

東洋合成工業(4970) スモールミーティングメモ アウトパフォーム (新規)

EUUV 用途の感光材の本格拡大で最高益更新続く

株価 1930 円 (9/3) 時価総額 157 億円 (9/3) 発行済株 8143 千株 (9/3)

PER (DO 予 : 9.5X) PBR (1.66X) 配当 (20/3 予) 20 円 配当利回り : 1.0%

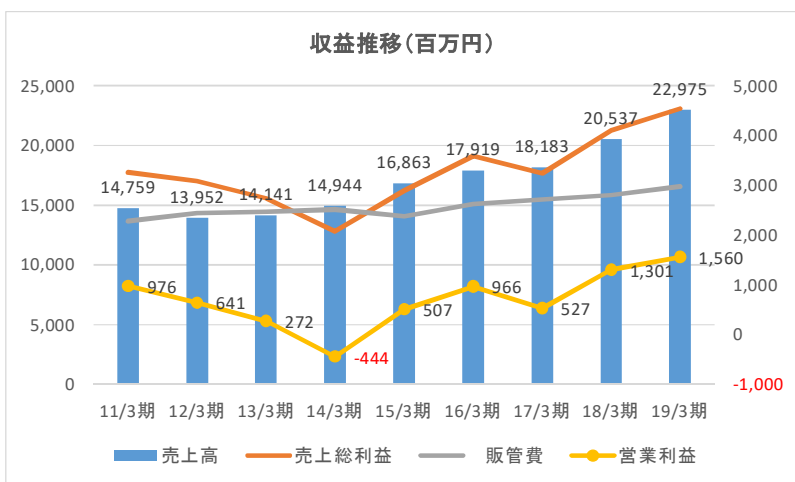
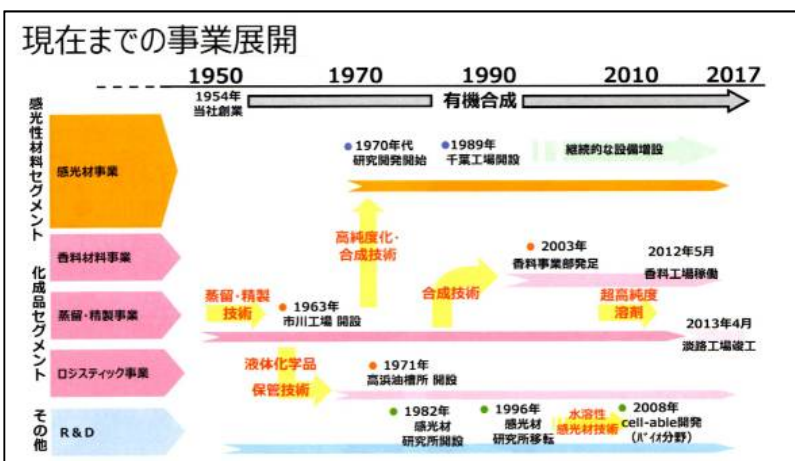
要約

- 1954 年創業の LCD・半導体製造用感光材トップ企業で高純度溶剤や香料原料も手掛ける
- 20/3Q1 は先端デバイス向け感光材や高純度溶剤製品の伸びで 7.4%増収 49.4%増利増に
- 20/3 期は日韓でフォトレジスト問題燻るも EUV 向け寄与等で 11%増収 15.4%増利増予想
- 21/3 期はロジック向けに EUV 本格拡大に加え 3DNAND 向けも回復し収益上伸へ
- 株価は 21/3 期 DO 予想 EPS201 円に対し同業電子材料関連の PER14 倍の 2800 円目標

1954 年創業の LCD・半導体製造用感光材トップ企業で高純度溶剤や香料原料も手掛ける

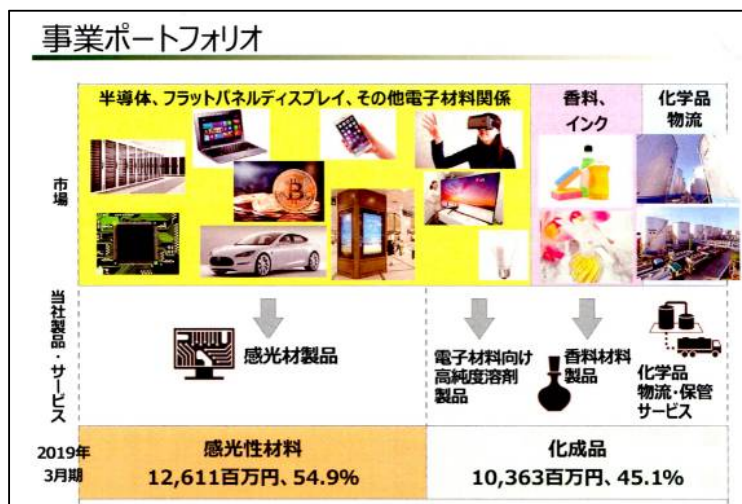
同社は 旧制第一早稻田高等學院 (現 早大理工学部) を 1949 年に中退し武内工業合資会社に入社していた木村正輝氏が、1954 年に独学で製造した蒸留塔を利用し医薬品用化学

