

日邦産業株式会社 (9913 JP)

商社機能とモノづくり機能を備えた

異色ある価値創造企業



1+3 プラスαの価値づくり



2023年3月30日

NIPPON INVESTMENT BESPOKE RESEARCH UK LTD

London, UK

目次

エグゼクティブサマリー.....	2
エレクトロニクス.....	3
モビリティ.....	4
医療・精密機器.....	5
業績動向.....	6
FY22 第3四半期決算と通期業績見通し.....	6
セグメント別業績.....	6
エレクトロニクス.....	6
モビリティ.....	7
医療・精密機器.....	7
中期経営計画.....	8
コーポレートガバナンス体制と課題.....	8
買収防衛策について.....	9
資本政策.....	9
財務サマリー.....	10
General disclaimer and copyright.....	12

エグゼクティブサマリー

日邦産業は、製造機能を兼ね備えた専門商社である。同社の強みは、半導体や電子部品で使用される高機能部材の技術営業力と車載用重要保安部品、医療機器及びプリンター等精密機器部品で使用される精密プラスチック成形の技術力である。

同社は 1952 年、東邦カーボン製造所（未上場）の販売部門を母体として設立され、株式会社日立製作所化学製品部門、現在の株式会社レゾナック（旧・昭和電工マテリアルズ / 現レゾナック・ホールディングス株式会社（4004 JP）の子会社）の特約店として各種炭素製品の販売を開始した。1968 年に愛知県一宮市にプラスチック成形工場を開設し、商社と製造業の機能を併せ持つ企業となる。その後、国内（5 工場）および海外生産拠点（6 工場）ならびに国内外の販売拠点（15 拠点）を通して、あらゆる製造業にソリューションを提供するグローバル企業として確立した。現在同社の事業ポートフォリオは、1) エレクトロニクス、2) モビリティ、3) 医療・精密機器、の 3 つのセグメントにより構成されている。

業績動向

同社が発表した FY22 第 3 四半期累計決算は、売上高 29,336 百万円（前年同期比 11.3%増）、営業利益 1,474 百万円（同 63.4%増）となり、ほぼ会社予想通りの着地となった。第 3 四半期累計の売上高、営業利益の通期目標に対する進捗率はそれぞれ 78.2%、82.3%となり、その好調な業績の背景には、1) モビリティ事業の回復によるセールスマックスの改善、2) 円安効果にも支えられたタイ、インドネシアにおけるアフターコロナの回復、がある。同社は FY22 上期決算発表時に、売上高通期予想を 37,500 百万円（前期比 5.7%増）で据え置いた一方、営業利益予想を 1,550 百万円（同 15.5%増）から 1,790 百万円（同 33.4%増）に上方修正した。今期 FY22 営業利益目標の 1,790 百万円を達成すれば、過去最高益の更新となる。

中期経営計画

今期 FY22 は FY20 に開始された 3 カ年中期経営計画の最終年度に当たる。現中期経営計画では最終年度(FY22)売上高 37,500 百万円（年平均成長率-4.8%）と営業利益 1,790 百万円（同 12.0%増）の他に、以下の 3 つの KPI の達成を目指す。

- 1) ROE 9.0%以上。同社はすでに FY21 に 10.7%を達成している。
- 2) DE レシオ 0.6 倍以下。すでに FY21 に達成済みであり、FY22 第 3 四半期時点では 0.33 倍。
- 3) 年間配当 15 円以上。すでに FY21 に 20 円の年間配当を達成済み。FY22 上期の決算を受けて、FY22 年間配当は一株あたり 28 円から 30 円に上方修正された。

コーポレートガバナンス

同社のガバナンス体制は、取締役会、監査等委員会および指名・報酬委員会などから成り、取締役会の 50%は、独立社外取締役及び監査等委員(女性 2 名を含む)で構成される。買収防衛策は、コーポレートガバナンス上の課題として投資家からネガティブに見られるが、同社の採用する買収防衛策は、取締役会が買収提案を企業価値の向上および株主利益確保の観点から体系的に評価できるよう導入されたものであり、2022 年 6 月の定時株主総会で継続が決議された。

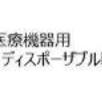
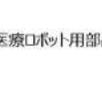
資本政策

