 調剤薬局事業のポジショニング

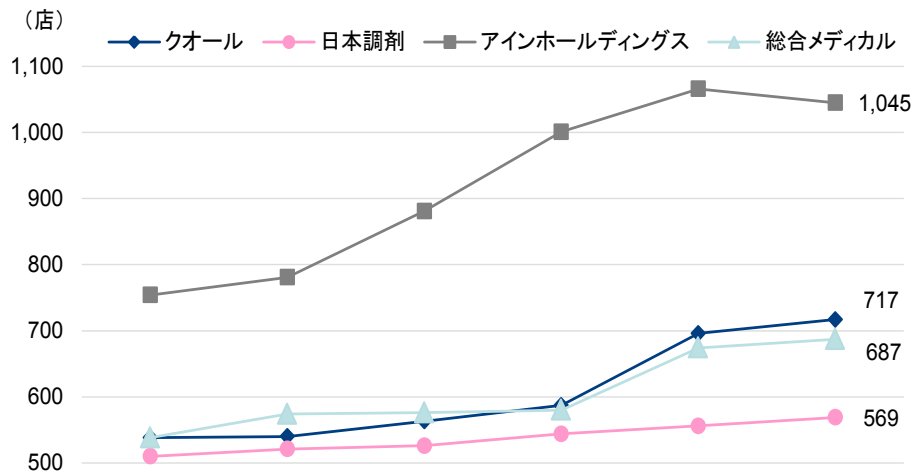
前述のように、保険薬局事業セグメントの売上高の90%以上を調剤薬局事業が占めている。すなわち、同セグメントと調剤薬局事業はほぼ同義と言え、保険薬局事業セグメントの成長戦略とは調剤薬局事業のそれと同じと言える。

調剤薬局業界の現状を見ると、各社の2017年度第2四半期末時点では、同社は調剤薬局692店舗を擁し、アインホールディングス<9627>に次いで調剤専門チェーンの中では第2位の位置にある。ただし、第3位の総合メディカル<4775>の店舗数は687店と肉薄しているほか、非上場の調剤専門チェーンであるクラフト（株）は約700店舗を展開してわずかに同社よりも多い店舗数を有しているとみられる。また、ドラッグストア業界のウエルシアホールディングス<3141>は調剤併設型ドラッグストアを1,070店展開している。このように、調剤薬局チェーン業界における大手各社の競争は極めて激しく、店舗数順位はM&A等の進捗によって容易に変動しうる状況となっている。

クオール | 2018年3月8日(木)  
3034 東証1部 | <http://www.qol-net.co.jp/>

## 保険薬局事業の概要と成長戦略

## 主要な大手薬局チェーンの調剤薬局店舗数の推移



注: アインホールディングスは4月決算のため4月末と10月末  
出所: 各社短信、決算説明会資料等よりフィスコ作成

売上高については、アインホールディングス、日本調剤<3341>について上場企業の中では業界第3位の位置にある。同社よりも店舗数が少ない日本調剤が売上高で第2位に入ってきている理由は、1店舗当たり売上高の違いに由来する。詳細は後述するが、同社は“マンツーマン薬局”を店舗戦略上の特徴としており、大型の門前薬局（大規模病院の目前に立地する店舗）は比較的少ない。反対に日本調剤は1店舗当たりの売上規模を重視した店舗戦略を採用しており、全国の大学付属病院の4割以上に門前薬局を出店するなど、門前薬局の展開に注力している。こうした戦略の違いが、処方せん単価や応需枚数の差となり、1店舗当たり売上高の違いに表れているとみられる。

## 調剤薬局事業の同業比較

会社名	コード	調剤薬局事業				その他の事業					FY17Q2 1店舗当たり 調剤売上高注 (百万円)	備考
		店舗数(店)	時点	売上高(百万円)	決算期	医薬品製造	派遣・紹介	DS	医薬品卸	コンサル		
クオール	3034	587	17/9末	66,126	18/3期Q2		●				178	店舗数には Lawson、ビックカメラ、JR西日本とのJV店を含む
日本調剤	3341	569	17/9末	100,011	18/3期Q2	●	●				356	店舗数は調剤薬局のみで、物販店舗は含まない
アインホールディングス	9627	1,045	17/10末	117,991	18/4期Q2			●	●		219	店舗数は調剤薬局の数、会社予想ベース
総合メディカル	4775	687	17/9末	53,389	18/3期Q2					●	157	
ウエルシアホールディングス	3141	1,070	17/8末	55,289	18/2期Q2			●			106	店舗数は「調剤取扱店」の数
ココカラファイン	3098	260	17/9末	26,400	18/3期Q2			●			207	店舗数は「調剤取扱店」の数

注: 1店舗当たり調剤売上高は調剤事業売上高を調剤取扱店店舗数の期首・期末平均で除して算出。上半期については2倍して年率換算した値。

出所: 各社短信、決算説明会資料等よりフィスコ作成

## “マンツーマン薬局”をコアモデルとしつつ、 事業提携を通じた新業態薬局で幅を広げる店舗戦略で臨む

### 3. 店舗戦略

保険薬局事業における同社の事業戦略上の特徴は大きく2つだ。1つは『マンツーマン薬局』であり、もう1つはコンビニ大手であるローソン<2651>やJR西日本<9021>などの事業提携による新業態薬局の展開だ。

『マンツーマン薬局』と言うのは同社の通常のクオール店舗を対象とした店舗展開の基本スタンスを表象するコンセプトであり、事業モデルにおける“コアビジネス”でもある。その内容は、処方元医療機関とクオール薬局が1対1(マンツーマン)の関係になれる薬局づくりを目指すことを意味している。マンツーマン薬局では医療と関係のない支出を最小限に抑え、その分を患者のためのサービス向上に投資している。より具体的には、当該店舗がターゲットとする医療機関(多くは個人医院や中小規模の病院)の診療科目や地域性などに応じて店舗設計や機能を変化させた店づくりを追求している。その原資はマンツーマン経営の利点である医薬品在庫の効率化を初めとする店舗の低コスト構造から生み出される。同社はマンツーマン薬局のコンセプトのもと、患者にとって利用価値の高い、患者から選ばれる薬局づくりを店舗戦略の中核に位置付けている。また、マンツーマン薬局のコンセプトは、後述する成長戦略においても重要な切り口となっている。

