

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
佐藤 譲

■設備投資減税政策を追い風に収益回復へ

電線の総合専門商社で独立系では国内トップ。仕入先は約200社、アイテム数は約2万点にのぼり、「必要な商品を、必要な分だけ、必要なときに届ける」というデリバリー体制に強み。自社開発のオリジナル商品で差別化を図る。

2013年10月期の第2四半期累計（2012年11月-2013年4月期）の連結業績は、売上高で前年同期比7.6%増と増収となったものの、営業利益で同26.3%減と減益になった。震災復興需要などを背景に、電力用ケーブルが伸びたものの、利益率の高い機器用・通信用電線が自動車・エレクトロニクス業界の設備投資低迷の影響で伸び悩んだことに加えて、銅価格の上昇による仕入コスト高を短期的に価格転嫁しきれなかったことが主因だ。

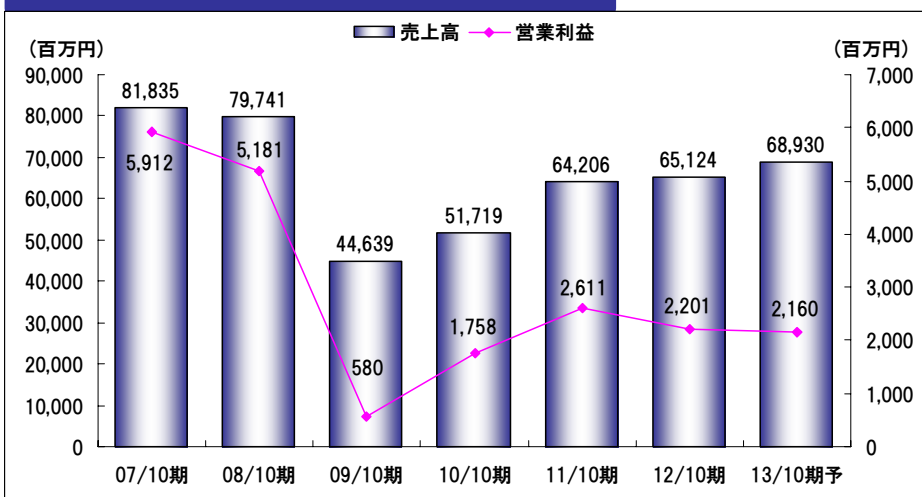
2013年10月期の通期の連結業績は、売上高で前期比5.8%増、営業利益で同1.9%減を見込む。第3四半期に入ってから、自動車業界向けの設備投資が国内外で動き始めており、工場の生産ラインで使用される機器用・通信用電線の売上回復を見込んでいる。2014年10月期には安倍政権による企業の設備投資減税政策を追い風に、収益回復も鮮明化してこよう。同社では付加価値の高いオリジナル商品の開発強化と、現在売上高の5%程度にとどまっている海外向け売上高比率を中期的に10%程度に引き上げていくことによって、業績の更なる拡大を目指している。

現在の時価総額は116億円程度とほぼネットキャッシュ（現預金＋有価証券－有利子負債）と同水準、解散価値を示すPBRでみると0.4倍の水準と割安感が強い。財務体質は良好であり、配当金や株主優待制度（1,000円分の図書カード）を合わせた総利回りは約4%と相対的に高い水準にあると言える。今後、自社株買いなど資本効率の向上に向けた取り組みなどを進めていけば、魅力度は更にアップするものと思われる。

■Check Point

- ・電線の総合専門商社で独立系最大手、商品数は約2万点
- ・最大の需要地域である関東地区の営業強化で開拓余地
- ・配当金と株主優待制度を合わせた総利回りは約4%

通 期 業 績 の 推 移



■事業概要

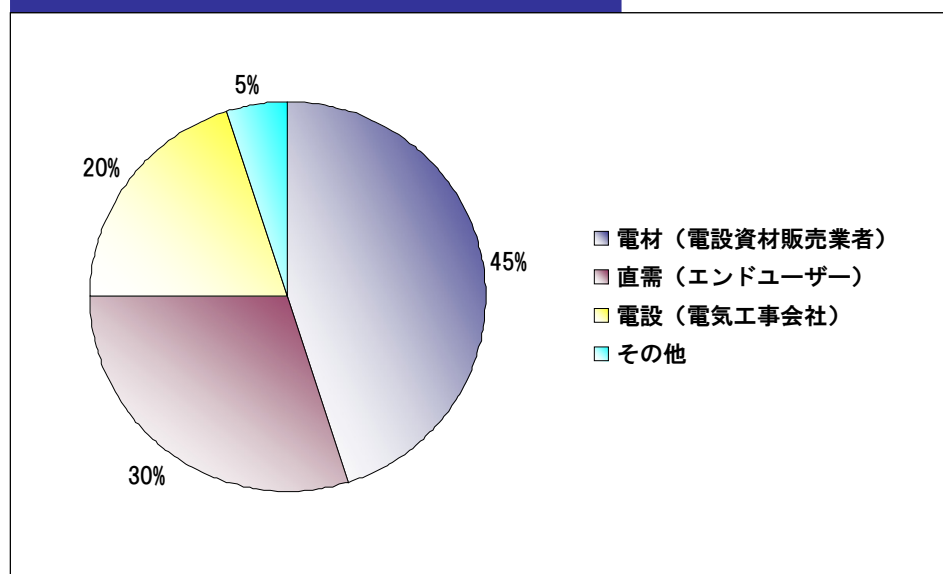
電線の総合専門商社で独立系最大手、商品数は約2万点

(1) 会社概要

電線の総合専門商社で独立系では最大手。仕入先は約200社となっており、国内の電線メーカーが中小企業を含めて約400社あるなかで、半分以上のメーカーから仕入れていることになる。商品アイテム数で約2万点と、国内における商品の調達力は抜きん出ている。主な仕入先は昭和電線<5805>、住電日立ケーブルとなっている。

