MARGIN OF SAFETY　BALANCE OF POWER　MANAGEMENT ANALYSIS

HIBIKI PATH ADVISORS

株式会社マツキヨココカラ＆カンパニー
ディスカッション資料「さらなる飛躍のために」

2022年12月2日

本資料の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。
また、本資料は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。

キーメッセージ

- IRのブラッシュアップ、特に統合計画と効果についての開示、リオープンに伴う期待、資本市場での注目等が相まって、株価の面でも評価が高まり時価総額で2番手以降を大きく引き離し業界No.1となった
- 株価が高い今こそ攻めのチャンスであるが、圧倒的な地位確保のための今後の潜在的な**株式交換によるM&A**を視野に入れる場合、バリュエーションはさらに高め、資本コストを下げるべき
- 将来業績への経営陣の自信を示すシグナリングとして、業界初の**四半期配当**は一考の価値あり
- 統合シナジーの発現を示しながら、更なる成長の訴求ポイントは何か？
  ⇒　同業のM&A、ヘルスケア領域への進出、デジタル投資、増配
- 米国に目を向けると…
  - CVSは2017年～医療保険大手のエトナ買収（約700億ドル）に代表されるよう、薬局や診療所をハブとしたトータルヘルスケアプラットフォームになりつつある（予防的医療や生活習慣病の管理サービス拡大を標榜した）
  - 一方Walgreensは規模を活かしきれず、M&Aの後パフォームしてこなかったが最近戦略転換
  - 2022年7月以降、Amazon → One Medical（サブスク診療サービス）、Walgreens→CareCentrix（在宅医療）、CVS→Signify Health（在宅医療）とヘルスケア領域への進出は買収合戦の様相

**マツキヨココカラは、我が国ヘルスケアサービス提供者の中で最も顧客に近く、
他の追随を許さないデータを抱え、リアルとバーチャルの双方に強みを有する稀有な企業**

YTD STOCK PERFORMANCE

- 年初来の貴社株価パフォーマンスはドラッグストア業界の競合対比でNo.1

Source：Bloomberg

YTD PBR

- 一方でPBRは最下位から一時トップに躍り出たものの、足許では中程度

Source：Bloomberg

貴社への注目は非常に強い

- 本年3月に実施した貴社宛てプレゼンテーションの公開は、Hibikiアカウント創設来最大のインプレッションを獲得し、注目度の高さを示した

Mar 2022 • 31 days

TWEET HIGHLIGHTS

Top Tweet earned 47.6K impressions

ひびき・パース・アドバイザーズ（以下、「ひびき」）は3月11日、株式会社マツキヨココカラ＆カンパニー（以下、「マツキヨココカラ」）の経営陣に対しプレゼンテーションを実施致しました。
pic.twitter.com/e81UgyOGn0

某、万単位のフォロワーを有するアカウントのコメント

“ひびきパースさんからマツキヨ宛のエンゲージメント資料が開示されてますね

（中略）

冒頭、安く取引されてますよ、その理由は成長率に対する評価ですよ、と書いてありますが本当でしょうか

（中略）

同じ利益を出して創出されるFCFの量は約1.6倍程度コスモスの方が多いです

これはすなわち、FCFが同額の場合で成長見通しに差がなくても、マツキヨは同じFCFを生み出すのに利益が多く必要な分、PERでは11.6にしかならない=38%ディスカウントになるということです。私の手元のPERではもはやマツキヨココカラの方がプレミアムの可能性とあります

やりたくてもAppleのようにできないということは会社は理解しているはずで、切り込むべくは存在しないCFをあてにした(=調達してでもやれということになる)自社株買いではなく、アセットライトに成長する方策と株価への定量インパクトの説明ではないでしょうか”

貴社バリュエーションの変化

- 統合シナジーの発現と今後のロードマップ開示、インバウンド回復期待などを受けて時価総額で日本No.1の座を獲得したが、未だ最高のバリュエーション水準にはない
- ROEで見ると、連結効果でBSが大きくなった一方で、収益性が追い付いていないように見える

