

大同特殊鋼株式会社(5471 JP)

FY24 通期予想は据置き。半導体製造装置向けステンレス鋼の需要は FY25 以降に本格的回復の見込み。

エグゼクティブサマリー

- **FY24 第3四半期決算:** 大同特殊鋼の第3四半期決算は、売上高 433,961 百万円（前年同期比 1.1%減）、営業利益（国際会計基準）34,070 百万円（同 10.6%減）となり、修正後通期予想通りの着地となった。営業利益が前年同期比で減益となった主な要因は、FY23 に計上した不動産売却益 7,200 百万円である。営業利益の通期予想に対する進捗率は 85%以上となったが、第4四半期に固定資産税等の費用が発生するため、FY24 通期予想は据置きとした。
- **FY24 以降の成長ドライバー:** 同社は以下を要因として来期以降に業績拡大を見込む。
 - 1) 特殊鋼鋼材セグメントの中期経営計画期間中の営業利益目標は、大同特殊鋼の主要ユーザーである日系自動車メーカーにおいて中国における生産減影響の下げ止まり、グローバルベースで回復が期待される。
 - 2) ステンレス鋼の売上は、FY25 以降の半導体製造装置関連の受注の回復により成長が見込まれる。
 - 3) 自由鍛造品の成長。ただし現中計中の投資の影響によりさらなる成長が見込めるのは FY26 以降。
 - 4) 中長期的に医療機器向けチタン製品の拡大を目指しており、チタン用の VAR を 25 年 5 月に導入予定。
- **主な株式還元と、追加還元の可能性:** 同社は配当性向 30%以上に基づく安定配当を方針としている。現中期経営計画期間中に、資本配分の一部変更により株主還元の強化を検討する。同社は 2024 年 11 月 28 日に取得株式総数 7,398,900 株（発行済み株式数の 3.46%）、取得総額 8,497 百万円の自己株式取得を完了したと発表した。取得総額は、2024 年 12 月から 2025 年 3 月まで実施されている政策保有株の売却益見込み（約 9,000 百万円）とほぼ同額である。
- **現 PBR (0.61 倍) を東証のガイドラインに沿って 1.0 倍に引き上げるための施策:** 同社は以下の施策を通じて PBR1.0 倍以上の達成を目指す。
 - 1) 高付加価値商材の売上増加によるセールスマックスの改善や保有資産の有効活用により、中計画期間中に ROE9.0%以上を達成する。
 - 2) 財務および非財務（ESG の方針など）の情報開示の拡充により企業価値の向上を図り、企業の潜在的成長力を促進する。
 - 3) 利益成長と共に配当性向 30%以上を確保する。中期経営計画期間中の資本配分によっては追加の株主還元も可能である。

大同特殊鋼株式会社 (5471): 株価バリュエーション

時価総額 (百万円, 2025 年 2 月 25 日)	261,250	時価総額 (百万ドル)	1,742			
22 日平均売買代金 (百万円)	670	22 日平均売買代金 (百万ドル)	4.5			
株価パフォーマンス (%)	5471	TOPIX	業績予想 (百万円, %)	FY22	FY23	FY24CE
株価 (2025 年 2 月 25 日)	1,197	2,724.70	売上高	579,013	578,564	580,000
3mo (11 月 25 日終値比)	+0.3%	+0.3%	営業利益	50,025	42,250	40,000
6mo (8 月 26 日終値比)	-14.9%	+2.4%	営業利益率 [OPM] (%)	8.6	7.3	6.9
YTD	+0.1%	-1.15%	EBITDA	73,040	68,621	73,100*
1yr (2024 年 2 月 26 日終値比)	-34.7%	+1.8%	EPS (¥)	134.79	109.29	133.07
5yrs (2020 年 2 月 25 日終値比)	+48.3%	+80.3%	財務レバレッジ (X)	2.0	1.8	N/A
一株当たり指標	5471	TOPIX	ネット D/E レシオ (X)	0.4	0.2	N/A
EPS (¥, FY24 CE)	133.07	184.82	フリーキャッシュフロー	9,000	17,900	16,900
DPS (¥, FY24 CE)	47	N/A	株主還元指標	FY22	FY23	FY24CE
BPS (¥, June-24)	2,150	1956.43	配当金 (¥)	46	46	47
FCFPS (¥, FY24EST)	77.9	N/A	配当性向 (%)	29.5	32.9	33.5
予想 PER (X)	9.0	14.7	配当利回り (% , 2 月 19 日株価ベース)	N/A	N/A	3.99
PBR (x)	0.6	1.4	DOE (%)	2.7	2.3	2.4*
PCFR (x)	15.4	N/A	自己株比率 (%)	N/A	N/A	1.6
EV/EBITDA (X)	8.4	N/A	ROE (%)	9.8	11.6	6.5

