

2024年6月26日

小売業

## ツルハホールディングス（東証プライム-3391）

～24/5期、既存店が客単価のアップで好調、店舗増も寄与し、営業8%増益～

## 【業績動向】

[24/5期 通期]

既存店が客単価のアップを中心に好調に推移したほか、前期からの新規出店による店舗増も寄与し、24年5月期通期の売上高は前期比6%増えた。利益面では、比較的粗利率の高い食品、化粧品の販売が好調に推移したことで売上総利益率が0.2ポイント改善、人件費の増加などを吸収して営業利益は8%増えた。半面、減損損失が74億円にも膨らんだことで、純利益は5%減益と落ち込んだ。既存店は2.9%増。客数は0.4%増にとどまったが、客単価が商品の値上がりもあって2.5%高くなった。全店での商品別売り上げ動向を見ると、医薬品（売上高構成比23%）が調剤の伸びで8%増。調剤は調剤店舗が86店増えたことで処方せん枚数が13%増え、12%の増収。化粧品（同14%）は人流の回復と脱マスクで10%増。食品（同25%）も値ごろ感で需要を取り込み9%増。出店は128店、閉店が69店あり、期末の国内店舗数は2,653店に。次期25年5月期は売上高で5%増、営業利益で9%増、純利益で25%増を見込んでいる。新規出店は111店、閉店は87店の計画。配当は43円増配の年310円とする。

## 【会社概要】

ドラッグストアで売上高2位。北海道が地盤だが、積極的なM&Aで東北、関東、西日本などにも勢力を急拡大。13年12月に広島地盤のハーティウォンツ、15年10月に中国・四国を地盤とするレデイ薬局を買収、西日本のシェアも一気に上昇。17年9月に静岡地盤の杏林堂グループ、18年5月に愛知地盤のB&D、20年5月に九州ドラッグイレブン傘下。イオン主導で27年末をめどにウエルシアと経営統合へ。

主要指標		3391	
2024年6月25日	現在		
・ 株価	9,620 円	・ 予想ROE	9.20 %
・ 時価総額	4,764 億円	・ 予想配当	303.33 円
・ 今期予想PER	16.10 倍	・ 予想配当利回り	3.15 %
・ 実績PBR	1.69 倍	・ 予想配当性向	50.76 %
		・ 発行済株式数	49,518 千株
		・ 売買単位	100 株

データ出所:アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期連結)		3391									
単位:百万円、円、%		ツルハホールディングス									
決算期		売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS
		前年比	前年比	前年比	前年比	前年比	前年比				
2023/05		970,079	5.9	45,572	12.3	45,689	14.1	25,258	18.1	519.90	260.0
2024/05		1,027,462	5.9	49,205	8.0	49,304	7.9	24,105	-4.6	495.85	267.0
2025/05	会社予想	1,080,000	5.1	53,500	8.7	53,200	7.9	30,100	24.9	618.94	310.0
2025/05	コンセンサス予想	1,067,067	3.9	51,800	5.3	52,150	5.8	29,067	20.6	597.52	303.3
2026/05	コンセンサス予想	1,102,850	3.4	54,117	4.5	54,300	4.1	30,367	4.5	624.40	316.7
2027/05	コンセンサス予想	1,141,300	3.5	55,225	2.0	55,233	1.7	31,175	2.7	640.23	330.0

データ(含むコンセンサス予想) 出所:アイフィスジャパン

## 利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【ビジネスモデルの特徴】

経営の基本戦略は、出店の加速によるドミナント力の強化と全国展開を図ること。そのために積極的なM&Aを行う。各地域で有力パートナーと資本・業務提携し、グループ力を拡大することで仕入れの一元化や資材・備品の共同調達、PB商品の販売強化などローコストオペレーションにもつなげ、他業態も交えた競争激化を勝ち抜く考えだ。

中核事業であるドラッグストアでは、地域・チャネル別に7つのブランドで店舗を展開。最大のブランドは創業以来の「ツルハドラッグ」で、北海道、東北、関東中心に24年5月末で1433店を運営。残りの5ブランドはいずれも買収先のもので、「くすりの福太郎」は07年に買収した「くすりの福太郎(千葉県鎌ケ谷市)」が関東、甲信で239店を展開。また「ツルハグループドラッグ&ファーマシー西日本」は、09年に買収した「ウェルネス湖北(島根県松江市)」と13年に買収した「ハーティウオンツ(広島市)」の合併会社が中国、四国、関西に合わせて364店を展開。さらに2015年10月に買収した中国・四国を地盤とする「レデイ薬局」が247店、17年10月に買収した静岡地盤の「杏林堂グループ」が102店、18年5月末に買収した愛知地盤のビー・アンド・ディーHD が80店、20年5月に買収した九州地盤のドラックイレブンが188店を運営。40都道府県に直営で2653店を出店。

商品面では、子会社でオリジナルPB商品の開発を進めている。開発コンセプトは「ベストクオリティ」と「ベストプライス」をともに実現すること。これまで「エムズワン」「メディズワン」ブランドで展開してきたが、PB戦略の進化として「くらしリズム」「くらしリズムMEDICAL」へブランドをフルリニューアル。24年5月末で950品目を発売している。調剤の強化にも取り組んでいる。

22年5月に策定した新中期経営計画では、数値目標として2025年5月期に2750店舗、売上高1兆600億円、営業利益率5%以上を掲げているが、2024年2月からはイオン主導で27年末をめどにウエルシアと経営統合することで協議を開始した。

海外では、タイのサハグループとの合弁会社(非連結)でタイ国内に2024年5月末で19店を出店。

## 【リスク要因】

各種法的規制による影響。医薬品販売は薬事法、食品などは食品衛生法の下で行っており、改正や規制の強化があれば業績に影響を及ぼす。出店は大規模小売店舗立地法の規制を受けるので、計画通りに出店できない可能性も。薬剤師や登録販売者が確保できなくても出店計画に影響が出る。

## 【セグメント情報】

医薬品・化粧品等を中心とした物販事業の単一セグメントであるため、短信への記載が省略されている。

## 【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

ツルハホールディングス		3391	2024年6月25日	
実績PBR	:	1.69 倍	現株価	: 9,620 円
Fモデルによる妥当PBR	:	1.41 倍	Fモデルによる理論株価	: 8,040 円
			現株価との乖離	: -16.4 %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## 【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
3391										
ツルハホールディングス	2023年5月					2024年5月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	通期
売上高	243,181	240,925	247,330	238,643	970,079	259,827	255,886	258,400	253,349	1,027,462
前年同期比	3.2%	6.2%	7.8%	6.6%	5.9%	6.8%	6.2%	4.5%	6.2%	5.9%
営業利益	13,317	11,383	13,019	7,853	45,572	14,103	13,044	13,120	8,938	49,205
前年同期比	3.3%	15.9%	14.8%	20.5%	12.3%	5.9%	14.6%	0.8%	13.8%	8.0%
経常利益	13,357	11,463	13,029	7,840	45,689	14,200	13,311	13,133	8,660	49,304
前年同期比	3.2%	18.4%	15.3%	28.0%	14.1%	6.3%	16.1%	0.8%	10.5%	7.9%
純利益	7,501	7,130	7,081	3,546	25,258	8,269	7,802	7,486	548	24,105
前年同期比	-0.5%	37.0%	14.9%	42.7%	18.1%	10.2%	9.4%	5.7%	-84.5%	-4.6%
売上高営業利益率	5.5%	4.7%	5.3%	3.3%	4.7%	5.4%	5.1%	5.1%	3.5%	4.8%
自己資本比率	50.8%	51.4%	51.8%	51.2%	-	51.0%	51.1%	51.8%	51.3%	-
純資産	290,846	299,661	300,461	304,144	-	296,957	306,348	306,559	307,743	-
総資産	520,531	530,850	527,608	539,830	-	535,171	550,663	542,875	549,220	-

データ出所：アイフィスジャパン

## 【過去の業績動向】

## [24/5期 第3四半期(累計)]

新型コロナの5類移行による人流の回復で既存店が堅調に推移したほか、前期からの新規出店による店舗増も寄与し、第3四半期(6~2月期累計)の売上高は前年同期比6%増えた。利益面では、調剤や化粧品などの販売増で売上総利益率が0.2ポイント改善、販管費比率も支払手数料などの増加で0.2ポイント上がったものの、営業利益は前年同期比7%増えた。既存店は2.9%増。客数は0.5%増にとどまったが、客単価が商品の値上がりもあって2.3%高くなった。全店での商品別売り上げ動向を見ると、医薬品(売上高構成比23%)が8%増。OTC医薬品は検査キットの反動減で4%増にとどまったが、調剤が調剤店舗数の増加(57局の純増)に伴う処方せん枚数の増加で12%伸びた。化粧品は脱マスクで10%増と回復。食品も9%増えた。期中の国内出店は103店、閉店が57店あり、2月末の店舗数は2640店に。海外(タイ)は出店2店、閉店1店で19店に。通期見通しは期初計画を据え置き、売上高で7%増、営業利益で4%増の予想。通期での出店は126店、閉店64店と従来通りの計画。

## [24/5期 第2四半期(累計)]

人流の回復による需要増で既存店が堅調に推移したほか、前期からの新規出店による店舗増も寄与し、第2四半期(6~11月期累計)の売上高は前年同期比7%増えた。利益面では、比較的粗利率の高い医薬品、化粧品の伸びで売上総利益率が0.4ポイント改善、水道光熱費の増加を吸収して営業利益は10%増えた。既存店は3.5%増。客数の低調を客単価の伸びでカバーした。全店での商品別売り上げ動向を見ると、医薬品(売上高構成比23%)が10%増。OTC医薬品が風邪薬の好調持続で8%増となったほか、調剤が調剤店舗数の増加(30局の純増)で12%伸びた。化粧品(同14%)が脱マスクで10%増と回復した。また、構成比の高い日用雑貨、食品も堅調な増加を見せた。国内の期中の新規出店は69店、閉店が44店あり、11月末の国内店舗数は2615店に。海外(タイ)は出店、閉店ともに1店で、11月末店舗数は18店。通期見通しは期初計画を据え置き、売上高で7%増、営業利益で4%増の予想。通期での既存店は3.1%増を見込んでいる。また、通期での出店は126店、閉店64店の計画。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

## [24/5期 第1四半期]

既存店が好調に推移したほか、前期の積極出店による店舗増も寄与し、第1四半期(6~8月期)の売上高は前年同期比7%増えた。利益面では、食品やOTC医薬品、化粧品の粗利率が改善して売上総利益率が0.2ポイント改善、水道光熱費の増加を吸収して営業利益は6%増えた。既存店は3.5%増。客数は0.7%増と伸び悩んだが、人流回復に伴う化粧品などの需要増で客単価が2.8%増と伸びた。新規出店は30店、子会社化による店舗増が1店、既存店の改装も59店行った。不採算店の改廃による閉店が32店あり、8月末の国内店舗数は2588店に。海外(タイ)は出店がゼロ、閉店1店で期末店舗数は17店に。商品別売り上げ動向は、医薬品(構成比22%)が10%増と伸びた。うち、調剤は調剤薬局が前期末から14局増えたこともあり、処方箋枚数が13%増えて12%増と伸びた。OTC医薬品は風邪薬などが好調を継続して8%増えた。化粧品は人流回復に伴う脱マスクで9%増。また食品も値ごろ感で需要を取り込み12%増。通期見通しは期初計画を据え置き、売上高で7%増、営業利益で4%増の予想。

## [23/5期 通期]

既存店が堅調に推移したほか、積極出店による店舗増も寄与し、23年5月期通期の売上高は前期比6%増えた。利益面では、医薬品の販売増加などで利益率が改善し、水道光熱費の高騰を吸収して営業利益は12%増えた。純利益は新株予約権戻入れ益8億円の計上で18%増益。既存店は1.9%増(客数0.6%減、客単価2.6%増)。人流回復に伴う化粧品等の需要増、感染拡大による検査キット等の需要増が寄与した。新規出店は140店、既存店の改装も186店行った。閉店が74店あり、期末の国内店舗数は2522店に。海外(タイ)は出店2店、閉店1店で期末店舗数は18店に。商品別売り上げ動向は、医薬品(構成比23%)が11%増と伸びた。うち、調剤は調剤薬局の新規開局が102店あり、処方箋枚数が増えて9%増。5月末調剤薬局数は826店(併設663店、専門187店)まで増えた。OTCは検査キットや風邪薬の販売増で12%増。化粧品(同14%)は人流の回復で第4四半期から回復傾向となったが、2%増にとどまった。24年5月期は売上高で7%増、営業利益で4%増の予想。配当は7円増配の年267円とする。

## [23/5期 第3四半期(累計)]

既存店が回復傾向となったほか、積極的な新規出店による店舗増も寄与し、第3四半期(6~2月期累計)の売上高は前年同期比6%増えた。利益面では、PB商品の拡大や医薬品の販売増加などによる粗利率の改善で水道光熱費の高騰を吸収し、営業利益は11%増えた。純利益は新株予約権戻入れ益などが加わって15%増益と、増益幅が拡大した。既存店は医薬品や食品の増加で1.6%増。144店の改装実施も寄与した。全店での商品別売り上げ動向は、医薬品(構成比23%)が11%増。うち、調剤は薬価改定の影響があったものの、調剤薬局の新規開局が72店(2月末調剤薬局数826店)あり、処方箋枚数が増えて9%増。OTCは検査キットや風邪薬の販売増で13%増。化粧品(同14%)は人流の回復はあったが、1%増と微増にとどまった。日用雑貨(同27%)はPB商品の拡大やコロナ関連商品の特需もあって3%増。食品(同25%)は酒類、日配品、生鮮食品の売り上げ増で9%増と好調だった。通期見通しは期初計画を据え置き、売上高で6%増、営業利益で5%増を見込んでいる。

## 「Fモデル」について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [ \text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率} ] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>