

|| 企業調査レポート ||

## サンワテクノス

8137 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 12 月 10 日 (火)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2020年3月期第2四半期は設備投資需要の低下で減収減益ながら、 自動車関連業界向けは成長が続く	01
2. 新中期経営計画「NEXT 1800」の4つの基本方針それぞれが順調に進捗	01
3. 2020年3月期下期は2021年3月期からの回復需要を着実に取り込むための 体制固めの時期	02
■ 業績の動向	03
1. 2020年3月期第2四半期決算の概要	03
2. 部門別・地域別動向の詳細	05
■ 中長期成長戦略その進捗状況	09
1. 新中期経営計画『NEXT1800』について	09
2. 『コアビジネスの強化で顧客のものづくりに貢献する』の進捗状況	11
3. 『グローバル事業を拡大し市場の需要をサポートする』の進捗状況	14
4. 『新事業領域へ挑戦し持続的成長を加速する』の進捗状況	14
5. 『持続可能な社会の実現への取り組み』の進捗状況	14
6. 自動車関連ビジネスの拡大	15
■ 今後の見通し	18
■ 株主還元	21

## ■ 要約

### 新中期経営計画で掲げる重要施策の着実な実行と 自動車関連業界向けビジネスの拡大によって、 2021年3月期以降の本格的回復に向けた備えを固める

サンワテクノス<8137>は独立系技術商社。電機・電子・機械の3分野にまたがって事業を展開している点と、それを生かした「双方向取引」（顧客メーカーに生産ラインの機器を納入し、そこで生産された製品を仕入れる）の2つの特徴を生かして業容を拡大してきた。近年はエンジニアリング事業とグローバルSCMソリューション事業に注力している。

#### 1. 2020年3月期第2四半期は設備投資需要の低下で減収減益ながら、自動車関連業界向けは成長が続く

同社の2020年3月期第2四半期決算は、売上高67,608百万円（前年同期比6.3%減）、営業利益909百万円（同57.3%減）と減収減益となった。米中貿易摩擦などの影響により国内外で製造業の設備投資が減少したことを受けて2019年7月の第1四半期決算時に業績見通しを下方修正したが、自動車関連業界向けやアミューズメント業界向けの予想以上の伸びにより、第2四半期はその修正予想を大きく上回った。自動車関連業界向けの売上高は運転支援システム向けの部品の需要にけん引されており、当面順調な拡大が続くと期待される。FA・産業機器業界向けに続く第2の収益の柱ができつつあることになり、将来的な業績安定性の拡大に期待が高まっている。

#### 2. 新中期経営計画「NEXT 1800」の4つの基本方針それぞれが順調に進捗

同社は2020年3月期からの3ヶ年中期経営計画「NEXT1800」を策定し、そこで掲げる4つの基本方針の着実な実行に取り組んでいる。その進捗状況は全般的に順調だ。コアビジネス強化の中のエンジニアリング事業については、利益率改善に向けて事業戦略の転換に挑んでいる。いたずらに時間を浪費するのではなく早期に変革に踏み切ったことはポジティブに評価できるだろう。一方、グローバルSCMソリューション事業は順調に業容が拡大しており、収益性の面でも同社の長年の経験や事業インフラを活用する形で想定どおりの水準を獲得できているもようだ。グローバル展開や新事業領域の拡大、持続可能な社会への貢献といったテーマに関しても、それぞれの分野で進捗が見られている。経営目標については、初年度の2020年3月期こそ厳しい状況にあるものの、最終年度の業績目標については当初の計画値が達成される可能性は十分であると弊社ではみている。

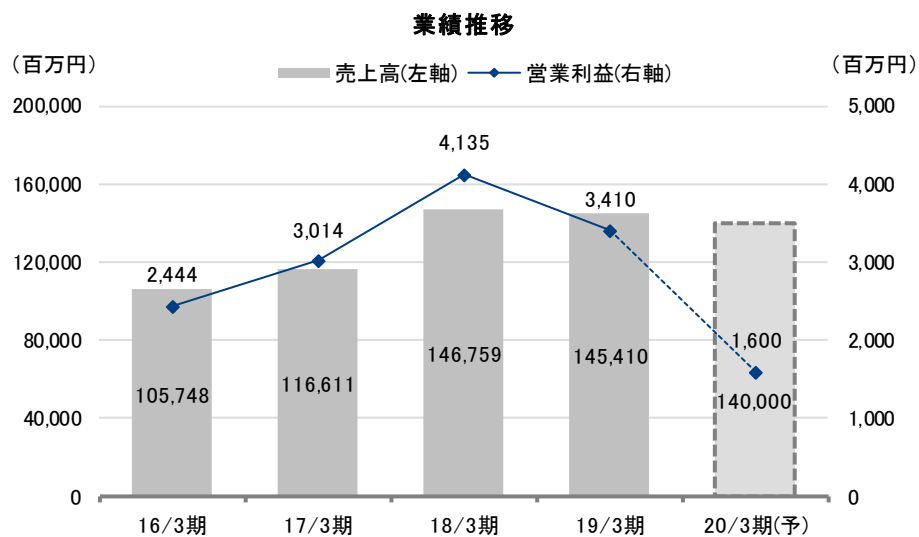
## 要約

## 3. 2020年3月期下期は2021年3月期からの回復需要を着実に取り込むための体制固めの時期

2020年3月期通期について同社は、2019年7月時点の予想から若干予想を引き上げ、売上高140,000百万円(前期比3.7%減)、営業利益1,600百万円(同53.1%減)を予想している。下期だけを取り出すと、最新の10月予想の数値は7月の修正予想からさらに利益水準が低下している。予想の精度が高まった結果の見直し引き下げということで、まだ同社の業績は厳しい状況が続くことを想定しておく必要がある。しかし一方では、業績回復の兆しも見えている。上期は同社の直接の顧客である産業機械メーカー(セットメーカー)の在庫調整もあり設備投資の実需以上に同社の売上は低迷した。しかし足元ではセットメーカーの在庫調整の終了で、実需を反映した形での受注へと戻って来ている。米中貿易摩擦の激しさもピークアウト感が出てきており、2021年3月期以降の回復局面への移行が期待される状況にある。下期はその時への備えを万全に整える時期と言え、業績数値もさることながら、その進捗こそが最も重要な評価ポイントだと弊社では考えている。

## Key Points

- ・エンジニアリング事業では利益率上昇に向けて戦略転換に挑む
- ・グローバルSCMソリューション事業は業容・収益性ともに順調に推移
- ・自動車関連業界向けビジネスが長期的な事業の柱になるかに注目



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績の動向

### 米中貿易摩擦等の影響で主軸のFA・産業機器業界向け売上高が減収となり、利益も大幅減益で着地

#### 1. 2020年3月期第2四半期決算の概要

同社の2020年3月期第2四半期決算は、売上高67,608百万円(前年同期比6.3%減)、営業利益909百万円(同57.3%減)、経常利益1,036百万円(同55.2%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益689百万円(同58.3%減)と、減収減益となった。

同社は、2019年7月30日の第1四半期決算の発表に際し、上期及び通期の業績見通しを下方修正した。その修正予想に対しては、売上高で3,608百万円、営業利益で609百万円、それぞれ上回っての着地となった。

