

21/3 期は上期コロナ影響大きいも下期から本格回復し、22/3 期は 1 年遅れで中計達成へ

株価 814 円（6/17） 時価総額 46 億円（6/17） 発行済株 5648 千株（6/17）

PER（21/3DO 予：38.2X） PBR（0.53X） 配当（21/3DO 予）10 円 配当利回り：1.2%

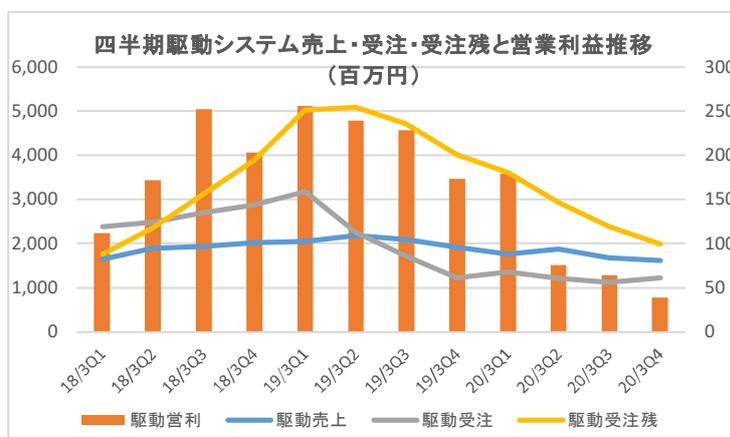
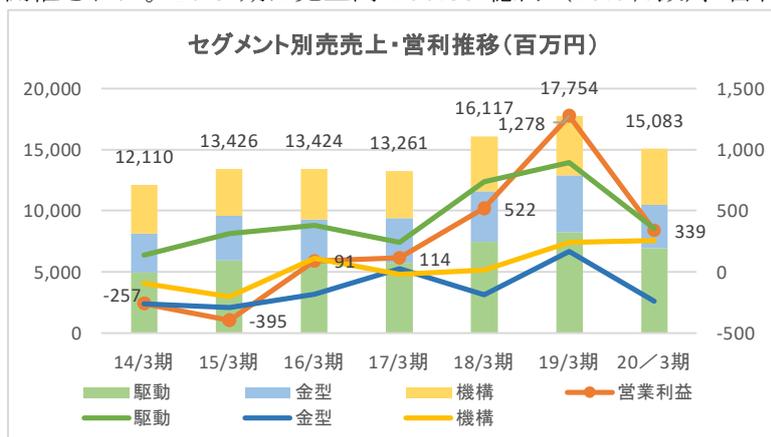
要約

- ・ 20/3 期は 15.0%減収、73.5%営業減とコロナ影響も加わり 2 月減額予想にも多少届かず
- ・ 21/3 期コロナ影響受け会社予想見送りもモーターコア、半導体製造装置向けで下期回復へ
- ・ 22/3 期は駆動システムの本格回復、EV 用モーターコア本格戦力化で収益拡大へ
- ・ 株価は今下期からの回復を見込み、EV 関連として中期的に PBR1.0 倍 1530 円目指す

20/3 期は 15.0%減収、73.5%営業減とコロナ影響も加わり 2 月減額予想にも多少届かず

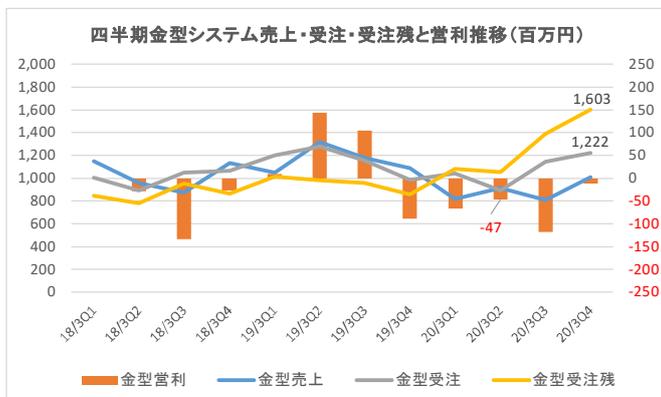
6/16 に動画 IR 説明会が開催された。20/3 期は売上高 150.83 億円（15.0%減）、営業 3.38 億円（73.5%減）、経常 2.75 億円（77.6%減）、税引利益 1.32 億円（84.8%減）、受注高 133.39 億円（26.4%減）と、2/13 の減額修正予想に対してもコロナウイルス影響もあり、若干下回る厳しい決算となった。