2022/3/2時点

（百万円）	売上高	営業利益率	自己資本比率	時価総額	ROA	ROE	PER	PBR	配当性向	配当利回り
3088 マツキヨココカラ	**556,907**	**5.7%**	**71.0%**	**615,775**	**6.0%**	**9.5%**	**14.2x**	**1.3x**	**33.3%**	**1.6%**
*5	MK	MK	MC	MC	MK	MK	MC	MC	MK	MC
3141 ウエルシア	949,652	4.5%	44.6%	634,738	6.8%	16.4%	23.5x	3.3x	21.2%	1.0%
3349 コスモス	726,424	4.6%	52.0%	643,880	8.2%	17.2%	25.8x	3.6x	10.2%	0.5%
3391 ツルハ	919,303	5.3%	53.6%	455,395	5.5%	12.0%	16.1x	1.8x	30.8%	1.8%
7649 スギ	602,510	5.6%	62.9%	404,260	6.4%	11.1%	22.1x	1.9x	23.4%	1.2%
9989 サンドラッグ	634,310	5.9%	67.0%	360,124	8.5%	12.7%	14.0x	1.7x	32.3%	2.3%
Comps平均値	*766,440*	*5.2%*	*56.0%*	*499,679*	*7.1%*	*13.9%*	*20.3x*	*2.4x*	*23.6%*	*1.4%*
Comps中央値	*726,424*	*5.3%*	*53.6%*	*455,395*	*6.8%*	*12.7%*	*22.1x*	*1.9x*	*23.4%*	*1.2%*

2022/11/30時点

（百万円）	売上高	営業利益率	自己資本比率	時価総額	ROA	ROE	PER	PBR	配当性向	配当利回り
3088 マツキヨココカラ	**729,969**	**5.7%**	**70.4%**	**805,123**	**5.3%**	**7.6%**	**21.2x**	**1.7x**	**29.6%**	**1.4%**
3141 ウエルシア	1,025,947	4.2%	40.7%	631,060	5.9%	13.9%	22.2x	2.8x	23.5%	1.1%
3349 コスモス	755,414	3.9%	52.3%	552,800	6.6%	12.8%	23.8x	2.9x	14.5%	0.6%
3391 ツルハ	915,700	4.4%	50.8%	430,774	3.9%	9.1%	19.0x	1.6x	50.0%	2.6%
7649 スギ	625,477	5.1%	60.8%	377,699	5.7%	9.4%	21.2x	1.8x	27.4%	1.3%
9989 サンドラッグ	648,734	5.2%	68.0%	427,939	7.5%	11.1%	17.7x	1.9x	48.3%	2.7%
Comps平均値	*794,254*	*4.6%*	*54.5%*	*484,054*	*5.9%*	*11.3%*	*20.8x*	*2.2x*	*32.7%*	*1.7%*
Comps中央値	*755,414*	*4.4%*	*52.3%*	*430,774*	*5.9%*	*11.1%*	*21.2x*	*1.9x*	*27.4%*	*1.3%*

