

## 大同特殊鋼 (5471 JP)

自由鍛造品の堅調な需要と鉄スクラップ価格の頭打ちを受け業績予想を修正。原材料費高騰の価格転嫁は順調に進捗。

### FY22 上期決算業績

大同特殊鋼が発表した FY22 上期売上高は、概ね 7 月 29 日付の会社予想通りの着地であったが、営業利益は予想を 19.1% 上振れた。追い風となったのは、1) 価格是正、2) 想定ほど鉄スクラップ価格が上がらなかったこと、3) 内容構成（売上ミックス）の変更、である。FY22（3 月決算）上期売上高は、281,857 百万円（前年同期比 10.4% 増）、営業利益 23,225 百万円（同 21.2% 増）となった。自動車メーカーの減産により、鋼材売上数量が前年同期比で 14.8% 減少し 54 万トンとなったが、エネルギーおよび原材料価格の上昇を販売価格に反映させたことにより、上期売上高は前年同期比で 10.4% 改善した。営業利益を押し上げたのは、ステンレス鋼を中心とした内容構成の改善と自由鍛造品の増収である。上期営業利益率も 0.7ppt 改善し 8.2% となった。第 2 四半期単独では、売上高 144,175 百万円（同 16.3% 増・前四半期比 4.7% 増）に対し、営業利益は前年同期比 50.7% 増となる 13,035 百万円に達した。

FY22 上期営業利益については、前年同期との比較で、原材料価格の高騰が、33,400 百万円の減益要因となり、その内訳は、鉄スクラップが 7,100 百万円、ニッケルなどの各種合金類が 19,900 百万円、エネルギーが 6,400 百万円である。また、売上数量の減少（94,000 トン）が営業利益を 7,200 百万円押し下げた。こうした要因による減益を相殺したのは、1) 原材料価格急騰の販売価格への転嫁（35,600 百万円の増益要因、特殊鋼鋼材セグメントにおけるスライドギャップ（顧客同意の価格改定を実施するまでのタイムラグ）の急速な縮小を含む）、2) 自由鍛造品の売上増、ステンレスの内容構成の良化、およびエンジニアリング部門の収益化である。以上の結果、営業利益率は上期で 8.2% に改善し（同 0.7ppt 増）、第 2 四半期単独では 9.0% に改善（同 2.0ppt 増・同 1.6ppt 増）した。

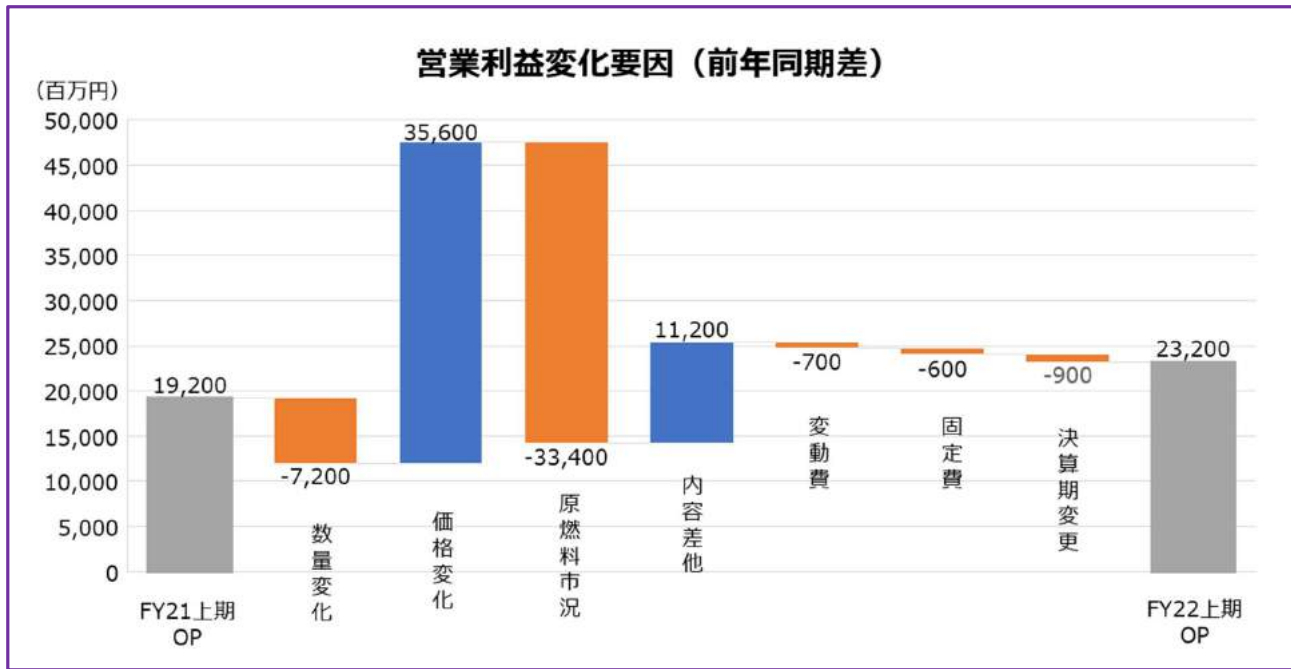
予想を上振れた上期営業利益を受けて、同社は FY22 通期予想の上方修正を行った。