部門別で主力の駆動システムは稼ぎ頭の研削精密ボールねじが半導体製造装置向けの落ち込みの直撃を受け、チップマウント向けなども反落し、工作機械向けも大幅減となり、受注が 49.01 億円（41.4%減）と激減した。売上は期初の豊富な受注残に助けられ 69.37 億円（16.0%減）にとどまった

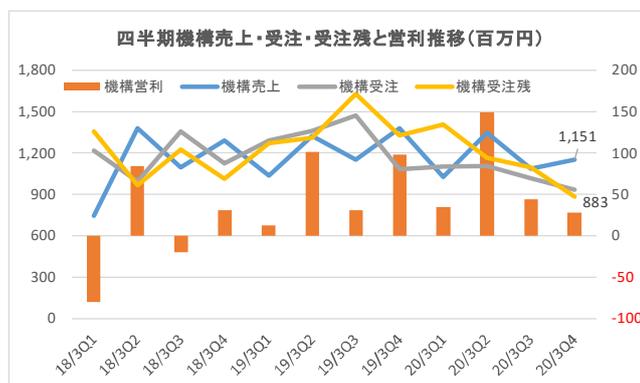


が、利益面では減収効果に加え TEL や AMAT など半導体製造装置向け研削精密ボールねじの比率低下で MIX が悪化、営業利益は 3.58 億円（60.0%減）と低迷した。

金型システムは EV 車載モーター関連の増産計画、複数の新規プロジェクトの試作受注獲得に成功したものの、産業用モーター向け金型や家電向けモーターコアの受注が厳しく、受注高は 42.96 億円 (7.1%減) に止まった。売上面では豊富な受注残があったものの、大型金型の期ズレ、コロナ影響でマレーシア工場の操業停止、検収立会い中止などで 35.51 億円 (23.3%減)、利益も売上減に先行投資負担増が加わり 2.42 億円の営業損失 (0.74 億円悪化) と損失継続となった。

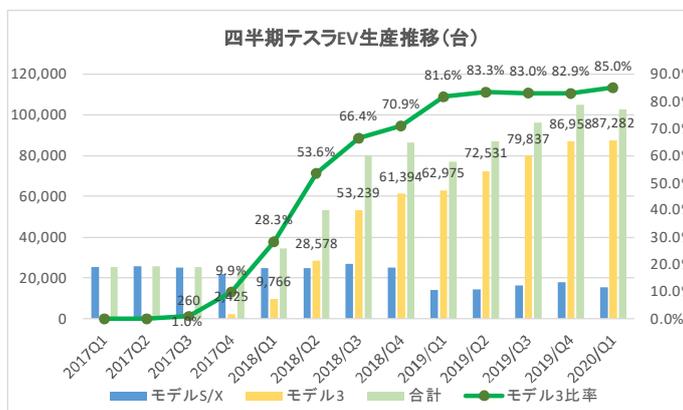


機構・計測システムは自動車や半導体製造装置業界の投資抑制で平面研削盤、ポリシングマシンなど工機システムが減少、要素機械も影響を受け、他の工作機械受注よりは落ち込みが少ないものの受注が 41.60 億円 (20.0%減) と低迷した。但し売上では高採算の超精密表面形状測定装置が計上され、子会社のケーシングの売上が好調に推移、売上高は 46.13 億円 (6.6%減) に踏みとどまり、営業利益は MIX 良化と減価低減、販管費圧縮から 2.55 億円 (5.2%増) と唯一増益となった。



21/3 期コロナ影響受け会社予想見送りにモーターコア、半導体製造装置向けで下期回復へ

会社側ではコロナ影響を受け、EV 販売、設備投資の不透明などから、21/3 期会社予想の開示を見送った。現状、金型システムを除き、受注残が大幅に減少しており、上期収益は赤字転落が懸念される。しかし、駆動システムは主力の半導体製造装置メーカー向け受注が本格回復、医療用などのニーズも高まっており、下期急回復が見込める。機工・計測分野も、単なる汎用工作機械ではなく、半導体ウエハポリシングマシンや非球面レンズ金型加工用研削盤、医療器具向け電解研削盤など、超精密加工用工作機械が中心であり、改めて受注の底打ちが見込まれる。また



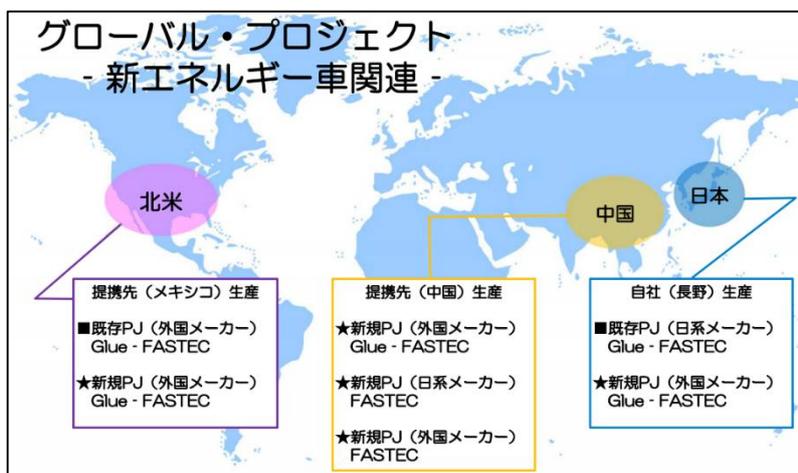
受注残が豊富にある金型については、EV 向けモーターコアがテスラ「モデル 3」向けが着実に増加しているが、下期から日欧向けに新たな量産モデル向けが立ち上がる見通しで、下期に黒字化が見込める。全体として、下期収益回復し、通期で黒字確保が可能と判断する。

22/3 期は駆動システムの本格回復、EV 用モーターコア本格戦力化で収益拡大へ

22/3 期は駆動システム受注の急回復、EV 用モーターコアもテスラ「モデル 3」向けの拡大に加え、ホンダの新車種、欧州メーカーの新モデル投入が続く。金型システムで同社は従来のカシメ方式、振動モーターなど精密小型向けレーザー方式、そして大型 EV モーターで制震・薄型対応で主流となる接着方式の全てを取り揃える。唯一のモーターコア製造企業の強みで、HEV でカシメ方式中心の三井ハイテックの牙城を崩す勢いがある。そしてモーターコア金型だけでなくモーターコア加工品の拡大も期待され、いよいよ利益の刈り取り期に入る。同社は需要拡大に備え長野工場の生産スペースを大幅に拡張、本格戦力化が見込まれる。同社は説明会資料でプロジェクトを開示（ユーザーは守秘義務で未公開）している。この表で考察すると、中国で新規に 3 社、このうち日系が 1 社含まれるが、ニッパツが新規にモーターコアで事業展開するとしており、これに対し黒田が供給していない（ライバルとなる）ため、日本電産が一部 EV モーターについて自前ではなく、小型量産向けで従来のカシメ方式で同社に発注した可能性もあり得る。また外国メーカーで接着方式が 1 社あり、これは大型 EV 向けとみられる。北米は 2 契約先がいずれも接着方式であり、フォードがメキシコで EV 生産を計画しており、1 社はこの可能性がある。いずれにしても、同社の密着積層方式がこれからの主流となりそうな勢いが感じられる。

