COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

企業調査レポート

RS Technologies

3445 東証１部

企業情報はこちら >>>

2017 年 6 月 26 日（月）

執筆：客員アナリスト
浅川裕之
FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**

FISCO
FISCO Ltd.
http://www.fisco.co.jp

目次

■要約 01
1. 2017 年 12 月期第 1 四半期のウェーハ事業は営業利益率 37.6% を記録 01
2. 事業環境は良好な状態が継続。業界トップの同社には顧客からの供給拡大要請も 01
3. 業績見通しは控え目。中期経営計画全般に上方修正の可能性 01

■会社概要 02
1. 沿革 02
2. 事業セグメントの概要 03
3. ウェーハ事業の詳細説明 04

■業界環境と同社の強み 07
1. 事業環境アップデート 07
2. 同社の強み 09

■業績動向 12
1. 2016 年 12 月期決算の概要 12
2. 2017 年 12 月期第 1 四半期決算の概要 14
3. 再生ウェーハの事業環境と対応状況 16

■中長期の成長戦略 17
1. 中期的な業績計画と取り組みの全体像 17
2. 成長戦略：台湾子会社・三本木工場の生産力拡大とシェア拡大 18
3. 成長戦略：伸長する需要の取り込み 20
4. 成長戦略：潜在的な再生市場の開拓 21
5. 成長戦略：中国半導体マーケットへの参入 21

■今後の見通し 22

■株主還元策 26

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

要約

台南工場はフル生産が定着。
旺盛な需要で生産能力の本格的引き上げの決断が迫る

RS Technologies<3445> は半導体チップの主要部材であるシリコンウェーハの再生加工を手掛けている。国内と台湾に工場を持ち、両工場がフル稼働時の世界シェアは約 30%（メインサイズの 12 インチウェーハ、生産能力ベース）に達し、世界トップの地位にある。

1. 2017 年 12 月期第 1 四半期のウェーハ事業は営業利益率 37.6% を記録

2017 年 12 月期第 1 四半期決算は、売上高 2,552 百万円（前年同期比 49.0% 増）営業利益 733 百万円（同 387.5% 増）と大幅増収増益で着地した。ウェーハ事業は前期第 4 四半期に引き続き、三本木・台南両工場でフル稼働となり、特に台南工場の収益性が改善した結果、同事業セグメントの営業利益率は 37.6% に達した。台南工場の達成可能とみられる営業利益率 40% の水準に近づきつつあると弊社では見ている。

2. 事業環境は良好な状態が継続。業界トップの同社には顧客からの供給拡大要請も

ウェーハについてはプライムも再生も需給はタイトで、今第 1 四半期にはプライムウェーハの値上げが行われた。同社の再生加工賃もそうした動きを反映して一部顧客向けに値上げに成功した。今後も需給バランスがタイトな状況が予想されるなか、設備増強に踏み切る再生ウェーハ事業者は見当たらない状況だ。同社は台湾子会社においてデボトルネックによる能力拡大余地があるとみられており、顧客から早期の能力増強・供給拡大を要請されることもあり得ると弊社では考えている。

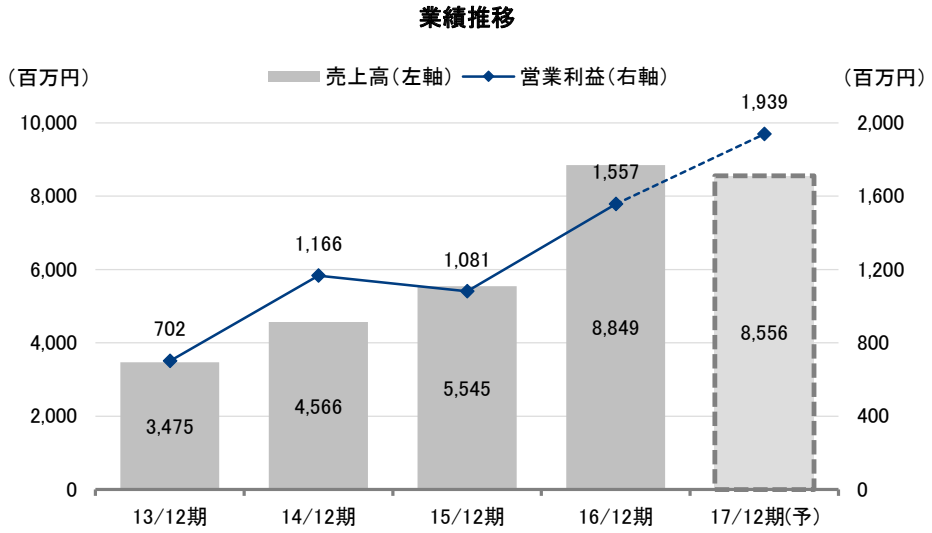
3. 業績見通しは控え目。中期経営計画全般に上方修正の可能性

2017 年 12 月期は、第 1 四半期における高い進捗率に照らし、早くも上方修正の可能性が議論される状況にある。第 2 四半期以降は稼働日数やメンテナンス費用、人件費などの要因もあるため、第 1 四半期の利益の 4 倍とはいかないにしても、営業利益の期初予想に対して 15% ～ 20% 程度上回ることは十分あり得ると弊社ではみている。また、同社はデボトルネックにより段階的に能力増強を図る方針であるが、前述のように顧客からの要請でタイミングの前倒しや能力増強幅の拡大の可能性もある。こうした動きを背景にとして、2017 年 12 月期も含めて中期経営計画全体が上方修正となる可能性があると弊社では見ている。

Key Points

- 12 インチウェーハの推定月間需要量はグローバルで約 550 万枚。右肩上がりのトレンドが続く
- コスト競争力、顧客構成、生産・加工技術の 3 つのポイントで優位性を保持
- 2016 年 12 月期は 10 円配を実施

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

ラサ工業の事業を承継してスタート

1. 沿革

同社の主力事業であるシリコンウェーハ再生加工事業は、ラサ工業 <4022> が 1984 年から行ってきたものだ。ラサ工業が同事業からの撤退を決定したのを受けて、その事業を承継すべく 2010 年 12 月に現・代表取締役社長である方永義（ほうながよし）氏により設立された。

ラサ工業は 1984 年に事業多角化の一環としてシリコンウェーハ再生事業に着手し、1985 年に宮城県三本木町（現・大崎市）に三本木工場を新設して本格的に事業をスタートさせた。国内半導体メーカーの業容拡大に合わせてラサ工業の再生加工事業も順調に拡大し、再生加工分野では業界トップの地位を獲得した。しかし、国内半導体メーカーが生産規模を縮小するステージに移行すると、同社の再生加工事業も単価下落と数量減少のダブルパンチを受けて不採算事業へと転落し、ついには撤退を決定するに至った。

同社は 2010 年末に事業を継承した後、2011 年 1 月から三本木工場の操業を開始した。設備と人員をラサ工業から承継したこともあって、事業は順調に立ち上がり、顧客ベースも拡大した。2014 年 2 月には台湾に子会社を設立して新工場建設を開始した。この新工場は台南工場として 2015 年 12 月に竣工した。また、2013 年にはソーラー事業（太陽光発電事業）に進出し、事業の多角化展開も行っている。証券市場には 2015 年 3 月に東証マザーズ市場に上場し、2016 年 9 月 9 日に東京証券取引所第 1 部に市場変更した。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

沿革表

2010年12月	シリコンウェーハ再生事業を主目的に、RS Technologies を設立。 ラサ工業 <4022> からウェーハ再生事業に関する装置を購入し、三本木工場の工業棟にかかる賃貸借契約を締結するとともに、ラサ工業を退職した従業員の一部を雇用して事業開始
2011年 1月	三本木工場の操業開始
2011年11月	三本木工場が「ISO90001：2008」認証取得
2013年 3月	古物商許可証を取得し、機械販売事業を開始
2013年10月	三本木工場においてソーラー事業（太陽光発電事業）開始
2014年 2月	台湾に連結子会社設立
2015年 3月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2015年12月	台湾子会社の台南工場が竣工
2016年 9月	東京証券取引所第 1 部に市場変更

出所：会社資料よりフィスコ作成

「ウェーハ事業」、「半導体生産設備の買取・販売事業」、「その他事業」の 3 部門で構成

2. 事業セグメントの概要

同社の事業セグメントは 2016 年 12 月期から主力の「ウェーハ事業」と「半導体生産設備の買取・販売事業」及び「その他事業」の 3 つに分かれている。2015 年 12 月期までは半導体生産設備の買取・販売事業はその他事業に含まれていたが、業容拡大により独立したセグメントとなった。