同社は既存の事業ポートフォリオの潜在的な成長を見極め、将来の成長につなげるため、FY22 に 800 百万円の成長投資を予定している。FY22 年の年間配当は一株あたり 30 円（前期比 36.4%増）、配当性向は 23.3%を予定している。同社は現時点では自社株買いなどの他の株主還元策を予定していない。今期の設備投資は減価償却費 1,260 百万円の範囲内であるため、フリーキャッシュフローには影響がないと推測される。そのほか資本の配分先としては、運転資本 4,000 百万円、成長投資額 800 百万円、予想配当支払額約 274 百万円が挙げられる。対して FY22 第 3 四半期時点の利益剰余金が 6,718 百万円であることを勘案すると、理論上株主還元分配到可能な余資は約 1,600 百万円と試算され、これは同社の 2023 年 3 月 27 日時点の時価総額の約 22%にあたる。

ビジネスモデル

同社は商社と製造業の機能を併せ持つ特徴を活かし、顧客の要望にきめ細かくグローバルレベルで対応することを強みとしている。販売店としての製品販売のみならず、顧客の未解決のニーズを顕在化させ、最適な部材と加工方法を提案する。顧客の課題解決のため、要望に沿ってカスタマイズした提案が出来、それに沿った部材と加工方法をソリューションとして提供できることは、同社のビジネスモデルの強みである。同社の中核となる技術は精密プラスチック成形であり、自動車のパワートレインや電子制御ユニットなどの重要保安部品に应用されている。

事業ポートフォリオ（経営資源を投入していく事業領域）

	主力事業	新規事業	機能強化
エレクトロニクス	 半導体材料  配線板材料	 水素エネルギー部材  パワーデバイス部材	メーカー機能の強化 ・フィルムスリット加工 ・高機能接着材 ・ウエハ研磨用キャリア ・自社企画製品
モビリティ	 電子制御部品  コイル部品	 センサー部品  自動化設備	コスト競争力の強化 ・量産・検査の自動化の推進
医療・精密機器	 医療機器用 ディスポーザブル製品	 医療ロボット用部品	コスト競争力の強化 ・量産・検査の自動化の推進

各事業セグメントにおける営業利益（額）の成長に「直接的にも、間接的にも貢献しない事業」、「時間の経過とともに貢献が見込めなくなる事業」から縮小・撤退を図る

新たな事業セグメントの創出

Source: Nippo Ltd. "Initiatives to Enhance Medium- to Long-Term Corporate Value and ESG Initiatives to Support Sustainable Growth." 21 December 2022

現在同社の事業ポートフォリオは、1) エレクトロニクス、2) モビリティ、3) 医療・精密機器、の3つのセグメントで構成されている。

エレクトロニクス

エレクトロニクスセグメントは、商社と製造業の機能を合わせ持ち、連結売上高の45%を創出する。同セグメントは幅広い製品群を扱うためマクロ環境の変化にも強く、コロナ禍でも影響は軽微であった。セグメント売上の55%は、株式会社レゾナック（旧・昭和電工マテリアルズ）とデュポンの正規販売店としての売上で構成されている。同社はまた製造業の機能を生かし、高機能生産材をメーカーから購入し、二次加工した上で電子部品や半導体、配線板メーカーの研究開発部や購買部に販売している。さらに、セグメント売上の40%は、加工部品や間接部材を、電子部品、半導体、配線板、住宅設備メーカーなどの顧客に販売する売上によって構成されている。残りの5%は、沖縄工場の精密研磨用治具や明石事業所の高機能接着剤などの自社開発製品の売上であり、これらは電子部品、半導体メーカーの研究開発部や購買部に販売されている。

競争優位性

同社のエレクトロニクスセグメントにおける競争優位性は以下の分野にある。

- 提携製造企業とサプライヤーとの協力のもと顧客にソリューションを提供する。
- 商社でありながら、製造業と同等の品質保証体制を提供する。
- 商社と製造業のハイブリッド企業として高付加価値製品を提供する。

同セグメントにおける競合他社には、半導体材料、配線板材料の製造を行う住友ベークライト株式会社（4203 JP）、旭化成（3407 JP）、およびパナソニック（6752 JP）などがある。

事業リスク

同セグメントには、以下の事業リスクがある。

- 顧客による事業体制の変更、顧客の合併・連結による変化に伴うサプライチェーンの変化
- 原材料価格の高騰による購買費の急増
- コモディティ製品における価格競争の激化

事業機会

- 通信技術の発達による、高機能部材の需要の増加
- 半導体ウエハの高精度化には、精密研磨用治具が必要であること。
- カーボンニュートラルへの急速な転換にともなう、水素燃料に使われる部材の需要の増加
- 地政学的リスクと為替環境の変動による製造活動の国内回帰

