

Company Report

2024年11月22日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
内野 晃彦



Q3 決算も好調な業績が継続し、通期の利益予想を今期3度目の上方修正

ノーリツ鋼機（以下同社）は、11月8日引け後に24/12期Q3決算を発表した。7-9月期の決算結果は、テイボアの停滞を、AlphaThetaとJLabの好調で補い、事前会社下期予想に対して、高い進捗率を示した。これを受けて同社は同日、通期会社予想を修正。売上高は、AlphaThetaの一部製品における一時的な出荷停止等を反映して下方修正する一方、営業利益以下は今期3度目の上方修正。同社は9月13日開催の取締役会にて、テイボアのMIM事業を浜松メタルワークスとして分割（1月上旬予定）し、新たに設立する中間持株会社テイボアホールディングス（ノーリツ鋼機100%持分）がテイボア（MIM事業を分離）と浜松メタルワークスの株式を100%所有する新体制に、25年4月1日より移行すると決定した。

Q3業績（1-9月）は売上収益78,437百万円（前年同期比21.2%増）、事業EBITDA20,119百万円（同47.6%増）、営業利益16,078百万円（同28.9%増）、税引前利益16,189百万円（同32.5%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益12,915百万円（64.7%増）と増収増益であった。事前会社予想に対する達成率は売上収益75.6%、事業EBITDA93.6%、営業利益95.7%、税引前利益97.5%、親会社の所有者に帰属する当期利益99.4%。

7-9月期の個社別では、テイボアは上期までの停滞が継続。AlphaThetaは好調を維持。JLabは4-6月期における前倒し出荷の反動で、前四半期比で減速した。8月時事前予想比では、テイボアが下回り、AlphaThetaとJLabは上回った。平均為替レート（1-9月）は、米ドル151.3円で前年同期比13.2円、ユーロ164.4円で同14.8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。なお、新会社予想における10-12月期計画は、為替前提が米ドル145円、ユーロ158円を維持したことに加え、AlphaThetaの一部製品における一時的な出荷停止影響を最大限に考慮しており、依然保守的である。株価は、予想に対する実績上振れ、及び増配を期待し、上昇する可能性が高い。

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(24/11/21)	4,295
52週間高値(24/6/14)	4,660
52週間安値(23/12/18)	2,823
上場来高値(99/09/08)	5,900
上場来安値(12/11/15)	282
発行済株式数(百万株)	35.7
時価総額(十億円)	153.3
EV(十億円)	105.2
自己資本比率(23/12実績、%)	73.5
PER(24/12会予、倍)	11.1
PBR(23/12実績、倍)	0.75
配当利回り(24/12会予、%)	2.7

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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)
23/12期Q3	23,929	34.6%	5,127	478.0%	5,021	59.4%	3,388	87.5%	213.6	-
24/12期Q3	25,674	7.3%	2,199	-57.1%	2,082	-58.5%	1,431	-57.8%	354.5	-
23/12期Q3累計	64,722	30.3%	12,474	195.1%	12,218	53.3%	7,842	-92.4%	213.6	-
24/12期Q3累計	78,437	21.2%	16,078	28.9%	16,189	32.5%	12,915	64.7%	354.5	-
21/12期	54,481	-	6,068	-	5,315	-	5,115	-	143.6	198.0
22/12期	72,233	32.6%	1,039	-82.9%	3,722	-30.0%	101,554	-	2,848.5	152.0
23/12期	90,052	24.7%	14,390	-	13,678	30.1%	10,199	-90.0%	285.9	115.0
24/12期会社予想	103,100	14.5%	18,000	25.1%	17,800	30.1%	13,800	35.3%	386.6	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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 2024年12月期 Q3 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 Q3 決算及び通期の業績動向

2024年12月期 Q3 実績

同社は、11月8日引け後に24/12期 Q3 決算を発表した。7-9月期の決算結果は、テイボーの停滞を、AlphaThetaとJLabの好調で補い、事前会社下期予想に対して、高い進捗率を示した。これを受けて同社は同日、通期会社予想を修正。売上収益は、AlphaThetaの10-12月期における一部製品の一時的な出荷停止等を反映して下方修正する一方、営業利益以下は今期3度目の上方修正となった。ただし、依然として保守的と考える。

次期中計 25年2月14日発表

中計 FY25 を1年前倒し達成する目途が立ったため、同社は通期決算発表時 25年2月14日に次期中計を発表する予定。

大幅増収増益

Q3 業績は売上収益 78,437 百万円（前年同期比 21.2%増）、事業 EBITDA 20,119 百万円（同 47.6%増）、営業利益 16,078 百万円（同 28.9%増）、税引前利益 16,189 百万円（同 32.5%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益はプリメディカの株式売却益（約 18 億円、5/13 付け譲渡）を含み 12,915 百万円（64.7%増）と増収増益であった。テイボーの MIM 事業は、意思決定の迅速化と資源配分の効率性向上を目的に、浜松メタルワークスとして分割され、更なる成長を目指す体制（25年4月1日より）とする。