事業提携による新業態薬局の展開は、2009年6月の薬事法改正により、コンビニやドラッグストア、スーパーなどの他業種店舗が登録業者として一般用医薬品(いわゆる大衆薬)を販売可能となったことが背景にある。これを機に他業種から調剤薬局事業に参入する流れを受けて、それを迎え撃つ施策として同社は前述の2社との事業提携に踏み切り、その後もビックカメラ<3048>等の異業種との事業提携を逐次推進してきている。

ローソンとの提携では、同社がフランチャイジーとしてローソン店舗を運営し、その中に調剤機能を設置する形態が基本となっている(1店舗だけ他社運営のローソン店に出店する形態がある)。立地的には市街地が多く、同社は“街ナカ薬局”と位置付けている。

JR西日本との提携では、“駅クオール”店舗をJR西日本の駅構内に出店している。いわゆる“駅ナカ”出店と言える。ビックカメラとの提携ではビックカメラ店舗内にクオール薬局を出店している。ビックカメラは大型ターミナル駅の近辺に出店していることが多く、同社では“駅チカ”出店と位置付けている。これら以外にも同社は、小田急電鉄<9007>やライフコーポレーション<8194>とも協業を行い、新業態薬局の拡大を図っている。

事業提携を通じた店舗が“新業態”とされるのは、前出の“マンツーマン薬局”との対比において、ターゲット顧客層が異なることがその理由だ。前述のようにマンツーマン薬局では顧客層がある程度絞り込まれ、医薬品在庫などもそれを念頭において効率化されたものとなっている。一方新業態薬局は、人通りの多い立地で不特定多数の顧客をターゲットとしている。これら店舗では在庫投資等の点ではマンツーマン薬局よりも負担が増えるが、より多くの来店客数(すなわち処方せん応需枚数)を期待できる。マンツーマン薬局をコアモデルと位置付けつつ、新業態によって成長の加速を図るとするのが同社の狙いだとみられる。

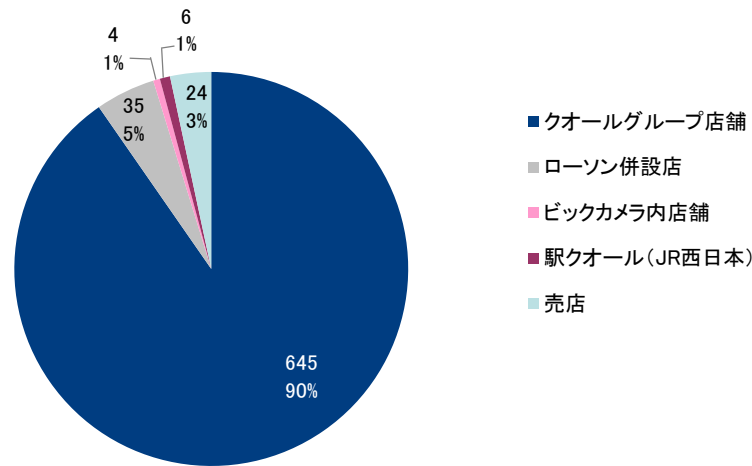
保険薬局事業の概要と成長戦略

同社は2017年12月末時点で調剤薬局と病院内店舗等を合わせて、直営712店舗、FC（フランチャイズ）契約2店舗の合計714店舗を全国に展開している。内訳は調剤薬局が690店、売店が24店となっている。調剤薬局は基本的に“クオール薬局”をブランド名としているが、M&Aによって取得した薬局の一部は従来の呼称をそのまま用いているケースもある。

同社のクオール薬局を立地・形態別に分類すると、同社及びグループ会社がスタンドアロンで展開するクオールグループ店舗が645店、ローソン内店舗が35店、ビックカメラ内店舗が4店、JR西日本内店舗が6店、病院内売店が24店という内訳となっている（店舗数はいずれも2017年12月末時点、小田急電鉄、ライフコーポレーションとの提携店舗はクオールグループ店舗に含んでいる）。

今後の見通しについて、詳細は成長戦略の項で述べるが、基本的にはスタンドアロンのクオール薬局（グループ企業を含む）を中心に伸びていくとみられる。ローソン併設型店舗は、調剤薬局としての経営のみならずコンビニエンスストア事業の経営も考慮しながらの出店となるため、現在の事業モデルでの急拡大は難しいとみている。JR西日本との“駅クオール”も駅ナカ出店が可能な駅数は限定的と考えられる。ビックカメラ内出店もビックカメラの店舗数を超えて出店することはできない。新業態薬局の展開の成長ポテンシャルは依然として高いものの、マンツーマン薬局のコンセプトのもと、クオール薬局の拡大スピードがそれを上回るのではないかとというのが弊社の考えだ。

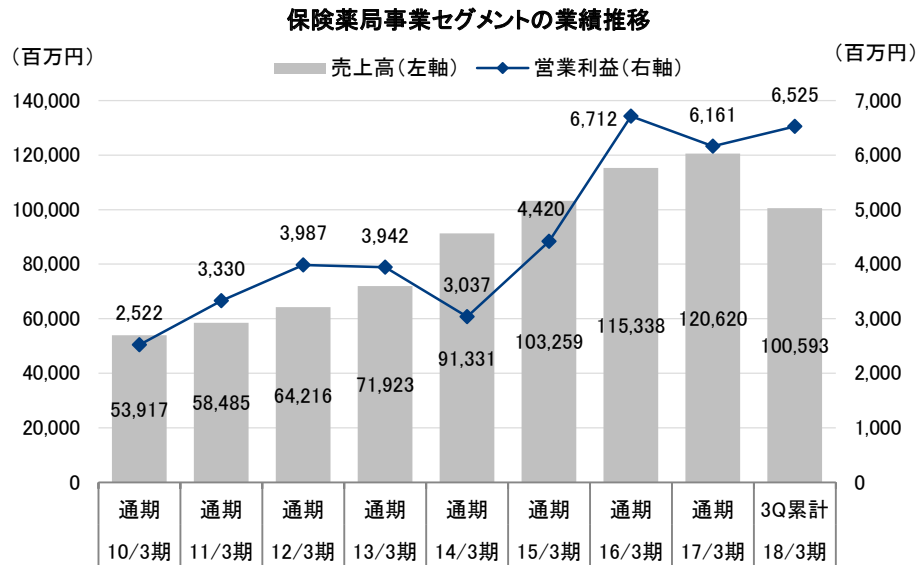
クオール店舗の内訳(2017年12月末時点)



