

21/3 期は 3.9%減収 1.4%営業減予想も 22/3 期は半導体製造装置向け電源増で収益伸長へ

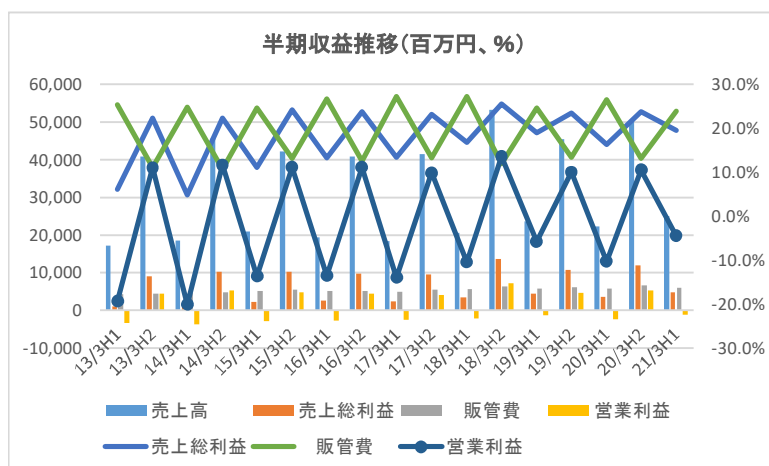
株価円 (1/4) 411 円 時価総額 258 億円 発行済株 62844 千株
 PER (11.7X) PBR (0.59X) 配当(21/3 予)17 円 配当利回り : 4.14%

要約

- ・ 21/3 上期は 11.8%増収、全社費用控除前営業 14.83 億円 (12.26 億円増、5.7 倍) と大幅増
- ・ 21/3 期は 3.9%減収 1.5%営業減、受注 6.8%減予想も半導体製造装置向け受注増額期待
- ・ 22/3 期は半導体製造装置向け電源の拡大で最高益更新期待
- ・ 株価は 21/3 期会社予想 EPS35 円に対し PER11.7 倍は割安感があり、PBR1 倍 704 円目標

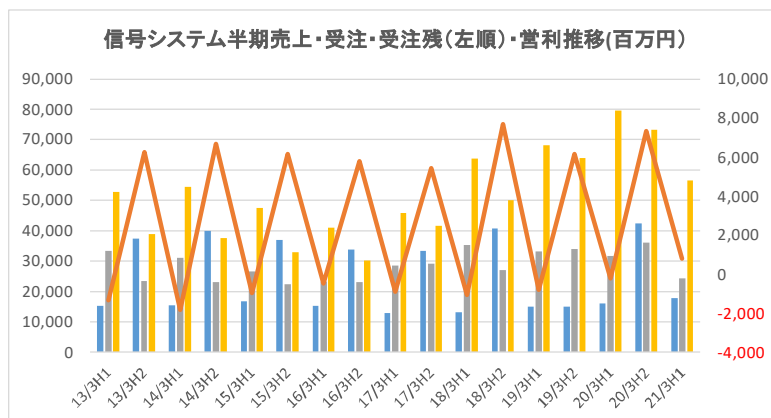
21/3 上期は 11.8%増収、全社費用控除前営業 14.83 億円 (12.26 億円増、5.7 倍) と大幅増

21/3 上期は売上高 249.72 億円 (11.8%増)、全社費用控除前営業利益 14.83 億円 (12.26 億円増、5.7 倍)、営業損失 11 億円 (11.82 億円改善)、経常損失 8.95 億円 (12.23 億円改善)、税引損失 7.52 億円 (8.63 億円改善)、受注高 314.54 億円 (20.1%減) と、上期は全



