

# 6616 トレックス・セミコンダクター

Sponsored Research  
2020/12/4

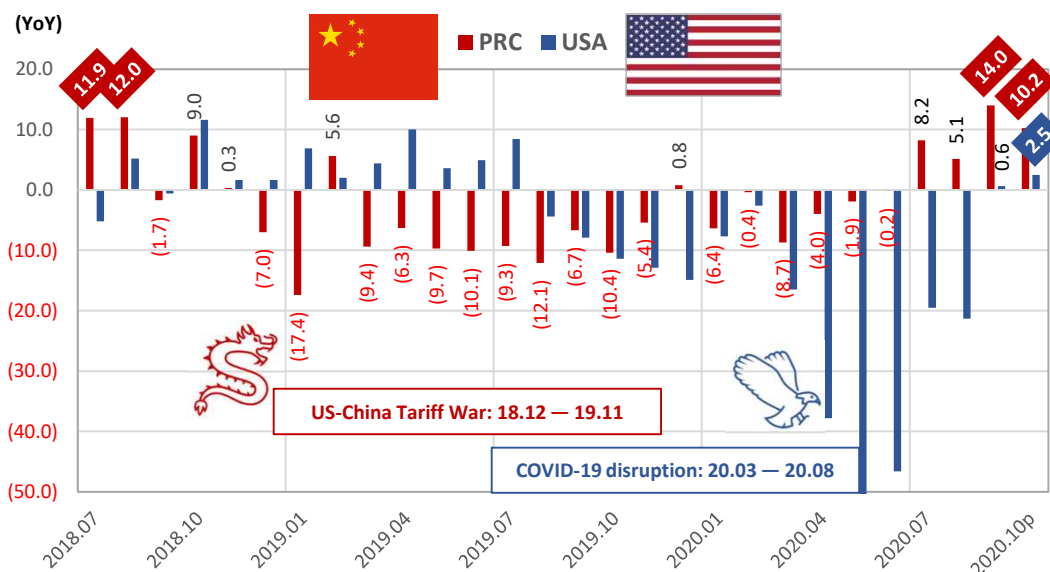
Sessa Investment Research

## 市場の関心は新型コロナウイルス後へ

前年同期比の伸びは4Q以降改善し、来期には多くのポジティブ要因が顕在化

- 上半期連結決算は、売上高が前年比+10.4%、営業利益が同-21.0%になった。Q1(4~6月)は売上高が+22.1%、営業利益が+148.9%と好調だったが、Q2(7~9月)は売上高が+0.3%、営業利益が-74.2%となった。また、通期ガイダンスから導き出した下半期の売上高と営業利益のガイダンスはそれぞれ +3.8%、-31.2%である。世界の競合他社が回復し始めている一方で、トレックス・グループの業績がなぜ低迷しているのだろうか？昨年度を振り返れば、Q2並びにQ3に日本でドライブレコーダー需要が大幅に増加し、かつ中国全土でETC導入への取り組みが強化されたことを受けて車載機器向けがかさ上げされた。単純に前年比較ベースが高いことが理由であり、2019年のトレックスは市場変化に迅速に対応し、ニッチ分野でその専門性を活かして大口受注に成功したと言える。
- 電源ICの需要を判断する上で、日本の対中輸出は世界貿易全般の健全性、とりわけ電子サプライチェーンの健全性の指標としてかなり信頼性が高いと考えている。下のグラフは、不首尾に終わった米国の対中関税戦争が2018年12月~2019年11月に日本の対中輸出に悪影響を及ぼしたことを示している。これに続く新型コロナウイルスによる混乱が、2020年3月~2020年8月に日本の対米輸出に悪影響を及ぼした。一方このグラフでは、日本の対中輸出の伸びが4ヵ月連続でプラスとなり、9月と10月に2桁の伸びになったことがわかる。株式市場の関心は来年の新型コロナウイルス後の展望に移っている。来年2月のQ3決算の発表時に、Q2の前年比での減益率がボトムだったことが確認される可能性が高く、Q4以降は前年比の数字が改善するだろう。5Gサービスエリアの拡張、IoTがもたらす主要産業の回復、ハイブリッド/EV車の新車販売増加を計画している自動車産業の回復が来年のけん引役となるだろう。加えて本社工場の第一工場への統合が完了し、鹿児島工場は黒字転換する見通しである。

日本の対米・対中輸出の推移: 前年比で中国は2桁増、米国もプラスに転じる



出所:財務省貿易統計月次プレスリリースよりSESSAパートナーズ作成

## Follow-up 2Q

# TOIREX

### 注目点:

5G、IoT接続機器、自動車の電子化がけん引する新たな用途がもたらす魅力的な成長特性を備えたパワーマネジメントICのスペシャリスト

### 主要指標

|                     |         |
|---------------------|---------|
| 株価(12/3)            | 1,360   |
| 年初来高値(20/1/14)      | 1,743   |
| 年初来安値(20/3/13)      | 855     |
| 10年間高値(14/11/6)     | 3,187.5 |
| 10年間高値(14/5/20)     | 725.8   |
| 発行済み株式数(100万株)      | 11.55   |
| 時価総額(10億円)          | 15.71   |
| EV(10億円)            | 12.32   |
| ネットキャッシュ÷時価総額       | 21.6%   |
| 自己資本比率(9月末)         | 61.7%   |
| 21.3 P/E (CE)       | 43.7x   |
| 21.3 EV/EBITDA (CE) | 6.75x   |
| 20.9 P/B (act)      | 0.80x   |
| 21.3 DY (CE)        | 2.35%   |

### 年初来株価チャート(週足)



出所: SPEEDA

アナリスト  
クリス・シュレイバー CFA  
[research@sessapartners.co.jp](mailto:research@sessapartners.co.jp)



本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレマーをご覧ください。

## 連結決算及び2021年3月期の修正予想

| 百万円、%            | FY3/16   | FY3/17   | FY3/18   | FY3/19   | FY3/20   | 1H 3/21 | 1H 3/21  | 2H 3/21 | FY3/21   |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|---------|----------|---------|----------|
| 日本基準             | act      | act      | act      | act      | act      | init CE | act      | implied | rev'd CE |
| 売上高              | 10,621   | 21,560   | 23,997   | 23,897   | 21,501   | 11,400  | 11,409   | 11,591  | 23,000   |
| 対前年比             | 6.5      | 103.0    | 11.3     | (0.4)    | (10.0)   | 10.3    | 10.4     | 3.8     | 7.0      |
| 売上総利益            | 5,063    | 5,900    | 7,177    | 6,494    | 5,452    | —       | 2,536    | —       | —        |
| 総利益率             | 47.7%    | 27.4%    | 29.9%    | 27.2%    | 25.4%    | —       | 22.2%    | —       | —        |
| 販売費及び一般管理費       | 3,923    | 4,649    | 4,964    | 4,943    | 4,774    | —       | 2,275    | —       | —        |
| 販管費率             | 36.9%    | 21.6%    | 20.7%    | 20.7%    | 22.2%    | —       | 19.9%    | —       | —        |
| 減価償却費            | 442      | 1,219    | 934      | 1,085    | 1,312    | —       | 547      | 778     | 1,325    |
| EBITDA           | 1,582    | 2,470    | 3,147    | 2,636    | 1,990    | —       | 807      | 1,018   | 1,825    |
| 対前年比             | (9.9)    | 56.2     | 27.4     | (16.2)   | (24.5)   | —       | (15.2)   | (2.0)   | (8.3)    |
| 対売上高比率           | 14.9%    | 11.5%    | 13.1%    | 11.0%    | 9.3%     | —       | 7.1%     | 8.8%    | 7.9%     |
| 営業利益             | 1,140    | 1,251    | 2,212    | 1,551    | 678      | 220     | 261      | 239     | 500      |
| 対前年比             | (15.6)   | 9.8      | 76.8     | (29.9)   | (56.3)   | (33.4)  | (21.0)   | (31.2)  | (26.3)   |
| 営業利益率            | 10.7%    | 5.8%     | 9.2%     | 6.5%     | 3.2%     | —       | 2.3%     | 2.1%    | 2.2%     |
| 経常利益             | 971      | 906      | 1,998    | 1,820    | 676      | 180     | 178      | 222     | 400      |
| 対前年比             | (42.2)   | (6.7)    | 120.6    | (8.9)    | (62.9)   | (35.5)  | (36.2)   | (44.1)  | (40.8)   |
| 親会社株主に帰属する当期純利益  | 580      | 2,931    | 902      | 1,049    | 418      | 170     | 158      | 182     | 340      |
| 対前年比             | (53.5)   | 404.9    | (69.2)   | 16.3     | (60.2)   | 7.8     | 0.0      | (29.8)  | (18.6)   |
| EPS (円)          | 54.59    | 308.77   | 99.44    | 95.89    | 38.03    | 15.58   | 14.44    | 16.70   | 31.14    |
| DPS (円)          | 32.00    | 32.00    | 34.00    | 38.00    | 40.00    | 16.00   | 16.00    | 16.00   | 32.00    |
| BPS (円)          | 1,022.30 | 1,267.65 | 1,338.74 | 1,717.90 | 1,712.30 | —       | 1,705.64 | —       | —        |
| 海外売上高比率          | 70.6%    | 71.9%    | 71.0%    | 71.8%    | 67.2%    | —       | 71.9%    | —       | —        |
| 平均為替レート (USD)    | ¥120.1   | ¥108.9   | ¥110.8   | ¥110.7   | ¥109.1   | ¥108.0  | ¥106.7   | —       | ¥106.0   |
| 設備投資             | 602      | 988      | 1,149    | 3,323    | 1,497    | —       | 621      | 1,155   | 1,776    |
| 研究開発費            | 204      | 229      | 406      | 357      | 403      | —       | —        | —       | —        |
| 現金及び預金           | 6,617    | 7,769    | 10,835   | 10,982   | 9,281    | —       | 11,346   | —       | —        |
| 有利子負債            | 3        | 6,094    | 4,980    | 4,671    | 4,649    | —       | 7,949    | —       | —        |
| 短期借入金            | 3        | 2,423    | 2,483    | 1,903    | 2,902    | —       | 2,902    | —       | —        |
| 1年内返済予定の長期借入金    | —        | 1,174    | 1,103    | 1,021    | 605      | —       | 1,210    | —       | —        |
| 長期借入金            | —        | 2,496    | 1,394    | 1,748    | 1,143    | —       | 3,838    | —       | —        |
| ネットキャッシュ (又は純負債) | 6,613    | 1,675    | 5,855    | 6,311    | 4,632    | —       | 3,397    | —       | —        |
| 純資産              | 10,929   | 15,598   | 19,085   | 19,638   | 18,672   | —       | 18,660   | —       | —        |
| 非支配株主持分          | 43       | 4,165    | 4,582    | 44       | —        | —       | —        | —       | —        |
| 株主資本+ その他包括利益累計額 | 10,886   | 11,432   | 14,503   | 19,594   | 18,672   | —       | 18,660   | —       | —        |
| 資産合計             | 12,973   | 25,210   | 27,995   | 28,386   | 27,847   | —       | 30,250   | —       | —        |
| 自己資本比率 (%)       | 83.9     | 45.3     | 51.8     | 69.0     | 67.1     | —       | 61.7     | —       | —        |
| ROE (%)          | 5.3      | 26.3     | 7.0      | 6.2      | 2.2      | —       | —        | —       | —        |
| 配当金総額            | 340      | 305      | 341      | 425      | 438      | —       | —        | —       | —        |
| 連結配当性向 (%)       | 58.6     | 10.7     | 34.2     | 39.6     | 105.2    | —       | —        | —       | 102.6    |
| DOE (%)          | 3.1      | 2.7      | 2.6      | 2.5      | 2.3      | —       | —        | —       | 1.8      |

