

2013年8月22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
柄澤 邦光

■販売状況の好調継続で通期計画を上方修正

ナガイレーベン<7447>は、医療白衣の専門メーカーで国内シェア60%を超えるリーディングカンパニーである。2位以下を大きく引き離す圧倒的なシェアだけでなく、利益率の高さも注目される。これは、同社が製品の企画から生産・販売までを一貫して行っている点と、国内で唯一、医療白衣に特化したメーカーとして長年にわたり蓄積してきた製品の差別化や、在庫管理などのノウハウが大きな要因となっている。

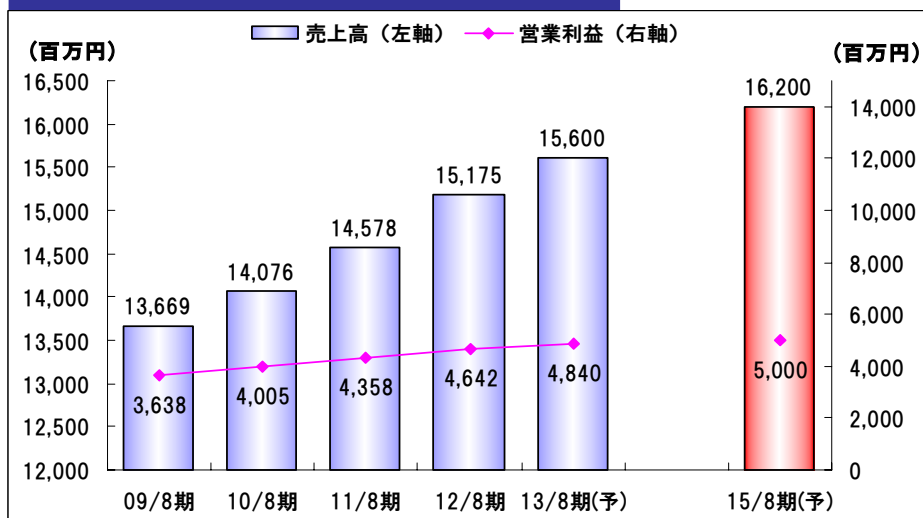
2013年6月28日に発表した2013年8月期の第3四半期の業績は好調な推移となり、第3四半期累計としては4期連続で過去最高の売上高と営業利益を達成した。さらに、8月9日には通期業績を上方修正。期初から好調な販売状況が継続しているほか、保有外貨預金の為替差益が見込まれることなどが要因となっている。2013年8月期は売上高、営業利益ともに過去最高を更新する見通しだ。また、同社は配当性向50%（単独ベース）を目安としていることから増配も発表し、期末配当を従来予想比10円増の45円とした。業績が順調に推移していることから、2015年8月期を最終年度とする3か年経営計画も早晩上方修正される可能性が高いと言えるだろう。成長戦略も着実に進展している。医療白衣で西日本のシェア拡大を図るほか、介護ウェア、手術用ウェアの市場開拓も推進中である。

同社の自己資本比率は既に89.9%に達し、有利子負債もゼロである。財務は極めて強固といえる。また、配当性向50%（単独ベース）を掲げ、自己株取得も臨機応変に行うなど、株主還元を前向きに行っている。これらのことから、同社の既存株主は長期保有を前提にしているケースが多く、外国人株主の割合も2013年8月期の第2四半期で18.9%、前年同期比で1.6ポイント上昇した点などは注目されよう。

■Check Point

- ・ 3Q累計として4期連続で過去最高の売上高、営業利益を達成
- ・ 上方修正に伴い今期配当金を35円から45円へ増配
- ・ 医療白衣と周辺製品の需要は国内外ともに拡大余地

