Company Report

2024 年 4 月 23 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

Strategy Advisors

環境変化に適応し脱皮しながら非連続な成長を続ける、創造型ものづくり企業集団

ノーリツ鋼機（以下、同社）は、テイボー（マーキングペ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、環境変化に適応し脱皮しながら非連続な成長を続ける「ものづくり」のノウハウがあり、今後も持続的な成長が期待できることである。

同社は祖業の「ミニラボ」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。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、祖業から一貫してこの企業 DNA を育んできた同社だけである。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。同社の模倣困難性①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。又、それを支える強靭な財務体質も差別化要因となっている。同社はマーキングペン先加工の秘伝の技や、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。PBR0.5 倍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試す展開が期待できよう。

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 (24/4/22、終値)	3,020
年初来高値 (24/1/22)	3,450
年初来安値 (24/2/14)	2,860
52週高値 (24/1/22)	3,450
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)	107.8
EV (十億円)	80.1
自己資本比率 (実績、%)	73.5%
24/12 PER (会予、倍)	12.5
23/12 PBR (実績、倍)	0.5
24/12 配当利回り (会予、%)	3.8%

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	前期比	営業利益	前期比	税引前利益	前期比	当期利益	前期比	EPS	DPS
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)
19/3期	63,527	13.4%	6,053	1.7%	5,954	-2.3%	2,948	-67.0%	74.2	15.0
20/3期	26,147	-	4,134	-	599	-	1,289	-	32.7	15.0
20/12期（9カ月変則）	41,148	-	5,816	-	2,574	-	9,893	-	276.7	20.0
21/12期	54,481	-	6,068	-	5,315	-	5,115	-	140.6	198.0
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 会社予想	97,600	6.6%	13,400	-7.3%	12,800	-6.9%	8,600	-15.8%	241.0	116.0

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. トップマネジメントと企業 DNA 16
3. 経営戦略論の視点からの一考察 18
4. テイボー（部品・材料） 22
5. AlphaTheta（音響機器関連） 27
6. JLab（音響機器関連） 32
7. その他事業 34
8. 財務体質及び資本戦略 35
9. 当面の業績動向 36
10. 中長期展望 40
11. 類似企業との比較 43
12. 株価動向とバリュエーション 44
13. ESG 経営とガバナンスの強化 47
14. SWOT 分析 48

図表 1. 主要指標

主要指標 IFRS-連結	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
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、環境変化に適応し脱皮しながら非連続な成長を続けるものづくりのノウハウがあり、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ニラボは、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。マーキングペン先（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、祖業から一貫してこの企業 DNA を育んできた同社だけである。

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りを感じられる世界感は、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 バスケットボールの正式種目採用で 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はなく、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、テイボーのキャッシュカウであるマーキングペン先既存事業は「ものづくり」だが、テイボーの新領域や 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。マーキ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きている。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、マーキングペン先や 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・サービス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れる。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%）に体現される。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。それを支える強靭な財務体質及び財務戦略も差別化要因である。同社はマーキングペ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、PBR0.5 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。

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（プリメディカ（予防医療事業）、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））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、広がりと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、後述（第 2 章：トップマネジメントと企業 DNA）するように、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。

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。

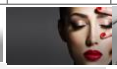
資本効率改善が課題

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、コア事業強化の為の 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		予防医療	新成長領域調査・投資
事業主体	テイボー			AlphaTheta	JLab	プリメディカ	単体
事業内容	マーキングペン先		金属部材	DJ/CLUB機器 業務用音響機器 音楽制作機器 関連サービス	音響デバイス イヤホン ヘッドホン	検査サービス 各部位・臓器 遺伝子 健康年齢 血液、他	純粋持株会社 新規事業調査 投資 事業推進 資本政策 グループ管理
	筆記 フェルト芯	コスメ 塗布具/筆ペン	MIM (金属射出成形)				
特記事項	世界シェア 50%超	日本古来の 極細筆技術 （Soliton）	国内トップ クラスの シェア	DJ機器世界トップシェア Serato買収審査中	100/50ドル 以下シェア 米国No.1	上場準備中	
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

3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、その他事業はプリメディカ（予防医療）及び同社単体（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）である。

売上収益

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

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%（AplpaTheta69.6%、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%（AplpaTheta25.7%、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）。

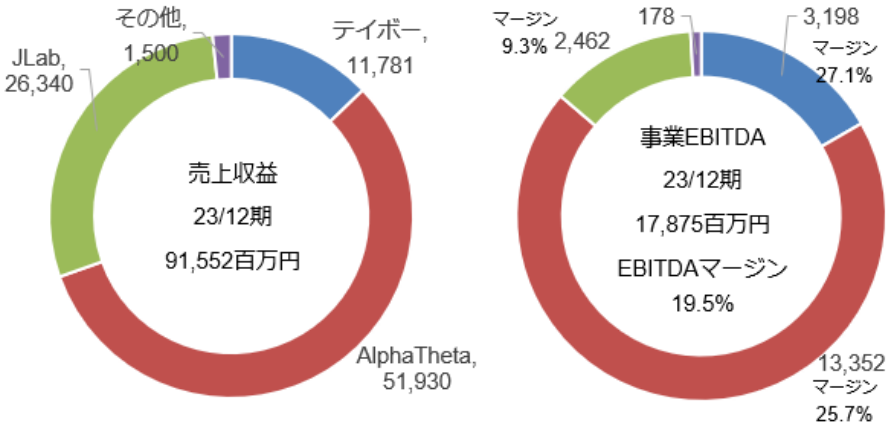
図表 4. 事業 EBITDA、同マージンの推移

年度	21/12期	22/12期	23/12期
事業EBITDA（百万円）			
テイボー	4,185	3,718	3,198
AlphaTheta	5,671	6,897	13,352
JLab	1,404	1,337	2,462
その他	273	272	178
全社費用	-795	-858	-1,316

年度	21/12期	22/12期	23/12期
事業EBITDAマージン（%）			
テイボー	34.1%	29.2%	27.1%
AlphaTheta	21.4%	19.0%	25.7%
JLab	9.6%	5.8%	9.3%
その他	25.0%	21.2%	11.9%
全社平均	19.7%	15.5%	19.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：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：会社資料よりストラテジー・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、集中と選択を行い、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した（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。

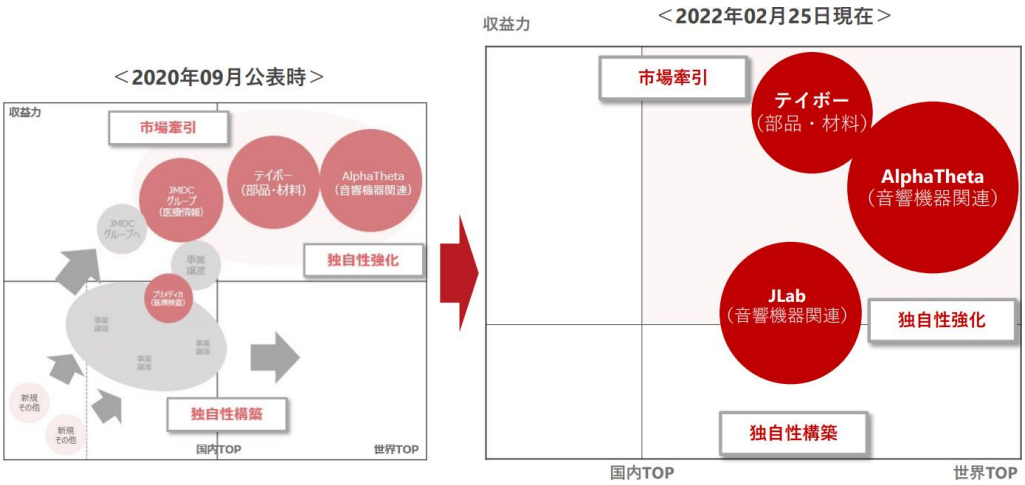
選択と集中

ヘルスケアで残るのは、連結子会社としてその他に含まれるプリメディカと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、創薬ベンチャー）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。

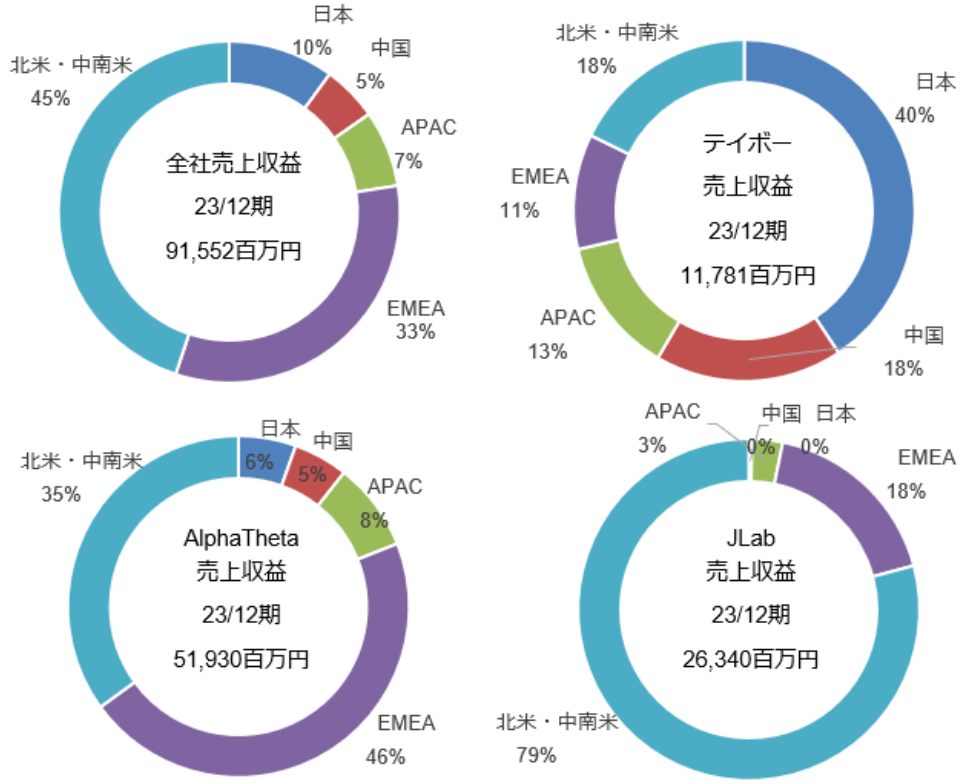
想定為替レート

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 140.5 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 152.0 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
正規従業員数（人）			
テイボー	573	599	603
AlphaTheta	459	470	503
JLab	38	58	74
その他	51	57	66
合計	1,121	1,184	1,246

期末	21/12期	22/12期	23/12期
構成比（%）			
テイボー	51.1%	50.6%	48.4%
AlphaTheta	40.9%	39.7%	40.4%
JLab	3.4%	4.9%	5.9%
その他	4.5%	4.8%	5.3%
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
1人当り売上収益（百万円）		
テイボー	21.7	19.6
AlphaTheta	78.3	106.7
JLab	482.4	399.1
その他	23.7	24.4
全社平均	63.8	75.4

年度	22/12期	23/12期
1人当り事業EBITDA（百万円）		
テイボー	6.3	5.3
AlphaTheta	14.8	27.4
JLab	27.9	37.3
その他	5.0	2.9
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（プリメディカ）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
研究開発費（百万円）			
テイボー	72	70	62
AlphaTheta	4,299	5,129	6,260
JLab	49	49	66
その他	51	81	94
合計	4,472	5,330	6,482

年度	21/12期	22/12期	23/12期
研究開発費率（%）			
テイボー	0.6%	0.6%	0.5%
AlphaTheta	16.2%	14.1%	12.1%
JLab	0.3%	0.2%	0.3%
その他	4.7%	6.3%	6.3%
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の投資を行い、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
設備投資額（百万円）			
テイボー	649	767	689
AlphaTheta	455	540	1,107
JLab	26	143	32
その他	61	205	269
合計	1,191	1,656	2,098

年度	21/12期	22/12期	23/12期
減価償却費及び償却費（百万円）			
テイボー	1,044	1,103	1,145
AlphaTheta	2,171	2,085	2,102
JLab	564	1,004	1,080
その他	35	50	69
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
のれん（百万円）			
テイボー	19,490	19,490	19,490
AlphaTheta	19,400	19,400	19,400
JLab	13,582	9,698	10,366
その他	0	0	0
合計	52,473	48,589	49,256

期末	21/12期	22/12期	23/12期
無形資産（百万円）			
テイボー	12,526	12,025	11,531
AlphaTheta	44,985	43,446	42,188
JLab	20,372	22,577	23,143
その他	100	253	262
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. 旧セグメント別動向（15/3 期～20/3 期）

事業セグメント IFRS-連結（百万円、%）	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期	19/3期	20/3期
売上収益	**35,598**	**43,145**	**50,045**	**56,035**	**63,527**	**65,114**
前期比	-	21.2%	16.0%	12.0%	13.4%	2.5%
日本	34,356	36,891	43,231	48,709	55,801	58,273
海外	1,241	6,253	6,814	7,326	7,725	6,840
海外売上比率	3.5%	14.5%	13.6%	13.1%	12.2%	10.5%
ものづくり	2,564	9,263	10,276	11,268	11,890	11,276
前期比	-	261.3%	10.9%	9.7%	5.5%	-5.2%
構成比	7.2%	21.5%	20.5%	20.1%	18.7%	17.3%
ヘルスケア	10,123	11,222	17,666	21,706	23,556	25,989
前期比	-	10.9%	57.4%	22.9%	8.5%	10.3%
構成比	28.4%	26.0%	35.3%	38.7%	37.1%	39.9%
シニア・ライフ	22,105	21,729	20,574	22,358	27,864	27,770
前期比	-	-1.7%	-5.3%	8.7%	24.6%	-0.3%
構成比	62.1%	50.4%	41.1%	39.9%	43.9%	42.6%
その他	806	931	1,529	700	215	78
前期比	-	15.5%	64.2%	-54.2%	-69.3%	-63.7%
構成比	2.3%	2.2%	3.1%	1.2%	0.3%	0.1%
営業利益	**1,943**	**2,030**	**4,611**	**5,954**	**6,053**	**3,782**
前期比	-	4.5%	127.1%	29.1%	1.7%	-
営業利益率	5.5%	4.7%	9.2%	10.6%	9.5%	5.8%
事業EBITDA	**-**	**-**	**-**	**-**	**7,965**	**8,931**
前期比	-	-	-	-	-	-
事業EBITDAマージン	-	-	-	-	12.5%	13.7%
セグメント利益	**1,437**	**2,990**	**4,488**	**6,003**	**6,237**	**7,272**
前期比	-	108.1%	50.1%	33.8%	3.9%	16.6%
セグメント利益率	4.0%	6.9%	9.0%	10.7%	9.8%	11.2%
ものづくり	147	2,168	2,765	3,191	3,012	2,606
前期比	-	1374.8%	27.5%	15.4%	-5.6%	-13.5%
セグメント利益率	5.7%	23.4%	26.9%	28.3%	25.3%	23.1%
構成比	10.2%	72.5%	61.6%	53.2%	48.3%	35.8%
ヘルスケア	642	718	2,125	3,112	3,179	4,190
前期比	-	11.8%	196.0%	46.4%	2.2%	31.8%
セグメント利益率	6.3%	6.4%	12.0%	14.3%	13.5%	16.1%
構成比	44.7%	24.0%	47.3%	51.8%	51.0%	57.6%
シニア・ライフ	438	202	1,168	58	41	573
前期比	-	-53.9%	478.2%	-95.0%	-29.3%	1297.6%
セグメント利益率	2.0%	0.9%	5.7%	0.3%	0.1%	2.1%
構成比	30.5%	6.8%	26.0%	1.0%	0.7%	7.9%
その他	210	-98	-1,570	-310	4	-98
前期比	-	-	-	-	-	-
セグメント利益率	26.1%	-10.5%	-102.7%	-44.3%	1.9%	-125.6%
構成比	14.6%	-3.3%	-35.0%	-5.2%	0.1%	-1.3%
全社費用	0	0	0	-48	1	1

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 14. セグメント別動向（20/3 期～24/12 期）