#### 2020年3月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	19/3期			20/3期2Q累計					
	2Q累計実績	下期実績	通期実績	期初予想	前年同期比	修正予想	前年同期比	実績	前年同期比
売上高	72,164	73,246	145,410	74,000	2.5%	64,000	-11.3%	67,608	-6.3%
営業利益	2,129	1,281	3,410	1,500	-29.6%	300	-85.9%	909	-57.3%
営業利益率	3.0%	1.7%	2.3%	2.0%	-	0.5%	-	1.3%	-
経常利益	2,312	1,315	3,627	1,600	-30.8%	400	-82.7%	1,036	-55.2%
親会社株主に帰属する四半期純利益	1,651	977	2,628	1,150	-30.4%	350	-78.8%	689	-58.3%

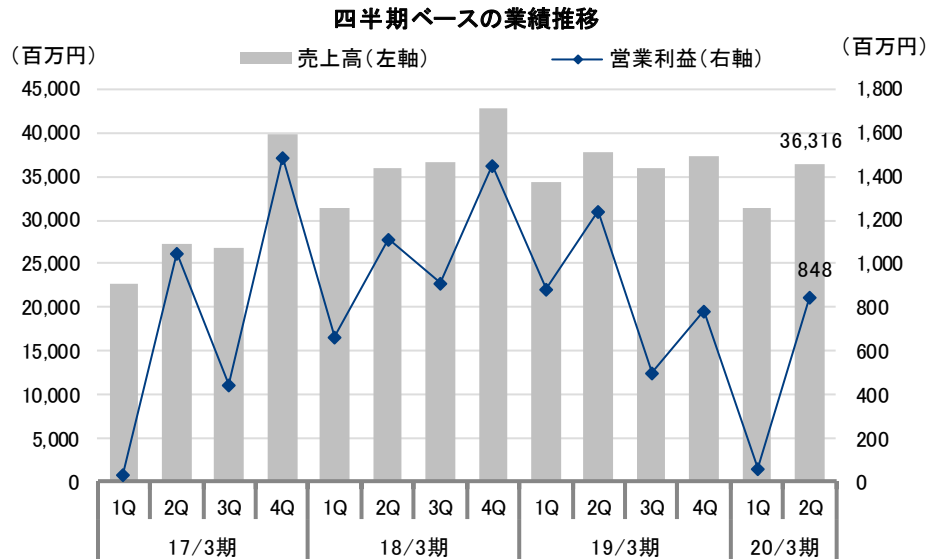
出所：決算短信よりフィスコ作成

同社は2020年3月期－2022年3月期の新3ヶ年中期経営計画『NEXT 1800』を策定し、中期経営計画初年度に当たる2020年3月期に臨んだが、米中貿易摩擦の影響で業種を問わず広範囲でメーカーの設備投資が冷え込み、同社もその影響を大きく受けることとなった。

既述のように減収かつ大幅な減益決算ではあったものの、米中貿易摩擦が関税率の引き上げや対象範囲の拡大という形で激化していくなかで、同社も含めて日本企業への業績悪影響は十分想定されていた。そうしたなかで、第1四半期決算の段階で早々に業績下方修正を実施し、その後、上期決算において修正予想を上回った着地を見せたことは、市場参加者(投資家)に対する情報開示の在り方としては適切なものだったと弊社では考えている。

四半期ベースの推移を見ると、上期の内訳として第1四半期が大底で第2四半期には回復の兆しを読み取ることにも可能だ。また、同社の主力領域であるFA・産業機器業界向けは不振であった一方、成長著しい自動車関連業界向けは順調な成長が続いている。さらには、同社の業績はその立ち位置がゆえに商材の実需の状況よりも上下に振れやすい性質があり、今上期は下方方向に大きく振れた時期だった。今後の回復過程ではその分を取り戻す形で上に大きく振れる可能性もあり、決して悲観一色の決算ではなかったというのが弊社の評価だ。

## 業績の動向



出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高は記述のように前年同期比 6.3% (4,556 百万円) の減収となったが、それを部門別に分けると電機部門が同 20.8% (2,767 百万円) の減収と最も影響度が大きかった。反対に、電子部門が同 2.0% (1,083 百万円) の減収で 3 部門の中では最も軽微だった。

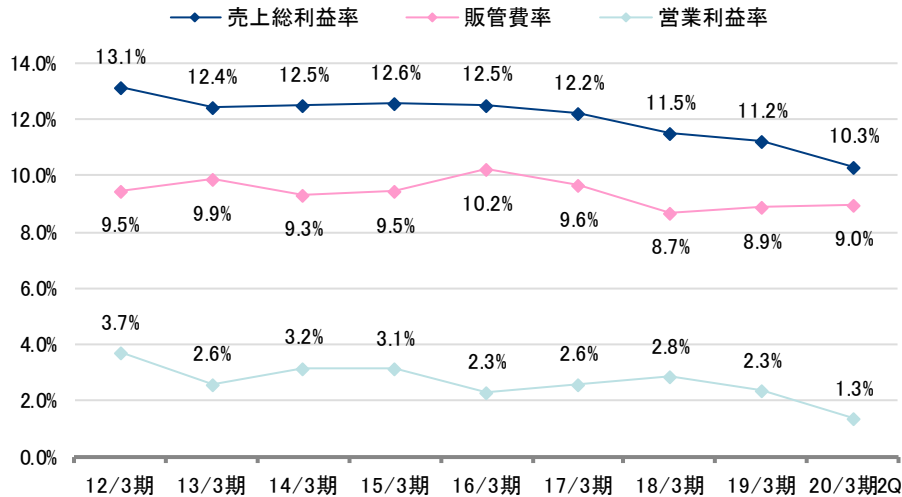
2019年7月30日発表の修正予想との比較で、売上高が 3,608 百万円上振れた要因は、自動車関連業界向け（主として車載品向けの電子部品）とアジア・欧米のアミューズメント業界向け電子部品の販売が予想以上に伸長したことが要因だ。

一方利益面では、減収に伴う利益の減少が何よりも影響が大きかった。また、FA・産業機器業界向けの売上が低迷する一方、自動車関連業界向けが伸長したことによる、いわゆる製品ミクスの悪化も売上総利益率の低下をもたらした。経費節減等に努めたものの、売上総利益の減益を吸収しきれず、営業利益は前年同期比 50% を超える大幅減益となった。

7月の修正予想との比較では営業利益が 609 百万円の上振れとなったが、この理由は自動車関連業界向け及びアジア・欧米アミューズメント業界向けの売上高が予想よりも伸長したことに加え、経費節減効果があったことによる。売上高の上振れ分に比べて利益の上振れ分が小さいのは売上高の増収分が相対的に利益率が低い自動車関連業界向けの売上によってもたらされたことが原因だ。前述の製品ミクスの悪化がここからも見て取れる。

## 業績の動向

## 売上総利益率、売上高販管費率、営業利益率の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 全般に厳しい事業環境の中、自動車関連業界向け売上高は 運転支援システム向け需要の好調で増収が続く

### 2. 部門別・地域別動向の詳細

同社は売上高について、その取扱商品別に、電機・電子・機械の3部門に分けて内訳を開示している。また地域別セグメント情報として、売上高及び営業利益を開示している。その概略は以下のようになっている。

#### 売上高の部門別詳細動向

(単位：百万円)

