

## 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) で先進～

2020年3月3日

東証1部

#### ポイント

・首都圏バス用 IC カードシステムの更新需要としっかり取り込んで、2020年3月期は過去のピーク利益を12年ぶりに更新しよう。通期の営業利益も20億円の達しよう。この更新需要は2020年3月期の3Qがピークであった。来期は更新需要の一巡から減益は避けられないが、それをいかにカバーしていくか。その準備はかなり進んでいる。

・バス機能の高度化に向けて新しい需要が拡大、先行投資を続けてきた海外ビジネスも数年かけて収支均衡に向けて前進するものと期待される。MaaS(モビリティ・アズ・ア・サービス)の一翼を担う当社の路線バス運行支援システム「LIVU」(ライブ:LECIP Intelligent Vehicle Unit)が注目され、いくつかのバス会社で採用が始まっている。

・TMS(運行管理システム)において、多言語表示、カラーLED表示に加え、自動案内放送や次のバス停情報を自動設定する自動歩進装置(GPS活用)なども本格的に普及していく。その核となるTMS車載器「LIVU」は、新しいプラットフォームとして業界の先陣を切っており評価は高い。これから需要に結びついてこよう。

・当社は、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)を事業のコアとする。バスのAFC(いわゆる運賃箱)では国内シェア6割を有するが、そのシェアは上がっている。当面の課題は、1)TMSを事業の柱に育てること、2)3つの事業要素から新しい戦略システム商品を開発することにある。杉本社長は、この認識のもと、人材の強化と開発・マーケティングの一体化に全力投入している。

・2021年3月期までの中期5ヵ年計画では、売上高200億円、営業利益10億円以上を安定的に計上することを目標にしてきたが、これは十分達成できよう。昨年10月の公募増資で9億円を調達した。希薄化(ダイリューション)は11%であったが、収益力の向上で吸収しており問題ない。

・次の中期計画では、営業利益の水準を15~20億円に引き上げ、ROEで10~15%を確保したいところである。この達成は十分可能であろう。カギを握るLIVUのプラットフォーム化が進展してくれば、株式市場での評価は大きく高まってこよう。

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 6 割を有するトップメーカー
3. 中期経営計画 国内の更新需要を取り込み、次は MaaS と海外へ
4. 当面の業績 ピーク利益の更新後、減益は不可避ながら次を準備
5. 企業評価 内外での新規受注案件の仕上がりに注目

## 企業レーティング B

株価 (2020 年 3 月 2 日) 516 円 時価総額 73 億円 (14.18 百万株)  
PBR 1.28 倍 ROE 19.5% PER 6.2 倍 配当利回り 1.6%

(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
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	16203	-571	-649	-1378	-125.3	7.5
2017.3	16985	483	354	50	4.6	7.5
2018.3	15749	-235	-248	-454	-40.9	7.5
2019.3	21538	1021	1030	438	38.8	8.5
2020.3(予)	25000	2000	2000	1000	83.5	8.5
2021.3(予)	21000	1400	1400	800	62.8	8.5

(2019.12 ベース)

総資産 16722 百万円 純資産 5141 百万円 自己資本比率 30.7%

BPS 403.6 円

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

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、③業績下方修正のリスクマネジメント、④ESG から見た持続力、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。国内では 5.8 万台の路線バスが走っているが、その中で当社の主力製品はシェア 6 割を有する。

レシップホールディングスは 1953 年に岐阜で設立され、本巣市に本社を置く。ホールディング体制となって 8 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。ほかに創業家の人はおらず、杉本社長の持株比率も 3% と高くない。

グループの社員数は 2019 年 3 月末現在 578 名（うち海外 37 名）である。2005 年にジャスダックに上場した後、2007 年東証 2 部に指定替え、2014 年 2 月に東証 1 部、名証 1 部となった。

### 小型変圧器からスタートし、バスの運賃システムに発展

かつては輸送用機器、サイン&ディスプレイ、産業機器の 3 つで事業を展開してきたが、2015 年 3 月期からサイン&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充電器や屋外通信基地局用の無停電電源装置を手掛けている。また、プリント配線基板も得意とし実装を行っている。

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 年代をピークに需要は 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 電源や蛍光型 LED も、屋内用は競争が激しいので撤退し、屋外の産業用にシフトした。

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 つは輸送機器で、売上高の 74% を占める。その内訳はバス用 83%、鉄道用 10%、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 26% を占める。最近では、モバイル通信用の基地局用非常電源や自動車用のプリント基板が大きく伸びた。

当社の事業ドメイン(領域)は、社名の頭文字(LECI<sup>P</sup>、レシップ)にそのまま表われている。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。

現在主力のバスの運賃収受システム(運賃箱)は、ネオン変圧器がバスの蛍光灯用電源に

---

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。

応用され、その後、デジタル運賃表示器や運賃箱、バスカードシステム等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。

もともとネオンサインの変圧器からスタートしたが、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、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
	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	
輸送機器事業	11424	11674	10785	15977	-638	226	-267	986	AFC(自動運賃収受システム)、TMS(運行管理システム)
バス用	8964	9279	7908	13197					運賃箱、ICカードシステム、液晶表示器、LED表示器 LED灯具、ICカードシステム LED灯具
鉄道用	1584	1454	1797	1649					
自動車用	874	940	1080	1130					
産業機器事業	4734	5267	4919	5517	127	315	75	75	各種産業用電源機器、プリント基板実装
電源ソリューション	2293	2874	2249	2116					バッテリーフォークリフト用充電器、PHS基地局用電源 LED照明用電源、ネオン変圧器 プリント基板の実装
エコ照明・高電圧	834	655	716	789					
EMS	1606	1737	1954	2611					
その他	44	43	43	43	6	3	5	5	不動産賃貸
合計	16203	16985	15749	21538	-504	545	-184	1067	

(注)セグメント利益は全社費用配賦前営業利益

### バスの運賃収受システムがコア

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年頃にバス用蛍光灯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。現在川重とは鉄道車両の照明でビジネスを継続している。

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、そこに当社が

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。

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。この更新期が2018年から来たので、内需が大きく盛り上がった。

### 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いう方針をとってきた。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請け負ってきた。この社外向けが、自動車の電子化で大きく伸びている。

### AFC、TMS、SLPの融合

レシップエスエルピー（バッテリー式フォークリフト用充電器、無停電電源装置、LED電源、自動車用LED灯具）は、2019年4月に営業部門をレシップに移管して販売を統合、2020年4月にはレシップがレシップエスエルピーを吸収合併して開発と生産も統合し、AFC、TMS、SLPの3つの事業領域の融合を図っていく。

### 基地局用の非常電源装置

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きた。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、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、リチウムイオン電池が使われる。これで大手キャリアに実績を作った。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きた。今後は、5G時代への発展が期待できよう。

### 2000年代後半に国内市場が一巡後、海外市場の開拓に入った

前回のICカード特需の時から、一巡後の次のビジネスを探してきた。中期計画では年商200億円を目指してきたが、その方策は2つあった。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カード対応の特需ブームがあった。その分野の売上高は当時45億円ほどあったが、近年ICカード対応の運賃箱の売上は年間15億円前後であった。運賃箱は、現金から磁気カード、磁気カー

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。

ドから IC カードへと変化した。

海外については、国内が IC カードの特需で盛り上がっている頃に、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。

米国には現地法人を作り、その後受注に成功した。しかし、納入に向けて苦労が続いた。シンガポールには主力のバス会社が 2 社あるが、その運賃箱はいずれも当社製であった。シンガポールには 30 年前から参入しており、シェア 100%をとってきた。

#### レシップHDの組織体制

レシップHD	(国内)	レシップ	… バス・鉄道用電装機器の製造販売、産機・ディスプレイの販売
		レシップエスエルピー	… サイン&ディスプレイ機器、産業機器の開発製造
		レシップエンジニアリング	… グループ製品の導入支援、修理サービス業務
		レシップ電子	… プリント基板の実装、組み立て
		岐阜DS管理<非連結>	… デジタルサイネージ(電子看板)の運営管理
	(海外)	LECIP INC.(米国)	… 2010.3 設立 米国での輸送機器事業
		LECIP (SINGAPORE) PTE(シンガポール)	… 2012.12 設立 シンガポールでのバス・電車用電装機器の販売
		LECIP ARCONTIA AB(スウェーデン)	… 2013.8 買収 バス用AFC(自動運賃収受システム)の開発・製造
		LECIP THAI Co.Ltd(タイ)	… 2013.10 設立 自動車用照明灯具、産業機器

#### 海外グループ企業を強化

2013 年にスウェーデンの会社 (ARC) を買収し、同年タイに現地法人を設立し、連結子会社は 8 社となった。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。