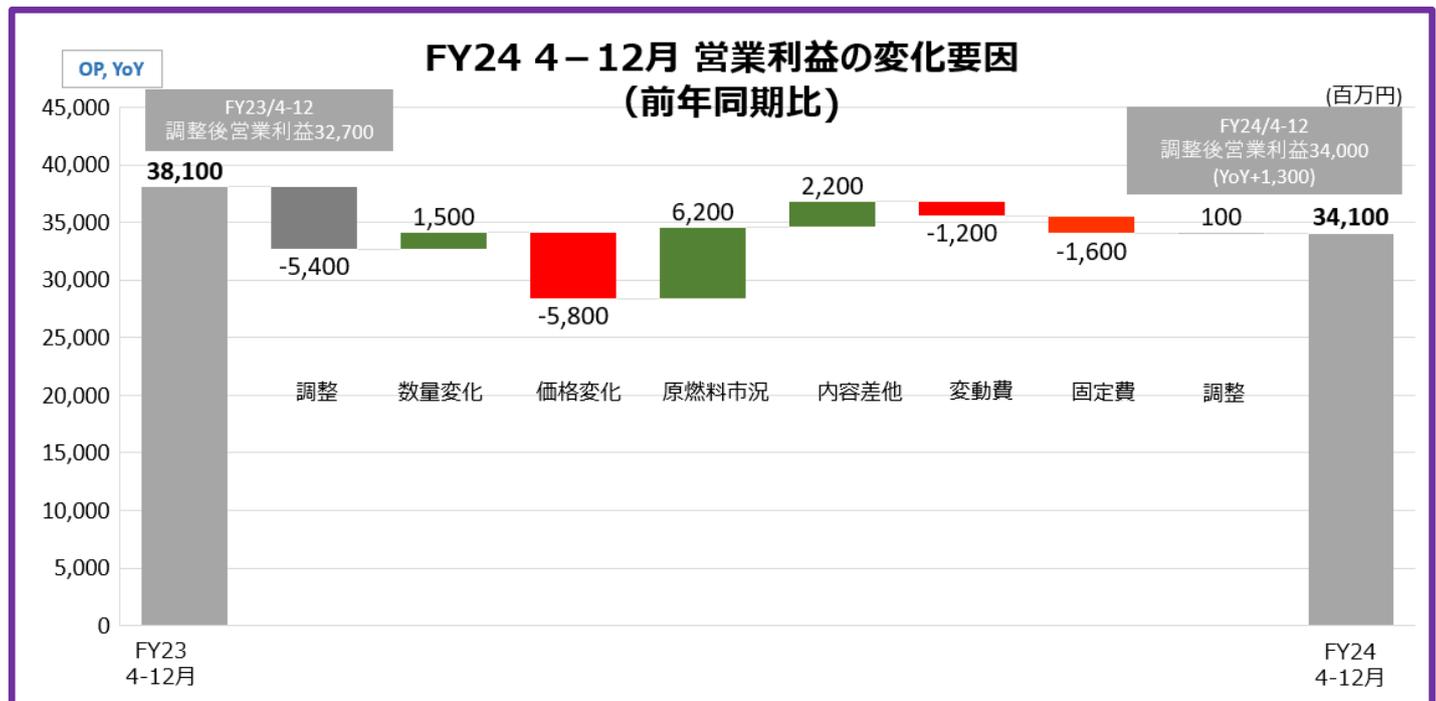
Source: Nippon-IBR based on data on Bloomberg and Toyo Keizai / *Nippon-IBR estimates

