

ナガイレーベン

7447 東証 1 部

2015 年 10 月 29 日 (木)

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

■ 進行期は期末の為替レートによっては増益の可能性も

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。発表された 2015 年 8 月期の連結業績は、売上高が前期比 0.4% 減の 16,150 百万円、営業利益が同 2.2% 減の 4,813 百万円、経常利益が同 1.0% 減の 5,088 百万円、当期純利益が同 0.1% 増の 3,225 百万円となった。業界環境や市場構造などに大きな変化はなかったが、一部の案件に後ずれが見られたことなどから前年同期比では微減益となったが、大きく懸念されるような結果ではない。

進行中の 2016 年 8 月期の通期業績は、売上高が前期比 2.2% 増の 16,500 百万円、営業利益が同 0.0% の 4,814 百万円、経常利益が同 4.3% 減の 4,869 百万円、当期純利益が同 0.3% 増の 3,237 百万円が予想されている。為替差益が発生しないとの前提から経常利益は減益予想であるが、期末の為替レートによっては増益になる可能性もある。

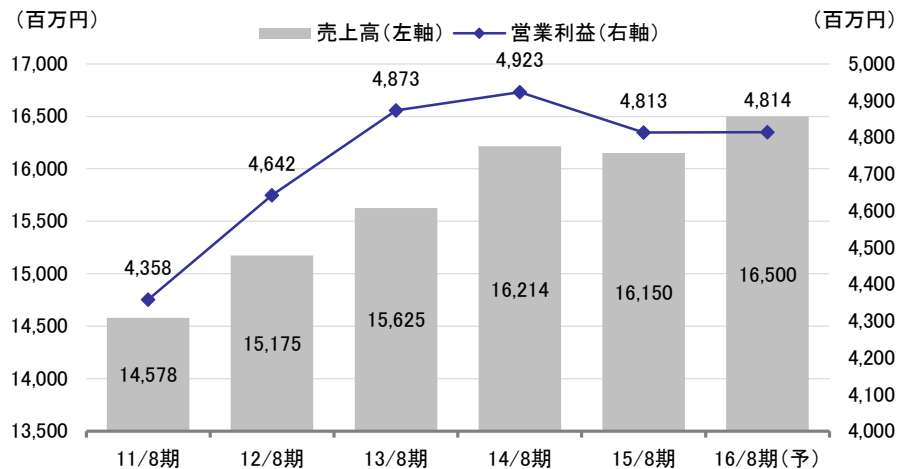
会社は 2017 年 8 月期に売上高 17,500 百万円、営業利益 5,300 百万円を目標とする中期経営計画を発表していたが、足元の業績がやや足踏みしていることから、目標時期を 2018 年 8 月期に変更した。海外生産の拡大や利幅の大きい高機能性商品の強化を通じ、この目標達成を図る考えだ。

会社は株主還元にも前向きである。前期（2015 年 8 月期）には通常の年間配当 50 円に加え、創業 100 周年の記念配当 50 円、公開買付けによる 100 万株（1,500 百万円）の自社株買いを実施、この結果、前期の総還元性向は 153.8% に達したが、今期も年間配当 50 円、配当性向 50% 以上を公約しており、株主還元に対する会社の姿勢は評価に値するだろう。

■ Check Point

- ・ 15/8 期は微減収減益、期ずれが発生するが中長期的には平準化される
- ・ 海外生産比率の拡大と高付加価値製品の開発で利益率を改善
- ・ 利益成長に対する総合的な株主還元策で高 ROE を維持

売上高と営業利益の推移



■ 会社概要

医療白衣のトップメーカー、高機能性商品の拡販に注力

(1) 事業内容

同社は看護師、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、現在では看護師向け白衣においては国内シェア 60% 超を誇る医療白衣のトップメーカーとなっている。

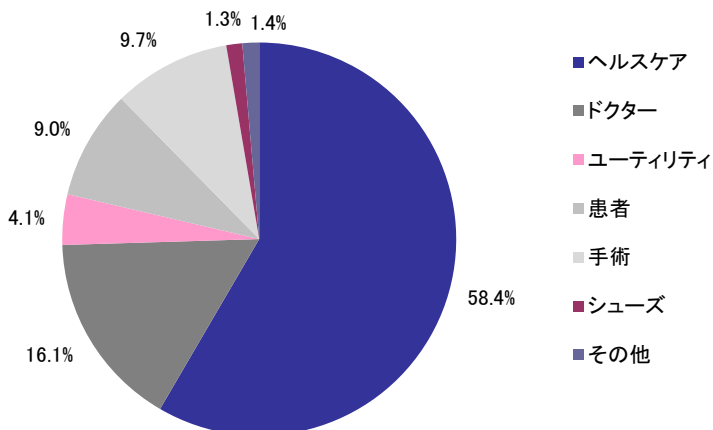
沿革

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	東京衛生白衣株式会社解散。永井光次、澤登辰郎にて株式会社永井商店を設立。
1969年	白衣製造部門拡充のため子会社、ナガイ白衣工業株式会社を秋田県に設立。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二の柱商品の開発、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、アソウタヤマとライセンス契約締結。
2001年	東京証券取引所第二部に上場。
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	SO9001 の認証取得。東京証券取引所第一部に上場。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。
2014年	千代田区鍛冶町に新本社ビル完成。本社移転。

