

マニー

東証一部 7730
株価 3,590円
単位 100株

目標 3,900円
時期 3ヶ月

① 日本らしい微細加工技術の企業

ステンレスの微細加工技術を得意とする企業で、この技術などを活かして開発した、極小の医療器具（縫合針など）や歯科医用のリーマ、ファイル（歯の根管治療の際、歯質を削り取る治療器具）、眼科ナイフなどを、世界中100カ国以上で販売する。特許件数は内外で289件（2013年）、10000種以上の商品があるが、品質に定評があり、ニッチな市場に対して高いシェアを持つ商品を投入する企業。

ステンレス加工技術のほかにも、レーザードリリング（レーザーで針に穴を開ける）技術などを特許化し、その固有技術を無形資産として長期にマネタイズすることが身上。

主な商材区分（それぞれがほぼ同じ売上寄与）

- （1） サージカル（外科用）商材（縫合針や、眼科手術用ナイフなど）
- （2） アイレス針（手術用縫合針で、糸と針がくっついている）
- （3） デンタル（歯医者向け治療器具）

栃木県から出た、非常に日本らしい技術の企業。針金加工から始まり、ステンレスを微小・精密に加工する技術が製品開発の根本的な資産。

ステンレスという素材は「錆びない」という圧倒的な利点がある反面、柔らかいので、硬度が求められる手術用針などの素材として、従来は考えられなかった。しかし、先代社長がこれを開発し、現社長が世界でのシェアを伸ばしていった。

2010年、上場と共にテレビ番組（カンブリア宮殿）でも取り上げられ、以来、その存在が広く知られるようになり、注目されている。世界シェアが1位になるような商品の開発、顧客のニーズありきの開発にこだわり続けている。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

② 投資の視点

新社長の手腕でこう着状態を破るか～

欧州市場の回復とアジアでの成長が復活するか

これまで着実な商品の開発とシェア拡大で堅実に業容を拡大してきたが、とはいえ、5年連続で売上は90億円台で足踏みをし、前期はついに19期ぶりの減収となった。しかし今期は初めて、創業家と別の社長を立て、より着実な成長を目指す。

前期の減収要因として会社側は、

(1) アイレス針についてスペインの大手顧客が在庫調整を行なった

(2) デンタル分野で、中国のニセブランド品が出回り、価格をそれに合わせることで抗策をとった。

以上の二点が影響しており、どちらも一時的なものであり、今期はその影響は緩和される、という。

会社側の予想では、その結果、今期売上は100億円の大台に乗り、営業利益は34億70百万円としている。

一見すると同社のバリュエーション、成長ドライブその他を検証して、積極的に買う理由は見当たらないように見える。上記二つの問題に対して解決をしたとしても、業績インパクト、成長性に対する見直し度が大きくはないからだ。しかし、同社への投資を検討する理由は二つある。

一つは、マネジメントの変更により、これまで築いた同社の有形無形の資産が、株式市場で本当に活かされるかもしれない、ということだ。10月10日に開示された人事で、代表者が一族以外の高井氏（東大卒 あおぞら銀行出身）になったことで、これまでの一族支配から放たれ、企業の持つ潜在的な成長力を引き出されれば、面白い。同社事業の社会的意義や貢献度は確かに大きいですが、これまでは、資本市場との対話が少なかったように思われる。そこに株価上昇の余地はある。

もう一つは、ベトナム拠点によるアジア市場（中国を除く）への期待。アジア市場は、確かにまだ高成長の市場で、みずほ銀行産業調査部のレポートによると、アジアの医療機器市場は約339億円。規模ではまだ米州の4分の1、対欧州でも3分の1にすぎないが、年率10%以上の成長は堅いという。

一方で、欧州の市場については楽観的な見通しはできない。イタリア、スペインにおける医療費削減の動きは、まだ財政事情が緊迫している間は油断が出来ない材料だ。したがってスペインの大手顧客の在庫調整については引き続き慎重な見方が必要だろう。