FY24 第 3 四半期決算概要

大同特殊鋼 (5471) の FY24 第 3 四半期決算 (3 月期) は、売上高 433,961 百万円 (前年同期比 1.1%減)、営業利益 (国際会計基準) 34,070 百万円 (同 10.6%減) となり、ほぼ通期予想通りの着地となった。営業利益が前年同期比で減益となった主な要因は、FY23 に計上した不動産売却益 7,200 百万円である。国際会計基準の営業利益に含まれる為替差損益、在庫評価損益、固定資産税などの特別損益および一過性要因の調整後の営業利益は、前年同期比で 4%増となる。第 3 四半期単独では、売上高 150,522 百万円 (前年同期比 0.7%減・前四半期比 6.5%増)、営業利益 15,812 百万円 (同 22.6%減・同 93.0%増) となった。

大同特殊鋼 (5471 JP): 業績サマリー									
(百万円)	FY23				FY24				
	Q1	上期	Q3	通期	Q1	上期	Q3	YoY (%)	Q3 進捗率 (%)
鋼材売上数量 (単位: トン)	266,000	529,000	815,000	1,072,000	262,000	519,000	782,000	-4.0	75.6
売上高	141,886	287,235	438,769	578,564	142,094	283,439	433,961	-1.1	74.8
売上原価	119,605	239,462	361,934	480,618	115,949	231,582	352,064	-2.7	N/A
原価率 (%)	84.3	83.4	82.5	83.1	81.6	81.7	81.1	-1.4ppt	N/A
売上総利益	22,280	47,773	76,834	97,946	26,144	51,856	81,897	6.6	N/A
GPM (%)	15.7	16.6	17.5	16.9	18.4	18.3	18.9	+1.4ppt	N/A
販管費	14,123	28,423	42,815	59,073	14,855	29,689	45,232	5.6	N/A
販管费率 (%)	10.0	9.9	9.8	10.2	10.5	10.5	10.4	+0.6ppt	N/A
営業利益	8,739	17,695	38,128	42,250	10,067	18,258	34,070	-10.6	85.2
OPM (%)	6.2	6.2	8.7	7.3	7.1	6.4	7.9	-0.8ppt	N/A
税引前利益	9,948	18,973	40,584	45,068	11,425	19,608	36,653	-9.7	86.2
法人税など	-2,870	-6,178	-10,324	-12,493	-4,004	-6,410	-11,678	13.1	N/A
当期利益*	6,528	11,757	28,729	30,555	6,776	12,152	23,170	-19.4	82.8

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



不動産売却益、固定資産税、関係会社清算費用などの特別損益調整後の営業利益の FY23 第 3 四半期 (32,700 百万円) から FY24 第 3 四半期 (34,000 百万円) の伸び 4% (+1,300 百万円) は、主に原燃料費の低下 (+6,200 百万円) が影響している。加えて自由鍛造品の売上増によるセールスマックスの改善 (+2,200 百万円)、および自動車向け構造用鋼の減少をカバーしたステンレス鋼の数量増による売上数量の増加 (+1,500 百万円) も営業利益を押し上げた。しかし、鉄スクラップのスライドギャップの増加 (+1,500 百万円) を含む、原材料 (ニッケルなど合金) および燃料価格の低下を反映した価格調整 (-5,800 百万円) が減益要因となった。

FY24 第 3 四半期セグメント別業績

同社の主要 3 セグメントの業績は以下の通りである。

1. 特殊鋼鋼材 [FY24 第 3 四半期 : 売上高 160,423 百万円 (前年同期比 4.2%減) / 営業利益 11,229 百万円 (同 8.4%減) / 営業利益率 7.0% (同 0.3ppt 減)]

