

壁紙や金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (6/1)

ウェーブロックホールディングス

Overweight 継続

(7940・東証1部)

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
1,210円 (6/1)	100株	134.6億円 (6/1)	1,795円 (18/4/9)	1,190円 (18/6/1)	7.5倍 (6/1)

インテリア事業の成長加速が業績貢献

■利益率改善で大幅増益達成

18年3月期の連結業績は、売上高27,702百万円（前期比3.0%増）、営業利益1,834百万円（同34.9%増）。売上高は、主力のインテリア事業が前期比8.9%増となり、編織事業や産業資材・包材事業の減収をカバー。インテリア事業では、17年7月に改定された提携先のサンゲツ（8130）が発行する壁紙見本帳への掲載点数が増加したことで工務店などへのアピールが強化された。また、規模は小さいながらも、金属調加飾フィルムなどを展開するアドバンステクノロジー（AT）事業も増収を確保している。利益面では生産能力の増強による増産体制の構築が実を結んだ他、原価低減への取り組みなども奏功し、大幅な増益を達成。売上高営業利益率はインテリア事業、産業資材・包材事業、AT事業で前期実績を上回り、全体でも17年3月期の5.1%から6.6%に上昇した。

19年3月期は、売上高28,500百万円（前期比2.9%増）、営業利益1,840百万円（同0.3%増）とほぼ横ばいを計画している。原材料価格の上昇などが懸念材料。

■業績踊り場、AT事業の急成長が支えに

本来であれば主力のインテリア事業は、17年7月に改定されたサンゲツの壁紙見本帳の好影響をフルに享受できるはずだが、住宅着工件数の伸びが17年下半年から弱く、今年も3月まで前年同月を下回る伸びとなっている。また、原材料価格の上昇が利益率の押し下げ要因にもなる。原材料価格については価格転嫁を進める方針だが、浸透するのは早くても下期以降とみられ、上期は業績の踊り場となりそうだ。

一方、AT事業はクレームの減少や製造効率の向上などで損益が改善している。従来、面積の広い自動車の内装案件が多く、売上への貢献度も大きかったが、利益率は低かった。ただ、加飾フィルムは見栄えだけでなく、電波や光の透過性など機能性に重きを置いていることから、前期から利用面積は低いながらも利益率の高い外装案件の受注へシフトする計画で、利益率の向上が見込まれる。国内では6月から愛知県



名古屋市に開設する工場において、下流である成形加工および検査工程を社内に取り込む。また、同時期に米国に販売子会社を設立する計画。8月に営業を開始し、本格的な販売をスタートする。米国の自動車販売台数は中国に次ぐ世界2位で、日本のおよそ3倍。巨大市場への本格的な進出でAT事業は飛躍的な成長が期待できる。

編織事業、産業資材・包材事業は市場が成熟していることから、目先は横ばいでの推移を予想するが、両事業は19年1月に統合する予定で、経営資源の融合や物流管理などでのシナジー効果が現れれば、収益性が改善しそうだ。

モーニングスターでは、足元の動向を考慮してインテリア事業をやや下方修正する一方、AT事業は海外を中心とした自動車向け販売の強化で2ケタ成長を予想。また、従来は営業利益率を6%台半ばと見積もっていたが、増産体制構築などによる利益率の改善が想定以上だった。原材料価格上昇が懸念されるためインテリア事業は固めに見るが、高利益率のAT事業の成長加速を織り込み、今後の営業利益率を7%前後に見直した。モーニングスターの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1,700～1,800円。6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」を継続する。

(宮川 子平)

業績動向 (6/1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)
17年3月期 実績	26,886	7.3	1,359	83.6	1,696	87.5	1,107	202.9	106.2
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 会社予想	28,500	2.9	1,840	0.3	2,160	0.7	1,600	0.3	160.3
MS 予想	28,500	2.9	1,840	0.3	2,160	0.7	1,600	0.3	160.3
20年3月期 MS 予想	29,200	2.5	2,000	8.7	2,350	8.8	1,750	9.4	175.4

■ 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24.9%(18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、17年の新築住宅着工戸数は前年比0.3%減の96万4,641戸と3年ぶりに前年水準を割り込んだ。18年も1月から前年同月を下回る推移が続き、4月に前年同月比0.3%増と小幅ながら10カ月ぶりに前年を上回ったが、1～4月累計は前年同期比5.9%減と依然低空飛行。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。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。

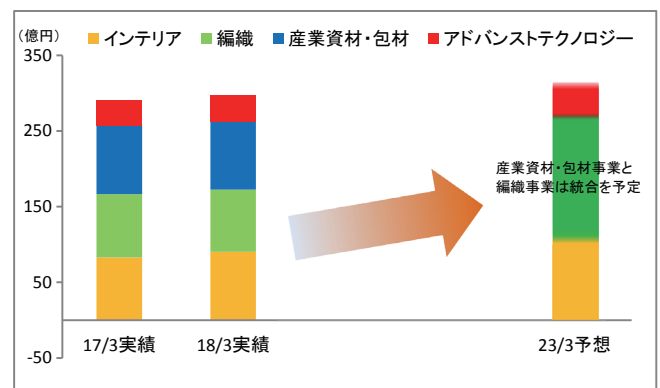
金属調加飾フィルムが採用された自動車のエンブレム



光透過率が高く、自動運転などに使われるセンサーも阻害しない

出所:会社資料

主力のインテリア事業は売上高100億円超、AT事業の売上高は現在の1.5倍を予想



出所:会社への取材をもと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、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(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 (6/1時点)

■ 配当の状況

	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	16円	28円
19年3月期 会社予想	14円	14円	28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) (6/1時点)

	ウェーブロックホールディングス (7940・東1)	東リ (7971・東1)	リリカラ (9827・JASDAQ)	
基本事項	株価	1,210円	349円	278円
	投資単位	100株	100株	1,000株
	最低投資金額	121,000円	34,900円	278,000円
	決算月	3月	3月	12月
株価指標	PER(予)	7.5倍	10.3倍	28.5倍
	PBR(実)	1.1倍	0.6倍	0.6倍
	配当利回り(予)	2.3%	2.9%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	2.9%	3.0%	5.8%
	営業利益成長率(予)	0.3%	▲12.0%	275.0%
	EPS成長率(予)	▲0.7%	▲15.3%	—
収益性	売上高営業利益率(予)	6.5%	3.3%	1.1%
	自己資本当期純利益率(実)	16.3%	7.2%	5.2%
	総資産経常利益率(実)	7.4%	4.8%	0.2%
財務安定性	自己資本比率(実)	35.7%	45.9%	33.6%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	95.8%	18.8%	32.3%
	流動比率(実)	153.5%	165.6%	127.6%

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、営業利益成長率はリリカラがトップ。リリカラは前期まで2期連続の減益だった反動を見込むが、東りはウェーブロックHDと同様に原材料価格上昇など懸念しており、減益を予想。また、リリカラは前期に最終赤字だったため、EPSの前期との比較はなし。ウェーブロックHDのEPS成長率は0.7%減となっているが、前期の潜在株式調整後のEPSと比較した場合の成長率は1.7%増となる。

■ 収益性

ウェーブロックHDが全項目でトップとなっている。原材料価格の上昇などを見込むものの、収益改善が続くアドバンステクノロジー事業の成長により、売上高営業利益率は6.5%と前期実績の6.6%と同程度を維持する見通し。自己資本当期純利益率（ROE）、総資産経常利益率（ROA）はいずれも前期実績（ROEは12.8%、ROAは5.9%）を上回る見通し。

■ 財務安定性

すべての項目で東りがトップだが、自己資本比率、流動比率は各社とも大きな差はない。ウェーブロックHDはデッドエクイティレシオが95.8%と、2社と比較すると高いが、17年3月期の122.7%から低下している。過去に発生したアドバンステクノロジー事業における投資の損失が響いているが、有利子負債は期を重ねるごとに減少していることから、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。