

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 >>>](#)

2019 年 12 月 16 日 (月)

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2四半期は減収減益で着地も、売上高は軽微な落ち込みにとどまる	01
2. “5つの機能”を生かして高付加価値の創造を追求し、収益成長の加速を目指す	01
3. 2020年3月期は増収減益予想だが、成長商材は着実に拡大中	01
■ 会社概要	02
1. 沿革と事業内容	02
2. 特長と強み	03
3. 長期業績推移	05
■ 業績の動向	06
1. 2020年3月期第2四半期決算の概要	06
2. マーケット別売上高の動向	07
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	08
1. 中長期の成長戦略の全体像	08
2. 「自動車」への取り組みと進捗状況	10
3. 「自動化/省力化」への取り組みと進捗状況	13
4. 「BtoBtoC」への取り組みと進捗状況	14
■ 今後の見通し	15
■ 株主還元	20

■ 要約

成長市場の追求に、付加価値創造という軸を追加し、 2つの軸による中長期的な収益拡大を目指す。

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 2012 年に豊田通商 <8015> グループ入りした。

1. 2020 年 3 月期第 2 四半期は減収減益で着地も、売上高は軽微な落ち込みにとどまる

同社の 2020 年 3 月期第 2 四半期決算は、売上高 88,057 百万円（前年同期比 1.7% 減）、営業利益 2,326 百万円（同 23.7% 減）と減収減益だった。一部の商材が米中貿易摩擦の影響で減収となったほか、モバイル（端末）も取引先の事情からさらに減収となったが、自動車やアフターマーケット向けのドライブレコーダーなど、順調に拡大した分野・商材もあり、減収幅は相対的には軽微なものにとどまった。

2. “5つの機能”を生かして高付加価値の創造を追求し、収益成長の加速を目指す

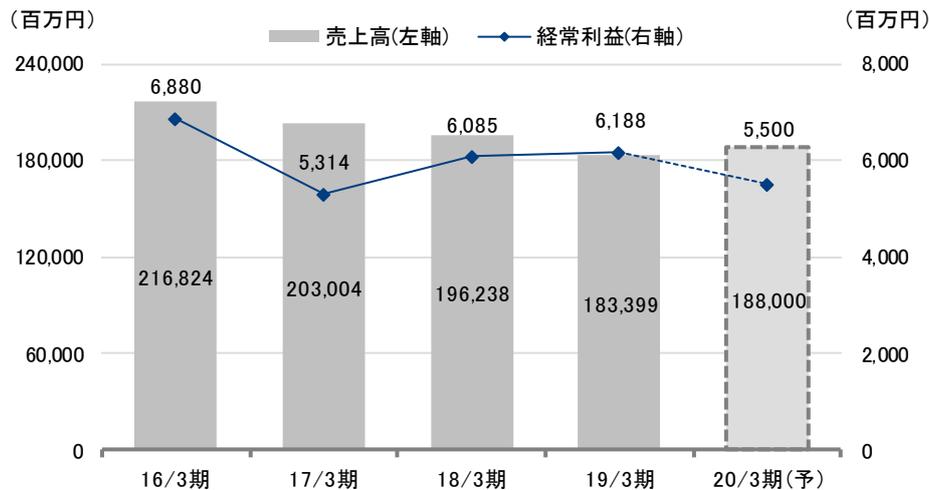
同社は多数の取引先と多様な商材を有する強みを生かし、成長市場の変化の波をうまく乗り越えることで安定的な成長を実現してきた。今後の成長戦略ではこれに「高付加価値」の創造を加え、成長市場の追従との 2つの軸で成長を目指す方針だ。高付加価値の具体的な有り様はいろいろあるが、一例としては企画、開発、加工・製造といった領域を同社自身の中に取り込むことが挙げられる。こうした取り組みはまったくの新しいチャレンジというわけではなく、その実現に必要な要素技術やスキルは、商社としての“5つのベーシック機能（調達代行サービス機能、製造サービス機能、企画開発機能、海外ネットワーク機能、品質・環境マネジメント機能の5つ）”という形で蓄積を重ねてきている。この5つの機能をもっと有機的に結合し、活用させようというのが高付加価値（あるいは付加価値創造）の取り組みと言える。

3. 2020 年 3 月期は増収減益予想だが、成長商材は着実に拡大中

2020 年 3 月期通期については第 2 四半期決算に際して下方修正し、新予想として売上高 188,000 百万円、営業利益 5,700 百万円を予想している。増収減益予想ではあるものの、その度合いは相対的には小さく、収益の水準としても他社に比べて高い水準を維持できている。成長戦略として重点取り組み事項の中では、自動車分野はエレクトロニクス化の進展で堅調な拡大が続く見通しだ。自動化・省力化に向けたロボット販売においては、“ロボット関連システム”として販売し高付加価値化を実現するモデルが確立されつつある。BtoBtoC の領域ではドライブレコーダー製品が民生用・産業用に拡大が続く見通しとなっている。増収減益予想ではあるが、次の成長ステージに向けた成長商材が着実に動いている。

Key Points

- ・成長市場の追求と、付加価値創造の2つの軸で収益成長を目指す
- ・自動車関連ビジネスは500億円規模に成長。“CASE”からの需要拡大が上乗せへ
- ・ロボット/ロボット関連システムでは高付加価値化を実現

業績推移


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。
 国内外に64拠点を擁し、Digital Electronics、Automotive、Broad Marketの3つのマーケットで事業を展開

1. 沿革と事業内容

(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沿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させて、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。2012年に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

(2) 事業内容

沿革を反映し、同社は現在、エレクトロニクス製品向けの電子材料を始めとして電子部品や設備など幅広い商材を取り扱っている。事業の基盤としては、連結ベースで従業員 1,174 名を抱え、国内外に 64 拠点を擁している（数字はいずれも 2019 年 9 月末現在）。事業拠点の中には加工サービスを手掛ける拠点が国内 1、中国 2 の合計 3 ヶ所が含まれている。

事業はグローバルで展開しているが日本企業の海外進出状況を反映して海外については中国及びアジア地域が主体となっている。2020 年 3 月期第 2 四半期実績の国内外の売上構成比は国内が 42.5%、海外が 57.5% となっている。海外売上高の内訳は、中国（香港含む）20.9%、その他アジア 31.6%、その他（欧米等）5.0% という構成だった。中国における生産低下を反映し、ここ最近では中国の構成が低下基調にある。

