

## RS テクノロジーズ (3445) 新規アウトパフォーム

18/12 期関連事業で不祥事も M&A 効果で 2.3 倍増収、営利 93%増、22/12 期中計上乗せ

株価 2924 円 (3/14) 時価総額 375 億円 (3/14) 発行済株 12,808 千株 (3/14)  
 PER (19/12DO 予想: 9.6X) PBR (2.06X) 配当 (19/12 会予) 10.00 円 配当利回り 0.3%

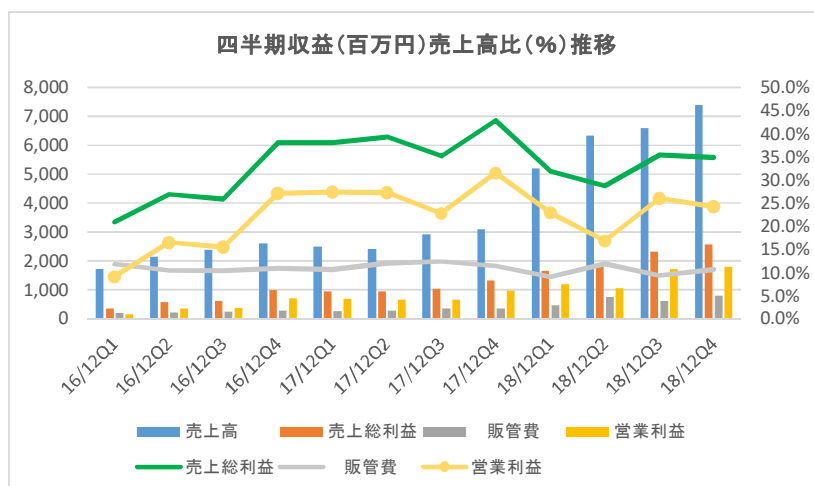
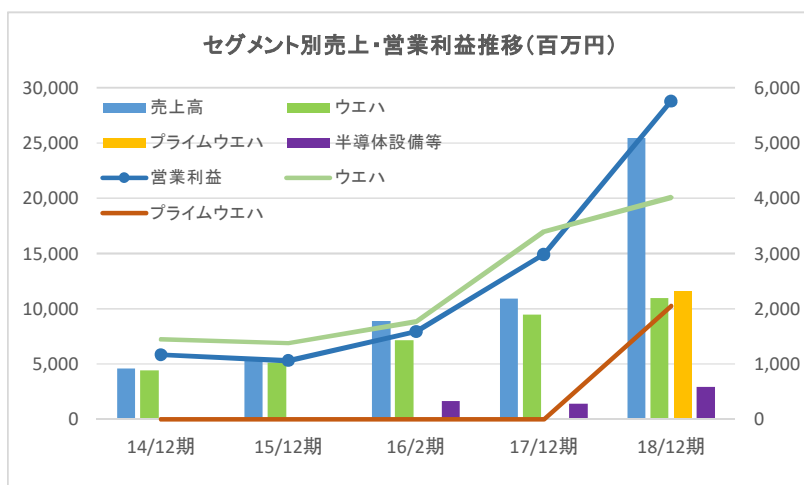
### 要約

- ・ 18/12 期は関連事業で不祥事も主力事業、M&A 効果で 2.3 倍増収、93%営業増益に
- ・ 19/12 期は再生ウエハ価格下落も能増で売上確保しプライムウエハ利益増で増収増益に
- ・ 中期計画で 22/12 期に売上高 338 億円、営利 83 億円目標に積極的な能増投資続ける
- ・ 株価は 19/12 期 DO 予想 EPS305 円に対し信越化学並みの PER13.1 倍 4000 円目標

