



# Schelz Berger JAPAN

Confidential

## 株式戦略レポート 1月号

当レポートの内容については万全を期しておりますが、その内容を保証するものではありません。また、これらの情報によって生じた如何なる損害についても、本情報提供者は一切の責任を負いません。

当レポートに掲載されている内容は証券投資一般に関する情報の提供を目的としており、第三者に対し投資を推奨するものではありません。投資に際しての最終判断はお客様ご自身の判断でお願い致します。

当レポートにて提供される内容はお客様ご自身の為にご利用されるものとし、第三者への提供、再配布、および加工もしくは複写をすることは出来ません。

当レポートはお客様が弊社のサービスを検討する際の参考資料として提供されたものであり、現状のレポートに近い形で修正を加えております。



- 弊社の推奨する投資の本質
- 1月市況:注目セクター市場考察
- 『今月の銘柄』(本情報)
- 企業研究:何故この銘柄なのか
- ファンダメンタル:投資対象としての考察
- テクニカル分析:トレンド考察
- 補
- Schelz Berger JAPAN について

SAMPLE



# 弊社の推奨する投資の基本姿勢



投資歴の長短に関わらず、以下の10箇条の実践を心がけてください。

1. 会社の発展性だけでなく、業界全体の発展性を考える。(木を見、森も見る)
2. ギャンブル性を排し、一時的なドロウダウンにも耐えられるようファンダメンタルを重視する。ただし、『ファンダメンタル=低PER』という安易な考えは捨てること。
3. 焦って買う必要はない。相場は明日も開いて買える。テクニカルはテクニカルを重視する。
4. 業務に『革新性』があるかを考える。
5. 増資・減資の情報が入ってきたら即座に検討すること。
6. 証券会社の推奨銘柄情報や自社保有銘柄埋め込みの嵌め込みの場合が多い。無料の情報は『何のために当情報が発せられているか』を常に考えること。
7. Yahoo!検索履歴等の書込みは個人情報の宝庫。個人の情報を安易に信じない。
8. 買う時は慎重に。仕舞った後は『離陸』を待つ。
9. 自分のトレード記録(取引履歴)は必ず記録し、『何故、その取引をおこなったか』の整理をしておくこと。
10. 投資の最終判断は個人の責任のもとに実施すること。

# 1月の市況：注目セクター・市場考察

2004年の日本市場は、日経平均ベースで言えばほぼ横這いの結果となった。  
12,000円は4月に達したがために一服感漂い、その後は12,000円以下で推移している。

