

18/3 期増額修正見通しで 19/3 期も中国以外のユーザー拡大で収益安定化目指す

株価 5760 円 (3/20) 時価総額 287 億円 (3/20) 発行済株 4987 千株 (3/20)

PER (DO 予 18.6X) PBR (3.76X) 配当(18/3) 0 円 配当利回り : 0%

要約

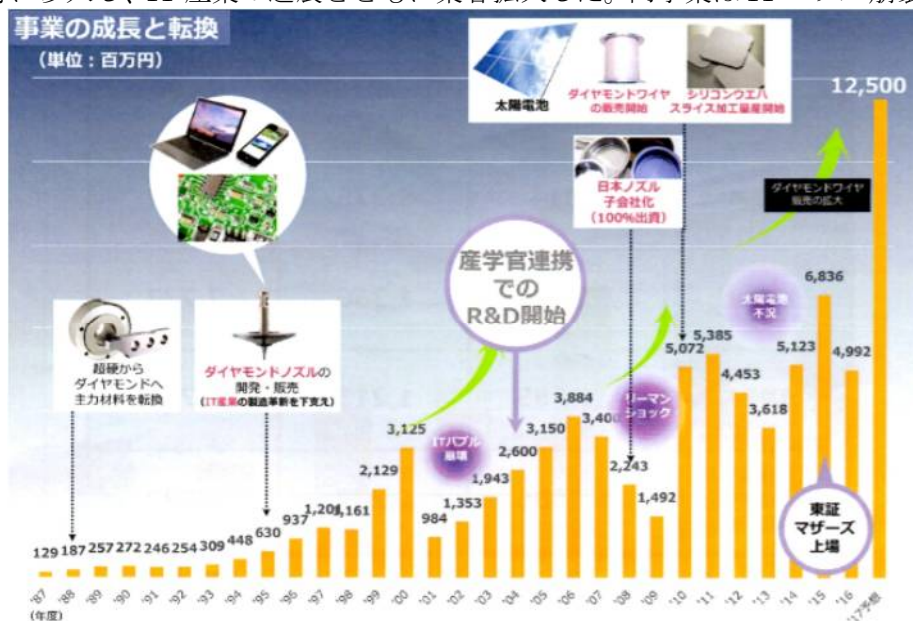
- ・太陽電池用ダイヤモンドワイヤスを中心に事業展開
- ・18/3 期 Q3 累計は 2.8 倍増収、営業利益 13.56 億円 (27.37 億円改善) と大幅黒字転換
- ・18/3 期は Q2 時増額修正予想を円高など理由に変更せず、今後増額修正の可能性大
- ・19/3 期は能力増強の中で固定砥粒方式、細線化が加速し円高・償却負担でも収益伸長へ
- ・株価は 18/3 期 DO 予想 EPS309 円に対し機械平均 PER24 倍の 7400 円目標

太陽電池用ダイヤモンドワイヤスを中心に事業展開

1954 年 10 月大阪府堺市でミシン用の小ネジを作る会社として中村繁が創業した「中村鉄工所」が前身。1964 年には超硬合金加工技術開発に着手、1970 年 12 月には耐摩耗部品事業を立ち上げ、超硬工具を主に取り扱う「株式会社中村超硬」を設立した。

1987 年に創業者中村繁氏が 64 歳で急逝、当時専務の井上誠氏 (ソニー出身、現社長) が事実上、事業を承継、1988 年には耐摩耗性素材の原料としてダイヤモンドに着目し、焼結ダイヤモンドの加工技術開発に着手、超硬工具からダイヤモンドへ主材料の転換を進めた。1994 年にはチップマウンタに使われる電子部品吸着ダイヤモンドノズルの開発・製造に成功、実装事業分野に参入し、IT 産業の進展とともに業容拡大した。同事業は IT バブル崩壊

