

## 7213 レシップホールディングス

### ～バスの AFC (運賃システム)、TMS (運行管理システム) で海外市場を開拓～

2015年8月27日

東証1部

#### ポイント

・今2016年3月期は、米国でのバス用 AFC (運賃システム) の納入が順調に進展するかどうかは鍵である。遅れていたシステム対応へ人材の追加投入も図っているため、コストは嵩んでいる。米国での実績作りという点で、この2件を仕上げる必要がある。順調に行けば、次の受注に結びつこう。シンガポールの TMS (運行管理システム) は初の納入後、しっかり稼働している。継続的な仕事も入ってくるので、収益性は改善してこよう。また、NEC と連携して、バスシステムの新しい受注がインドで取れ始めている。

・バスの高機能化が進もうとしている。海外でも、日本のシステムが注目されている。当社は、バスの自動運賃収受システム (AFC、いわゆる運賃箱) で、国内シェア 55% を有する。市場開拓に努めてきた米国で、新規受注の納入が始まっている。東京都交通局の都バスでも、新型運賃箱の新規納入を果たした。TMS については、シンガポールに続き、国内では名古屋市交通局から初受注した。新規案件は当初の採算は低いが、メンテナンスも含めていずれ収益化が見込めるので有望である。今後はインバウンド対応の需要も拡大しよう。

・AFC と TMS のグローバル展開に当たって、2つの海外の会社を傘下に入れた。AFC では、日本の C 方式 (ソニー方式) とは別に、欧米で主流となっている A、B 方式を得意とするスウェーデンのアーカンシア社を 2013 年に買収した。これによって、欧米市場への参入が本格化でき、中南米への展開も始まっている。TMS では、スロベニアの会社に資本参加した。ここの開発技術を活かして、シンガポール、日本での受注に結び付けている。

・事業の特性上、売上、利益は 4Q に大きく上がってくる。公共システムの仕事が多いので、上期は赤字で、下期に大幅黒字となる。2015 年 3 月期は、ケータイ用の通信基地用無停電電源装置が好調で、国内の OBC (オンバスコンピュータ) 液晶運賃表示装置も寄与し、海外の赤字をカバーした。しかし、今 2016 年 3 月期は、国内需要は前期に比べ案件が少なく、海外の赤字はもう 1 年続くので、業績は大幅に低下しよう。

・しかし、ここがボトムであり、2017 年 3 月期から業績は好転しよう。米国市場の開拓が進めば、業績はターンアラウンドしてくる。経常利益で 10 億円、ROE で 8% を超える力は有しているので、来期の回復スピードとその水準に注目したい。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 目次

1. 特色 情報処理(非接触 IC カード利用)、電力変換(電源)、光(LED)が得意
2. 強み バスの運賃収受システムで国内シェア 5 割を有するトップメーカー
3. 中期経営計画 AFC(運賃収受システム)、TMS(運行管理システム)で海外市場を開拓
4. 当面の業績 海外への先行投資が 2 年遅れる中で、基地局用非常電源装置が支え
5. 企業評価 米国での受注案件の仕上がり注目

## 企業レーティング C

株価(15年8月27日) 873円 時価総額 114億円(10.93百万株)

PBR 2.27倍 ROE 1.8% PER 128.4倍 配当利回り 1.0%

(百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2007.3	17572	1189	1191	668	52.4	7.5
2008.3	18511	1232	1208	686	53.7	8.5
2009.3	16933	1070	1104	521	43.3	8.5
2010.3	13585	29	64	41	3.3	7.5
2011.3	12551	121	154	46	3.7	6.25
2012.3	13059	493	514	132	10.4	7.5
2013.3	13480	477	526	292	23.4	7.5
2014.3	14157	151	164	-98	-9.1	8.5
2015.3	20215	603	779	227	20.8	8.5
2016.3(予)	17300	300	300	75	6.8	8.5
2017.3(予)	17000	600	600	250	22.8	8.5

(15.6 ベース)

総資産 11716百万円 純資産 4218百万円 自己資本比率 36.0%

BPS 383.9円

(注) ROE、PER、配当利回りは今期予想ベース。2005年11月に1:10、2014年4月に1:2の株式分割を実施。それ以前のEPS、配当は修正ベース。2014.3期の業績は過年度修正。

担当アナリスト 鈴木行生

(日本ベル投資研究所 主席アナリスト)

企業レーティングの定義：当該企業の、①経営者の経営力、②事業の成長力・持続力、③業績下方修正の可能性、という点から定性評価している。A：良好である、B：一定の努力を要する、C：相当の改善を要する、D：極めて厳しい局面にある、という4段階で示す。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## 1. 特色 情報処理(非接触 IC カード利用)、電力変換(電源)、光(LED)が得意

### バス用電装機器のトータルサプライヤー、ニッチトップを指向

当社は国内唯一のバス用電装機器のトータルサプライヤーである。国内で5.65万台の路線バスが走っているが、その中で当社製品のシェアは55%である。

1953年に岐阜で設立され、本巣市に本社を置く。2013年に創業60周年を迎えた。ホールディング体制となって5年目である。杉本眞社長は4代目の社長で、創業者である天野眞徹氏の娘婿である。グループの社員数は現在486名(うち海外27名)、2005年にジャスダックに上場した後、2007年に東証2部に指定替え、そして、2014年2月に東証1部、名証1部となった。

杉本社長は商社の丸紅で働いた後、当社に入ってから23年、うち21年間社長を務めている。現在創業一族との資本関係は薄くなっており、杉本社長の持株比率も2.99%と高くない。中川監査役(非常勤)が創業関係の一員であるが、後は社内に創業家の人々はいない。

### 小型変圧器からスタートし、バスの運賃箱に発展

輸送用機器、サイン&ディスプレイ、産業機器の3つのセグメントで事業を展開してきたが、2015年3月期からはサイン&ディスプレイを産業機器に統合して、2つのセグメントとした。当社はバス向けを主力とするが、ニッチトップの地位を確保することが経営方針であり、実際シェアの高いものが多い。輸送用機器では、バスのAFC(運賃収受システム)やTMS(運行管理システム)を主力とし、バスについてはこの分野でトップの電装品サプライヤーである。

産業機器は、バッテリーフォークリフト用の電源や屋外用無停電用の電源を手掛けている。また、プリント配線基板も得意とし、10ラインで実装を行っている。サイン&ディスプレイ(S&D)は創業以来の事業であった。その中のネオン変圧器は、1980年代をピークに今は20分の1まで落ち込んだ。これに代わって伸ばしてきたLEDや蛍光型LEDも屋内用は競争が激しいので撤退した。屋外の産業用にシフトしている。

当社の前身は1948年(昭和23年)に、小型変圧器の製作からスタートした。それから、ネオンサイン用の変圧器、バス用蛍光灯、バス用運賃箱、バッテリーフォークリフト用マイコン式充電器、列車用蛍光灯、非接触ICカードシステム、LED電源へと発展させた。

セグメントの1つは輸送用機器で、売上高の61%を占める。その内訳はバス用78%、鉄道用15%、自動車用7%である。2つ目は、産業機器で、S&D(サイン&ディスプレイ)を含めて売上高の38%を占める。最近では、ケータイ用の基地局用非常電源が伸びている。

当社の事業ドメイン(領域)は社名の頭文字(LECI、P、IP)にそのまま表わされている。L(光、Lighting)、EC(電力変換、Electric power Conversion)、IP(情報処理、Information Processing)の3つの分野である。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

現在主力のバスの運賃収受システム（運賃箱）は、ネオンサインがバスの蛍光表示に応用され、その過程で運賃箱の開発に発展していった。産業機器は充電器やバックアップ電源をビジネスにしており、変圧器やLED電源も取り扱っている。

