



Houlihan  
Lokey

# 調剤薬局／ドラッグストアセクター アップデート

2025年度 決算概要




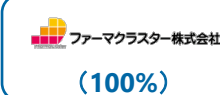






























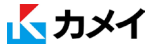







# 主要上場各社の成長戦略及びM&A戦略

ドラッグストア・調剤薬局業界における主要上場各社の戦略は以下のとおり

	会社	基本戦略	成長戦略・M&A戦略
調剤薬局	 <b>アイングループ</b>	調剤と物販の両輪でM&Aを積極化	<ul style="list-style-type: none"> <li>調剤薬局事業のさらなる強化と、リテール事業の拡大を両輪で進める方針</li> <li>M&amp;Aにも積極的(2024年Francfranc買収、2025年クラフト買収)</li> </ul>
	 <b>株式会社 トーカイ</b>	主力事業と調剤薬局のシナジーを追求	<ul style="list-style-type: none"> <li>病院関連サービス(寝具、リネンサプライ等)を主力とするが、調剤薬局事業も展開しており、事業間の連携を深め、医療・介護分野でのワンストップサービス提供を目指す</li> </ul>
	 <b>アイル</b> <small>クオール薬局</small>	調剤を中核に医療関連事業を多角化	<ul style="list-style-type: none"> <li>調剤薬局事業を中核としつつ、医療関連事業の多角化を進める(BPO事業、製薬事業)</li> <li>5年後の売上高5,000億円達成に向け、大型M&amp;Aを含む成長投資を見込む</li> </ul>
	 <b>FALCO</b>	臨床検査と調剤薬局の連携で新サービス	<ul style="list-style-type: none"> <li>臨床検査と調剤薬局という独自の事業ポートフォリオを活かし、両事業のデータを活用した予防医療など、新たなヘルスケアサービスの創出を目指す</li> </ul>
	 <b>MEDICAL SYSTEM NETWORK GROUP</b>	医薬品ネットワークとM&Aで薬局網拡大	<ul style="list-style-type: none"> <li>医薬品ネットワーク事業(加盟薬局への医薬品提供や経営支援)を基盤に、加盟薬局全体の価値向上と自社薬局の収益力強化を図る</li> </ul>
ドラッグストア	 <b>TSURUHA HOLDINGS</b>	イオンと統合、食品強化型ライフストアへ	<ul style="list-style-type: none"> <li>イオンおよびウエルシアホールディングスとの経営統合が中核</li> <li>従来の医薬品・化粧品中心の事業モデルから、食品や健康、ウェルネスサービスを強化した「LIFE STORE」への進化を目指す</li> </ul>
	 <b>Matsukiyo Cocokara &amp; Co.</b>	PBとデジタル戦略でアジアNo.1へ	<ul style="list-style-type: none"> <li>データ分析を駆使した高付加価値PB戦略とデジタル戦略を両輪に、「美と健康」領域での収益性向上とアジア展開を加速</li> </ul>
	 <b>スギホールディングス</b>	M&Aと連携でトータルヘルスケアを推進	<ul style="list-style-type: none"> <li>独自の「トータルヘルスケア戦略」を深掘りし、専門性の高いM&amp;A(I&amp;H)や異業種連携(トライアルHD)を通じて、新たな価値創造を狙う</li> </ul>
	 <b>ドラッグストア コスモス</b>	M&Aに頼らず独自店フォーマットで成長	<ul style="list-style-type: none"> <li>独自の店舗フォーマットとローコスト運営を武器に、M&amp;Aに頼らないオーガニックな成長を志向</li> </ul>
	 <b>サンドラッグ</b>	調剤・EC・M&Aで売上1兆円目標	<ul style="list-style-type: none"> <li>「売上高1兆円」の目標達成に向け、ドラッグストア事業とディスカウント事業の二本柱を軸に、調剤、EC、補完的M&amp;Aを組み合わせさせた堅実な成長戦略を推進</li> </ul>
 <b>クスリのアオキ</b>	食品スーパーM&Aでフード&ドラッグ進化	<ul style="list-style-type: none"> <li>イオンとの提携を解消し「独立路線」を堅持</li> <li>地場スーパーのM&amp;Aを積極的に活用し、「フード&amp;ドラッグ」業態をさらに進化させることで、地域の生活インフラとしての地位確立を目指す</li> </ul>	
 <b>CREATE SDS</b>	M&A活用で「医療を担う」モデルへ転換	<ul style="list-style-type: none"> <li>従来の自力成長からM&amp;A活用へと戦略を転換し、調剤薬局やスーパーの買収を通じて、ドミナントエリアの深耕と新商圏への進出を両輪で進める</li> </ul>	

