

心をつかむ企業価値の創造経営

第三回「株式会社メディカルシステムネットワーク(東証一部_4350)」

日本最大の薬局ネットワーク形成を前提にすれば

バリューギャップは 200 億円超と推計

2019年8月2日

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社

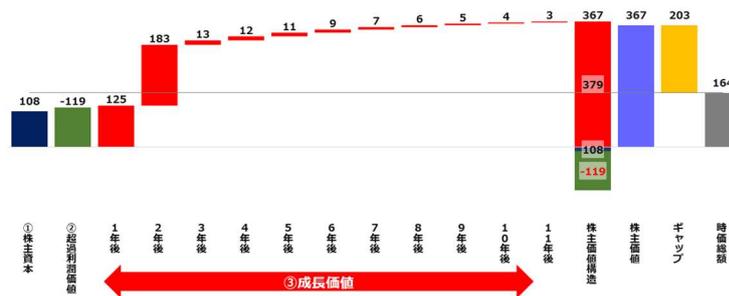
心をつかむ3要素で注目される株式会社メディカルシステムネットワーク

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社(以下「JPR」)では、心をつかむ企業価値の創造経営の3要素として「①挑戦者としての社会貢献による成長、Growth のワクワク感」「②全てのステークホルダーの絆による収益性と資産効率性の向上：Connection のワクワク感」「③信頼・安心の向上：Confidence のワクワク感」が重要と考え、頭文字をとってGCC経営[®]という概念で整理しています。この三つを実践している上場企業の経営者様とのインタビュー等を通じた分析内容をシリーズ化してまとめています。第三回^①では、医薬品ネットワーク事業に強みを持ち、薬局運営も行う株式会社メディカルシステムネットワーク[4350] (以下、「MSN社」)について、投資家とJPRアナリストとの対話形式を通して企業価値の源泉を探っていきます。まずは、結論として企業価値推計の結果をご説明いたします。

中期経営計画達成を前提とすればバリューギャップは 200 億円超と推計

バリューギャップが 203 億円あり、124%のアップサイド

[単位：億円]



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2019年07月27日時点]
Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

インタビューの内容に基づけば、JPRとしては、MSN社が打ち出している中期経営計画（2022年3月期売上高1,200億円、営業利益50億円の達成はかなり実現可能性が高いとみています。その前提

^①第一回は、心をつかむ企業価値の創造経営 第一回「UTグループ株式会社」代表取締役社長兼 CEO 若山陽一様 https://www.j-phoenix.com/creating_value_ut_group_2146_20190219/

第二回は、心をつかむ企業価値の創造経営 第二回「株式会社クイック(東証一部_4318)」代表取締役会長兼 CEO 和納勉様 https://www.j-phoenix.com/creating_value_quick_4318_20190708/ <https://column.ifis.co.jp/company/107624>

ROIC・超過利潤レポート：株式会社メディカルシステムネットワーク（4350 東証一部）

で株主価値を推計したのが前ページの図です。株主価値は 367 億円、現状の時価総額 164 億円と比較してバリュギャップは 200 億円以上、2 倍程度のアップサイドがあるとの結論となりました。以下が前提の数値です。

株主価値推計の前提条件

●は中計経営計画の前提がある年度。それ以外はJPRが前提設定。

	JPR予測1年後	中計2年後	JPR予測3年後	JPR予測4年後	JPR予測11年後
年度	2021.03	2022.03●	2023.03	2024.03	2031.03
売上高	1,112	1,200	1,286	1,368	1,713
前年比成長率	7.9%	7.9%	7.1%	6.4%	1.5%
営業利益	35.4	50.0	53.6	57.0	71.4
営業利益率	3.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
NOPAT	24.4	34.6	37.0	39.4	49.3
NOPATマージン	2.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
投下資本/売上高	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
ROIC	4.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%

