# ホリスティック企業レポート 幸和製作所 7807 東証 JQS

アップデート・レポート 2019年8月23日発行

## 一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター 審査委員会審査済 20190820

発行日: 2019/8/23

シルバーカーや歩行車等の歩行補助分野で高シェアの総合福祉用具メーカー 製品自主回収の影響は収束し、20年2月期はM&Aによる成長模索の期となろう

## > 要旨

## ◆ 会社概要

・幸和製作所(以下、同社)は、シルバーカー、歩行車、杖といった高齢者 の歩行補助目的の福祉用具を中心に展開している。創業者から現社長 への事業承継を経て、統一ブランド「TacaoF(テイコブ)」のもと、総合福 祉用具メーカー化を推し進めてきた。

## ◆ 19 年 2 月期決算

・19/2 期決算は、売上高 4,526 百万円(前期比 11.1%減)、営業損失 272 百万円(前期は562百万円の利益)となった。歩行車の「ミケーレWAG01」 の製品不具合による自主回収による減収と特別損失を含む費用増により 赤字となった。しかし、この製品不具合による影響は19/2期で収束したと 見られる。

## ◆ 20 年 2 月期業績予想

- ・20/2 期連結業績について、同社は売上高 6,140 百万円(前期比 35.7% 増)、営業利益 150 百万円(前期は 272 百万円の損失)と予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/2 期の業績を、売上 高 6,164 百万円(同 36.2%増)、営業利益 179 百万円(前期は 272 百万 円の損失)と会社計画をやや上回る水準を予想した。既存事業では、製 品自主回収による影響が払拭された歩行車が増収を牽引するとともに、 M&A によって新たに連結子会社となった企業群の売上高が上乗せされ て大幅増収となる見込みである。

## ◆ 今後の注目点

- ・当センターでは、21/2 期以降、年7~9%の増収が続き、売上総利益率と 売上高販管費率がともに緩やかに改善していくことで、売上高営業利益 率は 22/2 期に 7.1%まで上昇すると予想した。
- ・19/2 期に同社は3社のM&Aと1社の合弁会社設立を行った。既存事 業の緩やかな成長に M&A による事業拡大が上乗せされる成長戦略が しばらく続くものと考えられるため、今後の M&A の動向に注視したい。

アナリスト: 藤野敬太 +81(0)3-6858-3216 レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

#### 【主要指標】

	2019/8/16
株価 (円)	1,305
発行済株式数 (株)	4,230,180
時価総額 (百万円)	5,520

#### 前期実績 今期予想 来期予想

PER	(倍)		-	24.1	24.4
PBR	(倍)		4.4	3.9	3.5
配当和	川回り(	(%)	0.0	1.9	1.5

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-13.5	-17.5	-18.7
対TOPIX(%)	-8.9	-16.0	-5.1

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2018/8/17

## 【 7807 幸和製作所 業種:その他製品】

L , CC, — INS	~ 11 //1 ~	- C - 7 10									
決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
<b>人子</b> 和	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2018/2	5,093	11.5	562	71.5	453	49.2	356	69.3	100.6	416.9	27.4
2019/2	4,526	-11.1	-272	-	-262	-	-358	-	-87.5	293.4	0.0
2020/2 CE	6,140	35.7	150	-	169	-	218	-	53.3	-	25.0
2020/2 E	6,164	36.2	179	-	193	-	229	-	54.1	338.0	25.0
2021/2 E	6,731	9.2	328	82.7	265	36.8	226	-1.4	53.4	373.5	20.0
2022/2 E	7,171	6.5	506	54.1	447	68.5	372	64.2	87.9	436.5	25.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、18年3月1日付で1:3の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

#### アップデート・レポート

2/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥 当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。 一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失 利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあり ます。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

発行日:2019/8/23

## > 事業内容

#### 注1) シルバーカー

一般財団法人製品安全協会のSG基準 (製品安全規格) によると、

自立歩行が可能な高齢者が、外出時や 物品の運搬及び休息に用いる四輪以上 の歩行補助車と定義されており、杖に 比べて歩行補助のレベルが高いものと されている。

## **◆** シルパーカーから総合化を目指してきた福祉用具メーカー

幸和製作所(以下、同社)は、シルバーカー<sup>建1</sup>、歩行車、杖といった 高齢者の歩行補助を目的とした福祉用具の製造・販売を行っている。

シルバーカーは、自立歩行が可能な高齢者向けの歩行補助車で、同社 の創業当初からの主力製品である。介護保険の適用はない。一方、歩 行車は介護保険が適用され、自立歩行が困難な要支援及び要介護認定 者の歩行を補助する器具である。同社は、歩行車の分野に 07 年に参 入し、10年には軽量・コンパクト仕様で持ち運びが容易な「テイコブ リトル」を発売しシリーズ化した。

なお、同社が販売する福祉用具は、歩行車の分野に参入したのと同じ タイミングで開始した自社ブランド「TacaoF(テイコブ)」に 統一され、歩行補助関連だけでなく、総合福祉用具メーカーとしての ポジション構築を進めてきた。

## ◆ 売上高は、歩行車、シルバーカー、杖の歩行補助関連が中心

同社は、福祉用具事業の単一セグメントだが、売上高は製品アイテム 別に分類されている (図表 1)。歩行補助関連の歩行車とシルバーカ 一、杖で、19/2 期の売上高の69.8%を占めている。

過去、歩行車よりもシルバーカーの売上構成比の方が高かったが、 16/2 期でほぼ同程度となってからは歩行車の売上構成比が上回るよ うになった。しかし、18年8月より歩行車の一部製品について製品 不具合による自主回収を行ったため、19/2 期は歩行車の売上構成比は シルバーカーを下回った。一方、徐々に減少傾向にあるが、他社のブ ランドで販売される OEM 製品の提供も行っている。

## 【 図表 1 】製品アイテム別売上高

製品アイテム別	売上高				前期比		売上構成比			
表面ノイノム加	17/2期連	18/2期連	19/2期連	17/2期連	18/2期連	19/2期連	17/2期連	18/2期連	19/2期連	
歩行車	1,388	1,859	1,335	2.9%	34.0%	-28.2%	30.4%	36.5%	29.5%	
シルバーカー	1,237	1,315	1,416	-5.2%	6.3%	7.7%	27.1%	25.8%	31.3%	
杖	398	403	405	-3.0%	1.2%	0.6%	8.7%	7.9%	9.0%	
入浴補助具	271	279	204	-	2.9%	-27.1%	6.0%	5.5%	4.5%	
OEM	803	669	609	-29.0%	-16.6%	-9.0%	17.6%	13.2%	13.5%	
その他(売上割戻金等を含む)	468	565	554	-	20.7%	-1.9%	10.2%	11.1%	12.2%	
合計	4,567	5,093	4,526	-6.5%	11.5%	-11.1%	100.0%	100.0%	100.0%	

(注) 18/2 期に一部製品アイテムの区分が変更され、17/2 期以降は変更後ベースで開示されている。16/2 期の変更後ベースの 数字がないものは 17/2 期の前期比を表示していない

(出所) 幸和製作所有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3/19

(単位:百万円)

発行日:2019/8/23

## **> ビジネスモデル**

#### 注2) 福祉用具

高齢者や障がい者の介護に必要な機器や器具として、「介護用品」、「介護機器」という用語が使われることも多いが、これらは法律上の定義がない通称である。

## ◆ 福祉用具の定義

「福祉用具<sup>注2</sup>」は、介護保険法において、「要介護者・要支援者の日常生活の便宜をはかるため、および機能訓練のための用具で、彼らの日常生活の自立を助けるためのものの中から、厚生労働大臣が定めるもの」と定義されている。介護保険制度においては、「在宅サービス」のひとつとして、「福祉用具の貸与(レンタル)」や「福祉用具の購入費の支給」が定められている。

