

ホリスティック企業レポート

幸和製作所

7807 東証 JQS

ベーシック・レポート

2019年2月15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 20190212

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 19年2月期に発生した製品の自主回収の躓きからの立て直しが当面の注目点

1. 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。

アナリスト:藤野敬大
+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】

	2019/2/8
株価(円)	1,201
発行済株式数(株)	4,172,760
時価総額(百万円)	5,011

2. 財務面の分析

・13/2期~18/2期は、年平均13.0%の増収、同207.2%の経常増益となった(13/2期単体業績との比較)。一時的な業績悪化もあったが、高利益率の歩行車の売上構成比上昇により、16/2期~18/2期は3期連続の最高益更新となった。

・福祉用具製造を主体とする上場企業との比較では、18/2期までは収益性や成長性は総じて他社より高かった。19/2期の業績悪化を経て、20/2期以降、従来の収益性や成長性を回復できるかが焦点となろう。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.9	-	71.5
PBR(倍)	2.9	3.5	3.3
配当利回り(%)	2.3	0.0	0.4

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、現会長(創業者)と現社長(後継者)の存在(人的資本)と、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築かれた無形の資産(組織資本)にある。事業承継を機に、これらを活用して、企業の成長ステージが上がったと考えられる。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	12.8	14.9	-72.0
対TOPIX(%)	14.8	24.5	-67.8

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題としては、製品不具合による自主回収を受けての品質問題への対応、中国の生産拠点での人材の確保・定着、増加が見込まれる共同開発案件の管理体制の強化が挙げられる。

・同社は、中長期経営計画「TacaoF 100」を掲げ、海外販売の強化、新商品シリーズの開発を含めたブランド戦略、介護ロボットの事業化の3点を当面の重点取り組み領域として位置づけている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、事業承継を経て、統一自社ブランドの構築と総合福祉用具メーカー化を志向した点を評価する。その過程で多くの小売店舗の売り場づくりを担うことになったことが、競争力の源泉となった。

・19/2期に製品不具合による自主回収により一旦足踏みする状況にあるが、当初想定成長シナリオにいかに戻るか当面の焦点となろう。

【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)
2017/2	4,567	-6.5	327	42.7	303	39.5	210	-2.6	61.8	207.2	17.4
2018/2	5,093	11.5	562	71.5	453	49.2	356	69.3	100.6	416.9	27.4
2019/2 CE	4,451	-12.6	-304	-	-300	-	-407	-	-101.3	-	0.0
2019/2 E	4,412	-13.4	-157	-	-132	-	-239	-	-57.3	345.0	0.0
2020/2 E	4,989	13.1	134	-	100	-	70	-	16.8	361.9	5.1
2021/2 E	5,597	12.2	334	149.1	302	200.8	211	200.8	50.6	407.6	15.2

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

17年11月の上場時に188,700株(現行株数ベース566,100株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の38,700株(同116,100株)を含む)
17年8月4日付で1:10、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。

ベーシック・レポート

2/31

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。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。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ シルバ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^{注1}、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「T a c a o F (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ー、杖で、18/2期の売上高の70.2%、19/2期第2四半期累計期間(以下、上期)の72.8%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期第2四半期累計期間(以下、上期)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。

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。

【図表1】製品アイテム別売上高

(単位:百万円)

製品アイテム別	売上高			前期比/前年同期比			構成比		
	17/2期連	18/2期連	19/2期上期連	17/2期連	18/2期連	19/2期上期連	17/2期連	18/2期連	19/2期上期連
歩行車	1,388	1,859	708	2.9%	34.0%	-30.4%	30.4%	36.5%	29.7%
シルバーカー	1,237	1,315	805	-5.2%	6.3%	4.1%	27.1%	25.8%	33.7%
杖	398	403	225	-3.0%	1.2%	7.7%	8.7%	7.9%	9.4%
入浴補助具	271	279	104	-	2.9%	-36.2%	6.0%	5.5%	4.4%
OEM	803	669	249	-29.0%	-16.6%	-14.1%	17.6%	13.2%	10.5%
その他(売上割戻金等を含む)	468	565	293	-	20.7%	5.0%	10.2%	11.1%	12.3%
合計	4,567	5,093	2,387	-6.5%	11.5%	-12.6%	100.0%	100.0%	100.0%

(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

> ビジネスモデル

◆ 福祉用具の定義

「福祉用具^{注2)}」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。

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。

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	幸和製作所の取り扱い	サービス対象者					
		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

◆ 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、18/2期で62.3%、19/2期上期で63.4%である。杖を含めた歩行補助関連では、それぞれ70.2%、72.8%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「T a c a o F」

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「T a c a o F」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「T a c a o F」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。

◆ 小売店舗の福祉用品売場への浸透は競争力の源泉として大きい

シルバーカー専門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。

【 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 / 前年同期比			構成比		
	17/2期連	18/2期連	19/2期上期連	17/2期連	18/2期連	19/2期上期連	17/2期連	18/2期連	19/2期上期連
介護ルート	1,751	2,287	874	-	30.6%	-30.0%	38.3%	44.9%	36.6%
チェーンストアルート	1,797	1,893	1,053	-	5.3%	-0.2%	39.3%	37.2%	44.1%
OEMルート	803	669	249	-	-16.6%	-14.1%	17.6%	13.2%	10.5%
海外ルート	171	200	126	-	16.6%	1.6%	3.7%	3.9%	5.3%
通販ルート	126	138	87	-	9.2%	13.0%	2.8%	2.7%	3.7%
その他(売上割戻金等を含む)	-82	-95	-3	-	-	-95.3%	-1.8%	-1.9%	-0.0%
合計	4,567	5,093	2,387	-6.5%	11.5%	-12.6%	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。

