

倉元製作所（5216） 21/12Q1 決算メモ、電話取材メモ

21/12Q1 は 29.6%減収、営業損失 0.11 億円も収益性向上、下期営利黒字化、来期黒転へ

株価 159 円（5/124） 時価総額 54 億円 発行済株 33831 千株

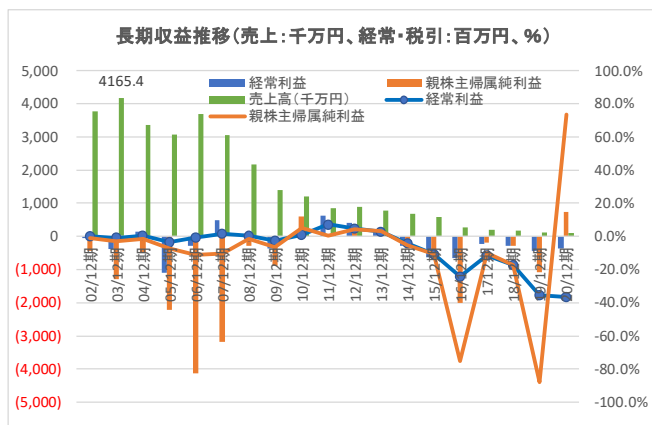
PER（DO 予：-X） PBR（16X） 配当 0 円 配当利回り：-

要約

- ・ 液晶用ガラス基板加工專業で市場縮小、多角化失敗で苦境に陥るも、新経営陣で再建
- ・ 21/12Q1 は 29.6%減収、営業損失 0.11 億円も収益性向上
- ・ 22/12 期は再生ウエハ事業拡大に加え既存事業の回復、新規事業も加わり収益上伸期待
- ・ 22/12 期以降、ウエハ再生事業拡大と既存事業の再構築、新事業拡大で早期の企業再生可能
- ・ 株価は 22/12 期 DO 予 EPS12 円に対しガラス土石平均 PER16.7 倍の 200 円目標

液晶用ガラス基板加工專業で市場縮小、多角化失敗で苦境に陥るも、新経営陣で再建中

同社は 1975 年に鈴木忠勝氏が氏の家の屋号「蔵元」を「倉元」に改め、宮城県栗原群（現栗原市）に有限会社倉元製作所として創業、1976 年に TN 液晶ガラス基板及び複写機反射ミラー用ガラス基板の加工を開始、1980 年に株式会社化し、以来、TFT 向け、カラーフィルタ等にも拡大、專業メーカーとして業容拡大した。00/12 期には経常利益 31.73 億円の最高益を稼ぎだし、02/12 期には売上高 417 億円を計上、2004 年 12 月にはジャスダック上場も果たした。しかし企業実態は過大な設備投資、無計画な多角化、M&A 等という経営が行われ、その後の日本での液晶産業の凋落で、大口顧客のシャープ、旭硝子などからの受注が激減、長期にわたり売上減少、赤字継続の状況が常態



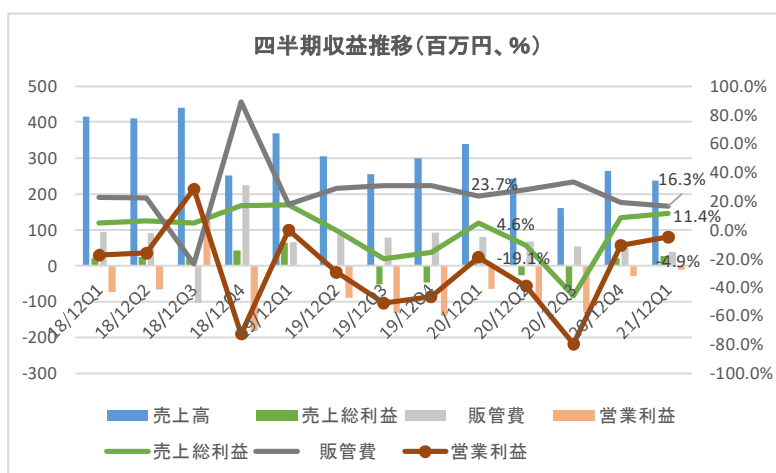
化した。14/12 期以降、6 期連続経常赤字となり、18/12 期に 0.55 億円の債務超過となり、19/12 期は 11.35 億円の債務超過拡大に至る。2019 年 3 月に上場廃止の猶予期間（2019 年 12 月 31 日まで）となり、19 年 12 月 25 日に事業再生 ADR 手続きを行う事となった。この中でニューセンチュリーキャピタルが中心となり、ニューセンチュリー有限責任事業組合（組合員はニューセンチュリーキャピタルと光博有限公司、呉征瑜、李宇）を組成、同組合が ADR 手続きを経て 20 年 3 月 30 日にスポンサー契約を結び、7 億円の第 3 社割当増資を引き受け、代表取締役時氏を含む小峰、宮澤、呉の主要役員 4 名を派遣し、同社の事業再生を行う事となった。