●売上構成

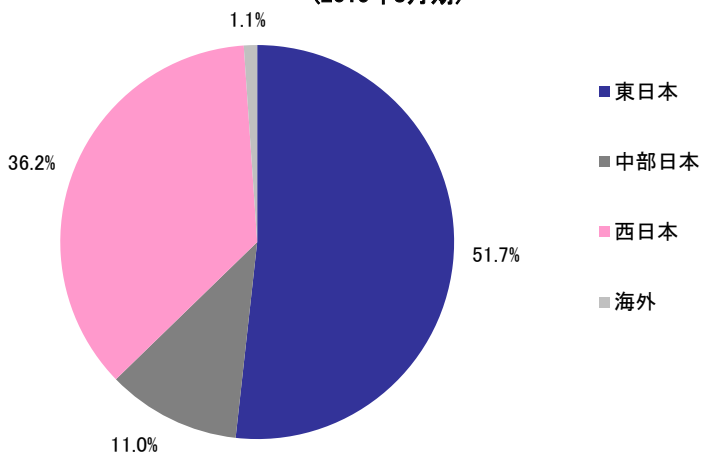
同社の製品は、医療白衣及びその関連製品である。アイテム別売上比率（2015 年 8 月期）は、ヘルスケアウェア 58.4%、ドクターウェア 16.1%、手術ウェア 9.7%、患者ウェア 9.0%、ユーティリティウェア 4.1%、シューズ 1.3%、その他 1.4%となっている。ヘルスケアウェアとは主に看護師向け製品のことで、ユーティリティウェアは白衣などの上に着るエプロンやカーディガン等を指す。各アイテムの利益率は大きくは変わらないが、仕入商品であるシューズやその他の利益率は相対的に低い。

アイテム別売上高構成比
(2015年8月期)

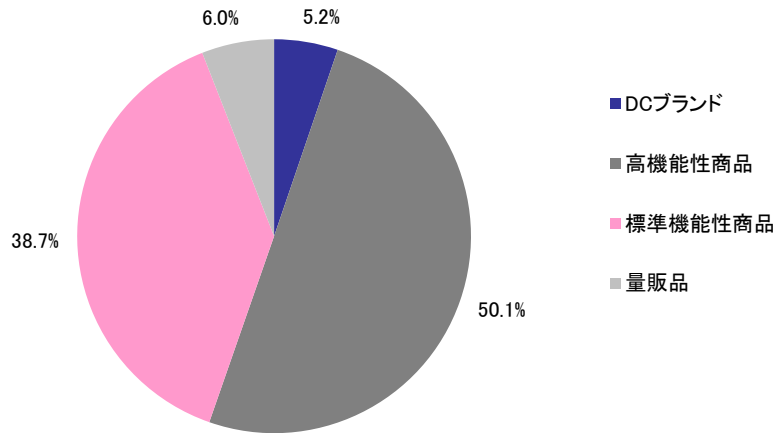


地域別の売上比率（同）は、東日本 51.7%、西日本 36.2%、中部日本 11.0%、海外 1.1%となっており、ほぼ全国をカバーしているが、西日本、中部日本や海外の売上比率がまだ低く、今後の拡大の可能性を残している。

地域別売上高構成比
(2015年8月期)



商品（機能）別の売上比率（同）は、高機能性商品 50.1%、標準機能性商品 38.7%、量販品 6.0%、DC ブランド 5.2%となっている。ナースウェアでおおよその価格帯分類をすると、量販品（5,000 円以下）、標準機能性商品（5,000 ～ 7,500 円）、高機能性商品（7,500 ～ 10,000 円）、DC ブランド（10,000 円以上）となる。高価格なほど利益率は高い傾向にあるが、今後は特に高機能性商品の拡販に注力していく方針だ。

商品別売上高
(2015年8月期)

● 販売ルートと生産状況

同社のエンドユーザーは看護師、医師などで、製品の購入者は主に病院などの医療施設や介護施設等となっている。ただ、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% を占める。これによって販売経費を抑えているが、大病院などへは常に同社の営業社員がコンタクトを取っており、顧客ニーズをくみ取っている。

これまでは病院内で自ら医療白衣の洗濯を行うケースが多かったが、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は 4 年であることから、4 年ごとにリースの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。

生産体制については、2015 年 8 月期の実績で、製品の 98.5% が自社生産（国内生産 53.0%、海外生産 45.6%）、仕入商品は 1.5% となっている。海外生産は主にインドネシアで行われているが、自社工場を持たずに現地のパートナー企業の工場で行っており、投資リスク軽減とコスト削減を両立させている。