同社は仕入先・販売先の双方に多数の顧客を有して幅広い商材を取り扱っているため、管理するうえでグルーピング（分類）は不可欠だ。従来は取扱商材に基づき管理（仕入先基準）していたが、2015 年 3 月期からは顧客企業の生産品目を基準（販売先基準）とした、マーケット別に分類する方式に切り替えた。その結果現在では、Digital Electronics、Automotive、Broad Market の 3 つに分けて内部管理および情報開示を行っている。

多数の商材・取引先を生かした成長市場への機敏な対応力により、高い業績の安定成長性を実現。今後は“付加価値創造”を 2 基目の成長エンジンに追加する計画

2. 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。同社は国内外の 64 拠点を通じて、仕入先（メーカー）約 7,100 社、販売先（ユーザー）約 6,600 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言える、“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弊社では理解している。

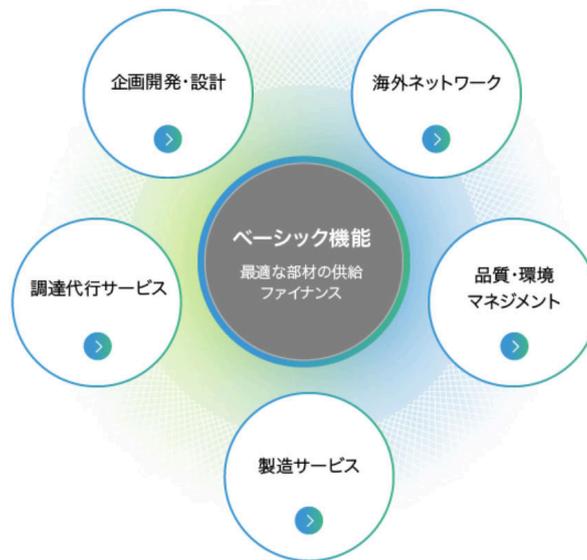
詳細は後述するが、同社は現在、スマートフォンから自動車やロボット等へ、事業の軸足を移す過渡期にある。言うまでもなく、それぞれの市場の成長性の変化に対応したものだ。足元は米中貿易摩擦の激化によって決して理想的な事業環境とは言えないが、事業環境と成長市場という 2 つの変動要因を巧みにコントロールして業績面で大きな谷間を作ることなく、変化の波を乗り切ろうとしていることに同社の本領が発揮されていると言えるだろう。

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。製造サービス、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。

会社概要

同社は今後、自社の有する特長・強みと、独立系技術商社としての機能・知見とを組み合わせ、「付加価値創造」の取り組みを強化する方針だ。そして、この「付加価値創造力」を成長のメインエンジンの1つとしていく方針だ。これまで、成長市場への機敏な対応力が収益成長のけん引力であったが、今後は、付加価値創造というもう1基のエンジンが加わることになる。付加価値創造に関する具体的な取り組みや方向性は中長期の成長戦略と進捗状況の項で詳述するが、同社が自社の強みとして有する5つのベーシック機能をこれまで以上に強化・活用してそれを実現していくことになる。

エレマテックが提供するサービス・機能

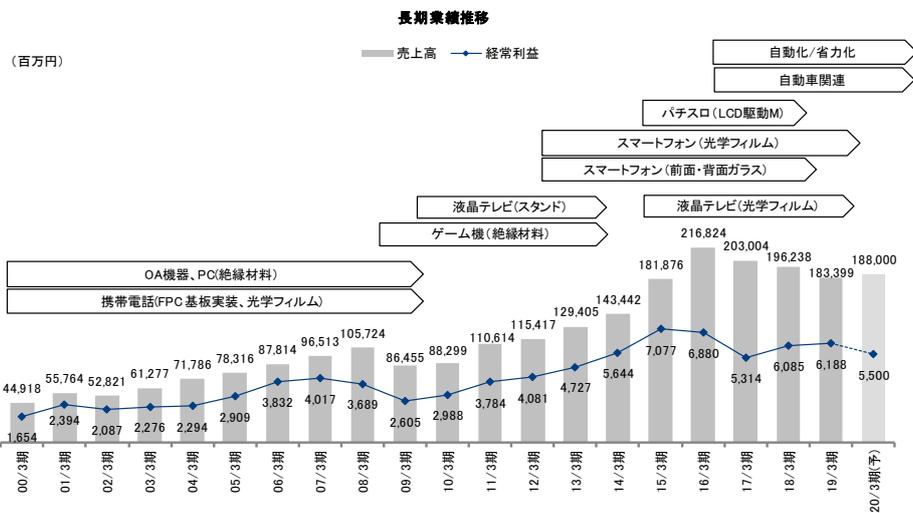


出所：ホームページより掲載

過去の長期安定成長の過程で、 商社に求められる機能をしっかりと発揮し、 収益成長へとつなげてきた

3. 長期業績推移

同社の長期的な業績推移を振り返ると、浮沈の激しいエレクトロニクス業界に身を置きながら、経済サイクルや製品サイクルなどの波を乗り越えて安定成長を果たしてきたことが一段と明確になる。2000年代初めは携帯電話関連で伸びたがその中身はFPC（プリント配線版）の部材や基板実装、光学フィルムなどが主要な商材だった。2010年前後は地デジ移行などもあって液晶テレビ関連の部材が大きなビジネスとなった。また、2010年以降はスマートフォンやタブレットが急成長商品として台頭し、同社はそこに各種フィルム類やガラス類などを販売してリーマンショックからの迅速な回復と連続最高益の更新を達成した。ここ数年はスマートフォン市場が成熟化したことで一旦の業績の踊り場を迎えた形となっているが、ここに来て次期成長市場が自動車関連と自動化/省力化関連へと、明確に移行した。そしてその先には5Gと呼ばれる次世代（第5世代）の移動通信システムがある。5Gに移行すると基地局から端末まですべてが一新され、また、“通信”の守備範囲が格段に広がり、あらゆるものがネットワーク化されることになる。仕入・販売両側に多数の取引先と多様な商材を有する同社にとっては一段と商機が拡大すると期待される。



