

# ホリスティック企業レポート

## 幸和製作所

7807 東証 JQS

新規上場会社紹介レポート

2017年12月1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 20171130

## シルバーカーや歩行車等の歩行補助の福祉用具で高いシェアを持つメーカー 歩行車のシェア上昇と介護ロボット分野への展開が今後の鍵を握る

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

### 【7807 幸和製作所 業種: その他製品】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2013/2	2,759	-	-	-	1	-	0	-	0.8	364.3	35.0
2014/2	2,976	7.9	-	-	-371	-	-297	-	-286.3	46.1	0.0
2015/2	3,152	5.9	-	-	77	-	-51	-	-49.6	134.8	0.0
2016/2	4,884	54.9	229	-	217	181.8	216	-	190.3	489.0	0.0
2017/2	4,567	-6.5	327	42.7	303	39.5	210	-2.6	185.4	621.6	52.2
2018/2予	5,260	15.2	560	70.8	464	53.0	351	67.2	290.8	-	82.1

(注) 1. 2016/2期より連結決算、2018/2期予想は会社予想

2. 2017年8月4日付けで1:10の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正。

	【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	10,750円 (2017年11月30日)	本店所在地 大阪府堺市	【主幹事証券会社】
発行済株式総数	1,285,510株	設立年月日 1987年10月1日	SMBC日興証券
時価総額	13,891百万円	代表者 玉田 秀明	【監査人】
上場初値	7,980円 (2017年11月29日)	従業員数 438人 (2017年2月)	新日本有限責任監査法人
公募・売出価格	3,520円	事業年度 3月1日~2月末日	
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3カ月以内	

## > 事業内容

### ◆ 歩行補助の福祉用具を製造・販売

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、同社創業当初からの主力製品である。介護保険の適用はない。

歩行車は、シルバーカーとは異なり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「テイコプリトル」の発売に至り、以降シリーズ化した。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)」に統一されている。

シルバーカーと歩行車で、17/2期の売上高の約57%を占めている。以前はシルバーカーの売上構成比の方が高かったが、16/2期からは歩行車の売上構成比が上回るようになった。一方、他社のブランドで販売されるOEM製品の提供も行っており、同社の売上高の約17%を占める(図表1)。

【 図表 1 】 商品区分別売上高

商品区分	2017/2期		
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)
シルバーカー	1,237	-5.2	27.1
歩行車	1,388	2.9	30.4
杖	398	-3.0	8.7
シャワーチェア	210	14.6	4.6
OEM	803	-29.0	17.6
その他	667	-2.3	14.6
売上割戻金等	-137	-22.5	-3.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

### ◆ 3つの販売チャネル

同社の販売チャネルには、チェーンストアルート、介護ルート、OEM 受注の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、スーパーマーケット等で販売されるものである。チェーンストアルートの大半で多かれ少なかれ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 受注は、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。

主要製品のうち、シルバーカーの売上構成比の上昇が続いてきたが、それに伴い、介護ルートの売上構成比の上昇が続いている。その結果、17/2 期は、チェーンストアルートと介護ルートの売上構成比はほぼ同じとなっている模様である。

### ◆ 生産体制

シルバーカー、歩行車の生産は、主に中国子会社の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、主に海外の委託工場や仕入れ先から仕入れを行っている。

### ◆ 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。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。

**> 特色・強み****◆ 高いシェア、自社工場を背景とする開発力、自社ブランドを持つ販売力が強み**

同社の特色及び強みとして、(1) 歩行補助の福祉用具で国内シェアが首位である点(同社推定では、歩行車 27%、シルバーカー49%、歩行補助杖 17%)、(2) 豊富な品揃えを背景とした顧客ニーズの把握力と自社工場による機動的な製品開発力を有する点、(3) 「TacaoF (テイコブ)」という自社ブランドを有し、GMS やホームセンターに福祉・売場の棚割りを任されるだけの販売力がある点などが挙げられる。

**> 事業環境****◆ 増加し続ける高齢者人口と要介護・要支援認定者**

16年10月1日時点で、65歳以上の高齢者人口は3,459万人で、高齢化率は27.3%となっている。42年の3,935万人でピークを迎えるまで高齢者人口は増加し続けると推測されている(平成29年版高齢社会白書)。

また、高齢者人口の増加に伴い、介護保険制度における要介護・要支援の認定者も増加していくものと考えられる。認定者は14年度末で591.8万人となり、03年度末の370.4万人から221.4万人増加している。また、要介護者等は、65歳以上の第1号被保険者の17.9%を占めている(平成29年版高齢社会白書)。

**◆ 高齢者人口の増加に伴い拡大が見込まれる介護・福祉関連市場**

高齢者人口の増加に伴い、介護・福祉関連の市場の拡大が見込まれよう。

「Welfare 関連市場の現状と将来展望 2017」(富士経済)によると、国内の介護福祉用具の市場規模は、16年(見込み)の3,669億円に対し、25年には4,494億円まで拡大し、そのうち、同社の主力製品であるシルバーカー、歩行車、歩行器の市場規模は、16年(見込み)の66億円に対し、25年には99億円まで拡大すると予測されている。