販売体制は、国内で支店8カ所、営業所7カ所、各支店・営業所へ物流センターを併設し、営業マン200名体制で全国展開をしているほか、加工品の工場（外注工場）を納入先の近隣に設けるなど、「必要な商品を、必要な分だけ、必要なときに届ける」というジャスト・イン・タイムに対応したデリバリー体制と在庫管理能力を強みとしている。在庫水準に関しては「0.8ヶ月以内」と厳しい社内規定を設けて銅相場の変動に対応できるよう、常に適正在庫水準を維持している。顧客は電材販売業者やメーカー、電気工事会社など約3,500社にのぼり、最大の顧客先でも売上構成比は約3%、上位10社でも19%程度と、幅広い顧客と取引を行っているのが特徴だ。子会社は国内に5社、海外に3社（タイ、上海）展開している。

販売先構成比（2012年10月期）



■事業概要

機器用・通信用電線が主力、オリジナル商品で差別化図る

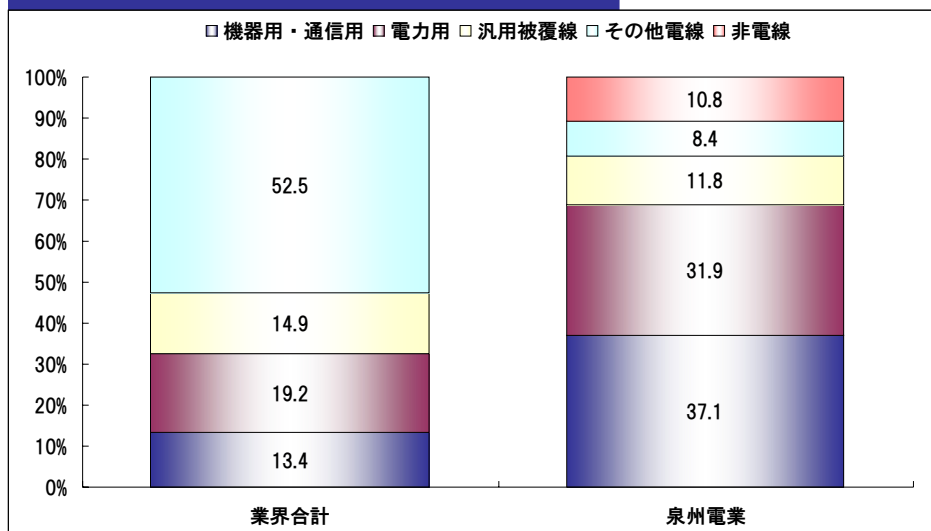
(2) 事業概要

同社の商品別の売上構成比（2012年10月期）はグラフの通りで、機器用・通信用電線が37.1%と最も大きく、次いで電力用ケーブルが31.9%、汎用被覆線が11.8%となっている。業界全体の構成比と比較すると機器用・通信用電線と電力用ケーブルの比率が高いことがわかる。これは業界合計では比率の高い輸送用電線（主に自動車用ワイヤーハーネス）を同社では手掛けていないことによる。この数字を除いた業界合計の構成比では機器用・通信用電線が22%、電力用ケーブルが31%となっており、電力用ケーブルはほぼ同じ構成となっているものの、機器用・通信用電線では同社の構成比が高くなっており、同社の特徴と言える。

また、機器用・通信用電線のなかでも同社は自動車業界やエレクトロニクス業界における工場の生産ラインで用いられる電線を主力としている。具体的にはFA機器や工作機械を繋ぐケーブル及び、これら機器内に組み込まれる電線などだ。このため同社の業績は国内における自動車・エレクトロニクス業界を中心とした製造業の設備投資動向と相関性が高くなっている。

同社はこの機器用・通信用電線において他社との差別化を図っている。具体的には、営業が集めてきた顧客ニーズをもとにオリジナル商品を独自で、またはメーカーとの共同開発で、単なる仕入販売商社ではない付加価値商品の販売を行っている。加工品の拠点を顧客の近隣で展開していると述べたが、こうしたロケーション戦略によって顧客との接触を密にし、新製品や生産ラインの設計段階からの情報を入手して製品開発に活かしている。こうしたオリジナル商品の特徴は、「耐久性、耐環境性（温度変化、防油、防水など）、ノイズ対策」など、顧客のニーズに合わせたものとなっている。こうしたオリジナル商品に関しては、在庫リスクを同社が抱えるため、粗利益率も高く設定されている。機器用・通信用電線のなかでこうしたオリジナル商品の売上構成比は半分程度を占めている。機器用・通信用電線の売上構成比は37%だが、粗利益率は高く、同社の業績が製造業の設備投資動向と相関性が高い要因となっている。