出所：同社決算短信よりSESSAパートナーズ作成。

上半期の売上高はガイダンス通りだったが、営業利益は販売費及び一般管理費の抑制が奏功したことが主因で2億6,100万円(前年比-21.0%)となり、ガイダンスの2億2,000万円(同-33.4%)を18.6%上回った。しかし、上半期の米ドルの実効レートが想定108円に対して106.7円になり為替差損が予想を上回ったため、経常利益は依然としてガイダンスを下回った。同社は、今期初めて21年3月期の通期ガイダンスを発表したが、それから逆算すると下半期営業利益は前年比-31.2%となる。売上高予想は保守的であり、Q4以降に循環的回復を辿る可能性が高いことを考慮すればガイダンスを上回る可能性が高い。また、下半期の減価償却が予算を下回る可能性もある。銀行借入れを慎重に積み増してはいるが、それでもバランスシートは極めて健全であり、ネットキャッシュは時価総額のほぼ24%に相当する。

## トレックスセミコンダクターの四半期業績(連結)のトレンド

| 百万円、%           | FY3/19 | FY3/20 | 1Q 3/19 | 2Q 3/19 | 3Q 3/19 | 4Q 3/19 | 1Q 3/20 | 2Q 3/20 | 3Q 3/20 | 4Q 3/20 | 1Q 3/21 | 2Q 3/21 |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
|                 | act    | act    | act     | act     | act     | act     | act     | act     | act     | act     | act     | act     |
| 売上高             | 23,896 | 21,500 | 6,203   | 6,266   | 6,074   | 5,353   | 4,797   | 5,534   | 5,598   | 5,571   | 5,858   | 5,550   |
| 対前年比            | (0.4)  | (10.0) | 8.6     | 2.8     | 0.6     | (13.0)  | (22.7)  | (11.7)  | (7.8)   | 4.1     | 22.1    | 0.3     |
| ・フェニテック寄与分      | 13,792 | 11,837 | 3,727   | 3,539   | 3,642   | 2,884   | 2,595   | 2,885   | 3,035   | 3,322   | 3,688   | 3,330   |
| 対前年比            | (0.3)  | (14.2) | 15.1    | 0.7     | 4.4     | (19.6)  | (30.4)  | (18.5)  | (16.7)  | 15.2    | 42.1    | 15.4    |
| ・トレックス          | 10,104 | 9,663  | 2,476   | 2,727   | 2,432   | 2,469   | 2,202   | 2,649   | 2,563   | 2,249   | 2,170   | 2,220   |
| 対前年比            | (0.6)  | (4.4)  | 0.1     | 5.7     | (4.6)   | (3.7)   | (11.1)  | (2.9)   | 5.4     | (8.9)   | (1.5)   | (16.2)  |
| 売上総利益           | 6,493  | 5,451  | 1,921   | 1,892   | 1,530   | 1,151   | 1,269   | 1,422   | 1,446   | 1,315   | 1,325   | 1,210   |
| 総利益率            | 27.2%  | 25.4%  | 31.0%   | 30.2%   | 25.2%   | 21.5%   | 26.5%   | 25.7%   | 25.8%   | 23.6%   | 22.6%   | 21.8%   |
| 販売費及び一般管理費      | 4,942  | 4,773  | 1,246   | 1,216   | 1,218   | 1,263   | 1,191   | 1,170   | 1,241   | 1,172   | 1,129   | 1,146   |
| 販管費率            | 20.7%  | 22.2%  | 20.1%   | 19.4%   | 20.1%   | 23.6%   | 24.8%   | 21.1%   | 22.2%   | 21.0%   | 19.3%   | 20.6%   |
| 減価償却費           | 1,085  | 1,312  | 195     | 239     | 300     | 351     | 305     | 317     | 335     | 355     | 269     | 278     |
| 対前年比            | 16.2   | 20.9   | (11.8)  | 4.4     | 29.9    | 38.7    | 56.4    | 32.6    | 11.7    | 1.1     | (11.8)  | (12.3)  |
| EBITDA          | 2,635  | 1,990  | 870     | 915     | 612     | 239     | 384     | 568     | 540     | 498     | 464     | 343     |
| 対前年比            | (16.2) | (24.5) | 28.7    | 5.8     | (21.5)  | (71.0)  | (55.9)  | (37.9)  | (11.8)  | 108.4   | 21.1    | (39.6)  |
| 対売上高比率          | 11.0%  | 9.3%   | 14.0%   | 14.6%   | 10.1%   | 4.5%    | 8.0%    | 10.3%   | 9.6%    | 8.9%    | 7.9%    | 6.2%    |
| 営業利益            | 1,550  | 678    | 675     | 676     | 311     | (112)   | 78      | 252     | 204     | 144     | 195     | 65      |
| 対前年比            | (29.9) | (56.3) | 48.4    | 6.5     | (43.5)  | TR      | (88.4)  | (62.7)  | (34.4)  | TB      | 148.9   | (74.2)  |
| 営業利益率           | 6.5%   | 3.2%   | 10.9%   | 10.8%   | 5.1%    | -2.1%   | 1.6%    | 4.6%    | 3.6%    | 2.6%    | 3.3%    | 1.2%    |
| ・フェニテック寄与分      | 904    | 225    | 487     | 413     | 186     | (182)   | 59      | 4       | 78      | 84      | 122     | (33)    |
| 対前年比            | (42.7) | (75.1) | 60.7    | (19.6)  | (46.1)  | TR      | (87.9)  | (99.0)  | (58.1)  | TB      | 106.8   | TR      |
| 営業利益率           | 6.6%   | 1.9%   | 13.1%   | 11.7%   | 5.1%    | -6.3%   | 2.3%    | 0.1%    | 2.6%    | 2.5%    | 3.3%    | -1.0%   |
| ・トレックス          | 646    | 453    | 188     | 263     | 125     | 70      | 19      | 248     | 126     | 60      | 73      | 98      |
| 対前年比            | 2.1    | (29.9) | 23.7    | 117.4   | (39.0)  | (54.8)  | (89.9)  | (5.7)   | 0.8     | (14.3)  | 284.2   | (60.5)  |
| 営業利益率           | 6.4%   | 4.7%   | 7.6%    | 9.6%    | 5.1%    | 2.8%    | 0.9%    | 9.4%    | 4.9%    | 2.7%    | 3.4%    | 4.4%    |
| 経常利益            | 1,820  | 676    | 924     | 819     | 227     | (150)   | 11      | 268     | 240     | 157     | 180     | (3)     |
| 対前年比            | (8.9)  | (62.9) | 98.3    | 27.8    | (62.5)  | TR      | (98.8)  | (67.3)  | 5.7     | TB      | 16.4x   | TR      |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 1,049  | 417    | 496     | 469     | 123     | (39)    | 12      | 146     | 133     | 127     | 168     | (11)    |
| 対前年比            | 16.3   | (60.2) | 112.0   | 75.7    | (58.0)  | TR      | (97.6)  | (68.9)  | 8.1     | TB      | 13.9x   | TR      |

