

## エレマテック

2715 東証 1 部

<http://www.elematec.com/ir/>

2016 年 12 月 16 日 (金)

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

[企業情報はこちら >>>](#)

## ■ 液晶パネルの新市場拡大や車載向けビジネス拡大で成長軌道に回復へ

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)と大西電気(株)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。

2017年3月期第2四半期決算は大幅な減収減益となり、通期見通しも下方修正された。2016年3月期第4四半期に起こったスマートフォンの生産調整の影響が残ったことと、為替の円高が主な要因だ。そのスマートフォンの生産は第2四半期(7月-9月期)から回復に転じ、足元では回復ペースが加速している。これを受けて同社の液晶パネル向け各種部材の出荷も急速に回復してきている状況だ。

同社の特長と強みは、取引先の多様性や成長市場への対応力、顧客ニーズに応えるメーカー的機能などにあると弊社では考えている。これらの強みを生かして、長期にわたり安定的な成長を達成してきた。2017年3月期は減収減益決算になる見通しではあるが、同社の成長性はまったく損なわれていないと弊社では考えている。

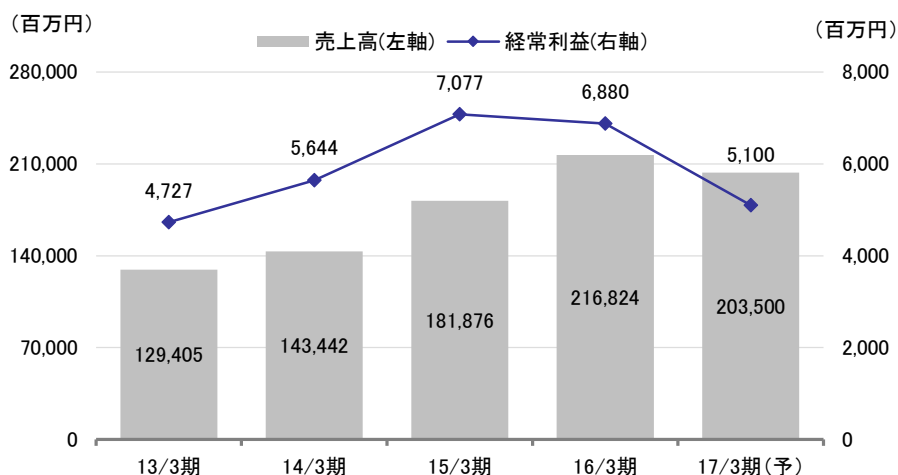
同社が強いのは“スマートフォン市場”ではなく、“表示デバイス市場”だ。現状はタイプとして“液晶”が、用途市場として“スマートフォン”が、表示デバイス市場で大きな地位を占めているのは事実だ。しかし市場は常に流動している。同社は液晶パネルの新たな用途拡大に対応し、それぞれの新用途に見合った部材供給の商流を開拓しているほか、有機ELなど新たな表示デバイスの立ち上げに向けた対応も進めている。表示デバイス市場の評価軸は今後、複雑化していくと考えられるが、顧客と取扱部材の多様性が強みの同社にとっては、本領を発揮できる局面の到来であり、それが安定成長につながっていくだろう。

これからの同社の太い成長源と弊社が注目するのが自動車関連市場だ。自動車業界では自動運転車の開発・実用化が大きなテーマだが、デザイン性を追求したサイドミラーレス車の販売も話題だ。これらに共通するのは車載のカメラと表示装置が格段に増加することだ。同社が表示デバイスに強いのは前述のとおりだが、車載カメラについても商流を有している。また、LEDヘッドライト向け部材が好調であることに加え、成形品においては、欧州等海外メーカーへの商流が太くなってきている。その他にも先進技術に関連した部材供給の研究・準備が進められており、自動車関連ビジネスの成長は、今後の同社の最大の注目点だと弊社では考えている。

### ■ Check Point

- ・ 成長企業としての特長を依然として保持している
- ・ 調達代行ビジネスの好調が下期も継続する見通し
- ・ 配当性向 30%以上を維持する基本方針は変わらず

### 業績の推移



## 2017 年 3 月期第 2 四半期決算の分析

### 17/3 期 2Q は円高の進行と製品構成の悪化で減収減益の着地

#### (1) 決算の概要

2017 年 3 月期第 2 四半期決算は売上高 94,966 百万円 (前年同期比 21.7% 減)、営業利益 2,190 百万円 (同 46.1% 減)、経常利益 2,160 百万円 (同 48.7% 減)、親会社株主に帰属する当期純損失 879 百万円 (前年同期は 3,060 百万円の利益) と減収減益で着地した。

#### 2017 年 3 月期第 2 四半期決算の概要

(単位: 百万円)

	16/3 期 2Q 累計		17/3 期 2Q 累計		報告 ベース 増減額	特殊要因			実質的 増減額
	実績	対売上比	実績	対売上比		決算期 統合影響	円高影響	合計	
売上高	121,241		94,966		-26,274	-11,718	-14,363	-26,081	-193
売上総利益	10,288	8.5%	7,759	8.2%	-2,529	-834	-759	-1,593	-936
販管費	6,226	5.1%	5,569	5.9%	-657	-498	-349	-848	191
営業利益	4,061	3.4%	2,190	2.3%	-1,871	-335	-410	-745	-1,126
経常利益	4,207	3.5%	2,160	2.3%	-2,047	-349	-413	-762	-1,285
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,060	2.5%	-879	-0.9%	-3,939	-259	-289	-548	-3,391

