

ホリスティック企業レポート (7730 マニー 東証一部)

フル・レポート
2013年1月18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20130115

要旨

アナリスト: 馬目俊一郎
+81(0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

1. 会社の概要

- ・同社は手術用縫合針や眼科ナイフ、歯科用根幹治療機器など、高度な微細加工技術でニッチ市場に特化した医療機器メーカー。
- ・販売は日・米・欧・アジアなど 100 カ国以上に及び、主要製品の世界シェアはリーマが推定 50%、眼科ナイフは同 30%とトップクラス。

2. 財務面の分析

- ・販売エリアの拡大や新製品投入をドライバーに 12 年 8 月期まで 18 期連続増収の一方、08 年 8 月期以降の営業利益は横ばい。
- ・当センターでは欧州での価格政策の影響で 13 年 8 月期会社計画の未達を予想。15 年 8 月期までの年平均成長率は売上高 2.4%増、営業利益 1.2%増を見込む。

3. 非財務面の分析

- ・同社のビジネスモデルは、事業領域をニッチ市場に絞り込み、特許権で武装した独自の固有技術によってライフサイクルの長い製品を生産。これが長期に渡る安定した収益を稼ぎ出す。

4. 経営戦略の分析

- ・同社の主力製品は消耗品のため単価が低く、持続的な売上高成長にはシェアアップやエリア拡大による数量増、新製品開発による製品ポートフォリオの拡充が必要不可欠。
- ・課題は利益成長。それには、術式の変化や多様な医療ニーズによってカテゴリズされた医療機器市場の中で、ファーストインクラスもしくはベストインクラスの製品を投入できる製品開発力が求められる。

5. アナリストの評価

- ・現在の株価バリュエーションは、同業他社比較で割安感に乏しい水準。
- ・業界の妥当バリュエーションを PER10 倍～15 倍と仮定すると、当センターの 15 年 8 月期予想 EPS196.7 円を基にした中期的な適正株価水準は、1,970 円～3,000 円を想定。

【主要指標】

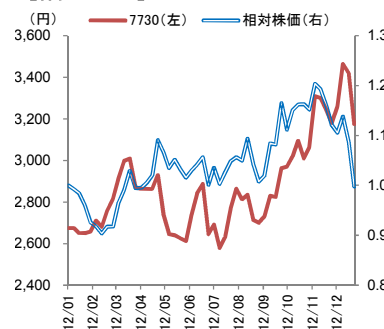
	2013/1/11
株価 (円)	3,175
発行済株式数 (株)	11,879,000
時価総額 (百万円)	37,716

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	16.6	16.7	16.3
PBR (倍)	1.9	1.7	1.6
配当利回り (%)	2.0	2.0	2.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-8.4	7.3	19.6
対TOPIX (%)	-12.3	-11.4	0.5

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/1/16

【7730 マニー 業種:精密機器】

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)
2010/8	9,443	1.6	3,552	3.9	3,591	3.3	2,246	4.2	196.9	1,479.2	90.00
2011/8	9,460	0.2	3,466	-2.4	3,532	-1.6	2,021	-10.0	175.8	1,571.6	60.00
2012/8	9,693	2.5	3,480	0.4	3,518	-0.4	2,179	7.8	191.6	1,689.4	62.00
2013/8 CE	9,951	2.7	3,619	4.0	3,611	2.6	2,234	2.5	197.1	—	62.00
2013/8 E	9,800	1.1	3,510	0.9	3,510	-0.2	2,160	-0.9	190.6	1,868.7	62.00
2014/8 E	10,100	3.1	3,580	2.0	3,590	2.3	2,210	2.3	195.0	2,001.7	64.00
2015/8 E	10,400	3.0	3,610	0.8	3,630	1.1	2,230	0.9	196.7	2,136.4	66.00

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し

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

- － 当面の課題と戦略
- － 今後の戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 利益還元策
- － バリュエーション比較
- － 今後の株価見通し

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

医療機器市場に特化。カテゴリー
グライズされたニッチ市場で
高シェアを確保

◆ 微細加工に特化した世界的な医療機器メーカー

同社は手術用縫合針や眼科ナイフ、歯科用根幹治療機器など、高度な微細加工技術でニッチ市場に特化した医療機器メーカー。販売は代理店を中心に国内のみならずアジア・欧州・北米など 100 カ国以上に輸出。2012 年 8 月期の海外売上高比率は 65.6%に達するものの、取引の 80%以上は円建てのため、為替変動の直接的な影響は軽微。主力製品の世界シェアは手術用縫合針（アイレス縫合針）が推定 10%、歯科根幹治療機器（リーマ）は同 50%、眼科ナイフは同 30%を誇る。生産拠点は国内 2 工場のほかベトナム 2 工場、ミャンマー 1 工場、ラオス 1 工場など、アジアへの生産移管を進めている。主力製品の生産品目数は手術用縫合針等が約 10,000 種類、根幹治療機器等は約 3,000 種類に及び、これらの川上工程は自動化が進むものの、川下工程は労働集約的な多品種少量生産となっている。

