

## Company Report

2024年8月13日

### 上期決算は事前予想を上回り、通期会社予想を上方修正。下期は保守的な見方を継続

ノーリツ鋼機（以下同社）は、8月9日引け後に24/12期上期決算を発表した。上期決算結果は、テイボーの停滞を、AlphaThetaとJLabの大幅増収増益でカバーし、上期事前会社予想を大幅に超えて着地。同社は同日、通期会社予想を再度上方修正したが、依然として保守的である。同社は5月末のプリメディカ売却に伴い「その他」セグメントを廃止した。同社は7月18日にAlphaThetaによるSerato買収中止を発表したが、引き続き両社の緊密な関係性は続くとしている。

上期業績は、売上収益52,763百万円（前年同期比29.3%増）、事業EBITDA14,040百万円（同76.2%増）、営業利益13,879百万円（同88.9%増）、税引前利益14,107百万円（同96.0%増）、親会社の所有者に帰属する中間利益11,484百万円（157.8%増）と大幅増収増益であった。事前会社予想に対する達成率は、売上収益105.5%、事業EBITDA121.0%、営業利益152.5%、税引前利益160.3%、親会社の所有者に帰属する中間利益198.0%。通期会社新予想（8月9日付）に対する上期の進捗度は、同50.9%、同65.3%、同82.6%、同85.0%、同88.3%である。

個社別では、テイボーは横ばい、AlphaThetaとJLabは大幅増収増益で着地した。事前予想比では、テイボーが未達だが、AlphaThetaとJLabは上回った。特に返品額が減少したJLabが4Qの繁忙期に向けて売上が続くことが期待される。平均為替レートは、米ドル152.3円で前年同期比17.4円、ユーロ164.6円で同18.8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。下期の円高、景気減速や拡販に向けた積極投資によるコスト増を考慮し、下期会社予想はかなり保守的となっている。AlphaThetaの受注残はピーク時の半分程度に縮小し、需要先取りの前提で通期予想に反映した。中国市場の変動はボリュームが小さい同社には影響は軽微で、むしろ今後如何に売上を伸ばせるかに腐心する。同社の株価は市場の乱高下の影響を受けるも、決算で好調な業績や成長シナリオが確認され、低PER、PBRに対し再度見直し買いが入る展開となろう。

#### 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	72,233	-	1,039	-	3,722	-	101,554	-	2,848.5	152.0
23/12期	90,052	24.7%	14,388	1284.8%	13,677	267.5%	10,199	-90.0%	285.9	115.0
24/12期 上期実績	52,763	29.3%	13,879	88.9%	14,107	96.0%	11,484	157.8%	321.8	58.0
24/12期 上期会社事前予想	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	53,500	6.8%	6,900	-2.8%	6,600	1.0%	4,500	-21.6%	-	-
24/12期 下期会社新予想	50,937	1.7%	2,921	-58.8%	2,493	-61.8%	1,516	-73.6%	-	-
24/12期 会社旧予想	103,500	13.0%	16,000	10.6%	15,400	12.0%	10,300	1.0%	288.7	116.0
24/12期 会社新予想	103,700	15.2%	16,800	16.8%	16,600	21.4%	13,000	27.5%	364.2	116.0

注：「その他」セグメント廃止に伴い、過去業績に遡及して非継続事業に組み替えて表示

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ  
チームリサーチ



#### 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 (24/8/9、終値)	3,665
年初来高値 (24/6/14)	4,660
年初来安値 (24/2/14)	2,860
52週高値 (24/6/14)	4,660
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)	130.8
EV (十億円)	103.2
自己資本比率 (実績、%)	73.5%
24/12 PER (会予、倍)	10.1
23/12 PBR (実績、倍)	0.64
24/12 配当利回り (会予、%)	3.2%

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

## 目次

1. 2024年12月期上期決算及び通期の業績動向 .....	3
2. 類似企業との比較 .....	8
3. 株価動向とバリュエーション .....	10

## 1. 2024年12月期上期決算及び通期の業績動向

### 2024年12月期上期実績

同社は、8月9日引け後に24/12期上期決算を発表した。上期決算結果は、テイボーの停滞を、AlphaThetaとJLabの大幅増収増益でカバーし、上期事前会社予想を大幅に超えて着地した。同社は同日、通期会社予想を再度上方修正したが、依然として保守的である。

### 大幅増収増益

上期業績は、売上収益 52,763 百万円（前年同期比 29.3%増）、事業 EBITDA 14,040 百万円（同 76.2%増）、営業利益 13,879 百万円（同 88.9%増）、税引前利益 14,107 百万円（同 96.0%増）、親会社の所有者に帰属する中間利益 11,484 百万円（157.8%増）と大幅増収増益であった。プリメディカの全株式を 5/31 付で譲渡し、株式売却益（約 18 億円、法人所得税費用控除後）を当期利益に反映した。