出所：決算短信、取材等よりフィスコ作成

同社が“電子材料商社”でスタートしたという経緯もあって、素材の供給のイメージが強いが、同社が供給していた先はアッセンブラー（組立工場）であることが多い。プロセス的には最終製品に近い部分だ。こうしたところへの納入においては、素材そのものでの納入ではなく、加工品や半完成品のような状態での納入を求められることが多い。このような経験が、同社がこれから注力する高付加価値化への取り組みでは大いに生きてくると弊社では考えている。最終製品に近い領域で役割を果たす過程においては、同社が持つ5つの機能をフルに稼働させなければ顧客の要求に応えられない。長年にわたり事業を展開してきた同社には、5つの機能に関して高いレベルで知見が蓄積しており、今後の成長市場と位置付ける自動車関連と自動化/省力化関連においても、5つの機能によって付加価値の高いビジネスを実践できると期待される。

業績の動向

減収減益での着地ながら、減収幅は小幅にとどまる。
 米中貿易摩擦の影響は部分的であったことに加え、
 次期成長市場の取り込みが順調に進捗

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88,057百万円(前年同期比1.7%減)、営業利益2,326百万円(同23.7%減)、経常利益2,262百万円(同22.7%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益1,671百万円(同21.4%減)と、減収減益となった。

同社は通期ベースで予算を管理しているため上期(第2四半期累計期間)の業績予想は出していない。したがって期初予想との比較はできない。しかしながら、同社は2019年10月28日付で2020年3月期通期予想の業績見通しを下方修正している。これに照らせば、2020年3月期第2四半期決算もまた、同社の社内計画に対してはショート(未達)したものと弊社では推測している。

2020年3月期第2四半期決算の概要

(単位:百万円)

	19/3期 2Q累計	20/3期			
		2Q累計	前年同期比伸び率	対期初予想進捗率	通期(期初予想)
売上高	89,619	88,057	-1.7%	43.8%	201,000
営業利益	3,048	2,326	-23.7%	34.5%	6,750
営業利益率	3.4%	2.6%	-	-	3.4%
経常利益	2,926	2,262	-22.7%	34.8%	6,500
親会社株主に帰属する 四半期純利益	2,125	1,671	-21.4%	36.7%	4,550

出所:決算短信よりフィスコ作成

2020年3月期第2四半期の事業環境としては、米中貿易摩擦の激化に伴う影響が何よりも懸念されていた。そうしたなか同社は、一部では米中貿易摩擦の影響もみられたものの、スマートフォン関連部材の落ち込みの影響など、同社固有の事情による減収影響がより大きく出た。反対に売上高を大きく伸ばした事業・製品も少なからずあった。詳細は後述するが、次期成長市場に関連したビジネスが順調に拡大していることが貢献したと弊社では見ている。これらの結果、売上高は前年同期比減収とはなったものの、その減収幅は1.7%(1,562百万円)と、軽微にとどまった。

業績の動向

利益面では、減収影響に加えて、売上総利益率が前年同期の10.2%から2020年3月期第2四半期は9.7%に低下したこともあり、売上総利益は同6.4%(585百万円)の減益となった。売上総利益率の低下は交易条件の悪化よりも製品構成差による影響が大きかったと弊社では推測している。販管費は同2.2%(136百万円)増加した。厳しい事業環境ではあったが、強化分野での人員拡大や、社員の士気高揚・流出防止に向けて昇給を実施したことで人件費が128百万円増加したことが販管費を押し上げた。その結果営業利益は同23.7%(722百万円)の減益となった。

同社は期中の2019年6月1日を効力発生日として1株につき2株の割合で株式分割を実施した。その結果1株当たり利益は40.82円となり、株式分割調整後の前年同期の1株当たり利益51.91円を11.09円下回った。一方中間配当は17円を実施した。株式分割調整後の前期の中間配当は15円であるため、実質的に2円の増配となった。

Automotive と Broad Market は逆風の事業環境下でも 着実に増収を確保

2. マーケット別売上高の動向

2020年3月期第2四半期のマーケット別売上高の詳細

(単位:百万円)

	19/3期2Q累計		実績	伸び率	20/3期2Q累計		前期比増減額
	実績	構成比			構成比	主な対象市場	
Digital Electronics	44,817	50.0%	40,655	-9.3%	46.2%	モバイル	-1,972
						電気・電子部品	-1,633
Automotive	13,359	14.9%	13,609	1.9%	15.5%		250
Broad Market	31,442	35.1%	33,792	7.5%	38.4%	アフターマーケット	1,999
						医療機器	587
合計	89,619	100.0%	88,057	-1.7%	100.0%		

出所:決算説明資料よりフィスコ作成

Digital Electronicsの2020年3月期第2四半期は売上高が40,655百万円(前年同期比9.3%減)となった。製品・市場別内容を見ると、過去数年にわたり大きな変動要因となっていた液晶・TP・BL※は前期までに十分下がりきった形となり2020年3月期第2四半期決算ではその影響がほぼ見えなくなった。最も変動が大きかったのはモバイル(端末)で、前年同期比1,972百万円の減収となった。これは米中貿易摩擦の影響ではなく、取引先の事情による。次に大きかったのは電気・電子部品で1,633百万円の減収となった。これは様々な製品が多数の取引先に向けて販売されており、米中貿易摩擦の影響で中国での生産活動が低下した影響とみられる。

※液晶・TP・BL:TPはタッチパネル、BLはバックライトで、液晶パネル及びその主要部材であるタッチパネルやバックライトを統合した販売先市場を表している。

業績の動向

Automotive の 2020 年 3 月期第 2 四半期は前年同期比 1.9% 増収の 13,609 百万円となった。自動車関連の市場や商材は同社が今後の成長分野として期待し、注力している分野であるため、1.9% (250 百万円) の増収率は若干低いという印象も受ける。しかしながら自動車向けビジネスは、自動車市場全体の生産・販売動向に加えて、納入先のモデルサイクルの影響も受けるため、各年の収益変動は決して小さくない。2020 年 3 月期第 2 四半期の増収は、日本及び中国で自動車生産が低水準にあることに照らすと健闘したと評価できるだろう。

Broad Market の 2020 年 3 月期第 2 四半期は、前年同期比 7.5% (2,350 百万円) 増収の 33,792 百万円となった。このセグメントは Digital Electronics と Automotive 以外のすべてを含んでいるが、その中で 2020 年 3 月期第 2 四半期はアフターマーケット (前年同期比 1,999 百万円増) と医療機器 (同 587 百万円増) が売上を伸ばした。アフターマーケットというのは販売経路に基づいた命名で、中身としてはドライブレコーダー関連製品が中心となっている。一方医療機器は現状では超音波診断装置の部材が中心となっている。この 2 つが Broad Market の伸びをけん引する状況は前期から続いている。