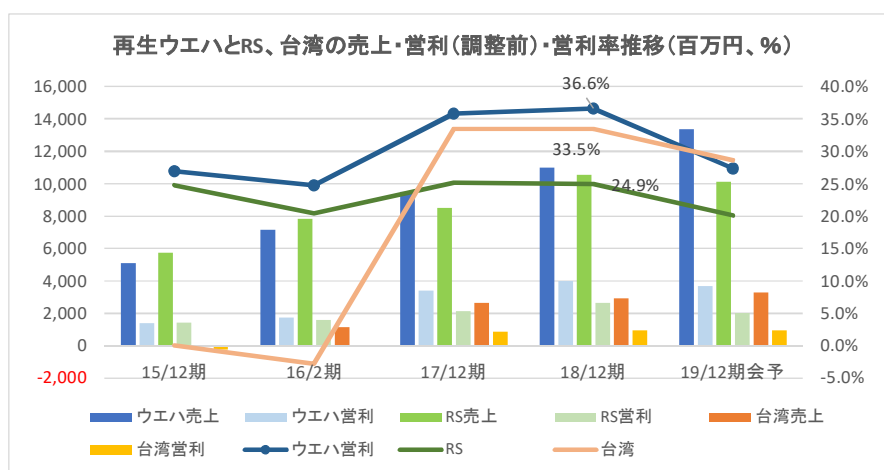
18/12 期は関連事業で不祥事も主力事業、M&A 効果で 2.3 倍増収、93%営業増益に

3 月 12 日に決算説明会が行われた。18/12 期は売上高 254.78 億円 (2.3 倍)、営業利益 57.51 億円 (92.8%増)、経常利益 61.41 億円 (94.4%増)、税引利益 36.20 億円 (71.4%増) と、関連事業の不祥事で決算発表が 3/6 に遅れた (遅延理由は 3/14 に会社側から正式開示あり) もの、過年度修正でも大きな影響はなく、ウエハ再生事業の好調と M&A によるプライムウエハの寄与で大幅な収益拡大となった。

事業別では再生ウエハ事業が売上高 109.74 億円 (15.6%増)、営業利益 40.12 億円 (18.1%増)、営業利益率 36.6% (0.8 ポイントアップ)



と日本・台湾でのフル生産により収益上伸に。事業所別では日本 RS が売上高 105.57 億円 (24.2%増)、営業利益 26.31 億円 (23.0%増)、営業利益率 24.9%

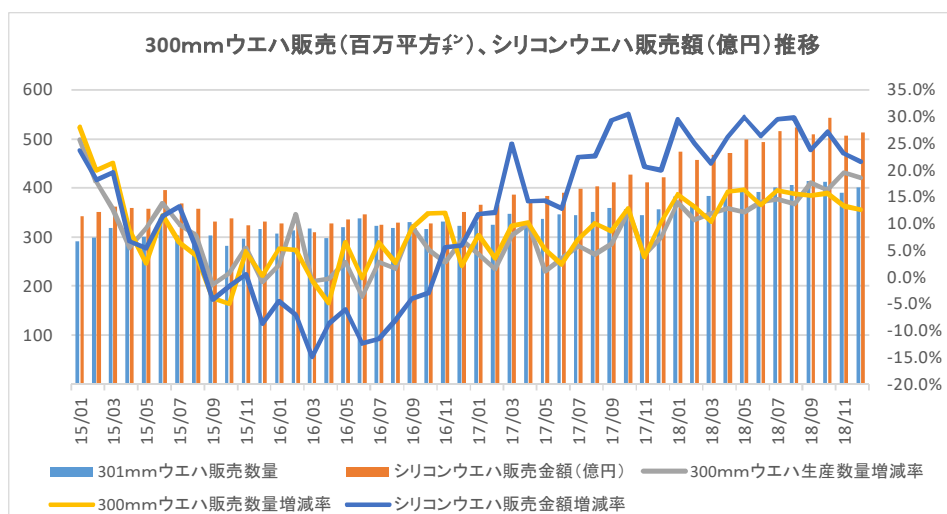


(0.4ポイントアップ)、台湾子会社が売上高 29.04 億円 (9.7%増)、営利 9.72 億円 (9.8%増)、営業利益率 33.5% (変化なし) となった。新規連結義業となった北京のプライムウエハ事業は売上高 119.19 億円、営業利益 20.49 億円、営業利益率 17.2%と、18/12 期業績に大きく寄与した。

