

2012年12月13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
山田 潤,CFA

■国内外の自動車需要を受け2Qは大幅増益

車載デバイスの商品企画・設計段階から参画し、顧客企業の要望に沿ったスペックのマイコンや周辺デバイスの提供を行っている。自動車のハイブリッド化、プラグインハイブリッド化、EV（電気自動車）化に伴う電装化の高まりが同社の成長を支えている。

11月9日に発表された2013年3月期の第2四半期（4-9月期）決算は、売上高が前年同期比33.1%増の44,704百万円、営業利益が同80.5%増の1,026百万円、経常利益が同80.1%増の989百万円、四半期純利益が同81.3%増の537百万円と大幅な増収増益での着地となった。自動車関連企業における、震災後の挽回生産などによる国内自動車販売の増加や、北米や東南アジアでの旺盛な自動車需要に伴う増収効果に加え、利益率の高いハイブリッド車向け電子部品の販売が増加したことによるプロダクトミックスの改善、継続的なコスト削減努力から、2013年3月期の業績予想は達成されよう。

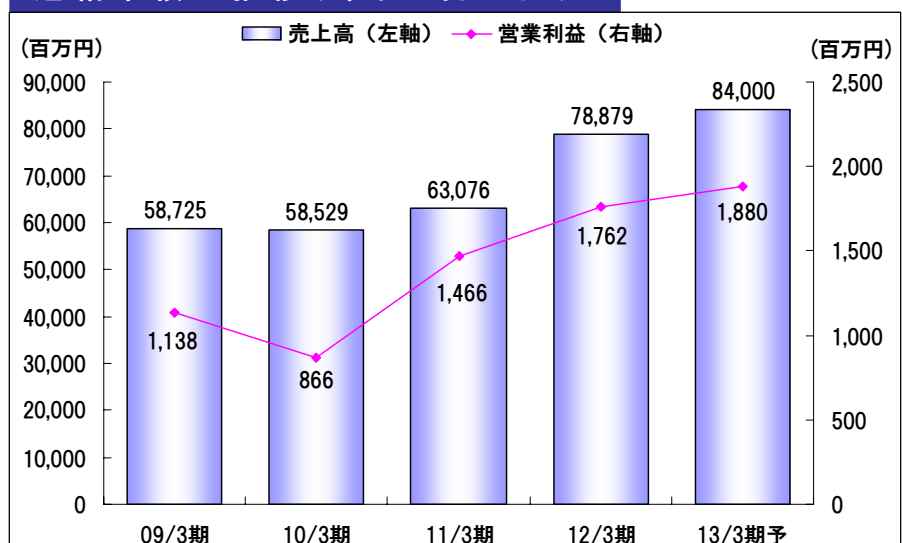
また、顧客、仕入先との長年の取引関係や高い開発力・ソリューション提供力といった強みを背景に、同社は高いフリーキャッシュフロー（FCF）創出力を有している。なお株主還元策では、連結配当性向25～30%の業績に応じた利益配当を実施していく方針で、今2013年3月期の年間配当金は38円が計画されている。

今後は、技術センターを充実させて技術目線での新商材発掘力、クルマの新機能への対応力、新ビジネス領域への対応力を強化する方針である。

■Check Point

- ・電子部品商社の機能に加え商品企画・設計段階からも参画
- ・ハイブリッド車向け販売の増加とコスト削減が奏功し大幅増益
- ・今2013年3月期の年間配当金は4円増配の38円を計画

