

オーデリック (6889)

連結通期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
FY03/2012		25,131	1,142	1,185	1,181	196.1	25.0	2,749
FY03/2013		30,178	2,525	2,602	1,532	254.4	50.0	2,987
FY03/2014会予		36,000	4,500	4,550	2,800	464.8	100.0	-
FY03/2013		前年比	20.1%	121.0%	119.4%	29.7%	-	-
FY03/2014会予		前年比	19.3%	78.2%	74.8%	82.7%	-	-
連結半期 (百万円)		売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS (円)	DPS (円)	BPS (円)
1Q-2Q FY03/2013		13,522	914	964	556	-	-	-
3Q-4Q FY03/2013		16,655	1,610	1,638	975	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014会予		16,400	1,800	1,830	1,120	-	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予		19,600	2,700	2,720	1,680	-	-	-
1Q-2Q FY03/2014会予		前年比	21.3%	96.8%	89.8%	101.3%	-	-
3Q-4Q FY03/2014会予		前年比	17.7%	67.6%	66.0%	72.2%	-	-

出所: 会社データ、弊社計算

1.0 エグゼクティブサマリー (2013年6月24日)

市場シェアの維持・拡大

住宅用LED照明器具大手3社の一角を占めるオーデリックは、中長期的にも市場シェアを維持・拡大させることによってLED照明器具市場の成長を取り込んでいける見通しである。同社の強みは、売上高の70%を占めるとされる住宅用照明器具に関して独自の販売網及び多種多様な商品を短納期で納めることができる体制を構築しているところにある。また、照明器具専門メーカーである同社では、LED照明器具の売上高構成比が2013年3月期実績で49.8%にまで上昇している。即ち、同社は成長性の高いLED照明器具市場に対して優れた競争力及び大きなエクスポージャーを併せ持っており、これが同社の利益を中長期的に成長させていく原動力となる見通しである。同社の中期経営計画によれば、2016年3月期に対して売上高40,000百万円、営業利益5,500百万円、営業利益率13.8%が見込まれている。

2013年3月期実績は、売上高30,178百万円(前年比20.1%増)、営業利益2,525百万円(121.0%増)、営業利益率8.4%(3.8%ポイント上昇)での着地となった。新設住宅着工戸数が前年比6.2%増と好調に推移したことに加えて、従来の照明器具よりも40%以上単価が高いLED照明器具が以前以上の頻度で住宅に用いられた結果、平均販売単価が上昇し同社は大幅な増収を達成した。成長率の高いLED照明器具へのエクスポージャーが大きいことから同社の国内照明器具市場におけるシェアは向上傾向にある一方、競争の激しいLED照明器具に関しても同社のシェアは維持・漸増されている模様である。また、厳しい競争環境にもかかわらず同社の売上総利益率は36.8%(0.3%ポイント低下)とほぼ安定的に推移した一方、大幅増収となった結果、販売管理費が売上高に占める比率が低下(28.4%、4.1%ポイント低下)したため営業利益率は大きく上昇し、大幅増益が達成された。

LED照明器具の拡大は、主に蛍光灯照明器具の代替によってもたらされている側面が強い。同社においても蛍光灯照明器具の売上高構成比は減少を続ける見通しである。従って、2013年3月期と同様、同社では中長期的

にも平均販売単価の上昇が発生し、これが同社の売上高を引き上げていく見通しである。ただし、プロダクトミックスの変化に伴う売上総利益率の変化は基本的に発生しない見通しである。同社によれば、いずれの分野においても売上総利益率はほぼ同じであり、また今後に向けても大きな格差が発生する方向性はないとのことである。

I R 窓口：経営企画ゼネラルマネージャー 田中豊 (03-3332-1107 ytanaka@odelic.co.jp)