出所: 説明会資料からフィスコ作成

2016 年 3 月期第 2 四半期決算には、一部子会社の決算期変更に伴い 9 ヶ月間の業績を連結したという特殊事情がある。すなわち、2017 年 3 月期第 2 四半期決算の減収減益幅が実際より誇張されているということだ。もう 1 つの特徴として大幅な円高進行がある。平均為替レートは 2016 年 3 月期第 2 四半期の 121.87 円 / ドルから 2017 年 3 月期第 2 四半期は 105.20 円 / ドルに大幅に円高に振れた。



## エレマテック

2715 東証1部

<http://www.elematec.com/ir/>

2016年12月16日（金）

報告ベースでの減収幅は26,274百万円だが、そのうちの26,081百万円は特殊要因によるものだ。同様に売上総利益は報告ベースの減益額は2,529百万円に対して特殊要因の影響が1,593百万円で、実体的な減益額は936百万円だった。この減益をもたらしたのは主として製品構成の悪化と弊社ではみている。製品構成の悪化は、同社が部材を供給する日系の液晶デバイスメーカーや電子部品メーカーにおいてスマートフォン向けの出荷量を落としたことの影響が出た半面、利益率の低い調達代行ビジネス（内容は液晶用部品の実装）の売上高が伸びたことが最も典型的な事例だ。

販管費は、調達代行ビジネス関連の荷造運搬費が増加したため、実質的に総額が前年同期比191百万円増加した。その結果、営業利益は前年同期比で実質的に1,126百万円の減益となった。

親会社株主に帰属する当期純損失が計上された理由は、特別損失に貸倒引当金繰入額2,832百万円を計上したことが原因だ。これは上海の子会社を通じて行った現地の建設用資材メーカーとの取引から生じた売上債権を全額貸倒引当金に計上したことがその内容となっている。原因としては現地法人の与信設定・与信管理の不十分さや、建材という同社の知見の浅い業界での取引であったことなどが挙げられる。同社では既に与信設定・与信管理の社内ルールを見直したほか、本社による主要現地法人への関与強化などの対策を実行した。

弊社では上記のような経緯に照らし、今回の事例は当該建材取引に対する固有の原因に起因するものと判断し、今後、他の取引に波及する可能性は低いと考えている。同社の大口取引先は日系メーカーが主体で、現地メーカーとの間でのこうした大口取引は極めて例外的事であることも理由の1つだ。

### (2) マーケット別動向

主力のDigital Electronicsは前年同期比15,555百万円の減収となった（うち7,283百万円の減収は前期の決算期統合の影響）。液晶・タッチパネル・バックライトはスマートフォン向けの液晶生産が2016年3月期第4四半期に引き続き2017年3月期第1四半期も低迷した影響で、同社の売上高も7,574百万円の大幅減収となった。モバイル端末では、全体的な需要減少に加えて、スマートフォン筐体のデザイン変更によって同社の納入していた部材の商流がストップしたことが影響した。電気・電子部品は、同社が材料を納入していた日系部品メーカーの出荷が、納入先のスマートフォンメーカーの生産調整で減少した影響を受けて減収となった。そうしたなか、テレビ・モニター向けが増収となったのは、同社が取り扱う部材を使用した液晶モニターがテレビ用として出荷を伸ばしたことによる。

Automotiveは前年同期比805百万円の減収となったが、前期の決算期統合の影響が902百万円であったため、円高を克服して約100百万円の実質増収だったことになる。自動車の運転席周りでは液晶ディスプレイや各種ランプ類、樹脂成型品等様々なものが使用されている。同社は得意の液晶デバイス用部材の調達・供給力や、グローバル拠点間連携による供給力などを生かして、着実にビジネスを拡大させている。また顧客についても、日系自動車向けの商流に限らず、欧州等の自動車メーカー向けの商流においても、取引先を拡大させている。

Broad Marketは前年同期比9,913百万円の減収となった（うち3,533百万円が前期の決算期統合影響）。Broad Marketはその名のとおり需要先の業界が極めて多岐にわたっているため詳細分析は個々の影響を1つ1つ取り上げるのは難しい。そうしたなかで2017年3月期第2四半期は、ハウスの中では建材が、産業機器等の中ではモータ向け部材が、それぞれ目立った減収要因となった。



マーケット別売上高の動向

(単位：百万円)

マーケット別セグメント	16/3期2Q			17/3期2Q			主な対象市場	前期比増収額
	売上高	伸び率	構成比	売上高	伸び率	構成比		
Digital Electronics	75,252	40.7%	62.1%	59,696	-20.7%	62.9%	液晶・TP・BL	-7,574
							モバイル端末	-7,118
							電気・電子部品	-2,156
							テレビ・モニター	1,533
							その他	-240
Automotive	9,427	39.4%	7.8%	8,622	-8.5%	9.1%	自動車	-805
Broad Market	36,561	41.8%	30.1%	26,647	-27.1%	28.0%	ハウス	-5,569
							産業機器等	-3,060
							OA機器	-955
							アフターマーケット	1,150
							その他	-1,479
合計	121,241	40.9%	100.0%	94,966	-21.7%	100.0%		-26,274

注：TP=タッチパネル、BL=バックライト

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

エレマテック

2715 東証1部

<http://www.elematec.com/ir/>

2016年12月16日(金)