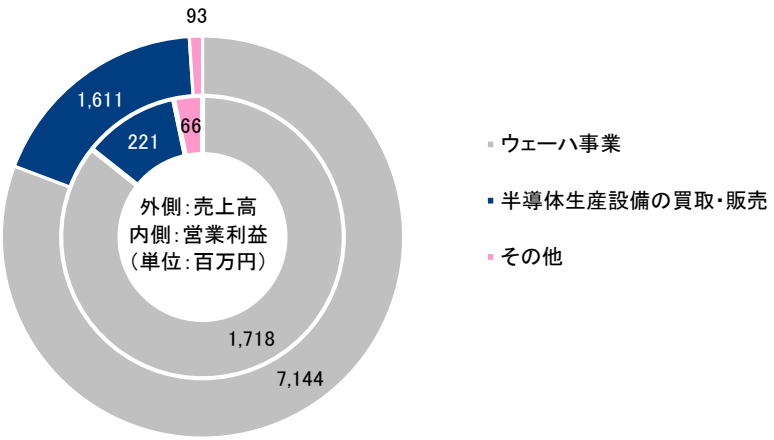
半導体生産設備の買取・販売事業は文字どおり、中古の半導体製造装置を世界の半導体メーカーから買い取り、今後本格的な立ち上がりを迎える中国企業向けに販売しようという事業だ。中古の製造装置の流通は、液晶パネル製造装置では一般的に行われており、将来的には半導体製造装置においても同様の動きが出てくると期待される。しかし現時点では中国の半導体産業自体が黎明期にあり、中古装置の流通はまだ立ち上がってはいない。

現在の半導体生産設備の買取・販売事業の中身は、半導体生産時に使用する消耗品の仕入れ販売だ。同社がこうした商社機能型ビジネスを行う理由は、中古装置取扱も含めた将来の事業拡大に向けての関係づくりや情報収集の意味合いがあると弊社では推測している。中国現地企業との事業は、人的なつながりが非常に重要視されるからだ。

その他事業には技術コンサルティングやソーラー事業（三本木工場における太陽光発電事業）からの収益が含まれている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

売上構成比（2016年12月実績）



出所：決算短信よりフィスコ作成

半導体チップの生産プロセスにおいてテストやモニター用途に使用されるウェーハのコスト削減に大きく貢献

3. ウェーハ事業の詳細説明

（1）半導体製造プロセスの説明

同社の手掛けるシリコンウェーハの再生加工事業を理解し、また、同社の強みやバリューをより良く理解するためには、シリコンウェーハ自体や半導体製造プロセスについての理解が不可欠だと弊社では考えており、以下に簡単に説明する。

a）シリコンウェーハ

“半導体（Semiconductor）”とは電気を通す導体（Conductor）と電気を通さない絶縁体（Insulator）の中間の性質を持つ物質である。この性質を生かして高密度に電気回路を形成した集積回路（Integrated Circuit, IC）が製造されている。PC の頭脳に当たる CPU（中央演算処理装置）や情報を記憶するためのメモリ（フラッシュメモリや DRAM など）などは IC に含まれるものである。今日では、“半導体”と言えば“半導体の性質を応用した製品”、すなわち、IC を意味することが普通となっている。半導体チップ、IC チップなどと表現されることもある。

半導体の性質を有する物質には様々なものがあるが、現状、IC の量産において広く使われているのがシリコンだ。多結晶シリコンを溶融したものから単結晶シリコンのインゴット（塊）を引き上げ、それを円盤状に薄くスライスして使用する。この円盤状のものを「シリコンウェーハ」と呼ぶ。半導体メーカーはシリコンウェーハの上に各種半導体製造装置を用いて微細な回路を形成し、半導体チップを製造する。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

シリコンウェーハに関して頭に入れておくべきポイントは以下のような点だ。

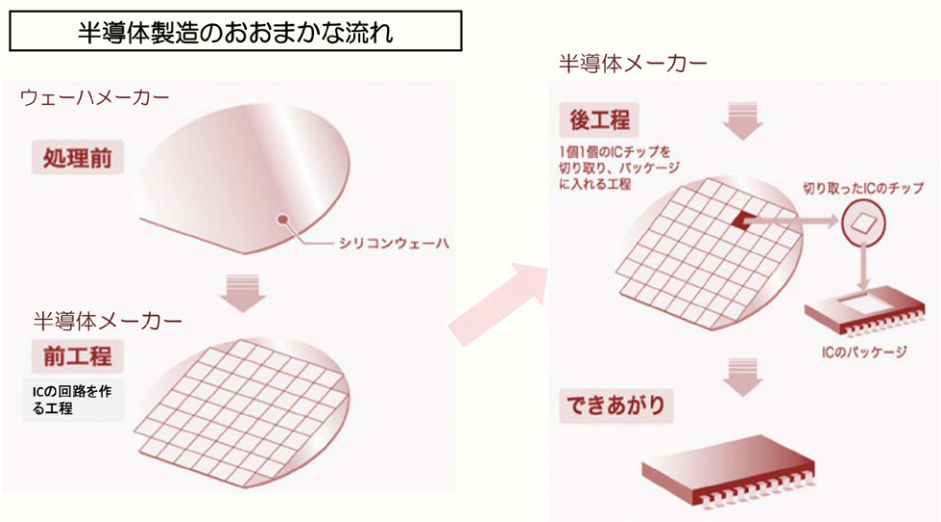
1）シリコンウェーハには何種類かのサイズがあり、大型化する傾向にある。
これは、1 枚のシリコンウェーハ上にできるだけ多くの半導体チップの回路を形成する方が半導体チップ 1 個当たりの製造コストを引き下げることができるためだ。現状、量産ベースでは直径 12 インチ（300mm）のものが最大かつ主力のサイズとなっている。それより小さいものには 8 インチ、6 インチ、5 インチなどがあり、今後登場が待たれるものには 18 インチ（450mm）がある。

2）シリコンウェーハの表面は高い平滑性が求められる。
半導体チップの回路加工が極めて微細であるためだ。この平滑性の実現が技術的差別化の 1 つのポイントだが、平滑性の実現はシリコンウェーハのサイズが大きくなるほど難しさを増す。

b）半導体製造プロセス
半導体製造プロセスは大きく“前工程”と“後工程”とに分けられる。前工程とは、シリコンウェーハの上に半導体の回路を形成する工程で、リソグラフの技術を始め真空技術や高分子化学技術など最先端の技術が駆使される。ポイントは“微細化”だ。回路の線をできる限り細くすることで、1 枚のシリコンウェーハ上に数百個の半導体チップの回路を形成することが行われている。

後工程は、前工程が完了したシリコンウェーハを個々のチップに切り分け、半導体パッケージと呼ばれる実装用部材に装着し、半導体製品としての完成形にするプロセスだ。我々が通常目にするのはこのパッケージされた IC チップである。

半導体製造プロセス



出所：決算説明資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（2）シリコンウェーハ再生加工事業

a）再生加工事業が成り立つ背景

同社の主力事業であるウェーハ事業とは、シリコンウェーハの再生加工事業だ。

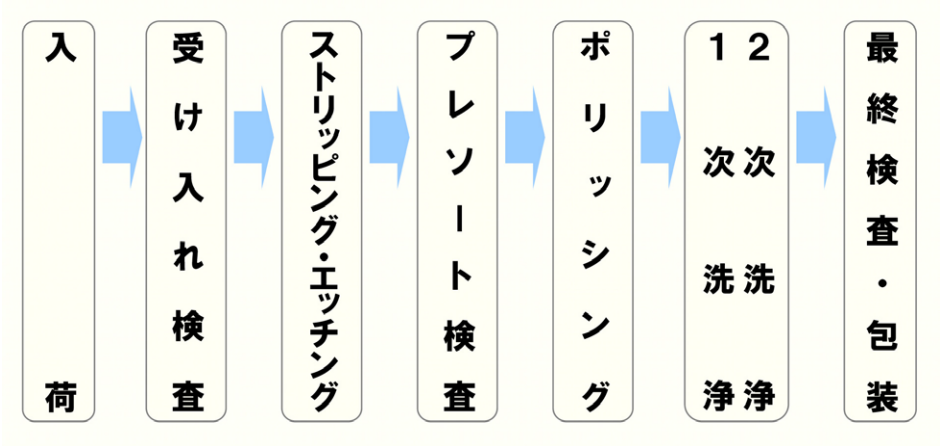
半導体製造プロセスに投入されるシリコンウェーハがすべて半導体チップ製造に使用されるわけではない。前述したように、半導体製造プロセスは極めて微細なプロセスの連続であるため、一連のプロセスの各段階で、テストや評価を繰り返しながら製造プロセスを進めていく必要がある。この用途のシリコンウェーハを「テストウェーハ」や「ダミーウェーハ」、「モニターウェーハ」などと呼ぶ（以下、当レポートではこれらを総称して「モニターウェーハ」の用語で統一する）。

モニターウェーハの使用量は、現状では全使用量の約 20% と見られている。すなわち、半導体製造ラインに 100 枚のウェーハが投入されるとすれば、実際に半導体チップに加工されるもの（この用途のウェーハを“プライムウェーハ”と呼んでモニターウェーハと区別することがある）は 80 枚であり、20 枚はテスト・評価用途に使用されるということだ。

テスト・評価用途にも新品ウェーハを投入することが基本ではあるが、半導体メーカーには、少しでも半導体製造コストを下げるため一度使用したモニターウェーハを再利用するニーズが出てくる。このニーズに応えて一度使用したモニターウェーハの表面を研磨し直して再利用できるようにすることが、同社が行うシリコンウェーハの再生加工事業だ。