2013 年にタイに販売拠点を作った。レシップタイは、自動車照明、バス用電装機器、産業用機器の販社で、バッテリー電源については、現地の日系企業にアウトソーシングして、一部日本へ持ってきている。①日系フォークリフトメーカー向け充電器に続いて、②日系トラックメーカーの照明を手掛けている。また、③タイで部品を作って、現地や日本へ供給する体制も作っている。2017 年 12 月期で黒字化した。

タイは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。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 年間事業を行ったが、2012 年に工場を閉めた。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、再度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った。2016 年 3 月期より連結対象となり、コアの拠点となりつつある。

## 米国はAFCの実績づくりに注力

米国進出は2006年のFS（フィージビリティ・スタディ）からスタートし、2008年の展示会（3年に1回）に参加した。当社の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。しかし、その後は苦労続きであった。

米国の地域路線バスは、ほぼ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。実績をあげれば加点されるので、入札は有利となる。

米国市場では、米国のGenfare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、そ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。

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（ミニフリート）。③全部のバスに適用する（フルフリート）。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、サブコンストラクターの開発力が不十分で、①の段階で十分な性能が出せなかった。

ワシントン州クラーク郡交通局の案件に力を入れ、2017年3月期に納入完了となった。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。ソフトの開発については、米国の委託先から、日本に開発主体を移管し、開発力を強めた。

米国の運賃箱には、現地のニーズに合わせながら、日本の運賃箱の機能のよさも取り入れている。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もので、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ェイトは少なく済む。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。

## コーポレートガバナンスへの対応

2019年6月の株主総会で取締役が1名増えた。取締役8名中3名が独立社外取締役の監査等委員である。当社は、2016年6月より監査等委員会設置会社に移行した。それまでは社外取締役1名、監査役3名（うち社外2名）であったが、社外取締役が3名となった。業務執行の取締役が5名で、社外の比率は高い。監査等委員会設置会社なので、取締役の任期は1年（監査等委員は2年）である。

業績連動型役員向け株式報酬制度を導入している。中長期的な業績の向上と企業価値増大への貢献を反映させ、役員報酬BIP信託をベースに運営がなされている。

---

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。

杉本社長の後継者をどのように選任するかという点では、すでにホールディングのもとでカンパニー制をとっているため、社内マネジメントの中から次のトップを育てていこうという方向にある。

執行役員は2名増えて7名となった。レシップの組織改革では、生産本部の中の技術開発の強化、IT開発の強化、海外関連の強化、営業本部でも海外の強化に力を入れている。

山口専務は社長を補佐して経営全般を担当、長野取締役は生産担当の常務執行役員、杉戸取締役は営業担当の常務執行役員である。このほかに、品川取締役が管理担当の執行役員、田中常務執行役員は品質担当、橋本執行役員が営業担当、岩佐執行役員が生産担当、北野執行役員が営業担当という分担である。

## 2. 強み バスの運賃收受システムで国内シェア6割を有するトップメーカー

### ICカードシステムでシェア61%

ICカードシステムのシェアは上がる方向にある。首都圏で見れば1.6万台の代替需要の内、当社は1.2万台(シェア75%)を獲得した。その要因はICカードシステムの品質性能がよく、サービスも充実していることによる。結果として、業界におけるシェアは一段と高まっている。

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(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58%(2018年度総搭載台数シェア)を有する。業界では、小田原機器(コード7314)とシェアを争うが、近年差を拡げている。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ため、当社の強みが活かしている。

OBCビジョンは液晶の表示装置で、運賃表示だけでなく、停留所名、周辺施設情報、運行案内の他、ニュースや天気予報、CMなどの表示ができる。関西のバス会社から始まって、関東のバス会社でも採用が増えた。

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、バスはアイドルングロスを避ける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

---

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。



術力が活かしている。

同業の小田原機器は運賃箱中心であり、当社はフルラインメーカーとして取り扱い領域が広い。TMSを含むバスのデータの一元化を図るようになると、当社にとっては有利に働こう。国内シェアでは、カラーの行き先表示器でシェアアップに成功している。黄ではなく、白をきれいに出すことができるようになったからである。

また、バッテリーフォークリフト用充電器でも国内トップシェアを有する。

主要商品の国内シェア

		(%)			
		2010.3	2015.3	2018.3	2019.3
車両機器	バス				
	運賃箱	48.9	54.7	57.8	58.4
	ICカードシステム	52.2	60.3	61.3	61.5
	液晶表示機器	69.9	72.4	73.4	71.4
	LED行き先表示機器	42.3	41.7	41.2	40.9
	鉄道				
	運賃箱	91.3	91.2	91.1	90.4
車両用蛍光灯具	34.8	16.4	25.1	27.6	
自動車					
	トラック用蛍光灯具	83.9	85.5	85.9	86.2
産業機器	S&D				
	巻き線式ネオン変圧器	65.0	98.2	93.1	93.7
	産業機器				
バッテリーフォークリフト用充電器	59.5	57.9	59.1	61.9	

### 新型運賃箱はコンパクト

今回の更新需要で搭載されている新型運賃箱 LFZ は、2018 年 1 月より販売が開始され、2022 年までに 1 万台の販売を目指している。従来のものに比べて、①小型軽量（奥行きが 5 cm 短い）②ボタン式から大型タッチパネル式に切り替えて操作性が向上、③エラー時のガイダンスを表示、④硬貨の処理速度向上、⑤通信速度の向上などを図った。

### 岐阜の本社工場で生産

レシップの国内グループ会社を見ると、レシップ（社員 294 人）はバスの運賃箱を主力に製造販売している。レシップエスエルピー（同 93 人）は産業機器を中心に照明関係も製造している。レシップ電子（同 72 人）はプリント基板の実装・組立ラインを 11 本以上もって、自社用の他に自動車メーカー向けなどの部品用も生産している。

レシップの岐阜の本社工場では、バスの運賃箱を月に 200～400 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。

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。シェアは、70～80%に高まりつつある。

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。

## TMS が第 2 の柱

中期計画では、運賃箱以外に、TMS(Transit Management System、運行管理システム)の強化を掲げている。これはバスの位置情報管理システムである。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。

運賃箱を必要とする国内のバスは、5.8万台である。ここにAFC(オートメイトド・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。全国平均で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。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機器及びソフトを開発してきた。自社開発のTMS車載機LIVUに、さまざまなアプリケーションを載せることで、これらのサービスを実現している。

LIVU(ライブ:LECIP Intelligent Vehicle Unit)は、TMS(Transit Management System)のプラットフォームという位置づけで、ハードウェアにOS(アンドロイド)が載り、GPSや通信モジュールが内蔵されている。使い方としては、このLIVUにさまざまなアプリケーション(アプリ)を追加で載せることで、バスロケ機能や、自動歩進機能、音声機能などのサービスが提供できる。

### 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
  - \*時刻表よりも早く発車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 はシンガポールで実績

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6000台に対して運賃箱

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。

のシェアは100%である。シンガポールには2社の有力バス会社があるが、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

TMSには、1) GPS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などがある。

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。この内容で実績を作った。これによって、AFC（自動運賃収受システム）事業と関連の深いTMS（運行管理システム）に事業領域を広げることができた。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。

## アジアへの展開

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。

TMSはシンガポール、インド、国内などで受注ができた。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こよう。

## シンガポールのバス事情は大きく変化

かつてシンガポールを訪問した際、路線バスに乗ってみた。どこの国を訪問しても、地下鉄には乗れるが、バスは難しい。シンガポールもバスは発達しており、都市国家の最も重要な交通手段となっている。

当時、事前にバス停で調べて、目的地行きの路線バスに乗ってみた。車内に何の表示器もない。どこで停車ボタンを押すべきか分からない。2階建てバスの1階に下りて、運転手に目的地を言って、そこに着いたら止めてもらうように頼んだ。

Ez linkというカードを地下鉄の駅で購入した。これで電車もバスも乗れる。とても安い。ネットを活用した新しいバスシステムが2016年9月からスタートした。しかし、バスの中、バス停での表示、案内という点では十分ではなく、今後の改善余地は大きいと感じた。

シンガポールでは、2社のバス会社が運営しているが、政府としては、バスサービスの向上を目指して、海外のバス会社の参入も促しており、3社目として、英国のバス会社1社への運行委託を決定した。現在一部のバスに停留所表示器が入っているが、かなりシンプルなものである。2018年から、新しい表示システムの導入が始まった。

シンガポールのAFC（運賃箱）では、大半がカードを使っているが、現金も扱えるように

なっている。これは、フィリピン人のメイドを始め、現金を使う人がいるので、バスの役割として、現金を扱うシステムをなくすことはできない。こうしたバスシステムが大きく変わり始めた。

### 3. 中期経営計画 国内の更新需要を取り込み、次は MaaS と海外へ

#### ビジネスチャンスが本格化～更新期、共通化、カラーLED、自動歩進、非接触

国内では、PASMO など IC カードシステムの更新期がきた。東京オリンピック前に、運賃収受システムを高度化、外国人観光客にも分かりやすく、使い易い、かつ、バスの運行管理業務の効率アップを図ろうという動きが本格化してくる。