特殊鋼鋼材セグメントの第 3 四半期の業績は、日系自動車メーカーの減産を受けた構造用鋼の売上数量の低下 (約-3,000 百万円) の影響を引き続き受けた。第 3 四半期単独では、売上高 54,945 百万円 (前年同期比 6.7%減・前四半期比 5.6%増)、営業利益 5,117 百万円 (同 14.8%減・同 83.2%増) となった。前四半期比の利益の急増は、主にスライドギャップ、および冬季電力単価の上昇を見据えた在庫積み増しによる固定費負担の軽減による。

2. 機能材料・磁性材料 [FY24 第 3 四半期 : 売上高 153,084 百万円 (前年同期比 0.0%減) / 営業利益 10,596 百万円 (同 25.5%増) / 営業利益率 6.9% (同 1.4ppt 増)]

機能材料・磁性材料セグメントの第 3 四半期売上高は、ほぼ会社予想通りの着地となった。営業利益を牽引してきたデータセンター用 HDD (ハードディスクドライブ) の上期の一時的な需要増加もあり、ステンレス鋼の売上数量は FY24 の期初に予想通り回復した。売上高はニッケル市況の下落により前年並みとなった。ニッケルのスライドギャップは通常すぐに売価に反映されるが、高合金製品のリードタイムが長いと、価格調整の効果がコストに現れるまで 9 カ月ほどかかる。第 3 四半期調整後セグメント営業利益は約 11,700 百万円で、前年から横ばいとなる。産業機械関連および半導体製造装置関連の需要回復基調を受け、第 3 四半期単独では、売上高 52,968 百万円 (前年同期比 4.4%増・前四半期比 5.0%増)、営業利益 5,515 百万円 (同 59.6%増・同 160.3%増) となった。半導体製造装置関連の需要は、第 3 四半期には徐々に持ち直し FY22 の水準の 60%まで回復した。

3. 自動車部品・産業機械部品 [FY24 第 3 四半期 : 売上高 83,749 百万円 (前年同期比 6.5%増) / 営業利益 8,779 百万円 (同 61.9%増) / 営業利益率 10.5% (同 3.6ppt 増)]

営業利益が前年同期比 61.9%増と大幅に増加したのは、航空機、重電、石油・ガス業界の堅調な需要を受け、自由鍛造品の生産能力が拡大したためである。自由鍛造品の第 3 四半期売上高は、前年同期比でほぼ 20%-の伸びとなり、セールスマックスを改善して営業利益を約 4,300 百万円押し上げた。同社の自由鍛造品事業は、受注から販売までのリードタイムが長いと、米ボーイング社のストライキの影響は免れている。石油・ガス業界向けには、掘削機の接合部に使用される高合金を供給しており、4 社からの掘削関連の製造認定取得が進展し受注が増加した。関連会社でのエンジンバルブは北米などの需要増を受けて売上に加え利益面でも伸長した。

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 (累計)