顧客満足により高い利益率と市場シェアを両立

(2) 特色と強み

同社は医療白衣の専門メーカーだが、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。製品企画の面では、ユーザーのニーズを的確につかみこれを製品に反映させている。具体的には働きやすい（動きやすい）、静電気が発生しにくい、制菌（細菌の増殖をおさえる）などの機能面に加え、デザイン性にも優れた製品を提供することで、ユーザーから高い評価を得ている。同時に製造面においては素材を提供する大手合繊メーカーや繊維商社などと直接やり取りすることで、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。

また、多くの提携工場を持つことに加えて、資金力が豊富であることから常に数千種類に及ぶ製品アイテムの在庫をそろえており、オーダーメイドにも対応している。幅広いユーザーニーズに対して、希望する製品を指定された期日に即納する迅速な生産・販売体制（Quick Response 体制）が整っており、このことも顧客からの信頼を厚くしている。販売面においては、記述のように全国に 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押さえている。

その結果、看護師向け白衣では国内シェアは 60% 超となっており、医療白衣の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。また、売上総利益率は 46.6%（2015 年 8 月期実績）と高水準を確保。高い利益率と高い市場シェアを両立できているということは、多くの顧客が同社の製品・サービスに満足していることであり、これこそが最大の強みと言える。

医療白衣というニッチ市場に経営資源を集約させていることで、企画から生産、販売まで一貫した効率的な経営が可能となっている。また、ニッチ市場ではあるが、患者ウェアや手術ウェアなど、相対的に同社のシェアが低い市場においてはまだ開拓の余地がある。同社では、「当分はこの医療白衣で事業を伸ばすことは可能であり、今後積極的に周辺市場の開拓を行う」としている。

(3) 企業としての方針

同社は今年で創業 100 周年を迎えたが、この間に「人の和」、「利益の創出」、「社会への貢献」の 3 つを中心とした「ナガイズム」という企業精神を醸成させてきた。具体的には以下のような施策を実行してきたが、今後もこれを貫き社会・医療業界に貢献する企業を目指す方針だ。

●「ぶれない」経営スタイル

原理原則を探究する事によって中長期の安定成長を計る。

●社会的責任

(生産拠点を通じた地域貢献)

国内では秋田県、海外では大連（中国）、インドネシア、ベトナムなどの地域で生産を行うことで雇用を創出、地域経済に貢献している。

(女性主役産業をサポート)

メディカル、縫製現場など女性が活躍できる職場を創出している。

(環境への取組み)

ISO14001 を取得（2015 年）済み。また医療廃棄物を削減する「コンペルパック」の販売拡大により環境問題へ貢献している。

(子供達への支援)

ミッフィー小児科病棟訪問や医療機関への子供用白衣の貸し出しなどを通じて、子供達にとって憧れの職業としての医療を宣伝・啓蒙している。

●株主還元

安定した配当及び単体ベースの配当性向（50% 以上）を実施することで、株主還元を積極的に行う。

自社の株式価格が割安と思われる時期には、機動的に自己株取得を行う。

業績動向

15/8 期は微減収減益、期ずれが発生するが中長期的には平準化される

(1) 2015 年 8 月期の業績概要

● 損益状況

2015 年 8 月期の連結業績は、売上高が前期比 0.4% 減の 16,150 百万円、営業利益が同 2.2% 減の 4,813 百万円、経常利益が同 1.0% 減の 5,088 百万円、当期純利益が同 0.1% 増の 3,225 百万円となった。売上高及び営業利益は元々微減益予想であったが、結果はこの計画もやや下回ったが、計画とのずれはいずれも少額であり、特に大きく懸念される結果ではなかったと言える。

2015 年 8 月期の業績概要

(単位：百万円、%)

	14/8 期		15/8 期			
	金額	構成比	金額	構成比	増減額	前年比
売上高	16,214	100.0	16,150	100.0	-63	-0.4
売上総利益	7,585	46.8	7,532	46.6	-52	-0.7
販管費	2,662	16.4	2,719	16.8	57	+2.1
営業利益	4,923	30.4	4,813	29.8	-109	-2.2
経常利益	5,142	31.7	5,088	31.5	-53	-1.0
当期純利益	3,224	19.9	3,225	20.0	1	+0.1

売上高は前期比で 0.4% 減となったが、2014 年春の診療報酬改訂や 2015 年春の介護報酬改訂の影響は出ていないことから、市場構造や市場環境が大きく変化していることは考え難く、これが減収の要因ではないようだ。会社も「売上高が計画を下回ったのは、特にこれと言った特定の要因があるわけではないが、あえて減収要因を挙げれば、大病院向けのリース案件の更新が今までとは異なるパターンとなり一部が翌期に後ずれしたことだろう」と述べている。ただしこれらのずれ込みは時間を通しては平準化されるので中長期的に大きく懸念される要因ではないようだ。もう一つの減収要因は、売上高の約 30% を占める個人の診療所やクリニック向けなどの小口案件の動向だ。これらの小口向け売上高は消費税増税前の昨年 3 月までに駆け込み需要により売上高が増加し、その後減少に転じたがその影響が依然として尾を引いたようだ。しかしこの要因も、時間の経過とともに解消するはずであり今後大きく懸念される要因ではない。