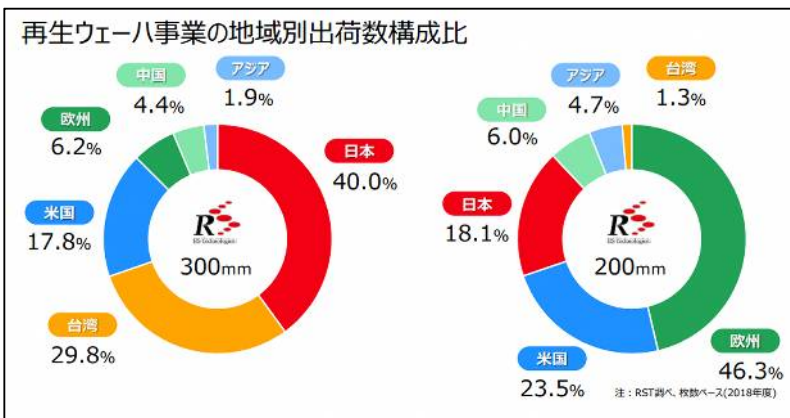
営業利益の増減要因では、中国子会社連結で 20.49 億円、再生ウエハの単価上昇、数量増で 6.15 億円、半導体生産設備の買収・取引で 2.36 億円のプラス効果に対し、販管費増等が 1.31 億円の減益要因に。なお営業外では為替差損減少 1.28 億円、補助金収入 2.34 億円 (1.24 億円増) 等が加わる。

### 19/12 期は再生ウエハ価格下落も能増で売上確保しプライムウエハ利益増で増収増益に

19/12 期会社予想は売上高 268.88 億円 (12.6%増)、営業利益 59.71 億円 (3.8%増)、経常利益 61.51 億円 (0.2%増)、税引利益 36.21 億円 (0.0%増) 予想としている。半導体メモリ中心に価格下落、一部減産の動きが出ている中で、同社は引き続き増収維持を想定している。この根拠となるのは再生ウエハ事業について、①300mmプライムウエハの生産増が続いており、日系 2 社の価格も維持されており、過去の経験則からプライムウエハの数量減少が始まって半年後に再生ウエハに影響が出るとのこと、現状もフル生産が続いている点、②再生ウエハの利用で最も



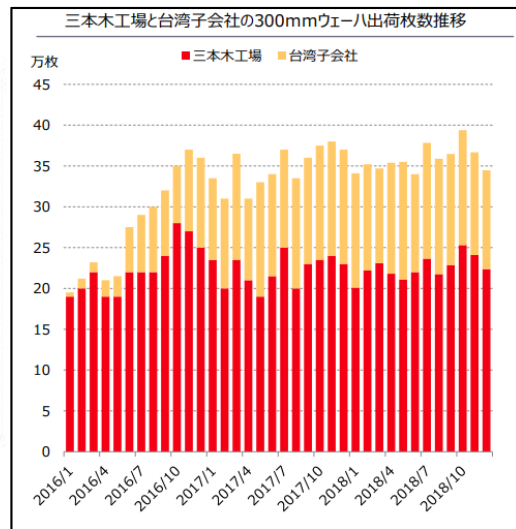
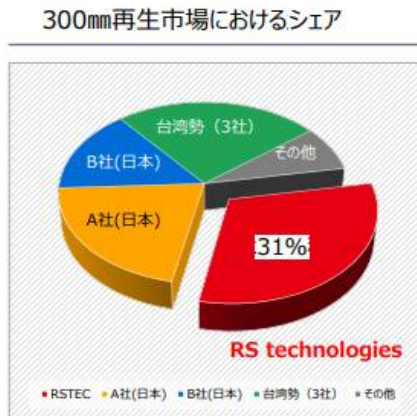
使用頻度が高いのはメモリではなくロジック半導体であり、メモリ低迷の影響が深刻ではないこと、③メモリ最大手のサムソンは従来、モニターウエハとして再生ウエハを利用しておらず、同社がメモリで影響を受ける