首都圏(1.6万台)バスのAFCの更新が2018年度下期から始まり、2019年度いっぱいかかる。そのためのR&Dは2017年度から増加した。

更新に伴いICカードの共通化も進むものとみられる。現在47種のICカードが使われている。主要10種のICカードは相互利用できるが、それ以外の37カードは地域カード、ハウスカードに留まっている。これらを共通化すると、当社の需要も刺激される。

表示装置もデジタルサイネージ化していく。OBC(オンバスコンピュータ)を使った表示は、運賃表示が主力であるが、インバウンドに対応して、4カ国語表示や、それ以外のバス情報、新しい広告への利用などが広がっていく。

BRT(バス・ラピッド・トランジット:バス高速輸送システム)の利用も普及することになる。オリンピックに向けて、バス輸送の強化が図られる。バス専用レーンを利用したBRTが増えると、当社の需要増に結びつく。

バスの停留所表示について、ドライバーが次はどこ停留所になるかを操作して表示するのではなく、GPSを使って自動的に表示するシステム(自動歩進システム)も普及しつつある。また、行き先表示のカラーLED化も進んでいる。視覚認知度が高まるため、採用の動きが活発しつつある。そうなる则既存商品から新製品への代替が進む。

欧州では、ICカードに加え、非接触クレジットカードが使えるように変化していく。スウェーデンの子会社アーカンシアで開発を進めている。AFC+TMSを融合しようという動きも出ている。北米では、苦勞したAFCが稼働にこぎつけたので、次のステップに進むことができよう。

#### 中期5ヵ年計画では、売上高200億円、経常利益10億円、海外売上比率20%を目指す

2021年3月期までの中期5ヵ年計画では、チャレンジアゲイン2020(Challenge Again 2020)と称して、再挑戦を掲げている。過去の中期計画と方向は同じであるが、それが業績に結びつくように足元を固めていく。定量目標としては、売上高200億円、営業利益10億

---

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。

円を安定的に計上することである。

売上 200 億円のうち国内 160 億円、海外 40 億円として、営業利益は国内 10 億円、海外収支トントンという目標である。国内だけをみれば、これまでも 10 億円程度の営業利益は出していることも多い。リプレース需要の本格化で、さらに拡大できよう。

一方で、2020 年度以降、リプレースが一巡すると再び内需は落ち込んでくる。これに乗るには、海外市場を開拓しておく必要がある。

#### 中期5カ年計画～CA2020の骨子

Challenge Again 2020	
<b>目標</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>・売上高200億円以上、営業利益10億円以上を安定的に計上</li><li>・海外売上高40億円、収支均衡</li></ul>
<b>基本方針</b>	
<b>国内ビジネス</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1.東京オリンピックに向けた新商品開発→ベース売上の底上げ<ul style="list-style-type: none"><li>・首都圏ICカードのリプレース</li><li>・BRT、バス専用レーンによる接続バス運行</li><li>・観光インバウンド対応</li></ul></li><li>2.O&amp;M(オペレーション&amp;メンテナンス)の強化→ストック売り上げの確保</li></ol>
<b>海外ビジネス</b>	<ol style="list-style-type: none"><li>1.売り上げの拡大→投資回収フェーズへの早期移行<ul style="list-style-type: none"><li>・北米バス向けAFC、鉄道向けライティングシステム</li><li>・海外向け非接触カードシステム<ul style="list-style-type: none"><li>先進国における非接触クレジット決済</li><li>新興国におけるキャッシュレス決済</li></ul></li></ul></li><li>2.開発・生産体制の最適化→トータルコストの圧縮</li></ol>
<b>重点課題</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>* MaaSの実現に向けた新しい価値の創造<ul style="list-style-type: none"><li>・運行支援ユニット「LIVU」の路線バスへの標準搭載</li></ul></li><li>* 育成分野への経営資源のスムーズな移行</li><li>* 海外ビジネスの黒字化<ul style="list-style-type: none"><li>・米国での新AFC、欧州での新型バリデータ</li></ul></li><li>* 業務プロセスの改善による生産性の向上</li></ul>

#### 中期計画の進捗と重点課題

中期5カ年計画(CA2020)の中身については絶えず見直している。キャッシュレス化が進みそうである。海外ビジネスの黒字化はまだ十分でない。製品サービスの開発で、R&Dは継続しそうである。こうした変化には手を打っている。

とりわけ1) MaaSの実現、2) 育成分野の強化、3) 海外ビジネスの黒字化、4) 業務プロセスの改善という4つの重点課題に取り組んでいる。

第1は、MaaS(Mobility-as-a-Service)への貢献である。住民が移動するにあたって、最適な手段を最適な価格で提供するプラットフォーム作りが進展する。鉄道、バス、タクシ

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。

一、カーシェア、バイクシェアなどのシステムの最適化である。移動のシームレス化が進むことになる。

その中で、当社は運行システムにおいて、1) 発券、運賃収受、2) 運行の計画、報告、分析、3) 運行支援、リアルタイム乗客情報サービス、4) 車両管理において、強みを活かす。

第2は、その要となるのが、運行支援ユニット「LIVU」<sup>ライブ</sup>である。バス車載機器の自動化のプラットフォームとして、路線バスへの標準搭載を目指している。

第3の海外ビジネスでは、米国、欧州、アジアで各々の分野で開発と開拓を進めている。米国では、新型のAFCの開発を進めて、受注拡大につなげていく。米国のAFCは、これまでのは、現金+ICカード+磁気カード対応のものであったが、新型のものは、現金ベースでカードも使えるという簡単な機能にして、中小のバス機関でも使えるようにする。また、鉄道車両用の照明灯具では、ニューヨークの地下鉄の照明ビジネスが受注できた。

欧州では、スウェーデンのレシップ・アーカンシアで、新型のバリデータ（非接触ICカード端末）の開発を進めきた。これは、バーコード、QRコード、非接触ICカード、EMVコンタクトレスなど、キャッシュレスに一体的に対応できる。欧州のシステムインテグレーション向けに市場を開拓しつつある。

アーカンシアで開発したバリデータは、いずれ日本を含むアジアでも展開できる機能を有しており、開発力という点で大いに注目できる。

アジアでは、シンガポールでバス用のLED式行き先表示器などインフォメーションサービスの拡充を図る。すでに受注はとれており、今後の拡大を目指す。

### インバウンド(来日観光客)と東京オリンピックへの期待

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。2020年の東京オリンピックに向けて、都市交通の整備が進んでいる。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こよう。

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。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できる。

ここに来て、新型コロナウイルスの影響が懸念されるが、少し長い目で見ていく必要がある。

### 更新需要が本格化

首都圏向けICカードシステムは、対象となる1.6万台のうち、当社が1.2万台を分担した。ICカードユニットの交換に加えて、運賃箱そのものも代替するというニーズもあった。両方を取り換えると、売上金額も伸びてくるので、プラスに働いた。

バスのLED式行き先表示器は、カラー、白が好評で伸びている。従来は生産を外部に委託し

---

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。

ていたが、最近では社内生産に切り換えて付加価値を社内に取り込んだ。国内シェアでは、カラーの行先表示器でシェアアップに成功した。要因は、黄ではなく、白をきれいに出来るようになったことや、路線の系統番号の色を路線ごとに色分けして表示できるようになったからである。

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ものである。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。

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。高機能運賃箱もさらに普及するようになろう。

### シェアアップの進展

AFC システムは、IC カードユニットの交換だけのもの、ついでに運賃箱全体も取り換えるという 2 つのタイプがある。運賃箱の上部に IC カードユニットが組み込まれているので、この際全部を交換しようというものが半分以上はある。1 台 100 万円前後のものである。

新しい国内の運賃箱は斬新で、全てタッチパネル方式である。IC カードシステムは、どのバス会社でも基本同じであるが、運賃箱はバス会社ごとのカスタマイズがある。

運賃箱ベースで見ると、10 年前のパスモ等の時に年間 3000 台強であったものが、ここ数年は 1000 台強のレベルであった。これが 10 年ぶりに 3000~4000 台に上がった。

### 平準化とストック化への対応

海外の AFC や TMS はハードの機器を販売するだけでなく、必ず O&M（オペレーション&メンテナンス）が付随してくるので、これが一定の収益源になり、O&M を手掛けていることが次の受注に結びついてくる。

国内のバスの運賃箱については、ソフト付きハードの売り切りという色彩が強い。バス会社も従来の慣例に従っており、3 月末を一斉納期にする。供給サイドは生産を平準化して、製品（ハード）を作り溜めしていくので、期中に十分な利益は出ず、期末に売上が一気に立つという仕組みである。

O&M を組み入れて、ビジネスのストック化を図っていくことが、ユーザーにとってもメリットがあるならば、その方が業績管理という面でも望ましい。そういう方向を目指そうとい