当社はもともとネオンサインの変圧器からスタートした。ネオンサインを光らせるには100Vの電圧を1万Vにまで上げる必要がある。その変圧器を製造してきた。かつてはここが稼ぎ頭であったが、かつてのネオンサインは別の大型ディスプレイに代わってきた。この変圧器の技術を生かして、産業用フォークリフトの充電器や通信機器のバックアップ電源に応用分野を広げてきた。

レシップHDの事業セグメント

(百万円、%)

	売上高			セグメント利益			主な事業内容
	2014.3	2015.3	(構成比)	2014.3	2015.3	(利益率)	
輸送機器事業	9313	12416	61.4 (65.8)	96	-201	-1.6 (1.0)	AFC(自動車運賃収受システム)、TMS(運行管理システム)
バス用	6912	9760					運賃箱、ICカードシステム、液晶表示
鉄道用	1402	1829					LED灯具、ICカードシステム
自動車用	998	826					LED灯具
産業機器事業	4799	7754	38.4 (33.9)	114	866	11.2 (2.4)	自家発自動運転装置、自動車電装用基板、産業用インバータ基板
電源	2283	5495					バッテリーフォークリフト用充電器、PHS基地局用電源
エコ・高電圧	893	791					LED照明用電源、ネオン変圧器
EMS	1622	1467					プリント基板の実装
その他	44	44	0.2 (0.3)	-1	3	7.0 (-3.0)	
合計	14157	20215	100.0 (100.0)	209	791	3.3 (1.5)	

(注) 利益率は売上高比。カッコ内は2014.3期。2015年3月期よりS&D(サイン&ディスプレイ)事業は産業機器事業に統合。

### バスの運賃収受システムがコアとなる

当社の歴史を振り返ると、いくつかの節目があった。創業者の天野氏は、戦後の電力不足の中で、ネオンサインの変圧器（トランス）を開発した。文学部出身ながら、町の発明家といった感じで自分の家の敷地の中で、トランスを作っていた。

2つ目は、岐阜県のはずれにある各務原市(かがみがはらし)に川重(川崎重工)の工場があった。今はロケットなどを作っているが、当時は川重のバスの架装組み立て部門があった。そこで1960年頃にバス用灯光のための電源に参入した。川重のバス事業は、その後いすゞに移管されていった。

3つ目は、1974年にバスの運賃表示を仕事とするようになった。当時は比較的シンプルなものであったが、バスのワンマン化で運賃箱が必要となっていた。

4つ目は、1983年シンガポールの国際入札に参加して、磁気カード式の運賃システムを受注した。当時は、バスの蛍光灯が中心で、磁気カードは日本でも手掛けていないものであったが、創業者の意気込みで、受注に成功した。この案件は、その後の円安もあって利益も出た。その後、神奈川中央交通が平塚で日本初の磁気式バスカードを導入し、そこ

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

に当社が選定された。

5つ目は、ICカードの展開である。2004年頃から開発を始めて、2007年3月にパスモがバスでも利用できるようになった。これで市場は大きく広がった。

### 基幹部品の回路基板はレシップ電子で内製

子会社のレシップ電子は当社グループの基板を作っている。バスの運賃箱をはじめ、機器のコントロールには電子回路が必須である。このハードウェアは社内で作るとの方針をとってきた。社内ユースが基本であるが、それだけでは仕事に繁閑がでる。そこでリソースの活用という点も含めて、社外の仕事も必要に応じてこなしている。

### 海外グループ企業も強化

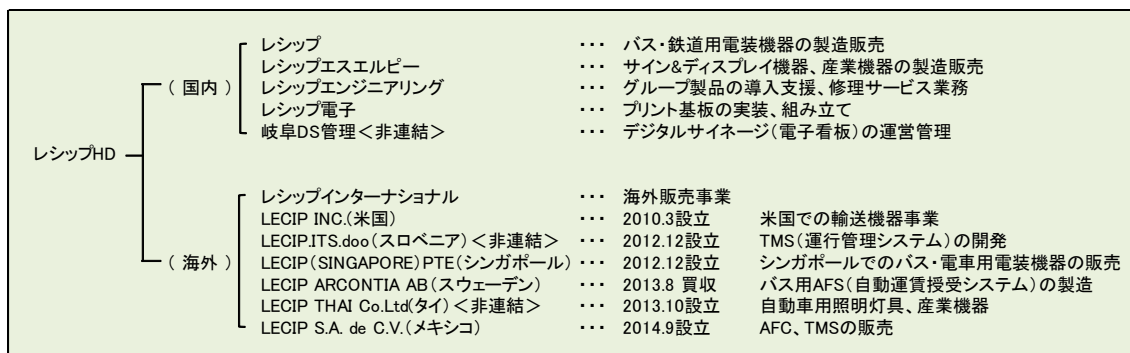
連結子会社は、2013年8月にスウェーデンの会社(ARC)を買収し、8社となった。同10月にタイに現地法人を設立し、2014年9月にはメキシコに販売会社を設置した。いずれ連結に入ってくる。この他に非連結の会社が8社あり、その中で、スロベニアにあるLECIP ITSには14%ほど出資している。

当社はスウェーデンの交通システム機器開発会社であるアーカンシア(ARC)社を約8億円で買収した、アーカンシアはバス料金を徴収する非接触型ICカードの読み取り機を開発している。年商5億円ほどであった。

LECIP ITS(スロベニア)は、BMS(バスマネジメントシステム)の開発に強い技術者がいるユニークな企業である。当社は14%出資し、現地の技術者社長が29%ほど出資している。

また、2013年タイに自動車照明灯具、産業機器を販売する合併会社を設立した。トラック用のLEDランプや荷室灯、フォークリフト用充電器に需要拡大が見込めるので、その需要を取り込もうとしている。

レシップHDの組織体制



### 国内市場が一巡後、海外市場の開拓に入った

6年前から、ICカードの特需がなくなった後の次のビジネスを探してきた。中期計画で

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

は年商 200 億円を目指しているが、その方策は 2 つある。1 つは、新商品の展開であり、もう 1 つは海外における新マーケットの開拓である。

国内の運賃箱の代替サイクルは通常 10~15 年であるが、2004 年~08 年に IC カード対応の特需があった。その分野の売上高はその時 45 億円ほどあったが、現在 IC カード対応の運賃箱の売上は年間 15 億円前後である。

運賃箱の大きな技術革新は一巡している。現金から磁気カード、磁気カードから IC カードへと変化した。スマホで決済できるという仕組みは IC カードと同じ原理なので、大きな変化とはならない。

海外については、9 年前から力を入れてきた。国内が IC カードの特需で盛り上がっているところに、海外市場の開拓に向かった。バスについて国内市場は成熟であるが、海外の成長余地は大きい。バスの市場が伸びる地域は、途上国を中心に多い。先進国でも、運賃システムを高度化して、効率化を図りたいというニーズは高い。その市場開拓を目指した。

米国は 5 年前に現地法人を作り、2012 年に初めてシステム受注に成功した。2014 年 3 月期から一部納入が始まった。シンガポールにはバス会社が 2 社あるが、その運賃箱はいずれも当社製だ。シンガポールには 30 年前から参入しており、シェア 100%をとっている。

## 実績づくりで苦勞

米国進出は 2006 年に FS (フィージビリティ・スタディ) をスタートさせ、2008 年の展示会 (3 年に 1 回) に参加した。AFC の評価は高く、手応えを感じた。米国のバス運賃箱は硬貨を 1 枚ずつ入れて認識していくが、当社製は 7~8 枚を同時に入れても正確にカウントする。2010 年にシカゴに会社をつくって、2012 年に初受注した。

米国の地域路線バスは、100%公共機関がマネジメントしている。入札は、①価格、②技術、③納入実績で決まるが、技術力をリード役に、受注を獲得した。その案件の納入が始まったので、実績をあげれば加点されるので、入札は有利となろう。

