

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8月21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 20150818

ダブル・スコープ (6619 東証マザーズ)

発行日:2015/8/21

リチウムイオン二次電池用セパレータ専門の新興メーカー
米国や韓国向けの出荷が好調、業績急拡大で次期生産ライン着工も間近に

> 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から、韓国 LG グループや米国 LiB メーカー、日系大手に拡がりつつある。

◆ 15年12月期第2四半期決算

- ・15/12期第2四半期累計決算は前年同期比58.9%増収となり、営業利益は同7.0倍の大幅増となった。韓国や米国の大口顧客向けの販売拡大に加え中国向けも堅調で、販売数量増を主因に利益率も改善した。

◆ 15年12月期予想

- ・15/12期予想業績について同社は、7月に従来の前期比34.3%増収、98.6%営業増益から61.4%増収、291.2%営業増益に引き上げた。8月に量産開始した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し、販売数量増が続くと見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、堅調な中国向け販売に米国や韓国向けの拡大が加わり急成長するとの予想は概ね妥当と判断、為替前提の相違等を根拠に65.9%増収、321.7%営業増益を予想する。

◆ 中期業績見通し

- ・同社は17/12期売上高130億円以上、売上高営業利益率18%以上、ROE11%以上を数値目標とする中期経営計画を上期決算と同時に公表した。
- ・当センターは、16/12期以降もコスト競争力を強みとして既存の大手顧客の深耕や新規顧客開拓が進み大幅増収が続くと予想、新生産ライン稼働に伴う費用増を増収効果で吸収し利益面でも急成長が続くと予想する。

【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	783.3	0.0
2015/12 CE	7,300	61.4	1,300	291.2	1,500	115.8	1,400	164.8	98.8	—	5.0
2015/12 E	7,500	65.9	1,400	321.7	1,600	130.2	1,500	184.1	105.8	892.3	5.0
2016/12 E	10,000	33.3	2,000	42.9	2,150	34.4	1,900	26.7	134.1	1,021.3	5.0
2017/12 E	13,200	32.0	2,800	40.0	2,950	37.2	2,600	36.8	183.5	1,199.8	5.0

(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

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ず、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】

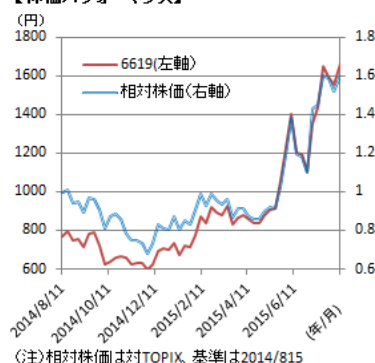
	2015/8/14
株価(円)	1,660
発行済株式数(千株)	14,171
時価総額(百万円)	23,524

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	44.5	15.7	12.4
PBR(倍)	2.1	1.9	1.6
配当利回り(%)	0.0	0.3	0.3

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	38.1	87.2	92.2
対TOPIX(%)	35.7	79.7	49.3

【株価パフォーマンス】



> 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东莞市旭冉電子で、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メーカー約50社である。

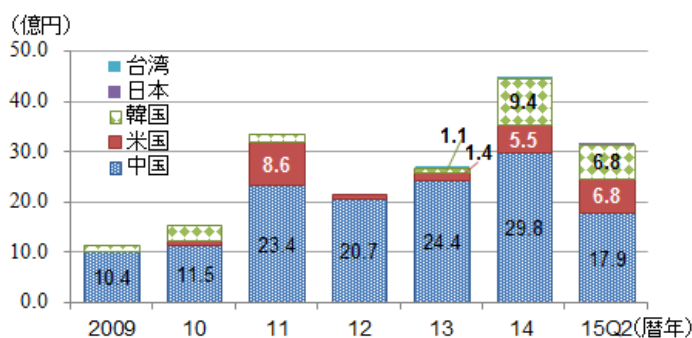
生産は韓国工場、販売先は中国のLiBメーカーから韓国や米国企業に拡大中。

◆ **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(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。

12年、13年の販売先は中国のLiBメーカー^{注2}が主体であったが、14年は世界第3位のLiBメーカーと目される韓国LGグループや米国LiBメーカーも有力な販売先となっている(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)