一方、介護保険制度が適用されない物品も存在する。そのため、高齢者や障がい者の介護に必要な物品に、介護保険が適用されるものと適用されないものがあることになる。

## ◆ 介護保険制度における福祉用具の分類

介護保険制度において、保険適用の対象となるものは原則として「貸与 (レンタル)」で支給され、他人が使ったものを使用することに心理的な抵抗があるものや、再利用できないものについては、例外的に「購入」が認められている(図表 2)。種目ごとにサービス対象者や支給条件が決められているが、3年に1度の介護保険法の改正により定期的に見直しが行われている。

## 【 図表 2 】介護保険制度における福祉用具の種目

レンタルの対象種目	幸和製作所の	サービス対象者									
	取り扱い	要支援	要介護1	要介護2	要介護3	要介護4	要介護5				
車いす	✓			✓	✓	✓	✓				
車いす付属品				✓	✓	✓	✓				
特殊寝台				✓	✓	✓	✓				
特殊寝台付属品				✓	✓	✓	✓				
床ずれ防止用具				✓	✓	✓	✓				
体位変換器				✓	✓	✓	✓				
手すり	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
スロープ	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
歩行器	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
歩行補助つえ	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓				
認知症老人徘徊感知機器				✓	✓	✓	✓				
移動用リフト (つり具部分を除く)				✓	✓	✓	✓				
自動排泄処理装置 (排便機能を有するもの)						✓	✓				
自動排泄処理装置 (それ以外のもの)		✓	✓	✓	✓	✓	✓				

特定福祉用具販売の対象種目	幸和製作所の
	取り扱い
腰掛便座	✓
自動排泄処理装置の交換可能部品	
入浴補助用具	✓
簡易浴槽	
移動用リフトのつり具部分	

(出所) 一般社団法人全国福祉用具専門相談員協会ウェブサイト、会社説明資料より証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート

4/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。 一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失 利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

#### ◆ 歩行車とシルバーカー中心の商品構成

同社は元々、介護保険の対象ではないシルバーカーに特化して事業を 展開してきたが、07 年に介護保険の対象となる歩行車の市場に参入 した。10 年に軽量・コンパクト仕様により、持ち運びが容易な歩行車 「テイコブリトル」がヒットしたことで、歩行車とシルバーカーが同 社の商品構成の中心となった。

歩行車とシルバーカーの売上高合計の全売上高に占める割合は、19/2 期で60.8%である。杖を含めた歩行補助関連では69.8%となっている (図表1)。

## ◆ 総合福祉メーカー化のための統一ブランド「TacaoF」

歩行車の市場に参入したのと同じ 07 年、福祉用品を総合的に展開するために、自社ブランド「TacaoF」を創設した。

その結果、図表 2 に示した通り、歩行補助の分野に留まらず、レンタル対象の 5 種目、特定福祉用具販売種目の 2 種目について、同社がメーカーとして展開している。同社が展開するものについては、新ブランドの製品を除き、統一ブランドとして「TacaoF」がつけられている。

なお、総合福祉メーカーを志向するものの、競合先との力関係等から、 あえて参入していない種目も存在する。その中の一部には、仕入販売 を行うものもある。

#### ◆ 小売店の福祉用品売り場への浸透は競争力の源泉として大きい

シルバーカー専業メーカーから総合福祉用具メーカーとして転換する際に同社が行ったことは、GMS やホームセンター等の小売店との直接取引を実現し、福祉用品売り場をトータルに任される存在になることであった。その結果、特にホームセンターの多くの店舗で、同社が売り場全体の棚割りを任されている模様である。

最終顧客との接点を持つことの意味は大きい。売り場をおさえることによって、販売動向や顧客ニーズの把握力が高まり、機動的な製品開発につなげることで、豊富な品揃えを実現している。こうした一連の流れが、同社の競争力の源泉となっている。

## ◆ 国内の3つの主な販売チャネル

国内における販売チャネルには、主に、チェーンストアルート、介護ルート、OEM ルートの3つがある。

チェーンストアルートは、シルバーカーや杖等の介護保険適用外の商 品が対象で、ホームセンターやディスカウントストア、スーパーマー

アップデート・レポート

ケット等で販売されるものである。上述の通り、福祉用品売り場をト ータルに任される存在になっており、チェーンストアルートの大半で 同社と取引がある模様である。

介護ルートは、介護保険が適用される歩行車が主な対象で、介護サー ビス事業者が販売またはレンタルの形で利用者に提供するものであ る。

OEM ルートは、中国子会社の東莞幸和家庭日用品有限公司が販売先 から受注して製造、販売を行うルートである。シャワーチェア等がこ のルートで販売されている。

18/2 期まで、歩行車の売上構成比の上昇が続いてきたことに伴い、介 護ルートの売上構成比が上昇してきた。しかし、18年8月に、歩行 車の一部製品について製品不具合による自主回収を行った影響から、 介護ルートの売上構成比は再度チェーンストアルートに抜き返され た。なお、後述する通り、20/2 期より連結子会社が増加することに伴 い、ECルート、介護サービス(デイサービス、貸与事業、車椅子(オ ーダー) が含まれる) が加わることとなる。

## 【 図表 3 】販売チャネル別売上高

(単位:百万円)

販売チャネル別		売上高			前期比		構成比			
נונטררין לטלאא	17/2期連	18/2期連	19/2期連	17/2期連	18/2期連	19/2期連	17/2期連	18/2期連	19/2期連	
介護ルート	1,751	2,287	1,652	-	30.6%	-27.8%	38.3%	44.9%	36.5%	
チェーンストアルート	1,797	1,893	1,875	-	5.3%	-1.0%	39.3%	37.2%	41.4%	
OEM/V-F	803	669	609	-	-16.6%	-9.0%	17.6%	13.2%	13.5%	
海外ルート	171	200	267	-	16.6%	33.5%	3.7%	3.9%	5.9%	
通販ルート	126	138	162	-	9.2%	17.4%	2.8%	2.7%	3.6%	
その他 (売上割戻金等を含む)	-82	-95	-40	-	-	-	-1.8%	-1.9%	-0.9%	
合計	4,567	5,093	4,526	-6.5%	11.5%	-11.1%	100.0%	100.0%	100.0%	

(出所) 幸和製作所決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## ◆ 生産体制

シルバーカー、歩行車の生産は、主に中国の連結子会社である東莞幸 和家庭日用品有限公司で行っている。杖やその他福祉用品は、主に国 内外の委託工場や仕入先から調達している。

### ◆ 介護ロボット分野への進出

15年10月に発売した電動アシスト機能付歩行車「リトルキーパス」 を皮切りに、介護ロボットの分野にも進出している。「リトルキーパ ス」は、日本で初めて介護保険のレンタル対象製品として認定を受け た介護ロボットである。

アップデート・レポート

6/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥

発行日:2019/8/23

17年5月には、東京都港区にロボティクス R&D センターを新設する など、介護ロボット分野への進出を本格化させている。

アップデート・レポート 7/19

発行日:2019/8/23

## > SWOT分析

## ◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、 図表4のようにまとめられる。

「機会」の項目に、「M&Aによる取り扱い分野及び販路の拡大」を、 「脅威」の項目に、「M&A によって加わった連結子会社の業績が思 ったように伸びない可能性」をそれぞれ追加したことが主な変更点で ある。

