

|| 企業調査レポート ||

## ウェーブブロックホールディングス

7940 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2021 年 7 月 26 日 (月)

執筆：客員アナリスト

**佐藤 譲**

FISCO Ltd. Analyst **Yuzuru Sato**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 2021 年 3 月期の業績概要	01
2. 中期経営計画	01
3. 2022 年 3 月期の業績見通し	02
■ 会社概要	03
1. 会社沿革	03
2. インテリア事業譲渡の経緯と業績への影響について	05
3. 事業内容	06
4. SWOT 分析	12
■ 業績動向	13
1. 2021 年 3 月期の業績概要	13
2. 事業セグメント別の動向	15
3. 財務状況	18
■ 今後の見通し	19
1. 中期経営計画の概要	19
2. 事業別成長戦略	22
3. 2022 年 3 月期の業績見通し	27
■ 株主還元策と ESG の取り組み	28
1. 株主還元策	28
2. ESG の取り組み	29

## ■ 要約

### インテリア事業を譲渡し成長事業の投資に振り向けることで、 中期的に年率 2 ケタ台の利益成長を目指す

ウェーブロックホールディングス<7940>は、防虫網や農業用、建設資材用各種シート等のマテリアルソリューション事業と、金属調加飾フィルムを中心としたアドバンステクノロジー事業を展開する樹脂加工メーカーである。2021 年 3 月に主力事業の 1 つであったインテリア事業（住宅用壁紙）を主要取引先のサンゲツ<8130>に譲渡し、成長事業への投資を積極化することで成長を目指す方針を明らかにした。

#### 1. 2021 年 3 月期の業績概要

2021 年 3 月期の連結業績は、売上高で前期比横ばいの 29,248 百万円、営業利益で同 8.2% 減の 1,489 百万円となった。売上高はインテリア事業の販売価格低下やマテリアルソリューション事業におけるビルディングソリューション製品の需要低迷をリビングソリューション製品の好調でカバーした。営業利益は、インテリア事業の譲渡に関連したアドバイザー費用や本社オフィスレイアウト費用などの一時費用 191 百万円を計上したことにより減益となったものの、同要因を除けば前期比で増益であった。なお、インテリア事業を担う（株）ウェーブロックインテリア（以下、WIT）の株式の 51% をサンゲツに譲渡したことに伴い、株式売却益 2,094 百万円を計上している。WIT に関しては、2022 年 3 月期以降は持分法適用関連会社となるが、いずれはすべての株式を譲渡する見込みとなっている。

#### 2. 中期経営計画

同社は 2021 年 6 月に中期経営計画を発表した。安定した長期利益の獲得を重視し、早期に営業利益を 2021 年 3 月期の水準に回帰させること、成長事業と位置付けているアドバンステクノロジー事業や環境関連ビジネス（地中熱ビジネス）の育成に注力していく方針を打ち出した。アドバンステクノロジー事業では、自動車向けに金属調加飾フィルムや PMMA/PC2 層シートの採用が進んでおり、今後の高成長が見込める状況となっている。一方、地中熱ビジネスはビニルハウス等の農業・建設分野向けに需要開拓を進めていく方針で、施工会社の連携も実施し、システムインテグレートとして事業を拡大していく計画だ。独自の特許技術「ヒートクラスター」による高効率な熱交換システム（従来比 3～5 倍）により、従来工法よりも設備投資費用を抑制できることが長所となる。再生可能エネルギーである地中熱利用により、屋内の空調管理や農業の生産性向上等、サステナビリティに貢献する事業として今後の成長が期待される。業績目標は 2024 年 3 月期に売上高 24,500 百万円、営業利益 1,260 百万円を掲げた。2021 年 3 月期の業績からインテリア事業を除いた数値（売上高 20,173 百万円、営業利益 709 百万円）を起点に年平均成長率を見ると、売上高で 6.7%、営業利益で 21.1% の成長となる。これら注力事業が順調に育てば、2025 年 3 月期以降の収益成長期待もさらに高まるものと予想されるだけに、今後の動向が注目される。

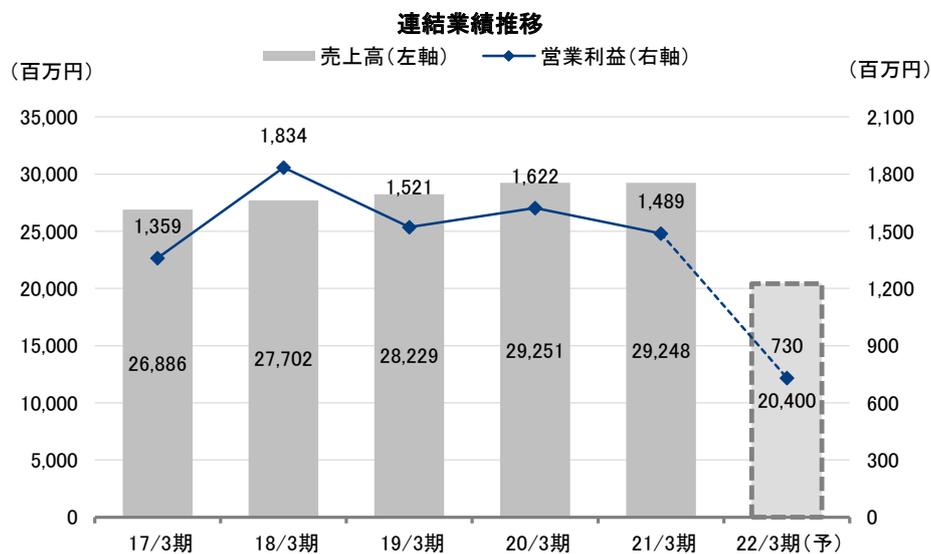
## 要約

## 3. 2022 年 3 月期の業績見通し

2022 年 3 月期の連結業績は、売上高で前期比 30.3% 減の 20,400 百万円、営業利益で同 51.0% 減の 730 百万円となる見通し。インテリア事業譲渡による影響を除いた既存事業ベースでは売上高で同 1.1% 増、営業利益で同 3.0% 増となる。マテリアルソリューション事業は、新型コロナウイルス感染症拡大（以下、コロナ禍）の影響一巡により各ソリューションが回復する一方で、原材料費の上昇やプロダクトミックスの悪化により増収減益となるものの、アドバンステクノロジー事業における自動車内外装部品向け売上高伸長による損益改善効果や、前期に発生した一時費用がなくなることが増益要因となる。インテリア事業の譲渡により、一旦収益水準は下がるものの、アドバンステクノロジー事業や環境関連ビジネスの基盤を固めていくことで、2023 年 3 月期以降は再成長ステージに入る見通しだ。

## Key Points

- ・ 2021 年 3 月期業績はコロナ禍の影響がプラス、マイナス両面であり、実質的な営業利益は前期比増益で着地
- ・ 自動車向け金属調加飾フィルム、農業・建設向け地中熱ビジネスの成長に期待
- ・ 2021 年 3 月末に実施したインテリア事業の譲渡により 2022 年 3 月期は減収減益を見込むも、アドバンステクノロジー事業の収益急回復により、既存事業ベースで増収増益となる見通し



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 会社概要

### M&A 戦略により事業基盤の強化と 領域拡大を進める樹脂加工メーカー

#### 1. 会社沿革

同社は、1964 年に糸強化プラスチックシートに関する製法特許「ウェーブロック」をイタリアから導入するために、日商（株）（現 双日 <2768>）、日本カーバイド工業 <4064>、丸登化成工業（株）（現 龍田化学（株））の 3 社が均等出資して設立した日本ウェーブロック（株）が起源となる。ウェーブロック製法とは、2 枚のプラスチックフィルムの中に合成繊維の糸を波状に複数配列し、接着固定（lock）してサンドイッチ構造にする製法のことであり、同製法で作られた樹脂加工シートは、伸縮性を持つと同時に物理的強度も大幅にアップするという特長がある。1960 年代当時、農業分野で使用されていたビニル製品は強度が弱く破れやすいという課題があったことから、創業者である木根測弘水（きねぶちひろみ）氏が、同分野においてウェーブロック製品のニーズがあると見て農業用雨合羽から技術導入を図り、その後、その特性を生かせる分野としてビニルハウスやレインコート、産業用資材等へと市場の裾野を広げながら、事業を拡大していった。

1979 年には壁紙ベースメーカーとして壁紙業界に参入したほか、1980 年に現在のアドバンステクノロジー事業の礎となる金属蒸着ポリエステルフィルム等の複数の素材を組み合わせた多層ラミネートシートの製造販売を開始するなど、創業者の強力なリーダーシップにより事業の多角化を進めながら成長を続け、1990 年には日本証券業協会の店頭売買銘柄（現 東証 JASDAQ）に登録、株式公開を果たした。

2003 年 4 月に創業者の長男で前代表取締役社長であった木根測純（きねぶちじゅん）氏※に経営がバトンタッチされると、M&A も活発に取り組んでいくことになる。木根測純氏は前職の米リーマン・ブラザーズで M&A アドバイザリー業務に従事し、その後、シリコンバレーでもベンチャー投資業務に携わるなど、M&A に関しての豊富な経験と知識を有しており、成長戦略の 1 つとして M&A を推進していった。

※ 2021 年 3 月末で木根測純氏は経営陣の若返りを図るため代表取締役社長を退任しており、後任には取締役兼執行役員管理本部長であった石原智憲（いしはらともり）氏が就任している。

2003 年以降の M&A や経営改革の取り組み状況について見ると、2003 年 12 月に東証第 2 部に上場していた防虫網トップメーカーのダイオ化成（株）の株式を公開買付けにより取得し、連結子会社化（2005 年 4 月完全子会社化）したほか、2005 年 4 月には機動的な経営判断や組織再編を行えるようにするため純粋持株会社体制に移行し、既存事業は新たに設立した日本ウェーブロック（株）に移管した。2006 年 4 月にはインテリア事業強化のため、同業のヤマト化学工業（株）（現 WIT）を連結子会社化し、2008 年 4 月にグループ内のインテリア事業を統合する。また、2010 年 4 月には日本ウェーブロックからアドバンステクノロジー事業を分離し、（株）ウェーブロック・アドバンス・テクノロジーとして独立させたほか、2013 年 4 月には産業資材及び包材事業の製販分離を実施し、販売機能を（株）イノベックス（2013 年 2 月設立）に吸収するとともに、ダイオ化成の産業資材の販売部門についてもイノベックスに統合した。

## ウェーブロックホールディングス

7940 東証 1 部

2021 年 7 月 26 日 (月)