また、アジア地域の中でも、中国市場での成長には利益率の低減がつきまとうかもしれない

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

い。中国経済の失速とニセブランド問題は、一時的な問題ではなく、極めて市場構造的な課題である。

③ 市場からみた経営リスク

同社がバリュエーション的に評価されにくい理由の一つは、上場以来、一度も期初に立てた売上・営業利益の見通しを、実績が上回ったことが無い、ということだ。商売が世界を相手にしているからか、数少ない「委員会設置会社」となっており、上場企業としての内部統制には熱心に見える。しかし、一方で品質と商品に対するこだわりを貫くためか、3名の同族役員がいる会社でもあり、事業の見通しも甘いといわざるを得ない。

これら事実から感じるのは、同社は世界的なビジネス展開をしており、それに合わせた経営体制をとろうとしているのだが、実質的なところでそこに割りきることができずに、形骸化してしまっているのではないか、ということだ。

このことは、思った以上に証券市場・投資家との間に軋轢を生んでいるように思われる。この当たりの改革を進めることが新社長に期待されることだろう。

④ バリュエーション

想定株価 3,500円とした場合

PBR 1.85倍

予想PER 17.64倍

予想配当利回り 1.8%

売上高成長率 (2013to2014) 7.8% (会社予想ベース)

予想ROE 9.8%

自己資本比率 90.6%

浮動株 12.3%

類似企業

メディキット 7749

株価 3,140円

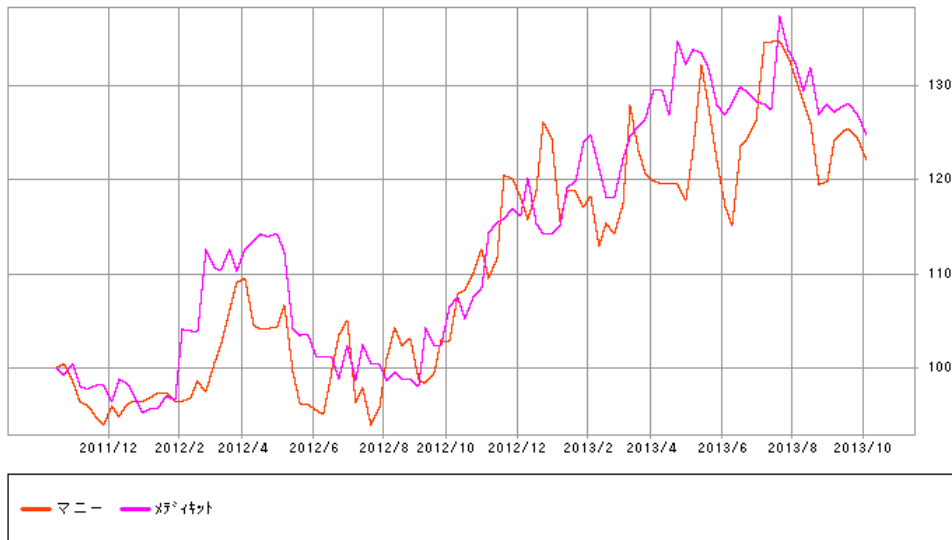
PBR 0.91倍

予想PER 15.4倍

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

予想 ROE 5.9%
 自己資本比率 86.0%
 浮動株 4.7%

類似企業、メディキットとの比較チャート



マニーとメディキットの連動性は高い

*チャートは野村 HD サイトから。

連動性の高いメディキットと共に、マニーのバリュエーションは、決して高くはない。特に、メディキットのほうは、PBR が 1 倍にも満たない。

同社との比較からは、マニーが割安だ、という結論は得られない。

売上高成長率が低い両銘柄なので、PER の水準が低いのは、理解が出来る。また、両銘柄ともに、自己資本比率が高く、事業にレバレッジが効いていない。

浮動株比率も低いので、市場での流動性が低く、そもそも売買に対するリスクが高いことも、PER が低い原因として挙げられるだろう。

しかし、事業への潜在力はもう少し評価されてもよいはずだ。

マニーのバリュエーションを考えると、無形の資産、無形のリスクが相殺しあっていることを意識すべきだろう。

つまり、特許や技術力、開発力、市場への浸透度（シェア）、マーケティング力などのプラスの無形資産と、経営管理の力不足、資本政策上の無策などの無形のリスクを比較すべきだ、ということだ。この点は、表に出る決算数値からは推し量れない部分が多いが、株