中期経営計画を含む業績の推移



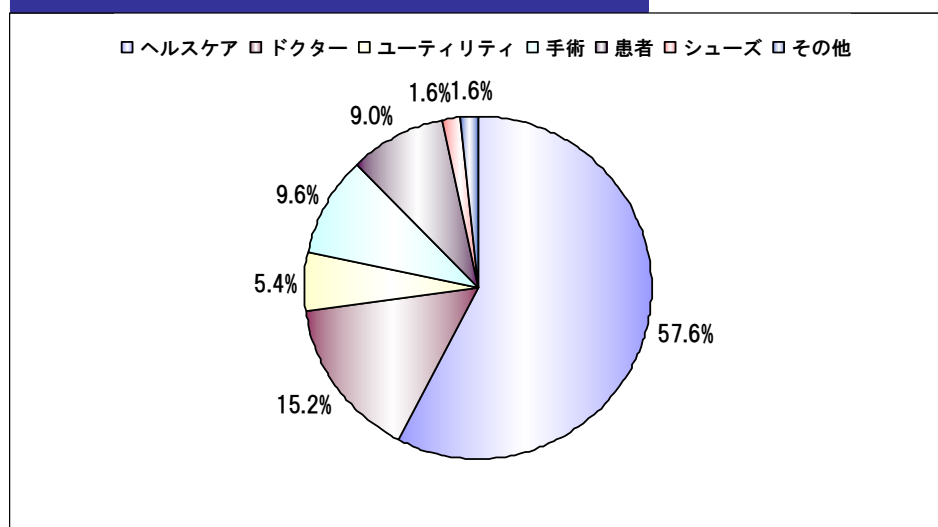
■事業概要

売上高の過半数を占めるヘルスケア用ウェア

(1) 売上構成

同社製品は医療白衣とその関連製品となる。アイテムは看護師の白衣が中心のヘルスケア用、医師や検査技師向けのドクター用、手術用、患者用、看護師のカーディガンやエプロンといったユーティリティ、シューズ、その他となっている。それぞれの売上高比率（2013年8月期の第2四半期）は、ヘルスケア用57.6%、ドクター用15.2%、手術用9.6%、患者用9.0%、ユーティリティ5.4%、シューズ1.6%、その他1.6%となっている。利益率は仕入商品であるシューズとその他が低い一方、自社で企画から販売までを一貫して行うヘルスケア用、ドクター用、手術用、患者用、ユーティリティは同程度の高い利益率を維持している。

