

Company Report

2024年5月17日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
チームリサーチ



VUCA 時代に適応し急成長する、創造型ものづくり企業集団

1Q 決算で上期利益予想超え、大幅上方修正。子会社売却決定。

ノーリツ鋼機（以下、同社）は、テイボー（マーキングベン先部品世界トップシェア、金属射出成形部品：MIM）、AlphaTheta（DJ 機器世界トップシェア）、JLab（100ドル以下ワイヤレスイヤホン、米国トップブランド）の主要3子会社（売上収益構成比98%強）とその他で構成される。売上収益の90%が海外。同社単体は連結総資産の80%超を所有する純粋持株会社。同社の根底にあるエクイティストーリーは、VUCA（Volatility, Uncertainty, Complexity, Ambiguity）時代に適応し脱皮しながら非連続に変容し、模倣困難な「ものづくり」のノウハウにより、今後も持続的な成長が期待できることである。

同社は創業以来、一貫して「社会と人々に豊かさをもたらすものづくり」を使命（企業DNA）としてきた。同社の成長ドライバーは、①テイボーのMIM事業の量産技術による既存部品の置換え、及び②音響機器事業（AlphaTheta、JLab）のサプライチェーン構築（DJ 機器～イヤホン、ハード～ソフトウェア）である。同社固有の強みは、時代環境の変化を先取りした柔軟な事業ポートフォリオ構築力にある（模倣困難性①）。同社は「ものづくり」において、他社の追随を許さないノウハウを蓄積し参入障壁（模倣困難性②）を築いてきた。同社のこれらの強みが結実しNO.1/Only1事業として開花している。

同社は事業 EBITDA マージン 20%（営業利益率 15%）以上を目安（中期経営計画目標値）とする。同社は余剰の現金性資産を成長投資に振り向け、既存事業拡大や新領域の発展により資本効率を引上げ、ROE 改善を図る。PBR1.0 倍割れ対策としての株主還元策及び ROE 改善へのシナリオが見えてきた段階で、同社の株価が上場来最高値を再び試す展開が期待できよう。

1Q 決算結果は、テイボーの減収減益を、音響機器事業の大幅増収増益でカバーし、上期利益期初予想を超えて着地。上期、通期会社予想を上方修正（依然として保守的）。同社はその他に含む連結子会社プリメディアの売却を発表した。

IFRS-連結

決算期	売上収益 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	税引前利益 (百万円)	前期比 (%)	当期利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
22/12期	73,515	34.9%	1,262	-79.2%	3,944	-25.8%	101,548	1885.3%	2,848.5	152.0
23/12期	91,552	24.5%	14,462	1046.0%	13,747	248.6%	10,210	-89.9%	285.9	115.0
24/12期 1Q実績	27,304	56.9%	7,640	278.2%	7,657	319.5%	5,235	397.7%	146.7	-
24/12期 2Q会社新予想	22,696	-5.7%	1,460	-72.7%	1,143	-78.8%	565	-83.4%	15.8	-
24/12期 上期会社旧予想	45,000	8.5%	5,700	-22.6%	5,400	-25.1%	3,700	-16.9%	103.7	58.0
24/12期 上期会社新予想	50,000	20.6%	9,100	23.6%	8,800	22.0%	5,800	30.2%	162.5	58.0
24/12期 下期会社旧予想	52,600	5.0%	7,700	8.5%	7,400	13.3%	4,900	-14.6%	-	-
24/12期 下期会社新予想	53,500	6.8%	6,900	-2.8%	6,600	1.0%	4,500	-21.6%	-	-
24/12期 会社旧予想	97,600	6.6%	13,400	-7.3%	12,800	-6.9%	8,600	-15.8%	241.0	116.0
24/12期 会社新予想	103,500	13.1%	16,000	10.6%	15,400	12.0%	10,300	0.9%	288.7	116.0

直近1年間の株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価 (24/5/15、終値)	3,765
年初来高値 (24/5/14)	3,910
年初来安値 (24/2/14)	2,860
52週高値 (24/5/14)	3,910
52週安値 (23/2/17)	2,068
発行済株式数 (百万株)	35.7
時価総額 (十億円)	134.3
EV (十億円)	106.7
自己資本比率 (実績、%)	73.5%
24/12 PER (会予、倍)	13.0
23/12 PBR (実績、倍)	0.65
24/12 配当利回り (会予、%)	3.1%

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

1. 時代環境に適応しながら事業ポートフォリオを最適化.....	6
2. その他事業で非ものづくり事業を再編.....	14
3. 当面の業績動向.....	15
4. 類似企業との比較.....	19
5. 株価動向とバリュエーション.....	21
6. 企業価値に関する Sum-of-the-parts 分析.....	23
7. SWOT 分析.....	26

図表 1. 主要指標

主要指標	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 9カ月変則	21/12期	22/12期	23/12期
IFRS-連結								
株式指標								
期末発行済株式数 (千株)	36,191	36,191	36,191	36,191	36,191	36,191	36,191	36,191
うち自己株式数 (千株)	577	577	577	577	577	557	533	508
EPS (円)	120.5	250.5	82.8	36.2	277.8	143.6	2,848.5	285.9
EPS (潜在株式調整後、円)	106.3	242.6	74.2	32.7	276.7	140.6	2,845.6	276.7
PER (倍)	7.5	10.0	29.7	25.6	8.8	18.9	0.8	10.5
DPS (円)	10.0	15.0	15.0	15.0	20.0	198.0	152.0	115.0
配当性向 (%)	8.3%	6.0%	18.1%	41.4%	7.2%	137.9%	5.3%	40.2%
DOE (%)	0.6%	0.8%	0.7%	0.7%	0.8%	6.5%	3.6%	2.1%
BPS (円)	1,607.7	2,119.4	2,103.9	2,203.6	2,959.7	3,115.5	5,399.6	5,755.3
収益性指標								
売上収益総利益率 (%)	49.2%	48.3%	47.3%	48.6%	54.5%	45.5%	40.2%	44.9%
営業利益+減価償却費 (百万円)	6,191	7,609	7,897	6,895	9,836	12,069	6,513	19,690
事業EBITDA (百万円)	-	-	7,965	6,847	9,487	10,739	11,367	17,875
事業EBITDAマージン (%)	-	-	12.5%	26.2%	23.1%	19.7%	15.5%	19.5%
営業利益率 (%)	9.2%	10.6%	9.5%	15.8%	14.1%	11.1%	1.7%	15.8%
親会社所有者帰属当期利益率 (%)	8.6%	15.9%	4.6%	4.9%	24.0%	9.4%	138.1%	11.1%
財務指標								
総資産税引前利益率 (%) ROA	5.8%	4.6%	4.0%	0.4%	1.3%	2.1%	1.4%	4.7%
親会社所有者帰属持分利益率 (%) ROE	7.8%	13.4%	3.9%	1.7%	10.8%	4.7%	66.9%	5.1%
親会社所有者帰属持分比率 (%)	49.3%	50.8%	50.1%	49.0%	44.5%	42.0%	62.7%	73.5%
財務レバレッジ	1.99	2.00	1.98	2.02	2.16	2.31	1.88	1.47
総資産回転率 (回)	0.46	0.42	0.43	0.17	0.21	0.22	0.26	0.31
親会社所有者帰属当期利益率 (%)	8.6%	15.9%	4.6%	4.9%	24.0%	9.4%	138.1%	11.1%
現金及び現金同等物 (百万円)	25,314	26,663	27,573	50,162	69,596	38,141	96,436	70,190
現金性資産 (百万円、会社定義)	27,072	27,588	28,287	53,258	72,622	40,391	132,200	91,700
有利子負債 (百万円)	35,022	38,176	36,082	45,120	90,122	104,450	51,079	42,577
有利子負債 (百万円、会社定義)	35,022	38,177	36,082	37,364	81,035	95,619	48,054	39,016
Net Debt (百万円)	9,708	11,513	8,509	-5,042	20,526	66,309	-45,357	-27,613
Net Debt (百万円、会社定義)	7,950	10,589	7,795	-15,894	8,413	55,228	-84,146	-52,684
Net DEレシオ	0.17	0.15	0.11	-0.06	0.19	0.60	-0.24	-0.13
Net DEレシオ (会社定義)	0.14	0.14	0.10	-0.20	0.08	0.50	-0.44	-0.26
Net Debt/事業EBITDA (会社定義)			0.98	-2.32	0.89	5.14	-7.40	-2.95
投下資本 (百万円、グロスIC)	92,314	113,654	111,048	123,608	195,536	215,474	243,623	247,951
投下資本 (百万円、ネットIC)	66,885	87,298	85,765	67,939	127,596	181,964	108,749	153,160
NOPAT (百万円)	3,089	3,989	4,056	2,770	3,897	4,066	846	9,690
ROIC (%)、グロスIC)	3.5%	3.9%	3.6%	2.4%	2.4%	2.0%	0.4%	3.9%
ROIC (%)、会社定義、ネットIC)	5.2%	5.2%	4.7%	3.6%	4.0%	2.6%	0.6%	7.4%
効率性指標								
運転資金 (百万円)	6,880	6,909	6,786	7,494	9,526	23,221	24,645	25,393
運転資本回転率 (回)	7.3	8.1	9.4	3.5	4.3	2.3	3.0	3.6
流動比率 (%)	212.1%	185.4%	200.9%	220.1%	213.3%	169.1%	191.5%	373.9%
当座比率 (%)	185.3%	161.4%	181.9%	203.0%	197.7%	134.9%	166.4%	315.8%
CCC (日) =A+B-C	12.1	11.2	3.3	4.9	24.7	106.5	137.4	133.0
売掛金回転率 (回)	5.0	4.5	4.6	1.8	3.1	3.2	4.0	6.2
売掛金回転日数 (日) : A	72.8	81.0	79.5	199.9	117.9	113.6	91.1	58.8
棚卸資産回転率 (回)	6.3	6.2	6.8	2.7	3.5	2.9	2.9	3.0
棚卸資産回転日数 (日) : B	57.5	58.5	53.8	134.7	104.5	125.2	127.6	120.3
買掛金回転率 (回)	3.1	2.8	2.8	1.1	1.8	2.8	4.5	7.9
買掛金回転日数 (日) : C	118.2	128.3	130.0	329.6	197.7	132.3	81.2	46.1
研究開発指標他								
研究開発費 (百万円)	1,544	1,585	576	330	3,223	4,472	5,330	6,482
売上収益研究開発費比率 (%)	3.1%	2.8%	0.9%	0.5%	7.8%	5.9%	7.3%	7.1%
設備投資 (百万円)	1,299	1,886	23,382	2,424	3,698	1,191	1,656	2,098
減価償却費及び償却費 (百万円)	1,580	1,655	1,844	2,761	4,020	6,001	5,251	5,228
従業員指標								
従業員数 (人)	1,360	1,459	1,630	1,629	1,776	1,121	1,184	1,246
臨時従業員数 (年間平均、人)	818	848	926	935	244	381	249	263
従業員1人当り売上高 (百万円)	24.4	25.3	25.9	25.4	21.1	41.2	52.5	61.9
従業員1人当りEBITDA (百万円)			3.2	2.7	4.9	5.9	8.1	12.1
従業員1人当り営業利益 (百万円)	2.2	2.2	2.2	1.5	3.0	5.9	0.9	9.8

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成 注) ROIC=NOPAT÷投下資本、CCC：キャッシュ・コンバージョン・サイクル

エグゼクティブサマリー

エクイティストーリー

企業 DNA、成長ドライバー、模倣困難性、など同社固有の根源的な強みが、持続可能な収益の成長と企業価値の増大をもたらしている。その根底にあるエクイティストーリーは、VUCA 時代に適応し脱皮しながら非連続に変容し、模倣困難な「ものづくり」のノウハウにより、今後も持続的な成長が期待できることである。これらの断続的変容は、かつての IBM や日立製作所の変貌と共通するものがある。

人の感性を通して豊かさを届けるものづくりの企業 DNA

同社は祖業譲渡から様々な事業を買収、売却する中、一貫して「社会と人々に豊かさをもたらすものづくり」を使命（企業 DNA）としてきた。現像及びプリントの時間を短縮したミラボは、写真（目から入る喜び）の豊かな価値が人の感性を通して届くものづくり事業と云える。この点は現在の業績を牽引する 3 事業にも受け継がれている。マーケティングペン先（想いを描く喜び）、DJ 機器（表現し体感する喜び）、ワイヤレスイヤホン（どこでも自由に聴ける喜び）は「人の感性を通して豊かさを届ける」為の領域に絞ったものづくりである。そこには AI やデジタル技術が如何に進んでも、必ず人の感性が介在する豊かさがある。これらのものづくりの領域でグローバルニッチトップであり続けるのは、創業から一貫してこの企業 DNA を育んできた会社だけである。

ゲームチェンジャー

岩切 CEO が DJ 機器を新事業にしようと決めたのは、2019 年、当時の世界情勢の中、また、進み過ぎたデジタル化の波の中にあって、今後、人の感性が原点回帰に向かう時が来るだろう、その一つが音楽ではないか？と考えたからである。祖業がデジタル化で消える一方で、音楽の世界では、ものに触れる良さ、アナログの良さが見直され原点回帰が起こるとの読みである。岩切 CEO は、この流れは小川が大河となるように、余暇の過ごし方のゲームチェンジャーになると考えている。

日本のものづくりの最高傑作の 1 つ

音楽における日本のものづくりの最高傑作の 1 つが AlphaTheta の DJ 機器であり、同社のものづくりにおける NO.1/Only1 事業にふさわしいとの判断から 2020 年 4 月に買収した。その後コロナ禍やウクライナ戦争が起き、地域やコミュニティの隔離と分断が始まった。DJ 機器で、アナログとデジタルを交えて、ひとりで多くの音源から楽曲を作り、その作品や動画をインターネットで共有しつながら感じられる世界感、閉塞感を解消する巣籠需要とマッチし、個人向け自宅用 DJ 機器が大幅に売上を伸ばした。コロナ禍後のクラブやイベントの再開、自宅での DJ 機器演奏や、オンラインイベントなどが牽引し市場拡大が続く。2024 年パリオリンピックにおいてブレイクダンス及び 3x3 バスケットの正式種目採用で DJ 機器が注目を浴びている。