代表となった時慧氏はニューセンチュリーキャピタルの代表取締役であり、その他、小峰氏

は永輝商事取締役（リサイクル事業を行い、傘下としてラサ工からウエハ再生事業を継承し RS テクノロジーズを設立、その後、RS テクノロジーズが公開を果たす）、宮澤氏は元大湘技研代表取締役（現 RS テクノロジーズ 100%子会社となり社名変更した DG テクノロジーズ社）、呉氏は中国 Novocare 社（中国の測定機器メーカーで同社と業務提携結ぶ）CEO である。

21/12Q1 は 29.6%減収、営業損失 0.11 億円も収益性は大幅向上

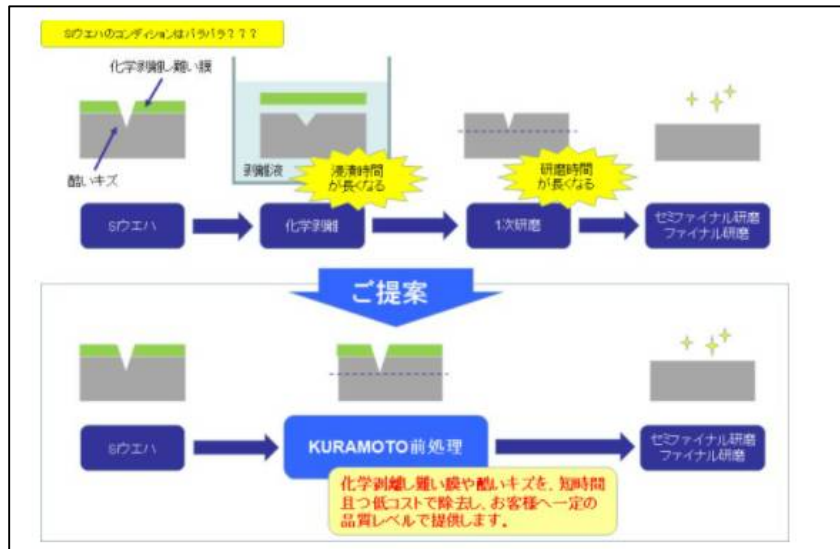
21/12Q1 決算が 5/14 に発表され、売上高 2.37 億円（29.6%減）、営業損失 0.11 億円（0.53 億円改善）、経常損失 0.03 億円（1.28 億円改善）、税引損失 0.04 億円（1.34 億円改善）となった。売上では前期末受注残が 1.01 億円しかなく、液晶関連の事業環境も芳しくなく、新規受注も伸びなかったことで減収を余儀なくされた。なお、コロナ影響で売上が事業再生 ADR 計画 1 期目



の目標を下回ったことで営業キャッシュフローが不足、Novocare 社事業への投資は当面見送り、設備投資もリースに変更するなどを実行、さらに 3/30 までに 4.8 億円の第 3 者割当増資（12 の企業・個人）を実施している。内訳は新株 3 億円、新株予約権 1.8 億円で、運転資金や借入れ弁済に充てるとした。なお割当予定先は那須マテリアル（産廃リサイクル業者、RST の 2.65%保有する大株主）、JB エナジー（再エネ業者、永輝商事の取引先）、個人割当先も多くは小峰取締役の旧会社での知人や永輝商事の取引先の経営者などが占める。