アイテム別の売上構成（2013年8月期の第2四半期）



アイテム一覧

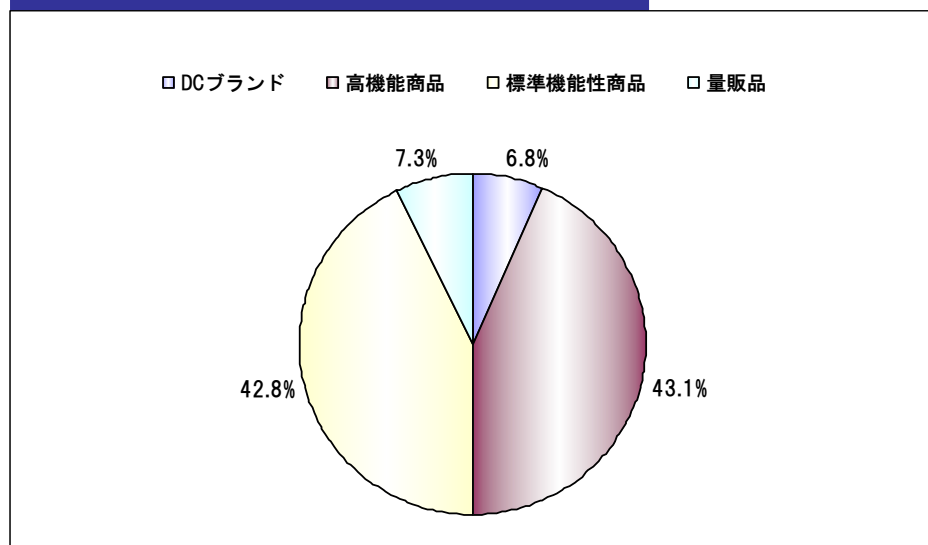


出所：2012年8月期の決算説明会資料より引用

■事業概要

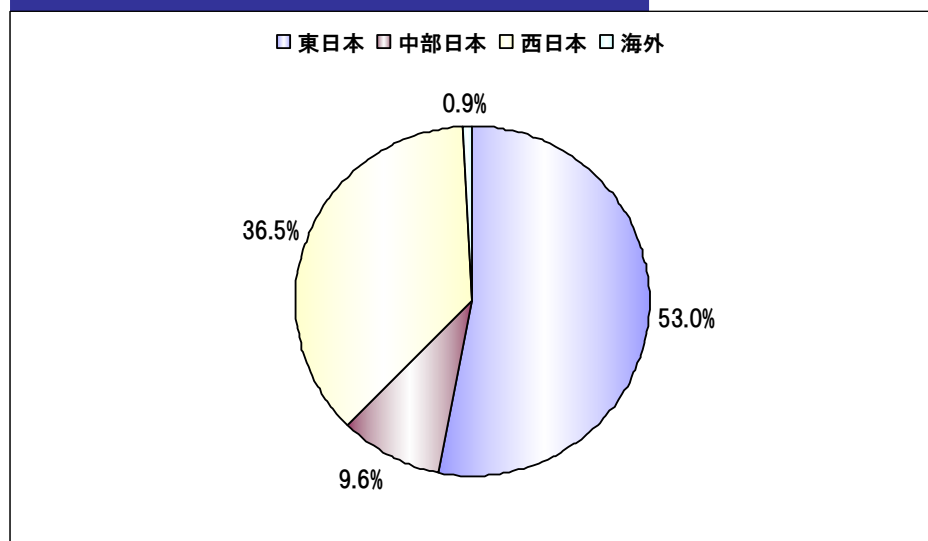
また、商品を機能別に分けると、量産品（5.0千円以下）、標準機能性商品（5.0～7.5千円）、高機能商品（7.5～10.0千円）、DCブランド（10.0千円以上）となる。これらのうち、価格が7.5千円以上の高機能商品とDCブランドが売上高の5割を超す。利益率は高価格な商品ほど高くなる。

商品（機能）別の売上構成（2012年8月期）



地域別の売上高比率は東日本53.0%、西日本36.5%、中部日本9.6%、海外0.9%となっている。

地域別の売上構成（2013年8月期の第2四半期）



■事業概要

(2) 販売ルート

同社の製品の販売先は、病院等の医療施設および介護施設などである。直販でなく、すべて医療機器卸売業者やリネンサプライヤーなど約1,000社近い代理店網を通じての販売となっており、販売コストの抑制を実現している。ただし、大規模病院など大口のクライアントには、同社の営業社員が販売促進をしており、ニーズ把握に努めている。

(3) 製造

製造は、国内生産57.9%、海外生産39.4%、仕入商品2.7%（2012年8月期）となっている。海外生産は現地のパートナー企業に生産委託するかたちになっている。これにより、投資リスク低減とコスト削減の両方を実現している。

海外生産に伴う為替リスクは、円安の場合に収益が目減りというかたちで発生する可能性があるが、2～3年先までの為替決済の80%程度を先物予約することでヘッジしている。その結果、為替の変動による影響は少しずつ表面化する傾向にある。さらに、ドル預金（約2,000百万円相当）も行っており、円安による収益が目減りを防いでいる。

(4) 売上高の季節要因

医療白衣と周辺製品に特化したビジネスモデルであるため、クライアントも医療機関や介護施設といった特定の業種・業態に限定される。そのため、売上高には季節要因で変動が生じる。具体的には、多くの病院や介護施設の期末となる毎年3月に売上が最も多くなる。在庫に関しては、2月がピークになり、同社の期末である8月が底になる。したがって、同社の業績を分析するうえで、3月を含む第3四半期の業績はひとつのポイントになる。

(5) シェア

同社は、医療白衣において国内シェアの60%超を有する。一方、2位のシェアは7～8%程度である。スケールメリットなど多くの点で、既に同業他社は同社に追従することが難しくなっている。

(6) 利益率

2012年8月期の売上高営業利益率は30.6%、2013年8月期の予想は31.3%となっている。また、売上総利益率は、2013年8月期の第3四半期累計で46.9%を確保している。国内の上場メーカーが売上高営業利益率10%を目標にしながら、未だ多くの企業が達成できない状況を見れば、利益率の高さには目を見張るものがある。

