

メック (4971 JP) 英文スポンサードリサーチ サマリー

メックは、銅表面処理を主とした産業用薬品メーカーである。同社の事業は、大きく分けて3つの技術によって成り立っている。

1. 密着性向上技術
2. 微細配線技術
3. 表面処理技術

上記3つの技術から開発・製造される薬剤で、同社売上のほぼ100%を占めている。

密着性向上技術

コアである密着性向上技術においては、密着向上剤の主要製品であるCZシリーズを開発、製造、販売している。密着向上剤は同社売上のうち、約60%強を占める。密着向上剤は、CPUなどの半導体を搭載するパッケージ基板の銅と樹脂との密着を向上させるために使用されている。その技術は、1995年にインテル社がそれまで使われていたセラミック製のパッケージ基板から、銅と樹脂の基板にシフトしたことで脚光を浴び、同社の薬品は現在においてもPC向けCPU基板の銅表面処理剤では100%のマーケットシェアを保持している。薬品を用いて、銅の表面を粗化し、表面をざらざらの状態にして密着度を強化するという技術で、ブランド名CZはcopper zarazaraを省略したものである。CZシリーズで、同社の薬品売上のほぼ50%を占め、同シリーズの粗利率は約65%程度。

1 現在は第二次世代のCZ-8101が主力であるが、この薬剤は主にPCやサーバー、スマートフォン向けのパッケージ基板に採用されており、昨今の電子部品の生産調整を受け、第一四半期は前年同期比で25%程度売上減となった。一方、CZ-8100は、現在においても車載カメラやセンサーに使用されるADAS基板向けが伸びている。この他、車載向けでは、電氣化に伴いCZ-8101やV-Bond seriesが伸びている。

今までのCZシリーズより更に高い密着度を提供できる新しい技術は、表面を粗化せずにエッチングするFlatBONDである。同製品は、5Gで必要な高い周波数に必要な高速伝送基板向けに成長が期待される。5G関連の投資はかなり長い期間にわたって徐々に広がる、というのがコンセンサスだが、高周波数環境では、電波の長さが短く、現行のLTEよりもさらに多くの基地局が必要とされる。基地局向けCPU基板は表面がざらざらせず、電氣がスムーズに走る必要があるため、FlatBONDの活躍の余地は大きい。

一方、電子部品、半導体の使用量でいうと大きな期待をされるのが5G対応のスマートフォンだが、iPhoneやGalaxyなどの高級機種でも、2020年に発売されるもですべて5G対応種とは限らず、実際の立ち上がりは2021年以降。メックのCZ-8401はすでに5G対応iPhoneモデル向けに使用されるAiP (Antenna in Package) 向け基板の密着向上プロセスとしての採用が確定している。

微細配線技術

同技術は、主にディスプレイの半導体を搭載する COF (Chip on Film)の配線パターン形成に広く使われている。同社の技術は、フラットパネルディスプレイではデ・ファクトであり、液晶テレビの生産台数が業績に対するキーファクターである。同技術は、2018 年以降、スマートフォンなどモバイルデバイス向けにも普及し始めている。

表面処理技術

表面処理技術は、電子基板製造の様々な工程の前処理で活用されている技術である。例えば、選択エッチングといった、異種金属が共存する場合に、銅だけを溶かし他の金属は全く溶かさない技術で、樹脂・金属接合を接着剤や溶解剤を用いずに接合する技術が含まれる。現在は iPhone や iPad に使われるタッチセンサーパネル製造にも使用されている。

顧客、競合比較

メックの直接の顧客は、イビデン(4062 JP)、新光電気 (6967 JP)、など、世界のパッケージメーカーや PCB メーカーであり、その先の顧客はインテルなどの CPU メーカーやアップル、自動車メーカーなどが含まれる。

同社には全く同一の技術や製品を持つ競合は存在しない。三菱ガス化学 (4182 JP)や日立化成(4217)などは銅表面処理でも防錆や剥離剤で競合するが、コアの CZ シリーズのような銅表面密着剤ではほぼ競合がない。

2

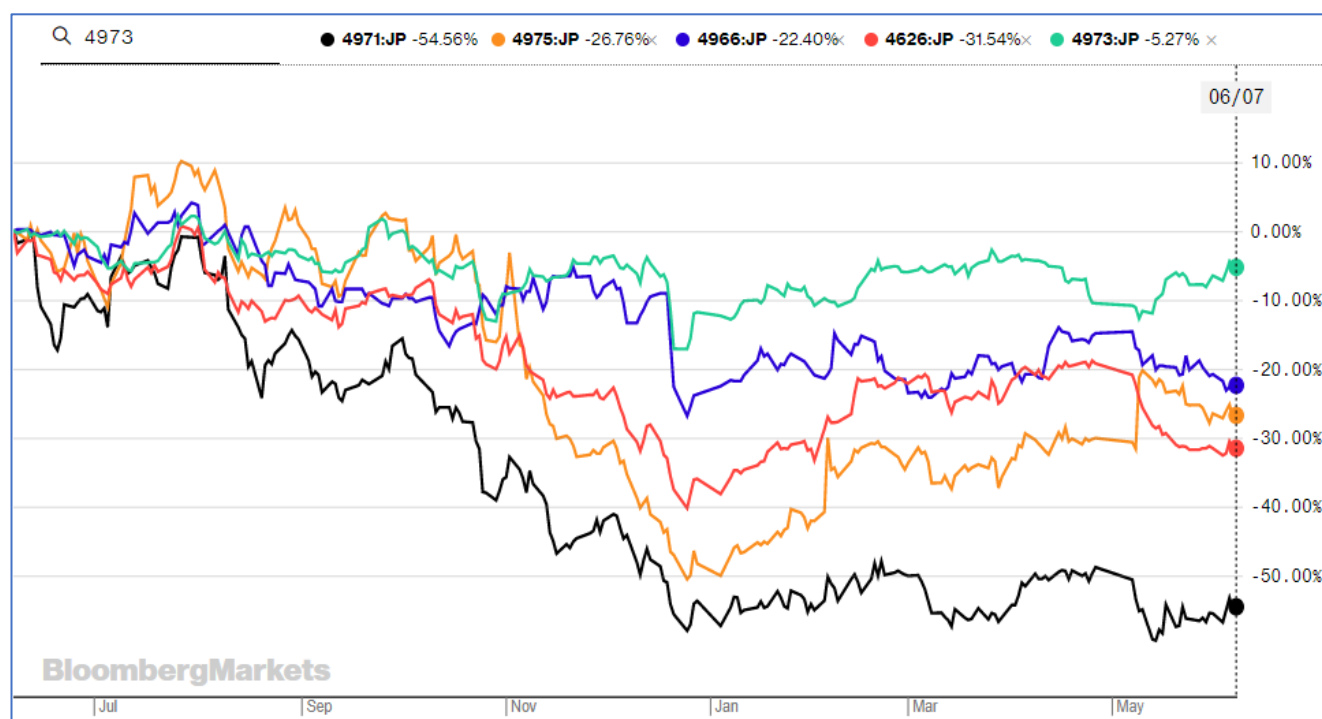
以下は、株式市場においてメックと比較されることの多い銘柄との業績予想、バリュエーション比較である。

MEC (4971 JP): The peer group comparison

(¥million)	MEC (4971 JP)	JCU (4975 JP)	Uyemura (4966 JP)	JPC (4973 JP)	Taiyo HDS (4626 JP)
Fiscal Year	FY12/19CE	FY03/20 CE	FY03/20CE	FY03/20CE	FY03/20CE
Sales	11,800	24,500	53,300	10,800	69,500
YoY (%)	4.16	-1.47	2.54	4.05	17.0
OP	2,050	6,500	8,800	1,250	10,500
YoY (%)	-7.74	-8.09	7.16	23.4	29.6
OP Margin (%)	17.4	26.5	16.5	11.6	15.1
RP	2,100	6,500	9,000	1,350	10,300
NP	1,500	4,550	5,650	940	7,100
EPS (¥)	74.73	163.4	627.6	162.9	249
Dividend (¥)	26	45	150	80	140
Dividend Pay-out ratio (%)	34.8	27.5	23.9	49.1	56.2
Stock Price (¥, 29/05/2019)	1,000	1,973	6,430	2,284	3,310
Market Cap	20,000	54,900	63,500	14,400	95,600
Forward ROE (%)	9.9	18.9	9.1	9.4	9.1
Forward PER (X)	13.4	12.1	10.2	14.0	13.3
PBR (X)	1.25	2.2	0.94	1.3	1.33

Source: Toyo Keizai, Nippon-IBR. CE=Company Estimate

また、過去 1 年間の相対株価では、同社株が上記比較対象の中で最もアンダーパフォームしていることが見て取れる。



Source: Bloomberg

業績動向

5月10日に発表された2019年12月期第一四半期の業績は、売上23.3億円(前年同期比12.5%減)、営業利益2.05億円(同60.5%減)となった。年初来、スマートフォン向け部材の急速な生産調整が減収減益の主因。同社の売上はごく一部を除いて、ほぼ100%薬品の売上であり、中でもCZシリーズなどの密着度向上剤、およびエッチング剤を含む銅表面処理剤がほぼ95%を占める。

売上の下げ幅に比べ、営業利益の下げ幅が大きいのは、薬品の限界利益が高いため、およそ65-70%程度と推測される。同社によれば、薬品の粗利は全体で約65%、微細配線技術で開発されたEXEシリーズの粗利が最も高く、およそ80%、コアのCZシリーズで65%、表面処理剤が50%程度である。今後、稼働率が回復し、固定費が吸収されれば、急速な増益が期待できる。

アプリケーション向けで利益率が変わることはない。同社の売上を、アプリケーション別に仕分けると、PC・サーバー20%、モバイルデバイス35%、車載向け20%、テレビが10%、その他ゲーム機やデジカメ等である。

通期のガイダンスは、売上118億円(前年同期比4.2%増)、営業利益20.5億円(前年同期比7.8%減)である。前期と比べ、発送運賃が70百万円、減価償却費が80百万円増加する見込み。また新しいタイの工場が今年7月に稼働する見込みで、これに絡んで1.4億円の投資を見込んでいる。海外を含む人員増も減益見込みの理由となっている。営業利益においては、上期のガイダンスが8.5億円(前年同期比18.2%増)と、下期の急回復を見込んでいる。5G関連で、秋以降にデータセンターや基地局の需要の立ち上がり、一部予想に織り込んでいる。

フルレポートは、同社ウェブサイト上にある[英文レポート](#)をご参照ください。

財務サマリ

(百万円)	FY3/15	FY3/16	FY3/17	FY12/17	FY12/18	FY12/19
売上高・営業収益	9,057	9,078	9,259	9,641	11,328	11,800
営業利益	2,008	2,185	1,887	1,993	2,222	2,050
経常利益	2,129	2,207	1,888	2,063	2,236	2,100
当期利益	1,344	1,514	1,642	1,567	1,778	1,500
1株当たり利益 (円)	66.98	76.26	84.86	81.77	92.85	74.73
潜在株式調整後1株当たり利益 (円)	-	-	-	-	-	-
営業活動によるキャッシュフロー	1,489	1,796	1,633	1,591	1,928	-
投資活動によるキャッシュフロー	-399	-1,372	-2,461	-832	-706	-
財務活動によるキャッシュフロー	-220	-912	1,128	-885	-1,228	-
現金および現金同等物の期末残高	3,997	3,422	3,723	3,664	3,599	-
フリーキャッシュフロー	1,090	424	-828	759	1,222	-
1株当たり営業キャッシュフロー (円)	74.19	90.42	84.37	110.65	100.67	-
1株当たりフリーキャッシュフロー (円)	54.31	21.35	-42.78	52.79	63.80	-
総資産	14,646	15,715	17,993	19,247	18,897	-
負債	2,606	3,465	4,883	4,660	3,731	-
純資産	12,039	12,250	13,110	14,587	15,166	-
資本金	594	594	594	594	594	-
自己資本	12,039	12,250	13,110	14,587	15,166	-
1株当たり純資産 (円)	599.85	632.41	683.86	760.92	799.46	-
売上高営業利益率 (%)	22.17	24.07	20.38	20.67	19.62	17.37
ROE (%)	12.05	12.47	12.95	15.09	11.95	-
ROA (%)	14.87	14.68	11.34	14.43	11.78	-
自己資本比率 (%)	82.20	77.95	72.86	75.79	80.26	-
負債比率 (%)	21.65	28.29	37.25	31.95	24.60	-
総資産回転率 (回)	0.66	0.60	0.55	0.69	0.59	-
インタレストカバレッジ (倍)	408.60	556.00	318.00	335.00	373.33	-
流動比率 (%)	465.02	293.52	279.82	290.46	321.00	-
有利子負債額	0	0	1,750	1,250	750	-
EBIT	2,134	2,211	1,894	2,069	2,242	-
EBITマージン (%)	23.56	24.36	20.46	21.46	19.79	-
EBITDA	2,470	2,571	2,262	2,541	2,851	-
EBITDAマージン (%)	27.27	28.32	24.43	26.36	25.17	-
1株当たり配当金 (期末) (円)	8.00	10.00	10.00	12.00	14.00	-
うち普通配当 (円)	8.00	10.00	10.00	12.00	14.00	-
1株当たり配当金 (累計) (円)	14.00	18.00	20.00	22.00	26.00	26.00
うち普通配当 (円)	14.00	18.00	20.00	22.00	26.00	34.79
配当性向 (%)	20.90	23.60	23.60	26.90	28.00	-
純資産配当率 (%)	2.50	2.90	3.00	3.10	3.40	-
期末発行済株式総数 (株)	20,071,093	20,071,093	20,071,093	20,071,093	20,071,093	-
自己株式数 (株)	34	700,089	900,089	900,089	1,100,232	-

Source: Nikkei Value Search

General disclaimer and copyright

This report has been commissioned by MEC Company Limited and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by MEC. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the client but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options or warrants for any of our services.

Accuracy of content: All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

Exclusion of Liability: To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect or consequential losses, loss of profits, damages, costs or expenses incurred or suffered by you arising out or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.

No personalised advice: The information that we provide should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

Investment in securities mentioned: Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.

Copyright: Copyright 2019 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

Yumi Yamamoto-Tyrrell

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd

First Floor,

35 Little Russell Street

London WC1A 2HH

TEL: +44 (0)20 7993 2583

Email: y.yamamoto@nippon-ibr.com



Research Beyond Horizons
Japanese Equity Specialist

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is an Appointed Representative (AR) <FCA Reference Number 694873> of Profin Partners Limited registered and authorised by the Financial Conduct Authority with the register number 595504.