大同特殊鋼 (5471 JP): 業績サマリー						
(百万円)	FY21			FY22		
	上期	下期	通期	上期	YoY (%)	通期予想
鋼材売上数量	634,000	619,000	1,253,000	540,000	-14.8	1,090,000
売上高	255,224	274,443	529,667	281,857	10.4	570,000
売上原価	209,209	228,347	437,556	230,921	10.4	
原価率 (%)	82.0	83.2	82.6	81.9	-0.1pp	
売上総利益	46,015	46,096	92,111	50,935	10.7	
GPM (%)	18.0	16.8	17.4	18.1	+0.1pp	
販管費	26,858	28,270	55,128	27,710	3.2	
販管費率 (%)	10.5	10.3	10.4	9.8	-0.7pp	
営業利益	19,156	17,826	36,982	23,225	21.2	45,000
OPM (%)	7.5	6.5	7.0	8.2	+0.7pp	7.9
経常利益	20,556	18,644	39,200	24,092	17.2	46,000
特別損益	-424	1,970	1,546	-407	n/a	
法人税など	-5,643	-5,477	-11,120	-4,225	n/a	
当期利益*	12,840	14,054	26,894	18,294	42.5	34,000

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results presentation materials  
\* 親会社株主に帰属する当期純利益

### エグゼクティブサマリー

- 大同特殊鋼が発表した FY22 上期売上高は、概ね 7 月 29 日付の会社予想通りの着地であったが、営業利益は予想を 19.1% 上振れた。追い風となったのは、1) 価格是正、2) 予想ほど上昇しなかった鉄スクラップ価格、3) 内容構成（売上ミックス）の良化、である。FY22（3 月決算）上期売上高は、281,857 百万円（前年同期比 10.4% 増）、営業利益 23,225 百万円（同 21.2% 増）となった。
- 特殊鋼鋼材セグメントは主にベースの値上げにより、営業利益が予想を上振れた。一方機能材料・磁性材料セグメントでは、半導体装置向けの増加による内容構成の良化（売上ミックスの改善）により、業績は予想を上回った。自由鍛造品を含む自動車部品・産業機械備品セグメントは概ね想定通りで推移した。
- 同社は FY22 通期業績予想を売上高 600,000 百万円（前年同期比 13.3% 増）、営業利益 34,000 百万円（同 8.1% 減）から、売上高 570,000 百万円（前年同期比 7.6% 増）、営業利益 45,000 百万円（同 21.7% 増）に修正した。
- FY22 通期売上高予想の下方修正の背景は、1) 半導体や部材不足による自動車生産の回復の遅延、2) ニッケル価格のピークアウトによる機能材料・磁性材料の需要の伸び悩み、である。
- 価格高騰分の価格転嫁が通ったことやコスト削減が奏功したことで、FY22 通期の営業利益を上方修正した。円安は同社の業績にネガティブな影響を与えると思われる。対ドル 1 円の円安は営業利益ベースで年率 100 百万円の減少要因となることから、原材料費への影響が懸念される。



Source: Nippon-IBR based on FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel



Source: Nippon-IBR based on FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel

## FY22 上期セグメント別業績

大同特殊鋼の事業は、以下の 5 つのセグメントに分類される。

1. 特殊鋼鋼材
2. 機能材料・磁性材料
3. 自動車部品・産業機械部品
4. エンジニアリング
5. 流通・サービス

主要 3 セグメントの FY22 上期の業績は以下のとおりである。

### 特殊鋼鋼材

特殊鋼鋼材セグメントは、FY22 上期売上高 102,740 百万円（前年同期比 10.3% 増）に対して、営業利益は 4,223 百万円（同 193.1% 増）と急回復した。売上高は概ね予想通りだったものの、営業利益はセグメントの上期目標の 1,300 百万円を上回った。売上数量は自動車減産の影響を受けたものの、エネルギーおよびサーチャージ対象外である原材料価格の高騰を転嫁した価格是正は、計画通りに進展した。鉄スクラップに係るスライドギャップは、効果が反映されるまで時間差があるものの、前年同期比でほぼ 3,200 百万円（FY21 上期 -3,300 百万円から FY22 上期 -100 百万円）改善し、四半期ベースでは 1,300 百万円（FY22 Q1 -700 百万円から FY22 Q2 +600 百万円）改善した。上期営業利益は 2,782 百万円（同 193.1% 増）改善し、うち 14,300 百万円ほどがエネルギーおよび原材料コスト急増によるマイナス要因であったが、価格改定による 18,600 百万円のプラス要因により相殺された。

### 機能材料・磁性材料

機能材料・磁性材料セグメントの FY22 上期業績は、売上高 109,566 百万円（前年同期比 15.6% 増）、営業利益 13,437 百万円（同 3.5% 減）となり、それぞれ概ね会社予想どおり（売上高 108,100 百万円、営業利益 13,000 百万円）であった。営業利益率は、自動車関連の出荷量減少の影響を受け売上数量が低下したことにより、2.4ppt 低下し 12.3% となった。さらにニッケルの先安観から、買い控えが発生し、売上数量は予想以上の打撃を受けた。実需は第 2 四半期においても堅調だったものの、7 月から 8 月にかけてニッケル価格の頭打ち感が見られ、ニッケル価格の高騰を反映した機能材料の在庫積み増しを控える動きがあった。第 2 四半期単独では、売上高 55,135 百万円（同 17.6% 増・前四半期比 1.3% 増）、営業利益 5,930 百万円（同 12.5% 減・同 21.0% 減）となった。

### 自動車部品・産業機械部品

自動車部品・産業機械部品セグメントの FY22 上期決算は、売上高 49,485 百万円（前年同期比 6.4% 増）、営業利益 3,362 百万円（同 7.5% 増）となり、概ね会社予想通り（売上高 50,900 百万円、営業利益 3,300 百万円）の着地となった。型鍛造品の売上数量は自動車部品減産を受けて減少したが、自由鍛造品は半導体やエネルギー、造船会社から旺盛な需要があり、さらに円安が追い風となった。その結果、内容構成が良化し、セグメント営業利益に貢献（5,100 百万円）したため、エネルギー・原材料コスト急増によるマイナス要因（4,400 百万円）を相殺した。自由鍛造品事業では、同社は設計から材料、製品に至るまで包括的なサービスを提供するため、約 6~9 か月という比較的長いリードタイムが求められる。第 2 四半期単独では、売上高 25,657 百万円（同 18.7% 増・同 7.7% 増）、営業利益 1,604 百万円（同 36.6% 増・同 8.8% 減）となった。

大同特殊鋼 (5471 JP): セグメント別売上高、営業利益、営業利益率								
(百万円)		FY21			FY22			
		上期	下期	通期	上期 予 (旧)	上期 実績	YoY (%)	vs. 上期予 (旧) (%)
特殊鋼鋼材	売上高	93,168	104,635	197,803	102,100	102,740	10.3	0.6
	営業利益	1,441	2,386	3,827	1,300	4,223	193.1	224.8
	OPM (%)	1.5	2.3	1.9	1.3	4.1	+2.6ppt	+2.8ppt
機能材料・磁性材料	売上高	94,756	102,848	197,604	108,100	109,566	15.6	1.4
	営業利益	13,921	12,729	26,650	13,000	13,437	-3.5	3.4
	OPM (%)	14.7	12.4	13.5	12.0	12.3	-2.4ppt	+0.3ppt
自動車部品・産業機械部品	売上高	46,521	45,983	92,504	50,900	49,485	6.4	-2.8
	営業利益	3,127	1,852	4,979	3,300	3,362	7.5	1.9
	OPM (%)	6.7	4.0	5.4	6.5	6.8	+0.1ppt	+0.3ppt
エンジニアリング	売上高	8,732	9,482	18,214	8,700	8,336	-4.5	-4.2
	営業利益	-709	-568	-1,277	0	412	n/a	n/a
	OPM (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	4.9	n/a	n/a
流通・サービス	売上高	12,047	11,493	23,540	10,200	11,727	-2.7	15.0
	営業利益	1,387	1,447	2,834	1,700	1,816	30.9	6.8
	OPM (%)	11.5	12.6	12.0	16.7	15.5	+4.0ppt	-1.2ppt
合計	売上高	255,224	274,443	529,667	280,000	281,857	10.4	0.7
	営業利益	19,156	17,826	36,982	19,500	23,225	21.2	19.1
	OPM (%)	7.5	6.5	7.0	7.0	8.2	+0.7ppt	+1.2ppt