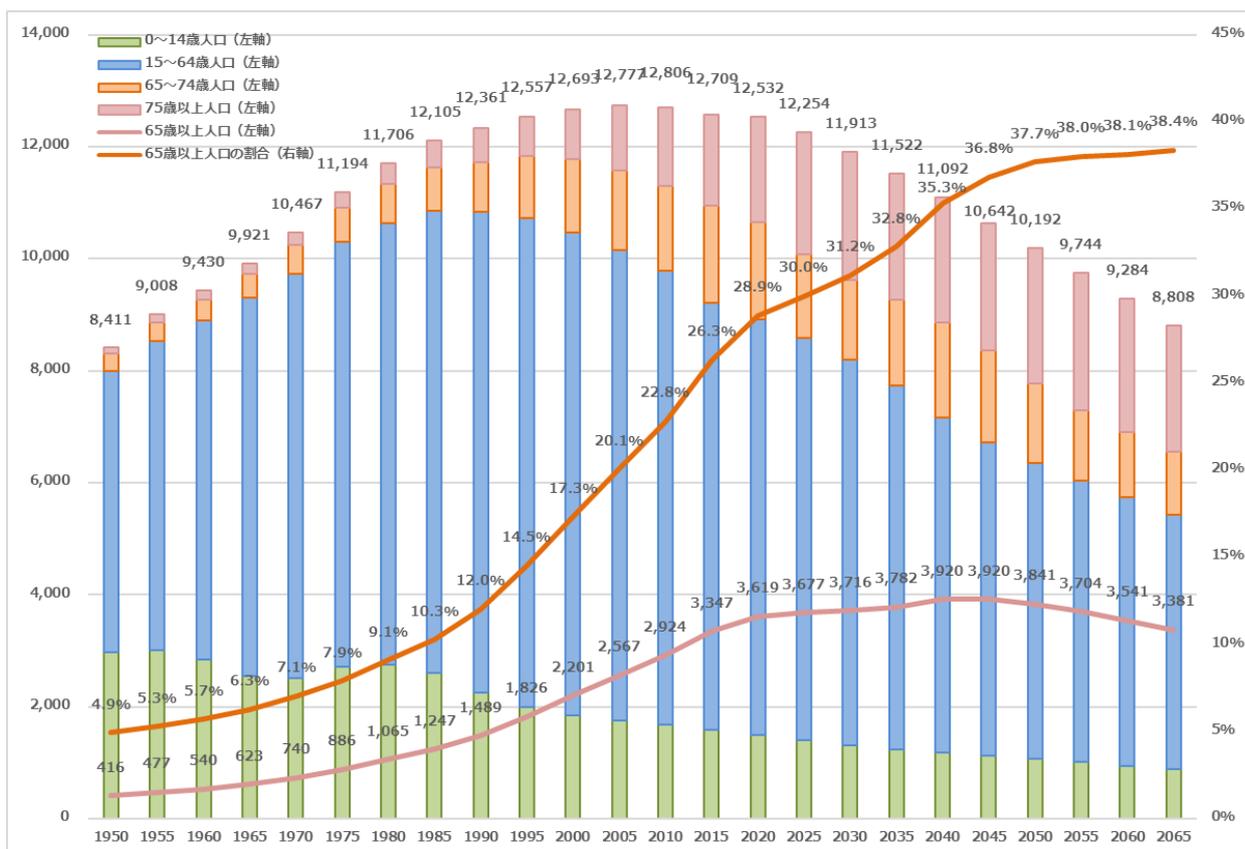
> 業界環境と競合

◆ 国内高齢者人口の推移

内閣府の「平成 30 年版高齢社会白書」によると、17 年 10 月 1 日時点で、65 歳以上の高齢者人口は 3,515 万人、高齢化率は 27.7%となっている。40 年に 3,900 万人を超えるあたり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(図表 4)。高齢者人口の増加が、歩行器やシルバーカーをはじめとした福祉関連用具の需要の増加につながることは容易に想像されよう。

【図表 4】国内の高齢者人口(65 歳以上人口)と高齢者比率の推移

(単位:万人)



(注) 2020 年より推計値 推計値は出生中位・死亡中位で算出したもの

(出所) 総務省統計局「国勢調査報告」「人口推計」、国立社会保障・人口問題研究所「日本の将来推計人口(平成 29 年推計)」より証券リサーチセンター作成

◆ 要介護・要支援の認定者の推移

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。厚生労働省の「介護給付費等実態調査月報」によると、18 年 2 月審査分の要支援・要介護認定者は 655.7 万人となっている。

同社の販売チャネルのひとつである介護ルートにおける主力アイテムの歩行車は、介護保険上の福祉用具の種目としては「歩行器」に分

類され、要支援・要介護ともにサービス対象者となっている。要支援1から、「歩行や両足での立位保持などの移動の動作に何等かの支えを必要とする」要介護2までを歩行器の主要ユーザーとすると、全認定者の64.8%が潜在ユーザーであり、この層は過去5年で年平均3.5%増と緩やかに増加してきている(図表5)。

【図表5】要支援・要介護認定者の推移

(単位:万人)

	合計			介護予防サービスの対象		介護サービスの対象					
	要支援1~ 要介護2	構成比	要介護3~ 要介護5	要支援1	要支援2	要介護1	要介護2	要介護3	要介護4	要介護5	
13年2月審査分	568.9	358.5	63.0%	210.4	75.8	76.8	105.3	100.6	75.7	70.8	64.0
14年2月審査分	594.9	379.8	63.8%	215.2	82.3	81.0	112.1	104.4	78.2	73.2	63.8
15年2月審査分	616.8	398.2	64.6%	218.6	87.6	84.7	118.1	107.7	80.6	74.8	63.2
16年2月審査分	633.0	410.7	64.9%	222.4	90.3	86.9	123.6	109.9	82.6	76.6	63.1
17年2月審査分	644.4	417.9	64.8%	226.5	90.3	88.0	127.5	112.1	84.8	78.7	63.0
18年2月審査分	655.7	424.8	64.8%	230.8	89.5	89.3	131.6	114.5	87.0	80.9	62.9
5年平均増加率	2.9%	3.5%	-	1.9%	3.4%	3.1%	4.6%	2.6%	2.8%	2.7%	-0.3%

(注)歩行車の利用者が多いと考えられる要支援1~要介護2を太字で表記

認定者は、審査月の前月(サービス提供月)中に受給者台帳に登録されている者をいう。

(出所)厚生労働省「介護給付費等実態調査月報」より証券リサーチセンター作成

◆ 介護サービスにおける歩行器貸与件数の推移

厚生労働省の「介護給付費等実態調査」によると、介護サービスにおける歩行器貸与件数は、過去5年で年平均12.5%の伸びを示してきた。また、単位数は過去5年で年平均13.0%、1件当たり単位数は同0.5%の増加を示しており、緩やかながら、介護保険制度側での単位(単価)も上昇する傾向がうかがえる(図表6)。

【 図表 6 】 介護サービスにおける歩行器貸与件数・単位数・1件当たり単位数の推移

貸与件数 (万件)	合計	要支援1~ 要介護2			要介護3~ 要介護5	介護予防サービスの対象		介護サービスの対象				
		要支援1~ 要介護2	構成比	要介護3~ 要介護5		要支援1	要支援2	要介護1	要介護2	要介護3	要介護4	要介護5
14年2月審査分	45.0	34.4	76.5%	10.6	4.0	8.9	9.5	12.0	6.5	3.2	0.9	
15年2月審査分	51.0	39.4	77.2%	11.6	4.6	10.2	11.0	13.5	7.2	3.5	0.9	
16年2月審査分	58.0	45.2	78.0%	12.8	5.5	11.7	12.8	15.2	8.0	3.8	1.0	
17年2月審査分	64.6	50.6	78.3%	14.0	6.2	13.2	14.3	16.9	8.8	4.2	1.0	
18年2月審査分	71.2	56.1	78.8%	15.1	6.8	14.7	15.9	18.6	9.6	4.4	1.1	
5年平均増加率	12.5%	13.3%	-	10.0%	14.8%	13.4%	14.1%	11.9%	10.7%	9.1%	7.8%	

単位数 (万単位)	合計	要支援1~ 要介護2			要介護3~ 要介護5	介護予防サービスの対象		介護サービスの対象				
		要支援1~ 要介護2	構成比	要介護3~ 要介護5		要支援1	要支援2	要介護1	要介護2	要介護3	要介護4	要介護5
14年2月審査分	12,888	9,913	76.9%	2,975	1,141	2,583	2,740	3,449	1,840	894	242	
15年2月審査分	14,656	11,373	77.6%	3,282	1,333	2,972	3,172	3,897	2,047	985	250	
16年2月審査分	16,778	13,124	78.2%	3,654	1,585	3,427	3,701	4,412	2,308	1,074	272	
17年2月審査分	18,823	14,796	78.6%	4,027	1,809	3,870	4,182	4,935	2,545	1,186	296	
18年2月審査分	20,890	16,511	79.0%	4,379	2,010	4,344	4,684	5,472	2,779	1,270	330	
5年平均増加率	13.0%	13.7%	-	10.6%	15.2%	13.8%	14.6%	12.4%	11.3%	9.7%	9.0%	