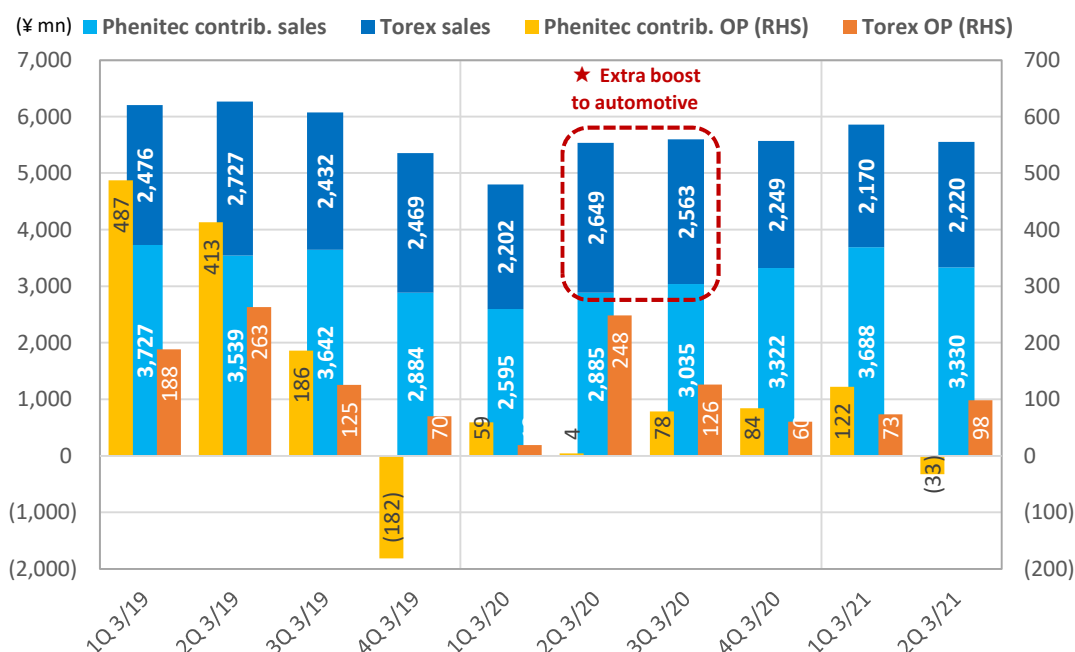
出所: トレックスの決算説明会資料より SESSA パートナーズが作成



トレックスのQ2売上高は自動車向けが60%落ち込んだために16%減となり、営業利益は大幅に落ち込んだ。

Q2売上高へのフェニテックの貢献は、産業ならびに民生電子機器向けが回復したこと+15%になったが、国別では利益率の高い日本向け売上げが-9%になる一方で低利益率の中国民生電子機器向けは2桁増となりミックスが悪化した。また金価格が跳ね上がったことで原材料費が上昇し、営業赤字を記録した。

フェニテックの21年3月期第2四半期は、内外ミックスの悪化、金の高騰、工場統合費用により営業赤字になった



## トレックスの用途別ならびにデザイン・イン・ベース\*地域別の売上高推移

| 百万円、%               | FY3/19        | FY3/20       | 1Q 3/19      | 2Q 3/19      | 3Q 3/19      | 4Q 3/19      | 1Q 3/20       | 2Q 3/20      | 3Q 3/20      | 4Q 3/20      | 1Q 3/21      | 2Q 3/20       |
|---------------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|
| <b>アプリケーション別</b>    |               |              |              |              |              |              |               |              |              |              |              |               |
| <b>トレックス売上</b>      | <b>10,104</b> | <b>9,663</b> | <b>2,476</b> | <b>2,727</b> | <b>2,432</b> | <b>2,469</b> | <b>2,202</b>  | <b>2,649</b> | <b>2,563</b> | <b>2,249</b> | <b>2,170</b> | <b>2,220</b>  |
| • 産業機器              | 3,927         | 3,463        | 966          | 1,063        | 945          | 953          | 784           | 912          | 933          | 834          | 872          | 763           |
| • 車載機器              | 1,535         | 1,749        | 381          | 384          | 362          | 408          | 350           | 615          | 457          | 327          | 241          | 249           |
| • 医療機器              | 125           | 118          | 36           | 26           | 26           | 37           | 25            | 21           | 29           | 43           | 73           | 44            |
| • ウェアラブル機器          | 238           | 220          | 71           | 74           | 37           | 56           | 53            | 66           | 54           | 47           | 50           | 100           |
| • その他機器             | 4,279         | 4,113        | 1,022        | 1,180        | 1,062        | 1,015        | 990           | 1,035        | 1,090        | 998          | 934          | 1,064         |
| <b>対前年比</b>         |               |              |              |              |              |              |               |              |              |              |              |               |
| <b>トレックス売上</b>      | <b>(0.6)</b>  | <b>(4.4)</b> | <b>0.1</b>   | <b>5.7</b>   | <b>(4.6)</b> | <b>(3.7)</b> | <b>(11.1)</b> | <b>(2.9)</b> | <b>5.4</b>   | <b>(8.9)</b> | <b>(1.5)</b> | <b>(16.2)</b> |
| • 産業機器              | 5.3           | (11.8)       | 9.8          | 14.3         | (0.1)        | (2.0)        | (18.8)        | (14.2)       | (1.3)        | (12.5)       | 11.2         | (16.3)        |
| • 車載機器              | (10.1)        | 13.9         | (3.5)        | (3.3)        | (18.1)       | (13.9)       | (8.1)         | 60.2         | 26.2         | (19.9)       | (31.1)       | (59.5)        |
| • 医療機器              | 15.7          | (5.6)        | 80.0         | (13.3)       | (23.5)       | 54.2         | (30.6)        | (19.2)       | 11.5         | 16.2         | 192.0        | 109.5         |
| • ウェアラブル機器          | 2.1           | (7.6)        | 10.9         | 19.4         | (31.5)       | 5.7          | (25.4)        | (10.8)       | 45.9         | (16.1)       | (5.7)        | 51.5          |
| • その他機器             | (2.6)         | (3.9)        | 788.7        | (45.4)       | (1.0)        | (2.5)        | (3.1)         | (12.3)       | 2.6          | (1.7)        | (5.7)        | 2.8           |
| <b>地域別</b>          |               |              |              |              |              |              |               |              |              |              |              |               |
| <b>トレックスD-in*売上</b> | <b>10,104</b> | <b>9,663</b> | <b>2,476</b> | <b>2,727</b> | <b>2,432</b> | <b>2,469</b> | <b>2,202</b>  | <b>2,649</b> | <b>2,563</b> | <b>2,249</b> | <b>2,170</b> | <b>2,220</b>  |
| • 日本                | 4,401         | 4,187        | 1,086        | 1,159        | 1,070        | 1,086        | 950           | 1,090        | 1,104        | 1,043        | 896          | 895           |
| • アジア               | 3,312         | 3,405        | 791          | 896          | 818          | 807          | 724           | 1,001        | 980          | 700          | 781          | 849           |
| • 欧州                | 1,430         | 1,212        | 345          | 402          | 304          | 379          | 305           | 329          | 268          | 310          | 259          | 242           |
| • 北米                | 961           | 859          | 254          | 270          | 240          | 197          | 223           | 229          | 211          | 196          | 234          | 234           |
| <b>対前年比</b>         |               |              |              |              |              |              |               |              |              |              |              |               |
| <b>トレックスD-in*売上</b> | <b>(0.6)</b>  | <b>(4.4)</b> | <b>0.1</b>   | <b>5.7</b>   | <b>(4.6)</b> | <b>(3.7)</b> | <b>(11.1)</b> | <b>(2.9)</b> | <b>5.4</b>   | <b>(8.9)</b> | <b>(1.5)</b> | <b>(16.2)</b> |
| • 日本                | 2.4           | (4.9)        | 8.8          | 6.5          | 0.4          | (5.1)        | (12.5)        | (6.0)        | 3.2          | (4.0)        | (5.7)        | (17.9)        |
| • アジア               | (0.5)         | 2.8          | (0.3)        | 13.0         | (8.7)        | (4.7)        | (8.5)         | 11.7         | 19.8         | (13.3)       | 7.9          | (15.2)        |
| • 欧州                | (4.1)         | (15.2)       | (19.0)       | 0.5          | (7.9)        | 13.1         | (11.6)        | (18.2)       | (11.8)       | (18.2)       | (15.1)       | (26.4)        |
| • 北米                | (8.7)         | (10.6)       | (1.2)        | (10.0)       | (6.6)        | (17.2)       | (12.2)        | (15.2)       | (12.1)       | (0.5)        | 4.9          | 2.2           |

