

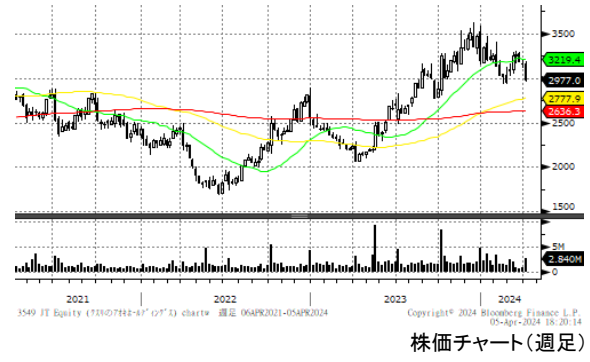
クスリのアオキホールディングス（3549）

担当 近藤 浩之

レーティング： **NEUTRAL** (2024/1/29) → **NEUTRAL**

- ※ 食品と調剤薬局を強化したドラッグストア
- ※ 株式報酬費用が利益圧迫、本業は好調
- ※ 生鮮食品の取り扱いと調剤薬局の併設を深化

	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 20/5	300,173	19.6	16,359	15.6	16,829	15.1	12,416	16.6	131.27	6.67
連 21/5	305,880	1.9	16,619	1.6	17,344	3.1	12,062	-2.9	127.52	7.67
連 22/5	328,335	-	14,070	-	15,785	-	9,839	-	104.02	8.67
連 23/5	378,874	15.4	15,296	8.7	19,129	21.2	12,326	25.3	130.31	9.67
連 24/5(会社予)	435,000	14.8	17,200	12.4	18,400	-3.8	11,300	-8.3	119.46	10.83
連 24/5(今村予)	437,000	15.3	18,200	19.0	19,400	1.4	12,000	-2.6	126.00	10.83
第3四半期累計期間										
連 22/6-23/2	282,227	14.8	12,740	15.7	16,864	41.5	11,956	54.8	126.39	-
連 23/6-24/2	326,710	15.8	13,479	5.8	13,998	-17.0	8,266	-30.9	87.39	-
株価(2024/4/5)			2,977	円						
発行済み株式数(24/2/20)			94,597	千株						
自己株式数(24/2/20)			1	千株						
時価総額			281,617	百万円						
企業価値(EV)			324,658	百万円						
ROE(23/5実績)			13.3	%						
予想配当利回り(24/5今村予)			0.3	%						
予想PER(24/5今村予)			23.6	倍						
BPS(23/5実績)			1,041.20	円						
PBR			2.9	倍						
CFPS(23/5実績)			330.3	円						
PCFR			9.0	倍						
EV/EBITDA(23/5実績)			10.4	倍						



(注) 22/5期より「収益認識に関する会計基準」等を適用しており、22/5期の伸び率は記載していない。2023年11月21日付で株式1株につき3株の割合で株式分割を実施しており、20/5期～24/5期のEPS・1株配、23/5期のBPS・CFPSは20/5期期首に分割が行われたと仮定して算定。 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

※ 食品と調剤薬局を強化したドラッグストア

ドラッグストアが主軸の上場企業の内、前期実績の売上高は8位。北陸最大手で、23府県にドラッグストア920店舗（内、調剤薬局併設594店舗）、調剤専門薬局6店舗を展開中だ（2024年4月8日現在）。食品（日配品・冷凍食品・生鮮食品等）を取り揃えることで集客力を高め、調剤薬局を併設して来店客から信頼を得ることを狙った店舗を展開する。食品構成比は44.8%（2023年5月期）と3割強とされる業界平均より高く、調剤薬局併設率は58.7%（同）で同業の上場企業のなかで3番目に高い。

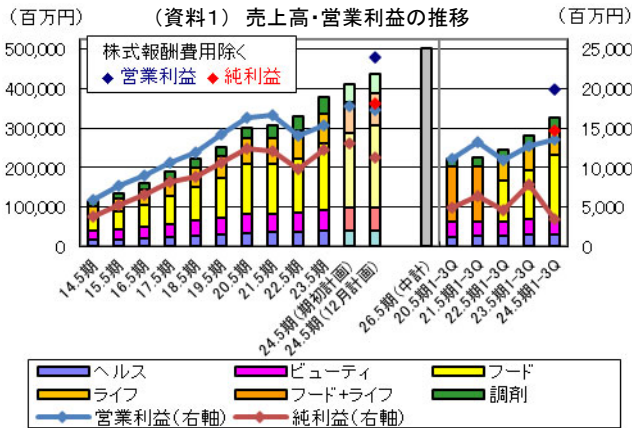
※ 株式報酬費用が利益圧迫、本業は好調

今期（2024年5月期）第3四半期累計期間の売上高は前年同期比15%増と堅調に伸びた一方で、営業利益は同5%増、純利益は同3割減にとどまった（資料1、出所:決算短信・決算説明会資料）。利益を押し下げたのは、株式報酬費用の計上だ。2020年に発行した新株予約権（有償ストック・オプション）の権利行使条件（のれん償却費用及び株式報酬費用を除く経常利益220億円）を達成する可能性が高まり、計上が必要になった。第3四半期累計期間にはこれまで会計処理していなかった分も含めて64億17百万円を計上した。

