

ルネサスイーストン

9995 東証 2 部

2014 年 6 月 25 日（水）

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
浅川 裕之

■ 自動車・産業分野向け半導体で高成長実現へ

ルネサスイーストン＜ 9995 ＞は、技術系エレクトロニクス商社である。ルネサス エレクトロニクスの特約店として半導体製品取扱量はトップクラスで、自動車分野、産業分野向けを成長分野と位置づけ、そこでの半導体製品の拡販による収益拡大を狙っている。

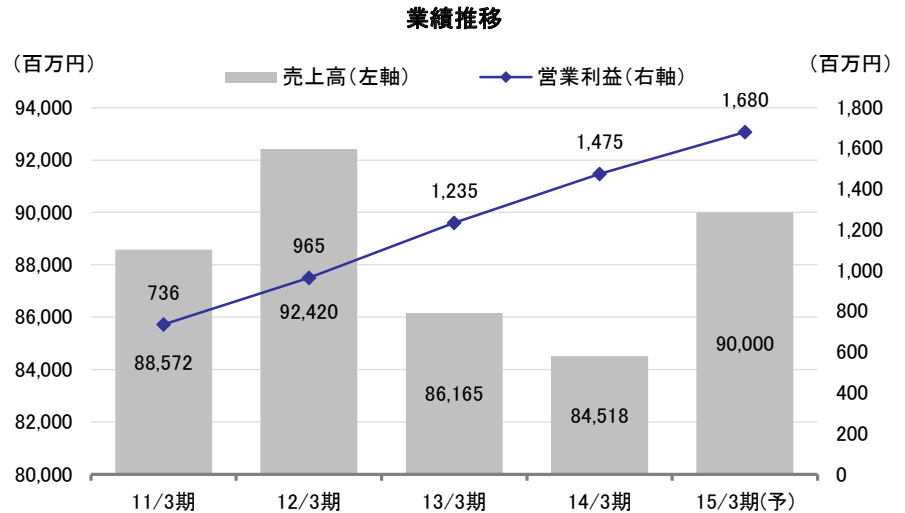
製品の仕入、販売の両面で業界最大手クラスの優良パートナーと取引がある点が同社の強みである。しかし、同社はさらに一歩踏み込んで、顧客企業による販売活動をサポートしたり、あるいはその過程で得られた最終顧客のニーズを製品開発に生かすべく仕入先企業にフィードバックしたりしている。こうした活動を通じて、自社を中心として仕入先と直接販売先を 1 つの大きなまとまりとし、全体として収益拡大が実現できるように、その集団にとってのいわば潤滑油あるいは触媒のような働きをしている。こうしたことを意図してできるところに、大手企業グループと関係の近い同社の真の価値があると弊社ではみている。

業績面では自動車分野がけん引役になると期待される。自動車のエレクトロニクス化は、今後も一段と進展する見通しだ。主たる製品仕入先であるルネサス エレクトロニクスも自動車のエレクトロニクス化に対応した半導体製品の開発に注力しており、同社からみれば競争力のある製品が確保できることになる。自動車の製造コストに占めるエレクトロニクス製品の構成比は、現状の 20 ～ 30% から 2015 年には 40% にまで上昇するという見方があるように、特に近年、エレクトロニクス化が加速している。エレクトロニクス化の内容も複雑化・高度化してきており、取扱商品の単価上昇、採算向上にとっても追い風と考えられる。

自動車以外にも住環境のスマート化、家電のスマート化などの流れを追い風として、世界の半導体市場は今後も成長が持続すると予想されている。世界半導体市場全体では今後 3 年間の年平均成長率が 4.7% と予想されているほか、地域や需要分野、製品分野によってはもっと高い成長率が期待されている。同社の立ち位置は、総合的に判断してそうした高成長分野の動向が業績に結び付きやすいものと評価でき、同社が掲げる中期経営計画の業績目標の実現可能性は高いと考えられる。こうした点についての投資家の理解や認知が高まれば、株価バリュエーションにおいても水準訂正が起こる可能性もあろう。

■ Check Point

- ・仕入はルネサスから 8 割、販売は自動車・産業向けで 8 割強
- ・自動車・産業向けデザイン・イン活動強化でルネサスと協業
- ・16 年 3 月期に売上高 100,000 百万円、営業益 2,000 百万円へ



■ 会社概要

日立、ルネサスの特約店として事業を拡大

（1）沿革

同社は 1954 年、福島電気工業として東京都千代田区に設立された。会社設立以前から電気・電子部品の販売を手掛けてきたが、1955 年には正式に日立製作所〈6501〉と電子管（電子部品）第 1 号の特約店契約を締結し、事業を拡大させていった。途中、1984 年に商号をイーストンエレクトロニクスに変更した。また、1989 年には第三者割当増資を行い、日立製作所から出資を受けた。

同社は創業当初から日立製作所と密接な関係にあったが、日立製作所が半導体の主要製品である汎用 DRAM と DRAM 以外のロジック系半導体についてそれぞれ、エルピーダメモリ、ルネサステクノロジとして分社化した。イーストンエレクトロニクスは、ルネサステクノロジの販売子会社であったルネサス販売と特約店契約を締結した。2009 年にルネサス販売の販売子会社であるルネサスデバイス販売を合併し、商号を現在の社名に変更した。その後、ルネサステクノロジが NEC エレクトロニクスと合併してルネサス エレクトロニクスとなったあとは、ルネサス エレクトロニクスと特約店契約を締結し、現在に至っている。

株式市場には 1994 年に日本証券業協会に店頭登録して公開し、大阪証券取引所 JASDAQ 上場（現東京証券取引所 JASDAQ 市場）を経て、2014 年 2 月に東京証券取引所市場 2 部へ上場した。