\*注記: トレックスの'デザインイン'に基づく売上げ高 = 受注に基づき調整した地域売上高

上記の表が示す通り、中国全土でのETC導入の急増(この特需は20年3月期限りである)と日本でのドライブレコーダーの大幅な増加がけん引役となり、トレックスの車載機器売上高は20年3月期に+14%となり、特にQ2に+60%、Q3に+26%を記録した。P5の4つのグラフは、車載電子機器用途の特定のトレンドを示している。最初のグラフは、中国全土でのETC導入の激増による特需を示しており、この特需は2019年限りだった。2番目のグラフは、2019年に日本でドライブレコーダーの出荷が大幅に増加したことを示しており、Q2に+52%、Q3に+40%を記録した。構造的な大幅増加ペースは、外出自粛要請や都道府県を跨ぐ移動制限への協力要請を受けてQ4と今年Q1に突然途切れた。同様のトレンドが、他の主要な車載電子機器分野の月次トレンドからも見て取れる。人々が自動車の使用を控えたことから、自動車関連品の購入は先送りされたが、9月以降溜まった需要が顕在化し、ドライブレコーダーは7-9月に前期比で+82%となり、9月と10月の自動車用AVメインユニットの出荷数は過去2年間の最高を記録した。

## コイルー一体型マイクロDC/DCコンバーターのターゲット市場 / 用途

| 家電製品                      | 産業機器         | 車載機器          | 医療機器         |
|---------------------------|--------------|---------------|--------------|
| ワイヤレスイヤホン                 | 5G光トランシーバー   | ドライブレコーダー     | 血圧計          |
| ウェアラブル機器                  | マイコン制御基板     | ETC車載器        | 血糖値計         |
| 美容製品                      | センサーモジュール    | カーナビ          | 指先装着型血液酸素濃度計 |
| Bluetooth、Wi-Fi、GPS モジュール | カメラモジュール     | AVメインユニット     | ヘルスケア機器      |
|                           | ホームセキュリティ    | カメラ&センサーモジュール |              |
|                           | POS端末        | キーレスエントリー     |              |
|                           | IoTデバイスモジュール | 電動スライドドア      |              |
|                           |              | サブディスプレイ      |              |





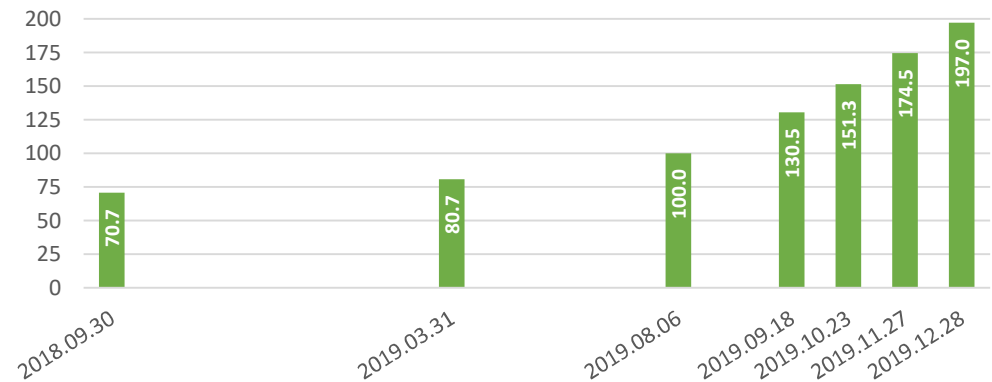
## 特定の車載電子機器の トレンド

### ミラー型フルLCDディスプレイ リアビュードライブレコーダー (DR)



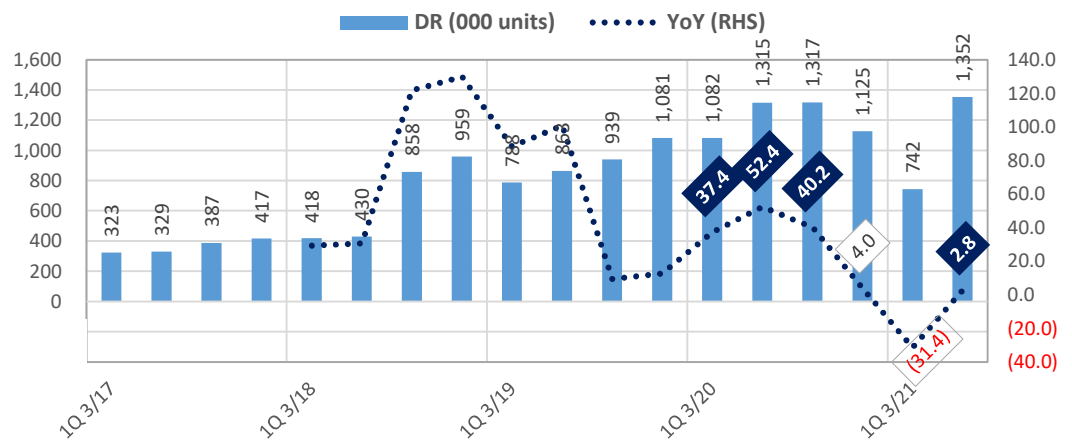
出所: MAXWIN

## 中国全土のETCユーザー数は2019年の目標である1億8,000万を上回った



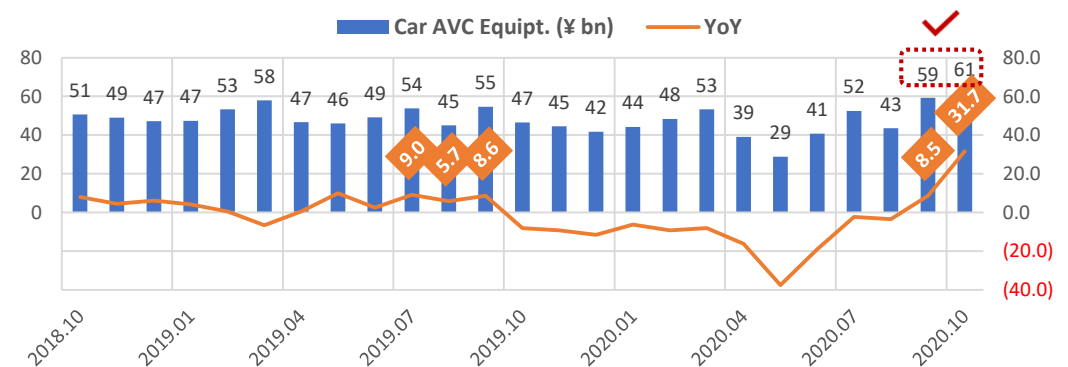
出所: China Daily (Xinhua News)、中国交通運輸部、道路輸送局

## 日本におけるドライブレコーダー(DR)の四半期出荷台数のトレンド



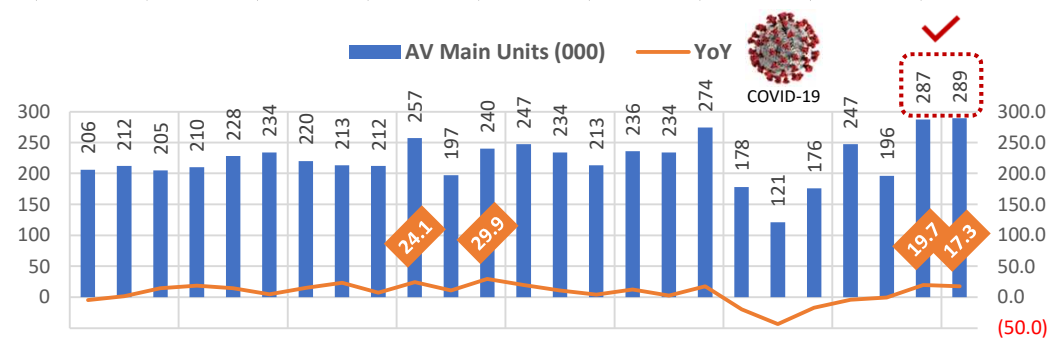
出所: 電子情報技術産業協会(JEITA)