---

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。

う流れにはあるが、もう一段リーダーシップを発揮することが求められる。

### レシップ開発センター～東京の技術開発拠点を強化

東京に開発センターを設けていたが、陣容が拡大したことで、近くのビルに増床し、東京第1開発センターと東京第2開発センターに名称を改めた。

東京の開発機能を強化している。MaaS、内外のAFC、TMS、照明システムなど、新規の開発を加速させるためである。中途採用に新卒も加えて、50名を超える陣容となっている。当社は、バスシステム、鉄道システムを取り扱っているため、いわゆるバスマニア、鉄道マニアがエンジニアとして入ってくることも散見される。人材は比較的順調に採用できている。

### 設備投資と試験研究費

	2012.3	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2020.3 (計画)
設備投資	198	218	537	652	488	306	492	770	645
試験研究費	292	353	766	585	528	445	691	761	800
当期純利益	132	292	71	227	-1378	50	-454	438	900
減価償却費	275	243	323	408	399	384	473	534	600

(注)(計画)は会社計画

### R&D 投資を拡大

研究開発では、路線バス運行支援ユニット LIVU の機能拡張、海外向けキャッシュレス決済対応運賃収受デバイスに力を入れている。

研究開発費は、2018年3月期 691 百万円、2019年3月期 761 百万円に対して、2020年3月期は 800 百万円と継続的に増えている。

2018年3月期は、①国内向け首都圏 IC リプレースへの準備、②TMS 車載器 LIVU の開発、③北米のバックオフィスのシステム開発、④スウェーデンの子会社で開発中の IC カード端末機、⑤シンガポール向けバス用表示器、⑥北米向け AFC の新製品など、海外向けも加わった。2019年3月期は、LIVU の機能拡張に加えて、北米向け運賃箱の開発も入った。

R&D では、海外関係が増えている。1) 米国では機能を絞った新しい AFC が求められた。

2) 欧州では、キャッシュレス化が進みつつあり、新しい非接触型の AFC が必要となった。日本からも応援を送って開発している。これらのシステムは将来シンガポールにも入っていく公算が高いので、当社としてはビジネスチャンスとして取り組んでいる。いずれ日本も非接触型のクレジットカードなど、ID 認証が主流になると考えられるので、そこへも手を打っていく。

3) シンガポールでは、2 大バス会社が国有化された後、バスに関する新しいニーズのスペック(詳細仕様)が決まってきた。表示器でのビジネスチャンスが出ているが、バスはダイ

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。



ムラーやボルボなど欧州車なので、それに対応した開発が必要である。

また、長期ビジョンとしては、いくつかの対応を進めていく。1) 新しいFinTechはさまざまな分野に入ってくる。ここに対応していく必要がある。2) 公共交通は、運転手/車掌のツーマンからワンマンへ、そして無人化へと進む。これをサポートするTMSで新しいサービスを創っていく必要がある。

### 設備投資は一巡

設備投資は、2018年3月期492百万円、2019年3月期770百万円に対して、2020年3月期は645百万円と落ち着いている。社内ITインフラ（生産・販売管理システム等）の更新が一巡、自動車向けプリント基板実装ラインの拡充も進んだことによる。

2018年3月期はICカードシステムの設備の拡充とプロジェクト管理システムの更新、2019年3月期は引き続きプロジェクト管理システムの更新を進めつつ、自動車向け基板の生産設備の拡充を進めた。

2019年3月期までの3カ年で、プロジェクト管理システムの導入にIT投資を行ってきた。設計段階において、プロジェクト管理の効率化を図るITシステムを当社に合った形で開発した。設計図、部品管理、スケジューリング、CADなど、さまざまなレベルでの生産向上が期待される。

国内の運賃箱は月産150台がベースであったが、これを3倍のキャパシティに上げる手を打った。自動車はEV化で、カーエレクトロニクスは加速しており、当社のプリント基板もかなり増強する必要がある。プリント基板用のチップマウンターの投資が増加する。従来の自動車用電装品向けから新しい分野の電装品向けが増えていく。これに対応した仕事が増えてくるので、設備を増強した。

### バス自動歩進システムを開発

バスの自動歩進システムとは、停留所を進めることである。このシステムは、GPS（全球測位システム）と車速パルスを使い、バスの現在位置を正確に把握し、車内音声放送、停留所表示などを自動化し、案内や運賃表示を運転手が手動で操作する必要がない。これが実用化に入ったので、バスの自動化が大きく前進する。この自動歩進システムの開発は、東京の技術開発部が担当した。通信技術や組み込み型ソフト開発が重要となっている。

### LIVUの展開～業界をリードするバス用アプリ型プラットフォーム

路線バスの運行を支援するアプリを搭載したLIVUは国内路線バス5.8万台への標準搭載を目指している。アンドロイドを使ったバス運行管理のアプリなので、応用範囲は広い。自動歩進、自動案内、経路管理、バスロケーションなどに使える。この採用が本格化すると、当社にとってのインパクトは大きい。TMSの柱として位置付けられるからである。TMSを2020

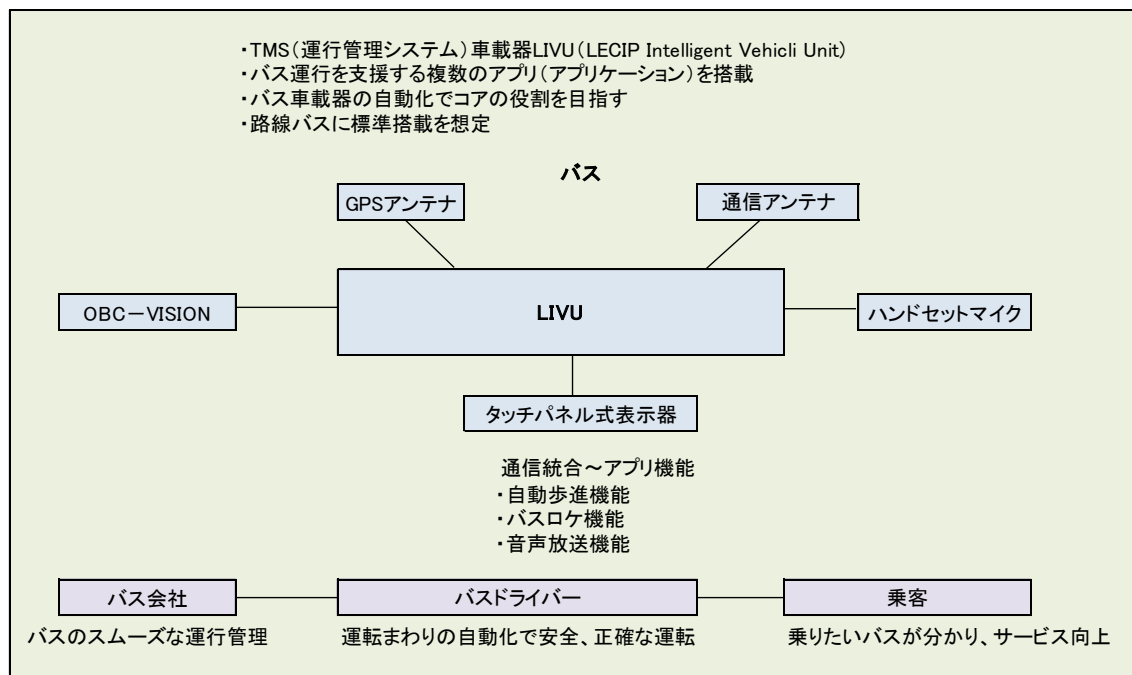
---

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。

年以降の成長ドライバーとすべく、磨きをかけている。

LIVU の競争力は高い。すべて自社開発で、バスのことはよく知っており、ニッチな分野なので、競合は少ない。LIVU はすでに一部で採用された。自動案内放送の機能がまずは使われている。一歩先行しているのは間違いないので、業界のデファクトをとれる可能性が高まっている。

**TMS車載器LIVUの特長**  
～安心、安全、サービス向上によって、高付加価値化を推進～



LIVU は、液晶画面のない業務用スマホともいえるもので、弁当箱の大きさのセットトップボックスである。ここに組み込むアプリをいろいろ開発しており、これも先行的 R&D である。TMS 車載器 LIVU はすでに販売に入っている。

LIVU は、アンドロイドの OS が載っているので、バス車載器は個別ではなく、まとめてコントロールすることが可能となる。このハード機器は 1 台 10 万円程度から販売され、ハード+ソフトで利用料金も課せられるようになっている。バス会社本格採用すると、数百台、数千台で導入されることになるだろう。

顧客はアプリを使ってバスを使い易くなり、ドライバーは安全とサービスの品質を高めることができ、本社はセンターシステムを通して運行の効率を大きく高めることができる。

バスが便利になれば、日本人も外国人も今まで以上にバスを使うようになり、バスの路線や台数は増えていこう。首都圏だけでなく、地方でも、そのニーズは高まってこよう。いかに、運賃箱 (AFC) をコアにしながら、TMS を巻き込んで、新たなサービスシステムのプラットフォームで競争力を高めることができるか。勝負の局面にある。