(百万円)		FY23		FY24				
		Q3	通期	Q3	YoY (%)	下期(予)	通期(予)	YoY (%)
特殊鋼鋼材	売上高	167,498	218,743	160,423	-4.2	108,500	214,000	-2.2
	営業利益	12,261	13,724	11,229	-8.4	6,400	12,500	-8.9
	OPM (%)	7.3	6.3	7.0	-0.3ppt	5.9	5.8	-0.5ppt
機能材料・磁性材料	売上高	153,087	202,384	153,084	-0.0	103,900	204,000	0.8
	営業利益	8,444	10,275	10,596	25.5	7,900	13,000	26.5
	OPM (%)	5.5	5.1	6.9	+1.4ppt	7.6	6.4	+1.3ppt
自動車部品・産業機械部品	売上高	78,631	104,996	83,749	6.5	58,300	112,000	6.7
	営業利益	5,421	5,719	8,779	61.9	5,600	10,500	83.6
	OPM (%)	6.9	5.4	10.5	+3.6ppt	9.6	9.4	+4.0ppt
エンジニアリング	売上高	17,105	23,091	16,273	-4.9	11,400	22,000	-4.7
	営業利益	1,667	2,136	1,296	-22.3	700	1,500	-29.8
	OPM (%)	9.7	9.3	8.0	-1.7ppt	6.1	6.8	-2.5ppt
流通・サービス	売上高	22,446	29,347	20,430	-9.0	14,500	28,000	-4.6
	営業利益	10,327	10,369	2,190	-78.8	1,100	2,500	-75.9
	OPM (%)	46.0	35.3	10.7	-35.3ppt	7.6	8.9	-26.4ppt
合計	売上高	438,769	578,564	433,961	-1.1	296,600	580,000	0.2
	営業利益	38,128	42,250	34,070	-10.6	21,700	40,000	-5.3
	OPM (%)	8.7	7.3	7.9	-0.8ppt	7.3	6.9	-0.4ppt

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results materials

Total numbers are after adjusted for inter-segment trades.

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)		FY23				FY24				
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	YoY (%)	QoQ (%)
特殊鋼鋼材	売上高	55,221	53,405	58,872	51,245	53,427	52,051	54,945	-6.7	5.6
	営業利益	2,648	3,605	6,008	1,463	3,319	2,793	5,117	-14.8	83.2
	OPM (%)	4.8	6.8	10.2	2.9	6.2	5.4	9.3	-0.9ppt	+3.9ppt
機能材料・磁性材料	売上高	51,169	51,177	50,741	49,297	49,694	50,422	52,968	4.4	5.0
	営業利益	3,561	1,427	3,456	1,831	2,962	2,119	5,515	59.6	160.3
	OPM (%)	7.0	2.8	6.8	3.7	6.0	4.2	10.4	+3.6ppt	+6.2ppt
自動車部品・産業機械部品	売上高	24,115	26,956	27,560	26,365	27,196	26,538	30,015	8.9	13.1
	営業利益	874	2,335	2,212	298	2,800	2,029	3,950	78.6	94.7
	OPM (%)	3.6	8.7	8.0	1.1	10.3	7.6	13.2	+5.2ppt	+5.6ppt
エンジニアリング	売上高	5,021	5,987	6,097	5,986	4,616	5,971	5,686	-6.7	-4.8
	営業利益	474	524	669	469	240	569	487	-27.2	-14.4
	OPM (%)	9.4	8.8	11.0	7.8	5.2	9.5	8.6	-2.4ppt	-0.9ppt
流通・サービス	売上高	6,358	7,824	8,264	6,901	7,159	6,363	6,908	-16.4	8.6
	営業利益	1,176	1,048	8,103	42	754	674	762	-90.6	13.1
	OPM (%)	18.5	13.4	98.1	0.6	10.5	10.6	11.0	-87.1ppt	+0.4ppt
合計	売上高	141,886	145,349	151,534	139,795	142,094	141,345	150,522	-0.7	6.5
	営業利益	8,739	8,956	20,433	4,122	10,067	8,191	15,812	-22.6	93.0
	OPM (%)	6.2	6.2	13.5	2.9	7.1	5.8	10.5	-3.0ppt	+4.7ppt

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results materials

FY24 業績見通し

同社は、FY24 上期決算発表時に修正した FY24 通期予想（売上高 580,000 百万円、前期比 0.2%増・営業利益 40,000 百万円、同 5.3%減）を据え置いた。あと 6,000 百万円ほどで営業利益目標を達成するが、国際会計基準で営業利益に影響する固定資産税が第 4 四半期に計上されるため、通期予想の上方修正はしていない。

同社は、株主還元政策の指標として、配当性向 30%以上を維持している。FY24 は、業績修正（2024 年 1 月 1 日付で 1 : 5 の株式分割を実施）となったものの、年間配当一株あたり 47 円、配当性向 35.8%（固定資産売却や減損損失などの特別損益を除いた場合の配当性向は 33.5%）を維持する。

特殊鋼鋼材を取り巻く事業環境には変化があった。競合の 1 社である山陽特殊製鋼株式会社（5481）が、親会社の日本製鉄（5401）による TOB（株式公開買い付け）の提案を受け入れると発表し、山陽特殊製鋼は 100%子会社化され上場廃止となる見込みとなった。同社は中長期的な戦略を SPE 向けステンレス鋼、航空機向けや掘削向け自由鍛造品、医療機器向けチタン製品など高機能素材にシフトしており、その戦略製品の競合先は、海外同業他社である。

大同特殊鋼 (5471 JP): 業績予想								
(百万円)	FY23			FY24				
	Q3	下期	通期	Q3	下期(予)	YoY (%)	通期(予)	YoY (%)
鋼材売上数量(トン)	815,000	543,000	1,072,000	782,000	516,000	-5.0	1,035,000	-3.5
売上高	438,769	291,329	578,564	433,961	296,600	1.8	580,000	0.2
営業利益[OP]	38,128	24,555	42,250	34,070	21,700	-11.6	40,000	-5.3
OPM (%)	8.7	8.4	7.3	7.9	7.3	-1.1ppt	6.9	-0.4ppt
税引前利益	40,584	26,095	45,068	36,653	22,900	-12.2	42,500	-5.7
法人税など	-10,324	-6,315	-12,493	-11,678	N/A	N/A	N/A	N/A
当期利益*	28,729	18,798	30,555	23,170	15,800	-15.9	28,000	-8.4

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

FY24 セグメント別業績見通し

1. 特殊鋼鋼材

[FY24 通期予想 : 売上高 214,000 百万円 (前期比 2.2%減) / 営業利益 12,500 百万円 (同 8.9%減) / 営業利益率 5.8%]

同社は 10 月 30 日時点で特殊鋼鋼材セグメントの FY24 通期予想を、売上高 225,000 百万円、営業利益（国際会計基準）12,500 百万円から、売上高 214,000 百万円、営業利益 12,500 百万円に修正した。また、同時に鋼材売上数量の FY24 予想を、1,080,000 トン（前期比 0.7%増）から 1,035,000 トン（同 3.5%減）に、うち下期予想を 516,000 トン（前年同期比 5.0%減・前半期比 0.6%減）に修正した。さらに、CY24 の世界日系自動車生産見通しを、26.2 百万台（半年で 13.1 百万台、うち国内生産 4.2 百万台、海外生産 8.9 百万台）から 24.6 百万台（上期 12.0 百万台、下期 12.6 百万台）に修正した。

2. 機能材料・磁性材料

[FY24 通期予想 : 売上高 204,000 百万円 (前期比 0.8%増) / 営業利益 13,000 百万円 (同 26.5%増) / 営業利益率 6.4%]

機能材料・磁性材料セグメントの FY24 通期予想は売上高 204,000 百万円（前期比 0.8%増）、営業利益 13,000 百万円（同 26.5%増）としている。半導体製造装置向けステンレス鋼の需要は FY25 まで本格的回復は望めない。しかし徐々に受注に回復傾向が見られるため、同社は需要の急拡大に備え、2024 年 12 月と 2025 年 2 月に知多第 2 工場において真空再溶解炉（VAR）に投資するなど、積極的に生産管理をする構えである。産業機械関連受注も、FY23 第 4 四半期を底に緩やかな回復が続

と見られる。AI 関連の高性能半導体の需要拡大により半導体製造装置関連の需要は徐々に持ち直しているが、半導体市場全体の上昇基調は未だ見えていない。同社は 1 月 15 日に開催した事業説明会において、半導体製造装置のバルブ、継手、MFC、ガスフィルターなどの部品に使われる高機能ステンレス製品（棒鋼、線材など）のマーケットシェアを現在の 40% から FY26 には 50% を目指すとした。

