

ホリスティック企業レポート トレックス・セミコンダクター 6616 東証二部

アップデート・レポート
2017年7月7日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20170704

トレックス・セミコンダクター (6616 東証二部)

発行日:2017/7/7

省エネ性能の良い小型電源用 IC を得意とするファブレス半導体メーカー
 ファンドリー買収で供給体制を強化、車載機器、産業機器市場の攻略を図る

> 要旨

◆ 事業内容

- トレックス・セミコンダクター(以下、同社)は、小型電源制御用 IC の開発及び販売に特化するファブレス半導体メーカーである。回路図等の IP (知的財産)、アナログ回路設計に精通するエンジニアが同社の強みである。
- ファブレスモデルで環境変化に左右され難い収益構造を採用していたが、16年4月にファンドリー専業で同社の前工程製造委託先であるフェニテックセミコンダクター(以下、フェニテック社)を買収した。

◆ 17年3月期決算

- 17/3 期決算は、フェニテック社が加わり前期比 103.0%増収となった。営業利益は円高の影響や在庫評価減、フェニテック社の低収益性等から同 9.8%増にとどまった。当期純利益は負ののれん発生益を特別利益に計上したため同 404.9%増となった。
- フェニテック社を除く旧トレックスグループの売上高は産業機器、車載機器向け販売が拡大したが、円高による海外販売単価下落が厳しく、前期比 4.1%減となった。在庫評価減も響き営業利益は同 40.3%減となった。

◆ 18年3月期業績予想

- 同社の18/3期計画は、売上高22,300百万円(前期比3.4%増)、営業利益1,400百万円(同11.9%増)である。負ののれん発生益の消失で当期純利益は同74.4%減を見込んでいる。
- 売上高の内訳は、旧トレックスグループが前期比8.0%増、フェニテック社寄与分は同0.7%減収と同社は見込んでいる。営業利益については旧トレックスグループの採算改善を想定し、二桁増益を予想している。

◆ 中期経営ビジョン

- 同社は19/3期売上高230億円、営業利益20億円、当期純利益12億円を目指す中期計画を進めている。フェニテック社とのシナジーを活かし、車載機器など重点分野を攻略する方針である。

アナリスト:高坂 茂樹
 +81(0)3-6858-3216
 レポートについてのお問い合わせはこちら
 info@stock-r.org

【主要指標】

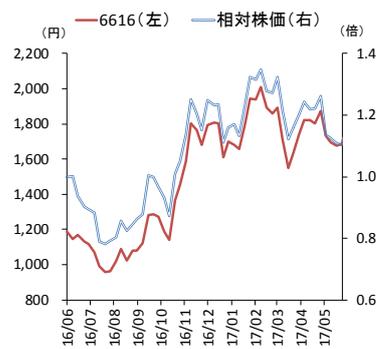
	2017/6/30
株価(円)	1,775
発行済株式数(千株)	9,539
時価総額(百万円)	16,932

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	5.7	20.0	13.3
PBR(倍)	1.4	1.3	1.2
配当利回り(%)	1.8	1.8	2.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	2.2	-6.2	51.6
対TOPIX(%)	-0.6	-12.0	17.2

【株価チャート】



【6616 トレックス・セミコンダクター 業種:電気機器】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/3	10,621	6.5	1,139	-15.6	970	-42.2	580	-53.5	54.6	1,022.3	32.0
2017/3	21,559	103.0	1,251	9.8	905	-6.7	2,930	404.9	308.8	1,267.7	32.0
2018/3 CE	22,300	3.4	1,400	11.9	1,300	43.5	750	-74.4	83.2	—	32.0
2018/3 E	22,500	4.4	1,500	19.9	1,400	54.7	800	-72.7	88.7	1,324.3	32.0
2019/3 E	23,500	4.4	2,000	33.3	1,900	35.7	1,200	50.0	133.1	1,425.4	36.0
2020/3 E	24,600	4.7	2,400	20.0	2,300	21.1	1,450	20.8	160.8	1,550.2	40.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

電気を使用する機器の小型化、省電力化を支える目立たぬ重要部品。

注 1) 電子制御ユニット。自動車のエンジンやパワーステアリング、パワーウィンドウ、エアコン、ABS、エアバッグ、ETC 車載器等を電氣的に制御する部品。エンジンの燃料噴射量やタイミング、点火時期等を制御するエンジンコントロールユニットも ECU と呼ばれる。

◆ 小型電源用 IC に特化するファブレス半導体メーカー

トレックス・セミコンダクター（以下、同社）は、小型で低ノイズかつ低消費電力を特徴とする電源用 IC の開発、販売に特化している。前身会社を含めると 20 年以上の歴史を持つ半導体メーカーである。

電源用 IC とは、電気及び電子機器の様々な機能を担う個々の電子部品やデバイスに必要な電力を、電源電圧からそれぞれに適する安定した電圧に制御して供給する IC である。AV 機器や白物家電、携帯電話、自動車のカーステレオ等の電装品や ECU^{注1}、計測機器等の産業機器などに幅広く用いられている。

電池やバッテリーから供給される電源電圧は、蓄電量の減少、気温や電波ノイズ等の環境変化により微妙に変動している。この電圧変動を制御しなければ電子機器の誤動作を起こしかねないため、電源用 IC が必要となる。機器の省エネルギー化のために、操作していない時の電流を大幅にカットすることも、電源用 IC の重要な機能の一つである。

同社が手掛けているのは主に、モバイル PC、デジタルカメラ、携帯電話、カーステレオやナビゲーションシステム、スマートメータ、ウェアラブル機器など、低電圧で電池の消耗に敏感な機器向けの電源用 IC である。電源用 IC は小さいことも重要で、スマートカードに採用された同社の IC のパッケージサイズは 1.5mm×1.8 mm×0.33mm である。

同社の主な製品は、ア) 入力電圧を希望の出力電圧に変換する電圧レギュレータ、イ) 入力電圧を希望の電圧に昇圧もしくは降圧して出力する DC/DC コンバータ、ウ) 入力電圧を常に監視して設定電圧以下に降下した際に警報信号を出し、マイコンの誤動作防止や電池保護等に用いられる電圧検出器の 3 製品群に分類される (図表 1)。

【図表 1】 トレックス・セミコンダクターの主な製品群 (売上高は 17 年 3 月期実績)

製品名	機能及び用途等	売上高 (構成比)	前期比 増減率	単価 (円)	顧客数 (社)	年間平均 購入数量
VR (Voltage Regulator)	変動しがちな入力電力の電圧を定格電圧に揃えて安定的に供給する。余剰なエネルギーを熱に変換する	48.7億円 47.9%	-4.4%	7	5,000	10~ 20万个
DC/DC (DC/DC Converter)	周波数変調により入力電圧を昇圧もしくは降圧し、一定の出力電圧が得られるように制御する。熱はあまり発生しない。	29.9億円 29.4%	11.2%	22	1,500	5~ 10万个
VD (Voltage Detector)	入力電圧を常に監視し、設定電圧以下に降下した場合にアラームを出す。マイコンの誤動作防止、電池の消耗回避に。	15.6億円 15.4%	-4.7%	7	2,000	10~ 20万个
その他 ディスクリートほか	FET、ダイオード、LED照明制御用IC、コイル一体型マイクロDC/DC、電池充電用IC、発振器用IC、加速度センサ等	7.4億円 7.3%	-37.3%	—	—	—
旧トレックスセミコンダクターグループ小計		101.8億円	-4.1%	-	-	-