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

価に反映すべき要素でもある。

現時点でも、多少は無形資産に対する評価はされているといえるが、もっとプラスに評価されれば、PERが20倍は超える潜在力はある企業だろう。

⑤ テクニカル



* チャートは野村ネット&コールより引用

*

今年8月からの下落により、移動平均線まで到達。ここから下落すると、移動平均が上値抵抗線になるところだったが、少なくとも10月11日現在では、反発しており、このまま移動平均を上回っていれば、逆にそこが下値抵抗線になり得る。その場合は3,400円から3,800円のボックスを形成する動きが想定されるだろう。

⑥ 株価評価

3,900円

1. PER20倍（当社予想EPS）を想定
2. 経営が変わったというイメージを発信することができればまだ上にいけるだろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

■ 参考資料 ■

| マニ | 東証 | | 7730 | | | | | | | | | |
|-------------|------------|-------|---------|-------|-----------------------|--------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| | 2010 | | 2011 | | 2012 | | 2013 | | 四季報2014 | | 会社2014 | 当社予想 |
| 売上 | 9,443 | | 9,460 | 0.2% | 9,693 | 2.5% | 9,342 | -3.6% | 9,700 | 3.8% | 10,070 | 7.8% |
| 売上総利益 | 5,733 | 60.7% | 5,721 | 60.5% | 6,107 | 63.0% | 5,678 | 60.8% | | | 6,439 | |
| 販売管理費 | 2,181 | 23.1% | 2,254 | 23.8% | 2,627 | 27.1% | 2,661 | 28.5% | | | 2,969 | |
| 営業利益 | 3,552 | 37.6% | 3,466 | 36.6% | 3,480 | 35.90% | 3,017 | 32.30% | 3,600 | 37.11% | 3,470 | 34.46% |
| 経常利益 | 3,591 | 38.0% | 3,532 | 37.3% | 3,518 | 36.3% | 3,271 | 35.0% | 3,730 | 38.5% | 3,493 | 34.7% |
| 純利益 | 2,246 | 23.8% | 2,021 | 21.4% | 2,179 | 22.5% | 2,180 | 23.3% | 2,300 | 23.7% | 2,190 | 21.7% |
| 配当 | 90 | | 60 | | 62 | | 62 | | 63 | | 66 | |
| 純資産 | 16,947 | 89.3% | 18,081 | 90.8% | 19,148 | 90.1% | 20,862 | 90.6% | | | | |
| 総資産 | 18,988 | | 19,916 | | 21,242 | | 23,019 | | | | | |
| ROE | 13.3% | | 11.2% | | 11.38% | | 10.45% | | | | | |
| ROA | 18.9% | | 17.7% | | 16.56% | | 14.21% | | | | | |
| サービカル | 3,034 | | 3,135 | 3.3% | 3,140 | 0.2% | 3,502 | 11.5% | | | 3,704 | 5.8% |
| | 1,058 | | 1,122 | | 1,036 | | 1,101 | | | | | |
| アリス | 3,504 | | 3,207 | -8.5% | 3,408 | 6.3% | 2,756 | -19.1% | | | 2,970 | 7.8% |
| | 1,474 | | 1,417 | | 1,583 | | 1,289 | | | | | |
| テック | 2,904 | | 3,116 | 7.3% | 3,144 | 0.9% | 3,083 | -1.9% | | | 3,395 | 10.1% |
| | 1,019 | | 926 | | 860 | | 626 | | | | | |
| 共通費・消去 | | | | | | | | | | | | |
| 発行済み 自己株 | 11,879,000 | | 842,496 | | | | | | | | | |
| EPS | | | | | 2013予想 S 9951 OP 3619 | | | | 四季報 | | 会社予想 | 当社予想 |
| BPS | | | | | 2012予想 S10167 OP 3770 | | 197.53 | | 208.40 | | 198.43 | 195.72 |
| | | | | | 2011予想 S 9943 OP 3738 | | 1890.27 | | | | | |
| | | | | | 2010予想 S10077 OP 3729 | | | | | | | |
| 会社 | 松谷正明 | | | | | | 予想PER | 10 | 2084.0 | | 1984.3 | |
| | 1959 | 1953 | | | | | | 15 | 3126.0 | | 2976.5 | |
| | 12 | 11 | | | | | | 20 | 4168.0 | | 3968.6 | |
| | | 15 | | | | | | | | | | |

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。
2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。
3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。