	19/3期			20/3期
	2Q累計	下期	通期	2Q累計
電機部門	13,332	11,237	24,569	10,565
前年同期比	7.6%	-24.0%	-9.6%	-20.8%
電子部門	53,553	55,817	109,370	52,470
前年同期比	6.4%	-7.1%	-1.0%	-2.0%
機械部門	5,278	6,192	11,470	4,571
前年同期比	14.3%	36.5%	25.3%	-13.4%
売上高合計	72,164	73,246	145,410	67,608
前年同期比	7.2%	-7.8%	-0.9%	-6.3%

出所：決算短信よりフィスコ作成

電機部門は、半導体関連業界向けの電機品の販売は増加したものの、産業機械業界向けの電機品の販売が減少し、部門の売上高は前年同期比 20.8% 減の 10,565 百万円となった。

## 業績の動向

電子部門は、自動車関連業界向けの電子部品の販売が伸長したものの、産業機械業界向けの電子部品や電子機器の販売が減少したことに加え、半導体関連業界向けの電子機器の販売が減少したため、部門の売上高は前年同期比 2.0% 減の 52,470 百万円となった。

機械部門は、半導体関連業界向けの生産設備の販売が増加したものの、産業機械業界向けの生産設備の販売が減少し、部門全体では前期比 13.4% 減の 4,571 百万円となった。

## 地域別詳細動向

(単位：百万円)

	2Q 累計	19/3 期		20/3 期	
		下期	通期	2Q 累計	
日本	売上高	57,653	58,340	115,993	53,889
	前年同期比	10.1%	-6.8%	0.9%	-6.5%
	営業利益	1,065	874	1,939	529
	前年同期比	13.9%	-37.5%	-16.9%	-50.3%
	営業利益率	1.8%	1.5%	1.7%	1.0%
アジア	売上高	18,646	18,542	37,188	16,243
	前年同期比	5.1%	-14.8%	-5.8%	-12.9%
	営業利益	778	430	1,208	289
	前年同期比	15.4%	-47.2%	-18.8%	-62.9%
	営業利益率	4.2%	2.3%	3.2%	1.8%
欧米	売上高	4,204	3,880	8,084	3,746
	前年同期比	11.9%	-24.0%	-8.8%	-10.9%
	営業利益	275	-21	254	35
	前年同期比	69.7%	-	-18.3%	-87.2%
	営業利益率	6.5%	-0.5%	3.1%	0.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

日本は、売上高 53,889 百万円（前年同期比 6.5% 減）、営業利益 529 百万円（同 50.3% 減）となった。半導体関連業界向け電機品や自動車関連業界向け電子部品の販売は伸長したが、産業機械業界向けの販売が各部門で一般的に減少したほか、半導体関連業界向けの電子機器の販売が減少したため、減収減益となった。

アジアは、売上高 16,243 百万円（前年同期比 12.9% 減）、営業利益 289 百万円（同 62.9% 減）となった。産業機械業界向けの電機品・電子部品及び半導体関連業界向けの電子部品・生産設備の販売が減少したのを、アミューズメント業界向け電子部品の販売増加では補い切れず、大幅減収減益となった。

欧米は売上高 3,746 百万円（前年同期比 10.9% 減）、営業利益 35 百万円（同 87.2% 減）となった。アミューズメント向け電子部品は好調だったものの産業機械業界向け電子部品などが減少し、大幅な減収減益で着地した。

以上のような部門別・地域別の動向と、需要先別の販売状況は次のようになる。



## 業績の動向

## 部門別・地域別動向の一覧

	日本			アジア			欧米		
	電機	電子	機械	電機	電子	機械	電機	電子	機械
自動車関連業界		○							
半導体関連業界	○	×	○		×	×	×		
産業機械業界	×	×	×	×	×			×	
FPD 関連業界									
スマートフォン関連業界									
アミューズメント業界					○			○	

※「○」と「×」はそれぞれ、前年同期比増収、減収を示す  
 出所：決算短信よりフィスコ作成

産業機械業界向けのビジネスは、3部門すべてで低調だったほか、地域的にも日本とアジアの主力市場を始め、全世界的に不振だった。半導体関連業界向けは日本における電機品や機械（生産設備が主体）は増収となったものの、アジアと欧米では減収が目立った。日本国内でも最も売上高の構成比が高いとみられる電子部門は減収となった。

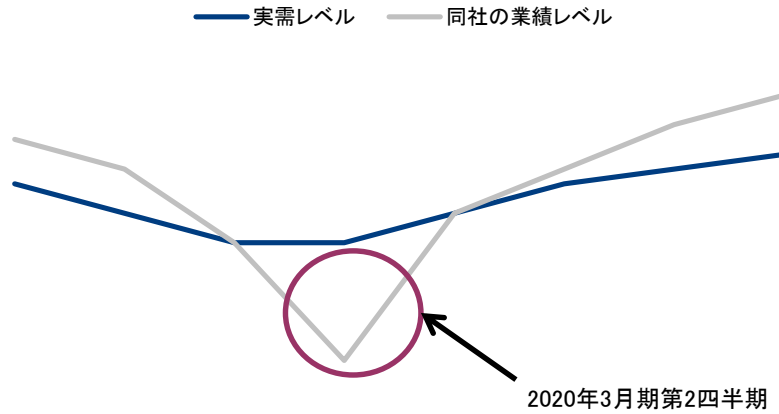
そうしたなかで、自動車関連業界向けは堅調に売上高を伸ばした。同社の自動車関連業界向けの事業は、1) 車載向けの電子部品と、2) 生産設備の大きく2つのタイプに分けられる。現状は車載向けの電子部品が自動車関連業界向け売上高の70%～80%を占めているものとみられるが、第2四半期は車載向け電子部品と生産設備の双方が順調に伸長した。“車載向け電子部品”の具体的な内容は開示されていないが、自動車業界の大きな流れの1つとなっている衝突防止や自動運転などの運転支援システムに関連した領域で使用される部品とみられ、それゆえに堅調な伸びが継続していると弊社では推測している。

先に、同社の業績はその立ち位置がゆえに商材の実需の状況よりも上下に振れやすい性質があると述べたが、その構図は以下のようなものだ。同社の収益を需要先業界別に分けると、産業機械業界向けが圧倒的に大きい。一方、実際の商品の流れで見ると、同社から最終ユーザーに直接販売するケース（同社があるメーカーに生産ラインの設備を直接納入するケースが典型例）と、同社が生産設備等のセットメーカーに部材を供給するケースの、大きく2つのケースがある。主力の産業機械業界向けビジネスというのは後者のケースになることが多い。

後者の場合には、同社と“企業の設備投資”という言葉は“実需”の動きとの間にセットメーカーを挟む形となる。セットメーカーは彼ら自身の需要見通しに基づき、先行き強いとみればそのための部材を同社に多めに発注し、反対に需要が弱くなると手持ちの在庫の消化を優先するため、同社への発注を実需の動向以上に絞り込む傾向がある。これが同社の業績変動性を大きくさせる構図だ。「同社の業績変動幅 = 製造業における設備投資の変動幅（実需動向）+ セットメーカーの在庫調整影響」となる。

