



東大金融研究会

Genky Drug Stores株式会社 (9267)

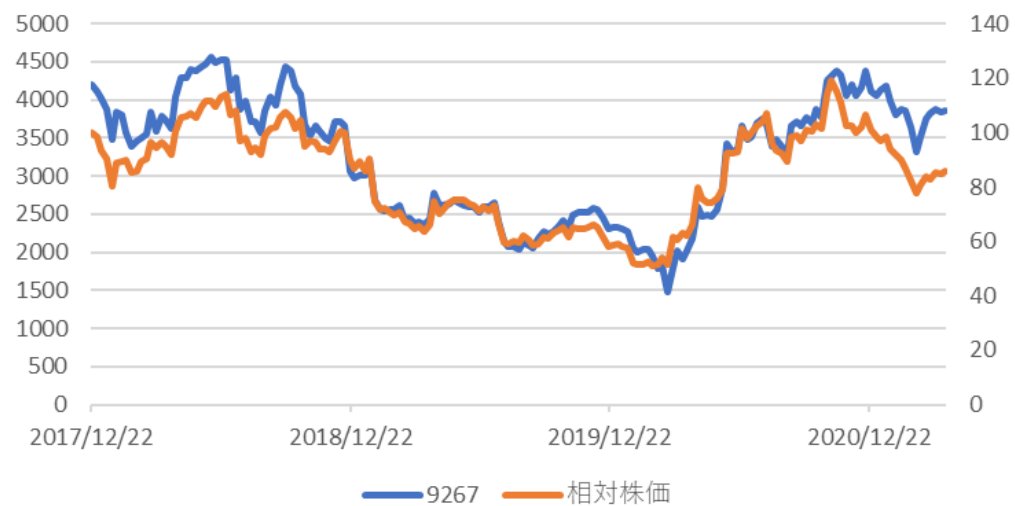


今回のポイント

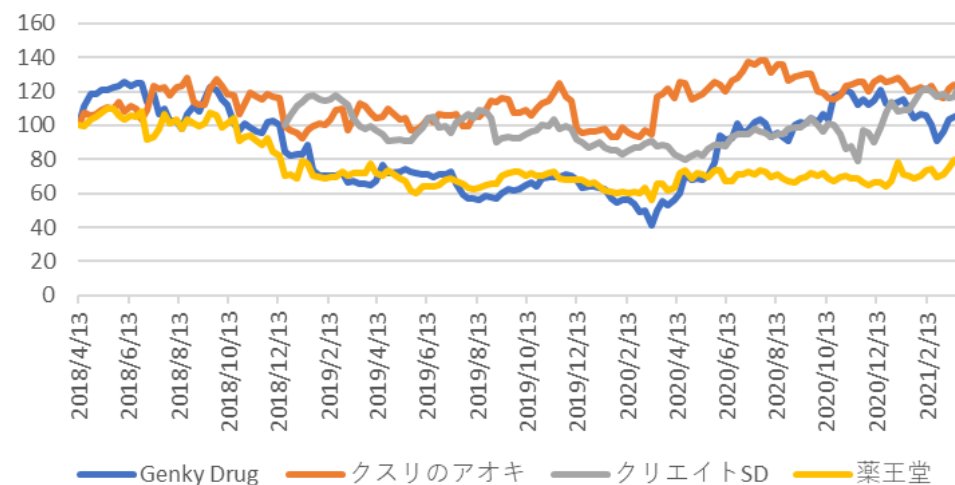
- 1 ; コロナの巣籠り効果もあり今期の業績は急回復。今期予想の利益をベースにするとバリュエーションにはやや割安感もでてきている。
- 2 ; 一方で、これまでの出店加速を続けてきたことでフリーキャッシュフローはここ数年ずっと赤字。これらを勘案すると、総合的に捉えるとほぼ適正株価と判断できるかもしれない。
- 3 ; 先を走る競合から判断すると現在の水準から店舗が2倍まで拡大するのに要する期間は4－6年間。この期間は平均して年率21％程度の成長を記録してきた。当社の成長に関しても、それほど競合を懸念する段階ではない。
- 4 ; ELPの影響などもあり収益性の項目が概して競合他社比で劣る。顧客当たりの点数効果は大きいものの、収益性に劣る現状を考えるとセルサイドが新規でカバレッジを始めるにはやや材料不足感はない。
- 5 ; 人材採用を含めて中長期的に会社の地盤を固める努力については非常に好感がもてる。その結果、どういう効果が見込めるのかイメージがつくとストーリーを展開する意義がでてくる。

過去の株価推移

過去の株価推移



競合比株価推移





東大金融研究会

Genky Drug Stores(株)