(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

> 市場環境と競合

LiB市場は民生用の安定成長に加え、EVやESS用の拡大も見込んでいる。

(注3)日系自動車メーカーのプラグインハイブリッド車の事例で12kWh、同電気自動車で24kWh、米系高級電気自動車で85kWhとなっており、10Wh前後のスマートフォンに比べ1台当たりの容量が大きい。このため、EVの普及がLiB関連市場に与える影響は小さくない。

◆ リチウムイオン二次電池市場動向

同社は今後のLiB世界市場について、以下のような見解を示している。

- 1) 民生用電子機器向け市場は全体の6割以上を占めており、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10%以上の安定成長が続くと見込まれる。
- 2) 車載用市場は数量ベース(容量換算)で民生用途の5分の1程度にとどまるが、年率20%以上の成長が見込まれる。1台当たりの電池容量が大きい車載市場^{注3}では、(ア)ハイブリッド自動車のバッテリーのLiB化進展(プリウスは15年までニッケル水素電池)、(イ)先進国の燃費規制の高まりから欧州、米国でも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。
- 3) その他、米国では再生可能エネルギーを安定電源にするための大容量蓄電システム(以下、ESS)、中国ではLiBの低価格化と共に電動工具や電動バイク等の用途が拡大している。

アップデート・レポート

(注4) Polypore International (以下、ポリポア社)は、高分子ポリマー膜製造技術を基盤に、LiB 用セパレータや鉛蓄電池用セパレータ、医療及び工業用膜を製造している。15年2月に旭化成がポリポア社の買収を表明、5月のポリポア社の株主総会で承認され、現在は各国競争法当局等の認可取得を待っている。なお、2月の買収報道によれば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%とされている。

➤ 強みと弱み

後発企業だが、独自技術による高い生産性と価格競争力で顧客を開拓している。

(注5) メンブレンフィルムは、ポリオレフィンやセルローズ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ことになっている。

◆ セパレータの競合

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10%に満たないものと推察される。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)、韓国SK Innovationや旭化成が買収を表明している米国 Polypore International^{注4}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)。

資金力の豊富な巨大な競合企業に対し、同社は先端技術開発で競うのではなく、他社の動向及び市場の趨勢(EV用途で顧客がセパレータに要求する技術的要素等)を見極めたうえで、後発企業として生産性と価格で差別化を図る戦略を採っている。

◆ 独自製法の開発、韓国政府の税制優遇等が競争力の源

後発メーカーの同社の強みは、以下の通りである。

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。

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(15年8月に4号生産ラインが量産開始)。独自技術を背景とする高い生産性と合わせ、競合大手に対し、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メーカーからも受注を獲得するに至っている。

一方、同社の弱みは、同社がLiB用セパレータの単品メーカーであるのに対し、競合先は世界的な化学メーカーグループであり、研究開発や生産設備に係る投資余力や人材という点で見劣りすることである。

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5}にも参画しているのも、資金面でのハードルを克服し新領域を開拓するための方策である。

> 業績動向

韓国や米国向けの販売が拡大、期初予想を上回る大幅増収・増益を達成。

(注6) 電気自動車の普及等による大容量 LiB の需要急増を期待した積極投資が重荷となり経営破綻した A123 Systems は中国萬向集団(Wanxiang Group)に買収されて再建が進んでいる。

(注7) 米国 Dow Chemical 社がベンチャーキャピタル等と合弁で設立した旧 Dow Kokam(韓国 Kokam 社の技術をベースに自動車や船舶、ESSなどに用いる LiB 製造に注力)は、Dow Chemical 社の撤退を経てベンチャーキャピタルが発行済株式の過半を取得し、再建が進んでいる。

中国向け販売を手控える程の活況、顧客構成の変化で平均販売単価は高止まり。

◆ 15年12月期第2四半期決算

15/12 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上高 3,156 百万円(前期比 58.9%増)、営業利益 603 百万円(同 598.9%増)、経常利益 731 百万円(同 908.8%増)、四半期純利益 643 百万円(同 357.4%増)となった。いずれの数値も、期初計画値を大幅に上回った(図表 2)。なお、同社は 15 年 7 月 8 日に、期初の想定を上回る販売数量増、平均販売単価の高止まり、対米ドル円安等を要因として業績予想の増額修正を行っているが、この数値をもそれぞれ若干上回った。

地域別販売構成(取引先本社所在地ベース)は、中国販売代理店の东莞市旭冉電子(以下、XURAN 社)や大手 LiB メーカー Lishen 社を含む中国向けが 56.7%(前年同期は 71.0%)、韓国向けは 21.7%(同 15.6%)、米国向け 21.4%(同 12.4%)、日本向け 0.1%(同 0.7%)等となっており、売上構成比から算出した地域別売上高の前年同期比伸び率は中国向け 27%増、韓国向け 121%増、米国向け 170%増となった(図表 3)。

世界シェア 3 位の LiB メーカー LG グループからの受注が拡大(15/12 期上期販売実績は 589 百万円、前年同期比 2.7 倍)、一時取引が低迷していた A123 Systems 社^{注6}(同 351 百万円、前年同期は売上構成比 10%未満で不明)や XALT Energy 社^{注7}(同 324 百万円、同前)との取引も回復した。一方、主力取引先であった XURAN 社向けは 1,051 百万円(同 3.0%増)となり、構成比は 51.4%から 33.3%に低下した。これについて同社は、工場がフル稼働となり、注力したい顧客への販売を優先した結果、XURAN 社の取引先からの引き合いに対し十分に答えられなかったとしている。

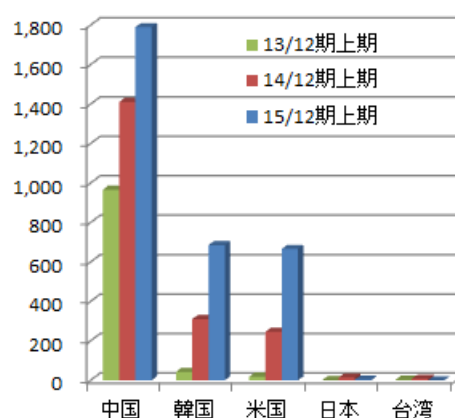
期初に 15/12 期はセパレータ市場全体で年間 10%程度の価格下落を見込み、同社の販売単価にも影響がある可能性を指摘していた。しかし 15/12 期上期においては、製品仕様が厳しいが販売単価も高い顧客向けの売上構成比が上昇したことにより、平均販売単価は想定を上回った。

【図表 2】15年12月期上期決算の概要

(単位:百万円)

	14/12期 上期実績	15/12期 上期実績	前年同期 比増減	期初 計画	計画比 増減	7月修正 計画
売上高	1,986	3,156	58.9%	2,626	530	3,100
売上原価	1,527	2,098	37.4%	—	—	—
販管費	371	453	21.9%	—	—	—
営業利益	86	603	598.9%	153	450	580
経常利益	72	731	908.8%	163	568	710
四半期純利益	140	643	357.4%	139	504	640
設備投資	572	1,862	225.5%	—	—	—
減価償却費	346	400	15.6%	—	—	—
研究開発費	81	98	21.0%	—	—	—
従業員数(人)	161	232	44.1%	—	—	—
1USD(円)	102.5	120.3	17.3%	110.0	10.3	120.2
1,000ウォン(円)	97.6	109.4	12.1%	110.0	-0.6	109.4

【図表 3】顧客所在地別販売動向(単位:百万円)



(出所) 図表 2、3 ともにダブル・スコープ決算短信、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

アップデート・レポート

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。

販売数量増による増収効果を主因に大幅増益、対ドル円安も後押し。

15/12 期上期の基調は変わらず、通期でも大幅な増収・増益と同社は予想。

工場の稼働率上昇により、売上原価率は前年同期の 76.9%から 66.5%に大きく改善した。販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前年同期比 21.9%増となったものの増収率を大幅に下回った。

営業利益の主な増減要因は、販売数量増効果がプラス 366 百万円、在庫変動による増減がプラス 90 百万円で、工場の操業拡大に伴う人件費の増加分マイナス 107 百万円を吸収した。また、主に米ドル建てで販売し、製造原価が韓国ウォン建てであることによる為替相場変動の影響は、ドル対円でプラス 466 百万円、ウォン対円でマイナス 264 百万円、都合 202 百万円の増益要因となった。

◆ 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、上期実績及び足元の市況を踏まえ、売上高 7,300 百万円（前期比 61.4%増、期初予想は 6,072 百万円）、営業利益 1,300 百万円（同順で 291.2%増、660 百万円）、経常利益 1,500 百万円（同順で 115.8%増、791 百万円）、当期純利益 1,400 百万円（同順で 164.8%増、726 百万円）と予想を上方修正した（図表 4）。なお、新たな予想数値は 7 月 8 日に公表された増額修正値と同額である。

経営環境は 15/12 期上期から大きな変化はなく、市場の拡大や 8 月からの営業運転を開始した 4 号生産ラインによる能力増強を背景に、主要顧客への販売が順調に増加すると同社は見込んでいる。

同社は期初に 15/12 期通期の地域別販売動向について、韓国向けの構成比が前期に比べ上昇し（前期実績は 21.0%）、米国向けは増加するものの構成比は横ばい（同 12.2%）を維持し、相対的に中国向けの構成比は低下する（同 66.0%）と想定していた。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あまり低下しないと想定していた。

期初の想定に対し、上期は米国向けの販売が想定を上回った。米国の販売先について同社は、（ア）A123 Systems 社が上海汽車グループ、

【 図表 4 】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)

	14/12期 通期	15/12期 通期CE	前期比	期初 予想	14/12期 上期	14 /12期 下期	15/12期 上期	15/12期 下期CE	前年 同期比	期初 下期 CE
売上高	4,522	7,300	61.4%	6,072	1,986	2,536	3,156	4,144	63.4%	3,446
営業利益	332	1,300	291.2%	660	86	246	603	697	183.3%	507
経常利益	695	1,500	115.8%	791	72	623	731	769	23.4%	628
当期純利益	528	1,400	164.8%	726	140	388	643	757	95.1%	587
設備投資	1,563	3,000	91.9%	1,905	572	991	1,862	1,138	14.8%	—
減価償却費	728	950	30.5%	905	346	382	400	550	44.0%	—
研究開発費	168	206	22.6%	233	81	87	98	108	24.1%	—
従業員数(人)	177	—	—	—	161	177	232	—	—	—
1USD(円)	105.7	115.0	8.8%	110.0	102.5	109.0	120.3	115.0	5.6%	110.0
1,000ウォン(円)	100.4	110.0	9.6%	110.0	97.6	103.2	109.4	110.0	6.6%	110.0

(注) CEは会社予想、下期予想業績は通期と上期の差分を表示

(出所) 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

米国向けの好調は一過性に終わらず、中期的に有望な顧客と認識している。

BMW、GM等を顧客としていることや15年6月に今後3年間で生産能力を倍増させる計画を公表したこと、同社との間で15年7月～18年12月に亘り総額30百万米ドルに上るLiB用セパレータ供給契約を締結したこと、(イ)XALT Energy社が15年3月に中国バスメーカーから複数年契約で10億ドル以上に上るEVバス用LiB受注を獲得したこと等を事例に挙げ、上期の活況は一過性でないとの見通しを示した。

中国向けの販売は取引先及び用途の多様化を背景に安定成長を見込む。

中国向けの販売についてはスマートフォン市場動向等の懸念を踏まえ、大容量化や安全性確保等の要求から中国LiBメーカーの淘汰が進む可能性を示唆した上で、XURAN社の顧客には技術力の高いメーカーがあり引き合いは現在も強いこと、民生用だけでなくEVバスや電動工具用などLiB市場が多様化していることから、安定成長が続くとしている。

生産能力を超える引き合いを踏まえ設備投資計画を見直している。

生産設備については、8月の4号ライン稼働後もなお、旺盛な引き合いに対し能力不足であるとの認識を示したうえ、かねて準備していた4号ラインと同じ建屋に設置予定の5号生産ラインについて、16年中の稼働を目指し投資計画を詰めているとして、期初計画で約19億円としていた今期の設備投資額について暫定的に30億円に上方修正した。

販売数量増や生産性改善でコスト増を吸収し、利益率は大きく好転へ。

定額法を採用しているため4号生産ラインが稼働しても15/12期の減価償却費は前期比2億円強の増加にとどまる見込みである。製造要員の増加による人件費増を加えた製造原価の増加は、販売数量増による売上高の増分及び生産性改善努力で吸収可能であり、売上高営業利益率は14/12期の7.3%から17.8%に大きく改善すると予想している。

なお、期中平均為替レートの前提は、韓国ウォン対円について据え置き、米ドル対円について110円/ドルから115円/ドルに変更した。為替感応度は1円/ドルの円安が売上高に対して35百万円、営業利益に対して13百万円の増加要因である。

また、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も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

当センターは同社の15/12期業績について、売上高7,500百万円(前期比65.9%増)、営業利益1,400百万円(同321.7%増)、経常利益1,600百万円(同130.2%増)、当期純利益1,500百万円(同184.1%増)とし、前回予想(15年4月公表)を大幅に上方修正した(図表5)。

前回予想は同社の期初予想を売上高で約4億円、営業利益で約1億円上回るものであったが、米国向け販売が想定を上回り好調であった上期実績を踏まえ、同社と同様に予想業績を引き上げた。

4号生産ラインの稼働により生産能力が2割程度増加する見込みである(決算短信によれば4号生産ライン及びそれと同等の5号生産ライ

米国向け販売急増等の上期実績を踏まえ、当センター予想も上方修正した。

【 図表 5 】 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	14/12期	15/12期	前期比	前回当セン	前回予想	同社予想	
	実績	実績	予想	増減率	ター予想	基準増減	期首	直近
売上高	2,717	4,522	7,500	65.9%	6,500	43.7%	6,072	7,300
売上原価	2,114	3,392	5,100	50.4%	4,800	41.5%	—	—
販管費	749	797	1,000	25.5%	950	19.2%	—	—
営業利益	-147	332	1,400	321.7%	750	125.9%	660	1,300
経常利益	119	695	1,600	130.2%	900	29.5%	791	1,500
当期純利益	137	528	1,500	184.1%	800	51.5%	726	1,400
設備投資	809	1,563	3,000	91.9%	1,900	21.6%	1,905	3,000
減価償却費	599	728	950	30.5%	900	23.6%	905	950
研究開発費	120	168	210	25.0%	230	36.9%	233	206
期末従業員数(人)	130	177	260	46.9%	250	41.2%	—	—
1USD(円、期中平均)	97.5	105.7	120.0	13.5%	115.0	8.8%	110.0	115.0
1,000ウォン(円、期中平均)	89.0	100.4	110.0	9.6%	110.0	9.6%	110.0	110.0

(出所) 証券リサーチセンター作成

能力増強により 15/12 期第 2 四半期会計期間を上回る販売を見込む。

ンの稼働により生産能力は約 5 割増加する)。15/12 期下期の売上高は、需要環境が大きく悪化しない限り 15/12 期第 2 四半期会計期間の売上高 (1,898 百万円、前年同期比 65.5%増、主力販売先の中国で春節休暇の影響がある 15/12 期第 1 四半期は 1,257 百万円で同 49.8%増) の 2 倍以上になると予想される。

想定通りの売上高となれば、増収効果により利益面でも同社の改定予想は達成可能と判断した。また、115 円/ドルという同社の為替前提は実勢より円高に置かれており、当センターは 120 円/ドルと想定して業績の上振れを見込んだ。

17/12 期売上高 130 億円以上、売上高営業利益率 18%以上を目指す計画。

◆ 中期経営計画

同社は創立 10 周年を機に中期経営計画「Vision 2017」を策定し、上期決算と同時に公表した。メンブレンフィルム専門メーカーとしてリーディングカンパニーを目指すことをビジョンに掲げるこの計画で、数値目標は 17/12 期売上高 130 億円以上(15/12 期同社予想比 1.8 倍以上、但し前提為替レートは 15/12 期想定と同じ)、売上高営業利益率 18%以上 (15/12 期同社予想は 17.8%)、ROE11%以上 (同 11.0%) とし、そのために以下の成長戦略を進めるとしている。

LiB 用材料専業から脱し、業績安定化を図る方針を示した。

- (1) リチウムイオン電池用セパレータ事業については、民生用機器市場で高い生産性を武器に販売拡大を目指す一方、車載市場では民生用機器で取引のある LiB メーカーや自動車メーカーなどとの協業に取り組み、持続的な成長を取り込む方針である。
- (2) LiB 電池以外の用途開発を進める。具体的にはリチウムイオンキャパシタ (LiB が化学反応で蓄電するのに対し物理現象で蓄電するコンデンサ、乗用車減速時の回生エネルギー蓄電用として一部実用化されている) やレドックスフロー電池 (バナジウ

今後3年間の設備投資額は80億円以上とし、更なる能力増強を検討。

μイオンの酸化還元反応を利用した大電力貯蔵用電池として住友電気工業=5802 東証一部=などが開発中)、燃料電池等のセパレータ、海水淡水化装置や医療用機器のイオン交換膜等を想定している。韓国政府の助成金を受けたメンブレン開発プロジェクトもその一つである。

- (3) 設備投資計画については、今後3年以内に80億円以上を投じ、既存の生産ライン4本と同程度の能力増強を図る方針である。年内にも発注する構えの5号生産ラインに次いで、同一建屋に納める6号及び7号生産ラインについても内定しており、着工時期を模索している。また、新規事業を含む研究開発予算については今後3年間で10億円以上を想定している。

◆ 証券リサーチセンターの中期業績見通し

当センターは、以下のような想定で16/12期及び17/12期の同社の業績を予想した(図表6)。

能力増強投資により認証取得済みの新規顧客も加わろう。

1) 売上高の前期比伸び率は16/12期33.3%増、17/12期32.0%増と予想する。Lishen、LGグループ、A123 Systems社、XALT Energy社に加え、能力増強に伴い16/12期以降は日本企業を含む認証取得済みの大手LiBメーカー2社が新たな有力取引先になると考えた。

増収効果を主に大幅増益が続くと予想。顧客構成変化で販価は高止まろう。

2) 設備面については、間もなく正式発注される見通しの5号生産ラインが16/12期後半に移ると想定した。7号生産ラインも納める建屋を含む6号生産ライン投資についても早ければ15年末までに着工し、17/12期中に移ると想定した。減価償却費(定額法)は16/12期13億円、17/12期16億円と想定した。

米国向け販売の活況、増産投資の前倒しが見直しの主要因。

3) 営業利益は16/12期20億円(前期比42.9%増)、17/12期28億円(同40.0%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と見込み、平均販売価格については日韓大手LiBメーカーなど要求仕様が厳しいが付加価値も認められる顧客向け販売の増加に伴い高止まりし、市場実勢が軟調に推移しても軽微な減益要因に止まると想定した。製造ラインの増強に係る人件費や減価償却費の増加に伴い、売上総利益率はそれぞれ15/12期と同水準にとどまると想定した。なお、為替レートは15/12期以降変動しないこととした。

前回予想との相違点は以下の通りである。(ア)16/12期は15/12期上期実績を踏まえ米国企業向けを中心に、17/12期は設備投資計画の前倒し方針を考慮し各地域ともに売上高を増額した。(イ)16/12期の売上原価率については15/12期上期実績を踏まえ前回予想より引き下げた。17/12期については、設備投資の前倒しによる減価償却費の増加を考慮し、前回予想と同程度とした。(ウ)販管費については、研究開発費の増額方針を考慮し16/12期、17/12期ともに前回予想より引き上げたが、売上高の増額に伴い対売上比率は低下すると想定した。

【図表 6】 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 前回予想	17/12期 新予想
売上高 (前期比)	3,382 100.6%	2,325 -31.3%	2,717 16.9%	4,522 66.4%	6,500 43.7%	7,500 65.9%	8,700 33.8%	10,000 33.3%	11,000 26.4%	13,200 32.0%
中国	69%	89%	90%	66%	62%	53%	59%	52%	56%	49%
米国	26%	6%	5%	12%	11%	21%	11%	20%	11%	19%
韓国	5%	3%	4%	21%	23%	21%	24%	22%	25%	24%
日本	—	1%	0%	1%	5%	4%	6%	6%	7%	8%
売上原価 (前期比)	1,596 36.5%	1,341 -16.0%	2,114 57.6%	3,392 60.5%	4,800 41.5%	5,100 50.4%	6,200 29.2%	6,800 33.3%	7,500 21.0%	9,000 32.4%
(対売上高比)	47.2%	57.7%	77.8%	75.0%	73.8%	68.0%	71.3%	68.0%	68.2%	68.2%
売上総利益 (前期比)	1,786 52.8%	983 -70.0%	602 -38.8%	1,130 87.7%	1,700 50.4%	2,400 112.4%	2,500 47.1%	3,200 33.3%	3,500 40.0%	4,200 31.3%
(対売上高比)	52.8%	42.3%	22.2%	25.0%	26.2%	32.0%	28.7%	32.0%	31.8%	31.8%
販管費 (前期比)	477 55.4%	591 23.9%	749 26.7%	797 18.0%	950 19.2%	1,000 25.5%	1,100 15.8%	1,200 20.0%	1,300 18.2%	1,400 16.7%
(対売上高比)	14.1%	25.4%	27.6%	17.6%	14.6%	13.3%	12.6%	12.0%	11.8%	10.6%
営業利益 (前期比)	1,309 526.3%	392 -70.0%	-147 —	332 —	750 125.9%	1,400 321.7%	1,400 86.7%	2,000 42.9%	2,200 57.1%	2,800 40.0%
(対売上高比)	38.7%	16.9%	-5.4%	7.3%	11.5%	18.7%	16.1%	20.0%	20.0%	21.2%
経常利益 (前期比)	1,232 886.8%	400 -67.5%	119 -70.3%	695 479.4%	900 29.5%	1,600 130.2%	1,500 66.7%	2,150 34.4%	2,300 53.3%	2,950 37.2%
当期純利益 (前期比)	1,205 372.5%	368 -69.4%	137 -62.7%	528 284.5%	800 51.5%	1,500 184.1%	1,300 62.5%	1,900 26.7%	2,000 53.8%	2,600 36.8%
設備投資	733	1,942	809	1,563	1,900	3,000	2,000	3,000	1,500	2,500
減価償却費	350	396	599	728	900	950	1,100	1,300	1,200	1,600

(出所) 証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 配当政策

同社は継続して設備投資を実施し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。15/12 期は期初に、創立 10 周年を機に配当を開始する方針を示し、同社予想 EPS の約 10%に相当する 1 株当たり年間 5 円を期末に配当すると公表した。

15/12 期は配当実施へ、
設備投資意欲が旺盛なため増配は見込まない。

7月に公表された業績予想の修正や8月公表の15/12期上期決算短信において、配当予想は1株当たり5円で据え置かれた。中期経営計画においても配当方針に対する言及はない。

当センターは、同社が中期経営計画で積極的な設備投資方針を示していることから配当性向よりも安定配当の継続を重視し、内部留保を優先すると考えて、当面は1株当たり予想配当金5円が続くと予想する。

需要変動に対する抵抗力は弱い
ため、最終需要家動向等に注意が必要

◆ 業績の不安定性

単一製品専門メーカーである同社の業績は、需要環境により大きく変動してきた。同社は顧客の所在地やLiBの用途の多様化に向けた協業、さらに新事業開発により安定成長を目指すとしているが、短期的に体質は変わるまい。当面は中国を中心とする民生用電子機器市場や国内外のEV関連市場の動向に十分注意を払う必要があることを指摘しておきたい。

アップデート・レポート

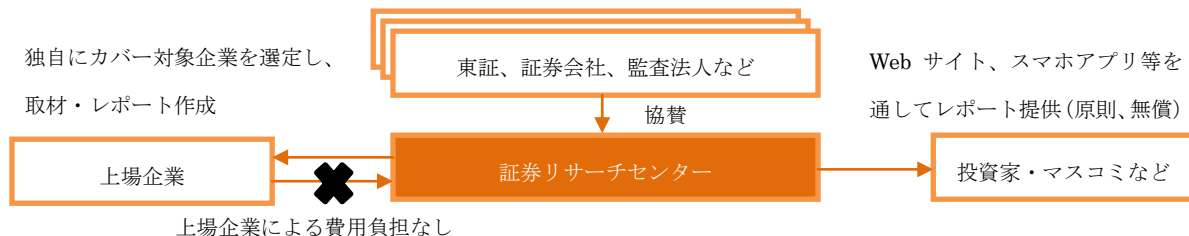
10/10

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。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社

本レポートの特徴

「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

■ 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

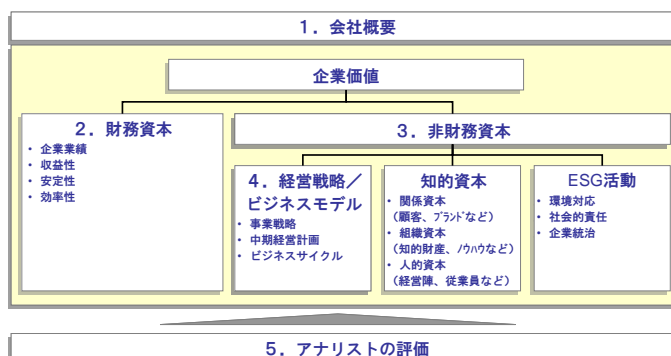
本レポートの構成

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 Ratio)

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、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。