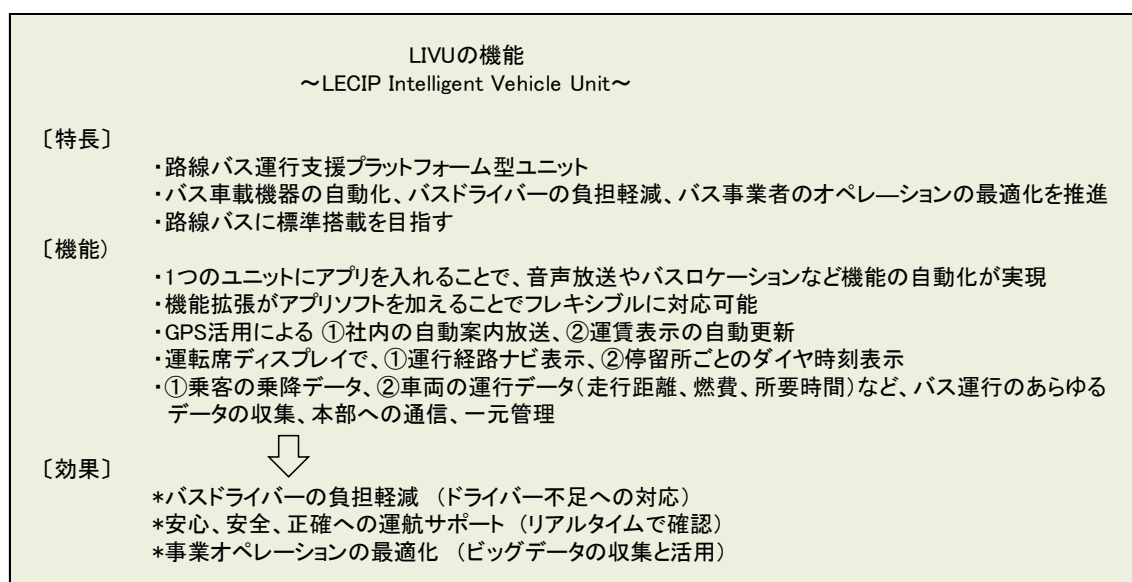
本レポートは、独自の視点から書いており、基本的に会社側の立場に立つものではない。本レポートは、投資家の当該企業に対する理解促進をサポートすることを目的としており、投資の推奨、勧誘、助言を与えるものではない。内容については、担当アナリストが全責任を持つが、投資家の投資判断については一切関知しない。本レポートは上記作成者の見解を述べたもので、許可無く使用してはならない。

## LIVU の戦略

当社にとって、Mass の核となる路線バス運行システム LIVU は、バス運行業務の自動化を進め、労働負荷の軽減を図り、サービスの最適化を図るものである。とりわけ、ドライバーが次のバス停の表示作業を自分で行わなくて済む自動歩進や、自動案内放送、自動案内表示のニーズが高い。

このサービスのユニットデバイスとして、LIVU をまず納入し、次にもっと幅広いサービスに応用分野を広げていくことになろう。このユニットはソフトウェアを加えることで、システムの高度化はいくらでも図ることができる。

路線バスのドライバーは不足している。よって、LIVU へのニーズは急速に高まっている。すでに複数のバス会社に導入が始まっている。まずは、ユニットの導入を売り切りで行っていくが、普及が広がったところでサービスの高度化とともに、サブスクリプション型の課金システムも検討していくという方針である。



## LIVU による音声アナウンス

バスの音声アナウンスについて、LIVU を使うと合成音声でフレキシブルに対応できる。他社のシステムでは、バス案内をスタジオで実際録音するという方式が長年とられてきたが、当社のシステムの有効性が発揮できる余地は大きい。

## 岐阜バスに採用～LIVU への関心は高い

LIVU は、岐阜バスの全車両 320 台に取り付けられる。全国のバス事業者で先進的に自動歩進機能を搭載し、車両の音声案内も自動化した。GPS の活用で、ドライバーが手動で作業

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。

をする必要がなく、運転席のディスプレイに停留所や到着時刻が表示され、ドライバーの負担がかなり軽減される。

LIVU は、バスの運転手不足の中で、大いに注目されており、引き合いも多い。むしろ人材面で対応できないほどのニーズがある。

バスの運転手が停留所の表示ボタンを押し忘れると、運賃の誤収受になる。これは、運輸局への届け出が必須となる問題事案となる。バスの運転士不足が懸念される中で、自動歩進などの運転支援は、バス会社から大いに注目されている。

LIVU は、既に複数のバス会社での採用が決まっている。この採用が広がっていくと、当社のシステムがデファクトスタンダードになるので、ビジネスとしてのインパクトは大きくなるだろう。

### MaaS への対応

日本でも、キャッシュレス化、無人運転化に向けて、新しい動きが出ている。当社も「キャッシュレス推進協議会」に加入し、バス分野での存在感を高めようとしている。

内外ともに MaaS の動きが急展開を見せている。移動に当たって最適な手段を最適な価格で提供するプラットフォーム作りが始まっている。日本の産業界にあって、まだ全体の絵(構図)はできていないが、バスが重要な役割を担うことはまちがいない。その時、当社が強みとする AFC、TMS を活かし、LIVU を軸にコアメンバーの一員となることを目指している。

まずは、路線バス運行業務の支援で、1)GPS 活用による車内の自動案内放送機能の提供、2) 運賃表示器、運賃データに自動更新機能の提供で業界をリードし、バス車載機器の自動化で領域を広げていく。そのための技術開発人材の強化に最も力を入れている。

長期的には、MaaS (Mobility-as-a-Service) にどのように対応していくかが課題である。MaaS とは、移動にあたって、鉄道、バス、タクシー、カーシェア、バイクシェアなどを最適に組み合わせしていくシステムのことで、プラットフォーム化されていこう。

ここには、①発券、運賃収受、②運行支援、リアルタイム乗客情報サービス、③移動システムの計画、報告、分析、④車両管理など含む。当社は、バスを主軸に、AFC や TMS を得意とする。全体システムにいかに関わってビジネス領域を拡大して、存在感を示していけるかが大きなテーマである。

### 日本のキャッシュレス化

キャッシュレスが本格化するが、バスの場合、米国でもシンガポールでもバス利用者のことを考えて、必ずキャッシュが利用できるようになっていく。日本でもこの傾向は続く。キャッシュレスが進むとしても現金収受がいなくなることは、10 年先をみてもないとみられる。

海外売上高

					(百万円、%)
	米国	シンガポール	その他	合計	海外売上比率
2014.3	127	243	324	694	4.9
2015.3	129	646	424	1199	5.9
2016.3	15	595	361	971	6.0
2017.3	290	470	335	1095	6.4
2018.3	160	240	407	807	5.1
2019.3	198	444	362	1004	4.7
2020.3(予)	300	400	300	1000	4.0
2021.3(予)	500	500	500	1500	7.1
2022.3(予)	1000	700	800	2500	10.9

(注)その他は、タイ、欧州。(予)はアナリスト予想。

### 海外ビジネスの採算改善が鍵

ニューヨークの通勤車両向け LED 灯具は 15 億円（100 円/ドル換算）で受注したが、2017 年 8 月より現地生産を開始した。その後、鉄道用 LED 表示関連の引き合いも増えている。

川重の鉄道用 LED の大型案件は、初期費用がかなりかかり採算的に厳しい。さまざまな灯具に手を広げているので、このノウハウはこれから途上国に応用できる。ニューヨークでのビジネスはそのための先行投資といえよう。

米国の赤字は再び拡大した。鉄道車両の照明が新規に入ったからである。今後、米国の AFC の受注がとれてくれば、収益性は改善してこよう。シンガポールは黒字化しつつある。タイは既に黒字化を実現した。欧州のアーカンシアは開発費が負担となっている。

海外の赤字をいかに減らしていくか。内外の利益は、国内 10 億円、海外-5 億円というイメージが、国内 20 億円、海外-10 億円に落ち込んだ。今後海外-5 億円、その後海外トントン、将来海外+5 億円となってくるかどうかは鍵である。そうすると、会社全体で 20 億円の営業利益を安定的に出すことができよう。

米国の AFC は実績を積み上げていけば、10~20 億円は可能である。米国の鉄道車両照明がうまくいけば、欧州、アジアでの展開余地が広がってくる。欧州の非接触 IC カードビジネスも一定の需要が見込め、ここで 5~10 億円は上乗せできよう。シンガポールとタイなどアジアのビジネスで、5~10 億円は達成できよう。

海外売上 40 億円で営業利益 2 億円以上が着実に出せるようになれば、当社の収益力はかなり安定化する。つまり、国内 IC カードのリプレース需要が一巡した後でも、営業利益で 20 億円以上を確保できるようになる。長年の課題である海外ビジネスの収益化が引き続き大きなテーマである。

