

ホリスティック企業レポート ダブル・スコープ 6619 東証一部

アップデート・レポート
2016年2月26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 20160223

ダブル・スコープ (6619 東証一部)

発行日:2016/2/26

**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、韓国、中国向けの販売が好調で業績急拡大、生産能力増強を前倒し推進**

> 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月期決算

- ・15/12 期決算は前期比 64.7%増収、474.5%営業増益であった。韓国や米国の大口顧客向け販売拡大に加え、中国向けも堅調で、販売数量増効果を主因に、為替変動の好影響もあって利益率は大きく改善した。

◆ 16年12月期予想

- ・16/12 期業績について同社は前期比 34.3%増収、10.0%営業増益を予想している。LG 化学から取得した2ライン及び16年8月量産開始予定の新ラインの稼働で大幅増収となり、固定費増を吸収できるとしている。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、引き合いに応え増強するラインも早期にフル稼働すると同社予想は概ね妥当と判断、為替前提の相違等を根拠に41.0%増収、31.0%営業増益を予想する。

◆ 中期業績見通し

- ・同社は中期経営計画で17/12期売上高130億円以上、売上高営業利益率18%以上を目指すとしている。旺盛な引き合いに応じ16年稼働予定の3ラインに加え2ライン新設を決定、増産投資を前倒しで進めている。
- ・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)
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	7,448	64.7	1,909	474.5	2,054	195.6	1,829	246.1	129.0	870.0	10.0
2016/12 CE	10,000	34.3	2,100	10.0	2,100	2.2	2,000	9.3	141.0	—	5.0
2016/12 E	10,500	41.0	2,500	31.0	2,600	26.6	2,400	31.2	168.9	1,032.1	10.0
2017/12 E	14,500	38.1	3,700	48.0	3,800	46.2	3,500	45.8	246.4	1,268.5	10.0
2018/12 E	20,000	37.9	5,500	48.6	5,600	47.4	5,300	51.4	373.1	1,631.6	35.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

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】

	2016/2/19
株価(円)	4,210
発行済株式数(千株)	14,206
時価総額(百万円)	59,807

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	32.6	24.9	17.6
PBR(倍)	4.8	4.1	3.3
配当利回り(%)	0.2	0.2	0.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-10.8	49.5	460.0
対TOPIX(%)	-4.0	62.7	453.3

【株価パフォーマンス】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/8/15

アップデート・レポート

2/11

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。

> 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)15/12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33%(13/12期は57%)であった。当該会社の販売先は現地の中堅クラスのLiBメーカーである。

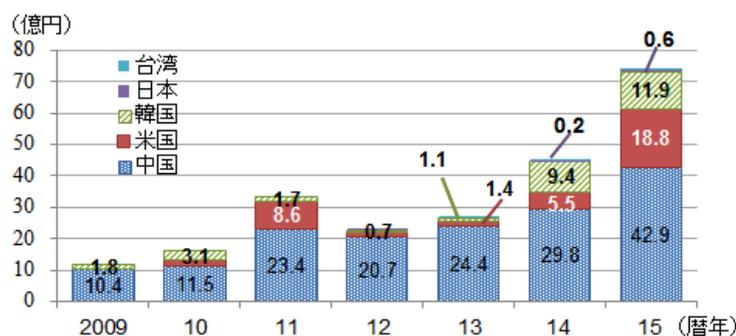
生産は韓国工場、販売先は中国のLiBメーカーから韓国や米国企業に拡大中。

◆ **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(最終需要家)は中国のLiBメーカー^{注2}が殆どであったが、14年からは世界第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) ダブル・スコープ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、日米欧及び中国のEV用の急拡大も想定。

(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、成長性は民生用機器よりも高いと見ている。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、(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。

(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月に旭化成によるポリポア社買収方針を表明した。なお、その際の新聞報道によれば13年度のポリポア社の世界シェアは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、15年の市場シェアは7%程度と推察される。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や旭化成が買収した米国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、同社は耐熱塗膜等の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

セパレータフィルムの後発メーカーである同社が競争に打ち勝ちシェアを高めてきているのは、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、大手メーカーと品質は同等、生産性は勝ると自負する。製造技術開発と既存設備の改善に注力している。07年量産開始の1号生産ラインのフィルム延伸速度は当初の分速15mから15年には分速30mに生産性が向上している。

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。賃借した用地は13号ラインまで増設可能である(15年8月に4号ラインが量産開始)。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**：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。その結果、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。