(出所) Factset、日経 Needs、会社開示資料などを利用して作成

以下投資家と、JPR のアナリストの対談形式で分かり易く分析内容を示していきます。

上場以来 7 期連続増収。収益を伸ばし続けることが出来る理由とは？

10,000 件を目指す全国ネットワークの拡大と安定したビジネスモデルで連続増収

投資家：早速ですが、現在薬局ネットワークの拡大が進んでいます。今後の定量的な数値についてどのようにお考えですか。

JPR アナリスト：2019 年 5 月 7 日時点で、ネットワーク^②として 4,019 件を達成しています。そして目標新規加盟件数は、今期が 5,000 件、来期が 6,000 件、再来期が 7,000 件^③となっています。ただ市場環境など予想の付かない部分が多いので断言は出来ませんが、7,000 件までは順調に拡大していくと予想しています。

投資家：国内外での市場規模が今後 5～10 年後どうなるかお考えがあればと思います。

JPR アナリスト：あまりに MSN 社のネットワークが拡大すると、いろいろと業界内で複雑な利害関係の調整の必要性もでてくるので、どの程度になるのかは予測が難しいと思います。しかし、MSN 社のネットワークに加盟すれば加盟店の流通は改善され、加入コストが目先高くとも、結局は利便性の良

^② 医薬品ネットワーク事業の加盟店：加盟店のメリットとしては、医薬品卸会社との価格交渉の代行や効率的な発注システム・在庫管理システム、決済代行など調剤薬局の機会費用を削減し、業務の負担も削減できるなどの点が挙げられます。http://www.msnw.co.jp/business/pharmaceuticals_network/

^③ 会社資料より引用

さから利用をされ拡大していくことかと思われます。Suica の普及と同じようなものですね。情報システム力の向上の効果もあるので、これも含め MSN 社によるマネジメント支援サービスの売上等が広がっていくことはあるだろうとは思いますが。

市場環境は MSN 社の強みを更に引き出すか

投資家：まずは薬局市場について、ここ最近の流れと展望について教えていただけますか。

JPR アナリスト：薬局市場に関しては処方箋 1 枚あたりの調剤医療費が上昇していることから、患者数の増加だけでなく一人当たりの薬剤費も上昇しています。この要因から市場は伸び、7 兆円^⑥を突破しました。一方、2018 年の報酬制度改定で求められている薬局機能の充実化により顧客の獲得競争が始まり、多くの薬局、特に薬剤師不足が顕著になる中小規模の薬局では淘汰が進んでいく時代になると考えられます。それらが薬局市場の成長を徐々に鈍化させ成熟期に向かうと考えられています。

投資家：では、そのような市場環境の中でシェアはどのようになっていくとお考えでしょうか。

JPR アナリスト：シェアとしては、加盟店が 10,000 件で頭打ちになっても十分ビジネスとして成り立つと推測しています。というのも 10,000 件あれば実際シェアの 2 割を確保できるためです。そこから発展させた薬局等に関するデータビジネスを行うことも可能になっていくと思います。

投資家：そうするとサービス向上による手数料の変化も順次していくということでしょうか？

JPR アナリスト：そうですね。Amazon のようにサービスを拡大させていくことでの手数料アップも見えてきます。

投資家：今後 3 年程度を見て、外部環境に関して MSN 社においてプラスになるもの、マイナスになるもので重要なものは何かあれば教えていただければと思います。

JPR アナリスト：外部環境としてはそれぞれの門前薬局がきちんとおくり手帳を見て、病院と連携をとればそこで完結するはずで、その方が望ましいとも MSN 社は考えています。この点において変化が起きていくと思われ、連携がとれているかチェックするよう行政も変わっていくだろうと考えています。ビジネスモデルとしてオーガニックに成長余地が十分にありつつ、サービスの多様化、例えばデータビジネスへの進出でより大きな成長を見込めると考えられます。

^⑥ 2018 年度版「日本のドラッグストア実態調査」より

Growth：医薬品ネットワーク事業と薬局経営の両輪で 2022 年には営業利益 50 億円突破へ

医療フォーカスで医師と薬剤師の連携を強化、他社との差別化を図る

投資家：具体的な競合他社と、それに対しての強みをもう少し今まで述べていないことを中心に教えていただけないでしょうか。

JPR アナリスト：競合でいうと、例えばスギホールディングス（7649）については地域医療、美容みたいなところにも目を向けています。単に健康というだけでなく、自己実現という方向にも向かいつつあるセルフメディケーションタイプのドラッグストアです。MSN 社は医療にフォーカスしているという点で差別化を図っている印象があります。