連結業績の推移（単位：百万円）



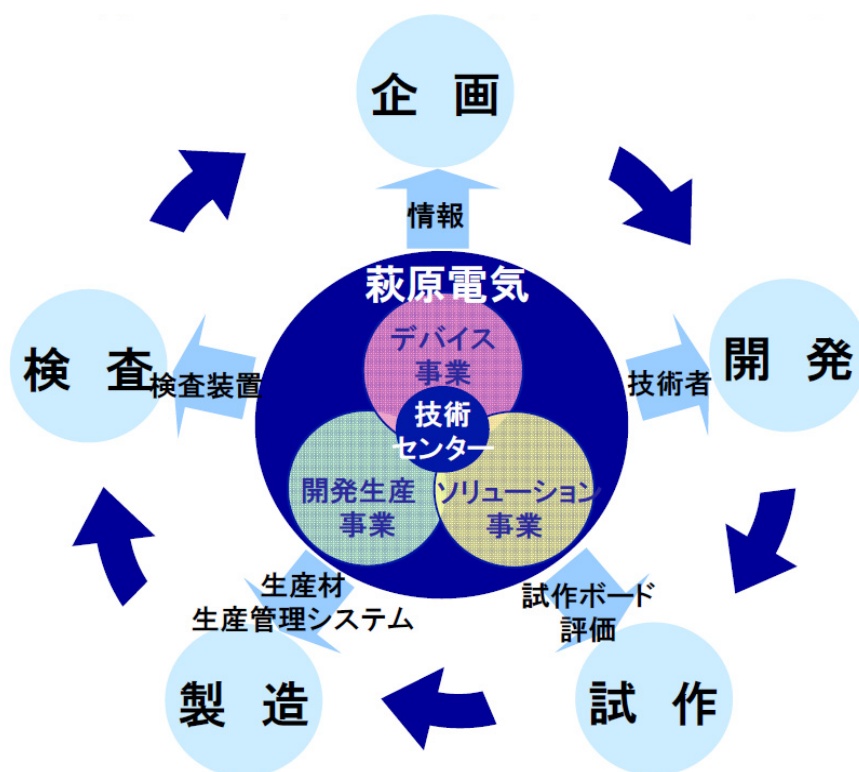
■会社概要

電子部品商社の機能に加え商品企画・設計段階からも参画

(1) 事業概要

同社は、マイクロコンピュータ（マイコン）などの電子部品の販売や、産業用電子機器の開発、生産、販売を手掛けている。半導体メーカーなどから半導体などの電子部品を仕入れ、デンソー<6902>などのトヨタグループ企業へ納入する電子部品商社としての機能に加え、車載デバイスの商品企画・設計段階から参画して、顧客企業の要望に沿ったスペックのマイコンや周辺デバイスの提供を行っている。自動車メーカーの開発の狙いを的確に理解し、それを半導体メーカーの開発に反映させる機能や、最適な品質のマイコンを最適なタイミングで納入する機能が同社の強みとなっている。自動車のハイブリッド化、プラグインハイブリッド化、EV（電気自動車）化に伴う電装化の高まりが同社の成長を支えている。総売上高の約8割が自動車向けとなっている。

トータルソリューションを創出



出所：会社説明会資料

■会社概要

デンソーなどトヨタグループ企業を主要取引先として成長

(2) 会社沿革

故萩原忠臣氏がアンリツ<6754>勤務を経て1948年に創業し、1958年に無線機などの電子機器メーカーとして会社を設立した。その後、NEC<6701>販売特約店として真空管販売を始め、1970年代に自動車分野へ進出したのを機に業績が拡大した。現在、デンソー<6902>などトヨタ<7203>グループ企業を主要取引先として連結売上高78,879百万円(2012年3月期)まで成長してきた。1995年にJASDAQ市場への上場を果たしている。

14年3月期中に全海外拠点に電子部品の技術営業職を配置

(3) セグメント別事業内容

「デバイスビジネスユニット事業」

主に自動車関連企業向けに、マイコン、システムLSI、アナログ・パワー半導体、コンデンサ、リレー、コネクタなどの電子部品の販売を行うことに加え、システムLSIの設計やソフトウェア開発などの技術サポートビジネスを展開している。

具体的には、次世代車の企画時には、顧客メーカーの機能的要望を聞き、それを実現する最適なマイコンを含めた周辺デバイスの提案を行う。デバイスの開発時には、マイコンの性能や各種開発ツールの技術面でのサポートおよびデバイスの動作確認や評価を行い、量産時にはそのデバイスの適時供給を行っている。また、最適な機能を実現するマイコンが標準品にない場合、半導体・電子部品メーカーと共同でハードウェアの開発も行う。

さらに国内半導体のトップメーカーからの信頼を得て、同社のスタッフが半導体メーカーに常駐し、顧客のニーズを的確に反映した製品を開発する独自のレジデント(メーカー常駐)プロジェクトも展開している。具体的にはルネサスエレクトロニクス<6723>とのコラボレーションにより、ルネサスエレクトロニクスで行っていた開発設計業務の一部であるマイコンのハードウェアをはじめとするデバイス開発業務を担っている。