出所：決算説明補足資料よりフィスコ作成

## M&A を主軸とした店舗網拡大による成長を目指す。 マンツーマン薬局のコンセプトも M&A の実現に追い風になると期待

### 4. 今後の成長戦略

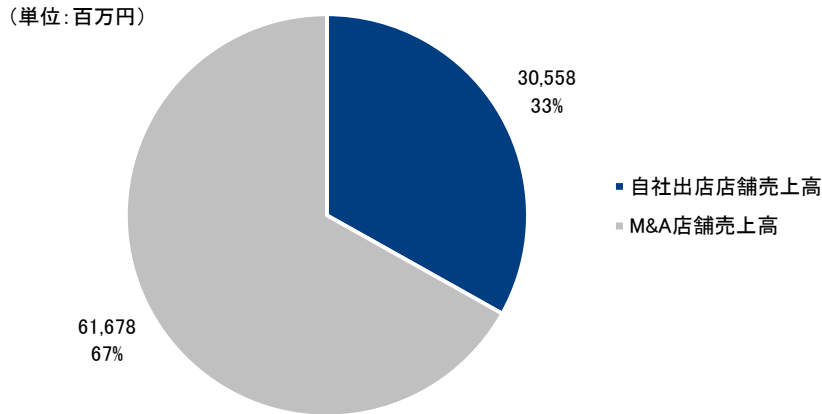


注：15/3期から集計方法がそれ以前と変更されたが、影響額はわずかである  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

調剤薬局事業における同社の成長戦略は、店舗数の増加がその主軸となると弊社ではみている。そしてその具体的手法としては、これまで同様、M&A の積極的な活用になると考えている。

同社は、調剤事業売上高（薬剤料売上高と調剤技術料売上高の合計）について、過去に M&A によって取得された店舗は現在に至るまで M&A 店舗売上高として分類し、公表している。それによれば 2018 年 3 月期第 3 四半期実績ベースの M&A 店舗売上高は 61,678 百万円で、調剤事業売上高合計 92,237 百万円の 67% を占めている。店舗数ベースでも M&A 獲得店舗の割合はこれと同水準、すなわち約 70% と推測され、同社が M&A を活用して成長を実現してきたことが如実に表れている。

調剤売上高における自社出店店舗とM&A店舗の構成比  
(2018年3月期第3四半期末実績)



出所：決算説明補足資料よりフィスコ作成

過去において M&A で成長を実現してきた同社が、今後も M&A を成長戦略の主軸に据えることについて、弊社では、同社の店舗戦略等に照らして説得力があり、相対的に成功する可能性が高いと考えている。そう考える大きな理由が、同社が採用する“マンツーマン薬局”のコンセプトだ。

全国には約 58,000 店の調剤薬局が存在しているが、そのうち個人経営の薬局や小規模チェーンが過半を占めているとも言われている。調剤薬局業界は、将来的に大手薬局チェーンが主導する形で業界再編が進むとみられており、同社の M&A を主軸とする成長戦略もその大きな流れに沿う形となっている。ところで、M&A による成長は、いずれの大手薬局チェーンも成長戦略の中心施策に位置付けている。したがって買収案件をめぐる大手チェーン間の競合も激しさを増すことが想定される。

前述のように同社はマンツーマン薬局のコンセプトを特長としている。このコンセプトでは、1 店舗当たりの売上高は必ずしも最優先課題ではない。むしろ同社は、ロジスティクスや医薬品在庫管理などの観点から、地域的に集中したドミナント体制の構築による効率性の向上により重きを置いている。こうした同社のスタンスは、他の大手チェーンにとっては M&A の対象から外れるような案件でも、同社にとっては十分検討に値するという状況につながるのではないかと弊社では期待している。すなわち、同社は相対的に M&A の機会に恵まれるのではないかというのが、弊社が同社の成長戦略をポジティブに評価する理由だ。

前述のように、同社は M&A で傘下に収めた調剤薬局チェーンを、本体に吸収せずそのまま存続させている。そうした事業主体を残すガバナンス体制を採用している点も、M&A の相手側からすれば好ましいものと映り、同社の M&A への成功へとつながっていくのではないかと弊社では考えている。



## ■ BPO 受託事業の概要と成長戦略

### CSO 事業・派遣紹介事業を中核に、CRO 事業、出版事業を展開

#### 1. BPO 受託事業の概要

BPOとは Business Process Outsourcing(業務プロセスの一部を継続的に外部の専門的な企業に委託すること)の略であり、BPO 受託事業セグメントは他社からの業務受託がその内容となっている。具体的には、CSO 事業(一般の派遣紹介事業も含む)、CRO 事業、出版関連事業の3つの業務を展開している。

CSOは Contract Sales Organization(医薬品販売業務受託機関)の略であり、CSO 事業は製薬企業との契約により、営業・マーケティング活動を受託・代行し、医薬品の販売活動に関する一連のサービスを提供するものだ。具体的には、アポプラスステーションがMR(Medical Representative、医薬情報担当者)を採用し、契約した製薬企業にMRを派遣するというものだ。派遣されたコントラクトMRは医療機関・医療関係者に対して、担当する製薬会社の医薬品について営業を行うことになる。