売上総利益率は前期の 46.7% から 46.6% となり、ほぼ前期並みであった。売上総利益額は 7,532 百万円となり前期比で 53 百万円減少したが、減収による要因が▲ 30 百万円、利益率低下による要因が▲ 23 百万円であった。利益率へのマイナス要因は、原材料・加工賃の上昇が▲ 42 百万円、売上原価における為替レート（円安）の影響が▲ 94 百万円であった。平均の為替レートは 2014 年 8 月期の 88.1 円/ドルから 2015 年 8 月期には 93.5 円/ドルとなった。長期の先物予約によってスポットレートほど円安にはなっていないが、この先物予約の効果も徐々に薄れつつある。一方で海外生産比率が前期の 43.1% から 45.6% へ上昇したことで、約 100 百万円のプラス要因となったが、その他諸々のコスト削減策によって円安によるコストアップを吸収した結果と言える。

販管費は同 2.1% 増の 2,719 百万円となったが、主な増加要因は、新本社移転による減価償却費の増加分が 35 百万円、100 周年記念式典関連が 25 百万円であった。これらは当初から見込まれていたものであり、計画比では 1.2% 減であった。この結果、営業利益は前期比 2.2% 減となった。

2015年10月29日(木)

一方、経常利益は前期比1.0%減となり営業利益よりは減益幅が小さくなったが、これは営業外収益、特に為替差益の増加が主因だ。売上原価での円安の影響をヘッジするために保有しているドル預金から発生した為替差益は前期の87百万円から226百万円へ大幅に増加した。特別損益では、前期に発生した特別利益(本社移転に伴う固定資産売却益114百万円)がなくなったが、固定資産(亀戸研究所)売却益30百万円が発生したことや税率が予想以下であったことなどから、当期純利益は前期比でわずかであるが増益となった。

●アイテム別売上高

(単位:百万円、%)

	14/8期		15/8期	
	(金額)	(前期比)	(金額)	(前期比)
ヘルスケアウェア	9,440	+4.4	9,429	-0.1
ドクターウェア	2,674	+4.2	2,604	-2.6
ユーティリティウェア	743	-6.6	670	-9.8
患者ウェア	1,353	+6.3	1,451	+7.2
手術ウェア	1,525	+3.2	1,560	+2.3
シューズ	237	-5.1	211	-10.9
その他	239	+9.0	222	-7.0
合計	16,214	+3.8	16,150	-0.4

アイテム別の売上高は、ヘルスケアウェアが前期比0.1%減の9,429百万円、ドクターウェアが同2.6%減の2,604百万円、ユーティリティウェアが同9.8%減の670百万円、患者ウェアが同7.2%増の1,451百万円、手術ウェアが同2.3%増の1,560百万円、シューズが同10.9%減の211百万円、その他が同7.0%減の222百万円となった。

主力のヘルスウェアは記述のように一部で更新需要の切り替えや売上計上のずれなどがあったことから前期比ではマイナスとなった。ドクターウェアが減収となったのは同様に更新需要のずれ込みに加えて前年同期の伸び率が高かったことも影響しているが、市場トレンドに大きな変化はない。ユーティリティウェアは依然として個人支給から共用品への移行傾向が続いており減収傾向が続いている。金額は小さいものの、患者ウェアは市場の需要増を背景に堅調に推移し、手術ウェアもスクラブウェアとコンパルパックの市場浸透により売上は堅調に推移した。

●地域別売上高

(単位:百万円、%)

	14/8期		15/8期	
	(金額)	(前期比)	(金額)	(前期比)
東日本	8,461	+0.8	8,357	-1.2
中部日本	1,745	+9.7	1,774	+1.7
西日本	5,839	+6.0	5,842	+0.0
海外	167	+24.3	176	+5.4
合計	16,214	+3.8	16,150	-0.4

地域別売上高は東日本が前期比1.2%減の8,357百万円、中部日本が同1.7%増の1,774百万円、西日本が同0.0%の5,842百万円、海外が同5.4%増の176百万円となった。

東日本では、患者ウェア等の拡販に努めたが主力のヘルスウェアの更新需要の一部に期ずれが発生したことから前期比では減収となったが、需要が飽和状態にあるとかの根本的な問題ではなく一時的な傾向である。中部日本は市場性が大きくないため物件の多寡による影響が大きいだが、販促に注力し前期の大幅増収に続いて増収を達成した。西日本では新規物件の獲得によりヘルスウェアは堅調であったが、ユーティリティウェア等の落ち込みにより前年並みにとどまった。海外はまだまだ売上規模は小さいものの、知名度は浸透しつつあり、順調に増収が続いている。

2015 年 10 月 29 日 (木)

●商品別売上高

(単位：百万円、%)

