

# COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

## エレマテック

2715 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 6 月 20 日 (水)

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. 2018年3月期は中小型液晶用部材の減少を自動車向けなどでカバーし、増益で着地	01
2. グローバル化と付加価値創造を核とした中長期戦略は順調に進捗中	01
3. 2019年3月期は増収増益を予想。成長分野での上積み期待	01
■ 会社概要	02
1. 沿革	02
2. 同社の特長と強み	03
3. 安定成長性と業績安定性	05
■ 業績の動向	06
1. 2018年3月期決算の概要	06
2. マーケット別動向	07
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	08
1. 中長期戦略『elematec × (エレマテック・クロス)』の概要	08
2. 中長期戦略の進捗状況	09
3. 中期業績予想の考え方	10
■ 今後の見通し	13
■ 株主還元	17
■ 情報セキュリティ	18

## ■ 要約

### スマートフォンから自動車へと成長のけん引役を乗り換え、成長軌道に回帰

エレマテック <2715> は電子材料を得意とするエレクトロニクス商社。2009 年に高千穂電気株式会社と大西電気株式会社が合併して誕生した。その後 2011 年度に豊田通商 <8015> グループ入りした。

#### 1. 2018 年 3 月期は中小型液晶用部材の減少を自動車向けなどでカバーし、増益で着地

同社の 2018 年 3 月期は、売上高 196,238 百万円（前期比 3.3% 減）、経常利益 6,085 百万円（同 14.5% 増）と減収ながら増益で着地した。主力商材の中小型液晶ディスプレイ向け材料が、スマートフォン市場の成長鈍化の影響を受けて大幅減収となったが、自動車向けや産業機器等向け商材、黒物家電向け商材など他の分野で売上げを伸ばした。スマートフォン市場向けの減収インパクトを完全に吸収しきれず減収となったが、利益面ではプロダクトミクス（製品構成）の変化により利益率が改善し、計画を上回る増益となった。仕入側・販売側双方の多数の顧客と、幅広い商材及び成長市場の変遷を素早くキャッチする適応力の高さという同社の強みが、遺憾なく発揮された決算であったと言える。

#### 2. グローバル化と付加価値創造を核とした中長期戦略は順調に進捗中

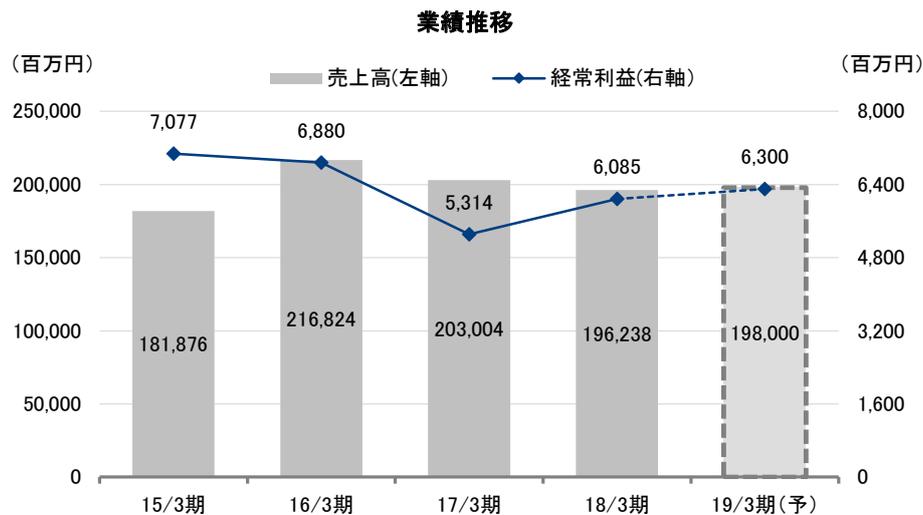
同社は中長期戦略として、“グローバルに高付加価値ビジネスを提供し続ける電子材料商社”になることを目指し、1) 真のグローバル化、2) 付加価値創造、3) 経営基盤の強化、の 3 点に取り組んでいる。これまでのところは、それぞれの項目が着実に進捗している状況だ。業績目標としては、3 年後の 2021 年 3 月期に売上高 2,500 億円、経常利益 80 億円を目指している。これらの数値は前回の目標値と同じだが、売上高のマーケット別内訳は大きく変わっており、Automotive と Broad Market で過半を占める計画だ。成長市場の変化に機敏に適応し成長につなげるというシナリオと言える。この成長けん引役の変化は利益率の改善につながるため、売上高が首尾よく達成された場合には、利益は会社計画を上回ってくる可能性が高いと弊社ではみている。

#### 3. 2019 年 3 月期は増収増益を予想。成長分野での上積み期待

2019 年 3 月期について同社は、売上高 198,000 百万円（前期比 0.9% 増）、経常利益 6,300 百万円（同 3.5% 増）と増収増益を予想している。その成長シナリオは 2018 年 3 月期と同じで、スマートフォン関連商材の一段の縮小を織り込む一方、自動車向けや産業機器等向けなどの商材が引き続き拡大し、成長軌道回帰を鮮明にするというものだ。為替レートが前期比約 6 円円高の 105 円前提のため、増益率は 1 ケタ台にとどまっているが、今後の推移によっては上振れの可能性もあると弊社ではみている。2021 年 3 月期の中期業績予想に向けた初年度であり、成長エンジンとしての期待値が高まった Automotive と Broad Market の売上をどこまで伸ばせるか見守りたい。

**Key Points**

- ・ 成長市場の変遷の波を機敏に捉え、自社の業績成長につなげる力に強み
- ・ “グローバルに高付加価値ビジネスを提供し続ける電子材料商社”を目指し中長期戦略に取り組む
- ・ 真のグローバル化、付加価値創造、経営基盤の強化、の3つの取り組みが、それぞれ着実に進捗



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

**電子材料を得意とする2社が2009年に合併して誕生。  
豊田通商グループ入りで自動車分野が強化**

### 1. 沿革

同社の前身の2社のうち、高千穂電気は1947年に東京で、大西電気は1958年に京都で、それぞれ設立された。両社はともに絶縁材料の取扱いからスタートし、その後の技術開発の流れにそってエレクトロニクス製品向けの電子材料へと取扱品目を拡大し、独立系技術商社として業容を拡大してきた。