当セグメントで販売する電子部品のほとんどをルネサスエレクトロニクスおよびルネサスエレクトロニクス販売から仕入れており、2012年3月期の両社からの仕入高が総仕入高に占める割合は68%となっている。ルネサスエレクトロニクスは、2010年に特約店をそれまでの30社から16社に統合した。同社はカーエレクトロニクス分野での高い市場シェアを背景に、他の2社から営業権を引き継ぐこととなり、結果的には売上規模の拡大につながった。

■会社概要

取り扱い品目



マイクログンピュータ



コネクタ



EMIコア/SMDチョークコイル



車載用パワーリレー



タンタルコンデンサ

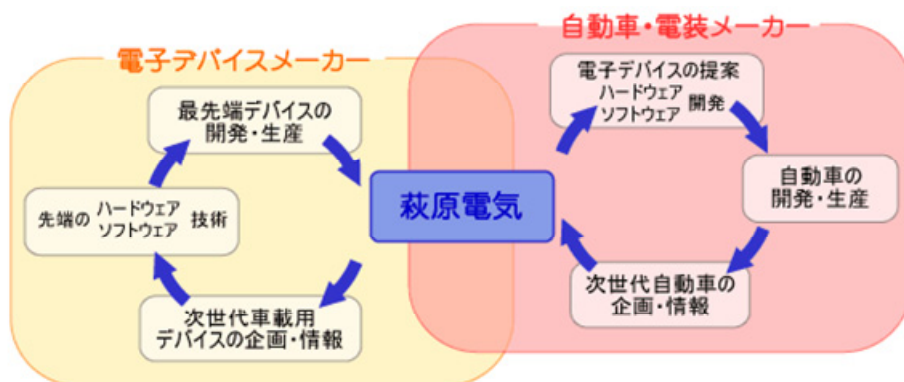


リチウムイオン二次電池

出所：会社HP

現在、同社は海外5か所に販売拠点を持つ。デンソー<6902>など主要顧客である日系自動車部品メーカーの生産拠点の海外展開に合わせ、同社も海外の販売拠点の整備を行ってきた。2012年10月には新たにデュッセルドルフに欧州子会社を設立し、2013年2月に販売・技術サポートなどの営業を開始する。また、2014年3月期中にはすべての海外拠点に電子部品の技術営業職「フィールド・アプリケーション・エンジニア（FAE）」を配置する計画である。日系自動車部品メーカーが海外での開発・調達機能を強化してきているため、専門知識を有するFAEを各拠点に配置することで、現地仕様の部品調達などに対応して顧客への提案力を高める戦略である。FAEが行うサービスの一例としては、マイコンを組み込んだ車載デバイスの評価がある。専用の機器を使用してデバイスにプログラムを書き込み、その後、動作確認をするという工程である。また、車載マイコンの性能や各種開発ツールの技術面での顧客からの問い合わせに対応し、顧客の開発に係る要望を実現できる最適なマイコンを含めた周辺デバイスを提案することもFAEの機能である。

両分野に最適なソリューションを提供



出所：会社HP

■会社概要

データセンター事業で15年3月期に売上高3億円を目指す

「ソリューションビジネスユニット事業」

自社製品である産業用コンピュータの開発、製造、販売、およびそれらを核としたFA・計測制御機器・各種情報関連機器などの各種ソリューションを提供する。また、自動車、半導体など各産業分野向けFAシステム、物流システム、生産管理システムなどの各種システムの構築サービス、データセンターサービスなどソリューション提案型のビジネスを行っている。

取り扱い品目



小型・高信頼マザーボード
HPU8100eMeシリーズ



小型BOX型コンピュータ
HPU8100SPCシリーズ



高信頼性コンピュータ
H8100BOXシリーズ



高性能・高速コンピュータ
H2-EBCシリーズ



高性能・高速コンピュータ
H2-4Uシリーズ



オールインワンPCモジュール
HPU8100eBCシリーズ



産業用パネルコンピュータ
HPU8100APシリーズ

出所：会社HP



ヒューマン・マシン・
インタフェース
HPU8100APシリーズ



小型情報端末
HPU74AHシリーズ

自動車業界向け以外の事業を伸ばすため、同社はデータセンター事業の育成も行っている。2012年5月には愛知県内にデータセンターを開設した。ネットワークを通じて同データセンターにあるファイル交換・ファイル共有サービスをクラウドで提供するほか、ハウジングサービス（サーバー預かり）も提供する。自前で投資する余裕のない中小企業の情報基盤整備や災害復旧（DR）対策の需要を取り込む。主要既存顧客の自動車関連メーカーに加えて、非製造業も含めた新規顧客を開拓し、データセンター事業で2015年3月期に売上高300百万円を目指している。