具体的な事業モデルとしては、各半導体メーカーから同社に送付されてきた使用済みのモニターウェーハを同社が再生加工して送り返し、対価として再生加工賃を受け取るというものだ。使用済みモニターウェーハには各半導体メーカーの企業秘密やノウハウが詰まっているため、きちんと個別単体管理され、依頼主である半導体メーカーに確実に返送されるようになっている。

シリコンウェーハ再生加工の工程概要



出所：決算説明資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

b）再生加工事業の収益モデル

ウェーハ再生加工ビジネスの収益モデルを簡略化すると、まず売上高は、ウェーハの再生加工処理枚数と平均加工賃の積で求められる。一方、売上原価は、工場の稼働のための変動費、固定費だ。この中の大きな要素としては、労務費と減価償却費が挙げられる。そこからさらに販管費が控除されて営業利益が残るという流れだ。

再生加工事業者が受け取る再生加工賃は、新品のプライムウェーハ価格の 20% というのが 1 つの目安となっている。経済産業省生産動態統計から求めたシリコンウェーハ 1 枚当たりの価格（全サイズ平均ベース）は約 9,000 円だ。そうした現状から、1 枚当たり 2,000 円（輸出は米ドル建てで 20 ドル）とみておけばイメージしやすいだろう。

この再生加工賃は主として 2 つの要因で変動する。1 つはプライムウェーハの価格の動きであり、もう 1 つは再生加工ウェーハのその時々の需給関係だ。再生加工需要は半導体メーカーの設備稼働率に主として左右される。半導体メーカーの稼働率はさらに半導体を大量消費する最終製品（パソコンやスマートフォンなど）の需要に影響されることになる。再生加工に限って言えば、もう 1 つの需給要因がある。それは半導体工場の新規稼働や新規ライン投入、プロセスルール（微細加工レベル）の変更などがあったときだ。こうしたイベントがあると、半導体メーカーは量産開始の前に製造ライン安定化のために大量のモニターウェーハを投入するためだ。一方供給側については、前述したような再生加工賃の水準では新規参入者が利潤を獲得することが難しく、既存メーカーにおいても能力増強投資を容易に決断できないため、ある意味では安定した状況にあると言える。

業界環境と同社の強み

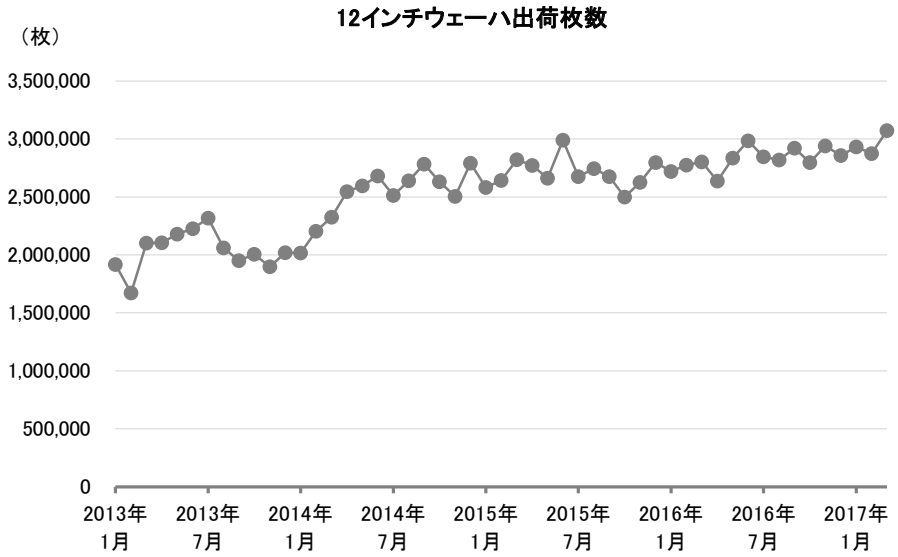
12 インチウェーハの推定月間需要量はグローバルで約 550 万枚。右肩上がりのトレンドが続く

1. 事業環境アップデート

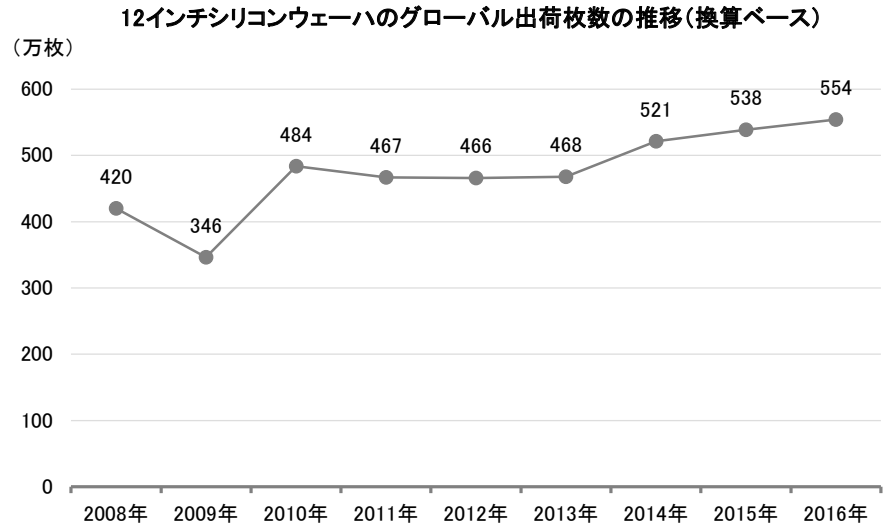
シリコンウェーハ再生事業はすそ野の広い半導体産業の中でもニッチな分野だ。しかし、前述のように半導体チップの製造コスト削減という観点からは無視できない効果があり、今後も存続する事業領域であると弊社では考えている。他方、再生加工賃の下落で新規参入が難しい状況となっているため、同社を始めとする既存事業者にとっては安定的な競争状態にあると言える。

経済産業省の生産動態統計によると 2017 年 3 月の 12 インチシリコンウェーハの販売数量は 347,177 千平方インチであった。これを枚数に換算すると 3,071,276 枚となる。SEMI によると 2016 年の世界シリコンウェーハ出荷数量は 10,738 百万平方インチだった。日本同様このうち約 70% が 12 インチウェーハと考えると 2016 年の 12 インチウェーハの出荷枚数は約 6,650 万枚と計算され、月間 554 万枚程度が出荷されていることになる。この 2 割（約 110 万枚 / 月）がモニターウェーハということになり、これがシリコンウェーハ再生加工市場の全体像ということになる。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.



出所：経済産業省生産動態統計よりフィスコ作成



出所：SEMI 統計よりフィスコ推計・作成

同社は三本木工場に 20 万枚 / 月、台湾子会社の台南工場に 10 万枚 / 月の 12 インチウェーハ再生加工能力を有している。三本木工場は当初は 16 万枚でスタートしたが、ここ数年デボトルネックを重ねた結果、デザインキャパシティは 20 万枚 / 月にまで拡大した。そこに操業の工夫を重ねて現状は月間 21 ～ 22 万枚の生産･出荷を行っている。三本木工場にはこのほかに、8 インチ以下のサイズについて 12 万枚 / 月の加工能力がある。台南工場は 12 インチウェーハの専用工場だ。現状は台南工場においてもフル生産が行われており、三本木工場同様、月によっては 10 万枚を超える生産・出荷が行われているもようだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

生産能力一覧

工場	サイズ	月産能力 実能力（2016 年末）
三本木工場	12 インチ	20 万枚
	8 インチ以下	12 万枚
台南工場	12 インチ	10 万枚

出所：会社資料よりフィスコ作成

約 100 万枚 / 月の市場（12 インチウェーハ）において 30 万枚 / 月超の再生加工能力を有するということで、同社は能力ベースの世界シェア 30% を有し、グローバルトップのポジションにある。国内市場での競合相手は三益半導体工業 <8155>、濱田重工 (株) などだ。このうち三益半導体工業は信越化学工業 <4063> のグループ企業で、新品ウェーハの研磨加工も担っている。濱田重工は熊本県において同社と同じくウェーハの再生加工事業を行っている。

海外勢では台湾勢が主要な競合相手だ。シリコンウェーハ市場では日本企業が世界シェアの 70 ～ 80% を握っていることもあり、再生加工も日本企業の独壇場であったが、台湾にファウンドリ企業（半導体製造請負企業）が集積するにしたがって、台湾にも再生加工事業者が生まれた。現在は主要企業が 3 社存在し、それぞれ 10% 程度のシェアを有しているとみられる。こうした競合状況のなか同社は、後述する同社独自の強みと、業務提携・M&A を活用して、中期的に世界シェア 40% を獲得することを目標として掲げている。

コスト競争力、顧客構成、生産・加工技術の 3 つのポイントで優位性を保持

2. 同社の強み

同社の強みとして様々なポイントを挙げることができるが、以下ではなかでも特に重要と弊社が考えている 3 点を紹介する。

(1) コスト競争力

弊社が考える同社の強みの最大のポイントは、コスト競争力だ。同社は 2017 年 12 月期第 1 四半期においてウェーハ事業の営業利益率が 37.6% に達した。この時点では同社単体と台湾子会社がともにフル生産となっており、現状の同社の実力を端的に表していると言える。

