

金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (6/11)

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)
641円 (6/11)	100株	71.3億円 (6/11)	707円 (24/3/21)	625円 (24/5/30)	12.3倍 (6/11)

意欲的な中期経営計画に注目

■ 24年3月期は売上高が計画超過、利益はほぼ計画通り

24年3月期の連結業績は、売上高23,559百万円（前期比4.3%増）、営業利益387百万円（同12.0%増）、経常利益676百万円（同5.9%減）だった。ホームセンター向け販売の失速や国内自動車メーカーの生産停止の影響で第4四半期（24年1-3月）に苦戦したが、通年では売上高が計画を超過、利益はほぼ計画通りの着地となった。マテリアルソリューション事業は、売上高17,739百万円（同1.8%減）、セグメント利益1,018百万円（同64.6%増）だった。買い控えなどによる販売数量が減少したが、生産性の向上や製造原価抑制が利益に貢献。地中熱ビジネスも規模は小さいながら増収となった。同ビジネスは体制強化が引き続き課題ではあるものの、顧客への提案活動に一定の成果がみられている。アドバンステクノロジー事業は、売上高5,841百万円（同28.5%増）、セグメント利益41百万円（同88.5%減）だった。北米向けパーツ成形販売を開始し、採用内定を獲得したほか、売上への貢献が大きいテレビモニター向け導光板販売が伸びた一方、生産効率の低下や拡販に向けた製造設備新設に伴う減価償却費の増加などにより大幅な減益となった。

25年3月期の連結業績予想は、売上高25,500百万円（前期比8.2%増）、営業利益420百万円（同8.4%増）とした。マテリアルソリューション事業では生産効率を高める取り組みに注力し、採算性の改善に努める。アドバンステクノロジー事業ではマーケット情報をタイムリーに取り入れ、開発・試作サイクルスピードを上げていく。

■ アドバンステクノロジー事業の種まき完了

25年3月期の業績見通しとともに、3カ年の「新中期経営計画2026」を開示。最終年度の27年3月期の目標値を売上高29,500百万円（24年3月期比25.2%増）、営業利益1,300百万円（同3.4倍）、営業利益率4.4%（24年3月期実績は1.6%）、ROE（自己資本利益率）6.3%（同2.9%）とした。売上高と営業利益はインテリア事業を売却する前の21年3月期（売

業績動向 (6/11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)
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	実績	23,559	4.3	387	12.0	676	▲5.9	456	▲80.3	54.1
25年3月期	会社予想	25,500	8.2	420	8.4	660	▲2.4	440	▲3.6	49.8
	WA予想	25,500	8.2	420	8.4	660	▲2.4	440	▲3.6	49.8
26年3月期	WA予想	27,000	5.9	850	102.4	1,000	51.5	600	36.4	67.9



売上高29,248百万円、営業利益1,489百万円）以来の水準を目指す。年平均成長率は売上高で7%以上、営業利益で50%近くとなり、同社にとってなかなか意欲的な計画といえる。

マテリアルソリューションでは地中ビジネスを本格化させ、既存分野との連携を強化。また、低成長・低収益分野の整理・統合と、拡大が見込まれる分野への生産資源集中で利益獲得能力を再構築する。ウェーブロックHDが技術優位性を持ち、成長が期待できる分野へ経営資源の集中、低成長・低収益分野の構造改革などにより利益水準をコロナ以前まで戻す。一方、アドバンステクノロジー事業では、前期は北米・日本工場への設備投資などにより利益率を落としたが、今期は品質の安定化と生産能力の拡大が可能となるなかで採用車種も順調に増えている。採用車種の販売動向次第という懸念はあるものの目標達成への種まきはできている状況だ。周辺領域のM&A（企業の合併・買収）や新規事業の模索も検討する。

まずは、中期経営計画の足場固めとなる25年3月期の動向を見守りたい。今期は賃上げに伴う人件費の増加などがあり、営業利益率は前期と同程度を見込むが、アドバンステクノロジー事業における中国および北米向けの回復により全体でも大幅な増収を見込んでおり、中期経営計画の達成に必要な年平均成長率を上回る伸びを達成できるか注目だ。

ウエルスアドバイザーでは、想定株価レンジを750－850円、投資判断を「Overweight」に据え置く。想定株価レンジは、中期経営計画の最終年度の目標をベースに、29年3月期までの年平均成長率を売上高で6%弱、営業利益で30%程度とし、DCF（ディスカウント・キャッシュフロー）法で算出した800円を軸とした。株価指標面でも、PBRが0.3倍台、予想配当利回りが約4%台と、依然として極めて割安な水準にある。

(宮川 子平)

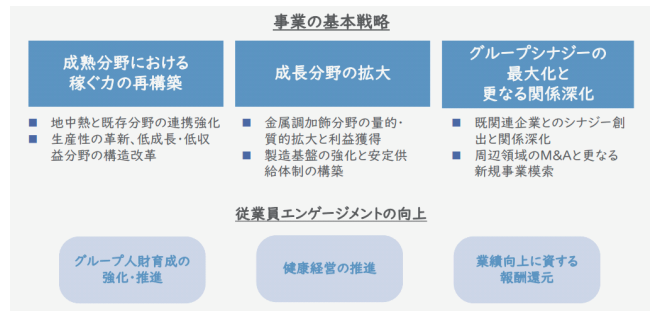
■ 会社概要

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、子会社のイノボ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

中期経営計画の基本戦略

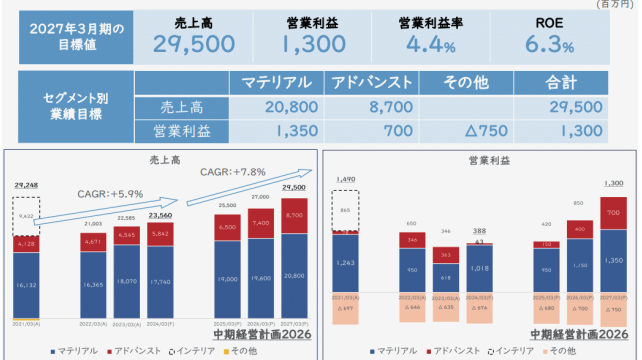


出所：会社資料

中期経営計画では27年3月期に売上高29,500百万円、営業利益1,300百万円などを目指す

財務戦略：業績目標

Wavelock Holdings Co., Ltd.



出所：会社資料

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。

株主還元 (6/11時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
23年3月期	実績	15円	15円	30円
24年3月期	実績	15円	15円	30円
25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) (6/11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・東証スタンダード)	共和レザー (3553・東証スタンダード)	
基本事項	株価	641円	1,616円	773円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	64,100円	161,600円	77,300円
	決算月	3月	2月	3月
株価指標	PER(予)	12.3倍	9.1倍	10.6倍
	PBR(実)	0.3倍	0.8倍	0.5倍
	配当利回り(予)	4.7%	4.0%	4.1%
	売上高成長率(予)	8.2%	8.2%	1.9%
成長性	営業利益成長率(予)	8.4%	21.2%	1.3%
	EPS成長率(予)	▲3.6%	38.0%	▲10.7%
	売上高営業利益率(予)	1.6%	4.6%	4.9%
収益性	自己資本当期純利益率(実)	2.9%	6.4%	5.6%
	総資産経常利益率(実)	2.5%	6.4%	4.8%
	自己資本比率(実)	56.6%	45.7%	59.9%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	33.3%	50.1%	1.0%
	流動比率(実)	244.2%	137.3%	170.9%

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

25年3月期は、成長分野である自動車向け販売が前期不調だった中国および北米向けフィルム販売の回復やパーツ成形販売の拡大での回復が見込まれ、売上高成長率は8.2%と前期の4.3%を大きく上回る見通し。ただ、主にマテリアルソリューション事業での販売管理費増加や広告宣伝費の増加により営業利益成長率は8.4%（前期は12.0%）に落ち着く。また、前期は為替差益を計上したことからEPSはマイナス成長を見込んでいる。比較企業では、前年の事業譲受やM&Aもあって大幅な増収増益を見込む中本パックスが全項目でトップ。

■収益性

25年3月期の売上高営業利益率は1.6%と前期水準を維持する見通し。原材料価格の上昇、賃上げに伴う人件費や、拡販に向けた戦略的費用の増加が主な要因。24年3月期の自己資本利益率（ROE）は2.9%（23年3月期は15.7%）となったが、これは23年3月期にクリアネイト（旧ウェーブロックインテリア）の株式売却益を計上して大幅な最終増益となっていたため。総資産経常利益率（ROA）は2.5%（23年3月期は2.8%）とほぼ横ばいとなっている。

■財務安定性

3社とも特に問題はなく、財務面では安定している。ウェーブロックHDは24年3月期に長期借入金が増え、デット・エクイティ・レシオは33.3%（23年3月期は22.1%）に上昇しているが、設備投資やRP東プラの株式取得などの資金調達のためであり、今後の成長に向けたものと考えられる。同社では低コストな有利子負債を活用することで資本コストの抑制を図っている。比較企業のうちでは、共和レザーが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@wealthadvisor.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。