エレクトロニクスセグメントでは、高付加価値製品への転換と生産能力の増強により、収益性の向上を目指す。

モビリティ

モビリティセグメントは、連結売上上の 40%を創出している。同セグメントでは、電子制御ユニットやパワートレインなどの重要保安部品に使われるプラスチック成形品と組立品を、ティア 1 自動車部品メーカー向けに製造している。FY21 有価証券報告書によると、セグメント売上 13,092 百万円のうち 45.7%にあたる 5,980 百万円（前期比 13.9%増）が、株式会社デンソー（6902 JP）への売上によるものである。同セグメントの売上のはほぼ 70%が製造活動により創出されている。同セグメントは自動車業界との関わりが深いためコロナ禍では減収となったが、パワートレイン系部品の好調な受注によりバンコク工場とインドネシア工場の稼働率が改善し、営業利益率の改善につながった。コイル部品や薄型成形など独自の技術を強化しティア 1 メーカーに信頼された製品を提供することにより、同社はティア 2 からティア 1.5 メーカーへの進化を目指している。

競争優位性

モビリティセグメントの競争優位性は以下の分野にあると同社は分析している。

- コイル製品の量産体制。同社の薄型成形技術や巻き線技術は他社の追随を許さない。
- 重要保安部品の品質管理
- 高品質で効率的な量産を支える生産技術

重要保安部品の重要性から、同社はティア 1 メーカーからの技術供与を受け、これらの部品の公認製造業者となっている。こうした協力体制の構築に加え、ティア 1 メーカー各社が世界的にサプライヤーを絞り込んでいるということもあり、参入障壁は高い。

事業リスク

同社のモビリティセグメントの事業リスクは以下の通りである。

- 加速する電気自動車への転換
- 自然災害および地政学的リスクによるサプライチェーンの混乱の長期化
- 長引く半導体不足を背景とした自動車およびティア 1 メーカーの減産の長期化
- 欠陥製品のリコール
- 動力費・輸送費・人件費の増加

事業機会

- 自動車の電動化に伴う電子制御ユニット（ECU、PCU、モーターその他）需要の増加
- 高まる電気特性・軽量化への要請に答える新部品・新素材の需要の急増
- 自動運転技術の進化に伴う、安全性を確保する新商材の需要の高まり

医療・精密機器

医療・精密機器セグメントは同社の3つ目の収益の柱である。FY21 連結売上高の約15%を創出した。セグメント収益の80%以上がインクジェットやレーザープリンターなどのOA機器部品の売上によるものである。精密機器の収益は下期に季節性が高くなる。同社は現在セグメント収益の約20%に留まる医療機器関連事業を拡大する意向である。同社は医療機器部品の国内生産体制の構築を進め、医療機器分野の事業拡大を目指す。

競争優位性

- 医療機器に求められる高度な環境的・技術的要件および認可基準を満たす品質管理技術。

事業リスク

- 顧客の事業改革によるサプライチェーンの変化
- ペーパーレス化に伴うプリンターの需要縮小
- 製品リコール

事業機会

- 医療機関における深刻な労働力不足を背景とする医療ロボットの需要の増加
- 医療機関における労働力不足解消と感染症予防のためのオンライン診療と医療機器の遠隔操作需要の増加
- 医療過誤に対する訴訟を回避するための高品質・高精密機器の需要の高まり

業績動向

FY22 第3四半期決算と通期業績見通し

同社が発表した FY22 第3四半期累計の決算は、売上高 29,336 百万円（前年同期比 11.3%増）、営業利益 1,474 百万円（同 63.4%増）となり、ほぼ会社予想通りの着地となった。第3四半期累計の売上高、営業利益の通期目標に対する進捗率はそれぞれ 78.2%、82.3%となり、その好調な業績の背景には、1) モビリティ事業の回復によるセールスマックスの改善、2) 円安効果にも支えられたタイ、インドネシアにおけるアフターコロナの回復、がある。

同社は FY22 上期決算発表時に、売上高通期予想を 37,500 百万円（前期比 5.7%増）で据え置いた一方、営業利益予想を 1,550 百万円（同 15.5%増）から 1,790 百万円（同 33.4%増）に上方修正した。今期 FY22 営業利益目標の 1,790 百万円を達成すれば、過去最高益の更新となる。同社が今回 FY22 の会社予想を据え置いた背景は以下の通りである。

1. 日本における自動車生産回復の遅れ。サプライチェーンの混乱は第3四半期に入り解消したものの、状況は自動車メーカーごとに異なる。ただ、海外において状況はさほど悪くないと見ている。
2. 電子部品市場における近年の在庫の蓄積。エレクトロニクス事業は幅広い製品群によりコロナ禍でも業績を伸ばしたが、電子部品市場において近年在庫が積み上がっている。
3. 原材料、エネルギー価格の長引く高騰
4. 為替の先行き不透明感