を機に停滞、同社は 2004 年にエネルギー産業を次なる主力事業分野として、現在の主力製品である固定砥粒方式ダイヤモンドワイヤ (DW) の研究開発をスタートさせ、高価な DW を普

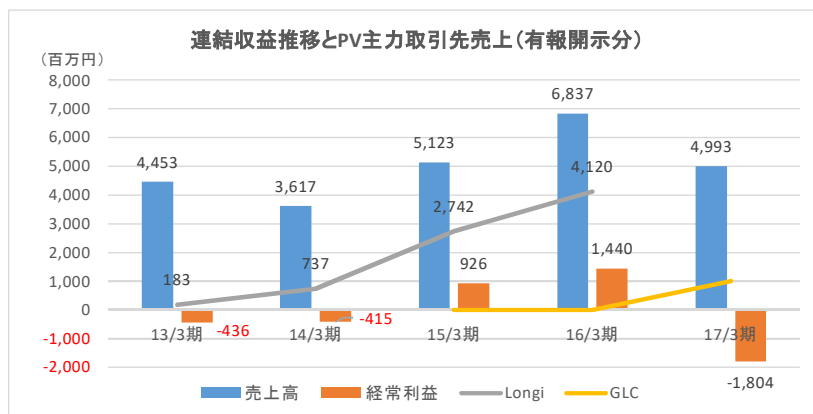
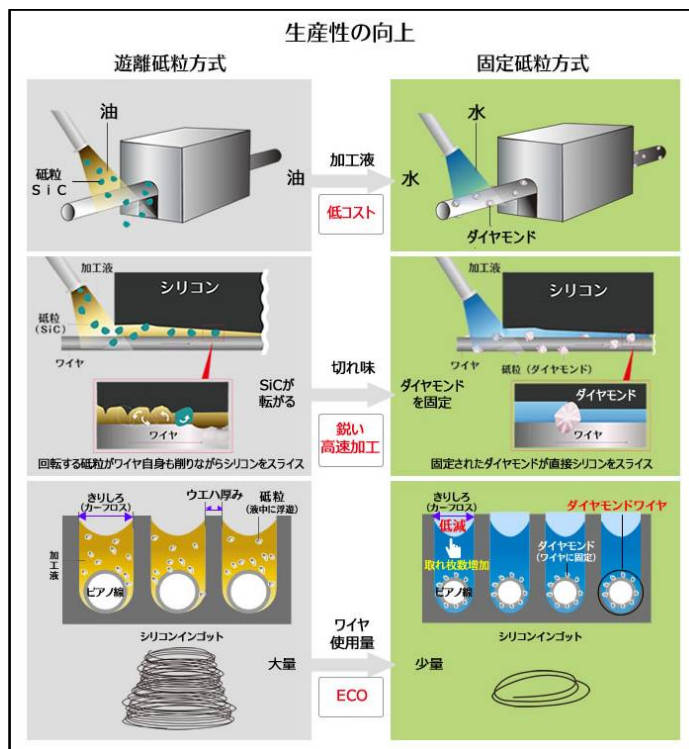
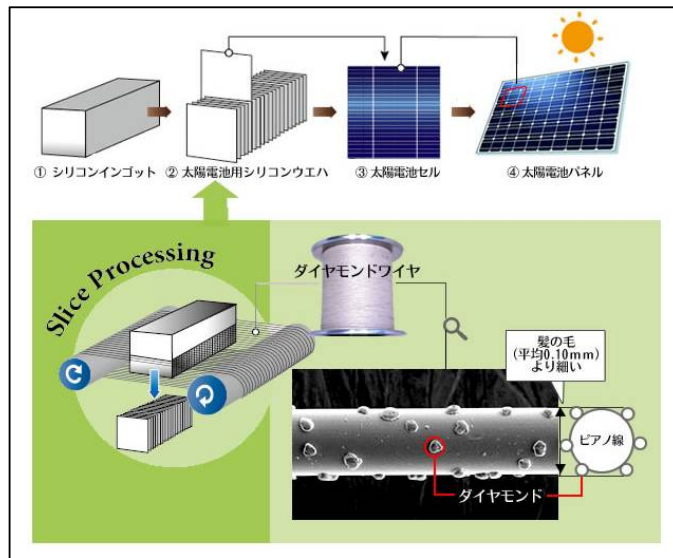