株価；3,810円（2021/4/13終値）
時価総額；591.2億円
EV；820.7億円

Valuation

FY21 EBITDA；102.5億円
FY21 EV/EBITDA；8.3x
Net Debt；231.1億円

FY21 EPS；290.8円
FY21 PER；13.1x

PBR；2.1x

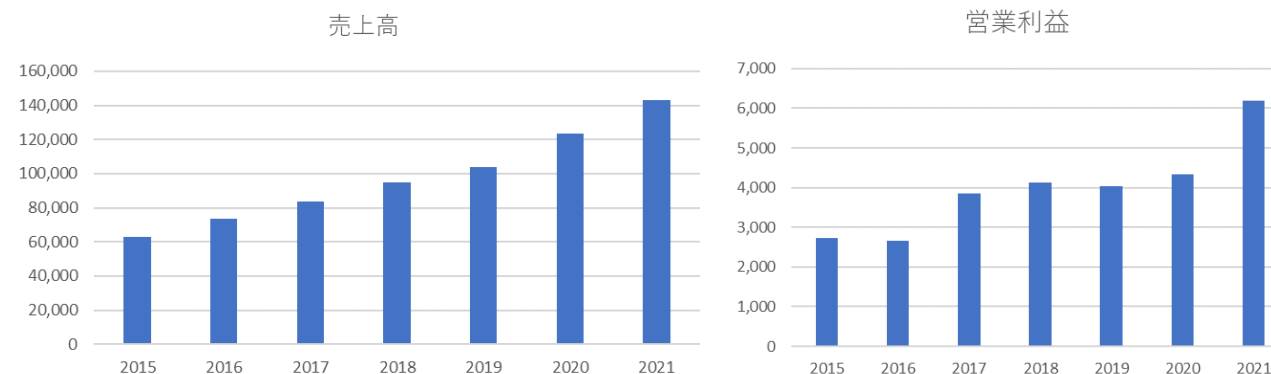
2021/4/14

事業概要

福井県を中心に北陸エリアを地盤とするドラッグストア。経営戦略としては、生活必需品に特化した品揃えで高来店頻度の実現とローコストオペレーション経営の実現で7000人圏でもビジネスが成立するお店を目指している。

- 1；近所で生活費が節約できるお店をコンセプトに圧倒的な安さの追求
- 2；何でも揃うお店
- 3；地域シェアを高めドミナントエリア構築や自社の物流網を活かしたローコストオペレーションの追求を進める

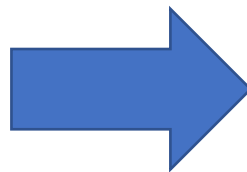
ディスカウント戦略により1点単価を引き下げることで来客数を増加させるとともに買上げ点数を上げることに成功してきた。



東大金融研究会

事業計画の考え方、見せ方

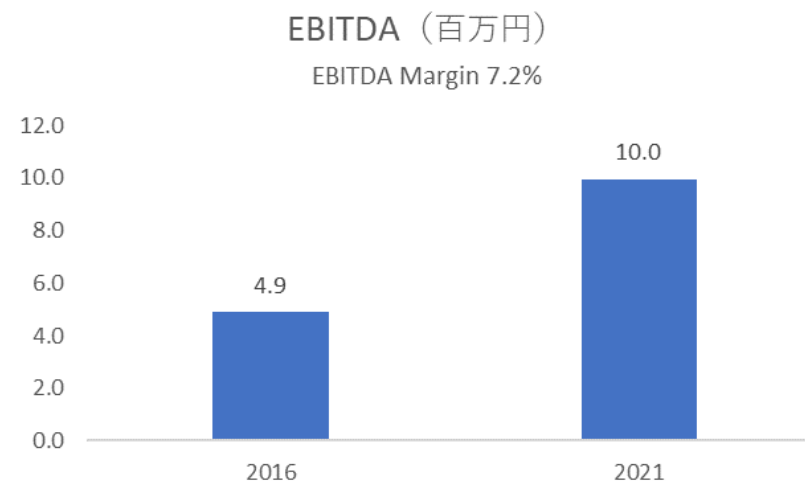
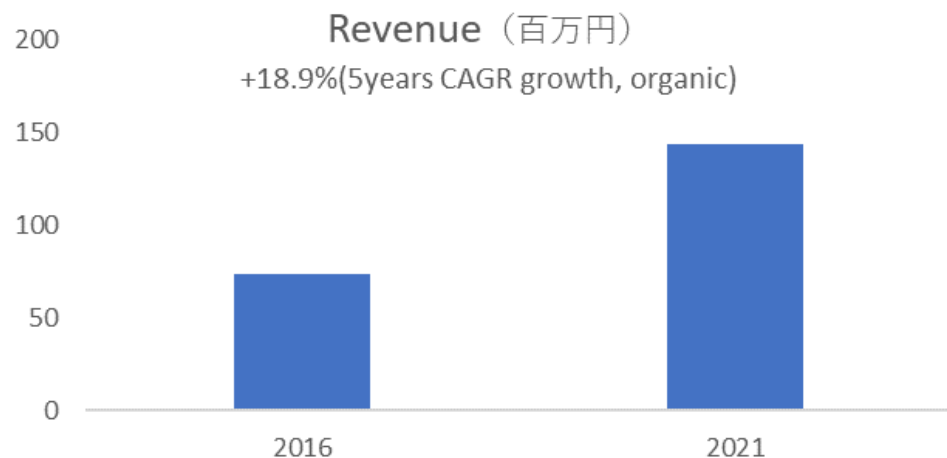
- 粗利率が恒常的に低い要因の明示
- フリーキャッシュフローに対する考え方を伝えるべき
- 一時的投下したコストの明示



- 販管費などは非常にうまくコントロールされている。ただし、ビジネスモデルとして低収益性やむなしとの構造をしっかりと資本市場に伝えるべき。
- 出店を継続的にし、バランスシートが拡大を続けることについてはポジティブ。一方で、赤字が続くフリーキャッシュフローに対する考え方を提示する必要がある。
- 売上と利益の関係がうまく説明でいない四半期が多い。販促コストなどの一時的に利益がへこんだ場合など、決算説明資料などで説明すると分かり易い。