日邦産業株式会社 (9913 JP): 業績 (累計ベース)						
(百万円)	FY21		FY22			
	第3四半期	通期	第3四半期	YoY (%)	通期予想	第3四半期進捗率 (%)
売上高	26,354	35,491	29,336	11.3	37,500	78.2
売上原価	22,052	29,592	24,248	10.0	N/A	N/A
売上総利益	4,301	5,898	5,087	18.3	N/A	N/A
GPM (%)	16.3	16.6	17.3	+1.0pp	N/A	N/A
販売費及び一般管理費	3,399	4,556	3,613	6.3	N/A	N/A
販売費及び一般管理費 対売上高 (%)	12.9	12.8	12.3	-0.6pp	N/A	N/A
営業利益	902	1,342	1,474	63.4	1,790	82.3
OPM (%)	3.4	3.8	5.0	+1.6pp	4.8	N/A
経常利益	983	1,423	1,448	47.3	1,710	84.7
当期利益*	732	1,031	991	35.4	1,170	84.7

Source: Nippon-IBR based on Nippo's FY21 and FY22 Q3 earnings materials
* 親会社株主に帰属する当期純利益

セグメント別業績

エレクトロニクス

エレクトロニクスセグメントのFY22第3四半期累計決算は、売上高12,729百万円（前年同期比2.8%増）、営業利益969百万円（同0.2%増）となった。売上高は第3四半期累計で通期予想の75.8%に達した。第3四半期単独では、売上高4,278百万円（同2.2%減・前四半期比3.5%増）、営業利益300百万円（同5.1%減・同17.4%減）となった。セグメント収益の80%は、電子部品や住宅設備関連の部材などを扱う専門商社としての事業から創出されている。第1四半期から第3四半期まで同社は、通信基地局やサーバー向けの配線板材料の好調な需要を享受してきた。また感光性ドライフィルムのスリット加工事業などメーカー機能からの収益向上にも努めている。ベトナム工場のドライフィルム事業、沖縄工場の半導体ウエハ研磨用キャリアの受注は、FY22の9か月間を通してセグメントの収益に貢献した。一方、中国のスマートフォン生産の回復の遅延に伴いスマートフォン関連部材の受注は伸び悩んだ。また、同セグメントは中国ロックダウンによるサプライチェーンの途絶の影響も受けた。

同セグメントのFY22会社予想は、売上高16,800百万円（前期比1.4%増）、営業利益1,200百万円（同9.4%減）である。同社は第4四半期も、配線板材料、ベトナムのドライフィルムスリット加工事業、半導体ウエハ研磨用キャリアの好調な受注を見込んでいる。しかし、スマートフォン関連部材の在庫調整の先行き不透明、および製造事業への先行投資によるコスト増などから、セグメント通期予想を据え置きとした。通期予想から実績を差し引いた第4四半期予想は、売上高4,071百万円（前年同期比2.8%減・前四半期比4.8%減）、営業利益231百万円（同35.3%減・同23.0%減）となっている。

モビリティ

モビリティセグメントのFY22第3四半期累計決算は、売上高11,807百万円（前年同期比20.4%増）、営業利益1,174百万円（同56.5%増）となった。このセグメントでは自動車メーカーおよびティア1メーカー向けに電子制御ユニット関連部品を中心とした樹脂成形品・組立品の製造及び販売を行っている。タイおよびインドネシアの工場で製造しているパワートレイン系部品の受注が好調で、第3四半期累計売上高は通期予想の82%を達成した。半導体不足の影響を受けて国内の自動車および自動車部品メーカーは減産を余儀なくされたが、一部では回復の兆しが見られる。同時に同社は自動化やコスト競争力の強化によりセグメントの生産性向上に努めた。また、原価管理を徹底するため減価償却方法を定率法から定額法に変更した。第3四半期単独では、売上高4,507百万円（前年同期比47.0%増・前四半期比22.5%増）、営業利益362百万円（同164.2%増・同16.6%減）となった。

セグメント通期予想は売上高14,400百万円（前期比10.0%増）、営業利益1,490百万円（前期比43.0%増）であったが、第3四半期累計ですでに売上高82.0%、営業利益78.8%の進捗率を達成した。タイおよびインドネシアの主力工場への受注は第4四半期も継続して好調に推移する見込みである。さらに、収益性の向上を目的とした「コスト競争力の強化」活動を継続して実施する。しかし、半導体不足の長期化を受けて国内の自動車生産の先行きは依然不透明であり、同社の国内工場への受注にも影を落とす。通期予想から第3四半期までの実績を差し引いた第4四半期予想は、売上高2,593百万円（前年同期比21.0%減・前四半期比42.5%減）、営業利益316百万円（同8.2%増・同12.7%減）となる。

