

2012年3月22日（木）

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
永田 昌寿

■自動車生産の回復を背景に回復へ

半導体・電子部品商社。半導体・電子部品商社としては中堅ながらも、特化しているカーエレクトロニクス向けでは上位シェアを獲得。仕入先は、ルネサスエレクトロニクス<6723>とNEC<6701>で60~65%、販売先はデンソー<6902>を始めトヨタグループなど自動車関連企業で約80%の構成となっている。2011年は、東日本大震災やタイ洪水等など非常事態の年であったが、商品情報の提供や代替品など各種提案を通じて、自動車業界のサプライチェーンを支えたことで同社の存在感が高まった1年だった。

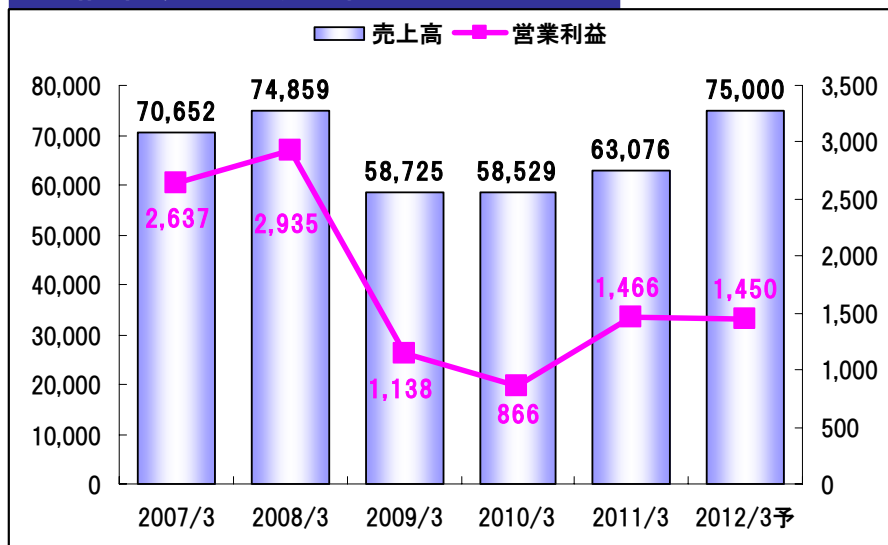
2012年3月期の業績は、主力顧客業界の自動車生産の回復を背景に下期（10~3月期）で回復が見込まれる。すでに、業績予想については、会社計画が2度上方修正されているが、第3四半期（10~12月期）決算を経て通期業績も足元は計画通りの進捗。2013年3月期の見通しは、主力顧客の自動車業界の生産台数に左右されると想定されるものの、現状の自動車メーカーの生産計画を前提とすると堅調な展開が予想される。利益面では2012年12月末の営業権償却の完了で2013年3月期の第4四半期（1~3月期）以降、月額で30百万円程度の負担軽減となる見込みだ。

中長期的にはカーエレクトロニクス市場自体の拡大が注目される。また、企業価値算定の視点から現金+運転資産（在庫+売掛金）から負債全額を差し引いた流動性の純資産がおおよそ120億円に達する一方で、同社の時価総額が約60億円（2012/3/21終値株価で算出）である点なども注目される。

■Check Point

- ・カーエレクトロニクスの分野に特化し高いシェアを誇る
- ・自動車生産の回復と主力取引先からの納品量増加が寄与
- ・バランスシートには負荷も商社・卸機能の役割に期待

連結業績の推移（単位：百万円）



■会社概要

カーエレクトロニクスに専門特化した半導体・電子部品商社

(沿革)

中部地区が地盤の半導体・電子部品商社。1948年（昭和23年）3月に、通信技術者であった萩原忠臣氏が名古屋市内にて創業。その後、1956年（昭和31年）8月にNECの販売特約店となり、中部地区を地盤とするトヨタグループやデンソーなど自動車関連企業のほか、FA（ファクトリーオートメーション：工場自動化）機器関連や工作機械関連企業を主な顧客としている。仕入先には、NECの特約店から商社部門を開始した経緯からNECをはじめとする3社から分社・経営統合されたルネサスエレクトロニクスが仕入先メインとなっている。

(事業概要)

