

金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (6/19)

ウェーブロックホールディングス (7940・東証スタンダード)

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)
583円 (6/19)	100株	64.8億円 (6/19)	636円 (23/3/7)	552円 (23/6/1)	28.9倍 (6/19)

自動車分野や地中熱ビジネスに注力

■注力分野の自動車向けは好調

23年3月期の連結業績は、売上高22,584百万円（前期比7.5%増）、営業利益346百万円（同46.7%減）だった。マテリアルソリューション事業において、度重なる原材料価格の上昇やエネルギーコストの上昇等を受けて価格転嫁を進めたこともあって売上高は伸びたが、コスト上昇分の売価転嫁遅れおよび生産数量減少により利益率が悪化し、全体の利益を押し下げた。一方、アドバンステクノロジー事業においては、売上規模の大きいディスプレイ用拡散板の販売が大きく減少したものの利益への貢献度はもともと低く、注力分野である自動車向け販売が米国を中心に好調だったこともあり、同事業では増益を確保している。

24年3月期の連結業績予想は、売上高24,500百万円（前期比8.5%増）、営業利益300百万円（同13.3%減）。原材料価格は高止まりを予想している。

■両事業ともに引き合い強い

23年3月期はコスト上昇を背景に大幅な減益となったが、マテリアルソリューション事業においては、ビルディングソリューションおよびインダストリアルソリューション分野で、建設向け防音シートや、大型物件受注による防煙垂壁用高透明不燃シートが好調に推移。パッケージソリューション分野でも、前年に開発した植物由来のバイオマスプラスチック配合のミルクポーション容器が業務用だけでなく家庭用にも採用されるなど、一部製品の販売数量が増加しており、引き合いの強さがうかがえる。また、アドバンステクノロジー事業においても、もともと利益率の高くないディスプレイ用拡散板の販売が減少したが、米国でのEV（電気自動車）向けをはじめとする車両向けの販売が堅調だったほか、インドや東南アジアの二輪市場ではエンブレムへの採用件数が増加したことや、先進運転システムとの連携ツールとして展開が期待されているVRヘッドセット用部材へ採用されるなど、販売は好調。



24年3月期は、自動車向けに金属調加飾フィルムの高い需要が続くほか、米国メーカー向けには川上のフィルムだけでなく、川下となる成形パーツの製造販売も行う体制を構築している。また、地中熱ビジネスにも注力。23年3月期で同部門の売上高は3,100万円だったが、24年3月期には7億円への拡大を見込んでいる。

会社側は24年3月期まで業績の谷とみており、来期以降の回復を見込んでいる。ウエルスアドバイザーでも、24年3月期は減益を見込むが、同社製品への需要の高さから売上高は2ケタ前後の成長を予想。利益率は25年3月期以降、原材料価格の落ち着きとともに改善に向かうとみて、まずはインテリア事業を譲渡した直後の22年3月期の営業利益率3.1%を基準とし、その後は、それ以前の5%台への回帰を見込む。

前期の減益着地および今期の減益予想を踏まえた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）法で算出した目標株価は650～750円と従来（850～1,000円）から引き下げるが、足元の株価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。株価指標面では、PBRが0.3倍前後、予想配当利回りが約5%と、依然として極めて割安な水準にある。（宮川 子平）

業績動向 (6/19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)
22年3月期 実績	21,002	▲28.2	649	▲56.4	903	▲36.8	655	▲72.6	244.8
23年3月期 実績	22,584	7.5	346	▲46.7	718	▲20.4	2,321	3.5倍	69.7
24年3月期 会社予想	24,500	8.5	300	▲13.3	340	▲52.7	170	▲92.7	252.5
24年3月期 WA予想	24,500	8.5	300	▲13.3	340	▲52.7	170	▲92.7	252.5
25年3月期 WA予想	26,950	10.0	800	166.7	800	135.3	200	17.6	297.0

■ 会社概要

樹脂、糸、紙、金属などの素材加工メーカー。マテリアルソリューション事業では張替用防虫網（網戸の網）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するが、子会社のイノベックスを中心に地中熱ビジネスにも本格参入。地下水の熱を利用した培地加温（冷却）や、地中熱による全館空調・換気を実現している。同社では、独自技術の「ヒートクラスター」によって熱交換効率を従来の3-5倍に高めており、設備投資費用を大幅に削減可能にしている。アドバンステクノロジー事業では自動車部品の金属調加飾フィルムや内装ディスプレイ向けの高透明多層フィルムなどを手掛けている。金属調加飾フィルムはメッキや塗装よりも環境負荷が抑えられるほか、電波や光透過性が高いことから自動運転車などで活躍が期待され、光学特性の高い高透明多層フィルムはセンターインフォメーションディスプレイやヘッドアップディスプレイなどの内装に用いられる。

■ 事業環境と展望

マテリアルソリューション事業は、張替用防虫網などがコロナ禍で一時的に需要が伸びたが、基本的には成熟した市場となっている。一方、今後注力する地中熱ビジネスだが、地中は年間を通して温度の変化が小さく、温度差を利用して効率的な冷暖房を行うことで省エネにつながる。近年、日本では地中熱の利用が拡大しており、会社側資料によれば、地中熱利用ヒートポンプシステムの累計設置件数は2019年現在で2,993件と、2013年と比較して約2倍に増加している。官民をあげての利用促進が図られており、今後の普及が期待される。また、アドバンステクノロジー事業は、金属調加飾フィルムが自動運転やスマートキーなどを利用する際の電波を透過し、かつ意匠性を損なわない加飾部品としてメッキからの代替が進む。高透明多層フィルムはセンターインフォメーションディスプレイなどに使われているが、車載ディスプレイが大型化の流れにあり、需要の拡大が期待される。

■ リスク要因

樹脂材料価格は原油やナフサ価格に連動して上下するが、短期間での高騰には製品価格への転嫁が遅れる場合があり、その場合は利益率の低下が予想される。また、一部の原材料を特定メーカーからの供給に依存しており、納期や数量の原材料調達が困難になった場合は代替原材料の使用によるコスト上昇のリスクが存在する。

24年3月期は地中熱ビジネスにも注力



左上:ヒートポンプシステム部分 右下:水を汲み上げ地下水の熱エネルギーを利用
出所:会社資料

車両内外装用加飾フィルム用途の需要が伸びる



出所:会社資料

株主還元 (6/19時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
22年3月期	実績	15円	15円	30円
23年3月期	実績	15円	15円	30円
24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) (6/19時点)

	ウェーブブロック ホールディングス (7940・東証スタンダード)	中本パックス (7811・東証プライム)	共和レザー (3553・東証スタンダード)	
基本事項	株価	583円	1,633円	551円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	58,300円	163,300円	55,100円
	決算月	3月	2月	3月
株価指標	PER(予)	28.9倍	10.7倍	15.6倍
	PBR(実)	0.3倍	0.9倍	0.4倍
	配当利回り(予)	5.1%	3.8%	3.6%
	売上高成長率(予)	8.5%	3.9%	3.7%
成長性	営業利益成長率(予)	▲13.3%	▲4.6%	321.9%
	EPS成長率(予)	▲92.7%	▲2.5%	144.8%
	売上高営業利益率(予)	1.2%	4.0%	2.1%
収益性	自己資本当期純利益率(実)	15.7%	8.6%	1.0%
	総資産経常利益率(実)	2.8%	6.4%	1.1%
	自己資本比率(実)	60.1%	44.5%	63.3%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	22.1%	53.2%	1.0%
	流動比率(実)	218.0%	127.3%	185.6%

比較企業は、食品包装に強みを持つ中本パックス（7811）と自動車向けフィルムを手掛ける共和レザー（3553）を選定した。

■成長性

24年3月期は注力分野である自動車向け販売、地中熱ビジネスの成長を見込むが、原材料価格の高止まりやエネルギーコストの上昇などの厳しい事業環境が続くとみえており、売上高成長率は8.5%と比較企業の中でもトップだが、営業利益成長率はマイナス13.3%を予想。前期まであった株式売却益もなくなるため、EPS成長率はマイナス92.7%となる見通し。比較企業の中本パックスも資源価格の高騰などを背景に売上原価が上昇するとみて、24年2月期は減益を予想。一方、共和レザーは前期が大幅減益だった反動もあって業績回復を見込んでいる。

■収益性

24年3月期の売上高営業利益率は1.2%と、前期の1.5%とほぼ同水準を見込む。今期も原材料価格は高止まり、エネルギーコストはさらに上昇すると予想しているが、23年3月期、24年3月期が業績の底とみえており、25年3月期以降は回復すると見立てている。23年3月期の自己資本当期純利益率(ROE)は15.7%と、22年3月期の4.7%から大幅に改善した。クリアネイト(旧ウェーブブロックインテリア)の株式売却益を計上したため、純利益が大幅に増加した。一方、経常減益を反映し、総資産経常利益率(ROA)は2.8%と、22年3月期の3.6%からやや低下している。

■財務安定性

3社とも良好な水準であり、財務面では安定している。ウェーブブロックの23年3月期の自己資本比率は60.1%(22年3月期は56.6%)、デット・エクイティ・レシオは22.1%(同30.2%)にそれぞれ改善。有利子負債が減少している。流動比率は218.0%(同209.9%)とやや上昇した。流動資産、流動負債ともに増加しているが、特に流動資産は現金及び預金、商品、製品、原材料、仕掛け品が増加した。共和レザーはほぼ無借金経営となっている。

ウエルスアドバイザー株式会社
株式分析部 アナリスト 宮川 子平
03-6229-0078 smiyagawa@morningstar.co.jp

ウエルスアドバイザー・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

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウエルスアドバイザ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。ウエルスアドバイザ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、ウエルスアドバイザ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

ウエルスアドバイザ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、およびウエルスアドバイザ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。