達成率、進捗度

事前会社通期予想に対する達成率は、売上収益 75.6%、事業 EBITDA 93.6%、営業利益 95.7%、税引前利益 97.5%、親会社の所有者に帰属する当期利益 99.4%。下期新会社予想（11月8日付）に対する7-9月期の進捗度は、同 51.0%、同 70.2%、同 53.4%、同 56.4%、同 61.8%である。

子会社の状況

子会社別では前年同期比で、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、テイボーがコスメ分野におけるペン先事業の不振でやや下回ったが、AlphaThetaは需要好調、JLabは販売チャネル拡大や返品額の減少で、ともに上回った。

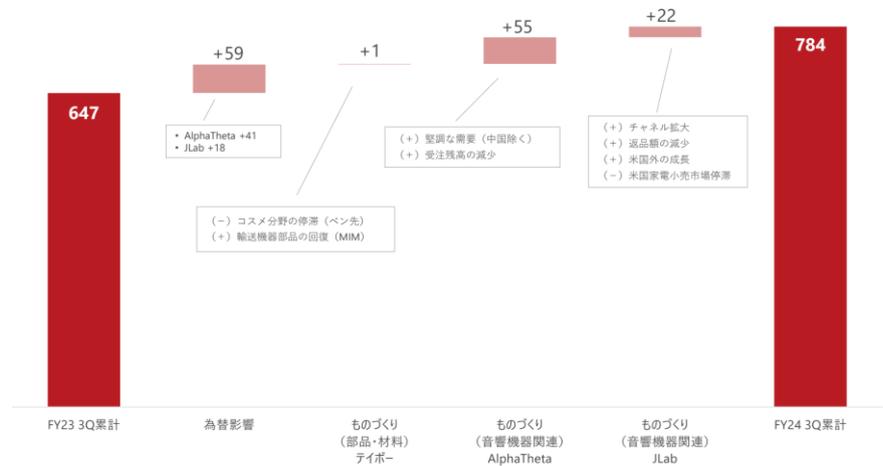
平均為替レート

平均為替レートは、米ドル 151.3 円で前年同期比 13.2 円、ユーロ 164.4 円で同 14.8 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。

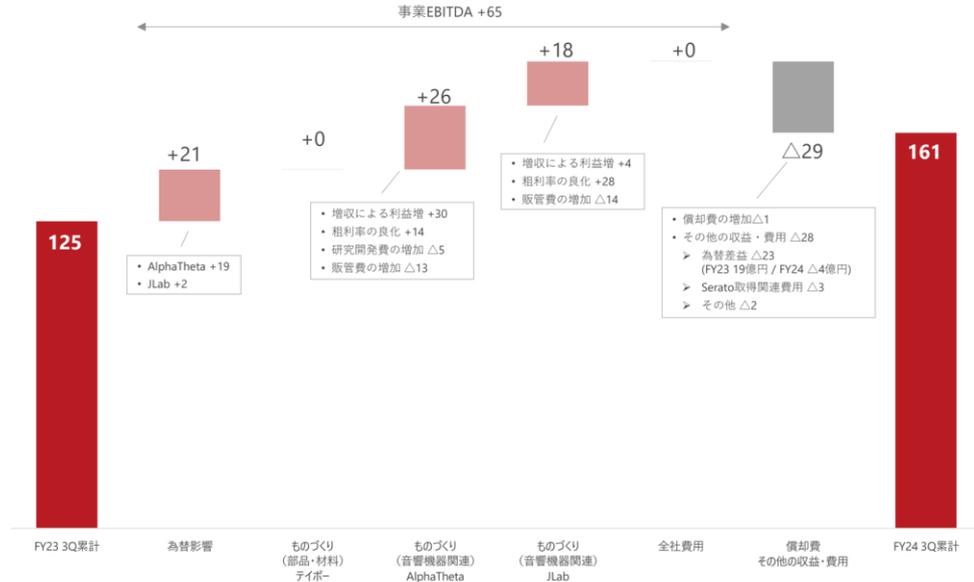
図表 1. 売上収益増減分析（対前年同期）単位：億円



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月期会社予想を再度修正

同社は会社予想を再度修正した。売上収益は、AlphaThetaの一部製品における一時的な出荷停止等を反映して下方修正する一方、営業利益以下は今期3度目の上方修正となった。子会社別では、テイボーが売上収益、営業利益とも下方修正。AlphaThetaは売上収益を下方修正するが営業利益は上方修正。JLabは売上収益、営業利益とも上方修正となる。

各種利益の上方修正の内容

24/12期通期会社新予想は、売上収益103,100百万円(前期比14.5%増)、事業EBITDA22,700百万円(同28.3%増)、営業利益18,000百万円(同25.1%増)、税引前利益17,800百万円(同30.2%増)、親会社の所有者に帰属する当期利益13,800百万円(35.3%増)である。

為替の影響

平均為替レート前提は、米ドル149.7円(前期比+9.1円安)、ユーロ162.8円(同+10.8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。Q3で計上した為替評価損-4億円は、通期予想では約-2億円となる見込み。

配当予想

配当予想は据え置かれたが、配当性向目標40%以上であることから(現時点30.0%)、前期と同様に通期業績の確定後、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+56億円(AlphaTheta+38億円、JLab+18億円)、テイボー+1億円、AlphaTheta+47億円、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+19億円(AlphaTheta+17億円、JLab+2億円)、テイボー-1億円(販管費増-1億円)、AlphaTheta+17億円(増収効果+24億円、粗利率良化+20億円、研究開発費増-6億円、販管費増-21億円)、JLab+14億円(増収効果+7億円、粗利率良化+29億円、販管費増-22億円)、償却費、其他収益・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、其他-1億円)。

ノーリツ鋼機 | 7744 (東証プライム)

主なポイント

事前予想比較では、テイボーがペン先の回復遅延により売上収益-3億円、営業利益-1億円。AlphaThetaは一部製品の出荷停止影響で売上収益-14億円とするが、営業利益は減収に伴う利益減-8億円を粗利率良化+4億円、研究開発費抑制+3億円、販管費抑制+6億円で補い、全体では+5億円。JLabは売上収益を据え置くものの、営業利益は販管費増(マーケティング費用積み増し)-4億円を、粗利率良化+6億円で補い、全体で+2億円。

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+36億円、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-23億円(増益による税金増加-13億円、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10-12月期会社予想

10-12月期の会社予想は、AlphaThetaの一部製品における一時的出荷停止影響を最大限に織り込んだことに加え、為替変動、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、売上収益24,663百万円(前年同期比2.6%減)、営業利益1,922百万円(同0.4%増)となっている。依然として保守的な予想とみる。

子会社の状況 ~テイボー

テイボーの7-9月期は、MIM事業が車載向けに回復感が見られるものの、ペン先は筆記・コスメで停滞が継続した。10-12月期も同様の状況が継続する予想である。

子会社の状況 ~AlphaTheta

AlphaThetaは欧米を中心に堅調な事業環境が続いており、DJ機器の7-9月期における出荷台数は前年同期比30千台増、前四半期比22千台増の177千台であった。10-12月期も好調な事業環境が継続する一方、一部製品の出荷停止リスクを新予想に最大限織り込んだ形。なお、新製品を含む一部製品の不具合に関して原因は特定できており、11月下旬の出荷再開に向けて準備中である。こうした状況を踏まえれば、当該製品が10-12月期中に全く出荷再開されないとの同社予想前提は、保守的なスタンスと考える。

子会社の状況 ~JLab

JLabはQ2の出荷量増加の反動でQ3は減少したが事前想定通り。品質改善による返品額の低下や製造・在庫管理の強化等に伴う粗利率良化は継続中。Q4はクリスマス商戦に向けて季節的な需要拡大期を迎える。一方で、25/12期以降の更なる成長に向け、戦略的にマーケティング費用を積み増し、更なるブランド力強化に努める戦略を採る。

財務状況及び資本政策

Q3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+182億円の1,099億円、ネットデット-212億円の-738億円である。なお、棚卸資産は201億円となり前四半期比10億円増加(Q3期末の為替レートがQ2期末比で円高シフトしたことを考慮すれば、実体ベースでは10億円を大きく超えて増加)したが、主にJLabにおけるクリスマス商戦向けの戦略的な製品在庫の積み増しが主体であり、健全な推移と考える。親会社所有者帰属持分比率は、前期末比+0.4%ポイントの74.0%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買収中止により、その予算分70百万ドル(約100億円強)が残存している。

次期中計を25年2月14日に発表

同社は25年2月14日に次期中計を発表することを明らかにした。現在進行中の中計FY25は1年前倒しで達成する可能性が高まったことから、新中計も1年前倒しとする。新中計では、テイボーのMIM事業強化を含む各子会社のオーガニック成長に加え、今後のM&A戦略、及びキャピタルアロケーションや株主還元の方針に注目する。中長期的な企業価値向上への期待が高まれば、株価上昇に繋がるものとする。