### 達成率、進捗度

事前会社予想に対する達成率は、売上収益 105.5%、事業 EBITDA 121.0%、営業利益 152.5%、税引前利益 160.3%、親会社の所有者に帰属する中間利益 198.0%。通期会社新予想（8月9日付）に対する上期の進捗度は、同 50.9%、同 65.3%、同 82.6%、同 85.0%、同 88.3%である。プリメディカの売却益が反映されない営業利益、税引前利益段階での進捗度が既に 80%超であることは、通期会社新予想がかなり保守的であることを示している。

### 子会社の状況

子会社別では、テイボーは利益が横ばい、AlphaThetaとJLabは大幅増収増益で着地した。事前予想比では、テイボーが未達だが、AlphaThetaとJLabは上回った。特に返品額が減少したJLabが4Qの繁忙期に向けて売上げが続くことが期待される。AlphaThetaの受注残はピーク時の半分程度（1カ月以上数カ月未満）に縮小し、需要先取りの前提で予想に反映した。受注残は一部の製品で抱えており、同社としては1カ月程度の納期を実現したい意向だが、一部の製品に関しては未だその水準を上回っている。

### 平均為替レート

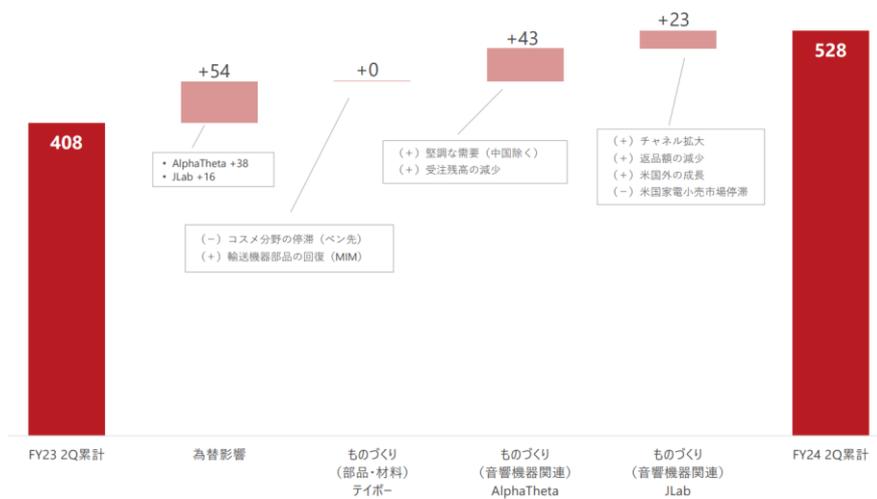
平均為替レートは、米ドル 152.3 円で前年同期比 17.4 円、ユーロ 164.6 円で同 18.8 円の円安となり、米ドル及びユーロ取引が多いAlphaThetaとJLabの収益にプラスに働いた。

### 売上収益増減分析

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。

図表 1. 売上収益増減分析（対前年同期）

単位：億円

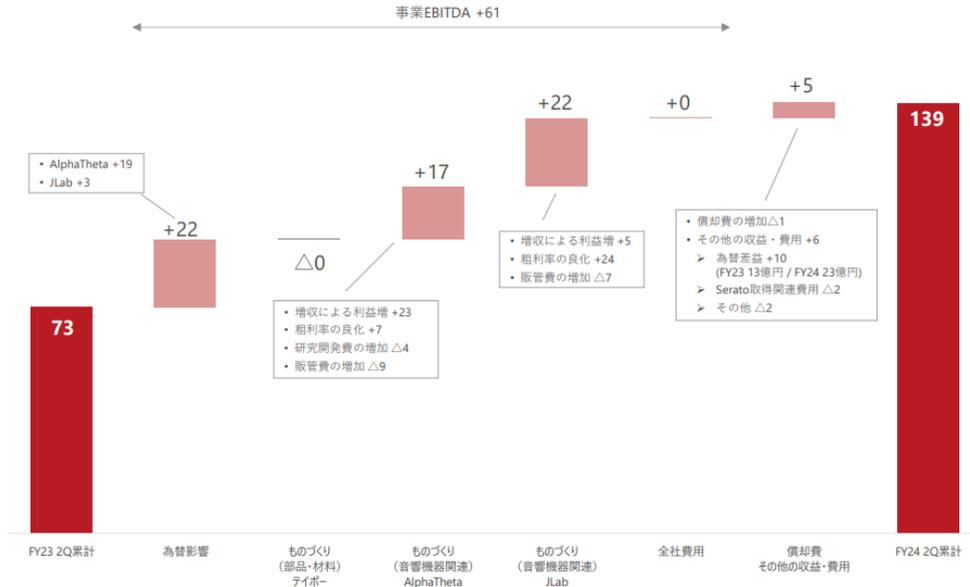


出所：会社資料

## 営業利益増減分析

図表 2. 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

上期に計上した為替評価益（約 23 億円）の一部取り崩し、ならびに販売の一部先取り可能性を下期に織り込んでなお、通期では事業進捗等のプラス影響の方が大きいことから、同社は通期会社予想を 8 月 9 日付けで再度上方修正した。子会社別では、テイボーは下方修正、AlphaThetaとJLabが上方修正である。下期は不確実性を考慮し保守的な予想である。