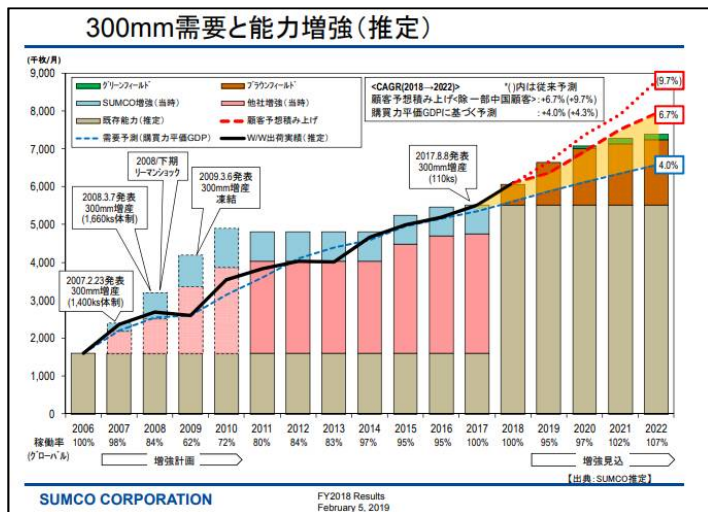
のは東芝、マイクロンであること、更にサムソンが最近になって再生ウエハを利用したこと、④地域別では反動減で落ち込みが激しい中国について 300

	2015年 上期	2015年 下期	2016年	2017年	2018年
当社グループ 生産能力	18万枚	24万枚	28万枚	30万枚	34万枚
当社グループ シェア	19%	24%	29%	30%	31%

mmでは4.4%シェア、200mmでも6.0%の販売シェアしかなく、影響が軽微で



あること、⑥最近の TSMC の Fab14B で発生した 10 万枚を超える 300mm ウエハ不良廃棄について、同社の金属膜除去技術が利用される可能性があることなどがあげられる。このような環境下で、同社は 300mm ウエハ再生の増力を三本木工場で2万枚増加し月間 24~25 万枚、台湾工場で3万枚増加し月間 15 万枚、都合月間 40 万枚程度の体制へ生産能力増強を実行中で、今下