	14/8 期		15/8 期	
	(金額)	(前期比)	(金額)	(前期比)
DC ブランド	938	+0.6	846	-9.9
高機能性商品	7,795	+8.1	8,090	+3.8
標準機能性商品	6,462	+0.4	6,252	-3.2
量販品	1,017	-2.7	960	-5.6
合計	16,214	+3.8	16,150	-0.4

商品別売上高は、DC ブランドが前期比 9.9% 減の 846 百万円、高機能性商品が同 3.8% 増の 8,090 百万円、標準機能性商品が同 3.2% 減の 6,252 百万円、量販品が同 5.6% 減の 960 百万円となった。DC ブランドや標準機能性商品は伸び悩んだが、同社が注力している高機能性商品が増収となったことは好ましい結果であったと言える。

●財務状況

財務状況は引き続き安定している。2015 年 8 月期末の資産合計は 39,008 百万円となり、前期末に比べ 142 百万円減少した。流動資産は 29,711 百万円となり同 122 百万円増加したが、主な要因は現預金の減少 381 百万円、棚卸資産の増加 364 百万円など。固定資産は 9,296 百万円となり、同 264 百万円減少したが主に減価償却による。

負債合計は 4,213 百万円となり、前期末に比べ 255 百万円減少した。主な要因は、買掛債務の減少 118 百万円、未払法人税の減少 182 百万円など。純資産合計は 34,795 百万円となり、同 114 百万円増加した。主な要因は、当期純利益の計上による利益剰余金の増加 1,471 百万円、自己株式の取得による減少 1,500 百万円など。この結果、自己資本比率は 89.2% となり前期末の 88.6% から上昇した。

連結貸借対照表

(単位：百万円)

	14/8 期末	15/8 期末	増減額
現金・預金	19,054	18,673	-380
受取手形・売掛金	4,696	4,689	-6
有価証券	1,516	1,518	+1
棚卸資産	3,835	4,199	+364
流動資産計	29,589	29,711	+121
建物及び構築物	2,570	2,450	-119
土地	4,480	4,447	-32
投資その他	1,651	1,619	-31
固定資産計	9,560	9,296	-263
資産合計	39,150	39,008	-142
支払手形・買掛金	1,517	1,399	-118
未払法人税等	1,333	1,151	-182
負債合計	4,468	4,213	-255
利益剰余金	33,569	35,040	+1,471
自己株式	-3,402	-4,902	-1,500
純資産合計	34,681	34,795	+113
負債・純資産合計	39,150	39,008	-142

2015 年 10 月 29 日 (木)

●キャッシュフローの状況

2015 年 8 月期の営業活動によるキャッシュ・フローは 2,727 百万円の収入であったが、主な収入は税引前当期純利益の計上 5,115 百万円、減価償却費 360 百万円、主な支出は棚卸資産の増加 364 百万円など。投資活動によるキャッシュ・フローは 143 百万円の収入であったが、主なものは定期預金の増加（ネット）による収入 200 百万円、有形固定資産の取得による支出 204 百万円など。財務活動によるキャッシュ・フローは 3,211 百万円の支出であったが、主なものは配当金の支払いによる支出 1,711 百万円、自己株式の取得による支出 1,500 百万円など。この結果、期間中の現金及び現金同等物は 179 百万円の減少となり、期末の現金及び現金同等物の残高は 8,491 百万円となった。有利子負債が皆無であることに加え、自己株式を 4,902 百万円（4,989,504 株）保有していることから手元ネット・キャッシュは依然として潤沢である。

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/8 期	15/8 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,271	2,727
税金等調整前純利益	5,231	5,115
減価償却費	335	360
売上債権の増減額	-80	-55
棚卸資産の増減額	-311	-364
仕入債務の増減額	131	-118
投資活動によるキャッシュ・フロー	1,518	143
有形固定資産の取得	-719	-204
定期預金の増減（ネット）	400	200
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,539	-3,211
現金および現金同等物増減額	3,298	-179
現金および現金同等物期首残高	5,373	8,671
現金および現金同等物期末残高	8,671	8,491

高付加価値の新製品等投入と新規案件の獲得を目指す

(2) 2016 年 8 月期の業績予想

2016 年 8 月期の業績予想

(単位：百万円、%)

	15/8 期		16/8 期予想			
	金額	構成比	金額	構成比	増減額	前年比
売上高	16,150	100.0	16,500	100.0	349	+2.2
売上総利益	7,532	46.6	7,590	46.0	57	+0.8
販管費	2,719	16.8	2,776	16.8	56	+2.1
営業利益	4,813	29.8	4,814	29.2	0	+0.0
経常利益	5,088	31.5	4,869	29.5	-219	-4.0
当期純利益	3,225	20.0	3,237	19.6	11	+0.3

2016 年 8 月期の通期業績は、売上高が前期比 2.2% 増の 16,500 百万円、営業利益が同 0.0% の 4,814 百万円、経常利益が同 4.3% 減の 4,869 百万円、当期純利益が同 0.3% 増の 3,237 百万円を見込んでいる。