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

**成長市場の追求という軸に、
付加価値創造というもう 1 つの軸が加わり、
2 つの軸で収益成長を目指す**

1. 中長期の成長戦略の全体像

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、それまでの「elematec + (エレマテック プラス)」から「elematec × (エレマテック クロス)」に改めた。これは“+”に比してシナジー追求を一段と加速させることや、“×”が“クロスオーバー”や“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。

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に似たスタイルだ。2020 年 3 月期の開始に当たっては、当期業績予想とともに 2022 年 3 月期において売上高 2,300 億円、経常利益 75 億円を目指す中期予想を公表している。

エレマテック | 2019年12月16日(月)
2715 東証1部 | <http://www.elematec.com/ir/>

中長期の成長戦略と進捗状況

中長期戦略「elematec × (エレマテック クロス)」



出所：決算説明資料より掲載

この中長期戦略のスローガンは、“「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」を目指す” というもので、キーワードは言うまでもなく“高付加価値ビジネス”だ。これは、会社概要の項で前述した、“自社の有する特長・強みと、独立系技術商社としての機能・知見とを組み合わせ、「付加価値創造」の取り組みを強化する方針”と同じ趣旨だ。

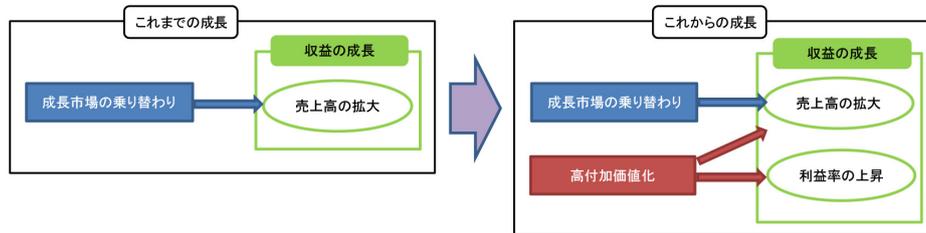
同社にとって“付加価値”とは何か。この問いに対する答えは1つではなく、説明が複雑になりがちだ。簡略化した1つの例として、メーカーに近い存在になることが挙げられる。企画、設計、組み立て・加工といったプロセスを同社自身が担うことでこれらに付随する付加価値を取り込み、マージン(利益率)を高めるようなケースだ。同社は生産設備を保有せず外部に製造を委託することになるのは言うまでもない。ポイントは、こうしたケースは同社にとってまったくの新しいチャレンジというわけではなく、これを実行する基礎力は同社が有する5つのベーシック機能として既に具備しているということだ。付加価値創造の取り組みは5つの機能を発揮する“場”を広げる取り組みとすることができる。別な言い方をすれば“応用編”ということになるだろうか。

同社が5つの機能を発揮する“場”を広げることは、同社側の事情ばかりでなく、顧客側の事情もある。上記の例で言うと、“付加価値”が顧客側から川上へと移動していることになる。これをスルーしてしまうこともできるが、同社はこれをしっかりと取り込もうということだ。ここで生きてくるのが同社の商材並びに取引先の多様性だ。素材の選定と加工の委託先の選定を自前で完結し、付加価値を取り込むことが可能になる。長期業績推移の項で述べたように、同社は過去長年にわたりこの点の経験と技術を蓄積してきたと思われる。

こうした高付加価値化戦略は、同社の中長期の成長において大きな貢献が期待される。同社のこれまでの成長は、“成長市場”をうまく乗り換えることで達成されてきた。しかし今後は、成長市場という軸に、高付加価値化というもう1つの軸が加わり、2つの軸によって成長を目指すことになる。成長市場の追求はトップライングロース(売上高の成長)に寄与する一方、高付加価値化は売上高と利益の両方に貢献するイメージだ。

中長期の成長戦略と進捗状況

「成長市場と付加価値の2軸による成長戦略」のイメージ



出所：フィスコ作成

現在の中長期戦略「elematec ×」は2020年3月期が最終年度となり、同社は2021年3月期からの新たな中長期戦略の策定に取り掛かるとみられる。また同社を取り巻く事業環境は2018年を境に急激に変化してきている。スマートフォンの普及に伴う関連需要の一服、液晶と有機ELによる小型パネル市場での競争激化、米中貿易摩擦の激化に伴う中国の生産活動の減速等々、数え上げればきりが無いほどだ。

こうした状況にあって同社は、具体的な成長戦略として、1)自動車、2)自動化/省力化、3)“BtoBtoC”ビジネスの強化、という3つのテーマに取り組んでいる。これらはプロダクトサイクルや物事の本質からいって息の長いテーマであり、次期中期経営計画においても成長戦略の重要な位置を占めると想像される。詳細は以下に述べるが、3つの戦略それぞれが2020年3月期第2四半期においても着々と進捗しており、次期中期経営計画にシームレスにつなげていく体制が順調に整いつつある状況だ。

過去からの地道な取引で500億円規模に拡大した自動車関連ビジネスに、“CASE”に象徴されるエレクトロニクス化に伴う需要拡大が上乗せとなり成長加速へ

2. 「自動車」への取り組みと進捗状況

(1) 自動車関連ビジネスの業容

同社が自動車を次代の“成長市場”と位置付けて取り組んでいることに説明の必要はないだろう。売上高のマーケット別内訳において、Automotiveという独立した項目が設定されていることからそれは明らかだ。

中長期の成長戦略と進捗状況

同社が自動車領域でのビジネス拡大を志向するのは、ある意味では当然とも言える。自動車が産業のすそ野の広い巨大市場であることがその1つだ。自動車はエンジンや足回りといった機械的部品とインパネやライトなど電気・電装系部品（いわゆる、エレクトロニクス製品）の大きく2つの要素から成り立っているが、自動車のCASE※化の進展で、エレクトロニクス製品の需要が今後一段と増加すると予想される。エレクトロニクス商社である同社にとっては活動領域の拡大となる。さらに言えば同社は豊田通商グループの一員でもある。かつてのスマートフォン市場が将来どうなるか（5Gで再び活況を呈す可能性もある）に関係なく、同社にとって自動車関連ビジネスが重要分野であるという位置付けが揺らぐことはないと思われる。

※ CASEはConnected（コネクティッド。IoTを活用して自動車と他を接続すること）、Autonomous（もしくはAutomated）（自動化。自動運転の実現など）、Shared & Service（シェアリング&サービス。自動車の共有や、配車サービスの拡大など）、Electric（電動化。ガソリン車からEVへのシフト）という、今後の自動車を取り巻く方向性を示す4つの言葉の頭文字を取ったもの。