医療・精密機器

セグメントの売上の80%強が精密機器部品、10%強が医療機器部品で構成されている。セグメントの主力製品は、インクジェットプリンターおよびレーザープリンターの部品であり、下期に季節性が高い。そのため同セグメントはFY22上期時点では赤字となったが、第3四半期の収益で相殺された。第3四半期累計で、セグメント売上高は4,932百万円（前年同期比16.7%増）、営業利益は24百万円（FY21第3四半期累計は46百万円の営業損失）となった。プリンター関連部品の生産も半導体・電子部品不足の影響を受けたが、第3四半期には回復基調となった。その結果第3四半期単独では、売上高1,996百万円（前年同期比30.6%増・前四半期比33.3%増）、営業利益101百万円（同114.9%増・FY22第2四半期は63百万円の赤字）となった。

同社のFY22セグメント通期予想は、売上高6,100百万円（前期比2.7%増）、営業利益100百万円（FY21は17百万円の赤字）である。タイ工場で製造している医療機器部品の受注は引き続き堅調に推移する見込みで、プリンター関連部品は先行き不透明感が残るものの、回復基調にある。プリンター関連部品は第4四半期に季節性が高く、また第3四半期累計売上高がすでに通期予想の80.9%に達したにもかかわらず、同社は通期予想を据え置いた。同社は医療機器部品の国内生産体制を構築する計画で、先行投資の発生が見込まれる。本格量産は、FY25を予定している。

日邦産業 (9913): セグメント別業績推移 (累計ベース)												
(百万円)		FY21				FY22						
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	YoY (%)	QoQ (%)	Q4CE	YoY (%)
エレクトロニクス	売上高	4,031	8,014	12,386	16,576	4,319	8,451	12,729	2.8	50.6	16,800	1.4
	営業利益	331	651	967	1,324	306	669	969	0.2	44.8	1,200	-9.4
	OPM (%)	8.2	8.1	7.8	8.0	7.1	7.9	7.6	-0.2ppt	-0.3ppt	7.1	-0.9ppt
モビリティ	売上高	3,391	6,743	9,810	13,092	3,620	7,300	11,807	20.4	61.7	14,400	10.0
	営業利益	307	613	750	1,042	378	812	1,174	56.5	44.6	1,490	43.0
	OPM (%)	9.1	9.1	7.6	8.0	10.4	11.1	9.9	+2.3ppt	-1.2ppt	10.3	+2.3ppt
医療・精密機器	売上高	1,405	2,699	4,227	5,941	1,439	2,936	4,932	16.7	68.0	6,100	2.7
	営業利益	-12	-93	-46	-17	-14	-77	24	n/a	n/a	100	n/a
	OPM (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	0.5	n/a	n/a	1.6	n/a

Source: Nippon-IBR based on Nippo's earnings presentation materials

日邦産業 (9913): セグメント別業績推移 (四半期ベース)													
(百万円)		FY21				FY22							
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	YoY (%)	QoQ (%)	Q4CE	YoY (%)	QoQ (%)
エレクトロニクス	売上高	4,031	3,983	4,372	4,190	4,319	4,132	4,278	-2.2	3.5	4,071	-2.8	-4.8
	営業利益	331	320	316	357	306	363	300	-5.1	-17.4	231	-35.3	-23.0
	OPM (%)	8.2	8.0	7.2	8.5	7.1	8.8	7.0	-0.2ppt	-1.8ppt	5.7	-2.8ppt	-1.3pp
モビリティ	売上高	3,391	3,352	3,067	3,282	3,620	3,680	4,507	47.0	22.5	2,593	-21.0	-42.5
	営業利益	307	306	137	292	378	434	362	164.2	-16.6	316	8.2	-12.7
	OPM (%)	9.1	9.1	4.5	8.9	10.4	11.8	8.0	+3.5ppt	-3.8ppt	12.2	+3.3ppt	+4.2pp
医療・精密機器	売上高	1,405	1,294	1,528	1,714	1,439	1,497	1,996	30.6	33.3	1,168	-31.9	-41.5
	営業利益	-12	-81	47	29	-14	-63	101	114.9	n/a	76	162.1	-24.8
	OPM (%)	n/a	n/a	3.1	1.7	n/a	n/a	5.1	+2.0ppt	n/a	6.5	+4.8ppt	+1.4pp

