

メック株式会社(4971 JP)

今期の成長カリストは引き続きサーバー需要の拡大。業績は CZ シリーズの好調が牽引。

FY20 決算サマリー

メック(4971 JP)の FY20 期決算は、売上 11,956 百万円(前期比 10.0%増)、営業利益 2,370 百万円(同 44.8%増)となった。売上、利益ともに会社ガイダンスを上振れて着地した。売上ミックスの改善により、売上総利益(粗利)率は同 1.0 ポイント改善し 61.9%となった。

業績サマリー (累積)								
(百万円)	FY19 期		FY20 期					
	1H	FY	1Q	1H	FY20 会社予	FY	予想比 (%)	YoY (%)
売上	4,976	10,865	2,809	5,701	11,700	11,956	2.2	10.0
営業利益	610	1,637	498	1,133	2,300	2,370	3.0	44.8
OPM (%)	12.3	15.1	17.7	19.9	19.7	19.8	+0.1pp	+4.7pp
経常利益	638	1,722	463	1,126	2,300	2,388	3.8	38.7
RPM (%)	12.8	15.9	16.5	19.8	19.7	20.0	+0.3pp	+4.1pp
当期利益	457	1,236	317	794	1,500	1,595	6.3	29.1
EPS (¥)	24.09	65.16	n/a	41.85	79.03	84.09	6.4	29.1
DPS (¥)	12.00	26.00	n/a	12.00	26.00	26.00	0.0	0.0

Source: Nippon-IBR based on MEC's results presentation material

同社売上の 9 割以上を占める薬品部門の売上は同 8.8%増の 11,596 百万円となった。薬品売上数量も 8.2%と堅調に推移した。前期比で見ると営業利益は 733 百万円伸びたが、内 541 百万円は薬品部門の売上増が貢献した。また 237 百万円は薬品部門粗利の改善に因るもの。主力の CZ シリーズの売上が同 13.5%と続伸し、6,260 百万円となったことが増益に貢献した。

コロナ禍によりリモートワークや自宅学習、またデータ通信量の増加でサーバー需要が好調に推移しサーバー向けパッケージが大きく伸びたことが同社の業績を牽引した。薬品部門に含まれる銅表面処理剤は同 9.9%増の 11,147 百万円となった。銅表面処理剤は大きく以下の 2 つの製品群で成り立っている。

1) 密着向上剤 (CZ シリーズ、V-Bond)

密着向上剤の FY20 期売上は通年で 7,213 百万円(同 12.4%増)となった。サーバー向けに続伸した CZ-8101 が貢献した。第 4 四半期のみでは同薬品の売上は 1,970 百万円(前年同期比 16.2% / 前四半期比 7.8%増)となり、四半期売上では過去最高を更新した。

通常同社において第 4 四半期は季節性により売上・利益ともに下がることが多いが、FY20 期においては好調を維持して推移した。この理由は、

エグゼクティブサマリー

- メックの FY20 期決算は第 3 四半期発表時に上方修正されたガイダンスを売上で 2.2%、営業利益で 3.1%過達。
- 密着向上剤 CZ シリーズの売上は 13.5%増の 6,260 百万円と好調に推移し、過去最高売上を更新。
- 巣ごもり特需でタブレットや PC の好調、通信量の急増もあり、データセンターのサーバー需要の好調が業績の牽引役となった。主力 CZ-8101 の売上が過去最高となり、売上ミックスの向上にも貢献した。
- 第 4 四半期のみを見ると、CZ-8101 の好調に加え、CZ-8100 や V-Bond など、一部車載向けパッケージや多層基板向けに使用されている薬品の売上も回復した。
- FY21 期の通期ガイダンスは売上高 12,800 百万円(前期比 7.1%増)、営業利益 2,500 百万円(同 5.5%増)。売上総利益率は同 1.8 ポイント減の 60%と予想されているが、これは生産能力増強に関連して労務費が増加するという前提のため。
- 今期の業績もサーバー需要の好調を受け CZ-8101 が成長ドライバーになる模様。またパッケージメーカーの EMIB などの Chiplet 化により、次世代の CZ-8201 も採用が徐々に立ち上がると見られる。
- 現在の生産能力により、売上 17,000~18,000 百万円は可能。これは仮に年間平均成長率 10%で売上高が成長すると仮定すると、5 年間で到達する水準である。
- 株主還元策の基本方針は配当性向 30%。パッケージメーカーは引き続き投資を続けており、今後の成長投資を見越して手元資金を手厚くする考え。

- i. ハイエンドスマホの生産に遅れが生じ、第4四半期に期ずれした。
- ii. 巣ごもり関連のPCやタブレットの引き合いが引続き強含みで推移した。
- iii. 自動車生産の回復
- iv. パッケージメーカーによるEMIBなどChiplet化への移行が始まった。