米国市場では、米国の GFI 社がバス運賃システムでシェア 8 割を握っている。他にドイツの企業などがある。入札で勝つには、技術、実績、価格の 3 つが重要であるが、これまで当社は、実績がなかったので、この評価点が不利に働いていた。

## 2. 強み バスの運賃收受システムで国内シェア 5 割を有するトップメーカー

### 運賃箱でシェア 55%

当社は、バスや鉄道用のワンマンシステム機器、車載用の照明機器、屋外用の電源機器など、ニッチな分野に特化している。技術的には、①通信、制御、表示に関わるシステム技術 (磁気非接触 IC カード、液晶式運賃表示の OBC-VISION)、②車載用蛍光器具に関わる

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

高周波インバータ技術、③ネオン変圧器に関わる乾式高圧絶縁技術、④バッテリー式フォークリフト用の充電器に関わる直流制御技術、⑤高速チップマウンターに関わるプリント基板精密実装技術、などをコアコンピタンスとして得意にしている。

バス用運賃箱では国内シェア 55% (2014 年度総搭載台数シェア) を有する。業界では、小田原機器とシェアを争うが、近年は差を拡げている。鉄道の改札システムでは、オムロン、東芝、日本信号が強い。当社が同じ分野で参入できる余地はない。逆にバスの運賃收受システムについては、ニッチな分野であり、大手が参入するほどの分野でもないので、当社の強みが生きている。

主要商品の国内シェア

		(%)		
		2010.3	2014.3	2015.3
車両機器	バス			
	運賃箱	48.9	52.5	54.7
	ICカードシステム	52.2	58.3	60.3
	液晶表示機器	69.9	69.4	72.4
	LED行き先表示機器	42.3	40.9	41.7
	鉄道			
	運賃箱	91.3	91.2	91.2
車両用蛍光具	34.8	19.4	16.4	
自動車				
	トラック用蛍光具	83.9	84.8	85.5
産業機器	S&D			
	巻き線式ネオン変圧器	65.0	95.3	98.2
	産業機器			
	バッテリーフォークリフト用充電器	59.5	56.3	57.9

(注)5年前と前年度との比較。

### 岐阜の本社工場

岐阜の本社工場では、バスの運賃箱を月に 100~300 台ほど作っている。1 台 100 万円前後である。バス 1 台は 3000 万円であるから、その装備品としては高額である。バスの運賃箱は、当社と小田原機器で市場を二分する。かつて、NEC ホームエレクトロニクスや東芝も手掛けていたが、いずれも 10 年近く前に撤退した。

当社の強みは、1) 大手が撤退する中で、ニッチ市場でトップを握った、2) 顧客のニーズにきめ細かく対応する、3) アフターサービスがよい、4) 直販である、という点にある。小田原機器は代理店販売で、ニーズ対応力も相対的に低い。現在、当社のシェアは 55%、小田原機器は 40%強というところである。これを将来は 70~80%にもっていこうと狙っている。

### 3. 中期経営計画 AFC(運賃收受システム)、TMS(運行管理システム)で海外市場を開拓

中期 3 ヶ年計画で、売上高 200 億円、経常利益 12 億円、海外売上比率 20%を目指す

当社の基本戦略はニッチトップを狙っていくことにある。2013 年 3 月期は売上高 135 億

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

円、営業利益 5 億円、海外売上比率 3%であった。これに対して、中期計画は海外の AFC、TMS と国内の TMS を伸ばす方針をとった。

当社は、目標とする経営指標(KPI)として、売上高経常利益率の向上を掲げており、これを 10%以上にすることを目指している。因みに 2013 年 3 月期は 3.9%であった。また、過去最高の業績を達成した 2008 年 3 月期は同 6.5%であった。

前回の中期計画（2013 年 3 月期までの 3 カ年）CE2012 では、売上高 200 億円、経常利益を 20 億円に目標としたが、新規市場の開拓が進まず、円高要因もあり、全く届かなかった。その理由は、TMS をビジネスモデルとしてスタートさせるのが 3 年目となってしまったことや、米国の市場開拓が立ち上がらず的確なパートナー探しにも苦勞したことによる。

今回の中期計画では売上高 200 億円、営業利益 12 億円とした。米国の入札はこれまで実績がなかったので、技術力と価格で戦う必要があった。実績の評点がゼロなので、大きなハンディがあった。しかし、受注が 4 件とれた。実績評点がとれば、入札では有利になってこよう。

今回の中期計画は、AFC（自動運賃収受システム）、TMS（運行管理システム）、SLP（表示・照明・電源）の融合によって、プラスワンの価値を提供するという意味を込めて、「+1=2015」と名付けた。2016 年 3 月期で売上高 200 億円、経常利益 12 億円（同利益率 6%）の達成を目指した。海外売上比率を 20%に上げることがカギである。海外案件は、本来の利益率は悪くないので、軌道に乗れば収益的には十分稼げる事業である。

中期3カ年計画  
“+1=2015”（プラスワン2015）  
(億円、%)

	2013.3	2016.3(計画)
売上高	135	200
経常利益	5.3	12
海外売上比率	3.0	20.0
為替(円/ドル)	83.0	95.0
(円/元)	13.5	15.0

### 中期経営計画の 5 つの軸

中期計画の 1 つは、「TMS 事業を AFC 事業と並ぶ二つ目の柱にする」ことである。この点で、予想外の早い動きがあった。当初はまず 1 年がかりでスタンダードタイプを作り、そのシステムをベースに 2 年目からの受注を目指していたが、1 年目にシンガポールで 2 件、名古屋市交通局で 1 件受注が決まった。

まだ開発途上での受注となったので、スロベニアの開発チームにはかなりの負担がかかった。それが開発費用面でも先行負担となった。一方、これで実績ができたので、次のマーケティングがやりやすくなっている。

2 つ目の「次世代機器システムの商品企画と拡販」では、通信系のバックアップ電源や自

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



動車用のLEDの新製品で実績を上げている。

3つ目の「海外パートナーシップの強化と戦略商品の創造」では、スウェーデンのアーカンシア社（ARC）を買収した。それを活かして、中南米や欧州を攻めていく。また、スロベニアの会社にも資本参加したが、今後連携を一段と強化する体制にも持っていく方向だ。

4つ目の「国内外でのLED商品の拡販」では、一般用LEDの電源は大手との競合になるので、ここからは撤退し、当社の得意な屋外用など条件が厳しいところで使用する電源や交通系に特化することにした。

5つ目の「システム改善によるQCDの向上」では、工場における品質、生産性の向上に力を入れている。

### 発展途上国でのバス市場は有望

バスのAFCやTMSは途上国にとって有望である。大量輸送機関として地下鉄などができればよいが、十分でない場合も多い。マイカーが増えすぎても交通渋滞は酷くなる。バス専用道による利用可能性は高まっており、そこにおけるTMS（運行管理システム）の重要性は一段と高まってこよう。途上国における都市化の中で、交通システムのあり方が問われ、当社のビジネスチャンスは広がってこよう。

アベノミクスの中で、海外における都市交通システムに貢献するプロジェクトを拡大しようという方向も出ている。こうしたインフラ作りではバスの活用も増えてくるとみられる。当社は日本の方式（フェリカ方式、C方式）はもちろん、欧米で主流のA、B方式（レシップアーカンシア社）でも十分対応できる。運賃システム（AFC）や交通システム（TMS）でも、当社の出番は増えてこよう。

### AFCに関して米国で4件受注

米国の案件は、3つのステージで進行する。①AFCのシステムが要件通り動くことを確認する、②10台前後のバスで実際に動かしてみる。③全部のバスに適用する。これが順調に進めば問題ないが、最初のサンタモニカの案件では、サブコントラクターの開発力が不十分で十分な性能が出せずにてこずった。

