

6941 山一電機 アウトパフォーム (継続)

先端半導体向けテスト需要に加え次世代光通信インフラ向け光コネクタで新局面迎える

株価 1540 円 (5/18) 時価総額 408 億円 (5/18) 発行済株 23,289 千株 (5/18)

PER (18/3RO : 15.3X) PBR (2.04X) 配当 20.00 円 配当利回り : 1.16%

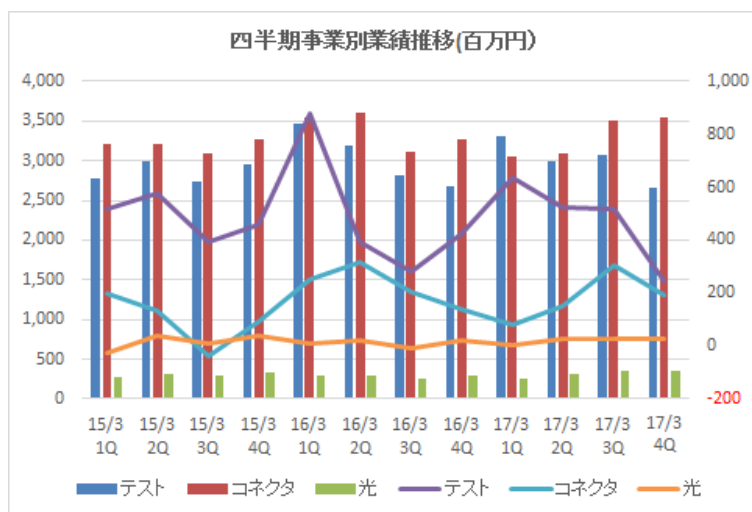
要約

- ・ 17/3 期は 1.2%減収、6.8%営業減益と 2/3 増額修正予想比未達成も期初計画比大幅利益増
- ・ 18/3 期予想は 3.8%増収、10.5%営業利益予想も期初は控え目で好環境から大幅増額へ
- ・ テストソリューションに加え 5G 投資前倒しで 19/3 期収益は更に上伸期待
- ・ 株価は今来期の成長を加味し 18/3 期 RO 予想 EPS に対し精密平均 PER24 倍の 3440 円

17/3 期は 1.2%減収、6.8%営業減益と 2/3 増額修正予想比未達成も期初計画比大幅利益増

5/15 に 17/3 期決算と「中期経営計画」の発表、並びに決算説明会が実施された。17/3 期は売上高 264.94 億円 (1.2%減)、営業利益 27.14 億円 (6.8%減)、経常利益 25.61 億円 (1.4%減)、税引利益 20.89 億円 (45.2%増) で着地した。2/3 の 3Q 決算を受け、会社側

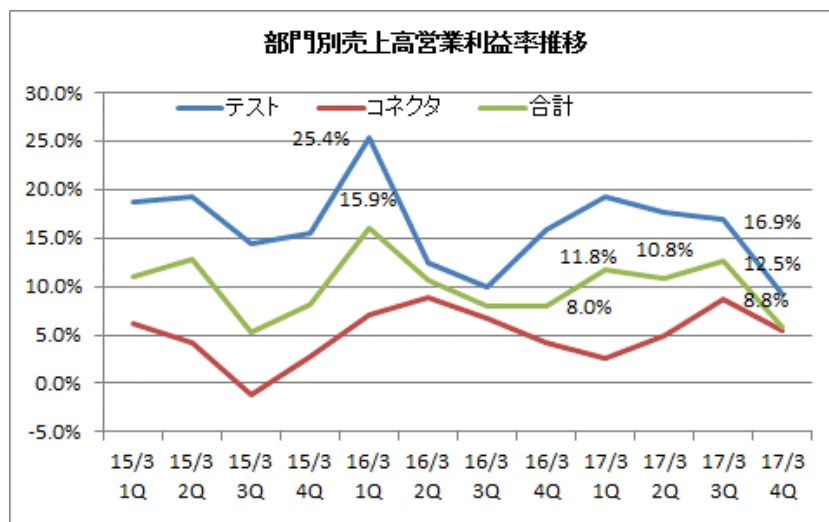
は為替推移を加味し、通期予想売上は変更せず、営業利益 6.5 億円、経常利益 6.7 億円、税引利益 2.2 億円上方修正も、この数字に対しては売上高で 3 億円、営業利益 2 億円、経常利益 0.4 億円ショートし、税引利益では 6.5 億円上乘せとなった。期初計画に対しては売上



上で 4.9 億円 (率にして 1.9%)、営業利益 5.8 億円 (同 26.0%)、経常利益 4.3 億円 (同 20.2%)、税引利益 3.1 億円 (同 17.4%) と、利益面で円高傾向の中で利益増額を果たした。また創立 60 周年で 5 円の記念配当を実施、年間 20 円配当とした。

17/3 期は輸出比率 80%超の同社にとって、12 円の円高影響が、売上面で 23 億円、営業利益で 8 億円、経常利益で 8.7 億円影響した。外貨ベースでは撤退した中国生産を除き増収