<https://www.wavelock-holdings.com/ja/ir.html>

## 会社概要

2019 年 1 月にはダイオ化成の営業・購買・管理部門をイノベックスに集約し、イノベックスの子会社としてダイオ化成（編織の製造）及び日本ウェーブロック（産業資材・包材の製造）を配置する組織再編を実施し、編織事業と産業資材・包材事業を統合して新たにマテリアルソリューション事業として組織化し、2020 年 4 月にダイオ化成、日本ウェーブロックをイノベックスに吸収合併し、イノベックスが同事業における製販一体の子会社となっている。また、アドバンステクノロジー事業においても、PMMA（アクリル樹脂）/PC（ポリカーボネート）2 層シートの製造販売を行っていた（株）シャインテクノを 2020 年 4 月にウェーブロック・アドバンス・テクノロジーに吸収統合し、一体化している。

海外市場への展開としては、アドバンステクノロジー事業で 2012 年に韓国に販売子会社を設立したの続き、2018 年に米国、2019 年にドイツにそれぞれ販売子会社を設立して主に自動車分野をターゲットに営業活動を推進している。また、編織事業の製造機能強化のため 2012 年に中国に製造子会社を設立したほか、2013 年にはグループのアジア地域における商社機能強化を目的に香港に子会社を設立したほか、2018 年には ASEAN 地域における事業の活動強化を目的として、タイに子会社を設立している。

なお、同社は 2009 年 3 月にウェーブロックインベストメント（株）による同社株式の公開買い付けを実施、同年 7 月に株式を非上場化し、2017 年 4 月に再度、東証第 2 部に上場している（現在は東証第 1 部）。非上場化を決断した背景には、原材料価格の高騰や海外製品との競争激化により、収益環境が厳しくなるなかで、将来の収益の柱と成り得る新規事業を育成していくため、短期的な業績動向にとらわれず中長期的な視野に立った経営戦略を実行する体制を整備していく必要があったこと、また、当時の主要株主から保有株の売却意向を受けていたことなどが挙げられる。非上場化以降、2017 年に再上場を果たすまでに、前述した組織再編等も進めながら経営基盤の強化を図っている。

また、直近では 2021 年 3 月に WIT の株式の 51% をサンゲツに譲渡し、インテリア事業の譲渡を実施している。サンゲツはインテリア商社の最大手で、インテリア事業の主要取引先として 2015 年に資本業務提携を締結、同社の筆頭株主でもあったが、今回、双方の協議によりインテリア事業を譲渡することとし、資本業務提携も併せて解消している。

## 会社沿革

年月	主な沿革
1964 年 6 月	イタリア T.C.M. のブルーノ・ロマーニン氏より糸強化プラスチックシートに関する特許「ウェーブロック」技術を導入するために、日商（株）（現 双日（株））、日本カーバイド工業（株）、丸登化成工業（株）（現 龍田化学（株））の 3 社が均等出資し、日本ウェーブロック（株）を設立
1965 年 2 月	ウェーブロック製品の生産、産業資材、農業資材分野に販売を開始
1979 年 11 月	インテリア事業として壁紙業界に参入、塩化ビニル壁紙原反の生産、販売を開始
1980 年 6 月	金属蒸着ポリエステルフィルム、フッ素樹脂フィルム、塩ビフィルム等の多層ラミネートシートの生産を開始。車両向け及び家電向けに光輝テープの販売を開始
1987 年 9 月	真空成型で食品容器を作るための巻物シートの生産・販売を開始し、包材分野に参入
1990 年 10 月	日本証券業協会に店頭売買銘柄として登録、株式を公開（1996 年 12 月に東証第 2 部に上場）
1991 年 9 月	岩手県に一閑工場が竣工し、コーティング設備を新設。産業資材分野で建築工用メッシュシートの生産・販売を開始
1995 年 8 月	インテリア事業において、壁紙最終製品市場への参入を目的にチバグラビヤ（株）（現 サクラポリマー（株））に資本参加（1998 年 7 月、完全子会社化）
2003 年 12 月	防虫網トップメーカーのダイオ化成（株）の株式の 50.1% を取得し連結子会社化（現在は完全子会社）、編織事業を開始

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

## 会社概要

年月	主な沿革
2005年 4月	商号をウェーブロックホールディングス株式会社に変更、新設の日本ウェーブロック（株）に事業のすべてを承継し、純粋持株会社化
2006年 4月	インテリア事業の基盤強化のため、ヤマト化学工業（株）（現（株）ウェーブロックインテリア）の株式の 60.0% を取得し、連結子会社化（2021 年 3 月にウェーブロックインテリア株式の 51% をサンゲツ <8130> に譲渡。それに伴いウェーブロックインテリアは連結子会社から外れ、持分法適用関連会社となる）
2006年 4月	子会社として（株）シャインテクノを新設。高機能多層シートを自動車や家電分野のディスプレイ並びに筐体用に生産、販売を開始
2008年 4月	インテリア事業のさらなる強化のため、ヤマト化学工業をウェーブロックインテリアに商号変更し、インテリア事業の統括管理運営会社とし、サクラポリマーと新設したヤマト化学工業を同社の子会社とする
2009年 3月	ウェーブロックインベストメント（株）による同社株式の公開買い付けを実施し、2009 年 7 月に上場廃止
2010年 4月	日本ウェーブロックから新設した（株）ウェーブロック・アドバンスト・テクノロジーにシャインテクノ株式を承継し、アドバンストテクノロジー事業の中核子会社とする
2012年 3月	アドバンストテクノロジー事業の強化のため、韓国に販売子会社 Wavelock Korea Co., Ltd. を新設
2012年 4月	アドバンストテクノロジー事業の強化のため、台湾の穎台科技股份有限公司（英語名：Entire Technology Co., Ltd.）と業務資本提携し、製造・開発・販売の相互協力及び株式の保有について合意
2012年 6月	編織事業の製造機能強化のため、中国に大連嘉欧農業科技有限公司（出資比率 93.4%）を設立
2012年 7月	編織事業の物流・貿易機能強化のため、中国の威海精誠物流有限公司（持分法適用関連会社）の株式の 49.0% を取得
2013年 3月	グループのアジア地域における商社機能強化のため、香港に Wavelock International Asia Co., Ltd. を新設
2013年 4月	産業資材・包材事業のさらなる強化のため、日本ウェーブロックを製販分離し、その販売部門とダイオ化成の産業資材営業部門を（株）イノベックス（2013 年 2 月設立）に統合
2015年10月	インテリア事業のバリューチェーン上の効率化や更なる品質向上、新製品開発等を指すため、主要顧客であるサンゲツと業務資本提携。サンゲツの持分法適用関連会社（出資当時の保有比率 22.2%）となる
2017年 4月	東京証券取引所第 2 部に再上場
2018年 2月	グループの ASEAN 地域における事業活動強化のため、タイに Wavelock International (Thailand) Co., Ltd. を新設
2018年 4月	東京証券取引所第 1 部に指定替え
2018年 6月	米国にて、北米自動車市場に対する事業活動強化のため、Wavelock Advanced Technology Inc. を新設
2019年 1月	ダイオ化成の営業・購買・管理部門をイノベックスに集約。株式交換によりダイオ化成及び日本ウェーブロックをイノベックスの完全子会社とする
2019年 3月	ドイツにて、欧州自動車市場に対する事業活動強化のため、Wavelock Advanced Technology GmbH. を新設
2020年 4月	ダイオ化成及び日本ウェーブロックをイノベックスに吸収統合。また、シャインテクノをウェーブロック・アドバンスト・テクノロジーに吸収統合
2021年 3月	事業再編にあたり、100% 子会社としてウェーブロック・アセットマネジメント（株）を設立し、（株）ウェーブロックインテリア所有の子会社株式並びに固定資産等の一部を移管 ウェーブロックインテリア株式の 51% をサンゲツに譲渡。それに伴いウェーブロックインテリアは連結子会社から外れ、持分法適用関連会社となる

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

## インテリア事業を譲渡して獲得した資金を使って、成長事業や新規事業の育成に注力する

### 2. インテリア事業譲渡の経緯と業績への影響について

インテリア事業は同社が 40 年以上続けてきた主力事業の 1 つであり、2021 年 3 月期の売上構成比で 31.1%、営業利益で 39.6% を占めるなど事業ポートフォリオの中核を占める事業であったため、今回の決定に至った経緯と今後の業績への影響等について簡単に触れておく。

## 会社概要

同社は住宅用壁紙メーカーとして 40 年以上の老舗であり、生産額ベースで業界最大手メーカーであった。一方、サンゲツはブランドベースで業界シェア 50 ～ 60% のトップ企業であり、2015 年の資本業務提携以降、協力関係を一段と強固なものとし、Win-Win の関係を構築してきたが、今回、事業譲渡を決断した背景として市場環境の変化を挙げている。ここ数年、国内の住宅用壁紙業界は成熟化し、人口の減少により今後の成長が見込み難しくなってきたことや、海外市場への進出も難しいことから、事業を一段と拡大していくためには垂直統合によって収益力を強化し、市場シェアの拡大を図る必要があるとの認識で双方が一致し協議が進められた。協議の結果サンゲツに事業を譲渡し、同社は譲渡で得た資金によって成長事業への投資や有利子負債の返済等に充当し、既存事業の拡大と新規事業の育成によって、成長を目指していく方針を決定した。

この決定に基づき、インテリア事業を担う WIT の株式の 51% を、2021 年 3 月にサンゲツに譲渡した。譲渡するにあたって、WIT から壁紙関連事業に属さない資産（一関第 2 工場及び佐倉工場に関する有形固定資産、並びに WIT の販売子会社の株式等、2020 年 12 月時点の簿価で約 14 億円）を、新設分割の方法により設立したウェーブロック・アセットマネジメント（株）（以下、WAM）に承継させ、WAM のすべての株式を同社に移管している。

WIT 株式の譲渡額は約 24 億円となり、2021 年 3 月期第 4 四半期に売却益 2,094 百万円を計上した。2022 年 3 月期以降は持分法適用関連会社となるが、WIT の残りの株式について同社は一定の条件のもとで、サンゲツに対して買取を請求できる権利（プットオプション）を有しており、また、サンゲツも一定の条件のもとで同社が保有する WIT 株式の譲渡を請求できる権利（コールオプション）を有し、いずれすべての WIT 株式がサンゲツに譲渡される見込みとなっている。譲渡価格は今回の 1 株当たり譲渡価格に 1.2 を乗じた価格に定められており、概算すると譲渡額は約 28 億円、売却益は約 24 億円となる。また、サンゲツがオプション権を行使するまでの期間において、同社は WIT から少なくとも 294 百万円の配当を受領すること、及びオプション権が行使された段階で配当額が 294 百万円に達していない場合は、税効果考慮後の差額をサンゲツから受領することで合意している。