2015 年 10 月 29 日（木）

売上高については、主力のヘルスケアウェア、ドクターウェアに高付加価値の新製品を投入することで市場を活性化し、ずれ込んでいた大型の更新需要を確実に取り込むことと新規物件の獲得を目指す。加えて患者ウェアや手術ウェアの順調な拡大などによって増収を見込んでいる。また、地域別では中部日本以西でのシェアアップにも引き続き注力し、通期では全地域で増収を達成する計画となっている。経常利益については為替差益を見込んでいないことから前期比で減益を予想しているが、期末の円レートのレベルによっては増益となる可能性もある。一方で当期純利益については、税制改正による税率の低下などから若干ではあるが増益を予想している

会社は通期の売上総利益額は 7,590 百万円（前期比 57 百万円増）と予想しているが、プラス要因として売上増による増加 161 百万円、マイナス要因として利益率低下による減少 104 百万円を見込んでいる。売上総利益率は 46.0%（前期 46.6%）へ低下する予想だが、プラス要因は海外生産比率の上昇（2015 年 8 月期 45.6% ⇒ 2016 年 8 月期予想 47.1%）による影響 63 百万円、マイナス要因として原材料・加工賃の上昇による影響▲ 25 百万円、為替レートの影響（2015 年 8 月期実績 93.5 円 / ドル ⇒ 2016 年 8 月期平均レート予想 102.5 円 / ドル）▲ 156 百万円を見込んでいる。

依然として円安によるコストアップが懸念されるが、事前に先物予約を行っていることからマイナスの影響が一気に具現化してはいない。しかし過去 2 年間に比べて先物予約の効果が徐々に薄まりつつあるのも事実だ。海外生産比率のアップやドル建て預金による円安ヘッジも効果は小さくなっている。そのため会社側では、「コストアップに対する社内努力も限界になりつつあり、そろそろ値上げを検討する時期になっている」と述べている。値上げを浸透させるのは容易ではないが、同社の市場シェアが高いこと、製品に対する信頼性が高いこと、多くの競合他社が既に製品値上げを実施していることなどを考えれば、仮に値上げを行っても受け入れられる可能性は高そうだ。

販管費では、会社創立 100 周年関連の残りの費用 34 百万円などが見込まれることから、2,776 百万円（前期比 2.1% 増）を予想している。経常利益については、前期に営業外収益で計上した為替差益（226 万円）がはく落るとの前提から前期比では減益の予想となっている。ただし期末の為替レートが前期末よりもさらに円安水準にあれば、減益幅は想定より小さくなる可能性もあり、場合によっては前期比で増益となる可能性もある。また、前期に計上した特別利益（亀戸研究所の売却益 30 百万円）が今期は発生しないこと、税制改正による法人税等調整額の増加が見込まれるなどから、当期純利益は前期比で増益が予想されている。

■ 中期経営計画と今後の展望

海外生産比率の拡大と高付加価値製品の開発で利益率を改善

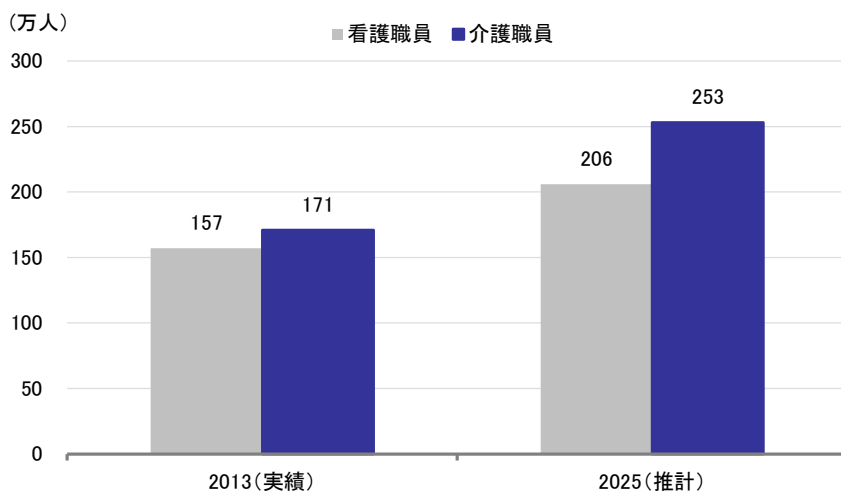
(1) 中期経営計画

同社では当初、2017 年 8 月期に売上高 17,500 百万円、営業利益 5,300 百万円を目標とする中期経営計画を発表していた。しかし足元の業績がやや足踏みしていることから計画を 1 年後ずれし、2018 年 8 月期に売上高 17,500 百万円、営業利益 5,300 百万円を目標とした。事業展開として下記のような施策を実行していく計画は以前と変わっていない。

(2) 今後の事業戦略

同社を取り巻く事業環境は、当面は追い風と言える。厚生労働省が発表した資料によれば、看護職員数は 2013 年の 157 万人から 2025 年には最大で 206 万人に増加すると予測されている。さらに介護職員数も 2013 年の 171 万人から 2025 年には 253 万人と予測されている。このような事業環境の中で、同社は以下のような戦略によって中期的な成長を達成していく計画だ。