# ドラッグストア・調剤薬局マーケットマップ

アクティビスト銘柄

主要株主		企業形態	ドラッグストア(調剤併設)	調剤専門薬局	ネットワーク
大手事業会社 (主要株主: 持分%)	医薬品卸			<p>スズケングループ</p>    <p>東邦グループ</p>  	
	小売		  <p>(イオン: 50.9%) ※2025年12月統合</p>  <p>ずっと健康、もっといい未来 中部薬品株式会社 (パローHD: 100%)</p>		
	その他			   <p>(エムスリー: 28%) (ビーエムエル: 10%) (トーカイ: 100%)</p>	
オーナー等		         <p>(サンドラッグ: 33%、 ベインキャピタル、創業家)</p>	<p>オービス</p>  <p>(スギHD: 100%)</p>   	<p>オアシス</p>  <p>さくら薬局</p>    <p>ヤマグチ薬局</p>      	 
商社 (主要株主:持分%)			 <p>(住友商事: 100%)</p>	 <p>(住友商事: 100%)</p>	
ファンド (ファンド名)				 <p>(アドバンテッジパートナーズ)</p>  <p>(ユニゾン・キャピタル)</p>	 <p>(CVC)</p>

# 調剤薬局／ドラッグストア業界の動向サマリー

「調剤薬局」業種では、調剤報酬・薬価改定や仕入れ原価の上昇、人件費の増加などが利益を圧迫するも、AIによるさくら薬局の買収をはじめとした業界再編や、大手企業による中小薬局の取り込みによる売上高や利益の伸長が見られた。「ドラッグストア」業種では、物価高が継続し、客単価の伸長に伴う増収増益傾向にあるものの、業界再編・統合への期待感が一巡し、株価は落ち着きを見せる

	業界動向	総売上高 <sup>(1)</sup> 成長率		総営業利益 <sup>(1)</sup> 成長率		EV/EBITDA平均値 <sup>(2)</sup>	
		前期 vs 前々期	今期見込 vs 前期	前期 vs 前々期	今期見込 vs 前期	今期見込	前年比
調剤薬局	<ul style="list-style-type: none"> <li>調剤薬局の店舗数自体は微増傾向であるものの、人的・資金的リソースの観点から、個人や1店舗法人における電子化対応(オンライン服薬指導・電子処方箋制度など)が難しくなるとともに、規模の経済の観点から大手グループへの集約が進む</li> <li>薬価の段階的引き下げや慢性的な薬剤師不足等の外部環境が厳しい本業界では、業界再編や経営資源の乏しい中小規模の薬局が大手薬局チェーンの傘下に入る動きが目立つ</li> </ul>	10.9%	18.7%	(2.0%)	27.1%	5.2x	+0.6x
ドラッグストア	<ul style="list-style-type: none"> <li>本業界の売上高は10兆円の大台を突破</li> <li>2025年12月にウエルシアとツルハの統合が完了し、業界再編の動きは益々加速</li> <li>市場自体は今後も拡大していくが、注力領域である調剤事業に関しては、他業種からの参入が活発化しており、今後も競争が激化していく可能性あり</li> </ul>	7.7%	5.8%	11.9%	2.7%	7.3x	(1.3x)

Source: SPEEDA、各社Website、各社公表資料

(1) 各業種ごとに当該業種に分類される企業(詳細は後頁参照)の売上高、営業利益の合計値の前年実績からの変化率を記載

(2) 各業種ごとの2026年5月22日時点の株価に基づくマルチプル及び前年比の増減を記載

# 調剤薬局／ドラッグストアセクター | 各社の業績

各社売上高・営業利益(前々期⇒前期⇒ 今期見込)

(億円)