コストをしっかりと管理した上で堅調な業績を持続

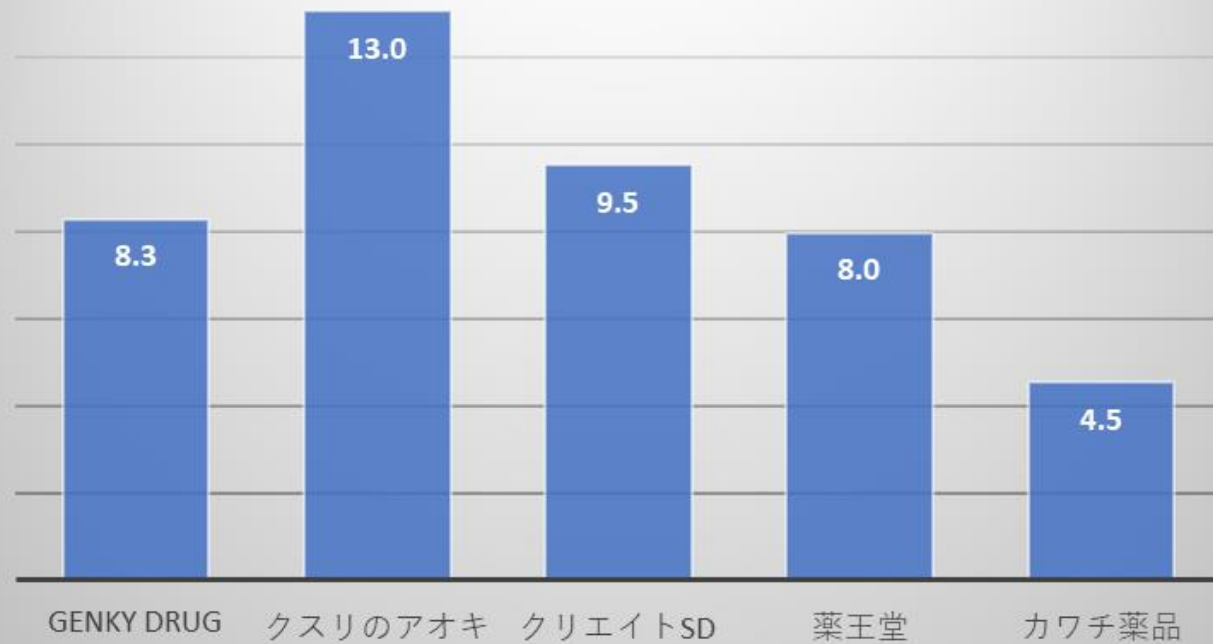
出店は順調に進んでおり過去5年の売上高成長率は非常に高水準。EBITDAベースでも着実に成長しており、非常にバランスの取れた成長が続いている。優秀な社員の獲得も進んでおり、中長期的な成長の具現化に向けてしっかりした地盤を作っている。



競合他社と比較して平均的な水準か

FY21 EV/EBITDAの競合比較

EV/EBITDA



ドラッグストアのEV/EBITDAの水準は過去は7-12倍で推移しているケースが多かった。

今後とも出店余地が高く成長が見込めるドラッグストア銘柄についてはEV/EBITDAの8倍台というのは安く見える。

業績指標は平均的かやや劣るか

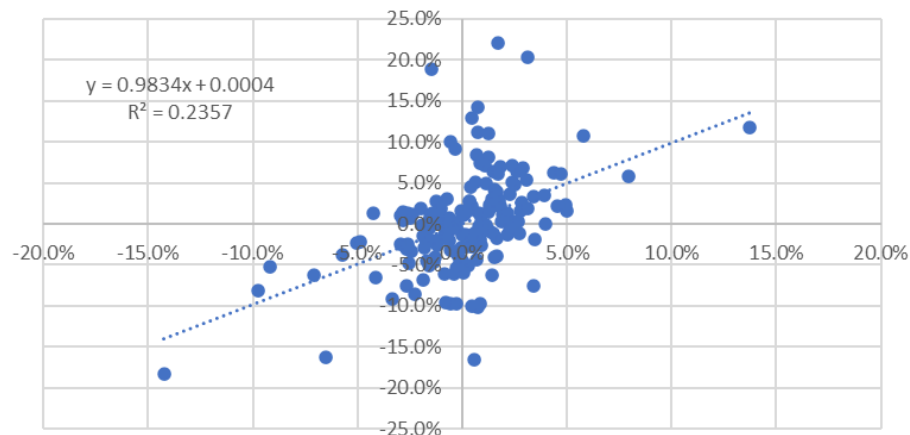
コロナの影響による売上押し上げ効果により今期は過去最高の利益を計画。これにより、収益性は大きく改善。D/Eレシオ、自己資本比率は経営管理目標には入っているが、同業他社と比較すると同等レベルかやや劣る。

	Genky Drug		同業他社（クスリのアオキ）		同業他社		評価
	前期(20/6)	今期計画	前期(20/5)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	21.6%		28.0%		24.3%		低い
営業利益率	3.5%	4.3%	5.4%	5.3%	4.1%	3.8%	平均的
EBITDAマージン	6.6%		7.5%		5.4%		平均的
当期純利益率	2.2%	3.1%	4.1%	3.8%	2.7%	2.6%	低い
収益性							
ROIC	5.2%	15.1%	13.1%	10.3%	9.1%	9.2%	低い
WACC	2.8%	2.8%	1.7%	1.7%	3.7%	2.8%	平均的
ROE	10.4%	15.1%	20.6%	16.5%	11.0%	13.9%	平均的
CAPM	5.6%	5.6%	2.6%	2.6%	4.3%	4.5%	高い
財務安定性							
D/Eレシオ	2.00		1.57		1.06		高い
株主資本比率	33.3%		38.9%		49.4%		低い
自己資本比率	33.3%		38.8%		49.4%		低い
当座比率	22.9%		29.2%		54.8%		高い
流動比率	101.1%		109.3%		135.8%		普通
PBR	2.1		4.0		1.8		平均的
投資有価証券比率	0.1%		0.0%		0.1%		平均的
10%変動/OP	0.1%		#DIV/0!				

