

# 貴社の飛躍的な企業価値創造のために

東邦ホールディングス株式会社  
代表取締役CEO 有働 敦 様  
代表取締役CFO 枝廣 弘巳 様  
取締役会 御中

2023年8月17日



# 真の成長を、問う。

私たち3D INVESTMENT PARTNERSは、

「見せかけの成長」ではなく、「豊かな価値の向上」

「一過性の成長」ではなく、「有機的・複利的・持続的な成長」

「一部の人たちの利益」ではなく、「事業に参加しているみんなの利益」

といった視点・志・気概を大切にして投資活動を実行し、

見かけではない「真の成長」をサポートし、実現していく集団です。

# 有限な資源から、 無限の成長を。

人も企業も、その資源は有限です。

しかし、自らが持つ資源の強みを見極め、  
使い方を問い、生産性の最大化を追求すること。  
そして、もたらされた利益を常に再投資し、  
さらなる成長へと活かし続けること。

この「資源の活かし方」と「生産性の最大化」にこだわる意思決定の連続が、  
やがて計り知れないほどの成果の差をうみ、  
永続的に伸び続ける成長をもたらすと私たちは確信しています。

資源は有限だとしても、  
使い方を変えれば、成長の可能性は無限です。

意識を変え、行動を変え、ゆたかに伸び続ける未来へと変えていく。  
すべての人たちと喜びを分かち合える  
永続的な成長への道を、さあいっしょに。

企業価値向上に向けた戦略見直しの必要性



2023年4月14日  
貴社送付済みの「書簡参考資料」より抜粋

## 東京証券取引所は、PBR1倍割れの状況を特に問題視



“現状では、プライム市場の約半数、スタンダード市場の約6割の上場会社がROE 8%未満、PBR 1倍割れと、資本収益性や成長性といった観点で課題がある状況であり、市場区分見直しに関するフォローアップ会議では、こうした現状を踏まえ、今後の各社の企業価値向上の実現に向けて、経営者の資本コストや株価に対する意識改革が必要との指摘がなされています”

“PBR 1倍割れは、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、成長性が投資者から十分に評価されていないことが示唆される1つの目安と考えられます。他方で、既に1倍を超えている場合でも、更なる向上に向けた目標設定を行うことが考えられます”

“資本コストを上回る資本収益性を達成できていても、たとえばPBRが1倍を割れているなど、十分な市場評価を得られていない場合には、その要因(を分析の観点として用いるべき)”



“今回の市場再編が上場会社の企業価値向上へ寄与することを目的としていることを踏まえれば、全上場会社の約半数がPBR 1倍割れの状況にメスを入れない限り意味がなく、その改善に向けて、一步踏み込んだことを行うことができるかどうか重要”

“特に、継続的にPBRが1倍を割れている(すなわち、資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは、資本コストを上回る資本収益性を達成しているものの将来の成長性が投資者から十分に期待されていないと考えられる)会社に対しては、改善に向けた方針や具体的な取組などの開示を求めていくべき”



“経営陣や取締役会において、自社の資本コストや資本収益性を的確に把握し、その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取組、その進捗状況などを開示することを要請” 「継続的にPBRが1倍を割れている会社には、開示を強く要請”

2023年4月14日  
貴社送付済みの「書簡参考資料」より抜粋

## 経産省も、PBR1倍割れの状況を日本企業の課題として認識している

「SX銘柄」を創設します  
経済産業省 産業政策局  
2023年2月10日

“日本企業の資本効率性や長期成長に向けた投資は伸び悩み、TOPIX500を構成する企業の4割以上が「PBR（株価純資産倍率）1倍割れ」という状況である中、伊藤レポート（2014年公表）以来の課題である「稼ぐ力」や長期的な企業価値の向上は、今や待ったなしの状況です”

伊藤レポート2.0  
持続的成長に向けた長期投資  
（ESG・無形資産投資）  
研究会報告書  
経済産業省 2017年10月26日

“PBRの高さは、貸借対照表に載らない無形資産が収益を生み出す、あるいは企業価値（将来的なキャッシュフロー創出の期待）を高める期待につながっているとの意見も示された。日本企業のPBRは、図表26（略）のとおり、長年にわたって1倍前後で推移してきた。このことは、日本企業が生み出す価値に対する投資家からの期待が極めて低いことを示している”

経済産業政策新機軸部会  
中間整理  
経済産業政策新機軸部会  
2022年6月13日

“メガスタートアップがなかなか生まれにくい現状に加え、グローバル競争に直面している企業も、例えば、PBRが1倍を割る企業が東証一部上場企業の半数近くを占めるなど、企業価値を十分伸ばし切れていない現状にある。…企業自らが成長に向けた努力を続けることが重要であり、産業政策による支援の際にも、これを考慮した政策体系を検討することが必要である”

国内投資拡大・  
イノベーション加速・  
所得向上に向けた  
グローバル企業の経営について  
経済産業政策局 2023年1月

“日本経済の「失われた30年」をこれ以上続けないためには、…既存の大企業の競争力強化が不可欠。” 「日本では、グローバル競争に直面している企業も、PBR1を割る企業が東証一部上場企業の半数近くを占めるなど、企業価値を十分伸ばし切れず、競争力を十分高め切れていない”

2023年4月14日  
貴社送付済みの  
「書簡参考資料」より抜粋

同様に、**金融庁**も、PBR1倍割れの状況を日本企業の課題として認識している



鈴木財務大臣兼  
内閣府特命担当大臣(金融)  
(2023年4月7日)

“**PBRの1倍割れの企業**の割合というのは、アメリカですと上位企業500社のうち5%、欧州は上位企業600社のうち24%、それに比して日本は、上位企業500社のうち43%になるということで、**この割合は高い**というような認識をしております。**基本的に、上場会社の企業価値の向上、これは我が国経済の持続的な成長を実現する上で大変重要であり、これを後押しする改革に継続的に取り組んでいく必要があると考えています**”

“金融庁の立場から申し上げますと、**金融庁としても、上場会社の中長期的な企業価値の向上に向けて、コーポレートガバナンス改革に精力的に取り組んでおります**。昨年の秋以降、日本のコーポレートガバナンス改革を加速し、さらに強化する観点から、海外投資家等からの意見聴取を進めてきたところでございます。**今月中にも、上場会社の自律的な意識改革等を促進するアクションプログラムを策定したいと、そのように考えています**”

“**PBR 1倍割れの企業が依然として多いことが問題だと考えます**。市場第一部、プライム市場の半数程度がずっと1倍割れです。そういう企業というのは、要は、投資家が評価をしていない可能性が高いということです。この観点から言いますと、2つのコードができて以降、コードの実質的效果というのは、まだまだ発揮できていない” (川北メンバー)

“資本コストへの意識を企業に根づかせるためには、資本コスト経営の推進をエンゲージメントのアジェンダの中心として、言わば資本コスト経営の比率を向上させるということを、このフォローアップ会議の目的の1つとして目指したらどうかと思っています。**PBR 1倍割れということに対して、危機感がない、危機感が醸成されていないという現状を懸念しております**” (小口メンバー)

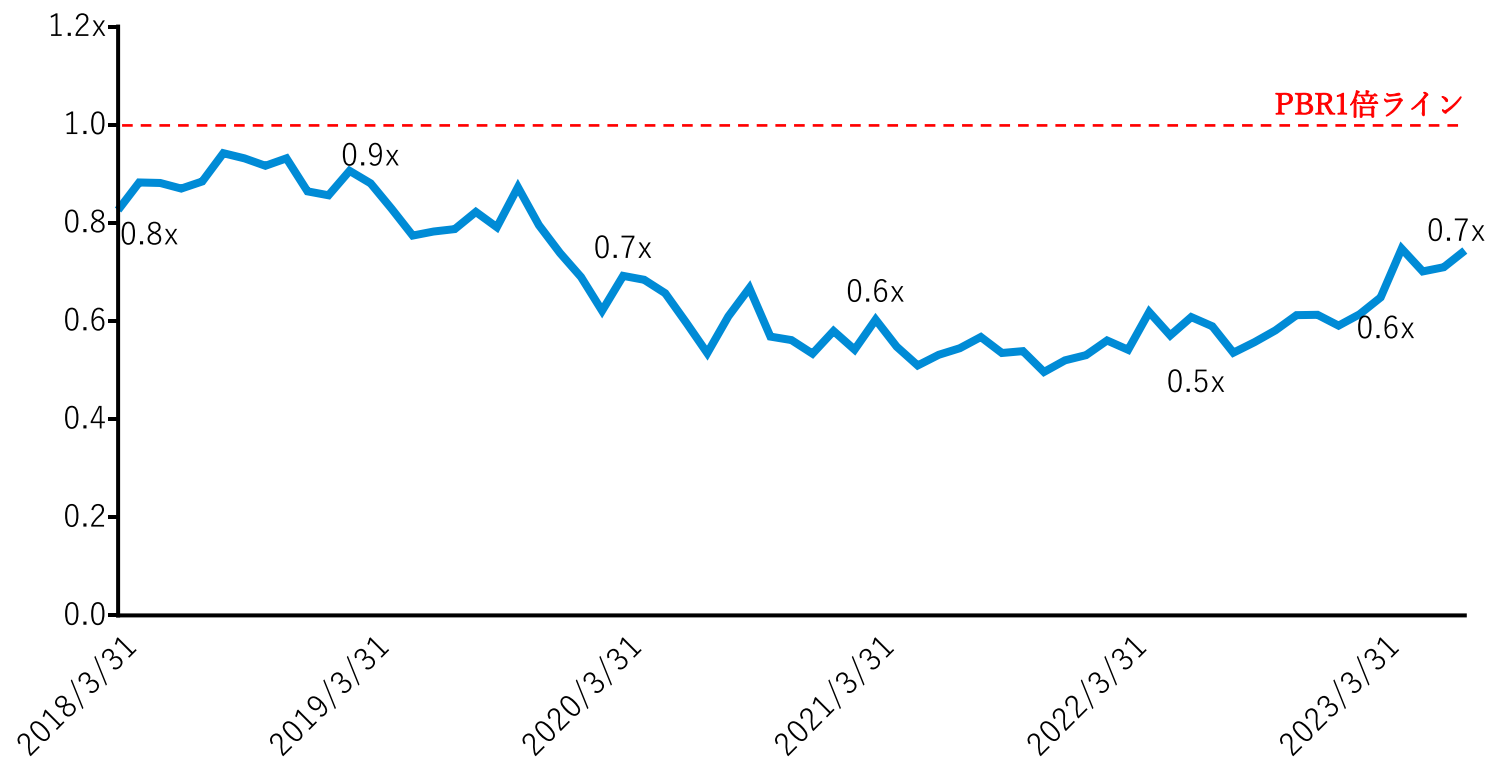
“**PBRが1以下の企業が多いという問題がずっとございまして、今御指摘にあったような、長期的に資本コストを上回る資本収益率を上げるという考え方についての意識がまだ定着してない**と思っています” (翁メンバー)

スチュワードシップ・コード  
及びコーポレートガバナンス・  
コードのフォローアップ会議  
第27回  
2022年5月16日

# 貴社のPBRは、過去5年の間、1倍割れが定着しており、解散価値以下で市場から評価され続けてきました

## 過去5年間のPBRの推移

PBR (2018/3/31-2023/7/31)



## コメント

- 貴社のPBRは、1倍割れの状況が定着化してきた
  - 貴社のPBRは、過去5年の間、一度も1倍を超えていない
  - PBRの水準も5年前と比較して低迷している
  - 新中計公表後も、PBR1割れの状況は解消していない
- PBR1倍割れは、資本市場において貴社の価値が解散価値以下で評価されていることを意味する

$$\text{PBR1倍割れ} = \text{時価総額} < \text{株主資本}$$

$$\text{PBR1倍割れ} = \text{企業に対する市場からの評価} < \text{企業の解散価値}$$

“「PBR1倍割れ」とは基本的に、株主から提供された資本（株主資本）より、市場評価が低い状態と言えます。[中略]会社を解散したと仮定した場合、すべての資産を処分し、すべての負債を返済した後に、この資本部分（＝純資産）が残ることになりますので、資本は企業の解散価値とされます。つまり、**PBR1倍割れ**という状態は、その企業が市場において**解散価値以下に評価されていることを表します**”

日興AM ニュースレター

まさに、PBR1倍割れの状況にある貴社は、企業価値を高める変革が求められている状況にあります



# セルサイド・アナリストからも、貴社が厳しい事業環境に置かれていることから、利益水準の確保に向けた取り組みを中心に、企業価値向上に向けた変革が求められています

## 各社アナリストレポートより引用

“更なる株価上昇には人員適性化等による費用削減の進捗確認、医薬品卸売事業以外の新たな収益基盤の確立が重要とみる。特に新たな収益基盤確立への取組みがやや遅れている印象もあり、今後の取組み加速が必要であろう”

大和証券アナリストレポート 2023年7月13日

“（前略）中長期的に見ても厳しい事業環境が継続する可能性もあると考える。そうした環境下では事業多角化や物流機能の再編等による利益水準の確保が選択肢になりうるとみずほ証券では考える”

みずほ証券アナリストレポート 2023年5月8日

“2023年の課題2：採算維持が困難になるリスク（中略）大手調剤薬局などで豊富な取引量がある場合、配送回数の減少などが見込まれる場合など、薬価差益圧縮が困難でも流通経費を削減して営業利益を捻出するなどの工夫が卸各社に求められる”

野村証券アナリストレポート 2023年1月4日

“また大和では、東邦HDの利益成長には販管費削減の加速も重要と考えている。足元では、支店の統廃合等を積極的に進めている模様。決算発表では、人員適性化や流通効率化の取組みが、23/3期以降の販管費削減にどの程度貢献するかにも注目したい”

大和証券アナリストレポート 2022年4月18日

“上述のように医薬品卸の本業は厳しい収益環境にある。卸売事業の粗利率は低下傾向にあるなか、販管費削減が必要。販管費の3分の2は人件費であり、主にMSの人件費、残りは人件費以外の物流コスト・経費など。弊社は、非効率な物流体制を見直すことで、現状から20%程度のコスト削減余地があると推察する。（中略）今後は一段の物流改革による業務効率化が求められよう。加えて、新たな収益源・新規事業の育成が急務”

SMBC日興証券アナリストレポート 2022年4月7日

“やはり短期的観点では、23/3期以降の人件費や流通費の削減の進捗が重要。東邦ホールディングス（以下「同社」）は同業他社と比較して、これまで人員削減に積極的ではなかったと大和は認識。そのため、人件費を中心に、費用効率化の余地は十分残っているとみる”

大和証券アナリストレポート 2022年2月10日

# 貴社従業員・元従業員のコメントからも、貴社の企業価値向上に向けた変革の必要性が伺えます

非開示

“コストダウンは今後必要で、物流・医薬品の購入コストの低減などを、強い発言力をつけていかないと板挟みで今後成長していかない”

“若手の離職及ベテラン社員の定年による人手不足が今後大きな課題になると考えている。より組織再編に適材適所の人員配置や営業所の統合、さらなる効率化を図っていくことが重要だと感じる。その一環としてスズケンとの合併も一つの改善案に取り入れてもいいと思う”

“成果主義を徹底し、社員の危機管理を行うべき時期にあると感じる。一部の優秀な社員が会社を牽引しているが、過半数の社員に意欲がない。現状維持で満足する社員の意識を変えていかなければ、他社にシェアを奪われてしまうと感じる”

“値段勝負以外の強みをたくさん持ち、そのための足がかりとなるような事業戦略を打ち立ててほしい”

“現在の会社の規模間、人材レベルをきっちりと見定めた上で戦略を立てなければならない。さらに能力の発展途上の若手社員を将来の幹部候補に伸ばすために会社の研修制度や1on1のミーティングなど様々なチャレンジをすることも良いのではないかと思う”

“社内に目を向けるだけでなく、変わりゆく市場環境や競合企業、新興勢力など外に目を向けるべきだと思います。薄利多売のビジネスモデルではいずれ限界が来ると思うので、業界の固定概念に凝り固まっていない新しい風を入れるべきでは”

“他卸に比べて薬価改正の見積もり、価格申請に時間がかかり商圏を奪われやすい状況と感じています。顧客支援システムを得意先に提案する為、充実した時間確保、作業効率を上げていただきたいです。お願い致します”

“将来的に収益を見込める事業に特化すべき”

# 貴社は、企業価値向上に向けた変革が求められるなかで、新中計を公表いたしました が企業価値の最大化を実現できるものであるか不透明な状況にあります

貴社が発表した新中計には、下記の様な課題が見受けられる

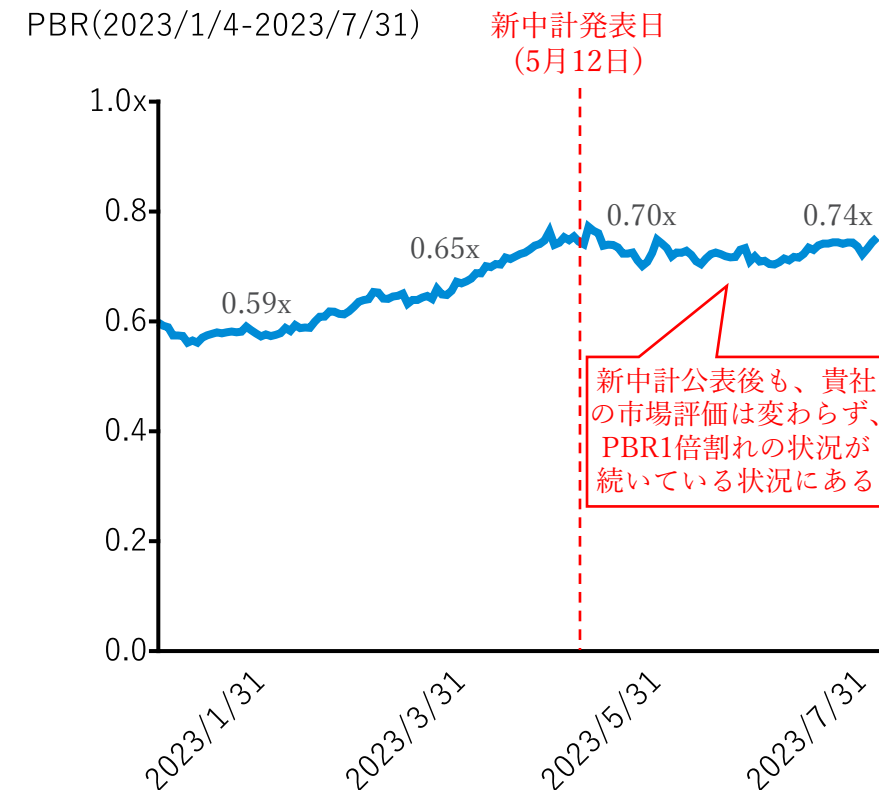
## 新中計における方針の正当性が不明

- 貴社が解決すべき経営課題が特定されていない
  - ― 施策の提示にとどまり、背景にある経営課題等が示されていない
- 合理的な経営資源の配分方針が示されていない
  - ― 貴社の重要な経営資源が何であるかが特定されていない
  - ― 経営資源のどこに集中的に投下するのか記載されておらず、選択と集中がなされていないように見える
- 各施策が貴社の企業価値最大化に向けて合理的であることが示されていない
  - ― そもそも経営課題が特定されていないため、各施策と経営課題との対応が不明
  - ― 各施策がKPIに落とし込まれておらず、定量的な効果が示されていない
  - ― 特に成長戦略においては、極めて抽象的な内容にとどまり、具体的な方向性が見えない

## 新中計の実効性が不透明

- 各施策を実行するにあたってのアクションプランが不明
  - ― 各施策の実行において必要となる具体的なアクションが示されていない
  - ― 各アクションを実行するタイムラインが示されていない
- 各施策の経過を評価できる基準・指標が存在しない
  - ― 各施策における重要なマイルストーンが示されていない
  - ― 各施策について、定量的に進捗状況を評価可能なKPIに落とし込まれていない

実際に、新中計の市場からの評価は高いとは言い難い状況にある



貴社は、いま一度、企業価値最大化に向けた戦略を再検証すべきと考えております

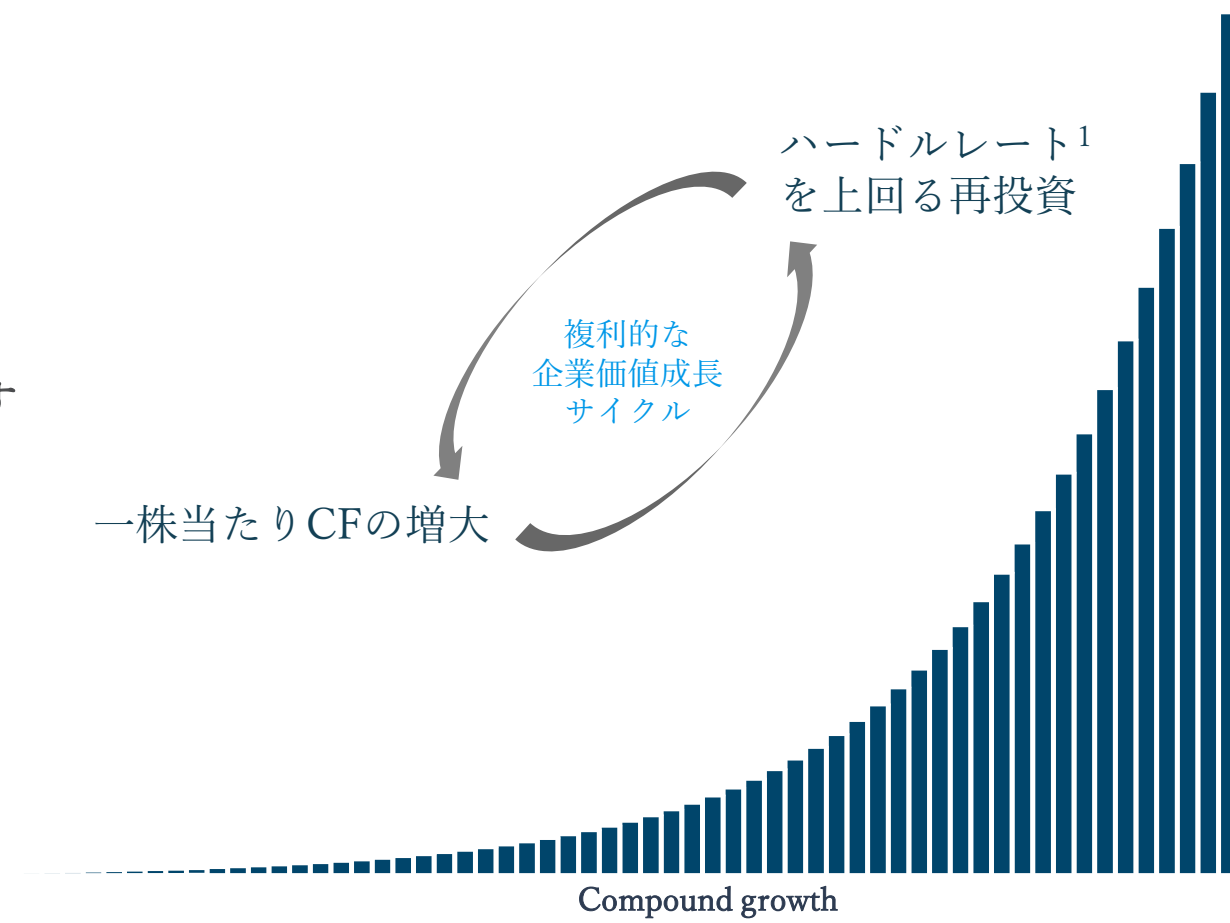
貴社の飛躍的な企業価値成長を実現するために





# 一株あたりCFの増大 + ハードル・レートを上回る再投資の両輪から成るサイクルが、企業価値を成長させます

一株あたりCFの増大とハードル・レートを上回る再投資の繰り返しによる複利的な成長は、企業価値を飛躍的に高めます



注: [1] ハードルレート = 資本コスト + 4%以上のIRR

# コア事業の収益性改善、及び投資原資の最大化+ハードル・レートを上回る再投資による企業価値成長をご提案します

## ①ガバナンス体制の整備

- 不祥事への対応、不適切な取締役構成、多額の政策保有株式などのガバナンス上の問題点に真摯に向き合い、企業価値成長の礎となるガバナンス体制を構築

## ②コア事業の収益性改善

- 人員数と配置の最適化による人的生産性の改善、及び間接費を中心とする費用効率化により稼ぐ力を強化
- 顧客のニーズを適切に捉えた営業手法の導入により顧客内シェアを拡大
- 費用面とトップライン両面からのアプローチによるコア事業の収益性改善を通して事業CFの最大化

## ③余剰資産の最適化を通じた投資原資の創出

- 余剰現預金、政策保有株式や投資有価証券などの、非事業用資産を適正化
- 加えて、物流施設をはじめとした有形固定資産や運転資本などの事業用資産も適正化（事業への影響と得られる投資原資の比較検討に基づく）

## ④ハードルレートを上回る再投資

- 最大化した事業CFと余剰資産の適正化を通して得た資金を、資本コストを十分に上回る水準で再投資し、複利的な価値向上を実現
- 置かれた医薬品卸の事業構造から見て、M&Aを通じたトップライン成長は避けて通れない
- 想定されるM&A領域は、低い地域シェアを補完する地方医薬品卸のM&Aと、本業の周辺領域におけるM&A
- 最も一株当たり価値を高めるのは、自社判断で行える自己株式取得と他社M&Aを組み合わせたハイブリッド投資戦略

## Section1: ガバナンス体制の整備

- 上場会社として、企業価値成長を実現する上でガバナンス体制の整備は必要不可欠です
  - ― 東証、経産省、金融庁などの様々な主体が、企業価値向上においてコーポレートガバナンスの整備を求めている
- しかし、貴社のガバナンス体制については、株主から疑義を持たれている状況にあります
  - ― 貴社の社長選任議案に対する賛成率は年々低下している状況にあり、直近の定時総会での賛成率は69.5%程度の水準まで低くなっている
  - ― ISSやGLは、貴社の取締役会の独立性や不祥事、政策保有株式といったガバナンス体制に関わる点を問題視し、社長選任議案への反対推奨を行った
- 貴社のガバナンス体制に疑義が生じている要因について、下記のように考えております
  - ― **不祥事の発生**：医薬品の入札において談合を行っていたことが次々と明らかになりガバナンス体制への信頼を失ったが、信頼回復に十分な対応を取れていない
  - ― **不適切な取締役会の構成**：「談合を行っていた当時の取締役が現在も取締役会の過半数を占める」「株主との潜在的な利益相反リスクを抱える政策保有株主出身者の取締役を有する」「独立性に疑義が生じかねない、超長期にわたって在任している社外取締役を有する」など様々な問題を抱える
  - ― **多額の政策保有株式**：製薬会社を中心として、約500億円（純資産に対して21%程度）の政策保有株式を保有している
- 貴社は、企業価値成長にむけて、これらの問題に真摯に向き合い、企業価値成長の礎となる確固たるガバナンス体制の構築に取り組むべきです

## Section2: コア事業の収益性改善

- 貴社の医薬品卸事業は、営業利益率が僅か1%程度と非常に収益性が低い状況にあり、収益性改善に向けた取組みが必要です
  - 医薬品卸は収益性に対し製薬会社と医療機関の双方から強いプレッシャーを受ける挟み撃ちの構造にあり、業界全体として収益性が低い
  - 貴社は収益性の低い医薬品卸業界の中でも、顧客支援システムを除いた収益性は最も低い状況にあり、特に収益性改善が重要
- 医薬品卸市場には今後も収益の下押し圧力がかかると見込まれ、収益性改善の重要性は更に増していく状況にあります
  - 薬価下落の加速、ジェネリックのシェア拡大、薬局の購買力の増大、コスト増といった、収益性への逆風が吹いている状況にある
- 収益性改善に向けて、①販管費の削減、及び②顧客内シェアの拡大に向けた取組みを行っていくべきと考えます
- 貴社は、販管費の削減に向けた取組みとして、具体的に以下の施策を実行すべきと想定されます
  - MS生産性向上・役割見直し：MS一人当たりの担当施設数の拡大による生産性向上を実施した上で、EMSへの配置転換、人員数適正化を実施
  - 営業所の統廃合：余剰な営業所の統廃合を通して、営業所の売却・解約を実施し賃借料を削減。統廃合で生じた余剰な所長・事務員については適正化を実施
  - バックオフィス機能の効率化：HD、子会社に存在するバックオフィス機能を統合し、適正な生産性まで人員数を適正化
  - 組織・管理構造のシンプル化：非管理職に対して過剰となっている管理職数を適正化し、人件費の高い管理職の数を適正化
  - その他間接費削減：各間接費目別に、買い方・使い方を聖域なく徹底的に見直し、適正化を実施
- 顧客内シェア拡大に向けては、NPS改善に向けた取組みを行うべきと想定されます
  - NPSと顧客内シェアには相関性が存在する中において、貴社は競合最下位のNPSであり、本来得られるはずの顧客内シェアを失っている可能性がある
  - そのため、顧客タイプ別のNPS向上ドライバーに基づいた改善策を実効することで、一定の顧客内シェアの拡大による売上収益の改善が可能と想定される
- 外部データに基づく初期的な試算によると、上記施策で65億円程度の利益改善効果が見込まれます
  - 販管費の削減による収益性改善効果：52億円、顧客内シェアの拡大による収益性改善効果：13億円

## Section3: 余剰資産の最適化を通じた投資原資の創出

- 貴社は、余剰現預金や政策保有株式等といった、非事業用資産を豊富に抱えている状況にあります
- また、物流施設や運転資本といった、事業用資産にも合理化余地が存在すると思われま
- 下記の通り、非事業用資産の見直しにより少なくとも1,329億円、事業用資産の見直しを加えることで更に485億円の投資原資創出が可能と料します

### 非事業用資産の最適化：1,329億円創出

- **現預金: 603億円創出**
  - 貴社とのIR面談に基づき、現預金の70%が余剰現金と想定
- **政策保有株式: 504億円創出**
  - 事業上の影響はないと想定されるためすべて売却
- **その他有価証券: 222億円創出**
  - ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられていない投資先はすべて売却

### 事業用資産の最適化：485億円創出

- **有形固定資産: 209億円創出<sup>1</sup>**
  - 貴社の保有する3物流施設（TBC埼玉、TBC阪神、TBC広島）をセール・アンド・リースバックで流動化
  - 余剰な営業所、代沢本社、賃貸等不動産も保有方針見直しの対象とすべきだが、今回の試算には含めていない
- **運転資本: 276億円創出**
  - アルフレッサ、スズケンの平均的な水準まで医薬品卸売事業のCCCが改善する想定
  - 仮に、業界トップクラスのメディパル水準まで改善した場合、更に490億円程度の投資原資の創出が可能

注: [1] 第三者評価に基づき、3物件の土地・建物を237億円でS&Lした場合の税後手取り額（簿価は143億円と想定）

## Section4: ハードルレートを上回る再投資

- 飛躍的な企業価値成長を実現する上では、資本コストを十分に上回るIRRでの再投資が必要不可欠です
  - ー 一般に、資本コストを下回る投資効率での投資は企業価値を毀損するため、再投資を実施するためには厳格なハードルレートの設定が必要
  - ー ハードルレートを設定する際には、資本コストにマージンを加えたものを設定すべきであり、飛躍的な価値創出を実現する上で必要なマージンは4%
    - 資本コストの水準で再投資を行った場合に比べ、資本コストを大幅に上回るハードルIRR<sup>1</sup> (資本コスト+4%)での再投資は10年で2倍近くの価値を創出
  - ー 貴社の資本コストは7.3%程度と想定され、マージンを加えたハードルレートは11.3%程度と考えられる
- 貴社にとって、収益性改善の生命線である販管費削減・NPS改善による顧客内シェア拡大には限界があるため、再投資による成長・規模拡大による収益性改善の追求は避けて通れません
- 想定される再投資の方向性としては、下記の3つが想定されます
  - ー 有力な地場卸のBolt-on acquisitionによる収益力強化：
    - 医薬品卸売事業は、地域シェアの高低が収益性に直結するビジネスであるが、貴社は一部地域を除き、劣後した地域シェアしか獲得できていない状況にある
    - そのため、全国4位の企業ではあるが、実態としては弱いポジションにあり、地域シェアの獲得に向けた取り組みが必須
    - 自助努力による地域シェアの向上は困難であると想定される中において、有力な地場卸の買収が地域シェアの拡大において重要な手段となりえる
  - ー M&Aを通じた周辺領域での成長：
    - 一般に、周辺領域に事業を拡大する場合、コア事業から近い領域の方が成功確率が高い
    - バリューチェーンの近接性、販売先の同一性の観点から、貴社のコア事業である医薬品卸売事業に近いのは、「医薬品製造・販売」「調剤薬局」「医療機器・医療材料卸」「顧客支援システム開発・販売」と想定される
    - 近接4事業いずれも本業より高いROAが見込める事業。プロフィットプールの大きさからみても、再投資先として一定の合理性がある
    - 初期的に検討を行った結果、各領域での成長戦略においては規模拡大に向けたM&Aが重要な手段となると想定され、ハードルレートを上回る形でのM&Aが実施可能か検証すべき
  - ー 自己株式への再投資：
    - 自社判断で行える自己株式取得と残存資金によるM&Aの組み合わせは、ハードルレートでの他社M&A単独よりも、高い効率で一株あたりCFの成長を実現可能
- 再投資の実施において、厳格な投資規律を備えるうえで、専門性が担保された体制の整備が必要と考えております

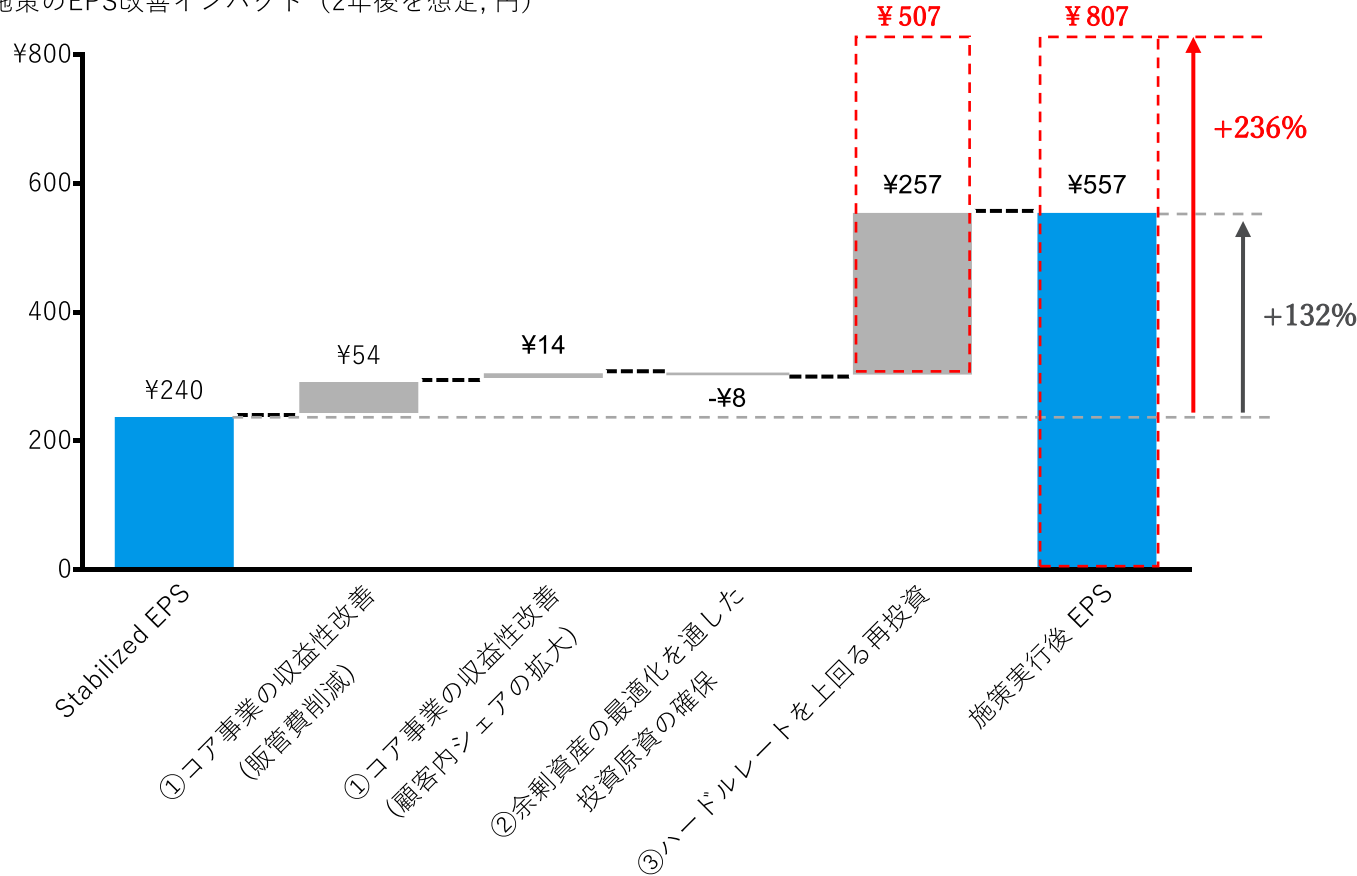


# これらの施策を通して、1株当たりCFは飛躍的に成長します

各施策の実施により、EPS<sup>1</sup>は現状の132%~236%の水準まで向上可能です

EPS改善インパクト 試算前提

各施策のEPS改善インパクト（2年後を想定、円）



## Stabilized EPS

— コロナ前5年間(FY16/3-FY20/3)の親会社株主に帰属する当期純利益の平均値161億円を、現在の自己株式を除く発行済株式総数6,697万株で除したものを採用

## ①コア事業の収益性改善 – Section2

- 販管費の削減により、52億円の営業利益改善（36億円の純利益改善）
- 顧客内シェアの拡大により、13億円の営業利益改善（9億円の純利益改善）

## ②余剰資産の最適化を通じた投資原資の確保 – Section3

— 物流施設3物件(TBC埼玉、TBC阪神、TBC広島)の売却により8億円の営業利益減<sup>3</sup>（6億円の純利益減）

## ③ハードルレートを上回る再投資 – Section4

— 余剰資産の最適化を通して獲得した投資原資1,814億円を、ハードルレート11.3%<sup>2</sup>の水準で、コア事業に再投資し、172億円の純利益増

➢ 再投資イメージ：ROIC15%<sup>4</sup>、年間5%の純利益成長を実現する企業をEV/NOPAT 10.5x(投資原資1,814億円に対して純利益172億円)で買収した場合、11.3%のIRRが実現可能

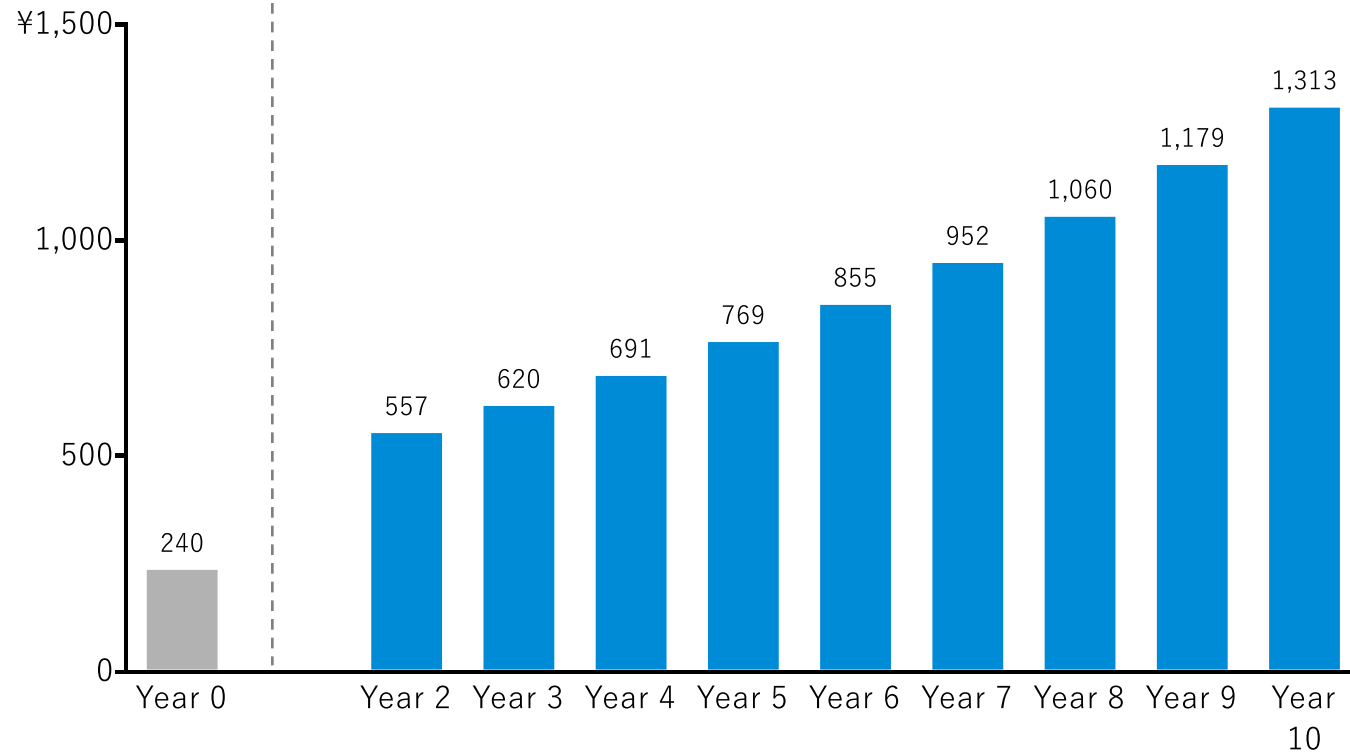
— ハイブリッドケースは、投資原資1,814億円のうち866億円を自社株式取得、残りの948億円をコア事業へ再投資する前提

➢ 866億円は自己株式取得のみでEPS 557円を達成可能な水準

注: [1] 一株当たりCFの代替指標としてEPSを使用 [2] 当社が想定する貴社の資本コストである7.3%に4.0%を加えたもの [3] 3物件の想定NOI 10.4億円 – 想定減価償却費 2.5億円 (建物簿価 ÷ 残存耐用年数)で試算 [4] 医薬品卸業界の余剰資産を控除したROICの水準を考慮

貴社が長期的に目指すべきは、一連の施策による飛躍的な一株当たりCFの成長、  
そしてその後のハードル・レートを超えるIRRでの再投資の繰り返しによる複利的な企業価値の成長です

一株当たりCF (≒EPS)成長



再投資のハードルIRR

11.3% 11.3% 11.3% 11.3% 11.3% 11.3% 11.3% 11.3%

10年後に5-6倍の  
一株あたりCFを目指すことが可能



## Section1：ガバナンス体制の整備

- 上場会社として、企業価値成長を実現する上でガバナンス体制の整備は必要不可欠です
  - ― 東証、経産省、金融庁などの様々な主体が、企業価値向上においてコーポレートガバナンスの整備を求めている
- しかし、貴社のガバナンス体制については、株主から疑義を持たれている状況にあります
  - ― 貴社の社長選任議案に対する賛成率は年々低下している状況にあり、直近の定時総会での賛成率は69.5%程度の水準まで低くなっている
  - ― ISSやGLは、貴社の取締役会の独立性や不祥事、政策保有株式といったガバナンス体制に関わる点を問題視し、社長選任議案への反対推奨を行った
- 貴社のガバナンス体制に疑義が生じている要因について、下記のように考えております
  - ― **不祥事の発生**：医薬品の入札において談合を行っていたことが次々と明らかになりガバナンス体制への信頼を失ったが、信頼回復に十分な対応を取れていない
  - ― **不適切な取締役会の構成**：「談合を行っていた当時の取締役が現在も取締役会の過半数を占める」「株主との潜在的な利益相反リスクを抱える政策保有株主出身者の取締役を有する」「独立性に疑義が生じかねない、超長期にわたって在任している社外取締役を有する」など様々な問題を抱える
  - ― **多額の政策保有株式**：製薬会社を中心として、約500億円（純資産に対して21%程度）の政策保有株式を保有している
- 貴社は、企業価値成長にむけて、これらの問題に真摯に向き合い、企業価値成長の礎となる確固たるガバナンス体制の構築に取り組むべきです

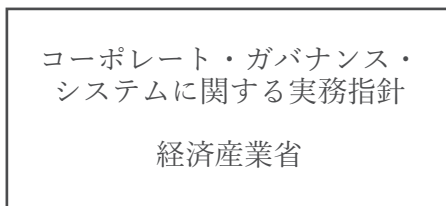
# 上場会社として、企業価値成長を実現する上でガバナンス体制の整備は必要不可欠です

様々な主体が、企業価値向上に向けたガバナンス体制の整備を求めている

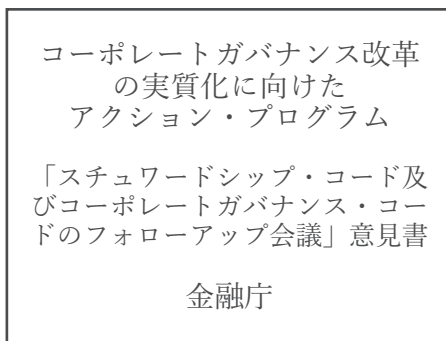


“コーポレートガバナンス・コード”～会社の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のために～“

“コーポレートガバナンス・コードについて 本コードにおいて、「コーポレートガバナンス」とは、会社が、株主をはじめ顧客・従業員・地域社会等の立場を踏まえた上で、透明・公正かつ迅速・果敢な意思決定を行うための仕組みを意味する。本コードは、実効的なコーポレートガバナンスの実現に資する主要な原則を取りまとめたものであり、これらが適切に実践されることは、それぞれの会社において持続的な成長と中長期的な企業価値の向上のための自律的な対応が図られることを通じて、会社、投資家、ひいては経済全体の発展にも寄与することとなるものと考えられる”



“**コーポレートガバナンス改革は**、過去30年近くにわたって企業価値が低迷し続けてきた我が国の現状から脱却し、人材の有効活用を通じたイノベーションによる付加価値の創出や生産性の向上を通じて、**企業の持続的な成長と中長期的な企業価値の向上を図り**、その果実が従業員や消費者等にも広く均霑され、投資や消費拡大による経済成長につながるという好循環が実現される経済システムを構築することを目指している”



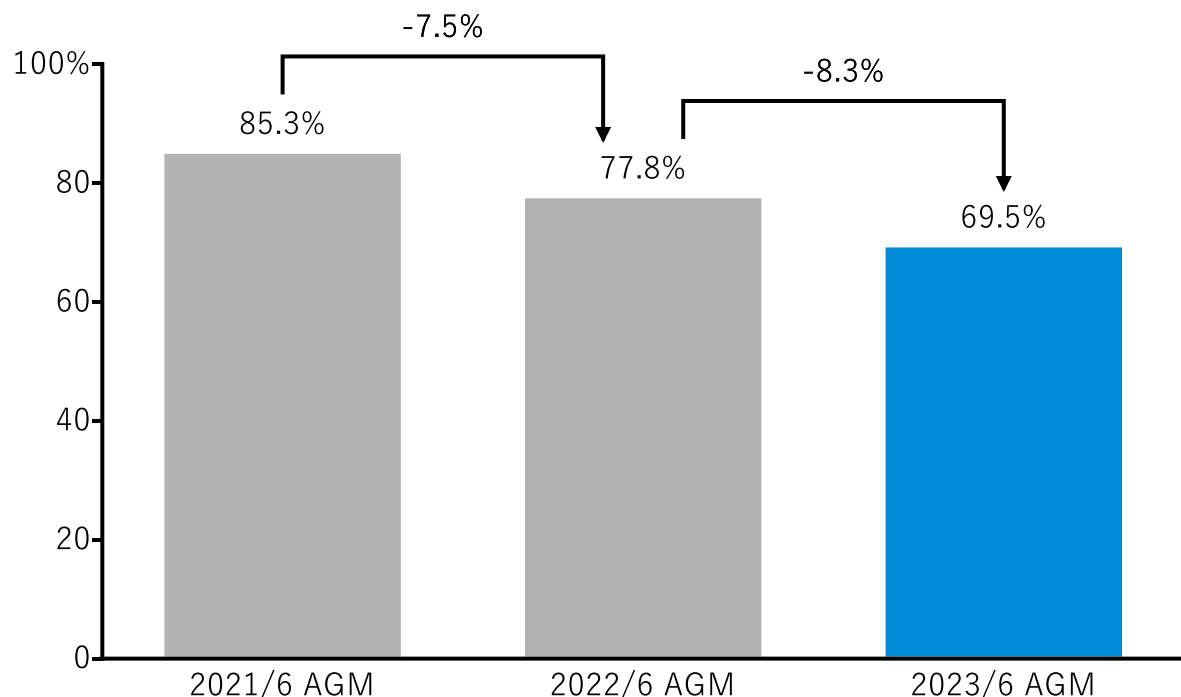
“**企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を促進する観点からは**、上記の課題解決に際し、改革の趣旨に沿った実質的な対応をより一層進捗させることが肝要であり、形式的な体制を整備することのみによってその十分な成果を期待することはできない。[中略]以上を踏まえ、今後は、**企業の持続的な成長と中長期的な企業価値向上を促進するため**、上記の課題解決に向け、情報開示の充実をはじめ、企業と投資家の自律的な意識改革を促進するための施策や企業と投資家との建設的な対話の実効性を向上させるための施策を基本とし、**必要に応じ、その他の施策によりこれを補完していくことが適切である”**

“フォローアップ会議としては、**コーポレートガバナンス改革の実質化に向けて**、以下のような**施策・検討を順次実施していくことを提言する**。また、フォローアップ会議は、その実施状況について、**随時検証し、追加的な施策等の要否を検討していくこととしたい”**

# しかし、貴社のガバナンス体制については、株主から疑義を持たれている状況にあります

社長選任議案への賛成率は年々低下し、直近の賛成率は69.5%と極めて低位な水準に陥っている

社長選任議案への賛成率



低位な賛成率の背景は、貴社のガバナンス体制への疑義と想定される

- 議決権行使助言会社のISSは、ガバナンス不全による不祥事、多額の政策保有株式を理由に反対を推奨

“同社の子会社である九州東邦株式会社は、九州地区における入札談合に関連して、2023年3月に1億2700万円の課徴金納付命令を受けた。東邦ホールディングスも、地域医療機能推進機構の入札で同様の談合があったとして、2022年3月に1億6,100万円の課徴金納付命令を受けた。このような再発は、同社のコンプライアンスや適切なガバナンスの欠如に起因する可能性があり、最終的には社長であるノミニーが責任を負うべきである”

“東邦ホールディングスは純資産の23.2%を株式持合に割り当てており、ISSの基準値を満たしていない。同社の資本配分の誤りは経営トップの責任である”

- 議決権行使助言会社のグラスルイスは、取締役会の独立性が不足していること、多額の政策保有株式を理由に反対を推奨

“我々の見解では、取締役会には十分な人数の独立取締役がおらず、取締役会の客観性、独立性、適切な監督能力について重大な懸念がある。取締役会の独立性が十分に確保されていないことを踏まえ、我々は、以下の通り反対票を投じることを推奨する。ノミニーである有働敦氏に対しては、我々が適切と考える独立性の基準を満たすため、反対票を投じることを推奨する”

“2022年3月31日現在、他の公開会社の株式を投資有価証券として約559億円保有しており、これは当社の純資産の約23.16%に相当する。当社が出資している会社の一部は、当社株式を保有している。さらに、当社は2023年招集通知で直近の保有株式（上場株式のみ）を開示している。[中略]取締役会は、リスクを最小化し、株主利益を最大化するために、投資戦略を再考すべきである。株主はノミニーである有働敦氏の責任を追究すべきである”

# 貴社のガバナンス体制について、疑義が生じている要因について下記のように考えております

1

## 不祥事の発生

- 近年、医薬品納入の入札において談合を行っていたことが次々と明らかになり、ガバナンス体制への信頼を失った
- 貴社は、再発防止策を公表しているが、ガバナンス体制への信頼は回復するに十分な対応を行えていない

2

## 不適切な取締役会の構成

- 談合を行っていた当時の取締役が、現在の取締役会の過半数を占めている
- 株主との潜在的な利益相反リスクを抱える、政策保有株主である製薬会社出身者の取締役を有している
- 独立性に疑義が生じかねない、超長期にわたって在任している社外取締役を有している

3

## 多額の政策保有株式

- 貴社は製薬会社を中心として、約500億円もの政策保有株式を有する状況にある
- 現在、純資産に占める割合は、21%程度にのぼっている



貴社は、企業価値成長を実現する上で、これらの問題に真摯に向き合い  
企業価値成長の礎となる、確固たるガバナンス体制の構築に取り組むべきと考えております

# 1 不祥事の発生により、貴社のガバナンス体制は信頼を失っている状況にあります

近年、医薬品納入の入札において  
談合を行っていたことが次々と明らかになった

- 2021年6月：地域医療機能推進機構向けの入札における談合に対し、独禁法違反が認定され、課徴金納付命令が下された

“2016年および2018年の医薬品の入札に関し独占禁止法違反があったとして、当社連結子会社の東邦薬品株式会社（以下、「東邦薬品」）が、2019年11月27日に公正取引委員会の立入検査を受け、2022年3月30日に公正取引委員会より独占禁止法に基づく排除措置命令および1億6,189万円の課徴金納付命令を受けております。”

貴社開示資料（2023年6月14日）

- 2022年3月：国立病院機構向けの入札における談合に対し、独禁法違反が認定され、課徴金納付命令が下された

“2016年から2019年の九州エリアの医薬品の入札に関し独占禁止法違反があったとして、九州東邦が、2021年11月9日に公正取引委員会の立入検査を受け、2023年3月24日に公正取引委員会より独占禁止法に基づく排除措置命令および1億2,759万円の課徴金納付命令を受けております”

貴社開示資料（2023年6月14日）

貴社は、再発防止策を公表しているが、  
信頼回復には不十分なものと想定される

- 貴社は、グループ全体での再発防止策とコンプライアンス徹底の对外発表を行っている
  - 2020年7月3日：「コンプライアンス強化のための取り組みについてのお知らせ」を公表
  - 2020年12月16日：「役員報酬の減額と再発防止のためのコンプライアンス強化の取り組みについて」を公表
- しかし、依然としてISSが貴社のガバナンスの欠如を不祥事をもとに指摘しているなど、依然としてガバナンス体制への信頼は回復しきっていないと想定される

“同社の子会社である九州東邦株式会社は、九州地区における入札談合に関連して、2023年3月に1億2700万円の課徴金納付命令を受けた。東邦ホールディングスも、地域医療機能推進機構の入札で同様の談合があったとして、2022年3月に1億6,100万円の課徴金納付命令を受けた。このような再発は、**同社のコンプライアンスや適切なガバナンスの欠如に起因する可能性があり**、最終的には社長であるノミニーが責任を負うべきである”

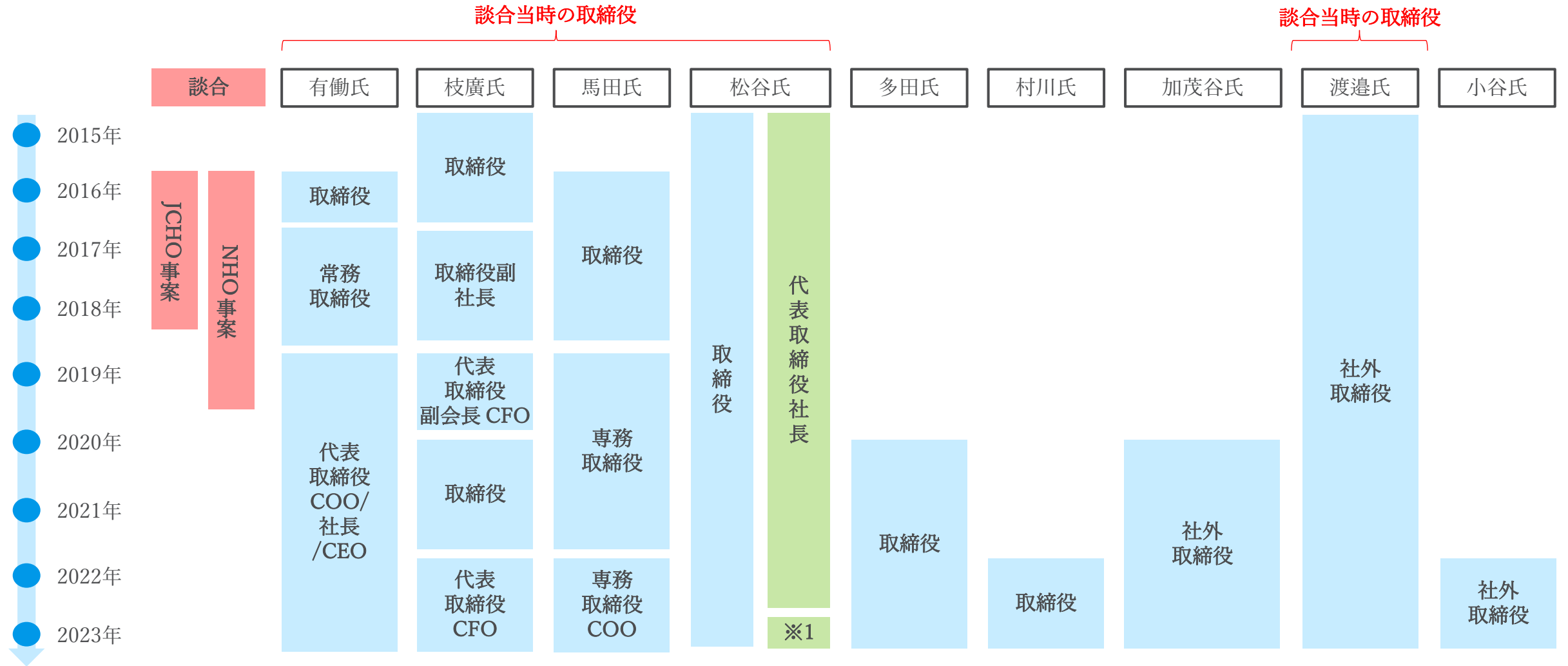
ISS 議決権行使助言レポート（2023年6月定時総会向け）



- 1 貴社の取締役会は、談合を行っていた当時の取締役が過半数を占めており、
- 2 この点は、ガバナンス体制への疑義を生じさせている要因であると想定されます

HD 九州東邦

現在の取締役9名中5名が、談合を行っていた当時から取締役であった



出典: 貴社開示資料  
 注: [1]現在取締役会長

# 2 貴社の取締役会は、一般株主との潜在的な利益相反を抱えている、取引先かつ大株主である政策保有株主の出身者を取締役として有しております(1/2)

貴社は、第一三共・塩野義製薬の出身者を取締役として迎えている

- 貴社の取締役会は、社内取締役として第一三共出身者である村川氏、社外取締役として塩野義製薬の現顧問である加茂谷氏を有する
  - ― 村川氏：第一三共で40年近くのキャリアを有し、2022年6月より貴社社内取締役に就任
  - ― 加茂谷氏：塩野義製薬で40年以上のキャリアを有し、塩野義製薬で現在顧問を務める。2020年6月より、貴社社外取締役を務める

## 2023年3月期 有価証券報告書

取締役 医薬品製造販売事業掌管	村川 健太郎	1959年2月28日生	1982年4月 第一製薬株(現 第一三共株)入社 2016年4月 同社執行役員医薬営業本部東京支店長 2018年4月 同社執行役員医薬営業本部営業企画部長 2019年4月 第一三共エスファ株代表取締役社長就任 2022年4月 同社取締役就任 2022年6月 当社取締役医薬品製造販売事業掌管就任(現任)	(注2)	3
取締役 (監査等委員)	加茂谷 佳明	1955年10月25日生	1978年4月 塩野義製薬株入社 2009年4月 同社執行役員業務部長 兼 東京支店長 2011年4月 同社常務執行役員 2017年4月 同社上席執行役員 東京支店長 2020年3月 同社上席執行役員退任 2020年4月 同社顧問(現任) 2020年6月 当社社外取締役(監査等委員)就任(現任)	(注1) (注3) (注4)	-

第一三共・塩野義製薬は、貴社の取引先であり株主の持ち合いを行っている状況にある

- 貴社は第一三共、塩野義製薬と取引関係にあり、相互に株式の持ち合い(政策保有)を行っている

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、業務提携等の概要、定量的な保有効果及び株式数が増加した理由	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
大塚ホールディングス株	4,270,640	4,270,640	医薬品の仕入れ等の取引において緊密な関係を維持するため	有
第一三共株	1,084,896	1,084,896	同上	有
小野薬品工業株	1,177,920	1,177,920	同上	有
塩野義製薬株	523,614	523,614	同上	有

保有目的は取引関係の維持

相互に持ち合いを実施

- 貴社にとって第一三共、塩野義製薬は、単なる政策保有株主ではなく、大株主としての側面も持ち合わせている
  - ― 第一三共：貴社の発行済株式総数(自己株式除く)の5.2%を保有
  - ― 塩野義製薬：貴社の発行済株式総数(自己株式除く)の4.1%を保有



## 2 貴社の取締役会は、一般株主との潜在的な利益相反を抱えている、取引先かつ大株主である政策保有株主の出身者を取締役として有しております (2/2)

取引先である政策保有株主と一般株主は、潜在的な利益相反リスクを抱えていることが指摘されている

### 投資家フォーラム 政策保有株式に関する意見

“会社が株式を政策保有し合うことが経済において価値追求の行動を妨げる問題に投資家は懸念を抱く。例えば、業界秩序と呼ばれる企業間の関係を強める立場から政策保有がなされてきた。取引先の特定と株式保有は企業間の力関係を表しており、個別企業の観点からは最善の取引機会を追求する可能性を減らすことになる”

“評価が難しい理論上のベネフィットはさておき、現実の政策保有は一般株主の利益と相反するという観点が重要”

“政策保有株式は、取引継続との間で、いわば「人質」ともいうべき関係にある”

“取引先の株式を保有することによって特別な便益を受けているのであれば、「保有されている側」は「保有している側」に過度な便益を与えていることになるのではないか”

“独立社外取締役の説明においては、当該取締役が所属する企業との取引は僅少であると説明しながら、当該企業の株式を政策保有し、取引維持のため重要であると説明しているという矛盾も散見される”

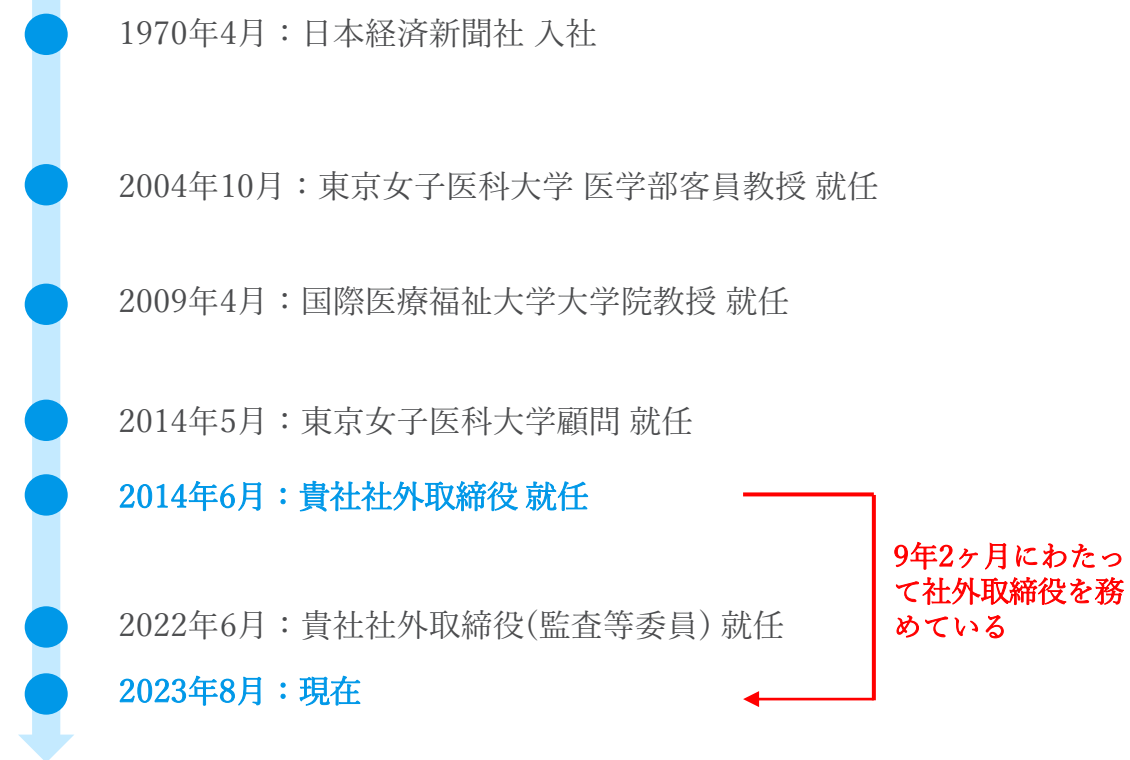
投資家フォーラム 政策保有株式に関する意見

“政策保有と判別される株主の関係者は独立社外取締役として適切でない”

## 2 独立性に疑義が生じかねない、超長期にわたって在任している社外取締役を有しております

渡邊氏は、9年以上にわたって社外取締役を務めている

### 渡邊氏の経歴



9年以上も社外取締役を務めていることで、社外取締役としての独立性が損なわれていることが懸念される

- 長期間の社外取締役への就任は、経営陣との馴れ合いを生じさせ、独立性が損なわれるという問題が指摘されている

“社外取締役の在任期間という観点では、一般に、短すぎると就任企業の知識や企業との信頼関係が十分得られない反面、長すぎると経営陣との馴れ合いから独立性が損なわれるという問題が生じる”

ニッセイ基礎研究所 社外取締役の出口問題

- 社外取締役の在任期間は6年程度が適当と考えられているが、渡邊氏の在任期間はそれを大幅に上回っている状況にある

“社外取締役の在任期間（上限）については、4年から10年を中心にばらつきがあるが、平均すると6年程度が適当と考えられている”

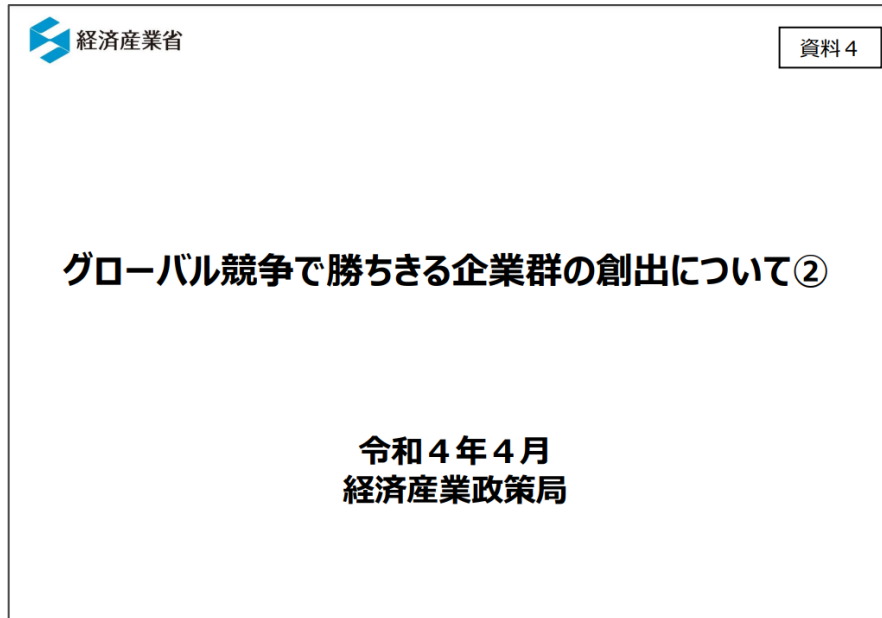
経済産業省 社外取締役の現状について2020年5月13日

### 3 政策保有株式については原則保有すべきではないとされております

政策保有株式は、資本効率性を悪化させる  
要因として指摘されており、解消が求められている

“（企業経営改革：「価値創造経営」の推進）

特に、日本企業に特徴的と指摘される現金保有、政策保有株、高水準な内部留保は資本効率性を悪化させることから、これらの状況の把握と解消に向けた取組を行う”



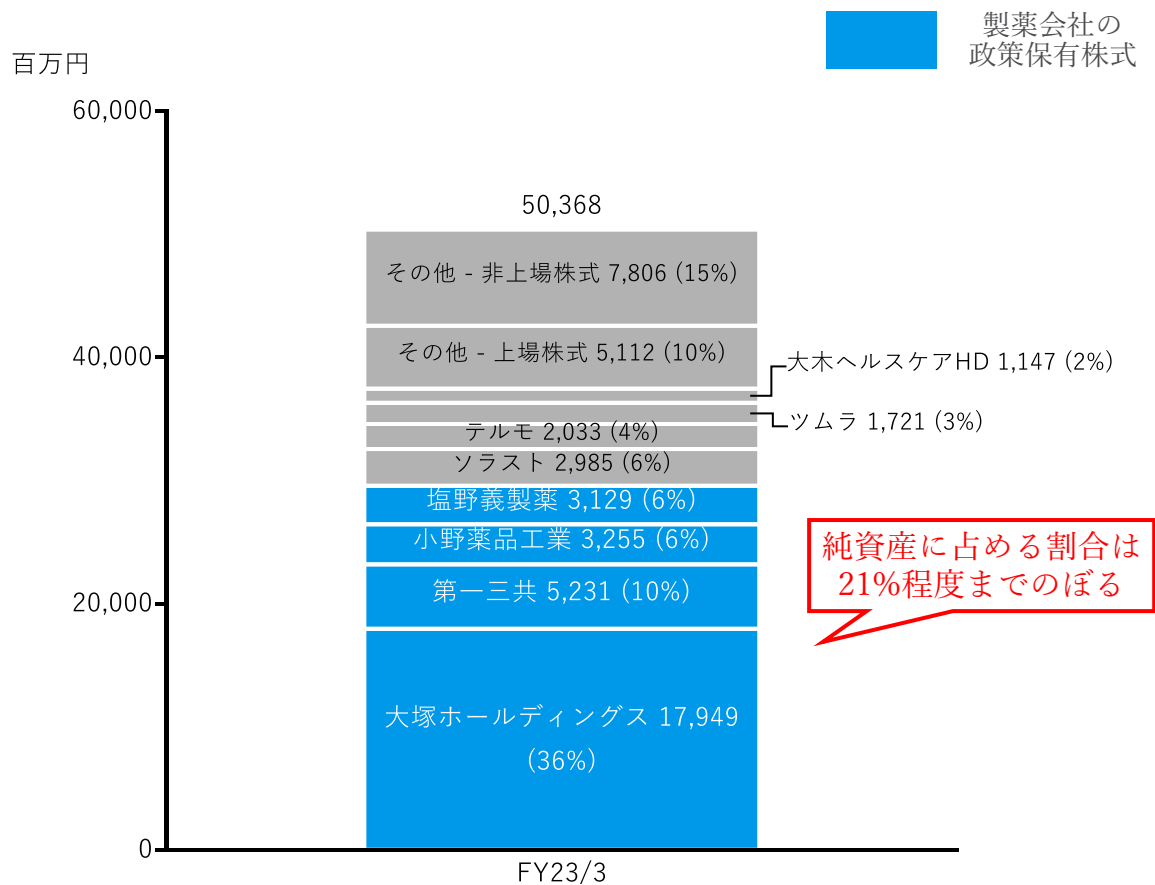
保有の合理性が客観的かつ透明性をもって担保されていない限り、  
上場会社として政策保有株式を保有すべきでない

“上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、[中略]毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである”



# 3 しかし、貴社は製薬会社を中心として、約500億円もの政策保有株式を保有している状況にあります

政策保有株式の構成 (FY23/3)



保有目的 (FY23/3)

特定投資株式

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、業務提携等の概要、定量的な保有効果及び株式数が増加した理由	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
大塚ホールディングス株	4,270,640	4,270,640	医薬品の仕入れ等の取引において緊密な関係を維持するため	有
	17,949	18,073		
第一三共株	1,084,896	1,084,896	同上	有
	5,231	2,907		
小野薬品工業株	1,177,920	1,177,920	同上	有
	3,255	3,611		
塩野義製薬株	523,614	523,614	同上	有
	3,129	3,942		
株ソラスト	4,709,500	4,709,500	同社との連携を強化し、地域包括ケアの推進に貢献していくため	無
	2,985	4,652		
テルモ株	568,900	568,900	医薬品の仕入れ等の取引において緊密な関係を維持するため	有
	2,033	2,118		
株ツムラ	654,600	654,600	同上	有
	1,721	2,094		
大木ヘルスケアホールディングス株	1,413,000	1,413,000	同上	有
	1,147	1,013		

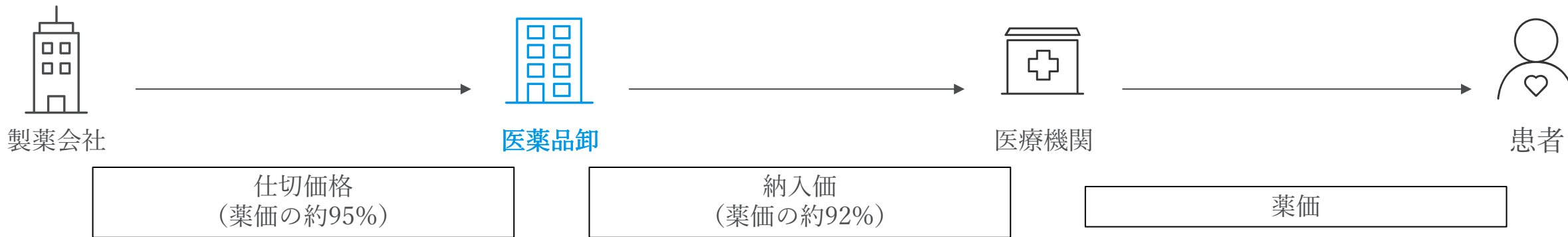
医薬品仕入れのための関係性維持を理由とするものが大半

## Section2：コア事業の収益性改善

- 貴社の医薬品卸事業は、営業利益率が僅か1%程度と非常に収益性が低い状況にあり、収益性改善に向けた取り組みが必要です
  - 医薬品卸は収益性に対し製薬会社と医療機関の双方から強いプレッシャーを受ける挟み撃ちの構造にあり、業界全体として収益性が低い
  - 貴社は収益性の低い医薬品卸業界の中でも、顧客支援システムを除いた収益性は最も低い状況にあり、特に収益性改善が重要
- 医薬品卸市場には今後も収益の下押し圧力がかかると見込まれ、収益性改善の重要性は更に増していく状況にあります
  - 薬価下落の加速、ジェネリックのシェア拡大、薬局の購買力の増大、コスト増といった、収益性への逆風が吹いている状況にある
- 収益性改善に向けて、①販管費の削減、及び②顧客内シェアの拡大に向けた取り組みを行っていくべきと考えます
- 貴社は、販管費の削減に向けた取り組みとして、具体的に以下の施策を実行すべきと想定されます
  - MS生産性向上・役割見直し：MS一人当たりの担当施設数の拡大による生産性向上を実施した上で、EMSへの配置転換、人員数適正化を実施
  - 営業所の統廃合：余剰な営業所の統廃合を通して、営業所の売却・解約を実施し賃借料を削減。統廃合で生じた余剰な所長・事務員については適正化を実施
  - バックオフィス機能の効率化：HD、子会社に存在するバックオフィス機能を統合し、適正な生産性まで人員数を適正化
  - 組織・管理構造のシンプル化：非管理職に対して過剰となっている管理職数を適正化し、人件費の高い管理職の数を適正化
  - その他間接費削減：各間接費目別に、買い方・使い方を聖域なく徹底的に見直し、適正化を実施
- 顧客内シェア拡大に向けては、NPS改善に向けた取り組みを行うべきと想定されます
  - NPSと顧客内シェアには相関性が存在する中において、貴社は競合最下位のNPSであり、本来得られるはずの顧客内シェアを失っている可能性がある
  - そのため、顧客タイプ別のNPS向上ドライバーに基づいた改善策を実効することで、一定の顧客内シェアの拡大による売上収益の改善が可能と想定される
- 外部データに基づく初期的な試算によると、上記施策で65億円程度の利益改善効果が見込まれます
  - 販管費の削減による収益性改善効果：52億円、顧客内シェアの拡大による収益性改善効果：13億円

## 貴社の低収益の現状

# 医薬品卸は、収益性に対し製薬会社と医療機関の双方から強いプレッシャーを受ける挟み撃ちの状況にあります



## 維持・引き上げ

- 製薬会社にとって医薬品卸はスイッチングコストが低く、**製薬会社の価格交渉力が強い**
- 納入価格が下がると薬価改定で薬価が下がるので、納入価格を高く維持するために仕切価格を高く設定しようとする力が強い



## 引下圧力が強い

- 医療機関にとって医薬品卸はスイッチングコストが低く、**医療機関の価格交渉力が強い**
- 医療機関は利益確保のため**薬価下落に合わせ納入引下**を要求



## 引下圧力が強い

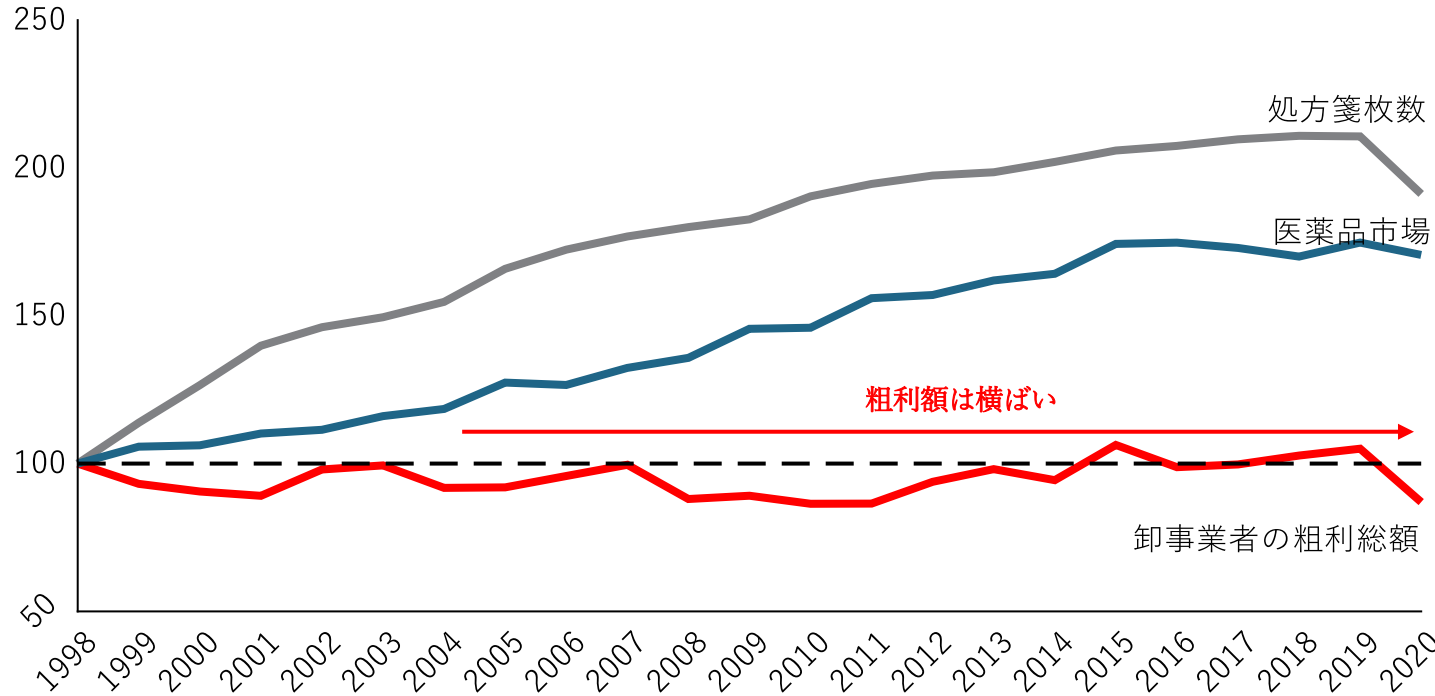
- 薬価は**決定薬価と納入価格の差に基づいて毎年引き下げられる**



# 製薬会社と医療機関による挟み撃ちは、医薬品市場が成長する中においても 医薬品卸の粗利が増加しない構造を生み出し、医薬品卸の低収益性に拍車をかけております

/ 上位4社

医薬品卸事業者の取引高・粗利推移 (1998年=100でインデックス)