PER	株主資本コスト[6]	潜在成長率
14x	6.1%	-1.0%
21x	**6.1%**	**+1.4%**

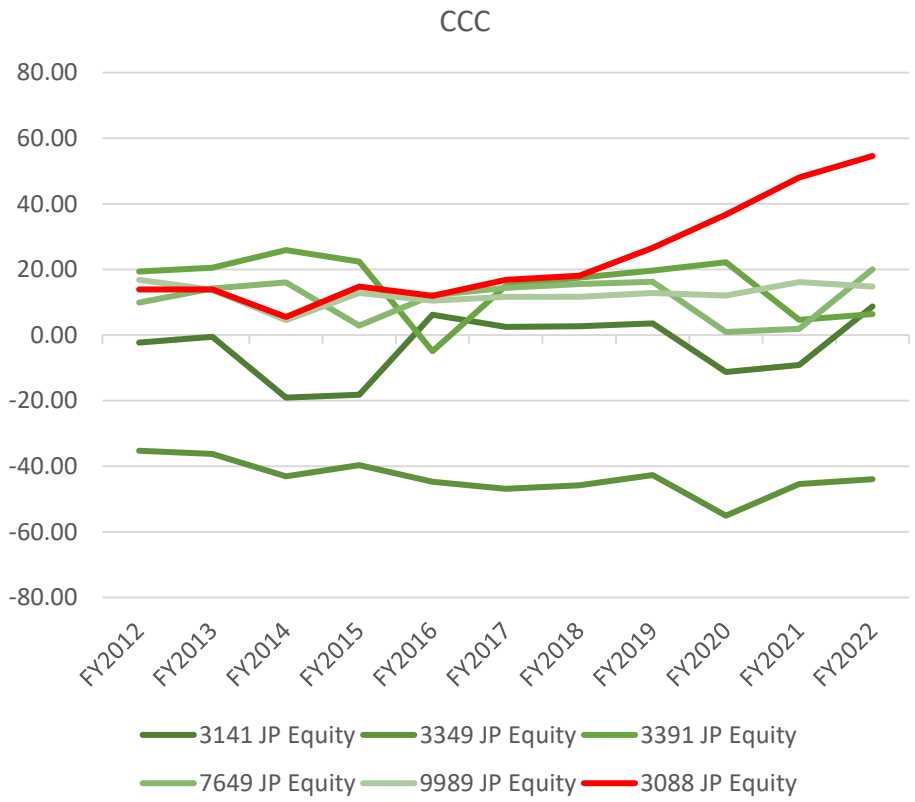
遂に潜在成長率がプラス転換し、国内リテールビジネスとして妥当な範囲に入ってきた

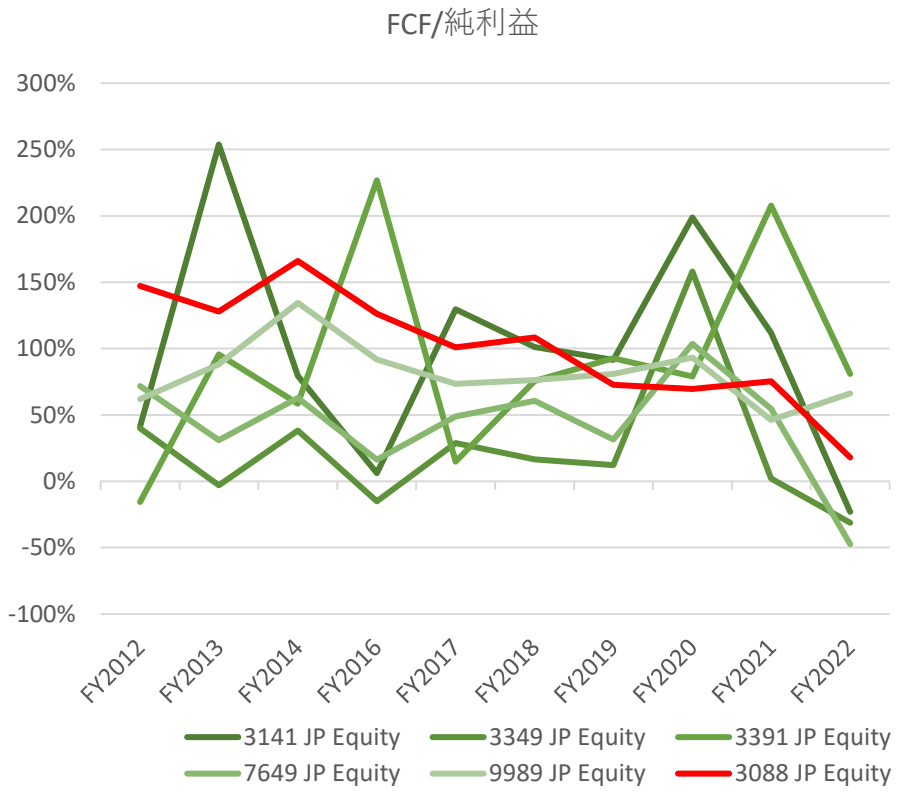
1. マツキヨココカラの2022/11/30時点ROE, ROAは分母を直近年度末とした。他は年初・末の平均　2. PL情報は前期通期実績　3. BS情報は直近四半期実績　4.売上・配当予想は会社予想　5. MK = 旧マツキヨ、MC = マツキヨココカラ

6. Net cashのためデットコストゼロ、リスクフリーレート1.0%, Beta 0.86, 株式市場リスクプレミアム6.0%により算出　出所：会社開示資料よりHibiki作成

キャッシュ創出力に翳り？

- ココカラの統合以前から、キャッシュフロー総出力が低下してきたように見える
- 在庫の高単価化、顧客クレジット払いの増加が背景であればネガティブではない？





注：CCC=キャッシュコンバージョンサイクル（単位：日）。FCFは税引後営業利益にノンキャッシュ費用を足し戻し、運転資本の増分とCAPEXを控除することで計算。マツキヨココカラのFY2022におけるPL項目については、ココカラファインの半期分に該当する数値を加算した
出所：Bloomberg、会社開示資料よりHibiki作成

