

6905 コーセル <結論>アウトパフォーム (新規)

18/5 期半導体製造装置向けスイッチング電源伸長に加え高付加価値品拡大で増額修正へ

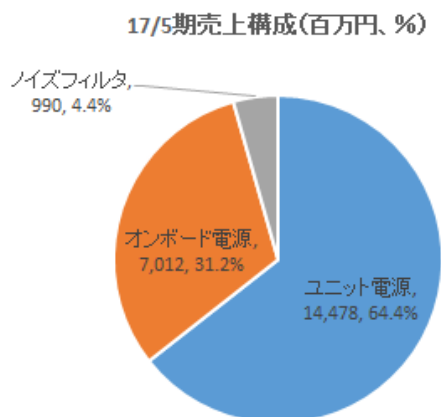
株価 1345 円 (7/10) 時価総額 500 億円 (7/10) 発行済株 37212 千株 (7/10)
 PER (DO 予 18.2X) PBR (1.29X) 配当 (DO) 26 円 配当利回り : 1.7%

要約

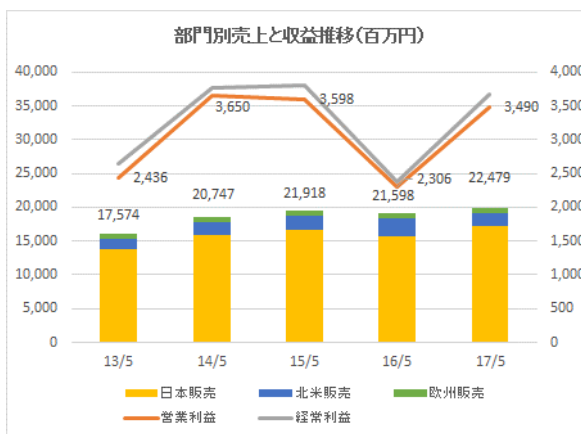
- ・ 17/5 期は 4.1%増収、営業利益 51.4%増と円高ながら増収効果と製品補償費減で大幅増益
- ・ 18/5 期は円高、経費増で 5.4%増収、12.3%営業減益予想も全般好調持続で増益持続可能
- ・ IOT 対応製品や省エネコンパクト製品投入で増収増益続く
- ・ 株価は DO 予想 EPS73.7 円に対し電子部品平均 PER21 倍で 1550 円目標

17/5 期は 4.1%増収、営業利益 51.4%増と円高ながら増収効果と製品補償費減で大幅増益

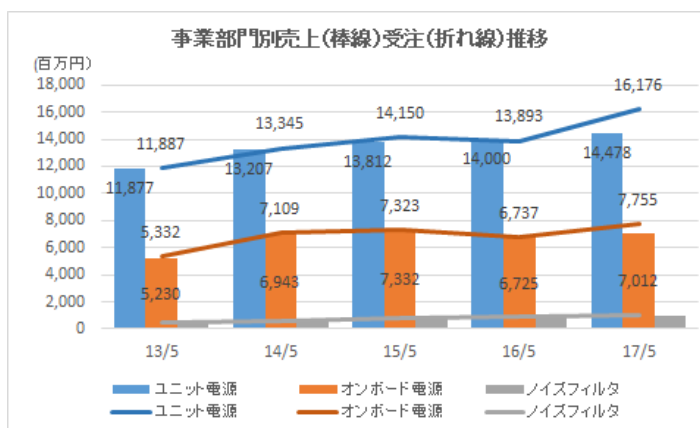
1969 年、「Electronics」で「Control」する「ELCO 株式会社」として創業、1978 年より電源事業を専門化し、以来、産業機器や情報通信機器、医療機器などのエレクトロニクス製品に安定した直流電源を供給する「スイッチング電源」を中心に事業展開してきた。1992 年には社名を現在の「COSEL : Co Orngaization, System Electronics Liveliness」とし、現在はスイッチング電源の標準品で国内 2 位を誇る。きめ細かいユーザーニーズに対応した製品開発に定評があり、パワーエレクトロニクス分野で高い評価を受けてきた。17/5 期売上高はカタログ製品としてのユニット電源が 64.4%、PCB 基板に直接実装できるオンボード電源が 31.2%、電子機器のノイズを低減させるノイズフィルタが 4.4%という構成。