及価格帯で製造することに成功。2009 年には自社 DW を利用してシリコンウエハスライス加工に着手、翌 2010 年には DW の販売を開始した。

その後、2013年頃から太陽電池 (PV) の世界的な供給過多による業界不況が襲い苦境を味わうことになる。しかし PV シリコンウエハスライス方式が、従来の遊離砥粒方式から固定砥粒方式に移行する中で、13/3 期より中国 PV 大手 Longi グループとの取引が急拡大し、大きく業績を伸ばし、2015 年 6 月には東証マザーズ上場も果たした。ところが同グループとの価格交渉が折り合わない事態が発生、17/3 期には事実上取引が絶たれ、在庫処分・評価減などもあり大幅減収、経常大幅赤字を余儀なくされた。

このような中で、ワイヤの細線化、高性能化とともに、製造工程の大幅改善を実行、新たな大手ユーザーとして GCL グループを獲得、17/3 期後半から取引が開始され、17/3 期は 10.0 億円 (全売上高の 20.2%) まで売上高を確保した。

17/3 期は売上高 49.92 億円、売上構成は PV 用 DW を主体とする電子材料スライス周辺事業 29.34 億円、実装機ノズルなどを扱う特殊精密機器事業 6.45 億円、化学繊維用紡糸ノズル事業 14.11 億円という構成となっている。



18/3 期 Q3 累計は 2.8 倍増収、営業利益 13.56 億円 (27.37 億円改善) と大幅黒字転換

18/3 期 Q3 累計収益は売上高 93.76 億円 (2.8 倍)、営業利益 13.56 億円 (27.37 億円増で黒字転換)、経常利益 12.13 億円 (27.98 億円改善で黒字転換) となった。前期の Longi グループとの取引終了の痛手から立ち直り、四半期を重ねるごとに回復力が増し、Q3 だけでは売上高 34.94 億円 (前年同期比 2.5 倍)、営業利益 6.62 億円 (18.49 億円改善)、Q2 比較でも 6.3%増収、9.3%営業増益となっている。

部門別では主力の太陽電池を主体とする電子材料スライス周辺事業が、単結晶向けに加え、多結晶向けにも本格普及。主力ユーザーに拡大するほか新規ユーザーの取り込みも進み、売上高が 4.2 倍の 77.21 億円となった。利益面では設備改造による細線化の加速、生産ライン当たりの生産距離高速化、作業員当たりの生産距離の拡大、材料コストの削減などを推進、

元高円安効

果も加わ

り、営業利

益は 25.96

億円改善し

て 12.53 億

円の黒字転

換となった。

営業利益

率推移

(在庫評価

減を除く)