1件当たり単位数 (単位)	合計	要支援1~ 要介護2		要介護3~ 要介護5
		要支援1~ 要介護2	要介護3~ 要介護5	
12年2月審査分	289.2	291.3	282.6	
13年2月審査分	286.9	288.7	281.0	
14年2月審査分	286.3	287.8	281.2	
15年2月審査分	287.5	288.9	282.7	
16年2月審査分	289.5	290.5	285.9	
17年2月審査分	291.5	292.6	287.5	
18年2月審査分	293.5	294.5	289.8	
5年平均増加率	0.5%	0.4%	0.6%	

(出所) 厚生労働省「介護給付費等実態調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 高齢者人口の増加に伴い拡大が見込まれる介護福祉用具市場

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、年平均2.3%増のペースで拡大すると予測している。

◆ 競合

歩行補助の福祉用具の分野では、同社は国内シェアが首位であるものと推察される。競合先としては、同社のように、歩行補助関連を中心

に多ジャンルに展開している福祉用具関連メーカーが挙げられよう。松永製作所(岐阜県養老郡)は車椅子でトップシェアの会社だが、歩行器や杖、入浴関連にも展開している。乳母車からスタートした島製作所(大阪府大阪市)は歩行車、シルバーカー、ステッキ、浴用商品に領域を広げている。竹虎(神奈川県横浜市)のヒューマンケア事業部は、歩行車や杖のほか、入浴補助用品やトイレ関連用品等を幅広く展開している。

また、専門とまではいかないまでも、ジャンルを広げない展開をしているメーカーもある。ウィズワン(旧象印ベビー 大阪府東大阪市)はその代表例で、乳母車からスタートし、現在はシルバーカーが主力製品となっている。

なお、公益財団法人テクノエイド協会の提供する「福祉用具情報システム」には、国内の福祉用具の相当数が登録されている。19年2月6日時点で、福祉用具を登録している企業は811社、登録されている用具数は12,951件(うち移動機器は5,133件)となっている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革1 ~ シルバーカーの製造販売事業の確立

同社の前身は、同社の創業者であり、現代表取締役社長の玉田秀明氏の父である取締役会長の玉田栄一氏が、1965年から個人事業として行っていた乳母車の製造販売である。

その後、乳母車業界は、外資メーカーの参入により、国内の中小メーカーは苦戦する状況となったが、ある時、玉田栄一氏は、高齢者が乳母車を歩行補助として使用する様子から、高齢者向けの歩行補助器具に新たな需要を見出した。そして、乳母車の製造で培った技術をベースに、高齢者向けの歩行補助を目的とした福祉用具であるシルバーカーを国内で初めて開発するに至り、70年から製造・販売を開始した。

その後、業容の拡大により、87年に会社組織として同社を設立した。

◆ 沿革2 ~ 現代表取締役社長の入社

同社設立ののち、主力製品が乳母車からシルバーカーへと移行するなか、玉田秀明氏は1996年に同社に入社し、翌97年には取締役に就任した。

入社後、玉田秀明氏は2つの大きな取り組みを行った。ひとつは、国内市場におけるシルバーカーの売上拡大である。そのために、関東への販路拡大を目的として自ら埼玉県上尾市に関東営業所を新設した。もうひとつは製造コスト削減への取り組みである。

◆ 沿革3 ～ 中国への展開

製造コストの大幅な削減のために、02年に香港に幸和(香港)有限公司を設立し、翌03年には、中国広東省に東莞工場を新設し、中国での生産を開始した。

11年に、幸和(香港)有限公司の子会社として東莞幸和家庭日用品有限公司を設立し、東莞工場を移管し、現在に至っている。さらに中国国内での福祉用具の販売の開始を目的として、広州特高歩貿易有限公司を設立したが、16年に清算することとなった。

この結果、現在は、幸和(香港)有限公司(清算中)と東莞幸和家庭日用品有限公司が海外に拠点を置く連結子会社となっている。

◆ 沿革4 ～ 世代交代

中国への進出を経て、05年に玉田秀明氏が中国より帰国し、代表取締役社長に就任した。玉田栄一氏は取締役会長となり、名実ともに世代交代が完了した。従来同社は、シルバーカーに特化した事業を展開してきたが、この世代交代を機に、総合福祉用具メーカーへの道を辿ることとなった。

◆ 沿革5 ～ 介護保険分野への参入

同社は事業拡大を目的とし、シルバーカーで培ったノウハウをもとに、07年に歩行車市場に参入した。介護保険の適用外であるシルバーカーとは異なり、歩行車は、自立歩行が困難で歩行時に体重の支えが必要な要支援及び要介護認定者向けの歩行補助具であり、介護保険が適用される。

その後、10年に上市した、軽量かつコンパクトな仕様により持ち運びが容易な「テイコブリトル」が、アクティブな高齢者に受け入れられてヒットして以降、歩行車はシルバーカーに次ぐ主力商品へと成長していくことになった。

◆ 沿革6 ～ 総合福祉用具メーカーを志向した自社ブランドの創設

歩行車市場への参入と同じ07年、同社は、同社の強みであった歩行補助の分野だけでなく、福祉用品を総合的に展開するため、自社ブランド「T a c a o F」を創設した。同社は、入浴関連、排泄関連及び服薬支援関連等の商品を含めた、介護用品・福祉用具を同ブランドで総合的に展開し、販売を行っている。

これにより、製品ポートフォリオは広がりを見せたが、さらに、17年にはアクティブシニア層のメンズ市場を対象とした製品ブランド「GENTILMARRONE(ジェンティルマローネ)」を創設した。また、

培ってきた技術と最新テクノロジーの融合を実現するために、介護ロボット事業にも参入し、同17年に、介護ロボットの開発拠点として、ロボティクスR&Dセンターを設立するなど、先進的な技術による開発にも取り組んでいる。

こうして、歩行関連の福祉用具に主軸を置きつつも、総合福祉用具メーカーへの志向を強めつつ業績拡大を続け、17年11月に東証ジャスダックに株式を上場した。

◆ 企業理念

同社は、企業理念として、「私たちは、明日の笑顔のため、すべての人に「愛と感動と勇気」を与えます。私たちは、使う人が幸せを感じる、また、心が豊かになる製品創りを目指します」を掲げている。その実践のための経営ビジョンとして「シニアの未来を創る」を、経営ビジョンの実現に向けての経営ミッションとして、「培ってきた技術と新テクノロジーの融合によって、明るく元気なシニアライフをサポートする福祉用具を創造する」を掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と19/2期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表7の通りである。

18年8月末時点で、代表取締役社長の資産管理会社である株式会社秀一が筆頭株主で57.84%を保有している。第2位は取締役会長で玉田英明氏の父である玉田栄一氏の6.34%、第3位は代表取締役社長である玉田秀明氏の5.94%、第4位は取締役会長の妻で代表取締役社長の母である玉田京子氏の2.77%が続く。上位4位の合計は72.89%となり、創業家の玉田家の保有の高さがうかがえる。

