

Company Report

2024年5月13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



1Q 決算で上期利益期初予想を超え、会社予想を大幅上方修正。子会社売却決定

ノーリツ鋼機（以下、同社）は、5月10日引け後に24/12期第一四半期（1Q）決算を発表した。1Q決算結果は、テイボアの減収減益を、AlphaThetaとJLabの大幅増収増益でカバーし、上期利益期初予想を超えて着地。同社は同日、上期、通期会社予想を上方修正したが、依然として保守的である。同社は4月30日、その他に含む連結子会社プリメディカの全株式を、メディパルホールディングス（7459 東証プライム）に2024年5月末を目途に譲渡すると発表した（譲渡価格38億円）。

1Q業績は、売上収益27,304百万円（前期比56.9%増）、事業EBITDA7,847百万円（同207.5%増）、営業利益7,640百万円（同278.2%増）、税引前利益7,657百万円（同319.5%増）、親会社の所有者に帰属する四半期利益5,235百万円（398.1%増）と大幅増収増益であった。通期会社新予想（5月10日付修正）に対する1Qの進捗度は、売上高26.4%、営業利益47.8%、税引前利益49.7%、四半期利益50.8%。上期会社新予想（同）に対する進捗度は、同54.6%、同84.0%、同87.0%、同90.3%である。

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

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 (24/5/10、終値)	3,160
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)	112.8
EV (十億円)	85.1
自己資本比率 (実績、%)	73.5%
24/12 PER (会予、倍)	10.9
23/12 PBR (実績、倍)	0.5
24/12 配当利回り (会予、%)	3.7%

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)	PER (倍)
22/12期	73,515	34.9%	1,262	-79.2%	3,944	-25.8%	101,548	1885.3%	2,848.5	152.0	1.1
23/12期	91,552	24.5%	14,462	1046.0%	13,747	248.6%	10,210	-89.9%	285.9	115.0	11.1
24/12期 1Q実績	27,304	56.9%	7,640	278.2%	7,657	319.5%	5,235	397.7%	146.7	-	-
24/12期 2Q会社新予想	22,696	-5.7%	1,460	-72.7%	1,143	-78.8%	565	-83.4%	15.8	-	-
24/12期 上期会社旧予想	45,000	8.5%	5,700	-22.6%	5,400	-25.1%	3,700	-16.9%	103.7	58.0	-
24/12期 上期会社新予想	50,000	20.6%	9,100	23.6%	8,800	22.0%	5,800	30.2%	162.5	58.0	-
24/12期 下期会社旧予想	52,600	5.0%	7,700	8.5%	7,400	13.3%	4,900	-14.6%	-	-	-
24/12期 下期会社新予想	53,500	6.8%	6,900	-2.8%	6,600	1.0%	4,500	-21.6%	-	-	-
24/12期 会社旧予想	97,600	6.6%	13,400	-7.3%	12,800	-6.9%	8,600	-15.8%	241.0	116.0	13.1
24/12期 会社新予想	103,500	13.1%	16,000	10.6%	15,400	12.0%	10,300	0.9%	288.7	116.0	10.9

目次

1. 2024年12月期1Q決算及び通期の業績動向	3
2. 類似企業との比較	7
3. 株価動向とバリュエーション	9

1. 2024年12月期1Q決算及び通期の業績動向

2024年12月期1Q実績

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

売上収益増減分析(対前期)

個社別では、テイボーは減収減益、AlphaThetaとJLabは大幅増収増益で着地した(図表4)。為替レート(平均)は、米ドル148.6円で前期比16.3円、ユーロ161.3円で同19.2円の円安となり、米ドル及びユーロ取引が多いAlphaThetaとJLabの収益にプラスに働いた。円安はグループ全体では営業利益にプラスの影響がある。