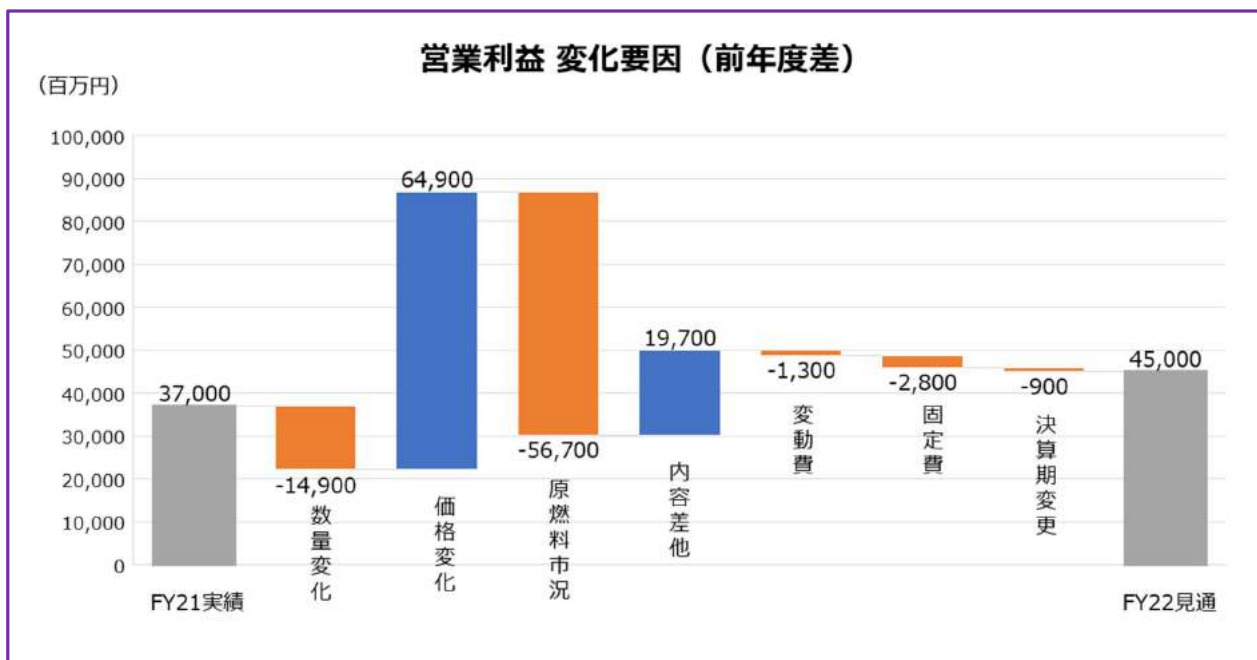
Source: Nippon-IBR based on FY21 & FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel

大同特殊鋼 (5471 JP): セグメント別売上高、営業利益、営業利益率 (四半期ベース)										
(百万円)		FY21					FY22			
		Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	YoY (%)	QoQ (%)
特殊鋼鋼材	売上高	46,558	46,610	51,747	52,888	197,803	50,591	52,149	11.9	3.1
	営業利益	1,013	428	722	1,664	3,827	135	4,088	855.1	2,928.1
	OPM (%)	2.2	0.9	1.4	3.1	1.9	0.3	7.8	+6.9ppt	+7.5ppt
機能材料・ 磁性材料	売上高	47,872	46,884	51,255	51,593	197,604	54,431	55,135	17.6	1.3
	営業利益	7,141	6,780	7,168	5,561	26,650	7,507	5,930	-12.5	-21.0
	OPM (%)	14.9	14.5	14.0	10.8	13.5	13.8	10.8	-3.7ppt	-3.0ppt
自動車部品・ 産業機械部品	売上高	24,900	21,621	22,916	23,067	92,504	23,828	25,657	18.7	7.7
	営業利益	1,953	1,174	1,196	656	4,979	1,758	1,604	36.6	-8.8
	OPM (%)	7.8	5.4	5.2	2.8	5.4	7.4	6.3	+0.9ppt	-1.1ppt
エンジニアリング	売上高	3,724	5,008	4,312	5,170	18,214	3,778	4,558	-9.0	20.6
	営業利益	-386	-323	-253	-315	-1,277	-65	477	n/a	n/a
	OPM (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	10.4	n/a	n/a
流通・サービス	売上高	8,182	3,865	5,044	6,449	23,540	5,051	6,676	72.7	32.2
	営業利益	778	609	934	513	2,834	883	933	53.2	5.7
	OPM (%)	9.5	15.8	18.5	8.0	12.0	17.5	14.0	-1.8ppt	-3.5ppt
合計	売上高	131,239	123,985	135,275	139,168	529,667	137,682	144,175	16.3	4.7
	営業利益	10,505	8,651	9,758	8,068	36,982	10,190	13,035	50.7	27.9
	OPM (%)	8.0	7.0	7.2	5.8	7.0	7.4	9.0	+2.0ppt	+1.6ppt

Source: Nippon-IBR based on FY21 & FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel



Source: Nippon-IBR based on FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel



Source: Nippon-IBR based on FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel

## FY22 通期予想

同社は FY22 通期業績予想を売上高 600,000 百万円（前年同期比 13.3%増）、営業利益 34,000 百万円（同 8.1%減）から、売上高 570,000 百万円（同 7.6%増）、営業利益 45,000 百万円（同 21.7%増）に修正した。前年比で営業利益に対して影響が大きい要因は、原燃料の急増と、それをいかに価格は正で対応できるのだが、前年比 56,700 百万円の前燃料市況の影響に対し、価格変化による増益分 64,900 百万円で相殺する計画となっている。修正は以下のような背景に基づいている。

- 1) 欧州と中国を中心とした世界的な経済減速により海外の需要が落ち込み、FY22 期初に予想していた売上数量の回復が見込めないこと
- 2) 世界的なインフレや長引く部材不足による自動車生産の回復の遅れ、地政学的なリスクなど予想外の要因があること

上記の前提をふまえ、同社は 1) 原材料、資源、エネルギーコスト等の価格上昇分について、迅速な価格転嫁を行い、適正マージンを確保していくこと、2) 物価上昇局面において、棚卸資産圧縮などのキャッシュフロー改善施策を遂行すること、3) 円安環境を活かし、自由鍛造品を中心とした海外需要を取り込むこと、を目指す。

同社は FY22 通期の売上高予想を下方修正した。理由は、1) 半導体や部材不足による自動車生産の回復の遅延、2) ニッケル価格の先安感による機能材料・磁性材料の伸び悩み、である。一方で価格高騰分の価格は正が通ったことやコスト削減が奏功したことで、FY22 通期の営業利益を上方修正した。円安は同社の業績に全体的にややネガティブな影響を与えとみられる。円安による原材料費への影響も考慮すると、対ドル 1 円の円安は営業利益ベースで年率 100 百万円の減少要因となる。同社はエネルギーコストの上昇は今後続くものとみており、FY22 通期の営業利益ベースで前年同期比 17,000 百万円減少の影響があるとみている。一方で、鉄スクラップやニッケル市況が当初予想の前提を 2 割ほど下回ったことで FY22 営業利益の上方修正につながった。さらに円安の追い風を受けて自由鍛造品の受注は底堅く推移している。

同社は下期単独で営業利益 21,775 百万円（同 22.2%増、前半期比 6.2%減）を見込む。修正後の FY22 通期営業利益予想は、前回予想から 11,000 百万円上方修正されている。うち FY22 下期営業利益の予想の前提は以下のとおりである。

- 1) 価格改定は 6,300 百万円（上期比）の増益要因となる。
- 2) 原材料費やエネルギーコストの上昇は今後も続くとみられ、上期比で 8,000 百万円の減益要因となる。[注：エネルギー市況の業績への影響には約 9 ヶ月のタイムラグがある。] 8,000 百万円の減益要因の内訳は、上期比でエネルギー価格の上昇 7,000 百万円減、合金等の価格上昇 4,000 百万円減、鉄スクラップ価格の上昇が想定以下の 3,000 百万円増である。