を四半期で

辿ると、ボトム

の巨額の評価

損を計上した 17/3 期 Q3 が

27%、Q4 が-30.0%でボトム

を形成、18/3Q1 で黒字化し

て 3.5%、Q2 が 13.0%、Q3

には 16.3%まで回復してい

る。

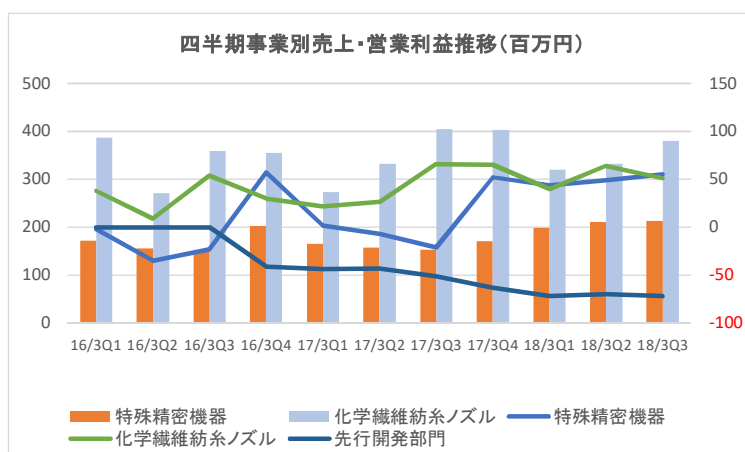
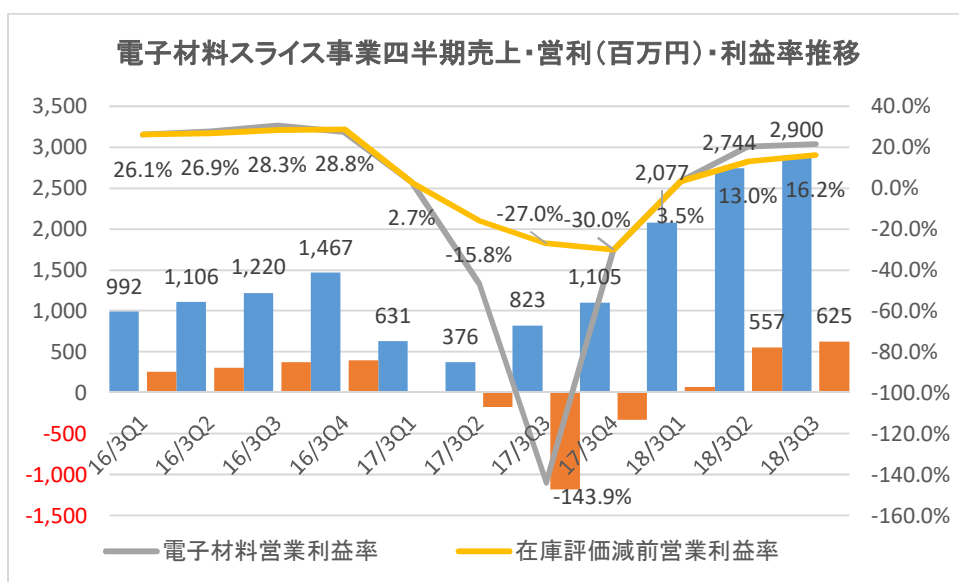
その他事業についても収