第5位以下は、機関投資家1社以外は、従業員や取締役の保有が並ぶ。

【 図表 7 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前(17年11月)			18年8月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社秀一	802,540	70.68%	1	2,407千	57.84%	1	代表取締役社長の資産管理会社
玉田 栄一	88,000	7.75%	2	264千	6.34%	2	取締役会長 代表取締役社長の父
玉田 秀明	82,420	7.26%	3	247千	5.94%	3	代表取締役社長 取締役会長の長男
玉田 京子	66,000	5.81%	4	115千	2.77%	4	取締役会長の妻 代表取締役社長の母 上場時に27,500株(82,500株) 売り出し
木根 正裕	0	0.00%	-	32千	0.78%	5	従業員 上場前にストックオプションの保有あり
戸塚 健一	0	0.00%	-	15千	0.38%	6	従業員 上場前にストックオプションの保有あり
新井 文武	0	0.00%	-	15千	0.37%	7	従業員 上場前にストックオプションの保有あり
BNY FOR GCM CLIENT ACCOUNTS (E) BD	0	0.00%	-	15千	0.37%	7	
吉田 和正	510	0.04%	-	15千	0.36%	9	取締役
小西 康晴	0	0.00%	-	15千	0.36%	9	
加藤 学	26,340	2.32%	5	-	-	-	上場時に26,300株(78,900株) 売り出し
東野 順子	13,510	1.19%	6	-	-	-	代表取締役社長の二親等内の血族 上場時に13,500株(40,500株) 売り出し
幸和製作所社員持株会	12,950	1.14%	7	-	-	-	
北井 邦子	12,100	1.07%	8	-	-	-	従業員 上場時に12,100株(36,300株) 売り出し
藤島 喬	10,000	0.88%	9	-	-	-	上場時に10,000株(30,000株) 売り出し
玉田 宏登	8,100	0.71%	10	-	-	-	取締役会長の二親等内の血族 上場時に8,100株(24,300株) 売り出し
(大株主上位10名)	1,122,470	98.85%	-	3,144千	75.54%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	170,000	15.0%	-	320,370	7.70%	-	
発行済株式総数	1,135,510	100.00%	-	4,162,260	100.00%	-	

(注) 18年3月1日付で1:3の株式分割を実施

(出所) 幸和製作所有価証券届出書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社は13/2期以降の業績を開示しているが、上場前々期にあたる16/2期から連結財務諸表を作成している。13/2期～18/2期の期間の同社の年平均成長率は、売上高が13.0%、経常利益が同207.2%であった。しかし、売上高については17/2期に一度減収となり、経常利益については14/2期に赤字転落を経験した。

17/2期の減収は、シルバーカーから歩行車へのシフトを進めていった端境期に当たったことが背景にある。さらに、チェーンストアルートで滞留していた在庫の戻りが発生したことや、歩行車の新製品の浸透が緩やかなペースに留まったことも要因として加わった。

14/2期に前期比7.9%の増収ながら経常損失となったのは、アベノミクスによる急激な円安・米国ドル高が利益を圧迫したためである。当時はヘッジ会計が採用されておらず、また、米国ドル建てのみの決済だったため、米国ドルの変動の業績への影響が大きかった。

このように一時的に業績が悪化する局面はあったが、利益率の高い歩行車の売上伸長による製品ミックスの改善や原価低減策の奏功により15/2期には収益性が改善し、16/2期～18/2期は3期連続で最高益となるなど、18/2期までは総じて業績は拡大基調で推移してきた。

◆ 18年2月期は歩行車の大幅増収が全体を牽引

18/2期は、売上高が前期比11.5%増の5,093百万円、営業利益が同71.5%増の562百万円、経常利益が同49.2%増の453百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同69.3%増の356百万円と、大幅増益となった。17年11月の上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高が96.8%、営業利益が100.4%、経常利益が97.5%となった。

製品アイテム別では、主だったところで、歩行車が前期比34.0%増、シルバーカーが同6.3%増となった一方、OEMが同16.6%減となった。

介護保険が適用される歩行車については、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て17/2期に買い控えが発生していた。結局、軽度者への保険適用が維持されたことで、その反動増により18/2期は大幅増収となった。一方、OEMは在庫調整の影響で減収となった。

販売チャネル別では、歩行車の大幅増収により、介護ルートが前期比30.6%増となったのが目立った。また、海外ルートは同16.6%増となった。

売上総利益率は前期比 0.9%ポイント改善の 52.2%となった。利益率の高い歩行車の売上構成比の上昇が主な要因である。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は 2,094 百万円と、前期比 3.8%増に留まり、売上高販管費率も同 3.1%ポイント低下の 41.1%となった。売上総利益率の改善と相まって、18/2 期の売上高営業利益率は 11.0%と、同 3.8%ポイントの大幅改善となった。

上場時の会社計画との比較では、売上高は海外と OEM が計画に届かなかった。一方、コンテナ納品の増加による運賃の減少や、一部製品の開発遅れにより試験研究費や減価償却費が想定ほどかからなかったことで販管費の伸びが抑制され、営業利益はほぼ計画通りとなった。なお、それでも経常利益が計画を下回ったのは、為替差損が発生したためである。

◆ 上場時の公募増資と利益成長による自己資本の増強

17 年 11 月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、17/2 期末に 22.9%であった同社の自己資本比率は、18/2 期末には 45.1%まで上昇し、財務の安全性は大きく改善した。

> 他社との比較

◆ 福祉用具を製造する企業と比較

福祉用具を製造する上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、介護用電動ベッドの製造販売を主力とするプラッツ(7813 東証マザーズ 福証 Q-Board)、医療・介護ベッド最大手のパラマウントベッドホールディングス(7817 東証一部)とした(図表 8)。

事業規模の違いのほか、同じ福祉用具であっても種目の違いがあり、単純比較が難しい部分はあるが、それでも収益性や成長性は、期中上場の影響を除いても、総じて他社より高い。ただし、19/2 期は一部製品を自主回収したため、営業利益以下赤字に転じる見通しとなり、19/2 期をベースとした場合には、収益性や成長性の優位性はなくなる可能性が高い。20/2 期以降、従来の収益性や成長性を回復できるかどうか今後の焦点となろう。

【 図表 8 】 財務指標比較：福祉用具を製造する企業

項目	銘柄	コード 直近決算期	幸和製作所		ブラッツ	パラマウントベッド ホールディングス	フランスベッド ホールディングス
			7807 18/2期	(参考)	7813 18/6期	7817 18/3期	7840 18/3期
規模	売上高	百万円	5,093	—	5,559	77,220	52,410
	経常利益	百万円	453	—	325	12,161	2,606
	総資産	百万円	3,676	—	4,254	139,176	65,713
収益性	自己資本利益率	%	30.2	21.5	10.7	8.8	4.5
	総資産経常利益率	%	13.4	12.3	7.7	9.1	4.1
	売上高営業利益率	%	11.0	—	2.4	13.8	4.9
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	17.3	—	4.9	0.9	0.3
	経常利益(同上)	%	79.9	—	-24.9	1.7	14.3
	総資産(同上)	%	25.1	—	4.5	3.5	3.4
安全性	自己資本比率	%	45.1	—	53.0	73.9	62.2
	流動比率	%	235.0	—	166.2	360.8	192.2
	固定長期適合率	%	23.7	—	58.1	50.9	67.0

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)