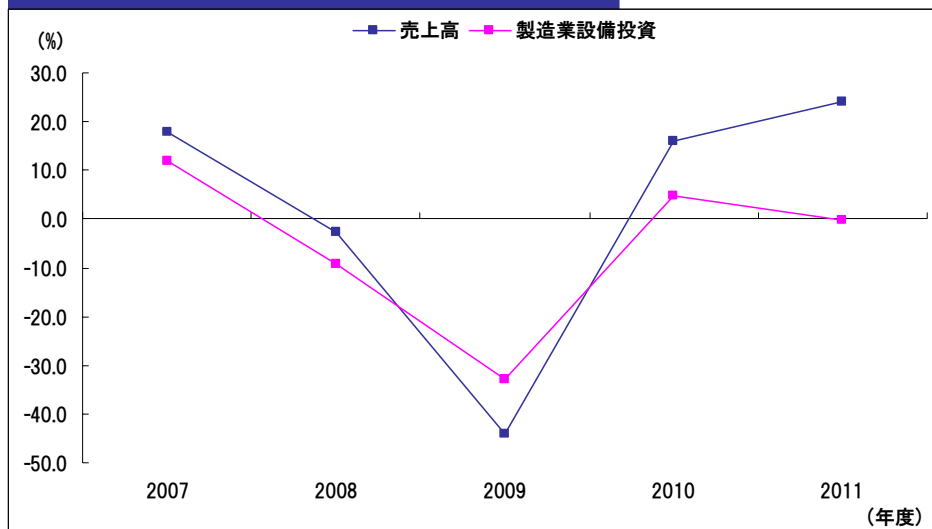
電線品種別構成比（2012年度）



出所：業界合計は日本電線工業会統計

■事業概要

売上高と製造業設備投資伸び率



出所：設備投資は財務省「法人企業統計」、売上高は10月期決算

豊富な商品ラインナップで顧客と強い関係を構築

(3) 業界シェア

日本電線工業会の統計データから同社の業界シェアを推計すると、電線総出荷額ベースでは約3%程度と推計されるが、同社の関わる需要部門である「建設・電販部門」だけでみると約10～12%になる。また、商品別でみれば、同社の収益源となる機器用・通信用電線のシェア（同社未公表のためフィスコ試算）は約14%となっている。同業はメーカー系の商社が多くなっており、上場企業は同社のみとなっている。

業界では現状、電力ケーブル分野における価格競争が続いており、同分野を手掛けている独立系商社にとっては厳しい状況が続いている。経営体力がなく、差別化できる商材を持っていない電線商社は、大手メーカー系商社の傘下に吸収・統合されるといった流れが続いているようだ。

こうしたなかで、同社はオリジナル商品の開発で顧客との強い関係を築き上げているほか、多品種少量受注にも対応できるデリバリー体制を構築できていること、商品ラインナップにおいて、中小メーカーの特殊ケーブルなども揃えることができるなど、メーカー系列には無い強みを持っていることなどで、今後も独立系商社のトップ企業として成長を続けていくことは可能と弊社ではみている。

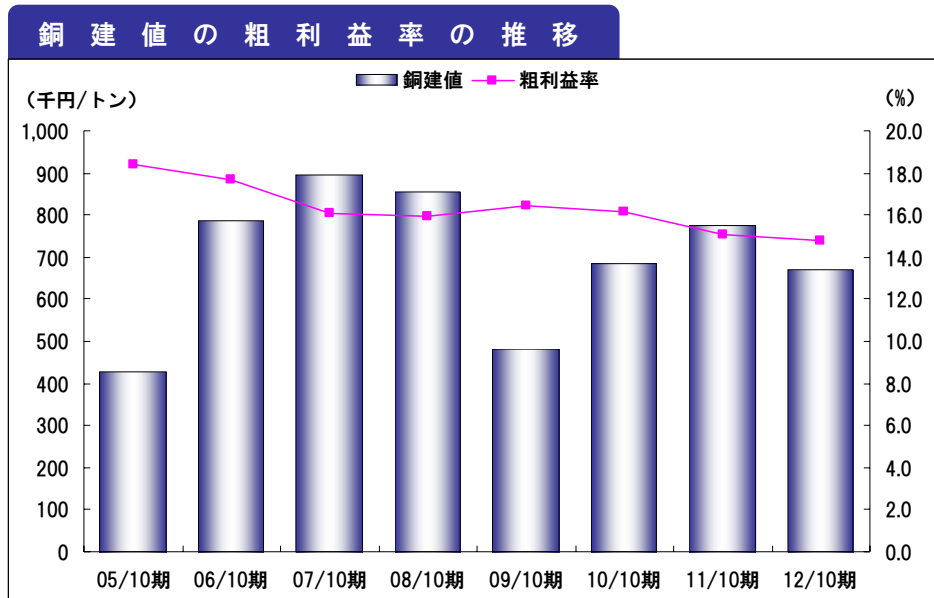
■事業概要

電力用ケーブルに関する粗利益率が経営課題

(4) リスク要因

同社の業績に影響を与える大きな要素として、銅価格が挙げられる。仕入価格、販売価格は原則として国内銅建値にスライドする格好となるため、基本的には銅相場の変動は粗利益率に対してほとんど影響は与えない。ただし、販売価格に関しては競争関係上、仕入価格と連動しないケースもある。4年前に電線メーカーがカルテルで摘発されて以降、電力ケーブルにおいて販売価格の横並び体制が崩れて自由競争となり、流通段階での価格競争が激化しているのも、そうした状況を反映している。

このため、電力用ケーブルに関する粗利益率は、同社のなかでも低い水準となっており、経営課題にもなっている。ただ、電力ケーブル分野に関しては顧客となる電材販売業者1,100社が扱っており、品揃えとして欠かせない商品であることも事実。また、もう一つの柱である機器用・通信用電線は設備投資動向への依存度が大きく、好不調の波が激しいこともあって、経営の安定性という意味でも、同社にとってはなくてはならない商材となっている。グラフではここ数年、粗利益率が低下傾向にあるが、これは前述した電力ケーブルの価格競争に伴う利益率低下が影響しているものと思われる。