株式報酬費用を除くと、第3四半期累計期間の営業利益は前年同期比56%増、純利益は同22%増であり、本業は好調だ。既存店売上高が前年同期から1割近く伸び、なかでも客数の伸びが目

立つ（資料2、出所：決算短信・決算説明会資料・取材）。生鮮食品の導入拡大（後述）、EDLP（エブリデー・ロー・プライス。毎日一定の低価格で販売する手法）による販売促進が功を奏している。

通期会社予想は昨年12月に公表した予想から変更していない。営業利益は前期比12%増（株式報酬費用68億10百万円を除くと57%増）、純利益は同8%減（同46%増）の見通しだ。この会社予想に対して営業利益は数億円上振れている模様で、電気代が想定を下回った。



(注) 22.5期～は「収益認識に関する会計基準」等を適用。

(資料2) 業績の詳細

	23.5期		24.5期	
	1-3Q 実績	通期 実績	1-3Q 実績	通期 期初計画 12月 計画
新規出店	62店	90店	24店	70店 45店
既存店				
売上高	+4.2%	+5.2%	+9.8%	+3.1% +9.6%
客数	+1.2%	+2.2%	+7.7%	- -
(前の期比) 客単価	+3.0%	+2.9%	+1.9%	- -
粗利益率	28.1%	28.0%	27.2%	27.6% 27.1%
販管费率	23.6%	24.0%	23.1%	23.3% 23.1%
株式報酬費用除く	-	-	21.1%	- 21.6%

※ 生鮮食品の取り扱いと調剤薬局の併設を深化

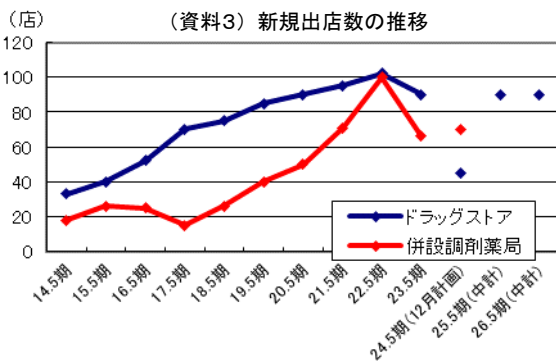
「食品」と「調剤薬局併設」の両立を深化させる取り組みを推進している。「食品」は、調剤専門薬局と超小型店を除いたすべての店舗で青果、精肉を取り扱うようにする。そのための小型店（300坪型）の改装を来期（2025年5月期）まで3年間をかけて約600店舗で行う（今期第3四半期末までに473店舗で完了）。生鮮食品や惣菜を販売するテナントを導入した大型店（450坪型）が展開できる好立地の確保を目的にしたM&A（合併・買収）も積極的に実施しており、今期の4社20店舗を含めて2020年以降に12社58店舗を取得した。また「併設調剤薬局」は、2026年5月期までに調剤併設率「70%」への引き上げを目指す。

※ 出店数回復実現に不透明感

懸念は、ドラッグストア出店ペースの鈍化だ（資料3、出所：決算短信・決算説明会資料）。建築費高騰を受け、今期出店数は45店舗と前期（90店舗）から半減する。来期は前述したM&Aの効果を加えて従来の出店ペースに戻す方針だが、建築費高騰、同業他社の出店攻勢があるなかで実現できるか不透明だ。

今村証券による今期業績予想は、売上高4,370億円（前期比+15.3%）、営業利益182億円（同+19.0%）、純利益120億円（同▲2.6%）とする。第3四半期実績を踏まえ、1月時点の今村証券予想（売上高4,370億円、営業利益178億円、純利益117億円）から利益面を微調整した。来期業績は、売上高4,750億円（今期今村証券予想比+8.7%）、営業利益275億円（同+51.1%）、純利益181億円（同+50.8%）を予想、出店数が会社方針ほど回復しないものの、堅調な既存店売上高が続くと仮定し、株式報酬費用が今期の68億10百万円から来期は3億92百万円へ大きく減ることで増益率が高まる。

昨年未だに3,207円だった株価は、先週末3,000円を下回った。バリュエーションは妥当な水準との考えに変更はなく、投資判断はNEUTRALを継続する。



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及び妥当性、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

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	富山支店 : 076-432-2131
高岡支店 : 0766-26-1770	砺波支店 : 0763-33-2131
福井支店 : 0776-22-6644	板垣支店 : 0776-34-6996
敦賀支店 : 0770-25-3387	

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 1.201750% (税込) (1.201750% に相当する金額が 2,612 円未満の場合は 2,612 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 0.990% (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、一般社団法人日本投資顧問業協会加入

e_suishin_202306