## 業績の動向

## 同社の業績変動と実際の需要変動のイメージ図



出所：取材等よりフィスコ作成

この構図自体は同社の立ち位置に根差すものであり、根本的な解消は難しいと弊社では考えている。しかしながら、これは需要の底打ち・回復局面では、同社の業績を上方向に押し上げる力として働くという点を忘れてはならない。また、こうした業績変動性をなくすことは難しいにしても、和らげる方策はある。それは需要先構成や商品構成の変化だ。足元で言えば、自動車関連業界向けの売上高が着実に伸長し、売上構成比が年々高まっていることが挙げられる。既述のように同社の自動車関連業界向け売上高はそのかなりの部分が車載向け電子部品で、最終需要先に直接販売するケースに該当する。間にセットメーカーを挟まない分、同社の業績変動は実需の変動に近く、何よりも現時点は実需が右肩上がりで推移している状況にある。こうした商材や市場を他に拡大させることで、同社が強みを持つ産業機械業界向けの事業を主力事業とする体制を維持しながらも、業績安定性を改善し、好況時には収益拡大に爆発力を発揮できるような収益構造を作り上げることは、十分可能だと弊社では考えている。

## ■ 中長期成長戦略その進捗状況

### 新3ヶ年中期経営計画『NEXT1800』を軸に 中長期の持続的成長実現を目指す

#### 1. 新中期経営計画『NEXT1800』について

##### (1) 中期経営計画の概要

同社は2019年5月に新3ヶ年中期経営計画『NEXT1800』を公表した。同社の中長期の成長戦略は、この3ヶ年中期経営計画をメルクマール（道標）に、そこで掲げた重点施策や計数目標の着実な実行を通じて中長期にわたる持続的成長の実現を目指すことを旨としている。

同社は長期経営ビジョンとして「サンワビジョン2025」を有しており、そこでは“コアビジネスの強化で、ものづくり現場と流通のトータルコーディネーター企業として地域社会の産業振興の発展に貢献し、2026年3月期に2,500億円の連結売上高へチャレンジできる体制を構築”していくとしている。新中期経営計画『NEXT1800』はこれまでの中期経営計画と同様、同社の経営理念及び「サンワビジョン2025」の実現に向けた3年間のアクションプランという位置付けだ。

『NEXT1800』では、基本方針として“コアビジネスの強化で顧客のものづくりに貢献する”を始めとして4項目を掲げている。その上で、それぞれの方針を受けた重点施策を掲げている。詳細は後述するが、収益成長の中核の部分では前中期経営計画『Challenge1500』を進化・発展させて、より確度の高い成長戦略の実現を目指す一方、新たな取り組みとしてより長期的な成長への布石となるような新事業創出への取り組みを掲げた。また、社会の変化に対応する形でICTの活用で生産性を高める働き方改革や働きがいのある企業風土の実現、SDGs（持続可能な開発目標）への貢献など、社会性の強いテーマを従来以上に前面に出している。

#### 「NEXT 1800」の基本方針

##### コアビジネスの強化でお客様のものづくりに貢献する

- ☆コアビジネスの強化
- ☆ソリューション提案強化のための取引先との協業を推進する

##### グローバル事業を拡大し市場の需要をサポートする

- ☆海外現地社員の登用と組織力の強化
- ☆新規拠点の開設検討

##### 新事業領域へ挑戦し持続的成長を加速する

- ☆新事業創出への投資強化
- ☆イントラプレナー（社内起業家）政策導入による経営人材の育成
- ☆SCMの整流化による新しい価値の創出

##### 持続可能な社会の実現への取り組み

- ☆社員エンゲージメントを向上し働きがいのある企業風土へ
- ☆ICT活用で「生産性を高める」働き方改革
- ☆SDGsへの貢献の取り組み
- ☆企業の社会的責任を果たす（CSR、コンプライアンスの推進）

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 中長期成長戦略その進捗状況

## (2) 『NEXT1800』の経営目標

『NEXT1800』の経営目標としては、中期経営計画のタイトルにあるように、最終年度の2022年3月期において売上高180,000百万円、営業利益4,800百万円、経常利益5,000百万円の達成を掲げている。

その初年度に当たる2020年3月期は、上期決算が期初予想を下回って着地し、通期予想も期初予想から下方修正されている。こうした状況から、2021年3月期及び2022年3月期の経営目標値も今後修正される可能性はある。

## 『NEXT 1800』の経営目標

(単位：百万円)

	19/3期 実績	中期経営計画 『NEXT 1800』		
		20/3期 経営目標	21/3期 経営目標	22/3期 経営目標
売上高	145,410	150,000	165,000	180,000
営業利益	3,410	3,100	3,800	4,800
営業利益率	2.3%	2.1%	2.3%	2.7%
経常利益	3,627	3,300	4,000	5,000
経常利益率	2.5%	2.2%	2.4%	2.8%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

しかしながら、既述のように同社の業績は取扱商材の実需に対して上下に大きく変動する特性がある。2020年3月期はそれが下方方向に出たわけだが、需要回復局面では反対に同社の業績が実需の動き以上に強いモメンタムを示すと期待される。

問題はそのタイミングだが、現在の業績悪化の主因となっている米中貿易摩擦は、米国による関税措置第4弾（前半1,120億米ドル分を2019年9月1日に実施、後半1,600億米ドル分は12月15日発動予定）で一旦の終了となると考えられる。中国からの輸入額5,500億米ドルのほぼすべてに制裁関税を課したことになるためだ。関税率の引き上げ等の制裁強化の動きが継続することも可能性としてはあるものの、今後両国は貿易協議による摩擦緩和へと軸足を移していくことになると思われ、弊社ではみている。

こうした見方が正しいとするならば、同社を取り巻く事業環境の最悪期は上期だった可能性が高まる。企業経営者は先行きを予想しながら先行的に投資を行い、実需を着実に取り込もうとするためだ。米中貿易摩擦には香港やウイグルなどの問題が絡み合っているほか、米中以外のところではプレグジット等の他の要因もあって、一足飛びに問題が解決するとは期待すべきではないが、緩やかに、しかし着実に改善して行けば、同社の業績もまた底を打ち、右肩上がり基調に戻ると期待される。こうしたスピード感で考えれば、2022年3月期に実需が本格的な回復期を迎え、その恩恵を受けて同社の業績が上振れする可能性は十分あり得ると弊社ではみている。2020年3月期見通しの下方修正によって発射台が一旦引き下げられたものの2022年3月期の業績水準が当初計画の線に落ち着くという可能性は十分にあるということだ。

こうした外部要因とは別に、同社自身の成長への取り組みは、着実に進捗している。新中期経営計画がスタートして間がないため、企業業績に明確に反映されないものも多いが、水面下では着実に進捗している。以下では4つの基本方針（テーマ）について具体的な進捗状況を紹介する。

## エンジニアリング事業では利益率上昇に向けて戦略を微調整。 グローバルSCMソリューション事業は順調な拡大が続く

### 2.『コアビジネスの強化で顧客のものづくりに貢献する』の進捗状況

新中期経営計画で掲げられた4つの基本方針のうち、「コアビジネスの強化で顧客のものづくりに貢献する」というテーマは、同社の収益成長に直接的に言及しているという意味で、最も重要なものと弊社では考えている。

前中期経営計画と比較して、「コアビジネス」の中身が広がり、エンジニアリング事業とグローバルSCMソリューション事業の2つが新たにコアビジネスに加わった点が注目される。この変化は両事業が「コアビジネス」にふさわしい規模と重要性を持つ事業に成長したことを示唆している。