両社は2009年に合併(存続会社は高千穂電気)し、社名をエレマテック株式会社へと改めた。事業領域はともに電子材料主体でありながら、東京と京都で地理的補完関係を生かして成長を続けてきた。2011年度にTOBによって豊田通商の子会社となり、現在に至っている。

会社概要

同社は2018年3月期末現在、連結ベースで社員数1,179名を抱え、国内外に62拠点を擁している。地域別セグメント売上構成比は、日本54.9%、中国（香港含む）23.1%、その他アジア（台湾・韓国・インド・東南アジア）17.1%、欧米（米国・メキシコ・チェコ）4.9%となっている。

## 多数の商材と顧客を有し、それらを“5つのサービス・機能”で有機的につないで、最終的に業績に落とし込む力が同社の強み

### 2. 同社の特長と強み

同社の特長としてまず挙げられるのは、多数の取引先と商材を抱える点だ。同社は国内外に62拠点を擁し、仕入先（メーカー）約7,200社、販売先（ユーザー）約6,100社との間で、電子材料や電子部品を中心とする広範囲で多様な商材の取引を行っている。2つ目の特長は、成長市場への機敏な適応力だ。これら2つの特長が結び付いて、同社の最大の特長ともいえる、“業績の安定成長性”や“高い業績安定性”の実現につながっているというのが弊社の理解だ。

しかし、これらの背後には、多数の商材や顧客網を顧客ニーズにマッチングさせることができる機能や仕組みがあるということが何よりも重要だ。

同社が提供しているのは、最適な部材の供給、信用供与・ファイナンス、納期・在庫の管理といったエレクトロニクス商社としてのベーシックなサービス・機能だけではない。加工サービス、調達代行サービスなど、より高度で付加価値の高いサービス・機能も提供している。同社は5つのサービス・機能を掲げているが、こうした機能があるからこそ、多様な商材をビジネスにつなげ、業績に落とし込むことができているということだ。

#### 同社が提供するサービス・機能



出所：ホームページより掲載

## 会社概要

同社が掲げる5つの機能はそれぞれ重要だが、なかでも同社を特徴付けるものとしては、加工サービス機能や企画開発機能が挙げられる。また、後述する成長戦略との関係では海外ネットワーク機能も重要なポイントと言える。

**(1) 加工サービス機能**

同社は商社であり、取引先であるメーカーとの競争を避ける姿勢は一貫している。しかしその一方で、顧客（販売先）から加工した形での納品を求められることも多い。そうしたニーズに応えるために同社は、国内1ヶ所と海外（中国）2ヶ所の加工拠点を設けている。

国内では横浜市のエレマテックロジサーブ（株）が電気材料等の加工及び製造や、各種受入検査、環境関連物質測定などのサービスを提供している。また海外では、依摩泰電子（大連）有限公司において電子回路基板への部品実装等を、依摩泰無錫科技有限公司においてプラスチック板へのシルクスクリーン印刷、切削加工、組立て等を、それぞれ行っている。

同社が有する新製品開発情報や最新技術動向などの情報をもとに企画設計されたカスタマイズ品を提供する状況になって初めて同社が付加価値を生み出し、収益性も上げていくことができる。

同社が目指す“モジュール化”はこういったことを指している。モジュール化の推進は、後述する企画開発機能の推進と重なるところが多い。企画開発機能がワークして商談がまとまれば、おのずと同社にモジュール化の取引が発生するという関係だ。

同社のモジュール化ビジネスは、必ずしも自社加工拠点での製造・加工にこだわるものではない。しかし、やはり自社で加工・製造の技術を保有したうえで外注することのメリットは大きいと考えている。加工サービスで経験・技術を蓄積して、自社加工拠点でのモジュール加工への展開を期待したい。

**(2) 企画開発機能**

企画開発の業務は顧客のニーズを的確に把握することからスタートする。顧客のエレクトロニクス、メカトロニクス、外装、デザインなど多岐にわたる様々なニーズに対して、同社は国内外7,200社の仕入先の中から最適な商材を探索し、あるいはニーズに見合う製品を企画（場合によっては製品の試作も）し、顧客に提案していくのがこの業務の基本的な流れだ。

この業務においてはニーズの“把握力”と、ニーズの“実現力”の2つが必要となる。この2つを兼ね備えたライバル企業も決して多くはなく、この機能もまた、他社との差別化要因となっていると考えられる。また、同社の企画・設計に基づく新製品が採用されることは、顧客企業にとって同社がオンリーワンの存在になったことを意味し、顧客との取引関係強化という点で非常に有効だと考えられる。また前述のように、そうした新製品については同社がモジュール化の加工を行って納入することになり、同社としては収益性の高いビジネスとなると期待される。このような企画開発業務は、後述する付加価値創造の取り組みと、内容においてほぼ重なっている。

会社概要

同社は前述の5つの機能をフル活用して付加価値を顧客に提供し、それによって顧客からの信頼を勝ち取り、自己を顧客にとってなくてはならない存在とすることにつなげている。顧客と強固な信頼関係を構築できる背景には、取引先と商材の多種多様性が大きく貢献していると弊社では考えている。ニワトリか卵かのような関係になるが、商材・顧客の多様性と、顧客に付加価値を提供できる組織体制が“正の循環”となっている点が同社の最大の強みだと弊社では考えている。