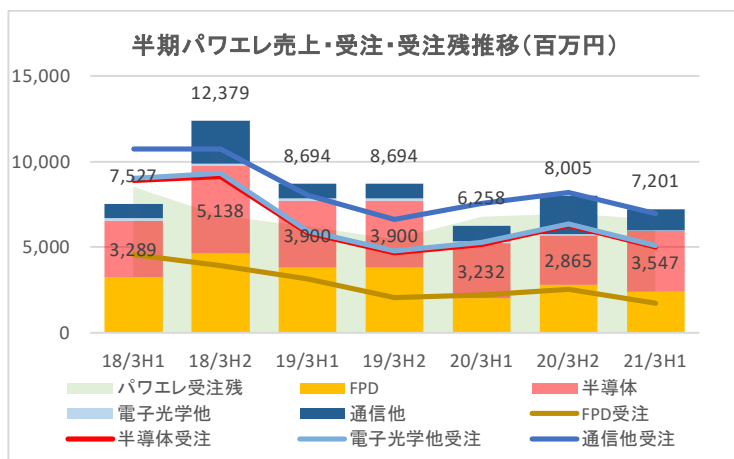
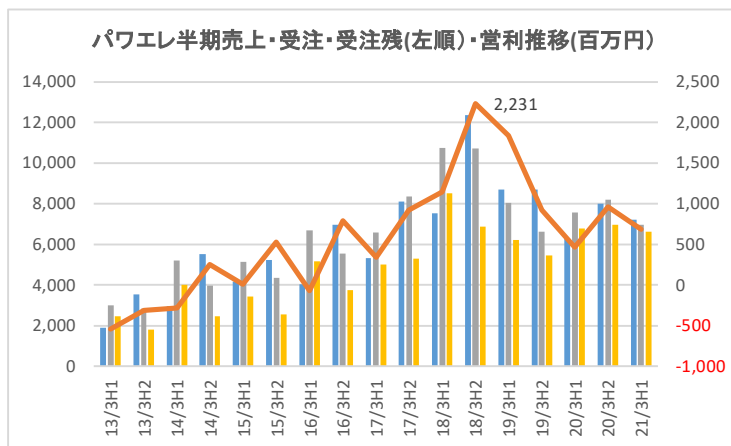
社費用控除前営業利益で大幅な利益改善となった。9/18 の予想に対しては、売上がほぼ計画線も、営業、経常利益で 2 億円の上振れとなった。四半期では Q1 が 20.7%増収、全社費用控除前営業利益黒字転換、Q2 は 7.1%増収、全社費用控除前営業利益 2.3 倍と、利益改善が進んでいる模様。

部門別では信号システム事業が売上高 177.70 億円 (10.6%増)、受注高 244.83 億円 (23.0%減)、



営業利益 7.94 億円（10.07 億円改善、黒字転換）となった。売上高は JR・民鉄向け等が増加、利益面でも前期の大口の低採算案件が減少、MIX 良化で黒字転換に。受注はコロナ影響で一部案件が Q3 以降にずれ、軒並み減少した。

パワーエレクトロニクス事業は売上高 72.01 億円（15.1%増）、受注高 69.71 億円（8.0%減）、受注残高 66.31 億円（7.0%増）、営業利益 6.88 億円（46.4%増）、営業利益率 9.6%（2.1 ポイントアップ）に。売上面では鉄道通信設備用電源が 30%増と受注残が順調に完工、半導体向けもエッチング装置用 DC 電源が回復し 9.7%増、利益面では半導体製造装置向け比率向上で MIX 良化もあり大幅利益回復に。但し受注面では半導体向けは 11.1%増と堅調も、FPD 製造装置向け RF 電源が設備抑制、LCD から OLED 向けへのシフトなどで 21.4%減と低迷、通信設備向け電源装置も一部案件が繰り延べとなり 17.6%減となった。



全体として全社費用控除前営業利益で大幅増益となった事が大きい。

21/3 期は 3.9%減収 1.5%営利減、受注 6.8%減予想も半導体製造装置向け受注増額期待

21/3 期予想に変更無く、売上高 700 億円（3.9%減）、全社費用控除前営業利益 89 億円（4.0%増）、営業利益 30 億円（1.4%減）、経常利益 33 億円（1.3%減）、税引利益 22 億円（11.4%増）、受注高 780 億円（6.8%減）予想とした。

部門別では信号システム事業が売上高 535 億円（期初計画比 14 億円増額、8.6%減）、営業利益 69 億円（同 1 億円増額、3.2%減）、受注高 625 億円（同 20 億円増額、8.0%減）予想。売上面ではコロナ影響で納入先延ばしから減収予想も、MIX 良化で収益率は 0.8 ポイント改善見通し。受注面では信号システムが国内は保守が主体も時短等もあり一部先送りが影響、ホームドアも関東地区がほぼ設置が完了、近畿圏で阪急向け受注も全体では一服、これを海外受注で埋めて期初計画を上回る見通しに。