同社の自動車関連ビジネスは順調な成長を遂げてきた。2020年3月期の自動車関連売上高は約500億円と試算される。マーケット別内訳のAutomotiveの売上高（2020年3月期予想29,725百万円）に加えて、Digital ElectronicsやBroad Marketの中にも自動車関連業界向けの製品が多数含まれるためだ。Digital Electronicsにおいては、2020年3月期は液晶・TP・BLが自動車関連向けに大きく伸びる計画としている（ただし足元は計画よりも若干動きがスローなもよう）。Broad Marketの中ではアフターマーケットと称されるサブセグメントの中身がドライブレコーダーやトラックのバックアイカメラなどの部材が中心となっている。これらを積み上げると同社の自動車関連売上高が500億円に達するということだ（ただし、Broad Marketの中のドライブレコーダーは後述のBtoBtoCビジネスによる成長戦略として切り分けられているため、ダブルカウントになっている点は要注意だ）。

過去10年の同社の成長を牽引したスマートフォン関連売上高は、ピーク時には800億円～900億円に達したと推測されるが、足元ではピークの3分の1近い300億円程度にまで落ち込んだと弊社では推測している。主役が完全に入れ替わった形だ。中長期的には自動車関連売上高が過去のスマートフォン関連のピーク売上高を抜く可能性は十分あると弊社では考えている。

(2) 自動車関連ビジネスの戦略と最近の状況

前述のように自動車業界ではCASE化の流れにあり、それは自動車業界においてエレクトロニクス製品の需要が一段と増大することを意味する。同社は代表的電子材料である絶縁材料の取扱いから始まったエレクトロニクス商社であり、こうした流れはまさに商機拡大のチャンス到来と言える。

自動車関連ビジネスの一段の拡大を目指すに当たり、同社の強みを整理すると、モジュール品の提案力がまず挙げられる。前述のように、同社は高付加価値化を成長戦略の核に据えており、その具体的なアクションの1つが企画、設計、組立・加工といったプロセスを同社自身が担い、モジュール品や半製品（場合によっては完成品）といった形で納入することだ。これらは既に部分的に行っているが、自動車関連ビジネスにおいてはこのニーズがさらに高まると考えられ、同社にとっては本領発揮のチャンスと言える。

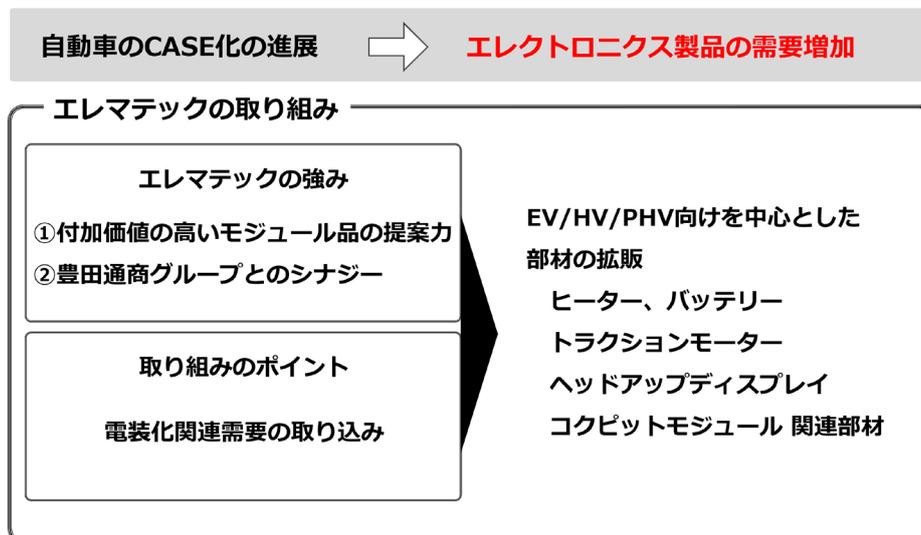
中長期の成長戦略と進捗状況

強みの2つ目としては豊田通商グループとのシナジーが挙げられる。現時点の同社の自動車関連売上高は、同社が長年にわたり積み重ねてきた多数の商材で構成されている。同社は2012年に豊田通商のグループ入りをしたため、そのシナジーの一環で、トヨタグループ向けの大口納入などを期待する向きも多いが、それらが実現するのはこれからとなる見通しだ。このことに関しては“シナジー効果発現の遅れ”と嘆く必要はなく、同社が本来有する強み（商材と取引先における多様性）が自動車業界向けにも発揮されていることを評価すべきと弊社では考えている。豊田通商グループとのシナジーはこの上にオンされる、言わば“プラスアルファ”の存在と弊社では位置付けている。

具体的な取扱商材としては、ヒーター、バッテリー、トラクションモーター、ヘッドアップディスプレイに関連する部材など多岐にわたっている。これらの中では、現状はヒーターの売上構成比が大きく、事業の大きなベースを形成しているもようだ。今後はコックピットモジュールなどCASE化で拡大するエレクトロニクス製品の需要を取り込み業容の拡大を図る方針だ。その過程では、液晶・TP・BLといった商材の規模が再び拡大する可能性（最終需要先がかつてはスマートフォンだったものが、自動車のインパネ（運転席周りの表示装置）周辺に液晶パネルが多用されてくるとの見方がある）があり、こうした需要先の乗り替わりの変化などは要注目点と言える。

2020年3月期第2四半期はマーケット別の中のAutomotiveの売上高は前年同期比1.9%増と微増だったが通期ベースでは同11.0%増と2ケタ成長が計画されている。詳細は明らかにされていないが製品のすそ野は着実に拡大しつつあるほか、モジュール化や加工済み品としての納入も順調に拡大しつつあるとみられる。

「自動車」市場への取り組み



出所：決算説明資料より掲載

労働力不足という社会構造の変化を追い風に ロボット／ロボット関連システムを強化。 システムとして販売することで狙いどおりの高付加価値化を実現

3. 「自動化／省力化」への取り組みと進捗状況

日本社会は高齢化の進行と人口の減少で、労働力不足が構造的なものとなっている。それに対する1つの解決策としてロボットへの需要が高まっており、同社はこの分野を次代の成長市場と位置付け、事業の拡大を急いでいる。