2.0 会社概要

住宅用LED照明器具大手3社の一角

商号	オーデリック株式会社 Web サイト I R 情報 株価情報	
設立年月日	1951年6月14日	
上場年月日	1996年11月1日：JASDAQ（証券コード：6889）	
資本金	3,106百万円（2013年3月末）	
発行済株式数	7,611,000株、自己株式内数1,587,128株（2013年3月末）	
特色	<ul style="list-style-type: none"> ● 住宅用照明器具を自社ブランドで全国展開、独立系 ● 高付加価値LED照明器具が急成長 ● グローバル化に向けた準備・体制構築が進捗 	
事業内容	I. 「照明器具の製造・販売並びにこれらの付随業務」	
代表者	代表取締役社長 伊藤雅人	
主要株主	自社（自己株口） 20.9%、(有)アマセクリエート 8.2%（2013年3月末）	
本社	東京都杉並区	
従業員数	連結 589名、単体 424名（2013年3月末）	

出所：会社データ

3.0 業績推移

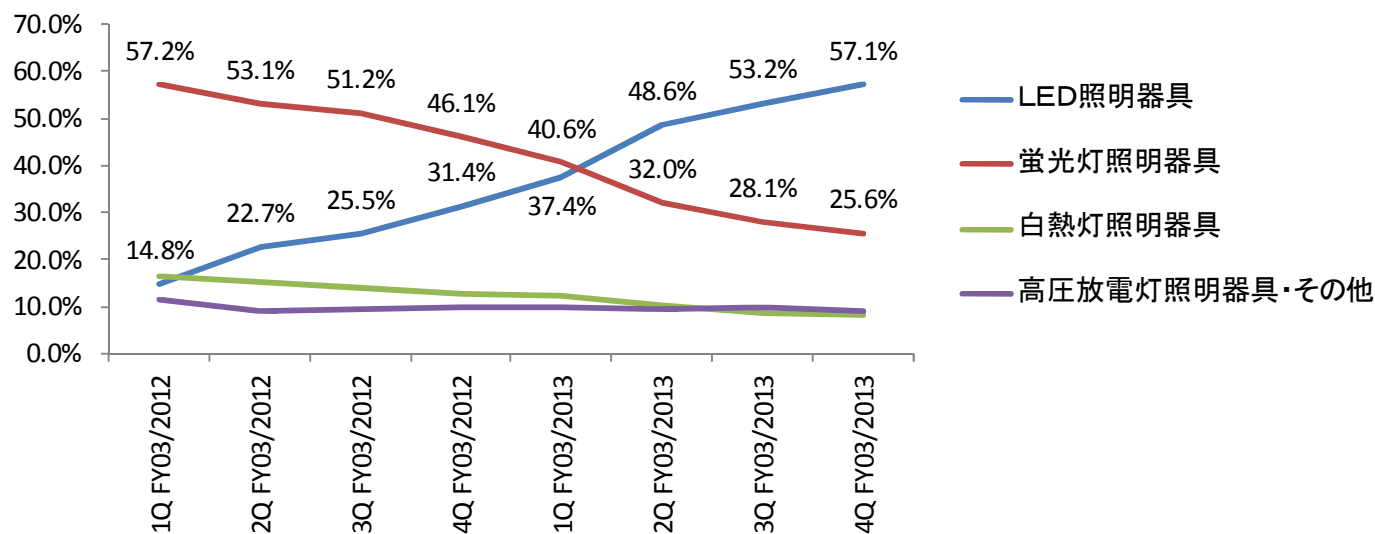
2013年3月期実績

2013年3月期実績は、売上高30,178百万円（前年比20.1%増）、営業利益2,525百万円（121.0%増）、経常利益2,602百万円（119.4%増）、純利益1,532百万円（29.7%増）での着地となった。2月6日には会社予想の増額修正が発表されていたが、たな卸資産の評価減などが想定値をやや下回り、営業利益は5.2%更に上振れて着地している。LED照明器具は、売上高15,037百万円（147.0%増）である。また、LED照明器具の売上高構成比は時系列的な拡大傾向を継続しており、第1四半期37.4%、第2四半期48.6%、第3四半期53.2%、そして第4四半期57.1%、また通期ベースでは2012年3月期実績24.2%に対して49.8%へと倍増している。

部材調達費用などが売上原価の多くを占める同社においては変動費が大きいいため、売上総利益率と増収率の連動性は限定的に留まる傾向にある。売上総利益率の過去5年間におけるレンジは36.3%～37.2%、また過去2年間の四半期ベースでは34.5%～38.1%である。四半期ベースでは多少のブレがあるものの、年間ベースではほぼ安定的な推移である。売上原価に一定の意図した付加価値（＝売上総利益）を付加したものが売上高となっているとも考えられよう。また、これが各品目別でもそれぞれ実施されている模様である。LED照明器具に関しては、

成長性が高いだけに競争環境も厳しいと考えられるが、ここでも同社は一定の売上総利益率を確保する方針を貫いている模様である。それでもシェアが維持・漸増する傾向にあるところに同社の強みがあると考えられる。

品目別販売実績（四半期、売上高構成比）

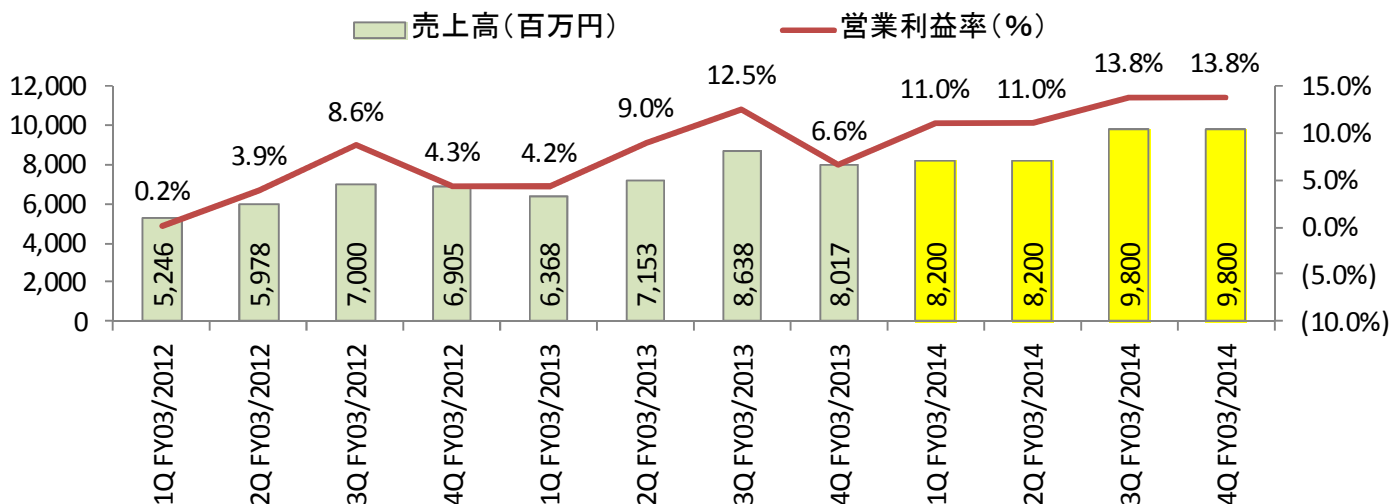


出所：会社データ、弊社計算

2014年3月期会社予想

2014年3月期会社予想では、売上高 36,000 百万円（前年比 19.3%増）、営業利益 4,500 百万円（78.2%増）、経常利益 4,550 百万円（74.8%増）、純利益 2,800 百万円（82.7%増）が見込まれている。また、一株当たり配当金は、100.0 円（配当性向 21.5%）の予定である。2013年3月期の 50.0 円（配当性向 19.7%）との比較では、同社は一株当たり配当金を倍増することを予定していることになる。