パワーエレクトロニクス事業は売上高 165 億円（期初計画比 14 億円減額、15.7%増）、営業利益 20 億円（同 1 億円減額、40.0%増）、受注額 155 億円（30 億円減額、1.7%減）を見込む。売上面では電鉄向け通信用設備電源の増加が寄与し、通信他が 40.01 億円（27.4%増）、半導体製造装置向けも下期回復が進み 84.01 億円（37.8%増）、一方、FPD 向けは LCD 不振で 39.94 億円（17.5%減）を見込む。利益面では数量増効果が寄与、一部材料、部品の複数購買拡大から収益率がアップ、営業利益率は期初計画比売上減でも 2.1 ポイントアップの 12.1%を想定。受注面では前期の電鉄向け通信設備用電源装置受注が一服し 27.64 億円（32.6%減）、FPD 向けが 42.21 億円（12.0%減）と低迷を見込む。また半導体製造装置向けはロジックや DRAM 向けエッチング装置ではチャンバー数が相対的に少なく、DC 電源使用数も少ないため、3DNAND の投資回復が下期となった事で通期では 100 億円程度の想定が 84.53 億円（26.7%増）に止まる見通しとした。現状、受給バランスの改善で、キオクシアが 21 年から総額 1 兆円をかけ四日市に新製造棟の建設を決定、3DNAND での設備増強が始まるなど会社想定を多少上回る受注が期待されるものの、売上は来期にずれるとみて会社想定水準の売上が見込まれる。なお懸案の米国エッチング製造装置メーカー向け RF 電源供給は、コロナ影響もあり評価機の評価が進まず、寄与は来期以降に。

利益面で全社共通費が 59 億円（3.85 億円増）と R&D センタ完成などが主因。期初計画比では下期に販管費が膨らむ見通しとなっているが、これは上期に絞った分が下期に計上される事や、人員増に伴う人件費増などが影響する。但し、販管費増が期初比増にもかかわらず、営業利益が計画変更無しという点は、パワーエレクトロニクス事業での操業度効果、生産・調達体制（2 社購買や内製化）の見直しによる採算向上などが寄与している模様。

全体として受注で半導体向けの増額が期待されるも、収益は会社予想並みが見込まれる。

22/3 期は半導体製造装置向け電源の拡大で最高益更新期待

同社は 2018 年 5 月策定の中期経営計画の達成を 1 年遅らせ、22/3 期に売上高、受注高 900 億円、営業利益 72 億円、ROE10%を目指すこととした。セグメント別売上では信号システム 620 億円、パワーエレクトロニクス 280 億、国内を 590 億円（19/3 期比 77 億円増）、海外を 310 億円（19/3 期比 130 億円増）に拡大する計画。中でも海外向けで信号システムが 37 億円増の 110 億円計画に対し、パワーエレクトロニクス部門は 200 億円（94 億円増）を見込むなど、東京エレクトロン向けに加え、高周波電源で北米向けにも拡大を想定している。

現状、信号システムは国内についてコロナ下で保安要員確保が難しい中、保守・点検の省人化ニーズはあるものの、首都圏は終電繰り上げ対応などもあり、新線需要が見込めない中で当面は需要増が期待できない。安心・安全・保守費削減のため、JR 東と無線式踏切制御システム（全球測位衛生システム及び公衆無線通信を活用）などの共同開発も行っているが、実際の受注獲得には時間を要しよう。なお信号システム事業に含まれるトップシェアのホームドアは 20/3 末で 858 駅設置され、整備率が 54%となっている。首都圏は 484 駅と整

備が一巡したが、22/3 期は近畿地区（118 駅設置済み）が本格受注時期に入るため、収益性は高くなくないものの、売上増には寄与しよう。このため信号事業は海外向け CBTC（無線式列車制御）、APM（無人運転車両システム）の受注獲得がポイントとなろう。なお、インドではインド国鉄向けに総合産業インフラ開発構想の中で、電子連動装置を