## 【 図表 4 】 SWOT 分析

	・多くの小売店舗の福祉用具売り場を把握している状況							
	- GMSやホームセンターに福祉用具売り場の棚割りを任されるだけの販売力と信頼感							
強み	- 顧客接点からの販売同様や顧客ニーズの吸い上げ							
	·自社ブランド「TacaoF(テイコブ)」の浸透							
(Strength)	- 豊富な品揃え							
	・歩行補助関連の主要製品での高いシェア							
	・自社工場(中国の連結子会社)の生産力とそれを背景とする開発力							
	・介護ルートでの販売が介護保険制度変更の議論の影響を受けやすいこと							
	・介護ルートでの販売が天候不順の影響を受けやすいこと							
弱み	・歩行車・シルバーカーの生産工場が1カ所であり、生産拠点の分散には至っていないこと							
(Weakness)	・自社工場での人員確保が難しくなりつつあること							
	・福祉用具の総合メーカーとしては事業規模が必ずしも大きいとは言えないこと							
	・代表取締役社長への依存度の高い事業運営							
	・国内の高齢者人口の増加							
	・国内における既存製品分野での更なるシェア拡大の余地							
+4% △	・介護ロボット市場の拡大							
機会	「TacaoF」以外の新ブランドの育成							
(Opportunity)	・海外市場の開拓							
	·M&Aによる取り扱い分野及び販路の拡大(新規)							
	・上場による知名度の向上							
	・介護保険制度変更による影響(介護保険の対象となる利用者の減少等)							
	・社会福祉行政における法律・制度の変更							
	・競争の激化							
	・為替変動による業績変動リスク							
	・製品の欠陥、不具合等による影響の可能性							
₹3.c <u>\</u>	- リコールや回収・修理等にかかる費用や機会損失によって生じる業績への影響							
脅威	- 製品の利用による重大な事故が発生する可能性							
(Threat)	・人材確保が想定通りに進まない可能性(特に自社工場)							
	・災害等により自社工場の生産が停止または社会的な物流機能が停滞する可能性							
	・コスト上昇の可能性(人件費、物流コスト等)							
	・19年10月に予定されている消費税率引き上げの影響を受ける可能性							
	・進行中の研究開発で思ったような成果が上がらない可能性							
	·M&Aによって加わった連結子会社の業績が思ったように伸びない可能性(新規)							
	!							

(出所) 証券リサーチセンター

発行日:2019/8/23

## > 知的資本分析

## ◆ 知的資本の源泉は、事業承継後も引き継がれた技術・ノウハウと、 総合福祉メーカーへの転換でもたらされた無形の資産にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表5に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本に属する「事業承継を経験した現会長(創業者)と現社長(後継者)の存在」と、組織資本に属する「創業者より承継された技術・ノウハウと、事業承継後に後継者によりもたらされた無形の資産」にあると考える。

創業以来、30 年以上の長い期間蓄積してきたシルバーカーのトップ企業としての技術やノウハウを受け継ぎ、07 年に歩行車の分野に新規参入した。歩行車の分野で短期間に主要メーカーとなりえたのは、この受け継いだ技術やノウハウによるところが大きい。同時に、総合福祉メーカーへ転換すべく統一自社ブランド「TacaoF」を創設し、新たな企業価値の創造を開始した。

10 年超の時間を経て、「TacaoF」のブランドの浸透とともに、主に歩行車を取り扱う介護ルートと、主にシルバーカーを中心に総合的に取り扱うチェーンストアルートを中心に、関係資産である顧客を積み上げていった。特にチェーンストアルートの店頭の売り場を任されるようになった意味合いは大きく、需要動向をいち早く把握できるようになった。生産を自社工場で行っていることと相まって、販売の現場からの情報をいち早く製品開発や生産に活かすという、組織資本の各プロセス間での好循環が構築されていった。

アップデート・レポート 9/19 本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥

## 【 図表 5 】知的資本の分析

	項目	分析結果		KPI	
	<b>坝日</b>	力析指来	項目	数値(前回)	数値(今回)
			・介護ルートの(介護の)事業所数	開示なし	
			<ul><li>・チェーンストアルートのアカウント数</li></ul>	開示ないが相当数をカバーしていると推察	
	顧客	・取引先の状況	·OEMの企業数	開示なし	
	IN ET	483176037476	・海外の販売代理店数	開示なし	
			・主要顧客の存在	パナソニックエイジフリー(13.2%)(18/2期)	パナソニックエイジフリー(13.9%)
			*()内は全売上高に占める割合	ウェルファン(12.5%)(18/2期)	ウェルファンは10%を下回ったため開示なし
関係資本			・「TacaoF(テイコブ)」	07年10月の創設以来11年経過	
		・自社ブランドの構築	· 「GENTILMARRONE		
	ブランド		(ジェンティルマローネ) 」	17年9月の創設以来1年経過	
			・経済産業省主催の		
		・ブランドを支える表彰歴	製品安全対策優良企業表彰	優良賞受賞(平成30年度)	
			<ul><li>・介護ロボット分野の共同開発先</li></ul>	国立研究開発法人産業技術総合研究所	
		·共同開発先·共同研究先	・AMED採択課題への研究開発協力先	パナソニック	
			<ul><li>・仕入先の数</li></ul>	開示なし	
	ネットワーク	1177,000,70,70	<ul><li>・新規販路 (eコマース) の獲得</li></ul>		ネクストケア・イノベーション
	ヤクトンン		・介護保険対象商品の商品群追加・拡充		シクロケア
		・グループ会社			ļ
			・開発力強化に向けた利用者との	(今回追加)	
			接点の拡充		有限会社あっぷる
			・チェーンストアルートの売上構成比	37.2%(18/2期) 44.1%(19/2期上期)	41.4%
		・多様な国内の販売チャネル	・介護ルートの売上構成比	44.9%(18/2期) 36.6%(19/2期上期)	36.5%
			·OEMルートの売上構成比	13.2%(18/2期) 10.5%(19/2期上期)	13.5%
			・通販ルートの売上構成比	2.7%(18/2期) 3.7%(19/2期上期)	3.6%
		・海外の販売の状況	・海外ルートの売上構成比	3.9%(18/2期) 5.3%(19/2期上期)	5.9%
			・歩行車の売上構成比	36.5%(18/2期) 29.7%(19/2期上期)	29.5%
		上に明清が古さの割口ゼートフェロナ	・シルバーカーの売上構成比	25.8%(18/2期) 33.7%(19/2期上期)	31.3%
	~	・歩行関連が中心の製品ポートフォリオ	・杖の売上構成比	7.9%(18/2期) 9.4%(19/2期上期)	9.0%
	プロセス		<ul><li>・入浴補助具の売上構成比</li></ul>	5.5%(18/2期) 4.4%(19/2期上期)	4.5%
<b>I織資本</b>			·生産子会社	東莞幸和家庭日用品有限公司	
			<ul><li>・生産子会社の従業員数</li></ul>	273名(連結と単体の差) (18/2期末)	254名(連結と単体の差)
		・中国の自社工場を中心とした開発・生産体制	<ul><li>・国内外の生産委託子会社の数</li></ul>	開示なし	
			・開発部門の人数	開示なし	
		- 国内の営業体制	<ul><li>・国内の営業拠点</li></ul>	3力所(大阪本社 関東営業所 九州営業所)	
			・国内のショールーム	2力所(大阪本社 関東営業所)	
		日の日来作品	・営業部門の人数	開示なし	
			・シルバーカー製造の実績	1970年以来48年経過	1970年以来49年経過
	知的財産	·創業者より承継された目に見えない資産と、			1570年以本刊5年胜旭
	ノウハウ	事業承継後に後継者によりもたらされた価値	·主力ブランド「TacaoF」の浸透		220777
			·研究開発費	186百万円(18/2期)	238百万円
		<ul><li>・事業承継を経験した</li><li>現会長(創業者)と現社長(後継者)の存在</li></ul>	・事業承継してからの年数	05年より13年経過	05年より14年経過
				247千株(5.94%)	247千株(5.90%)
			・代表取締役社長による保有	資産管理会社の分を含めると	資産管理会社の分を含めると
				2,654千株(63.78%)	2,654千株(63.41%)
	経営陣		Trigidal A Fire La /III-	264千株 (6.34%)	264千株(6.30%)
		・経営陣のインセンティブ	・取締役会長による保有	配偶者の分を含めると379千株 (9.11%)	配偶者の分を含めると379千株(9.05%)
			<ul><li>・代表取締役社長、取締役会長以外の</li></ul>		
的資本			取締役による保有(監査役は除く)	270株(0.02%)	23,580株(0.56%)
APJEA			· 役員報酬総額 (取締役)		
			*社外取締役、監査等委員は除く	65百万円(6名)(18/2期末)	73百万円(6名)
			・従業員数	385人(連結) 112人(単体)(18/2期末)	374人(連結) 120人(単体)
				505/、(建元) 114/、(千円) (10/4別本)	5/ /八 (左間) 140八 (千件)
		. 企業園十		20.0岸(畄休) (19/2脚士)	40年1九日(併休)
		·企業風土	·平均年齢	39.9歳(単体)(18/2期末)	40歳1カ月(単体)
	 従業員	·企業風土	· 平均年齡 · 平均勤続年数	5.4年(単体)(18/2期末)	5年10カ月(単体)
	従業員	・企業風土 ・従業員のインセンティブ	·平均年齢		