処方箋枚数 (億枚) 4.0 4.6 5.1 5.6 5.8 6.0 6.2 6.6 6.9 7.1 7.2 7.3 7.6 7.8 7.9 7.9 8.1 8.2 8.3 8.4 8.4 8.4 7.6

医薬品市場 (兆円) 6.4 6.8 6.7 6.5 6.1 6.4 6.5 6.7 6.8 7.1 7.2 7.7 7.7 8.0 8.3 8.9 8.9 9.5 9.5 9.8 10.0 10.6 10.6

卸事業者の粗利総額 (十億円) 678 631 614 604 664 674 622 623 650 675 597 604 586 586 636 665 640 721 670 676 696 712 590

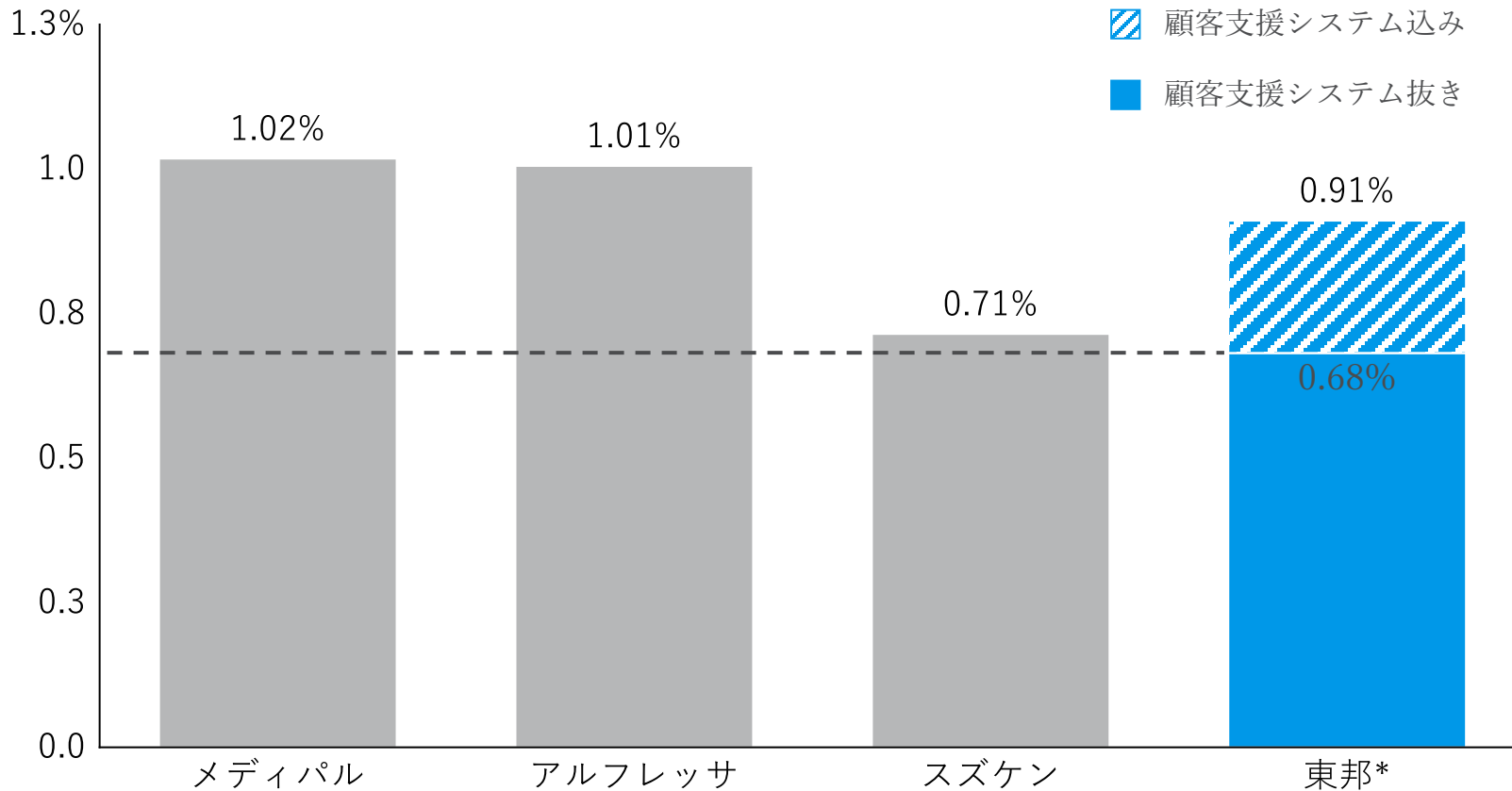
## 粗利は構造的に横ばい

- 医薬品卸売業は製薬会社、医療機関・薬局に対して交渉力が低い
  - 卸売は基本的にすべての医薬品を取り扱っており、顧客に対して差別化がしづらいため、納入価に対して交渉力が低い
  - 製薬会社に対しても差別化がしづらく、仕切価は製薬会社から一方的に通達される
- 結果、納入価が仕切価格より低い逆ザヤになっており、製薬会社から支払われるリベート・アロワンスで利益を出している状況
- 製薬会社は年間で支払うリベート・アロワンス額を決めているため、**構造的に成長しない環境**

# 業界として収益性が低められやすい構造ではありますが、顧客支援システムを除く貴社の収益性は競合よりも劣後しており、収益性改善に向けた取組みが特に必要であると考えております

/ 情報提供料調整後

医薬品卸売事業の営業利益率(FY20/3-FY22/3の平均、%)



## 顧客支援システムの調整

- 売上高：顧客支援システムの競合ベンチマーク（EMシステム他）に基づき、粗利率を49%と仮定し、相当分の売上を控除
- 粗利額：決算説明会資料より、Meissaを除く顧客支援システムの粗利37.5億円を控除
- 販管費：人件費と家賃を関連コストと仮定
  - 人件費：顧客支援システム関連の従業員数を第三者提供データに基づき137人と仮定し、平均給与+福利厚生費相当額を控除
  - 家賃：売上按分で控除

注:東邦およびメディパルについては営業外収益に換算されている情報提供料収入（受取手数料）を事業の売上・粗利益に計上;  
出典: IR; 第三者提供データ

# 医薬品卸市場には、今後も収益の下押し圧力がかかると見込まれ、収益性改善の重要性は更に増していく状況にあります

A

## 薬価下落の加速



- 2021年より薬価改定が隔年から毎年改定へ変更され、薬価下落スピードが加速
- 毎年薬価交渉をする形になり、医薬品卸の粗利へのプレッシャーが増大

B

## さらなるジェネリックのシェア拡大



- 厚生労働省によるジェネリック推進は今後も続く見込まれる
- 卸にとって儲かりにくいジェネリック医薬品の全体のボリュームに占める割合が拡大し、生産性が低下

C

## 薬局の購買力の増大



- チェーン薬局のさらなる規模拡大に加え、小規模薬局のグループ購買が拡大
- 薬局側の購買力が増大により、納入価格が下落する可能性

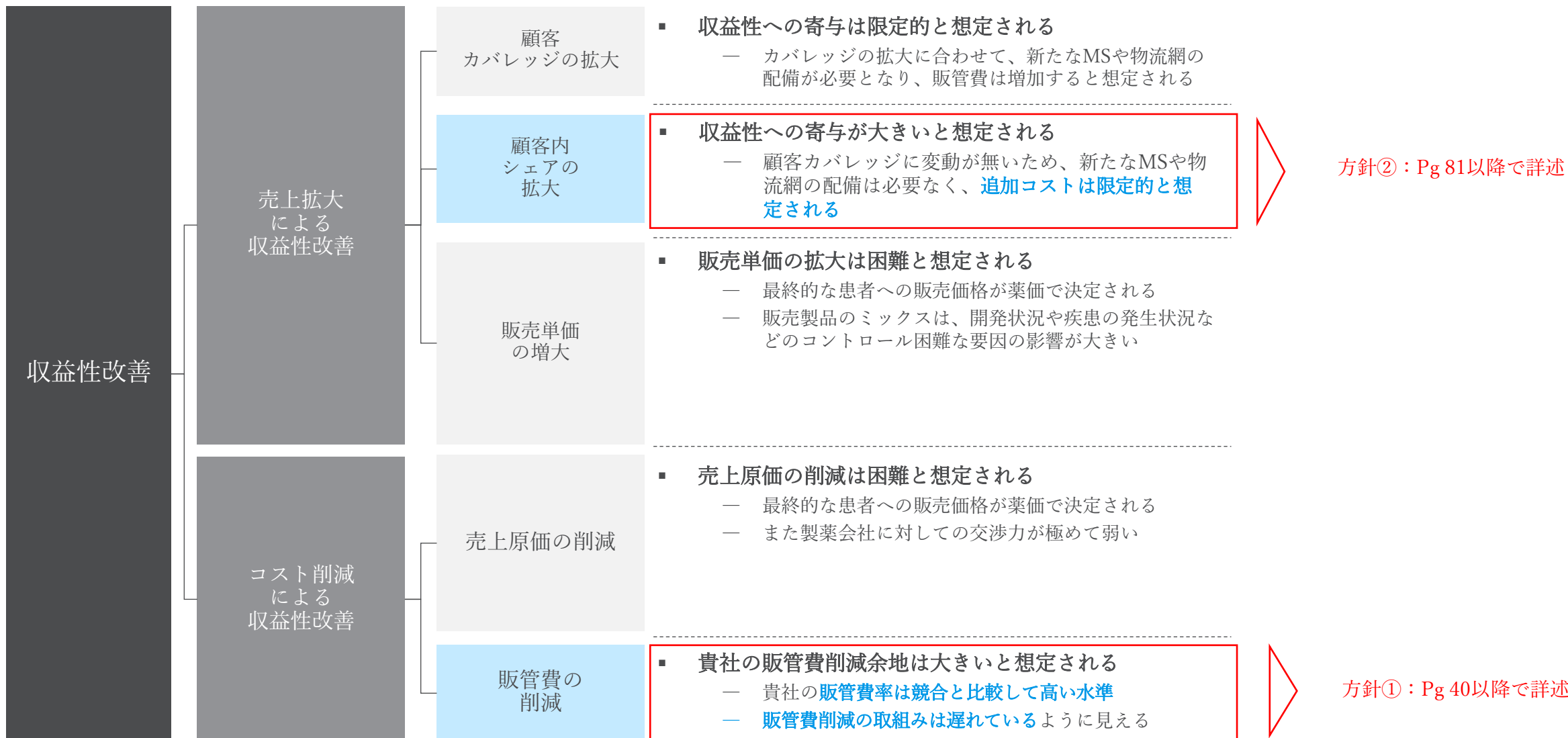
D

## コストの増加



- インフレや人手不足により、配送費を始めとして、あらゆるコストが増加

# 収益性の向上に向けて、販管費の削減、及び顧客内シェアの拡大を目指していくべきと想定されます



方針①：販管費の削減による収益性改善

# 医薬品卸売事業の粗利率は競合の中でも高水準の一方で、販管費比率が高く、十分に差益を生み出せていないことが低い営業利益率の要因と想定されます

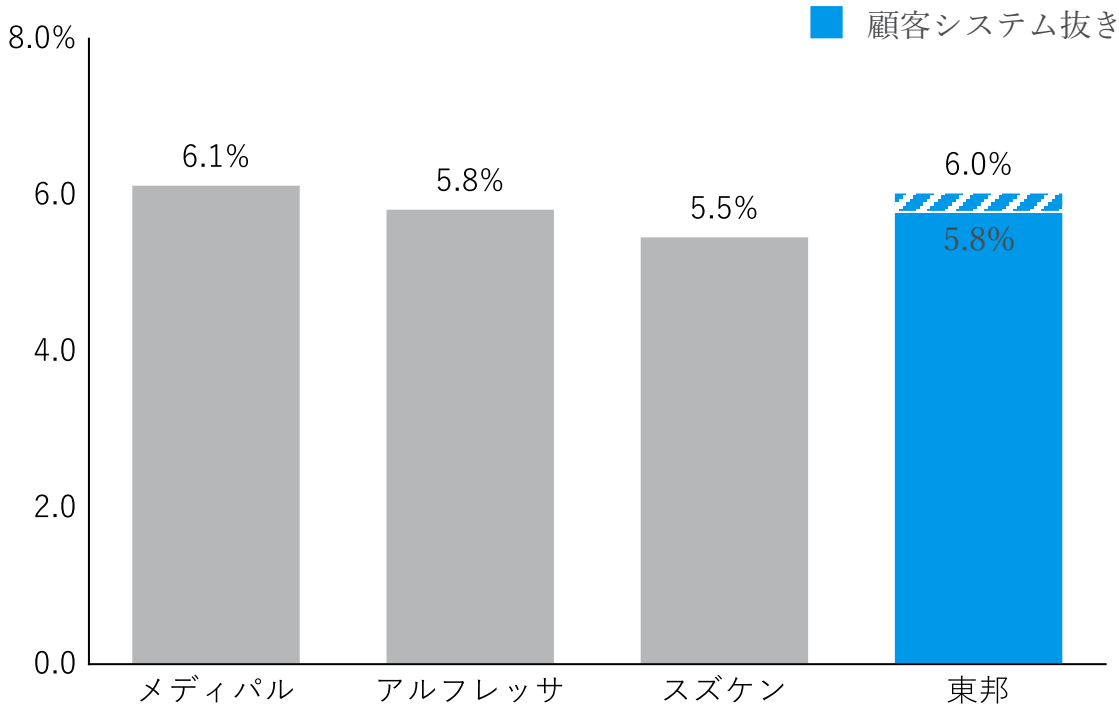
貴社のパフォーマンス

粗利率・販管費率

/ 情報提供料調整後

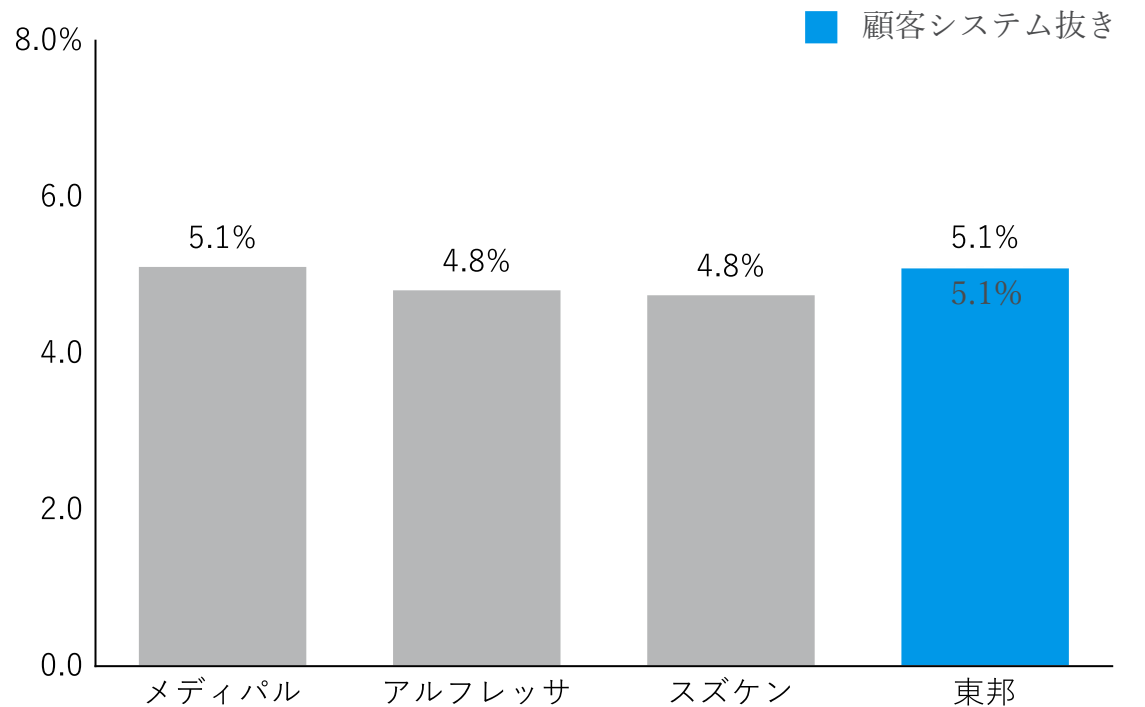
## 粗利益率

医薬品卸売事業の粗利率(FY20/3-FY22/3の平均、%)



## 販管費率

医薬品卸売事業の販管費率 (FY20/3-FY22/3平均、%)



注:東邦およびメディパルについては営業外収益に換算されている情報提供料収入(受取手数料)を事業の売上・粗利益に計上  
出典: IR; 第三者提供データ

# 販管費について、スズケン、メディパルは継続的に減らしているのに対し、貴社は横ばい～増加傾向で推移しており、販管費削減の取り組みが遅れているように見えます

貴社のパフォーマンス

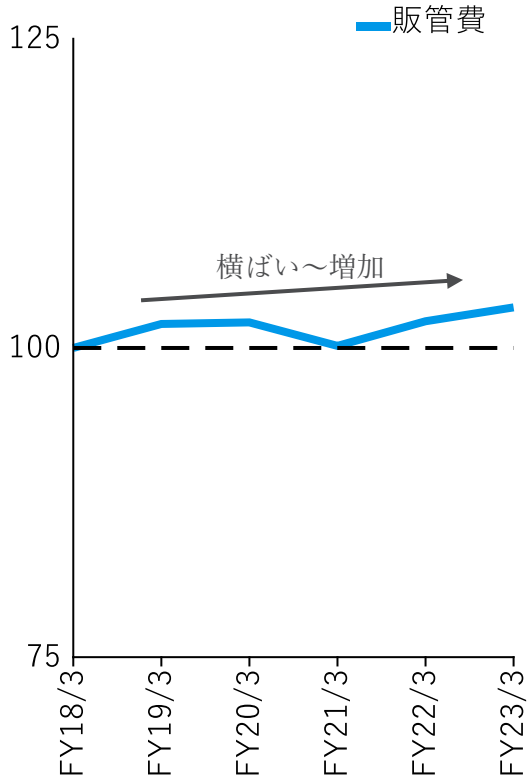
販管費

顧客支援システム込み

## 東邦

医薬品卸販管費額推移

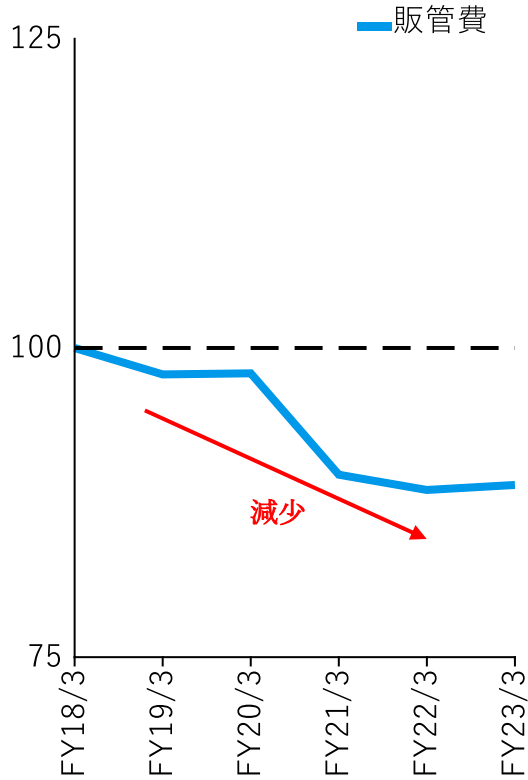
(FY18/3 = 100でインデックス)



## スズケン

医薬品卸販管費額推移

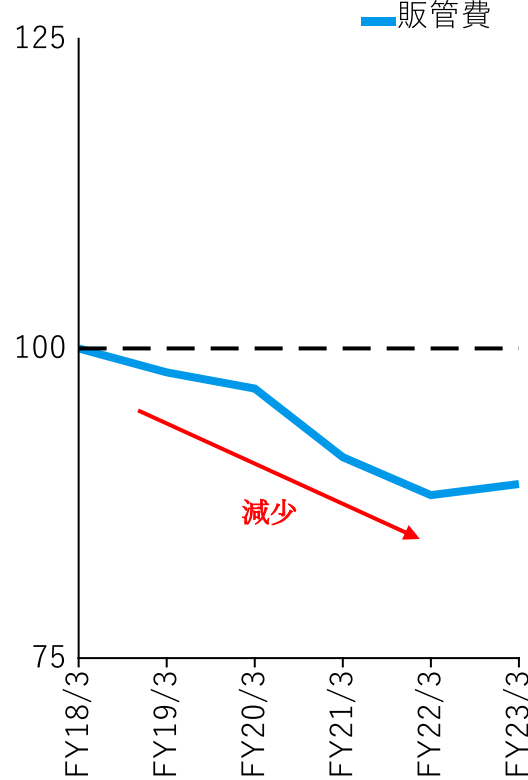
(FY18/3 = 100でインデックス)



## メディパル

医薬品卸販管費額推移

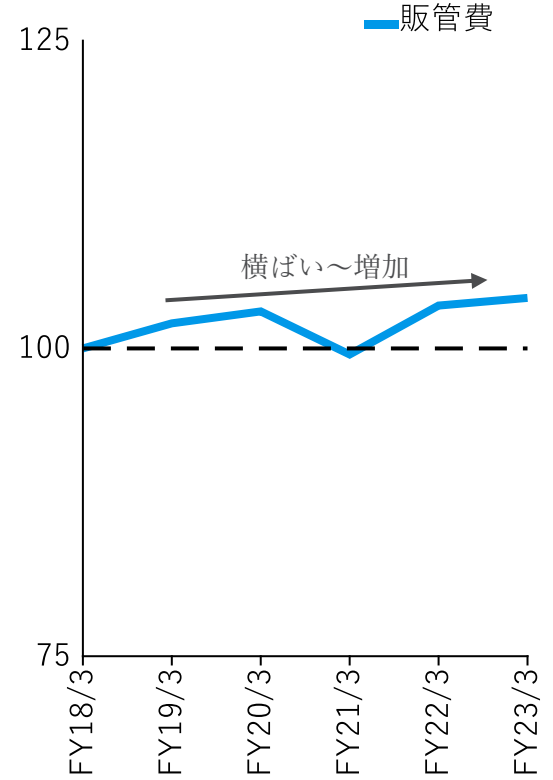
(FY18/3 = 100でインデックス)



## アルフレッサ

医薬品卸販管費額推移

(FY18/3 = 100でインデックス)

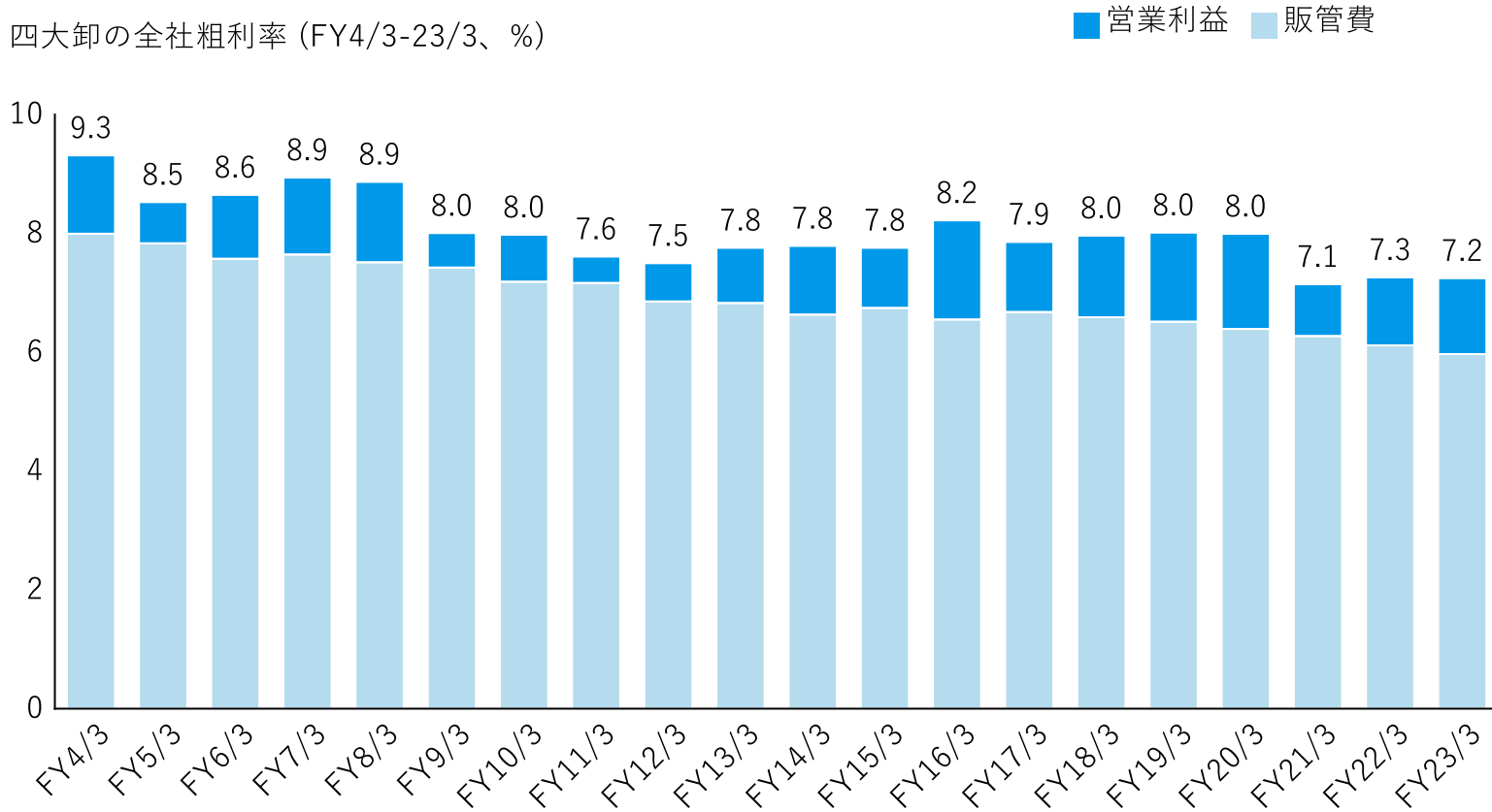




# (ご参考) 販管費の削減が収益性改善における生命線であり、業界全体として販管費削減に取り組んでいる状況にあります

医薬品卸売市場の見立て

/ 上位4社



“医薬品メーカー・顧客からの圧力が強まり事業環境が厳しくなる中、東邦含む4大卸が生き残ってきたのは、M&Aでスケールを得ただけでなく、地道にオペレーションの改善を積み重ねてきたから”  
 医薬品卸B、現営業推進課担当課長

粗利率 (%)	9.3	8.5	8.6	8.9	8.9	8.0	8.0	7.6	7.5	7.8	7.8	7.8	8.2	7.9	8.0	8.0	8.0	7.1	7.3	7.2
販管費 (%)	8.0	7.8	7.6	7.6	7.5	7.4	7.2	7.2	6.9	6.8	6.6	6.7	6.5	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.1	6.0
営業利益率 (%)	1.3	0.7	1.1	1.3	1.4	0.6	0.8	0.4	0.6	0.9	1.2	1.0	1.7	1.2	1.4	1.5	1.6	0.9	1.1	1.3

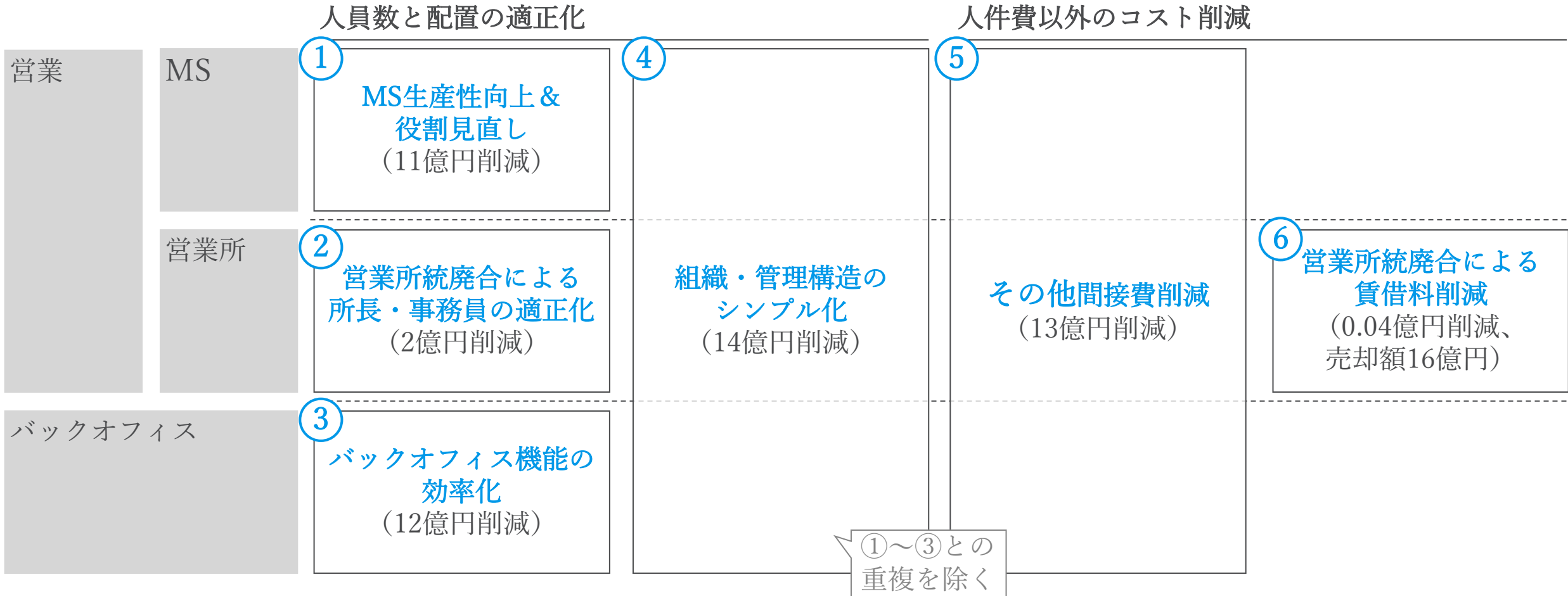
注: 4大卸の売上規模で加重平均して算出  
 出典: IR

# 販管費が高い要因の要素分解、及び課題仮説は下記と想定しております



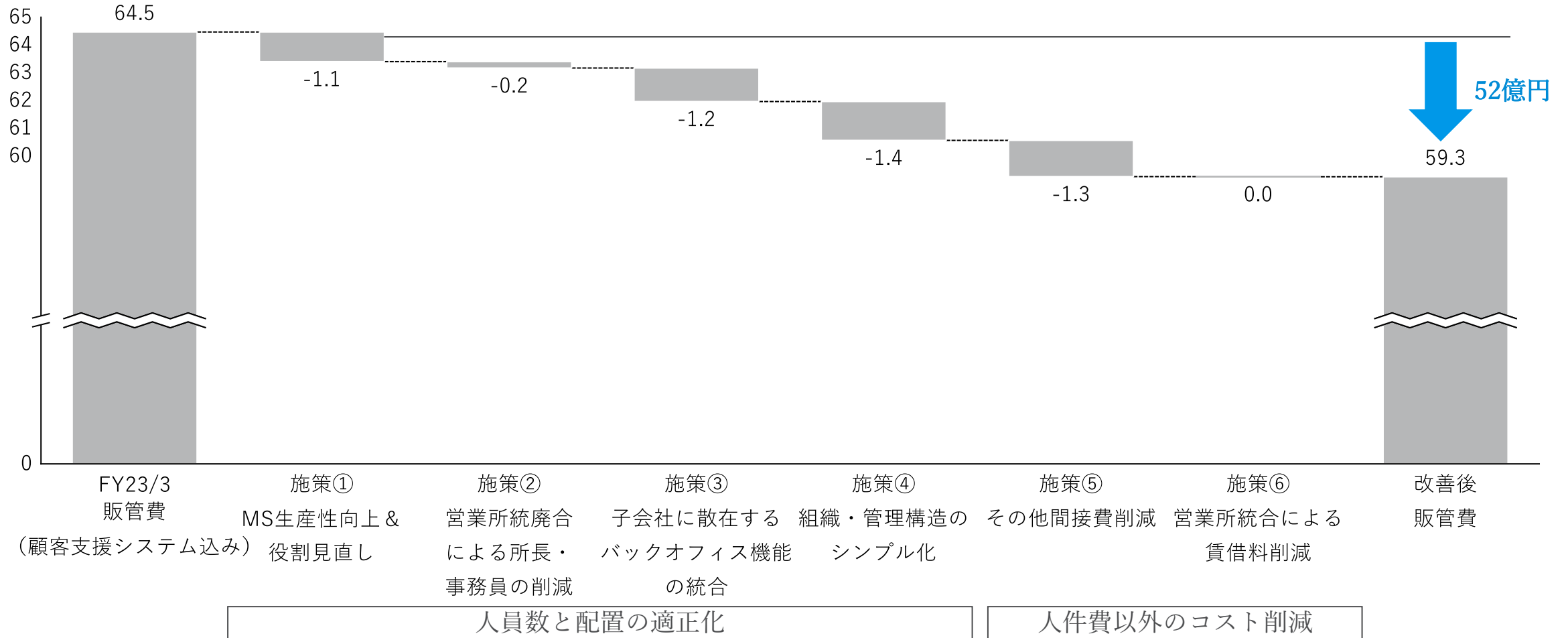
■ : 課題仮説

# 販管費改善にむけた主な施策は下記のとおりです



# 販管費削減の削減により、52億円の利益改善余地があると想定されます

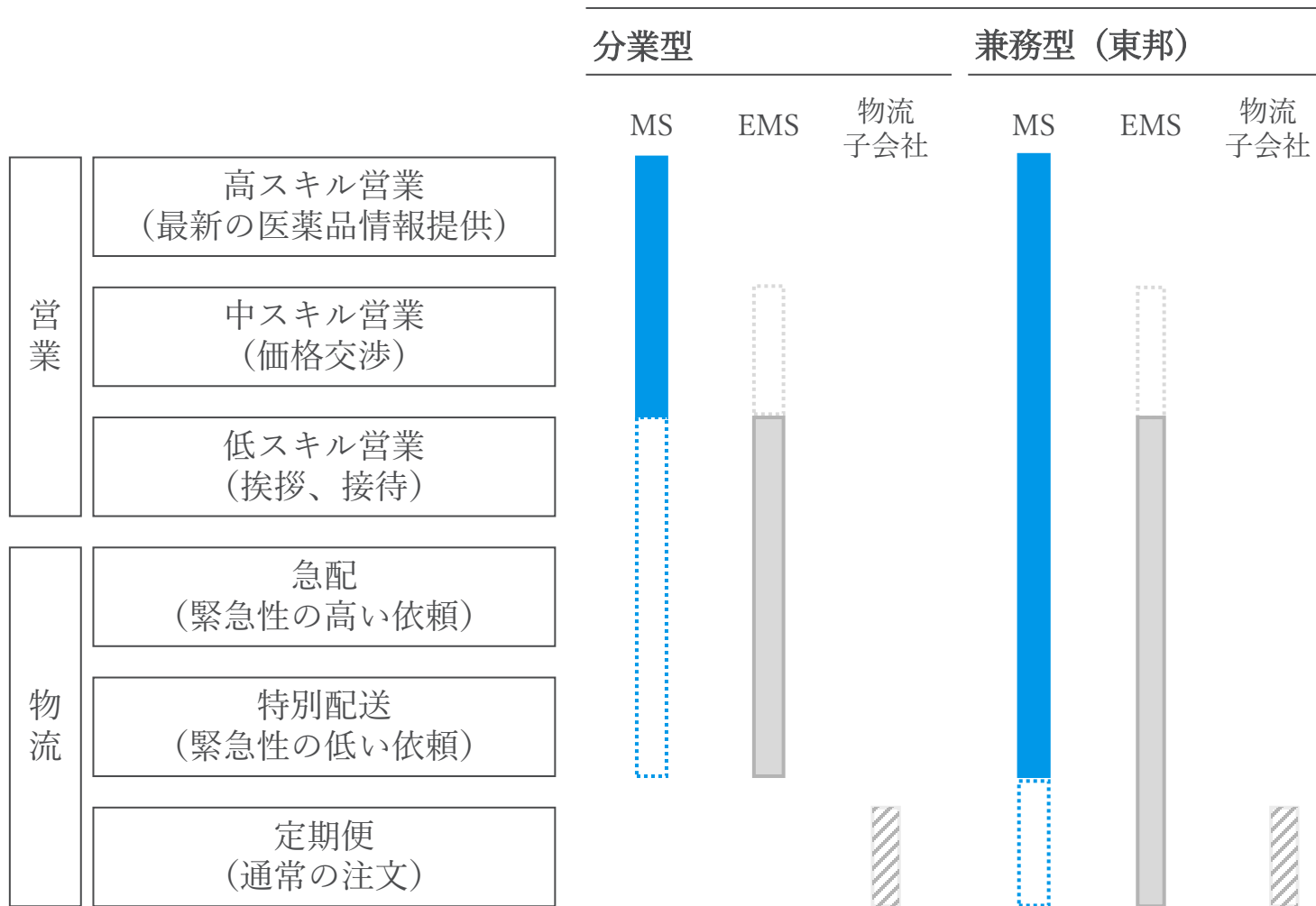
東邦ホールディングス 医薬品卸事業 販管費 (十億円)



# ① 大手三社のMSは営業のコア業務に集中しているのに対し、貴社のMSは多くの時間を配送に費やしています

## MS生産性向上&役割直し

### 業務カバー範囲



MS: 医薬品卸会社の営業担当者

EMS/SA: 医薬品や医薬品材料の配送サポート

“東邦のMSは営業だけでなく、単純な配送業務など、他社がSAを活用している業務領域まで担当している。その結果、MSの仕事時間のうち9~10割を配送に費やすことも珍しくない”

医薬品卸D、前営業主任

“他の3大卸と違い、東邦は定期便もMSが来ることが多い。他社だと通常EMS/SA等、他の方が来てくれる”

調剤薬局チェーンB、現薬局長

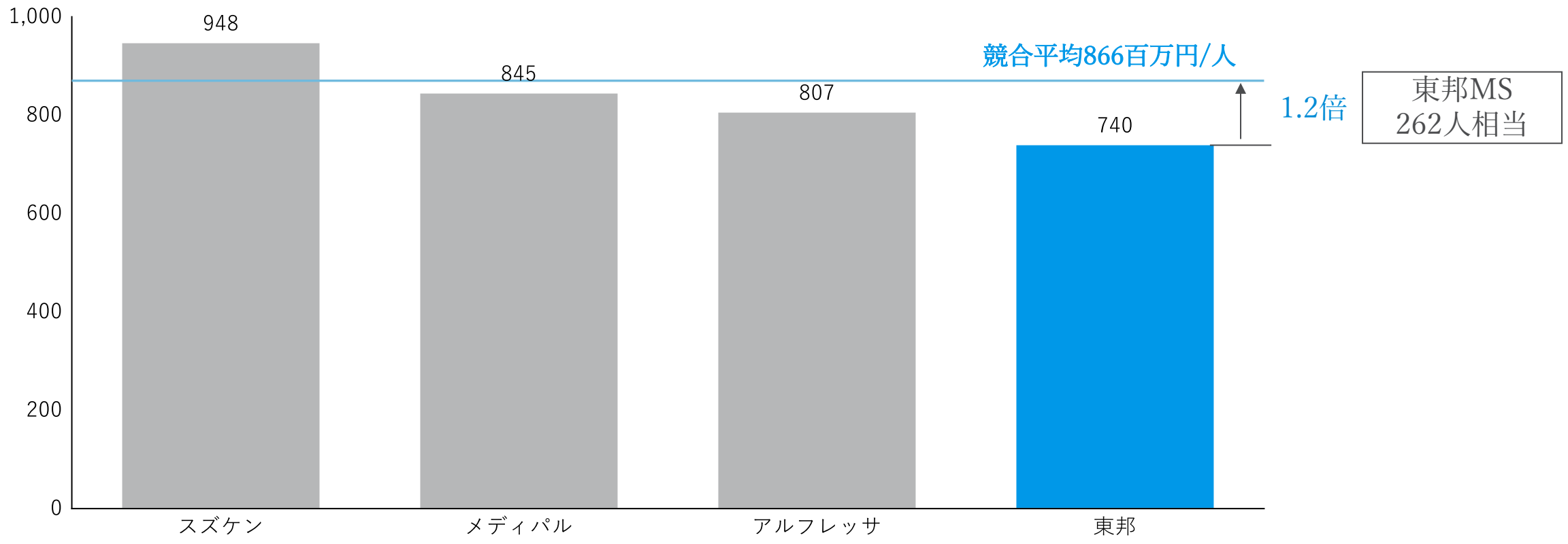
“バイタルケーエスケーのMSなどは周辺の院長がどのようなお薬を処方するか情報提供してくれるが、東邦は配達以外で来てくれたことが無い”

調剤薬局チェーンB、現薬局長

# ① MS生産性は現状競合に見劣り。 競合と遜色ない水準に改善するには、生産性を現在の1.2倍に引き上げる必要があります

## MS生産性向上&役割直し

MSあたり売上 (FY23/3、百万円)

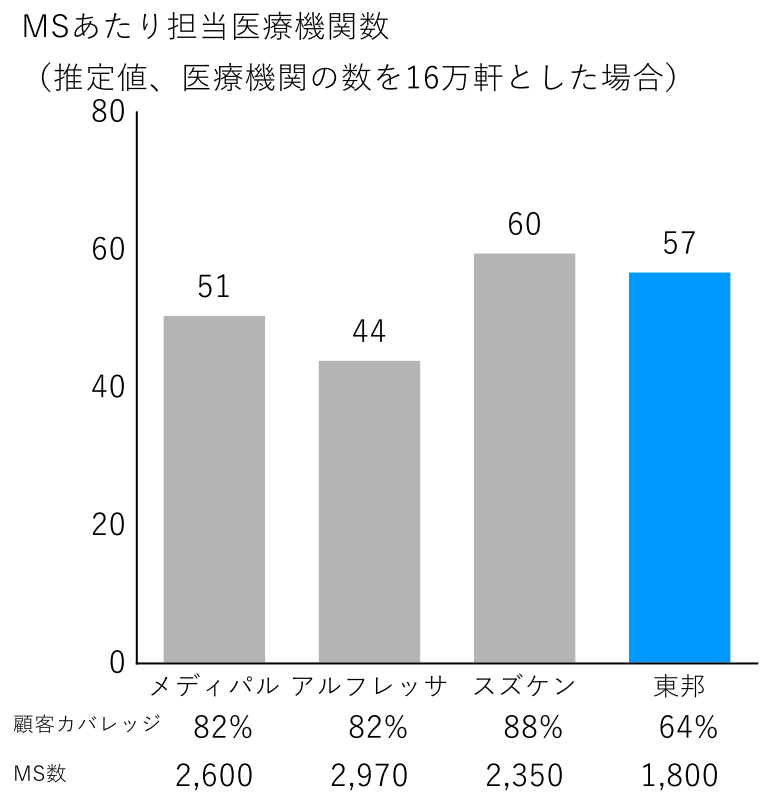


	スズケン	メディパル	アルフレッサ	東邦
売上高 (百万円)	2,226,918	2,197,759	2,395,358	1,332,405
MS人数	2,350	2,600	2,970	1,800

# ① 担当施設数を増やすことでMSの生産性を向上させることは十分に可能です

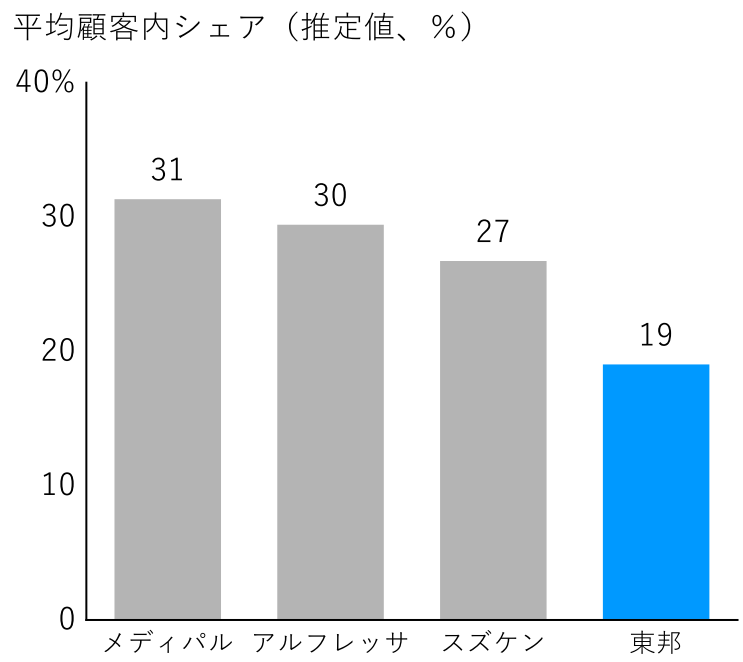
## MS生産性向上&役割直し

### MS一人当たりの担当施設数は競合と遜色ない水準



担当医療機関数 = 16万軒 × 顧客カバレッジ ÷ MS数  
顧客カバレッジはサーベイの回答に基づく

### 一方で顧客当たりシェアは競合に劣後、自力でシェアを向上させるのは難しい



“既に帳合いが決まっており、大手に対して競争力の劣る中小の卸が自力でSoW向上するのは無理に等しい”  
医薬品卸C、前MS

平均顧客内シェアはサーベイの回答に基づく

### MSの活動実態を踏まえると、MSの担当施設数増による生産性向上は可能

#### MSの業務量には、一定の余裕が存在

“訪問営業途中で車で仮眠を取ったり、漫画喫茶でさぼったりするなど、十二分に仕事を行わないMSが一定数いるのが現状”  
製薬会社E、前代表取締役社長

コロナ後オンライン化が進んだことで、従来よりMSの営業活動は効率的に行えるようになってきている

“ここ数年オンラインでの営業活動が増えたことで、MSが行う営業活動量を容易に増やせるようになった”  
医薬品卸B、現営業推進課担当課長

“配送業務の分業やオンライン営業などからMSが営業活動に集中できるようになり、現在よりも担当医療機関数を増やすことができるはず。自分自身は在籍中に60件から100件に増えた”  
医薬品卸B、前経営企画室長

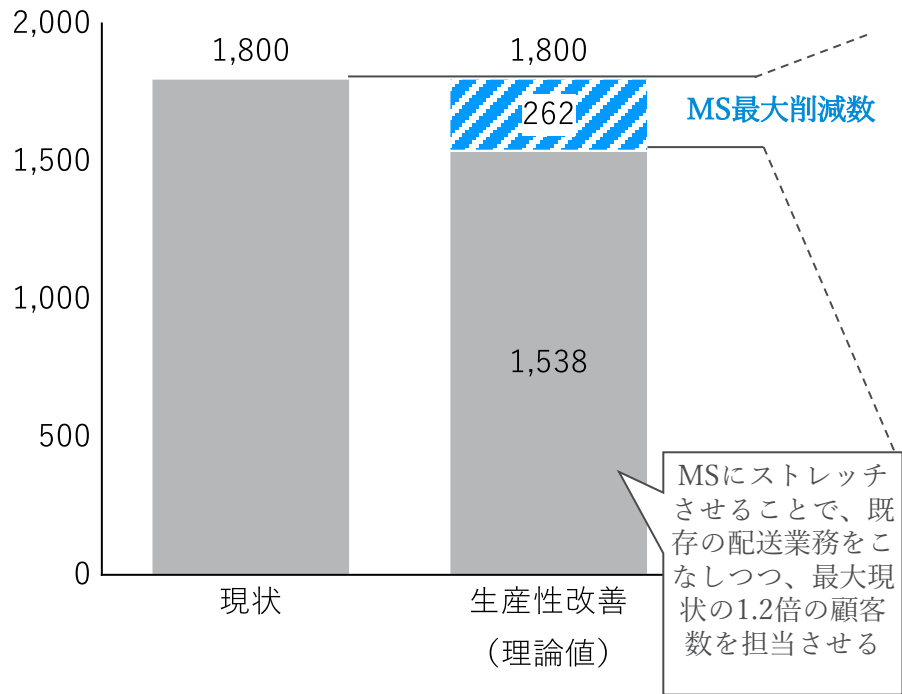


# ① MSの生産性改善、及びMS/EMSの役割見直しにより、11億円の利益改善が見込まれます

## MS生産性向上&役割直し

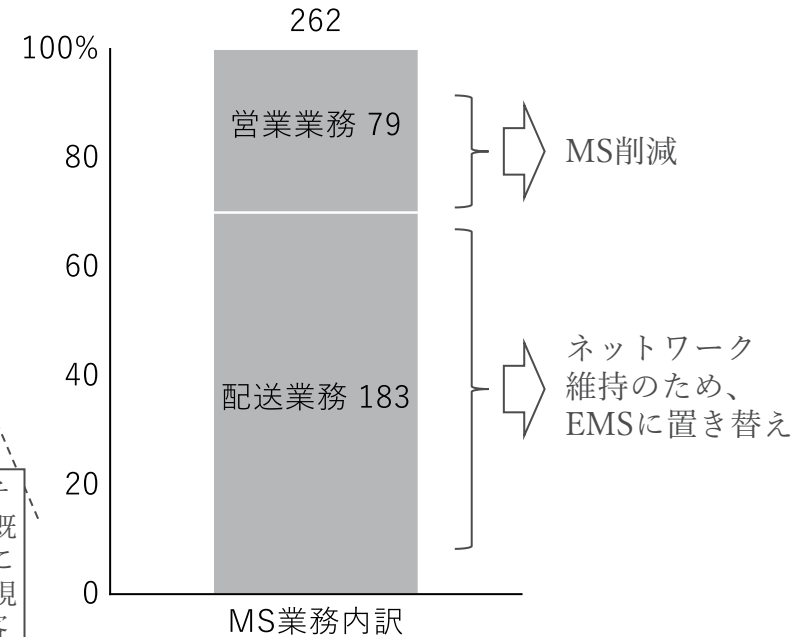
### MS削減ポテンシャル

東邦HD MS人員数 (人)



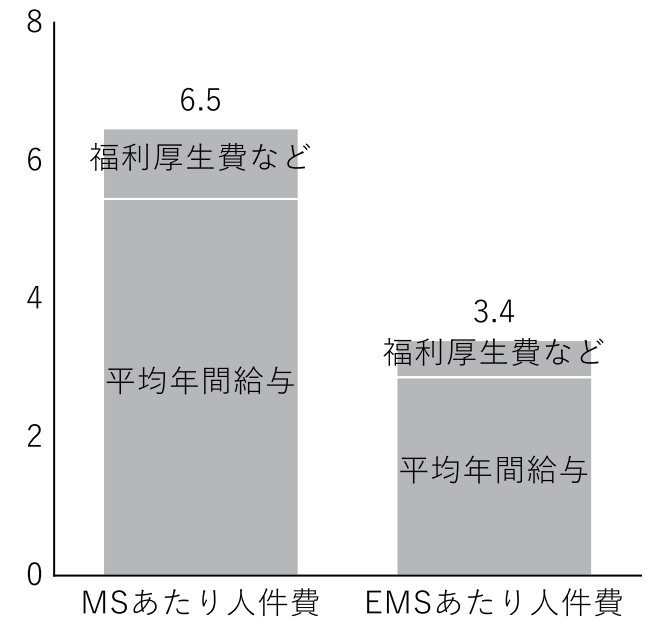
### 削減対象MSの業務内訳

MS人員数最大削減人数、FTE内訳



### MS・EMSあたり人件費

MS・EMSあたり人件費 (百万円)

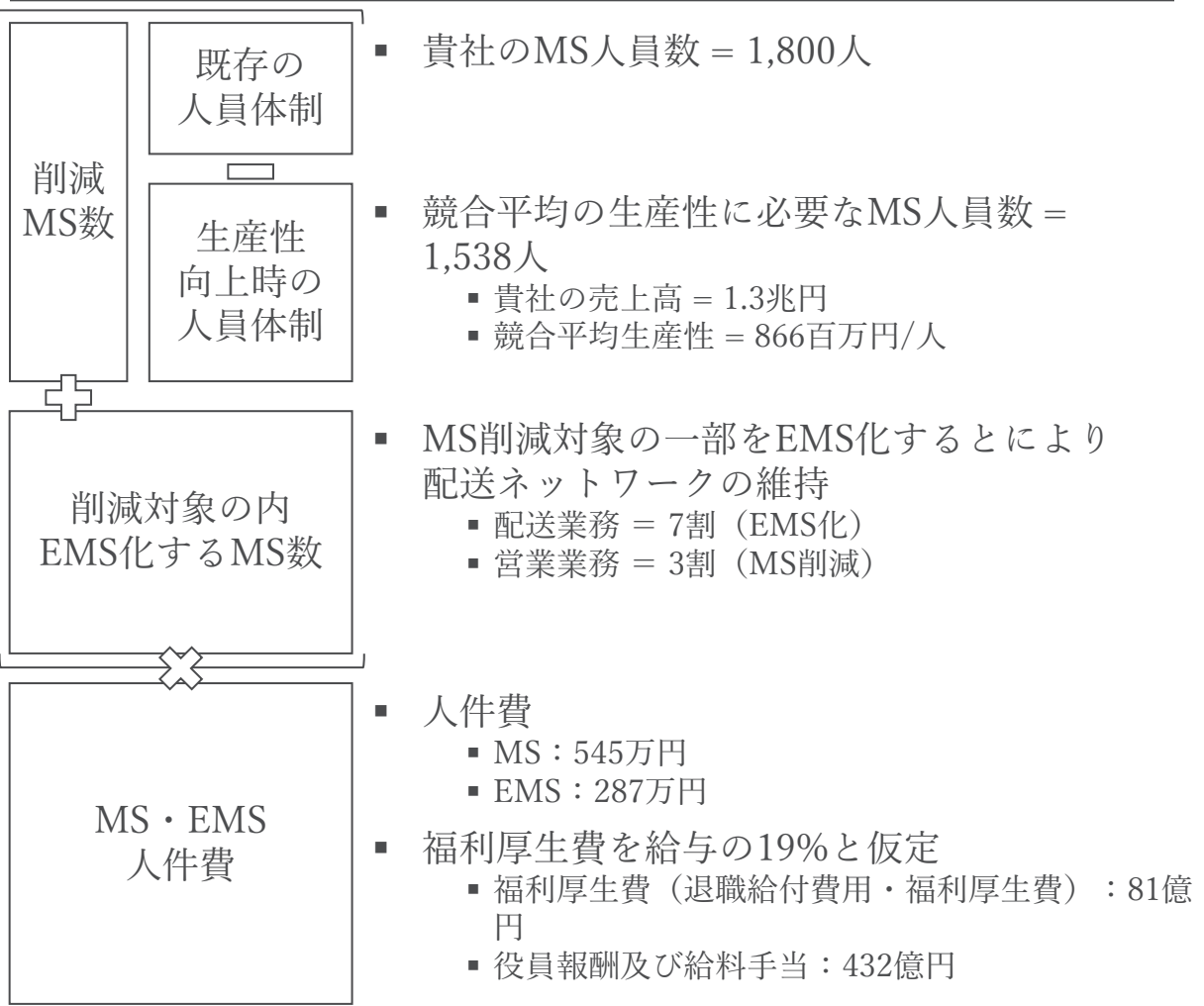


MSの生産性を1.2倍程度迄引き上げた場合、11億円の人件費削減が可能

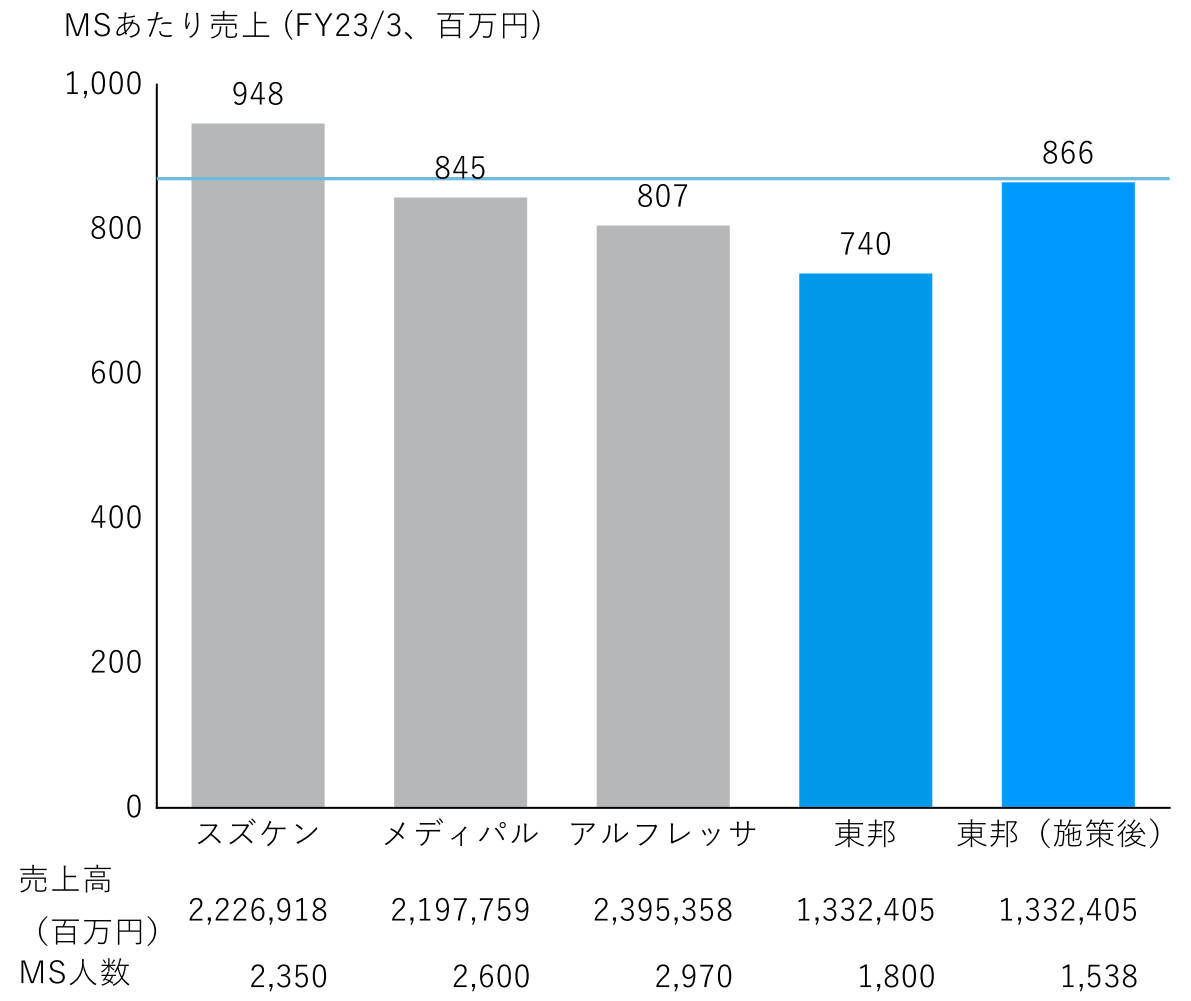
# ① ご参考：施策のロジック・施策実施後の生産性インパクト

## MS生産性向上&役割直し

### 算出ロジック



### 生産性インパクト



# ① ご参考：最小必要MS数試算

MS生産性向上&役割直し

全医療機関を最低限でカバーする場合の必要最小MS数

貴社の  
推定顧客カバー率

貴社の顧客を  
カバーするための  
必要最小MS数

顧客種別	必要MS数	=	国内 施設数	×	月次の最低 限訪問頻度	÷	稼働日数	÷	一日訪問数
病院 (20床以上)	415人		8,300		4回 / 月		20日		4件 / 日
クリニック・ 診療所 (20床以下)	1,000人		100,000		2回 / 月		20日		10件 / 日
調剤薬局	225人		60,000		1.5回 / 月		20日		20件 / 日
合計	1,640人								

⊗

64%

⊖

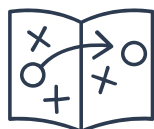
1,045人

現状のMS削減人員数に加えて  
更なる削減余地 (493人) あり

# ① MSの生産性改善、及びMS/EMSの役割見直しを図る上での検討アプローチは下記のとおりです

## MS生産性向上&役割直し

### MSの配置と業務の棚卸・仕分け



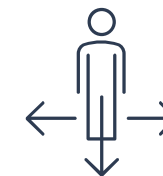
- 各MSがどのアカウントに対して、どのような業務を行っているのかを可視化
- 上記を基に、競合の状況も参考にしながら、MSでなくてもできる業務を洗い出し
- MSからEMSに担当を変えた場合に想定されるリスク、サービスレベルへの影響を評価
- 上記を踏まえた上で、どのアカウントタイプ、どの業務をMSからEMSに担当を変えるかを仕分け

### 移行計画の策定



- MSからEMSへ担当を変更する場合に、各地域で新たに必要となるEMSの人員数、および余剰となるMSの人員数を明確化
- 移行にあたっての計画を策定
  - ー 人員計画
    - 余剰となるMSの出口戦略：EMSへの配置転換、他機能・事業（新事業含む）への異動、自然減、早期退職などを検討
    - 新規EMSの補充
  - ー MS・EMSそれぞれの職責・役割の明確化、業務プロセスの改訂刷新

### 実行

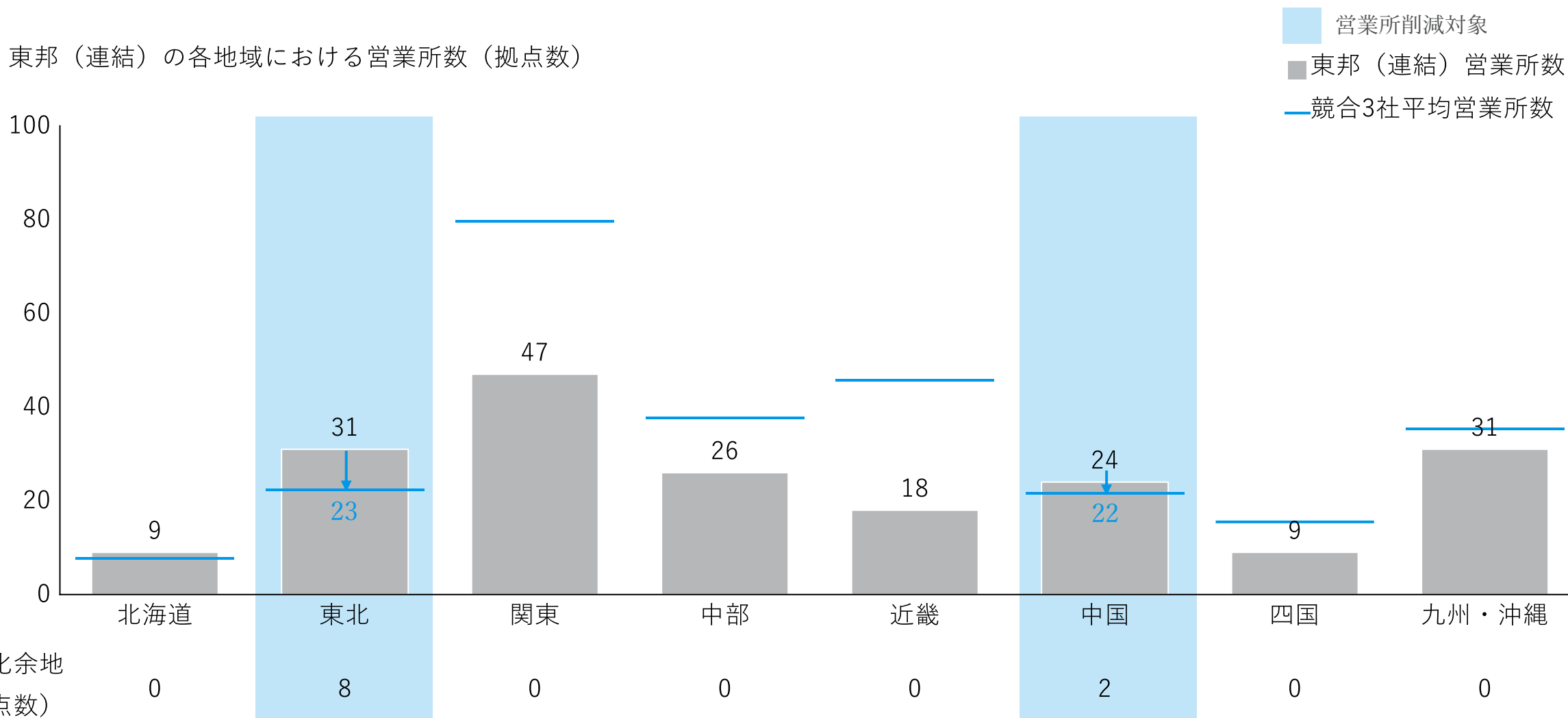


- 人員が確保できたところから順次新体制へ移行
- 移行に際しては一定期間モニタリングを実施し、不具合があれば仕組みの問題なのか、個別の問題なのかを特定し、機動的に軌道修正を図る
- 進捗と得られた成果について定期的にレビューを行い、計画の実行と成果の実現を確実にする。遅れや問題があれば適宜介入する

# 2 貴社の営業所数は東北・中国において競合よりも多く、合理化余地が存在します

## 営業所統廃合による所長・事務員の適正化

東邦（連結）の各地域における営業所数（拠点数）

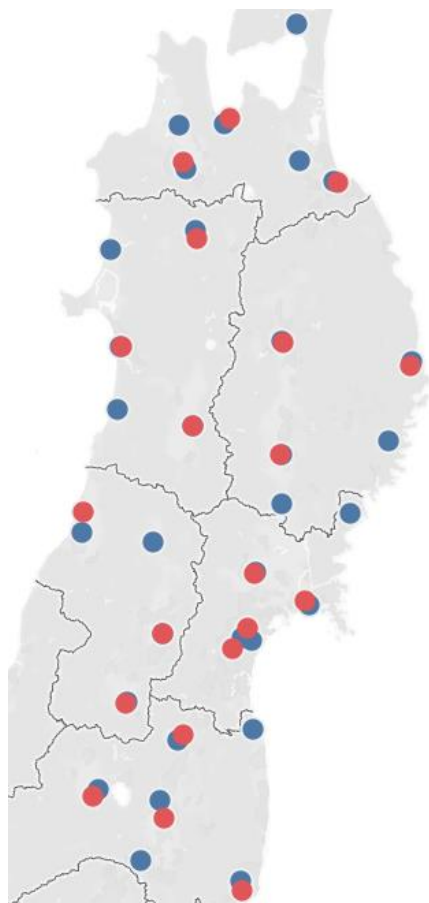


② (ご参考) 実際に、東北・中国地方における営業所の立地をスズケンと比較すると、  
⑥ 貴社は過剰な営業所を有しているように見えます

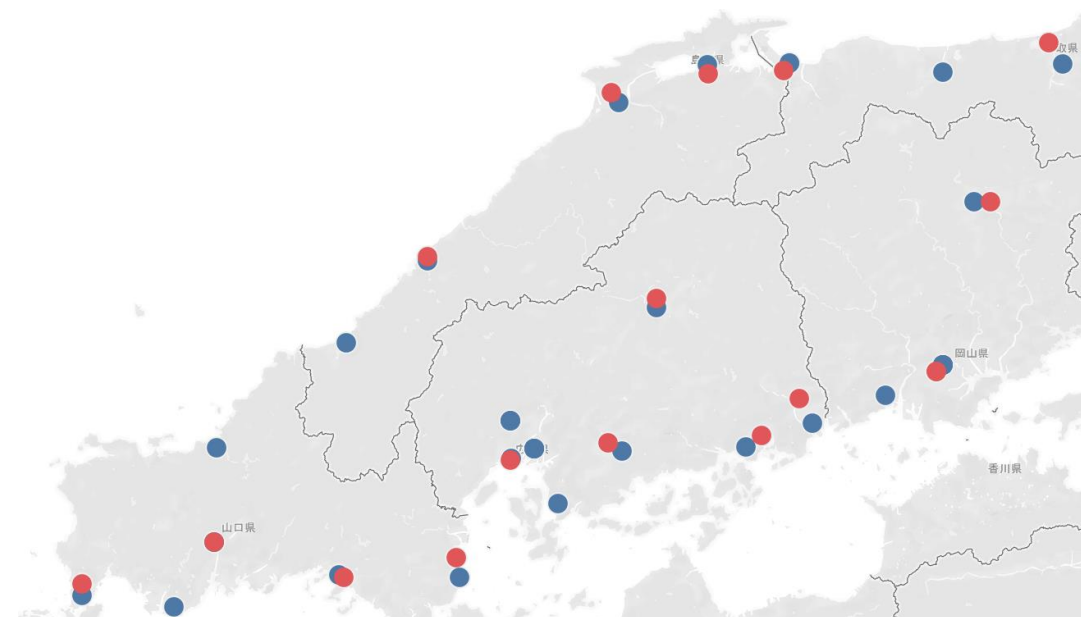
営業所統廃合による所長・事務員の適正化

● : 東邦 ● : スズケン

東北地方



中国地方



# 2 営業所の統廃合により、2億円程度の利益改善が見込まれます

## 営業所統廃合による所長・事務員の適正化

営業拠点の削減（東北：8営業所、中国：2営業所）

92%

8%

保有営業拠点の売却

（東北：31営業所中7営業所、中国：24営業所中2営業所）

賃借営業拠点の解約

（東北：3営業所中1営業所、中国：2営業所中0営業所）

	東北	中国
削減対象土地面積 (m <sup>2</sup> )	16,000	8,300
✕		
1m <sup>2</sup> あたり 公示地価 (円)	56,000	84,000
✕		
取引価格 マルチプル		1.1

想定売却額 16億円

	東北	中国
削減対象土地面積 (m <sup>2</sup> )	1,300	
✕		
1m <sup>2</sup> あたり家賃 (円/年)	3,600	

年間販管費削減額 0.05億円

人件費の削減

	営業所長	営業事務
一営業所あたり 従業員数	1人	2人
✕		
一人当たり人件 費* (百万円)	11.9	5.7
✕		
削減営業所数		10

年間販管費削減額 2.3億円

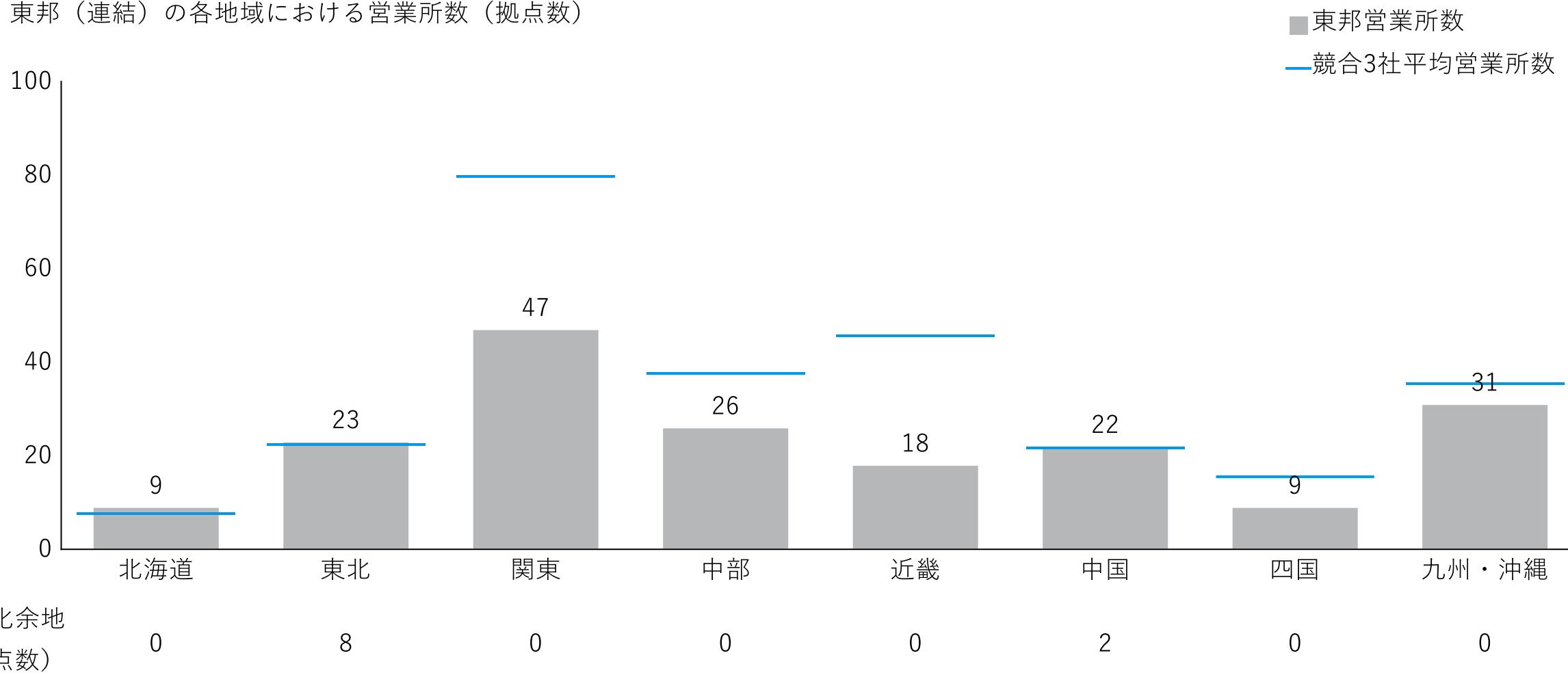
\*福利厚生費など給与に加えた人件費を考慮するため、平均給与額を1.19倍して算出（営業所長の給与=1,000万円、営業事務の給与=480万円と仮定）  
出典：法務局；国土交通省；第三者提供データ；文献検索



## 2 6 ご参考：施策実施後の営業所数

### 営業所統廃合による所長・事務員の適正化

東邦（連結）の各地域における営業所数（拠点数）



# 2 6 ご参考：東北地方の営業所一覧

## 営業所統廃合による所長・事務員の適正化

都道府県	営業所	住所	地番	面積 (m <sup>2</sup> )	所有者	公示地価 (円)
青森	青森	青森市東大野2-11-5	11-5		3342.12 東邦薬品	69,100
	弘前	弘前市扇町1-1-11	1-11		4279.24 東邦薬品	44,000
	八戸	八戸市卸センター1-11-15	14-7		3200.87 東邦薬品	21,100
	十和田	十和田市東二十三番町17-16	135-1		1825 東邦薬品	14,700
	五所川原	五所川原市大字唐笠柳字村崎239-2	239-2		2396 東邦薬品	19,400
	むつ	むつ市新町45-12	1494		720.42 東邦薬品	16,800
岩手	盛岡	盛岡市みたけ2-7-15	50-7		1607.74 東邦薬品	43,600
	県北	八戸営業所に同じ	八戸営業所に同じ			
	奥州	奥州市水沢卸町1-6	1-6		2644.65 東邦薬品	14,700
	一関	一関市山目字中野8	8		1507.97 東邦薬品	54,700
	宮古	宮古市南町10-8	10-6		401.81 東邦薬品	62,000
	釜石	釜石市甲子町第九地割294-5	294-5, 294-7, 294-16		1377.92 東邦薬品	47,500
	仙台	仙台市青葉区木町通1-3-7	72, 74, 74-1, 74-3, 74-4		3385.3 東邦薬品	523,000
	仙台東	仙台市若林区卸町2-10-3	10-3, 10-4		2643.91 東邦薬品	213,000
	気仙沼	気仙沼市田中前3-2-18	2-18		1652.89 東邦薬品	46,800
	古河	大崎市古川福浦字道の上137-1	137-1, 138-1, 139-1, 140-1		3511.1 東邦薬品	37,000
宮城	石巻	石巻市泉町3-8-33	55-91		1782.15 東邦ホールディングス	39,700
	検査薬仙台	仙台東に同じ	仙台東に同じ			
	秋田	秋田市川尻町字大川反233-130	233-130, 233-137		1839 東邦ホールディングス	35,900
	能代	能代市字寿域長根26-36	26-36		1700.31 東邦ホールディングス	17,200
	本荘	由利本荘市川口字家後20-3	20-3		595.69 個人所有	21,400
	大館	大館市有浦1-5-30	172-1, 172-4		1981.88 東邦ホールディングス	32,200
	横手	横手市横手町字大関越91-5	91-5		1614.7 東邦薬品	20,000
	山形	山形市流通センター3-5-2	5-2		2730 東邦薬品	24,900
	庄内	東田川郡三川町大字青山山字外川原227-5	227-5		5828.82 東邦薬品	14,900
	米沢	米沢市中田町1241-3	1241-3		1639.15 東邦ホールディングス	14,300
福島	新庄	新庄市大字仁間字磯ノ沢334-7	334-6, 334-7, 334-14		1843.77 個人所有	22,700
	郡山	郡山市喜久田町卸1-88-1	88-1		4843.32 東邦薬品	33,800
	福島	福島市矢剣町19-5	45-1, 45-9, 45-14, 45-16, 47		2532.8 東邦薬品	65,600
	いわき	いわき市内郷綴町七反田11-11	11-11		1966.94 東邦薬品	37,200
	会津	会津若松市東千石3-1-1	10		1294.29 東邦ホールディングス	59,900
	相馬	相馬市沖ノ内3-2-13	2-13		1734.91 東邦薬品	32,100
	白河	白河市飯沢山53-1	53-1		1085 個人所有	33,200
	検査薬郡山	郡山に同じ	郡山に同じ			

注: 公示地価は開示されている地価のうち各営業所に最も近い地点の数値を使用

出典: 国土交通省; 法務局

# 26 ご参考：中国地方の営業所一覧

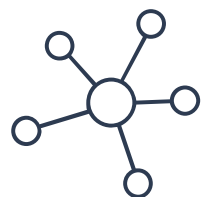
## 営業所統廃合による所長・事務員の適正化

都道府県	営業所	住所	地番	面積 (m <sup>2</sup> )	所有者	公示地価 (円)
広島	広島中	広島市中区鞆町5-12	5-14, 5-20		591.01 セイエル	935,000
	広島東	広島中に同じ	広島中に同じ			
	広島西	広島県広島市安佐南区伴西2-3-14	3-2, 3-3		22751.86 東邦ホールディングス	25,700
	広島北、広島病院	広島西に同じ	広島西に同じ			
	呉	呉市築地町2-50	9-2		3525.99 セイエル	55,400
	東広島	東広島市三永3-1-6	1-6		1914 セイエル	47,600
	福山	福山市曙町6-17-13	161-1, 161-2, 161-3		3695.23 セイエル	68,000
	三次	三次市東酒屋町306-45	306-45		3995 セイエル	41,200
	尾道	尾道市新浜1-14-20	5917-99		1368.17 セイエル	59,600
	岡山	岡山東	岡山市北区大内田721	719, 721		9560.71 セイエル
岡山	岡山南、岡山第一、岡山第二、岡山病院、倉敷	岡山東に同じ	岡山東に同じ			
	玉島	倉敷市玉島阿賀崎2488 - 1	2483-1, 2485-1, 2485-2, 2488-1, 2488-2, 2488-3		2937.03 セイエル	31,400
山口	津山	津山市下田邑2266-15	2266-15		3300	
	山口	山口市小郡上郷字流通センター西901-7	10901-7		6237.09 セイエル	30,400
	宇部	宇部市西梶返1-11-2	5171-1		4852.05 セイエル	41,400
	下関	下関市卸新町13-1	13-1		2097.3 セイエル	53,000
	周南	周南市松保町4-23	1707-3, 1707-4, 1707-5, 1707-6		3067.75 セイエル	59,200
	岩国	岩国市由宇町南沖2-2-15	7790-17		2012.34 セイエル	28,100
	萩	萩市大字椿2760-6	2760-6		981.09 個人所有	42,300
鳥取	米子	米子市両三柳2900-7	2900-7		1956.92 セイエル	66,100
	鳥取	鳥取市船木118-13	118-13		5412.32 セイエル	17,700
	倉吉	倉吉市上灘町2-1	2-1, 2-2		1158.08 セイエル	28,400
島根	松江	松江市嫁島町1-34	15-1		1978.23 セイエル	45,200
	出雲	出雲市塩冶神前1-8-6	56		840.93 個人所有	45,500
	浜田	浜田市下府町327-87	327-87		1118 セイエル	21,400
	益田	益田市中吉田町1082-1	1082-1		1320.34 セイエル	50,600