産業用ロボットには様々なサイズ、用途のものがあるが、一般的にイメージされるのは自動車の製造ラインで鋼材を溶接してボディを製造するようなものだろう。同社が取り扱うロボット及びロボット関連システムは、そうした大型のものではなく、小型・軽作業用のものが主体となっている。パート従業員が手作業で行う袋詰めや箱詰めの作業をロボットに置き換えるというイメージだ。

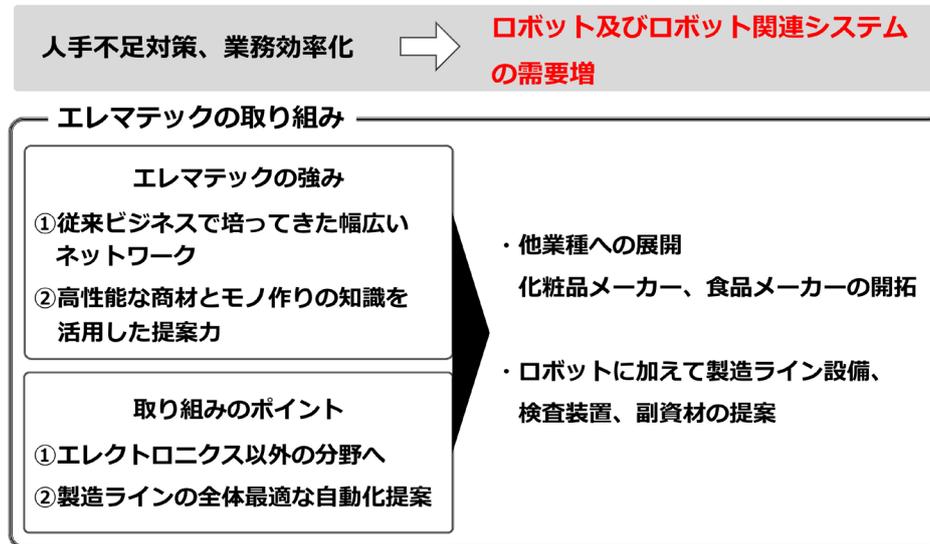
同社がロボット事業に進出した背景には、前述の労働力不足の構造化という社会的背景に加え、これまでのビジネスで培ってきた幅広い顧客・仕入先・商材のネットワーク、商材とものづくりに関する知識を生かした提案力、などの存在がある。これらを生かしてロボットを中心商材に自動化／省力化ニーズを商機に変えるのが狙いだ。

ターゲット市場としては、エレクトロニクス業界に加え、化粧品や食品などの軽工業分野の開拓に事業展開する方針だ。

この事業では、同社が目指す“高付加価値化”が理想的な形で実現できている。同社はロボットをメーカーから仕入れて販売している。しかしこれを単に顧客の工場に納入して電源をつないでも役には立たない。生産ラインに合わせたソフトウェアのインストールや設定などのプロセスが不可欠だ。この部分においても、同社がSIer(エスアイヤー・システムインテグレーター)と組むことでソリューションを提供し、結果的に、“ロボット”を仕入れて“ロボット・システム”として販売することで、高い付加価値(すなわち利益)を実現しているもようだ。

2020年3月期第2四半期の実績としては数十台の販売実績を上げたもようだ。まだまだ緒に就いたばかりの規模であり、2020年3月期下期は更なる販売台数の拡大を目指している。

自動化/省力化関連市場への取り組み



出所：決算説明資料より掲載

最終ユーザーに対する“サポート力”が“BtoBtoC”進出の決め手。付加価値創造の実現の成功パターンの1つとして今後の展開に注目

4. 「BtoBtoC」への取り組みと進捗状況

同社は商社であるため BtoB の取引が基本だが、今回、“BtoBtoC”を成長戦略の1つとして取り出している。具体的な商材としてはドライブレコーダーやバックアイカメラ（トラックの後方確認用カメラ）となっている。これらは Broad Market 中の“アフターマーケット”というサブセグメントに含まれている。

これら商材は、同社が部材供給にとどまらず、外部に製造を委託して、ほぼ完成品として納入している。すなわち、同社が成長戦略の核とする付加価値創造の取り組みが究極に進んだ事業形態ということができる。同社が材料や取引先の面で幅広いネットワークを有し、それが強みとなっていることは前述のとおりだが、それに加えて同社は不具合発生時のサポート力等においても十分な対応力を有している。この点を具備していることが、同社をして BtoBtoC ビジネスに足を踏み出させるに至った最大の要因ではないかとみている。逆に言えば、これは差別化要因でもあり、同業他社が容易に真似できない理由となっている。

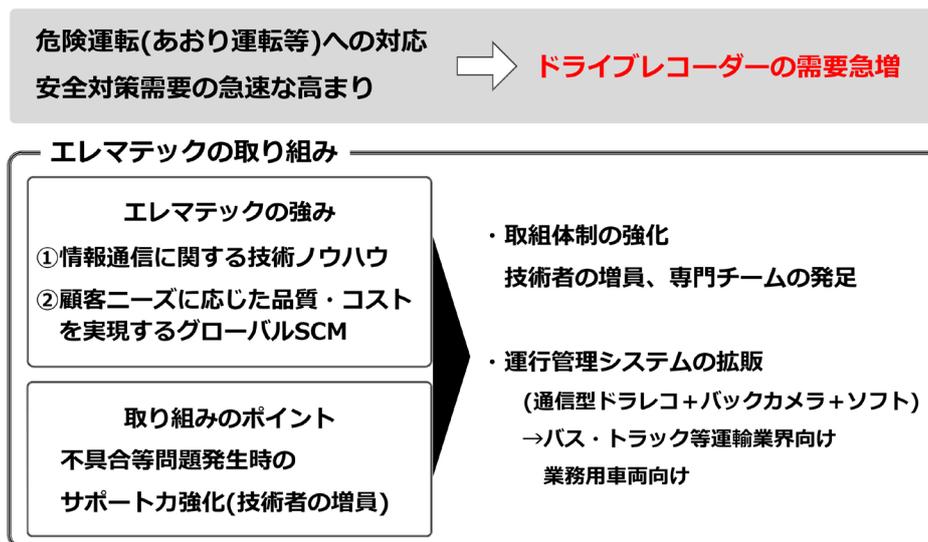
現状、この分野の商材はドライブレコーダーが中心となっている。ドライブレコーダーとしては個人の自家用車向けとなっており、これにバックアイカメラを付加したものをトラック、バスなどの業務車両向けに販売するという構図だ。