業績予想								
(百万円)	FY21			FY22				
	上期	下期	通期	上期	下期予(新)	通期予(旧)	通期予(新)	YoY (%)
鋼材売上数量 (トン)	634,000	619,000	1,253,000	540,000	550,000	1,227,000	1,090,000	-13.0
売上高	255,224	274,443	529,667	281,857	288,143	600,000	570,000	7.6
営業利益[OP]	19,156	17,826	36,982	23,225	21,775	34,000	45,000	21.7
OPM (%)	7.5	6.5	7.0	8.2	7.6	5.7	7.9	+0.9pp
経常利益[RP]	20,556	18,644	39,200	24,092	21,908	35,000	46,000	17.3
特別損失	-424	1,970	1,546	-407	n/a	0	0	n/a
法人税等	-5,643	-5,477	-11,120	-6,556	-5,444	-10,000	-12,000	n/a
純利益*	12,840	14,054	26,894	18,294	15,706	25,000	34,000	26.4

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results presentation materials  
\* 親会社株主に帰属する当期純利益

原燃料市況の前提 (修正後)									
			FY20	FY21	FY22				
			実績	実績 t	Q1 実績	Q2 計画	上期 実績	旧前提	下期 前提
鉄スクラップ	H2	¥000/t	24.9	47.6	55.5	47.0	48.2	61.5	48.0
	Factory Bundle		28.9	53.9	63.0	52.0	54.0	66.5	52.0
ニッケル	LME	\$/Lb	6.8	9.3	13.2	10.0	11.6	14.0	11.0
原油	ドバイ	\$/bbl	45.8	76.6	108.3	100.0	99.2	100.0	95.0
為替レート	TTM	¥/\$	107.1	113.4	129.6	135.0	134.0	120.0	140.0

Source: Daido Steel FY22 1H Earnings Results Presentation

## FY22 セグメント別予想

### 特殊鋼鋼材

同社は特殊鋼材セグメントの FY22 通期の業績予想を売上高 222,000 百万円（前年同期比 12.2%増）から 210,000 百万円（同 6.2%増）に、営業利益を 1,000 百万円（同 73.9%減）から 8,000 百万円（同 109.0%増）にそれぞれ修正した。自動車生産調整の継続により、同社は特殊鋼鋼材の売上数量を当初予想の 1,227 千トン（前年比 2.1%減）から 1,090 千トン（同 13.0%減）に修正した（FY22 通期の営業利益への影響は 14,900 百万円減）。原材料費の高騰分の価格転嫁は下期も引き続き進捗し、同セグメントにおいてはスライドギャップの変化による影響 5,000 百万円の寄与を見込んでいる。

### 機能材料・磁性材料

同社は機能材料・磁性材料セグメントの FY22 通期の業績予想を、売上高 237,000 百万円（前年同期比 19.9%増）から 215,000 百万円（同 8.8%増）に、営業利益 25,500 百万円（同 4.3%減）から 24,000 百万円（同 9.9%減）にそれぞれ修正した。半導体関連の売上数量増加による内容構成の良化でセグメント営業利益率は前回予想の 10.8%から 11.2%に改善が見込まれる。足元はニッケル先安感による買い控えにより、ステンレス価格もいずれ下がるのではという憶測からステンレスの出荷数量の弱含みは続くとみている。

### 自動車部品・産業機械部品

自動車部品・産業機械部品セグメント FY22 通期の業績予想は売上高 103,000 百万円（前年同期比 11.3%増）、から 105,000 百万円（同 13.5%増）に、営業利益 4,500 百万円（同 9.6%減）から 9,000 百万円（同 80.8%増）と大幅な上方修正となった。自由鍛造品の旺盛な需要が業績に寄与した。同社は自動車の減産を受け、自動車部品の売上数量は減少すると予想するが、一方で自由鍛造品は半導体やエネルギー関連製品の好調な需要に加え円安の恩恵を受け堅調に推移するとみている。