<sup>(</sup>注) KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は19/2 期上期または19/2 期上期末、今回は19/2 期または19/2 期末のもの 前回と変更ないものは ……と表示。

## アップデート・レポート

10/19

当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を含れる場合があります。本アルートに有報された情報の正確性・信頼性・完全は、安当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は養務を引わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レボートの配信に関して閲覧し投資家が本レボートを利用したこと又は本レボートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

<sup>(</sup>出所) 幸和製作所有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥

発行日:2019/8/23

## > 決算概要

#### ◆ 19年2月期は製品不具合が大きく影響して赤字

19/2 期業績は、売上高が 4,526 百万円(前期比 11.1%減)、営業損失が 272 百万円(前期は 562 百万円の利益)、経常損失が 262 百万円(同 453 百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失が 358 百万円(同 356 百万円の利益)となった。

主な製品アイテム別では、シルバーカーが前期比 7.7%増となった一方、歩行車が同 28.2%減、OEM が同 9.0%減となった。

介護保険が適用される歩行車は、介護保険制度の改正議論の際に軽度者への保険適用がなくなる可能性が取り沙汰され、介護レンタル事業者や販売卸事業者の間で17/2期に買い控えが発生した。結局、軽度者への保険適用がなくならないことになったため、その反動増で18/2期は大幅増収となった。反動増の効果は19/2期の前半も持続していた。しかし、販売拡大を計画していた歩行車「ミケーレ WAG01」の製品不具合の発生により、自主回収と出荷停止という事態が発生し、歩行車は大幅減収となった。

一方、OEM が減収となっているのは、取引先側での在庫調整が続き、 販売が抑制されたためである。

販売チャネル別では、歩行車の大幅減収により、介護ルートが前期比 27.8%減となったのが目立った。一方、金額は少ないながら、海外ルートは同 33.5%増、通販ルートは同 17.4%増となった。

売上総利益率は前期比 6.1%ポイント悪化の 46.1%となった。利益率の高い歩行車の売上構成比の低下が主な要因である。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、人件費のほか運賃や物流委託費の増加により、同 12.5%増の 2,356 百万円となり、売上高販管費率も同11.0%ポイント悪化の 52.1%となった。売上総利益率の悪化と相まって、19/2 期の売上高営業利益率はマイナス 6.0%となった。

## ◆ 「ミケーレ WAG01」の製品不具合及び自主回収の影響

19/2 期の期初の段階で、「ミケーレ WAG01」の売上高を 280 百万円 と計画していたが、自主回収に伴う出荷停止により、149 百万円の売上高に留まった。また、製品自主回収関連費用 62 百万円を特別損失として計上した。その内訳は、返品費用(返品運賃等)9 百万円、製品交換費用(製品代、発送運賃、処分費等)40 百万円、得意先補填費用(得意先交換費用補填)12 百万円であった。

さらに、繰延税金資産 44 百万円が取り崩されることとなったため、 親会社株主に帰属する当期純損失が拡大した。そのため、19/2 期の期 末配当も無配となった。

アップデート・レポート

なお、「ミケーレ WAG01」の自主回収に伴う影響は 19/2 期でほぼ収 束したというのが、同社の見解である。

## > 期中の変化

## ◆ M&A によるグループ強化

19/2 期は合弁会社設立を通じた事実上の事業譲渡1件と、株式取得による子会社化3件が行われた。子会社化の3件はいずれも19年3月1日が株式譲渡実行日である。

合弁会社であるネクストケア・イノベーションは、車いすの EC 販売で首位のネクスト (福岡県北九州市) との間で 18 年 11 月 1 日に設立された。持分は同社 51%、ネクスト 49%である。19 年 1 月に事業が開始された。

シクロケア (大阪府羽曳野市) は、手すりやスロープ、すのこ等の住 宅改修用品のオーダーメイドを得意とするメーカーである。

有限会社パムック(東京都江戸川区)は、関東で首位の実績を有する 車いすのオーダーメイド事業のほか、福祉用具貸与事業所 3 店舗やデ イサービス 2 棟の運営を行っている。なお、19 年 9 月 27 日に株式会 社幸和ライフゼーションに商号を変更する予定である。

あっぷる (東京都江東区) は、福祉用具貸与事業所1店舗とデイサービス1棟の運営を行なっている。

## ◆ M&A と成長戦略

同社は今後、M&A を成長戦略の核として位置づけるとしている。 M&A を通じた同社の戦略の意味合いは複数存在する。

介護保険外商品については新規販路の開拓を目指すものであり、ネクストケア・イノベーションを通じて、新規販路としてのEコマースの本格的立ち上げを図っていく。

一方、介護保険対象商品については取り扱い商品群の拡充と開発力の 強化を目指している。シクロケアをグループ化したことで、手すりや スロープのレンタル商品が追加され、すのこの販売商品の取り揃えが 充実した。さらに、住宅改修分野での手すりやスロープ、玄関台を新 たに開拓していくとしている。

また、開発力の強化のためにユーザーの意見の吸い上げを強化するためにも、パムックやあっぷるが持つ貸与事業所が、利用者との接点として活用されていく予定である。

#### アップデート・レポート

発行日:2019/8/23

## > 今後の業績見通し

## ◆ 20年2月期会社計画

20/2 期の会社計画は、売上高 6,140 百万円 (前期比 35.7%増)、営業利益 150 百万円 (前期は 272 百万円の損失)、経常利益 169 百万円 (同 262 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益 218 百万円 (同 358 百万円の損失) である (図表 6)。

販売チャネル別及び製品アイテム別の売上高は、主だったところでは、介護ルートとそれに対応する歩行車が前期比 10%以上の増収、チェーンストアルートとそれに対応するシルバーカーが同約 4%の増収を目指す内容となっている。介護ルートと歩行車の増収率が高いのは、19/2 期の「ミケーレ WAG01」の自主回収の影響が収束し、反動増を見込んでいるためである。一方 OEM は減少を続ける見込みであるが、これらを合わせた既存事業で 20/2 期は安定的な増収を図り、M&A による積み上げにより全体として大幅増収を目指すとしている。

売上総利益率は前期比 4.0%ポイント上昇の 50.1%を見込んでいる。 M&A による増収効果や原価低減の取り組みによるとしている。 販管費は主に連結子会社の増加により同 24.1%増となる見込みだが、増収効果が上回り、売上高販管費率は同 4.5%ポイント低下の 47.6%になる計画である。その結果、20/2 期の売上高営業利益率は、同 8.4%ポイント改善の 2.4%になる見込みである。

なお、経常利益より親会社株主に帰属する当期純利益の方が大きくなるのは、負ののれん償却益 18 百万円、香港子会社の清算益 76 百万円が特別利益として計上される見込みであるためである。

