

6941 山一電機 <結論>アウトパフォーム

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 1505 円 (3/10) 時価総額 350 億円 (3/10) 発行済株 23,289 千株 (3/10)
PER (17/3 : 15.3X) PBR (1.80X) 配当 20.00 円 配当利回り : 1.33%

要約

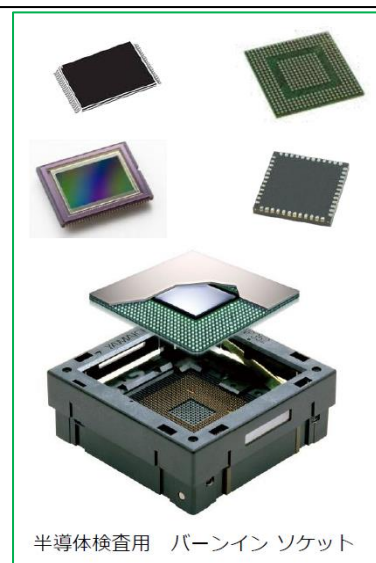
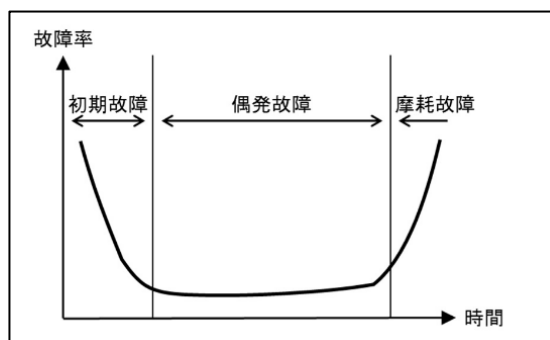
- ・半導体検査用ソケット最大手でバーンイン・ソケット世界シェア 40%を誇る
- ・17/3 期 3Q 累計は 3.1%減収、3.2%営業減益ながら 3Q は 11.9%増収、76.7%営業増益
- ・17/3 期は半導体設備投資活発化で会社増額修正予想を上回り営業利益最高益更新見通し
- ・他社に先駆けて販売開始した先端光通信向け光コネクタが伸長、中長期の新たな柱に
- ・18/3 期は 3 次元メモリテストの伸長、次世代光コネクタの本格拡大で収益上伸見通し
- ・株価は再増額修正、来期以降の成長を加味し 17/3 期予想 EPS の 28 倍 2750 円目標

半導体検査用ソケット最大手でバーンイン・ソケット世界シェア 40%を誇る

半導体検査用ソケット大手で、バーンイン・ソケットでは世界シェア 40%を持ち、コネクタや光部品にも多角化している。

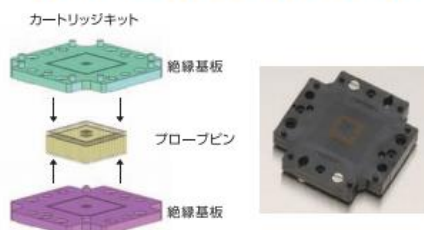
一般的に半導体の故障率（正常であったものが一定時間内に故障する率）はバスタブ曲線を描くとされ、故障率が徐々に減少する期間に発生するデバイスの初期故障による不良品発生を避けるために利用されるのがバーンインである。バーンインはデバイスに温度と電圧による負荷をかけることで故障発生を加速させ、経年変化を短期間で予測するために用いられる。バーンインを利用してスクリーニングするのがバーンイン・テストであり、同社は検査装置と多種多様な半導体をつなぐ役割を果たす IC ソケットでシェアトップを誇っている。

バーンインは通常、パッケージ品に対して実施するが、ウエハーレベルでのバーンインも一部で実施されている。また従来はテストコストを優先し、抜き取り検査で済ます動きもあったが、同社の取り扱う高機能品は全数バーンイ



ン対象デバイスと考えてよい。現状、バーンイン・ソケットは同社とエンプラスの 2 社が高機能向けで市場を牛耳る形となっている。なお、同社はメモリ、ロジックの両方を扱うが、エンプラスは車載向けなどを中心にメモリについては取り扱っていない。また韓国勢で韓国半導体メーカー向けにメモリ用を扱う会社がある。