幸和製作所は16/2期より連結決算のため、3期前は単体の数値を使用

幸和製作所は18/2期中に上場の際に資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 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9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「T a c a o F」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、「T a c a o F」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販売を任せら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。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客 ・取引先の状況	・介護ルートの(介護の)事業所数	開示なし	
		・チェーンストアルートのアカウント数	開示ないが相当数をカバーしていると推察	
		・OEMの企業数	開示なし	
		・海外の販売代理店数	開示なし	
		・主要顧客の存在 * ()内は全売上高に占める割合	パナソニックエイジフリー (13.2%) (18/2期) ウェルファン (12.5%) (18/2期)	
	ブランド	・自社ブランドの構築	・「T a c a o F (テイコブ)」 ・「GENTILMARRONE (ジェンティルマローネ)」	07年10月の創設以来11年経過 17年9月の創設以来1年経過
		・ブランドを支える表彰歴	・経済産業省主催の 製品安全対策優良企業表彰	優良賞受賞(平成30年度)
	ネットワーク	・共同開発先・共同研究先	・介護ロボット分野の共同開発先 ・AMED採択課題への研究開発協力先	国立研究開発法人産業技術総合研究所 パナソニック
		・仕入先の状況	・仕入先の数	開示なし
	組織資本	多様な国内の販売チャネル	・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)
・介護ルートの売上構成比			44.9% (18/2期) 36.6% (19/2期上期)	
・OEMルートの売上構成比			13.2% (18/2期) 10.5% (19/2期上期)	
・通販ルートの売上構成比			2.7% (18/2期) 3.7% (19/2期上期)	
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)	
		・歩行車の売上構成比	36.5% (18/2期) 29.7% (19/2期上期)	
歩行関連が中心の製品ポートフォリオ		・シルバーカーの売上構成比	25.8% (18/2期) 33.7% (19/2期上期)	
		・杖の売上構成比	7.9% (18/2期) 9.4% (19/2期上期)	
		・入浴補助具の売上構成比	5.5% (18/2期) 4.4% (19/2期上期)	
		・生産子会社	東莞幸和家庭日用品有限公司	
中国の自社工場を中心とした開発・生産体制		・生産子会社の従業員数	273名(連結と単体の差) (18/2期末)	
		・国内外の生産委託子会社の数	開示なし	
		・開発部門の人数	開示なし	
国内の営業体制		・国内の営業拠点	3カ所(大阪本社 関東営業所 九州営業所)	
		・国内のショールーム	2カ所(大阪本社 関東営業所)	
	・営業部門の人数	開示なし		
知的財産 ノウハウ	・創業者より承継された目に見えない資産と、 事業承継後に後継者によりもたらされた価値	・シルバーカー製造の実績	1970年以來48年経過	
		・主カブランド「T a c a o F」の浸透	07年10月の創設以來11年経過	
		・研究開発費	186百万円(18/2期)	
人的資本	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	・事業承継してからの年数	05年より13年経過	
		代表取締役社長による保有	247千株(5.94%) 資産管理会社の分を含めると 2,654千株(63.78%)	
			取締役会長による保有	264千株(6.34%) 配偶者の分を含めると362千株(8.71%)
			代表取締役社長、取締役会長以外の 取締役による保有(監査役は除く)	270株(0.02%)
		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)	
	企業風土	・従業員数	385人(連結) 112人(単体)(18/2期末)	
		・平均年齢	39.9歳(単体)(18/2期末)	
		・平均勤続年数	5.4年(単体)(18/2期末)	
		・従業員持株会	存在するが直近の株数の開示なし	
		・従業員のインセンティブ	・ストックオプション 320,370株(7.70%)*取締役保有分も含む (19/2期第3四半期末)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は19/2期上期、または19/2期上期末のものとする
(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

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は、「私たちは福祉用具総合メーカーとして、環境に与える負荷を可能な限り低減し、地球や生命にやさしいものづくりを追求します。私たちは会社一丸となり、環境保全に努め、健康の喜びを感じ、未来に夢を抱ける社会づくりを目指します。」という環境理念を掲げている。そのための4つの環境方針を設け、事業そのもののほか、近隣施設へのボランティア活動や、近隣地域の清掃等を実施している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「私たちは、明日の笑顔のため、すべての人に「愛と感動と勇気」を与えます。私たちは、使う人が幸せを感じる、また心が豊かになる製品創りを目指します」を企業理念に掲げ、福祉用具総合メーカーとして社会に貢献する方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は6名で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の藤田清文氏は、弁護士法人淀屋橋・山上合同事務所に所属する弁護士で、金融庁検査局での勤務経験も持つ。現在は、日土地アセットマネジメントのコンプライアンス委員会外部委員、フェリシモ(3396 東証一部)の社外取締役、いちごグリーンインフラ投資法人(9282 東証)の監査役員との兼任である。

同社の監査役会は、常勤監査役1名、社外監査役2名の合計3名で構成されている。

常勤監査役の佐々木正氏は、積水化学工業(4204 東証一部)、積水テクノ成型を経て、パナソニックエイジフリーライフチック(現パナソニックエイジフリー)の常務取締役を務めた。その後同社に入社し、取締役開発本部長や東莞幸和家庭日用品有限公司の董事を歴任した。

社外監査役の三村淳司氏は公認会計士で、新日本監査法人(現EY新日本有限責任監査法人)を経て、現在は、三村公認会計士事務所の所長のほか、リライズ・パートナーズの代表取締役社長、MARCSコーポレートアドバイザーの代表取締役社長、アジュバンコスメジャパン(4929 東証一部)の取締役、東和薬品(4553 東証一部)の監査役、エーアイテイ(9381 東証一部)の監査役との兼任である。

社外監査役の小島幸保氏は西山・笹山・鷹塚法律事務所でキャリアを開始した弁護士である。現在は、自身で設立した小島法律事務所の所長のほか、関西学院大学法学部の非常勤講師、吉備国際大学大学院(通信制)知的財産学研究所の准教授との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 品質問題への対応が喫緊の課題

18年8月に公表されたロレータ型歩行車「ミケーレ WAG01」の自主回収は、一部製品にナットの緩み防止剤の塗布量が不足しているものがあったことが原因であり、生産プロセスで生じた問題であった。

取引先(卸業者)への代替品の送付は19/2期中に完了する予定であり、早急な対応が求められている。また、再発防止のために、組織体制及び開発生産プロセスの見直しに着手しており、同社の製品に対する信頼回復が課題となる。

◆ 中国の生産拠点での人材の確保・定着

同社の生産を担当する東莞幸和家庭日用品有限公司では、工場の作業員の退職が多く発生している模様である。地方出身の労働者が、故郷への仕送りを増やすために、より残業時間の多い他工場に転職してしまうことを、同社は主要要因として認識している。同社では労働環境の更なる改善や福利厚生の実施等を進めているが、引き続き、中国の生産拠点での人材の確保と定着が課題となる。

◆ 共同開発の管理体制の強化

同社の事業戦略のひとつである介護ロボットの事業化を進めるにあたり、他社との共同開発を行う機会が増えており、その傾向は今後も続く公算が大きい。一方、19/2期には、短期間で共同開発が中止になるケースが発生した。今後、共同開発先の選定や開発の管理等を行う体制の強化が必要となってくることが求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 中長期経営計画「TacaoF 100」