今回の方針決定によって、一時的に収益水準が落ち込むことになるが、WIT 株式の譲渡で約 52 億円、配当金で約 2.9 億円、サンゲツへの固定資産譲渡で約 7 億円（いずれも税引前ベース）、WIT への貸付金約 16 億円の返済など合計すると約 78 億円のキャッシュを獲得できることになる。この資金を成長事業と位置付けているアドバンステクノロジー事業や新規事業の育成などに投下していくことで、中長期的な成長を目指していく。

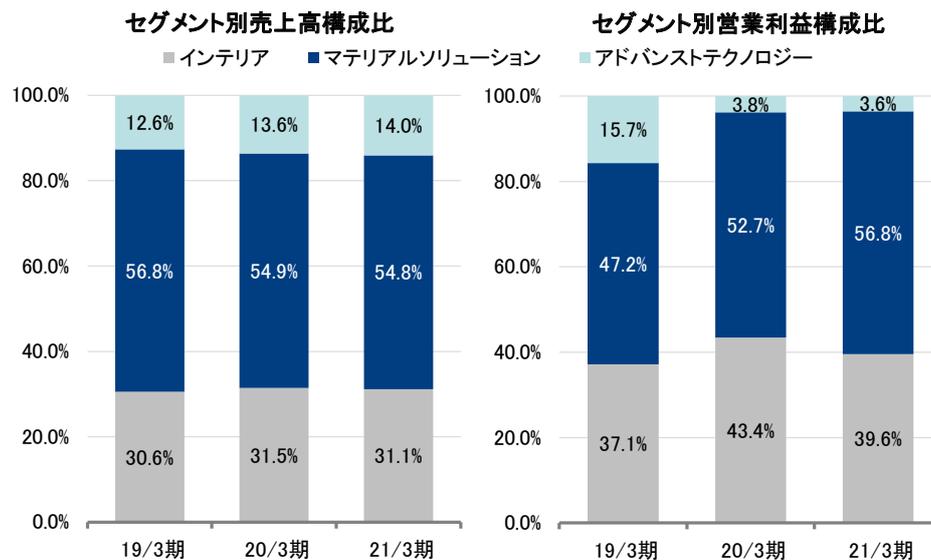
## マテリアルソリューション事業と アドバンステクノロジー事業を両軸に展開

### 3. 事業内容

同社は複数の素材（樹脂、繊維、紙、金属等）と各種加工技術（接着、溶着、ラミネート、表面加工、印刷、エンボス加工、編織、蒸着、発泡等）を「組み合わせる」ことで生み出される様々な付加価値製品（農業用及び建設・工事中シート、防虫網、食品トレー容器用シート、金属調加飾フィルム等）の製造・販売を各グループ会社で展開している。

## 会社概要

事業セグメントとしては、インテリア事業を譲渡したため、2022 年 3 月期よりマテリアルソリューション事業及びアドバンステクノロジー事業の 2 つの事業セグメントとなる。直近 3 期間のセグメント別構成比で見ると、売上高、営業利益ともにマテリアルソリューション事業が 5 割強を示す水準となっている、次いで譲渡したインテリア事業が売上高で約 3 割、営業利益で約 4 割で推移しており、アドバンステクノロジー事業については売上高で 1 割強の水準とまだ事業規模としては小さい。



注：売上高構成比は外部顧客への売上高で算出  
出所：決算短信よりフィスコ作成

## 連結子会社 (2021 年 3 月末)

名称	所有割合	事業セグメント
イノベックス	100.0%	
掛川ソーイング	100.0%	
Wavelock International (Thailand) (タイ)	100.0%	マテリアルソリューション事業
大連嘉欧農業科技 (中国)	93.4%	
ウェブブロック・アドバンス・テクノロジー	100.0%	
Wavelock Korea (韓国)	100.0%	アドバンステクノロジー事業
Wavelock Advanced Technology (米)	100.0%	
Wavelock Advanced Technology GmbH (独)	100.0%	

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

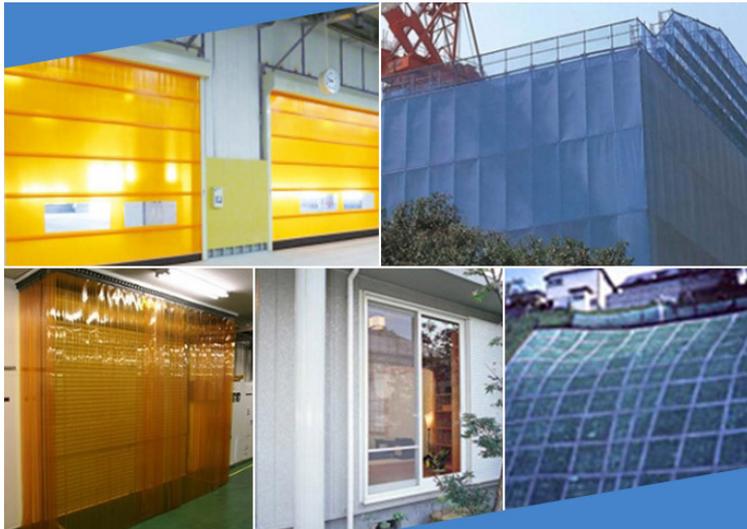
## 会社概要

**(1) マテリアルソリューション事業**

マテリアルソリューション事業では、独自技術による高品質な各種合成樹脂製品（シート、フィルム、メッシュ、ネット等）を建設資材、住宅資材、産業資材、農業資材、日用雑貨、食品包材等の幅広い分野に向け販売しており、業界別・製品群別にビルディングソリューション、インダストリアルソリューション、アグリソリューション、リビングソリューション、パッケージングソリューションの 5 つのソリューションに営業組織を分けることで、市場の変化に対応した最適なソリューションを提供している。同事業を担うイノボックスの主力生産拠点は古河工場（茨城県）、編織製品については静岡県にあるダイオ袋井工場やダイオ掛川工場で加工生産している。また、中国やタイの子会社を通じた仕入販売なども行っている。

**a) ビルディングソリューション**

主な製品として、工事用シート・メッシュといった仮設建設資材や、土木・林業資材として利用される植生網、防草フェンス、また、間仕切用資材となるカーテン・シートシャッター等を提供している。主な販売先は、仮設リース会社や代理店、商社となる。

**ビルディングソリューションの製品例**


出所：イノボックスホームページより掲載

**b) インダストリアルソリューション**

主な製品として、建物内で火災が発生した際に煙が拡散するのを防ぐ不燃シートである防煙垂壁や、レインウェア等の原材料として衣料用に特殊配合したシート等を提供している。主な販売先は代理店や商社、加工メーカー等となる。

会社概要

インダストリアルソリューションの製品例



出所：イノベックスホームページより掲載

c) アグリソリューション

主に農業向け製品として、遮光・遮熱ネット、防虫網や、保温シート等の各種被膜資材、土壌改良材など幅広く提供している。主な販売先はホームセンター、大手種苗・農薬メーカー、農業資材卸専門店等となる。

アグリソリューションの製品例



出所：イノベックスホームページより掲載

## 会社概要

**d) リビングソリューション**

網戸用の替え網（防虫網）や住宅廻りのネット資材、サッシと組み合わせられた網戸として住宅等に設置される防虫網、農園芸用の被覆資材、関連商品などを、主にホームセンターやサッシメーカー向けに販売している。防虫網では国内シェア約 7 割とトップシェアを握っており、その他の製品についても高シェアを有している。防虫網や園芸用ネット、遮光網等に関しては売上の季節変動が大きく（例年 3 月から 8 月がピーク）、また、その年の天候状況によっても需要が大きく変化するため、ホームセンターでは在庫管理が難しい商材として位置付けられている。このため、同社は静岡県内にあるイノボックスの工場敷地内の 3 分の 2 を倉庫スペースに充て、生産を通年で平準化しながら在庫を一定量イノボックスで蓄え、また、シーズンインに向けた顧客店舗への大量発送および急な受注にも対応可能な物流体制を備えていることにより、顧客店舗での品切れリスクを解消可能とする販売体制を敷いている。ここ数年は海外から競合する低価格商品が入ってくるものの、こうした販売体制は構築できておらず品切れが発生することも多い。製品の品質の高さもさることながら、こうしたサポート体制が充実していることも、同社の高いシェアにつながっているものと考えられる。

**リビングソリューションの製品例**


出所：イノボックスホームページより掲載

**e) パッケージングソリューション**

乳製品、菓子、コンビニエンスストア等の弁当容器など各種食品用パッケージから電子部品用パッケージまで幅広い製品を提供している。合成樹脂を原料とし、顧客ニーズや用途に合わせて賞味期限を延ばす高機能素材や特許技術による環境配慮素材などを用いた製品を開発・提供している。主な販売先は食品メーカーや容器メーカー等となる。

## 会社概要

## パッケージングソリューションの製品例



出所：イノボックスホームページより掲載

**(2) アドバンステクノロジー事業**

アドバンステクノロジー事業では、金属調加飾フィルム分野として、特殊金属を蒸着したフィルムを使用した金属調テープや金属調加飾フィルムを自動車・自動二輪向け、家電・雑貨向けの部品内外装用に製造販売している。また、車載用ディスプレイ向けを中心とした高透明シート（PMMA/PC2 層シート）の製造販売、医療用湿布の不織布印刷や離型フィルムへの印刷・シリコン処理加工のほか、液晶ディスプレイ向けの拡散板や食品包材向け開封テープ等の仕入販売を行っている。金属調加飾フィルムや PMMA/PC2 層シートについては主に自動車電装品の 2 次加工メーカーや 1 次サプライヤー向けに販売している。

注力製品は自動車向けの需要拡大が見込める金属調加飾フィルムとなる。金属調加飾フィルムの構造は、PET（ポリエチレンテレフタレート）フィルムに特殊金属を蒸着させ、耐候性を保つために表面側に PMMA シート、下面側に ABS フィルムを重ね、ドライラミネート工法※により貼り合わせた 6 層構造となっている。同フィルムは平面的な形状だけでなく、異型押出成形やフィルムインサート成形、真空成形など様々な加工技術を用いることで立体的な形状にすることも可能となっている。メッキ加工品とは異なり、錆びず、車体の軽量化に寄与するなど環境負荷が小さいだけでなく、電波並びに光の透過性が高いこと、成型性、意匠性にも優れるといったメリットを持つ。