17/5 期収益は、売上高 224.79 億円 (4.1%増)、営業利益 34.90 億円 (51.4%増)、経常利益 36.69 億円 (53.9%増)、税引利益 25.59 億円 (53.0%増)、受注高 249.80 億円 (16.2%増)と、円高ながら半導体製造装置や通信機器向けに電源装置が堅調な伸びを示し、会社予想比 7 億円増額で着地した。利益については増収効果



による限界利益増 4.46 億円に加えて、前期に発生した海外工場での品質問題に関連した製品補償費が 9.13 億円減少（13.25 億円から 4.12 億円）したことで大幅増益となっているが、実質的には 11.8% 営業増益。但し、増収効果、製品補償費が計画比 2.8 億円少なく、営業利益、経常利益は 8 億円増額で着地した。

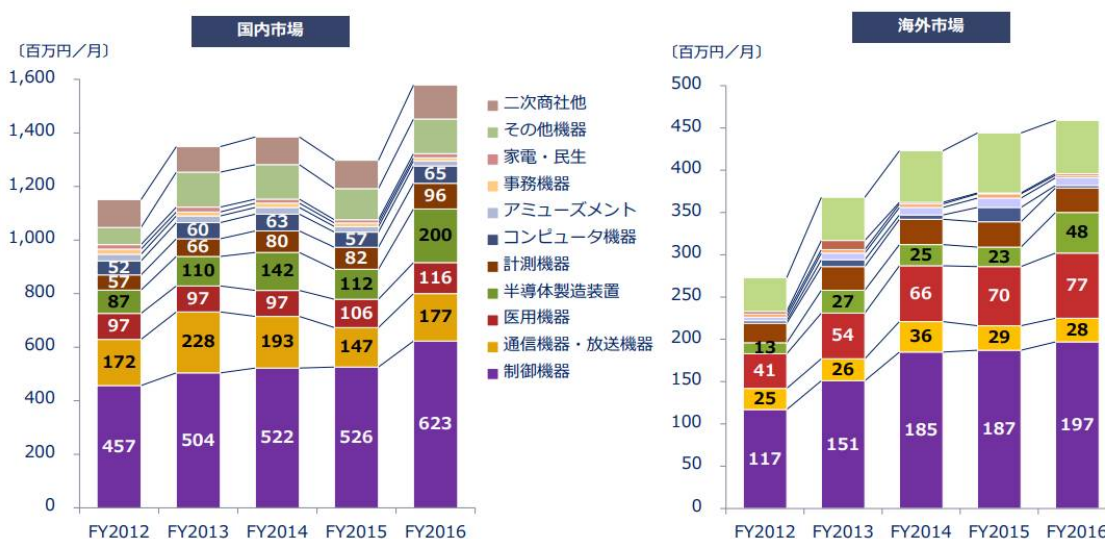


同社は地域別にセグメント収益を開示しているが、部門別に収益の大半を占める主力の日本生産販売事業が売上高 172.17 億円（9.8%増）、営業利益 30.78 億円（62.5%増）となった。売上面では半導体製造装置、基地局向け通信機器向けなどが好調、利益面でも品質問題の費用減を除き実質 8.4% 営業増益となったと判断される。アジア販売事業は新規顧客、新規プロジェクトなどが寄与し 6.2% 増収、営利 7.3% 増ながら、北米販売事業はサーバー向け大口需要の反動から 26.9% 減収、営業利益 47.6% 減、欧州事業 10.6% 減収、11.0% 営業減益と、円高影響もあり収益低迷した。

業種別月平均受注動向では主力の国内市場が半導体製造装置向け 78.6% 増、通信・放送向機器 20.4% 増、制御機器 18.8% 増などが寄与し、全体では 22% 増の月間 15.85 億円推定と、売上高の伸びを大きく上回っている。