コントラクトMRは業界全体で約4,000人が存在しているが、その中で同社(事業主体はアポプラスステーション)は540人のCMRを擁している(2018年3月期第2四半期末時点)。CSO業界における同社のポジショニングは、CSO活用企業103社のうち44社と契約しており(日本CSO協会の調査ベース)、契約社数ベースで業界No.1の地位にある。他方、売上高では業界第3位グループに位置している。

CSO業界の売上高ランキングで同社より上位に位置するのは、外資系のクインタイルズ・トランスナショナル・ジャパン(株)(2018年4月にIQVIA サービスーズジャパン(株)に改称予定)とインヴェンティヴ・ヘルス・ジャパン合同会社だ。製薬業界における外資系と国内系の規模の差や雇用に対する基本的なスタンスの違いがこうした業界構造につながっていると弊社ではみている。

#### CRO 事業

CROは Contract Research Organization(医薬品開発業務受託機関)の略だ。CRO 事業では医療用医薬品、OTC 薬品、食品、ヘルスケアの各領域において、治験・臨床研究に関して企画からパブリケーションまでトータルソリューションを提供している。最も典型的な業務は、製薬企業から委託を受けて、医薬品開発の際に医療機関において行われる臨床試験をトータルでサポートするというものだ。

#### 出版関連事業

出版関連事業は子会社のメディカルクオールが行っている事業で、医薬品の販売促進や、医療関係者・患者向けのパンフレット、書籍、雑誌等の受託制作を行っている。同社は、保険薬局事業やCSO・CRO各事業等を通じて、医療機関と患者の双方について深い知見及び商流を有しており、それを生かした事業と言える。



## BPO 受託事業の概要と成長戦略

**CSO 事業**

BPO 受託事業セグメントにおける上記の3つサブセグメントの中では、CSO 事業が圧倒的に大きなウエイトを占めている。BPO 受託事業においてはほかに、薬剤師や看護師、登録販売者（第2・第3類医薬品の販売の有資格者）などの医療従事者を中心とする一般の派遣・紹介事業も行っている。CSO 事業（MR の派遣）と一般の派遣・紹介事業を合わせた売上高は、BPO 受託事業セグメントの約90%を占めるとみられる。したがって、BPO 受託事業を見るうえでは、CSO 業界の事業環境及び医療従事者の労働需給動向が重要なポイントと言える。

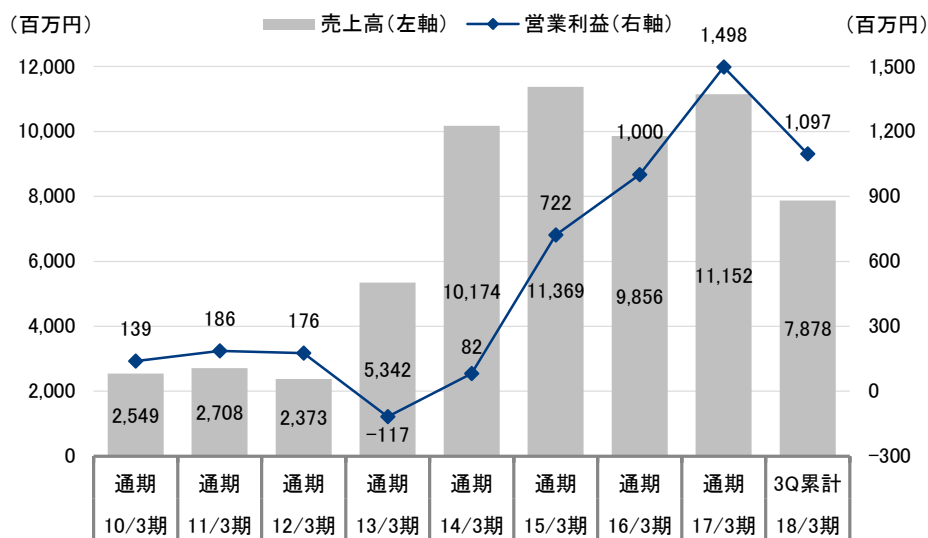
## 製薬会社による MR のアウトソーシングを取り込み、CSO 事業の業容拡大で成長を狙う

### 2. BPO 受託事業の成長戦略

BPO 受託事業は、現状では CSO 事業（一部、医療従事者を中心とする派遣紹介事業を含む）が収益の中心となっており、中期的にもこれらの事業が主たる成長エンジンとなると期待される。

CSO 事業は安定成長が見込まれている。背景には、製薬会社が MR を正社員からアウトソーシング、すなわち CSO の活用へと切り替えつつあることがある。CSO を活用する企業数の着実な増加がそれを裏付けている。また、製薬企業の正社員 MR からコントラクト MR へと転身する流れを反映して、コントラクト MR 数も右肩上がりのトレンドを歩んでいる。最近の2年間は、4,000人弱で横ばいが続いているが、これは切り替わりの端境期にあるためである。

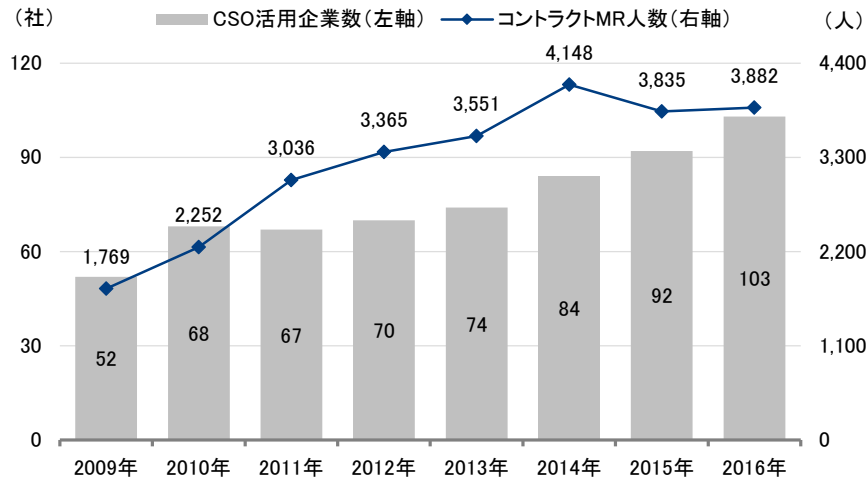
BPO 受託事業セグメントの業績推移



注：15/3期から集計方法がそれ以前と変更されたが、影響額はわずかである  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## BPO 受託事業の概要と成長戦略

