

壁紙や金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (6/13)

ウェーブロックホールディングス

(7940・東証1部)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
652円 (6/13)	100株	72.5億円 (6/13)	934円 (19/3/7)	617円 (19/6/3)	5.2倍 (6/13)

20年3月期は巻き返しに期待、株価は割安感鮮明

■19年3月期は中級品の市場浸透遅れ利益率低下

19年3月期の連結業績は、売上高28,229百万円（前期比1.9%増）、営業利益1,521百万円（同17.1%減）と増収減益で着地。売上高営業利益率は5.4%で、前期実績の6.6%や弊社予想を下回った。主力のインテリア事業は新設住宅着工戸数が伸び悩む中でも資本提携先のサンゲツの壁紙見本帳への掲載点数が増えたことなどから売上高が9,112百万円（同0.9%増）と増収を確保できたが、利益率の高い製品が掲載された中級見本帳の市場浸透が遅れたことでセグメント利益は724百万円（同16.2%減）にとどまった。

モーニングスター予想との比較では、産業資材・包材事業やアドバンステクノロジー（AT）事業の売上高がほぼ計画線上。AT事業の売上は第2四半期以降、スマートフォン筐体向けが支えている。第4四半期において、中国での自動車に対する排ガス規制により生じた現行モデルの在庫調整などあったにも関わらず売上がほぼ計画通りだったのは好印象だ。一方、インテリア事業や編織事業が想定に届かなかった。営業利益面で見ると、インテリア事業と産業資材・包材事業に大きなブレはなく、編織事業も想定を下回るがそれほどの差異はなかった。ただ、2ケタ台という高い利益率を誇っていたAT事業は8.6%にとどまっている。利益率の低下は事業拡大のための北米や欧州での拠点設立、国内の加工工場立ち上げなど積極的な投資による費用先行が主な要因。

■事業再編で経営資源を効率化

20年3月期の連結業績は、売上高29,000百万円（前期比2.7%増）、営業利益1,800百万円（同18.3%増）を計画している。今期より編織事業と産業資材・包材事業をマテリアルソリューション事業として統合。経営資源を融合し、製品・商品開発、営業、物流管理など多面的なシナジー効果を醸成し、国内市場での事業の再構築や積極的な海外展開を目指す。前期は両事業の単純合算で利益率が5.7%台だったが、今期は産業資材分野における高付加価値商品の販売強化や、包材分野における生産



体制の見直しなどで会社側は6.2%に引き上げる計画だ。主力のインテリア事業は、前期に配付遅延で市場浸透が遅れた中級品見本帳が通年で貢献する。また、次期量産品見本帳SPを上期に配付する予定。来期以降に本格的な業績への貢献が期待される。

また、AT事業では、中国の自動車市場が足元において回復の兆しがみえてきた。北米や欧州での活動が本格化することから、営業利益率も再び2ケタ台を回復する見通しとなっている。スマートフォン筐体の需要も堅調が見込まれており、AT事業は引き続き収益の底上げに寄与しそうだ。

決算および足元の住宅着工件数の動向を踏まえ、モーニングスターの業績予想を更新。売上高、営業利益ともに従来予想をやや下方修正するものの、営業利益率は6%台と前々期までの水準を回復すると予想する。ただ、今後の成長が期待されるAT事業は中国市場にも大きく依存しており、米中通商問題など不透明要因もあって株価は調整色を強めている。想定株価レンジは、PBR1倍の1,180円を下値メドとする。上値は、モーニングスターの5年業績予想をベースにDCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法や、競合他社と同程度のPER10倍で算出した株価1,300円。米中通商問題は株価抑制リスクとなるが、AT事業の底堅さなどから、現時点で影響は限定的と判断。6月13日終値から上値余地が大きいことから、投資判断は「Overweight」を継続する。（宮川 子平）

業績動向 (6/13時点)

	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
18年3月期 実績	27,702	3.0	1,834	34.9	2,144	26.4	1,594	44.0	161.5
19年3月期 実績	28,229	1.9	1,521	▲17.1	1,943	▲9.4	1,429	▲10.4	146.4
20年3月期 会社予想	29,000	2.7	1,800	18.3	1,780	▲8.4	1,200	▲16.0	125.9
MS 予想	29,000	2.7	1,800	18.3	1,780	▲8.4	1,200	▲16.0	125.9
21年3月期 MS 予想	29,800	2.8	1,870	3.9	1,850	3.9	1,250	4.2	131.1

本資料は投資判断の参考としての情報提供を目的としたものであり、投資勧誘を目的とするものではありません。銘柄の選択、投資判断の最終決定はお客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。本資料に掲載された意見は作成日における判断であり、予告なしに変更される場合があります。本資料に掲載された意見・データは、当社が信頼できると判断したデータ等により作成いたしました。その正確性、安全性等について保障するものではありません。著作権、知的財産権等一切の権利はモーニングスター株式会社並びに Morningstar Inc. に帰属しますので、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

■ 会社概要

樹脂、糸、紙、金属などの素材加工メーカー。住居などの壁紙を手掛けるインテリア事業のほか、編織事業と産業資材・包材事業を統合したマテリアルソリューション事業では網戸や農業用の防虫ネット、遮光ネット、建築現場の防音シートや食品包装用の資材などを展開。アドバンステクノロジー事業では自動車部品の加飾シートなどを手掛けている。インテリア事業においては、15年10月に資本業務提携を締結したサンゲツ(8130)がウェーブロックの22.2%を保有する大株主で、サンゲツ向けが連結売上高全体の25.1%(19年3月期実績)を占める重要なビジネスパートナー。今後も同社との良好な関係を維持することが同事業の安定した成長につながる。17年4月10日に東証2部へ新規上場し、ちょうど1年後の18年4月10日に1部へ指定された。

■ 事業環境と展望

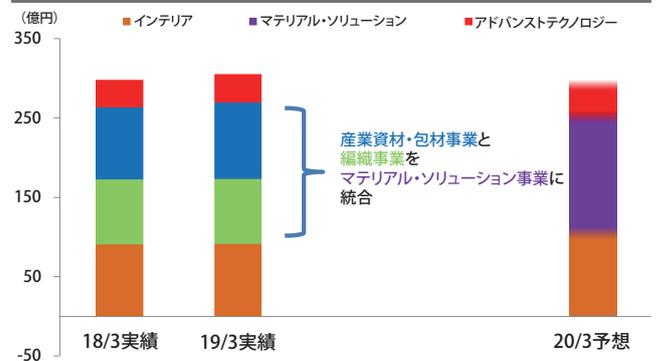
国土交通省によれば、18年の新築住宅着工戸数は前年比2.3%減の94万2,370戸と2年連続の前年割れとなった。19年に入ってから1月から3月まで大きく伸長しているが、4月は減少に転じており、楽観視できない状況。インテリア事業は壁紙を取り扱う関係上、住宅市場の動向に左右されやすいだけに、今後も住宅市場がさえないままだと、同社業績に影響を及ぼす可能性がある。マテリアルソリューション事業は国内ではシェアも高く成熟した事業となっている。ただ、防虫の網は蚊を媒介とする感染症が特に危惧される東南アジアなどで需要が見込まれる。中国に生産拠点や物流拠点があり、現時点では日本国内向けを生産しているが、将来的に海外向けの生産も検討していることから売上拡大が期待される一方、最近の通商問題は懸念材料となる。

金属調加飾フィルムが採用された自動車のエンブレム(上)と多層シートが使われたスマートフォン(下)



出所:会社資料

事業再編で経営資源を融合し、シナジー効果を醸成させる



出所:会社資料を基にモーニングスター作成

■ リスク要因

インテリア事業はサンゲツへの依存度が大きく、関係維持・強化が重要となっている。何らかの理由でサンゲツへの供給が減ると業績に大きな影響を与える恐れがある。また、M&A(企業の合併・買収)にも積極的だが、有利子負債が多いことから、場合によっては資金調達の方法などで投資家から厳しい目を向けられる可能性もある。

株主還元 (6/13時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
18年3月期	実績	12円	16円	28円
19年3月期	実績	14円	14円	28円
20年3月期	会社予想	15円	15円	30円

■ 株主優待

なし

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (6/13時点)

	ウェーブロック ホールディングス (7940・東1)	積水樹脂 (4212・東1)	アキレス (5142・東1)	
基本事項	株価	652円	2,112円	1,976円
	投資単位	100株	100株	1,000株
	最低投資金額	65,200円	211,200円	1,976,000円
	決算月	3月	3月	3月
株価指標	PER(予)	5.2倍	13.1倍	13.7倍
	PBR(実)	0.6倍	1.0倍	0.8倍
	配当利回り(予)	4.6%	2.3%	2.0%
成長性	売上高成長率(予)	2.7%	1.4%	1.5%
	営業利益成長率(予)	18.3%	2.2%	64.1%
	EPS成長率(予)	▲14.0%	1.3%	604.1%
収益性	売上高営業利益率(予)	6.2%	15.1%	2.6%
	自己資本当期純利益率(実)	13.1%	7.3%	0.8%
	総資産経常利益率(実)	6.6%	8.4%	2.6%
財務安定性	自己資本比率(実)	38.2%	76.1%	55.8%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	87.9%	1.3%	12.5%
	流動比率(実)	149.5%	305.2%	184.0%

比較企業は、樹脂加工メーカーの積水樹脂（4212）とアキレス（5142）を選定した。

■ 成長性

売上高・営業利益ともにプラス成長を見込む。インテリア事業では中級品見本帳の通年でのフル寄与が期待される。AT事業では中国自動車市場の回復や、スマートフォン用途の堅調推移を見込む。MS事業の売上高は横ばいを予想するが、価格転嫁などで収益率の改善を図る。ただ、負ののれん償却が19年9月に終了することから、純利益（EPS成長率）はマイナス成長となる見込み。比較企業では、アキレスが営業利益成長率、EPS成長率でトップ。前期に大幅な減益となった反動が見込まれる。

■ 収益性

ウェーブロックHDの営業利益率は前期の5.4%から改善する見通し。全事業で営業利益率の改善を計画しており、特にAT事業は11%と2ケタ台を目指す。自己資本当期純利益率、総資産経常利益率は前期（ROEは16.3%、ROAは7.4%）からやや低下。減益のほか、総資産の減少も響いた。現預金が減少した一方、短期借入金などが増えている。とはいえ、ROE、ROAともに特に警戒するような水準ではなく、比較企業と比べても見劣りしない。

■ 財務安定性

デット・エクイティ・レシオは2社と比較すると高い印象だが、有利子負債が順調に減少しており、18年3月期の95.8%から改善した。また、自己資本も厚みを増し、自己資本比率も35.7%からやや改善している。流動比率は151.4%からやや低下したもののほぼ横ばいで、特に問題のない水準。なお、比較企業では実質無借金状態の積水樹脂が全項目でトップとなっている。

モーニングスター株式会社
株式分析部 アナリスト 宮川 子平
03-6229-0810 smiyagawa@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%～+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2～4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債/自己資本×100）、流動比率（＝流動資産/流動負債×100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。