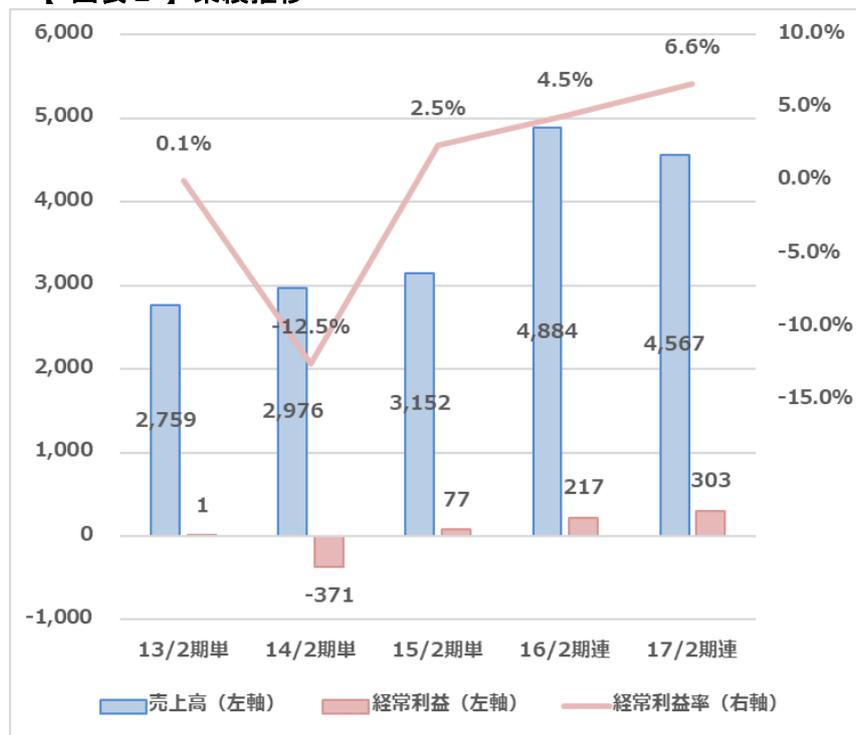
**◆ 競合**

同社の主力商品である歩行車やシルバーカーの製造を行う上場企業は見当たらない。未上場企業では、島製作所(大阪府大阪市)、象印ペビー(大阪府東大阪市)が業界大手となっている模様である。

**> 業績****◆ 過去の業績推移**

届出目論見書には13/2期からの業績が記載されている。16/2期からは連結決算での開示となっている。13/2期から16/2期までは3期連続の増収となったが、14/2期はアベノミクスによる急激な円安により経常赤字に陥った。その後、利益率の高い歩行車の売上伸長による商品ミックスの改善や原価低減策の奏功により収益が改善し、16/2期、17/2期は2期連続で最高益となった(図表2)。

【 図表 2 】 業績推移



(出所) 届出目論見書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 17年2月期決算

17/2期は、売上高 4,567 百万円（前期比 6.5%減）、営業利益 327 百万円（同 42.7%増）と前期比減収増益となった。

減収となった要因として、(1) 海外子会社が受託している OEM 製品の販売高の減少、(2) チェーンストアルートでのシルバーカーの売上低調、(3) 16/2期にヒットした「テイコブリトルシリーズ」の売上一巡、(4) 新製品の電動アシスト機能付歩行車「リトルキーパス」の認知度上昇の遅れが挙げられる。

一方、利益面では、円高や原価低減策の奏功により売上総利益率が 6.9%ポイント改善し、減収及び人件費等の販売費及び一般管理費（以下、販管費）の増加の影響を吸収した。その結果、売上高営業利益率は 7.2%と、前期より 2.5%ポイント改善となった。

◆ 18年2月期第2四半期累計期間

18/2期第2四半期累計期間（以下、上期）は、売上高 2,732 百万円、営業利益 396 百万円、経常利益 344 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 250 百万円となった。

シルバーカーは前年同期比 11.1%増となった。シルバーカーはチェーンストアルートで販売される製品で、17/2 期の売上減に伴い行われていた在庫調整が終わり、既存ルートでの大型受注が増加した。

介護保険の支給対象である歩行車は、前年同期比 37.7%増となった。17/2 期は、介護保険制度の改正議論において歩行車を含む軽度者への福祉用具の貸与の自己負担化が取り沙汰され買い控えが発生していた。16 年 12 月に自己負担化が見送りとなった直後から増加に転じた。その影響が 18/2 期に入ってから続き、既存製品の販売台数が大きく増加したようだ。

上記以外では、杖は前年同期比 3.7%増、OEM は同 18.2%減、シャワーチェア等の介護福祉用具が中心のその他が同 8.8%増となった。OEM の減収は、OEM 供給先での複数社購買化の影響を受けたことによる。

18/2 期上期の売上総利益率は 52.5%となり、17/2 期の 51.3%より 1.2%ポイント改善した。利益率の高い歩行車の売上が好調に推移し、その売上構成比が 37.6%まで上昇したことが主な要因である。その結果、販管費の増加を吸収し、売上高営業利益率は 14.5%と、17/2 期の 7.2%に比べて大幅に上昇した。