同社は中長期経営計画「TacaoF 100」を策定し、持続的な成長と収益拡大を目的として、海外販売の強化、ブランド戦略(新商品シリーズの開発)、介護ロボットの事業化の3点を重点領域としている。

◆ 重点領域(1)～海外販売の強化

同社は、今後、高齢化社会を迎える東アジアと東南アジア地域における福祉用具の販売の強化に取り組んでいく。具体的には、海外営業組織体制の整備、既存の海外販売代理店との関係強化と新規代理店の開拓、海外物流インフラの構築といった施策を進めることを方針としている。

◆ 重点領域(2)～ブランド戦略(新商品シリーズの開発)

戦後間もなくの時期に生まれた団塊の世代を、同社では、日本の高度経済成長期に多様な文化を生み出してきた世代、ファッション等のラ

イフスタイルを牽引してきた世代と認識している。その認識のもと、団塊の世代の男性を対象とした、デザイン性にこだわった新ブランド「GENTILMARRONE」を立ち上げ、男性用福祉用具市場を開拓していくとしている。

◆ 重点領域(3) ～ 介護ロボットの事業化

同社が15年に販売を開始した電動アシスト機能付き歩行車「リトルキーパス」は、日本で初めて介護ロボットとしての介護保険のレンタル対象商品として認定された製品であり、同社は介護ロボットの分野で一定の実績を有している。

この「リトルキーパス」シリーズの浸透を進めることで拡販を進めるとともに、19/2期期初の段階で、(1) 国立研究開発法人産業技術総合研究所(産総研)との、転倒防止の屋内用ロボット歩行車の共同開発、(2) MJI(東京都港区)との、介護施設向け見守り支援ロボット「Tapia(タピア)」の共同開発が進められていた。

なお、(2)の「Tapia」については、18年12月に共同開発が中止された。介護施設向けのコミュニケーションロボットについては、引き続き同社で開発が進められている模様である。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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10のようにまとめられる。

【図表10】SWOT分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・多くの小売店舗の福祉用具売場を把握している状況 - GMSやホームセンターに福祉・売場の棚割りを任せられるだけの販売力と信頼感 - 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「T a c a o F (テイコブ)」の浸透 - 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
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・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 ・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
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・介護ロボット市場の拡大 「T a c a o F」以外の新ブランドの育成 ・海外市場の開拓 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 - 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 - 製品の利用による重大な事故が発生する可能性 ・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

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価**◆ 企業のステージを引き上げた事業承継**

同社の沿革を紐解くと、現取締役会長(創業者)から現代表取締役社長(後継者)へ事業承継された07年がターニングポイントだったことが分かる。

事業承継前の創業者のもとでの「第一世代」の時代は、乳母車を作っていた町工場が、シルバーカーのトップメーカーとして成長を遂げた時代である。事業承継を経て、後継者のもとでの「第二世代」の時代に入ると、歩行車の分野へ新規に参入するとともに、統一自社ブランド「T a c a o F」のもとで総合福祉用具メーカーとして展開していくことに舵を切った。

2つの変革のうち、前者の歩行車分野への参入は、30年以上にわたる「第一世代」の時代の経験と実績によって培われた歩行補助器具に関する技術やノウハウ、すなわち承継された目に見えない資産が十分に活かされたと考えられよう。一方、後者の統一自社ブランドの構築と総合福祉用具メーカー化は、後継者によって新たに打ち出された経営コンセプトであり、同社の在り方を変え、企業の存在価値を上げるものであった。

「第一世代」から引き継いだ過去の資産を活用する変革と、「第二世代」が打ち出した全く新しい変革は、一般的には相反することが多い。しかし、同社の場合、それらを統合して実行したことにより、「1+1=2以上」の効果をもたらし、事業承継をうまく成し遂げたものと考えられる。

◆ 総合福祉用具メーカーとして小売店舗の売り場を掌握できた点を評価

表立っては見えづらいが、事業承継後に新たに打ち出された統一自社ブランドの構築と総合福祉用具メーカー化により、チェーンストアの福祉用具売り場を掌握できたことこそ、同社の競争力の最大の源泉と言っても過言ではない。

統一自社ブランドを浸透させることで総合メーカーを標榜することの説明力が増し、多くのチェーンストアの福祉用具売り場では、同社が売り場全体の棚割りを任されるようになった。売り場全体を掌握できれば、販売動向や顧客ニーズの把握が容易になり、機動的な製品開発が可能となっている。同社によれば、自社工場があるという要因とも相まって、製品開発のスピードは他社よりも早く、豊富な品揃えを実現している。製品開発、生産、販売の間で好循環が生じやすい体制になっていると言えよう。

◆ 成長シナリオへの本格的な回帰が当面の課題

同社は 21/2 期までの 3 カ年計画において、海外展開、新ブランド構築、介護ロボット事業化を重点テーマに掲げ、19/2 期を投資フェーズと位置づけた。しっかりとした投資を行うことを前提に、期初の段階で減益の計画を同社は打ち出した。

その最中に起きたのが、新ブランドの一部製品における不具合の発生である。自主回収を行ったことによる短期業績への影響もさることながら、次の成長への道筋で一旦足踏みを余儀なくされた。再発防止を含めた品質管理体制の強化等の対応策が機能するかに加え、同社が描いていた成長シナリオへの本格的な回帰が当面の課題となろう。

> 今後の業績見通し

◆ 19 年 2 月期会社計画

18 年 10 月 9 日付で下方修正された 19/2 期の会社計画は、売上高 4,451 百万円（前期比 12.6%減）、営業損失 304 百万円（前期は 562 百万円の利益）、経常損失 300 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 407 百万円（同 356 百万円の利益）である（図表 11）。

期初の会社計画は、売上高 5,032 百万円（前期比 1.2%減）、営業利益 154 百万円（同 72.5%減）、経常利益 141 百万円（同 68.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 172 百万円（同 51.5%減）であったが、歩行車「ミケーレ WAG01」を自主回収することとなり、大幅下方修正となった。

自主回収により、19/2 期での拡販を予定していた「ミケーレ WAG01」の出荷が停止になったほか、回収作業等により営業活動全体が制約を受けることになった。歩行車の売上高予想が前期比 7.0%減から同 29.6%減へ下方修正されたことにより、全体の売上高が下方修正となった。

なお、期初計画においても歩行車が減収計画であったのは、介護保険制度の改正議論に伴い 17/2 期に買い控えが発生し、18/2 期にその反動増で大幅増収となった状況から、19/2 期はその反動増が一巡すると想定していたためであった。

利益率の高い歩行車の売上高の減少により、売上総利益率の低下を伴いながら、全体の売上総利益の減少につながる見込みとなった。さらに、人員増や人事制度見直しによる人件費の増加、販売促進のための協賛金の増加、介護ロボット開発に伴う試験研究費及び業務委託費用の増加、新基幹システムの減価償却費の発生等によって販管費の増加

が見込まれ、営業利益と経常利益は赤字に転じる計画になった。
 また、19/2 期上期に「ミケーレ WAG01」の自主回収に関連する費用 69 百万円が特別損失に計上され、また、繰延税金資産 43 百万円が取り崩されることとなったため、経常損失よりも親会社株主に帰属する当期純損失の方が大きくなった。なお、自主回収に関連する費用の内訳は返品費用(返品運賃等)8 百万円、製品交換費用(製品代、発送運賃等)48 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。