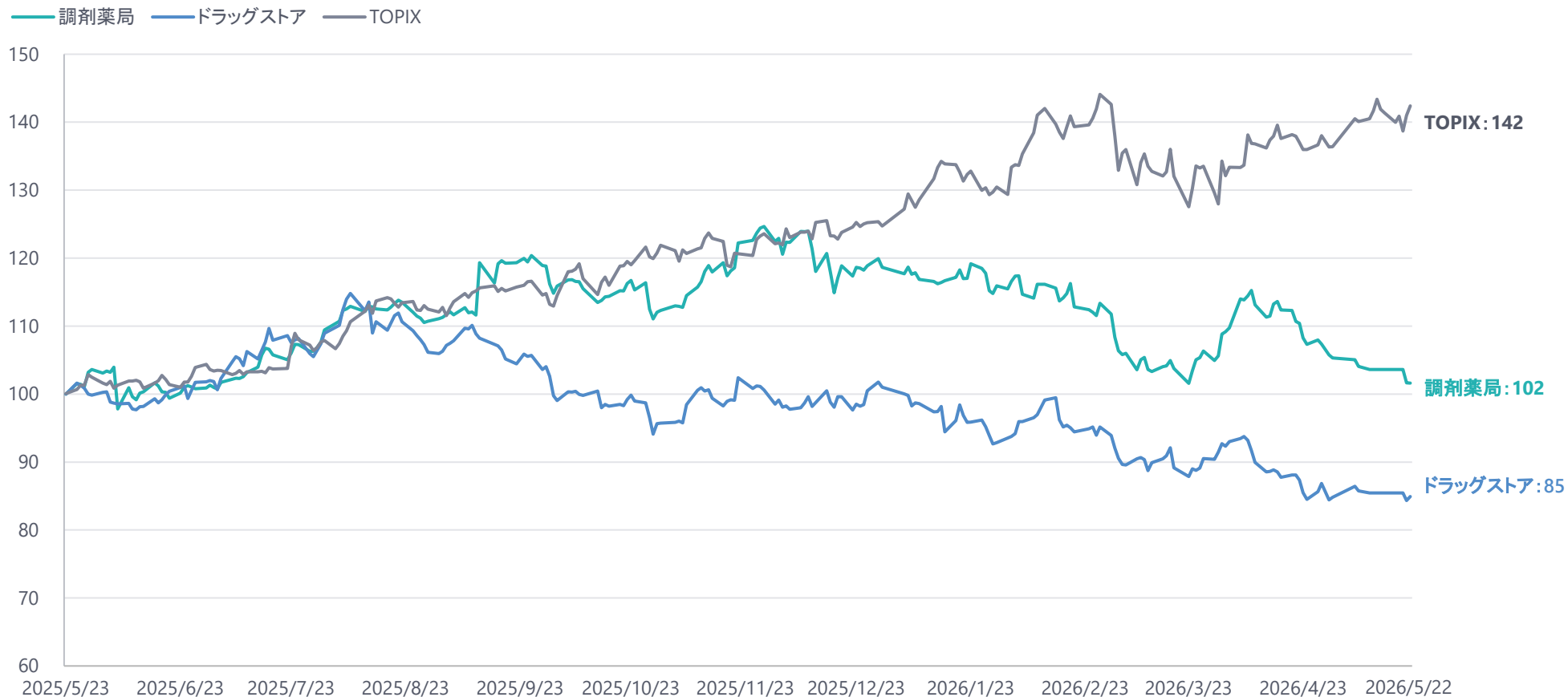
	社名	直近決算期	時価総額 <sup>(1)</sup>		売上高					営業利益				
			2026/5/22	成長率	前々期	前期	今期見込	前期 vs前々期	今期見込 vs前期	前々期	前期	今期見込	前期 vs前々期	今期見込 vs前期
調剤薬局	アインホールディングス	2026/01	1,962	2.4%	3,998	4,568	6,460	14.3%	41.4%	204	169	283	(17.4%)	67.7%
	トーカイ	2026/03	733	2.9%	1,495	1,597	1,654	6.8%	3.6%	82	94	90	14.3%	(4.2%)
	クオールホールディングス	2026/03	682	0.5%	2,640	2,908	3,150	10.2%	8.3%	135	148	165	10.0%	11.4%
	ファルコホールディングス	2026/03	252	8.0%	433	436	443	0.6%	1.7%	23	25	27	7.0%	8.1%
	メディカルシステムネットワーク	2026/03	142	9.5%	1,224	1,322	1,360	8.0%	2.9%	32	33	30	5.0%	(9.4%)
	メディカルー光グループ	2026/02	104	28.7%	484	550	565	13.6%	2.8%	17	18	18	5.7%	0.7%
ドラッグストア	ツルハホールディングス	2026/02	9,457	67.3%	8,456	14,506	25,550	71.5%	76.1%	379	630	994	66.4%	57.7%
	マツキヨココカラ&カンパニー	2026/03	8,975	(24.5%)	10,616	11,174	11,550	5.3%	3.4%	821	849	875	3.5%	3.0%
	スギホールディングス	2026/02	5,260	(5.4%)	8,780	10,103	10,920	15.1%	8.1%	426	486	540	14.1%	11.2%
	コスモス薬品	2026/02	4,793	(33.3%)	9,650	10,114	10,570	4.8%	4.5%	315	404	405	28.3%	0.2%
	サンドラッグ	2026/03	4,342	(17.6%)	8,018	8,425	8,760	5.1%	4.0%	445	468	488	5.2%	4.2%
	クスリのアオキホールディングス	2026/02	3,452	(3.9%)	4,369	5,015	5,600	14.8%	11.7%	186	266	230	43.3%	(13.5%)
	クリエイトSDホールディングス	2026/02	2,083	3.0%	4,223	4,571	4,915	8.2%	7.5%	202	226	241	11.9%	6.5%
	Genky DrugStores	2026/03	1,096	2.9%	1,849	2,008	2,212	8.6%	10.2%	90	97	111	7.1%	14.4%
	カワチ薬品	2026/03	697	11.5%	2,878	2,845	2,850	(1.2%)	0.2%	75	68	51	(9.1%)	(24.8%)