※ 基材となるフィルムに接着剤を塗布し、乾燥炉で乾燥させた後、別のフィルムと圧着して貼り合わせる加工方法。

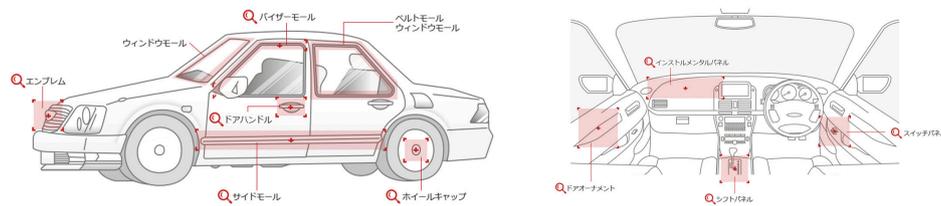
こうした特性を生かせる用途として、主に自動車の外装・内装用や、自動車・自動二輪向けの部品外装用としての採用が進んでいる。自動車向けでは国内だけでなく中国や欧米、韓国、南米、ロシア等で販売実績があり、米国には 2018 年、欧州には 2019 年に現地に販売子会社を設立し、営業活動を強化している。自動二輪向けでは、エンブレム用としてインドや東南アジアで採用されている。製造拠点は古河工場と名古屋工場の 2 拠点体制だが、フィルムを製造する工程は古河工場で行っており、後工程となるシート成型加工工程を名古屋工場を担当している。

## 会社概要

金属調加飾フィルムのうち、自動車外装用の競合としてはオランダの大手化学メーカーである Akzo Nobel N.V. (アクゾノーベル) が挙げられる。なお、金属調加飾フィルムの製法には同社や Akzo Nobel のような金属蒸着法を採用している企業と、転写を採用している企業等がある。転写は量産性に優れるためコストが低いものの、耐候性が弱く自動車の外装用としては別途ハードコートが必要となる場合が多い。

また、PMMA/PC2 層シートのうちスマートフォン筐体向けに関しては中国ローカル企業との価格競争が激しいこと等から、2021 年 3 月期に撤退し、現在は光学特性の高さ等の強みを活かし内装ディスプレイの大型化が進む車載分野 (センターインフォメーションディスプレイ (CID) やヘッドアップディスプレイ (HUD) 向け等) での拡販に注力している (同分野では三菱ガス化学 <4182> が最大手)。

## 自動車向けの採用事例



出所：ホームページより掲載

## ニッチ市場で高シェア製品を持つ安定収益構造をベースに、新規事業・新市場の開拓に注力

### 4. SWOT 分析

同社の経営を取り巻く外部環境と経営の現状について、SWOT 分析で簡便表に表した。なお、SWOT 分析とは、企業が組織の経営ビジョンや戦略を企画立案する際によく用いる経営分析手法の 1 つで、企業を取り巻く外部環境についての「成長機会 (Opportunity)」と「脅威 (Threat)」、企業が固有に持つ「強み (Strength)」と「弱み (Weakness)」を 4 つに区分してまとめたものである。

外部環境面での成長機会としては、注力事業であるアドバンステクノロジー事業において自動車外装・内装分野での潜在的な需要があり、これらを開拓することで事業拡大が期待できること、また、現在は売上高比率で 1 割以下の水準にとどまっている海外市場での成長が期待できる点にある。マテリアルソリューション事業において、アジア圏内の各地域に即した農業の生産性向上に向けた展開等も進めていく予定にしている。一方でリスク要因としては、原油価格が高騰した場合、主要原材料価格の指標となるナフサ価格が上昇し利益率低下につながるリスク、また、防虫網や建築資材、産業資材、食品用パッケージなどは国内市場に依拠しているため、人口減少等により国内市場が縮小するリスクが挙げられる。

## 会社概要

同社が固有に持つ強みとしては、複数の素材と加工技術の「組み合わせ」と「仕組み」により、新たな付加価値を創出し市場を開拓していくことができること、事業領域が住宅、農業、建設、自動車など幅広い分野に展開しているため、特定の業界の好不況に左右されない安定した収益ポートフォリオを形成していること、収益基盤の強化及び成長のために必要となる組織再編や M&A 等を機動的に行える体制を構築していることなどが挙げられる。一方で課題は、マテリアルソリューション事業の拡大を図るための新市場の開拓や新規ビジネスの育成が挙げられる。また、アドバンステクノロジー事業においては、売上規模がまだ小さいこともあり、主要取引先からの受注変動によって収益が変動するリスクがある点が挙げられる。また、金属調加飾フィルムの製造拠点となる古河工場のキャパシティに限りがあるため、事業を一段と拡大していくためには、工場の移転なども今後の検討課題となってくる。

## SWOT 分析

	プラス要因	マイナス要因
外部環境	<機会 (Opportunity) > <ul style="list-style-type: none"> <li>自動車分野で進む環境規制の強化に加えて、軽量化、デザイン性の向上ニーズの高まり、CASE 化を背景とした金属調加飾フィルム、PMMA/PC2 層シートの市場拡大が見込まれる</li> <li>海外売上比率が 1 割以下と低く、今後、海外市場の開拓余地が大きい (防虫網や農業資材のアジア展開、自動車向け金属調加飾フィルム、PMMA/PC2 層シートの欧米展開等)</li> <li>農業の生産性向上、サステナビリティ向上が求められるなか、省エネ効果の高い地中熱ビジネスの需要拡大が見込まれる</li> </ul>	<脅威 (Threat) > <ul style="list-style-type: none"> <li>原油価格高騰により主要原材料価格の指標となるナフサ価格が上昇し、収益が悪化するリスクがある</li> <li>国内の建築資材、産業資材、食品用パッケージ市場は成熟期に入っており、人口減少で市場が縮小するリスクがある</li> </ul>
内部環境	<強み (Strength) > <ul style="list-style-type: none"> <li>複数の素材と加工技術による「組み合わせ」と「仕組み」による付加価値提案力</li> <li>事業領域が、住宅、農業、建設、自動車分野など多岐にわたり、事業ポートフォリオの分散化が図られており、収益の安定性が高い</li> <li>持株会社体制により機動的な組織改革、M&amp;A などを実施できる経営体制を構築している</li> </ul>	<弱み (Weakness) > <ul style="list-style-type: none"> <li>マテリアルソリューション事業においては、安定的な収益基盤を構築しているものの、いずれも成熟市場であり、新規市場の開拓や新規ソリューションの育成が課題</li> <li>アドバンステクノロジー事業はまだ売上規模が小さいため、主要取引先の受注動向によって収益変動も大きくなる</li> </ul>

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 業績動向

**2021 年 3 月期業績はコロナ禍の影響がプラス、マイナス両面であり、実質的な営業利益は前期比増益で着地**

### 1. 2021 年 3 月期の業績概要

2021 年 3 月期の連結業績は、売上高で前期比ほぼ横ばいの 29,248 百万円、営業利益で同 8.2% 減の 1,489 百万円、経常利益で同 10.6% 減の 1,428 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 115.2% 増の 2,386 百万円となった。

## 業績動向

## 2021 年 3 月期連結業績

(単位：百万円)

	20/3 期		期初計画	21/3 期			
	実績	売上比		実績	売上比	前期比	計画比
売上高	29,251	-	29,000	29,248	-	-0.0%	0.9%
売上原価	22,231	76.0%	-	22,084	75.5%	-0.7%	-
販管費	5,396	18.4%	-	5,673	19.4%	5.1%	-
営業利益	1,622	5.5%	1,600	1,489	5.1%	-8.2%	-6.9%
経常利益	1,598	5.5%	1,580	1,428	4.9%	-10.6%	-9.6%
特別損益	85	-	-	1,991	-	-	-
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,108	3.8%	1,000	2,386	8.2%	115.2%	138.7%

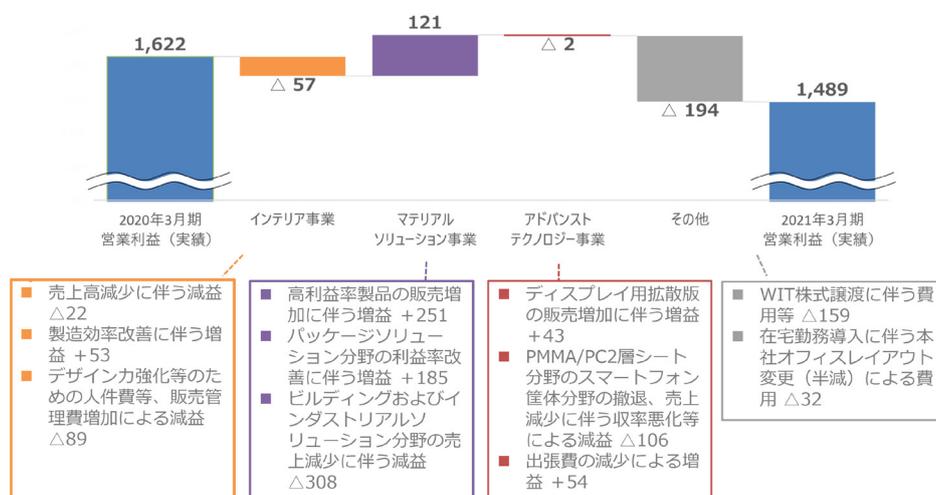
出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高についてはアドバンステクノロジー事業における拡散板の仕入販売、マテリアルソリューション事業におけるリビングソリューション製品の販売が好調に推移した一方で、マテリアルソリューション事業におけるビルディングソリューションおよびインダストリアルソリューションの販売低迷、インテリア事業における壁紙の販売単価低下等の影響で、前期並みの水準にとどまった。

また、営業利益はマテリアルソリューション事業が増益となった一方で、インテリア事業が減益となったほか、アドバンステクノロジー事業において、スマートフォン筐体向け PMMA/PC2 層シートからの事業撤退に伴う製品在庫及び材料の処分損等を計上したことや、WIT 株式の譲渡に関連したアドバイザー費用 159 百万円、在宅勤務導入に伴う本社オフィスレイアウト変更に伴う費用 32 百万円を計上したことが減益要因となった。これら一時費用の計上がなければ営業利益は前期比で増益となっており、会社計画に対しても上回って着地していたことになる。また、特別利益として WIT の株式売却益 2,094 百万円等を計上したことにより、親会社株主に帰属する当期純利益は大幅増益となった。

## 営業利益増減要因

(単位：百万円)



出所：決算補足説明資料より掲載

## 業績動向

## マテリアルソリューション事業が増益、 インテリア事業とアドバンステクノロジー事業は減益に

### 2. 事業セグメント別の動向

#### 事業セグメント別業績

(単位：百万円)