■会社概要

データセンター

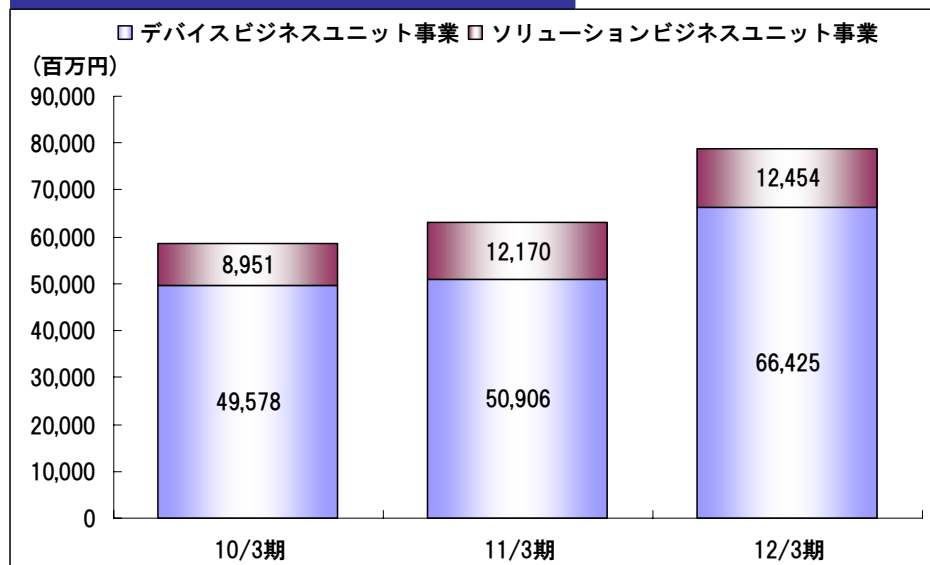


出所：会社HP、イメージ

また、これら機器販売やITソリューションの提供によって獲得した新規顧客から、半導体や電子部品といったデバイスビジネスユニット事業での新規受注を得るというシナジー効果も見込んでいる。