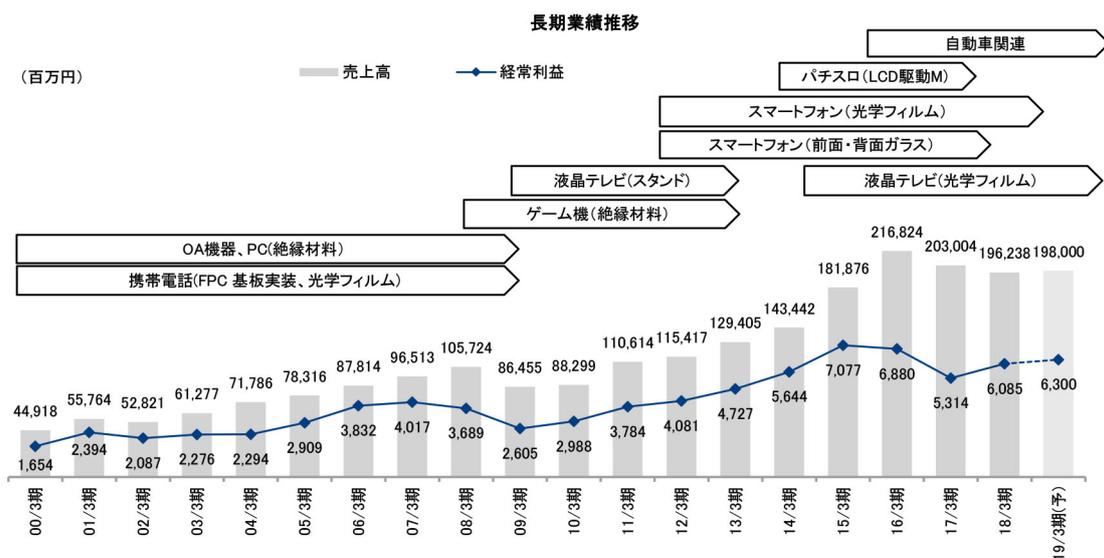
## 成長市場の変遷の波を機敏に捉え、長期にわたる安定成長を実現

### 3. 安定成長性と業績安定性

同社は過去に、業績面で長期にわたり安定的な成長を実現してきた実績を有している。これもまた同社の特長の1つと言える。その間、携帯電話、ゲーム機、液晶テレビ、スマートフォンなど、成長市場や成長商品は顔ぶれが目まぐるしく変化した。同社はその時々の成長産業・成長市場に対して部材を供給することで、右肩上がりの成長を続けてきた。

同社は、売上高では2016年3月期に、経常利益では2015年3月期に、過去最高を記録しているが、これをもたらしたのはスマートフォンであったことは疑いない。そのスマートフォン関連の売上高は、ピークの2016年3月期から2018年3月期までの2年間で約300億円減少した。

しかしながら同社の業績は、2017年3月期こそ減収減益となったものの、2018年3月期には増益に転じた。詳細は後述するが、自動車関連など、(同社にとっての)新たな成長市場・成長ビジネスが育っていることが背景にある。こうした成長産業の波をうまく捕まえることが可能なのは、前述したように、多数の製品・取引先の存在と、それを有機的にビジネスに結び付けられる同社の組織としての強さだと弊社では考えている。



## 業績の動向

### スマートフォン向け商材の減少で減収となるも、 プロダクトミクス変化で利益率が改善し、前期比増益で着地

#### 1. 2018年3月期決算の概要

同社の2018年3月期決算は、売上高196,238百万円（前期比3.3%減）、営業利益6,480百万円（同19.9%増）、経常利益6,085百万円（同14.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益4,376百万円（同226.0%増）と、減収ながら大幅増益で着地した。

直前の会社予想との比較では、売上高は4.3%の未達となったが、利益面では営業利益以下の各利益項目が会社予想を10%前後上回った。売上高及び各利益項目がいずれも、過去3番目の水準となり、数値的には好決算と評価できるものだったと弊社では考えている。

#### 2018年3月期決算の概要

（単位：百万円）

	17/3期			18/3期					
	2Q累計	下期	通期実績	2Q累計	下期	通期(予)	通期実績	前期比 伸び率	予想比 伸び率
売上高	94,966	108,038	203,004	104,134	92,104	205,000	196,238	-3.3%	-4.3%
売上総利益	7,759	9,368	17,127	9,700	9,186	-	18,886	10.3%	-
対売上高比率	8.2%	8.7%	8.4%	9.3%	10.0%	-	9.6%	-	-
販管費	5,569	6,151	11,720	6,354	6,051	-	12,405	5.8%	-
対売上高比率	5.9%	5.7%	5.8%	6.1%	6.6%	-	6.3%	-	-
営業利益	2,190	3,216	5,406	3,345	3,135	5,800	6,480	19.9%	11.7%
営業利益率	2.3%	3.0%	2.7%	3.2%	3.4%	2.8%	3.3%	-	-
経常利益	2,160	3,154	5,314	3,103	2,982	5,600	6,085	14.5%	8.7%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-879	2,221	1,342	2,175	2,201	3,900	4,376	226.0%	12.2%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018年3月期の業界環境は、IoT関連需要や自動車の電装化率上昇の追い風で電子部品等の生産は好調だった。また白物家電も全体としては市場が拡大した。一方中小型液晶ディスプレイ市場は、スマートフォン販売が世界最大の中国市場で低迷した影響や、有機ELディスプレイ搭載モデルの増加の影響などを受けた。

こうした市場環境のなか、同社は自動車向けの関連部材やテレビ向けディスプレイ関連部材などに注力して販売を伸ばしたものの、中小型液晶ディスプレイ市場をめぐる急速な環境変化の影響が大きく、全社の売上高は前期比3.3%減収の196,238百万円となった。

## 業績の動向

一方、利益については、主としてプロダクトミックスの改善により売上総利益率が前期の8.4%から今期は9.6%に、1.2ポイント改善し、売上総利益は前期比10.3%増の18,886百万円となった。販管費においては人件費や荷造運賃が増加したものの、販管費全体の伸びは前期比5.8%増にとどまったため、営業利益は前期比19.9%増の6,480百万円となった。営業利益率は3.3%となり、前期の2.7%から0.6ポイント改善した。

親会社株主に帰属する当期純利益の増益率が前期比226.0%増と大きくなっているのは、2017年3月期において特別損失の計上によって親会社株主に帰属する当期純利益が大きく圧迫されたことの反動によるものだ。