ホームドア設置駅数の推移



中心に、列車運行監視装置などの継続的な受注が見込め、22/3 期はこれが売上計上される見通しで、修正会社中計並みの売上が見込まれる。

パワーエレクトロニクスでは東京エレクトロン（TEL）向けが 22/3 期はメモリ向けで勢いが加速しよう。3DNAND では多層化とともに高アスペクト比酸化膜・窒化膜層エッチング工程（HARC）が重要となり、エッチング装置への投資額も高まる。TEL の 3DNAND 新型エッチング装置向けなど本格拡大見通しで、DC 電源の量的拡大が期待される。加えて一部 RF（高周波）電源もダイヘンと 2 社供給の拡大が期待される他、AMAT での同社 RF 電源の認定、本格採用が期待される。現状、電源装置の生産

3D NANDのメモリセル形成に必要なドライエッチング工程

1. 深孔加工用のハードマスク加工 (Hard Mask Open)
2. チャネルホール^②の深孔加工 (Chanel Hole)
3. ゲートトレンチ^③ (溝) の加工 (Gate Trench)
4. 階段状のコンタクトホール^④ (Staircase Contact)

この中で、2. のチャネルホールの深孔加工が特に難しく、長時間のエッチング時間を必要とする。
例えば、64層の3D NANDで、ウエハー1枚当たり約1時間かかる

10万枚/月のウエハを処理するのに
400~500のエッチングチャンバが必要

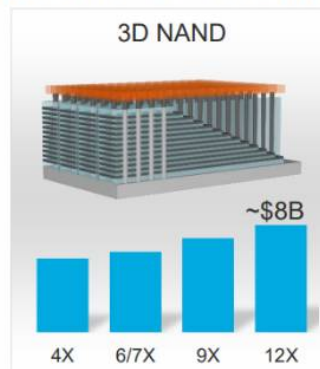
数十層を超えるエッチングは1回では困難。そこで128層(layer)を2~3回に分けて行う。2019年8月 Samsungは136層を1Tire (別名1スタック) で実現した発表。

https://eetimes.jp/ee/articles/180919/news007.html 出所：群馬大学電機電子工学特別講義資料 Cell Periphery

能力は 250 億円程度ある。22/3 期は半導体向けが 4 割程度伸長するも FPD 向けが伸び悩み、全体で受注額が 200 億円を超えるものの、中計計画 280 億円達成は 23/3 期にずれると見られる。

全体を通じ、22/3 期は信号システムでの豊富な受注残高の消化とパワーエレクトロニクス部門の伸長で 2 ケタ増収増益を見込み、18/3 期を抜き最高益更新が可能と判断するが、修正中計達成は 23/3 期にずれ込もう。