出所：銅建値は日本電線工業会より、決算期に合わせた年度平均値で算出

■決算動向

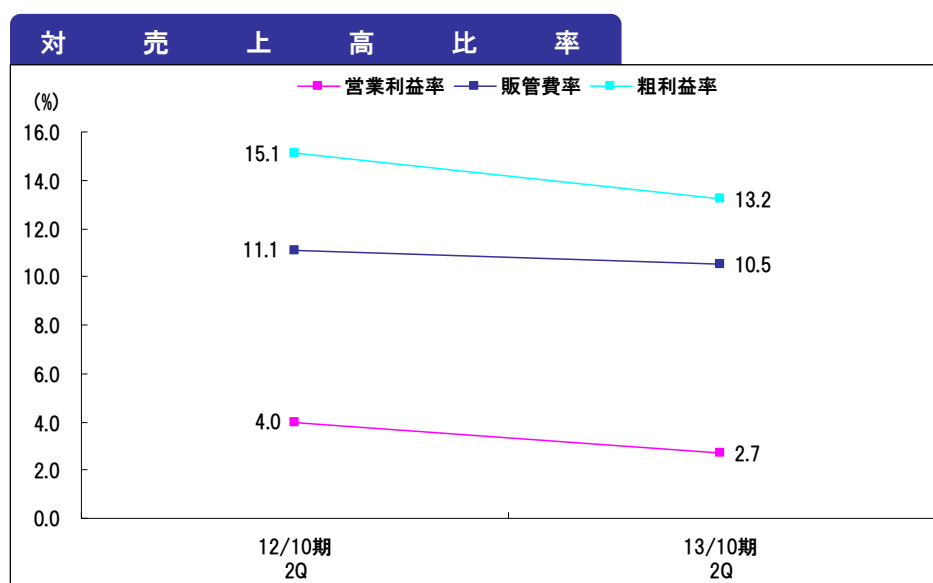
銅建値の上昇に伴う仕入単価上昇で粗利益が減少

(1) 第2四半期累計の連結業績

2013年6月4日に発表された2013年10月期の第2四半期累計（2012年11月-2013年4月）の連結業績は、売上高で前年同期比7.6%増の35,139百万円、営業利益で同26.3%減の952百万円、経常利益で同18.4%減の1,129百万円、四半期純利益で同11.9%減の679百万円となった。

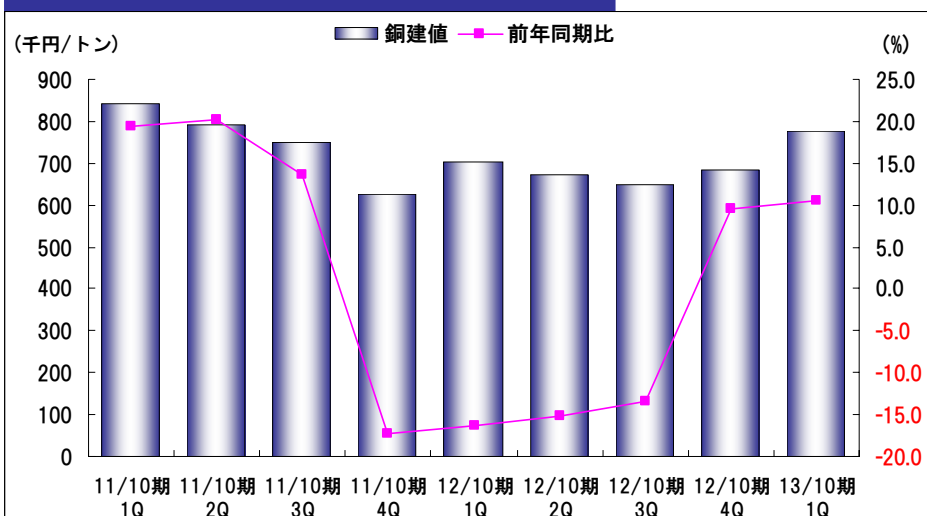
売上高粗利益率で前年同期比1.9ポイント減の13.2%に低下したことが減益要因となった。粗利益率の低下要因は大きく以下の2点にまとめることができる。第一に、収益性の低い電力ケーブルの売上高が10.6%増と2ケタ増収となった一方で、収益の柱である機器用・通信用電線の売上高が0.1%増と伸び悩んだこと。第二に銅建値の上昇に伴い、同社の仕入単価も上昇したが、電力ケーブルを中心に販売価格への転嫁が短期的には十分浸透しなかったことだ。こうした要因によって、粗利益額は前年同期比5.9%減の4,633百万円となった。一方、販管費は増収効果に加えて、人件費やその他経費の抑制に努めたことで、対売上比率で0.6ポイント改善したものの、粗利益率の低下をカバーするまでには至らず、結果、営業利益率は2.7%と前年同期比で1.3ポイント低下し、減益に繋がった。

営業外収支が前年同期比で87百万円改善しているが、このうち39百万円は為替差益の計上によるものとなっている。また、実効税率が前年同期の49.5%から39.9%へ低下したことで、四半期純利益の減益率は11.8%と営業利益や経常利益と比較して小幅に留まっている。