一方で、銀行の不良債権処理は着実に進展しており、一部で囁かれる悲観的な観測は、本社は賛同しない。

早晚、日経は1,2000円を突破し、息の長い景気回復局面に入るであろう。

ここで言う『息の長い』景気回復というのは内需拡大による経済発展を指す。

現時点では、景気回復は中国の経済成長などに支えられた面が大きいが、中国の発展は政府の構造改革の進捗や規制緩和

などを踏まえた内需の拡大が必須である。

今後は『脱デフレ』が注目されるであろう。

12月は税金対策のクロス取引が多く、例年上値が重い。当然、出来高は減ってポジションを手仕舞う向きも多い。

一方で1月は、基本的に株価が上昇しやすい時期である。積極的なポジションも問題ないであろう。



SAMPLE



## セイジョー(7429) (12月30日終値1,541円) 最終目標株価:2,500円 (6.5%の成長の可能性あり) 直近目標株価:1,800円 / 一時目標株価:1,400円

### 【業務】

1951年創業の老舗ドラッグストアチェーン。東京南西部が中心であり、対面販売が特徴の業務スタイル。

### 【財務】

流動比率1.60だが、有利子負債なく安全。株主資本比率69.0%と極めて高い。一方で、ROE指標(6.5%)など資金の効率性は要改善。キャッシュフロー34億

### 【流動性】

信用は売残が買残を若干上回る程度。懸念要因は無い。在庫は2,000億円と少ない。根気よく拾う形になりそう。

### 【割安度】

前期は減益決算の為、売値が下がったが、今期は業績回復の期待に立っている為、予想PER9.6倍は同一セクター内で比較して割安。

### 【革新性】

薬学・栄養学の知識を有するスタッフが接客したり、既存ドラッグストアとの差別化戦略として『ヘルスケアストア』を標榜。PBの開発による独自性を打ち出す。

### 【成長性】

前期(2019)は不採算店舗の撤退により店舗数が減少に転じる(182店)。しかし、店舗当たり利益率上昇の挺入れ策と今後の出店計画(年間25店舗ベース)での成長を期待。東京、特に南西部中心の出店であったが、首都圏全域に出店計画対象を広げるなど、成長余地は大きい。また、マクドナルドの売上高は4年連続で前年を上回る勢いであるが、今後10年で10兆円になると言われ、市場としても成長が見込まれる。

### 【特記事項】

株主優待あり。



SAMPLE

# 企業研究：何故この銘柄なのか

## 方針

この手のストアチェーンの場合、企業の成長は一店舗あたりの売上げ・利益率の増加及び全体の出店ペースを元にした売上高の増加によるものとなる。

セイジョーの場合、一店舗当りで見れば

①利益率の高い固定客向けの営業強化による高利益率

②健康食品(サプリメント)ブームを受けた売上げの増加

が見られる。

加えて、セイジョーは出店地域が限定されている為、今後の神奈川や埼玉といった成長地域への出店していく中で、売上げの成長期待も高い。

今後、景気の回復基調は継続されると見込まれる。証券・銀行・不動産など既に株価が上昇しているが、内閣府の調査でも息の長い成長が見込まれる半面、まだ株価で動意付いているものは少ない。

今回は資金の寝かせを防ぐため、動意付いた【7429】セイジョーを狙う。

## 前期決算サマリ

平成16年9月期(53期)は売上げ・利益ともに計画下振れ。特に利益に対して市場からは失望の声がある。

売上げは対前期5.2%増の469億円。

今期(54期)の業績見通しでは売上げ450億円(対前期+4.3%)、経常利益(億8千100万円)を見込んでいる。

一見、強気とも見られる当該見通しの達成可能性についてはインフレによる仕入れの流弊や差別化戦略の奏効により現時点で足下の業績が好調に推移している。美白関連のコスメが好調であることに加え、今後の景気回復に対する期待の確度が上昇したことから達成は可能と予測する。

店舗に関しては増加基調であり、計画通り進められている。

	売上高	
	全店	既存店
2004年4月	3.2	-2.3
2004年5月	2.3	-4.4
2004年6月	5.3	-2.4
2004年7月	13.5	7.6
2004年8月	3.5	-1.9
2004年9月	3.2	0.3
2004年10月	2.9	0.3
2004年11月	7.7	3.5

【足下の業績】  
対前年度同月比を表示。  
既存店の売上高が加速。



# 企業研究：何故この銘柄なのか

## 経営陣

■代表取締役社長：塚本 厚志

生粋のゼンショー育ち。営業畑を歩む。新体制になりクラブカードの導入など、経営の改善を実行する。前社長は株式会社（株）セイジョーを立ち上げた齊藤正巳氏。齊藤氏は紫綬褒章も受章する名経営者であったが、新しい企業文化を築けるかが課題か。