2018年3月期決算について弊社では、前述のように数値的に好決算だったことに加え、事業環境の変化に対する同社の適応力の高さを証明したという点で、意義深い決算であったと考えている。スマートフォン市場をめぐる環境変化で同社の主力商材である中小型液晶ディスプレイ向け部材は大幅減収となった。そうしたなかでも自動車や産業機器等向けなどの商材を着実に伸ばして増益を確保した。詳細は後述するが、ローリング3ヶ年中期経営計画における最終年度（2021年3月期）の業績計画では、売上高の総額こそ1年前の計画と同じだが、そのマーケット別内訳は大きく様変わりしている。こうした切り替えができる点が同社の最大の強みだと弊社では評価している。

## Automotive と Broad Market が順調に拡大し、Digital Electronics の減収をカバー。売上総利益率の改善にも大きく貢献

### 2. マーケット別動向

#### マーケット別売上高の詳細

(単位：百万円、%)

マーケット別セグメント	17/3期				18/3期				前期比増減額
	実績	構成比	期初予想	修正予想	実績	伸び率	構成比	主な対象市場	
Digital Electronics	129,308	63.7%	122,852	119,108	112,123	-13.3%	57.1%	液晶、TP、BL	-22,890
								モバイル端末	-1,615
								黒物家電	5,602
Automotive	18,785	9.3%	22,730	24,605	24,966	32.9%	12.7%	自動車	6,181
								産業機器等	2,362
	54,910	27.0%	59,417	61,287	59,148	7.7%	30.1%	アフターマーケット	1,210
Broad Market								医療機器	926
								インフラ・エネルギー	-1,072
合計	203,004	100.0%	205,000	205,000	196,238	-3.3%	100.0%		

注：TP=タッチパネル、BL=バックライト

注：18/3期において「スパコン・サーバ、ストレージ」をBroad MarketからDigital Electronicsに変更したため、17/3期も同じ基準で組み替えている。

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

Digital Electronicsの売上高は前期比13.3%（17,184百万円）減の112,123百万円となった。第2四半期決算時の修正計画値である119,108百万円に6,985百万円の未達となり、全社売上高の計画比ショート額8,762百万円の大部分を占めた。

## 業績の動向

Digital Electronics の大幅減収は、液晶・TP・BL（TP：タッチパネル、BL：バックライト）の売上高が前期比 22,890 百万円減少したことが最大の要因だ。これらは中小型液晶ディスプレイ向けの部材であり、最終需要先はスマートフォンやタブレットとなっている。今期はスマートフォン市場の成熟化や、スマートフォンへの有機 EL パネルの採用本格化などの影響を考慮し、期初から大幅減収を見込んでいたが第 2 四半期決算ではそうした悪影響が顕在化しなかった。しかし、下期に入って懸念が現実化し、結果的に当初想定以上の減収となった。黒物家電（主としてアジア諸国でのテレビ・モニター用大型液晶ディスプレイ向け部材）や TOY・ホビー（ゲーム機等向けの各種部材）が前期比増収となったが、液晶・TP・BL の減収幅を完全に埋めるには至らなかった。

Automotive の売上高は前期比 32.9%（6,181 百万円）増の 24,966 百万円となった。計画に対しても 361 百万円上回って着地した。全社売上高に占める構成比は、通期ベースで 12.7% となり初めて 10% の大台を超えた。商材の中身はヘッドライト部材、内装用部材、センサー類、各種電子部品など多岐にわたるが、全般に売上げを伸ばしたとみられる。自動車ビジネスではモデルチェンジサイクルを見据えた営業活動や共同開発などが不可欠だ。同社もそれに地道に取り組んできたが、それが徐々に収穫期を迎えつつあるとみられる。

Broad Market の売上高は前期比 7.7%（4,237 百万円）増の 59,148 百万円となった。計画に対しては 2,139 百万円の未達で着地した。産業機器等は中国での設備投資活況を受けて機械・FA メーカーが売上げを伸ばした恩恵で増収となった。アフターマーケットはバックモニターカメラ用部材やドライブレコーダー用部材などが伸長した。インフラ・エネルギーの減収は太陽光発電向けビジネスの縮小によるものだ。

上記の 3 つのマーケット別区分のうち、Digital Electronics は売上総利益率が相対的に低く、Automotive と Broad Market は相対的に高い。2018 年 3 月期は Digital Electronics が減収となり他の 2 つのマーケット区分が増収となったため、いわゆるプロダクトミクスの変化により、売上総利益率の改善につながった。

## ■ 中長期の成長戦略と進捗状況

### “グローバルに高付加価値ビジネスを提供し続ける電子材料商社”が 目指す将来像

#### 1. 中長期戦略『elematec ×（エレマテック・クロス）』の概要

同社は期間固定式の中長期経営計画は策定していないが、中長期戦略に関する取り組みについての基本方針を策定し、それに基づいて経営を進めている。2018 年 3 月期からはスローガンを『elematec ×（エレマテック・クロス）』に改めた。これは従来のスローガンである『elematec +（エレマテック・プラス）』に比してシナジー追求を一段と加速させることや、“×”が“駆ける”にも通じることでスピード感を強調する意図が込められている。

同社が『elematec ×』を通じて目指す将来像は、“グローバルに高付加価値ビジネスを提供し続ける電子材料商社”だ。それに向けての具体的な取り組みのテーマとして、1) 真のグローバル化、2) 付加価値創造、3) 経営基盤の強化、の 3 点を掲げている。

業績計画については、同社は毎年、期初において当該年度と2年後の業績予想を公表している。いわゆるローリング中期経営計画と似たスタイルだ。2019年3月期の開始に当たっては、当期業績予想とともに2021年3月期の業績予想を公表した。中期予想では、2021年3月期においては売上高2,500億円、経常利益80億円を達成し、過去最高益の更新を目指すとしている。

## 真のグローバル化、付加価値創造、経営基盤の強化、 の3つの取り組みが、それぞれ着実に進捗

### 2. 中長期戦略の進捗状況

#### (1) 『真のグローバル化』の取り組みと進捗

このテーマの具体的な目標は、グローバルダイレクトアカウント化の推進だ。これまでの同社の海外取引は、日系のデバイスメーカーや電子部品メーカーに電子材料等の部材を供給し、そこで作られた部材が海外のアセンブラーや最終製品メーカーに販売されるという流れが主体であった。すなわち海外企業と直接取引は限定的であった。グローバルダイレクトアカウント化とは、海外のアセンブラーや最終製品メーカーに自社アカウントを開設し、直接取引を行おうということだ。