# 調剤薬局／ドラッグストアセクター | 時価総額推移(直近1年間)

業界全体として、安定した業績推移を見せるものの、夏以降は、業界再編や統合シナジーへの期待が一巡し、TOPIXよりも下回って推移

## 時価総額推移

- 各業界企業群の2025年5月23日の時価総額(自己株除く)平均値を100としたときの推移



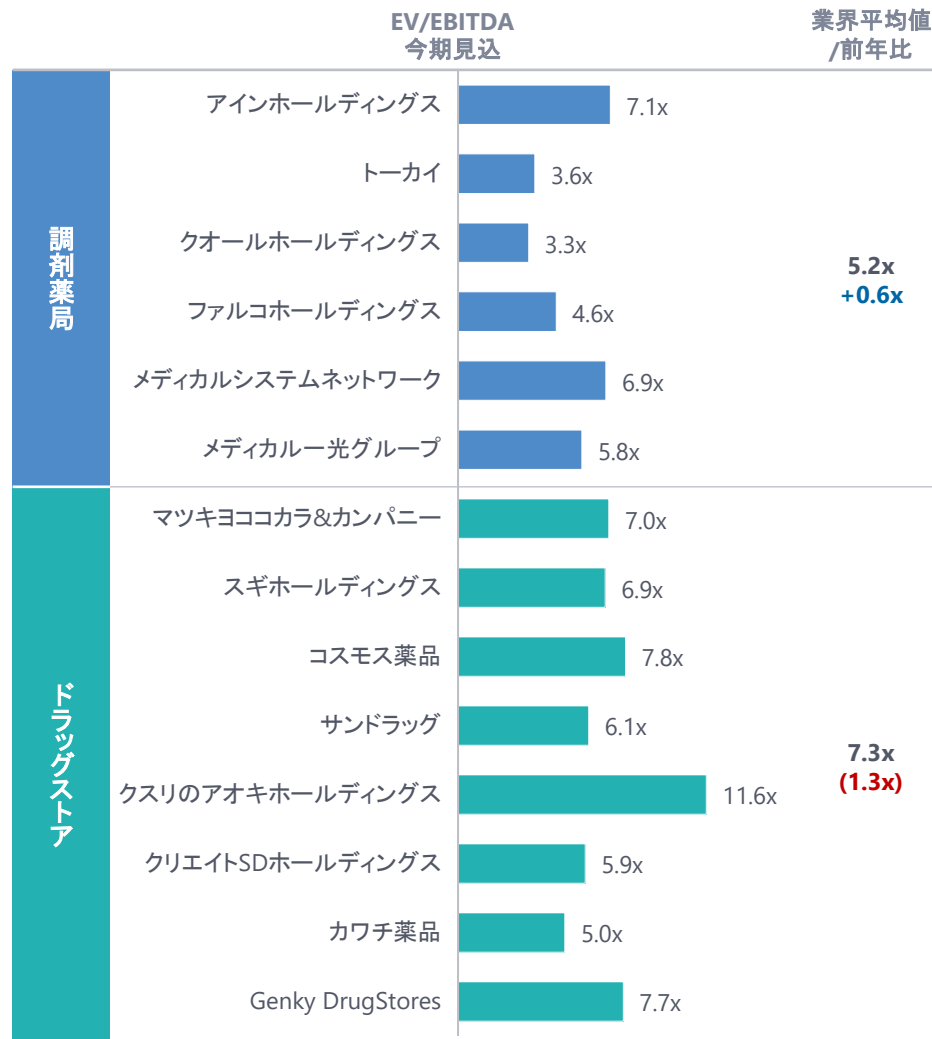
# 調剤薬局／ドラッグストアセクター | バリュエーション推移(直近1年間)