月産10万枚当たりWFE投資額

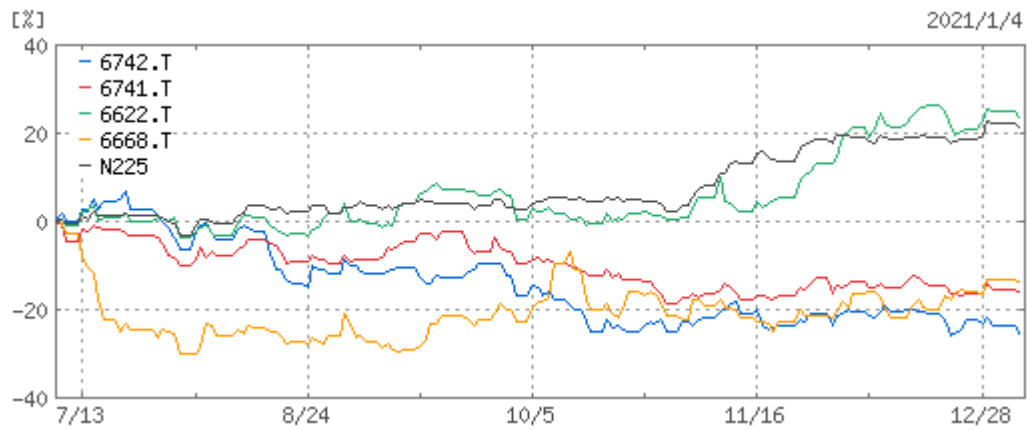


株価は 21/3 期会社予想 EPS35 円に対し PER11.7 倍は割安感があり、PBR1 倍 704 円目標

株価は全体相場下落時の 3/13 に年初来安値 345 円を付けた後、全体相場の戻りとともに上昇も、コロナ影響で電鉄各社の収益悪化などもあり、インデックスに対し劣後して推移してきた。9/18 に初めて今期業績予想が開示され、21/3 期会社予想 EPS35 円に対し PER11.7 倍は割安感がある。しかも Q1 決算が実質共通費控除前で黒字転換、収益性が向上しており、来 22/3 期は半導体製造装置向け電源装置の伸長で修正中計達成は難しいも、最高益更新が見込まれる。同社は Q4 に信号システムの売上が集中、Q3 累計で営業赤字となるため、株価上昇インパクトは小さいとみられるが、PBR0.59 倍、予想配当利回り 4.1%あり、当面、PBR1 倍、704 円を目標にアウトパフォーマンス継続としたい。

京三製作所(6742)	(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
19/3期	69,305	-6.2%	3,229	-36.3%	3,468	-35.0%	2,305	-37.6%	36.75	15.00
20/3Q1	8,213	-21.6%	-1,501	赤大	-1,312	赤大	-1,023	赤大	-16.33	0.00
20/3Q2	14,114	6.3%	-781	赤大	-806	赤大	-592	赤大	-9.42	5.00
20/3Q3	15,614	2.4%	398	-29.9%	604	0.7%	434	41.4%	6.91	0.00
20/3Q4	34,869	15.1%	4,928	22.4%	4,857	21.5%	3,155	7.5%	50.32	12.00
20/3H1	22,327	-6.0%	-2,282	赤大	-2,118	赤大	-1,615	赤大	-25.75	5.00
20/3H2	50,483	10.8%	5,326	15.9%	5,461	18.7%	3,589	10.7%	57.23	12.00
20/3期	72,810	5.1%	3,044	-5.7%	3,343	-3.6%	1,974	-14.4%	31.48	17.00
21/3Q1	9,854	20.0%	-963	赤小	-635	赤小	-549	赤小	-8.76	0.00
21/3Q2会予(9/18)	15,146	7.3%	-337	赤小	-465	赤小	-251	赤小	-4.00	5.00
21/3Q2	15,118	7.1%	-137	赤小	-260	赤小	-203	赤小	-3.24	5.00
21/3H1会予	25,000	12.0%	-1,300	赤小	-1,100	赤小	-800	赤小	-12.76	5.00
21/3H1	24,972	11.8%	-1,100	赤小	-895	赤小	-752	赤小	-12.00	5.00
21/3H2会予	45,000	-10.9%	4,300	-19.3%	4,400	-19.4%	3,000	-16.4%	47.84	12.00
21/3H2修正会予(11/13)	45,028	-10.8%	4,100	-23.0%	4,195	-23.2%	2,952	-17.7%	47.08	12.00
21/3期会予	70,000	-3.9%	3,000	-1.4%	3,300	-1.3%	2,200	11.4%	35.08	17.00
22/3修正中計会予(11/13)	90,000		7,200							
21/3期DO予	70,000	-3.9%	3,000	-1.4%	3,300	-1.3%	2,200	11.4%	35.08	17.00
22/3期DO予	82,000	17.1%	5,300	76.7%	5,600	69.7%	3,750	70.5%	59.80	20.00