(注) 構成比は 16 年 4 月に買収したフェニテックセミコンダクター社の外部売上高を除く連結売上高で算出 (出所) トレックス・セミコンダクター決算説明会資料等に基づき証券リサーチセンター作成

(注2)フェニテック社は、シリコンウェハ上に半導体を作り込む前工程の製造委託先で、ウェハ枚数ベースで約半分占めていた。フェニテック社にとって同社は売上高の2割弱を占める得意先であった。また、同社の前身会社の親会社で、同社のかつての筆頭株主(16年3月末の持株比率16.5%)でもあった。

(注3)IGPTはInsulated Gate Bipolar Transistorの略で、電力制御用、MOSFETはMetal-Oxide-Semiconductor Field-Effect Transistorの略で、スイッチや増幅といった働きを入力電圧による電界で制御するため、正孔、電子の双方をキャリアとして、高速スイッチングないし電流増幅作用を得るバイポーラトランジスタよりも低消費電力。CMOSはComplementary MOS; 相補型MOSの略(MOSは前出)。ON/OFFの切り替えの際にだけ電流が流れるのでバイポーラ型よりも低消費電力である。

この他、VRやDC/DCとセットで回路に組込まれるFETやダイオード等のディスクリート(単機能の個別半導体製品)や、DC/DCにコイル機能を内蔵させたコイル一体型マイクロDC/DC等のマルチチップモジュール等で、リチウムイオン電池充電用IC、LED照明制御用IC、省電力化のためにスタンバイ状態を作り出す負荷スイッチ(パワースイッチIC)なども開発及び販売している。

◆ ファンドリーのフェニテックセミコンダクターを子会社化

同社グループは、電源用ICの開発及び販売を行う同社、海外販社6社(中国及び台湾に3社、シンガポール、米国、英国に各1社)、製造工程の一部を担うベトナム子会社及びフェニテックセミコンダクター(以下、フェニテック社)^{注2}の9社で構成される。このうちフェニテック社は、同社が16年4月に第三者割当増資を引き受け子会社化した(投資額20億円、持株比率51.0%)、ディスクリートを主体とするファンドリー専門会社である(図表2)。

フェニテック社は、同社からの受託生産(17/3期販売構成比2割弱)の他に、国内外に50社以上の顧客を別に抱えている。生産品目^{注3}は、いわゆるパワー半導体、なかでもIGPT、MOSFET等のスイッチング素子が主体で、ICでは同社が主に手掛ける低消費電力のCMOS型ICだけでなく、バイポーラ型ICも手掛けている(同社向け内部取引を含む17/3期販売実績はアナログIC14.0%、ディスクリート他86.0%)。販売先を地域別にみると、同社を含む日本36.5%、北米34.2%、アジア24.4%、欧州4.9%となっている(17/3期)。

フェニテック社の外部販売を除く旧トレックスセミコンダクターグループ(以下、旧トレックスグループ)の販売先は、日本44.1%、アジア31.4%、欧州14.4%、北米10.0%となっている(17/3期、但し同社製品を搭載した電子機器等が企画及び設計された実質的な受注獲得地域を表すデザイン・イン・ベース。日系企業の海外生産拠点向け販売などを示す製品組立地基準とは異なる)。なお、同社の地域セグメント別開示では、フェニテック社の売上高は親会社向けを含め日本に組込まれている。しかし現時点では、フェニテック社と旧トレックスグループを分けて説明の方が実態を理解し易いと同社は考えている。

【図表2】フェニテックセミコンダクターの概要(単位:百万円)

決算期/項目	14/3期	15/3期	16/3期	対前期比
売上高	13,235	14,272	13,746	-3.7%
営業利益	1,921	1,144	921	-19.5%
(対売上高比)	14.5%	8.0%	6.7%	-1.3%
経常利益	2,198	1,626	807	-50.4%
当期純利益	2,064	1,021	904	-11.5%
純資産	5,094	4,499	7,271	61.6%
総資産	13,205	13,640	16,933	24.1%

(出所) トレックス・セミコンダクター配信資料に基づき証券リサーチセンター作成

➤ ビジネスモデル

製造工程は外部委託が基本だが、一部は子会社で生産。

(注4)フェニテック社は同社の販売する半導体の約半分(ウェハ枚数ベース)の前工程製造を手掛けている。フェニテック社の主力工場では、ウェハサイズ直径5~6インチ、プロセスルール(最小加工寸法)0.6ミクロンまでのICやディスクリートの製造を行っている。より微細加工が必要なウェハについては、主にルネサス セミコンダクタ パッケージ&テスト ソリューションズ(非上場、本社群馬県)に委託している。

なお、フェニテック社の鹿児島工場(15年10月に取得)は0.35ミクロン、0.18ミクロンにも対応可能な設備を有しており、有効活用策を検討中である。

◆ ファブレス経営の身軽さを失わず安定供給体制を強化

フェニテック社を買収するまで、同社はファブレスモデルによる身軽な経営を志してきた。半導体の製造工程は、シリコン基板に回路を作り込む前工程と作り込まれた回路をパッケージに封入する後工程に分けられる。同社単体はこれらの生産設備を保有せず、開発及び販売に特化する半導体メーカーである。

ファブレス経営を選択したのは、ア)前工程の工場(クリーンルーム)建設には莫大な投資額が必要であり、イ)回路の微細化技術等の進歩について行くための投資が継続的に発生すること、ウ)設備稼働率維持のために不採算製品の販売継続を迫られる可能性があること等を考慮したためである(図表3)。

しかし、後工程については前工程ほどの投資額が必要でないこと、パッケージの小型化に独自技術を持ち、製品差別化の手段の一つに出来ることから、以前よりベトナムの子会社で一部を自社生産してきた。16年4月に行ったフェニテックス社の子会社化により、前工程の一部注4についてグループ内製化を行うことになった。

後工程も全量をベトナム工場で生産するのではなく、アルス(本社福島県)やアオイ電子(6832 東証二部)、海外の協力会社等に約8割を委託している。

前工程の製造をグループ内に取り込んだ理由は、ア)自動車メーカーなど、長期安定供給体制の構築を求める顧客への対応、イ)他社と差別化できる独自性のある製品開発には、専用プロセスが必要と考えたことの2点である。なお、フェニテック社は最先端の設備保有により差別化を行う類のファンドリーでなく、資金面での不安が少ないこと、同社が手掛けるアナログIC製造に十分な知見を有していることも、同社が買収を決断した重要な要素である。

【図表3】 半導体製造工程とファブレスの優劣

	概要	選択肢	Quality		Cost		Delivery	
			製造技術/品質	原価	投資額	納期	新規プロセス対応期間	
前工程	シリコン基板に回路を作り込む	自社所有	○	△	×	○	×	
		ファブレス	△	○	○	△	○	
後工程	作り込まれた回路をパッケージに封入	自社所有	○	△	△	○	○	
		ファブレス	△	○	○	△	△	