中長期の成長戦略と進捗状況

2020年3月期第2四半期におけるアフターマーケットの売上高は前年同期比で1,999百万円の増収となった。2020年3月期通期では2,952百万円の増収を予想している。こうした右肩上がりの成長は、現状の製品ラインアップ（ドライブレコーダー、バックアイカメラ等）やその流通経路（販路）、普及率の状況等から見てまだ成長余地はあると同社では考えている。

ドライブレコーダーやバックアイカメラは、交通事故への備えや安全対策の観点から需要が急激に伸びており、潜在需要が大きいことは疑いない。将来的には新車に標準搭載となる可能性も十分考えられる。自動車の生産が続く限りドライブレコーダーへの需要も存続すると考えられる。しかし、“成長”となると、いずれは頭打ちになることもまた事実だ。また、“C”を相手とする商材は需要の変動も大きいというそもそもの特性がある。こうした点は同社自身も強く感じており、水面下では既にドライブレコーダーに続く次の商材の企画・開発に取り組んでいるとみられる。この面での進捗状況もまた今後の重要な注目ポイントとなるだろう。

「BtoBtoC」ビジネスへの取り組み



出所：決算説明資料より掲載

■ 今後の見通し

足元の状況を踏まえて下方修正し、増収減益を予想。外部要因の不透明さは続くが、相対的な収益安定性の高さは揺るがないとみる

同社は2020年3月期第2四半期決算の見通しが固まった2019年10月28日付で2020年3月期通期見通しを下方修正した。

今後の見通し

修正後の新予想は、売上高 188,000 百万円（前期比 2.5% 増）、営業利益 5,700 百万円（同 10.0% 減）、経常利益 5,500 百万円（同 11.1% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 3,950 百万円（同 17.4% 増）と、増収減益となっている。

親会社株主に帰属する当期純利益が前期比増益となっているのは、2019年3月期に法人税等調整額が約11億円発生した特殊事情のためだ。この点を調整すると2019年3月期の親会社株主に帰属する当期純利益は4,448百万円だったことになり、これとの比較では営業利益や経常利益同様、前期比11.2%の減益となる。

2020年3月期見通しの概要

(単位：百万円)

	19/3期			20/3期					
	2Q累計	下期実績	通期実績	2Q累計	下期(予想)	前年同期比伸び率	通期(期初予想)	通期(修正予想)	前期比伸び率
売上高	89,619	93,780	183,399	88,057	99,943	6.6%	201,000	188,000	2.5%
営業利益	3,048	3,287	6,335	2,326	3,374	2.6%	6,750	5,700	-10.0%
営業利益率	3.4%	3.5%	3.5%	2.6%	3.4%	-	3.4%	3.0%	-
経常利益	2,926	3,262	6,188	2,262	3,238	-0.7%	6,500	5,500	-11.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,125	1,239	3,364	1,671	2,279	83.9%	4,550	3,950	17.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高の下方修正について同社は、米中貿易摩擦の長期化によって中国経済の減速の影響などにより事業環境が悪化していることや、その中で、同社固有の要因として自動車関連ビジネスでの新規案件の受注の遅れが発生したこと、スマートフォン関連ビジネスが想定を下回る水準で推移していること等を挙げている。

マーケット別売上高の動向については以下のとおりだ。

Digital Electronics は前期比 7.3% 減収の 83,614 百万円を予想している。期初予想の 93,425 百万円からは約 100 億円の下方修正となった。主な変動要因としてモバイル端末が前期比 4,050 百万円の減収を想定しているのは、第 2 四半期決算同様、同社の取引先の事情による影響だ。液晶・TP・BL については、スマートフォンから自動車関連へと最終向け先市場が移行しつつある中で、自動車向け液晶パネル関連ビジネスの立ち上げが計画よりも遅れている影響で、前期比較で減収の見込みとなっている。電気・電子部品の減収については中国経済減速による影響とみられる。

Automotive は前期比 11.0% 増収の 29,725 百万円を予想している。2 ケタ増収ではあるが期初予想からは若干 (335 百万円) 下方修正となった。自動車関連売上高は全般的に順調に拡大を続けており、今回の下方修正も第 2 四半期実績を踏まえた微調整の範囲内の動きと弊社ではみている。

Broad Market は前期比 12.5% 増収の 74,660 百万円を予想している。期初予想との比較では 2,854 百万円の下方修正となった。ドライブレコーダー等のアフターマーケットは前期比 2,952 百万円増収と好調が続くほか、モーター、インフラ・エネルギー、医療機器なども前期比増収となる見通しだ。一方で、産業機械向けなどは米中貿易摩擦とそれに伴う中国の生産活動の減速などにより前期比減収となっているとみられ、それが想定以上に拡大していると弊社では推測している。

エレマテック | 2019年12月16日(月)
2715 東証1部 | <http://www.elematec.com/ir/>

今後の見通し

2020年3月期のマーケット別売上高の予想

(単位：百万円)

	19/3期			20/3期							
	2Q 累計	下期 実績	通期 実績	2Q 累計	下期 (予想)	期初予想	修正予想	伸び率	構成比	主な対象市場	前期比増減額
Digital Electronics	44,817	45,423	90,240	40,655	42,959	93,425	83,614	-7.3%	44.5%	モバイル端末	-4,050
										液晶・TP・BL	-1,765
										電気・電子部品	-1,732
										アミューズ	837
Automotive	13,359	13,421	26,780	13,609	16,116	30,060	29,725	11.0%	15.8%		2,945
Broad Market	31,442	34,937	66,379	33,792	40,868	77,514	74,660	12.5%	39.7%	アフターマーケット	2,952
										モーター	907
										インフラ・エネルギー	856
										医療機器	753
合計	89,619	93,780	183,399	88,057	99,943	201,000	188,000	2.5%	100.0%		

注：TP=タッチパネル、BL=バックライト
出所：決算説明資料よりフィスコ作成

以上のような見通しではあるが、2020年3月期下期については例年になく不透明要因が多く、予想に対して上下に動く可能性が高い。言うまでもなく米中貿易摩擦の影響が大きい。ポジティブ方向のシナリオとしては、米中が手打ちに向かうケースだ。米国は関税措置第4弾まで打ち出し、中国からの輸入のほぼ総額を対象にし終えた状況にある。今後も関税率の引き上げという形で摩擦が一段と激化する可能性はあるが、一通りの関税措置を打ち出したことで達成感を迎え、今後は緩和に向けた協議や各種合意が進展する可能性もある。

