

壁紙や金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (7/16)

# ウェーブロックホールディングス

(7940・東証1部)

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)
825円 (7/16)	100株	91.7億円 (7/16)	989円 (20/4/21)	436円 (20/3/13)	7.9倍 (7/16)

## コロナ後を見据え、収益体制構築に先手

### ■壁紙見本帳への掲載点数が増加

20年3月期の連結業績は、売上高29,251百万円（前期比3.6%増）、営業利益1,622百万円（同6.7%増）。インテリア事業は新設住宅着工戸数が伸び悩む中でも資本提携先のサンゲツ（8130）の壁紙見本帳への掲載点数が増えたことなどから売上高が9,693百万円（同6.4%増）と増収を確保。生産効率の向上など継続的な収益改善に努めたことや、前年に実施した原材料費等のコストアップ分の売価転嫁効果も現れ、セグメント利益は922百万円（同27.5%増）となった。マテリアルソリューション事業では、利益率の高い防煙垂壁用途の高透明不燃シートの販売が好調に推移。パッケージングソリューション分野で積極的な選択と集中を進めたことも功を奏し、売上高16,200百万円（同0.4%減）と減収ながら、セグメント利益1,120百万円（同21.9%増）と増益を確保した。一方、アドバンステクノロジー事業は、米中貿易摩擦などを背景に中国市場が低迷したうえ、トラブルにより在庫評価減やクレーム補償が発生。売上高は4,001百万円（同12.0%増）と2ケタ増収を達成したが、セグメント利益は80百万円（同73.6%減）と大幅な減益となった。

21年3月期の連結業績は、売上高29,000百万円（前期比0.9%減）、営業利益1,600百万円（同1.4%減）を見込んでいる。

### ■販売価格戦略の推進でいったん踊り場

21年3月期の減収減益予想は、インテリア事業において、市場が縮小するなかでも利益拡大を狙える強固な企業体質を築くため、サンゲツとの取り組みを通じ販売価格戦略を見直すことにより販売数量を確保し、製造効率を向上させることで利益率の改善を図る。様々な柄や色の壁紙を製造するよりも、1つの柄を大量生産することが製造効率の改善につながる。販売価格を抑えるため、一時的に収益が落ち込む恐れもあるが、壁紙の需要を左右する新設住宅着工戸数が減少傾向にあるなかで、中長期的にみれば市場縮小に耐えうる収益体制構築に先手を打ったといえる。



また、アドバンステクノロジー事業における在庫評価減やクレーム補償の原因となったトラブルはすでに終息しており、このトラブルにおいてさらなる費用計上は発生しない見通し。一方、新型コロナウイルス感染症対策では、マテリアルソリューション事業で提供しているタフニールなどのビニールシート販売が伸び、アドバンステクノロジー事業ではマスクやフェイスシールドなどを提供している。現時点で業績への影響は軽微ながら、新型コロナの収束に時間を要すると考えられるほか、感染拡大防止に企業の積極的な行動も強まるとみられ、折に触れて注目されそうだ。

モーニングスターでは、新型コロナの影響を受けた住宅市場の縮小、中国市場の低迷などを要因に、21年3月期の連結業績予想を会社計画と同水準に下方修正するが、22年3月期以降は構造改革の効果により増収増益を確保できると想定。市場規模が現状を維持すると仮定して今後5年間の売上高成長率を1%強と保守的に見積もるが、営業利益率は製造効率の向上により5%台半ばから6%程度に伸びるとみる。想定株価レンジの下限は、モーニングスターの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1,000円。上限は、競合他社と同程度のPBR1倍弱で算出した1,300円前後とする。7月16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 (7/16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)
19年3月期	実績	28,229	1.9	1,521	-17.1	1,943	▲9.4	1,429	▲10.4	146.4
20年3月期	実績	29,251	3.6	1,622	6.7	1,598	▲17.7	1,108	▲22.4	116.3
21年3月期	会社予想	29,000	0.9	1,600	▲1.4	1,580	▲1.2	1,000	▲9.8	104.8
	MS予想	29,000	0.9	1,600	▲1.4	1,580	▲1.2	1,000	▲9.8	104.8
22年3月期	MS予想	29,580	2.0	1,655	3.4	1,650	4.4	1,050	5.0	110.1

## ■ 会社概要

樹脂、糸、紙、金属などの素材加工メーカー。住居などの壁紙を手掛けるインテリア事業のほか、編織事業と産業資材・包材事業を統合したマテリアルソリューション事業では網戸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。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25.7%（20年3月31日現在）を保有する大株主で、サンゲツ向けが連結売上高全体の26.1%（20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

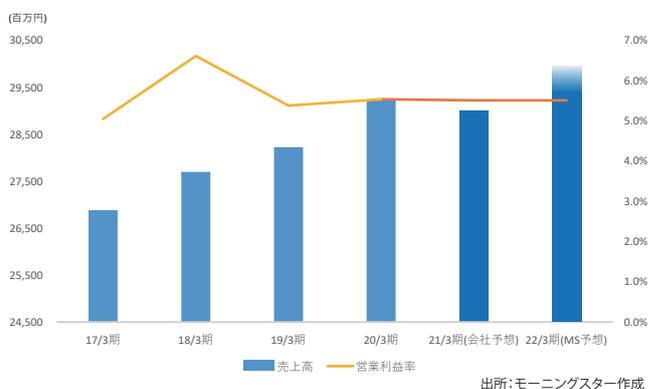
国土交通省によれば、19年の新築住宅着工戸数は前年比4.0%減の90万5,123戸と3年連続の前年割れとなった。20年に入ってから2ケタ減が続き、新型コロナウイルス感染症の拡大もあり、今後も急速な回復を期待できない状況。インテリア事業は壁紙を取り扱う関係上、住宅市場の動向に左右されやすいだけに、今後も住宅市場がさえないままだと、同社業績に影響を及ぼす可能性がある。マテリアルソリューション事業は国内ではシェアも高く成熟した事業となっている。ただ、防虫の網は蚊を媒介とする感染症が特に危惧される東南アジアなどで需要が見込まれる。中国に生産拠点や物流拠点があり、現時点では日本国内向けを生産しているが、将来的に海外向けの生産も検討していることから売上拡大が期待される一方、最近の通商問題は懸念材料となる。

不燃シートを活用した飛沫対策のパーテーションは写真ではわかりにくいほど透明度が高い



出所:会社資料

21年3月期業績は踊り場も22年3月期以降は構造改革の効果が期待される



## 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、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 (7/16時点)

### ■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
19年3月期	実績	14円	14円	28円
20年3月期	実績	15円	15円	30円
21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) (7/16時点)

	ウェーブロック ホールディングス (7940・東1)	積水樹脂 (4212・東1)	アキレス (5142・東1)	
基本事項	株価	825円	2,289円	1,952円
	投資単位	100株	100株	1,000株
	最低投資金額	82,500円	228,900円	1,952,000円
	決算月	3月	3月	3月
株価指標	PER(予)	7.9倍	—	—
	PBR(実)	<b>0.7倍</b>	1.0倍	<b>0.7倍</b>
	配当利回り(予)	3.6%	—	—
成長性	売上高成長率(予)	▲0.9%	—	—
	営業利益成長率(予)	▲1.4%	—	—
	EPS成長率(予)	▲9.9%	—	—
収益性	売上高営業利益率(予)	5.5%	—	—
	自己資本当期純利益率(実)	<b>9.5%</b>	7.2%	4.6%
	総資産経常利益率(実)	5.5%	<b>8.4%</b>	2.8%
財務安定性	自己資本比率(実)	41.3%	<b>77.3%</b>	57.2%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	66.8%	<b>1.3%</b>	12.6%
	流動比率(実)	170.5%	<b>311.8%</b>	167.6%

比較企業は、樹脂加工メーカーの積水樹脂（4212）とアキレス（5142）を選定した。

## ■ 成長性

売上高・営業利益ともにマイナス成長を見込む。主力のインテリア事業において、販売価格を抑えて販売数量を確保し、製造効率を向上させる「販売価格戦略」を推進する。今期は減収減益となる見通しだが、将来的な高収益化が見込める。なお、積水樹脂、アキレスは、新型コロナウイルス感染症の影響を合理的に算定できないとして、ともに業績予想を開示していない。

## ■ 収益性

21年3月期の売上高営業利益率は前期と同等の5.5%を維持する。20年3月期の自己資本当期純利益率（ROE）は9.5%（19年3月期は13.1%）、総資産経常利益率（ROA）は5.5%（同6.6%）と、それぞれ低下した。自己資本は19年3月期から膨らんだ一方、総資産は19年3月期の水準をほぼ維持しており、減益がROE、ROAの低下に直結した格好。比較企業では、積水樹脂がROE、ROAともに19年3月期とほぼ同水準を維持。アキレスは19年3月期に特別損失を計上した反動で大幅な最終増益となったため、ROEが19年3月期の0.8%から4.6%と大きく改善した。

## ■ 財務安定性

自己資本比率は41.3%（19年3月期は38.2%）、デット・エクイティ・レシオは66.8%（同87.9%）、流動比率は170.5%（同149.5%）と、いずれも改善した。自己資本の厚みが増し、短期借入金を中心に有利子負債が大きく減少している。比較企業では実質無借金状態の積水樹脂が全項目でトップ。

モーニングスター株式会社  
株式分析部 アナリスト 宮川 子平  
03-6229-0078 smiyagawa@morningstar.co.jp

# 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%以上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。