調剤セクターは薬価改定及び診療報酬改定がありつつも、大手企業で安定した業績が継続しており、ほぼ横ばいである一方、ドラッグストアセクターにおいては業界再編への期待感が一巡し、マルチプルが下落傾向

Forward EV/EBITDA平均推移<sup>(1)(2)</sup>



各社の株価倍率<sup>(3)</sup>



Source: SPEEDA、各種公表情報

(1)各時点の会社予想に基づくマルチプルを採用 (2)ツルハHDは前期変則決算にてEV/EBITDA マルチプルの平均より除外 (3) 今期見込マルチプルの企業価値は2026年5月22日時点

# ドラッグストア業界の過去M&A(2020年以降)

(億円)

公表日	対象会社	買手企業	売手企業	出資比率		100% 株式価値	企業価値	売上高	EBITDA	EV/ EBITDA
				取得前	取得後					
2026/4/9 2025/8/19	 ドラッグストア セキ <b>SEKI</b>	<b>スギホールディングス</b>	関伸治会長ら	0.0%	51.0%	459	NA	1,005	NA	NA
2025/4/11	<b>TSURUHA HOLDINGS</b>		一般株主	39.1%	50.9%	10,727	10,437	8,456	675 <sup>(1)</sup>	16.3x
2025/4/11		<b>TSURUHA HOLDINGS</b>	株式交換	0.0%	100%	4,938	5,401	12,850	627	8.6x
2025/1/15	 三ネ医薬品株式会社	 雄渾キャピタル・パートナーズ	NA	0.0%	>50%	NA	NA	191	NA	NA
2024/4/18			いなげや、イオン	0.0%	100.0%	84	NA	462	NA	NA
2023/4/28	 ドラッグイレブン	<b>TSURUHA HOLDINGS</b>	JR九州	51.0%	100.0%	NA	NA	440	NA	NA
2022/9/1	 大屋 DAIYA	<b>TSURUHA HOLDINGS</b>	オーナー等	0.0%	100.0%	NA	NA	265	NA	NA
2022/1/19			三絹、絹巻和美社長ら	0.0%	100.0%	217	NA	398	NA	NA
2021/7/17	 スーパードラッグ ひまわり		既存株主	0.0%	>50%	NA	NA	517	NA	NA
2021/2/26	 Matsukiyo Cocokara & Co.	 ココカラファイン ココロ、カラダ、ゲンキ。	一般株主	20.0%	100.0%	2,198	1,870	4,039	179	10.5x
2020/9/11	 キリン堂ホールディングス	 BainCapital	一般株主+寺西俊幸氏ら	0.0%	60.0%	397	356	1,333	44	8.1x
2020/4/30	 ドラッグイレブン	<b>TSURUHA HOLDINGS</b>	JR九州	0.0%	51.0%	277	NA	519	NA	NA