看護・介護職員の将来需要推計



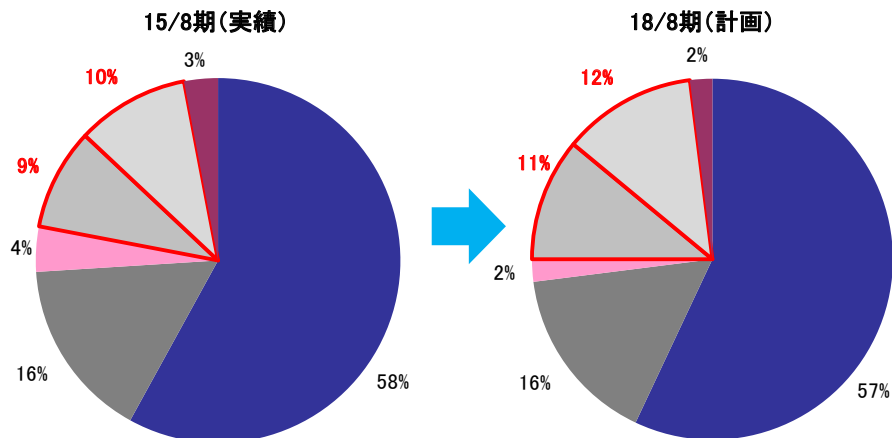
2015 年 10 月 29 日 (木)

● 患者・手術等の周辺市場の拡大

同社は主力のヘルスウェアでは既に高いシェアを維持しており、安定的な更新需要が期待できる。一方で患者ウェア、手術ウェアなどの周辺市場はまだ開拓の余地が残されている。今後は新製品の投入などにより、これらの周辺市場の拡大に注力していく方針だ。

アイテム別売上高構成比の計画値

■ヘルスケア ■ドクター ■ユーティリティ ■患者 ■手術 ■シューズ・その他

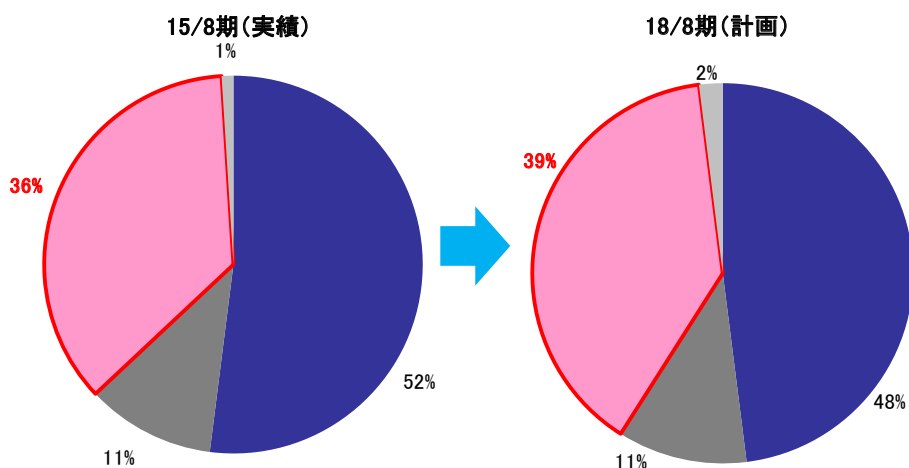


● 西日本エリアのシェアアップ

地域別では、東日本地区で高いシェアを維持しているが、中部日本・西日本地区でのシェアは相対的に低い。言い換えれば、これらの地区では一段のシェアアップが可能である。シェア拡大に向け、単なる営業攻勢だけでなく、高機能性商品や新製品の投入を積極的に行っていく。

地域別売上比率の計画値

■東日本 ■中部日本 ■西日本 ■海外

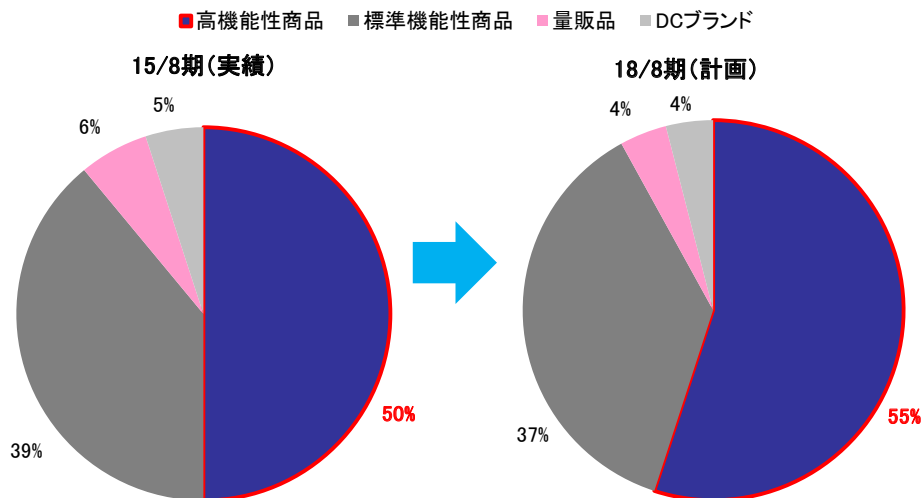


2015 年 10 月 29 日 (木)