投資家：医療にフォーカスするという点は理解できました。では具体的にフォーカスしていくことでのメリットなどあれば教えていただけないでしょうか。

JPR アナリスト：病院で処方箋をもらった患者さんが一番心配なのは自身の病気のことであることに着目し、そこに集中していけることです。例えば薬を何種類も飲んでいくことはおくすり手帳からわかるので、そこで指導をする、場合によっては薬を減らしたり変えたりしてもらうようにしていきます。これは薬剤師とドクターとの連携無しには出来ないことで、ドラッグストアではそもそもやらないし、ネットワークが無いと出来ないという点で差別化であると考えています。

投資家：他の競合についてはいかがでしょうか。

JPR アナリスト：他の競合としては買収での勢力拡大や医薬卸と資本提携を行い、ファミリーマートと店舗開発を行っている調剤薬局中堅ファーマライズホールディングス(2796)やローソン、ビックカメラなどと共同出店をし、MR・薬剤師派遣事業も展開しているクオールホールディングス(3034)、大型店を得意とする門前薬局首位で、都心で女性向けドラッグストアやセブン&アイと資本・業務提携を行っているアインホールディングス(9627)があります。

投資家：その中で MSN 社の強みはありますか。

JPR アナリスト：今まで述べたことや M & A で店舗全国化、介護・医療支援育成で他社と差別化を図っていき、将来の成長性についても期待できると考えています。また、地域医療を支える中堅・中小薬局の経営を支援するとともに、医薬品流通の効率化のためサービスを展開しており、今後はネットワーク加盟店を増やしていく方針のようです。また、最大の強みは、MSN 社は、自社薬局もやっていることで、薬価改定で薬局が有利になれば、自社薬局が拡大し、薬局が不利になれば、コスト削減や経営合理化のためにネットワーク加盟店が増えるという形にどちらに転んでもプラスマイナスを相殺する仕組みがビジネスモデルに組み込まれていることだといえます。

医薬品ネットワーク事業会員数増加と医薬品製造販売事業の展望

投資家：今までは会社全体のことを中心に話してきましたが、次に事業ごとの強みや施策があれば教えていただければと思います。

JPR アナリスト：まず、医薬品ネットワーク事業についてです。これは業務の効率化と医薬品流通の合理化によって双方に大幅なコスト削減をもたらす他に類を見ない“オンリーワン事業”ですね。そして今後は低コストで安定的に商品が供給されるサプライチェーンを確立し、医薬品業界における“流通革命”の実現を目指すことで更なる成長可能性が見込めると考えています。薬局の販管費率は8%でアメリカは5%を切っているので、この差を縮めるだけで3,000億円の成長余地があると考えています。^⑦

投資家：販管費率の改善で3,000億円もの成長余地があるとは驚きですね。では次に医薬品製造販売事業についてお願いいたします。

JPR アナリスト：はい。医薬品製造販売事業ですが、これについては後発医薬品の製造販売承認や今後需要が拡大する後発医薬品への特化、製造の専門メーカーへの委託、更にメーカーの協力を得たラインナップ拡充など、的確な需要把握による生産を実現することで医薬品ネットワークの拡大に伴う成長が展望されます。この点に関して、医薬品ネットワーク事業をまとめてパッケージとしてやっている会社はなく、将来的にネットワークと製造販売で営業利益を半々の比率とする方針のようです。そうすることで営業コストがなくなり、品目ごとに成分をまとめて、計画生産もできるので、非常に独自性が強くなり情報に基づいて発注出来るようになります。

投資家：そうすると、コストを抑えることにも繋がりますね。

JPR アナリスト：そうですね。営業人員と設備投資の必要が無くなるのでコストが抑えられます。つまり会社業績が上がれば上がるほど回り回って患者に還元出来る割合が高くなるのでMSN社のネットワーク内にいるステークホルダーの幸せにコミット出来ているビジネスモデルであると言うことが出来ます。ですが、現状として一社当たりの加盟店の収入などの平均的な単価は横ばいで、長期的には下げ止まったというところでしょうか。

投資家：分かりました。何か他に海外の投資家に響きそうなストーリーがあればお願いします。

JPR アナリスト：ネットワークを作るというのは興味深く、またジェネリックとの親和性が非常に高い点でしょうか。セールスがいらないというところも面白い訴求ポイントになるかとも思えます。