システムLSI、電子部品などを取り扱うデバイスビジネスが約80%、FA機器やIT機器を手掛けるソリューションビジネスが20%の事業売上の構成。商品区分別の内訳では、集積回路や半導体など電子部品が約80%を占めている。一方、販売取引先については、デンソーやトヨタ自動車<7203>など愛知県に本拠地を置く自動車関連企業が70%超占めているために、仕向け先産業別では自動車業界が80%の構成となっている。いわゆるカーエレクトロニクスに特化した専門商社である。FA機器など一部自社生産も手掛けるが、採算を重視した受注生産を基本としているためウエイトは小さい。

会社計画

	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3予
売上高	62,996	70,652	74,859	58,725	58,529	63,076	75,000
電子部品	44,374	49,317	54,646	44,315	49,301	48,604	58,440
（集積回路）	(27,603)	(31,069)	(35,711)	(29,116)	(32,920)	(32,090)	(40,094)
（半導体）	(8,638)	(9,678)	(10,325)	(8,050)	(8,462)	(9,233)	(10,661)
（一般電子部品）	(8,131)	(8,569)	(8,610)	(7,147)	(7,918)	(7,280)	(7,685)
電子機器	15,422	17,354	15,612	10,311	7,227	11,539	13,580
（電子機器）	(14,817)	(16,458)	(14,752)	(9,420)	(6,455)	(8,979)	(9,913)
（その他商品）	(605)	(896)	(860)	(891)	(772)	(2,559)	(3,667)
自社製品	3,199	3,979	4,600	4,098	2,000	2,933	2,980
（FA機器）	(2,472)	(3,287)	(3,934)	(3,149)	(1,333)	(2,179)	(2,395)
（その他製品）	(727)	(692)	(666)	(949)	(666)	(754)	(585)
<前期比>							
売上高	15.6%	12.2%	6.0%	-21.6%	-0.3%	7.8%	18.9%
電子部品	19.8%	11.1%	10.8%	-18.9%	11.3%	-1.4%	20.2%
電子機器	10.4%	12.5%	-10.0%	-34.0%	-29.9%	59.7%	17.7%
自社製品	-7.9%	24.4%	15.6%	-10.9%	-51.2%	46.7%	1.6%
<構成比>							
電子部品	70.4%	69.8%	73.0%	75.5%	84.2%	77.1%	77.9%
（集積回路）	43.8%	44.0%	47.7%	49.6%	56.2%	50.9%	53.5%
（半導体）	13.7%	13.7%	13.8%	13.7%	14.5%	14.6%	14.2%
（一般電子部品）	12.9%	12.1%	11.5%	12.2%	13.5%	11.5%	10.2%
電子機器	24.5%	24.6%	20.9%	17.6%	12.3%	18.3%	18.1%
（電子機器）	23.5%	23.3%	19.7%	16.0%	11.0%	14.2%	13.2%
（その他商品）	1.0%	1.3%	1.1%	1.5%	1.3%	4.1%	4.9%
自社製品	5.1%	5.6%	6.1%	7.0%	3.4%	4.6%	4.0%
（FA機器）	3.9%	4.7%	5.3%	5.4%	2.3%	3.5%	3.2%
（その他製品）	1.2%	1.0%	0.9%	1.6%	1.1%	1.2%	0.8%

(出所) 会社資料



■会社概要

カーエレクトロニクス分野に特化し高いシェアを誇る

同社の半導体・電子部品業界のポジショニングについて

同社の業界での位置付けについては、上場している半導体・電子部品商社の中では中堅の位置付けである（参照：一覧表）。ただし、特化しているカーエレクトロニクス分野では高いシェアにあるようだ。具体的な数値の裏付けが乏しいものの、開示されている各種データを照らし合わせると蓋然性が高い。主力仕入先であるルネサスエレクトロニクスの自動車用マイコン分野の世界シェアは30%で、国内シェアは60%となっており、ともに首位。ルネサスエレクトロニクスにおけるマイコン事業の自動車向け売上高は1,728億円（2011年3月期実績）で、ルネサスエレクトロニクスの同社向け売上高は343億円（2011年3月期）の実績であった。同社が仕入れているルネサスエレクトロニクス製品の大半が自動車向けであり、かつルネサスエレクトロニクスの販売取り扱い特約店16社中で、同社は自動車向けでは首位の位置付けにある。

なお、ルネサスエレクトロニクスが2010年に特約店統合に動いたことで、特約店は30社→16社に減少している。同社はその過程で2社の営業権を引き継いだ。引き継ぎ事業の年商は約110億円で、買収対価は対象事業の年間粗利益の1/2となっている。変動の可能性こそあるが、費用化対象の営業権は約2年間の累計で5～8億円近くになる見通しだ。

