

ナガイレーベン

7447 東証 1 部

2014 年 7 月 18 日 (金)

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

■ 足元は本業の好調続く、通期業績は上振れの可能性も

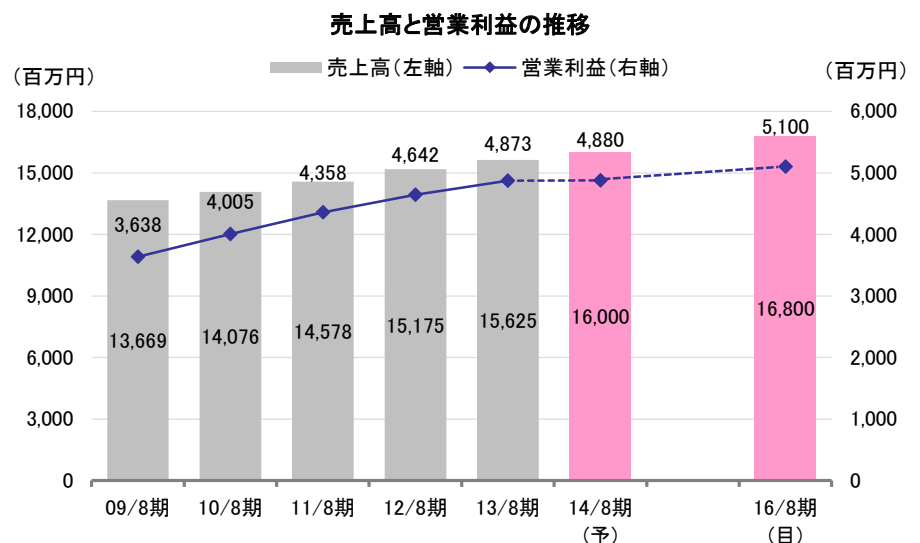
ナガイレーベン〈7447〉は国内シェア 60% 超を持つ医療白衣のトップメーカーである。6 月 27 日に発表した 2014 年 8 月期第 3 四半期の連結業績(累計)は、売上高が前年同期比 5.2% 増の 13,083 百万円、営業利益が同 3.4% 増の 4,140 百万円、経常利益が同 8.5% 減の 4,241 百万円、四半期純利益が同 5.7% 減の 2,694 百万円だった。主力のヘルスケアウェアが高機能新商品群の好調などによって順調に拡大し、第 3 四半期累計期間としては 5 期連続して過去最高の売上高・営業利益を達成した。

2014 年 8 月期の通期業績は、売上高が前期比 2.4% 増の 16,000 百万円、営業利益が同 0.1% 増の 4,880 百万円、経常利益が同 9.1% 減の 4,923 百万円、当期純利益が同 2.8% 減の 3,030 百万円を予想しており、期初計画を据え置いている。本業のもうけを示す営業利益は、第 3 四半期までの業績が好調だったことから上方修正の余地が残る。一方、経常利益は減益予想だが、これは前期の特殊要因(為替差益)がはく落するとの前提で、期末の為替水準によっては減益幅が縮小する可能性もある。

中期経営計画では、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 百万円の達成を掲げている。足元の業績が好調なことから、この中期目標(営業利益)は今期中にも達成される可能性がある。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、利益率の向上を図る考えだ。このほか、株主還元にも前向きで、単体ベースでの配当性向 50% を宣言しており、自己株式の取得も機敏に行っている。

■ Check Point

- ・ 製販一貫体制を強みに業界トップの地位を維持
- ・ 第 3 四半期は増収・営業増益、高機能性商品が順調に拡大
- ・ 開拓余地の残るアイテムや地域でシェア拡大に注力



