

最終更新日：2024年6月3日

## 業種別格付方法

## 【医薬品】

医薬品は、医師の処方に従って病院の薬局や院外の調剤薬局が患者に提供する医療用医薬品と、医師の処方箋がなくても薬局などで自由に購入できる一般用医薬品に大別される。前者には医薬品を開発・製造・販売する製薬企業と、その流通を担当する医薬品卸、患者に直接提供する調剤薬局などが関わっている。ここでは医療用医薬品の製薬企業、医薬品卸、調剤薬局についてまとめている。なお、本文中の医薬品は医療用医薬品のことを意味する。

## 1. 事業基盤

国内の医薬品の価格（＝薬価）は国により決められる公定価格であり、1年ごとに改定される。このため、医薬品業界は国の財政状況や政策によって大きく影響を受ける。高齢化と医療技術の進歩による医療費の増加を抑えるべく、国は薬剤費の抑制を図っており、医薬品の国内市場の伸びは低位にとどまっている。こうした中であって、製薬企業は中長期的にも成長が見込める海外市場への展開を重視している。これに対し、医薬品卸と調剤薬局は国内中心の業界である。海外企業の国内市場への参入がない代わりに、国内企業の海外進出も一部に限定される。医薬品卸は薬価を維持したい製薬企業と薬価差益をより多く取りたい病院や調剤薬局の間に挟まれマージンが低下しやすい。医薬品卸はマージン縮小をコスト削減で補おうと90年代後半以降、業界再編を本格化させ現在では4グループにほぼ集約化されている。調剤薬局では医薬分業が一巡し市場は成熟している。調剤報酬の見直しで収益環境が厳しくなっている。

## (1) 産業の特性

## ① 市場概要

世界の医薬品市場の規模は200兆円を上回り、拡大傾向にある。日本市場の規模は11兆円程度であり、緩やかに成長している。近年は創薬手法が多様化しており、低分子医薬品や抗体医薬に加え、遺伝子治療や細胞治療などが実用化され、それらの存在感が高まりつつある。日本を含む世界各国でジェネリック医薬品（GE）の普及が進んでおり、独占販売期間が終了した先発薬は基本的にGEに置き換えられることとなる。

## ② 競合状況

製薬企業と医薬品卸、調剤薬局とでは競合状況が異なる。製薬企業では海外の大手企業が古くから日本市場に進出する一方、国内の大手企業も海外大手より遅れたものの海外へ進出しており、グローバルな競合関係にある。一方、医薬品卸や調剤薬局は国内中心に展開しており海外から国内市場への進出もほとんどなく、競合関係は国内に限定される。

製薬企業では企業間の競合というよりも、同じ適応症の医薬品の中での競合があり、より優れたエビデンスを持つ医薬品の競争力が高くなる。そのため、同じ作用機序を持つ候補化合物の中で、いち早く発売することや、より効果の高い医薬品を発売することが重要となる。GE はエビデンスによる差別化が難しく、先発薬の売上規模が大きいほど、多くの企業から発売されるため、競合は激しくなりやすい。

医薬品卸は集約化された 4 グループ間での競合が存在する。医薬品卸が製薬企業の系列に属していた頃は品揃えに偏りがあったが、業界再編を経た現在では各グループとも製薬企業の製品をほぼフルラインで取り揃えている。品揃えで他社との違いを打ち出せないことから、価格競争に陥りやすい。政府が公表した「流通改善ガイドライン」により適正な価格形成が図られているとはいえ、その動向に留意が必要である。また、近年、製薬企業が取扱卸を限定する製品が増えている。これらは特別な管理が必要な医薬品であり、受託には物流機能や価格管理機能など総合的な能力が問われる。

調剤薬局は大手といえども市場シェアは数%に過ぎず、中堅・中小チェーンや所謂「パパママ薬局」が依然として多数存在する。将来的には、調剤報酬がより厳しくなり、医薬品のバイイングパワーや薬剤師の確保と教育、調剤作業の自動化、在庫管理などの面で優れる大手の優位性がこれまで以上に増し、中堅・中小チェーンなどは大手により集約化されていく可能性が高い。