	19/3 期 実績	20/3 期 実績	21/3 期			
			会社計画	実績	前期比	計画比
売上高	28,229	29,251	29,000	29,248	-0.0%	0.9%
インテリア	9,112	9,693	9,200	9,431	-2.7%	2.5%
マテリアルソリューション	16,261	16,200	16,800	16,131	-0.4%	-4.0%
アドバンステクノロジー	3,572	4,001	3,000	4,127	3.2%	37.6%
調整額	-716	-643	-	-442	-	-
営業利益	1,521	1,622	1,600	1,489	-8.2%	-6.9%
インテリア	724	922	700	865	-6.2%	23.6%
マテリアルソリューション	919	1,120	1,150	1,242	10.9%	8.1%
アドバンステクノロジー	306	80	200	78	-3.1%	-60.8%
調整額	-429	-501	-450	-696	-	-

出所：決算短信、決算補足説明資料よりフィスコ作成

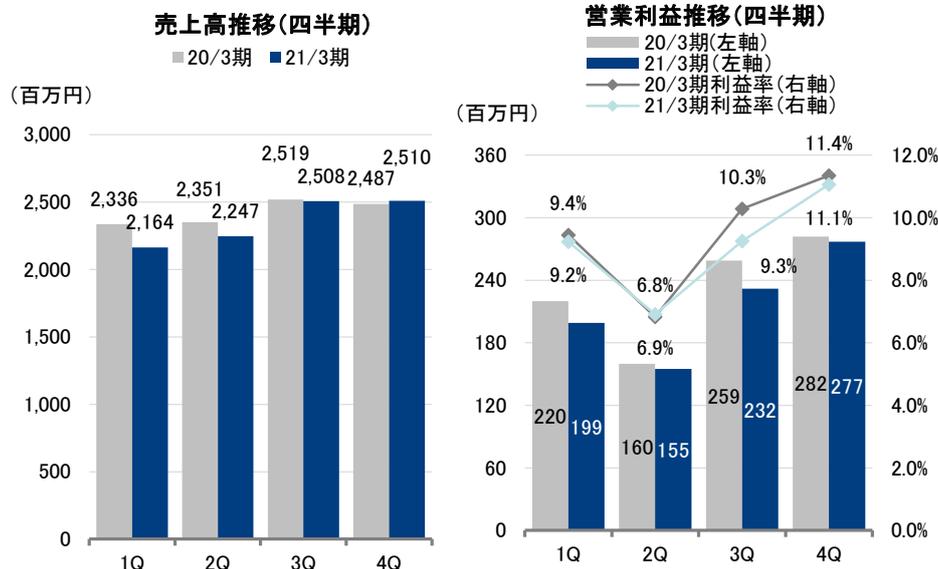
#### (1) インテリア事業

インテリア事業の売上高は前期比 2.7% 減の 9,431 百万円、営業利益は同 6.2% 減の 865 百万円となった。業界全体の塩化ビニル樹脂系壁紙の出荷数量は、コロナ禍で新規着工戸数やリフォーム需要が低迷した影響により、同 7% 減（量産品 4% 減、中級品 12% 減）と低調に推移したが、同社の販売数量はサンゲツとの戦略的な取り組みが奏功して、同 3% 増（量産品 4% 増、中級品 1% 増）となった。ただ、原材料価格の低下に伴う販売単価の値下げや、マテリアルソリューション事業向けに製造販売している建設用途シートの不振等の影響もあって売上高は 5 期ぶりの減収となった。

営業利益の増減要因を見ると、製造効率改善効果で 53 百万円の増益となったものの、減収に伴う減益で 22 百万円、デザイン力強化のための人件費等を中心に販管費が 89 百万円増加したことが減益要因となった。ただ、営業利益率に関しては 9.2% と前期実績の 9.5% とほぼ同水準を維持した。

## 業績動向

## インテリア事業



出所：決算補足説明資料よりフィスコ作成

## (2) マテリアルソリューション事業

マテリアルソリューション事業の売上高は前期比 0.4% 減の 16,131 百万円、営業利益は同 10.9% 増の 1,242 百万円となった。ソリューション別の売上動向を見ると、リビングソリューションについては、コロナ禍を背景とした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ほか、サッシメーカー向け防虫網に関しても学校での需要が拡大した。

ビルディングソリューションは、コロナ禍で建設工事の中断や各種イベントの中止・縮小が相次いだ。また、インダストリアルソリューションについても、在宅勤務の広がりによる家庭用エアコン向けフィルター需要や飛沫感染防止対策品の需要が増加したものの、商業ビル向け防煙垂壁等その他製品の落込みを吸収できなかった。

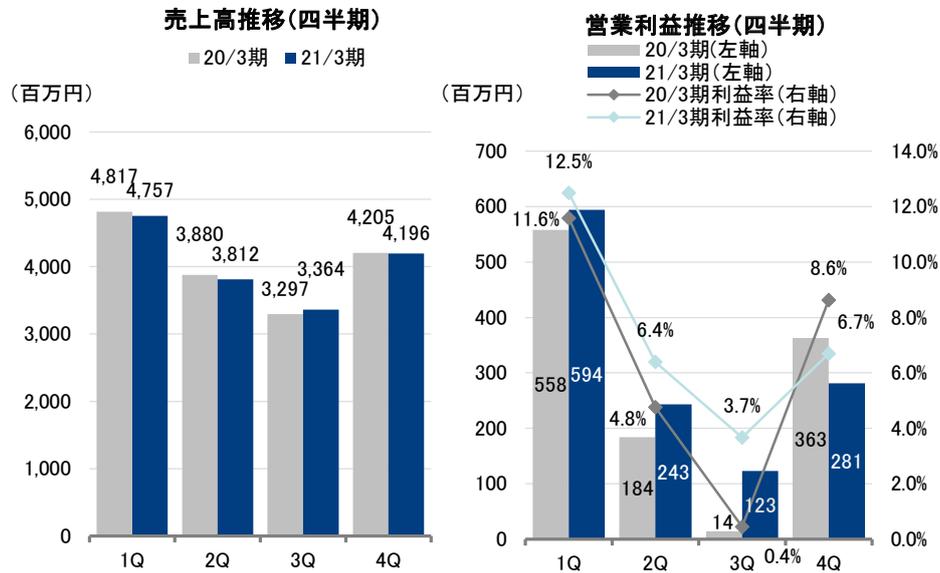
パッケージングソリューションは、中食需要拡大による食品容器やヨーグルト容器向けの販売が堅調に推移したものの、ミルクパーションが外食業界向けに大幅減となった。原材料単価の低下に伴う販売単価の下落も減収要因となったものの、顧客の関係強化および生産体制の見直しなどにより利益率は大幅に改善した。

アグリソリューションは、ホテルや外食業界向けの農作物の需要減による先行きの不透明さに加え、2020 年秋以降の暖冬による野菜価格の低下等から、生産農家による農業資材の投資控えが続いた。

営業利益の増減要因を見ると、ビルディングソリューション及びインダストリアルソリューションの減収による減益 308 百万円を、高利益率製品の販売増に伴う増益 251 百万円、パッケージソリューションにおける生産体制見直し等による利益率の改善効果 185 百万円でカバーした。

## 業績動向

## マテリアルソリューション事業



出所：決算補足説明資料よりフィスコ作成

**(3) アドバンステクノロジー事業**

アドバンステクノロジー事業の売上高は前期比 3.2% 増の 4,127 百万円、営業利益は同 3.1% 減の 78 百万円となった。

金属調加飾フィルムの売上は、主力の自動車向けが中国市場で回復したほか、国内向けについても採用車種の販売好調並びに自動二輪用エンブレムの採用等により当初計画に対し順調に回復した。一方、欧米向けに関しては案件の立ち上がりが遅れ苦戦した。

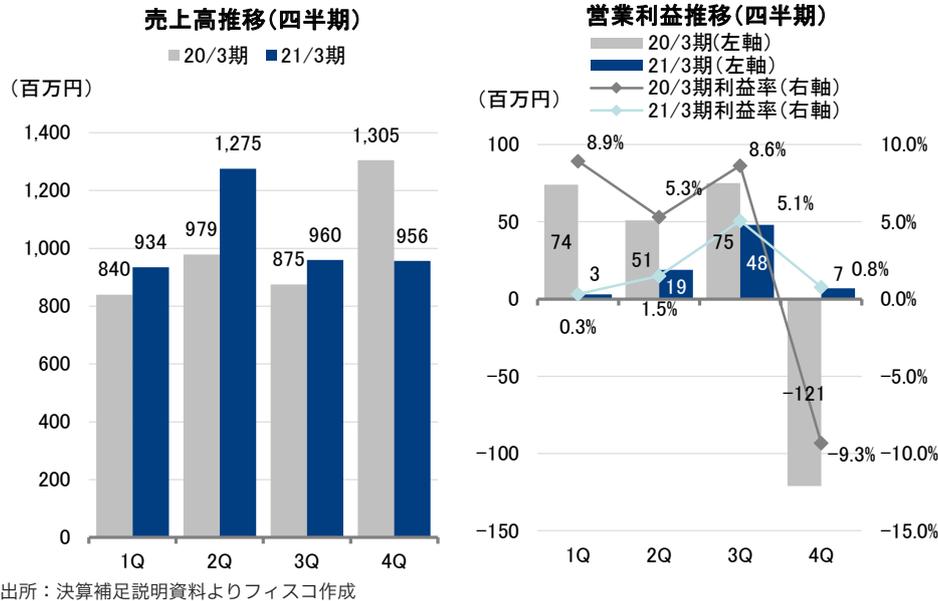
PMMA/PC2 層シートの売上は、スマートフォン筐体向けの撤退により大きく落ち込み、利益面でも第 4 四半期に製品在庫及び材料の処分損を計上したことで損失を計上した。ただ、注力市場である車載用に関しては欧州市場で CID 用の新規案件獲得が順調に進んだほか、HUD の防塵用シールド材として採用が進むなど着実に増加している。CID や HUD は今後大型化する傾向にあり、薄くて強度があり、傷のつきにくい樹脂シールド材の需要が増加していると言う。

その他分野では、医療分野が低調に推移したものの、仕入販売となる液晶ディスプレイ用拡散板が増加した。拡散板の増加については、販売先の韓国ディスプレイメーカーにおいて、中国取引先からの調達が一時的にできなくなったことで同社に発注が回ってきたもので、一時的な増加と同社では見ている。

営業利益の増減要因を見ると、PMMA/PC2 層シート分野のスマートフォン筐体向け撤退による減収並びに製品在庫及び材料の処分損の計上等により 106 百万円の減益となったが、ディスプレイ用拡散板の増収による増益で 43 百万円、出張費の減少による増益で 54 百万円となっている。

## 業績動向

## アドバンステクノロジー事業



## インテリア事業の譲渡により 総資産は減少するも財務体質は大きく改善

### 3. 財務状況

2021 年 3 月期末の総資産は前期末比 3,052 百万円減の 26,092 百万円となった。主な増減要因を見ると、流動資産では WIT 株式の譲渡により現金及び預金が 2,514 百万円増加し、また、主に WIT が連結対象から外れたことにより、受取手形及び売掛金が 744 百万円、製品が 595 百万円それぞれ減少した。固定資産では主に WIT が連結対象から外れたことにより、有形固定資産が 3,926 百万円減少した。