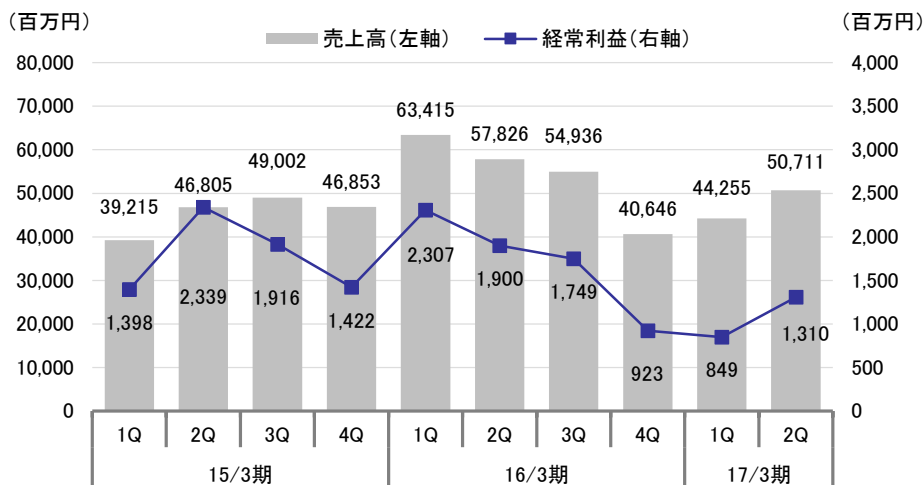
(3) 四半期ベースでの業績の動き

前述のように2017年3月期第2四半期決算は大幅減収減益となったが、四半期ベースで業績の推移をみると、また異なる状況が見えてくる。

2017年3月期第2四半期決算の低迷の直接的かつ最大の原因はスマートフォンの急激な生産調整にあるのは前述のとおりだ。この生産調整は2016年3月期第4四半期に始まり、2017年3月期第1四半期にも継続していわゆる“なべ底状態”を形成した。しかしながら、第2四半期に入るとスマートフォンの生産が回復してきており、第2四半期単独期間(7月-9月期)は第1四半期とは様変わりの様相だ。

第2四半期の回復の動きは第3四半期に入っても継続しており、結果的には2017年3月期の四半期ベースの業績は第1四半期が底であったことがほぼ確認できたと弊社ではみている。

売上高・経常利益の四半期推移



出所：会社説明会資料からフィスコ作成

## ■改めて同社の強みを考える

### 成長企業としての特長を依然として保持している

#### (1) 同社の特長と強み

同社の特長・強みはいろいろな捉え方があるが、弊社では a) 取引先と商材の多様性、b) 成長市場への柔軟な対応力、c) メーカー的機能の 3 点に整理して理解している。

#### a) 取引先と商材の多様性

同社は仕入先と販売先の双方にそれぞれ約 6,000 社もの取引先を有している。取引先と商材が多様多様に分散しているため、ある商材について商流を失ってもそれをカバーする商材が出てきて、安定・持続的な成長を実現できるという仕組みだ。後述する“成長市場への柔軟な対応力”という強みも、取引先と商材の多様性があればこそ実現できたものと弊社では考えている。

同社の規模の企業がこれほどまでに取引先及び取扱品目を拡大することができた要因については、弊社では「独立性」、「商材」、「オペレーション」の 3 要素が重要な役割を果たしていると考えている。

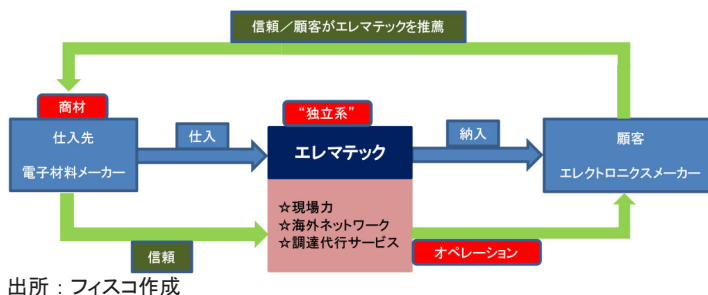
「独立性」は同社の自由度を確保し、取引先の多様性を実現できた大事な要素だと弊社では認識している。2012 年に豊田通商グループ入りしてからも取扱商材や取引先数の拡大は続いており、独立系としての良さは損なわれてはいないと弊社ではみている。

「商材」というのは、同社の主力商材が電子材料や電子部品であることだ。この領域は、最終製品に比べて価格が相対的に安定的であるほか、日本企業が国際的に競争優位性を保持し、技術開発や新商品開発が活発だという特徴がある。

「オペレーション」とは商社としての同社の存在価値の生み出し方を表現している。顧客企業における一連の経済活動（開発、加工、品質管理、物流など）には「手間」の部分が存在する。同社の「オペレーション」とは、専門商社ならではの高度な知識と経験とノウハウ（同社が言うところの“現場力”、“海外ネットワーク”、“調達代行サービス”など）を活用して、顧客が抱える様々な問題についてワンストップ・ソリューションを提供することで、利益を獲得していくということだ。

顧客企業では一般に、合理化と効率性を追求して、「手間」を外に出す流れにあり、それが同社にとっての成長機会となっている。同社の強みは、以上の 3 要素を武器に取引先からの信頼感を獲得して、そうした成長機会を着実に取り込むことができている点にある。同社が目指すのは、顧客にとって必要不可欠の存在になるということだ。現状は、同一顧客における取引企業数と取扱品目数の拡大が象徴するように、同社をもちや手放せないとする顧客数の拡大ペースが加速している状況だ。

顧客との信頼関係構築のイメージ図



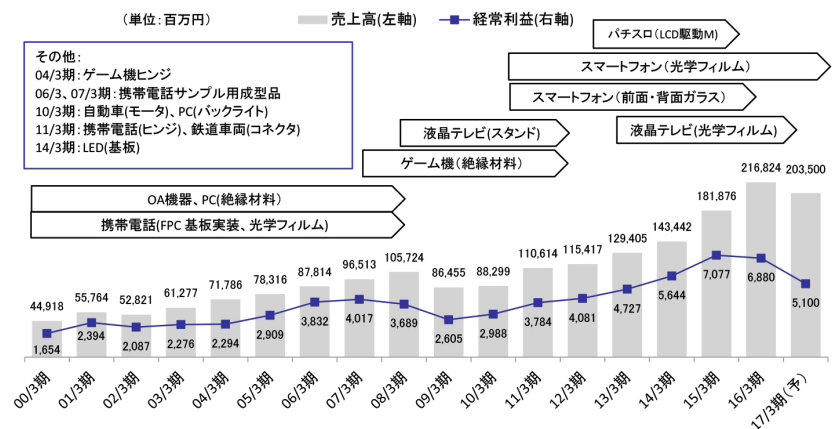
2016 年 12 月 16 日 (金)