学歴：昭60(1985) 明治薬科大学薬学部卒業

入社入省：昭60(1985).4

社内歴：-平11.7 営業本部 支店部長

平 8.12.19-平13.12.21 取締役

平11.7 -平13.12 営業本部 営業部長

平13.12 -平14.12.20 営業本部長

平13.12.21-平14.12.20 常務

平14.12.20- 社長

自社株：8千株



塚本 厚志  
代表取締役社長

## 『思惑』

セイジョーは前期が減益決算のためか株価は調整局面に入っており、足元業績が堅調なため、見直し買いが入りつつある。現在、株価は急激に上昇しているため、年内で調整が完了する可能性があるが、業績の回復を織り込んでいる水準とは言えない。また、M&Aが今後加速する中で、セイジョーはM&Aを積極的に行っており、成長速度が加速することも考えられる。いずれにせよ、今後も引き続き見直し買いが可能な銘柄として高評価を維持する。また、当社はゼンショーグループの導入により、固定客囲い込みの程度成功している。当該情報をDB化して、顧客のみに基づくDMなどの顧客との差別化を図っている。今後は、当該DBの活用を進め、当社の標榜する「アスリート」をのきめの細かいサービス提供が期待できる。このようなサービスは、今後拡大される高齢者の市場に歓迎されるであろう。少々長期戦になることを見越して、投資できる銘柄と考える。



【セイジョークラブカード】  
前期末で会員数60万。ポイントカードではなくクラブカードという名称が冠されているように、固定客囲い込みの「切り札」と位置づけられている。

【ドラッグストアレポート】  
塚本社長もコラムを執筆。



# ファンダメンタル：投資対象としての考察

## 業界分析(1/3)

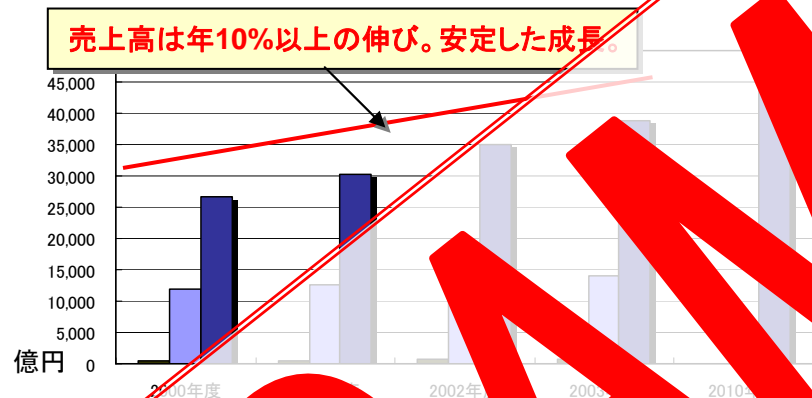


ドラッグストア業界の市場規模は、2003年度は売上高3兆4936億円となり、2004年度も安定した成長が見られ、4兆円を突破する勢いがあると見られる。売上高の伸び率を見ると年10%以上の安定した伸びを示しており、安定した成長を見込むことができる業界と見られる。

業界団体の調べでは、2010年度には10兆円市場にまで成長するという報告もある。

業界の成長性は、高齢者人口の増加などを踏まえ、今後も安定的であると見る。

【ドラッグストア市場実績及び予測(2000年度～)】



調査年	店舗数	総売上高推移(億円)
2000年度	579	26,628
2001年度	590	28,169
2002年度	614	34,936
2003年度	714	38,814

出典：日本チェーンドラッグストア協会資料より作成

左図は、『ドラッグストア市場実績及び予測』を表したものである。

2000年度(26,628億円)から2003年度(38,814億円)にかけて年平均15%以上の伸びを示している。2004年度も変わららず、4兆円を超えると見ており、安定した成長が考えられる。

また、業界団体『日本チェーンドラッグストア協会』では2010年度には10兆円市場にまで成長するという報告もある。この強気の見解も見られる。

弊所でも高齢者人口の増加など業界の成長性に対するプラスの要素が大きいと見ており、今後も安定した成長、市場の拡大の確度は高いと見る。一方、業界内の競争は首都圏への出店ラッシュなど激化の一途を辿り、チェーン店舗の地方展開の流れも進んでいる。