「ものづくり」から「モノづくり」へ

同社のものづくり事業は「モノづくり」の要素が強まっている。生産する物（製品）そのものを指す活動を「ものづくり」とする表現と、製品そのものだけでなく、新しい開発方法を考えたり、より良くするサービスを取り入れたりするなど「もの」（製品）に「付加価値」を吹き込む活動をも含むのが「モノづくり」である（経済産業省の定義付け）。その意味で、テイポールのキャッシュカウであるマーケティングペン先既存事業は「ものづくり」だが、テイポールの新領域や MIM、AlphaTheta、JLab は「モノづくり」の範疇に入る。その「モノづくり」事業活動の根底を支える推進基盤が、以下の 2 つの成長ドライバーである。

成長ドライバー①

同社の成長ドライバーは、①部品材料事業の MIM の量産技術による既存部品の置換え、及び②音響機器のサプライチェーン構築（DJ 機器～ワイヤレスイヤホン、ハードウェア～ソフトウェア）である。①MIM は、これまで焼結精度の制御が難しく、生産困難であった中空形状も生産可能とした。マーケティングペン先加工で培った超微細加工技術のノウハウが、技術革新の向上に活かしている。同社は国内トップクラスの生産能力を有し、世界市場も開拓中（欧州の輸送機器向け等）である。MIM 世界市場規模は約 4,000 億円と同社は推定する。

成長ドライバー②

②音響機器のサプライチェーン構築では、まず DJ 機器は、原材料価格上昇だけでなく機能向上に伴い平均単価が年々上昇。世界市場規模は 2021 年 5 億ドル弱から CAGR10%弱の拡大を見込む。同社はハード主体からソフト強化に乗り出し大手ソフトウェア会社の買収を進めている。同

社はさらに市場規模が大きな(2022年 89億ドル)ワイヤレスイヤホンを戦略製品と位置づける。手頃な価格帯の同社製品は米国市場で低価格帯またはカジュアル価格帯においてトップシェアを獲得し、さらに人口規模が大きな欧州、アフリカ、アジア市場の開拓を目指す。

岩切 CEO の経営哲学

岩切 CEO はワイヤレスイヤホンを「地球上の誰もが知の方向(あらゆる情報)に触れるアクセスポイント」と捉えている。この言葉には、世界中の人々が平等に生活や人生を送る上での付加価値を享受できる製品やサービスを提供したいとの岩切氏の経営哲学の想いが込められている。経営戦略論的には、マーケティングベン先や DJ 機器のようなグローバルニッチトップ製品から、イヤホンやソフトウェアというグローバル汎用製品でのトップを目指す、同社のマスマーケットに向けた壮大な長期成長戦略も垣間見える。岩切 CEO は独立採算制をとる 3 子会社間の単純なシナジー効果を求めない理由として、「経営効率化のみでは $1+1=2$ 以上にはならないのが現実だ。M&A の基準は $1+1=10$ 以上の潜在価値を求めている」と述べた言葉に、同氏のゲームチェンジャーを目指す深謀遠慮が読みとれる。

模倣困難性

同社のものづくりを極める企業 DNA は、グローバルニッチトップによる高収益型事業(テイボーの事業 EBITDA マージン 27.1%、23/12 期)と研究開発指向(全社売上収益研究開発費比率 7.1%)に体现される。同社のポジショニングは、「社会の基盤となるような、NO.1/Only1 事業の創出」である。同社固有の強みは、時代環境の変化を先取りした柔軟な事業ポートフォリオ構築力(模倣困難性①)にある。それを支える強靱な財務体質及び財務戦略も差別化要因である。同社はマーケティングベン先加工の秘伝の技や、先進的なプロ DJ の感性や要求を熟知した DJ 機器の開発力において、他社の追随を許さないノウハウを蓄積した参入障壁(模倣困難性②)を築いてきた。同社のこれらの強みが結実し NO.1/Only1 事業として開花している。

財務体質及び資本政策

同社は事業 EBITDA マージン 20%以上を目安(中計目標値)とする。主要 3 事業の利益率の順位は、テイボー、AlphaTheta、JLab の順。事業再編の結果、潤沢な現金性資産を保有。また、主要 3 事業の買収時に超過収益力を認識した結果、のれん及び無形資産を計上。現金性資産、のれん、無形資産が総資産の 78%を占める。総資産回転率が 0.31 と低く、資本効率の改善が課題である。同社は余剰の現金性資産を成長投資に振り向け、既存事業拡大や新領域の発展により資本効率を引上げ、ROE 改善(8%目標)を図る。

株価動向

同社の株価は祖業譲渡及び M&A を進めた 2016~2017 年にかけて底打ちから上昇に転じ、コロナ禍中に「ものづくり」への選択と集中を進め、また調整局面を経て、2023 年後半から再び上昇基調にある。新規事業の成長戦略及び ROE 改善へのシナリオが見えてきた段階で、同社の株価が上場来最高値(5,900 円、1999/09/08)を再び試す展開が期待できよう。また、現金性資産等が膨らんだ結果、PBR0.65 倍となっており、株主還元策等の対応策が早急に求められる銘柄としても注目される。同社は配当性向だけでなく総還元性向の改善も提唱している。

注記

注記：本レポートは 2024 年 4 月 23 日公開のインシエーションレポートからエッセンスを抜き出し、同年 5 月 17 日までの適時開示、決算(同業他社を含む)、株価(同)などの最新情報をアップデートしたものである。各子会社の詳細、沿革などについては、[インシエーションレポート](#)を参照のこと。更に、5 月 10 日 1Q 決算発表後の決算説明会や個別取材の内容も反映させている。今回、新たに追加した第 6 章「企業価値に関する Sum-of-the-parts 分析」は、ストラテジー・アドバイザーズ(SA)アナリスト独自の仮定や前提に基づく一考察を示したものである。そこで示された想定 EV 及び時価総額、理論株価は、シミュレーション結果の一部であり、その再現性を担保するものではなく、また他の可能性を排除するものでもない。

1. 時代環境に適応しながら事業ポートフォリオを最適化

1) 企業概要

コア事業

同社は、生活に密着したものづくり事業（部品・材料、音響機器関連）から未来に挑戦する事業（その他）まで、社会基盤となる事業創出を行う企業グループである。同社は事業ビジョン、競争優位性、成長性、IRR等の観点から、各事業の成長可能性を評価し、ものづくり事業をコア事業とした事業ポートフォリオを構築した。同社はグローバルで成長し続ける事業グループ形成に向けてさらなる進化を目指す。

同社グループ

同社グループは、テイボー（部品・材料）、AlphaTheta（音響機器関連）、JLab（同）の主要3社（売上収益構成比98%強）とその他（ノーリツ鋼機単体：グループマネジメント及び新規成長領域に関する事業調査・投資、他）で構成される。売上収益の90%が海外。同社単体は連結総資産の80%以上を所有する純粋持株会社である。

中核3社

テイボーは、世界トップシェア（50%超）のマーキングペン先部材事業をもつ先端及び極小部品・部材メーカー。金属部材（MIM：金属射出成形）も展開する。AlphaThetaは、パイオニアからスピンアウトしたDJ機器事業が世界トップシェアの音響機器関連メーカー。JLabは米国内トップブランド「JLab」を持つ米国発音響機器メーカー（ヘッドホン50ドル以下/ワイヤレスイヤホン100ドル以下でそれぞれ米国トップシェア、世界シェアは数%程度）。事業ポートフォリオにおける各社の位置付けは、次の通り。テイボーは内製でキャッシュカウ、AlphaThetaはファブレスで研究開発を始めとする川上に強く、JLabはファブレスでマーケティング、旬を逃さない商品提供など川下に強い。

「ものづくり」が生業

同社は、人の感性を通して豊かさを届ける「ものづくり」を生業とする企業DNAを受け継ぎつつ、時代環境に適応しながら事業ポートフォリオを最適化し、持続可能な成長を目指す創造型企業集団である。同社が手掛ける製品は必ずしも万人の目に触れるものではないが、世界中の人々に必要とされる社会基盤の一部としてのものづくりにフォーカスしている。祖業の写真印画自動水洗機（ミニラボ）は、かつて世界中に普及しデファクトスタンダードとなった。

グローバルニッチトップ

同社はそれぞれの領域でのノウハウの蓄積により模倣困難なグローバルニッチトップ製品（マーキングペン先部材、DJ機器）を持つ。特に音響機器関連では、AlphaThetaの研究開発力に加え、音響デバイスメーカーのJLabが加わったことで、音響機器関連領域の川上から川下、ハードウェアからソフト・サービスまで、広がりや厚みを持つ事業ポートフォリオが形成されつつある。

企業理念

同社の企業理念は、「MISSION（存在意義）：社会と人々に豊かさを、VISION（将来の姿）：NO.1/Only1を創造し続ける事業グループ、VALUE（行動指針）：時代のニーズを掴み、一歩先を考える、等」である。この理念には、世界中の人々が平等に生活や人生を送る上での付加価値を享受できる製品やサービスを提供したいとの同社の想いが込められている。

創造型企業集団

現在の姿に到るまでには、祖業との決別、多角化、事業再編という、ドラスティックな経験が礎になっている。その過程で、同社は独自の経営ノウハウを蓄積し、時代を先取りする創造型企業集団へと変貌を遂げてきた（注：詳細は[イニシエーションレポート【2024年4月23日付】](#)を参照）。

複合企業体

同社の事業形態は、異なる産業や事業部門を所有・運営する企業の組織形態である複合企業体（コングロマリット）に近い。一方、創業事業の売却や多角化、ポートフォリオ再編の過程で、M&A専門チームを組織したり、子会社の大半を譲渡したり、JMDCを上場させたり、AlphaThetaを買収したことから、ベンチャーキャピタル（VC）又はファンド経営と見なされることもある。現経営陣はあくまでもものづくり事業会社であることを標榜している。

資本効率改善が課題

現在の同社の財務体質は、総資産回転率が 0.31 と低く、資本効率の改善が課題となっている。その結果、ROE5.1% (23/12 期実績、将来的な目標 8%以上)、ROIC も WACC (5~6%想定) を下回る状況が続き、経済的付加価値 (EVA) を創出するには至っていなかった (23/12 期はネット IC ベースで ROIC7.4%達成)。

ROIC 経営

現経営陣は、ROE、ROIC 改善の為に、収益性改善 (事業 EBITDA マージン 20%以上) 及び資本効率改善 (成長領域への投資、コア事業強化の為に M&A、株主還元) に注力する。

図表 2. ノーリツ鋼機の事業ポートフォリオ

事業領域	ものづくり			その他	
事業名	部品・材料事業		音響機器関連事業	新成長領域 調査・投資	
事業主体	テイボー		AlphaTheta	JLab	単体
事業内容	マーキングペン先	金属部材	DJ/CLUB機器	音響デバイス	純粋持株会社 新規事業調査 投資
	筆記	コスメ	業務用音響機器	イヤホン	
特記事項	フェルト芯	塗布具/筆ペン (金属射出成形)	音楽制作機器	ヘッドホン	事業推進 資本政策 グループ管理
	世界シェア 50%超	日本古来の 極細筆技術 (Soliton)	関連サービス	100/50ドル 以下シェア 米国No.1	
商品・ サービス イメージ 画像					

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2) 事業セグメント

同社の事業セグメントは、ものづくり (部品・材料)、ものづくり (音響機器関連)、その他の 3 セグメントである。中核子会社は、ものづくり (部品・材料) 事業がテイボー (soliton 含む)、ものづくり (音響機器関連) 事業は AlphaTheta と JLab、その他事業は同社単体 (グループマネジメント及び新規成長領域に関する事業調査・投資) 等である。

売上収益構成比 (23/12 実績) : ものづくり (部品・材料、テイボー) 12.9%、ものづくり (音響機器関連) 85.5% (AlphaTheta56.7%、JLab28.8%)、その他 1.6%。

図表 3. 売上収益、同構成比の推移

年度	21/12期	22/12期	23/12期	年度	21/12期	22/12期	23/12期
売上収益 (百万円)				売上収益構成比 (%)			
テイボー	12,282	12,717	11,781	テイボー	22.5%	17.3%	12.9%
AlphaTheta	26,511	36,362	51,930	AlphaTheta	48.7%	49.5%	56.7%
JLab	14,596	23,154	26,340	JLab	26.8%	31.5%	28.8%
その他	1,090	1,282	1,500	その他	2.0%	1.7%	1.6%
合計	54,481	73,515	91,552	合計	100.0%	100.0%	100.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：JLab21/12 期は 9 カ月(2Q-4Q)分の数値

3 セグメント

売上収益

事業 EBITDA

事業 EBITDA は、営業利益から、その他の収益・費用を加減し、減価償却費及び償却費（使用権資産の減価償却費を除く）を加えて算出する。営業利益と比べて、非経常的な損益や償却費に左右されない企業本来の収益力を示すことから、同社は業績を評価する上で有用な情報と判断し、追加的に開示している。全社費用には同社単体の本社費用が含まれる。

事業 EBITDA 構成比：ものづくり（部品・材料）16.7%、ものづくり（音響機器関連）82.4%（AlphaTheta69.6%、JLab12.8%）、その他 0.9%。注）全社費用考慮後。

事業 EBITDA マージン：ものづくり（部品・材料）27.1%、ものづくり（音響機器関連）20.2%（AlphaTheta25.7%、JLab9.3%）、その他 11.9%。