M&Aを考えると株価VALUATIONは大事 – 参考例

- PBRが高い買い手による株式交換の場合、BPSは増価する→PBR一定だと株価↑
- 現金買収でBPSが変わらずともPERが自動的に低下→株価は割安に→株価↑

B社 B/S

資産	100	50	負債
		50	資本

当期利益	10
ROE	20%
D/Eレシオ	1.0
PBR(独立変数)	**1.0**
株数	1
一株当り資本(BPS)	50
株価	50
PER	5
株主資本コスト	20%

貴社 B/S (仮定)

資産	100	50	負債
		50	資本

当期利益	10
ROE	20%
D/Eレシオ	1.0
PBR(独立変数)	**2.0**
株数	1
一株当り資本(BPS)	50
株価	100
PER	10
株主資本コスト	10%

i.株式交換

連結B/S

資産	200	100	負債
		100	資本

当期利益	20
ROE	20%
D/Eレシオ	**1.0**
PBR(独立変数)	2.0
株数	1.5
一株当り資本(BPS)	**66.7**
株価	**133.3**
PER	10.0
株主資本コスト	10%

ii.現金買収

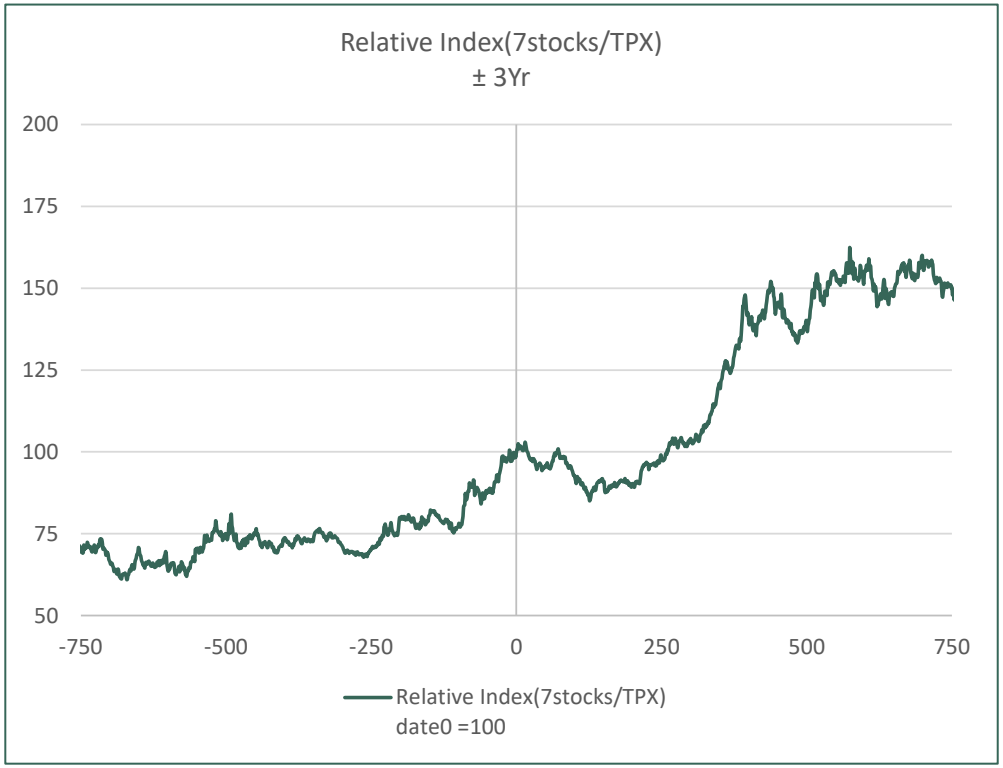
連結B/S

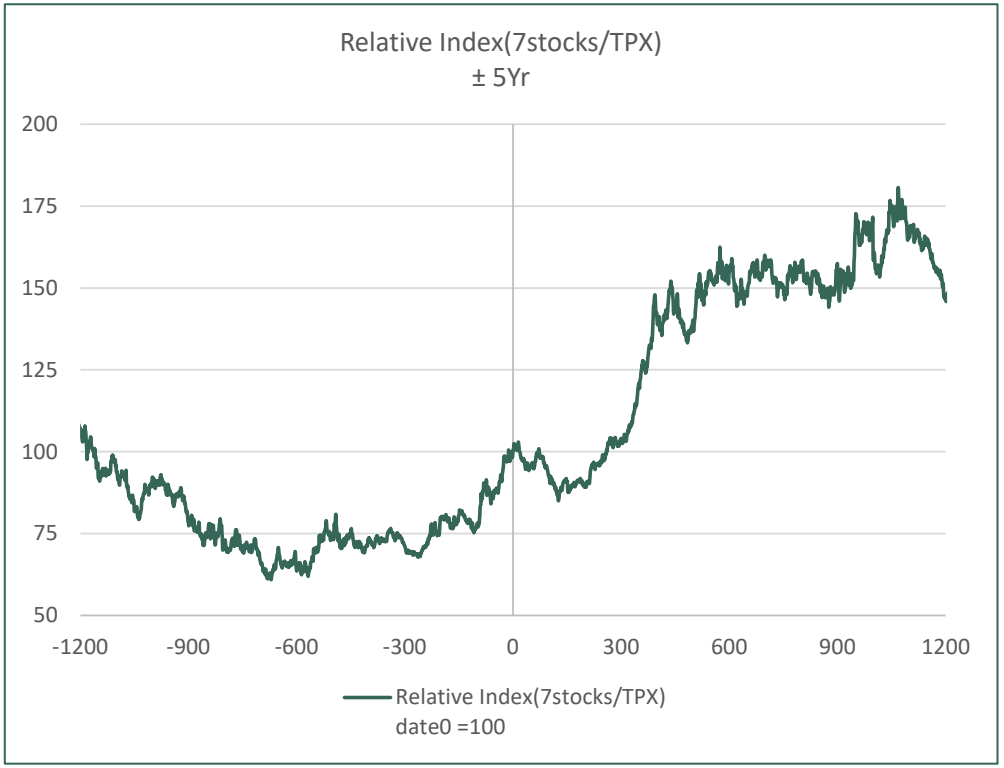
資産	150	100	負債
		50	資本

当期利益	20
ROE	40%
D/Eレシオ	**2.0**
PBR(独立変数)	2.0
株数	1
一株当り資本(BPS)	50
株価	100
PER	**5.0**
株主資本コスト	20%

四半期配当のもたらす絶大な効果