負債合計は前期末比 5,264 百万円減少の 11,802 百万円となった。WIT 株式の譲渡等によって、有利子負債を 2,980 百万円返済したほか、主に WIT が連結対象から外れたことで、支払手形及び買掛金が 1,346 百万円、退職給付に係る負債が 439 百万円それぞれ減少した。純資産は前期末比 2,211 百万円増加の 14,289 百万円となった。親会社株主に帰属する当期純利益の計上等により、利益剰余金が 2,095 百万円増加した。

経営指標を見ると、有利子負債の減少により、有利子負債比率が前期末の 66.3% から 35.2% と大きく低下し、自己資本比率が同様に 41.3% から 54.6% に上昇するなど、財務体質の改善が大幅に進んだ格好となっている。今後も残りの WIT 株式を譲渡すれば約 24 億円のキャッシュが入ってくることになり、これらの資金を有利子負債の返済だけでなく、M&A を含めた成長投資に投下し、収益拡大を目指していく方針となっている。収益性について見ると、営業利益率は 5% 台と安定した水準で推移している。既述のとおり同社の事業領域が幅広く、特定業種の好不況の影響を受けにくいことが一因と見られる。

## 業績動向

## 連結貸借対照表

(単位：百万円)

	18/3 期	19/3 期	20/3 期	21/3 期	増減
流動資産	16,492	16,367	16,420	17,372	952
(現金及び預金)	2,489	2,044	2,367	4,882	2,514
(受取手形及び売掛金)	7,795	7,727	7,406	6,661	-744
固定資産	13,283	13,113	12,724	8,719	-4,005
総資産	29,775	29,481	29,144	26,092	-3,052
流動負債	10,895	10,950	9,630	7,167	-2,462
(支払手形及び買掛金)	4,390	4,412	4,335	2,989	-1,346
固定負債	8,210	7,254	7,436	4,634	-2,801
負債合計	19,106	18,204	17,066	11,802	-5,264
(有利子負債)	10,115	9,788	7,992	5,011	-2,980
純資産	10,669	11,277	12,078	14,289	2,211
(安全性)					
自己資本比率	35.7%	38.2%	41.3%	54.6%	13.3pt
有利子負債比率	95.0%	87.0%	66.3%	35.2%	-31.2pt
(収益性)					
ROA (総資産経常利益率)	7.4%	6.6%	5.5%	5.2%	-0.3pt
ROE (自己資本利益率)	16.3%	13.1%	9.5%	18.1%	8.6pt
営業利益率	6.6%	5.4%	5.5%	5.1%	-0.4pt

出所：決算短信よりフィスコ作成

## 連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	18/3 期	19/3 期	20/3 期	21/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	1,882	1,520	2,864	2,114
投資活動によるキャッシュ・フロー	-776	-855	-465	1,291
財務活動によるキャッシュ・フロー	-688	-1,088	-2,114	-884
現金及び現金同等物の期末残高	2,489	2,044	2,367	4,882

出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 今後の見通し

### 3 年間で収益力強化と新規事業育成も含めた成長投資に約 70 億円投下し、着実な成長を目指す

#### 1. 中期経営計画の概要

同社は 2021 年 6 月に 3 カ年の中期経営計画を発表した。ビジョン、ミッション、バリューズを再定義し、新生ウェーブロックホールディングスとして、再成長に向けたスタートを切るべく、グループ企業戦略と各事業の中長期成長戦略を策定した。

今後の見通し

**ビジョン・ミッション・バリューズ**

<b>ビジョン</b>	ウェブロックグループのステークホルダーの幸せを最大化するために、業界の中でも世界トップクラスの収益性を誇る存在感のある企業になることを目指す
<b>ミッション</b>	ウェブロックグループの製造技術、ノウハウ、ビジネス上のリレーションやネットワークを駆使して、社会が抱える様々な「不」を解決する
<b>バリューズ</b>	「個人の尊重」「正直であり誠実」「前向きな失敗は問わない」の3点を組織の共通価値観として共有する

出所：中期3か年計画よりフィスコ作成

グループ企業戦略としては、安定的成長を前提とした長期利益の獲得を企図し、営業利益率だけでなく ROA、ROE、ROIC の収益性、効率性を重視した経営を推進していく。財務戦略としては、WIT 株式の譲渡等により、有利子負債を大幅に返済したが、手元キャッシュの活用と必要に応じての金融機関からの借入その他手段により、成長投資のために必要な資金を確保していくことにしている。

また、経営戦略としては、マテリアルソリューション事業、アドバンステクノロジー事業それぞれの事業領域において、既存領域分野の深化と新規領域分野の探索を通じて多角化を実現していくこと、また、2 事業以外の新規事業の探索についても「樹脂の加工」分野に必ずしもこだわらず、環境問題解決など同社がミッションとして掲げている社会課題を解決するソリューションビジネスであれば、柔軟な外部提携や M&A など活用して事業を育成していく方針で、早期に営業利益を 2021 年 3 月期の水準に回帰させることを目指している。

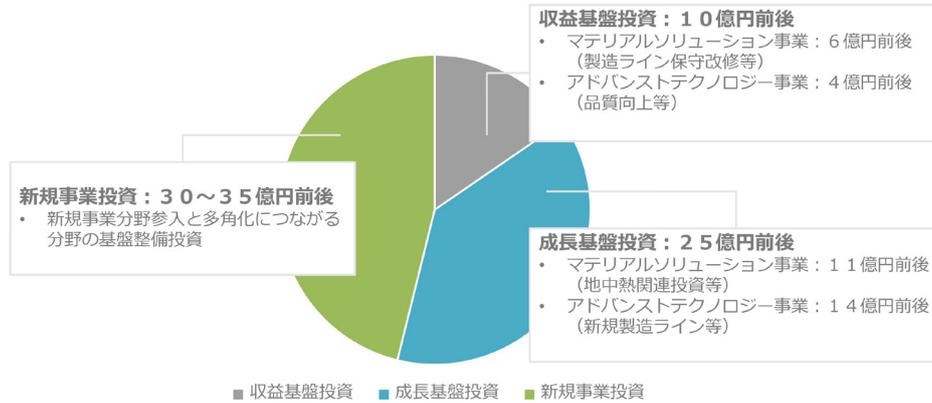
中期経営計画の最終年度となる 2024 年 3 月期の業績目標は、売上高で 24,500 百万円、営業利益で 1,260 百万円を掲げた。インテリア事業を除いた 2021 年 3 月期の業績からインテリア事業を除いた数値（売上高 20,173 百万円、営業利益 709 百万円）を起点とすると、3 年間の年平均成長率は売上高で 6.7%、営業利益で 21.1% となる。売上高、営業利益ともにインテリア事業を含めた業績水準までには届かないものの、営業利益率に関しては同水準となる 5.1% まで回復する見通しだ。また、ROIC で 4.1%、ROA で 4.1%、ROE で 7.4% とそれぞれ着実に引き上げていく計画となっている。

業績目標を達成するため、同社は 3 年間で約 70 億円の投資を計画している。内訳としては、新規事業投資に 30 ～ 35 億円前後、既存事業における収益力強化のための投資として 10 億円前後（製造ラインの保守改修、品質向上に対する投資）、成長基盤を構築するための投資として 25 億円前後（地中熱関連投資、金属調加飾フィルムの新規製造ライン投資等）となる。3 年間の営業活動によるキャッシュ・フローが概算で 45 ～ 50 億円（税金等調整前当期純利益 + 減価償却費）と想定されるため、20 ～ 25 億円のキャッシュアウトとなるが、借入金で賄う格好となりそうだ。なお、WIT 株式会社について同社がプットオプション、またはサンゲツがコールオプションを行使し、残りの保有株式を譲渡することになれば、株式譲渡資金で賄うことが可能と見られる。これら注力事業が順調に育てば、2025 年 3 月期以降の収益成長期待もさらに高まるものと予想されるだけに、今後の動向が注目される。

今後の見通し

**投資計画**

3 年間で合計約 7 0 億円の投資を計画



出所：中期 3 年計画より掲載

**業績計画**

(単位：百万円)

	21/3 期		22/3 期 計画	23/3 期 計画	24/3 期 計画	平均成長率
	実績	参考値				
売上高	29,248	20,173	20,400	23,100	24,500	6.7%
営業利益	1,489	709	730	940	1,260	21.1%
営業利益率	5.1%	3.5%	3.6%	4.1%	5.1%	-
経常利益	1,428	953	1,030	1,240	1,530	17.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	2,386	622	740	950	1,150	22.7%

注：21/3 期参考値は、インテリア事業の業績及び WIT 株式譲渡による影響を除き、21/3 期の WIT 連結の当期純利益の 49% 相当分を持つ分法による投資利益として経常利益に計上した数値。

平均成長率は、21/3 期参考値を起点とした 3 年間の年平均成長率

出所：中期 3 年計画よりフィスコ作成

**経営指標**

	20/3 期 実績	22/3 期 計画	23/3 期 計画	24/3 期 計画
ROIC	5.5%	2.7%	3.5%	4.1%
ROA	3.8%	3.0%	3.8%	4.1%
ROE	9.5%	5.1%	6.3%	7.4%