業種別受注状況

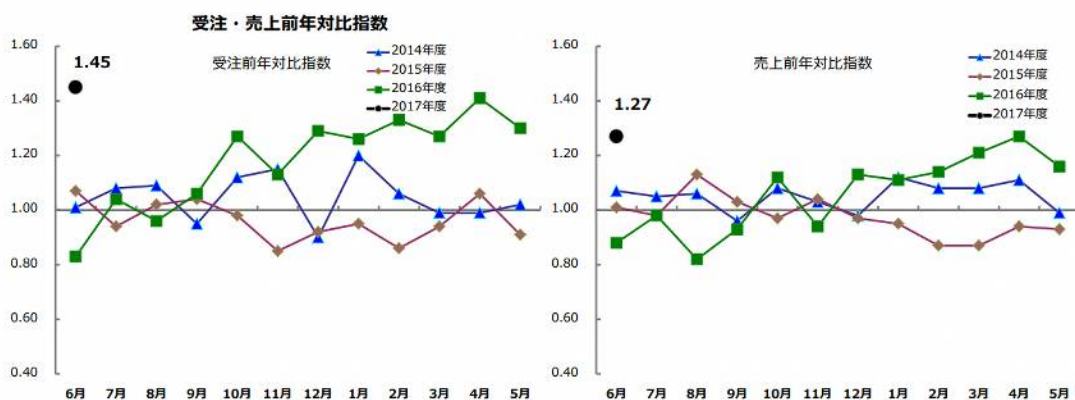
国内市場・海外市場



18/5 期は円高、経費増で 5.4% 増収、12.3% 営業減益予想も全般好調持続で増益持続可能
 18/5 期会社予想は売上高 237 億円（5.4% 増）、営業利益 30.60 億円（12.3% 減）、経常利

益 31.40 億円（14.4%減）、税引利益 21.60 億円（15.6%減）としている。今期は為替前提を 1\$ = 108 円と想定、増収効果で 6 億円の増益を見込むも、人件費増、減価償却費増、経費増で 10 億円の費用増から営業減益予想としている。また製品不具合による製品補償費は前期並みの 4.25 億円を見込み、実質的にも 10.7%営業減益予想。なお上期が 20.1%増収、28.7%営業増益予想に対し、下期は前年同期比 7.6%減収、43.0%営業減益、上期比でも 5.5%減収、40.6%営業減益予想。上下比較では、下期に生産日数が 5 日少ない前提で、上期は豊富な受注残消化、下期は生産日数減と経費増から大幅減益を想定している。

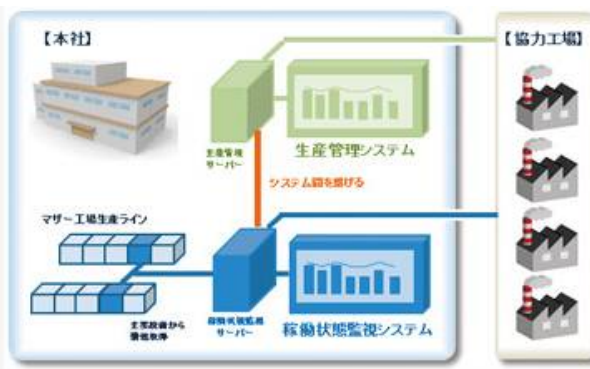
現状は、為替が想定より円安に推移、最新の 6 月は受注が前年同月比 45%増、売上が同 27%増でスタート、1~5 月のトレンドが引き継がれている。会社側では半導体製造装置向け電源が下期不透明としており、DO では全体として上期が若干の増額、下期は上期並みの売上が確保できると判断、会社予想を上回り、今期も営業増益を維持すると判断した。



IOT 対応製品や省エネコンパクト製品投入で増収増益続く

同社は現在、需要増に対応し新ラインの増設を積極的に行っているが、この中で注目すべきは「

作業者と自動機の共存」をコンセプトに IOT 対応で自動化推進を



(左) IoTに対応したはんだ付け装置 (右) システム連動イメージ

行っている点にある。すでにはんだ付け工程でリアルタイム監視のできるシステムを自社開発、総合効率向上が進みつつある。またこのシステムを協力工場にまで展開、本社から稼

働状況を一括管理するスマートファクトリー化を進めている。

一方、新製品では IOT 対応の自社独自の電源通信技術を搭載したユニット AC-DC 電源「PCA600F」の投入を始めた。同電源は通信機能を用いて電源の制御、モニタリングができ、装置の動作最適化、稼働状態の監視などが可能となり、自社にとって高付加価値製品となる。



上記以外でもユニット型シングル出力 AC-DC 電源「PJA シリーズ」を昨年 10 月に投入、従来比奥行き 25%コンパクト化、省エネを進めた製品で、100W~200W をスタートに 600W、1000W、1500W とシリーズ化を進めている。また各シリーズで医用規格取得製品の充実も進め、これらの製品群で収益性向上を図る。

