

萩原工業株式会社 (7856 JP)

FY24 上期の業績は会社予想を上振れたが通期予想は据置き。バルチップが引き続き成長を牽引。

FY24 上期決算概要

萩原工業 (7856 JP) が発表したFY24上期決算 (10月期) は、売上高16,374百万円 (前年同期比2.8%増)、営業利益1,271百万円 (同25.8%増) となり、会社予想の売上高15,950百万円 (同0.1%増)、営業利益1,120百万円 (同10.8%増) を上回って着地した。

FY24 上期売上高は、前年同期比で 443 百万円 (2.8%) の増収となった。合成樹脂加工製品事業の原糸およびラミクロス等の販売数量が減少し 527 百万円の減収要因となったものの、増収要因である 1) 燃料費・原材料費の高騰を転嫁した販売単価の改定 (373 百万円)、2) 円安効果 (77 百万円)、3) 機械製品事業において紙スリッター、リサイクル機器の売上増加 (520 百万円)、により相殺された。さらに、FY24 上期営業利益は前年同期比で 260 百万円 (25.8%) 増益となり、寄与した要因は、1) 合成樹脂加工製品事業に含まれる高利益製品の売上増加 (44 百万円) および価格改定 (188 百万円)、2) 機械製品事業の増収 (135 百万円) および利益率改善 (36 百万円) などであった。一方、両事業で増加した販売費 (合成樹脂加工製品事業 100 万円、機械製品事業 44 百万円) の影響により増益の一部が相殺された。

エグゼクティブサマリー

- 萩原工業が発表したFY24上期決算 (10月期) は、売上高16,374百万円 (前年同期比2.8%増)、営業利益1,271百万円 (同25.8%増) となり、会社予想の売上高15,950百万円 (同0.1%増)、営業利益1,120百万円 (同10.8%増) を上回って着地した。
- 合成樹脂加工製品事業のFY24上期営業利益率は、コスト増を反映した価格改定が浸透し、前年同期比で 1.1ppt 増、FY23 比で 1.5ppt 増の 7.8%となった。機械製品事業の営業利益率も、主力製品の増収とスクリーンチェンジャーの利益率改善により、FY23 の 6.6%から FY24 上期の 7.8%へと改善した。
- 同社は FY24 通期予想を、売上高 32,000 百万円 (前期比 2.4%増)、営業利益 2,200 百万円 (同 11.2%増) とした。
- FY23 から FY25 の 3 年間で対象とする現在の中期経営計画は、前計画で未達となった売上高 33,000 百万円、経常利益 3,300 百万円の達成を目指す。
- 同社は総還元性向を FY22 の 54.7%から、FY25 に 70% (配当 40%、自己株式取得 30%) に改善する計画である。また、自己株式のうち、発行済み株式数の 5%を超える部分を消却する方針である
- 採用補償金及び子会社清算益などの特別利益を除いた純利益に基づく FY23 の ROE 4.8%に対して、FY25 の ROE は 8%を目指す。FY24 の ROE は 5.7%を予想する。

萩原工業(7856 JP): 業績サマリー

(百万円)	FY22		FY23		FY24	
	上期	通期	上期	通期	上期	YoY (%)
売上高	14,490	29,953	15,930	31,245	16,374	2.8
営業利益	742	1,377	1,010	1,979	1,271	25.8
OPM (%)	5.1	4.6	6.3	6.3	7.8	+1.4ppt
経常利益	889	1,681	1,091	2,250	1,405	28.8
RPM (%)	6.1	5.6	6.8	7.2	8.6	+1.7ppt
当期利益	659	943	2,246	3,118	960	-57.3
NPM (%)	4.6	3.1	14.1	10.0	5.9	-8.2ppt

Source: Nippon-IBR based on Hagihara Industries' FY23 & FY24 1H earnings presentation materials