注：21/3 期はインテリア事業譲渡の影響による数値の変動が大きいため、省略している

出所：中期 3 年計画よりフィスコ作成

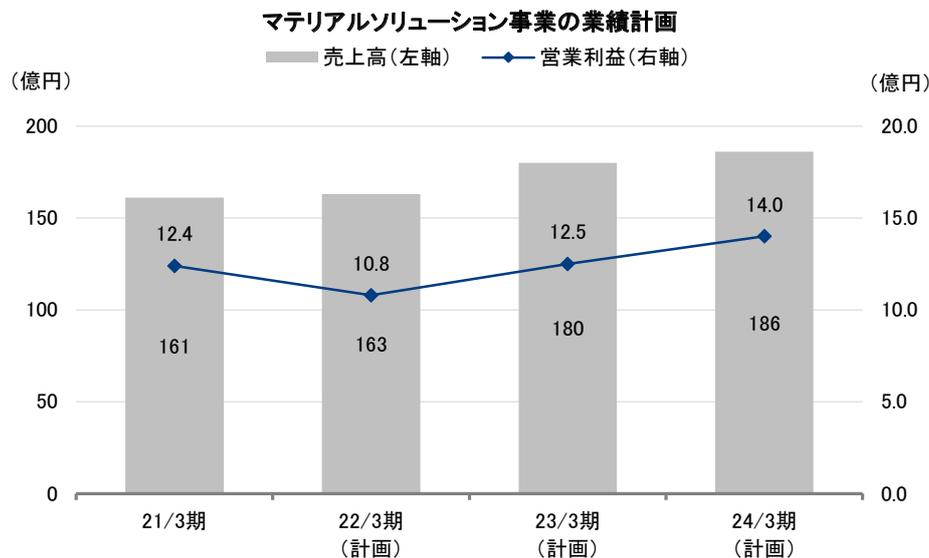
今後の見通し

## 自動車向け金属調加飾フィルム、 農業・建設向け地中熱ビジネスの成長に期待

### 2. 事業別成長戦略

#### (1) マテリアルソリューション事業

マテリアルソリューション事業の 2024 年 3 月期業績目標は、売上高で 186 億円、営業利益で 14.0 億円を掲げた。2022 年 3 月期は原材料コストの上昇等により減益を見込んでいるものの、2023 年 3 月期以降は増収増益を見込んでいる。営業利益率も 7.5% と 2021 年 3 月期の 7.7% とほぼ同水準まで回復する見通しだ。同社の安定的な収益基盤として、さらなる収益力の強化に加えて、成長が見込まれる新規分野への展開を推進していく方針となっている。

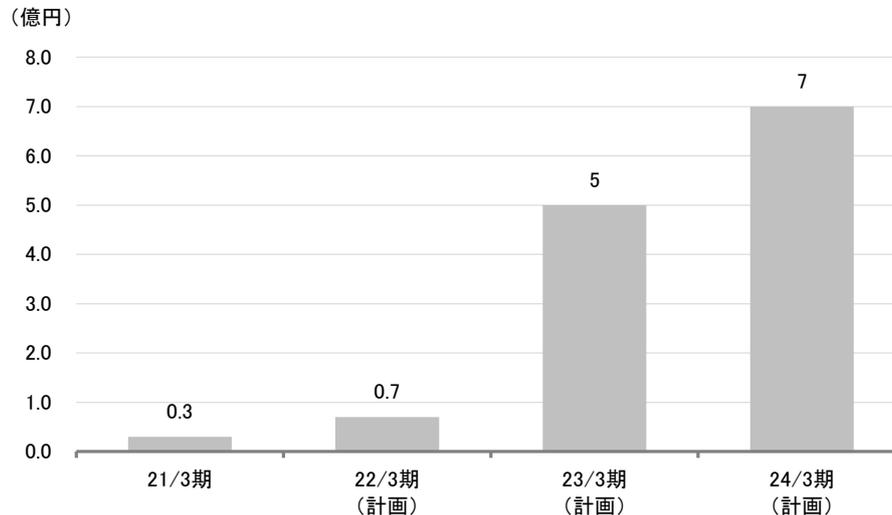


出所：中期 3 年計画よりフィスコ作成

収益基盤の向上施策としては、生産性向上に寄与する生産体制の再構築（外部パートナーとの協業含む）や、流通チャネルの最適化による販売効率の向上に取り組んでいく。一方、新規分野としては環境関連ビジネスと海外市場の開拓を進めていく。特に、環境関連ビジネスでは、熱交換の大幅な効率化を実現するシステム「ヒートクラスター」による地中熱ビジネスを育成していく方針で、2021 年 3 月期の売上高 0.3 億円から 2024 年 3 月期は 7 億円を目標とし、3 カ年の営業利益の増益分の半分を同事業で稼ぎ出す計画となっている。

今後の見通し

### 地中熱ビジネス売上計画



出所：中期 3 年計画よりフィスコ作成

熱交換システム「ヒートクラスター」とは、地下 20～100m の地中熱を利用したヒートポンプ方式の冷暖房システムである。年間を通し温度がほぼ一定となる地中に熱交換システムを設置し、冬の暖房時には外気より温度の高い地中から採熱し、夏の冷房時には外気より温度の低い地中に放熱することによって、既存の空調システムに対して大幅な省エネ化を実現したシステムとなる。消費電力の削減効果としては、既存システムの 30～60% 程度を達成した事例がある。政府の再生可能エネルギー拡大政策により 2011 年度以降、経済産業省や環境省等で補助金制度が導入されたほか、国立研究開発法人新エネルギー・産業技術総合開発機構 (NEDO) でも普及促進に向けた研究開発事業等に取り組んでおり、省エネルギーソリューションの 1 つとして今後の市場拡大が見込まれている。

課題は、熱交換用のパイプを埋設するための掘削工事費用が高い点にあり、各社が施工方法も含めた低コスト化システムの開発を進めている。同社が開発した熱交換システムは従来技術よりも熱交換効率が 3～5 倍高く、掘削回数が少なく済むため、従来工法よりも設備投資費用を抑制できることが長所となっている。従来はシステムの販売のみであったが、事業を拡大していくために、2022 年 3 月期中に建設業認可を保有する企業と連携することによって、施工も含めた元請けが可能なシステムインテグレータとして成長を目指していく戦略だ。このため、売上計画も 2023 年 3 月期からの伸長を見込んでいる。

ターゲット市場は、既存事業とのシナジーも見込める農業・建設分野を挙げており、大規模ビニルハウスや建物の空調システムとして導入拡大を目指していく。農業分野では農家の生産性向上が課題と言われており、同社は地中熱ビジネスの普及に取り組むことで、農業の生産性向上並びにサステナビリティに貢献していく考えだ。

今後の見通し

地中熱ビジネスの取り組み

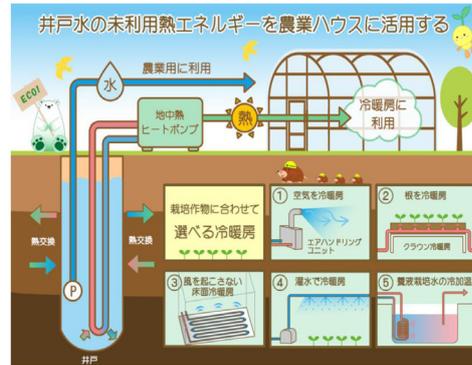
【一般建築用】

病院での空調システムへの導入例



出所：中期 3 年計画より掲載

【農業用】



そのほか、環境関連ビジネスでは、環境対応素材製品の展開を推進していく。樹脂使用量の低減や、食品のロングライフ化、リサイクル可能な建設資材の開発等、環境対応のための顧客ニーズは増大しており、こうしたニーズに迅速に対応していくことで、持続的な成長を実現していく。

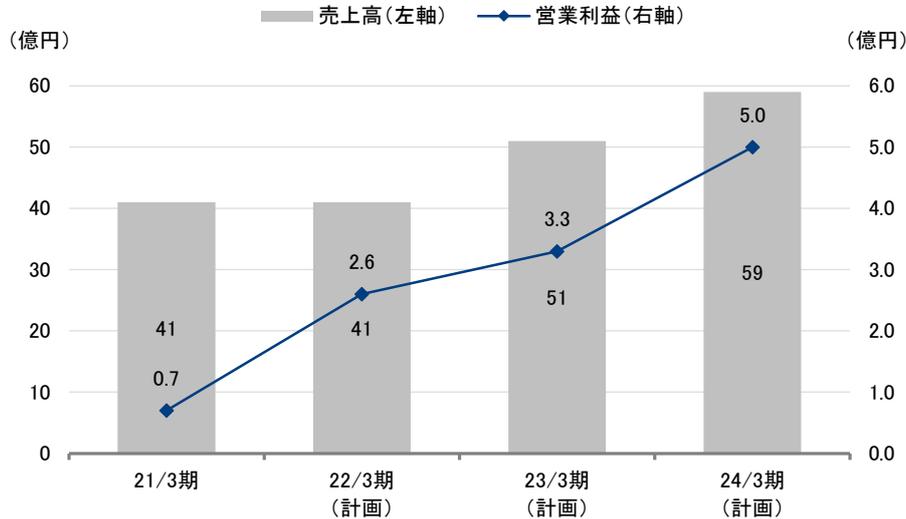
海外展開では、農業用資材をアジア各国に販売していく。中国では、現地子会社と連携しながら有力な販売パートナーを探索し、日本製の高付加価値品を販売していく。韓国では現地販売チャネルを開拓し、遮光ネットを販売、ベトナムでは現地企業と協業して、周辺国を含めて遮光ネットや防虫ネットの拡販を進めていく計画となっている。ただ、今回の中期 3 年計画での売上貢献としては多くは見込んでいないようで、海外市場展開のための基盤固めを行う期間と位置付けている。

(2) アドバンステクノロジー事業

アドバンステクノロジー事業の 2024 年 3 月期業績目標は、売上高で 59 億円、営業利益で 5.0 億円となり、過去最高業績の更新を目指す。技術的競争優位性を構築し、顧客サービスの向上に注力することで、自動車内外装部品の市場成長を取り込んでいく戦略となっている。付加価値の高い金属調加飾フィルムや PMMA/PC2 層シートの売上成長により、2024 年 3 月期の営業利益率も 8.5% と過去最高水準（2019 年 3 月期は 8.6%）まで回復する見通しとなっている。

今後の見通し

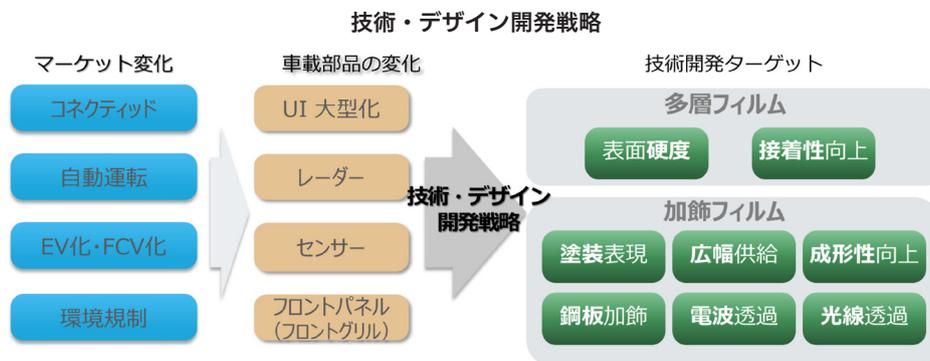
アドバンステクノロジー事業の業績計画



出所：中期 3 年計画よりフィスコ作成

技術的競合優位性を確保していくため、継続的な開発投資を実施し、多様な顧客ニーズに対する提案力を強化していくほか、小ロット多品種生産でも収益力を維持向上していくための、設備投資・人材投資を推進していく。また、2022 年半ばまでに自動車業界の国際的な品質管理基準となる IATF16949 の認定を取得することで、製品開発から販売までの強固な品質管理システムを構築し、顧客層の拡大を図っていく。販売戦略としては、北米、欧州の販売拠点の体制強化に加えて、中国市場では現地パートナーと連携しながら営業・技術サポート体制の構築を進めていくことで、売上規模の拡大を目指していく。