昨今のドラッグストアの出店スピードを考えると、業界の成長性よりも、業界内でのどのような戦略をもって、シェア競争に打ち勝つことができるかが焦点となろう。

市場規模は、4兆円を超える勢い  
成長性は年10%以上と見る

“森”としての業界発展性は

**B**

評価基準

- ・成長性 20%以上……A
- ・成長性 10%以上……B
- ・成長性 0%以上……C

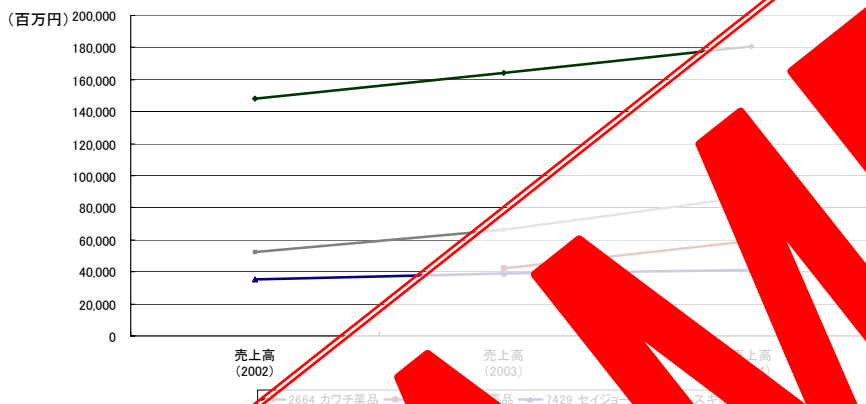
## 業界分析(2/3)



業界内の競合他社との比較を行う。

売上高の伸び率に関しては、市場の伸びに合わせて売上高が拡大していることが分かる。特に【7649】コスモス薬品、【7649】スギ薬局の伸びが大きい。ポイントとしては市場の拡大に呼応する形で各企業とも売上高を伸ばしていることに注目したい。

【売上高推移：グラフ】



【売上高推移：数表(単位：百万円)】

コード	銘柄名	売上高 (2002)	売上高 (2003)	売上高 (2004)
2664	カワチ薬品	148,276	164,060	180,519
3349	コスモス薬局	42,413	59,413	74,229
7429	セイジョー	38,939	40,979	42,413
7649	スギ薬局	66,149	87,429	113,377

全体として売上高は上昇基調。コスモス薬品、スギ薬局の伸びが大きい。

売上高が伸びる一方で、どれだけ利益率を伸ばしているか、また、トラック・チェーンを投資対象と見た時の重要な指標となる。【2664】カワチ薬局を除き経常利益率が低下している。これは首都圏への出店増加により利益率が低下傾向にある。その中でも【2664】カワチ薬品、【7649】スギ薬局の利益率が高いことが分かる。【7429】セイジョーは利益率は業界平均に近い。

【売上高経常利益率推移：グラフ】



【売上高経常利益率推移：数表(単位：百万円、%)】

コード	銘柄名	経常利益 (2002)	経常利益 (2003)	経常利益 (2004)	売上高経常利益率 (%) (2002)	売上高経常利益率 (%) (2003)	売上高経常利益率 (%) (2004)
2664	カワチ薬品	8,284	9,064	11,377	5.59	5.52	6.30
3349	コスモス薬局	1,890	2,463	2,463	4.46	4.15	4.15
7429	セイジョー	2,280	2,142	2,118	6.42	5.50	5.17
7649	スギ薬局	3,829	4,746	5,750	7.31	7.17	6.58

スギ薬局、カワチ薬品は、6.5%程度の経常利益率を示し、優秀。但し、全体としては利益率は景気の影響、競争激化の影響で低下傾向。利益率を高める施策をもつかがポイント。