# 調剤薬局業界の過去M&A(2020年以降)

(億円)

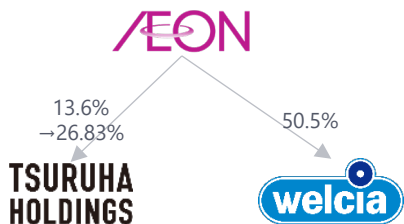
公表日	対象会社	買手企業	売手企業	出資比率		100% 株式価値	企業価値	売上高	EBITDA	EV/ EBITDA
				取得前	取得後					
2025/7/31	 日本調剤	 ADVANTAGE PARTNERS	TOB、スクイーズアウト	0.0%	100.0%	1,178	1,486	3,605	152	9.8x
2025/5/29	 クラフト株式会社	 アイングループ	日本産業推進機構	0.0%	100.0%	591	>1,000	1,536	NA	NA
2024/12/17	 Life Art Group	 SOGO MEDICAL	NA	0.0%	100.0%	NA	2,000	117	24	8.3x (*1)
2024/2/28	 阪神調剤薬局	 スギホールディングス	岩崎裕昭社長ら	0.0%	66.7%	NA	NA	2,233	NA	NA (*2)
2023/12/15	 SOGO MEDICAL	 CVC CAPITAL PARTNERS	ポラリス・キャピタル・グループ	0.0%	100.0%	1,700	NA	1,852	168	NA
2023/4/1	 薬樹	 住友商事	NA	0.0%	100.0%	95	100	304	8	12.0x (*3)
2022/10/15	 クラフト株式会社	 NSSK 日本産業推進機構	個人など	0.0%	100.0%	1,000	NA	1,907	NA	NA
2022/5/10	 ファーマシィ	 アイングループ	個人	0.0%	100.0%	NA	NA	215	NA	NA
2021/4/9	 株式会社ニチホス	 クオール薬局	ニプロ	51.0%	100.0%	NA	NA	930	NA	NA
2020/11/12	 フタツカ薬局	 ココカラファイン ココロ、カラダ、ゲンキ。	個人	0.0%	100.0%	NA	NA	120	NA	NA
2020/2/28	 株式会社ヘルシーワーク	 Pharmarise HOLDINGS	オーナー	35.0%	100.0%	NA	NA	25	NA	NA
2020/2/5	 SOGO MEDICAL	 POLARIS	三井物産、一般株主	0.0%	100.0%	763	943	1,446	106	8.9x

# ケーススタディ① | イオンによるツルハ/ウェルシアの統合

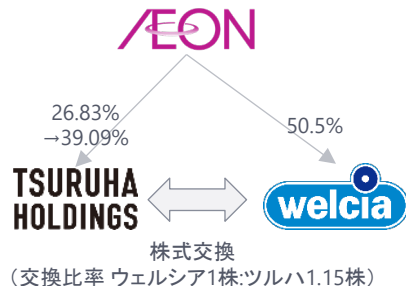
イオンがツルハ・ウェルシアを統合、ウェルシアはツルハの完全子会社化。統合によりNo.1全国ネットワークを確立、業界最大手に

## 取引概要

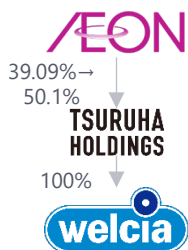
I. 株式交換前(既存株主持分の取得)



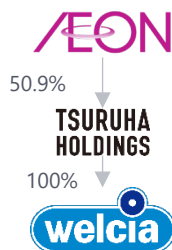
II. 株式交換



III. 公開買付け



IV. 本件後



## 本件の意義

- 統合により圧倒的No.1全国ネットワークを実現、国内業界最大手に
- 3年後のシナジーは500億円を見込み、2032年2月期(統合後6年後)に売上高3兆円、営業利益2,100億円を目標とする

## アクティビストの存在(オアシスによる株主提案)

オアシスによるツルハに対する株主提案について、ツルハ側は反対を表明。大株主のイオンもツルハ側への賛成を表明し、オアシスの提案を退けた。その後、24年1月にイオンがオアシス保有のツルハHD株の取得に向けた独占交渉を開始