FY24 上期の営業利益率は 7.8%と FY23 の 6.3%から増加したが、合成樹脂加工製品事業のセールスマックス改善により達成した FY20 の 9.2%の水準までは回復しなかった。合成樹脂加工製品事業の FY24 上期営業利益率は、7.8%となり、前年同期比で 1.1ppt 増、FY23 比で 1.5ppt 増となった。改善に寄与したのは、1) 燃料・原材料費の高騰を転嫁した販売価格改定 (188 百万円)、2) 販売費の増加 (100 百万円) を相殺した高利益製品の売上高増加 (44 百万円) などである。機械製品事業の営業利益率も、FY23 の 6.6%から FY24 上期の 7.8%へと改善した。貢献した要因は、1) 紙スリッターの売上回復、2) スクリーンチェンジャーおよびリサイクル機器の堅調な売上、3) スクリーンチェンジャーの利益率改善、である。

セグメント売上高・営業利益 (累計ベース)

(百万円 / 10 月決算)	FY20		FY21		FY22		FY23		FY24	
	上期	通期	上期	通期	上期	通期	上期	通期	上期	YoY (%)
合成樹脂加工製品事業売上高	11,589	22,327	10,872	22,540	12,327	25,570	13,550	26,353	13,473	-0.6
セグメント営業利益	1,132	1,932	941	1,576	557	1,176	912	1,655	1,046	14.6
セグメント OPM (%)	9.8	8.7	8.7	7.0	4.5	4.6	6.7	6.3	7.8	+1.1ppt
機械製品事業売上高	2,560	4,904	2,235	5,165	2,163	4,382	2,379	4,891	2,900	21.9
セグメント営業利益	289	582	329	677	184	200	98	324	225	130.0
セグメント OPM (%)	11.3	11.9	14.7	13.1	8.5	4.6	4.1	6.6	7.8	+3.6ppt
売上高合計	14,150	27,231	13,107	27,705	14,490	29,953	15,930	31,245	16,374	2.8
営業利益合計	1,421	2,515	1,270	2,254	742	1,377	1,010	1,979	1,271	25.8
OPM (%)	10.0	9.2	9.7	8.1	5.1	4.5	6.3	6.3	7.8	+1.4ppt

Source: Nippon-IBR based on Hagihara Industries' FY23 and FY24 1H earnings results materials

合成樹脂加工 [PLS] [製品事業]

合成樹脂加工製品事業のFY24上期決算は、売上高13,473百万円（前年同期比0.6%減）に対して、営業利益は前年同期比14.6%増の1,046百万円と改善した。セグメント売上高の67.3%（9,060百万円、同2.8減）が国内売上、32.7%（4,412百万円、同4.3%増）が海外売上となっている。同セグメントの売上高ではプラス要因とマイナス要因が混在する形となった。プラス要因には以下のものがある。

- 燃料費・原材料費を転嫁した価格改定が浸透した。
- 粘着テープ原反が災害対策需要や住宅向け用途が増えたことで好調に推移した。
- 同社は能登半島の復興需要への対応を優先し、ブルーシートの供給に力を入れた。
- バルチップが海外市場で増収となった。同社の主要な海外子会社であるバルチップグループとハギハラ・ウエストジャワ・インダストリーズ社（インドネシア）は、それぞれ前年同期比で 5.4%と 1.6%の増収となった。バルチップの全社売上高は前年同期比で 6.5%増の 2,822 百万円となった。
- 円安を背景に輸出案件が好調に推移し、特に食品包装資材用途のメルタックが大幅な増収となった。