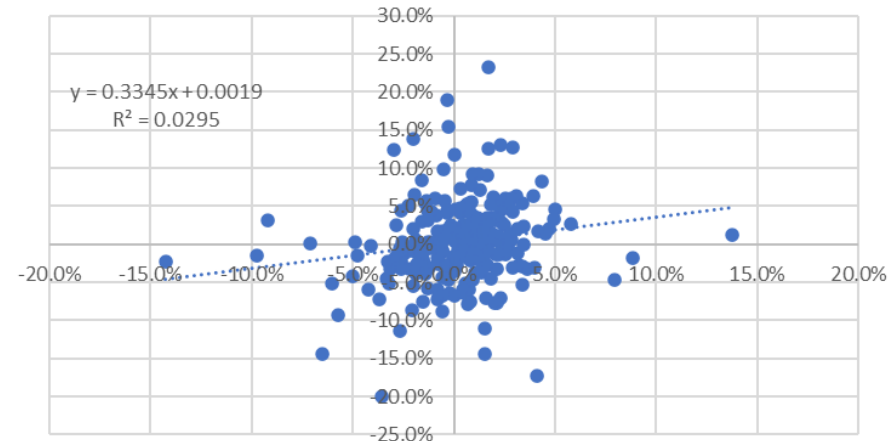
過去の株価の変動性は同業他社比やや高い

当社の株式 β はディフェンシブな特性を持つドラッグストアの中ではやや高め。これが当社の資本コストの高さに繋がっている。

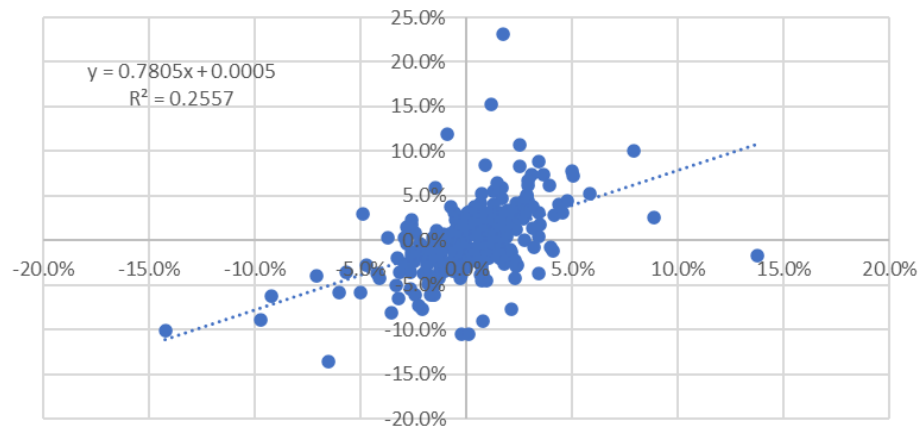
Genky Drug対Topix



クスリのアオキ対Topix



クリエイトSD対Topix

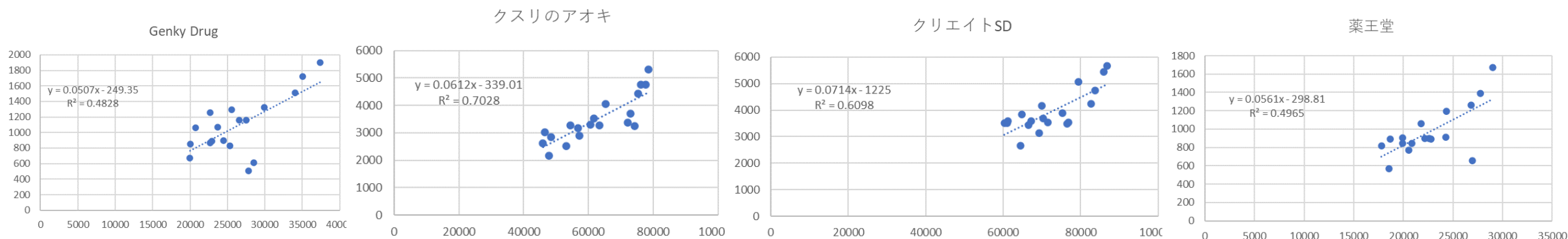


薬王堂FRI対Topix

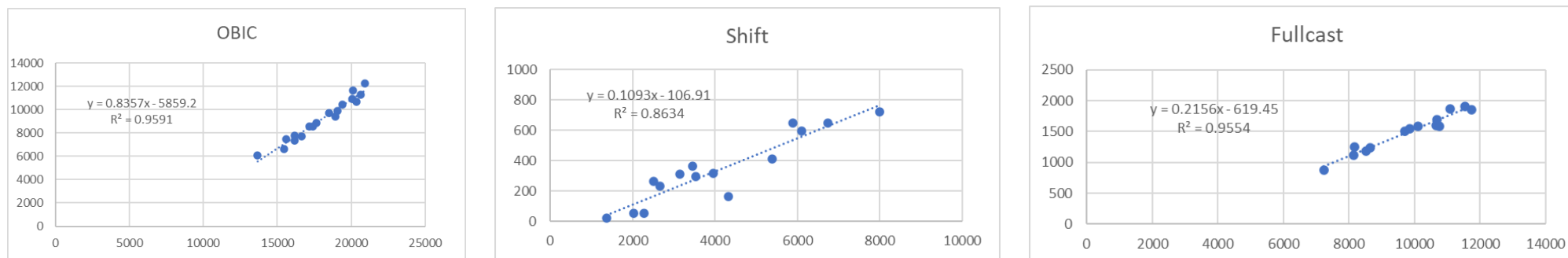


限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

販促コストなどの投下により売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。
目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。