24/12 期通期会社新予想は、売上収益 103,700 百万円（前期比 15.2%増）、事業 EBITDA 21,500 百万円（同 21.5%増）、営業利益 16,800 百万円（同 16.8%増）、税引前利益 16,600 百万円（同 21.4%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益 13,000 百万円（27.5%増）である。

## 為替の影響

平均為替レート前提は、米ドル 148.6 円（前期比+8.0 円安）、ユーロ 161.3 円（同+9.3 円安）。為替レートの 1 円円安による影響額は、米ドルで売上収益+3.7 億円、営業利益 +0.1 億円、ユーロでは、売上収益+1.6 億円、営業利益+1.4 億円である。上期に計上した為替評価益約 23 億円は、通期予想では約 2 億円に縮小する見込みである。

## 配当予想

配当予想は現時点で据え置すが、配当性向 40%以上を目標とすることから（現時点 31.9%）、前期と同様に期末までの着地を確認してから、配当予想の変更（増配）を検討する模様である。

## 売上収益予想の増減内訳

売上収益の増減（前期比）内訳は、為替影響+45 億円（AlphaTheta+28 億円、JLab+17 億円）、テイボー+4 億円、AlphaTheta+61 億円、JLab+27 億円を見込む。

## 営業利益予想の増減内訳

営業利益の増減（前期比）内訳では、為替影響+14 億円（AlphaTheta+12 億円、JLab+2 億円）、テイボー+0 億円（増収効果+2 億円、粗利率良化+1 億円、販管費増-3 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+13 億円（増収効果+7 億円、粗利率良化+24

億円、販管費増-18億円)、償却費、その他収益・費用が-14億円(償却費増-3億円、為替差損益-9億円、Serato取得関連費用-1億円、その他-1億円)。

## 主なポイント

事前予想比較において、テイボアの売上収益-2億円を営業利益-3億円の下方修正額が上回るのは、コスメの需要低迷による稼働率低下やMIMの特定品の歩留まり低下による、粗利率の悪化-2億円及び販管費増-1億円の影響によるものである。

下期の販管費は、通期予想から上期実績を差引くと、AlphaThetaが上期-9億円に対し下期-18億円、JLabは上期-7億円に対し下期-11億円となり、下期偏重の予算である。主に拡販に向けた人件費増や販促を計画していることによるものである。

## 当期利益予想の増減内訳

当期利益の増減(前期比)内訳は、営業利益+24億円、持分法投資損益+5億円(23/12期持分法適用株式評価損+6億円、その他-1億円)、法人所得税費用-19億円(増益による税金増加-9億円、税効果等の見積り差異-10億円等)、非継続事業の損益+18億円(プリメディカ株式売却益)。

## 保守的な下期会社予想

下期の円高傾向、景気減速、及び拡販に向けた積極投資によるコスト増を考慮し、下期会社予想は極めて保守的な予想(前年同期比:売上収益1.7%増、営業利益58.8%減)となっている。上期の営業利益、税引前利益段階での進捗度が既に80%超であることから、下期には、販管費予算を多く割くことでバッファに厚みを持たせている。

## 子会社別の状況

テイボアも1Q比較では増収増益となっており、底打ち回復基調にある模様である。1Qに積み上がった在庫の解消が進んだAlphaThetaは2Qに減速感(特にDJ機器の出荷台数において、新製品の投入があった前年同期比8千台減、前四半期比25千台減の155千台)があるものの、プロ用の売れ筋ハイエンド製品が依然として需要が堅調であり、下期にかけて収益が落ち込むリスクは小さいものとSA社は考える。一方、2QにおけるJLabの収益改善(EBITDAマージン18.8%、前年同期比11.5%ポイント上昇、前四半期比5.0%ポイント上昇)が著しく、品質改善による返品額の低下や製造・在庫管理の強化等の成果が出ていることは特筆すべきである。これらの改善は一時的なものではなく、マネジメント体制の強化(カナダ上場企業からCFOを招聘)やグローバル化(日本での販売等)による品質管理等の成果によるもので持続可能とSA社は考える。

## 財務状況及び資本政策

2Q末の財務状況は、前期末比較で、有利子負債-30億円の360億円、現金性資産+211億円の1,128億円、ネットデット-241億円の-768億円である。親会社所有者帰属持分比率は前期末比+1%ポイントの74.5%まで上昇している。プリメディカの売却益18億円に加え、Serato買収予算70百万ドル(約100億円強)がそのまま残ることになる。Seratoの買収中止は残念なことではあるが、今後もビジネスパートナーとしての緊密な関係が続くことから、同社が失うものはないと考えられる。同社の現時点でのM&A戦略は未定だが、財務面におけるフリーハンドが増えた訳であり、ノンオーガニック成長に向けた優位性は依然として揺るがないとSA社は考える。