半導体・電子部品商社・卸上場30社一覧（2010年度）

企業名	コード	決算期	市場	時価総額 (百万円)	売上高 (百万円)	予想PER	PBR
UKC	3156	3月	東証1部	18,055	303,585	9.0	0.48
加賀電子	8154	3月	東証1部	24,626	237,951	18.9	0.52
リョーサン	8140	3月	東証1部	57,581	216,154	23.0	0.49
丸文	7537	3月	東証1部	11,922	210,455	9.9	0.36
菱電商事	8084	3月	東証1部	22,825	197,016	9.3	0.46
トーメンデバイス	2737	3月	東証1部	14,284	189,693	8.1	0.73
マクニカ	7631	3月	東証1部	33,776	188,440	9.7	0.58
三信電気	8150	3月	東証1部	21,530	182,670	18.7	0.36
黒田電気	7517	3月	東証1部	29,038	179,044	7.8	0.65
佐島電機	7420	5月	東証1部	8,848	170,502	6.6	0.31
トーメンエレクトロニクス	7558	3月	東証1部	18,325	147,169	6.0	0.48
バイテック	9957	3月	東証2部	7,886	130,417	6.3	0.92
新光商事	8141	3月	東証1部	18,144	123,023	13.0	0.38
立花エレクトリック	8159	3月	東証1部	16,720	119,021	7.8	0.47
カナデン	8081	3月	東証1部	18,571	118,501	12.2	0.57
伯東	7433	3月	東証1部	19,817	110,910	7.9	0.50
都築電気	8157	3月	東証2部	21,313	96,284	53.3	0.75
菱洋エレクトロ	8068	1月	東証1部	26,969	94,353	29.0	0.43
ルネサスイーストン	9995	3月	ジャスダック	7,059	88,572	7.1	0.42
エクセル	7591	3月	東証1部	7,206	81,945	9.7	0.32
東京エレクトロ デバイス	2760	3月	東証1部	15,847	80,135	10.2	0.69
協栄産業	6973	3月	東証1部	4,950	65,352	9.0	0.39
たけびし	7510	3月	大証2部	6,733	63,261	6.0	0.43
萩原電気	7467	3月	ジャスダック	5,941	63,076	7.9	0.36
富士通エレクトロニクス	9883	2月	東証1部	19,323	42,850	8.1	0.93
イノテック	9880	3月	東証1部	10,694	25,882	11.3	0.50
アムスク	7468	3月	ジャスダック	1,006	22,502	8.4	0.24
萬世電機	7565	3月	大証2部	1,927	22,128	12.8	0.27
インターニクス	2657	3月	東証1部	3,754	21,292	10.4	0.40
PALTEK	7587	12月	ジャスダック	4,479	16,367	20.7	0.56
30社累計				479,148	3,608,550	10.9	0.50

（出所）各社有価証券報告書。時価総額は2012/3/21終値、萬世電機は2012/3/19終値。
※ピンク表示がルネサスエレクトロニクス系商社



自動車の電装化比率の上昇に対応し事業機会を拡大へ

SWOT分析

同社の経営環境分析について、SWOT分析（Strength「強み」、Weakness「弱み」、Opportunity「機会」、Threat「脅威」で構成された、組織のビジョンや戦略を企画立案する際に利用する、現状を分析する手法）を用いて簡便表にしたものが以下の通りである。

一般的に、商社・卸事業は、いわゆるメーカー直販による中抜きが最大の経営リスクであることは事実である。ただ、こと自動車関連の業界においては、一般に5～7年のモデルチェンジサイクルと民生品に比べて製品ライフサイクルが長い。また、厳格なサプライチェーンマネジメントが存在するため、企画・開発から参画することができる企業にとっては一定の商機はあり続けると考えられる。

事業機会の拡大の可能性としては、(1)HV（ハイブリッド自動車）やEV（電気自動車）の普及などによる自動車の電装化比率上昇に加え、(2)自動車を核とするホームエレクトロニクス市場等新たなフロンティアが創出されることなどが挙げられる。(2)では、供給者が産業横断的に取り組むことが課題になるので、技術や調達など各種情報の共有化などで役割が広がることが想定される。この分野で同社は、半導体や電子部品のほか、通信、FA・工作機械など電子制御について事業を通じて幅広い知見を有していることが強みとなる。

SWOT分析

		好影響	悪影響
		<機会 (Opportunity)>	<脅威 (Threat)>
外部環境		<ul style="list-style-type: none"> ・HV/EVによる自動車の電装化上昇 ・自動車を核としたホームエレクトロニクス市場の拡大 ・サプライチェーンの変更 	<ul style="list-style-type: none"> ・仕入先メーカー直販化拡大 ・仕入先メーカーの競争力低下 ・仕入先メーカーの統合再編
		<強み (Strength) >	<弱み (Weakness) >
内部環境		<ul style="list-style-type: none"> ・取引先との技術情報の共有 ・サプライチェーンのサポート ・在庫・金融機能の提供 	<ul style="list-style-type: none"> ・販売先と仕入先の偏重

(出所) 取材等によりフィスコ作成

■事業リスクについて

特定取引先・仕入先が集中、事業効率化メリットも

(1) 特定販売先・仕入先への依存度

特定仕入先と特定販売先への偏重は、リスクと目される可能性がある。販売先では、デンソー、トヨタ自動車及び同グループ企業まで含めると合計で80%近くを構成。仕入先では、ルネサスエレクトロニクス、NEC及び同グループ企業まで含めると60~65%超となっている。以下の表は過去6年間の販売の推移を表にしたものだ。仕入先である半導体業界の再編には留意する必要がある。同社の主力仕入先であるルネサスエレクトロニクスは、2010年に特約店を30社から16社に統合した。ただし、同社は、カーエレクトロニクス分野での高シェアから2社の営業権を引き継いだためにむしろ規模拡大に貢献した。さらには、特定取引先・仕入先に集中していることは取引先との情報共有などによる緊密な関係が構築しやすいほか、事業の効率化に資するメリットもあると考えられる。

販売先・仕入先明細

	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	
販売先	デンソー	32,788	36,307	38,897	29,426	30,979	32,248
	(構成比)	52.0%	51.4%	52.0%	50.1%	52.9%	51.1%
	トヨタ自動車	6,267	8,536	9,498	8,321	9,187	7,762
	(構成比)	9.9%	12.1%	12.7%	14.2%	15.7%	12.3%
	その他	23,940	25,808	26,464	20,977	18,362	23,065
(構成比)	38.0%	36.5%	35.4%	35.7%	31.4%	36.6%	
合計	62,996	70,652	74,859	58,725	58,529	63,076	

	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	
仕入先	ルネサスエレクトロニクス(株)	29,571	32,813	35,654	27,570	33,532	34,356
	(構成比)	53.3%	52.7%	54.0%	54.4%	64.0%	56.9%
	ルネサスエレクトロニクス販売(株)						2,987
	(構成比)						4.9%
	日本電気(株)	3,328	4,844	4,071	1,192	1,216	1,620
(構成比)	6.0%	7.8%	6.2%	2.4%	2.3%	2.7%	
その他	22,561	24,630	26,283	21,887	17,649	21,453	
(構成比)	40.7%	39.5%	39.8%	43.2%	33.7%	35.5%	
合計	55,461	62,288	66,009	50,650	52,399	60,418	

(出所) 有価証券報告書。なお、ルネサスエレクトロニクスには、※2010/3期以前はNECエレクトロニクス社向け仕入高を表記

(2) 財務リスク

同社の有価証券報告書には退職給付債務、減損リスクに関して記載がある。土地(バランスシート計上額19億円)には含み損が一部にあることが述べられている。土地自体は、名古屋地区の本社・別館のほか、愛知県内にある物流施設や自社製品生産拠点など事業資産。資産明細から、含み損は本社(帳簿額872百万円、坪単価2.44百万円)にあると推定されるが、各事業の収益状況からは減損処理の必要性は薄いようだ。減損に関しては、2011年3月期に営業譲受した事業の営業権(推定5億円超で変動の可能性あり)も、将来的に当該事業の収益見通しに変化が出た場合に認識する必要がある。

(3) 天災リスク

本社及び事業拠点が愛知県内に集中している点から、事前に準備された災害対策を超える地震等の天災リスクを考慮する必要がある。一方で、愛知県内の集中は、主要顧客先の本社及び研究開発などの主要拠点と近隣であるために、コミュニケーションを密にできるなどのメリットもある。