■ 会社概要

看護師向け白衣が主力、国内シェアは 60% 超

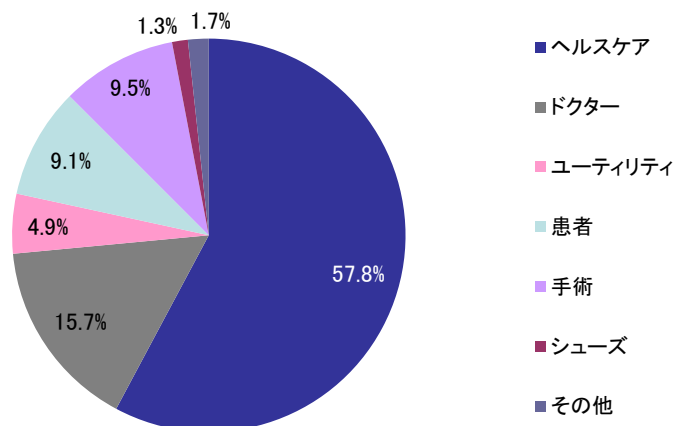
(1) 事業内容

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。

● 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（2014 年 8 月期第 2 四半期、以下同）は、ヘルスケアウェア 57.8%、ドクターウェア 15.7%、手術ウェア 9.5%、患者ウェア 9.1%、ユーティリティウェア 4.9%、シューズ 1.3%、その他 1.7% 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。

アイテム別売上比率(14/8期 2Q)



2014 年 7 月 18 日 (金)

アイテム別分類

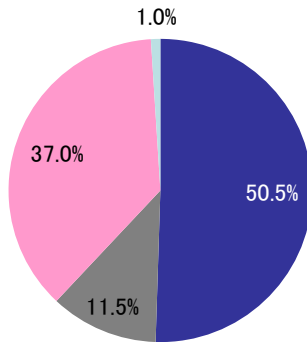


出所：会社説明会資料

地域別の売上比率は、東日本 50.5%、西日本 37.0%、中部日本 11.5%、海外 1.0% 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。

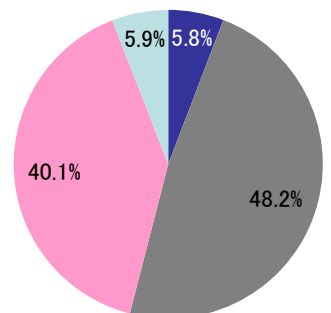
商品（機能）別の売上比率は、高機能性商品 48.2%、標準機能性商品 40.1%、量産品 5.9%、DC ブランド 5.8% となっている。ナースウェアでおおよその価格帯分類をすると、量産品（5,000 円以下）、標準機能性商品（5,000 ～ 7,500 円）、高機能性商品（7,500 ～ 10,000 円）、DC ブランド（10,000 円以上）となる。高価格なほど利益率は高い傾向にある。

地域別売上比率(14/8期 2Q)



■ 東日本 ■ 中部日本
■ 西日本 ■ 海外

商品別売上比率(14/8期 2Q)



■ DCブランド ■ 高機能性商品
■ 標準機能性商品 ■ 量販品

●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 4 年で、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、2014 年 8 月期第 2 四半期の実績で、製品の 98.4% が自社生産（国内生産 55.7%、海外生産 42.7%）、仕入商品は 1.6% 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。

製販一貫体制を強みに業界トップの地位を維持

(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。これによってユーザーのニーズを的確につかむことができ、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。

また、多くの提携工場を持つことから、数千種類に及ぶ製品アイテムの在庫を常に揃えるほか、オーダーメイドも行うなど、幅広いユーザーニーズに対応できる効率的で迅速な生産体制が整っている。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押さえている。

その結果、医療白衣の国内シェアは 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。また、売上総利益率は 46.8% (2014 年 8 月期第 3 四半期実績) 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。

業績動向

第 3 四半期は増収・営業増益、高機能性商品が順調に拡大

(1) 2014 年 8 月期第 3 四半期の業績概要

2014 年 8 月期第 3 四半期の連結業績（累計）は、売上高が前年同期比 5.2% 増の 13,083 百万円、営業利益が同 3.4% 増の 4,140 百万円、経常利益が同 8.5% 減の 4,241 百万円、四半期純利益が同 5.7% 減の 2,964 百万円となった。第 3 四半期累計期間としては 5 期連続して過去最高の売上高・営業利益を達成した。消費増税の影響が懸念されたが、同社では「結果として影響はほとんどなく、第 3 四半期までの業績は好調に推移した」としている。

2014 年 8 月期第 3 四半期の業績概要

(単位：百万円)