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。

## 米国の AFC は 2 件納入～実績を活かす局面

米国では、2019 年 9 月から新型運賃箱を投入した。従来の運賃箱は、現金磁気カード、IC カードに対応したものであるが、今回のものは、現金ベースを基本に必要な IC カードも使えるようにした。中小バス会社にも納入できるように、フレキシブルな対応を図った。案件は出てきているので、適切な受注ができるかどうか注目される。

AFC を搭載する米国のバスは、日本の 5.8 万台に対して、14 万台が走っている。2018 年 3 月にオレゴン州ローグバレイ交通局に AFC を納入して 2 件目の実績を作った。新型 AFC の導入によって、入札における競争力は高まってこよう。

## ニューヨーク地下鉄の照明を受注

ニューヨークの通勤電車向けはすでに納入が始まっている。バイニューヨーク (NY で製造) に対応している。

2018 年 10 月に、米国の川重からニューヨークの地下鉄用の車両照明システムを受注した。535 両用、28 種類の照明である。これには、最大 1,077 両のオプションがついているので、順調にいくと、最大 1,612 両の大型案件となる可能性が高く期待できる。

NY の地下鉄向けは現在準備に入っており、2021 年度から 5 年かけて納入していく。バイアメリカン(米国で製造)なので、シカゴで生産することになる。

## レシップ・アーカンシアの活用～クレジットカード決済を開発

レシップ・アーカンシアで、新型バリデータ (運賃収受機器) を開発した。キャッシュレス決済の機能を一体化したもので、非接触クレジットカード、デビットカード、非接触 IC カード、QR コード等に対応できる。すでに EMV Level 1 (国際統一規格で端末の電気的使用を保証) は取得しており、現在 EMV Level 2 (決済処理保証) の取得に向けて対応を進めている。2022 年までに欧州で 1 万台の販売を目指す。その後、アジアにも展開する予定である。このデバイス (5.7 インチ カラータッチ) は、バスの手すりにも装着できるほど、コンパクトである。

## 展示会

この新型バリデータは、2019 年 6 月の大型展示会 (UITP) でマーケティングした。ストックホルムで開催の UITP (国際公共交通連合) の世界会議・展示会に出展した。2 年に 1 度開催されるイベントで、新シリーズのバリデータ LV-700 を展示した。まず欧州で販売し、次にアジアにも持っていく方針である。

また、今年 3 月にドイツのカールスルーエで開催される “IT TRANS2020” に出展する。公共交通に関する国際的なイベントで、2 年に 1 回開催される。当社の乗客情報システム (PIS) や運賃収受機器 (LV-700、アーカンシア開発) を展示する。

---

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。

欧州では、クレジットカードによる支払い方式(アカウントベースペイメント、EMV方式)が進められている。EMV(ユーロマスタービザ)対応で、バス・トラムのIC読み取り端末に、クレジットカードを振りかざすだけで決済ができる。

当社のバリデータ(非接触ICカード端末)に関する欧州SI企業からの反応はよい。うまく受注に結びつくかどうか注目される。

### シンガポールでの展開

2018年11月より、LED式行き先表示器、液晶表示器などを納入している。視認性の良さが好評価となっている。今後、タイなどで周辺国にも拡大していく予定である。

シンガポールの陸上交通庁のハイブリッドバスに、当社の案内表示システムが採用されている。LED式行き先表示器(前面、側面、後面)、車両の2段停名表示器、タッチパネル操作盤などである。公用語である英語、マレー語、中国語、タミル語に対応している。

シンガポールでは、2018年11月に第1弾の50台分を納入した。5500台市場の次もとっていく方向である。シンガポールでは、欧州の競合メーカーもいる。しかし、表示のしくみや見やすさ、使い易さを考えると、当社の優位性は高い。

シンガポールでは、バスの市場構造が変革期にある。政府の方針で、バスの運行(オペレーション)はバス会社が担当するが、バスの車両等ハードやそのシステム全体は交通局が管理するので、TMSのビジネスについても交通局の傘下となる。バス会社ではなく、バスの車体メーカーとのビジネスに変化しつつあるので、新たな営業活動が必要になっている。

### 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ひどくなる。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ており、当社のビジネスチャンスは広がってこよう。

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。

### 海外マネジメント人材の強化

グループの社員数は2019年3月末で578人、このうち海外拠点が37人である。海外ビジネスの強化に向け、海外の人員を増強している。国内のエレクトロニクス企業の事業再編

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。

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。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。

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。

#### キャッシュ・フローの推移

	(百万円)					
	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3
<b>営業キャッシュ・フロー</b>	-580	-292	324	1135	487	208
税引後当期純利益	-78	565	-2136	16	-514	656
減価償却	323	408	399	384	473	534
減損損失	0	17	604	9	14	21
のれんの償却	19	37	33	0	0	0
売上債権の増減	-749	-972	1321	-285	903	-2394
仕入債務の増減	714	127	-17	280	-197	798
棚卸資産の増減	-991	-296	-253	577	-397	-576
<b>投資キャッシュ・フロー</b>	-1052	-722	-555	-386	-326	-535
有形固定資産の取得	-176	-220	-262	-249	-227	-280
無形固定資産の取得	-233	-352	-251	-56	-112	-239
子会社・関係会社株式の取得	-585	-171	0	0	0	0
<b>財務キャッシュ・フロー</b>	1293	1306	402	-59	-187	1005
短期借入金の増減	1525	1410	608	-952	-209	1236
長期借入金の増減	-142	25	-105	989	105	605
自己株式の取得	-166	0	36	-24	59	156
配当支払い	-89	-104	-104	-92	-92	-92
<b>現金・同等物の期末残高</b>	<b>313</b>	<b>612</b>	<b>793</b>	<b>1503</b>	<b>1483</b>	<b>2169</b>

#### バランスシートでは内部留保の充実へ

バランスシートでは、売掛金などの回収を早めるようにしている。納入先に対して、支払いの早期化を要請しており、CCC（キャッシュ・コンバージョン・サイクル）が改善する方向にある。これによって、増加運転資金が少なくて済むようになりつつある。また、借入金を短期から長期にシフトしている。

4Q(1~3月)に売上が立つ特性があるので、期末に売掛金が増える。バス会社への納入は年度末の3月が多いからである。この入金とは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、期末に売上げに立つものが、積み上がってくることによる。

当社は設備投資にそれほどお金はかからない。内部資金でほぼ賄える。海外も自社単独の工場ではない。米国は販社で、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。スウェーデンの会社は開発会社である。

一方、システム開発と試作には資金を要する。2013年にスウェーデンの会社を8億円で買収したが、その時は借入を行った。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、その後は改善してきた。しかし、2016年3月期の業績悪化で、自己

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。



資本比率は低下し、有利子負債比率は上がった。6年前の自己資本比率 48.6%、有利子負債比率 11.6%に対して、2019年3月期末では、各々20.8%、32.1%であった。

バランスシート

(百万円、%)

	2013.3	2014.3	2015.3	2016.3	2017.3	2018.3	2019.3	2019.12
流動資産	7628	9238	11168	10499	10296	9515	13111	13341
現預金	704	368	667	848	1558	1538	2224	1845
受取手形・売掛金	4760	5491	6472	5149	5430	4530	6925	7159
商品製品・仕掛品	835	1377	1965	1952	1481	1561	2118	2320
固定資産	2163	3238	3262	2674	2752	2950	3334	3381
有形固定資産	1403	1416	1419	1415	1391	1415	1636	1622
のれん	0	773	603	0	0	0	0	0
投資その他	582	713	586	611	761	1054	1218	1166
資産合計	9791	12476	14431	13173	13048	12465	16445	16722
流動負債	4607	7069	9232	9435	8413	8326	11785	10309
支払手形・買掛金	2183	2275	3155	3091	3425	3182	3969	4275
短期借入金	976	2350	3794	4336	3704	3626	4198	3459
固定負債	428	617	561	460	1135	1153	1232	1271
純資産	4755	4788	4637	3277	3499	2985	3427	5141
有利子負債	1132	2514	3952	4407	4345	4249	5283	4000
有利子負債比率	11.6	20.2	27.4	33.5	33.3	34.1	32.1	23.9
自己資本比率	48.6	38.4	32.1	24.9	26.8	24.0	20.8	30.7

(注) 短期借入金は1年以内の長期借入金を含む。

## ファイナンスを実施

昨年10月に公募増資を行い、909百万円（発行価格692円、ディスカウント率3.08%）を調達した。希薄比率は10.78%であった。

資金の使途としては、1) LIVUの機能拡大に向けた技術者の充実によるR&D、2) 米国の地下鉄用灯具の生産設備、3) 開発力強化に向けたIT基盤に活用する。自己資本の充実による財務基盤の強化にも役立つ。11%の希薄化は心配する必要はない。足元の収益性は大きく改善しており、今回の資金を活用すれば、これまでよりは高い利益水準を十分確保することができる。