## 日本における車載電子機器月間出荷の傾向(JEITA調べ)



## 出荷台数の前年比較

| カテゴリー             | 20年9月  | 20年10月 |
|-------------------|--------|--------|
| カーナビ              | (12.4) | 14.5   |
| 自動車用AV<br>メインユニット | 19.7   | 17.3   |
| 自動車用<br>スピーカー     | 0.1    | 9.0    |
| ETC車載器            | (18.6) | 7.6    |
| ETC 2.0 (DSRC)    | 7.3    | 51.0   |



フェニテックの2020年3月期の売上高は、産業向け機器用途が-38%となったことが主因で-14%になった。地域別では、中国が大部分を占めるアジアが-16%、北米が-31%だった。中国の需要はQ4に回復し始め、また、北米も米国における大手顧客であるIXYSからの受注がQ1とQ2に回復した。同社によれば、中国事業については利益率が低い民生電子機器の需要も旺盛だった。その一方で、高利益率の日本の売上高はQ2に-9%になり、地域間で回復状況に差が生じた。また、Q2に金価格が跳ね上がり、1オンス2,000ドルを突破(下記チャート参照)したことから、原材料コストが上昇した。加えて、工場統合に伴うクライアントのサンプル認証が遅延し、本社工場と第1工場を同時に稼働することで想定以上の費用が発生したため、Q2は営業損失を計上することになった。統合プロジェクトが今期中に完了することが重要なポイントであり、6インチウェハ比率が24%⇒64%への上昇、省エネ効果や効率的なレイアウトなどの恩恵が出始める、加えて鹿児島工場が利益に貢献し始めるだろう。



## フェニテックのアプリケーション・地域別売上高\*のトレンド

| JPY mn, %          | FY3/19        | FY3/20        | 1Q 3/19      | 2Q 3/19      | 3Q 3/19      | 4Q 3/19       | 1Q 3/20       | 2Q 3/20       | 3Q 3/20       | 4Q 3/20      | 1Q 3/21      | 2Q 3/21      |
|--------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>アプリケーション別</b>   |               |               |              |              |              |               |               |               |               |              |              |              |
| <b>フェニテック* 売上高</b> | <b>15,452</b> | <b>13,297</b> | <b>4,136</b> | <b>3,973</b> | <b>4,075</b> | <b>3,268</b>  | <b>2,983</b>  | <b>3,251</b>  | <b>3,435</b>  | <b>3,628</b> | <b>3,982</b> | <b>3,703</b> |
| • 産業機器             | 3,262         | 2,009         | 759          | 705          | 1,100        | 698           | 408           | 412           | 493           | 696          | 911          | 630          |
| • 車載機器             | 3,560         | 3,604         | 908          | 873          | 923          | 856           | 876           | 921           | 892           | 915          | 838          | 738          |
| • 医療機器             | 390           | 288           | 98           | 63           | 145          | 84            | 70            | 48            | 54            | 116          | 60           | 32           |
| • その他機器            | 8,240         | 7,396         | 2,371        | 2,332        | 1,907        | 1,630         | 1,629         | 1,870         | 1,996         | 1,901        | 2,173        | 2,303        |
| <b>対前年比</b>        |               |               |              |              |              |               |               |               |               |              |              |              |
| <b>フェニテック* 売上高</b> | <b>0.6</b>    | <b>(13.9)</b> | <b>14.9</b>  | <b>1.3</b>   | <b>5.1</b>   | <b>(17.6)</b> | <b>(27.9)</b> | <b>(18.2)</b> | <b>(15.7)</b> | <b>11.0</b>  | <b>33.5</b>  | <b>13.9</b>  |
| • 産業機器             | (3.9)         | (38.4)        | (15.3)       | (8.7)        | 29.4         | (20.3)        | (46.2)        | (41.6)        | (55.2)        | (0.3)        | 123.3        | 52.9         |
| • 車載機器             | 15.3          | 1.2           | 49.1         | 11.6         | 9.8          | 0.0           | (3.5)         | 5.5           | (3.4)         | 6.9          | (4.3)        | (19.9)       |
| • 医療機器             | 9.2           | (26.2)        | 22.5         | (52.6)       | 70.6         | 42.4          | (28.6)        | (23.8)        | (62.8)        | 38.1         | (14.3)       | (33.3)       |
| • その他機器            | (3.3)         | (10.2)        | 17.7         | 4.4          | (9.3)        | (25.0)        | (31.3)        | (19.8)        | 4.7           | 16.6         | 33.4         | 23.2         |
| <b>地域別</b>         |               |               |              |              |              |               |               |               |               |              |              |              |
| <b>フェニテック* 売上高</b> | <b>15,452</b> | <b>13,297</b> | <b>4,136</b> | <b>3,973</b> | <b>4,075</b> | <b>3,268</b>  | <b>2,983</b>  | <b>3,251</b>  | <b>3,435</b>  | <b>3,628</b> | <b>3,982</b> | <b>3,703</b> |
| • 日本               | 5,529         | 5,586         | 1,479        | 1,362        | 1,356        | 1,332         | 1,346         | 1,410         | 1,427         | 1,403        | 1,280        | 1,277        |
| • アジア              | 3,306         | 2,764         | 1,019        | 1,070        | 750          | 467           | 495           | 661           | 803           | 805          | 914          | 869          |
| • 欧州               | 789           | 920           | 198          | 182          | 204          | 205           | 199           | 224           | 261           | 236          | 268          | 244          |
| • 北米               | 5,828         | 4,027         | 1,440        | 1,359        | 1,765        | 1,264         | 943           | 956           | 944           | 1,184        | 1,520        | 1,313        |
| <b>対前年比</b>        |               |               |              |              |              |               |               |               |               |              |              |              |
| <b>フェニテック* 売上高</b> | <b>0.6</b>    | <b>(13.9)</b> | <b>14.9</b>  | <b>1.3</b>   | <b>5.1</b>   | <b>(17.6)</b> | <b>(27.9)</b> | <b>(18.2)</b> | <b>(15.7)</b> | <b>11.0</b>  | <b>33.5</b>  | <b>13.9</b>  |
| • 日本               | 10.4          | 1.0           | 27.5         | 5.6          | 8.2          | 1.9           | (9.0)         | 3.5           | 5.2           | 5.3          | (4.9)        | (9.4)        |
| • アジア              | (10.9)        | (16.4)        | 25.0         | 17.8         | (23.9)       | (53.3)        | (51.4)        | (38.2)        | 7.1           | 72.4         | 84.6         | 31.5         |
| • 欧州               | 3.1           | 16.6          | 8.8          | (20.9)       | 7.4          | 25.8          | 0.5           | 23.1          | 27.9          | 15.1         | 34.7         | 8.9          |
| • 北米               | (0.9)         | (30.9)        | (0.1)        | (9.0)        | 21.7         | (15.5)        | (34.5)        | (29.7)        | (46.5)        | (6.3)        | 61.2         | 37.3         |

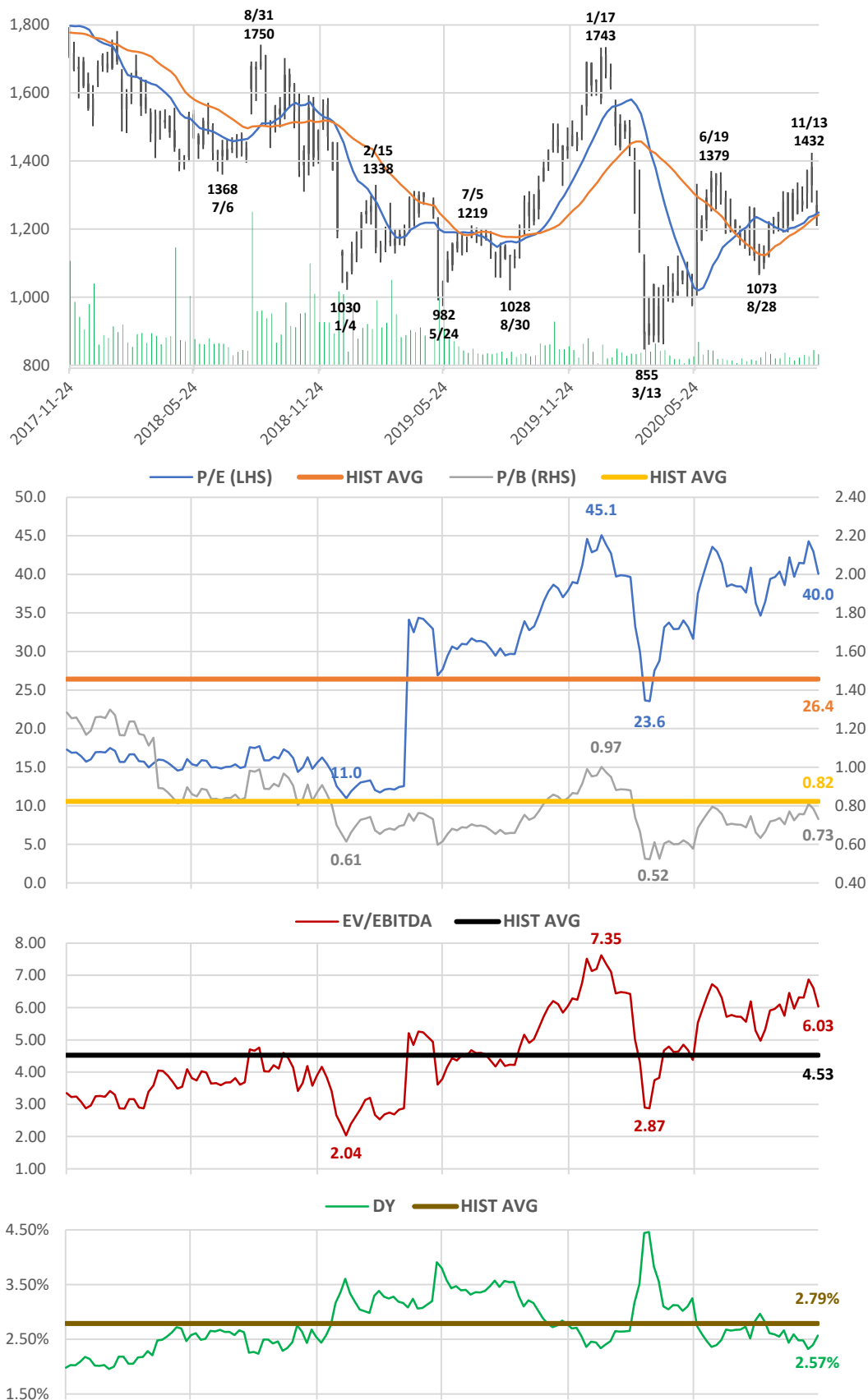
\*注記: フェニテックの売上高は、トレックスとの企業内取引を含んでいる。分類は変更される可能性がある。