Source: Nippon-IBR based on Nippo's earnings presentation materials
Q4 CE = FY CE minus Q3 results

中期経営計画

今期 FY22 は FY20 に開始された 3 か年中期経営計画の最終年度に当たる。中期経営計画開始後に収益認識基準が変更となったため、調整後の数字による比較は直近 2 年分しか示されていない。FY19 に終了した前中期経営計画の成果は、1) 現在の 3 つのセグメントの確立、2) 事業ポートフォリオのリバランスと不採算事業からの撤退と縮小、である。その結果、売上と営業利益の CAGR は、3 年間でそれぞれ 4.2%と 64.5%となった。

前中期経営計画の成功を受けて、現中期経営計画は新ビジネスモデルの構築を主眼としている。具体的には、1) 新しい事業領域の開拓、2) 新商材・新技術の開発、および自社企画製品の開発、を目指す。同社は、ニッチ領域を含む新たな 4 つ目の事業セグメント創出を掲げており、更なる事業ポートフォリオのリバランスと成長投資を実行する見込み。

現中期経営計画では売上高及び営業利益の計画以外で、以下の 3 つの KPI の達成を目指す。

- 1) ROE 9.0%以上。同社はすでに FY21 に 10.7%を達成している。
- 2) DE レシオ 0.6 倍以下。すでに FY21 に達成済みであり、FY22 第 3 四半期時点では 0.33 倍。
- 3) 増配 15 円以上。すでに FY21 に 20 円の増配を達成済み。FY22 上期の決算を受けて、FY22 年間配当は一株あたり 28 円から 30 円に上方修正された。

コーポレートガバナンス体制と課題

取締役会の体制

同社の取締役会は 12 名の役員から構成される。そのうち 4 名が社内取締役、8 名が社外取締役である。取引所による要件に基づき社外取締役のうち、6 名を独立役員と定義している。取締役会はさらに、1 名の社内取締役、4 名の社外取締役によって構成される監査等委員会によって監督される。同委員会は取締役会が株主に対する受託責務の職務の遂行を確実にを行うよう監督する機能がある。

取締役会の下には指名・報酬委員会が設置されている。同委員会は取締役会への助言機関としての役割を持つ。取締役会を構成する役員が多様性やスキルセット、適正などを踏まえ、指名された役職に対する適性を満たしているか、同社の事業の継続や運営を適切に行う上でふさわしい候補者かどうかの任命・再任の際のプロセス全体を監督する。

取締役の報酬決定のフレームワークは以下の通りである。

- 代表権のある取締役（代表取締役社長/ CEO）と業務執行取締役の報酬は前年の報酬を基準として、1) 担当セグメントの連結ベースの営業利益と当期利益の伸長、2) 担当セグメントにおける重要要件の進捗度などの当期の成果を加味して決定される。ただし年間報酬は代表取締役社長/ CEO の場合は前年同期比で 20%、その他業務執行取締役は同一役位の場合は同 15.8%を超えることはない。

- 非業務執行取締役
社外取締役その他の非業務執行取締役の金銭報酬は、他社水準及び当社の業績を総合的に勘案して決定される。

監査等委員会以外の役員の報酬については、指名・報酬委員会によって協議され、取締役会で決議される。

買収防衛策について

同社は 2022 年 6 月 24 日に開催された定時株主総会決議株主総会において株式等の大規模買付行為に関する対応策（買収防衛策）継続を賛成多数で決議した。買収防衛策の有効期間は、2023 年 6 月の定時株主総会終結時までとしている。同社の大株主であるフリージアマクロス株式会社（以下、FMC）（6413 JP）が試みる公開買付への対抗策として買収防衛策に基づく対抗措置を発動したが、裁判所の決定を受け、FMC が公開買付を撤回し、同社も対抗措置を停止した経緯がある。

同社経営陣は買収そのものに否定的なわけではない。同社取締役会はそういった潜在的な買収提案に対して、本質的な企業価値の向上や株主利益保護の観点から慎重に検討するための「プラン」（以下、本プラン）を策定した。同社の特長は顧客と緊密に連携しながら製品開発を行うビジネスモデルにある。しばしば製品開発プロジェクトに参加、また技術供与を受けているため、潜在的な買収者を評価し対応する必要があると考えている。本プランでは潜在的な買収者に対し 1) 意向表明書の事前提出、2) 本必要情報の提供といった条件を課している。買収者からの意向表明書の受領を受けて、取締役会が買収者と意向表明書受領の事実を公表する。その後取締役会評価期間を経て協議され、独立委員会が対抗措置の発動の有無を勧告する流れとなる。

資本政策

現在の資本政策の主眼は成長に向けた投資であり、FY22 には 800 百万円を計画している。投資額と用途は以下のとおりである。

エレクトロニクス

- 350 百万円：ASEAN 市場参入のためのドライフィルムのスリット加工事業の能力拡大
- 250 百万円：半導体ウエハ研磨用キャリアの生産能力拡大および収益性改善
- 50 百万円：高機能接着剤の開発および検査機能拡大

医療・精密機器

- 150 百万円：国内での医療機器部品の OEM 体制の強化

同社は既存の事業ポートフォリオの潜在的な成長を見極め、将来の成長につなげるため、FY22 に 800 百万円の成長投資を予定している。FY22 年の年間配当は一株あたり 30 円（前期比 36.4%増）、配当性向は 23.3%を予定している。同社は現時点では自社株買いなどの他の株主還元策を予定していない。今期の設備投資は減価償却費 1,260 百万円の範囲内であるため、フリーキャッシュフローには影響がないと推測される。そのほか資本の配分先としては、運転資本 4,000 百万円、成長投資額 800 百万円、予想配当支払額約 274 百万円が挙げられる。対して FY22 第 3 四半期時点の利益剰余金が 6,718 百万円であることを勘案すると、理論上株主還元分配到可能な余資は約 1,600 百万円と試算され、これは同社の 2023 年 3 月 27 日時点の時価総額の約 22%にあたる。

同社は数年に亘って保有する投資有価証券の縮減を促進しており、現時点で 1,885 百万円を保有している。うち 1,521 百万円は中華圏での製造事業拡大を図る目的で提携を行った富優技研股份有限公司（非上場、台湾）の株式が占める。それ以外は上場株式であり、うち 315 百万円は、半導体ウエハ研磨用キャリアの共同開発を通して事業シナジーについては企業価値の向上を目指す株式会社フジミンコーポレーテッド（5384 JP）などの政策保有株が占める。

財務サマリー

P&L サマリー											
(百万円 / 3 月期)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22 CE	FY23 Est
売上高	42,913	42,710	42,313	38,431	43,791	44,479	43,494	39,985	35,491	37,500	39,600
YoY (%)	1.1	-0.5	-1.0	-9.2	13.9	1.5	-2.3	-8.1	-11.3	5.6	5.6
売上原価	37,845	38,274	37,858	33,730	38,539	38,985	37,330	34,845	29,592	N/A	N/A
売上総利益 (GP)	5,068	4,436	4,455	4,700	5,251	5,493	6,164	5,140	5,898	N/A	N/A
売上総利益率 (%)	11.8	10.4	10.5	12.2	12.0	12.3	14.2	12.9	16.6	N/A	N/A
販売管理費	4,602	4,615	4,841	4,414	4,754	4,847	4,889	4,504	4,556	N/A	N/A
営業利益 (OP)	466	-179	-386	286	497	646	1,274	635	1,342	1,790	1,900
YoY (%)	-45.5	n/a	n/a	n/a	73.7	29.9	97.2	-50.2	111.3	33.3	6.1
営業利益率 (%)	1.0	-0.5	-1.0	0.7	1.1	1.4	2.9	1.5	3.7	4.7	4.7
受取利息配当金	23	98	60	54	72	79	35	34	46	N/A	N/A
支払利息等	145	141	138	137	138	207	228	153	94	N/A	N/A
持分法投資損益	48	N/A	N/A								
経常 (税引前) 利益	828	358	-782	-167	496	452	1,149	505	1,423	1,710	1,800
YoY (%)	-20.7	-56.8	n/a	n/a	n/a	-8.9	154.2	-56.1	181.7	20.1	5.2
経常 (税引前) 利益率 (%)	1.9	0.8	-1.8	-0.4	1.1	1.0	2.6	1.3	4.0	4.6	4.5
税引前利益	807	278	-734	0	700	-1,032	811	-188	1,405	N/A	N/A
税金費用	480	313	312	110	296	286	364	-200	374	N/A	N/A
少数株主利益	0	-7	144	275	195	289	104	0	0	N/A	N/A
当期利益 (NP)	326	-42	-902	164	598	-1,029	550	12	1,031	1,170	1,230
YoY (%)	-45.0	N/A	N/A	N/A	264.6	N/A	N/A	-97.9	8491.6	13.4	5.1
包括利益	984	1,360	-1,905	-276	1,267	-1,836	709	-725	1,459	N/A	N/A

Source: Nippon-IBR based on Nippo's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