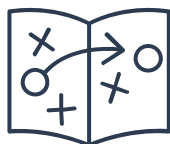
## 2 6 営業所の合理化を考える上での検討アプローチは下記のとおりです

### 営業所統廃合による所長・事務員の適正化

ネットワークの可視化



統廃合シナリオ策定



各シナリオにおける  
統廃合効果試算



統廃合後の組織体制の  
設計・移行計画策定



新体制への移行・  
余剰人員最適化



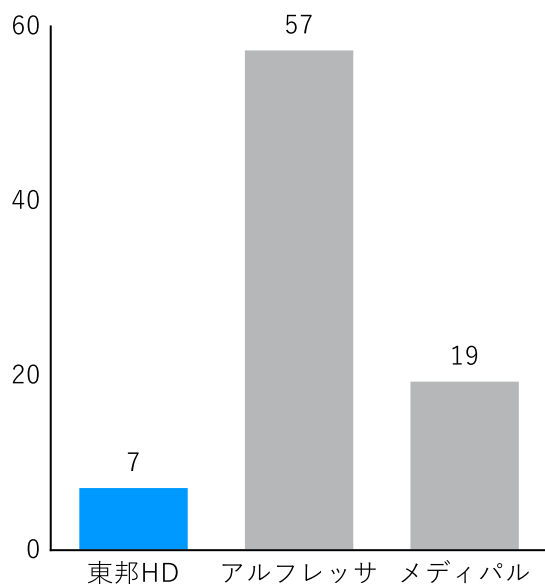
- Llamasoftなどを活用し、現状の拠点・顧客・配送ネットワークをデジタル上で可視化
  - 一 拠点の位置、サイズ、各種コスト
  - 一 顧客の位置、売上規模、配送頻度、配送時間
  - 一 重要顧客のフラグ
  - 一 配送ルート
- 競合の状況も参考にした上で、シミュレーションに向けて、各地域における拠点の数、配置のシナリオを数パターン作成
- Llamasoftなどのソフトウェアを活用し、シナリオ毎の統合効果（コスト削減額）を試算、最適なルートを導出
- それぞれのシナリオについて、必要な投資額を算出（一時的なコストやリソース）
- 各シナリオで想定されるリスクを洗い出し・評価
- 最適化された営業所ネットワーク・ルートを見据えた新たな組織体制をデザイン
- 新体制・オペレーションへの移行に向けた計画を策定
- 移行計画の実行
- 進捗状況と成果の定期的なレビュー
- 成果実現に向け、適宜必要に応じて介入アクションを実行

# ③ 貴社は大手三社と比べてバックオフィスの人員数が過剰な状態にあります

## バックオフィス機能の効率化

### HD提出会社の生産性は競合より低い

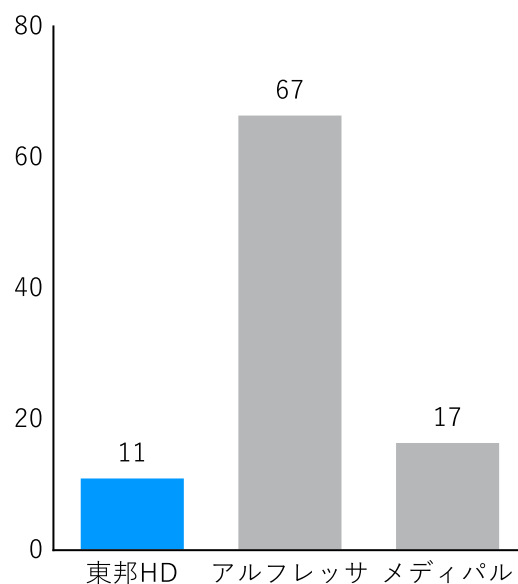
HD連結提出会社の従業員生産性  
(FY23/3、十億円)



	東邦HD	アルフレッサ HD	メディパル HD
連結売上高 (十億円)	1,389	2,696	3,360
人員数 (人)	192	47	173

### 提出会社の事業別人員数で按分した場合でも同様の傾向

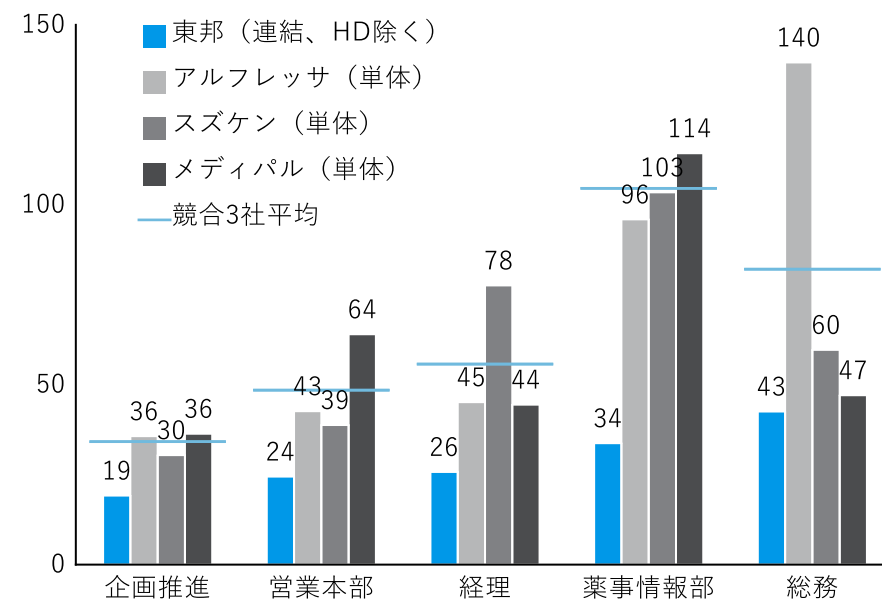
医薬品卸売事業の従業員生産性  
(FY23/3、十億円)



	東邦HD	アルフレッサ HD	メディパル HD
セグメント売上高 (十億円)	1,332	2,395	2,198
人員数 (人)	120	36	133

### 医薬品卸事業子会社のバックオフィス人員数も多い

バックオフィスの各機能の一人あたり売上\* (十億円)



機能	東邦従業員数 (人)
企画推進	51
営業本部	40
経理	38
薬事情報部	29
総務	23

\*売上は医薬品卸売事業年鑑をもとに、東邦は東邦薬品・セイエル・幸耀・九州東邦、アルフレッサは単体アルフレッサのみ、スズケンは単体スズケンのみ、メディパルはメディセオのみのFY22/3データ。人員数は2023年7月時点での第三者提供データ  
出典: IR; 医薬品卸売事業年鑑; 第三者提供データ

### ③ ご参考：各子会社間での重複機能が多数存在します

#### バックオフィス機能の効率化

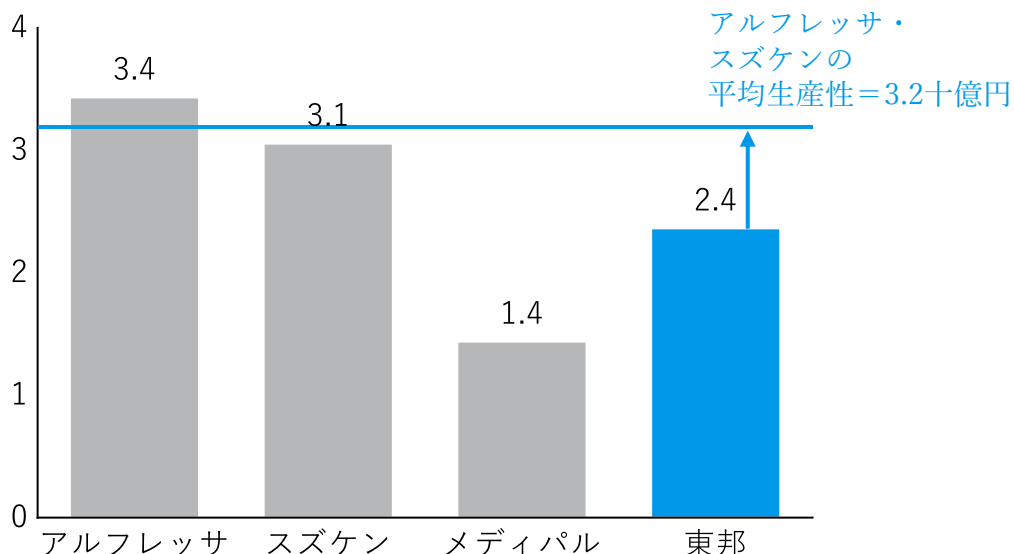
機能	東邦薬品	セイエル	幸耀	九州東邦	合計人数 (連結子会社)
企画推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>企画推進部 24人 — (企画・推進チーム、利益・価格・割戻管理チーム、各地域担当、メイサ担当)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企画推進部 11人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企画推進部 7人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>企画推進部 9人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>51人</li> </ul>
営業本部	<ul style="list-style-type: none"> <li>病院統括部 10人</li> <li>調剤薬局統轄部 9人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>調剤薬局統轄部 9人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>N/A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>調剤薬局部 6人</li> <li>病院部 6人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>40人</li> </ul>
経理	<ul style="list-style-type: none"> <li>N/A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経理部 11人</li> <li>利益管理部 8人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経理部 6人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>経理部 7人</li> <li>債権管理部 6人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>38人</li> </ul>
薬事情報部	<ul style="list-style-type: none"> <li>薬事情報部 12人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>薬事医薬情報部 8人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>n/a</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>薬事医薬情報部 9人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>29人</li> </ul>
総務	<ul style="list-style-type: none"> <li>N/A</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>総務部 10人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>総務部 6人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>総務部 7人</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>23人</li> </ul>

# ③ バックオフィス機能の効率化により、12億円程度の利益改善が見込まれます

## バックオフィス機能の効率化

### バックオフィス従業員の合理化余地は153人

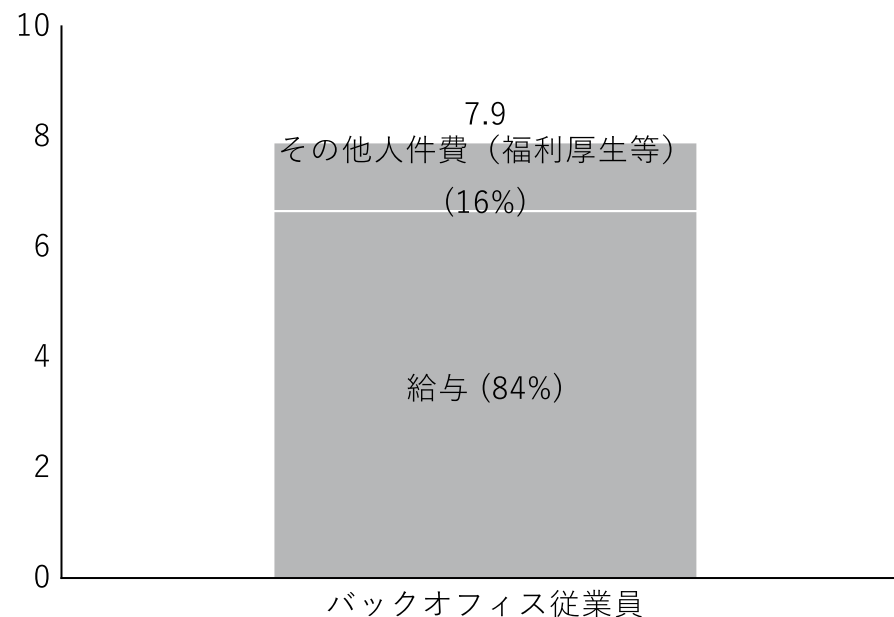
医薬品卸事業バックオフィス従業員あたり売上高 (FY23/3、十億円)



会社	売上高* (十億円)	バックオフィス従業員数** (人)
アルフレッサ	2,395	698
スズケン	2,227	729
メディパル	2,198	1,529
東邦	1,332	564

### バックオフィス従業員あたり人件費

バックオフィス従業員あたり人件費 (FY23/3、百万円)



## バックオフィス人員の生産性を競合最高水準に引き上げることで人件費削減額は12億円

\*各社IRをもとに連結のFY23/3医薬品卸売事業売上高、ただし東邦は顧客支援システム・情報提供料調整後の売上高、メディパルは情報提供料調整後の売上高

\*\*提出会社従業員など各連結卸子会社に属さない従業員と、各連結卸子会社に属するバックオフィス従業員の合計数。各連結卸子会社に属するバックオフィス従業員数は、主要単体子会社のバックオフィス人員比をその他卸子会社に適用することで算出  
注: バックオフィス従業員あたり人件費は管理職・非管理職人件費を加重平均した値。管理職は市場参加者からのヒアリングをもとに給与1,000万円、非管理職はデータブックの人件費から連結の従業員数(平均臨時雇用者数を含む)で除算した値約540万円に、福利厚生を19%上乗せして算出。バックオフィスの管理職と非管理職の比率は第三者提供データをもとに1対2.7とする

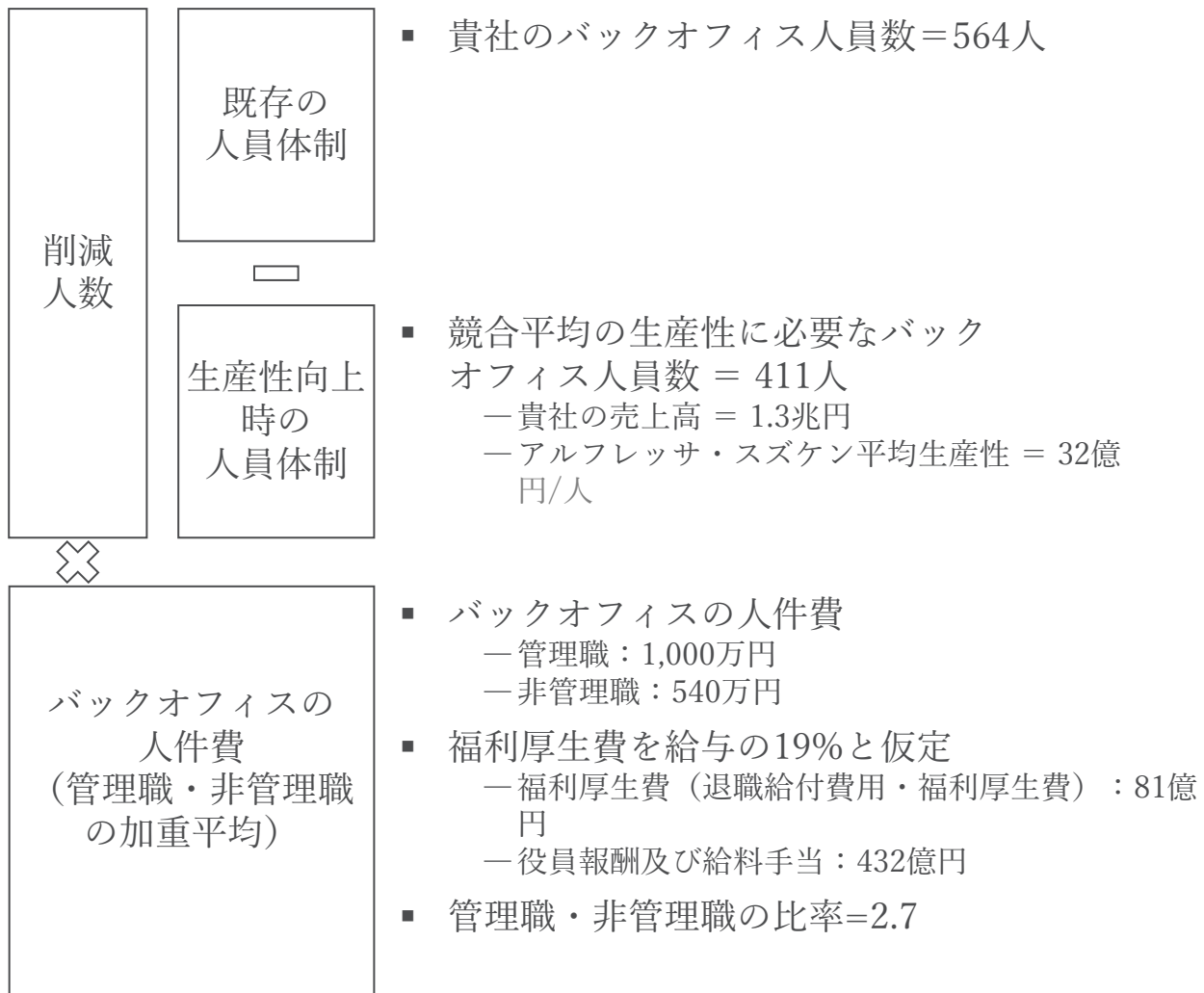
出典: IR; 医薬品卸売業年鑑; 帝国データバンク; 第三者提供データ



# ③ ご参考：施策のロジック・施策実施後の生産性インパクト

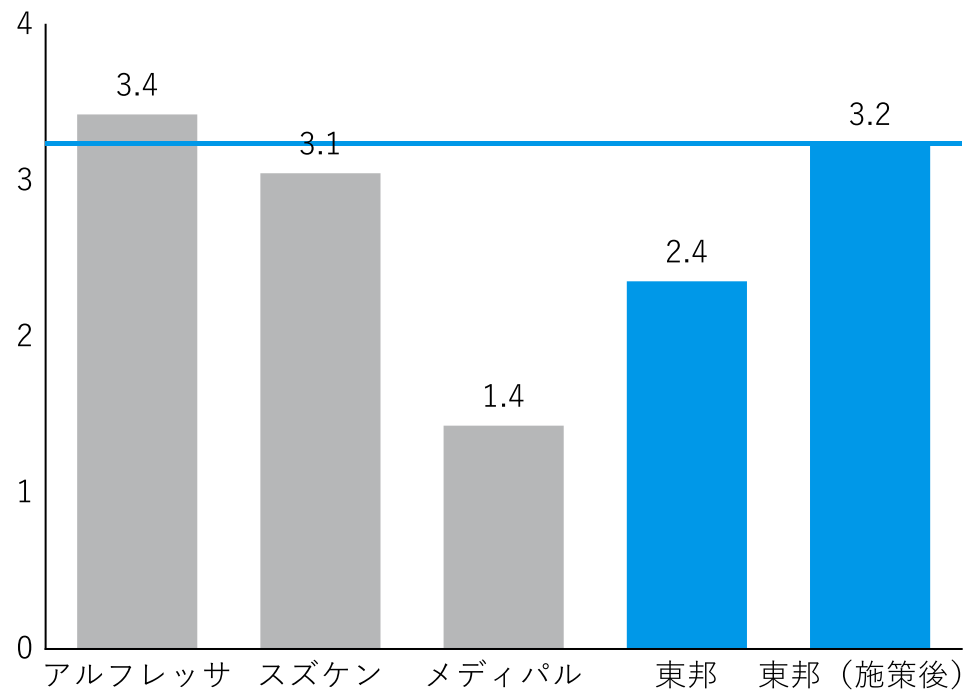
## バックオフィス機能の効率化

### 算出ロジック



### 生産性インパクト

医薬品卸事業バックオフィス従業員あたり売上高 (FY23/3、十億円)



売上高* (十億円)	2,395	2,227	2,198	1,332	1,332
バックオフィス従業員数** (人)	698	729	1,529	564	411

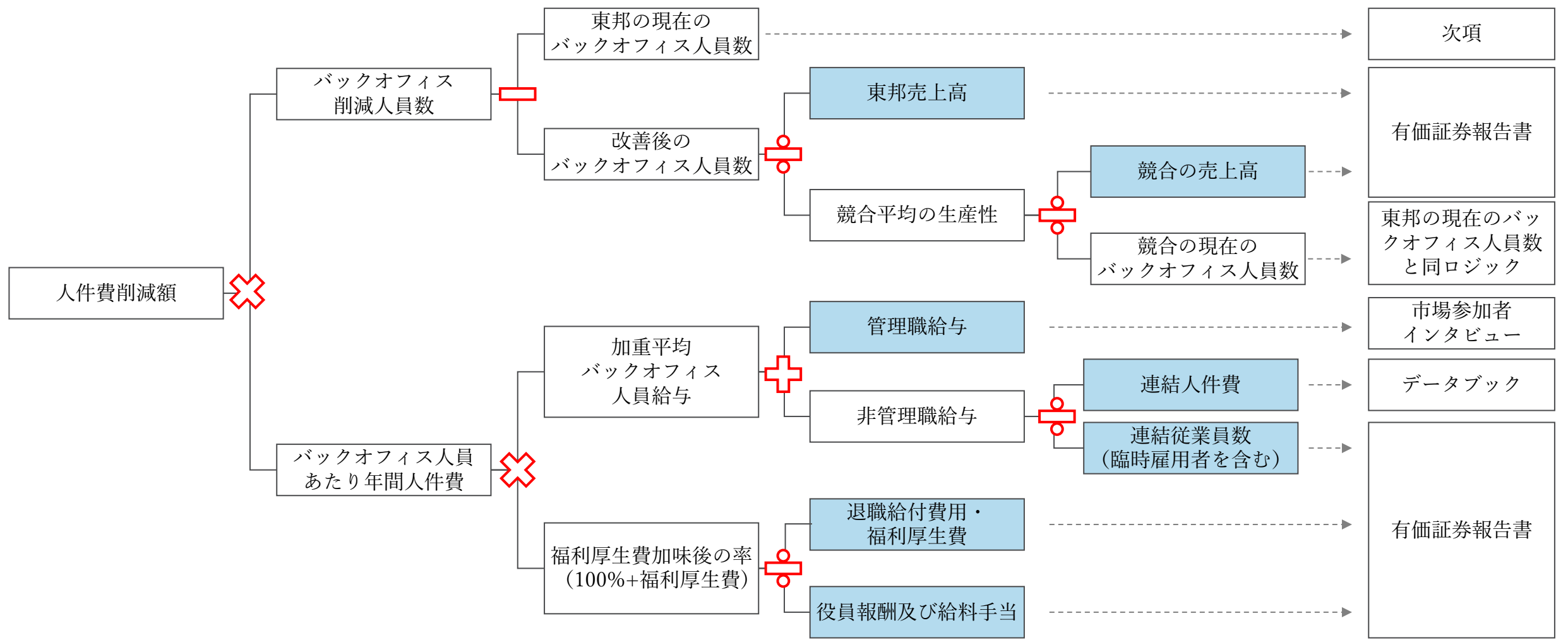
# ③ご参考：バックオフィス人員数の試算ロジック（1/2）

バックオフィス機能の効率化

計算    インプット

計算ロジック

出典



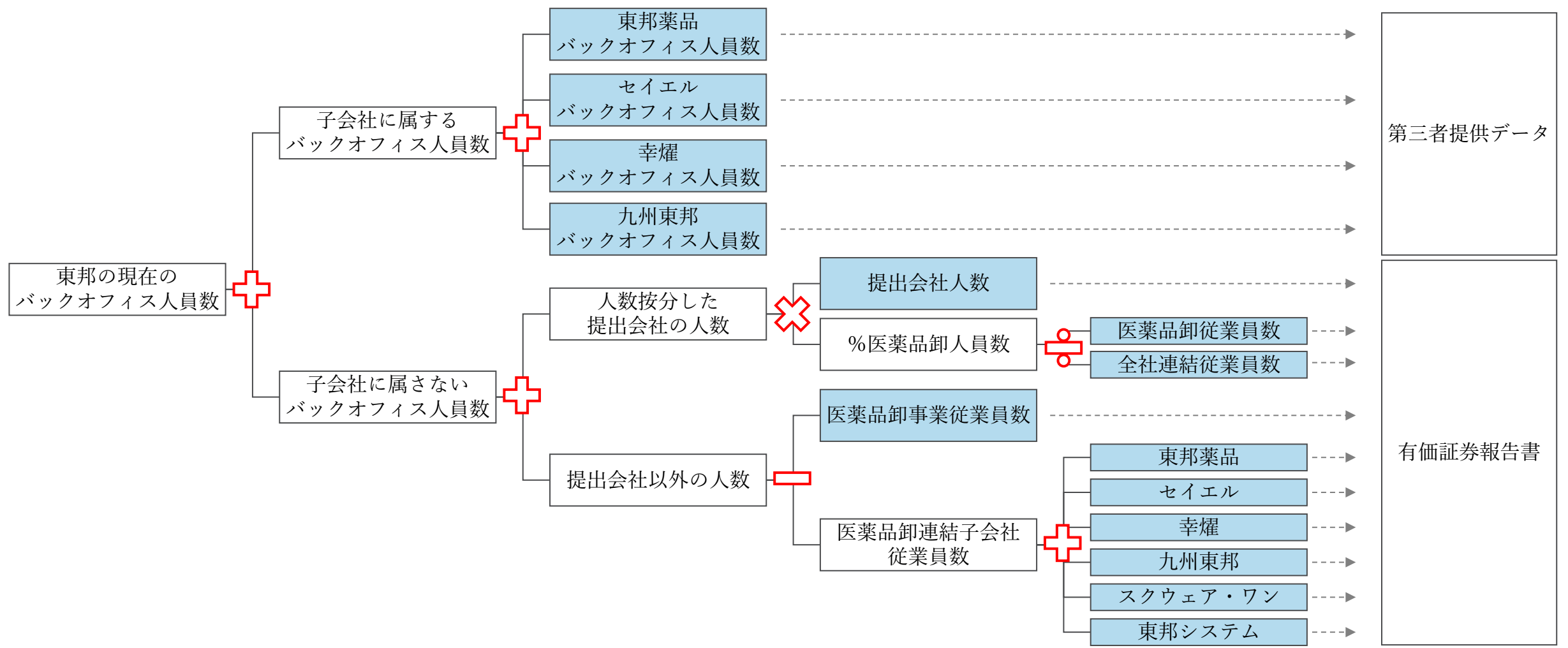
# 3 ご参考：バックオフィス人員数の試算ロジック (2/2)

バックオフィス機能の効率化

計算    インプット

計算ロジック

出典



### ③ バックオフィス機能の効率化に向けた検討アプローチは下記のとおりです

#### バックオフィス機能の効率化

子会社間での機能重複の  
洗い出し



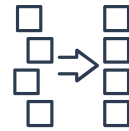
- どの拠点がどの業務を担っているのかを明確化
- 社内・社外比較による改善場所の特定・それに伴う改善余地を評価

それぞれにおける現状  
組織構造の可視化



- 重複度合いが高い機能の順に重複の要因が可視化されるレベルで詳細に組織構造を記録
- 特に検証すべきポイント(例)
  - 直属の上司は社員にとって明確なのか？複数存在しないか？
  - 事業所間で共同活用できる機能はないか？(特定のコールセンターの稼働率が低いなど)
  - 不必要なほど組織構造は複雑、非効率になっていないか？

統合後の新組織構造の  
デザイン



- 競合や類似業界の事例を元に新組織構造を設計
- 設計した組織構造の導入計画を細かい粒度のロードマップ(具体的なマイルストーンなど)で立て、実行に必要なアクションを設定
- 新組織構造の導入成功がミッションとなるPMOを立ち上げ

新たな組織の設計、  
必要人員数の算定、  
再配置の検討



- 新たな組織設計、人員数とその配置を見据えた最適な統合後の組織体制の構築
- 新体制・オペレーションへの移行に向けた準備

新たな体制への移行に  
伴う余剰人員の整理

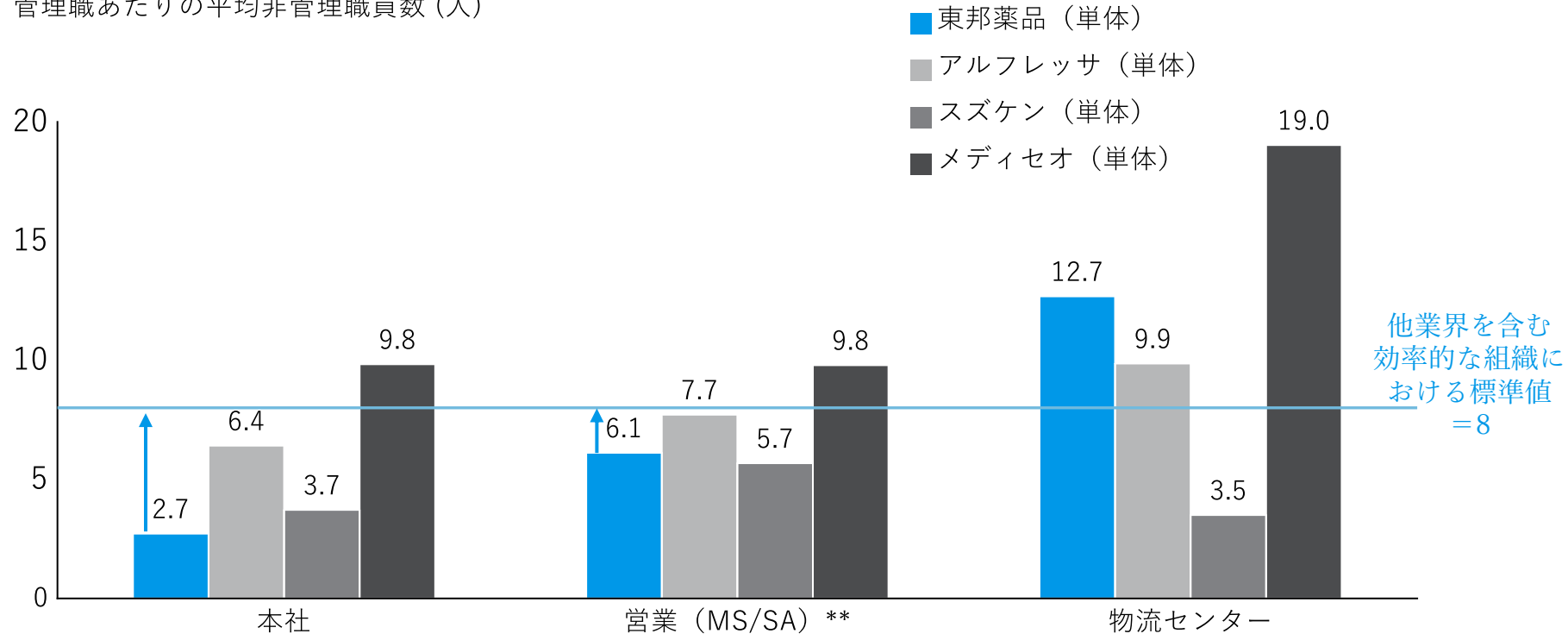


- 新体制・オペレーションへ移行
- 最適化の結果残った余剰人員については、早期退職募集等の最適化施策を実行

# ④ 貴社は本社と営業部門において管理職あたりの監督人数が少なく、管理職数が過剰となっています

## 組織・管理構造のシンプル化

管理職あたりの平均非管理職員数 (人)



“東邦が拡大した経緯は競合と違い、同じ規模の卸が統合した経歴がある。ゆえに、営業所統合時に両方の所長が残るなどにより、東邦の管理職率は高いはず”

医薬品卸B、  
現営業推進課担当課長

過剰な管理職人員数	79	73	0
管理職一人あたり人件費 (百万円)	7	12	6

\*施策1, 2, 3の効果考慮後の人数 \*\*施策1, 2の効果考慮後の人数  
注: 本社は営業 (MS/SA)・物流センター以外の従業員数、営業 (MS/SA)は医療用医薬品卸営業所の従業員数、物流センターは物流センターで勤務する従業員数を参照  
出典: グローバルコンサルティングファーム; 第三者提供データ

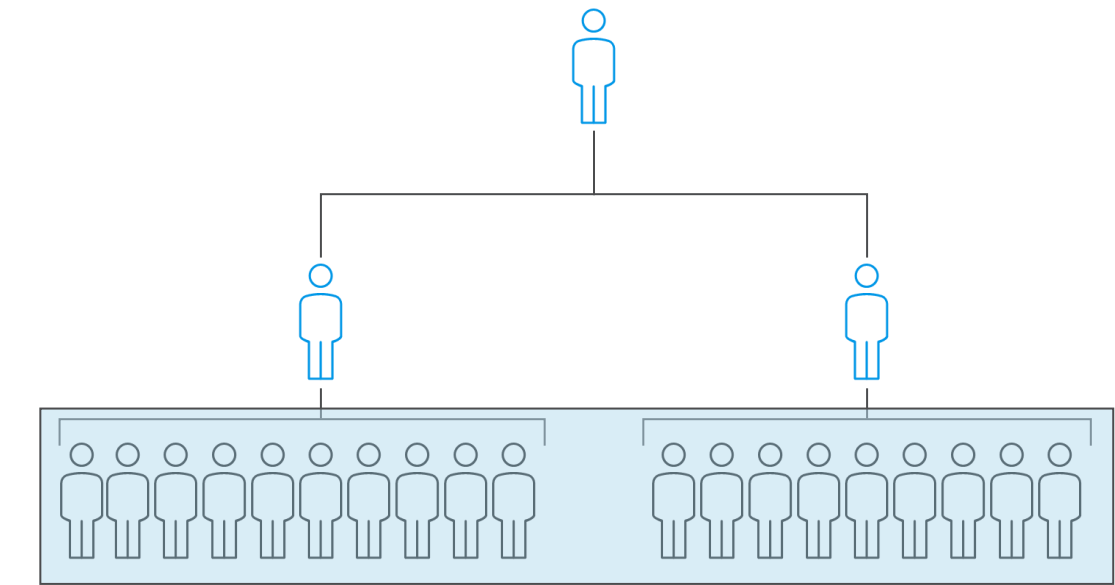
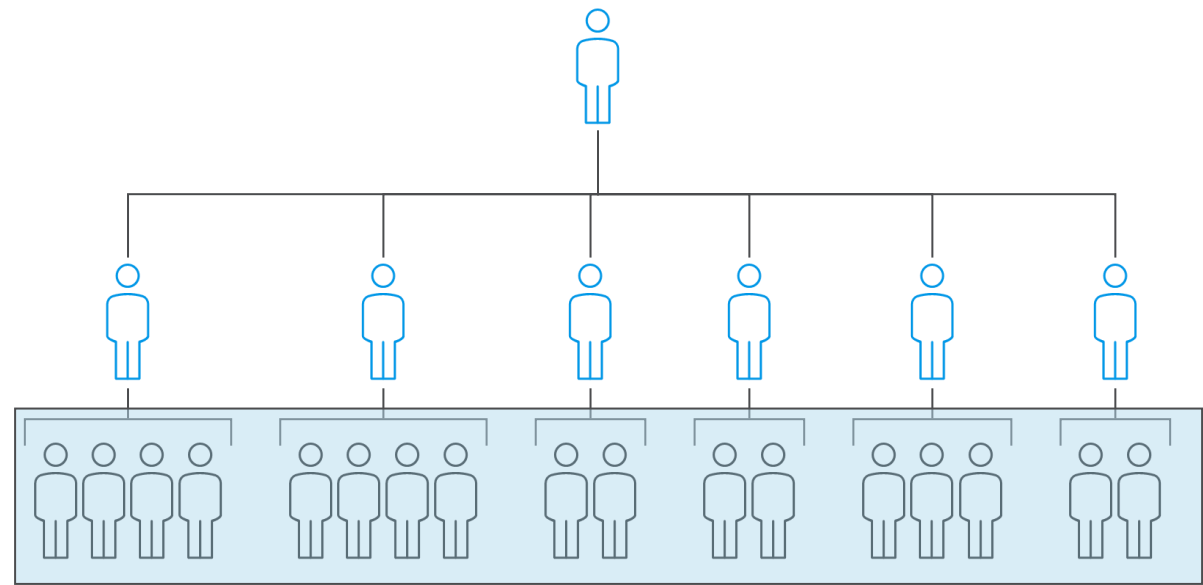
# 4 ご参考：東邦薬品の企画推進部とメディセオの営業企画部の組織構造比較

組織・管理構造のシンプル化

管理職 非管理職

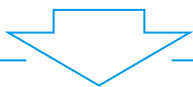
東邦薬品:  
企画推進部 (営業戦略の立案・推進)

メディセオ:  
営業企画部 (営業戦略の立案・推進)



下層階層の管理職一人当たりの平均管理数：2.8  
階層数：3

下層階層の管理職一人当たりの平均管理数：9.5  
階層数：3



貴社は組織が細分化されており管理職の人数が多い

## ④ 管理職一人当たりの管理人数と階層の数が組織の効率性を左右します

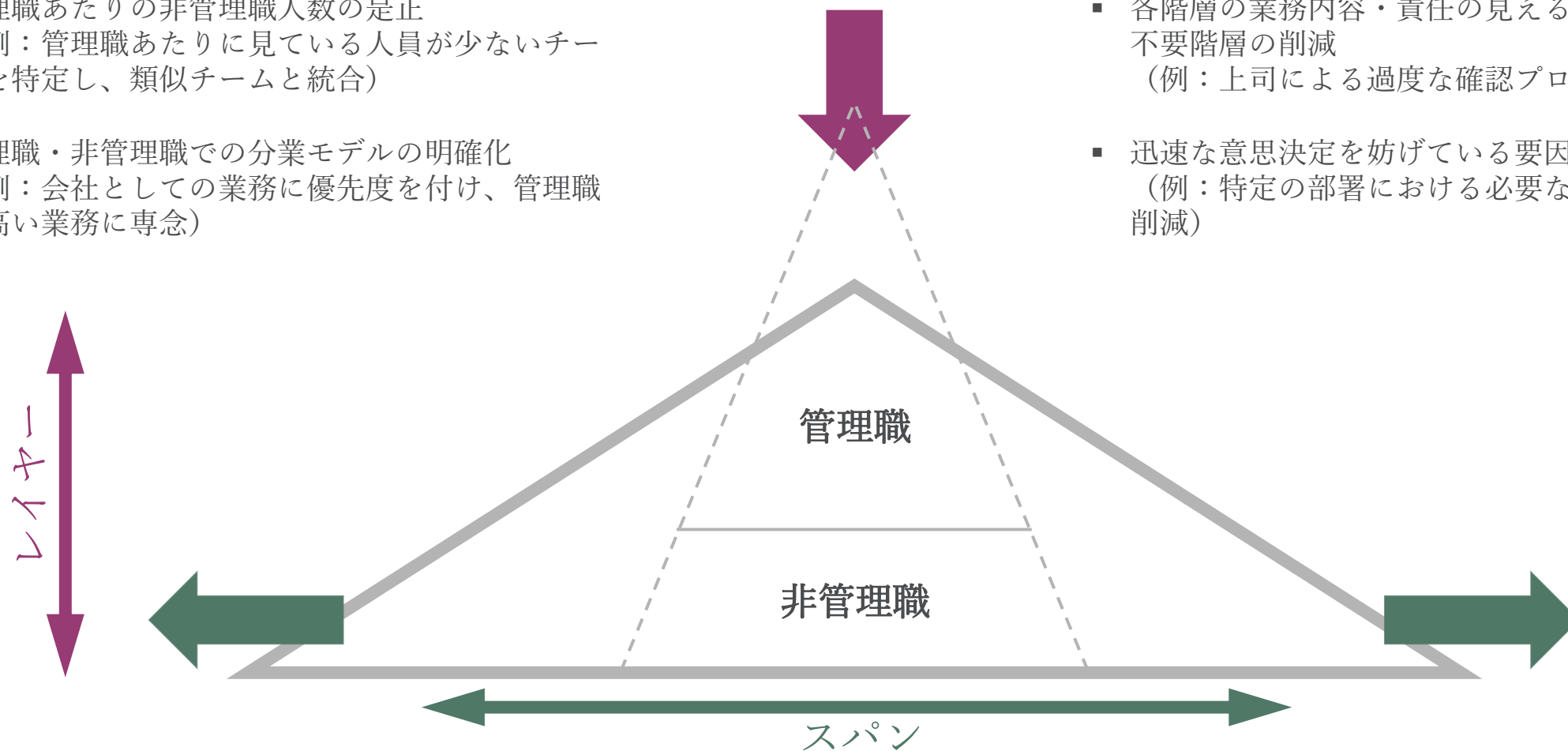
### 組織・管理構造のシンプル化

#### スパンを増やす = 「管理職率の最適化」

- 管理職あたりの非管理職人数の是正  
(例：管理職あたりに見ている人員が少ないチームを特定し、類似チームと統合)
- 管理職・非管理職での分業モデルの明確化  
(例：会社としての業務に優先度を付け、管理職が高い業務に専念)

#### レイヤーを減らす = 「組織構造の最適化」

- 各階層の業務内容・責任の見える化を通じて不要階層の削減  
(例：上司による過度な確認プロセスの廃止)
- 迅速な意思決定を妨げている要因の特定・適切な削減  
(例：特定の部署における必要な承認件数の削減)





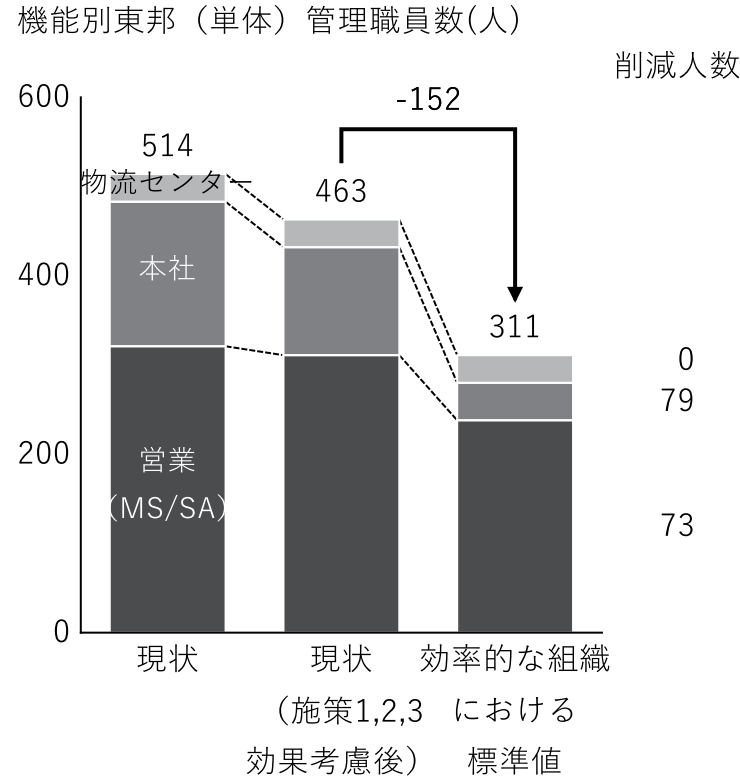
# ④ 組織・管理構造のシンプル化により、14億円の利益改善が見込まれます

## 組織・管理構造のシンプル化

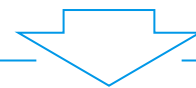
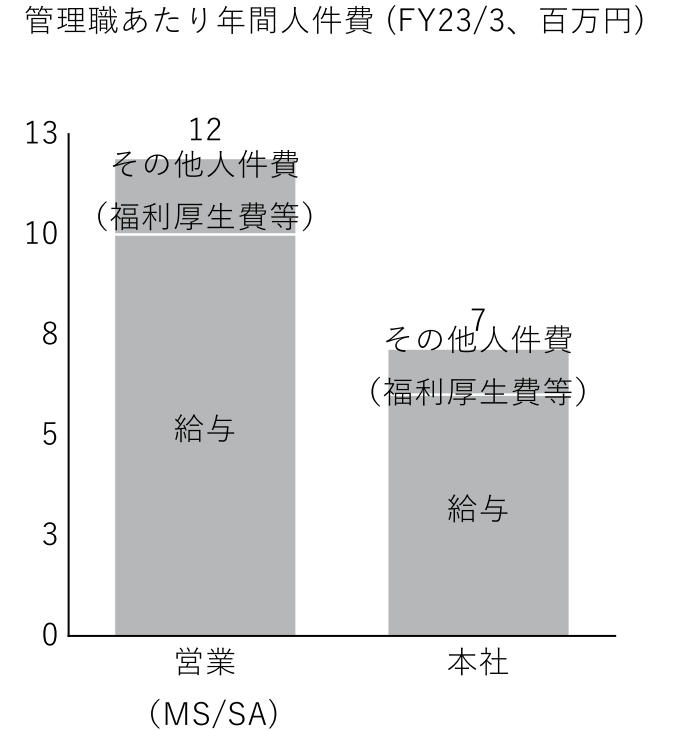
### 試算ロジック

- 管理職あたり非管理職員数を、他業界を含む効率的な組織における標準値 (=8) に引き上げた際の必要管理職員数を算出
- 必要管理職員数から現状の管理職員数を差し引き管理職削減人数を算出  
 — 現状の管理職員数は他施策の効果を考慮後の人数を適用
- 削減管理職人数に管理職あたり人件費を乗算して削減額を算出

### 管理職数合理化余地



### 管理職あたり年間人件費



管理職率を他業界を含む効率的な組織における標準値に引き上げることによる人件費削減額は14億円

注: 年間平均給与は、営業は市場参加者からのヒアリングをもとに営業所長の給与約1,000万円、本部は東邦提出会社の平均給与約600万円、物流センターは現場従業員の給与約490万円に、それぞれ福利厚生費を19%上乘せして算出  
 出典: IR; 第三者提供データ; 市場参加者インタビュー

## 4 ご参考：施策のロジック

### 組織・管理構造のシンプル化

	単位	営業 (MS/SA)	物流	本社
削減額	十億円	0.87	0	0.56
人件費	百万円	11.9	5.8	7.1
削減人数	人	73	0	79
東邦 管理職人数 (改善前)	人	311	31	121
東邦非管理職人数	人	1,901	393	329
管理職あたり 非管理職人数		6.1	12.7	2.7
東邦 管理職人数 (改善後)	人	238	31	42
東邦非管理職人数	人	1,901	393	329
管理職あたり 非管理職人数		8.0	12.7	8.0

注：\*計算用には効率的な組織における標準値と設定、競合他社の水準は参考までに記載。

# 5 間接費削減に当たっては聖域を設けずにすべての支出を虚心坦懐に見直し、妥協をしないことが必要です

## その他間接費削減

### “買い方の見直し”

#### サプライヤーとの価格交渉の最適化



##### 価格交渉の高度化

- **全国一括購買**  
拠点判断での購買価格決定や物流費負担合意などの独自交渉を禁止
- **内部価格ベンチマーク**  
購買拠点を跨ぐ調達価格の統一、また類似品における非合理的な価格差の特定と是正交渉
- **外部価格ベンチマーク**  
相見積もりや外部ベンチマーク情報を用いた価格交渉の徹底
- **合理的価格算定**  
原材料・外注・輸送コスト等の価格変動影響を分析することで「適切価格」を提示して価格交渉

##### ボリュームコントロール

- **長期契約の締結・拡大・高度化**  
複数年での一定数量の調達契約により価格低減をロックイン、また対象品目の拡大や数量変動による低減条件を設けることで、インパクトを最大化
- **最低発注量の増加**  
発注ロットを大きくすることによりサプライヤ側のメリットを訴求し、価格を低減

- **カテゴリ別のサプライヤ集約**  
類似品目を同一のサプライヤに集約、調達量増加による価格低減を要求
- **カテゴリ跨ぎのサプライヤ集約**  
調達品目を跨いでサプライヤを集約、総調達量の増加による価格低減を要求

### “使い方の見直し”

#### スペック・オペレーションの最適化



##### 設備品などのスペック最適化

- **仕様変更**  
販売・マーケティング活動に用いる道具などの仕様を変更
- **調達品目の標準化**  
購入する商品を標準化し、調達量を増やしてボリュームディスカウントを獲得
- **スペックの再検討**  
購入商品のスペックをダウングレードして単価を引き下げ

##### オペレーションの遵守

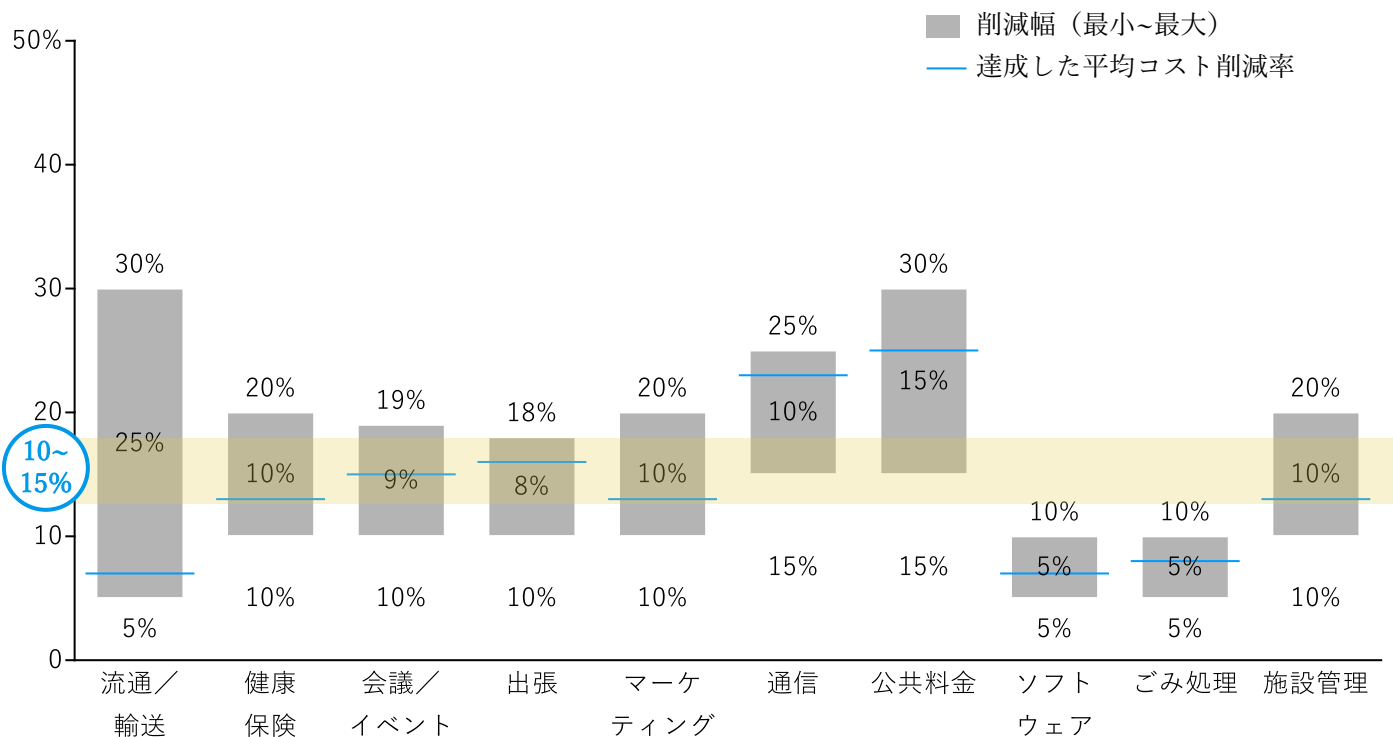
- **需要コントロール**  
使用量の削減、配達頻度などのサービスレベル・製品取扱数の削減・標準化
- **支出基準の厳守**  
勝手な購買を避けるための全国統一された購買基準の設定、予算基準の定期的なモニタリング

# ⑤ 間接費削減を実施した場合、13億円の利益改善効果が見込まれます

## その他間接費削減

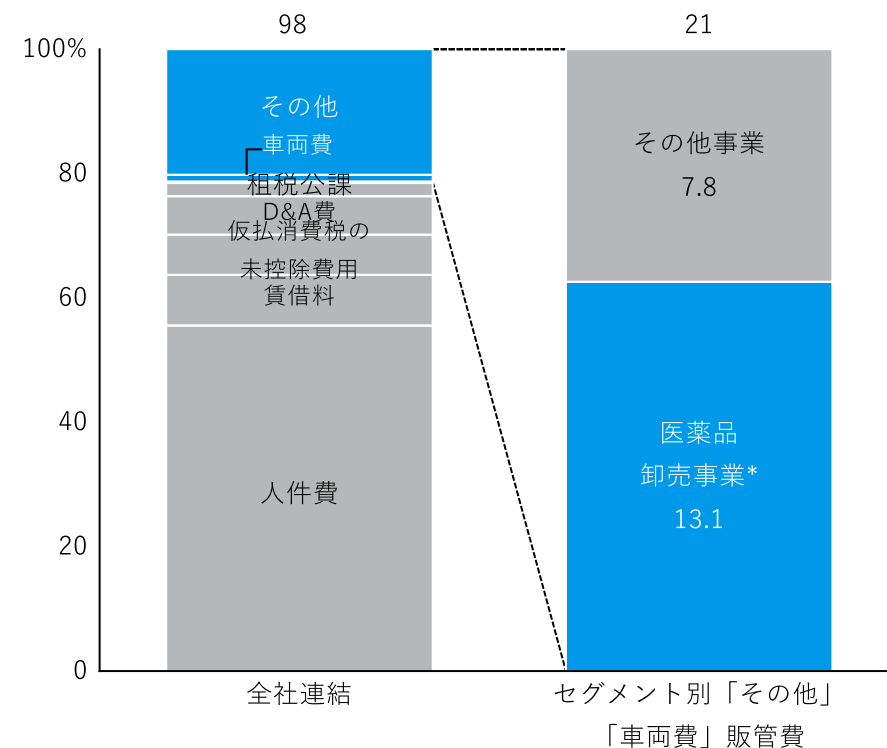
### 間接費の一般的な削減幅は10-15%

ヘルスケア業界における間接費削減プロジェクトにおけるコスト幅のベンチマーク (%)



### 医薬品卸売事業の間接費131億円に10%を適用

東邦販管費内訳(FY23/3、十億円)



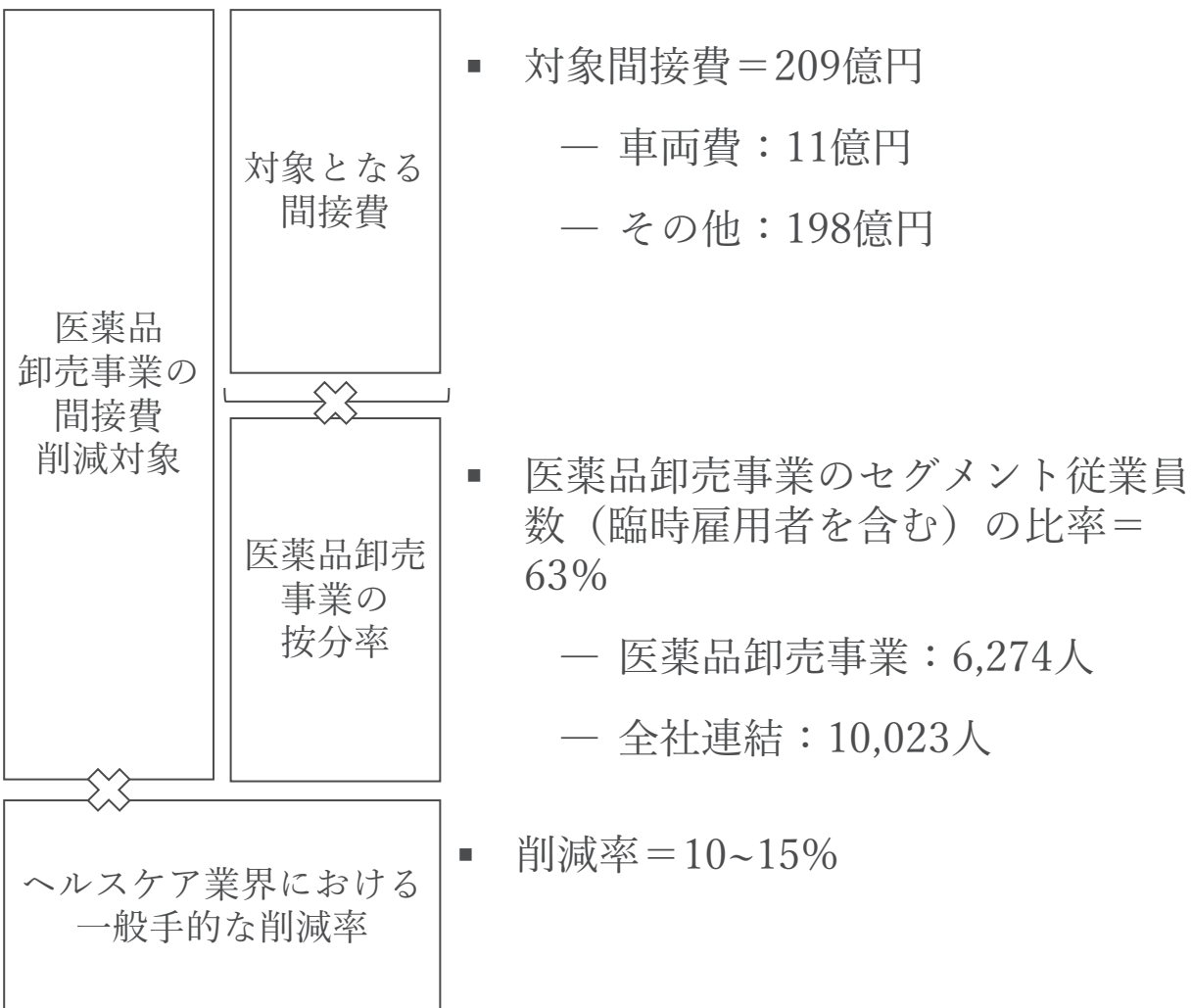
間接費の効率化による削減額は13億円程度

注: 一般的な削減幅データのN=10~20  
 \*医薬品卸売事業の販管費は全社連結の販管費より人数按分により算出  
 出典: IR; グローバルコンサルティングファーム

## 5 ご参考：施策のロジック・施策実施後の生産性インパクト

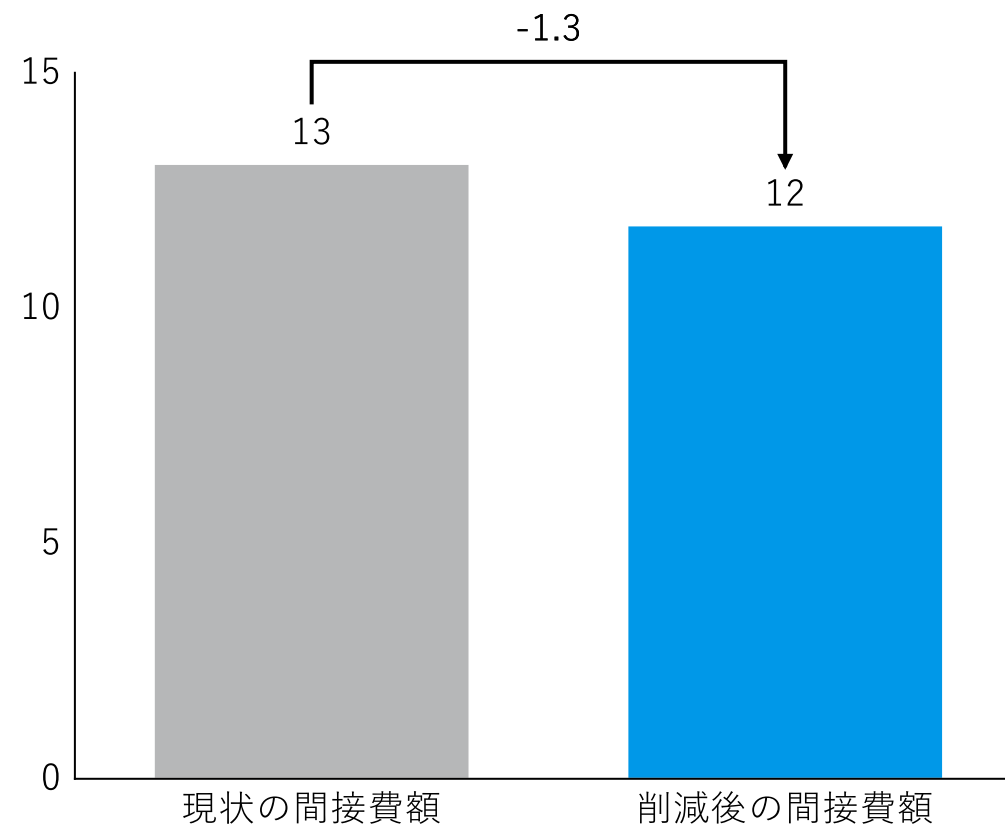
### その他間接費削減

#### 算出ロジック



#### 施策実施前後の変化

東邦 間接費額(十億円)



# 5 事例紹介：国内コングロマリット企業傘下の子会社に対するコスト削減プロジェクト事例

その他間接費削減

/ プロジェクト事例

## プロジェクトの背景

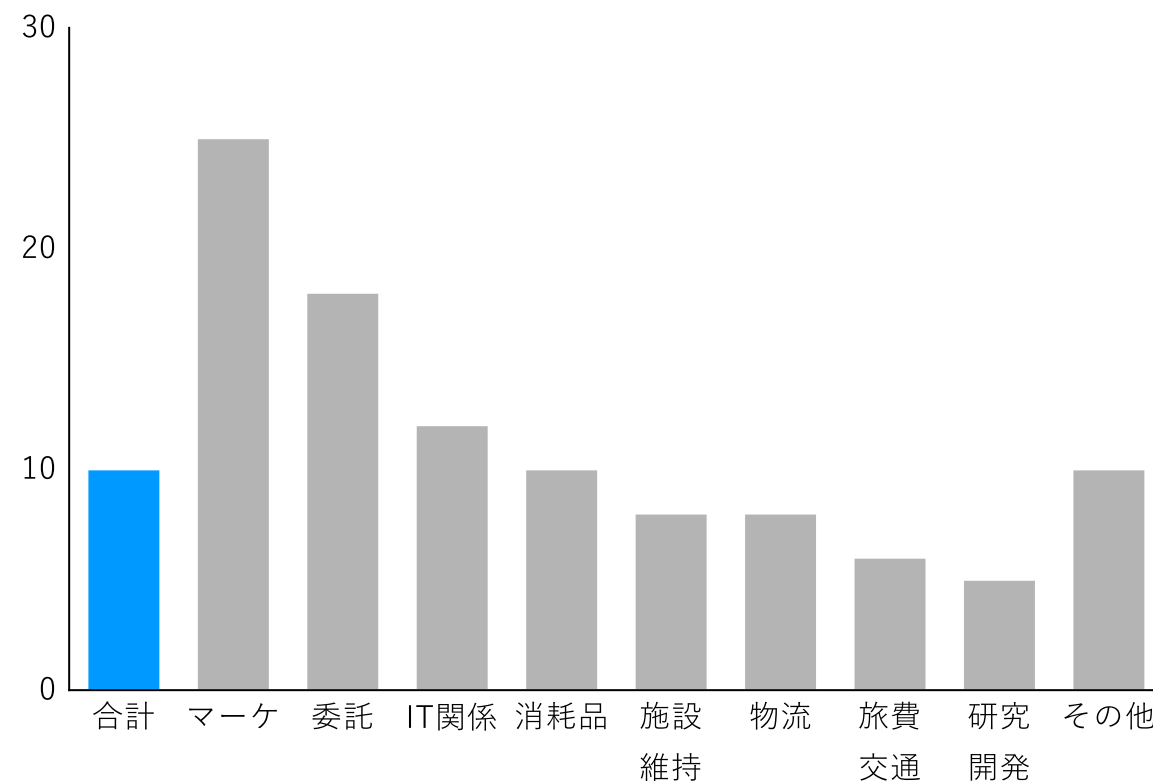


- 日本を代表するコングロマリット企業傘下の最大の子会社（売上2.5兆円）が対象
- 半数以上のコストプールを占める調達費のうち、大半は拠点別にて調達しており、取り組みレベルの差による割高な調達が散見
- 本社購買担当による「プロによる集中購買」範囲の最大化を通じて10%の間接費削減余地を特定
- 拠点調達として残る部品・部材は、本社購買担当によるモニタリング及び是正勧告の仕組みを導入することで支出ルールを厳守

## 診断フェーズの試算結果



費目別コスト削減余地（%）

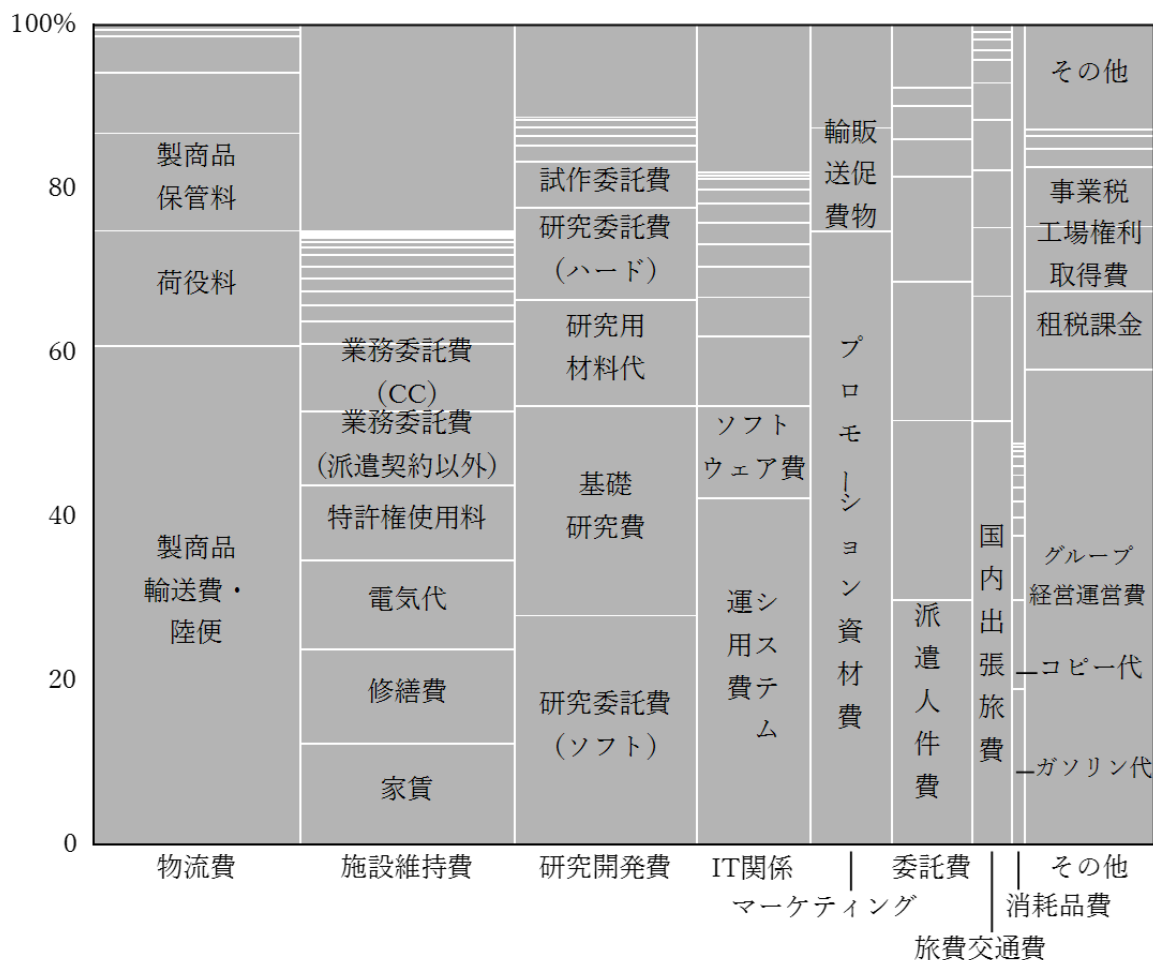


# 5 事例紹介：支出額の共通認識を図るため、費目別支出額を見える化・案件化

その他間接費削減

/プロジェクト事例

## 費目別支出額の大枠を見える化し優先順位付け



支出の伝票を集計し、詳細なデータベースを作成  
(イメージ図)

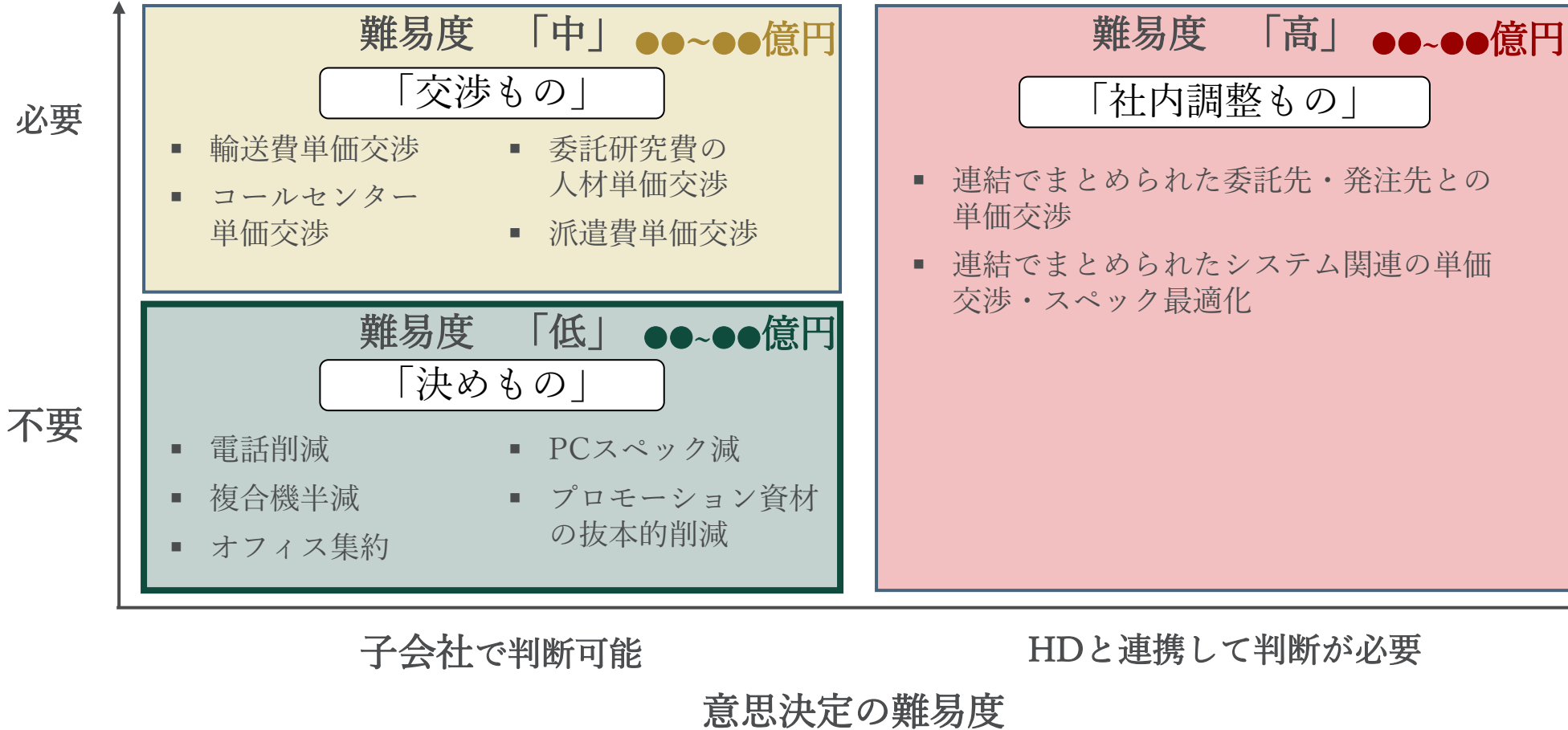
発注日	発注部署	購入品目 カテゴリ	購入品目 詳細	サプライヤー	購入数量	単価
07/28	研究開発	研究開発費	研究委託費	A社	100	1,000
07/27	IT	IT関係	ソフトウェア費	B社	1	10,000
07/26	物流	物流費	輸送費	C社	1,000	500
07/25	施設管理	施設維持費	電気代	D社	1	50,000
07/24	マーケティング	マーケティング費	プロモーション資材費	E社	10	3,000
07/23	物流	物流費	荷役料	F社	50	3,000
07/22	研究開発	研究開発費	研究用材料代	G社	50	1,000
07/21	施設管理	施設維持費	修繕費	H社	1	30,000



# 5 事例紹介：高コスト体質を払拭するため、削減難易度・余地の大きさの観点から施策を優先付け

踏み込んだサプライヤー交渉  
の必要性

削減余地合計 ●●~●●億円



# 5 事例紹介：海外航空券代の改善施策洗い出しと、それに求められる経営判断

## 支出の現状と課題

- 定義：海外出張用航空券費用
- 支出額：●●億円
- 主な支払先：
  - 従業員：●●億円（●●%）
- 課題：
  - 経営職以外の従業員がビジネスクラスを利用
  - 手数料が割高な代理店を通して航空券を手配
  - 社内会議の全面Teams移行へ向けた取り組みは道半ばであり、コロナ後の継続的な出張費抑制に繋がらない可能性

## 改善施策と余地

- 改善施策：
  - 役職・区間別利用クラスの指定: 役職・区間ごとに対象範囲を設定し、エコノミークラスの利用を拡大
  - 最安航空会社の利用: 一部区間においてLCCの利用まで踏み込んだ最安航空会社の利用を推進
  - 代理店手数料削減: 手数料の面で最安代理店への切り替えも見据え、手数料削減交渉を実施
  - 出張数削減: 社内会議は原則Teams開催とし、出張回数を削減
- 改善余地：●●~●●億円（●●~●●%）
  - 役職・区間別利用クラスの指定: アジア圏への渡航における経営職以外の従業員のエコノミークラス利用徹底によって、~●●億円（●●%）、経営職もエコノミークラスの利用を徹底した場合は~●●億円（●●%）の改善
  - 最安航空会社の利用: アジア圏主要渡航区間でLCC利用を推進するならば、~●●億円（●●%）の改善
  - 代理店手数料削減: 手数料の安いJTBに移行することによって、~●●億円（●●%）の改善
  - 出張数削減: 社内会議目的の出張を削減することで、~●●億円（●●%）の改善

## 必要な経営判断

- 経営職以外の従業員のエコノミークラス利用を指定し、全社通達
- 海外航空券予約時において特定の旅行代理店の利用、アジア圏におけるLCCの利用を指定し、全社通達
- 社内会議目的の出張を原則停止

## 5 事例紹介：その他各種費目別の削減レバー一覧

### その他間接費削減

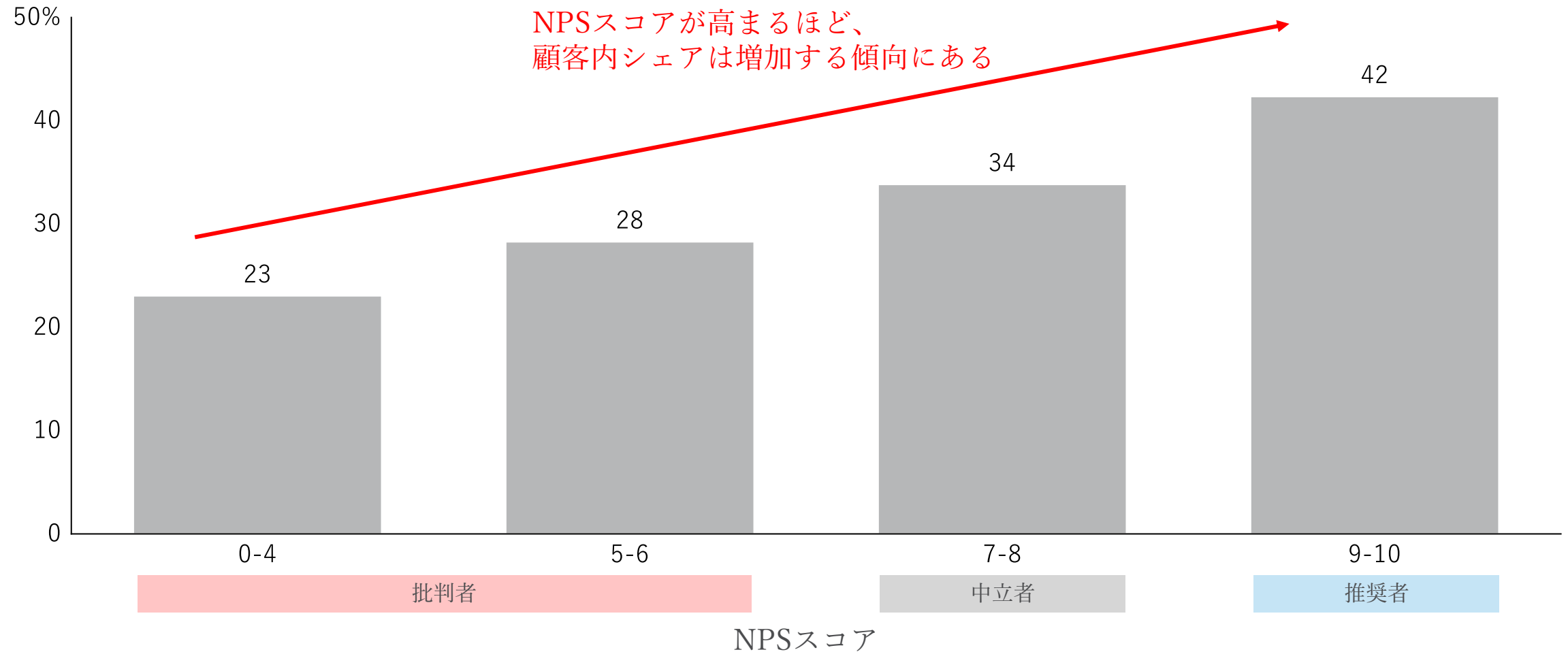
### / プロジェクト事例

コスト項目		量抑制の具体的な施策例
マーケティング & セールス	メディア	認知率目標に基づいたエリア配分の見直し
	広告制作	制作物量はキャンペーン頻度によるため、広告戦略の見直しまで踏み込まないと検討が難しい
	スポンサー	スポンサーシップの必要有無見直し
	市場調査	調査範囲の適正化、レポート等不要な追加サービスの見直し
マーケティング用品	店頭資材	競合水準との比較に基づいた予算上限設定、処分資材削減
	販売促進	キャンペーン等実施是非を含む予算抜本見直し・社内意思決定プロセスや発注ルールの厳格化
	貨物輸送	ネットワークオペティマイゼーション（拠点見直し、内製化等）商品ラインナップ絞り込み、保有在庫期間の削減管理の簡素化等
	道路輸送	ネットワークオペティマイゼーション（ルート最適化等）
サプライ & ロジスティクス	設備投資	内製化検討等含む委託案件量の見直し
	製造業務委託	設備投資基準の厳格化、設備の汎用化
	その他	定期点検頻度の見直し、複雑で無い修繕の内製化
	機械修繕保守	相見積りによる単価交渉
ユーティリティ	不動産管理	移転・1人当たり面積標準化、リモート化、フリーアドレス化
	施設管理	相見積りによる単価交渉
	車両関連	用途別に最安車両へ切替、公共交通機関で代替
	事務関連	人員あたり支出を事業部間の最低水準に抑制
コーポレートサービス	その他	郵送必要性仕分、電子化検討
	情報通信技術	ITサービス
	NWサービス	契約パッケージ・追加オプションの最適化
	出張交際費	航空券クラス・規定厳格化・手数料削減、出張減
人事サービス	相見積りによる単価交渉	