1 株当たり配当に関しては、配当性向 30%を基本方針に、期初計画では 19/2 期は 13.0 円を計画していた。しかし、親会社株主に帰属する当期純利益が赤字となる計画へ下方修正となったことに伴い、無配へ修正された。

【 図表 11 】 幸和製作所の 19 年 2 月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/2期 連結実績	17/2期 連結実績	18/2期 連結実績	19/2期連結		
				会社計画 (期初)	会社計画 (2Q時修正)	前期比
売上高	4,884	4,567	5,093	5,032	4,451	-12.6%
販売チャネル別						
介護ルート	-	1,751	2,287	2,077	-	-
チェーンストアルート	-	1,797	1,893	1,951	-	-
OEMルート	-	803	669	648	-	-
海外ルート	-	171	200	292	-	-
通販ルート	-	126	138	146	-	-
その他	-	-82	-95	-83	-	-
製品アイテム別						
歩行車	-	1,388	1,859	1,729	1,308	-29.6%
シルバーカー	-	1,237	1,315	1,476	1,361	3.5%
杖	-	398	403	401	404	0.2%
入浴補助具	-	271	279	256	228	-18.3%
OEM	-	803	669	664	611	-8.7%
その他	-	468	565	504	537	-5.0%
売上総利益	2,177	2,344	2,657	2,460	2,085	-21.6%
売上総利益率	44.6%	51.3%	52.2%	48.9%	46.8%	-
営業利益	229	327	562	154	-304	-
売上高営業利益率	4.7%	7.2%	11.0%	3.1%	-6.8%	-
経常利益	217	303	453	141	-300	-
売上高経常利益率	4.5%	6.6%	8.9%	2.8%	-6.8%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	216	210	356	172	-407	-
売上高当期純利益率	4.4%	4.6%	7.0%	3.4%	-9.2%	-

(出所) 幸和製作所有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】 幸和製作所の 3 カ年計画

(単位:百万円)

	18/2期 連結 実績	19/2期連結		20/2期 連結 (中期計画)	21/2期 連結 (中期計画)
		会社計画 (期初)	会社計画 (2Q時修正)		
売上高	5,093	5,032	4,451	5,807	6,774
販売チャネル別					
介護ルート	2,287	2,077	-	-	-
チェーンストアルート	1,893	1,951	-	-	-
OEMルート	669	648	-	-	-
海外ルート	200	292	-	-	-
通販ルート	138	146	-	-	-
その他	-95	-83	-	-	-
事業別 (3カ年計画上でのみ登場する分類)					
国内事業	-	4,218	-	4,380	4,834
OEM事業	-	653	-	662	689
海外事業	-	292	-	497	697
新EC事業	-	-	-	350	600
新介護ロボット事業	-	-	-	50	100
その他	-	-131	-	-133	-146
売上総利益	2,657	2,460	2,085	2,907	3,279
売上総利益率	52.2%	48.9%	46.8%	50.1%	48.4%
営業利益	562	154	-304	345	552
売上高営業利益率	11.0%	3.1%	-6.8%	6.0%	8.2%
経常利益	453	141	-300	323	528
売上高経常利益率	8.9%	2.8%	-6.7%	5.6%	7.8%
親会社に帰属する当期純利益	356	172	-407	232	379
売上高当期純利益率	7.0%	3.4%	-9.1%	4.0%	5.6%

(出所) 幸和製作所所有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 19年2月期第3四半期累計期間

19/2期第3四半期累計期間は、売上高が3,575百万円(前年同期比9.7%減)、営業損失が51百万円(前年同期は483百万円の利益)、経常損失が23百万円(同404百万円の利益)、親会社株主に帰属する四半期純損失が117百万円(同299百万円の利益)となった。

通期計画に対する進捗率は、売上高が80.3%となった。また、通期会社計画での営業損失304百万円に対し、第3四半期累計期間の営業損失は51百万円に留まった。なお、第3四半期の3カ月では11百万円の営業利益となっている。

製品アイテム別の内訳の開示はないが、歩行車「ミケーレ WAG01」の自主回収の影響により、歩行車の売上減少が全体の減収の主要因と推測される。

売上総利益率は46.2%となり、前年同期の51.8%より5.6%ポイントの悪化となった。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、人件費、介護ロボット開発関連の費用、新基幹システムの減価償却費の発生等、会社計画で想定されていた通りに費用が増加し、販管費は前年同期比8.8%増となった。減収と売上総利益率の低下、販管費の増加により営業損失となった。

◆ 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、同社の19/2期業績について、売上高4,412百万円(前期比13.4%減)、営業損失157百万円(前期は562百万円の利益)、経常損失132百万円(同453百万円の利益)、親会社株主に帰属する当期純損失239百万円(同356百万円の利益)と予想した。売上高は会社計画を下回るものの、会社計画ほどの損失は出ないものとした(図表13)。

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見ると、19/2期の減収は、前期比30.1%減の歩行車の減収によるところが大きい。売上高の通期会社計画に対する第3四半期累計期間までの進捗率は80.3%と高かった。しかし、第4四半期は、例年、気温が低下する季節で高齢者の外出機会が減少し、また、母の日、父の日や敬老の日等のプレゼント需要につながるイベントも少ないことから、売上高が伸びにくい四半期という点を考慮した。

(2) 売上総利益率は、18/2期の52.2%に対し、19/2期は46.5%まで5.7%ポイント低下するものとした(会社計画では46.8%)。製品の自主回収により、他の製品アイテムより利益率の高い歩行車の売上構成比の低下が主要因である。なお、歩行車の利益率が一時的に低下している可能性も考慮した。

(3) 販管費は、18/2期の2,094百万円に対し、19/2期は2,209百万円と115百万円増加するものとした(会社計画では2,389百万円)。第3四半期の販管費の増加ペースを踏まえ、製品の自主回収により全体的にコストが抑制されている可能性と、介護施設向けのコミュニケーションロボットの共同開発の中止等に関係する部分で、開発遅れに伴う関連費用が抑制されている可能性を想定し、会社計画より販管費を少なく見積もった。

20/2期以降について、20/2期は前期比13.1%、21/2期は同12.2%、22/2期は同9.1%の増収が続くと予想した。一部製品の自主回収の影響を

乗り越え、製品アイテム別では歩行車、販売チャネル別では介護ルート
の増収が業績を牽引する展開を想定した。歩行車の売上構成比の上
昇による製品ミックスの改善で売上総利益率が上昇することと、販管
費の増加率が増収率を下回る水準に留まることを想定し、20/2 期に営
業黒字を回復し、その後、売上高営業利益率は 22/2 期には 8.2%まで
上昇するものと予想した。

【 図表 13 】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)

