

壁紙や金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (12/3)

# 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)         |
|----------------|------|------------------|-------------------|-------------------|----------------|
| 759円<br>(12/3) | 100株 | 84.4億円<br>(12/3) | 989円<br>(20/4/21) | 436円<br>(20/3/13) | 7.2倍<br>(12/3) |

## 販売価格戦略の見直しに一定の成果

### ■コロナ禍で防虫網好調、材料価格下落で利益率改善

21年3月期第2四半期累計(20年4～9月)の連結業績は、売上高14,981百万円(前年同期比0.5%増)、営業利益960百万円(同4.4%減)と増収減益で着地し、従来計画の売上高14,000百万円、営業利益850百万円を上回った。第1四半期(20年4～6月)は新型コロナウイルス感染症拡大の影響で建設工事向けや自動車関連向け販売が苦戦して減収減益となったが、第2四半期(20年7～9月)はアドバンステクノロジー事業やマテリアルソリューション事業の貢献により、前年同期(19年7～9月)と比べて増収増益となっている。特に、感染拡大防止のひとつとして室内換気のための窓開けの必要性が増したことで防虫網の需要が高まり、マテリアルソリューション事業において相対的に利益率の高いホームセンター向けの張り替え用防虫網の販売が伸長。園芸用品も好調だった。売上面では、アドバンステクノロジー事業で韓国向けに販売している台湾メーカーのテレビディスプレイ用拡散板が好調だったことが大きく寄与している。

### ■アドバンステクノロジー事業が中国などで回復の兆し

上半期は計画を上ブレたが、21年3月期の通期連結業績予想は、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)を据え置いている。インテリア事業では市場が縮小するなかでも販売数量を確保して製造効率を向上させることで利益拡大を狙う戦略をサンゲツとの取り組みとして進めており、もともと一時的な収益の落ち込みは織り込み済み。4～8月において業界全体の塩化ビニル壁紙の出荷数量が前年同期比9%減だったのに対し、同社では販売数量が2%減にとどまったことを鑑みると、サンゲツとの取り組みにも一定の成果があったといえそうだ。マテリアルソリューション事業ではホームセンター向け販売が閑散期に入るが、新型コロナの影響で需要が高まった透明ビニルシートは可燃性のものが多いため、防災機能を上市し、需要の取り込みを図る。

一方、今後の成長ドライバーとして位置付けるアド



バンストテクノロジー事業は、新型コロナの影響で自動車産業が低迷した影響もあって金属調加飾フィルムの動きが鈍かったものの、足元では中国市場が前年比でプラスに、インドや日本でも復調しており、売上高は前年の8割程度まで回復している。足元では利益率の低い拡散板の売上が大きいのが、本来は電波や光透過性を持つ金属調加飾フィルムや、光学特性の高いPMMA/PC2層シートなど高利益率製品が主体。自動運転やスマートキーの普及などで電波を妨げない金属調加飾フィルムはエンブレムやドアハンドルなどでメッキからの代替が進み、PMMA/PC2層シートは大型化する車載ディスプレイ向けの需要が見込まれることから、今後は利益率の改善が見込まれる。

モーニングスターでは今後5年間の売上高成長率1～2%強、営業利益率6%程度との見方は変えないが、想定よりもコロナの影響が限定的だったとみて、21年3月期の連結業績予想を若干引き上げる。想定株価レンジの下限を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1,100円(従来は1,000円)に引き上げ、上限を競合他社と同程度のPBR1倍弱で算出した1,300円前後と据え置く。12月3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 (12/3時点)

|        |      | 売上高<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | EPS<br>(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 | 29,300       | 0.2        | 1,650         | 1.7        | 1,600         | 0.1        | 1,150        | 3.8        | 120.6      |
| 22年3月期 | MS予想 | 30,000       | 2.4        | 1,850         | 12.1       | 1,750         | 9.4        | 1,200        | 4.3        | 125.8      |

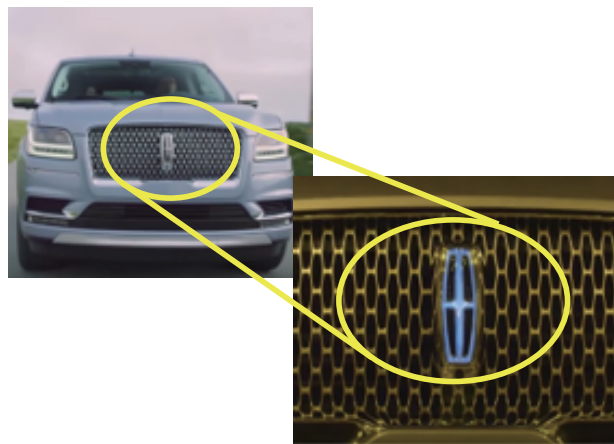
## ■ 会社概要

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金属調加飾フィルムやPMMA/PC2層シートなどを手掛けている。金属調加飾フィルムはメッキや金属製品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PMMA/PC2層シートはカーナビなどのディスプレイに用いられる。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。

## ■ 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るなど、市場は縮小傾向にある。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、インテリア事業にとっては逆風。また、マテリアルソリューション事業は、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ブレーキやスマートキーなどを利用する際の電波を妨げないため意匠性を損なわないとしてメッキからの代替が進む。また、PMMA/PC2層シートはカーナビの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。

自動車のエンブレムに使われた金属調加飾フィルム



出所:会社資料

換気の必要性が増し、好調だった防虫網



出所:会社資料

### 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 (12/3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) (12/3時点)

|       | ウェーブロック<br>ホールディングス<br>(7940・東1) | 積水樹脂<br>(4212・東1) | アキレス<br>(5142・東1) |
|-------|----------------------------------|-------------------|-------------------|
| 基本事項  | 株価                               | 759円              | 2,201円            |
|       | 投資単位                             | 100株              | 100株              |
|       | 最低投資金額                           | 75,900円           | 220,100円          |
|       | 決算月                              | 3月                | 3月                |
| 株価指標  | PER(予)                           | 7.2倍              | 14.4倍             |
|       | PBR(実)                           | 0.6倍              | 1.0倍              |
|       | 配当利回り(予)                         | 4.0%              | 2.3%              |
|       |                                  |                   | 2.8%              |
| 成長性   | 売上高成長率(予)                        | ▲0.9%             | ▲12.0%            |
|       | 営業利益成長率(予)                       | ▲1.4%             | ▲11.1%            |
|       | EPS成長率(予)                        | ▲9.9%             | ▲5.9%             |
|       |                                  |                   | 48.1%             |
| 収益性   | 売上高営業利益率(予)                      | 5.5%              | 15.4%             |
|       | 自己資本当期純利益率(実)                    | 9.5%              | 7.2%              |
|       | 総資産経常利益率(実)                      | 5.5%              | 8.4%              |
|       |                                  |                   | 2.8%              |
| 財務安定性 | 自己資本比率(実)                        | 41.3%             | 77.3%             |
|       | デット・エクイティ・レシオ(実)                 | 66.8%             | 1.3%              |
|       |                                  |                   | 12.6%             |
|       | 流動比率(実)                          | 170.5%            | 311.8%            |
|       |                                  |                   | 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、今期は減収減益となる見通し。積水樹脂、アキレスも減収・営業減益を予想している。いずれも新型コロナの影響を織り込んだが、経済活動が再開されつつあることや、今後の緩やかな回復を見込んでいる。なお、アキレスは子会社の株式譲渡による特別利益を計上しており、最終増益となる見込み。

## ■ 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、アキレスともに前期と同程度の売上高営業利益率を計画している。また、積水樹脂の20年3月期のROE、ROAは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

20年3月期の自己資本比率は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。第2四半期末時点では、受取手形及び売掛金などの減少で流動資産が減少したため流動比率は160.7%となったが、コロナ禍においても借入金の返済が進んでいるほか、支払いのタイミングの変更などで手元資金が厚みを増しており、自己資本比率は43.6%、デット・エクイティ・レシオは60.1%と、前期末からさらに改善している。

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。