同社が真のグローバル化に取り組む背景には、同社の直接の顧客である日系エレクトロニクスメーカーの相対的な地位の低下がある。スマートフォンを例に取っても、世界的市場では言うまでもなく、国内市場においてさえ、十分な存在感をもって事業を展開しているところはない状況だ。また、AutomotiveやBroad Marketの分野でも顧客は世界中に存在しており、Digital Electronics同様、グローバルダイレクトアカウント化はこれらの分野においても避けて通れない。こうした危機感が真のグローバル化に取り組む大きな動機付けになっている。

これまでの進捗としては、欧州のTier1メーカーとの間で自動車向け商材の取引を開始したことがある。現状は一部の製品にとどまっているが、取引額が着実に増加してきているもようだ。また、体制整備の観点から海外拠点の設置や現地スタッフの育成強化にも注力している。最近の具体例としては、米ヒューストンの事務所開設がある。こうした地道な取り組みや欧州での成功事例が新たな顧客との取引に波及・拡大していくものと期待される。

#### (2) 『付加価値創造』の取り組みと進捗

付加価値は顧客と自社の双方にメリットをもたらして初めて付加価値たり得る。それゆえ付加価値創造は事業拡大にもつながると期待される。付加価値創造を具体的に表現する一つとして同社は、モジュール化の取り組みを挙げている。

付加価値創造のプロセスは、顧客のニーズを的確に把握することからスタートする。顧客のエレクトロニクス、メカトロニクス、外装、デザインなど多岐にわたる様々なニーズに対して、同社は国内外7,200社の仕入先の中から最適な商材を探索し、あるいはニーズに見合う製品を企画・設計・試作を行い、顧客のニーズに合ったソリューションを提案していくという流れだ。

同社の提案（製品）が採用されれば、同社はモジュール化された製品を納入することになり、素材・パーツとして販売するよりも高い収益性を期待できる。一連のプロセスの最初の部分に当たる顧客ニーズの把握は、顧客自身の開発段階から入り込む、いわゆるスペック・インという形で入り込むことが重要になってくる。この点、これまでもスペック・イン商材は数多く取り扱っているが、これをもっと増やしていくことが重要になると考えられる。

これまでの進捗状況としては、企画・設計・開発に直接携わる技術グループにおける人員強化がある。これにより、顧客ニーズの把握力や試作機能が拡充された。また、Automotive や Broad Market におけるスペック・イン活動も着実に拡大しつつあるようだ。これらの分野は Digital Electronics に比べてスペック・イン活動とフィットしやすいため、今後、実取引へ進展していくことが期待される。

### (3) 『経営基盤の強化』の取り組みと進捗

先の2つが収益の成長を目指す取り組みであるのに対して、経営基盤の強化という取り組みは、自身の体制強化の取り組みだ。しかしながら、例えば真のグローバル化で掲げるグローバルダイレクトアカウント化を実現していく上では、自社の信頼性や信用度をきちんとしておく必要があることは言うまでもない。また、商社ビジネスは本質的に、カウンターパーティ・リスクを初めとして大小のリスクは避けられない。したがって、同社が掲げる『経営基盤の強化』というテーマは、アスリートにとっての体幹トレーニングのように、目立たないが成長戦略の一角を担う重要な取り組みと言えるだろう。

同社は2017年3月期において中国での建材事業に関連して約30億円の特別損失を計上した。同社はこれを契機に、リスクマネジメント機能や海外拠点のガバナンスの強化に、人員増も含めて大きな投資を行った。前述のように商社ビジネスは常にリスクをはらんでいるため、これらの点に関して“完全”や“ゴール”はない。しかし前期の苦い経験を生かして中長期戦略に不可欠な体制を整備したことで、経営基盤の強化もまた順調に進捗していると評価できるだろう。

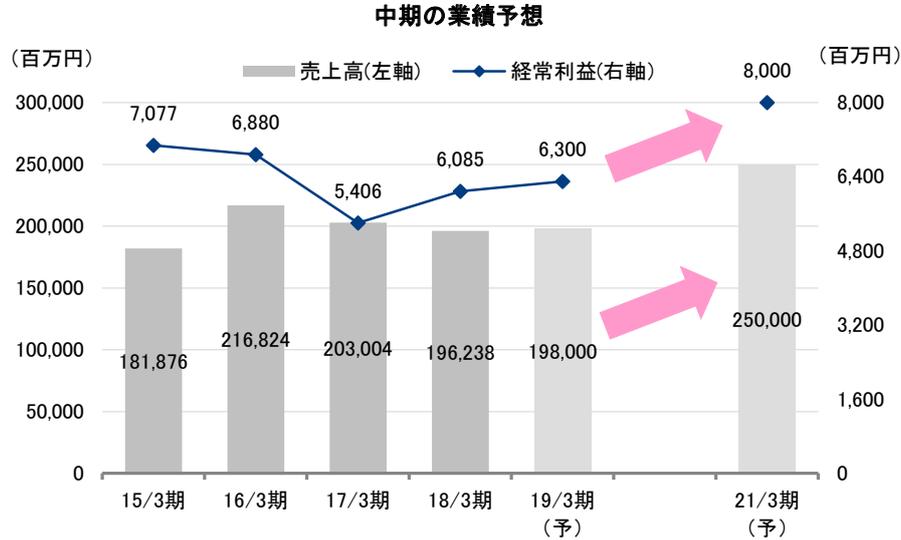
## 2021年3月期に売上高2,500億円、経常利益80億円を目指す。 利益率の改善が進めば利益は上振れる可能性

### 3. 中期業績予想の考え方

2019年3月期の期初（2018年4月）に同社が公表した中期業績予想は、2021年3月期において、売上高2,500億円、経常利益80億円というものだ。同社は1年前に、2020年3月期において同じ売上高2,500億円、経常利益80億円という予想を公表しており、表面的には中期業績予想の達成時期を1年後倒しただけのように見える。