米国でのICカードシステムは、日本のタイプCではなく、タイプA、Bである。そこで、スウェーデンのレシップ・アーカンシアを利用している。米国のシステムでは、位置情報のコントロールも運賃箱にやらせようとしている。その技術はカナダの会社からソフトウェアを購入した。また、センターサーバーのソフトはシリコンバレーから買う予定であった。この一連の開発が遅れてコスト増を招いている。

米国では、2014年7月に4件目の受注が獲得できた。アイオワ州のデモイン地域交通局の路線バス運賃収受システムである。金額は約4億円で、2017年に納入予定である。米国については、カリフォルニア州サンタモニカ市交通局、ケンタッキー州リバーシティ交通

局、ワシントン州クラーク郡交通局に続き 4 件目である。

当初の 3 件については、2015 年 3 月期の納入を予定していたが、システムの開発が遅れており、2 件は 2016 年 3 月期の納入となろう。ハードの生産については、バイアメリカンの部分も含めてほぼ対応できるようになったが、ソフトの開発については、米国の委託先から、日本とスロベニアに開発主体を移管し、開発力を強めている。これらの納入が完了すれば、その実績が評価されて、次の受注もさらに拡大できよう。

米国の運賃箱には、現地のニーズに合わせてながら、日本の運賃箱の機能の良さも取り入れられている。IC カードや回数券の磁気カードはもちろん、硬貨を一度に複数枚入れることもできるようにした。米国では硬貨は 1 枚ずつしか入れられなかったのが、利便性は上がる。一方、米国にはおつりが出るという習慣がないので、おつりが出る機能はいらない。

米国の運賃箱は、全米の各交通局で細かな仕様（スペック）が異なるとしても、全体の 7～8 割は共通化して使えるので、カスタマイズするウエイトは少なく済む。よって、米国において受注実績を積み上げてくれば、収益性は高まってこよう。

#### LECIPの海外展開

シンガポール	<ul style="list-style-type: none"><li>・路線バス5000台の市場(日本は5.8万台)</li><li>・運賃箱、発券機の当社シェア100%、30年以上の実績</li><li>・TMSの2件(3~4億円)を納入</li><li>・スロベニアのグループ企業(LECIP.ITS.d.o.o.)の開発力を活用</li></ul>
米国	<ul style="list-style-type: none"><li>・路線バス市場8.1万台</li><li>・2012年に日本企業として運賃箱を初めて落札し、2014年3月期より納入開始 カリフォルニア州サンタモニカ市交通局(受注額8.1百万ドル) ケンタッキー州リバティーシティ交通局(同4.1百万ドル) ワシントン州クラーク郡交通局(同3.2百万ドル) アイオワ州デモイン地域交通局(同3.5百万ドル)など計4件</li><li>・スウェーデンの子会社LECIP ARCONTIA ABを活用</li></ul>
欧州・中南米	<ul style="list-style-type: none"><li>・2013年8月に買収したARC(レシップアーカンシア)は、欧州、中南米を中心に30カ国で納入実績を有する</li><li>・欧州はスウェーデン本社から、中南米はメキシコ拠点(販社設立)を軸に活動</li></ul>

#### A、B方式を日本にも移入

スウェーデンのアーカンシア(社員10人)は、ICカードシステムへの対応も進めている。アーカンシアはバス用ICカードのソフト開発を行う。その後、実際の生産はアウトソーシングしていた。それを日本の生産技術で利用できるように連携を図っている。

日本のソフトウェア技術とはかなり違うので、現地から日本へ人材を派遣して共同で開発移管に力を入れている。実際の生産に当たっては、部品も異なるので、その対応も必要になっている。開発から生産までのノウハウを本社が持つことで、当社のグローバルビジネスの拡大に当たって、よりリーダーシップが発揮できるようになろうとしている。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## TMSを第2の柱に

TMSは、GPSでバスのロケーションを管理し、運行状況、安全確認、ナビゲーションへの応用など、サーバーにデータを蓄積し、ダイヤの見直しや運行の効率性アップに活かしていく。中期計画では、運賃箱以外に、TMS(Transit Management System、運行管理システム)の強化を挙げている。これはバスの位置情報管理システムである。

運賃箱を必要とする国内のバスは、5.65万台である。ここにAFC(オートメテッド・フェア・コレクション、自動運賃収受システム)が普及してきた。かつてのワンマン化、磁気化続き、ICカード化もかなり普及した。首都圏では65%がICカード化した。

そこで、2012年度より、公共交通の分野で新しい商品を伸ばすことにした。TMS(トランジット・マネジメント・システム)である。その開発リソースについては、スロベニアのチームと組んで展開している。

バスのロケーション(位置)を知る、バスの燃費を測る、ドライバーのパフォーマンスを記録する(急発進、急ブレーキの回数など)といった情報をやりとりする車載用の組み込みソフトを開発するというものである。

システム開発では、オンバスユニット(OBU)を開発した。バス情報をセンターのサーバーに送る仕組みである。1年かけて開発し、5件の受注がとれた。ハードの設計では、日本の設計陣が回路設計についてアドバイスしている。欧州の部品ではなく、日本製の部品を使って性能をあげようとしている。

### LECIPのTMS(Transit Management System)

- ・無線LANとクラウドサーバーを活用した、リアルタイムな情報伝達及び経営データの蓄積
- ・バス乗務員支援システム・・・位置情報と車載ソフトの連動による乗務員支援
  - \* 時刻表より早く発射すると警告音が鳴る
  - \* ルート間違い、通学路危険地点などを液晶画面にポップアップ表示
  - \* 運転実績データを記録し、ダイヤ改正や路線見直しに活用
- ・バスロケーションシステム・・・GPS機能を活用したバスの位置情報管理
  - \* 停留所へのバス到着時刻表示
  - \* ケータイで運行情報を検索
- ・デジタルサイネージ・・・バス内での電子看板、電子情報表示
  - \* 無線LANにより、車内でCM、ニュースをリアルタイムで更新
- ・データロガー・・・運行データの収集
  - \* 法定3要素(速度、時間、距離)、急ブレーキ・急発進・急ハンドル、アイドリングストップ、燃費、扉開閉などのデータ収集
  - \* これらのデータを乗務員教育や車両管理に活用

## TMSでシンガポールを攻める

TMSには、①GPSによるバスの位置情報を利用するロケーションシステム、②情報のやりとりを行うコミュニケーションシステム、③車両の状態を把握するフリートマネジメント

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

などがある。

シンガポールの TMS では、スロベニアの拠点を活用した。当社は、シンガポールのビジネスで 30 年の実績を有する。バス 4800 台に対して運賃箱のシェアは 100%である。シンガポールには 2 社のバス会社があるが、その水準は高い。政府は車を制限しており、公共交通機関の利便性向上に力を入れている。TMS についても新たな導入が本格化している。

シンガポールでは、運賃精算システム(AFC)で先行したが、バス運行管理システム(TMS)にも応札している。位置情報については、スロベニアの関係会社を活用する。彼らは、香港や中南米で実績をもっているため、十分通用する。

TMS ではシンガポールで 2 件、インドで 1 件、国内で 2 件の 5 つの案件が受注できた。シンガポールの 2 件は 3~4 億円のプロジェクトであった。この受注の意義は大きい。AFC (自動運賃收受システム) 事業と関連の深い TMS (運行管理システム) に事業領域を拡げることができた。また、TMS の開発を目的とする新会社をスロベニアに設立した。スロベニアの有能な人材との連携ができることになったことによる。

シンガポールの 2 件は、2015 年 3 月期に納入した。TMS の新規案件なので採算は低いが、次の案件に結び付いてくるので、今後の受注が期待できよう。

### シンガポールからアジアへ展開

シンガポールでは、国内の輸送をマイカーよりもバスにシフトさせる方針で、国内のバスの保有台数を現在の 4800 台から 6000 台に増やす計画である。よって、シンガポールでの次のビジネスも期待できる。

