金属調加飾フィルムなど展開

投資判断 (7/21)

ウェーブロックホールディングス

Overweight 継続

(7940・東証1部)

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
692円	100株	77.0 億円	899円	674円	9.2倍
(7/21)		(7/21)	(21/1/25)	(21/6/21)	(7/21)

地中熱ビジネスを育成

■コロナ禍で防虫網好調/インテリア事業から撤退

21年3月期(20年4月~21年3月)の連結業績は、売上高29,248百万円(前期比ほぼ横ばい)、営業利益1,489百万円(同8.2%減)だった。マテリアルソリューション事業は、巣ごもり需要や換気意識の高まりにより、ホームセンター向けの家庭用農園芸製品や張替用防虫網の販売が好調に推移した。アドバンストテクノロジー事業は、金属調加飾フィルムが第1四半期(20年4~6月)を底に前年同期並みに回復し、特に経済活動がいち早く回復した中国自動車市場が好調だった。なお、インテリア事業は同事業の中核会社であるウェーブロックインテリア(WIT)をサンゲツ(8130)に譲渡。これに伴う費用が発生したことで営業減益となったが、譲渡益の計上により純利益は2,386百万円(前期比2.2倍)の大幅増益となった。

インテリア事業(壁紙の製造販売)は主力事業のひとつだったが、住宅市場の変化や国内市場の縮小を見据え、壁紙の製造販売はインテリア事業が中心のサンゲツ主導の経営が最善と判断。ウェーブロックHDとしても、売却することで得られる資金をマテリアルソリューション事業やアドバンストテクノロジー事業の強化やM&A(企業の合併・買収)などの資金に充てることが可能になるとして、WITの譲渡を決めた。

■地中熱ビジネスや海外展開を本格化

会社側は24年3月期を最終年とする3カ年の中期経営計画を策定。22年3月期の連結業績予想は、売上高20,400百万円(前期比30.3%減)、営業利益730百万円(同51.0%減)を見込むが、前期実績からインテリア事業を除いた売上高20,173百万円、営業利益709百万円から比べると、1.1%増収、3.0%営業増益と実質増収増益となる。また、原材料価格上昇の影響やプロダクトミックスにより利益水準は低くなるが、配当は前期と同額の年間30円を計画しており、インカムゲインに変わりない点は注目したい。最終年となる24年3月期には売上高24,500百万円、営業利益1,260百万円と、21年3月期実績の8割程度までの回復を目指す。

マテリアルソリューション事業では、環境対応素材製品の展開で堅実な成長を図りつつ、地中熱ビジネスを本格化させる。脱炭素社会やSDGs (持続可能な開発目標)と、環境保全の動きが広がるなか、食品のロングライフ需要やフードロスに対応したガスバリア容器市場に参入する。また、地中熱ビジネスも注目だ。同社が持つヒートクラスターの特許を活用。同社システムは効率的な熱交換が可能で、通常の



地中熱システムに比べて3~5倍の性能が期待でき、コストも低く抑えられる(地中の熱を取り入れるためのボーリング工事や機器が、大手ゼネコン等の半分程度で対応可能な例もある)。現在は地中熱システムの販売だけだが、他社との連携やM&A(企業の合併・買収)などで建設業の認可を得ることで施工を含めた受注が可能となり、来期以降の収益拡大を図るほか、現在手掛けている間仕切りやパーテーションの設置にも、大規模なものが受注できるようになるメリットがある。

一方、アドバンストテクノロジー事業では、コロナ禍で落ち込んだ自動車産業の回復が追い風になる。金属調加飾フィルムの特性による電波や光の透過性に加え、環境面からもメッキからの代替が進むとみられる。特に22年半ばまでに、製品の欠陥予防やバラツキなどの抑制で無駄を低減させる品質マネジメントシステム規格「IATF16949」を取得し、自動車メーカー向けに販売強化を進める。「IATF16949」の取得は国内や欧米メーカーに対して高くアピールできるだろう。

インテリア事業の譲渡で収益水準が下がるため、モーニングスターでは業績予想を下方修正するが、足元で成長率が鈍化していたインテリア事業から撤退したため、今後5年間の売上高成長率を5%超とし、5年後には営業利益率10%前後まで回復すると予想。想定株価レンジは、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850円~1,000円(従来は1,000円~1,300円)とする。株価はすでに調整済みであり、7月21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 (7/21時点)

X-4XXXII-3 (1/21/24/M)										
		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)
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	実績	29,248	▲0.0	1,489	▲8.2	1,428	▲ 10.6	2,386	2.2倍	244.8
22 年 3 月期	会社予想	20,400	▲30.3	730	▲ 51.0	1,030	▲27.9	740	▲ 69.0	104.8
22 午 3 万 粉 .	MS 予想	20,400	▲30.3	730	▲51.0	1,030	▲27.9	740	▲ 69.0	104.8
23 年 3 月期	MS 予想	23,100	13.2	940	28.8	1,240	20.4	950	28.4	134.6

ウェーブロックホールディングス(7940・東証1部)

■ 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、地中熱ビジネスにも本格参入する。アドバンスト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。

なお、21年3月をもって、100%子会社だったウェーブロックインテリア(WIT)の51%をサンゲツに譲渡し、15年10月に締結したサンゲツ(8130)との資本業務提携を解消した。残り49%についても一定の条件下でウェーブロックHDがサンゲツに買い取りを、サンゲツがウェーブロックHDに売却を請求できる権利をそれぞれ有しており、この権利が行使されればWITはサンゲツの完全子会社になる。ウェーブロックHDはマテリアルソリューション事業とアドバンストテクノロジー事業に経営資源を集中させる。

■ 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国内でも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、アドバンスト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、PMMA/PC2層シート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。

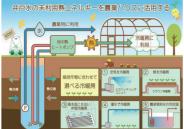
地中熱ビジネスは独自技術で大幅な効率化を実現した 熱交換システムで一般建築用や農業用に展開

【一般建築用】

病院での空調システムへの導入例



【農業用】



出所:会社資料

アドバンストテクノロジー事業では、脱メッキ・塗装の流れや 内装・外装デザインのトレンドに乗る







加飾フィルム: 電波透過・光透過性能・環境負荷低減の特性に加 え、耐候性・耐薬品性等の性能を付与して車の外 装案件に注力

ディスプレイバネル用シート: バネルの曲面化、大型化、タッチバネル化や、 ヘッドアップディスプレイの搭載増加を受け、車 のディスプレイ案件に注力

出所:会社資料

リスク要因

地中熱ビジネスは、これまでシステムを提供するにとどまっており、本格的な参入にもどれだけ収益があげられるか不透明なところが大きい。また、海外展開を積極化していくうえで、為替リスクのほか、地域特性や法規制などのリスクもある。一方、これまでサンゲツへの売上高依存が大きかった点は、インテリア事業を売却したことで大きく解消される見通し。

株主還元 (7/21時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金			
		中間期末	期末	年間	
20年3月期	実績	15円	15円	30円	
21年3月期	実績	15円	15円	30円	
22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) (7/21時点)

		ウェーブロック ホールディングス (7940•東1)	中本パックス (7811・東1)	東海理化 (6995•東1)
	株価	692円	1,732円	1,746円
基本事項	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	69,200円	173,200円	174,600円
	決算月	3月	2月	3月
株価指標	PER(予)	9.2倍	12.5倍	10.6倍
	PBR(実)	0.5倍	1.1倍	0.6倍
	配当利回り(予)	4.3%	3.3%	3.4%
	売上高成長率(予)	▲30.3%	5.5%	12.5%
成長性	営業利益成長率(予)	▲51.0%	8.3%	56.6%
	EPS成長率(予)	▲69.1%	▲13.8%	24.7%
収益性	売上高営業利益率(予)	3.6%	4.9%	4.4%
	自己資本当期純利益率(実)	18.1%	10.5%	5.0%
	総資産経常利益率(実)	5.2%	5.9 %	4.8%
財務安定性	自己資本比率(実)	54.6%	40.9%	60.9%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	35.3%	62.2%	4.3%
	流動比率(実)	242.4%	112.3%	211.9%

比較企業は、食品包装に強みを持つ中本パックス (7811) と自動車の装飾品などを手掛ける東海理化電機製作所 (6995) を選定した。

■ 成長性

インテリア事業(ウェーブロック インテリア)の譲渡により大幅な減 収減益となる見通しだが、前期から インテリア事業を除いた業績(売上 高20,173百万円、営業利益709百万 円)と比較すると、22年3月期連結 業績見通しは売上高1.1%増、営業利 益3.0%増と実質増収増益となる。今 期は地中熱ビジネスの準備期間でもあ り、小幅な増収増益予想だが、23年 3月期は地中熱ビジネスの拡大で大幅 な増収増益を目指す。競合では、全項 目で東海理化がトップ。カーボンニュ ートラルの実現、DXの推進などを進 める。中本パックスは増収・営業増益 の見通しだが、前期に計上した負のの れん発生益がなくなるため、最終減益 を予想している。

■ 収益性

21年3月期に比べて原材料価格が 上昇することと、プロダクトミックス の関係で、22年3月期の売上高営業 利益率は3.6%と、前期の5.1%から 大きく低下する。ただ、アドバンスト テクノロジー事業では、前期に利益率 の低いテレビディスプレイ用拡散板の 売上が伸びたが、今期は大きな成長 を織り込まず、高付加価値製品の伸 びにより利益率の改善を見込む。-方、21年3月期の総資産経常利益利 率 (ROA) は5.2%と、20年3月期の 5.5%からほぼ横ばいだが、自己資本 当期純利益率 (ROE) はインテリア事 業の譲渡益を計上したため、20年3 月期の9.5%から18.1%と大きく向上 した。

■ 財務安定性

21年3月期の自己資本比率は54.6%(20年3月期は41.3%)、デット・エクイティ・レシオは35.3%(同66.8%)、流動比率は242.4%(同170.5%)と、いずれも改善した。ウェーブロックインテリアの譲渡で現金及び預金が増加した一方、同社株式売却益を短期借入金や1年内の長期借入金の返済に充当しており、財務面での安定性が増した。競合では、東海理化がいずれも良好な水準。中本パックスは2社と比べて優位な項目はないが、特段懸念するような水準でもない。

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。