株主還元に関して、同社は配当性向 30%を基本方針としている。しかし、19/2 期は「ミケーレ WAG01」の自主回収等に伴う業績悪化により無配となったことを考慮し、20/2 期の中間配当の配当性向を、基本の 30%に 20%上乗せした 50%にする計画である。従って、20/2 期の 1 株当たり配当額は、25 円(中間 17 円、期末 8 円)を予定している。

## 【 図表 6 】幸和製作所の 20 年 2 月期の業績計画

(単位:百万円)

	1 12211 17110 =0			· · · · ·	
		18/2期	19/2期	20/2期連	
		連結実績	連結実績	会社計画	前期比
売上高		5,093	4,526	6,140	35.7%
販売チャネル別	IJ				
介護ルート		2,287	1,652	1,833	11.0%
チェーンスト	トアルート	1,893	1,875	1,956	4.3%
OEMJU-ト		669	609	573	-6.0%
海外ルート		200	267	324	21.3%
通販ルート		138	162	169	4.3%
EC/レート		-	_	516	_
介護サービス	ス(以下3つの合計)	_	_	738	_
デイサーヒ	ビス	_	_	144	_
貸与事業		_	_	294	_
車いす(ス	<b>オーダー</b> )	_	_	300	_
その他		-95	-40	26	_
製品アイテム別	IJ	5,089	4,497	6,136	
歩行車		1,859	1,335	1,530	14.6%
シルバーカー	-	1,315	1,416	1,478	4.3%
杖		403	405	401	-1.2%
入浴補助具		279	204	211	3.4%
車いす		146	144	602	318.1%
OEM		669	609	573	-6.0%
介護サービス	ス(以下3つの合計)	_	_	738	_
デイサーヒ	<del>ビ</del> ス	_	_	144	_
貸与事業		_	_	294	_
車いす(ス	<b>†</b> ーダー)	_	_	300	_
その他(17/	(2期は車いすを含む)	418	384	603	57.0%
売上総利益		2,657	2,088	3,073	47.2%
	売上総利益率	52.2%	46.1%	50.1%	_
営業利益		562	-272	150	-
	売上高営業利益率	11.0%	-6.0%	2.4%	_
経常利益		453	-262	169	_
	売上高経常利益率	8.9%	-5.8%	2.8%	_
親会社株主に帰属		356	-358	218	_
	売上高当期純利益率	7.0%	-7.9%	3.6%	_
,					

<sup>(</sup>注) 有価証券報告書と決算説明会資料とで金額が異なる場合は有価証券報告書の金額を優先した。 (出所) 幸和製作所有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

アップデート・レポート 14/19

#### ◆ 20年2月期第1四半期決算

20/2 期第 1 四半期は、売上高 1,802 百万円(前年同期比 42.3%増)、営業利益 94 百万円(同 411.7%増)、経常利益 146 百万円(同 391.0%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 147 百万円(同 17.8 倍)であった。第 2 四半期累計期間の会社計画に対する進捗率は、売上高が53.6%、営業利益が76.0%である。

製品アイテム別では、歩行車の前年同期比 29.4%増収が目立つ。歩行車「ミケーレ WAG01」の自主回収の影響が払拭されたものと考えられる。また、シルバーカーは同 13.0%増収、杖は同 8.6%増収となり、全般的に堅調だった模様である。また、OEM も同 48.9%増収だった。

20/2 期より加わった介護サービスの売上高は 200 百万円となり、全体の売上高に対する構成比は 11.1%となった。また、その他も前年同期比 39.5%増収となり、EC 販売の上乗せが貢献した模様である。

売上総利益率は 47.6%となり、前年同期比 0.3%ポイント改善した。 また、販管費は同 31.6%増となったが、増収効果により売上高販管費 率は 42.4%と同 3.5%ポイントの低下となった。売上総利益率と売上 高販管費率がともに改善したことで、売上高営業利益率は 5.2%と同 3.7%ポイントの改善となった。

#### ◆ 3 力年計画

同社は、18/2 期決算の開示の際に、19/2 期~21/2 期の 3 カ年計画を 公表し、最終年の 21/2 期の業績として、売上高 6,774 百万円、営業利 益 552 百万円、経常利益 528 百万円、親会社株主に帰属する当期純利 益 379 百万円を計画していた。

その後の「ミケーレ WAG01」の自主回収や、M&A による連結子会社の増加により、前提が大きく変わったものの、19年8月時点で、3カ年計画の目標値は修正されていない。今後、3カ年計画の見直しが行われる可能性が高いと思われる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、19/2 期実績を踏ま えて、20/2 期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、同社の20/2 期業績について、売上高6,164 百万円(前期比36.2%増)、営業利益179 百万円(前期は272 百万円の損失)、経常利益193 百万円(同262 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益229 百万円(同358 百万円の損失)と会社計画をいくらか上回る水準を予想する(図表7)。

アップデート・レポート

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 製品アイテム別売上高では、既存事業については歩行車の増収が全体の伸びを牽引し、再度シルバーカーを上回る売上高になるものと予想した。また、それに応じて、販売チャネル別でも、既存事業については、介護ルートの伸びを中心に業績予想を組み立てた。
- (2) その上で、M&A によって新たに加わった製品アイテムである 介護サービスについては、会社計画と同額を予想した。
- (3) 売上総利益率は、19/2 期の 46.1%に対し、20/2 期は 50.0%へ改善するものとした(会社計画は 50.1%)。同社が想定する M&A による増収効果や原価低減への取り組み効果のほか、利益率の高い歩行車の売上高の増加で売上総利益率の改善が進むことを考慮した。
- (3) 販管費は、19/2 期の 2,356 百万円に対し、20/2 期は 2,902 百万円 と 546 百万円増加するものとした (会社計画は 2,923 百万円)。会社計画通り、連結子会社の増加が主な要因である。それでも、増収効果が上回り、売上高販管費率は前期比 5.0%ポイント低下の 47.1%と予想した (会社計画は 47.6%)。その結果、20/2 期の売上高営業利益率は、同 8.9%ポイント改善の 2.9%になる見込みである (会社計画は 2.4%)。

21/2 期以降の業績について、21/2 期は前期比 9.2%、22/2 期は同 6.5% の増収になると予想した。既存事業及び 19/2 期に M&A により取得した事業が安定成長すると想定した。新たな M&A は業績予想には含めていない。売上総利益率及び売上高販管費率がともに改善していくことで、売上高営業利益率は 22/2 期には 7.1%まで上昇していくものと予想した。