前工程と後工程の一部を所有しより最適な製造工程を選択

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料

電源用 IC のライフサイクルは長く、収益は半導体メーカーとしては安定的。

(注5) 抵抗体、コンデンサ、コイル、配線等のシリコンウェハ上に形成された電気及び電子部品の一部または全部をレーザー光で切除、あるいは特性変化を起こさせて、電気的特性を所望の値に設定する加工のこと。
レーザー加工をしながら測定プローブで電気的特性を同時に測定し、設定値になったところでトリミングを終了する手法で、特性のばらつきを収束させる歩留まり改善策にもなっている。

◆ ライフサイクルの長いアナログ電源用 IC に特化

アナログ回路設計は、エンジニアの経験が生きる作業と言われている。要素部品を繋ぐ回路設計だけでなく、レイアウト設計も重要であり、要素部品の位置や向き、配線の太さ、間隔等の巧拙により、試作品を評価すると仕様通りの特性が得られないことが少なくないという。

電子機器等の電源回路設計は煩雑な割に当該機器の差別化要因になりにくいこと、また低単価の電源用 IC の採用メーカー見直しで得られるコスト削減額よりも設計変更コストの方が大きくなりがちなことから、電源用 IC は長期間同じ製品が使用される傾向がある。外装は変わっても電源回路は継承されることもあり、同社にはライフサイクルが 20 年以上にも及ぶ製品もある。

同社はこうしたアナログ電源用 IC の設計及び開発に特化している。顧客から半年先までの需要情報の提供を受けており、正式発注から 2 カ月弱のリードタイムで出荷できるので、短期的に大きな業績予測の誤差が生じるリスクは少ないものとみられる。

◆ 標準品ながら顧客ニーズに沿ったサポートを展開

同社の製品はカタログに掲載された標準品が中心で、特定企業のために開発された ASIC ではない。そのため単価は決して高くなく、一定のロットを発注する多くの企業に販売されている(図表 1)。

ただし標準品とはいえ、設定電圧の調整など顧客毎に微妙に異なるニーズに対応するため、後工程においてレーザートリミング^{注5}を行っている。また、環境規制対応や新機能搭載による負荷の増加等により設計変更を迫られた場合に、同社の設計担当者や FAE (Field Application Engineer、顧客となる機器メーカーのエンジニアと技術的な打ち合わせができる高い技術力を備え、担当営業職をサポートする技術営業職) が電源用 IC や組込まれる標準回路の設計だけでなく、顧客の機器に合わせた電源回路を提案するなどのサポートも行っている。

同社の基本的な成長モデルは、取引額は小さくとも顧客数を積み重ねていくというものである。ヒアリングによれば同社の顧客数はここ数年、国内外ともに年率約 1 割のペースで増加している。

◆ フェニテック社の特徴は ODM 生産

一方ファンドリーのフェニテック社の特徴は、以下の点である。

- 1) ディスクリートを主体とするファンドリーである。最先端の LSI 生産を受託する大手ファンドリーとは一線を画している。顧客から製造装置ごとプロセス移管を受ける事例もある。
- 2) 顧客が開発したカスタム製品の製造受託だけでなく、自社で設計した回路を複数の顧客に提供する ODM (Original Design Manufacturing)

ファンドリーながら設備投資競争と一線を画す戦略で生き残った。

製品も手掛けている。製造するディスクリートの約半分が自社設計品である。レーザトリミング、ウェハテスト、裏面加工処理等のカスタムサービスも行っている。

3) 同社の電源 IC と同様に、多品種少量生産となる回路設計変更の少ないパワー半導体の前工程生産受託に注力することで、最先端の製造装置への投資競争から一歩引いている。

フェニテック社のアプリケーション別売上構成（顧客属性から判断、但し旧トレックスグループに比べ用途確認は簡便な模様）は、産業機器関連 19.5%、車載機器関連 24.8%等となっている（図表 4）。自動車関連では旧トレックスグループよりも経験が豊富とみられる。

フェニテック社のビジネスサイクルについては、旧トレックスグループに比べ少ない顧客（ヒアリングによれば 100 社未満、旧トレックスグループは 5,000 社以上）の需給調整弁に使われることが多いため、業績が急変動することがあることに留意が必要である。

【 図表 4 】 用途別売上構成

(単位：百万円)

アプリケーション	産業機器	車載機器	医療機器	ウェアラブル機器	その他	合計
フェニテックセミコンダクター	2,510	3,190	330	—	6,820	12,850
(構成比)	19.5%	24.8%	2.6%	—	53.1%	100.0%
旧トレックスグループ	3,444	1,608	106	197	4,824	10,181
(構成比)	33.8%	15.8%	1.0%	1.9	47.4%	100.0%

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

> 市場環境と競合

◆ アナログ電源用 IC の市場規模

経済産業省の生産動態統計調査によれば、16年の電子デバイスの国内生産金額は4兆7,403億円(前年比13.5%減)、そのうち半導体素子は8,278億円(同10.7%減)、ICは2兆2,730億円(同2.2%減)であった。ICのうちアナログICは1,675億円(同2.5%増)、そのなかで標準品は526億円(同0.5%増)であった(図表5)。この一部が、電源用IC市場であり、ニッチだが規模の急変動がない成熟市場とみられる。

【図表5】電子部品及びデバイスの国内生産規模(2016年)

品目	数量(百万個)	前年比	金額(億円)	前年比	単価(円)
電子部品・デバイス	—	—	72,663	-10.6%	—
電子部品	—	—	25,259	-4.6%	—
電子デバイス	—	—	47,403	-13.5%	—
☆ 半導体素子(ディスクリート)	56,144	-2.0%	8,278	-10.7%	14.7
☆ 集積回路(IC)	29,252	8.1%	22,730	-2.2%	77.7
☆ 半導体集積回路(モノリシックIC)	27,552	8.1%	18,351	-3.0%	66.6
☆ 線形回路(アナログIC)	14,707	11.0%	1,675	2.5%	11.4
☆ 標準線形回路	7,585	6.3%	526	0.5%	6.9
特定用途向け開発品	7,115	16.5%	1,148	3.5%	16.1
計数回路(デジタルIC)	12,852	4.9%	16,676	-3.5%	129.8
混成集積回路	1,700	8.8%	4,379	1.0%	257.6

(出所)経済産業省生産動態統計に基づき証券リサーチセンター作成

電源用 IC はニッチ市場、アナログ半導体需要は安定成長が見込まれる。

WSTS (World Semiconductor Trade Statistics) は、16年の半導体世界市場は約3,389億ドル(前年比1.1%増)で、このうちICは2,766億ドル(同0.8%増)、そのなかでアナログIC市場は478億ドル(同5.8%)と推定している。17年のアナログIC市場は514億ドル(同7.5%増)と予測しており、18年、19年も安定成長を予想している(図表6)。