事業セグメント IFRS-連結（百万円、%）	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	CAGR 21-23/12
売上収益	**26,147**	**41,148**	**54,481**	**73,515**	**91,552**	**97,600**	29.6%
前期比	-	-	-	34.9%	24.5%	6.6%	
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	1,315	10,853	14,180	19,485	27,538		39.4%
中東アフリカ			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	140.5	
平均為替レート（￥/EUR）		122.4	129.9	138.0	152.0	152.0	
期末為替レート（￥/USD）		103.5	115.0	132.7	141.8	140.5	
期末為替レート（￥/EUR）		127.0	130.5	141.5	157.1	152.0	
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%	12.7%	
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	83,600	38.0%
前期比	-	-	-	44.8%	31.5%	40.5%	
構成比	-	52.3%	75.5%	81.0%	85.5%	85.7%	
AlphaTheta			26,511	36,362	51,930	55,600	40.0%
前期比	-	-	-	37.2%	42.8%	7.1%	
構成比			48.7%	49.5%	56.7%	57.0%	
JLab			14,596	23,154	26,340	28,000	34.3%
前期比	-	-	-	58.6%	13.8%	6.3%	
構成比	-	-	26.8%	31.5%	28.8%	28.7%	
ものづくり小計	11,276	28,892	53,389	72,233	90,052	96,000	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%	1.6%	
営業利益	**4,134**	**5,816**	**6,068**	**1,262**	**14,462**	**13,400**	54.4%
前期比	-	-	-	-79.2%	1046.0%	-7.3%	
営業利益率	15.8%	14.1%	11.1%	1.7%	15.8%	13.7%	
事業EBITDA	**6,847**	**9,487**	**10,739**	**11,367**	**17,875**	**18,800**	29.0%
前期比	-	-	-	5.8%	57.3%	5.2%	
事業EBITDAマージン	26.2%	23.1%	19.7%	15.5%	19.5%	19.3%	
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%	17.6%	
ものづくり(音響機器関連)		4,708	7,076	8,234	15,814	16,400	49.5%
前期比	-	-	-	16.4%	92.1%	99.2%	
事業EBITDAマージン	-	21.9%	17.2%	13.8%	20.2%	19.6%	
構成比	-	46.5%	61.3%	67.4%	82.4%	82.4%	
AlphaTheta			5,671	6,897	13,352	13,500	53.4%
前年同期比	-	-	-	21.6%	93.6%	95.7%	
事業EBITDAマージン	-	-	21.4%	19.0%	25.7%	24.3%	
構成比	-	-	49.2%	56.4%	69.6%	67.8%	
JLab			1,404	1,337	2,462	2,900	32.4%
前年同期比	-	-	-	-4.8%	84.1%	116.9%	
事業EBITDAマージン	-	-	9.6%	5.8%	9.3%	10.4%	
構成比	-	-	12.2%	10.9%	12.8%	14.6%	
ものづくり小計	3,635	7,120	11,261	11,952	19,012	19,900	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. トップマネジメントと企業 DNA

株主構成

ノーリツ鋼機の株主構成は、創業家一族が 50%弱を所有する。2023 年 12 月末時点の筆頭株主は、同社を創業した西本家の資産管理会社である株式会社サンクプランニング（代表取締役：西本佳代）で所有割合 42.09%、次いで創業者の娘の西本佳代氏が 6.73%で、西本家は合計 48.82%を所有する。大量保有報告書の変更報告書によると、2022 年 10 月 6 日時点で、ベイリー・ギフォード・アンド・カンパニー（他共同保有者 1 社）が 4.38%保有していた。外国人株式保有比率は 20.88%（2023 年 12 月末）。

創業家の存在感

2005 年に創業者の西本貫一氏が社長在任中に 90 歳で逝去した後、創業家の存在感が示されたのは、2008 年の株主総会のことである。写真のデジタル化による市場縮小で経営悪化に歯止めが掛からない状況にも関わらず、当時の経営陣はミニラボ事業を継続し、競合の富士写真フイルム（現 富士フイルムホールディングス、4901 東証プライム）との提携まで打ち出していた。

図表 15. ノーリツ鋼機の株主構成（2023 年 12 月末時点）

氏名又は名称	所有株式数（千株）	割合（%）
株式会社サンクプランニング	**15,019**	**42.09%**
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	3,370	9.44%
西本佳代	**2,401**	**6.73%**
株式会社日本カストディ銀行（信託口）	1,359	3.81%
UBS AG LONDON A/C IPB SEGREGATED CLIENT ACCOUNT（常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店）	645	1.80%
GOLDMAN SACHS INTERNATIONAL（常任代理人 ゴールドマン・サックス証券株式会社）	641	1.79%
株式会社三井住友銀行	540	1.51%
THE BANK OF NEW YORK 133652（常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部）	454	1.27%
GOVERNMENT OF NORWAY（常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店）	386	1.08%
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNYM GCM CLIENT ACCTS M ILM FE（常任代理人 株式会社三菱UFJ銀行）	359	1.00%
計	25,174	70.56%

注：株式会社サンクプランニングは同社創業家の資産管理会社（代表取締役：西本佳代）
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

経営方針の大転換

2008 年の株主総会において、創業家の代理人から修正動議が出され、経営陣の総入れ替えの提案が採択された。前代表取締役社長の西本博嗣氏は創業者の西本貫一氏の秘書を経て娘婿となっていたが、2009 年に同氏は、同社取締役に就任し、2010 年に代表取締役社長に就任した。西本博嗣氏が率いる当時の役員陣にはコンサルタントや投資銀行出身者が名を連ねた。同社は 2010 年にミニラボ事業の減損損失の計上を実施し、当該事業を縮小しながら、2016 年に別会社として投資ファンドに譲渡し再建を託した。

多角化を加速

同社はミニラボに替わる新事業を急速に立ち上げる為に、自社内に M&A チームを発足し、同社が積上げた自己資金を元手に、次々と数十社（2018 年時点）に及ぶ企業買収を行った。多角化した分野は、医療支援（日本医療データセンター：現 JMDC、他）、出版・通版（ハルメク（現ハルメクホールディングス（7119 東証グロース））、製造（テイボー、他）、バイオ、保険業（日本共済）などの他、自社で立ち上げた植物工場、医療検査事業や M&A を担う会社まで幅広い。同社は、M&A において個々の企業の堅実な利益体質と将来性を最優先し、相乗効果にはあまり固執しなかった。その意味では、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）に近かった。現在はものづくり事業を中心とするグループとなったが、こうした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 や JLab を買収したことから、同社は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のづくり事業会社であることを標榜している。

事業再編

2018 年 6 月、西本博嗣氏は代表取締役社長を退任し、外部から招聘した岩切隆吉氏（現代表取締役 CEO）に後進を託した。岩切氏は同社代表取締役就任時 40 歳。岩切氏はデジタルホールディングス（2389 東証プライム、旧オプト）で取締役として事業を統括していた経歴の持ち主である。岩切 CEO は、AlphaTheta や JLab の M&A を進め、テイボーなどものづくりをコア事業としたセグメントに絞り込むポートフォリオの再編を行った。そして同社はものづくり以外の子会社の大半を譲渡し、JMDC は 2019 年に上場させ、2022 年にその所有株の大半をオムロンに売却し、連結から除外することになった。岩切 CEO はグローバル化を推し進め、収益性及び資本効率の改善に向けて経営改革を推進している。

岩切氏の信条

岩切氏が仕事をする上での信条は、この世から差別的貧困を無くしたいという想いが根っこにある。そのきっかけは、学生の頃、生まれながらにしてその土地、環境によって生じる貧困や差別は人類全体にとっても不幸なことであると考えたことである。当時、ふと目にしたノンフィクション写真「ケビン・カーター/ハゲワシと少女」を見て衝撃を受け、職業の選択に関して深く考えるところがあった。岩切氏はカメラマンが写真を撮り続けた職業魂を通して、写真にはもっと多くの命を救うだけの世論を動かす力があるとの使命感を理解した。

岩切氏の経歴

岩切氏は、差別的貧困を無くしたいという想いの上に、自分が進むべき道は、ボランティアや教職者等も 1 つの選択肢だが、自身としては企業経営者になって、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することであると考え、経営工学を学んだ。大学卒業後、たくさんの経営を見たい、その点日本では全企業のうち 99%が中小企業ということ、個人の能力として営業力がまず必要だと考えたことから、中堅中小企業向け会計・財務・管理サービスを提供するエフアンドエム（4771 東証スタンダード）に勤務し、社会人としての基礎を身に着けた。その後同氏は、今度は IT 化、デジタル化の波が来ることを実感したことから、マーケティングに関わる広告、CRM 支援、開発支援、人材の常駐支援事業を行うオプト（現デジタルホールディングス）に転職、入社後は営業、コンテンツ、SEM や BPO 立ち上げ、子会社代表を経て本社取締役、新規事業、広告事業統括、海外事業統括などを担当した。

岩切氏の転機

岩切氏はデジタルマーケティングのプロだけでなく、本業の統括、営業、グループマネジメント、コンサルティング、戦略立案、事業再編、国内外の M&A を経て、経営者としての素地を磨いた。岩切氏が尊敬する経営者は、同社創業者である西本貫一氏を除けば、故稲盛和夫氏（京セラ創業者）や故スティーブ・ジョブズ氏（アップル創業者）等である。岩切氏が、ノーリツ鋼機へ転職した理由は、オプトの経営を後輩世代に託すべきだと考えていた時に、たまたまノーリツ鋼機との出会いがあり、土地勘のあるデジタルマーケティングや広告、IT サービス関連企業よりも全く違う厳しい環境に身を置き学ぶことを優先したからである。ノーリツ鋼機は、創業者である西本貫一氏が一代にしてグローバルトップにしたものづくりの実績ある企業だが、当時は既に祖業を離れ、数多くの M&A による多角化により、ものづくり以外の事業を多く抱えた状態にあった。

非連続な成長

岩切 CEO は当時の経営環境の不透明さや、同社の非連続な成長を考えた際に、事業の選択と集中が必要であると判断し、段階的に事業再編を行うロードマップを描いていた。旧経営陣が築き多角化された事業ポートフォリオを整理し、ものづくり事業に絞り込んだ岩切 CEO の経営方針は、外形的には旧経営陣の経営方針とは対極に位置するように見える。しかしながら、企業の持続可能な成長には、「起こりうる大きな環境変化に対応して」、脱皮し続ける企業体質が肝であることを、旧経営陣も岩切 CEO も熟知していたとストラテジー・アドバイザーズは考える。実際、岩切 CEO が就任後に行ってきた「既存事業の非連続な成長」は、結果として現在の同社の強い財務体質とものづくり事業への回帰を実現し、グローバルに挑戦する会社として成長し続けている。同社

の「ものづくり」を極める DNA は、創業家から現経営陣に、そして次世代にも脈々と受け継がれ、持続可能な成長を目指し進化し続けることであろう。

3. 経営戦略論の視点からの一考察

1) ポジショニング

競争の戦略

マイケル・ポーターは、その著書『競争の戦略』において、いかなる業界も 5 つの競争要因が働いていることを明らかにした｛M.E.ポーター著『競争の戦略』（ダイヤモンド社、1995 年）、ジョアン・マグレッタ、櫻井祐子著『〔エッセンシャル版〕マイケル・ポーターの競争戦略 Kindle 版』（早川書房、2012 年）参照｝。

競争の要因

5 つの競争要因として、①新規参入者の脅威、②供給者の交渉力、③買い手の交渉力、④代替品（代替サービス）の脅威、⑤既存企業同士の競争、が挙げられる。5 つの競争要因の影響が強ければ、収益性が低下し、逆に影響が弱ければ、収益向上の機会となる。要は、「競争が激しくない状況に自らをポジショニングすると、利益が増える」という考えである。

競争優位性

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。マイケル・ポーターの経営戦略論である「競争優位性」を実践するモデルケースと云える。ポーターは、競合他社に対し競争優位に立つ為の戦略は、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、のいずれかに集約できると主張する。同社は、そのうち、②集中戦略、及び③差別化戦略に強みを持つ。

3 つの戦略の定義

①コスト・リーダーシップ戦略は、競合他社より低い価格を提供することによって優位に立つ、あるいは商品・サービス供給コストを下げることによって利幅を大きくする戦略である。②集中戦略は、狭い範囲の特定市場（顧客セグメント、地域、特定商品）で、経営資源を集中して競争優位に立つ戦略である。③差別化戦略は、特定商品における市場を同質とみなし、競合他社の商品と比較して機能やサービス面において差異を設けることで、競争上の優位性を得ようとする戦略である。

テイボー

テイボーは祖業である高級紳士帽子の原材料であるフェルト加工技術を生かし（③差別化戦略）、マーキングペン先事業に経営資源を集中した結果（②集中戦略）、他の追随を許さず、優先価格交渉権（①コスト・リーダーシップ戦略）を持った。

AlphaTheta

AlphaTheta は元々パイオニアの一部門からスピンアウトした技術者集団が母体であり、音響機器製品の開発力に優れ、そのブランド力に定評がある。先進的なプロ DJ から高い評価を得るなど、②集中戦略及び③差別化戦略が、競争優位性獲得に功を奏している。

JLab

JLab はワイヤレスイヤホンやヘッドホンなど競争相手が多い市場を土俵とする。米国カリフォルニア発ならではのユーザーフレンドリー（①コスト・リーダーシップ戦略）な機能性の高さ（②集中戦略、③差別化戦略）で、米国内トップブランド（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トップシェア）に成長した。

2) 非連続な成長（ノンオーガニックグロース）

ノンオーガニックグロース

オーガニックグロースとは、企業がその内部資源によって成長する戦略を指す。既存の人材、商品やサービス、技術やノウハウ、資金を生かして収益を増大させる成長戦略である。一方、ノンオーガニックグロースはその対義語で、企業の合併や買収によって新しい事業や製品、サービスを取り込んで収益を伸ばす戦略である。

M&A

同社の成長戦略は、新事業の取り込みによる多角化から、「既存事業の非連続な成長」に進化してきた。新事業の取り込みは、社内での立上げと M&A による外部資源の取り込みの 2 通りの方法がある。全てを自力開発、または全てを M&A でという考え方は短絡的である。狙う事業領域と持てる経営資源の組み合わせによって、事業の伸ばし方は多様であり、M&A 戦略はその手法の 1 つである。同社は祖業からの脱却といういわばリセットされた状況からのゼロスタートだった為、新事業の立上げは M&A が中心となった。M&A で取り込んだ子会社のうち、テイボーや JMDC のような収益力の高い子会社が主軸となって既存事業が形成された。

既存事業の非連続な成長

「既存事業の非連続な成長」とは、既存事業を中核事業と非中核事業に分けると共に、中核事業を内部資源だけでなく、外部資源を取込んで成長させていく方法である。同社はものづくりを企業 DNA とすることから、テイボーを中核事業として残し、JMDC は上場後に譲渡する道を選んだ。ものづくりの事業拡大を図る為、現経営陣は、AlphaTheta や JLab というグローバル企業を M&A で取込み、音響機器関連の新たな事業領域を、既存の部品・材料事業領域に次ぐ 2 本目の柱とした。この経営判断は、グローバル化の加速と研究開発指向を強める副次効果をもたらした。同社は音響機器関連事業の強化の為、DJ 機器ソフト大手の Serato 買収を進める一方で、非中核事業（その他）のプリメディカ（予防医療領域）は上場準備を進め独立性を高める方針である。

IBM の例

「既存事業の非連続な成長」の典型例は、かつての IBM や最近では日立製作所（6501 東証プライム）が有名である。かつて IBM は汎用コンピュータで IT 業界のトップに君臨したが、ダウンサイジングという大波の中で、次々にハードウェア（パソコン、ハードディスク）事業を切り離し、ソリューションカンパニーへと断続的変容を遂げた。但し、当時のマイクロソフトやインテルに出資しながら、それらを取込むことができなかったことが、後に GAFAM の台頭を許し時価総額において後塵を拝する要因になった。