### ③ コスト構造

医薬品の開発・製造・販売を手がける製薬企業と、その流通を手がける医薬品卸、調剤薬局とではコスト構造が大きく異なるため、それぞれについて見てみることにする。

製薬企業においても先発医薬品中心の企業と GE 専業企業とではコスト構造が異なる。一般に先発薬は、薬価に対して製造原価が小さく、粗利益を確保しやすい。ただ、先発薬中心の企業では多額の研究開発費が必要となる。新薬の発売までには基礎研究、非臨床試験、臨床試験（フェーズⅠ～Ⅲ）、承認申請、審査、承認と 10 年以上もかかるうえ、候補化合物の大半が安全性、有効性、発売後の経済性などの観点から中止・中断を余儀なくされている。こうした開発を断念した化合物の研究開発費も全て含むと新薬 1 品目当たりの研究開発費は膨大なものとなるため、費用の効率化とともに成功確率を高めることが重要となる。また、自社の新薬パイプラインの強化を目的に外部から候補化合物を導入するケースが多く見られるが、契約一時金と開発段階に応じたマイルストーンを支払うのが一般的である。開発段階が進んだ、すなわち新薬として承認される可能性が高い候補化合物や、上市後の大型化が期待される候補化合物の場合、契約一時金が多額になりやすい。一方、GE は新薬の長年にわたる臨床使用経験を踏まえて開発されることから、GE 専業企業の研究開発費は少ない。ただ、GE の薬価は低く製造原価のウェイトが高くなるため、粗利益を確保しづらい。安定供給などに対する固定費負担も重くなるため、的確なコスト管理が重要となる。

医薬品卸では病院や調剤薬局など医療機関への納入価格と製薬企業からの実質的な仕入価格（リベートなどを含む）との差額から経費を差し引いたものが営業利益となる。医療機関への納入価格は同業間の競争状況により変動する。「流通改善ガイドライン」に基づき、①長期間にわたる未妥結・仮納入（医薬品の緊急性に鑑み価格決定前でも医療機関に納入する取引）、②総価取引（個々の品目ごとに取引価格を決めるのではなく取引全体で一括して価格を決める取引）、③一次売差マイナス（仕入価格より販売価格が低い状態）、などの改善が図られてきており、価格競争はかつてより穏やかである。経費の中では営

業所、物流センターなどの物流経費やMS（医薬品卸販売担当者）など人件費が大きなウェートを占めている。これまでの業界再編を通じて効率化が進められており、経費の削減余地は少なくなっている。

調剤薬局の収入は薬剤料収入と技術料収入から成り、これから医薬品卸からの薬剤仕入額と店舗経費を差し引いたものが店舗ベースの営業利益となる。薬剤の仕入価格はバイイングパワーが発揮できる大手調剤チェーンほど相対的に安くする（薬価差益を拡大させる）ことができる。また、技術料収入の引上げと店舗経費の効率化には、調剤作業を省力化する機器の導入、薬剤師教育体制の強化と質の向上、薬歴管理・在庫管理など各種システムの高度化などが重要となってくる。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

### ① 市場地位

製薬企業では、特定の領域でどの程度強みを持っているか、海外展開がどの程度進んでいるかといったことを重視している。特定領域でのプレゼンスが大きい企業は、その分野の優秀な人材を確保しやすく、また候補化合物の導入や共同開発にも有利に働く。グローバルな販路や開発拠点を持つ企業は、一つの製品から得られる利益の最大化を図りやすい。

医薬品卸は集約化された4グループはほぼフルラインで全国展開するようになったが、リベート・アローアンスの確保や情報提供料収入の拡大などの観点から営業地域ごとに一定の事業基盤を築き相応のシェアを確保していくことが重要である。

調剤薬局では大手チェーンのシェアがまだまだ低いとはいえ、規模が大きく広域（全国）展開しているチェーンほど薬剤の仕入れ交渉や薬剤師の採用で有利である。薬科のある大学は大都市に偏在しているため、地方を地盤としている中小チェーンでは薬剤師の確保が厳しくなっているが、広域展開していれば大都市で採用した薬剤師を地方に派遣することができる。

### ② 本業の収益力

製薬企業では、良い医薬品を生み出しているか、生み出した医薬品から得る利益を最大化しているか、良い医薬品を多く有しているか、将来の主力になり得る候補化合物を有しているか、といった視点が重要となる。これらの切り口から、既存薬の販売動向、海外展開、新薬開発状況を確認している。既存薬の販売動向では製品ごとの中期的な収益力を分析している。収益源の分散度合いなどにも注目する。海外展開は製品価値の最大化に向けた基盤と捉え、グローバルな販売体制や開発体制、地域別の販売動向などに注目する。研究開発ではPoC（ヒトへの有効性の確認）を得た後期候補化合物の数や業績寄与の期待度、発売までのスケジュールなどを確認する。