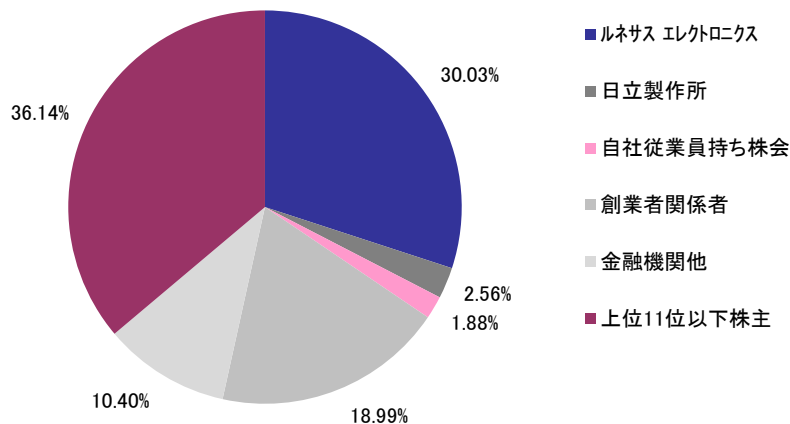
2014 年 6 月 25 日（水）

沿革表

ルネサスイーストンの沿革		半導体メーカーの動き	
1954年12月	電子部品販売を目的に福島電気工業を東京都千代田区に設立		
1955年 7月	日立製作所と特約店契約を締結		
1959年 6月	半導体の販売を開始		
1973年10月	日立電線と特約店契約締結、電線販売を開始		
1984年10月	商号をイーストンエレクトロニクスに変更		
1989年 5月	半導体設計・ソフト開発の下丸子デザインセンターを設置		
1994年 9月	日本証券業協会に株式を店頭登録		
		1999年 2月	日立製作所と日本電気が汎用 DRAM 事業を統一、NEC 日立メモリ設立
		2000年 5月	NEC 日立メモリがエルピーダメモリに商号変更
2000年12月	Faraday Technology と販売代理店契約を締結		
2001年 8月	Hong Kong Easton Ltd. を設立		
2002年10月	大倉商工の電子営業部門を譲受け		
		2002年11月	日本電気の汎用 DRAM を除く半導体事業を分社化して、NEC エレクトロニクス設立
		2003年 3月	エルピーダメモリが三菱電機から DRAM 事業を譲受け
2003年 4月	ルネサス販売と特約店契約締結	2003年 4月	日立製作所と三菱電機が半導体部門を分社統合してルネサステクノロジ設立
2004年12月	ジャスダック証券取引所に株式を上場		
2009年 4月	ルネサスデバイス販売と合併し、商号をルネサスイーストンに変更 Inphi Corporation と販売代理店契約を締結		
2009年 7月	M- t ron Industries と代理店契約を締結 Payton Planar Magnetics と代理店契約を締結		
2009年10月	ルネサステクノロジと販売代理店契約を締結 ルネサステクノロジ製品に関し、8 社と特約店契約を締結		
		2010年 4月	NEC エレクトロニクスがルネサステクノロジと合併して、ルネサス エレクトロニクスに商号変更
2010年10月	ルネサス エレクトロニクスと特約店契約を締結		
2012年 1月	米現法 Renesas Easton America Inc. を設立	2012年 4月	日立製作所、東芝、ソニーの 3 社が液晶事業を統合しジャパンディスプレイを設立
2014年 2月	東証 2 部に上場		

上述のような沿革を反映し、株主においてもルネサス エレクトロニクスが 30.03% を保有する最大株主となっているほか、日立製作所も 2.56% を保有しており、ビジネス上も資本上も、両社と深いつながりを有していることがわかる。株主構成としては上位 10 位株主で約 64% を占めている。

株主の構成比



仕入はルネサスから 8 割、販売は自動車・産業向けで 8 割強

(2) 事業の概要

同社は日立製作所の電子管（種類としては電子部品）の特約店第 1 号となったことに象徴的なように、電子部品、半導体などを主たる取扱いとする技術系エレクトロニクス商社である。現在は集積回路（ロジックやメモリなどの、いわゆる半導体チップ）、半導体素子（トランジスタ、ダイオードなど）、表示デバイス（中小型液晶パネルなど）、及びその他（コンデンサなどの一般電子部品）の 4 つの商品群を扱っている。

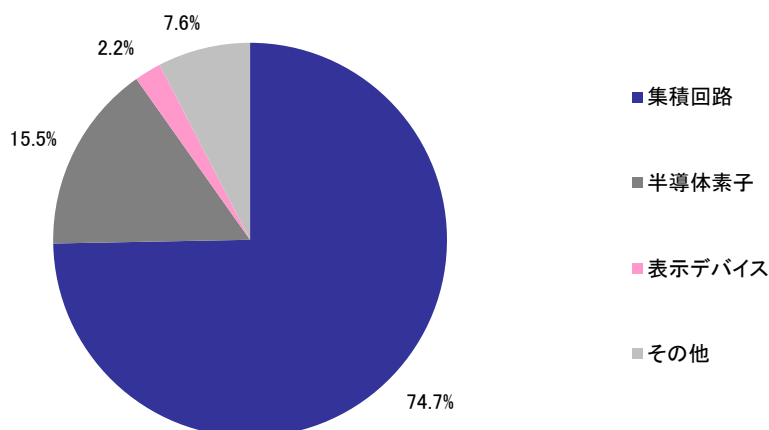
取扱商品一覧

商品分類	主たる取扱い商品
集積回路	半導体集積回路 MOS ロジック（マイクロコンピュータ、ロジック他） MOS メモリ（DRAM、SRAM、FLASH 他） バイポーラデジタル、バイポーラリニア 混成集積回路 その他
半導体素子	トランジスタ、ダイオード、光素子、整流素子、サイリスタ、その他
表示デバイス	液晶表示パネル等
その他	一般電子部品、電子機器等

出所：会社資料

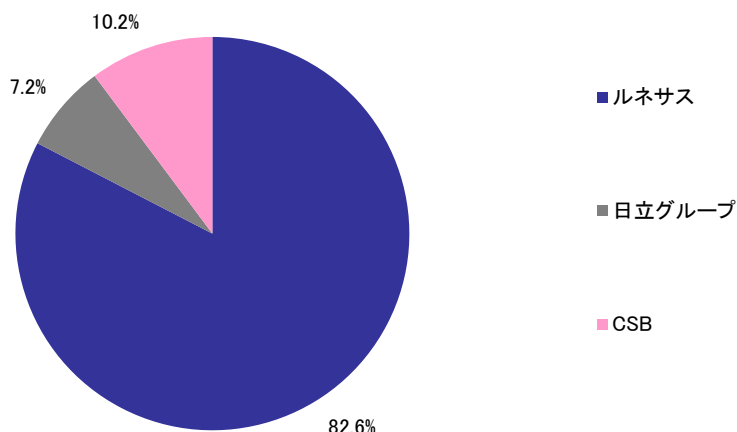
取扱商品別の売上高内訳は、下のグラフのようにになっている。2014 年 3 月期実績では全体の 4 分の 3 を集積回路が占め、表示デバイスが 2% となっているが、この点は注意を要する。表示デバイスは、従来、ジャパンディスプレイ〈6740〉の製品を中心に販売していたが、ジャパンディスプレイの方針により商流が変更されたため、同社の取扱量が 2014 年 3 月期はほぼゼロになった。この結果、表示デバイス以外の 3 商品の売上高構成比が上昇し、表示デバイスの構成比はわずか 2% に落ち込んだ。表示デバイスについては海外メーカーを新たな調達先としてすでに契約済みで、今後は再び増加してくるとみられる。

商品別売上高内訳
(2014年3月期実績)