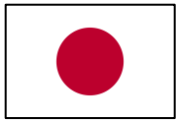
- 四半期配当導入の７社について、TOPIX対比での株価パフォーマンスを試算 - 発表後3年及び5年の時間軸で50%超のアウトパフォーム（配当実績はTOPIXに対して若干プラス程度）
- 個社別の事情、業績や業界環境は異なるものの、総じて市場に対して「将来業績への自信」を示すシグナリング効果が十分にあったものと推察→B2C企業としてさらなる効果もある？





注：対象7社はホギメディカル、コムチュア、リソー教育、構造計画研究所、あおぞら銀行、光通信、GMOインターネット
出所：Bloombergより Hibiki作成

AMAZON薬局の参入は脅威か？

		
オンライン診療	再診は2018年度から	○
オンライン服薬指導	2020年9月から	○
電子処方箋	2023年1月から運用開始予定	○
リフィル処方箋	2022年4月以降利用可能	○
在庫保有	X	○
デリバリー拠点	点在	集中
調剤業務	2024年法改正で外部委託解禁なるか？	大型薬局に集中？
抵抗勢力	薬剤師会 等	大手PBM
薬局/人口	4.79(件/万人)	0.89(件/万人)
規制動向	非合理な規制は緩和方向	新規参入に寛容
Amazon提携先	中小薬局	買収先
参入の背景	規制緩和	PBMをはじめ業界の利益分配の歪み

Amazonの薬局参入に係る弊社理解

- 日本では米国と異なり、Amazon自身が薬局を運営するわけではなく、在庫を持たない模様。電子処方箋を用い、自宅からでも薬がもらえるという価値を発揮
- 送料を除けば、患者が支払う金額に大きな変化はない
- 日本では現状、電子処方箋のみオンラインに対応せず、Faxや直接取りに行く必要がある