しかしながら、同社の売上予想のマーケット別内訳や、各マーケットに対する同社の取り組み状況などを分析すると、違った一面が見えてくる。結論として弊社では、2021年3月期の業績予想について、売上高については決して簡単ではないが十分達成可能な数値であり、経常利益については、首尾よく売上高が達成されれば予想を上回る可能性が高いと考えている。

## 中長期の成長戦略と進捗状況



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

ポイントは、1年前の予想と比較して、Digital Electronicsの売上構成比が低下し、代わりに、AutomotiveとBroad Marketの売上構成比が上がっていることだ。また、3年前の実績値からの伸び率も、Digital Electronicsのそれは大きく鈍化して横ばい圏にとどまる予想となっているのに対して、Automotiveは80%成長を維持したほか、Broad Marketの伸び率は52.2%に大きく伸長した。すなわち、中期的成長におけるけん引役が、Digital ElectronicsからAutomotiveとBroad Marketに完全に入れ替わったということだ。

言い方を変えれば成長シナリオが変わったということだが、これは決して“御都合主義”の結果なのではなく、AutomotiveとBroad Marketが、上記の高成長を期待できるだけの実力を備えつつあることと、過去の最高益をもたらした“スマートフォン・バブル”のような幸運にはまったく期待しないという保守的なスタンスの結果だと弊社では考えている。

## 中期業績予想のマーケット別内訳

(単位：百万円)

マーケット別 セグメント	17/3期		18/3期		20/3期				21/3期			
	実績	構成比	実績	構成比	予想	17/3期比		構成比	予想	18/3期比		構成比
						伸び率	増減額			伸び率	増減額	
作成時	-		-		2017年4月				2018年4月			
Digital Electronics	129,308	63.7%	112,123	57.1%	142,000	9.9%	12,692	56.8%	115,000	2.6%	2,877	46.0%
Automotive	18,785	9.3%	24,966	12.7%	33,000	75.7%	14,215	13.2%	45,000	80.2%	20,034	18.0%
Broad Market	54,910	27.0%	59,148	30.1%	75,000	36.6%	20,090	30.0%	90,000	52.2%	30,852	36.0%
合計	203,004	100.0%	196,238	100.0%	250,000	23.2%	46,996	100.0%	250,000	27.4%	53,762	100.0%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 中長期の成長戦略と進捗状況

前述の成長ドライバーの交代による新たな成長シナリオ自体には違和感はないが、2021年3月期中期業績予想で示された Automotive と Broad Market の高い成長性の実現は決して簡単ではないというのが弊社の考えだ。他方で、Digital Electronics の1,150億円という予想値は控え目に過ぎるのではないかと考えている。会社予想に対して多少の入り繰りはあっても、最終的に売上高2,500億円を達成する可能性は十分あるとみている。

経常利益予想の80億円という数値は、控え目に過ぎると弊社では考えている。現在の予想では2021年3月期の経常利益率は3.2%だが、これは2018年3月期実績の3.1%とほとんど同じだ。しかし、新たな成長シナリオでは相対的に利益率が高い Automotive と Broad Market の売上構成比が上昇することになるため、プロダクトミックスの改善により全社ベースの利益率も改善が期待される。これは2018年3月期決算において現実起こったことでもある。2021年3月期の経常利益率を具体的に予測するのは困難だが、2018年3月期においては、2017年3月期実績に比して、経常利益率は0.5ポイント改善したことを指摘したい。

マーケット別の中期業績予想についての考え方は以下のとおりだ。

**(1) Digital Electronics**

同社の売上予想を見ると、2015年3月期 - 2016年3月期の収益のピークをけん引したスマートフォンは、もはや成長のけん引役としての期待感は消滅し、多数の商材の中の1つという位置付けとみられる。Digital Electronics に含まれる製品には入れ替わりの回転が速いという特徴がある。ここ1~2年では黒物家電（テレビ、モニター）向け売上げの変化がその好例だ。過去のレポートでも繰り返し述べたように、同社の大きな強みの1つは、Digital Electronics ビジネスのそうした本質を真正面から受け止め、需要先商品の速いサイクルに適応して、伸びるマーケット（商品）に適切な商材を即座に供給できる体制を有していることだ。2021年3月期中期業績予想からは、同社は Digital Electronics については、かつてのスマートフォンのような特定の成長商品に依存するのではなく、個々の Digital Electronics 製品の波をうまく捉えて、Digital Electronics 市場全体の成長率と同程度の成長を目指そうとしているものと弊社では推測している。その戦略には十分説得力があり、同社の持つ強みに照らして実現可能性は高いと考えている。ただ、2018年3月期比2.6%（年平均0.8%）という成長率は、世界経済の成長予想等に照らして考えても、慎重すぎると弊社では考えている。

**(2) Automotive**

2021年3月期の売上高予想が45,000百万円となっているため、2018年3月期を起点とした場合の年平均成長率は21.7%となる。しかし、後述するように2019年3月期予想の成長率が前期比14.9%と年平均よりも低いため、2020年3月期と2021年3月期に必要な成長率はそれぞれ25%程度となる。これは決して低いハードルではない。

一方で、現在の Automotive の売上高の中心は、同社が豊田通商傘下に入る前からの商流が主なものとなる。豊田通商傘下に入って以降に開拓されたトヨタ<7203>系自動車メーカーとの取引の本格拡大はこれからになるとみられ、それが Automotive 収益拡大のけん引役になってくると期待される。前述のように、自動車業界にあってはスペック・イン活動が重要となるが、これに基づく取引拡大の効果が、中期業績予想にも織り込まれていると推測される。その意味では同社の中期予想値の確度は、一般に想定されるよりも高い可能性がある。

### (3) Broad Market

2021年3月期の売上高予想は90,000百万円となっており、この実現には2018年3月期を起点として年平均15.0%の成長が必要となる。前述のAutomotive同様、2019年3月期の伸びが9.5%と平均よりも低いため、2、3年目の成長率は17.9%が必要となってくる。