決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。



ROEは利益質の上昇によって大きく改善。

クスリのアオキに劣るROEはひとえに収益性の問題。Valuation拡大の鍵は収益性の拡大か。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	4.7%	5.9%	5.6%	4.2%	3.6%
ROE	NA	16.2%	20.5%	16.0%	11.0%	10.4%
売上高純利益率	2.8%	2.6%	3.4%	3.3%	2.6%	2.2%
回転率	NA	1.81	1.73	1.70	1.62	1.64
レバレッジ	NA	3.46	3.48	2.87	2.60	2.85

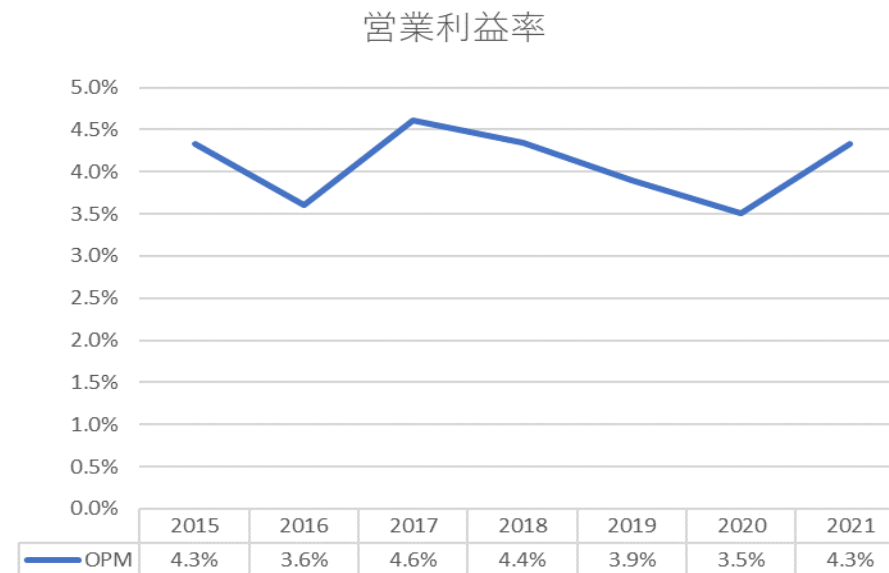
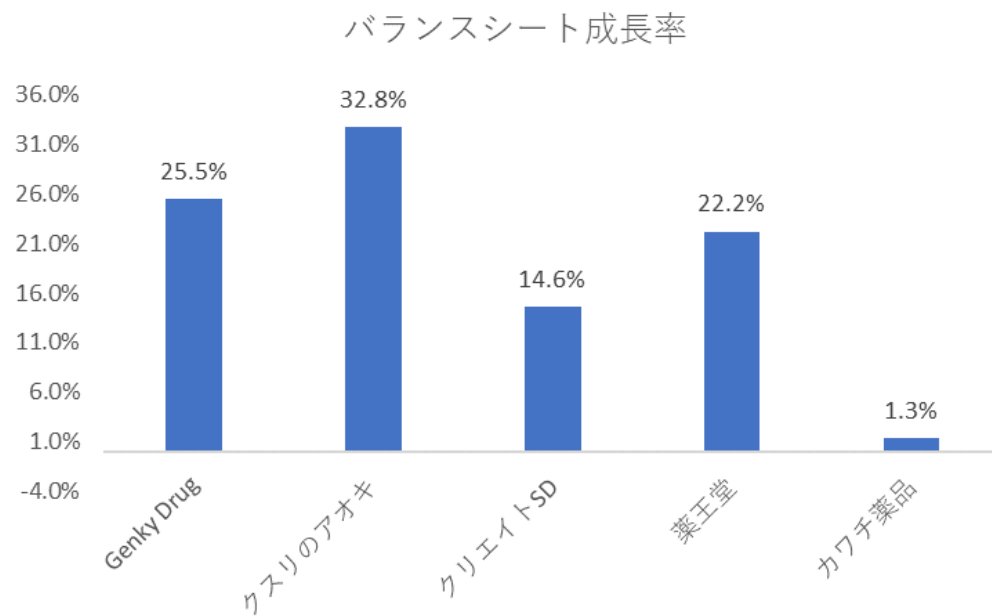
クスリのアオキのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	16.2%	9.1%	9.4%	8.3%	8.4%	8.1%
ROE	47.6%	26.0%	25.7%	22.1%	21.6%	20.6%
売上高純利益率	3.9%	4.0%	4.3%	4.0%	4.2%	4.1%
回転率	4.18	2.29	2.17	2.08	1.98	1.96
レバレッジ	2.95	2.86	2.73	2.67	2.58	2.54

(東大金融研究会作成)