医薬品卸では営業基盤としている地域の特性や経営効率化の進捗、リベート・アローアンスの多寡、医療機関に対する交渉力や価格管理能力、情報提供料収入などを総合的にみている。薬価の引き下げやGEの普及で医薬品の単価に下方圧力がかかる一方、医療ニーズの拡大による医薬品の数量増加で管理コストの負担が増している。

調剤薬局では既存店の収益が伸び悩む中、店舗網を拡大させチェーン全体での処方せん応需枚数を増加させていくことが継続的な収益確保には必要である。店舗開発力を判断するにあたり、新規出店候補物件に関する情報収集体制、薬剤師の採用・教育体制、出店基準や投資回収計画を確認する。また、病

院や診療所の近隣に出店する「門前薬局」や、不特定多数の病院や診療所からの処方せんを応需する「面  
対応薬局」、16年に規制緩和された病院や診療所の敷地内に出店する「敷地内薬局」など、その店舗フォー  
マットにも注目する。店舗の譲受・M&Aにあたっては、買収金額が適正かどうか注意が必要である。

### ③ 多角化事業の収益力

製薬企業はかつては医療用医薬品以外に一般用医薬品や栄養補給食品、農薬、動物薬、化成品などを  
手がける企業も多かった。しかし、事業の選択と集中を進めた結果、先発医薬品に特化した企業と GE も  
手がける企業、医療用医薬品以外に一般用医薬品（OTC）も継続している企業などに分けられる。GE や  
OTC を兼業している企業については個別事業としての収益力はもちろんのこと、当該企業グループ内  
での位置づけ、他の事業とのシナジー効果などにも注目している。

医薬品卸はグループで医薬品製造や調剤薬局、デジタルサービスなどを展開している。業界再編の一  
段落や市場の成熟により本業での成長余地が狭まっており、周辺事業での収益確保が重要になる。これ  
らは総じて本業の営業基盤を活用したものが多く、シナジーが得やすいものとみている。ただ、調剤薬  
局への展開は顧客であるグループ外の調剤薬局チェーンとの関係維持に留意する必要がある。また、医  
療機器卸や日用品卸、食品卸など業界をまたいだ経営統合や業務提携の動きについては、本業とのシナ  
ジーを慎重に見極める必要がある。

調剤薬局は GE 関連や、化粧品などの小売を展開している。GE 関連は、製造分野にまで進出している  
ケースと GE 専門の卸にとどまっているケースでは事業リスクが異なる。ただ、いずれの場合でも GE 関  
連子会社の主要顧客は自社グループの調剤薬局であり、販売は安定しやすい。化粧品などの小売は品ぞ  
ろえなどドラッグストア専業大手との差別化が重要である。

## 2. 財務基盤

### (1) 収益力

製薬企業では研究開発費の変動により営業利益が大きく影響を受けるため、営業利益だけではなく研  
究開発費控除前の営業利益もみている。主要製品の収益動向や地域別の収益動向も可能な限り把握す  
るよう努めている。医薬品卸ではフィー収入などを把握した上で営業利益をみている。調剤薬局では本  
業における調剤報酬の内訳、薬価差益、店舗経費、店舗別の損益などを把握した上で営業利益を見るよ  
うにしている。また、3セクターともセグメント別の営業利益で多角化事業の収益力を分析している。

#### (重視する指標)

- 営業利益、経常利益
- セグメント別営業利益
- ROA

### (2) キャッシュフロー創出力

製薬企業では候補化合物の導入、医薬品卸では物流拠点への投資、調剤薬局では自社出店・同業の買  
収など通常ベースの投融資を賄っていただくだけのキャッシュフローを確保していることが重要である。ま  
た、製薬企業の海外進出に伴う企業買収、医薬品卸や調剤薬局の多角化事業拡大に向けた企業買収など

スポット的に多額な投資を必要とするケースでは、一時的に財務構成を悪化させても、比較的短期間で復元できるだけの十分なキャッシュフロー創出力を有しているかどうかに着目している。

(重視する指標)

- 営業キャッシュフロー
- 投資キャッシュフロー
- 有利子負債/EBITDA 倍率

(3) 安全性

3セクターとも財務が比較的良好な企業が多いが、大型 M&A や新規事業への大型投資を実施した企業の中には財務を過去に比べ相対的に悪化させている企業もある。製薬企業では海外展開や新薬確保に向けた大型 M&A、調剤薬局では業界再編の本格化などでのれんや無形資産が多額となりやすい。それらの減損リスクや自己資本とのバランスにも留意する。

(重視する指標)

- 有利子負債
- 自己資本、自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以 上

◆留意事項

本文書に記載された情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報は JCR の意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

**株式会社 日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル