

2013年1月21日 (火)

■中期経営計画の達成へ足元の業績は好調

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
寺島 昇

ナガイレーベン<7447>は国内シェア60%超を持つ医療白衣のトップメーカーである。終了した2014年8月期第1四半期決算は、売上高3,201百万円（前年同期比7.5%増）、営業利益922百万円（同13.1%増）、経常利益1,000百万円（同8.5%増）となった。主力のヘルスケアウェアの拡大等により、売上高、営業利益ともに前年同期比だけでなく予算比でもプラスの結果となった。

進行中の2014年8月期は売上高16,000百万円（前期比2.4%増）、営業利益4,880百万円（同0.1%増）、経常利益4,923百万円（同9.1%減）、当期純利益3,030百万円（同2.8%減）を予想している。経常利益が減益になるのは前期のような為替差益（特殊要因）がなくなるとの前提であったが、現在の為替水準が続けば、経常利益も増益の可能性はある。

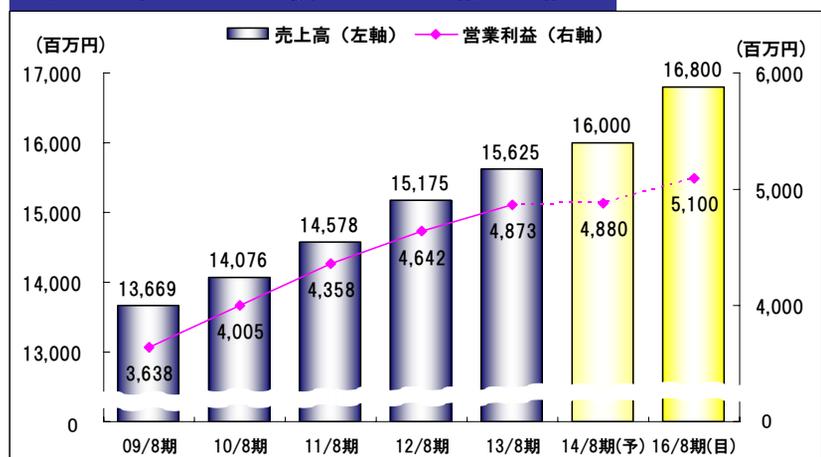
財政状態は健全であり、自己資本比率も2014年8月期第1四半期末で91.0%に達しているが、一方で株主還元（資本効率の改善）にも前向きである。単独ベースでの配当性向50%以上を宣言しており、自己株式の取得も機敏に行っている。

また、中期経営計画の数値目標として2016年8月期に売上高16,800百万円、営業利益5,100百万円を掲げているが、足元の業績が好調であることから、この中期目標の達成は十分可能であろう。内閣府が2013年6月に発表した「日本再興戦略」のなかでは、国民の「健康寿命」の延伸をテーマの1つとして掲げており、市場環境を整備、拡大していくことで「健康寿命」の延伸を実現していく方針を示している。ヘルスケアの市場規模としては、現状で16兆円の水準であるが、2020年には26兆円、2030年には37兆円に拡大する見通しとなっている。高齢化社会の到来に伴い2012年に149万人であった介護職員数は、2025年には最大で249万人まで増えるとの予想もあり同社にとっては追い風だ。

Check Point

- ・リーディングカンパニーとしての確固たる地位を維持
- ・主力のヘルスケアウェア、ドクターウェアが引き続き好調
- ・安定した財務状況を基盤に配当性向50%以上を掲げる

通期業績の推移



■ 会社概要

国内シェア60%超を誇る医療白衣のトップメーカー

(1) 沿革

ナガイレーベンは看護師、医師、患者向け等の医療白衣の専門メーカーである。その歴史は古く、1915年に「永井商店」として創業。その後は全国へと業容を拡大し、現在では国内シェア60%超を誇るトップメーカーとなっている。

会社沿革

1915年	永井光次により永井商店、白衣専門店として、神田神保町にて個人開業。
1950年	東京衛生白衣(株)解散。永井光次、澤登辰郎にて永井商店(株)を設立。
1969年	白衣製造部門拡充のため子会社、ナガイ白衣工業(株)を秋田県に設立。澤登辰郎、社長に就任。多用途白衣から医療用途白衣専門の製造販売に転換。
1977年	都内亀戸に第二商品センター建設。米国GDサークル(株)と提携、日本サージカルアパレル(株)を広島市に設立、病院手術衣新製品の販売拡張を図る。
1978年	米国アンジェリカ社及び東レ(株)と技術提携。新素材リース用白衣開発、発売。
1980年	ナガイ株式会社と社名変更。高松営業所開設。デザイナーやまもと寛斎とライセンス契約締結。
1982年	デザイナー花井幸子とライセンス契約締結。
1988年	永井(株)を分社してエミット(株)を設立。その後、両社相互に社名変更し、エミット(株)はグループ統括企業となり、ナガイ(株)は販売グループ本部となる。
1989年	ハイグレード商品生産工場として秋田県にナガイルミナースを新築。海外生産開始、国際分業をはかる。
1994年	ナガイ(株)からナガイレーベン(株)に社名変更。物流センター秋田県に新築。
1995年	株式会社店頭公開。高齢化社会対応した第2の柱商品の開発、販売開始。澤登一郎副社長、社長に就任。
1996年	フランスのデザイナー、クレージュとライセンス契約締結。
1999年	名古屋営業所開設。デザイナー、アツロウタヤマとライセンス契約締結。
2001年	東京証券取引所第2部に上場。
2002年	米国スタンダードテキスタイル社及び東レ(株)とサージカルテキスタイルに関する技術提携。名古屋営業所を支店に昇格。
2004年	ISO9001の認証取得。東京証券取引所第1部に上場。北海道ナガイ(株)を吸収合併、北海道支店を開設。
2005年	ISO14001の認証取得。デザイナー、ケイタマルヤマとライセンス契約締結。
2006年	デザイナー横森美奈子とブランド契約締結。

大病院等へのコンタクトで顧客ニーズをつかむ

(2) 事業内容

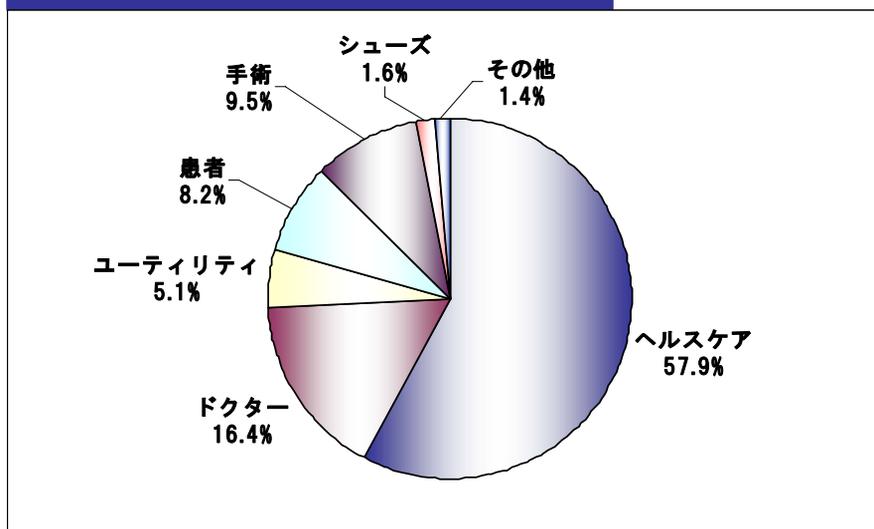
(a) アイテム別、地域別、商品別の売上構成

同社の製品は、すべて医療白衣及びその関連製品である。アイテム別売上高(2013年8月期)比率は、ヘルスケア用57.9%、ドクター用16.4%、手術用9.5%、患者用8.2%、ユーティリティ5.1%、シューズ等1.6%、その他1.4%となった。各アイテムの利益率は大きくは変わらないが、仕入商品であるシューズやその他の利益率は低い。



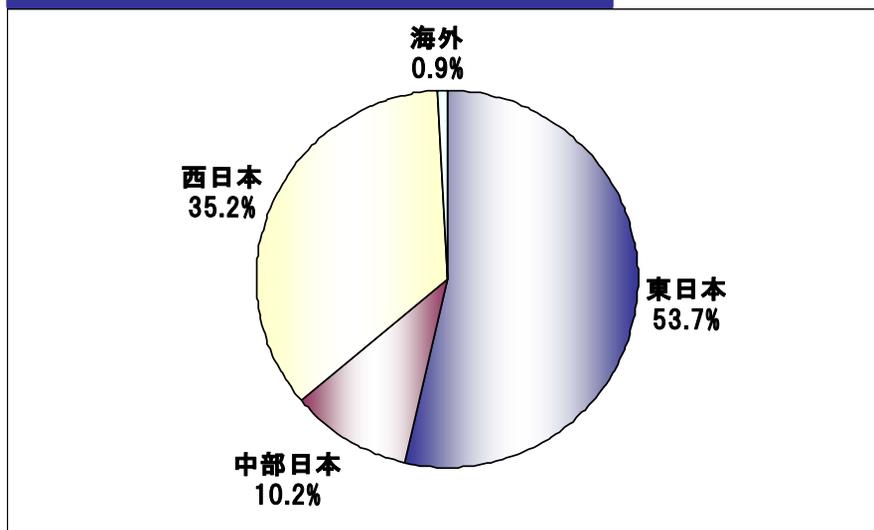
■会社概要

アイテム別売上比率 (13/8期)



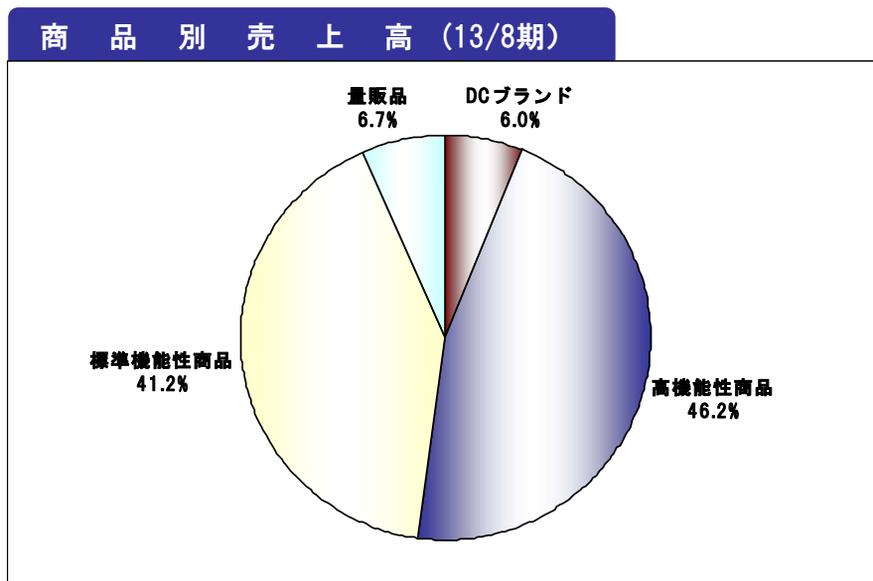
地域別の売上高比率（同）では、東日本53.7%、西日本35.3%、中部日本10.2%、海外0.9%となっており、ほぼ全国をカバーしている。海外はまだ1%未満であり、今後の拡大の可能性を残している。

地域別売上高 (13/8期)



商品（機能）別の売上高比率（同）では、高機能性商品46.2%、標準機能性商品41.2%、量産品6.7%、DCブランド6.0%となった。例としてナースウェアでおおよその価格帯分類をすると、量産品（5.0千円以下）、標準機能性商品（5.0—7.5千円）、高機能性商品（7.5—10.0千円）、DCブランド（10.0千円以上）となる。高価格なほど利益率は高い。

■会社概要



(b) 販売ルートと生産状況

同社の最終ユーザーは看護師、医師等であり、製品の購入者は主に病院等の医療施設や介護施設等である。ただし、直接販売は行っておらず、これらの医療施設等と取引している業者を経由した販売が100%となっている。これによって直接の販売経費を抑えているが、一方で大病院等へは常に同社の営業社員がコンタクトを取っており、顧客ニーズをつかんでいるので、エンドユーザーからの声（要望等）は同社に届く仕組みになっている。

医療白衣は大病院等では院内で自ら洗濯を行っていたが、近年はリースに切り替わってきている。このリース期間は通常、4年となっている。4年ごとにリース切り換え需要が発生するため、同社の業績を安定的に支えていると言える。

生産については、2013年8月期の実績では製品の97.4%が自社生産（国内生産56.7%、海外生産40.7%）で、仕入商品は2.6%（2013年8月期実績）となっている。海外生産では自社工場を持たず、現地のパートナー企業が保有する工場で生産を行っており、投資リスク軽減とコスト削減を両立させている。

リーディングカンパニーとしての確固たる地位を維持

(3) 特色と強み

同社は医療白衣の専門メーカーであるが、その強みの1つは企画から原材料の調達、製造、販売まで一貫して行う体制が整っていることである。これによってユーザーのニーズを的確につかむことが可能となっており、同時に最適な素材を確保して安価に製造し、適正マージンを乗せて販売することが可能になっている。

■会社概要

また、多くの提携工場を持っていることから、数千種類にも及ぶ製品アイテムを揃えており、幅広いユーザーニーズに対応できる体制が整っていることも同業他社に比べて優位である。販売面においては、全国に1,000社近くの代理店網を有しており、販売力が強固でありながら、同社自身は販売経費を可能な限り抑えている。これも同社の強みと言えるだろう。

その結果、国内シェアは60%超となっており、リーディングカンパニーとしての確固たる地位を維持している。同社によれば、業界第2位の会社でさえシェアは7—8%であり、第3位以下の各社のシェアは数%にとどまっている。その一方で同社の売上総利益率は47.0%（2013年8月期実績）となっており、高い利益率を維持している。高い利益率にもかかわらず高い市場シェアを維持できているということは、多くの顧客が同社製品・サービスに満足していることであり、これこそが同社の最大の強みだ。

■決算動向

主力のヘルスケアウェア、ドクターウェアが引き続き好調

(1) 2014年8月期第1四半期決算

2014年8月期第1四半期決算は、売上高3,201百万円（前年同期比7.5%増）、営業利益922百万円（同13.1%増）、経常利益1,000百万円（同8.5%増）、四半期純利益616百万円（同9.3%増）となった。売上高は前期に引き続き主力のヘルスケアウェア、ドクターウェアが好調であったことが増収に寄与した。

コスト関係では、原材料値上げ、加工賃アップ等の影響があったが、売上高が増加したこと、先物予約により原価における為替レートの影響を抑えたこと、海外生産比率が上昇したこと等から、売上総利益率は前年の47.1%から46.8%へ若干低下したがほぼ想定内となった。

一方で販管費は586百万円から576百万円と絶対額で低下し、予算も下回った。これは主に一部の修繕費等が先送りになったため、通期では期初計画の通り前年を上回ると予想している。

営業外収支は、前年比では減少したが予算に対してはプラスとなった。これは2012年度に発生した為替差益（ヘッジのために保有しているドル預金から発生した為替差益）が、今年度はなくなると期初には予想していたが、実際にはこの第1四半期にも差益（62百万円）が発生したため予算比ではプラスとなった。

損益状況

(単位：百万円)

	13/8期1Q		14/8期1Q			
	金額	構成比	金額	構成比	増減額	増減率
売上高	2,978	100.0%	3,201	100.0%	222	7.5%
売上総利益	1,402	47.1%	1,499	46.8%	96	6.9%
販管費	586	19.7%	576	18.0%	-10	-1.8%
営業利益	816	27.4%	922	28.8%	106	13.1%
経常利益	921	30.9%	1,000	31.2%	78	8.5%
四半期純利益	563	18.9%	616	19.3%	52	9.3%



■決算動向

(部門別売上高)

アイテム別の売上高は、ヘルスケアウェア1,776百万円（前年同期比7.3%増）、ドクターウェア504百万円（同10.7%増）、ユーティリティウェア171百万円（同0.7%増）、患者ウェア314百万円（同3.3%増）、手術ウェア334百万円（同13.0%増）、シューズ36百万円（同16.9%減）、その他63百万円（同18.7%増）となった。

ヘルスケアウェアは市場の安定化を背景に、リース更新が順調に進んだこと等から売上高は計画を上回り1,776百万円となった。ドクターウェアは新製品群の寄与等により好調に推移した。一方でエプロンや白衣等の上に着るユーティリティウェアは共用品への流れが継続しているが、市場には下げ止まり感が出ている。患者ウェアや手術ウェアは市場浸透が進んだこと等から売上高は安定的に増加傾向にある。

アイテム別売上高

(単位：百万円)

	13/8期1Q	14/8期1Q	
	(金額)	(金額)	(前年同期比)
ヘルスケアウェア	1,654	1,776	7.3%
ドクターウェア	455	504	10.7%
ユーティリティウェア	170	171	0.7%
患者ウェア	304	314	3.3%
手術ウェア	295	334	13.0%
シューズ	44	36	-16.9%
その他	53	63	18.7%
合計	2,978	3,201	7.5%

財務状況

(単位：百万円)

	13/8期末	14/8期1Q末	増減額
現金・預金	17,456	15,930	-1,525
受取手形・売掛金	4,622	3,853	-769
棚卸資産	3,524	4,008	484
流動資産計	26,247	24,589	-1,657
建物および構築物	1,645	1,618	-26
土地	4,692	4,692	0
建設仮勘定	768	773	5
投資その他	3,079	3,157	78
固定資産計	10,807	10,853	46
資産合計	37,054	35,443	-1,611
支払手形・買掛金	1,385	1,467	81
未払法人税	1,344	344	-999
負債合計	3,966	3,180	-785
利益剰余金	31,886	30,961	-924
自己株式	-3,401	-3,401	0
純資産合計	33,088	32,262	-826
負債・純資産合計	37,054	35,443	-1,611



■決算動向

(財務状況)

2014年8月期第1四半期末の財務状況(貸借対照表)は表の通りであった。資産合計は35,443百万円となり、前期末に比べ1,611百万円減少した。流動資産合計は24,589百万円となり1,657百万円減少したが、主な要因は、現金及び預金の減少1,525百万円、受取手形及び売掛金の減少769百万円、たな卸資産の増加484百万円等であった。固定資産合計は10,853百万円となり、46百万円増加した。その内訳として有形固定資産は7,609百万円となり30百万円減少した。無形固定資産は86百万円となり1百万円減少、投資その他の資産は78百万円増加して3,157百万円となった。

負債合計は3,180百万円となり、前期末に比べ785百万円減少した。流動負債合計は810百万円減少し2,545百万円となった。主な要因は、未払法人税等の減少999百万円等。固定負債合計は635百万円となり、25百万円増加した。純資産合計は32,262百万円となり、前期末に比べ826百万円減少した。主な要因は、配当金の支払いによる1,541百万円の減少、当四半期純利益616百万円の計上による増加等。

今期は売上総利益率では前期比横ばいを予想

(2) 2014年8月期(通期)予想

2014年8月期(通期)の業績は、売上高で16,000百万円(前期比2.4%増)、営業利益4,880百万円(同0.1%増)、経常利益4,923百万円(同9.1%減)、当期純利益3,030百万円(同2.9%減)が予想されている。消費税増税の影響が不透明であることから、売上高は保守的な伸びを予想している。売上総利益については、原材料アップや為替レートによるマイナス要因を想定しているが、一方で高採算品の売上増、海外生産比率の上昇等のプラス要因もあり、売上総利益率は前期比横ばいの47.0%を予想している。

また販管費については、新本社への移転の諸費用(93百万円)等を含めて総額で167百万円増の2,640百万円を見込んでいる。経常利益については、2013年8月期に営業外収益で発生した為替差益(500百万円)を今期は見込んでいないので、前期比では9.1%減の4,923百万円を予想しているが、現在の為替(対ドル)レートは前期末よりも円安の水準にあるため、為替が現状の水準で推移するならば減益幅は小さくなる可能性が高い。一方で当期純利益については、2013年8月期に計上した特別損失(減損損失332百万円)がなくなる見込みであることから、前期比2.9%減の3,030百万円を予想している。しかし新本社への移転に伴い、既存の本社ビルの売却益が発生する可能性があるが、これは上記予想に含まれていない。為替レートの水準及び既存本社ビルの売却価格次第では当期純利益は増益になる可能性がある。

なお、設備投資額は859百万円(新本社関連577百万円、物流センター設備更新95百万円、生産設備関連50百万円)、減価償却費は344百万円を計画している。

2014年8月期(通期)予想

(単位:百万円)

	13/8期		14/8期(予)			
	金額	構成比	金額	構成比	増減額	増減率
売上高	15,625	100.0%	16,000	100.0%	375	2.4%
売上総利益	7,346	47.0%	7,520	47.0%	174	2.4%
販管費	2,473	15.8%	2,640	16.5%	167	6.8%
営業利益	4,873	31.2%	4,880	30.5%	7	0.1%
経常利益	5,418	34.7%	4,923	30.8%	-495	-9.1%
当期純利益	3,119	20.0%	3,030	18.9%	-89	-2.9%



■中期経営計画と今後の展望

新しい分野である患者ウェアと手術ウェアに注力

(1) 中期経営計画：「2016年8月期売上高16,800百万円、
営業利益5,100百万円」を目標

同社では、中期経営計画の数値目標として2016年8月期に売上高16,800百万円、営業利益5,100百万円を掲げているが、この目標は変わっていない。既に2014年8月期での営業利益の予想が4,880百万円であること、その第1四半期の業績が好調であることを考えると、中期目標の達成は十分可能であろう。

また、中期経営計画の目標値を達成するために、アイテム別、地域別、商品別の取り組みを以下のように計画している。

(アイテム別売上高)

今後、特に注力していくのが、患者ウェア（2013年8月期の売上比率8.2%）と手術ウェア（同9.5%）で、2016年8月期には売上比率を各々9.0%、11.0%に高める計画だ。同社にとっては比較的新しい分野であり、売上高の絶対額もまだ低いことから、比較的売上高を伸ばしやすい分野だろう。なお、患者ウェアや手術ウェア以外の分野の売上高が下がるということではなく、全体の売上高が増加する中で売上比率が変わるだけである。

(地域別売上高)

地域別では西日本の売上高増に注力する。2013年8月期の同地域の売上比率は35.3%であったが、これを2016年8月期には38.0%にまで高める計画だ。これもアイテム別と同じ戦略で、比較的同社のシェアの低い地域を強化する方針であり、主力である東日本の売上高を下げることはない。

(商品別売上高)

商品別では高機能性商品（同46.2%）に注力し、2016年8月期には売上高比率を52.0%にまで高める計画だ。同社の高機能性商品はユーザーからの信頼も厚く、これをさらにアピールすることで売上比率を高めていくことは可能だろう。前述のように現在では多くの病院が3—4年のリースを組んでいるため、リース切替の時期が製品の切替時期と重なっており、このタイミングをうまく生かすことで高機能性商品を伸ばしていくことは十分可能である。結果として売上総利益率は改善することにもなる。

看護・介護職員数の拡大が追い風に

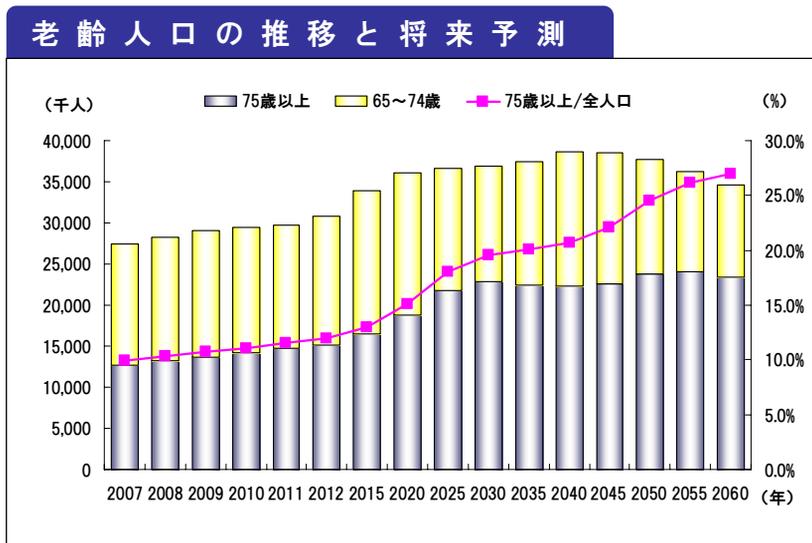
(2) 今後の市場環境

今後の同社を取り巻く市場環境では、以下のような点がポイントとなるだろう。

■中期経営計画と今後の展望

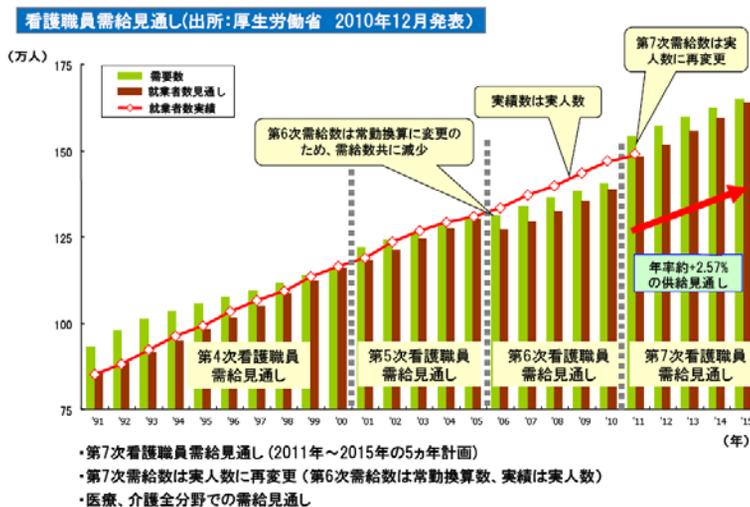
◇看護・介護市場の拡大

内閣府が2013年6月に発表した「日本再興戦略」のなかでは、国民の「健康寿命」の延伸をテーマの1つとして掲げており、健康増進・予防サービス、介護サービス、医薬品・医療機器、高齢者向け住宅等を戦略分野とし、これら分野の市場環境を整備、拡大していくことで「健康寿命」の延伸を実現していく方針を示している。これら分野の市場規模としては、現状で16兆円の水準であるが、2020年には26兆円、2030年には37兆円に拡大する見通しとなっている。なお、2014年度の厚労省予算概算要求では30兆円規模と過去最大規模となっている。



※出所：総務省、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口」

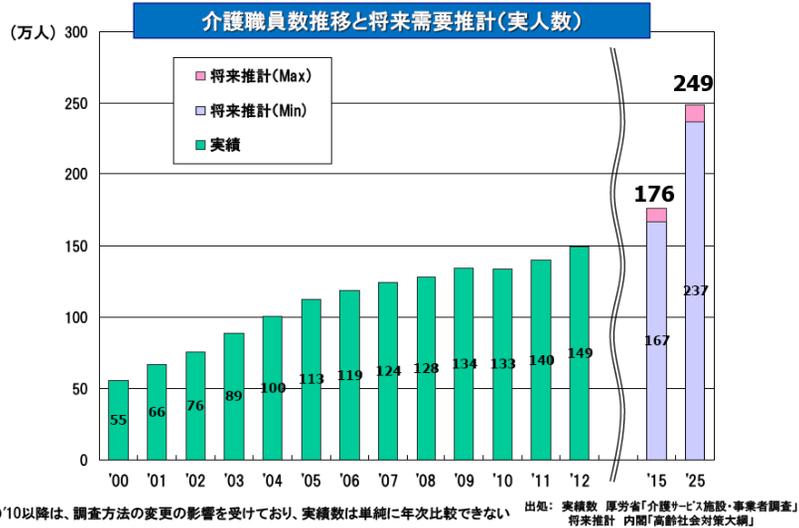
高齢人口の増加に伴い、看護・介護職員数は今後も拡大が見込まれている。厚生労働省が2010年12月に発表した「看護・介護職員数見通し」によれば、2015年の看護職員数は165万人（2010年比年率+2.57%）、介護職員数は173万人（同+5.10%）と予測されている。さらに内閣府の資料では、2012年に149万人であった介護職員数は2025年には最大で249万人に増加すると予測されている。いずれの予想も同社にとっては追い風の予想である。