方針②：顧客内シェア拡大による更なる収益性向上

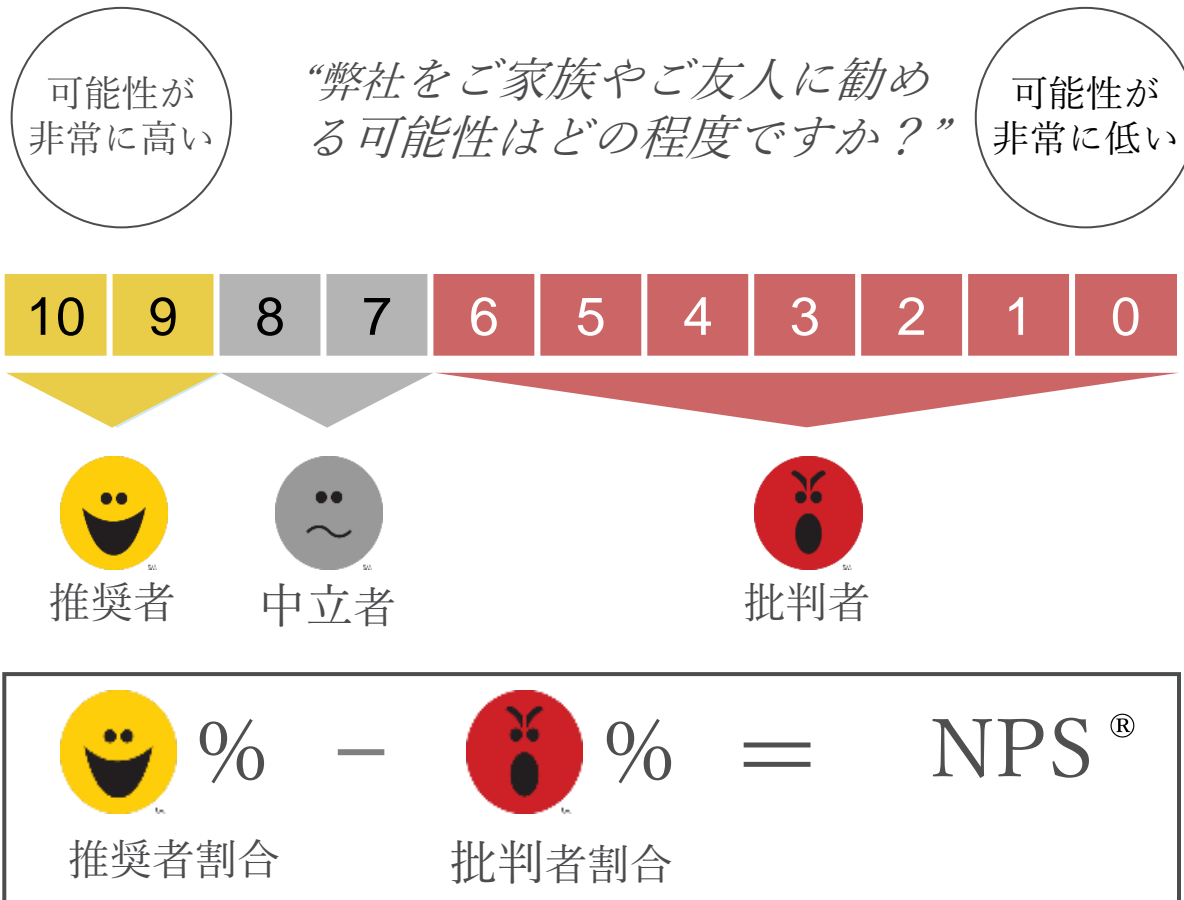
# NPSと顧客内シェアは相関する関係性にあります

四大卸平均顧客内シェア（金額ベース）

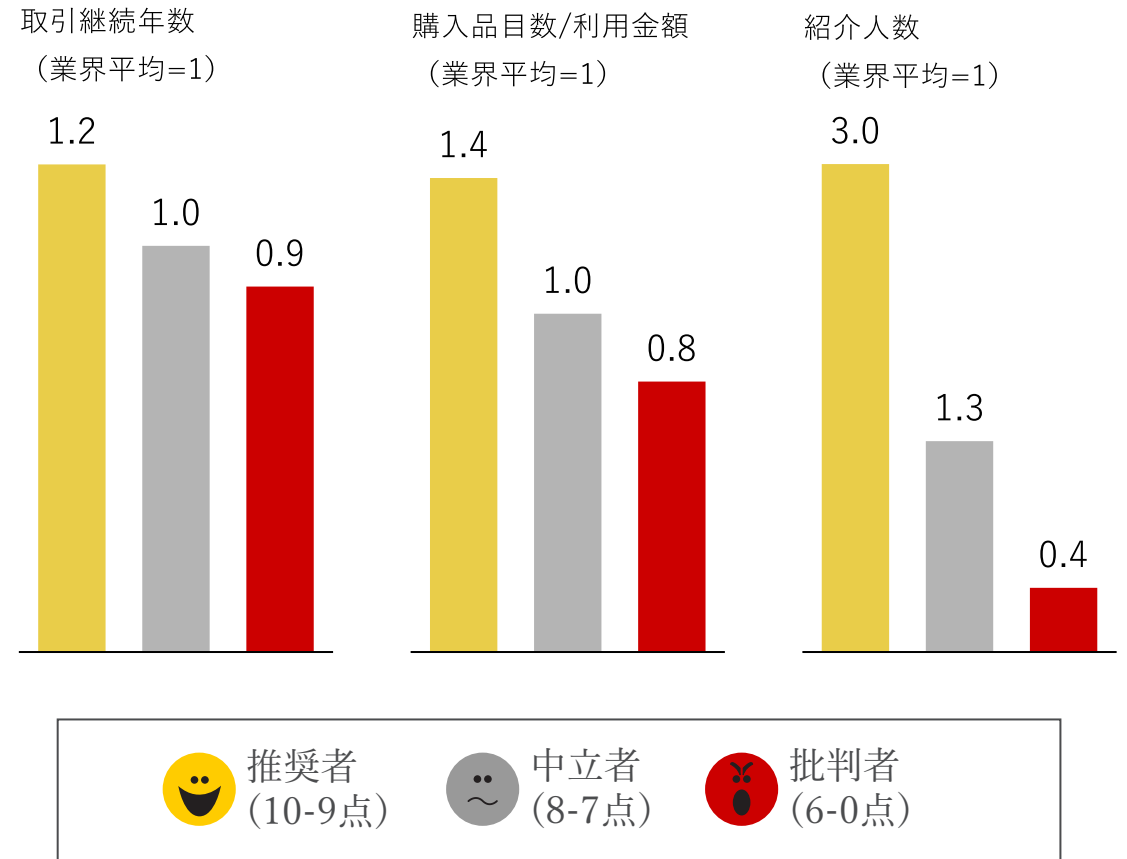


(ご参考) ネット・プロモーター・スコア (NPS®) は、お客様の行動に連動し、業績貢献に直結するシンプルな指標です

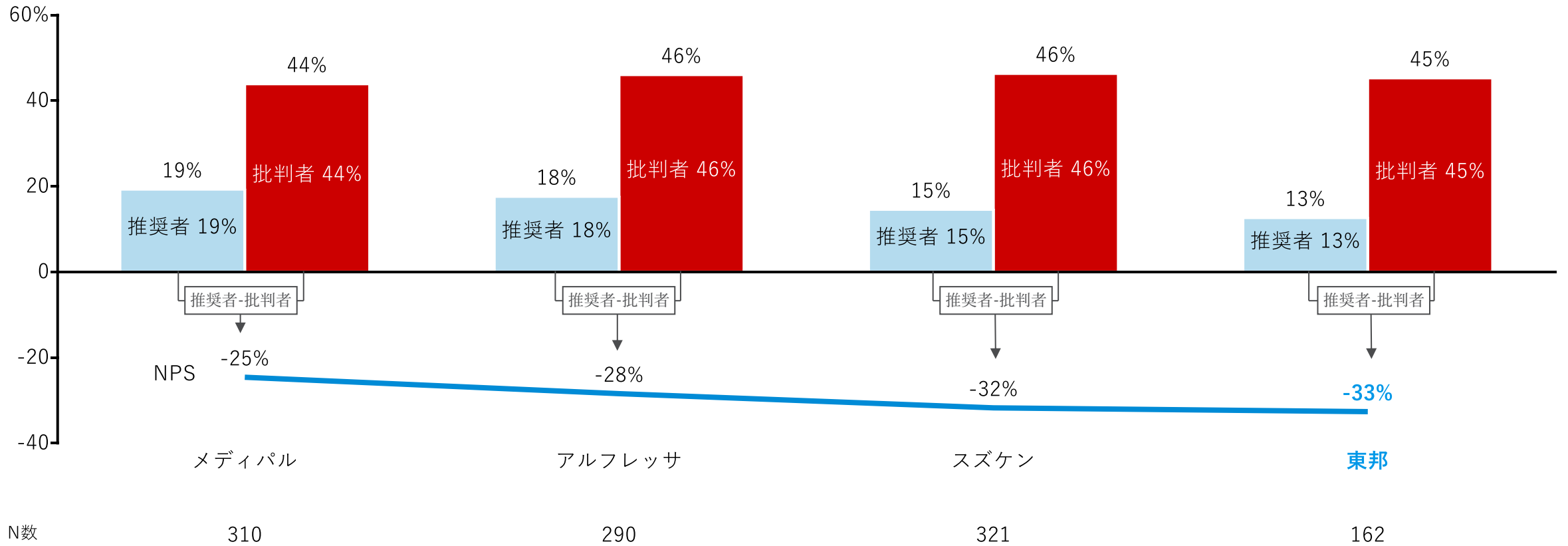
NPSは推奨者割合から批判者割合を引いた値



推奨者ほど経済性への連動が強く、批判者を減らし推奨者を増やすこと (=NPSの向上) が実際の業績向上に貢献



# 貴社は競合と比べ、批判者の数は同程度だが推奨者の割合が低く、NPSが競合よりも低い状況にあります



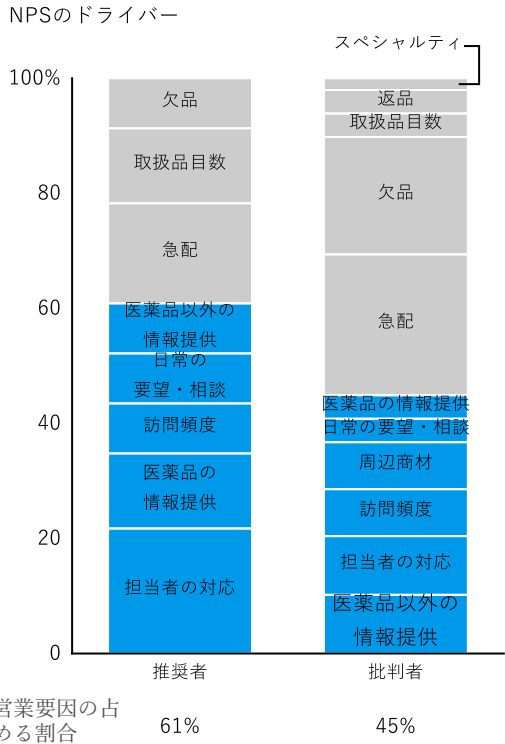
NPSが低いことにより、取り逃している顧客内シェアが存在すると考えられる



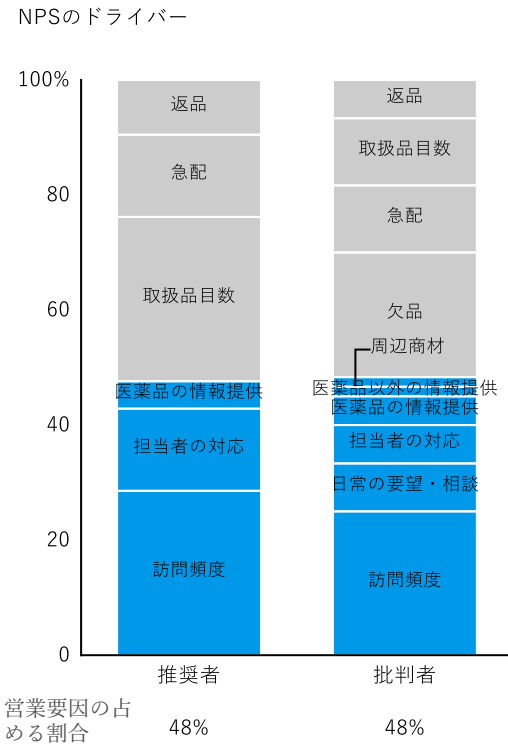
# 顧客内シェアを上げるためには、顧客タイプ別にNPSのドライバーを強化する必要があります

■ : 営業要因   ■ : 物流要因

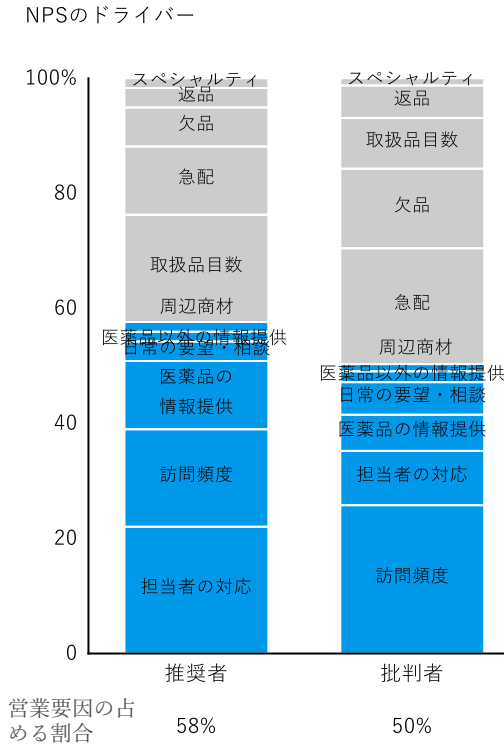
## 大病院



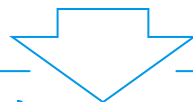
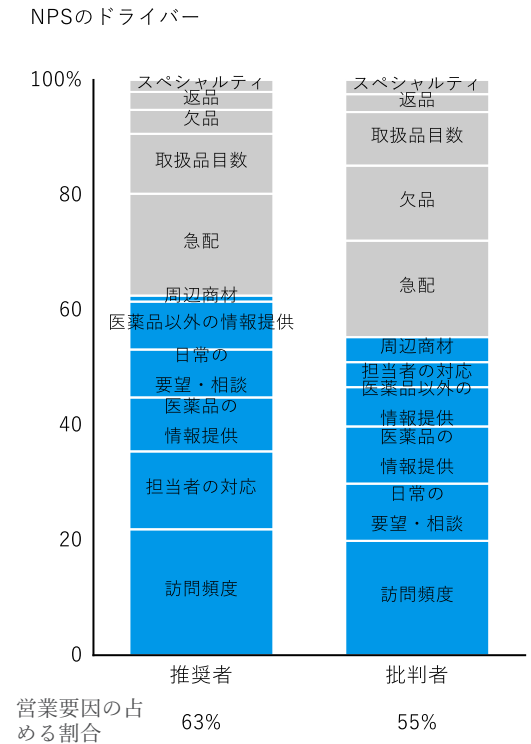
## チェーン薬局



## 小規模薬局

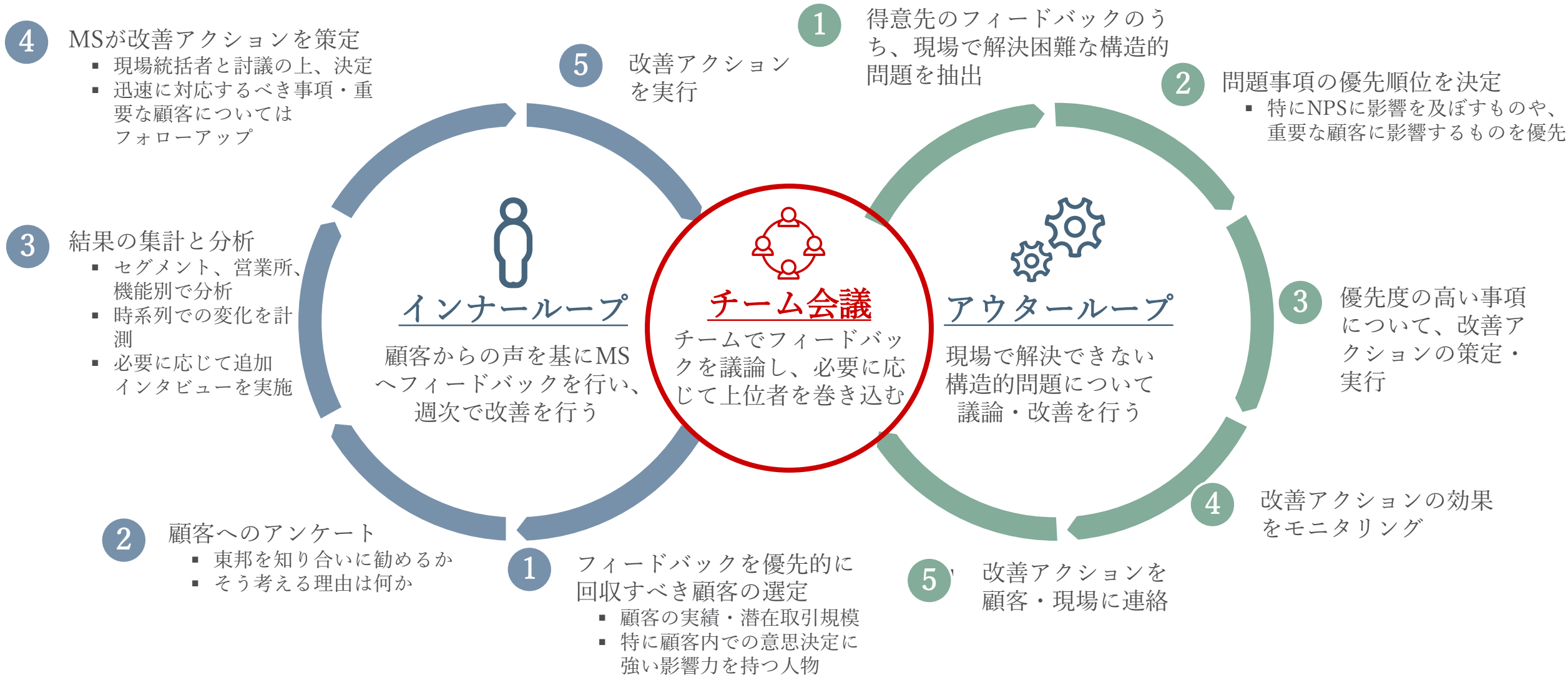


## 中小病院・クリニック



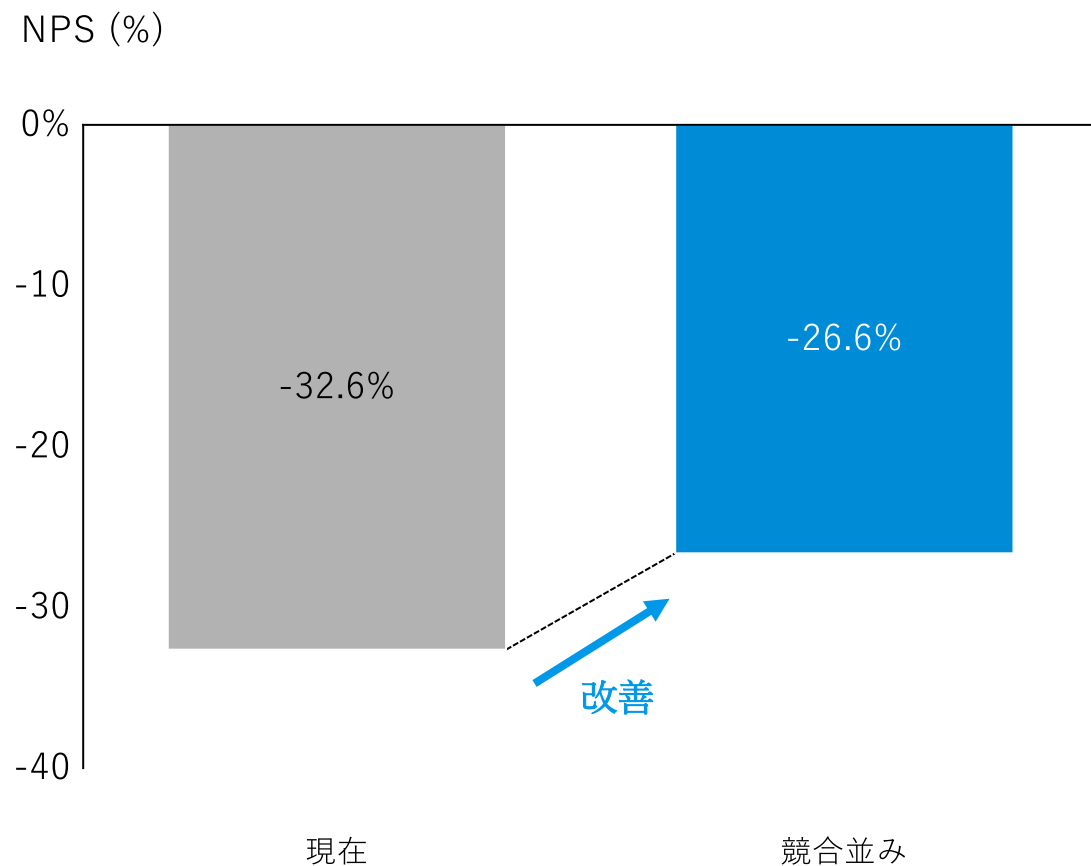
特定のアクションを実施により顧客内シェアの向上がもたらされるわけではなく、  
**全社規模でのNPS改善に向けた見直し・取り組みが必要**

# 顧客の声を起点にオペレーション改善のインナーループ（現場で解決できること）、構造改善のアウトーループ（会社全体で取り組むこと）の両立を通じてNPSを改善できます

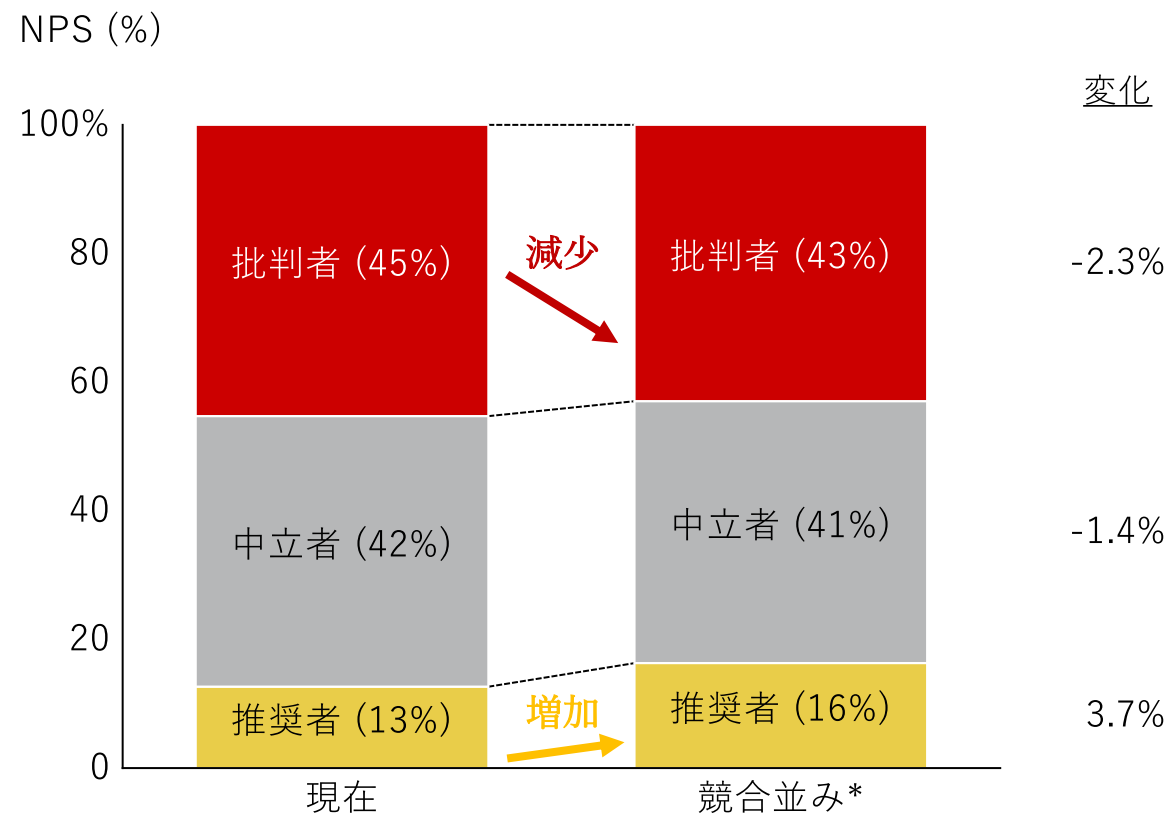


# NPSの改善にむけて、競合水準までの批判者の縮小、推奨者の増加を目指します

初期的には、競合並のNPSへの改善を想定する



競合並みのNPSを達成する上で、競合と同様の推奨者・中立者・批判者の分布を目指す



# NPS改善により、売上高は+1.6%の増加が見込まれます

## 現状

	東邦のSoW (批判者=1とした場合)		分布
推奨者	1.66	×	12.6%
中立者	1.34	×	42.1%
批判者	1.00	×	45.3%

現状 ; 1.226

## NPS改善後

	東邦のSoW (批判者=1とした場合)		分布
推奨者	1.66	×	16.3%
中立者	1.34	×	40.7%
批判者	1.00	×	43.0%

改善後 ; 1.246

推奨者・中立者・批判者の分布を競合水準まで改善

+1.6%のSoW改善



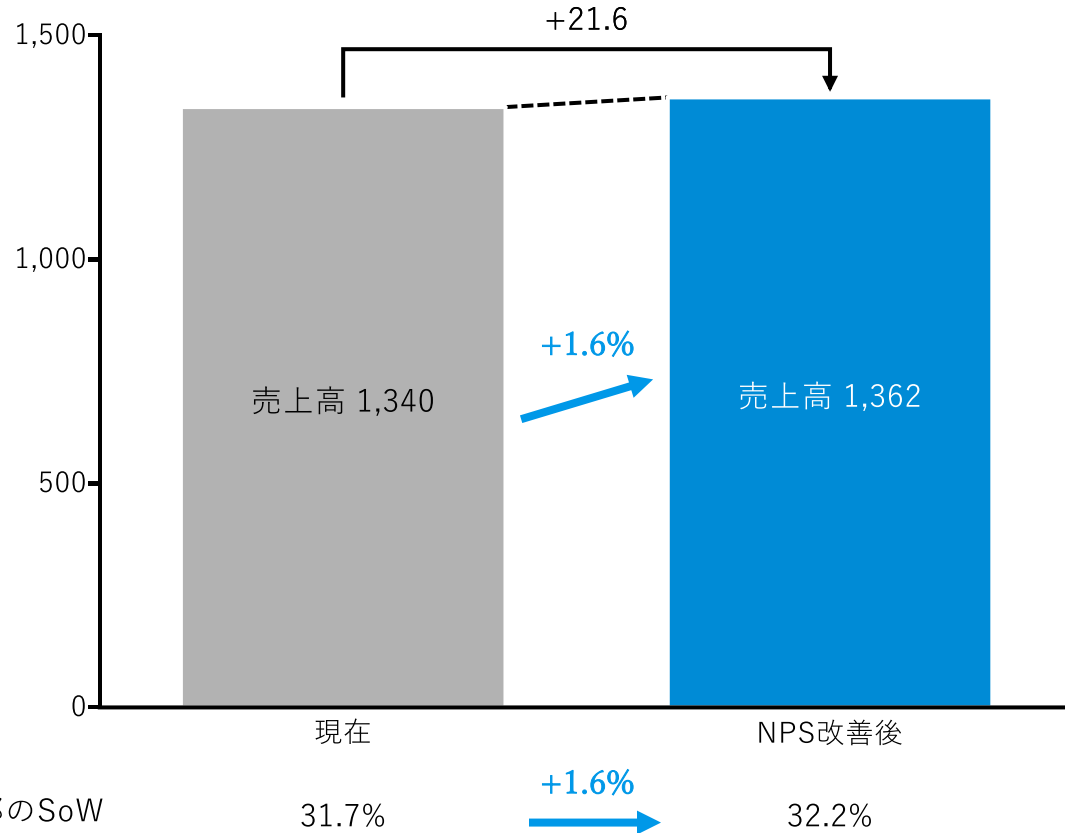
推奨者・中立者・批判者の分布の改善により、+1.6%の売上高成長が期待できる

# 結果として、NPS改善により売上216億円、営業利益13億円の向上が見込めます

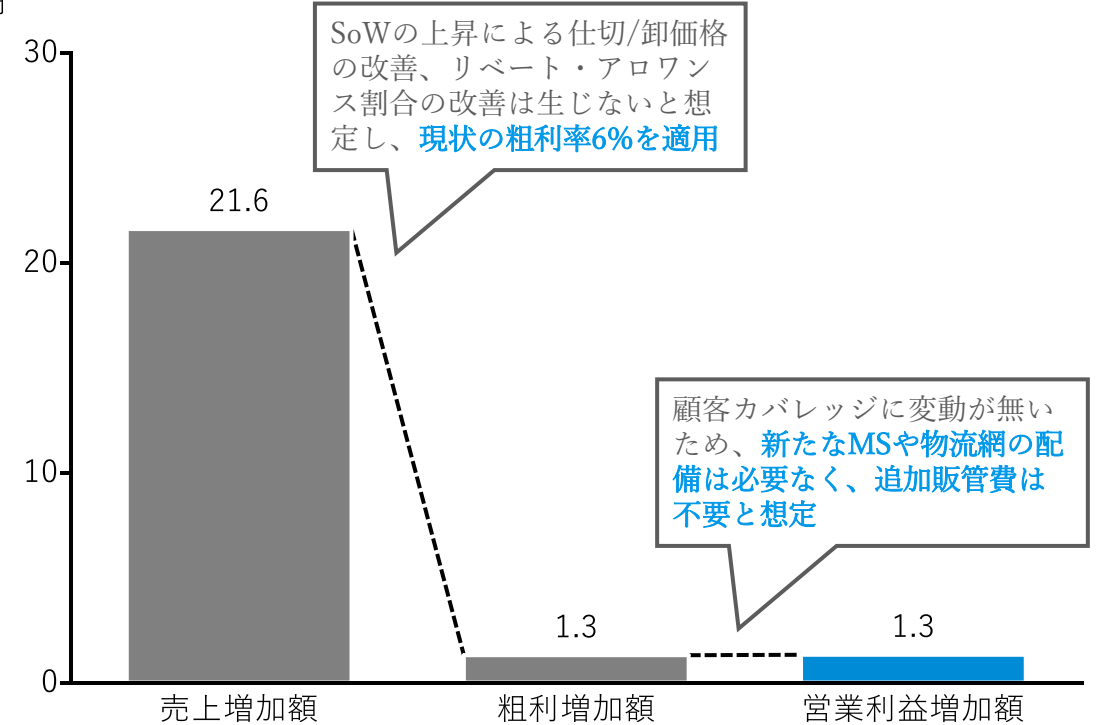
既存顧客内での0.5%のSoW改善は、売上は216億円の上昇に相当する

SoWの上昇による売上210億円の増加は、営業利益13億円の向上に寄与する

SoW改善による売上高の変化（十億円）



十億円



## 医療機関・薬局サーベイの概要

対象者：医療機関、クリニック、調剤薬局における医薬品卸選定の意思決定者

実施時期：2023年6月30日-7月3日

総サンプル数：N=443

医療機関勤務者：N=48

クリニック経営者：N=195

調剤薬局勤務者：N=200

サーベイの構成：

スクリーニング調査；意思決定者である回答者を特定

NPS・KPC：スコア及びそのドライバー

顧客ニーズ：システム、取扱品、配送、購買体制

## サーベイに基づき実施した主要な分析の概要

顧客ロイヤルティ：NPS\*、推奨・批判ドライバー

NPS: 4大卸を現在利用中の回答者に0 - 10で満足度を評価し、推奨者（9以上）の割合- 批判者（6以下）の割合で算出

質問：「（現在利用中の卸業者）を他の医療機関や薬局に勤務し医薬品卸業者の選定に関わる知人の方にどの程度薦めたいと思われますか。0~10(10: 必ず薦めたい、0: 全く薦めない)の11段階でお答え下さい

推奨・批判ドライバー：NPSスコアが推奨者または批判者レベルにあった回答者にその理由を聞き出し評価

質問：「（現在利用中の卸業者）についてどういった点が推奨できますか（できませんか）。最も良く当てはまるものを一つ選んでください。

顧客内シェア (SoW)：

医薬品卸業者と現在取引をしている回答者に月間の平均購買額、また複数業者と同時に取引がある場合はその割合を聞き出しNPS別にその傾向を評価

質問1：「あなたの勤務先の医療用医薬品の月間の平均的な購買額を万円単位でご記入ください。不明な場合はおおよその額をご記入下さい」

質問2：「あなたが勤務されている医療機関・薬局は、現在取引をしている各医薬品卸業者からどの程度の割合で医療用医薬品を購入されていますか。購買金額のおおよその割合を、合計が100%になるようにご教示下さい。」

## Section3：投下資産の最適化による投資原資の創出



- 貴社は、余剰現預金や政策保有株式等といった、非事業用資産を豊富に抱えている状況にあります
- また、物流施設や運転資本といった、事業用資産にも合理化余地が存在すると思われま
- 下記の通り、非事業用資産の見直しにより少なくとも1,329億円、事業用資産の見直しを加えることで更に485億円の投資原資創出が可能と料します

## 非事業用資産の最適化：1,329億円創出

- **現預金: 603億円創出**
  - 貴社とのIR面談に基づき、現預金の70%が余剰現金と想定
- **政策保有株式: 504億円創出**
  - 事業上の影響はないと想定されるためすべて売却
- **その他有価証券: 222億円創出**
  - ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられていない投資先はすべて売却

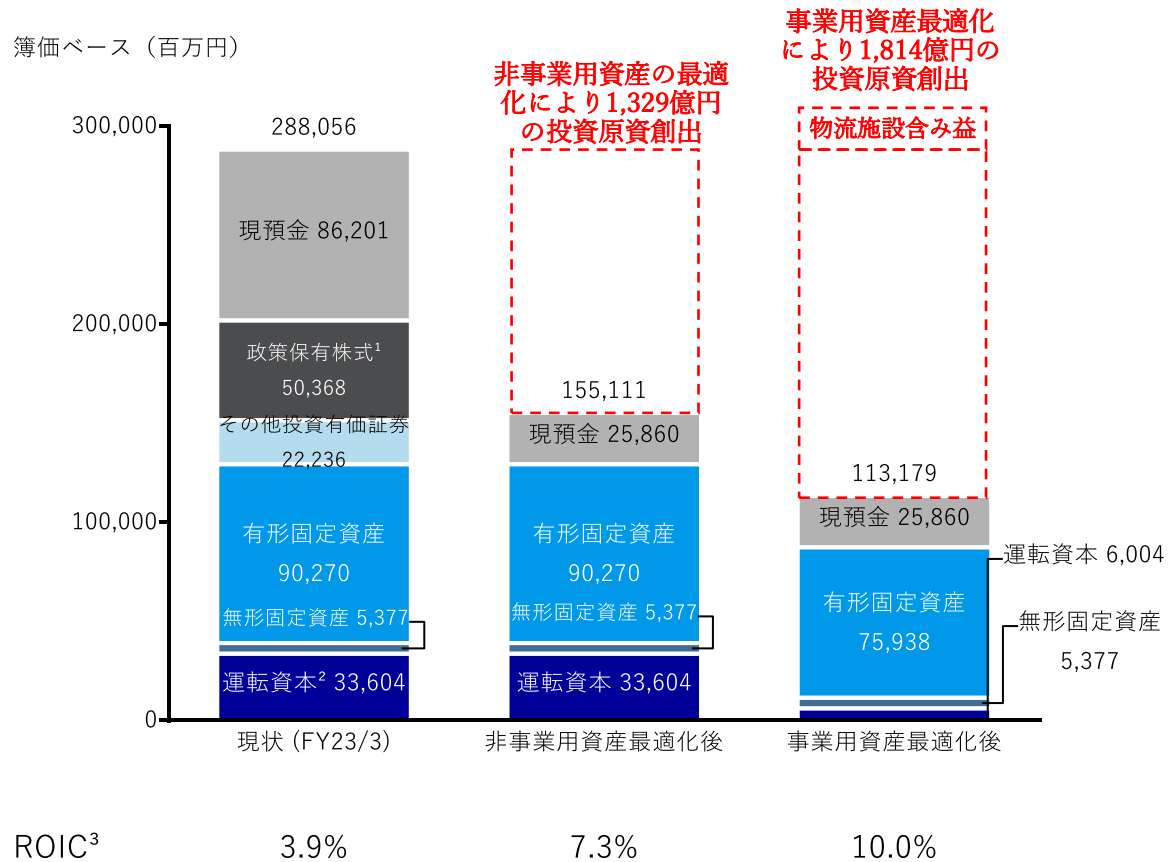
## 事業用資産の最適化：485億円創出

- **有形固定資産: 209億円創出<sup>1</sup>**
  - 貴社の保有する3物流施設（TBC埼玉、TBC阪神、TBC広島）をセール・アンド・リースバックで流動化
  - 余剰な営業所、代沢本社、賃貸等不動産も保有方針見直しの対象とすべきだが、今回の試算には含めていない
- **運転資本: 276億円創出**
  - アルフレッサ、スズケンの平均的な水準まで医薬品卸売事業のCCCが改善する想定
  - 仮に、業界トップクラスのメディパル水準まで改善した場合、更に490億円程度の投資原資の創出が可能

注: [1] 第三者評価に基づき、3物件の土地・建物を237億円でS&Lした場合の税後手取り額（簿価は143億円と想定）

# 貴社は、投下資産を過剰に抱えており、非事業用資産の最適化により少なくとも約1,330億円、事業用資産の適正化まで実施した場合、約1,800億円の投資原資の創出が可能です

## 投下資産の変化（現状 vs 最適化後）



## 試算の前提

### 非事業用資産：1,329億円創出

#### 現預金: 603億円創出

- 貴社とのIR面談に基づき、現預金の70%が余剰現金と想定

#### 政策保有株式: 504億円創出 **①**

- 事業上の影響はないと想定しすべて売却

#### その他有価証券: 222億円創出 **②**

- ハードルレートを下回る投資リターンしか挙げられていないと想定し、すべて売却

### 事業用資産：485億円創出

#### 有形固定資産: 209億円創出 **③**

- 貴社の保有する3物流施設（TBC埼玉、TBC阪神、TBC広島）をセール・アンド・リースバックで流動化する想定
- 余剰な営業所、代沢本社、賃貸等不動産も保有方針見直しの対象とすべきだが、今回の試算には含めていない

#### 無形固定資産

- 特に変更なし

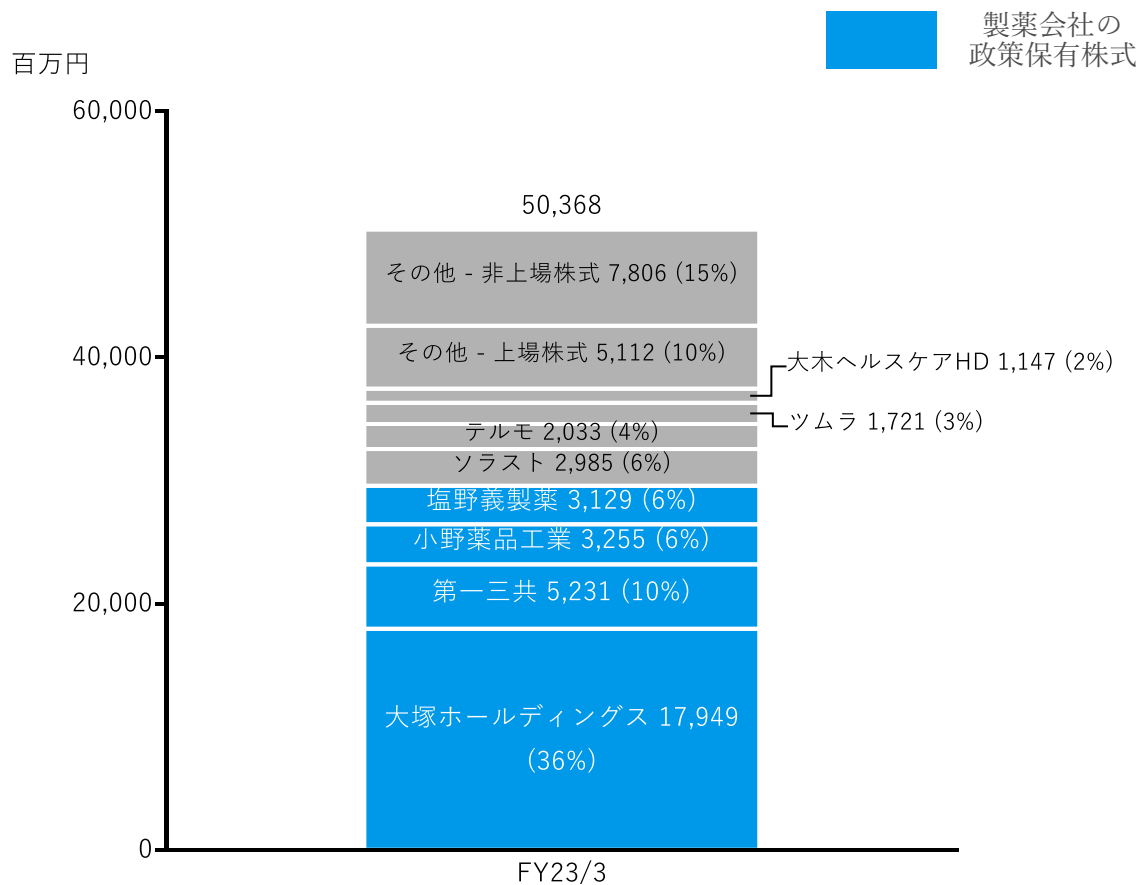
#### 運転資本: 276億円創出 **④**

- アルフレッサ、スズケンの平均的な水準まで医薬品卸事業のCCCが改善する想定
- 仮に、業界最高水準のメディカル水準まで改善した場合、更なる投資原資の創出が可能

注：[1] 有価証券報告書で特定保有株式と定義されているもの [2] 受取手形及び売掛金+商品及び製品+仕入割戻未収入金 - 支払手形及び買掛金 - 未払い費用 [3] (営業利益+受取手数料)\*0.7/投下資産で算出  
出典：有価証券報告書

# 1 貴社は製薬会社を中心として、約500億円の政策保有株式を保有しております

政策保有株式の構成 (FY23/3)



保有目的 (FY23/3)

特定投資株式

銘柄	当事業年度	前事業年度	保有目的、業務提携等の概要、定量的な保有効果及び株式数が増加した理由	当社の株式の保有の有無
	株式数(株)	株式数(株)		
大塚ホールディングス株	4,270,640	4,270,640	医薬品の仕入れ等の取引において緊密な関係を維持するため	有
	17,949	18,073		
第一三共株	1,084,896	1,084,896	同上	有
	5,231	2,907		
小野薬品工業株	1,177,920	1,177,920	同上	有
	3,255	3,611		
塩野義製薬株	523,614	523,614	同上	有
	3,129	3,942		
株ソラスト	4,709,500	4,709,500	同社との連携を強化し、地域包括ケアの推進に貢献していくため	無
	2,985	4,652		
テルモ株	568,900	568,900	医薬品の仕入れ等の取引において緊密な関係を維持するため	有
	2,033	2,118		
株ツムラ	654,600	654,600	同上	有
	1,721	2,094		
大木ヘルスケアホールディングス株	1,413,000	1,413,000	同上	有
	1,147	1,013		

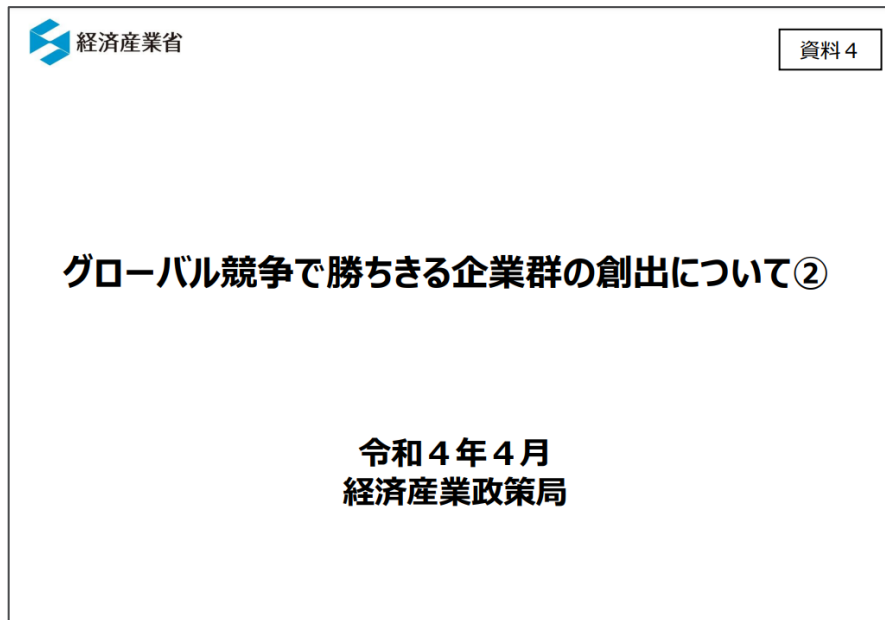
医薬品仕入のための関係性維持を理由とするものが大半

# 1 これらの政策保有株式については原則保有すべきではなく、売却を検討すべきです

政策保有株式は、資本効率性を悪化させる  
要因として指摘されており、解消が求められている

“（企業経営改革：「価値創造経営」の推進）

特に、日本企業に特徴的と指摘される現金保有、政策保有株、高水準な内部留保は資本効率性を悪化させることから、これらの状況の把握と解消に向けた取組を行う”



保有の合理性が客観的かつ透明性をもって担保されていない限り、  
上場会社として政策保有株式を保有すべきでない

“上場会社が政策保有株式として上場株式を保有する場合には、[中略]毎年、取締役会で、個別の政策保有株式について、保有目的が適切か、保有に伴う便益やリスクが資本コストに見合っているか等を具体的に精査し、保有の適否を検証するとともに、そうした検証の内容について開示すべきである”



# 1 実際に、競合他社は政策保有株式の売却を進めており、実現可能なものと想定しております



- 中計において**資産売却で得た資金で成長投資・株主還元**を実施すると明言
- 2027年度3月期までに**保有残高を純資産の10%以下、かつ、500億円以下にまで削減する方針を提起**
  - 2023年3月末の評価額をベースとすると、今後約500億円の削減を実施すると想定される
  - 同決算期に**アステラス製薬等の株式を売却<sup>1</sup>**

“**中長期的な企業価値の向上**に資するかどうかを検証し、保有の適否を毎年、取締役会で判断します。2027年3月期までに**保有残高を純資産の10%以下とする方針です**”

統合報告書 2022



- **政策保有株式の保有残高を対純資産比率10%以下までに削減する指針を表明**
  - 2019年-2022年の前中計の期間中に400億円弱の売却を実行し、対純資産比率を20%から12%までに削減
  - 2022年3月期には、**大日本住友製薬や日本新薬等の株式を売却<sup>1</sup>**
- 2021年に**資本効率改善のために一層の縮減を行う**と表明、2024年3月期までに500億円程度の売却を行う方針

“当社グループの戦略上、**重要な目的を併せ持つ株式のみを保有するものとし、こうした重要な目的を持たない株式については縮減を図っております**”

2023年3月通期有価証券報告書



- **同じく中期経営計画において政策保有株式の縮減を表明**し、保有株式の売却を行っている。
  - 2026年3月期までに対純資産比率で10%以下までに削減する方針
  - 2023年度3月期には**武田薬品工業の株式を売却<sup>1</sup>**

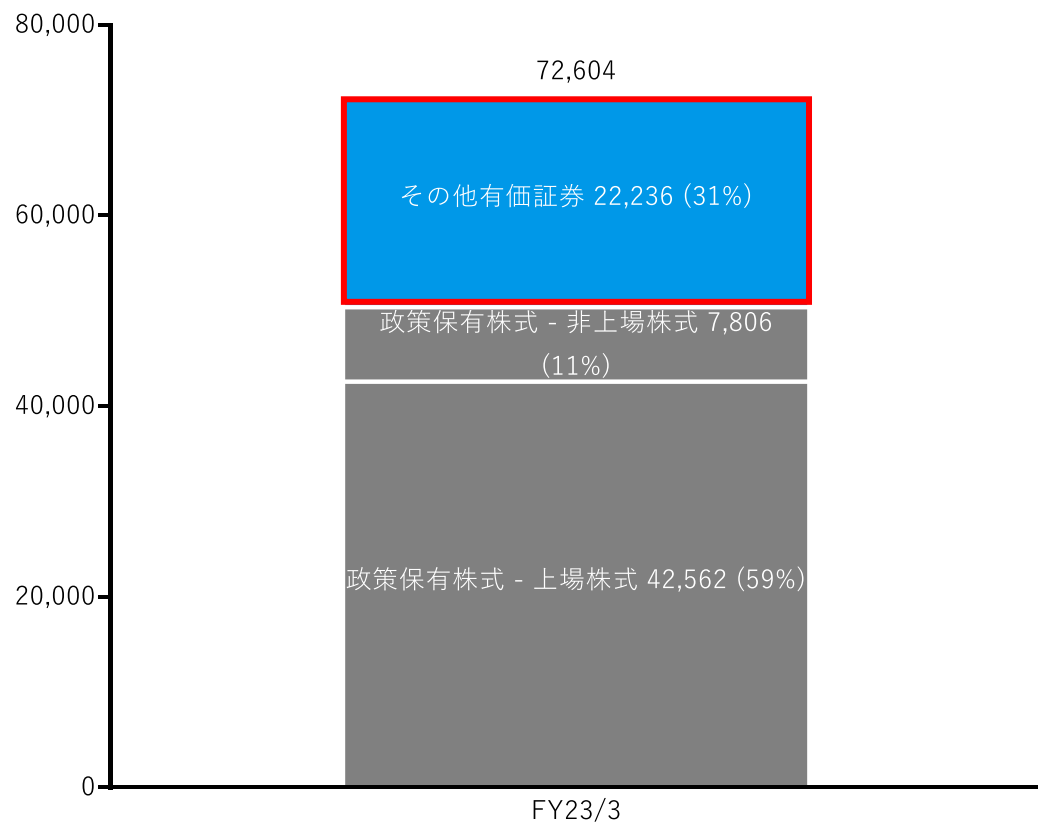
“政策保有株式の縮減については、**中長期的な企業価値の向上に向け、2026年3月期までを目途に純資産の10%程度まで段階的に縮減してまいります**”

2024年3月期～2026年3月期 中期経営計画

# 2 政策保有目的以外の投資有価証券220億円についても、資本コスト/ハードル・レートを下回る投資リターンしかあげられていないものについて、売却を検討すべきです

貴社は政策保有株式以外にも220億円程度の投資有価証券を保有している

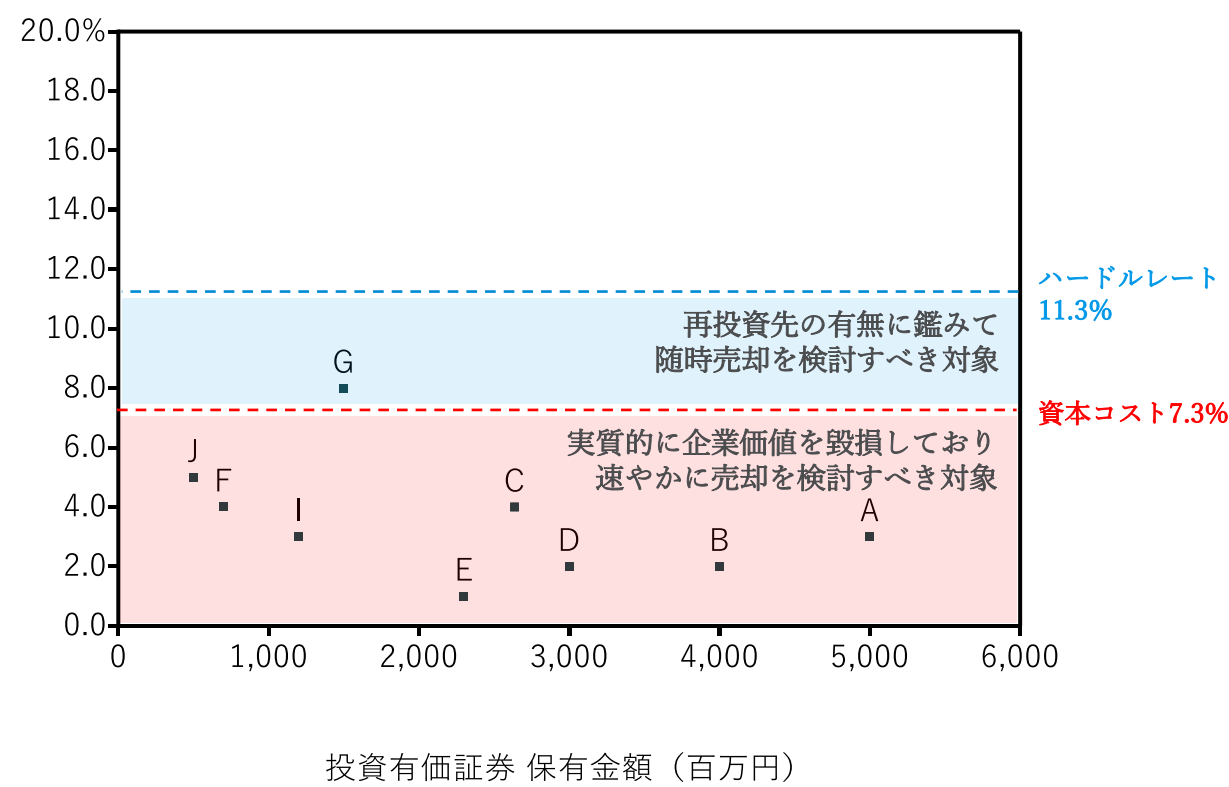
投資有価証券の内訳（百万円）



これらの投資有価証券については、資本コスト/ハードルレートを踏まえた上で、適宜売却を検討すべき

イメージ図

投資リターン<sup>1</sup>



注：[1] 継続保有を前提としている場合、ROIC=税後利益/投資簿価を使用、継続保有を前提としていない場合は売却タイミングと売却価格に基づいて算出されるIRRを使用  
出典：有価証券報告書



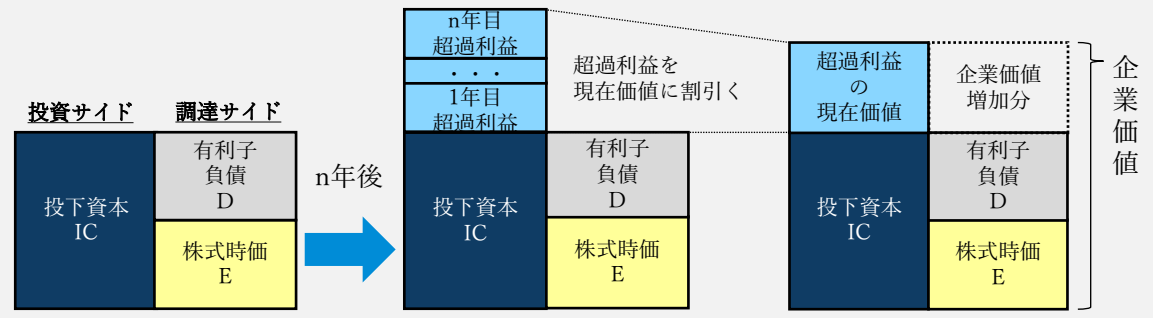
## 2 (ご参考) 一般に、資本コストを下回る投資効率(以下“ROIC”)での投資は、企業価値を毀損します

- 企業が調達する資本には、資金提供者がその企業への投融資で期待する収益率＝資本コストが発生する
- DCF法による企業価値算出式に基づけば、企業価値は、 $IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{\text{資本コスト}}$  によって定義付けられる
- したがって、資本コストを下回るROICしか生まない事業への投資は、企業価値を文字通り毀損していることになる

### DCF法による企業価値算出式<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= E + D + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^2} + \dots + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^n} \\ &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1}{1 - \frac{1}{1 + \text{資本コスト}}} = IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1 + \text{資本コスト}}{\text{資本コスト}} \\ &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{\text{資本コスト}} \end{aligned}$$

➡ ROIC > 資本コスト : 企業価値創出  
 ROIC < 資本コスト : 企業価値毀損



### ROIC < 資本コストの投資は価値破壊的なものである

“すなわち、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資を行って成長しても企業価値は低下する”

「第3回事業再編研究会 意見書」経産省主催

注：[1] 成長率を0、超過利益は配当・支払利息等に全額使用されるとし、超過利益は常に一定となる前提での算出式

### 3 貴社は、3つの大規模物流施設を自社で保有しております

#### TBC埼玉



住所	埼玉県久喜市菖蒲町菖蒲6000-1
敷地面積	28,502.48㎡
延床面積	32,256.25㎡
築年	2013
構造	鉄筋コンクリート造/地上3階建て
用途地域	工業専用地域
建蔽率/容積率	50% / 200%

#### TBC阪神



住所	兵庫県伊丹市鴻池7-3-11
敷地面積	30,906.85㎡
延床面積	25,708.79㎡
築年	2013
構造	鉄骨造/地上3階建て
用途地域	準工業地域
建蔽率/容積率	60% / 200%

#### TBC広島



住所	広島県広島市安佐南区伴西2-3-14
敷地面積	31,014.61㎡
延床面積	30,083.75㎡
築年	2018
構造	鉄筋コンクリート造/地上4階建て
用途地域	工業地域
建蔽率/容積率	60% / 200%



# これらの物流施設の投資効率は資本コストを下回っており、 実質的に企業価値を毀損している可能性があります

## 保有する不動産の投資効率は、税引後Cap rate に近似される

- 不動産保有の投資効率（ROIC）は「現在の時価で不動産に再投資した場合の賃貸収入リターン」と言い換えられる
  - 不動産を保有し続けるという意思決定は、時価でそれらを売却した場合に得られる現金の資金使途から期待できるROICを犠牲にして行われているに等しいため
- したがって、不動産保有のROICは、保有不動産の税引き後Cap rateに概ね一致する
- よって、資本コストを下回る税引き後Cap Rateの不動産の保有は、企業価値を毀損していることとなります

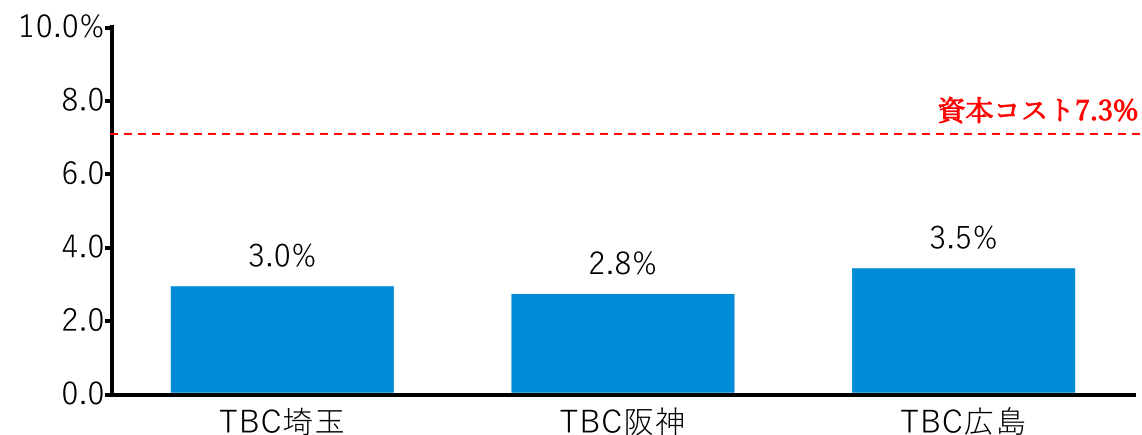
## 不動産事業のROICと税引き後Cap Rateの関係性<sup>1</sup>

$$\text{不動産事業のROIC} = \frac{(\text{賃貸収入} - \text{不動産運営コスト}) * (1 - \text{税率})}{\text{不動産時価}} = \text{税引き後Cap Rate}$$

$$\text{※不動産時価} = \frac{NOI}{\text{Cap Rate}} = \frac{\text{賃貸収入} - \text{不動産運営コスト}}{\text{Cap Rate}}$$

## 保有する物流施設の税引き後Cap Rate<sup>2</sup>は 貴社の資本コストを下回っている

### 税引後Cap Rate

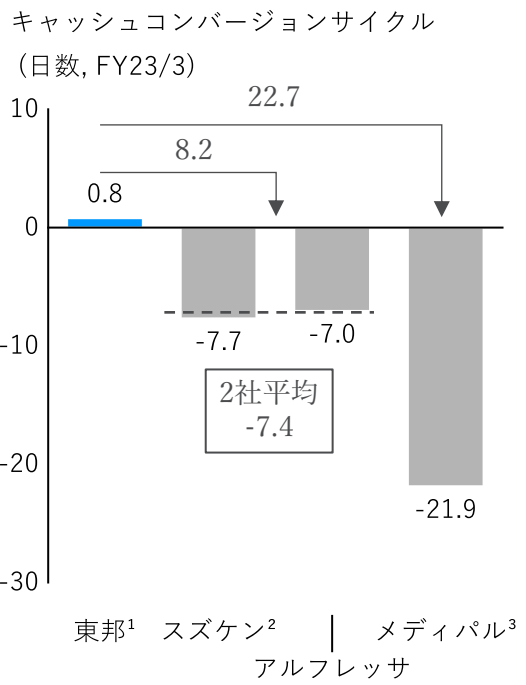


簿価	6,072	4,641	3,619
想定時価	9,258	8,329	6,497

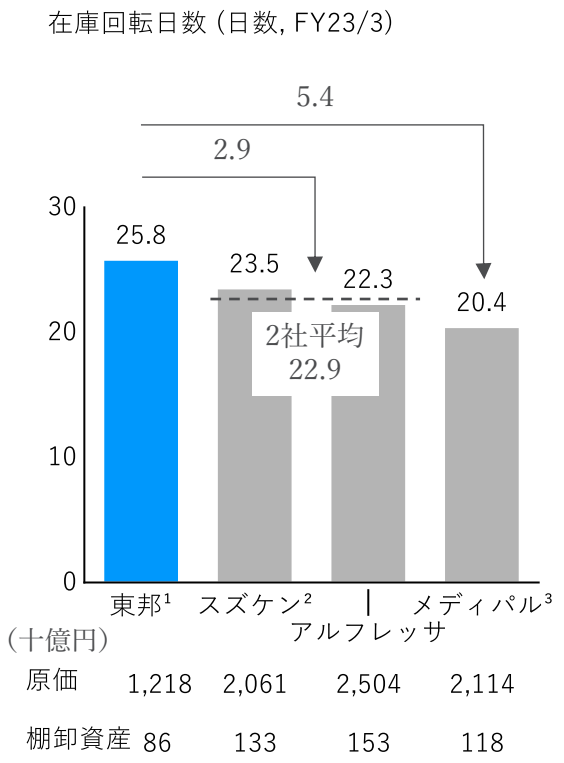
貴社は自社保有の物流施設3物件について、保有方針の見直しを行い  
S&Lによる流動化を選択肢の一つとして検討すべき（詳細分析はPg 152以降参照）

4 貴社の運転資本の効率性は競合比で劣後している状況にあり、全体で276億円から767億円程度の改善余地があると想定されます

CCC (医薬品卸事業)

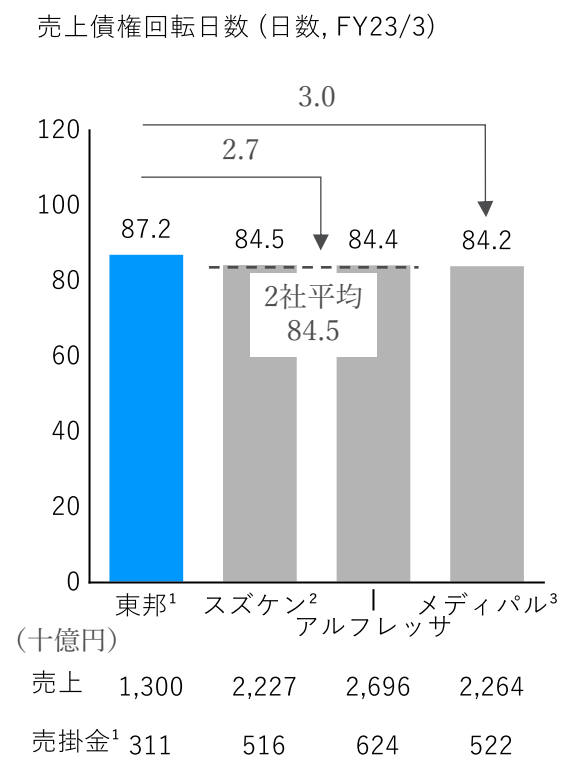


在庫回転日数



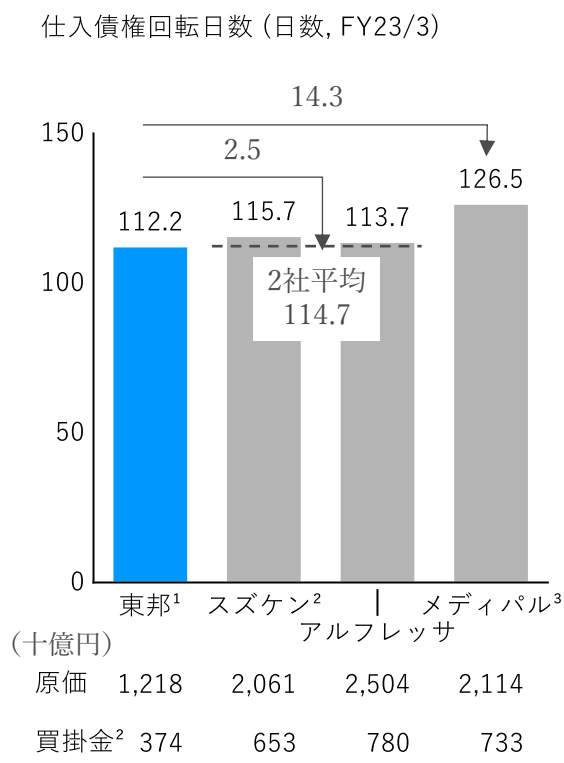
97億円-180億円の改善余地

売上債権回転日数



96億円-107億円の改善余地

仕入債務回転日数



83億円-480億円の改善余地

1) 調剤薬局事業除く (調剤薬局事業は日本調剤、クオールHD、アインHDと同じ在庫・売上債権・仕入れ債務回転率と仮定); 2) 調剤薬局事業除く (東邦と同じ仮定、原価についても業界トップ3と同程度と仮定); 3) パルタック除く; 4) 受取手形含む; 5) 支払い手形含む  
出典: IR

# 4 ご参考：効率性計算ロジック

		東邦	スズケン	アルフレッサ	メディパル	
CCC	=①+②-③	0.8	-7.7	-7.0	-21.9	
① 在庫回転日数	= B÷C×365日	25.8	23.5	22.3	20.4	
② 仕入債務回転日数	= A÷D×365日	87.2	84.5	84.4	84.2	
③ 仕入債務回転日数	= B÷E×365日	112.2	115.7	113.7	126.5	
単位：十億円						
医薬品卸	PL	A 売上高	1,300	2,227	2,696	2,264
		B 売上原価	1,218	2,061	2,504	2,114
	BS	C 棚卸資産	86	133	153	118
		D 売掛金	311	516	624	522
		E 買掛金	374	653	780	733
-----						
連結	PL	売上高	1,392	2,315	2,696	3,368
		売上原価	1,278	2,135	2,504	3,136
	BS	棚卸資産	91	139	153	170
		売掛金	316	521	624	729
		買掛金	385	667	780	891
-----						
控除事業			調剤薬局事業*	(無し)	PALTAC	
	PL	売上高	92	88	-	1,104
		売上原価	60	74	-	1,022
	BS	棚卸資産	5	7	-	51
		売掛金	6	5	-	207
買掛金		11	13	-	158	

\*調剤薬局事業のBSはIRでの開示情報をベースに、業界大手（日本調剤・クオール・アイン）の標準的な数値などから推計  
 (調剤薬局事業の棚卸資産、売掛金、買掛金は両社の調剤薬局事業の売上高、売上原価に、  
 業界大手3社の棚卸資産/売上原価、売掛金/売上高、買掛金/売上原価を掛け合わせて算出)  
 出典: IR

青字：IR記載数値    赤字：推計値    緑字：青字・赤字からの計算値

## 4 各社の取組と比較しても、貴社の運転資本のマネジメントは劣後している可能性がございます

### 在庫回転率



- 提携等を通じ、**自社の在庫管理・発注システムを調剤薬局チェーンに導入**し、導入顧客から得られる在庫情報を基に、需要予測を高度化し、自社在庫を最小化

- アインやツルハと物流に関する提携を締結
- 提携先はメディパルの在庫管理・自動発注システムを導入
- 薬局は自動発注で発注業務を省略できる一方、メディパルは顧客の在庫量情報を入力

“顧客の在庫情報を手に入れ、**需要予測の精度を高めることに力を入れている**。東邦を含め、他社も近年は同様の取り組みをしているが、**うちは取り組みを始めるのが早く、一日の長がある”**

医薬品卸C、現経営戦略部長

### 売上債権回転率



- 既存顧客：**顧客毎に支払期間短縮を交渉**
  - 支払期間が長い顧客をリスト化
  - リスト顧客のサイト短縮を営業のKPIに設定し、人事評価・給与に反映
- 新規顧客：**2か月以上の支払期間での新規取引を禁止**

“医薬品卸は利益率が低い分、債権焦げ付きはインパクトが大きく、危機管理の観点から、**全社的に売掛金回収期間引下**に取り組んでいる”

医薬品卸B、現営業推進課担当課長

### 仕入債務回転率



- 製薬会社と**支払条件を継続的に交渉**
  - 一般に日系メーカーは支払期間 x 金融リベートのテーブルで、外資系メーカーは固定支払期間を支払条件として提示
  - メディパルは製薬会社の提示に対し、より自社に有利な条件への変更を地道に交渉

“東邦はこちらが提示した条件を他よりも**あっさり**と受け入れてくれるので**イージーな相手**。対して、メディパルやスズケンはいつも**タフな交渉**をしてくる”

製薬会社E、前代表取締役社長

## 4 具体的な運転資金改善の施策としては、下記の様なものが想定されます

### 在庫回転日数

- 長期在庫の現金化
- 在庫水準目標を設定・モニタリング
- 需要が少ないSKUの取扱を中止／段階的に廃止

### 短期的施策

- 過剰在庫SKUを可視化・対策
- 需要予測／計画の精度を改善（需要側の販売・在庫情報の取得・活用など）
- 不採算SKUの合理化
- 安全在庫数を最適化

### 中期的施策

### 売上債権回転率

- 優先度が低い顧客に対する与信延長／サービス提供／出荷を制限または停止
- 分割納付を提案
- 顧客に対するクレジットポリシーや信用度を見直し

- 主要顧客との支払条件再交渉
- 現在より厳格なクレジットポリシーを採用
- 非主要顧客の支払期間を短縮
- 延滞債権を売却

### 仕入債務回転率

- 支払期間を卸が選択可能な取引先について、従来より長い支払期間を選択
- 非主要取引先と支払期限延長を交渉
- 後払・分割払を活用

- 主要取引先と支払条件の再交渉
- 特定のサプライヤーを統合し、数量割引を交渉

## Section4：ハードルレートを上回る再投資

- **飛躍的な企業価値成長を実現する上では、資本コストを十分に上回るIRRでの再投資が必要不可欠です**
  - ー 一般に、資本コストを下回る投資効率での投資は企業価値を毀損するため、再投資を実施するためには厳格なハードルレートの設定が必要
  - ー ハードルレートを設定する際には、資本コストにマージンを加えたものを設定すべきであり、飛躍的な価値創出を実現する上で必要なマージンは4%
    - 資本コストの水準で再投資を行った場合に比べ、資本コストを大幅に上回るハードルIRR<sup>1</sup>（資本コスト+4%）での再投資は10年で2倍近くの価値を創出
  - ー 貴社の資本コストは7.3%程度と想定され、マージンを加えたハードルレートは11.3%程度と考えられる
- **貴社にとって、収益性改善の生命線である販管費削減・NPS改善による顧客内シェア拡大には限界があるため、再投資による成長・規模拡大による収益性改善の追求は避けて通れません**
- **想定される再投資の方向性としては、下記の3つが想定されます**
  - ー 有力な地場卸のBolt-on acquisitionによる収益力強化：
    - 医薬品卸売事業は、地域シェアの高低が収益性に直結するビジネスであるが、貴社は一部地域を除き、劣後した地域シェアしか獲得できていない状況にある
    - そのため、全国4位の企業ではあるが、実態としては弱いポジションにあり、地域シェアの獲得に向けた取り組みが必須
    - 自助努力による地域シェアの向上は困難であると想定される中において、有力な地場卸の買収が地域シェアの拡大において重要な手段となりえる
  - ー M&Aを通じた周辺領域での成長：
    - 一般に、周辺領域に事業を拡大する場合、コア事業から近い領域の方が成功確率が高い
    - バリューチェーンの近接性、販売先の同一性の観点から、貴社のコア事業である医薬品卸売事業に近いのは、「医薬品製造・販売」「調剤薬局」「医療機器・医療材料卸」「顧客支援システム開発・販売」と想定される
    - 近接4事業いずれも本業より高いROAが見込める事業。プロフィットプールの大きさからみても、再投資先として一定の合理性がある
    - 初期的に検討を行った結果、各領域での成長戦略においては規模拡大に向けたM&Aが重要な手段となると想定され、ハードルレートを上回る形でのM&Aが実施可能か検証すべき
  - ー 自己株式への再投資：
    - 自社判断で行える自己株式取得と残存資金によるM&Aの組み合わせは、ハードルレートでの他社M&A単独よりも、高い効率で一株あたりCFの成長を実現可能
- **再投資の実施において、厳格な投資規律を備えるうえで、専門性が担保された体制の整備が必要と考えております**

ハードルレートを上回る再投資の重要性



# 一般に、資本コストを下回る投資効率での投資は、企業価値を毀損します

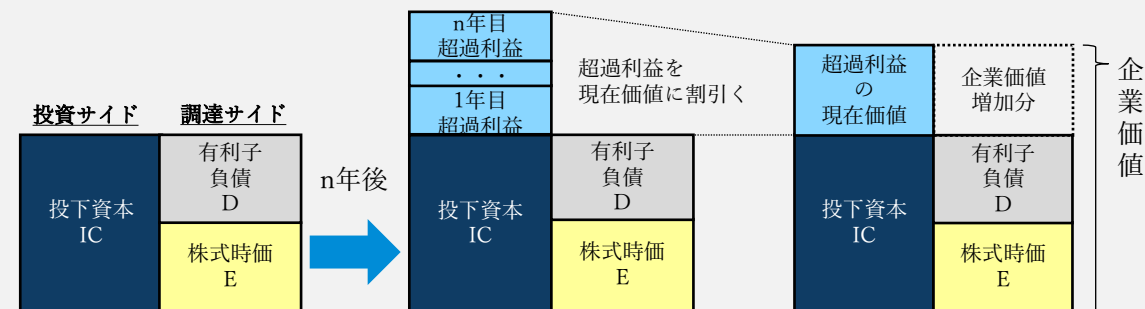
再掲

- 企業が調達する資本には、資金提供者がその企業への投融資で期待する収益率＝資本コストが発生する
- DCF法による企業価値算出式に基づけば、企業価値は、 $IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{\text{資本コスト}}$  によって定義付けられる
- したがって、資本コストを下回るROICしか生まない事業への投資は、企業価値を文字通り毀損していることになる

## DCF法による企業価値算出式<sup>1</sup>

$$\begin{aligned} \text{企業価値} &= E + D + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^2} + \dots + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{(1 + \text{資本コスト})^n} \\ &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1}{1 - \frac{1}{1 + \text{資本コスト}}} = IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{1 + \text{資本コスト}} * \frac{1 + \text{資本コスト}}{\text{資本コスト}} \\ &= IC + \frac{IC * (ROIC - \text{資本コスト})}{\text{資本コスト}} \end{aligned}$$

➡ ROIC > 資本コスト：企業価値創出  
 ROIC < 資本コスト：企業価値毀損



## ROIC < 資本コストの投資は価値破壊的なものである

“すなわち、価値創造的な (ROIC > WACC) 投資を行って成長すれば企業価値は高まるが、価値破壊的な (ROIC < WACC) 投資を行って成長しても企業価値は低下する”

「第3回事業再編研究会 意見書」経産省主催

企業価値の毀損を避ける上で、再投資に際しては厳格なハードル・レート（≡必要最低限の要求される投資効率）の厳守が必要

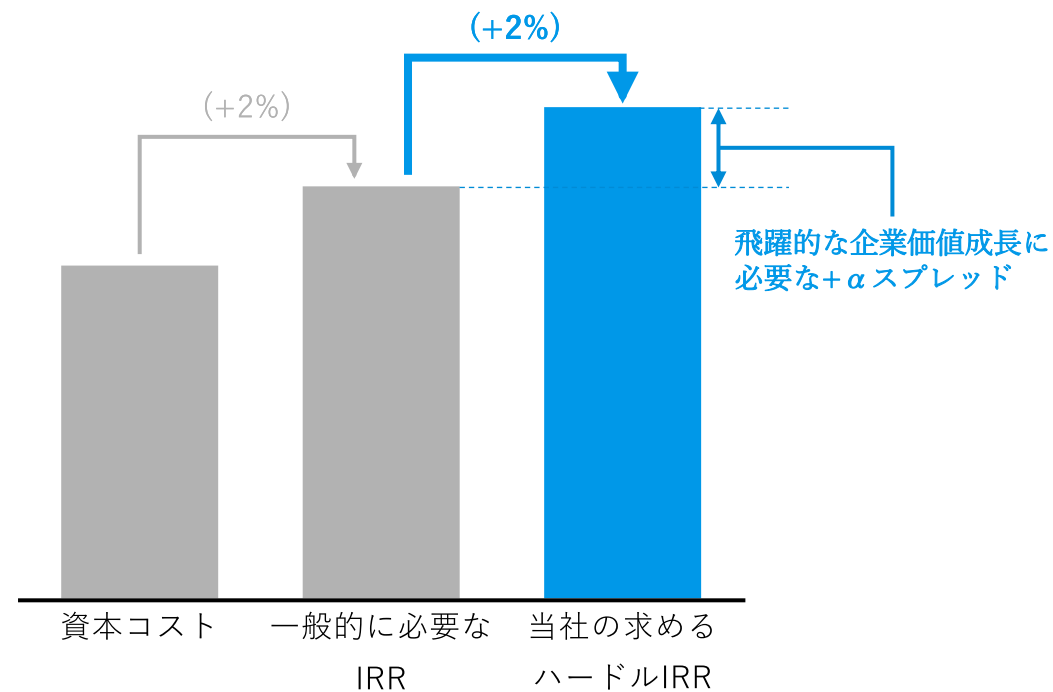
注：[1] 成長率を0、超過利益は配当・支払利息等に全額使用されるとし、超過利益は常に一定となる前提での算出式

# 企業価値の毀損を避けるだけでなく、持続的かつ複利的な企業価値成長を実現するために必要なハードル・レートは資本コスト+4%と考えております

一般に、価値創造を行うために必要なリターンは資本コスト+2%です<sup>1</sup>

- 柳良平氏（早稲田大学客員教授）が多数の世界の投資家にヒアリングして、価値創造のエクイティスプレッドの水準は「概ね2%が要求されている」ことが判明しています
- 従って、柳氏は投資採択基準で「資本コスト+2%」つまりIRRスプレッド2%を基準として記述しています
- また、株式会社エーザイの投資基準は柳氏の財務担当役員期間の約10年で常にIRR+2%を現実に実務でも適用し、世界の投資家と対話して賛同を得ています