	13/8 期 3Q		14/8 期 3Q		
	金額	売上比	金額	売上比	前年同期比
売上高	12,433	-	13,083	-	5.2%
売上総利益	5,852	47.1%	6,122	46.8%	4.6%
販管費	1,847	14.9%	1,981	15.1%	7.3%
営業利益	4,005	32.2%	4,140	31.6%	3.4%
経常利益	4,637	37.3%	4,241	32.4%	-8.5%
四半期純利益	2,857	23.0%	2,694	20.6%	-5.7%

売上高では、主力のヘルスケアウェア、周辺市場の手術ウェア、患者ウェアが高機能性商品を中心に順調に拡大したほか、中部日本以西でのシェアアップが増収に寄与した。売上総利益率は前年同期比で若干低下しているが、同社では「円安の影響」としており、「大きく懸念されるほどの低下ではない」としている。一方、販管費の伸び率がやや高くなったが、これは主に本社移転関連費用（約 50 百万円）によるもので、想定内の数値である。

一方、経常ベースでの減益は営業外収益の減少が主因だ。営業外収益は前年同期の 664 百万円から 132 百万円へ大幅に減少したが、これは前年同期に発生した為替差益 571 百万円が 53 百万円に減少したことによるもの。ほかに特別利益として、旧日本の売却益 115 百万円を計上している。

アイテム別の売上高は、ヘルスケアウェアが前年同期比 6.1% 増の 7,694 百万円、ドクターウェアが同 5.4% 増の 2,197 百万円、ユーティリティウェアが同 7.9% 減の 607 百万円、患者ウェアが同 10.7% 増の 1,031 百万円、手術ウェアが同 3.8% 増の 1,131 百万円、シューズが同 7.0% 減の 192 百万円、その他が同 10.9% 増の 228 百万円となった。

アイテム別売上高の推移

(単位：百万円)

	13/8 期 3Q		14/8 期 3Q	
	金額	前年同期比	金額	前年同期比
ヘルスケアウェア	7,252	3.0%	7,694	6.1%
ドクターウェア	2,086	4.4%	2,197	5.4%
ユーティリティウェア	659	-4.0%	607	-7.9%
患者ウェア	931	2.3%	1,031	10.7%
手術ウェア	1,090	10.7%	1,131	3.8%
シューズ	206	-6.2%	192	-7.0%
その他	206	13.5%	228	10.9%
合計	12,433	3.4%	13,083	5.2%

2014 年 7 月 18 日（金）

※1 スクラブウェア：従来の白衣（袖が短く首元がタートルネックになっているタイプ）と違い、首元がVネックタイプになっている手術・看護ウェア。スクラブの語源は「Scrub（ゴシゴシ洗う）」で丈夫なつくりとなっている。

※2 コンペルパック：サージカルリネンのリユースシステム。通常、医療廃棄物として廃棄されてしまう手術用リネンを、回収・洗濯・たたみ・滅菌を行うことにより再生可能とし、医療廃棄物の削減及びコスト削減を実現するサービス。

主力のヘルスウェアは市場の安定化を背景に、リース更新、新規物件ともに順調に拡大したほか、高機能性商品群が好調に推移した。また、ドクターウェアでは数年前に投入した「スクラブウェア」※1が寄与。患者ウェアでは健診需要の増加が追い風となったほか、手術ウェアはスクラブウェアとコンペルパック※2の市場浸透により、売上高が安定的に増加した。一方、エプロンなどのユーティリティウェアは個人支給から共用品への流れが継続しており、売上高は低迷が続いている。

財務は引き続き安定、自己資本比率が上昇

(2) 財務状況

財務状況は引き続き安定している。2014年8月期第3四半期末の資産合計は38,237百万円となり、前期末に比べ1,182百万円増加した。流動資産は27,377百万円となり1,130百万円増加。主な要因は受取手形及び売掛金の増加2,048百万円などで、同項目の増加は、第3四半期の売上高が多くなる傾向にあるという季節性のものである。また、固定資産は10,859百万円となり、52百万円増加した。

