

投資判断 (11/30)

壁紙や金属調加飾フィルムなど展開

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)
876円 (11/30)	100株	97.4億円 (11/30)	1,795円 (18/4/9)	759円 (18/10/30)	5.5倍 (11/30)

上期は業績踊り場も、下期以降に巻き返し図る

■2Qは原材料価格や物流費の上昇で2ケタ営業減益

19年3月期第2四半期累計(18年4~9月)の連結業績は、売上高14,364百万円(前年同期比0.1%減)、営業利益861百万円(同23.0%減)と減収減益。編織事業において、夏場の記録的な猛暑や豪雨、台風といった異常気象などの影響で網戸用品や園芸用品などの販売が低迷。主力のインテリア事業においては、提携先のサンゲツ(8130)の壁紙見本帳にグループ製品の掲載点数の増加などが引き続き寄与して売上高を下支えしたものの、原油価格の上昇に伴う樹脂材料価格や物流費の上昇が利益を圧迫した。一方、アドバンステクノロジー事業は、中国での自動車内装案件などが好調に推移しており、増収増益を達成している。

19年3月期の連結業績も、売上高28,500百万円(前年比2.9%増)、営業利益1,840百万円(同0.3%増)とほぼ横ばいとする計画は変更していない。

■価格転嫁は進展、AT事業の成長加速にも期待高まる

19年3月期第2四半期累計の業績は微減収に大幅な減益となったものの、期初計画の売上高14,400百万円、営業利益900百万円に対して大きな差異はなく、ほぼ計画通り。

下期に向けては、主力のインテリア事業においてすべての取引先と値上げに合意済みで、この効果が徐々に浸透するとみられる。同じく原材料価格の上昇が収益悪化につながっていた産業資材・包材事業でも、食品包装用シートを中心に価格転嫁が順調に進んでいることから、下期以降は収益が改善しそうだ。一方、堅調なアドバンステクノロジー事業も2層シートはフル生産状態。こちらも収益改善の傾向が見られており、好調が継続する見通しだ。

利益面では、第2四半期累計の営業利益が計画をやや下回ったとはいえ利益率は6.0%と、前々期の5.1%などを大きく上回っている。前期実績の6.6%から低下しているものの、



これもほぼ計画線上での推移であり、前期に引き続いて増産体制の構築による収益改善効果は健在だ。上期は新規事業取り組みのための先行費用が発生したことも利益を押し下げた要因となっているが、これはAT事業における名古屋工場や米国法人の設立で発生した費用などが主因。名古屋工場はすでに稼働を開始しており、下期は収益改善が見込まれる。また、米国では商談も始まり、一部では採用も決まったという。売上として計上できるのは来期以降となる見通しだが、利益率の高い同事業の成長加速も期待できそう。

今期は下期にかけて利益率の改善が見込まれるため、モーニングスターの営業利益率7%前後とする業績見通しに変更はない。また、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)法を用いて算出した想定株価レンジも1,700~1,800円を据え置く。11月30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 (11/30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)
17年3月期	実績	26,886	7.3	1,359	83.6	1,696	87.5	1,107	202.9	106.2
18年3月期	実績	27,702	3.0	1,834	34.9	2,144	26.4	1,594	44.0	161.5
19年3月期	会社予想	28,500	2.9	1,840	0.3	2,160	0.7	1,600	0.3	160.3
	MS予想	28,500	2.9	1,840	0.3	2,160	0.7	1,600	0.3	160.3
20年3月期	MS予想	29,200	2.5	2,000	8.7	2,350	8.8	1,750	9.4	175.4