CZ-8101の業績への貢献は目覚ましく、通年売上は3,294百万円(前期比16.7%増)と通年においても過去最高売上となった。第4四半期においては第3四半期に続いて再度四半期売上を更新し、865百万円(前期比14.9%増 / 前四半期比5.2%増)。リモートワークによりPCが好調に推移し、パッケージ向け売上増に繋がった。また、データ通信量の増大によりデータセンターのサーバー需要の持続的な伸びが後押ししたほか、パッケージメーカーのEMIBなどのChiplet化への移行が徐々に始まったことも貢献した。

一方、CZ-8100の売上は第3四半期までは弱含みで推移したが、自動車生産の回復につれ第4四半期のみを見ると過去最高の314百万円(同前年同期比16.7%増 / 前四半期比18.9%増)、通期では1,089百万円(前期比1.9%減)となった。同様に多層基板向けに使用されるV-Bondも車載向けやミドルエンドのスマートフォンなどに使われているが、第4四半期売上は190百万円(同16.3%減 / 同11.8%増)とやや回復基調となった。通期では同3.2%減の663百万円となった。

EMIBなどChiplet化によって採用が進むと思われていたCZ-8201は第4四半期から徐々に売上が立つようになっている。FY20期通期ではまだ100百万円以下の売上ではあるが、今後Chiplet化が進むことにより成長が期待できる模様。

2) エッチング剤

FY20期のエッチング剤の売上は3,931百万円(前期比4.0%増)となった。第4四半期のみでは1,099百万円(前年同期比22.5%増 / 前四半期比10.3%増)と好調に推移した。タッチパネルセンサーに使われるSFが第4四半期に362百万円(同46.6%増 / 同63.1%増)と躍進。タブレットが巣ごもり需要で伸びたこともあるが、ハイエンドスマートフォンの生産が第4四半期に期ずれしたことが影響した。

COFの配線形成に使用されるEXEはノートパソコンやディスプレイの好調が後押しし、通年で1,307百万円(前期比1.1%増)となった。一方で、もう一つのアプリケーションであるミドルエンドのスマートフォン生産減による影響も受けた。従前から言われているハイエンドスマートフォン用HDIマザーボードのサブトラクティブ工法向けは、コロナ禍で製造テストが遅れた。

FY21 業績見通し

FY21期の会社ガイダンスは上期売上6,100百万円(前年同期比7.0%増)、営業利益1,150百万円(同1.4%増)。また通期売上12,800百万円(前期比7.1%増)、営業利益2,500百万円(同5.5%増)を予想。売上総利益率は60%と前期比1.8ポイント悪化する予想になっているが、製造キャパの増強に伴い労務費が増加することが主因。

1) 密着向上剤 (CZ シリーズ、V-Bond)

FY21期の成長ドライバーも引き続きサーバー需要に困るものとなる。同社ではCZシリーズ全体の売上を前期比9.9%増の6,883百万円と予想している。サーバー向けパッケージに使用されるCZ-8101は前期比14.6%増の3,775百万円となるほか、次世代のCZ-8201は前期比およそ2.5倍増の300百万円程度を見込む。パッケージ技術のChiplet化により、より高密度の

パッケージ向けが期待できる。2025年までにはサーバー向けパッケージの約50%がChiplet化になると予想されており、サイズ拡大に加え層数も増えることから、薬品の使用量がPC用パッケージに比べると約8倍程度になると言われている。

一方で、CZ-8100に関しては前期比ほぼ横ばいを予想している。自動車生産が回復し、電気自動車にシフトすることにより半導体パッケージの使用量は増えると予想されるが、同社の業績ガイダンスには織り込まれていない。V-Bondに関しては、自動車向けおよび中華系スマートフォンの回復により前期比15.0%増の770百万円の売上を予想している。

結果、密着向上剤セグメント全体では前期比8.6%増の7,837百万円を見込む。CZシリーズの最新のものであるCZ-8401の今期売上は前期比31.1%増の47百万円を見込む。ハイエンドスマートフォンなどミリ波対応5Gデバイスに欠かせないAiP(アンテナ・イン・パッケージ)向けの成長が期待されるが、世界的なミリ波対応5Gスマートフォンの発売は2022年以降で、大きな普及率に至るのは2025年ごろまでかかると言われている。同薬品の業績への貢献はまだ先と言えよう。

2) エッチング剤

エッチング剤全体の今期売上は前期比6.1%増の見通し。SFは従前から予想していたように、新モデルのハイエンドスマートフォンにタッチパネルセンサーが使用されなくなることから、前期比12.0%減の960百万円を予想。前期はコロナ禍の影響で図らずもタブレットの売上が予想以上に好調であったが、今期はそういった影響を織り込んでいない。またFY20期第3四半期に発売されたハイエンドスマートフォン4機種のうち、2機種にはタッチパネルセンサーが使用されておらず、同社の予想通りとなった。

一方EXEに関しては、中華系スマートフォン生産の回復もあり、前期比8.0%増を見込む。しかしながら、ハイエンドスマートフォンHDIマザーボードのサブトラクティブ工法向け採用に因る売上貢献はほとんど織り込んでいない。

主な製品の動向

薬品	主なアプリケーション	動向	FY20期 (¥mil)	YoY (%)	FY21期 予想 (¥mil)	YoY (%)
CZシリーズ	PC、タブレット、5Gインフラ、 端末サーバー	巣ごもり特需でPC、タブレット、サーバー需要増加。加えてパッケージメーカーによるEMIB等Chiplet化への移行が牽引。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	13.5	6,883	9.9
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、タブレットなどの巣ごもり特需が後押し。FY21期は中華系スマホの回復が鍵。ハイエンドスマホ用HDIのサブトラ対応に一部採用が決定。	1,307	1.1	1,412	8.0
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	-2.5	768	15.0
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新モデルではタッチパネルセンサー以外の技術が採用されると見込み、減収を予想。	1,091	11.4	960	-12.0

Source: Nippon-IBR based

FY19 期は 1,362 百万円、FY20 期は 847 百万円と比較的大きな設備投資を実施した。タイ工場への設備投資や研究開発設備拡充のため、西宮工場の閉鎖を計画していたが、コロナ禍でタイ工場の認証プロセスが進まず延期している。今期の設備投資は 700 百万円と前 2 か年に比べると通常レベルとなっている。一方で、減価償却費も昨年の 784 百万円から今期は 749 百万円を予定。

現在ある生産能力で、約 17,000~18,000 百万円程度の売上までは可能としている。仮に今後売上 CAGR を 10%とすると、5 年後までには能力増強が必要と試算される。パッケージメーカー各社の投資は現状でも 2023 年までは続くと言われており、今後需要に対応するためにさらに増設というタイミングが 2025 年までには来るであろう。FY20 期末の現預金は 5,600 百万円となっているが、有利子負債はなく、実質無借金である。一方、過去 5 年間の平均年間フリーキャッシュフローは約 700 百万円である。

十分な現預金があり、通常レベルの設備投資を賄っても安定的なフリーキャッシュフローが創出されているが、同社は当面は将来の成長投資を見据えて内部保留を厚くする方針である。そのため、株主還元策は基本方針として配当性向 30%としている。現在同社株の浮動株比率は約 8%(会社四季報オンライン 3 月 9 日時点)、およそ 3,800 百万円である。現在持ち合いや政策保有株(顧客企業株、同業他社株含む)は、発行済み株式数の 8.5%程度となっている。

当レポートは英文レポートの日本語サマリー版です。英文フルレポートは同社ウェブサイト [英文レポート \(全文版\)](#)、TDNet、弊社ウェブサイト www.nippon-ibr.com および日経 *Quick*, *FactSet*, *Refinitiv* 等のターミナルでアクセスできます。ご参照ください。

製品別薬品売上 (四半期ベース)

(百万円/ 12月決算)	FY19 期				FY20 期					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	QoQ (%)	YoY (%)
銅表面処理剤	2,134	2,497	2,919	2,592	2,551	2,701	2,824	3,069	8.7	18.4
密着向上剤 (CZ,V-Bond etc)	1,360	1,588	1,718	1,695	1,720	1,695	1,828	1,970	7.8	16.2
CZ シリーズ合計	1,185	1,379	1,484	1,468	1,507	1,491	1,562	1,700	8.8	15.8
CZ-8100	232	260	257	269	246	225	264	314	18.9	16.7
CZ-8101	540	789	752	753	787	820	822	865	5.2	14.9
その他 CZ	413	330	475	446	474	446	476	530	11.3	18.8
エッチング剤 (EXE, SF etc.)	773	909	1,200	897	830	1,006	996	1,099	10.3	22.5
SF	145	205	407	222	182	298	247	362	46.6	63.1
EXE	297	349	369	278	301	362	316	326	3.2	17.3
その他表面処理剤	132	125	133	122	109	127	121	91	-24.8	-25.4
薬品合計	2,266	2,623	3,052	2,715	2,661	2,829	2,946	3,160	7.3	16.4

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

製品別薬品売上 (累積ベース)

(百万円/ 12月決算)	FY19 期				FY20 期				
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	YoY (%)
銅表面処理剤	2,134	4,631	7,550	10,142	2,551	5,252	8,076	11,147	9.9
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	13.4
CZ シリーズ合計	1,185	2,564	4,048	5,516	1,507	2,998	4,560	6,260	13.5
CZ-8100	232	492	749	1,018	246	471	735	1,049	3.0
CZ-8101	540	1,329	2,081	2,834	787	1,607	2,429	3,285	15.9
その他 CZ	413	743	1,218	1,664	474	920	1,396	1,926	15.7
エッチング剤 (EXE, SF etc.)	773	1,682	2,882	3,779	830	1,836	2,832	3,931	4.0
SF	145	350	757	979	182	480	727	1,089	11.2
EXE	297	646	1,015	1,293	301	663	979	1,305	0.9
その他表面処理剤	132	257	390	512	109	236	357	448	-12.5
薬品合計	2,266	4,889	7,941	10,656	2,661	5,490	8,436	11,596	8.8

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

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 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:

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 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.