事業セグメント別売上高の推移は以下の通りで、「デバイスビジネスユニット事業」の売上高が連結売上高の8割強を占める。

セグメント別売上高の推移

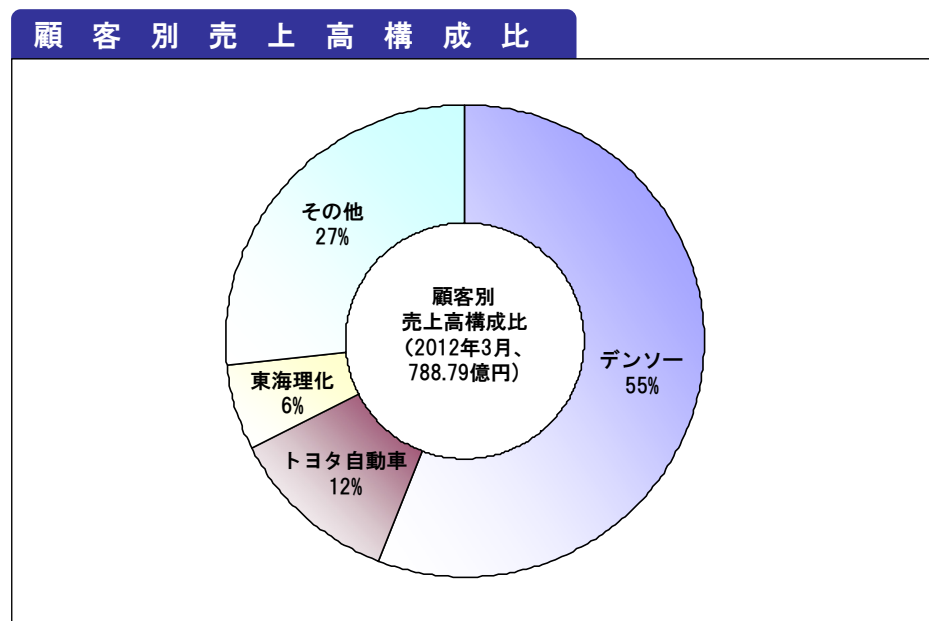
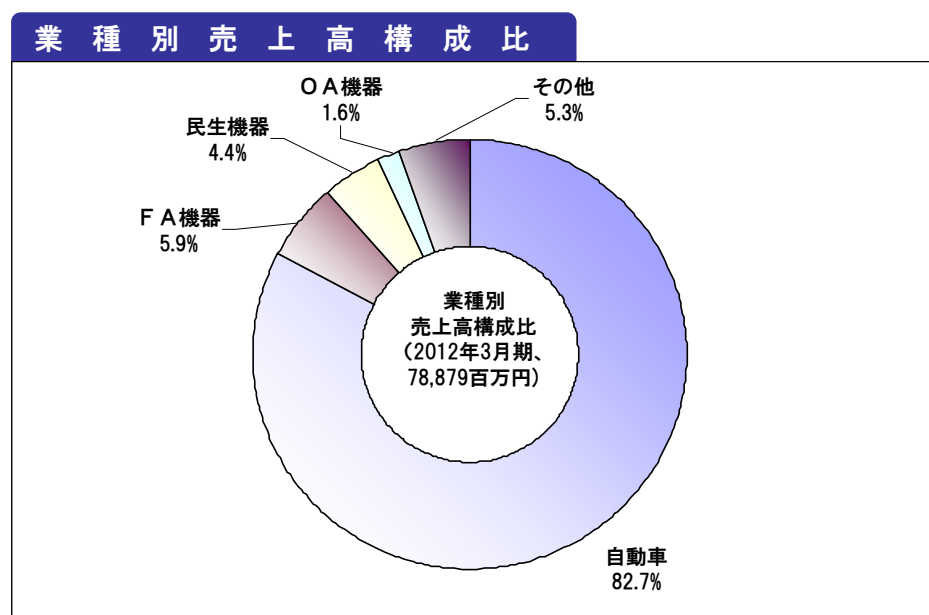


■会社概要

トヨタグループ3社で連結売上高の約7割を占める

(4) 業種別売上高・顧客別売上高

2012年3月期の業種別売上高は以下の通りで、自動車業界向けで連結売上高の約8割を、顧客別売上高ではトヨタ<7203>グループの3社で連結売上高の約7割を占めている。



■業績動向

ハイブリッド車向け販売の増加とコスト削減が奏功し大幅増益

(1) 2013年3月期の第2四半期実績

2013年3月期の第2四半期（4-9月期）決算は売上高が前年同期比33.1%増の44,704百万円、営業利益が同80.5%増の1,026百万円となり、大幅な増収増益での着地となった。売上高の増加要因としては、デバイスビジネスユニットで、主要顧客である自動車関連企業において、震災後の挽回生産やエコカー補助金といった政策面の後押しにより国内自動車販売が増加したこと、北米や東南アジアでの旺盛な自動車需要から生産が堅調に推移したことなどが挙げられる。増益の要因としては、同事業での増収効果に加えて利益率の高いハイブリッド車向け電子部品の販売が増加したことによるプロダクトミックスの改善や、販売管理費を中心とする継続的なコスト削減努力などが挙げられる。一方、ソリューションビジネスユニット事業では、増収ながらも景況感の悪化から価格競争が一段と厳しくなり、減益を余儀なくされた。

第2四半期業績の推移（単位：百万円）

	12/3期 2Q	13/3期 2Q	前年同期比
売上高	33,589	44,704	33.1%
営業利益	568	1,026	80.5%
経常利益	549	989	80.1%
四半期純利益	296	537	81.3%

第2四半期のセグメント別業績推移（単位：百万円）

	12/3期 2Q		13/3期 2Q			
	売上高	セグメント 利益	売上高	前年 同期比	セグメント 利益	前年 同期比
デバイス ビジネスユニット事業	27,955	791	38,798	+38.8%	1,405	+77.6%
ソリューション ビジネスユニット事業	5,633	237	5,906	+4.8%	192	-19.0%
調整額	-	▲460	-	-	▲572	-
合計	33,589	568	44,704	+33.1%	1,026	+80.5%