負債合計は3,951百万円となり、前期末に比べ14百万円減少した。主な要因は、未払法人税等の減少360百万円、支払手形及び買掛金の増加258百万円など。純資産合計は34,285百万円となり、前期末に比べ1,197百万円増加した。主な要因は、四半期純利益の計上による増加など。この結果、自己資本比率は89.7%となり前期末の89.3%から上昇した。

貸借対照表

(単位：百万円)

	13/8 期末	14/8 期 3Q 末	増減額
現金及び預金	17,456	16,662	-794
受取手形及び売掛金	4,622	6,671	2,048
たな卸資産	3,524	3,342	-181
流動資産計	26,247	27,377	1,130
有形固定資産	7,639	7,847	207
無形固定資産	88	78	-9
投資その他の資産	3,079	2,933	-146
固定資産計	10,807	10,859	52
資産合計	37,054	38,237	1,182
支払手形及び買掛金	1,385	1,644	258
未払法人税等	1,344	983	-360
負債合計	3,966	3,951	-14
純資産合計	33,088	34,285	1,197

第3四半期までの高進捗を受け今期業績は上振れの公算も

(3) 2014年8月期の業績予想

2014年8月期の通期業績は、売上高が前期比2.4%増の16,000百万円、営業利益が同0.1%増の4,880百万円、経常利益が同9.1%減の4,923百万円、当期純利益が同2.8%減の3,030百万円を見込んでおり、期初予想を据え置いている。第3四半期までの実績が好調だったことを考慮すれば、かなり控えめな予想と言えよう。第4四半期の出足も好調なようで、通期業績は上振れの可能性が高いとみられる。

2014 年 8 月期の通期業績予想

(単位：百万円)

	14/8 期 3Q		14/8 期			3Q までの 進捗率
	実績	売上比	予想	売上比	前期比	
売上高	13,083	-	16,000	-	2.4%	81.8%
売上総利益	6,122	46.8%	7,520	47.0%	2.4%	81.4%
販管費	1,981	15.1%	2,640	16.5%	6.8%	75.1%
営業利益	4,140	31.6%	4,880	30.5%	0.1%	84.8%
経常利益	4,241	32.4%	4,923	30.8%	-9.1%	86.1%
当期純利益	2,694	20.6%	3,030	18.9%	-2.8%	88.9%

主力のヘルスケアウェア、ドクターウェアなどの増収と患者ウェアや手術ウェアの順調な拡大が増収につながる見込み。また、中部日本以西でのシェアアップにも引き続き注力し、4 期連続の過去最高売上高・営業利益を達成する計画となっている。

一方、経常利益の減少は、前期に営業外収益で計上した為替差益がはく落するとの前提によるもの。期末の為替レートが前期末よりも円安水準にあれば、減益幅は想定より小さくなる可能性がある。また、前期に計上した特別損失（固定資産の減損損失 332 百万円）がなくなることから、当期純利益は小幅な減少にとどまる見込み。なお、新本社への移転に伴い、旧本社ビルの売却益 115 百万円が発生しているが、これは上記予想には含まれていない。

以上のような状況から、本業のもうけを示す営業利益については、第 4 四半期の業績が計画どおりに推移した場合でも通期予想を上回る可能性が高い。期末の為替レートに左右される部分はあるが、実質的には堅調な内容となりそうだ。当期純利益については、上記のように旧本社売却益が既に確定しているため、経常利益が大きく予想を下回らない限りは現在の予想から上振れる可能性が高いだろう。

■ 中期経営計画と今後の展望

中計目標は前倒し達成の可能性、次期計画を発表も

(1) 中期経営計画

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 百万円との目標を掲げている。2014 年 8 月期の営業利益予想が 4,880 百万円であること、同第 3 四半期までの業績が好調で上方修正の可能性が高いことを考えると、数値目標の達成は十分可能であり、早ければ今期に達成されることもあり得るだろう。

同社では、仮にこの目標が前倒しで達成された場合、「次の中期経営計画を発表する」との方針を示している。新計画における利益目標は不明だが、どの程度の水準に設定されるのか、今後の動向に注目する必要があるだろう。