## CSO活用企業数とコントラクトMR数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

こうした市場の拡大に対し、同社もコントラクト MR 数を着実に増加させてきている。2014年3月期末は442人だったが、2018年3月期第2四半期末では540人へと増加した。今期末までには600人近くまでの増員を図る計画とみられ、来期以降も着実に増加させていく方針だ。

一方でCSO事業には一般的な派遣事業に比較して、業績のボラティリティ（変動性）が高いという特長がある。CSO事業は、製薬会社が新薬を発売し、全国の医療機関に販売攻勢をかけるようなプロジェクトベースで需要が高まることが多い。プロジェクトが終わればコントラクトMRは派遣元に戻されることになる。問題はその人数で、プロジェクトによっては100人を超える規模であることも珍しくない。すなわち、100人単位のコントラクトMRが派遣元と派遣先を比較的短期間に行き来することになり、業績の高ボラティリティへとつながるという構図だ。

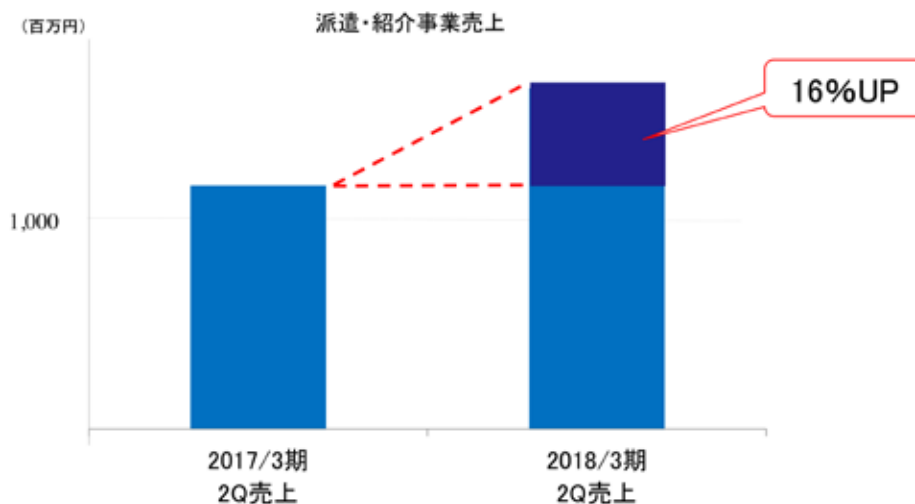
これに対して同社は、1件当たりの派遣数を多くても20～30人に抑えているとみられる。これは同社（アポプラスステーション）に所属するコントラクトMRが500人前後であるのに対して契約社数が44社（2018年3月期第2四半期末実績）であることから推測したものだ。すなわち、同社は派遣先を分散することで事業リスクの分散・低減を図っていると言える。

弊社では、製薬業界におけるCSO活用推進の流れやCSO業界における同社のポジショニング、調剤薬局事業との親和性という観点から、同社がCSO事業を強化することは、十分説得力が高いと評価している。業界の売上高ランキングで同社の上位に位置する2社がいずれも外資系で、そこにおいてもコントラクトMRの流動化の動きがある点などを考慮すれば、同社がコントラクトMRの保有数を伸ばして業容を拡大するチャンスは今後一段と高まるとみている。

## BPO 受託事業の概要と成長戦略

医療従事者を主な対象とした一般の人材派遣事業もまた、BPO 受託事業セグメントの成長エンジンと期待される。大手調剤薬局チェーンの出店拡大や大手ドラッグストアの積極的な調剤併設店推進策、看護師の人手不足などを背景に、医療従事者の派遣・紹介へのニーズは右肩上がりが続いている。同社は医療系人材派遣事業については概要だけを開示しているが、2018年3月期第2四半期実績では、人材派遣事業の売上高は前年同期比16%増加し、15億円程度に達したとみられる。今第3四半期累計期間では伸び率が前年同期比20%へと加速したもようで、今期は年商30億円の事業へと成長することが期待される。大手調剤チェーンの一角を占める同社は、その知名度を生かして人材獲得を有利に進め、来期以降もこれまで同様2ケタ成長が続けることが可能だと弊社ではみている。

医療系人材派遣事業の売上高の動向（2018年3月期第2四半期実績）



## 業績の動向

### 2018年3月期第3四半期は調剤薬局事業の順調な拡大により、大幅増収増益で着地

#### 1. 2018年3月期第3四半期決算の概要

同社の2018年3月期第3四半期は、売上高108,471百万円(前年同期比12.8%増)、営業利益6,989百万円(同54.5%増)、経常利益7,191百万円(同51.5%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益4,160百万円(同45.4%増)と大幅増収増益で着地した。

クオール | 2018年3月8日(木)  
3034 東証1部 | <http://www.qol-net.co.jp/>

## 業績の動向

## 2018年3月期第3四半期決算の概要

(単位：百万円)

	17/3期		18/3期			
	3Q累計	通期	3Q累計	YOY	進捗率	通期(旧予)
売上高	96,200	131,502	108,471	12.8%	74.3%	146,000
営業利益	4,522	6,865	6,989	54.5%	82.2%	8,500
経常利益	4,748	7,065	7,191	51.5%	84.6%	8,500
親会社株主に帰属する当期純利益	2,861	4,353	4,160	45.4%	90.4%	4,600

注：YOY = 前年同期比伸び率、進捗率 = 従来の通期予想に対する進捗率  
出所：決算短信よりフィスコ作成

従来の通期予想に対する今第3四半期累計期間の進捗率を見ると、売上高は74.3%、営業利益は82.2%、経常利益は84.6%といずれも高い水準となっており、同社の業績は極めて順調に進捗していることが読み取れる。詳細は後述するが、第3四半期までの進捗を受けて同社は通期予想を上方修正した。