キャッシュフローサマリー										
(百万円 / March yr-end)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY21
営業 CF	3,486	1,653	27	1,105	1,289	1,547	2,173	1,595	2,244	2,244
減価償却費	1,212	1,314	1,524	1,311	1,399	1,704	1,389	1,377	1,231	1,231
のれん償却	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上債権の増減額	440	549	486	-960	-494	213	74	-525	378	378
棚卸資産の増減額	-488	-276	400	-185	-196	78	49	-132	-301	-301
仕入れ債務の増減額	1,856	468	-1,803	725	314	-691	-185	516	-290	-290
投資 CF	-1,322	-1,039	-1,061	-1,058	-1,160	-2,323	-1,235	-438	-291	-291
フリーCF	2,164	614	-1,034	47	129	-776	938	1,157	1,953	1,953
財務 CF	-794	-333	-573	775	141	1,123	-1,619	-2,272	-272	-272
現金同等物	5,240	5,357	3,598	4,381	4,660	4,937	4,326	2,934	4,574	4,574

Source: Nippon-IBR based on Nippo's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

バランスシートサマリー									
(百万円 / 3月期)	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21
流動資産	15,064	15,493	12,737	14,513	15,476	15,365	14,609	13,727	15,582
固定資産	12,239	14,498	13,207	12,895	14,375	13,922	12,910	10,977	10,505
有形固定資産	9,351	10,907	10,188	9,771	11,125	11,011	10,236	8,239	7,452
無形固定資産	148	141	82	89	99	115	115	121	115
投資その他の資産	2,738	3,449	2,936	3,034	3,150	2,795	2,558	2,616	2,937
総資産	27,303	29,992	25,944	27,409	29,851	29,288	27,519	24,705	26,087
流動負債	13,497	12,610	10,237	11,849	12,390	12,248	11,996	12,549	12,586
固定負債	3,522	5,271	5,638	5,678	5,999	7,437	5,710	3,159	3,135
純資産	10,283	12,110	10,068	9,880	11,462	9,602	9,813	8,996	10,364
資本金	3,137	3,137	3,137	3,137	3,137	3,137	3,137	3,137	3,137
資本剰余金	2,343	2,299	2,299	1,522	1,363	1,363	612	612	612
利益剰余金	4,751	4,575	3,535	4,478	5,235	4,169	5,065	4,986	5,926
自己株式	-155	-12	-12	-67	-53	-39	-12	-12	-12
少数株主持分	63	569	364	192	526	228	1	1	1
自己資本	10,219	11,540	9,703	9,688	10,935	9,374	9,811	8,994	10,363
自己資本比率(%)	37.4	38.4	37.3	35.3	36.6	32.0	35.6	36.4	39.7
有利子負債(四季報)	5,583	5,192	4,957	5,908	5,949	7,285	4,623	3,133	3,639

Source: Nippon-IBR based on Nippo's presentation materials, YUHOs and Toyo Keizai estimate

指標推移表											
	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22 EST	FY23 EST
ROE (%)	3.1	-0.3	-9.2	1.6	5.4	-10.9	5.6	0.1	9.9	11.2	11.8
ROA (%)	1.1	-0.1	-3.4	0.6	2.0	-3.5	1.9	0.0	3.9	4.4	4.7
EBITDA (百万円)	1,678	1,135	1,138	1,597	1,896	2,350	2,663	2,012	2,573	-	-
財務レバレッジ(倍)	2.6	2.5	2.6	2.8	2.7	3.1	2.8	2.7	2.5	-	-
ネットD/Eレシオ(倍)	0.0	-0.0	0.1	0.1	0.1	0.2	0.0	0.0	-0.0	-	-
総資産回転率(回)	1.5	1.4	1.6	1.4	1.4	1.5	1.5	1.6	1.3	-	-

Source: Nippon-IBR summarised based on Nippo Sangyo's earnings release

General disclaimer and copyright

This report has been commissioned by Nippo Ltd. (the Sponsor) and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by the Sponsor. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the client but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options, or warrants for any of our services.

Accuracy of content: All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance, or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.

Exclusion of Liability: To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect, or consequential losses, loss of profits, damages, costs, or expenses incurred or suffered by you arising out or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.

No personalised advice: The information that we provide should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.

Investment in securities mentioned: Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees, and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.

Copyright: Copyright 2023 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

Yumi Yamamoto-Tyrrell

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd

118 Pall Mall

London SW1Y 5EA

TEL: +44 (0)20 7993 2583

Email : enquiries@nippon-ibr.com



Research Beyond Horizons
Japanese Equity Specialist

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority <FRN: 928332>.