### オアシス、「経営監督が機能不全」 ツルハ創業家を批判

香港の投資ファンド、オアシス・マネジメントのセス・フィッシャー最高投資責任者は日本経済新聞の取材に応じ、ドラッグストア大手のツルハホールディングス(HD)に対して「経営陣を監督するシステムが機能していない」と述べた。ツルハHDが8月に予定する定時株主総会に向けて、オアシスは会長職の廃止など9つの議案を株主として提案している。フィッシャー氏に狙いを聞いた。

——ツルハHDのコーポレートガバナンス(企業統治)上の課題とは何か。

「経営陣を監督するシステムが機能していない。今は創業家のための体制だ。例えば、会長は息子の社長を監督する。創業家の持ち分はツルハ株の10%未満しかないので監査等委員会に入っていない取締役の5つの席のうち、4つに創業家が入る」

——株主提案が可決されたら課題は解決できるのか。

「経営陣に最適な人を選ぶなどトップの運営力が重要になる。個人経営でいいわけがない。経営陣をチェックする機能が必要だ。学生が勉強するにはいい教師が必要なように、(教師である)取締役会がきちんと機能することを求めている」

——大株主のイオンとの再編を求めているのか。

「他社との再編は重要だ。規模があればプライベートブランド(PB)の開発力や価格の交渉力も上がる。再編は後押ししたい。ただ相手がだれということはいえない」

公表日	2024年2月28日(資本業務提携の公表)
取得価額	ツルハHDとウェルシアHDの株式交換: 4,938億円(26.83%→39.09%) イオンによるツルハHD株式の公開買付け: 1,181億円(39.09%→50.1%) ※カッコ内はイオンにおけるツルハHD株式の保有割合
概要	① イオンがオアシスから13.58%の株式を取得したのち、既存株主からツルハ株式を7.26%取得し、出資比率26.83%に引き上げ、持分法適用会社 ② ツルハHDが完全親会社、ウェルシアHDが完全子会社とする株式交換を実施(株式交換の結果、イオンの出資比率は39.09%) ③ 公開買付けを実施し、その後の追加取得も踏まえ、出資比率は50.9%に

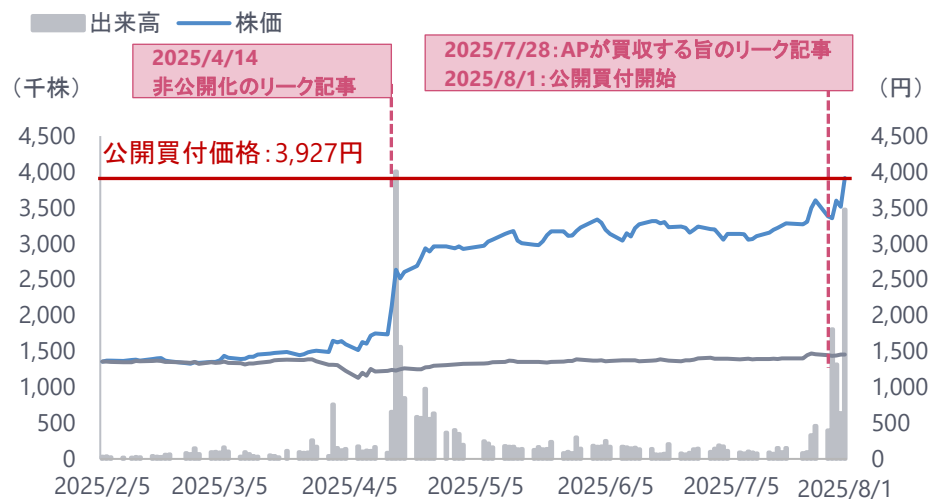
# ケーススタディ② | 日本調剤の非公開化

アドバンテッジパートナーズが日本調剤の買収を発表

## 取引概要

公表日	2025年7月31日(買付け期間:8月1日~9月16日)
買付者	アドバンテッジパートナーズ(以下、「AP」)
対象会社	<p>日本調剤</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>調剤2強の一角で、全都道府県で門前タイプを中心に調剤薬局を展開(約760店舗)</li> <li>25/3期の売上高は3,605億円、EBITDA158億円</li> </ul>
概要	<ul style="list-style-type: none"> <li>1株3,927円(100%株式価値約1,178億円)で、日本調剤に対してTOBを実施</li> </ul>