開拓余地の残るアイテムや地域でシェア拡大に注力

(2) 今後の事業戦略

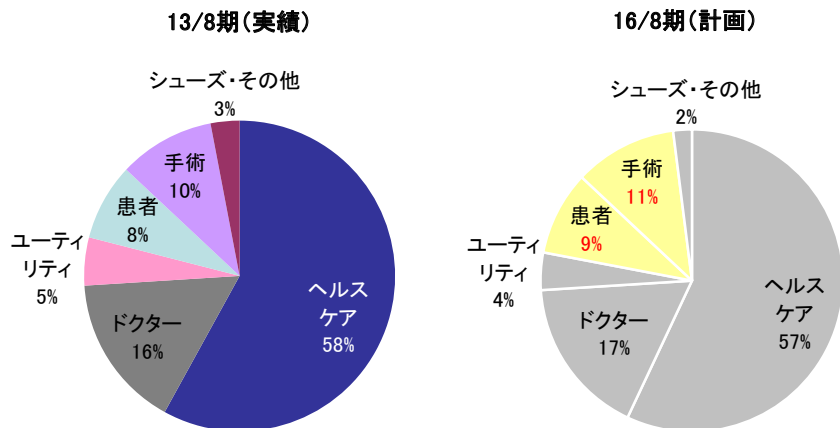
同社を取り巻く事業環境は、当面は追い風と言える。厚生労働省が発表した「看護・介護職員数見通し」によれば、2015 年の看護職員数は 165 万人（2010 年比年率 +2.57%）、介護職員数は 176 万人（同 +5.71%）と予測されている。このような事業環境の中で、同社は以下のような戦略によって中期的な成長を達成していく計画だ。

2014 年 7 月 18 日 (金)

● 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、患者ウェア、手術ウェアなどの周辺市場は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。

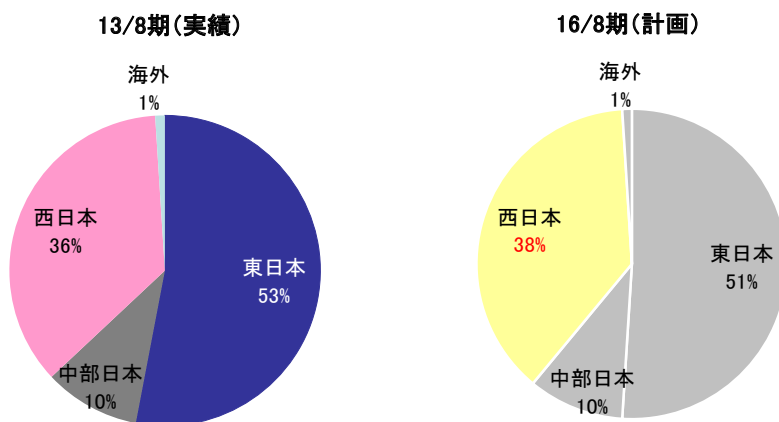
アイテム別売上比率の計画値



● 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

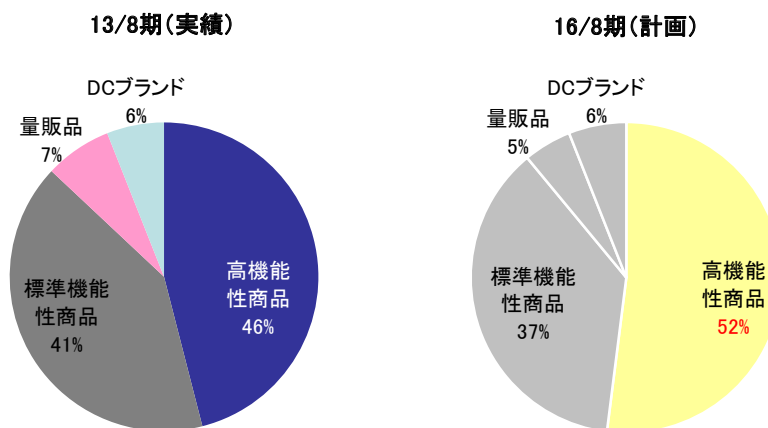


●高機能性商品の開発・販売

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。これを実現するために、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)」生産体制をブラッシュアップしていく方針だ。