4) **CEOはじめ経営陣**：崔社長は韓国で政府や大手LiBメーカーに人脈を広げ、適時適切に、かつ積極果敢な経営判断を下している。

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) A123 Systems 社と XALT Energy 社。

電気自動車の早期普及を期待した積極投資が裏目にて13年に経営破綻した A123 Systems 社は中国萬向集団(Wanxiang Group)に買収され復活した。現在は GM 社や BMW 社、上海汽車グループ等を得意先に行っている模様である。

XALT Energy 社の前身は米国 Dow Chemical 社がベンチャーキャピタル等と合併で設立した 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)。Dow Chemical 社の撤退後ベンチャーキャピタル主導で再建された。中国バスメーカーに EV バス用 LiB を供給している。

◆ 15 年 12 月期決算

15/12 期の業績は、売上高 7,448 百万円(前期比 64.7%増)、営業利益 1,909 百万円(同 474.5%増)、経常利益 2,054 百万円(同 195.6%増)、当期純利益 1,829 百万円(同 246.1%増)であった(図表 2)。

なお、同社は 15 年 7 月 8 日に期初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(ほぼ全量米ドル建ての売上高を押し上げる)等を理由に、また 15 年 11 月 10 日には対米ドル円安、対韓国ウォン円高(韓国工場の製造原価を引き下げる)を理由に業績予想の増額修正を行っている。

図表 1 に示したように、韓国 LG グループや米国 LiB メーカー^{注 6}向けの販売がほぼ倍増、中国の中堅クラスの LiB メーカーを顧客とする販売代理店の東莞市旭冉電子(以下、XURAN 社)や大手 LiB メーカー Lishen 社を含む中国向け販売も約 4 割増(増収寄与額は最大)となった。15 年に世界のセパレータ市場は約 3 割成長したと同社はみており、同社の増収率はこれを上回った。

売上原価率は前期比 13.5%ポイント改善し 61.5%となった。(ア)販売数量増により 15 年 8 月に量産を開始した 4 号ラインに係る減価償却費や労務費等の固定費増を吸収したうえ、(イ)為替変動も対米ドル円安効果が対韓国ウォン円安効果を上回ったことが主な要因である。

期初にセパレータ市場全体で年間 10%程度の価格下落を見込んでいたが、5%程度にとどまった。同社の販売単価もある程度下落すると示唆していたが、高付加価値品を求める顧客向けの売上構成比上昇等によって殆ど下がらなかった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)の伸びは増収率を下回った。

【図表 2】15 年 12 月期決算の概要

(単位:百万円)

	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 実績	前期比 増減	増減率	第二次 修正計画	第一次 修正計画	期初 計画
売上高	2,717	4,522	7,448	2,925	64.7%	7,400	7,300	6,072
売上原価	2,114	3,392	4,577	1,185	34.9%	—	—	—
(対売上高比)	77.8%	75.0%	61.5%	-13.5%	—	—	—	—
販管費	749	797	961	163	20.5%	—	—	—
(対売上高比)	27.6%	17.6%	12.9%	-4.7%	—	—	—	—
営業利益	-147	332	1,909	1,576	474.5%	1,700	1,300	660
(対売上高比)	-5.4%	7.3%	25.6%	18.3%	—	23.0%	17.8%	10.9%
営業外収支	267	362	145	-217	-60.0%	200	200	131
為替差損益	167	228	-16	-244	—	—	—	—
経常利益	119	695	2,054	1,359	195.6%	1,900	1,500	791
純利益	137	528	1,829	1,301	246.1%	1,700	1,400	726
従業員数(人)	130	170	289	119	70.0%	—	—	—
1USD(円)	97.5	105.7	121.1	15.4	14.6%	115.0	115.0	110.0
1,000ウォン(円)	89.0	100.4	107.0	6.6	6.6%	110.0	110.0	110.0

(出所) ダブル・スコープ決算短信、決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

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 期末の生産能力は前期末比 25%増、今後も積極投資を継続へ。

(注7)15年10月に公表された。LGグループは、部材生産を専門メーカーに任せ、自らはLiB本体の開発及び製造に特化する方が得策と判断した模様である。

以上より営業利益は前期比 5.7 倍となり、売上高営業利益率は同 18.3%ポイント改善し 25.6%となった。

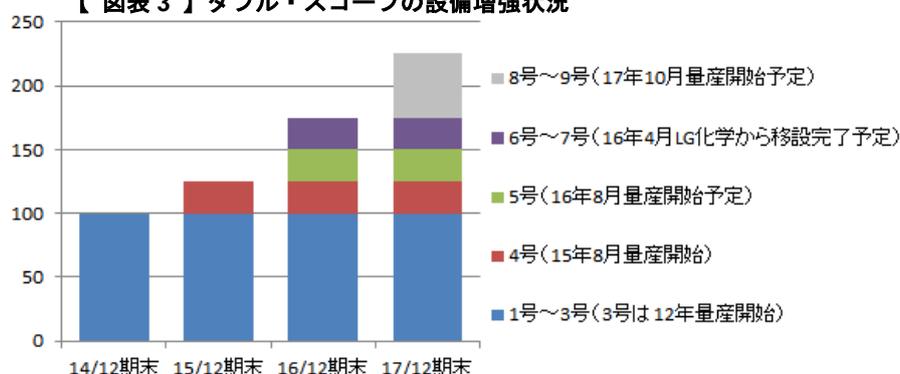
営業利益の主な増減要因は、販売数量増効果が+1,467 百万円、減価償却費の増加が-138 百万円、人件費の増加が+277 百万円であった。また、為替変動の影響は、対米ドル円安が+944 百万円、対韓国ウォン円高が-327 百万円、差し引き+617 百万円であった。

なお、同社製品の最終用途は、民生用電子機器等が 65%、車載用は 35% (うち中国市場 20%、米国市場 15%) と同社は推計している。

◆ 設備投資と財政状態

15/12 期の設備投資額は前期比 2.6 倍の 4,058 百万円であった(図表 3)。15 年 8 月に量産を開始した 4 号生産ラインや既存ラインの改良工事に、(ア) 4 号ラインと同じ建屋内に設置される 5 号ラインの着工(16 年 8 月量産開始予定)、(イ) 韓国 LG CHEM 社(以下、LG 化学)からのセパレータ生産設備 2 ラインの取得^{※7}(6 号、7 号ラインとなる樹脂原料をフィルム状に加工する設備で 16 年 4 月量産開始予定)に伴う支払い及びこれを設置する工場建屋の建設(所要資金は総額約 35 億円)が加わった。なお、15/12 期決算と同時に、17 年 10 月量産開始を目標として 8 号、9 号ラインを建設すると公表した(投資額約 70 億円)。

【図表 3】ダブル・スコープの設備増強状況



決算期	14/12期	15/12期	16/12期CE	17/12期CE
設備投資額	1,563	4,058	7,900	4,800

(百万円)

(注) 棒グラフのスケールは数量ベースの生産能力のイメージで証券リサーチセンター推計(出所) ダブル・スコープ決算説明会資料に基づき証券リサーチセンター作成

今後の設備投資に要する資金について同社は、減価償却費や利益等の自己資金と銀行借入で充当するとしている。15 年 9 月にはメガバンク 3 行と結んだコミット型タムローン契約等により総額 65 億円の長期資金を確保した。

15/12 期末の総資産は前期末比 2,673 百万円増加した(図表 4)。4 号ラインの稼働及び既存ラインの改修により、有形固定資産が同 2,724 百万円増加し 10,328 百万円となったためである。

【 図表 4 】 期末の財政状態及びキャッシュフローの推移(単位:百万円)

	13/12期	14/12期	15/12期	前期比増減	増減率
総資産	11,758	14,374	17,047	2,673	18.6%
現金及び預金	3,686	4,498	3,948	-549	-12.2%
たな卸資産	1,065	878	727	-150	-17.2%
有形固定資産	6,223	7,603	10,328	2,724	35.8%
負債合計	1,879	3,229	4,642	1,413	43.8%
有利子負債	1,400	2,600	3,500	900	34.6%
純資産	9,878	11,145	12,405	1,259	11.3%
営業活動による キャッシュフロー	640	1,055	2,668	1,612	152.7%
同 投資活動による	-1,313	-1,565	-3,562	-1,996	—
同 財務活動による	-201	1,199	924	-275	-23.0%
現金及び現金同等物 の期末残高	3,186	3,998	3,948	-49	-1.2%

(注) 有利子負債は短期借入金と長期借入金(1年以内返済予定分を含む)の合計
(出所) ダブル・スコープ決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

有形固定資産が大幅に増加、利益等及び長期借入金で賄う意向。

負債合計は前期末比 1,413 百万円増加し 4,642 百万円となった。有利子負債は同 900 百万円増加したが、内訳をみると短期借入金が 2,500 百万円減少し 100 百万円となる一方、前期末になかった長期借入金が 3,400 百万円(1年以内返済予定分を含む)となっている。