マイナス要因は以下の通りである。

- 販売数量が特に一般資材向けの原糸において低下した。
- 各種資材価格の高騰に起因した需要の縮小により、農業資材向けのラミクロスの販売数量が減少した。

FY24 上期売上高は微減となったが、営業利益は以下の要因により前年同期比で 14.6%改善した。

- 価格改定
- バルチップ（前年同期比 6.5%増）および粘着テープ原反（同 4.8%増）など主要製品の堅調な売上高を受け、セールスマックスが改善した。

PLS 事業 - 製品分類別売上高

(百万円)		FY21	FY22	FY23	FY24		YoY (%)
製品	主な製品・用途	通期	通期	通期	上期	通期(予)	
シート・建築資材	シート・ラミクロス・土のう	5,421	5,804	5,935	2,988	5,771	-2.8
その他産業資材	フレコンバック等	5,360	6,109	5,521	2,847	6,073	10.0
バルチップ	インフラ・建設・鉱山	3,680	4,825	5,289	2,822	5,924	12.0
生活資材	粘着関連・人工芝・メルタック等	7,125	7,862	8,678	4,401	8,358	-3.7
その他	仕入商品等	951	967	927	412	833	-10.1
PLS 計		22,540	25,570	26,353	13,473	26,962	2.3

Source: Nippon-IBR based on Hagihara Industries' FY24 1H Earnings Material

機械製品 [ENG] 事業

機械製品事業の FY24 上期決算は、売上高 2,900 百万円（前年同期比 21.9%増）、営業利益 225 百万円（同 130.0%増）となった。同セグメントの FY24 上期売上高では国内売上高 2,545 百万円がセグメント売上高の 87.7%(同 52.6%増)を占め、海外売上高は 12.3%（同 50.1%減）の 356 百万円に過ぎない。リチウムイオン二次電池向けのフィルムスリッターは競争激化のため、深追いしない方針。一方、再生プラスチック需要の高まりを受け、スクリーンチェンジャーの売上が予想以上に伸び、セグメントの増収に貢献した。紙スリッターの売上が前年同期比で増加したのは、FY23 上期の売上高が低迷していたことによる。同セグメントの営業利益率は、プラスチックの再生に使用するスクリーンチェンジャーの部品調達状況の改善等により、前年同期比で 3.8ppt 改善した。

ENG 事業 - 製品分類別売上高							
(百万円)		FY21	FY22	FY23	FY24		
製品	主な製品・用途	通期	通期	通期	上期	通期(予)	YoY (%)
紙スリッター	電気材料（絶縁）・電気部品包材	925	392	519	387	1,004	93.4
フィルムスリッター	軟包材・化学系材料・電池部材	3,413	2,862	3,109	1,402	2,692	-13.4
スクリーンチェンジャーリサイクル機器	PET ボトルリサイクル	711	1,055	1,021	1,066	1,145	12.1
その他	ワインダー等	115	71	241	25	195	-19.1
ENG 計		5,165	4,382	4,891	2,900	5,037	3.0

Source: Nippon-IBR based on Hagihara Industries' FY24 1H Earnings Material

同社はFY21から、戦略製品のセグメント分類を見直し、持続可能な開発目標（SDGs）ごとに分類した。しかしほぼすべての製品がSDGsに関連しているため、FY24からSDGs関連製品の内訳の詳細説明を削除した。参考までに、SDGs関連商品の売上高内訳は下表の通りである。同社は顧客の様々な課題に対してソリューションの提供を目指している。

SDGs 関連製品 連結売上高								
(百万円 / 10 月決算)	FY22		FY23		FY24			
	上期	通期	上期	通期	上期	YoY (%)	通期(予)	YoY (%)
気候変動適応	2,119	4,259	2,477	4,894	2,478	0.0	4,607	-5.9
国産シート	1,106	2,238	1,371	2,550	1,319	-3.8	2,452	-3.8
粘着テープ原反	1,013	2,020	1,106	2,343	1,159	4.8	2,155	-8.0
働き方改革	2,549	5,789	3,137	6,253	3,252	3.7	6,798	8.7
防災シート・メッシュシート	469	963	488	963	430	-11.9	874	-9.2
バルチップ	2,080	4,825	2,649	5,289	2,822	6.5	5,924	12.0
循環型社会	589	1,131	631	1,205	1,221	93.5	1,428	18.5
エコフレンドシート	27	76	110	184	155	40.9	282	53.3
スクリーンチェンジャー	492	930	373	787	635	70.2	693	-11.9
リサイクル機器	69	124	147	234	431	193.2	451	92.7
産業と技術確認の基盤づくりへの貢献	1,558	3,255	1,644	3,628	1,808	10.0	3,697	1.9
フィルムスリッター	1,460	2,862	1,553	3,109	1,420	-8.6	2,692	-13.4
紙スリッター	97	392	91	519	387	325.3	1,004	93.4
SDGs 関連製品売上合計	6,817	14,435	7,889	15,980	8,761	11.1	16,532	3.5
連結売上に占める割合(%)	47.1%	48.2%	49.5%	51.1%	53.5%	+4.0ppt	51.7%	+0.5ppt