この高い収益性を実現できている理由は、ラサ工業の生産設備を安価で購入したことや、人員を必要最低限に絞り込んだことが大きい。ラサ工業は事業撤退に当たって一旦従業員を解雇した。同社はこれら従業員の一部を再雇用して事業をスタートさせたため、当初は 55 人でスタートし、能力を 20 万枚 / 月に拡張した現在でも 350 人体制で操業している。ラサ工業時代は 9 万枚 / 月の生産能力に対して 450 人の従業員がいたことを考えると、同社の効率性の高さが際立つ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

同社とシリコンウェーハ関連企業の信越化学工業、SUMCO<3436>、三益半導体工業の営業利益を比較した。信越化学工業と SUMCO はシリコン単結晶の引き上げから行う、いわゆるシリコンウェーハの一貫製造メーカーだ。同社と三益半導体工業は表面研磨加工だけを手掛け、その中で三益半導体工業は新品と再生加工の両方を行い、同社は再生専業という違いがある。4 社の中で同社の営業利益率が他を圧倒している。

シリコンウェーハ関連企業の営業利益率比較

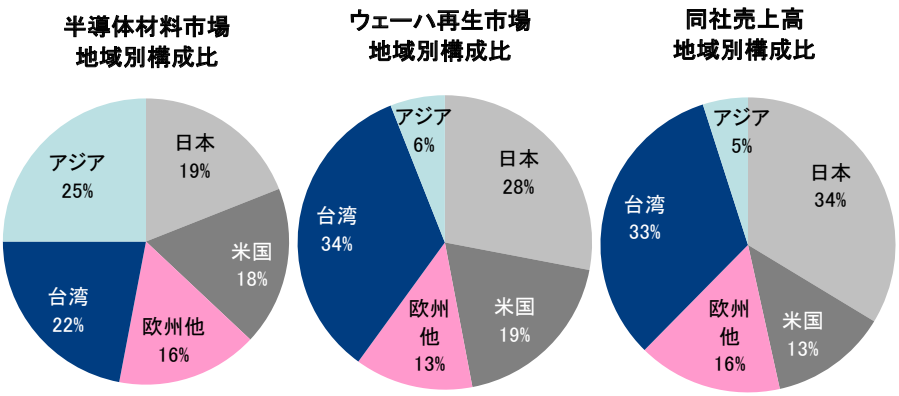
会社名	コード	決算期	事業セグメント	営業利益率（%）	売上高（百万円）	営業利益（百万円）
RS Technologies	3455	12 月決算	ウェーハ事業	37.6%	2,102	790
三益半導体工業	8155	5 月決算	半導体事業部	16.4%	18,139	2,976
信越化学工業	4063	3 月決算	半導体シリコン事業	22.2%	252,614	55,991
SUMCO	3436	12 月決算	全社	13.4%	60,195	8,067

注：営業利益率の計算は百万円単位で計算。
注：同社と SUMCO は 2017 年度 1Q の数値。信越化学工業の数値は 2017 年 3 月期通期。三益半導体工業は 2017 年 5 月期 3Q 決算の半導体事業部の売上高と全社営業利益で計算。
出所：各社短信等よりフィスコ作成

（2）顧客構成

同社のもう 1 つの強みは顧客構成で、この点もラサ工業時代から大きく変化した点だ。ラサ工業時代はある特定の半導体メーカー向けの売上構成比が約 70% に達しており、この半導体メーカーの生産状況によって再生加工事業の操業度も大きく影響を受けるという脆弱な収益基盤となっていた。

同社は事業開始当初から顧客の分散に努めた。現在では、地域別のウェーハ再生加工市場構成比と同社の売上高の地域別構成比がほぼ相似形となっている。それぞれの地域内においても複数の半導体メーカーを顧客として抱えているとみられ、顧客 1 社当たりの依存度を大きく引き下げることに成功している。



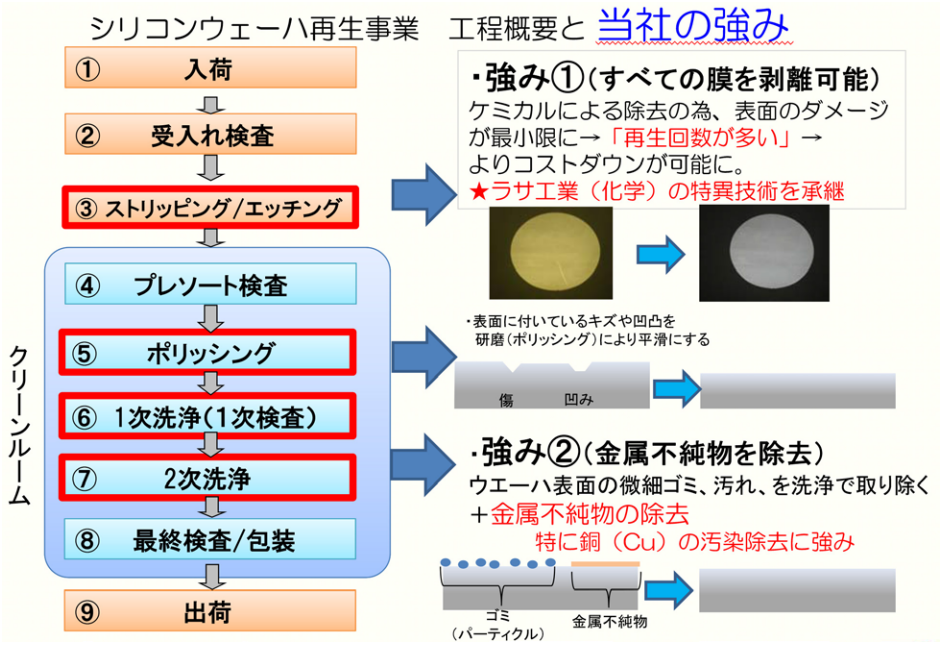
出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

（3）生産技術：薄膜はく離技術と金属除去技術

同社は技術的側面でも強みを有している。現時点で威力を発揮しているのは、ケミカル処理による薄膜のはく離技術だ。モニターウェーハの表面には回路形成の前処理として様々な物質の薄膜が形成されるほか、ウェーハ内部にもドーピング処理が成される。再生加工の本質はこの膜やドーピング物質を除去してピュアな高純度シリコンのウェーハに戻すことだ。ライバル企業がこれをポリッシング（研磨）で行うのに対して、同社はケミカル処理とポリッシングを組み合わせて行っている。このメリットは、再生 1 回当たりの研磨量を減らすことができるため、モニターウェーハの再生回数を多くすること（長寿命化）ができる点だ。コストダウン効果に直接つながるため、顧客に対する訴求力は高いと弊社では考えている。

技術的な強み



出所：決算説明資料より掲載

もう 1 つの強みは金属除去技術だ。同社は金属回路を形成したモニターウェーハも再利用を可能にする技術を開発した。この技術を使えば現状は廃棄されているウェーハが再利用の対象となるため、同社にとってはウェーハ再生市場の拡大を意味する。この廃棄分はウェーハ投入量の 5% 程度（グローバルで月間約 25 万枚）とみられるため、業績インパクトは大きい。ただし、この金属除去技術の普及にはもうしばらく時間がかかりそうだ。最大のハードルは、半導体メーカー側が金属除去は不可能という先入観を捨てきれない点にあるようだ。同社側としても、足元の設備稼働率がフルキャパシティ状態にある現状から、金属除去技術実用化の優先度は低下している状況だ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

業績動向

尻上がりに業績が拡大。第 4 四半期には台湾子会社もフル操業に移行

1. 2016 年 12 月期決算の概要

同社の 2016 年 12 月期決算は、売上高 8,849 百万円（前期比 59.6% 増）、営業利益 1,557 百万円（同 44.1% 増）、経常利益 1,450 百万円（同 54.7% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 869 百万円（同 185.5% 増）と大幅増収増益で着地した。

2016 年 12 月期の業績概要

（単位：百万円）

	15/12 期			16/12 期				
	上半期	下半期	15/12 期	上半期	下半期	通期修正予想	通期実績	前年同期比
売上高	2,475	3,070	5,545	3,877	4,971	7,740	8,849	59.6%
売上総利益	946	925	1,872	933	1,582	-	2,516	34.4%
売上高粗利益率	38.3%	30.1%	33.8%	24.1%	31.8%	-	28.4%	-
販管費	337	452	790	427	531	-	958	21.3%
売上高販管費率	13.7%	14.7%	14.3%	11.0%	10.7%	-	10.8%	-
営業利益	608	472	1,081	506	1,050	1,531	1,557	44.1%
売上高営業利益率	24.6%	15.4%	19.5%	13.1%	21.1%	19.8%	17.6%	-
経常利益	582	355	937	156	1,294	1,147	1,450	54.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	235	69	304	65	803	742	869	185.8%

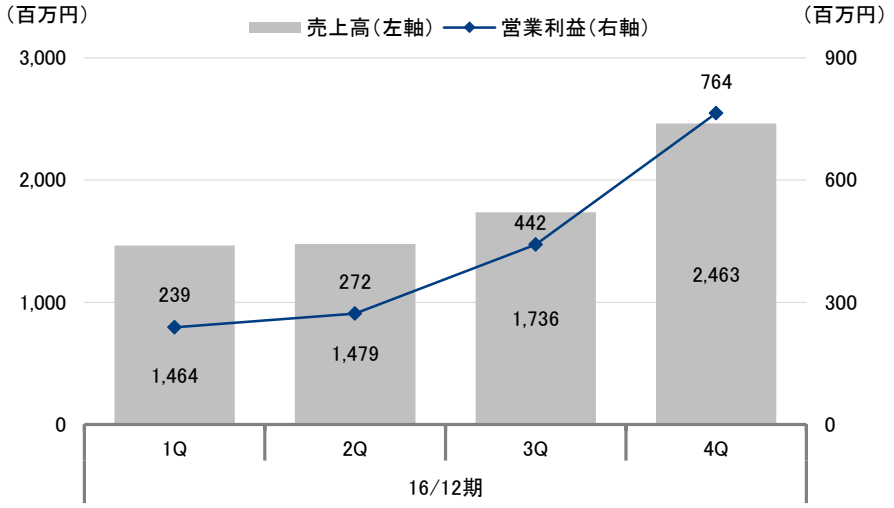
出所：決算短信よりフィスコ作成

ウェーハ事業セグメントは、売上高 7,144 百万円（前期比 39.9% 増）、営業利益 1,718 百万円（同 24.0% 増）と大幅増収増益で着地した。期を通じて旺盛な再生ウェーハ需要に支えられ、販売数量は順調に増加した。三本木工場では出荷数量が月 20 万枚を超える状況が続いたとみられる。台南工場は顧客からの認定取得が遅れて実質的な事業のスタートが 2016 年 4 月にずれ込んだものの、6 月には単月で黒字転換するなど、旺盛な需要に支えられて順調に生産数量を拡大させた。

注目されるのは第 4 四半期のウェーハ事業の業績だ。売上高は 2,463 百万円、営業利益は 764 百万円となり、第 3 四半期からそれぞれ 41.9%、72.6% 増加し、“急加速”となった。旺盛な需要に支えられて三本木工場のフル生産が続くなか、第 4 四半期には台南工場の稼働率もフルとなったためだ。台南工場のデザインキャパシティは月産 10 万枚であるが、第 4 四半期には 10 万枚を超える生産・出荷を果たしたもようだ。台南工場は設備を日本から移設したため減価償却負担が非常に軽い、また、操業面においても日本での運用実績やノウハウがあるため、早期から高歩留まりを実現できたとみている。こうした背景により第 4 四半期において台湾子会社の収益貢献が急速に拡大し、全社の収益を押し上げた。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

ウェーハ事業の四半期業績の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

半導体生産設備の買取･販売事業は、売上高 1,611 百万円（前期比 332.2% 増）、営業利益 221 百万円（同 63.6% 増）と大幅な増収増益となった。売上高が急拡大したのは、従来からの消耗品の販売に加えて、液晶モジュールの販売が急拡大したためである。この事業は商社機能型の一過性のものとみられるが、比較的高い採算性を有する取引で営業利益の前期比大幅増益に貢献した。

2016 年 12 月期セグメント別業績

（単位：百万円）

		15/12 期	16/12 期			
		通期	上半期	下半期	通期	前期比
売上高	ウェーハ事業	5,107	2,944	4,200	7,144	39.9%
	半導体生産設備の買取・販売事業	372	885	725	1,611	332.2%
	その他	282	47	45	93	-66.8%
	小計	5,762	3,877	4,971	8,849	53.6%
	調整額	-216	0	0	0	-
	合計	5,545	3,877	4,971	8,849	59.6%
営業利益	ウェーハ事業	1,386	511	1,206	1,718	24.0%
	半導体生産設備の買取・販売事業	135	168	53	221	63.6%
	その他	29	33	33	66	129.3%
	小計	1,550	713	1,293	2,006	29.4%
	調整額	-469	-206	-242	-448	-
	合計	1,081	506	1,050	1,557	44.1%

出所：会社資料よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

ウェーハ事業の営業利益率は 37.6% を記録。高稼働率に加え再生加工賃の値上げが寄与

2. 2017 年 12 月期第 1 四半期決算の概要

2017 年 12 月期第 1 四半期決算は、売上高 2,552 百万円（前年同期比 49.0% 増）営業利益 733 百万円（同 387.5% 増）、経常利益 919 百万円（同 34.9 倍）、親会社株主に帰属する当期純利益 605 百万円（前年同期は 37 百万円の損失）と大幅増収増益で着地した。

2017 年 12 月期第 1 四半期決算の概要

（単位：百万円）

	16/12 期					17/12 期		
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期実績	1Q	前年同期比	前四半期比
売上高	1,713	2,164	2,393	2,578	8,849	2,552	49.0%	-1.0%
売上総利益	354	579	632	950	2,516	999	181.8%	5.2%
売上高粗利益率	20.7%	26.8%	26.4%	36.8%	28.4%	39.1%	-	-
販管費	204	223	248	283	958	265	30.3%	-6.1%
売上高販管費率	11.9%	10.3%	10.4%	11.0%	10.8%	10.4%	-	-
営業利益	150	356	384	666	1,557	733	387.5%	9.9%
売上高営業利益率	8.8%	16.5%	16.0%	25.9%	17.6%	28.7%	-	-
経常利益	25	130	335	958	1,450	919	3490.0%	-4.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	-37	103	176	627	869	605	-	-3.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

前年第 1 四半期は新設の台南工場が立ち上がっておらず、三本木工場もデボトルネックによる能力拡張途上であったため、比較において大幅増収増益となった。一方、前年第 4 四半期は、三本木工場、台南工場ともにフル生産の状況にあった。それとの比較では売上高は 1.0% の減収となったものの、売上総利益は 5.2% の増益となり、販管費は 6.1% の減少となったことから、営業利益は 9.9% の増益となった。

主力のウェーハ事業の売上高は前年同期比 43.6% 増、前四半期比 14.7% 減となった。前四半期対比での減収は、生産能力を超えた極めて高い生産水準の中での変動によるもので、懸念する内容ではないと弊社ではみている。具体的には稼働日数や需要家からの受注のタイミングのずれ込みなどの要因によるものと弊社ではみている。一部需要向けに値上げが実現するなど、需給バランスは引き続きタイトな状況が続いている。

ウェーハ事業の営業利益は 790 百万円で、前年同期比 20.2% 増、前四半期比 3.5% 増となった。注目すべきはウェーハ事業の営業利益率で、今第 1 四半期は 37.6% と、前年第 4 四半期の 31.0% を上回った。同社はかねて、台湾子会社（台南工場）の収益力及び収益性に関する目安として、為替レートが 120 円 / ドルの水準でフル稼働になれば営業利益率は 40% を実現できるとの見解を示していた。第 1 四半期の為替レートはそれよりも円高の 112 円前後と推測されるが、為替影響をはねのけて早くもその水準に近い利益率を達成した可能性があると弊社では推測している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

半導体生産設備の買取･販売事業の売上高は 430 百万円で前年同期比 87.3% 増、前四半期比 343.4% 増となった。前期は期の途中から液晶モジュールの商社機能的取引が加わって売上高は大きく拡大した。2017 年 12 月期は会社計画では織り込んでいないようだが、この第 1 四半期にも取引があった模様だ。この取引は前期同様、利益を伴った取引となっており、今第 1 四半期の営業利益は 59 百万円（前年同期比 19.7 倍、前四半期比 199.4% 増）となった。

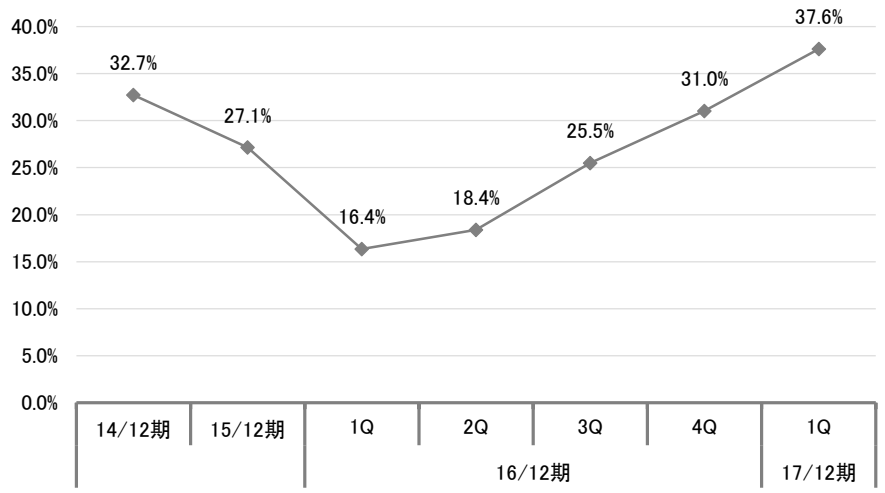
2017 年 12 月期第 1 四半期セグメント別業績

（単位：百万円）

		16/12 期					17/12 期		
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	前年同期比	前四半期比
売上高	ウェーハ事業	1,464	1,479	1,736	2,463	7,144	2,102	43.6%	-14.7%
	半導体生産設備の買取・販売事業	229	656	628	97	1,611	430	87.3%	343.4%
	その他	19	28	28	17	93	20	5.6%	16.4%
	小計	1,713	2,164	2,393	2,578	8,849	2,552	49.0%	-1.0%
	調整額	0	0	0	0	0	0	-	-
	合計	1,713	2,164	2,393	2,578	8,849	2,552	49.0%	-1.0%
営業利益	ウェーハ事業	239	272	442	764	1,718	790	230.2%	3.5%
	半導体生産設備の買取・販売事業	3	164	33	19	221	59	1671.1%	199.4%
	その他	11	21	21	11	66	12	8.4%	8.1%
	小計	254	458	497	796	2,006	863	238.9%	8.5%
	調整額	-104	-102	-113	-129	-448	-130	-	-
	合計	150	356	384	666	1,557	733	387.5%	9.9%

出所：決算短信よりフィスコ作成

ウェーハ事業セグメントの営業利益率の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

タイトな需給バランスを反映して 2017 年第 1 四半期にプライム・再生ともに値上げが実現

3. 再生ウェーハの事業環境と対応状況

（1）価格の動向

好調な半導体生産を反映してプライムウェーハ、再生ウェーハともに需給バランスがタイトな状況が続いている。そうしたなか、2017 年第 1 四半期（1 月－ 3 月期）において、プライムウェーハの値上げが実施された。値上げ幅は各社によって異なるが、平均的には 15% 程度とみられる。

前述のように、プライムウェーハの価格動向は、再生ウェーハの価格にも影響を与える。同社は今第 1 四半期において、一部の需要家に対して 5% ～ 10% の値上げを行ったもようだ（値上げ幅は弊社の推定）。結果として、今第 1 四半期は平均単価が数 % ほど上昇したとみられる。

今後の価格動向については不透明な部分が多い。方向性としては上昇方向にはあるが、いつ、どの程度の幅で値上げが進むかは見通せない状況だ。不透明感を生んでいる背景は、プライムウェーハの値上げに関し、メーカー間で温度差があることが 1 つの要因だ。大手メーカーは元来が安定したシェアを獲得できていることもあり、第 1 四半期の値上げで一旦値上げムードが減退したとみられるのに対し、中・下位メーカーは今がチャンスと引き続き値上げに積極的な状況にある。

プライムウェーハの一段の値上げが再生ウェーハにとってプラスかマイナスかは判断が難しい。再生ウェーハの存在価値はコストダウンの実現にある。プライムウェーハとの価格差に注目して考えるならばプライムウェーハの値上げは再生ウェーハにとってもプラスと解釈できる。一方、半導体メーカーの視点に立てば、プライムウェーハの値上げによりトータルコストを抑制するために再生ウェーハの値上げには厳しくなることも考えられる（その分数量増につながる可能性はある）。

同社は期初の業績予想において再生加工賃の値上げを織り込んではいない。したがって第 1 四半期の値上げの効果は現在の業績予想に対して上ブレ要因ということになる。第 2 四半期以降についても追加の値上げを織り込まない姿勢には変更はない。

弊社では、同社の価格に対する慎重なスタンスは妥当だと考えている。同社は他社に比べてコスト競争力が高いため、現在の価格でも十分利益は確保できている。価格競争力に劣る競合企業を振るい落とす意味でも、価格については自然体で臨み、稼働率を上げて操業差による増益を目指す方が中長期的にはプラスになると弊社では考えている。後述するように、同社にはまだ数量拡大による成長余地が残されているとみられる点もそう考える理由だ。

（2）生産・稼働の状況

同社は三本木工場、台南工場がともにフル稼働の状態にあるのは前述のとおりだ。しかし、弊社ではまだデボトルネックなどにより、生産・出荷数量を伸ばす余地があると考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

三本木工場はデザインキャパシティが月産 20 万枚のところ、操業の工夫を重ねて現状は月間 22 万枚程度の生産・出荷を行っている。ここからさらに月間 1 ～ 2 万枚の上積みが可能な見通しだ。同社によれば、同社の再生加工ウェーハは平滑度などのクオリティにおいて、用途に照らしてオーバースペック（過剰品質）となっているものも多いもようだ。この点を修正して適正なスペックまでの加工とすることで、研磨時間の短縮などを通じて生産性の向上、ひいては生産枚数の増加が図られることになる。

弊社ではこの施策は極めて有効だと考えている。設備投資をまったく伴わず消耗品の使用量も削減できるため、収益性向上に直結すると期待されることが理由だ。ただ一方で、この施策は設備投資を伴わない能力増強の最終局面が近づいていることを示唆しており、三本木工場の現有設備での生産能力はこの施策の結果到達すると期待される月産 24 万枚程度が限界ではないかと弊社ではみている。

台湾工場のデザインキャパシティは月間 10 万枚で、現状はフル生産が続いている。受注の内容（加工の要求度）によってはプラスアルファ（1 ～ 2 万枚 / 月）の増産も可能となっているもようだが、こちらも設備投資を伴わない形での増産は既に限界に達しているもようだ。

以上のような設備状況であるため、同社は早晩、設備投資の判断を迫られることになると弊社では予想している。同社自身も、中長期の経営方針の中で、“ 台湾子会社・三本木工場の生産能力拡大 ” を掲げているが、そのタイミングや具体的施策の内容について、まったくの未定としている（この点は中長期の成長戦略の項で詳述する）。

中長期の成長戦略

為替レートの前提を修正しても増収増益基調が続く

1. 中期的な業績計画と取り組みの全体像

同社は毎年期初に、向こう 3 年間の中期経営計画を発表している。2017 年度の期初に発表された計画（2017 年度中期計画）では、2019 年 12 月期において売上高 9,204 百万円、営業利益 2,432 百万円、当期純利益 1,571 百万円を予想している。2016 年中期経営計画との比較では売上高が上方修正されているのに対して利益面では下方修正されているように見える。これは為替レートの前提を 2016 年中期経営計画の 120 円 / ドルから 2017 年中期経営計画では 107 円 / ドルに変更したためであり、実質的には上方修正になっていると弊社では理解している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

2017 年度中期経営計画の概要

（単位：百万円）

	2016/12 期	2017/12 期		2018/12 期		2019/12 期
	実績	2016 年中計	2017 年中計	2016 年中計	2017 年中計	2017 年中計
売上高	8,849	8,292	8,556	8,338	8,891	9,204
営業利益	1,557	2,191	1,939	2,186	2,146	2,432
親会社株主に帰属する当期利益	869	1,578	1,177	1,588	1,346	1,571

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

2017 年度中期経営計画の考え方の前提条件として同社は、「2017 年度は三本木工場月産 20 万枚、台南工場月産 10 万枚」、「2018 年度以降は台南工場はボトルネック解消により 10 万枚超」としている。為替レートについては前述したように 107 円 / ドルだ。

実際の状況は、三本木工場、台南工場ともに、生産能力を上回る生産月もある状況だ。また、弊社では、現在のタイトな需給に鑑みて、顧客からの要請でデボトルネックの時期や幅が前倒しされる可能性もあると考えている。そうしたユーザードリブンによる能力増強が実際に起これば、この中期経営計画は上方修正されることになるだろう。

この中期経営計画の実現に向けて、同社は経営方針として 5 つの項目を掲げ、それに取り組んでいる。内容的には 2016 年度中期経営計画から変更はない。

中長期的経営方針の 5 つのポイント

中・長期的な経営方針
① 台湾子会社・三本木工場増設による生産力拡大
② 再生市場でのシェア拡大
③ 伸長する需要の取込み
④ 潜在的な再生市場の開拓
⑤ 中国半導体マーケットへの参入

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

台南工場も生産技術や品質面の課題はクリア。ここからの課題は日・台の生産能力拡張

2. 成長戦略：台湾子会社・三本木工場の生産力拡大とシェア拡大

同社は 2016 年度において三本木工場での実生産量拡大と台湾子会社（台南工場）の生産量拡大に取り組んできた。前述のように、現状では三本木工場が月産 21 万枚～ 22 万枚、台南工場が 11 万枚～ 12 万枚の生産・出荷にまで至っているもようだ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

台南工場がフル生産になっている事実は、同工場の技術及び品質が顧客に認められていることにほかならず、“生産力拡大”という目標は達成されたと言える。三本木工場については言うまでもない。したがって、中長期的経営方針の 1）台湾子会社・三本木工場の生産力拡大と、2）再生市場での当社のシェア拡大という 2 つの項目は、今後の生産能力増強投資というテーマに、実質的には集約されたと弊社では考えている。この点について考えてみたい。

同社は中期的な経営目標として世界シェア 40% を目指すとしている。前述のように三本木・台南両工場合計の実生産能力が 30 万枚を超えてきている現状では、月産 5 万枚～ 10 万枚の能力増強を図ることでその目標に近づくことができると弊社ではみている。

能力増強の候補地は三本木工場と台南工場両方が考えられる。三本木工場にはかつての第 7 工場の建屋があり、ここにフルにラインを入れれば月産 20 万枚規模の能力増を図れる。しかしこれは設備投資額が 70 億円～ 80 億円に達する上、能力増強幅が大きすぎて稼働率低下を招くとみられることから現実的ではない。仮に三本木で増強を図る場合でも、10 万枚 / 月規模の増設を行う方が現実的で妥当だと弊社では考えている。その場合は設備投資額も 30 億円～ 40 億円と半額程度に抑えられるとみられる。

台南工場においても敷地に余裕があり、新棟建設を含めて能力増強を図ることは充分可能とみられる。しかし、台南工場に関してはまだデボトルネックの余地が大きく残されている。現状の台南工場の生産ラインは基本的に三本木工場から移設したものだ。そのため現状では、生産プロセスごとにスループット（単位時間当たりの処理能力）がバラバラとなっている状況だ。ライン全体の生産能力は最もスループットの低いところの制約を受けることになる。したがって、そうしたボトルネック部分に追加的な投資を行うことで、ライン全体の生産能力を高めることが可能となる。生産ラインの新増設に比べてはるかに小さい投資額で実現可能だ。

台南工場のデボトルネックによる生産能力増強幅は月産 5 万枚程度とみられる。三本木工場と台南工場の既存ラインの実生産能力がそれぞれ 22 万枚、12 万枚で、三本木工場ではオーバースペック解消による更なる実能力拡大余地があるのは前述のとおりだ。ここに台南工場でのデボトルネックによる 5 万枚が加われば同社の 12 インチウェーハの生産能力は 40 万枚を超えてくることになる。

同社はこのデボトルネックも含め、今後の生産能力増強については、時期・規模ともに未定としている。同業他社において目立った動きがない中で、現状のタイトな需給関係をキープしながら再生加工賃の価格上昇を目指しているとも推測される。予算に価格上昇を織り込んでいないとはいえ、価格は高いに越したことはないからだ。

一方、同社は他社との業務提携や M&A を通じた能力増強も選択肢の 1 つとしており、2016 年 7 月に日本バルカー工業 <7995> との間で業務提携を行った。日本バルカー工業は子会社にシリコンウェーハ再生を行う（株）バルカー・エフエフティを抱えており、それとの業務上のシナジーを追求するのが目的だ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

弊社では、M&A は同社にとっては非常に効果が高い施策だと考えている。前述したように、ウェーハ再生加工ビジネスは、再生加工賃の下落によって誰もが儲かるという状況にはない。今後想定されるウェーハの世代交代（技術のロードマップでは主力のサイズが現在の 12 インチから 18 インチへと拡大する予定となっている）に際しては、再生加工メーカーも大規模な設備投資を余儀なくされることになる。こうした状況のなか、シェアトップでコスト競争力の高い同社は、業務提携や M&A においても有利なポジションに立てると考えられる。同社にとっても、将来的にウェーハの世代交代とそれに伴う大規模投資が想定されるなかでは、既存のサイズの能力拡大に関しては投資額の抑制は必要であり、M&A や業務提携による実質的生産能力増強は、自前の設備投資と並ぶ重要な経営施策だと言える。

半導体製品の高度からウェーハサイズの世代交代は需要伸長要因。同社の対応準備は完了

3. 成長戦略：伸長する需要の取り込み

“需要の取り込み”にはキャパシティと技術力の 2 つの視点がある。キャパシティについては前述した。以下では技術力の観点から考えてみたい。

製品の高度化や将来のウェーハサイズの世代交代もまた、需要伸長要因となってくると弊社では考えている。その例と対応状況は以下のとおりだ。

製品高度化の一例が 3DNAND フラッシュの本格普及だ。NAND 型フラッシュメモリは現在のフラッシュメモリの主力のタイプであるが、現行の作り方では記憶容量に限界があるため、垂直方向に回路を積層して記憶容量を挙げたものが 3DNAND フラッシュと呼ばれている。2016 年に入り、東芝 <6502> や Intel なども本格的に量産を開始した。3DNAND フラッシュは製造が難しく、それだけ、モニターウェーハを消費する。モニターウェーハの需要は、いわゆる半導体サイクル以外に、新工場の稼働や新製品の稼働でも増加すると前述したが、その大きな波が今起こっており、同社はその需要の取り込みに成功している。こうした流れのなかで、同社固有の金属除去技術の実用化が進むことを弊社では期待している。

ウェーハサイズの世代交代については、現在の主力である 12 インチから 18 インチへの移行がロードマップ上で示されている。18 インチへの移行に関しては、再生加工メーカーは受け身の立場であり、重要なことは、需要が立ち上がった時に即応できるかどうかだ。この点について同社は、三本木工場内に 18 インチ用の設備を導入し、ポリッシング技術を確立済みだ。顧客からの評価も獲得しており、いつでも量産へと移行できる体制が整っている。再生加工専業メーカーの中で 18 インチへの対応が済んでいる企業は数少ないと弊社では考えており、この点で同社は大きなアドバンテージを有していると評価している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

金属除去技術には大きな潜在成長性があるものの、事業の立ち上がりには時間を要する

4. 成長戦略：潜在的な再生市場の開拓

この意味するところは、前述した金属除去技術による再生市場の拡大ということだ。同社独自の金属除去技術が認定されれば、現在は廃棄されているモニターウェーハが再生加工へと回されるようになると期待される。その潜在需要の規模は、グローバルで月間 25 万枚程度と推測されており、実現すれば収益インパクトは大きい。

前述のように、半導体メーカーの側の“金属除去はできない”という先入観が強く、同社の技術は商業ベースではまだスタートしていない。しかし、例えば 3DNAND フラッシュなど新製品の登場や一段の微細化進展などがあると半導体チップの歩留まりが低下し、コストアップにつながる。そうなると再生ウェーハへの需要が一段と強まり、その結果、金属除去技術へのニーズが具体化する可能性もある。

中古設備の移設やウェーハ事業の現地化などに商機を見出す

5. 成長戦略：中国半導体マーケットへの参入

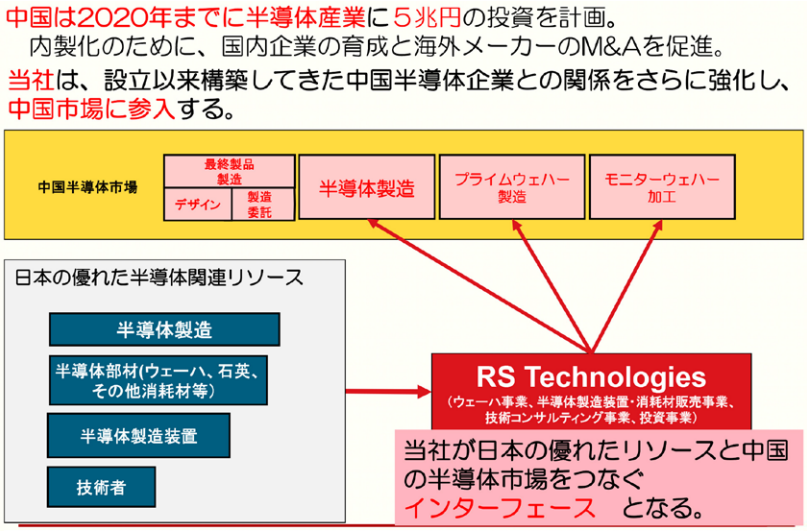
中国においては 2020 年までに、半導体産業に 5 兆円の投資が計画されている。同社はこの市場に参入して中長期的な成長を加速させ業容拡大を図る計画だ。同社の方社長を始め経営幹部は、かつて商社で勤務し中国企業との取引において豊富な経験と人的関係を有している。その知見を活用して同社においても中国ビジネスを拡大しようと努めてきた。

現状は半導体製造に関する消耗品の販売を中心に、先方のニーズに応じて様々な資機材の取引を行っている。2016 年 12 月期には液晶モジュール（液晶パネルの半製品）の取引が急拡大した。中長期的には、事業セグメント名が表象するように、半導体製造装置の取引へと進めたいというのが同社の計画だ。中古の液晶パネル製造装置の移設は既に行われている。半導体製造装置は微細加工の度合いが液晶とはケタが違うため難易度も高いとはいえ、いずれそうした動きが広まるのは想像に難くない。

弊社では同社の主力のウェーハ事業についても対中国ビジネスのチャンスは大きいとみている。中国の半導体産業が成長するに従い、再生ウェーハの需要も相応に大きくなってくる。その場合、“需要家立地”すなわち、顧客の近くへの工場建設という発想は当然出てるだろう。また中国半導体市場の立ち上がりと合わせて、同社が事業ドメインを拡大することも考えられる。このステージに進むまでにはまだしばらく時間を要すると考えられるが、同社の中国事業は今後の展開が大いに注目される分野だ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