アップデート・レポート 16/19

ます。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

発行日:2019/8/23

#### 【 図表 7 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

売上語   4,567   5,093   4,526   6,140   6,164   4,989   6,731   5,597   7,171   6,10     銀部アイテム別 (は明金資料ベース)   1,237   1,315   1,416   1,478   1,475   1,450   1,550   1,550   1,650   1,650   1,650     歩行車		17/2期連	18/2期連	19/2期連	20/2期連CE	20/2期連E	20/2期連E	21/2期連E	21/2期連E	22/2期連E	22/2期連E
翻田社   -6.5%   11.5%   -11.1%   35.7%   36.2%   13.1%   9.2%   12.2%   6.5%   9.1     超高アイテム別 (限物会資料ベース)   1,237   1,315   1,416   1,478   1,475   1,550   1,550   1,550   1,650	· · · · · · · · · · · · · · · · · · ·										
製品アイテム別 (説明会資料ペース)   シルバーカー	売上高	4,567	5,093	4,526	6,140	6,164	4,989	6,731	5,597	7,171	6,105
シルバーカー	前期比	-6.5%	11.5%	-11.1%	35.7%	36.2%	13.1%	9.2%	12.2%	6.5%	9.19
## 特別	製品アイテム別(説明会資料ベース)										
大路福助貝	シルバーカー	1,237	1,315	1,416	1,478	1,475	1,450	1,550	1,550	1,650	1,650
及治補助具 271 279 204 211 215 245 265 265 285 285 285 285 単いす - 146 144 602 602 - 630 - 655 5	步行車	1,388	1,859	1,335	1,530	1,550	1,700	1,750	2,100	1,950	2,400
■いす	杖	398	403	405	401	404	404	407	407	410	410
のEM 角形形比	入浴補助具	271	279	204	211	215	245	265	265	285	285
↑機サービス(以下3アイテムの合計)	車いす	-	146	144	602	602	-	630	-	655	
デイザービス	OEM	803	669	609	573	575	590	550	575	525	560
貸与事業	介護サービス(以下3アイテムの合計)	_	-	-	738	738	-	929	-	976	
車いず(オーダー)	デイサービス	-	-	-	144	144	-	181	-	190	
その他   470   422   410   607   605   600   650   700   720   808   1885年ヤネル別(説明会資料ベース)   7751   2,287   1,652   1,833   1,856   2,073   2,083   2,560   2,294   2,925   2,120   2,133   1,856   2,073   2,083   2,560   2,294   2,925   2,120   2,133   2,120   2,133   2,120   2,133   2,120   2,133   2,120   2,133   2,130   2,033   2,120   2,133   2,120   2,133   2,120   2,133   2,130   2,033   2,120   2,133   2,120   2,133   2,120   2,133   2,130   2,033   2,120   2,134   2,120   2,1	貸与事業	_	_	_	294	294	-	370	-	388	
放売チャネル別(説明会資料ベース)	車いす (オーダー)	_	_	_	300	300	-	378	-	396	
	その他	470	422	410	607	605	600	650	700	720	80
チェーンストアルート 〇EMルート 海外ルート       1,797       1,893       1,875       1,956       1,933       1,933       2,030       2,033       2,120       2,13         MPAリート 通販ルート       171       200       267       324       320       280       360       320       390       36         通販ルート 自足レート 介護サービス       -       -       -       -       516       520       -       -       -         その他       -82       -95       -40       26       43       -65       10       -89       37       -9         売上総利益       2,344       2,657       2,088       3,073       3,082       2,369       3,413       2,703       3,686       2,99         売上総利益       2,344       2,657       2,088       3,073       3,082       2,369       3,413       2,703       3,686       2,99         売上総利益率       51.3%       52.2%       46.1%       50.1%       50.0%       47.5%       50.7%       48.3%       51.4%       49.0         販売費及び一般管理費       2,016       2,094       2,356       2,923       2,902       2,235       3,084       2,368       3,179       2,49         営業利益       42.9%       71.5%       -	販売チャネル別 (説明会資料ベース)										
OEMルート 海外ルート         803         669         609         573         575         590         550         575         525         566           海外ルート         171         200         267         324         320         280         360         320         390         36           通販ルート         126         138         162         169         178         178         198         198         218         218         21           ECルート 介護サーピス         -         -         -         -         -         516         520         -	介護ルート	1,751	2,287	1,652	1,833	1,856	2,073	2,083	2,560	2,294	2,926
海外ルート 171 200 267 324 320 280 360 320 390 366 200 200 267 324 320 280 360 320 390 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 320 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 390 360 360 360 390 360 360 360 390 360 360 360 390 360 360 360 360 360 390 360 360 360 360 360 360 360 360 360 36	チェーンストアルート	1,797	1,893	1,875	1,956	1,933	1,933	2,030	2,033	2,120	2,133
通販ルート 126 138 162 169 178 178 198 198 218 218 216 ECルート	OEMJU- F	803	669	609	573	575	590	550	575	525	560
ECルート 介護サービス         ー - 82         ー - 82         ー - 95         - 40         26         43         - 65         10         - 89         37         - 9           売上総利益 売上総利益 売上総利益 売上総利益 売上商販管費率         2,344 2,657         2,088 2,088         3,073 3,082         2,369 2,369         3,413 3,413         2,703 2,703         3,686 3,686         2,999 2,736         2,369 4,7.5%         3,413 10.7%         2,703 14.1%         3,686 8.0%         10.7%           販売費及び一般管理費 売上高販管費率         2,016 44.2%         2,094 41.1%         2,356 52.1%         2,923 47.6%         2,902 47.5%         2,235 3,084 47.5%         3,084 50.7%         2,368 43.79         3,179 49.0         2,490 47.1%         44.8%         45.8%         42.3%         44.3%         40.8           営業利益 育用比 売上高営業利益率         7.2%         11.0%         -6.0%         2.4%         2.9%         2.7%         4.9%         6.0%         7.1%         8.2           経常利益 育用品 育用比 売上高経常利益率         303 453 6.6%         -6.0%         2.4%         2.9%         2.7%         4.9%         6.0%         7.1%         8.2           経常利益 育用財 行 元 市民高経常利益率         49.2%         -         -         -         -         -         36.8%         200.8%         68.5%         54.9           20         5.	海外ルート	171	200	267	324	320	280	360	320	390	360
介護サービス その他       - -82       -95       -40       26       43       -65       10       -89       37       -99         売上総利益       2,344       2,657       2,088       3,073       3,082       2,369       3,413       2,703       3,686       2,99         売上総利益       2,344       2,657       2,088       3,073       3,082       2,369       3,413       2,703       3,686       2,99         売上総利益率       51.3%       52.2%       46.1%       50.1%       50.0%       47.5%       50.7%       48.3%       51.4%       49.0         販売費及び一般管理費       2,016       2,094       2,356       2,923       2,902       2,235       3,084       2,368       3,179       2,49         営業利益       327       562       -272       150       179       134       328       334       506       49         営業利益       7.2%       11.0%       -6.0%       2.4%       2.9%       2.7%       4.9%       6.0%       7.1%       8.2         経常利益       303       453       -262       169       193       100       265       302       447       46         経常利益       39.5%       49.2%       -       -	通販ルート	126	138	162	169	178	178	198	198	218	21