Source: Nippon-IBR based on Hagihara Industries FY22, FY23, and FY24 1H earnings presentation materials

FY24 見通し

同社はFY24通期予想を、売上高32,000百万円（前期比2.4%増）、営業利益2,200百万円（同11.2%増）とした。FY24上期の業績は会社予想を上回ったものの、円安などの外部要因が売上高を一部押し上げたこと、中国経済の低迷や資源価格の高騰、世界の需要動向など事業環境を取り巻く要因が引き続き不透明であると予想されることから、通期予想の上方修正を見送った。「2024年問題」と称される人件費や物流費は、さらなるコストの上昇に繋がる可能性がある。同社はこれらのコストの上昇分を価格転嫁する見込みであるが、効果発現までにタイムラグがあり、値上げによる顧客心理の冷え込みが売上数量に及ぼす影響が懸念される。

同社はFY24の年間配当は一株当たり50円を予想しており、配当性向は50%となる。

萩原工業(7856 JP): 業績・予想サマリー											
(百万円)	FY22			FY23				FY24			
	上期	下期	通期	上期	下期	通期	YoY (%)	上期	下期(予)	通期(予)	YoY (%)
売上高	14,490	15,462	29,953	15,930	15,314	31,245	4.3	15,950	16,050	32,000	2.4
営業利益	742	634	1,377	1,010	968	1,979	43.7	1,120	1,080	2,200	11.2
OPM (%)	5.1	4.1	4.6	6.3	6.3	6.3	+1.7ppt	7.0	6.7	6.9	+0.5ppt
経常利益	889	792	1,681	1,091	1,159	2,250	33.8	1,180	1,120	2,300	2.2
RPM (%)	6.1	5.1	5.6	6.8	7.6	7.2	+1.6ppt	7.4	7.0	7.2	flat
当期利益	659	283	943	2,246	871	3,118	230.7	830	770	1,600	-48.7
NPM (%)	4.5	1.8	3.1	14.1	5.7	10.0	+6.8ppt	5.2	4.8	5.0	-5.0ppt

Source: Nippon -IBR based on Hagihara Industries' FY23 & FY24 1H earnings presentation material

合成樹脂加工製品事業

合成樹脂加工製品事業のFY24売上高は、26,963百万円（前期比2.3%増）を予想する。セグメント収益を牽引するのはバルチップと見ており、FY24売上高は5,924百万円（同12.0%増）を見込む。バルチップはコンクリート補強における優れた作業性により、工期の短縮を可能にしている。トンネル坑道や高速道路トンネル、土間用途に用いられ、これらの用途の売上が近年急増している。土間用途のコンクリート補強材の大半はいまだに鉄筋が使われており、南米を始めとするバルチップのシェア拡大の余地は大きい。ブラジルを中心としたバルチップの旺盛な需要を受けて、同社は南米パラグアイに工場を新設しバルチップの生産を2023年9月より開始している。また、同社はパラグアイ道路協会と共同で、バルチップを用いた先進舗装工法の研究開発に取り組んでいる。さらに、高速道路株式会社（NEXCO）のトンネル用コンクリート補強材としてバルチップが採用されている。2023年12月に起きた兵庫県尼子山トンネルのトラックによる火災事故で、コンクリート剥落の危険により閉鎖されたトンネルのコンクリート補強にバルチップが使われ、その剥落防止性能が注目された。