(7) 高いシェアと利益率の要因

投資先としての同社を評価するうえで、国内シェアと利益率の高さは重要なポイントである。そこで、以下にその要因について説明する。

○企画から販売までの一貫体制

同社は、シューズ等を除いて企画、製造、販売をすべて自社で行う体制を構築している。したがって、外部への利益流出がない。

■事業概要

○医療白衣に特化した日本で唯一のビジネスモデル

同社は、医療白衣とその周辺商品に特化した国内唯一のメーカーである。一方、競合他社は、あらゆる業種向けの白衣を取り扱っている。この業種を特化したビジネスモデルこそ、今のシェアと利益率を実現できた大きな要因である。

白衣と言っても、医療用だけでなく、飲食業向けや理容向けなどの白衣もある。白衣は作業着でもあるため、クライアントの業種によって性能やデザインも大きく変わる。したがって、ひとつのメーカーがあらゆる業種・業態の白衣を扱う場合、業種・業態ごとに商品企画・製造法・販売法を変える必要がある。その結果、人材を含めて投下する資源を分散せざるを得ない。

一方、医療用に特化すれば、資源の集中投下が可能になる。その結果、緻密なクライアントニーズの把握や、商品開発ができるようになる。そして、それらが蓄積することによって、他社と差別化された製品開発や販売方法およびサービス提供、コスト管理を実現した。これをもう少し具体的に説明すると以下のようになる。

○商品の差別化

クライアントニーズをより深く把握することによって、他社と差別化された商品の開発に生かせる。たとえば、医療機器の誤作動を起こさないために静電気の発生しない生地や、感染症対策のために制菌加工を施した生地を開発したりということが挙げられる。同社は東レ<3402>と共同で生地の開発を行っている。繊維の最大手メーカーと組むことができるのも、その生地が採用となれば、まとまった量の需要が見込めるからである。ユーザーニーズに的確に応える商品開発によって、より良い事業者と組むことができ、利益率のより高い高性能製品の販売が拡大するという好循環が生まれている。

○独自の販売法とサービス提供

クライアントニーズの吸収は、製品開発だけに生かされるわけではない。販売面でもニーズの把握は生きる。たとえば、30～40年前の病院白衣の洗濯は院内洗濯が主流であったが、経営の効率アップを図る病院側は、院外へのアウトソーシングを始めた。そこに誕生したのが、現在同社のメイン取引ルートであるリネンサプライヤーである。そのリネンサプライヤーに同社の独自開発した洗濯ランニングコストを低減させる機能白衣を提案したところ、瞬く間に日本全国に普及した。このような独自の提案営業によって、顧客満足度を高めながら、安定した収益を生むことができる。

○効率的な商品管理

同社の特色のひとつとして、品揃えの充実と、短納期が挙げられる。商品は医療・介護用を含めて約5,000種類あり、翌日納品が可能となっている。短納期の理由は在庫を常に持っているためだが5,000種類もの製品を翌日に納品できるだけの在庫はリスクが高すぎて保有できないと考えるのが普通である。しかし、同社では個々の製品の回転率をもとに、製品ごとの在庫数量を適切に管理できるノウハウを確立している。実際、同社の在庫回転率は5.8回（2012年8月期）と非常に高い水準を維持している。翌日配送によって、クライアントからは高い評価を得ることができ、シェア拡大に大きく寄与する。さらに、同社は秋田と広島に物流倉庫を保有し、配送を自社で行っている。同社の売上が3月に急拡大するなどの特色があるため、外部ではなく自社で配送することによって、配送に伴うコストの削減を図るためである。

■業績動向

3Q累計として4期連続で過去最高の売上高、営業利益を達成

(1) 決算概要

2013年6月28日に発表された2013年8月期の第3四半期累計（2012年9月-2013年5月期）の決算は、第3四半期累計として4期連続で過去最高の売上高と営業利益を達成した。売上高は前年同期比3.4%増の12,433百万円、営業利益は同7.1%増の4,005百万円、経常利益は同21.0%増の4,637百万円、当期純利益は同28.7%増の2,857百万円と好調な推移と言える。売上高総利益率は47.1%（同0.5ポイント増）となった。