【図表6】世界の半導体市場見通し

項目/年	市場規模(億ドル)				前年比伸び率(%)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
世界市場	3,389	3,778	3,879	3,871	1.1	11.5	2.7	-0.2
ディスクリート	194	203	209	214	4.3	5.0	2.6	2.6
光電変換素子	319	335	347	355	-3.8	4.7	3.6	2.4
センサー	108	123	131	138	22.7	13.9	6.5	5.8
集積回路(IC)	2,766	3,115	3,191	3,162	0.8	12.6	2.4	-0.9
アナログ	478	514	539	557	5.8	7.5	4.9	3.4
マイクロ	605	625	646	663	-1.2	3.3	3.3	2.7
ロジック	914	974	996	1,020	0.8	6.5	2.2	2.4
メモリー	767	1,001	1,009	920	-0.6	30.4	0.9	-8.8

(出所)WSTS Semiconductor Market Forecast Spring 2017に基づき証券リサーチセンター作成

◆ アナログ IC の競合メーカー

電源用ICで競合する国内メーカーには、ローム(6963 東証一部)、リコー(7752 東証一部)の100%子会社リコー電子デバイス等が挙げられ

るが、いずれもアナログ半導体の売上構成比は数%にとどまる。海外に目をむけると、Texas Instruments 社を筆頭に売上高 10 億ドル以上でアナログ比率の高い半導体メーカーは少なくない。

規模の観点では巨大な欧米企業に見劣りするが、用途等を細かく設定すれば、互角に競争することが出来ると同社は考えている。スマートメータをはじめとする産業機器、車載機器、医療機器、そしてウェアラブル機器が同社の注力分野である。

> 強みと弱み

熟練のアナログ回路設計技術者が財産、人材拡充と営業力強化が課題。

◆ ニッチ市場の電源用 IC に対する深い造詣と顧客基盤

同社の強みは、電源用 IC に特化し、アナログ回路設計技術を熟知する経験豊富なエンジニアや蓄積されてきた回路図等の IP (知的財産) の存在と、ファブレスモデルにより環境変化に左右されにくい収益構造を採用していることと証券リサーチセンター (以下、当センター) は分析してきた。ビジネスサイクルは長く、多数の顧客への長期に亘る製品供給実績により、顧客から信頼を獲得している。

フェニテック社の子会社化で収益安定性が多少損なわれるリスクはあるものの、ア) 同社が保有していなかった大電流、高圧領域の回路設計ノウハウ及び製造技術を得て、車載機器向けなどで新製品提案領域が拡大する可能性があること (従来はカーオーディオなどの弱電領域が主体であった)、イ) ファブ (製造所) をグループ内に持つことによる供給安定性の向上等に一定のメリットがあると当センターは再評価している。後者については、昨今サプライチェーンのトラブルが頻発していることを考慮した。一方フェニテック社にとって同社による子会社化は、営業情報源の獲得による販路拡大が期待される。

弱みとしては、国内外の大手アナログ半導体メーカーと比べ、営業力やブランド、人的資源の厚みで劣位にあることを指摘したい(図表 7)。フェニテック社の子会社化が重荷になるリスクにも留意しておきたい。

【 図表 7 】 SWOT 分析

項目	分析結果
強み Strength	◇アナログ回路設計の経験を積み、ノウハウを豊富に持つエンジニア ◇過去に設計した回路図等の IP、関連特許 ◇環境変化に左右されにくいファブレスモデルの採用
弱み Weakness	◆熟練したエンジニアに依存し人的資源に余裕がないこと ◆海外市場における営業力及びブランド
機会 Opportunity	◇行き過ぎた円高の是正による海外市場での競争力改善 ◇自動車のインテリジェント化に伴う電子機器の搭載量増加 ◇ウェアラブル市場に対する企業及び社会の期待
脅威 Threat	◆エンジニアの高齢化と後継者の育成問題 ◆中国及び台湾メーカー等のキャッチアップ

(出所) 証券リサーチセンター

> 成長戦略

産業機器、車載機器等の集中攻略、フェニテックとの技術融合を進める。

◆ フェニテック社とのシナジーで競争力と収益力の向上を目指す

同社は「常に豊かな知性と感性を磨き、市場に適応した価値ある製品を創出し、豊かな社会の実現と地球環境の保全に貢献するとともに、私たちの事業に携わる全ての人々が共に繁栄する」という企業理念に則り、ステークホルダーである株主、取引先、従業員及び地域社会との関係を常に意識した、ぶれない経営を実践することを基本方針としている。

フェニテック社買収に伴い、同社は 18/3 期を最終年度として進めていた中期経営計画を見直し、19/3 期の定量目標を含む中期経営ビジョンを 16 年 8 月の第 1 四半期決算発表に合わせて公表した。

目標とする 19/3 期の売上高は 230 億円 (16/3 期実績に対し 2.2 倍)、営業利益 20 億円 (同 1.8 倍)、当期純利益 12 億円 (同 2.0 倍) で、ROE は 8.0% (16/3 期は 5.3%) とした。目標達成に向けて取り組むべき課題として、同社は以下の 4 点を掲げた。

- 1) 集中攻略：同社グループの強みを活かせる成長市場として、産業機器、車載機器、医療機器の各市場を集中的に攻略する。
- 2) 差別化：同社及びフェニテック社の技術力やノウハウを結集し、差別化された特長ある製品を創造する。
- 3) 総合力：グループの企画、開発、購買、生産、品質、販売に係るリソースの連携により、低コストで高品質な製品を安定供給することを通じて、顧客に提供する付加価値を高める。
- 4) 戦略的提携：戦略的提携を活用して新たな基盤技術や生産技術を積極的に取り込む。

なお、同社はフェニテック社買収に伴い、16 年 11 月にフェニテック社が保有していた同社株式 1,760 千株のうち 1,160 千株 (当時の発行済株式総数の 13.0%) の消却を行ったが、自己株式 520 千株を依然保有している。同社は戦略的提携に際し、当該株式が有効活用できるものと考えている。

フェニテック社買収によるシナジー発現の具体例として、同社は以下の 3 点を挙げている。ア) 研究開発面では、技術及びノウハウの融合などによる新規製品の売上創出効果は 1.5 億円 (3 年後の効果、以下同様) 程度見込めると同社は考えている。イ) 製造工程の改善による効果については 0.7 億円を見込んでいる。操業度がなかなか上がらない鹿児島工場について、微細加工力を活かした同社の新製品開発による双方の収益改善が見込めるとしている。ウ) 販売面について、両社製品のクロスセル、産業機器及び車載機器分野の共同市場開拓、棚卸資産の回転率改善などで 2 億円程度の売上高拡大効果を見込んでいる。

関西技術センターや名古屋営業所の開設で自動車関連企業等との対話を強化。

◆ 17年3月期の取り組み

17/3 期において同社は、フェニテック社買収のほか、収益力の強化と持続的な成長の実現に向けて、以下の取り組みを行った。

- 1) 16年5月に関西技術センターを開設した。車載機器(カーナビゲーションシステムやカーオーディオなどのインフォテインメント、車載カメラ等)向けの製品開発や品質向上のための製品解析サポートのための拠点とする意向である。
- 2) 16年4月に米国西海岸(カリフォルニア州サニーバール市)にトレックス USA デザインセンターを開設した。最先端の技術及び優秀な人材の採用、ベンチャー企業を含む現地企業との協業により、同社の次世代を担う高付加価値製品の開発を狙っている。
- 3) 製品企画段階におけるコスト分析の徹底、生産計画の効率化、フェニテック社やベトナム子会社との協力体制の強化等により、競争力のある製造コストと納期の実現に努めた。
- 4) 品質保証部門における増員、設備投資の実施、フェニテック社ほか協力工場との連携強化等により、同社がターゲットとする自動車関連企業の要請を意識した体制構築を進めた。