	16/2期連	17/2期連	18/2期連	19/2期連CE	19/2期連CE	19/2期連E	20/2期連E	21/2期連E	22/2期連E
	(期初)								
損益計算書									
売上高	4,884	4,567	5,093	4,451	5,032	4,412	4,989	5,597	6,105
前期比	54.9%	-6.5%	11.5%	-12.6%	-1.2%	-13.4%	13.1%	12.2%	9.1%
製品アイテム別 (説明会資料ベース)									
シルバーカー	-	1,237	1,315	1,361	1,476	1,350	1,450	1,550	1,650
歩行車	-	1,388	1,859	1,308	1,729	1,300	1,700	2,100	2,400
杖	-	398	403	404	401	400	404	407	410
入浴補助具 (18/2期以降)	-	271	279	228	256	225	245	265	285
OEM	-	803	669	611	664	602	590	575	560
その他 (18/2期以降)	-	468	565	537	504	535	600	700	800
販売チャネル別 (説明会資料ベース)									
介護ルート	-	1,751	2,287	-	2,077	1,604	2,073	2,560	2,926
チェーンストアルート	-	1,797	1,893	-	1,951	1,833	1,933	2,033	2,133
OEMルート	-	803	669	-	648	602	590	575	560
海外ルート	-	171	200	-	292	240	280	320	360
通販ルート	-	126	138	-	146	158	178	198	218
その他	-	-82	-95	-	-83	-25	-65	-89	-92
売上総利益	2,170	2,344	2,657	2,085	2,460	2,051	2,369	2,703	2,991
前期比	-	7.7%	13.3%	-21.5%	-7.4%	-22.8%	15.5%	14.1%	10.7%
売上総利益率	44.6%	51.3%	52.2%	46.8%	48.9%	46.5%	47.5%	48.3%	49.0%
販売費及び一般管理費	1,947	2,016	2,094	2,389	2,305	2,209	2,235	2,368	2,492
売上高販管費率	39.9%	44.2%	41.1%	53.7%	45.8%	50.1%	44.8%	42.3%	40.8%
営業利益	229	327	562	-304	154	-157	134	334	499
前期比	-	42.7%	71.5%	-	-72.6%	-	-	149.1%	49.1%
売上高営業利益率	4.7%	7.2%	11.0%	-6.8%	3.1%	-3.6%	2.7%	6.0%	8.2%
経常利益	217	303	453	-300	141	-132	100	302	469
前期比	179.5%	39.5%	49.2%	-	-68.9%	-	-	200.8%	54.9%
売上高経常利益率	4.5%	6.6%	8.9%	-6.7%	2.8%	-3.0%	2.0%	5.4%	7.7%
当期純利益	216	210	356	-407	172	-239	70	211	328
前期比	-	-2.6%	69.3%	-	-51.7%	-	-	200.8%	54.9%
売上高当期純利益率	4.4%	4.6%	7.0%	-9.1%	3.4%	-5.4%	1.4%	3.8%	5.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 幸和製作所所有価証券届出書、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

【 図表 14 】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)

	16/2期連	17/2期連	18/2期連	19/2期連CE	19/2期連CE (期初)	19/2期連E	20/2期連E	21/2期連E	22/2期連E
貸借対照表									
現金及び預金	552	1,160	1,601	-	-	2,600	2,309	2,171	2,178
受取手形及び売掛金	595	501	688	-	-	762	741	730	707
商品及び製品・仕掛品・原材料及び貯蔵品	752	727	713	-	-	689	814	872	967
その他	148	112	117	-	-	178	178	178	178
流動資産	2,048	2,502	3,120	-	-	4,230	4,043	3,954	4,031
有形固定資産	400	371	371	-	-	355	338	321	304
無形固定資産	42	182	153	-	-	133	113	93	73
投資その他の資産	50	30	31	-	-	132	132	132	132
固定資産	493	585	556	-	-	620	583	547	510
資産合計	2,541	3,087	3,676	-	-	4,851	4,627	4,501	4,542
支払手形及び買掛金	550	452	584	-	-	575	681	698	773
短期借入金	390	10	-	-	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	157	282	200	-	-	384	347	305	286
未払金	246	281	307	-	-	308	324	347	366
未払法人税等	7	48	87	-	-	10	12	36	56
その他	93	127	147	-	-	147	148	148	116
流動負債	1,445	1,201	1,327	-	-	1,428	1,513	1,535	1,598
長期借入金	513	1,039	582	-	-	1,897	1,550	1,244	958
その他	27	140	109	-	-	85	53	20	19
固定負債	541	1,180	692	-	-	1,983	1,603	1,264	978
純資産合計	555	705	1,656	-	-	1,439	1,510	1,700	1,965
(自己資本)	555	705	1,656	-	-	1,396	1,466	1,657	1,922
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	-	-	-	43	43	43	43
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	217	298	443	-	-	-179	100	302	469
減価償却費	92	63	68	-	-	65	65	65	65
売上債権の増減額 (-は増加)	-4	84	-180	-	-	-74	21	10	23
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-155	-5	19	-	-	23	-125	-58	-95
仕入債務の増減額 (-は減少)	206	-58	119	-	-	-9	106	16	75
法人税等の支払額	-51	-54	-59	-	-	-136	-28	-66	-120
その他	-29	96	108	-	-	-15	15	23	-13
営業活動によるキャッシュ・フロー	274	424	520	-	-	-325	155	293	404
有形固定資産の取得による支出	-41	-39	-27	-	-	-19	-19	-19	-19
有形固定資産の売却による収入	0	0	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-1	-16	-17	-	-	-10	-10	-10	-10
投資有価証券の取得・売却による収支	0	0	0	-	-	-100	0	0	0
その他	-14	-12	-6	-	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-58	-68	-53	-	-	-130	-29	-29	-29
短期借入金の増減額 (-は減少)	-60	-380	-10	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	59	633	-528	-	-	1,499	-384	-347	-305
株式の発行による収入(公開費用控除後)	-	-	580	-	-	88	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-59	-	-	-108	0	-21	-63
その他	-30	-14	-28	-	-	-24	-32	-32	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-30	239	-45	-	-	1,454	-417	-401	-369
現金及び現金同等物に係る換算価額	-7	-25	13	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	178	569	435	-	-	998	-290	-137	6
現金及び現金同等物の期首残高	373	551	1,121	-	-	1,556	2,555	2,264	2,127
現金及び現金同等物の期末残高	551	1,121	1,556	-	-	2,555	2,264	2,127	2,133

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 幸和製作所有価証券届出書、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

> 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、18/2 期で 44.9%、19/2 期上期で 36.6%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。18/2 期の売上高の 37.2%、19/2 期上期の売上高の 44.1%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、業績変動がいわ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。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。

なお、同社においても、18 年 8 月に歩行車「ミケーレ WAG01」が自主回収となり、19/2 期の会社計画は下方修正された。

◆ 為替変動のリスク

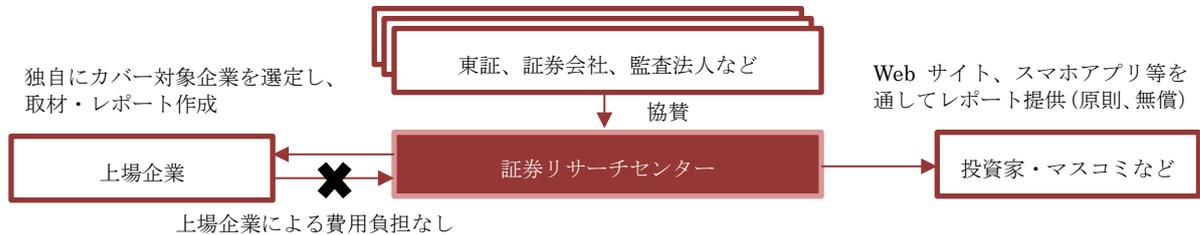
同社の製品は、生産拠点である中国から仕入れている。そのため、中国人民元と米国ドルの為替変動の影響を受ける。

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。



■協賛会員

(協賛)

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

みずほ証券株式会社

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・間接的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ため、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。