### b) 成長市場への柔軟な対応力

安定成長を実現してきたもう 1 つのカギは、その時々々の成長市場の変化に柔軟に対応し、成長の波をうまく捕まえてきたことがある。モバイル端末を例にとると、2000 年代前半は携帯電話が中心で、同社は携帯電話向けに、ヒンジ（折りたたみ式携帯の蝶つがいの部品）や FPC 基板（フレキシブル・プリント配線板）を供給していた。スマートフォンの時代に入ると、スマートフォンの画面である液晶パネル向けの光学フィルムや、スマートフォンの筐体部分のガラス板、タッチパネル用カバーガラスなど、携帯電話時代とは種類の異なる素材・部品を提供している。このように、その時々々のニーズに応じて様々な素材・部品を供給できることが同社の強みだ。

重要なポイントは商材の切り替えをスムーズに行ってシームレスな成長へとつなげることだ。同社にそれが可能だったのは、前述の取引先と商材の多様性という特長があったためと弊社では考えている。営業担当者が日々の取引先とのコミュニケーションの中で、常に次の商材を探し求めるという企業カルチャーとも相まって、成長市場を逃さず次のビジネスへつなげる好循環が実現できていると弊社ではみている。

### 安定成長の軌跡と成長けん引市場の変遷



出所：フィスコ作成

### c) メーカー的機能

企画開発と加工サービスも同社の重要な特長だ。同社は商社であり、自社ブランドを保有しない為顧客であるメーカー企業と競合しないという姿勢は一貫している。しかし一方で、同社は自社の加工拠点を擁して顧客に加工サービスを提供している。

同社の仕入先の電子材料メーカーには中小企業も多く、モジュール化に対応できないケースも多い。他方、同社の販売先は、それが大手であればあるほど、アッセンブラー（組立業者）としての色合いが強まる傾向がある。そうしたアッセンブラーは、工数削減のために、個々の部品ではなく、加工が進んだモジュール部品を嗜好する。仕入先の事情と販売先の間にとって同社が提供するソリューションが、加工サービスだ。

モジュール化は同社にとってはうまみが大きいと言える。取引金額が大きくなるだけでなく、モジュール化による付加価値を自社の利益として取り込める。また、モジュール部品取引は、顧客囲い込みの点でも有利と言える。モジュール化による納品はどの商社も目指すところだが、それを実行できている企業は決して多くはない。部品の選定・調達能力及び加工能力に加えて、モジュール部品についての製品保証能力も必要となるからだ。企業の総合力が問われることになる。同社にはそれがある。

2016 年 12 月 16 日（金）

(2) 2017 年 3 月期第 2 四半期決算のインプリケーション：成長企業としての特長を保持

前述のように、2017 年 3 月期第 2 四半期決算は前年同期比で大幅な減収減益となった。これは 2016 年 3 月期第 4 四半期に起こったスマートフォンの急激な生産調整が直接の原因だ。このことをもって、当社に対する“スマートフォンに依存した企業”という評価や、(業績の出方が)“成長企業ではなくシクリカル(循環型)企業”といった評価は正しくないと弊社では考えている。弊社では主として以下の 3 つの理由から、当社は成長企業としての特長を依然として保持していると考えている。株式運用におけるポートフォリオの考え方と重ね合わせると理解しやすいかもしれない。

a) 取扱商材の幅広いカバー範囲

当社の安定成長性が依然として保たれていると弊社が考えるもう 1 つの理由は、当社の主要取扱品目のカバー範囲の広さだ。創業事業の電気絶縁材料から発展した電気材料分野を始め、電子部品分野、機構部品分野などへと拡大している。その先の最終製品ベースではスマートフォンやタブレットなどのモバイル端末からパソコン、白物家電、自動車、産業用機器などあらゆる分野に関わっている。1 つ 1 つの需要先にはそれぞれの好不調の波があるが、すべての商材が同じ方向を向くことはない。また、同じ需要分野でも、素材や用途の違いで、マクロ的にはマイナス局面でも個別商材では成長するものもある。例えば、ガラスからプラスチックへの素材変更のケースなどが例として考えられるだろう。