四半期売上高・営業利益率の推移



出所：会社データ、弊社計算（2014年3月期四半期予想は、半期会社予想を均等に按分）

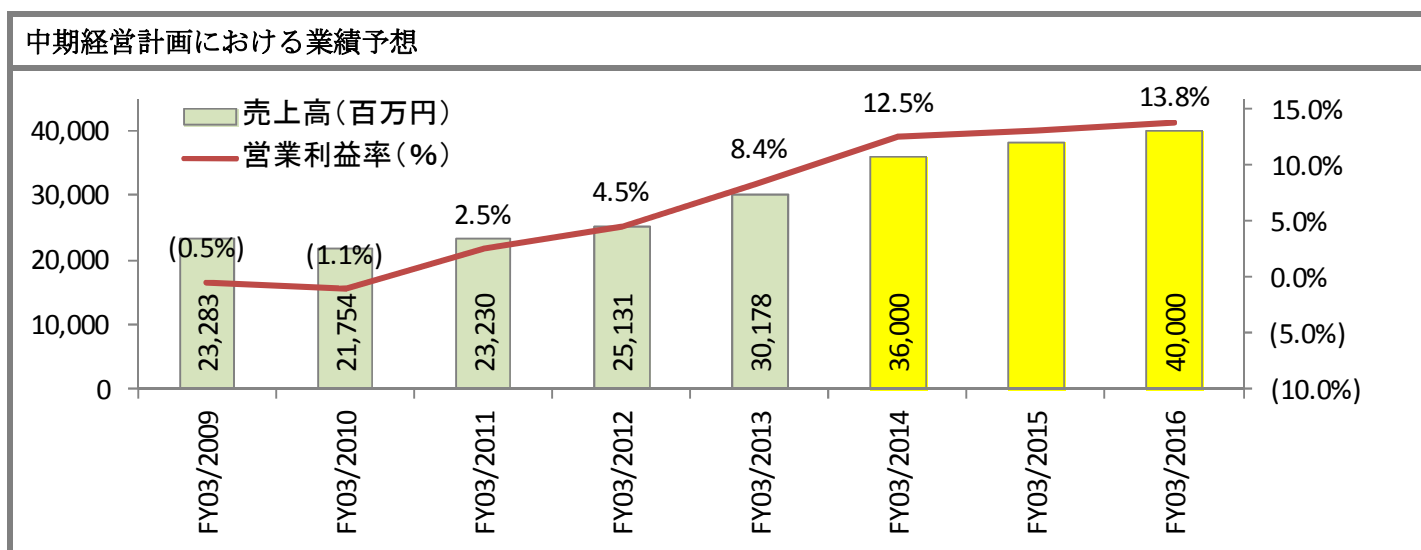
売上高に関しては、LED照明器具の売上高の更なる増加が寄与する見通しである。売上高構成比では、2013年3月期実績 49.8%に対して 70%前後にまで上昇することが想定されている模様である。同社の連結子会社である山形オーデリック株式会社では、同社の照明器具の 60%前後に及ぶ生産が行われている一方、物流管理業務の要として重要な役割が担われているとのことである。同社では、この山形での多種多様なLED照明器具の

生産体制を強化して様々な顧客ニーズに適合した製品の生産の拡大を進める一方、物流管理業務の効率化も進め、競争環境は厳しいものの、LED照明器具市場において今迄以上に競争力を高めていくことが計画されている。

また、営業利益率は12.5%（4.1%ポイント上昇）と大幅に上昇することが見込まれており、これが大幅増益に寄与する見通しである。2013年3月期第4四半期には営業利益率が6.6%にまで調整しているが、これは売上総利益率が一時的に低下したことが大きく影響している一方、2014年3月期にはこれが一巡する方向性にあることもあり、通期会社予想における売上総利益率は2013年3月期実績に対して漸増することが想定されている模様である。2013年3月期においては、当初の予想を大きく上回る水準で売上が着地したことから納入先に対するリベートの支払いが大きく増加（250百万円）したことが第4四半期の売上総利益率を引き下げる要因となった模様である。一方、引き続き大幅増収を背景として、販売管理費売上高比率も引き続いて低下することが営業利益率の向上に寄与する見通しである。

中長期業績見通し

同社は、2013年3月期実績の発表（2013年5月10日）と同時に、中期3ヵ年経営計画2013-2015（2014年3月期～2016年3月期）を公表している。最終年度である2016年3月期に対して売上高40,000百万円、営業利益5,500百万円、純利益3,500百万円が計画されている。上述の通り、2014年3月期に対する会社予想では大幅な増収・増益が続く見通しとなっていることに鑑みれば、2015年3月期及び2016年3月期に向けては増収率がCAGRで5.4%に留まることが想定されていることになる一方、営業利益率の上昇も限定的になることが想定されていることになる。