◆ 18年3月期の重点施策

同社が 18/3 期に重点的に取り組む施策は、以下の通りである。

- 1) 関西技術センターの活用: 16年5月開設の同施設の有効活用により、車載製品の開発、品質向上のための製品解析サポート等を行う方針である。
- 2) トレックス USA デザインセンターの活用: 米国チップセットメーカーとの協業による製品開発及びリファレンスデザイン^{注5}への採用を積極的に働きかける意向である。また、アライアンスによるシリコンバレーの新技术導入についても検討を進めるとしている。
- 3) 車載向け製品のラインナップ拡充: 従来同社が手掛けてきた製品よりも高い水準の電圧あるいは大電流に対応した小型電源 IC の開発に注力する方針である。コイル一体型 DC/DC の XCL シリーズについても、車載向け製品の開発を進める。但しその成果が顕在化するのには2~3年後としている。
- 4) マイクロ DC/DC 製品の生産体制強化: 世界最小レベルのコイル一体型 micro-DC/DC コンバータは、同社にとって競争優位にある製品で、17/3 期は販売が1割増加した。同社は新構造のパッケージ開発、フェニテック社での安定的な生産体制の確立等に取り組み、優位性を一層高める方針である。

注5) 半導体メーカーが応用製品メーカーの製品開発を支援するため、回路図や部品表を中心とした設計を助ける情報一式をまとめたものがリファレンスデザインである。半導体チップを搭載した製品を一から設計するには高い技術力が必要だが、リファレンスデザインを参照して製品を設計すれば、高い技術力を持たない中小メーカーでも製品を量産できるようになる。

なお、18年6月には車載機器、産業機器、アミューズメント関連等のメーカーが集積する中京地区に名古屋営業所を開設した。関西技術センターとの連携により、開発、営業、品質管理が一体となって高品質な顧客サポートを進める方針である。

> 業績動向

フェニテック社買収で大幅増収も営業利益は1割増にとどまる。

◆ 17年3月期決算

17/3期の業績は、売上高21,559百万円(前期比103.0%増)、営業利益1,251百万円(同9.8%増)、経常利益905百万円(同6.7%減)、当期純利益2,930百万円(同404.9%増)であった(図表8)。

買収したフェニテック社の寄与分は、売上高で11,378百万円(内部取引額を考慮しないフェニテック社単体売上高は12,850百万円で前期比4.1%減)、営業利益では571百万円(単体利益額は不明だが、内部取引控除前の利益は上記金額より多い)であった。これを控除した連続性のある旧トレックスグループの売上高は10,181百万円(同4.1%減)、営業利益は680百万円(同40.3%減)であった。

営業外費用に多額の為替差損(334百万円、前期比165百万円増)を計上するなど営業外収支が悪化したため、経常利益は減益となった。特別利益にフェニテック社買収に伴う負ののれん発生益1,966百万円等を計上したため、当期純利益は大幅に増加した。

【図表8】 決算概要

(単位:百万円)

項目/決算期	16/3期	17/3期	前期比
売上高	10,621	21,559	103.0%
旧トレックスグループ	10,621	10,181	-4.1%
フェニテック社貢献額	-	11,378	-
営業利益	1,139	1,251	9.8%
旧トレックスグループ	1,139	680	-40.3%
フェニテック社貢献額	-	571	-
営業外収支	-163	-345	-
うち為替差損	168	334	98.8%
経常利益	970	905	-6.7%
特別損益	53	2,529	47.5倍
当期純利益	580	2,930	404.9%
設備投資	602	988	64.1%
減価償却費	441	1,219	176.4%
平均為替レート(円/米ドル)	120.1	108.9	-9.3%

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

旧トレックスグループの業績は、約7割を占める海外売上高(主に米ドル建て取引)に対する円高(16/3期平均120.1円/米ドル→17/3期平均108.9円/米ドル)の影響により、前期比4.1%減収、40.3%営業減益という厳しいものとなった。為替換算損がなければ2.5%増収と同社は

円高による海外売上高の目減り、在庫評価損が響き、実質営業減益に。

試算しており、円高による販売単価の下落が利益減に直結した。期末に流動性の乏しい在庫について減損処理を行った(約1.5億円)ことも、利益を押し下げた。

旧トレックスグループの売上高を地域別、製品別、アプリケーション別に分解し、図表9に示した。地域別にみると、アジアは為替要因に加え、地域経済の減速が響き前期比15.8%減収となった。欧州は産業機器向けが堅調であり、現地通貨ベースでほぼ横ばいであった。北米は販売代理店強化の結果、産業機器向けで新規顧客の獲得があり、為替の影響を受けながらも同24.9%増収となった。日本は産業機器、車載機器を中心に堅調な伸びとなった。

品目別にはDC/DC、用途別には産業機器、車載機器向けが順調に拡大。

製品別では、注力するDC/DCのみが前期比11.2%増収となり、他の品種は減収となった。しかし為替要因を考慮すればVR、VDについて構造的な問題を懸念する必要はないと同社は考えている。

アプリケーション別にみると、同社が重点市場と位置付ける産業機器、車載機器、医療機器の各分野及びウェアラブル機器は、いずれも増収となった。

【図表9】旧トレックスグループの販売動向(単位:百万円)

決算期/項目	16/3期	構成比	17/3期	構成比	前期比
旧トレックスグループ売上高	10,621	100.0%	10,181	100.0%	-4.1%
日本	4,429	41.7%	4,489	44.1%	1.4%
アジア	3,797	35.7%	3,198	31.4%	-15.8%
欧州	1,575	14.8%	1,471	14.4%	-6.6%
北米	818	7.7%	1,022	10.0%	24.9%
製品別内訳					
VR	5,094	48.0%	4,872	47.9%	-4.4%
VD	1,641	15.5%	1,564	15.4%	-4.7%
DC/DC	2,694	25.4%	2,997	29.4%	11.2%
その他	1,191	11.2%	747	7.3%	-37.3%
アプリケーション別内訳					
産業機器	2,917	27.5%	3,444	33.8%	18.1%
車載機器	1,428	13.4%	1,608	15.8%	12.6%
医療機器	96	0.9%	106	1.0%	10.4%
ウェアラブル機器	120	1.1%	197	1.9%	64.2%
その他	6,054	57.0%	4,824	47.4%	-20.3%

(注)地域別売上高はデザイン・イン・ベース

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

一方フェニテック社については、単体ベースで前期比6.5%減収(16/3期13,746百万円→17/3期12,850百万円、連結調整前)、連結調整後のフェニテック社の営業利益への貢献額は571百万円で、前期単体営業利益921百万円に比べ38.0%減益となった(図表2、4参照)。