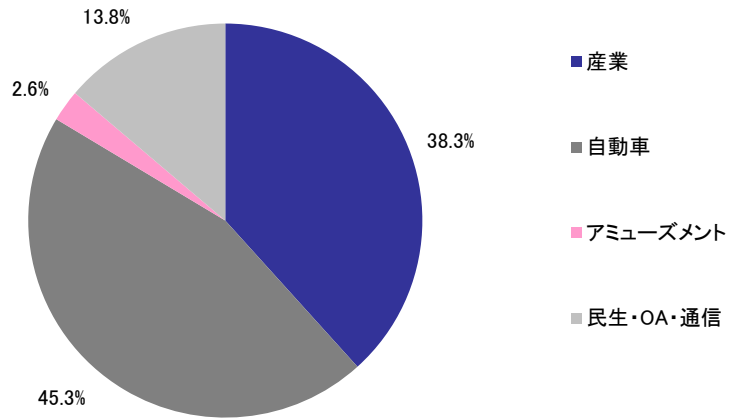
商品の仕入先は圧倒的にルネサス エレクトロニクスが多く、約 80% を占めている。2 番目に多いのが日立製作所グループだ。かつては液晶デバイスの仕入先であるジャパンディスプレイの構成比が 10% ～ 15% 程度あったが、前述の商流変更の結果、現在ではゼロ近くに低下してきている。代わりに CSB (Customer Satisfaction Business) の存在感が増してきている。CSB とは、要はルネサス エレクトロニクスと日立製作所以外の仕入先で、同社として独自に商品や仕入先を開拓し、供給ルートも切り開いてきたことから CSB と呼称している。CSB の仕入先には国内の部品メーカーなども含まれるが、海外のメーカーが中核を占めている。ジャパンディスプレイに代わる液晶パネル調達先も CSB に分類されることになる。

仕入先別売上高内訳
(2014年3月期実績)



商品の販売先については、大きく「自動車」「産業」「アミューズメント」及び「民生・OA」に分類している。産業というのは、産業用の制御機器や工作機械向けをイメージすると分かりやすい。需要の種類で言うと、製造業の設備投資関連の分野だ。ルネサス エレクトロニクスの取扱商品は、自動車と産業がそれぞれ 40% 前後を占めて、同社の売上高の約 80% を占めている。ジャパンディスプレイからの液晶パネルは主としてデジタルカメラ向けだったため、民生・OA 向けに含まれていた。これが減少した分だけ「民生・OA」の構成比が低めに出ているが、代替調達先の確保で今後はここも回復してくるとみられる。

販売先別売上高内訳



具体的な販売先には、自動車関連では日立オートモティブシステムズ（日立製作所の 100% 子会社）、カルソニックカンセイ〈7248〉、クラリオン〈6796〉、新電元工業〈6844〉など、産業関連では、日立製作所〈6501〉、アドバンテスト〈6857〉、安川電機〈6506〉、横河電機〈6841〉など、民生・OA 関連ではニコン〈7731〉、キヤノン〈7751〉、ソニー〈6758〉などが大口の販売先として名を連ねている。

■ 同社の成長ドライバ

アジアの半導体需要は最も高い成長率が期待される

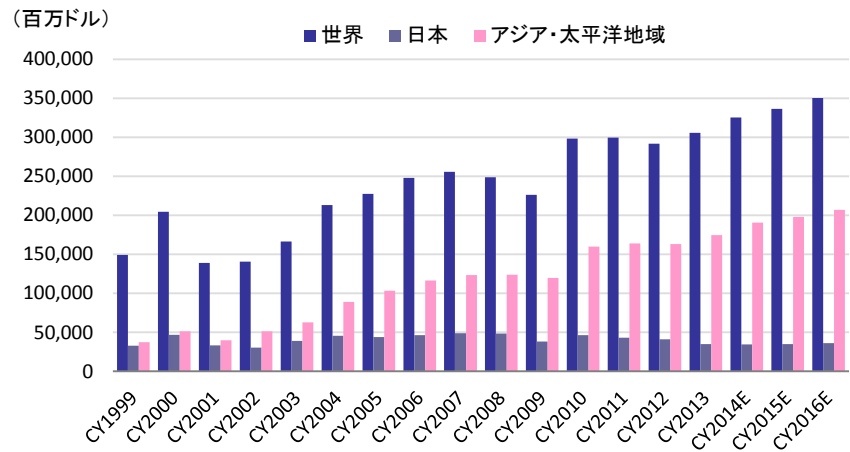
（1）地域的な成長ドライバ

同社は半導体製品全般を取り扱っている。また、同社の主たる仕入先がルネサス エレクトロニクスであり、ルネサス エレクトロニクスが汎用 DRAM 以外のほとんどの品種の半導体を生産していることを考え合わせると、同社の事業環境は世界半導体市場の動向と同じような傾向を示すと考えられる。したがって、同社の将来性を考える上では、半導体の世界市場の動向を理解しておく必要がある。

下のグラフは世界半導体市場統計（WSTS = World Semiconductor Trade Statistics）が発表している、世界半導体市場の過去推移及び市場予測だ。予想は 2014 年春季のものである。半導体市場の、1999 年から 2013 年までの 14 年間の年平均成長率は、世界全体で 5.2% だった。地域別には、日本は 0.4%、アジア・太平洋地域は 11.7% だった。一方、2013 年から 2016 年までの 3 年間の年平均成長率は、世界全体が 4.7%、日本が 1.2%、アジア・太平洋地域が 5.9% となっている。

言うまでもなく、日本の製造業はアジアを中心に生産工場の海外移転を進めているため、半導体製品の需要地は日本国内から海外、特にアジア・太平洋地域に移っている。同社の取扱い製品の需要動向を占う上では、日本の市場動向だけではなくアジア・太平洋地域の動向に着目する必要がある。2016 年までの年平均成長率は、アジアについては 5.9% と予想されている。2013 年までの 14 年間の年平均成長率（11.7%）からは鈍化して見えるが、世界の他地域に比べれば依然として最も高い成長率が期待されている。

世界の半導体市場の動向



出所：世界半導体統計(WSTS)よりフィスコ作成

自動車向け売上高比率が約 40%

(2) 向け先別から見た需要ドライバ

同社はルネサス エレクトロニクスの製品を、一次代理店の中核企業として全品種を取り扱っている。そこで、ルネサス エレクトロニクスの向け先別動向を分析する。

2014 年 3 月期のルネサス エレクトロニクスの半導体製品総売上高は 790,900 百万円だった。品種別ではマイコンが約 45%、アナログ & パワー (A&P) 半導体が約 35%、SoC (一つのチップ上に複数の機能をまとめた集積回路、システム LSI、ASIC などと同じ) が約 20%という内訳だ。需要先別にみると、それぞれの品種において、自動車向けは高い構成比を占めており、マイコンの 55%、A&P 半導体の 25%、SoC の 25% が自動車向けだ。その結果、ルネサス エレクトロニクスの半導体の約 38% が自動車向けに使用されている。

2014 年 3 月期半導体売上高内訳

品種別内訳			需要先別内訳	
品種	金額 (億円)	構成比	需要先	構成比
マイコン	3,536	44.7%	自動車	55%
			汎用	45%
アナログ & パワー半導体	2,725	34.5%	自動車	25%
			その他	75%
SoC (System on Chip)	1,648	20.8%	自動車	25%
			民生	25%
			PC 周辺	20%
			産業	15%
			通信	15%
全社・半導体合計	7,909	100.0%	自動車	38%