パフォーマンスと  
バリュエーション

- ✓ 収益の底にある高成長企業としてはPERで40倍、EV/EBITDAで6倍の水準は高くない。
- ✓ 0.7倍のPBRは、ネットキャッシュが時価総額の24%近いことを考慮すればアンダーバリュであると考えてられる。
- ✓ 次の手掛かり材料はQ3決算であり、それによりQ2の前年比での減益率が底だったことが確認されるはずであり、4Q以降は前年比の数字が改善するだろう。
- ✓ 100%を超える配当性向と2.6%の配当利回りは、22年3月期下期に成長けん引役が動き出すまでトレックス株を保有するリスクに対する対価である。

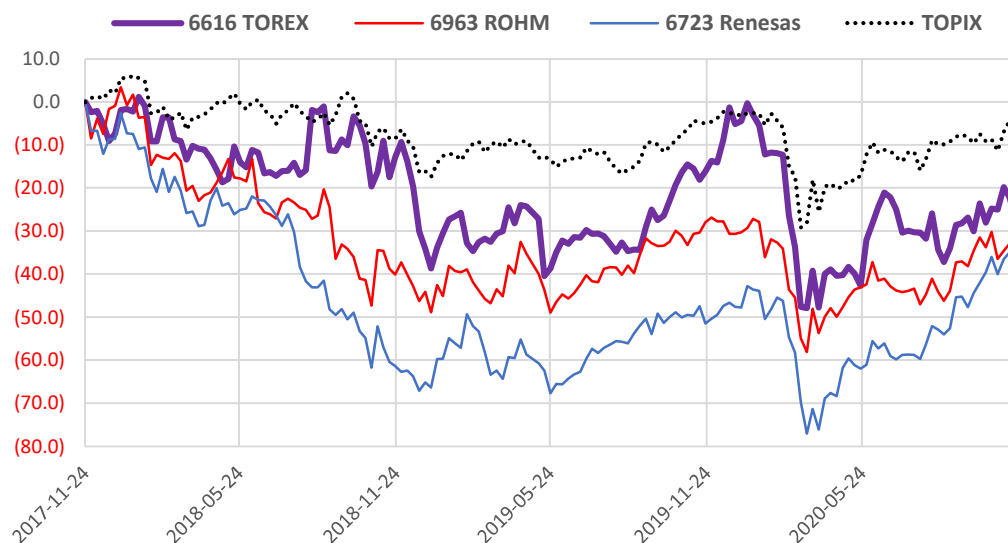
SESSAスマートチャート：3年間の株価(週足)とバリュエーションのトレンド



出所: SEEDAの過去の収益ならびに株価よりSessaパートナーズが作成。注記: 21年3月期は修正後CEに基づく。

## TOIREX

### 3年間の相対パフォーマンス(週足)



出所:SPEEDAの過去の株価データよりSESSAパートナーズが作成

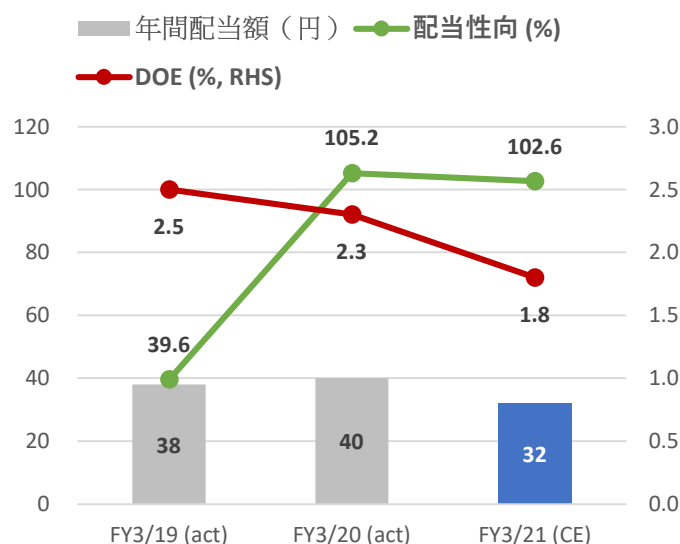
トレックスは、昨年迅速な対応でニッチ分野での専門性を発揮して受注に成功し、自動車向け需要を獲得した。その結果、同社の株価は2019年5月発表の4Q決算から2020年3月期3Qにかけて市場や競合大手をアウトパフォームした。上半期に実施した5.2%の自社株買い、増配や借入金の返済に活用された高水準のネットキャッシュバランスも、昨年の株価のアウトパフォームに大きく貢献した。下記株主リストからわかる通り、**藤阪会長と芝宮社長は共に主要株主であり、彼らの利害は全ての株主と一致している**。このことは、見過ごせない魅力的なポイントであると考えている。

昨年とは逆に、2020年の株価は昨年の高い比較ベースの逆風を織り込む動きとなり、その相対パフォーマンスは精彩を欠いている。だが、Q3決算によりQ2の前年同期比での減益率が大幅だったことが確認され、Q4以降に前年比の数値が改善し、22年度3月期下期に複数のけん引役が出現すれば、株価が上昇する可能性があると考えている。

### トレックスセミコンダクターの主要株主(2020年9月30日)

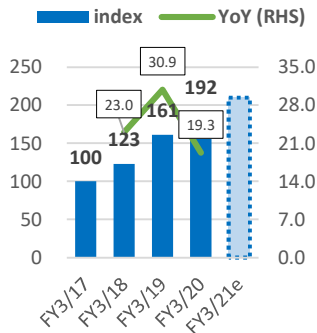
| Rank    | Shareholder         | (%)    |
|---------|---------------------|--------|
| 1       | 日本マスタートラスト信託銀行(信託口) | 9.97%  |
| 2       | 日本カストディ銀行(信託口)      | 7.22%  |
| 3       | バンク・オブ・ニューヨーク133652 | 5.26%  |
| 4       | 藤阪知之(フェニテック会長)      | 4.62%  |
| 5       | 株式会社中国銀行            | 4.30%  |
| 6       | アルス株式会社             | 4.12%  |
| 7       | 吉備興業株式会社            | 3.62%  |
| 8       | 尾崎貴紀                | 2.93%  |
| 9       | 芝宮孝司(トレックス社長)       | 2.68%  |
| 10      | 日本カストディ銀行(信託口5)     | 2.07%  |
| トップ10合計 |                     | 46.79% |

出所: 有価証券報告書 (2021年3月期第2四半期)





## インダクタ組み込みマイクロDC/DCコンバーター

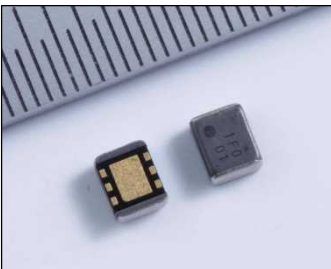


注記e: 17年3月期 = 100.