疑問の残る点

- アメリカで「不発」とも評されるAmazon Pharmacyがなぜこのタイミングで規制の多い日本に上陸したのか
- 日本では、オンラインのオプションがあっても門前薬局の方が、一般の患者にとり速く薬が手に入るのではないか
- 日本の調剤の規制の動向が一層緩和されるのか
- リフィルの需要があったとしても、ビジネスになるほどペインを抱えた利用者がいるのか
- 将来的にどこまでAmazonが領域を拡大させ、調剤薬局にどのような影響があるのか

出所：各種メディア記事等よりHibiki作成

米国ドラッグストア・ヘルスリテイラーの苛烈な闘い

APPENDIX

CVSとWBAの現在のVALUATION

	CVS	WBA
PER	11.3	8.57
PBR	1.87	1.4
EV/EBITDA	9.1	11.2
3 month	0.1%	13.5%
6 month	2.4%	-6.6%
12 month	9.1%	-11.4%

- CVSの方が高Valuationを維持、ただ、直近はアフターコロナ回復の恩恵をWBAが受ける
- より広い事業領域（小売り、医療、保険）で国民の医療健康ニーズを捕獲できるCVSに軍配
- WBAは昨年3月に就任したRoz CEOが方向転換中でアグレッシブな事業転換を図る

Source：Bloomberg

WBAの状況 2022年11月時点

- 2022年8月期4Qの売上は$32bn（-3.2%）であったが、Boots UKが+6.0%とBoots Germanyが+6.8%と牽引　ー 何と、1年間検討していたBoots部門につき売却しないと決断（2022年6月28日）
- BSマネジメント – ネットデットエクイティ 0.43倍、しかし、暖簾は$33bnであり、株主資本の$30bnを超える。リスク高い状態続くことでValuationには悪影響を及ぼしていると推測
- 攻めのM&A、Shields社、CareCentrix社を完全子会社化 – 2021年10月に所謂かかりつけ医（Home Doctor）の大手VillageMDの持分を$5.2bnかけて30%→63%まで引き上げた後のたたみかけ、さらに、$8.9bnを投下して、VillageMDがSummit Healthを完全子会社化、Urgent Careのタッチポイントを押さえにかかる。その裏で別の2社の持分を売却
- CVSに対して**垂直統合で出遅れていた分を一気に追いつく戦略**、、強引だが、株主価値を上げる上で急速に梶を切った模様 （顧客面積最大限活用）
- 2015年のRiteAidの水平展開的買収が独禁法の問題になったことで辛酸をなめ、経営陣も変わり、戦略の変更に至った可能性が高い

CVSの状況 2022年11月時点

- 水平統合より医療の高度化を睨み、垂直統合をコロナ前から推進してきた経緯があり → これが、現在の株価評価につながっている可能性
- 2018年のAetnaの$69bn買収に象徴されるように、医療Platformerとしての垂直統合は一定程度功を奏しているが、さらに健康不安の患者との最初のTouch PointとなるPrimary Careの分野でM&Aでの買収を企図していることを敢えて公表、攻めのM&Aを公表してディールを呼び込むところはM&A巧者
- この買収を可能にするために、10月と11月にBSWIFT社とOmnicare社を売却、Signify Healthの買収を前提とした売却とみる
- 2022年9月には$8bnをかけて、上場企業のSignify Healthを買収。Signify Healthは、全米で10,000以上のクリニックと提携し、一般的な保険顧客よりも低所得へのValue-based-careで、所謂、効果に基づいた支払をするエコシステムを作り上げた先駆者
- 株主還元への意識も極めて高く、2022年11月22日に、$10bn規模の自社株買いを公表、これは発行済み株式の7.8%であり、EPSも同程度向上させる効果あり
- 第三四半期も好調であり、売上はYOY +10%、利益率もOPMで5.2%であり、昨年度比、0.1%改善、インフレ下でも順調な足取りを示す
- Net Debt/Equityは0.47x