業界平均では5.00%程度の経常利益率

## 業界分析 (3/3)

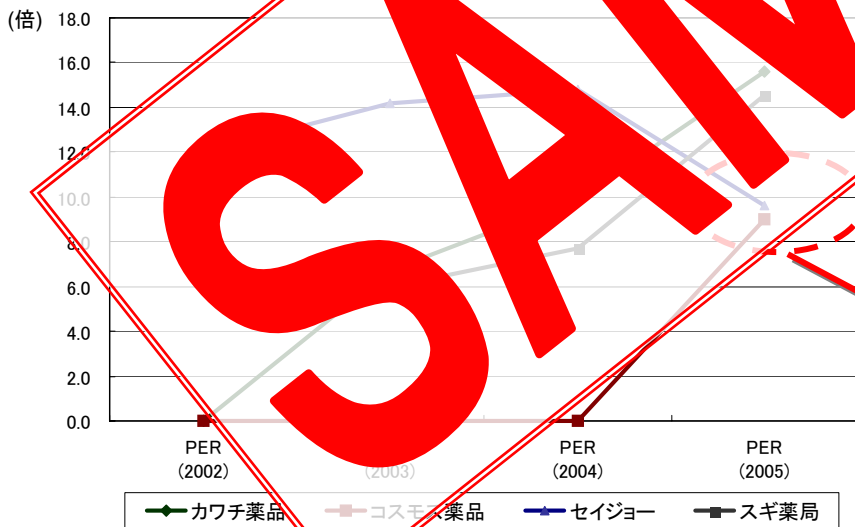


企業評価(株価)を見てみると、前ページまでの比較からすると、売上高の伸び率、経常利益率の伸び率の面では【7649】スギ薬局の優位性が見えるものの、割安度といった面では【7429】セイジョー、【3349】コスモス薬品の割安度が目立つ。

ドラッグストア業界では、流通費の削減などによる経費削減、PBブランドの構築などによる利益率向上といった手段により、経常利益率を上げることが重要である。しかし、近年の薬事法改正による競合参入や首都圏へのドラッグストア出店ラッシュなどにより利益率が下がる傾向にあり、利益率を上げている【7649】スギ薬局、【2664】カワチ薬局についても経常利益率の維持が最大の課題である。コスモス薬品、【7429】セイジョーは競合企業と比べ、割安な状況にあると言え、今後の経常利益率の回復によっては大幅な株価の上昇が見込まれる。

弊社では、【3349】コスモス薬品についても割安であると判断するが、セイジョーが参入、PB製品の注力などにより増加に成果の兆しが見られる【7429】セイジョーを薦めたい。  
(詳細は次ページ以降)

【PER比較：グラフ】



コード	銘柄名	PER (2002)	PER (2003)	PER (2004)	PER (2005)
2664	カワチ薬品	0.0	6.7	9.9	15.6
3349	コスモス薬品	0.0	0.0	0.0	9.0
7429	セイジョー	12.0	14.2	14.8	9.6
7649	スギ薬局	6.9	6.0	7.7	14.6

\* 2005年度は弊社予想値

ドラッグストアチェーンのPER比較ではコスモス薬品、セイジョーが割安。但し、利益率を高める施策をどれだけ打ち出し、効果を出すことができるかがポイント。

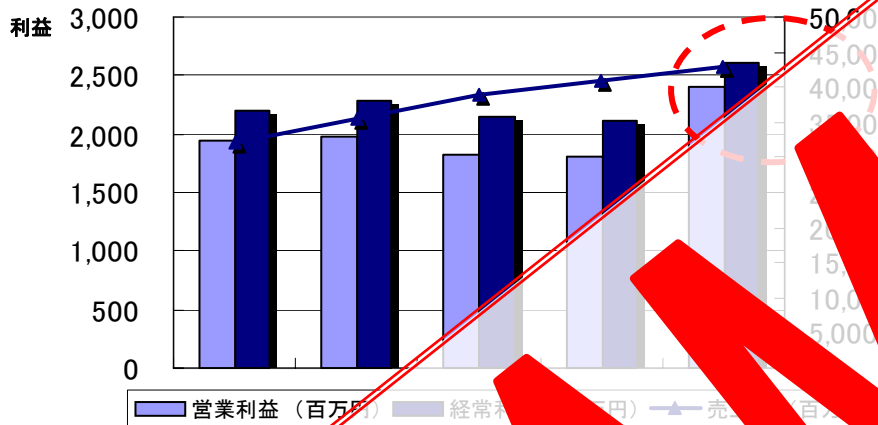
# ファンダメンタル：投資対象としての考察

## 業績分析(1/2)



【7429】セイジョーは過去5年間売上高は安定的に増加しているが、2002年度から続く増収減益から復調し、2005年度は、売上高の増加に反転するかが焦点となる。また、PER水準は競合他社と比較して、割安と言える水準にある。