出所：会社データ、弊社計算

売上高をけん引するのは、現状と同様の単価の高いLED照明器具による蛍光灯器具などの代替の進捗である。LED照明器具の売上高構成比は、2016年3月期に対して80%にまで上昇することが想定されている。一方、2013年3月期実績は先述の通り49.8%である。また、同社は2014年3月期に向けては消費税引き上げ前の駆け込み需要が新設住宅着工戸数及び同社の売上高に対してプラス影響を与えると想定している一方、2015年3月期に向けてはその反動が避けられないと想定している。このため、2014年3月期を起点とした2016年3月期に向けての増収率は減速傾向を示すことが想定されている。

周知の通り、2014年4月には消費税が5%→8%、そして2015年4月には8%→10%と引き上げられることが政府によって閣議決定されている。同社の中期経営計画では前者のみを前提とした影響が織り込まれている模様

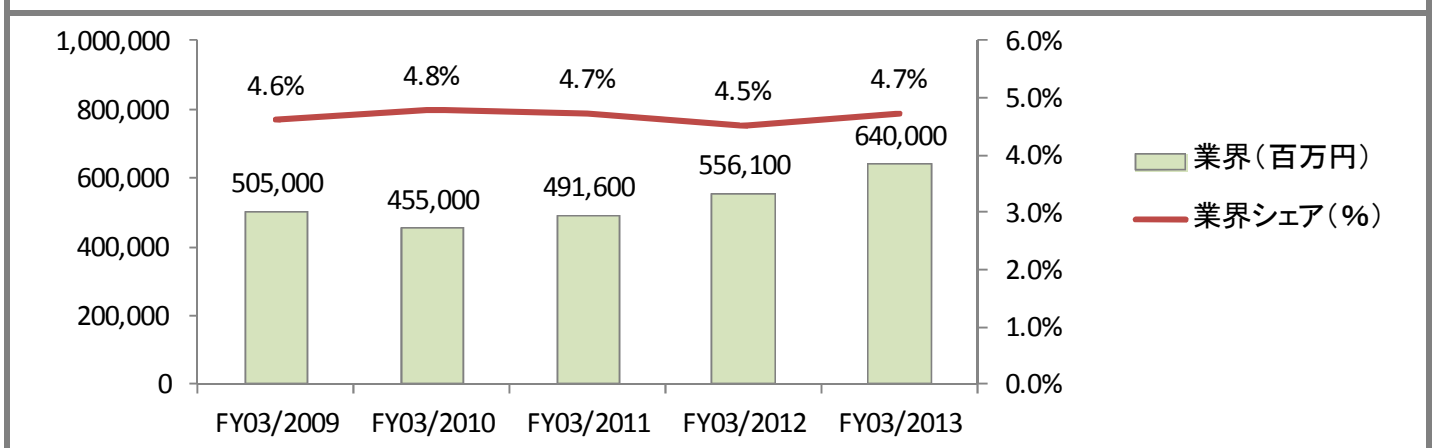
だが、当然ながら実際には前者及び後者を含めたより総合的な影響が発生すると考えられる。ただし、ここまでの想定をするには時期尚早であるというのが現状であろう。

4.0 ビジネスモデル

照明器具専門メーカー

同社は、照明器具専門メーカーである。用途別出荷比率では住宅用が70%を占めるとされている一方、2013年3月期実績の品目別ではLED照明器具の売上高構成比が49.8%であった。同社推計によれば、同社が対峙する国内照明器具業界出荷金額は、2013年3月期には640,000百万円（前年比15.1%増）と好調に推移したとのことである。建設投資の伸びから、住宅や店舗、商業施設などの建築が堅調に推移した一方、節電・省エネ志向の高まりから、照明器具のLED化が加速し業界全体の出荷高も順調に拡大したとのことである。LED照明器具に対して大きなエクスポージャーがある同社は、この傾向を背景として業界シェアを2012年3月期の4.5%から4.7%に引き上げた一方、LED照明器具におけるシェアも維持・漸増させた模様である。

