



カワチ薬品 (TSE 2664)

19期連続PBR1倍割れが示す創業家体制の限界
—上場企業ガバナンスの機能不全—

定時株主総会に向けて
株主の声が時代の針を動かす

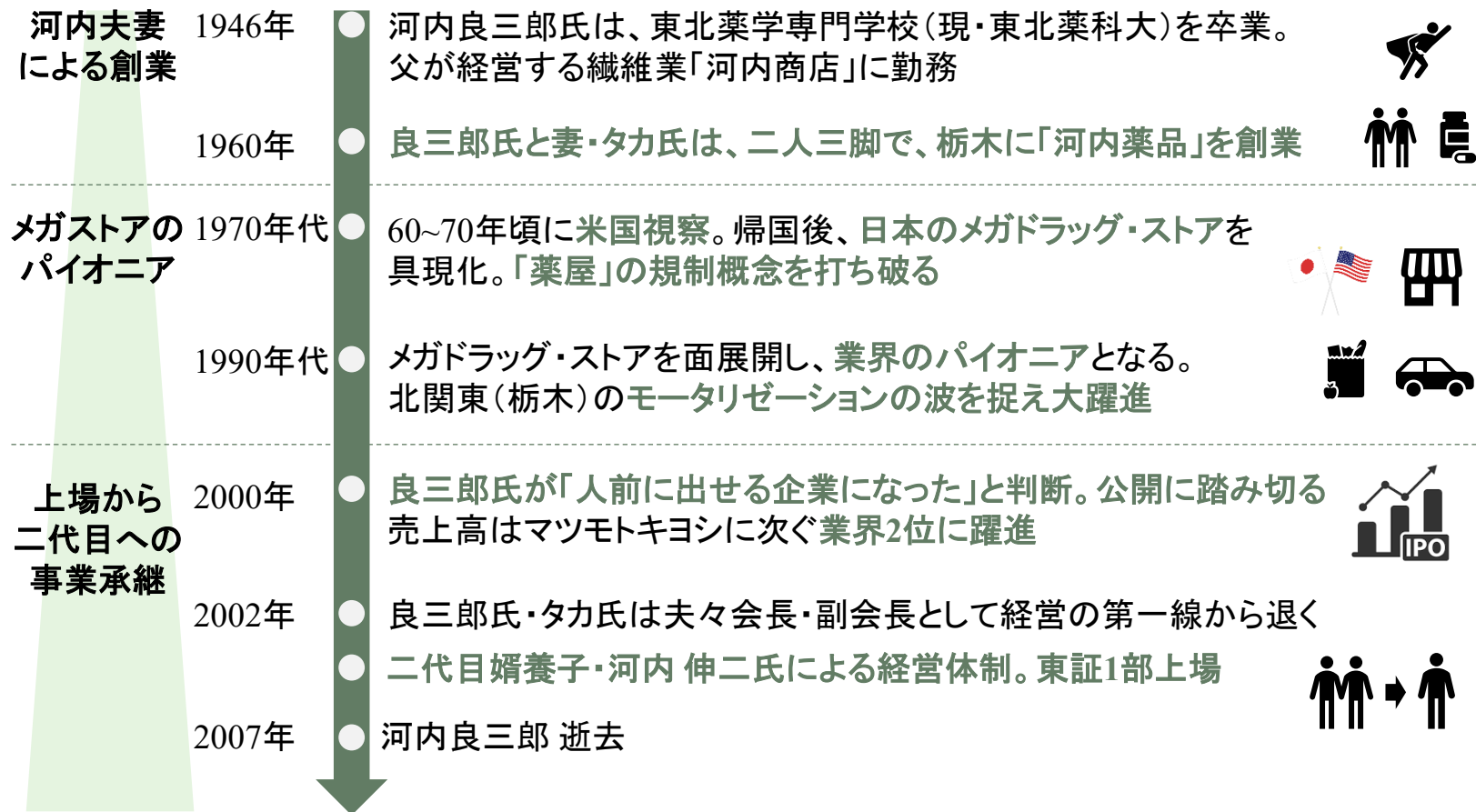


1. Executive Summary
2. カワチ薬品の経営課題
3. 創業家ガバナンスの弊害
4. 企業価値向上に向けた提言
5. Appendix.

1. Executive Summary
2. カワチ薬品の経営課題
3. 創業家ガバナンスの弊害
4. 企業価値向上に向けた提言
5. Appendix.

創業者・河内良三郎氏と妻・タカ氏が築いたカワチ薬品は数々のイノベーションを起こした

創業から成長・上場までの主な歩み



“カワチ薬品に影響を受け1999年に初の300坪型店舗を開店した”

“1998年頃に壁に直面。カワチに頼み込み店舗の品揃えを見せてもらった。食品をやろうと決めた”



カワチ・チルドレン(1990年代 当時)

Source: 各種開示情報

二代目・伸二氏は創業家の娘婿。薬剤師としてキャリアをスタートし、カワチ薬品の要職を歴任。2002年に社長に就任後、20年を超える長期政権を築く



二代目
河内 伸二
代表取締役社長



河内 伸二社長の略歴

- 1981年 三共 入社
- 1983年 カワチ薬品 入社
- 1985年 古河店 店長就任
- 1989年 築瀬店 店長就任
- 1991年 取締役 川俣店 店長就任
- 1993年 取締役 人材開発部長就任
- 1999年 専務取締役 人材開発部長 就任
- 2000年 専務取締役 経営企画室長 就任
- **2002年 代表取締役 就任**

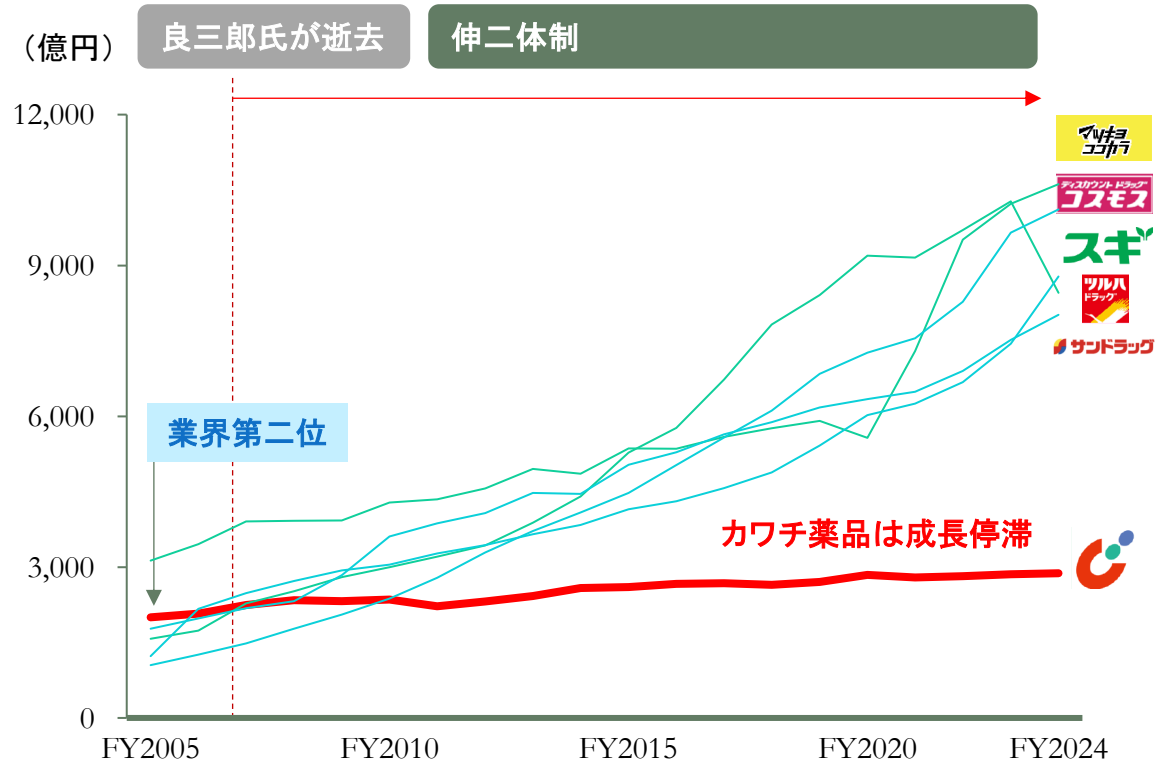


20年を超える
長期政権の幕開け

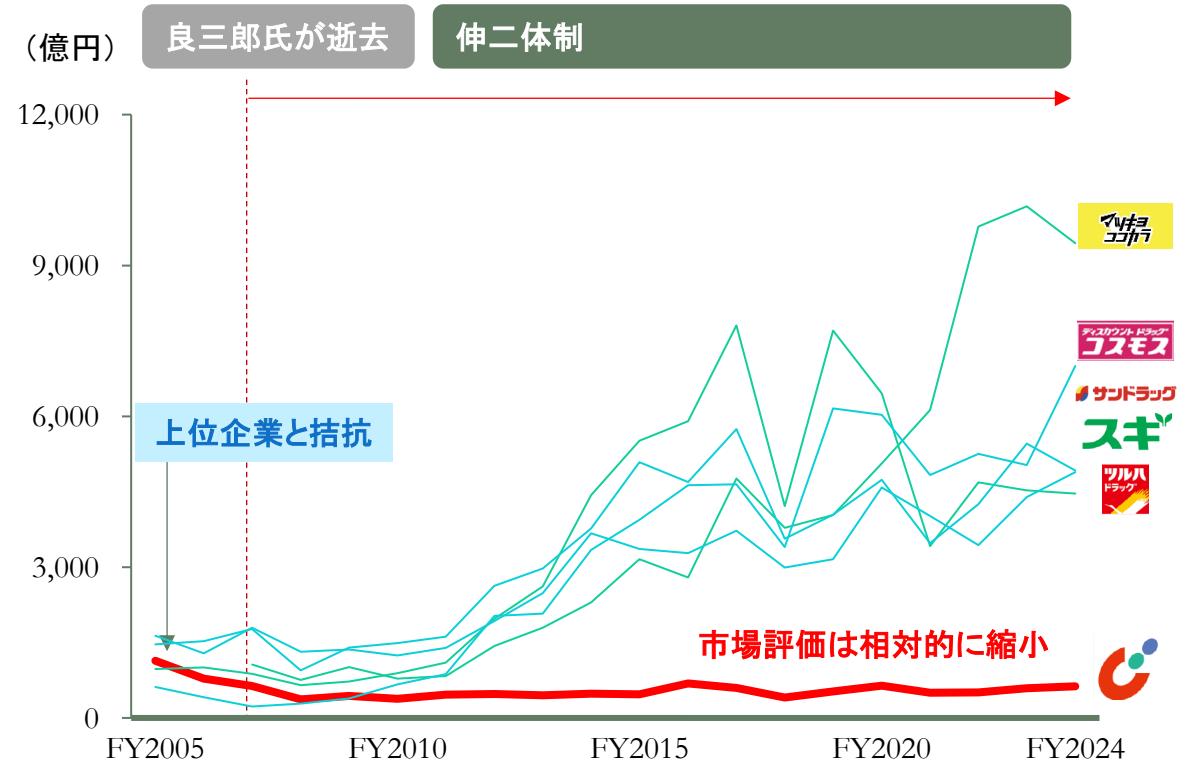
- 東京薬科大学 卒業 元薬剤師
- 河内良三郎氏・タカ氏の娘婿
- 業界の首脳が自らの声でビジョンを語る中、ロー・プロファイルを貫く
- 実家は江戸・嘉永元年(1848年)から続く日本茶の名門・浅草「壽々喜園(すずきえん)」
- 壽々喜園は東京都茶卸売が運営(2025年まで伸二氏の実兄が代表)。カワチ薬品との関連当事者間取引は16年間で計49億円

しかし、伸二体制でカワチは急速に成長性を失った。まさに伸二氏の経営責任が問われる局面

競合拡大の中、カワチ薬品の売上高は微増



時価総額でも、カワチ薬品の相対的地位は低下



PBR1倍割れ 19期連続 (2008/3期~)

Note: FY2005から売上高が取得できる企業を対象としているため、ウエルシアHDやクスリのアオキHD等は除外

Source: 各種開示情報

少数株主利益確保のため、河内氏・渡辺氏の解任と取締役任期短縮の二つの株主提案を実施。
すべての株主の皆様へ、弊社両議案に賛成票を投じることを要請します

弊社による株主提案の概要: 2026年6月11日 開催 第59回 定時株主総会 議案番号

提案1

- 取締役2名解任の件
 - ✓ 代表取締役 河内伸二
 - ✓ 取締役 渡辺林治
- 河内氏: 約25年の在任期間の中で、長期間の低調な業績と株価、過大な役員報酬、不透明な関連当事者間取引等、代表取締役の資質を欠く
- 渡辺氏: 監督責任の懈怠。元機関投資家、且つ約10年の在任期間中、PBR1倍割れが継続。監督機能が不在と判断
- 第3号議案

提案2

- 定款一部変更の件 (取締役任期の変更)
 - ✓ 取締役任期を現行の2年から1年に短縮
- 国内上場企業において取締役任期を1年とすることは一般的
- 当社の現行制度は、株主総会の評価に晒されたくないという河内社長の保身によるものと目される
- 第4号議案

Note: 提案2について、会社側は同趣旨の議案を提出しているものの、それよりも以前に弊社からの株主提案があった事実を開示していないため、弊社は議案として残すべきと判断した

Source: Kaname Capital

弊社が株主提案を実施した事実は伏されており、同社の消極的な姿勢が改めて浮き彫りとなった

株主総会招集通知の抜粋

<株主提案（第3号議案及び第4号議案）>

第3号議案及び第4号議案は、**株主様（1名）**からのご提案によるものでありますが、当社取締役会は第3号議案及び第4号議案のいずれの議案にも反対いたします。

なお、以下に記載の「議案の要領」及び「提案の理由」は、提案株主様から提出された書面の内容を原文のまま記載しております。

| 株主名 | 所有株式数 | 持株比率 |
|--------------------------------------|---------|--------|
| 公益財団法人 河内奨学財団 | 2,600千株 | 11.64% |
| 河内 伸二 | 2,438 | 10.92 |
| 河内 一真 | 2,287 | 10.24 |
| 日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口） | 1,571 | 7.04 |
| 河内 博子 | 1,330 | 5.96 |
| 河内 タカ | 708 | 3.17 |
| カワチ薬品従業員持株会 | 326 | 1.46 |
| 株式会社日本カストディ銀行（信託口） | 300 | 1.35 |
| PERSHING - DIV. OF DLJ SEC. CORP. | 283 | 1.27 |
| JAPAN ABSOLUTE VALUE FUND | 247 | 1.11 |

- 弊社は**大株主の一社**であるものの、招集通知の提案者には**株主様(1名)**と記載され、**弊社名は伏されている**

会社ウェブサイト IRページの抜粋

IR News

ALL 2026年 2025年

- 2026.05.01 月次動向を更新しました(2026年4月度)
- 2026.04.28 定款一部変更に関するお知らせ PDF (116KB)
- 2026.04.28 中間配当の実施及び配当予想に関するお知らせ PDF (105KB)
- 2026.04.28 特別損失の計上に関するお知らせ PDF (89KB)
- 2026.04.28 2026年3月期 決算短信(日本基準)(連結) PDF (293KB)

- カワチ薬品に記載の趣旨を確認したところ、取締役会でその賛否について真摯に議論したとのこと。しかし、**取締役会で検討した旨のIRリリースは未開示**

本提言の背景と目的

背景

- カワチ薬品はメガ・ドラッグストアの先駆者であり、北関東のドミナント・プレイヤー。ただし、河内伸二氏（創業家の娘婿、元薬剤師）が2002年6月に社長に就任後停滞し、19期連続のPBR1倍割れ
- 弊社は、同社のドラッグストア業界への貢献に敬意を表する一方、社長の高額報酬や、実兄が2025年まで代表を務める会社との累計49億円に及ぶ取引等、少数株主利益が蔑ろにされる懸念を有した
- 弊社は、河内社長・各取締役との面談を通じ、提言を実施。2025年11月に戦略検討委員会設置を要請するものの、同年12月に同要請は拒絶される。なお、申し入れと同時に、本資料の公表可能性を伝達
- その後、弊社は2026年3月下旬に本資料（ドラフト版）を同社に共有し、次期中計にかかる協議を申し入れたものの、同社は謝絶。申し入れと同時に、再度、本資料を公表する意向がある旨を伝達
- 同社は2026年5月11日時点で次期中計の公表を延期した。弊社は、PBR1倍割れを続ける現経営陣を中心とする体制下では、明確な改善が期待出来ないと判断し、本資料の公表に踏み切った

弊社の 要請事項 2026年3月 に依頼済み

- ガバナンスの抜本的改善の為、河内奨学財団・河内家からの自己株式取得、及び配当計画の上方修正
 - ✓ 26/3期決算公表と同時にDOEの目標設定、及びDOE=5%へのコミット（一株当たり配当金=260円相当）
 - ✓ PBR1倍割れ解消への本気度を訴求
- 中長期的に同社の経営体制の転換を迫るべく、戦略検討委員会の設置
 - ✓ ①上場維持の是非 ②河内伸二社長の報酬制度・承継計画 ③次期中期経営計画の精緻化

経営体制の固定化(Entrenchment)が招く低PBR

経営課題

→ Chapter 2

- **カワチ薬品の成長性・資産効率性・資本コスト認識が低PBRに直結**
 - ✓ **低成長**: 河内社長就任後、売上高成長性が鈍化。有効な施策もなく過去の成功モデルに固執
 - ✓ **低ROIC**: 土地を保有するモデルからのアセット・ライト施策の遅れ。IT投資や商品ミックスにも改善余地
 - ✓ **低ROE**: 上場企業水準と比べ著しく低い3~4%の資本コストを開示する等、資本政策が不在

創業家ガバナンスの弊害

→ Chapter 3

- **株価向上よりも河内家の利益を温存するガバナンス構造が、PBR1倍割れを招いた真因**
 - ✓ **関連当事者間取引**: 日本茶を累計49億円(16年間)取引。当該取引が消費者ニーズに依拠するか要精査
 - ✓ **河内社長の高額報酬**: 低PBRにも関わらず、役員報酬 約1.6億円/年
 - ✓ **河内社長の後継者計画**: 在任期間24年、2026年に69歳を迎える河内社長の後継者計画の未開示
 - ✓ **河内奨学財団による株式保有**: 創業家・財産保全の色彩が強く、流動性低下と株主ガバナンスが空洞化
 - ✓ **株主優待**: 配当金+商品券(優待)で個人投資家の実質配当利回りを高め、低水準の株価への批判を抑圧
- **取締役会は実質的に河内社長の追認機関と見られ、監督機能の有効性に強い疑義**
 - ✓ **河内社長による取締役会の支配**: 取締役の人数を8名から4名に減らしたが、これは自身に従順な人物のみで固めた結果と弊社は考える。事実、19年間のPBR1倍割れに対しても経営者交代が一切検討されていない
 - ✓ **元機関投資家である渡辺社外取締役の実態**: 元機関投資家として多数の講演・執筆経験もある渡辺氏が社外取締役として約10年在籍。資本政策の不在やPBR1倍割れを是正出来なかった責任は重大

企業価値向上に向けた提言


→ Chapter 4


- 河内家から独立した少数株主は、河内社長に対して「実質的な不信任」
 - ✓ **Majority of Minorityの議決権行動:** 第58回定時株主総会において、会社関連株主を除外し、金融機関等・外国法人を100%とした場合、河内社長の賛成比率は僅か32%であり、実質的な不信任
- 戦略検討委員会(Strategic Review Committee)の組成
 - ✓ **外部有識者の登用:** 弊社は、少数株主の議決権行動を踏まえ、①上場維持の是非、②河内社長の承継計画・報酬制度、③資本コスト経営について、既存社外取締役にはない第三者視点での検討が必要と判断
 - ✓ **上場企業として備えるべきガバナンス改革**
 - 河内奨学財団保有株式・河内家からの自己株取得、その後の消却
 - 業界水準のROEを達成するための、キャピタルアロケーションと成長戦略の導入
 - 取締役会の独立性強化(過半数の社外取締役、取締役会議長とCEOの分離)
 - 河内社長の報酬制度と承継計画の策定・開示
 - 関連当事者間取引の独立レビュー

今後

- 取締役会の機能不全に鑑みて、裁判による株主権の行使と株主提案を検討
 - ✓ 河内社長の高額報酬や関連当事者取引などについて取締役会議事録の閲覧許可申立てを実施済み
 - ✓ 2026年6月の定時総会に向けて株主提案を実施


河内社長・各取締役との対話から改善意欲が確認できないため、弊社は、少数株主権を行使


 対面(栃木本社)

 オンライン

2024年

社内取締役 面談

● 河内社長・マネジメントとの面談 

● 渡辺取締役との面談 

2025年

● 河内社長・大久保取締役との面談*1 

✓ 企業価値向上に向けた課題と解決の方向性を提示


● 江藤取締役との面談 

● 25年11月 河内社長・大久保取締役とのオンライン面談*1 

✓ 戦略検討委員会設置を正式要請

✓ 本提案を公表する可能性がある旨を事前通知 →カワチ薬品の対応は次頁参照

株主権行使

● 第58回 定時株主総会 出席 

✓ 河内社長、大久保取締役、江藤取締役 選解任議案 → **棄権**

✓ 渡辺取締役 選解任議案 → **反対**


2026年

● 25年12月 カワチ薬品から、取締役・監査役で協議の上、戦略検討委員会を設置しない意向を受領

● 26年1月~3月 本提案資料の作成・更新

● 取締役会議事録閲覧許可申立て

● 26年3月末 本提案資料のドラフトを事前共有

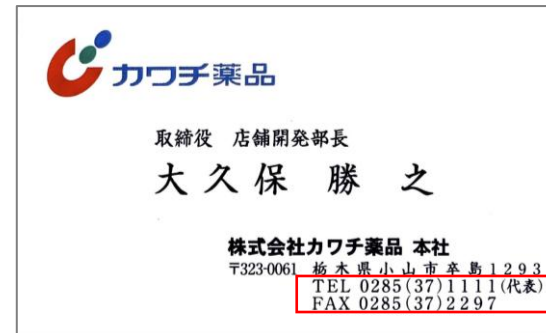
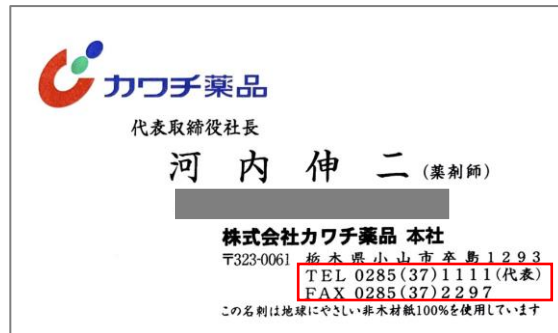
● 第59回 定時株主総会 

Note 1: 河内社長・大久保取締役との面談にて使用した資料を基に追加の分析を実施し、本提案資料を作成

カワチの消極的な対話姿勢は、投資家に「門前払い」の印象を与える

- 投資家との1on1は年2回に限定(1H・2Hの決算発表後)
- 弊社が栃木本社での「対面」面談を要請→同社から前後に投資家との面談がある為「オンライン」面談が設定
- 面談調整に2~3カ月を要する場合も
- 河内社長と大久保取締役の御名刺には直通の電話番号・メールアドレスの記載がない
 - ✓ かかる対応は外部投資家を拒絶する印象を与える

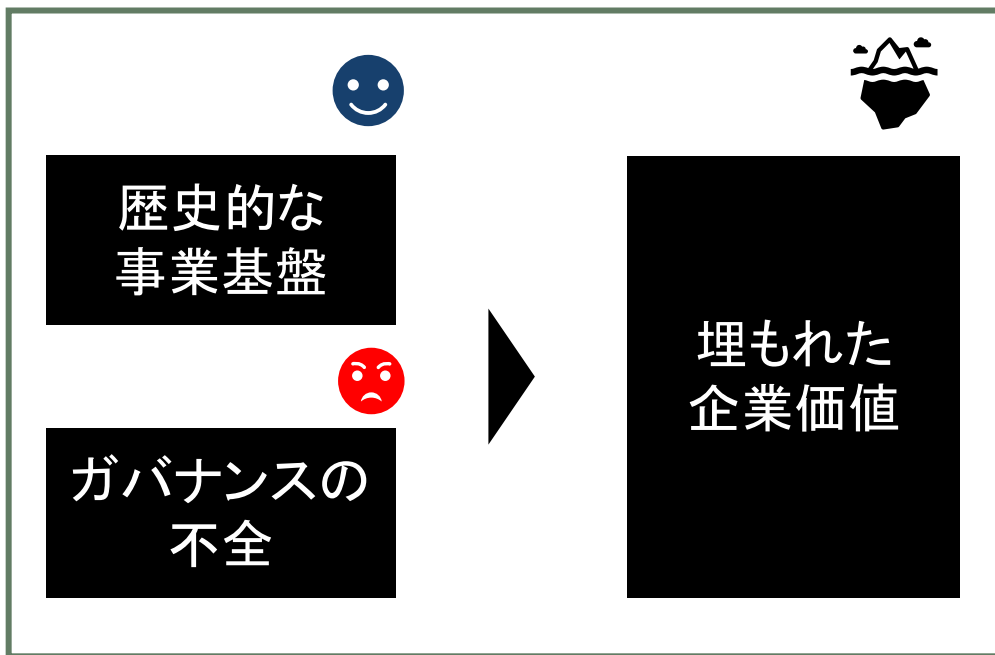
河内社長・大久保取締役の名刺



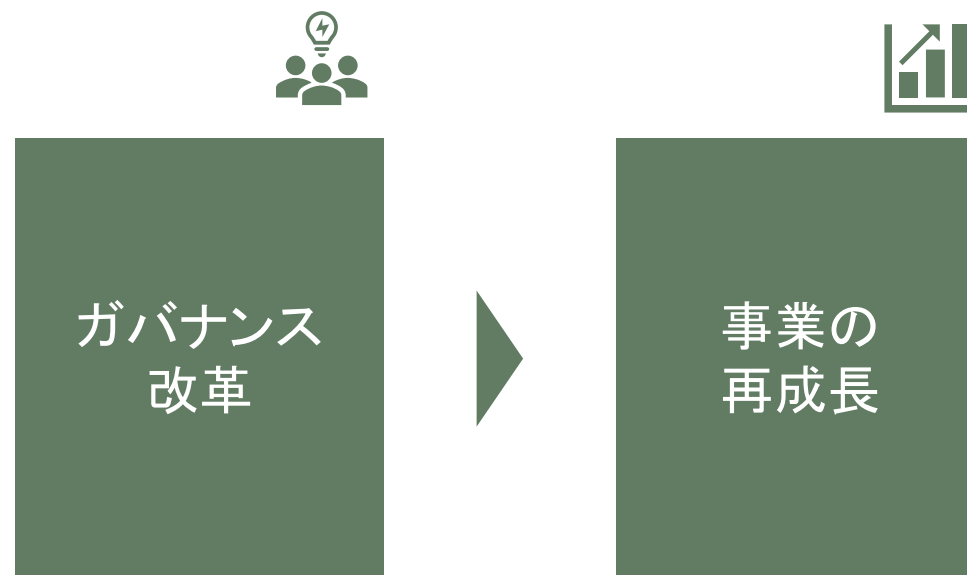
- カワチ薬品の代表電話・FAXのみで、直通の電話番号・メールアドレスの記載はなし。極めて閉鎖的な姿勢

河内氏と大久保氏に対して意見がある場合、FAXの準備が必要・・・

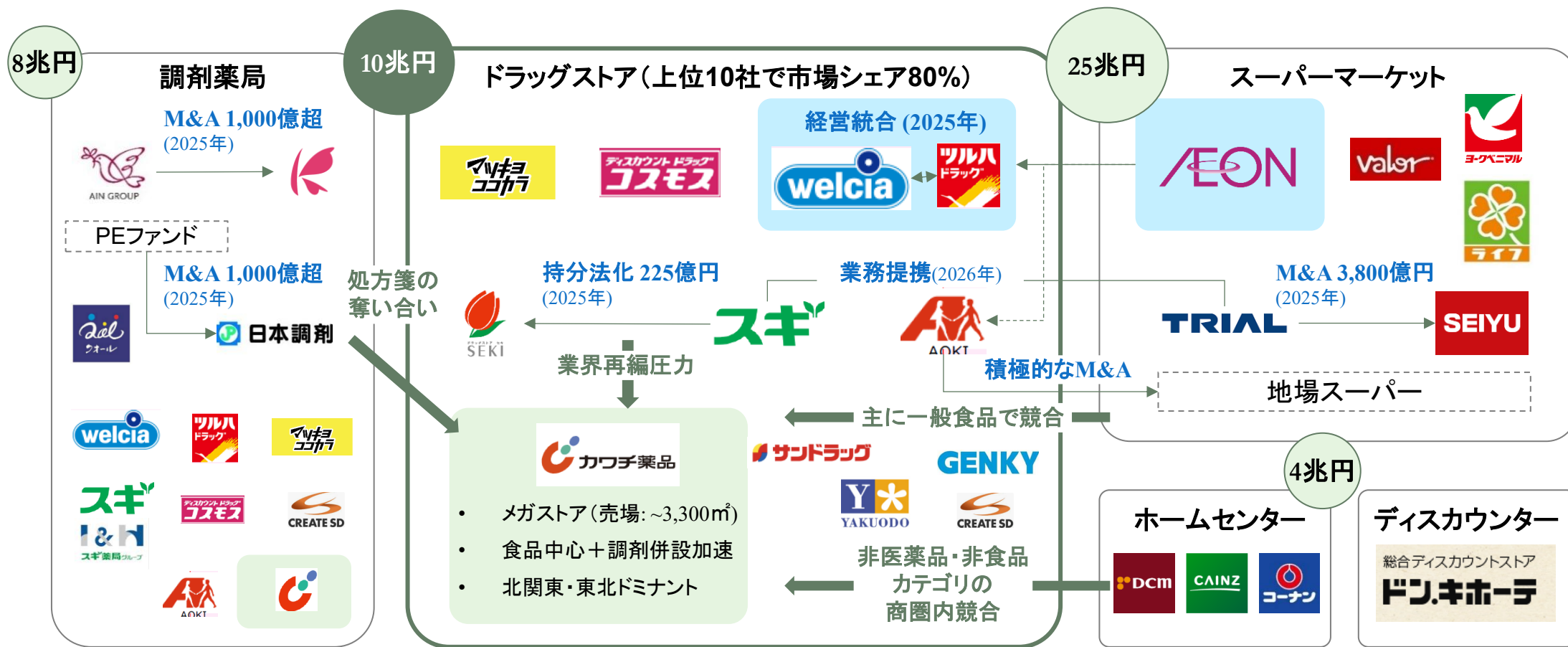
カワチ薬品の停滞した20年



変革に向けて



ドラッグストアは、業界を超えた再編局面 (“Buy or Be Bought”) にあり、カワチも対応が不可欠



カワチ薬品が直面する経営課題

1

業界環境理解

×

2

上場是非

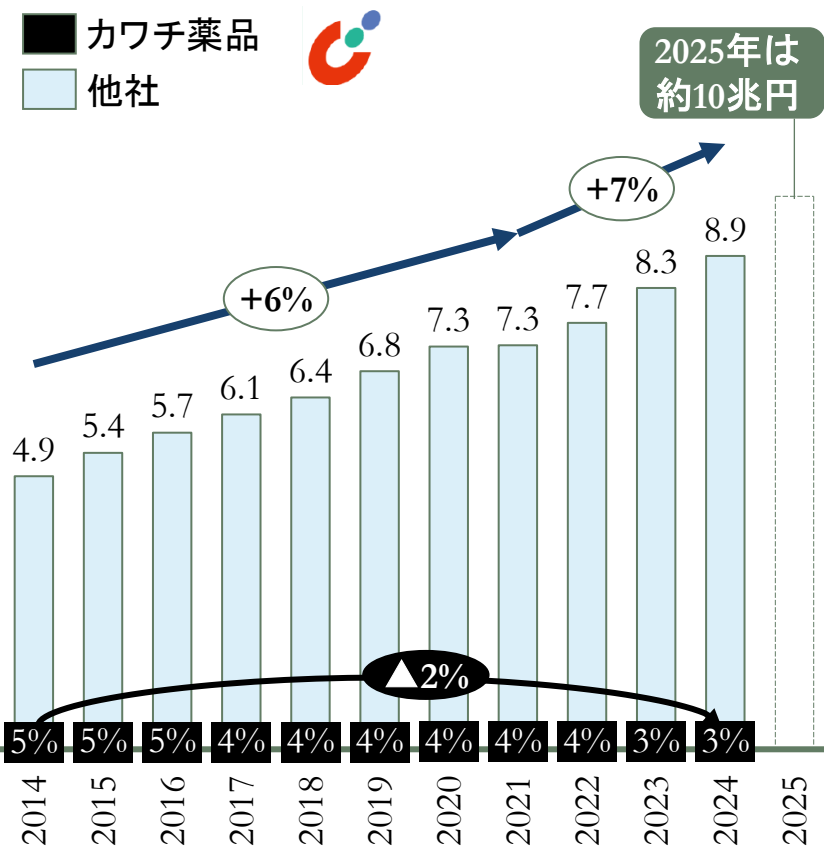
×

3

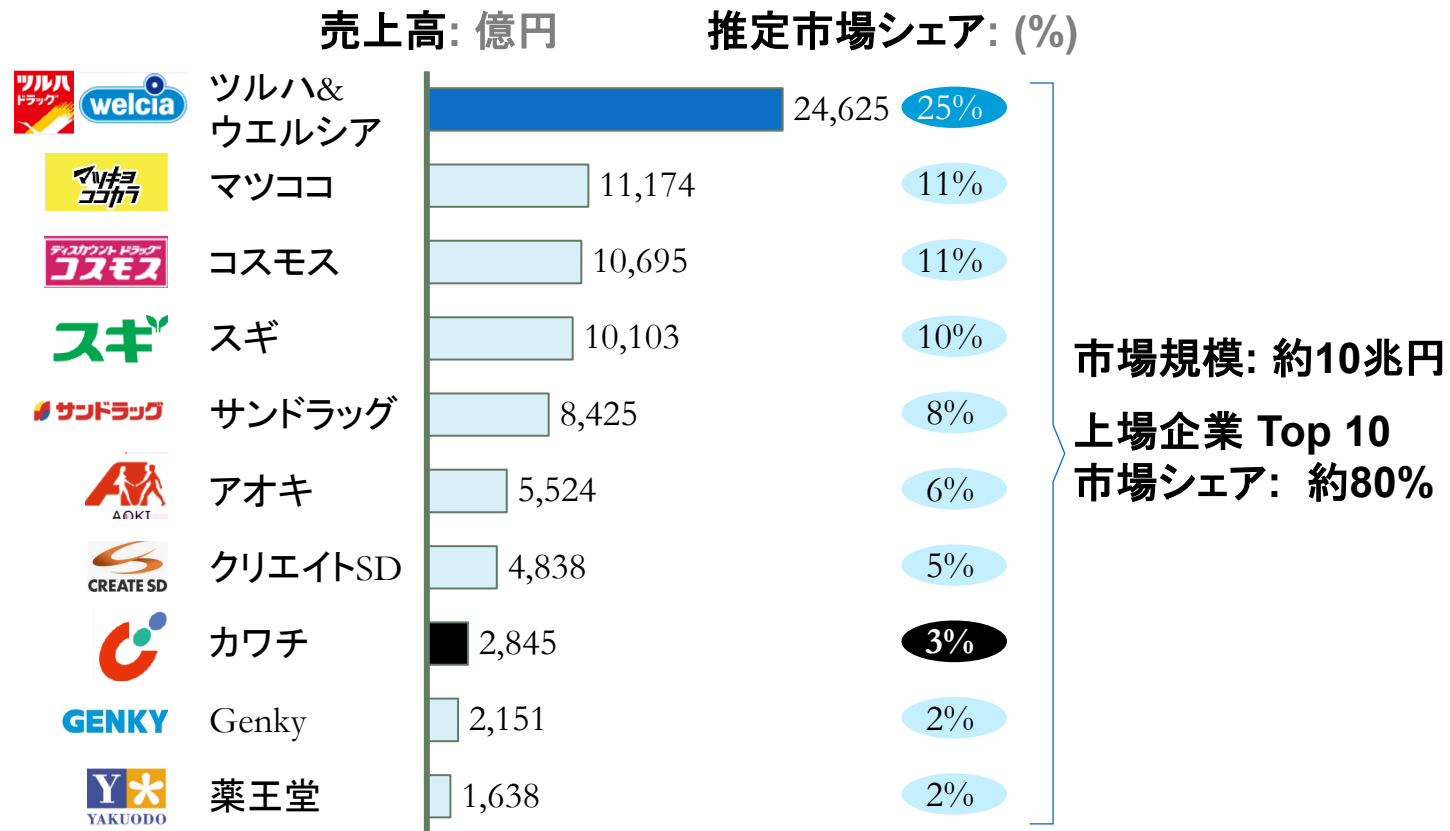
成長戦略

成長するドラッグストア業界でカワチは毎年市場シェアを喪失し、現在岐路に立たされている

ドラッグストアの市場規模*1: 兆円



上場企業の売上高と市場シェア*2:2026/5/14時点のLTM



Note 1: 2024年迄の市場規模は商業動態統計(経済産業省)に基づく。なお、ドラッグストア実態調査(日本チェーンドラッグストア協会)によると2024年度の全国総売上高は10兆307億円であり、直近では10兆円市場と推察される

Note 2: 上場企業のみを集計対象とする

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

19年間の低迷を物語る、低調なバリュエーション

① 株式市場の評価

=

② 資本効率性

×

③ 事業優位性

時価総額: 億円

EV/EBITDA(F)

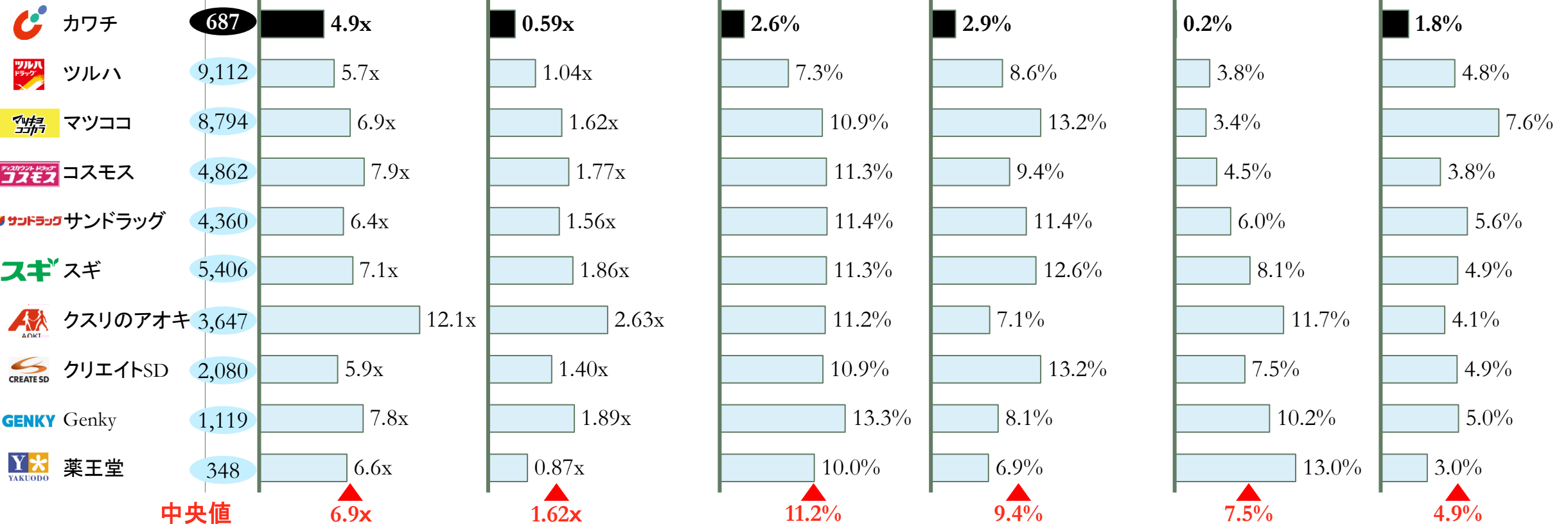
PBR(LTM)

ROE(F)

ROIC(LTM)

売上高YoY(F)

EBIT%(F)



Note 1: 時価総額(自己株式調整後)は2026/5/14時点、EV/EBITDAのEBITDAは会社予測値、現金・有利子負債はLTM、PBRの純資産はLTM、ROEの当期純利益は会社予測値・純資産はLTM

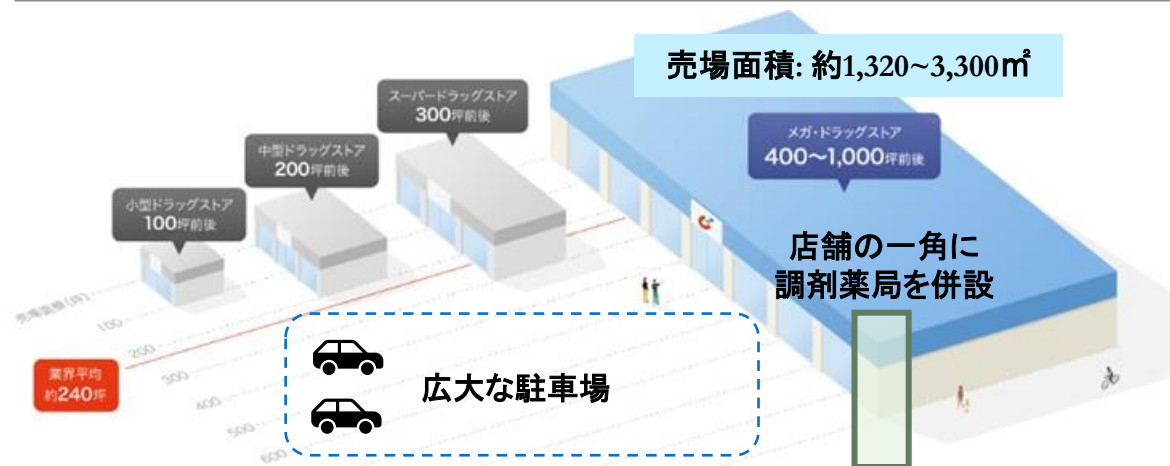
Note 2: ROIC=投下資本 LTM / NOPAT 会社予想 = (有形固定資産+無形固定資産+運転資本+投資有価証券+長期貸付金+敷金・保証金+ミニマムキャッシュ(一律10日分の年間売上)) / (営業利益×(1-実効税率))

Note 3: ウエルシアは上場廃止の為、対象外とする。ツルハの段階利益(営業利益・当期純利益)は統合に係る一時費用を除外したNormalizedの値

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

地方の高齢化や他業態の進展などの市場環境変化により店舗フォーマットは再精査の局面

店舗フォーマット

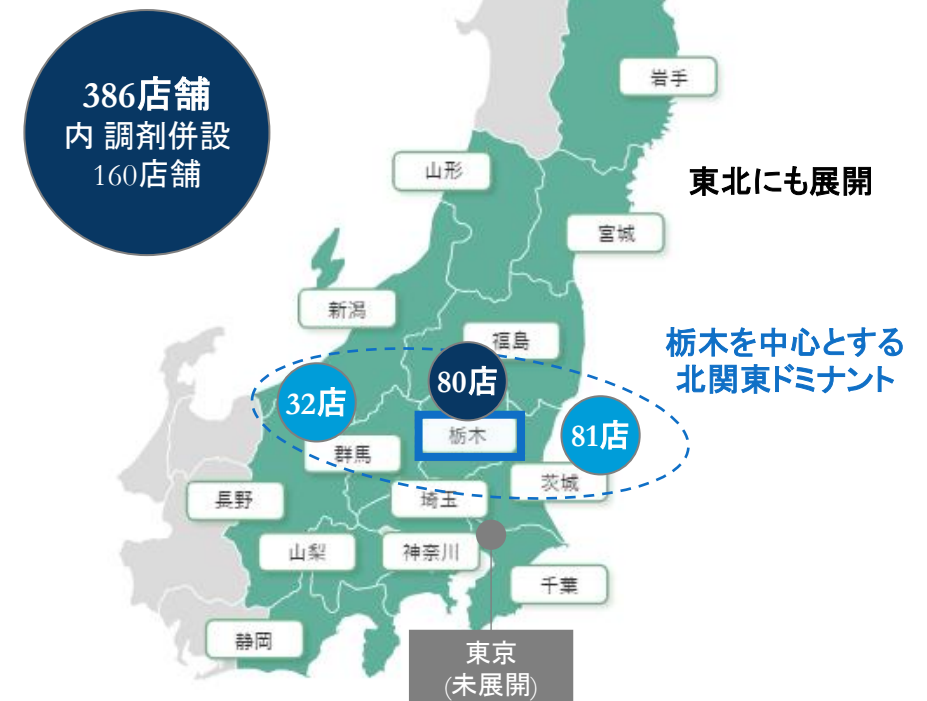


| 主力店舗 | 売場面積 | 商圈人口 | 立地 |
|----------------|--------------------------|---------|--------------|
| メガタイプ 基幹店 | 450坪～ (1,485㎡～) | 2～3万人 | 郊外 ロードサイド |
| サテライト 小商圈対応 | 200～450坪 (660～1,485㎡) | 1～1.5万人 | 郊外～住宅地 |

メガタイプには調剤を併設し、地域のヘルスケアセンターを展望

展開地域

- 本社: 栃木県 小山市
- 主要展開地域: 栃木、茨城、群馬、福島 等
- 顧客層: 40～70代の男女



創業者の成功体験が、二代目・伸二氏において硬直化を招く因子となった可能性がある

沿革

- 1967年 河内薬品設立(創業: 1960年)
- 1996年 茨城県日立市に初の調剤併設店。調剤事業開始
- 1999年 群馬県富岡市に1,000坪のメガドラッグストア
- 2000年 東証JASDAQ上場
- 2002年 東証一部
- 2014年 青森に本社を置く横浜ファーマシーを完全子会社化
- 2022年 飲料物流センター稼働
- 2023年 関東物流センター閉鎖に伴い機能移管。栃木センター稼働

上位株主: 2026年3月15日 時点

| Shareholder | Shares (000s) | Ownership (%) |
|---|------------------|------------------|
| Kawachi Scholarship Foundation (河内奨学財団) | 2,600 | 11.6% |
| Kawachi Family (3 members total) | 4,325 | 19.4% |
| Shinji Kawachi | 2,438 | 10.9% |
| The Master Trust Bank of Japan | 1,571 | 7.0% |
| Kaname Capital | 530 | 2.4% |
| Kawachi Employee Shareholding Association | 326 | 1.5% |
| Custody Bank of Japan | 300 | 1.3% |
| Total of Major Shareholders | 12,090 | 54.1% |
| Kawachi Family & Affiliated Shareholders | 9,363 | 41.9% |

キーパーソン*1



河内 良三郎 1925年~2007年
創業者・故人

- ✓ 1967年 河内薬品 設立
- ✓ 1980年 カワチ薬品 設立
代表取締役社長
- ✓ 2002年 取締役会長



河内 タカ 1929年~(97歳)
現 河内奨学財団理事長

- ✓ 1980年 取締役
- ✓ 1999年 取締役副社長
- ✓ 2002年 取締役副会長



河内 伸二 1957年~(69歳)

創業家 経営陣

代表取締役社長・薬剤師 (良三郎氏・タカ氏の婿養子*1)

- ✓ 1981年 三共 入社
- ✓ 1983年 カワチ薬品 入社
- ✓ 1991年 取締役
- ✓ 1999年 専務取締役
- ✓ 2000年 専務取締役経営企画室長
- ✓ 2002年~ 代表取締役社長



大久保 取締役
店舗開発部長



渡辺 社外取締役
指名・報酬委員会 委員長



江藤 社外取締役

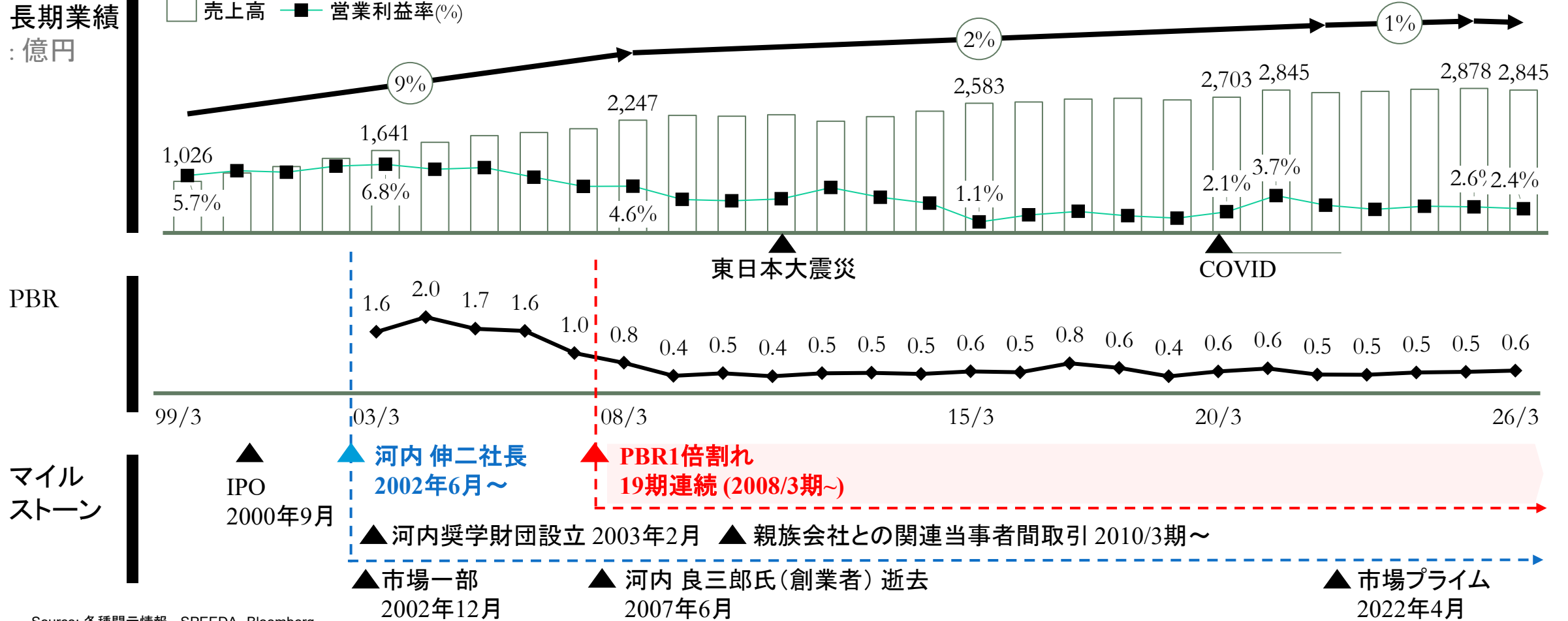
— 社内取締役: 2名 — — 社外取締役: 2名 —

Note 1: 略歴・親族関係に係る情報の全てはカワチ薬品有価証券報告書、及び河内奨学財団HPの情報に基づく。有価証券報告書において河内伸二氏は良三郎氏とタカ氏の養子との記載がある為、娘婿と推定される

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

河内社長体制下での低成長・低収益が19期連続のPBR1倍割れを招いた

カワチ薬品の長期推移とマイルストーン

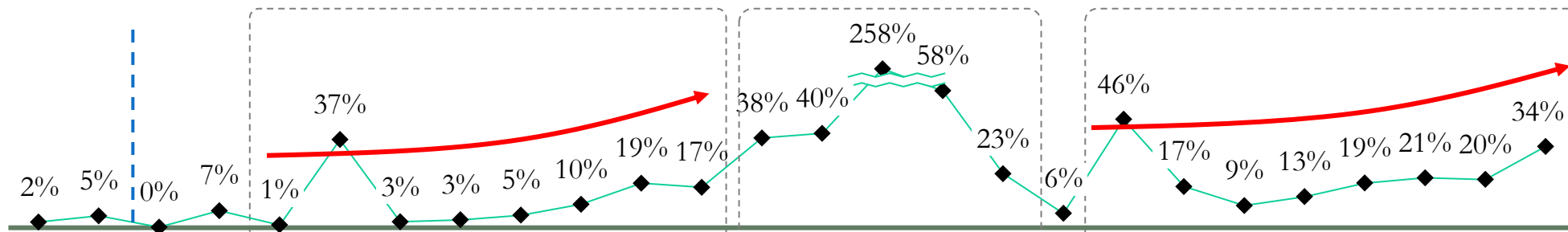


Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

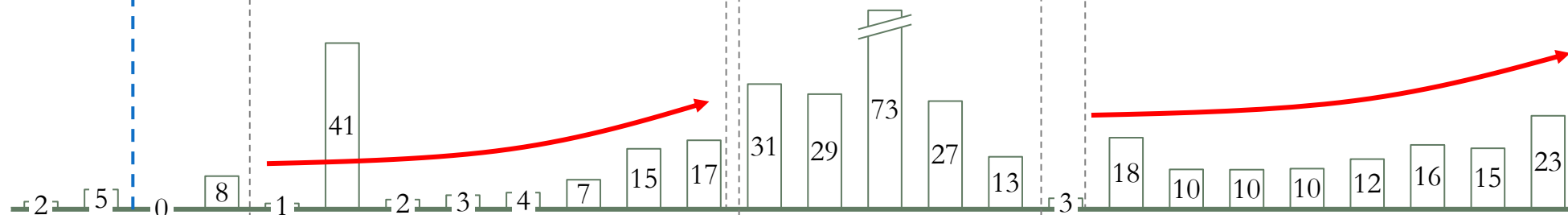
河内社長は、設備投資を含む有効な施策を打てず、店舗の収益性棄損と特損のループに陥った

カワチ薬品 特別損失の長期推移

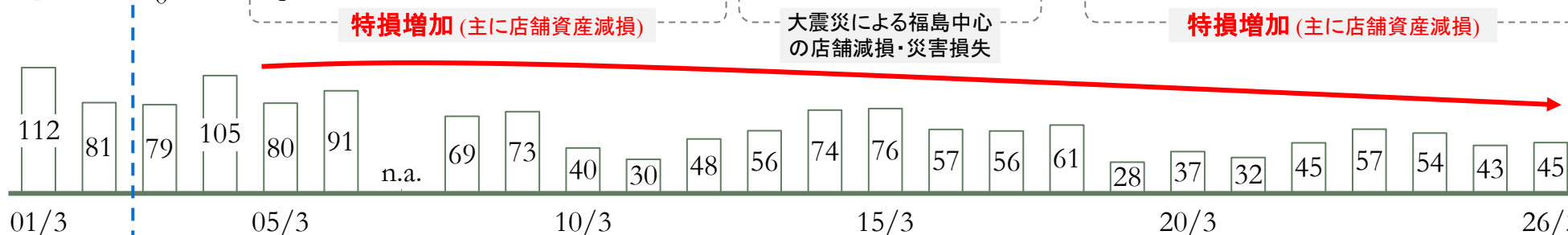
特別損失/
営業利益
:%



特別損失
: 億円



CAPEX*1
: 億円



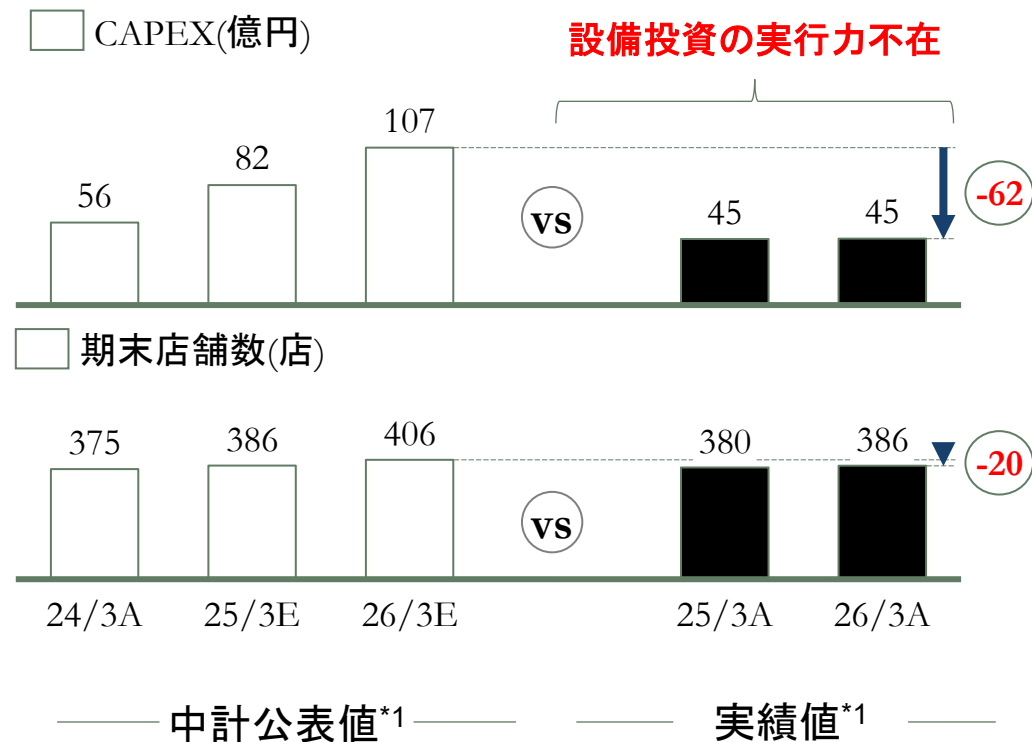
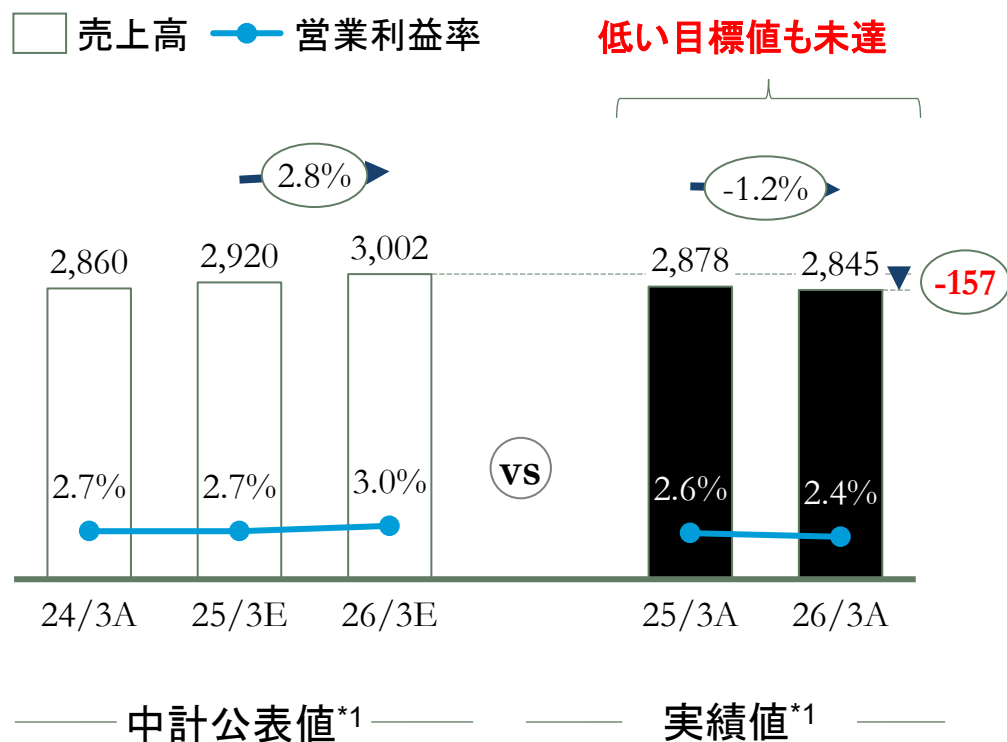
▲河内 伸二社長

Note 1: 本頁におけるCAPEXは、CF計算書における有形固定資産・無形固定資産の取得額の合計(ただし、26/3は決算説明資料の定義に基づく)。なお、2007/3期はCF計算書未作成

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

現中計は主要項目で未達。ガバナンスとオペレーションの弱さが再度露呈

中期経営計画の評価



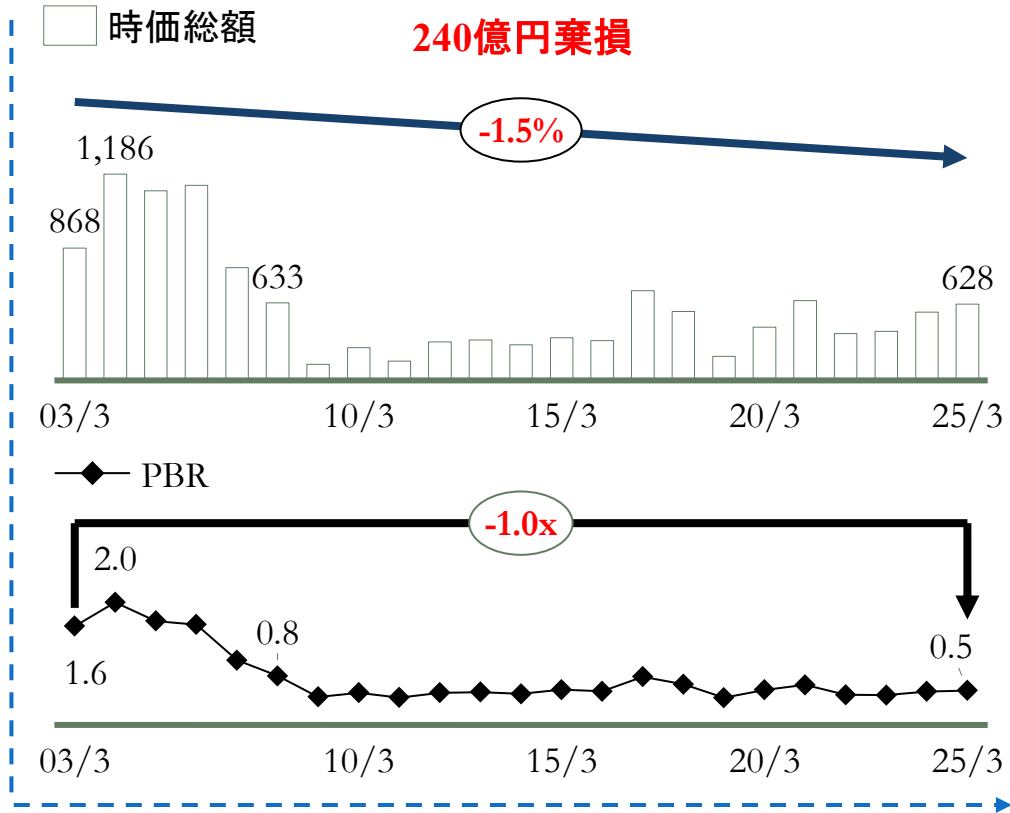
Note 1: 中期経営計画は2024/5/7の開示情報に基づく。なお、本頁におけるCAPEXは決算説明資料の定義に基づく

Source: 各種開示情報

長年株価を低迷させ株主は痛みを負う一方、株式を売買しない創業家は利益を積み上げる構図

Public Pain (株主利益の棄損)

カワチ薬品の時価総額・PBR: 億円・倍

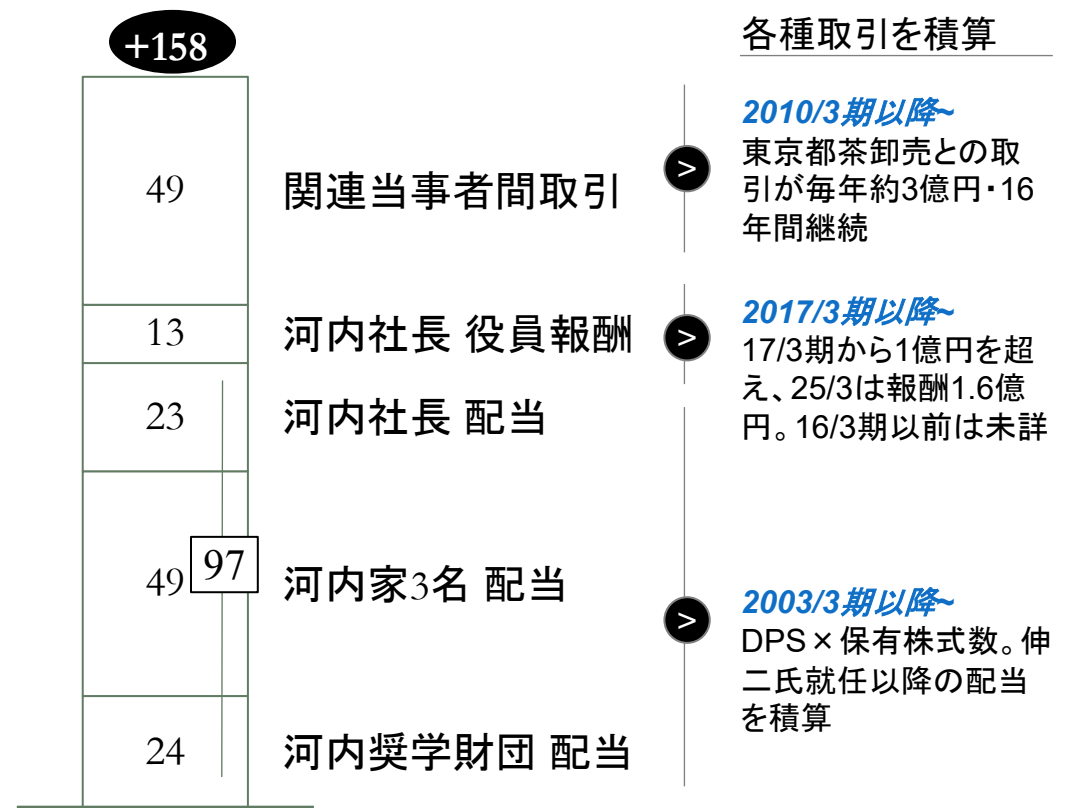


▲ 河内 伸二社長 2002年6月～

vs

Founder Gain (創業家の利益)

河内家のインカムゲイン(税引前): 億円



各種取引を積算

2010/3期以降~
東京都茶卸売との取引が毎年約3億円・16年間継続

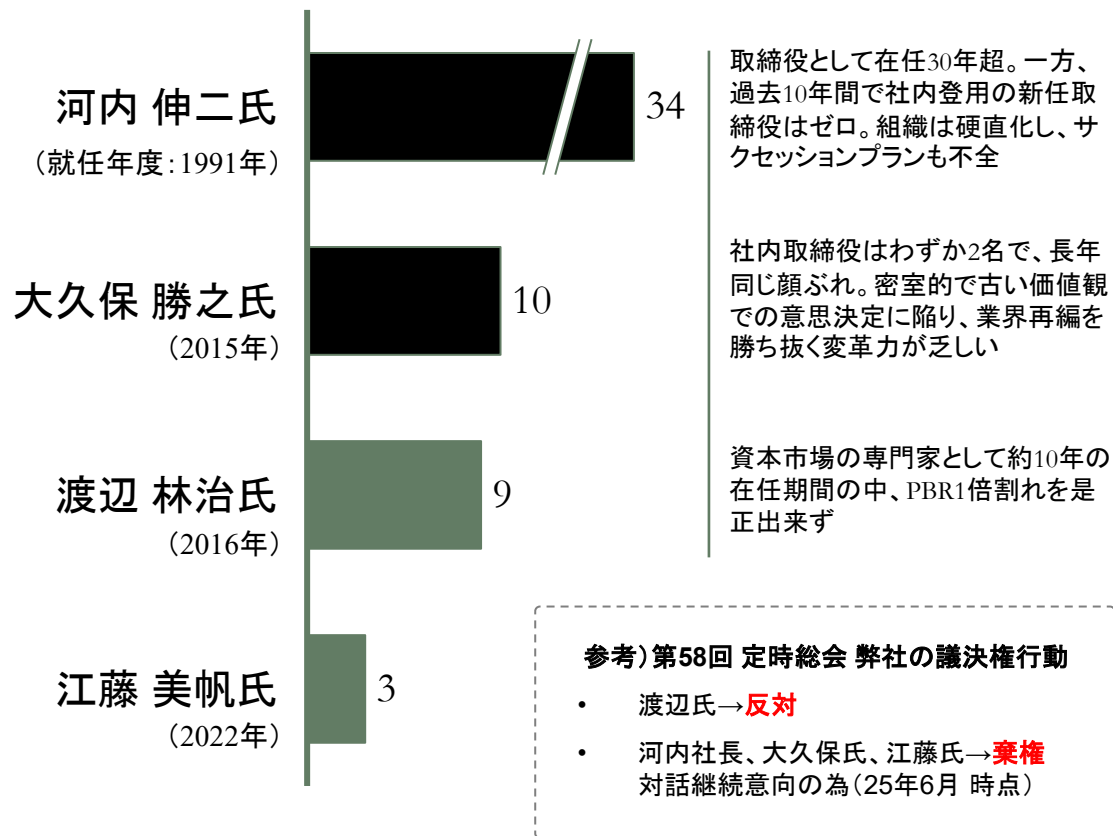
2017/3期以降~
17/3期から1億円を超え、25/3は報酬1.6億円。16/3期以前は未詳

2003/3期以降~
DPS × 保有株式数。伸二氏就任以降の配当を積算

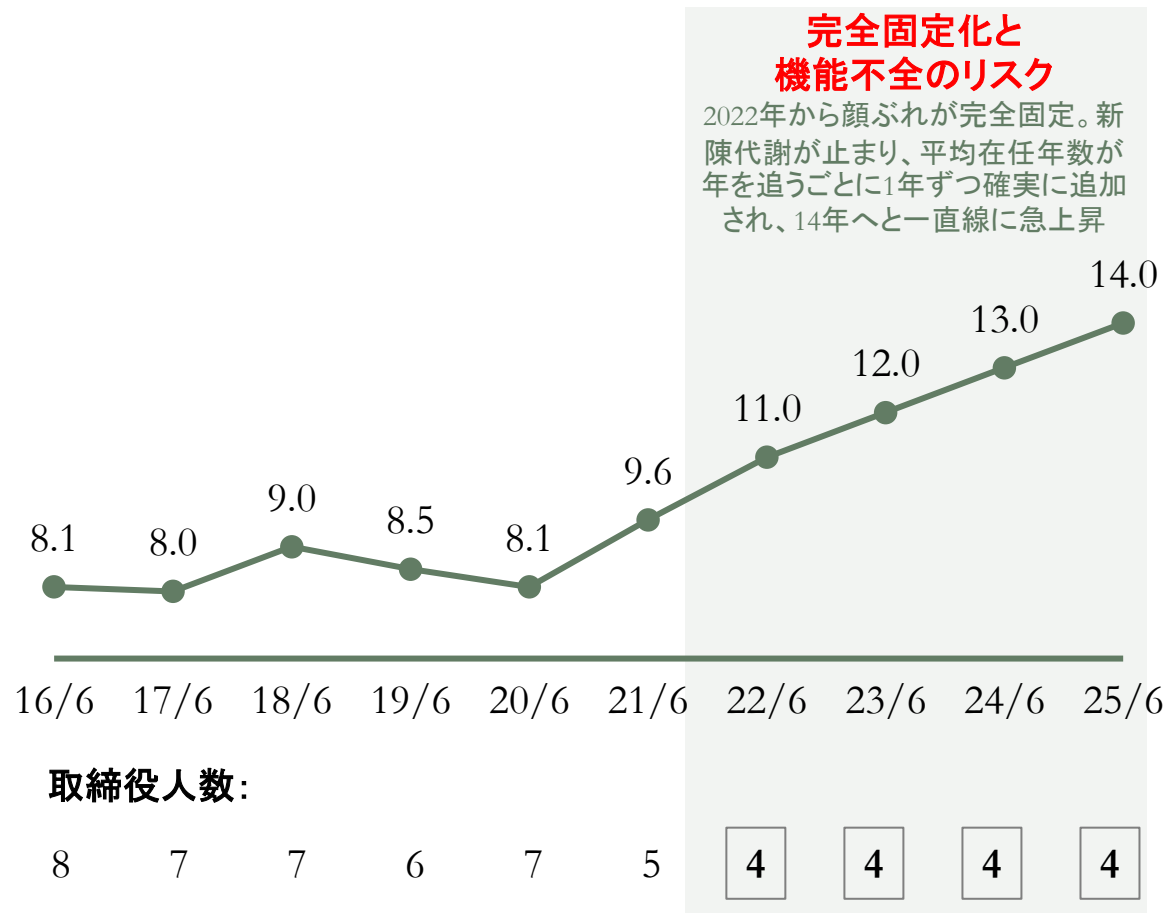
Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

経営陣も固定化し、取締役会の新陳代謝が完全に停止している模様

現在の取締役4名の長期在任(年)*1



取締役平均在任年数の推移(過去10年)

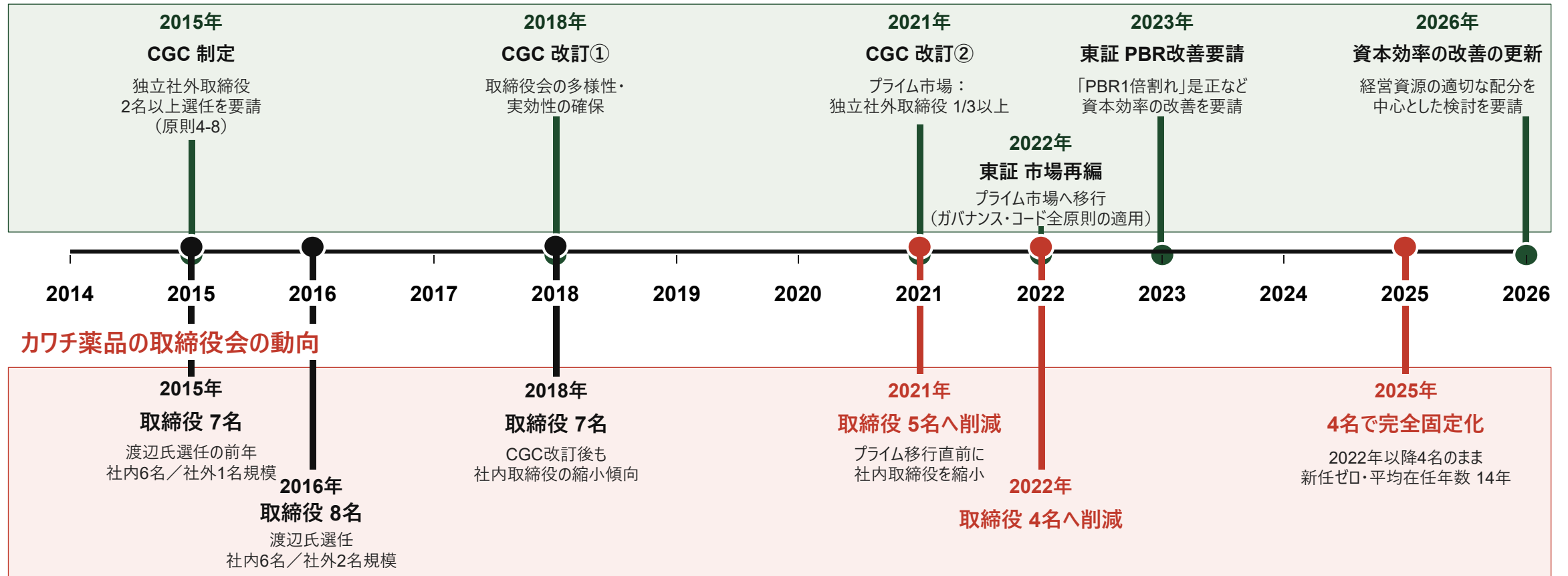


Note 1: 2025年6月まで。在任年数は各年6月期末時点における経過年度数で算出

Source: 各種開示情報

ガバナンス・コードが強化される度に、カワチは取締役会を縮小・固定化させ、改革の流れに逆行

コーポレートガバナンス・コード(CGIC)の強化（東京証券取引所の要請）



Source: 各種開示情報

資本市場・小売業・アカデミアにおける渡辺氏の豊富な知見は、カワチの変革に直結しなかった



渡辺 林治氏
Rinji Watanabe

経歴詳細

- 1990年: 慶應義塾大学経済学部卒業。(株)野村総合研究所入社
- 1995年: カリフォルニア大学ロサンゼルス校(UCLA)アンダーソン経営大学院修士課程修了(MBA)
- 1999年: シュローダー投信投資顧問(株)入社。調査部長を経験
- 2009年: リンジーアドバイス設立(上場企業に対する経営・財務コンサルティング)
- 2011年: 慶應義塾大学商学研究科後期博士課程修了(商学博士)
- 2015年~2018年: アスクル 社外監査役
- 2015年~2022年: 自重堂 社外取締役
- 2016年~現在: カワチ薬品 社外取締役



書籍



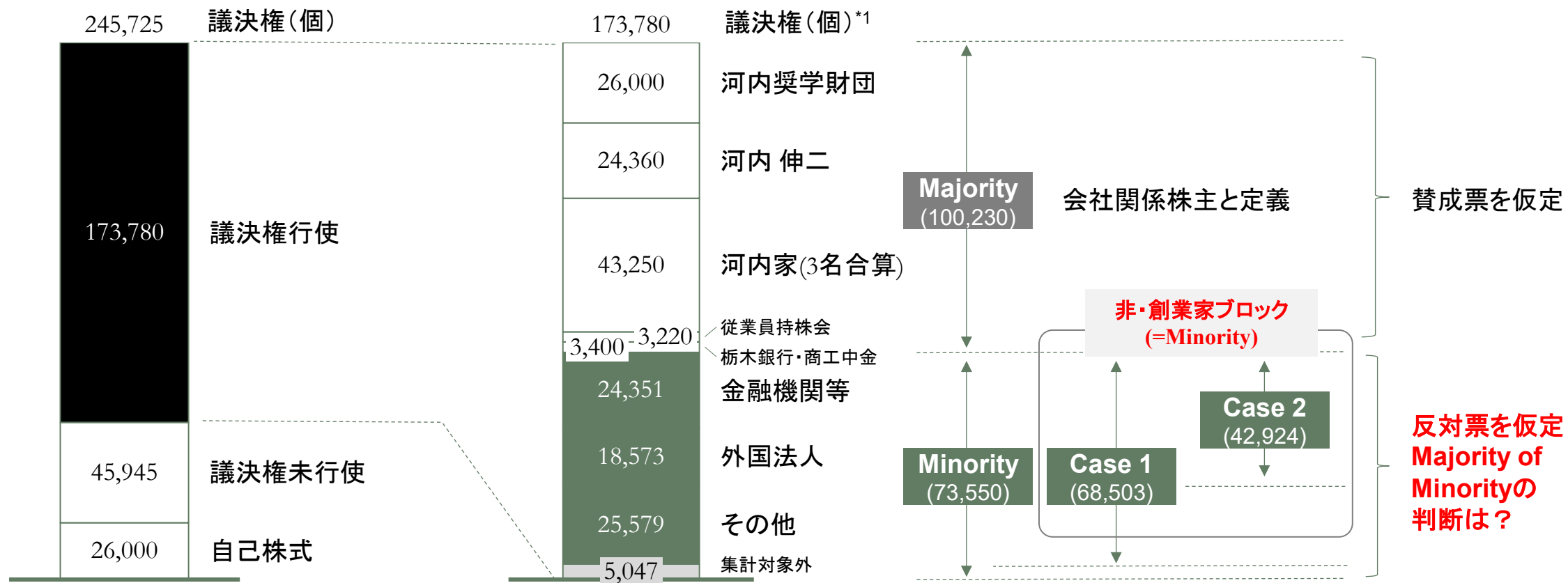
- 小売業・経済予測に関する書籍多数

講師・講演活動

- 東京大学大学院 医学系研究科 特任講師
- 関西学院大学 SDGs経営論 講師
- 名古屋商科大学 講演”2020年に向けた小売業の展望～コーポレートガバナンス・為替変動・ビッグデータへの対応”
- Diamond Chain Store “リンジのアドバイス2.0～時代変化を乗り越えるためのSDGsとDX～”

河内社長選任議案に関して、創業家・会社関連株主を除外した株主層を母集団とすることで、Majority of Minorityの意思決定を検証した

河内社長選任議案の分析(第58回 定時株主総会)

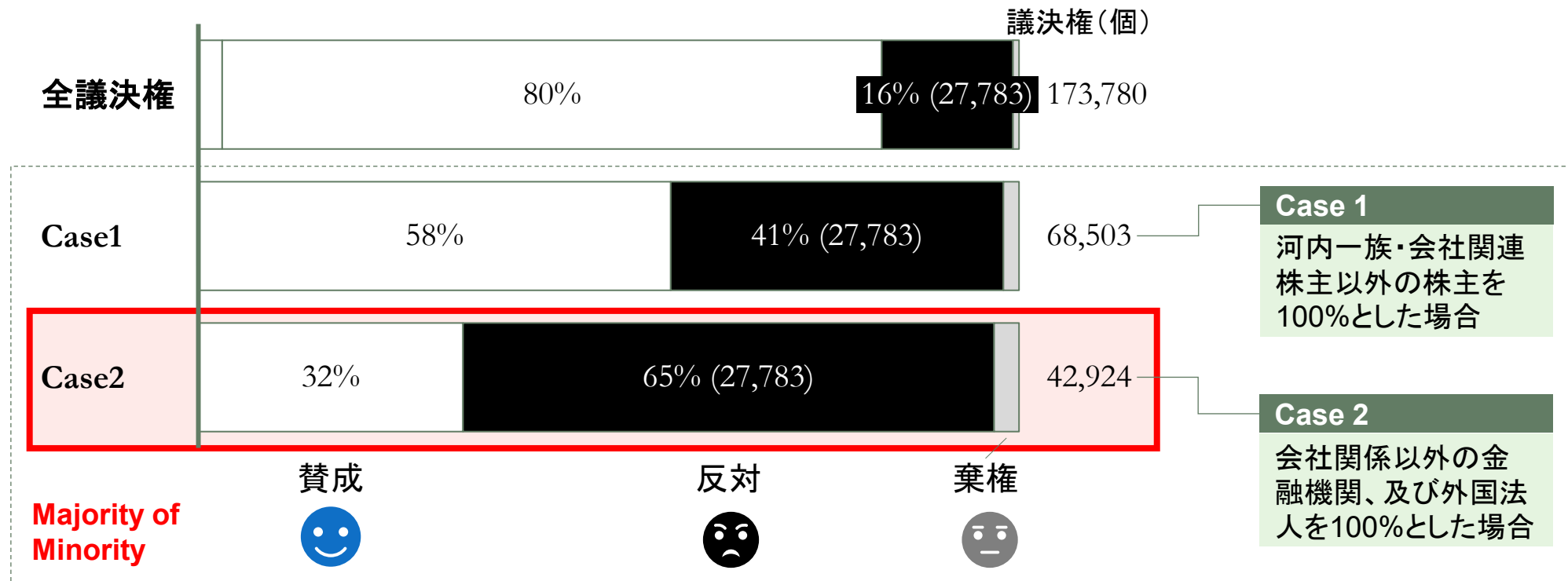


Note 1: 有価証券報告書記載の上位株主、金融機関等・外国法人株主の全てが株主総会にて議決権を行使した前提

Source: 各種開示情報

機関投資家・外国法人株主の～65%は河内伸二氏に反対した可能性があり、同氏は実質不信任

河内社長選任議案の賛否分析*1

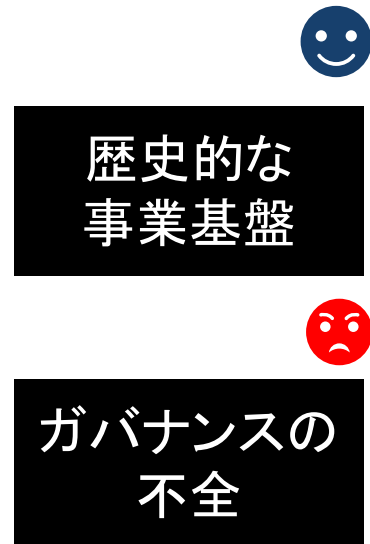


- 河内伸二氏は、機関投資家・外国人株主から実質的な支持を得られていないと見られる
- 個人株主については、株主優待の効果により、低PBRに対する不満が表面化していない可能性

Note 1: 臨時報告書(2025/6/13 提出)の数値情報に基づきKaname Capitalにて定時株主総会にて行使された議決権個数を推算。主要株主が総会にて議決権を行使した前提で推算

Source: 各種開示情報

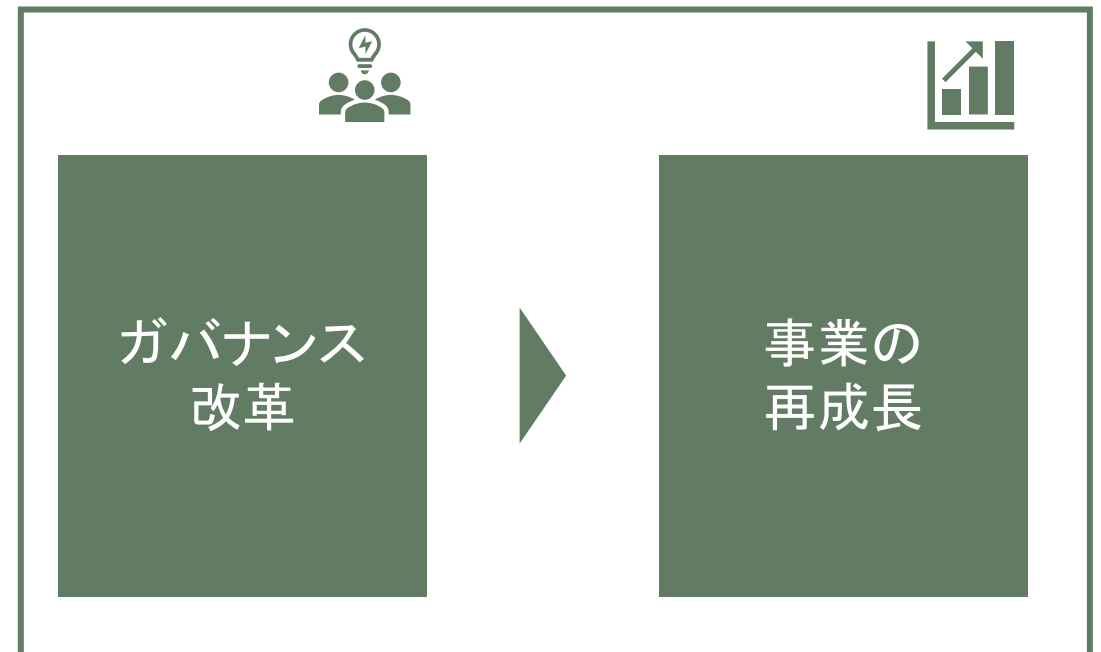
カワチ薬品の停滞した20年



埋もれた
企業価値



変革に向けて



カワチに対して、少数株主利益の確保のため、戦略検討委員会の設置を再度要請する

戦略検討委員会(Strategic Review Committee)の骨子

検討 論点

上場継続の是非

- 成熟化・再編を踏まえた単独成長、経営統合、非公開化の比較検討

河内社長の
承継計画・報酬制度

- 河内社長の承継候補の育成または採用、承継時期の明確化
- 株価や業績と連動した報酬制度設計
- 関連当事者間取引の独立レビュー

次期
中計

資本政策
キャッシュ
アロケーション

- ROEの早期引き上げ
- 河内奨学財団・河内家からの自己株式取得
- 株主還元施策の見直し(配当、自己株取得、株主優待)

成長戦略

- 中長期的な店舗フォーマット、出店・退店計画、商品ミックスの最適化
- 労働分配率(人件費と粗利)の改善。IT化・デジタル推進
- 運転資本の改善、及び土地の有効活用を通じたROICの改善
- 減損回避の方策

運営 体制

外部・専門家の視点

- 外部アドバイザー(証券会社・コンサル 等)をリテイン
 - － 現状の社内・社外取締役で委員会運営は困難と推察
 - － 社外有識者(委員長1名・委員複数名)の紹介・登用

独立性と透明性を高め、株主価値と連動するガバナンス体制を要請

ガバナンス改革(Governance Enhancement)の骨子



独立性を高める取締役会

- 社外取締役が取締役会議長を務める体制
- 過半数が社外取締役の5~7名体制の取締役会
- 取締役任期の短縮(現状の2年から1年へ)
- 渡辺取締役の退任

透明性ある指名・報酬委員会

- 河内社長の委員からの除外
- (渡辺氏以外の)社外取締役が議長を務める体制
- 過半数の社外取締役により構成
- 河内社長の後継者計画の開示

株主価値連動型インセンティブ設計

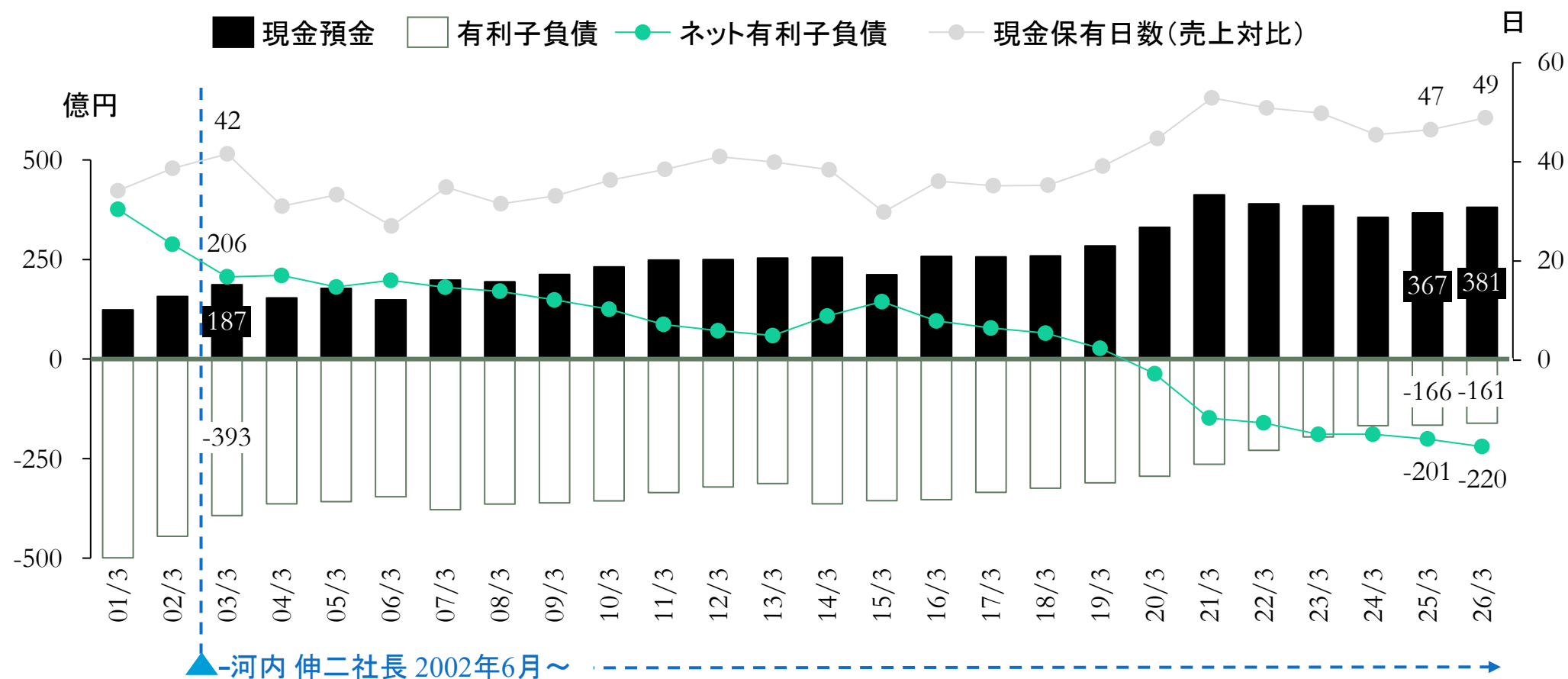
- 固定報酬比率の縮小と変動報酬比率の拡大
- 報酬KPIの再設定と各KPIのウエイト開示
 - 規模・収益性: 売上高、EBITDA、EBITDA%
 - 効率性: ROE、ROIC
 - 株主利益: TSR

カワチ薬品に必要な取締役像

- キャピタル・マーケット・エキスパート
 - 上場会社の取締役CFO経験者
 - 機関投資家出身者
- リテール・エキスパート
 - 小売業の取締役CEO・COO経験者
 - サプライチェーン・物流担当役員
 - デジタル担当役員

河内社長の設備投資能力の欠如により過剰な現金が蓄積し、資本配分が喫緊の課題

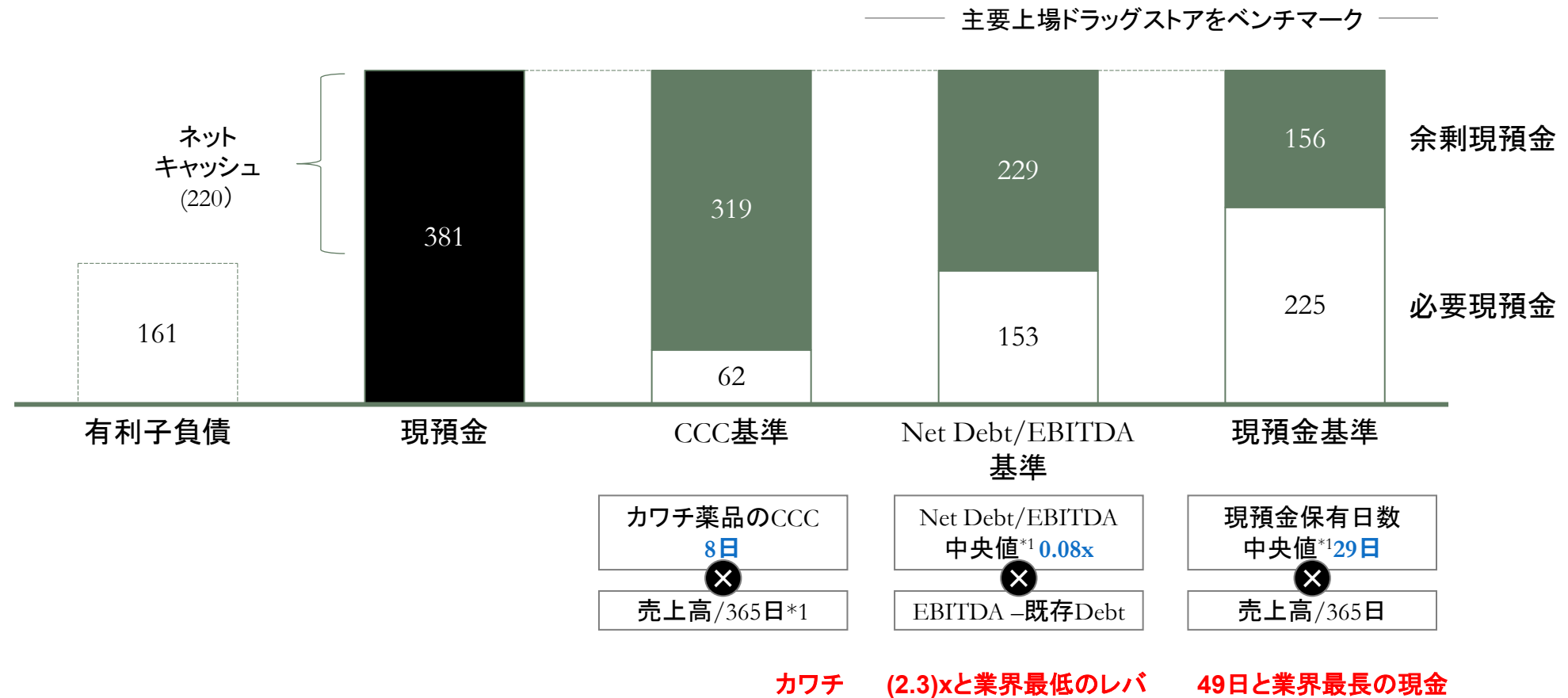
カワチ薬品 現金預金の長期推移



Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

カワチは余剰現金を有しており、成長投資と株主還元の再考が急務

カワチ薬品の余剰現預金試算: 億円



Note 1: 現預金、有利子負債、売上高、EBITDAは直近決算値。中央値は、カワチ薬品を除く上場ドラッグストアを対象

Source: 各種開示情報

カワチ薬品は利益成長と株主還元の双方が低水準。短期的には、増配による株価改善が合理的

カワチ薬品の現状: 2025/12時点

DPS

80円(25/3) → 100円(会社予想)
内、記念配当20円

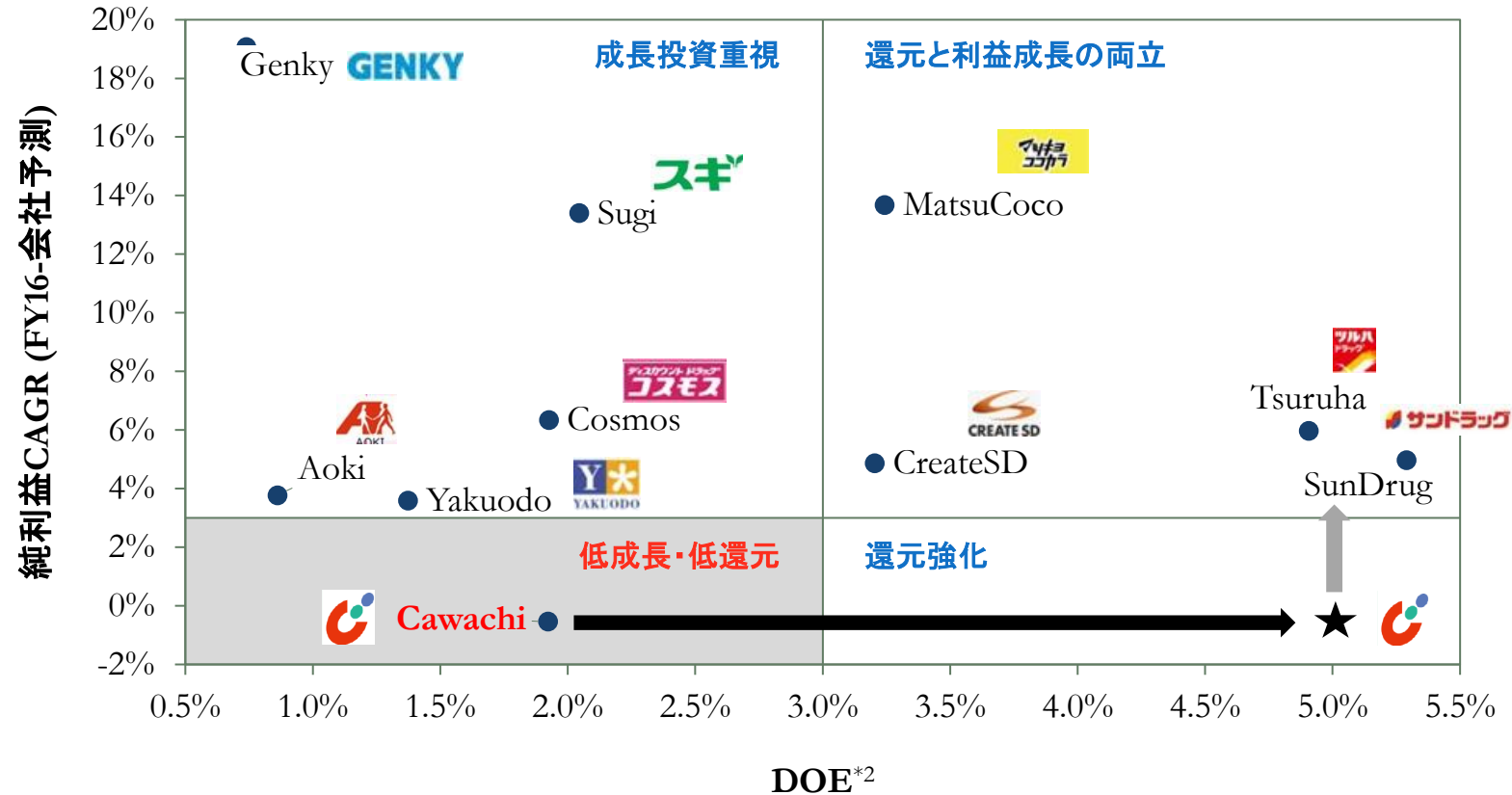
配当利回り

2.8%(25/3) → 3.3%*1

株主還元に係る課題

カワチ薬品は安定的な株主還元を行っているように見えるが...

実は、株主還元(DOE=配当金/株主資本)は低位。つまり、資本の過剰な蓄積が発生...



要請事項

- DOEを配当の指針とする旨、及びDOE 5% (Implied DPS 260円*3)を公表
- ROE改善の本気度を株式市場に訴求頂きたい

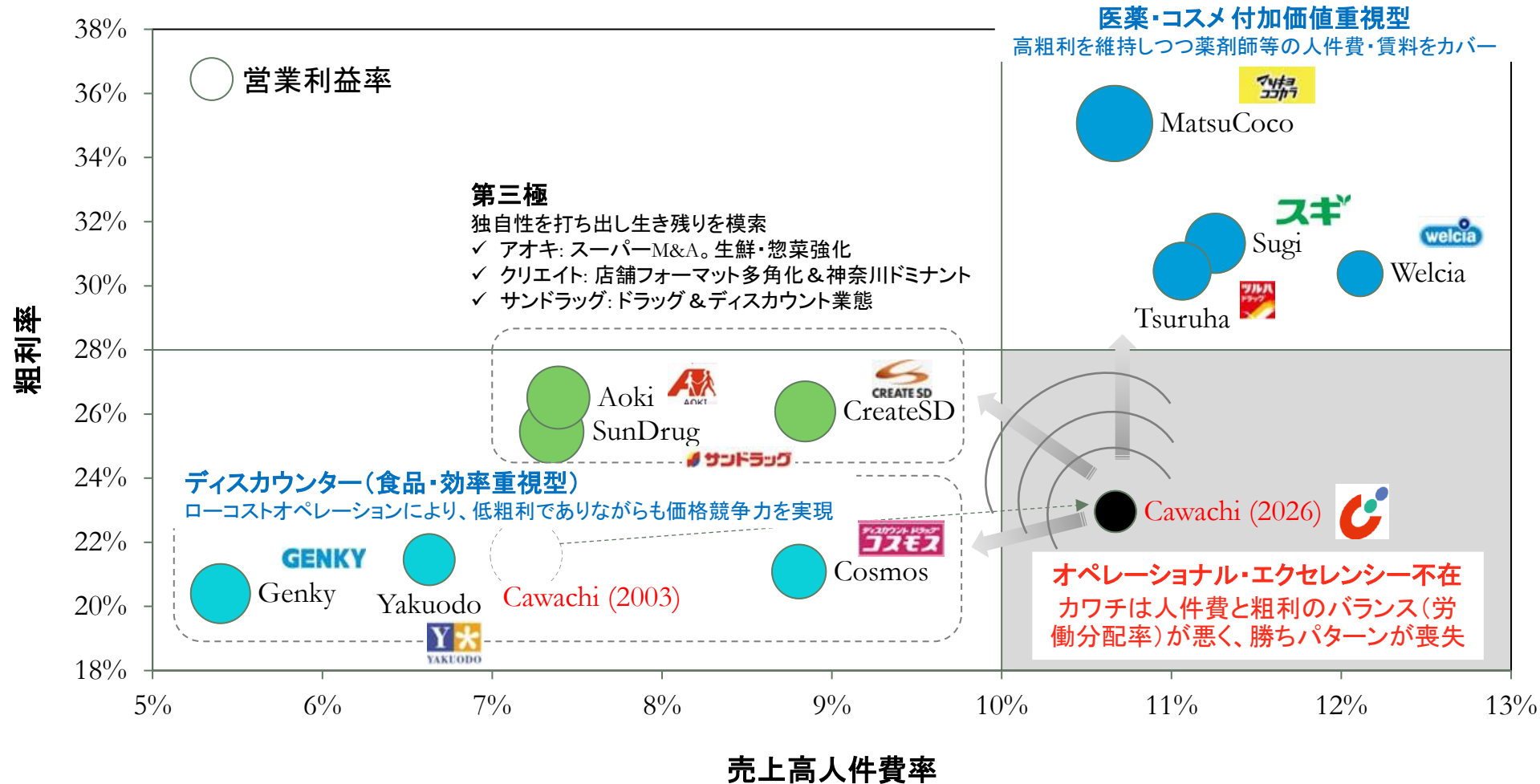
Note 1: DPS=100円での配当利回りは株価@JPY3,015に基づく

Note 2: DOEはCF支払配当金(直近決算期)/株主資本(直近決算期)。ただし、カワチ薬品の支払配当金はDPS(会社予想)=100円を基に算出

Note 3: カワチ薬品のImplied DPSは2025/12の株主資本とDOEから算出

Source: 各種開示情報

カワチ薬品は河内社長在任中に崩れた「勝ちパターン」を再確立する時



弊社の認識

- 粗利に対し人件費が過大
- 人件費に対し粗利が過少
- 現従業員維持には粗利改善が急務

次期中計での命題

- 明確なポジショニング
- 適正な労働分配率

Note 1: 第4章 企業価値向上に向けた提言の検証内容に基づく

Source: 各種開示情報

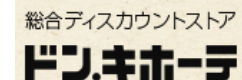
カワチ薬品は社会的使命があると考えるが、上場企業として相応しい業績確保は避けられない



“ファーマシー・モア:多種多様な商品を通じてお客様の健康で快適な生活を実現し、「最も身近なヘルスケアセンター」として愛される存在を目指す”



“会員に対し、最低価格で高品質な商品とサービスを継続的に提供する
Continually providing members with quality goods and services at the lowest possible prices.”



“顧客最優先主義を基本とし、店舗コンセプト「CV+D+A(コンビニエンス、ディスカウント、アミューズメント)」に基づいた運営を行うことによって、顧客に便利さ、安さ、楽しさを提供する時間消費型店舗を構築する”



- カワチ薬品は東北・北関東の生活を支える生活インフラと考える
- しかし、上場企業として、株式市場の期待に応える業績確保は、避けられない前提条件

弊社は、店舗運営の再定義、型の展開、事業の筋肉質化の観点からアップサイドがあると思料

事業上の想定施策

凡例 ✓ : 同業他社比較に基づき改善余地が大きいと想定される項目

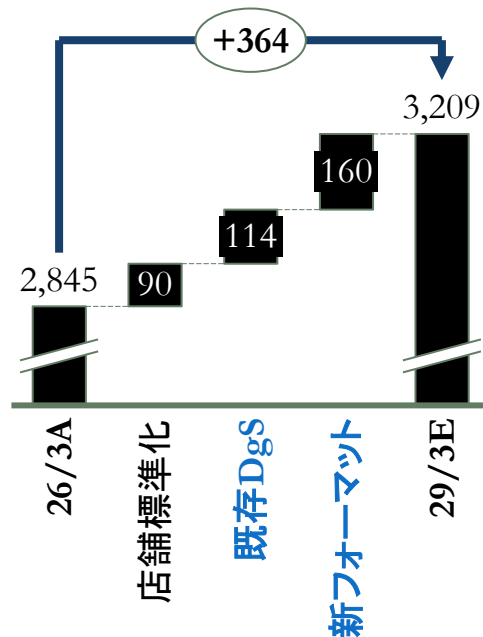
| | | | | |
|----------|-------------|---|---|------------------------------------|
| 店舗運営の再定義 | 1 労働分配率削減 | <ul style="list-style-type: none"> 商品・価格・店舗ミックスの見直しによる粗利改善 IT投資や人材配置を通じた人件費削減 | 人件費 / 粗利(労働分配率) 46%→37% | ✓ |
| | 2 店舗売上の標準化 | <ul style="list-style-type: none"> m²あたり売上の地域差を解消し、関東・甲信越の単位売上増加 | 既存店売上貢献 +3% | |
| | 3 不採算店のテコ入れ | <ul style="list-style-type: none"> 赤字店舗のスクラップ・ビルド。横浜ファーマシーは優先候補 | 横浜ファーマシー 推定業績 売上14,200M 営業赤字: ▲190M | |
| 型の展開 | 4 既存DgS展開 | <ul style="list-style-type: none"> 店舗の標準化の後、メガ・サテライトストアの継続的な展開 | +15店舗 | ✓ |
| | 5 新フォーマット展開 | <ul style="list-style-type: none"> アイココチ・カワチファーマシー等の新業態の加速的展開 | +40店舗 | ✓ |
| 事業の筋肉質化 | 6 運転資本最適化 | <ul style="list-style-type: none"> 売掛債権・棚卸資産回転率を削減しCCCを改善 | CCC 8.2 days → (1.7) days | |
| | 7 土地リースバック | <ul style="list-style-type: none"> リースバック等を活用した土地削減。ただし、賃貸料は増加 | 土地 / 有形固定資産比率 55%→18% | ✓ |
| | 8 遊休資産売却 | <ul style="list-style-type: none"> 賃貸土地・遊休地・太陽光発電設備関連資産を売却 | +1,470M | |

Note 1: 第4章 企業価値向上に向けた提言の検証内容に基づく

Source: Kaname Capital

株式市場は、業界水準の営業利益率4.5%超、ROIC10%超を期待
 経営陣には、店舗フォーマット再確立、労働分配率低減、アセットライトを中心の施策推進を要請

売上高: 億円

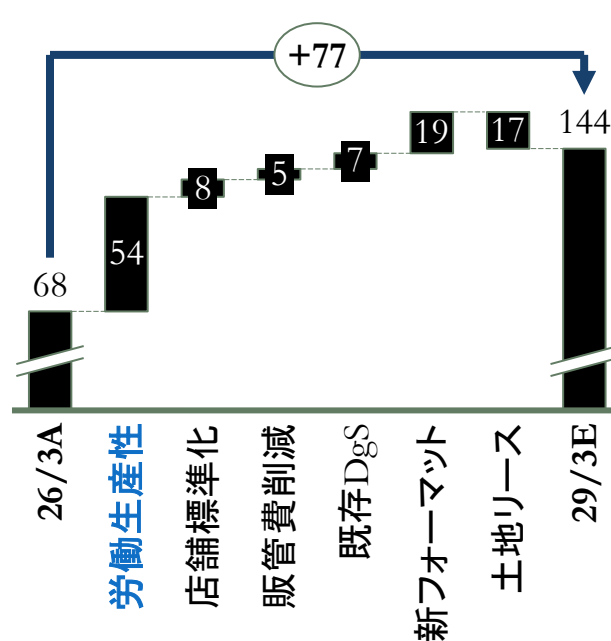


既存店活性化と新業態確立

売上高
CAGR
4%~

期末
店舗数
441店~

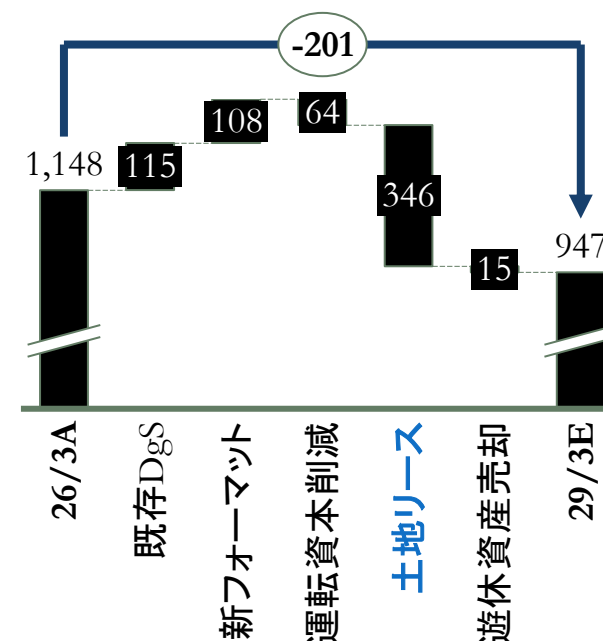
営業利益: 億円



労働生産性の改善

営業
利益率
4.5%~

投下資本: 億円



土地リースバックによる資本圧縮

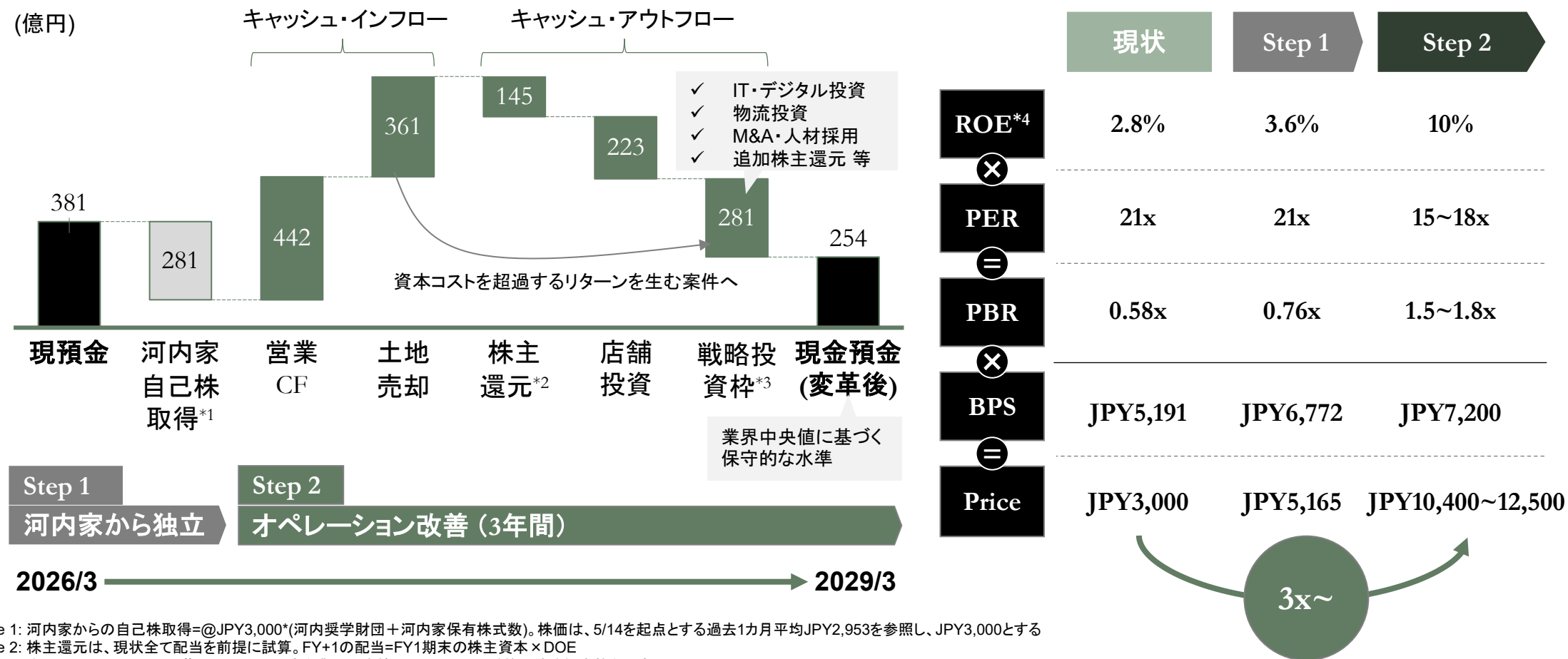
ROIC
10%~

Note 1: 不採算店舗のテコ入れ効果は公開情報からは推定困難なため、算定対象から除外

Source: Kaname Capital

ガバナンスとオペレーションの両輪の改革によりROE~10%・PBR~1.8xへ改善。株価は3倍超に上昇

キャッシュアロケーションと株価インパクト



Note 1: 河内家からの自己株取得=@JPY3,000*(河内奨学財団+河内家保有株式数)。株価は、5/14を起点とする過去1カ月平均JPY2,953を参照し、JPY3,000とする

Note 2: 株主還元は、現状全て配当を前提に試算。FY+1の配当=FY1期末の株主資本×DOE

Note 3: 本頁においては、カワチ薬品の手許現金を業界中央値の29日分とし、逆算で戦略投資枠を設定

Note 4: 2026/3の実績値

Source: Kaname Capital

河内伸二氏の手を離れ、カワチ薬品はベスト・オペレーターを取り戻す

お客様に最も愛され
信頼される地域一番店へ



要



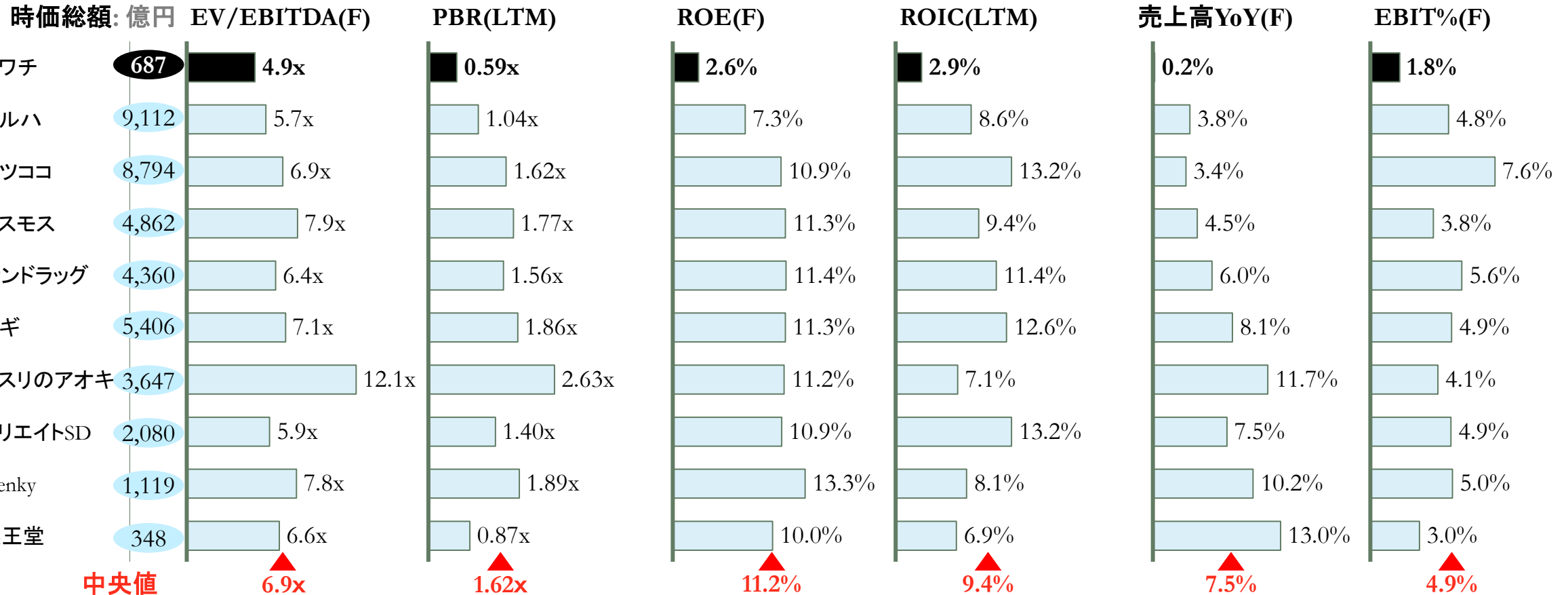
- 経営陣の交代による変革は少数株主・取引先・従業員への利益へ
- 少数株主は「株主優待」ではなく「株価向上」によるメリットを享受

カワチ薬品について気づきの点
がある方は、守秘義務厳守で、
ご意見をお寄せください
contact@kanamecapital.com



1. Executive Summary
2. カワチ薬品の経営課題
3. 創業家ガバナンスの弊害
4. 企業価値向上に向けた提言
5. Appendix.

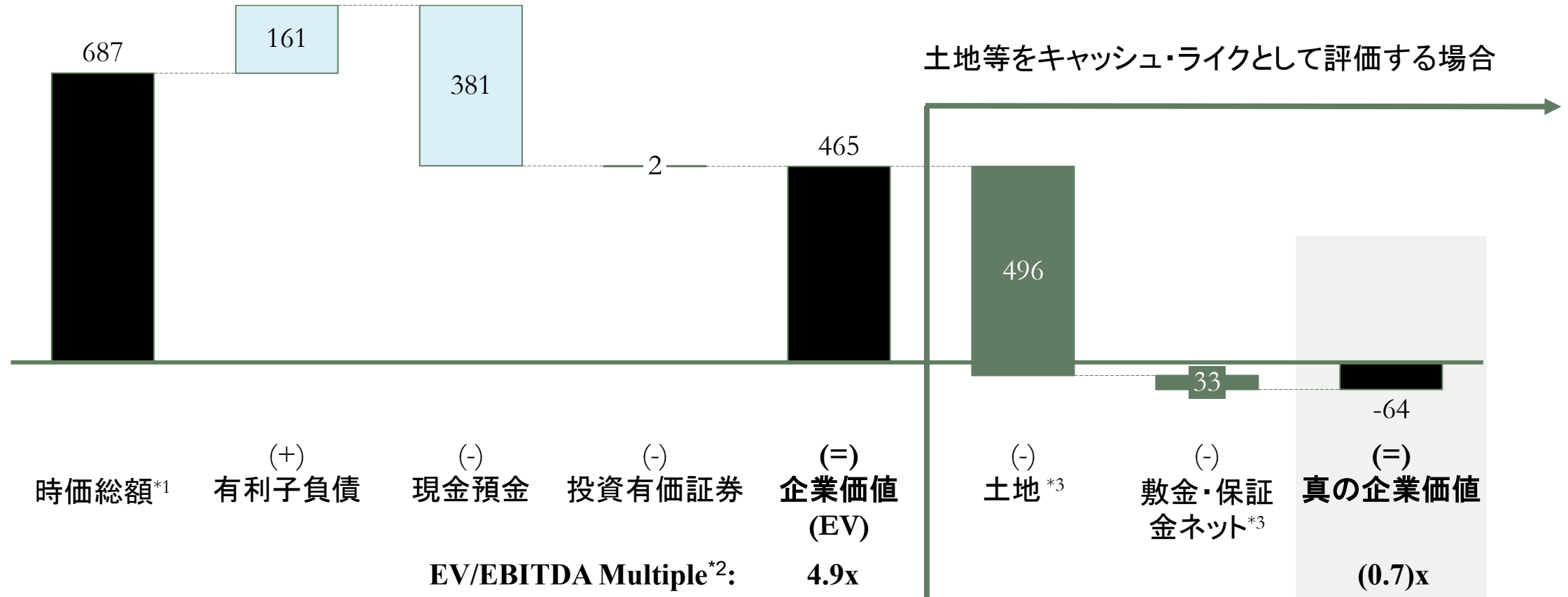
19年間の低迷を物語る、低調なバリュエーション



Note 1: 時価総額(自己株式調整後)は2026/5/14時点、EV/EBITDAのEBITDAは会社予測値、現金・有利子負債はLTM、PBRの純資産はLTM、ROEの当期純利益は会社予測値・純資産はLTM
 Note 2: ROIC=投下資本 LTM / NOPAT 会社予想 = (有形固定資産+無形固定資産+運転資本+投資有価証券+長期貸付金+敷金・保証金+ミニマムキャッシュ(一律10日分の年間売上)) / (営業利益×(1-実効税率))
 Note 3: ウエルシアは上場廃止の為、対象外とする。ツルハの段階利益(営業利益・当期純利益)は統合に係る一時費用を除外したNormalizedの値
 Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

土地等をキャッシュとみなした場合、株式市場は本業にマイナスの価値を付けている。経営陣は、資産を活かして価値を生むか、もしくは手放すか株式市場から選択を迫られている

カワチ薬品の企業価値評価: 億円



Note 1: 2026/5/14時点の流通株式数(自己株式控除後)を用いた時価総額

Note 2: EBITDAは会社予測

Note 3: 敷金・保証金(簿価)から資産除去債務を控除。土地は簿価

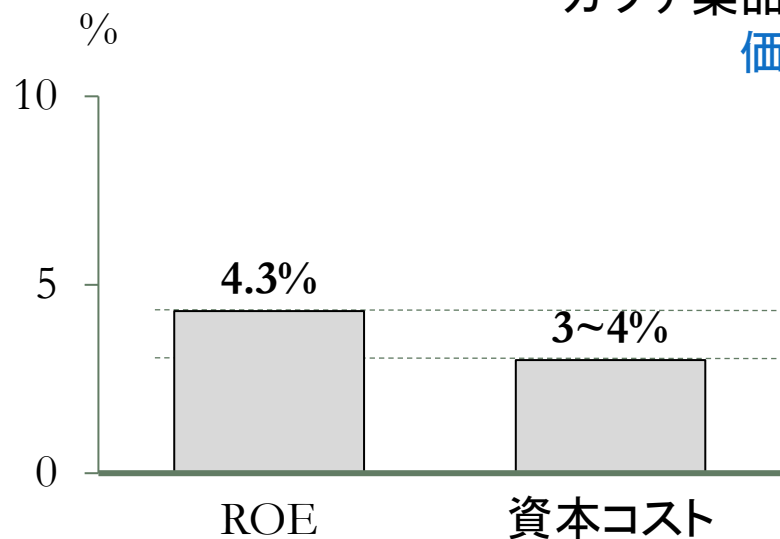
Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

カワチ薬品が開示した資本コスト(3-4%)は投資家の期待値を著しく下回る。したがって、同社のROEが資本コストを超過しているとは到底言い難い

カワチ薬品の前提: 2025/5/8開示

投資家の前提(25/3期を想定)

25/3時点



- 株主資本コスト(CAPM): 現状3~4%
- ROE: 資本コストを上回るも低水準



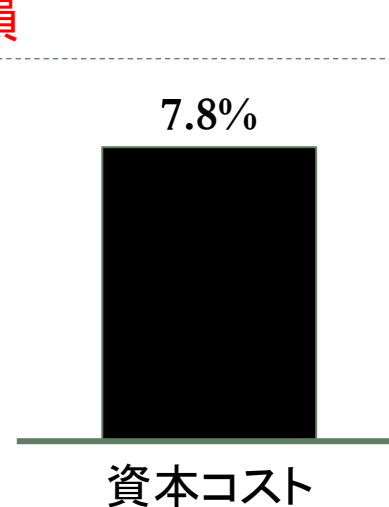
カワチ薬品の見解
価値創造



弊社の見解
価値棄損

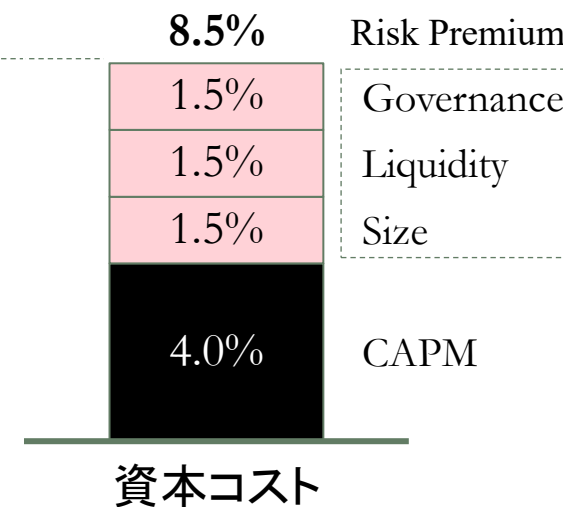


益利回りに基づく試算



- 益利回り(1/PER)は市場の期待する資本コストの近似値*2

弊社の見解



- カワチ薬品の状況を踏まえ各種リスク・プレミアムを加算*3

Note 1: 2026/3期の会社予測当期純利益に基づき算出

Note 2: 益利回りは2025/3期の実績PERに基づき算出

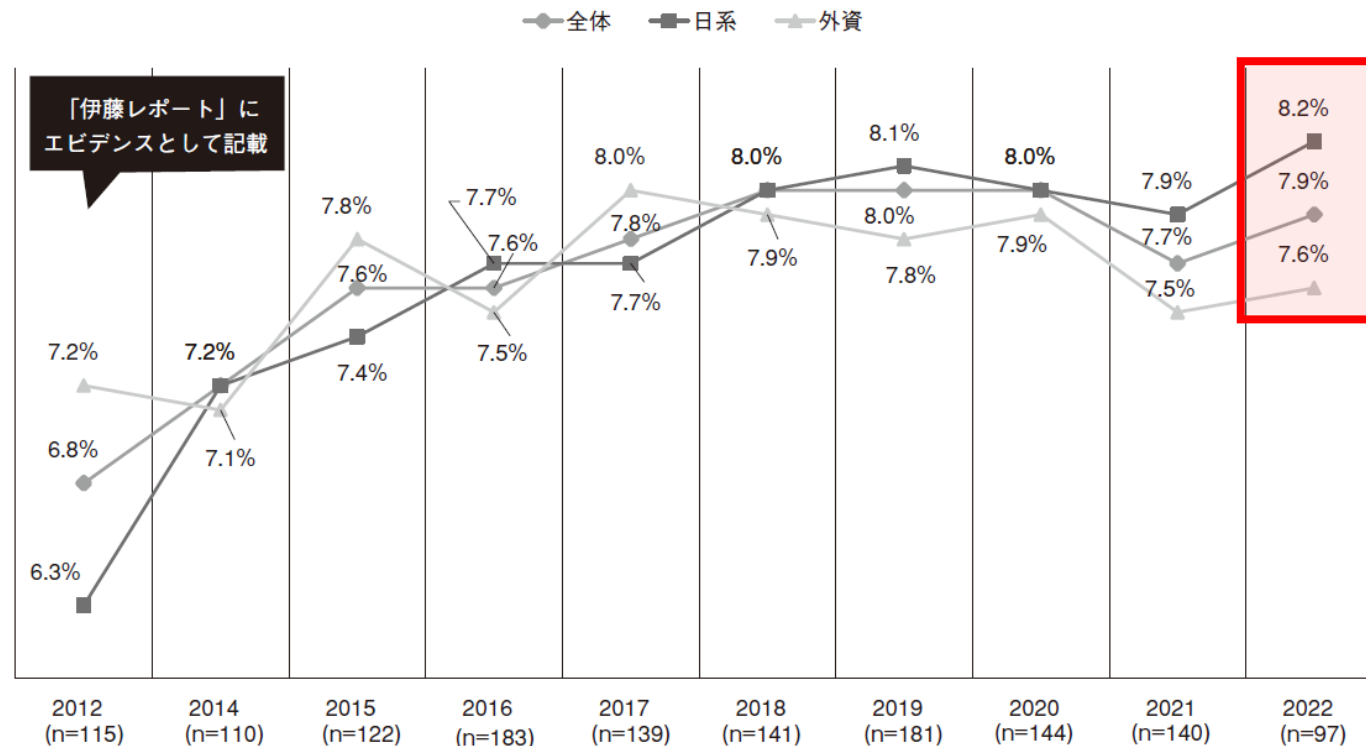
Note 3: リスク・プレミアムの前提 Size: 時価総額の観点で他の上場ドラッグストアに見劣り。Liquidity: 河内家保有比率が約42%の為、株式流動性の観点で見劣り。Governance: コーポレートガバナンス、資本政策、及び成長戦略の観点で見劣り

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

一般的な機関投資家が期待する資本コストは8%前後

Global Investor Survey (2007-2022)

一般に日本株にはどれくらいの株主資本コスト（個社別には異なるが、ベータ1の前提で日本株平均として）を想定しますか？
資本コスト＝投資家の要求利益率から、最低ROEの要求水準と読み替えても結構です



Source: “日本企業の価値創造に係る資本市場の視座の変遷~グローバル投資家サーベイ時系列分析(2007-2022)”(柳 良平)

資本コスト3-4%という前提は、取締役会において実質的な議論が行われていないことを示唆

企業価値向上に向けた取り組み(2025/5/8開示)

1. 現状認識

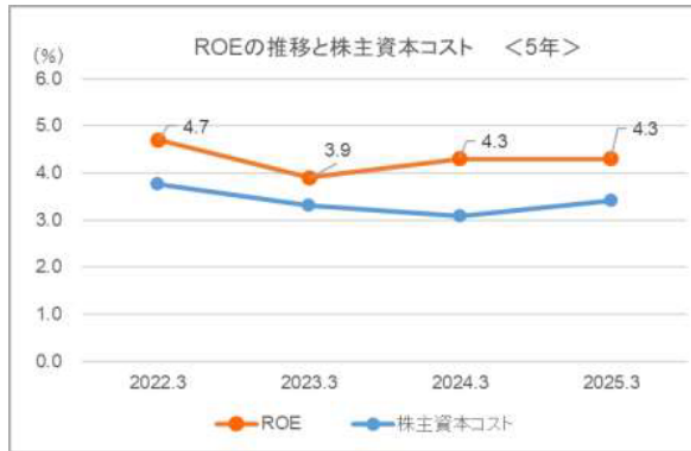
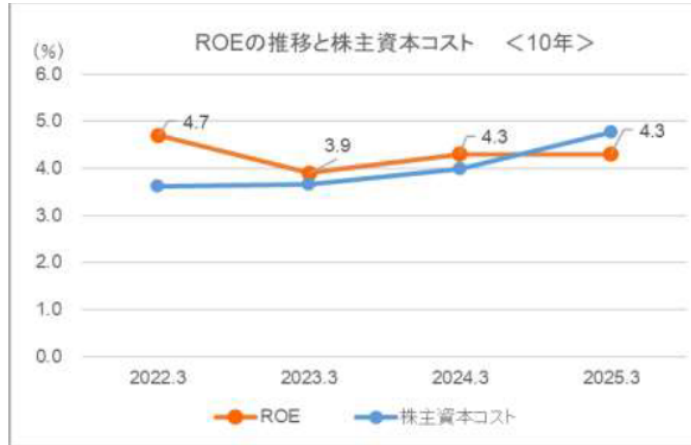
①ROE: 株主資本コストを上回るも低水準

【株主資本コスト(CAPM※)は、現状3~4%
以下と認識 (※)2025.3は3/15現在】

②PER: 同業他社比において低水準で推移
=PBR: 1倍割れの状態続く

2. 課題

- ①低水準ROEの改善⇒資産効率の向上
- ②安定した成長と収益性の確保
- ③資本コスト低減対策と成長率向上への取組



中期計画は、達成可能性を真剣に検証した上で策定されたものなのか

中期経営計画(2024/5/7開示)

(単位:百万円、%、店、件)

| 連結 | 2022.3期 | | 2023.3期 | | 2024.3期 | | 2025.3期 | | 2026.3期 | |
|--------|---------|-------|---------|-----|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 実績 | 前期比 | 実績 | 前期比 | 実績 | 前期比 | 計画 | 前期比 | 計画 | 前期比 |
| 売上高 | 279,462 | 98.2% | 281,871 | - | 285,960 | 101.5% | 292,000 | 102.1% | 300,200 | 102.8% |
| 既存店前期比 | | 97.3% | | - | | 100.4% | | 100.7% | | 100.1% |
| 粗利益率 | 22.6 | -0.1 | 22.7 | - | 23.0 | 0.3 | 23.5 | 0.5 | 23.8 | 0.3 |
| 販管费率 | 19.8 | 0.8 | 20.4 | - | 20.3 | -0.1 | 20.8 | 0.5 | 20.8 | 0.0 |
| 営業利益率 | 2.8 | -0.9 | 2.3 | - | 2.7 | 0.4 | 2.7 | 0.0 | 3.0 | 0.3 |
| 当期純利益率 | 1.7 | -0.8 | 1.5 | - | 1.6 | 0.1 | 2.0 | 0.4 | 2.1 | 0.1 |

| 連結 | 実績 | 増減 | 実績 | 増減 | 実績 | 増減 | 計画 | 増減 | 計画 | 増減 |
|---------|-----|----|-----|----|-----|----|-----|----|-----|----|
| 新規出店数 | 11 | 3 | 11 | 0 | 13 | 2 | 13 | 0 | 22 | 9 |
| 閉店数 | 2 | 1 | 2 | 0 | 2 | 0 | 2 | 0 | 2 | 0 |
| 期末店舗数 | 355 | 9 | 364 | 9 | 375 | 11 | 386 | 11 | 406 | 20 |
| 新規調剤併設数 | 10 | 3 | 13 | 3 | 9 | △4 | 7 | △2 | 10 | 3 |
| 調剤期末件数 | 132 | 9 | 144 | 12 | 151 | 7 | 158 | 7 | 168 | 10 |

| | | | | | |
|------|-------|-------|-------|-------|--------|
| 設備投資 | 4,674 | 6,009 | 5,595 | 8,150 | 10,700 |
| 減価償却 | 4,424 | 4,350 | 4,306 | 4,950 | 5,450 |

Source: 各種開示情報

計画達成に対する経営陣の本気度について、疑念を禁じ得ない

中期計画の達成状況(2025/5/8開示)

1. 中期計画

➤ 2026年3月期

連結売上高3,000億円、店舗数400店舗以上

→ ROE5%以上

未達

2. 成長戦略

① 出店 = シェア率拡大へ

⇒ 未達

* 調剤併設率40%以上 = 専門性強化

⇒ 達成

② 物流体制・システム強化

⇒ 物流のみ達成

* 独自の体制確立へ = 収益力向上

⇒ 一部未達

③ 営業戦略

* アプリやデジタル媒体の活用

⇒ 始めてはいるものの

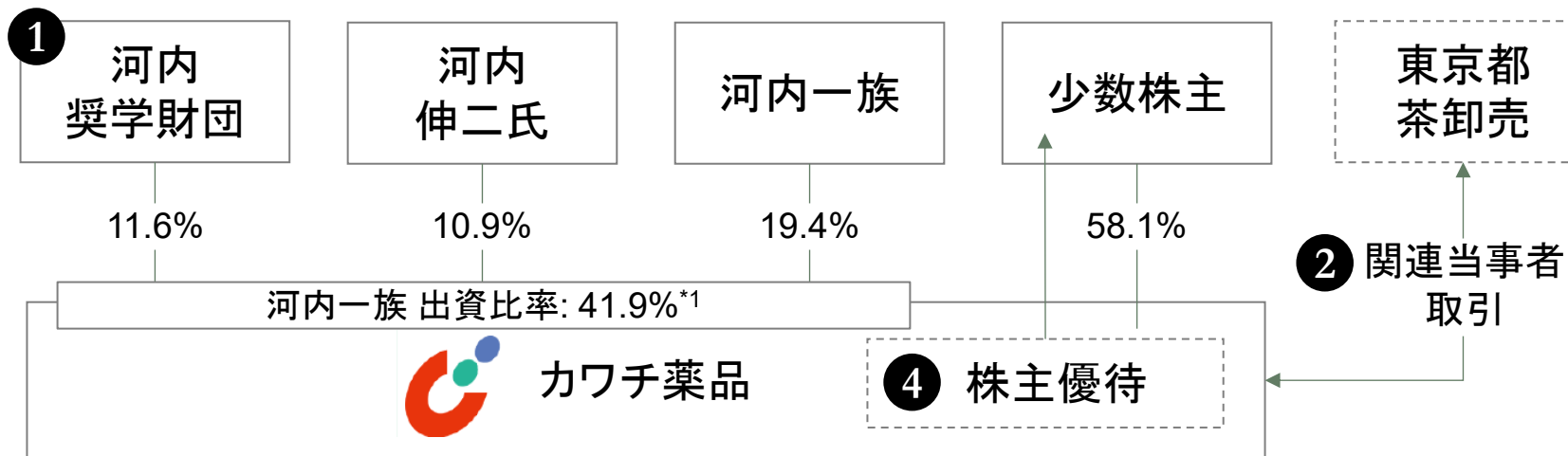
* 客層別対応強化

未達

1. Executive Summary
2. カワチ薬品の経営課題
3. 創業家ガバナンスの弊害
4. 企業価値向上に向けた提言
5. Appendix.

富の蓄積が河内一族に帰属する構図。少数株主の利益最大化が蔑ろにされている現状

創業家を取り巻く5つのガバナンス課題



- 1 奨学財団の運営実態**
株価上昇インセンティブを有さず。運営費も増加傾向
- 2 河内社長の親族会社との取引**
河内社長の親族会社との長期・一定額の取引
- 3 河内社長の高額な役員報酬**
PBR=0.6xにも関わらず伸二氏の報酬は1.6億超
- 4 株主優待**
株主優待により少数株主からの批判を回避
- 5 社外取のガバナンス不在**
機関投資家出身の渡辺氏のガバナンス不在

3 河内 伸二氏
代表取締役社長

大久保氏
店舗開発部長

社内取締役: 2名

5 渡辺氏
指名・報酬委員会
委員長

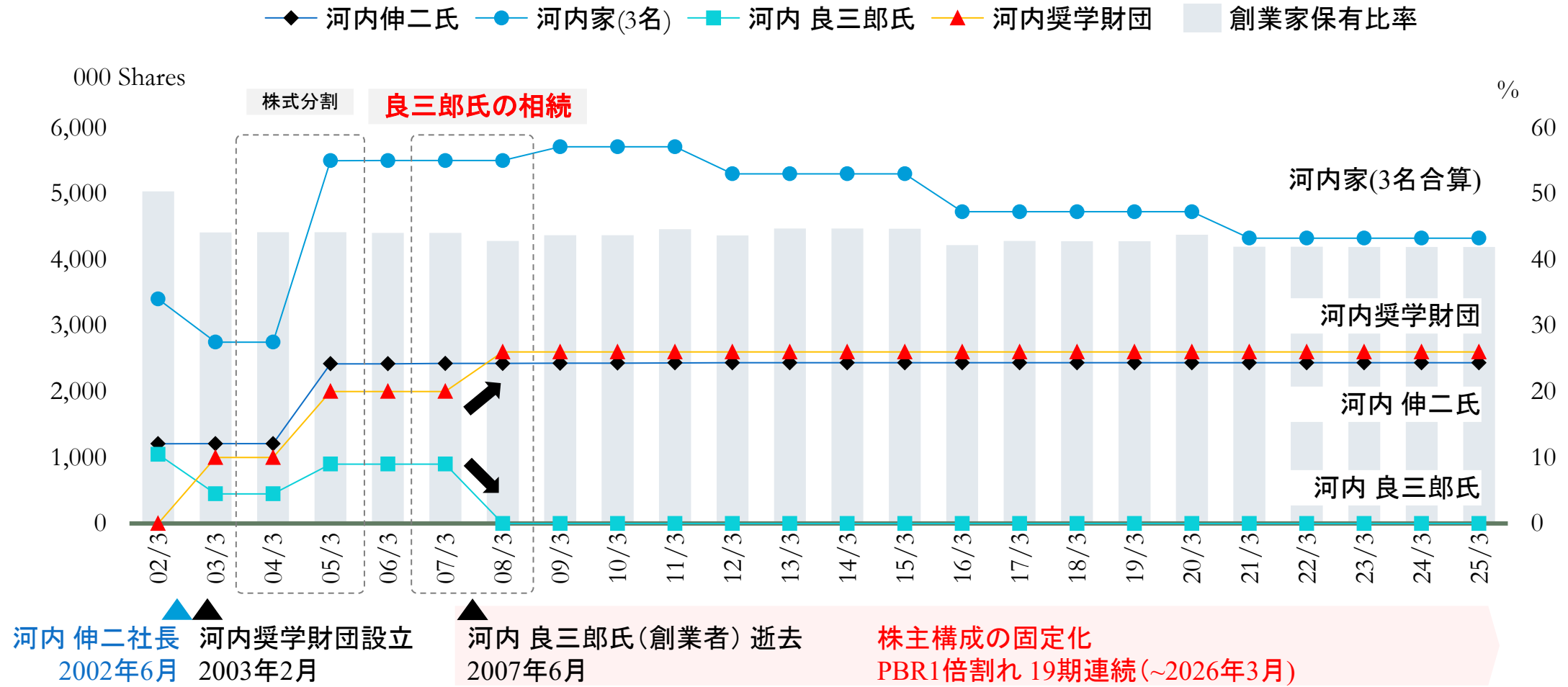
江藤氏

社外取締役: 2名

Note 1: 出資比率は自己株式を除く(2025/9時点)

Source: 各種開示情報


株主構成が固定化。株価インセンティブが乏しい財団が筆頭株主である点もPBR1割れを招く要因

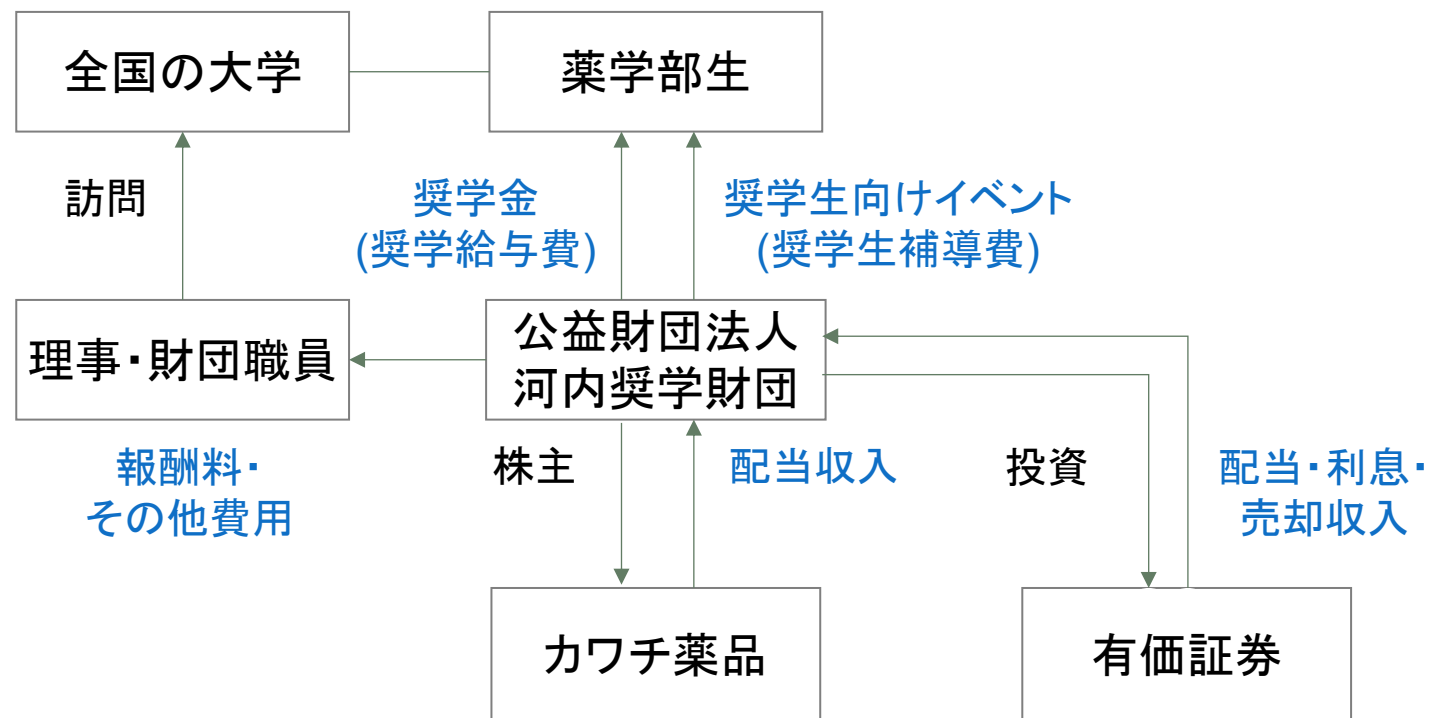


Source: 各種開示情報

河内奨学財団はカワチ薬品の筆頭株主であり、薬学部生への学費支援を標榜する公益財団法人

河内奨学財団の運営構造

- 理事長:**
 河内タカ氏
 (創業家)
 
- 設立:**
 2003年2月
- 設立趣意:**
 薬学部生への奨学金を通じて薬学会の発展を支援。カワチ薬品、河内良三郎氏(故人)、河内タカ氏による拠出金により設立



奨学財団は株価上昇の制約。弊社は、カワチ薬品による自己株取得を提案したい

河内奨学財団 資産内訳(2025/3/31): 百万円



株価への 潜在影響

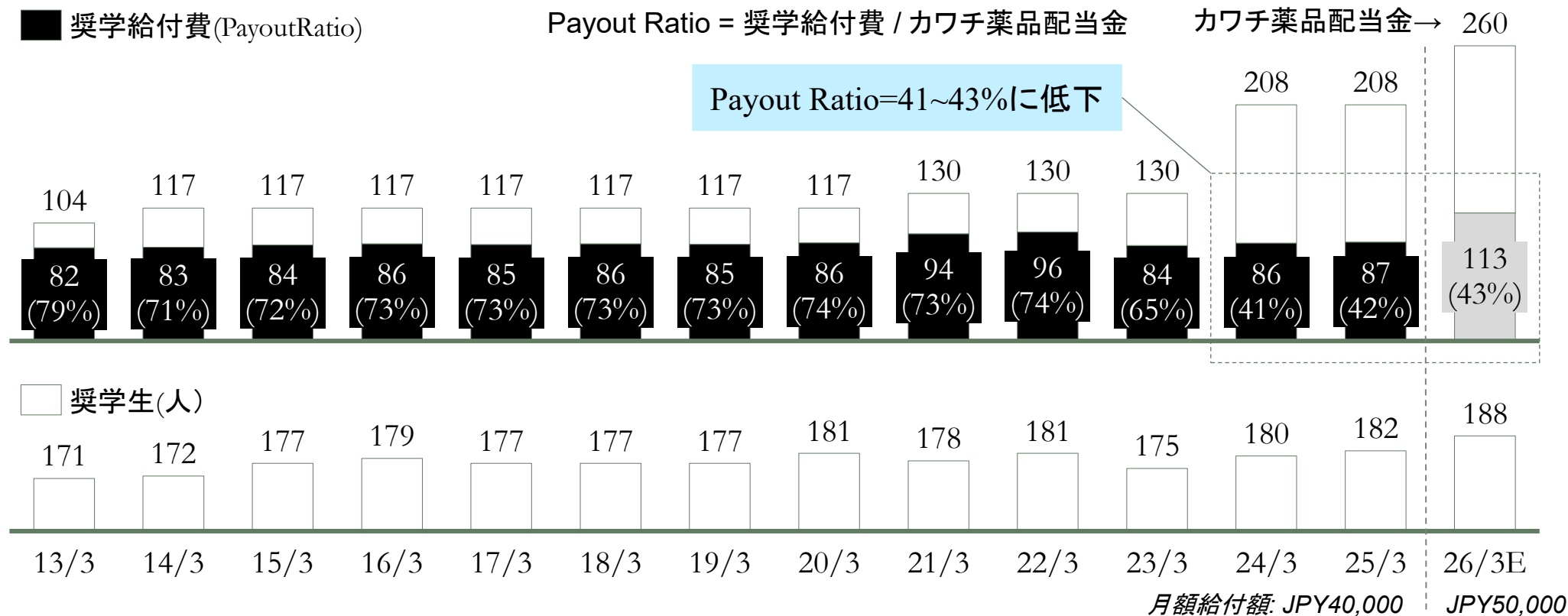
- 同財団は、奨学生支援という目的で公益性が高く、また、積極的な有価証券投資も行っていない
- したがって、**経済的インセンティブ(=カワチ薬品の時価総額向上)**を有さないと思料
- 同財団が、カワチ薬品の**筆頭株主**であることが、**株式流動性を低下**させ、**株価上昇の制約**となり得る

自己株取得

- カワチ薬品による自己株取得**。同財団はカワチの株主でなくなり、**少数株主との潜在的利益相反を解消**
- 財団は新たにファミリーオフィスとして、有価証券投資を通じた資産の安定的拡大を目指す

カワチ薬品株式配当の奨学生への分配比率(Payout Ratio)は41-43%に低下。奨学生への支援意義が低下しているのではないか

配当収入に占める奨学給付費の割合*1: 百万円



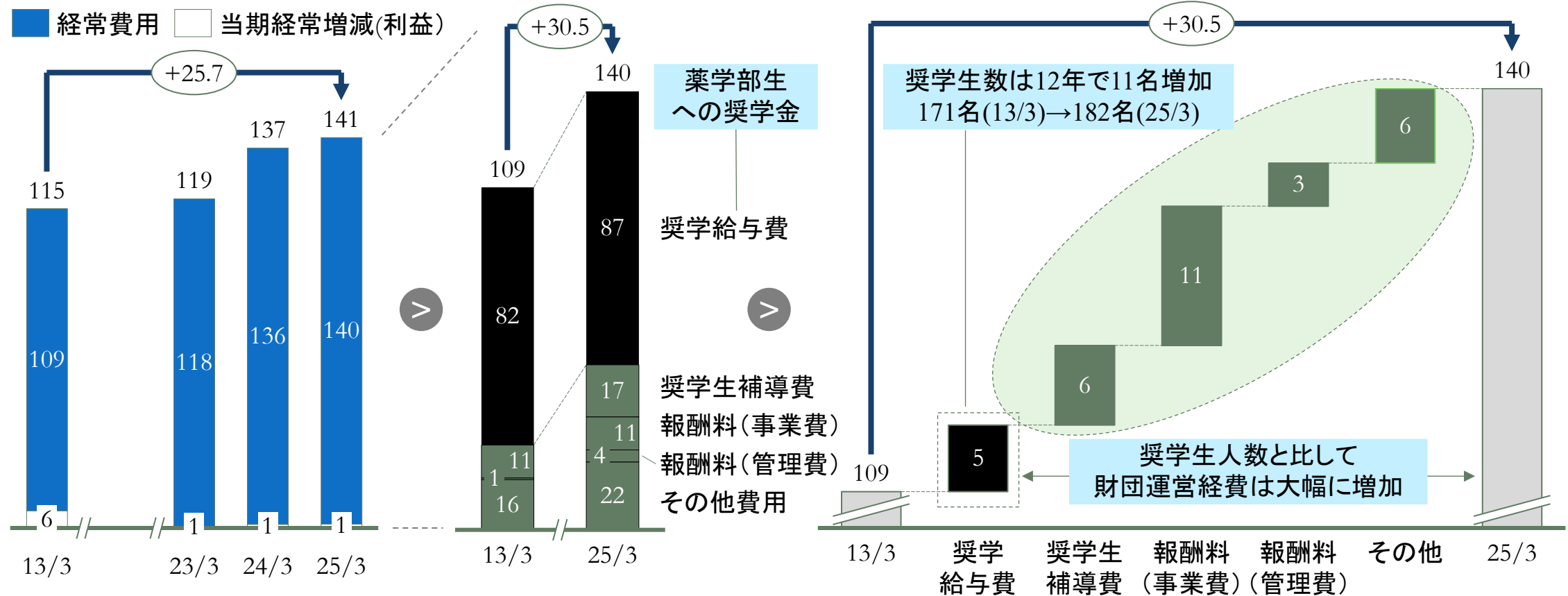
Note 1: 奨学給付費・奨学生に関して、25/3迄は実績。26/3は財団公表の令和7年度 事業計画に基づく。また、カワチ薬品配当金については、DPS×保有株式数で算出(25/3迄は実績、26/3はDPS=100円)

Source: 河内奨学財団開示資料

奨学生数や奨学給付費の増加に比して、財団運営費が増加。財団の存在意義は奨学生の支援か、もしくは、一族の財産保全か、再定義する局面

経常収益増減: 百万円

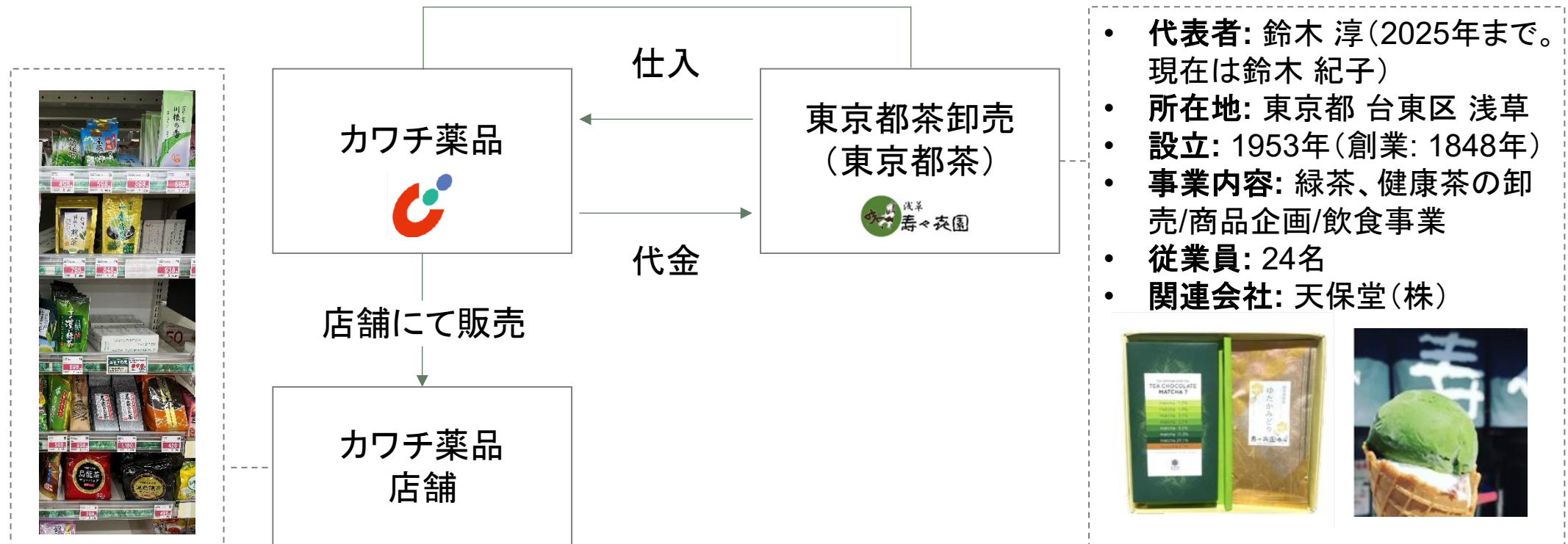
経常費用増減: 百万円



Source: 河内奨学財団開示資料

河内伸二氏の実兄が代表を務める会社との関連当事者間取引が存在

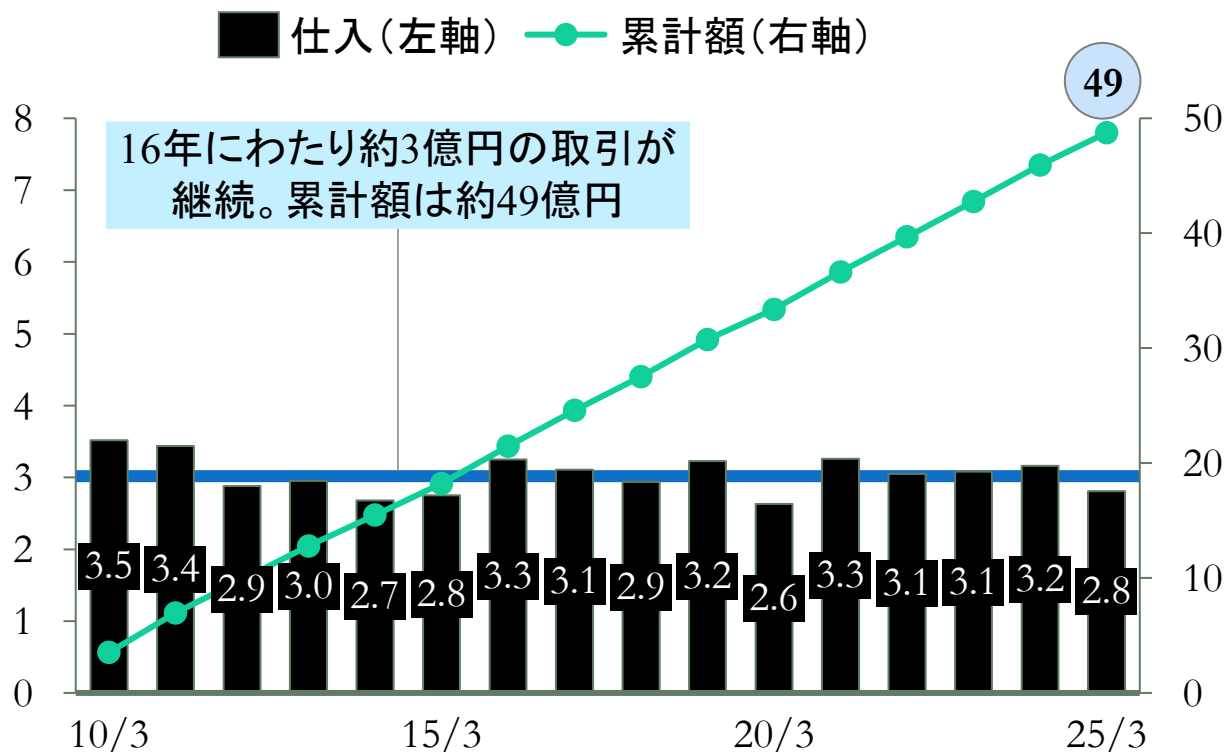
関連当事者取引 (ただし、両社の間に資本関係は存在しない)



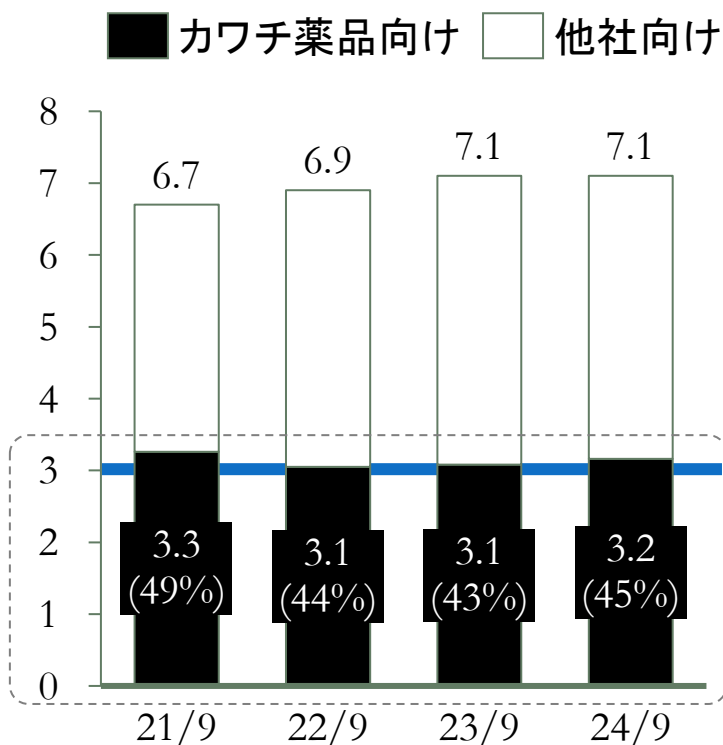
Source: 各種開示情報、店舗実地調査

カワチ薬品の店舗数や食品売上が増加する中で、東京都茶との間で長期間・一定額の関連当事者間取引が存在。親族へのサイドペイメントを投資家に想起させる

カワチ薬品 関連当事者間取引: 億円



東京都茶の業績*1: 億円



食品売上 1,061億 → +260億 → 1,321億

Note 1: 東京都茶卸売の売上高は信用調査に基づく単体売上。なお、カワチ薬品の関連当事者間取引相当額をカワチ薬品に対する売上として算出

Source: 信用調査情報、各種開示情報

実地調査の対象店舗において、カワチでは必ず東京都茶が販売されている事実を確認した

カワチ サテライト



日本茶売場

東京都茶SKU*¹²

ナショナルブランドSKU



商品棚 約1列分

約28

約12

カワチ メガストア



商品棚 約2列分

約50

約25

ツルハ



商品棚 約1列分

0

約35

➡ 1~2棚分/店の販売量を前提とすると、なぜ店舗数に比例して東京都茶の仕入額が増加しないのか？

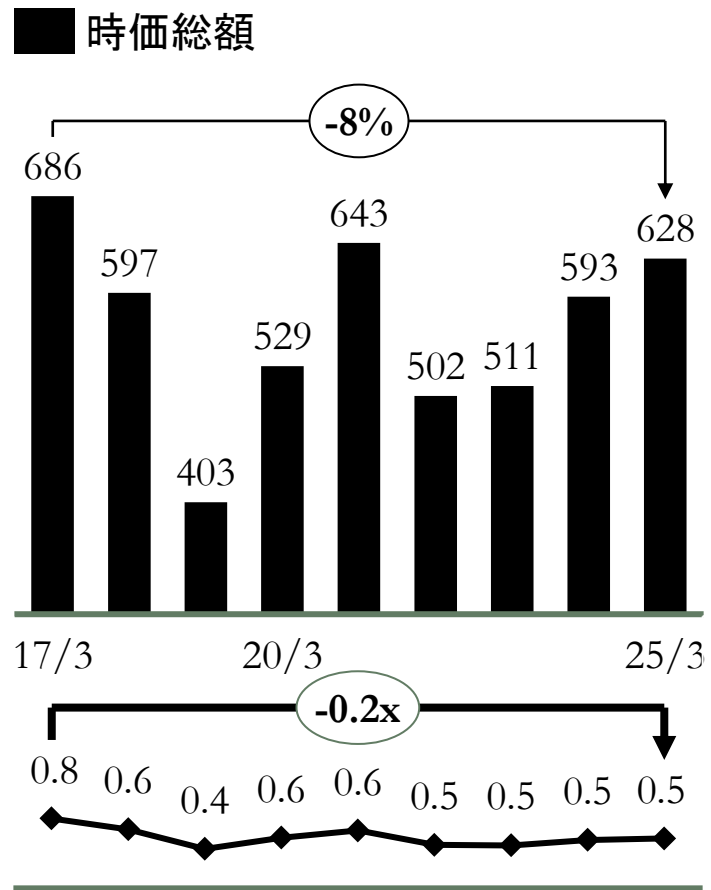
Note 1: 東京都茶のSKUに関して、同社の自社ブランドに加え、カワチ薬品が同社経由で仕入れるナショナルブランドも東京都茶のSKUとして含める

Note 2: 重点店舗調査の対象とした栃木県の13店舗においては、少なくとも同様のSKUの傾向が見られた

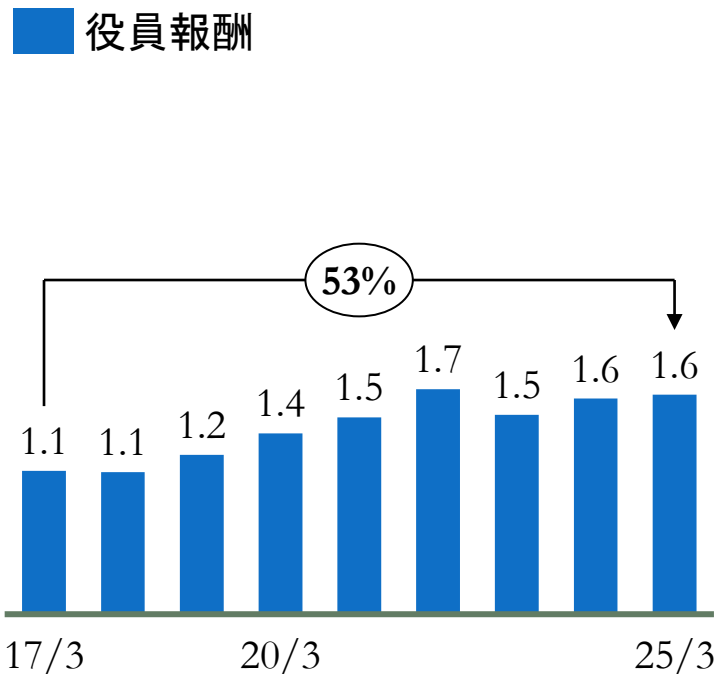
Source: 店舗調査

河内社長の報酬は株価関連指標に連動せず。業績賞与・非金銭報酬中心の構造転換を要請する

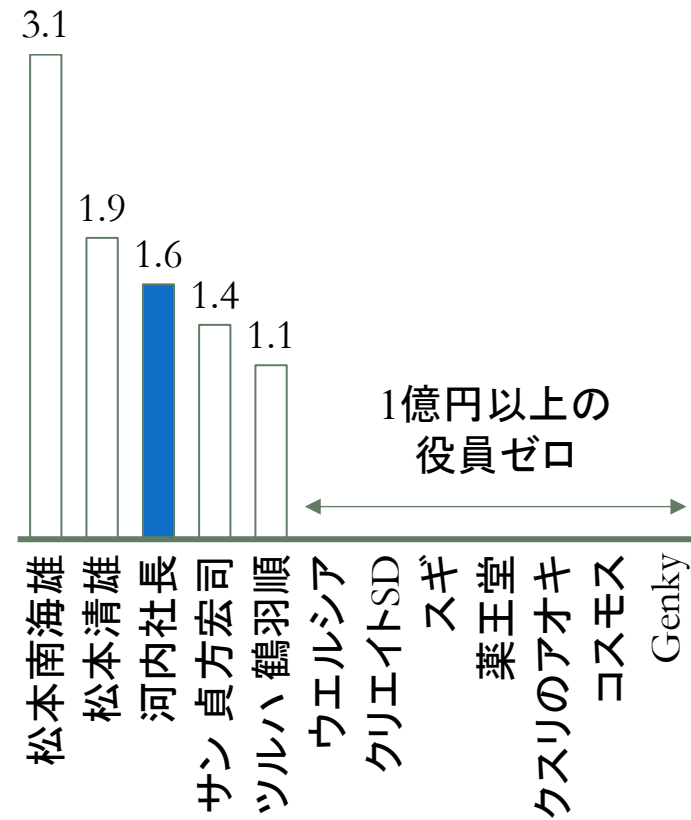
カワチ薬品の時価総額: 億円



河内社長の報酬: 億円



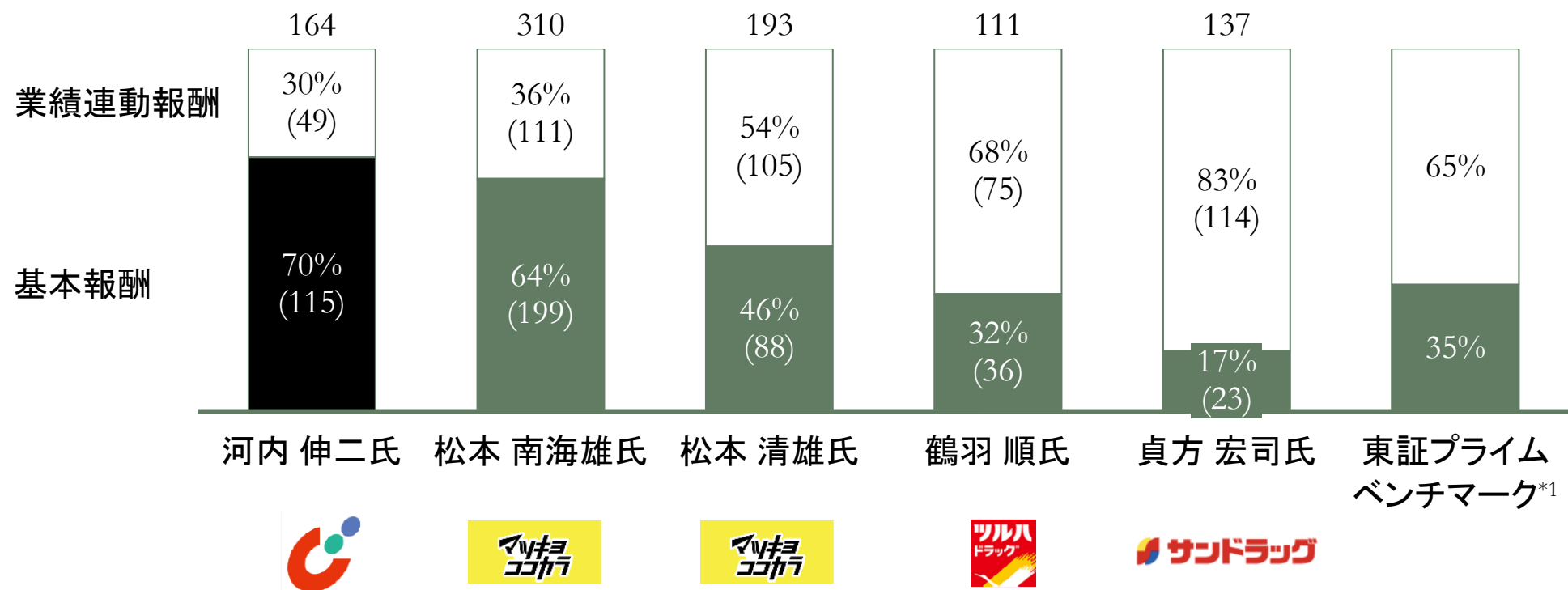
年収1億円以上の役員: 億円



Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

河内社長の高い固定報酬比率は株価向上インセンティブを削いでいる

基本報酬・業績連動報酬の比率：百万円

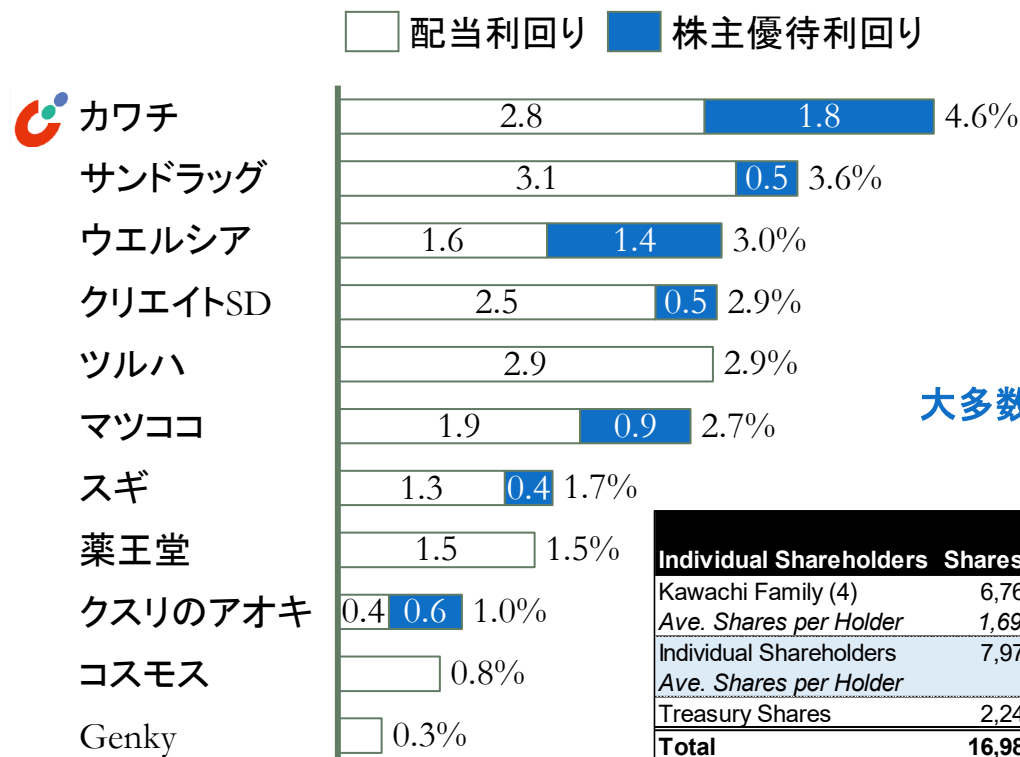


Note 1: TSE Prime Benchmarkはプライム市場上位100社の報酬ミックス

Source: 各種開示情報、役員報酬の最新トレンド(2025年) (Mitsubishi UFJ Research & Consulting)

株主優待により利回りを高め個人投資家を誘引。結果、低PBRへの批判を回避

配当金+優待利回り*1: 100株保有の場合

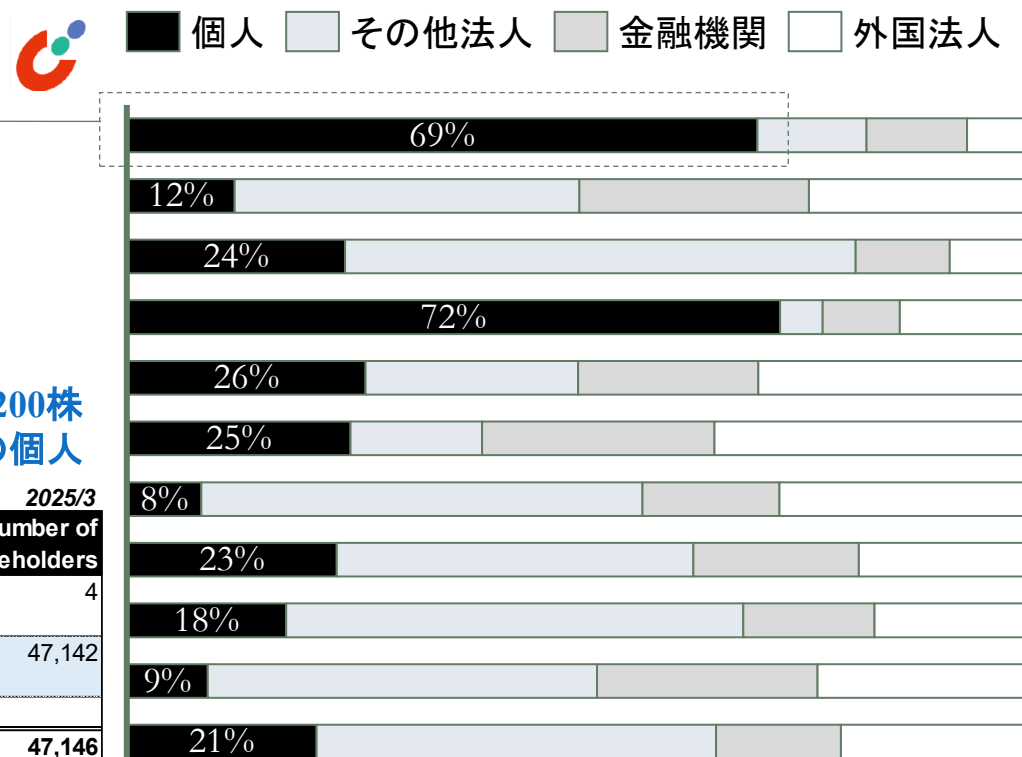


大多数は100~200株
保有の個人

2025/3

| | Individual Shareholders | Shares Held | Shareholders |
|-------------------------|-------------------------|-------------|---------------|
| Kawachi Family (4) | 6,761,000 | | 4 |
| Ave. Shares per Holder | 1,690,250 | | |
| Individual Shareholders | 7,975,200 | | 47,142 |
| Ave. Shares per Holder | 169 | | |
| Treasury Shares | 2,249,100 | | |
| Total | 16,985,300 | | 47,146 |

株主構成*1



- 100~200株保有の個人投資家が太宗と思料。低PBRへの批判を回避していると捉えられかねない
- 資本コスト目線の引き上げ、ROEの改善を通じて、機関投資家の保有比率を高めるべき

Note 1: 株価、株主構成はFY24期末時点

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

個人投資家の皆様には株主優待で満足せずにカワチ薬品の改善の為、声を上げて頂きたい



進呈基準

- 100株以上~500株未満 5,000円相当
- 500株以上~1,000株未満 10,000円相当
- 1,000株以上 15,000円相当



Source: 各種開示情報

資本市場・小売業・アカデミアにおける渡辺氏の豊富な知見は、カワチの変革に直結しなかった

社外取締役 渡辺 林治氏 (Mr. Rinji Watanabe)



- 1990年: 慶應義塾大学経済学部卒業。(株)野村総合研究所入社
- 1995年: カリフォルニア大学ロサンゼルス校(UCLA)アンダーソン経営大学院修士課程修了(MBA)
- 1999年: シュローダー投信投資顧問(株)入社。調査部長を経験
- 2009年: リンジーアドバイス設立(上場企業に対する経営・財務コンサルティング)
- 2011年: 慶應義塾大学商学研究科後期博士課程修了(商学博士)
- 2015年~2018年: アスクル 社外監査役
- 2015年~2022年: 自重堂 社外取締役
- 2016年~現在: カワチ薬品 社外取締役



渡辺氏は機関投資家、経営コンサル、大学講師といった豊富な経験を有する専門家。しかし、約10年の在籍期間中、PBR1倍割れを是正できなかった

第58回 定時株主総会(2025年6月) 臨時報告書*1

| 決議事項 | 賛成 | 反対 | 棄権 | 賛成率 | *1 決議結果 |
|--------|----------|---------|--------|--------|---------|
| 第1号議案 | 165,030個 | 3,569個 | 0個 | 95.04% | 可決 |
| 第2号議案 | | | | | |
| 河内 伸二 | 139,650個 | 27,783個 | 1,300個 | 80.36% | 可決 |
| 大久保 勝之 | 161,602個 | 5,832個 | 1,300個 | 92.99% | 可決 |
| 渡辺 林治 | 161,707個 | 7,027個 | 0個 | 93.05% | 可決 |
| 江藤 美帆 | 161,852個 | 5,582個 | 1,300個 | 93.14% | 可決 |

参考) 弊社の議決権行動

- 渡辺氏
→ **反対**
- 河内社長、大久保氏、江藤氏
→ **棄権**
対話継続意向の為(2025年6月時点)

Note 1: カワチ薬品の臨時報告書(2025/6/13)によると、議決権の数に株主総会に出席した株主の議決権の数の一部を加算していないとのこと

Source: 各種開示情報

渡辺氏に代わる、新たな専門家を指名・報酬委員長に登用する必要がある

指名・報酬 委員会の概要

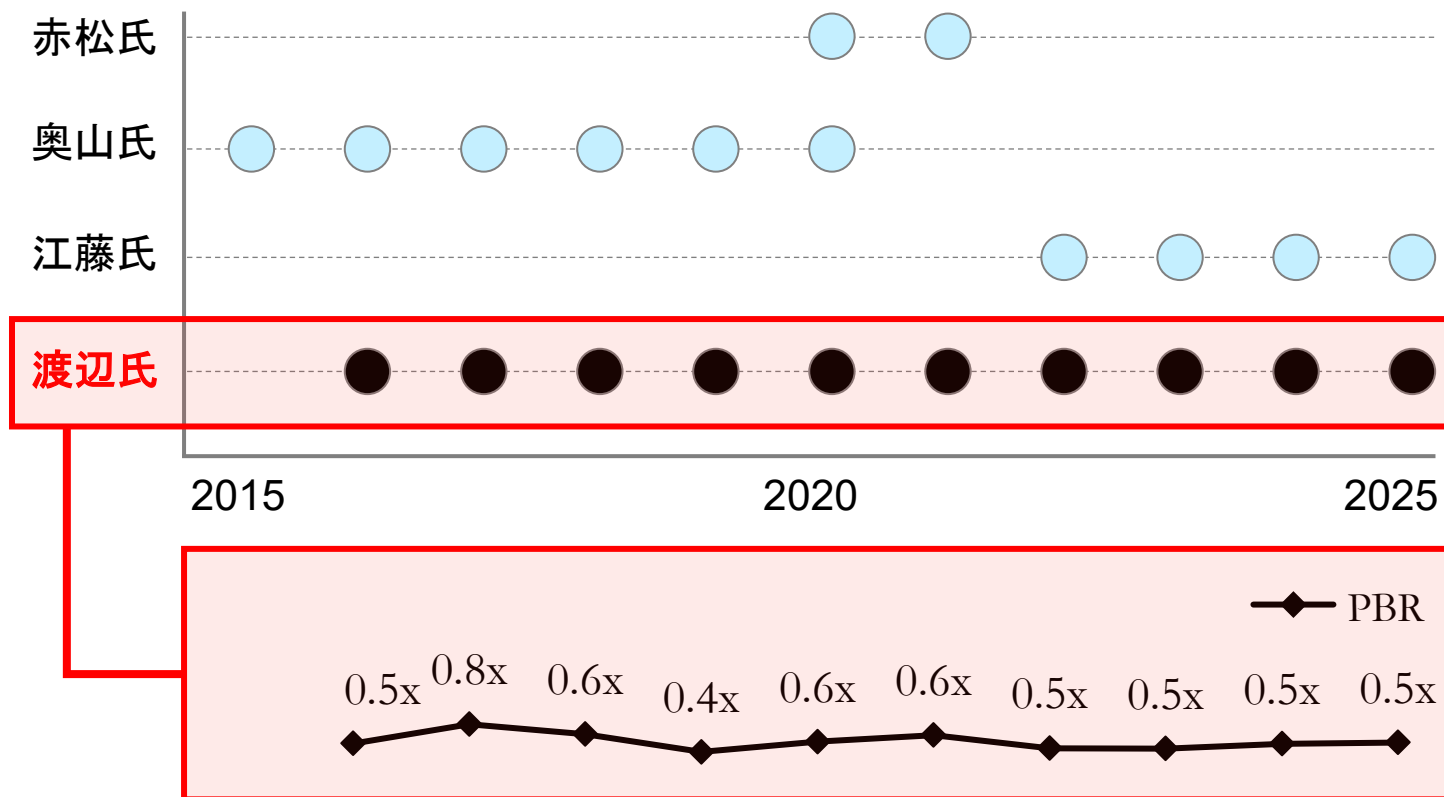
指名委員会

- ✓ 渡辺 社外取締役(委員長)
- ✓ 江藤 社外取締役
- ✓ 河内 社長
- ✓ 大久保 取締役

報酬委員会

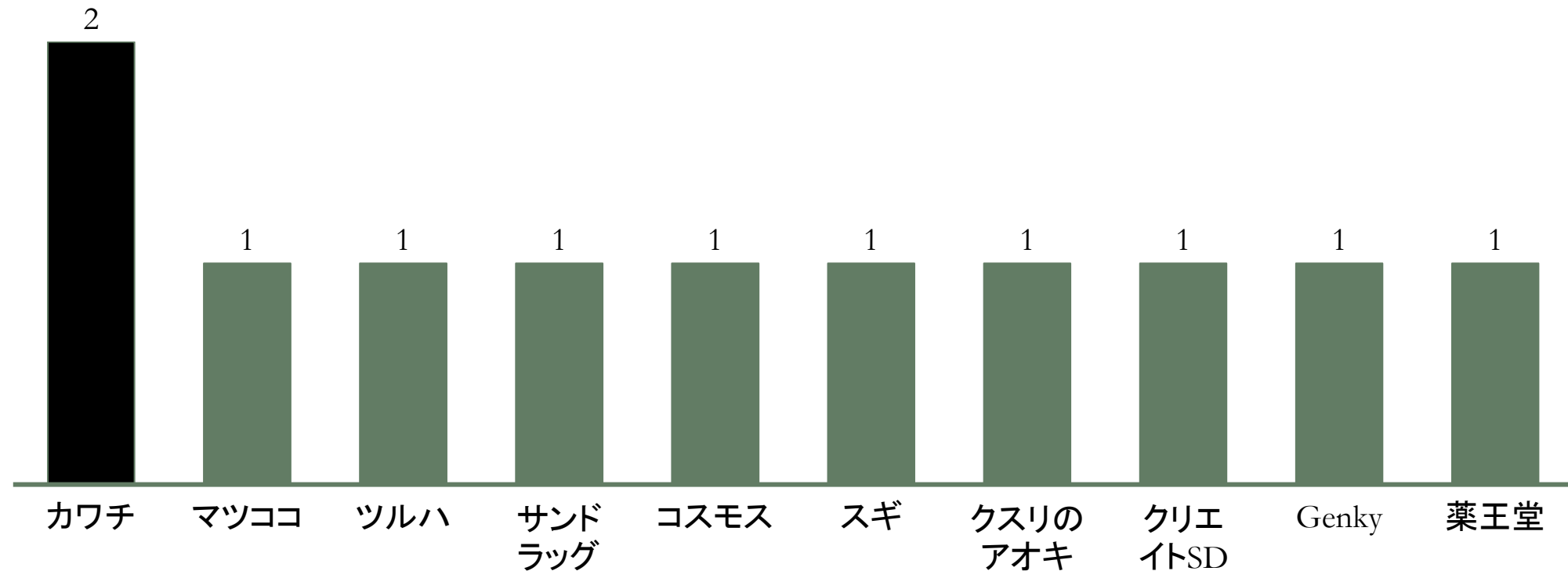
- ✓ 渡辺 社外取締役(委員長)
- ✓ 江藤 社外取締役
- ✓ 河内 社長
- ✓ 大久保 取締役

社外取締役の在任期間とその成果



カワチ薬品のみが役員任期2年であり、役員の新陳代謝を阻害する一因

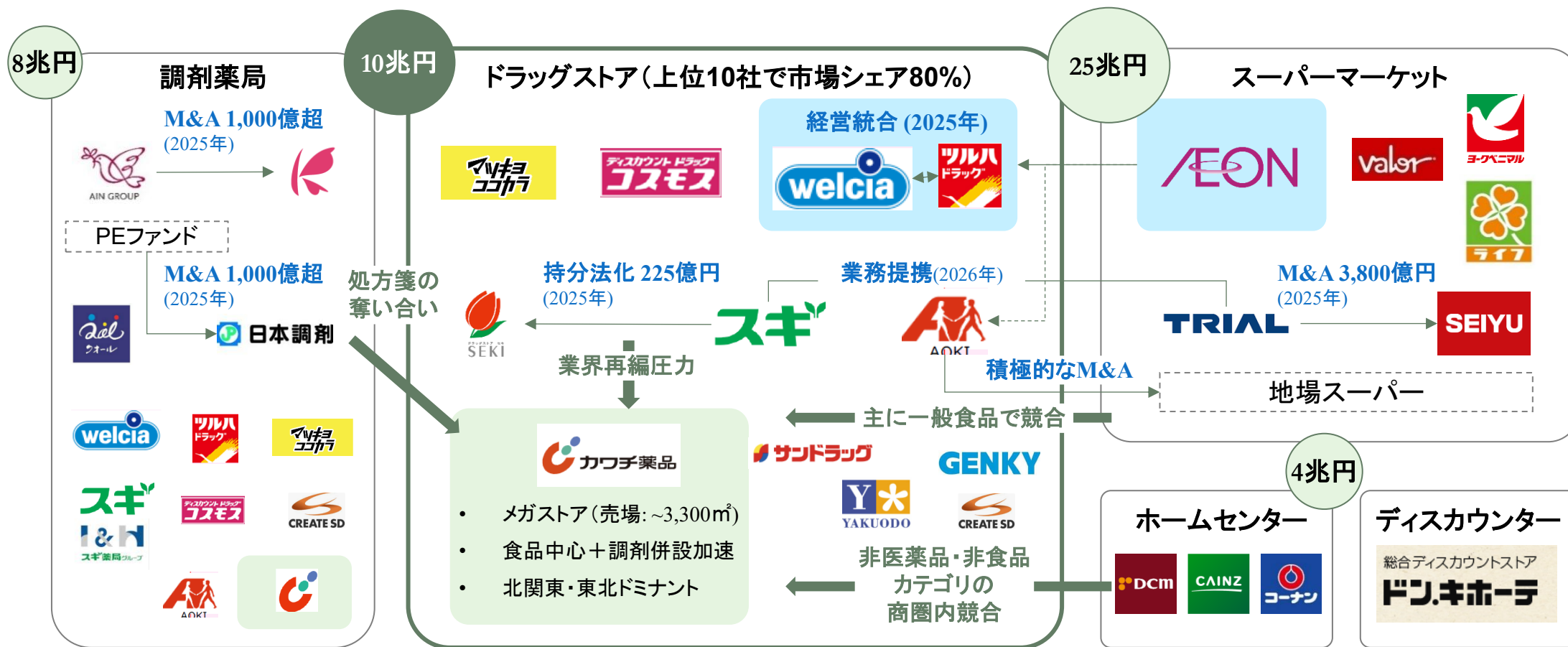
役員任期: 年



Source: コーポレートガバナンス報告書

1. Executive Summary
2. カワチ薬品の経営課題
3. 創業家ガバナンスの弊害
4. 企業価値向上に向けた提言
5. Appendix.

ドラッグストアは、業界を超えた再編局面 (“Buy or Be Bought”) にあり、カワチも対応が不可欠



カワチ薬品が直面する経営課題

1

業界環境理解

×

2

上場是非

×

3

成長戦略

ドラッグストアの動向に世間の注目が集まる中、カワチ薬品の低迷が示された

ドラッグストア“戦国時代”

業界“売上トップ2”のウエルシア・ツルハが経営統合したワケ... キーパーソンは「小売業界の王者」

ドラッグストアは地方でさらに増加し救世主になる？ (MBS News 2025/12/2)*1



2010年は業界の一角を占めていたが、
 他社が成長する中で業界順位を低下させた

Note 1: 赤枠部分は弊社にて追記

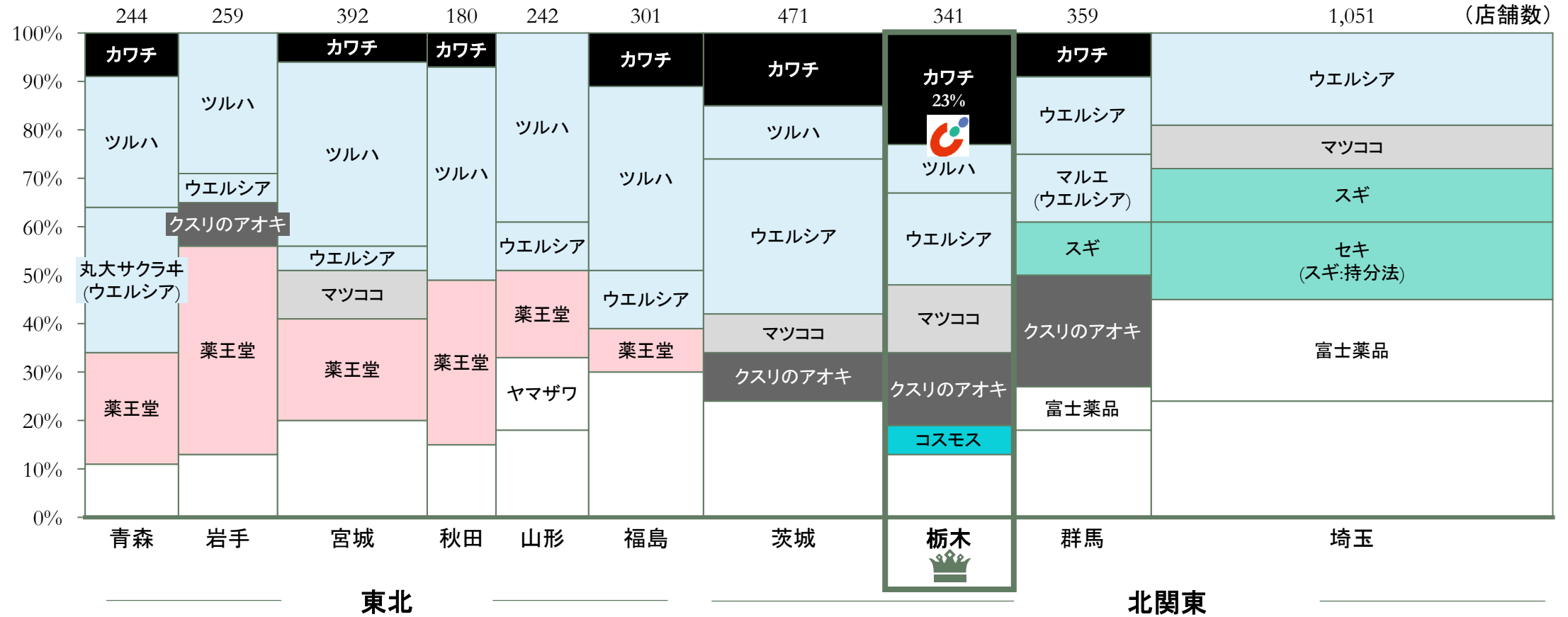
Source: MBS News



時価総額は上位10位以内であるが、
 上位に大きく差を開けられている

カワチは「栃木の王」であるが故に、現状に安住し、外部視点が欠如している可能性がある

北関東・東北における店舗シェア*1:2022年



Note 1: 東北には子会社の横浜ファーマシーのシェアも含む

Source: ドラッグストア経営統計2023

カワチ薬品は上場是非 × 成長戦略を再考する局面

ドラッグストア業界の長期展望

| カテゴリー | 消費者の期待役割 | 株式市場の評価 |
|--|--|--|
| <ul style="list-style-type: none"> 全国区プレイヤー | <ul style="list-style-type: none"> 全国遍くサービスを提供 インバウンドへの対応 一部海外展開も | <ul style="list-style-type: none"> 国内再編をリード 旺盛な成長で市場から評価獲得 |
| <ul style="list-style-type: none"> 地域プレイヤー | <ul style="list-style-type: none"> 地域社会の食・医療・生活インフラ | <ul style="list-style-type: none"> 再編のターゲット 上場意義が低下 単独での生き残りは厳しい場合も |



Source: Kaname Capital

非公開化、経営統合、単独成長の3つの全社戦略オプションを検討すべき

全社戦略のオプション

特徴

単独成長

スタンドアロンでの成長

- カワチ薬品は成長性・収益性で競合に劣位。株式市場の期待値を充足するハードルは相応に高い
- 経営陣や社外取締役の入れ替えが前提

経営統合

地域プレイヤー、または異業種との統合

- 全国区プレイヤーに次ぐ第三極を構成
- ただし、両社でのシナジー創出に時間を要する

非公開化

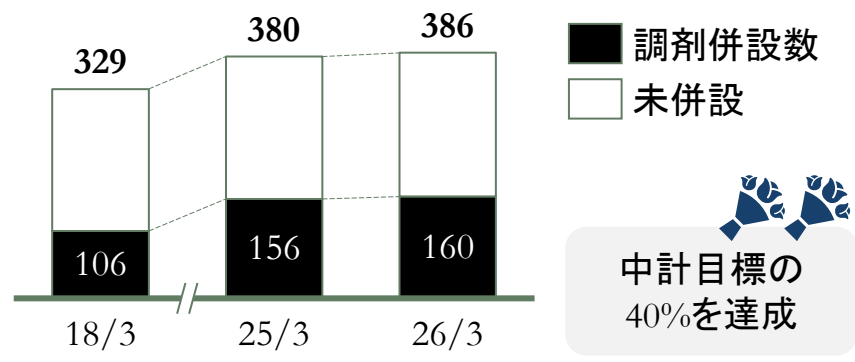
PEファンドと協業した非公開化

- 地域経済における社会インフラとして機能を維持
- 安定的な経営環境下で次世代経営陣への承継
- 外部スポンサー(PEファンド)のリソース活用

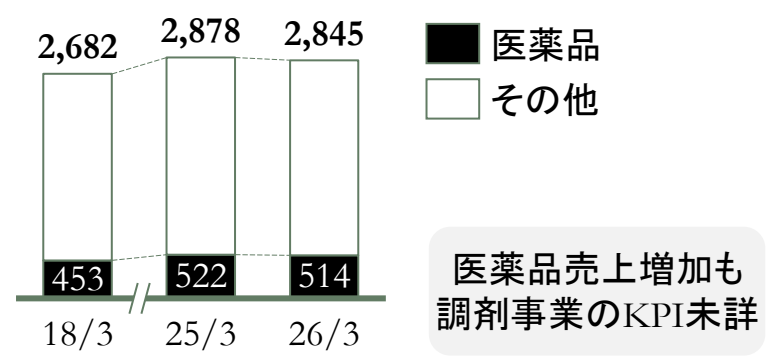
戦略検討委員会・
中期計画策定
を通じて具体化

中計目標「調剤併設比率40%」は達成。ただし、同事業のCF貢献は不透明であり、成果検証が急務

調剤併設数: 店



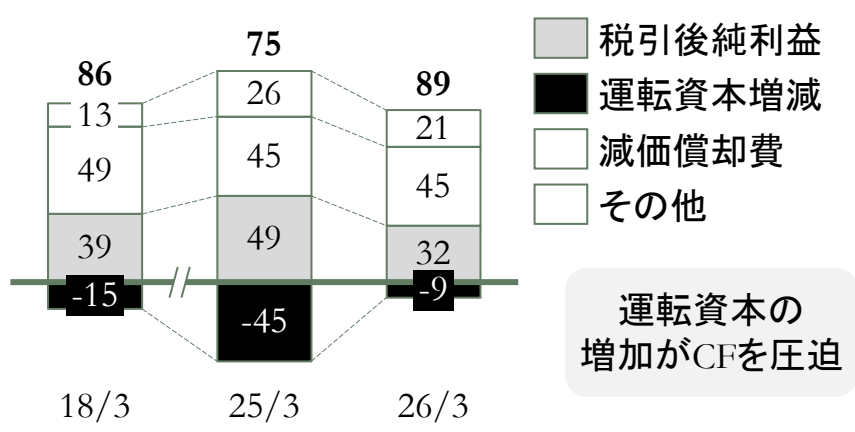
売上高: 億円



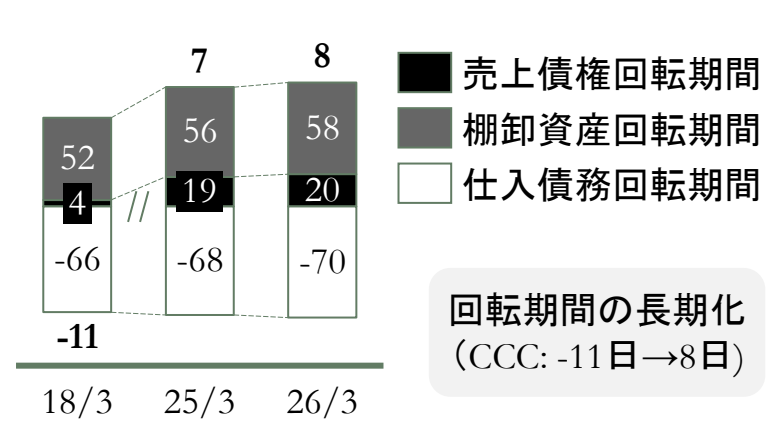
弊社の認識

- ### 課題認識
- ????
- 調剤事業のCF貢献が不透明
 - 重要購買要因(KBF)は①商圈内の病院・クリニックの密集度、②二回目以降(一回目は門前)の処方を選択してもらうこと、及び③高額処方箋獲得等。これらのKBFをカワチは充足するか？
 - 売上債権・棚卸資産回転期間の長期化は、調剤に起因するのでは？

営業CF: 億円



CCC: 日



要請事項

- 調剤事業KPI開示
 - 処方箋枚数、単価、粗利、薬剤師数
- キャッシュフロー改善施策
 - CCCの改善。売上債権には決済手段多様化等の影響分析・対策も含む
- 新中計での方針開示

Note 1: 第4章 企業価値向上に向けた提言の検証内容に基づく

Source: 各種開示情報

カワチ薬品に関して「元気がない」「売場・商品構成に改善余地あり」との声が聞かれた

業界有識者の声

“カワチさんは20年前手本だった。しかし、今は元気がない。1,000㎡を超えると出店余地が限られる”



小売業A社

“カワチさんは売場が「間延びしている」印象がある。出店もスローで元気がない”



小売業B社

弊社 調査員による店舗訪問の印象



“何でも揃う独自業態。特定のファン層がいそう！近隣のDCMとケーズデンキとは棲み分けている印象”



“コストコのような”大ロット”を想定していたが一般商品が平済みされている。PB商品も少なく目玉商品は何？”



“化粧品は相応の売り場面積を占めているのは良いが化粧品ブース2名・お客様相談ブース1名は必要か・・・”



“調剤薬局は、メガストアの隅の一角にあり、やや存在感が薄い。近隣にクリニックなし。薬剤師1名、患者は0・・・”

弊社は、店舗運営の再定義、型の展開、事業の筋肉質化の観点からアップサイドがあると思料

事業上の想定施策

凡例 ✓ : 同業他社比較に基づき改善余地が大きいと想定される項目

| | | | | |
|----------|-------------|---|---|------------------------------------|
| 店舗運営の再定義 | ① 労働分配率削減 | <ul style="list-style-type: none"> 商品・価格・店舗ミックスの見直しによる粗利改善 IT投資や人材配置を通じた人件費削減 | 人件費 / 粗利(労働分配率) 46%→37% | ✓ |
| | ② 店舗売上の標準化 | <ul style="list-style-type: none"> m²あたり売上の地域差を解消し、関東・甲信越の単位売上増加 | 既存店売上貢献 +3% | |
| | ③ 不採算店のテコ入れ | <ul style="list-style-type: none"> 赤字店舗のスクラップ・ビルド。横浜ファーマシーは優先候補 | 横浜ファーマシー 推定業績 売上14,200M 営業赤字: ▲190M | |
| 型の展開 | ④ 既存DgS展開 | <ul style="list-style-type: none"> 店舗の標準化の後、メガ・サテライトストアの継続的な展開 | +15店舗 | ✓ |
| | ⑤ 新フォーマット展開 | <ul style="list-style-type: none"> アイココチ・カワチファーマシー等の新業態の加速的展開 | +40店舗 | ✓ |
| 事業の筋肉質化 | ⑥ 運転資本最適化 | <ul style="list-style-type: none"> 売掛債権・棚卸資産回転率を削減しCCCを改善 | CCC 8.2 days → (1.7) days | |
| | ⑦ 土地リースバック | <ul style="list-style-type: none"> リースバック等を活用した土地削減。ただし、賃貸料は増加 | 土地 / 有形固定資産比率 55%→18% | ✓ |
| | ⑧ 遊休資産売却 | <ul style="list-style-type: none"> 賃貸土地・遊休地・太陽光発電設備関連資産を売却 | +1,470M | |

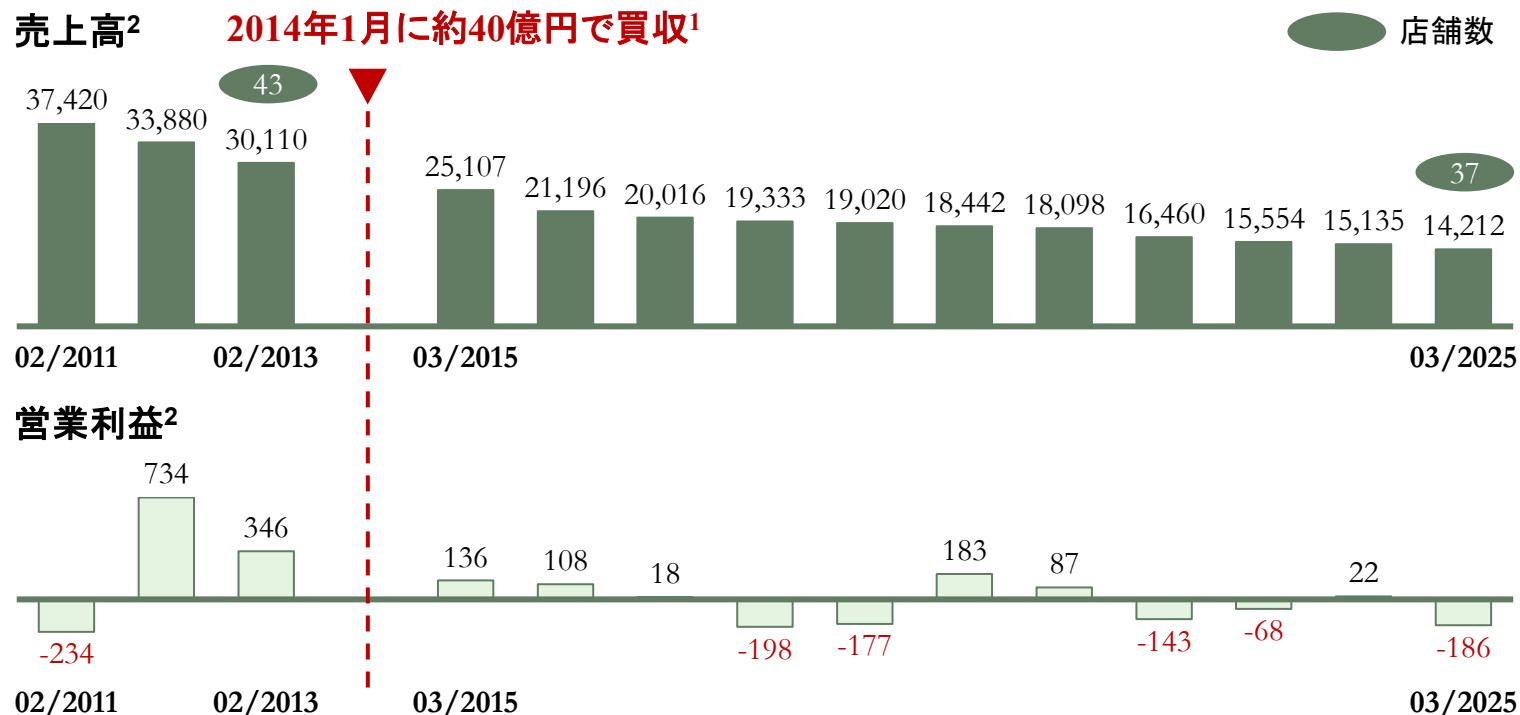
Note 1: 第4章 企業価値向上に向けた提言の検証内容に基づく

Source: Kaname Capital

A 店舗運営の再定義

横浜ファーマシーは買収後も改善は乏しい。早期閉店も含めた不採算店のテコ入れが必要

横浜ファーマシーの業績: 百万円



| (百万円) | 横浜ファーマシー | カワチ薬品(単体) |
|------------|-----------|-----------|
| 1店舗あたり売上高 | 700 → 384 | 972 → 798 |
| 1店舗あたり営業利益 | 8 → -5 | 34 → 22 |

Note 1: 2014年3月期の業績は非開示。みなし取得日を2014年3月期の連結会計年度末日としているため、連結損益計算書からも推計不可

Note 2: 2015年3月期以降の横浜ファーマシー業績は、連結損益計算書からカワチ薬品単体損益計算書を控除した差分として推計

Source: 各種開示情報

弊社の課題認識

PMIが不十分と史料

買収後の売上・利益・生産性は向上せず、むしろ悪化。PMIが欠けていたと見られ、テコ入れの候補となる

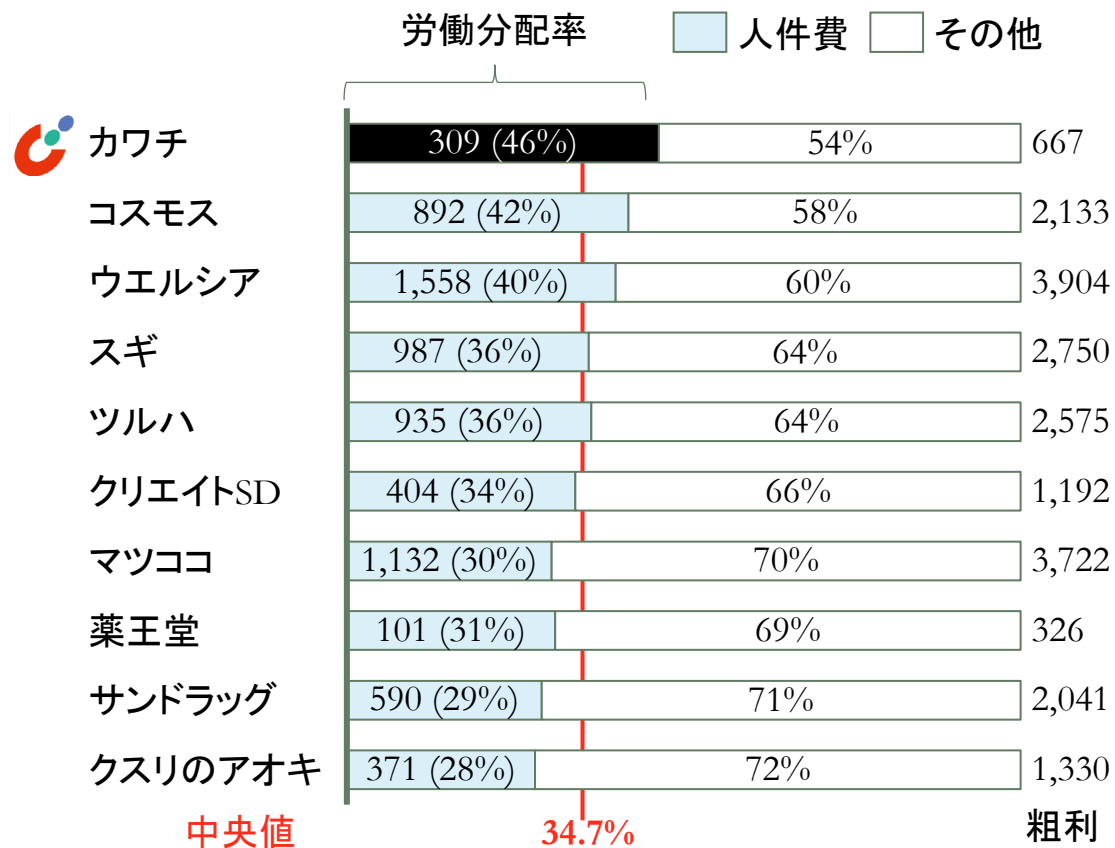


隠れた不採算店が存在する可能性
経営陣は不採算店のスクラップ・ビルドを迅速に進めるべき

A 店舗運営の再定義

粗利に占める人件費の割合を商品ミックスとオペレーション標準化の観点で最適化

労働分配率(人件費÷粗利) : FY24・億円



商品ミックス × オペレーション標準化

- (来客数 × 買入点数 × 一品単価) × 粗利率 UP ↑
 - セールやNBに依存しない体制構築
 - ✓ プライシングの見直し(EDLP・戦略的値上げ)
 - ✓ 改装・催事による来店頻度の向上
 - ✓ 生鮮導入による来店頻度の向上
 - ✓ メガストアにフィットする独自PB商品
- オペレーション標準化 人件費DOWN ↓
 - 店舗オペレーションの標準化
 - ✓ 化粧品ブースやお客様相談の人材削減(付加価値の再検証)
 - ✓ 店舗独自プロモーションの廃止(効果検証・要標準化)
 - 自動化投資(IT投資)
 - ✓ 自動発注、カテゴリ一納品
 - 正社員比率の低減

Note: カワチ薬品の人件費は決算説明資料に記載の人件費に基づく。同業他社は、給与・賞与項目を抽出

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

A 店舗運営の再定義

調査会社の消費者調査に基づきカワチの来店要因を検証したところ、特異な傾向を検出した

ドラッグストアの主要来店要因*1

| # | 来店理由 | 業界平均 | カワチ | 差分 | 業界1位 | 業界2位 | 業界3位 | 来店動機の傾向 |
|------|-------------------|-------|-------|--------|------------|--------------|--------------|--|
| C 1 | セール・特売商品購入 | 22.6% | 37.4% | +14.8% | カワチ 37.4% | サンドラッグ 31.0% | コスモス 24.6% | A 立地は良い ↑ |
| B 2 | 日用品・雑貨などが安い | 8.0% | 15.3% | +7.3% | カワチ 15.3% | コスモス 10.3% | サンドラッグ 10.2% | B 日用品・雑貨・医薬品・美容は豊富で安い ↑ ただし、価格設定を誤ると利益率を棄損 |
| A 3 | 日用品・雑貨などの種類が豊富 | 8.4% | 15.6% | +7.2% | カワチ 15.6% | ツルハ 13.1% | マツキヨ 8.7% | |
| B 4 | 立地(来店しやすい場所) | 67.2% | 72.7% | +5.5% | ツルハ 74.4% | 薬王堂 72.9% | カワチ 72.7% | |
| B 5 | 美容・健康・医薬品などの種類が豊富 | 3.6% | 7.7% | +4.1% | カワチ 7.7% | マツキヨ 7.5% | ツルハ 6.7% | |
| 6 | 美容・健康・医薬品などが安い | 2.3% | 3.1% | +0.8% | コスモス 4.0% | ツルハ 3.5% | カワチ 3.1% | |
| 7 | 買いたいと思う商品がある | 14.0% | 14.7% | +0.8% | コスモス 18.3% | 薬王堂 16.1% | マツキヨ 14.9% | C セール・特売が主目的 ↓ オペレーションのボラや利益率棄損に繋がる為、必ずしもポジティブでない |
| 8 | ポイントカードなどの特典がよい | 39.1% | 39.6% | +0.5% | アオキ 52.6% | ツルハ 48.4% | ウエルシア 47.6% | |
| 9 | 商品・店の雰囲気など買物が楽しい | 3.0% | 3.1% | +0.1% | ツルハ 4.8% | アオキ 3.6% | サンドラッグ 3.2% | |
| 10 | 食品全般の扱いが多い | 4.4% | 4.0% | -0.4% | アオキ 11.5% | コスモス 6.3% | 薬王堂 5.5% | D 決して安価ではない ↓ EDLPではない。価格以外の付加価値が無い場合にはマイナス評価 |
| 11 | 生鮮食品を扱っている | 4.0% | 2.8% | -1.2% | アオキ 18.2% | コスモス 3.2% | 薬王堂 3.0% | |
| D 12 | 近所・行きやすい場所にオープン | 20.2% | 16.9% | -3.3% | アオキ 25.0% | ツルハ 23.8% | コスモス 23.8% | |
| 13 | 価格が安い | 20.6% | 17.2% | -3.4% | コスモス 55.6% | 薬王堂 21.6% | サンドラッグ 21.3% | E PBや独自商品の存在感は薄い ↓ |
| 14 | 一般的に金額が安い | 13.1% | 8.9% | -4.2% | コスモス 40.5% | アオキ 18.2% | サンドラッグ 11.1% | |
| E 15 | PBや独自商品がある | 7.0% | 0.3% | -6.7% | コスモス 18.3% | マツキヨ 13.7% | アオキ 6.8% | |

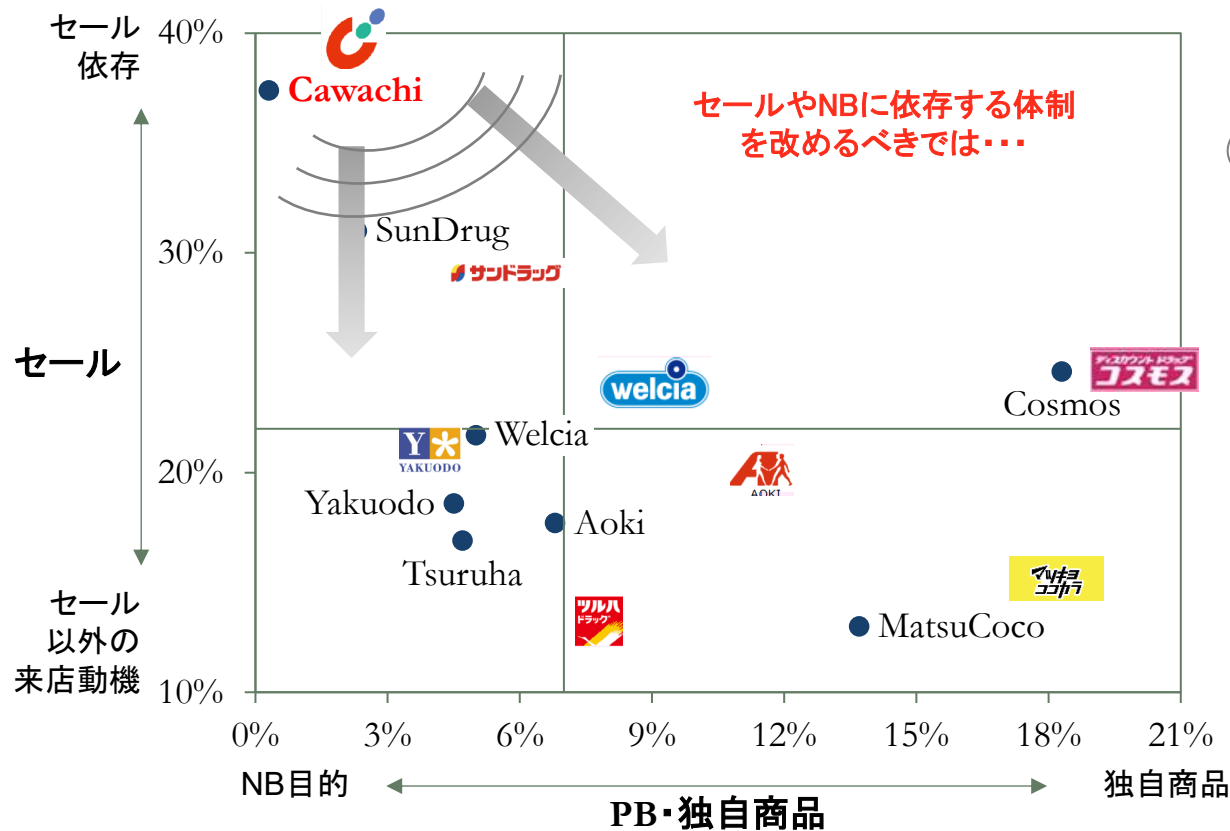
Note 1: N=2,629名。2025/10/7~10に実施、青森県、秋田県、岩手県、宮城県、山形県、福島県、群馬県、栃木県に在住するPOB会員が対象。ツルハ、ウエルシア、カワチ、サンドラッグ、薬王堂、クスリのアオキ、マツキヨ、コスモスが対象

Source: 民間会社(DCSオンライン)の消費者調査

A 店舗運営の再定義

カワチの主要顧客は「セールでNBを購入」と思料。これは、粗利低下とオペレーション煩雑化を招く

顧客の来店動機



カワチの顧客ペルソナと弊社の課題認識

- “NBをセールで安く一度に買いたい”
- “食品・日用品・医薬品もまとめて”
- “車でアクセスが良い場所”



40代~70代の男女
カワチの顧客ペルソナ

弊社の課題認識

- PBが少なく商品差別化余地が小さい
- 買上点数は多いが、来店頻度・一品単価は低い可能性
- セール期に業務が集中し繁忙・閑散の差が激しい

労働分配率の悪化を招く

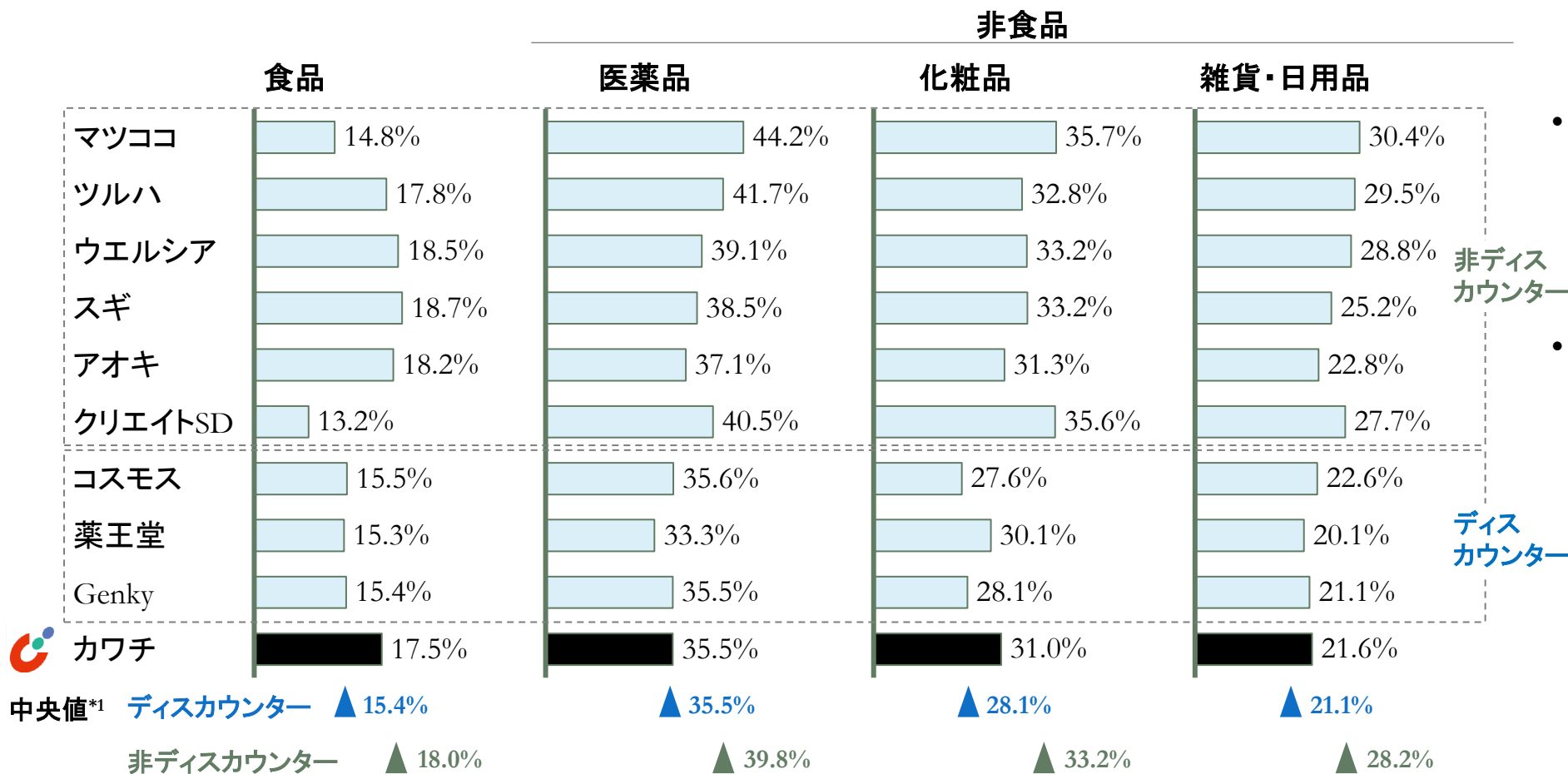
要請事項

- NB・セール以外の来店動機の構築による来店頻度向上
- 価格設定の見直しによりミックスでの単価改善

A 店舗運営の再定義

「食品集客×非食品回収」モデルを再構築する必要がある

各社のカテゴリ別粗利率



- 低価格(低粗利)な食品で集客し、非食品で利益回収するモデルが主流
 - ✓ ディスカウンターは低粗利、超低販管費モデル
- カワチは中途半端。人件費を十分にカバーする粗利が稼げず分配率悪化
 - ✓ 食品で稼いでいるが、非食品の粗利率はディスカウンター水準
 - ✓ 結果、人件費を正当化する粗利は稼げず

Note 1: カワチ薬品は中央値から除外

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

A 店舗運営の再定義

食品の戦略的な値下げと医薬品・雑貨の粗利改善を通じた既存店の再活性化を展望

| Cawachi FY24 JPY in Mil. | Total 合計 | Food 食品 | Medicine 医薬品 | Cosmetic 化粧品 | Daily Goods 雑貨 | Others その他 | Non Food 非食品 |
|-----------------------------|-------------|------------|-----------------|-----------------|-------------------|---------------|-----------------|
| Revenue 売上高 | 287,816 | 132,119 | 52,189 | 23,204 | 79,368 | 936 | 154,761 |
| Gross Profit 粗利 | 66,717 | 23,166 | 18,550 | 7,193 | 17,139 | 669 | 42,882 |
| Gross Margin 粗利率 | 23.2% | 17.5% | 35.5% | 31.0% | 21.6% | 71.5% | 27.7% |
| Revenue Composition 売上構成 | 100.0% | 45.9% | 18.1% | 8.1% | 27.6% | 0.3% | 53.8% |
| GP Composition 粗利構成 | 100.0% | 34.7% | 27.8% | 10.8% | 25.7% | 1.0% | 64.3% |

| Gross Margin Industry Median 粗利率 業界中央値 | | | | | |
|--|--------|--------|--------|--------|--------|
| Non-discounter 非ディスカウンター | 30.4% | 18.0% | 39.8% | 33.2% | 28.2% |
| Cawachi Spread カワチとの差分 | (7.2%) | (0.5%) | (4.2%) | (2.2%) | (6.7%) |
| Discounter ディスカウンター | 21.1% | 15.4% | 35.5% | 28.1% | 21.1% |
| Cawachi Spread カワチとの差分 | 2.1% | 2.1% | 0.0% | 2.9% | 0.5% |

| Cawachi Margin Mix Optimization JPY in Mil. | Total 合計 | Food 食品 | Medicine 医薬品 | Cosmetic 化粧品 | Daily Goods 雑貨 | Others その他 | Non Food 非食品 |
|--|-------------|------------|-----------------|-----------------|-------------------|---------------|-----------------|
| Revenue 売上高 | 287,816 | 132,119 | 52,189 | 23,204 | 79,368 | 936 | 154,761 |
| Gross Profit 粗利 | 71,801 | 21,139 | 20,899 | 7,193 | 21,901 | 669 | 49,993 |
| GP Improvement | 5,084 | (2,027) | 2,349 | - | 4,762 | - | 7,111 |
| Gross Margin 粗利率 | 24.9% | 16.0% | 40.0% | 31.0% | 27.6% | 71.5% | 32.3% |
| Margin Improvement | 1.8% | (1.5%) | 4.5% | 0.0% | 6.0% | 0.0% | 4.6% |

- 食品を戦略的に値下げし、顧客を集客。医薬品（OTC）・雑貨の粗利率改善
 - ✓ 粗利額: **+50億円超**
 - ✓ 粗利率: **+1.8%**

A 店舗運営の再定義

「月末ポイント10倍セール」に顧客が集中し、閑散・繁忙期のギャップが激しいと見られる



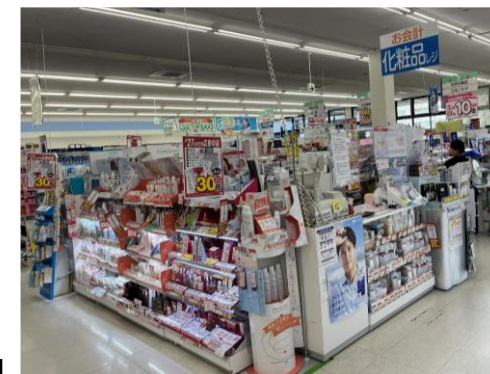
弊社調査員

“20店舗以上訪問しましたが、化粧品カウンターでカウンセリングを受けている人は1-2名しか見たことありません。いつお客さんが来られるのですか？”

“誠に恐縮です。月末のポイント10倍キャンペーンやセールの時には行列が出来ることもありますよ。店の前の駐車場もかなり混みます”



カワチ薬品店員



プロモーション施策の内、チラシによるHigh & Lowの影響が強く出ており、客単価・来店頻度の低下やオペレーションのボラが生じている可能性がある

A 店舗運営の再定義

惣菜・生鮮売場にはやや「彩り」が不足している。価格・商品構成・運営形式の観点で再考すべき

カワチの売り場



惣菜



精肉



野菜



アオキの売り場



惣菜



精肉



野菜



A 店舗運営の再定義

メガストアのコンセプトに沿う目玉商品の開発・陳列余地が存在

店内の様子



広大な店内にNB(ナショナルブランド)
が平積みされておりスケールを感じない

カワチ薬品のPB「シエスタ」

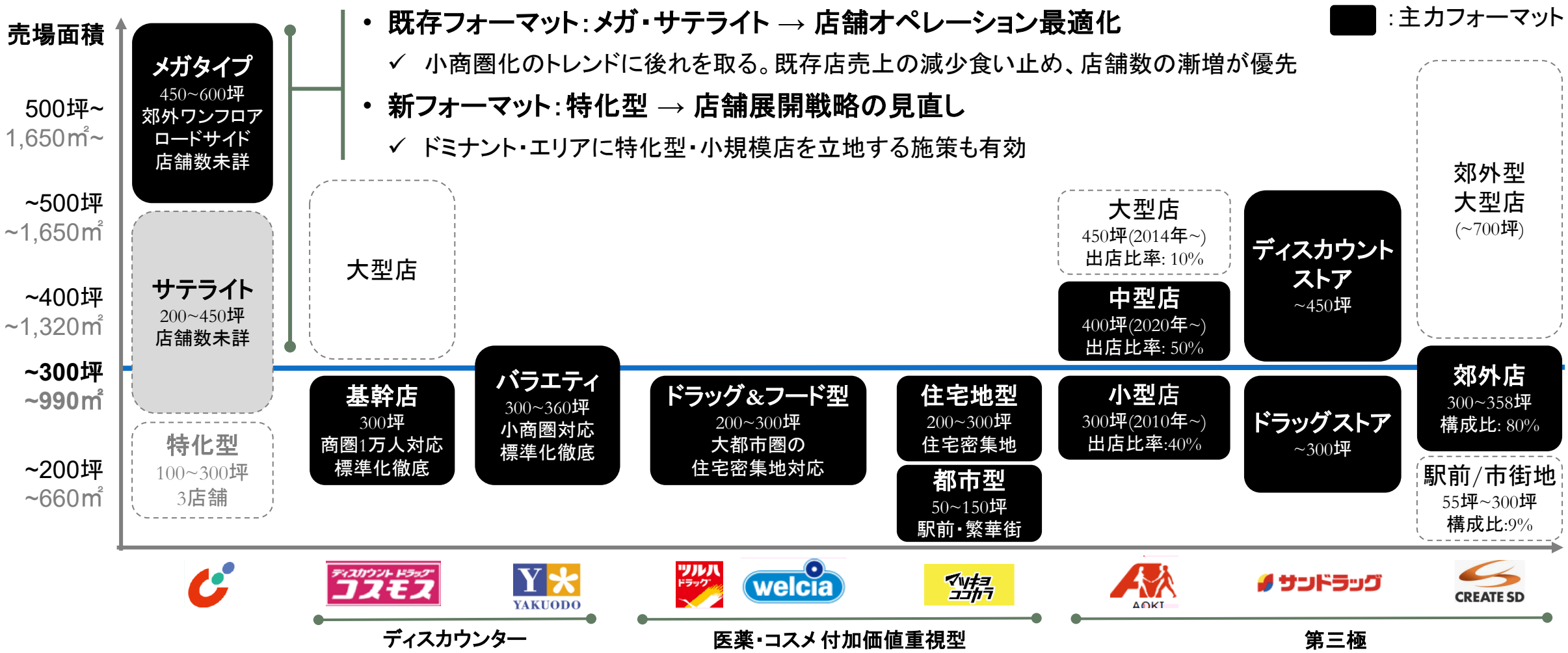


店内でのPBの存在感は極めて薄い。
店員も知らないこともある

B 型の展開

既存メガ・サテの改善・出店を通じた再成長に加え、特化型・小型店によるドミナント再構築が急務

■ : 主力フォーマット



Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

B 型の展開

美容・健康・医薬品の認知度を活かして新フォーマットを収益化すべきではないか

ドラッグストアの主要来店要因

| # | 来店理由 | 業界平均 | カワチ | 差分 | 業界1位 | 業界2位 | 業界3位 |
|------|-------------------|-------|-------|--------|------------|--------------|--------------|
| C 1 | セール・特売商品購入 | 22.6% | 37.4% | +14.8% | カワチ 37.4% | サンドラッグ 31.0% | コスモス 24.6% |
| B 2 | 日用品・雑貨などが安い | 8.0% | 15.3% | +7.3% | カワチ 15.3% | コスモス 10.3% | サンドラッグ 10.2% |
| A 3 | 日用品・雑貨などの種類が豊富 | 8.4% | 15.6% | +7.2% | カワチ 15.6% | ツルハ 13.1% | マツキヨ 8.7% |
| B 4 | 立地(来店しやすい場所) | 67.2% | 72.7% | +5.5% | ツルハ 74.4% | 薬王堂 72.9% | カワチ 72.7% |
| B 5 | 美容・健康・医薬品などの種類が豊富 | 3.6% | 7.7% | +4.1% | カワチ 7.7% | マツキヨ 7.5% | ツルハ 6.7% |
| 6 | 美容・健康・医薬品などが安い | 2.3% | 3.1% | +0.8% | コスモス 4.0% | ツルハ 3.5% | カワチ 3.1% |
| 7 | 買いたいと思う商品がある | 14.0% | 14.7% | +0.8% | コスモス 18.3% | 薬王堂 16.1% | マツキヨ 14.9% |
| 8 | ポイントカードなどの特典がよい | 39.1% | 39.6% | +0.5% | アオキ 52.6% | ツルハ 48.4% | ウエルシア 47.6% |
| 9 | 商品・店の雰囲気など買物が楽しい | 3.0% | 3.1% | +0.1% | ツルハ 4.8% | アオキ 3.6% | サンドラッグ 3.2% |
| 10 | 食品全般の扱いが多い | 4.4% | 4.0% | -0.4% | アオキ 11.5% | コスモス 6.3% | 薬王堂 5.5% |
| 11 | 生鮮食品を扱っている | 4.0% | 2.8% | -1.2% | アオキ 18.2% | コスモス 3.2% | 薬王堂 3.0% |
| D 12 | 近所・行きやすい場所にオープン | 20.2% | 16.9% | -3.3% | アオキ 25.0% | ツルハ 23.8% | コスモス 23.8% |
| 13 | 価格が安い | 20.6% | 17.2% | -3.4% | コスモス 55.6% | 薬王堂 21.6% | サンドラッグ 21.3% |
| E 14 | 一般的に金額が安い | 13.1% | 8.9% | -4.2% | コスモス 40.5% | アオキ 18.2% | サンドラッグ 11.1% |
| 15 | PBや独自商品がある | 7.0% | 0.3% | -6.7% | コスモス 18.3% | マツキヨ 13.7% | アオキ 6.8% |

来店動機の傾向

- A 立地は良い ↑
- B 日用品・雑貨・医薬品・美容は豊富で安い ↑
ただし、価格設定を誤ると利益率を棄損
- C セール・特売が主目的 ↓
オペレーションのボラや利益率棄損に繋がる為、必ずしもポジティブでない
- D 決して安価ではない ↓
EDLPではない。価格以外の付加価値が無い場合にはマイナス評価
- E PBや独自商品の存在感は薄い ↓

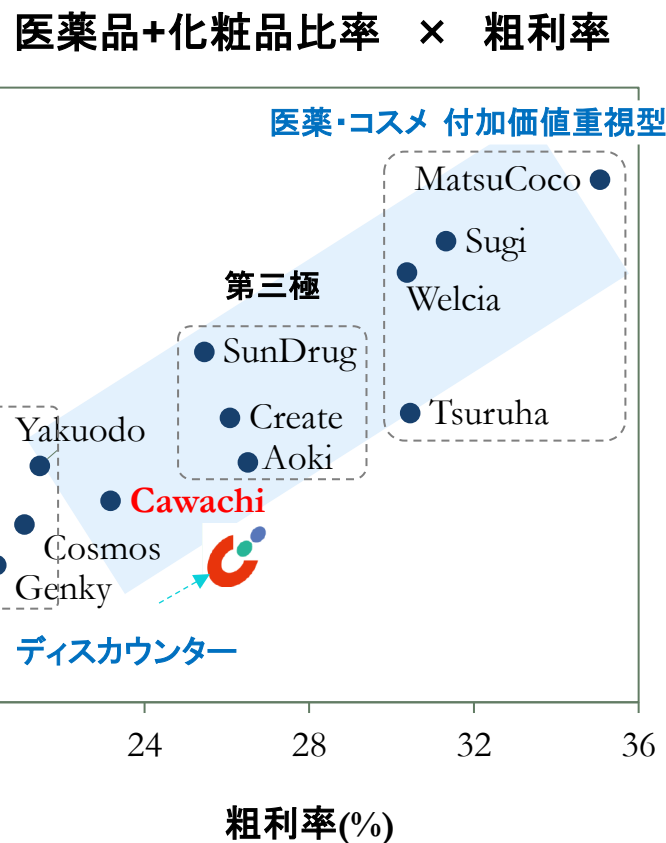
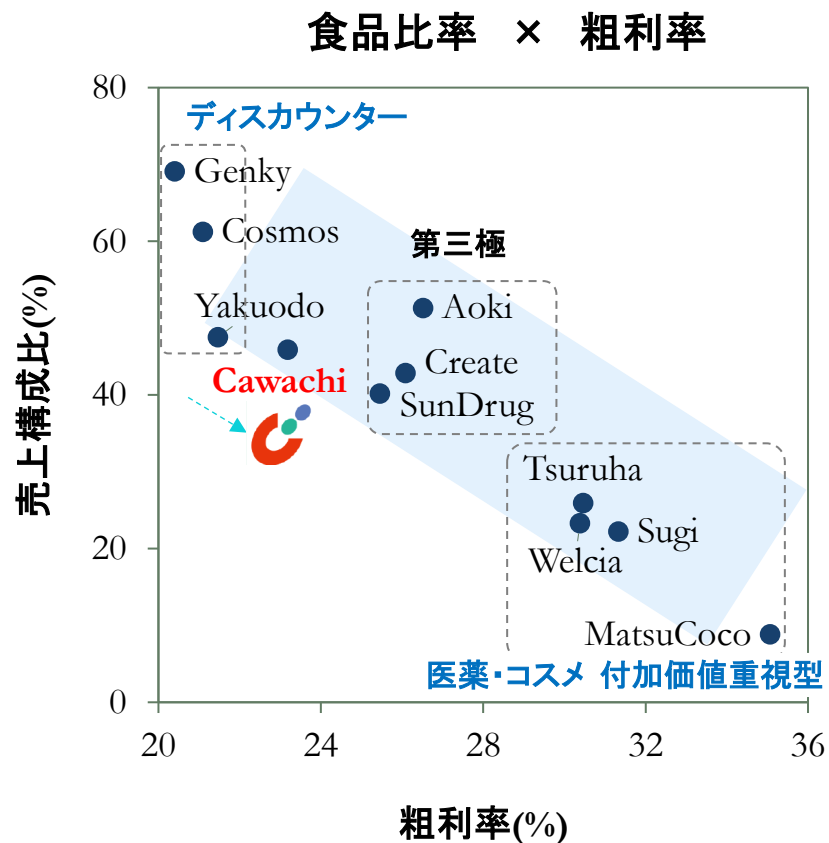
Note 1: N=2,629名

Source: 民間会社(DCSオンライン)の消費者調査

B 型の展開

ドミナント・エリアにて化粧品・医薬品特化店舗の展開余地、粗利率改善余地があると思料

セールスマックスと粗利の関係性



カワチ薬品の方向性



アイココチ*1
化粧品専門店
(栃木県: 2店舗)



カワチ
ファーマシー*1
医薬品専門店
(千葉県 1店舗)

メガ・サテライト
店に加え、小商
圏・特化型店舗
の展開加速。

新業態の収益化
が経営陣に課せ
られた課題

Note 1: 2026/1/28時点の公開情報に基づく

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

B 型の展開

ただし、併設調剤店舗に関しては、投資家に対して、事業優位性を明らかにすることが先決

店舗に隣接する調剤薬局



店舗の一角に併設する調剤薬局



- 調剤には店舗の一角に併設するパターンと店舗横に併設するパターンの二種類が存在する
- しかし、調剤事業にかかる、売上・粗利・処方箋枚数・処方箋単価(=事業KPI)、事業優位性について一切の開示がない