Broad Marketは様々な向け先（顧客業界）を含んでいるが、その中では産業機器等やアフターマーケットの取引規模が比較的大きく、潜在的な成長率も高いとみられる。したがって、Broad Marketの成長においては、これら2つの向け先の収益拡大は不可欠の条件と言える。Broad Marketは全体として顧客の製品サイクルがDigital Electronicsに比べて長期的かつ穏やかであるため、小さな取引を積み重ねることで全体の業容拡大が期待できる。また、前述のように、スペック・イン活動がフィットする向け先も多い。こうした事情に照らすと、Broad Marketの中期売上予想もまた、簡単ではないが実現は十分可能だと弊社では考えている。

## ■ 今後の見通し

### Automotive と Broad Market が引き続き伸長し、増収増益を予想

2019年3月期について同社は、売上高198,000百万円（前期比0.9%増）、営業利益6,600百万円（同1.8%増）、経常利益6,300百万円（同3.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益4,500百万円（同2.8%増）と、小幅ながら増収増益を予想している。

#### 2019年3月期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3期			18/3期			19/3期	
	2Q累計	下期	通期実績	2Q累計	下期	通期実績	通期（予）	前期比伸び率
売上高	94,966	108,038	203,004	104,134	92,104	196,238	198,000	0.9%
営業利益	2,190	3,216	5,406	3,345	3,135	6,480	6,600	1.8%
営業利益率	2.3%	3.0%	2.7%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%	-
経常利益	2,160	3,154	5,314	3,103	2,982	6,085	6,300	3.5%
親会社株主に帰属する 当期利益	-879	2,221	1,342	2,175	2,201	4,376	4,500	2.8%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2019年3月期は売上高が前期比増収に転じる計画だが、その基本的な構図は2018年3月期と同様だ。すなわち、スマートフォン向け商材の落ち込みを、自動車向けとBroad Market商材の伸びでカバーするという構図だ。2018年3月期はスマートフォン向けの落ち込み幅が大きかったために対処しきれず減収となったが、2019年3月期はその影響が減少し、差し引きで増収効果が残る形だ。

エレマテック | 2018年6月20日(水)  
2715 東証1部 | <http://www.elematec.com/ir/>

今後の見通し

一方利益面は、営業利益が前期比 1.8% 増益の 6,600 百万円と連続増益を予想している。売上高のプロダクトミクス変化による利益率の改善は 2019 年 3 月期も続くと期待されるが、為替レートの前提を 105 円（2018 年 3 月期実績は 110.85 円）と置いているため、円高によるマイナス影響を織り込んだ結果とみられる。

マーケット別売上高内訳は上記の成長市場の変遷を反映する形で、Digital Electronics の売上高が前期比 6.7% 減収となる一方、Automotive は 14.9% 増収、Broad Market は 9.5% 増収が計画されている。

Digital Electronics の中では、液晶・TP・BL が前期比 100 億円超の減収になると予想している。また黒物家電では、顧客のモデルチェンジの影響で同社の取り扱う部材の需要が一時的になくなる影響を織り込んでいる。反対に、モバイル端末はモデルチェンジの結果取扱商材の使用が復活するため増収を想定している。

Automotive と Broad Market も 2018 年 3 月期と同様の動きが続く見通しだ。自動車関連では個々の商材の取扱量が着実に増加し、全体の売上高が大きく伸びるという想定だ。Broad Market では産業機器等とアフターマーケットが引き続きけん引役となると期待されている。

2019年3月期のマーケット別売上高内訳

(単位：百万円)

マーケット別 セグメント	18/3 期		19/3 期		主な対象市場	前期比 増収額
	実績	構成比	予想	伸び率		
Digital Electronics	112,123	57.1%	104,571	-6.7%	液晶、TP、BL	-10,720
					黒物家電	-2,592
					モバイル端末	4,115
					電気・電子部品	1,550
Automotive	24,966	12.7%	28,690	14.9%	自動車	3,723
Broad Market	59,148	30.1%	64,738	9.5%	アフターマーケット	2,292
					産業機器等	1,430
				医療機器	417	
合計	196,238	100.0%	198,000	0.9%	100.0%	

注：TP= タッチパネル、BL= バックライト

注：18/3 期において「スパコン・サーバ、ストレージ」を Broad Market から Digital Electronics に変更

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

弊社では 2019 年 3 月期の会社予想について、今後の展開次第では、特に利益面で上振れる可能性は十分高いとみている。ポイントは、1) プロダクトミクス変化による利益率改善と、2) 為替レートの 2 つだ。前者については、2019 年 3 月期の効果を、同社が少し慎重に見ている可能性がある。後者については、足元は想定よりも円安で推移しており、これがこのまま続けば明確に利益上振れ要因となる。現在は期が始まった直後であり、いたずらに上方修正期待を高めるのは適切ではないと考えるが、今後、これらの点に留意しながら進捗を見守りたいと考える。

エレマテック | 2018年6月20日(水)  
2715 東証1部 | <http://www.elematec.com/ir/>

今後の見通し

簡略化損益計算書

(単位：百万円)

	15/3 期	16/3 期		17/3 期	18/3 期	19/3 期 (予)
		報告ベース	12か月ベース			
売上高	181,876	216,824	205,370	203,004	196,238	198,000
伸び率	26.8%	19.2%	12.9%	-1.2%	-3.3%	0.9%
売上総利益	18,443	18,763	17,947	17,127	18,886	-
売上総利益率	10.1%	8.7%	8.7%	8.4%	9.6%	-
販管費	11,068	11,894	11,407	11,720	12,405	-
販管费率	6.1%	5.5%	5.6%	5.8%	6.3%	-
営業利益	7,375	6,868	6,540	5,406	6,480	6,600
伸び率	40.6%	-6.9%	-11.3%	-17.3%	19.9%	1.8%
営業利益率	4.1%	3.2%	3.2%	2.7%	3.3%	3.3%
経常利益	7,077	6,880	6,538	5,314	6,085	6,300
伸び率	25.4%	-2.8%	-7.6%	-18.7%	14.5%	3.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	5,105	5,048	4,794	1,342	4,376	4,500
伸び率	32.2%	-1.1%	-6.1%	-72.0%	226.0%	2.8%
EPS (円)	249.38	246.58	-	65.57	213.76	219.80
配当 (円)	75.00	75.00	-	20.00	65.00	66.00
1株当たり純資産 (円)	2,095.95	2,170.74	-	2,175.80	2,346.79	-