シンガポールの TMS は、①データの受け渡しを行うトランスミッターと、②エコドライブシステムである。2015 年 3 月期の下期からエンハースト(拡張)を随時行っており、収益に貢献している。

日本では、日立製作所や川崎重工など、大手の企業が海外の社会システム、交通システムについて、受注獲得に動いている。バスや車両で当社にもビジネスチャンスが出てくるので、もう一段準備していく必要がある。

シンガポールの TMS はシステム納入後、保守サービスの需要が 8 年間見込める。また、そのシステムの拡張案件は随時出てくる。バスの保有台数も増えてくるので、TMS のハードの数も増えてくる。よって、順調に推進しよう。

また、シンガポールをベースに、インドでの受注にも成功した。そのほか、香港やオーストリアでも TMS の試験運行を行っている。

### スロベニアのレシップ ITS が貢献

スロベニアにあるレシップ ITS (社員 4 人) は、TMS の開発拠点として貢献している。外部の人材を活用しながら、コアメンバーを軸にバスの運行システムで実績を上げている。

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

この分野のマネジメント人材も強化している。スロベニアの子会社は、TMSの開発でリード役にもなっており、シンガポールの案件、名古屋の案件などでも、実績を上げている。スロベニアのレシップ ITS では、人材をアウトソーシングしながら、当社のニーズに合った開発に貢献している。日本サイドも、開発の進行に当たってコントロールは十分きかせている。

### タイに販売拠点を設置

タイの取扱社は、日系のフォークリフトメーカー、バス・トラックメーカーに納入を始めている。2013年10月にタイに販売拠点を作った。タイはもちろん東南アジア向けのハブとする方針である。フォークリフト用やトラック用で伸ばす。なお、生産は中国に委託していたが、現在は日本に移管しており、今後は東南アジアへシフトさせる方向である。

タイはかつて米国向けネオン変圧器の生産拠点として20年間事業を行った経験を有する。かつてネオンサイン用のトランス（変圧器）の工場を設置し、米国などにも輸出していたが、6年前に工場を閉めた。銅の市況高騰で採算が合わなくなったことによる。また、ネオンは電気を食うのでLEDに代替していった。

しかし、今回タイに販社をつくったのは、需要が拡大している自動車機器・産業機器分野への参入を図るためである。まだ非連結であるが、いずれコアの拠点となてこよう。

### メキシコにも販売拠点を置く

メキシコの取扱社は1件案件がとれている。このほかに、日産自動車はニューヨークのタクシーの表示装置について一括受注に成功した。この車の生産をメキシコ日産で行う。ついで、この表示装置に関連して、当社に仕事が入ってこよう。

この取扱社は2014年9月に設立された。LECIP S.A. de C.V.（レシップメキシコ）はAFC、TMSの販売会社である。スウェーデンのアーカンシアを買収した時、アーカンシアは中南米でもビジネスの実績を持っており、メキシコにも小さな拠点を置いていた。そこを活用する形で、今回正式に当社の拠点を設置することにした。メキシコはバス大国であり、中南米への展開も期待できよう。

### 新機能の運賃箱 ～ 当初は開発費がかかるがいずれ収益化

前期に納入した東京都交通局の都バスの運賃箱は新しい機能を持ったものである。都営地下鉄にも使える一日共通券などがバスの運賃箱で発行できる。多機能なバス運賃システムを実現できるようにしたので、今後このシステムの応用を拡げていくことが可能である。

今後、都バスの次の入札や他のバス会社への応用などによって、収益を稼ぐことができるようになる。最初の案件は開発費もかかって採算に合わなかったが、この次以降の案件でビジネス化していくという考えである。実際、2015年3月期の上期は、この案件が売

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

上計上となり、それが赤字幅拡大の一因となった。

### インバウンド(来日観光客)と東京オリンピックに期待

東京都交通局の都バス用運賃箱の受注は、長年のコンペティターに勝って新規参入できたものである。中期的には2020年の東京オリンピックに向けて、都市交通の整備が進むので、当社のバスシステムにもチャンスが広がってこよう。

国内の既存分野では2年半先を読んで、ビジネスを進めている。コアビジネスのAFCでは、東京都交通局の仕事を取ったので、東京23区のバスシステムは、私営も含め全て当社製になってくる。2007年にパスモがスタートした。10年使うとして、2018年から更新期に入る。このあたりから内需が盛り上がってくると期待できる。

インバウンドの需要も出ている。バスの表示器について、日、英、中、韓の4カ国語で対応するニーズが増えている。オリンピック向けの需要も今後出てこよう。当社は、これに対応するハード、ソフトの両面を自社で作ることが出来る。

### 国内案件は次第に盛り上がる

日本の高機能運賃箱は、現金やカードで1日利用券が購入出来るという優れモノである。観光客が増えてくると、1日券のニーズは高まる。これをバスに乗る時に自動で買えるというのは便利である。

主力のバスAFCは2~3年先を見ながら受注していく。よって、1年先の仕事量は概ね見えているのが基本である。こなれたビジネスであれば、採算も読めるので問題ない。

課題は新規ビジネスを受注する時には、受注をとるために価格が安くなる場合がある。さらに、スペックに合わせる開発で当初よりもコストがかかる場合がある。これで採算が低下するが、2~3年を経てリピート受注が入るようになると、収益性も安定してくる。その意味でまだ投資期にある。

TMSの国内展開については、すでに2件受注しているが、国内のチームも中途採用で、人材を強化している。スロベニアチームと日本チームの連携をよくして、一定の成果が上げられるように持っていく方向である。名古屋のバスの案件は5年で5億円のプロジェクトで、まずは1億円の基本案件を終了させた。海外で試作生産は行うが、今後は国内で基板の生産を行うべく準備している。TMSについては、シンガポールでの実績をベースに周辺地域での拡販に努めており、国内でも3つ目の受注がとれそうである。

AFCはICカードのみであれば、さほどのメンテナンス(保守)は必要でないが、一日券や定期券などで、磁気カードを使うようであると、メンテナンスが必要になってくる。2020年の東京オリンピックに向けて、バスの表示システムは多言語になっていく。高機能運賃箱もさらに普及するようになろう。

国内におけるTMSについても、数社で稼働が始まっている。TMSのハードとソフトを一体

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

で手掛けているのは当社のみである。よって、システム全体が受注できなくても、その一部について分業するという仕事が入ってきている。

### 基地局用の非常電源装置が貢献

通信キャリアは非常用の無停電電源（バックアップ電源）の強化に力を入れている。大震災以降、非常の場合でも繋がり易くするというのは重要な社会インフラである。2015年3月期は基地局のバックアップ電源で、大口の納入を果たし、これが業績に大きく貢献した。

この電源はビルの上などに置くので、小型化が求められ、リチウムイオンが使われる。これで、大手キャリアに実績を作ることができた。経産省の先端技術としてキャリアにサポートがついたので、当社にとっても新規ビジネスとしての意味は大きいものとなった。

基地局用の非常電源装置は、カスタマイズが求められ、納期も短い。モバイルの通信システムに関して、どういうシステムにするかというスペックが決まった後、それに対応した非常電源をすぐ納入することになる。この分野は競争が激しいが、当社はうまく展開しており、2016年3月期以降も一定の受注が継続しよう。

レシップHDのバランスシート

	(百万円、%)			
	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3
流動資産	8023	7628	9238	11168
現預金	1009	704	368	667
受取手形・売掛金	1729	4760	5491	6472
商品製品・仕掛品	1151	1035	838	1197
固定資産	2323	2163	3238	3262
有形固定資産	1500	1403	1416	1419
のれん	0	0	773	603
投資その他	705	582	713	586
資産合計	10347	9791	12476	14431
流動負債	4560	4607	7069	9232
支払手形・買掛金	2872	2183	2275	3155
短期借入金	472	976	2350	3689
固定負債	477	428	617	561
純資産	5308	4755	4788	4637
有利子負債	664	1132	2514	3952
有利子負債比率	6.4	11.6	20.2	27.4
自己資本比率	51.3	48.6	38.4	32.1