フェニテック社の減収要因は、顧客の在庫調整に伴う販売数量減と円高による単価の下落である。在庫調整は第2四半期累計期間(以下、上期)にほぼ一巡し、下期は上期の不調を挽回した(図表10)。

フェニテック社は鹿児島工場の固定費負担が重く、利益貢献は限定的。

フェニテック社の利益貢献は、上期に 38 百万円のマイナス、下期に 609 百万円のプラスとなった。下記の理由から、受注減少による売上高の低迷は利益に大いに影響している。

フェニテック社は 15 年 10 月にヤマハ(7951 東証一部)から鹿児島県の半導体工場を譲受し、既存の岡山本社工場、岡山第一工場よりも高いレベル(プロセスルール 0.35 ミクロン以下)のウェハ加工に取り組んでいる。設備移転に既存顧客の引き継ぎは伴わなかったこと、主力工場からの製品移管も顧客の認証取得の手間を考慮すると困難なことから、固定費負担が重荷になっている。同社の新製品を含む新規顧客開拓による稼働率の早期引き上げが課題だが、同社によれば、17/3 期下期から引き合いは旺盛になっているという。

【図表 10】 半期ベースでみた決算概要

(単位:百万円)

決算期 /項目	16/3期実績			17/3期実績			前期比増減		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
売上高	5,330	5,291	10,621	10,313	11,246	21,559	93.5%	112.5%	103.0%
旧トレックスグループ	5,330	5,291	10,621	5,085	5,096	10,181	-4.6%	-3.7%	-4.1%
フェニテック社	-	-	-	5,228	6,150	11,378	-	-	-
営業利益	745	394	1,139	387	864	1,251	-48.1%	119.3%	9.8%
対売上高比率	14.0%	7.4%	10.7%	3.8%	7.7%	5.8%	-10.2%	0.2%	-4.9%
旧トレックスグループ	745	394	1,139	425	255	680	-43.0%	-35.3%	-40.3%
対売上高比率	14.0%	7.4%	10.7%	8.4%	5.0%	6.7%	-5.6%	-2.4%	-4.0%
フェニテック社	-	-	-	-38	609	571	-	-	-
為替差損益	12	-181	-168	-641	307	-334	-654	489	-165
経常利益	761	209	970	-266	1,171	905	-	460.3%	43.5%
純利益	519	61	580	2,332	598	2,930	349.3%	880.3%	404.9%
為替レート	121.4	118.8	120.1	106.4	111.4	108.9	-12.4%	-6.2%	-9.3%

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

◆ フェニテック社が加わり資産規模は倍増

フェニテック社がグループ入りしたことで、17/3 期末の総資産(252 億円)は、売上高と同様に 16/3 期末に比べ倍増した(図表 11)。流動資産の増加額は 83 億円で、売上債権、有価証券、棚卸資産などがそれぞれ 20 億円以上増加した。有形固定資産は 31 億円増加して総資産の 17%(42 億円)を占めている。

ファンドリー買収で資産規模は倍増したが、安全性に問題は感じられない。

17/3 期末の負債合計は 96 億円で前期末比 75 億円増加した。有利子負債は 13 百万円から 6,222 百万円へと大幅に増加した。純資産は前期末比 46 億円増加したが、そのうち 41 億円は被支配株主持分である。

自己資本比率は 16/3 期末の 83.9%から 17/3 期末に 45.3%へ低下し、D/E レシオは同順で 0.00 から 0.56 となった。ただ、ファブ(製造所)を持つ業態になったとはいえ、17/3 期末の D/E レシオや流動比率 304%で懸念される水準ではない。設備投資は減価償却の範囲内にあり、安全性の点で問題はないと当センターは考えている。

【 図表 11 】 要約貸借対照表

(単位:百万円)

項目/決算期	16/3期	構成比	17/3期	構成比	増減	項目/決算期	16/3期	構成比	17/3期	構成比	増減
流動資産	10,817	83.4%	19,166	76.0%	8,349	流動負債	1,622	12.5%	6,306	25.0%	4,684
現金	6,616	51.0%	7,769	30.8%	1,153	支払手形・買掛金	797	6.1%	1,066	4.2%	268
受取手形・売掛金	1,921	14.8%	4,195	16.6%	2,274	短期有利子負債	8	0.1%	3,646	14.5%	3,638
有価証券	300	2.3%	2,300	9.1%	2,000	未払金	458	3.5%	779	3.1%	321
棚卸資産	1,678	12.9%	4,077	16.2%	2,399	その他	359	2.8%	815	3.2%	456
その他	302	2.3%	825	3.3%	523	固定負債	421	3.2%	3,305	13.1%	2,884
固定資産	2,155	16.6%	6,043	24.0%	3,888	長期有利子負債	5	0.0%	2,575	10.2%	2,570
有形固定資産	1,120	8.6%	4,265	16.9%	3,145	その他	416	3.2%	730	2.9%	314
建物・構築物	315	2.4%	1,527	6.1%	1,212	負債合計	2,043	15.7%	9,611	38.1%	7,568
機械装置・運搬具	194	1.5%	531	2.1%	337	純資産	10,928	84.2%	15,597	61.9%	4,668
土地	-	-	1,148	4.6%	-	株主資本	10,796	83.2%	11,171	44.3%	374
無形固定資産	203	1.6%	212	0.8%	9	その他の包括利益累計	88	0.7%	260	1.0%	171
投資その他の資産	831	6.4%	1,564	6.2%	733	被支配株主持分	43	0.3%	4,165	16.5%	4,122
資産合計	12,972	100.0%	25,209	100.0%	12,236	負債純資産合計	12,972	100.0%	25,209	100.0%	12,236

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

18/3 期期会社計画は、前期比 3.4%増収、11.9%営業増益。

◆ トレックス・セミコンダクターによる 18 年 3 月期業績予想

18/3 期業績について同社は、売上高 22,300 百万円（前期比 3.4%増）、営業利益 1,400 百万円（同 11.9%増）、経常利益 1,300 百万円（同 43.5%増）、当期純利益 750 百万円（同 74.4%減）と予想している（図表 12）。設備投資はフェニテック社の更新投資を中心に前期比 27.2%増、減価償却費は同 7.2%減と見込んでいる。なお、為替レート的前提は 1 米ドル 110 円である。

【 図表 12 】 18 年 3 月期会社計画

(単位:百万円)

	17/3期実績			18/3期計画			前期比増減		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	上期	下期	通期
売上高	10,313	11,246	21,559	11,100	11,200	22,300	7.6%	-0.4%	3.4%
営業利益	387	864	1,251	600	800	1,400	55.0%	-7.4%	11.9%
対売上高比率	3.8%	7.7%	5.8%	5.4%	7.1%	6.3%	1.7%	-0.5%	0.5%
経常利益	-266	1,171	905	550	750	1,300	-	-36.0%	43.5%
純利益	2,332	598	2,930	280	470	750	-88.0%	-21.4%	-74.4%
為替レート	106.4	111.4	108.9	-	-	110.0	-	-	1.0%
設備投資	680	308	988	-	-	1,257	-	-	27.2%
減価償却費	528	691	1,219	-	-	1,131	-	-	-7.2%