年度	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 ARJ予	22/3期 ARJ予
売上高	60,261	59,990	73,905	69,305	72,810	70,000	70,000	70,000	82,000
売上原価	47,956	47,885	56,801	54,067	57,174	54,400	53,010	53,000	61,300
売上総利益	12,305	12,104	17,104	15,238	15,636	15,600	16,990	17,000	20,700
販管費	10,358	10,553	12,032	12,008	12,591	12,600	13,990	14,000	15,400
営業利益	1,946	1,551	5,071	3,229	3,044	3,000	3,000	3,000	5,300
経常利益	2,043	1,954	5,334	3,468	3,343	3,300	3,300	3,300	5,600
親株主帰属純利益	759	669	3,692	2,305	1,974	2,200	2,200	2,200	3,750
セグメント売上情報年度	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 DO予	22/3期 DO予
信号システム	49,231	46,561	53,998	53,246	58,546	52,100	53,500	53,500	62,000
パワーエレクトロニクス	11,029	13,429	19,906	16,059	14,263	17,900	16,500	16,500	20,000
FPD	6,041	5,631	7,888	6,227	4,844	4,400	3,994	4,000	4,000
半導体	2,188	4,564	8,427	6,726	6,097	10,100	8,401	8,400	12,900
電子光学等	436	416	271	273	182	200	104	100	200
通信他	2,364	2,818	3,320	2,833	3,140	3,200	4,001	4,000	3,200
合計	60,260	59,990	73,905	69,305	72,810	70,000	70,000	70,000	82,000
セグメント営業利益	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 DO予	22/3期 DO予
信号システム	5,323	4,535	6,644	5,367	7,130	6,800	6,900	6,900	8,000
パワーエレクトロニクス	719	1,264	3,374	2,768	1,429	2,100	2,000	2,000	3,200
共通費控除前営業利益	6,042	5,799	10,018	8,135	8,560	8,900	8,900	8,900	11,200
調整額	-4,096	-4,248	-4,947	-4,906	-5,515	-5,900	-5,900	-5,900	-5,900
営業利益	1,946	1,551	5,071	3,229	3,044	3,000	3,000	3,000	5,300
セグメント受注	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 DO予	22/3期 DO予
信号システム受注	46,433	57,854	62,463	67,206	67,902	60,500	62,500	62,500	61,500
パワーエレクトロニクス	12,245	14,968	21,469	14,656	15,768	18,500	15,500	16,500	20,500
液晶	5,203	6,072	8,468	5,216	4,796		4,221	4,200	4,000
半導体	1,885	5,780	9,534	5,318	6,663		8,453	9,400	13,100
電子光学	376	271	296	190	208		62	100	100
通信他	2,750	2,845	3,141	3,932	4,101		2,764	2,800	3,300
受注合計	58,678	72,822	83,932	81,862	72,810	79,000	78,000	79,000	82,000
	46,300	57,854							
セグメント受注残	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 DO予	22/3期 DO予
信号システム受注残	30,255	41,548	50,013	70,834	73,299	81,699	82,299	82,299	81,799
パワーエレクトロニクス	3,759	5,298	6,861	5,458	6,963	6,963	5,963	6,963	7,463
受注残合計	34,014	46,846	56,874	76,292	80,262	88,662	88,262	89,262	89,262
年度	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 DO予	22/3期 DO予
売上高	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
売上原価	79.6%	79.8%	76.9%	78.0%	78.5%	77.7%	75.7%	75.7%	74.8%
売上総利益	20.4%	20.2%	23.1%	22.0%	21.5%	22.3%	24.3%	24.3%	25.2%
販管費	17.2%	17.6%	16.3%	17.3%	17.3%	18.0%	20.0%	20.0%	18.8%
営業利益	3.2%	2.6%	6.9%	4.7%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	6.5%
経常利益	3.4%	3.3%	7.2%	5.0%	4.6%	4.7%	4.7%	4.7%	6.8%
親株主帰属純利益	1.3%	1.1%	5.0%	3.3%	2.7%	3.1%	3.1%	3.1%	4.6%
セグメント営業利益率	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	21/3期期 初会予 (9/18)	21/3期 修正会予 (11/13)	21/3期 DO予	22/3期 DO予
信号システム	10.8%	9.7%	12.3%	10.1%	12.2%	13.1%	12.9%	12.9%	12.9%
パワーエレクトロニクス	6.5%	9.4%	16.9%	17.2%	10.0%	11.7%	12.1%	12.1%	16.0%
共通費控除前営業利益	10.0%	9.7%	13.6%	11.7%	11.8%	12.7%	12.7%	12.7%	13.7%
調整額	-6.8%	-7.1%	-6.7%	-7.1%	-7.6%	-8.4%	-8.4%	-8.4%	-7.2%
総計	3.2%	2.6%	6.9%	4.7%	4.2%	4.3%	4.3%	4.3%	6.5%



*高周波電源最大手ダイヘン（6622）、2番手アドテックプラズマ（6668）、信号大手日本信号（6741）との比較