2つの事業の具体的な内容は、過去のレポートで繰り返し言及してきており、今回はその主な進捗について言及する。

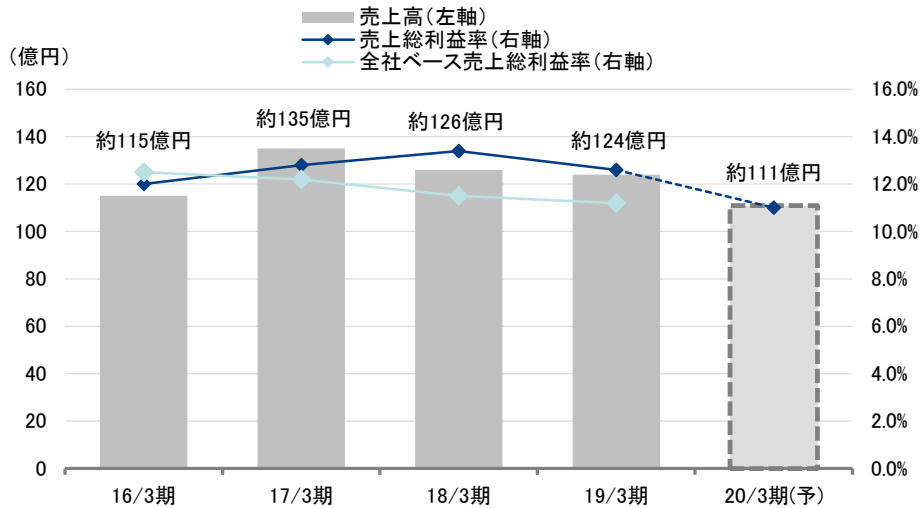
#### (1) エンジニアリング事業の進捗状況

エンジニアリング事業とは、従来は電機部門・電子部門・機械部門の3つの領域それぞれが取扱商材を単品販売してきたものを、同社自身が組み合わせてシステム化して顧客に販売する取り組みを言う。すなわち、エンジニアリング事業とは、何か別の新しい事業ではなく、代理店事業の各商材についての言わば販売手法と言える。同社がこれに注力する背景には、技術開発に伴う各商材の高機能化やソフト化、また、需要先のニーズの高度化などの流れのなかで、個々の商材を単品で販売するだけではニーズに対応できず、いきおい、商機も拡大しにくい状況となってきたことがある。

エンジニアリング事業の事業規模は年々拡大し、ここ数年は同社が事業開始時に当面の目標としていた100億円の大台を安定的に上回る状況が続いている。このことがエンジニアリング事業をコアビジネスへと“昇格”させた大きな要因と考えられる。

中長期成長戦略その進捗状況

## エンジニアリング事業の売上高と売上総利益率の推移



出所：決算説明会資料、取材よりフィスコ作成

これまで順調に推移してきたエンジニアリング事業であるが、一方で課題も見えてきている。それはエンジニアリング事業の利益率が当初想定した水準（具体的には、25%～30%とみられる）にまでなかなか上がってこないことだ。

この点をもう少し掘り下げると、利益率が上がってこない要因は、同社が過去の知識・経験を生かした形でエンジニアリング事業に取り組むのではなく、顧客に言われるままに作業を行い、本来、“付加価値”として利益となるはずの部分がコスト先行になっていることが原因のようだ。

同社のエンジニアリング事業についてはこれまで、カレーになぞらえて説明してきた。すなわち、従来は肉と野菜と米を素材のまま個々に販売していた（代理店事業）のに対し、それぞれの食材を用いてカレーライスも作って販売しようというのがエンジニアリング事業であり、カレーの製作作業と味付けが付加価値という構図であるが、現状の同社は完成したレシピでカレーを作って提供するのではなく、毎回、顧客の好みに合わせてカレーを一から開発している状況と言える。

こうした状況を受けて同社は、エンジニアリング事業のビジネスモデルの練り直しに着手している。既に行っているのは、過去の知見を生かせないような案件の受注は見送るという、採算性重視の受注方針の採用だ。これ以外にも同社は事業モデルやサービス体制、“料金表”など、様々な点で見直しを図ってくるとみられる。

採算性重視の受注方針は短期的には売上高を減らすことになる可能性もあるが、同社がエンジニアリング事業強化を打ち出した最大の理由が収益性の改善であることに鑑みると、そうした受注スタンスの変更は正当化できると弊社では考えている。次のステップとしては、売上高の成長と採算性の改善を両立できるような施策と考えられ、具体的にどのような施策を打ち出してくるのかが注目される。

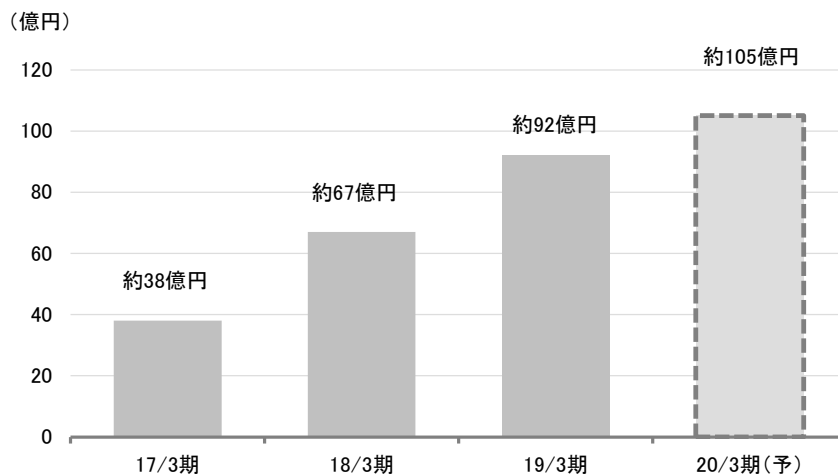
## (2) グローバル SCM ソリューション事業の進捗状況

グローバル SCM ソリューション事業は、同社が古くから行ってきた調達代行や物流代行、納期管理といったサービスがルーツとなっている。同社の主要取引先のメーカー各社は、大手企業ほど効率化を追求し、事業構造改革やリストラを推進してきた。その過程でグローバル物流や在庫管理、資材調達等の分野も人員・拠点の削減対象となり、人材が不足している状況となっているのが現実だ。同社のグローバル SCM ソリューション事業はそこで生じるアウトソーシングニーズを取り込むものだ。これもまたエンジニアリング事業と同様に、電機・電子・機械の3部門の商材の販売手法・営業手法の1つだ。

個人の引っ越しを例にとると、従来の調達代行や物流代行の時代は荷物を旧宅から新居に移動して終了だ。一方、グローバル SCM ソリューション事業においては、引っ越ししてすぐにテレビやパソコンが使えるよう、アンテナや Wi-Fi 機器を調達し設置するところまでカバーする。新居の地域に応じたアンテナや Wi-Fi 機器の選定・調達と配線の構築がエンジニアリング事業にあたり、この引っ越しを契機に外構・植栽の整備を受注できればビジネスの拡大になる。同社は技術商社としての長い歴史で蓄積したノウハウと海外ネットワークを強みとして活用し、グローバル SCM ソリューション事業の拡大を目指している。

グローバル SCM ソリューション事業の売上高について、新中期経営計画における数値目標は公表されていないが、200億円が当面の目標になると弊社ではみている。

### グローバルSCMソリューション事業の売上高推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

新中期経営計画に臨むに当たり同社は、2019年4月からグローバル SCM ソリューション部を発足させた。この狙いは、調達代行や物流代行、納期管理といったサービスがこの事業のルーツとなっているため、ややもすると受け身になりがちな点を180度転換してプロアクティブなスタンスで臨み、これまで以上に収益事業として成長を加速させることにある。