投資家：これまでの取材を考えると、中計の50億円達成はいけそうかと、かつロジカルに考えるといろいろと相殺してうまくいきそうだと考えているのですがいかがでしょうか。

JPR アナリスト：確かにそうかもしれません。あとは来年の薬価改定次第でしょう。来年の改定は厳しい改訂となりそうですが、去年は大手だけを改定しました。しかし全体的には変わりませんでした。これにより厚労省は大手以外も改定するだろうと思われれます。つまり大手への影響は少なくなるが、加盟店への加盟希望は増えるだろう考えられます。ただ、全体としてはマイナスの影響があるので、それを織り込んでも中計の50億円は来年が悪くても特に問題なく達成出来るだろうと考えています。

^⑦ MSN社ヒアリングより

Connection：「地域薬局」の理念で真に患者に寄り添ったサービスを

顧客との対話から生まれるニーズをいち早く反映させることで患者と会社双方が幸せに

投資家：来年の 50 億円達成は投資家としても心強い材料ですね。では次に MSN 社の理念など事業の軸になるようなものがあるかと思うのですが。

JPR アナリスト：MSN 社は地域薬局を理念にしています。どうしてもチェーンになると独立的で機械的にやっていけばいいとなりがちになってしまいます。確かに薬局は売るものも価格も同じだし、何が違うのかとなってしまいますが、MSN 社としては地域として違うし、そこがいい点となっていると思います。

投資家：地域ごとの違いとは例えばどのようなことが挙げられるでしょうか。

JPR アナリスト：例えば地域ごとのある場所ではジャポニカ学習帳を売っていたり、薬局では患者が書いた絵や書道などを飾ったりしているところもあります。そういう独自のコミュニティの中の対話がスムーズに行われていくと、上からの指示でなく主体性をもった取り組みがなされるようになるので、運営だけでなく、患者が何で困っているのかもよく調べられるようになります。この考えは広告にも活用できます。

投資家：広告、ですか。

JPR アナリスト：はい。CM というよりは患者さんとの距離を縮めるためにデジタルサイネージを使っていくということも可能です。地域ごとに変えることも出来るので、例えばカフェ等で店員さんが書いている黒板のようなオリジナリティで患者さんに寄り添うようなサービスも可能となります。

投資家：今個別にやっている良さの成功事例を集めると、ベストプラクティスを提示できるのではないのでしょうか。

JPR アナリスト：そういった取り組みは進んでいるようです。取り組みのコンテストや表彰が行われています。加盟店ではやっていませんが、現在紹介していている状態です。

投資家：加盟店の良い事例をほかの加盟店に紹介するということは考えられないのでしょうか。

JPR アナリスト：それもまだ出来ていないようです。まさにそれが今後の課題かと思われます。なので今後の対応としてはローカルネットワークを作って加盟店同士の交流の場を提供することが可能です。

医師・薬剤師・社員の連携も強み、IoT を活かし患者との距離も縮める

投資家：次にセグメントごとの顧客との力関係・密接度合いについてはいかがでしょうか。

JPR アナリスト：仕入間交渉については今は規制が無く自由です。可能性は低いと思われませんが、色々と固定されると良くない状況になってくるのは確かです。力関係について、薬価差は病院が大きくとってきていて、次に MSN 社のような大手が取っています。

投資家：各種経営資源(営業体制、人材、研究開発力、製造、外注構造、原材料、部品・サービス調達構造)の概要、および競争力の源泉についてはどうお考えでしょうか。

JPR アナリスト：IoT のデータを使ったものがこれから出てくるかと思いますが、この辺はまだ研究段階かと思われるのでまだ断言出来ません。いずれは一人の高齢者に対して、赤外線センサーで調べたり、センサーによる血圧検査など取り組みたりする未来も見えてきます。このあたりの新技術を活かした

各店舗の柔軟な対応と患者の声に寄り添う社員の力、そして医師と患者を始めとする全てのステークホルダーの幸せが考えられた連携が MSN 社の競争力の源泉となっているのではないのでしょうか。例えば社員や薬剤師を含めて、活躍の場や広がりなど、成果が出ないにしろ地域連携などに取り組みていますし、これは一般的に言えることですが成果に関わらず地域との連携ができていくほうがやる気出でかつ幸せを感じられますので、この点において MSN 社には好感が持てます。