純資産は、利益剰余金の増加を主因に前期末比 1,259 百万円増加した。自己資本比率は前期末比 4.7%ポイント低下し、72.5%となった。自己資本当期純利益率は同 10.6%ポイント改善し 15.6%となった。

◆ ダブル・スコープによる 16 年 12 月期業績予想

16/12 期業績について同社は、売上高 10,000 百万円(前期比 34.3%増)、営業利益 2,100 百万円(同 10.0%増)、経常利益 2,100 百万円(同 2.2%増)、当期純利益 2,000 百万円(同 9.3%増)と予想している(図表 5)。

拡大する大口顧客からの引き合いに応える増産投資により、16/12 期初時点で 15 年央比 3 割程度能力が拡大、期中にさらに前期末比 3 割程度能力が増強される計画である(図表 3)。ライン増設により生産計画に

新ラインの早期高稼働で大幅増収予想だが為替変動懸念し利益面は慎重。

【 図表 5 】 ダブル・スコープによる 16 年 12 月期業績予想と前提(単位:百万円)

項目/決算期	13/12期	14/12期	15/12期	16/12期計画	前期比増減	前期比増減率
売上高	2,717	4,522	7,448	10,000	2,552	34.3%
営業利益	-147	332	1,909	2,100	191	98.6%
経常利益	119	695	2,054	2,100	46	13.9%
当期純利益	137	528	1,829	2,000	171	37.3%
設備投資額	809	1,563	4,058	8,000	3,942	97.1%
減価償却費	599	728	921	1,515	594	64.5%
研究開発費	120	168	252	169	-83	-32.9%
従業員数(人、期末)	130	170	289	420	131	45.3%
1USD(円、期中平均)	97.5	105.7	121.1	110.0	-11.1	-9.2%
1,000ウォン(円、期中平均)	89.0	100.4	107.0	100.0	-7.0	-6.5%

(出所) ダブル・スコープ決算説明会資料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

7/11

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。

柔軟性が増すため、新規顧客開拓のための試作品生産も続ける意向だが、既存の大口顧客への対応だけでも、新ラインは早期にフル稼働に近い状態になる可能性があると同社は考えている。

LiB 用部材の需給は引き締まってきており、セパレータについても大きな市況の下落はなく、既存客からの価格引き下げ要請には歩留まりの向上等で対応できると同社は想定している。

地域別販売比率の前提についての開示はないが、15/12 期とあまり変わらず、各顧客からの受注は何れも順調に拡大するとみている。

25.5 億円の大増収にもかかわらず営業利益は 1.9 億円の小幅増益にとどまり売上高営業利益率が前期比 4.6%ポイント低下する(25.6%→21.0%)としているのは、ライン増設に伴う減価償却費や労務費の増加に加え、為替変動による売上高及び利益の目減りを懸念しているためである。対米ドル 1 円の円高で売上高は 95 百万円、営業利益は(対ドルで韓国ウォンが安定していれば) 24 百万円減少するとみており、同社による 16/12 期業績予想の前提である前期比 11.1 円の円高で営業利益は 1.7 億円減少することになる。なお、対米ドルで韓国ウォンが 10 ウォン高くなった場合(円/ドルは安定)は 68 百万円の減益要因になる。

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、16/12 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の業績予想

当センターは 16/12 期業績について売上高 10,500 百万円(前期比 41.0%増)、営業利益 2,500 百万円(同 31.0%増)、経常利益 2,600 百万円(同 26.6%増)、当期純利益 2,400 百万円(同 31.2%増)と予想する(図表 6)。

同社の計画は概ね妥当と考えているが、足元の為替レートを参考に、前期比対米ドル円高の進行を弱めに、対韓国ウォン円高を強めに(対

減価償却費や労務費の増加に加え、対米ドルで円高、対ウォン高を懸念。

同社計画は概ね妥当だが、為替前提は保守的と判断。

【図表 6】 証券リサーチセンターの 16 年 12 月期業績予想

(単位: 百万円)