概ね、資本コスト+4%以上のIRRが、飛躍的な企業価値成長に向けたハードル・レートとして妥当な水準と考えます



## 貴社の資本コストについては、約7%であると当社は考えております

- 企業の資本コストの算出方法は複数あるが、**株主資本コストと負債コストを、資本構成により加重平均して算出**することが一般的

$$WACC = \text{株主資本コスト} \times \underbrace{\left[ \frac{\text{時価総額}}{\text{時価総額} + \text{Net debt}} \right]}_{\substack{\text{資本構成} \\ \text{(分子: 時価総額)}}} + \text{負債コスト} \times \underbrace{\left[ \frac{\text{Net debt}}{\text{時価総額} + \text{Net debt}} \right]}_{\substack{\text{資本構成} \\ \text{(分子: Net debt)}}} \times (1 - \text{実効税率})$$

- しかし、貴社はネットキャッシュの状態であり、実質的に株主のみから資本を調達している状態と言え、**貴社にとっての資本コストは、株主資本コストと同義**

— FY19/3 - FY23/3の期間において、貴社のネットキャッシュは1,200億円から1,300億円の水準で推移

- 3つの算出法の平均に基づき、**貴社の株主資本コストは7.3%と想定され**、上記を踏まえると**資本コストも同様に7.3%と考えられる**

— 株価基準: 7.7% (Appx Pg140)

— アンケート基準: 8.0% (Appx Pg141)

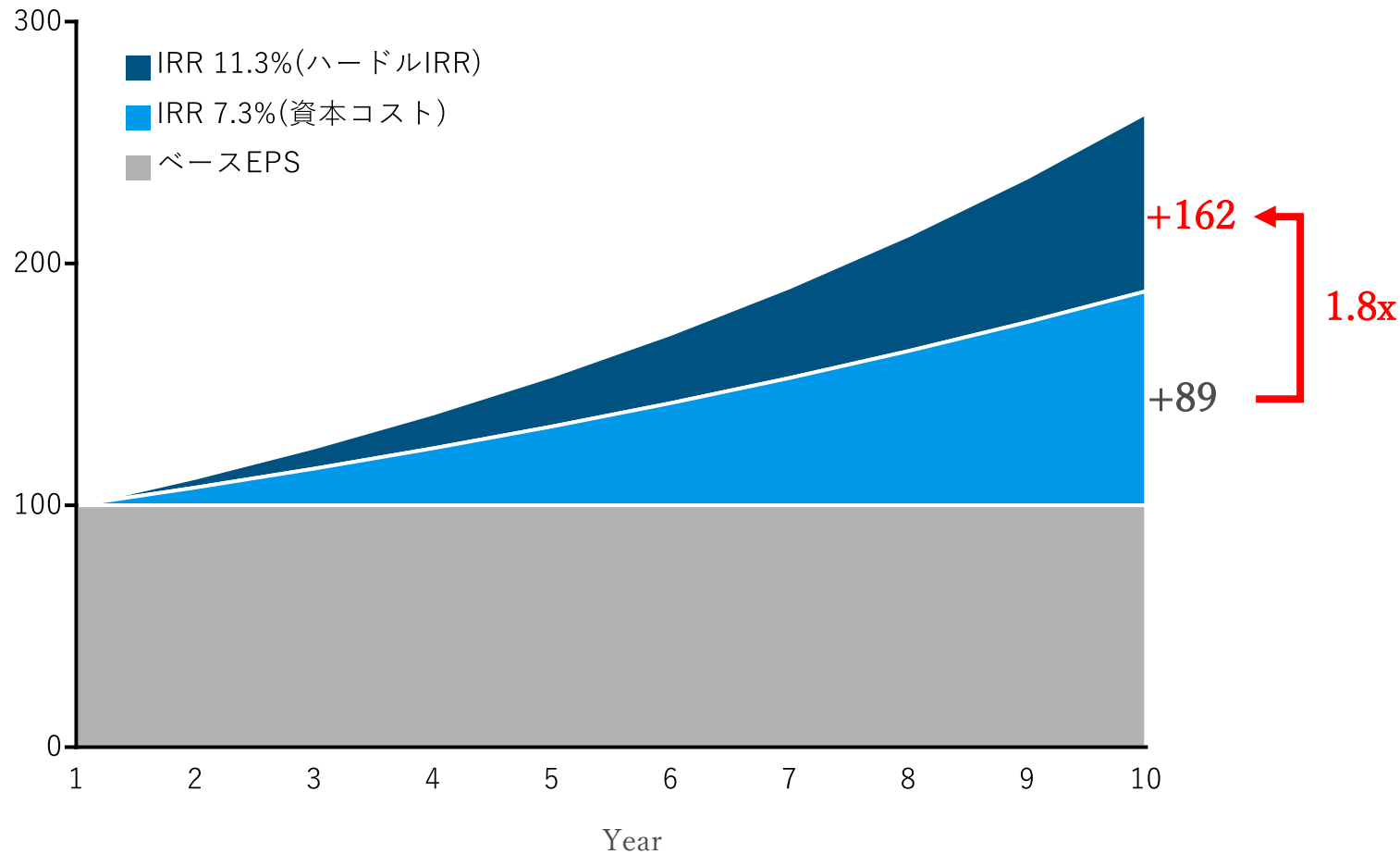
— CAPM基準: 6.1% (Appx P142)



**貴社はハードルレートを11.3%に設定し、再投資を実施すべきであると想定しております**

# ハードル・レート以上での再投資を継続した場合、持続的かつ複利的な企業価値成長が実現されます

IRRごとの一株当たりEPS成長（1年目EPS=100）



- 資本コストの水準で再投資を行った場合に比べ、ハードルIRR<sup>1</sup>での再投資は10年で2倍近くの価値を創出します
- このように、資本コストを大幅に上回る水準のIRRでの投資は、飛躍的な企業価値成長を達成する上で極めて重要です

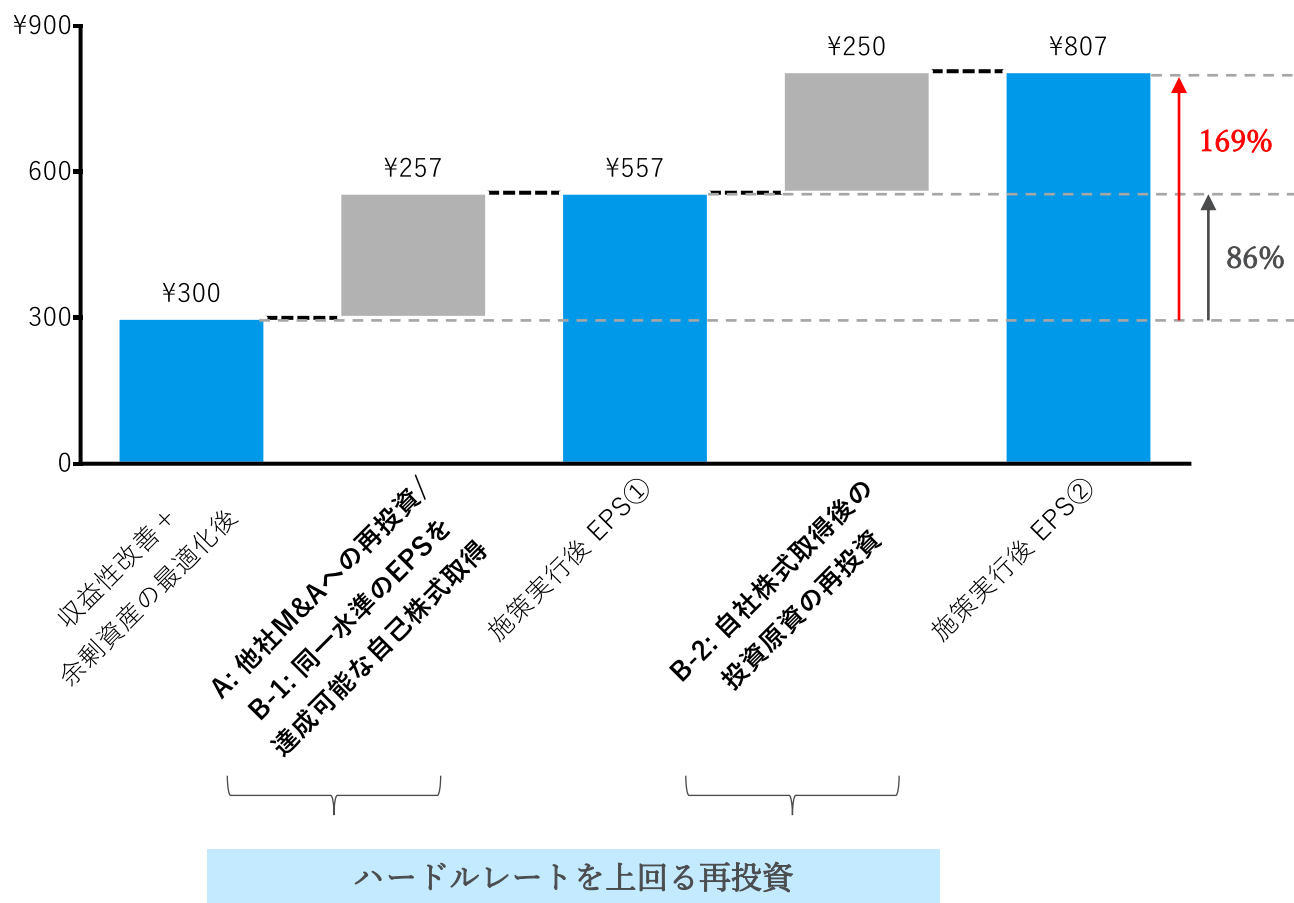
注: [1] ハードルIRR = 資本コスト + 4%以上のIRR

# 貴社において、ハードルレートを上回る再投資を実施した場合、再投資前と比較して一株あたりCFは2倍近くまで増大します

ハードルレートを上回る再投資を実施することで、一株あたりCF(≒EPS)は86%-169%増大

## EPS推移の前提

各施策のEPS改善インパクト（2年後を想定, 円）



- A: 他社M&Aへの再投資 — 再投資方針①、②
  - 再投資原資1,814億円を全額EV/NOPAT10.5x (IRR 11.3%水準)での他社M&Aに再投資
- B-1: 同一水準のEPSを達成可能な自己株式取得 — 再投資方針③
  - 他社M&AケースにおけるEPS 557円を達成可能な866億円の自己株式取得を実施
- B-2: 自社株式取得後の投資原資の再投資 — 再投資方針③
  - 上記の自己株式取得866億円を実施した後、残った948億円の再投資原資を、EV/NOPAT10.5x (IRR 11.3%水準)での他社M&Aに再投資

貴社における再投資の重要性

# 医薬品卸は、収益性に対し製薬会社と医療機関の双方から強いプレッシャーを受ける挟み撃ちの状況にあります



## 維持・引き上げ

- 製薬会社にとって医薬品卸はスイッチングコストが低く、**製薬会社の価格交渉力が強い**
- 納入価格が下がると薬価改定で薬価が下がるので、納入価格を高く維持するために仕切価格を高く設定しようとする力が強い

## 引下圧力が強い

- 医療機関にとって医薬品卸はスイッチングコストが低く、**医療機関の価格交渉力が強い**
- 医療機関は利益確保のため**薬価下落に合わせ納価引下**を要求

## 引下圧力が強い

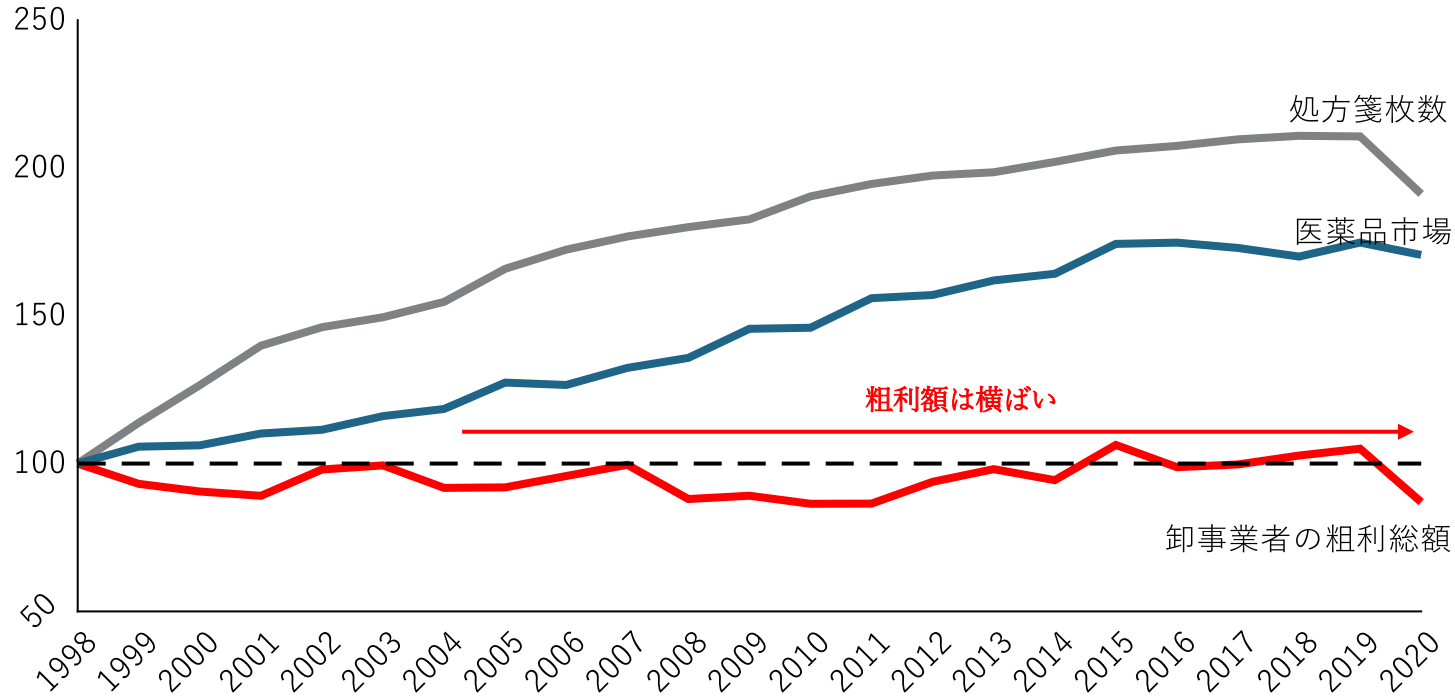
- 薬価は**決定薬価と納入価格の差に基づいて毎年引き下げられる**

# 挟み撃ちの状況は、医薬品卸が獲得可能な粗利が増加しない状況を生み出しております

再掲

/ 上位4社

医薬品卸事業者の取引高・粗利推移 (1998年=100でインデックス)



処方箋枚数 (億枚) 4.0 4.6 5.1 5.6 5.8 6.0 6.2 6.6 6.9 7.1 7.2 7.3 7.6 7.8 7.9 7.9 8.1 8.2 8.3 8.4 8.4 8.4 7.6

医薬品市場 (兆円) 6.4 6.8 6.7 6.5 6.1 6.4 6.5 6.7 6.8 7.1 7.2 7.7 7.7 8.0 8.3 8.9 8.9 9.5 9.5 9.8 10.0 10.6 10.6

卸事業者の粗利総額 (十億円) 678 631 614 604 664 674 622 623 650 675 597 604 586 586 636 665 640 721 670 676 696 712 590

## 粗利は構造的に横ばい

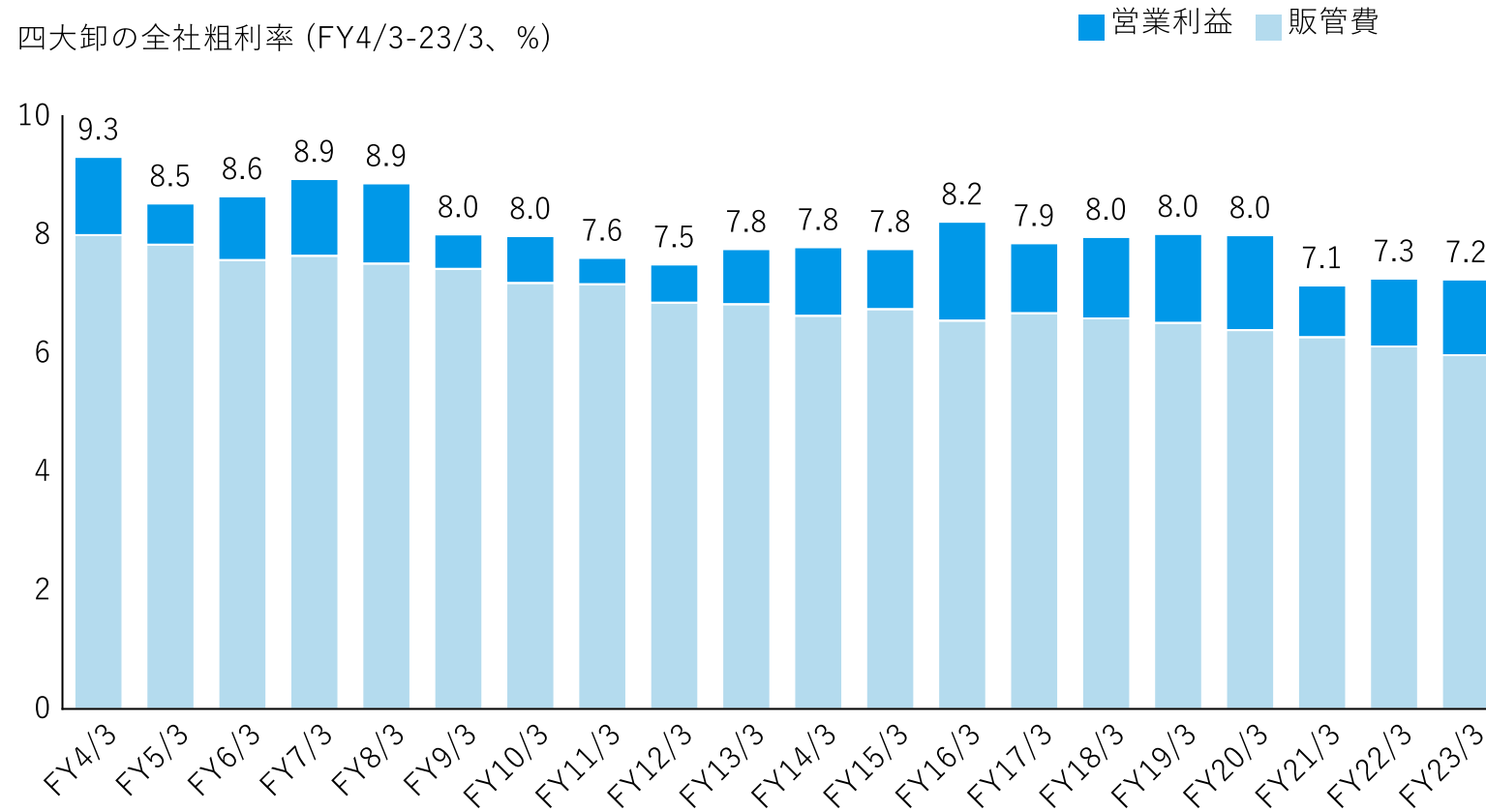
- 医薬品卸売業は製薬会社、医療機関・薬局に対して交渉力が低い
  - 卸売は基本的にすべての医薬品を取り扱っており、顧客に対して差別化がしづらいため、納入価に対して交渉力が低い
  - 製薬会社に対しても差別化がしづらく、仕切価は製薬会社から一方的に通達される
- 結果、納入価が仕切価格より低い逆ザヤになっており、製薬会社から支払われるリベート・アロワンスで利益を出している状況
- 製薬会社は年間で支払うリベート・アロワンス額を決めているため、構造的に成長しない環境



# このような業界構造のなかでは、販管費の削減が収益性改善における生命線であり、実際に業界全体として販管費削減に取り組んでいる状況にあります

再掲

/ 上位4社



“医薬品メーカー・顧客からの圧力が強まり事業環境が厳しくなる中、東邦含む4大卸が生き残ってきたのは、M&Aでスケールを得ただけでなく、地道にオペレーションの改善を積み重ねてきたから”

医薬品卸B、現営業推進課担当課長

粗利率 (%)	9.3	8.5	8.6	8.9	8.9	8.0	8.0	7.6	7.5	7.8	7.8	7.8	8.2	7.9	8.0	8.0	8.0	7.1	7.3	7.2
販管費 (%)	8.0	7.8	7.6	7.6	7.5	7.4	7.2	7.2	6.9	6.8	6.6	6.7	6.5	6.7	6.6	6.5	6.4	6.3	6.1	6.0
営業利益率 (%)	1.3	0.7	1.1	1.3	1.4	0.6	0.8	0.4	0.6	0.9	1.2	1.0	1.7	1.2	1.4	1.5	1.6	0.9	1.1	1.3

注: 4大卸の売上規模で加重平均して算出  
出典: IR

しかし、医薬品卸市場には今後も収益の下押し圧力がかかると見込まれ、これまでに述べたような販管費削減を中心とした収益性の強化は、いずれ限界を迎える可能性があります

再掲

A

薬価下落の加速



- 2021年より薬価改定が隔年から毎年改定へ変更され、薬価下落スピードが加速
- 毎年薬価交渉をする形になり、医薬品卸の粗利へのプレッシャーが増大

B

さらなる  
ジェネリックのシェア拡大



- 厚生労働省によるジェネリック推進は今後も続くと思われ、卸にとって儲かりにくいジェネリック医薬品の全体のボリュームに占める割合が拡大し、生産性が低下

C

薬局の購買力の増大



- チェーン薬局のさらなる規模拡大に加え、小規模薬局のグループ購買が拡大
- 薬局側の購買力が増大により、納入価格が下落する可能性

D

コストの増加



- インフレや人手不足により、配送費を始めとして、あらゆるコストが増加



貴社は、構造的な低収益性改善に向けて、ハードルを上回る再投資による成長・収益性改善が必要不可欠です

再投資方針①：有力な地場卸のBolt-on acquisitionによる収益力強化

# 医薬品卸にとって地域シェアの確保は、収益性の観点から極めて重要な要素です

## 医薬品卸市場の見立て

### 医薬品卸は、地域シェアの高低が収益性に直結するビジネス

- 医薬品卸ビジネスにおける主な収益性ドライバーは地域および全国レベルでのスケール
  - ー 地域レベルでのスケールによるメリット
    - 営業効率
    - 配送ネットワーク効率
    - 製薬会社からの一部リベート・アロワンス、情報提供料
  - ー 全国レベルでのスケールによるメリット
    - 製薬会社からのリベート・アロワンス
    - 全国チェーン顧客との取引
    - バックオフィスの効率
    - 間接材の調達コスト

“取引量が多くなるとMSが各医師の処方傾向をより詳しく把握することができ、製薬会社のMRや取引先医療機関の満足度を上げることができる”

医薬品卸A、前営業支店長

“各地域で流通量が多くなればなるほど卸側の欠品率が改善される。欠品率の低さは医療機関が卸選定を行う上で重要な購買要因なので、規模が大きな卸が重宝される”

調剤薬局チェーンA、現薬剤本部ヘルスケア推進部課長

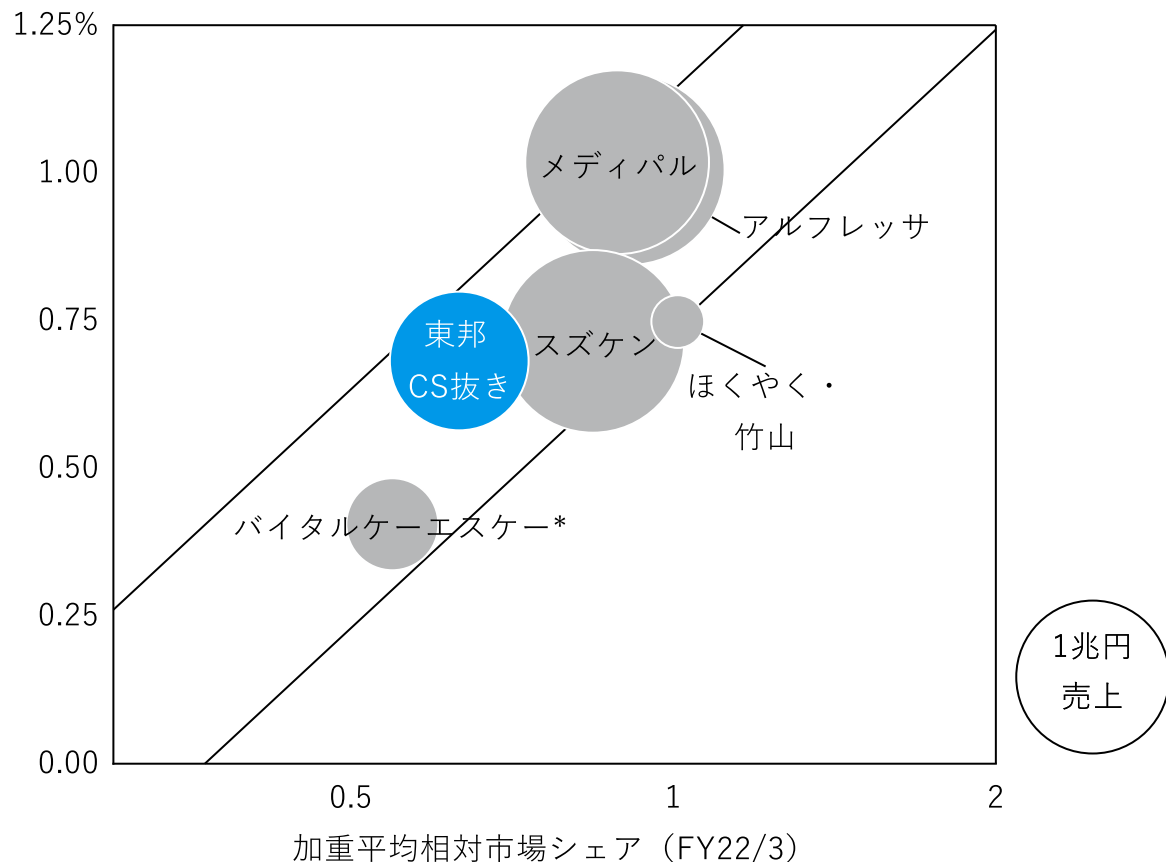
\*FY22/3-FY23/3の平均営業利益

注: 東邦およびメディパルについては営業外収益に換算されている情報提供料収入(受取手数料)を事業の売上・粗利益に計上; 加重平均相対市場シェアは、各社の地域別相対市場シェアの対数を算出後、地域別総売上高により各社の地域別相対市場シェアの加重平均をとる。加重平均後の地域別相対市場シェアの指数を算出することで計算; バブルの大きさは医薬品卸売業年鑑よりFY22/3の売上高

出典: IR; 医薬品卸売業年鑑; 文献検索; 市場参加者インタビュー

### 実際に、地域シェアが高い医薬品卸は、収益性も高い傾向にある

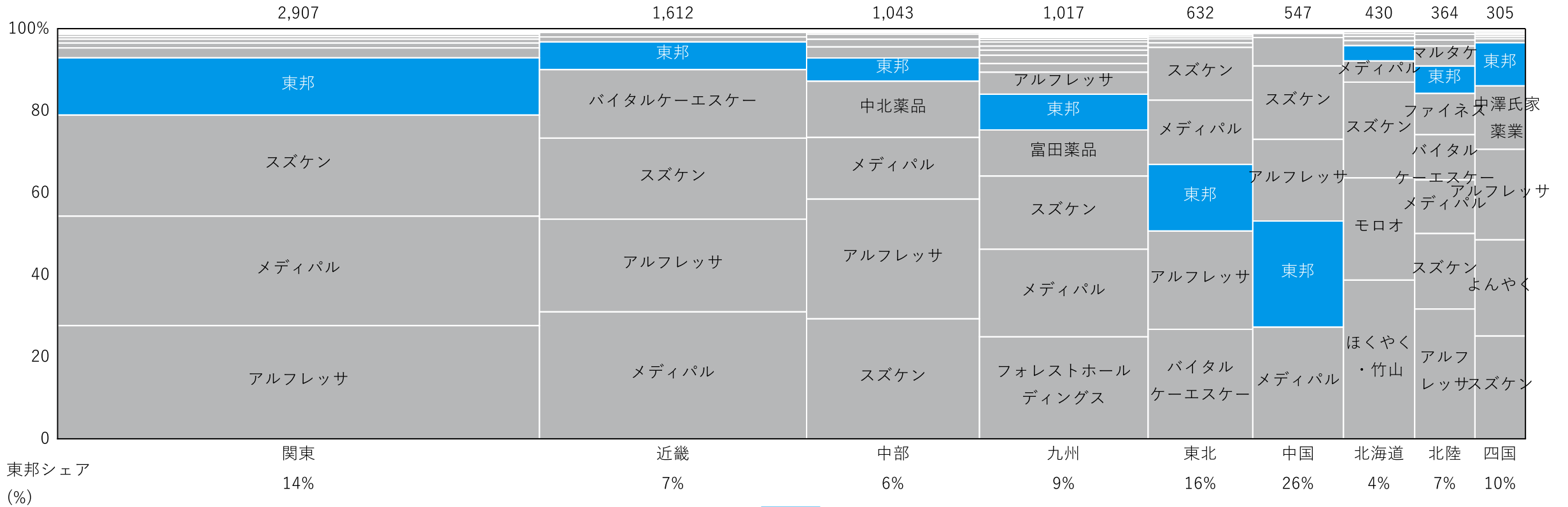
営業利益率(FY21/3-23/3の平均, %)



# しかし、貴社は一部を除き、各地域において競争に劣後したシェアしか獲得できていない現状にあります

地域別 医薬品卸売市場 (FY22/3、十億円)

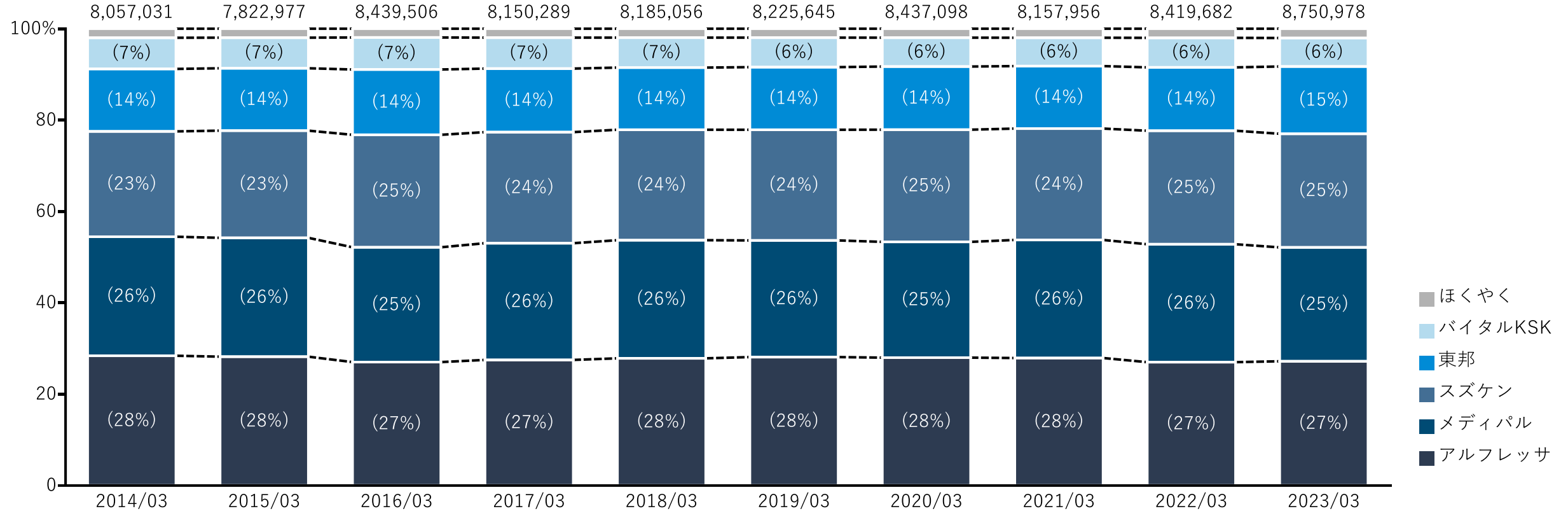
合計 = 8,856



全国4位の企業ではあるが、実態としては弱いポジションであり、地域シェアの獲得に向けた取り組みが必須

# 卸間シェア変動は非常に小さく、自助努力による地域シェアの向上は困難で、M&Aが必須です

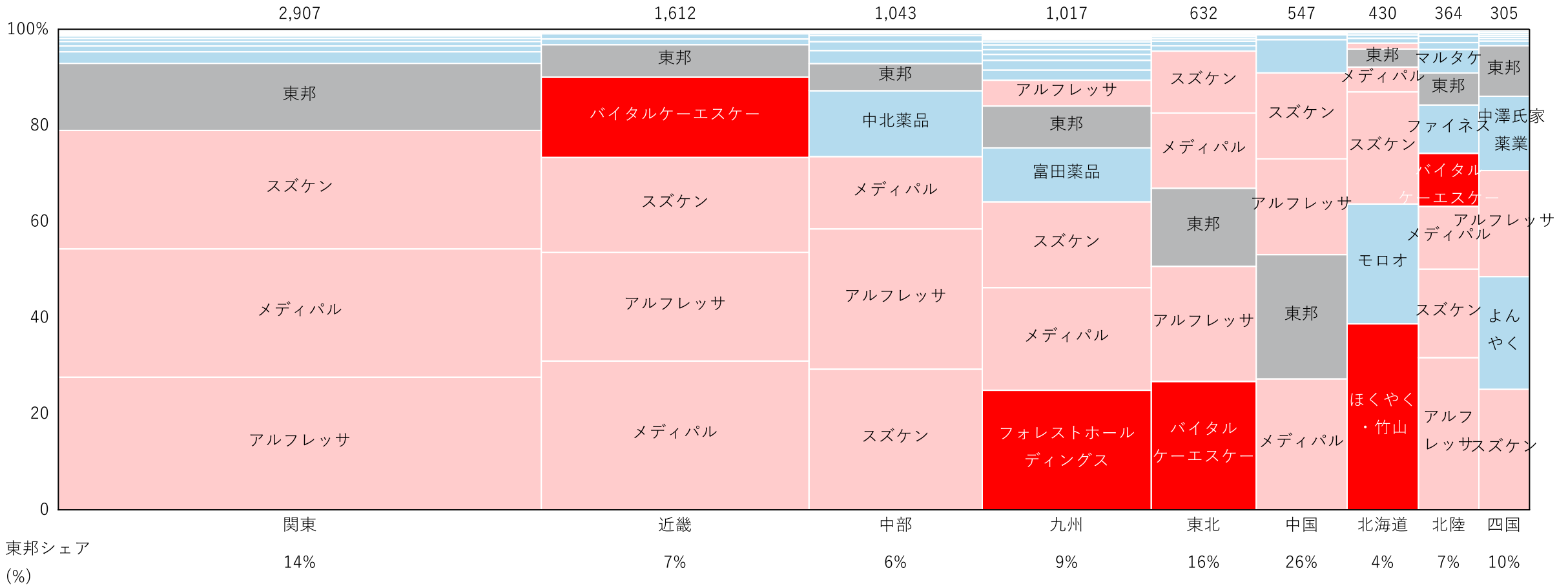
主要医薬品卸間のシェア (FY14/3-FY23/3)



# バイタルケーエスケー、ほくやく・竹山、フォレスト等の 特定地域で高シェアを獲得している医薬品卸がターゲットとなります

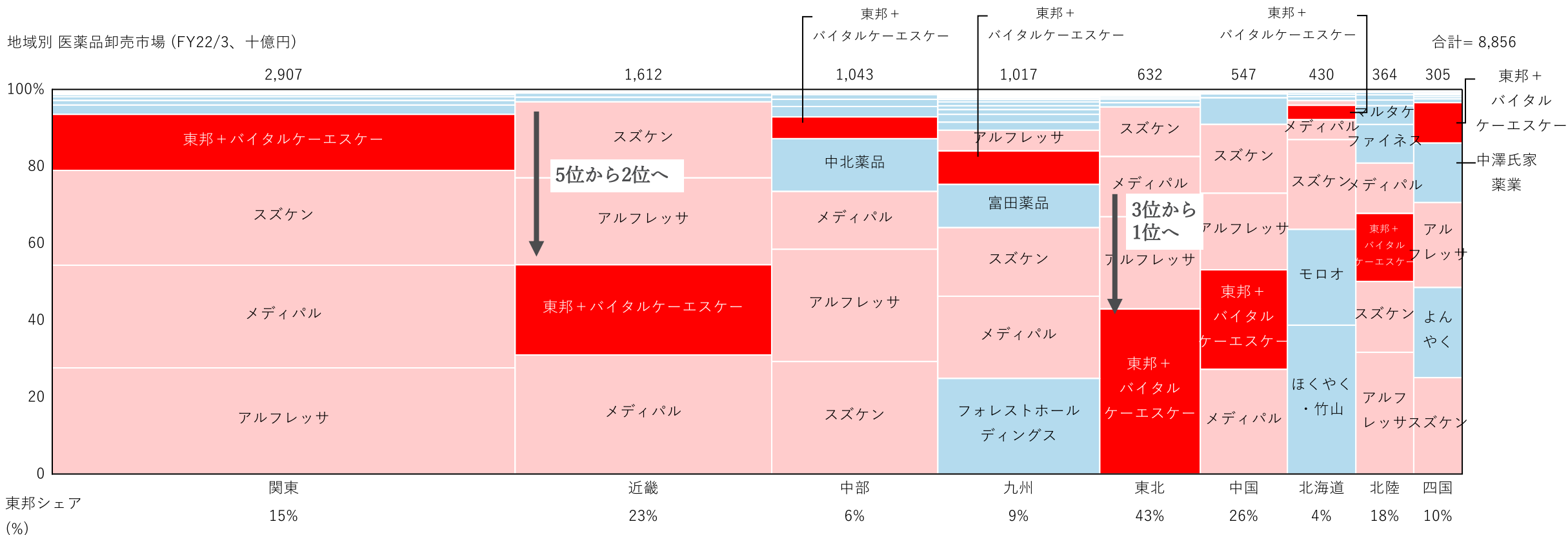
地域別 医薬品卸売市場 (FY22/3、十億円)

合計= 8,856



■ 全国大手   
 ■ 地方プレイヤー   
 ■ 買収候補

# バイタルケーエスケーの買収により、東北地方での地域シェア1位、近畿での地域シェア2位の実現が可能です



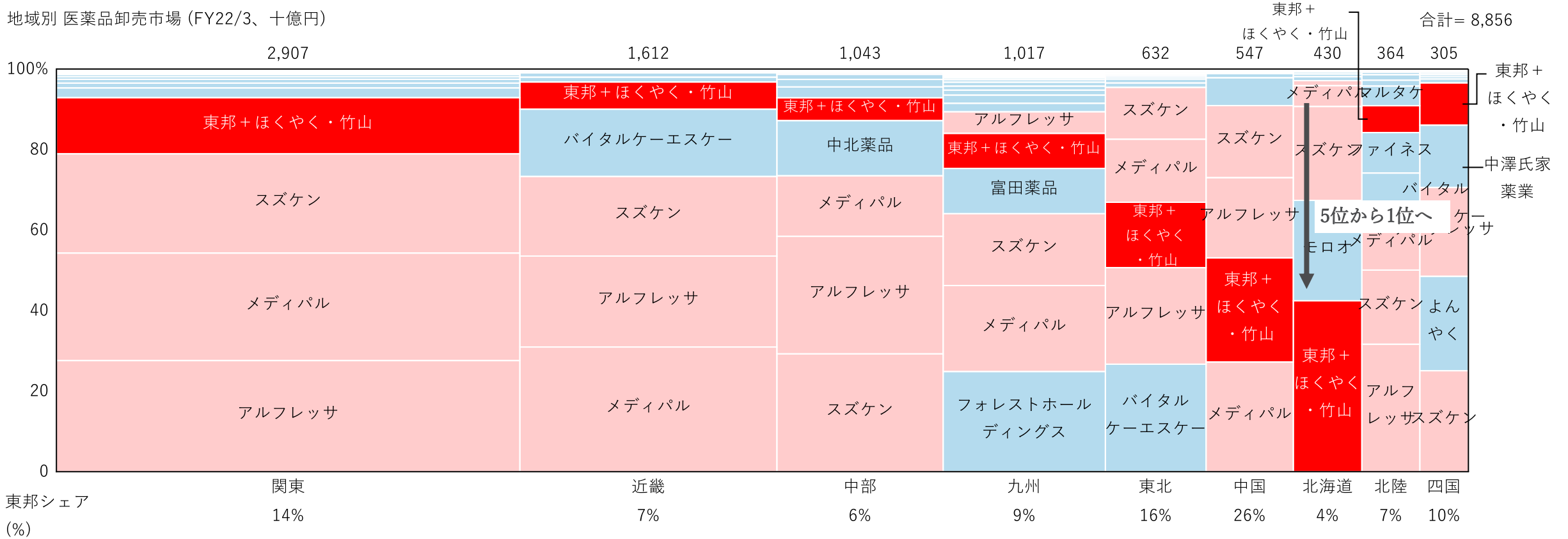
当社は、バイタルケーエスケーの買収により、単純合算の営業利益に加えて40億円程度の営業利益シナジー<sup>1</sup>が創出されると初期的に試算しております

出典: IR; 医薬品卸売業年鑑  
注: [1] Pg126のシナジー・ディスシナジーを前提に算出



# ほくやく・竹山の買収により、北海道での地域シェア1位の実現が可能です

地域別 医薬品卸売市場 (FY22/3、十億円)

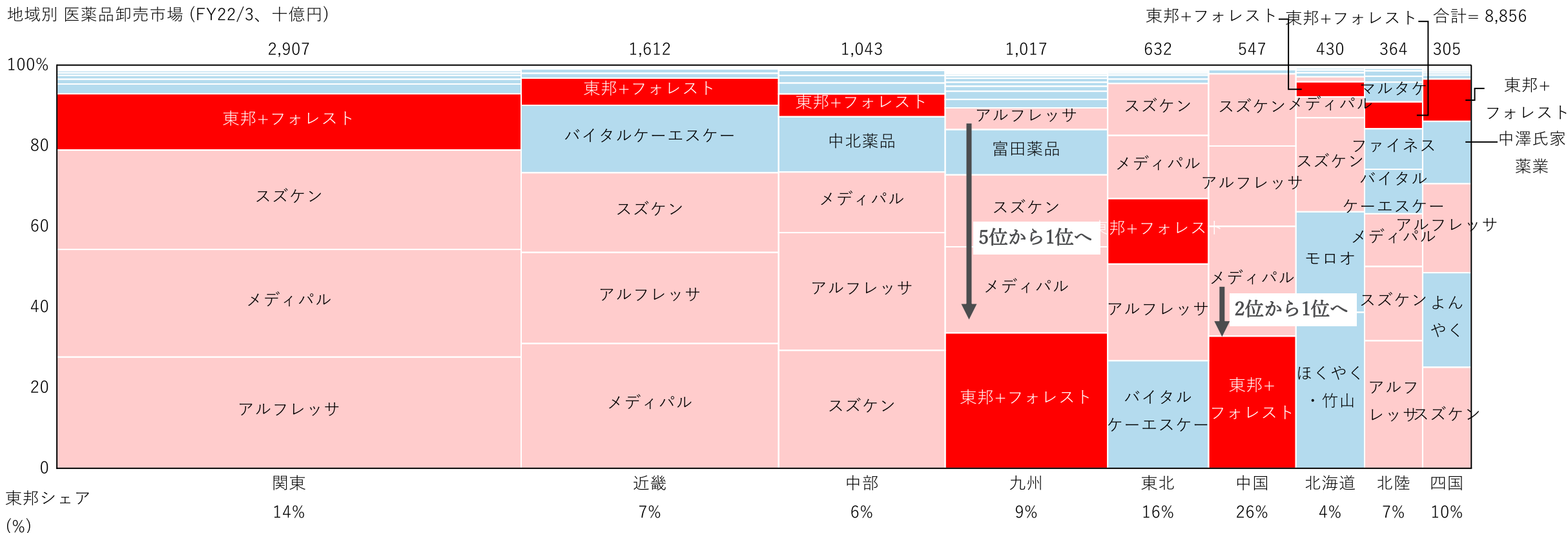


当社は、ほくやく・竹山の買収により、単純合算の営業利益に加えて15億円程度の営業利益シナジー<sup>1</sup>が創出されると初期的に試算しております

出典: IR; 医薬品卸売業年鑑  
注: [1] Pg126のシナジー・ディスシナジーを前提に算出

# フォレストの買収により、九州地方、及び中国地方での地域シェア1位の実現が可能です

地域別 医薬品卸売市場 (FY22/3、十億円)



当社は、フォレストの買収により、単純合算の営業利益に加えて  
45億円程度の営業利益シナジー<sup>1</sup>が創出されると初期的に試算しております

出典: IR; 医薬品卸売業年鑑  
注: [1] Pg126のシナジー・ディスシナジーを前提に算出

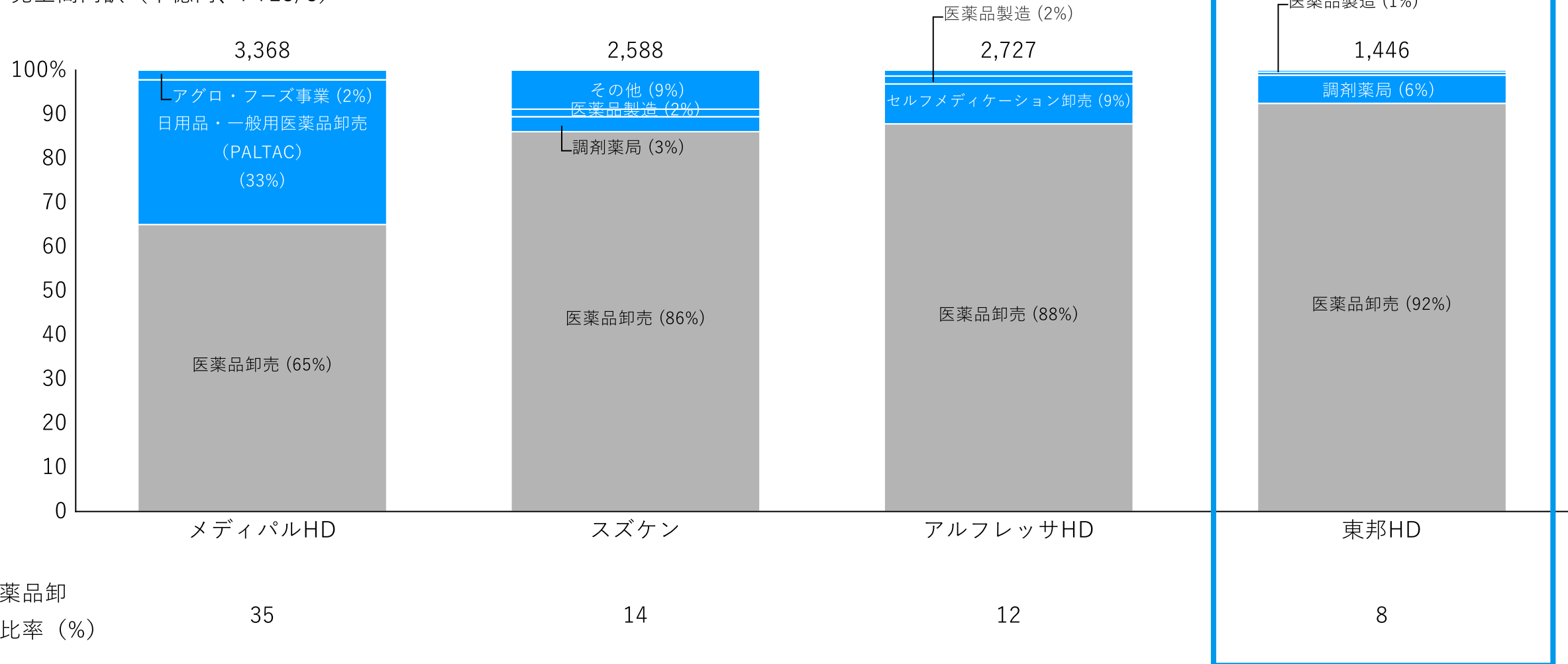
# (ご参考) 想定されるM&Aによるシナジー・ディスシナジー

	売上・粗利	コスト				運転資金
		営業	バックオフィス	物流	その他	
シナジー	<ul style="list-style-type: none"> <li>オーバーラップしていない顧客に対し、双方独自の商材（顧客支援システム等）を販売可能 ⇒クロスセル</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>営業地域・顧客にオーバーラップが存在 ⇒MSの削減 ⇒営業所の統廃合</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>双方に同じ機能が存在 ⇒機能の統合とそれに伴う人員数の合理化</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>物流ネットワークが重複して存在 ⇒ルート統廃合 ⇒物流センターの統廃合 ⇒上記に伴う人員と車両台数削減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>一般的に統合により一定のコスト削減が可能 ⇒間接費削減</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>在庫、売上債権、仕入債務それぞれにおいて両社間で有意な差が存在 ⇒CCC改善のベストプラクティス横展開</li> </ul>
	<ul style="list-style-type: none"> <li>顧客・サプライヤーへの交渉力増加</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>上記に伴い管理職人員数が余剰となる ⇒管理職人員数の合理化</li> </ul>				
ディスシナジー	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定の企業への依存度の引き下げによるシェア減リスク</li> </ul>	<p>“スズケンと東邦のような大手が統合した場合、顧客内シェアが高い所でシェアが多少減るリスクはあるかもしれないが、それ以外に特にディスシナジーはない。また、両社とも既に規模が大きくテーブルの一番上にいる為、合併して規模がさらに大きくなってもリベート・アロワンスが増えることはない。合併で多少売上が減ってもリベート・アロワンスの率に影響はないレベル。”</p>				<p>製薬会社E、前代表取締役社長</p>

再投資方針②：M&Aを通じた周辺領域での成長

# 貴社は、競合と比べて、他業界へ進出し、成長ドライバーを生み出すことができておりません

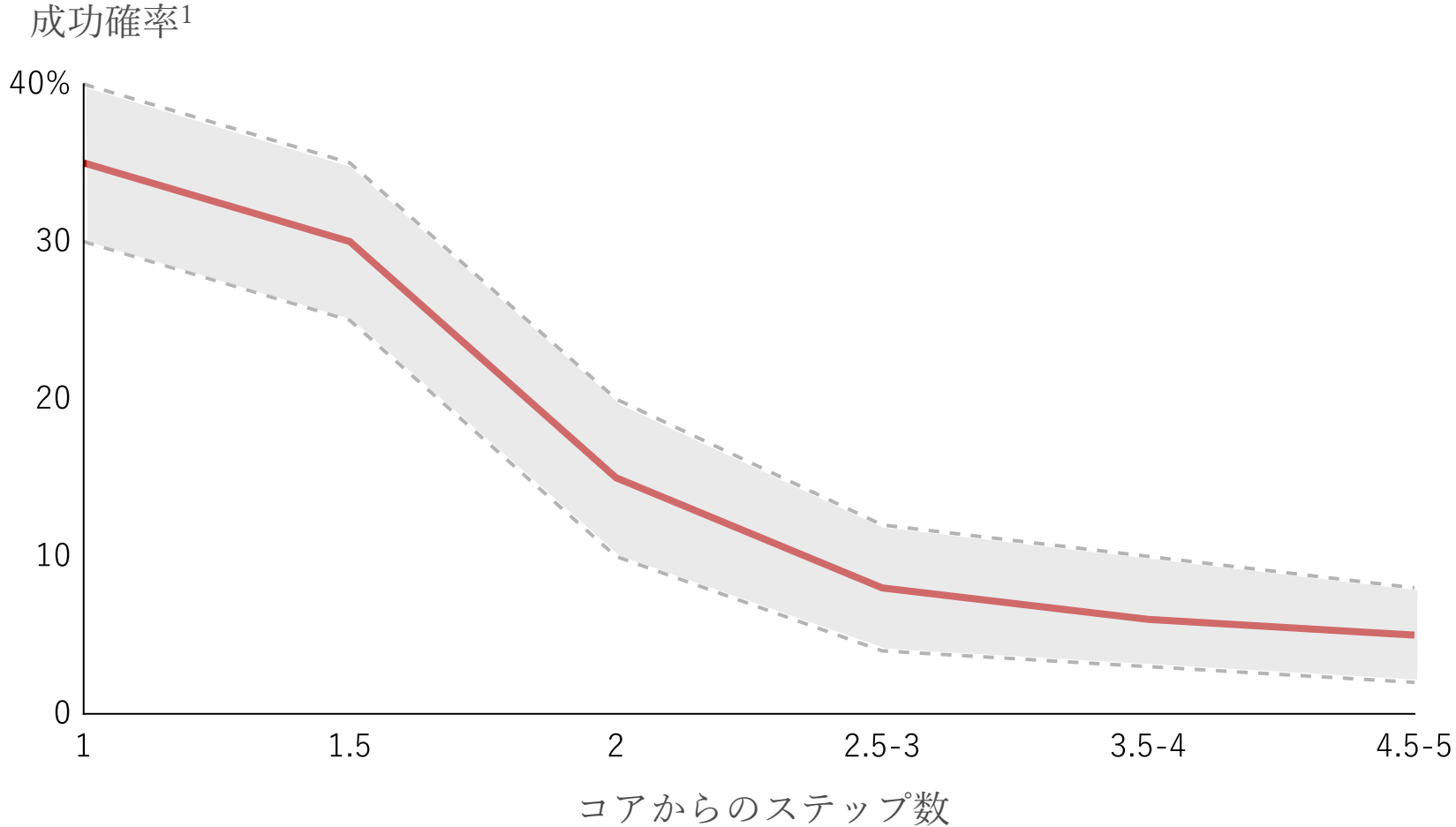
売上高内訳（十億円、FY23/3）



# 周辺領域に事業を拡大する場合、コア事業から近い領域の方が成功確率が高い傾向にあります

## 新たな収益の柱

コアから近い事業領域の方が、成功確率が高い



## コアからのステップ数の定義

- コア事業との距離は以下のステップが多いほど遠いと定義
  - コア事業と顧客基盤が異なる
  - コア事業とコストを共有していない
  - コア事業と販売チャネルが異なる
  - コア事業とケイパビリティが異なる
  - 競合がコア事業と異なる

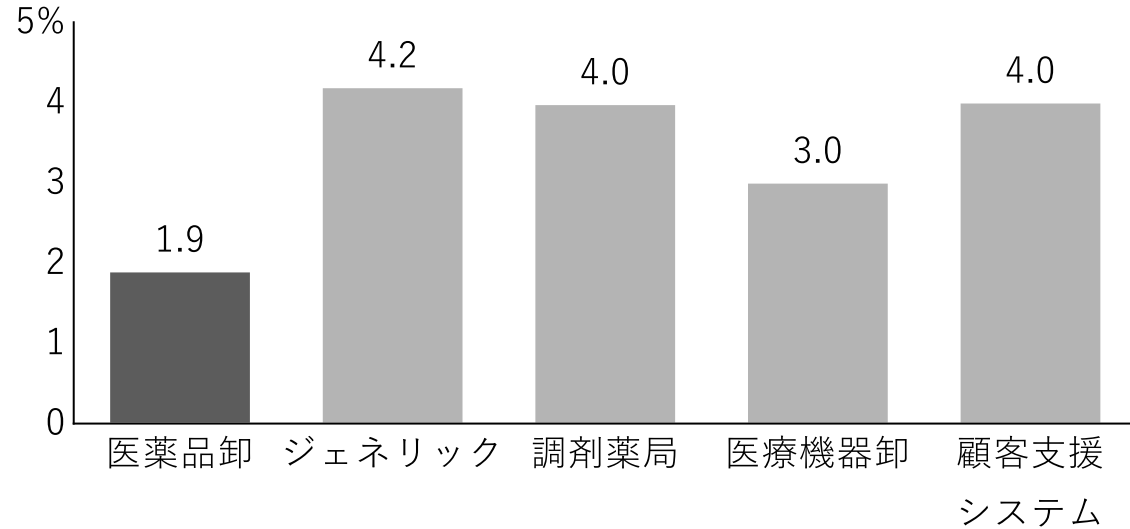
貴社および競合他社が事業展開している領域の内、コアである医薬品卸事業に近いのは、  
 医薬品製造・販売、調剤薬局、医療機器・医療材料卸、および顧客支援システム開発・販売であると考えられます

事業			バリューチェーンが近接	販売先が同じ	
医薬品	医療用医薬品	開発	-	-	
		原材料販売	-	-	
		受託製造	-	-	
		製造・販売	☑	-	
		調剤薬局	☑	-	
医療関連製品・サービス	OTC	卸売	-	⊘ 限定的 (主にドラッグストア)	
		医療機器・ 医療材料	製造	-	-
			卸売	-	☑
	薬局ネットワーク 顧客支援システム コンサルティング	小売	-	-	
		サービス	-	-	
		開発・販売	-	☑	
その他	動物薬	開発・卸売	-	-	
	介護	サービス	-	-	

# 近接4事業いずれも本業より高いROAが見込める事業。プロフィットプールの大きさからみても一定の合理性があります

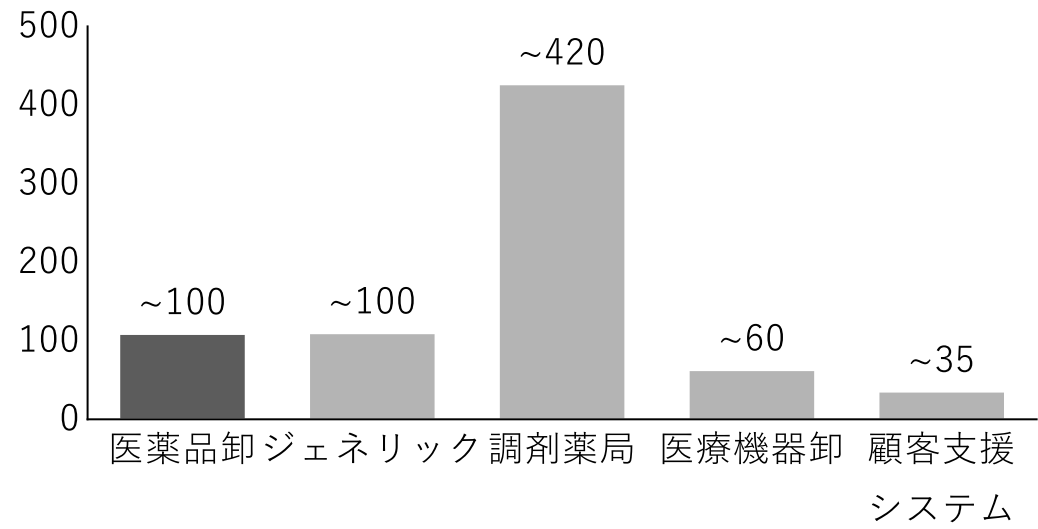
## ROA

業界上位3社平均ROA(%)\*



## プロフィットプール

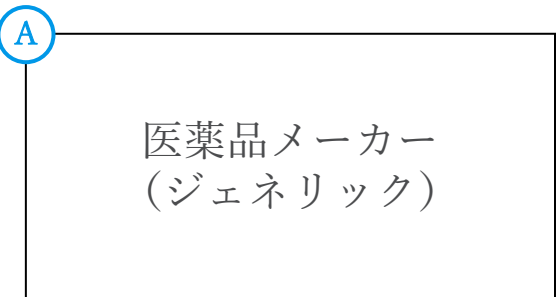
プロフィットプール(十億円)



事業	市場規模 (FY23/3、兆円)	平均営利率*
医薬品卸	10.6	1.0%
ジェネリック	1.2	9.1%
調剤薬局	7.8	5.5%
医療機器卸	4.2	1.5%
顧客支援システム	0.4	8.5%

\*医薬品卸については上位4社の平均、ジェネリックについては日医工を除く上位3社の平均を参照。調剤薬局は医療経済実態調査に基づく数字。医療機器卸、顧客支援システムの営業利益率は各業界上位3社の平均を採用  
出典: IR; 厚生労働省; 富士経済

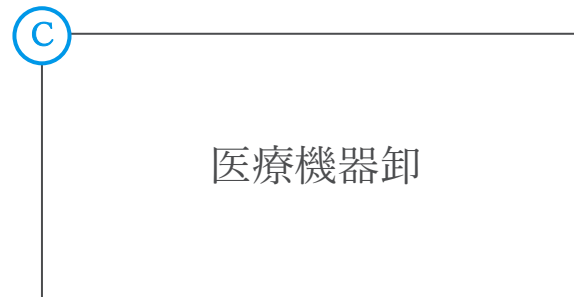




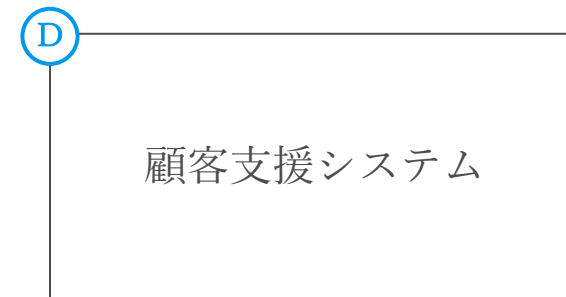
- 大手競合に比べて、現状はごく小規模のプレイヤーに留まる
- 薬価改定により毎年収益性が悪化すること、収益向上にはボリュームを稼ぐことが必須であること、およびGMP規制上の製造移転の難しさ等を踏まえると、ここで勝って行くためには**小規模競合の買収を繰り返すのでは不十分**
- **大手競合の買収を狙っていくのが勝ち筋**



- グループとしては市場5位ながらも、実態としては20+以上のチェーンの集合体
- まずはこれらを集約効率化するのが先決
- その上で、**複数の中堅競合プレイヤーの買収を図り、規模拡大を追求**する
- 買収に当たっては、スケールメリットを最大化する為、同一地域内での買収を優先する



- 現状は小規模の総合型プレイヤーで市場での存在感は限定的
- コア事業である医薬品卸とのシナジーが見込めるのは、購買意思決定者が同じ、かつ物流を共有できる医療材料
- 市場は高度に細分化されているため、各地域で強い所、かつ**医療材料中心に扱っている総合型のプレイヤーを複数買収していくのが有効**



- 現状は診療予約システムのみで一定の存在感。他は小さいものの集まり
- 自社で開発と販売を行っているが、導入はケイパビリティがなく外部委託
- 成長の方向性としては、**M&Aなども含め、競合他社の製品も含めた販売ラインナップ**（特にクリニック・小規模薬局向け製品）を**拡充**し、MSを活用して売っていくのが妥当



各領域において、ハードルを上回る形でのM&Aが実施可能か検証すべきと考えております

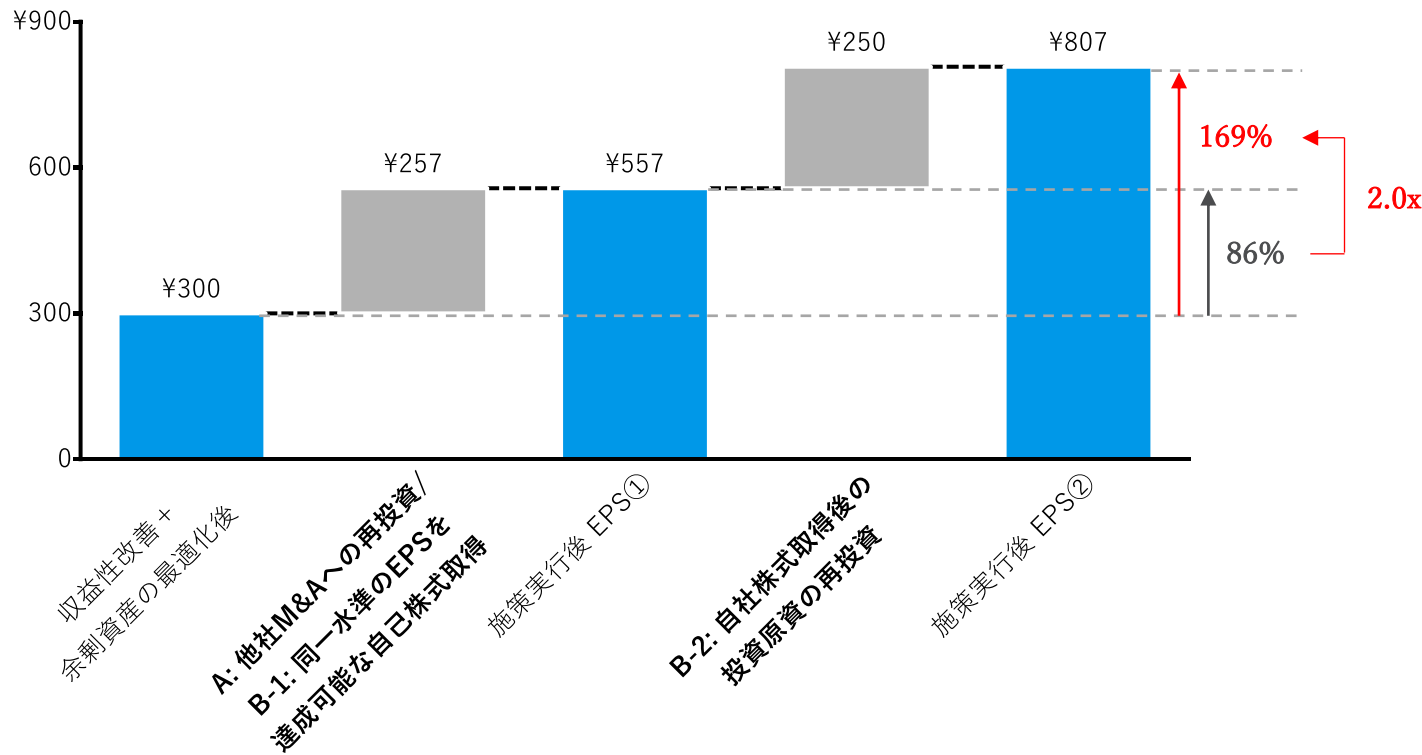
再投資方針③：自己株式への再投資

# 自社判断で行える自己株式取得を組み合わせることで、ハードルレートでの他社M&Aのみよりも、高い効率で一株あたりCFの成長を実現可能

自己株式取得との組み合わせで、ハードルレートでの他社M&Aのみの場合よりも約2倍のEPS成長率を実現

試算の前提

各施策のEPS改善インパクト（2年後を想定, 円）

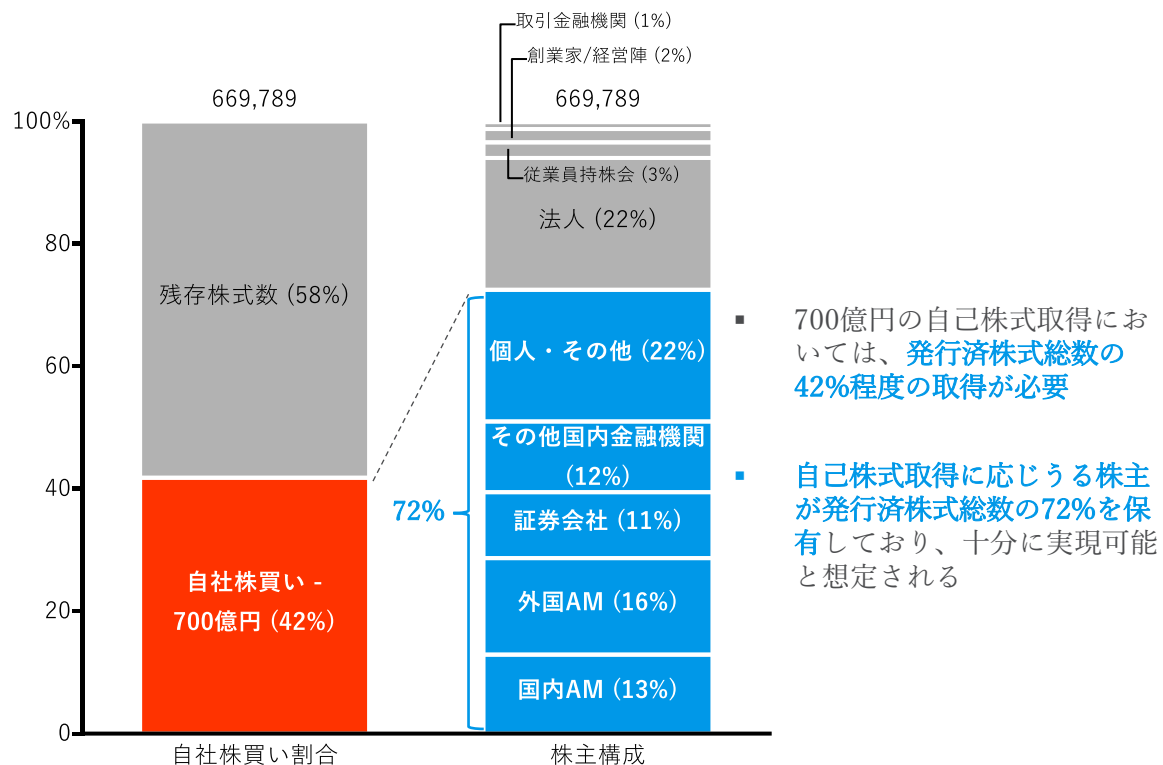


- 投下資産の最適化で創出された約1,814億円を再投資する前提
- 他社M&Aケース (Aのみ) :  
1,814億円をEV/NOPAT10.5xベースで、ROIC15%。純利益成長率5%の企業のM&Aに充当 (IRR 11.3%水準)
- ハイブリットケース (B-1/B-2の組み合わせ) :  
866億円の自己株式取得 + 948億円のEV/NOPAT10.5xベースでのM&A
  - 発行済株式総数は現在の6,679万株から3,605万株まで減少 (2,800円での取得前提)
  - 866億円は自己株式取得のみで、他社M&AケースにおけるEPS 557円を達成可能な水準

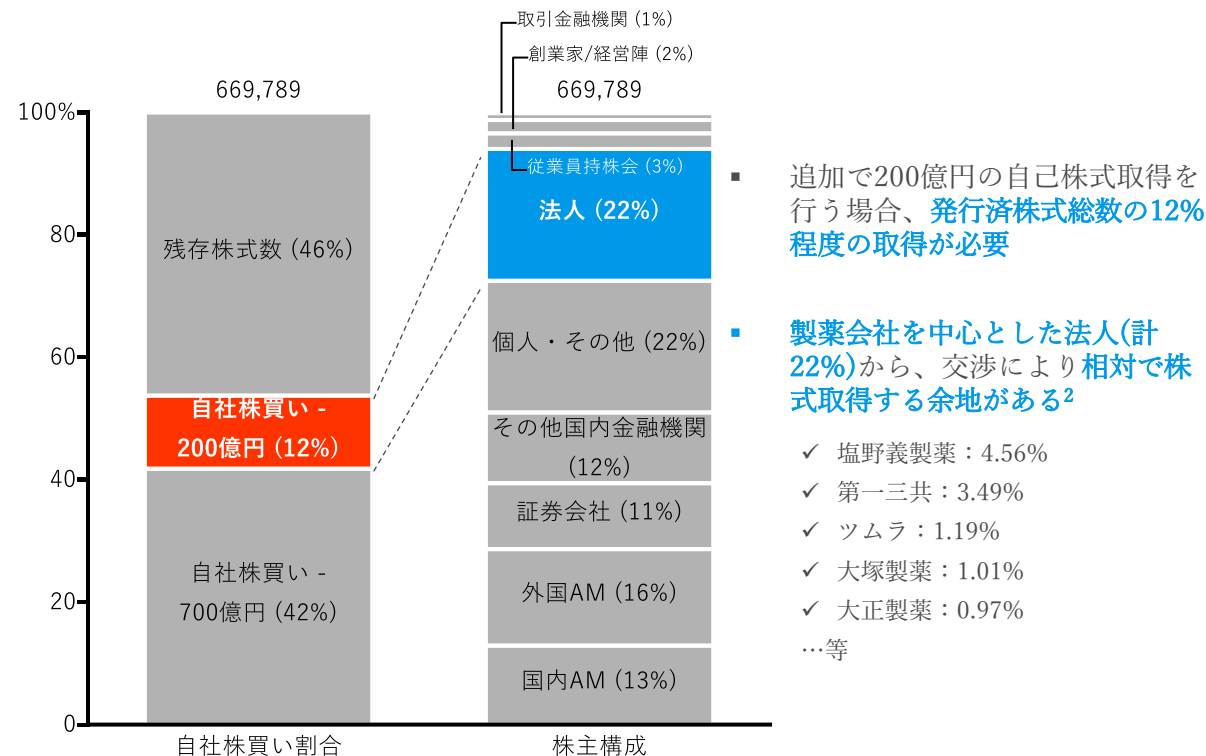
# (ご参考) 900億円規模までの自社株買いについては、実現可能性があると想定しております

2023年4月14日  
貴社送付済みの「書簡参考資料」より抜粋

## 700億円の自己株式取得<sup>1</sup>に応じる株主は十分に存在する



## 残り200億円についても自己株式取得<sup>1</sup>の余地が存在



出典: 有価証券報告書(FY22/3); Bloomberg; 自己株式立会外買付取引 (ToSTNeT-3) による自己株式の取得結果及び取得終了に関するお知らせ

注:[1]自己株式取得については一株当たり2,500円で実施することを想定; [2]2022年11月22日公表の「自己株式立会外買付取引 (ToSTNeT-3) による自己株式の取得結果及び取得終了に関するお知らせ」において、貴社は3,573,400株を立会外で取得。

Bloomberg上の田辺三菱製薬の持ち分とほぼ一致していることから、田辺三菱製薬は貴社株式を現在保有していないと推定

# (ご参考) 市場評価が本質的な価値を下回っている場合、自己株式取得は一株当たりの本質的な価値を高めます

2023年4月14日  
貴社送付済みの「書簡参考資料」より抜粋

## 一株当たり株式価値

### 自己株式取得

- 市場評価が、本質的な価値を下回っている状況での自己株式取得は、一株当たりの本質的な株式価値を高める

本質的な価値 1,000億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 1億株	=	本質的な株式価値/株 <b>1,000円</b>
	時価総額 500億円				株価 500円

↓ 100億円の自己株式取得 (500円, 2千万株)

本質的な価値 900億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 8千万株	=	本質的な株式価値/株 <b>1,125円</b>
	時価総額 400億円				株価 500円

### 配当

- 配当前後において、一株当たりの本質的な価値は変化しない

本質的な価値 1,000億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 1億株	=	本質的な株式価値/株 <b>1,000円</b>
	時価総額 500億円				株価 500円

↓ 100億円の配当

本質的な価値 900億円	本質的な価値と市場評価の乖離 500億円	÷	発行済株式総数 1億株	=	本質的な株式価値/株 <b>1,000円</b> (900円 + 配当100円)
	時価総額 400億円				株価 400円 + 配当100円

## 税制<sup>1</sup>

- 自己株式取得について、みなし配当該当分のみが課税の対象となる
- 配当に対しては、配当全額が課税の対象となる

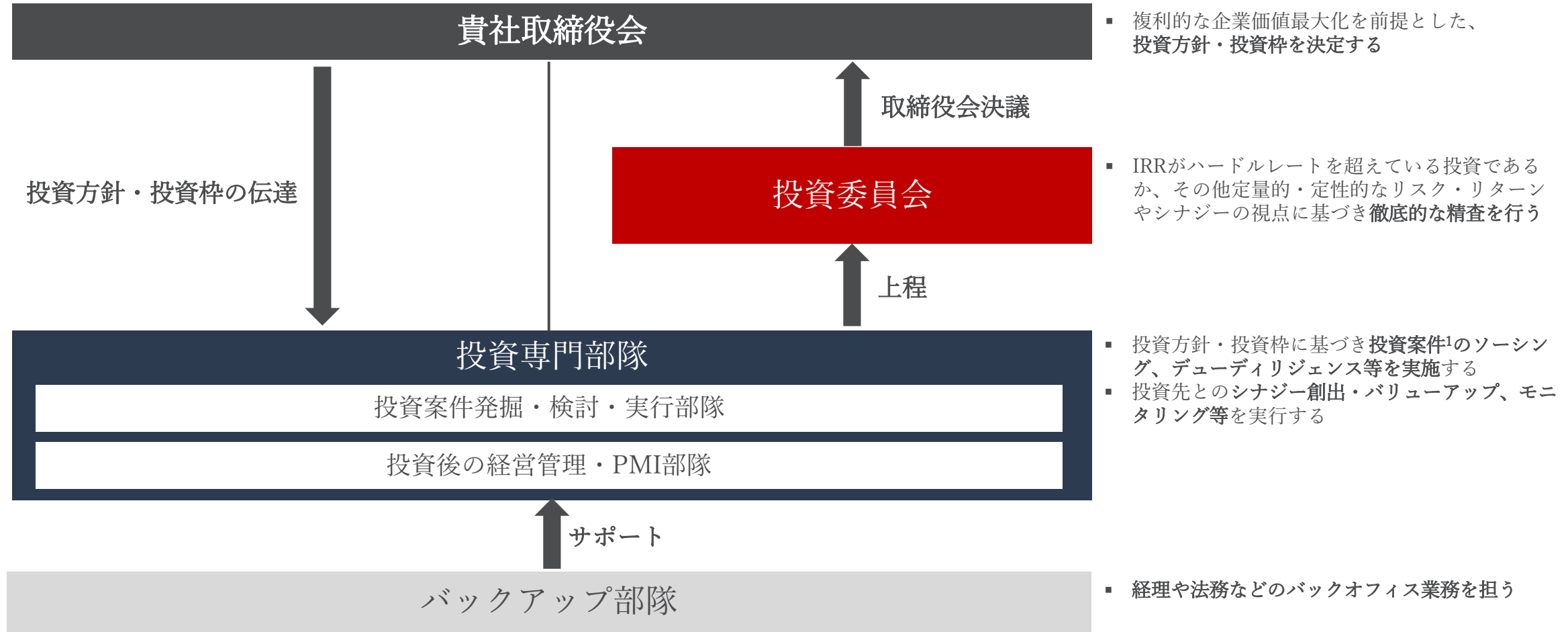
注：状況に応じて、適応される税制の検討が必要

再投資を通じた飛躍的な企業価値成長を実現するための体制整備



# 再投資の実施において、厳格な投資規律を備えるために必要な体制の整備が必要不可欠です

## 投資組織のイメージ



## Appendix1: 貴社の資本コスト



# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：株価基準 株価を基準にして算出した貴社の株主資本コストは7.7%です

- 貴社の株価が、将来のEPSの現在価値であるとの前提に立つと、下記記載のような公式で表現することが可能であり、貴社のPER及び成長率から、資本市場が認識する貴社の株主資本コストを推定できます
- 23年7月末時点における貴社のPERは16.6xです。成長率を1.7%<sup>1</sup>とした場合、資本市場が認識する貴社の株主資本コスト7.7%と言えます

