

金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (11/29)

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)
639円 (11/29)	100株	71.1億円 (11/29)	679円 (23/9/4)	552円 (23/6/1)	12.8倍 (11/29)

自動車分野や地中熱ビジネスに注力

■ 2Q は製造費用低減などで計画上ブレ

24年3月期第2四半期累計(23年4-9月)の連結業績は、売上高11,774百万円(前年同期比3.0%増)、営業利益476百万円(同6.2%増)だった。販売が想定通りに推移し、製造費用の低減や製造効率の向上、販売費の削減などで計画(売上高11,500百万円、営業利益300百万円)を上回って着地した。セグメント別では、マテリアルソリューション事業において、前年同期に好調だった防煙垂壁向け高透明不燃シート販売や、ホームセンター向け販売が減少したため減収となったが、路面標示材や食品用包装材などが堅調だったうえ、原材料価格やエネルギーコストの高騰を受けて販売価格を引き上げたことや生産効率の向上などにより増益を確保。アドバンステクノロジー事業では、北米で開始した金属調加飾フィルムのパーツ成形販売が売上に貢献したが、設備投資に伴う減価償却負担の増加などもあり、減益となった。

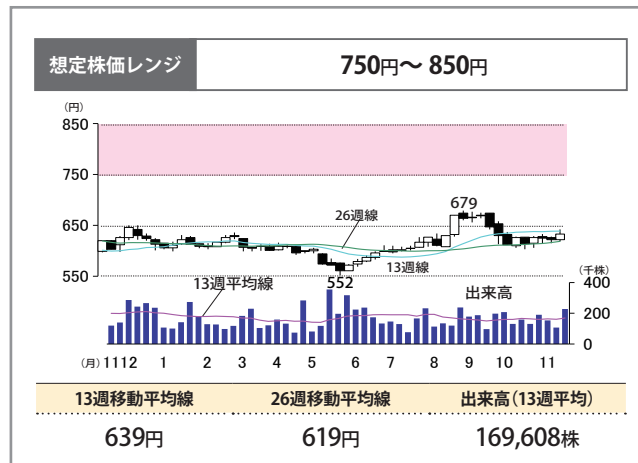
通期の連結業績予想は、売上高を23,500百万円から22,800百万円(前期比1.0%増)に引き下げた。地中熱ビジネスの売上減少などを織り込んでいる。また、営業利益は370百万円から400百万円(同15.5%増)と小幅な上方修正にとどめた。原材料価格や輸入価格の上昇が上期の上ブレ分を相殺するとみている。

■ 利益率改善への体質変換が進む

マテリアルソリューション事業では、食品用包材が堅調に推移している。原材料価格高騰分の売価転嫁だけではなく、利益の薄い製品に対する価格の見直し、新規採用、取引先との交渉による販売数量増加、それに伴う生産効率の向上が奏功しているようだ。また、低利益率だった製品の売価見直しは他ソリューションについても同様に対応しており、利益率改善への体質変換は着実に進んでいるといえそうだ。他方、アドバンステクノロジー事業においては、北米向けパーツ成形の販売を開始しているが、今後量産を始めるEV(電気自動車)

業績動向 (11/29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	275.2
24年3月期	会社予想	22,800	1.0	400	15.5	660	▲8.2	420	▲81.9	49.8
	WA予想	22,800	1.0	400	15.5	660	▲8.2	420	▲81.9	49.8
25年3月期	WA予想	26,950	18.2	820	105.0	820	24.2	600	42.9	71.1



向けエンプレムのパーツ成形販売も業績への貢献が見込まれる。

足元で地中熱ビジネスは振るわないが、CO2排出量の削減ができることからニーズは高いとみられ、来期以降の成長に期待したい。

また、6月に資本業務提携し、持分法適用関連会社としたアルピィ東プラ(RP東プラ)とは、共通市場分野が多い一方、製品ラインナップが異なるなどシナジー創出の可能性も高く、生産・物流・組織の最適化などで経営効率や利益率の向上も見込まれる。

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。原材料価格の上昇など懸念材料もあるが、足元で利益率改善が進んでいること、RP東プラとの提携効果なども考慮し、ウエルスアドバイザーは、25年3月期以降の売上高を2ケタ成長、営業利益率をインテリア事業譲渡前の3%以上とし、利益予想をやや上方修正。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)法で算出した想定株価も750-850円(従来は650-750円)に引き上げ、投資判断も「Overweight」を据え置く。株価指標面では、PBRが0.3倍前後、予想配当利回りが約5%弱と、依然として極めて割安な水準にある。(宮川 子平)

■ 会社概要

樹脂、糸、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）システムや、地中熱による全館空調・換気システムを実現している。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主に自動車部品として使用されている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、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。また、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。また、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、環境省が22年度に実施した調査によれば、地中熱利用の累計設置件数は全国で8,761件となっており、うちヒートポンプは3,218件（2019年は2,993件）に伸びている。官民をあげての利用促進が図られており、今後のさらなる普及が期待される

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に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。

食品用包材が堅調に推移



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 (11/29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) (11/29時点)

	ウェーブロック 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	639円	1,623円	719円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	63,900円	162,300円	71,900円
	決算月	3月	2月	3月
株価指標	PER(予)	12.8倍	10.6倍	12.4倍
	PBR(実)	0.3倍	0.9倍	0.5倍
	配当利回り(予)	4.7%	3.8%	2.8%
成長性	売上高成長率(予)	1.0%	3.9%	8.1%
	営業利益成長率(予)	15.5%	▲4.6%	659.5%
	EPS成長率(予)	▲81.9%	▲2.5%	303.2%
収益性	売上高営業利益率(予)	1.8%	4.0%	3.6%
	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%
財務安定性	自己資本比率(実)	60.1%	44.5%	63.3%
	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月期は地中熱ビジネスの売上減少や中国における需要低迷で売上高は下方修正された一方、ナフサ価格の上昇に伴う原材料価格の上昇や輸入商品の価格上昇を織り込みつつ、上期の好調を受けて営業利益を上方修正した。比較企業では、共和レザーも24年3月期の連結業績予想を上方修正。もともと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が、国内自動車メーカーの受注増や中国における受注の一時的な回復を織り込んだ。

■収益性

業績予想の修正により、24年3月期の売上高営業利益率は1.8%（従来予想は1.2%）と、前期の1.5%を上回る見通しとなった。価格の見直しや販売数量の増加で今後も収益性の改善が期待される。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。クレアネイト（旧ウェー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。