図表 3. 四半期業績動向

四半期業績推移 (百万円、%)	22/12期				23/12期				24/12期		上期		24/12期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	達成率	進捗率	通期旧会	通期新会予
<b>(累計)</b>														
売上収益	13,958	30,971	48,752	72,233	17,067	40,793	64,722	90,052	26,922	52,763	105.5%	50.9%	103,500	103,700
前年同期比	-	-	-	-	22.3%	31.7%	32.8%	24.7%	57.7%	29.3%			59.9%	15.2%
売上原価	7,949	18,352	29,794	43,986	10,191	23,454	36,277	50,480	13,308	26,397				
前年同期比	-	-	-	-	28.2%	27.8%	21.8%	14.8%	30.6%	12.5%				
売上原価率	56.9%	59.3%	61.1%	60.9%	59.7%	57.5%	56.1%	56.1%	49.4%	50.0%				
売上総利益	6,008	12,823	19,274	28,686	6,989	17,574	28,818	40,084	13,744	26,365				
前年同期比	-	-	-	-	16.3%	37.1%	49.5%	39.7%	96.7%	50.0%				
売上総利益率	43.0%	41.4%	39.5%	39.7%	41.0%	43.1%	44.5%	44.5%	51.1%	50.0%				
販管費	4,576	9,928	15,599	21,795	5,528	11,696	18,399	26,725	6,986	14,515				
前年同期比	-	-	-	-	20.8%	17.8%	17.9%	22.6%	26.4%	24.1%				
売上販管費比率	32.8%	32.1%	32.0%	30.2%	32.4%	28.7%	28.4%	29.7%	25.9%	27.5%				
営業利益	1,672	3,197	4,084	1,039	2,009	7,347	12,474	14,388	7,627	13,879	152.5%	82.6%	16,000	16,800
前年同期比	-	-	-	-	20.2%	129.8%	205.4%	1284.8%	279.6%	88.9%			11.2%	16.8%
営業利益率	12.0%	10.3%	8.4%	1.4%	11.8%	18.0%	19.3%	16.0%	28.3%	26.3%			15.5%	16.2%
税引前当期利益	2,022	4,676	7,827	3,722	1,814	7,196	12,218	13,677	7,646	14,107	160.3%	85.0%	15,400	16,600
前年同期比	-	-	-	-	-10.3%	53.9%	56.1%	267.5%	321.5%	96.0%			12.6%	21.4%
税引前利益率	14.5%	15.1%	16.1%	5.2%	10.6%	17.6%	18.9%	15.2%	28.4%	26.7%			14.9%	16.0%
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	11,484	198.0%	88.3%	10,300	13,000
前年同期比	-	-	-	-	-99.0%	-95.6%	-92.4%	-90.0%	398.1%	157.8%			1.0%	27.5%
四半期利益率	717.6%	326.5%	211.1%	140.6%	6.2%	10.9%	12.1%	11.3%	19.4%	21.8%			10.0%	12.5%
事業EBITDA	2,444	4,953	6,800	11,095	2,496	7,969	13,628	17,696	7,805	14,040	121.0%	65.3%	21,000	21,500
前年同期比	-	-	-	-	2.1%	60.9%	100.4%	59.5%	212.7%	76.2%			18.7%	21.5%
事業EBITDAマージン	17.5%	16.0%	13.9%	15.4%	14.6%	19.5%	21.1%	19.7%	29.0%	26.6%			20.3%	20.7%
四半期業績平均為替レート (¥/USD)	116.2	122.9	128.1	131.4	132.3	134.9	138.1	140.6	148.6	152.3			145.9	148.6
四半期業績平均為替レート (¥/EUR)	130.4	134.3	136.0	138.0	142.1	145.8	149.6	152.0	161.3	164.6			158.8	161.3
四半期業績平均為替レート (¥/円)	18.3	18.9	19.3	19.5	19.3	19.5	19.6	19.8	20.6	21.1				
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	161.1			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	172.3			158.0	158.0
四半期末為替レート (¥/円)	19.3	20.4	20.4	19.0	19.4	19.9	20.5	19.9	20.8	22.0				
<b>四半期業績推移 (百万円、%)</b>														
<b>(3か月)</b>														
売上収益	13,958	17,013	17,781	23,480	17,067	23,725	23,929	25,329	26,922	25,841				
前年同期比	-	-	-	-	22.3%	39.5%	34.6%	7.9%	57.7%	8.9%				
売上原価	7,950	10,199	11,330	14,069	10,078	13,140	12,686	14,063	13,178	13,221				
前年同期比	-	-	-	-	26.8%	28.8%	12.0%	0.0%	30.8%	0.6%				
売上原価率	57.0%	59.9%	63.7%	59.9%	59.0%	55.4%	53.0%	55.5%	48.9%	51.2%				
売上総利益	6,008	6,814	6,451	9,411	6,989	10,585	11,243	11,266	13,744	12,620				
前年同期比	-	-	-	-	16.3%	55.3%	74.3%	19.7%	96.7%	19.2%				
売上総利益率	43.0%	40.1%	36.3%	40.1%	41.0%	44.6%	47.0%	44.5%	51.1%	48.8%				
販管費	4,576	5,352	5,670	6,195	5,528	6,168	6,703	8,325	6,986	7,528				
前年同期比	-	-	-	-	20.8%	15.2%	18.2%	34.4%	26.4%	22.0%				
売上販管費比率	32.8%	31.5%	31.9%	26.4%	32.4%	26.0%	28.0%	32.9%	25.9%	29.1%				
営業利益	1,672	1,525	887	-3,044	2,009	5,337	5,127	1,914	7,627	6,252				
前年同期比	-	-	-	-	20.2%	250.0%	478.0%	-	279.6%	17.1%				
営業利益率	12.0%	9.0%	5.0%	-	11.8%	22.5%	21.4%	7.6%	28.3%	24.2%				
税引前当期利益	2,022	2,654	3,150	-4,104	1,814	5,382	5,021	1,459	7,646	6,460				
前年同期比	-	-	-	-	-10.3%	102.8%	59.4%	-	321.5%	20.0%				
税引前利益率	14.5%	15.6%	17.7%	-	10.6%	22.7%	21.0%	5.8%	28.4%	25.0%				
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	2,356	5,235	6,248				
前年同期比	-	-	-	-	-99.0%	255.1%	87.5%	-	398.1%	83.7%				
四半期利益率	717.6%	5.6%	10.2%	-	6.2%	14.3%	14.2%	9.3%	19.4%	24.2%				
事業EBITDA	2,444	2,509	1,846	4,294	2,496	5,473	5,658	4,068	7,805	6,235				
前年同期比	-17.5%	-20.2%	-19.8%	84.5%	2.1%	118.1%	206.5%	-5.3%	212.7%	13.9%				
事業EBITDAマージン	17.5%	14.7%	10.4%	18.3%	14.6%	23.1%	23.6%	16.1%	29.0%	24.1%				
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	155.9				
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	167.9				
四半期平均為替レート (¥/円)	18.3	19.6	20.2	19.9	19.3	19.6	19.9	20.4	20.6	21.5				