ネガティブ方向は言うまでもなく関税率の引き上げや中国企業への制裁（事実上の禁輸措置）数の拡大などが考えられる。これらをもたらす背景的要因には米国大統領選挙や香港の民主化運動に関連した香港人権法案などがあり、先行きが極めて読みにくい状況となっている。

弊社では、こうした外部環境の変化に対する収益の抵抗力という点では、同社の相対的優位性は揺るがないと考えている。

エレマテック | 2019年12月16日(月)
 2715 東証1部 | <http://www.elematec.com/ir/>

今後の見通し

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	205,370	203,004	196,238	183,399	88,057	188,000
前期比	12.9%	-1.2%	-3.3%	-6.5%	-1.7%	2.5%
売上総利益	17,947	17,127	18,886	18,384	8,559	-
売上総利益率	8.7%	8.4%	9.6%	10.0%	9.7%	-
販管費	11,407	11,720	12,405	12,048	6,232	-
販管費率	5.6%	5.8%	6.3%	6.6%	7.1%	-
営業利益	6,540	5,406	6,480	6,335	2,326	5,700
前期比	-11.3%	-17.3%	19.9%	-2.2%	-23.7%	-10.0%
営業利益率	3.2%	2.7%	3.3%	3.5%	2.6%	3.0%
経常利益	6,538	5,314	6,085	6,188	2,262	5,500
前期比	-7.6%	-18.7%	14.5%	1.7%	-22.7%	-11.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	4,794	1,342	4,376	3,364	1,671	3,950
前期比	-6.1%	-72.0%	226.0%	-23.1%	-21.4%	17.4%
分割調整後 EPS (円)	123.29	32.79	106.88	82.17	40.82	96.47
分割調整後配当 (円)	37.5	10	32.5	33	17	39
分割調整後 BPS (円)	1,085.37	1,087.90	1,173.40	1,222.49	-	-

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。この表ではすべて12か月決算として組みなおした「12か月ベース」の数値を記載している（ただしEPSは報告ベースを記載）。17/3期の前期比伸び率も「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 | 2019年12月16日(月)
 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)

	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	74,935	87,662	86,073	90,495	86,962
現金及び預金	12,551	10,282	25,893	25,714	24,821
売掛金	50,599	66,955	49,673	52,801	50,140
固定資産	5,636	5,621	5,761	5,172	5,348
有形固定資産	2,465	2,398	2,363	2,390	2,789
無形固定資産	1,349	1,115	886	691	610
投資その他の資産等	1,821	2,107	2,511	2,090	1,948
資産合計	80,572	93,284	91,835	95,667	92,311
流動負債	35,892	48,521	43,597	44,291	41,012
買掛金	33,419	42,734	40,829	41,371	37,959
短期借入金	466	2,884	53	83	102
固定負債	238	217	191	1,318	1,217
株主資本	42,980	43,401	47,061	48,992	49,927
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	38,196	38,618	42,278	44,209	45,143
自己株式	-694	-694	-694	-694	-694
その他の包括利益累計額	1,462	1,143	984	1,063	154
純資産合計	44,442	44,545	48,046	50,056	50,081
負債・純資産合計	80,572	93,284	91,835	95,667	92,311

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
営業キャッシュ・フロー	7,573	-3,309	19,257	1,009	678
投資キャッシュ・フロー	-1,387	-85	-51	74	-96
財務キャッシュ・フロー	-2,837	1,504	-3,547	-1,401	-817
現預金換算差額	-875	-305	-46	138	-658
現預金増減	2,473	-2,195	15,611	-179	-893
期首現預金残高	10,004	12,477	10,282	25,893	25,714
期末現預金残高	12,477	10,282	25,893	25,714	24,821

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

2020年3月期通期の配当予想を39円配に修正。 前期比では実質6円の増配

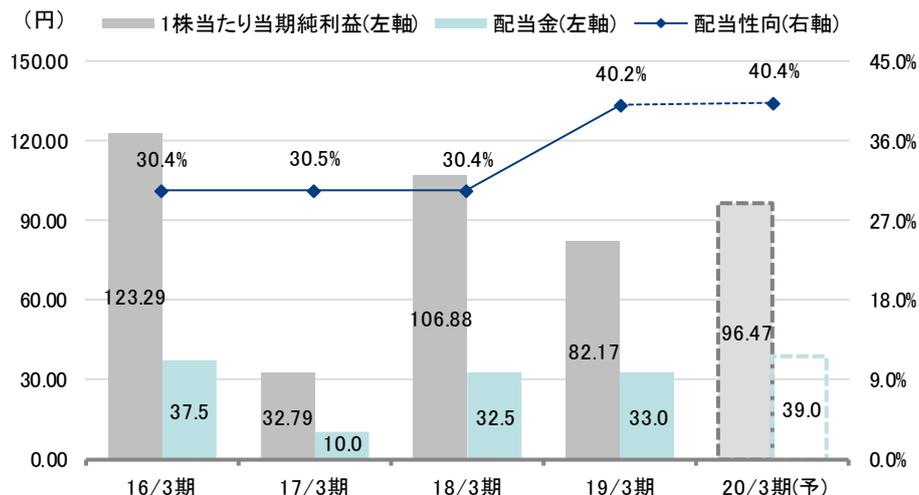
同社は、株主還元について配当によることを基本としている。配当金の額については、業績見通し（短期・中期）、成長投資、キャッシュ・フローなどを勘案しながら、配当性向目標を設定し、それに基づいて配当を実施することとしている。今般、配当性向の目安を、従来の「30%維持」から「40%以上」へと引き上げ、2020年3月期中間配当より適用している。

同社はまた2019年6月1日を効力発生日として1株につき2株の株式分割を実施した。この狙いは株式の最低購入単価を引き下げ、個人株主数を増やすことにあるとみられる。

2020年3月期の配当について同社は、期初は45円配（中間配20円、期末配25円）の配当予想を公表した。しかしながら前述のような業績の進捗を受けて、中間配については1株当たり17円配と配当を引き下げた。また期末配についても22円配と期初の25円配から見通しを引き下げている。

これらの結果、2020年3月期の年間配当金は39円配となる見通しだ。期初予想からは6円の減額となるが、前期との比較では、前期の分割調整後の配当が33円配であることから、実質的には6円の増配となる。予想1株当たり当期純利益96.47円に基づく配当性向は40.4%となる。

1株当たり当期純利益、配当金及び配当性向の推移



注：2019年6月1日付で1：2の株式分割を実施
 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・表示したものです。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