成長への投資は行われている

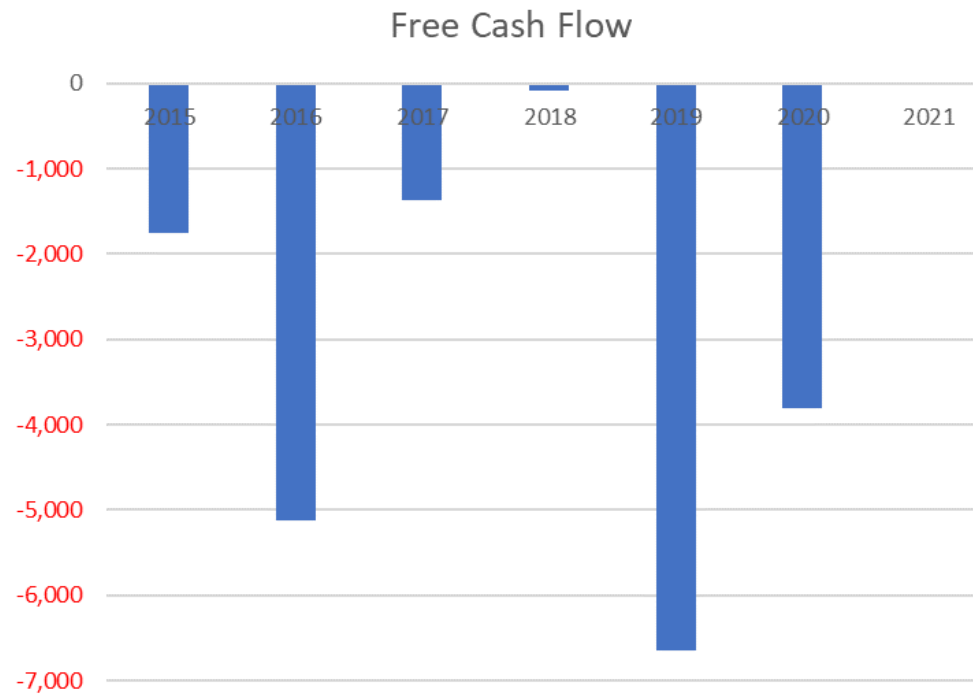
バランスシートの拡大は引き続き高水準で将来への成長投資をしっかりとってきていることが伺える。一方で、営業利益率はこの7年間ほぼ横ばい推移。経営戦略から考えて大きな利益率の改善は見込めないと思われることから、着実にトップラインの成長を実現させていくことが中長期的な企業価値最大化のために大切。



(会社資料より作成)

引き続きフリーキャッシュフローはネガティブ

高水準な出店を続けていることもあり、フリーキャッシュフローの赤字はかなりの期間続いている。EBITDAはフリーキャッシュフローではないので、運転収支、設備投資などを合わせてEBITDA（若しくは利益）を考えると見方は更に厳しくなる。



（会社資料より東大金融研究会作成）

これまでの業績推移

従来よりNetCashでバランスシートは健全。収益性も改善しており、同業他社比でも割安感が台頭するある。
過去数年FCFの黒字をしっかりと保ちながら着実な成長をあげてきた。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	10,029	15,372	17,064	11,737	19,567	23,773	23,110
発行済み株式数（百万株）	14	14	14	15	15	15	15
株価			4,105	2,971	2,330	4,060	3,835
時価総額	0	0	57,893	45,982	36,061	62,837	59,354
EV	10,029	15,372	74,957	57,719	55,628	86,610	82,464
EBITDA	4,497	5,203	6,871	7,328	7,675	8,389	10,252
EBITDA margin	7.1%	7.1%	8.2%	7.7%	7.4%	6.8%	7.2%
EV/EBITDA(pre-tax based)	2.2	3.0	10.9	7.9	7.2	10.3	
EBITDA	4,292	4,905	6,568	7,039	7,367	8,103	9,961
EV/EBITDA(OP based)	2.3	3.1	11.4	8.2	7.6	10.7	8.3
EPS	125.1	134.8	201.8	201.5	174.3	178.0	290.8
PER	0.0	0.0	20.3	14.7	13.4	22.8	13.2
流動資産	12,038	13,863	16,381	21,358	21,746	29,284	
現金	1,670	1,606	2,112	2,228	2,444	6,621	4,057
受取手形							
売掛金	569	623	798	783	1,125	2,293	1,857
投資有価証券	25	31	35	88	67	54	0
流動負債	16,701	19,945	22,012	25,848	24,692	28,965	
買掛金	10,134	10,174	11,834	12,865	13,786	17,263	17,120
短期借入金	0	700	0	100	780	0	0
1年以内返済長期借入	3,831	5,382	5,966	5,127	5,195	5,972	6,752
長期借入	7,867	10,896	13,210	8,738	16,036	24,422	20,415
株主資本	10,872	12,570	15,169	23,765	25,279	27,654	31,767
その他包括利益	20	13	9	49	31	22	22
自己資本	10,892	12,584	15,178	23,814	25,310	27,676	31,789
純資産	10,894	12,584	15,178	23,805	25,310	27,686	
総資産	36,567	44,682	51,868	60,043	67,885	83,145	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	63,144	73,496	83,400	94,869	103,897	123,603	143,000
粗利売上			13.5%	13.8%	9.5%	19.0%	15.7%
売上総利益	13,871	16,193	19,425	21,897	24,419	26,712	
	22.0%	22.0%	23.3%	23.1%	23.5%	21.6%	
営業利益	2,739	2,655	3,849	4,129	4,047	4,342	6,200
	4.3%	3.6%	4.6%	4.4%	3.9%	3.5%	4.3%
支払利息	66	70	62	41	49	62	62
特別利益	6	0	0	0	0	0	
特別損失	42	16	0	38	419	534	
税前当期利益	2,842	2,867	4,090	4,339	3,886	4,032	6,429
親会社に帰属する利益	1,761	1,901	2,846	3,118	2,698	2,755	4,500
減価償却費	1,553	2,189	2,614	2,910	3,320	3,761	3,761
のれん償却		61	104	0	0	0	
金利		0.5%	0.3%	0.2%	0.3%	0.2%	
営業CF	4,758	2,696	5,239	5,365	4,300	7,411	
投資CF	-6,507	-7,814	-6,608	-5,443	-10,947	-11,223	
FCF	-1,749	-5,118	-1,369	-78	-6,646	-3,812	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数				810	1,016	1,143	
					25.4%	12.5%	
1名当たり売上		#DIV/0!	#DIV/0!	117	102	108	