2019年12月末で、純資産は5141百万円に増加し、自己資本比率も30.7%に高まった。ファイナンスと内部留保の充実で、資金的余裕は高まっている。過去10年に比べると収益水準も高まっている。当面有利子負債はかなり削減する方向に進もう。

## 4. 当面の業績      ピーク利益の更新後、減益は不可避ながら次を準備

### 2年前までは一進一退であった

2015年3月期は通信基地局用非常電源装置が特需で急増した。セグメント利益では、輸送機器事業が落ち込んだ。海外の赤字が拡大し、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

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。

オン電池で、当社製のものが高く評価された。

2016年3月期は米国の不採算案件で大幅赤字となった。要因は、米国での追加コストの発生や、スウェーデンの子会社ののれんの減損などが重なったためである。

2017年3月期は黒字に復帰した。大幅な赤字となった米国のAFC事業が納入を完了して、一段落したことによる。純利益が少ないのは、国内が黒字、海外が赤字ということで、国内の利益に対する法人税等があるため、全体の純利益は少ないものとなった。国内のAFCは横這いであったが、液晶表示器OBCビジョンやカラーLEDの行き先表示器が好調であった。産業機器では、通信基地局向けの無停電電源装置が大幅に増えた。

2018年3月期は再び落ち込んだ。赤字に陥った要因は、1) 国内バス市場でICカードシステムの更新需要前の端境期となったこと、2) 通信基地局向け無停電電源装置の需要が一巡したこと、3) ICカードシステム更新のための準備費用、4) 海外製品の開発費用など、需要減と先行投資が重なった。

半期ベースの業績推移

(百万円)

	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
2016.3	6784	9419	16203	-613	-33	-649
2017.3	6571	10414	16985	-577	931	354
2018.3	6471	9278	15749	-870	622	-248
2019.3	7689	13849	21538	-422	1452	1030
2020.3	11835			979		

### 2019年3月期は大幅に好転

2019年3月期は、売上高21538百万円（前年同期比+36.8%）、営業利益1021百万円（前期-235百万円）、経常利益1030百万円（同一-248百万円）、純利益438百万円（同一-454百万円）と急回復した。好業績を反映して、配当も1円増配して8.5円とした。

セグメント別では、輸送機器事業が売上高+48.1%、営業利益986百万円となった。市場別売上高では、バス用+66.9%、鉄道用-8.2%、自動車用+4.7%と、バス用が大幅に伸びた。

バス市場向けが+5289百万円の増収となったが、このうち国内バス用運賃箱/ICカードユニットが+3957百万円を占めた。ICカードユニット(ICリーダライタ及び制御ユニット)を交換に併せて、運賃箱も新型のコンパクトなものに代替する需要も半分くらいある。

産業機器事業は、売上高+12.1%、営業利益75百万円（前年同期比+0.3%）となった。電源ソリューションの売上高-5.9%、エコ照明・高電圧ソリューション+10.2%、EMS+33.6%であった。EMSでは、自動車の電子化でプリント基板実装の受託が大きく伸びたが、設備投

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。

資を拡大したこともあり、利益貢献は少なかった。

売上原価には受注損失引当金の 222 百万円が含まれている。国内のバスシステム、海外の鉄道システムで、受注時に低採算であった分を引当てた。これは初受注案件の採算は厳しくても、次につなげようというねらいがあった。

#### 四半期別業績推移

		(百万円)			
		1Q	2Q	3Q	4Q
売上高	2017.3	2606	3965	4140	6274
	2018.3	2951	3520	3468	5810
	2019.3	3342	4347	5813	8036
	2020.3	4914	6921	7509	
営業利益	2017.3	-359	-76	-12	930
	2018.3	-573	-303	-140	781
	2019.3	-414	-41	564	912
	2020.3	300	711	692	

#### 今 2020 年 3 月期の業績は極めて明るい

2020 年 3 月期の 3Q 累計は、売上高 19344 百万円（前年同期比+43.3%）、営業利益 1703 百万円（前年同期 109 百万円）、経常利益 1674 百万円（同 131 百万円）、純利益 860 百万円（同-60 百万円）と極めて好調であった。

3Q をセグメント別にみると、輸送機器事業では、バス市場の売上高が+66.8%（前年同期比）、鉄道市場+38.9%、自動車市場+2.0%、とバスと鉄道が好調であった。

IC カードシステムの更新に伴う運賃箱や IC カードリーダーライタの生産については、その生産能力を高め、効率もアップした。運賃箱でいえば、かつての月産 200 台ペースを 400~500 台に上げた。実際の生産ピッチも上がって、効率よく生産できた。

一方、北米バス市場向け新型運賃箱の販売活動の開始に伴い、旧型運賃箱の在庫評価減を 314 百万円ほど行った。この分営業利益段階では負担となったが、これを吸収して大幅黒字を達成した。

産業機器事業では、電源ソリューション+2.2%、エコ照明・高電圧ソリューション-21.3%、EMS 市場+22.3%、電源ソリューションと EMS が順調であった。

#### 業績を上方修正

3Q の決算を公表したところで、2020 年 3 月期の通期の業績計画を上方修正した。当初計画に比べて、売上高を+25 億円の 250 億円へ、営業利益を+6.5 億円の 17.5 億円、純利益を+4.5 億円の 9 億円とした。

新しい業績計画は、売上高 25000 百万円（前年度比+16.1%）、営業利益 1750 は百万円（同

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。

+71.3%9、経常利益 1750 百万円（同+69.9%）、純利益 900 百万円（同+105.3%）とした。

首都圏バス用 IC カードシステムの更新需要は 3Q ではほぼ完了した。4Q からは、この分がなくなるので、4Q だけの営業利益は極めて慎重にみている。実際は、もう少しよい内容となるので、通期の業績は会社計画を上回ることになるだろう。

#### セグメント別業績

	2016.3		2017.3		2018.3		2019.3		2020.3(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
輸送機器事業										
上期	4398	-605	4277	-446	4169	-802	5151	-441	8907	932
下期	7026	-33	7397	672	6616	535	10826	1427		
通期	11424	-638	11674	226	10785	-267	15977	986	19000	1870
産業機器事業										
上期	2363	46	2272	40	2280	-50	2515	8	2906	102
下期	2371	81	2995	275	2639	125	3002	67		
通期	4734	127	5267	315	4919	75	5517	75	6000	200
合計										
上期	6784	-555	6549	-406	6471	-853	7689	-429	11813	1035
下期	9419	51	10436	951	9278	669	13849	1496		
通期	16203	-504	16985	545	15749	-184	21538	1067	25000	2070

(注)セグメントの営業利益は全社費用配賦前。(予)はアナリスト予想

#### 更新需要は今期がピーク

運賃箱 LFZ の生産は月産 300~400 台ペースで続いてきた。台数は従来の 2 倍以上のペースに上がった。1 台システムを取り換えるのに半日以上はかかる。人手でやるので、きちんとスケジュールを組んで、生産、納入の手配を進めた。従来の年度末まとめて納入というパターンではないので、四半期別の業績は平準化した。

首都圏バス用 IC カードシステムの更新は、前下期から本格化し、今期の 3Q までフルに続いた。1.2 万台の IC カードユニット(IC リーダライタ+制御ユニット)の交換に併せて、運賃箱そのものの代替を行うケースも多かった。

この国内バス用運賃箱、IC カードユニットの売上高は、2017 年 3 月期 17 億円、2018 年 3 月期 18 億円、2019 年 3 月期 57 億円（上期 14 億円、下期 43 億円）に対して、2020 年 3 月期の上期は 42 億円であった。IC カードユニットベースで見ると、上期 3511 台に対して、下期は 3772 台の予定である。つまり、下期も 40 億円台の売上高は十分見込める。従来 20 億円弱の年間需要に対して、更新需要としては 2 年間で 100 億円強が乗ってきた。

#### 2021 年 3 月期以降

2021 年 3 月期については、首都圏のバス用 IC カードシステムが一巡するので、業績の落ち込みは避けられない。しかし、首都圏以外での需要の拡大、TMS 関連の市場開拓、海外市場での事業拡大による赤字縮小によって、減益幅をある程度カバーできよう。

首都圏の更新が一巡しても、スイカ、パスモの外人旅行者向け対応に伴うソフトウェアの

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。

追加、JR 東日本、JR 西日本での地域連携 IC カードへの切り換え、などの需要が見込める。行き先表示のカラー化、音声案内の充実、LIVU の活用による TMS ビジネスの強化にも力を入れていく。

業績予想

(百万円)

