

最終更新日：2011年12月7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

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、原則として2年に一度改定される。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、国は医療費の約3割を占める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、特に最近では新興国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永年にわたって縮小傾向にある。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。調剤薬局では分業率の上昇に伴い市場の拡大が続いているが、将来的には分業が一巡し調剤報酬の見直しで収益環境が厳しくなってくれば、医薬品卸と同様にいずれ業界再編は避けられないとみられる。

(1) 産業の特性

市場概要

日本の国民医療費は国民所得の約1割を占め、そのうちの約2割が薬剤費に充当されている。日本の医薬品市場は米国に次ぐ2位の規模であるが、欧米などの先進国と同様に近年は伸び悩み傾向にあり、中国をはじめとする新興国市場が急速に追い上げている。

世界的にみると、先発医薬品は大型薬の相次ぐ特許切れにより伸び悩み傾向にあるが、その一方でジェネリック医薬品(以下、GE)が大きく成長している。日本においては欧米に比べてGEの普及が大幅に遅れているが、政策的なインセンティブの導入により徐々に普及が進む見通しである。

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。

製薬企業はこれまで先発医薬品中心に成長してきたが、国内の GE 専門企業が成長してきたほか、海外の大手 GE 専門企業の進出も相次いでいる。国内の先発医薬品中心の企業も GE 事業を強化するなど競合関係がこれまで以上に複雑になっている。

医薬品卸は集約化された 4 グループ間での競合が厳しい。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、勢い価格競争に陥りやすい。

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、GE の普及が進む中で、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。

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 専門企業とではコスト構造が異なる。先発薬中心の企業のコストの中で大きなウエイトを占めているのが研究開発費である。先発医薬品の発売までには長い研究開発期間と多額の費用が必要となる。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 ~ ） 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る可能性が高く注意を要する。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、生物学的同等性試験など小規模な臨床試験を実施すれば済むことから、GE 専門企業の研究開発費は少ない。ただ、GE の普及拡大に当たっては安定供給、品質、情報提供などに対する医療関係者からの信頼の低さが障害となっているため、GE 専門企業では生産能力の増強や MR(医薬情報担当者) の増員へと動いており、固定費は増加している。

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。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エイトを占めている。このため、業界

再編を通して物流拠点の統廃合、人員削減を進めてきた。なお、長期間にわたる未受結・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）、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）、一次売差マイナス、などの長年続いていた不適切な取引慣行については改善が図られてはきたが、改善の過程で価格競争が激化しやすい点には引き続き注意を要する。

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

市場地位

製薬企業では00年代に活発化した業界再編を通じて企業規模を拡大させてきたが、日本のトップ企業といえども90年代から大規模な業界再編を繰り返してきた欧米のピックファーマとの比較ではまだまだ規模が小さい。このため、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。

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。

本業の収益力

製薬企業では既存薬の販売動向や新薬開発状況、海外展開を重視している。既存薬の販売動向では他剤との競合状況に加え、近い将来に発売が予想される他社の競合薬の開発状況、特許期限と特許が切れた後にGEが発売される可能性、シェア防衛策などを踏まえた上で製品ごとの中期的な収益力を分析している。先発医薬品中心の企業がGEに対抗していくためには蓄積された投与例を基に適正使用や安全性に関する情報を医療機関に提供していくとともに、適切なライフサイクルマネジメント（効能追加や剤型改良などによる製品寿命の長期化）を行っていくことが基本である。研究開発においては身の丈にあった領域に絞込み、限りある経営資源の効率化を図っている事が重要である。また、継続的な新薬の上市が可能になるような新薬パイプラインをフェーズ～の各開発ステージにバランス良く保有しているかどうか、開発スピードを高めるために海外開発や他社との提携を計画しているかどうか、などについても注

目している。海外展開では大手の海外売上高比率が 5 割を超えている一方、準大手以下は総じて遅れている。国内市場の成長が期待できない中で市場規模の大きい海外市場の取り込みは重要度を増しているが、海外で開発から販売まで自社で手がけるには豊富な開発パイプラインと相応の資金力がないと難しい。これまでの海外展開は欧米中心であったが、今後は新興国への展開が重要度を増してこよう。

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。なお、GE の流通は GE 専業企業による直販や系列の販社が担うことも多いが、本格的な普及期には医薬品卸の果たす役割も大きくなっていく。GE のシェア拡大に伴う医薬品の平均単価下落（GE の薬価は先発医薬品の 3~7 割程度）が懸念されるが、一般的に GE の薬価差益率は先発医薬品よりも大きく、全体の商量増加を図ることで利益を確保していく取組みが重要となろう。

調剤薬局では調剤報酬の改定などを通じて収益環境が厳しくなっていく方向にあるとみている。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。新規出店には、医療機関の分業開始や新規出店候補物件に関する情報収集体制、薬剤師の採用・教育体制の拡充が重要である。また、新店の収益性の判断にあたっては出店基準や投資回収計画に注目している。従来の新規出店は病院や診療所の近隣に出店する「門前薬局」が中心であったが、分業率が高まる中「門前薬局」の出店余地は狭まりつつある。このため、大手チェーンは近年開発が増加している医療モール（複数の診療所が入った施設）への出店や、不特定多数の病院や診療所からの処方せんを応需する「面対薬局」の開発を強化しようとしている。店舗の譲受・M&A にも積極的だが、買収金額が適正かどうか注意が必要である。

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、化粧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、医療用医薬品との現在または将来的な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事業や調剤薬局などへと展開している。特に近年は業界再編の一段落により本業での規模拡大余地が狭まりつつあることから、医薬品サプライチェーンの川下に当たる調剤薬局の子会社化や資本提携を積極化させている。医薬品卸による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ものの、本業とのシナジーが得やすいものとみている。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もあるが、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、ドラッグストア、薬剤師の派遣・紹介、医師の転職・開業支援、介護

などへと展開している。GE 関連への参入は将来的な GE 普及拡大による本業の収益低下を補うことを目的にしているが、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。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先は安定している。しかし、製造分野への進出は生産設備への投資が先行し、立ち上がりコストが収益を圧迫するほか、財務構成の悪化も招きやすい。ドラッグストアは調剤薬局を併設するなど本業とのシナジー効果も一部見込まれるが、ドラッグストア専門大手との差別化が課題と考える。医師の転職・開業支援は事業規模の拡大は期待しがたいが、処方元である病院や診療所との関係強化を通して本業とのシナジー効果が得やすい。

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に努めている。医薬品卸では営業外収益に計上されている仕入割引や情報提供料収入などを加味した実質的な営業利益をみるとともに、経営不振の医療機関も散見されることから不採算取引の実態も確認するようにしている。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

製薬企業では新薬候補化合物の導入、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 が活発化、調剤薬局では業界再編が本格化してくるとみられることから、財務体質の優劣で中長期的な成長力に格差が生じてくることもあろう。

(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