3. 自動車部品・産業機械部品: [FY24 通期予想 : 売上高 112,000 百万円 (前期比 6.7%増) / 営業利益 10,500 百万円 (同 83.6%増) / 営業利益率 9.4%]

自動車部品・産業機械部品セグメントの FY24 通期予想は、売上高 112,000 百万円、営業利益 10,500 百万円である。需要に対応するため受注を外部委託せざるを得ず生産能力とコスト増の問題に直面していた FY23 第 1 四半期以降、生産能力は徐々に改善してきた。

大同特殊鋼 (5471 JP): セグメント別売上高、営業利益、営業利益率中期計画目標						
(百万円)		FY23	FY24	FY25	FY26	3-year CAGR
		通期	通期(予)	目標	目標	(%)
特殊鋼鋼材	売上高	219,021	214,000	N/A	N/A	N/A
	営業利益	14,797	12,500	12,500	12,500	-5.5%
	OPM (%)	6.8	5.8	N/A	N/A	N/A
機能材料・磁性材料	売上高	202,832	204,000	N/A	N/A	N/A
	営業利益	14,432	13,000	25,000	28,000	24.7%
	OPM (%)	7.1	6.4	N/A	N/A	N/A
自動車部品・産業機械部品	売上高	105,633	112,000	N/A	N/A	N/A
	営業利益	7,539	10,500	13,000	14,500	24.4%
	OPM (%)	7.1	9.4	N/A	N/A	N/A
エンジニアリング	売上高	23,117	22,000	N/A	N/A	N/A
	営業利益	2,424	1,500	2,000	2,500	1.0%
	OPM (%)	10.5	6.8	N/A	N/A	N/A
流通・サービス	売上高	30,681	28,000	N/A	N/A	N/A
	営業利益	2,900	2,500	2,500	2,500	-4.8%
	OPM (%)	9.5	8.9	N/A	N/A	N/A
合計	売上高	581,287	580,000	N/A	600,000	1.1%
	営業利益	42,113	40,000	55,000	60,000	12.5%
	OPM (%)	7.2	6.9	N/A	10.0	N/A

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results materials
 NB: Figures for FY24 onwards are on IFRS basis, therefore, CAGR numbers compared to FY23 are for reference only.

PBR1 倍の達成に向けた施策

同社は PBR1 倍以上（2025 年 2 月 20 日現在 0.6 倍）の達成に向けて以下の施策を設定している：(1) 高付加価値商材の売上増加によるセールスマックスの改善や保有資産の有効活用により、中期経営計画期間中に ROE を 9.0% 以上に改善、(2) 財務および非財務（ESG の方針など）の情報開示の拡充により企業価値の向上を図り、企業の潜在的成長力を促進、(3) 利益成長と共に配当性向 30% 以上を確保。中期経営計画期間中の資本配分によっては追加の株主還元も可能。具体的には以下を実行している。

1. 自由鍛造品、高機能ステンレス鋼、チタン製品などの高付加価値製品の売上拡大
2. 資産の有効活用：1) 適切な棚卸資産管理、2) 政策保有株式、保有不動産の資金化

配当政策：安定した利益還元継続を基本とし、配当性向 30%以上としている。現中期経営計画期間中に、資本配分の一部変更により株主還元強化を検討する。同社は 2024 年 11 月 28 日に取得株式総数 7,398,900 株（発行済み株式数の 3.46%）、取得総額 8,497 百万円の自己株式取得を完了したと発表した。取得総額は、2024 年 12 月から 2025 年 3 月まで実施されている政策保有株の売却益見込み（約 9,000 百万円）とほぼ同額である。JPX 総研および日本経済新聞社は、「JPX 日経インデックス 400」の新たな構成銘柄の 1 つに同社を選出したと 2024 年 8 月 7 日に発表した。政策保有株の売却を通して資産の効率化を図った同社の努力が評価された。

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 2025 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



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>.