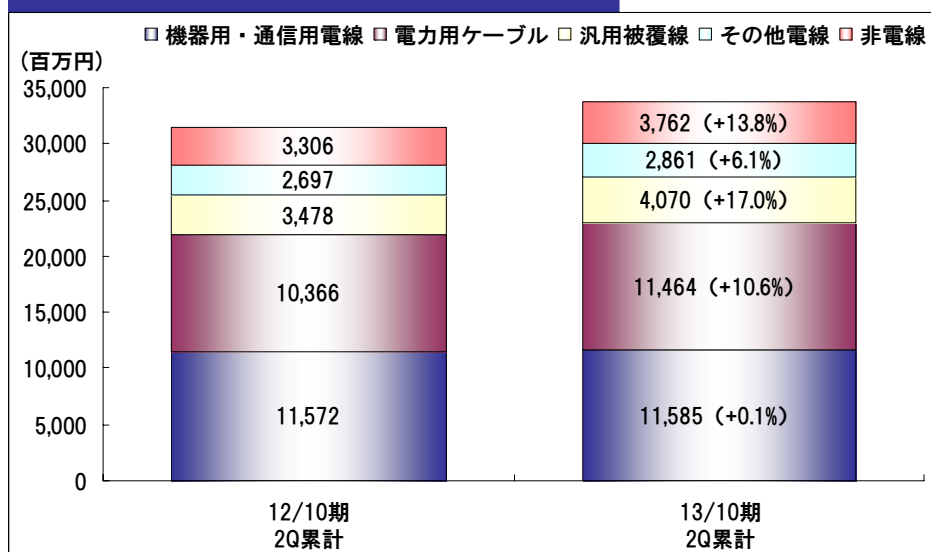
■決算動向

国内銅建値価格の推移



出所：日本電線工業会よりフィスコ作成

商品別売上高 (前年同环比)



※カッコ内は前年同环比伸び率

通期は収益の柱である機器用・通信用電線の回復を見込む

(2) 通期の業績見通し

2013年10月期の連結業績の見通しは、売上高で前期比5.8%増の68,930百万円、営業利益で同1.9%減の2,160百万円、経常利益で同1.0%増の2,440百万円、当期純利益で同3.5%増の1,440百万円となっている。

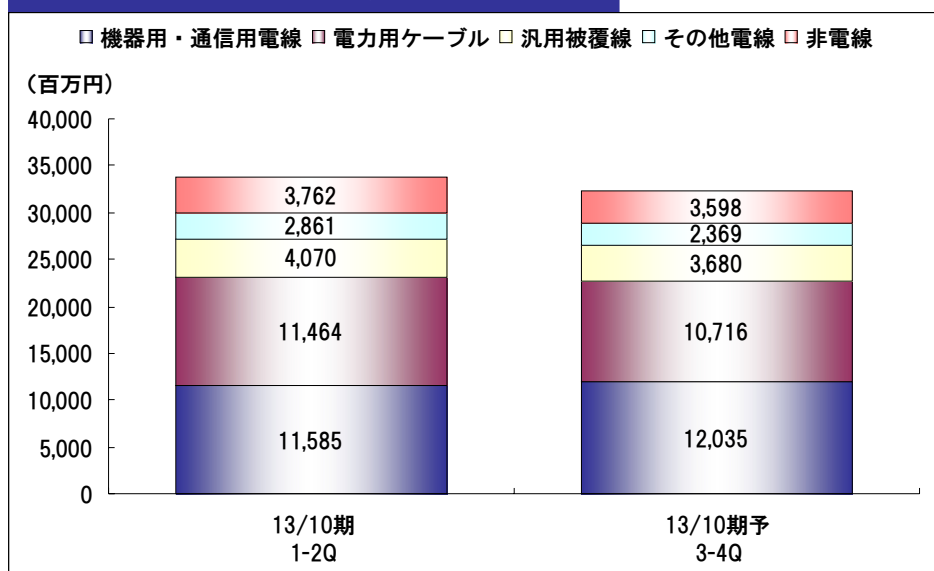
■決算動向

第2四半期累計業績との比較では売上高で3.8%減となるものの、営業利益で逆に26.9%増益と回復を見込んでいる。収益の柱である機器用・通信用電線の回復を見込んでいるのが要因だ。実際、ここ最近の状況では円高修正の動きや、エコカー販売の好調などを背景に自動車業界で設備投資の動きが出始めており、同分野の売上に関しては上向き始めている。また、中国市場における工作機械の需要もローエンド機を中心に動き始めており、こちらも追い風となる。もう1つの需要先であるエレクトロニクス業界、とりわけ半導体・液晶業界については大手メーカーの事業規模縮小に伴い、依然として低迷が続いているものの、全体的にはオリジナル商品を中心に上向き傾向に転じているようだ。

一方で、機器用・通信用電線以外の分野は、いずれも第2四半期累計との比較で減収を見込んでいる。これは、銅建値が下落する前提となっていることが主因だ。グラフの通り銅建値は第2四半期累計の742千円/トンから700千円/トンへと6%下落する前提となっている。ただ、足元はまだそこまで下がっていないため、銅建値の今後の推移次第で売上高は計画を上回る可能もある。