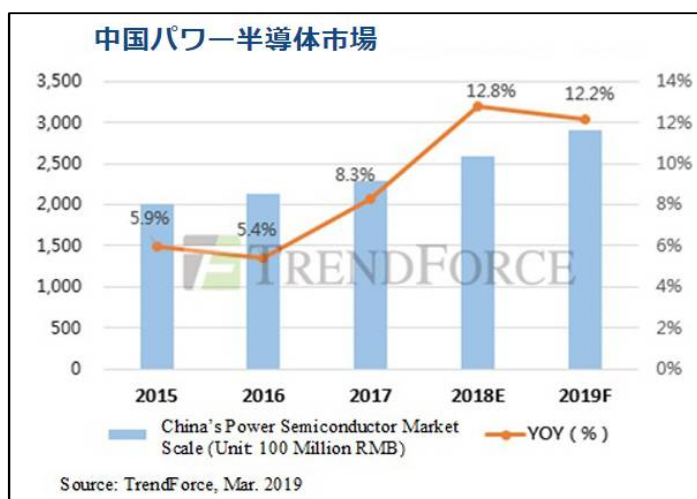
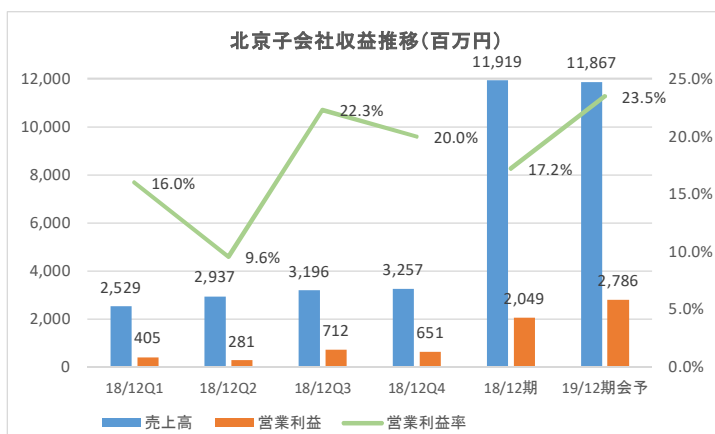
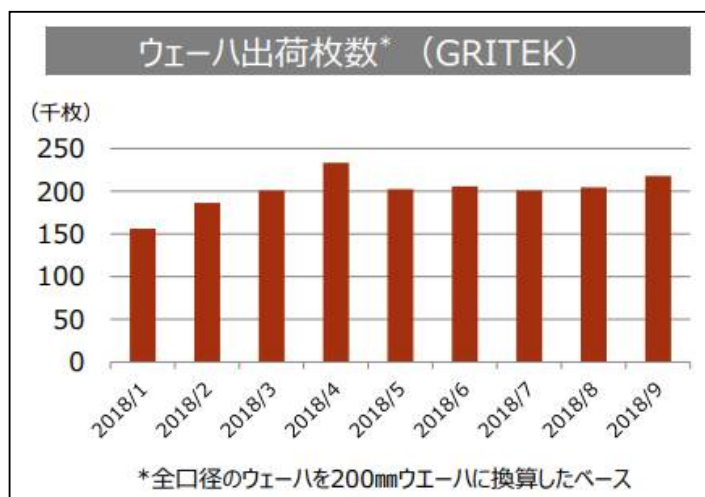


SUMCO CORPORATION

FY2018 Results  
February 5, 2019

期には 5 万枚の能増が見込まれる。特に三本木工場はハイスペック対応の能力増強となっている。このため、今期は加工賃の単価下落を前提に、これを数量増効果、ハイスペック比率拡大などで補い、RS+台湾子会社で売上高 133.72 億円 (0.7%減)、営業利益 29.60 億円 (調整前 17.8%減) を予想している。実際に加工賃の単価下落は信越化学やサムコの価格維持の継続が行われている状況から、会社予想は控え目な予想と判断される。

中国におけるプライムウエハ事業については、現地製造子会社の GRITEK が 8 インチウエハ換算で月間 20 万枚超 (8 インチについては 5 万枚) の生産を維持し、こちらも順調な生産を続けている。しかも生産効率の向上からボトルネックの解消が進んでおり、8 インチの実際の生産能力がアップしている模様で収益率が改善している。2019 年は中国半導体が低調に推移すると言われるが、8 インチユーザーはロジック、ASIC、パワー半導体向けが中心で、CPU やメモリにはほとんど利用されていない。しかも同社ユーザーの大半がパワー半導体向けとのことで、同分野は今でも順調に拡大している。今期は生産能力が増えない中で売上が 118.67 億円 (0.4%減) ながら生産性がさらに向上することで営業利益は 27.86 億円 (35.9%増) を期待している。実際、3 月に入っのトレンドフォースの調査によると、米中摩擦の中でもパワー半導体の中国内需が旺盛で、同社では 2019 年の中国パワー半導体市場が前年比 12.17%増の 2907 億元となる見