自動車メーカーの生産台数見直しを受け通期予想を下方修正

(2) 2013年3月期の通期見直し

通期決算においては、上期こそ順調な業績になったものの、主要供給先であるトヨタ自動車<7203>などの自動車メーカーが、中国や欧州における需要の減少を予想して下期の生産台数見通しを下方修正しており、同社もこれに対応して11月9日に業績予想の修正を行った。

■業績動向

売上高を前期比6.5%増の84,000百万円（従来予想87,500百万円）、営業利益を同6.7%増の1,880百万円（従来予想2,050百万円）、経常利益を同6.4%増の1,800百万円（従来予想2,000百万円）、当期純利益を同14.6%増の1,030百万円（従来予想1,120百万円）へと引き下げているが、増収増益決算が見込まれる。

なお、足元の10月～11月の受注は上期平均の8割程度まで減少したが、12月は9割程度まで回復している様子である。

通期業績の推移（単位：百万円）

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS(円)	配当(円)
07/3期	70,652	12.2%	2,637	13.7%	2,611	13.8%	1,507	44.5%	218.34	30.00
08/3期	74,859	6.0%	2,935	11.3%	2,864	9.7%	1,595	5.9%	231.87	35.00
09/3期	58,725	-21.6%	1,138	-61.2%	1,082	-62.2%	424	-73.4%	62.98	36.00
10/3期	58,529	-0.3%	866	-23.9%	816	-24.5%	592	39.5%	88.48	24.00
11/3期	63,076	7.8%	1,466	69.2%	1,435	75.8%	738	24.6%	110.26	28.00
12/3期	78,879	25.1%	1,762	20.2%	1,691	17.8%	899	21.8%	134.31	34.00
13/3期(予)	84,000	6.5%	1,880	6.7%	1,800	6.4%	1,030	14.6%	153.83	38.00

■中期経営計画・成長戦略

デバイスビジネスユニット事業で海外展開を加速

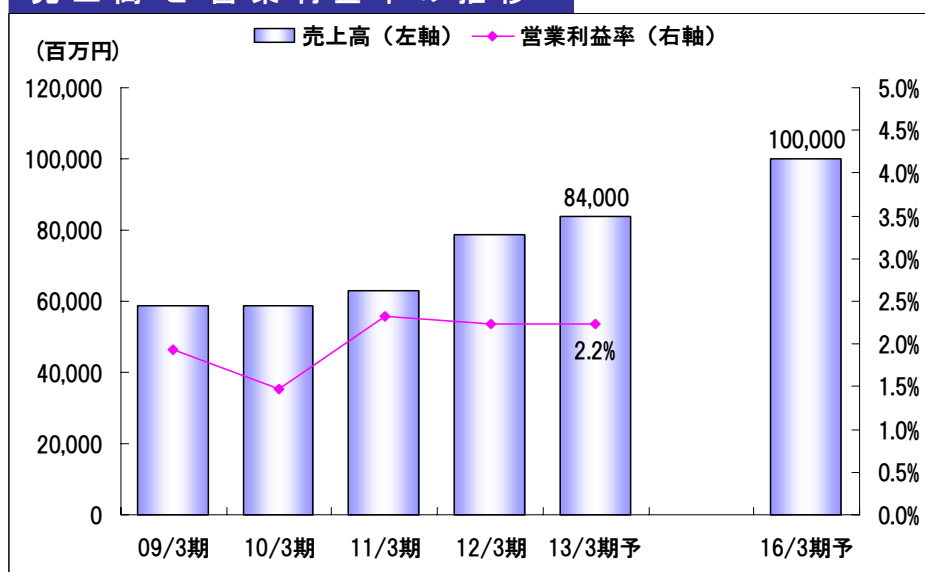
同社は経営目標として、2016年3月期に売上高を2013年3月期予想の84,000百万円に比べ19.0%増の100,000百万円、売上高営業利益率を同予想の2.2%から段階的に引き上げることを掲げている。

主要供給先のトヨタ自動車の生産台数増加や自動車の電子化・電装化の進展などで車載半導体の需要が拡大することを予想している。ハイブリッド車はガソリン車に比べ半導体搭載個数が多く、同社の成長を加速させる。