同社の主要取扱品目

品目	主な商品	用途例	特性
電気材料	基板	小型 TFT 液晶、有機 EL ドライバ、小型カメラモジュール用の COF 基板、ビルドアップ基板	省スペース化
	シリコン	ゲーム機器向け超高速メモリ用封止材、OA 機器用ローラのコーティング、MPU 用高耐熱ダイアタッチ材	耐久性及び作業性
	異方性導電フィルム	液晶パネルとドライバ基板の接続材	作業性及び小型、薄型化
	放熱ゴム	ノートパソコン向け CPU 用、半導体製造装置の熱対策用	放熱
	高機能フィルム	絶縁用フィルム、コンデンサ用蒸着フィルム、タッチパネル用フィルム	電気絶縁、省スペース化
	高機能樹脂	電気電子部品絶縁モールド用、発電・変電設備絶縁用	電気絶縁
	絶縁テープ	デジタル機器、OA 機器組立絶縁用	電気絶縁
	前面板 (プラスチック、ガラス)	スマートフォン及びタブレット向け液晶パネル、車載向け液晶パネル用	傷防止
	高機能接着剤	半導体パッケージ組立用	作業性
	レンズフィルム	テレビ、パソコン、スマートフォン及びタブレット向け液晶パネル用	輝度対策
	反射防止剤	パソコン、スマートフォン及びタブレット向けディスプレイ、車載メータパネル用	反射防止
	不活性液体	電子部品洗浄用、溶剤希釈、フロン代替	地球環境保護
	コネクタ	パソコン及びサーバの配線用	省スペース化
電子部品	ファン付ヒートシンク	デスクトップパソコン及びサーバ CPU 冷却用	放熱
	サーモスタット	家電・OA 機器・車載機器の温度過昇防止	安全対策
	センサ	OA 機器の紙検知近接センサ、自動車エアバッグ用圧力スイッチ、車載機器用	検知制御
	ヒューズ	OA 機器、プロジェクト、電池、家電等の温度過昇防止及び保護用	安全対策
	インダクタ	家電、デジタル機器基板用	ノイズ対策
	バックライト	パソコン、スマートフォン及びタブレット用液晶パネル光源	輝度及び省電力対策
	液晶表示装置	白物家電状態表示用、スマートメーター	デザイン性
	パワー IC	各種電子機器の集積回路	電力の供給・制御
	メモリ IC	各種電子機器の集積回路	記憶・演算
	抵抗部品	各種機器の集積回路	電気量の調整
コンデンサー	各種機器の集積回路	電圧の安定化、ノイズ対策	
機構部品	強化プラスチック (FRP) 成形品	携帯電話基地局アンテナカバー等	耐久性
	フィルタ	インクジェットプリンタのインクろ過	耐薬品
	外装品	スマートフォン及びタブレット向け加飾部品、スタンド、オナメント、ベゼル、フレーム、パネル	デザイン性
	ASSY 品	プラスチックメッキ部品、スマートフォン及びタブレット向け充電台、アミューズメント向けギミック駆動モジュール	低コスト、デザイン性及び組立効率化
	太陽光パネル	太陽光発電用	発電(エコ)
	パワーコントローラー	太陽光発電用	電力変換
	液晶パネルモジュール	各種機器の表示用	デザイン性
	電圧コンバーター	AC 電源アダプター、AC/DC 電源コンバーター	電圧変換
	電源モジュール	各機器の電源装置	省スペース化
	ケーブルアクセサリ	パソコン、OA 機器配線用	省スペース化
その他	研磨材	光ファイバ端面研磨用、半導体検査装置用、半導体研磨用	作業性及び精密加工
	加工品	部品取付け用両面テープ等の打抜加工品	電気絶縁及び組立効率化
	装置	基板向け無溶剤シリコンコーティング装置、極薄ウエハサポート材貼付装置	防湿及び精度向上
	カメラ・モニター	車載向けバックカメラ・ドライブレコーダ	安全対策

出所：有価証券報告書等からフィスコ作成

**b) 次の成長市場への備えができています**

a) の幅広い商品構成も、その 1 つ 1 つが成長ポテンシャルを有していなければ意味はない。どんな商材にもライフサイクルが存在するので、今日の成長商品も明日には衰退商品に変わる可能性がある。それゆえ、常に“次の成長商品”を探すということが重要になる。同社の特長と強みの項で述べたように、当社には、数多くの取引先との日々のコミュニケーションを通じて、次の商材を探し出すという企業カルチャーが営業担当者に根付いている。それがあるからこそ、現在の幅広い商材のカバレッジに至っているとも言える。詳細は後述するが、表示デバイスや自動車向け車載用電子部品といった漠然とした商品群の中で、伸びる市場を見分け、それらに対する商流を確立するという基本作業は着実に進捗している状況だ。

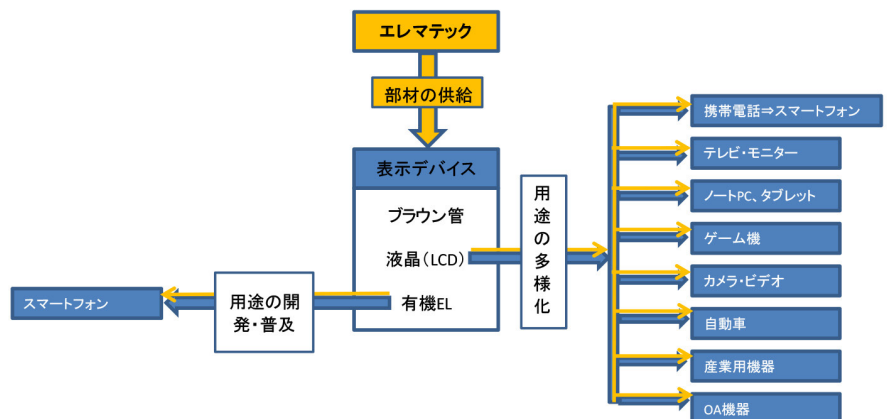
**c) “スマートフォンに強い” 企業ではなく、“表示デバイスに強い” 企業**

スマートフォン市場は依然として巨大な市場であるのは疑いないが、スマートフォン市場が成長市場かという点には疑問を持つ向きもあるだろう。しかしながら、同社はそもそも、スマートフォンに依存した企業ではないと弊社では考えている。同社の業績がスマートフォンの生産調整の影響を受けたのは事実だが、当社がスマートフォンメーカーに直接納入しているケースは少ない。同社は、表示デバイス市場で過去から今まで強みを発揮してきており、現在の主力表示デバイスである液晶パネルにおいても強い企業である。そしてその液晶パネルの用途で現在大きな割合を占めているのがスマートフォンである。すなわち、当社がスマートフォン市場に依存しているように見えるのは結果論だということだ。

前述のように、同社は成長市場の変化の波を捉えることで安定成長を果たしてきたが、今回のスマートフォン向け需要急減を別の成長市場に乗ることでかわせなかったのは、液晶パネルメーカー側がスマートフォンに代わる用途を育成できていなかったためというのが弊社の理解だ。同社はあくまで液晶パネルの部材供給者であり、自らが液晶パネルの用途拡大に向けて市場を開拓する立場にはない。当社ができるのは、スマートフォン以外の用途の液晶パネルに対しても部材供給の商流を確保することだ。この点については怠りない。