Confidence：徹底した社員教育がワクワクの源

社員や店舗同士の交流を強化することで強みであるネットワークの更なる強化を図る

投資家：それでは最後に現状と今後の事業運営上の、課題とその課題の克服方法について教えてくださいませんか。

JPR アナリスト：現状の課題の一つは、増加する新規加盟店への対応に営業がリソースを圧迫されている点です。加盟した後のフォローができなくなっていて、加盟先にやるべきことが不十分になっているので教育も含めて、コストパフォーマンスの面から避けてほしいことが伝わっていない点も課題です。

投資家：ではその課題に対する考えはあるのでしょうか。

JPR アナリスト：対応として課題への少人数の別動隊を設置して既存店を回ってシステムを創りを進めていくなどではないのでしょうか。

投資家：コスト変動とリスク要因において、セグメント統合は投資家からはわかりにくくなったと言われてしまっていますが、この点についてはどのようにお考えでしょうか。

JPR アナリスト：統合した理由は、MSN 社が製造と卸と薬局を通した価値提供をしているためだと思われれます。また、ネットワークの利益が大きいのでこの部分で変な詮索をされるリスクや、手数料を下げるよう加盟店から要求されることを避けるための統合とも考えられます。

投資家：何かほかに課題点などありますか？

JPR アナリスト：また、今後の課題というかハッキリしない点として製品・サービス別の取引業者との依存関係、人材獲得・育成の困難さはつきまといます。

投資家：困難さ、と言いますと。

JPR アナリスト：まず、依存関係としては卸側がどう出てくるかということが懸念点かと思えます。加盟店に入ると仕入れ価が下がり、卸側の利益が落ちます。流通においては一役を担っているもののそのデメリットはありますので、実際どのような形で対応してくるかがよく分かっていません。

投資家：人材獲得・育成の面ではどのようになっているのでしょうか？

JPR アナリスト：採用については薬剤師を MSN 社が採用し、教育しています。最初の3年間ほどでいろいろなところを回ってもらうことで経験を積ませていて、8割が在宅を経験しているようです。他のチェーンは1店舗に一人が平均です。^⑨この点において MSN 社は在宅を教育の一環で行なっています。他社は施設で点数を稼いでいるが、MSN 社は半分が個人宅で稼いでいる状況です。地域

^⑨ MSN 社ヒアリングより

独自のコミュニティの形成、そしてそこから見えてくる顧客の特性を大事にしているということですね。素人的にみると、なんとなくかかりつけ薬局とか机上の理論的にはなんとなく良さそうと思ってしまいますが、実際の現場ではいろんなことが起きていて、そうかんたんではないようです。患者の利便性や医者との関係性を考えると、厚生労働省主導の在宅医療・介護の推進はそう簡単にはいかないということも言うことが出来るかもしれません。

投資家：では、その社員や薬剤師のモチベーションはどこにあるとお考えでしょうか。

JPR アナリスト：大手の規模の最大のメリットは薬剤師の採用で、MSN 社は規模を膨らますのではなく、教育に入れているところが強みでありモチベーションでもあったと考えています。また先ほど述べた地域密着型ネットワークの中での活躍もモチベーションの 1 つであると考えています。

投資家：そのような中で、MSN 社では社員が生き生きと働いているということなのでしょうか？

JPR アナリスト：社内を実際に見ているわけではないのであくまで推測ですが、事業が安定して拡大していることは社員として安心感をもたらすと思います。明確な成長シナリオ、差別化がしっかりできていることは採用という点でもそれは役立っていると推測できます。また薬剤師、薬学部生にとっては全国的に展開し、今後も M&A など大きく展開していくということを様々な資料で明言していることで、規模拡大が期待できるという学生からは人気があると推測されます。