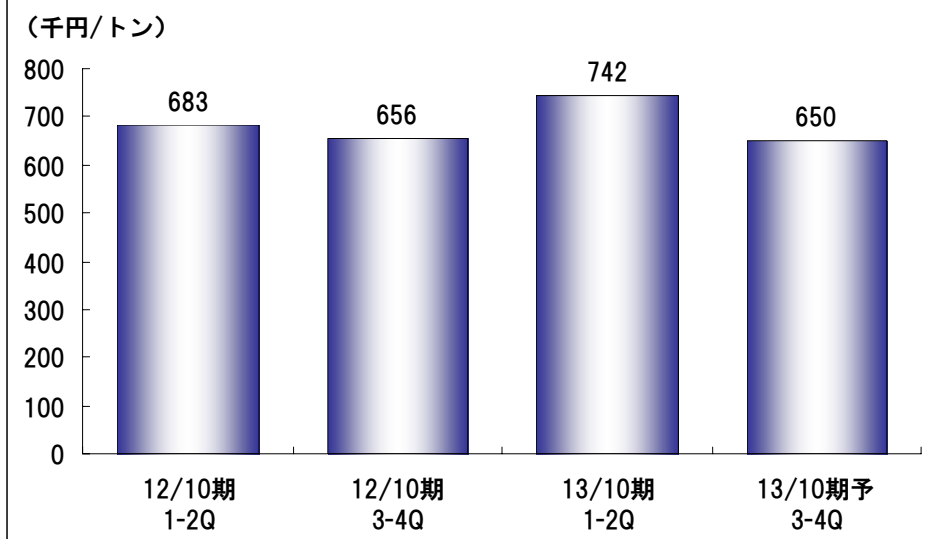
また、通期の商品別売上計画では、機器用・通信用電線が前期比1.7%増と伸び悩むことに変わりなく、2014年10月期以降の本格回復が期待される。一方で、電力ケーブルは同11.0%増と震災復興需要を中心に引き続き旺盛な需要を見込んでいる。

商品別売上高（上期実績、下期予想）



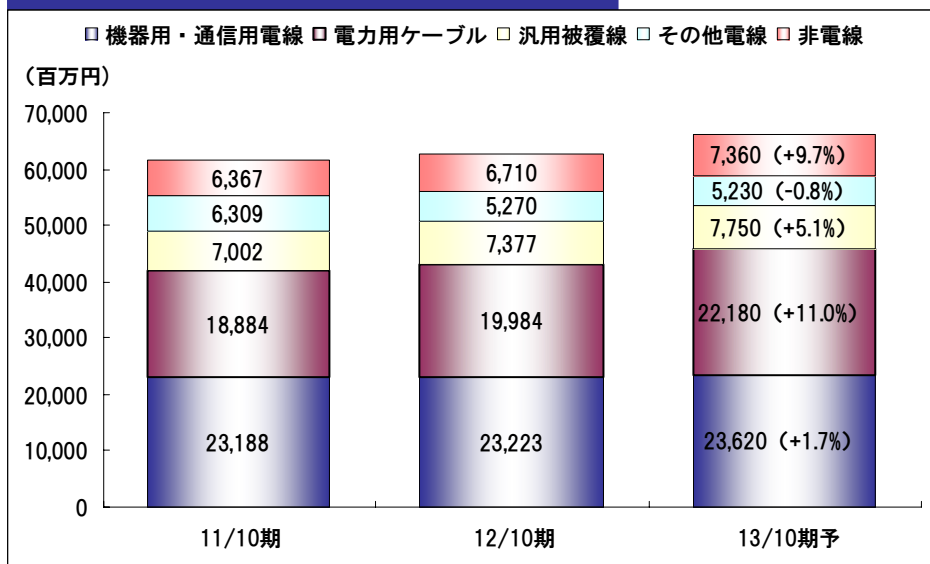
■決算動向

銅 建 値 の 推 移



出所：会社資料よりフィスコ作成

商 品 別 売 上 高 (通 期 計 画)



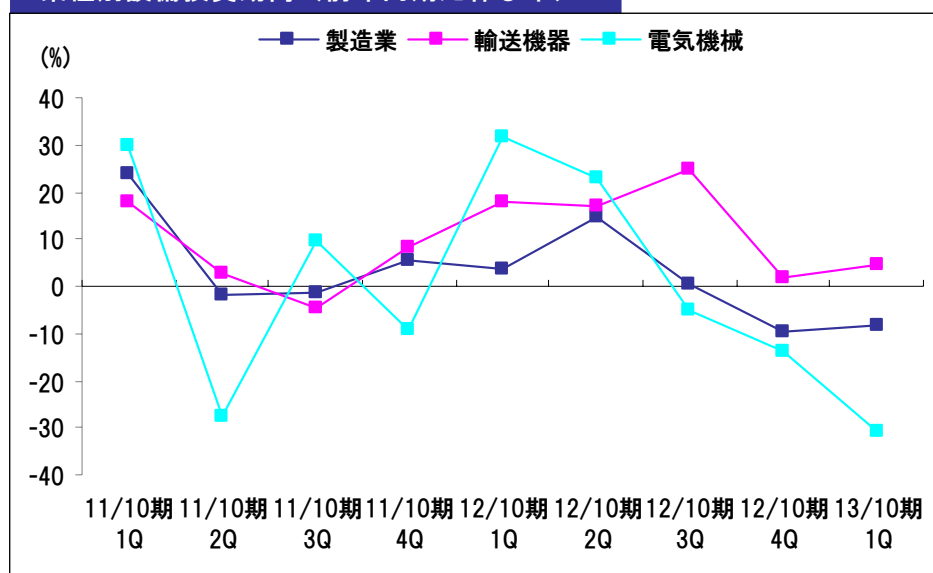
※カッコ内は前期比伸び率

■成長戦略

オリジナル商品、関東と海外の展開、非電線商品を強化

今後の業績を見るうえで重要なポイントは国内の製造業における設備投資動向にあることは言うまでもない。そういう点で、安倍政権が成長戦略の1つとして打ち出した設備投資減税政策は、同社の業績面で追い風になるものとして期待される。長らく続いた超円高によって国内の設備投資需要は縮小傾向が続いたが、ここにきての円高修正、アジア通貨高によって国内製造業の競争力に復活の兆しが見え始めていることもプラス要因だ。財務省が発表している四半期ごとの設備投資動向では2012年第3四半期以降、失速していたが、自動車の国内生産が回復に向かえば、周辺業界を含めて裾野が広いだけに今後、製造業全体も上向きに転じる可能性が高い。エレクトロニクス分野においては国際競争力の低下によって、国内における設備投資回復にはしばらく時間がかかるとみられるが、アジア圏における投資回復が見込まれる。特に、中国などは人件費の上昇によって自動化投資に対する需要が出てきており、今後期待されるところだ。