ノーリツ鋼機単体（純粋持株会社）

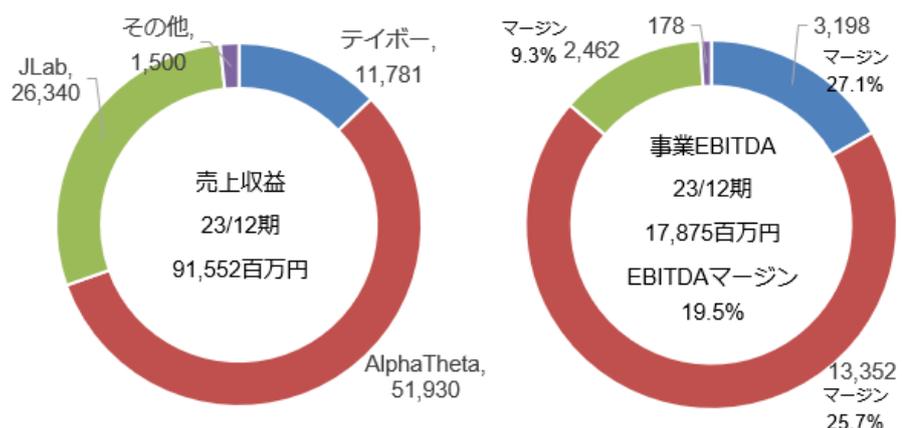
同社は音響機器関連事業の強化の為、DJ 機器ソフトウェア大手の Serato 買収を進めている。ノーリツ鋼機単体は、経営陣他 17 人の従業員が在籍しており、グループマネジメント（資本政策、グループファイナンス、投資、M&A、法務、人事、IR、他）及び新規成長領域に関する事業調査・投資を主業務とする純粋持株会社である。同社単体では収益事業を行わず売上高は計上しないが、当期純利益は連結の 170.5%、総資産は同 80.1%を占める（23/12 期）。

図表 4. 事業 EBITDA、同マージンの推移

年度	21/12期	22/12期	23/12期	年度	21/12期	22/12期	23/12期
事業 EBITDA (百万円)				事業 EBITDA マージン (%)			
テイボー	4,185	3,718	3,198	テイボー	34.1%	29.2%	27.1%
AlphaTheta	5,671	6,897	13,352	AlphaTheta	21.4%	19.0%	25.7%
JLab	1,404	1,337	2,462	JLab	9.6%	5.8%	9.3%
その他	273	272	178	その他	25.0%	21.2%	11.9%
全社費用	-795	-858	-1,316	全社平均	19.7%	15.5%	19.5%

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成、注：JLab21/12 期は 9 カ月(2Q-4Q)分の数値

図表 5. ノーリツ鋼機の売上収益、事業 EBITDA 内訳



注：事業 EBITDA セグメントは全社費用控除前（全社合計額は全社費用控除後）

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

3) ポジショニング

収益力と市場シェア

同社は事業再編を進める過程で、選択と集中を行い、ものづくり事業に集約していった。収益力を縦軸、市場シェアを横軸にとり、各子会社をポジショニング（図表 6、円の大きさは売上収益規模）。2015 年 1 月テイボーを買収しものづくりの主軸に据えると共に、ものづくりとヘルスケア以外の非中核事業の殆どを譲渡又は撤退し連結対象から切り離れた（2020 年 9 月時点）。ヘルスケアも JMDC（4483 東証プライム）を上場後、所有株の大半を 2022 年 2 月オムロン（6645 東証プライム）に譲渡し、非連結対象とした。プリメディカもメディパルホールディングス（7459 東証プライム）へ全株式を 2024 年 5 月末に譲渡する（譲渡価格 38 億円）。

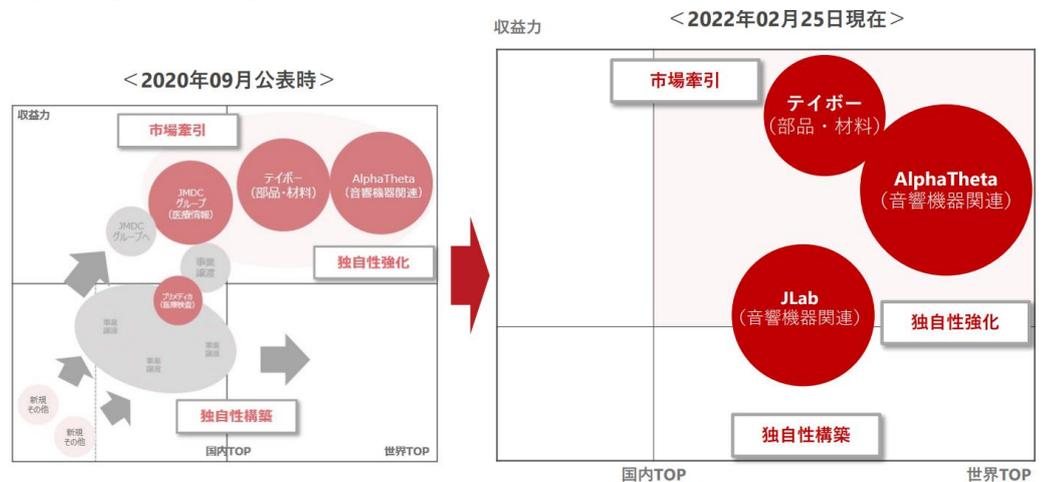
選択と集中

ものづくり以外で残るのは、持分法適用関連会社のキッズウェル・バイオ（4584 東証グロース、創業ベンチャー）のみである。一方、ものづくり事業では、2019 年 2 月テイボーが soliton を買収しコスメ分野を強化した。同社は、2020 年 4 月 AlphaTheta 買収に続き、2021 年 5 月 JLab を買収し音響機器関連分野に進出・強化した。この AlphaTheta と JLab 2 社の買収によって、ものづくり事業のグローバル化が一気に加速することになった。同社は DJ 機器ソフトウェア大手 Serato の買収を申請中であり、音響機器関連領域の強化を図る。

市場牽引力と独自性

テイボーと AlphaTheta は市場牽引力及び独自性が高く、NO.1/Only1 企業の旗頭となっている。JLab は競争が激しいコモディティ製品で収益力は低いが、マーケティングや製品の市場投入スピードで米国トップブランド（100 ドル以下）の地位を獲得し、世界シェア数%からの伸びしろが大きいと同社は考えている。

図表 6. 事業セグメントの変遷



出所：会社資料 注）プリメディカは上場準備中の為ポートフォリオには掲載していない

4) グローバル化

地域別売上構成比

同社の全売上収益の 90.0%が海外（北米・中南米 44.9%、EMEA32.6%、APAC7.2%、中国 5.3%）、10.0%が日本である。主要 3 事業別では、次の通り。テイボー：海外 59.3%（北米・中南米 17.8%、EMEA10.9%、APAC12.9%、中国 17.8%）、日本 40.7%。AlphaTheta：海外 94.5%（北米・中南米 35.0%、EMEA46.0%、APAC8.4%、中国

5.2%)、日本 5.5%。JLab：海外 99.8% (北米・中南米 79.1%、EMEA17.6%、APAC2.9%、中国 0.1%)、日本 0.2%。(以上、23/12期)

為替の影響

テイボーは、グローバルで販売及び仕入ともに円貨取引が基本の為対米ドル、対ユーロともに影響は僅少。AlphaThetaは、販売は各地域通貨を基本とし、仕入は米ドル。EMEAの売上収益が大きい為、対ユーロで円安は利益にプラス。北米を中心とする米ドルでの売上収益が仕入をやや下回る為、対米ドルで円安は利益にマイナス。JLabは、販売は各地域通貨を基本とし、仕入は米ドル。米国の売上収益が大きい為、対米ドルで円安は利益にプラス。米国以外は売上収益がまだ小さい為、影響は軽微とのことである。円安はグループ全体で営業利益にプラスの影響。

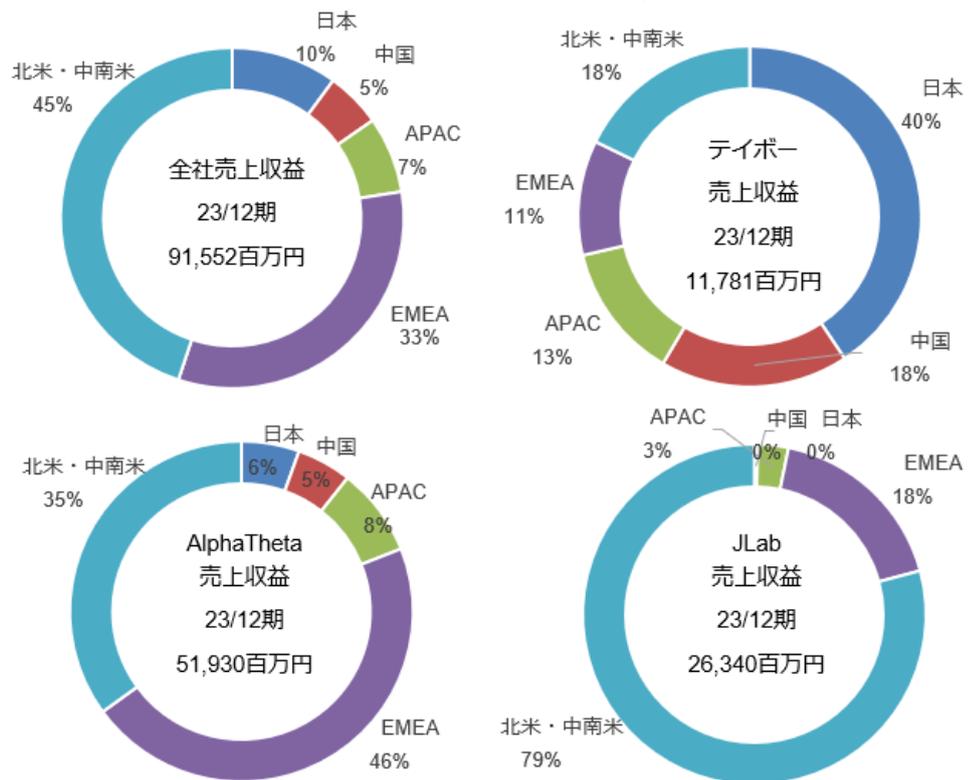
想定為替レート

為替レートの1円円安による通期連結業績への影響額は以下の通り(24/12期会社予想)。
 米ドル 145.9円：売上収益+3.7億円、事業 EBITDA+0.1億円、営業利益+0.2億円
 ユーロ 158.8円：売上収益+1.6億円、事業 EBITDA +1.4億円、営業利益+1.9億円

生産拠点

テイボーは自社工場(浜松に3工場)を持ち、AlphaThetaとJLabはファブレスである。AlphaThetaはアメリカ・イギリス・中国、JLabはアメリカに販売拠点がある。テイボーはMIM中心に生産能力を増強中である(21/11~24/9、設備投資13億円)。

図表 7. 全社及び主要3事業の地域別売上収益構成比(23/12期)



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

従業員分布(事業別、地域別)

連結正規従業員数 1,246 人(23/12期末)の内訳は、テイボー603人、AlphaTheta503人、JLab74人、その他66人。地域別分布(22/12期末)は、日本 82.2%、北米・中南米 6.9%、EMEA6.4%、中国 4.5%。ジェンダー別比率(同)は、男性 71.3%、女性 28.7%。

図表 8. 連結正規従業員分布

期末	21/12期	22/12期	23/12期	期末	21/12期	22/12期	23/12期
正規従業員数 (人)				構成比 (%)			
テイボー	573	599	603	テイボー	51.1%	50.6%	48.4%
AlphaTheta	459	470	503	AlphaTheta	40.9%	39.7%	40.4%
JLab	38	58	74	JLab	3.4%	4.9%	5.9%
その他	51	57	66	その他	4.5%	4.8%	5.3%
合計	1,121	1,184	1,246	合計	100.0%	100.0%	100.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：期末の数値

5) 各種指標

従業員 1 人当たり生産性

正規従業員 1 人当たり生産性 (23/12 期)は、全社平均で、売上収益 75.4 百万円、事業 EBITDA14.7 百万円、営業利益 11.9 百万円である。テイボーは、売上収益 19.6 百万円、事業 EBITDA5.3 百万円。AlphaTheta は、売上収益 106.7 百万円、事業 EBITDA27.4 百万円。JLab は、売上収益 399.1 百万円、事業 EBITDA37.3 百万円。

AlphaTheta は研究開発人員が過半を占めファブレス、JLab は営業・企画調査を主とする少数精鋭でファブレスの為、製造人員を抱えるテイボーと比べると、1 人当たり生産性指標が大きくなる傾向にある (円安の影響もあり)。

図表 9. 連結正規従業員 1 人当たり生産性

年度	22/12期	23/12期	年度	22/12期	23/12期
1人当り売上収益 (百万円)			1人当り事業EBITDA (百万円)		
テイボー	21.7	19.6	テイボー	6.3	5.3
AlphaTheta	78.3	106.7	AlphaTheta	14.8	27.4
JLab	482.4	399.1	JLab	27.9	37.3
その他	23.7	24.4	その他	5.0	2.9
全社平均	63.8	75.4	全社平均	9.9	14.7

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

研究開発費率

同社の研究開発費率 (売上収益比) は全社平均で 7.1%、事業別ではテイボー0.5%、AlphaTheta12.1%、JLab0.3%、その他 6.3%である (23/12 期)。AlphaTheta の研究開発費は全社の 96.6%を占める。テイボー及び JLab は研究開発をあまり必要としない成熟分野 (マーキングペン先 (筆記/コスメ)、ワイヤレスイヤホン/ヘッドホン) で、大量生産及び量販体制や独自の販売ルートを構築することで、コスト・リーダーシップを発揮している。

テイボーは一部新素材や MIM 新技術 (新製法、複雑形状) の確立で研究開発機能を持つ。一方、AlphaTheta は技術革新が激しい音響機器関連分野において、研究開発に注力し独自の地位を築くことで、新商品開発体制の更なる強化や開発製品数の増加を図る。

図表 10. 研究開発費、同売上収益比（研究開発費率）の推移

年度	21/12期	22/12期	23/12期	年度	21/12期	22/12期	23/12期
研究開発費（百万円）				研究開発費率（%）			
テイボー	72	70	62	テイボー	0.6%	0.6%	0.5%
AlphaTheta	4,299	5,129	6,260	AlphaTheta	16.2%	14.1%	12.1%
JLab	49	49	66	JLab	0.3%	0.2%	0.3%
その他	51	81	94	その他	4.7%	6.3%	6.3%
合計	4,472	5,330	6,482	全社平均	8.2%	7.3%	7.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