インダクタ組み込みマイクロDC/DCコンバーターの新製品を積極的に開発することが、トレックスの強みであり、かつ成長けん引要因である。同社のインダクタ組み込みマイクロDC/DCコンバーターは、1)極小、2)低消費電力、3)高効率、4)低EMIノイズの特性を備えており、様々なパッケージタイプにより特性への要求に応えている。上記のグラフから、このカテゴリーの過去3年間のCAGR(年平均成長率)が+24.3%だったことがわかる。

昨年11月に発表されたXCL303/XCL304シリーズ(下の写真参照)は、5G用途向け高速光トランシーバーをターゲットにしている。同シリーズは、初めて発売された負の出力電圧を制御するインダクタ組み込みマイクロDC/DCコンバーターである。

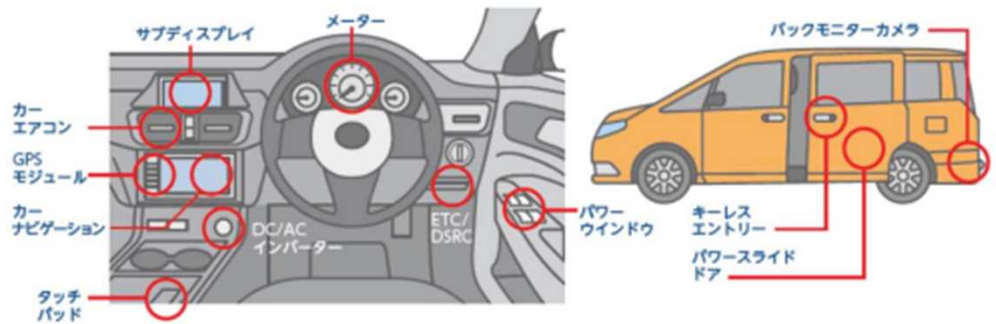
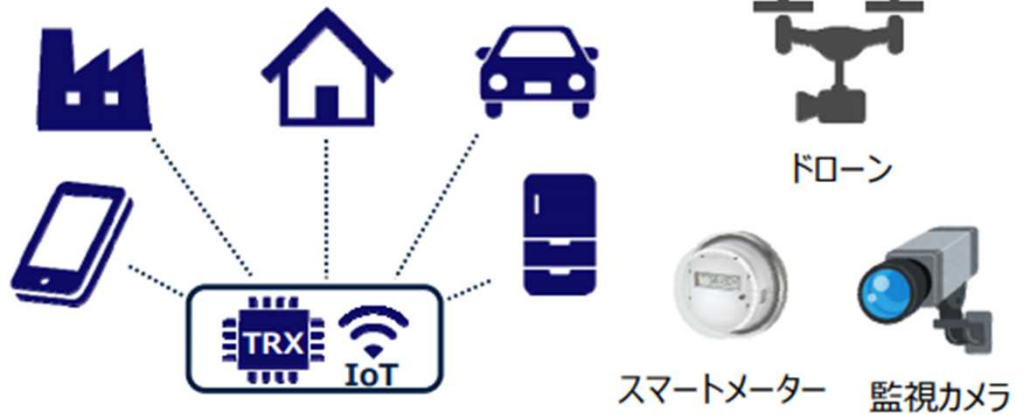
## XCL303/XCL304 シリーズ CL-2025-02 pkg (2.0 x 2.5 x 1.04mm)



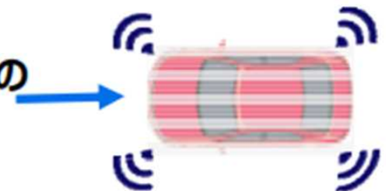
小型新製品に備えたデータセンター間の5Gなど、高速通信の光通信機器の需要に対応するために開発された。

## トレックスのパワーマネジメントICの用途概要

### 産業分野：急増するIoT接続デバイス



### 自動運転に伴うセンサーやカメラ等のユニットへ向けた電源IC



## パワーマネジメントICの用途

### 産業

産業ロボット / POSレジスター / POS端末 / 産業計測機器 / スマートメーター / セキュリティ機器

### 自動車

カーナビシステム / カーオーディオシステム / パワーウィンドウ / 電動シート / 車載ETCシステム / ダッシュボードカメラ / リアビューモニターカメラ / ドライブレコーダー

### 医療 & ヘルスケア

電子体温計 / 秤 / 血圧計 / 心電図検査装置 / 血糖値計 / モニタリング機器

### ウェアラブル機器

スマートウォッチ / スマートグラス / スマートカード / ウェアラブルカメラ / ウェアラブルデバイス

### 家電製品

LCDテレビ / 美容製品 / 家庭用ゲーム機 / 家庭用電化製品 / ホームシアター / LED照明

### コンピューター & 通信

スマートフォン / PC周辺機器 / ICレコーダー / デジタルカメラ / ラップトップPC / 電子辞書 / 電子ブックリーダー / ポータブルゲーム機

出所：決算説明会資料

ダラスに本社を置くテキサスインスツルメンツでは、半導体が売上げの約95%を占めており、残りを有名な計算機が占めている。テキサスインスツルメンツは世界最大のアナログチップメーカーであり、音や電力といった現実世界のシグナルの処理に使用されている。テキサスインスツルメンツは、ワイヤレス通信に用いられるデジタルシグナルプロセッサ市場、それに様々な電子工学用途に使用されるマイクロコントローラーでもトップシェアを占めている。(SPEEDA)

## テキサスインスツルメンツ(NASDAQ: TXN) 連結業績のトレンド

| USD mn, %                      | FY12/17<br>act | YoY         | FY12/18<br>act | YoY         | FY12/19<br>act | YoY           |
|--------------------------------|----------------|-------------|----------------|-------------|----------------|---------------|
| <b>総売上高</b>                    | <b>14,961</b>  | <b>11.9</b> | <b>15,784</b>  | <b>5.5</b>  | <b>14,383</b>  | <b>(8.9)</b>  |
| ・アナログ(パワー、シグナルチェーン、ハイボリューム)    | 9,900          | 16.0        | 10,801         | 9.1         | 10,223         | (5.4)         |
| ・エンベデッド加工処理(Conn. マイクロコントローラー) | 3,498          | 15.7        | 3,554          | 1.6         | 2,943          | (17.2)        |
| ・その他(DLP、計算機、カスタムASICs)        | 1,563          | (13.7)      | 1,429          | (8.6)       | 1,217          | (14.8)        |
| <b>総営業利益</b>                   | <b>6,083</b>   | <b>25.3</b> | <b>6,713</b>   | <b>10.4</b> | <b>5,723</b>   | <b>(14.7)</b> |
| ・アナログ                          | 4,468          | 30.8        | 5,109          | 14.3        | 4,477          | (12.4)        |
| ・エンベデッド加工処理                    | 1,143          | 39.9        | 1,205          | 5.4         | 907            | (24.7)        |
| ・その他*                          | 472            | (24.1)      | 399            | (15.5)      | 339            | (15.0)        |
| <b>営業利益率</b>                   | <b>40.7%</b>   |             | <b>42.5%</b>   |             | <b>39.8%</b>   |               |
| アナログ                           | 45.1%          |             | 47.3%          |             | 43.8%          |               |
| ・エンベデッド加工勝利                    | 32.7%          |             | 33.9%          |             | 30.8%          |               |
| ・その他                           | 30.2%          |             | 27.9%          |             | 27.9%          |               |

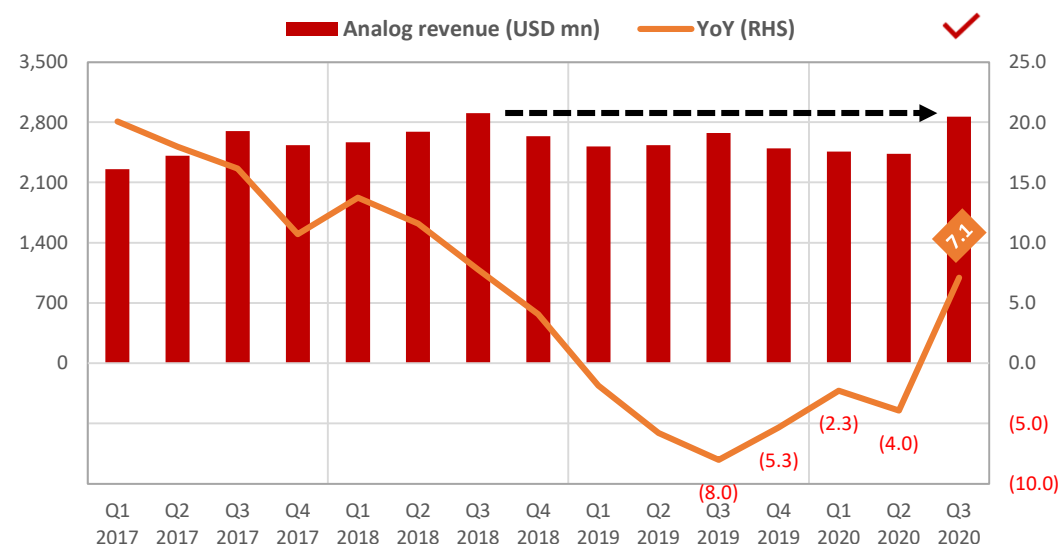
|             |               |             |               |            |               |              |
|-------------|---------------|-------------|---------------|------------|---------------|--------------|
| <b>総売上高</b> | <b>14,961</b> | <b>11.9</b> | <b>15,784</b> | <b>5.5</b> | <b>14,383</b> | <b>(8.9)</b> |
| ・米国         | 1,901         | 13.0        | 2,288         | 20.4       | 1,827         | (20.1)       |
| ・中国         | 6,600         | 10.0        | 7,000         | 6.1        | 7,200         | 2.9          |
| ・欧州、中東、アフリカ | 2,907         | 21.5        | 3,047         | 4.8        | 2,707         | (11.2)       |
| ・アジア        | 2,224         | 9.9         | 2,240         | 0.7        | 1,450         | (35.3)       |
| ・日本         | 1,049         | 0.9         | 869           | (17.2)     | 796           | (8.4)        |
| ・その他の国・地域   | 280           | 21.2        | 340           | 21.4       | 403           | 18.5         |