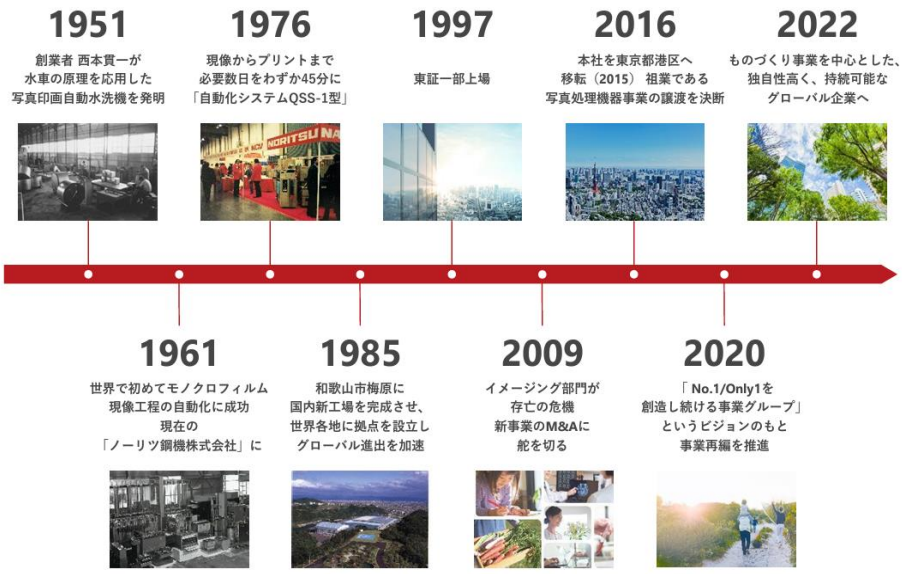
日立製作所の例

日立製作所は、半導体や家電への傾斜投資で巨額の赤字を計上したことを契機に、事業構造改革に乗り出した。大幅な事業ポートフォリオの入れ替えや主要子会社の譲渡を行い、本業回帰（社会インフラ：IT・サービス、エネルギー・運輸、コネクティブインダストリーズ）を図り、V 字回復を成し遂げた。日立製作所は大型 M&A（米 IT 企業のグローバルロジック）など外部資源の取込みにも積極的である。

ものづくりへの原点回帰

同社の原点は、創業者・西本貫一氏が写真印画紙自動水洗機を 1951 年に開発し、ノーリツ光機製作所を設立した 1956 年にさかのぼる。同社は銀塩写真現像からプリントまでの工程を一元化/自動化させた「ミニラボ」で世界展開し一世を風靡した。2000 年代に入ると業界のデジタルシフトに伴い市場が大幅に縮小。存亡の危機を迎えた同社は、多角化及び事業再編、祖業との決別を経て、「ものづくり」事業への集中と選択を進めてきた。岩切隆吉 CEO（40 代）と横張亮輔 CFO（30 代）の若い経営陣が、ものづくりを極める企業 DNA を受け継ぎ、MIM など部品材料分野及び DJ 機器から音響デバイスまで総合音響機器分野でのグローバルトップに挑んでいる。

図表 16. 沿革



出所：会社資料

図表 17. 主要子会社の業績推移（連結売上高に占める割合が 10%を超える子会社を記載）

主要子会社・関連会社（百万円）	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期
テイポー				
売上高		8,494	9,474	10,211
経常利益		2,060	2,911	3,192
経常利益率		24.3%	30.7%	31.3%
当期純利益		1,609	2,188	2,742
純資産額		9,227	11,420	14,178
総資産額		39,362	40,090	41,147
ハルメク				
売上高		10,670	10,874	10,244
経常利益		738	1,276	423
経常利益率		6.9%	11.7%	4.1%
当期純利益		471	836	115
フィード				
売上高	5,455	5,881	6,619	7,227
経常利益	60	121	131	89
経常利益率	1.1%	2.1%	2.0%	1.2%
当期純利益	31	161	85	55
日本共済				
売上高				
経常利益				
経常利益率				
当期純利益				
全国通販				
売上高	9,810	10,770	9,501	8,977
経常利益	-172	-17	357	3
経常利益率	-1.8%	-0.2%	3.8%	0.0%
当期純利益	-116	-77	284	-180
NKワークス（現ノーリツプレシジョン）				
売上高	5,489			
経常利益	-97			
経常利益率	-1.8%			
当期純利益	-651			
NORITSU AMERICA CORPORATION				
売上高	7,910			
経常利益	554			
経常利益率	7.0%			
当期純利益	313			

非継続

主要子会社・関連会社（百万円）	19/3期	20/3期	20/12期 9カ月変則	21/12期	22/12期	23/12期
テイポー						
売上収益	10,723	10,129	6,392	11,120	11,531	10,505
税引前利益	3,228	2,855	1,772	2,175	2,827	628
税引前利益率	30.1%	28.2%	27.7%	19.6%	24.5%	6.0%
当期利益	2,356	2,159	1,306	1,302	2,131	59
資本合計	16,509	18,650	19,946	21,255	23,395	11,623
資産合計	44,355	44,001	44,941	46,211	46,372	31,676
AlphaTheta EMEA Limited						
売上収益			10,154	12,141	15,815	23,898
税引前利益			147	504	350	1,077
税引前利益率			1.4%	4.2%	2.2%	4.5%
当期利益			64	379	425	692
AlphaTheta Music America, Inc.						
売上収益			7,414	8,108	12,221	18,170
税引前利益			549	580	1,062	1,309
税引前利益率			7.4%	7.2%	8.7%	7.2%
当期利益			435	419	781	1,000
PEAG, LLC dba Jlab Audio						
売上収益				14,596	23,116	26,290
税引前利益				942	825	2,093
税引前利益率				6.5%	3.6%	8.0%
当期利益				1,086	825	2,093
JMDC	**19年3月期**	**20年3月期**	**21年3月期**	**22年3月期**		
売上収益	10,064	12,158	16,771	21,814		
税引前利益	1,410	2,178	3,636	4,768		
税引前利益率	14.0%	17.9%	21.7%	21.9%		
当期利益	1,010	1,528	2,476	3,247		
ハルメク						
売上収益	10,605	11,731				
税引前利益	437	782				
税引前利益率	4.1%	6.7%				
当期利益	252	528				
フィード						
売上収益	7,852	8,096				
税引前利益	210	238				
税引前利益率	2.7%	2.9%				
当期利益	137	149				
日本共済						
売上収益	7,261	7,925				
税引前利益	239	52				
税引前利益率	3.3%	0.7%				
当期利益	177	42				
全国通販						
売上収益	8,803					
税引前利益	175					
税引前利益率	2.0%					
当期利益	68					

非継続

非継続

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、注：各社単体の数値（JMDC のみ連結数値）

4. テイボー（部品・材料）

1) 沿革

帝国製帽

テイボーの前身は、1896 年 6 月設立の帝国製帽。高級ソフト帽子、中折れ帽子の製造・販売会社。1957 年 1 月、帽子の原材料であるフェルト加工技術を活かし、マーキングペン先の製造・販売を開始。マーキングペン先の素材を合繊、プラスチックへと広げ、マーキングペン先事業に特化すると共に、1974 年 12 月フェルト帽の製造を中止、1981 年には社名をテイボーに変更した。1994 年 1 月、金属射出成形法（MIM）による金属部品の製造・販売開始。2015 年 1 月ノーリツ鋼機グループに入った（買収価格 314 億円）。2019 年 2 月、世界唯一のブラシ穂首オートメーション製造機器メーカーである soliton corporation を買収。極細筆づくりの技術を獲得し、コスメ事業（マーキングペン先の一分野）を強化した。

soliton corporation

奈良県に本社を置く soliton corporation は、伝統的な筆（ブラシ）づくりの技術を体系化し、筆ペン、アイライナー、アイブロー等の筆・ブラシを累計 2 億本以上製造してきた。

2) 会社概要

世界シェア 50%超（マーキングペン先）

テイボーの事業内容は、マーキングペン先（筆記、コスメ）、MIM 部品、及び新分野向け（芳香剤用途等）多孔質製品の製造販売である。売上高 120 億円、従業員数 603 人。静岡県浜松市に本社/工場、都田技術センター、MIM 開発センター、奈良市に soliton corporation（コスメ用ペン先部品の製造・販売）、中国江蘇省にマーキングペン先部品の製造販売拠点を展開する。マーキングペン先事業は世界シェア 50%超のグローバル NO.1 事業に拡大した。MIM 事業も国内トップクラスのシェアを獲得し、世界市場（欧州の輸送機器等）も開拓中である。

図表 18. テイボーの事業内容

出所：会社資料

3) マーキングペン先（筆記）事業

製品ラインアップ

テイボーはマーキングペン先を、年間 50 億本以上、45 か国、約 400 社の顧客に販売している。取扱う製品数は約 3,400 種。製品ラインナップは、繊維芯、フェルト芯、プラスチック芯、焼結芯、ゴム芯、PBT ブラシまで幅広い。用途も筆記具全般に亘り、油性マーカー、水性マーカー、ホワイトボードマーカー、ラインマーカー、画材マーカー、ペイントマーカー、ドローイングマーカー、インクフィーダーまでカバーする。同社によると、マーキングペン先の世界市場規模は数百億円程度と推定。

図表 19. マーキングペン先製品ラインアップ

出所：会社資料

多孔質体

世界トップシェアを支えるテイボーの根幹は「多孔質体における毛細管力コントロール技術」である。フェルト芯を始めとするマーキングペン先部材は多孔質体であり、内部に細かい空間を持った構造をしている。多孔質体を構成する繊維芯は、繊維に方向性があり、液体をスムーズに通すことが特徴である。この特徴を毛細管力コントロールと云い、内部の隙間が狭ければ狭いほど、毛細管力が強いことになる。毛細管力は、マーキングペン先において重要な役割を果たす。例として、インク吐き出しの調整、インク吸い上げの調整、キャップオフ性の向上（揮発によるかすれ防止）、ドレインバック性の向上（上向き放置によるかすれ防止）などである。

根幹技術：毛細管力コントロール

繊維芯の毛細管力は、主に繊維の太さ、繊維の本数でコントロールする。一方、プラスチック芯の毛細管力は、芯の内部にある気孔の設計でコントロールする。気孔全体の毛細管力の強さに関わらず、1 つの気孔内で、狭い隙間（強毛細管域：インクを運び、保持する）及び広い隙間（弱毛細管域：インクを吐き出す）をあわせ持つ設計になっている。

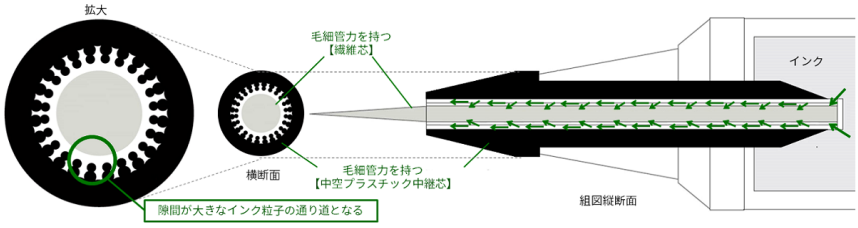
中空中継芯構造

テイボーはオーダーメイドや新製品の開発にも取組んでいる。事例として、中空中継芯という構造を開発し、インクの吐き出しが多く、ラメの大きなインクできらきら感を出す筆ペンに使用されている。中空中継芯は、実際に筆記する部分にあたる繊維芯に加え、その周りを中空になっているプラスチック中継芯で覆い、周りからも常にインクが供給される W 構造を持つ。

高度な研磨技術

テイボーは、高度な研磨技術により、複雑な形状（スパチュラ形状、こけし形状、サメ形状、弓道形状、ブラシ形状、中空形状、他）の加工も可能としている。この加工技術は MIM への展開の土台となっている。

図表 20. 中空中継芯による W 構造



出所：会社資料

図表 21. 特殊な形状事例

出所：会社資料

4) マーキングペン先（コスメ）事業

リキッドライナー業界トップランナー

テイボーはリキッドライナー製品の塗布具を供給する業界トップランナーで、アイライナー用のナイロンチップは世界トップシェア。ブラシと中継芯を一体で開発・生産できる世界で唯一のサプライヤーである。容器と内容物に最適化した塗布具を提案している。

セットでの開発提案

リキッドアイライナーの用途では、ソフトで滑らかな筆感をもつナイロン繊維芯と、特有のコシや筆感をもつ PBT 繊維ブラシを供給している。中綿式・直液式・ディップ式など容器に適したコスメ用ペン先の供給が可能。中綿式であればコスメ用ペン先と中綿のセット、直液式であればコスメ用ペン先と中継芯のセットで開発・供給を行っている。リキッド製品は一定量の液体をコスメ用ペン先に含侵させる必要がある為、化粧品の中でも開発の難しい製品の１つ。セットでの開発提案が可能で、ブラシと中継芯の両方を開発・生産供給出来るのは世界中でテイボーのみである。

多様なコスメ用ペン先、塗布具

高粘度バルクやカラー・ラメバルクに適した部材や、アイブロー、リップライナー用ペン先も提供している。ワンポイントの化粧直しができるメイクアップリムーバー・コレクターに最適な塗布具も提供する。ネイルアート用には異形断面の中空プラスチック芯、ネイルケア用にはポリエステル繊維芯など、用途や顧客の容器・バルクによって様々な種類の提案を行う。メイクアップ製品とは異なり、爪に描くネイル製品のコスメ用ペン先には優れた耐久性が求められる。

5) MIM 事業

国内トップクラスの生産能力

MIM（金属射出成形：Metal Injection Molding）は、最新の金属部品製造法の一つで、従来のプラスチック射出成形法と金属粉末冶金法を融合することにより生まれた複合技法である。金型を用いた射出成形により機械加工が困難な微細・精密部品や複雑形状・3 次元形状の部品も容易に製造できる。量産性に優れテイボーでは月産 1,000 個～100 万個まで対応可能。これまで焼結精度の制御が難しく、生産困難とされていた中空形状も生産可能とした。同社によるとマーキングペン先加工で培った超微細加工技術のノウハウが、焼結精度の向上に活きているとのことである。同社は国内トップクラスの生産能力を有し、世界市場も開拓中である（欧州輸送機器向け等）。

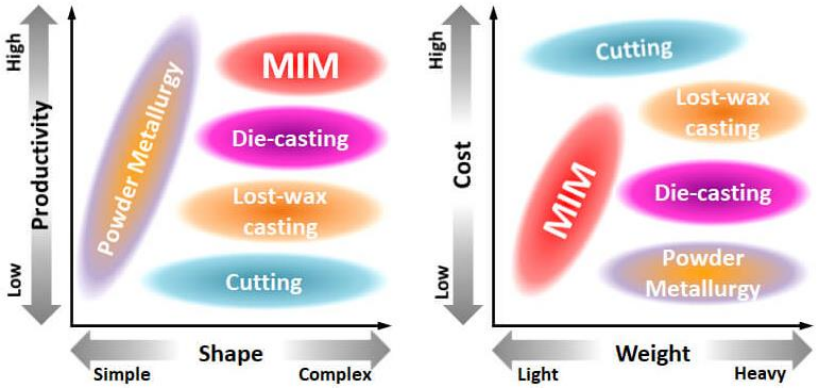
MIM 世界市場規模

同社によると、MIM 市場規模を約 4,000 億円と推定。QY Research によると、2023 年 MIM 世界市場規模は 2,349 百万米ドルと推定、2024～2030 年期間に CAGR5.7%で成長し、2030 年までに 3,478.5 百万米ドルに達すると予測。主要 MIM メーカーは、Indo-MIM、ARC Group、NIPPON PISTON RING、Schunk、Sintex、Praxis Powder Technology、ASH Industries、Form Technologies and Smith Metal Products、など。

MIM の用途・適用例

MIM の用途は多岐に亘る：自動車・二輪部品、自転車用シフト・ブレーキユニット、ボールねじ部品、内視鏡・歯列矯正・他医療機器部品、住宅・自動販売機向け部品、ATM・空圧機器・刃物部品、プリンター部品、カメラ部品、ノート PC 部品、外装品、携帯電話・無線機部品、半導体製造装置部品、他。主な材料は SUS 各種、SCM415、Fe-Ni、Fe-3Si、Fe-49-Co、SKD11、他。MIM 化の適用例：切削部品（加工費削減、大幅コストダウン）、ロストワックス（寸法精度向上）、現行 MIM（海外 MIM からの適用、品質・納期向上）。応用事例として、2 つの部品を一体化することによる部品コストダウンや、中空形状 MIM の成形がある。

図表 22. MIM の特長イメージ



出所：会社資料

図表 23. 中空形状 MIM

出所：会社資料

6) 新分野

各用途の製品例

テイボーはマーキングペン先製造で培った技術を、新分野に展開している。事例：吸収（吸着）、吸上げ（保持・揮散）、フィルター（濾過）、塗布、スタイラスペン、チュービング、他用途。各用途の製品例は次の通り。

- 吸収（吸着）：血液吸収体、衛生検査用スワブ、オーラルケア
- 吸上げ（保持・揮散）：芳香剤吸上げ芯、芳香剤スティック芯、農業給水芯、体外診断薬、プリンター吸収体
- フィルター（濾過）：通気フィルター・ピペットフィルター（理化学機器）、工業用フィルター
- 塗布：医療用塗布、工業用塗布
- スタイラスペン：スマホ・タブレット用のスタイラスペン先、電子ボード用タッチペン先
- チュービング：医療用チューブ（カテーテル、液送）、絶縁チューブ（サーミスタセンサ保護）