■業績動向

自動車生産の回復と主力取引先からの納品量増加が寄与

同社の業績は、自動車生産量によって変動する収益構造となっている。主力取引先からは企画・開発から参加するTier1（一次請け）のポジションも獲得しており、自動車のモデルチェンジサイクルに根差した収益モデルである。粗利益率も安定しており、セールスマックスと採用車種の販売動向次第で仕入先メーカーより入るインセンティブ収入などで変動が生じる。

(1) 2012年3月期の第3四半期決算

2012年3月期（10～12月期）は、連結売上高20,379百万円（前年同期比38.7%増）、同経常利益347百万円（同31.9%増）と前年四半期比較で5四半期ぶりに増収増益での着地となった。FA向けなど一部事業に停滞感が見られたが、自動車生産の回復を背景に、主力取引先のトヨタグループやデンソーへの納品量が増加したことが寄与した。また、売上高は、主力仕入先のルネサスエレクトロニクスの代理店統合に伴って、2011年3月期に同社が同業他社より営業権を譲受したことも奏功した。

営業権買収は、損益面には現状のところ寄与は小さい。営業権の償却（2年償却）のほか、引き継いだ営業関連費用（人件費が主体）を要しているため、2011年3月期に比較して販売管理費が増加している主要因となっている。

セグメント別では、以下の表の通り。デバイスビジネスが好調。ソリューションビジネスユニットが、FA業者向けの自社製品などが上期までに復興関連需要の一巡から一服したことで2012年3月期（10～12月期）の収益は低下した。

事業セグメント情報（単位：百万円）

		2011/3	2011/3	2011/3	2011/3	2012/3	2012/3	2012/3
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
デバイス ビジネスユニット	売上高	11,987	12,632	11,585	14,702	10,851	17,104	17,707
	YOY	-	-	-	-	-9.5%	35.4%	52.8%
	営業利益	504	607	369	405	218	573	562
	YOY	-	-	-	-	-56.7%	-5.6%	52.3%
	同利益率	4.2%	4.8%	3.2%	2.8%	2.0%	3.4%	3.2%
ソリューション ビジネスユニット	売上高	2,034	3,047	3,105	3,984	2,515	3,118	2,673
	YOY	-	-	-	-	23.6%	2.3%	-13.9%
	営業利益	-31	128	159	248	77	160	49
	YOY	-	-	-	-	黒転	25.0%	-69.2%
	同利益率	-1.5%	4.2%	5.1%	6.2%	3.1%	5.1%	1.8%
全社コスト		202	223	255	242	204	256	234
連結合計	売上高	14,021	15,679	14,690	18,686	13,366	20,222	20,380
	YOY	31.6%	5.0%	-4.7%	6.6%	-4.7%	29.0%	38.7%
	営業利益	270	512	273	411	91	477	377
	YOY	黒転	109.4%	13.3%	-20.2%	-66.3%	-6.8%	38.1%
	同利益率	1.9%	3.3%	1.9%	2.2%	0.7%	2.4%	1.8%

（出所）決算短信、有価証券報告書

※2011/3期はセグメント区分変更のために前期比較は不能

■業績動向

(2) 2012年3月期通期業績見通し

震災やタイ洪水等がサプライチェーンを揺るがす1年であったが、2011年10月以降、自動車生産の回復から業績は回復。会社側では期初段階で業績見通しを非公表としていたが、予想正式開示以後、2度目の通期業績見通しの上方修正を行っている。当初想定されたマイコンなどの調達難や得意先の生産減少の幅が予想ほどでもなかったためだが、第3四半期（10～12月期）を経て、第4四半期（1～3月期）も、足元はほぼ会社計画ラインでの進捗しているようだ。FA等の減速からソリューションビジネスは低調だが、主力納品先である自動車関連の状況は順調で、デバイスビジネスの好調が全体を牽引しているもよう。

(3) 中長期的な観測 ～費用負担の軽減～

同社の業績は、主力自動車生産台数及び同シェアの動向がポイントとなってくる。2013年3月期第3四半期まで営業権の償却負担が重いが、それ以降の負担が軽減されることが利益面ではプラス材料だ。契約計算式上から営業権の費用化に変動の余地があるものの、年間3～4億円の増益要因になる見込み。

■配当政策と投資に関して

配当性向は25～30%で安定配当策を採用

連結当期利益に対する配当性向は25～30%と、連結純資産に対する配当率をベースに安定配当策が採用されている。投資に関しては、サプライチェーンの変化に伴う運転資本の増加に加えて、顧客先自動車メーカーの海外開発拠点拡大に伴う同社の海外展開のための投資などが予想される。