業種別設備投資動向（前年同期比伸び率）



出所：財務省「法人企業統計」

このため、2014年10月期の業績は製造業の設備投資回復を背景に、増収増益も視野に入る。こうしたなかで、中期的な成長発展を続けていくため、同社では以下の戦略を掲げている。

- ・ オリジナル商品の開発と加工部門の強化による直需部門の売上拡大
- ・ 関東地区の営業強化及び新規顧客の開拓
- ・ グローバル展開の強化
- ・ 非電線商品の強化
- ・ M&A戦略

■成長戦略

オリジナル商品に関しては、引き続き顧客との情報交換を密にしながら開発を進め、現在、機器・通信用電線の約半分を占める売上高の比率を更に高めていき、全体の収益性向上を進めていく。

関東地区の営業強化に関して、同社では従来関東地区の売上構成比が2割弱と業界平均（3割強）と比較して相対的に低く、やや弱い地域であったとの認識を持っている。このため、2012年11月に東京東営業所（千葉県柏市）を開設し、営業体制の強化を図っている。国内では最大の需要地域であるだけに、今後の開拓余地も大きいと言えよう。また、新規顧客の開拓については、従来の自動車、エレクトロニクス業界に加えて、食品や医療機器、ロボット業界などでの開拓を進めていく方針だ。特に食品業界や医療機器業界ではここ数年で生産ラインのハイテク化が進んでおり、ノイズ対策用ケーブルなどでオリジナル開発商品を持つ同社にとっても開拓余地も大きいと言える。

グローバル展開の強化においては、現在5%の海外売上比率を、中期的に10%まで引き上げていきたい考えだ。タイでは自動車業界向けを中心に納入シェアの拡大に取り組んでいくほか、中国市場や韓国市場での新規顧客開拓も進めていく。2012年は上海やソウルでのFA機器を中心とした展示会にも出品するなど、積極的な販売活動を行っている。耐久性など品質の高さにおける評価は現地でも高く、現地代理店との提携など販売ネットワークの構築に注力していく。中国市場での競合はドイツや日系企業がほとんどで、開拓余地は大きい。今後は現地でのサポート体制の強化や価格戦略などが課題となてこよう。

非電線事業においては、太陽光発電システム向けケーブルが伸びている。ほかにも、ケーブルに付属するコネクタ類や周辺部材など雑多な商材の粗利益率は平均より高いものも多く、引き続きこれらの販売を強化していく方針だ。

なお、M&Aに関して同社では同業の独立系電線商社に関して投資に見合う案件があれば前向きに検討するとしている。しかし現段階ではどの企業も経営状態が厳しく、買収するだけのメリットはないと考えている。むしろ、2013年5月に子会社化したエヌビーエスのように、周辺技術で同社のオリジナル商品開発や新規顧客の開拓にシナジーが発揮できるような中小メーカーなどが対象になってくるものと思われる。

エヌビーエスに関しては主に大電流・高電圧用のコネクタメーカーで特注品を得意とし、半導体、自動車業界の顧客を持っていることが買収に繋がった。売上規模は小さく、直接的な業績面への寄与は軽微なものの、オリジナル商品の開発や新規顧客開拓など間接的なシナジーが期待される。