好調な要因は、売上高が主力のヘルスケアウェアとドクターウェアで順調に拡大したことに加えて、手術ウェアも前年同期比で2ケタ増となったためである。2012年4月の診療報酬及び介護報酬の増額改定により、病院・介護施設の経営が比較的順調だったことも背景にあると考えられる。営業利益は好調な売上高の推移に加え、販売管理費および一般管理費が抑制できていることも要因である。また、経常利益と当期純利益の大幅な増加は、2012年11月からの為替レートの円安傾向による外貨預金の為替差益が主な要因となっている。この為替差益により、営業外収益は664百万円と前年同期比約5倍となっている。

品目別の売上高は、ヘルスケアウェア7,252百万円（前年同期比3.0%増）、ドクターウェア2,086百万円（同4.4%増）、ユーティリティウェア659百万円（同4.0%減）、患者ウェア931百万円（同2.3%増）、手術ウェア1,090百万円（同10.7%増）、シューズ206百万円（同6.2%減）、その他206百万円（同13.5%増）となった。

2013年8月期の第3四半期の決算概要

	2012年8月期の第3四半期		2013年8月期の第3四半期		
	金額(百万円)	対売上高比(%)	金額(百万円)	対売上高比(%)	前年同期比(%)
売上高	12,023	100.0	12,433	100.0	3.4
売上総利益	5,607	46.6	5,852	47.1	4.4
販管費および一般管理費	1,866	15.5	1,847	14.9	-1.0
営業利益	3,741	31.1	4,005	32.2	7.1
経常利益	3,834	31.9	4,637	37.3	21.0
四半期純利益	2,220	18.5	2,857	23.0	28.7

自己資本比率は約90%と財務状況は極めて健全な状況を維持

(2) 財務状況

財務は極めて健全な状況を維持している。2013年8月期の第3四半期末の資産合計額は36,547百万円（前期末比4.5%増）となった。主な資産項目として、流動資産の合計金額は25,711百万円（同2.0%増）となった。受取手形および売掛金が2,004百万円増加したことが主な要因である。固定資産の合計金額は10,836百万円（同10.7%増）となった。有形固定資産が7,648百万円（同4.5%増）、無形固定資産が90百万円（同4.8%増）、投資その他の資産が3,097百万円（同29.6%増）となったことが主な要因である。

■業績動向

一方、負債の合計金額は3,676百万円（同5.9%減）となった。主な負債項目としては流動負債で合計金額3,053百万円（同8.6%減）となった。未払法人税等の減少が主な要因である。また、固定負債の合計金額は623百万円（同9.8%増）となった。退職給付引当金および役員退職慰労引当金の増加が主な要因である。

純資産は32,870百万円（同5.8%増）となった。第3四半期までの当期純利益（2,857百万円）の計上による増加と配当の実施（1,205百万円）による減少などが主な要因である。

この結果、2013年8月期の第3四半期末の自己資本比率は89.9%（前期末比1.1ポイント増）となった。

貸借対照表

(単位：百万円)