■ 会社概要

樹脂、糸、紙、金属などの素材加工メーカー。インテリア事業では住居などの壁紙、編織事業では網戸や農業用の防虫ネット、遮光ネットなど、産業資材・包材事業では建築現場の防音シートや食品包装用の資材など、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、編織事業、産業資材・包材事業が事業の柱。特に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22.2%を保有する大株主で、サンゲツ向けが連結売上高全体の24.9%(18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、17年の新築住宅着工戸数は前年比0.3%減の96万4,641戸と3年ぶりに前年水準を割り込んだ。18年も1月から前年同月を下回る推移が続き、4月に前年同月比0.3%増と小幅ながら10カ月ぶりに前年を上回ったが、1～4月累計は前年同期比5.9%減と依然低空飛行。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。編織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。編織事業では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。今後の成長は本格的な海外展開がカギを握りそうだ。

中国自動車メーカーの内装では矢印の箇所でウェーブロックの金属調加飾フィルムが採用されている



出所:会社資料

名古屋工場は50km圏内に主要メーカーがあり、近くを高速道路が通るなど好立地



出所:会社資料を基にモーニングスター作成

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、同社の業績や、同社との関係維持・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 (11/30時点)

■ 配当の状況

		中間期末	期末	年間
17年3月期	実績	0円	0円	0円
18年3月期	実績	12円	16円	28円
19年3月期	会社予想	14円	14円	28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) (11/30時点)

	ウェーブロックホールディングス (7940・東1)	東リ (7971・東1)	リリカラ (9827・JASDAQ)	
基本事項	株価	876円	297円	180円
	投資単位	100株	100株	1,000株
	最低投資金額	87,600円	29,700円	180,000円
	決算月	3月	3月	12月
株価指標	PER(予)	5.5倍	12.2倍	110.4倍
	PBR(実)	0.8倍	0.5倍	0.4倍
	配当利回り(予)	3.2%	3.4%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	2.9%	0.2%	2.5%
	営業利益成長率(予)	0.3%	▲33.3%	73.1%
	EPS成長率(予)	▲0.7%	▲39.5%	—
収益性	売上高営業利益率(予)	6.5%	2.6%	0.5%
	自己資本当期純利益率(実)	16.3%	7.2%	5.2%
	総資産経常利益率(実)	7.4%	4.8%	0.2%
財務安定性	自己資本比率(実)	35.7%	45.9%	33.6%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	95.8%	18.8%	32.3%
	流動比率(実)	153.5%	165.6%	127.6%

比較企業は、壁紙などのインテリア分野で競合する東リ（7971）とリリカラ（9827）を選定した。

■ 成長性

比較企業が業績予想を下方修正する中、見通しを据え置いたウェーブロックHDが売上高成長率でトップとなった。リリカラは利益見直しも見直しているが、前期まで2期連続の減益だった反動を見込むため、利益成長率はトップをキープ。東リは原材料価格の上昇を受けて利益率も予想を下回る見込みとなった。ウェーブロックHDのEPS成長率は0.7%減となっているが、前期の潜在株式調整後のEPSと比較した場合の成長率は1.7%増となる。また、リリカラは前期に最終赤字だったため、前期との比較はなし。

■ 収益性

ウェーブロックHDが全項目でトップとなっている。原材料価格の上昇などを見込むものの、収益改善が続くアドバンステクノロジー事業の成長により、売上高営業利益率は6.5%と前期実績の6.6%と同程度を維持する見通し。第2四半期の時点では6.0%と下回っているため、ここから更なる改善を図れるか注目だ。自己資本当期純利益率（ROE）、総資産経常利益率（ROA）はいずれも前期実績（ROEは12.8%、ROAは5.9%）を上回る見通し。

■ 財務安定性

すべての項目で東リがトップだが、自己資本比率、流動比率は各社とも大きな差はない。ウェーブロックHDはデットエクイティレシオが95.8%と、2社と比較すると高いが、17年3月期の122.7%から低下している。過去に発生したアドバンステクノロジー事業における投資の損失が響いているが、有利子負債は期を重ねるごとに減少していることから、今後は安定性が増しそうだ。

モーニングスター株式会社
 プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 宮川 子平
 03-6229-0810 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。