グローバル SCM ソリューション部の発足により、業務遂行の体制整備と社員の意識改革の両面でプロアクティブ化が進んだ。その結果、顧客のアウトソーシングニーズの取り込み（これは顧客の“手間”の肩代わりで本質的には利益率が低い）を突破口として他の取引の取り込みへと発展させてそこでより高い収益性を目指す“波及ビジネス”の流れが出始めている状況だ。

## ベトナム・ホーチミン市に拠点を設立。 グローバル SCM ソリューション事業での貢献にも期待

### 3.『グローバル事業を拡大し市場の需要をサポートする』の進捗状況

このテーマにおいては、2019年8月にベトナム・ホーチミン市に同国として2ヶ所目の拠点を設けたことが挙げられる。成長著しく重要性も日増しに高まっているベトナムにおいて、南北の主要都市に拠点を構えることで拡販体制の強化を図ったものだ。

具体的な活動としては、日系企業のサポートや優良ローカル企業・商材の発掘、ASEAN 地域への販路拡大などに取り組むとみられる。これらに加えて、同社が注力するグローバル SCM ソリューション事業との連携でも、貢献が期待できると弊社では考えている。

## 倉庫管理システムの導入で SCM を整流化し、 新しい価値の創出に取り組む

### 4.『新事業領域へ挑戦し持続的成長を加速する』の進捗状況

これについては2019年4月から倉庫管理システム（WMS、Warehouse Management System）の運用開始が具体的進捗として挙げられる。WMSの導入は、物流品質の向上やトレーサビリティの強化、物流経費の見える化、生産性向上といった点で効果があるとされる。同社はWMSの活用と習熟度の向上により、これらのメリットの早期具体化を目指す方針だ。

## ICT を活用して低コストの営業拠点を四国に新設

### 5.『持続可能な社会の実現への取り組み』の進捗状況

このテーマではICTの活用で「生産性を高める」働き方改革の実現が1つの目標として掲げられている。この点について同社は、2019年7月の四国営業所の開設で新たなチャレンジを実践した。従来型の営業拠点は営業人員（フロント）と事務方（バックオフィス）の2種類の従業員が必要であり、その分だけ拠点運営費も高くなりがちであった。四国営業所はバックオフィスについては母店となる大阪支店からテレワークでカバーし、フロント人員のみの常駐とした。これによって人件費を大幅に削減しての拠点設立が可能となった。



この仕組みが狙いどおりに働くことが確認できれば、同様の手法で東北などでも営業拠点を新設し、地方の優良企業の発掘を進めて業容拡大につなげる方針だ。

## 運転支援システムがけん引して自動車関連業界向け売上高が急成長。 長期的な事業の柱になるかに注目

### 6. 自動車関連ビジネスの拡大

2020年3月期第2四半期の決算説明会資料において、同社は新しく自動車関連業界向け売上高の数値を開示した。同社の主力市場はFA・産業機器業界であり、この点は今も変わっていないが、自動車関連業界向け売上高のここ数年の成長は、弊社の想像以上に急激で、売上高の規模の点でも想像を上回っていた。

自動車関連業界向け売上高の拡大は、新中期経営計画において特段フォーカスされてはいないが、後述するように、売上構成比の面でも、また収益成長エンジンとしても、同社の業績動向を見る上で看過できない重要な位置を占めるに至っている。以下では、同社の自動車関連業界向けビジネスについて詳しく述べる。

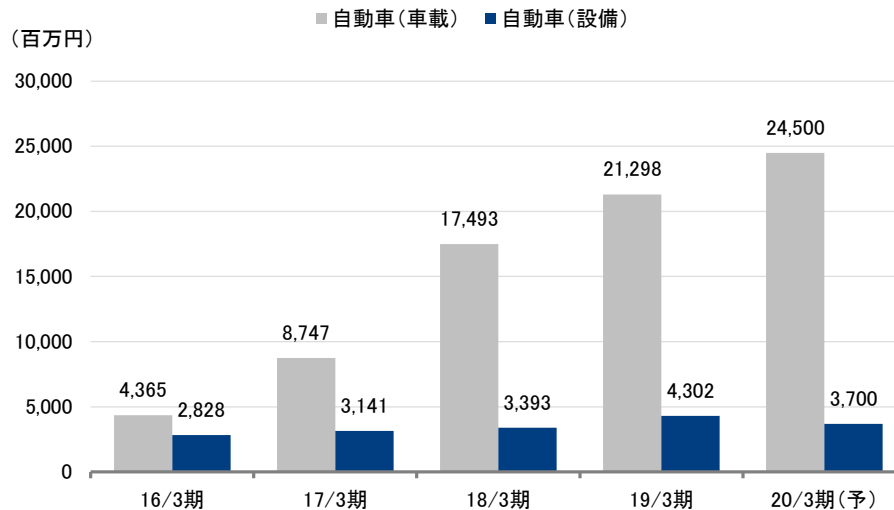
#### (1) 事業規模の概況

同社の自動車関連業界向け売上高は、車載機器向けの部材と、工場の生産設備関連の機材の2つに大別される。それぞれ、自動車(車載)、自動車(設備)と内部的に呼称され、区分されているが、2019年3月期実績ベースでは自動車(車載)の売上高は21,298百万円、自動車(設備)の売上高は4,302百万円となり、両者を合わせた自動車関連業界売上高の合計は25,600百万円(全売上高の17.6%)となった。

2020年3月期については、自動車(車載)の売上高が24,500百万円(前期比15.0%増)、自動車(設備)が3,700百万円(同14.0%減)の合計28,200百万円(同10.2%増)が計画されている。全社売上高140,000百万円に占める構成比は20.1%となり、半導体・液晶向けをかわして第2位の位置を占めることになる見通しだ(第1位はFA・産業機器向けが維持する見通し)※。

※ 同社は個別業績における売上高増減とシェア(売上構成比)を2020年3月期第2四半期決算説明資料の中で開示している。それによると、自動車(車載)が22.8%に拡大し、自動車(設備)が3.5%となり、自動車関連業界向け合計の売上構成比は26.3%に達した。個別業績においては、上期だけの瞬間最大風速の可能性もあるものの、同社の最大向け先業界へと成長したことになる。

中長期成長戦略その進捗状況

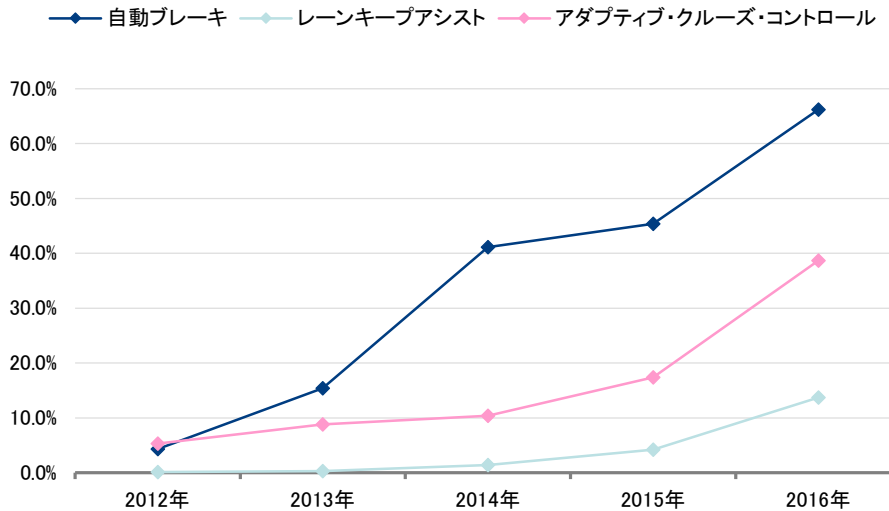
**自動車関連業界向け売上高推移**


出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

**(2) 主要な商材・事業領域**

将来の成長可能性の判断には具体的な向け先や商品の情報が不可欠であるが、顧客との守秘義務契約等の制約もあり、その詳細は開示されていない。現状同社から公表されているのは、自動車(車載)については自動ブレーキや衝突防止装置などのいわゆる運転支援システムに関連した電子部品がその中心であるところまでだ。