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

売上高について同社は、旧トレックスグループが前期比 8.0%増収、フェニテック社がほぼ横ばいの貢献と想定している（図表 13）。

旧トレックスグループについては、前期に低迷したアジアの回復を見込み、各地セグメントともに前期比増収を予想している。製品別には

【 図表 13 】 売上高の会社別内訳

(単位:百万円)

項目/決算期	16/3期	17/3期	前期比	18/3期CE	前期比
売上高合計	10,621	21,559	103.0%	22,300	3.4%
旧トレックスグループ	10,621	10,181	-4.1%	11,000	8.0%
フェニテック社	-	11,378	-	11,300	-0.7%

(出所)トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

産業機器、車載機器向けなどで DC/DC やモジュール製品の拡大を見込む。

DC/DC や、DC/DC とコイルを一体化したモジュール (XCL シリーズ、その他に分類) 等の伸長を見込んでいる (図表 14)。

アプリケーション別には、重点 3 分野のほか、ディスプレイを搭載したスマートカードに用いられる超低背設計の VD をはじめとする電源 IC (ウェアラブル機器向け) の拡販を狙っている。また、PC や AV 機器関連については低調に推移すると想定している。

【図表 14】旧トレックスグループの販売見通し (単位:百万円)

決算期/項目	16/3期	構成比	17/3期	構成比	18/3期CE	構成比	前期比
旧トレックスグループ売上高	10,621	100.0%	10,181	100.0%	11,000	100.0%	8.0%
日本	4,429	41.7%	4,489	44.1%	4,600	41.8%	2.5%
アジア	3,797	35.7%	3,198	31.4%	3,600	32.7%	12.6%
欧州	1,575	14.8%	1,471	14.4%	1,700	15.5%	15.6%
北米	818	7.7%	1,022	10.0%	1,100	10.0%	7.6%
製品別内訳							
VR	5,094	48.0%	4,872	47.9%	4,760	43.3%	-2.3%
VD	1,641	15.5%	1,564	15.4%	1,610	14.6%	2.9%
DC/DC	2,694	25.4%	2,997	29.4%	3,520	32.0%	17.5%
その他	1,191	11.2%	747	7.3%	1,110	10.1%	48.6%
アプリケーション別内訳							
産業機器	2,917	27.5%	3,444	33.8%	3,820	34.7%	10.9%
車載機器	1,428	13.4%	1,608	15.8%	1,750	15.9%	8.8%
医療機器	96	0.9%	106	1.0%	150	1.4%	41.5%
ウェアラブル機器	120	1.1%	197	1.9%	630	5.7%	219.8%
その他	6,054	57.0%	4,824	47.4%	4,650	42.3%	-3.6%

(注) CE は会社予想、想地域別売上高はデザイン・イン・ベース
(出所) トレックス・セミコンダクター決算短信、説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

フェニテック社は産業機器、車載向けが堅調も、下期に後退を懸念。

フェニテック社単体の地域別販売見通しについては、同社単体を含む日本 (前期比 5.9%増)、北米 (同 6.9%増) の伸長を見込む一方、アジア (同 12.4%減)、欧州 (同 12.1%減) については厳しいと想定している (図表 15)。

17/3 期下期に回復した受注レベルが日本及び北米の産業機器、車載機器向けを中心に 18/3 期上期までは維持される見通しであるが、下期に

【図表 15】フェニテックス社の販売見通し (単位:百万円)

決算期/項目	17/3期	構成比	18/3期CE	構成比	前期比
フェニテックス社売上高	12,850	100.0%	13,080	100.0%	1.8%
連結貢献額	11,378	-	11,000	-	-3.3%
日本	4,690	36.5%	4,970	38.0%	5.9%
アジア	3,140	24.4%	2,750	21.0%	-12.4%
欧州	630	4.9%	550	4.2%	-12.1%
北米	4,390	34.2%	4,810	36.8%	9.6%
アプリケーション別内訳					
産業機器	2,510	19.5%	3,060	23.4%	21.9%
車載機器	3,190	24.8%	3,270	25.0%	2.5%
医療機器	330	2.6%	380	2.9%	15.2%
その他	6,820	53.1%	6,370	48.7%	-6.7%

(注) CE は会社予想
(出所) トレックス・セミコンダクター決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

旧トレックスグループは増益に転じるが、フェニテック社は厳しい見通し。

同社の予想は概ね妥当と判断、フェニテック社の操業度改善が注目点。

会社計画の 19/3 期売上高 230 億円、営業利益 20 億円は達成可能と判断。

ついて民生機器向けが少ないアジアの顧客からの購入予測情報が得られておらず、慎重な見通しを立てたとしている。

営業利益について、旧トレックスグループとフェニテック社の貢献度合いを数値で表す想定開示はない。旧トレックスグループについては増収効果による増益貢献を見込んでいる。

フェニテック社については下期に受注減から減益になる可能性を示唆している。岡山の主力 2 工場は十分収益を上げているが、鹿児島工場はまだ水面下にある。同社の新製品の製造委託を含む顧客開拓による早期稼働率引き上げを目指す、工場単体の黒字転換は 19/3 期以降としている。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターは同社の 18/3 期業績について、売上高 22,500 百万円（前期比 4.4%増）、営業利益 1,500 百万円（同 19.9%増）、経常利益 1,400 百万円（同 54.7%増）、当期純利益 800 百万円（同 72.7%減）と予想する。

同社の業績見通しは概ね妥当と当センターは判断している。その上で、同社の想定懸念するフェニテック社の期後半の受注失速について、当センターは WSTS の見通しに基づいて楽観的に捉えたことから、同社計画を上回る売上高及び利益予想とした。フェニテック社の貢献は売上高で 115 億円と 17/3 期を上回り、営業利益の貢献額も増加すると想定した（図表 15）。ア) 旧トレックスグループの国内事業について、前期まで開発してきた新製品の採用が着実に進展し、同社の想定を上回る可能性があると考えた

◆ 中期業績見通し

同社の中期経営ビジョンの数値目標は、19/3 期売上高 230 億円、営業利益 20 億円、当期純利益 12 億円、ROE8%である。フェニテック社を加えたグループ全体で、重点分野への営業、製品開発、品質保証を含むサポートに係る人的資源の集中投下等を通じて、目標達成を図る意向である。

当センターは、同社の方針を踏まえ、以下のような想定で 20/3 期までの同社の連結業績予想を行った（図表 15）。当センターの 19/3 期予想売上高は 235 億円（当センター18/3 期予想比 4.4%増）、営業利益は 20 億円（同 33.3% 増）で、同社の定量目標達成は可能と考えた。

1) 為替レートについては、足元の 1 米ドル=110 円から大きく動かず、同社の収益に大きな影響はないと想定した。営業外収支はフェニテック社買収により有利子負債が存在することを踏まえ、1 億円の支払超過で据え置いた。

2) 売上高については 20/3 期までの 3 年間の平均成長率を 4.5%と予想

当センターは 20/3 期までの営業利益の3年平均成長率を24%と予想。

した。このうち旧トレックスグループが同7.4%、フェニテック社の貢献分については1.8%とした。フェニテック社の貢献が低く見えるのは、同社向けの供給増分が内部取引として消去されるためである。