「中国半導体マーケットへの参入」のイメージ図



出所：決算説明資料より掲載

今後の見通し

第 1 四半期実績からみて今通期予想は控え目
中期経営計画全体も上方修正の可能性

2017 年 12 月期通期について同社は、中期経営計画の項で掲げたように、売上高 8,556 百万円（前年同期比 3.3% 減）、営業利益 1,939 百万円（同 24.5% 増）、経常利益 1,825 百万円（同 25.8% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,177 百万円（同 35.3% 増）と予想している。

2017 年 12 月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	16/12 期			17/12 期			
	上半期	下半期	通期実績	1Q	2Q（予）	上半期（予）	通期（予）
売上高	3,877	4,971	8,849	2,552	1,679	4,232	8,556
売上総利益	933	1,582	2,516	999	-	-	-
売上高粗利益率	24.1%	31.8%	28.4%	39.1%	-	-	-
販管費	427	531	958	265	-	-	-
売上高販管費率	11.0%	10.7%	10.8%	10.4%	-	-	-
営業利益	506	1,050	1,557	733	243	977	1,939
売上高営業利益率	13.1%	21.1%	17.6%	28.7%	14.5%	23.1%	22.7%
経常利益	156	1,294	1,450	919	-11	908	1,825
親会社株主に帰属する当期純利益	65	803	869	605	-19	586	1,177

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

今後の見通し

前述のように、同社の第 1 四半期決算が高水準の収益となったため、上半期予想達成に向けて必要とされる第 2 四半期の業績数値はいびつなものとなっており、上半期については当初予想を上回ってくることは容易に想像される状況だ。

結論から言えば、同社の 2017 年 12 月期通期の業績見通しも、同社のこれまでの及び今後予想される事業環境に照らして、かなり控え目であり、上方修正の可能性があるというのが弊社の見方だ。前述のように、ウェーハ事業の事業環境は需給がタイトな状況にあり、今後、需給バランスが悪化する要因は見当たらない状況だ。競合企業の工場が熊本地震の影響で停止していた時期は、同社は需要増加を代替需要によるものと慎重に見ていた。しかし、再稼働後も同社への需要はまったく減少していない現状を踏まえ、同社も現状のタイトな需給バランスが構造的・持続的なものだとの自信を深めているようだ。

今通期の営業利益に関し、第 2 四半期以降は 5 月の連休や夏休みなどによる稼働日数の減少や、工場のメンテナンスなども出てくるため、第 1 四半期の営業利益（733 百万円）の 4 倍とはならないにしても、2,400 百万円前後に到達との試算は無理なく可能だと弊社では考えている。

仮に今通期の営業利益が 2,400 百万円の水準に達すると、同社の中期経営計画の 2019 年 12 月期の業績計画を達成したことになる。ここからの上積みの可能性がないかというと、決してそうではない。前述のように、同社は設備能力の本格的増設は織り込んでいないものの、工場のデボトルネックによる生産・出荷数量の増加は予定している。したがって、2017 年 12 月期の利益水準を起点に 2019 年 12 月期にかけて、中期経営計画で掲げるように営業利益で約 400 百万円の上積みをすることは充分可能だと考えている。

同社はでボトルネックによる能力増強の時期や増強幅については未定としている。弊社ではユーザーからの要請により時期が早まる可能性はあるとみている。増強幅についても他社は相対的に余裕がないとみられることから、一気にデボトルネックの余力を使いきってくる可能性があるとみている。仮にそうなれば、同社の生産能力は 40 万枚 / 月のレベルに達し、営業利益の水準も 30 億円台に 1 段階ステージを上がるとみている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

損益計算書

（単位：百万円）

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期	
				2Q 累計（予）	通期（予）
売上高	4,566	5,545	8,849	4,232	8,556
伸び率	31.4%	21.4%	59.6%	9.1%	-3.3%
売上総利益	1,819	1,872	2,516	-	-
売上高粗利益率	39.9%	33.8%	28.4%	-	-
販売費・一般管理費	653	790	958	-	-
売上高販管費率	14.3%	14.3%	10.8%	-	-
営業利益	1,166	1,081	1,557	977	1,939
伸び率	66.1%	-7.3%	44.1%	92.8%	24.5%
売上高営業利益率	25.5%	19.5%	17.6%	23.1%	22.7%
経常利益	1,247	937	1,450	908	1,825
伸び率	52.6%	-24.8%	54.7%	481.3%	25.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	664	304	869	586	1,177
伸び率	26.8%	-54.2%	185.8%	792.1%	35.3%
分割調整後					
1 株当たり当期純利益（円）	131.90	56.72	159.97	107.76	216.49
1 株当たり純資産（円）	300.54	485.54	642.59	-	-
1 株当たり配当金（円）	0.00	0.00	10.00	-	未定

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

簡略化貸借対照表

（単位：百万円）

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期 1Q
流動資産	2,759	3,892	5,525	5,738
現預金	1,190	1,842	1,952	2,630
売上債権	696	970	2,727	2,088
棚卸資産	523	615	628	827
固定資産	4,064	5,845	5,333	5,231
有形固定資産	3,918	5,667	5,152	5,050
無形固定資産	15	29	23	22
投資等	130	148	158	158
資産合計	6,823	9,737	10,859	10,969
流動負債	2,292	2,295	3,000	2,797
支払債務	151	186	283	291
短期借入金等	827	1,216	1,527	1,602
固定負債	2,934	4,798	4,317	4,054
長期借入金、社債	2,925	4,079	3,620	3,399
株主資本	1,511	2,634	3,538	4,096
資本金	199	616	629	633
資本剰余金	198	616	629	633
利益剰余金	1,114	1,418	2,287	2,838
自己株式	-	-17	-8	-7
その他の包括利益累計額	23	4	-2	15
非支配株主持分	60	-	-	0
純資産合計	1,596	2,644	3,541	4,118
負債・純資産合計	6,823	9,737	10,859	10,969

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

	14/12 期	15/12 期	16/12 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	643	470	964
投資活動によるキャッシュ・フロー	-3,215	-2,127	-776
財務活動によるキャッシュ・フロー	3,066	2,327	-91
現預金換算差額	80	-18	14
現預金増減	573	652	111
期首現預金残高	377	951	1,603
期末現預金残高	951	1,603	1,714

出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

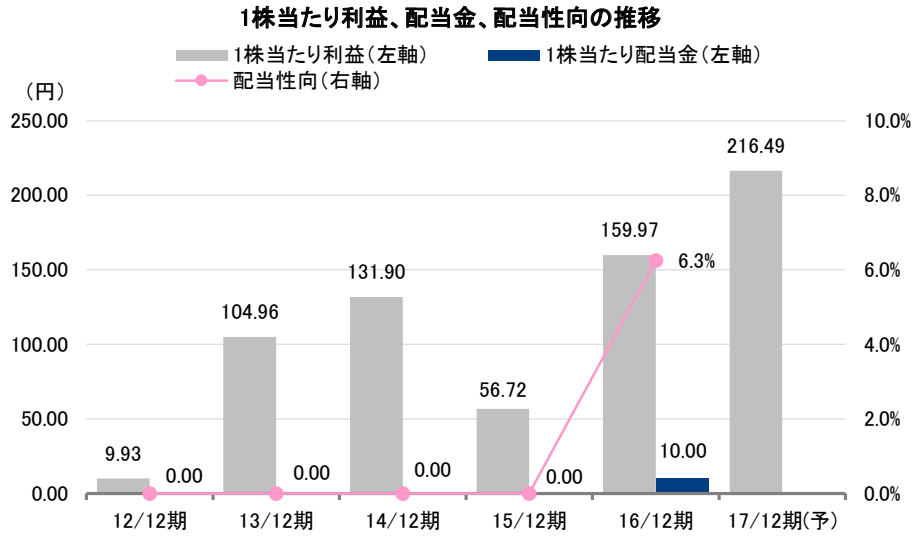
株主還元策

2016 年 12 月期は 10 円配を実施

同社は株主還元を重要な経営課題と認識しており、配当を通じて株主還元を行うことを基本方針としている。2015 年 12 月期までは、設備投資の継続的な実施が必要なステージであったことから内部留保の確保を優先して配当を見送ってきた。

同社の基本的な配当方針は利益水準、中期経営計画の見通し、財務体質強化などの状況を総合的に判断して決定するとしている。この方針のもと、2016 年 12 月期については 1 株当たり年間 10 円（普通配 5 円、記念配 5 円）の配当を実施することを決定した。配当性向は 6.3% となっている。弊社では、2016 年 12 月期決算が事前予想を超えて大幅な増収増益となり、ROE が 28.2% と高水準に達したことも配当実施を後押ししたと考えている。

2017 年 12 月期の配当について、同社は未定としている。変化の速い業界に身を置き、将来の潜在的設備投資案件を抱える事情に鑑み、配当の実施についてはぎりぎりまで判断を留保したいという考えが背景にあるものと弊社では推測している。前述のように、当面、再生ウェーハをめぐる事業環境は良好な状況が続くと見込まれるため、最終的には前期同様、配当を実施してくる可能性が高いと弊社ではみている。



出所：決算短信よりフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。
Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“ＪＡＳＤＡＱ ＩＮＤＥＸ”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものですが、その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようにお願いします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