業界出荷金額推移、同社の業界シェア







出所：会社データ、弊社計算

2013年3月期の国内照明器具業界出荷金額640,000百万円の用途別内訳は、住宅35%、商業施設・店舗30%、オフィス・ビル25%、屋外10%である。同社においては住宅70%であることに鑑みれば、同社の特徴のひとつは、住宅へのエクスポージャーが大きいことであることが分かる。主要メーカーのなかで同社と同様に住宅へのエクスポージャーが大きいことに加えて、LED照明器具に深く関与しているという特徴を併せ持つのは、業界第1位のパナソニック株式会社（業界シェア31.0%）及びコイズミ照明株式会社（6.0%）である。以上より、両社及び同社が住宅用LED照明器具大手3社を形成するとされている。

同社の場合、住宅用照明器具の最終ユーザーである一般消費者に至る販売経路の主力となっているのは、同社→電設資材卸問屋→電気工事業者→ハウスメーカー及び工務店→ユーザーである。ここでのユーザーとは、例えば、戸建住宅の新築に際して個々のニーズや趣味に適合した30個～40個に及ぶ照明器具をできるだけ短納期で同時に調達することに対するソリューションを求める傾向が強く、これにどれだけ対応できるかが同社の売上高を決定すると言っても過言ではない。住宅用LED照明器具大手3社の製品に関して、価格も含めて個々の製品の特性による差別化はほぼ不可能というのが現実であることに鑑みれば、正しくこれが非常に重要な決定要素となっていると考えられよう。

同社は、ユーザーと直接対峙するハウスメーカー及び工務店への営業活動に対して積極的かつ継続的に取り組ん

でいる一方、上述のソリューション提供を目的として製品ラインアップの充実及び短納期に対応する生産体制及び配送体制を整えている。また、これらが一定水準以上奏功しているからこそ、同社は、売上総利益率をほぼ維持しながらも業界シェアを引き上げることに成功していると考えられる。

LED 照明器具	
<p>シーリングライト</p> 	<p>ベースライト</p> 
<p>スポットライト</p> 	<p>ペンダント</p> 

出所：会社データ

今後に向けては、住宅用に対する更なる営業活動の強化及び更なるソリューション提供能力の追求が課題であるが、より注力すべきは住宅以外の用途での拡販であるとも考えられる。同社の売上高を先述の業界出荷金額の用途別内訳に沿って推定すれば、住宅 70%、商業施設・店舗 30%、オフィス・ビル 0%、屋外 0%となる。オフィス・ビル及び街路灯などの屋外に関しても少しはエクスポージャーがあるのだが、現状での水準は相当に低い模様である。一方、商業施設・店舗に関しては、中小の店舗が中核となっており、また、図書館や各種の施設にも関与しているとのことである。

ただし、同社が住宅用で強みを持っているのと同様に同業他社がそれぞれの分野でそれぞれの強みを持っていると考えられる。同社にとっては、住宅用での強みを効率的に横展開していけるかどうか大きなポイントになるのではないかと考えられる。同社では、中長期的な事業規模の拡大に向けて海外での事業展開も計画しているが、ここでも同様の課題を克服していくことが必要となろう。

Disclaimer

ここでの情報は、ウォールデンリサーチジャパンが当該事業会社の発信する「IR情報」を中立的かつ専門的な立場から要約して、レポート形式にまとめたものである。「IR情報」とは、すなわち当該事業会社に係る①弊社との個別取材の内容、②機関投資家向け説明会の内容、③適時開示情報、④ホームページの内容等である。

商号：株式会社ウォールデンリサーチジャパン

本店所在地：〒104-0032 東京都中央区八丁堀 4-12-4-1110 クイーンズパレス東京中央

URL: www.walden.co.jp

E-mail: info@walden.co.jp

電話番号：03 (3553) 3769