製品の製造、精製を目的とする日本アセチレン化学工業 (株) として設立された。1961 年には現社名の東洋合成工業 (株) に社名変更し、1963 年には千葉県市川市に新工場を竣工、酢酸エステル製造を開始した。その後、1970 年代半ばに半導体産業にいち早く注目し、回路形成に使用される感光性化合物の基礎研究に着手、1981 年には本社工場内に感光性材料製造施設を完成、「ポジ型感光材 (PAC)」「ネガ型感光材」の感光性材料の製造を開始した。以来、グローバルニッチな製品しか手掛け



ないという方針を貫き、高純度化技術をコア技術として成長、現在は LCD・半導体製造用感光材トップ企業で、高純度溶剤や香料原料などの高純度化製品も手掛けている他、化成品のケミカルターミナルとして化成品ロジスティック事業も営んでいる。

19/3 期の製品別売上構成は、感光性材料事業 54.9% (半導体向け 2/3、FPD 向け 1/3、その他にエネルギー関連、新分野等多少ある)、化成品事業 45.1% (香料材料、蒸留・精製事業、ロジスティック事業) となっている。



20/3Q1 は先端デバイス向け感光材や高純度溶剤製品の伸びで 7.4%増収 49.4%増に

20/3Q1 業績は、売上高 59.58 億円 (7.4%増)、営業利益 5.94 億円 (49.4%増)、経常利益 5.31 億円 (22.2%増)、税引利益 3.66 億円 (31.7%増) と伸長した。

事業別売上動向では感光性材事業が売上高 34.95 億円 (17.6%増)、営利 3.89 億円 (30.1%増) に。半導体メモリ市況の軟化や FPD 市況の減速があったものの、米中、日韓貿易摩擦の影響からか、顧客における製品在庫確保のため感光性材料の受注が堅調で、g 線、i 線向けのナフトキノ系感光性材料 (PAC)、KrF、ArF 露光向け感光性材料 (PAG: 光酸発生剤) も好調に推移、加えて新規 EUV 向け感光性材も着実に伸長したことが寄与した。

感光材の線幅・用途一覧

- 感光材は、ディスプレイ用途、先端世代半導体用途、共に強い需要が持続。
- 2019.3期は、EUV用途の感光材の本格生産開始。
- 引き続き全世代の感光材の品質向上に対応し、製品ラインナップの更なる拡充を図る。

	FPDパネル用		半導体用								
	g+h+i線	i線	g線	i線	KrF	ArF	ArF液浸	ArF DP	ArF MP		
	EUV										
ノード	~2,000nm	~1,000nm	~700nm	~200nm	~110nm	~65nm	~45nm	~22nm	~7nm	~2.1nm	~?
用途	テレビ用、一般用	先進中小型パネル	IGBT、LCDドライバ、LED		DRAM / NAND FLASH メモリ			次世代DRAM			
						先進ロジックLSI			次世代ロジックLSI		
市場	新興国の需要増	スマートフォンタブレットによる拡大	緩やかに縮小	拡大	やや拡大	横ばい	生産拡大		開発中	2025年以降?	
当社製品	i線/g線 ●感光材 (PAC)				KrF/ArF/EUV ●光酸発生剤 (PAG) ● Polymer						

化成品事業は売上高 24.62 億円 (4.5%減) ながら営利 2.05 億円 (2.1 倍) に。電子材料関連の先端プロセス向け高付加価値・高純度溶剤製品が増加したものの、半導体需要の一

服から汎用プロセス向けが減少、減収ながら利益増に。また香料材料は品質重視で海外香料メーカー向けに増収、ロジスティック部門は 2018 年 6 月に延伸した外環市川三郷間が寄与、タンク契約率、回転率が高水準に推移した。