益の回復が見られるが、先行

開発投資部門もあり、全体と

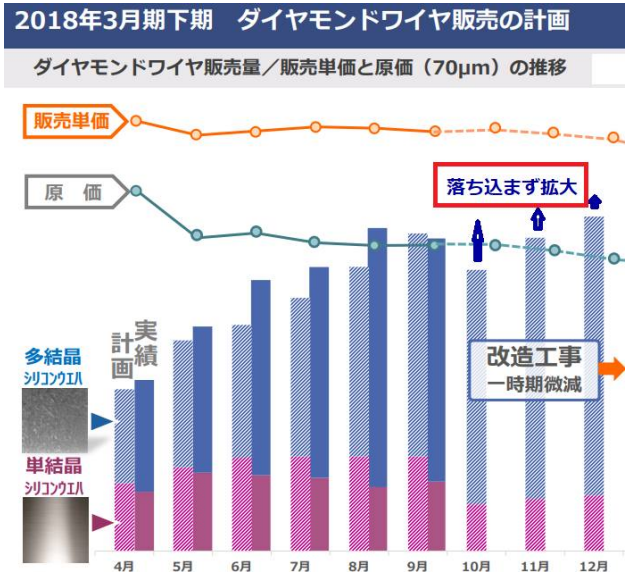
しての利益インパクトは小

さい。

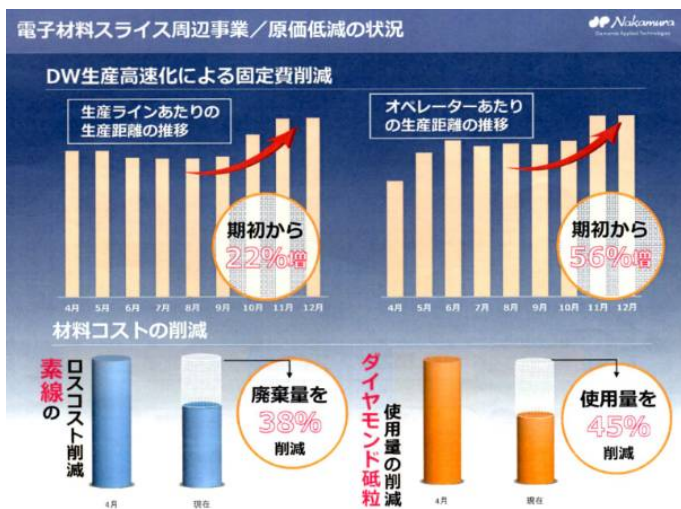
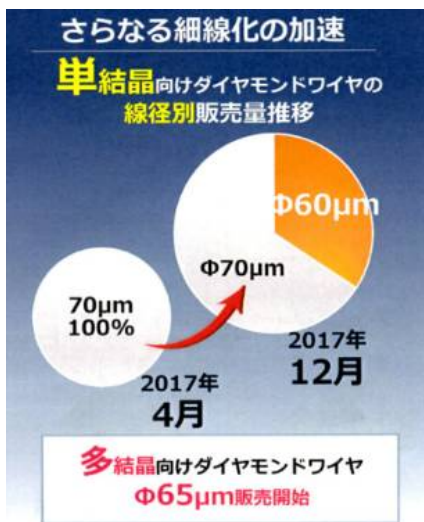


18/3 期は Q2 時増額修正予想を円高など理由に変更せず、今後増額修正の可能性大

会社側は Q3 が Q2 よりも減速するとしていたが、Q2 時想定よりも Q3 が好調に推移したと認めた。しかし昨今の元安・ドル安・円高傾向、設備投資増による償却負担増、Q4 が中国春節時期などを考慮し、18/3 期予想を Q2 時の増額修正予想から変更せず、売上高 125 億円 (2.5 倍)、営業利益 15 億円 (31.53 億円改善)、経常利益 14.5 億円 (32.54 億円改善)、税引利益 13.5 億円 (34.26 億円改善) とした。このため、差引での Q4 は売上高 31.24 億円 (前年同期比 86.1%増、前期比 10.6%減)、営業利益 1.43 億円 (同 4.15 億円改善、同 78.4%減)、経常利益 2.37 億円 (同 4.55 億円改善、同 59.7%減) などとなり、大幅な利益率低下、Q3 比大幅減益予想となる。



しかし現状、PVの拡大が続いており、しかも同社の目論見通り多結晶 PV シリコンウエハでの固定砥粒方式採用が増える傾向が顕著で、電子材料スライス周辺事業は Q4 も Q3 並みの売上が確保できると判断、利益面は円高修正で期末に洗い替えによる為替評価損の発生が 2 億円程度見込まれるものの、全体としてワイヤ生産高速化による固定費削減、オペレーターあたりの生産距離の拡大による生産性向上、細線化加速などの売上増額で利益増額が見込まれる。会社側でも経過が分かり次第、見直ことを明言しており、本決算発表前にも増額修正の可能性がある。



19/3 期は能力増強の中で固定砥粒方式、細線化が加速し円高・償却負担でも収益伸長へ

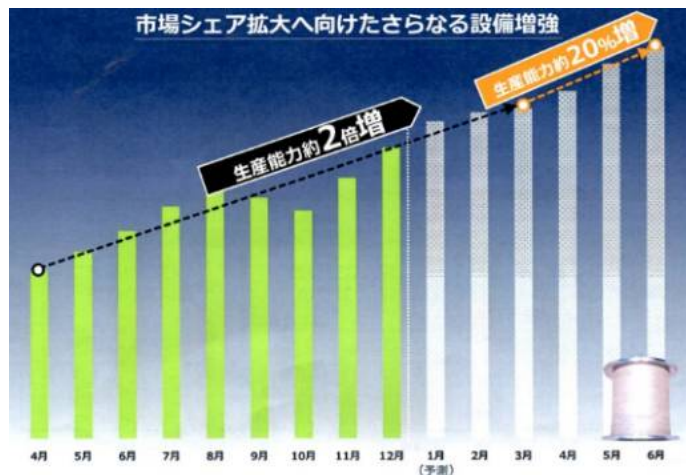
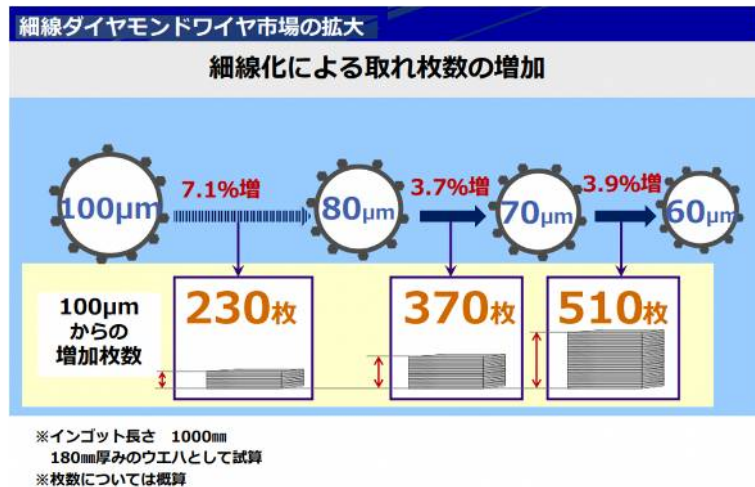
日本では太陽光発電事業が系統連結問題や FIT 価格引き下げなどで普及拡大が鈍っているが、世界需要はパネル価格の下落から石炭火力をも下回る発電コストが達成され、世界的には旺盛な需要拡大が続いている。

このような中で、PV 製造メーカーで



は単結晶では DW 化 100%で 60 μ m 細線への移行が進行中、多結晶でも DW 化の広がり、65 μ m 細線の導入が始まっている。現在、中国 DW メーカーは 70 μ m 対応まで追い付いているものの、60 μ m は対応できておらず、また最大のライバルである旭ダイヤモンド工業とは 70 μ m の主戦場で争っているが、先方は多結晶対応に消極的で、全体としても DW への大型投資を実行していないため、同社の優位性が増している。また同社は中国偏重の現状の打開を図るべく、欧州 PV 企業への売り込みを図り、成果が上がりつつある。欧州企業は品質重視指向であり、収益安定に寄与するとみられる。

なお同社は大型投資を実行中で、しかも DW の生産設備を自社開発、特許を有するマルチ



方式の高速製造プロセスにより、低価格生産を実現している。

さらに同社は 50 μ m の細線対応も視野に入っている。細線化には断線リスクや張力不足による切削性の低下が懸念される。またカーフロス(切り代)を少なくするために、芯線に固定させる砥粒を小さくすると、砥粒耐久性の低下や刃切れ味の低下が懸念される。このような問題に対し、同社はワイヤソーの表面の濡れ性を、水接触角 60 度以上 110 度以下とすることで、従来より切れ味のよいワイヤソーが得られることを発見し特許化、50 μ m 化にも対応可能となっており、今後 50 μ m 対応でさらなる差別化も期待できる。

19/3 期は設備増強がフルに寄与、しかも生産効率も大幅に向上しており、円高により中国 PV メーカー向けの仕切り価格が弱含みで推移したとしても、Q4 並みの利益率は確保できると判断、DW の 2 ケタ増収から償却負担増を補い収益拡大が続き復配も視野に入ろう。

株価は 18/3 期 DO 予想 EPS309 円に対し機械平均 PER24 倍の 7400 円目標

株価は四半期ごとの収益拡大を好感、2Q での増額修正発表もあり、12/12 には 7820 円の高値を付けたものの、その後の円高傾向、さらに 2/9 の Q3 発表時に 18/3 期通期修正がなかったことなどから株価は調整、現在高値から 25% 下落した水準にある。現状 18/3 期会社予想 EPS282.4 円に対し PER20 倍水準にある。但し今期増額修正の可能性が高く、19/3 期も能力増強で為替が現状水準であれば 2 ケタ増益が見込めることから、当面、18/3 期 DO 予想 EPS309 円に対し、機械平均 PER24 倍の 7400 円を目標株価として新規「アウトパフォーム」としたい。また 19/3 期会社予想は増益予想ながら控え目な予想が想定されるが、為替が大きく円高に推移しない前提で 19/3 期 DO 予想 EPS363 円に対し、機械平均 PER24 倍の 8700 円を中期目標値としたい。

中村超硬(6166)	(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
16/3期	6,837	33.4%	1,435	75.2%	1,440	55.5%	1,222	13.4%	308.770	10.00
7/3Q1	1,069	-31.1%	1	-99.7%	-71	赤転	-49	赤転	-10.56	0.00
7/3Q2	865	-43.6%	-195	赤転	-226	赤転	-213	赤転	-45.92	0.00
7/3Q3	1,380	-20.1%	-1,187	赤転	-1,288	赤転	-1,544	赤転	-331.98	0.00
7/3Q4	1,678	-17.2%	-272	赤転	-218	赤転	-270	赤転	-57.31	0.00
17/3H1	1,934	-37.3%	-195	赤転	-297	赤転	-262	赤転	-56.48	0.00
17/3H2	3,059	-18.5%	-1,459	赤転	-1,506	赤転	-1,814	赤転	-389.29	0.00
17/3期	4,993	-27.0%	-1,653	赤転	-1,804	赤転	-2,076	赤転	-445.77	0.00
18/3Q1	2,596	142.8%	88	10533.5%	77	黒転	45	黒転	9.68	0.00
18/3Q2会予	2,904	235.9%	312	黒転	273	黒転	255	黒転	54.44	0.00
18/3Q2	3,287	280.2%	606	黒転	548	黒転	676	黒転	38.65	0.00
18/3Q3	3,494	153.1%	662	黒転	588	黒転	546	黒転	115.67	0.00
18/3Q4会予(2/9)	3,124	86.1%	143	黒転	237	黒転	82	黒転	18.54	0.00
18/3H1期初会予	5,000	158.6%	70	黒転	40	黒転	30	黒転	6.41	0.00
18/3H1期修正会予(8/10)	5,500	184.4%	400	黒転	350	黒転	300	黒転	64.12	0.00
18/3H1	5,883	204.2%	694	黒転	625	黒転	722	黒転	154.32	0.00
18/3H2期初会予	6,500	112.5%	730	黒転	660	黒転	570	黒転	121.83	0.00
18/3H2修正会予(8/10)	6,000	96.1%	400	黒転	350	黒転	300	黒転	64.12	0.00
18/3H2修正会予(11/10)	6,617	116.3%	806	黒転	825	黒転	628	黒転	134.21	0.00
18/3期期初会予	11,500	130.3%	800	黒転	700	黒転	600	黒転	128.24	0.00
18/3期修正会予(11/10)	12,500	150.4%	1,500	黒転	1,450	黒転	1,350	黒転	288.53	0.00
18/3Q4DO予	3,524	110.0%	493	黒転	387	黒転	182	黒転	42.91	0.00
18/3H2DO予	7,017	129.4%	1,156	黒転	975	黒転	728	黒転	155.58	0.00
18/3期DO予	12,900	158.4%	1,850	黒転	1,600	黒転	1,450	黒転	309.90	0.00
19/3H1DO予	7,400	25.8%	1,040	49.8%	950	52.0%	800	10.8%	170.10	0.00
19/3H2DO予	8,100	15.4%	1,140	-1.4%	1,050	7.7%	900	23.6%	192.35	10.00
19/3期DO予	15,500	91.4%	2,180	17.8%	2,000	25.0%	1,700	17.2%	363.33	10.00
20/3期DO予	17,000	9.7%	2,300	5.5%	2,150	7.5%	1,830	7.6%	391.11	12.00

年度	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 DO予	19/3期 DO予	20/3期 DO予
売上高	3,617	5,123	6,837	4,993	12,900	15,500	17,000
売上原価	3,039	3,262	4,109	5,088	9,100	11,250	12,550
売上総利益	579	1,861	2,728	-95	3,800	4,250	4,450
販管費	953	1,042	1,293	1,558	1,950	2,070	2,150
営業利益	-374	819	1,435	-1,653	1,850	2,180	2,300
経常利益	-415	926	1,440	-1,804	1,600	2,000	2,150
親株主帰属純利益	-423	1,077	1,222	-2,076	1,450	1,700	1,830
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 DO予	19/3期 DO予	20/3期 DO予
電子材料	1,655	3,117	4,785	2,935	10,630	13,100	14,500
特殊精密機器	788	713	680	646	820	950	1,050
化学繊維紡糸ノズル	1,174	1,294	1,372	1,412	1,450	1,450	1,450
合計	3,618	5,123	6,837	4,993	12,900	15,500	17,000
セグメント営業利益	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 DO予	19/3期 DO予	20/3期 DO予
電子材料	-359	702	1,339	-1,675	1,750	2,120	2,340
特殊精密機器	-74	3	-3	26	200	220	230
化学繊維紡糸ノズル	46	102	131	179	220	200	200
その他	0	0	-41	-201	-300	-320	-400
合計	-387	807	1,426	-1,671	1,870	2,220	2,370
調整額	13	12	9	18	20	40	70
営業利益	-374	819	1,435	-1,653	1,850	2,180	2,300
年度	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 DO予	19/3期 DO予	20/3期 DO予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
売上原価	84.0%	63.7%	60.1%	101.9%	70.5%	72.6%	73.8%
売上総利益	16.0%	36.3%	39.9%	-1.9%	29.5%	27.4%	26.2%
販管費	26.3%	20.3%	18.9%	31.2%	15.1%	13.4%	12.6%
営業利益	-10.3%	16.0%	21.0%	-33.1%	14.3%	14.1%	13.5%
経常利益	-11.5%	18.1%	21.1%	-36.1%	12.4%	12.9%	12.6%
親株主帰属純利益	-11.7%	21.0%	17.9%	-41.6%	11.2%	11.0%	10.8%
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 DO予	19/3期 DO予	20/3期 DO予
電子材料	-21.7%	22.5%	28.0%	-57.1%	16.5%	16.2%	16.1%
特殊精密機器	-9.4%	0.4%	-0.4%	4.0%	24.4%	23.2%	21.9%
化学繊維紡糸ノズル	3.9%	7.9%	9.5%	12.7%	15.2%	13.8%	13.8%
その他							
調整額	0.4%	0.2%	0.1%	0.4%	0.2%	0.3%	0.4%
営業利益	-10.3%	16.0%	21.0%	-33.1%	14.3%	14.1%	13.5%

NAKAMURA CHOUKOU CO.,LTD.

2018/3/20