出所：会社資料

このことはそのまま同社にも当てはまる。同社はルネサス エレクトロニクスの全製品の取り扱いがあるだけでなく、同社自身の販売先のうち最大顧客が日立オートモティブシステムズとなっている (2013 年 3 月期有価証券報告書によれば、全社売上高の 14% を占めている) 状況にあり、自動車向け売上高比率は全社のおよそ 40% を占めるという状況にある。

2014 年 6 月 25 日（水）

自動車向けエレクトロニクス部品は年率 10%の成長が期待される

(3) 自動車業界のエレクトロニクス化

自動車のエレクトロニクス化は 1980 年代から急速に進んだ。最もエレクトロニクス化を実感できたパワーウィンドウや電動調節シートに感動していた時代が懐かしきと思うほどだ。現在では、走行制御、情報提供、危険警報・警告などあらゆる分野に及ぶほか、エレクトロニクスの採用領域がどんどん広がっている。電気自動車の登場は、ある意味で究極のエレクトロニクス化ともいえる。

カーエレクトロニクス化の歩み

	1980 年	1985 年	1990 年	1995 年	2000 年
走行制御		●電子制御 AT			
			●トラクションコントロール		
			●アクティブサスペンション		
		●電子制御サスペンション			
		●電子制御 4 輪 ABS			
危険警報・警告		●4WS			
				●横滑り防止システム	
				●VSC	
				●車間距離自動制御	
					●ナビ協調シフト制御
情報提供		●バックソナー			
				●タイヤ空気圧制御装置	
				●居眠り運転警報装置	
			●クリアランスソナー		
				●後方測モニター	
	●クルーズコンピュータ				
	●電子コンパス				
			●GPS ナビ		
			●音声ナビ		
			●バードビューナビ		
			●デジタル地図ナビ		
				●VICS 対応ナビ	
				●D-GPS	
				●ハンズフリー電話	
					●オンデマンド型情報提供

出所：新誠一著「図解カーエレクトロニクス最前線—ロボット化するハイテク自動車—」工業調査会、2006 年 11 ページをもとに弊社作成

自動車 1 台に搭載されるマイコンの個数は、一般的な小型車でも 30 個～60 個程度に及び、高級車では少し前までは 100 個といわれていたのが、足元では 200 個近くにまで増えてきている。この結果、自動車の製造コストに占めるエレクトロニクス部品の割合は、2007 年の段階で小型車 10%～15%、高級車 20%～30%、ハイブリッド車で約 50%、平均すると 20%～30%に達していたという調査結果がある。2015 年には平均値が 40%程度にまで上昇するとみられている。以上のような流れを総括すると、自動車関連のエレクトロニクス部品の市場は、年率で 10%前後の成長が期待される市場という見方が関連業界のほぼ一致した見方となっている。

2014 年 6 月 25 日（水）

HEMS 普及が家電向け半導体の需要を押し上げ

(4) HEMS

既に新聞などで報じられているように、各電力会社はこの 4 月から本格的にスマートメーターの配布を開始し、2020 ～ 23 年度にかけて順次配布完了の予定である。スマートメーターは、スマートグリッドの完成には不可欠なパーツだが、既存の電力計に比べれば高単価で電力会社の負担は重い。その配布完了時期を従来計画比前倒しで進めるという姿勢に、原子力発電所の再稼働が遅れる傾向にある中で、電力源の多様化や省エネ、人件費削減など、スマートグリッドに対する電力会社の期待の大きさが読み取れる。

スマートグリッドの真の完成には、家庭の電化製品のスマート化も必要不可欠で、家庭内のエネルギー効率を高める仕組みが HEMS (Home Energy Management System) である。「電力の見える化」で節電に貢献、というのが HEMS と説明されることが多いが、家電製品の自動制御が加わることで効果は一段と高まる。そのため、HEMS が本格的に家電分野でマイコンを始めとする半導体製品の需要を押し上げると期待される。

HEMS は自動車に比べると、現実的な収益貢献という点ではだいぶ先になると考える向きも多いが、HEMS など家電の高機能化、高付加価値化は日本のメーカーが最も得意とするところであり、低価格化競争からの脱却を狙って予想以上に早い時期から HEMS 対応機種の商戦が開始される可能性もある。収益予想に織り込むことは若干ためらわれるにしても、半導体製品の需要動向をみる上で、注視しておくべきポイントの 1 つであることは疑いがないだろう。

大手電力 10 社のスマートメーター配布計画

配布終了年度	電力会社	契約数
～ 2020 年度	東京電力	2681 万
～ 2022 年度	関西電力	1251 万
	中部電力	941 万
～ 2023 年度	九州電力	770 万
	東北電力	683 万
	中国電力	475 万
	北海道電力	361 万
	四国電力	250 万
	北陸電力	186 万
～ 2023 年度	沖縄電力	80 万

出所：日本経済新聞（2014 年 3 月 15 日）より弊社作成
注：契約数は 2012 年度末の家庭・商店向け契約数

■ 同社の強みと特徴

自動車・産業向けデザインーイン活動強化でルネサスと協業

同社の強み、特徴として、同社自身は以下のような点を挙げている。これらの各ポイントは、同社の 1 つの大きな特徴と強みをわかりやすいように小口に分けて説明したもの、というのが弊社の理解だ。同社の日々の業務においてはそれぞれが密接につながっており、相乗効果を生み出しやすい構造になっていると弊社では考えている。

1. それぞれの業界でトップクラスの強みを持つ有力企業を顧客として抱んでいる営業力
2. ルネサス エレクトロニクス、日立製作所との強固なパイプ
3. 成長が期待できる自動車分野、産業分野向けに強い
4. 国内外での顧客に密着した拠点展開
5. ソフト開発力・LSI 開発力を有する技術商社
6. 仕入専門部隊をもち、全社一元在庫管理を実施している

・「デザインーイン」活動でルネサス エレクトロニクス製品を積極的にプッシュ

同社はルネサス エレクトロニクスの直下の 16 社の販売代理店のなかで、トップクラスの取扱量・販売実績を有する販売代理店として、ルネサス エレクトロニクス製品の拡販に注力している。顧客が新製品を設計する段階で顧客ニーズを満たすソリューション提案を行い、同社の扱う製品を新製品の仕様に組み込む営業活動を、「デザインーイン」活動と呼称し、その強化を図っている。特に、自動車分野と産業分野に注力して、このデザインーイン活動を行っている。

2014 年 3 月期の「自動車」と「産業」の 2 つの分野向けデザインーイン活動の実績値は 72,200 百万円だった。その内訳は、マイコンが 50,200 百万円、汎用品が 22,000 百万円で、付加価値の高いマイコンの構成比が圧倒的に高い状況となっている。2015 年 3 月期はこの値を 75,700 百万円（前期比 4.8% 増）に増大させる計画だ。なお、デザインーイン活動の実績値は、その年に契約がまとまった金額であって、売上計上は複数年にまたがるケースが多い。したがって、単年のデザインーイン実績値はルネサス エレクトロニクス製品売上高を大きく上回ることも珍しくない。デザインーイン実績値は将来の売上動向を占う上での重要指標ともとらえることができる。