成長戦略としては、主に車載用マイコンや電子部品を販売するデバイスビジネスユニット事業で海外展開を加速する。顧客である自動車関連メーカーの新興国での事業拡大にあわせて、シンガポールや上海の開発拠点での技術営業職「フィールド・アプリケーション・エンジニア (FAE)」の増員や、現地採用の技術者の育成に力を入れる。ソリューションビジネスユニット事業でも海外展開を始め、同事業の担当者を海外拠点に派遣し、市場調査を行い顧客開拓を本格化する。

また、同社は「技術センター」を充実する方針である。2011年4月には高岳オフィス内に「技術センター」を新設し、社内に分散していた技術専門職を集約して全社技術力の連携強化を図っている。今後、技術専門職を現在の約90名から120名に増員して、(1)技術目線でワールドワイドでの新商材発掘力の強化、(2)「ぶつからないクルマ」(運転支援、視界支援、衝突回避など)や「つながるクルマ」(車車間通信、路車間通信など)といったクルマの新機能への対応力強化、(3)新ビジネス領域(新エネルギー分野など)への対応力強化を図っていく。

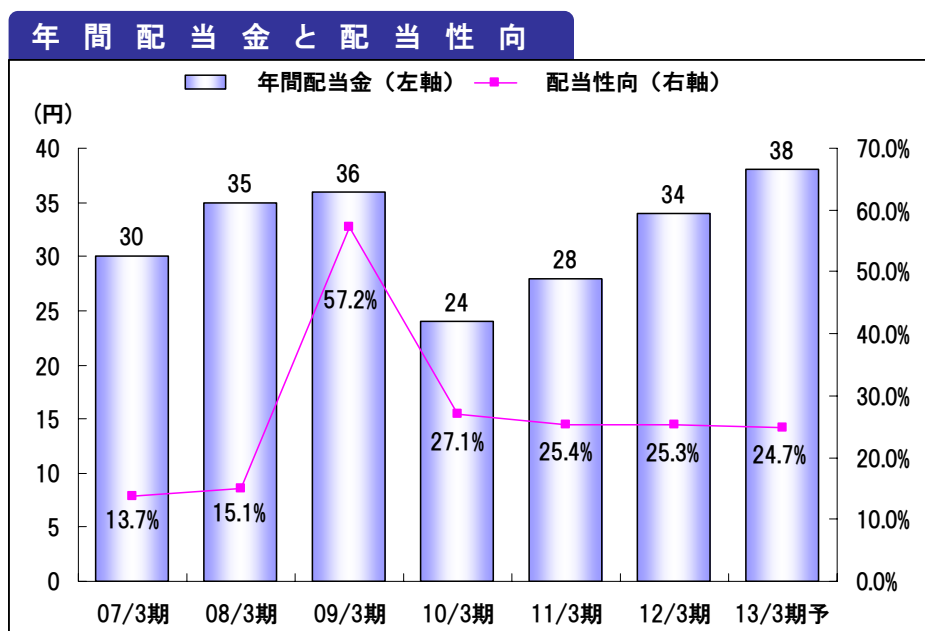
売上高と営業利益率の推移



■財務と株主還元策への考察

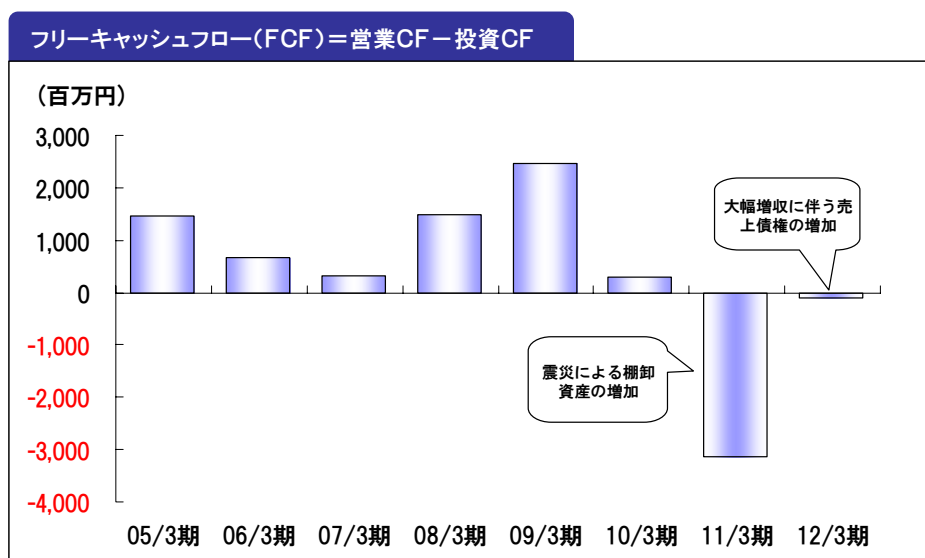
今2013年3月期の年間配当金は4円増配の38円を計画

株主還元策として、安定的な配当の継続をベースに、連結配当性向25～30%の業績に応じた利益配当を実施していくこととしている。配当性向の実績としては、2010年3月期以降、27.1%、25.4%、25.3%と目標配当性向のレンジ内で推移している。今2013年3月期の年間配当金は38円が計画されており、配当性向は24.7%になる見込みである。2013年3月期業績予想が達成されれば、増配が実施されよう。



顧客、仕入先との長年の取引関係や高い開発力・ソリューション提供力といった強みを背景に、同社は高いフリーキャッシュフロー（FCF）創出力を有している。FCFを「営業キャッシュフロー＋投資キャッシュフロー」と定義すると、例外的な偶発事象がなければ、毎年プラスのFCFを創出し続けて行くことが可能と思われる。このFCFは経営陣の判断で、設備投資やM&Aといった成長投資や、増配、自社株買いといった株主還元に充当することが可能である。

過去2期間は、東日本大震災に伴うサプライチェーンの混乱に伴う、棚卸資産の積み上がりと、その後の挽回生産に伴う売上増加・売掛債権の増加から、営業CFがマイナスとなり、結果FCFもマイナスとなっていた。2013年3月期以降は営業CFが正常化し、プラスのFCFの創出を再開すると見込まれる。



■事業リスクなど