20/3 期は日韓でフォトレジスト問題燻るも EUV 向け寄与等で 11%増収 15.4%増予想

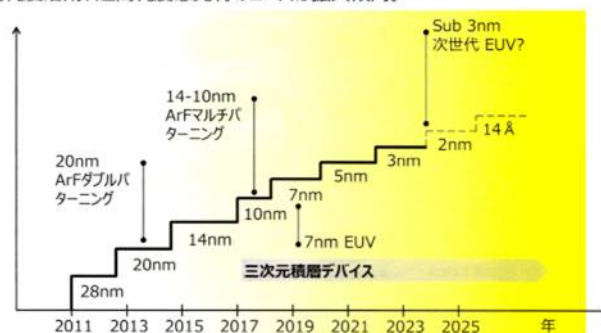
20/3 期会社計画は売上高 255 億円 (11.0%増)、営業利益 18 億円 (15.4%増)、経常利益 17 億円 (8.4%増)、税引利益 16 億円 (36.6%増) を見込む。現状、日本政府が 7 月 4 日に実施した対韓輸出新方針で感光材 (レジスト)、エッチングガス (フッ化水素)、ディスプレイ用樹脂材料 (フッ化ポリイミド) の 3 品目について、個別輸出許可申請を求めて輸出審査を行なう方針の実施で影響が懸念されていたが、8/17、8/19 に Samsung 向け EUV 用フォトレジストの輸出を許可、続けて 8/29 には規制措置以降初めてフッ化水素の輸出を許可するなど、先端分野での出荷は継続している。このほかロジック生産も TSMC などが着実に先端デバイスの生産を拡大、このため引き続き高付加価値感光性材の拡大が見込め、FPD や従来品が低調に推移しても収益拡大が見込める。化成品も高純度品の拡大で堅調な収益の拡大が見込める。全体として円高影響があるものの、先端半導体向け感光材 (PAG) の千葉第 3 工場設備増強による減価償却費増、人件費増を補い、会社予想並みの収益が見込める。

21/3 期は EUV 向けの本格拡大、能力増強の効果も寄与し収益拡大続く

21/3 期は EUV 露光の利用が本格拡大見通しにある。先進する TSMC は 19 年秋に量産を開始した 7+ (N7+) nm プロセスにおいて、重要なレイヤーの 4 層程度に EUV プロセスを導入、N7+ より多くの層で EUV を使用予定の N6 は、2020 年後半にテープアウトされ、同年末までに量産開始見込み。さらに 19 年 3 月にリスク生産を開始した 5nm (N5) プロセスでは 20 年の量産時にさらに 14 層程度に増やす予定。23 年量産を予定する 3nm デザインでは DUV (Deep Ultraviolet: 深紫外光) と EUV リソグラフィのハイブリッドとなる見通し。また Samsung は 19 年 4 月に

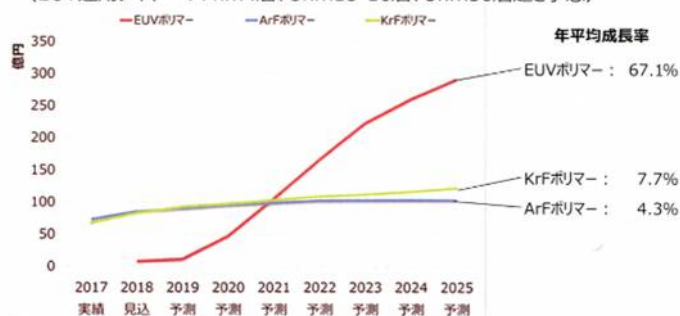
光を使った配線の微細化

- 半導体の線幅の微細化は継続、2019年時点では7nmまで量産化。
- 今後2025年に向けて、2nmレベルまで微細化が検討されている。
- 配線の微細化、三次元化、プロセス材管理の厳格化の進展に合わせ、超高純度溶剤、超高純度感光材のニーズは拡大傾向。



フォトレジスト用ポリマー市場 実績及び予測

- 2018年現在、ArF、KrF合わせて140億円程度の市場と推計
- EUVレジスト用ポリマーは2021年にKrF、ArFを超過、2025年に300億円市場へ
- 微細化が進むほどEUV適用レイヤーが増加し、使用量が急増すると予想されている (EUV適用レイヤー: 7nm4層、5nm15-16層、3nm30層超と予想)