上記のような厳しい環境ではあるが、注目すべきは、大幅減収ながら、売上総利益では 0.27 億円（73.5%増）、総利益率では 6.8 ポイント向上し、11.4%となった点。販管費についても売上減の中で半減させ、売上高販管費比率が 7.3 ポイント下落して 16.3%と改善した。また売上高の具体的中身の開示はないものの、成膜、シリコンウエハ再生事業の製品群増加、新規顧客拡大などが寄与しているとみられる。ちなみに、20/12 期は従来からの納入先である凸版印刷向けが 2.89 億円（28.9%減）、光村印刷向け 2.23 億円（1.4%減）に対し、RS テクノロジーズ（以降 RST）向けが 1.31 億円（30.9%増）と急拡大しているが。これは隣接市である大崎市の RST 三本木工場向けに 12 インチ再生ウエハ事業が拡大しているため、Q1 でも売上拡大が続いているとみられる。同社の HP では TTV（ウエハ平坦度適用領域の厚さ）を崩さずに研磨（キズ除去、膜剥離）が可能としており、ユーザーの生産工程のアウトプット増に貢献するとしている。RST は絶縁膜などを剥離するストリッピング

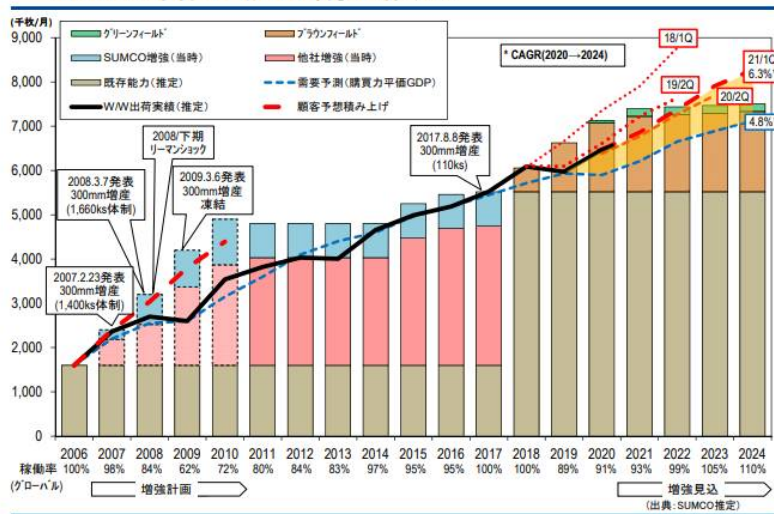
過程で化学的な加工により、機械式剥離方式よりも薄く剥離できる事で再生利用回数を業界平均の倍となる10~20回を差別化と位置づけているが、同社は化学剥離し難い膜や深い傷を持つウエハについて短時間の研磨が出来ることを売りにしてお



り、フル生産で対応している RST の生産効率アップに大きく寄与する形となっていると推察される。月産10万枚の膜剥離能力は RST 三本木工場の2021年計画能力28万枚、また同社と同じ機械式剥離を行う業界2位の濱田重工の25万枚(推定)、三益半導体15万枚(推定)に次ぐ規模となる。現状、300mm プライムウエハ供給が不足、しかもグリーンフィールド投資が実行されて現実に生産量が拡大するのは2024年になるとみられ、2021年~2023年はプライムウエハの絶対的な不足からモニターウエハ(半導体製造ラインに投入される量の20%程度)でのプライムウエハ使用を極力削減する動きから、需要加速が期待される。また2022年にはプライム



300mm需要と能力増強(推定)