詳細は後述するが、現在の主力表示デバイスである液晶パネル、スマートフォンや PC モニターから車載や広告（デジタルサイネージ）、VR/AR などへと市場が広がっている。同社は現にそうした市場向け液晶パネルに対しても商流を有しており、表示デバイス市場自体の成長からの恩恵を着実に享受できる立ち位置を確保している。

表示デバイス市場における同社の部材供給のイメージ



出所：フィスコ作成

以上、a)、b)、c)を主な理由として、弊社では当社が依然として成長企業としての特長を保持していると考えている。弊社のこうした考えが正しいとするならば、当社に対する投資を考える上では、株価下落局面での“押し目買い”や“逆張り”といったアプローチは有効な投資手法となる可能性がある。この点もまた、2017 年 3 月期第 2 四半期決算からのインプリケーションではないかと弊社では考えている。



### (3) 主要事業分野別の見通しと同社の進捗状況

#### a) 液晶・TP・BL 関連市場

液晶パネルは大型から中小型までサイズのバリエーションが広い。その中で、タッチパネル (TP) は特に中小型サイズにおいては液晶と一体化して利用されている。またバックライト (BL) は光源という液晶にとって不可欠の構成要素だ。同社が各種サイズの液晶パネル向けに様々な部材を供給しているのは主要取扱商材品目で紹介したとおりだ。以下では液晶パネルの主要なテーマや市場について同社の現状を述べる。

**スマートフォン向け液晶パネル**：2016 年 3 月期第 4 四半期に急激な生産調整に見舞われ、その後 2017 年 3 月期第 1 四半期にかけて底ばい状態が続いた。しかし第 2 四半期に入って回復に転じ、足元の第 3 四半期はさらに生産が回復してきている。スマートフォン向け市場が液晶不足の状況にあることから、第 4 四半期も現在の強い需要が継続する可能性が高いと考えられている。

**車載用液晶パネル**：車載用液晶パネルはこれまではカーナビがその代表格であったが、新たな市場が次々と生まれようとしている。その典型例がサイドミラーレス車だ。サイドミラーの代わりにカメラを装備し、その映像をメーターパネル内の液晶パネルに映し出すことで後方・周囲の確認を可能とするものだ。本格量産はまだ 1～2 年後とみられるが、デザイン性の高さゆえに、急速に普及する可能性がある。また、運転席のメーター周りのデザインもこれまでとは大きく変わる可能性がある。方向性としては液晶パネルが占める面積が拡大する方向と考えられる。車載用液晶パネルでは視認性確保のために反射防止技術がより重要になるが、同社はそうした商材を従来から取り扱っている。

**デジタルサイネージ**：デジタルサイネージは表示と通信にデジタル技術を活用した広告媒体のことだが、液晶パネルも表示装置として活用が有力視されているものの 1 つだ。屋外等、その設置条件に照らして飛散防止フィルムや低反射フィルムなどの機能が特に求められると考えられる。同社はこれらフィルム素材を従来から取り扱っているほか、他のモジュール品の取扱いも視野に入れているようだ。

**有機 EL への対応**：有機 EL は表示デバイスの 1 種であり、液晶パネルと対立関係で語られることが多い。すなわち、有機 EL がシェアを伸ばすと同社はデメリットを受けるのではないかとことだ。現状、中国で有機 EL 生産の大型設備投資が行われており、将来的に有機 EL が液晶パネルの大きな脅威になる可能性はある。この点について同社も有機 EL 向け部材供給について主要顧客などと協力体制を敷いて、商材提案を進めているようだ。一方で、有機 EL の優位性をフレキシブル性に求めるとすれば、液晶パネルでもフレキシブル液晶の開発が進んでいる。フレキシブル液晶の投資は有機 EL の 10 分の 1 とも言われており、液晶が有機 EL を突き放す可能性もある。同社はフレキシブル液晶向け部材供給においても、顧客と協力して商材提案を進めているようだ。

#### b) 自動車関連市場

同社の自動車関連事業は、現時点も堅調に推移しており、2017 年 3 月期通期の業績見通し下方修正の中にあっても、マーケット別の Automotive の売上高予想は上方修正された。

自動車関連市場における同社の現在の主力商材は表示装置関連となっている。具体的にはメーター周り等の部材としての、ガラス、光源、放熱シート、樹脂成型品、オプティカル品などだ。同社はスマートフォン向けをはじめとしてガラス前面板の加工・加飾成型のノウハウを蓄積してきたが、それがカーナビやヘッドアップディスプレイ (HUD) 向けに顧客から評価されている。車載用は視認性確保のために反射防止や映り込み防止のニーズが高いが、その技術の活用なども求められている分野だ。なお、液晶パネル自体は、車載用のものであっても、同社の社内管理上は Digital Electronics に含まれている。したがって、同社の Automotive 売上高の実質は公表値よりも大きい。

ここ数年伸びている分野は LED ヘッドランプ用光源アセンブリ品や成型用金型販売、ケーブル・ワイヤーハーネスなどがある。特に LED 用ヘッドランプ光源は、ここ数年で急速に光源の LED 化が進むなかで新たな商流を開拓し、太い流れとなりつつあるようだ。この向け先は日系自動車メーカーに限らず、欧米自動車メーカーも有力な最終需要家となっているとみられる。その背景には同社のグローバル拠点展開に対する顧客の高評価がある。