セグメント別動向は以下のとおりだ。

## 事業セグメント別内訳

(単位：百万円)

	17/3期		18/3期			
	3Q累計	通期	上期	3Q累計	YOY	
売上高	保険薬局事業	87,991	120,620	66,126	100,593	14.3%
	BPO受託事業	8,208	11,152	5,271	7,878	-4.0%
	調整前	96,200	131,772	71,397	108,471	12.8%
	調整額	-	-270	-	-	-
	売上高合計	96,200	131,502	71,397	108,471	12.8%
営業利益	保険薬局事業	3,969	6,161	3,903	6,525	64.4%
	BPO受託事業	1,154	1,498	755	1,097	-5.0%
	調整前	5,123	7,660	4,658	7,622	48.8%
	調整額	-601	-794	-407	-633	-
	営業利益合計	4,522	6,865	4,251	6,989	54.5%
営業利益率	保険薬局事業	4.5%	5.1%	5.9%	6.5%	-
	BPO受託事業	14.1%	13.4%	14.3%	13.9%	-
	全社	4.7%	5.2%	6.00%	6.4%	-

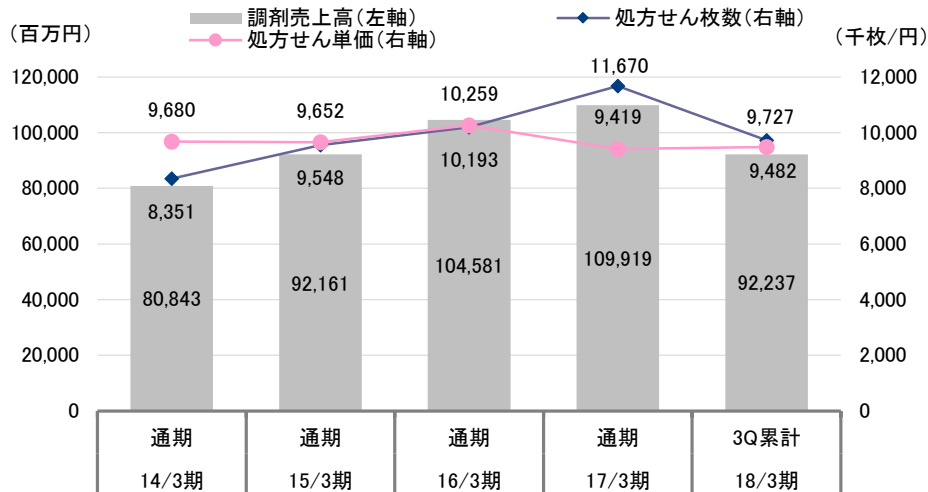
出所：決算短信よりフィスコ作成

保険薬局事業は、売上高100,593百万円(前年同期比14.3%増)、営業利益6,525百万円(前年同期比64.4%増)と大幅増収増益で着地した。売上高では2016年10月の(株)共栄堂の子会社化等のM&Aからの前年同期比増収額が10,119百万円となった。また、既存店においても、かかりつけ薬局・薬剤師の推進やジェネリック薬品の使用促進により調剤料収入の拡大に努めた結果、前年同期比4.5%(1,254百万円)の増収となった。

利益面では、調剤事業において医薬品発注コントロールの強化やグループ全体での在庫管理の強化、ジェネリック医薬品の使用促進による原価率の低減に努めたことが利益率の改善につながった。調剤薬局事業だけの利益率は開示されていないが、保険薬局事業セグメントの営業利益率は6.5%となり、前年同期の4.5%から2.0ポイント改善した。

## 業績の動向

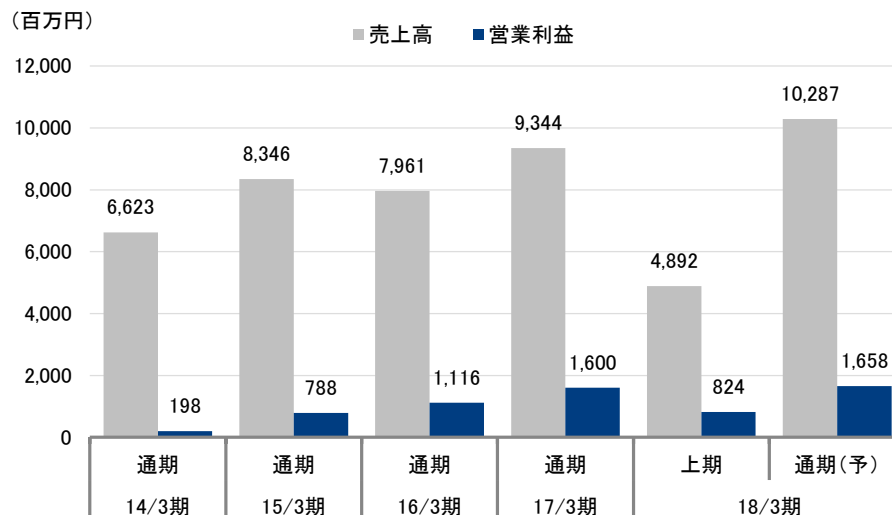
## 調剤事業の売上高、処方せん応需枚数及び処方せん単価の推移



出所：決算補足資料よりフィスコ作成

BPO 受託事業は、売上高 7,878 百万円（前年同期比 4.0% 減）、営業利益 1,097 百万円（同 5.0% 減）となった。主力の CSO 事業ではコントラクト MR の受注は計画どおり進捗し、製薬企業との契約社数も業界トップを維持した。また医療従事者を主体とする一般の派遣紹介事業でも薬剤師等の派遣数が堅調に推移し、売上高は前年同期比 20% 増となった。これら主力事業は採算性の面でも前年同期比同様の高水準を維持した。他方で、上期に CRO 事業の再編を行った影響が残り、セグメント全体としては減収減益となった。

## アポラスステーションの業績推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 通期見通しを再度上方修正。 保険薬局事業の各種施策の進捗で収益性が改善

### 2. 2018年3月期通期の業績見直し

同社は第3四半期決算に際して2018年3月期通期見通しを上方修正した。これは第1四半期決算時に続く今期2度目の修正となる。新たな通期予想は、売上高146,000百万円（前期比11.0%増）、営業利益9,000百万円（同31.1%増）、経常利益9,200百万円（同30.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益4,900百万円（同12.5%増）となっている。

#### 2018年3月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3期		18/3期					
	4Q実績	通期	4Q(予)	YOY	通期(旧予)	通期(新予)	YOY	旧予想比
売上高	35,302	131,502	37,529	6.3%	146,000	146,000	11.0%	0.0%
営業利益	2,343	6,865	2,011	-14.2%	8,500	9,000	31.1%	5.9%
経常利益	2,317	7,065	2,009	-13.3%	8,500	9,200	30.2%	8.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,492	4,353	740	-50.4%	4,600	4,900	12.5%	6.5%

注：YOY = 前年同期比伸び率、進捗率 = 通期予想に対する進捗率  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

同社が通期予想を引き上げた要因は保険薬局事業セグメントにおける業務改善の各種施策の進捗と、それによる業績、特に利益の拡大だ。同社はかかりつけ薬剤師・薬局の推進やジェネリック医薬品の使用促進を進めて調剤料の段階的引き上げに成功してきている。また、新在庫システムを全店舗に導入したことで、適正な在庫管理と医薬品の調達コストコントロールの機能が強化された。これら施策の利益インパクトは大きく、第3四半期までの利益を従来の想定以上に押し上げ、上方修正へとつながった。

上方修正後の新予想を達成するのに必要な第4四半期の業績は、売上高37,529百万円（前年同期比6.3%増）、営業利益2,011百万円（同14.1%減）と増収減益で事足りる形となっている。通常、調剤薬局のビジネスでは、風邪やインフルエンザ等の影響もあって、第4四半期は需要期に該当する。また今期は診療報酬・薬価の改定スキップ年であり、第3四半期までの処方せん単価は前年同期を上回って推移している。こうした点に鑑みれば、上方修正後の新予想も同社の事業の実態に対して依然として控え目なものというのが弊社の評価だ。

一方で、今通期の同社の業績が、新予想を大幅に上回って着地するかどうかについては慎重に構える必要があると考えている。理由の1つは2018年10月に予定されている持株会社への移行だ。一例として、事業の主体が新会社に変更となるため許認可の再取得等の費用が発生することがある。こうした持株会社への移行に関する費用を今期中に前倒して計上してくる可能性があるとして弊社ではみている。また、今期予定されている費用の一部で、発生が第4四半期にずれ込む見直しとなっているものがいくつかあるもようで、これも慎重なスタンスを取るべきと考える理由の1つだ。さらには2018年4月に予定される診療報酬・薬価の改定がある。診療報酬・薬価の改定は、通常は業績に対してマイナスインパクトとなる。その影響をこなして増収増益のトレンドを維持するためには、今期の業績を極端に高くしたくないという心理が働き、これもまた費用の前倒し計上の動機付けになると考えられる。

結論としては、今通期の業績は会社予想を上回る着地となる可能性は十分高いと期待されるものの、その超過幅は3度目の上方修正や市場にポジティブサプライズをもたらすほどには至らないというのが弊社の考えだ。

## 診療報酬・薬価改定の影響を、M&A などの成長施策で吸収し、増収増益トレンドを維持すると予想

### 3. 2019 年 3 月期の考え方

2019 年 3 月期については言うまでもなく業績予想は開示されていない。ポイントは 2018 年 4 月に予定されている診療報酬・薬価の改定の影響だ。足元のところでは、改定の大枠や方向性は示されているが、診療報酬（調剤報酬）の具体的な点数や、改定の詳細は発表されておらず、同社自身、業績インパクトを試算できていない状況だ。

これまでに発表された改定の大枠からは、大型門前薬局に比べて同社のコア業態であるマンツーマン薬局はマイナス影響が相対的に小さいとみられる。しかし一方で、大型薬局チェーンであることに対する別の網も存在するため、業界トップクラスの同社は、改定による収益へのマイナス影響はある程度は避けられないと弊社ではみている。

こうした状況ではあるが、弊社では、同社の 2019 年 3 月期業績は前期比で増収増益トレンドを維持できると考えている。保険薬局事業セグメントでは、前述した M&A を積極的推進による調剤薬局事業の成長戦略の奏功により、改定の影響を吸収して増収増益のトレンドを維持できると考えている。持株会社制への移行は、M&A の実現にとって意思決定の迅速化などのポジティブ効果をもたらすと考えられる点もサポート材料となるだろう。また、BPO 受託事業は、主力の CSO 事業及び派遣紹介事業の継続的な成長に加えて、事業再編を終えた CRO 事業の反転により、同セグメントが増収増益トレンドに転じる可能性があるとみている。2 つのセグメントの着実な収益拡大により、全社ベースの収益が増収増益トレンドを維持できると期待している。



## 業績の動向

## 損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	3Q 累計	通期(予)
売上高	100,966	114,363	124,957	131,502	108,471	146,000
前期比伸び率	31.5%	13.3%	9.3%	5.2%	12.8%	11.0%
売上総利益	10,897	13,989	15,793	16,876	14,714	-
売上高総利益率	10.8%	12.2%	12.6%	12.8%	13.6%	-
販管費	8,791	9,745	9,050	10,010	7,724	-
売上高販管費率	8.7%	8.5%	7.2%	7.6%	7.1%	-
営業利益	2,105	4,243	6,743	6,865	6,989	9,000
前期比伸び率	-25.1%	101.6%	-	1.8%	54.5%	31.1%
売上高営業利益率	2.1%	3.7%	5.4%	5.2%	6.4%	6.2%
経常利益	2,208	4,262	6,688	7,065	7,191	9,200
前期比伸び率	-22.0%	93.0%	-	5.6%	51.5%	30.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	777	2,155	3,709	4,353	4,160	4,900
前期比伸び率	-42.4%	177.3%	-	17.4%	45.4%	12.5%
分割調整後 EPS	25.11	63.33	107.78	128.35	121.22	142.77
分割調整後配当	18	20	24	24	-	28
分割調整後 BPS	521.60	557.42	602.36	652.42	-	-