#### ◆ 18 年 2 月期の会社計画

18/2 期の会社計画は、売上高 5,260 百万円（前期比 15.2%増）、営業利益 560 百万円（同 70.8%増）、経常利益 464 百万円（同 53.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 351 百万円（同 67.2%増）である。

シルバーカーは前期比 11.0%増を見込んでいる。18/2 期上期で見られた既存ルートでの大型案件受注による台数増が続くとしている。

歩行車は前期比 38.7%増を見込んでいる（既存製品で同 20.7%増、新製品で同 18.0%増）。前述の通り、介護保険制度の改正議論において、介護保険支給対象縮小が見送りになったことで、それまでの買い控えからの反動増が続くものと想定されている。加えて、団塊世代の男性向け福祉用具の新ブランド「ジェンティルマローネ」、17 年 10 月上市の歩行車の新製品「ミケーレ」の売上増が上乘せされるとしている。

杖は前期比 0.4%増と横ばい、OEM は同 11.8%減を見込む。いずれも 18/2 期上期のトレンドが続く想定となっている。

利益面では、売上総利益率は 52.0%と、前期比 0.7%ポイントの改善を見込んでいる。改善の最大の要因は、利益率の高い歩行車の売上構成比の

上昇である。なお、原価に影響を与えうる為替レートについては、1米ドル115円、1人民元16.5円と想定している。販管費は同7.9%増を見込んでいる。人件費、基幹システム入れ替えによる減価償却費、売上増による運賃・物流委託費の増加が主な販管費増加要因である。増収と売上総利益率の上昇による効果が販管費増加を上回る結果、売上高営業利益率は前期比3.4%ポイント改善の10.6%になると同社は予想している。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 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「福祉用具の貸与（レンタル）及び購入」のサービスを行う事業者向けの売上高は、同社売上高全体の39.3%を占める。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、業界全体の方向性を決定づけると同時に、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。

### ◆ 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、介護用ベッドにおいて過去には大型リコールに至ったケースもあった。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、仕入の約70%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。

### ◆ 新株予約権行使の影響

17年11月28日現在の新株予約権による潜在株式数は発行済株式数の13.2%に相当する。新株予約権が権利行使された場合、同社の株式が新たに発行され、既存の株主が有する株式の価値、及び議決権の割合が希薄化する可能性がある。

【 図表 3 】 財務諸表

損益計算書	2016/2連結		2017/2連結	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	4,884	100.0	4,567	100.0
売上原価	2,714	55.6	2,223	48.7
差引売上総利益	2,177	44.6	2,344	51.3
販売費及び一般管理費	1,947	39.9	2,016	44.1
営業利益	229	4.7	327	7.2
営業外収益	37	0.8	14	0.3
営業外費用	49	1.0	39	0.9
経常利益	217	4.4	303	6.6
税引前利益	217	4.4	298	6.5
当期純利益	216	4.4	210	4.6

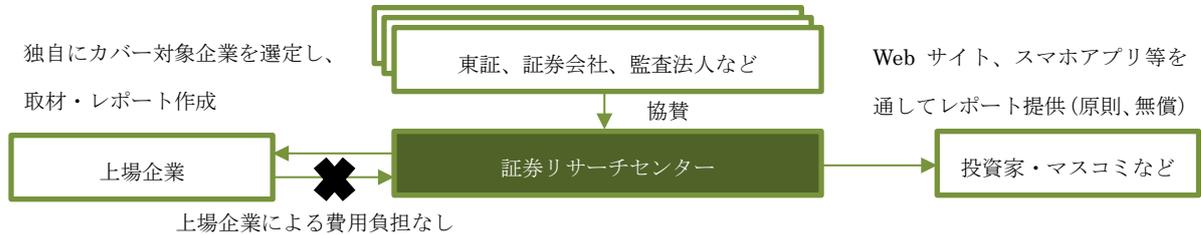
貸借対照表	2016/2連結		2017/2連結	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,048	80.6	2,502	81.0
現金及び預金	552	21.7	1,160	37.6
売上債権	595	23.4	501	16.2
棚卸資産	597	23.5	653	21.2
固定資産	493	19.4	585	19.0
有形固定資産	400	15.7	371	12.0
無形固定資産	42	1.7	182	5.9
投資その他の資産	50	2.0	30	1.0
総資産	2,541	100.0	3,087	100.0
流動負債	1,445	56.9	1,201	38.9
買入債務	550	21.6	452	14.6
固定負債	541	21.3	1,180	38.2
純資産	555	21.8	705	22.8
自己資本	555	21.8	705	22.8

キャッシュ・フロー計算書	2016/2連結		2017/2連結	
	(百万円)		(百万円)	
営業キャッシュ・フロー	274		424	
減価償却費	92		63	
投資キャッシュ・フロー	-58		-68	
財務キャッシュ・フロー	-30		239	
配当金の支払額	—		—	
現金及び現金同等物の増減額	178		569	
現金及び現金同等物の期末残高	551		1,121	

(出所) 届出目論見書、決算短信より証券リサーチセンター作成

## 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。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

### 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ない、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。