## 公式

---

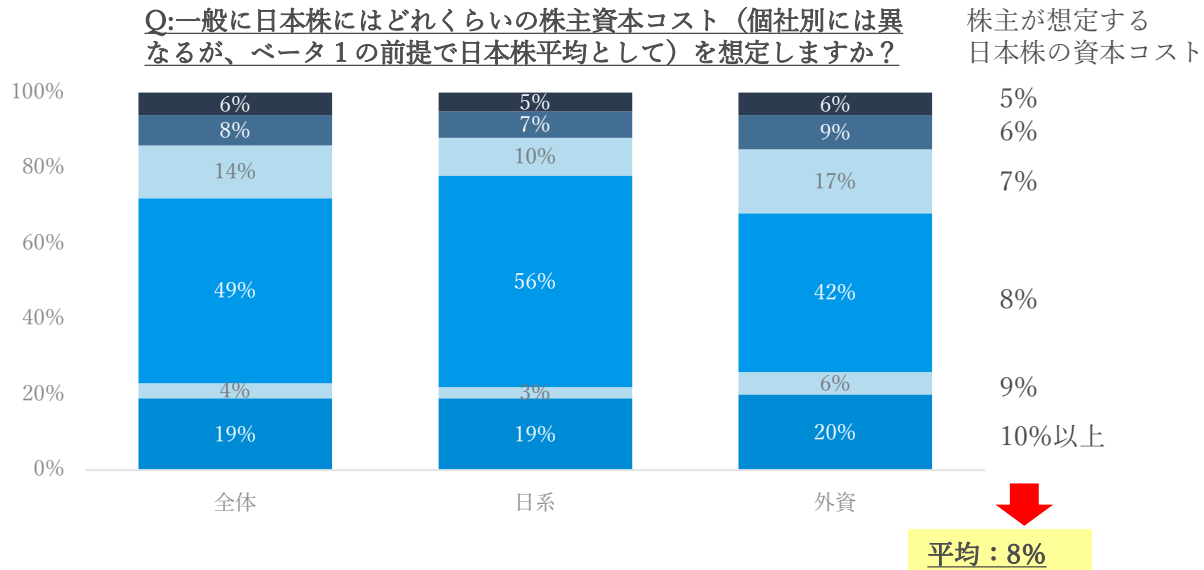
$$\begin{aligned} \text{株価} &= \frac{EPS}{r-g} \quad \rightarrow \quad PER = \frac{1}{r-g} \\ r &= \frac{1}{PER} + g \\ g &= r - \frac{1}{PER} \end{aligned}$$

- PER：23年7月末の株価に対する、24年3月末時点における市場コンセンサスEPSの比率を基に算出
  - r：個別企業についての株主資本コスト
  - g：市場成長率等を参考に算出する成長率
- ※クリーンサープラス関係と定常状態を仮定

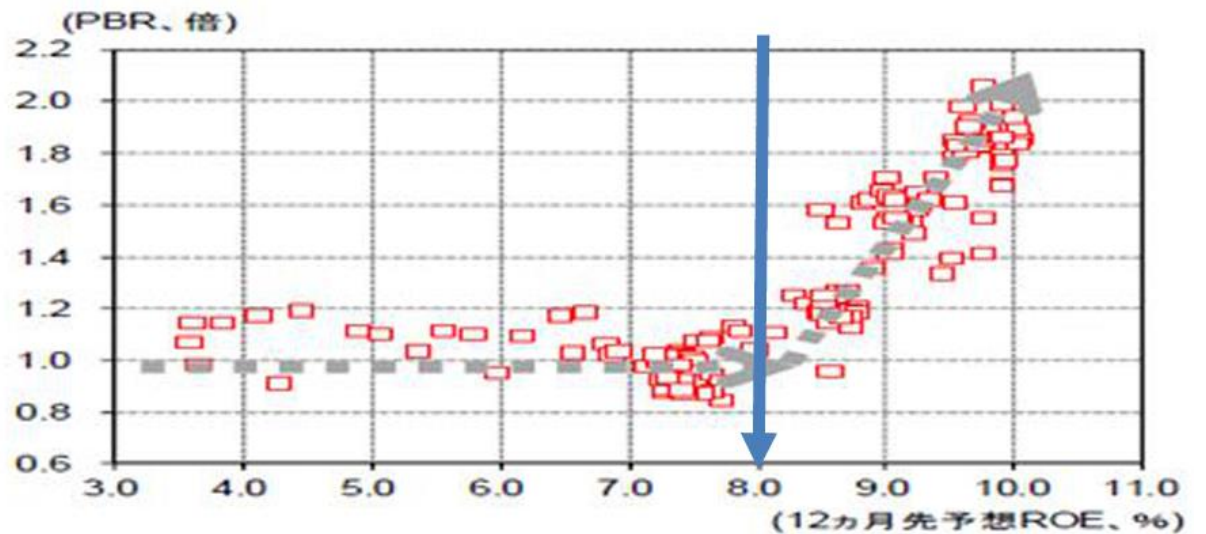
# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：アンケート基準 投資家アンケートから推測される貴社の株主資本コストは8.0%です

- 144の投資家を対象に2020年に行われたアンケート調査によると、投資家が日本株で想定する資本コストは平均して8%
- 貴社についても、貴社の $\beta$ が0.78であること(Appx Pg144)、市場全体の $\beta$ は1.0に収束すると考えるBloomの原則を考慮して、株主が貴社に要求する資本コストは、投資家が日本株に求めている資本コスト8.0%と同程度と考えられる
- それだけでなく、グローバルな投資家から認められる最低水準のROEが8%であると指摘されていることから、グローバルな投資家との建設的な対話を中心に据えたプライム市場<sup>2</sup>を選択した貴社にとって、株主から求められる資本コストは最低でも8.0%であると想定すべき
  - “個々の企業の資本コストの水準は異なるが、グローバルな投資家から認められるにはまずは第一ステップとして、最低限8%を上回るROEを達成することに各企業はコミットすべきである。もちろん、それはあくまでも「最低限」であり、8%を上回ったら、また上回っている企業は、より高い水準を目指すべきである”<sup>3</sup>

## 一般に投資家が日本株で想定する資本コスト<sup>1</sup>



実際に、ROEが8%を上回ると企業は株主資本以上で投資家に評価される傾向にあることから、8%は資本コストの基準値となり得る



【出典】資本コストの理論と実践 (注) TOPIXの2004予想はI/B/E年以降の12ヶ月先予想コンセンサス(201415 ROE年度はとPBRをプロット。

1: 「日本企業の価値創造に係わる資本市場の視座2021」 柳良平 2021年7月

2: 「市場区分見直しの概要」 日本取引所グループ

3: 伊藤レポート

# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準

## CAPMを基準にした貴社の株主資本コストは6.1%です

$$\text{株主資本コスト} = r_f + \beta (r_m - r_f)$$

変数	3D
$r_f$ リスクフリーレート	10年日本国債の過去10年平均利回り※23年7月末時点 ▪ 0.174%
$\beta$ ベータ	過去5年間の、TOPIXに対する東邦HDの $\beta$ ※23年7月末時点 ▪ 0.78
$r_m - r_f$ マーケット リスクプレミアム	ヒストリカル法、インプライド法、サーベイ法を用いて算出したマーケットリスクプレミアムを総合的に考慮して推定 ▪ $r_m - r_f = 7.84\%$
$r_e$ 株主資本コスト	<u>6.1%</u>

# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 リスクフリーレート(rf)の前提

- リスクフリーレートは、市場金利で決まる「不確実性のない利回り」を指しており、一般的に国債の最終利回りが用いられることが多い
- 株主価値など企業価値評価の場合は、評価対象の企業はゴーイングコンサーンを前提としているため、償還期限の長い長期国債利回りを用いることが一般的であり、日本では一般的に10年国債がリスクフリーレートの計算に用いられる
- 10年国債を用いたリスクフリーレートの算出には、主に下記のような考え方が存在する

算出方法	採用数値	根拠
評価時点における市場利回りを 用いる手法	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 0.605%</li></ul> 23年7月末時点	投資を判断する評価時点において期待できる無リスクリターンを採用すべき <ul style="list-style-type: none"><li>■ “リスクフリーレートは評価時点における将来推計値なので、評価時点より以前の過去の平均利回りではなく、評価時点での最終利回りをを用いるべきである”<sup>1</sup></li></ul>
評価時点を起点とした、過去 10年間の平均10年国債利回り	<ul style="list-style-type: none"><li>■ 0.174%</li></ul> 23年7月末起点	長期的な投資を前提に、一時的な政策等の影響を緩和する形で、評価時点ではなくて評価時点から遡った平均値を採用すべき <ul style="list-style-type: none"><li>■ “直近5年間に日本で実施されたマネーサプライの急増などの金融政策が大きく変化したことが10年債の利回り推移に影響している可能性が高い。(省略)。この考え方にに基づき、10年国債であれば、その満期である過去10年間の平均値を選択するという考え方もあるだろう”<sup>2</sup></li></ul>

- 弊社としては、下記のような指摘や次項で示すアンケート調査結果を参考に、貴社を上場企業(=継続企業)として中長期的な視点で評価する場合においては、一時的な政策等による影響が除かれた長期的なリスクフリーレートを反映させる意味においても、「評価時点を起点とした、過去10年間の平均10年国債利回り」をリスクフリーレートとして採用すべきであるとする
- “仮に継続企業における経営管理などの狙いとして資本コストを算出する場合、一時的な施策の影響については取り除いた上で無リスク利子率を見積もるべき”<sup>2</sup>
- “M&A時などでは評価時点での数値を選ぶなど客観性を担保”<sup>3</sup>

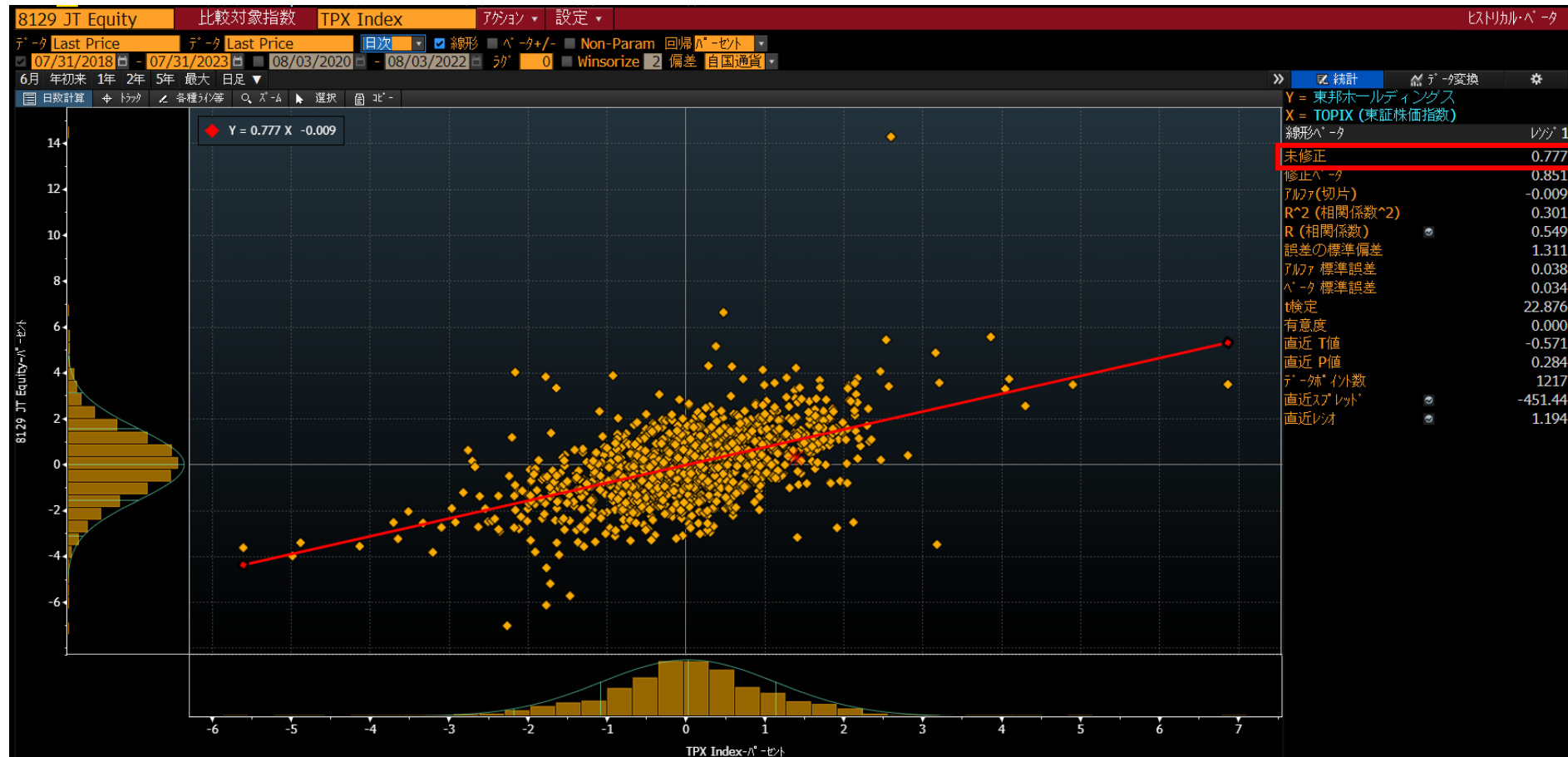
1: 「企業価値向上のための資本コスト経営」 日本証券アナリスト協会

2: 「企業価値経営」 伊藤邦雄

3: 「企業価値向上と資本コスト」 企業価値向上セミナー(東京証券取引所主催) 加賀谷哲之(一橋大学)

# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 ベータ（ $\beta$ ）の前提

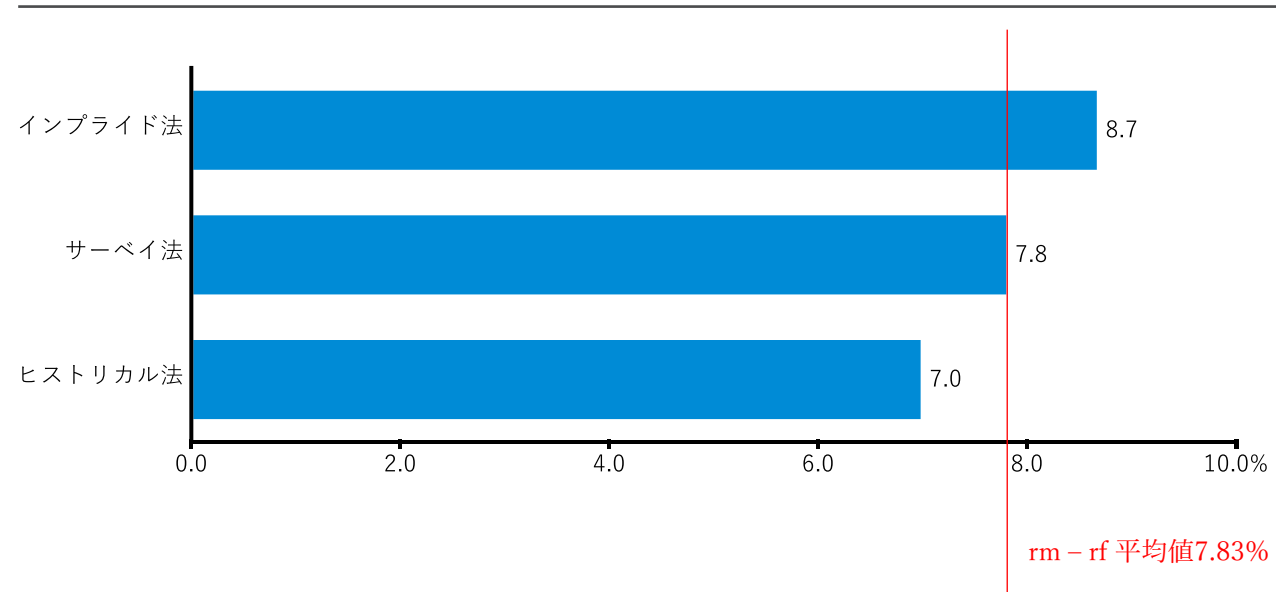
- $\beta$  は、評価企業や業種の投資収益率が株式市場全体の投資収益率に対してどの程度の感応度を持っているか示す尺度
- したがって、 $\beta$  の計算において、対象とする指数としてはTOPIXを使用 (2018/7/31- 2023/7/31)



# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 マーケットリスクプレミアム (rm-rf) の前提

- マーケットリスクプレミアムは、投資家が株式で自らの資金を運用する場合に、リスクのない資産に比べてどれほど追加的なリターンを求めるかを示す
- マーケットリスクプレミアムについては、主に下記の手法があり<sup>1</sup>、弊社はそれぞれの手法を基に総合的に日本株のマーケットリスクプレミアムを推定
  - ー ヒストリカル法：過去の株式市場リターンから推定
  - ー インプライド法：市場価格から逆算
  - ー サーベイ法：実際に運用を担当する機関投資家からアンケート
- それぞれの、手法を基に算出する日本株のマーケットリスクプレミアムは下記の通りであり、弊社は7.84%をマーケットリスクプレミアムとして採用

手法別で算出した日本株のマーケットリスクプレミアム





# 貴社が株主から求められる資本コストの推定：CAPM基準 マーケットリスクプレミアムの前提（続き）

## ヒストリカル法

- 特定の期間において、各年度における株式市場(TOPIX)の年間リターンの単純平均値から、同一期間の各年度におけるリスクフリー資産(10年日本国債)の年間インカムリターンの単純平均値を差し引くことで、マーケットリスクプレミアムを算出します。期間については、特定期間における固有の現象の影響を緩和するためにできる限り長期でデータを算出することが推奨されている
  - － “計測期間が長くなるほど、標本数が多くなるため、推計値の信頼性が向上する。経済・景気・市場のサイクルが複数回にわたる30年以上、できれば50年以上の期間のヒストリカルERPが必要”<sup>1</sup>
- イボットソン・アソシエイツが提供するヒストリカル法で算出したマーケットリスクプレミアムのデータによると、最長期間から推定される日本のマーケットリスクプレミアムは7.0%となる(計測開始時期を1952年～1961年の各年度とした際に算出されるマーケットリスクプレミアムの平均値)
  - － “日本で、このレポート(イボットソン・アソシエイツ)を利用している多くの投資家や企業価値評価者、公認会計士、税理士の方々が、最長期間近辺のヒストリカルERPを企業価値評価に用いている”<sup>1</sup>

## インプライド法

- 株価が将来EPSの現在価値である前提に立つと、下記公式が成り立ち、23年7月末時点のPER14.0x<sup>2</sup>、成長率2.0%<sup>3</sup>とした場合の、市場が23年7月末時点で日本株に期待する資本コストは8.87%であり、23年7月末時点におけるリスクフリーレート0.174%を差し引いたマーケットリスクプレミアムは8.70%であったと言える

## サーベイ法

$$\text{株価} = \frac{EPS}{r - g} \rightarrow PER = \frac{1}{r - g} \rightarrow r = \frac{1}{PER} + g$$

- ・ PER：TOPIXについて、23年7月末時点における市場コンセンサスEPS(Y+1)を基に算出(=PER14.0x)
- ・ r：TOPIXの株主資本コスト
- ・ g：実績成長率等を参考に算出する成長率
- ・ ※クリーンサープラス関係と定常状態を仮定

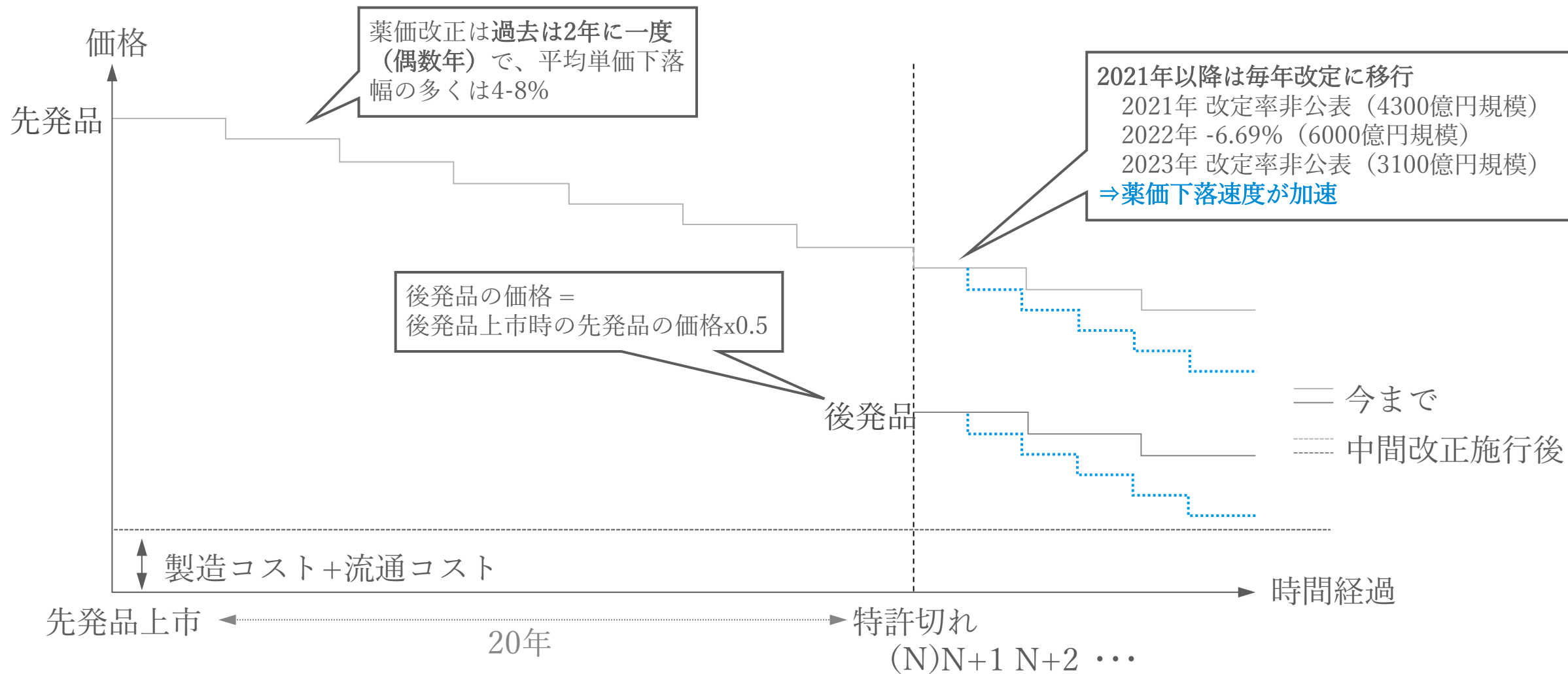
- 各協会が投資家及び事業会社に行ったアンケート調査によると、日本証券アナリスト協会<sup>4</sup>では6.32%、IR協議会<sup>5</sup>では6.11%がマーケットリスクプレミアムの平均値として認識されている
- また、「一般に日本株にどれくらいの株主資本コストを想定しますか？」というグローバル投資家サーベイにおいて平均して8.0%との回答が得られたことが伊藤レポート<sup>6</sup>で指摘されている。この8.0%という水準は投資家が中長期で日本株に期待する収益率を表しているという観点から、リスクフリーレートとしては23年7月末時点を基準にした10年国債の過去10年間の平均利回り0.174%を差し引いた7.83%をマーケットリスクプレミアムとする

## Appendix2:コア事業の収益性改善



# A 毎年の薬価改正により薬価下落が加速

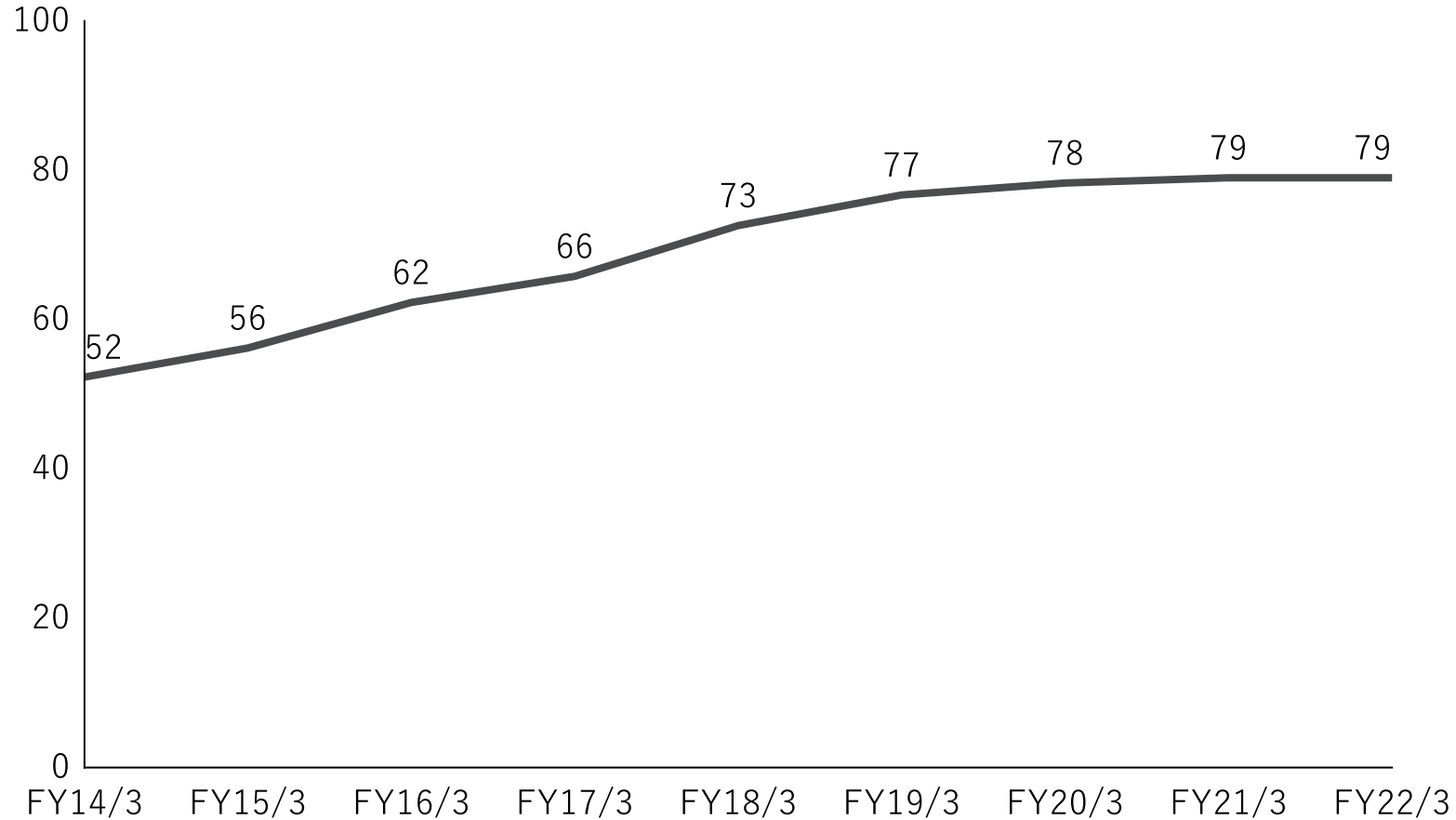
医薬品卸売市場の見立て



# B ジェネリック医薬品比率は、増加ペースは落ちるものの、今後も拡大する見込みです

## 医薬品卸売市場の見立て

国内処方医薬品市場におけるジェネリック医薬品の比率（数量ベース、%）



“直近では目標達成に近づいてきたものの、政府は2021年に「全都道府県でのジェネリック比率80%以上」を新たな目標に設定し、一層のジェネリック普及を推進する方針”

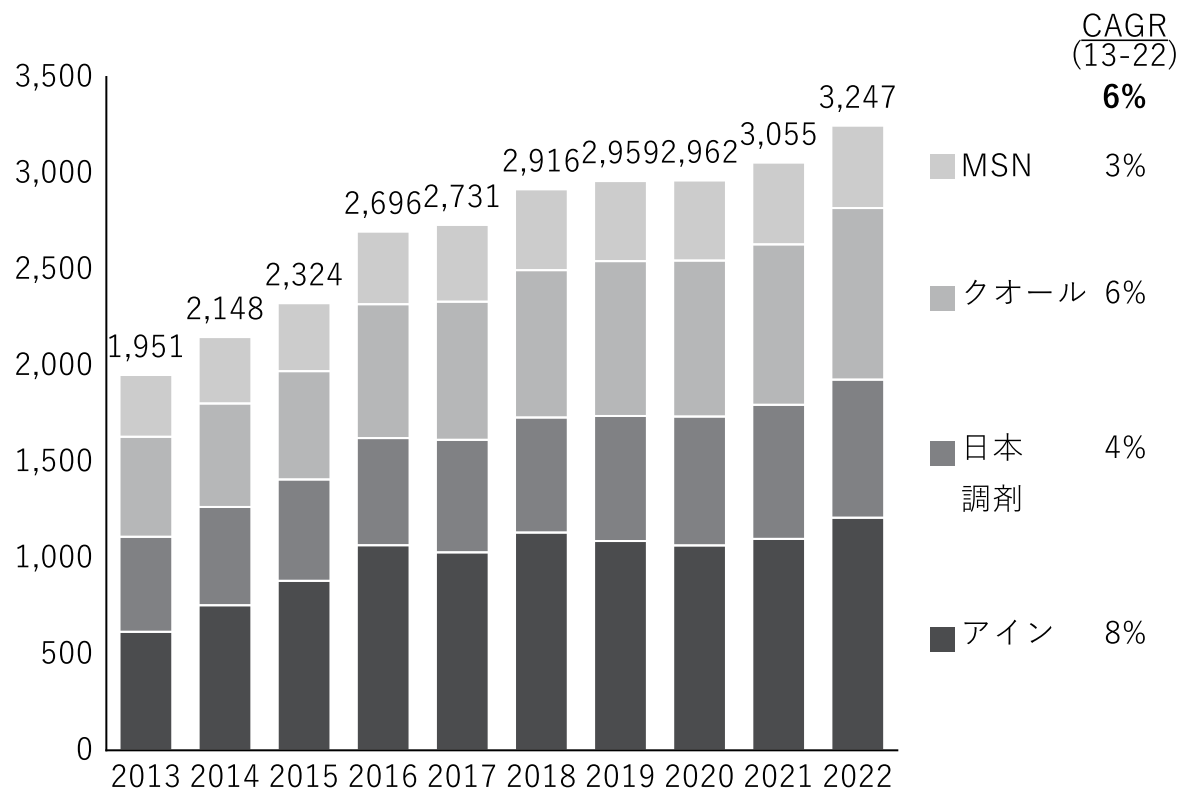
製薬会社B、現戦略企画部主任

# チェーン薬局および共同購買グループの拡大により薬局側の購買力が増大

## 医薬品卸売市場の見立て

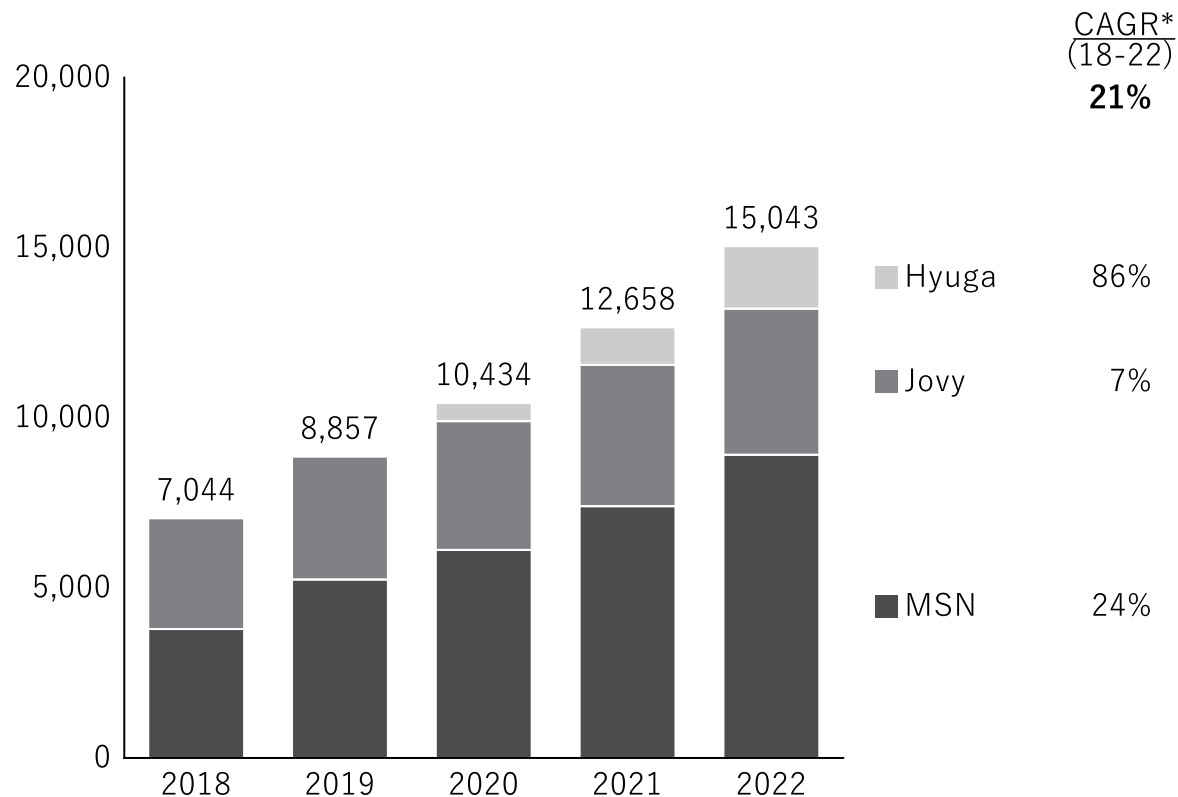
### チェーン薬局の店舗数は堅調に増加

チェーン薬局大手4社店舗数（2013-22、店舗）



### 医薬品の共同購買グループに加盟する薬局数も近年増加

調剤薬局向け主要共同購買グループ加盟店舗数（2018-22、店舗）



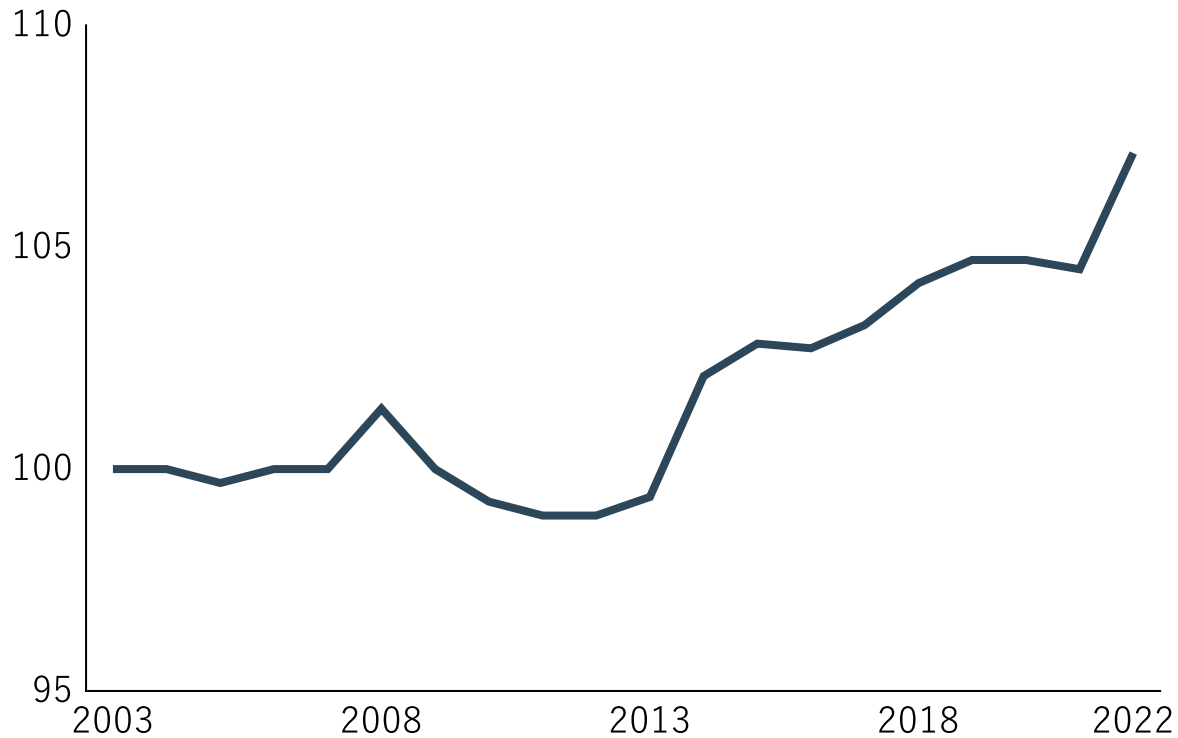
\*Hyugaは2020-22のCAGR  
出典: IR

# D インフレの拡大により、様々なコストの増加が見込まれます

## 医薬品卸売市場の見立て

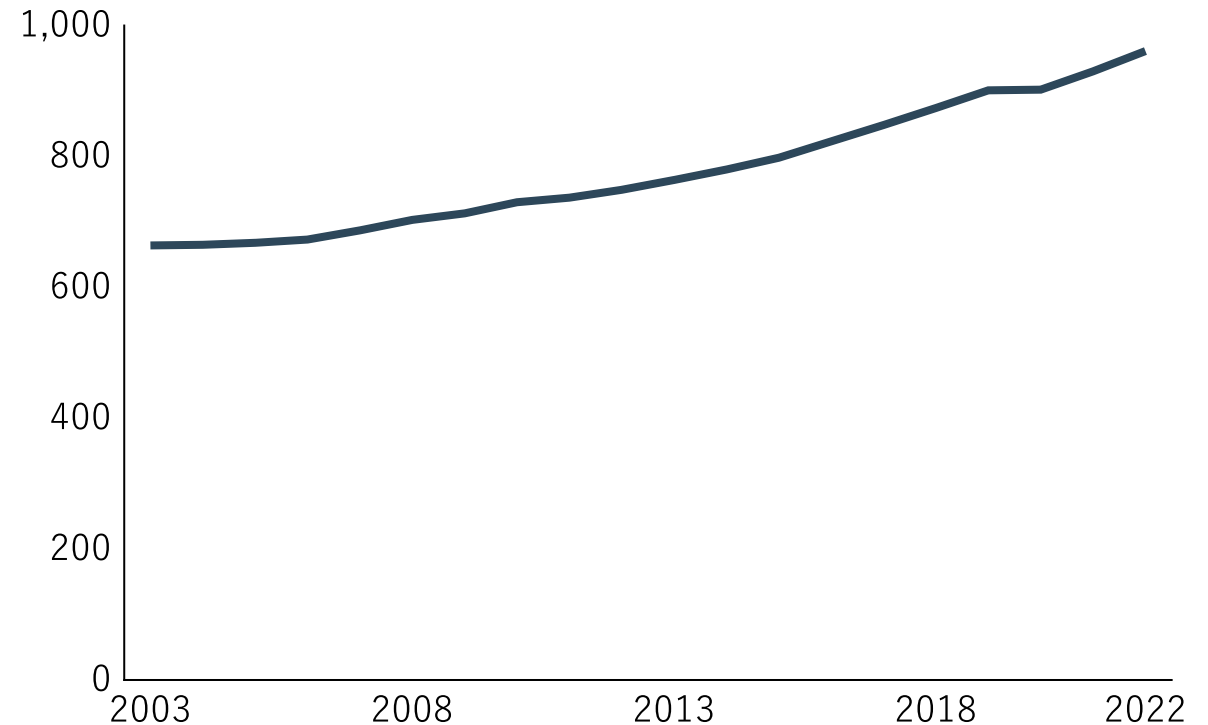
### CPIは中長期的に上昇傾向

CPI推移(2003年を100としてインデックス)



### 人件費も長期的には増加傾向

全国最低賃金加重平均(円)



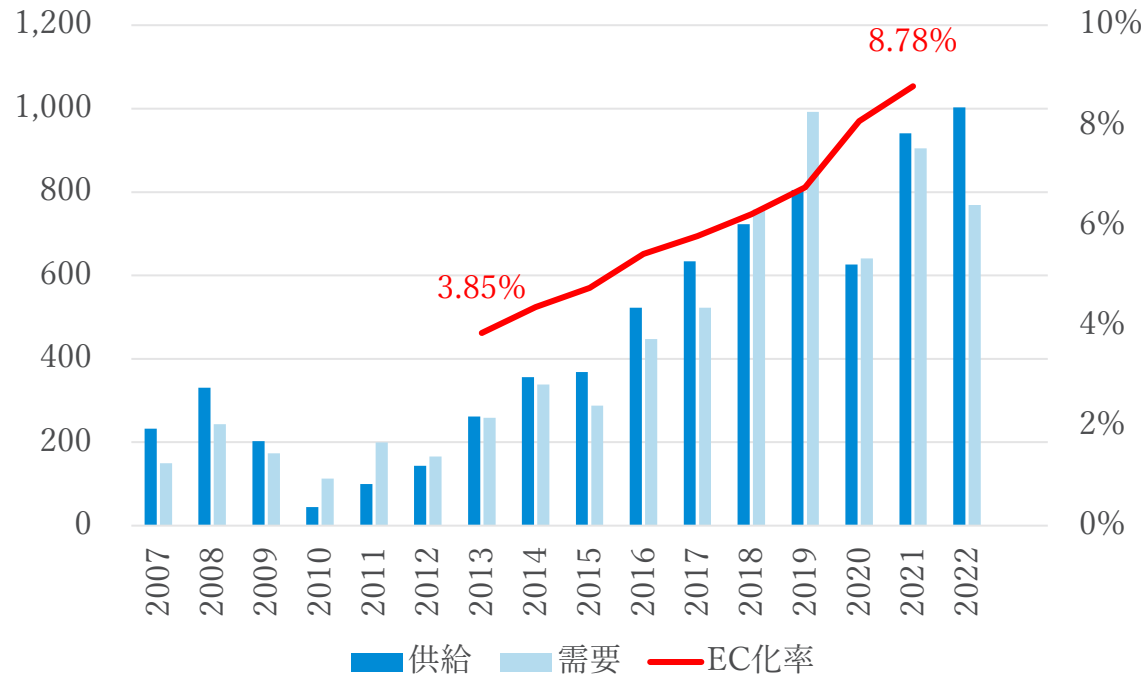
## Appendix3: 投下資産の最適化による投資原資の創出

## 物流施設のセール・アンド・リースバック

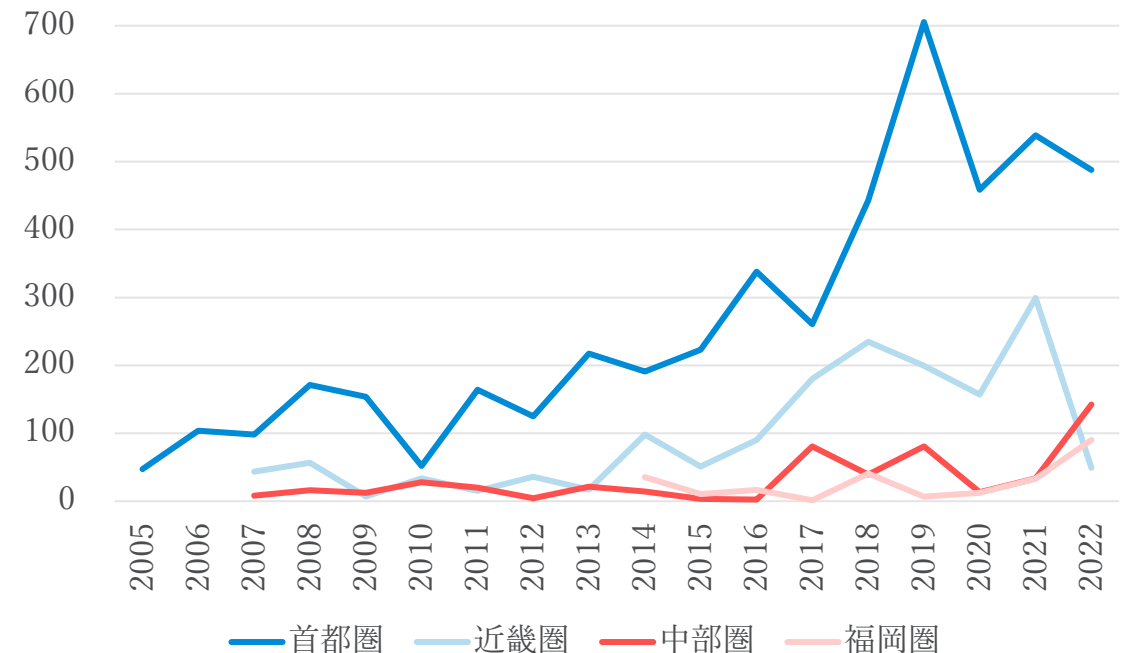
# E-commerceの伸長やサプライチェーンの効率化により、物流不動産の需要は大幅に成長しています

- E-commerceの伸長、製造業のサプライチェーン見直しによる物流拠点配置の効率化（例えば部材の保管量増加、物流拠点を生産工場付近や配送ルート上に配置する動き）等により、物流施設の需要は直近10年強で大幅に成長しており、今後もその傾向は継続すると見込まれている
- 需給は周期的に緩急を繰り返しつつも、長期的にバランスの取れた水準で推移（供給が増えると開発件数が減り、需要が追い付くと開発が増える形でサイクル循環する）

物流施設の需要供給推移(千坪)とEC化率



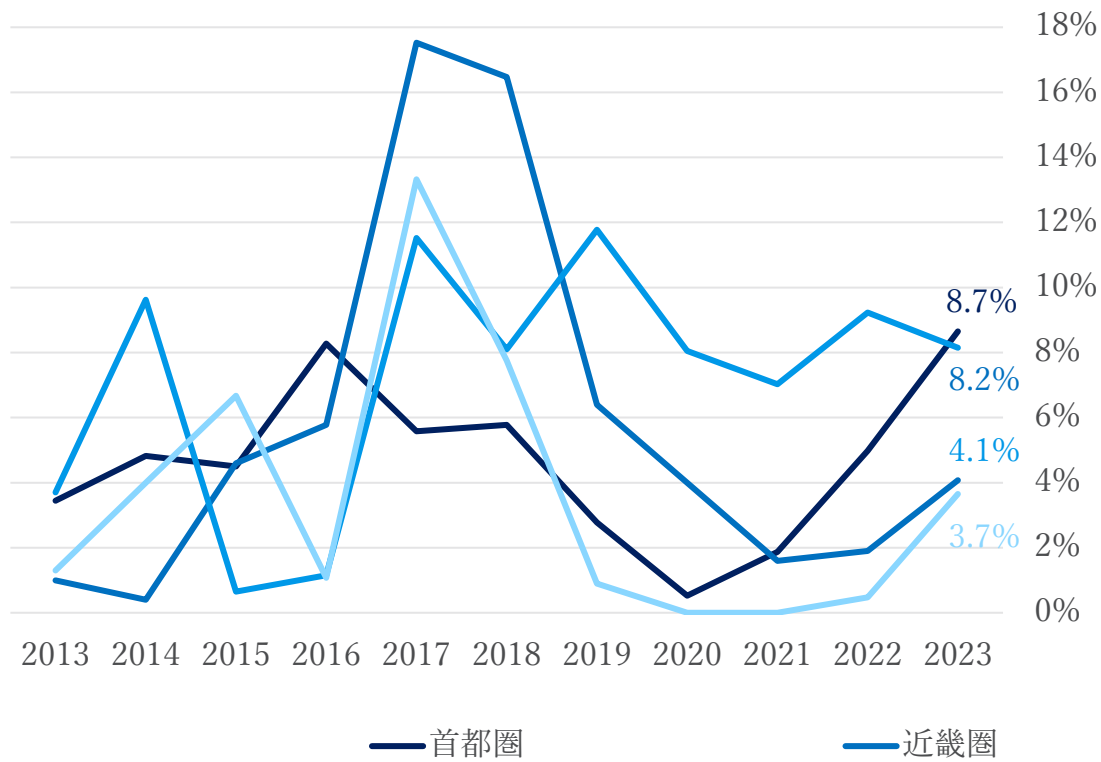
物流施設の地域別新規需要 (千坪)



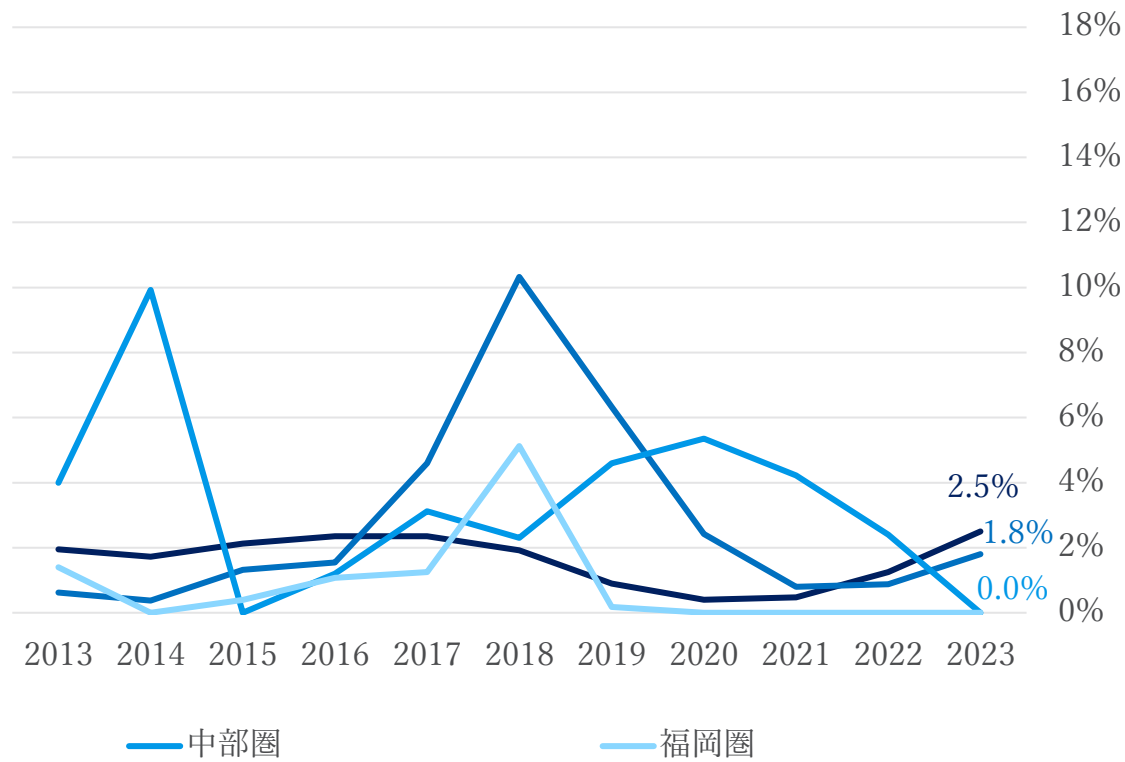
# 旺盛な需要より、空室率は健全に推移している現状にあります

- 空室率は需給バランスに直接的に影響を受けるため、供給が多いほど空室率が高くなる傾向はあるが、築1年以上の物件の空室率は全地域において3%未満であり、需給バランスは比較的タイトと言える

物流不動産の空室率推移（全体）



物流不動産の空室率推移（築1年以上）

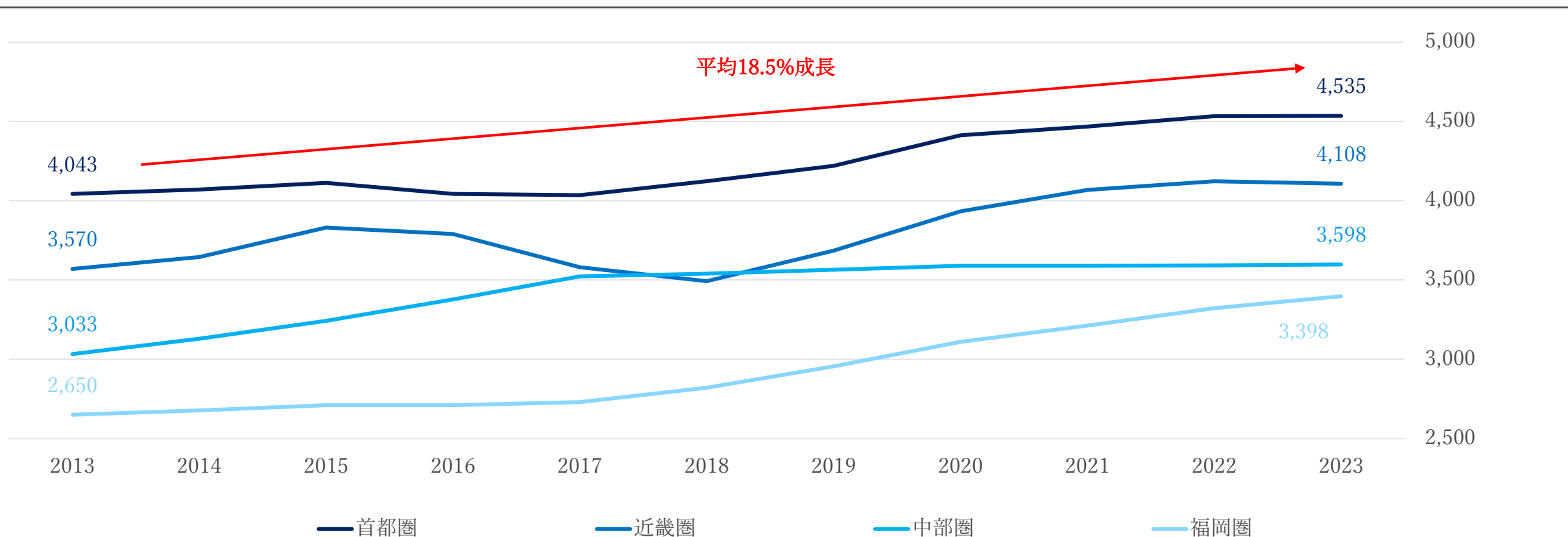




# 旺盛な需要より、賃料単価は長期的に上昇しています

- 物流施設は他のアセットクラスに比べて（より郊外に拠点を移す事で土地代を抑えられる分）賃料が伸びにくい傾向があるが、それでも全地域において実質賃料は長期的に成長している

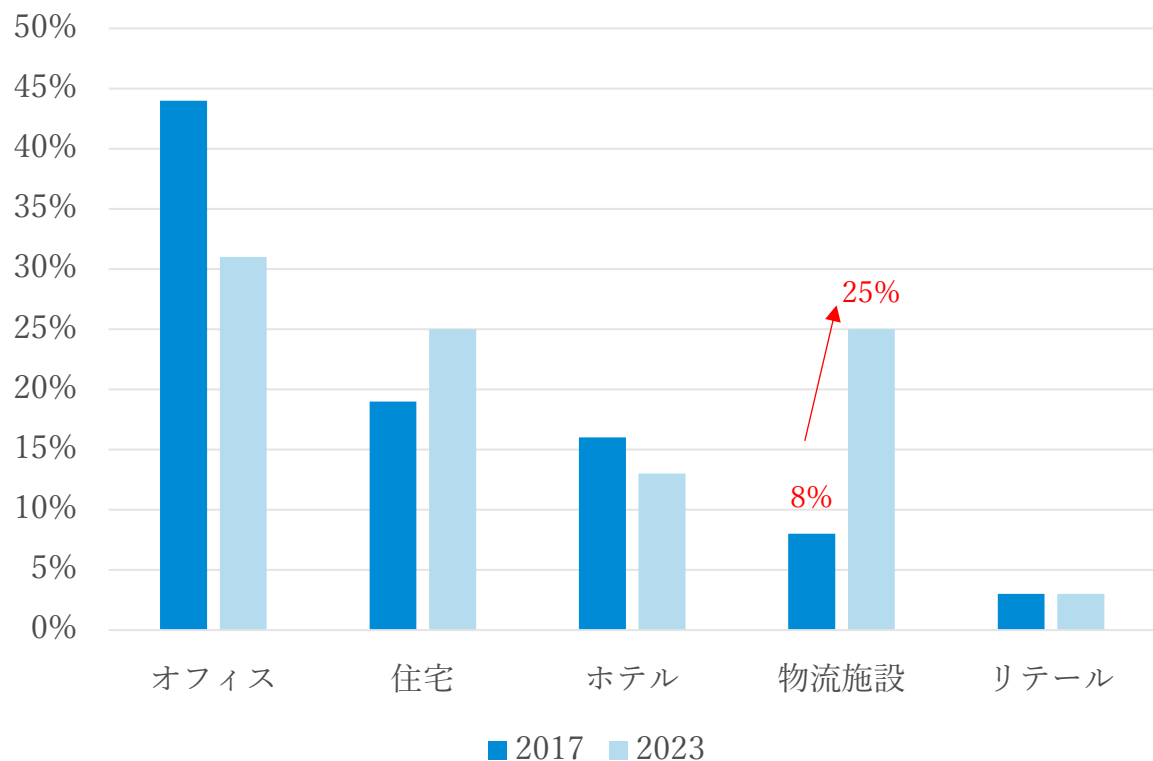
物流不動産の実質賃料推移 (円/坪/月)



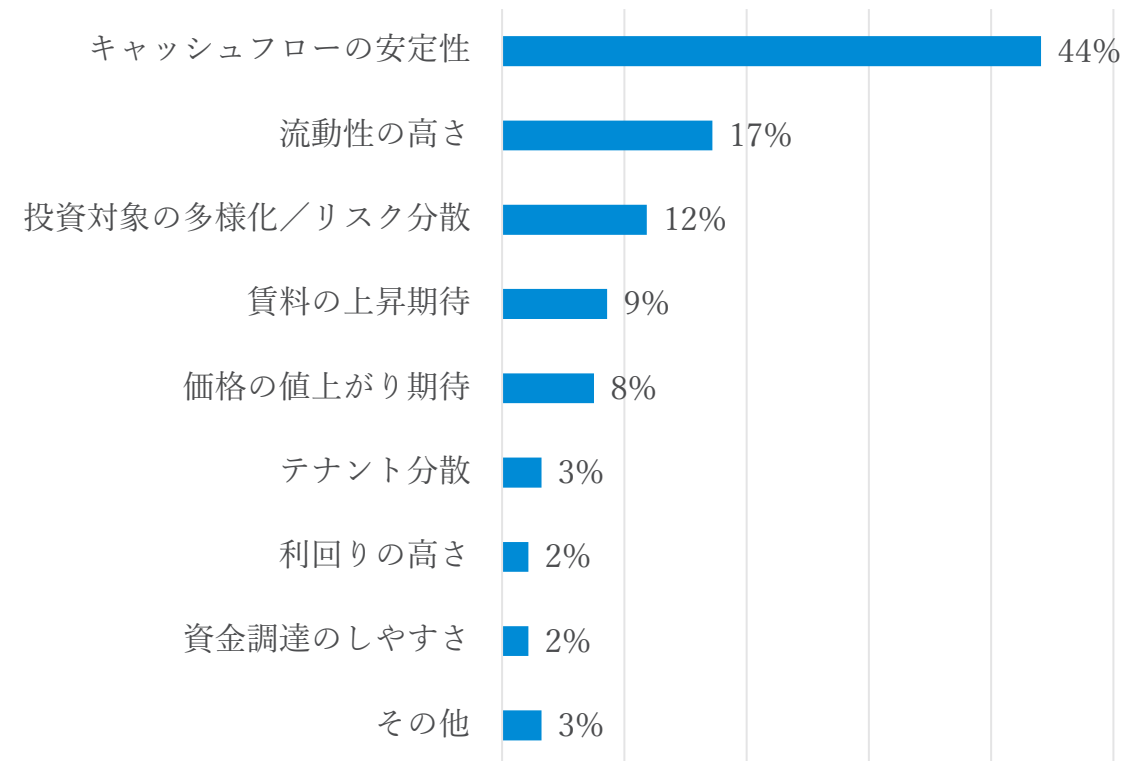
# また、物流施設は他の不動産アセットタイプと比較して魅力が増している状況です

- 物流施設は日本においてはオフィスに次いで2番目に「魅力的なアセットタイプ」とされている
- これは前述の長期的な需要増加（及び今後も継続する見込み）に加えて、物流施設が一般的に他のアセットタイプよりもリース期間が長く、キャッシュフローが安定している事が主因となっている

### 投資家を選ぶ「魅力的なアセットタイプ」



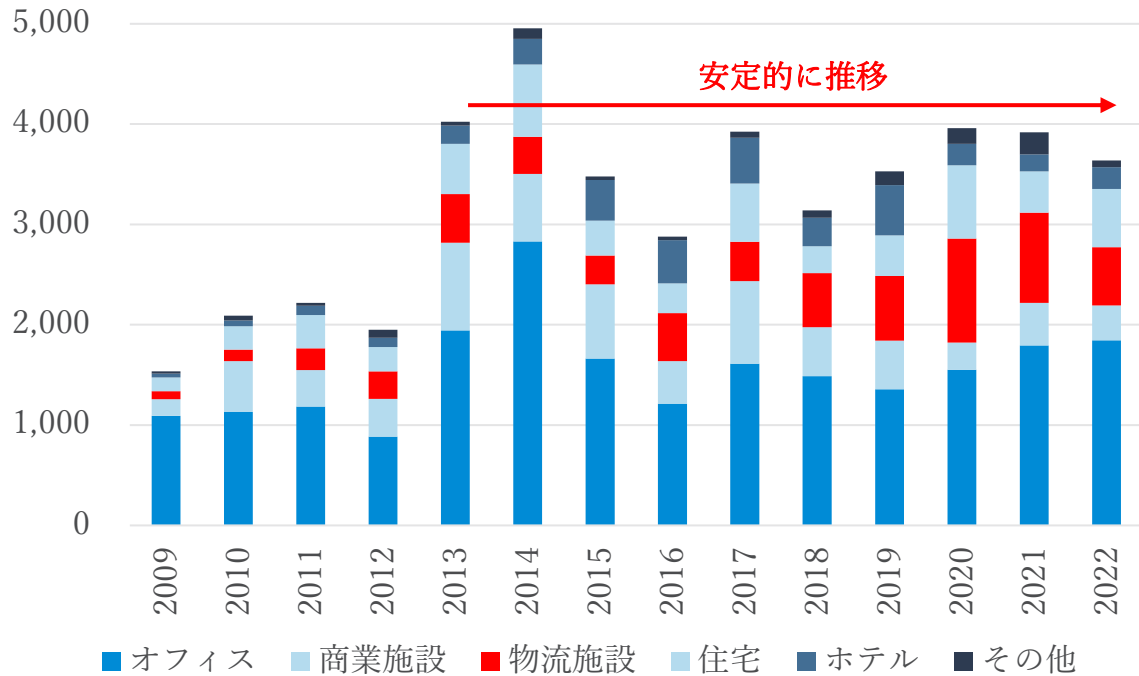
### 物流不動産に投資する理由



# 加えて、近年の低金利を背景に不動産市場へ資金が流入しています

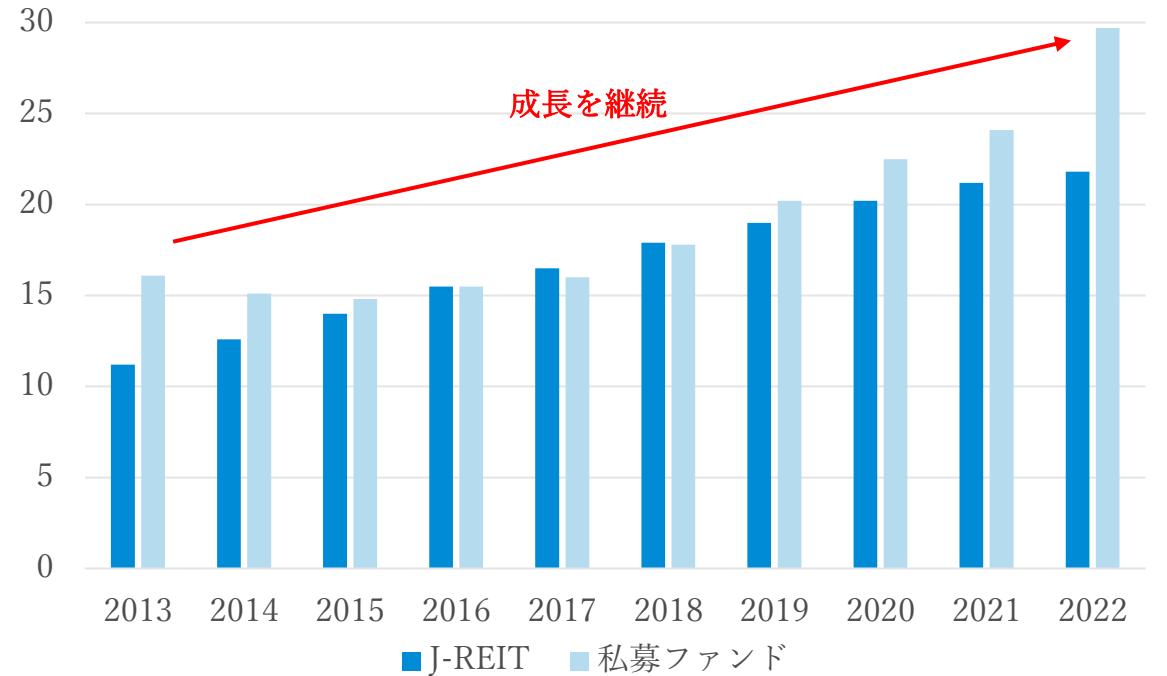
- 低金利環境の追い風により不動産への投資額は堅調に推移し、国内の不動産ファンド市場規模は成長の一途を辿っている

### 国内の不動産取引高推移 (十億円)



※10億円以上の取引を対象、J-REITによるIPO時の取得物件を除く

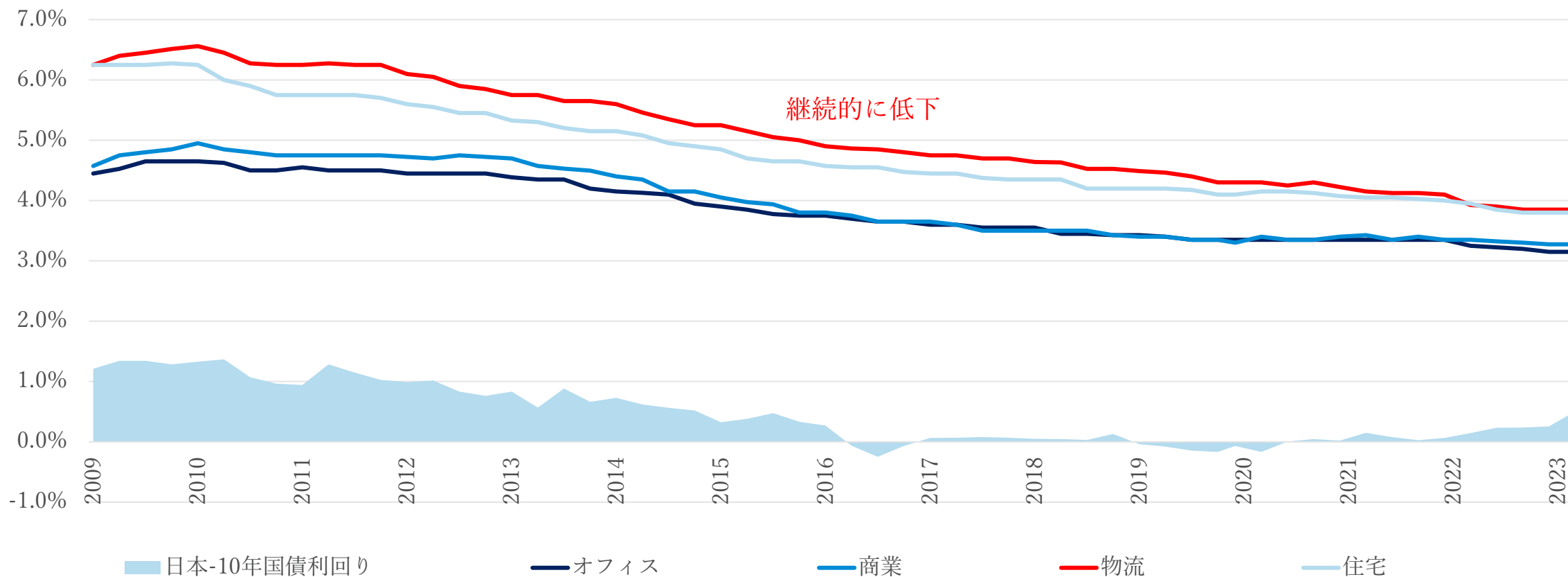
### 国内の不動産ファンド市場規模 (兆円)



# 資金流入の結果、投資期待利回りは低下しています

- 金利及び10年国債利回りの低下と共に、不動産及び物流施設の投資利回り（Cap Rate）は低下している

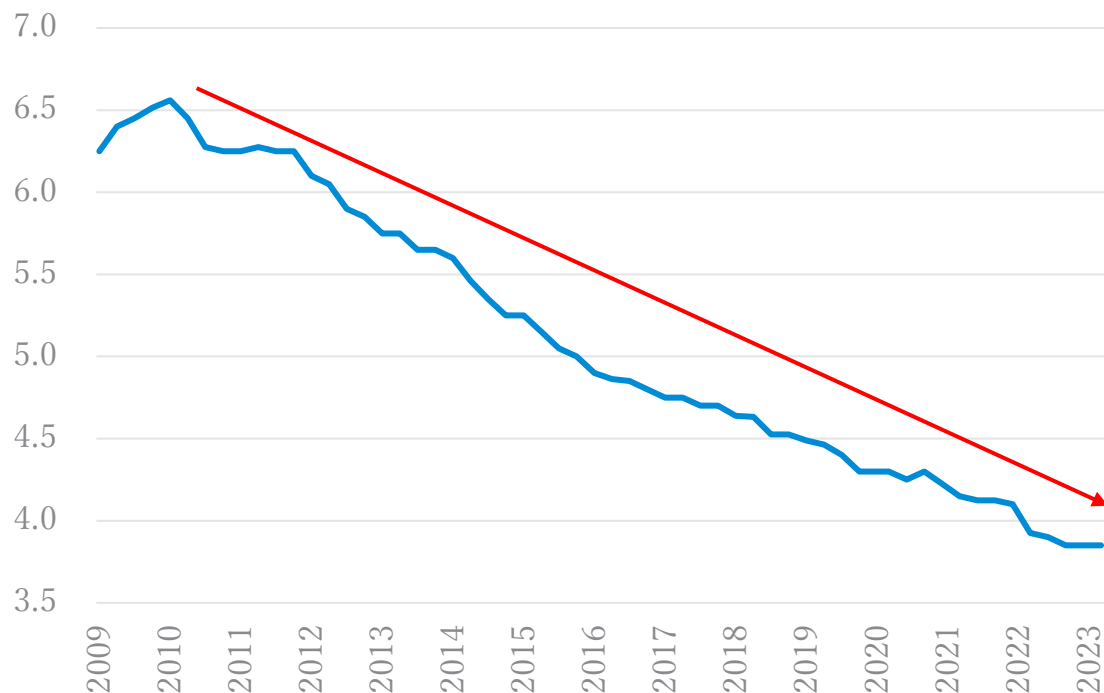
各アセットタイプの投資利回り



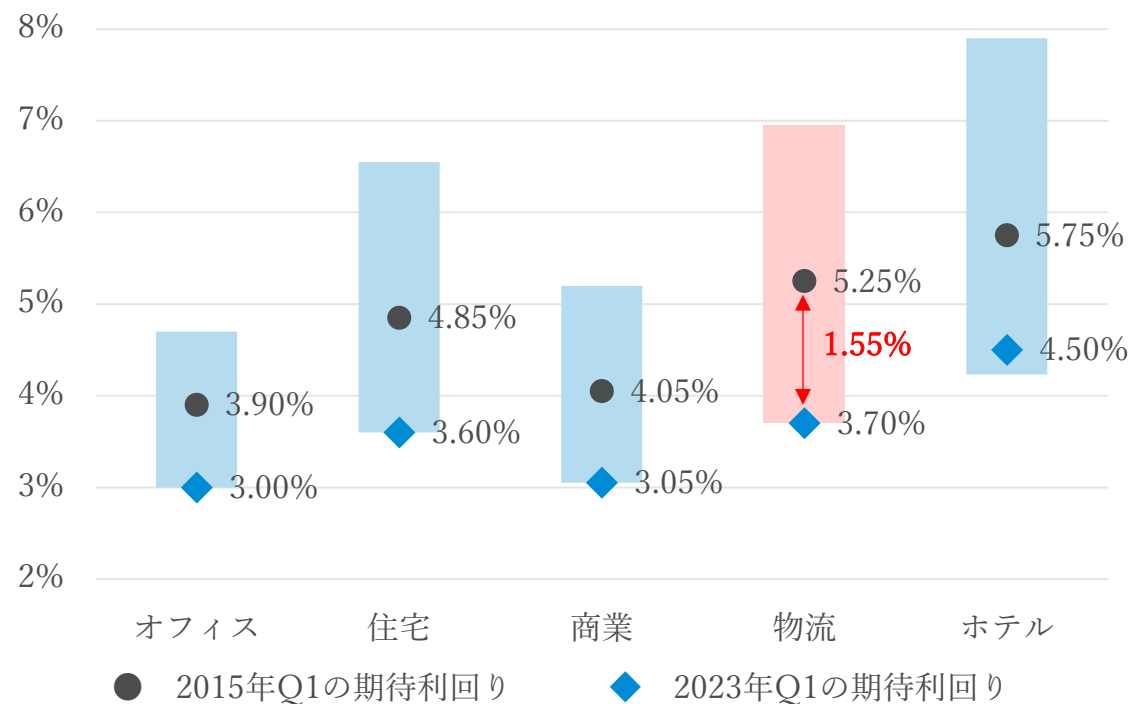
# 中でも物流施設の期待利回りの低下が著しいです

- 先述の需要増加やキャッシュフローの安定性といった理由から、特に物流施設の人気投資が高まっており、投資期待利回り（Cap Rate）は2007年の6.95%から直近3.70%へと、3.25%の下落が見られた。2015年（5.25%）比でも1.55%圧縮されており、いずれの期間においても全セクターの中で最も利回り低下が顕著である

### 物流不動産の期待利回り推移 (%)



### アセットタイプ別 投資家期待NCF利回りの変化(2007-23年)

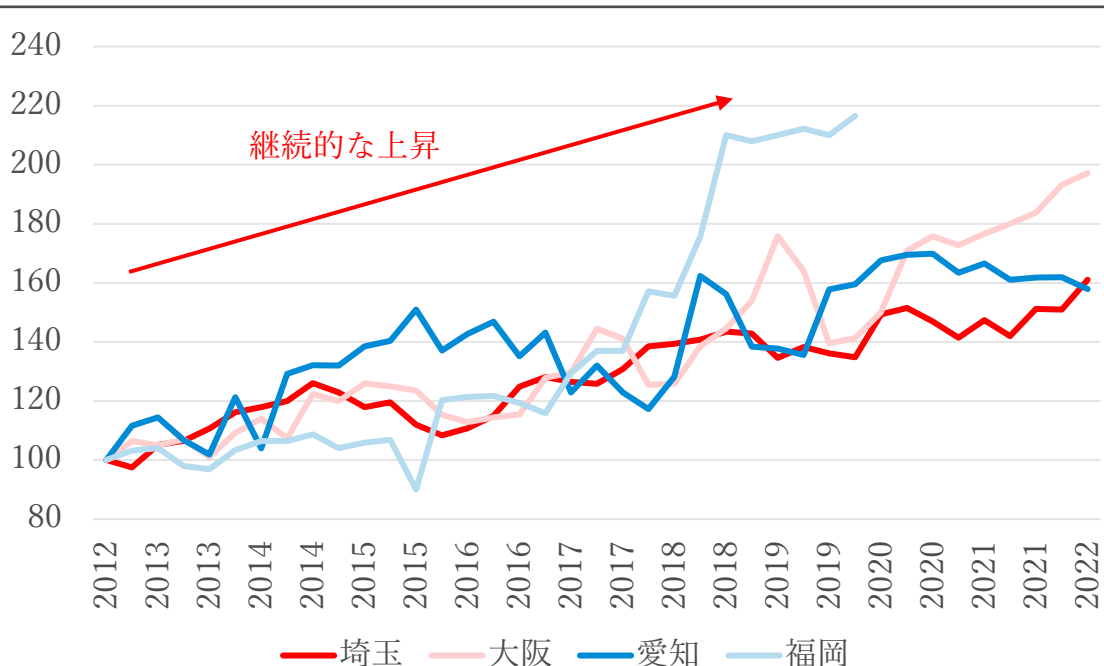


# 賃料上昇、期待利回り低下により、物流不動産の価格は大幅に上昇しています

- 物流施設の取引価格は全国各地で長期的に上昇しており、その大半は前頁に言及される投資利回り（Cap Rate）の低下によるものとなっている

※不動産価格 = 年間純収入 (Net Operating Income) ÷ Cap Rate で計算され、Cap Rate が下がるほど価格は上がりやすくなる

エリア別の物流施設価格指数\* (2012Q4=100)



※ 募集賃料をシングルテナント型の期待利回りで除したものを指標化

価格の構成要素と変動率

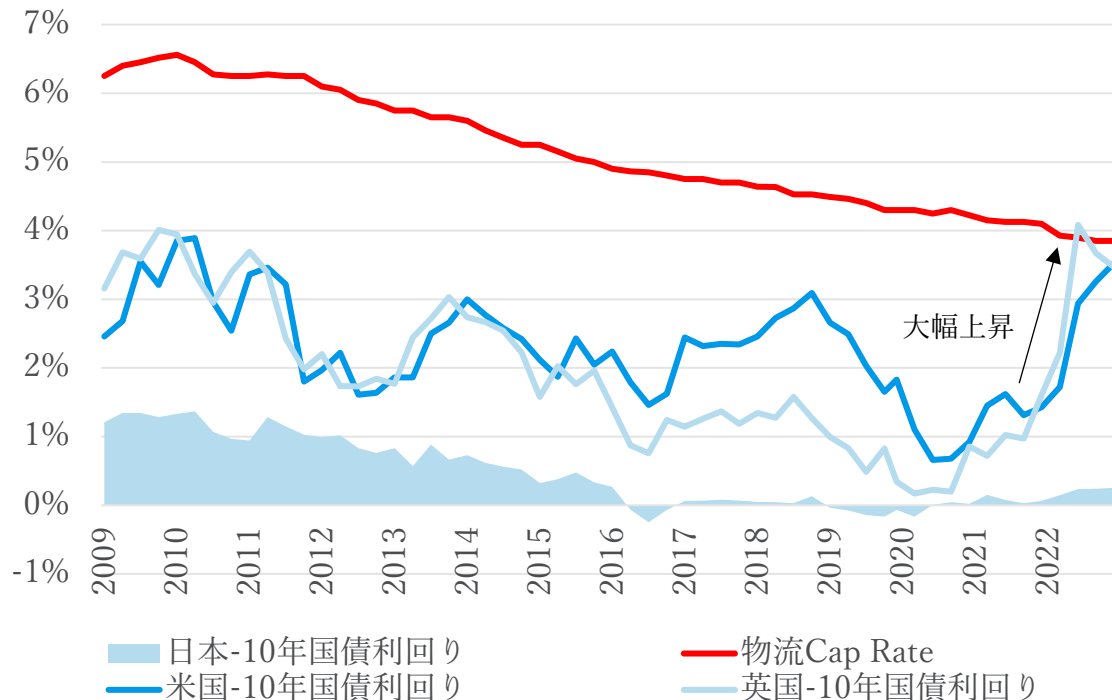
2012→22年の変動率	価格	賃料	Cap Rate*
埼玉	+61%	+14%	+41%
大阪	+97%	+35%	+46%
愛知	+57%	+11%	+42%
福岡	+121%	+57%	+41%