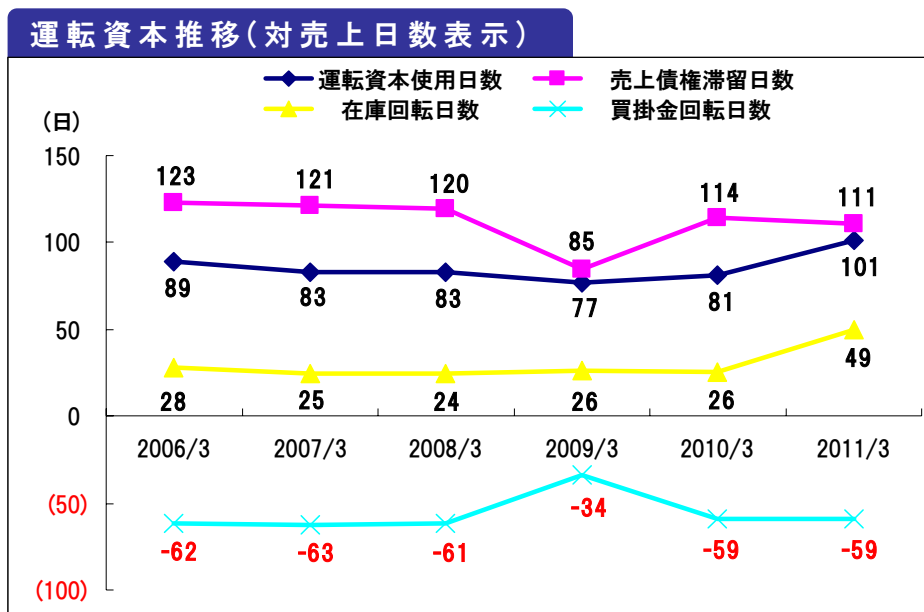
■財務状況に対する考察

バランスシートには負荷も商社・卸機能の役割に期待

今後については、在庫量が増えることが見込まれる。2011年の震災やタイ洪水の経験から、自動車産業でのサプライチェーンが変わりつつあるためだ。従来の「カンバン方式」に代表される持たざる経営から、中間在庫の手当など商社・卸機能が果たす役割が大きくなることが予想される。ただし、商機の拡大は在庫が増えるためにバランスシートには負荷がかかることを想定しておく必要がある。下記に同社の運転資本の使用状況推移を過去6カ年年度末の財務諸表から作成したものがあがるが、運転資本の使用期間は、ほぼ80日相当であったが、今後伸びることが予想される。なお、前期末の同日数が100日を超えているのは、震災直後や営業権買収に伴う引き継ぎ資産のためなど一時的な要因によるもので、第3四半期末（2011年12月末）にはほぼ正常な値に戻っている。

なお、自己資本比率は50%弱で半導体・電子部品商社のセクターでは平均的な位置付けにある（半導体・電子部品商社上場30社の2010年度末平均51.5%）。同社のバランスシートは、運転資本である売上債権・在庫が総資産80%（2011年12月末実績）を占めているのが特長で、商社の特性がよく表れた構造となっている。さらに、分析すると、自己資本比率の数字以上に保守的な内容と考えられる。理由としては、売上債権の大半はデンソーやトヨタグループ向けで、在庫についてもカスタマイコンなど非汎用品でかつ取引先の預かり在庫的な性格を有しており、劣化するリスクが小さいと考えられるためだ。

企業価値算定の視点から、現金＋運転資産（在庫＋売掛金）から負債全額を差し引いた流動性の純資産がおよそ120億円に達する。一方、同社の時価総額約60億円（2012/3/21終値株価で算出）である点などは注目される。



(出所) 有価証券報告書より作成
 ※運転資本使用日数＝売上債権滞留日数＋在庫回転日数－買掛金回転日数。



事業セグメント情報 (単位：百万円)

	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3
運転資本 (①+②-③)	15,380	16,072	16,973	12,411	13,006	17,510
売上債権①	21,233	23,475	24,599	13,625	18,267	19,184
在庫②	4,838	4,776	4,974	4,192	4,148	8,540
買掛債務③	10,691	12,179	12,600	5,406	9,409	10,214
自己資本	13,363	14,606	15,683	15,641	16,104	16,618
有利子負債	6,150	6,870	6,060	6,540	5,975	7,325
①+②の対資産比率	79%	78%	80%	61%	68%	77%

ディスクレマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