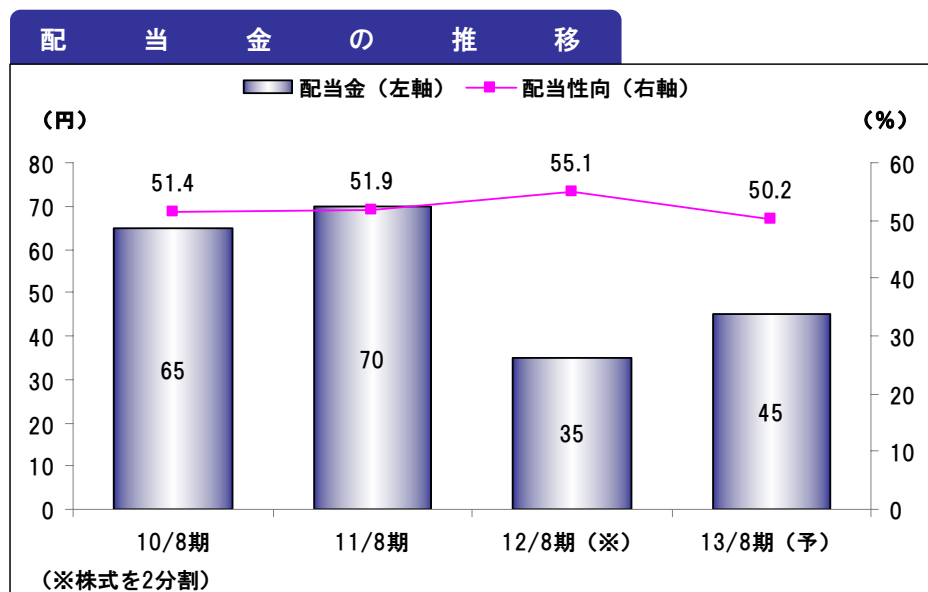
	12/8期末	13/8期3Q	増減額
現金・預金	16,627	15,671	▲ 955
受取手形・売掛金	4,219	6,223	2,004
棚卸資産	3,396	3,202	▲ 193
流動資産計	25,195	25,711	515
有形固定資産	7,316	7,648	331
無形固定資産	86	90	4
投資その他	2,390	3,097	707
固定資産計	9,793	10,836	1,043
資産合計	34,988	36,547	1,558
流動負債	3,340	3,053	▲ 286
固定負債	567	623	55
負債合計	3,908	3,676	▲ 231
利益剰余金	29,972	31,624	1,651
自己株式	▲ 3,172	▲ 3,401	▲ 229
純資産合計	31,080	32,870	1,790
負債・純資産合計	34,988	36,547	1,558

上方修正に伴い今期配当金を35円から45円へ増配

(3) 株主還元

8月9日の上方修正にともない、増配も発表した。同社は配当性向50%（単独ベース）を目処としていることから、業績の順調な拡大にともなって、2013年8月期の1株当たり配当金を従来予想の35円から10円増の45円とした。

■業績動向



3Qは高い進捗率、減益要因となる為替リスクへも対応

(4) 2013年8月期の通期予想

8月9日、2013年8月期の通期の連結業績予想を上方修正し、売上高を従来予想比150百万円増の15,600百万円（前期比2.8%増）、営業利益を同6百万円増の4,840百万円（同4.3%増）、経常利益を同483百万円増の5,369百万円（同12.2%増）、当期純利益を同91百万円増の3,082百万円（同30.0%増）とした。

売上高は期初から販売状況が好調に推移していることが要因で、営業利益は増収効果があるものの、2014年1月予定の本社移転に伴う予算外の附置義務等72百万円が販管費に発生したことからの微増を見込んでいる。経常利益の増額幅が大きいのは保有外貨預金の為替差益が見込まれることが要因だ。当期純利益は特別損失として本社移転にともない売却を予定している現本社の固定資産の減損損失330百万円の計上を見込んでいるため、経常利益と比較すると増額幅は小さくなっている。

同社の収益のピークは第3四半期であるが、第3四半期末での進捗率は売上高で79.7%、営業利益82.7%、経常利益86.4%、当期純利益92.7%と高い達成率になっている。懸念材料は今年に入ってから急激な円安であるが、同社の場合は為替リスクをヘッジしており、足元における為替による減益要因は大きくないと考えられる。

2013年8月通期業績の予想（上方修正前・修正後）

	2013年8月期 修正前予想		2013年8月期 修正後予想			
	金額(百万円)	対売上高比(%)	金額(百万円)	対売上高比(%)	修正前比 増減額(百万円)	修正前比 増減率(%)
売上高	15,450	100.0	15,600	100.0	150	1.0
営業利益	4,834	31.2	4,840	31.0	6	0.1
経常利益	4,886	31.6	5,369	34.4	483	9.9
当期純利益	2,991	19.3	3,082	19.8	91	3.0