企業価値の創造経営の視点で綺麗に整理できる MSN 社の戦略

JPR アナリスト：最後に MSN 社の取り組みを少し整理させていただければと思います。企業価値の理論的な三要素は、売上成長、投下した資本に対する収益性、事業リスクの抑制、難しい言葉で言えば資本コストの抑制となります。ただ、これだと一般的には全く「感動しない」ので、JPR ではもっとワクワクする概念で整理しております。それは、「挑戦者としての社会貢献による成長、Growth のワクワク感」「全てのステークホルダーの絆による収益性と資産効率性の向上：Connection のワクワク感」「信頼・安心の向上：Confidence のワクワク感」という概念です。当社では、頭文字をとって GCC 経営®※と名付けています。これが実践できれば、いわゆるマズローの心理学で整理された人間の持つ5つの欲求を満たし、幸せと企業価値の向上が同時達成できると整理しています。その概念を示したのが以下の図です。（インタビューは以上）

人間の欲求の5要素と企業価値の3要素を結びつけることで幸せと価値向上が同時達成

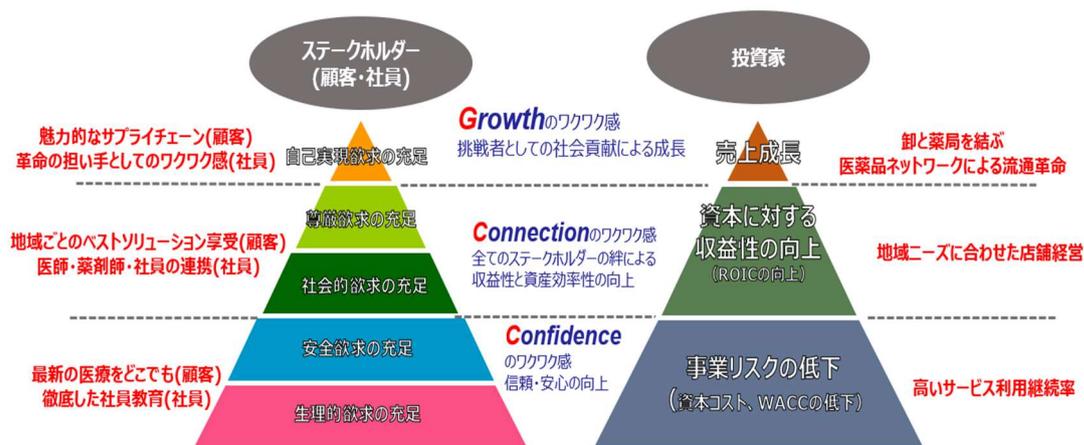


(出所) JPR 作成

ROIC・超過利潤レポート：株式会社メディカルシステムネットワーク（4350 東証一部）

GCC の考えで MSN 社の取り組みを整理したのが以下の図です。この図では、ステークホルダーと投資家目線の両視点からみた企業価値向上につながる戦略を分類してあります。MSN 社の場合は、医薬品ネットワーク事業における「流通革命」が、全ステークホルダーの成長ドライバーとして当てはまります。また、「地域ニーズに合わせた店舗経営」は、地域との連携はもちろんのこと、その地域の医師・薬剤師と MSN 社の社員が連携することでより、効率的な医薬品ネットワークが形成されていくと考えられます。「高いサービス利用率」は、安定的なキャッシュフローと事業リスクの低減を促進し、社員及び顧客の信頼・安心につながるでしょう。

■ メディカルシステムネットワーク(4350)の取り組みと企業価値の長期的なドライバー



(出所) JPR 作成

超過利潤法のフレームワークで見た企業価値評価

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社へ経営者と社員と投資家を価値創造でつなぐ

超過利潤法による企業価値分析レポート

証券コード 4350

19年7月27日終値ベース、発行日2019年7月27日

JPR
Independent Research & Advisory

メディカルシステムネットワーク(3450)

page 1/2

成長シナリオ次第で、株主価値は367億円。バリュージェットは203億円

貴社を投下資本、超過利潤価値、成長価値などに分解する超過利潤法によって分析した。業績や将来見通し、中期経営計画などをベースに試算した結果、株主価値は367億円と推計することが可能である。5年程度で売上高が1,368億円、営業利益が57億円、10年程度で売上高が1,713億円、営業利益が71億円、投下資本の売上高比が現在の52.1%で一定推移となる前提である。株主価値と時価総額のギャップは203億円であり（時価総額の124%）、期待形成によってはアップサイドあり。