そこで各種運転支援システムの普及状況を見ると、2016年時点で自動ブレーキ(衝突被害軽減ブレーキ)の新車装着率は66.2%と高くなっている一方、アダプティブ・クルーズ・コントロール(ACC、高速道路等において速度や前走車との車間距離を自動制御する装置)の新車搭載率は38.7%、レーンキープアシスト(高速道路等において車線の中央付近を走行するよう自動制御する装置)は13.7%となっている。

**運転支援システムの新車搭載率の推移**


出所：国土交通省「運転支援技術・自動運転技術の進化と普及」よりフィスコ作成

こうした状況から最初に言えることは、新車装着率自体において依然として成長余地が大きいということだ。運転支援システムは自動車の商品性を高める上では不可欠なものであり、ごく一部の低価格車などを除いて実質的には100%近い搭載率になっていく可能性がある。もう1つは各種装置の高機能化だ。現在の運転支援システムはそれ自体がゴールなのではなく、完全自動運転に至る過渡期という位置付けと考えられる。国などは2025年の完全自動運転の実現を当面の目標としているが、その実現のためにはまだ運転支援システムの精度が足りない印象は拭えない。機能強化はそれを構成する各種電子部品の機能強化、ひいては価格上昇となり、それを扱う会社にとっては商機拡大になると考えられる。

**(3) 中長期的な方向性**

同社が自動車関連ビジネスを、FA・産業機器向けビジネスに次ぐ第2の柱として位置付けているのか、それとも、運転支援システム関連といった大型需要が具体化した現在だけの一時的な現象と見ているのか、もう1つ判然としない。換言すれば、自動車関連ビジネスに対するスタンスがプロアクティブ（能動的）かパッシブ（受動的）か分からないということだ。

自動車業界をめぐるのは、EV（電気自動車）の出現に伴い“自動車の家電化”などと言われて伝統的な自動車産業以外からの多くの新規参入が起こったことは記憶に新しい。現在では“CASE”（Connected, Autonomous, Shared & Services, Electricの頭文字）が自動車業界の戦略的方向性を示すキーワードとなっている。同社の足元の自動車関連ビジネスの拡大もまさにこの流れにあることから、同社の自動車関連ビジネスへのスタンスは当然、プロアクティブなものであると弊社では推測している。しかし一方で、運転支援システム関連需要の次の商材開拓など、中長期的な事業拡大戦略については明確なものは何ら示されていない。これがすなわち同社が何も考えていないことを意味するわけではなく、むしろ水面下では（運転支援システムの案件がそうであったように）次のビジネスに向けた商談が進みつつある可能性が高い。これまでは同社を設備投資動向の切り口から分析し、アプローチすることが多かったが、今後は自動車関連の角度からも同社を見る必要があると弊社では考えている。

## ■ 今後の見通し

### 大底は2020年3月期上期だったとみられるが、業績本格回復は2021年3月期以降になる見通し

2020年3月期通期について同社は、売上高140,000百万円(前期比3.7%減)、営業利益1,600百万円(同53.1%減)、経常利益1,900百万円(同47.6%減)、親会社株主に帰属する当期純利益1,400百万円(同46.7%減)を予想している。

同社は第1四半期決算発表の2019年7月に通期見通しを大幅に下方修正したが、第2四半期決算に際してそれまでの実績を踏まえて通期予想を見直した。直近の2019年10月予想は2019年7月予想に比べて、売上高は横ばいだが、営業利益以下の各利益項目は2019年7月予想から上方修正となっている。

#### 2020年3月期通期見通しの概要

(単位：百万円)

	19/3期			2Q累計 実績	20/3期					
	2Q累計 実績	下期 実績	通期 実績		下期	通期				
						期初予想	7月予想	10月予想	期初予想	7月予想
売上高	72,164	73,246	145,410	67,608	76,000	76,000	72,392	150,000	140,000	140,000
営業利益	2,129	1,281	3,410	909	1,600	900	691	3,100	1,200	1,600
営業利益率	3.0%	1.7%	2.3%	1.3%	2.1%	1.2%	1.0%	2.1%	0.9%	1.1%
経常利益	2,312	1,315	3,627	1,036	1,700	1,000	864	3,300	1,400	1,900
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,651	977	2,628	689	1,250	650	711	2,400	1,000	1,400

出所：決算短信よりフィスコ作成

同社の通期予想については、その評価がなかなか難しいというのが正直なところだ。同社は期初予想を発表後、2019年7月末(第1四半期発表時)と2019年10月末(第2四半期発表時)にそれぞれ通期見通しを修正した。その結果としての下期の営業利益予想は、7月予想の900百万円から10月予想では691百万円へと下方修正された形となっている。この点について同社は、2019年7月時点に比べて2019年10月時点の予想の方が下期予想の精度が上がっているとしている。

この説明自体に一定の説得力はあるものの、売上高において下期の売上高が上期のそれを上回っている点との整合性をどう考えるかが戸惑うところだ。この点については、下期において上期にはなかった費用が織り込まれていることや、売上におけるプロダクトミクスの悪化による利益率の低下などいくつかの要因が考えられる。どれか1つというよりは複数の要因が重なる形で、売上高とは逆に下期の営業利益が上期比で減益となる予想へとつながっているとみられる。

一方で、2021年3月期以降については明るい兆候も見え始めている。既述のように、同社の事業の軸はFA・産業機器業界向けだ。そしてその商流は、産業機械メーカー(セットメーカー)に対して同社が部材を納入するというものが中心となっている。そして、最終需要先と同社との間にセットメーカーが介在するため、同社の収益が設備投資の実需以上に上下に変動しやすい傾向にある点も、既述のとおりだ。

サンワテクノス | 2019年12月10日(火)  
 8137 東証1部 | <http://www.sunwa.co.jp/ir/>

## 今後の見通し

この点に関し足元で変化が出てきているようだ。既述のように、上期はセットメーカーが自社の在庫調整を進めたため、同社への部材の発注を減少させた結果、同社の業績は実需の動向以上に減収・減益幅が拡大した。その後セットメーカーの在庫調整が進んだ結果、かつての好況時の水準には及ばないものの、実需の動きを反映した形で同社へ注文が来る状況となっているもようだ。

こうしたセットメーカーの在庫調整の終了をどの程度業績予想に織り込んでいるかは明らかではない。“2019年10月予想は2019年7月予想に比べて精度が高い”という部分に、こうした点が織り込まれていると考えておくほうが妥当だと弊社では考えている。それゆえ、下期の業績が現在の会社予想値から上振れを織り込むのは過度の期待と言うべきと考える。

しかしながら2021年3月期に入ると、米中貿易摩擦の状況などにもよるが現状よりも設備投資関連の実需が一段強まり、それがセットメーカーの生産活動にも反映されてくると考えられる。その際には過去に見られたように、実需動向を上回る部材の発注が同社に対して成される可能性があると考えられている。中国企業の追い上げもあり、日本のセットメーカーは需要に対しては即座に対応できる体制を整えたい意向と考えられる。そうであるならば、最短の納期で製品を納入できるよう部材について前倒しで発注するという行動が繰り返される可能性が高いと弊社では考えており、それは同社の業績にとっては大いなるプラスになるとみている。

2020年3月期下期は業績回復の“兆し”が本物で2021年3月期の回復へとつながるものかどうかを見極め、また、そうした回復期入りした局面において需要を着実に取り込んで自社の収益成長につなげるための体制固めをする時期だと弊社では考えている。“体制固め”とは具体的に何かと言えば、それは新中期経営計画で掲げた基本方針・重要施策の着実な実行にほかならない。既述のように第2四半期までのところは全般に順調な進捗となっているが、下期もこの流れが継続できるかという点が、業績数値以上に重要な評価軸だというのが弊社の考えだ。

## 簡略化損益計算書

(単位：百万円)

	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	
					2Q累計	通期(予)
売上高	105,748	116,611	146,759	145,410	67,608	140,000
前期比	-5.0%	10.3%	25.9%	-0.9%	-6.3%	-3.7%
売上総利益	13,256	14,255	16,883	16,318	6,984	-
売上総利益率	12.5%	12.2%	11.5%	11.2%	10.3%	-
販管費	10,812	11,240	12,747	12,908	6,075	-
前期比	2.8%	4.0%	13.4%	1.3%	-6.2%	-
販管費率	10.2%	9.6%	8.7%	8.9%	9.0%	-
営業利益	2,444	3,014	4,135	3,410	909	1,600
前期比	-29.6%	23.3%	37.2%	-17.5%	-57.3%	-53.1%
営業利益率	2.3%	2.6%	2.8%	2.3%	1.3%	1.1%
経常利益	2,645	3,215	4,349	3,627	1,036	1,900
前期比	-29.7%	21.6%	35.3%	-16.6%	-55.2%	-47.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	1,690	1,584	3,085	2,628	689	1,400
前期比	-31.5%	-6.3%	94.8%	-14.8%	-58.3%	-46.7%
EPS(円)	117.76	113.64	222.65	164.08	42.97	87.27
配当(円)	28.00	28.00	30.00	34.00	17.00	34.00

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

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

サンワテクノス | 2019年12月10日(火)  
 8137 東証1部 | <http://www.sunwa.co.jp/ir/>

今後の見通し

## 簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期末	19/3 期末	20/3 期 2Q 末
流動資産	46,857	55,507	65,852	64,209	61,840
現金及び預金	6,359	6,759	8,596	10,005	12,768
売上債権	34,554	41,168	46,077	42,256	37,807
固定資産	8,581	9,309	11,401	9,905	10,195
有形固定資産	3,788	3,056	3,005	2,861	2,799
無形固定資産	240	222	168	143	149
投資その他資産	4,553	6,030	8,227	6,900	7,247
資産合計	55,439	64,816	77,254	74,114	72,036
流動負債	28,691	36,596	43,077	37,199	34,617
支払債務	24,732	31,182	34,298	31,427	28,015
短期借入金等	2,317	2,489	5,722	3,805	3,803
固定負債	4,484	4,581	6,182	4,970	5,033
長期借入金	2,400	2,300	3,500	2,900	2,900
株主資本	20,217	21,034	23,731	29,056	29,473
資本金	2,553	2,553	2,553	3,727	3,727
資本剰余金	1,958	1,958	1,958	3,548	3,548
利益剰余金	15,761	16,950	19,647	21,781	22,198
自己株式	-54	-427	-428	-	-
その他の包括利益累計額	2,045	2,603	4,262	2,888	2,912
純資産合計	22,263	23,637	27,993	31,944	32,385
負債・純資産合計	55,439	64,816	77,254	74,114	72,036

出所：決算短信よりフィスコ作成

## キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	16/3 期	17/3 期	18/3 期	19/3 期	20/3 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	-60	1,679	-2,221	1,636	3,251
投資活動によるキャッシュ・フロー	-384	-235	29	-153	-74
財務活動によるキャッシュ・フロー	-654	-818	3,962	28	-308
現預金換算差額	-125	-224	66	-103	-103
現預金増減	-1,225	400	1,837	1,408	2,763
期首現預金残高	7,100	5,875	6,275	8,112	9,521
期末現預金残高	5,875	6,275	8,112	9,521	12,284

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

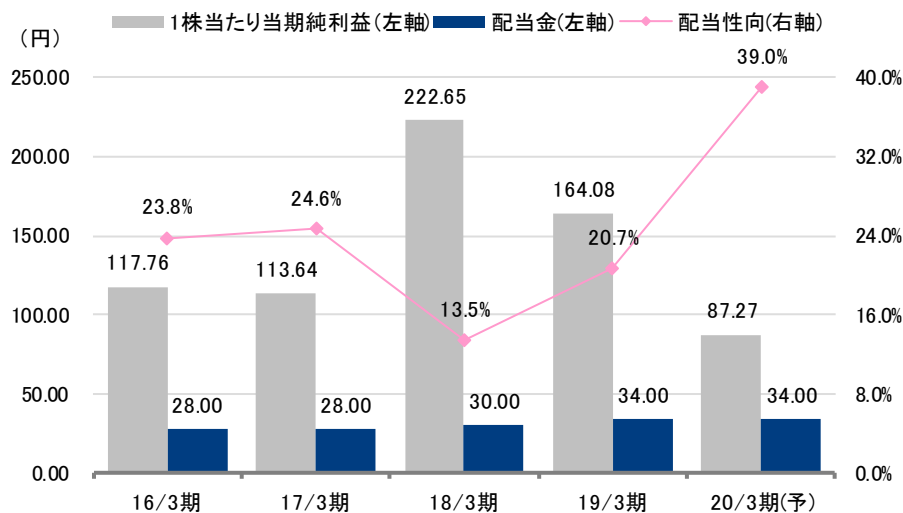
### 2020年3月期は前期比横ばいの34円配を計画

同社は株主還元について、配当によることを基本としている。配当方針としては、安定的かつ継続的な配当を行うことを重要視している。そうした配当方針は過去の配当実績に如実に表れており、一時の業績急拡大による大幅な増配などはないが、利益成長に応じて着実に増配を行ってきた実績がある。

同社は2019年3月期について前期比4円増配となる34円配(中間配17円、期末配17円)を実施した。配当性向は20.7%となった。それを受けた2020年3月期は、期初の時点で前期比横ばいの34円配(中間配17円、期末配17円)の配当見通しを公表した。既述のように、その後同社は2020年3月期の業績見通しの下方修正を発表したが、配当予想については期初予想の34円配の配当見通しが維持されている。直近の予想では1株当たり当期純利益の予想額が87.27円となっているため、予想配当性向は39.0%となる。

業績の減益見通しにも関わらず、同社が前期比横ばいの配当予想を維持することについて弊社では、同社が配当の安定性を重視するスタンスであること、予想配当性向が従来よりも高いとはいえ40%を下回っていること、業績に底打ちの兆しが見えること、等の要因を考えれば十分妥当な判断だと考えている。

1株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

#### 免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp