

ホリスティック企業レポート ダブル・スコープ 6619 東証マザーズ

アップデート・レポート
2015年4月10日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20150407

ダブル・スコープ (6619 東証マザーズ)

発行日:2015/4/10

**リチウムイオン二次電池用セパレータの専門メーカー
日韓大手電池メーカーとの取引が順次拡大し、大幅増収増益が続くと予想する**

> 要旨

◆ 事業内容

- ・ダブル・スコープ(以下、同社)は、リチウムイオン二次電池(以下、LiB)の主要部材の一つであるセパレータを、韓国子会社で開発及び製造し、アジア及び北米で販売する新興企業である。
- ・同社の強みは、独自開発の製造技術と、韓国政府の税制優遇等を背景とするコスト競争力である。主要顧客は中国の新興電池メーカーだけでなく、韓国LGグループ及び日本の大手LiBメーカーに拡がりつつある。

◆ 14年12月期決算

- ・14/12期の決算は前期比66.4%増収となり、営業利益は前期の147百万円の赤字から332百万円の黒字に転換した。新規大口顧客の開拓や米国既存客の再生等による販売数量の増加が主な増収要因である。

◆ 15年12月期予想

- ・15/12期の業績について同社は、前期比34.3%増収、98.6%営業増益と予想している。5月設置完了予定の新ラインにより増産余力が生じ、大手顧客との取引が順次拡大、販売数量が大幅に伸長すると見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、LGグループ向けの販売拡大や日本企業との取引本格化による急成長予想は概ね妥当と判断、為替前提の相違等を根拠に43.7%増収、125.9%営業増益を予想する。

◆ 中期業績見通し

- ・当センターは同社の売上高について、16/12期及び17/12期も大手LiBメーカーとの取引規模が順調に拡大し、大幅増収が続くと予想する。新生産ラインの稼働に伴う固定費負担増を増収効果で吸収できると見込み、利益面でも急拡大が続くと判断した。
- ・同社は、4号生産ラインに続き、5号ラインについても市場動向や大手顧客の発注量の推移等を見極めて機動的に対応するとしている。当センターでは15年中の設備発注、16/12期中の稼働を想定している。

【6619 ダブル・スコープ 業種:電気機器】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/12	2,325	-31.3	392	-70.0	400	-67.5	368	-69.4	26.0	589.6	0.0
2013/12	2,717	16.9	-147	—	119	-70.0	137	-62.7	9.7	695.5	0.0
2014/12	4,522	66.4	332	—	695	479.4	528	284.5	37.3	786.4	0.0
2015/12 CE	6,072	34.3	660	98.6	791	13.9	726	37.3	51.2	—	5.0
2015/12 E	6,500	43.7	750	125.9	900	29.5	800	51.5	56.5	842.9	5.0
2016/12 E	8,700	33.8	1,400	86.7	1,500	66.7	1,300	62.5	91.7	929.6	9.0
2017/12 E	11,000	26.4	2,200	57.1	2,300	53.3	2,000	53.8	141.1	1,061.7	14.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/13

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

アナリスト:高坂 茂樹
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

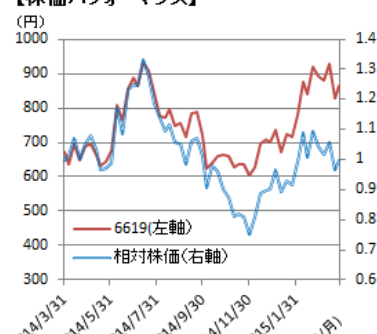
	2015/4/3
株価(円)	864
発行済株式数(千株)	14,171
時価総額(百万円)	12,244

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	23.2	15.3	9.4
PBR(倍)	1.1	1.0	0.9
配当利回り(%)	0.0	0.6	1.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-10.6	17.4	17.7
対TOPIX(%)	-11.7	7.1	-8.2

【株価パフォーマンス】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2014/4/4

> 事業内容

(注1)リチウムイオン二次電池の主要部材は、正極材、負極材、電解液、セパレータの四つとされる。

セパレータにはポリオレフィン製の微多孔質膜が用いられ、正極材と負極材を隔離しつつリチウムイオンを通過させる役割を担っている。

なお、ポリオレフィンにはポリエチレンやポリプロピレンなどエチレン系炭化水素を合成した高分子材料の総称。

(注2)14/12期の大口販売先の筆頭は中国における販売代理店の東莞市旭冉電子で、売上構成比は45%(13/12期は57%)であった。当該会社の販売先は現地の中堅以下のLiBメーカーとみられる。

生産は韓国工場、販売先は中国のLiBメーカーから日韓大手に拡大中。

> 市場環境と競合

LiB市場は民生用の安定成長に加え、車載及びESS用も高成長が見込まれる。

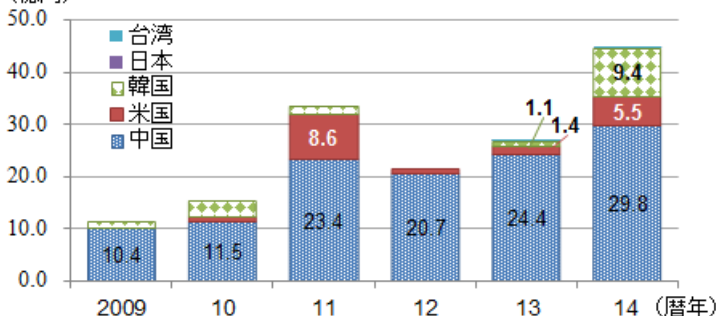
(注3)矢野経済研究所の「車載蓄電池世界市場に関する調査2014」についてのニュースリリース(15年1月19日)より。単位のMWhはメガ(百万)ワット時。

◆ **韓国に製造拠点置くリチウムイオン二次電池用セパレータメーカー**
 ダブル・スコープ株式会社(以下、同社)及び同社グループは、リチウムイオン二次電池(以下、LiB)の主要材料^{注1}の一つであるセパレータ(正極と負極を隔てる膜)の専門メーカーである。

生産及び研究開発は韓国の100%出資子会社W-SCOPE KOREAが担っている。市場開拓については、日本及び米国市場を同社が担い、韓国、台湾、中国等は主に韓国子会社及び孫会社W-SCOPE HONGKONGが担っている。なお、中国には14年に韓国子会社の駐在員事務所から法人改組されたW-SCOPE New Energy(Shenzhen)があり、現地ユーザー向けのセパレータの最終加工及び販売を行っている。

販売先は中国のLiBメーカー^{注2}が主体であったが、日本、韓国の大手バッテリーメーカー等にも販路を拡大中である(図表1)。

【図表1】 地域別売上高の推移(顧客の本社所在地ベース)(億円)



(出所)決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

◆ リチウムイオン二次電池市場の拡大

同社は今後のLiB世界市場について以下のような見方をしている。

1) 民生用市場は、中国はじめ新興国におけるスマートフォン市場の拡大に牽引され数量ベースで年率5~10%の成長が続くと見込まれる。

2) 車載市場は数量ベース(容量換算)で民生用途の5分の1程度だが、ア)ハイブリッド自動車のバッテリーのLiB化進展(草分けのプリウスは15年のモデルチェンジまでニッケル水素電池)、イ)緩やかながら電気自動車(以下、EV)の販売が拡大、ウ)環境問題が深刻化する中国で政府が乗用車及びバスのEV化を奨励していること等から、高成長が見込まれる。矢野経済研究所の推計^{注3}では13年の車載用のLiB世界市場は4,498MWh(前年比197%増)、14年(見込)は5,502MWh(同22%増)、15年(予測)は9,632MWh(同75%増)である。同推計で14年~20年の平均成長率は45%とされている。

3) その他産業用途では、米国におけるLiBを用いた大容量蓄電システム(ESS)の市場拡大が期待される。再生可能エネルギーを安定的な主力電源にと目論むカリフォルニア州政府が13年に同州電力上位3社に

対して、1,325メガワット相当のESSを20年までに調達するよう義務付けた。同社の主要取引先である米国A123Systems(以下、A123)もその恩恵を享受している模様である。

◆ セパレータ需要は拡大続くが供給能力が過剰とみられる

一方、14年のLiB用セパレータの世界需要については、矢野経済研究所が9.93億平方メートル(以下、平米)、前年比28%増と推計しており、15年は12.69億平米(同28%増)と^{注4}予想している。前年比伸び率は12年16%増、13年14%増であったから、市場拡大ペースは加速していることになる。

(注4) 同社決算説明会資料、原典は矢野経済研究所「リチウムイオン電池部材市場の現状と将来展望」。

(注5) Polypore International(以下、ポリポア)は、高分子ポリマー膜製造技術を基盤に、LiB用セパレータ(商品名Celgard)の他、鉛蓄電池用セパレータ、医療及び工業用膜も手掛けている。

15年2月に旭化成がポリポアの買収を公表した。買収報道によれば13年度のポリポアの世界シェアは14%で第3位、首位は旭化成で35%、2位は東レで22%。

しかし、EV用需要拡大を見越した大手部材メーカーの増産投資に加え、中国におけるスマートフォン向けLiB市場及びLiB部材市場へのローカルメーカーの相次ぐ参入により需給バランスが崩れており、供給能力が実需の1.8倍との観測がある。14年のセパレータ市況は、取引数量こそ拡大したものの価格は1割以上低下したと同社はみている。

三星電子出身の崔元根社長が05年に創業した同社は、セパレータメーカーとしては後発のベンチャー企業で、市場シェアは2%~3%と推察される。主な競合相手は旭化成(3407東証一部)や東レ(3402東証一部)、宇部興産(4208東証一部)や米国Polypore International^{注5}、韓国SK Innovation等である(なお、有力各社は中国にも生産拠点を設けている)。

> 強みと弱み

◆ 独自製法の開発、韓国政府の税制優遇等が競争力の源

競争が激化するなかでも、後発メーカーの同社がグローバルシェア首位を目指す目標に掲げているのは、以下の強みがあるためである。

1) **技術力**：逐次一軸延伸法という独自製法を開発しており、大手メーカーと品質は同等、生産性は勝ると自負している。製造技術開発に注力しており、中核設備のセパレータフィルム延伸速度は13年の分速22mから14年は分速28m~30mになり、約3割生産性が向上した。

(注6) 韓国のサムスンSDIやLG化学、日本のパナソニックやソニー、日立マクセル、中国のATL、BYD、BAK及び天津力神電池の9社合計で世界シェアが93%に達するとした調査がある(テクノシステム・リサーチ、2012年)。

同社は、売上構成比10%以上の大口取引先として開示している天津力神電池やLGグループ(LG化学及びLG Electronics)の他、日本及び中国の大手LiBメーカー各1社と既に取引がある。

2) **価格競争力**：韓国政府との折衝で、外資企業に対する優遇税制や工場用地賃借料減免等の恩典を獲得している。賃借した7.6万平米の用地は15号ラインまで増設可能である(現在4号生産ラインの工事中)。独自技術を背景とする高い生産性も考慮すれば、セパレータメーカー大手に対し、利益を確保しつつ価格競争ができると同社は考えている。

3) **地道なマーケティング活動**：同社は大手LiBメーカーの顧客毎、型番毎に異なる部材への要求に柔軟に対応し、幾度も試作品を製造して提供し続けてきた。根気強く続けた活動が実を結び、14年には品質に対する要求の厳しい日本や韓国の大手LiBメーカー^{注6}から受注を獲得するに至っている。

アップデート・レポート

(注7)メンブレンフィルムは、ポリオレフィンやセルロース等を用いた高分子多孔質膜。セパレータはメンブレンフィルムの一種。プロジェクトの目的は製造コストを大幅に引き下げるイオン交換膜製造技術の開発で、同社は韓国政府から14/12期より7年間に亘り年1億円程度の助成金を得る予定である。

> 注目点

顧客基盤が単価の高い高性能品を好む層に上方シフトしている。

4号ライン新設で生産能力は約3割増強。早期にフル稼働となる可能性も。

(注8)現在行われている増設工事では、4号生産ライン及び5号ラインは同じ工場建屋内に設置され、ユーティリティも共有される。5号生産ライン新設工事は短期間で完了するものと推察される。

一方、同社の弱みは、LiB用セパレータの単品メーカーであり、エコカーのバッテリーやESSなどに用途が拡大し始めているとはいえ、民生用LiBの需要動向により業績が大きな影響を受けることである。

これを解消するべく、将来に向けた成長戦略としてポリオレフィン加工技術という点で共通する、医療及び工業用膜の開発に取り組んでいる。14年より、韓国政府支援のメンブレンフィルム開発プロジェクト^{注7}にも参画している。

また、韓国LGグループや日本の大手LiBメーカーからの受注獲得に成功したが、依然売上高の66.0%(14/12期)を中国企業が占めており、春節(旧正月)前後が閑散期となり需要が大きく変動する。売上高上位4社への依存度が82.5%(14/12期)に達することも、経営の安定化に向けて解消すべき課題であろう。

◆ 大手LiBメーカーへの供給開始で販売単価が上昇も

14/12期における同社の平均販売単価は、想定より上振れて僅かな下落にとどまった。要求される性能が高く単価も高いLGグループ向け製品の供給が開始されて全体を押し上げたこと、中国現地資本のLiBメーカー向けでも、価格訴求型の低付加価値品の供給一辺倒の顧客だけでなく大手LiBメーカーに分類される天津力神電池(以下、Lishen)など高性能の製品を求める顧客への販売量が増していることが要因である。

15年もセパレータ市場全体では需要が供給能力を下回る状況が続き、市況は軟調に推移すると同社は推測している。しかし同社の平均販売価格は15/12期も前期と同様に、あまり低下しないと見込んでいる。

◆ 15年12月期第1四半期はフル稼働、新生産ラインは6月試運転へ

LiBメーカーの国籍が多様化しつつあるとはいえ、LGグループやA123も中国に製造拠点があるため、出荷要請量という点では15/12期第1四半期も14/12期第4四半期より減少したものと推察される。

しかし、同社は確たる受注見通しに基づき計画生産を進めており、14/12期決算公表時に示唆された通り、15/12期第1四半期は製造ラインがほぼフル稼働した模様である。

15年5月に設置完了予定の4号生産ライン^{注8}により、同社の生産能力は3割程度増加すると推察される。新規受注に向けた量産試作など、生産計画がフレキシブルに組めるようになることもメリットである。

なお、14/12期決算公表時に同社は、同ライン稼働後の夏季も盆休みが取れぬほどのフル稼働が続く可能性があるとしていた。今期は14年に取引が開始されたが、細かな要求性能の摺合せに手間取り本格的な販売に至らなかった日本企業や、軌道に乗りつつあるLGグループ向けの出荷拡大が見込まれる。

15年夏時点での新ライン稼働状況及び受注見通しが同社の目算通りであれば、その時点で5号生産ライン工事の開始が公表される可能性があることと証券リサーチセンター(以下、当センター)は注目している。

> 業績動向

販売数量の増加により大幅増収を達成、営業利益は黒字に転換した。

◆ 14年12月期決算

14/12期決算は前期比66.4%増収となり、営業損益は332百万円の黒字に転換(前期は147百万円の赤字)、経常利益は同479.4%増となった。なお、売上高を除き、同社の事前予想を上回った(図表2)。

売上高は、世界シェア3位のLiBメーカーと目されるLGグループからの受注獲得に成功したことやLishenとの取引拡大、経営破綻から中国萬向集団(Wanxiang Group)による買収を経て復活しつつあるA123との取引再開(11/12期は788百万円)等により、大幅に増加した(図表3)。

13/12期との比較で営業損益が479百万円改善した主な要因としては、販売数量増による増収効果(+972百万円)で、工場稼働率の上昇に伴う人件費の増加(-115百万円)、減価償却費の増加(-42百万円)など固定費を中心とする諸経費の増加分を吸収したことが挙げられる(図表4)。前述の通り価格要因は増減益に影響していない。

営業利益に対する為替変動の影響は、販売が主に米ドルないしドルに連動する通貨建てで行われ、主要経費(製造原価等)が韓国ウォン建てであることから、14/12期は売上高、主要経費ともに円換算額が増加し、やや減益要因が勝った(図表4)。

【図表2】 14年12月期決算の概要 (単位:百万円)

	13/12期 実績	14/12期 実績	前期比 増減	増減率	事前 計画
売上高	2,717	4,522	1,804	66.4%	4,783
売上原価	2,114	3,392	1,277	60.5%	—
(対売上高比)	77.8%	75.0%	-2.8%	—	—
販管費	749	797	47	6.4%	—
(対売上高比)	27.6%	17.6%	-9.9%	—	—
営業利益	-147	332	479	黒字転換	188
(対売上高比)	-5.4%	7.3%	12.8%	—	3.9%
経常利益	119	695	575	479.4%	264
純利益	137	528	391	284.5%	288
総資産	11,758	14,374	2,616	22.2%	—
純資産	9,878	11,145	1,266	12.8%	—
有利子負債	1,400	2,600	1,200	85.7%	—
設備投資	809	1,563	754	93.2%	2,021
減価償却費	599	728	129	21.5%	715
研究開発費	120	168	48	40.0%	166
従業員数(人)	130	177	47	36.2%	—
1USD(円)	97.5	105.7	8.2	8.4%	100.0
1,000ウォン(円)	89.0	100.4	11.4	12.8%	100.0

【図表3】 大口顧客向け販売額 (単位:百万円)

	13/12期 実績	構成比	14/12期 実績	構成比
東莞市旭冉電子	1,538	56.6%	2,033	45.0%
LGグループ	N.A.	—	725	16.0%
天津力神電池 (Lishen)	N.A.	—	493	10.9%
A123 Systems	N.A.	—	481	10.6%
大口取引先小計	1,538	56.6%	3,733	82.5%

【図表4】 増減益要因の分解 (単位:百万円)

項目	前期比増減額
販売数量の増減	+972
原材料費等変動費の増減	-47
在庫変動による増減	-94
人件費の増減	-115
その他固定費負担の増減	-136
為替変動: 対米ドル	+353
同: 対韓国ウォン	-453
営業利益の増減額	+479
営業外収支の変化	+95
経常利益の増減額	+575

(出所) 図表2、3、4ともにダブル・スコープ決算説明会資料及び有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

設備投資を再開、今後の増設分を含め、自己資金と借入金で賄う意向。

営業外収支は、営業債権に係る為替差益が前期比 61 百万円増の 228 百万円、助成金収入が同 63 百万円増の 108 百万円となったこと等から、同 95 百万円黒字幅が拡大し、経常利益を押し上げた。

既存生産ラインの付帯設備の加速償却による固定資産除却損 181 百万円を計上したため、税制優遇等により法人税等合計額がマイナス 15 百万円であるにも係わらず、当期純利益は経常利益より 166 百万円少なくなった。

新規大口顧客の獲得を受けて、14/12 期の設備投資額は前期比倍増した。今後の取引拡大及びそれに伴い必要になる設備増設を見越した中期的な所要資金を確保するべく、同社はシンジケートローン枠 25 億円を設定した。14/12 期末の有利子負債は 12 億円増加した。

このため、利益計上及び為替換算調整勘定の増加額 715 百万円により自己資本は 1,244 百万円増加したが、自己資本比率は前期末比 6.6%ポイント低下し、77.2%となった。

なお、同社の事前予想と実績との利益面の乖離は、想定よりも円安ドル高が進んだためと推察される。当センター予想との乖離(図表 6)については、日本の LiB メーカー向けの販売が少額にとどまったことが売上高及び売上総利益に影響した。しかし、販売費及び一般管理費(以下、販管費)がマーケティング費用の大幅な増加を見込んだ当センターの想定を下回ったため、営業利益の乖離は小幅にとどまった。

◆ ダブル・スコープによる 15 年 12 月期業績予想

15/12 期業績について同社は、売上高 6,072 百万円(前期比 34.3%増)、営業利益 660 百万円(同 98.6%増)、経常利益 791 百万円(同 13.9%増)、当期純利益 726 百万円(同 37.3%増)と予想している(図表 5)。

同社の LiB 用セパレータの市況見通しは、14/12 期と同様に取引数量が

【図表 5】ダブル・スコープによる 15 年 12 月期業績予想と前提

(単位:百万円)

	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 同社予想	前期比 増減	前期比 増減率
売上高	2,717	4,522	6,072	1,550	34.3%
営業利益	-147	332	660	328	98.6%
経常利益	119	695	791	96	13.9%
当期純利益	137	528	726	198	37.3%
設備投資	809	1,563	1,905	342	21.9%
減価償却費	599	728	905	177	24.3%
研究開発費	120	168	233	65	38.7%
従業員数(人、期末)	130	177	約250名	約70名	—
1USD(円、期中平均)	97.5	105.7	110.0	4.3	4.1%
1,000ウォン(円、期中平均)	89.0	100.4	110.0	9.6	9.6%

(出所) ダブル・スコープ決算説明会資料、株主総会補足資料に基づき
証券リサーチセンター作成

同社は 15/12 期も販売数量増による増収効果で大幅増益が続くと予想。

拡大する一方で 1 割程度価格が軟化するというものである。そのなかで同社の売上高は、大手 LiB メーカー向け販売量が順調に拡大すると見込み、販売単価については高付加価値品を求める顧客層の比重拡大により低下しないと想定している。

地域別売上高の想定は開示されていないが、韓国向けの比率は上昇、米国向けは伸長するも比率は横ばい、日本についても前期を上回る一定規模の売上計上を見込んでいる。

15 年夏頃にも 4 号生産ラインが稼働を開始する見込みであるため、減価償却費や製造関連の増員による人件費など固定費の増加が見込まれる。これを販売数量増及び生産性の向上による製造原価低減で吸収し、営業利益は倍増すると予想している。売上高営業利益率は 10.9% となり、前期比 3.6% ポイント改善する見込みである。

営業外収支は為替差益が発生せず、助成金収入及び作業屑売却益(14/12 期は 57 百万円) は前期と同様に計上される計画である。以上より、経常利益の増益額は営業利益に比べ小幅にとどまる見通しである。

