

インテリア、産業資材、編織の3本柱

投資判断 (11/1)

ウェーブロックホールディングス (7940・東証2部)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,364円 (11/1)	100株	151.7億円 (11/1)	1,515円 (17/7/25)	619円 (17/4/14)	8.4倍 (11/1)

既存事業好調、アドバンステクノロジーも業績貢献

■主力3事業はそろって堅調

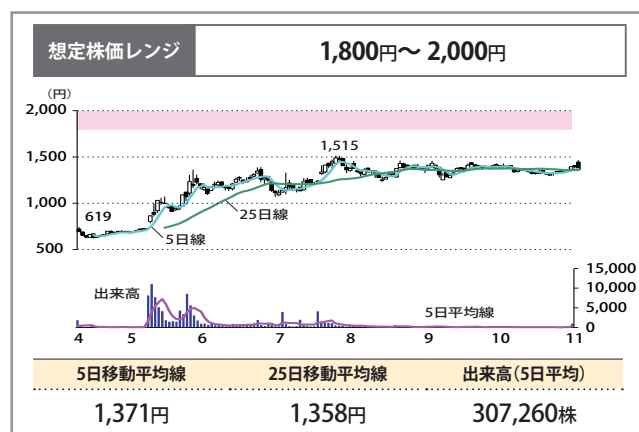
18年3月期第2四半期累計(17年4～9月)の連結業績は、売上高14,381百万円(前年同期比2.6%増)、営業利益1,118百万円(同23.8%増)。主力の**インテリア事業**、**編織事業**、**産業資材・包材事業**がいずれも堅調に推移。インテリア事業では資本業務提携先であるサンゲツ(8130)の壁紙見本帳への掲載点数が増加し、編織事業では園芸用品の防草シートが好調、産業資材・包材事業は防煙垂壁用途の高透明不燃シートなどが売上をけん引している。また、アドバンステクノロジー事業も黒字を確保した。特にインテリア事業は操業度が向上したため利益率が改善しており、通期業績予想は売上高28,100百万円(前期比4.5%増)を据え置いたが、営業利益を1,650百万円から1,800百万円(同32.4%増)に引き上げている。

■目先はインテリア事業、編織事業の海外展開にも期待

インテリア事業はサンゲツ(8130)の見本帳に自社の壁紙サンプルがどれだけ掲載されるかが重要となる。見本帳を置く工務店などで自社製品が目に入りやすくなるのは大きい。特に量産タイプの見本帳は2年に1回更新され、今年7月に新しい見本帳が発売されたばかり。新しい見本帳には65点中、ウェーブロックHD系列のサンプルが27点採用された。新しい見本帳が完全に市場へ浸透するのは年末以降と見ておりフルに活躍が期待できる来期はサンゲツ向けの売上が大幅に伸びると見ている。

産業資材・包材事業では、活発化する都内再開発プロジェクトなどが追い風。20年の東京五輪まで良好な事業環境にあると見られ、引き続き堅調な伸びを見込む。特に付加価値製品として展開する防煙垂れ壁はグラスファイバー布と特殊樹脂が用いられており、ガラスの約10分の1の軽さで割れにくく、透過性も高い。ショッピングモールなどで採用が増えているという。

また、編織事業は国内市場が成熟しているが、蚊などを媒体とした感染症への警戒感から虫除け効果の網戸な



どの需要は高い。また、海外では東南アジアなどで成長が見込めるため、将来的に海外展開の本格化を検討している。現在は日本向け輸出が主体だが、中国に生産拠点を持っているため、設備投資を掛けずに海外展開が可能になると見られ、業績の拡大が期待できそうだ。

16年3月期まで赤字を計上してきたアドバンステクノロジー事業は17年3月期に黒字化を達成。これまでに赤字分野からの撤退を進めており、今後は安定した利益計上を見込む。ウェーブロックHDではそれぞれの事業を100億円規模に成長させることを視野に入れているようだ。

モーニングスターでは、短期的にインテリア事業が全体の業績をけん引し、中長期的には良好な外部環境にある産業資材・包材事業や、海外展開を目指す編織事業が業績を拡大させ、22年3月期には主力3事業が100億円規模に成長していると予想。アドバンステクノロジー事業も堅調な推移が見込まれ、全体として売上高は年率3%程度の成長を予想する。5年業績予想にDCF(ディスカウント・キャッシュフロー)法を用いて算出した想定株価レンジは1,800～2,000円。11月1日終値から上値余地が大きいことから、投資判断は「Overweight」とする。

(宮川 子平)

業績動向 (11/1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)
16年3月期	実績	25,055	1.6	740	-18.9	904	-32.5	365	-64.6	33.1
17年3月期	実績	26,886	7.3	1,359	83.6	1,696	87.6	1,107	203.3	106.2
18年3月期	会社予想	28,100	4.5	1,800	32.5	2,170	27.9	1,600	44.5	146.8
	MS予想	28,100	4.5	1,800	32.5	2,170	27.9	1,600	44.5	146.8
19年3月期	MS予想	29,700	5.7	1,910	6.1	2,300	6.0	1,700	6.3	155.9

■ 会社概要

樹脂、糸、紙、金属などの素材加工メーカー。インテリア事業では住居などの壁紙、編織事業では網戸や農業用の防虫ネット、遮光ネットなど、産業資材・包材事業では建築現場の防音シートや食品包装用の資材など、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、編織事業、産業資材・包材事業が事業の柱。特に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22.8%（17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。なお、当社は17年4月に新規上場したが、09年7月のファンドによるTOBまで東証2部に上場しており、約8年ぶりの株式市場復帰となる。

■ 事業環境と展望

国土交通省によれば、16年の新築住宅着工戸数は前年比6.4%増の96万7,237戸と2年連続の増加。17年も上半期（1～6月）は前年同期比2.1%増の47万3,206戸と堅調に推移している。低金利が住宅需要を下支えしており、住宅などの壁紙が主力のインテリア事業にとっては引き続き追い風になる。また、20年の東京オリンピックに向けた都内の再開発プロジェクトが活発で、建築現場などの防音シートなどの需要も堅調に推移すると見られる。編織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。編織事業では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。今後の成長は本格的な海外展開がカギを握りそうだ。

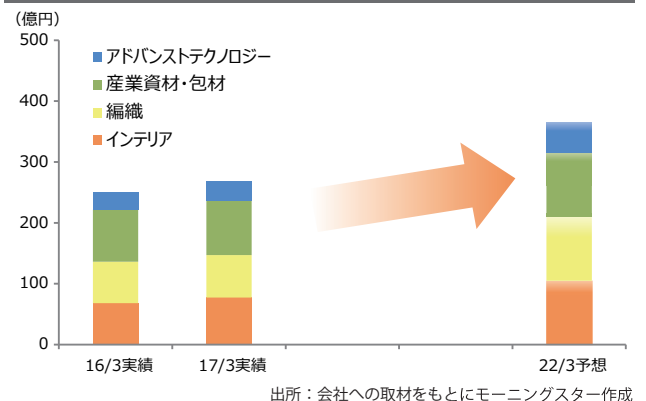
ウェーブロックHDの製品の一部

右は金属調加飾を施された自動車の内装（上）やホイールキャップ（下）



出所：会社資料

22年3月期には主力3事業の売上高が各100億円規模に到達していると予想



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、同社の業績や、同社との関係維持・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 (11/1時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
17年3月期	実績	0円	0円	0円
18年3月期	実績	12円	-	-
18年3月期	会社予想	-	13円	25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) (11/1時点)

	ウェーブロックホールディングス(7940・東証2部)	東リ(7971・東証1部)	リリカラ(9827・JASDAQ)
基本事項	株価	1,364円	408円
	投資単位	100株	100株
	最低投資金額	136,400円	40,800円
	決算月	3月	3月
株価指標	PER(予)	8.4倍	9.5倍
	PBR(実)	1.5倍	0.8倍
	配当利回り(予)	1.8%	2.5%
			0.0%
成長性	売上高成長率(予)	4.5%	2.8%
	営業利益成長率(予)	32.5%	▲8.2%
	EPS成長率(予)	52.8%	▲12.6%
			▲52.7%
収益性	売上高営業利益率(予)	6.4%	4.1%
	自己資本当期純利益率(実)	12.8%	9.5%
	総資産経常利益率(実)	5.9%	5.9%
			0.4%
財務安定性	自己資本比率(実)	31.2%	44.2%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	122.7%	20.5%
	流動比率(実)	144.2%	160.8%

比較企業は、壁紙などのインテリア分野で競合する東リ（7971）とリリカラ（9827）を選定した。

■ 成長性

売上高成長率、EPS成長率は比較企業の中でウェーブロックHDがトップ。サンゲツの見本帳への採用が増えたため、インテリア事業を中心に堅調な業績推移を予想している。営業利益成長率は前期に大幅な減益だった反動を見込むリリカラがトップとなっているが、同社は前期に発生した有価証券売却益などがなくなるため、最終減益を予想している。

■ 収益性

全項目がトップとなっている。売上高営業利益率は16年3月期まで3%程度だったが、アドバンストテクノロジー事業が黒字を確保した前期に5.1%に改善。18年3月期は6.4%に伸びる見通しだ。なお、第2四半期累計の時点では7.8%と高い営業利益率を誇るが、これは利益率の高い編織事業が上期偏重であるためで、下期以降に計画の水準に落ち着くと見ている。

■ 財務安定性

すべての項目で東リがトップ。自己資本比率、流動比率は各社とも大きな差はないが、ウェーブロックHDはデッドエクイティレシオが100%を超えており、有利子負債への依存度は依然として高め。過去にアドバンストテクノロジー事業における投資の損失が響いている。ただ、同事業は前期より赤字体質から抜け出しており、有利子負債も前期からは少なからず減少している。今後は安定性が増しそうだ。

モーニングスター株式会社
プロダクト開発本部 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%以下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。