出所：会社資料



■中期経営計画と今後の展望



出所: 会社資料

◇診療報酬改訂

同社の事業は医療白衣の販売であり、薬価改訂や診療報酬改訂による直接の影響はない。しかし、薬価改訂や診療報酬が改訂されるとユーザーである病院や施設等が経費を削減する傾向があるため、白衣の買い替え期間が延びる等の間接的影響を受ける。2012年度の診療報酬改定は0.004%とわずかながらのプラスであったが、次回の診療報酬改訂は全体で0.1%の引上げが行われることが決定している。

◇消費税8%への引き上げ

同社では市場全体への影響は軽微とみている。ただし、駆け込み需要によって月次ペースでは売上前倒し、後日反動の可能性はあるが、通期でならしてみれば影響はないとみている。

◇原材料、工賃の上昇懸念

原油価格上昇、円安による原材料（ポリエステル）の価格上昇の懸念は残る。また中国やその他東南アジアでの加工賃上昇の可能性も高い。これらに対しては生産工程の見直しや生産地域の変更（可能な限り人件費の安い地域へ）等によって吸収していく方針だ。少なくとも売上総利益率は現状を維持する計画だ。

◇為替（円安）による海外生産コストの上昇

前述のように同社の場合、生産の40.7%が海外生産であるため円安はコストアップとなる。これに対して円高のタイミングで、仕入れ金額の約80%を常に先物予約している。これによって為替によるコストの上昇を100%ヘッジすることはできないが、かなりの部分はヘッジができており、実際のレートの変動ほどの影響は受けない。

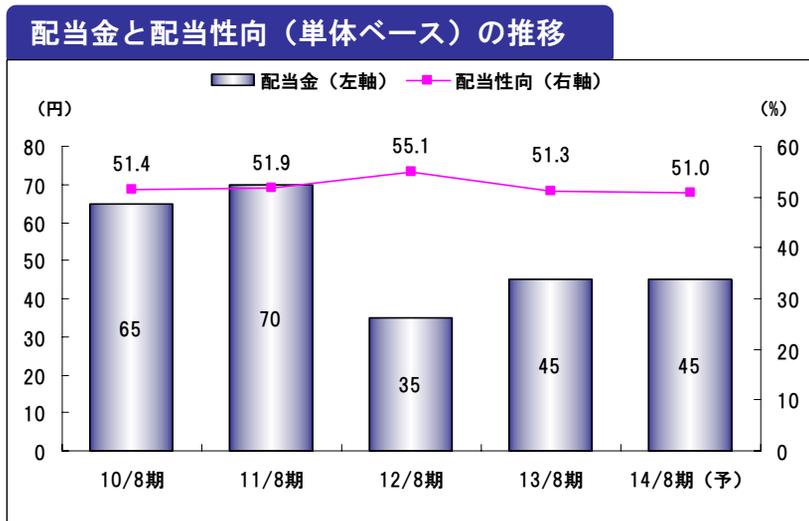
もう1つの方法は、ドル建て債権（預金）を保有することで円安をヘッジしている。前期（2013年8月期）もこのヘッジによって約500百万円の為替差益を計上することができた。ただしこの評価益は営業外収益に計上されるため営業利益には影響しない。経常利益まで見れば、為替による影響はかなりヘッジされていると言えよう。

■株主還元策と資本効率の改善

安定した財務状況を基盤に配当性向50%以上を掲げる

前述のように同社の自己資本比率は既に91.0%（2014年8月期第1四半期）に達しており、財務的に非常に安定している。さらに同社の業態から考えると利益が大きく低下したり赤字に転落したりする可能性は低く、安定した利益を計上する可能性が高い。一方でこの事実、毎年利益が自己資本に積み上がっていくため、株主資本利益率（ROE）が低下していく、つまり資本効率が低下することになる。

これに対して同社では、安定配当、配当性向50%以上（単独ベース）を掲げている。また自己株式の取得も臨機応変に行っている。株主還元、資本効率維持に対する意識は高く、この点は大いに評価してよいだろう。



※2011年9月1日に1→2株の株式分割を実施

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願い致します。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