◆ アイレス針関連製品が安定収益源

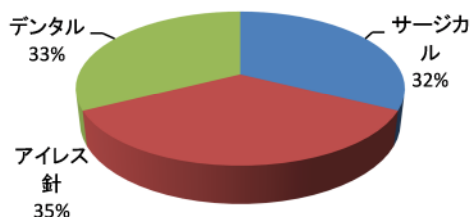
事業セグメントは手術用機器の「サージカル関連製品」と手術用縫合針を OEM 供給する「アイレス針関連製品」、歯科用治療機器の「デンタル関連製品」に分かれる。

サージカル関連製品の主要品目は、創業当時のアイド縫合針（糸通し孔付き縫合針）や眼科ナイフ、血管ナイフなど。サージカル関連製品は同社の微細加工技術が活かされる分野で、新製品投入で売上高成長が見込まれる。

アイレス針関連製品は、アイレス縫合針（孔が無く糸はカシメ付け）を約 150 社に OEM 供給しており、上位顧客は B. BRAUN SURGICAL, S. A.（スペイン）やアルフレッサファーマなど。売上高は大口顧客の在庫調整に左右されるものの、生産のベトナム移管が進み同社の安定収益源となっている。

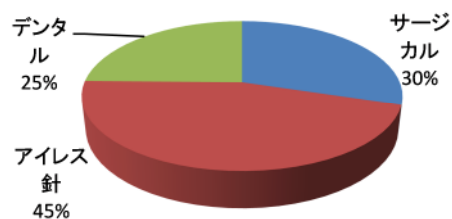
デンタル関連製品の主要品目は、歯科用根幹治療機器リーマや歯科用回転治療機器ダイヤバーなど。サージカル関連製品と同様に新製品投入で売上高成長が見込まれ、大口顧客は歯科医療機器メーカーのモリタなど。

図表1 セグメント別売上高
(2012/8期:売上高96.9億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

図表2 セグメント別営業利益
(2012/8期:営業利益34.8億円)



出所) 有価証券報告書より当センター作成

> ビジネスモデル

特許権で武装した固有技術で
製品ライフサイクルを長期化。
これが安定収益を生み出すビ
ジネスモデル

◆ 得意分野への特化で持続的成長を目指す

同社は創業以来、特許に裏付けられた独創的な固有技術を基盤に、ベーシックで製品寿命の長い医療機器に特化している。原点のアイド縫合針は、針金の微細加工技術をベースに世界初のオールステンレス化に成功するなど、同社の保有特許件数は2012年8月期末で内外238件。出願中件数も同215件に及び、レーザー加工などの専用加工機械や試験機も自社開発している。

これら固有技術の囲い込みによって、同社のビジネスモデルは製品ライフサイクルの長期化による安定した収益構造を可能としている。このビジネスモデルの根底にあるのは、高品質へのこだわりと得意分野に絞り込んだ製品戦略である。同社は製品戦略及び参入領域を明確にしており、その基準として、

1. 医療機器以外扱わない
2. 世界一の品質以外は目指さない
3. 製品寿命の短い製品は扱わない
4. ニッチ市場（年間世界市場 5,000 億円程度以下）以外に参入しない

などを掲げている。

一般的に、先進国の医療機器市場は、国（地域）が定める安全性や規格などのレギュレーションをクリアしないと製品を発売出来ない。言い換えると、このレギュレーションが参入障壁となってプレーヤーが限定され、先行メーカーほど高いシェアと製品ライフサイクルの長期化を背景に安定収益が確保可能である。また、ニッチ市場は市場規模が小さいがゆえ、大手メーカーが研究開発に要する時間と労力、マーケティング費用などを投じてまで参入するメリットが小さいと考えられる。

したがって、固有技術をベースに製品寿命の長い医療機器でニッチ市場に特化する同社のビジネスモデルは、安定的な利益成長が予想されるものの、主力製品は消耗品のため単価が低く市場規模も小さいことから、収益面でのブレイクスルーポイントは見込み難い。

> 市場構造とポジション

◆ ニッチ市場で存在感

同社の安定収益基盤であるアイレス縫合針の世界市場は約340億円。世界シェアはJohnson & Johnson（米）がトップの70%、針だけをOEM供給する同社のシェアは10%と推定される。今後、当該市場を中長期的にリードするのは新興国と考えられる。経済成長とともに新興国の医療インフラ整備が進み、術式の普及等による手術件数増が見込まれる。これに対し、先進国では手術件数増や新たな術式開発などで緩やかな拡大が予想される半面、参入メーカーが限られているとは言え競争激化は避けられない見通し。

次に、歯科用根幹治療機器リーマは世界市場が30億円規模と推察さ

れるなか、同社シェアは推定 50%。先進国では高齢化や術式の多様化で市場拡大が見込まれるほか、新興国でも所得水準の上昇で治療患者数の増加が見込まれる。

眼科ナイフは世界市場が約 80 億円規模と推察されるなか、同社シェアは推定 30%前後。リーマと同様に眼科ナイフも先進国の高齢化や術式の多様化、新興国の所得水準の上昇などが市場を拡大する見通しで、競合は Alcon (スイス) などが挙げられる。

将来有望な新興国市場には、
新興国特有のリスクが存在

◆ 新興国特有のリスク

経済成長とともに拡大が見込まれる新興国市場は、先進国ほど前述したレギュレーションが確立されておらず、特許権など知的資産への認識も薄いことから、模造品問題など新興国特有のリスクを抱える。また、新興国のニーズは品質やグレードの面で先進国に劣ることから、プロダクトミックスの悪化が懸念される。したがって、新興国への市場参入には、信頼できる代理店選別と市場ニーズの把握が重要となろう。

> 沿革と経営理念

◆ 沿革

同社は 1956 年創業の松谷製作所が前身。設立当初からアイド縫合針の製造販売を開始し、59 年には旧厚生省の国庫補助金を受けステンレス製アイド縫合針の開発に着手。61 年に世界初のステンレス縫合針を製品化し、76 年には歯科用根幹治療機器にも参入。

96 年に初の海外生産拠点としてベトナムでジョイントベンチャーを設立。同年マニーへの商号変更と欧州レギュレーションの「CE マーキング」を取得。

99 年にはミャンマーで生産子会社を設立し、2001 年に株式を店頭登録。03 年にはベトナムに設立した生産子会社がジョイントベンチャーを吸収合併。09 年にラオスで生産子会社を設立し、10 年にはベトナムに販売拠点を設立。

11 年に東証二部上場。12 年には東証一部上場を果たし、中国で販売子会社を設立した。

◆ 経営理念

同社は企業理念として、「患者のためになり、医師の役に立つ製品の開発、生産、提供を通して世界の人々の幸福に貢献する」ことを掲げている。

また、経営基本方針の「順法精神と独創技術を持ち、将来利益を確保する」と、営業基本方針「世界一の品質を世界のすみずみへ」は、同社の強みと考えられる「固有技術の蓄積」と「微細加工技術による高品質」を具現化したもの。

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

新製品投入とエリア拡大による数量増で売上高成長を続けるも、利益成長に課題

◆ 18期連続増収を継続するも営業利益は横ばい

過去の業績推移を見ると、売上高は2012年8月期まで18期連続で増収を続けるものの、08年8月期以降の営業利益は踊り場入りが否めない。

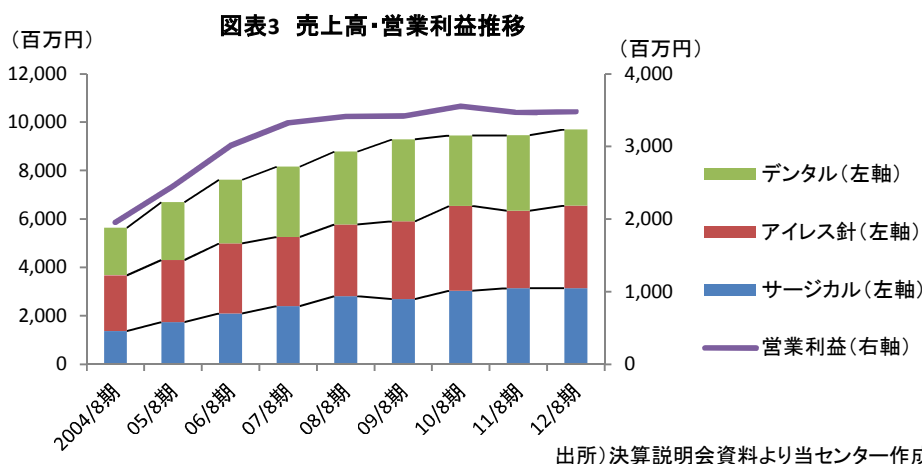
事業セグメント別の売上高推移は、アイレス針関連製品が大口顧客の在庫調整の影響を受けながらも顧客層拡大による数量効果で安定的な増収トレンドを維持。新製品投入が続くサージカル関連製品とデンタル関連製品が売上高成長を牽引している。

地域別ではOEM供給主体の北米が横ばいで推移するも、国内は新製品投入、欧州は大口顧客の受注増に加え新製品投入が寄与し、アジアは地域とアイテム拡大が売上高成長につながっている。

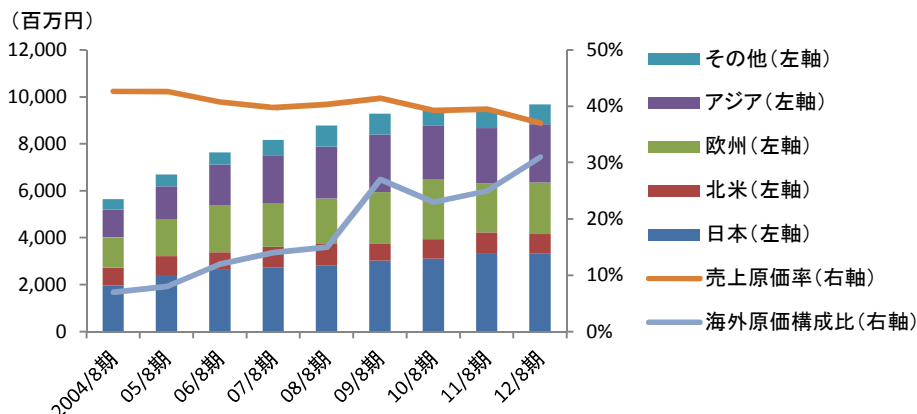
一方、08年8月位以降の営業利益は横ばいで推移している。同社の主力製品はアイテム数が多く、川下工程では人によるチェックが欠かせないため、生産工程は労働集約的な多品種少量生産と考えられる。同社は原価率改善策として、労務費削減を目的にベトナム工場を96年に立ち上げ、次いでミャンマーとラオスにも進出。海外生産拠点の増強で売上原価に占める労務費の安い海外生産子会社の構成比が高まり売上原価率は改善。

他方、研究開発費などの販管費は増加を続け、営業利益率は07年8月期の40.7%から12年8月期には35.9%に悪化し、結果的に売上高成長が利益成長に反映されていない。

なお、12年8月期末の全従業員数(2,581名)に占める海外4工場の従業員数の割合は90%弱に達し、現地工場は日本語によるオペレーションが基本。同社は日本式の従業員教育とオペレーションで、国内工場並みの品質を確保している。



図表4 地域別売上高・売上原価率・海外原価構成比推移

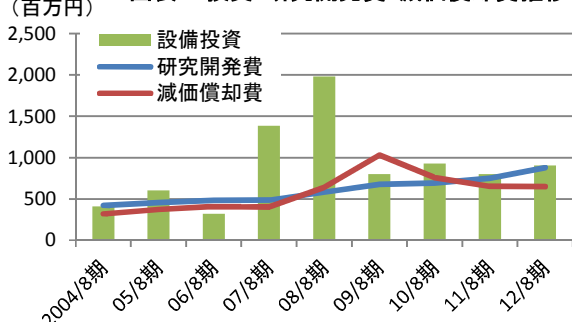


出所) 有価証券報告書より当センター作成

◆ 健全な財務内容で投資資金は自己資金でカバー

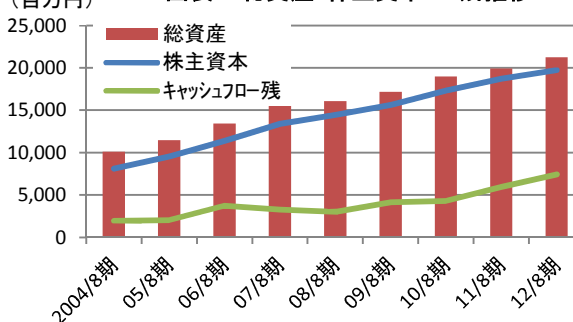
同社は05年8月期から無借金経営を続け、投資資金もキャッシュフローでほぼ賄うなど、財務内容は健全である。中期的にはアジアへの生産移管に伴う資金需要が見込まれるものの、長期的には積み上がる株主資本でROE(自己資本利益率)など、資本効率指標の低下が懸念される。

図表5 投資・研究開発費・減価償却費推移



出所) 有価証券報告書より当センター作成

図表6 総資産・株主資本・CF残推移



出所) 有価証券報告書より当センター作成

> 同業他社との比較

◆ 高い収益性が魅力

同業他社比較は、医療機器セクターの中で売上高規模やニッチ市場での存在感を基準に、人工透析用留置針で高い国内シェアを誇るメディキットと、歯科用ハンドピースで世界トップクラスのナカニシを取り上げる。

同社は事業規模で劣るものの、収益性の売上高経常利益率は3社の中でトップ。一方、経常利益成長率には物足りなさを感じる。安全性は3社とも自己資本を十分に積み上げており、財務的なリスクは3社とも小さいと考えられる。

図表7 同業他社との財務指標比較

銘柄 (基準決算期)		マニー (2012/8期)	メディキット (2012/3期)	ナカニシ (2011/12期)
規模	売上高(百万円)	9,693	14,126	22,266
	経常利益(百万円)	3,518	3,745	7,135
	総資産(百万円)	21,242	35,960	38,425
収益性	自己資本利益率	11.7%	6.8%	14.2%
	総資産経常利益率	17.1%	10.7%	19.5%
	売上高経常利益率	36.3%	26.5%	32.0%
成長性	売上高成長率(3年平均)	1.4%	4.6%	-1.1%
	経常利益成長率(同上)	0.4%	10.8%	3.2%
	総資産成長率(同上)	7.4%	5.3%	8.5%
安全性	自己資本比率	90.1%	85.9%	90.3%
	流動比率	775.8%	844.0%	841.2%
	固定資産長期適合率	40.8%	29.6%	31.4%

注) 3年平均成長率は複利計算。流動比率＝流動資産/流動負債。固定資産長期適合率＝固定資産/(自己資本＋固定負債)×100

> 今後の業績見通し

◆ 13年8月期の会社計画は4%営業増益を見込む

2013年8月期の会社計画は売上高が前期比2.7%増の99.5億円、営業利益は同4.0%増の36.1億円、当期純利益は同2.5%増の22.3億円を見込む。

事業セグメント別では、サージカル関連製品が眼科ナイフと新製品投入で8.8%増収、11.9%営業増益の見通し。デンタル関連製品は根幹治療機器のアジア強化、並びに模造品対策効果と海外生産移管によるコスト削減で3.1%増収、11.6%営業増益を見込む。一方、アイレス針関連製品は欧州競合メーカー(FSSB Chirurgische Nadeln GmbH: ドイツ)への価格政策で3.4%減収、5.3%営業減益の見通し。

13年8月期の設備投資はベトナム工場とミャンマー工場の増強で前期比5.4億円増の14.5億円。これによる減価償却の増加は14年8月期以降の見通しだが、研究開発費は増額を見込む。

なお、同社は13年8月期利益計画のリスク要因として、1) 円高及び価格競争による売価下落、2) 海外生産効率化の遅延、3) 中国の日本製品不買拡大、などを挙げている。

◆ 第1四半期決算は減収減益

2013年8月期第1四半期決算は売上高が前年同期比12.1%減の20.6億円、営業利益は同32.1%減の6.2億円となった。13年8月期は欧州での価格政策などを理由に、第2四半期の会社計画は同3.3%減収、同16.1%営業減益を見込むものの、それでもこの計画に対する第1

四半期の進捗率は売上高が 45.0%、営業利益は 40.6%と遅れ気味。事業セグメント別に見ると、サージカル関連製品は前年同期比 8.3%増収となるも、海外生産移管に伴う一時的な生産効率悪化で同 11.3%営業減益。アイレス針関連製品は価格政策の影響で同 29.6%減収、同 37.4%営業減益。デンタル関連製品は中国の日本製品不買と一部不良品発生で同 11.9%減収、同 44.2%営業減益となった。

当センターは価格政策による収益悪化を見込み、13年8月期は会社計画の未達を予想

◆ 当センターは 13 年 8 月期会社計画の未達を予想

当センターの 2013 年 8 月期予想は売上高が前期比 1.1%増の 98.0 億円、営業利益は同 0.9%増の 35.1 億円、当期純利益は同 1.7%減の 21.6 億円と、会社計画の未達を見込む。

この理由は、売上高及び営業利益で最もウェイトの高いアイレス針関連製品の価格政策によるもの。同社は競合とのシェア争い激化から、欧州向け一部アイレス針単価を 30%程度引き下げ、これによる減収を 4 億円程度見込んでいる。この減収要因を販売数量の拡大で補うべく、コスト競争力に優れたベトナム工場増強で新興国への営業を強化する方針。

だが、新興国向け製品の拡大はプロダクトミックスの悪化を招き、ベトナム工場増強による原価率改善効果を相殺しかねない。また、一度価格競争に陥った製品の値戻しは困難と予想され、アイレス針関連製品の収益性は中期的な落ち込みが避けられないと考えられる。

◆ 中期的には研究開発費増と減価償却費増が重荷に

中期的には、国内工場からベトナム工場への生産移管で原価率の改善が見込まれるものの、欧州での価格政策と新興国向け製品拡大でプロダクトミックスの悪化が懸念される。

また、新製品強化で研究開発費の増加が予想されるうえ、海外生産移管による人員削減は行わず、国内要員は営業部門と研究開発部門に配置転換される模様。加えて、2014 年 8 月期以降はベトナム工場の本格稼働で減価償却費の増加が予想されるなど、固定費の増加が収益を圧迫する見通し。

したがって、中期的にはプロダクトミックスが悪化するなかでも、数量効果による売上高成長が求められる。

当センターでは、消耗品ゆえに価格競争に陥ったアイレス針関連製品の収益性回復は困難と予想する一方で、新製品投入による売上高成長が見込まれるサージカル関連製品と、模造品対策など新興国対応が進むデンタル関連製品はエリア拡大による売上高成長を予想する。

以上から、当センターでは 15 年 8 月期までの年平均成長率（複利計算）を売上高が 2.4%増、営業利益は 1.2%増を見込む。

図表8 業績予想

(百万円)

	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期E	14/8期E	15/8期E
売上高	9,443	9,460	9,693	9,800	10,100	10,400
(前期比)	1.6%	0.2%	2.5%	1.1%	3.1%	3.0%
売上原価	3,710	3,738	3,586	3,500	3,550	3,650
売上総利益	5,733	5,721	6,107	6,300	6,550	6,750
販売費一般管理費	2,181	2,254	2,627	2,790	2,970	3,140
営業利益	3,552	3,466	3,480	3,510	3,580	3,610
(前期比)	3.9%	-2.4%	0.4%	0.9%	2.0%	0.8%
営業外収益	55	87	65	30	40	50
営業外費用	16	21	27	30	30	30
経常利益	3,591	3,532	3,518	3,510	3,590	3,630
(前期比)	3.3%	-1.6%	-0.4%	-0.2%	2.3%	1.1%
特別利益	48	132	16	0	0	0
特別損失	5	465	1	0	0	0
税引前当期純利益	3,634	3,199	3,533	3,510	3,590	3,630
法人税等	1,438	1,206	1,327	1,350	1,380	1,400
調整額	-50	-28	26	0	0	0
当期純利益	2,246	2,021	2,179	2,160	2,210	2,230
(前期比)	4.2%	-10.0%	7.8%	-0.9%	2.3%	0.9%
研究開発費	695	754	882	900	920	940
減価償却費	760	653	653	640	700	750
設備投資	930	801	910	1,450	850	850

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

図表9 事業セグメント別業績予想

(百万円)

	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期E	14/8期E	15/8期E
売上高	9,443	9,460	9,693	9,800	10,100	10,400
サージカル	3,034	3,135	3,140	3,400	3,500	3,600
アイレス針	3,504	3,207	3,408	3,200	3,300	3,400
デンタル	2,904	3,116	3,144	3,200	3,300	3,400
営業利益	3,552	3,466	3,480	3,510	3,580	3,610
サージカル	1,058	1,122	1,036	1,200	1,240	1,260
アイレス針	1,474	1,417	1,583	1,390	1,350	1,330
デンタル	1,019	926	860	920	990	1,020

出所) 有価証券報告書より、予想は当センター

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 特許権で武装した固有技術による高品質に強み

同社のビジネスモデルは、事業領域を医療機器のニッチ市場に絞り込み、特許権で武装した独創的固有技術によってベーシックで寿命の長い製品を生産。これがビジネスサイクルの長期化による安定した収益を稼ぎ出している。

図表 10 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・最終ユーザーの医師がターゲット。国内はもとより海外展開で顧客層を拡大	・海外輸出地域	・100カ国以上
	ブランド ・独自固有技術による高品質製品	・世界シェア	・アイレス縫合針 10%、リーマ 50%、眼科ナイフ 30%
	事業パートナー ・国内及び海外の代理店網 ・アイレス針関連製品のOEM供給	・代理店数 ・OEM供給件数	・約300店 ・約150社
組織資本	プロセス ・ニッチ領域に特化した製品ラインアップ	・主力製品のアイテム数	・手術用縫合針約10,000種、根幹治療機器約3,000種
	知的財産・ノウハウ ・独自固有技術による微細加工技術	・特許権	・238件(うち海外172件)
人的資本	経営陣 ・取締役7名の「委員会」が業務執行役員を選任する透明性の高いガバナンス	・社外取締役数	・4名
	従業員 ・海外工場での日本語オペレーション ・モチベーションを高める社員へのストックオプション	・研修費用または研修期間 ・未行使株式数	・開示無し ・299,800株

注) KPIの数値は2012年8月期、シェアはいずれも推定値

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は医療機器メーカーとして生命・環境を常に意識し、全員参加の活動を行なっている。公的レギュレーションでは、環境マネジメントシステムに関する国際規格「ISO 14001」取得と、労働安全衛生マネジ

メントシステムに関する「OHSAS 18001」を取得。
 具体的な環境への主な取り組みとして、1) 省資源化：3R (Reduce、Reuse、Recycle) の推進、2) 省エネルギー化、3) 環境の向上、などを実践している。

◆ **社会的責任 (Society)**

企業理念の「患者のためになり、医師の役に立つ製品の開発、生産、提供を通して世界の人々の幸福に貢献する」が、同社の社会的責任に対する意思表示と考えられる。

◆ **企業統治 (Governance)**

同社のコーポレート・ガバナンスに関する基本方針は、「Shareholders as owners (所有者としての株主)」を基本としつつ、「各ステークホルダーの利益の共通化」の実現にある。これに向け、2004年から「委員会設置会社」に移行した。委員会は取締役7名（うち社外取締役4名）で構成され、指名委員会・監査委員会・報酬委員会の各委員会が経営監督を行うとともに、取締役会が業務執行役員を選任。経営の監督機能と業務執行機能とを分離した制度によって、透明性の高いガバナンスを実現している。

とは言え、社内取締役は創業家の3名が務め、それぞれ大株主上位であると同時に、2名が会長と社長の各執行役を務めることから、創業家寄りの意思決定が成されるリスクを排除できない。なお、創業家の持株比率は1/3前後と推察される。

図表11 大株主の状況

松谷貴司(取締役・執行役会長)	11.8%
マニックス	10.9%
松谷正光(取締役)	9.0%
BBH FOR FIDELITY LOW-PRICED STOCK FUND	2.8%
松谷正明(取締役・執行役社長)	2.7%
野村信託銀行	2.3%
RBC DEXIA IST LONDON-CLIENTS ACCOUNT	2.3%
重田康光	2.0%
MANI社員持株会	1.9%
日本トラスティ・サービス	1.9%
自己株式	4.6%

出所) 2012/8期有価証券報告書

図表12 所有者別状況

金融機関	10.3%
法人	12.2%
外国人投資家	13.0%
個人その他	64.5%

出所) 2012/8期有価証券報告書

4. 経営戦略

> 当面の課題と戦略

新製品投入とエリア拡大、海外生産移管で成長を目指す

◆ 短期的には新興国強化と海外生産体制の強化に注力

同社は短期的な戦略として、1) 新興国の経済成長に伴う医療消耗品需要への対応、2) 先進国市場の術式変化による新たな医療機器ニーズの把握、3) 国内生産機能の海外移管、などを掲げている。

まず、新興国への対応では2010年のベトナム販売子会社設立に続き、12年には中国にも販売子会社を設立。今後は有力販売代理店の開拓を進めながら模造品対策を講じ、インドやシンガポールでの販売子会社設立も検討している。なお、中国の日本製品不買運動が長引くようであれば、自社ブランドにこだわらずOEM供給も視野に入れている模様。

これに対し、先進国ではニーズの把握と新製品投入を進めながら、主力製品のシェアアップで売上高成長を目指す。

また、さらなるコスト削減を目的に、ベトナム工場ならびにミャンマー、ラオスの生産力増強を進める一方、国内工場は新製品開発や試作品製作、一部の高付加価値品生産などに特化し、将来的には海外工場に生産品目の大部分を移管する方針である。

> 今後の戦略

◆ 各カテゴリーでシェアトップを目指す

同社は中期戦略として、1) グローバル市場でのシェア拡大、2) 製品の多様化を促進、3) 圧倒的コスト優位の確立、などを掲げている。

シェア拡大においては、主力製品の使い勝手追求で更なる高品質を目指すとともに、営業強化でグローバル市場でのシェア拡大を目論む。また、術式の変化や医療ニーズを取り込みながら研究開発を強化し、積極的に新製品の市場投入を進める方針である。中長期的には、グローバル市場でのシェア拡大と新製品投入を両輪に、売上高成長を目論む。

他方、利益面では国内工場から海外工場への生産移管でコストを引き下げ、収益性の改善を図る。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 固有技術による高品質が強み

同社の強みは、特許権で武装された固有技術によってもたらされる高品質と考えられる。高品質ゆえに医師の信頼を獲得し、ニッチ市場とは言え業界トップクラスのシェアを確保している。

図表 13 SWOT 分析

項目	マニーの特質・事情
強み Strength	<ul style="list-style-type: none"> ・特許権で武装した固有技術 ・ニッチ市場ながら高シェアを確保する高品質 ・アジア生産によるコスト競争力 ・長寿命製品による安定的なビジネスモデル
弱み Weakness	<ul style="list-style-type: none"> ・消耗品ゆえに価格競争に陥りやすい主力製品 ・単価が低くブレークスルーポイントが見込み難い製品ポートフォリオ ・労働集約的で多品種少量生産による高コスト体質 ・特許期間の満了
機会 Opportunity	<ul style="list-style-type: none"> ・外科手術における術式の変化 ・診療報酬改定における保険償還価格のプラス改定 ・新興国の医療インフラ整備進展
脅威 Threat	<ul style="list-style-type: none"> ・診療報酬改定による保険償還価格のマイナス改定 ・工場進出地域のカントリーリスク ・為替の変動 ・OEM 供給の契約解除 ・日系メーカーによる海外従業員の引き抜き

> 経営戦略の評価

◆ 課題は利益成長

同社は創業以来、医療機器への特化を経営方針に掲げている。その中でも固有技術（針金の微細加工）を生かせるニッチ分野に絞り込んだ長寿命製品戦略と、高品質を背景にした高いシェアが同社の安定したビジネスモデルの基盤となっている。

その一方で、同社の主力製品は消耗品のため単価が低く、持続的な売上高成長にはシェアアップやエリア拡大による数量増、新製品開発による製品ポートフォリオの拡充が必要不可欠である。

同社はシェアアップとエリア拡大（新興国進出）に求められるコスト競争力を強化すべく、早くからベトナムで生産を開始。日本語オペレーション等で国内工場と同等の品質を確保しながら、海外生産拠点増強で数量増への対応を整えつつある。

**利益成長には研究開発強化
による新製品投入が不可欠**

残る課題は利益成長であろう。一般的に、医療機器市場は国（地域）が定める安全性などのレギュレーションをクリアしないと製品を発売出来ない。

言い換えると、このレギュレーションが参入障壁となってプレーヤーが限定され、先行メーカーほど高いシェアと製品ライフサイクルの長期化を背景に安定した収益を獲得しやすい。

そこで同社に求められるのは、術式の変化や医療ニーズによってカテゴライズされた市場の中で、ファーストインクラスもしくはベストインクラスの製品を投入できるだけの製品開発力と考えられる。

新製品の研究開発には、「人」・「技術」・「資金」・「時間」などが必須と予想されるなか、同社は海外生産移管による配置転換や固有技術の蓄積、十分なキャッシュフローを背景に「人」・「技術」・「資金」が確保されている。残る「時間」については、有力技術や独創的企業を潤沢な「資金」で購入し、成長のスピードアップを図ることも長期的な事業戦略の一つと考えられる。

> 利益還元策

◆ 株主資本の厚さから配当性向の引き上げを期待

同社の配当政策は、内部留保を確保しつつ配当性向 30%程度が基本。他方、株主資本比率は 2012 年 8 月期末で 93%に達し、その大部分を配当原資の利益剰余金が占めている。短期的には海外生産増強による資金需要が予想されるものの、中期的には配当性向引き上げによる増配が期待されよう。

また、同社は 08 年 8 月期から自己株取得を実施し、12 年 8 月期末で 54.4 万株（持株比率 4.6%）を保有。資本政策の観点から、自己株式取得は今後も実施される可能性が高いと考えられる。

> バリュエーション比較

◆ 株価バリュエーションは割安感に乏しい水準

同業他社（メディキット、ナカニシ）との株価バリュエーション比較では、今期予想 PER や前期実績 PBR など短期的な指標の面で、同社の株価水準は割安感に乏しいと考えられる。

株価を押し上げているプレミアム部分は、ニッチ市場で安定収益を確保している同社ビジネスモデルへの評価と推察される。更には、中国のカントリーリスクが改めて認識させられるなか、ベトナムやミャンマー、ラオスの生産拠点に対するリスク分散的評価とも考えられる。これらのプレミアム部分を株価バリュエーションから切り離し、ファンダメンタルズを基にした業界の適正バリュエーションは、PER10 倍～15 倍と仮定される。

図表14 同業他社とのバリュエーション比較

銘柄	マニー	メディキット	ナカニシ
株価(円)	3,175	2,920	9,500
今期予想PER(倍)	16.7	13.5	12.5
前期実績PBR(倍)	1.9	0.9	1.6
今期予想配当利回り	2.0%	1.9%	1.1%
時価総額(億円)	377.2	275.6	597.0

注)マニーは当センター予想、その他は会社計画。ナカニシの今期予想は2012/12期

注)株価は1/11終値

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は 1,970 円～3,000 円を想定

同社の株価は、中国のカントリーリスクが強く認識され始めた 2012 年 9 月頃から上昇スピードを速め、13 年 1 月には直近高値 3,535 円を付けた。ただし、この動きは前述したプレミアムが作用したもので、株価水準はファンダメンタルズ評価から上方に乖離していると考えられる。

当センターの 2015 年 8 月期予想 EPS196.7 円に、前項で推察した業界の妥当バリュエーション PER10 倍～15 倍を当てはめると、同社の適正株価水準は 1,970 円～3,000 円のレンジが想定される。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

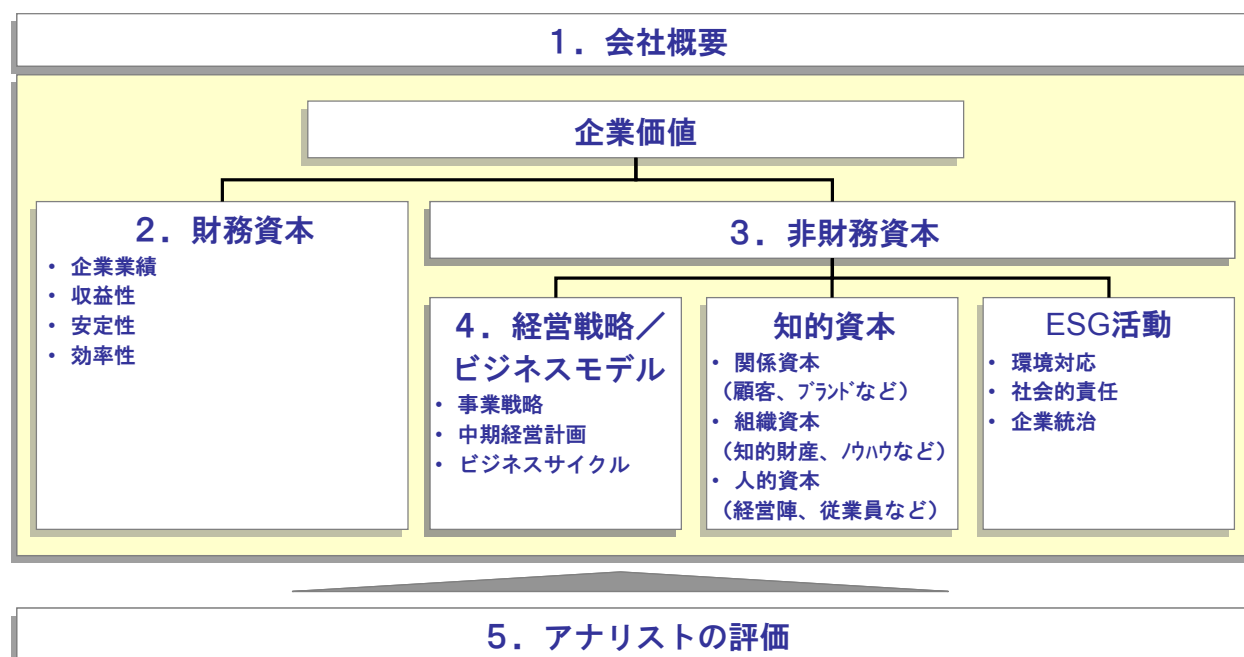
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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。