■ 中期経営計画と今後の展望

中期経営計画の目標値も上方修正される可能性

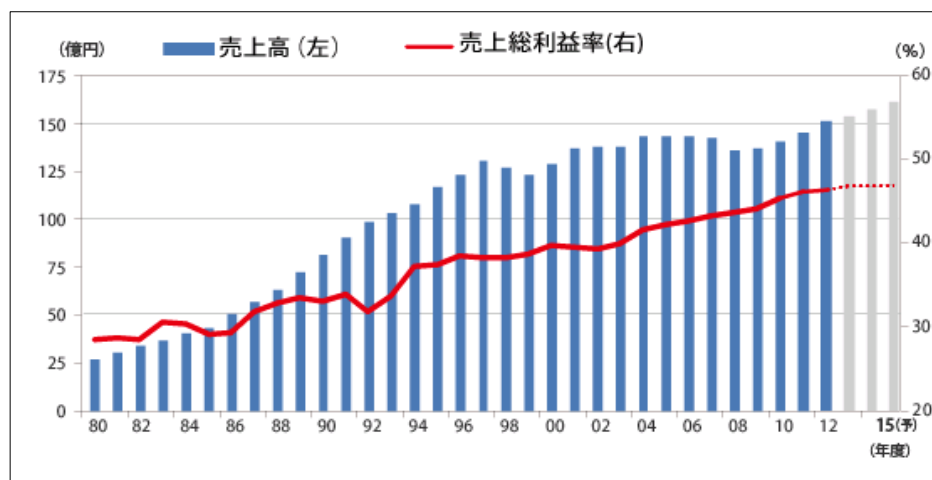
(1) 中期経営計画

同社は、2015年8月期を最終年度とする3か年経営計画を掲げている。それによると、2015年8月期の連結業績の目標は、売上高が16,200百万円、営業利益が5,000百万円となっている。

ただし、2013年8月期の業績予想を、販売好調を要因に売上高で15,600百万円、営業利益で4,840百万円と上方修正を行ったことから、中期計画の目標値も早晩上方修正される可能性が高いと言える。

なお、中期計画では具体的には公表されていないが、経常利益に関しては、為替変動が影響を与えることを考慮する必要がある。ちなみに、2013年8月期の第3四半期では571百万円の為替差益が出ている。

中期経営計画



出所：会社HPより引用

通期業績の推移

(単位：百万円)

	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	当期純利益	前期比	EPS(円)	配当(円)
09/08期	13,669	0.3%	3,638	4.0%	3,653	-0.2%	1,516	-27.6%	85.83	60.00
10/08期	14,076	3.0%	4,005	10.1%	3,983	9.0%	2,344	54.6%	135.18	65.00
11/08期	14,578	3.6%	4,358	8.8%	4,277	7.4%	2,493	6.4%	144.59	70.00
12/08期	15,175	4.1%	4,642	6.5%	4,787	11.9%	2,371	-4.9%	68.86	35.00
13/08期(予)	15,600	2.8%	4,840	4.3%	5,369	12.2%	3,082	30.0%	89.67	45.00
15/08期(予)	16,200	-	5,000	-	-	-	-	-	-	-

※2011年9月1日付で1:2の株式分割を実施

■中期経営計画と今後の展望

中期計画達成のための戦略は以下のとおりとなっている。

○アイテム戦略

主力の医療白衣に次ぐ第2、第3の柱となる市場開拓を進める。第2の市場として注目しているのが介護ウェアと患者ウェアである。患者ウェアは2012年8月期で売上高の8.1%を占めているが、これを2015年8月期には9%にまで伸ばす。第3の市場として、手術用ウェアを同9.0%から11%に拡大する。

手術用ウェアは同社にとっては比較的新しい分野で、売上高の絶対額もまだ少ない。さらに、クライアントは医療白衣と同じであるため、売上高を伸ばす余地は十分あるといえるだろう。

特に手術用ウェアに関しては、洗濯と滅菌を行って繰り返し使うリユースザブル商品を拡大していく。現在、手術用ウェアに関しては使い捨てのディスポーザブル商品が市場の70%を占め、リユースザブルは30%程度となっている。これは、洗濯・滅菌の手間を病院側が嫌うためである。しかし、同社は医療廃棄物の削減とライフサイクルコストからみたリユースザブルの優位性を訴える。特にライフサイクルコストの優位性に関しては、リネンサプライヤーと新たな業務提携を結び、洗濯・滅菌のアウトソーシングサービスを提供し、ディスポーザブルに比べて20%程度のコスト削減を可能にする。

このようなリユースザブル拡大の戦略は、東海、四国地域で既に浸透しはじめている。今後は、市場の大きい東京、大阪でも拡大していく。

また、介護関連に関しては、今後の市場拡大が見込まれることから、比較的売上高を伸ばしやすい分野といえる。介護市場の拡大に比例して売上高が伸びるという傾向にあるため、同社が市場開拓を進めていけば、収益への寄与は十分に期待できる分野といえるだろう。

無論、医療白衣に関しても、以下のとおり売上高拡大と営業利益の伸張を着実に進めていく。

○地域戦略

西日本の売上高を伸ばす。同社にとってはシェア拡大の余地がある地域だ。2012年8月期の同地域の売上比率は35.5%だが、2015年8月期には37%を目標とする。こちらも、同社の営業力と商品力を考慮すれば、拡大余地は十分にあると考えられる。

○利益向上戦略

同社は国内シェア60%を超える業界のリーディングカンパニーであることから、売上高のほかに利益の向上にも注力する。具体的には、商品別の戦略として利益率の高い高機能商品の売上比率を高める。高機能商品の売上比率は43.1%（2012年8月期）だが、2015年8月期には46%を目標とする。

既に説明したように同社はクライアントニーズを吸収し、それに応える商品開発を得意としている。さらに、リースの場合、更新需要を契機に高機能商品の売り込みを図る余地もある。2009年8月期の高機能商品の売上比率が38%だったことを考慮すれば、この戦略も着実に進む可能性が高いといえるだろう。

医療白衣と周辺製品の需要は国内外ともに拡大余地

(2) 海外戦略

少子高齢化に伴い、同社が手掛ける医療白衣と周辺製品の国内需要は、今後も拡大余地があると考えられる。厚生労働省が2010年にまとめた看護職員の需給見通しでは、2011年～2015年まで年率平均2.57%の増加が続くと予想されている。介護職員に至っては、2015年に2012年比で最低8.1%、2025年に同43%の伸びが予想されている。

更に、海外、特に新興国での需要は今後、日本市場以上に拡大していく余地があることも事実である。そのため、同社では海外市場の開拓に関しても前向きに取り組んでいる。

現在、海外での売上高の割合は1%に満たないが、既に韓国、台湾で販売している。また、中国や東南アジア市場の調査も行っている。

これら地域では量産品が中心で、同社が重視する高機能製品の需要が確実に見込めると言い難い状況ではある。このため、すぐに具体的な行動に移る計画はない。しかし、市場が立ち上がった時点では速やかに進出できる準備を行っている。

なお、既に説明したように海外生産に関しては、同社はむしろ先んじている。パートナーに生産委託する形式であるため、よりコストの安い場所に生産を移すことは比較的容易にできる。ベトナムでは既に生産地域の見直しを行ったほか、インドネシアにおいても新しい組立ての見直しを進めている。

■株主還元

単独配当性向は50%が目処、自己株取得も臨機応変に実施

同社の自己資本比率は89.9%に達し、有利子負債もゼロである。財務は極めて強固といえる。さらに、特定の市場において圧倒的なシェアを持つ同社のビジネスモデルは、同社内部に大きな問題が起こらない限り、根幹が揺らぐ可能性は極めて低い。

同社は配当性向50%（単独ベース）を掲げ、自己株取得も臨機応変に行うなど、株主還元を前向きに行っている。2013年8月期においては業績の上方修正に伴い増配も発表した。

無論、利益面においても、安定した拡大を続ける可能性が非常に高い。これらのことから、同社の既存株主は長期保有を前提にしているケースが多く、外国人株主の割合も2013年8月期の第2四半期で18.9%、前年同期比で1.6ポイント上昇した点などは注目されよう。

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