「自動車」と「産業」分野向けデザインーイン活動の実績と見通し

（単位：億円）

品種 / 向け先	2014 年 3 月期	2015 年 3 月期	
	実績	計画	伸び率
マイコン（産業用）	259	272	5.0%
マイコン（自動車用）	243	255	4.9%
マイコン計	502	527	5.0%
汎用品（産業用）	115	120	4.3%
汎用品（自動車用）	105	110	4.8%
汎用品計	220	230	4.5%
ルネサス エレクトロニクス製品計	722	757	4.8%

出所：会社資料

2014 年 6 月 25 日（水）

・ルネサス エレクトロニクスと軌を一にする事業戦略

同社のこうした事業戦略や強化ポイントが、ルネサス エレクトロニクスの方針と軌を一にしているという点は重要なポイントだと弊社では考えている。同社の立場を考えれば当然という見方をする向きもあるだろうが、必ずしもそうとは言い切れないのが事業の難しいところだ。しかし、同社とルネサス エレクトロニクスは、「自動車」と「産業」が自分たちの事業にとっての成長分野であり、収益成長ドライバの中核の役割を担っていると考えて、製品開発、競争力強化に努めている。すなわち、製品供給元が注力分野として競争力ある製品を開発し、それを販売会社の自社の注力分野・注力製商品として販売するという流れが確立している。この結果、例えば、同社の顧客向け営業活動において、ルネサス エレクトロニクスのエンジニアが開発者の立場から説明・プレゼンを行う、といった協業が自然にできており、営業面でのシナジー効果を生み出している状況だ。

・日立グループとの強固な関係は製品仕入れのみならず販売先としても貢献

同社にとってのもう 1 つの強固な関係先である日立製作所グループは、商品仕入先としての関係はもちろんであるが、商品販売先としても非常に大きな位置を占めている。同社にとっての最大の単一顧客は日立オートモティブシステムズとなっている。

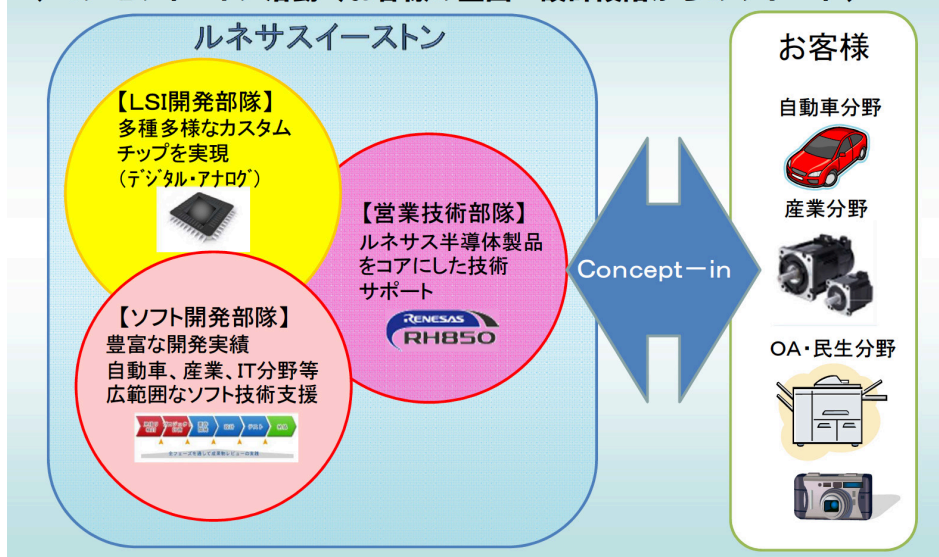
日立オートモティブシステムズは日立製作所内の自動車向け事業を担っていたオートモティブシステムグループが 2009 年に分社化して設立された新しい企業である。しかし、事業の始まりは 1930 年にまで遡り、今日までエンジン制御システム、エレクトリックパワートレインシステム（電気自動車関連のシステム）、走行制御システム、車載情報システムなどの分野で実績を積み重ねてきている。2013 年 3 月期の売上高は 806,847 百万円と公表されている（製品のエリアが異なるため、単純な比較は難しいが、業界最大手のデンソー〈6902〉の同年度売上高は 3,580,923 百万円）。

日立オートモティブシステムズの顧客ベースは日産自動車〈7201〉以外にもホンダ〈7267〉や米 GM などにも拡大しており、自動車のエレクトロニクス化の進展の流れの中で一段の成長が期待されている。その最重要パーツ（半導体チップ）の供給者として同社が存在している。

・コンセプトイン活動で日立オートモティブシステムズの営業を間接的にサポートしシナジーを追及

同社は「コンセプトイン」活動に注力している。これは同社の技術系営業部隊約 140 名が LSI 開発やソフト開発、技術サポートなどの強みを生かしながら、顧客の企画・設計段階から入り込んでサポートし、最適の商品を提案するというデザインーイン活動の一つの営業形態だ。

◆コンセプトイン活動（お客様の企画・設計段階からのサポート）



出所：会社資料

日立オートモティブシステムズを例にとると、コンセプトイン活動は、直接的には同社の商品を日立オートモティブシステムズに採用を働きかける活動である。一方、日立オートモティブシステムズの活動は、いかにして完成車メーカーに自社製品を受け入れてもらえるかの商品作りであり、そこに同社が企画・設計段階から関わってベストな商品（半導体集積回路やソフトウェアなど）を提案することは、日立オートモティブシステムズの製品の魅力を高めることに貢献し、同社製品の売り込みにも貢献していることになる。

また、日立オートモティブシステムズは完成車メーカーの企画・開発段階から関わって製品開発を進めている（いわば、日立オートモティブシステムズによる「コンセプトイン」活動）はずであり、同社は間接的にせよ、完成車メーカーの意向を感じながら製品開発をルネサスエレクトロニクスにフィードバックすることが可能になる。

以上のように、同社はルネサス エレクトロニクスや日立製作所との強固な関係や優良顧客を有するということに安住することなく、自社を中心として仕入先と直接販売先を 1 つの大きなまとまりとし、全体として収益拡大が実現できるように、その集団にとってのいわば潤滑油あるいは触媒のような働きをしている。こうしたことを意図してできるところに、大手企業グループと関係の近い同社の真の価値があると弊社ではみている。

16 年 3 月期に売上高 100,000 百万円、営業益 2,000 百万円へ

(1) 現中計の概要

同社は「Project E」と名付けた、2016 年 3 月期を最終年とする中期経営計画の最中にある。「E」には発展（Evolution）、拡大（Expansion）を通じて Equity holders（株主）と Employee（従業員）にとっての Excellent company（優良企業）へ、という想いが込められている。

初年度の 2014 年 3 月期はジャパンディスプレイの商流移管の影響を他業界向けの販売増加で吸収しきれず、売上高が計画対比でショートしたが、営業利益と経常利益が計画を上回った。2015 年 3 月期は、売上高については自動車向け売上高を中心に見通しを 5,000 百万円ほど引き下げた。当初の自動車向け売上高予想が強気過ぎたということだ。利益についても売上高引き下げに伴って微調整し、従来計画から引き下げた。しかし、2016 年 3 月期の 100,000 百万円という売上目標は不変で、営業利益率は従来目標の 1.9% から 2.0% へと 0.1% ポイント引き上げられた。個別の内容においても、海外売上高 20,000 百万円は 2015 年 3 月期に 1 年前倒しを見込んでいる。