機械製品事業

機械製品事業のFY24売上高は5,037百万円（前期比3.0%増）を予想する。紙スリッターの売上は1,004百万円と前期比で93.4%の伸びを予想するが、これはFY22とFY23の売上が低迷していたためであり、FY24売上高はシクリカルな需要に押し上げられる可能性が高い。フィルムスリッターのFY24売上高予想は2,692百万円（同13.4%減）である。スリッターの売上を牽引してきたリチウムイオン二次電池、半導体、及びディスプレイ関連材料向けのスリッターの需要が中国の市況悪化を受けて軟化し、FY24上期まで低迷が続いた。同社はスリッターの売上回復をFY24下期に見込むが、リチウムイオン二次電池向けの需要は回復が遅れると見ている。一方、飲食業界向けに食品保存容器のチャックテープ用の細断需要は増加した。プラスチックのリサイクルへの関心の高まりを背景に、廃プラスチックの不純物を除去する同社のスクリーンチェンジャーの需要は、引き続き堅調に推移した。同社はスクリーンチェンジャーのFY24売上高を693百万円（同11.9%減）と予想しているが、上期の売上高はすでに635百万円（同70.2%増）に達した。同様にリサイクル機器の売上は、通期予想の451百万円（同92.7%増）に対して、上期にはすでに431百万円（同193.2%増）となった。

中期経営計画「V FOR J」- V 字回復、J 字成長へ

同社はFY23からFY25の3年間を対象とする現在の中期経営計画「V for J」をFY22通期決算と共に発表した。中期経営計画「V for J」は、目標未達に終わった前回の中期経営計画を踏まえ、未達要因への対処のための戦略を織り込んでいる。

中期経営計画「V FOR J」の目標

中期経営計画「V for J」では、前中期経営計画で未達となった、売上高33,000百万円（3年CAGR 3.3%）、経常利益3,300百万円（3年CAGR 25.2%）の達成を目指している。各事業の売上高と経常利益のFY23の実績およびFY25の目標は以下の通りである。

合成樹脂加工製品事業 [FY23 売上高26,353百万円（前期比3.1%増）、営業利益 1,655百万円（同40.6%増）]

- 売上高26,600百万円（CAGR 1.3%） – 同事業のFY22売上高25,570百万円から1,000百万円の増収。増収要因の内訳は以下の通り。
 - バルチップ1,800百万円増（FY22売上高4,825百万円から、目標売上高6,625百万円（CAGR 11.1%）へ）。バルチップのFY23売上高は5,289百万円（同9.6%）となった。FY23売上高は年平均成長率（CAGR）予想を下回ったが、ラテンアメリカにおける需要の急拡大に対応したパラグアイの生産能力増強により、成長は加速すると同社は見ている。バルチップのFY24売上高は5,924百万円（同12.0%増）を予想する。
 - メルタック400百万円増（FY22売上高419 百万円）
 - 低採算品整理等1,200百万円減
- 経常利益2,300百万円（CAGR 15.3%） – 同事業のFY22経常利益から800百万円の増益。増益要因の内訳は以下の通り。
 - 増収効果100百万円増
 - 利益率向上700百万円増（適正価格の実現、現地生産の拡大および海外需要の開拓により達成）

機械製品事業 [FY23売上高4,891百万円（同11.6%増）、営業利益324百万円（同61.8%増）]

- 売上高6,400百万円（CAGR 13.4%） – 同事業のFY22売上高4,382百万円から2,000百万円の増収。増収要因の内訳は以下の通り。
 - 部品納期短縮1,600百万円増
 - 新規製品400百万円増
- 経常利益1,000百万円（CAGR 71.0%） – 同事業のFY22経常利益から800百万円の増益。増益要因の内訳は以下の通り。
 - 増収効果100百万円増
 - 利益率正常化700百万円増