(注) 短期借入金は1年以内の長期借入金を含む

### バランスシートは健全ながら、運転資金が増加傾向

バランスシートでは、第4Q(1~3月)に売上が立つ特性があるので、売掛金が増える。バス会社への納入は年度末の3月が多いからである。この入金は2カ月後なので、翌1Q末になると、売掛金は大幅に減少する。

棚卸資産の増加は、AFCや基地局の非常用電源で、2015年3月期に売上げに立つものが、積み上がってきていることによる。

当社は設備投資にさほどお金はかからない。海外も自社単独の工場ではない。米国は販

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

社で、アッセンブリーは委託生産を行っている、シンガポールも販社である。スロベニアはJV（合弁）で、スウェーデンの会社もソフトの開発会社である。

一方で、システム開発と試作に資金を要する。スウェーデンの会社を8億円で買収したが、その分は2013年7月に借入を行った。20年前のピーク時には過大投資の影響で借入金が70億円にも膨らんだが、今は健全である。

#### 4. 当面の業績 海外への先行投資が2年遅れる中で、基地局用非常電源装置が支え

##### 過年度修正を実施

2014年3月期の業績数値の一部について、過年度修正を行った。米国サンタモニカから受注していたAFCが納期遅れとなっていた。2012年7月に契約して、2014年3月に納入完了予定であったが、先方からの追加ニーズの発生や当方のシステム開発の遅れが重なった。

一部の製品は納入済みであったが、契約全体を見直すことで2015年3月に合意した。その後、このプロジェクトの継続が確定しないので、2014年3月期に実施した一部製品の売上計上を、P/L上遡って取り消し修正することにした。

2014年3月期には契約が生きており、一部製品を納入し先方からの支払いもあったのだから、この会計処理を取り消す必要はない、という見方もできる。その後の変化は、2015年3月期にまとめて処理すればよいとも考えられるが、前期に遡って修正することになった。

修正による大きな影響はないが、米国ビジネスの立ち上げが従来の見方よりも1~2年は遅れているので、この点では注意を要しよう。

また、サンタモニカのAFCについてはB/S上で仕掛品としてあったが、プロジェクトが一旦中止となったので、これまでにかけた費用はすべて経費処理した、よって、2015年3月期はこの分の費用が発生し、採算が一段と低下した。

設備投資と試験研究費

	2010.3	2011.3	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3(予)
設備投資	188	246	198	218	537	652	740
試験研究費	164	168	292	353	766	585	585
当期純利益	41	46	132	292	71	227	75
減価償却費	353	308	275	243	323	408	412

(注)(予)は会社計画。設備投資には北米向けソフトウェア投資を含む。

##### 2014年3月期は開発費の拡大が負担となる

2014年3月期は、売上高14157百万円（前年度比+5.0%、修正前14516百万円）、営業利

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。



益 151 百万円（同-68.2%、同 331 百万円）、経常利益 164 百万円（同-68.7%、同 349 百万円）、当期純利益-98 百万円（同 71 百万円）となった。

売上面では、産業機器も堅調があったが、海外 AFC への先行投資や TMS への R&D 投資などが利益面では負担となった。当期純利益が大きく落ち込んだのは、国内の利益には税金がかかるが、海外子会社の赤字については繰延税金資産の計上を厳しくみたので、その分実行税率が高くなった。

セグメント別にみると、輸送機器は、売上高は拡大したが大幅減益となった。車載用の OBC（オンバスコンピュータ）液晶表示装置も増加した。4 月の消費税の増税に備えて、ダイヤの改正に加えて料金の見直しがあったので、それに伴うデータの書き換えの仕事が増えた。しかし、北米の受注済案件のカスタマイズ、TMS のプロトタイプの開発費の拡大によって、利益は減少した。

サイン&ディスプレイは、売上は減少したが赤字幅は縮小した。屋内の LED からは撤退し、屋外用の特殊用途に絞ったので、採算は改善している。なお、このセグメントは規模が小さくなり、産業用途なので、2015 年 3 月期より産業機器のセグメントに統合した。産業機器は、PHS 用基地局向け電源は減収であったが、物販用 IC 読み取り端末や、ケーブル TV 用無停電電源は好調であった。

R&D 費は増加した。その前の期の 3.5 億円が 7.6 億円に 4.1 億円ほど増えた。これは、米国内向けの開発費が嵩んでいることによる。

#### セグメント別業績

(百万円)

	2012.3		2013.3		2014.3		2015.3		2016.3(予)		2017.3(予)	
	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益	売上高	営業利益
輸送機器事業												
上期	2530	-447	2844	-331	2917	-424	4784	-1063				
下期	5504	917	5553	807	6396	545	7632	862				
通期	8034	470	8397	476	9672	293	12416	-201	11800	-130	12000	250
S&D事業												
上期	708	-21	548	-42	451	-19						
下期	474	-17	727	-24	442	8						
通期	1182	-38	1272	-66	893	-11	—		—		—	
産業機器事業												
上期	1695	60	1893	54	1760	-16	3584	419				
下期	2101	81	1871	62	2146	131	4170	447				
通期	3796	141	3764	116	3906	115	7754	866	5500	500	5000	430
合計												
上期	4957	-407	5308	-315	5152	-459	8390	-669				
下期	8102	978	8172	842	9005	668	11825	1337				
通期	13059	571	13480	527	14157	209	20215	668	17300	370	17000	680

(注)2015.3期よりS&D事業は産業機器事業へ統合。セグメントの営業利益は全社費用配賦前。

#### 2015 年 3 月期は通信基地局用非常電源装置が特需で急増

2015 年 3 月期は、売上高 20215 百万円（前年度比+42.8%）、営業利益 603 百万円（同+297.5%）、経常利益 779 百万円（同+372.9%）、当期純利益 227 百万円（黒字転換）とな

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

った。

業績は大きく好転した。しかし、海外ビジネスへの先行投資負担は重くなったので、この点からみれば、もう一段よくなることができるところまではいかなかったともいえる。

売上が大きく伸びた要因は、通信基地局の非常電源が伸びたことと、バスの運賃箱で新しい大型のものが計上されたことによる。円安による為替差益が営業外収益に入ったので、営業利益よりも経常利益の伸びの方が高くなった。

R&D費は2014年3月期の766百万円に比べると、2015年3月期は585百万円とピークアウトした。北米のAFCの開発費がやや減少したことによる。2016年3月期も585百万円を見込んでいるが、引き続きAFCやTMCのための開発が続く。

設備投資は拡大傾向にある。2014年3月期537百万円に対して、2015年3月期は652百万円となり、2016年3月期は740百万円を計画している。北米向けAFCへの対応と、灯具や充電器の廉価版を東南アジアで作るための金型投資を増やしていく。

2015年3月期のセグメント利益では、輸送機器事業は赤字となった。海外の赤字が拡大したことと、国内でも首都圏の新規受注が赤字となったことによる。

一方、産業機器事業は利益が大幅に拡大した。バックアップ電源のリチウムイオン電池で当社製のものが高く評価された。

#### 半期ベースの業績推移

	売上高			経常利益		
	上期	下期	通期	上期	下期	通期
2010.3	5601	7984	13585	-458	522	64
2011.3	5459	7092	12551	-487	641	154
2012.3	4957	8102	13059	-434	934	514
2013.3	5308	8172	13480	-292	818	526
2014.3	5152	9005	14157	-475	639	164
2015.3	8390	11825	20215	-584	1363	779

上期が赤字になるのは、納期の都合上いつものパターンであるが、この期はいくつかの要因が加わった。輸送用機器、産業用機器とも伸びたが、①米国でのAFC受注への対応で先行投資が高んだ、②国内での新規の高機能AFCの納入が低採算であったことによる。

東京都で受注した高機能運賃箱は、1)多機能であること、2)当社として初の参入であること、によって開発費とのバランスで採算が低いことであった。赤字覚悟の受注だが、これは将来メンテナンス収入によってカバーされていく。また、次の受注に結びつけば、コストは次第にこなれてくる。

米国のAFCシステムのサーバーに関するシステム開発では、現地企業に依頼したところ十分な性能が出ないので、別のパートナーに切り替えた。このための追加的費用が当初のよりもコストアップとなり、納期の遅れにも結びついた。

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

産業機器では、通信基地向け無停電電源装置向け電源の納入が始まったが、そのテンポが顧客の要請により少し穏やかになり、下半期までずれ込むことになった。この案件は十分採算を確保している。この売上げが、上期は見込みよりも少なくなった。

つまり、赤字案件の増加とそれをカバーする黒字案件の増加テンポが鈍ったことで、全体としては上期の営業赤字が前年同期よりも拡大した。その分、下期の黒字は拡大した。輸送用機器では、下期は不採算 AFC の納入が一巡するので、かなり取り戻してきた。仙台や熊本での AFC も納入となった。OBC（コンパスコンピュータ）ビジョンも好調であった。

一方、産業用機器は、通信基地局用の非常電源装置が上期の 1700 台に対して、下期も順調であった。採算もよいので、利益は十分確保できた。産業機器では S&D の不採算ビジネスをやめたことで、全体の採算も改善しており、その効果も加わっている。

OBC ビジョンは液晶の運賃表示装置で、LED では十分表示できないものにフレキシブルに対応できる。現金支払いと IC カード支払いにおける金額の違いも表示できる。従来は関西のバス会社への納入が多かったが、関東のバス会社も採用が増えている。OBC のシェアは運賃箱以上に高いので、これが業績の支えとなっている。当社は各バス会社の運賃データを持っているので、表示についても対応しやすい。また、バスはアイドルロスのために自動的にエンジンを切ったりする。この時の電圧変動にも当社の技術力が活かしている。

#### キャッシュ・フローの推移

	(百万円)					
	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3(予)	2017.3(予)
営業キャッシュ・フロー	495	248	-580	-292	190	390
税引後当期純利益	96	328	-78	565	-30	140
減価償却	275	243	323	408	420	450
売上債権の増減	-613	38	-749	-972	-300	-300
仕入債務の増減	718	-643	714	127	300	300
棚卸資産の増減	-105	49	-991	-296	-200	-200
投資キャッシュ・フロー	-189	-138	-1052	-722	-650	-600
有形固定資産の取得	-134	-63	-176	-220	-450	-400
無形固定資産の取得	-32	-93	-233	-352	-200	-200
子会社・関係会社株式の取得	0	0	-585	-171	0	0
財務キャッシュ・フロー	-308	-416	1293	1306	490	190
短期借入金の増減	0	750	1525	1410	400	300
長期借入金の増減	-198	-472	-142	25	200	0
自己株式の取得	-93	-757	-166	0	0	0
配当支払い	-80	-95	-89	-104	-110	-110
現金・同等物の期末残高	954	649	313	612	642	622

#### 2016年3月期は大幅減益へ

2016年3月期の会社計画は、売上高 17300 百万円（前年度比-14.4%）、営業利益 303 百万円（同-50.2%）、経常利益 300 百万円（同-61.5%）、当期純利益 75 百万円（同-67.0%）と、大幅減益を見込んでいる。米国の赤字が続くこと、国内で非常電源の売上が減少すること、バスの AFC の更新がまだ端境期にあることで、業績はかなり落ち込もう。当期純利

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

益については、海外が赤字なので、連結すると国内の税負担が響いて、純利益は見かけ上減ってしまう。

1) 米国の2つの案件が売上に立ってくるが、収益的には厳しい、2) 国内のバス用に大型案件がない、3) 産業機器の非常電源装置は前年度に比べると減少することによる。

海外売上は、2014年3月期7億円、15年3月期12億円、16年3月期22億円と拡大してくる。15年3月期はシンガポールのTMSが納入となった。16年3月期は米国の2件が売上げに立つ予定である。

米国のAFCは、ケンタッキーとワシントン州で今期納入予定である。アイオワ州デモインの案件は2016年夏の納入を予定している。米国の2つの案件については、製品システムに万全を期すように人材を投入する。その分採算は悪化するが、実績作りという点では必要な対応である。この2件を何としても成功させる必要があるので、日本サイドの人的資源も強化している。

シンガポールのTMSは要件通り動いている。但し、開発費が予算をかなり上回ったので、今回のプロジェクトの採算は厳しいものとなった。しかし、このメンテナンスや拡張（エンハンスメント）の仕事が続くので、翌年からは収益的に貢献してくる。

今回、シンガポールへの納入で実績を作った。また、アジアでのビジネスに当っては、NECと組んでおり、今後インド、香港、オーストラリアなどに展開できる可能性が高い。

国内の新規AFCも順調に稼働している。これも初年度の採算は厳しかったが、2年目からはメンテナンスも含めて収益的にプラスに働いてこよう。

非常電源は、カバー率を上げるというキャリアサイドの意向が強く、特需となった。今期以降もビジネスは続くが、昨年度より需要が減少するのはやむを得ない。

2106年3月期は、中期計画3年目の最終年度に当たるが、計画の売上高200億円、経常利益12億円、海外売上高比率20%に対して、今回の見込みは売上高173億円、経常利益3億円、海外売上比率13%と未達になる。海外ビジネスの実績作り、TMSで新分野作りという点で前進をみせたが、収益面で稼ぐという点では届かない。

## 1Qの状況

2016年3月期の1Qは、経常利益-475百万円(前年同期-602百万円)と、前年同期に比べて赤字幅が縮小した。前年同期に納入した国内バス向け高機能運賃システムが赤字であったが、これがなくなったので赤字幅は縮小した。一方で、1Qが赤字となった要因には、米国でのAFCの2件の案件について、設計・開発コストが継続的に先行していることが含まれる。

また、前期好調であった通信基地向けの無停電電源装置はピークアウトし、今期については、2Q以降に繰り延べられており、この影響もあった。電源装置については、前年度を100とすると、今年度は30~40%の水準にダウンする。これは、前年度は一時的な需要増で

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

大きく伸びたことによるもので、当社の競争要因に変化が生じたわけではない。

例年、上期は赤字、下期の 4Q で大きく利益を上げるというパターンは変わらないので、1Q の業績について心配する必要はない。

### 米国案件の進捗状況

ポイントは、北米の AFC ビジネスが予定通り仕上げられるかにかかっている。前期損失処理を行ったサンタモニカの案件は、今後追加的な負担が出ることはない。今期は、ケンタッキー州リバティシティの案件とワシントン州クラークの案件をしっかりと仕上げる必要がある。現在は AFC の運賃箱をバスに載せて試運転をしながらバグ出しをしている。日本とは使用環境が異なるので、手直しが必要となっている。これを 1 つずつ積み上げて経験を活かすようにしていけば、次第にスムーズな立ち上げができるようになるだろう。

海外案件は、米国もシンガポールも価格が厳しいわけではない。普通にこなせば一定の利益は十分出せるものである。しかし、米国の AFC、シンガポールの TMS とも、初めての案件なので、所期の機能と性能は出せるが、スムーズな立ち上げに手間取り、大幅なコスト増を招いて採算が低下した。