中期経営計画

（単位：百万円）

		売上高	営業利益	経常利益	特記事項、個別目標など
2014 年 3 月期	旧予想	86,500	1,310	1,160	東証 2 部上場
	実績	84,518	1,475	1,475	
2015 年 3 月期	旧予想	95,000	1,730	1,680	設立 60 周年
	新予想	90,000	1,680	1,650	海外ビジネス 200 億円（1 年前倒し）
2016 年 3 月期	旧予想	100,000	1,920	1,890	新規ビジネス 200 億円 特約店ビジネス 200 億円
	新予想	100,000	2,000	1,980	営業利益率 2.0%（従来 1.9% 目標）

海外ビジネス・新規ビジネス・特約店ビジネスの拡大を推進

(2) 現中計およびその後にに向けた具体的施策

同社は「Project E」を確実に実現し、かつ、その後の将来の成長へとつなげていくべく、いくつかの具体的なアクション計画を設定している。

・ 海外ビジネス売上高 20,000 百万円実現へ

同社は 2015 年 3 月期に海外拠点の売上高 20,000 百万円の達成を目標としている。これは従来計画比で 1 年前倒しされた。計画達成時期が 1 年前倒しとなった背景は、同社自身の経営努力、営業努力もあるが、顧客企業の海外生産が加速しているという事情によるところも大きいと弊社ではみている。

2015 年 3 月期中の動きとしては、シンガポール現地法人に大型案件を移管することで、同現法において前期比 2,000 百万円の増収となる見通しであることが挙げられる。具体的な製品としてはユニマイクロン社のプリント配線板や日立製作所製の ASIC（特定用途向け半導体）がある。また、アメリカと中国・上海子会社は、旺盛な自動車関連需要の恩恵を受けて売上高を伸ばすと期待されている。こうした要因で、2015 年 3 月期は 20,100 百万円、2016 年 3 月期は 20,700 百万円の海外売上高が予想されている。

2014 年 6 月 25 日（水）

・新規ビジネス売上高 20,000 百万円実現へ

同社が新規ビジネスと位置づけるのは、ルネサス エレクトロニクスと日立製作所以外の製品取扱いのことだ。2 大仕入先企業とのビジネス自体は今後も維持・発展させつつも、両社の構成比を低下させていくというのが同社の中長期の目指す方向性であり、そのためには新規取引先企業の製品の取扱量を増やす必要がある。

同社は現在、海外企業を中心に新規の取扱商品の導入を進めている。代表的なところでは、プリント配線版を手掛ける台湾のユニマイクロン社、光通信ネットワーク用の部品を手掛ける米国の Inphi 社、中小型液晶パネルを手掛ける台湾の Giantplus 社などがある。

新規ビジネス

会社名	国	主たる製品	主な市場	売上高目標	
				決算期	売上高
Unimicron Technology Corporation	台湾	プリント配線板	デジカメ	2014 年 3 月期	9 億円
				2015 年 3 月期	15 億円
				2016 年 3 月期	25 億円
Inphi Corporation	米国	光通信用部品	高速通信ネットワーク	2014 年 3 月期	3 億円
				2015 年 3 月期	10 億円
				2016 年 3 月期	14 億円
Giantplus Corporation	台湾	中小型液晶	デジカメ、プリンター	2014 年 3 月期	1 億円
				2015 年 3 月期	11 億円
				2016 年 3 月期	20 億円

上記のような新規取引企業の売上貢献と、従来からのミツミ電機〈6767〉の車載・ゲーム向け IC 製品や、FCI 社のモバイル向け IC 製品などの売上拡大によって、ルネサス エレクトロニクス及び日立グループ以外からの取扱い製品売上高を、2015 年 3 月期に 14,600 百万円、2016 年 3 月期に 20,000 百万円に、それぞれ拡大させると計画している。

・特約店ビジネスの売上高を 20,000 百万円へ

同社は、ルネサス エレクトロニクスの直下にある一次代理店のうちの 1 社だ。同様の 1 次代理店は 16 社あるが、同社はそれらの中でもトップクラスの取扱高を誇っている。その同社は販売会社 14 社と特約店契約を締結し、それら 14 社がいわば二次代理店としてルネサス エレクトロニクスの製品を顧客に販売している。この特約店 14 社経由の売上高のことを同社では「特約店ビジネス」と呼び、この部分の売上高拡大を推進している。

顧客との間に特約店を挟むことは、特約店のマージンの分だけ同社のマージンが縮小することを意味する。それにもかかわらず同社が特約店ビジネスの拡大を志向する理由は、特約店の有するヒューマンリソース（人的資源）の活用にある。特約店 14 社で 200 名を超える営業員を擁しており、自前主義にこだわって顧客サービスを落とすよりも、特約店の 200 名との協業で顧客満足度を高めた方が、中長期的なビジネスの拡大には有利との判断と思われる。財務分析で後述するように、マージン（利益率）の低さは同社の最大の問題点ではあるが、特約店を活用しての事業拡大戦略には説得力があると弊社では評価している。

同社は 2014 年 3 月期に 16,900 百万円だった特約店ビジネス売上高を、2015 年 3 月期に 17,000 百万円、2016 年 3 月期に 20,000 百万円へと拡大させていく計画だ。

総資産回転率は高水準、利益率改善が課題

(1) 財務分析

同社の 2014 年 3 月期の自己資本利益率（ROE）は 6.5% だった。前期からは 2.9 ポイントと大きく改善しているものの、絶対水準としては一段の改善が望まれる水準だ。

ROE は総資産経常利益率（ROA）と財務レバレッジの和から成るが、同社の ROA は 4.1% で、ROE に対する構成比は 63% を占めている。ROE の質という点で 63% という構成比は合格点であると弊社は判断するが、これ以上の低下は避けるべきとも考えている。

同社の ROA は 1.7% の売上高経常利益率と 2.33 回 / 年の総資産回転率の積で成っている。このうち、総資産回転率の 2.33 回 / 年というのは、同規模のエレクトロニクス商社に比較しても高いほうに位置する値である。すなわち、同社は在庫管理も含めて資産の管理がうまくいっていると評価できる。一方、1.7% の売上高経常利益率は、同業他社と比べて明らかに低い。その結果として ROA は 4.1% にとどまっている。

仮に ROA を上げることができれば、財務レバレッジも押し上げられて、ROE の上昇幅は加速的に大きくなる。したがって、財務分析的観点からは、同社の経営課題は、マージン（売上高利益率）の引き上げの一点にあるということができる。

エレクトロニクス系商社にも取扱商品の違いなどで、その収益構造にはいろいろなケースがある。換言すれば粗利益率と販管費のバランスということだ。同社の場合は、明らかにそのバランスが悪く、結果的に売上高営業利益率が低くなってしまっている。ここ数期間を見る限りは、粗利益は改善傾向にあるので、販管費の抑制に注力し、それに成功すれば営業利益率改善が実現されると期待される。