22/3 期は駆動システム受注の急回復、EV 用モーターコアもテスラ「モデル 3」向けの拡大に加え、ホンダの新車種、欧州メーカーの新モデル投入が続く。金型システムで同社は従来のカシメ方式、振動モーターなど精密小型向けレーザー方式、そして大型 EV モーターで制震・薄型対応で主流となる接着方式の全てを取り揃える。唯一のモーターコア製造企業の強みで、HEV でカシメ方式中心の三井ハイテックの牙城を崩す勢いがある。そしてモーターコア金型だけでなくモーターコア加工品の拡大も期待され、いよいよ利益の刈り取り期に入る。同社は需要拡大に備え長野工場の生産スペースを大幅に拡張、本格戦力化が見込まれる。同社は説明会資料でプロジェクトを開示（ユーザーは守秘義務で未公開）している。この表で考察すると、中国で新規に 3 社、このうち日系が 1 社含まれるが、ニッパツが新規にモーターコアで事業展開するとしており、これに対し黒田が供給していない（ライバルとなる）ため、日本電産が一部 EV モーターについて自前ではなく、小型量産向けで従来のカシメ方式で同社に発注した可能性もあり得る。また外国メーカーで接着方式が 1 社あり、これは大型 EV 向けとみられる。北米は 2 契約先がいずれも接着方式であり、フォードがメキシコで EV 生産を計画しており、1 社はこの可能性がある。いずれにしても、同社の密着積層方式がこれからの主流となりそうな勢いが感じられる。

駆動システムはかずさアカデミア工場拡張により生産能力が従来比 75%アップ、自動化で生産性向上も見込める。半導体製造装置市場が 2021 年には大きく拡大、特に

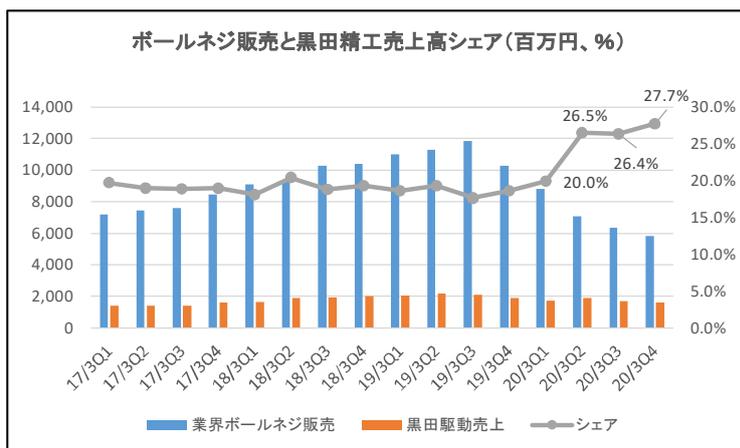


3DNAND 向けでエッチャーが伸長見通しで、高精度を差別化とし着実に業界内シェア拡大の中で、前工程向け、半導体搬送装置向けに強みを持つ同社の伸びは製造装置の伸びを上回ろう

機構・計測システムも、工作機械部門で富津工場集約化効果が本格寄与、業界 2 位

の平面研削盤、精密成形研削盤が本格回復しよう。更にウエーハ用平坦度検査装置など半導体製造装置受注の回復、スマホ向けにも 5G 端末本格普及で非球面レンズ用金型加工向けも引き続き需要拡大が見込め、その他医療機器向けでも特殊加工機が拡大しよう。

全体を通じ、1 年遅れで売上高 200 億円、営業利益は計画の 13 億円を上回り、空圧機器事業を分離した 06 年度以降の経常最高益 14.93 億円を上回ってこよう。



表面形状測定装置



ナノメトロ® Fシリーズ

ウェーハ、FPD用ガラス基板などの表面形状を高精度に測定

| | |
|--|------------------------------|
| <p>【医療】電解研削盤 (バリが出ないよう放電しながら研削) 52PF II (電解研削仕様)</p> <p>電解研削部拡大図</p> | <p>【最終製品例】 人工透析用AVF針</p> |
| <p>【光学】スーパーリソグマシ (マイクロ鏡用金型の鏡面磨き) FKP1020F</p> <p>レンズ金型</p> | <p>スマートフォン用レンズ</p> |