上記の数値目標達成のためのV 字回復戦略およびJump 戦略の概要は以下の通りである。

1. 適正価格の実現、およびそのための製品競争力強化

同社はFY23に合成樹脂加工製品事業において、ナフサ以外のおよびエネルギーコスト高騰の価格転嫁を順調に進めた。

2. パラグアイでのバルチップの生産開始などによる、最適な生産と物流体制の構築

同社は海外における需要の高い地域の近隣にバルチップの生産拠点を開設することを計画しており、パラグアイの新工場はFY23から生産をすでに開始し、FY24 には本格稼働する予定である。これにより海上輸送費増加の回避に加え、現地の市場動向をより詳細に把握することができる。同社はまた、米国（テキサス）にメルタックの工場を新設することを計画しており、これら2つの海外生産拠点には、中期経営計画における戦略投資4,000百万円より、パラグアイに650百万円、テキサスに約1,000百万円が充てられる。（戦略投資4,000百万円のうち、700百万円はFY23にすでに投資済である）。戦略投資の他に、笠岡工場に総額5,000百万円（うち2,500百万円は、中期経営計画発表時点で投資済）をかけて中国のシート生産機能を国内移転すると共に、機械製品事業でも生産拠点の最適化を図る。上記の戦略投資、笠岡工場、維持更新投資を含めた3年間の投資総額は10,500百万円で、うち4,400百万円はFY23に投資済である。

3. 水平リサイクルの実現

最終的な目標は、再生可能な循環型のリサイクルモデルを構築することである。使用済みブルーシートのリサイクル工程は、1) 洗浄、樹脂分離、脱墨、2) スクリーンチェンジャーによる樹脂の濾過、3) リペレ・ペレタイザー工程で改質、調質、となる。こうしたリサイクル事業は同社の機械製品の開発を促し売上を増加させるであろう。

萩原工業 (7856 JP): 中期経営計画及び今期予想				
(百万円)	FY22	FY23	FY25	
	実績	実績	目標	% CAGR (3-yr)
売上高	29,953	31,245	33,000	3.3
PLS	25,570	26,353	26,600	1.3
ENG	4,382	4,891	6,400	13.5
営業利益	1,377	1,979	3,300	33.8
PLS	1,176	1,655	2,300	25.1
ENG	200	324	1,000	71.0
営業利益率(%)	4.6	6.3	9.7	N/A
PLS	4.6	6.3	8.6	N/A
ENG	4.6	6.6	15.6	N/A
経常利益	1,681	2,250	3,300	25.2
経常利益率(%)	5.6	7.2	10.0	N/A

Source: Nippon-IBR based on Hagihara Industries' Mid-term Management Plan presentation materials

中期経営計画の資本政策

中期経営計画の3年間（FY23 – FY25）に同社は計14,000百万円の支出を計画しており、その原資は営業キャッシュフローが10,000百万円、負債調達4,000百万円である。14,000百万円をすべてキャッシュフローで賄うことも可能であるが、負債調達もいれてバランスを図ることにより資本コストの最適化を図っている。

14,000百万円の内訳は以下の通りである。

- 株主還元3,500百万円。同社は総還元性向をFY22の54.7%から、FY25に70%（配当40%、自己株式取得30%）に改善する計画である。また、自己株式のうち、発行済み株式数の5%を超える部分を消却する方針である。FY23の配当支払総額は、696百万円（前期比35.4%増）、自己株式取得総額は536百万円となり、総還元性向は39.7%となった。ただし、中国政府からの収用補償金2,022百万円及び子会社清算益250百万円を除いた純利益に基づく配当性向は52.0%、総還元性向は92.2%（FY22は54.7%）となる。同社はFY24の配当を昨年度同様の一株当たり50円と予想しており、配当支払総額は696百万円となる。
- 前述の投資に10,500百万円。これらの内訳は、1) 海外生産拠点および戦略製品の強化などの戦略投資4,000百万円、2) 笠岡工場に2,500百万円、3) 維持・更新の設備投資に4,000百万円、である。

現中期経営計画の最終年度（FY25）ROE 目標値8%に対して、前述の収用補償金及び子会社清算益などの特別利益を除いた純利益に基づくFY23 ROE は、4.8%であった。FY24のROEは5.7%を予想する。ROICの目標値は開示されていない。

GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by Hagihara Industries Inc. (the Sponsor) and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by Hagihara Industries. 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 2024 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



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).