出典: 調査+分析レポート「EUV (エクストリームウルトラバイオレット) 半導体プロセス材料/技術の最新動向 (2019年7月)」

5nm プロセスでの EUV プロセス開発を完了、20 年には米 NVIDIA の次期 GPU の製造を EUV7nm デザインで製造する見通し。10nm 開発で手間取っていたインテルも 21 年初めの 7nm プロセッサの出荷で初めて EUV 利用を予定している。このように、21/3 期には EUV 適用レイヤーの増加で EUV 向けポリマー需要が急増する見通し。またメモリにおいて 3DNAND の回復も期待され、3D 化によるプロセス材料の需要が急回復し、感光材需要も拡大が見込まれる。このような需要増に対し、不純物レベル ppb の感光材製品を量産から次の“ppt”のステージを見据えた 20/3 下期より本格出荷を開始予定の千葉第 3 工場の能増効果がフルに寄与することに加え、70 億円を投じる千葉感光材第 4 工場も 20 年夏に完成予定（これにより生産能力は 17 年比倍増）で、同社感光性材料部門の収益は上伸しよう。

化成品分野でも電子材料用途の溶剤は先端プロセス向け高純度溶剤の販売増が見込まれ、香料材料もグローバルニッチトップで安定的な売上増が見込まれる。さらにロジスティック部門は外環道の市川高浜開通効果が継続し、高稼働継続による安定収益確保が見込める。このため化成品事業も増収増益が見込める。

株価は 21/3 期 DO 予想 EPS201 円に対し同業電子材料関連の PER14 倍の 2800 円目標

株価は米中摩擦などで半導体関連の不透明感を反映して下落していた年初来安値 1/4 の 834 円をボトムに業績好調を反映し上昇、5/10 の本決算発表後の 5/16 に年初来高値 2025 円の高値を付けた後、米中摩擦激化、日韓関係悪化などの状況から高値圏で上下している。現在、20/3 期会社予想 EPS201 円に対し、PER9.6 倍に割高感はないものの、今期は税引利益が膨らむ要素があり、標準水準では PER12 倍水準となるが、JSR や信越化学などと比較し若干割安感がある水準といえる。今期も最高益更新が見込め、来期は EUV 向けの本格拡大で成長率が高まる見通しで、適正税率でも今期並みの EPS200 円を確保できると判断、21/3 期 DO 予想 EPS201 円に対し、同業電子材料関連の PER14 倍にあたる 2800 円を目標に、新規アウトパフォームとする。

東洋合成工業(4970)	(百万円、円)									
	売上高	増減率	営業利益	増減率	経常利益	増減率	当期純利益	増減率	EPS	配当
19/3期	22,975	11.9%	1,560	19.9%	1,568	43.9%	1,171	35.7%	147.57	10.00
20/3Q1	5,958	7.4%	594	49.4%	531	22.2%	366	31.7%	46.21	0.00
20/3Q2会予	6,542	16.2%	406	0.5%	369	-9.3%	234	-14.0%	29.38	10.00
20/3H1会予	12,500	11.8%	1,000	24.8%	900	6.9%	600	9.0%	75.59	10.00
20/3H2会予	13,000	10.2%	800	5.5%	800	10.2%	1,000	61.3%	125.99	10.00
20/3期会予	25,500	11.0%	1,800	15.4%	1,700	8.4%	1,600	36.6%	201.58	20.00
23/3期中計会予	30,000				3,000					
20/3期DO予	25,500	11.0%	1,950	25.0%	1,700	8.4%	1,600	36.6%	201.58	20.00
21/3期DO予	28,300	11.0%	2,250	15.4%	2,150	26.5%	1,600	0.0%	201.58	20.00

収益	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期k 会予	23/3期中 計予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
売上高	18,183	20,537	22,975	25,500	30,000	25,500	28,300
営業利益	527	1,301	1,560	1,800		1,950	2,250
経常利益	412	1,089	1,568	1,700	3,000	1,700	2,150
親株主帰属純利益	233	863	1,171	1,600		1,600	1,600
償却前営業利益	2,155	2,988	3,504	4,010		4,160	4,750
セグメント売上情報	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期予	23/3期予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
感光性材	9,721	11,328	12,611			15,200	17,700
化成品	8,462	9,209	10,364			10,300	10,600
売上合計	18,183	20,537	22,975	25,500	30,000	25,500	28,300
	0	0	0	0			
セグメント営業利益	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期予	23/3期予	20/3期 DO予	21/3期 DO予
感光性材	617	1,276	1,059			1,400	1,650
化成品	-90	25	501			550	600
営業利益	527	1,301	1,560	1,800		1,950	2,250