2013 年 9 月には、高付加価値商品群の DC ブランドにおいて、新ブランド「ミッフィー」をモチーフにしたヘルスケアウェアを日本で初めて発売した。「安心感」や「あたたかさ」といったイメージで医療機関や介護事業者向けに訴求力を発揮しており、早くも収益に貢献している。

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 10 ポイント（35% 前後→ 47%）改善した。今後と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 2 つの理由から、利益率の一段の改善が可能とみている。

1 つ目は海外生産比率の拡大だ。現在の海外生産比率は 42.7% と、その他アパレルメーカーに比べて低い水準にある。海外生産比率を向上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、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。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した。

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。

■ 株主還元策

目標配当性向は 50% と高水準、自社株買いも機敏に実施

同社の自己資本比率は 89.7% (2014 年 8 月期第 3 四半期末) 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いとみられ、収益の安定が続くと見込まれる。毎年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。

これに対して同社では、安定配当を行う方針を示しており、配当性向 50% (単体ベース) を目標に掲げている。また、自己株式の取得も臨機応変に行うなど、株主還元や資本効率維持に対する意識は高く、この点も大いに評価してよいだろう。

株主還元実績

	1 株当たり 配当金 (円)	分割後 配当金 (円)	自社株買い (百万円)	配当性向 (単体、%)	総還元性向 (単体、%)
03/8 期	30	15.0	1,697	29.7	124.6
04/8 期	40	20.0	0	36.5	36.5
05/8 期	60	30.0	0	56.9	56.9
06/8 期	60	30.0	0	53.4	53.4
07/8 期	60	30.0	0	53.1	53.1
08/8 期	60	30.0	1,077	56.6	111.2
09/8 期	60	30.0	1,220	57.3	122.2
10/8 期	65(記念配5円)	32.5	0	51.4	51.4
11/8 期	70	35.0	226	51.9	61.7
12/8 期	35	35.0	0	55.1	55.1
13/8 期	45	45.0	229	51.1	58.7
14/8 期 (予)	45	45.0	-	-	-

※ 2011 年 9 月 1 日に 1 株 → 2 株の株式分割を実施

2014 年 7 月 18 日 (金)

損益計算書

(単位：百万円、%)

	10/8 期	11/8 期	12/8 期	13/8 期	14/8 期(予)
売上高	14,076	14,578	15,175	15,625	16,000
(対前期比)	3.0	3.6	4.1	3.0	2.4
売上総利益	6,388	6,793	7,103	7,346	7,520
(対売上比)	45.4	46.6	46.8	47.0	47.0
販管費	2,383	2,434	2,461	2,473	2,640
(対売上比)	16.9	16.7	16.2	15.8	16.5
営業利益	4,005	4,358	4,642	4,873	4,880
(対前期比)	10.1	8.8	6.5	5.0	0.1
(対売上比)	28.5	29.9	30.6	31.2	30.5
営業外収益	154	101	202	621	-
営業外費用	176	183	57	76	-
経常利益	3,983	4,277	4,787	5,418	4,923
(対前期比)	9.0	7.4	11.9	13.2	-9.1
(対売上比)	28.3	29.3	31.5	34.7	30.8
税引前利益	3,973	4,217	4,151	5,073	-
(対前期比)	53.9	6.1	-1.6	22.2	-
(対売上比)	28.2	28.9	27.4	32.5	-
法人税等	1,629	1,723	1,779	1,954	-
(実効税率)	41.0	40.9	42.9	38.5	-
当期純利益	2,344	2,493	2,371	3,119	3,030
(対前期比)	54.6	6.4	-4.9	31.5	-2.8
(対売上比)	16.7	17.1	15.6	20.0	18.9
【主要指標】					
期中平均発行済株式数 (千株)	34,684	34,448	34,446	34,338	-
1 株当たり純利益 (円)	67.59	72.30	68.86	90.84	88.50
1 株当たり配当 (円)	32.50	35.00	35.00	45.00	45.00
1 株当たり純資産 (円)	826.97	866.12	902.29	966.18	-
連結配当性向 (%)	48.1	48.4	50.8	49.5	51.0

注：2011 年 9 月 1 日付で 1 → 2 株の株式分割を実施、2011 年 8 月期以前の株式数及び 1 株データは当該分割を考慮して遡及修正

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