自動車業界では CO<sub>2</sub> 排出規制や環境規制などを背景に、EV の普及だけでなく脱メッキ・塗装の流れが進展している。特に、EV では駆動システムの変化により、内装や外装デザインのトレンドが大きく変化してきており、同社が手掛けている金属調加飾フィルムや PMMA/PC2 層シートの需要拡大が見込まれている。具体的には、電波透過性並びに光透過性、意匠性の高い金属調加飾フィルムの特徴を生かしてフロントグリルのエンブレム部分や LED ランプ周辺部分での需要増加が見込まれるほか、UI 部分（インパネ）のディスプレイや HUD の大型化に伴う PMMA/PC2 層シートの需要増加が見込まれている。



出所：中期 3 年計画より掲載

今後の見通し

金属調加飾フィルム及び PMMA/PC2 層シートの売上高は 2 年先までの採用モデルや生産数量がすべて確定しているわけではないが、現在見込み案件数が増加していることを考慮すれば高成長が見込める。特に、北米 EV 向けでは塗料・メッキ品から金属調加飾フィルムへの代替ニーズが強く、商談件数も増加しており、今後さらに売上が伸びる見込みだ。このため、今後の状況次第では北米で現地製造を行う（または製造委託先を探す）可能性もあるとしている。北米市場で金属調加飾フィルムを展開している企業は Akzo Nobel しかなかったが、サービスや電波透過率等の品質面において一定優位性があることが、同社の商談件数が増加している一因となっているようだ。

また、欧州では HUD の防塵用シートやインパネ部分のディスプレイ用フィルムとして、同社の PMMA/PC2 層シートの採用が進みつつある。このため、現地子会社を拠点としてデザインや機能性も含めた提案力の強化により、売上を拡大していく戦略となっている。中国に関しては EV や車載用ディスプレイで世界最大の市場となる見込みであることから、現地代理店と連携して、中国及びグローバル案件の取り込みを強化していく。一方、日本では塗装の代替となりうる新規構成フィルムの開発や、FCV 向け燃料電池用途等、将来の飛躍を担う技術開発に注力していく方針だ。

(3) 新規事業分野の探索

その他、既存分野における深化と強みを生かした新規分野・新規事業については、「樹脂の加工」にこだわらず探索していく方針としている。また、新規分野への参入については、自前主義にこだわらず外部連携や M&A など柔軟に進めていくことを考えている。具体的には、ICT を活用した新規プラットフォーム事業や環境関連製品事業での展開を想定しており、今後 3 年間で M&A も含めて 30 ～ 35 億円の投資を行い、将来の成長に向けた足掛かりの構築を進めていくことにしている。

新規事業分野の探索方針

- 既存分野における深化と強みを活かした新規分野の探索
- 新規領域分野、新規事業の探索は、「樹脂の加工」にはこだわらない
- 新規分野への参入においては自前主義にこだわらず柔軟な外部提携、M&A を模索

探索分野 1	探索分野 2
1) ICT を活用した新規プラットフォーム事業	2) 環境関連製品事業
新たなビジネスモデル ⇒顧客や市場ニーズに応える新しいビジネス展開を可能にするICTプラットフォーム構築	環境負荷低減新素材や非プラスチック製品 ⇒新規製品事業展開に向けたパートナーシップやM&Aを積極的に展開



将来的な成長への足掛かりを構築。M&Aも見据え、30～35億円程度の投資をイメージ

出所：中期3か年計画より掲載

## 2022 年 3 月期はアドバンステクノロジー事業の収益急回復により、既存事業ベースで増収増益となる見通し

### 3. 2022 年 3 月期の業績見通し

2022 年 3 月期の連結業績は、売上高で前期比 30.3% 減の 20,400 百万円、営業利益で同 51.0% 減の 730 百万円、経常利益で同 27.9% 減の 1,030 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益で同 69.0% 減の 740 百万円となる見通し。減収減益見込みについてはインテリア事業譲渡の影響によるものであり、既存事業ベースでは売上高で同 1.1% 増、営業利益で同 3.0% 増となる。なお、原材料価格の指標となるナフサ価格が、期初想定 35,000 円 /kl (前期実績 32,800 円 /kl) に対して実勢価格は 48,000 円 /kl と上昇しており、材料コストの上昇が懸念されるものの、2021 年 6 月以降値上げ交渉を開始しており、今後の売価転嫁やコスト低減等により吸収していく方針だ。

#### 2022 年 3 月期連結業績見通し

(単位：百万円)

	21/3 期		22/3 期		前期比	
	実績	参考値	計画	売上比	対実績	対参考値
売上高	29,248	20,173	20,400	-	-30.3%	1.1%
営業利益	1,489	709	730	3.6%	-51.0%	3.0%
経常利益	1,428	953	1,030	5.0%	-27.9%	8.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	2,386	622	740	3.6%	-69.0%	19.0%
1 株当たり当期純利益 (円)	244.82		75.57			

注：21/3 期参考値は、インテリア事業の業績及び WIT 株式譲渡による影響を除き、21/3 期の WIT 連結の当期純利益の 49% 相当分を持分法による投資利益として経常利益に計上した数値

出所：中期 3 か年計画よりフィスコ作成

#### (1) マテリアルソリューション事業

マテリアルソリューション事業の売上高は前期比 1.0% 増の 163 億円、営業利益は同 13.1% 減の 10.8 億円となる見通し。コロナ禍の影響一巡により、ビルディングソリューションが回復するほか、アグリソリューション、パッケージングソリューションでも前期比増加を見込んでいる。パッケージングソリューションについては、原材料コストとほぼ連動して売価が変動する取引先があるため、販売価格の上昇が増収要因となっている。一方、インダストリアルソリューションは前期比横ばい、リビングソリューションは減収を見込んでいる。これは、前期にコロナ禍で好調だった製品の反動減を想定していることによる。営業利益は、材料コストの上昇やプロダクトミックスの悪化が減益要因となる。

#### (2) アドバンステクノロジー事業

アドバンステクノロジー事業の売上高は前期比 0.7% 減の 41 億円、営業利益は同 231.2% 増の 2.6 億円と急回復する見込み。売上高については、拡散板が特需剥落により大きく落ち込むため伸び悩む格好となっているが、金属調加飾フィルム、PMMA/PC2 層シート、医療分野は増収と主力製品についてはいずれも成長を見込んでおり、プロダクトミックスの改善が増益要因となる。また、PMMA/PC2 層シートについては前期に計上したスマートフォン筐体向けの製品在庫及び材料の処分損がなくなることもあり、黒字化する見通しだ。

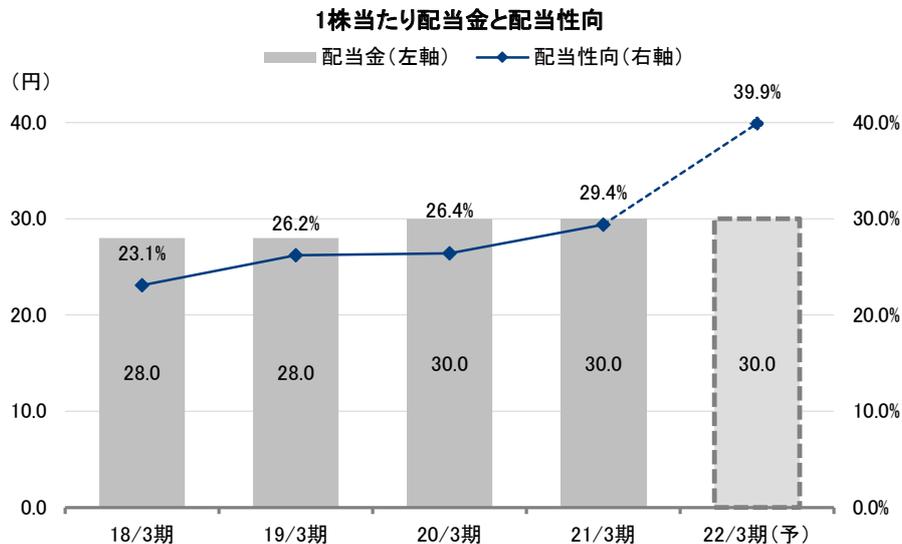
## ■ 株主還元策と ESG の取り組み

### 配当性向で 35% 以上を目安に安定的な配当を継続していく方針

#### 1. 株主還元策

同社は、中期経営計画の策定と合わせて株主還元方針についても見直しを実施した。従前は、株主への利益還元と事業価値最大化のための再投資の適切なバランスを取りながら、安定的かつ継続的な配当を行っていくことを基本に、負ののれん償却額の影響を考慮した実質配当性向※で 20～30% を目安としてきた。これに対し、配当性向で 35% 以上を目安にしつつ、安定的な配当を実行・維持する（配当性向を意識するがあまり、利益に応じた増減配を繰り返さない）ことを基本方針としながら、株式分割や自己株式の取得等も含めた株主還元を検討していく方針とした。ちなみに、中期経営計画最終年度の業績目標を達成すれば、1株当たり配当金は 117 円程度となり、配当性向 35% とすれば配当金は 41 円程度の水準が見込めることになる。

※ 実質配当性向 = 配当総額 ÷ (親会社株主に帰属する当期純利益 - 負ののれん償却額)



注：21/3 期の配当性向は株式売却益の影響を除いた数値。20/3 期以前は負ののれん益の影響を除いた数値  
 出所：中期3か年計画よりフィスコ作成

## 2. ESG の取り組み

同社は ESG に関して、以下の取り組みを推進している。

### (1) 環境への取り組み (Environment : E)

環境に配慮した製品開発や新しいビジネスに取り組んでいる（地中熱を利用したシステム、メッキ塗装代替の金属調加飾フィルム等）。また、工場での CO<sub>2</sub> 排出削減に向けた取り組みを積極的に推進している。

### (2) 社会貢献への取り組み (Social : S)

テレワークの積極的な導入による働き方改革の推進や、ダイバーシティの推進に加え、企業価値の源泉である「人財」育成のサポートや、製造現場における安全への取り組みにより労働災害ゼロを目指している。

### (3) 企業統治への取り組み (Governance : G)

社外取締役による執行監視体制の確立（社外取締役 4 名 > 社内取締役 3 名）に取り組んでいる。また、長期利益の獲得を企図し、中長期目線で経営を行い、その考え方や方針を社内外に共有、積極的な情報開示に努めていくとしている。

#### 重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。

本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

#### ■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp