

メック株式会社 (4971 JP)

今期はコスト増により小幅な増益予想だが、パッケージのチップレット化による上振れの可能性はほとんど織り込まれていない前提。

FY21 通期決算サマリー

メック (4971 JP) が発表した FY21 (12 月期) 通期決算は、11 月 21 日に上方修正した会社予想を上回り、売上高 15,038 百万円 (前年比 25.8%増)、営業利益 3,939 百万円 (同 66.2%増) で着地した。好決算の背景には、1) パソコンやディスプレイなどの堅調な売上を追い風に薬品売上が引き続き増収、2) サーバー需要の拡大に伴い半導体を実装したパッケージ基板の需要が伸長したことが挙げられよう。全社売上上のほぼ 98%を占める薬品売上の FY21 通期決算は、同 27.2%増の 14,756 百万円となった。同社の業績に対し感応度が高い新台幣ドルと人民元の為替レートが円安に振れたことにより、売上高同 691 百万円増、営業利益同 447 百万円増恩恵を受けた。

業績及び業績予想修正				
(百万円)	FY21			
	通期新予想	通期実績	予想比 (%)	前期比 (%)
売上高	14,600	15,038	3.0	25.8
薬品売上高	n/a	14,756	n/a	27.2
営業利益[OP]	3,750	3,939	5.0	66.2
OPM (%)	25.7	26.2	+0.5pp	+6.4pp
経常利益	3,850	4,104	6.6	71.8
親会社株主に帰属する当期純利益	2,750	2,949	7.3	84.8
EPS (¥)	144.78	155.28	7.3	84.8

Source: Nippon-IBR based on MEC Co., Ltd.'s FY21 Earnings Results Material

セグメント別状況

全社売上上のほぼ 98%を占める薬品売上の FY21 通期決算は、14,756 百万円 (前年比 27.2%増) となり、FY21 営業利益の前年比増益分 1,569 百万円 (同 66.2%増) のうち、1,298 百万円に寄与した。第 4 四半期単独では、前年比 20.7%増、前四半期比 4.8%減の 3,814 百万円となった。

データ通信量の増加に伴い、データセンターのサーバー需要に加えパソコンやディスプレイの需要が堅調に推移し、同社売上に追い風となった。薬品部門の前四半期比での減収は、主に EXE や SF などのエッチング剤による。EXE に関してはディスプレイ用 COF メーカーによる当社薬品の在庫調整の影響、また SF に関しては、半導体不足によりタブレットの生産に影響を受けたことによる。

1) 密着向上剤 :

密着向上剤の FY21 通期売上高は、9,615 百万円 (前年比 33.3%増) となり、第 4 四半期単独では、2,625 百万円 (同 33.2%増・前四半期比 0.0%増) で引き続き過去最高の四半期売上となった。CZ シリーズ売上は第 4 四半期単独で 2,294 百万円 (前年比 34.9%増・前四半期比 0.8%減) となった。サーバー向けパッケージ基板や EMIB 等のチップレット化に使用される CZ-8101 (同シリーズ主力製品) は、過去最高の四半期売上を再度更新し、第 4 四半期単独で 1,244 百万円 (前年比 43.8%増・前四半期比 3.8%増) となった。

車載向けパッケージに一部使用される CZ-8100 は、半導体不足による自動車生産の減速にも関わらず底堅く推移した。同社は半導体不足による自動車生産の鈍化により CZ-8100 の引き合いが伸び悩むと予想していたが、自動車 1 台あたりの半導体内蔵量の増加により相殺される結果となった。CZ-8100 の第 4 四半期売上は 302 百万円 (同 3.8%減・同 3.2%減) となり、300 百万円の水準を維持した。もう一方の密着向上剤

エグゼクティブサマリー

- FY21 (12 月期) 通期決算は 11 月 21 日に上方修正した会社予想を上回り、更なる好業績となった。
- 円安の恩恵を受け、売上高 691 百万円増 (前年比)、営業利益 447 百万円増 (同) の為替差益を計上した。
- 営業利益率は販売量増と売上ミックスの改善により 26.2% (同 6.4 ポイント増) を達成した。
- 同社主力の CZ-8101 はパッケージ生産の急増を追い風に過去最高の四半期売上を再度更新し、第 4 四半期単独で 1,244 百万円 (同 43.8%増・前四半期比 3.8%増) となった。
- 同社の FY22 ガイダンスは、上期売上高 7,800 百万円 (同 11.0%増)、同営業利益 1,800 百万円 (同 7.7%減)、通期では売上高 16,500 百万円 (同 9.7%増)、営業利益 4,000 百万円 (同 1.5%増) を予想する。慎重な営業利益の成長見通しは、1) 費用の増加、2) CZ 薬剤の販売量の保守的な前提、による。
- 中期経営計画を初めて公表。営業利益率 20%以上、ROE10%以上の数値目標は、今後予断を許さない世界経済の中で最低限メックグループとして達成することである。更なる成長の達成に向けて、研究開発と人材 (同社によると、「人的資源」) に投資する。
- 中期経営計画と共に ESG 対策の枠組みも示された。

である V-Bond シリーズは、車載向けやミドルマーケットのスマートフォン向けの多層基板に使用されるが、同様に 817 百万円 (同 22.3%増) と過去最高の年間売上高を達成した。

2) エッチング剤 :

エッチング剤の FY21 通期売上高は 4,398 百万円 (前年比 11.9%増) となり、第 4 四半期単独では 996 百万円 (同 9.4%減・前四半期比 16.3%減) で増加傾向にあった四半期売上動向が頭打ちとなり減少に転じた。タッチパネルセンサー向けの SF は、第 4 四半期で 210 百万円となり同 42.0%・同 25.3%の減収となった。これは同薬剤が使用されるタッチパネルセンサーを搭載した既存の上位機種タブレット端末が、コロナ禍における需要が一巡したことと、半導体不足により減産した影響であろう。

もう一方のエッチング剤である EXE の FY21 通期売上は、1,617 百万円 (同 23.9%増) と過去最高年間売上高を更新したが、第 4 四半期単独では、318 百万円 (同 2.5%減・同 28.2%減) と減収傾向に転じた。第 3 四半期までは、潜在的な流通を懸念したディスプレイ用 COF メーカーが在庫の積み増しをしたことと、在宅勤務やリモート学習の定着を受けノートパソコンやディスプレイの需要が好調であったことから、COF 向けの需要は堅調に推移した。一方第 4 四半期には在庫調整に入ったため、減収となった。

製品別薬品売上 (四半期ベース)												
(百万円/ 12 月決算)	FY2019		FY20				FY21					
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	QoQ (%)	YoY (%)
銅表面処理剤	2,919	2,592	2,551	2,701	2,824	3,069	3,278	3,301	3,814	3,621	-5.1	18.0
密着向上剤 (CZ,V-Bond etc)	1,718	1,695	1,720	1,695	1,828	1,970	2,150	2,216	2,624	2,625	0.0	33.2
CZ シリーズ合計	1,484	1,468	1,507	1,491	1,562	1,700	1,906	1,964	2,313	2,294	-0.8	34.9
CZ-8100	257	269	246	225	264	314	301	310	312	302	-3.2	-3.8
CZ-8101	752	753	787	820	822	865	1,026	1,038	1,199	1,244	3.8	43.8
その他 CZ	475	446	474	446	476	521	579	616	802	747	-6.9	43.4
エッチング剤 (EXE, SF etc.)	1,200	897	830	1,006	996	1,099	1,128	1,084	1,190	996	-16.3	-9.4
SF	407	222	182	298	247	362	326	241	281	210	-25.3	-42.0
EXE	369	278	301	362	316	326	407	449	443	318	-28.2	-2.5
その他表面処理剤	133	122	109	127	121	91	174	178	193	191	-1.0	109.9
薬品合計	3,052	2,715	2,661	2,829	2,946	3,160	3,452	3,480	4,008	3,814	-4.8	20.7

Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings presentation materials

製品別薬品売上 (累積ベース)													
(百万円/ 12 月決算)	FY2019				FY20				FY21				YoY (%)
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	
銅表面処理剤	2,134	4,631	7,550	10,142	2,551	5,252	8,076	11,147	3,278	6,579	10,393	14,014	25.7
密着向上剤 (CZ,V-Bond etc)	1,360	2,948	4,666	6,361	1,720	3,415	5,243	7,213	2,150	4,366	6,990	9,615	33.3
CZ シリーズ合計	1,185	2,564	4,048	5,516	1,507	2,998	4,560	6,260	1,906	3,870	6,183	8,477	35.4
CZ-8100	232	492	749	1,018	246	471	735	1,049	301	611	923	1,225	16.8
CZ-8101	540	1,329	2,081	2,834	787	1,607	2,429	3,294	1,026	2,064	3,263	4,507	36.8
その他 CZ	413	743	1,218	1,664	474	920	1,396	1,917	579	1,195	1,997	2,744	43.1
エッチング剤 (EXE, SF etc.)	773	1,682	2,882	3,779	830	1,836	2,832	3,931	1,128	2,212	3,402	4,398	11.9
SF	145	350	757	979	182	480	727	1,089	326	567	848	1,058	-2.8
EXE	297	646	1,015	1,293	301	663	979	1,305	407	856	1,299	1,617	23.8
その他表面処理剤	132	257	390	512	109	236	357	448	174	352	545	736	64.3
薬品合計	2,266	4,889	7,941	10,656	2,661	5,490	8,436	11,596	3,452	6,932	10,940	14,756	27.2

Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings presentation materials



Source: MEC Co., Ltd. FY21 earning results presentation.



Source: MEC Co., Ltd. FY21 earning results presentation.

FY22 通期業績見通し

同社の FY22 ガイダンスは、上期売上高 7,800 百万円（前年比 11.0%増）、同営業利益 1,800 百万円（同 7.7%減）を予想し、通期では売上高 16,500 百万円（同 9.7%増）、営業利益 4,000 百万円（同 1.5%増）を予想する。売上の伸びに対して営業利益が慎重な予想に留まっている背景は、以下のとおりである。

1. 同社は CZ シリーズの売上高の伸びを FY21 の 8,477 百万円（同 35.4%増）に対して FY22 は 9,816 百万円（同 15.8%増）と保守的に見ている。EMIB 等の技術でチップレット化されたパッケージ基板の大量生産はここ 2 年間出遅れている。パッケージメーカーが多額の投資をしていることから、新技術を活用した大量生産が今期第 4 四半期ごろにはようやく開始されると見られ、同社の CZ シリーズの新商品、CZ-8201 に寄与することが期待される。しかしながら、同社はこういった見方を FY22 ガイダンスにはほとんど織り込んでおらず、データセンター

のサーバー向けや5G基地局向け等のパッケージ基板の増加による売上増を前提としている。さらに、在宅勤務の増加によりここ2年間堅調な需要を維持したノートパソコン等モバイル端末の出荷は一部頭打ちになると見ている。

2. 原材料費や労務費・経費の上昇による粗利益率低下（前期比 1.3pp）と販管費（人件費・旅費交通費・輸送費等）の増加約6,300百万円の費用増を見込んでいる。

1) 密着向上剤：

好調なサーバー需要に支えられた半導体パッケージ基板やそれに伴うCZ-8101の需要拡大を背景に、CZシリーズのFY22売上高は、9,816百万円（同15.8%増）とまたも過去最高を更新すると予測している。増収はFY22売上高5,250百万円（同16.5%増）を予想するCZ-8101に牽引されると見込む。車載向けやミドルレンジのスマートフォン向けのCZ-8100も、1,340百万円（同9.4%増）と過去最高年間売上高を更新すると見込む。CZ-8100の好調な売上は、自動車1台あたりの半導体内蔵量の増加を背景にFY22も継続すると見ている。また、次世代CZ薬剤であるCZ-8201が、FY22に403百万円（同81.5%増）を売り上げると見ている。しかしながら、前述のとおり、これらのガイダンスにはチップレット化したパッケージ基板の大量生産開始による上振れは見込まれていない。チップレット化にはシリコン基板をパッケージ内に移植するという技術的な課題が残され、依然歩留りのボトルネックとなっている。

V-Bondシリーズは、前年度と同等の売上高816百万円（同0.1%減）を見込む。しかしながら、今期部品不足が徐々に解消されるにつれ自動車生産が安定すると仮定すれば、保守的な数字と言えよう。

2) エッチング剤：

同社はSFのFY22売上高を962百万円（同9.1%減）と予想している。上位機種スマートフォンの新商品にはSFが使用されるタッチパネルセンサーが搭載されないため、SFの減収は想定内であるが、半導体不足によるタブレット端末の生産量減少の影響も今後懸念される。

SFの減収分は、ディスプレイやミドルレンジのスマートフォン用COF向けに需要が伸長しているEXEによって一部吸収される見込みである。

年間配当額は、一株当たり40円を計画している。FY22の一株当たり当期利益予想に基づき、配当性向は中期目標の30%に対して25.3%となる見込みである。

中期経営計画

FY21 通期決算発表と同時に同社は初めての中期経営計画、「2030年ビジョン」を公表した。投資家や社外取締役のかねてからの要望に応えるかたちで、中期のビジョンと成長目標を開示した。2030年ビジョンの第1フェーズはFY22からFY24の3年間である。また今回初めてESG分野の重要課題の枠組みに触れ、SDGs関連の達成目標を以下の様に示した。

- 1) 産業発展の基盤を支える（SDG9）、2) 豊かで潤いのある生活を提供（SDGs 3, 4, 5, 6, 8, 10, 14, 15, 17）、3) 社会や産業の課題を解決（SDGs 7, 13）。重要課題の評価指標はまだ開示されていない。

第1フェーズの数値目標は営業利益率20%以上、ROE10%以上を掲げている。この数値は、今後予断を許さない厳しい世界経済状況下でも、最低限到達可能な目標と言えよう。第1フェーズでは、研究開発や人材に投資しつつ、目標を上回るリターンを維持するための土台づくりを目指す。人材は同社の成長を担う重要な要素であり、同社は人的資源と呼んでいる。3年間で毎年年間売上高の10%を研究開発に充てる計画である。

中期的な目標数字の前提は以下の2点である。

パッケージメーカーからの旺盛な需要は続く

同社の薬品事業に対する中期成長見通しは安定している。5G本格化に伴い、データセンターのサーバー向けや通信、自動車などの半導体需要が急拡大しており、パッケージメーカー全社は、これら半導体メーカーの需要を満たすため、生産能力の増強に多額の投資している。2025年にはパッケージメーカーの新工場が稼働する見込みで、チップレット化による大量生産に徐々に移行し、パッケージサイズの拡大と多層化を可能にする。同社はCZシリーズを中心とする主力薬品の需要は、FY30まで高水準で推移すると見ている。中期的には銅表面粗化により銅と樹脂の密着性を高めるCZシリーズが成長を牽引すると見込まれる。今後一部のパッケージの超高密度化や超高周波が進む場合には、凹凸のない形状、いわゆる無粗化による密着技術が必要になると予測している。同社は開発中の他の製品に加え、この分野に研究開発費を投入している。

生産能力の管理と増強

同社は既存工場の生産能力を増強すればパッケージメーカーの需要の拡大に当面は対応できると予測している。生産能力に余力はあるものの、この2年間で2,200百万円を設備投資に費やしている。FY21の設備投資額は700百万円の計画に対して529百万円であった。FY22の設備投資額は1,324百万円で、既存国内工場（長岡と尼崎）の生産能力増強が含まれる。当面設備投資に多額の資金投入は予定しておらず、FY22からFY24の3年間の設備投資予算は5,000百万円である。

株主還元策としては、この3年間で30%の連結配当性向を目標としている。

主な製品の動向 (単位:百万円)									
薬品	主なアプリケーション	動向	FY20	FY21 予	FY21 実績	YoY (%)	計画比 (%)	FY22 予	YoY (%)
CZ シリーズ	PC、タブレット、5G インフラ、 端末	巣ごもり特需で PC、タブレット、サーバー需要増加。5G の本格化でインフラ投資、特にサーバー需要がさらに増加。	6,260	8,000	8,477	35.4	5.8	9,816	15.8
EXE シリーズ	COF、スマホ用 HDI のサブトラ対応	ディスプレイ向け COF はノートパソコンやディスプレイなどの巣ごもり特需が後押し。FY22 期は中華系スマホの回復が鍵。ハイエンドスマホ用 HDI のサブトラ対応向けテスト継続中	1,305	1,617	1,617	23.8	0.1	1,852	14.5
V-Bond シリーズ	多層積層板	車載向け、及び中華系スマホの回復次第	668	768	817	22.3	6.4	816	-0.1
SF シリーズ	タッチパネルセンサー	ハイエンドスマートフォンの 2021 年モデルからはタッチパネルセンサー以外の技術が採用されたため、減収を予想。	1,089	1,000	1,058	-2.8	6.0	962	-9.1

Source: Nippon-IBR

GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by MEC Co., Ltd (the Sponsor) and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by the Sponsor. 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 of 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 2021 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.*

For further enquiry, please contact:

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd
118 Pall Mall
London SW1Y 5EA
TEL: +44 (0)20 7993 2583
Email: enquiries@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 authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FRN: : 928332).