①株主資本 108億円

- 直前四半期末の投下資本は536.5億円、投下資本/今期売上高の比は①52.1%と推計。有利子負債等を差し引いて非事業資産を加えた株主資本は107.6億円と推計。[株主資本 = 投下資本 - 有利子負債等 + 非事業資産]

②超過利潤価値 -119億円

- 今期の税引後営業利益（NOPAT）は約17.3億円、NOPATマージン（NOPAT÷売上高）は②1.7%と推計。②÷①で算出される投下資本利益率（ROIC）は3.2%となる。
- 投下資本に対し投資家が要求する最低限のリターン、加重平均資本コスト（WACC）について、JPRは株価、財務戦略、事業リスク等から4.1%と推計。1円の投下資本から創出する企業価値の割合を示すROIC/WACCは0.8倍となる。
- これをベースに今期の超過利潤を推計すると-4.9億円と推計される。今期のEVAの永久価値（超過利潤価値）は超過利潤÷WACCで計算され、-119億円と推計される。

③成長価値 379億円

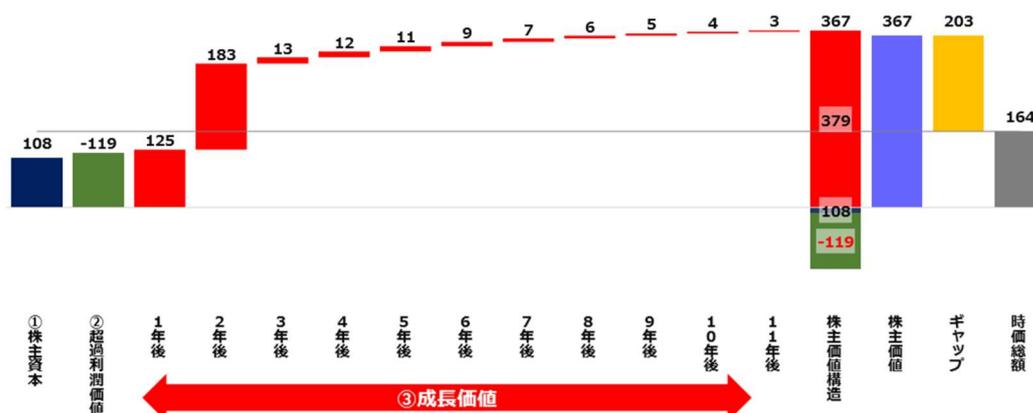
- 5年後の売上高が1,368億円、営業利益が57億円となる前提等で、成長価値は379億円と推計。

うち非事業資産 6億円

- 月商1.5か月を超えた現預金など、事業に投下した資本以外の資産は6億円と推計。

超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析

[単位：億円]



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2019年07月27日時点]

Copyright © J-Phoenix Research Inc. All rights reserved.

ROIC・超過利潤レポート：株式会社メディカルシステムネットワーク（4350 東証一部）

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社～経営者と社員と投資家を価値創造でつなぐ
超過利潤法による企業価値分析レポート 証券コード 4350

2019年7月27日終値ベース、発行日2019年7月27日

JPR
Independent Research & Advisory

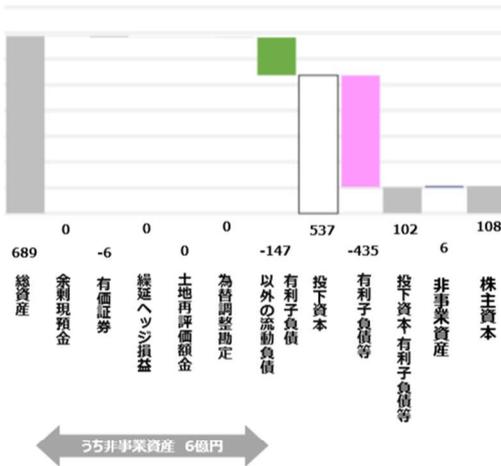
メディカルシステムネットワーク(3450)

page 2/2

① 投下資本・株主資本

2020年3月期会社計画の売上高1,030億円に対する投下資本の割
運転資本 6.2% 固定資産 45.9%

[単位：億円]