【業績推移：グラフ】※弊社予測値



【業績推移：数表】

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年(*)
売上高 (百万円)	32,195	35,984	38,539	40,979	43,000
営業利益 (百万円)	1,935	1,803	2,142	2,118	2,400
経常利益 (百万円)	1,818	1,803	2,142	2,118	2,600
営業利益率	5.9%	5.0%	5.6%	4.7%	4.4%
経常利益率	5.6%	5.0%	5.6%	5.2%	6.0%
一社利益 (円)	106.6	113.8	91.3	97.9	160.0
決算時株価 (円)※	1,222	1,367	1,295	1,450	1,541
PER	11.5	12.0	14.2	14.8	9.6

※：2005年は弊社予想及び2004/12/26現在の株価

売上高は従来通りの伸び。但し、営業利益率、経常利益率は回復することが予想される。

【一株益とPER推移】



【業績推移：数表】

	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年(*)
一株利益 (円)	106.6	113.8	91.3	97.9	160.0
決算時株価 (円)※	1,222	1,367	1,295	1,450	1,541
PER	11.5	12.0	14.2	14.8	9.6

※：2005年は弊社予想及び2004/12/26現在の株価

2005年度のPER予測は、2001年水準を下回る。同業種の平均株価は25倍強であり、割安な水準と言える。

## 業績分析(2/2)



当企業は、売上増及びコスト削減施策として、下記施策を実施している。

1. 立川物流センターの立ち上げによるオペレーションコストの削減
2. セイジョークラブカードによる顧客単価の引き上げ(CRM施策)
3. 利益率の高いPB製品の拡充による利益率の向上

1.に関しては販管費の圧縮により2億円程度の経常利益への寄与(弊社予想)が期待される。2.については、売上げの増加による安定化が期待される。特にロイヤリティの高い顧客の囲い込みに関しては、『ヘルスケアストア』を標榜し、セイジョーの強みと合わせて、他社との差別化に繋がること期待されている。

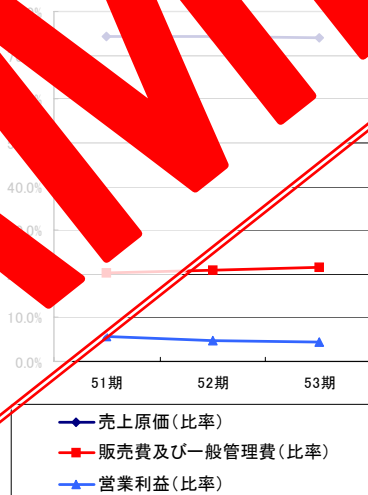
3.のPB製品の投入に関しても、利益率の押し上げによる売上高計上率の上昇に、他社との差別化という項目に値する。足下の効果は上々であり、対前年比売上高でも好調に推移している(今後の利益率の向上の可能性は高く、現時点での株価評価の低さから、今後の株価上昇の確度は極めて高いと予想する。

【売上高前年比(全店舗/既存店舗)：グラフ】



2004年10月から前年度の売上高前年比を示す。減収減益から反転の兆しと見られる。2005年10,11月期は例年以上の伸びを見せている点に注目。⇒今期の売上高は例年を上回ると判断