## 株価推移(直近6ヶ月)



## プレミアム・バリュエーション

### プレミアム

公開買付価格	対前営業日	対リーク前日	対直近1ヵ月	対直近3ヶ月	対直近6ヶ月
3,927円	9.08%	126%	21.05%	23.34%	60.42%

### バリュエーション

EV/EBITDA(今期見込)	PER(LTM)	PBR(LTM)
8.5x	52.5x	1.98x

## 期待される投資効果

### 調剤薬局事業

- M&A案件の探索・実施支援、在宅対応機能の強化支援、DX・オペレーション自動化支援等を通して、中小薬局を統合しながら社会のニーズに応じた店舗展開や自動化による対物業務の効率化による営業体制効率化等を実現

### 医薬品製造販売事業

- 過去に発生している工場での製造工程不備への対応、工場の収益性改善
- LYFE Capitalが保有するグローバル提携先へのアクセス活用

### 医療従事者派遣・紹介事業

- APの過去の人材事業への投資実績を通じた業績改善ノウハウを活用し、マーケティング施策の強化を通じた採用強化・退職防止による人材プールの拡大等

### その他、採用／人材育成

- APが有している調剤薬局分野の専門家やコンサルタント、業績アドバイザーとのネットワークを活用した幹部人材の招聘・APの投資案件を通じて培った経営改善ノウハウを有する人材の内部登用を通じた経営体制強化

## 留意事項

本プレゼンテーションは、フーリハン・ローキー株式会社(以下「フーリハン・ローキー」又は「弊社」という。)が貴社(以下「貴社」又は「受領者」という。)の為に、貴社内部限りの利用を前提として作成したものです。本プレゼンテーションは、貴社により今後実行される可能性のある一つ又は複数の取引について予備的な評価をする際の補助とすることを目的として作成されたものであり、本プレゼンテーションの内容の一部又は全部を公表する権利、また、いかなる第三者に対しても開示する権利も受領者に付与するものではありません。本プレゼンテーションは、貴社と協議する際の資料としての使用の為にのみ作成されたもので、弊社による口頭説明によって補完され、かつ、その説明との関連においてのみ考察されるべきものです。弊社の事前の書面による同意なしに、本プレゼンテーション及びその内容を他のいかなる目的にも使用することはできません。

弊社は、公共の情報源から入手した情報、その他弊社が独自に入手・検討した情報が、全て正確かつ完全であることを前提として作成されたものであり、当該情報は、受領者が本取引を進めるか否かを評価するために必要とする可能性のあるすべての情報を含むとは限りません。フーリハン・ローキーならびにその役員、取締役、従業員、代理人および関係者は、本プレゼンテーションに含まれる情報(将来の予測、事業の推測、見込みまたは利益に関する成果または合理性を含む。)または受領者もしくはそのアドバイザーに対して書面もしくは口頭で提供されるその他一切の情報の正確性、完全性、クオリティ、妥当性または適切性に関し、現在または将来において、明示的にも黙示的にも表明または保証を行わず、義務または責任を負わず、かつ、それらの一切の責任は明示的に免責されます。本プレゼンテーションに含まれる一切の情報に関し、フーリハン・ローキーは独自の検証を行っていません。

本プレゼンテーションの内容は、法律、税務、規制、会計または投資に関する助言または勧告として解釈してはならないものとします。いかなる受領者も、本取引に関する法的事項その他の関連事項に関し、独自のカウンセル、税務アドバイザーおよび財務アドバイザーと相談すべきです。本プレゼンテーションは、すべての情報を網羅することを意図しておらず、また、貴社が必要とする可能性のあるすべての情報を含むことを意図していません。



Houlihan  
Lokey

フーリハン・ローキー株式会社  
〒106-0041 東京都港区麻布台 1-3-1  
麻布台ヒルズ 森JPタワー 49階  
+81 3 6212 7100  
CORPORATE FINANCE  
FINANCIAL RESTRUCTURING  
FINANCIAL AND VALUATION ADVISORY

HL.com