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

注：「その他」セグメント廃止に伴い、過去業績に遡及して非継続事業に組み替えて表示

図表 4. 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		上期		24/12期	
	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	1-3Q	1-4Q	1Q	1-2Q	達成率	進捗率	通期旧会	通期新会予
売上収益	14,224	31,536	49,662	73,515	17,398	41,469	65,789	91,552	27,304	52,763	105.5%	50.9%	103,500	103,700
前年同期比	37.6%	34.0%	34.4%	34.9%	22.3%	31.5%	32.5%	24.5%	56.9%	27.2%			13.1%	13.3%
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	5,843	99.0%	47.9%	12,400	12,200
前年同期比	7.3%	5.8%	3.6%	3.5%	-6.7%	-7.8%	-7.4%	-7.4%	-5.0%	0.6%			41.7%	3.6%
筆記	1,988	4,235	6,237	8,249	1,829	3,684	5,585	7,519	1,778	3,812				
コスメ	415	783	1,269	1,706	371	764	1,115	1,442	253	608				
MIM	554	1,083	1,648	2,297	522	1,099	1,634	2,251	531	1,132				
その他	103	195	296	464	132	261	414	567	150	290				
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	46,919	108.4%	51.3%	89,500	91,500
前年同期比	50.5%	44.3%	45.2%	44.8%	30.4%	41.8%	42.4%	31.5%	70.3%	34.1%			14.3%	16.9%
AlphaTheta	8,462	16,820	24,577	36,362	10,718	25,184	39,161	51,930	18,934	33,260	106.3%	54.7%	60,000	60,800
前年同期比	16.9%	18.0%	24.2%	37.2%	26.7%	49.7%	59.3%	42.8%	76.7%	32.1%			15.5%	17.1%
JLab	2,433	7,853	14,722	23,154	3,493	9,800	16,810	26,340	5,274	13,658	113.8%	44.5%	29,500	30,700
前年同期比	-	176.5%	102.5%	58.6%	43.6%	24.8%	14.2%	13.8%	51.0%	39.4%			12.0%	16.6%
その他	266	565	909	1,282	331	675	1,066	1,500	382	382	47.8%	-	1,600	-
事業EBITDA	2,486	5,049	6,980	11,367	2,552	8,046	13,748	17,875	7,847	14,040	121.0%	65.3%	21,000	21,500
前年同期比	-16.1%	-17.4%	-17.0%	5.8%	2.7%	59.4%	97.0%	57.3%	207.5%	74.5%			17.5%	20.3%
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%	26.6%			20.3%	20.7%
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	1,522	95.1%	47.6%	3,500	3,200
前年同期比	-18.0%	-13.7%	-15.0%	-11.2%	-17.8%	-17.9%	-16.3%	-14.0%	-8.3%	0.0%			9.4%	0.1%
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%	26.0%			28.2%	26.2%
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	12,997	122.6%	66.3%	18,600	19,600
前年同期比	-10.4%	-16.2%	-15.1%	16.4%	9.6%	93.9%	155.2%	92.1%	257.3%	87.3%			17.6%	23.9%
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%	27.7%			20.8%	21.4%
AlphaTheta	2,443	3,897	4,699	6,897	2,659	7,053	11,275	13,352	6,707	10,694	115.0%	68.1%	15,400	15,700
前年同期比	15.3%	-5.7%	-6.5%	21.6%	8.8%	81.0%	139.9%	93.6%	152.2%	51.6%			15.3%	17.6%
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%	32.2%			25.7%	25.8%
JLab	-543	-318	23	1,337	-577	-115	775	2,462	728	2,302	177.1%	59.0%	3,200	3,900
前年同期比	-	-	-95.7%	-4.8%	-	-	-	84.1%	-	-			30.0%	58.4%
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%	16.9%			10.8%	12.7%
その他	42	95	180	272	55	77	120	178	42	42			-	-
全社費用	-246	-478	-696	-858	-235	-491	-745	-1,316	-228	-479			-1,100	-1,300
事業セグメント (百万円、%) (四半期)	22/12期				23/12期				24/12期					
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q				
売上高	14,224	17,312	18,126	23,853	17,398	24,071	24,320	25,763	27,304	25,459				
前年同期比	37.6%	31.2%	35.1%	36.0%	22.3%	39.0%	34.2%	8.0%	56.9%	5.8%				
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	3,130				
前年同期比	7.3%	4.4%	-0.5%	3.3%	-6.7%	-8.8%	-6.7%	-7.2%	-5.0%	6.0%				
筆記	1,988	2,246	2,002	2,011	1,829	1,854	1,901	1,933	1,778	2,033				
コスメ	415	368	485	436	371	392	351	327	253	354				
MIM	554	528	564	649	522	576	535	616	531	601				
その他	103	91	101	167	132	128	152	155	150	140				
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	22,711				
前年同期比	50.5%	39.8%	46.8%	43.9%	30.4%	50.8%	43.5%	10.3%	70.3%	9.3%				
AlphaTheta	8,462	8,358	7,757	11,785	10,718	14,466	13,977	12,768	18,934	14,326				
前年同期比	16.9%	19.1%	40.2%	75.3%	26.7%	73.1%	80.2%	8.3%	76.7%	-1.0%				
JLab	2,433	5,420	6,869	8,432	3,493	6,307	7,010	9,530	5,274	8,384				
前年同期比	-	90.8%	55.1%	15.1%	43.6%	16.4%	2.1%	13.0%	51.0%	32.9%				
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	6,193				
前年同期比	-16.1%	-18.5%	-16.1%	88.5%	2.7%	114.4%	195.3%	-5.9%	207.5%	12.7%				
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%	24.3%				
ものづくり(部品・材料) テイボー	791	1,062	921	944	650	872	801	875	596	925				
前年同期比	-18.0%	-10.2%	-17.4%	2.4%	-17.8%	-17.9%	-13.0%	-7.3%	-8.3%	6.1%				
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%	29.6%				
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	5,560				
前年同期比	-10.4%	-21.9%	-11.3%	131.5%	9.6%	189.3%	346.9%	7.2%	257.3%	14.5%				
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%	24.5%				
AlphaTheta	2,443	1,454	802	2,198	2,659	4,394	4,222	2,077	6,707	3,986				
前年同期比	15.3%	-27.8%	-9.9%	239.7%	8.8%	202.2%	426.4%	-5.5%	152.2%	-9.3%				
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%	27.8%				
JLab	-543	225	341	1,314	-577	462	890	1,687	728	1,573				
前年同期比	-	67.9%	-15.0%	51.2%	-	105.3%	161.0%	28.4%	-	240.5%				
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%	18.8%				
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	-250				

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 5. 中期経営計画

(百万円)	中計FY21	中期経営計画FY25					CAGR FY21~25
	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	
<b>売上収益</b>	54,481	73,515	91,552	103,500	103,700	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	12,200	12,800	1.0%
売上収益構成比	22.5%	17.3%	12.9%	12.7%	11.8%	12.8%	
ものづくり(音響機器関連)	41,107	59,516	78,271	89,500	91,500	85,500	20.1%
売上収益構成比	75.5%	81.0%	85.5%	86.5%	88.2%	85.5%	
AlphaTheta	26,511	36,362	51,930	60,000	60,800	56,500	20.8%
売上収益構成比	48.7%	49.5%	56.7%	58.0%	58.6%	56.5%	
JLab	14,596	23,154	26,340	29,500	30,700	29,000	18.7%
売上収益構成比	26.8%	31.5%	28.8%	28.5%	29.6%	29.0%	
その他	1,090	1,282	1,500	1,600	0	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%				
<b>事業EBITDA</b>	10,739	11,367	17,875	21,000	21,500	20,000	16.8%
EBITDAマージン	19.7%	15.5%	19.5%	20.3%	20.7%	20.0%	
ものづくり(部品・材料) テイボー	4,185	3,718	3,198	3,500	3,200	3,700	-3.0%
EBITDAマージン	34.1%	29.2%	27.1%	28.2%	26.2%	28.9%	
ものづくり(音響機器関連)	7,076	8,234	15,814	18,600	19,600	17,200	24.9%
EBITDAマージン	17.2%	13.8%	20.2%	20.8%	21.4%	20.1%	
AlphaTheta	5,671	6,897	13,352	15,400	15,700	13,800	24.9%
EBITDAマージン	21.4%	19.0%	25.7%	25.7%	25.8%	24.4%	
JLab	1,404	1,337	2,462	3,200	3,900	3,400	24.7%
EBITDAマージン	9.6%	5.8%	9.3%	10.8%	12.7%	11.7%	
その他全社費用	-522	-585	-1,137	-1,100	-1,300	-900	
<b>営業利益</b>	6,068	1,262	14,462	16,000	16,800	15,000	25.4%
営業利益率	11.1%	1.7%	15.8%	15.5%	16.2%	15.0%	
<b>ROE</b>	4.7%	2.7%	5.1%			4%以上~8%	
ROIC (グ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	288.7	364.2	290.0	
配当性向	137.9%	5.3%	40.2%	40.2%	31.9%	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 及び 8 月 9 日 2Q の決算発表時に上方修正された 24/12 期会社予想は、いずれも中期目標値を既に上回っている。

## 2. 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%はエレクトロコム（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倍程度と大きいですが、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 6. 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

## 3. 株価動向とバリュエーション

### 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年間の株価指数（2019年8月13日株価を100とする）の推移を比較した。直近までの株価変動率は、①JVCケンウッド+282%、②ノーリツ鋼機+85%、③オーベクス+27%、④ローランド+24%、⑤河合楽器製作所-16%、⑥カシオ計算機-19%、⑦エレコム-23%である。

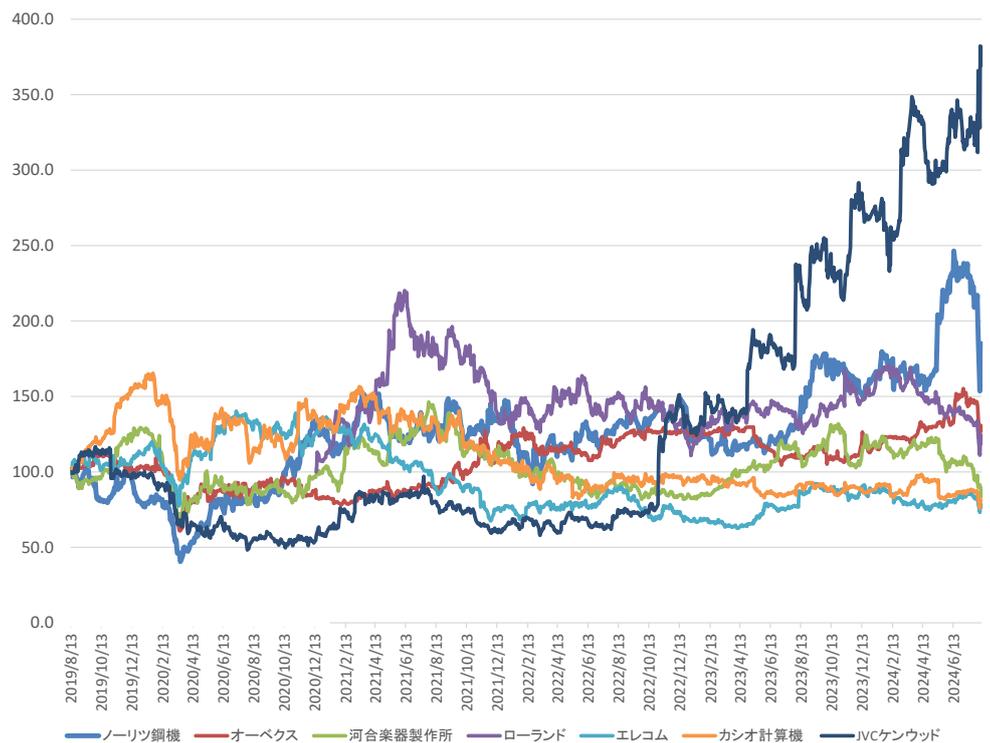
### 株価変動の要因

カシオ計算機とJVCケンウッドを除き、5社の時価総額は1,500億円を下回るが、ノーリツ鋼機は直近の高値で1,500億円を上回った。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。河合楽器製作所、カシオ計算機、及び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：ノーリツ鋼機0.64、河合楽器製作所0.53、オーベクス0.46。PERは6倍～57倍レンジと幅広く、因みにノーリツ鋼機の10.06倍はオーベクスノ6.30倍に次いで低い水準である。配当利回りは、ローランド4.74%、エレコム3.59%、ノーリツ鋼機3.17%が最も高い水準である。

図表7. 類似企業の株価指数（2019年8月13日株価を100とする）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指数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、Sum-

of-the-parts 分析により企業価値を算出し、ネットデットを差引くことにより理論株価 7,029 円が求まる（2024 年 5 月 17 日付け弊社レポート参照）。同社は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 8. 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 (8/9) (円)	時価総額 (8/9) (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	3,665	132,640	10.06	0.64	3.17%	5.1%
オーベクス	3583	24/3	1,040	3,216	6.30	0.46	2.40%	7.2%
河合楽器製作所	7952	24/3	2,669	24,052	57.36	0.53	-	6.9%
ローランド	7944	23/12	3,590	101,105	11.64	2.47	4.74%	22.2%
エレコム	6750	24/3	1,337	123,300	11.32	1.27	3.59%	11.9%
カシオ計算機	6952	24/3	1,133	273,643	25.94	1.14	-	5.3%
JVCケンウッド	6632	24/3	1,072	175,808	12.93	1.41	1.21%	12.2%

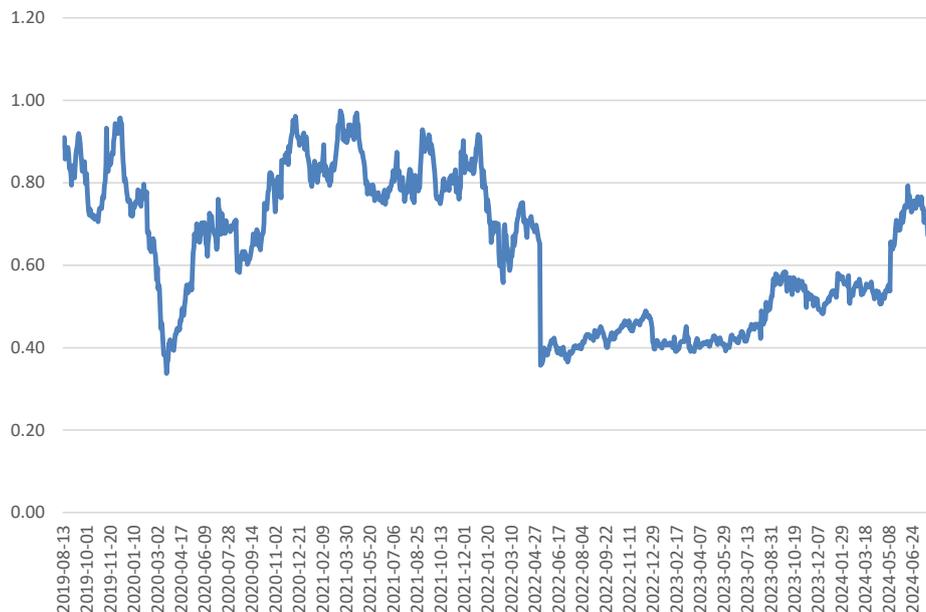
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 10. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 11. 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)

## 図表 12. 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
<b>継続事業</b>									
<b>売上収益</b>	<b>50,045</b>	<b>56,035</b>	<b>63,527</b>	<b>26,147</b>	<b>41,148</b>	<b>54,481</b>	<b>73,515</b>	<b>91,552</b>	<b>103,700</b>
前期比	16.0%	12.0%	13.4%	-	-	-	34.9%	24.5%	15.2%
売上原価	25,433	28,993	33,453	13,439	18,721	29,717	43,986	50,480	
<b>売上総利益</b>	<b>24,612</b>	<b>27,042</b>	<b>30,073</b>	<b>12,707</b>	<b>22,426</b>	<b>24,763</b>	<b>29,529</b>	<b>41,072</b>	
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	
<b>営業利益</b>	<b>4,611</b>	<b>5,954</b>	<b>6,053</b>	<b>4,134</b>	<b>5,816</b>	<b>6,068</b>	<b>1,262</b>	<b>14,462</b>	<b>16,800</b>
前期比	127.1%	29.1%	1.7%	-	-	-	-79.2%	-	16.8%
営業利益率	9.2%	10.6%	9.5%	15.8%	14.1%	11.1%	1.7%	15.8%	16.2%
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	
<b>税引前利益</b>	<b>6,348</b>	<b>6,092</b>	<b>5,954</b>	<b>599</b>	<b>2,574</b>	<b>5,315</b>	<b>3,944</b>	<b>13,747</b>	<b>16,600</b>
前期比	186.6%	-4.0%	-2.3%	-	-	-	-25.8%	248.6%	21.4%
税引前当期利益率	12.7%	10.9%	9.4%	2.3%	6.3%	9.8%	5.4%	15.0%	16.0%
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	
<b>親会社の所有者に帰属する当期利益</b>	<b>4,290</b>	<b>8,920</b>	<b>2,948</b>	<b>1,289</b>	<b>9,893</b>	<b>5,115</b>	<b>101,554</b>	<b>10,199</b>	<b>13,000</b>
前期比	-	107.9%	-67.0%	-	-	-	-	-90.0%	27.5%
当期利益率	8.6%	15.9%	4.6%	4.9%	24.0%	9.4%	138.1%	11.1%	12.5%
<b>事業EBITDA</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>7,965</b>	<b>6,847</b>	<b>9,487</b>	<b>10,739</b>	<b>11,367</b>	<b>17,875</b>	<b>21,500</b>
事業EBITDAマージン	-	-	12.5%	26.2%	23.1%	19.7%	15.5%	19.5%	21.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：24/12 期会社予想の前期比は、23/12 期から「その他」セグメントを除外した数値に対して比較した

## 図表 13. 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

## 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