介護サービス その他       - -82       -95       -40       26       43       -65       10       -89       37       -99         売上総利益       2,344       2,657       2,088       3,073       3,082       2,369       3,413       2,703       3,686       2,99         売上総利益       2,344       2,657       2,088       3,073       3,082       2,369       3,413       2,703       3,686       2,99         売上総利益率       51.3%       52.2%       46.1%       50.1%       50.0%       47.5%       50.7%       48.3%       51.4%       49.0         販売費及び一般管理費       2,016       2,094       2,356       2,923       2,902       2,235       3,084       2,368       3,179       2,49         営業利益       327       562       -272       150       179       134       328       334       506       49         営業利益       7.2%       11.0%       -6.0%       2.4%       2.9%       2.7%       4.9%       6.0%       7.1%       8.2         経常利益       303       453       -262       169       193       100       265       302       447       46         経常利益       39.5%       49.2%       -       -	ECJU- N	_	_	_	516	520	_		_		
売上総利益 2,344 2,657 2,088 3,073 3,082 2,369 3,413 2,703 3,686 2,99 前期比 7.7% 13.3% -21.6% 47.5% 47.9% 15.5% 10.7% 14.1% 8.0% 10.7 売上総利益率 51.3% 52.2% 46.1% 50.1% 50.0% 47.5% 50.7% 48.3% 51.4% 49.0 販売費及び一般管理費 2,016 2,094 2,356 2,923 2,902 2,235 3,084 2,368 3,179 2,49 売上高販管費率 44.2% 41.1% 52.1% 47.6% 47.1% 44.8% 45.8% 42.3% 44.3% 40.8 営業利益 前期比 42.7% 71.5% 82.7% 149.1% 54.1% 54.1% 49.1 売上高営業利益率 7.2% 11.0% -6.0% 2.4% 2.9% 2.7% 4.9% 6.0% 7.1% 8.2 経常利益 前期比 39.5% 49.2% 36.8% 200.8% 68.5% 54.9 税金社株主に帰属する当期純利益 6.6% 8.9% -5.8% 2.8% 3.1% 2.0% 3.9% 5.4% 6.2% 7.7 親会社株主に帰属する当期純利益 100 356 -358 218 229 70 226 211 372 32 前期比 -2.6% 69.3% 1.4% 200.8% 64.2% 54.9		_	_	_			_		_		
売上総利益 2,344 2,657 2,088 3,073 3,082 2,369 3,413 2,703 3,686 2,999 前期比 7.7% 13.3% -21.6% 47.5% 47.9% 15.5% 10.7% 14.1% 8.0% 10.7 売上総利益率 51.3% 52.2% 46.1% 50.1% 50.0% 47.5% 50.7% 48.3% 51.4% 49.0 販売費及び一般管理費 2,016 2,094 2,356 2,923 2,902 2,235 3,084 2,368 3,179 2,499 売上高販管費率 44.2% 41.1% 52.1% 47.6% 47.1% 44.8% 45.8% 42.3% 44.3% 40.8 営業利益 前期比 42.7% 71.5% 82.7% 149.1% 54.1% 54.1% 49.1 売上高営業利益率 7.2% 11.0% -6.0% 2.4% 2.9% 2.7% 4.9% 6.0% 7.1% 8.2 経常利益 前期比 39.5% 49.2% 36.8% 200.8% 68.5% 54.9 銀会社株主に帰属する当期純利益 6.6% 8.9% -5.8% 2.8% 3.1% 2.0% 3.9% 5.4% 6.2% 7.7 親会社株主に帰属する当期純利益 前期比 -2.6% 69.3% 1.4% 200.8% 64.2% 54.9		-82	-95	-40			-65	10	-89	37	-92
売上総利益率   51.3%   52.2%   46.1%   50.1%   50.0%   47.5%   50.7%   48.3%   51.4%   49.0     販売費及び一般管理費   2,016   2,094   2,356   2,923   2,902   2,235   3,084   2,368   3,179   2,49     売上高版管費率   44.2%   41.1%   52.1%   47.6%   47.1%   44.8%   45.8%   42.3%   44.3%   40.8     営業利益   327   562   -272   150   179   134   328   334   506   49     前期比   42.7%   71.5%   82.7%   149.1%   54.1%   49.1     売上高営業利益率   7.2%   11.0%   -6.0%   2.4%   2.9%   2.7%   4.9%   6.0%   7.1%   8.2     経常利益   前期比   39.5%   49.2%   36.8%   200.8%   68.5%   54.9     売上高経常利益率   6.6%   8.9%   -5.8%   2.8%   3.1%   2.0%   3.9%   5.4%   6.2%   7.7     親会社株主に帰属する当期純利益   前期比   -2.6%   69.3%   1.4%   200.8%   64.2%   54.9     前期比   -2.6%   69.3%   1.4%   200.8%   64.2%   54.9     51.4%   49.0     49.0   47.5%   50.0%   47.5%   47.6%   47.1%   44.8%   47.5%   47.6%   47.1%   44.8%   45.8%   42.3%   44.3%   40.8     日本	売上総利益	2,344	2,657	2,088	3,073	3,082	2,369	3,413	2,703	3,686	2,99
販売費及び一般管理費 2,016 2,094 2,356 2,923 2,902 2,235 3,084 2,368 3,179 2,49	前期比	7.7%	13.3%	-21.6%	47.5%	47.9%	15.5%	10.7%	14.1%	8.0%	10.79
売上高販管費率     44.2%     41.1%     52.1%     47.6%     47.1%     44.8%     45.8%     42.3%     44.3%     40.8       営業利益     327     562     -272     150     179     134     328     334     506     49       前期比     42.7%     71.5%     -     -     -     -     -     82.7%     149.1%     54.1%     49.1       経常利益     7.2%     11.0%     -6.0%     2.4%     2.9%     2.7%     4.9%     6.0%     7.1%     8.2       経常利益     303     453     -262     169     193     100     265     302     447     46       前期比     39.5%     49.2%     -     -     -     -     36.8%     200.8%     68.5%     54.9       売上高経常利益率     6.6%     8.9%     -5.8%     2.8%     3.1%     2.0%     3.9%     5.4%     6.2%     7.7       親会社株主に帰属する当期純利益     210     356     -358     218     229     70     226     211     372     32       前期比     -2.6%     69.3%     -     -     -     -     -     -1.4%     200.8%     64.2%     54.9	売上総利益率	51.3%	52.2%	46.1%	50.1%	50.0%	47.5%	50.7%	48.3%	51.4%	49.0
売上高販管費率     44.2%     41.1%     52.1%     47.6%     47.1%     44.8%     45.8%     42.3%     44.3%     40.8       営業利益     327     562     -272     150     179     134     328     334     506     49       前期比     42.7%     71.5%     -     -     -     -     -     82.7%     149.1%     54.1%     49.1       経常利益     7.2%     11.0%     -6.0%     2.4%     2.9%     2.7%     4.9%     6.0%     7.1%     8.2       経常利益     303     453     -262     169     193     100     265     302     447     46       前期比     39.5%     49.2%     -     -     -     -     36.8%     200.8%     68.5%     54.9       売上高経常利益率     6.6%     8.9%     -5.8%     2.8%     3.1%     2.0%     3.9%     5.4%     6.2%     7.7       親会社株主に帰属する当期純利益     210     356     -358     218     229     70     226     211     372     32       前期比     -2.6%     69.3%     -     -     -     -     -     -1.4%     200.8%     64.2%     54.9	販売費及び一般管理費	2,016	2,094	2,356	2,923	2,902	2,235	3,084	2,368	3,179	2,49
前期比   42.7%   71.5%   82.7%   149.1%   54.1%   49.1	売上高販管費率	44.2%	41.1%	52.1%	47.6%		44.8%	45.8%	42.3%	44.3%	40.80
売上高営業利益率 7.2% 11.0% -6.0% 2.4% 2.9% 2.7% 4.9% 6.0% 7.1% 8.2 経常利益 303 453 -262 169 193 100 265 302 447 46 前期比 39.5% 49.2% 36.8% 200.8% 68.5% 54.9 売上高経常利益率 6.6% 8.9% -5.8% 2.8% 3.1% 2.0% 3.9% 5.4% 6.2% 7.7 親会社株主に帰属する当期純利益 210 356 -358 218 229 70 226 211 372 32 前期比 -2.6% 69.3% 1.4% 200.8% 64.2% 54.9	営業利益	327	562	-272	150	179	134	328	334	506	499
経常利益 303 453 -262 169 193 100 265 302 447 46 前期比 39.5% 49.2% 36.8% 200.8% 68.5% 54.9	前期比	42.7%	71.5%	_	_	_	_	82.7%	149.1%	54.1%	49.19
経常利益 303 453 -262 169 193 100 265 302 447 46 前期比 39.5% 49.2% 36.8% 200.8% 68.5% 54.9	売上高営業利益率	7.2%	11.0%	-6.0%	2.4%	2.9%	2.7%	4.9%	6.0%	7.1%	8.20
前期比 39.5% 49.2% 36.8% 200.8% 68.5% 54.9 売上高経常利益率 6.6% 8.9% -5.8% 2.8% 3.1% 2.0% 3.9% 5.4% 6.2% 7.7 親会社株主に帰属する当期純利益 210 356 -358 218 229 70 226 211 372 32 前期比 -2.6% 69.3% 1.4% 200.8% 64.2% 54.9			453	-262	169	193	100	265	302	447	469
親会社株主に帰属する当期純利益 210 356 -358 218 229 70 226 211 372 32 前期比 -2.6% 69.3%1.4% 200.8% 64.2% 54.9		39.5%	49.2%	_	_	_	_	36.8%	200.8%	68.5%	54.99
親会社株主に帰属する当期純利益 210 356 -358 218 229 70 226 211 372 32 前期比 -2.6% 69.3%1.4% 200.8% 64.2% 54.9	売上高経常利益率	6.6%	8.9%	-5.8%	2.8%	3.1%	2.0%	3.9%	5.4%	6.2%	7.79
前期比 -2.6% 69.3%1.4% 200.8% 64.2% 54.9			356			229					328
					_	_	_				54.99
	売上高当期純利益率		7.0%	-7.9%	3.6%	3.7%	1.4%	3.4%	3.8%	5.2%	5.49