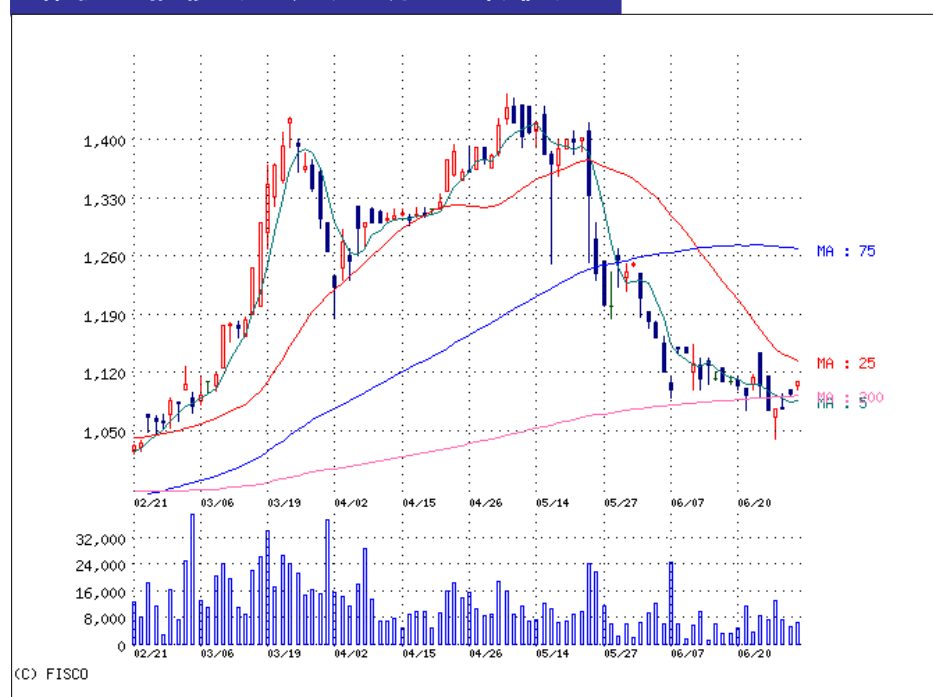
■株主還元策

配当金と株主優待制度を合わせた総利回りは約4%

同社は株主還元策として配当金や株主優待制度、自社株買いなどで対応していく方針だ。配当金に関しては「安定的な配当を維持することを基本方針として、当期の業績、内部留保の水準等を勘案して、総合的に判断する」としている。2010年10月期以降は配当性向で20%水準となっており、同水準は一つの目安となっているようだ。また、株主優待制度としては期末時点の1単元以上の株主に図書カード（1,000円相当）を贈呈している。2013年10月期の一株当たり配当金が32円となっていることから、株主優待制度と合わせた総利回りは約4%の水準となる。

自社株買いに関しては折にふれ実施しており、現在は発行済み株式数の約3%の水準を自社株保有している。とは言え、現在のネットキャッシュ（現預金＋有価証券－有利子負債）は116億円とほぼ時価総額と同レベルであり、実績PBRは0.4倍と解散価値を下回っている状態にある。ROEは前期実績で4.6%に留まっており、今後自社株買いなどにより資本効率を高める施策を打ち出すことによって、投資魅力は更に増してくるものと思われる。同社では自社株買いに関して、タイミングをみながら検討しているとコメントしている。

株価の推移（日足、7月2日終値）



損益計算書

(単位：百万円、%)

	09/10期	10/10期	11/10期	12/10期	13/10期予
売上高	44,639	51,719	64,206	65,124	68,930
(対前期比)	-44.0	15.9	24.1	1.4	5.8
売上原価	37,292	43,375	54,533	55,515	
(対売上比)	83.5	83.9	84.9	85.3	
販管費	6,766	6,585	7,061	7,406	
(対売上比)	15.2	12.7	11.0	11.4	
営業利益	580	1,758	2,611	2,201	2,160
(対前期比)	-88.8	203.0	48.5	-15.7	-1.9
(対売上比)	1.3	3.4	4.1	3.4	3.1
営業外収益	319	255	262	284	
受取利息・配当金	45	31	30	33	
その他	274	224	232	251	
営業外費用	48	47	65	70	
支払利息・割引料	2	2	2	1	
その他	46	45	63	69	
経常利益	851	1,966	2,808	2,415	2,440
(対前期比)	-84.5	130.8	42.8	-14.0	1.0
(対売上比)	1.9	3.8	4.4	3.7	3.5
特別利益	261	14	103	234	
特別損失	279	374	100	26	
税引前利益	833	1,605	2,811	2,623	
(対前期比)	-83.7	92.7	75.1	-6.7	
(対売上比)	1.9	3.1	4.4	4.0	
法人税等	810	682	1,223	1,223	
(実効税率)	97.2	42.5	43.5	46.6	
少数株主利益	-2	1	5	9	
当期純利益	25	922	1,583	1,390	1,440
(対前期比)	-99.1	3,588.0	71.7	-12.1	3.5
(対売上比)	0.1	1.8	2.5	2.1	2.1
発行済株式数(千株)	10,675	10,675	10,497	10,476	10,476
1株当たり利益(円)	2.39	86.39	150.26	132.72	137.46
1株当たり配当(円)	20.0	20.0	30.0	32.0	32.0
1株当たり純資産(円)	2,568.90	2,627.81	2,781.03	2,883.30	
1株当たりキャッシュフロー(円)	35.41	119.25	183.38	170.11	
配当性向(%)	836.8	23.2	20.0	24.1	22.2



貸借対照表

(単位：百万円)

	09/10期	10/10期	11/10期	12/10期
流動資産	26,283	28,955	31,671	33,413
（現預金、有価証券）	8,913	9,059	9,854	10,027
（在庫）	3,064	3,353	3,788	3,655
有形固定資産	13,456	12,689	13,140	13,271
無形固定資産	43	58	126	149
投資等	4,251	4,454	4,494	4,353
総資産	44,034	46,158	49,432	51,187
流動負債	13,216	16,014	18,179	18,715
固定負債	3,385	2,082	2,044	2,244
（有利子負債）	1,705	150	192	250
負債合計	16,601	18,097	20,224	20,959
株主資本	27,381	28,089	29,237	30,283
資本金	2,575	2,575	2,575	2,575
資本準備金	3,372	3,372	3,372	3,372
利益剰余金	21,617	22,326	23,645	24,710
自己株式	-183	-183	-354	-375
その他包括利益累計額	41	-38	-45	-78
少数株主持分	9	10	15	23
純資産合計	27,432	28,061	29,208	30,227
負債純資産合計	44,034	46,158	49,432	51,187
（安全性）				
流動比率（流動資産÷流動負債）	198.9%	180.8%	174.2%	178.5%
自己資本比率（株主資本÷総資産）	62.3%	60.8%	59.1%	59.0%
D/Eレシオ（有利子負債÷株主資本）	6.2%	0.5%	0.7%	0.8%
（収益性）				
ROA（営業利益÷総資産）	1.3%	3.8%	5.3%	4.3%
ROE（純利益÷株主資本）	0.1%	3.3%	5.4%	4.6%
売上高営業利益率	1.3%	3.4%	4.1%	3.4%

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