を確保、利益面でも移管先のフィリピン工場での負担増を除き、大幅伸長している。実質的には 8%増収、30%超の経常増益で、半導体設備投資の好調を受け好調に推移した。2/3の上方修正に対しての未達成要因は、売上面ではテストソリューション



(TS) で大口ユーザーの納期ずれ、利益面では中国工場整理に伴う在庫処理に 1 億円程度コストが発生したこと、TS でスペック違いによる追加コストが発生したことなどによる。これらの問題については、すでに処理は終了しているとのこと。

セグメント別動向では収益の柱となる TS 事業が売上高 120.36 億円 (1.0%減)、営業利益 19.26 億円 (2.7%減) となったが、為替影響を加味すると実質 2 ケタ増収増益と、国内外とも好調に推移した。とりわけ車載半導体向けバーンイン・ソケット等のロジック向けで、前期比 30%超伸びた模様。一方、メモリ用バーンイン・ソケットは 3DNAND フラッシュの立上げが遅れ、円高も影響し落ち込んだ模様。トータルとして世界シェア 60%程度と推測されるバーンイン・ソケットは円高から微減収に。一方、スマートフォン向けなどや車載半導体向けのテストソケットは微細化、多ピン化対応で同社優位性が発揮され、円高ながら微増収を確保、TS 事業での大きな柱になりつつある。

コネクタソリューション (CS) 事業は売上高 131.88 億円 (2.5%減)、営業利益 7.34 億円 (19.8%減) となった。FPC (フレキシブルプリント配線板や汎用コネクタが民生機器向けに不振だったものの、次世代通信用高速伝送コネクタが増収を確保、為替影響を除くと実質増収を確保している。利益面では円高、中国工場整理費用などから 2 ケタ減益に。光関連 (OPT) 事業は売上高 12.69 億円 (11.3%増)、営業利益 0.87 億円 (2.2 倍) と光通信、医療機器向け薄膜フィルタ製品などの好調で収益拡大した。

18/3 期予想は 3.8%増収、10.5%営利益予想も期初は控え目で好環境から大幅増額へ

18/3 期会社予想は売上高 275 億円 (3.8%増)、営業利益 30 億円 (10.5%増)、経常利益 29.5 億円 (15.2%増)、税引利益 23.3 億円 (11.5%増)。円高一服と、世界的な半導体生産増から増収増益を予想している。部門別では TS 事業が売上高 120 億円 (0%増)、営業利益 19.4 億円 (1%増)、CS 事業は売上高 141 億円 (7%増)、営業利益 9.6 億円 (31%増)、OPT 事業は売上高 14 億円 (14%増)、営業利益 1 億円 (15%増) としている。全体として同社

は期初計画について控え目な数字を每期提示しており、今回も為替水準が現行 110 円程度で推移した場合、会社予想を大幅に上回る収益が期待される。

現状、半導体生産が世界的に活況に推移、半導体製造装置業界も受注好調が続いており、特に同社 TS 事業は大幅な上方修正が期待される。主力のバーンイン・テストでは、3DNAND フラッシュ向け受注が本格化、検査時間も従来比較でかなり多くの時間を必要とし、数量的にも大きく伸ばしよう。一方、ロジック向けは引き続き車載向けなどの拡大が継続しよう。またテストソケット部門は、多ピン化、高密度化、パッケージの多様化などから、高周波対応、超狭ピッチ対応可能なテストソケットは韓国メーカーなどが追従できず、大口新規顧客獲得も見込まれ、今期は 50%近い伸びも見込める。

CS 事業は中国からの移管が完了し、全体がボトムをつけた中で、前 4Q より納入を始めたドイツ車向け車載用コネクタの寄与や、引き続き次世代光通信用コネクタの伸びで増収を確保する見通し。但し、5G の前倒し効果が現在最先端の CFP4 規格（伝送速度 100Gbps 用の光トランシーバ規格）の採用見合わせ、次世代 CFP8 規格（伝送速度 400Gbps：25Gbps×16 チャンネル及び 50Gbps×8 チャンネル）の採用の動きも招き、18/3 期は規格の谷間で次世代光通信用の伸びが少ない見通しで、会社予想並みの収益にとどまろう。結果として、18/3 期は TS 事業の大幅伸長から会社予想を上回る収益が見込まれる。

光トランシーバ用コネクタ



20/3 期に売上高 295 億円、営業利益 38 億円達成の「新中期経営計画」は前倒し達成可能

同社は 20/3 期を最終年度とする「新中期経営計画」を公表、業績目標として 3 か年の営業利益 102 億円以上、20/3 期売上高 295 億円、営業利益 38 億円達成とした。但し、この新中計は前回の 14/3 期を起点とした「中期経営計画」と同じく、非常に控え目なもので、今期、営業利益では 20/3 期目標を凌駕する可能性もある。

来 19/3 期は TS 事業で主力のバーンイン・ソケットは 3DNAND 向け伸長が続く見通しのほか、ロジック向けも車載、IOT 向けなどが拡大、加えてテストソケットは新規ユーザーからの受注拡大などで 50 億円規模を超える可能性がある。また CS 事業では 5G 実用化に向け現在世界でも同社しかサンプルを出せていない CFP8 準拠品を含め、次世代光通信用コネクタだけで 50 億円近くに育つ見通しにあり、19/3 期も為替に大きな変動がないと仮定し、収益上伸が続こう。

株価は今来期の成長を加味し 18/3 期 RO 予想 EPS に対し精密平均 PER24 倍の 3440 円

株価は昨今の半導体関連銘柄の上昇とともに順調に上昇していた。そこに 5/15 の今期 2 ケタ増益予想発表、5/17 の日経での「5G 秋からの実証試験」な記事などが加わり、5/15 の

1485 円から一時 1820 円まで急騰した。しかし高騰した水準でも会社予想 EPS に対して 16.1 倍水準に過ぎず、依然として割安感がある。同社は毎期、期初予想利益が非常にコンサバティブな予想をアナウンスしており、環境が厳しい年次においても営業利益で 2 ケタの増額修正で着地している。18/3 期は半導体設備投資において過去最大に並ぶ好環境下であり、売上でも大きく上振れが見込まれ、限界利益率の高いテストソリューション部門の増額で利益はジャンプアップしよう。株価は今来期の成長を加味し 18/3 期 RO 予想 EPS143.36 円に対し精密平均 PER24 倍の 3440 円を目標とする。なお、次世代光インフラの主要関連銘柄の期待も高まるとみられ、19/3 期 RO 予想 EPS162 円を見据え中期的に 4000 円大台乗せも十分期待できる。

山一電機(6941)	(million yen,yoy%,yen/share)									
	SALES	yoy	OP	yoy	RP	yoy	NI	yoy	EPS	Div.
15/3 期	25,465	16.9%	2,370	194.0%	2,531	95.9%	2,559	163.8%	109.90	15.00
16/3 期	26,819	5.3%	2,913	22.9%	2,598	2.6%	1,439	-43.8%	61.28	15.00
17/3 期1Q	6,602	-9.5%	776	-33.2%	688	-45.4%	455	-56.4%	20.69	0.00
17/3 期2Q	6,397	-9.6%	691	-9.0%	654	-5.8%	530	-5.8%	24.10	0.00
17/3 期3Q	6,933	11.9%	870	76.7%	988	89.2%	661	1379.9%	30.05	0.00
17/3 期4Q	6,562	5.1%	378	-24.3%	232	91.5%	443	黒転	20.10	20.00
17/3 上期	12,999	-9.6%	1,467	-23.6%	1,341	-31.4%	985	-38.7%	44.46	0.00
17/3 下期	13,495	8.5%	1,248	25.9%	1,220	89.6%	1,104	黒転	50.52	20.00
17/3 期会期初予	26,000	-3.1%	2,150	-26.2%	2,130	-18.0%	1,780	23.7%	81.36	15.00
17/3 期修正会予	26,000	-3.1%	2,800	-3.9%	2,800	7.8%	2,000	39.0%	91.42	20.00
17/3 期	26,494	-2.3%	2,714	-6.8%	2,561	-1.4%	2,089	45.2%	94.98	20.00
18/3 上期会予	13,520	4.0%	1,530	4.3%	1,510	12.5%	1,190	20.7%	55.03	5.00
18/3 下期会予	13,980	3.6%	1,470	17.8%	1,440	18.0%	1,140	157.3%	52.72	15.00
18/3 期会予	27,500	3.8%	3,000	10.5%	2,950	15.2%	2,330	11.5%	107.75	20.00
18/3 上期会予	14,300	10.0%	1,850	26.1%	1,830	36.5%	1,450	47.2%	67.05	8.00
18/3 下期会予	15,400	14.1%	2,150	72.3%	2,120	73.8%	1,650	49.5%	76.31	28.00
18/3 期DO予	29,700	12.1%	4,000	47.4%	3,950	54.2%	3,100	48.4%	143.36	28.00
19/3 期DO予	32,900	10.8%	5,000	25.0%	5,000	26.6%	3,500	12.9%	161.86	32.00

	15/3	16/3	17/3	18/3上 会予	18/3下 会予	18/3会 予	18/3上 DO予	18/3下 DO予	18/3DO 予	19/3DO 予
TS事業	11,470	12,160	12,030	6,150	5,860	12,010	6,950	7,250	14,200	16,200
営業利益	1,947	1,980	1,926	1,080	860	1,940	1,430	1,560	2,990	3,600
コネクタ事業	12,776	13,526	13,188	6,710	7,340	14,050	6,700	7,350	14,050	15,100
営業利益	390	915	734	420	540	960	420	540	960	1,300
光事業	1,221	1,140	1,269	660	780	1,440	650	800	1,450	1,600
営業利益	60	40	87	30	70	100	30	70	100	150
消去	-27	-22	-33	0	0	0	-30	-20	-50	-50
売上合計	25,467	26,826	26,487	13,520	13,980	27,500	14,300	15,400	29,700	32,900
営業合計	2,370	2,913	2,714	1,530	1,470	3,000	1,850	2,150	4,000	5,000

株価推移