仕入高をルネサス、売上高をデンソーに依存しているリスク

同社は有価証券報告書に以下のような事業リスクを記載している。

1、経済環境のリスク

経済環境の悪化で自動車生産台数が減少し同社の財政状態や業績に大きな影響を与える可能性

2、特定の仕入先・販売先に依存するリスク

総仕入高の過半をルネサスエレクトロニクスに依存し、総売上高の過半をデンソー<6902>に依存していることに伴うリスク

3、退職給付債務のリスク

4、減損会計に関するリスク

5、震災によるリスク

産業革新機構とトヨタなど民間企業8社で1,500億円を出資

・ルネサスエレクトロニクスの経営難に伴うリスク

最も気になる事業リスクは、経営難に陥っている重要な仕入先であるルネサスエレクトロニクス<6723>の動向であろう。2012年3月期のルネサスエレクトロニクスとその子会社からの仕入高が同社の総仕入高に占める比率は68%となっている。

12月11日には、政府系ファンドの産業革新機構とトヨタ自動車や日産自動車など民間企業8社がルネサスエレクトロニクスへ出資する計画が発表された。目減りした自己資本を増強し、マイコンの先端プロセスの開発や世界トップシェアの自動車向け半導体におけるソリューション投資などに資金を回す。この1,500億円の第三者割当増資により、産業革新機構は約69%の議決権を保有することとなる。また、ルネサスエレクトロニクスが将来さらなる成長資金を必要とした場合、産業革新機構はさらに500億円の追加出資または融資を行う用意があるとしている。

ルネサスエレクトロニクスの進めるリストラ策の一環で、10月には全従業員の2割程度を占める7,446人の従業員が早期退職制度に応募し退職した。さらに18ある国内工場の半減や5,000人規模の追加削減も検討されており、ルネサスエレクトロニクスの製品開発力の低下が懸念される。さらに、ユーザーとして製品を安く買いたい、主要顧客でもある自動車メーカーなどが株主になることによる、利益相反取引のリスクも否定できない状況である。

一方、日本自動車工業会の豊田章男会長（トヨタ自動車社長）は、ルネサスエレクトロニクスについて「大事な部品メーカーとして車業界を頼りにしてもらっていい」と語り、自動車業界としてルネサスエレクトロニクスを支援すべきとの考えを先に表明している。今後、自動車・自動車部品メーカーの購買態度に、変化が起こるのか注目される。

ルネサスエレクトロニクスには、スピード感を持って下請け的な低収益体質から脱し、世界シェア4割を握る車載マイコンの製品開発力という強みを生かして、事業再生に成功することが期待されている。

ディスクレーマー（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