通しを示しており、中国子会社も会社予想並みの収益が期待される。

半導体生産設備事業については M&A で中国向け等での事業拡大を図る。具体的には 2018 年 5 月にユニオンエレクトロニクスソリューション（1967 年設立の電機部品商社で日立パワー半導体、ルネサスマイコンを中核とし、光伝送モジュール、産業用モータ、基板、中耐圧アナログ IC、MEMS、各種電子機器類、鉛フリーはんだ、電池などの製品を取り扱う）を子会社化した。また 2019 年 1 月には半導体製造装置向け石英ガラスおよびシリコン素材の研削・研磨加工消耗部材の製造販売を手掛ける DG テクノロジーズ（2016 年に民事再生法を申請した大湘技研を事業再生した会社）も子会社した。これらの効果もあり、2019/12 期の同事業は売上高 34.49 億円（18.1%増）を見込むが、営業利益は 2.55 億円（38.5%減）と、今期は先行投資負担で減益見通しに。

全体として再生ウエハ事業が加工賃下落の影響があっても下期の数量増効果を会社計画には織り込んでいない模様で、その他の事業が会社想定並みを達成すると判断、会社予想を若干上回る収益が見込まれる。

### 中期計画で 22/12 期に売上高 338 億円、営利 83 億円目標に積極的な増投資続ける 中期経営計画（4か年）の概要

同社は今回、22/12 期に向けた中期計画を開示、従来中計の 21/12 期売上高計画 290 億円を 1 年前倒しで達成し、22/12 期には売上高 338 億円、営業利益 83 億円を目指す。同社は過去の中計において、設備投資の前倒しや M&A の実行により、何れも中計を大きく上回る成長を遂げている。

今回ポイントとなるのは再生ウエハにおいてはシェア 40%を目指し更なる能力増産を図り、金属不純物を除

	2018年 12月期	2019年 12月期 計画		2020年 12月期 計画		2021年 12月期 計画		2022年 12月期 計画
	実績	従来	新規	従来	新規	従来	新規	新規
売上高	25,478	21,000	28,688	25,000	29,000	29,000	30,600	33,800
営業利益	5,751	3,600	5,971	4,800	6,100	6,300	6,600	8,300
営業利益率	22.6%	17.1%	20.8%	19.2%	21.0%	21.7%	21.6%	24.6%
経常利益	6,141	3,900	6,151	4,700	6,300	6,200	6,600	8,400
経常利益率	24.1%	18.6%	21.4%	18.8%	21.7%	21.3%	21.6%	24.9%
親会社株主に 帰属する 当期純利益	3,620	2,500	3,621	2,900	3,700	3,800	3,900	4,700
一株当たり 当期純利益	294.80	195.00	282.72	226.00	288.89	296.00	304.50	366.97

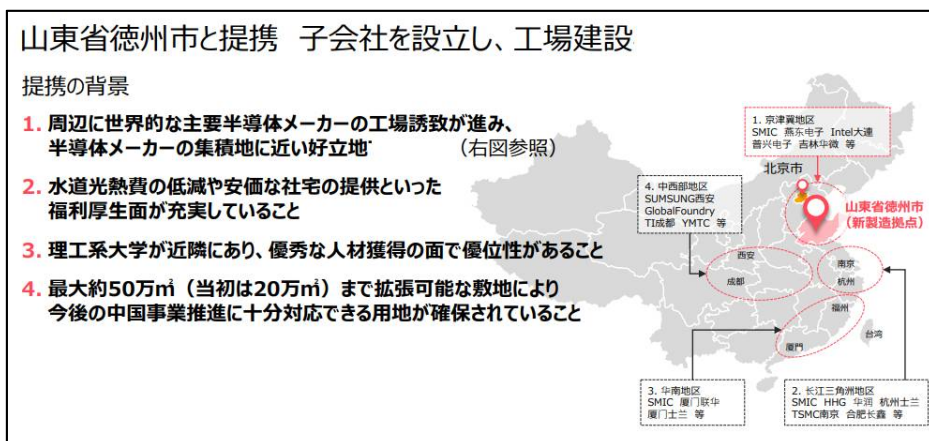
#### 設備投資計画：中国の工場進出地域を変更し、能力増強

日本	総投資額： 21億円	2019年度	2020年度	2021年度
	● 300mm再生ウエーハの生産能力拡充 ● 2019年以降、順次稼働開始	7億円	7億円	7億円
台湾	総投資額： 7億円	2019年度	2020年度	2021年度
	● 300mm再生ウエーハの生産能力拡充 ● 2019年稼働開始（従来計画通り）	7億円	-億円	-億円
中国	総投資額： 160億円	2019年度	2020年度	2021年度
	● 200mmプライムウエーハの生産能力拡充	160億円		-億円
第1次計画 200mmプライムウエーハ		2019年 7万枚	2021年 → 22万枚	
投資期間 2019年～2021年 2021年より順次稼働開始				