【売上原価(販売費/営業利益)：グラフ】



売上原価費率は横ばい。但し、PB商品の投入により今後低下の傾向が示現すると見る。

# テクニカル: 売買タイミング考察

## 株価展望 -1/2

現在(12/30)の終値は1,541円。短期で見ると優待の株主優待の権利落ちもあり、9月末から株価は急落。前期は業績減悪もあり、軟調に推移していたがその後、11月10日の決算発表で落ち着きを取り戻した形になっている。現在は、三角保ち合いを抜けて動意付いた状態にある。動意は前期の経常増益見込みや97円から120円に増加すると見られるEPSから水準訂正が入っている点が大い。出店計画が見えてきたことでアナリスト間の評価が上昇していることも理由の一つだ。株価は窓を開けて上昇し、前期末の窓を埋めた形になっており、目先調整か。しかし、会社予想はこれでも控えめと言え、後は堅調な業績を期待できる。



# テクニカル: 売買タイミング考察

## 株価展望 - 2/2

やや長期で見ると、株価は2002年冬で底打ちし、緩やかな上昇過程に入っている。2004年に入ってから日本経済の景気回復を受けて上昇したが、1,650円近辺が直近の天井となった形だ。過去の評価基準から見て、2005年は水準訂正が見込まれる。直近は来期予想EPSから1,800円近辺を目指すことになるが、これは高値更新となることから、1,800円は達成する可能性がある。今後の出店計画と消費回復、そしてサプリメントブームなどから天候要因などで売上げが落ち込めれば(※『リスク』の項目参照)、株価維持か。



## リスク

### ■季節要因

暖冬による風邪薬の売上げ低迷。また春先に飛来する花粉量が増えることによる花粉症関連の商品が売れなくなる  
売上げが予想を下回る可能性があります。

### ■競合相手の増加

マツモトキヨシなどの競合大手ドラッグストアの出店ラッシュによる競争激化の結果、売上げは低下し、多くは広告などの販売  
の可能性があります。

また、政府による医薬品小売販売の規制緩和政策の段階的实施に伴い、コンビニエンスストアなどで販売される商品が  
今後多様化されるとの見込みであり、思わぬ競合相手の進出による売上げ低下の可能性が  
あります。

更に、健康食品などインターネットを通じた販売・個人輸入により期待される売上げ  
減少する可能性があります。

## 補足

当銘柄に関する最近の主たる公開情報は上記のとおり。

### ■株主優待

今後も株主優待については継続の見込み。  
優待品のヘアケアセット(5,000円相当)は消費税非課税。

### <弊社注記>

優待品は9月末日時点の権利所持者に配布される。

【株主優待:ヘアケアセット(PB製品)】



### ■About us

Schelz Berger JAPAN は主に法人相手の財務コンサルティングを実施しております。プロの目から経営状態を審査し、有望な銘柄を日々研究しております。当レポートの内容は表紙の書きにもあります。第三者へ提供することはお断り致します。特に流動性の低い銘柄では、容易に市場に影響を与える点、ご留意願います。

### ■Disclaimer

当資料は投資判断の参考となる情報の提供を唯一の目的としたものであり、投資勧誘の目的としたものではありません。銘柄の選択・投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。当資料は信頼できると見做され作成されており、シュルツ・ベルガー ジャパン社はその正確性及び完全性において責任を負うものではありません。当資料に記載された情報は、作成時点における判断であり、予告無く変更される場合があります。シュルツ・ベルガー ジャパン社役員・社員及び既会員は当資料に記載された証券に関する事実を伝える場合があります。また今後も自己勘定にて売買する可能性があります。当資料はシュルツ・ベルガー ジャパン社から直接受信した内容のみを掲載しております。当資料の如何なる部分も一切の権利はシュルツ・ベルガー ジャパン社に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、如何なる形であれ、無断での複製、転載、または再配布を禁じます。

### ■URL

<http://schelz-berger.co.jp/> : 個人投資家向けレポート(ファンダメンタル)

<http://sb-blog.com/> : 日本メディアによる投資ブログ

<http://schelz-berger.com/> : 法人顧客向けサービス