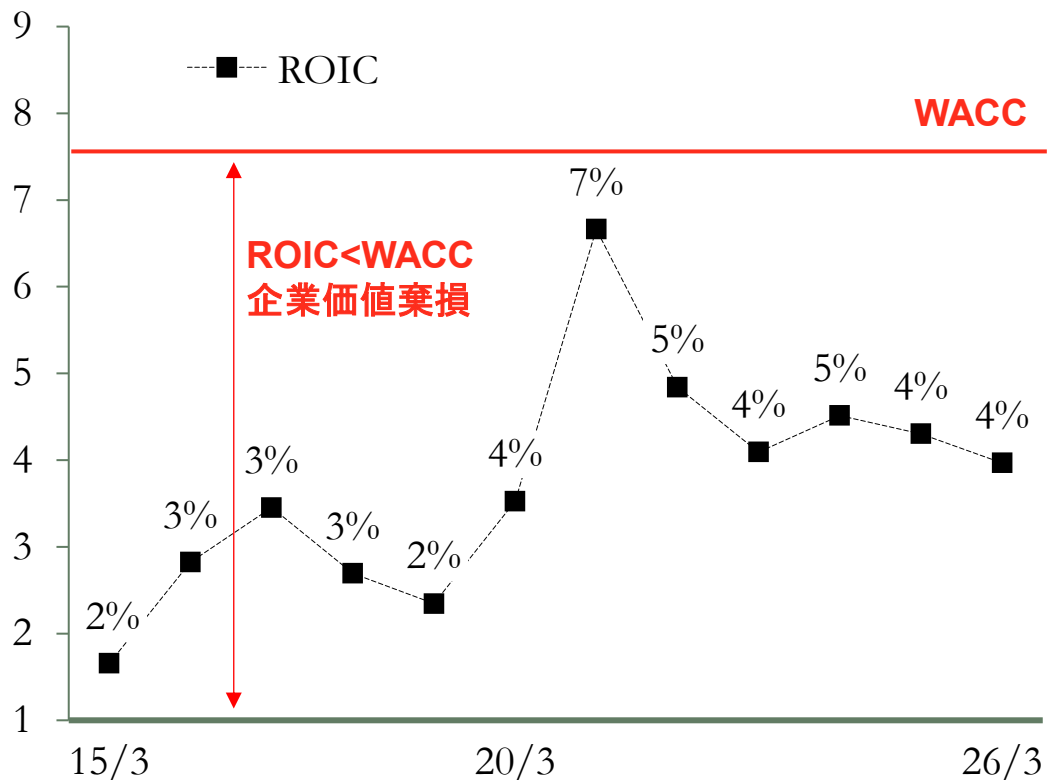
- 事業KPIを開示し、CFへの貢献を明らかにすべき
- 大病院やクリニックとの導線確保、高額処方箋比率、ドラッグ事業とのシナジーを開示すべき

Source: 店舗実地調査

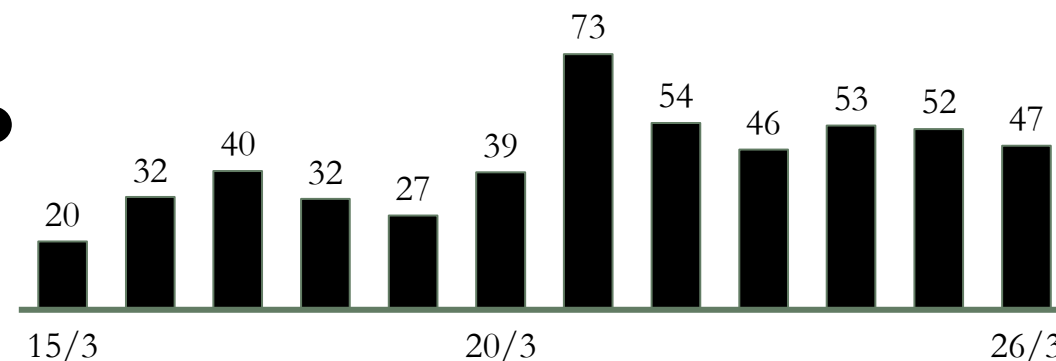
◎ 事業の筋肉質化

カワチ薬品のROICはWACCを下回り、企業価値が棄損し続けている

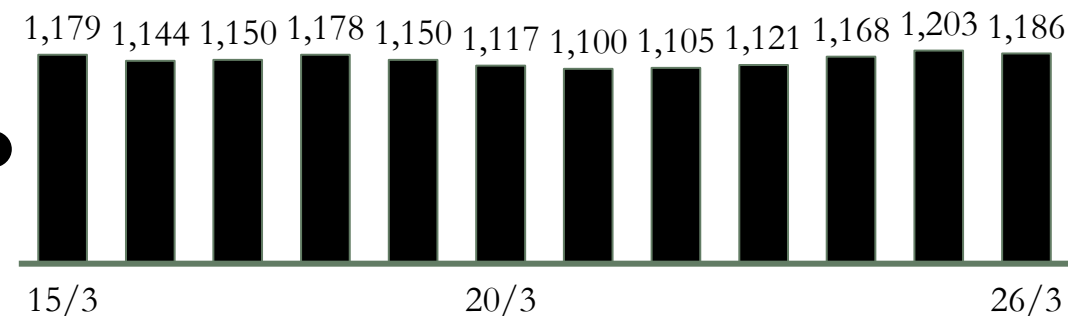
カワチ薬品のROIC (Return on Invested Capital)



NOPAT: 億円



投下資本: 億円



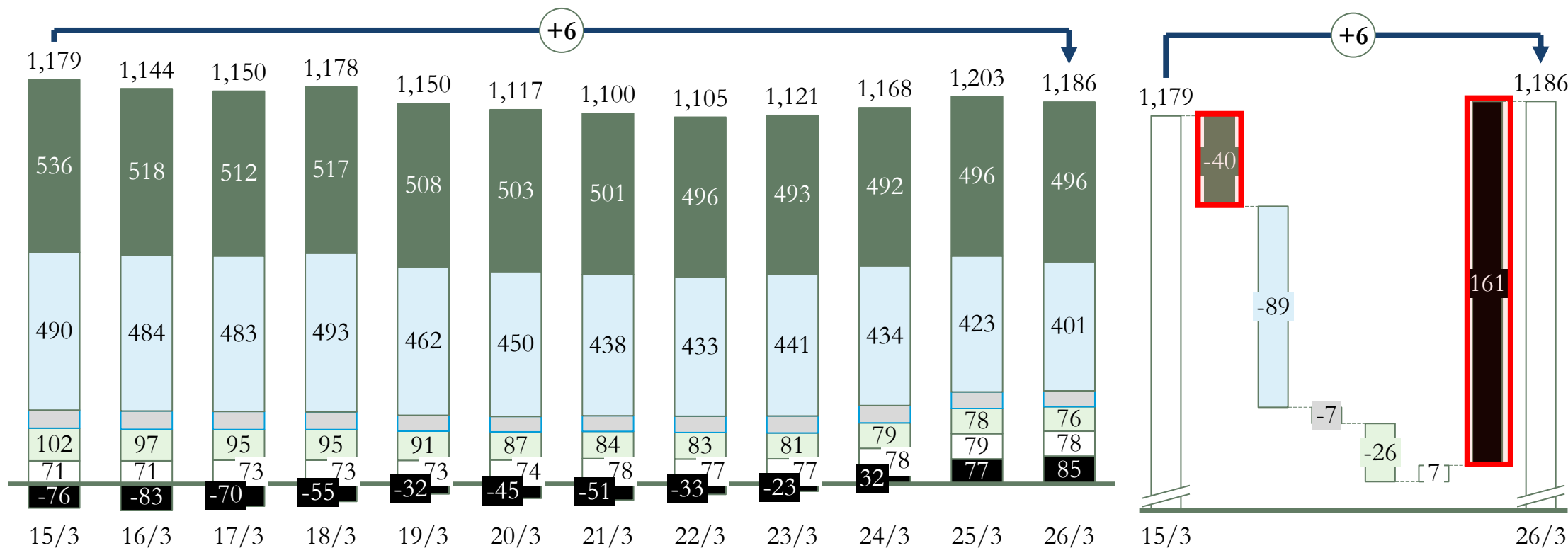
Source: SPEEDA, Bloomberg

◎ 事業の筋肉質化

ROICの投下資本を削減するために、土地・運転資本の削減が必要

投下資本の前提: 億円

■ 土地
■ 店舗固定資産
■ 無形資産
■ 敷金等
■ ミニマムキャッシュ
■ 運転資本

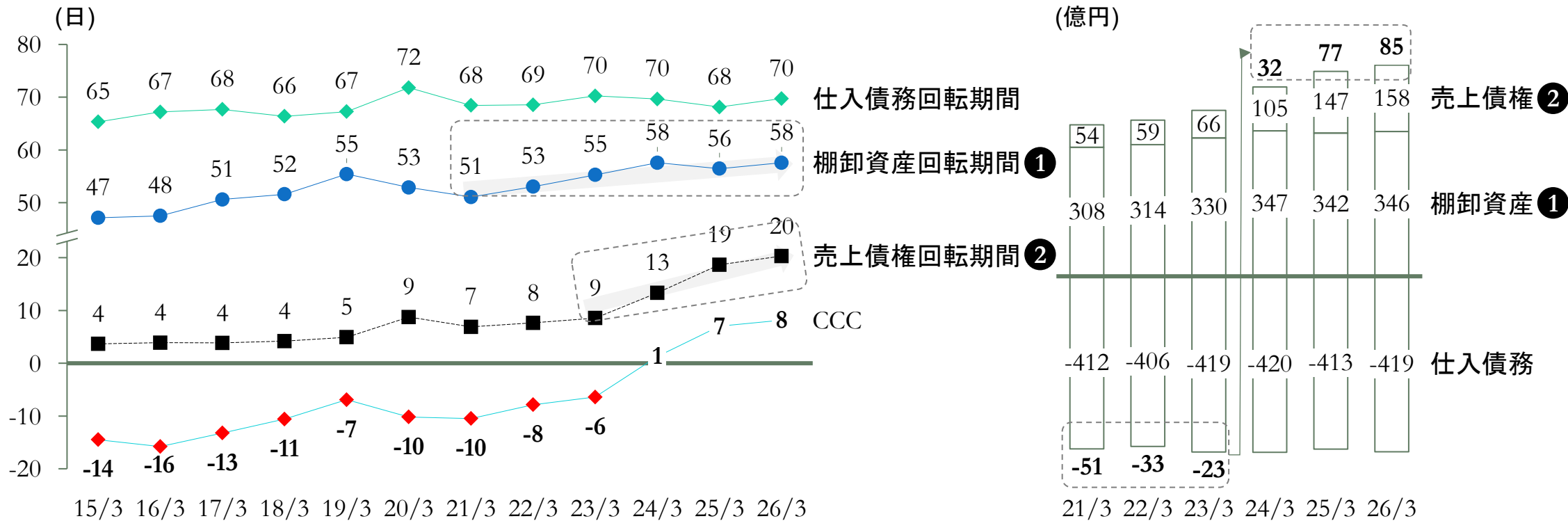


Source: SPEEDA, Bloomberg

◎ 事業の筋肉質化

棚卸資産と売上債権の圧縮が必要

運転資本の推移



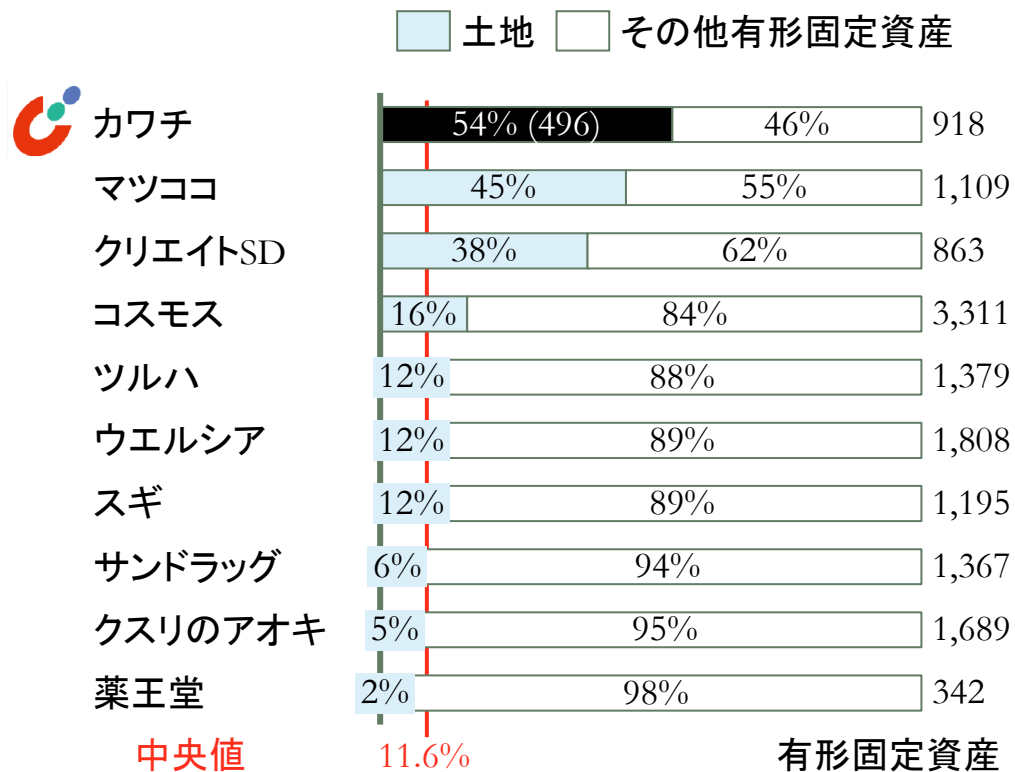
- ➡ ① 中計施策「新物流対応による在庫圧縮」の効果が
見えない。次期中計で改善を要請する
- ② 急激な長期化。医薬品事業(調剤)がキャッシュレス決済に起
因するか識別が必要。医薬品はCF創出の観点からも要精査

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

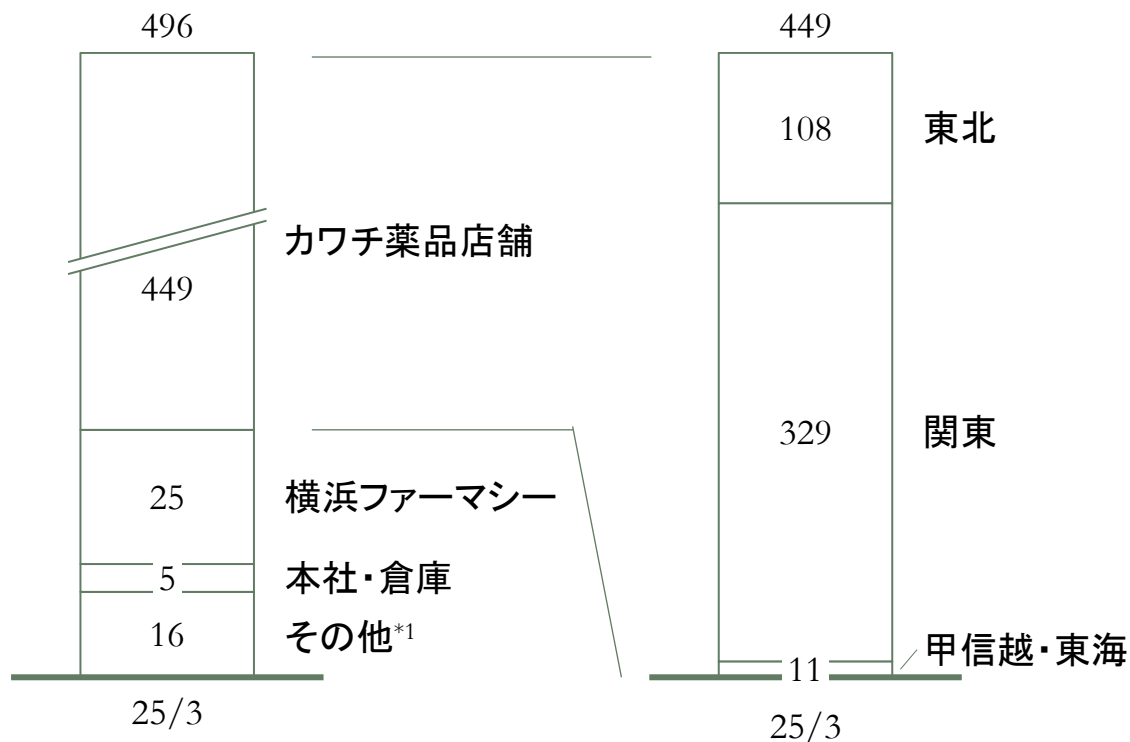
事業の筋肉質化

遊休地の売却、収益性改善後のリースバック、賃貸用地の売却可能性

有形固定資産に占める土地割合: FY24 億円



土地の計上額: 億円



・カワチは有形固定資産に占める土地比率が最も高い

・労働分配率改善と平行して、遊休地売却や土地のリースバック

Note 1: その他には、賃貸土地、遊休地、太陽光発電設備が含まれる

Source: 各種開示情報、SPEEDA、Bloomberg

③ 事業の筋肉質化

保有不動産(底地部分)のセールス・リースバックを通じた資産効率の改善余地がある

カワチ薬品 針ヶ谷店: 栃木県宇都宮市針ヶ谷町472-7



保有不動産の概要

- ・ 店舗・土地ともにカワチ薬品が所有
- ・ 北側前面に生活幹線道路。間口も広く、集客が容易
- ・ 一部、別テナントに遊休地を誘致していると見られる

| 土地面積 | 路線価 | 参照 売却価格 |
|----------|-----------|---------|
| 約13,000㎡ | 48,000円/㎡ | 6.24億円 |

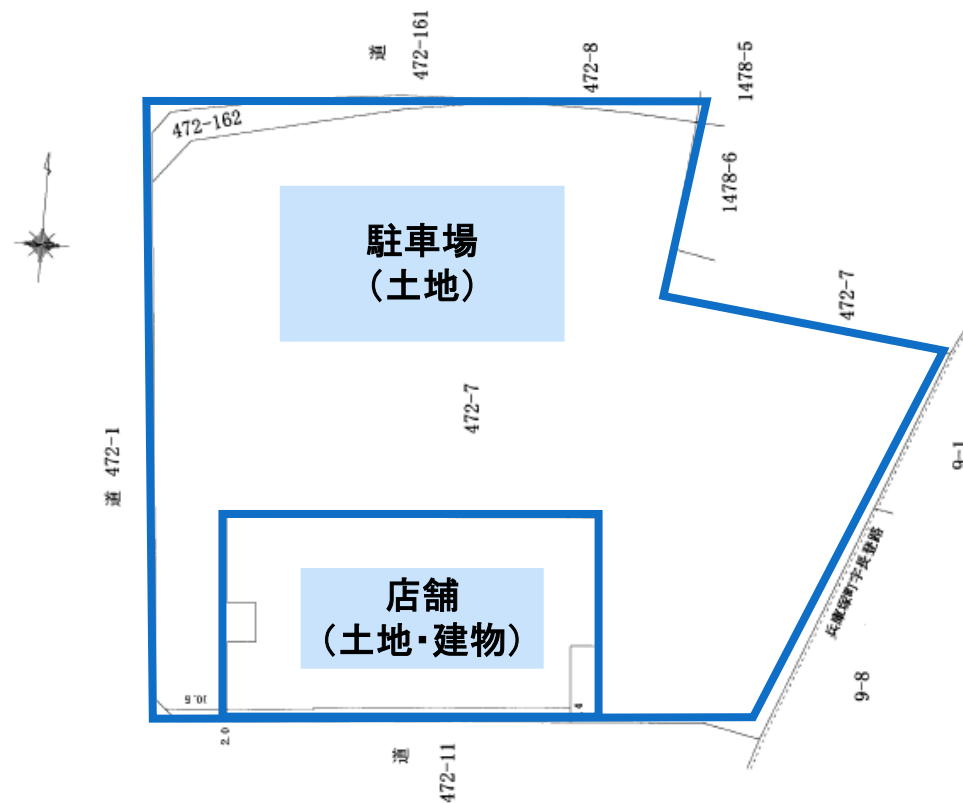
- ・ 買手の期待利回りに応じて売却価格と賃料が変動
 - ✓ 現金収入と賃料支払のバランスを考慮して決定
 - ✓ 店舗運営の自由度を担保するため、土地(底地)のみのセールス・リースバックを検討

Source: 登記情報、Google Map、会社公開情報

㉓ 事業の筋肉質化

カワチは店舗も広大であるが、周辺に更に広大な駐車場を有する

カワチ薬品 保有不動産の詳細



| 区分 | 面積(m ²) | 日付*1 | 権利者 |
|-----|---------------------|-------------|-------|
| 建物 | 2,022.84 | 平成27年6月4日 | カワチ薬品 |
| 土地1 | 11,911.08 | 平成23年12月15日 | カワチ薬品 |
| 土地2 | 370.83 | 平成23年12月15日 | カワチ薬品 |
| 土地3 | 1,377.74 | 平成23年12月15日 | カワチ薬品 |

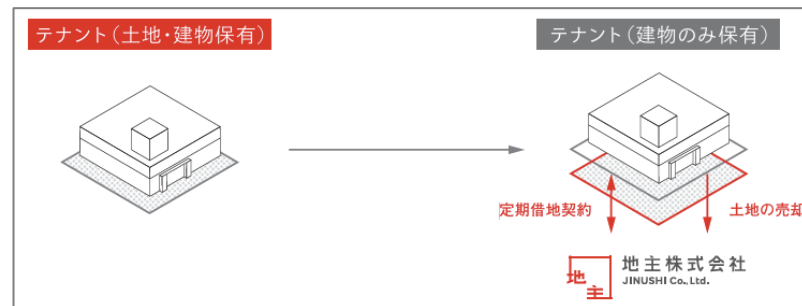
Note 1: 土地の日付は売買日。建物の日付は新築日

Source: 登記情報

③ 事業の筋肉質化

底地のリースバックの専門事業者がドラッグストアの資産効率向上を支援した事例も存在

土地のセールス・リースバックの事例(地主株式会社)



地主

地主株式会社



東京圏

| | | | |
|---------------------------------|--|--------------------------------|-------------------------------------|
| スギ薬局 練馬豊玉北店 東京都練馬区/1,128㎡ | ドラッグストア セキ 春日部緑町店 埼玉県春日部市/3,157㎡ | サンドラッグ 蕨南町店 埼玉県蕨市/1,940㎡ | クリエイトS-D 鶴見向井町店 横浜市鶴見区/1,255㎡ |
|---------------------------------|--|--------------------------------|-------------------------------------|

大阪圏

| | | | |
|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|
| ウエルシア 吹田原町店 大阪府吹田市/2,052㎡ | キリン堂 吹田亥子谷店 大阪府吹田市/1,996㎡ | ドラッグユタカ 高槻松が丘店 大阪府高槻市/2,637㎡ | ドラッグセイムス 東大阪衣摺店 大阪府東大阪市/1,886㎡ |
|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|--------------------------------------|

名古屋圏・九州・その他

| | | | |
|-----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|
| Vドラッグ つつじが丘店 名古屋市名東区/2,146㎡ | サンドラッグ 富木島店 愛知県東海市/2,060㎡ | ドラッグユタカ 安井店 岐阜県大垣市/2,878㎡ | クスリのアオキ 茜部神清寺店 岐阜県岐阜市/3,507㎡ |
|-----------------------------------|---------------------------------|---------------------------------|------------------------------------|

1. Executive Summary
2. カワチ薬品の経営課題
3. 創業家ガバナンスの弊害
4. 企業価値向上に向けた提言
5. Appendix.

3. 中期計画について

1. 2024年3月期

連結売上高3,000億円

店舗数400店以上、ROE6%以上

2. 成長戦略

① 出店戦略

* 強固なドミナントの形成

= シェア率の拡大

* 調剤併設率向上 = 専門性強化

② 物流体制・システム強化

* 独自の体制確立へ = 収益力向上

③ DX推進による収益力強化

20

3. 中期計画について 中期計画(2021年度～2025年度)



1. 中期計画

➤ 2026年3月期

連結売上高3,000億円、店舗数400店舗以上

→ ROE5%以上

2. 成長戦略

① 出店戦略

* 強固なドミナントの形成 = シェア率の拡大

* 調剤併設率40%以上 = 専門性強化

② 物流体制・システム強化

* 独自の体制確立へ = 収益力向上

③ 営業戦略

* アプリやデジタル媒体の活用

* 地域別業態別改装による客層別対応強化



中期計画(2021年度～2025年度)

(単位:百万円、%、店、件)

| 連結 | 2022.3期 | | 2023.3期 | | 2024.3期 | | 2025.3期 | | 2026.3期 | |
|--------|---------|-------|---------|-----|---------|--------|---------|--------|---------|--------|
| | 実績 | 前期比 | 実績 | 前期比 | 実績 | 前期比 | 計画 | 前期比 | 計画 | 前期比 |
| 売上高 | 279,462 | 98.2% | 281,871 | - | 285,960 | 101.5% | 292,000 | 102.1% | 300,200 | 102.8% |
| 既存店前期比 | | 97.3% | | - | | 100.4% | | 100.7% | | 100.1% |
| 粗利益率 | 22.6 | -0.1 | 22.7 | - | 23.0 | 0.3 | 23.5 | 0.5 | 23.8 | 0.3 |
| 販管費率 | 19.8 | 0.8 | 20.4 | - | 20.3 | -0.1 | 20.8 | 0.5 | 20.8 | 0.0 |
| 営業利益率 | 2.8 | -0.9 | 2.3 | - | 2.7 | 0.4 | 2.7 | 0.0 | 3.0 | 0.3 |
| 当期純利益率 | 1.7 | -0.8 | 1.5 | - | 1.6 | 0.1 | 2.0 | 0.4 | 2.1 | 0.1 |

| 連結 | 実績 | 増減 | 実績 | 増減 | 実績 | 増減 | 計画 | 増減 | 計画 | 増減 |
|---------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|--------|
| 新規出店数 | 11 | 3 | 11 | 0 | 13 | 2 | 13 | 0 | 22 | 9 |
| 閉店数 | 2 | 1 | 2 | 0 | 2 | 0 | 2 | 0 | 2 | 0 |
| 期末店舗数 | 355 | 9 | 364 | 9 | 375 | 11 | 386 | 11 | 406 | 20 |
| 新規調剤併設数 | 10 | 3 | 13 | 3 | 9 | △4 | 7 | △2 | 10 | 3 |
| 調剤期末件数 | 132 | 9 | 144 | 12 | 151 | 7 | 158 | 7 | 168 | 10 |
| 設備投資 | | 4,674 | | 6,009 | | 5,595 | | 8,150 | | 10,700 |
| 減価償却 | | 4,424 | | 4,350 | | 4,306 | | 4,950 | | 5,450 |

Source: 各種開示情報(2024/5/7開示)



4. 企業価値向上に向けて：現状分析

1. 現状認識

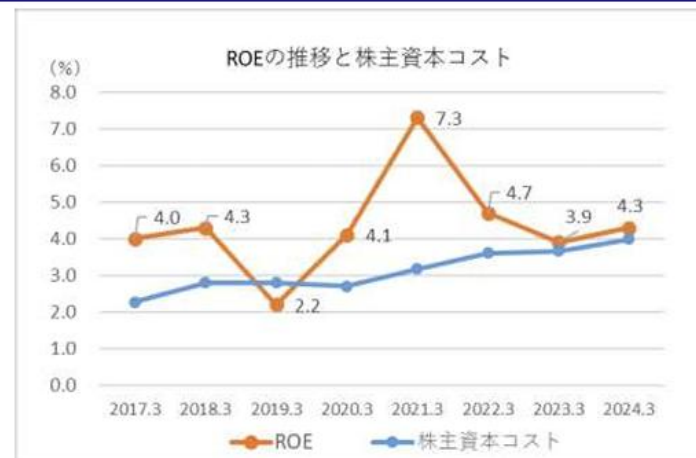
①ROE:株主資本コストを上回るも低水準

【株主資本コスト(CAPM※)は、現状3~4%
以下と認識 (※)2024.3は3/15現在】

②PER:同業他社比において低水準で推移
=PBR:1倍割れの状態続く

2. 課題

- ①低水準ROEの改善⇒資産効率の向上
- ②安定した成長と収益性の確保
- ③資本コスト低減対策と成長率向上への取組



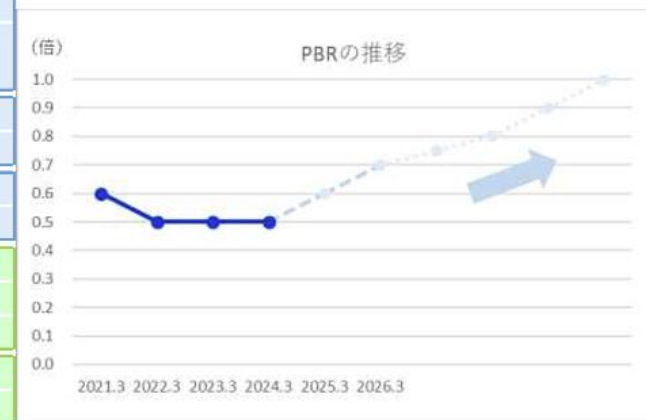
Source: 各種開示情報(2024/5/7開示)



企業価値向上に向けて：現状と今後の取組

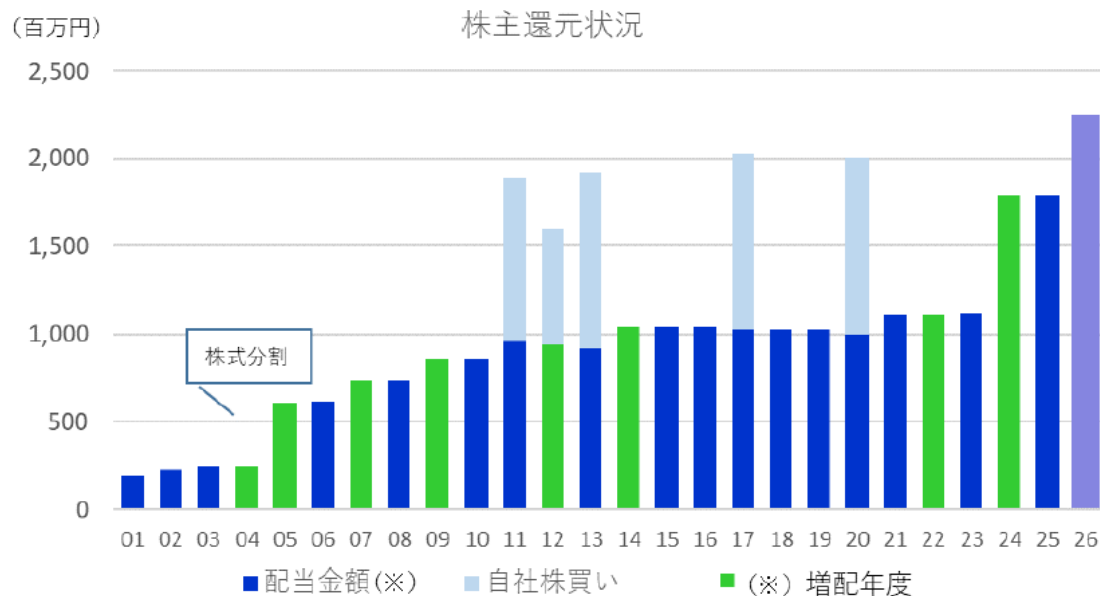
- PBR改善に向けて
 - ・進行期においてはROEは5%以上とし、次の中期において2021.3期水準を超える8%を目指す。
 - ・これにより、次の中期においてPBR1倍に向けて取り組む。

| | | |
|-----|------------|--|
| ROE | 売上高純利益率の向上 | 新店増と新業態拡大 既存店改装 部門構成 商品MIXの改善 コスト抑制のためのIT化推進 テナント誘致と入替 減損対象店舗の早期見極めと判断 |
| | 資産効率の向上 | 資産再確認と売却余地検討 新物流対応による在庫圧縮 |
| | 財務レバレッジ | 借入金最適化完了⇒維持余力有時の自社株買い検討 |
| PER | 資本コスト低減 | コーポレートガバナンス強化 株主還元の充実 IR/SRの充実 |
| | 成長率向上 | サステナビリティ推進 非財務情報の充実と強化 |



Source: 各種開示情報(2024/5/7開示)

株主還元策について



配当方針

- ・ 必要な内部留保を図りながら、累進配当を実施
- ・ 自社株買い⇒借入を行わない範囲で実施を検討

⇒ 今期は、創業65周年を迎えたことから、普通配当80円に記念配当20円を加え、1株当たり100円を予定

Disclaimer

- **Disclaimer:** This presentation is for informational purposes only. Nothing in this document or any information herein should be construed as an offer, invitation, marketing of services or products, advertisement, inducement, or representation of any kind, nor as investment advice or a recommendation to buy or sell any investment products or to make any type of investment, or as an opinion on the merits or otherwise of any particular investment or investment strategy. Any examples of strategies or trade ideas are intended for illustrative purposes only and are not indicative of the historical or future strategy or performance or the chances of success of any particular strategy. This presentation and any statements made in connection with the presentation are the presenter's opinions, which have been based upon publicly available facts, information, and analysis, and are not statements of fact. To the best of the presenter's ability and belief, all information contained herein is accurate and reliable and does not omit to state material facts necessary to make the statements herein not misleading and has been obtained from public sources that the presenter believes to be accurate and reliable, and who are not insiders or "connected persons" of any public company referenced herein. With respect to any public company referred to herein, there may be non-public information in the possession of the public companies or insiders thereof that has not been publicly disclosed by those companies. Therefore, all information contained herein is presented "as is," without warranty of any kind – whether express or implied, and the presenter makes no representations, express or implied, as to the accuracy, timeliness, or completeness of any such information or with regard to the results to be obtained from its use. Any investment involves substantial risks, including complete loss of capital. Any forecasts or estimates are for illustrative purpose only and should not be taken as limitations of the maximum possible loss or gain.
- Information contained in this presentation may include forward looking statements, expectations, and projections. You should assume these types of statements, expectations, and projections may turn out to be incorrect for reasons beyond the presenter's control. Any information or written materials presented herein has been prepared by, and is solely the responsibility of, the presenter. It has not been prepared or approved by the Conference organizers, the Sohn Conference Foundation, the Karen Leung Foundation, or any director, officer, organizer, or supporter thereof. The Foundations do not purport to have conducted any due diligence on the information or materials presented by any speaker, nor to have taken any steps to verify its accuracy or completeness. The opinions expressed herein are solely those of the presenter and are not the opinions or views of any other person or entity, including the Foundations, Conference sponsors, Conference media partners, other Conference speakers, or the Hong Kong Exchange.