財務分析表

会社名			ルネサスイーストン				
証券コード			9995				
決算期			3 月				
			11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期 (予)
主要数値	売上高	百万円	88,572	92,420	86,165	84,518	90,000
	販管費	百万円	6,067	6,067	6,190	6,660	—
	営業利益	百万円	736	965	1,235	1,475	1,680
	経常利益	百万円	1,425	1,346	1,124	1,475	1,650
	当期純利益	百万円	911	570	637	1,217	1,340
	総資産	百万円	41,559	44,020	35,865	36,246	—
	株主資本	百万円	17,107	17,497	17,895	18,873	—
	有利子負債	百万円	8,832	7,263	5,411	5,151	—
収益性・効率性	自己資本利益率	%	5.5%	3.3%	3.6%	6.5%	—
	総資産経常利益率	%	3.4%	3.1%	3.1%	4.1%	—
	資産回転率（回 / 年）	回 / 年	2.13	2.10	2.40	2.33	—
	売上高経常利益率	%	1.6%	1.5%	1.3%	1.7%	—
	売上高営業利益率	%	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	1.9%
	売上高総利益率	%	7.7%	7.6%	8.6%	9.6%	—
	売上高販管費率	%	6.9%	6.6%	7.2%	7.9%	—
	売上高	%	11/3 期から 15/3 期までの 4 期間の 年平均成長率				0.4%
成長性	営業利益	%					22.9%
	当期利益	%					10.1%

出所：決算短信などからフィスコ作成

2014 年 6 月 25 日（水）

14 年 3 月期は若干の減収も 2 ケタの増益

(2) 2014 年 3 月期実績

2014 年 3 月期は売上高が 84,518 百万円（前期比 1.9% 減）、営業利益 1,475 百万円（同 19.4% 増）、経常利益 1,475 百万円（同 31.3% 増）、当期純利益 1,217 百万円（同 91.0% 増）と、減収増益決算となった。

減収となった最大の理由は、商品別内訳のなかで表示デバイスの売上高が前期比 11,261 百万円減少したことである。これは、中小型液晶パネルの仕入先であったジャパンディスプレイが商流を見直した結果、同社の取扱いが無くなったためである。

利益率の面では売上総利益率が 8.6% から 9.6% に 1% ポイント改善したが、この改善幅の約 8 割はジャパンディスプレイ製品の取扱量が減少したことによる。本来的な意味での採算の改善幅は 0.2% ポイントであった。

商品別では主力の集積回路が前期比 17.9% の増収となり、表示デバイスの落ち込みの大半を埋め合わせた。集積回路のけん引役は産業向けと自動車向けだった。半導体素子が 6.8% 増収となった要因も同様に産業と自動車向けの好調だった。反対に表示デバイスの減少の影響で民生・OA 向けが大幅に落ち込んだほか、商品別の「その他」の 11.3% 減収も民生・OA 向け需要の落ち込みが原因だった。

販売先という視点から見ると、自動車と産業が好調で、これが集積回路と半導体素子の売上高を大きく押し上げた。反対に、民生・OA・通信に含まれる通信向けの需要が弱く、光部品（商品別の「その他」に含まれる）の売上高を押し下げる結果となった。

売上高の詳細内訳

（単位：億円）

		11/3 期	12/3 期		13/3 期		14/3 期		15/3 期（予）	
			売上高	前期比	売上高	前期比	売上高	前期比	売上高	前期比
商品別	集積回路	592	586	-1.0%	533	-9.0%	631	18.4%	647	2.5%
	半導体素子	105	128	21.9%	124	-3.1%	131	5.6%	135	3.1%
	表示デバイス	120	145	20.8%	130	-10.3%	19	-85.4%	24	26.3%
	その他	69	65	-5.8%	75	15.4%	64	-14.7%	94	46.9%
	売上高合計	886	924	4.3%	862	-6.7%	845	-2.0%	900	6.5%
		11/3 期	12/3 期		13/3 期		14/3 期		15/3 期（予）	
			売上高	前期比	売上高	前期比	売上高	前期比	売上高	前期比
販売先別	産業	347	326	-6.1%	266	-18.4%	324	21.8%	344	6.2%
	自動車	244	327	34.0%	347	6.1%	382	10.1%	372	-2.6%
	アミューズメント	52	45	-13.5%	34	-24.4%	22	-35.3%	30	36.4%
	民生・OA・通信	243	226	-7.0%	215	-4.9%	117	-45.6%	154	31.6%
	売上高合計	886	924	4.3%	862	-6.7%	845	-2.0%	900	6.5%
		11/3 期	12/3 期		13/3 期		14/3 期		15/3 期（予）	
			売上高	前期比	売上高	前期比	売上高	前期比	売上高	前期比
仕入先別	ルネサス	602	652	8.3%	611	-6.3%	698	14.2%	701	0.4%
	日立グループ	66	64	-3.0%	63	-1.6%	61	-3.2%	53	-13.1%
	JDI	73	109	49.3%	101	-7.3%	6	-94.1%	0	-100.0%
	CSB	145	99	-31.7%	87	-12.1%	80	-8.0%	146	82.5%
	売上高合計	886	924	4.3%	862	-6.7%	845	-2.0%	900	6.5%

出所：会社資料

2014 年 6 月 25 日（水）

15 年 3 月期は増収増益見込み、米国を中心に好調を維持

(3) 2015 年 3 月期の見通し

2015 年 3 月期について同社は、売上高 90,000 百万円（前期比 6.5%増）、営業利益 1,680 百万円（同 13.8% 増）、経常利益 1,650 百万円（同 11.8%増）、当期利益 1,340 百万円（同 10.1%増）と予想している。中期経営計画「Project E」の当初計画から売上高を 5,000 百万円引き下げたが、前期対比で増収増益の流れを維持している。

2015 年 3 月期の需要先業界の環境については、同社は全般に手ごたえを感じており、天気予報で言えば曇りから晴れのまずまずの予想がなされている。特に強気で期待を寄せているのは米国で、個人消費、企業業績など経済指標全般に拡大ペースが続くとみている。同社の主力販売先の自動車業界にとっては明らかな追い風といえる。欧州は「持ち直し」から「回復」へと 1 ノッチ、ペースが上がるかとみている。欧州域外への輸出拡大が主なけん引役となる見込みだ。日本は消費増税前の駆け込み需要の反動減の谷は浅く、企業業績改善から設備投資が回復して、経済全体が回復軌道に乗ってくるとみている。新興国については、足元は景気減速だが近いうちに減速に歯止めがかかってくるとみている。地域的には最も慎重に見ているのが新興国という状況だ。

上述のような同社の見方に、特に違和感はない。同社の主たる販売先が自動車と産業向けという事実は、同社のそうした見方を裏付ける。すなわち、自動車については、生産台数自体の成長に加えて 1 台あたりのエレクトロニクス部品の搭載量拡大で、成長がダブルで効いてくる。産業についても、関連産業のすそ野の広い自動車の生産拡大は、設備投資需要に結びつきやすいほか、スマートフォンにけん引された設備投資需要もまだ伸びが期待できるステージにあると考えている。