これからの成長が期待される分野はカメラモジュール用の各種商材だ。レンズモジュールや CMOS センサー、シールド材や筐体、ハーネスなどがその具体的内容だ。自動車業界における大きなテーマに自動運転があるが、カメラモジュールは其中で不可欠の構成要素であり、同社はそこに切り込もうとしている。既に顧客と共同で複数の有力自動車部品メーカーに各種部材の売込みを開始しているようだ。

## 業績動向

### 調達代行ビジネスの好調が下期も継続する見通し

#### (1) 2017 年 3 月期通期見通し

2017 年 3 月期通期見通しについて同社は、第 2 四半期決算に際し通期見通しを下方修正した。修正予想は、売上高 203,500 百万円（前期比 0.9% 減）、営業利益 4,850 百万円（同 25.8% 減）、経常利益 5,100 百万円（同 22.0% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,300 百万円（同 72.9% 減）となっている。（前期比伸び率の数値は、2016 年 3 月期の決算期変更影響を除いた経営成績（12ヶ月ベース）と比較した場合の増減率）

#### 2017 年 3 月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	16/3 期			17/3 期						
	下期	12ヶ月ベース実績	下期修正予想	前年同期比		通期修正予想	期初予想比		前期比	
				伸び率	金額		増減率	金額	伸び率	金額
売上高	95,583	205,370	108,534	13.5%	12,951	203,500	-7.5%	-16,500	-0.9%	-1,870
営業利益	2,807	6,540	2,660	-5.2%	-147	4,850	-21.1%	-1,300	-25.8%	-1,690
営業利益率	2.9%	3.2%	2.5%	-	-	2.4%	-	-	-	-
経常利益	2,672	6,538	2,940	10.0%	268	5,100	-16.4%	-1,000	-22.0%	-1,438
親会社株主に帰属する当期純利益	1,988	4,794	2,179	9.6%	191	1,300	-70.5%	-3,100	-72.9%	-3,494

注：17/3 期の前期比較は 16/3 期 12ヶ月ベースを基準としている。

出所：説明会資料からフィスコ作成

前述のように、2016 年 3 月期は第 4 四半期に入ってスマートフォンの急激な生産調整が入り、業績を押し下げた。2017 年 3 月期は第 1 四半期こそその影響が残ったものの、第 2 四半期から回復に転じ、第 3 四半期、第 4 四半期も回復基調は続くと思われる。また、第 2 四半期に売上高を押し上げた調達代行ビジネスが下期も継続する見通しだ。その結果下期の売上高は、108,534 百万円（前年同期比 13.5% 増）に達すると予想されている。



エレマテック

2715 東証 1 部

<http://www.elematec.com/ir/>

2016 年 12 月 16 日 (金)

利益面では、売上高の押し上げ要因となっている調達代行ビジネスからの利益貢献がごくわずかであることに加え、円高による利益の目減りによって、下期の営業利益は 2,660 百万円（前年同期比 5.2% 減）とわずかながら減益予想となっている。同社では営業利益の為替感応度を 1 円の変動で年間 0.5 億円と試算している。今下期の為替レートの前提値は 1 ドル = 100 円だが、11 月の米大統領選後急速に円安が進んでおり 12 月中旬の現在は 117 円 / ドル台にまで円安が進んでいる。仮に、今下期の平均為替レートが 110 円となれば、前提に対して 10 円の円安となるため、10 円 × 0.5 億円 × (6 ヶ月 / 12 ヶ月) ということで 2.5 億円の利益押し上げ効果が期待できることになる。

マーケット別の動向では、通期ベースでは第 2 四半期決算と大きく様変わりして、液晶・タッチパネル・バックライトが前期比 9,098 百万円の増収に転じる点が注目される。スマートフォンの生産回復で同社の部材供給先の液晶デバイスメーカーが出荷増に転じるとみられることが背景にある。テレビ・モニターや TOY・ホビーも同様に液晶パネルの出荷増に伴う増収とみられる。一方、モバイル端末は第 2 四半期に引き続き、スマートフォン筐体用部材の商流変更の影響で前期比では大幅な減収となる見通しだ。ただしこれは期初から予想されていたことで、業績予想の変動要因ではない。

Automotive や Broad Market は第 2 四半期からの流れが下期も継続するとみられる。Broad Market は減収基調だが Automotive は増収基調ということで、両者の方向性は大きく異なる。注目すべきは Automotive であるのは言うまでもない。液晶パネルは車載用での出荷が増えており（この分は Digital Electronics に計上される）、それを反映して表示装置周りの各種部材の需要も増大しているとみられる。加えて、カメラモジュールや樹脂成型品などを自動車部品メーカーに直接納入するビジネスも徐々に拡大してきている。これらの進捗が 2017 年 3 月期の前期比 15.0% 増収へと繋がっているとみられる。

2017 年 3 月期通期のマーケット別売上高見通し

(単位：百万円)

マーケット別 セグメント	16/3 期 (12 ヶ月ベース)		17/3 期				主な対象市場	前期比 増収額
	売上高	構成比	売上高 (旧予想)	売上高 (新予想)	伸び率	構成比		
Digital Electronics	119,965	58.4%	132,163	124,786	4.0%	61.3%	液晶・TP・BL	9,098
							テレビ・モニター	3,096
							TOY・ホビー	1,839
							モバイル端末	-10,160
							その他	947
Automotive	17,079	8.3%	17,829	19,634	15.0%	9.6%	自動車	2,555
Broad Market	68,325	33.3%	70,007	59,080	-13.5%	29.1%	アフターマーケット	2,594
							医療機器	872
							産業機器	-7,576
							ハウス	-7,652
その他	2,516							
合計	205,370	100.0%	220,000	203,500	-0.9%	100.0%		-1,870

注：TP=タッチパネル、BL=バックライト

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

## 損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期		17/3 期		
			報告 ベース	12ヶ月 ベース	2Q 累計	下期 (予)	17/3 期 (予)
売上高	143,442	181,876	216,824	205,370	94,966	108,534	203,500
伸び率	10.8%	26.8%	19.2%	12.9%	-21.7%	13.5%	-0.9%
売上総利益	14,909	18,443	18,763	17,947	7,759	-	-
売上総利益率	10.4%	10.1%	8.7%	8.6%	8.2%	-	-
販管費	9,662	11,068	11,894	11,406	5,569	-	-
売上高販管费率	6.7%	6.1%	5.5%	5.6%	5.9%	-	-
営業利益	5,246	7,375	6,868	6,540	2,190	2,660	4,850
伸び率	26.5%	40.6%	-6.9%	-11.3%	-46.1%	-5.2%	-25.8%
売上高営業利益率	3.7%	4.1%	3.2%	3.2%	2.3%	2.5%	2.4%
経常利益	5,644	7,077	6,880	6,538	2,160	2,940	5,100
伸び率	19.4%	25.4%	-2.8%	-7.6%	-48.7%	10.0%	-22.0%
親会社株主に帰属する 当期純利益	3,863	5,105	5,048	4,794	-879	2,179	1,300
伸び率	28.9%	32.2%	-1.1%	-6.1%	-	9.6%	-72.9%
EPS(円)	188.70	249.38	246.58	-	-42.94	106.44	63.50
配当(円)	57.00	75.00	75.00	-	10.00	-	20.00
1株当たり純資産(円)	1,792.52	2,095.95	2,170.74	-	1,996.79	-	-

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ヶ月分を連結している。12ヶ月ベースはすべて12ヶ月決算として組み直した値。17/3 期の前期比伸び率は、16/3 期の12ヶ月ベースをもとに算出している

## 簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	13/3 期末	14/3 期末	15/3 期末	16/3 期末	17/3 期 2Q 末
流動資産	61,497	68,426	79,170	74,935	83,008
現金及び預金	12,793	14,809	10,004	12,551	11,453
受取手形及び売掛金	40,168	43,617	57,575	50,599	59,035
固定資産	5,082	4,999	5,021	5,636	5,810
有形固定資産	2,970	2,962	2,627	2,465	2,425
無形固定資産	295	228	236	1,349	1,250
投資等	1,816	1,808	2,156	1,821	2,134
資産合計	66,579	73,425	84,191	80,572	88,819
流動負債	33,716	36,374	40,931	35,892	47,698
支払手形及び買掛金	30,491	34,094	36,199	33,419	44,001
短期借入金等	-	-	1,598	466	1,531
固定負債	179	107	349	238	239
長期借入金	-	-	-	-	-
株主資本	32,964	35,681	39,672	42,980	41,384
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	28,180	30,897	34,888	38,196	36,601
自己株式	-694	-694	-694	-694	-694
その他の包括利益累計額	-467	1,017	3,238	1,461	-503
非支配株主持分	186	245	-	-	-
純資産合計	32,683	36,943	42,910	44,442	40,880
負債純資産合計	66,579	73,425	84,191	80,572	88,819

**キャッシュ・フロー計算書**

(単位：百万円)

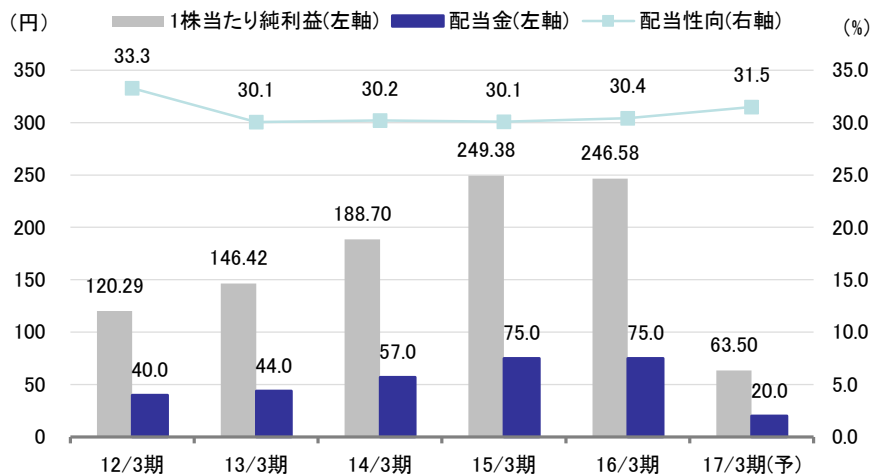
	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期 2Q
営業活動キャッシュ・フロー	152	2,132	-5,942	7,573	-187
投資活動キャッシュ・フロー	277	21	-290	-1,387	-180
財務活動キャッシュ・フロー	-982	-1,145	318	-2,837	437
現預金換算差額	609	1,007	1,109	-875	-1,159
現預金増減	57	2,016	-4,805	2,472	-1,089
期首現預金残高	12,735	12,793	14,809	10,004	12,477
期末現預金残高	12,793	14,809	10,004	12,477	11,387

**株主還元**
**配当性向 30%以上を維持する基本方針は変わらず**

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%以上を維持することを基本方針としている。

2017 年 3 月期は通期の業績見通しを下方修正したことに伴い、通期の配当予想を期初時点の年間 65 円（中間配 30 円、期末配 35 円）から年間 20 円（中間・期末各 10 円配）へと引き下げた。修正後の 1 株当たり純利益予想は 63.50 円であり、これに基づく配当性向は 31.5%となる。

今回の配当予想の引き下げは業績予想の引き下げと、配当性向 30%維持という同社のルールに従ったものである。予想配当性向が 30%をわずかに上回った水準であることから、今後同社の業績が回復してくれば、それに見合った配当の上積みが可能であるものと弊社ではみている。

**1株当たり純利益、配当金及び配当性向の推移**


出所：短信からフィスコ作成

#### 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