図表 3. 四半期業績動向

四半期業績推移 (百万円、%)	23/12期				24/12期			24/12期		
	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4	Q1	Q1-2	Q1-3	進捗率	通期旧会予	通期新会予
(累計)										
売上収益	17,067	40,793	64,722	90,052	26,922	52,763	78,437	76.1%	103,500	103,100
前年同期比	20.0%	29.4%	30.3%	22.5%	57.7%	29.3%	21.2%		59.9%	14.5%
売上原価	10,078	23,218	35,904	49,967	13,177	26,397	38,904			
前年同期比	25.2%	26.5%	20.5%	13.6%	30.8%	13.7%	8.4%			
売上原価率	59.0%	56.9%	55.5%	55.5%	48.9%	50.0%	49.6%			
売上総利益	6,989	17,574	28,818	40,084	13,744	26,365	39,532			
前年同期比	13.2%	33.3%	45.1%	35.7%	96.7%	50.0%	37.2%			
売上総利益率	41.0%	43.1%	44.5%	44.5%	51.1%	50.0%	50.4%			
販管費	5,528	11,696	18,399	26,725	6,986	14,515	22,741			
前年同期比	17.4%	14.5%	14.7%	19.3%	26.4%	24.1%	23.6%			
売上販管費比率	32.4%	28.7%	28.4%	29.7%	25.9%	27.5%	29.0%			
営業利益	2,009	7,347	12,474	14,388	7,627	13,879	16,078	89.3%	16,000	18,000
前年同期比	18.2%	124.9%	195.1%	1040.1%	279.6%	88.9%	28.9%		11.2%	25.1%
営業利益率	11.8%	18.0%	19.3%	16.0%	28.3%	26.3%	20.5%		15.5%	17.5%
税引前当期利益	1,814	7,196	12,218	13,677	7,646	14,107	16,189	90.9%	15,400	17,800
前年同期比	-11.5%	51.6%	53.3%	246.8%	321.5%	96.0%	32.5%		12.6%	30.1%
税引前利益率	10.6%	17.6%	18.9%	15.2%	28.4%	26.7%	20.6%		14.9%	17.3%
親会社の所有者に帰属する四半期利益	1,051	4,454	7,842	10,199	5,235	11,484	12,915	93.6%	10,300	13,800
前年同期比	-99.0%	-95.6%	-92.4%	-90.0%	398.1%	157.8%	64.7%		1.0%	35.3%
四半期利益率	6.2%	10.9%	12.1%	11.3%	19.4%	21.8%	16.5%		10.0%	13.4%
事業EBITDA	2,496	7,969	13,628	17,696	7,805	14,040	20,119	88.6%	21,000	22,700
前年同期比	0.4%	57.8%	95.2%	55.7%	212.7%	76.2%	47.6%		18.7%	28.3%
事業EBITDAマージン	14.6%	19.5%	21.1%	19.7%	29.0%	26.6%	25.6%		20.3%	22.0%
四半期累積平均為替レート (¥/USD)	132.3	134.9	138.1	140.6	148.6	152.3	151.3		145.9	148.6
四半期累積平均為替レート (¥/EUR)	142.1	145.8	149.6	152.0	161.3	164.6	164.4		158.8	161.3
四半期累積平均為替レート (¥/元)	19.3	19.5	19.6	19.8	20.6	21.1	21.0			
四半期末為替レート (¥/USD)	133.5	145.0	149.6	141.8	151.4	161.1	142.7		145.0	145.0
四半期末為替レート (¥/EUR)	145.7	157.6	158.0	157.1	163.2	172.3	159.4		158.0	158.0
四半期末為替レート (¥/元)	19.4	19.9	20.5	19.9	20.8	22.0	20.5			
四半期業績推移 (百万円、%)										
(3か月)										
売上収益	17,067	23,725	23,929	25,329	26,922	25,841	25,674			
前年同期比	22.3%	39.5%	34.6%	7.9%	57.7%	8.9%	7.3%			
売上原価	10,078	13,140	12,686	14,063	13,178	13,221	12,507			
前年同期比	26.8%	28.8%	12.0%	0.0%	30.8%	0.6%	-1.4%			
売上原価率	59.0%	55.4%	53.0%	55.5%	48.9%	51.2%	48.7%			
売上総利益	6,989	10,585	11,243	11,266	13,744	12,620	13,167			
前年同期比	16.3%	55.3%	74.3%	19.7%	96.7%	19.2%	17.1%			
売上総利益率	41.0%	44.6%	47.0%	44.5%	51.1%	48.8%	51.3%			
販管費	5,528	6,168	6,703	8,325	6,986	7,528	8,226			
前年同期比	20.8%	15.2%	18.2%	34.4%	26.4%	22.0%	22.7%			
売上販管費比率	32.4%	26.0%	28.0%	32.9%	25.9%	29.1%	32.0%			
営業利益	2,009	5,337	5,127	1,914	7,627	6,252	2,199			
前年同期比	20.2%	250.0%	478.0%	-	279.6%	17.1%	-57.1%			
営業利益率	11.8%	22.5%	21.4%	7.6%	28.3%	24.2%	8.6%			
税引前当期利益	1,814	5,382	5,021	1,459	7,646	6,460	2,082			
前年同期比	-10.3%	102.8%	59.4%	-	321.5%	20.0%	-58.5%			
税引前利益率	10.6%	22.7%	21.0%	5.8%	28.4%	25.0%	8.1%			
親会社の所有者に帰属する四半期利益	1,051	3,402	3,388	2,356	5,235	6,248	1,431			
前年同期比	-99.0%	255.1%	87.5%	-	398.1%	83.7%	-57.8%			
四半期利益率	6.2%	14.3%	14.2%	9.3%	19.4%	24.2%	5.6%			
事業EBITDA	2,496	5,473	5,658	4,068	7,805	6,235	6,079			
前年同期比	2.1%	118.1%	206.5%	-5.3%	212.7%	13.9%	7.4%			
事業EBITDAマージン	14.6%	23.1%	23.6%	16.1%	29.0%	24.1%	23.7%			
四半期平均為替レート (¥/USD)	132.3	137.4	144.6	147.9	148.6	155.9	149.4			
四半期平均為替レート (¥/EUR)	142.1	149.5	157.3	159.1	161.3	167.9	164.0			
四半期平均為替レート (¥/元)	19.3	19.6	19.9	20.4	20.6	21.5	20.8			

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：百万円以下四捨五入、小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)	23/12期				24/12期			24/12期		
	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4	Q1	Q1-2	Q1-3	進捗率	通期旧会予	通期新会予
売上収益	17,067	40,793	64,722	90,052	26,922	52,763	78,437	76.1%	103,500	103,100
前年同期比	20.0%	29.4%	30.3%	22.5%	57.7%	29.3%	21.2%		14.9%	14.5%
ものづくり(部品・材料) テイボー	2,856	5,808	8,750	11,781	2,713	5,843	8,819	74.1%	12,400	11,900
前年同期比	-6.7%	-7.8%	-7.4%	-7.4%	-5.0%	0.6%	0.8%		41.7%	1.0%
筆記	1,829	3,684	5,585	7,519	1,778	3,812	5,632			
コスメ	371	764	1,115	1,442	253	608	929			
MIM	522	1,099	1,634	2,251	531	1,132	1,798			
その他	132	261	414	567	150	290	459			
ものづくり(音響機器関連)	14,211	34,984	55,971	78,270	24,208	46,919	69,617	76.3%	89,500	91,200
前年同期比	30.4%	41.8%	42.4%	31.5%	70.3%	34.1%	24.4%		14.3%	16.5%
AlphaTheta	10,718	25,184	39,161	51,930	18,934	33,260	48,774		60,000	60,400
前年同期比	26.7%	49.7%	59.3%	42.8%	76.7%	32.1%	24.5%		15.5%	16.3%
JLab	3,493	9,800	16,810	26,340	5,274	13,658	20,843		29,500	30,800
前年同期比	43.6%	24.8%	14.2%	13.8%	51.0%	39.4%	24.0%		12.0%	16.9%
その他	-	-	-	-	-	-	-		-	-
事業EBITDA	2,496	7,969	13,628	17,696	7,805	14,040	20,119	88.6%	21,000	22,700
前年同期比	0.4%	57.8%	95.2%	55.7%	212.7%	76.2%	47.6%		18.7%	28.3%
事業EBITDAマージン	14.6%	19.5%	21.1%	19.7%	29.0%	26.6%	25.6%		20.3%	22.0%
ものづくり(部品・材料) テイボー	650	1,522	2,323	3,198	596	1,522	2,324	75.0%	3,500	3,100
前年同期比	-17.8%	-17.9%	-16.3%	-14.0%	-8.3%	0.0%	0.0%		9.4%	-3.1%
事業EBITDAマージン	22.8%	26.2%	26.5%	27.1%	22.0%	26.0%	26.4%		28.2%	26.1%
ものづくり(音響機器関連)	2,081	6,938	12,050	15,814	7,436	12,997	18,521	89.0%	18,600	20,800
前年同期比	9.6%	93.9%	155.2%	92.1%	257.3%	87.3%	53.7%		17.6%	31.5%
事業EBITDAマージン	14.6%	19.8%	21.5%	20.2%	30.7%	27.7%	26.6%		20.8%	22.8%
AlphaTheta	2,659	7,053	11,275	13,352	6,707	10,694	15,747		15,400	16,700
前年同期比	8.8%	81.0%	139.9%	93.6%	152.2%	51.6%	39.7%		15.3%	25.1%
事業EBITDAマージン	24.8%	28.0%	28.8%	25.7%	35.4%	32.2%	32.3%		25.7%	27.6%
JLab	-578	-115	775	2,462	729	2,303	2,774		3,200	4,100
前年同期比	-	-	-	84.1%	-	-	257.9%		30.0%	66.5%
事業EBITDAマージン	-16.5%	-1.2%	4.6%	9.3%	13.8%	16.9%	13.3%		10.8%	13.3%
その他	-	-	-	-	-	-	-		-	-
全社費用	-235	-491	-745	-1,316	-228	-479	-726		-1,100	-1,200
事業セグメント (百万円、%) (四半期)	23/12期				24/12期					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3			
売上高	17,067	23,726	23,929	25,330	26,922	25,841	25,674			
前年同期比	20.0%	37.0%	32.0%	6.2%	57.7%	8.9%	7.3%			
ものづくり(部品・材料) テイボー	2,856	2,952	2,942	3,031	2,713	3,130	2,976			
前年同期比	-6.7%	-8.8%	-6.7%	-7.2%	-5.0%	6.0%	1.2%			
筆記	1,829	1,854	1,901	1,933	1,778	2,033	1,820			
コスメ	371	392	351	327	253	354	321			
MIM	522	576	535	616	531	601	665			
その他	132	128	152	155	150	140	169			
ものづくり(音響機器関連)	14,211	20,773	20,987	22,299	24,208	22,711	22,698			
前年同期比	30.4%	50.8%	43.5%	10.3%	70.3%	9.3%	8.2%			
AlphaTheta	10,718	14,466	13,977	12,768	18,934	14,326	15,514			
前年同期比	26.7%	73.1%	80.2%	8.3%	76.7%	-1.0%	11.0%			
JLab	3,493	6,307	7,010	9,530	5,274	8,384	7,185			
前年同期比	43.6%	16.4%	2.1%	13.0%	51.0%	32.9%	2.5%			
その他	-	-	-	-	-	-	-			
事業EBITDA	2,496	5,473	5,659	4,068	7,805	6,235	6,079			
前年同期比	0.4%	113.5%	193.1%	-7.3%	212.7%	13.9%	7.4%			
事業EBITDAマージン	14.6%	23.1%	23.6%	16.1%	29.0%	24.1%	23.7%			
ものづくり(部品・材料) テイボー	650	872	801	875	596	925	802			
前年同期比	-17.8%	-17.9%	-13.0%	-7.3%	-8.3%	6.1%	0.1%			
事業EBITDAマージン	22.8%	29.5%	27.2%	28.9%	22.0%	29.6%	26.9%			
ものづくり(音響機器関連)	2,081	4,857	5,112	3,764	7,436	5,560	5,524			
前年同期比	9.6%	189.3%	346.9%	7.2%	257.3%	14.5%	8.1%			
事業EBITDAマージン	14.6%	23.4%	24.4%	16.9%	30.7%	24.5%	24.3%			
AlphaTheta	2,659	4,394	4,222	2,077	6,707	3,986	5,053			
前年同期比	8.8%	202.2%	426.4%	-5.5%	152.2%	-9.3%	19.7%			
事業EBITDAマージン	24.8%	30.4%	30.2%	16.3%	35.4%	27.8%	32.6%			
JLab	-578	463	890	1,687	729	1,573	471			
前年同期比	-	105.8%	160.2%	28.4%	-	239.7%	-47.1%			
事業EBITDAマージン	-16.5%	7.3%	12.7%	17.7%	13.8%	18.8%	6.6%			
その他	-	-	-	-	-	-	-			
全社費用	-235	-256	-254	-571	-228	-250	-247			

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、小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
	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期			25/12期	
	実績	実績	実績	5月会社予想	8月会社予想	11月会社予想	中期目標	
売上収益	54,481	72,233	90,052	103,500	103,700	103,100	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	11,900	12,800	1.0%
売上収益構成比	22.5%	17.6%	13.1%	12.7%	11.8%	11.5%	12.8%	
ものづくり(音響機器関連)	41,107	59,516	78,271	89,500	91,500	91,200	85,500	20.1%
売上収益構成比	75.5%	82.4%	86.9%	86.5%	88.2%	88.5%	85.5%	
AlphaTheta	26,511	36,362	51,930	60,000	60,800	60,400	56,500	20.8%
売上収益構成比	48.7%	50.3%	57.7%	58.0%	58.6%	58.6%	56.5%	
JLab	14,596	23,154	26,340	29,500	30,700	30,800	29,000	18.7%
売上収益構成比	26.8%	32.1%	29.2%	28.5%	29.6%	29.9%	29.0%	
その他	1,090	0	0	1,600	0	0	1,700	
国内売上収益	6,744	7,113	7,672	-	-	-	-	
国内売上収益比率	12.4%	9.8%	8.5%					
海外売上収益	47,737	65,120	82,380	-	-	-	-	
海外売上収益比率	87.6%	90.2%	91.5%					
事業EBITDA	10,739	11,095	17,696	21,000	21,500	22,700	20,000	16.8%
EBITDAマージン	19.7%	15.4%	19.7%	20.3%	20.7%	22.0%	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	3,100	3,700	-3.0%
EBITDAマージン	34.1%	29.2%	27.1%	28.2%	26.2%	26.1%	28.9%	
ものづくり(音響機器関連)	7,076	8,234	15,814	18,600	19,600	20,800	17,200	24.9%
EBITDAマージン	17.2%	13.8%	20.2%	20.8%	21.4%	22.8%	20.1%	
AlphaTheta	5,671	6,897	13,352	15,400	15,700	16,700	13,800	24.9%
EBITDAマージン	21.4%	19.0%	25.7%	25.7%	25.8%	27.6%	24.4%	
JLab	1,404	1,337	2,462	3,200	3,900	4,100	3,400	24.7%
EBITDAマージン	9.6%	5.8%	9.3%	10.8%	12.7%	13.3%	11.7%	
その他全社費用	-522	-857	-1,316	-1,100	-1,300	-1,200	-900	
営業利益	6,068	1,039	14,388	16,000	16,800	18,000	15,000	25.4%
営業利益率	11.1%	1.4%	16.0%	15.5%	16.2%	17.5%	15.0%	
ROE	4.7%	2.7%	5.1%				4%以上~8%	
ROIC (グロス投下資本で算出)	2.0%	0.3%	3.9%	6.0%	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%	6.0%	5~6%	
EPS (円)	143.6	2,848.5	285.9	288.7	364.2	386.6	290.0	
配当性向	137.9%	5.3%	40.2%	40.2%	31.9%	30.0%	40%以上	
Net Debt/事業EBITDA	5.1	-7.6	-3.0				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 Q1、8 月 9 日 Q2、11 月 8 日 Q3 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16.0%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 (6750 東証プライム) 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、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	90,052	14,390	16.0%	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11月21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+443%、②ノーリツ鋼機+151%、③オーベクス+38%、④ローランド+35%、⑤河合楽器製作所-16%、⑥エレコム-33%、⑦カシオ計算機-47%である。

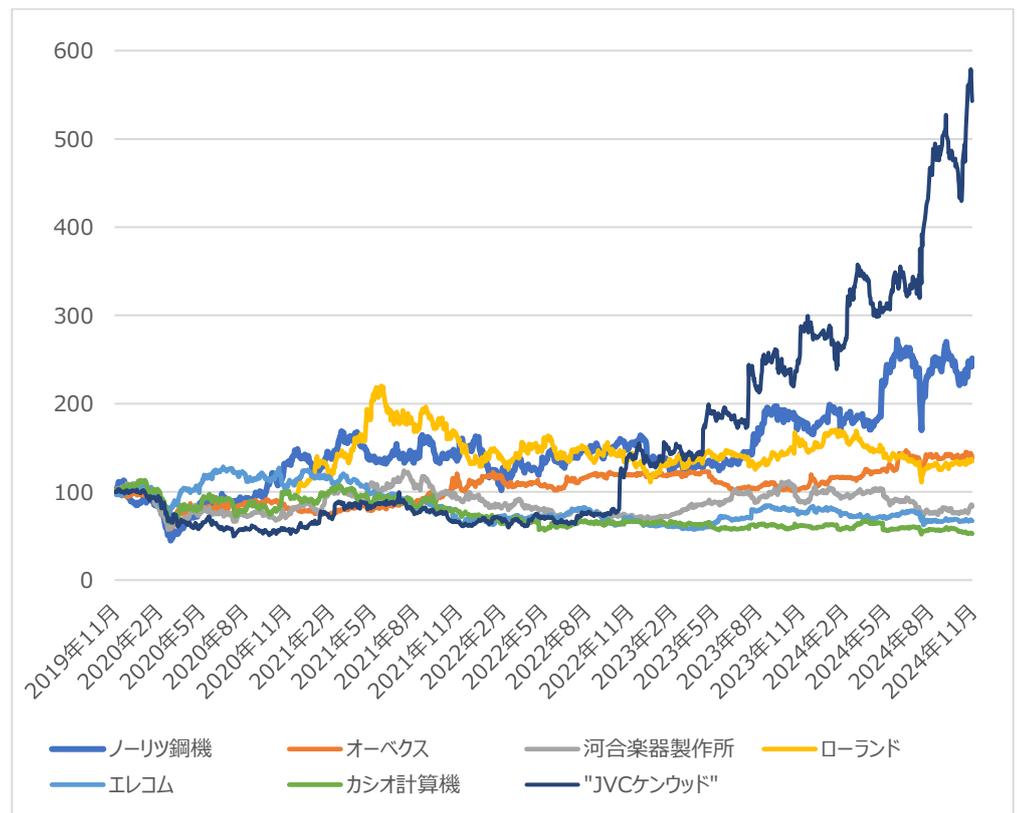
株価変動の要因

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Q1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0.75、河合楽器製作所0.60、オーベクス0.51。PERは5倍～65倍レンジと幅広く、因みにノーリツ鋼機の11.11倍はオーベクスの5.72倍に次いで低い水準である。配当利回りは、ローランド4.11%、エレコム3.33%、ノーリツ鋼機2.70%が最も高い水準である。

図表7.類似企業の株価指数（2019年11月21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、PBR0.75 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

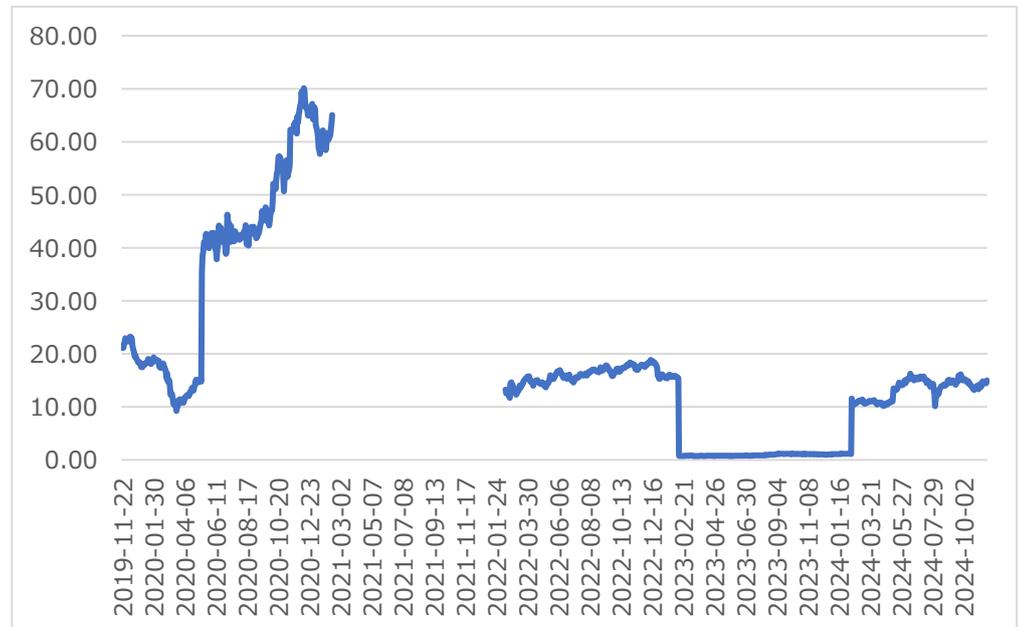
現時点で株価のリスク要因は、海外事業急拡大に伴う、経営効率の低下が考えられる。2023 年 2 月 14 日 JLab ののれんの減損損失 59 億円を発表し、株価は一時的に下落した。

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 (11/21) (円)	時価総額 (11/21) (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	4,295	153,334	11.11	0.75	2.70%	5.1%
オーベクス	3583	24/3	1,151	3,234	5.72	0.51	2.60%	7.2%
河合楽器製作所	7952	24/3	2,995	25,755	64.37	0.60	-	6.9%
ローランド	7944	23/12	3,935	108,798	16.19	2.71	4.11%	22.2%
エレコム	6750	24/3	1,440	109,955	12.19	1.36	3.33%	11.9%
カシオ計算機	6952	24/3	1,073.5	242,457	24.58	1.08	-	5.3%
JVCケンウッド	6632	24/3	1,460.5	220,337	17.62	1.92	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
継続事業									
売上収益	50,045	56,035	63,527	26,147	41,148	54,481	72,233	90,052	103,100
前期比	16.0%	12.0%	13.4%	-	-	-	32.6%	24.7%	14.5%
売上原価	25,433	28,993	33,453	13,439	18,721	29,717	43,547	49,967	
売上総利益	24,612	27,042	30,073	12,707	22,426	24,763	28,686	40,085	
売上総利益率	49.2%	48.3%	47.3%	48.6%	54.5%	45.5%	39.7%	44.5%	
販売費及び一般管理費	20,123	21,038	23,835	7,353	15,828	17,839	21,795	26,725	
売上高販管費比率	40.2%	37.5%	37.5%	28.1%	38.5%	32.7%	30.2%	29.7%	
その他の収益	211	85	118	57	441	253	341	1,339	
その他の費用	88	134	302	1,276	1,223	1,109	6,193	309	
営業利益	4,611	5,954	6,053	4,134	5,816	6,068	1,039	14,390	18,000
前期比	127.1%	29.1%	1.7%	-	-	-	-82.9%	-	25.1%
営業利益率	9.2%	10.6%	9.5%	15.8%	14.1%	11.1%	1.4%	16.0%	17.5%
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	557	
税引前利益	6,348	6,092	5,954	599	2,574	5,315	3,722	13,678	17,800
前期比	186.6%	-4.0%	-2.3%	-	-	-	-30.0%	267.5%	30.1%
税引前当期利益率	12.7%	10.9%	9.4%	2.3%	6.3%	9.8%	5.2%	15.2%	17.3%
法人所得税費用	2,249	-3,352	1,965	-889	-4,321	887	283	3,546	
税率	35.4%	-55.0%	33.0%	-148.4%	-167.9%	16.7%	7.6%	25.9%	
継続事業からの当期利益	4,099	9,445	3,989	1,488	6,895	4,427	4,005	10,132	
非継続事業からの当期利益	-189	-937	-1,349	117	3,761	2,168	97,706	78	
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	13,800
前期比	-	107.9%	-67.0%	-	-	-	-	-90.0%	35.3%
当期利益率	8.6%	15.9%	4.6%	4.9%	24.0%	9.4%	140.6%	11.3%	13.4%
事業EBITDA	-	-	7,965	6,847	9,487	10,739	11,095	17,696	22,700
事業EBITDAマージン	-	-	12.5%	26.2%	23.1%	19.7%	15.4%	19.7%	22.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：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
販売費及び一般管理費	20,123	21,038	23,835	7,353	15,828	17,839	21,795	26,725
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	855	355	468

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

注：遡及修正における内訳不明分は、その他で調整

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