世界半導体統計（WSTS）による予測でも、2013 年から 2016 年までの世界半導体市場の年平均成長率は 4.7%と、2010 年から 2013 年の 3 年間の年平均成長率の 0.8%から、大きく加速する見通しとなっている。以上のような理由から、同社の 2015 年 3 月期の業績予想は十分実現可能性が高いと弊社では考えている。

簡略化損益計算書及び主要指標

（単位：百万円）

	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期	15/3 期 （予）
売上高	65,596	88,572	92,420	86,165	84,518	90,000
前期比	45.5%	35.0%	4.3%	-6.8%	-1.9%	6.5%
売上総利益	5,048	6,803	7,032	7,425	8,136	-
売上総利益率	7.7%	7.7%	7.6%	8.6%	9.6%	-
販管費	5,859	6,067	6,067	6,190	6,660	-
売上高販管費率	8.9%	6.9%	6.6%	7.2%	7.9%	-
営業利益	-811	736	965	1,235	1,475	1,680
売上高営業利益率	-	0.8%	1.0%	1.4%	1.7%	1.9%
前期比	-	-	31.3%	27.9%	19.5%	7.0%
経常利益	223	1,425	1,346	1,124	1,475	1,650
前期比	352.7%	537.4%	-5.5%	-16.5%	31.3%	11.9%
当期純利益	256	911	570	637	1,217	1,340
前期比	-	255.4%	-37.5%	11.8%	91.0%	10.1%
EPS(円)	10.74	38.11	23.83	26.64	50.89	56.03
配当	5.00	7.50	10.00	10.00	10.00	10.00
1 株当たり純資産(円)	677.99	706.66	724.08	751.65	808.14	-

2014 年 6 月 25 日（水）

簡略化貸借対照表

（単位：百万円）

	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期
流動資産	32,317	37,111	40,070	32,017	32,497
現預金	1,100	810	679	1,816	4,183
売上債権	24,285	25,454	27,029	18,632	17,334
棚卸資産	6,521	10,005	11,534	10,924	10,145
その他	370	841	827	644	834
固定資産	4,632	4,448	3,949	3,847	3,748
有形固定資産	1,862	1,766	1,707	1,668	1,635
無形固定資産	304	664	807	656	526
投資等	2,465	2,017	1,434	1,523	1,586
資産合計	36,949	41,559	44,020	35,865	36,246
流動負債	18,588	23,390	23,170	13,108	15,406
買掛金	16,546	13,475	17,447	10,392	9,568
短期借入金等	1,074	8,590	4,263	1,411	4,151
その他	966	1,324	1,459	1,304	1,686
固定負債	2,144	1,268	3,533	4,780	1,512
長期借入金	141	41	3,000	4,000	1,000
その他	2,002	1,226	533	780	512
株主資本	16,315	17,107	17,497	17,895	18,873
資本金	3,433	3,433	3,433	3,433	3,433
資本剰余金	5,001	5,001	5,001	5,001	5,001
利益剰余金	7,883	8,675	9,066	9,464	10,442
自己株式	-2	-3	-3	-3	-3
評価換算差等	-99	-206	-180	80	453
純資産合計	16,216	16,901	17,317	17,976	19,327
負債・純資産合計	36,949	41,559	44,020	35,865	36,246
有利子負債	1,214	8,635	7,263	5,411	5,151

キャッシュフロー計算書

（単位：百万円）

	10/3 期	11/3 期	12/3 期	13/3 期	14/3 期
営業活動キャッシュフロー	1,796	-7,165	1,935	3,208	2,884
投資活動キャッシュフロー	80	-402	-493	-144	-47
財務活動キャッシュフロー	-1,593	7,314	-1,580	-2,203	-632
現預金換算差額	-41	-37	7	276	162
現預金増減	242	-290	-130	1,136	2,366
期首現預金残高	726	1,140	850	719	1,856
期末現預金残高	1,140	850	719	1,856	4,223

2014 年 6 月 25 日（水）

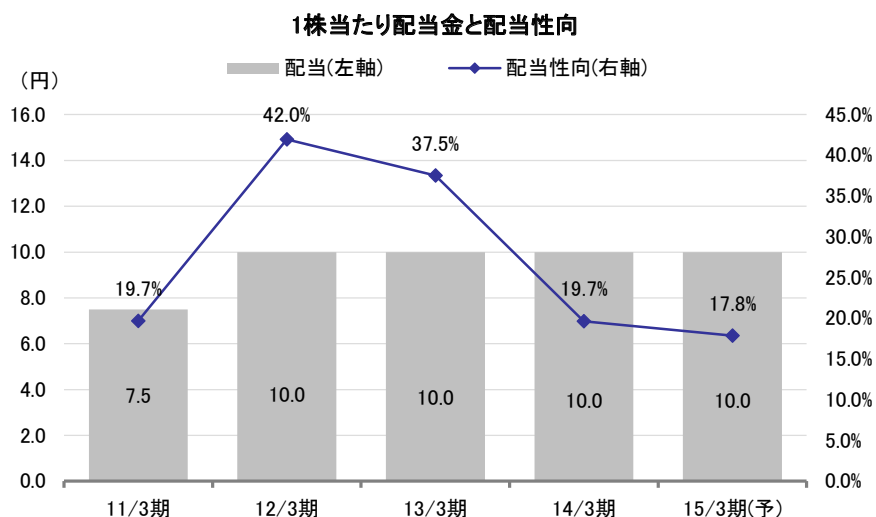
■株主還元

業績目標が達成された場合は増配の可能性も

同社は株主還元を重要な経営課題と位置づけ、配当による株主還元を基本方針としている。配当額の決定においては、安定かつ継続的な配当の実現と、成長投資のための内部留保の充実による企業体質強化とを総合的に勘案して判断するとしている。公約配当性向などは特に規定していない。

過去の推移をみると、同社は 5 円をベースにして一時的に赤字であっても配当を継続してきた実績がある。利益が上振れした場合には、適宜増配をして配当性向も 20% 台から 40% 台のレンジで推移してきた。2012 年 3 月期に 10 円配に引き上げて以降は、10 円がベースという位置づけになったようにも見て取れる。

2014 年 3 月期は 10 円配を継続し配当性向は 19.7% という実績だった。ここ 10 年ほどの間では、20% を下回る配当性向は 2011 年 3 月期以来ということになる。2015 年 3 月期についても現状の配当予想は 10 円とされている。現在の業績予想をもとにすると配当性向は 17.8% にさらに低下することになる。同社としては次代にむけての成長投資の案件もあって、内部留保の充実のニーズも高いと思われるが、一方で同社の株主重視の姿勢を貫くことも重要であり、その判断が注目される所だ。所期の業績目標が達成された場合には増配される可能性もあろう。



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、株式会社東京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・表示したのですが、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、企業との電話取材等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