## 中期経営計画(FY21~FY23)進捗状況

FY22 は来期を最終年度とする現中計の 2 年目に当たる。固定費削減の継続、また価格は正により、中計の営業利益目標値である 400 億円以上には、1 年前倒しで今年到達する計画となった。その結果、今期の ROE は予想値ベースで 10%となり、中計の目標値である 8%を過達する見込みである。一方で、来年度までに DE レシオを 0.5 倍にまで引き下げるという目標は、FY22 では未達となり、0.66 倍程度を見込んでいる。4 月以降急騰した原燃料費を背景に、キャッシュフローに影響が出た結果、運転資金を調達したことが未達となる主因である。

また今中計では、最終年度までに政策保有株式を、みなし保有株式も含め純資産の 20%まで削減する目標を掲げているが、FY21 末時点では純資産 365,004 百万円に対し、政策保有株は 18.8%の 68,500 百万円まで削減されている。FY23 が最終年度となる現中計では、みなし保有株式も含め純資産の 20%以下を目指し、さらなる縮減を進めている。

中期経営計画 (FY21~FY23) 目標と FY22 業績予想			
	FY23 中期目標	FY22 予想	進捗状況
営業利益 (百万円)	40000+	45,000	達成見込み
ROE (%)	8.0	10.0	達成見込み
D/E レシオ (倍)	0.5	0.66	目標値未達
投資 3 年累計 (百万円)	85,000	85,000	計画通り進捗
鋼材売上数量 (トン)	1.2mil	1.09mil	下振れ

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's FY22 1H earnings results presentation

## 資本政策

同社の資本政策の中心は、成長投資（設備投資やカーボンニュートラルに向けた投資）と配当金の2つになろう。成長投資は主に銀行借入れと政策保有株の売却益を充てる。カーボンニュートラルに向けた投資に対し、同社は9月にトランジション債の起債により100億円を調達した。自由鍛造品の主要生産拠点である渋川工場（群馬県）は現在フル稼働で生産を継続しているため、二次溶解設備の新設などの投資を予定している。同社は年間配当以外の株主還元策は採用しておらず、当期純利益の30%を目安としている。半期配当は好決算を受け80円/株から100円/株に修正された。これにより年間配当金は200円/株となり、FY22 通期業績予想に基づいた配当性向は25.1%となる。FY21 の配当性向は28.5%であった。

セグメント別売上高、営業利益、営業利益率								
(百万円)		FY21			FY22			
		上期	下期	通期	上期	下期予想	通期予想	YoY (%)
特殊鋼鋼材	売上高	93,168	104,635	197,803	102,740	107,260	210,000	6.2
	営業利益	1,441	2,386	3,827	4,223	3,777	8,000	109.0
	OPM (%)	1.5	2.3	1.9	4.1	3.5	3.8	+1.9pp
機能材料・磁性材料	売上高	94,756	102,848	197,604	109,566	105,434	215,000	8.8
	営業利益	13,921	12,729	26,650	13,437	10,563	24,000	-9.9
	OPM (%)	14.7	12.4	13.5	12.3	10.0	11.2	-2.3pp
自動車部品・産業機械部品	売上高	46,521	45,983	92,504	49,485	55,515	105,000	13.5
	営業利益	3,127	1,852	4,979	3,362	5,638	9,000	80.8
	OPM (%)	6.7	4.0	5.4	6.8	10.2	8.6	+3.2pp
エンジニアリング	売上高	8,732	9,482	18,214	8,336	9,664	18,000	-1.2
	営業利益	-709	-568	-1,277	412	588	1,000	n/a
	OPM (%)	n/a	n/a	n/a	4.9	6.1	5.6	n/a
流通・サービス	売上高	12,047	11,493	23,540	11,727	10,273	22,000	-6.5
	営業利益	1,387	1,447	2,834	1,816	1,184	3,000	5.9
	OPM (%)	11.5	12.6	12.0	15.5	11.5	13.6	+1.6pp
合計	売上高	255,224	274,443	529,667	281,857	288,143	570,000	7.6
	営業利益	19,156	17,826	36,982	23,225	21,775	45,000	21.7
	OPM (%)	7.5	6.5	7.0	8.2	7.6	7.9	+0.9pp

Source: Nippon-IBR based on FY21 & FY22 1H Earnings Results Materials published by Daido Steel



## GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

*This report has been commissioned by Daido Steel Co., 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 Sponsor 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 2022 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.*

For further enquiry, please contact:  
Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd  
118 Pall Mall  
London SW1Y 5EA  
TEL: +44 (0)20 7993 2583  
Email : [enquiries@nippon-ibr.com](mailto: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>.*