利益の増減要因については開示した方が良い

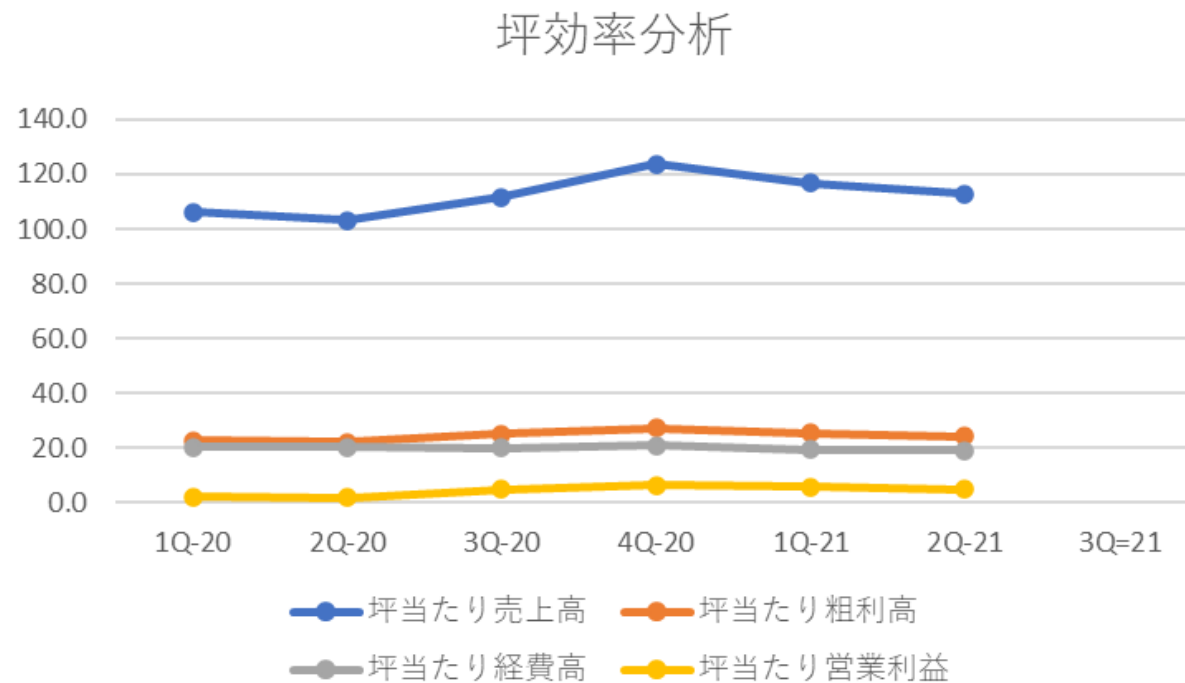
9267Genky Drug	FY2018	FY2019	FY2020
売上	94,869	103,897	123,603
売上原価	72,972	79,478	96,891
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	21,897	24,419	26,712
	23.1%	23.5%	21.6%
販管費	17,768	20,372	22,370
物流費			
人件費	0	6,503	7,358
役員報酬			
給与手当		6,503	7,358
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
ポイント引当金		304	327
地代家賃		3,084	3,307
販促費		2,000	2,081
減価償却費		3,223	3,443
支払手数料			
倉庫委託料			
営業利益	4,129	4,047	4,342
	4.4%	3.9%	3.5%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	77	76	78
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	23	24	22
販管費	19	20	18
広告宣伝費	0	0	0
人件費	0	6	6
役員報酬	0	0	0
給与手当	0	6	6
福利厚生	0	0	0
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
ポイント引当金	0	0	0
地代家賃	0	3	3
販促費	0	2	2
減価償却費	0	3	3
支払手数料	0	0	0
倉庫委託料	0	0	0
営業利益	4	4	4