3) 営業利益については、20/3 期までの3年間の成長率を年平均24.3%と予想した。同社グループは重点分野攻略のための施策やフェニテック買収によるシナジー発揮の結果、着実に増収増益基調を辿ると考えた。フェニテック社については、19/3 期に鹿児島工場の稼働率が上がり、相応の利益貢献をするものと想定した。

【 図表 14 】 トレックス・セミコンダクターの中期業績予想モデル

(単位:百万円)

項目/決算期	15/3 実績	16/3 実績	17/3 実績	18/3 CE	18/3 E	19/3 E	20/3 E
売上高	9,971	10,621	21,559	22,300	22,500	23,500	24,600
(前期比)	6.2%	6.5%	103.0%	3.4%	4.4%	4.4%	4.7%
旧 ト レ ッ ク ス G							
日本	4,274	4,429	4,489	4,600	4,600	4,700	4,900
(前期比)	0.4%	3.6%	1.4%	2.5%	2.5%	2.2%	4.3%
アジア	3,360	3,797	3,198	3,600	3,600	4,000	4,500
(前期比)	10.9%	13.0%	-15.8%	12.6%	12.6%	11.1%	12.5%
欧州	1,546	1,575	1,471	1,700	1,700	1,800	1,900
(前期比)	12.9%	1.9%	-6.6%	15.6%	15.6%	5.9%	5.6%
北米	789	818	1,022	1,100	1,100	1,200	1,300
(前期比)	7.9%	3.7%	24.9%	7.6%	7.6%	9.1%	8.3%
小計	9,971	10,621	10,181	11,000	11,000	11,700	12,600
(前期比)	6.2%	6.5%	-4.1%	8.0%	8.0%	6.4%	7.7%
フェニテック社貢献	—	—	11,378	11,300	11,500	11,800	12,000
(前期比)	—	—	—	-0.7%	1.1%	2.6%	1.7%
売上総利益	4,822	5,063	5,900	6,200	6,300	7,000	7,700
(前期比増減率)	11.2%	5.0%	16.5%	5.1%	6.8%	11.1%	10.0%
(対売上高比)	48.4%	47.7%	27.4%	27.8%	28.0%	29.8%	31.3%
販管費	3,471	3,923	4,649	4,800	4,800	5,000	5,200
(前期比)	18.8%	13.0%	18.5%	3.2%	3.2%	4.2%	4.0%
(対売上高比)	34.8%	36.9%	21.6%	21.5%	21.3%	21.3%	21.1%
営業利益	1,350	1,139	1,251	1,400	1,500	2,000	2,400
(前期比)	-4.5%	-15.6%	9.8%	11.9%	19.9%	33.3%	20.0%
(対売上高比)	13.3%	10.7%	5.8%	6.3%	6.7%	8.5%	9.8%
旧トレックスG	1,350	1,139	680	—	900	1,150	1,450
(前期比)	-4.5%	-15.6%	-40.3%	—	32.4%	27.8%	26.1%
(対売上高比)	13.5%	10.7%	6.7%	—	8.2%	9.8%	11.5%
フェニテック社貢献	—	—	571	—	600	850	950
(前期比)	—	—	—	—	5.1%	41.7%	11.8%
(対売上高比)	—	—	5.0%	—	5.2%	7.2%	7.9%
経常利益	1,678	970	905	1,300	1,400	1,900	2,300
(前期比)	25.4%	-42.2%	-6.7%	43.5%	54.7%	35.7%	21.1%
当期純利益	1,247	580	2,930	750	800	1,200	1,450
(前期比)	-8.1%	-53.5%	404.9%	-74.4%	-72.7%	50.0%	20.8%

(注) CEは会社計画、Eは証券リサーチセンター予想、海外売上高はデザイン・イン・ベース(出所)証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

配当性向と株主資本配当率に目標掲げ、株主還元に向きである。

フェニテック社のグループ入りで、業績変動リスクが高まった。

◆ 株主への利益還元

同社は株主への利益還元を経営上の重要課題と認識しており、戦略的投資による成長力の向上を図りつつ、経営環境や中長期の業績及びROEの水準を踏まえた配当の実施を基本方針としている。

配当の目標として、業績の反映を意図する配当性向 20%以上、安定的かつ継続的な利益還元の拡充を目的とする株主資本配当率 3%程度の二つを掲げている。

17/3期の1株当たり配当金は年32円(第2四半期末16円)、配当性向は10.7%、株主資本配当率は2.7%(期末自己資本基準)であった。18/3期の配当金について同社は前期比変わらずの32円を予想している。

当センターは、自らの業績予想及び目標株主資本配当率3%に基づき、1株当たり配当金について18/3期32円、19/3期36円、20/3期40円と予想する。

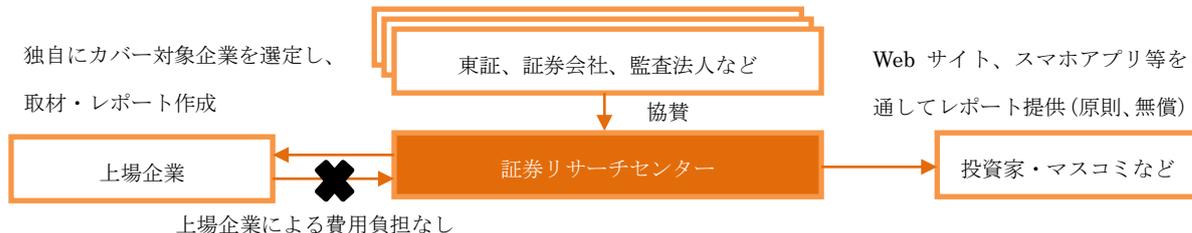
◆ リスク要因

電源用ICは基本的にライフサイクルが長いこと、モデルチェンジが頻繁でアジア新興企業との競争が激しい携帯電話やテレビ等の需要分野から産業機器や車載機器に同社が軸足を移行しつつあること等から、同社の業績は、売上高の成長力こそ高くないものの、半導体メーカーとしては比較的安定していると考えられてきた。

しかしフェニテック社をグループに取り込んだことで、差別化に繋がる独自のプロセス技術開発の機会獲得や製品供給安定性といったメリットと引き換えに、ファンドリーの需給調整弁の役割も抱えることになった。当センターでは、ファンドリー子会社のマネジメント能力や四半期毎の業績に十分な留意が必要と考える。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

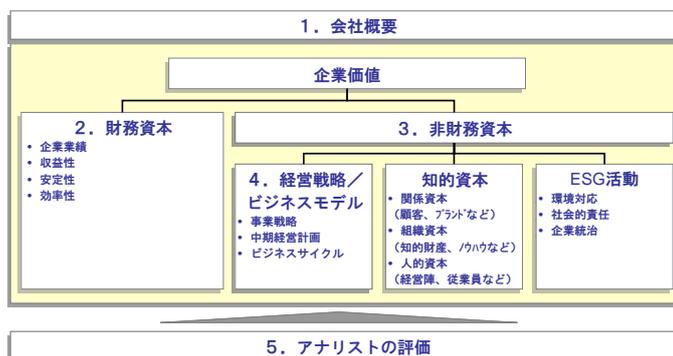
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。