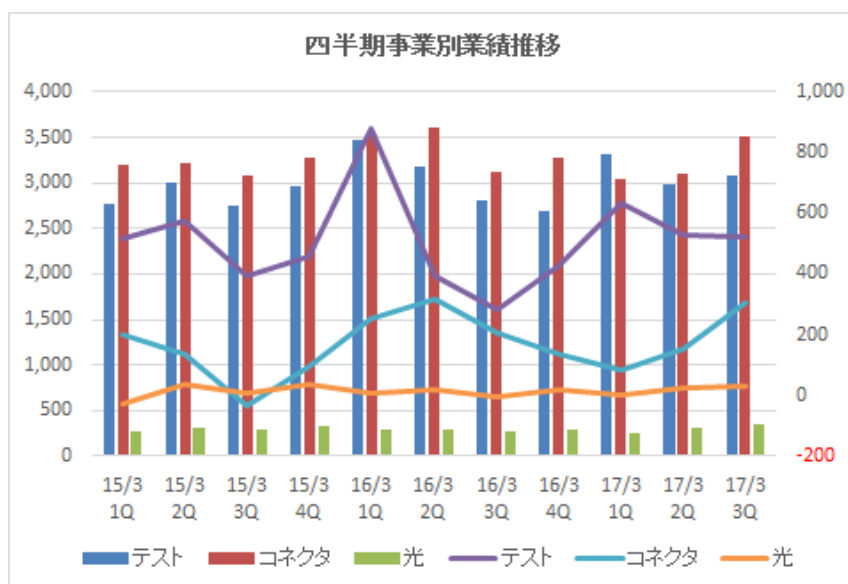
カートリッジ式テストソケット



17/3 期 3Q 累計は 3.1%減収、3.2%営業減益ながら 3Q は 11.9%増収、76.7%営業増益

2/3 に発表された 17/3 期 3Q 累計業績は、売上高 199.31 億円（前年同期比 3.1%減）、営業利益 22.36 億円（同 3.2%減）、経常利益 23.29 億円（同 5.9%減）、税引利益 16.46 億円（同 0.3%減）となった。上期の円高影響、一部売価調整の影響もあり、3Q での円安効果でも補えず、前年同期では減収減益に。

但し、3Q だけでは様変わりの状況となっている。3Q では売上高 69.33 億円（前年同期比 11.9%増）、営業利益 8.70 億円（同 76.7%増）、経常利益 9.88 億円（同 89.2%増）となっている。セグメント別でもテストソリューションが 9.4%増収、85.7%営業増益、コネクタソリューションが 12.5%増収、48.3%営業増益、光関連も 31.4%増収、営業黒字転換となった。



テストソリューションではバーンイン・ソケットが車載向けなどの伸長の一方でメモリ向けが 3 次元メモリ向けの遅れなどで振るわず微減ながら、電気的な性能検査を行テストソケットが新製品などもあり上伸した。またコネクタソリューションではフレキシブル向けは振るわなかったものの、通信基地局用に次世代通信向け光コネクタが好調に推移した。

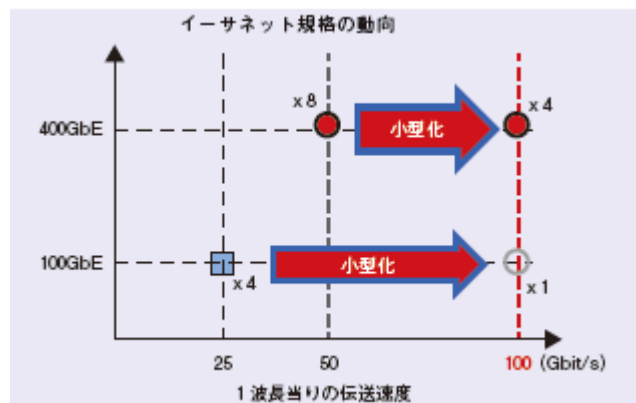
利益面では円安、増収効果もあるが、コネクタ部門は中国深圳工場の撤退、フィリピン工場の本格稼働によるコストカット効果も寄与している。

17/3 期は半導体設備投資活発化で会社増額修正予想を上回り営業利益最高益更新見通し

3Q 決算を受け、会社側では昨今の為替推移を加味し、通期予想を営業利益 6.5 億円、経常利益 6.7 億円、税引利益 2.2 億円上方修正し、売上高 260 億円 (3.1%減)、営業利益 28

億円(3.9%減)、経常利益 28 億円(7.8%増)、
 税引利益 20 億円(39.0%増) 予想とした。
 また創立 60 周年を祝い 5 円の記念配当を実施、
 年間 20 円配当予想とした。

今回、利益のみの増額としたのは、3次元
 メモリ向けのバーンイン・テストソケットが
 立ち上がってこないとしたもので、現状、半
 導体向けのその他の好調、コネクタも車載向
 けなど好調を維持しているため、会社予想を
 上回る業績が期待される。17/3 期営業利益
 も増益に転ずる見通しで、一転して営業利益で
 最高益更新が見込まれる。



他社に先駆けて販売開始した先端光通信向け光コネクタが伸長、中長期の新たな柱に

同社は長年、コネクタビジネスにおいては収益性に課題があり、特に中国では深圳工場
 で多大の損失を出し、フィリピン工場への移管を通じてようやく復活の過程が見えてきた。

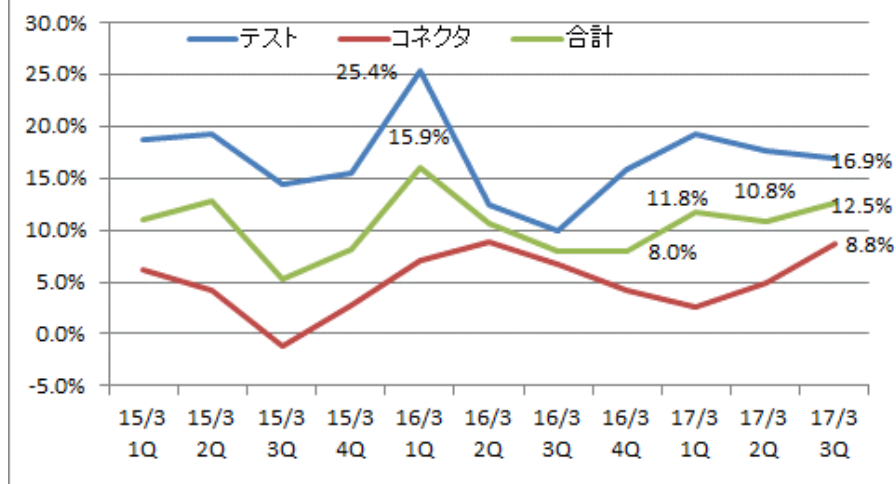
しかし注目すべきは長年
 開発を進めていた次世代
 光通信用光コネクタ製品
 が本格的に拡大してきた
 ことにある。

同社は次世代光通信シ
 ステムにおいて、10 年前
 より MSA (ISO 審査認証
 機関) 規格に参画、
 2014 年には CFP2 規格に
 準拠した製品をファース
 トベンダーとして提供、現在、
 最新規格の CF4 規格品も他
 社に先駆けて投入、次世代
 CF8 規格に向けてトップベ
 ンダーとしてサンプル出荷
 を始めている。コネクタ分野
 においては巨人といわれる
 アンフェノール社(旧タイコ
 社)もこの分野では劣後して
 おり、同社は世界の先端を走

長期的な業績の推移



部門別売上高営業利益率推移



っている。実際、40Gbps、100Gbps イーサネット対応 CFP コネクタメカニカルユニットとして、CFP2 対応の製品を中心に光コネクタ分野の売上が 15/3 期 9 億円に対して、16/3 期は 24 億円、17/3 期は 34~35 億円規模に拡大する見通し。同社の高技術に対し 5G 対応の引き合いも増え、ノキアに対し 5G 対応コネクタのサンプル出荷も始めた。

最近では NVIDIA® DRIVE™ PX 2 の画像基板用にも同社コネクタが採用された。NVIDIA® DRIVE™ PX 2 はすべてのテスラ車両 (Model S、Model X、発売予定の Model 3) に、完全な自動運転機能を提供できる車載「スーパーコンピュータ」を装備するための AI コンピューティング・プラットフォームとして注目を浴びている。

いずれにしても、次世代光通信インフラの基盤技術としての製品供給が 2020 年の 5G ネットワークに向けて同社の新たな収益の柱として大きく花咲くこととなる。

18/3 期は 3 次元メモリテストの伸長、次世代光コネクタの本格拡大で収益上伸見通し

18/3 期は引き続き半導体生産増、多ピン化、高密度化、パッケージの多様化などかテストソケット関連の伸長が続こう。またメモリ分野ではいよいよ 3DNAND 向けバーンイン・ソケットの拡大が始まる見通し。同社は 17/3 期 3Q において、メモリ分野の落ち込みもあり、エンプラスにテスト部門売上高で追いつかれたのはこの要因が大きい。但し、3DNAND 向けは検査装置の出荷が追い付かず、これに付随するソケット受注に結び付いていないだけの様子。検査装置大手のアドバンテストの受注状況でも大幅な受注残を抱えており、18/3 期は本格的な拡大見込める。しかも 3DNAND は積層数がまだまだ多層化す見通しで、テスト時間が多くかかるため、検査装置を大量に発注する動きがこれから本格化する見通しで、19/3 期まで拡大が持続しよう。コネクタ部門は引き続き光コネクタが伸長、こちらも年率 30%以上の成長が続く見通し。またサミット開催で遊戯施設での新台導入が低迷シアミューズメント向けも 18/3 期は回復が見込める。このため 18/3 期は高収益製品の伸長から大幅増収増益が期待される。

株価は再増額修正、来期以降の成長を加味し 18/3 期予想 EPS の 28 倍である 2750 円目標

株価は円安、半導体製造関連全体の株価上昇もあり、3Q での通期利益増額、増配を受け年初来高値を更新している。現状、会社予想 EPS91.42 円に対して株価は 16.4 倍水準と割高感はない。17/3 期さらに増額修正の状況で、来期は大幅増収増益予想であり、17/3 期予想 EPS98.28 円に対し電機株平均 PER28.0 倍の 2750 円を当面の目標とする。なお 18/3 期は連続最高益更新見通しで、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、18/3 期予想 EPS141.7 円を見据え中期的に 4000 円大台乗せも十分期待できる。

部門別予想 (単位：百万円、%)

年度	16/3	17/3会	17/3DO予	18/3DO予	19/3DO予
テストソリューション売上	12,150	11,900	12,500	15,200	16,700
バーンイン	9,070		9,230	11,500	12,700
(メモリ)	4,360		3,220	4,500	5,000
(ロジック)	4,710		6,010	7,000	7,700
テスト	2,390		2,670	3,100	3,400
その他	720		580	600	600
営業利益	1,980	2,040	2,200	2,800	3,100
営業利益率	16.3%	17.1%	17.6%	18.4%	18.6%
コネクタ売上	12,255	12,159	12,228	14,500	16,600
CFPシリーズ	2,400	3,400	3,400	5,000	7,000
通常コネクタ	9,855	8,759	8,828	9,500	9,600
営業利益	985	801	819	1,600	2,000
営業利益率	8.0%	6.6%	6.7%	11.0%	12.0%
Yフレックス売上	1,271	860	866	900	1,000
営業利益	-70	-178	-178	-150	-100
コネクタソリューション売上	13,526	12,900	13,200	15,400	18,000
営業利益	915	620	650	1,450	1,900
営業利益率	6.8%	4.8%	4.9%	10.0%	11.4%
光関連売上	1,464	1,200	1,300	1,300	1,500
営業利益	40	70	80	50	100
営業利益率	2.7%	5.3%	5.6%	3.8%	6.7%
その他営業利益	-22	70	70	100	100
売上高	27,140	26,000	27,000	31,900	36,200
営業利益	2,913	2,800	3,000	4,400	5,200
営業利益率	10.7%	10.8%	11.1%	13.8%	14.4%

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%	62.00	15.00
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 3Q累計	19,931	-3.1%	2,336	-3.2%	2,329	-5.9%	1,646	-0.3%	74.50	0.00
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DO予	27,000	0.7%	3,000	3.0%	3,000	15.5%	2,150	49.4%	98.28	20.00
18/3期DO予	31,900	18.1%	4,400	46.7%	4,400	46.7%	3,100	44.2%	141.70	30.00
19/3期DO予	36,200	13.5%	5,200	18.2%	5,200	18.2%	3,650	17.7%	166.84	40.00

株価推移