SUMCO CORPORATION

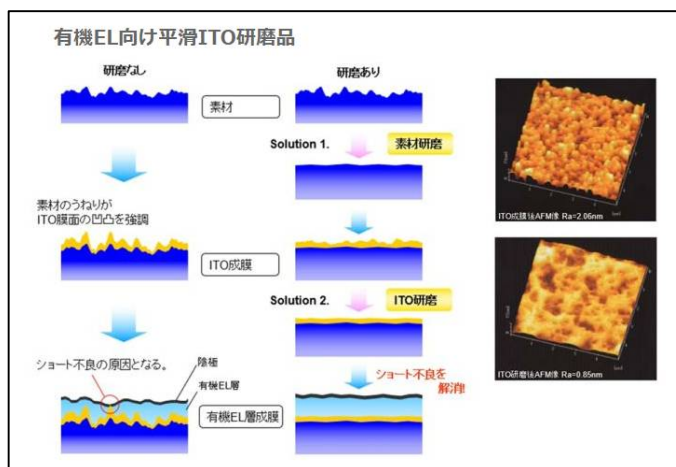
ウエハ長期契約の価格アップも見込まれ、再生ウエハ価格も同様に上昇し、加工賃も単価アップが見込まれる。このため、同社にとって再生ウエハ事業は収益黒字化の柱となろう。

同社は今年度営業赤字を脱するのは難しいとしているが、下期には黒字化も視野に入るとのことで、上期は営業赤字が残るものの、下期には DO で試算した損益分岐点売上高 6 億円を超えて営業黒字転換すると判断した。

22/12 期は再生ウエハ事業拡大に加え既存事業の回復、新規事業も加わり収益上伸期待

同社は事業縮小過程において、子会社群で機械設備などの売却、減損を行い、単独決算バランスシート（BS）上の減価償却前機械・装置資産はピーク売上計上の 05/12 期 178 億円に対し 20/12 期は 120 億円へ 58 億円減少している。この内、三重工場、桃生工場売却で 17.5 億円、その他は除却が中心である。逆に見ると、120 億円の機械及び装置に対し、減価償却累計額が 120 億円、20/12 期末残高は 120 万円と、BS 上はタダの機械装置を動かして利益を出す構造になっており、稼働率が上がれば利益はかなり稼げるものとみられる。同社は元々研磨技術に優れ、ユーザーさえ開拓できれば売上拡大は容易と見られ、当面、300mm シリコンウエハ再生事業での売上拡大が新たに収益の大きな柱となろう。なお、再生ウエハについては、2022 年～2024 年にかけて大手半導体メーカーがこぞって巨大新工場を立ち上げるため、最先端半導体のテストウエハ需要が高まるとみられ、少量で様々な異物、化学処理が難しいウエハの数量が増える可能性も高く、追い風が吹く状況にある。

既存事業の FPD ガラス基板事業も、22/3 期は回復基調に転ずるとともに、有機 EL 向けなどで新技術製品の拡大が期待される。具体的には自動車の情報装備の拡大で、車載用ディスプレイの搭載率の増加、大型化が加速する方向にある。同社の主力ユーザーの光村印刷は日本航空電子が販売するタッチセンサー用にガラス基板を供給するなどの動きがある。またスマホでは高機能品で主に有機 EL が採用されているが、最近折りたたみ式スマホがサムソン以外の中国スマホメーカーでも投入が相次ぐ見通し。折りたたみではバックライトを使う LCD は加工が難しく、自発光の有機 EL が使われる。但し、折りたたみ時に基礎となる陽極の ITO 膜表面に粗さがあると、その部分に電解が集中（過電流が発生）するため、超平滑な ITO 膜が必要となる。同社は LCD で培った低抵抗 ITO 成膜技術と高精度研磨技術の融合により、平滑化ならびに欠陥除去加工を実現、今後、有機 EL 分野でも売上増加が期待される。



22/12 期以降、ウエハ再生事業拡大と既存事業の再構築、新事業拡大で早期の企業再生可能

ウエハ再生事業に加え、注目されるのが遊休施設の活用である。5/14 に、RST の 100% 子会社で半導体製造用エッチング装置向け等に石英・シリコン消耗部材加工を行う DG テクノロジーズ（以降 DGT）が、国内半導体エッチング装置メーカーの需要拡大に対応すべく、2021 年 5 月、宮城県栗原市若柳武槍に 5000 m²の新工場を立ち上げることをアナウンスした。DGT は石英ガラス及びシリコン素材の研削・研磨を行う会社で、日本の半導体生産拡大とともに成長し、その後の日本の半導体産業の凋落で過大投資が祟り、2016 年に民事再生適用を申請、RST が再建に乗り出し 2019 年に 100%子会社化した会社。現在、DGT は人材募集をかけており、勤務地は倉元製作所内での募集となっている。このため、倉元製作所が遊休工場建屋施設を賃貸することで、早期の立ち上げに至ったと推測され、今後、営業外での賃貸収入も多少見込まれる。なお会社側では土地・建屋の賃貸は行うものの、機械設備等の投資は DGT が行うとして、同社の機械設備の貸与はしないとしている。但し、DGT との取引実績は僅かではあるがあるとのことで、RST が同事業での消耗品市場 1500 億円に対し、1/3 の 500 億円の売上を目指すとしていることから、今後、3DNAND フラッシュメモリの積層化加速でエッチング装置の需要(2019 年 91.2 億ドルが 2026 年には 140.6 億ドルとの予測もさらに上振れ見通し) は半導体製造装置全体の伸び以上に伸長が見込まれる。しかも消耗部材の伸びはマルチチャンバー化でさらに高まる見通しもあり、同社が石英研磨などで DGT の外注を受ける可能性が十分あると推測される。ある意味、RST によるラサ工の再生ウエハビジネスの再建、DGT による大湘技研の石英・シリコン研磨ビジネスの再建に通ずるものがあるように思われる。

上記の様な環境下で、同社収益は売上拡大、償却済み資産稼働による価格競争力の強さなどが生き、23/12 期には企業変貌を起こすと見られる。

株価は 22/12 期 DO 予 EPS12 円に対しガラス土石平均 PER16.7 倍の 200 円目標

株価は 3/31 に債務超過解消の開示、4/16 の第 2 回新株予約権発行の払込完了などで思惑買いもあり、4/20 に 206 円の高値を付けたが、その後は商いが細り株価も下降、Q1 が減収で通期予想の開示もなかったこともあり、現在は 160 円付近で推移している。今回、同社の遊休施設を DGT に賃貸、また RST との取引が増加していることで、RST グループとのつながりが深まったと判断、今後、再建が順調に進むとみられ、22/12 期は黒字転換が見込まれ、22/12 期 DO 予 EPS12 円に対し、ガラス土石平均 PER16.7 倍にあたる 200 円を目標に新規アウトパフォーマンスとする。なお、23/12 期以降、本格的に企業変貌が起こることとなれば、2020 年 1 月の事業再生 ADR 手続き成立・同意のアナウンス時の高値 330 円 (1/14)、もあり、思わぬ株価上昇もあり得よう。

倉元製作所(5216)	(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
19/12期	1,227	-27.8%	-359	赤大	-436	赤大	-1,081	赤大	-66.99	0.00
20/12Q1	338	-8.4%	-64	赤大	-131	赤大	-139	赤大	-8.58	0.00
20/12Q2	242	-20.6%	-94	赤大	-102	赤小	1,004	黒転	47.56	0.00
20/12Q3	160	-36.9%	-127	赤小	-123	赤小	-124	赤小	-9.23	0.00
20/12Q4	263	-12.0%	-28	赤小	-12	赤小	-6	赤小	-1.76	0.00
20/12H1	580	-13.9%	-159	赤大	-234	赤小	865	黒転	38.98	0.00
20/12H2	424	-23.5%	-156	赤小	-134	赤小	-130	赤小	-10.99	0.00
20/12期	1,004	-18.2%	-315	赤小	-368	赤小	735	黒転	27.99	0.00
21/12Q1	237	-29.9%	-12	赤小	-4	赤小	-4	赤小	-0.13	0.00
21/12H1DO予	500	211.8%	-18	-85.9%	-6	-95.1%	-6	-95.2%	-0.20	0.00
21/12H2DO予	650	146.7%	12	-142.6%	0	-100.0%	0	-100.0%	0	0.00
21/12期DO予	1,150	14.6%	-6	赤小	-6	赤小	-6	赤転	-0.20	0.00
22/12期DO予	2,200	91.3%	300	黒転	350	黒転	315	黒転	12.00	0.00