●高機能性商品の開発・販売

同社が既に強い市場では付加価値向上のために、また、シェアアップを狙う市場においては営業戦略の武器として、高機能性・高付加価値商品の開発を積極的に進める。これを実行するために、素材メーカーや商社との取り組み（コラボレーション）を強化する一方で、顧客満足度を高めるために「QR（Quick Response）」生産体制を一段とブラッシュアップしていく方針だ。

商品別売上比率の計画値



●売上総利益率の改善

過去 20 年間で同社の売上総利益率は約 12 ポイント改善（35% 前後→ 47% 前後）した。今後も同様のペースで利益率を改善することは容易ではないが、同社では主に以下のような施策によって利益率の更なる改善を目指している。

1 つ目は海外生産比率の拡大だ。現在の海外生産比率は 45.6% であるが、その他アパレルメーカーに比べるとまだまだ低い水準にある。海外生産比率をさらにアップさせる余地は大きく、海外生産を増やすことで利益率の向上を図ることが可能である。ただし、国内生産を一気に海外生産へシフトするのではなく、国内での生産量を維持したまま、増収分を海外で生産していく方針である。なお、2014 年 2 月には、インドネシア中部ジャワ島で建設中だった新工場が稼働を開始、2015 年末までに従来の海外生産地ジャカルタからのシフトを完了する予定。

2 つ目の利益率改善策は、高付加価値製品の開発だ。高機能性商品など利幅の大きい製品の売上比率が高まれば、全体の売上総利益率も改善していくことになる。さらにまだ正式には発表されていないが、新市場の開拓も進めつつあり、将来的には新市場（新製品）も利益率の改善に寄与する計画だ。

また円安は利益率を悪化させる大きな要因の 1 つだが、この対策としては積極的な先物予約によって為替変動を平準化させる一方で、ドル現物預金によって可能な限りヘッジを行ってきた。しかし記述のように、この円安対策もそろそろ限界に近づきつつあり、今後はむしろ円高への対策を考える時期にきているのかもしれない。いずれにしろ会社は、常に為替レートに対して機敏な行動を取り為替変動の影響をできるだけ平準化する方針だ。

■ 株主還元策

利益成長に対する総合的な株主還元策で高 ROE を維持

同社の自己資本比率は 89.2% (2015 年 8 月期) に達しており、財務は安定している。さらに、同社の業態から考えると利益が急速に悪化する可能性は低く、収益の安定が続くと見込まれる。この結果、社外への配分 (主に配当金) が少ないと毎年留保された利益が自己資本に積み上がっていくことになるため、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。しかし同社では利益成長に見合う増配に加えて、自社株買いも含めた総合的な株主還元を積極的に行っており、これによって高い ROE (9.3%、2015 年 8 月期実績) を維持している。

同社はこのように安定した財務体質を維持しつつ株主還元にも積極的である。前期 (2015 年 8 月期) は通常の年間配当 (50 円) に加え、創業 100 周年の記念配当 50 円を行うことを発表した。この結果、年間配当は 100 円となり、当期単体純利益に対する配当性向は 107.5% となった。さらに期中には公開買付けにより 100 万株 (1,500 百万円) の自社株買いを実施しており配当金と合わせた総還元性向は 153.8% に達した。この数字は記念配当とはいえ多くの上場企業の中でも驚異的な水準である。

今期も年間 50 円配当、配当性向 50% 以上 (単体ベース) を発表しているが、このように同社は、株主還元や資本効率維持に対しての意識は非常に高く、この点は大いに評価してよいだろう。

配当性向と総還元性向の推移

	配当総額 (百万円)	自社株買い (百万円)	配当性向 * (%)	総還元性向 * (%)
2001 年 8 月期	475	0	27.4	27.4
2002 年 8 月期	475	0	29.3	29.3
2003 年 8 月期	530	1,697	29.7	124.6
2004 年 8 月期	744	0	36.5	36.5
2005 年 8 月期	1,117	0	56.9	56.9
2006 年 8 月期	1,117	0	53.4	53.4
2007 年 8 月期	1,117	0	53.1	53.1
2008 年 8 月期	1,083	1,077	56.6	111.2
2009 年 8 月期	1,040	1,220	57.3	122.2
2010 年 8 月期	1,127	0	51.4	51.4
2011 年 8 月期	1,205	226	52.0	61.7
2012 年 8 月期	1,205	0	55.1	55.1
2013 年 8 月期	1,541	229	51.3	58.7
2014 年 8 月期	1,712	0	54.4	54.4
2015 年 8 月期	3,324	1,500	107.5	153.8

* : 単体ベース

ディスクレーマー（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・表示したものです。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、企業との電話取材等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・加工することは堅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・譲渡することは堅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いたします。

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