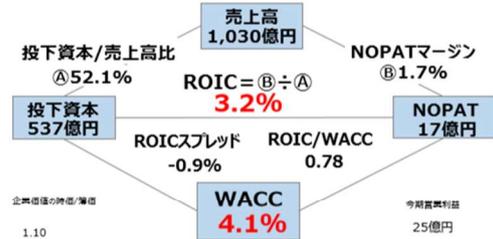


② 超過利潤価値

[億円]



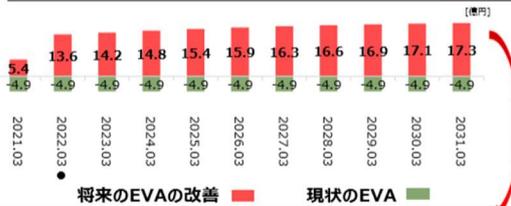
2020年3月期会社計画の超過利潤のドライバー



③ 成長価値

●は中計経営計画の前提がある年度、それ以外はJPRが前提設定。

年度	2021.03	2022.03	2023.03	2024.03	2031.03
売上高	1,112	1,200	1,286	1,368	1,713
前年比成長率	7.9%	7.9%	7.1%	6.4%	1.5%
営業利益	35.4	50.0	53.6	57.0	71.4
営業利益率	3.2%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
NOPAT	24.4	34.6	37.0	39.4	49.3
NOPATマージン	2.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
投下資本/売上高	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%	52.1%
ROIC	4.2%	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%
実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
WACC	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%



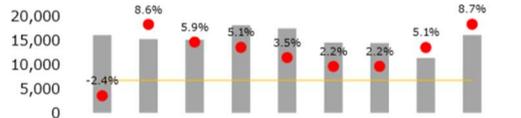
上記期間を超えた成長率は20%づつ減少し、2028年度にはゼロ成長となる前提で成長価値を推計

財務サマリー

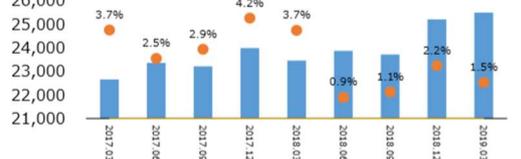
過去の業績 (今期は会社計画)

	2016.03	2017.03	2018.03	2019.03	2020.03 (今期計画)
売上高	877	889	940	982	1,030
成長率	16.1%	1.3%	5.8%	4.5%	4.9%
営業利益	37.8	21.2	31.6	14.3	25.0
営業利益率	4.3%	2.4%	3.4%	1.5%	2.4%
NOPATマージン	3.0%	1.6%	2.3%	1.0%	1.7%
投下資本/売上高	37.7%	38.6%	39.6%	48.7%	52.1%
ROIC	7.9%	4.3%	5.9%	2.1%	3.2%

期末時価総額と四半期売上高のYoY成長率



四半期売上高と営業利益率



[FactSet、日経Needs、会社開示資料等を利用して作成、2019年07月27日時点]

[1]全投下資本は資本市場から調達して事業に利用されている資産として以下の算式で計算 投下資本 = 総資産 - 売上高の月商 1.5 カ月を上回る現預金 - 短期有価証券 - 投資有価証券 - 繰延ヘッジ損益 - 有価証券評価差額金 - 為替換算勘定 - 土地再評価額金 - 有利子負債以外の流動負債。 [2]WACC (加重平均資本コスト) = 税引後支払利息利回り × D / (E + D) + 株主資本コスト × E × / (E + D) E は時価総額、D は有利負債残高。株主資本コスト = リスクフリーレート + β × リスクプレミアム。β = 東証の日次リターン (X) とメディカルシステムネットワーク社 (以下 MSN 社) 株価日次リターン (Y) の一時回帰式の係数。β = [XY の相関係数] × [ボラティリティ・デックス (VI)]。 [VI] = [Y の標準偏差] ÷ [X の標準偏差]。一回帰式の決定係数が 0.3 以上は、一回帰式の係数を β とする。決定係数は 0.3 未満の場合は、MSN 社の所属する業界平均の無負債 β から推計した業界相関係数と MSN 社の VI から β を推計。リスクフリーレートは国債利回り、リスクプレミアムは時価総額に応じて 5-7%。日次リターンは過去 5 年間。

ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及び JPR アナリスト:を主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及び JPR アナリスト:は、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及び JPR アナリスト:は対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。