出所: SPEEDAのデータよりSESSAパートナーズが作成。\*注記: 2017年1月1日に、ロイヤリティの勘定科目を売上高から営業外収益&費用に変更した。

### TIの第3四半期決算:

- アナログ部門の売上高は、シグナルチェーンならびに電源の好調を受けて前年比+7%になった。
- 北米や欧州での工場再稼働を受けて、自動車部門はQ2比+75%になり、前年と同じ水準まで回復した。
- 新型コロナウイルスにより需要が増加したパーソナルエレクトロニクス部門は、Q2比で+20%強、前年同期比では約+15%となった。産業部門は、Q2比で1桁前半のマイナス、前年同期比ではほぼ横ばいとなった。
- 2020年Q3のアナログ収入は、世界貿易に悪影響をもたらした米中関税戦争が激化する前の2018年Q3をわずかに1%下回った。

## 世界トップーテキサスインスツルメンツのアナログ四半期売上高のトレンド



出所: TI四半期決算よりSESSAパートナーズ作成

リテルヒューズは、産業、民生用電子機器ならびに自動車市場向けにセンサー、電力制御ソリューション、回路保護製品の設計・製造を手掛けている。同社は、**2018年にIXYS Corporation**を8億5,600万ドルで買収し、それによりリテルヒューズはそれまでの低パワー市場における強みに加えて、中・高パワー用途製品を手に入れてパワーセミコンダクタ市場における立場を強化した。(SPEEDA)

**IXYS は北米におけるフェニテックの大手顧客である。**

## リテルヒューズ (NASDAQ: LFUS) の連結業績のトレンド

| 百万米ドル、%        | FY12/17      | YoY         | FY12/18      | YoY         | FY12/19      | YoY           |
|----------------|--------------|-------------|--------------|-------------|--------------|---------------|
|                | act          |             | act*         |             | act          |               |
| <b>売上高合計</b>   | <b>1,222</b> | <b>15.7</b> | <b>1,718</b> | <b>40.6</b> | <b>1,504</b> | <b>(12.5)</b> |
| ▪ 電子機器         | 662          | 23.7        | 1,124        | 69.8        | 961          | (14.5)        |
| ▪ 車載機器         | 453          | 9.2         | 480          | 6.0         | 429          | (10.6)        |
| ▪ 産業機器         | 106          | 0.0         | 114          | 7.5         | 114          | 0.0           |
| <b>営業利益合計</b>  | <b>219</b>   | <b>67.2</b> | <b>225</b>   | <b>2.7</b>  | <b>193</b>   | <b>(14.2)</b> |
| ▪ 電子機器         | 156          | 33.3        | 241          | 54.5        | 146          | (39.4)        |
| ▪ 車載機器         | 63           | 5.0         | 55           | (12.7)      | 47           | (14.5)        |
| ▪ 産業機器         | 10           | 150.0       | 17           | 70.0        | 22           | 29.4          |
| (消去)           | (10)         |             | (89)         |             | (22)         |               |
| <b>営業利益率</b>   | <b>17.9%</b> |             | <b>13.1%</b> |             | <b>12.8%</b> |               |
| ▪ 電子機器 (消去前)   | 23.6%        |             | 21.4%        |             | 15.2%        |               |
| ▪ 車載機器 (消去前)   | 13.9%        |             | 11.5%        |             | 11.0%        |               |
| ▪ 産業機器 (消去前)   | 9.4%         |             | 14.9%        |             | 19.3%        |               |
| <b>世界売上高合計</b> | <b>1,222</b> | <b>15.7</b> | <b>1,718</b> | <b>40.6</b> | <b>1,504</b> | <b>(12.5)</b> |
| ▪ 米国           | 383          | 7.3         | 512          | 33.7        | 440          | (14.1)        |
| ▪ 中国           | 321          | 21.6        | 468          | 45.8        | 416          | (11.1)        |
| ▪ その他          | 517          | 18.6        | 739          | 42.9        | 647          | (12.4)        |

出所: SPEEDAのデータよりSESSAパートナーズが作成。注記: 北米におけるトレックスの大手顧客であるIXYS Corp.の買収が2018年1月17日に完了した。

## リテルヒューズの部門別四半期売上高(前年比)のトレンド

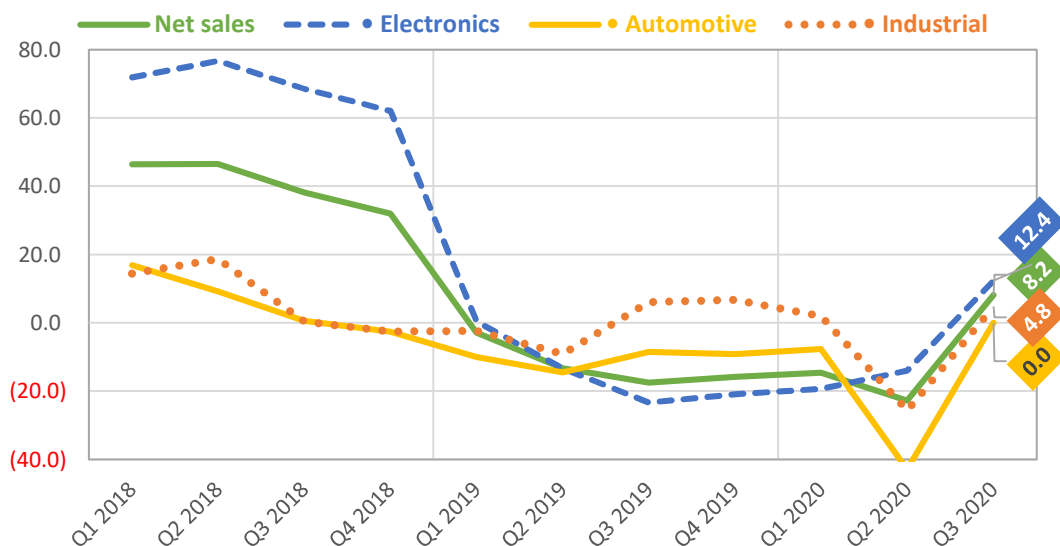
| 前年比    | Q1 2018 | Q2 2018 | Q3 2018 | Q4 2018 | Q1 2019 | Q2 2019 | Q3 2019 | Q4 2019 | Q1 2020 | Q2 2020 | Q3 2020 |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 売上高    | 46.4    | 46.5    | 38.1    | 32.0    | (2.9)   | (13.4)  | (17.6)  | (15.8)  | (14.6)  | (22.8)  | 8.2     |
| • 電子機器 | 72.0    | 76.7    | 68.5    | 62.1    | 0.4     | (13.3)  | (23.3)  | (20.9)  | (19.3)  | (14.0)  | 12.4    |
| • 車載機器 | 17.0    | 9.2     | 0.5     | (2.7)   | (10.0)  | (14.6)  | (8.5)   | (9.2)   | (7.7)   | (42.9)  | 0.0     |
| • 産業機器 | 14.4    | 18.7    | 0.4     | (2.6)   | (2.4)   | (9.1)   | 6.1     | 6.8     | 1.9     | (25.6)  | 4.8     |

出所: 四半期決算よりSESSAパートナーズが作成。

### リテルヒューズのQ3業績発表:

- 売上高は、自動車向けの需要が予想を上回ったこと、電子機器向けが大きく伸びたこと、それに産業用途向けが回復したことを受けて前年比+8%になった。
- Q4の予想売上高: 前年比+7~10%

## リテルヒューズが2018年1月にフェニテックの顧客であるIXYS Corporationを買収



## LEGAL DISCLAIMER

### ディスクレイマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や情報は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



**SESSAパートナーズ株式会社**

東京都渋谷区広尾5-3-18

[info@sessapartners.co.jp](mailto:info@sessapartners.co.jp)