同社は第 8 次中期経営計画として 20/5 期に売上高 280 億円、経常利益 56 億円を目指している。現状、半導体製造装置向けが好調を維持する見通しのほか、5G を睨んだ基地局投資が 19/5 期には具体化の方向であり、さらに利益は製品補償費も 19/5 期には引当計上が 1 億円まで軽減される見通しなど、中期計画の前倒しでの達成も十分期待できる。

株価は DO 予想 EPS73.7 円に対し電子部品平均 PER21 倍で 1550 円目標

株価は 18/5 期会社予想 EPS60.09 円に対して PER22.4 倍と割安感はない。しかし会社予想は半導体製造装置向けや通信インフラ向け電源装置の好調持続で増額修正されると判断、DO 予想 EPS73.7 円に対して電子部品平均 PER21 倍の 1550 円を目標とする。

| コーセル(6905) | (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 |
| 16/5 | 21,598 | -1.5% | 2,306 | -35.9% | 2,384 | -37.5% | 1,673 | -32.7% | 45.17 | 21.00 |
| 17/5Q1 | 5,097 | -11.9% | 656 | -23.3% | 683 | -24.6% | 481 | -23.9% | 13.20 | 0.00 |
| 17/5Q2 | 5,477 | -0.5% | 835 | 5.9% | 891 | 9.4% | 636 | 10.8% | 17.45 | 10.00 |
| 17/5Q3 | 5,826 | 12.3% | 986 | 35.0% | 1,036 | 42.6% | 721 | 48.6% | 19.79 | 0.00 |
| 17/5Q4 | 6,079 | 18.7% | 1,013 | 黒転 | 1,060 | 黒転 | 721 | 黒転 | 19.96 | 16.00 |
| 17/5H1 | 10,574 | -6.3% | 1,491 | -9.3% | 1,574 | -8.5% | 1,117 | -7.3% | 30.65 | 10.00 |
| 17/5H2 | 11,905 | 15.5% | 1,999 | 202.0% | 2,095 | 215.4% | 1,442 | 209.2% | 39.75 | 16.00 |
| 17/5 | 22,479 | 4.1% | 3,490 | 51.4% | 3,669 | 53.9% | 2,559 | 53.0% | 70.40 | 26.00 |
| 18/5H1 会予 | 12,700 | 20.1% | 1,920 | 28.7% | 1,970 | 25.2% | 1,360 | 21.8% | 37.80 | 12.00 |
| 18/5H2 会予 | 12,000 | 0.8% | 1,140 | -43.0% | 1,170 | -44.2% | 800 | -44.5% | 22.29 | 11.00 |
| 18/5 会予 | 23,700 | 5.4% | 3,060 | -12.3% | 3,140 | -14.4% | 2,160 | -15.6% | 60.09 | 23.00 |
| 18/5H1 DO予 | 12,900 | 22.0% | 1,950 | 30.8% | 2,000 | 27.1% | 1,380 | 23.5% | 38.36 | 12.00 |
| 18/5H2 DO予 | 12,900 | 8.4% | 1,850 | -7.4% | 1,900 | -9.3% | 1,270 | -11.9% | 35.36 | 14.00 |
| 18/5 DO予 | 25,800 | 14.8% | 3,800 | 8.9% | 3,900 | 6.3% | 2,650 | 3.5% | 73.72 | 26.00 |
| 19/5 DO予 | 28,000 | 8.5% | 5,000 | 31.6% | 5,100 | 30.8% | 3,500 | 32.1% | 97.37 | 32.00 |

| 地域別売上 | 13/5 | 14/5 | 15/5 | 16/5 | 17/5 | 18/5会予 | 18/5DO予 | 19/5DO予 |
|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 日本 | 13,801 | 15,954 | 16,581 | 15,678 | 17,218 | 17,750 | 19,600 | 21,200 |
| 海外 | 3,773 | 4,793 | 5,337 | 5,920 | 5,262 | 5,950 | 6,200 | 6,800 |
| 北米販売 | 1,562 | 1,903 | 2,142 | 2,650 | 1,938 | 2,040 | 2,050 | 2,200 |
| 欧州販売 | 776 | 767 | 769 | 880 | 786 | 940 | 950 | 1,000 |
| アジア販売 | 1,435 | 2,123 | 2,427 | 2,389 | 2,537 | 2,970 | 3,200 | 3,600 |
| 売上合計 | 17,574 | 20,747 | 21,918 | 21,598 | 22,479 | 23,700 | 25,800 | 28,000 |

株価推移