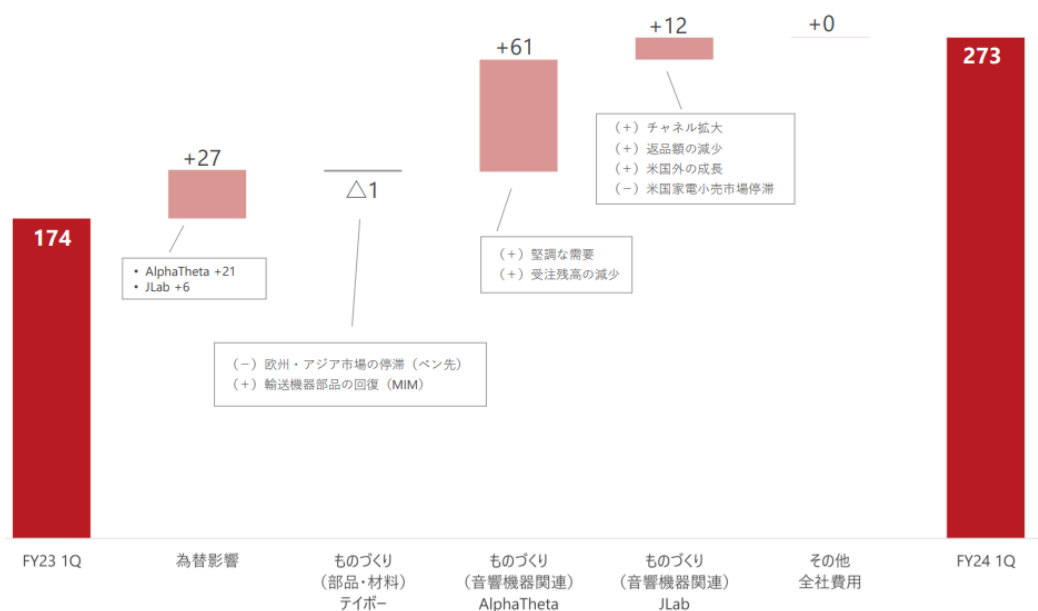
テイボーの売上収益減収(対前期)の要因は欧米・アジア市場の停滞(筆記・コスメ)を輸送機器部品(MIM)の回復が補えず-1億円。AlphaThetaとJLabは為替円安の影響がそれぞれ+21億円、+6億円の増収。AlphaThetaは、堅調な需要と受注残の解消を進めた為+61億円の増収効果があった。JLabも米国家電小売り市場停滞の影響を、チャネル拡大、返品額の減少、米国外の成長でカバーし+12億円のプラスとなった。AlphaThetaの出荷の増加及びJLabの返品額の減少は、一部先取りの可能性がある。

売上収益、営業利益の増減分析(対前年同期)は下記の図表の通り。

売上収益増減分析

図表 1. 売上収益増減分析(対前年同期)

単位: 億円

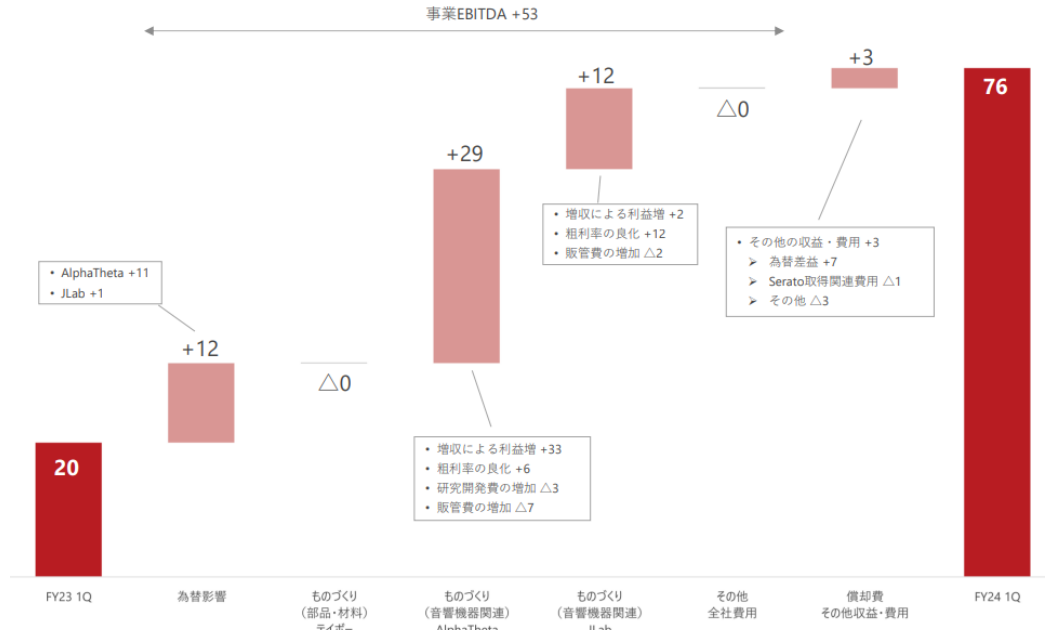


出所: 会社資料

営業利益増減分析

図表 2. 営業利益増減分析 (対前年同期)

単位：億円



出所：会社資料

2024年12月期会社予想 上方修正

1Qの事業進捗及び想定為替レートの見直しを反映し、上期と通期業績予想を上方修正（5月10日付修正）。2Q以降は不確実性を考慮し保守的に織り込むものの、期初の増収減益予想から増収増益予想となった。24/12期通期会社新予想（5月10日付修正）は、売上収益103,500百万円（前期比13.1%増）、事業EBITDA21,000百万円（同17.5%増）、営業利益16,000百万円（同10.6%増）、税引前利益15,400百万円（同12.0%増）、親会社の所有者に帰属する当期利益10,300百万円（1.0%増）である。為替レート前提（平均）は、米ドル145.9円（前期比+5.3円安）、ユーロ158.8円（同+6.8円安）。Seratoの取得及びプリメディアの売却については、クロージング前の為予想に反映していない。配当予想は、配当性向40%以上を目標とするものの、現時点では変更なし。保守的な中計目標値は見直しの可能性がある。

売上収益予想の増減内訳 (前期比)

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

営業利益予想の増減内訳 (前期比)

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

当期利益予想の増減内訳 (前期比)

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

保守的な会社予想

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

図表 3. 四半期業績動向

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

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

図表 4. 事業セグメント別の四半期業績動向

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

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

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

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

2. 類似企業との比較

7 社中営業利益率が最も高く、ROE が最も低い

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

会社名	証券コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	営業利益率 (%)	ROE (%)	自己資本 比率 (%)	事業内容
ノーリツ鋼機	7744	23/12	91,522	14,462	15.8%	5.1%	73.5%	部品・材料(ペン先、MIM)、音響関連機器
オーベクス	3583	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

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。

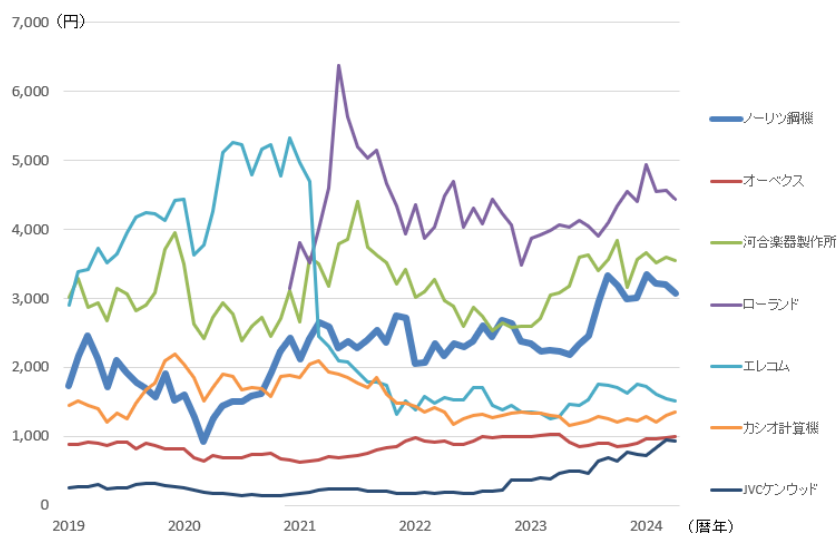
株価変動の要因

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7. 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

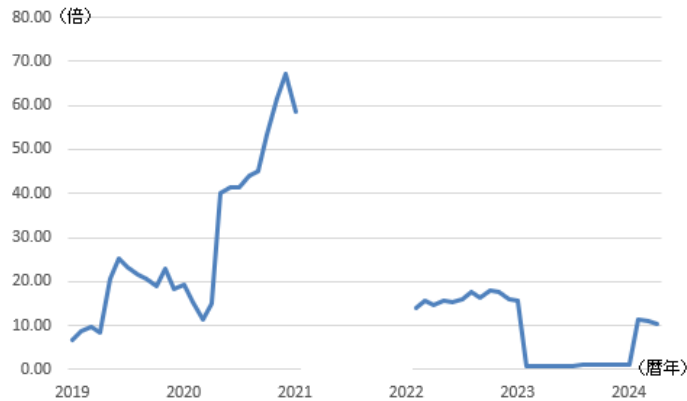
現時点で株価のリスク要因は、海外事業急拡大に伴う、経営効率の低下が考えられる。2023年2月14日JLabののれんの減損損失59億円を発表し、株価は一時的に下落した。

図表 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(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%

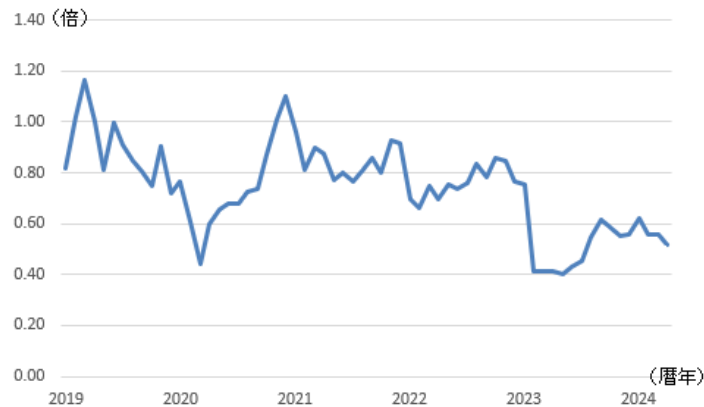
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. PER の推移



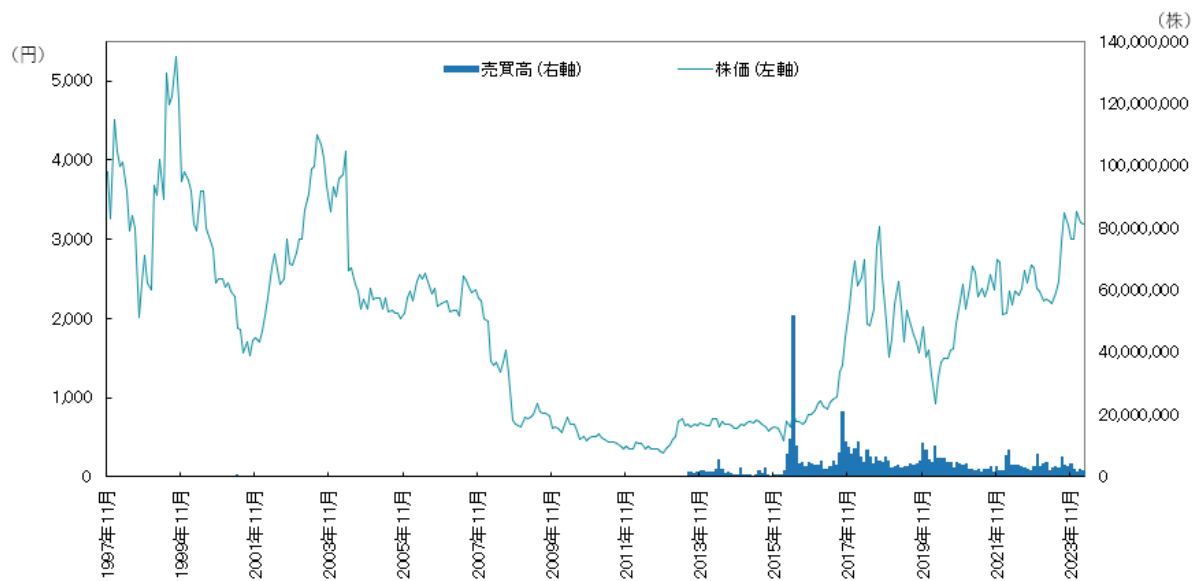
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 販管費の内訳

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

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

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

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

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

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

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

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

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

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

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



Strategy Advisors

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