設備投資、減価償却費及び償却費

同社の設備投資額は 2,098 百万円、減価償却費及び償却費は 4,396 百万円である。テイボーは MIM 新工場の設立に加え、既存工場の生産能力拡大、合理化等を行う。AlphaTheta はソフトウェア・アプリケーション開発の拠点設立を図る。JLab は米国以外の展開の為に投資を行い、欧州及びアジアでの在庫管理、物流機能の強化、及びアジア販売体制の強化を図る。

図表 11. 設備投資、減価償却費の推移

年度	21/12期	22/12期	23/12期	年度	21/12期	22/12期	23/12期
設備投資額（百万円）				減価償却費及び償却費（百万円）			
テイボー	649	767	689	テイボー	1,044	1,103	1,145
AlphaTheta	455	540	1,107	AlphaTheta	2,171	2,085	2,102
JLab	26	143	32	JLab	564	1,004	1,080
その他	61	205	269	その他	35	50	69
合計	1,191	1,656	2,098	合計	3,814	4,243	4,396

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：リース資産償却費を除く

のれん、無形資産

同社の、のれん及び無形資産の合計額は総資産の 45.2% を占める。それぞれテイボー、AlphaTheta、JLab の買収により発生したものである。22/12 期において、同社は JLab におけるのれんの減損損失 59 億円を計上した。米国市場の政策金利上昇等の影響を受け割引率（WACC）が上昇した結果、株式の公正価値が株式の保有価額を下回った為、その下回った額を減損損失として認識したことによる。

図表 12. のれん、無形資産の推移

期末	21/12期	22/12期	23/12期	期末	21/12期	22/12期	23/12期
のれん（百万円）				無形資産（百万円）			
テイボー	19,490	19,490	19,490	テイボー	12,526	12,025	11,531
AlphaTheta	19,400	19,400	19,400	AlphaTheta	44,985	43,446	42,188
JLab	13,582	9,698	10,366	JLab	20,372	22,577	23,143
その他	0	0	0	その他	100	253	262
合計	52,473	48,589	49,256	合計	77,983	78,301	77,124

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：期末の数値

図表 13. セグメント別動向 (20/3期~24/12期)

事業セグメント	20/3期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	CAGR	
IFRS-連結 (百万円、%)	9カ月変動						会社予想	21-23/12
売上収益	26,147	41,148	54,481	73,515	91,552	103,500	29.6%	
前期比	-	-	-	34.9%	24.5%	13.1%		
日本	19,321	16,080	7,816	8,396	9,173		8.3%	
米国	1,842	8,833	21,586	30,037	35,687		28.6%	
中南米			1,045	1,576	2,593		57.5%	
ヨーロッパ			14,180	19,485	27,538		39.4%	
中東アフリカ	1,315	10,853	1,101	1,550	2,280		43.9%	
その他 (中国、他)	3,667	5,380	8,751	10,584	14,281		27.7%	
海外小計	6,826	25,068	46,665	65,119	82,379		32.9%	
海外売上比率	26.1%	60.9%	85.7%	88.6%	90.0%			
平均為替レート (¥/USD)		106.1	109.8	131.4	140.6	145.9		
平均為替レート (¥/EUR)		122.4	129.9	138.0	152.0	158.8		
期末為替レート (¥/USD)		103.5	115.0	132.7	141.8	145.0		
期末為替レート (¥/EUR)		127.0	130.5	141.5	157.1	158.0		
ものづくり(部品・材料) テイボー		7,362	12,282	12,717	11,781	12,400	-2.1%	
前期比	-	-	-	3.5%	-7.4%	-2.5%		
構成比	-	17.9%	22.5%	17.3%	12.9%	12.0%		
筆記			7,888	8,249	7,519		-2.4%	
コスメ			1,656	1,706	1,442		-6.7%	
MIM			2,279	2,297	2,251		-0.6%	
その他			458	464	567		11.3%	
ものづくり(音響機器関連)		21,530	41,107	59,516	78,271	89,500	38.0%	
前期比	-	-	-	44.8%	31.5%	50.4%		
構成比	-	52.3%	75.5%	81.0%	85.5%	86.5%		
AlphaTheta			26,511	36,362	51,930	60,000	40.0%	
前期比	-	-	-	37.2%	42.8%	15.5%		
構成比	-	-	48.7%	49.5%	56.7%	58.0%		
JLab			14,596	23,154	26,340	29,500	34.3%	
前期比	-	-	-	58.6%	13.8%	12.0%		
構成比	-	-	26.8%	31.5%	28.8%	28.5%		
ものづくり小計	11,276	28,892	53,389	72,233	90,052	101,900	29.9%	
その他	14,871	12,255	1,090	1,282	1,500	1,600	17.3%	
前期比	-	-	-	17.6%	17.0%	6.7%		
構成比	56.9%	29.8%	2.0%	1.7%	1.6%	1.5%		
営業利益	4,134	5,816	6,068	1,262	14,462	16,000	54.4%	
前期比	-	-	-	-79.2%	1046.0%	10.6%		
営業利益率	15.8%	14.1%	11.1%	1.7%	15.8%	15.5%		
事業EBITDA	6,847	9,487	10,739	11,367	17,875	21,000	29.0%	
前期比	-	-	-	5.8%	57.3%	17.5%		
事業EBITDAマージン	26.2%	23.1%	19.7%	15.5%	19.5%	20.3%		
ものづくり(部品・材料) テイボー		2,412	4,185	3,718	3,198	3,500	-12.6%	
前期比	-	-	-	-11.2%	-14.0%	-5.9%		
事業EBITDAマージン	-	32.8%	34.1%	29.2%	27.1%	28.2%		
構成比	-	23.8%	36.3%	30.4%	16.7%	15.8%		
ものづくり(音響機器関連)		4,708	7,076	8,234	15,814	18,600	49.5%	
前期比	-	-	-	16.4%	92.1%	125.9%		
事業EBITDAマージン	-	21.9%	17.2%	13.8%	20.2%	20.8%		
構成比	-	46.5%	61.3%	67.4%	82.4%	84.2%		
AlphaTheta			5,671	6,897	13,352	15,400	53.4%	
前年同期比	-	-	-	21.6%	93.6%	123.3%		
事業EBITDAマージン	-	-	21.4%	19.0%	25.7%	25.7%		
構成比	-	-	49.2%	56.4%	69.6%	69.7%		
JLab			1,404	1,337	2,462	3,200	32.4%	
前年同期比	-	-	-	-4.8%	84.1%	139.3%		
事業EBITDAマージン	-	-	9.6%	5.8%	9.3%	10.8%		
構成比	-	-	12.2%	10.9%	12.8%	14.5%		
ものづくり小計	3,635	7,120	11,261	11,952	19,012	22,100	29.9%	
その他	3,794	2,999	273	272	178		-19.3%	
前期比	-	-	-	-0.4%	-34.6%	-		
事業EBITDAマージン	25.5%	24.5%	25.0%	21.2%	11.9%	-		
構成比	51.1%	29.6%	2.4%	2.2%	0.9%	-		
全社費用	-582	-633	-795	-858	-1,316	-1,100		

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：21/12期以前の米国は北米(カナダ含む)

2. その他事業で非ものづくり事業を再編

1) プリメディカ (予防医療)

事業内容

プリメディカは予防医療事業及び最先端医療技術の研究開発事業を行う会社である。本社所在地は、東京都港区。東京研究所を新宿区に置く。検査サービス事業は、部位・臓器別（頭部、胸部、腹部、全身）及び疾患別（循環器疾患、生活習慣病、がん、認知症、体質チェック）に分かれ、各種検査を行う。研究開発支援では、様々な大学・研究機関・メーカーとの協業、検査測定受託や腸内細菌叢測定・解析サービスや糖尿病性腎臓病（DKD）/急性腎臓病（AKD）リスク測定キットを研究用途に提供している。

所有全株式の売却決定

2010年7月、ノーリツ鋼機は医療分野の事業開拓を行う目的で、NKメディコ（現プリメディカ）を設立した。ノーリツ鋼機は、2010年6月ドクターネット買収、2013年10月日本再生医療設立、2013年5月日本医療データセンター（現JMDC）やフィード、アイメディックを買収し、医療分野の事業を強化・拡大した。同社はものづくり事業に経営資源を集中する為に、医療事業を切り離し、大半の子会社を譲渡及び非連結化した。同社はプリメディカもメディカルホールディングス（7459 東証プライム）へ所有全株式を2024年5月末に譲渡する。

業績、財務

プリメディカの業績は、決算公告（23/3期）によると、売上高1,347百万円、純利益161百万円、利益剰余金727百万円、純資産948百万円、総資産1,266百万円であった。

2) ノーリツ鋼機単体

純粋持株会社

ノーリツ鋼機単体は、経営陣他17人の従業員が在籍しており、グループマネジメント（資本政策、グループファイナンス、投資、M&A、法務、人事、IR、他）及び新規成長領域に関する事業調査・投資を主業務とする純粋持株会社である。単体では収益事業を行わず売上高は計上しないが、当期純利益は連結の170.5%、総資産は同80.1%を占める（23/12期）。

PLの主な勘定項目

23/12期単体業績は、売上高0、営業損失1,546百万円、経常損失815百万円、当期純利益17,385百万円。損益計算書上の主な勘定項目は、販管費1,546百万円、営業外収益に受取利息751百万円、為替差益349百万円、営業外費用に支払利息285百万円、融資手数料95百万円、特別利益に投資有価証券売却益25,569百万円を計上した。

BSの主な勘定項目

23/12期末の貸借対照表は、総資産223,742百万円で、主な項目は、現金及び預金39,902百万円、長短貸付金43,641百万円、投資有価証券21,341百万円、関係会社株式101,100百万円。負債の部では、長短借入金39,370百万円。純資産の部では、株主資本165,641百万円、純資産合計178,159百万円である。

連単倍率

因みに、連結では、総資産279,471百万円（連単倍率1.25）、現金及び現金同等物70,190百万円（同1.76）、有利子負債42,577百万円（同1.08）、親会社の所有者に帰属する持分資本合計205,374百万円（同1.24）、資本合計205,844百万円（同1.16）である。

3. 当面の業績動向

2024年12月期1Q実績

同社は5月10日引け後に24/12期第一四半期(1Q)の決算を発表した。1Q業績は、売上収益27,304百万円(前期比56.9%増)、事業EBITDA7,847百万円(同207.5%増)、営業利益7,640百万円(同278.2%増)、税引前利益7,657百万円(同319.5%増)、親会社の所有者に帰属する四半期利益5,235百万円(398.1%増)と大幅増収増益であった。利益では期初上期予想を超えて着地した。同社は同日、上期及び通期の会社予想を大幅に上方修正。通期会社新予想(5月10日付修正)に対する1Qの進捗度は、売上高26.4%、営業利益47.8%、税引前利益49.7%、四半期利益50.8%。上期会社新予想(同)に対する進捗度は、同54.6%、同84.0%、同87.0%、同90.3%である。同社の会社新予想(同)は上期、通期ともに保守的であると云える。

売上収益増減分析(対前期)

個社別では、テイボーは減収減益、AlphaThetaとJLabは大幅増収増益で着地した(図表36)。為替レート(平均)は、米ドル148.6円で前期比16.3円、ユーロ161.3円で同19.2円の円安となり、米ドル及びユーロ取引が多いAlphaThetaとJLabの収益にプラスに働いた。円安はグループ全体では営業利益にプラスの影響がある。

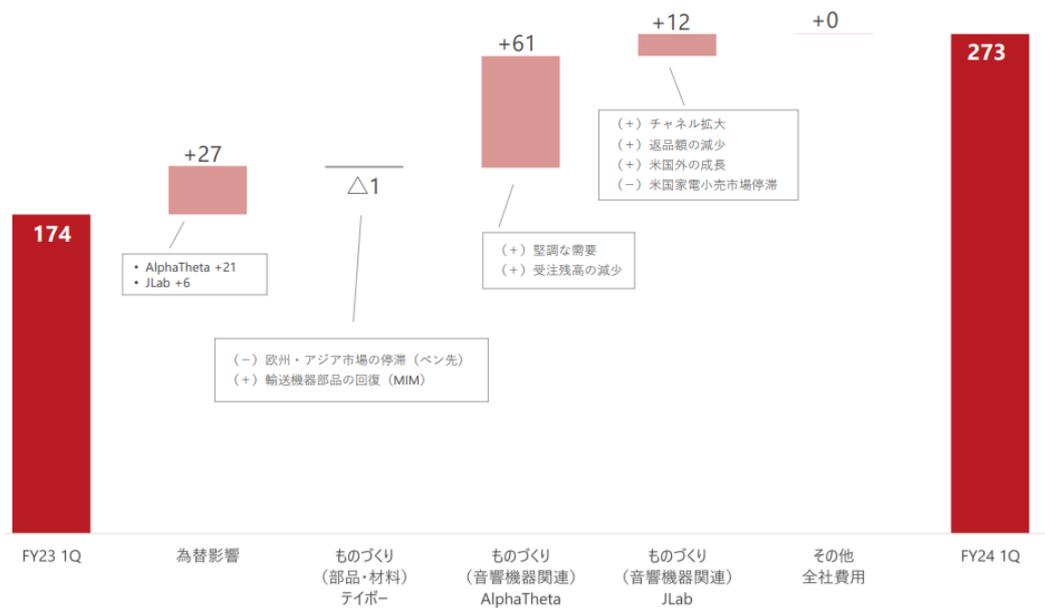
テイボーの売上収益減収(対前期)の要因は欧米・アジア市場(日本、中国除く)の停滞(筆記・コスメ)を輸送機器部品(MIM)の回復で補えず-1億円。AlphaThetaとJLabは為替円安の影響がそれぞれ+21億円、+6億円の増収。AlphaThetaは、堅調な需要と受注残の解消を進めた為+61億円の増収効果があった。全地域で増収だが、EMEA向けが2.2倍と突出している。JLabも米国家電小売り市場停滞の影響を、チャネル拡大、返品額の減少、米国外の成長でカバーし+12億円のプラスとなった。AlphaThetaの出荷の増加及びJLabの返品額の減少は、一部先取りの可能性もある。

売上収益、営業利益の増減分析(対前年同期)は下記の図表の通り。

売上収益増減分析

図表 14. 売上収益増減分析(対前年同期)

単位：億円

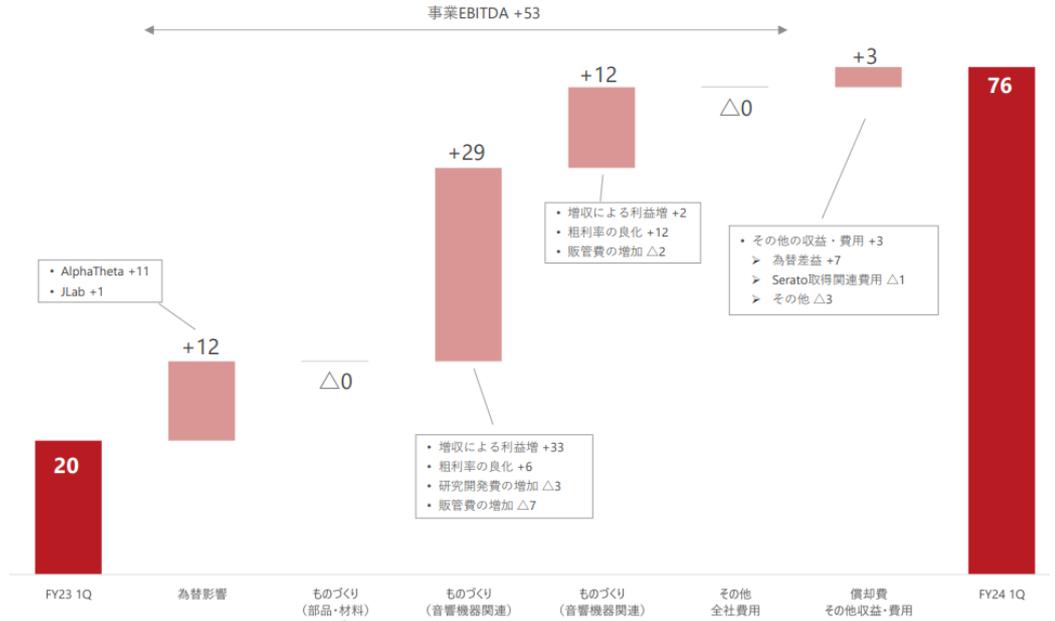


出所：会社資料

営業利益増減分析

図表 15. 営業利益増減分析 (対前年同期)

単位：億円



出所：会社資料

2024年12月期会社予想 上方修正

1Qの事業進捗及び想定為替レートの見直しを反映し、上期と通期予想を上方修正（5月10日付修正）。2Q以降は不確実性を考慮し保守的に織り込むものの、期初の増収減益予想から増収増益予想となった。24/12期通期会社新予想（5月10日付修正）は、売上収益103,500百万円（前期比13.1%増）、事業 EBITDA 21,000百万円（同17.5%増）、営業利益16,000百万円（同10.6%増）、税引前利益15,400百万円（同12.0%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益10,300百万円（1.0%増）である。為替レート前提（平均）は、米ドル145.9円（前期比+5.3円安）、ユーロ158.8円（同+6.8円安）。Seratoの取得及びプリメディカの売却については、クロージング前の為予想に反映していない。配当予想は、配当性向40%以上を目標とするものの、現時点では変更なし。保守的な中計目標値は見直しの可能性がある。

売上収益予想の増減内訳 (前期比)

売上収益の増減内訳は、為替影響+31億円（AlphaTheta+20億円、JLab+11億円）テイボ-6億円、AlphaTheta+61億円、JLab+21億円、その他+1億円を見込む。

営業利益予想の増減内訳 (前期比)

営業利益の増減内訳では、為替影響+10億円（AlphaTheta+9億円、JLab+1億円）、テイボ-+3億円（増収効果+2億円、粗利率良化+3億円、販管費増-2億円）、AlphaTheta+11億円（増収効果+32億円、粗利率良化+15億円、研究開発費増-9億円、販管費増-27億円）、JLab+6億円（増収効果+5億円、粗利率良化+18億円、販管費増-17億円）、償却費、その他収益・費用が-15億円（償却費増-2億円、為替差損益-10億円、Serato取得関連費用-3億円）。

当期利益予想の増減内訳 (前期比)

当期利益の増減内訳は、営業利益+16億円、23/12期の持分法適用株式評価損比+6億円、金融収支-5億円、法人所得税費用-16億円（税効果等の見積り差異-10億円等）。

保守的な会社予想

会社新予想（5月10日付修正）は2Q以降の不確実性を考慮し保守的に織り込んだとしているが、想定以上の円安もあり、2Qの減収減益予想、下期の減益予想は依然として保守的と考えられる。

在庫水準

同社によると AlphaTheta の受注残の解消は、一部先取りとしているが、新型コロナの影響の解消に加え、取り組んでいた品質改善効果が寄与した可能性もある。1Q末の在庫水準 8,096 百万円は今通期売上収益予想 56,500 百万円の 1.7 カ月分である。JLab の返品額の減少も一部先取りがあったとのことであるが、前期 1Q と比べ新型コロナの影響がなかったことも要因と考えられる。JLab の在庫水準 7,009 百万円は今期通期売上予想 29,000 百万円の 2.9 カ月分である。JLab 在庫増減は為替変動の影響を受ける（円安で膨らむ傾向）。

図表 16. 四半期業績動向

四半期業績推移 (百万円、%) (累計)	22/12期				23/12期				24/12期	進捗率 (対24/12期)		24/12期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	対上期会予	対通期会予	上期会予	通期会予
売上収益	14,224	31,536	49,662	73,515	17,398	41,469	65,789	91,552	27,304	54.6%	26.4%	50,000	103,500
前年同期比	37.6%	34.0%	34.4%	34.9%	22.3%	31.5%	32.5%	24.5%	56.9%			20.6%	13.1%
売上原価	8,047	18,352	29,794	43,986	10,191	23,454	36,277	50,480	13,308				
前年同期比	75.0%	62.2%	58.3%	48.0%	26.6%	27.8%	21.8%	14.8%	30.6%				
売上原価率	56.6%	58.2%	60.0%	59.8%	58.6%	56.6%	55.1%	55.1%	48.7%				
売上総利益	6,176	13,184	19,867	29,529	7,207	18,014	29,511	41,072	13,996				
前年同期比	7.6%	7.9%	9.6%	19.2%	16.7%	36.6%	48.5%	39.1%	94.2%				
売上総利益率	43.4%	41.8%	40.0%	40.2%	41.4%	43.4%	44.9%	44.9%	51.3%				
販管費	4,708	10,211	16,041	22,406	5,702	12,085	19,013	27,595	7,217				
前年同期比	32.2%	30.3%	28.7%	25.6%	21.1%	18.4%	18.5%	23.2%	26.6%				
売上販管費比率	33.1%	32.4%	32.3%	30.5%	32.8%	29.1%	28.9%	30.1%	26.4%				
営業利益	1,700	3,267	4,227	1,262	2,020	7,365	12,522	14,462	7,640	84.0%	47.8%	9,100	16,000
前年同期比	-27.1%	-9.4%	-10.8%	-79.2%	18.8%	125.4%	196.2%	1046.0%	278.2%			23.6%	10.6%
営業利益率	12.0%	10.4%	8.5%	1.7%	11.6%	17.8%	19.0%	15.8%	28.0%			18.2%	15.5%
税引前当期利益	2,050	4,746	7,970	3,944	1,825	7,214	12,264	13,747	7,657	87.0%	49.7%	8,800	15,400
前年同期比	41.8%	110.7%	119.1%	-25.8%	-11.0%	52.0%	53.9%	248.6%	319.6%			22.0%	12.0%
税引前利益率	14.4%	15.0%	16.0%	5.4%	10.5%	17.4%	18.6%	15.0%	28.0%			17.6%	14.9%
親会社の所有者に帰属する四半期利益	100,163	101,121	102,928	101,554	1,051	4,454	7,842	10,199	5,235	90.3%	50.8%	5,800	10,300
前年同期比	-	-	-	-	-99.0%	-95.6%	-92.4%	-90.0%	398.1%			30.2%	1.0%
四半期利益率	704.2%	320.7%	207.3%	138.1%	6.0%	10.7%	11.9%	11.1%	19.2%			11.6%	10.0%
事業EBITDA	2,486	5,049	6,980	11,367	2,552	8,046	13,748	17,875	7,847	67.6%	37.4%	11,600	21,000
前年同期比	-16.1%	-17.4%	-17.0%	5.8%	2.7%	59.4%	97.0%	57.3%	207.5%			44.2%	17.5%
事業EBITDAマージン	17.5%	16.0%	14.1%	15.5%	14.7%	19.4%	20.9%	19.5%	28.7%			23.2%	20.3%
四半期累積平均為替レート (¥/USD)	116.2	122.9	128.1	131.4	132.3	134.9	138.1	140.6	148.6			146.8	145.9
四半期累積平均為替レート (¥/EUR)	130.4	134.3	136.0	138.0	142.1	145.8	149.6	152.0	161.3			159.7	158.8
四半期累積平均為替レート (¥/元)	18.3	18.9	19.3	19.5	19.3	19.5	19.6	19.8	20.6				
四半期末為替レート (¥/USD)	122.4	136.7	144.8	132.7	133.5	145.0	149.6	141.8	151.4			145.0	145.0
四半期末為替レート (¥/EUR)	136.7	142.7	142.3	141.5	145.7	157.6	158.0	157.1	163.2			158.0	158.0
四半期末為替レート (¥/元)	19.3	20.4	20.4	19.0	19.4	19.9	20.5	19.9	20.8				
四半期業績推移 (百万円、%) (3か月)	22/12期				23/12期				24/12期				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q				
売上収益	14,224	17,312	18,126	23,853	17,398	24,071	24,320	25,763	27,304				
前年同期比	37.6%	31.2%	35.1%	36.0%	22.3%	39.0%	34.2%	8.0%	56.9%				
売上原価	8,047	10,305	11,442	14,192	10,191	13,263	12,823	14,203	13,308				
前年同期比	75.0%	53.5%	52.3%	30.3%	26.6%	28.7%	12.1%	0.1%	30.6%				
売上原価率	56.6%	59.5%	63.1%	59.5%	58.6%	55.1%	52.7%	55.1%	48.7%				
売上総利益	6,176	7,008	6,683	9,662	7,207	10,807	11,497	11,561	13,996				
前年同期比	7.6%	8.2%	13.2%	45.5%	16.7%	54.2%	72.0%	19.7%	94.2%				
売上総利益率	43.4%	40.5%	36.9%	40.5%	41.4%	44.9%	47.3%	44.9%	51.3%				
販管費	4,708	5,503	5,830	6,365	5,702	6,383	6,928	8,582	7,217				
前年同期比	32.2%	28.7%	26.1%	18.4%	21.1%	16.0%	18.8%	34.8%	26.6%				
売上販管費比率	33.1%	31.8%	32.2%	26.7%	32.8%	26.5%	28.5%	33.3%	26.4%				
営業利益	1,700	1,567	960	-2,965	2,020	5,345	5,157	1,940	7,640				
前年同期比	-27.1%	23.0%	-15.3%	-	18.8%	241.1%	437.2%	-	278.2%				
営業利益率	12.0%	9.1%	5.3%	-	11.6%	22.2%	21.2%	7.5%	28.0%				
税引前当期利益	2,050	2,696	3,224	-4,026	1,825	5,389	5,050	1,483	7,657				
前年同期比	41.8%	234.1%	132.9%	-	-11.0%	99.9%	56.6%	-	319.6%				
税引前利益率	14.4%	15.6%	17.8%	-	10.5%	22.4%	20.8%	5.8%	28.0%				
親会社の所有者に帰属する四半期利益	100,163	958	1,807	-1,374	1,051	3,402	3,388	2,357	5,235				
前年同期比	7830.6%	141.3%	197.2%	-	-99.0%	255.1%	87.5%	-	398.1%				
四半期利益率	704.2%	5.5%	10.0%	-	6.0%	14.1%	13.9%	9.1%	19.2%				
事業EBITDA	2,486	2,563	1,931	4,387	2,552	5,494	5,702	4,127	7,847				
前年同期比	-16.1%	-18.5%	-16.1%	88.5%	2.7%	114.4%	195.3%	-5.9%	207.5%				
事業EBITDAマージン	17.5%	14.8%	10.7%	18.4%	14.7%	22.8%	23.4%	16.0%	28.7%				
四半期平均為替レート (¥/USD)	116.2	129.6	138.4	141.0	132.3	137.4	144.6	147.9	148.6				
四半期平均為替レート (¥/EUR)	130.4	138.1	139.3	144.3	142.1	149.5	157.3	159.1	161.3				
四半期平均為替レート (¥/元)	18.3	19.6	20.2	19.9	19.3	19.6	19.9	20.4	20.6				

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：百万円以下四捨五入、少数点第二位四捨五入

図表 17. 事業セグメント別の四半期業績動向

事業セグメント (百万円、%) (四半期累計)	22/12期				23/12期				24/12期 1Q	進捗率 (対24/12期)		24/12期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q		対上期会予	対通期会予	上期会予	通期会予
売上収益	14,224	31,536	49,662	73,515	17,398	41,469	65,789	91,552	27,304	54.6%	26.4%	50,000	103,500
前年同期比	37.6%	34.0%	34.4%	34.9%	22.3%	31.5%	32.5%	24.5%	56.9%			20.6%	13.1%
ものづくり(部品・材料) テイボー	3,062	6,298	9,452	12,717	2,856	5,808	8,750	11,781	2,713	46.0%	21.9%	5,900	12,400
前年同期比	7.3%	5.8%	3.6%	3.5%	-6.7%	-7.8%	-7.4%	-7.4%	-5.0%			1.6%	5.3%
筆記	1,988	4,235	6,237	8,249	1,829	3,684	5,585	7,519	1,778				
コスメ	415	783	1,269	1,706	371	764	1,115	1,442	253				
MIM	554	1,083	1,648	2,297	522	1,099	1,634	2,251	531				
その他	103	195	296	464	132	261	414	567	150				
ものづくり(音響機器関連)	10,895	24,673	39,299	59,516	14,211	34,984	55,971	78,270	24,208	55.9%	27.0%	43,300	89,500
前年同期比	50.5%	44.3%	45.2%	44.8%	30.4%	41.8%	42.4%	31.5%	70.3%			23.8%	14.3%
AlphaTheta	8,462	16,820	24,577	36,362	10,718	25,184	39,161	51,930	18,934	60.5%	31.6%	31,300	60,000
前年同期比	16.9%	18.0%	24.2%	37.2%	26.7%	49.7%	59.3%	42.8%	76.7%			24.3%	15.5%
JLab	2,433	7,853	14,722	23,154	3,493	9,800	16,810	26,340	5,274	44.0%	17.9%	12,000	29,500
前年同期比	-	176.5%	102.5%	58.6%	43.6%	24.8%	14.2%	13.8%	51.0%			22.4%	12.0%
その他	266	565	909	1,282	331	675	1,066	1,500	382	47.8%	23.9%	800	1,600
事業EBITDA	2,486	5,049	6,980	11,367	2,552	8,046	13,748	17,875	7,847	67.6%	37.4%	11,600	21,000
前年同期比	-16.1%	-17.4%	-17.0%	5.8%	2.7%	59.4%	97.0%	57.3%	207.5%			44.2%	17.5%
事業EBITDAマージン	17.5%	16.0%	14.1%	15.5%	14.7%	19.4%	20.9%	19.5%	28.7%			23.2%	20.3%
ものづくり(部品・材料) テイボー	791	1,853	2,774	3,718	650	1,522	2,323	3,198	596	37.3%	17.0%	1,600	3,500
前年同期比	-18.0%	-13.7%	-15.0%	-11.2%	-17.8%	-17.9%	-16.3%	-14.0%	-8.3%			5.1%	9.4%
事業EBITDAマージン	25.8%	29.4%	29.3%	29.2%	22.8%	26.2%	26.5%	27.1%	22.0%			27.1%	28.2%
ものづくり(音響機器関連)	1,899	3,578	4,722	8,234	2,081	6,938	12,050	15,814	7,436	70.2%	40.0%	10,600	18,600
前年同期比	-10.4%	-16.2%	-15.1%	16.4%	9.6%	93.9%	155.2%	92.1%	257.3%			52.8%	17.6%
事業EBITDAマージン	17.4%	14.5%	12.0%	13.8%	14.6%	19.8%	21.5%	20.2%	30.7%			24.5%	20.8%
AlphaTheta	2,443	3,897	4,699	6,897	2,659	7,053	11,275	13,352	6,707	72.1%	43.6%	9,300	15,400
前年同期比	15.3%	-5.7%	-6.5%	21.6%	8.8%	81.0%	139.9%	93.6%	152.2%			31.9%	15.3%
事業EBITDAマージン	28.9%	23.2%	19.1%	19.0%	24.8%	28.0%	28.8%	25.7%	35.4%			29.7%	25.7%
JLab	-543	-318	23	1,337	-577	-115	775	2,462	728	56.0%	22.8%	1,300	3,200
前年同期比	-	-	-95.7%	-4.8%	-	-	-	84.1%	-			-	30.0%
事業EBITDAマージン	-22.3%	-4.0%	0.2%	5.8%	-16.5%	-1.2%	4.6%	9.3%	13.8%			10.8%	10.8%
その他	42	95	180	272	55	77	120	178	42			-600	-1,100
全社費用	-246	-478	-696	-858	-235	-491	-745	-1,316	-228				
事業セグメント (百万円、%) (四半期)	22/12期				23/12期				24/12期				
売上高	14,224	17,312	18,126	23,853	17,398	24,071	24,320	25,763	27,304				
前年同期比	37.6%	31.2%	35.1%	36.0%	22.3%	39.0%	34.2%	8.0%	56.9%				
ものづくり(部品・材料) テイボー	3,062	3,236	3,154	3,265	2,856	2,952	2,942	3,031	2,713				
前年同期比	7.3%	4.4%	-0.5%	3.3%	-6.7%	-8.8%	-6.7%	-7.2%	-5.0%				
筆記	1,988	2,246	2,002	2,011	1,829	1,854	1,901	1,933	1,778				
コスメ	415	368	485	436	371	392	351	327	253				
MIM	554	528	564	649	522	576	535	616	531				
その他	103	91	101	167	132	128	152	155	150				
ものづくり(音響機器関連)	10,895	13,778	14,626	20,217	14,211	20,773	20,987	22,299	24,208				
前年同期比	50.5%	39.8%	46.8%	43.9%	30.4%	50.8%	43.5%	10.3%	70.3%				
AlphaTheta	8,462	8,358	7,757	11,785	10,718	14,466	13,977	12,768	18,934				
前年同期比	16.9%	19.1%	40.2%	75.3%	26.7%	73.1%	80.2%	8.3%	76.7%				
JLab	2,433	5,420	6,869	8,432	3,493	6,307	7,010	9,530	5,274				
前年同期比	-	90.8%	55.1%	15.1%	43.6%	16.4%	2.1%	13.0%	51.0%				
その他	266	299	344	373	331	344	391	433	382				
事業EBITDA	2,486	2,563	1,931	4,387	2,552	5,494	5,702	4,127	7,847				
前年同期比	-16.1%	-18.5%	-16.1%	88.5%	2.7%	114.4%	195.3%	-5.9%	207.5%				
事業EBITDAマージン	17.5%	14.8%	10.7%	18.4%	14.7%	22.8%	23.4%	16.0%	28.7%				
ものづくり(部品・材料) テイボー	791	1,062	921	944	650	872	801	875	596				
前年同期比	-18.0%	-10.2%	-17.4%	2.4%	-17.8%	-17.9%	-13.0%	-7.3%	-8.3%				
事業EBITDAマージン	25.8%	32.8%	29.2%	28.9%	22.8%	29.5%	27.2%	28.9%	22.0%				
ものづくり(音響機器関連)	1,899	1,679	1,144	3,512	2,081	4,857	5,112	3,764	7,436				
前年同期比	-10.4%	-21.9%	-11.3%	131.5%	9.6%	189.3%	346.9%	7.2%	257.3%				
事業EBITDAマージン	17.4%	12.2%	7.8%	17.4%	14.6%	23.4%	24.4%	16.9%	30.7%				
AlphaTheta	2,443	1,454	802	2,198	2,659	4,394	4,222	2,077	6,707				
前年同期比	15.3%	-27.8%	-9.9%	239.7%	8.8%	202.2%	426.4%	-5.5%	152.2%				
事業EBITDAマージン	28.9%	17.4%	10.3%	18.7%	24.8%	30.4%	30.2%	16.3%	35.4%				
JLab	-543	225	341	1,314	-577	462	890	1,687	728				
前年同期比	-	67.9%	-15.0%	51.2%	-	105.3%	161.0%	28.4%	-				
事業EBITDAマージン	-22.3%	4.2%	5.0%	15.6%	-16.5%	7.3%	12.7%	17.7%	13.8%				
その他	42	53	85	92	55	22	43	57	42				
全社費用	-246	-232	-218	-162	-235	-256	-254	-571	-228				

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成、注：百万円以下四捨五入、少数点第二位四捨五入

図表 18. 中期的な収益目標

(百万円)	中計FY21	中期経営計画FY25					CAGR
	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期		25/12期	
	実績	実績	実績	旧会社予想	新会社予想	中期目標	
売上収益	54,481	73,515	91,552	97,600	103,500	100,000	16.4%
ものづくり(部品・材料) テイボー	12,282	12,717	11,781	12,400	12,400	12,800	1.0%
売上収益構成比	22.5%	17.3%	12.9%	12.7%	12.7%	12.8%	
ものづくり(音響機器関連)	41,107	59,516	78,271	83,600	89,500	85,500	20.1%
売上収益構成比	75.5%	81.0%	85.5%	85.7%	86.5%	85.5%	
AlphaTheta	26,511	36,362	51,930	55,600	60,000	56,500	20.8%
売上収益構成比	48.7%	49.5%	56.7%	57.0%	58.0%	56.5%	
JLab	14,596	23,154	26,340	28,000	29,500	29,000	18.7%
売上収益構成比	26.8%	31.5%	28.8%	28.7%	28.5%	29.0%	
その他	1,090	1,282	1,500	1,600	1,600	1,700	
国内売上収益	7,816	8,396	9,173	-	-	-	
国内売上収益比率	14.3%	11.4%	10.0%				
海外売上収益	46,665	65,119	82,379	-	-	-	
海外売上収益比率	85.7%	88.6%	90.0%				
事業EBITDA	10,739	11,367	17,875	18,800	21,000	20,000	16.8%
EBITDAマージン	19.7%	15.5%	19.5%	19.3%	20.3%	20.0%	
ものづくり(部品・材料) テイボー	4,185	3,718	3,198	3,500	3,500	3,700	-3.0%
EBITDAマージン	34.1%	29.2%	27.1%	28.2%	28.2%	28.9%	
ものづくり(音響機器関連)	7,076	8,234	15,814	16,400	18,600	17,200	24.9%
EBITDAマージン	17.2%	13.8%	20.2%	19.6%	20.8%	20.1%	
AlphaTheta	5,671	6,897	13,352	13,500	15,400	13,800	24.9%
EBITDAマージン	21.4%	19.0%	25.7%	24.3%	25.7%	24.4%	
JLab	1,404	1,337	2,462	2,900	3,200	3,400	24.7%
EBITDAマージン	9.6%	5.8%	9.3%	10.4%	10.8%	11.7%	
その他全社費用	-522	-585	-1,137	-1,100	-1,100	-900	
営業利益	6,068	1,262	14,462	13,400	16,000	15,000	25.4%
営業利益率	11.1%	1.7%	15.8%	13.7%	15.5%	15.0%	
ROE	4.7%	2.7%	5.1%			4%以上~8%	
ROIC (クロス投下資本で算出)	2.0%	0.4%	3.9%	6.0%	6.0%	5~6%	
ROIC (会社定義、ネット投下資本)	2.6%	0.6%	7.4%	6.0%	6.0%	5~6%	
EPS (円)	143.6	2,848.5	285.9	241.0	288.7	290.0	
配当性向	137.9%	5.3%	40.2%	48.1%	40.2%	40%以上	
Net Debt/事業EBITDA	5.1	-7.4	-2.9			3.0以下	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：25/12 期中期目標値は 2024 年 2 月 13 日時点（23/12 期決算発表時に上方修正）。同年 5 月 10 日 1Q 決算発表時に上方修正された 24/12 期会社予想は、中期目標値を上回る結果となった。

4. 類似企業との比較

7 社中営業利益率が最も高く、ROE が最も低い

ノーリツ鋼機の比較対象企業を選ぶにあたり、ものづくりを中核事業としかつ類似製品を持ち、事業規模が近い企業を基準とした。類似企業として 6 社を選び比較対象とした。但し、ノーリツ鋼機の様に祖業を切り離し、全く異なる異業種の複合企業体へと大変貌を遂げた企業は見当たらない。ノーリツ鋼機を含む 7 社のうち、同社は営業利益率が 15.8%と最も高く、一方 ROE5.1%は最も低い。自己資本比率 73.5%はエレコム（6750 東証プライム）73.6%に次いで高い。

河合楽器製作所

音響機器の売上比率が高く、売上規模が近い類似企業として、河合楽器製作所（7952 東証プライム）とローランド（7944 東証プライム）が挙げられる。河合楽器製作所は 1927 年設立と古い。営業利益率が高い素材加工事業を持つが、低収益率のピアノを主とする楽器教育事業の売上比率が高い為、全社営業利益率は 4.1%に留まる。

ローランド

ローランドは 1972 年に設立された日本の大手電子楽器メーカー。2010 年より 4 期連続で赤字を計上、業績が低迷していた。2014 年 7 月、米投資ファンドのタイヨウ・パシフィック・パートナーズグループである常若コーポレーションによる、ローランド株式の TOB が成立。同年 10 月上場廃止

ノーリツ鋼機 | 7744 (東証プライム)

し、経営再建を進め、2020年12月再上場した。23/12期業績は営業利益率11.6%、ROE22.2%の高収益企業に生まれ変わっている。

オーベクス

オーベクス(3583 東証スタンダード)は売上規模が小さいが、テイボーの競合企業である。営業利益率10.4%、ROE7.2%。マーキングペン先(筆記、コスメ)の主力事業の他、メディカル事業(流量制御チューブ応用製品)も展開する。マーキングペン先の市場シェアは約25%(ノーリツ鋼機50%超)。同社によるとマーキングペン先の市場規模は数百億円程度と見込む。

エレコム

エレコムは事業内容こそ異なるが、ライフサイクルが短い製品を取扱い、競合他社との販売競争が激しい中で、比較的安定した収益性(営業利益率11.2%、ROE11.9%)を確保している。JLabのベンチマークとしても興味深い。

カシオ計算機 JVCケンウッド

カシオ計算機(6952 東証プライム)とJVCケンウッド(6632 東証プライム)は売上規模がノーリツ鋼機の3倍前後と大きい、営業利益率は5%台と河合楽器に次いで低い2社である。

図表 19. 類似企業との収益性比較

会社名	証券コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	営業利益率 (%)	ROE (%)	自己資本 比率 (%)	事業内容
ノーリツ鋼機	7744	23/12	91,522	14,462	15.8%	5.1%	73.5%	部品・材料(ペン先、MIM)、音響関連機器
オーベクス	3583	24/3	5,387	560	10.4%	7.2%	64.4%	テクノ製品(ペン先、コスメ)メディカル製品
河合楽器製作所	7952	24/3	80,192	3,255	4.1%	6.9%	58.4%	楽器教育事業、素材加工事業、その他
ローランド	7944	23/12	102,445	11,871	11.6%	22.2%	49.2%	鍵盤/管打楽器、ギター、DJ機器、映像音響機器
エレコム	6750	24/3	110,169	12,380	11.2%	11.9%	73.6%	PC/スマホ・タブレット/TV/AV関連、周辺機器
カシオ計算機	6952	24/3	268,828	14,208	5.3%	5.3%	66.1%	時計、コンシューマ、システム、その他
JVCケンウッド	6632	24/3	359,459	18,226	5.1%	12.2%	36.2%	車載用音響機器、無線・業務用、メディア・娯楽

注：ノーリツ鋼機とJVCケンウッドはIFRS(売上高は売上収益の意味)、他は日本基準

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. 株価動向とバリュエーション

同社の直近の株価

同社の株価は5月10日(金)引け後の1Q決算発表の大幅増収増益と会社予想の大幅上方修正を受けて、5月13日(月)は終日ストップ高、14日(火)の寄り付きで52週高値3,910円を付けた(5月10日終値比23%超上昇)。市場ではポジティブサプライズと受け止められた模様である。その後は利食い売りを消化しながらも落ち着いた動きを示している。

類似企業7社の株価比較

同社及び前述した類似企業6社の過去5年間の株価推移を比較した。直近までの株価変動率は、①JVCケンウッド+260%、②ノーリツ鋼機+126%、③河合楽器製作所+33%、④ローランド+28%、⑤オーベクス+19%、⑥カシオ計算機-10%、⑦エレコム-11%。因みに、同期間のTOPIX+78%、日経平均+81%である。

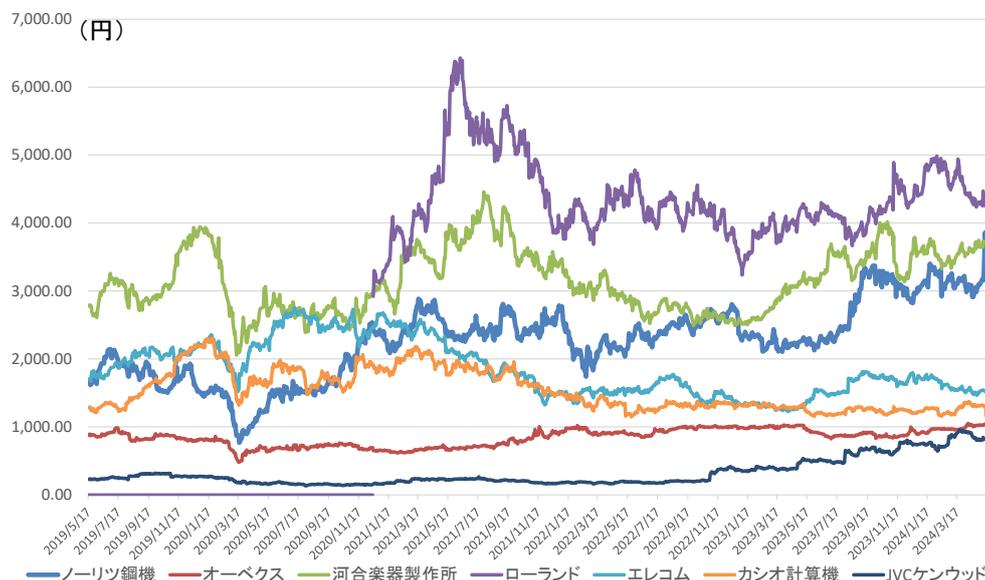
株価変動の要因

カシオ計算機を除き、6社の時価総額は1,500億円を下回っており、最近の大型株主導の市場の流れに乗り切れていない状況である。JVCケンウッドが2023年以降、株価急騰したのは、2024年3月期1Q決算で大幅増収増益となったポジティブサプライズによる。ノーリツ鋼機の直近の株価急騰も同じ理由である。カシオ計算機とエレコムの株価低迷は、過去5年間の業績が横ばいで、事業構造においても変化に乏しいことが要因と推察する。

バリュエーション比較

7社中、PBR1.0以下は3社：河合楽器製作所0.75、ノーリツ鋼機0.64、オーベクス0.47。PERは6倍~27倍のレンジで推移し、因みにノーリツ鋼機の13倍は中間値をやや下回る。配当利回りは、ローランド4.01%、ノーリツ鋼機3.08%が最も高い水準である。

図表 20. 類似企業の株価推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ (ノーリツ鋼機の株価は青色の太線で表示)

ノーリツ鋼機の株価のカタリスト

ノーリツ鋼機の株価は祖業譲渡及びM&Aを進めた2016~2017年にかけて底打ちから上昇に転じ、コロナ禍中に「ものづくり」への選択と集中を進め、また調整局面を経て、2023年後半から再び上昇基調にある。新規事業の成長戦略やROE改善へのシナリオが見えてきた段階で、同社の株価が上場来最高値(5,900円、1999/09/08)を試す展開が期待できよう。また、現金性

資産等が膨らんだ結果、PBR0.64倍となっており、株主還元策等の対応策が早急に求められる銘柄としても注目される。同社は配当性向だけでなく、総還元性向の改善も目指している。

リスク要因

現時点で株価のリスク要因は、海外事業急拡大に伴う、経営効率の低下が考えられる。2023年2月14日 JLab ののれんの減損損失 59 億円を発表し、株価は一時的に下落した。

図表 21. 類似企業とのバリュエーション比較

会社名	証券コード	直近実績決算期	株価(5/15) (円)	時価総額(5/15) (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	配当利回り 会社予想 (%)	ROE 直近実績 (%)
ノーリツ鋼機	7744	23/12	3,765	136,259	13.04	0.64	3.08%	5.1%
オーベクス	3583	24/3	1,045	3,232	6.33	0.47	2.39%	7.2%
河合楽器製作所	7952	24/3	3,700	33,343	9.94	0.75	2.57%	6.9%
ローランド	7944	23/12	4,240	119,411	13.73	2.87	4.01%	22.2%
エレコム	6750	24/3	1,508	139,070	14.96	1.52	2.92%	11.9%
カシオ計算機	6952	24/3	1,165	281,372	27.01	1.17	-	5.3%
JVCケンウッド	6632	24/3	829	135,956	10.00	1.09	1.57%	12.2%

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

注：時価総額は自己株式控除前の発行済み株式数で算出

図表 22. PER の推移



出所：戦略・アドバイザーズ

図表 22. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

6. 企業価値に関する Sum-of-the-parts 分析

複合企業体（コングロマリット）の企業価値（EV）算出

日本の総合電機を代表とする複合企業体（コングロマリット）の企業価値（EV：Enterprise Value）算出には、Sum-of-the-parts 分析（複数の事業や資産を有する企業評価の手法）を用いることが一般的である。同社も複合企業体とみなして、各事業（主要子会社）の EV を算出し、その EV 合計値と現実の企業価値の差額に関して考察を試みた。通常、この差額はコングロマリットディスカウントと認識されるが、日立製作所のように選択と集中による企業努力でこのコングロマリットディスカウントを解消することに成功した事例もある。

主要 3 子会社の買収額

同社は、純粋持株会社の傘下で、テイボー、AlphaTheta、JLab の主要 3 子会社が、独立して運営されている。同社の傘下に入った年月は、それぞれ 2015 年 1 月、2020 年 4 月、2021 年 5 月と、後者 2 社は比較的新しい子会社である。それぞれの買収総支払額は、314 億円、650 億円（買収代金 350 億円+ローン返済 300 億円）、約 400 億円（370 百万ドル、2021 年 3 月末換算レート 110 円/USD）。

主要 3 子会社の企業価値算出

3 子会社の EV 算出には、24/12 期 EBITDA 会社予想値に、それぞれの EV/EBITDA マルチプル想定値を乗じて算出した。EV/EBITDA マルチプル想定値は、買収時から 23/12 期にかけての EBITDA の CAGR の高低を鑑み、それぞれ 8 倍、10 倍、12 倍が妥当と判断した。EV はテイボー 280 億円、AlphaTheta 1,540 億円、JLab 384 億円となる。買収額を大幅に上回った AlphaTheta 以外の 2 社は、買収額をやや下回る評価となる。JLab については、22/12 期に、のれんの減損損失 59 億円を計上した。JLab は米国企業なので、為替や金利など特有の変動要因がある（例：のれんの変動）。

プリメディカの売却における企業価値評価

因みに、同社が2024年5月末目途に売却するプリメディカは、売却価格38億円なので、EBITDA2.7億円(その他事業EBITDAを全てプリメディカと想定、21/12期と22/12期の平均値を採用)よりEV/EBITDAマルチプルは14倍となる。主要子会社3社のEV/EBITDAマルチプル想定値は、業績、成長性評価、市場環境、市場評価などによって変動する。今回は保守的なマルチプル想定値を用いたので、同想定値変動レンジの企業価値シミュレーションについては、図表24を参照して頂きたい。

想定時価総額

以上より、想定EV合計値は2,204億円となり、2024年3月末のネットデット-340億円(=有利子負債421億円 - 現預金761億円)を差引いた2,544億円が想定時価総額(想定理論株価:7,029円)となる。現状の時価総額1,360億円との差額1,184億円がコングロマリットディスカウントと認識される。

PBR

想定時価総額達成時にはPBR1.21となるが、更なる上昇には、経営効率化による総資産回転率の改善やROE改善、及び成長投資の成果を示すことが必要不可欠であるとSA社は考える。同社によると、JLabは2022年1月に新CFO(カナダ上場企業元CFO)就任以来、管理体制が強化され、経営効率化による収益性の改善が見られるとのことである。テイポーのMIM事業は、主要顧客である輸送機器・部品メーカーの承認に数年かかることもあり、工場増設の成果が出てくるのはこれからである。また、MIMに関しては2023年5月の新型コロナ5類移行までは新規営業が十分にできておらず、営業の成果が出始めるのが今下期以降になる見込みである。

中期経営計画及び株主還元策

中期経営計画FY25の最終年度の数値目標を24/12期で上回るようになるが、2Qや下期の不確実性要因(1QにおけるAlphaThetaの受注残解消やJLabの返品額減少の一部先取りの影響など)もあり、1Q決算発表時点では変更ない。24/12期通期決算の着地を見て、見直すことになりそうである。配当予想も1Q決算発表時点では変更ないが、配当性向40%以上を前提に適切な株主還元策を引き続き実施していく方針である。

注記

注記:本章の「企業価値に関するSum-of-the-parts分析」は、ストラテジー・アドバイザーズ(SA)アナリスト独自の仮定や前提に基づく一考察を示したものである。そこで示された想定EV及び時価総額、理論株価は、シミュレーション結果の一部であり、その再現性を担保するものではなく、また他の可能性を排除するものでもない。

図表 24. 企業価値に関する Sum-of-the-parts 分析

単位：10 億円、倍、円、%

単位：10億円	買収年月	買収価格	マルチプル (倍)				24/12期会予	EBITDA		
			8	10	12	14		CAGR	買収時	
			EV (= EBITDA x マルチプル)						年度~23/12	年度
テイボー	15/1	31.4	28.0	35.0	42.0	49.0	3.5	-1.4%	3.7	19/12
AlphaTheta	20/4	65.0	123.2	154.0	184.8	215.6	15.4	48.4%	4.7	20/12
JLab	21/5	40.0	25.6	32.0	38.4	44.8	3.2	51.0%	1.4	21/12

	売却年月	売却価格	EV (= EBITDA x マルチプル)				EBITDA
プリメディカ	24/5末	3.8	2.2	2.7	3.2	3.8	0.27

想定EV合計値	24/3末	220.4	=28.0+154.0+38.4
現預金	24/3末	76.1	
有利子負債	24/3末	42.1	
想定時価総額	24/3末	254.4	=想定EV-ネットデット=想定EV-(有利子負債-現預金)
発行済株式数	24/3末	36.2	
理論株価 (円)	24/3末	7,029	=想定時価総額(10億円)÷発行済株式数(百万株) x 1,000
株主資本	24/3末	209.8	
理論PBR (倍)	24/3末	1.21	=想定時価総額÷株主資本

のれん	24/3末	23/12末	22/12末	21/12末	20/12末	19/12末
テイボー	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5	19.5
AlphaTheta	19.4	19.4	19.4	19.4	19.4	
JLab	11.1	10.4	9.7	13.6		

出所：ストラテジー・アドバイザーズ 注1：テイボーの EBITDA CAGR は 19/12 期～23/12 期（4 年間）

注2：プリメディカの EBITDA はその他事業の数値から推定し、21/12 期と 22/12 期の平均値を採用した。

図表 25. ノーリツ鋼機の上場来の株価、売買高推移 (毎月最終日データ)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

注：上場来最高値は 5,900 円 (1999 年 9 月 8 日終値)

7. SWOT 分析

ストラテジー・アドバイザーズはノーリツ鋼機の SWOT 分析を行った。

Strengths (強み)

- ① 時代環境の変化を先取りした柔軟な事業ポートフォリオ構築力：多角化・事業再編の過程で、ターゲットセグメント/ポジショニング力のノウハウの蓄積があること (模倣困難性①)
- ② マーキングペン先加工の秘伝の技や、プロ DJ の要求を知り尽くした DJ 機器の開発力において、他社の追随を許さないノウハウを蓄積した参入障壁 (模倣困難性②)
- ③ イヤホン/ヘッドホン製品の様な参入障壁が低く競合企業が多い製品において、一步先のトレンドを先読みしブランド価値を創出する情報収集力・マーケティング力に優れていること
- ④ 強靱な財務体質及び財務戦略：事業売却による 950 億円 (22/12 期末) もの現金性資産を原資として、中長期の成長投資や株主還元を実施できること
- ⑤ 経営陣が比較的若く (CEO40 代、CFO30 代)、グローバル化や時代の変化に迅速に対応できる柔軟性や感性を有していること

Weaknesses (弱み)

- ① 総資産回転率が 0.31 と低く、ROE 低下の要因となっていること
- ② ROIC が WACC を下回り、経済的付加価値 (EVA) を創出できていないこと
- ③ M&A によるグローバル化 (海外売上比率 90%) が急激に進み、各子会社の枠を超えたグループガバナンス体制が追い付いていないこと
- ④ 音響機器関連事業が拡大する一方で、部品・材料事業が成熟事業 (マーキングペン先) 依存から脱しきれず、かつ両事業間のシナジー効果に乏しいこと
- ⑤ 低 PBR (1.0 倍以下) に伴う、同意なき買収提案に対する、対応策が不在であること

Opportunities (機会)

- ① 新興国市場の若年人口増及び生活水準向上に伴う、マーキングペン先 (筆記、コスメ)、音響機器・デバイスの市場拡大
- ② DJ 機器の技術革新及び認知度アップに伴う、コンシューマ (ホームユース) 市場拡大
- ③ 複雑形状 MIM 部品の量産技術確立により、機械加工から MIM への置換えが進む

Threats (脅威)

- ① 欧米での取引が多く、為替変動の影響を受けやすいこと
- ② 調達先から購入する原材料や仕入商品の価格やリードタイムが、世界的な需給動向や輸送体制により地政学的影響を受けやすいこと
- ③ 製造拠点の一極集中により、サプライチェーンにおいて自然災害の影響を受けやすいこと
- ④ 企業買収に伴い発生した多額ののれんに関し、事業環境や競合状況の変化等により期待する成果が得られない場合、減損損失が発生し、業績に影響を与える可能性があること

図表 26. 損益計算書

損益計算書 (IFRS) (百万円)	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 9カ月変則	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期 会社予想
継続事業									
売上収益	50,045	56,035	63,527	26,147	41,148	54,481	73,515	91,552	103,500
前期比	16.0%	12.0%	13.4%	-	-	-	34.9%	24.5%	13.1%
売上原価	25,433	28,993	33,453	13,439	18,721	29,717	43,986	50,480	
売上総利益	24,612	27,042	30,073	12,707	22,426	24,763	29,529	41,072	
売上総利益率	49.2%	48.3%	47.3%	48.6%	54.5%	45.5%	40.2%	44.9%	
販売費及び一般管理費	20,123	21,038	23,835	7,353	15,828	17,839	22,406	27,595	
売上高販管費比率	40.2%	37.5%	37.5%	28.1%	38.5%	32.7%	30.5%	30.1%	
その他の収益	211	85	118	57	441	253	341	1,342	
その他の費用	88	134	302	1,276	1,223	1,109	6,202	357	
営業利益	4,611	5,954	6,053	4,134	5,816	6,068	1,262	14,462	16,000
前期比	127.1%	29.1%	1.7%	-	-	-	-79.2%	-	10.6%
営業利益率	9.2%	10.6%	9.5%	15.8%	14.1%	11.1%	1.7%	15.8%	15.5%
持分法による投資損益	-42	-42	5	-3,358	-305	-248	-2,286	-982	
金融収益	2,333	887	88	31	113	1,027	6,767	827	
金融費用	553	706	192	207	3,050	1,532	1,798	560	
税引前利益	6,348	6,092	5,954	599	2,574	5,315	3,944	13,747	15,400
前期比	186.6%	-4.0%	-2.3%	-	-	-	-25.8%	248.6%	12.0%
税引前当期利益率	12.7%	10.9%	9.4%	2.3%	6.3%	9.8%	5.4%	15.0%	14.9%
法人所得税費用	2,249	-3,352	1,965	-889	-4,321	887	-214	3,543	
税率	35.4%	-55.0%	33.0%	-148.4%	-167.9%	16.7%	-5.4%	25.8%	
継続事業からの当期利益	4,099	9,445	3,989	1,488	6,895	4,427	4,159	10,204	
非継続事業からの当期利益	-189	-937	-1,349	117	3,761	2,168	97,552	6	
当期利益	3,909	8,507	2,639	1,606	10,657	6,595	101,712	10,210	
非支配持分	-380	-412	-309	316	763	1,480	157	10	
親会社の所有者に帰属する当期利益	4,290	8,920	2,948	1,289	9,893	5,115	101,554	10,199	10,300
前期比	-	107.9%	-67.0%	-	-	-	-	-90.0%	1.0%
当期利益率	8.6%	15.9%	4.6%	4.9%	24.0%	9.4%	138.1%	11.1%	10.0%
事業EBITDA	-	-	7,965	6,847	9,487	10,739	11,367	17,875	21,000
事業EBITDAマージン	-	-	12.5%	26.2%	23.1%	19.7%	15.5%	19.5%	20.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 27. 販管費の内訳

販売費及び一般管理費 (百万円)	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 9カ月変則	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期 会社予想
販売費及び一般管理費	20,123	21,038	23,835	7,353	15,828	17,839	22,406	27,595	
従業員給付費用	6,546	7,544	8,497	4,446	5,753	4,534	5,728	7,007	
広告宣伝費	4,582	4,875	4,678	149	928	1,532	2,650	3,390	
荷造運搬費	1,800	1,993	2,636	241	727	996	1,338	1,630	
租税公課				193	298	182	210	238	
通信費				90	228	177	259	477	
販売手数料				72	300	312	1,038	1,406	
消耗品費					167	142	207	495	
支払手数料	1,631	1,126	1,325	503	1,034	1,294	1,512	1,906	
旅費交通費			498	340	114	55	192	364	
研究開発費	1,521	447	380	201	3,158	4,460	4,622	5,581	
減価償却費及び償却費		494	581	763	2,504	3,300	3,684	3,763	
その他	4,041	4,557	5,237	350	611	849	966	1,333	

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 28. 貸借対照表

貸借対照表 (IFRS、百万円)	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
資産								
現金及び現金同等物	25,314	26,663	27,573	50,162	69,596	38,141	96,436	70,190
売上債権及びその他の債権	11,315	13,563	14,096	14,540	12,037	21,865	14,834	14,683
契約資産			97	42	26	9		
未収還付法人税等						1,664	23	11,860
棚卸資産	4,383	4,914	4,951	4,967	5,756	14,638	16,107	17,164
再保険資産		3,400	3,834	4,228				
その他の金融資産	100	270			333	529	386	384
その他の流動資産	912	1,630	794	842	703	1,122	750	684
小計	42,025	50,443	51,348	74,785	88,453	77,972	128,539	114,967
売却目的で保有する資産			9,457	129				
流動資産合計	42,025	50,443	60,806	74,914	88,453	77,972	128,539	114,967
有形固定資産	5,476	6,173	6,871	7,298	9,054	9,361	7,314	7,785
使用権資産				7,321	8,978	8,663	2,889	3,413
のれん	38,847	39,352	38,788	38,160	52,446	72,179	48,589	49,256
無形資産	21,911	21,660	17,141	17,260	64,633	83,065	78,302	77,125
持分法で会計処理されている投資	357	359	319	5,170	4,707	4,536	2,630	1,673
退職給付に係る資産に係る資産	167	245	230	190	264	324	303	372
その他の金融資産	6,171	24,009	19,430	5,406	5,068	4,561	37,069	22,801
繰延税金資産	1,208	6,260	5,914	4,477	2,791	3,262	1,574	2,001
その他の非流動資産	144	153	251	106	260	213	44	74
非流動資産合計	74,283	98,214	88,949	85,393	148,206	186,168	178,717	164,504
資産合計	116,309	148,658	149,755	160,308	236,660	264,141	307,257	279,471
負債								
仕入債務及びその他の債務	8,818	11,568	12,261	12,013	8,267	13,282	6,296	6,454
短期有利子負債	5,948	7,195	5,814	8,048	24,922	23,109	19,660	15,949
短期借入金	5,948	7,195	5,814	6,879	23,681	21,897	18,995	15,170
リース負債				1,169	1,241	1,212	665	779
契約負債			2,336	3,009	1,895	3,377	208	381
その他の金融負債	230	299	220	138	219	252	209	257
未払法人所得税	1,763	738	931	3,164	2,523	1,098	35,324	441
引当金	12	23	64	67	88	87	138	236
保険契約準備金		3,822	4,342	4,763				
その他の流動負債	3,043	3,557	2,612	2,747	3,559	4,897	5,271	7,029
小計	19,817	27,203	28,582	33,952	41,476	46,106	67,109	30,752
売却目的で保有する資産に直接関連する負債			1,690	82				
流動負債合計	19,817	27,203	30,273	34,034	41,476	46,106	67,109	30,752
長期有利子負債	29,074	30,981	30,268	37,072	65,200	81,339	31,417	26,628
長期借入金	29,074	30,981	30,268	30,485	57,354	73,721	29,058	23,845
リース負債				6,587	7,846	7,618	2,359	2,783
その他の金融負債	126	22	15					
繰延税金負債	7,495	12,836	10,115	4,285	9,573	8,706	15,276	15,753
退職給付に係る負債	641	660	645	661	561	632	283	263
引当金	195	220	302	298	242	302	61	118
その他の非流動負債	23	22	164	121	420	317	213	109
非流動負債合計	37,557	44,745	41,511	42,439	76,000	91,298	47,253	42,874
負債合計	57,374	71,948	71,784	76,474	117,477	137,404	114,362	73,626
資本								
資本金	7,025	7,025	7,025	7,025	7,025	7,025	7,025	7,025
資本剰余金	17,658	14,908	14,755	24,032	41,379	41,406	41,411	38,339
利益剰余金	33,471	42,008	45,048	49,914	59,136	63,522	157,863	162,135
自己株式	-1,211	-1,211	-1,211	-1,211	-1,211	-1,169	-1,119	-1,066
その他の資本の構成要素	348	12,747	9,349	-1,272	-914	239	-12,636	-1,058
親会社の所有者に帰属する持分合計	57,292	75,478	74,966	78,488	105,414	111,024	192,544	205,374
非支配株主持分	1,642	1,231	3,004	5,345	13,769	15,711	350	469
資本合計	58,935	76,709	77,970	83,833	119,183	126,736	192,895	205,844
負債及び資本合計	116,309	148,658	149,755	160,308	236,660	264,141	307,257	279,471
運転資金	6,880	6,909	6,786	7,494	9,526	23,221	24,645	25,393
有利子負債合計	35,022	38,176	36,082	45,120	90,122	104,450	51,079	42,577
ネット・デット	9,708	11,513	8,509	-5,042	20,526	66,309	-45,357	-27,613

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 29. キャッシュフロー表

キャッシュフロー計算書 (IFRS) (百万円)	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 9カ月変則	21/12期	22/12期	23/12期
営業活動によるキャッシュフロー (1)	2,100	2,785	7,099	7,064	5,557	3,907	11,738	-31,588
税引前当期利益	6,348	6,092	5,954	599	2,574	5,315	3,944	13,747
非継続事業からの税引前当期利益	-189	-962	-1,420	1,239	5,896	4,286	147,175	6
減価償却費及び償却費	1,580	1,655	1,844	2,761	4,020	6,001	5,251	5,228
固定資産に係る損益 (-は益)	81	34	312	2,705	22	42	5,934	28
子会社に係る損益 (-は益)	-373			-31	-4,238	-9	-100,706	
投資有価証券評価損益 (-は益)							-46,108	
金融収支 (-は益)	-2,152	-178	69	209	2,946	649	-4,959	-267
持分法による投資損益 (-は益)	42	48	1	1,251	305	248	2,286	982
運転資本の増減	-1,411	-603	959	-80	553	-5,429	-493	1,214
売上債権の増減 (-は増加)	-1,698	-1,297	-597	125	563	-6,042	538	1,102
棚卸資産の増減 (-は増加)	-367	-507	-17	-39	-13	-2,762	85	144
仕入債務の増減 (-は減少)	654	1,201	1,573	-166	3	3,375	-1,116	-32
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-9,143	-1,105	-1,572	-1,345	-21,984	-40,460	93,391	23,166
有形及び無形固定資産の取得による支出	-655	-954	-2,083	-1,388	-3,565	-2,198	-1,957	-2,028
有形及び無形固定資産の売却による収入	192	9	19	4	8	5		
連結範囲変更を伴う子会社株式の取得・売却収支	-8,652	-925	-316	-3,594	-19,959	-38,914	96,200	
その他金融資産の取得・売却/償還の収支	608	1,330	1,252	4,656	2,061	750	-364	25,330
FCF (1+2)	-7,043	1,680	5,527	5,719	-16,427	-36,553	105,129	-8,422
財務活動によるキャッシュフロー	1,179	-329	-2,610	14,910	35,808	4,275	-47,586	-18,892
短期借入金の純増減額	-356	4,083	-1,500	200	-14,631	-7,571	986	-4,827
長期借入金の純増減額	1,057	-1,199	-689	1,076	26,478	14,085	-40,044	-4,580
長期借入れによる収入	5,580	33,513	1,600	5,735	36,141	31,492	35,000	
長期借入金の返済による支出	-4,523	-34,712	-2,289	-4,659	-9,663	-17,407	-75,044	-4,580
配当金の支払額	-320	-427	-534	-534	-641	-855	-7,305	-5,527
減価償却費及び償却費 (A)	1,580	1,655	1,844	2,761	4,020	6,001	5,251	5,228
設備投資 (B)	1,299	1,886	23,382	2,424	3,698	1,191	1,656	2,098
運転資金増減 (C)	-1,411	-603	959	-80	553	-5,429	-493	1,214
単純FCF (NI+A-B-C)	5,982	9,292	-19,549	1,706	9,662	15,354	105,642	12,115
その他 (為替変動等)	-9	-1	1	-6	9	821	752	1,068
現金及び現金同等物の増減 (-は減少)	-5,873	1,349	2,919	20,623	19,390	-31,455	58,295	-26,246

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません(しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております)。

発行者は、本レポートを発行する為の企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号