株価は今下期からの回復を見込み、EV 関連として中期的に PBR1.0 倍 1530 円目指す

株価は EV モーターコア関連としてテスラ向け拡大などで 2019 年 10 月高値 1388 円を付けたあと、収益の柱である駆動システムの低迷から 2 月に減額修正を発表、全体市場下落とともに 3/13 に年初来安値 582 円を付けたあと反発し、半導体製造装置受注回復の話題もあり 6/8 には 875 円まで戻して一服した状況にある。21/3 期予想を開示しなかったが、少なくとも関連する同業他社の THK や日本トムソンの状況、工作機械各社の状況から Q1 は厳しい収益を余儀なくされるとみられ。現状 Q1 決算がボトムで悪材料出尽くしとなり、その後収益急回復が見込まれ、来期は収益上伸見通しから中期的に PBR1 倍にあたる 1530 円を目標にアウトパフォーム継続としたい。

| 黒田精工 (7726) | | | | | | | | | | |
|-----------------|---------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|---------------|--------------|--------------|
| | (百万円、円) | | | | | | | | | |
| | 売上高 | 増減率 | 営業利益 | 増減率 | 経常利益 | 増減率 | 税引利益 | 増減率 | EPS | 配当 |
| 19/3期 | 17,754 | 10.2% | 1,278 | 144.8% | 1,230 | 193.5% | 872 | 155.6% | 155.19 | 25.00 |
| 20/3Q1 | 3,608 | -12.3% | 140 | 972.0% | 96 | 490.9% | 62 | 3620.0% | 11.05 | 0.00 |
| 20/3Q2 | 4,135 | -13.9% | 171 | -64.7% | 157 | -65.6% | 54 | -80.9% | 9.57 | 0.00 |
| 20/3Q3 | 3,568 | -20.0% | -20 | 317.6% | -16 | 332.4% | -24 | 303.4% | -4.18 | 0.00 |
| 20/3Q4 | 3,772 | -13.9% | 48 | -71.9% | 38 | -80.4% | 40 | -53.2% | 7.01 | 15.00 |
| 20/3H1 | 7,743 | -13.1% | 311 | 205.1% | 253 | -64.7% | 116 | 249.4% | 20.62 | 0.00 |
| 20/3H2 | 7,340 | -17.0% | 28 | -94.7% | 22 | -95.7% | 16 | 238.7% | 2.83 | 15.00 |
| 20/3期期初会予 | 16,900 | -4.8% | 550 | -57.0% | 500 | -59.4% | 300 | -65.6% | 53.29 | 15.00 |
| 20/3期修正会予(2/13) | 15,100 | -14.9% | 370 | -71.0% | 330 | -73.2% | 170 | -80.5% | 30.09 | 15.00 |
| 20/3期 | 15,083 | -15.0% | 339 | -73.5% | 275 | 147.9% | 132 | 245.1% | 23.45 | 15.00 |
| 22/3期中計会予 | 20,000 | | 1,300 | | | | | | | |
| 21/3H1DO予 | 6,300 | -18.8% | -120 | 赤転 | -150 | 赤転 | -150 | 赤転 | -28.8 | 0.00 |
| 21/3H2DO予 | 7,800 | 6.3% | 330 | 1078.6% | 310 | 1309.1% | 270 | 1587.5% | 47.97 | 10.00 |
| 21/3期DO予 | 14,100 | -6.5% | 210 | -38.1% | 160 | -41.8% | 120 | -9.1% | 21.32 | 10.00 |
| 22/3期DO予 | 20,000 | 41.8% | 1,550 | 638.1% | 1,500 | 837.5% | 1,050 | 775.0% | 186.53 | 30.00 |

