

## コーセル (6905)

担当 織田真由美

レーティング: NEUTRAL (2018/9/27) → NEUTRAL

受注急減。受注動向を見極めたい。

	売上高 (百万円)	伸び率 (%)	営業利益 (百万円)	伸び率 (%)	経常利益 (百万円)	伸び率 (%)	純利益 (百万円)	伸び率 (%)	EPS (円)	1株配 (円)
連 15/5	21,918	+5.6	3,598	-1.4	3,816	+1.2	2,484	+9.2	65.95	26.00
連 16/5	21,597	-1.5	2,305	-35.9	2,383	-37.5	1,672	-32.7	45.17	21.00
連 17/5	22,479	+4.1	3,490	+51.4	3,669	+53.9	2,559	+53.0	70.40	26.00
連 18/5	26,594	+18.3	4,704	+34.8	4,823	+31.4	3,260	+27.4	90.72	32.00
連 19/5(予)	29,500	+10.9	3,800	-19.2	3,840	-20.4	2,550	-21.8	70.94	28.00
第2四半期累計期間										
連 17/6-11	13,061	+23.5	2,423	+62.5	2,515	+59.8	1,774	+58.8	49.36	16.00
連 18/6-11	14,869	+13.8	2,529	+4.4	2,551	+1.5	1,595	-10.1	44.40	17.00
株価(2018/12/18)	948 円									
期末発行済み株式数(18/11/20)	37,212 千株									
期末自己株式数(18/11/20)	1,267 千株									
時価総額	35,277 百万円									
企業価値(EV)	27,717 百万円									
ROE(18/5実績)	8.4 %									
予想配当利回り	3.0 %									
予想PER	13.4 倍									
BPS(18/11実績)	1,138.78 円									
PBR	0.8 倍									
CFPS(18/5実績)	65.3 円									
PCFR	14.5 倍									
EV/EBITDA(18/5実績)	7.3 倍									



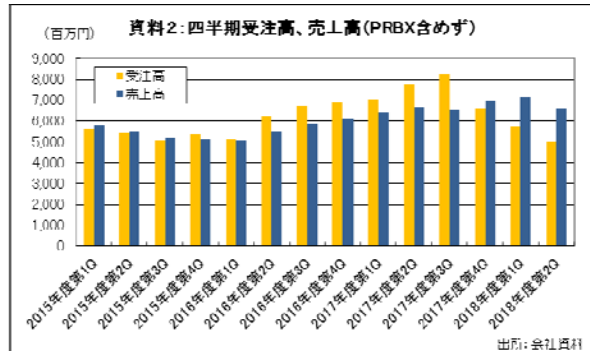
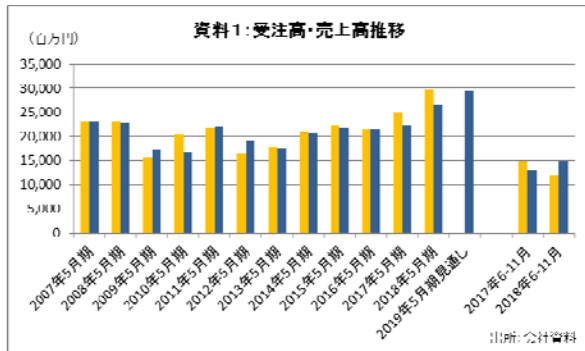
株価チャート(週足)

6905 IT Equity (コーセル) chart 権限: NISIC2015-18DEC2018 Copyright © 2018 Bloomberg Finance L.P. 18-Dec-2018 15:30:50

出所:コーセル、ブルームバーグ、今村証券

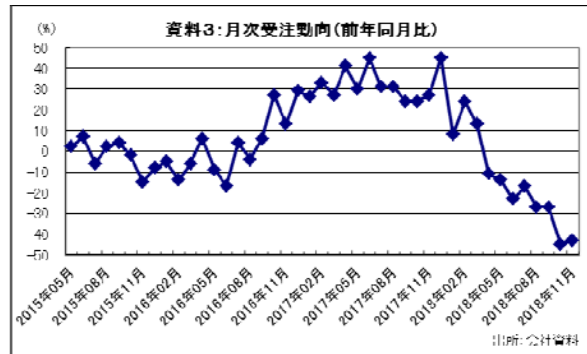
スイッチング電源の標準品では国内 2 位で、制御機器や工作機械、半導体製造装置、通信・放送機器、医用機器向けの電源が主力。2018 年 6 月にスウェーデンのスイッチング電源メーカーであるパワーボックスグループ (Powerbox International AB (以下、PRBX)) を子会社化、海外拡充を図る。

2019 年 5 月期第 2 四半期連結決算で売上高は 6 月に PRBX を子会社化した影響から 18 億 8 百万円 (13.8%) 増収と拡大した (資料 1 参照)。ただ、PRBX 子会社化の影響を除く旧コーセルグ



ループの売上高は 137 億円と前年同期比 4.9%の増加にとどまった。半導体製造装置の設備投資の先送りや工作機械など FA 関連業界の停滞を背景に受注が減少したことが要因だ。受注高は旧コーセルグループでは前年同期比 27.1%減の 107 億 57 百万円と大幅に減少しており、10 月、11 月の受注高は好調だった前期の反動もあり 4 割超の減少だ(資料 3 参照)。

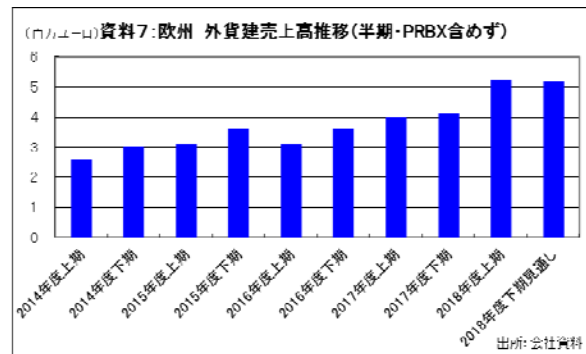
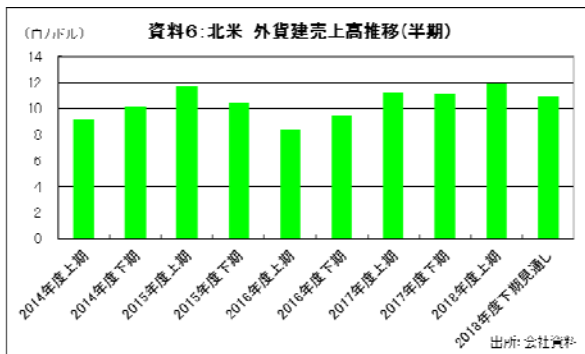
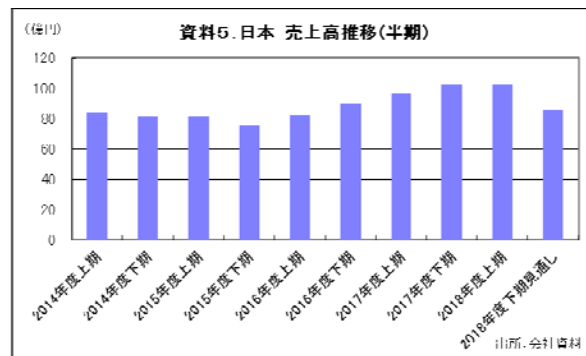
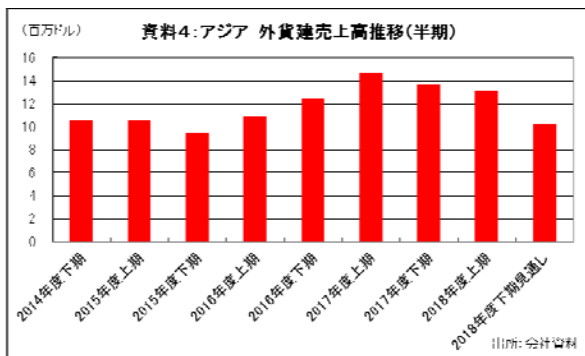
利益については増収効果があった一方で、人件費や減価償却費の増加、PRBX 買収にかかるのれん等の償却負担などコスト増加が重荷となり、営業利益は小幅な増益にとどまった。



落ち込みが大きいのはアジアだ。上期のアジアの売上高は前年同期比 11.0%減の 14 億 59 百万円と、セグメント別で唯一の減収となった。現地通貨ベースでも 10.7%の減収だ(資料 4 参照)。在庫調整が顕著なうえ、半導体製造装置や工作機械関連での設備投資の先送りの影響が大きい。下期も米中貿易摩擦の影響が懸念され、回復には時間を要しそうだ。

日本では高水準の受注残高が支えとなり、上期の売上高は前年同期比 6.1%増の 102 億 34 百万円と堅調だったものの、下期は在庫調整の影響が現れる(資料 5 参照)。半導体製造装置関連の在庫調整は第 4 四半期にメドがつくとみられるものの、制御機器関連では需要の低調が続くとみられる。制御機器向けは売上の 4 割程度を占めるだけに影響は大きく、通期の日本の売上高予想は期初の 217 億 60 百万円から 30 億円近く減額され、187 億 90 百万円見通した。

一方、北米、欧州は堅調だ。北米では一般工作機械、半導体製造装置の需要が減少したものの、医用機器関連が好調で上期の売上高は前年同期比 5.9%増の 13 億 30 百万円となった。米国経済が好調な上、ファクトリーレップとの協業の効果が表れている。また、欧州は一般産業機械、計測機器、医用機器関連の需要が増加、ディストリビューターとの連携強化によって新規顧客の開拓に進展がみられるなど全般に好調な中で PRBX の増収分を除いた上期の売上高は前年同期比



30.8%増の6億75百万円と拡大した。下期については米中貿易摩擦、中国経済減速の影響が懸念されることから、欧米でも伸びの鈍化を見込むとするものの、欧米は堅調を維持しそうだ。

売上高の6割超を占める日本とアジアで需要が落ち込む中、会社では今期業績予想の下方修正を発表した(資料8参照)。売上高は27億円減額され前期比1割増の295億円見通しだが、このうち旧コーセルグループの売

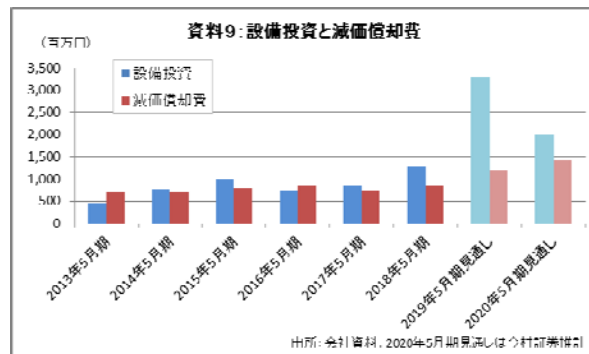
連結	売上高 百万円	営業利益 百万円	経常利益 百万円	純利益 百万円	EPS 円
前期実績	26,594	4,704	4,823	3,260	90.72
前回予想	32,200	4,900	5,000	3,460	96.26
通期見通し	29,500	3,800	3,840	2,550	70.94

資料8：通期業績予想の修正

上高は前期比4.9%減の253億円見通しと、旧コーセルグループとしては3期ぶりの減収見通しだ。利益についても3期連続の増益見通しから、一転して減益見通しとした。旧コーセルグループの減収影響に加え、PRBXの買収にかかるのれん等の償却負担(2億68百万円)の増加が重荷となる。利益の減額修正に伴い、通期の配当見通しも34円から28円(上期17円+下期11円)に引き下げ、減配見通しとなった。

なお、通期業績予想の前提となる為替レートは1USドル=111.60円、1ユーロ=129.70円、1スウェーデン・クローナ=12.48円を想定している。

来期については受注動向を見極める必要があるが、足元の受注の落ち込みの影響が残りそうなお、減価償却費などのコスト増加が重荷となって利益は横ばい程度にとどまりそうだ。PRBXの業績が通年で寄与するものの、今年11月に完成した開発棟「R&Dセンター」の減価償却費の増加やPRBX買収に係るのれん等の償却負担の増加(来期3億16百万円、今期比48百万円増加)、2019年末に完成予定の中国新工場の減価償却費も負担となる。受注動向時期によっては2期連続の減益となる可能性もありそうだ。



株価は2016年7月以来の1,000円割れの水準にある。年初の高値1,999円から半値以下となり、値ごろ感はあるものの、受注が低迷する中で回復時期を見極めたく、投資判断はNEUTRAL継続とする。

---

## アナリストによる証明

本資料に示された見解は、言及されている発行会社とその発行会社等の有価証券について、各アナリストの個人的見解を正確に反映しており、さらに、アナリストは本資料に特定の推奨または見解を掲載したことに対して、いかなる報酬も受け取っておらず、今後も受け取らないことを認めます。

---

## レーティングの定義

OUTPERFORM: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超上回ると予想される。

NEUTRAL: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンの+10%と-10%の間に入ると予想される。

UNDERPERFORM: 今後12ヶ月間のトータルリターンがTOPIXの予想リターンを10%超下回ると予想される。

トータルリターン: 株価変動率+配当利回り

目標株価は12ヶ月間の投資を想定しており、将来発行されるレポートで修正されることもあります。

---

本資料に記載された意見及び予想は、記載された日付における今村証券の判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。今村証券は本資料の記載された日付以降に内容の変更・修正を行う義務を負いません。本資料はお客様への情報提供のみを目的としたものであり、特定の有価証券売買に関する申込または勧誘を意図するものではなく、お客様に対して投資の助言を提供するものでもありません。また、本資料に記載されている情報もしくは分析がお客様にとって適切であると表明するものでもありません。投資に関する最終決定はあくまでもお客様ご自身の判断でなさいますようお願い申し上げます。

本資料に記載された内容は、信頼できると思われる情報、または信頼できる情報源から得た情報を基に今村証券が作成しておりますが、機械作業上データに誤りが発生する可能性があります。当社はその内容の正確性及び妥当性、適時性または完全性を保証するものではありませんし、本資料における過誤又は遺漏に対して何らの責任を負うものでもありません。本資料でインターネットのアドレス等を記載している場合がありますが、当社自身のアドレスが記載されている場合を除き、アドレス等の内容について当社は一切責任を負いません。本資料は、当然にお客様の投資結果を保証するものではありませんので、今村証券は、本資料の内容について第三者のいかなる損害賠償の責任を負うものでもありませんし、お客様が本資料に依拠した結果としてお客様が被った損害または損失については一切責任を負いません。また、今村証券は本資料に関するお客様からのご質問やご意見に対して、何ら対応する責任を負うものではありません。

当社および関係会社の役員は、本資料に記載された証券について、ポジションを保有している場合があります。当社および関係会社は、本資料に記載された証券、同証券に基づくオプション、先物その他の金融派生商品について、買または売りのポジションを有している場合があります、今後自己勘定で売買を行うことがあります。また、当社および関係会社は、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他サービスを提供し、かつ同サービスの勧誘を行う場合があります。

**日本および外国の株式・債券への投資は、株価の変動や、発行者の経営・財務状況の変化およびそれらに関する外部評価の変化、金利・為替の変動などにより、投資元本を割り込むリスクがあります。**

本資料は当社の著作物であり、著作権法により保護されております。当社の事前の承認なく、また電子的・機械的な方法を問わず、本資料の全部もしくは一部引用または複製、転送等により使用することを禁じます。