ローコストオペレーションできているが粗利率の低さがボトムラインの利益の低さに繋がっている。

坪効率の分析

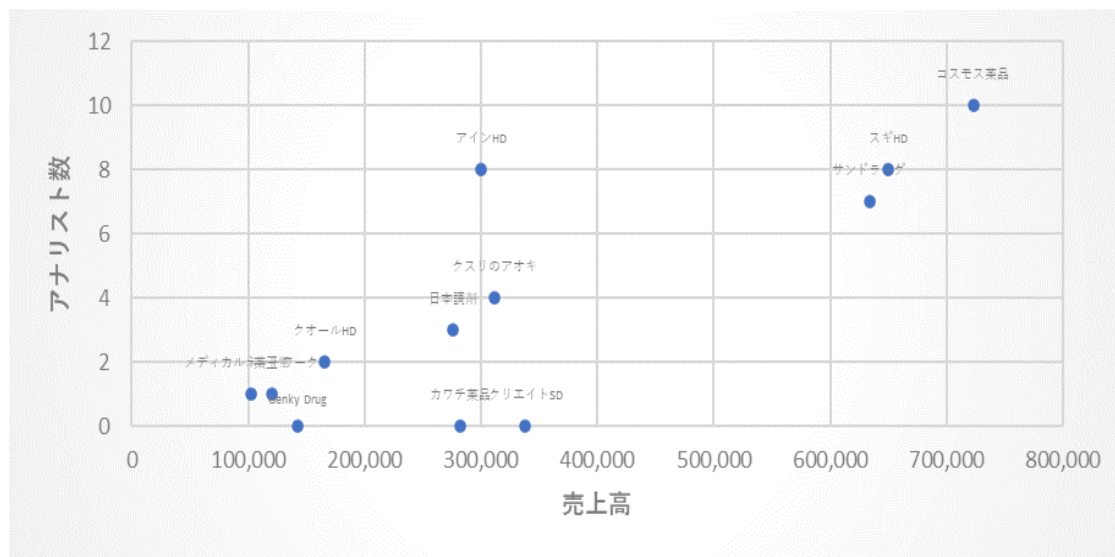
経費管理が行き届いている分、坪当たりの売上を増やすことが重要課題。



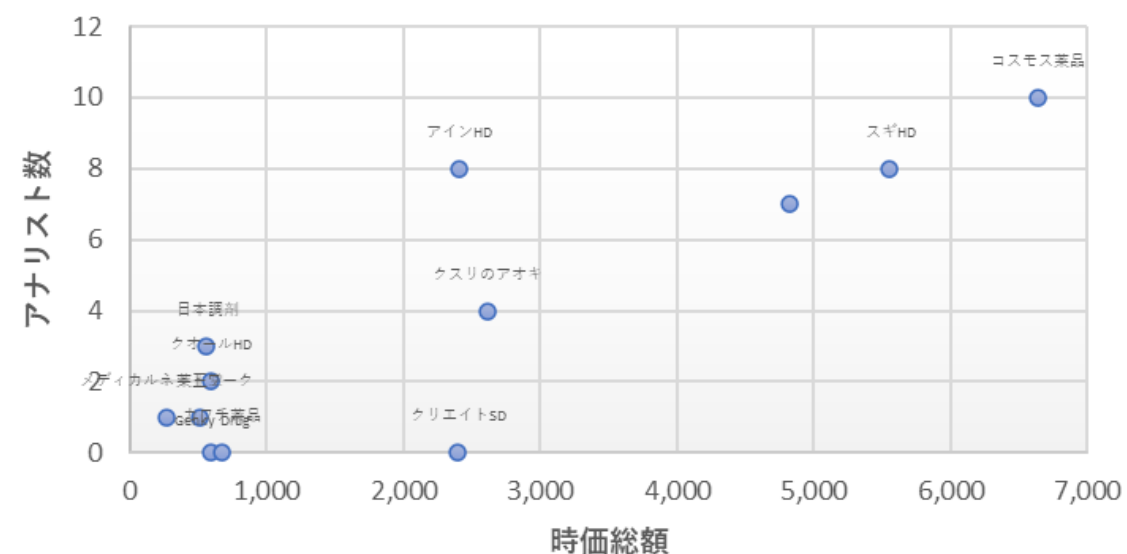
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

引き続きセルサイドアナリストとの対話は重要。中長期的な目指すべき姿を提示できると良い。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



ガバナンスの独立性は進んでいる

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は43％にのぼる。健全な状態ではある。

役職名		氏名
代表取締役	社長	藤永賢一
代表取締役	副社長	吉岡伸洋
取締役		山形浩幸
取締役		小林佑次
取締役	監査等委員	松岡茂
取締役	監査等委員	今井順也
社外取締役	監査等委員	山田賢一

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
9267	Genky Drug Stores	98.3%
3549	クスリのアオキ	88.7%
3148	クリエイトSD	92.1%

藤永社長に対する株主からの信頼が見て取れる。

株式売買高は高水準

株式売買高は比較的多く流動性の観点では魅力的ではある。足元では日本株式及び小型株にも資金流入が続いていることから問題はないが、今のうちに流動性をしっかり担保することができると良い。

ドラッグストア	売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
9267 jt equit Genky Drug	0.5%	294	76,768	15,477,480
3549 jt equit クスリのアオキ	0.4%	915	110,601	31,532,560
3148 jt equit クリエイトSD	0.1%	298	83,482	66,819,340
7679 jt equit 薬王堂	0.3%	158	60,573	19,740,220
2664 jt equit カワチ薬品	0.6%	395	144,384	24,583,420
9627 jt equit アインHD	0.3%	845	122,054	35,428,210
7649 jt equit スギHD	0.3%	1,783	202,200	63,330,840
3341 jt equit 日本調剤	0.2%	126	71,924	32,048,000
3034 jt equit クオールHD	0.3%	203	135,419	38,902,790
4350 jt equit メディカルネットワーク	0.7%	177	209,190	30,642,600
3349 jt equit コスモス薬品	0.4%	2,512	155,624	40,000,800
9989 jt equit サンドラッグ	0.2%	1,093	262,719	119,331,200

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

株主固定比率が高い。機関投資家の持ち株比率がもう少し高まると良い。

		保有比率	保有額	株数
Fujinaga Intl Capital	経営者	37.4%	22,151,954,000	5,783,800
FMR	機関投資家	8.3%	4,943,764,000	1,290,800 ↓
エル・ローズ	政策	5.2%	3,064,000,000	800,000
年金積立管理運用	機関投資家	3.9%	2,293,787,000	598,900
Genky Stores Inc	会社	3.3%	1,967,471,000	513,700
Genky Stores Inc	会社	2.2%	1,287,263,000	336,100
藤永賢一	経営者	2.0%	1,196,537,960	312,412
Genky Drug	会社	1.9%	1,149,766,000	300,200
野村ホールディングス	機関投資家	1.7%	998,098,000	260,600
Vanguard Group	機関投資家	1.6%	928,909,050	242,535 ↑
Fujinaga Hitomi	経営者	1.4%	842,217,000	219,900 ↑
三井住友トラスト	機関投資家	0.9%	517,050,000	135,000
ノルウェー中央銀行	機関投資家	0.8%	478,091,240	124,828 ↑
Integrated Core Strat	機関投資家	-0.8%	-471,856,000	-123,200

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。