| 年度 | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期 | 17/3期 | 18/3期 | 19/3期 | 20/3期 | 21/3期 DO予 | 22/3期 DO予 |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|--------------|
| 売上高 | 12,110 | 13,426 | 13,424 | 13,261 | 16,117 | 17,754 | 15,083 | 14,100 | 20,000 |
| 売上原価 | 9,529 | 10,691 | 10,208 | 10,036 | 11,993 | 15,642 | 11,220 | 10,650 | 14,400 |
| 売上総利益 | 2,581 | 2,735 | 3,216 | 3,225 | 4,124 | 5,112 | 3,863 | 3,450 | 5,600 |
| 販管費 | 2,838 | 3,130 | 3,125 | 3,111 | 3,602 | 3,834 | 3,525 | 3,240 | 4,050 |
| 営業利益 | -257 | -395 | 91 | 114 | 522 | 1,278 | 339 | 210 | 1,550 |
| 経常利益 | -66 | -114 | 270 | 169 | 496 | 1,230 | 275 | 160 | 1,500 |
| 親株主帰属純利益 | 854 | -235 | -92 | 99 | 253 | 872 | 132 | 120 | 1,050 |
| セグメント売上情報年度 | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期 | 17/3期 | 18/3期 | 19/3期 | 20/3期 | 21/3期 DO予 | 22/3期 DO予 |
| 駆動 | 4,948 | 5,940 | 5,947 | 5,771 | 7,493 | 8,242 | 6,926 | 6,400 | 8,500 |
| 金型 | 3,209 | 3,669 | 3,321 | 3,610 | 4,109 | 4,630 | 3,552 | 3,750 | 6,200 |
| 機構 | 3,962 | 3,817 | 4,156 | 3,879 | 4,515 | 4,884 | 4,606 | 3,950 | 5,300 |
| 合計 | 12,110 | 13,426 | 13,424 | 13,261 | 16,117 | 17,800 | 15,083 | 14,100 | 20,000 |
| セグメント営業利益 | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期 | 17/3期 | 18/3期 | 19/3期 | 20/3期 | 21/3期 DO予 | 22/3期 DO予 |
| 駆動 | 138 | 314 | 380 | 242 | 739 | 896 | 358 | 200 | 850 |
| 金型 | -260 | -293 | -185 | 25 | -189 | 168 | -242 | 0 | 450 |
| 機構 | -92 | -200 | 109 | -20 | 15 | 243 | 256 | 50 | 310 |
| 合計 | -214 | -179 | 304 | 247 | 565 | 1,307 | 372 | 250 | 1,610 |
| 調整額 | -41 | -184 | -126 | -133 | -42 | -30 | -33 | -40 | -60 |
| 営業利益 | -257 | -395 | 91 | 114 | 522 | 1,180 | 339 | 210 | 1,550 |
| 年度 | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期 | 17/3期 | 18/3期 | 19/3期 | 20/3期 | 21/3期 DO予 | 22/3期 DO予 |
| 売上高 | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% | 100.0% |
| 売上原価 | 78.7% | 79.6% | 76.0% | 75.7% | 74.4% | 88.1% | 74.4% | 75.5% | 72.0% |
| 売上総利益 | 21.3% | 20.4% | 24.0% | 24.3% | 25.6% | 28.8% | 25.6% | 24.5% | 28.0% |
| 販管費 | 23.4% | 23.3% | 23.3% | 23.5% | 22.3% | 21.6% | 23.4% | 23.0% | 20.3% |
| 営業利益 | -2.1% | -2.9% | 0.7% | 0.9% | 3.2% | 7.2% | 2.2% | 1.5% | 7.8% |
| 経常利益 | -0.5% | -0.8% | 2.0% | 1.3% | 3.1% | 6.9% | 1.8% | 1.1% | 7.5% |
| 親株主帰属純利益 | 7.0% | -1.7% | -0.7% | 0.7% | 1.6% | 4.9% | 0.9% | 0.9% | 5.3% |
| セグメント営業利益率 | 14/3期 | 15/3期 | 16/3期 | 17/3期 | 18/3期 | 19/3期 | 20/3期 | 21/3期 DO予 | 22/3期 DO予 |
| 駆動 | 2.8% | 5.3% | 6.4% | 4.2% | 9.9% | 10.9% | 5.2% | 3.1% | 10.0% |
| 金型 | -8.1% | -8.0% | -5.6% | 0.7% | -4.6% | 3.6% | -6.8% | 0.0% | 7.3% |
| 機構 | -2.3% | -5.2% | 2.6% | -0.5% | 0.3% | 5.0% | 5.6% | 1.3% | 5.8% |
| 営業利益 | -2.1% | -2.9% | 0.7% | 0.9% | 3.2% | 6.6% | 2.2% | 1.5% | 7.8% |