7) 生産及び販売体制

大量生産

テイボーの生産拠点は、日本及び一部中国。筆記は 60%見込生産、40%受注生産。年間最大 50 億本生産することから、筆記の平均単価は 2 円程度と推察。コスメと MIM は受注生産（リードタイム 1 ～ 2 か月）。主要顧客向けは直販で、発展途上国など一部は代理店経由。

販売単価

販売単価はコスメが最も高い。MIM も同等水準に近く、筆記が最も低い。筆記が売上収益の 64%を占めることから、利益寄与も最大である。利益率は非開示。同社は成長性が高い MIM に注力しており、設備投資額の 59.1%（22/12 期）を MIM が占める。

8) 業績動向

筆記・コスメは安定期、MIM に注力

テイボーの売上収益はコロナ禍の 20/12 期に前期比 11.9%減少し、21/12 期同 20.3%増、22/12 期同 3.5%増と増加したが、23/12 期同 7.4%減と再び減少した。減少の要因は欧米・国内市場の停滞（筆記、コスメ）及び顧客の生産調整（MIM）である。19/12 期、20/12 期の MIM 設備投資増により、減価償却費が増加している。EBITDA マージンも 21/12 期 34.1%から 23/12 期 27.1%に低下した。

図表 24. テイボーの事業別業績推移（百万円、%）

テイボー	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期	テイボー	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
売上収益	11,590	10,212	12,282	12,717	11,781	**構成比**	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
前期比	-	-11.9%	20.3%	3.5%	-7.4%						
筆記	7,923	6,906	7,888	8,249	7,519	筆記	68.4%	67.6%	64.2%	64.9%	63.8%
コスメ	1,478	1,136	1,656	1,706	1,442	コスメ	12.8%	11.1%	13.5%	13.4%	12.2%
MIM	1,760	1,743	2,279	2,297	2,251	MIM	15.2%	17.1%	18.6%	18.1%	19.1%
その他	427	426	458	464	567	その他	3.7%	4.2%	3.7%	3.6%	4.8%
事業EBITDA	3,779	3,212	4,185	3,718	3,198						
同マージン	32.6%	31.5%	34.1%	29.2%	27.1%						
設備投資	1,302	1,376	649	767	689	**構成比**	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
MIM	910	1,124	352	453	-	MIM	69.9%	81.7%	54.2%	59.1%	-
減価償却費	390	475	547	606	648						
研究開発費	70	65	72	70	62						
研究開発費率	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.5%						

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. AlphaTheta（音響機器関連）

1) 沿革

パイオニアの一部門からスタート

AlphaTheta の前身はパイオニアの DJ 機器事業である。1994 年 6 月、世界初のフラットトップ型の DJ プレーヤーCDJ500 を発売。1995 年 10 月、世界初"BEATEFFECT"を搭載した初代プロ DJ ミキサーDJM-500 を発売以降、2012 年 9 月プロ DJ 向けマルチプレーヤーCDJ-2000NXS、2014 年 7 月プロ用アナログターンテーブル PLX-1000、など次々にヒット製品を発売してきた。

PioneerDJ から AlphaTheta へ

2015 年 3 月、パイオニアより株式分割により事業独立（KKR 傘下に）。2015 年 10 月、楽曲管理アプリケーション「rekordbox™」で独自開発した DJ プレイ機能「rekordbox dj」を搭載した ver.4.0 にアップデート。2016 年 8 月、「TORAIZSP-16」を発売し、楽曲製作市場へ本格参入。2019 年 10 月、横浜に DJ スクール PioneerDJ 横浜 Lab を開校。2020 年 1 月、「AlphaTheta」（アルファシータ）に社名変更。2020 年 4 月、ノーリツ鋼機グループ入りした（総支払額：企業価値約 650 億円想定＝買収代金 350 億円+ローン返済 300 億円）。

2) 会社概要

事業内容

2014 年 8 月 12 日設立。事業内容は DJ/CLUB 機器、業務用音響機器、音楽制作機器の商品開発・設計・販売並びに関連サービス事業である。売上収益 519 億円、従業員数 503 人。神奈川県横浜市に本社、イギリス、米国カリフォルニア州、中国上海に販売子会社を置く。

世界トップシェア

DJ 機器市場で世界シェア 70%超（欧州 90%、アメリカ 60%）を獲得し、実質 DJ 機器のデファクトスタンダードとなった。ハードウェアとアプリケーションが一体となった自社開発設計体制が強みである。グローバルビジネス展開し、欧州、北米を中心とした海外がメイン市場である（地域別売上比率：北米・中南米 35%、EMEA46%、APAC8%、中国 5%、日本 6%）。

図表 25. AlphaTheta の事業内容

出所：会社資料

3) コア技術

主要コア技術

AlphaTheta のコア技術は、①ユーザーインターフェース技術、②信号処理技術、③高音質技術である。

ユーザーインターフェース技術

① ユーザーインターフェース技術：繊細で多彩な DJ プレイを実現する"BIG JOG"

楽曲の頭出しや再生速度の微細な調整、スクラッチなど、DJ 個々が求める操作感にも対応する操作負荷調整機能で、繊細で多彩なタッチを演奏表現につなげる信頼性の高いユーザーインターフェース技術が、ハイパフォーマンスプレイを実現する。

信号処理技術

② 信号処理技術：楽曲の内容が見てよくわかる波形表示

DJ は楽曲の構成を把握することで、より魅力的にミックスする。音声信号処理技術/楽曲解析技術は楽曲の構成、特長を分析し、DJ が知りたい情報を視覚的にわかりやすく波形表示する。目的の再生位置で瞬時に的確に頭出しすることができる。

高音質技術

③ 高音質技術：現場を知り尽くしたクラブサウンド

1995 年に最初の DJ ミキサーを導入してから 20 年以上に亘り培ってきた独自設計ノウハウで、引き締まった低域、臨場感あふれる中域、高解像度な高域を実現している。現場でのフィールドテストを繰り返し、陶酔感を呼び起こすクラブサウンドを追求している。

4) 市場浸透度

ブランド力

世界トップ 10DJ の全てが AlphaTheta の機器を使用し、市場浸透度はほぼ 100%近い。同社ブランドの Pioneer DJ 及び AlphaTheta は DJ 機器のトップブランドとして世界中に浸透している。新型コロナウイルスの影響で、クラブ、イベントが開催できない中でも、多くのトップ DJ が AlphaTheta の機器を使ってストリーミング配信を行った。

幅広い顧客にリーチ

AlphaTheta は幅広い顧客にリーチしており、Web サイトの年間アクセス数約 1,000 万人、ニュース登録者数約 270 万人、SNS フォロワー数約 220 万人以上を誇る（2020 年当時）。

幅広い DJ ニーズをカバー

AlphaTheta の DJ 機器は、利用シーンに合わせた、幅広い商品ラインアップがプロから趣味まで様々な DJ ニーズをカバーする。プロ DJ は、フェスやイベントで活躍する世界的に有名な DJ を筆頭にクラブでプレイする職業としての DJ、自ら楽曲制作、リリースも行う DJ などを対象とする。一般 DJ は、都市のクラブやレストランやバーなどで演奏する DJ や、ホテルやイベントなどで時には自分で機材を持ち込み演奏する DJ などが対象。趣味人 DJ は、自宅で DJ プレイを楽しむ個人や、趣味として楽しむ DJ、また、スマートフォン・PC やアプリで好きな音楽を通じて気軽に DJ を楽しむライト/カジュアルな層が対象である。

5) 生産及び販売体制

委託生産、直販主体

DJ 機器はアジア圏の工場に生産を委託している。製品は工場から各国へ直接出荷され、3 つの海外販売会社（アメリカ、イギリス、中国）管轄地域にある楽器店に卸販売する。販売先の楽器店は大規模チェーンから個人商店まで幅広い。管轄地域以外では現地の販売代理店を使う。

出荷台数

DJ 機器の出荷台数は 21/12 期 468 千台（前期比 10.9%減）で半導体不足による生産減により一時減少したが、22/12 期 515 千台（同 10.0%増）、23/12 期 609 千台（同 18.2%増）と順調に伸びている。DJ 向けアプリ MAU（Monthly Active Users）も 22/12 期 610 千人（同 52.5%増）、23/12 期 790 千人（同 29.5%増）と急増している。

図表 26. 世界トップ 10DJ の全てが同社機器を使用

Ranking(1)	Artist/Est. revenue(1)	Mixer/Player(2)
1	The Chainsmokers ($46 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
2	Marshmello ($40 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
3	Calvin Harris ($38.5 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
4	Steve Aoki ($30 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
5	Diplo ($25 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
6	Tiesto ($24 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
7	Martin Garrix ($19 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
8	David Guetta ($18 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS
9	Zedd ($17 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2
10	Armin van Buuren ($15 million)	DJM-900NXS2 CDJ-2000NXS2

Calvin Harris

Carl Cox

David Guetta

Amelie Lens

出所：会社資料、Forbes -The World's Highest-Paid DJs 2019

6) 重要施策/成長施策

継続的成長と新たな価値創造

AlphaTheta は、コア事業である①DJ/CLUB 機器事業の継続的成長を基盤に、②新たな価値創造による事業領域拡大を目指す。

① DJ/CLUB 機器事業の継続的成長：業界をリードする次世代 DJ 機器の導入、DJ カルチャーの発展と新規顧客層の拡大、アジア地域における市場と顧客の創造

② 事業領域の拡大：アプリケーションソフト事業の進化、デジタルサービス事業の拡充、隣接領域での事業拡大（ヘッドホン・モニタースピーカー等）

Serato 買収合意

同社は 2023 年 11 月、AlphaTheta による DJ 機器ソフト大手 Serato の全株式取得を表明し合意に至り、現在ニュージーランドや英国で審査が進んでいる。取得予定価格は 70 百万ドル（概算、約 105 億円、アドバイザリー費用含む）。AlphaTheta は、2011 年から Serato の DJ ソフトに対応した DJ 機器を開発してきた。AlphaTheta と Serato は独立したブランドとして事業を継続すると共に、新たな音楽体験の価値を創造し、業界やユーザーへの貢献を目指す。

Serato の概要

Serato Audio Research Limited は、1998 年、ニュージーランドのオークランドで設立（共同創業者： Steve West、AJ Bertenshaw）。ウェストとバーテンショーは、オークランド大学のコンピューター・サイエンスの授業で出会った。ウェストは、ピッチを変えずに録音トラックのテンポを変えることができるアルゴリズムを作成した。最初の製品 "Pitch 'n Time "は、オリジナルのオーディオ操作のコンセプトを基にしたもので、パイオニアやソニー（現ソニーグループ（6758 東証プライム））など様々な企業に売り込んだが、音楽業界側からの支持は得られなかった。しかし、このアイデアはハリウッドではより肯定的に受け止められ、瞬く間に映画製作者の為の便利な編集ツールとなった。

Serato のソフトウェア製品

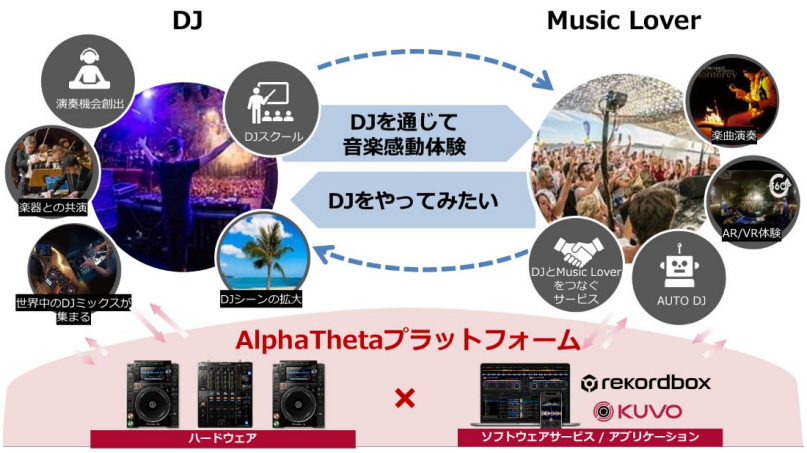
Serato のソフトウェア製品は、DVS レコード用のデジタル・レコード・ミキシングを含むデジタル音楽ミキシングに使用されている。Serato は、波形ビートマッチングやシステムによって生成される音に関するその他の情報を含む視覚的なコンポーネントを備えた DJ ミキシング用のソフトウェアも製造する。

図表 27. Serato の業績推移（NZ 会計基準（NZ IFRS））

Serato（千NZドル）	21/3期	22/3期	23/3期	Serato（百万円）	21/3期	22/3期	23/3期
売上収益	32,977	30,169	40,370	売上収益	3,034	2,776	3,714
営業利益	8,499	5,710	10,475	営業利益	782	525	964
OPM（%）	25.8%	18.9%	25.9%	OPM（%）	25.8%	18.9%	25.9%
当期利益	6,161	4,831	6,639	当期利益	567	444	611
資本合計	5,114	2,856	7,750	資本合計	470	263	713
負債合計	3,913	6,198	8,950	負債合計	360	570	823
総資産	9,027	9,054	16,700	総資産	830	833	1,536

出所：会社資料よりよりストラテジー・アドバイザーズ作成、　注：円/NZ=92 円換算

図表 28. AlphaTheta が目指す世界



出所：会社資料

7) 業績動向

高価格帯商品

AlphaTheta の売上収益はハードウェアが 90%以上（DJ 機器が大半）、ソフトウェアは 10%以下。DJ 機器の販売単価は、クラブのプロ向けで 20 万円前後が主流だが、人気プロ DJ は 3 台一体型（左右中央）で使う為、50～70 万円になる。一方個人向けは 10~25 万円が売れ筋だが、初心者向けの 5 万円以下もコロナ禍以降の巣ごもり需要で販売が増えている。21/12 期以降は一般個人向け販売（出荷）台数がプロ DJ 向けを上回っているが、売上収益では高価格帯商品の占める割合が大きい。

平均単価

売上収益を DJ 機器出荷台数で割った単純平均単価は、19/12 期 54 千円から 20/12 期 51 千円へと一時低下したものの、21/12 期 57 千円、22/12 期 71 千円、23/12 期 85 千円と上昇が続いている。プロ DJ の音質や機能に対する要求水準が高く、より高価格帯の新商品投入効果が現れている。

EBITDA マージン

EBITDA マージンは 22/12 期まで 20%前後で推移していたが、23/12 期には円安効果も手伝い 25.7%に上昇した。AlphaTheta は研究開発力に強みを持ち、研究開発費率が 12～16%のレンジで推移する。設備投資額は 23/12 期に前期比 2 倍増となった。AlphaTheta はソフトウェア製品の拡充・強化を狙い、DJ ソフト大手 Serato の買収を進めている。

図表 29. AlphaTheta の業績推移

AlphaTheta	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
DJ機器出荷台数（千台）	471	525	468	515	609
前期比（%）	-	11.5%	-10.9%	10.0%	18.3%
DJ向けアプリMAU（千人）	-	-	400	610	790
前期比（%）	-	-	-	52.5%	29.5%
平均単価（千円）	53.7	51.1	56.6	70.6	85.3
売上収益（百万円）	25,300	26,829	26,511	36,362	51,930
EBITDA（百万円）	5,300	5,508	5,671	6,897	13,352
EBITDAマージン（%）	20.9%	20.5%	21.4%	19.0%	25.7%
設備投資（百万円）	250	194	455	540	1,107
減価償却費（百万円）	-	1,630	2,171	2,085	2,102
研究開発費（百万円）	3,800	4,056	4,299	5,129	6,250
研究開発費率（%）	15.0%	15.1%	16.2%	14.1%	12.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成、20/12 期は 12 か月換算、MAU は期末値

8) DJ 機器市場動向

DJ 機器世界市場

Business Research Insights によると、DJ 機器の世界市場規模は、2021 年 495.67 百万ドルから 2027 年までに 853.13 百万ドルに達する（CAGR9.47%）見込みである。同様に Emergen Research は、DJ 機器の世界市場規模が、2021 年 453.63 百万ドルから 2030 年に 961.30 百万ドルに達する（CAGR6.6%）と予測する。いずれも音楽業界での幅広い若い消費者基盤の増加、及び新しいデジタル技術の進化が DJ 機器市場拡大の原動力とする。特にエレクトロニックダンスミュージックの人気の高まりは、2024 年開催のパリオリンピックにおいてブレイクダンスや 3x3 バスケットボールが正式に追加種目となったことにも表れている。