海外での実績は積み上げつつあるが、収益貢献という点ではもう 1~2 年先になるだろう。北米の収益改善は、2017 年 3 月期からになる公算が高い。

米国では AFC で納入が遅れた理由は、IC カードのデータをセンターのサーバーとやり取りする仕組みの中で、その部分の開発を担当する米国の企業が上手くいかず、パートナーを変更することにした。これによって、納期遅れとコストアップが発生した。

米国 AFC について、国内での機器部品の生産は万全であり、米国での組み立てにも対応できた。課題であったセントラルシステムやバックヤードのシステム化について、ようやく目途が立ちつつある。

日本での運賃箱はピーク時で年間 3000~4000 台、今は同 1500 台レベルである。米国では 200 台をとってきたが、今後は 1000 台レベルに上げていく計画である。そうなれば、年商 20 億円は期待できよう。

海外売上高

	(百万円、%)				
	米国	シンガポール	その他	合計	(同比率)
2014.3	127	243	324	694	4.9
2015.3	129	646	424	1199	5.9
2016.3(予)	829	485	932	2246	13.0

(注) 同比率は、売上全体に占める海外売上高の比率。(予)は会社計画

## 2017年3月期は好転

次の3カ年計画を立てるとすれば、これまでと全く同じKPI（売上高200億円、経常利益12億円、海外売上比率20%）を目標にすることが妥当であろう。次の3年では達成できる可能性が高いからである。

2017年3月期については、海外の赤字は減少するので、業績面では浮上してこようが、国内の新規案件がまだ少ないので経常利益で6億円程度の水準となる。

## 5. 企業評価 米国での受注案件の仕上がり注目

### 内部統制の強化

サンタモニカの案件では、有価証券報告書の過年度修正を余儀なくされた。つれて、財務報告に係る内部統制にも重要な不備があると指摘され、今後の対応策が出された。

そもそも、この事案に不正はない。サンタモニカのAFCについて、米国での初受注案件として仕事を進めていた。ハードウェアとソフトウェアについて、日本と同じように別々の売上高として認識していた。

2014年3月期にハードウェアを一部納入し、代金の支払いも受けた。ところが、2015年3月期にソフトウェアも含む全体の作業が間に合わず、納入先との話し合いで、ハードウェアの代金を返すことになった。ハードとソフトを一体として認識すべきで、それに関する業務上の手続きが明確にされず、現地の現場任せになっていたという点が指摘された。

再発防止に当っては、非定形取引に関する手続きについて、本社が十分コントロールして、適切な会計処理が行える体制を整えることにした。この事案は例外であって、今後の案件については、ハードとソフトの適切な会計認識がなされるので、特に問題はない。

### 先行投資が続く

東京都交通局の都バスで運賃箱の新規受注に成功し、納入実績を作った。海外市場の開拓では米国を攻めてきたが、前期は苦勞した。今期に納入実績が上げられれば、新たな展開が期待できよう。シンガポールのバスの運賃箱については、かつて当社が全量納入した。そのシンガポールで、新たな納入実績を上げた。当社が得意とするAFC（自動運賃収集システム）ではなく、今後第2の柱とすべく力を入れているTMS（運行管理システム）でうまく稼働させている。バスのTMSについては、名古屋市交通局や他の私鉄からも受注している。

AFCとTMSのグローバル展開に当たっては、2つの海外の会社を傘下に入れた。AFCでは、日本のフェリカ方式（ソニーの方式）とは別に、欧米で主流となっている、A、B方式を得意とするスウェーデンのアーカンシア社（ARC社）を買収した。これによって、米国市場への参入が本格化できる。TMSでは、スロベニアの会社に資本参加した。ここの開発技術を活

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

かして、シンガポール、名古屋でも受注に結び付けている。こうした新規受注をいかに収益ビジネスに持っていかでまだ投資が続いている。

### 海外人材のマネジメントが鍵

グループの社員数は488名であるが、このうち海外が27名である。海外ビジネスの強化に向け、海外の人員を増加している。人材の獲得という点で、新卒の採用には苦労しているが、中途採用は強化されている。国内のエレクトロニクス企業の事業再編の中で、当社に合った技術も分かり、語学もできる人材が入っている。

持株会社になっている理由は、分社化によって、部門としての利益管理を徹底して、M&Aもしやすくしようとした。輸送機器のうちバスと鉄道にはシナジーがあるが、商用車(トラック)の照明にはさほどシナジーはない。S&Dはネオトランスが縮小したので、今は全く別の形となっている。産業機器は電源商品が主力で、将来はこの電源の技術をさらに発展させようとしている。

海外ビジネスを伸ばすには人材が必要である。スウェーデンのレシップ・アーカンシアはバスのICカードで優れている。この会社は、欧州や中南米でも実績をもつので、今後の展開で重要な役割を果たそう。

杉本社長は商社育ちなので、グローバルなビジネス展開には精通している。米国、シンガポールでの人材の補強も進んでいるが、海外事業のマネジメントについて一段と充実させていくことが求められる。スウェーデンやスロベニアの会社の人材は、当社にとってキーパーソンである。グローバル展開にとって不可欠の人材なので、いかにリテンションしていくかが課題である。

### 2年後のROEの向上に期待

業績はここ数年低迷してきた。国内のバス運賃箱のICカード化が一巡したことと、海外市場の開拓に布石してきたことによる。先行投資は2016年3月期も続くので、業績が好転するのは、2017年3月期からになるろう。

中期3カ年計画では、売上高200億円、営業利益12億円、海外売上比率20%を掲げているが、この達成は数年先になるろう。2016年3月期の海外赤字案件が一巡して、海外採算の向上が進めば、達成可能な数値である。ただ、それにはもう一段の努力を要しよう。

業績の季節性には注意したい。事業の特性上、売上、利益は4Qに大きく上がってくる。公共システムの仕事が多いので、上期は赤字、下期に大幅黒字となる。よって、当社の業績は四半期でみても意味がない。年度ベースでの受注と納期への対応、途中の進捗状況をよく確認していく必要がある。

今後海外の仕事が増えてくると、この業績変動が多少緩和される可能性はある。それでも海外の年度が12月という点を考慮すると、当社の3Qに売上が増える可能性も高いので、

---

本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

上期を十分カバーするというところまではいかないかもしれない。

海外売上比率は20%を目指しているが、その方向に拡大していこう。米国やシンガポールでの受注がこなれてくれば、一定の採算を確保できるようになるだろう。

2014年2月に東証1部に指定替となった。1部上場を目指した最大の理由は、人材の獲得である。海外市場の開拓、TMS事業の本格化には優秀な人材の確保が不可欠である。その意味において、1部上場は知名度の向上という点で効果があろう。

株主数は前期末の7691人からこの3月末には9047名に増えている。2014年4月に1:2の株式分割を行った。株式優待では、岐阜の名産である富有柿を送っており好評である。地元の岐阜でしか手に入らない富有柿が200株で1箱付いてくる。株価が900円とすると200株で18万円、これで2000円相当の珍しい富有柿が送られて来る。200株の配当は1株8.5円として1700円である。3700円の利回りは2.1%に相当する。追加の利回り効果は大きいといえよう、この優待は安定株主作りに寄与している。

現在の株価(8/27)で見ると、PBR2.27倍、ROE1.8%、PER128.4倍、配当利回り1.0%である。2017年3月期の業績で見てもPERは38.3倍となり、ROEは6%前後に留まる。今後業績は上向いてくるとみられるが、もう少し進捗状況を見守る必要があるだろう。よって、企業評価はCとする。(企業評価のレーティングについては表紙を参照)

経常利益で10億円が達成できれば、ROEも8%を超えてくるので、株式市場での評価も高まってこよう。それに向けて、先行投資が続けられているので、今後の展開に注目したい。当面のROEはまだ低いですが、業績がターンアラウンドしてくるのは間違いないので、その回復スピードと水準に注目したい。