	2018.3	2019.3	2020.3(予)	2021.3(予)	2022.3(予)
輸送機器事業					
売上高	10785	15977	19000	15000	16500
営業利益	-267	986	1820	1270	1700
産業機器事業					
売上高	4919	5517	6000	6000	6500
営業利益	75	75	200	200	200
合計					
売上高	15749	21538	25000	21000	23000
国内	14942	20534	24000	19500	20500
海外	807	1004	1000	1500	2500
営業利益	-235	1021	2000	1400	1800

(注)セグメントの営業利益は全社費用配賦前、合計の営業利益は全社費用配賦後。

海外はまだ今一步である。シンガポールでは表示器に加えて、運賃箱の更新も増加してくる。米国では、列車向けの LED 灯具が増える。タイではフォークリフト用の充電器も増えよう。米国の AFC の次なる受注、欧州の IC カードのマーケティングが上手くいくかどうかによって、伸びの度合いは決まってくる。

鉄道向けは、米国ニューヨークの鉄道 M9 向けの採算が厳しい。川崎重工の車両の照明システムを担当しているが、もともとの受注が厳しいものであったので、それが影響している。これは、海外の車両ビジネスで実績を作り、いずれメンテナンスで稼ぐとともに、ここでの経験を活かして、他のプロジェクトへ広げていこうというねらいがある。

海外売上高は、2 年後からはかなり伸びてくよう。現状の年商 10 億円を 20~30 億円に拡大できれば、黒字化の後、利益貢献も高まってくる。

産業機器では、EMS の基板が、自動車メーカーの自動運転、エレクトロニクス化の進行に向けて継続的に拡大しよう。大手自動車メーカーからも生産プロセスへの信頼が得られている。

## 中期な見方

2020 年 3 月期は、中期 5 年計画の 4 期目で、業績目標については十分達成しているが、4 つのテーマについてはまだバラつきがある。

第 1 の「MaaS の実現に向けた新しい価値の創造」は、次の 10 年をみても最大のテーマで

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。

あり、大いなる挑戦が続こう。バスの特化したニッチ分野でいかに個性を発揮するか。そこで培ったテクノロジー、サービス、プラットフォームで一定の存在をみせるべく、商品サービスの開発に力を入れていく。

第2の「育成分野への経営資源のスムーズな移行」では、LIVUが一定の形を見せている。TMSのプラットフォーム機器として機能の充実が進みつつある。

第3の「海外ビジネスの黒字化」は、まだ遠い。しかし、赤字幅の縮小は、順調にいけば来期から本格化してこよう。3年後に黒字化を達成すべく力を入れていくことになる。シンガポールとタイの拠点はすでに黒字となっているので、欧州が新商品サービスで売上を上げられるか。米国がAFCでコンスタントに受注を取れるかがカギを握ろう。

第4の「業務プロセス改善による生産性の向上」は毎年継続して取り組んでいる。製造業として生産現場における効率化は一定の成果を上げている。新しい開発案件が順調に進行するかどうかという点が今後とも課題となろう。

これらの4つのテーマは、次の5年をみても継続的に取り組むべき課題である。

次の5年間をみると、財務的な目標としては、売上高200~250億円、海外売上高20~30億円、営業利益15~20億円、ROE10%以上というところが安定的に達成可能な水準であろう。

配当についても8.5円がこれまでの安定配当水準であったが、収益力が従来よりも高まっているので、10円配当をベースにすることも十分できよう。海外の赤字が縮小してくると、純利益の水準も上がってくる。この点にも注目したい。

## MaaSへの展開~LIVUの広がり

LIVUはすでに12社以上が導入意向をもっており、これからも増えていこう。課題は通信技術者の採用と新システムのノウハウの蓄積である。1年後には、かなり実績が上がってくるので、その後市場拡大に弾みがついてくるものと期待される。

次世代の新交通サービスMaaS(モビリティ・アズ・ア・サービス)の一環として、当社のバスの運行支援ユニット「LIVU」が採用され始めている。乗客へのサービスを高め、ドライバーの負担を軽減し、バスの運行管理の適正化を図るという点で、LIVUは業界をリードしている。多くのバス会社がLIVUの実用性に注目しており、その良さが実務で認識されると一気に採用会社が増えてこよう。

LIVUの改良は逐次進めている。ハードではなく、ソフトウェアを含めたプラットフォームとして、サブスクリプション(課金型)のビジネスモデルを志向しているが、まだ具体化はしていない。

バスの運行に関するノウハウをシステム化するという点では、当社が圧倒的に有利である。エレクトロニクス系企業やベンチャー系IT企業が参入してくるかもしれないが、当社はすでに実績を積み上げようとしている。この2年で地歩を固めることができれば、新しい収益源となろう。

---

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。

## 海外の収益動向

海外ビジネスについて、シンガポール、タイの黒字が見込める。北米と欧州はまた赤字であり、縮小は来期からになるろう。

シンガポールでは、LTA（陸上交通庁）へバス用案内表示システムを納入した。クラウドサーバーと連携し、バスの利用者に目的地、経由地、系統番号などを分かり易く伝える。まず、新しいハイブリッドバス 50 台に採用された。6 種類の LED 行き先表示器とタッチパネル式操作盤を取り付けている。

米国での鉄道用照明（灯具）では、この 2 年は郊外電管用（M9）の売上、その後数年は地下鉄（R211）用の売上が続こう。前者の採算は厳しいが、後者は一定の利益寄与が見込めよう。欧州ではアーカンシアが開発を終えて販売に入る。これの納入先が決まるようであれば、ビジネスの立ち上げが期待できる。

## 5. 企業評価 内外での新規受注案件の仕上がり注目

### 当面の課題と次の中計に向けて

当社は、AFC（自動運賃収受システム）+TMS（運行管理システム）+SLP（表示・証明・電源）を事業のコアとするが、当面の課題は、1) TMS を事業の柱に育てること、2) 3 つの事業要素から新しい戦略システム商品を開発することにある。杉本社長は、この認識のもと、人材の強化と開発マーケティングの一体化に全力投入している。

現在は、LIVU の拡販に力を入れている。また、ニューヨークの地下鉄の納入準備を進めている。プリント基盤も好調なので、さらに設備を拡大するかどうかも検討課題である。

中期 5 年計画は現在 4 年目である。来期が 5 年目になるので、次の中期計画の準備に入る。バスの IC カードシステムの更新が一巡して、この分の需要がなくなることに對して、どのように対応していくか。すでにいろいろ手は打ってきているが、それが具体的成果に結びついてくることが期待される。とりわけ、1) Mass の実現に向けた新しい価値の創造と、2) 海外ビジネスの黒字化が注目される。

### 内外新規案件の採算確保が課題

課題は、海外の先行投資をいかに収益化するかにある。海外市場の開拓では、米国を攻めてきたが、バスの後は鉄道向けで苦しい戦いが続いている。しかし、ここを乗り越えれば、納入実績を梃に新たな展開が期待できよう。

バスの高機能化で、当社のビジネスは広がりが出てくる。技術開発、量産化、海外でのプロジェクトマネジメントなど、仕事に見合った能力を人材、組織体制でつけていかないと、収益性の向上に結びついていかない。この克服が課題である。

---

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。

## 株主優待の拡充

2019年3月末の株主数は1.2万人で、大半が個人株主である。株主優待については、一部変更し拡充を図った。

第1は、対象者を200株以上かつ継続的に1年以上保有している株主とした。1年以上とすることで、優待取りだけを狙う短期株主は対象外とした。

第2は、柿だけではなく、ハムもメニューに入れた。岐阜県特産の富有柿1箱か、岐阜県特産の明宝ハムの詰め合わせ1箱かを選べるようにした。200株以上保有で2000円相当、3年以上保有で2800円相当とした。9月末の株主を基準とする。

株式優待は、株価が600円として200株で12万円、これに対して2000円相当の珍しい富有柿かハムが送られる。200株の配当は1株8.5円として1600円である。計3600円の利回りは3.0%に相当し、追加利回り効果は大きい。この優待が安定株主作りに寄与している。

## LIVU と海外採算に着目

配当は8.5円に戻した。当社のユニークな株主優待は好評で、これをベースに株主となっている投資家も多い。安定配当と基本とするが、好業績を反映して、さらなる増配も期待できよう。

今期は売上高250億円、営業利益20億円が十分達成できよう。一方、中期計画にある海外売上比率20%のハードルはまだ高い。海外赤字案件が一巡して、海外採算の向上が進めば業績は大きく安定化しよう。2021年3月期以降の業績は海外にかかっているため、企業評価はBとする。(企業評価のレーティングについては表紙を参照)

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出ている。

現在の株価(3/2)は、PBRで1.28倍、ROE 19.5%(来期ベースで13.3%)、PER 6.2倍(同8.2倍)、配当利回り1.6%と、かなり割安になっている。2020年3月期は12年ぶりにピーク利益を更新するが、そのあとの減益幅と中期的な利益水準がどの程度に落ち着くのかに関心が高い。LIVUのプラットフォーム化と海外の収益化が期待される。今後のスピードと水準に注目したい。