注：16/3 期は会計方針の変更を行ったため、利益項目の前期比伸び率は記載していない  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績の動向

## 貸借対照表

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 3Q
流動資産	24,117	26,534	37,824	36,578	45,064
現預金	5,162	8,236	16,523	14,174	20,434
売掛金	10,940	12,079	15,242	15,785	16,409
棚卸資産	6,159	4,306	4,254	4,660	6,584
その他	1,856	1,913	1,805	1,959	1,637
固定資産	29,767	33,023	31,996	44,668	44,863
有形固定資産	8,309	8,276	8,969	10,373	10,548
無形固定資産	17,311	20,380	18,474	29,483	28,824
投資その他の資産	4,147	4,366	4,551	4,812	5,491
繰延資産	18	15	27	43	31
資産合計	53,904	59,573	69,847	81,290	89,959
流動負債	25,450	26,312	29,334	31,183	35,489
買掛金	14,704	15,212	18,096	17,626	21,762
短期借入金等	5,733	5,394	4,696	6,373	6,558
その他	5,013	5,706	6,542	7,184	7,169
固定負債	11,078	14,108	19,481	28,473	19,380
長期借入金等	9,984	12,793	18,498	27,234	18,378
その他	1,094	1,315	983	1,239	1,002
株主資本	16,987	19,059	20,394	21,149	34,837
資本金	2,828	2,828	2,828	2,828	5,786
資本剰余金	9,085	10,880	9,354	9,366	13,489
利益剰余金	5,371	6,938	9,680	13,137	16,419
自己株式	-298	-1,588	-1,469	-4,182	-858
その他の包括利益累計額	46	92	368	167	252
非支配株主持分	339	-	259	315	-
純資産合計	17,374	19,152	21,022	21,632	35,089
負債・純資産合計	53,904	59,573	69,847	81,290	89,959

出所：決算短信よりフィスコ作成

## キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,350	7,841	7,539	5,813	6,148
投資活動によるキャッシュ・フロー	-8,383	-5,066	-3,348	-15,392	-2,686
財務活動によるキャッシュ・フロー	5,722	278	4,085	7,435	2,644
現預金換算差額	0	1	0	1	1
現預金増減	-310	3,053	8,275	-2,143	6,106
期首現預金残高	5,268	4,957	8,011	16,287	14,144
期末現預金残高	4,957	8,011	16,287	14,144	20,251

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

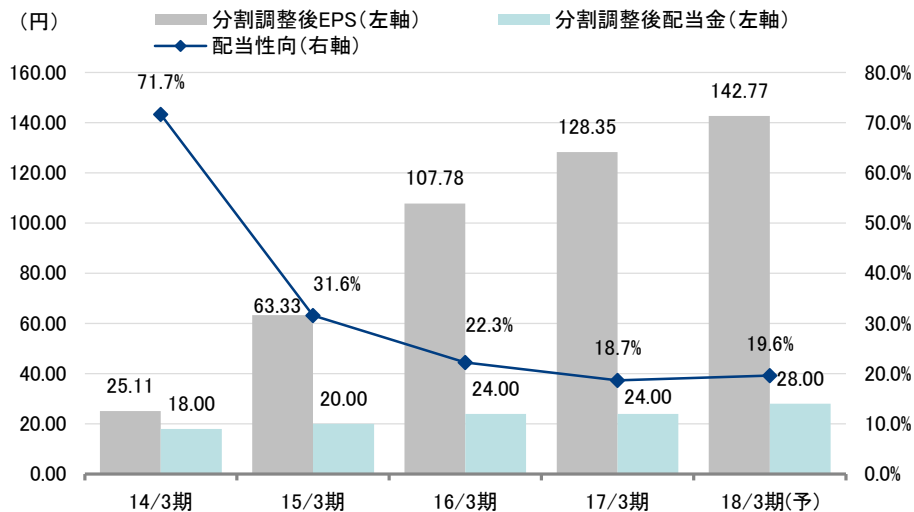
### 2018年3月期の配当予想を再度引き上げ、年間28円配を計画

同社は株主還元については配当によることを基本としており、将来の事業展開や経営基盤強化のための内部留保の確保を考慮しつつ、株主への安定した利益還元を継続して実施することを基本方針としている。配当額に関して、公約配当性向等の基準は特に設けていない。

2018年3月期については、第3四半期決算に際して期中2度目の上方修正を行い、年間28円（中間配14円、期末普通配12円及び期末記念配2円）の配当予想を公表している。期初予想は年間24円（中間配12円、期末配12円）、第1四半期決算に際しての修正予想は年間26円配（中間配14円、期末12円）だった。今通期の1株当たり利益見通しと通期の配当予想から求めた配当性向は19.6%と試算される。

2度の配当予想の修正はいずれも業績見通しの修正と連動しており、同社の株主重視の経営姿勢の表れであると弊社では考えている。一方で、同社は利益還元における安定性も重視しているほか、様々な成長投資の案件も抱えているため、業績変動と配当とが必ずしもリンクするわけではない。そうしたなか、今期に2度の配当引き上げに踏み切ったことは、将来の持続的な収益成長に対する自信度の表れでもあると弊社ではみている。

1株当たり利益、配当及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティ

### 薬歴等の個人情報を高セキュリティのクラウドで管理。 社員教育にも注力

同社は調剤薬局事業において顧客の薬歴・病歴等、極めて秘匿性の高い個人情報を取扱っているため、情報セキュリティについては万全の体制で臨んでいる。具体的には、個人情報保護の指針としてプライバシーマークの取得に取り組み既に取得を完了している。また、情報システム部門が中心となって社員の教育・啓蒙に力を入れているほか、定期的かつ高頻度のセキュリティチェックの実施を徹底している。また、個人情報の管理運用について、かつては自社で行ういわゆるオンプレミス型であったものを、より安全性の高いクラウド型へと移行し、事業リスクの低減とセキュリティの高度化を図っている。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