なお、韓国における一部生産設備に係る税優遇期間が終了するが、活発な設備投資の継続により新たな優遇措置を獲得しており、15/12 期の税負担については僅少と同社は想定している。

◆ 証券リサーチセンターによる業績予想

当センターの 15/12 期予想は売上高 6,500 百万円(前期比 43.7% 増)、営業利益 750 百万円(同 125.9% 増)、経常利益 900 百万円(同 29.5% 増)、当期純利益 800 百万円(同 51.5% 増)とした(図表 6)。

地域別販売構成は中国 62%(前期比 34% 増)、韓国 23%(同 58% 増)、米国 11%(同 27% 増)、日本 5%(同 13 倍)と想定した(図表 7)。

【図表 6】 証券リサーチセンターの 15 年 12 月期業績予想 (単位: 百万円)

	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 予想	前期比 増減率	同社 予想	前回当センター予想 14/12期	前回予想 15/12期	前回予想 基準増減
売上高	2,717	4,522	6,500	43.7%	6,072	4,800	6,000	25.0%
売上原価	2,114	3,392	4,800	41.5%	—	3,500	4,200	20.0%
販管費	749	797	950	19.2%	—	900	1,000	11.1%
営業利益	-147	332	750	125.9%	660	400	800	100.0%
経常利益	119	695	900	29.5%	791	450	800	77.8%
当期純利益	137	528	800	51.5%	726	450	600	33.3%
設備投資	809	1,563	1,900	21.6%	1,905	2,000	2,000	0.0%
減価償却費	599	728	900	23.6%	905	715	900	25.9%
研究開発費	120	168	230	36.9%	233	150	200	33.3%
期末従業員数(人)	130	177	250	41.2%	約250名	170	230	35.3%
1USD/円(円、期中平均)	97.5	105.7	115.0	8.8%	110.0	105.0	105.0	0.0%
1,000ウォン(円、期中平均)	89.0	100.4	110.0	9.6%	110.0	100.0	100.0	0.0%

(出所) 証券リサーチセンター作成

同社の予想に大筋で同意するが、為替前提が保守的であると判断した。

営業利益の増減要因については、販売数量増による増収効果を前期並みの10億円と見込み、販売価格及び原材料価格の変化については軽微なものにとどまると想定した。固定費については、設備増強による生産要員の人件費が1億円強、減価償却費が2億円弱、新設ライン立ち上げに係る経費を含むその他費用が約2億円増加すると見込んだ。為替前提を1ドル115円、1,000ウォン=110円としたため、売上高と製造コストに係る為替変動の影響は、ほぼ相殺されると考えている。

同社の業績予想との相違点は、為替前提が異なることであろう。同社の為替前提(1ドル=110円、1,000ウォン=110円)では、為替換算による営業利益への影響はネットで1億円強のマイナス要因になると試算される。

なお、当センターの前回予想(14年8月公表)との相違点は、(ア)為替前提を円安方向にシフトした結果、売上高、売上原価の双方を増額したこと、(イ)認証取得済みの日本の大手LiBメーカーとの取引がまだ本格化していない実情に鑑み、地域別販売構成を見直したこと、(ウ)営業外収支及び税負担について同社の想定に倣い修正したことの3点である。

◆ 中期業績見通し

同社は具体的な数値目標を含む中期業績見通しを公表していないが、売上高については、15/12期約60億円、16/12期約80億円、17/12期約100億円というイメージで拡大が続くと想定している。

生産能力拡充、大手顧客との取引規模拡大で大幅増収が続こう。

設備投資計画については、5号生産ラインを年内にも着工する構えであり、次の段階として、6号、7号ラインについても着工時期を模索している。なお、所要資金については自己資金及び銀行借入れで賄う意向である。

当センターは、以下のような想定で16/12期及び17/12期の同社の業績予想を策定した(図表7)。

(1) 売上高の前期比伸び率は16/12期33.8%増、17/12期26.4%増と予想する。Lishen、LGグループやA123、認証取得済の日本企業等の大手LiBメーカーとの取引規模が段階的に大型化すると考えている。新規の大手LiBメーカーからの受注獲得がなくとも、既存取引先の要請に応え、新設ラインの稼働率を高めることにより、高成長の持続が可能と判断した。

15年内の発注により16/12期中にも5号生産ラインが稼働すると想定。

(2) 設備面については、15/12期中に発注されると見込まれる5号生産ラインが16/12期中に稼働すると想定した。その次の設備投資については、4号及び5号ラインと同様に、同一建屋に4号ラインとほぼ同様の生産設備を2ライン並べる構造をとる形で、早ければ17/12期中にも発注されるものとみている。減価償却費(定額法)は16/12期

**固定費の増加を販売数量
増による増収効果で吸収
し利益も急拡大が続こう。**

11 億円、17/12 期 12 億円と想定した。

(3) 営業利益は 16/12 期 14.0 億円(前期比 6.5 億円増)、17/12 期 22.0 億円(同 8.0 億円増)と予想する。販売数量増による増収効果を主な増益要因(16/12 期 11 億円、17/12 期 12 億円)と見込み、販売価格や原材料価格の変動による減益要因は軽微なものに止まると想定した。一方固定費については、製造ラインの増強に係る人件費は各期とも前期比 1 億円、減価償却費は 16/12 期 2 億円、17/12 期約 1 億円それぞれ増加すると想定した。その他経費は各期とも同 2 億円増とした。なお、為替レートは変動しないこととした。

16/12 期について、前回予想との相違点は以下の通りである。(ア)日本企業向け売上高を減額する一方、韓国及び米国企業向け売上高を増額した。(イ)為替前提を前回に比べ円安に設定したため、売上高、製造コストともに増加している。売上原価率が前回に比べ低下しているのは、14/12 期実績に鑑み、量産効果による採算性の改善度合いをやや保守的に見直したためである。(ウ)販管費については、やはり実績をみてマーケティング費用などの見方を改め、減額した。(エ)営業外収支、税負担額についても、14/12 期実績に照らして見直しを行った。

【 図表 7 】 ダブル・スコープの中期業績予想モデル

決算期 単位:百万円	11/12期 実績	12/12期 実績	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 前回予想	15/12期 新予想	16/12期 前回予想	16/12期 新予想	17/12期 予想
売上高	3,382	2,325	2,717	4,522	6,000	6,500	8,500	8,700	11,000
(前期比)	100.6%	-31.3%	16.9%	66.4%	25.0%	43.7%	41.7%	33.8%	26.4%
中国	69%	89%	90%	66%	67%	62%	59%	59%	56%
米国	26%	6%	5%	12%	10%	11%	9%	11%	11%
韓国	5%	3%	4%	21%	15%	23%	18%	24%	25%
日本	—	1%	0%	1%	8%	5%	14%	6%	7%
売上原価	1,596	1,341	2,114	3,392	4,200	4,800	5,600	6,200	7,500
(前期比)	36.5%	-16.0%	57.6%	60.5%	20.0%	41.5%	33.3%	29.2%	33.9%
(対売上高比)	47.2%	57.7%	77.8%	75.0%	70.0%	73.8%	65.9%	71.3%	68.2%
売上総利益	1,786	983	602	1,130	1,800	1,700	2,900	2,500	3,500
(前期比)	52.8%	-70.0%	-38.8%	87.7%	100.0%	50.4%	61.1%	47.1%	40.0%
(対売上高比)	52.8%	42.3%	22.2%	25.0%	13.3%	26.2%	34.1%	28.7%	31.8%
販売費及び一般管理費	477	591	749	797	1,000	950	1,200	1,100	1,300
(前期比)	55.4%	23.9%	26.7%	18.0%	11.1%	19.2%	20.0%	15.8%	12.5%
(対売上高比)	14.1%	25.4%	27.6%	17.6%	16.7%	14.6%	14.1%	12.6%	11.8%
営業利益	1,309	392	-147	332	800	750	1,700	1,400	2,200
(前期比)	526.3%	-70.0%	—	—	100.0%	125.9%	112.5%	86.7%	57.1%
(対売上高比)	38.7%	16.9%	-5.4%	7.3%	13.3%	11.5%	20.0%	16.1%	20.0%
経常利益	1,232	400	119	695	800	900	1,700	1,500	2,300
(前期比)	886.8%	-67.5%	70.0%	479.4%	77.8%	29.5%	112.5%	66.7%	53.3%
当期純利益	1,205	368	137	528	600	800	1,300	1,300	2,000
(前期比)	372.5%	-69.4%	-62.7%	284.5%	33.3%	51.5%	116.7%	62.5%	53.8%
設備投資	733	1,942	809	1,563	2,000	1,900	2,000	2,000	1,500
減価償却費	350	396	599	728	900	900	1,000	1,100	1,200

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

設備投資意欲は旺盛だが、15/12 期は配当実施予定へと方針転換した。

◆ 配当実施に方針転換

同社は株主への利益還元は重要な課題と認識を示しながらも、継続して設備投資を実施して成長を実現する戦略を基本とすることから、無配を継続してきた。利益が急回復した 14/12 期についても同様である。

しかし 15/12 期については、同社予想 EPS の約 10%に相当する 1 株当たり年間 5 円の期末配当実施を計画している。これは持続的な成長への自信の表れであると推察される。

当センターは予想 EPS 及び 10%の配当性向を目安として、16/12 期、17/12 期も増配が続くと予想する。

◆ ベンチャーキャピタル等の持株比率が 23.3%

14/12 期末の同社の大株主の状況をみると、ベンチャーキャピタルファンドが 2 口記載されている(図表 8)。これ以外も含め、同期末のベンチャーキャピタル等の持株比率は潜在株も含めると 23.3%に達する。

このため、好決算の判明を受けて株価が上昇すべき局面でも、ベンチャーキャピタル等の所有株式売却により株価の上値が抑えられるなど、短期的な株価形成への影響が生じる可能性がある点に留意しておきたい。

【図表 8】ダブル・スコープの大株主(14年12月末)

氏名又は名称	所有比率
崔 元根(同社社長)	15.1%
TNPオンザロード1号投資事業有限責任組合	14.2%
日本トラスティ・サービス信託銀行(信託口)	6.3%
CBHK-KOREA SECURITIES DEPOSITRY-SAMSUNG	5.1%
TNP SC ASIA1号投資事業有限責任組合	5.0%
上位5名の所有比率	45.7%

(出所) ダブル・スコープ有価証券報告書に基づき証券リサーチセンター作成

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

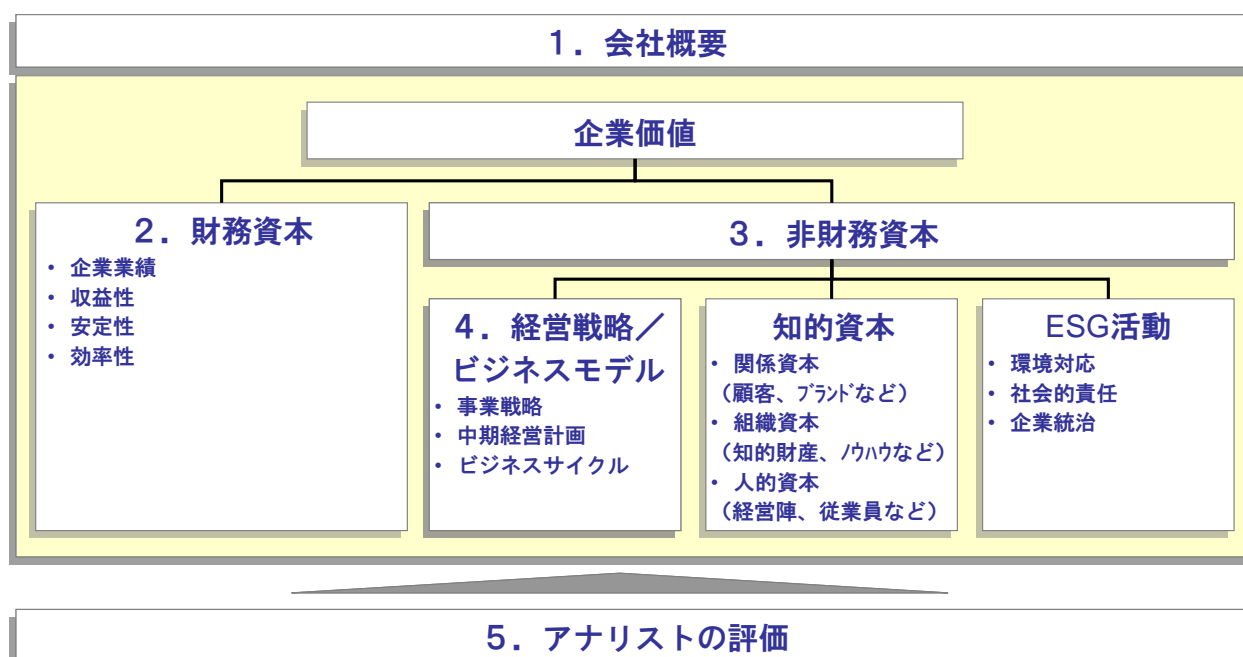
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment：環境、Society：社会、Governance：企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないと、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

アップデート・レポート