DJ の役割

DJ は、録音された 2 つの音源を同時再生し、それらを 1 つに結合できるハードウェアを使用する。DJ がターンテーブル上で円を描くように回転させて、録音再生や曲のテンポの制御を行うという、純粋なアナログ手法である。これにより DJ はアカウント間で一貫した変更を加え、特別に曲をブレンドできる。この手法は、音楽ソースのビート調整、リズムバランス、2 つのレコードの同時再生、曲のスムーズな移行等を含む。昨今の音楽の傾向は、音の波形が厚みを増しており重い。ボリュームを上げると音が割れてしまうが、同社はその点を COMP 機能により音圧を下げ、薄い音に変換し、音の割れない心地よく迫力のある重低音を出せるようにした。また、新製品 DJM-A9 は、DJ が高揚感を出す為に、曲を速いテンポに振ったり、遅いテンポに振ったりすることで、聴衆を激しく揺さぶり、瞬時に真ん中に戻す（Center Rock）機能がある。曲のテンポの素早い切り替えにより、より高い高揚感を出すことができる。

DJ 機器

DJ は、ターンテーブルはじめ、CD、ミキサー、コントローラーや、ホーン、ベース、パーカッションハードウェアなど多様な機器を使いこなす。DJ ソフトウェアは、音楽ファイルを制御し、ビートを作成する為に使用されるソフトウェアである。DJ 機器はプロ向けが主要市場なので、高機能化により販売単価が継続的に上昇している数少ない例外的な電子機器製品となっている。

DJ 機器メーカー

DJ 機器メーカーのトップ企業（売上高順）は次の通りである。①AlphaTheta（日）、②InMusic（米：Akai、Denon、Stanton、Numark、他）、③Shure（米）、④Hercules（仏）、⑤ローランド（日）、⑥Behringer（独）、⑦Reloop（独）、⑧DJ Tech（伊）。同社によると、AlphaTheta は DJ 機器ハードウェアでは、世界市場シェア 70%超を獲得しており、2 番手で多くのブランドを傘下に持つ InMusic でも 10～15%程度とのことである。

6. JLab（音響機器関連）

1) 沿革

PE ファンドが買収後、事業が飛躍

JLab は、2005 年に米国アリゾナ州ツーソンで設立されたコンシューマ向けオーディオ機器メーカー。2012 年 1 月、プライベート・エクイティ・ファンドに買収され、カリフォルニア州に移転した。Winthrop Cramer CEO が率いる経営陣は、JLab を米国市場でトップ 5 のヘッドホンブランドにのし上げた後、拡販を目指し米国外への進出を開始した。

スポーツ競技のスポンサー活動

JLab は 2017 年にメジャーリーグサッカー（MLS）の公式オーディオパートナーとなるなど、積極的なスポンサー活動で知名度を上げた。2018 年には MLS が設立した e スポーツリーグの eMLS のパートナーとなり、ゲーミング市場に進出。2021 年 5 月、ノーリツ鋼機に買収され（買収価格約 400 億円）グループ入りした。2022 年に JLab Japan 設立、日本市場に本格進出した。2023 年には市場規模が大きな全米カレッジスポーツ市場にも進出した。

2) 事業概要

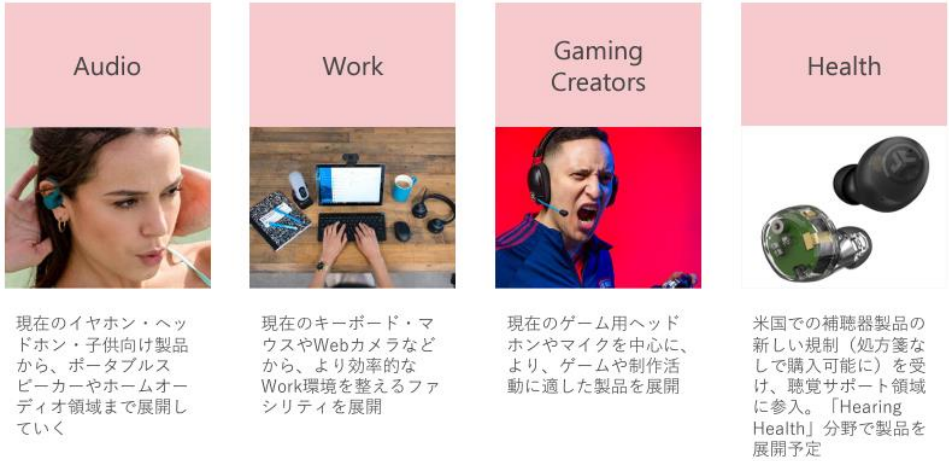
低価格帯のワイヤレスイヤホンが主力

JLab は低価格帯のワイヤレスイヤホンを主力としているが、高価格帯のイヤホンやヘッドホン、またワイヤレスヘッドホンや Bluetooth スピーカーなども製造している。手頃な価格帯で、様々な顧客ニーズに応える幅広いラインナップの製品を開発。今後、Audio、Work、Gaming/Creators、Health の 4 つの分野で製品展開し、シェア向上を目指す。

図表 30. JLab 製品の価格帯

出所：会社資料

図表 31. JLab が展開する製品領域



出所：会社資料

3) 生産及び販売体制

米国以外の販路にも注力

JLab はアジア圏の工場に製造を委託し、主に米国へ出荷する。JLab は米国以外へも徐々に販路を広げている。売上収益構成比は、21/12 期から 23/12 期に、北米・中南米 85.6%→79.1%、EMEA13.1%→17.6%、APAC1.0%→2.9%、日本 0.0%→0.2%となった。

4) 業績動向

米国シェア拡大

JLab の売上収益は 20/12 期前期比 36.7%増の後、21/12 期同 1.3%減の一時的な反動減があったが、22/12 期同 23.4%、23/12 期同 13.8%増と二桁増が続いた。EBITDA マージンは 22/12 期に 5.8%と前期比 5.8%ポイント減となったが、23/12 期 9.3%へ回復した。米国家電小売り市場停滞の影響を、米国シェア拡大、チャネル拡大、米国外の成長でカバーした。

少数精鋭

JLab は従業員数が 74 人(23/12 期)と少なく、少数精鋭で意思決定スピードが早い。トレンドに敏感で、スポーツ用途など過酷な環境下で取り換えニーズが高い用途に、手頃な価格で商品を提供し、ブランド化に成功している。高級品を追わず、セカンドチョイスに徹する姿勢が功を奏している。

図表 32. JLab の業績推移

JLab	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
売上収益（百万円）	13,900	19,000	18,756	23,154	26,340
前期比（%）	-	36.7%	-1.3%	23.4%	13.8%
EBITDA（百万円）	2,100	3,500	2,173	1,337	2,462
EBITDAマージン（%）	15.1%	18.4%	11.6%	5.8%	9.3%
設備投資（百万円）	-	-	26	143	32
減価償却費（百万円）	-	-	564	1,004	1,080
研究開発費（百万円）	-	-	49	49	66
研究開発費率（%）	-	-	0.3%	0.2%	0.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5) ワイヤレスイヤホン市場動向

高成長市場で多数のメーカーが競合

リサーチステーション合同会社によると、ワイヤレスイヤホンの世界市場規模（金額）は 2022 年 89 億ドルから 2031 年 182 億ドルに達する（CAGR7.9%）と予測する。Modor Intelligence によると、イヤホン世界市場規模（台数）は 2024 年 273.54 百万台から 2029 年 937.67 百万台に達する（CAGR27.9%）と予測する。主要参入企業は、Boat、Samsung Electronics、Apple、Xiaomi、BBK Electronics、Sony、Bose、Skullcandy、Edfier International、QCY、JLab、Huawei、他。イヤホン市場は、機能別（有線イヤホン、ワイヤレスイヤホン（トゥルーワイヤレス））、価格帯別（プレミアムレンジ（150 ドル以上）、ミドルレンジ（50～150 ドル）、ローレンジ（50 ドル未満））に分類される。

JLab はセカンドチョイス需要を狙う

プレミアムレンジでは、Apple、Samsung、Bose など主要ベンダーが、多額の研究開発費を投じ、技術競争を繰り広げている。JLab は金額シェアでは 2%程度だが、北米市場において巧みなブランド戦略（特にサッカーやジムなどスポーツ向け）により、100 ドル以下でトップブランドを獲得している。スポーツやジムなど iPhone の過酷な使用環境では、消費者は純正イヤホンではなく、セカンドチョイスとして手頃な価格でファッショナブルな JLab 製品を選ぶ傾向にあるという。同社は JLab 製品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。

7. その他事業

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。

上場準備中

2010 年 7 月、同社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。同社は、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の上場準備中で、非中核事業として独立性を高める方針である。

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、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。

8. 財務体質及び資本戦略

利益率と事業 EBITDA マージン

同社の 23/12 月期は、売上収益総利益率 44.9%、販管費率 30.1%、営業利益率 15.8%、税引前利益率 15.0%、親会社の所有者に帰属する当期利益率 11.1%、事業 EBITDA マージン 19.5%であった。事業 EBITDA は営業利益と比べて、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。

総資産回転率が低い

同社は、事業再編で事業売却（JMDC 等）の結果、潤沢な現金性資産を保有。また、主要 3 子会社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。自己資本比率（親会社所有者帰属持分比率）73.5%で、総資産回転率が 0.31 と低く、当期利益率 11.1%でも、ROE は 5.1%に留まる。

ROE 改善

同社は資本効率の改善が課題であることを認識しており、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。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 改善

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、コア事業強化の為の M&A、株主還元）を図る。米国に本社を置く JLab の WACC は高金利によって高く設定され、減損の要因となった。

運転資金回転率、CCC

同社は 20/3 期以降、運転資金回転率が従来の 7.0～9.0 から 3.0～4.0 へ低下している。キャッシュ・コンバージョン・サイクル（CCC）も 21/12 期以降、従来の 20 日以下から 100 日超へ延びている。主要因は JMDC の非連結化（22/12 期は期首残高として JMDC が含まれる）及び音響機器関連 2 社の買収（23/12 期に影響）によるものである。

財務面からみた成長ストーリー

同社の財務面からみた成長ストーリーは、使用している現金に対して収益性や EBITDA マージンが高く、かつ潤沢な余剰資金により成長余力を残していると云える。同社は財務体質が強くキャッシュリッチ（Net Debt-52,684 百万円、23/12 期末）であり、成長投資資金を既存分野、新分野、M&A などに迅速かつ有利に投入できる機動性が高い。設備投資では MIM 新工場は投資済みであり、音響機器関連子会社 2 社はファブレスなので、当面は大きな設備投資計画はない。

フリーキャッシュフロー

営業キャッシュフローから投資キャッシュフローを引いたフリーキャッシュフローはプラスの状況が続く見込みだ。更にプリメディカの上場はじめ医療・ヘルスケア関連子会社の株式売却に伴う資金流入が見込まれる。CFO によると、現中計で 3 つのコア事業の成長に向けた実績を作っているところであり、余剰資金は次期中計での新分野を含む成長投資に振り向けることになるとのことである。

税率

税務面では、グループ通算制度を採用している。株式売却や繰越欠損金の活用等により、過去数年間は税率が定まっていない。

注記）3 頁の図表 1 主要指標を参照

9. 当面の業績動向

2023 年 12 月期実績

23/12 期の業績は、売上収益 91,552 百万円（前期比 24.5%増）及び営業利益 14,462 百万円（同 1,045.5%増）共に大幅増収増益であった。当期利益 10,199 百万円（同 90.0%減）は、前期の株式売却益の影響（非継続事業からの当期利益 97,552 百万円）を除くと、実質増益であった。個社別では、テイボーは減収減益、AlphaTheta と JLab は増収増益で着地した。為替レート（平均）は、米ドル 140.6 円で前期比 9.2 円、ユーロ 152.0 円で同 14.0 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。

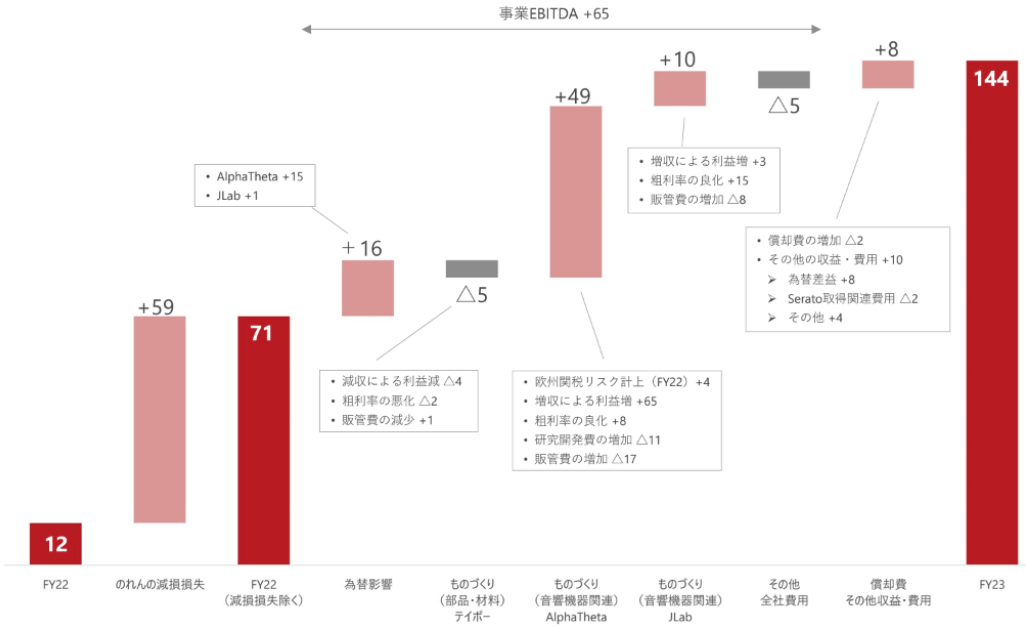
売上収益増減分析（対前期）

テイボーの売上収益減収（対前期）の要因は欧米・国内市場の停滞（筆記・コスメ）、及び顧客の生産調整（MIM）の影響が-9 億円。AlphaTheta と JLab は為替円安の影響がそれぞれ+34 億円、+17 億円の増収。AlphaTheta は 21/12 期からの期ずれ販売分が前期にあったものの、価格適正化、堅調な需要（中国除く）、供給の正常化、好調な新製品展開効果が上回り+121 億円の増収効果があった。JLab も米国家電小売り市場停滞の影響を米国シェア拡大、チャネル拡大、米国外の成長でカバーし+15 億円のプラス。その他全社費用も+2 億円改善した。

営業利益増減分析（対前期）

営業利益、当期利益の増減分析（対前期）は下記の図表の通り。

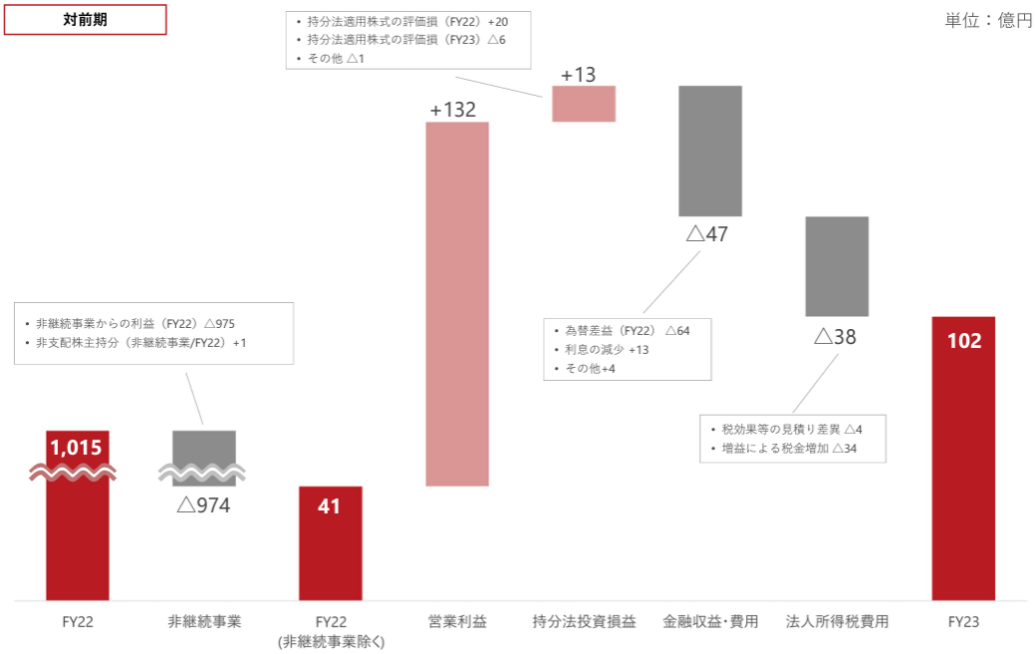
図表 33. 営業利益増減分析（対前期）



出所：会社資料

当期利益増減分析（対前期）

図表 34. 当期利益増減分析（対前期）



出所：会社資料

2024 年 12 月期会社予想

24/12 期の会社予想は、売上収益 97,600 百万円（前期比 6.6%増）、事業 EBITDA18,800 百万円（同 5.2%増）、営業利益 13,400 百万円（同 7.3%減）、当期利益 8,600 百万円（同 15.7%減）である。為替レート前提（平均）は横ばいの米ドル 140.5 円、ユーロ 152.0 円。

売上収益予想の増減内訳

売上収益の増減内訳は、テイボー＋6 億円、AlphaTheta+37 億円、JLab+17 億円、その他全社費用+1 億円を見込む。

営業利益予想の増減内訳

営業利益の増減内訳では、テイボー＋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+1 億円（増収効果+19 億円、粗利率良化+18 億円、研究開発費増-9 億円、販管費増-27 億円）、JLab+4 億円（増収効果+4 億円、粗利率良化+14 億円、販管費増-14 億円）、償却費、その他収益・費用が-19 億円（償却費増-2 億円、為替差損益-14 億円、Serato 取得関連費用-3 億円）。

当期利益予想の増減内訳

当期利益の増減内訳は、営業利益-10 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-7 億円。

保守的な会社予想

会社予想は増収減益であるが、主要 3 子会社は全て増収増益予想となっている。償却費、その他収益・費用の増加（特に為替差損）が減益の要因である。足元の米ドルレートは想定より 10 円以上の円安に振れていることから、会社予想は保守的と考えられる。

図表 35. 四半期業績動向

四半期業績推移（百万円、%）	21/12期				22/12期				23/12期			
（累計）	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4
売上収益	10,339	23,530	36,946	54,481	14,224	31,536	49,662	73,515	17,398	41,469	65,789	91,552
前年同期比	-	-	-	-	37.6%	34.0%	34.4%	34.9%	22.3%	31.5%	32.5%	24.5%
売上原価	4,598	11,312	18,823	29,717	8,047	18,352	29,794	43,986	10,191	23,454	36,277	50,480
前年同期比	-	-	-	-	75.0%	62.2%	58.3%	48.0%	26.6%	27.8%	21.8%	14.8%
売上原価率	44.5%	48.1%	50.9%	54.5%	56.6%	58.2%	60.0%	59.8%	58.6%	56.6%	55.1%	55.1%
売上総利益	5,741	12,217	18,122	24,763	6,176	13,184	19,867	29,529	7,207	18,014	29,511	41,072
前年同期比	-	-	-	-	7.6%	7.9%	9.6%	19.2%	16.7%	36.6%	48.5%	39.1%
売上総利益率	55.5%	51.9%	49.0%	45.5%	43.4%	41.8%	40.0%	40.2%	41.4%	43.4%	44.9%	44.9%
販管費	3,562	7,838	12,462	17,839	4,708	10,211	16,041	22,406	5,702	12,085	19,013	27,595
前年同期比	-	-	-	-	32.2%	30.3%	28.7%	25.6%	21.1%	18.4%	18.5%	23.2%
売上販管費比率	34.5%	33.3%	33.7%	32.7%	33.1%	32.4%	32.3%	30.5%	32.8%	29.1%	28.9%	30.1%
営業利益	2,331	3,605	4,738	6,068	1,700	3,267	4,227	1,262	2,020	7,365	12,522	14,462
前年同期比	-	-	-	-	-27.1%	-9.4%	-10.8%	-79.2%	18.8%	125.4%	196.2%	1046.0%
営業利益率	22.5%	15.3%	12.8%	11.1%	12.0%	10.4%	8.5%	1.7%	11.6%	17.8%	19.0%	15.8%
税引前当期利益	1,446	2,253	3,637	5,315	2,050	4,746	7,970	3,944	1,825	7,214	12,264	13,747
前年同期比	-	-	-	-	41.8%	110.7%	119.1%	-25.8%	-11.0%	52.0%	53.9%	248.6%
税引前利益率	14.0%	9.6%	9.8%	9.8%	14.4%	15.0%	16.0%	5.4%	10.5%	17.4%	18.6%	15.0%
親会社の所有者に帰属する四半期利益	1,263	1,660	2,268	5,115	100,163	101,121	102,928	101,554	1,051	4,454	7,842	10,199
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-	-	-99.0%	-95.6%	-92.4%	-90.0%
四半期利益率	12.2%	7.1%	6.1%	9.4%	704.2%	320.7%	207.3%	138.1%	6.0%	10.7%	11.9%	11.1%
事業EBITDA	2,964	6,110	8,412	10,739	2,486	5,049	6,980	11,367	2,552	8,046	13,748	17,875
前年同期比	-	-	-	-	-16.1%	-17.4%	-17.0%	5.8%	2.7%	59.4%	97.0%	57.3%
事業EBITDAマージン	28.7%	26.0%	22.8%	19.7%	17.5%	16.0%	14.1%	15.5%	14.7%	19.4%	20.9%	19.5%
四半期累積平均為替レート（￥/USD）	105.9	107.7	108.5	109.8	116.2	122.9	128.1	131.4	132.3	134.9	138.1	140.6
四半期累積平均為替レート（￥/EUR）	127.7	129.8	129.8	129.9	130.4	134.3	136.0	138.0	142.1	145.8	149.6	152.0
四半期累積平均為替レート（￥/元）	16.4	16.7	16.8	17.0	18.3	18.9	19.3	19.5	19.3	19.5	19.6	19.8
四半期末為替レート（￥/USD）	110.7	110.6	111.9	115.0	122.4	136.7	144.8	132.7	133.5	145.0	149.6	141.8
四半期末為替レート（￥/EUR）	129.8	131.6	129.9	130.5	136.7	142.7	142.3	141.5	145.7	157.6	158.0	157.1
四半期末為替レート（￥/元）	16.8	17.1	17.3	18.1	19.3	20.4	20.4	19.0	19.4	19.9	20.5	19.9
四半期業績推移（百万円、%）	21/12期				22/12期				23/12期			
（3か月）	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上収益	10,339	13,191	13,416	17,535	14,224	17,312	18,126	23,853	17,398	24,071	24,320	25,763
前年同期比	-	-	-	-	37.6%	31.2%	35.1%	36.0%	22.3%	39.0%	34.2%	8.0%
売上原価	4,598	6,714	7,511	10,894	8,047	10,305	11,442	14,192	10,191	13,263	12,823	14,203
前年同期比	-	-	-	-	75.0%	53.5%	52.3%	30.3%	26.6%	28.7%	12.1%	0.1%
売上原価率	44.5%	50.9%	56.0%	62.1%	56.6%	59.5%	63.1%	59.5%	58.6%	55.1%	52.7%	55.1%
売上総利益	5,741	6,476	5,905	6,641	6,176	7,008	6,683	9,662	7,207	10,807	11,497	11,561
前年同期比	-	-	-	-	7.6%	8.2%	13.2%	45.5%	16.7%	54.2%	72.0%	19.7%
売上総利益率	55.5%	49.1%	44.0%	37.9%	43.4%	40.5%	36.9%	40.5%	41.4%	44.9%	47.3%	44.9%
販管費	3,562	4,276	4,624	5,377	4,708	5,503	5,830	6,365	5,702	6,383	6,928	8,582
前年同期比	-	-	-	-	32.2%	28.7%	26.1%	18.4%	21.1%	16.0%	18.8%	34.8%
売上販管費比率	34.5%	32.4%	34.5%	30.7%	33.1%	31.8%	32.2%	26.7%	32.8%	26.5%	28.5%	33.3%
営業利益	2,331	1,274	1,133	1,330	1,700	1,567	960	-2,965	2,020	5,345	5,157	1,940
前年同期比	-	-	-	-	-27.1%	23.0%	-15.3%	-	18.8%	241.1%	437.2%	-
営業利益率	22.5%	9.7%	8.4%	7.6%	12.0%	9.1%	5.3%	-	11.6%	22.2%	21.2%	7.5%
税引前当期利益	1,446	807	1,384	1,678	2,050	2,696	3,224	-4,026	1,825	5,389	5,050	1,483
前年同期比	-	-	-	-	41.8%	234.1%	132.9%	-	-11.0%	99.9%	56.6%	-
税引前利益率	14.0%	6.1%	10.3%	9.6%	14.4%	15.6%	17.8%	-	10.5%	22.4%	20.8%	5.8%
親会社の所有者に帰属する四半期利益	1,263	397	608	2,847	100,163	958	1,807	-1,374	1,051	3,402	3,388	2,357
前年同期比	-	-	-	-	7830.6%	141.3%	197.2%	-	-99.0%	255.1%	87.5%	-
四半期利益率	12.2%	3.0%	4.5%	16.2%	704.2%	5.5%	10.0%	-	6.0%	14.1%	13.9%	9.1%
事業EBITDA	2,964	3,146	2,302	2,327	2,486	2,563	1,931	4,387	2,552	5,494	5,702	4,127
前年同期比	-	-	-	-	-16.1%	-18.5%	-16.1%	88.5%	2.7%	114.4%	195.3%	-5.9%
事業EBITDAマージン	28.7%	23.8%	17.2%	13.3%	17.5%	14.8%	10.7%	18.4%	14.7%	22.8%	23.4%	16.0%
四半期平均為替レート（￥/USD）	105.9	109.5	110.1	113.7	116.2	129.6	138.4	141.0	132.3	137.4	144.6	147.9
四半期平均為替レート（￥/EUR）	127.7	132.0	129.8	130.1	130.4	138.1	139.3	144.3	142.1	149.5	157.3	159.1
四半期平均為替レート（￥/元）	16.4	17.0	17.0	17.8	18.3	19.6	20.2	19.9	19.3	19.6	19.9	20.4

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 36. 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）	21/12期				22/12期				23/12期			
	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4	Q1	Q1-2	Q1-3	Q1-4
売上収益	10,339	23,530	36,946	54,481	14,224	31,536	49,662	73,515	17,398	41,469	65,789	91,552
前年同期比	-	-	-	-	37.6%	34.0%	34.4%	34.9%	22.3%	31.5%	32.5%	24.5%
ものづくり(部品・材料)　テイボー	2,854	5,953	9,122	12,282	3,062	6,298	9,452	12,717	2,856	5,808	8,750	11,781
前年同期比	-	-	-	-	7.3%	5.8%	3.6%	3.5%	-6.7%	-7.8%	-7.4%	-7.4%
筆記	1,859	3,882	5,902	7,888	1,988	4,235	6,237	8,249	1,829	3,684	5,585	7,519
コスメ	343	746	1,175	1,656	415	783	1,269	1,706	371	764	1,115	1,442
MIM	544	1,107	1,712	2,279	554	1,083	1,648	2,297	522	1,099	1,634	2,251
その他	106	217	331	458	103	195	296	464	132	261	414	567
ものづくり(音響機器関連)	7,238	17,095	27,058	41,107	10,895	24,673	39,299	59,516	14,211	34,984	55,971	78,270
前年同期比	-	-	-	-	50.5%	44.3%	45.2%	44.8%	30.4%	41.8%	42.4%	31.5%
AlphaTheta	7,238	14,255	19,789	26,511	8,462	16,820	24,577	36,362	10,718	25,184	39,161	51,930
前年同期比	-	-	-	-	16.9%	18.0%	24.2%	37.2%	26.7%	49.7%	59.3%	42.8%
JLab	0	2,840	7,269	14,596	2,433	7,853	14,722	23,154	3,493	9,800	16,810	26,340
前年同期比	-	-	-	-	-	176.5%	102.5%	58.6%	43.6%	24.8%	14.2%	13.8%
その他	246	481	765	1,090	266	565	909	1,282	331	675	1,066	1,500
事業EBITDA	2,964	6,110	8,412	10,739	2,486	5,049	6,980	11,367	2,552	8,046	13,748	17,875
前年同期比	-	-	-	-	-16.1%	-17.4%	-17.0%	5.8%	2.7%	59.4%	97.0%	57.3%
事業EBITDAマージン	28.7%	26.0%	22.8%	19.7%	17.5%	16.0%	14.1%	15.5%	14.7%	19.4%	20.9%	19.5%
ものづくり(部品・材料)　テイボー	965	2,148	3,263	4,185	791	1,853	2,774	3,718	650	1,522	2,323	3,198
前年同期比	-	-	-	-	-18.0%	-13.7%	-15.0%	-11.2%	-17.8%	-17.9%	-16.3%	-14.0%
事業EBITDAマージン	33.8%	36.1%	35.8%	34.1%	25.8%	29.4%	29.3%	29.2%	22.8%	26.2%	26.5%	27.1%
ものづくり(音響機器関連)	2,119	4,269	5,559	7,076	1,899	3,578	4,722	8,234	2,081	6,938	12,050	15,814
前年同期比	-	-	-	-	-10.4%	-16.2%	-15.1%	16.4%	9.6%	93.9%	155.2%	92.1%
事業EBITDAマージン	29.3%	25.0%	20.5%	17.2%	17.4%	14.5%	12.0%	13.8%	14.6%	19.8%	21.5%	20.2%
AlphaTheta	2,119	4,134	5,024	5,671	2,443	3,897	4,699	6,897	2,659	7,053	11,275	13,352
前年同期比	-	-	-	-	15.3%	-5.7%	-6.5%	21.6%	8.8%	81.0%	139.9%	93.6%
事業EBITDAマージン	29.3%	29.0%	25.4%	21.4%	28.9%	23.2%	19.1%	19.0%	24.8%	28.0%	28.8%	25.7%
JLab	0	134	535	1,404	-543	-318	23	1,337	-577	-115	775	2,462
前年同期比	-	-	-	-	-	-	-95.7%	-4.8%	-	-	-	84.1%
事業EBITDAマージン	-	4.7%	7.4%	9.6%	-22.3%	-4.0%	0.2%	5.8%	-16.5%	-1.2%	4.6%	9.3%
その他	54	78	154	273	42	95	180	272	55	77	120	178
全社費用	-175	-386	-565	-795	-246	-478	-696	-858	-235	-491	-745	-1,316

事業セグメント（百万円、%）（四半期）	21/12期				22/12期				23/12期			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高	10,339	13,191	13,416	17,535	14,224	17,312	18,126	23,853	17,398	24,071	24,320	25,763
前年同期比	-	-	-	-	37.6%	31.2%	35.1%	36.0%	22.3%	39.0%	34.2%	8.0%
ものづくり(部品・材料)　テイボー	2,854	3,099	3,169	3,160	3,062	3,236	3,154	3,265	2,856	2,952	2,942	3,031
前年同期比	-	-	-	-	7.3%	4.4%	-0.5%	3.3%	-6.7%	-8.8%	-6.7%	-7.2%
筆記	1,859	2,022	2,019	1,986	1,988	2,246	2,002	2,011	1,829	1,854	1,901	1,933
コスメ	343	403	428	480	415	368	485	436	371	392	351	327
MIM	544	562	605	566	554	528	564	649	522	576	535	616
その他	106	110	114	127	103	91	101	167	132	128	152	155
ものづくり(音響機器関連)	7,238	9,857	9,963	14,049	10,895	13,778	14,626	20,217	14,211	20,773	20,987	22,299
前年同期比	-	-	-	-	50.5%	39.8%	46.8%	43.9%	30.4%	50.8%	43.5%	10.3%
AlphaTheta	7,238	7,017	5,534	6,722	8,462	8,358	7,757	11,785	10,718	14,466	13,977	12,768
前年同期比	-	-	-	-	16.9%	19.1%	40.2%	75.3%	26.7%	73.1%	80.2%	8.3%
JLab	-	2,840	4,429	7,327	2,433	5,420	6,869	8,432	3,493	6,307	7,010	9,530
前年同期比	-	-	-	-	-	90.8%	55.1%	15.1%	43.6%	16.4%	2.1%	13.0%
その他	246	235	284	325	266	299	344	373	331	344	391	433
事業EBITDA	2,964	3,146	2,302	2,327	2,486	2,563	1,931	4,387	2,552	5,494	5,702	4,127
前年同期比	-	-	-	-75.5%	-16.1%	-18.5%	-16.1%	88.5%	2.7%	114.4%	195.3%	-5.9%
事業EBITDAマージン	28.7%	23.8%	17.2%	13.3%	17.5%	14.8%	10.7%	18.4%	14.7%	22.8%	23.4%	16.0%
ものづくり(部品・材料)　テイボー	965	1,183	1,115	922	791	1,062	921	944	650	872	801	875
前年同期比	-	-	-	-	-18.0%	-10.2%	-17.4%	2.4%	-17.8%	-17.9%	-13.0%	-7.3%
事業EBITDAマージン	33.8%	38.2%	35.2%	29.2%	25.8%	32.8%	29.2%	28.9%	22.8%	29.5%	27.2%	28.9%
ものづくり(音響機器関連)	2,119	2,150	1,290	1,517	1,899	1,679	1,144	3,512	2,081	4,857	5,112	3,764
前年同期比	-	-	-	-	-10.4%	-21.9%	-11.3%	131.5%	9.6%	189.3%	346.9%	7.2%
事業EBITDAマージン	29.3%	21.8%	12.9%	10.8%	17.4%	12.2%	7.8%	17.4%	14.6%	23.4%	24.4%	16.9%
AlphaTheta	2,119	2,015	890	647	2,443	1,454	802	2,198	2,659	4,394	4,222	2,077
前年同期比	-	-	-	-	15.3%	-27.8%	-9.9%	239.7%	8.8%	202.2%	426.4%	-5.5%
事業EBITDAマージン	29.3%	28.7%	16.1%	9.6%	28.9%	17.4%	10.3%	18.7%	24.8%	30.4%	30.2%	16.3%
JLab	0	134	401	869	-543	225	341	1,314	-577	462	890	1,687
前年同期比	-	-	-	-	-	67.9%	-15.0%	51.2%	-	105.3%	161.0%	28.4%
事業EBITDAマージン	-	4.7%	9.1%	11.9%	-22.3%	4.2%	5.0%	15.6%	-16.5%	7.3%	12.7%	17.7%
その他	54	24	76	119	42	53	85	92	55	22	43	57
全社費用	-175	-211	-179	-230	-246	-232	-218	-162	-235	-256	-254	-571

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

10. 中長期展望

中期経営計画 FY25

上方修正

同社は中期経営計画 FY25（22/12 期～25/12 期の 4 年間）を策定し実施している。23/12 期での 2 年前倒しによる FY25 目標の達成を受けて、最終年度 25/12 期目標を上方修正した。同社の当面の成長ドライバーは DJ 機器であるが、既に新工場の投資を終えた MIM や米国以外に販路を目指す JLab 製品も中長期的な収益増の柱として期待できよう。

目標数値

FY25 目標数値（修正後）

売上収益 1,000 億円（修正額+130 億円）、事業 EBITDA200 億円（同+25 億円）、営業利益 150 億円（同+25 億円）、EPS290 円（同+70 円）、ROIC 5～6%（WACC 想定 5～6%）、配当性向 40%以上。事業別では、旧目標数値比、テイボーは減収減益、AlphaTheta は増収増益、JLab は減益、その他・全社費用は減額増益となった。

成長ドライバー①

同社の成長ドライバーは、①MIM 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～イヤホン、ハード～ソフト）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。マーキングペン先加工で培った超微細加工技術のノウハウが、焼結精度の向上に活きている。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（欧州輸送機器向け）。MIM 世界市場規模は約 4,000 億円と推定。

成長ドライバー②

②DJ 機器はプロ向け主体の為、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 500 百万ドル弱から CAGR10%弱の拡大を見込む。同社はハード主体からソフトウェア強化に乗り出し大手ソフト会社 Serato の買収を進めている。同社は更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トップシェアを獲得し、人口が多い欧州、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、マーキングペン先や 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・サービス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れる。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。

３つの重要施策

中期経営計画 FY25 における 3 つの重要施策は下記のとおりである。

① グループ事業の既存分野の強化及び成長分野への投資育成により、成長性と革新性の高い事業グループを実現

② ROE8%に向けた財務戦略の推進

③ サステナビリティやガバナンス経営の推進

重要施策①：成長性と革新性の高い事業グループを実現

テイボー

テイボー（目標数値：売上 128 億円、事業 EBITDA37 億円）

＜既存/基盤ビジネス＞

- 筆記事業：高付加価値製品の開発、新興国や中国への販路拡大。

- コスメ事業：中国を主軸に戦略製品の販路拡大、新しいアイライナーの市場提案、PBT ブラシの拡販

＜成長/新規ビジネス＞

- MIM 事業：高品質、量産体制を活かし新分野、世界への拡販、売上収益 2 倍以上へ
- 新分野事業：芳香剤、医療など新規用途へペン先技術を活かしテイボー製品の販売強化

AlphaTheta

AlphaTheta（目標数値：売上 565 億円、事業 EBITDA138 億円）

＜既存/基盤ビジネス＞

- DJ 機器事業：DJ 機器での技術力やブランドの強みを活かした提供価値の更なる革新、重点地域へ販路拡大、ハードウェア×ソフトウェア等による顧客を中心とした体験価値の提供

＜成長/新規ビジネス＞

- 「新たな顧客層に向けた DJ-Lifestyle の提案」「音楽制作機器」「音楽演奏に係るデータ事業」など主事業の隣接市場でのサービス拡充と収益化、ソフトウェアサービスで収益 40 億円以上を目指す、Serato 買収効果

JLab

JLab（目標数値：売上 290 億円、事業 EBITDA34 億円）

＜既存/基盤ビジネス＞

- パーソナルオーディオ事業：米国以外地域への販路拡大（米国外売上シェア 30%以上目指す）、新製品のスピード投入とコスト競争力の強化、品質及び生産体制管理の安定

＜成長/新規ビジネス＞

- 周辺事業への進出、パーソナルテクノロジーカンパニーを目指す、ブランドアンバサダーやスポーツ支援など製品を通じた社会貢献（CSR）

重要施策②：財務戦略

ROE8%以上

FY25 における財務戦略は、ROE8%以上に向けて、キャッシュフロー創出力を高め、成長投資を続けながらも、財務健全性を維持し、継続的かつ安定的な株主還元を実施することである。

- キャッシュフロー創出：EBITDA マージン 20%以上、ROIC5～6%（WACC 以上水準）
- 成長投資：各事業の成長領域に積極的に資本を投下、コア事業強化の為 M&A を検討
- 株主還元：配当性向 40%以上を目標に継続的かつ安定的に配当
- 資本政策：Net Debt/事業 EBITDA3.0 以下を目安に財務健全性を維持

キャピタルアロケーション及び成長投資の内訳

キャピタルアロケーション（～FY25：4 年間累計）及び成長投資（合計 740 億円）の内訳は以下の通り。740 億円の原資は資産売却済 950 億円で賄う（残り 210 億円は株主還元）。

- 生産能力向上・合理化等（テイボー）：10 億円
- DJ Monitor 及び Serato の株式取得等（AlphaTheta）：100～120 億円
- DX・システム投資：20 億円
- 現状設備更新：40 億円
- 10 年後を見据えた成長投資：550 億円（既存事業の強化、新規事業や M&A、サステナビリティ推進）

借入返済

営業キャッシュフロー（資産売却で発生する税金控除前の数値）で、借入返済（450 億円：繰上返済 200 億円を含む）を行う計画である。

重要施策③：サステナビリティの取組み

同社は、サステナビリティの取組みを強化する為に、以下の推進体制構築及び施策を行った。

サステナビリティ推進室

専門部署の新設（サステナビリティ推進室）：2021 年度に 4 つのマテリアリティ（重要課題）を設定、「マテリアリティ対応計画」と目標を公開し、環境・社会・ガバナンス上の課題解決に向けた取組みを進めてきたが、2024 年 1 月より、専門部署を新設した。

「MSCI ジャパン ESG セレクト・ リーダーズ指数」構成銘柄

「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」の構成銘柄として新たに採用：当該指数は、米国の MSCI Inc.が開発・運用する ESG インデックスの一つで、各業種において ESG 評価の高い銘柄が選定されている。企業の ESG への取組みに着目する世界の投資家が参照する指数であり、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の ESG 投資指数としても採用されている。

図表 37. 中期的な収益目標

（百万円）	中計FY21	中期経営計画FY25				
	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	25/12期	CAGR
	実績	実績	実績	会社予想	中期目標	FY21～25
売上収益	54,481	73,515	91,552	97,600	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	12,800	1.0%
売上収益構成比	22.5%	17.3%	12.9%	12.7%	12.8%	
ものづくり(音響機器関連)	41,107	59,516	78,271	83,600	85,500	20.1%
売上収益構成比	75.5%	81.0%	85.5%	85.7%	85.5%	
AlphaTheta	26,511	36,362	51,930	55,600	56,500	20.8%
売上収益構成比	48.7%	49.5%	56.7%	57.0%	56.5%	
JLab	14,596	23,154	26,340	28,000	29,000	18.7%
売上収益構成比	26.8%	31.5%	28.8%	28.7%	29.0%	
その他	1,090	1,282	1,500	1,600	1,700	
国内売上収益	7,816	8,396	9,172	-		
国内売上収益比率	14.3%	11.4%	10.0%			
海外売上収益	46,665	65,119	82,380	-		
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	20,000	16.8%
EBITDAマージン	19.7%	15.5%	19.5%	19.3%	20.0%	
ものづくり(部品・材料)　テイボー	4,185	3,718	3,198	3,500	3,700	-3.0%
EBITDAマージン	34.1%	29.2%	27.1%	28.2%	28.9%	
ものづくり(音響機器関連)	7,076	8,234	15,814	16,400	17,200	24.9%
EBITDAマージン	17.2%	13.8%	20.2%	19.6%	20.1%	
AlphaTheta	5,671	6,897	13,352	13,500	13,800	24.9%
EBITDAマージン	21.4%	19.0%	25.7%	24.3%	24.4%	
JLab	1,404	1,337	2,462	2,900	3,400	24.7%
EBITDAマージン	9.6%	5.8%	9.3%	10.4%	11.7%	
その他全社費用	-522	-585	-1,137	-4,000	-900	
営業利益	6,068	1,262	14,462	13,400	15,000	25.4%
営業利益率	11.1%	1.7%	15.8%	13.7%	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%	0.4%	3.9%	6.0%	5～6%	
ROIC（会社定義、ネット投下資本）	2.6%	0.6%	7.4%	6.0%	5～6%	
EPS（円）	143.6	2,848.5	285.9	241.0	290.0	
配当性向	137.9%	5.3%	40.2%	48.1%	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

11. 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）75.8%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 5.7%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 11.7%、ROE8.3%。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 10.9%、ROE10.0%）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倍前後と大きいが、営業利益率は６％台と河合楽器に次いで低い２社である。

図表 38. 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	23/3	5,315	623	11.7%	8.3%	62.5%	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	23/3	87,771	5,045	5.7%	10.3%	54.0%	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	23/3	103,727	11,305	10.9%	10.0%	75.8%	PC/スマホ・タブレット/TV/AV関連、周辺機器
カシオ計算機	6952	23/3	263,831	18,164	6.9%	5.9%	66.1%	時計、コンシューマ、システム、その他
JVCケンウッド	6632	23/3	336,910	21,634	6.4%	18.2%	33.0%	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

12. 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年間の株価推移を比較した。直近までの株価変動率は、①JVC ケンウッド+251%、②ノーリツ鋼機+37%、③ローランド+34%、④河合楽器製作所+20%、⑤オーベクス+14%、⑥カシオ計算機-6%、⑦エレコム-12%。因みに、同期間のTOPIX+18%、日経平均+33 %である。

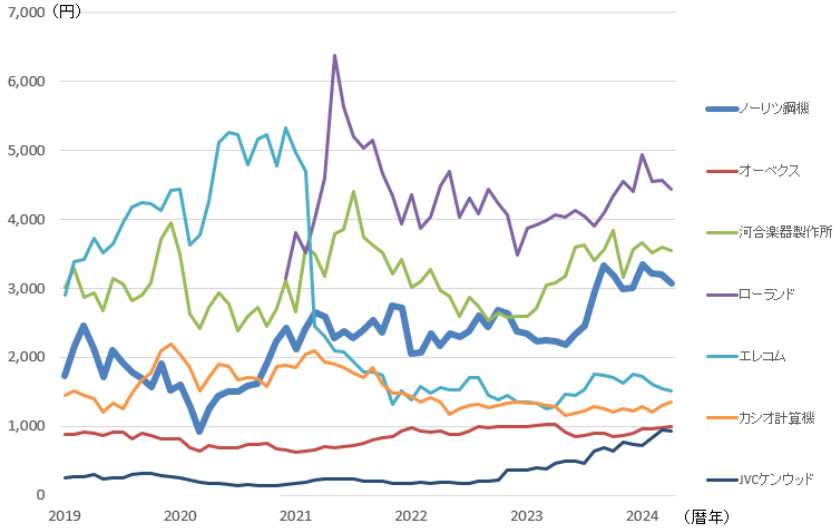
株価変動の要因

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。唯一、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。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 0.72、ノーリツ鋼機 0.52、オーベクス 0.35。PER は７倍～22 倍のレンジで推移し、因みにノーリツ鋼機の 12.38 倍は中間値をやや下回る。配当利回りは、ノーリツ鋼機 3.89%、ローランド 3.85%が最も高い水準である。

図表 39. 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、PBR0.5 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

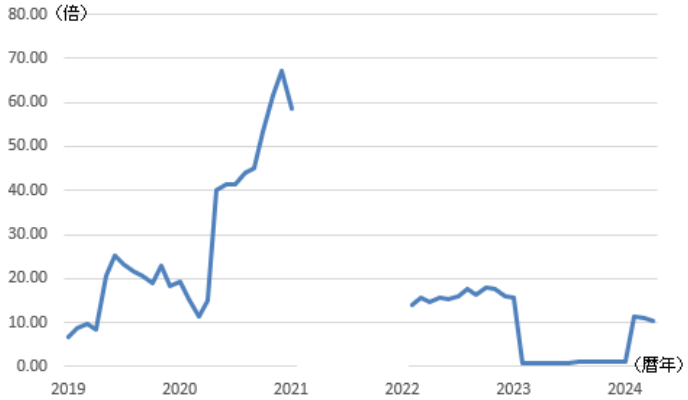
現時点で株価のリスク要因は、海外事業急拡大に伴う、経営効率の低下が考えられる。2023 年 2 月 14 日 JLab ののれんの減損損失 59 億円を発表し、株価は一時的に下落した。

図表 40. 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(4/4)（円）	時価総額(4/4)（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	3,050	107,957	12.38	0.52	3.89%	5.1%
オーベクス	3583	23/3	1,010	3,130	7.22	0.35	1.98%	8.3%
河合楽器製作所	7952	23/3	3,530	31,856	9.50	0.72	2.69%	10.3%
ローランド	7944	23/12	4,440	124,340	14.25	3.04	3.85%	22.2%
エレコム	6750	23/3	1,504	130,162	14.97	1.52	2.92%	10.0%
カシオ計算機	6952	23/3	1,348	322,310	22.36	1.42	-	5.9%
JVCケンウッド	6632	23/3	935	150,388	13.58	1.29	0.87%	18.2%

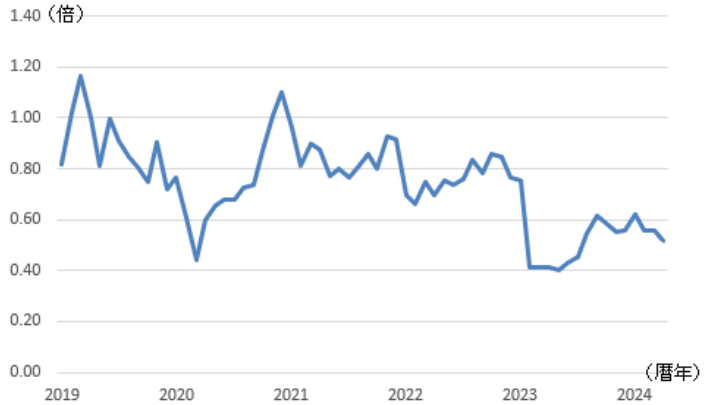
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 41. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 42. PBR の推移



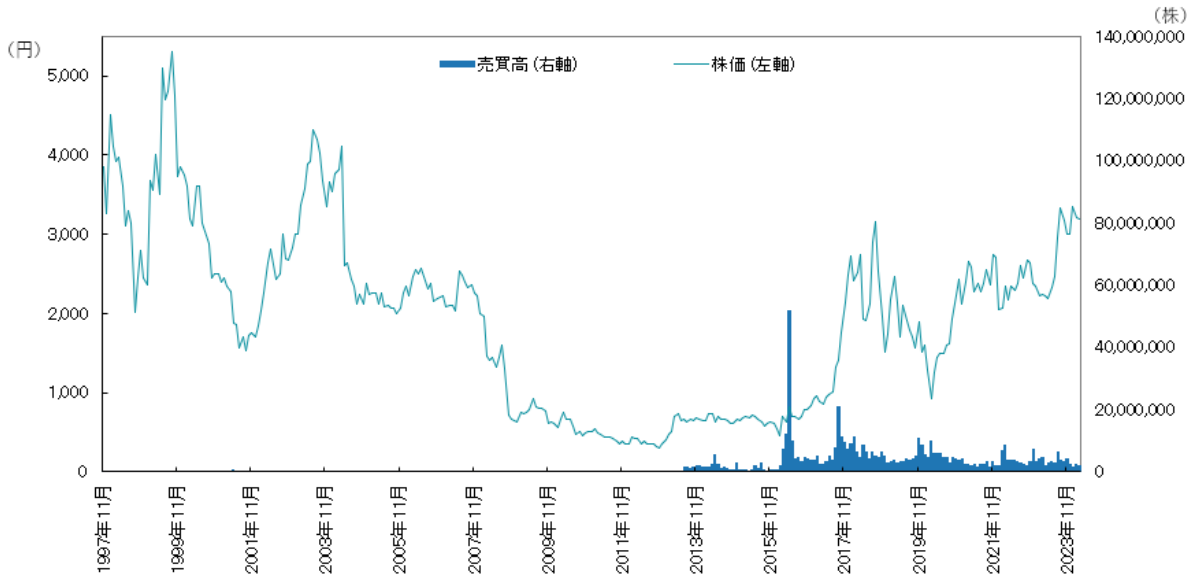
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

図表 43. ノーリツ鋼機の過去業績推移（第 46 期以降）

特記事項	期	決算期	会計基準	業績				利益率			株主資本指標		現金同等物	従業員数	臨時雇用	経営陣
				売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	OPM	RPM	NPM	ROE	自己資本比率	期末残高	（人）		社長/CEO
写真処理機器(ミニラボ)事業の衰退 デジタル化対応	46	01/3	日本基準	66,540	5,487	9,365	4,496	8.2%	14.1%	6.8%	5.2%	73.0%				西本貫一
	47	02/3		66,627	2,715	2,952	1,503	4.1%	4.4%	2.3%	1.7%	72.7%	18,653	2,861	340	西本貫一
	48	03/3		78,602	9,057	8,231	3,861	11.5%	10.5%	4.9%	4.2%	72.1%	27,467	2,946	352	西本貫一
	49	04/3		90,734	14,044	13,741	8,323	15.5%	15.1%	9.2%	8.7%	75.7%	26,816	3,040	379	西本貫一
	50	05/3		73,808	4,955	5,506	3,494	6.7%	7.5%	4.7%	3.5%	78.7%	28,997	3,104	331	西本貫一
	51	06/3		69,078	4,099	4,983	-7,318	5.9%	7.2%	-10.6%	-7.4%	79.0%	36,084	2,878	298	佐谷勉
	52	07/3		58,863	3,050	4,372	1,920	5.2%	7.4%	3.3%	2.0%	80.8%	36,391	2,122	609	佐谷勉
	53	08/3		62,633	4,190	4,887	2,126	6.7%	7.8%	3.4%	2.2%	84.0%	33,717	1,963	707	佐谷勉
イメージング部門が存亡の危機 新事業のM&A	54	09/3		45,434	-1,864	-1,171	-3,864	-4.1%	-2.6%	-8.5%	-4.6%	87.8%	31,839	2,000	586	茶山幸彦
	55	10/3		27,959	-6,922	-6,047	-20,857	-24.8%	-21.6%	-74.6%	-31.9%	80.1%	30,245	2,017	341	西本博嗣
	56	11/3		29,312	239	-448	-5,782	0.8%	-1.5%	-19.7%	-10.0%	79.1%	22,368	1,224	372	西本博嗣
	57	12/3		18,787	604	-421	-1,566	3.2%	-2.2%	-8.3%	-2.8%	82.2%	19,420	995	191	西本博嗣
	58	13/3		27,379	616	952	417	2.2%	3.5%	1.5%	0.7%	70.4%	23,576	1,210	738	西本博嗣
	59	14/3		55,084	2,967	2,806	1,324	5.4%	5.1%	2.4%	2.2%	64.6%	27,105	1,502	752	西本博嗣
	60	15/3		54,488	2,475	2,139	1,029	4.5%	3.9%	1.9%	1.7%	51.1%	23,130	1,868	928	西本博嗣
国際会計基準へ移行				売上収益	営業利益	税引前利益	親会社帰属当期利益	OPM	税引前利益率	NPM	親会社帰属持分NPM	親会社帰属持分比率	現金同等物期末残高	従業員数（人）	臨時雇用	経営陣社長/CEO
ミニラボ事業譲渡 事業再編	60	15/3	IFRS	35,598	1,943	1,978	2,250	5.5%	5.6%	6.3%	4.1%	46.3%	23,622	1,868	928	西本博嗣
	61	16/3		43,145	2,030	2,215	-2,955	4.7%	5.1%	-6.8%	-5.4%	51.1%	31,187	1,113	791	西本博嗣
	62	17/3		50,045	4,611	6,348	4,290	9.2%	12.7%	8.6%	7.8%	49.3%	25,314	1,360	818	西本博嗣
	63	18/3		56,035	5,954	6,092	8,920	10.6%	10.9%	15.9%	13.4%	50.8%	26,663	1,459	848	西本博嗣
	64	19/3		63,527	6,053	5,954	2,948	9.5%	9.4%	4.6%	3.9%	50.1%	27,573	1,630	926	岩切隆吉
2事業等非継続 3事業非継続	65	20/3		26,147	4,134	599	1,289	15.8%	2.3%	4.9%	1.7%	49.0%	50,162	1,629	935	岩切隆吉
	66	20/12		41,148	5,816	2,574	9,893	14.1%	6.3%	24.0%	10.8%	44.5%	69,596	1,776	244	岩切隆吉
	67	21/12		54,481	6,068	5,315	5,115	11.1%	9.8%	9.4%	4.7%	42.0%	38,141	2,076	381	岩切隆吉
医療事業非継続 ものづくり事業を軸 グローバル化推進	68	22/12		73,515	1,262	3,944	101,548	1.7%	5.4%	138.1%	66.9%	62.7%	96,436	1,184	249	岩切隆吉
	69	23/12		91,552	14,462	13,747	10,210	15.8%	15.0%	11.2%	5.1%	73.5%	70,190	1,246	263	岩切隆吉
	70	24/12E		97,600	13,400	12,800	8,600	13.7%	13.1%	8.8%						岩切隆吉

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 44. 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）

13. ESG 経営とガバナンスの強化

1) サステナビリティの取組み

サステナビリティ委員会
サステナビリティ推進会議

同社は、中期経営計画 FY25 の重要施策として、サステナビリティの取組みを掲げている。基本体制として、サステナビリティ委員会とサステナビリティ推進会議を設置。前者は、経営方針・戦略、取組み計画の策定と共に、ESG リスクに関する討議や実行状況のモニタリングを行う。後者は、実際の進捗管理や評価、個別施策の推進を担う。同社はさらに取組みを強化する為に、以下の推進体制の構築及び施策を行っている。

① 専門部署の新設

サステナビリティ推進室

2021 年度に 4 つのマテリアリティ（重要課題）を設定、「マテリアリティ対応計画」と目標を公開し、環境・社会・ガバナンス上の課題解決に向けた取組みを進めてきたが、2024 年 1 月より、専門部署としてサステナビリティ推進室を新設した。

②「MSCI ジャパン ESG セレクト・リーダーズ指数」の構成銘柄として新たに採用

「MSCI ジャパン ESG セレクト・ リーダーズ指数」構成銘柄

当該指数は、米国の MSCI Inc.が開発・運用する ESG インデックスの一つで、各業種において ESG 評価の高い銘柄が選定されている。企業の ESG への取組みに着目する世界の投資家が参照する指数であり、年金積立金管理運用独立行政法人（GPIF）の ESG 投資指数としても採用されている。

2) ガバナンスの強化と課題

経営体制

同社は中期経営計画 FY21 策定時（2018～2019 年）、経営環境への変化対応の為、経営体制を見直した。取締役会は監督機能を重視し社外取締役を過半（取締役 6 人中 4 人）とする一方、執行役員体制を刷新。また、指名・報酬委員会も新設。ガバナンスの強化とともに、迅速な意思決定と実行力が発揮できる体制を構築した。

グローバルなガバナンス体制

同社は中期経営計画 FY25 において、グローバル企業の M&A により、急速にグローバル化が進んでいる。その結果、海外拠点体制（人事、財務・経理、顧客、取引、為替、法務、等）におけるガバナンス強化が急務となっている。また、グローバル投資家に対する IR や PR 強化の為、ホームページのリニューアル（2019 年 6 月）、開示資料の改善とファクトシートの導入、英語化対応、動画配信やリリース内容の充実を実施している。

複合企業体経営
グループガバナンス

同社は複合企業体経営を行っていることから、各子会社は独立採算であり M&A 後の経営トップ交代も無く、個性豊かな 3 つの事業会社が運営されている。今後は、各子会社の枠を超えたグループガバナンスの高度化が極めて重要な経営テーマである。純粋持株会社と 3 つの事業会社がそれぞれの取締役会において、迅速かつ適切な意思決定、情報の非対称性を排除した緊密なコミュニケーション、及び透明性と機動性の両立が企業運営の鍵となっている。

ブランディング戦略

また、同社の現社名には祖業であるミニラボ事業のイメージが浸透していることを鑑みると、社名変更も含めたブランディング戦略も検討課題であるとストラテジー・アドバイザーズは考える（テイボーや AlphaTheta などの子会社は業態や資本関係の変化に応じて社名変更を行ってきた）。

14. 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、一歩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 強靭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（0.5）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 45. 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**	**97,600**
前期比	16.0%	12.0%	13.4%	-	-	-	34.9%	24.5%	6.6%
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**	**13,400**
前期比	127.1%	29.1%	1.7%	-	-	-	-79.2%	-	-7.3%
営業利益率	9.2%	10.6%	9.5%	15.8%	14.1%	11.1%	1.7%	15.8%	13.7%
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**	**12,800**
前期比	186.6%	-4.0%	-2.3%	-	-	-	-25.8%	248.6%	-6.9%
税引前当期利益率	12.7%	10.9%	9.4%	2.3%	6.3%	9.8%	5.4%	15.0%	13.1%
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**	**8,600**
前期比	-	107.9%	-67.0%	-	-	-	-	-90.0%	-15.7%
当期利益率	8.6%	15.9%	4.6%	4.9%	24.0%	9.4%	138.1%	11.1%	8.8%
事業EBITDA	**-**	**-**	**7,965**	**6,847**	**9,487**	**10,739**	**11,367**	**17,875**	**18,800**
事業EBITDAマージン	-	-	12.5%	26.2%	23.1%	19.7%	15.5%	19.5%	19.3%

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 46. 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 47．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 48. 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

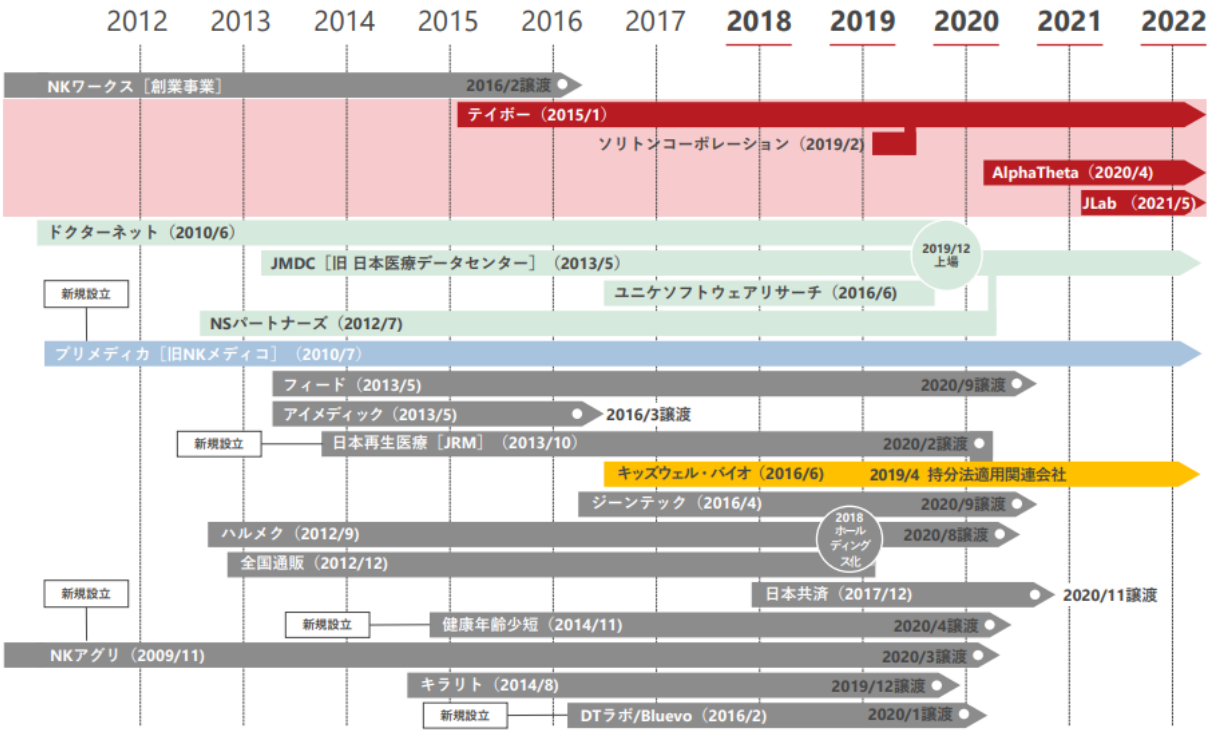
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 49. 新規事業関連の経緯

歴年	月	新規事業関連の経緯	注記（撤退、譲渡、異動など）
2009	4	NKリレーションズ㈱設立、新規事業進出を強化	2018年9月当社に吸収合併
2009	11	NKアグリ㈱設立、生鮮野菜の生産・販売に進出	2020年3月撤退
2010	6	㈱ドクターネットを買収、医療機器事業に進出	2018年4月、㈱日本医療データセンターへ譲渡
2010	7	医療分野の事業開拓を行うNKメディコ㈱を設立	現㈱プリメディカ
2011	2	新設分割によりNKワークス㈱(現ノーリツプレシジョン㈱)を設立し、主要事業を継承させ、持株会社体制に移行	
2012	7	エヌエスパートナーズ㈱を買収、医療機関向けコンサルティング事業に進出	2020年4月、㈱JMDCへ譲渡
2012	12	㈱全国通販グループを買収、シニア・ライフ事業を強化	2020年8月譲渡
2013	5	㈱日本医療データセンター(現㈱JMDC、2022年2月譲渡)、 フィード㈱、㈱アイメディック等を買収、医療分野の事業を強化・拡大 ㈱秋田ケーブルテレビを買収、シニア・ライフ事業を強化	
2013	10	㈱日本再生医療を設立、再生医療分野へ進出	
2015	1	テイボー㈱を買収、ものづくり事業を強化・拡大	
2016	2	創業事業である写真処理機器事業を営むNKワークス㈱(現ノーリツプレシジョン㈱)を譲渡	
2016	4	GeneTech㈱を買収、バイオ分野へ進出	
2016	6	㈱ジーンテクノサイエンス(現キッズウェル・バイオ㈱)の株式過半数取得、子会社化	2019年4月、持分法適用会社へ異動
2016	6	㈱ユニケソフトウェアリサーチを買収、医療情報分野を強化	2018年5月、㈱日本医療データセンターへ譲渡
2017	12	日本共済㈱を買収、保険分野を強化	2020年11月譲渡
2019	2	テイボー㈱が㈱soliton corporationを買収、ものづくり事業におけるコスメ分野を強化	
2019	12	㈱JMDCが東京証券取引所マザーズ市場に上場	
2020	3	アグリ・フード事業から撤退を決定	
2020	4	「Pioneer DJ」などのDJ機器を展開するAlphaTheta㈱を買収	
2021	5	パーソナルオーディオ関連機器を展開する米国企業PEAG, LLC dba JLab Audioを買収	
2022	2	㈱JMDCを譲渡	

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 50. 事業ポートフォリオの再編チャート



出所：会社資料

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