※Cap Rateは逆数（マルチプル）の変動率を記載  
例: Cap Rateが6%→5%となった場合、マルチプル16.7x→20xとなり変動率67%

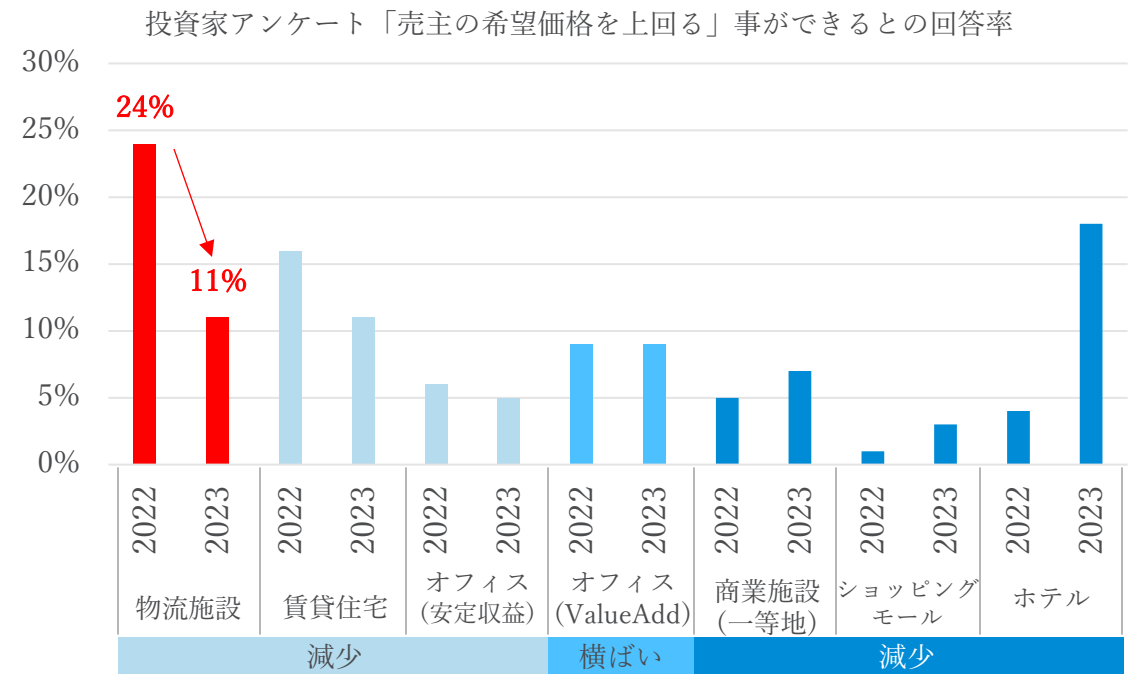
# しかし、不動産市況は転換期に差し掛かっており、 物流施設の保有方針見直しにおいて重要なタイミングと考えております

- コロナウイルス流行、ウクライナ侵攻等一連のイベントを受けて世界各国の金利が上昇する中、日本にも今後金利上昇の懸念がある。金利上昇は不動産投資利回り（Cap Rate）を押し上げ、価格が下落する要因となりかねない
- 物流施設は投資人気の高まりを受けてCap Rateが低下・価格が上昇し続けた結果、投資家センチメントとしては価格の過熱感があり、「売主の希望価格を上回る価格水準を提示できる」と回答した数が大幅に減少した。この事からも物流施設の取引価格がピークを迎えつつある様子が伺える

Cap Rateが最低水準を更新する中で、金利は上昇局面にある



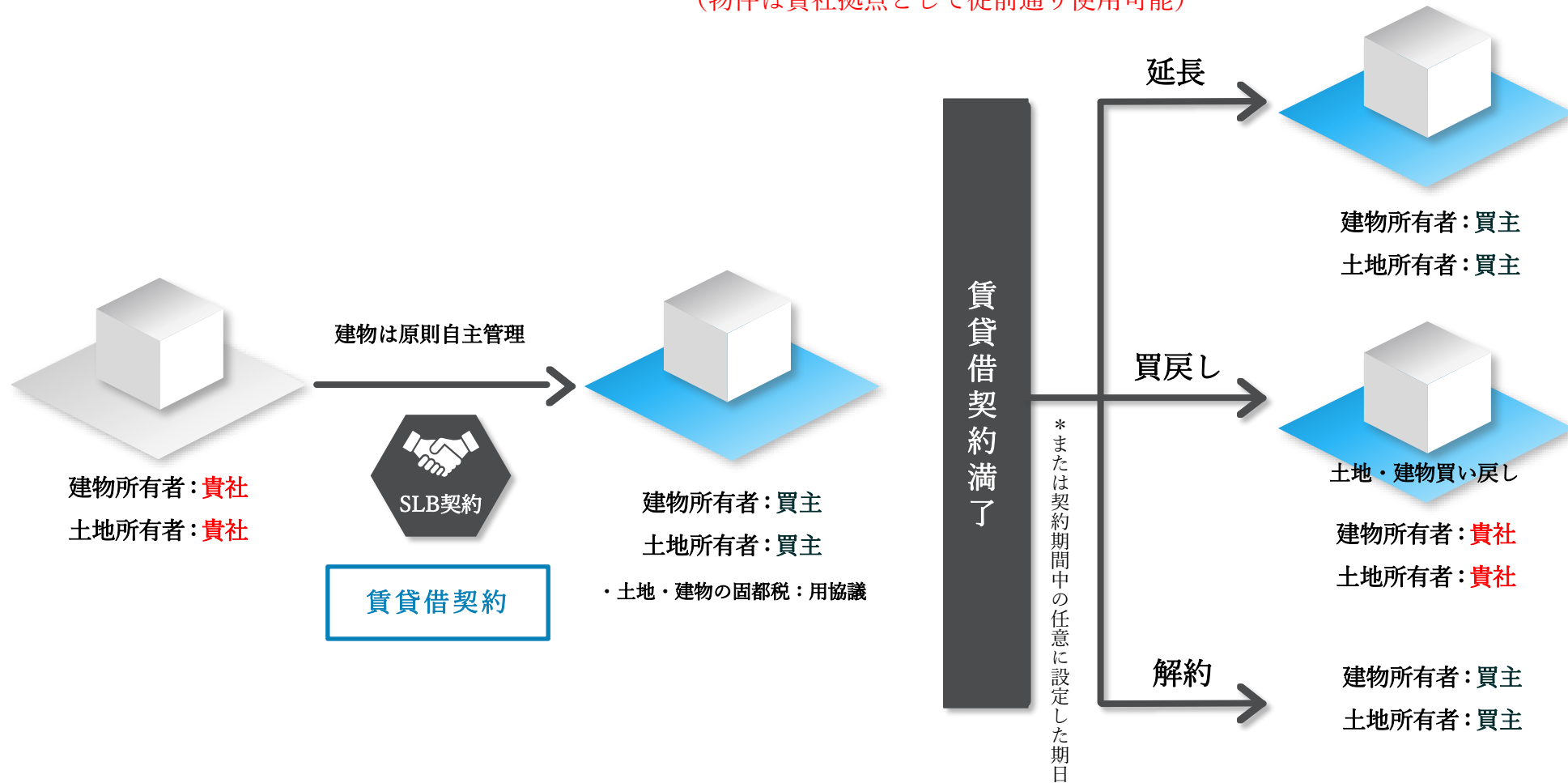
物流は価格のピークを迎えつつある



# 貴社の物流施設売却にあたっては、セール・アンド・リースバックを採用し事業運営への影響を最小化することが想定されます

..... 現状 .....> リースバック期間 .....> 退去後

(物件は貴社拠点として従前通り使用可能)



※ 対象物件が汎用性のある物流不動産として土地・建物ともに売却できる前提に基づく想定となります



# 事業会社によるセール・アンド・リースバックを活用した事業用不動産の流動化は、近年積極的に行われております (1/3)

	事例1	事例2	事例3	事例4	事例5
所在地	4都市	兵庫県三田市	神奈川県横浜市	ヨーロッパ各都市	兵庫県たつの市
物件タイプ	物流倉庫	物流倉庫	物流倉庫	物流倉庫	物流倉庫
売主	日本通運	コスモス薬品	SBSホールディングス	Kuehne + Nagel	物流会社
買主	プロロジス	N/A	N/A	N/A	上場REIT
取引年	2020-21	2021	2018-23	2008-22	2018
土地面積	合計138,800㎡	70,000㎡	合計80,000㎡	N/A	約35,000㎡
延床面積	合計196,200㎡	40,000㎡	合計90,000㎡	N/A	約23,000㎡
価格 / Cap Rate	500億円超	N/A	譲渡益合計84億円	N/A	約39億円 / 5.6%
備考	<p>自社開発した物流施設 4 棟をS&amp;L。資産流動化によるキャッシュ創出及びバランスシートのスリム化を掲げている。 →具体事例①参照</p>	<p>出店計画が好調であり、想定した以上に物流施設が必要となった為、既存物件をS&amp;Lし、新規拠点開設の資金を確保。 →具体事例②参照</p>	<p>倉庫拠点を自社開発しては外部へ売却&amp;リースバックし、売却で得た資金で次の拠点を開発する事業モデル。 →具体事例③参照</p>	<p>経営戦略の一つにアセットライト志向を掲げ、自社で利用する倉庫を開発後S&amp;Lする事で拠点拡大に必要な資金を確保しつつ、スピーディに事業拡大。 →具体事例④参照</p>	<p>荷主の専用センターとして売主が開発・所有していたが、物流不動産市況が好調であるため売却を決断。</p>

# 事業会社によるセール・アンド・リースバックを活用した事業用不動産の流動化は、近年積極的に行われております (2/3)

	事例6	事例7	事例8	事例9	事例10
所在地	大阪府堺市 / 千葉県柏市	神奈川県	神奈川県相模原市	神奈川県横須賀市	千葉県習志野市
物件タイプ	工場	工場用地	工場	工場	物流倉庫
売主	日立造船	中村屋	日本電気(NEC)	メーカー	レナウンダーバン
買主	SMFLみらいパートナーズ	N/A	ヒューリック	国内不動産会社	プロロジス
取引年	2020	2020	2020	2017	2006
土地面積	合計 約250,000㎡	約12,500㎡	約140,000㎡	約27,000㎡	合計約80,000㎡
延床面積	N/A	N/A	N/A	N/A	約100,000㎡
価格 / Cap Rate	譲渡益110億円	13.7億円	譲渡益160億円	N/A	145億円
備考	経営資源の効率的活用及び財務体質強化のため、製造工場として使用中の2物件を売却、坂井工場は継続して使用し、柏工場は短期リース後に閉鎖予定。	工場敷地約3万㎡の一部を譲渡、借地として借り受けて操業。	グループ外企業の利用比率が増大し、利用形態が変化している事業場のS&L。	製造拠点の譲渡及びリースバック。開設以来、売主（テナント）により継続的に設備投資が実施されており、今後も長期的に操業を継続予定。	バランスシートのスリム化、有利子負債の圧縮による支払利息負担の軽減を図り、財務体質の強化を目指す目的でS&Lを実施。プロロジスはその後、売主が使用していない土地部分に倉庫を新規開発し運営。

# 事業会社によるセール・アンド・リースバックを活用した事業用不動産の流動化は、近年積極的に行われております (3/3)

	事例11	事例12	事例13	事例14	事例15
所在地	群馬県邑楽郡	東京都大田区	大阪府/兵庫県	カナダ	アメリカ
物件タイプ	物流倉庫	学校	介護施設	物流施設	物流施設
売主	飲料メーカー	後藤学園	さわやか倶楽部	TFI International	XPO logistics
買主	Goodman	投資法人みらい	三井住友ファイナンス&リース	Pure Industrial	Nuveen
取引年	N/A	2020	2019	2017	2021
土地面積	約62,000㎡	約1,200㎡	合計約4,400㎡	N/A	N/A
延床面積	約10,000㎡	約4,200㎡	合計約6,700㎡	N/A	約100,000㎡
価格 / Cap Rate	N/A	39億円 / 5.7%	11.4億円	\$135.6mil (譲渡益\$70mil)	\$99.2mil
備考	業績悪化により資金調達を必要としていた中、レンダーからの推奨も受けて配送拠点のS&Lを判断。	東京衛生学園専門学校を投資法人みらい及び三井物産・イデラパートナーズに譲渡し、20年の普通建物賃貸借契約を締結。	介護施設にかかる設備投資負担を軽減させる一つの方法として、自社開発した介護施設のS&L取引を活用。「資金の早期回収により財務体質の強化を図るとともに新たな投資資金調達枠を確保し、事業展開のスピード化を図る」との戦略。	倉庫4物件の売却を通じて保有資産の流動化を実現。TFIはアセットライト志向であり、継続的に保有資産の売却を通じて財務効率の改善等を図っている。	アセットライトの経営方針を掲げ、弊社調査だけでも毎年5-6物件のS&Lを実現。

## (ご参考) オフィスのセール・アンド・リースバック事例

	事例16	事例17	事例18	事例19
所在地	東京都港区	東京都港区	東京都江東区	東京都品川区
物件タイプ	オフィスビル	オフィスビル	オフィスビル	オフィス
売主	電通	エイベックス	ヒューレットパッカード	大日本印刷
買主	ヒューリック	BentallGreenOak	ヒューリック	東京建物
取引年	2021	2021	2020	2019
土地面積	約17,000㎡	約5,000㎡	約14,000㎡	約8,200㎡
延床面積	約230,000㎡	約28,000㎡	約43,000㎡	約48,000㎡
価格 / Cap Rate	約3000億円	約700億円	N/A	譲渡益約200億円
備考	包括的な事業オペレーションと資本効率に関する見直し、及び事業トランスフォーメーション加速のための施策としてS&Lを実行。	経営資源の有効活用と財務的柔軟性の確保を図ること等を目的にS&Lを判断。	自社開発したオフィスビルをS&L。その後hpはリモートワーク等の影響のため、本社の床面積を従前の半分程度へ縮小して品川の賃貸オフィスへ移転した。	本社所在の市谷地区や国内外の事業拠点の整備を進める中、DNP西五反田ビルの機能を市谷地区へ移転させる計画であり、移転完了までの間をリースバックする前提のもと売却。

# セール・アンド・リースバックによる流動化を行うことで下記の様なメリットを享受することが可能です

- 貴社は事業を継続しながら、3物件の売却により240億円の用途制限のない柔軟な資金として調達可能



## 成長資金の捻出

- ✓ 拠点を維持しつつ、将来の撤退を見越して不動産を先にオフバランス
- ✓ 新規事業への投資や既存事業拡大のためのリソース確保等、幅広い成長戦略に資金を充当可能



## 設備投資の 原資確保

- ✓ 老朽化した施設の更新・維持
- ✓ 他既存拠点の自動化整備のための資金として活用可能

# 具体事例①: 日本通運

- 日本通運は2020年、自社開発した物流施設4棟をプロロジスに売却しリースバック
- 日通は中期経営目標に資産の流動化によるキャッシュ創出及びバランスシートのスリム化を掲げており、医薬品物流網の構築と本社の建替工事を進める状況下、先行投資に向けたキャッシュの創出を目的の一つとしている

	1. 溝ノ口物流センター	2. 九州医薬品センター	3. 西日本医薬品センター	4. 東日本医薬品センター
写真				
所在地	神奈川県川崎市	福岡県北九州市	大阪府寝屋川市	埼玉県久喜市
土地面積	41,700㎡	14,200㎡	32,400㎡	50,500㎡
延床面積	49,900㎡	17,300㎡	63,600㎡	65,400㎡
竣工年	2019	2020	2020	2020
買主	プロロジス			
価格	500億円超			



## 具体事例②: SBSホールディングス

- 3PLを中心とする物流企業であるSBSは、倉庫拠点を自社開発しては外部へ売却&リースバック
- 売却で得た資金で次の拠点を開発する事業モデルを採用し、スピーディかつ高い資本効率で事業・拠点拡大を実現している

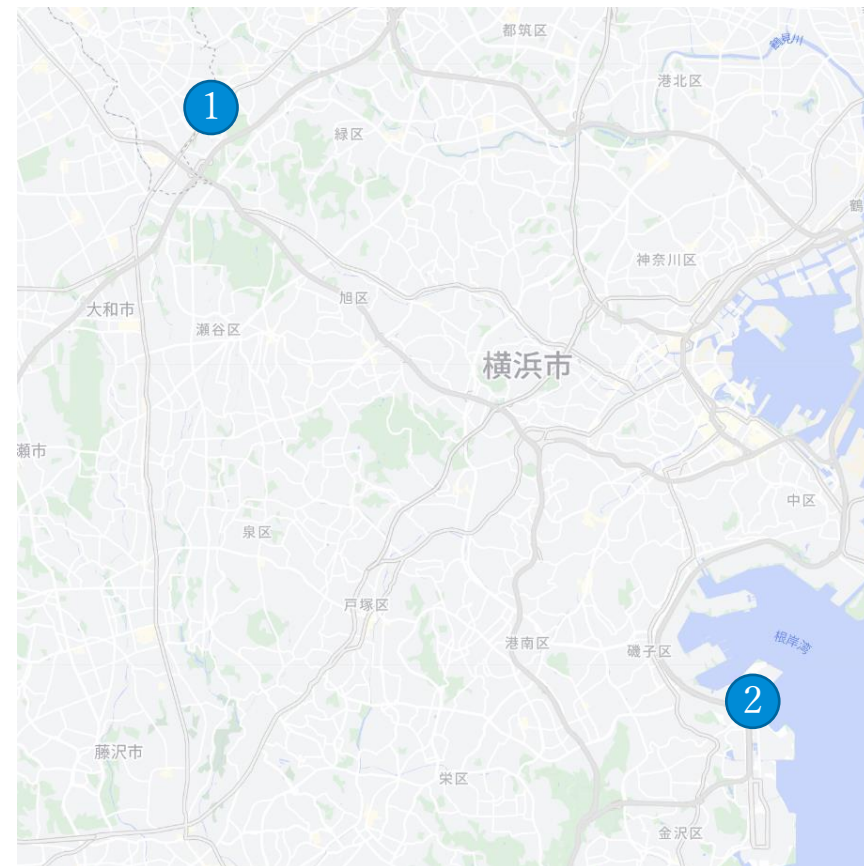
### ▼ 物件1



### ▼ 物件2



	物件1	物件2
所在地	神奈川県横浜市	
土地面積	約50,000㎡	約30,000㎡
延床面積	約40,000㎡	約50,000㎡
竣工年	2015年	2020年
構造	鉄骨造 / 3階建	鉄骨造/4階建
用途地域	市街化調整区域	工業地域
建蔽/容積率	N/A	60% / 200%
取引時点	2018年	2023年
買主	N/A	国内不動産会社
価格	譲渡益32億円	譲渡益52億円

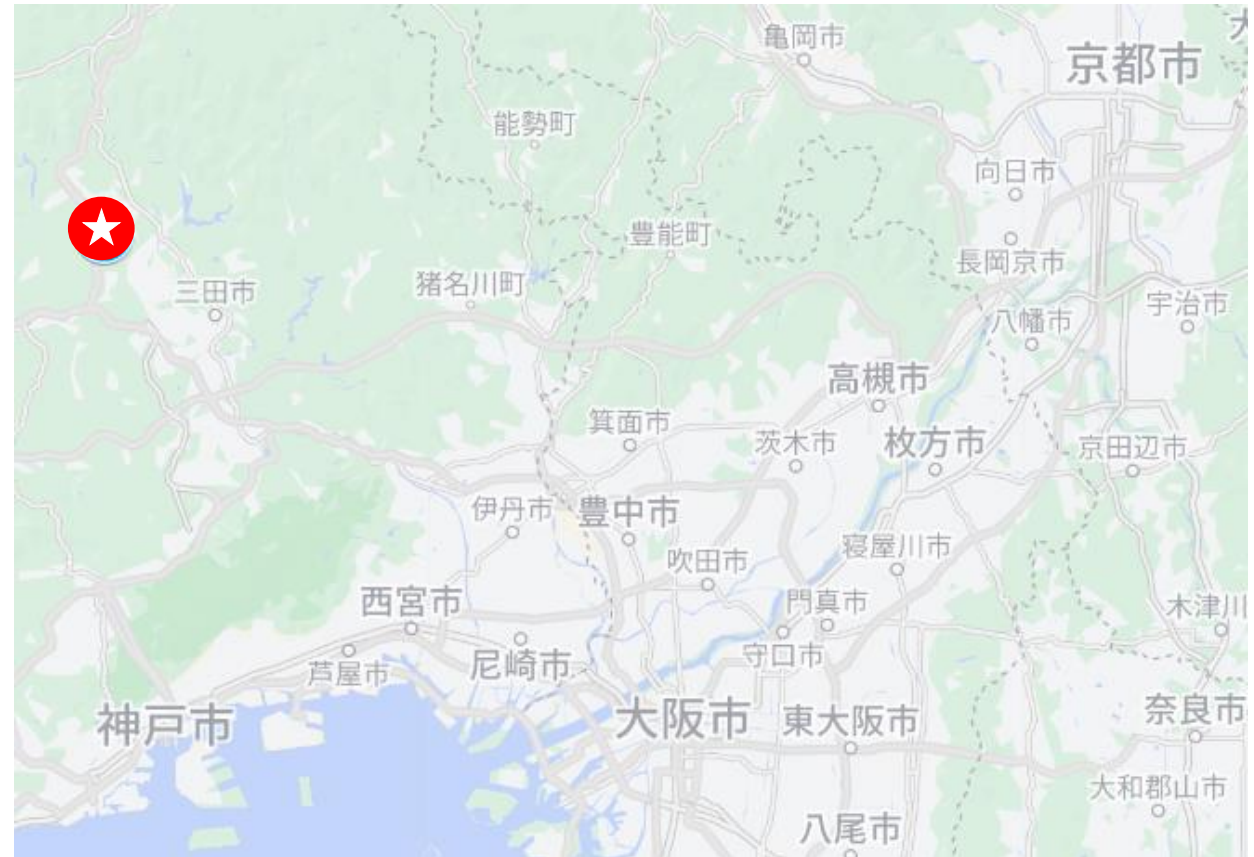


## 具体事例③:ドラッグストアチェーン

- 当該企業は出店計画が好調であり、想定した以上に物流施設（面積）が必要となった為、兵庫県三田市に保有する**物流センター**を2021年に売却し、**新規拠点開設の資金を確保**



所在地	兵庫県三田市
土地面積	約20,000坪
延床面積	約10,000坪
竣工年	2016年
構造	鉄骨造 / 1階建
用途地域	工業専用地域
建蔽/容積率	60% / 200%
買主	国内投資家
価格	N/A





## 具体事例④: Kuehne + Nagel

- 海上・航空輸送を中心とする物流フォワーダー（他業者の輸送手段を利用し顧客の貨物運送を引き受ける事業者）のグローバル大手である **キューネ・アンド・ナーゲル** は経営戦略の一つにアセットライト志向を掲げる
- 自社で利用する倉庫を開発後S&Lまたは開発段階から外部（不動産企業等）へ委託する事で、拠点拡大に必要な資金を確保しつつ、スピーディに事業拡大を実現している

	取引1	取引2	取引3	取引4	取引5	取引6
所在地	ヨーロッパ5カ国	フランス	フランス	イギリス (ロンドン)	ドイツ、フランス	フランス
物件数	22物件	5物件	16物件	1物件	27物件	3物件
土地面積	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
延床面積	合計約430,000m <sup>2</sup>	N/A	N/A	約6,000m <sup>2</sup>	N/A	N/A
取引時点	2008	2017	2019	2019	2020	2022
買主	Goodman	Rockspring	6eme Sens Immobilier	SEGRO	Carlyle	Patrizia
価格	約€200mil	約\$119mil	N/A	£ 19.3mil	約€16mil	N/A
リースバック期間	平均5年	N/A	N/A	10年	N/A	N/A

## 貴社の保有物流施設である3物件についてS&Lを実施した場合、 240億円程度での売却が可能と想定されます

		想定賃料単価 (円/坪/月)	年間賃料 (百万円)	年間NOI (百万円)	Cap Rate	査定価格 (百万円)	貴社簿価* (百万円)	想定売却益 (百万円)
1	TBC広島	3,500	382	325	5.0%	6,498	6,072	426
2	TBC阪神	4,200	392	317	4.0%	7,936	4,641	3,295
3	TBC埼玉	4,000	468	398	4.3%	9,258	3,619	5,639
合計			1,243	1,040		23,692	14,332	9,360

\*貴社第75期（2022年度）有価証券報告書に基づく「建物及び構築物」「土地」の合計帳簿価格を指します

※ 対象物件が汎用性のある物流不動産として土地・建物ともに売却できる前提に基づく想定となります

## 想定されるリースバック条件：TBC埼玉

項目	具体的な内容	一般的な取り決め
期間	10-20年	
賃貸借面積	32,256.25㎡	シングルテナントの場合は延床面積＝賃貸借面積
賃料	4,000円/坪/月（月額39.0百万円）	賃料は協議可だが、増減した分は売却額も比例して変動
敷金	賃料6か月相当	
賃貸借の種類	定期借家	期間満了時に両社合意で再契約可能
解約オプション	協議可	一定期間のコミットメント後に解約オプションを付けられるケースが多い
中途解約	解約オプション行使可能時までは解約不可	解約不可期間中に解約する場合は残存賃料を支払う
費用負担	テナント：水道光熱費、維持管理、修繕 オーナー：固定資産税、保険料	
原状回復義務	テナントは契約終了時に原状回復義務有り	期間満了時（再契約しない）場合はテナントが土壌汚染調査を行い、汚染が確認された場合はテナントの費用負担で除去を行う
オーナー承諾事項	第三者への施設転貸 建物の原状変更、増築・改修 等	

※対象物件が汎用性のある物流不動産として土地・建物ともに売却できる前提に基づく想定となります

また、上記は底地・建物をすべてセールス&リースバックした前提の賃貸借条件一例であり、詳細条件は買主/新オーナーと要協議となります

## 想定されるリースバック条件：TBC阪神

項目	具体的な内容	一般的な取り決め
期間	10-20年	
賃貸借面積	25,708.79㎡	シングルテナントの場合は延床面積＝賃貸借面積
賃料	4,200円/坪/月（月額32.7百万円）	賃料は協議可だが、増減した分は売却額も比例して変動
敷金	賃料6か月相当	
賃貸借の種類	定期借家	期間満了時に両社合意で再契約可能
解約オプション	協議可	一定期間のコミットメント後に解約オプションを付けられるケースが多い
中途解約	解約オプション行使可能時までは解約不可	解約不可期間中に解約する場合は残存賃料を支払う
費用負担	テナント：水道光熱費、維持管理、修繕 オーナー：固定資産税、保険料	
原状回復義務	テナントは契約終了時に原状回復義務有り	期間満了時（再契約しない）場合はテナントが土壌汚染調査を行い、汚染が確認された場合はテナントの費用負担で除去を行う
オーナー承諾事項	第三者への施設転貸 建物の原状変更、増築・改修 等	

※対象物件が汎用性のある物流不動産として土地・建物ともに売却できる前提に基づく想定となります

また、上記は底地・建物をすべてセールス&リースバックした前提の賃貸借条件一例であり、詳細条件は買主/新オーナーと要協議となります

## 想定されるリースバック条件：TBC広島

項目	具体的な内容	一般的な取り決め
期間	10-20年	
賃貸借面積	30,083.75㎡	シングルテナントの場合は延床面積＝賃貸借面積
賃料	3,500円/坪/月（月額31.9百万円）	賃料は協議可だが、増減した分は売却額も比例して変動
敷金	賃料6か月相当	
賃貸借の種類	定期借家	期間満了時に両社合意で再契約可能
解約オプション	協議可	一定期間のコミットメント後に解約オプションを付けられるケースが多い
中途解約	解約オプション行使可能時までは解約不可	解約不可期間中に解約する場合は残存賃料を支払う
費用負担	テナント：水道光熱費、維持管理、修繕 オーナー：固定資産税、保険料	
原状回復義務	テナントは契約終了時に原状回復義務有り	期間満了時（再契約しない）場合はテナントが土壌汚染調査を行い、汚染が確認された場合はテナントの費用負担で除去を行う
オーナー承諾事項	第三者への施設転貸 建物の原状変更、増築・改修 等	

※対象物件が汎用性のある物流不動産として土地・建物ともに売却できる前提に基づく想定となります

また、上記は底地・建物をすべてセールス&リースバックした前提の賃貸借条件一例であり、詳細条件は買主/新オーナーと要協議となります

# 買い手候補としては、下記のようなプレイヤーが想定されます

- 買い手の属性一例としては以下の通り。尚、底地・建物合わせての売却となる場合は金額規模が大きくなる傾向がある上に、工業不動産の投資・管理経験を必要とする為、買主候補が青字プレイヤーに絞られる可能性が高い

買い手属性	資金力	判断速度	決済の確実性	投資経験	運営ノウハウ	要求リターン
上場REIT	金額は小さくないが都度POが必要	IC、ブリッジ確保、POなど対応事項が多い	売買契約締結・リリース後は確実	物流特化型REITは投資経験豊富	AM機能はインハウス	償却後利回りが肝要のためNOI利回り要求は高い
物流専門ファンド	物件の戦略に応じた(開発/コア等)ファンドの資金を活用	柔軟なIC開催	検討時点で資金が確保できているかが肝要	物流のプロが集まるチーム	AM、リーシング、PM等多くの機能をインハウスに抱える	開発/コア等ファンドに応じて要求リターンが異なる
国内不動産会社・ファンド	自社予算orファンド資金	社内承認は頻度が少なく根回しが必要、遅い	社内決裁後はほぼ確実	プレイヤーによるが経験・リソース十分	AM機能はインハウス	原則償却後利回りが肝要のためNOI利回り要求は高い
外資系不動産ファンド	資金元が多く未使用資金も潤沢	柔軟なIC開催	プレイヤーによるが決裁後に内情が変わる事も有	個別物件よりもポートフォリオ取得のケースが多い	現地AMを必要とするケースが多い	投資家に大きく寄るが、コア投資であれば資本コストが低い投資家・資金も有
リース会社	自社予算(限定的)	社内承認は頻度が少なく根回しが必要、遅い	社内決裁後はほぼ確実	個別物件へのマイノリティ出資が多い	運用は投資パートナー/スポンサーに委ねる	スポンサーやテナントの与信が高いほどリターン要求は低い
生命保険会社	自社予算(金額大)	決裁金額範囲内であれば権限移譲により判断早い	社内決裁後はほぼ確実	一般的にはファンドを通じて投資(物件への直接投資は少ない)	運用はAMに委ねる	スポンサーやテナントの与信が高いほどリターン要求は低い

# 貴社は下記戦略に基づき、本業への影響を最小限に抑えつつ、不動産売却価額を最大化可能です

- **ポートフォリオ売却**：価格最大化及び賃貸借の相手方を統一する目的
- **限定入札**：情報漏洩防止の観点から、選ばれた少数の買主候補（5-10社）のみに対して案内

## 売却戦略

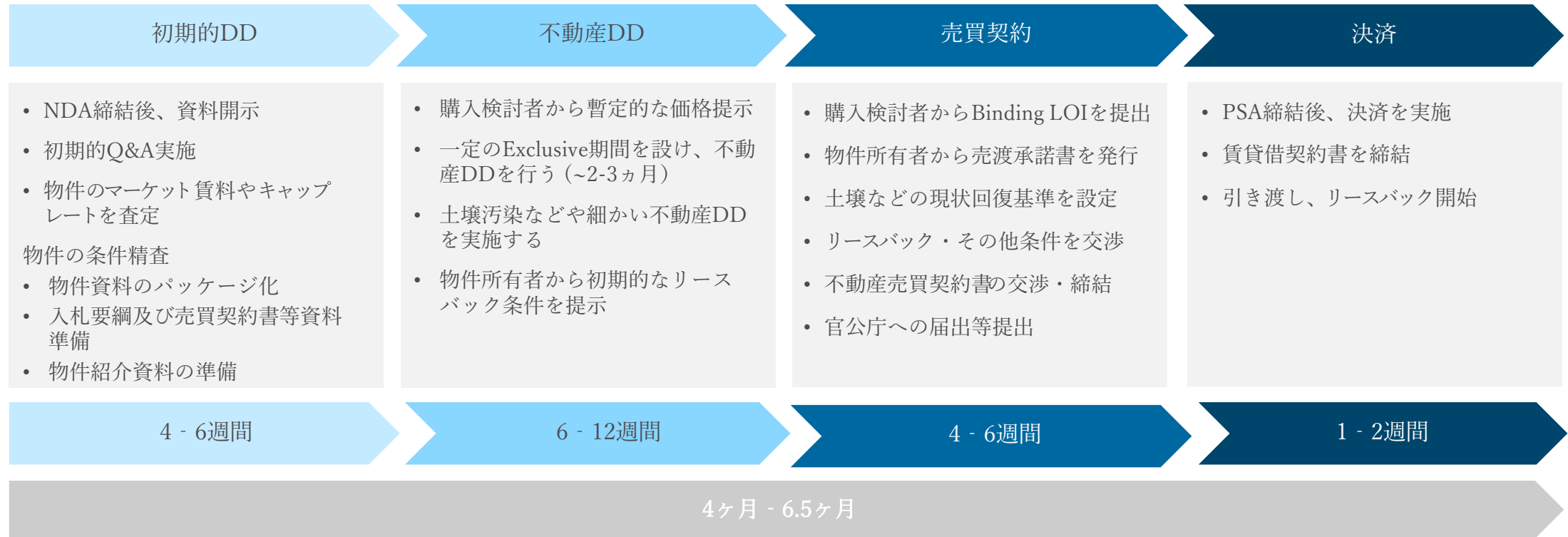
個別物件	ポートフォリオ
<p><u>メリット</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>金額規模が小さいため買主候補が増える（が必ずしも高い価格が出せるプレイヤーが増えるとは限らない）</li> </ul> <p><u>デメリット</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>一部物件が売れ残るリスク有</li> <li>売却先がバラバラとなり交渉先や（売買・賃貸借）契約が増え、弁護士費用や他の事務コストが増える</li> <li>個別の売却プロセスを踏むため手間が煩雑</li> </ul>	<p><u>メリット</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>価格競争力が強い（資本コストが低い投資家を資金源とする）買主が多い</li> <li>売却先を統一でき、契約・書類の数、費用及び管理手間を抑えられる</li> <li>規模が大きい事で（代替投資機会が少ないため）売主側の交渉力が強い</li> </ul> <p><u>デメリット</u></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>金額規模が大きくなるため買主候補の数は少ない</li> </ul>

## 買主選定・売却方法

	一般入札	限定入札	相対交渉
	<ul style="list-style-type: none"> <li>幅広い買主に対して情報公開</li> <li>買主の検討状況、真剣度フォローが困難</li> <li>よって価格ガイドが困難</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定少数の買主に対してのみ情報公開</li> <li>買主の検討状況等を密にフォロー可能</li> <li>（指名されているため）一般入札に比べて買主のエンゲージメントが高い</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>特定(1, 2社)の買主に対してのみ情報公開</li> <li>買主の検討状況等を密にフォロー可能</li> <li>入札でないため価格競争が働かない</li> </ul>
情報開示先	多	少	少
価格競争	多	少	少
買主の関心度	小	大	大
透明性	高	低	低

※色が濃いほど売主にとって優位・理想的条件

# 想定される売却手順・スケジュール





- 事前準備として必要となる資料・情報は以下の通り
  1. 固定資産税・都市計画税の明細
  2. 確認済証、検査済証、図面
  3. 土地・建物のアスベストや土壌汚染の有無
  4. 各物件の基準階の耐荷重、梁下有効高
  5. 物件について行政との取り決め等の資料
  6. 収入に関わる資料（アンテナや自動販売機等含む）、及び現状の経費資料（ビルメンテナンス費用等）

# 1. TBC埼玉

# TBC埼玉：物件概要



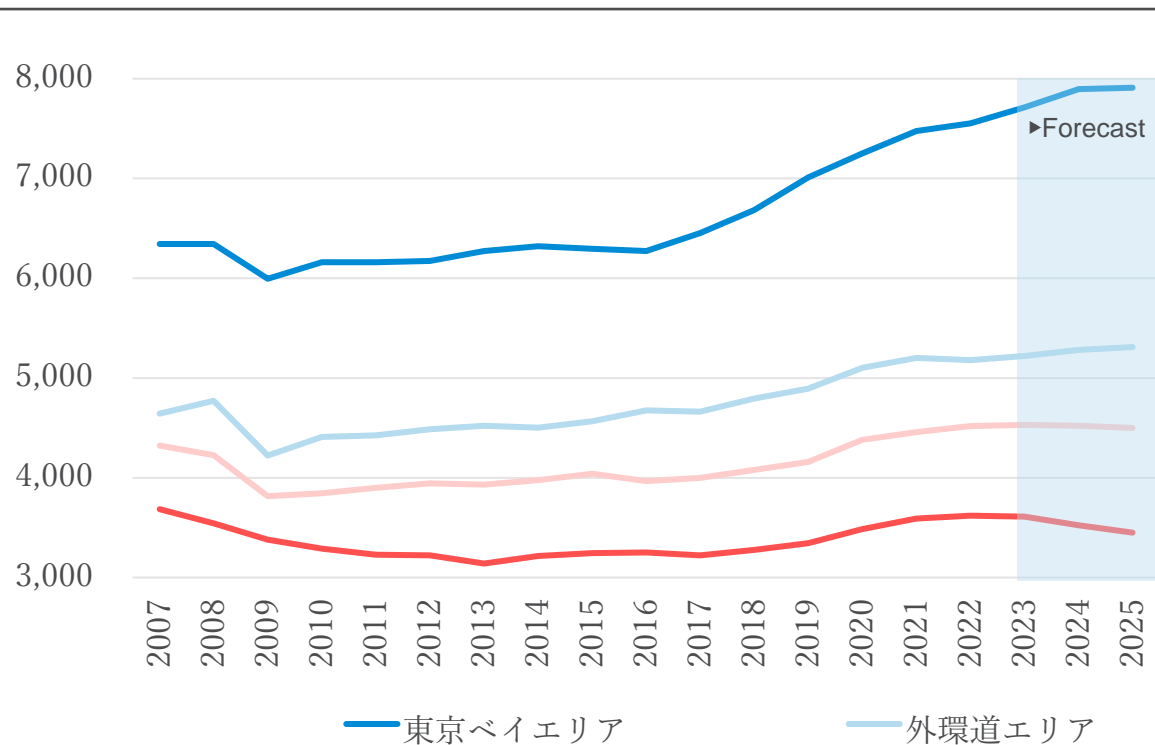
住所	埼玉県久喜市菖蒲町菖蒲6000-1
敷地面積	28,502.48㎡
延床面積	32,256.25㎡
築年	2013
構造	鉄筋コンクリート造/地上3階建て
用途地域	工業専用地域
建蔽率/容積率	50% / 200%



# TBC埼玉：周辺地域のマーケット状況（賃料・空室率）

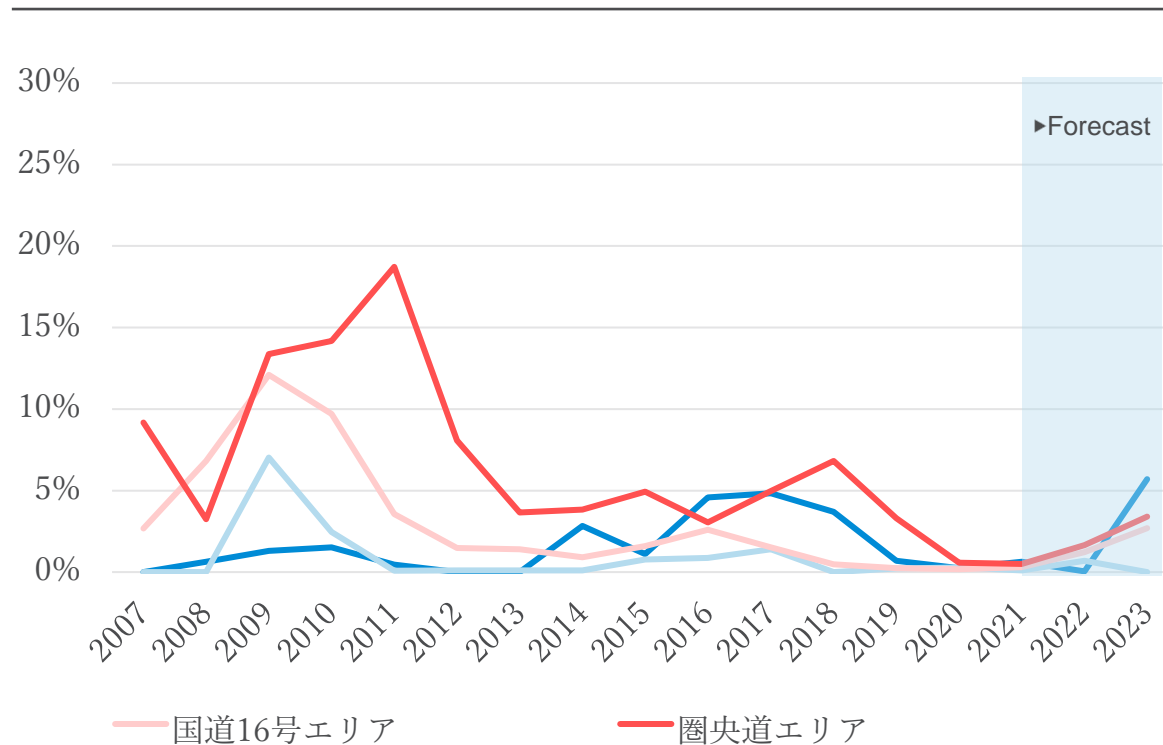
- 都心からの距離が同程度であっても、神奈川県（厚木・海老名・平塚エリア等）側は東名高速へのアクセスが容易であり、西日本との接続ゲートウェイとなるため、圏央道エリアは首都圏南部に比べて賃料が低い傾向有り
- 需要の増加とともに開発が増えたため、供給増により空室率が上がっているものの、築1年以上の物件については空室率5%程度で推移しており、供給増の局面でも比較的速くリースアップしている事例が多い

首都圏-エリア別実質賃料推移(円/坪)



※各エリアの定義範囲はp.34参照

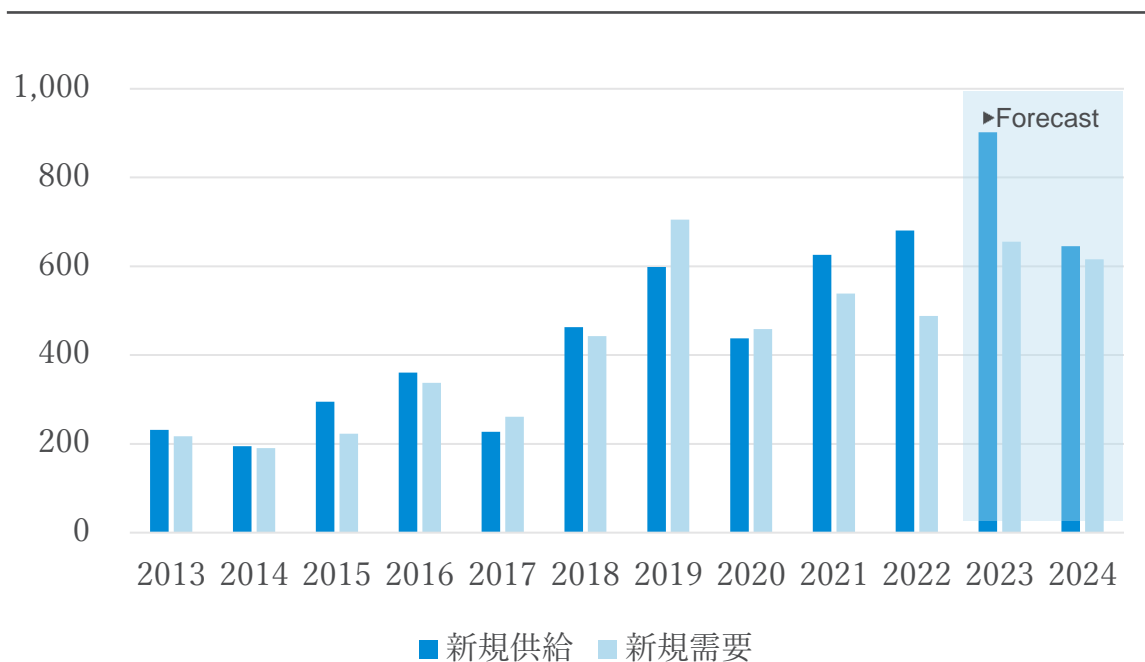
首都圏-エリア別 築1年以上物件の空室率推移



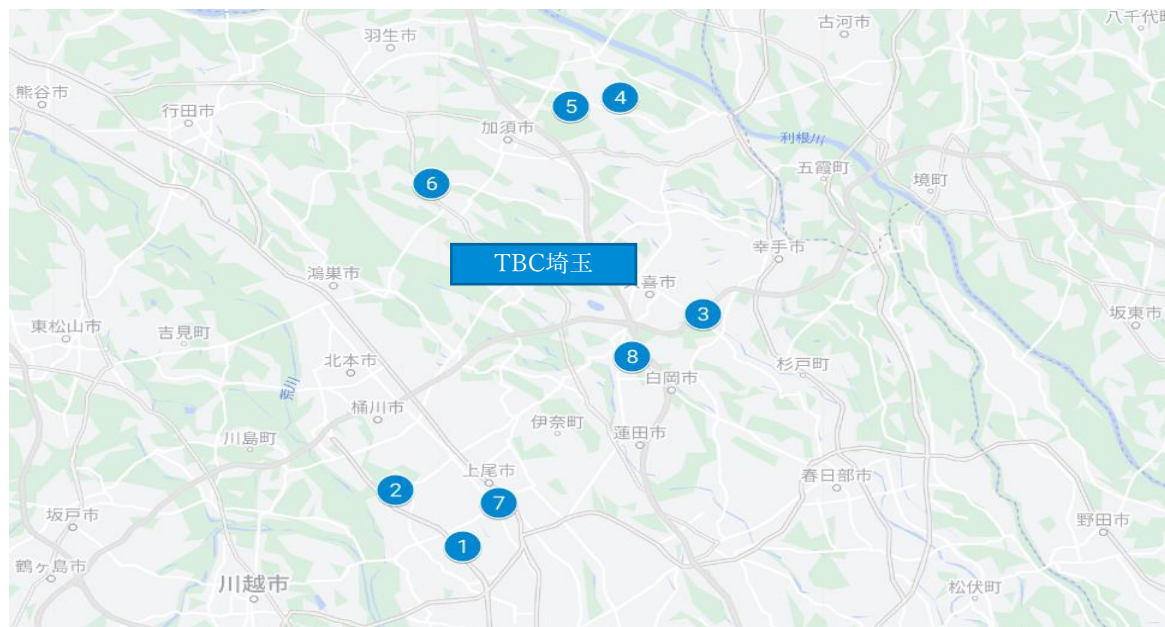
# TBC埼玉：周辺地域のマーケット状況（供給状況）

- 首都圏の物流倉庫は2021年頃よりやや供給が多いものの、需要も底堅く、新築物件でも概ね竣工1年以内にはリースアップするケースが多い
- 近年は圏央道エリアにおける需要も伸びている事から、2023-24年にかけて久喜・加須地域の新規供給も散見される

首都圏物流施設 需給推移 (千㎡)



## ▼ 直近の周辺供給(予定)物件



#	物件名	事業者	所在地	竣工年	延床面積
①	Landport上尾 II	野村不動産	埼玉県上尾市	2022年5月	23,200㎡
②	Landcube上尾	凸版物流	埼玉県上尾市	2022年11月	11,200㎡
③	DPL久喜宮代	大和ハウス工業	埼玉県南埼玉郡	2022年11月	49,900㎡
④	加須Logistics Center	オリックス不動産	埼玉県加須市	2023年4月	14,500㎡
⑤	ESR加須Dist. Center 2	ESR	埼玉県加須市	2023年5月	31,700㎡
⑥	CREDO加須	クレドAM	埼玉県加須市	2024年2月	15,300㎡
⑦	GLP上尾	日本GLP	埼玉県上尾市	2024年3月	31,800㎡
⑧	LOGI'Q白岡II	東急不動産	埼玉県白岡市	2024年3月	16,000㎡



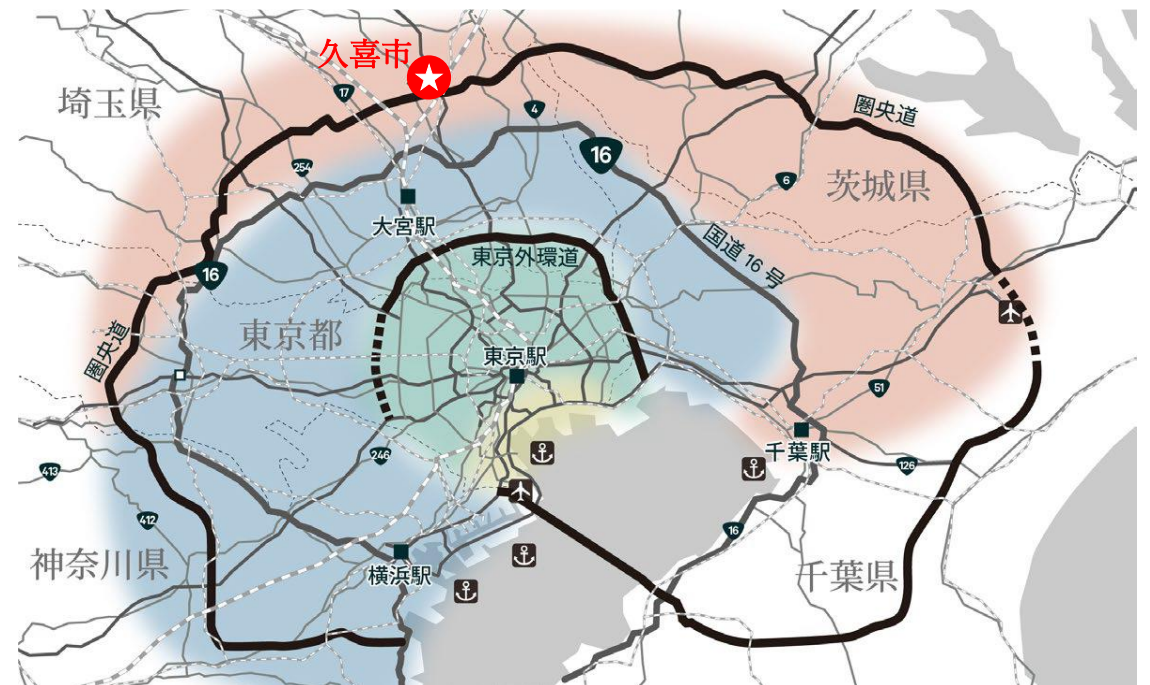
# TBC埼玉：対象物件の物流立地としての優位性（広域）

- 久喜市を通る圏央道は、複数の主要道路（東名、新東名、中央自動車道、関越自動車道、東北自動車道等）を相互に連絡する高速道路として開発され、久喜からは目的地ではない都心寄り（外環道）を経由せずに他の地域へ向かう事ができるようになった
- 圏央道の開通・拡大に伴い交通利便性が高まったことから、久喜を含む圏央道エリアでは物流施設の需要が増加しており、テナントやデベロッパいずれからも注目度が高い市場となっている

圏央道と主要高速道路



物流市場エリア区分 - 首都圏



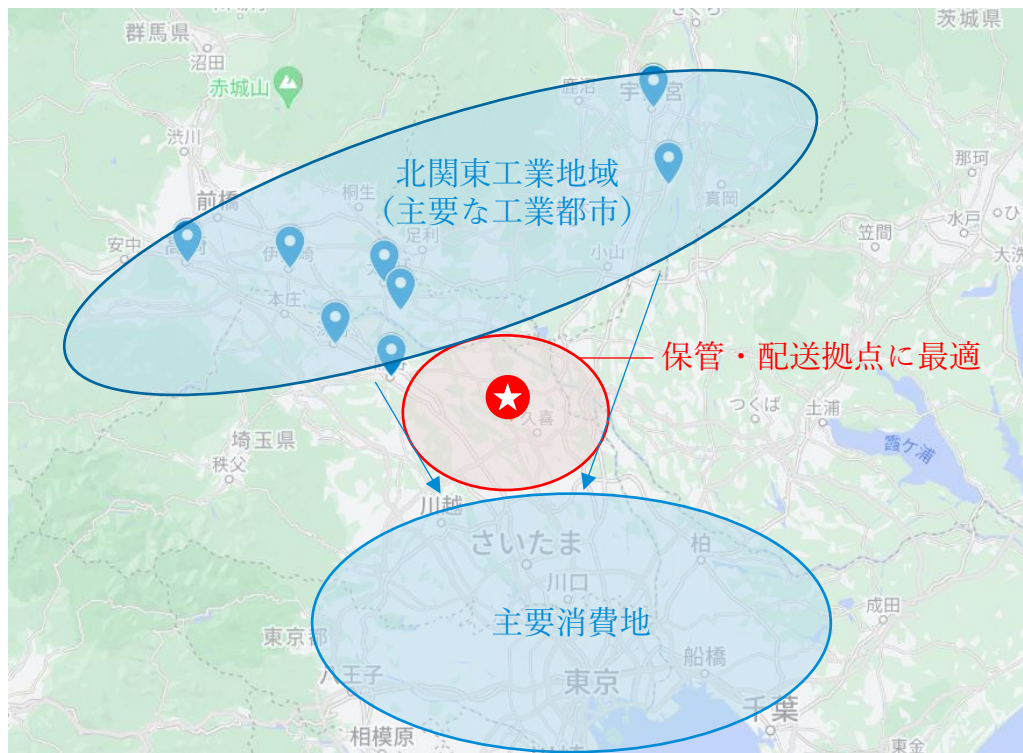
■ 東京ベイリア ■ 外環道エリア ■ 国道16号エリア ■ 圏央道エリア



# TBC埼玉：対象物件の物流立地としての優位性

- 消費財等の販売単価が低く利益率が低い（＝倉庫の賃料負担力が低く、賃料が低い郊外へ拠点を構えやすい）商品の保管・配送拠点となる他、北関東エリアに生産拠点を置くメーカーの商品保管・配送拠点（都心等の消費地へ届ける中間地点）としての需要も多い
- トラック交通量の多い122号線沿いにある上、圏央道「白岡菖蒲」ICから約4kmに位置し、関越道、東北道への接続に優れる交通利便性の高い立地

広域マップ（北関東 - 東京）



周辺マップ



# TBC埼玉：Rent Comps

- 久喜エリアの賃料相場は3,800-4,200円程度であり、北に行くほど賃料が安く（加須市では3,000円台半ば～後半）、南は高く（川越市は4,000円台半ば）なる傾向有り。本件についても賃料帯は3,800-4,200円が想定され、バリュエーション上は4,000円と仮定



	★対象物件	①	②	③	④	⑤
物件名	TBC埼玉	T-LOGI久喜	LOGI FLAG 久喜I	MCUD久喜I	ロジランド加須	MFLPプロロジス パーク川越
所在地	久喜市菖蒲町 菖蒲6000-1	久喜市 河原井町8	久喜市 八甫1368-1	久喜市 桜田5-2-1	加須市 間口2000	川越市南台1-9-3
竣工年	2013	2020	2023	2022	2021	2018
延床面積	32,256㎡	68,000㎡	17,052㎡	N/A	29,478㎡	131,272㎡
階数	3	4	3	3	3	4
賃料(/坪/月)	(想定)4,000円	3,900円	3,800円	3,950円	3,800円	4,400円
備考		募集賃料 (共益費込)	募集賃料	募集賃料 (共益費込)	募集賃料	共益費込



# TBC埼玉：Cap Comps

- 近接する倉庫①は2022年に4.15%で取引、②は2019年に約4.84%で取引されている
- 不動産の中でも特に物流倉庫はコロナ禍で投資人気が高まり、Cap Rateは20年Q1から3年間で約0.5%程度タイト化している為、現在であれば4.3%程度で取引される蓋然性が高いと考える



	★ 対象物件	①	②	③	④	⑤
物件名	TBC埼玉	久喜物流センター	Dプロジェクト 久喜VIII	加須 物流センターI・II	MJロジパーク 加須2	GLP北本
所在地	久喜市菖蒲町 菖蒲6000-1	久喜市河原井町8	久喜市 清久町49-3	加須市 大桑1-12, 13	加須市 大桑1-4-1	北本市 下石戸6-316-2
竣工年	2013	2020	2016	1997 / 1999	1998	2021
延床面積	32,256㎡	71,000㎡	28,590㎡	合計12,204㎡	7,349㎡	55,000㎡
階数	3	4	5	2 / 1	2	4
取引時点		2022年3月	2019年4月	2021年6月	2020年9月	2022年10月
取引価格		8,577百万円	6,100百万円	3,259百万円	1,637百万円	15,649百万円
Cap Rate	(想定)4.30%	4.15%	4.84%	4.54%	5.00%	3.85%
売主		東京建物	大和ハウス工業	みずほ丸紅リース	N/A	GLP
買主		日本ロジスティクス ファンド投資法人	大和ハウス リート投資法人	ユナイテッド・ アーバン投資法人	三菱地所物流 リート投資法人	GLP投資法人

## 2. TBC阪神

# TBC阪神：物件概要



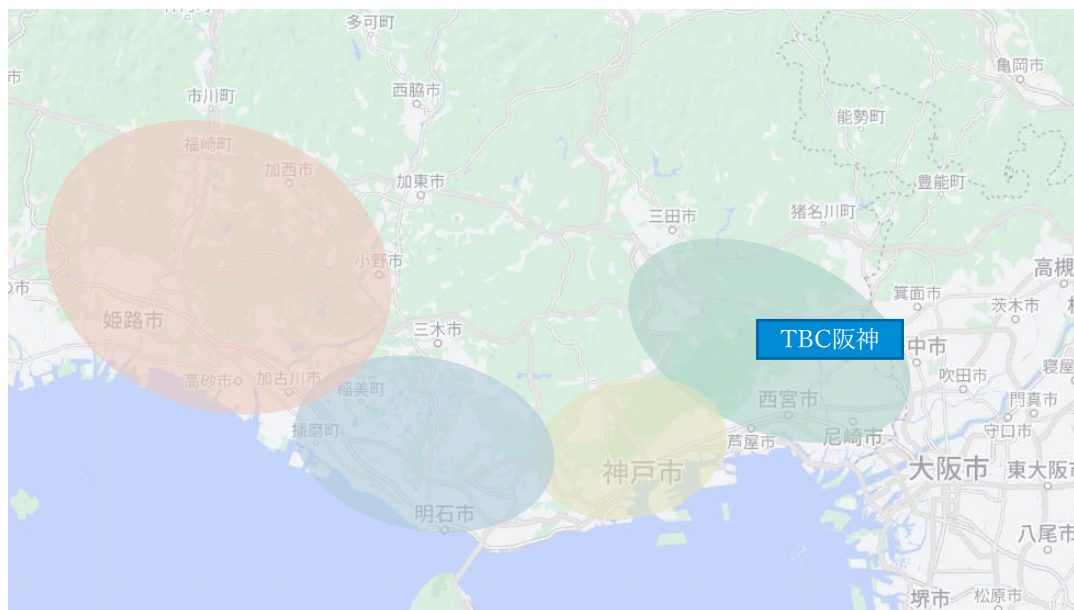
住所	兵庫県伊丹市鴻池7-3-11
敷地面積	30,906.85㎡
延床面積	25,708.79㎡
築年	2013
構造	鉄骨造/地上3階建て
用途地域	準工業地域
建蔽率/容積率	60% / 200%



# TBC阪神：周辺地域のマーケット状況（賃料・空室率）

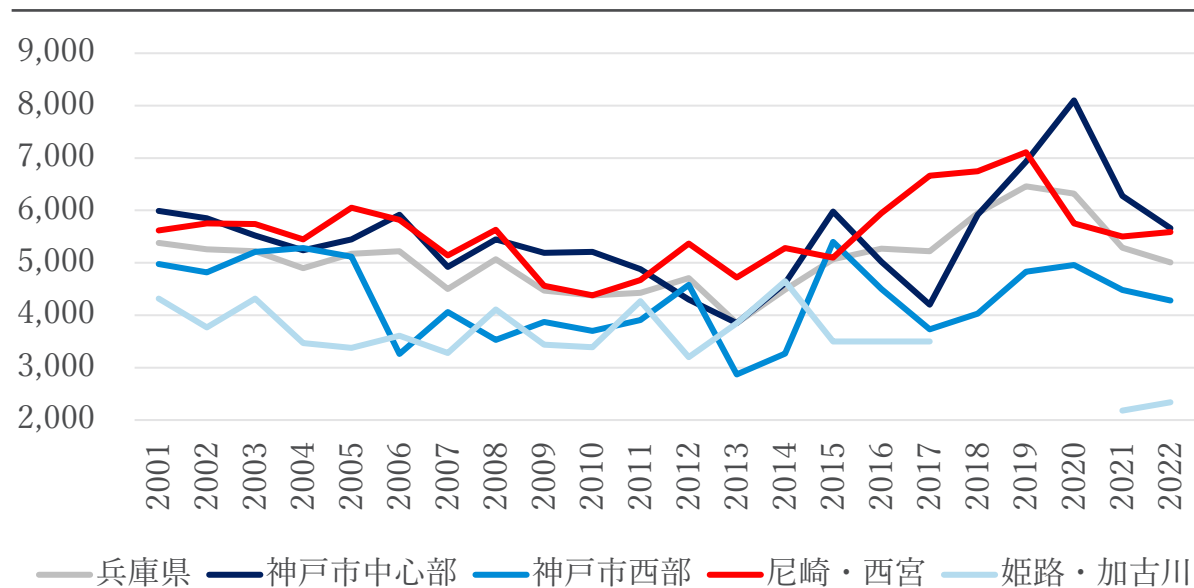
- 兵庫県の中でも尼崎・西宮エリアは神戸市中心部に次いで賃料が高く、大阪と神戸の大消費地の丁度中間に位置するため、配送拠点に適した立地となっている

物流市場エリア区分－兵庫県



■ 姫路・加古川 
 ■ 神戸市西部 
 ■ 神戸市中心部 
 ■ 尼崎・西宮

平均募集賃料 (円/坪)



空室率

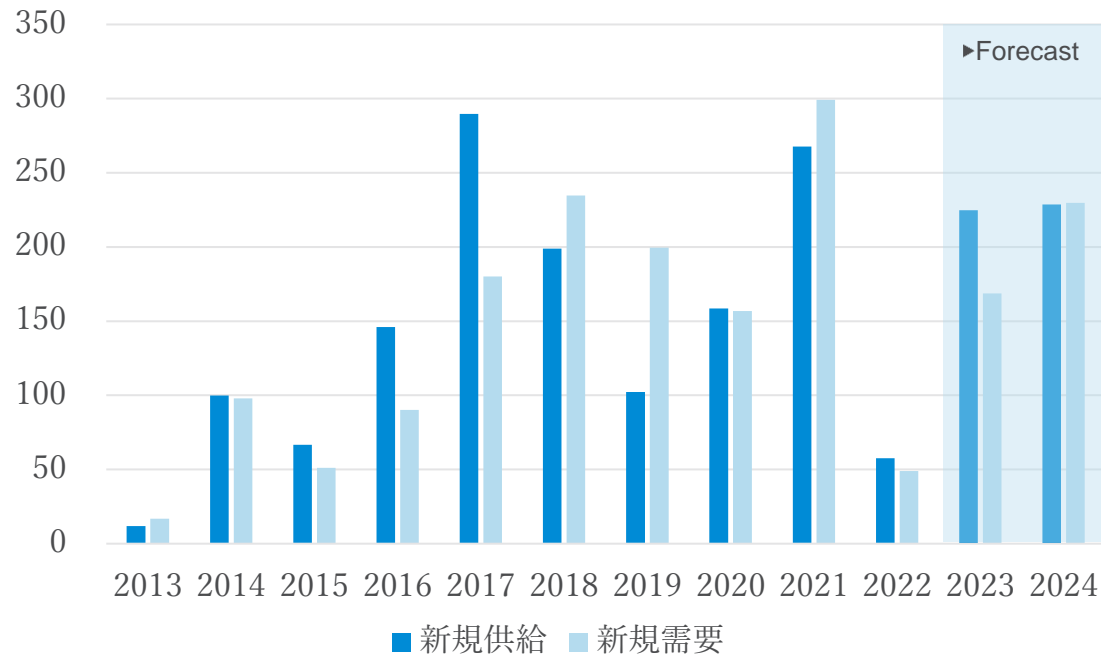




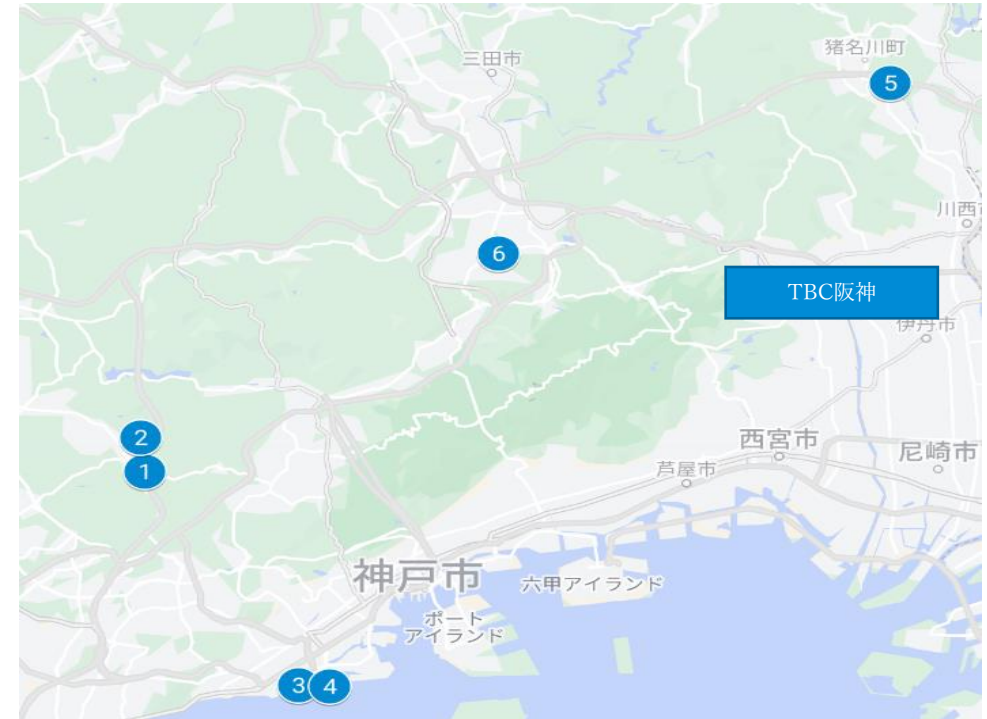
# TBC阪神：周辺地域のマーケット状況（供給状況）

- 近畿圏の物流倉庫は2023年やや供給が多いものの、需要は底堅く、空室率も5%未満で推移する見通し
- 兵庫県は神戸市内を中心に一定量の供給がある予定であり、豊富な需要を受けてデベロッパ各社による開発は活発

近畿圏物流施設 需給推移 (千㎡)



## ▼ 直近の周辺供給(予定)物件



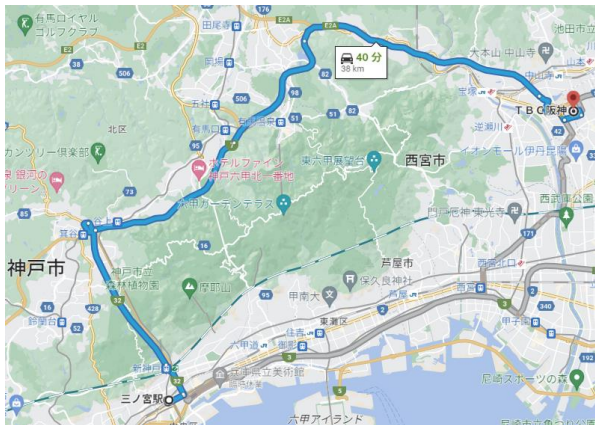
#	物件名	事業者	所在地	竣工年	延床面積
1	プロロジスパーク神戸3	プロロジス	兵庫県神戸市西区	2022年6月	13,800㎡
2	MCUD神戸西 II	三菱商事都市開発	兵庫県神戸市西区	2023年3月	18,900㎡
3	CBRE IM 神戸ベイ 西棟	CBRE IM	兵庫県神戸市長田区	2023年7月	25,400㎡
4	CBRE IM 神戸ベイ 東棟	CBRE IM	兵庫県神戸市長田区	2023年10月	18,700㎡
5	DPL兵庫川西	大和ハウス工業	兵庫県川西市	2023年10月	26,900㎡
6	CPD西宮北 II	CenterPoint Development	兵庫県神戸市北区	2024年9月	18,800㎡

# TBC阪神：対象物件の物流立地としての優位性

- 大阪中心地、神戸市内いずれへも車で30-40分程度のため、近畿圏の都心部への配送拠点として需要は多く、様々な荷主・テナントが想定される
- 伊丹空港から車で10-15分程度、中国自動車道「宝塚」ICから約2kmに位置し交通利便性・汎用性に優れる希少性の高い立地

## 近畿圏の都心部からの距離・時間

▼物件から神戸市(三ノ宮)まで車で40分

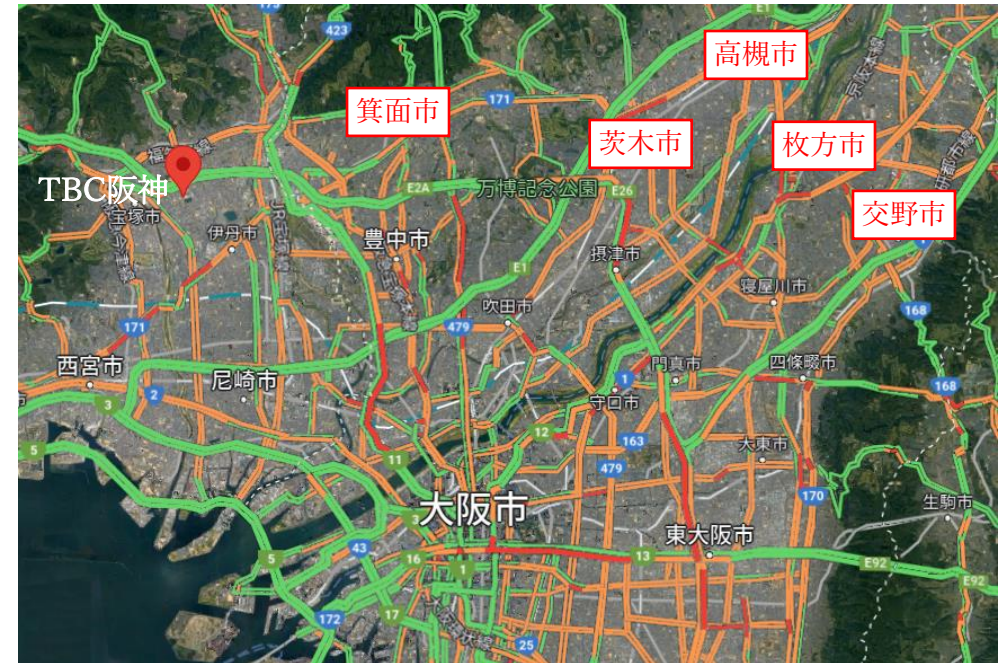


大阪市(梅田)まで車で30分▼



## 大阪への配送拠点比較

- 大阪の主要物流用地（箕面、茨木、高槻、枚方、交野等）と比べても大阪中心地へのアクセスが良く、道路混雑も比較的少ない

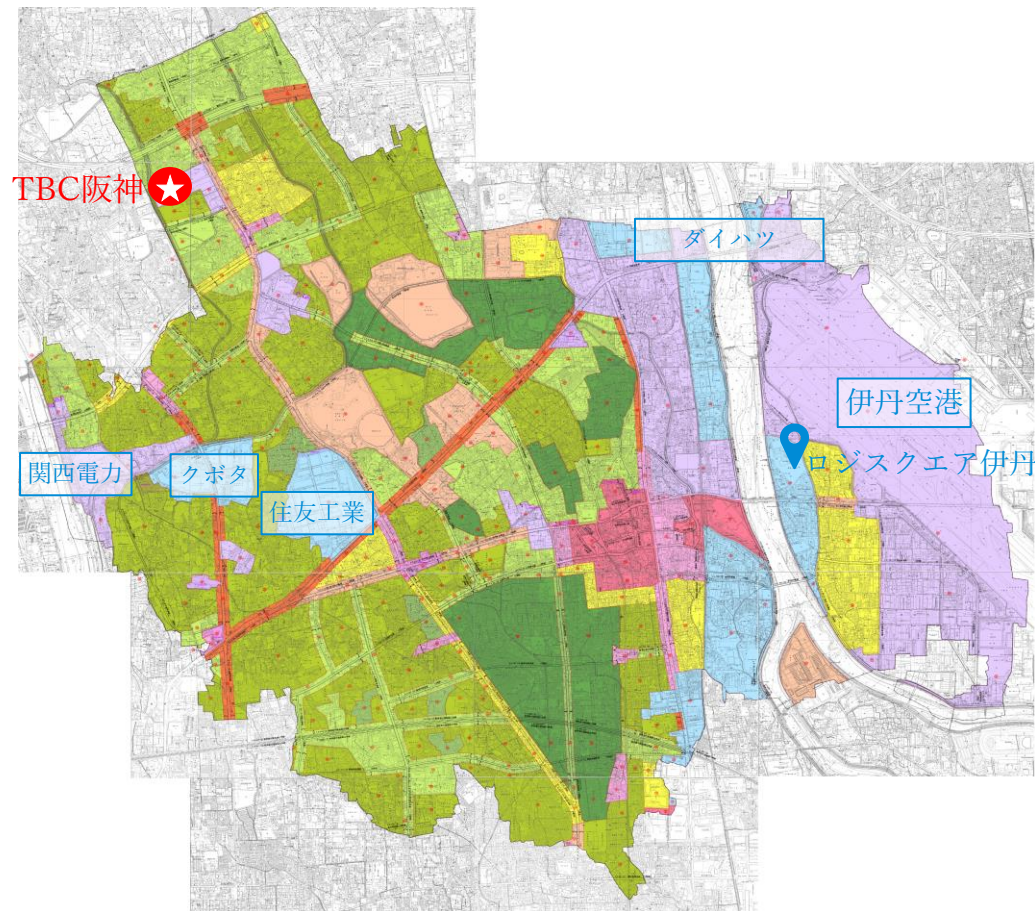




# TBC阪神：対象物件の物流立地としての優位性

- 兵庫県伊丹市は前述の通り大阪・神戸への交通利便性が高く、物流施設として優位性の高い立地であるにも関わらず、周辺は用途地域上「居住地域」に該当し、倉庫を建設ができる土地が少ないため、競合物件がほとんど無く、また今後も新規供給が難しいエリアとなっている

▼ 兵庫県伊丹市の用途地域図



▼ 凡例

地域名	建ぺい率 %	容積率 %	
第一種低層住居専用地域 (建築物の高さの限度10m)	50	100	
第二種低層住居専用地域 (建築物の高さの限度10m)	50	100	
第二種低層住居専用地域 (建築物の高さの限度12m)	60	150	
第一種中高層住居専用地域	60	200	
第二種中高層住居専用地域	60	200	
第一種住居地域	60	200	
第二種住居地域	60	200	
準住居地域	60	200	
近隣商業地域	80	200	
	80	300	
商業地域	80	300	
	80	400	
	80	600	
準工業地域 大規模集客施設制限地区(但し空港区域を除く)	60	200	
工業地域	60	200	

TBC阪神  
周辺地域

倉庫開発不可

# TBC阪神：Rent Comps

- 伊丹市は先述の通り倉庫を開発できる用地が少ないため、物件総数が少なく、比較事例が少ない
- 近接する事例①が共益費込で4,800円/坪で成約、より交通利便性が高い事例②～④は共益費別で4,500円前後となっている事から、本件は4,000-4,400円程度となる蓋然性が高く、バリュエーション上は4,200円を想定



	★対象物件	①	②	③	④	⑤
物件名	TBC阪神	ロジスクエア伊丹	NEX尼崎	ロジポート尼崎	GLP鳴尾浜	ロジプラザ箕面森町
所在地	兵庫県伊丹市 鴻池7-3-11	兵庫県伊丹市 桑津1-520-6	兵庫県尼崎市 潮江4-65-2	兵庫県尼崎市 扇町20	兵庫県西宮市 鳴尾浜1-20	大阪府箕面市 森町西3-4-8
竣工年	2013	2022	2021	2017	2015	2021
延床面積	25,709㎡	29,967㎡	45,264㎡	261,007㎡	110,984㎡	21,664㎡
階数	3	3	4	7	5	4
賃料(/坪/月)	(想定)4,200円	4,800円	4,700円	4,600円	4,400円	3,400円
備考		募集賃料(共益費込)	募集賃料			募集: 3,900 - 4,200円



# TBC阪神：Cap Comps

- 伊丹市内は賃貸倉庫がほとんど無い事から取引事例がなく、近接する尼崎市では①②の通り、直近3.8~4.1%で取引されている。③については準共有持分49%の譲渡に該当し、100%の場合に比べて流動性が低い為、ディスカウントが働き5.3%となったものと考えられる。
- 不動産の中でも特に物流倉庫はコロナ禍で投資人気が高まり、Cap Rateは20年Q1から3年間で約0.5%程度タイト化している為、現在の対象物件であれば4.0%程度で取引される蓋然性が高いと考える。



	★対象物件	①	②	③	④	⑤
物件名	TBC阪神	SOSiLA尼崎	GLP尼崎III	ロジポート尼崎	ロジスクエア枚方	MFLP茨木
所在地	兵庫県伊丹市鴻池7-3-11	兵庫県尼崎市潮江4-3-10	兵庫県尼崎市道意町6-79-1	兵庫県尼崎市扇町20	大阪府枚方市春日北町1-33-1	大阪府茨木市彩都あかね1
竣工年	2013	2021	2021	2017	2013	2017
延床面積	25,709㎡	45,504㎡	17,000㎡	261,007㎡	45,761㎡	230,435㎡
階数	3	5	4	7	4	6
取引時点		2023年4月	2022年11月	2020年9月	2023年3月	2020年9月
取引価格		6,830百万円	6,665百万円	23,618百万円	15,091百万円	58,900百万円
Cap Rate	(想定)4.00%	4.07%	3.84%	5.30%	4.09%	4.20%
売主		住友商事	GLP	LaSalle	CRE	三井不動産
買主		SOSiLA物流リート投資法人	GLP投資法人	ラサールロジポート投資法人	CREロジスティクスファンド投資法人	三井不動産ロジスティクスパーク投資法人

\*物件3は準共有持分49%の譲渡

### 3. TBC広島

# TBC広島：物件概要



住所	広島県広島市安佐南区伴西2-3-14
敷地面積	31,014.61㎡
延床面積	30,083.75㎡
築年	2018
構造	鉄筋コンクリート造/地上4階建て
用途地域	工業地域
建蔽率/容積率	60% / 200%



# TBC広島：周辺地域のマーケット状況（賃料・空室率）

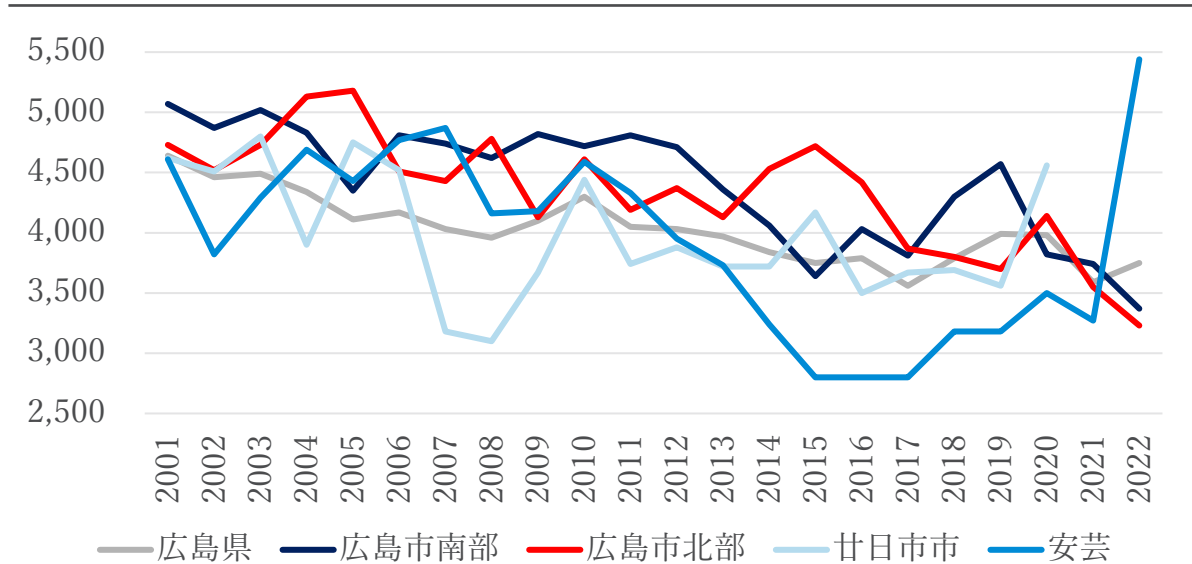
- 広島県の中でも広島市北部は南部に次いで賃料が高く、中心地からの距離が近くありながらもまとまった面積の敷地を確保できるため、大型倉庫の適地となっている

物流市場エリア区分 - 広島県



■ 廿日市市 ■ 広島市南部 ■ 広島市北部 ■ 安芸

物流施設の平均募集賃料 (円/坪)



空室率





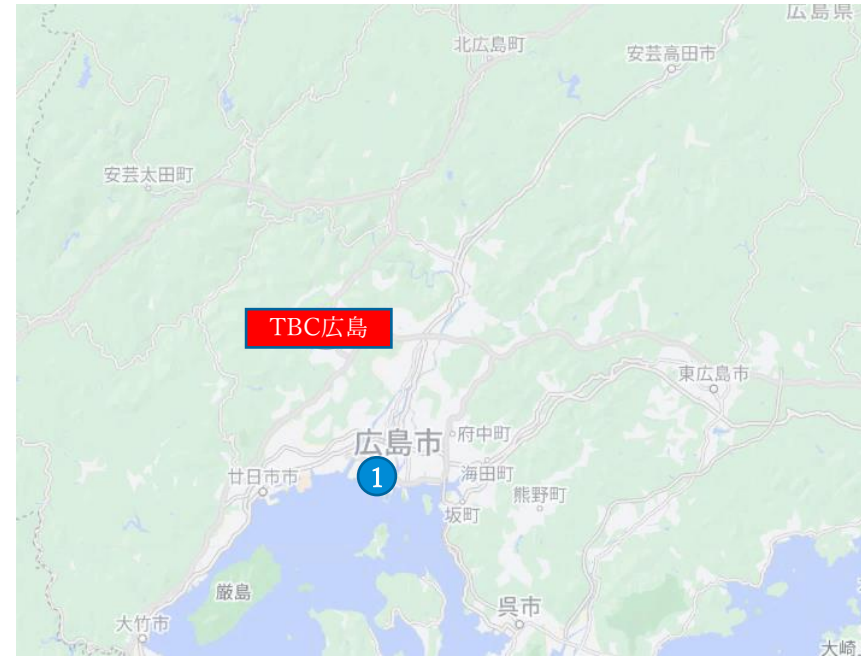
# TBC広島：周辺地域のマーケット状況（供給状況）

- 広島県は市場規模が小さいため空室率や需給データは提供がないものの、後頁に説明される2024年問題による市場としての成長余地があり、大手デベロッパも一定数開発を行っている市場となっている

## 広島県の物流施設 需給推移

N/A

## ▼ 直近の周辺供給(予定)物件



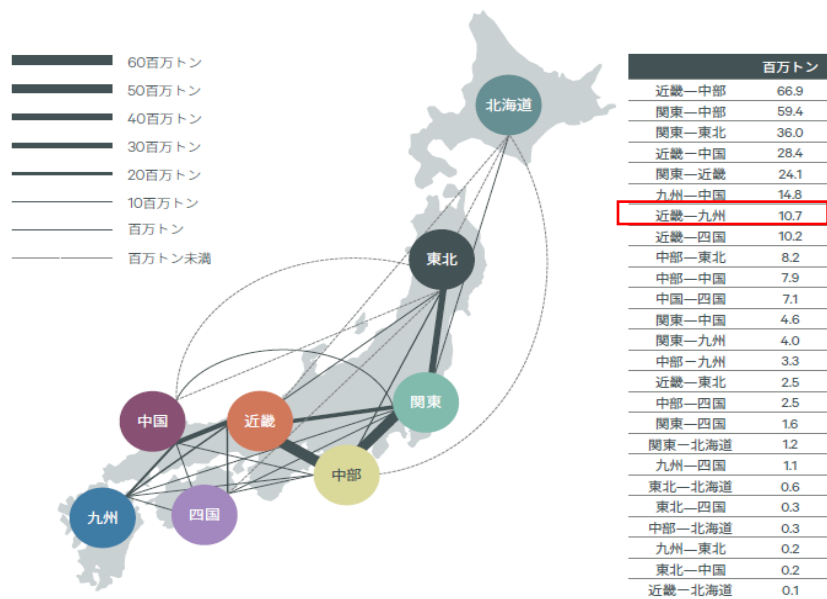
#	物件名	事業者	所在地	竣工年	延床面積
1	GLP広島 II	日本GLP	広島県広島市中区	2023年1月	15,100㎡

# TBC広島：対象物件の物流立地としての優位性

- 原則は広島市内への配送拠点となる位置付けだが、いわゆる2024年問題※を機に、4時間以上の連続運転が規制されるため、近畿～九州間等の長距離輸送の中継地点としての需要も増加する見込み

## 2024年問題の影響

- 地域間の自動車貨物輸送量のうち、近畿～九州間は10.7百万トン（7位）
- 一方、近畿～九州間は車で8時間(以上)かかるため、2024年問題を機に中継地点の物流施設の賃貸ニーズは増加すると見られている



## 中継地点としての広島

- 大阪市～福岡市は車で約8時間
- 中間地点にある広島県を間に挟めば、4時間ずつの運転となり、連続運転時間の規制を免れることができると想定される







# TBC広島：Rent Comps

- 広島は市場規模が小さく物流倉庫の総数が少ないため、比較事例が少ない
- 近接する事例①が3,600円/坪で成約、一方より市中心に近い事例②③は4,000円近い賃料で募集されていることから、本件も3,500円程度と想定



	★対象物件	1	2	3
イメージ				
物件名	TBC広島	広島西マルチ物流センター	GLP広島II	DPL広島観音
所在地	安佐南区伴西2-3-14	安佐南区伴西2-2-11	中区江波南2-15-17	西区観音新町4-10-97-4
竣工年	2018	2018	2023	2021
延床面積	30,084㎡	13,167㎡	50,073㎡	97,144㎡
階数	4	2	4	5
賃料(/坪/月)	(想定)3,500円	3,600円	3,950円	4,000円
備考			募集賃料	募集賃料

# TBC広島：Cap Comps

- 広島は市場規模が小さく物流倉庫の総数・取引数が少ないため、比較事例が少ない
- 近接する倉庫①③は2019-20年に5.3-5.7%で取引、市中心に近い②は2019年に約5.1%で取引されている。不動産の中でも特に物流倉庫はコロナ禍で投資人気が高まり、Cap Rateは20年Q1から3年間で約0.5%程度タイト化している為、現在であれば5.0%程度で取引される蓋然性が高いと考える



	★ 対象物件	1	2	3
イメージ				No Image
物件名	TBC広島	IIF広島西風新都 ロジスティクスセンター	MFLP広島I	Dプロジェクト西広島
所在地	安佐南区伴西2-3-14	安佐南区伴南2-3-1	西区観音新町4-6	安佐南区伴南2-3-11
竣工年	2018	2020	2019	2008
延床面積	30,084㎡	40,560㎡	68,427㎡	合計4,453㎡
階数	4	5	4	(A棟)3 / (B棟)2
取引時点		2020年4月	2020年3月	2019年9月
取引価格		6,208百万円	144,480百万円	1,211百万円
Cap Rate	(想定)5.00%	5.69%	5.08%	5.37%
売主		N/A	三井不動産	大和ハウスリート投資法人
買主		産業ファンド投資法人	三井不動産ロジスティクス パーク投資法人	N/A
備考				A棟は冷蔵倉庫を含む

## Appendix4: ハードルレートを上回る再投資

# 各領域の初期的分析

A

## 医薬品メーカー (ジェネリック)

- 大手競合に比べて、現状はごく小規模のプレイヤーに留まる
- 薬価改定により毎年収益性が悪化すること、収益向上にはボリュームを稼ぐことが必須であること、およびGMP規制上の製造移転の難しさ等を踏まえると、ここで勝って行くためには小規模競合の買収を繰り返すのでは不十分。大手競合の買収を狙っていくのが勝ち筋

B

## 調剤薬局

- グループとしては市場5位ながらも、実態としては20+以上のチェーンの集合体
- まずはこれらを集約効率化するのが先決
- その上で、複数の中堅競合プレイヤーの買収を図り、規模拡大を追求する
- 買収に当たっては、スケールメリットを最大化する為、同一地域内での買収を優先する

C

## 医療機器卸

- 現状は小規模の総合型プレイヤーで市場での存在感は限定的
- コア事業である医薬品卸とのシナジーが見込めるのは、購買意思決定者が同じ、かつ物流を共有できる医療材料
- 市場は高度に細分化されているため、各地域で強い所、かつ医療材料中心に扱っている総合型のプレイヤーを複数買収していくのが有効

D

## 顧客支援システム

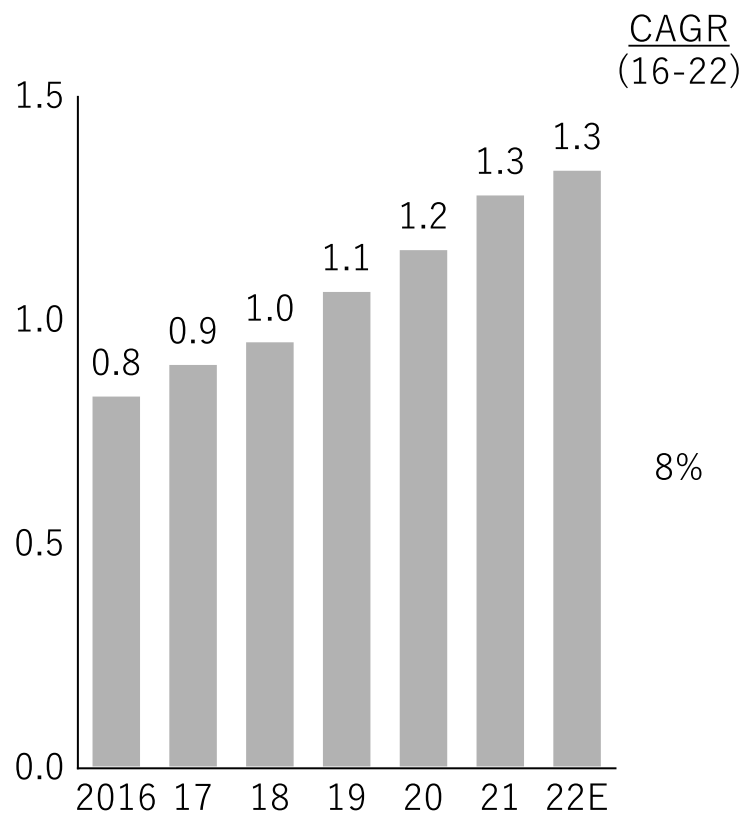
- 現状は診療予約システムのみで一定の存在感。他は小さいものの集まり
- 自社で開発と販売を行っているが、導入はケイパビリティがなく外部委託
- 成長の方向性としては、競合他社の製品も含めた販売ラインナップ（特にクリニック・小規模薬局向け製品）の拡充し、MSを活用して売っていくのが妥当

# A ジェネリックの浸透一巡により、今後市場成長は鈍化する見込みです

## 医薬品製造販売（ジェネリック）

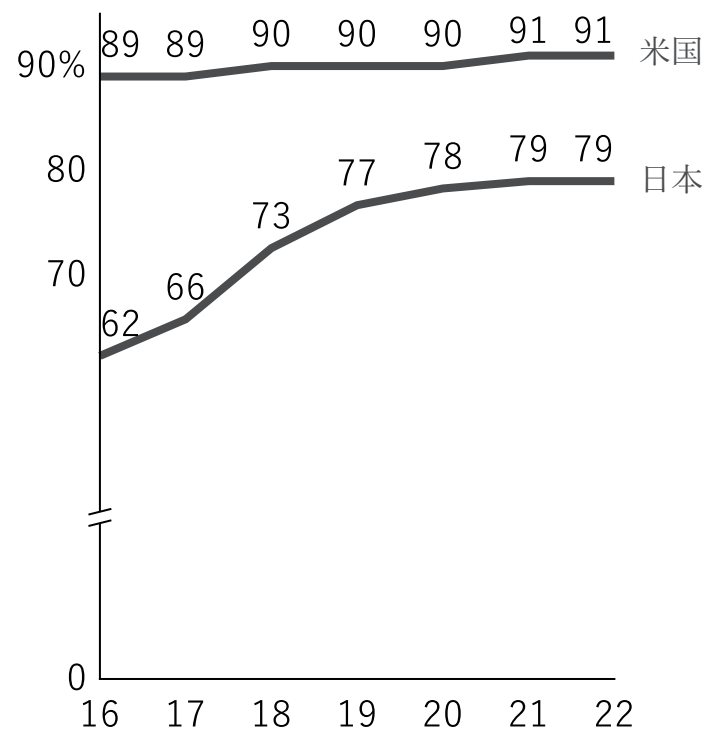
### ジェネリック医薬品市場は堅調に成長

ジェネリック市場規模（兆円）



### 背景にあるのはジェネリックの浸透拡大

処方医薬品におけるジェネリック比率  
(数量ベース、%)



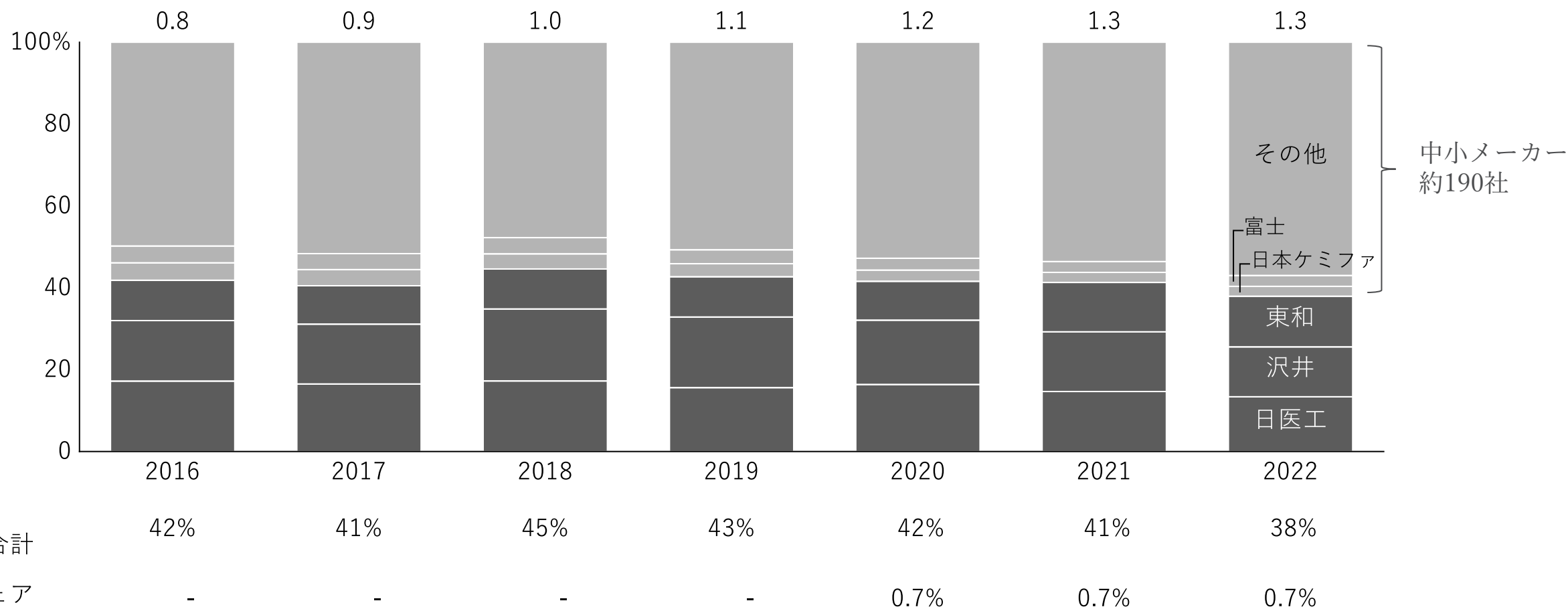
### 今後の成長は緩やかになる公算

- 厚生労働省は更なるジェネリック比率引き上げを推進
  - 政府は2015年にジェネリック比率80%の目標を設定し、近年は概ね同目標に到達
  - こうした状況を受け、政府は2021年に全都道府県で同比率を80%以上とする新たな目標を設定
- 但し普及率の進展を踏まえると、今後市場の成長率は鈍化すると見られる

**A** ジェネリック医薬品市場は、他よりも明確に大きい上位3社が市場の4割のシェアを占め、残りは中小のメーカーが乱立。貴社のジェネリック市場における存在感は限定的だと推察されます

医薬品製造販売（ジェネリック）

ジェネリック医薬品市場規模（兆円）

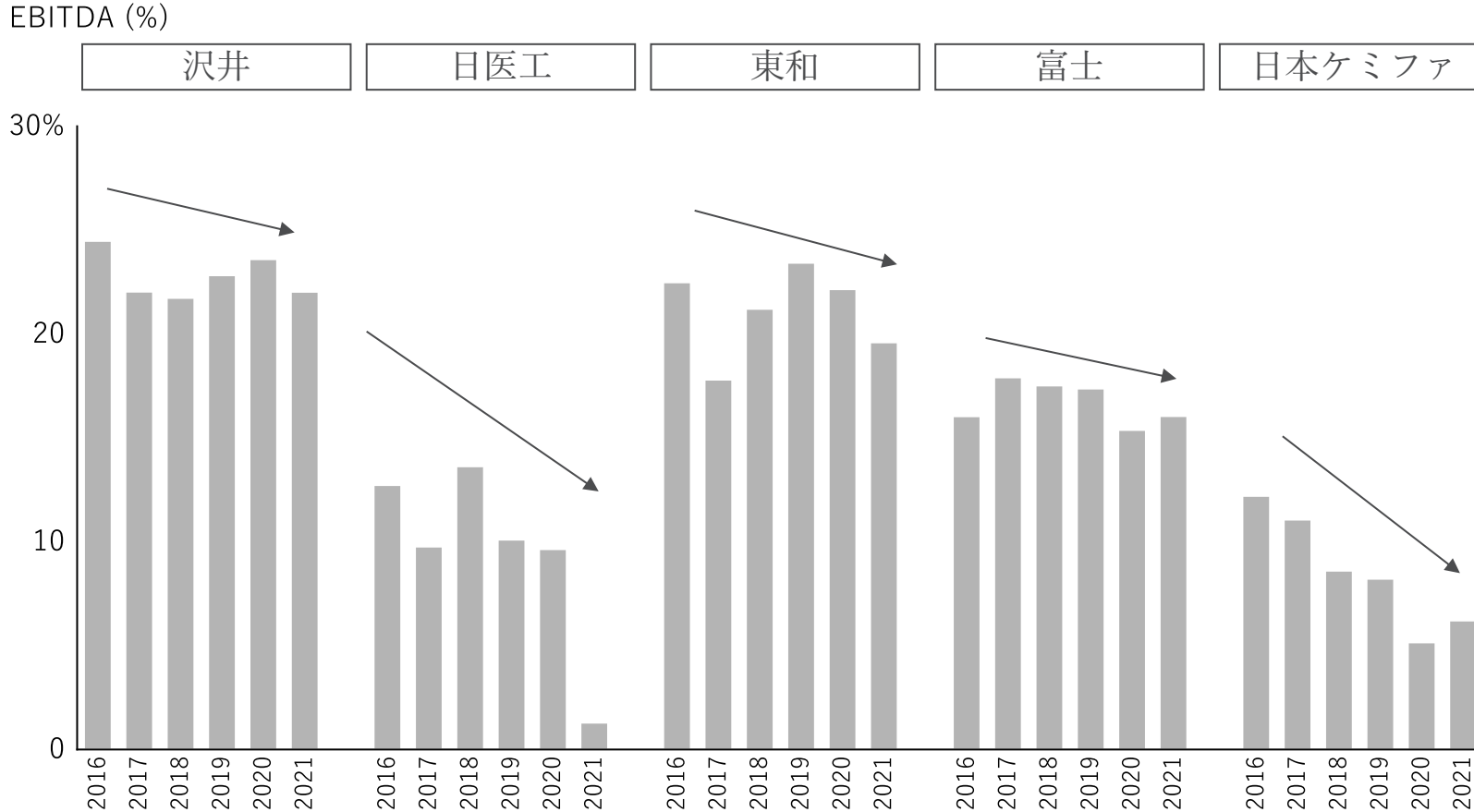




# A ジェネリック医薬品の収益性は低下傾向にあり、長期的に収益を維持するのが困難な市場だと思われる

## 医薬品製造販売（ジェネリック）

### ジェネリック各社の利益率推移



### 収益のドライバー

- 継続的に新しいジェネリック医薬品を発売しないと、薬価下落により収益性が下がっていく市場
  - 各ジェネリック医薬品の薬価は毎年引き下げられるため、年々利益率が下がる構造
  - たとえ不採算であったとしても、自らの判断で特定のSKUを製造を停止することは規制により認められていない
  - 新しいジェネリックを投入し続けないと収益の確保が難しくなっていく
- 小ロットの製品は生産効率が悪く、如何に生産ロットサイズを大きくできるかが収益性向上のカギ



# ① ジェネリック医薬品製造に関する規制の厳格化が進み、規制対応コストが増大しています

## 医薬品製造販売（ジェネリック）

### 20~22年にかけて、ジェネリック医薬品の品質問題が頻発

企業名	不祥事の内容
小林化工	<ul style="list-style-type: none"><li>製造過程における未承認原薬の混入</li><li>承認書と異なる手順での製造</li></ul>
日医工	<ul style="list-style-type: none"><li>品質試験で不適合となった錠剤の再加工</li><li>出荷前試験の一部省略</li></ul>
久光製薬	<ul style="list-style-type: none"><li>規格不適合の原料の使用</li></ul>
北日本製薬	<ul style="list-style-type: none"><li>承認書と異なる手順での製造</li></ul>
長生堂製薬	<ul style="list-style-type: none"><li>承認書と異なる手順での製造</li></ul>
松田薬品工業	<ul style="list-style-type: none"><li>承認書と異なる手順での製造</li></ul>
日新製薬	<ul style="list-style-type: none"><li>未承認添加物を加えた製造</li><li>有効成分の不適切な減量</li></ul>

### 不祥事を受け、政府はジェネリック医薬品製造の規制を強化

- 適切な製造管理体制確保に向けた規制強化
  - 原料管理の厳格化（取違防止のための作業員以外の立会、固有識別情報の記載等）
  - 定期的な自己点検、職員への教育訓練
  - 有事の際のリスクマネジメント体制の整備
- 後発医薬品の承認審査の厳格化
  - 承認審査時の添付資料に、資料の信頼性に関わる説明資料が新たに求められる
  - 申請品目の製造品質管理体制の確保を確認できる資料が新たに求められる
- 無通告立ち入り検査の強化
  - 検査頻度の増加
  - 外部からの情報提供に応じた実施
- 欠品を起こしたジェネリック医薬品メーカーへの1年間の収載見送り



メーカーは追加コストを負担して規制対応が求められている

## ご参考：ジェネリック業界でのM&Aトレンド（例示）

買収企業	被買収企業				買収金額 (億円)	買収比率 (%)	発表 時期	買収目的
	企業名	事業内容	Owner	売上(億円)*				
沢井	小林化工	ジェネリック 製造販売	オリックス	~370	~100**	100	2021/12	生産設備のみ買収
日医工	武田テバファーマ	ジェネリック 製造販売	武田薬品 テバHD	NA	319	100	2020/7	規模の拡大
日医工	エルメッドエーザイ	ジェネリック 製造販売	エーザイ	~280	170	100	2018/3	規模の拡大
東和	ペンサインベストメンツ (欧州・米国)	ジェネリック 製造販売	エステベ	342	389	100	2019/12	海外事業の参入・拡大
沢井	USL ジェネリック事業 (米国)	ジェネリック 製造販売	USL	NA	1,175	100	2017/4	海外事業の参入・拡大

\*三生医薬はFY21/3、小林化工、武田テバファーマ、ペンサインベストメンツはFY20/3、エルメッドエーザイはFY18/3

注: 推定額

出典: IR; Recof M&A; 東洋経済

# 各領域の初期的分析

A

## 医薬品メーカー (ジェネリック)

- 大手競合に比べて、現状はごく小規模のプレイヤーに留まる
- 薬価改定により毎年収益性が悪化すること、収益向上にはボリュームを稼ぐことが必須であること、およびGMP規制上の製造移転の難しさ等を踏まえると、ここで勝って行くためには小規模競合の買収を繰り返すのでは不十分。大手競合の買収を狙っていくのが勝ち筋

B

## 調剤薬局

- グループとしては市場5位ながらも、実態としては20+以上のチェーンの集合体
- まずはこれらを集約効率化するのが先決
- その上で、複数の中堅競合プレイヤーの買収を図り、規模拡大を追求する
- 買収に当たっては、スケールメリットを最大化する為、同一地域内での買収を優先する

C

## 医療機器卸

- 現状は小規模の総合型プレイヤーで市場での存在感は限定的
- コア事業である医薬品卸とのシナジーが見込めるのは、購買意思決定者が同じ、かつ物流を共有できる医療材料
- 市場は高度に細分化されているため、各地域で強い所、かつ医療材料中心に扱っている総合型のプレイヤーを複数買収していくのが有効

D

## 顧客支援システム

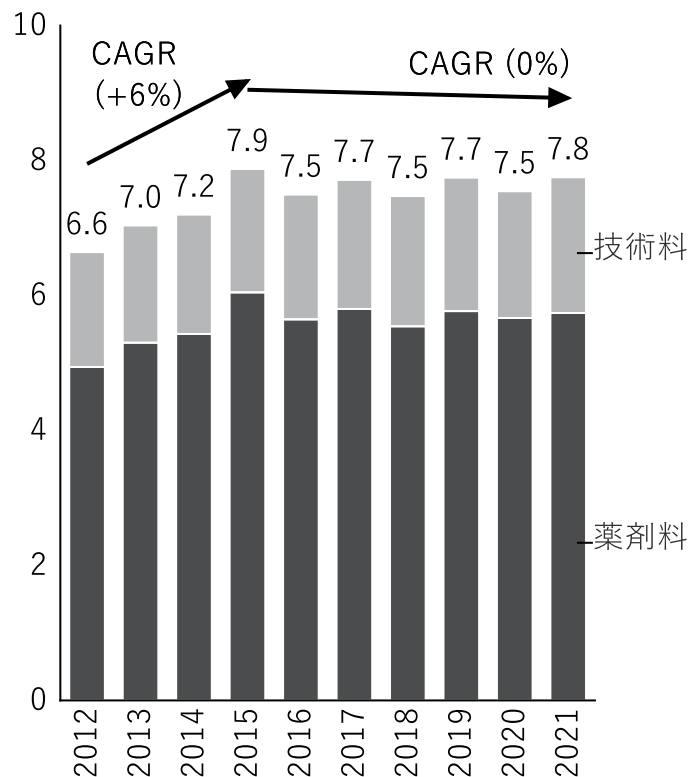
- 現状は診療予約システムのみで一定の存在感。他は小さいものの集まり
- 自社で開発と販売を行っているが、導入はケイパビリティがなく外部委託
- 成長の方向性としては、競合他社の製品も含めた販売ラインナップ（特にクリニック・小規模薬局向け製品）の拡充し、MSを活用して売っていくのが妥当

# B 調剤薬局市場は当面安定して推移することが見込まれるが、長期的には縮小する可能性があります

## 調剤薬局

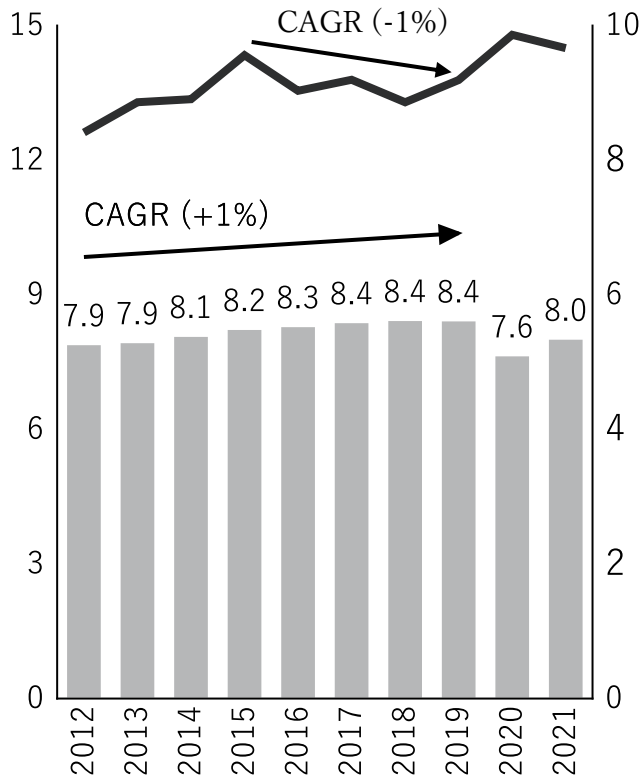
### 調剤薬局市場は2015年以降横ばい

調剤薬局市場規模（兆円）



### 処方箋は拡大継続も単価が伸び悩み

処方箋数（億枚）      処方箋単価（千円）



### 同傾向は30年まで続くも、その後市場は縮小に転じるか

“~2030年までは、高齢化の進展により**処方箋数の増加**が見込まれるが、その後は人口減少の影響を受けていくものと考えられる。”

厚生労働省

“薬価引下で薬剤料単価が今後も下がることは既定路線で、技術料をいかに増やせるかが勝負。これまで、薬剤料の下落を技術料の増加で補いきれてないので、**今後も技術料と薬剤料を合わせた処方箋単価は微減、または横ばい**ではないか”

調剤薬局チェーンC、前上席執行役員

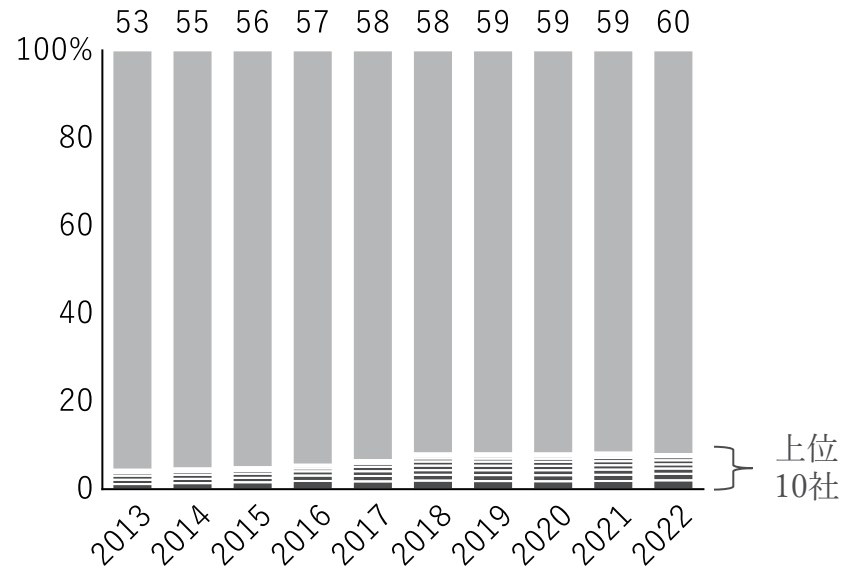
# B 調剤薬局市場は細分化市場だが、大手はM&Aを通じて規模を拡大させ、存在感を高めています

## 調剤薬局

調剤薬局市場は細分化市場ながら、大手比率が高まっている

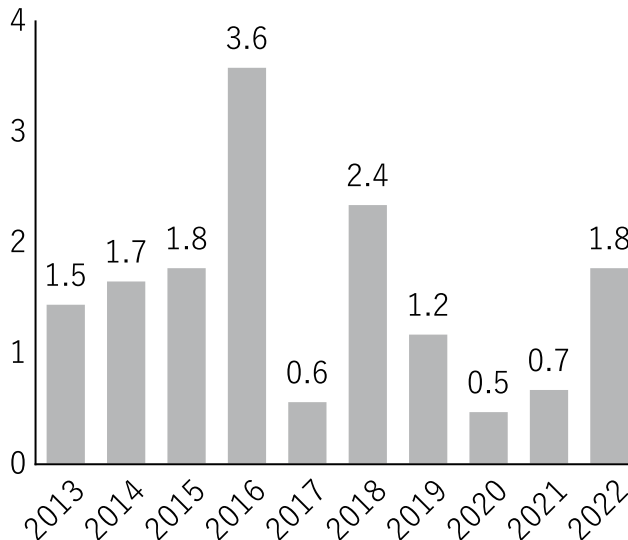
これはM&Aを通じた大手の規模拡大が主因で、今後もこの流れは続く見通し

調剤薬局数（千店）



大手10社比率(%) 4.4 4.6 4.9 5.5 6.5 8.0 8.0 8.0 8.2 7.9

上位10社がM&Aで獲得した店舗数（百店）



上位10社店舗数（百店） 23 25 27 31 38 46 47 47 48 47

“政府は中小薬局保護のため、中小薬局に有利な報酬体系を作っており、小規模でも経営が成り立つため、調剤薬局市場は中小が乱立する細分化市場。

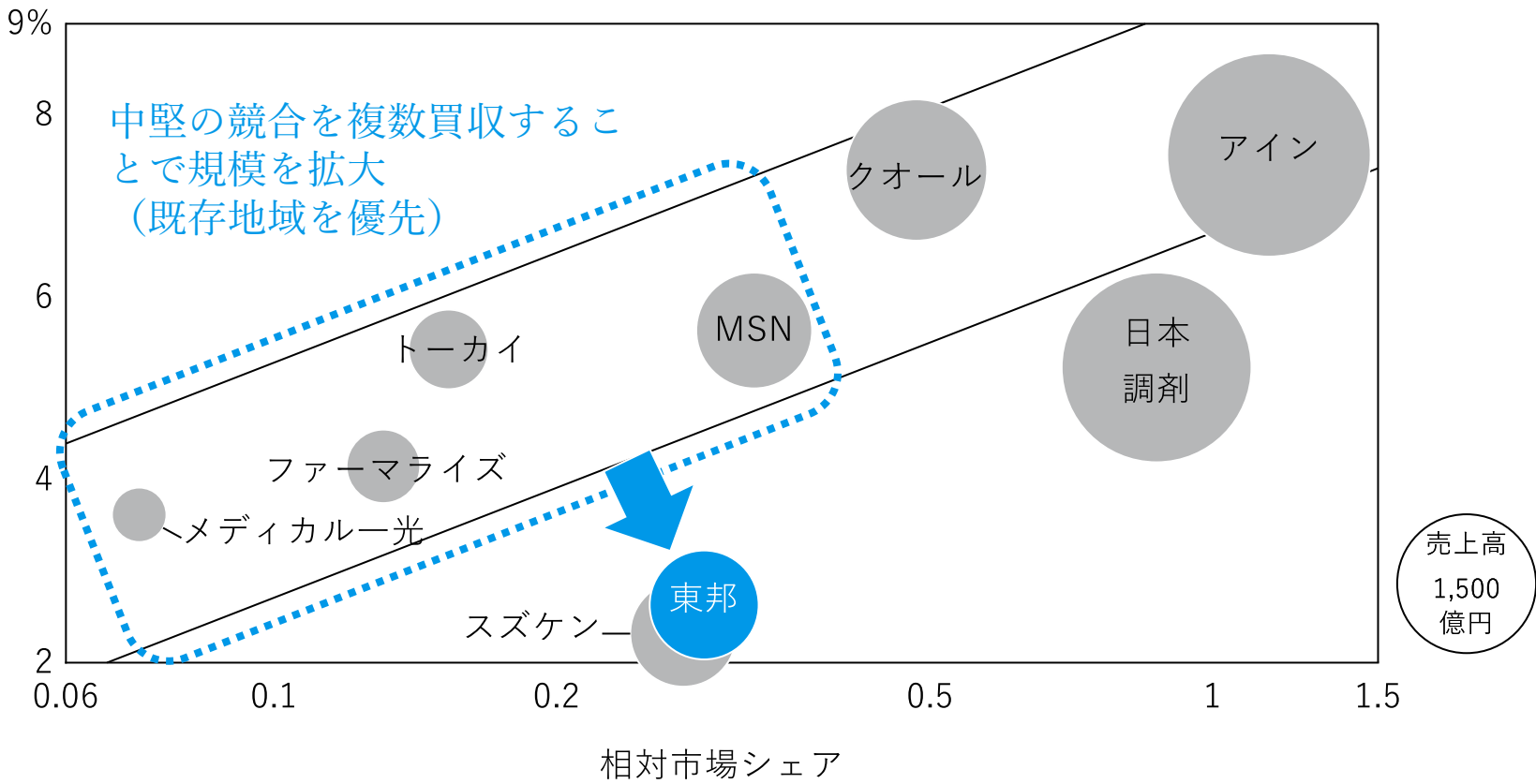
また従来、大手薬局チェーンの創業者が現役又は存命で、M&Aに反対するケースが多く、大手間のM&Aは少なかったが、近年は世代交代が進んでおり、今後大手間のM&Aが増えるだろう”

調剤薬局チェーンC、前上席執行役員

**B** 規模の大きなプレイヤーの方が高い収益性を実現。まずはグループのチェーンを集約効率化した上で、中堅競合の買収により事業の拡大を図るべきです

調剤薬局

営業利益率 (FY23/3)



規模拡大によるメリット

- 粗利益率向上
  - 購買力拡大による薬剤の調達コスト低下
  - 使用期限の近い薬剤のグループ内消化による廃棄ロスの削減
- 販管費率の改善
  - 本社機能の集約・効率化
  - 知名度向上による採用コストの低減
  - 薬剤師の店舗間融通

注: 上場している、もしくはIR情報を開示している競合のみ含む  
出典: IR; 市場参加者インタビュー



# 調剤薬局業界でのM&Aトレンド：中小案件は多数あるものの、大型案件は限定的です

買収企業	ターゲット					買収金額 (億円)	買収比率 (%)	発表 時期	買収目的	/ 例示
	企業名	事業内容	地域	株主	店舗数					
アイン	ファーマシイ	調剤薬局	広島	個人	100	非公開	100	2022/5	カバレッジ拡大	
クオール	パワーファーマシー	調剤薬局	栃木	個人	38	非公開	100	2023/1	主力エリアのカバレッジ拡大	
アイン	土屋薬品	調剤薬局	長野	個人	36	非公開	100	2019/2	カバレッジ拡大	
ファーマライズ	ヘルシーワーク	調剤薬局	近畿各県	個人	31	非公開	100	2020/3	主力エリアのカバレッジ拡大	
クオール	ナチュラルライフ	調剤薬局	佐賀、石川	NA	28	非公開	100	2019/4	カバレッジ拡大	
日本調剤	センチュリーオブジャスティス ／新栄メディカル	調剤薬局	首都圏	個人	19	非公開	100/100	2019/11	カバレッジ拡大	
クオール	勝原薬局	調剤薬局	兵庫	個人	11	非公開	100	2021/1	カバレッジ拡大	
クオール	ケーアイ調剤薬局	調剤薬局	鹿児島・宮崎	個人	10	非公開	100	2021/7	カバレッジ拡大	
クオール	セラ・メディック	調剤薬局	大阪、奈良	個人	10	非公開	100	2019/8	主力エリアのカバレッジ拡大	
クオール	北摂調剤	調剤薬局	兵庫・大阪	個人	8	非公開	100	2022/11	主力エリアのカバレッジ拡大	
MSN	メトロファーマシー	調剤薬局	東京	NA	4	非公開	100	2022/2	主力エリアのカバレッジ拡大	
クオール	齊太薬局	調剤薬局	秋田	個人	4	非公開	100	2021/11	カバレッジ拡大	
クオール	グリーンメディカル(調剤薬局事業)	調剤薬局	茨城	個人	4	非公開	100	2020/8	主力エリアのカバレッジ拡大	
シップ	ケイツーフファーマシー	調剤薬局	三重	個人	2	非公開	100	2021/10	カバレッジ拡大	
シップ	カインドネス	調剤薬局	山形	個人	2	非公開	100	2021/10	カバレッジ拡大	
トーカイ	サン・メディカル	調剤薬局	神奈川	個人	2	非公開	100	2020/4	カバレッジ拡大	
MSN	セントラルファーマシー	調剤薬局	茨城	NA	2	非公開	100	2019/11	カバレッジ拡大	
クオール	ツインウィングス	調剤薬局	茨城	個人	2	非公開	100	2020/7	主力エリアのカバレッジ拡大	
MSN	イツワファーマシー	調剤薬局	神奈川	個人	2	非公開	100	2020/10	主力エリアのカバレッジ拡大	
トーカイ	ひまわり薬局	調剤薬局	岐阜	個人	2	非公開	100	2022/10	主力エリアのカバレッジ拡大	
トーカイ	池本薬局	調剤薬局	北海道	個人	1	非公開	100	2022/9	カバレッジ拡大	
MSN	クリニックス	調剤薬局	北海道	個人	1	非公開	100	2021/4	カバレッジ拡大	
クオール	エコー (調剤薬局事業)	調剤薬局	大阪	個人	1	非公開	100	2020/8	主力エリアのカバレッジ拡大	
サンメディカル	八街総合薬局	調剤薬局	千葉	個人	1	非公開	100	2020/10	主力エリアのカバレッジ拡大	
シップヘルスケア	すばる薬局	調剤薬局	秋田	個人	1	非公開	100	2021/10	カバレッジ拡大	
シップヘルスケア	渡辺薬局	調剤薬局	福島	個人	1	非公開	100	2021/3	カバレッジ拡大	



# Backup | 調剤薬局業界における同業以外の買収例

買収企業	ターゲット				買収金額 (億円)	買収比率 (%)	発表 時期	買収目的
	企業名	事業内容	地域	Owner				
アイン	シダックスアイ	病院内売店	東京	シダックス	1.5	100	2020/3	周辺事業の拡大
トーカイ	中日本信和	福祉用具貸与・販売	新潟	個人	0.22	事業譲渡	2021/1	調剤薬局以外の主力事業の強化
トーカイ	寝具の山田屋	福祉用具貸与・販売	愛知	個人	0.08	事業譲渡	2019/10	調剤薬局以外の主力事業の強化
トーカイ	内藤建設	福祉用具貸与・販売	岐阜	個人	0.02	事業譲渡	2019/3	調剤薬局以外の主力事業の強化
トーカイ	イビデン産業	福祉用具貸与・販売	岐阜	個人	0.01	事業譲渡	2019/1	調剤薬局以外の主力事業の強化
ファーマライズ	メディカル フロント	IT	東京		非公開	51.3	2019/10	周辺事業の拡大
メディカル一光	ライフケア	介護施設の運営	愛知	個人	非公開	事業譲渡	2020/1	周辺事業の拡大
クオール	藤永製薬	医薬品製造	東京	既存株主	非公開	100	2019/8	周辺事業の拡大
クオール	第一三共エス ファ	医薬品製造	東京	第一三共	25		2023/5	周辺事業の拡大
トーカイ	もみの木	福祉用具貸与・販売	愛知	個人	0.15	事業譲渡	2022/6	調剤薬局以外の主力事業の強化

# 各領域の初期的分析

## A 医薬品メーカー (ジェネリック)

- 大手競合に比べて、現状はごく小規模のプレイヤーに留まる
- 薬価改定により毎年収益性が悪化すること、収益向上にはボリュームを稼ぐことが必須であること、およびGMP規制上の製造移転の難しさ等を踏まえると、ここで勝って行くためには小規模競合の買収を繰り返すのでは不十分。大手競合の買収を狙っていくのが勝ち筋

## B 調剤薬局

- グループとしては市場5位ながらも、実態としては20+以上のチェーンの集合体
- まずはこれらを集約効率化するのが先決
- その上で、複数の中堅競合プレイヤーの買収を図り、規模拡大を追求する
- 買収に当たっては、スケールメリットを最大化する為、同一地域内での買収を優先する

## C 医療機器卸

- 現状は小規模の総合型プレイヤーで市場での存在感は限定的
- コア事業である医薬品卸とのシナジーが見込めるのは、購買意思決定者が同じ、かつ物流を共有できる医療材料
- 市場は高度に細分化されているため、各地域で強い所、かつ医療材料中心に扱っている総合型のプレイヤーを複数買収していくのが有効

## D 顧客支援システム

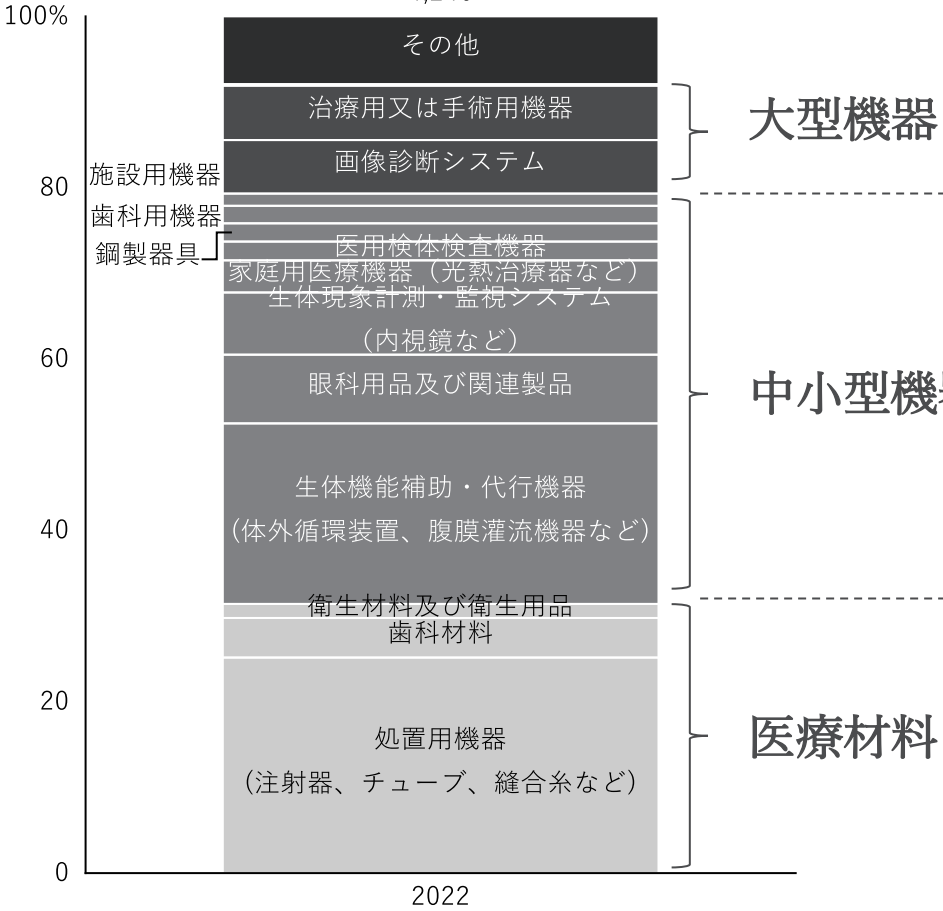
- 現状は診療予約システムのみで一定の存在感。他は小さいものの集まり
- 自社で開発と販売を行っているが、導入はケイパビリティがなく外部委託
- 成長の方向性としては、競合他社の製品も含めた販売ラインナップ（特にクリニック・小規模薬局向け製品）の拡充し、MSを活用して売っていくのが妥当

医療機器は大型機器・中小型機器・医療材料の大きく3つに分かれる。医療機器卸は  
 中小型機器・医療材料を中心に医薬品卸とシナジーを期待できるカテゴリーが一部存在します

医療機器・医療材料卸

カテゴリー毎の市場規模

国内医療機器出荷高 (FY23/3、十億円)  
 4,246



主な購買意思決定者

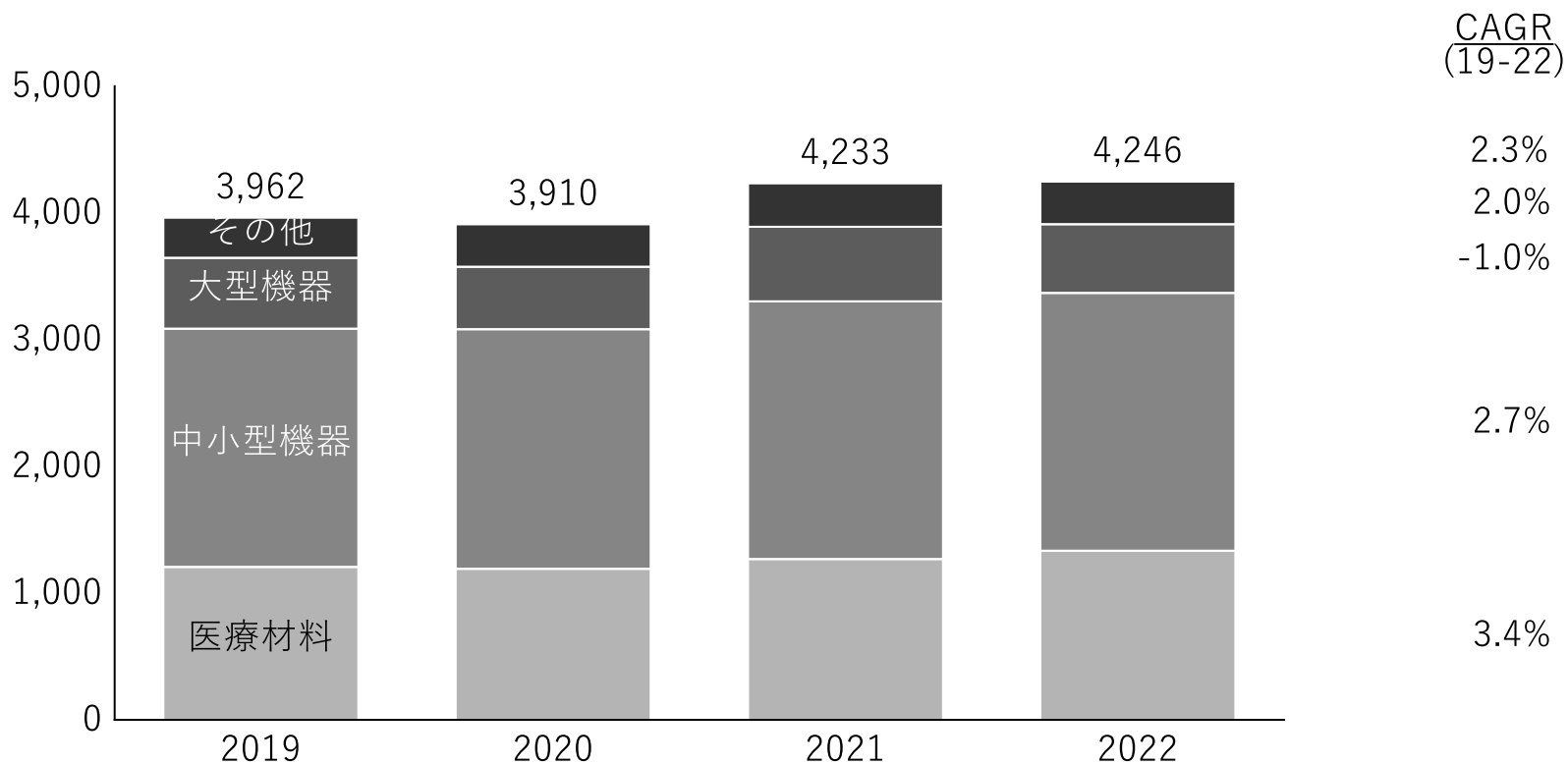
医薬品卸と物流の共有

青字：医薬品卸と購買意思決定者が同じ

医療機器・医療材料卸

中小型機器、医療材料を中心に直近で市場は微増傾向

市場規模（十億円）



高齢化とコロナによる需要増に加え、医療機器の単価上昇がドライバー

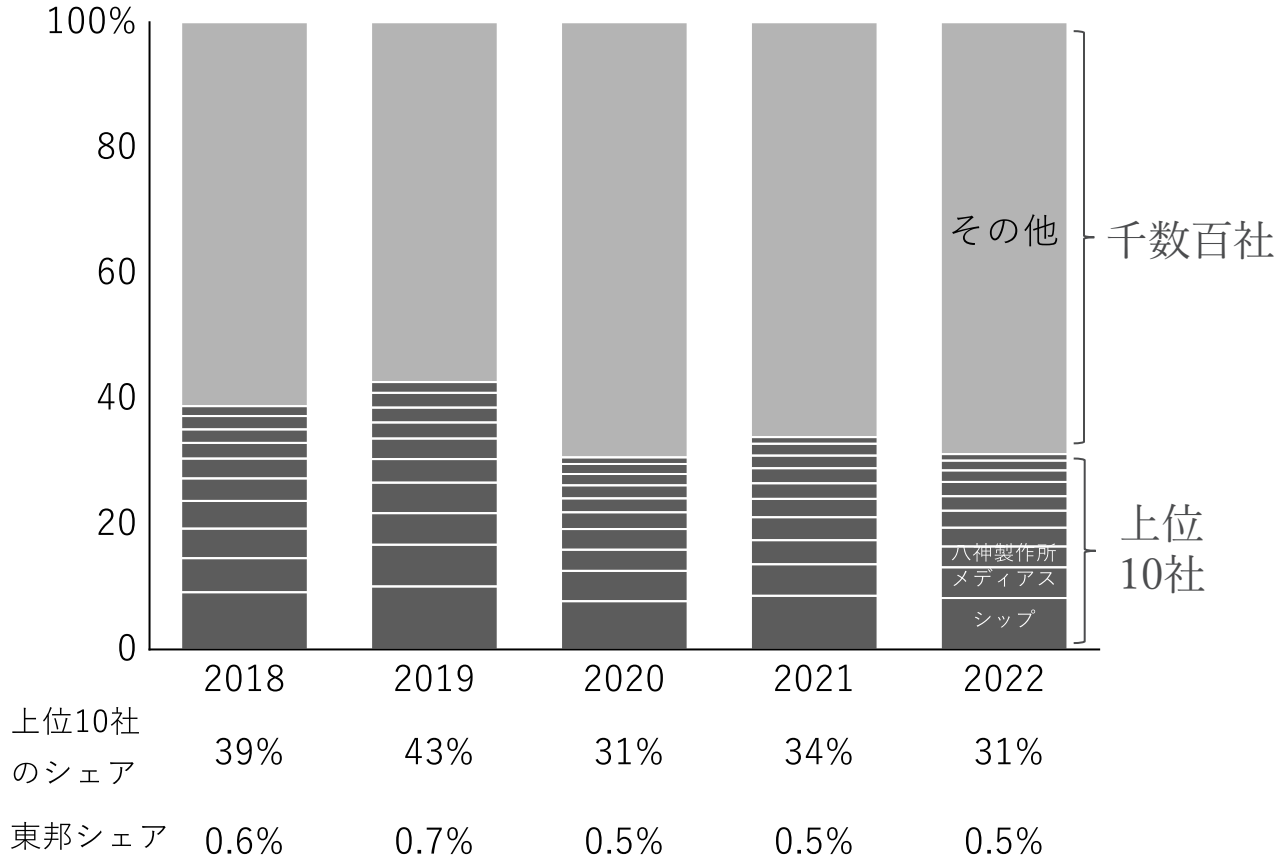
- 高齢化に伴う医療需要増
- コロナ特需
  - 感染対策に用いるマスクや消毒薬の需要が急増
  - コロナ対策として政府が医療機関へ援助を行い、資金面で余裕が出た医療機関が医療機器を積極導入
- 医療機器の単価上昇
  - 高度な技術を要する機器の増加
  - コスト増に伴う医療機器の値上げ

医療機器市場は細分化されており、強いプレイヤーは特定の地域にフォーカスして事業展開。  
 貴社は全国で展開しているが存在感は限定的です

医療機器・医療材料卸

市場は高度に細分化

医療機器卸市場シェア



上位プレイヤーに全国で展開しているプレイヤーはいない

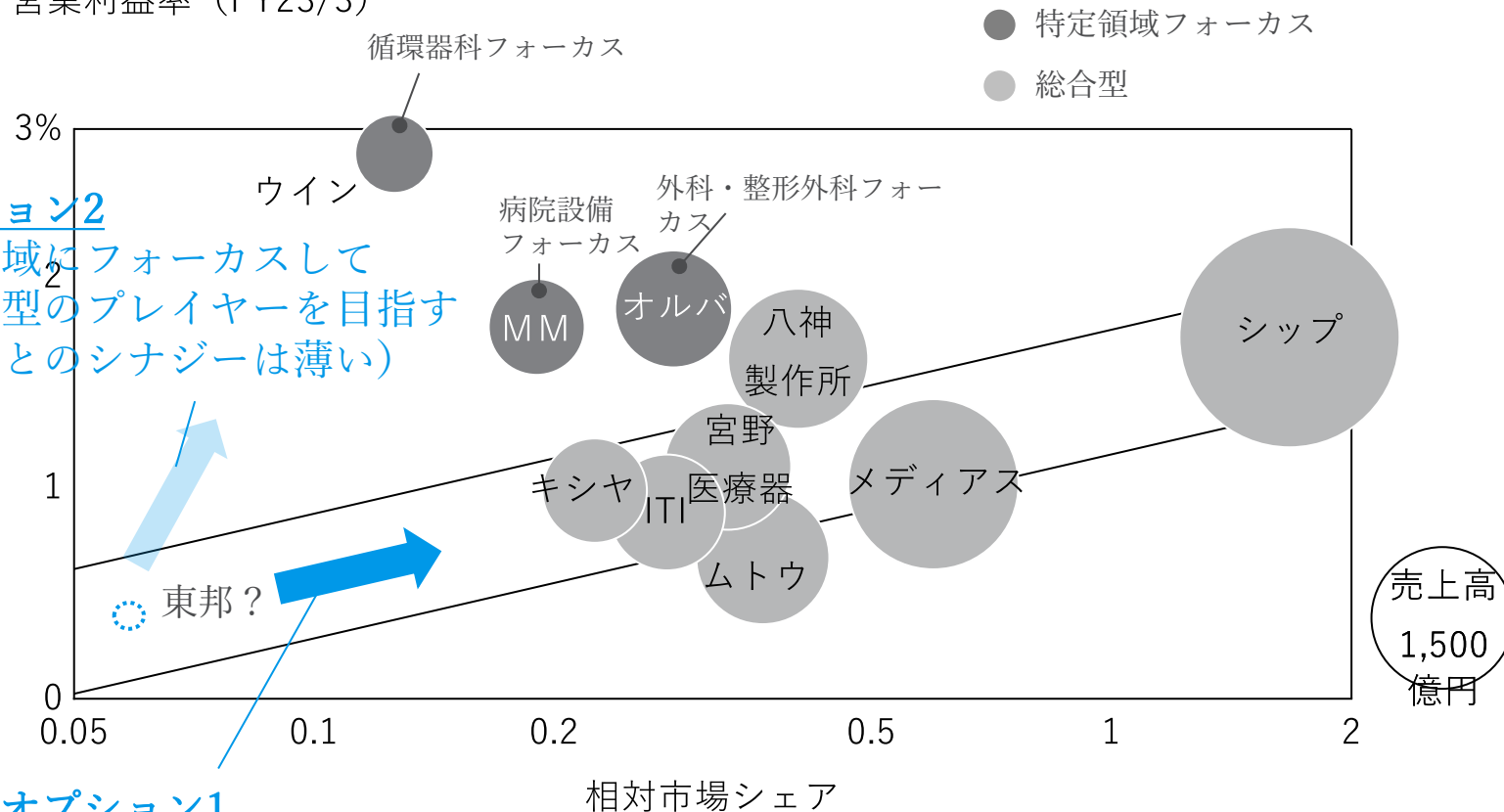
各社の主要展開地域	各社の主要展開地域							
	北海道	東北	関東	中部	近畿	中国	四国	九州
シップ			☑		☑			
メディアス	☑		☑	☑	☑			
八神製作所				☑				
ムトウ	☑		☑		☑			☑
宮野医療器					☑	☑		
オルバ		☑				☑		
ITI								☑
キシヤ								☑
MM			☑					
ウイン			☑					
東邦	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑	☑

上位10社

医療機器卸は総合型と特定領域特化型に分かれ、それぞれ戦い方が異なる。貴社の成長戦略の方向性としてはシナジーが取れる領域での規模拡大をはかるのが妥当です

医療機器・医療材料卸

営業利益率 (FY23/3)



**オプション2**  
特定領域にフォーカスして高収益型のプレイヤーを目指す (現業とのシナジーは薄い)

**オプション1**  
医薬品卸のMSを活用できる専門性の低い医療材料領域での規模拡大を目指す (但し、Addressable marketは限定的)

- 多様な製品を扱う総合型の卸と特定の領域にフォーカスして専門性を高めた特化型のプレイヤーが存在
- 特化型は規模を追求することで効率を追求。物流やバックオフィスの生産性向上が見込めるが、営業部隊は診療科別に分かれていることが多い
- 特化型は規模が小さくとも当該領域でのスケールメリットが得られるため、仕入れで有利かつ、営業効率が良い

ご参考：医療機器卸業界でのM&Aトレンド：メディアスは年2件ペースで中小の同業を買収しており、中小の案件はあるものの、大手の再編は限定的です（例示）

買収企業	ターゲット				買収金額 (億円)	買収比率 (%)	発表 時期	買収目的
	企業名	事業内容	地域	Owner				
シップ	キングラン	医療カーテン管 理	東京	個人	90	98	2022/4	新規事業の参入・拡大
	Okkar Thiri	医療機器卸	ミャンマー	NA	48	80	2020/8	海外進出
メディア ス	田中医科器械 医療機器卸事業	医療機器卸	千葉	田中医科器械	非公開	100	2023/7	専門性獲得 (整形外科関連)
	ノアインターナショナル	医療機器卸	北海道	個人	非公開	100	2022/3	主力地域でのシェア拡大
	渋谷メディカル	医療機器卸	北海道	NA	非公開	100	2022/3	専門性獲得(眼科関連)
	佐野器械	医療機器卸	京都	個人	31	100	2021/9	専門性獲得(内視鏡関連)
	セラピ	医療機器卸	新潟	NA	非公開	100	2021/2	カバレッジ拡大
	アクティブメディカル	医療機器卸	首都圏	アクティブ・ ケア	22	100	2019/12	主力地域でのシェア拡大
	アイテックスメディカル	医療機器卸	千葉	個人	非公開	100	2019/2	主力地域でのシェア拡大
	ミタス	医療機器卸	北陸	NA	28	100	2018/7	カバレッジ拡大
	ヴィッツジャパン	医療機器卸	静岡	個人	非公開	100	2018/5	主力地域でのシェア拡大
ムトウ	ハトヤメディカルサポ ート	医療機器卸	長野	個人	非公開	100	2018	カバレッジ拡大
八神	メディコ	医療機器卸	群馬	NA	非公開	100	2022	カバレッジ拡大
宮野	エム・イー・サイエンス	医療機器卸	大阪	NA	非公開	100	2022/5	主力地域でのシェア拡大



# 各領域の初期的分析

## A 医薬品メーカー (ジェネリック)

- 大手競合に比べて、現状はごく小規模のプレイヤーに留まる
- 薬価改定により毎年収益性が悪化すること、収益向上にはボリュームを稼ぐことが必須であること、およびGMP規制上の製造移転の難しさ等を踏まえると、ここで勝って行くためには小規模競合の買収を繰り返すのでは不十分。大手競合の買収を狙っていくのが勝ち筋

## B 調剤薬局

- グループとしては市場5位ながらも、実態としては20+以上のチェーンの集合体
- まずはこれらを集約効率化するのが先決
- その上で、複数の中堅競合プレイヤーの買収を図り、規模拡大を追求する
- 買収に当たっては、スケールメリットを最大化する為、同一地域内での買収を優先する

## C 医療機器卸





- 現状は小規模の総合型プレイヤーで市場での存在感は限定的
- コア事業である医薬品卸とのシナジーが見込めるのは、購買意思決定者が同じ、かつ物流を共有できる医療材料
- 市場は高度に細分化されているため、各地域で強い所、かつ医療材料中心に扱っている総合型のプレイヤーを複数買収していくのが有効

## D 顧客支援システム

- 現状は診療予約システムのみで一定の存在感。他は小さいものの集まり
- 自社で開発と販売を行っているが、導入はケイパビリティがなく外部委託
- 成長の方向性としては、競合他社の製品も含めた販売ラインナップ（特にクリニック・小規模薬局向け製品）の拡充し、MSを活用して売っていくのが妥当

# ① 貴社に関連性が高い領域はクリニック・中小調剤薬局でも使われるシステム・ソフトウェア

## 顧客支援システム

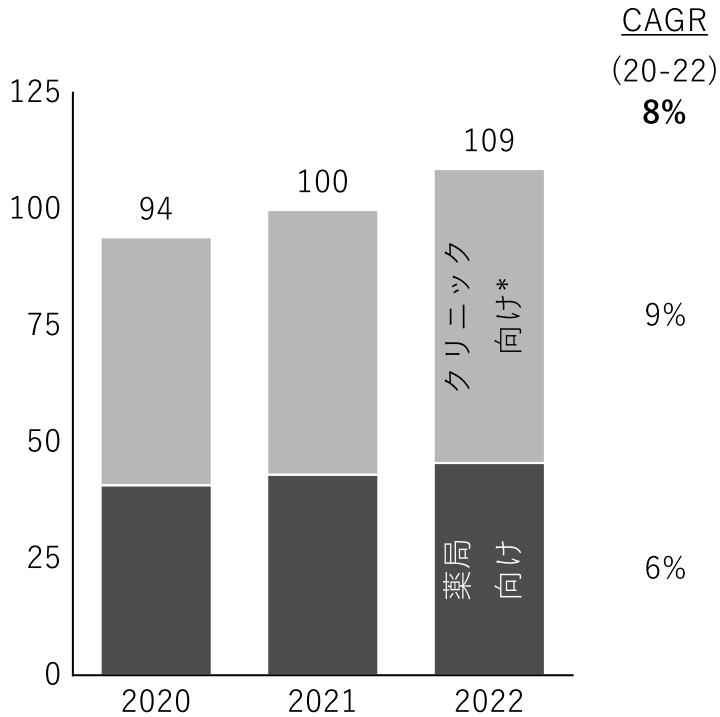
	医科						薬剤関連
	予約/受付	診察	検査	診断	治療	請求	処方
クリニック・ 薬局向け	予約システム AI問診システム 待合室デジタルサ イネージ	クリニック用 電子カルテ 地域医療連携 システム	-	-	治療用アプリ/ ソフトウェア 地域医療連携 システム	レセコン	電子薬歴システム 服薬指導システム 在庫管理・需要予測 ・自動発注システム 医薬連携システム
東邦にとって購買意思決定者へのアクセスがある領域							
病院向け	予約システム AI問診システム 待合室デジタルサ イネージ	病院用電子カルテ	検体検査支援 システム	遠隔画像診断 AI画像診断 システム	治療用アプリ/ ソフトウェア 地域連携システム	レセコン DPCデータ ウェアハウス	病院向け在庫管理シ ステム 地域連携システム
医薬品卸参入 状況	 東邦薬品	☑				☑	☑
	 alfresa						☑
	 SUZUKEN	☑		☑			☑
	 メディパル					☑	☑

# D クリニック／薬局向けデジタルサービス市場はクリニック開設増加等を受け、今後も成長が見込まれます

## 顧客支援システム

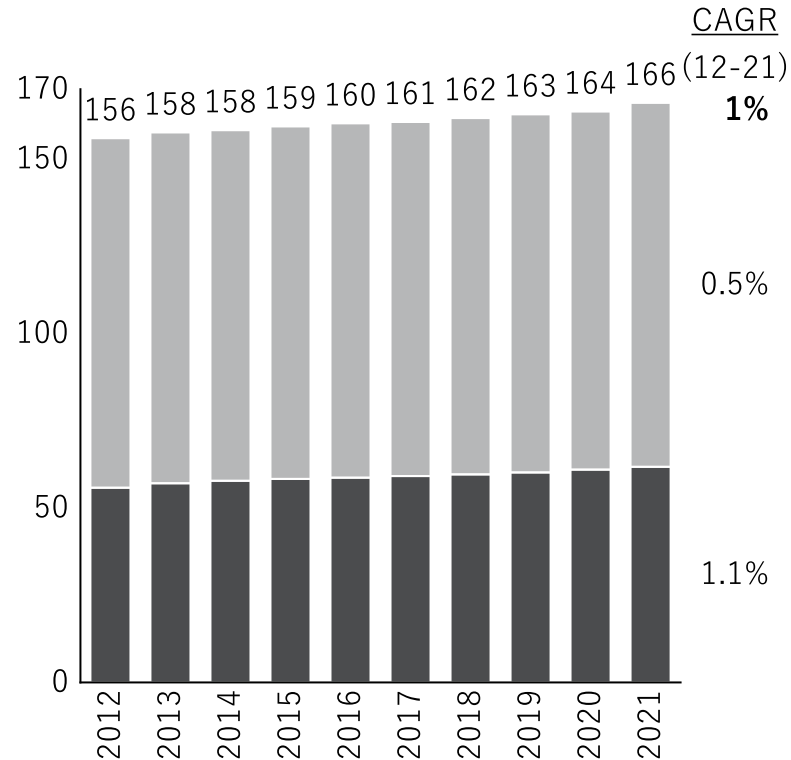
### 市場規模は拡大

クリニック／薬局向け  
デジタルサービス市場規模(十億円)



### クリニック／薬局は年々増加

店舗の増加総数(千店)\*\*



#### ■ クリニック

- これまで医師の増加を背景に新規開設クリニック数は増加
- 今後も当面はクリニック数の増加が見込まれており、システム・ソフトウェアの導入はさらに浸透していく見込み

#### ■ 薬局

- クリニック増加に合わせ、薬局数は緩やかに拡大
- 薬局向けシステムソフトウェアの成長率は今後緩やかになる見込み

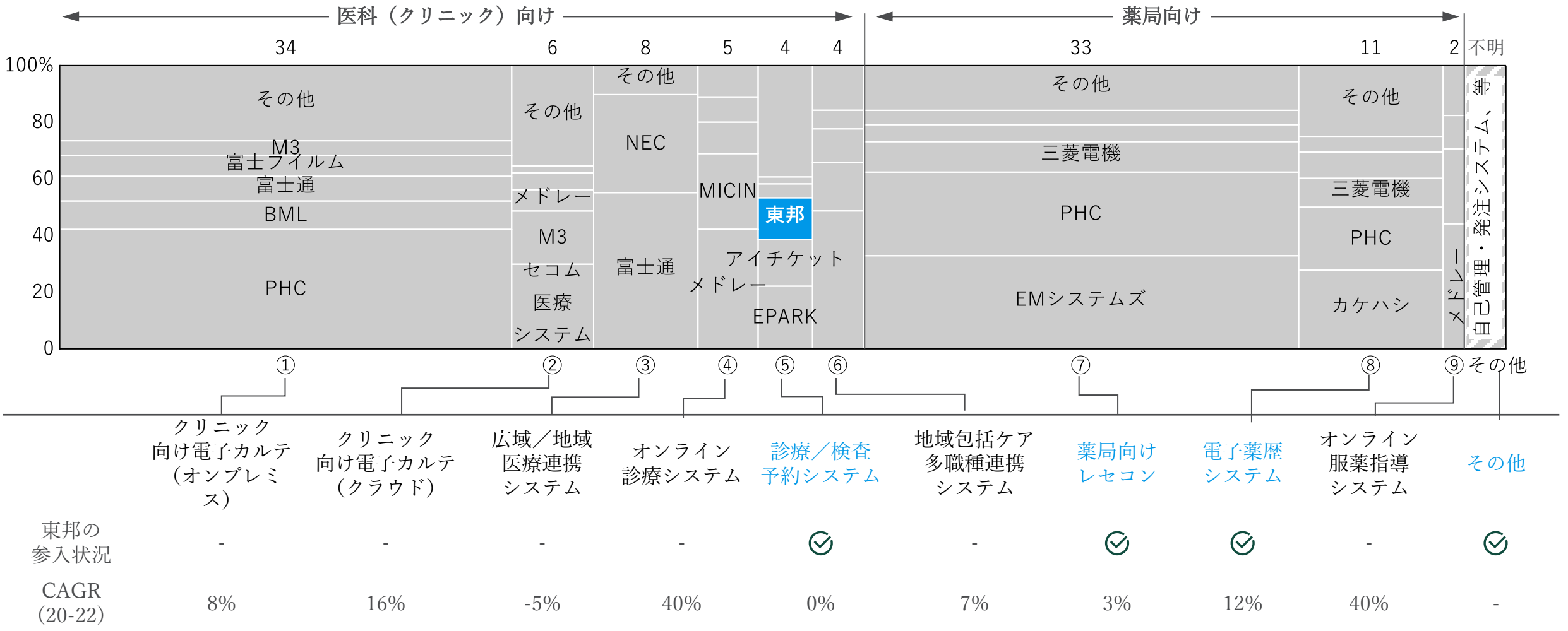
\*クリニックに加え、病院や薬局を対象とするデジタルサービスを含む; \*\*純増=新規開設+再開-閉鎖  
出典: 厚生労働省; 富士経済

**D** カテゴリー毎に大手とニッチプレイヤーが混在。貴社は診療/検査予約システム以外ではその他の小規模プレイヤーに留まり、事業展開できていない領域がまだ多く存在します

顧客支援システム

／ 主に病院で使われるものを除く

クリニック/薬局向けデジタルサービス市場規模 (FY23/3、十億円)



出典: 富士経済; IR; 市場参加者インタビュー

# 免責事項

このプレゼンテーション資料及びこのプレゼンテーション資料に含まれている情報は、東邦ホールディングス株式会社（以下「東邦ホールディングス」）に対する企業価値向上に向けた取り組みの提案の内容を補完する目的で作成されたものです（以下これらを総称して「本プレゼンテーション」といいます。）。3D Investment Partners Pte Ltd.（以下「3DIP」）は、東邦ホールディングスの株式を保有するファンド（以下「3Dファンズ」）の資産運用会社です。

本プレゼンテーションでは、東邦ホールディングスの事業、資本構成、ガバナンス体制に限定した、3DIPの評価、推定及び意見を示しています。3DIPは、3Dファンズの資産運用会社としての立場からのみ、評価、推定及び意見を示しています。

3DIPは、東邦ホールディングス及び東邦ホールディングスグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIPが、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社の株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIPは、東邦ホールディングス及び東邦ホールディングスグループ会社の事業の継続かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

3DIPは、東邦ホールディングスの株主が保有する議決権の行使につき、東邦ホールディングスの株主を代理する権限を受任する意思はありません。

本プレゼンテーションは、いかなるサービス若しくは商品の提案、勧誘若しくはマーケティング、広告、誘因又は表明ではなく、投資商品若しくはいかなる種類の投資の売買の助言若しくは投資商品の購入し若しくは売却すること、何らかの投資を行うこと、何らかの取引を実行すること若しくは（条件が記載されているか否かを問わず）その他の行為を避けるべきことを推奨するものではなく、また、いかなる特定の投資若しくは投資戦略のメリットなどに関する意見でもありません。戦略や取引のいかなる事例も、単に説明を目的としたものであり、過去又は将来の戦略や実績を示すものではなく、特定の戦略の成功可能性を示すものでもありません

本プレゼンテーションは、情報提供のみを目的としたものであり、その他のいかなる目的のためにも、いかなる人にも依拠することはできません。また、本プレゼンテーションは、取引、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言、提案、若しくは招請でもありません。

本プレゼンテーションは、公表されている情報（3DIPは別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIPは、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）を受領しておらず、また、本プレゼンテーションにはいかなるインサイダー情報も記載していません。

本プレゼンテーションには「将来の見通しに関する記述」が含まれています。特定の将来の見通しに関する記述は、過去又は現在の事実と厳密には関連していない記述であり、「かもしれない」、「でしょう」、「想定します」、「信じます」、「予想します」、「計画します」、「推定します」、「見込んでいます」、「目標とします」、「予想します」、「求めています」、「し得ます」といった表現やこれらと同等の用語を用いたその他の変化形、否定形、類似表現の一切を含んでいます。

3DIPは、本プレゼンテーションに記載された情報が正確で信頼できるものであると信じていますが、3DIPは、当該情報や記載されている東邦ホールディングス及びその他の企業に関する記述、口頭でのコミュニケーションについての正確性、完全性又は信頼性について何らの表明又は保証を行うものではありません。また、3DIPは、これらの記述やコミュニケーション（それについての不正確性や欠落も含みます）についてのいかなる責任を負うものではありません。なお、公開会社については、公開会社又はその内部者が保有する非公開情報のうち、当該公開会社が公開していない情報が存在する場合があります。したがって、本プレゼンテーションに記載されている全ての情報は、何らかの保証をするものではなく、「現状のまま」で表示されており、3DIPはその情報の正確性、完全性又は適時性や、使用した結果について何らの表明も暗示的に行うものではありません。自ら専門家の助言を得て、関連する問題に関して自ら評価を行ってください。3DIPは、本プレゼンテーションに含まれる情報（それについての不正確性や欠落も含みます）の全部若しくは一部の使用やそれに関連して発生したいかなる損失に対しても、いかなる義務又は責任も負いません。いかなる投資も、完全な資本の喪失を含む重大なリスクを伴います。いかなる予測や見積もりも、単に説明を目的としたものであり、想定される損益の上限を示したものとして捉えるべきではありません。3DIPは、いかなる人に通知することなく、本プレゼンテーションの全部又は一部を変更することができますが、本プレゼンテーションにおける修正、更新、追加情報若しくは資料を提供する義務、又は不正確を訂正する義務は負いません。

# 免責事項

本プレゼンテーションには、ニュース報道又はその他の公開の第三者情報源（「第三者資料」）からのコンテンツ又は引用が含まれます。本プレゼンテーションにおける第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIPが独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIPの見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIPとは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本プレゼンテーションに第三者資料を提供することは、3DIPが第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して3DIPが表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

3DIPは、現在、東邦ホールディングスの有価証券を実質的に保有し、及び／又は経済的利害関係を有しており、将来においても保有し、又は経済的利害関係を有する可能性があります。3DIPは、東邦ホールディングスに対する投資について、継続的に、また、様々な要因に応じて、東邦ホールディングスの財政状態及び戦略的方向性、東邦ホールディングスとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIPが利用可能なその他の投資機会、東邦ホールディングスの有価証券の購入又は売却を希望する価格で実行する可能性など、いつでも（3DIPがポジションを得た後の公開市場又は非公開の取引を含みます）、売買、カバー、ヘッジ、又は投資の形態や実体（東邦ホールディングスの有価証券を含みます）を、関係法令で許容されるいかなる方法によっても、変更する可能性があり、また、そのような変更について他者に通知する義務を明示的に負うものではありません。また、3DIPは、東邦ホールディングスに対する投資に関して適当と判断するいかなる行動も取る権利を留保します。この行動は、取締役会、経営陣又は他の投資家とのコミュニケーションを含みますが、これに限られません。

本プレゼンテーション及びその内容は3DIPの著作物です。本プレゼンテーションで言及されるすべての登録された又は登録されていないサービスマーク、商標及び商号は、それぞれの所有者の財産であり、3DIPによる本プレゼンテーションの使用は、これらのサービスマーク、商標及び商号の所有者との提携又は所有者による承認を意味するものではありません。いかなる場合においても、3DIPは、本プレゼンテーションの使用から生じる、直接的又は間接的な特別損害、付随的損害又は派生的損害（逸失利益を含む）について、いかなる当事者に対しても責任を負わないものとします。

本プレゼンテーションに記載された内容は、予告なく変更・更新されることがありますので、ご注意ください。本プレゼンテーションを読むたびに全ての内容をご確認ください。