P/CF BANDの推移（PERの近似）

HIBIKI PATH ADVISORS

CVS Health

Walgreens Boots Alliance

Source：Bloomberg

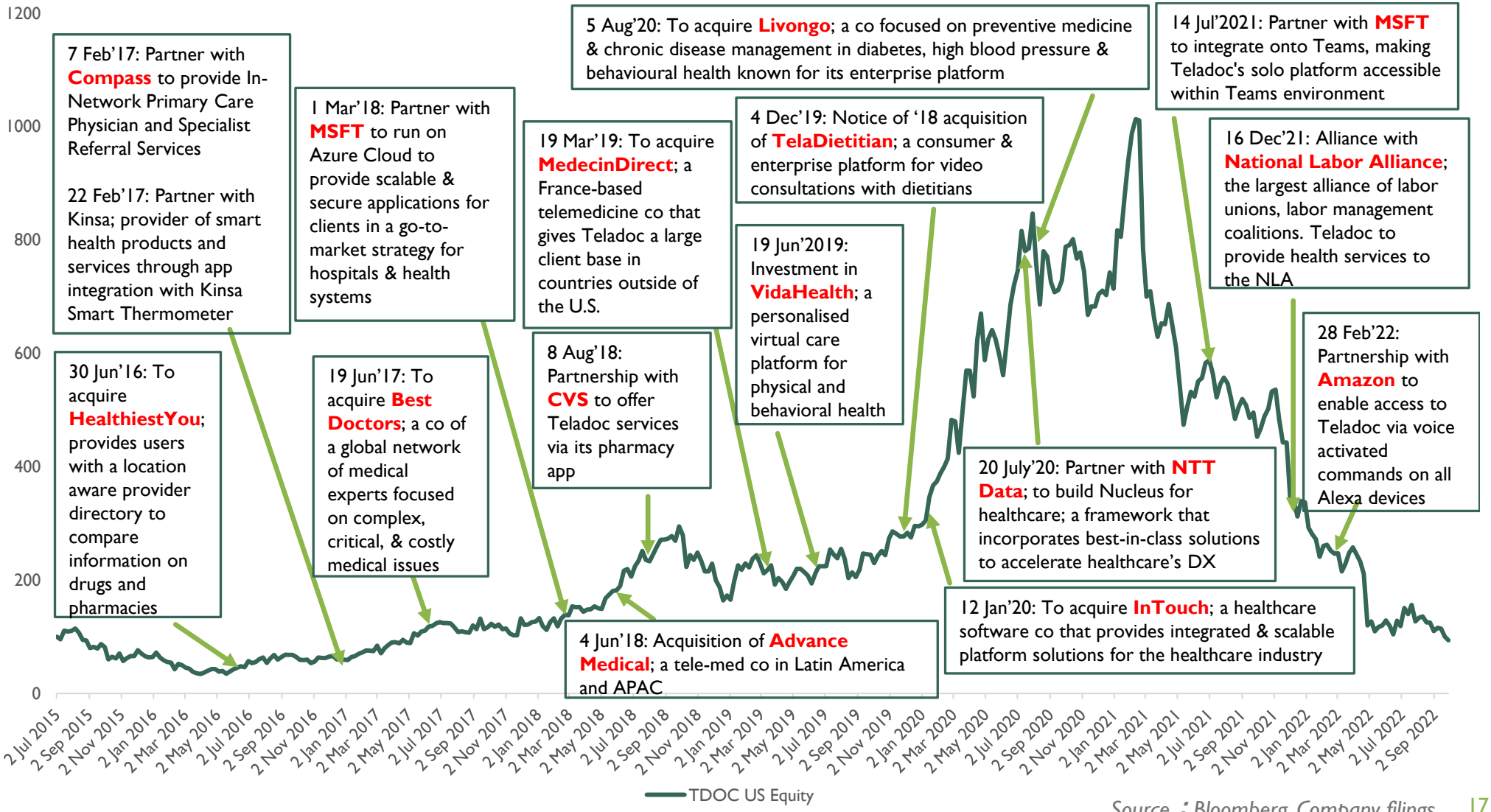
PBR BANDの推移

CVS Health

Walgreens Boots Alliance

Source：Bloomberg

（参考）TELADOCによるNETWORK戦略



Source：Bloomberg, Company filings

DISCLAIMER

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

Tel: +65 6931 3914

Email: info@hibiki-path-advisors.com

Website: www.hibiki-path-advisors.com

Address: 39 Temple Street, #02-01 Singapore (058584)

Capital Market Services License (Singapore) – CMS100710-1

本資料の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。
また、本資料は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。