<sup>(</sup>注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

<sup>(</sup>出所) 幸和製作所有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

発行日:2019/8/23

#### 【 図表 8 】 証券リサーチセンターの業績予想(貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	17/2期連	18/2期連	19/2期連	20/2期連CE	20/2期連E	20/2期連E	21/2期連E	21/2期連E	22/2期連E	22/2期連E
昔対照表										
明金及び預金	1,160	1,601	2,423	_	2,050	2,309	1,729	2,171	1,544	2,178
受取手形及び売掛金	501	688	568	_	2,030 951	741	1,077	730	1,280	707
商品及び製品・仕掛品・原材料及び貯蔵品	727	713	694	_	994	814		872	•	967
				_			1,034		1,127	
その他	112	117	327	_	327	178	327	178	327	178
流動資産 	2,502	3,120	4,014		4,323	4,043	4,169	3,954	4,279	4,031
有形固定資産 無形固定資産	371	371	397		1,781	338	1,664	321	1,547	304
	182	153	124	-	331	113	305	93	280	73
投資その他の資産	30	31	180	-	180	132	180	132	180	132
固定資産	585	556	702		2,293	583	2,150	547	2,008	510
資産合計	3,087	3,676	4,717		6,617	4,627	6,320	4,501	6,287	4,542
支払手形及び買掛金	452	584	608	-	809	681	850	698	957	773
短期借入金	10	-	-	-	0	0	0	0	0	(
1年内返済予定の長期借入金	282	200	405	-	470	347	400	305	340	286
未払金	281	307	322	-	400	324	417	347	430	366
未払法人税等	48	87	5	-	22	12	22	36	37	56
その他	127	147	156	-	156	148	157	148	124	110
流動負債	1,201	1,327	1,499	_	1,860	1,513	1,847	1,535	1,889	1,598
長期借入金	1,039	582	1,838	-	2,666	1,550	2,266	1,244	1,926	958
その他	140	109	108	-	660	53	626	20	625	19
固定負債	1,180	692	1,946	_	3,326	1,603	2,893	1,264	2,551	978
純資産合計	705	1,656	1,271	-	1,429	1,510	1,580	1,700	1,846	1,965
(自己資本)	705	1,656	1,228	-	1,386	1,466	1,536	1,657	1,803	1,922
(非支配株主持分)	_	_	43	-	43	43	43	43	43	43
ァッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	298	443	-310	-	287	100	283	302	465	469
減価償却費	63	68	86	-	165	65	165	65	165	6.
売上債権の増減額(-は増加)	84	-180	116	-	-382	21	-126	10	-202	2
棚卸資産の増減額(-は増加)	-5	19	3	-	-300	-125	-39	-58	-93	-9
仕入債務の増減額 (-は減少)	-58	119	49	_	201	106	40	16	107	7.
法人税等の支払額	-54	-59	-121	-	-40	-28	-56	-66	-78	-120
その他	96	108	-39	-	78	15	17	23	-19	-13
営業活動によるキャッシュ・フロー	424	520	-215	-	13	155	289	293	350	404
有形固定資産の取得による支出	-39	-27	-76	_	-19	-19	-19	-19	-19	-19
有形固定資産の売却による収入	0	-	2	-	0	0	0	0	0	
無形固定資産の取得による支出	-16	-17	-14	-	-10	-10	-10	-10	-10	-1
投資有価証券の取得・売却による収支	0	0	-85	_	0	0	0	0	0	
その他	-12	-6	-194	_	0	0	0	0	0	
投資活動によるキャッシュ・フロー	-68	-53	-368	_	-29	-29	-29	-29	-29	-29
短期借入金の増減額(-は減少)	-380	-10	_	_	0	0	0	0	0	(
長期借入金の増減額(–は減少)	633	-528	1,460	_	-253	-384	-470	-347	-400	-30!
株式の発行による収入(公開費用控除後)	_	580	101	-	0	0	0	0	0	
配当金の支払額	-	-59	-108	_	-71	0	-76	-21	-105	-6:
その他	-14	-28	16	_	-33	-32	-33	-32	-1	(
財務活動によるキャッシュ・フロー	239	-45	1,470	_	-358	-417	-580	-401	-507	-369
現金及び現金同等物に係る換算価額	-25	13	-34	_	0	0	0	0	0	(
	569	435	852	_	-373	-290	-320	-137	-185	
現金及び現金同等物の増減額(-は減少)		100	032		3,3	250	320	10/	103	,
現金及び現金同等物の増減額(-は減少) 現金及び現金同等物の期首残高	551	1,121	1,556	_	2,409	2,555	2,035	2,264	1,715	2,127

<sup>(</sup>注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

## アップデート・レポート

<sup>(</sup>出所) 幸和製作所有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥

当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を含れる場合があります。本アルートに有報された情報の正確性・信頼性・完全は、安当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は養務を引わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レボートの配信に関して閲覧し投資家が本レボートを利用したこと又は本レボートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

発行日:2019/8/23

## > 投資に際しての留意点

#### ◆ 介護保険制度の変更のリスク

介護保険制度の影響を受ける介護ルートの売上構成比は、19/2 期で36.5%である。その販売に大きな影響を及ぼす介護保険制度は5年ごとに改正され、また、介護報酬は3年ごとに改定される。そのため、どのように改正または改定されるかの議論の行方次第では、業界全体の方向性が決定づけられるとともに、需要動向の変動を通じて、同社の中長期業績にも大きく影響を与える可能性がある。

### ◆ 消費税率引き上げの影響

19年10月に消費税率が8%から10%へ引き上げられる予定である。19/2期の売上高の41.4%を占めるチェーンストアルートでの販売において、引き上げ前の駆け込み需要の発生や、引き上げ後の反動減が起き、業績変動がいびつなものになる可能性がある。

## ◆ 自然災害の多発や天候不順の影響

高齢者の歩行補助の福祉用具を取り扱っているため、福祉用具の利用 は高齢者の外出需要に連動する部分がある。そのため、地震等の自然 災害や、台風や大雪といった天候不順が多発する場合、高齢者の外出 機会の減少を通じて、同社の歩行補助の福祉用具の需要が短期的に減 退する可能性がある。

## ◆ 製品欠陥のリスク

業界全体として、福祉用具に絡む事故は発生しうる。歩行系福祉用具ではないが、過去、介護用ベッドにおいて大型リコールに至ったケースもあった。19/2 期に自主回収につながった「ミケーレ WAG01」の製品不具合は大きな事故には至らなかったが、重大事故が発生した場合、経済的な損失だけでなく、これまで培ってきた製品やブランドのレピュテーションが毀損することも考えられる。

## ◆ 為替変動のリスク

同社の製品は、生産拠点である中国から仕入れている。そのため、中国人民元と米国ドルの為替変動の影響を受ける。

円安は仕入原価の増加、売上総利益率の低下要因となる。ヘッジ会計を採用し、仕入の相当分を予約しているため、円安になっても急激に利益が損なわれる可能性は限定的だとしても、期末レート次第で営業 外損益として為替差損益が発生する可能性は残ることとなる。

### 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



上場企業による費用負担なし

#### ■協賛会員

(協替)

株式会社東京証券取引所 SMBC 日興証券株式会社 大和証券株式会社 野村證券株式会社 野村證券株式会社 なずほ証券株式会社 有限責任あずさ監査法人 有限責任監査法人トーマツ EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人 太陽有限責任監査法人 株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会 日本証券アナリスト協会 監査法人 A&A パートナーズ いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社 株式会社プロネクサス

## アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

## 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧 されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート 内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因に より、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するもので はありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる 情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の 損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなけ ればならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。