去するなど従来廃棄していたウエハ再生も強化し付加価値を高めること、プライムウエハについては 8 インチプライムウエハ新工場建設と将来的には 300mm ウエハ製造へのチ

チャレンジがある。特に中国でのプライムウエハ事業は中国での半導体ウエハ自給率が 10% でしかなく、中国の半導体製造自国化政策の推進もあり、少なくとも 8 インチウエハだけでも現状の月産 50 万需要が 2022 年には倍増の 100 万枚まで膨らむ見通しで、同社の 8 インチウエハ能力を 2021 年には現状の 7 万枚に対し 22 万枚まで引きあげることで大幅な収益増加を見込む。同社は米中摩擦について、ウエハ製造における米国企業のステイタスがな  
いことから、KLA テンコールなどウエハ検査装置の購入で多少の難問は抱えつつも、事業拡大に大きな障害はないと判断している。

いずれにしても、半導体生産の一大拠点となる中国市場は新工場の立地が当初の河北省予定地と異なるため、能増が 1 年ずれる見通



しも、現地の産学官の支援も寄与、今後も積極的な M&A も継続し、中期計画を上回る収益の拡大を続けよう。

### 株価は 19/12 期 DO 予想 EPS305 円に対し信越化学並みの PER13.1 倍 4000 円目標

同社株価は半導体関連企業の株価下落と歩調を合わせて下落している中で、関連事業での取引に疑義があるとの開示が昨年 12/14 に行われ、不祥事企業として株価がさらに急落、12/13 の 4030 円から 1/23 には 2310 円まで、約半値まで売り込まれた。その後、収益の堅調さなどがあったものの、Q3 開示が大幅遅延となったことなどもあり、好決算ながら株価は底値圏から脱し切れていない。

しかし 3/14 の Q3 発表遅延理由開示で悪材料としては出尽くし感があり、しかも不祥事の業績に与える影響が限定的であり、ガバナンス体制強化のための人員も倍増の 14 人態勢を組むなどの姿勢は評価できる。そのような中で企業業績は半導体産業全般の落ち込みの中で微増益を維持できる見通しにある。このため再生ウエハ最大手企業として、更に中国でのプライムウエハ事業拡大を評価し、19/12 期 DO 予想 EPS305 円に対し、シリコンウエハ製造最大手の信越化学の予想 PER13.1 倍水準にあたる 4000 円を当面の目標として新規にアウトパフォーマンスとする。