項目/決算期	15/12期 実績	証券リサーチセ ンター旧予想	16/12期 同社計画	前期比 増減	前期比 増減率	証券リサーチ センター予想	前期比 増減率	証券リサーチ センター旧予想
売上高	7,448	7,500	10,000	2,552	34.3%	10,500	41.0%	10,000
営業利益	1,909	1,400	2,100	191	98.6%	2,500	31.0%	2,000
経常利益	2,054	1,600	2,100	46	13.9%	2,600	26.6%	2,150
当期純利益	1,829	1,500	2,000	171	37.3%	2,400	31.2%	1,900
設備投資額	4,058	3,000	8,000	3,942	97.1%	8,000	97.1%	3,000
減価償却費	921	950	1,515	594	64.5%	1,500	62.9%	1,300
研究開発費	252	210	169	-83	-32.9%	200	-20.6%	200
従業員数(人、期末)	289	260	420	131	45.3%	420	45.3%	350
1USD(円、期中平均)	121.1	120.0	110.0	-11.1	-9.2%	113.0	-6.7%	120.0
1,000ウォン(円、期中平均)	107.0	110.0	100.0	-7.0	-6.5%	95.0	-11.2%	110.0

(出所) 証券リサーチセンター

米ドルで同社が若干のウォン高を想定しているのに対し、ウォン安になる)と見込んだため、売上高、利益ともに同社予想を上回るものになった。

営業外収支については、為替差損益は微小にとどまり、研究開発プロジェクトに対する助成金収入や作業屑売却収入等が支払利息を上回り1億円程度の受取超過になるものと想定した。

◆ 中期経営戦略

同社は15年8月に公表した中期経営計画「Vision 2017」では、17/12期売上高130億円以上、売上高営業利益率18%以上、ROE11%以上を掲げている。そのための成長戦略は以下の通りである。

- (1) LiB用セパレータ事業では、高い生産性を武器に、民生用機器市場、車載市場の双方で市場拡大速度を上回る成長を実現する。
- (2) LiB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やレドックスフロー電池、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。
- (3) 設備計画については、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った。大口顧客との取引拡大やLG化学からのライン譲受等により、設備計画は1年前倒しのペースで進行している。

中期経営計画で想定した設備計画は1年前倒しの進行に。

◆ 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18/12期までの同社の業績予想を行った(図表7)。

- 1) 為替レートについては、16/12期の前提(対1米ドル113円、対1,000韓国ウォン95円)から動かないと想定した。
- 2) 売上高については年平均39%の高成長を予想する。既存の大口顧客に加え、能力増強に伴い16/12期以降は認証取得済みの日本の大手LiBメーカーが新たな有力取引先になると考えた。
- 3) 為替レートの安定推移を前提に、営業利益は年平均42%の高成長を予想する。6割程度の限界利益率で増収効果が発揮され、減価償却費や労務費の増加等を吸収できると見込んだ。
- 4) 設備面については、同社公表の通りに、いずれも順調に立ち上がり早期にフル稼働状態に至るものと想定した。8号、9号生産ラインが既存及びそれまでに増設される設備よりも大型で、新たな工夫が加わったものになる模様である。従ってそれ以降の設備計画については、8号、9号ラインの稼働状況をみながら判断される可能性があり、18/12期の設備投資額は一服すると想定した。しかし、EV普及政策を背景と

3年平均成長率は売上高39%、営業利益42%と予想する。

【 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	12/12期 実績	13/12期 実績	14/12期 実績	15/12期 実績	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	18/12期 新予想
売上高 (前期比)	2,325 -31.3%	2,717 16.9%	4,522 66.4%	7,448 64.7%	10,000 33.3%	10,500 41.0%	13,200 32.0%	14,500 38.1%	20,000 37.9%
中国	89%	90%	66%	58%	52%	57%	49%	53%	50%
米国	6%	5%	12%	16%	20%	16%	19%	16%	15%
韓国	3%	4%	21%	25%	22%	24%	24%	26%	28%
日本	1%	0%	1%	1%	6%	3%	8%	6%	8%
売上原価 (前期比) (対売上高比)	1,341 -16.0% 57.7%	2,114 57.6% 77.8%	3,392 60.5% 75.0%	4,577 34.9% 61.5%	6,800 33.3% 68.0%	6,800 48.6% 64.8%	9,000 32.4% 68.2%	9,300 36.8% 64.1%	12,700 36.6% 63.5%
販売費及び一般管理費 (前期比) (対売上高比)	591 23.9% 25.4%	749 26.7% 27.6%	797 18.0% 17.6%	961 20.6% 12.9%	1,200 20.0% 12.0%	1,200 24.9% 11.4%	1,400 16.7% 10.6%	1,500 12.5% 10.3%	1,800 20.0% 9.0%
営業利益 (前期比) (対売上高比)	392 -70.0% 16.9%	-147 — -5.4%	332 — 7.3%	1,909 475.0% 25.6%	2,000 42.9% 20.0%	2,500 31.0% 23.8%	2,800 40.0% 21.2%	3,700 48.0% 25.5%	5,500 48.6% 27.5%
経常利益 (前期比)	400 -67.5%	119 70.0%	695 479.4%	2,054 195.5%	2,150 34.4%	2,600 26.6%	2,950 37.2%	3,800 46.2%	5,600 47.4%
当期純利益 (前期比)	368 -69.4%	137 -62.7%	528 284.5%	1,829 246.4%	1,900 26.7%	2,400 31.2%	2,600 36.8%	3,500 45.8%	5,300 51.4%
設備投資	1,942	809	1,563	4,058	3,000	7,900	2,500	4,800	2,500
減価償却費	396	599	728	921	1,300	1,500	1,600	2,000	2,600

(出所) 証券リサーチセンター

する中国のエンドユーザーからの強い引き合いを考慮すれば 8 号、9 号ラインがフル稼働してもすぐに供給能力不足になると同社はみており、18/12 期に新ライン増設計画を実行する可能性がある。

> 投資に際しての留意点

◆ 株主への利益還元

同社は 15/12 期の期初に、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。期中の順調な業績予想の進捗に従い、15 年 10 月に普通配 5 円に創業 10 周年記念配 5 円を加え、年 10 円配にする予定であると公表した。15/12 期の配当性向は 7.8% の予定である。

設立 10 周年を機に 15/12 期より配当開始。記念配 5 円を落とさぬ可能性も。

同社は 16/12 期の予想配当金について、記念配を落とし、1 株当たり年 5 円にするとしている。同社予想 EPS に基づく配当性向は 3.6% になる。15 年 11 月に東証一部へ市場変更しており、15/12 期の 5 円の記念配は一部上場記念と受け取ることもできる。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内部留保を優先し、配当性向よりも安定配当の継続を重視すると考えている。16/12 期は記念配を普通配に変えて 1 株当たり配当金 10 円を継続し、当面の設備投資が一段落する 18/12 期に再び増配 (1 株当たり年 35 円配、配当性向は 9.9%) すると予想する。

短期的には為替変動、中期的には EV 普及速度等が業績を左右しよう。

◆ 急成長に対するリスク要因

当面の業績見通しに対する最大のリスク要因は、製品販売の主要通貨である米ドルとコストの8割方を占める韓国ウォンの為替動向である。

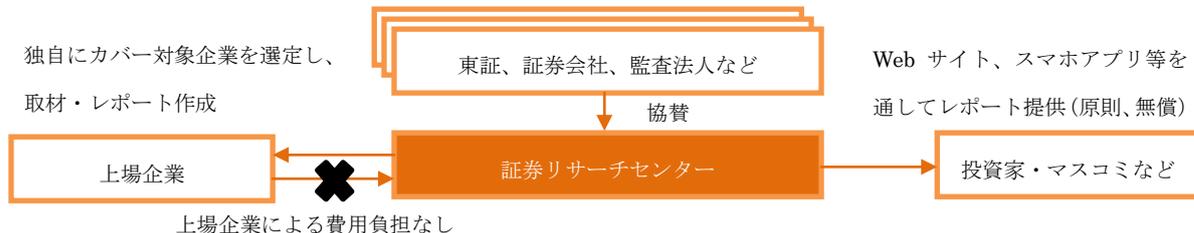
単一製品専門メーカーである同社の業績は、需要環境により大きく変動してきた。同社は顧客の所在地やLiBの用途の多様化に向けた協業、さらに新事業開発により安定成長を目指すとしているが、世界的なマクロ経済環境の低迷に見舞われれば、影響は免れ得まい。

ただし、低公害車の普及促進など、環境保全に向けた欧米及び中国、日本の政府及び同社エンドユーザーの活動は、速度を落とすことがあっても基調は変わらないと考えている。

最近では、EV普及の先進国になりつつある中国で、国内LiBメーカー育成を目的として、EVバスの補助金対象から韓国系大手LiBメーカーを除外する動きがあるとの報道があった。同社のLGグループ向け製品供給は専ら民生用機器用であり、当面の受注見通しに影響はないものとみられるが、顧客の中長期的な投資計画に影響があれば、同社の18/12期以降の設備計画にも波及すると考えられる。国内外のEV関連市場やアジアの民生用電子機器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。

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。