注：16/3期決算の報告ベースでは、海外子会社の決算期変更に伴い、9子会社について、15か月分を連結している。12か月ベースはすべて12か月決算として組みなおした値。17/3期の前期比伸び率は、16/3期の12か月ベースをもとに算出している。

出所：決算短信よりフィスコ作成

**エレマテック** | 2018年6月20日(水)  
 2715 東証1部 | <http://www.elematec.com/ir/>

今後の見通し

**簡略化貸借対照表**

(単位:百万円)

	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期末	18/3 期
流動資産	68,426	79,170	74,935	87,662	86,363
現預金	14,809	10,004	12,551	10,282	25,893
売掛金	43,617	57,575	50,599	66,955	49,673
固定資産	4,999	5,021	5,636	5,621	5,472
有形固定資産	2,962	2,627	2,465	2,398	2,363
無形固定資産	228	236	1,349	1,115	886
投資等	1,808	2,156	1,821	2,107	2,222
資産合計	73,425	84,191	80,572	93,284	91,835
流動負債	36,374	40,931	35,892	48,521	43,597
買掛金	34,094	36,199	33,419	42,734	40,829
短期借入金等	-	1,598	466	2,884	53
固定負債	107	349	238	217	191
長期借入金	-	-	-	-	-
株主資本	35,681	39,672	42,980	43,401	47,061
資本金	2,142	2,142	2,142	2,142	2,142
資本剰余金	3,335	3,335	3,335	3,335	3,335
利益剰余金	30,897	34,888	38,196	38,618	42,278
自己株式	-694	-694	-694	-694	-694
その他包括利益累計額等	1,017	3,238	1,462	1,143	984
非支配株主持分	245	-	-	-	-
純資産合計	36,943	42,910	44,442	44,545	48,046
負債・純資産合計	73,425	84,191	80,572	93,284	91,835

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)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期	18/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,132	-5,942	7,573	-3,309	19,257
投資活動によるキャッシュ・フロー	21	-290	-1,387	-85	-51
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,145	318	-2,837	1,504	-3,547
現預金換算差額	1,007	1,109	-876	-305	-46
現預金増減	2,016	-4,805	2,473	-2,195	15,611
期首現預金残高	12,793	14,809	10,004	12,477	10,282
期末現預金残高	14,809	10,004	12,477	10,282	25,893

出所:決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

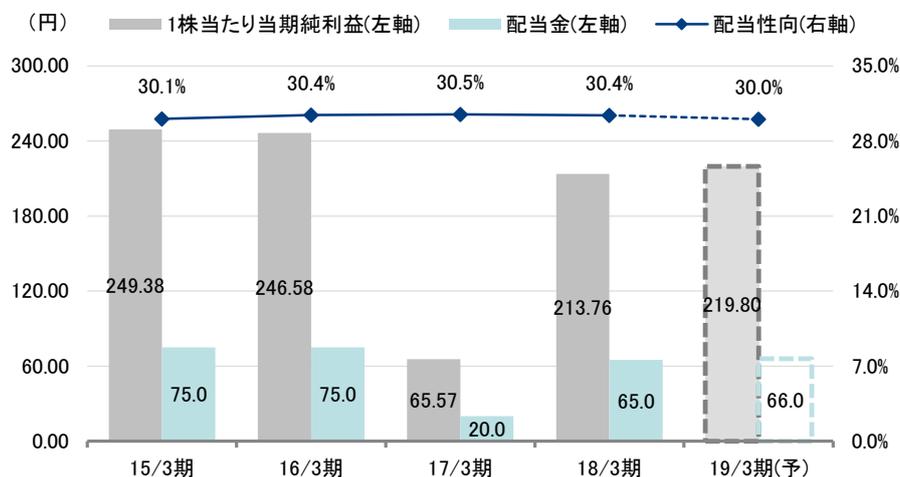
### 業績拡大を反映して2018年3月期は65円に大幅増配

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。配当金の額については、業績見通し（短期・中期）、成長投資、キャッシュフローなどを勘案しながら、配当性向30%を維持することを基本方針としている。

2018年3月期は利益が会社予想を上回って着地し、1株当たり当期純利益は213.76円となった。上記の配当性向30%を維持するという基本方針に照らし、同社は年間配当金を従来予想の58円から7円増配し、年間65円配（中間配25円、期末配40円）とすることを決定した。前期の20円配からは3倍以上の大幅増配となる。配当性向は30.4%となる。

2019年3月期について同社は、年間66円（中間配30円、期末配36円）の配当予想を公表している。同社は2019年3月期の1株当たり当期純利益を219.8円と予想しており、これと配当の基本方針である配当性向30%から66円という配当予想となったとみられる。2019年3月期の業績は今後の事業環境の変化によって上下に変動する可能性があるが、その変動幅が一定水準を超えてくれば配当金もまた利益変動を反映して見直される可能性があるとみている。

1株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



出所：会社資料よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティ

### 情報セキュリティについては高い意識で臨む

同社は仕入・販売の双方でそれぞれ6,000社超～7,000社超の取引先を抱えており、技術情報などの重要な顧客関連情報も有している。情報管理には高い意識も持って臨んでおり、情報アクセス権者の限定やパスワード設定など、上場企業として当然備えるべき情報セキュリティの体制は確立済みだ。他方、同社はBtoB企業であり、BtoC企業のように多数の顧客の個人情報やクレジットカード情報などを保有することはない。したがって、それらを目的としたサイバーテロや社内からの情報漏洩といったリスクは相対的に低いと言えるだろう。

#### 重要事項（ディスクレーマー）

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。“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・加工することは堅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・譲渡することは堅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