RSテクノロジーズ(3445)										(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	
18/12Q1	5,193	107.5%	1,189	73.6%	324	-63.1%	442	-22.9%	39.03	0.00	
18/12Q2	6,323	162.0%	1,065	61.9%	2,023	200.6%	997	115.3%	81.70	0.00	
18/12Q3	6,578	125.7%	1,714	158.5%	1,925	192.6%	988	126.1%	79.13	0.00	
<b>18/12Q4</b>	<b>7,385</b>	<b>138.1%</b>	<b>1,784</b>	<b>82.8%</b>	<b>1,870</b>	<b>96.8%</b>	<b>1,194</b>	<b>86.6%</b>	<b>94.94</b>	<b>10.00</b>	
18/12H1	11,516	134.3%	2,254	67.8%	2,347	51.2%	1,439	38.9%	120.73	0.00	
<b>18/12H2</b>	<b>13,963</b>	<b>132.1%</b>	<b>3,498</b>	<b>113.4%</b>	<b>3,795</b>	<b>136.0%</b>	<b>2,182</b>	<b>102.6%</b>	<b>174.07</b>	<b>10.00</b>	
<b>19/12H1会予</b>	<b>13,246</b>	<b>15.0%</b>	<b>2,678</b>	<b>18.8%</b>	<b>2,667</b>	<b>13.6%</b>	<b>1,565</b>	<b>8.8%</b>	<b>122.19</b>	<b>0.00</b>	
<b>19/12H2会予</b>	<b>15,442</b>	<b>10.6%</b>	<b>3,293</b>	<b>-5.9%</b>	<b>3,484</b>	<b>-8.2%</b>	<b>2,056</b>	<b>-5.8%</b>	<b>160.53</b>	<b>10.00</b>	
17/12期	10,932	23.3%	2,982	88.1%	3,160	118.8%	2,113	145.4%	190.56	5.00	
18/12期初会予	20,993	92.0%	3,891	30.5%	3,897	23.3%	2,585	22.3%	206.14	-	
18/12Q3時修正会予(11/3)	25,520	133.4%	5,500	84.4%	5,810	83.9%	3,110	47.2%	256.10	10.00	
<b>18/12期</b>	<b>25,479</b>	<b>133.1%</b>	<b>5,752</b>	<b>92.9%</b>	<b>6,142</b>	<b>94.4%</b>	<b>3,621</b>	<b>71.4%</b>	<b>294.80</b>	<b>10.00</b>	
<b>19/12期会予</b>	<b>28,688</b>	<b>12.6%</b>	<b>5,971</b>	<b>3.8%</b>	<b>6,151</b>	<b>0.1%</b>	<b>3,621</b>	<b>0.0%</b>	<b>282.72</b>	<b>10.00</b>	
20/12期中計予	29,000	1.1%	6,100	2.2%	6,300	2.4%	3,700	2.2%	288.89	-	
21/12期中計予	30,600	5.5%	6,600	8.2%	6,800	4.8%	3,900	5.4%	304.50	-	
22/12期中計予	33,800	10.5%	8,300	25.8%	8,400	27.3%	4,700	20.5%	366.97	-	
19/12H1DO予	13,246	15.0%	2,678	18.8%	2,667	13.6%	1,565	8.8%	122.19	0.00	
19/12H2DO予	16,254	16.4%	3,422	-2.2%	3,583	-5.6%	2,185	0.1%	183.11	10.00	
<b>19/12期DO予</b>	<b>29,500</b>	<b>15.8%</b>	<b>6,100</b>	<b>6.1%</b>	<b>6,250</b>	<b>1.8%</b>	<b>3,750</b>	<b>3.6%</b>	<b>305.30</b>	<b>10.00</b>	
20/12期DO予	31,200	5.8%	6,600	8.2%	6,750	8.0%	4,050	8.0%	329.73	10.00	
21/12期DO予	33,500	7.4%	7,500	13.6%	7,700	14.1%	4,600	13.6%	374.50	12.00	

セグメント売上情報年度	15/12期	16/2期	17/12期	18/12期	19/12期 会予	19/12期 DO予
ウエハ売上	5,107	7,144	9,487	10,966	13,372	14,100
プライムウエハ	0	0	0	11,543	11,867	11,900
半導体設備等	0	1,654	1,393	2,908	3,449	3,450
その他	178	66	52	62	60	50
合計	5,285	8,864	10,932	25,479	28,688	29,500

セグメント営業利益	15/12期	16/2期	17/12期	18/12期	19/12期 会予	19/12期 DO予
ウエハ営業利	1,377	1,765	3,396	4,012	3,660	3,600
プライムウエハ	0	0	0	2,049	2,786	2,780
半導体設備等	0	230	130	366	225	220
合計	1,377	1,995	3,526	6,427	6,671	6,800
調整額	-316	-409	-543	-675	-700	-700
営業利益	1,061	1,585	2,982	5,752	5,971	6,100

