

# 大同特殊鋼株式会社 (5471 JP)

コストと価格引き上げに対する慎重な見通しから、FY26 営業利益は横ばいの見込み

## エグゼクティブサマリー

- FY25 通期決算**：大同特殊鋼の FY25 通期決算（3 月期）は、売上高 578,129 百万円（前期比 0.6%増）、営業利益 42,081 百万円（同 6.8%増）となり、修正後予想の売上高 575,000 百万円（同横ばい）、営業利益 36,000 百万円（同 8.6%減）を上回った。同社は以下の要因に基づき第 3 四半期の決算発表時に予想を修正している。1) 鉄スクラップ市況が想定を上回る価格で推移しているものの、受注水準が堅調である、2) 為替水準が円安に推移している、3) 継続的なコストダウン努力により適正マージンを確保・維持している。FY25 営業利益が修正後予想を上回った要因は、1) 予想以上の鋼材売上数量の増加（予想 1.022 百万トンに対して、実績 1.025 百万トン）、2) 価格調整（予想比約 1,000 百万円増）、3) 半導体製造装置向けステンレス鋼の数量回復（予想比 200 百万円増）、4) コスト削減、である。
- FY26 業績予想**：同社の FY26 業績予想は、上期売上高 305,000 百万円（前年同期比 7.2%増）、同営業利益 21,000 百万円（同 13.7%増）、通期売上高 630,000 百万円（前期比 9.0%増）、同営業利益 40,000 百万円（同 4.9%減）である。予想には以下の想定が織り込まれている。1) 鋼材売上数量は前年比横ばいの 1.042 百万トン（FY25 は 1.025 百万トン）、2) 為替レート 155 円/ドル（FY25 平均レートは 150.8 円/ドル）、および鉄スクラップ市況（建値）51,000 円/トン（FY25 は 42,000 円/トン）、3) 中東情勢の地政学リスクの影響 - 原油市況高騰による影響は 1,200 百万円のコスト増（原油市況前提：FY26 第 1 四半期 90\$/B、同第 2 四半期以降 63\$/B で推移）。
- 中期経営計画の見直し**：FY26 を最終年度とする中期経営計画の目標を、以下の外部環境の変化を踏まえ 2025 年 10 月に下方修正した。想定を上回る鋼材売上数量の減少  
自動車生産の低迷、産業機械関連受注の予想以上の減少  
事業環境における不確実性の高止まり  
しかし 2025 年 10 月に比較して半導体製造装置向けステンレス鋼の需要は、予想より早く回復基調となった。
- 株主還元**：同社は配当性向 30%以上に基づく安定配当を基本方針としていたが、より安定的な配当を実現するべく、中期経営計画期間中の年間配当の下限指標として DOE 2.5%を明言している。FY26 の年間配当は一株当たり 52 円（FY25 は 49 円）を計画しており、配当性向は 37.8%（一過性要因を除くと 38.4%）となる。

### 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)	550,300	時価総額 (百万ドル)	3,439			
22 日平均売買代金 (百万円)	2,787	22 日平均売買代金 (百万ドル)	17			
株価パフォーマンス (%)	5471	TOPIX	業績予想 (百万円, %)	FY24	FY25	FY26 CE
株価 (2026 年 6 月 18 日)	2,534	4,068.18	売上高	574,945	578,129	630,000
3mo (3 月 18 日終値比)	21.7	9.4	営業利益	39,408	42,081	40,000
6mo (2025 年 12 月 18 日終値比)	59.8	21.2	営業利益率 [OPM] (%)	6.9	7.3	6.3
YTD (2026 年 1 月 5 日終値比)	56.9	17.0	EBITDA	69,673	73,210	74,000*
1yr	151.0	62.4	EPS (¥)	134.57	161.74	137.60
5yrs	135.5	109.0	財務レバレッジ (X)	1.8	1.8	1.8*
一株当たり指標	5471	TOPIX	ネット D/E レシオ (X)	0.2	0.2	0.2*
EPS (¥, FY26 CE)	137.60	220.00	フリーキャッシュフロー	37,930	17,848	N/A
DPS (¥, FY26 CE)	52.00	N/A	株主還元指標	FY24	FY25	FY26 CE
BPS (¥, FY26 EST*)	N/A	N/A	配当金 (¥)	47.00	49.00	52.00
FCFPS (¥, FY26 EST*)	N/A	N/A	配当性向 (%)	34.9	30.3	37.8
予想 PER (X)	18.41	18.49	配当利回り (%)	N/A	N/A	2.1
予想 PBR (x)	N/A	1.30	DOE (%)	2.5	2.5	2.5
予想 PCFR (x)	N/A	N/A	自己株比率 (%)	1.6	7.8	N/A
EV/EBITDA (X)*	8.7	N/A	ROE (%)	6.7	7.2	N/A

Source: Nippon-IBR based on data on Daido Steel's presentation materials, Bloomberg and Toyo Keizai / \* Nippon-IBR estimates

## FY25 決算概要

大同特殊鋼の FY25 通期決算（3 月期）は、売上高 578,129 百万円（前期比 0.6%増）、営業利益 42,081 百万円（同 6.8%増）となり、修正後予想の売上高 575,000 百万円（同横ばい）、営業利益 36,000 百万円（同 8.6%減）を上回った。同社は以下の要因に基づき第 3 四半期の決算発表時に予想を修正している。1) 鉄スクラップ市況が想定を上回る価格で推移しているものの、受注水準が堅調である、2) 為替水準が円安に推移している、3) 継続的なコストダウン努力により適正マージンを確保・維持している。

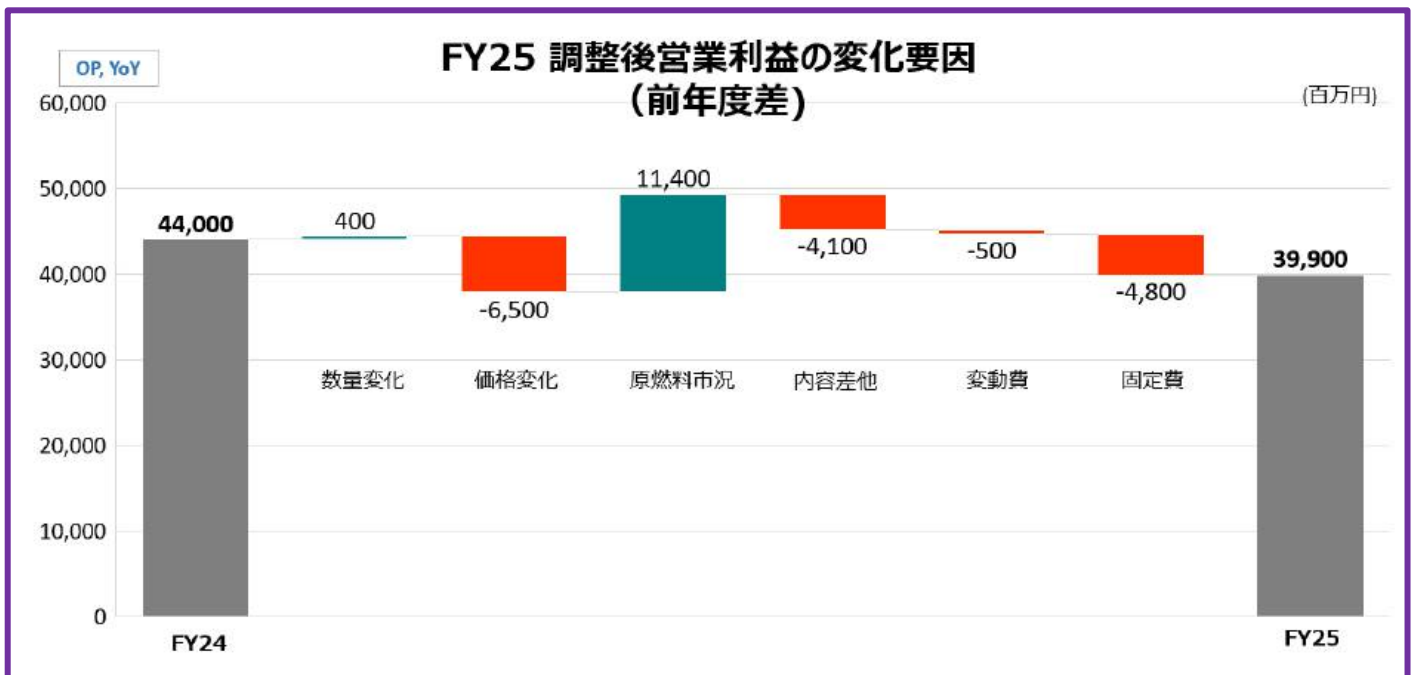
FY25 営業利益が修正後予想を上回った要因は、1) 予想以上の鋼材売上数量の増加（予想 1.022 百万トンに対して、実績 1.025 百万トン）、2) 価格調整（予想比約 1,000 百万円増）、3) 半導体製造装置向けステンレス鋼の数量回復（予想比 200 百万円増）、4) コスト削減、である。

鉄スクラップ価格は FY25 を通して上昇基調となり、ニッケル価格は概ね安定して推移した。中東情勢の地政学リスクによりエネルギー価格は上昇したが、同社はコスト増の価格転嫁および経費削減の取り組みにより適正なマージンを確保している。

大同特殊鋼 (5471 JP): 業績サマリー							
(百万円)	FY24		FY25				
	上期	通期	上期	通期	YoY (%)	通期(予)	達成率(%)
鋼材売上数量 (単位: トン)	519,000	1,015,000	504,000	1,025,000	1.0	1,022,000	0.3
売上高	283,439	574,945	284,499	578,129	0.6	575,000	0.5
売上原価	231,582	470,757	234,347	476,828	1.3	N/A	N/A
原価率 (%)	81.7	81.9	82.4	82.5	+0.6ppt	N/A	N/A
売上総利益	51,856	104,187	50,151	101,301	-2.8	N/A	N/A
GPM (%)	18.3	18.1	17.6	17.5	-0.6ppt	N/A	N/A
販管費	29,689	61,335	31,468	64,790	5.6	N/A	N/A
販管费率 (%)	10.5	10.7	11.1	11.2	+0.5ppt	N/A	N/A
営業利益	18,258	39,408	18,464	42,081	6.8	36,000	16.9
OPM (%)	6.4	6.9	6.5	7.3	+0.4ppt	6.3	+1.0ppt
税引前利益	19,608	42,653	19,650	44,756	4.9	37,500	19.3
法人税など	-6,410	-12,092	-5,631	-9,878	-18.3	N/A	N/A
当期利益*	12,152	28,314	12,937	32,605	15.2	25,500	27.9

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

特別損益に該当する項目、為替差損益、在庫評価損益、環境費用引当、固定資産税（平準化）などを調整した調整後営業利益は、前期比で 4,033 百万円 / -9.2%減少し 39,920 百万円（FY24は 43,953 百万円）となった。減益の要因は、1) 原料費の下落を反映した価格調整（6,500 百万円減）、2) 賃上げ対応などによる固定費の増加（4,800 百万円減）、3) 掘削関連の需要低迷による自由鍛造品の減益 3,800 百万円を含む内容差（4,100 百万円減）、などである。これらの減益要因は、原燃料費の減少（11,400 百万円増）により一部相殺された。



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



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

## FY25 セグメント別業績

### 1. 特殊鋼鋼材

[FY25 売上高 207,781 百万円 (前期比 1.1%減)、営業利益 13,380 百万円 (同 10.7%増)、営業利益率 6.4% (同 0.6ppt 増) ]

FY25 の鋼材売上数量は前年横ばいの 85,000 トン/月となったが、これは特に中国において日系自動車メーカーの減産が継続しているためである。一方、産業機械の需要は回復基調となった。日系自動車メーカーの FY25 の生産台数は 24.6 百万台と前年横ばいで推移し、生産のペースは FY24 と実質的に同様である。これらの結果、FY25 売上高は 207,781 百万円となり、前期比 1.1%減であるが予想を 1.9%上回った。

## 2. 機能材料・磁性材料

[FY25 売上高 199,753 百万円 (前期比 0.6%減)、営業利益 14,884 百万円 (同 35.0%増)、営業利益率 7.5% (同 2.0ppt 増) ]

FY25 売上高および営業利益共に、予想をそれぞれ 1.4%と 14.5%上回った。データセンター用 HDD 向けおよび産業機械・半導体製造装置向けの需要が上向き、ステンレス鋼の売上数量が年度末にかけて増加したことが増益に貢献した。同社の製品は半導体製造装置の前工程で多く使われており、同分野の本格的回復は、FY26 下期以降となる見込みである。高合金の売上数量は、自動車関連の需要回復により伸長した。中国による重希土類の輸出規制の強化に伴い、Dy (ジスプロシウム)、Tb (テルビウム) などの重希土類フリーが特徴である同社磁石製品への需要が上昇基調となった。一方チタン製品は、医療機器関連において一部在庫調整が継続していることなどに影響を受けた。

## 3. 自動車部品・産業機械部品

[FY25 売上高 117,937 百万円 (前期比 4.3%増)、営業利益 8,160 百万円 (同 28.0%減)、営業利益率 6.9% (同 3.1 ppt 減) ]

北米におけるエンジンバルブ部品の堅調な需要や、中国における船用エンジンバルブ向けおよび重電関連の自由鍛造品の需要により売上高が伸長した。航空機関連の受注は、FY25 期末にかけて回復した。掘削関連の自由鍛造品の売上は、在庫調整の継続の影響により低迷した。これらの結果、「高合金プロセス改革プロジェクト」に伴う生産アロケーション変更に伴う一過性費用を含む FY25 営業利益は、前期比で 28.0%減少した。

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										
(百万円)		FY24			FY25					
		上期	下期	通期	上期	下期	通期	YoY (%)	通期 (予)	達成率 (%)
特殊鋼鋼材	売上高	105,478	104,684	210,162	99,979	107,802	207,781	-1.1	204,000	1.9
	営業利益	6,112	5,976	12,088	5,424	7,956	13,380	10.7	9,500	40.8
	OPM (%)	5.8	5.7	5.8	5.4	7.4	6.4	+0.6ppt	4.7	+1.7ppt
機能材料・磁性材料	売上高	100,116	100,747	200,863	96,794	102,959	199,753	-0.6	197,000	1.4
	営業利益	5,081	5,947	11,028	6,316	8,568	14,884	35.0	13,000	14.5
	OPM (%)	5.1	5.9	5.5	6.5	8.3	7.5	+2.0ppt	6.6	+0.9ppt
自動車部品・産業機械部品	売上高	53,734	59,297	113,031	59,166	58,771	117,937	4.3	119,000	-0.9
	営業利益	4,829	6,508	11,337	3,601	4,559	8,160	-28.0	7,500	8.8
	OPM (%)	9.0	11.0	10.0	6.1	7.8	6.9	-3.1ppt	6.3	+0.6ppt
エンジニアリング	売上高	10,587	13,480	24,067	14,257	12,368	26,625	10.6	28,000	-4.9
	営業利益	809	1,392	2,201	1,275	1,347	2,622	19.1	3,000	-12.6
	OPM (%)	7.6	10.3	9.1	8.9	10.9	9.8	+0.7ppt	10.7	-0.9ppt
流通・サービス	売上高	13,522	13,298	26,820	14,300	11,731	26,031	-2.9	27,000	-3.6
	営業利益	1,428	1,342	2,770	1,796	1,226	3,022	9.1	3,000	0.7
	OPM (%)	10.6	10.1	10.3	12.6	10.5	11.6	+1.3ppt	11.1	+0.5ppt
合計	売上高	283,439	291,506	574,945	284,499	293,630	578,129	0.6	575,000	0.5
	営業利益	18,258	21,150	39,408	18,464	23,617	42,081	6.8	36,000	16.9
	OPM (%)	6.4	7.3	6.9	6.5	8.0	7.3	+0.4ppt	6.3	+1.0ppt

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results materials  
Total numbers are after adjusted for inter-segment trades.

## FY26 業績予想

同社は FY26 業績予想を、上期売上高 305,000 百万円 (前年同期比 7.2%増)、同営業利益 21,000 百万円 (同 13.7%増)、通期売上高 630,000 百万円 (前期比 9.0%増)、同営業利益 40,000 百万円 (同 4.9%減) としている。2,800 百万円の全社ベースのスライドギャップを織り込んだことで FY26 は一時的に営業利益はマイナスの影響を受ける。一方で利益に貢献する要因としてステンレス鋼の拡販による数量増加、半導体製造装置向けステンレスの需要増加も織り込んでおり、需要環境は回復の兆しが見られている。中東情勢の地政学リスクによる原油価格の変動等、様々な不確実性を内包した経営環境を踏まえ、同社が業績予想に織り込んだ想定は次の通りである。

1. 以下の予想に基づき、鋼材売上数量は前年比横ばいの 1.042 百万トン (FY25 は 1.025 百万トン)

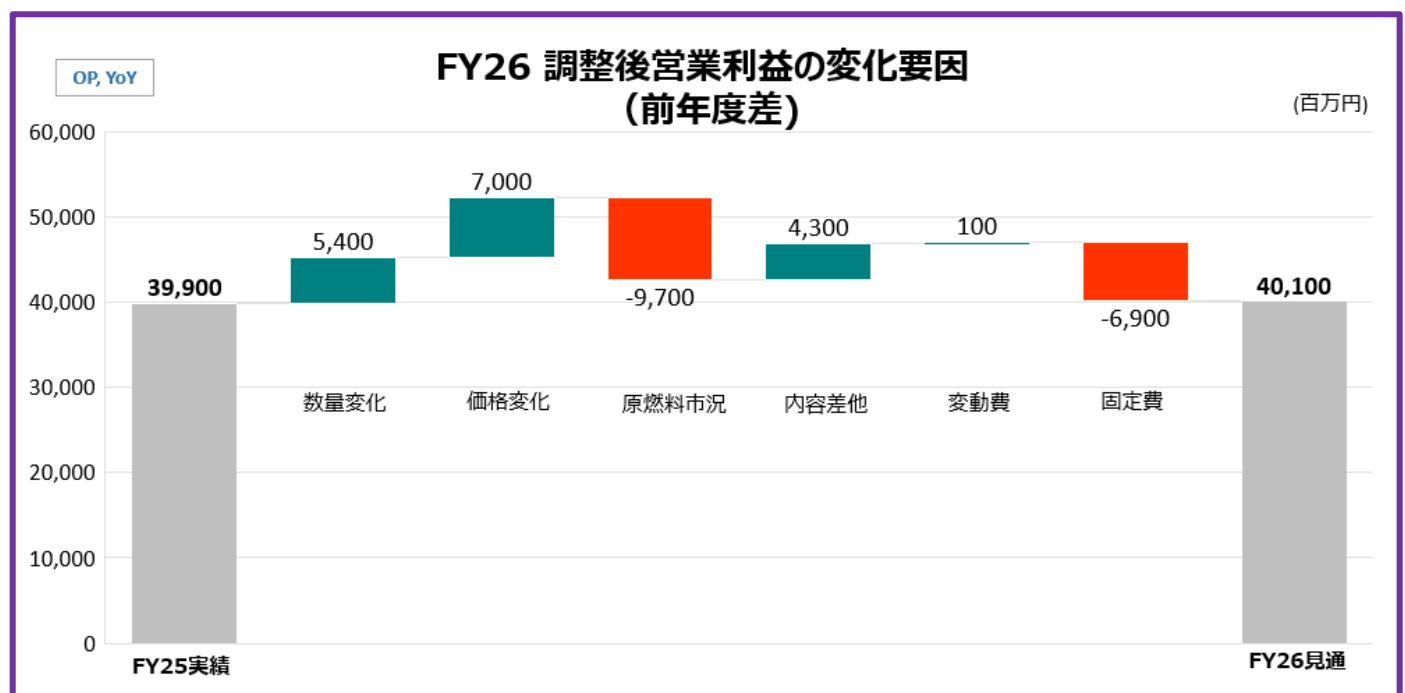
1) FY26 の日系自動車メーカーによる生産台数は 25 百万台 - これは過去 2 年間とほぼ同等の水準である (FY24 は 24.5 百万台、FY25 は 24.6 百万台)。

- 2) 産業機械関連の緩やかな回復に伴い売上数量も徐々に増加する。
- 2. FY25 の平均為替レート (150.8 円/ドル) に比べ、より保守的な FY26 為替レート (155 円/ドル) 鉄スクラップ市況は足元の市況高騰が継続する前提で、51,000 円/トン (FY25 は 42,000 円/トン) を予想する。
- 3. 中東情勢の地政学リスクによる影響  
原油市況高騰により、1,200 百万円のコスト増が発生する (原油市況前提: FY26 第 1 四半期 90\$/B、同第 2 四半期以降 63\$/B で推移)。90\$/B の原油価格が継続すれば、コスト増は 2,000 百万円に拡大する。原油価格高騰によるサプライチェーンにおける需要減少影響は予想に織り込んでいない。

同社は FY26 の年間配当を一株当たり 52 円 (FY25 は 49 円) と計画しており、配当性向は 37.8% (一過性費用を除くと 38.4%) となる。現行の年間配当性向 30%以上 (一過性要因を除いた EPS に基づく) の方針に加え、下限指標 DOE2.5%の株主還元方針を維持する。

大同特殊鋼 (5471 JP): 業績予想									
(百万円)	FY25			FY26 (予)					
	上期	下期	通期	上期(予)	YoY (%)	下期(予)	YoY (%)	通期(予)	YoY (%)
鋼材売上数量 (トン)	504,000	521,000	1,025,000	521,000	3.4	521,000	0.0	1,042,000	1.7
売上高	284,499	293,630	578,129	305,000	7.2	325,000	10.7	630,000	9.0
営業利益[OP]	18,464	23,617	42,081	21,000	13.7	19,000	-19.5	40,000	-4.9
OPM (%)	6.5	8.0	7.3	6.9	+0.4ppt	5.8	-2.2ppt	6.3	-0.9ppt
税引前利益	19,650	25,106	44,756	22,000	12.0	20,000	-20.3	42,000	-6.2
法人税など	-5,631	-4,247	-9,878	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
当期利益*	12,937	19,668	32,605	14,000	8.2	13,500	-31.4	27,500	-15.7

Source: Nippon-IBR based on Daido Steel's earnings results materials  
\* NP attributed to the parent's shareholders



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

## FY26 セグメント別業績予想

大同特殊鋼 (5471 JP): セグメント別売上高、営業利益、営業利益率ガイダンス										
(百万円)		FY25			FY26 (予)					
		上期	下期	通期	上期(予)	YoY (%)	下期(予)	YoY (%)	通期(予)	YoY (%)
特殊鋼鋼材	売上高	99,979	107,802	207,781	110,000	10.0	120,000	11.3	230,000	10.7
	営業利益	5,424	7,956	13,380	4,000	-26.3	4,000	-49.7	8,000	-40.2
	OPM (%)	5.4	7.4	6.4	3.6	-1.8ppt	3.3	-4.1ppt	3.5	-2.9ppt
機能材料・磁性材料	売上高	96,794	102,959	199,753	110,000	13.6	120,000	16.6	230,000	15.1
	営業利益	6,316	8,568	14,884	10,000	58.3	9,000	5.0	19,000	27.7
	OPM (%)	6.5	8.3	7.5	9.1	+2.6ppt	7.5	-0.8ppt	8.3	+0.8ppt
自動車部品・産業機械部品	売上高	59,166	58,771	117,937	60,000	1.4	60,000	2.1	120,000	1.7
	営業利益	3,601	4,559	8,160	5,000	38.9	4,000	-12.3	9,000	10.3
	OPM (%)	6.1	7.8	6.9	8.3	+2.2ppt	6.7	-1.1ppt	7.5	+0.6ppt
エンジニアリング	売上高	14,257	12,368	26,625	12,000	-15.8	11,000	-11.1	23,000	-13.6
	営業利益	1,275	1,347	2,622	500	-60.8	500	-62.9	1,000	-61.9
	OPM (%)	8.9	10.9	9.8	4.2	-4.7ppt	4.5	-6.4ppt	4.3	-5.5ppt
流通・サービス	売上高	14,300	11,731	26,031	13,000	-9.1	14,000	19.3	27,000	3.7
	営業利益	1,796	1,226	3,022	1,500	-16.5	1,500	22.3	3,000	-0.7
	OPM (%)	12.6	10.5	11.6	11.5	-1.1ppt	10.7	+0.2ppt	11.1	-0.5ppt
合計	売上高	284,499	293,630	578,129	305,000	7.2	325,000	10.7	630,000	9.0
	営業利益	18,464	23,617	42,081	21,000	13.7	19,000	-19.5	40,000	-4.9
	OPM (%)	6.5	8.0	7.3	6.9	+0.4ppt	5.8	-2.2ppt	6.3	-1.0ppt

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

## 1. 特殊鋼鋼材

**[FY26 売上高 230,000 百万円 (前期比 10.7%増)、営業利益 8,000 百万円 (同 40.2%減)、営業利益率 3.5%]**

特殊鋼鋼材セグメントでは、FY26 売上高 230,000 百万円 (前期比 10.7%増)、営業利益 8,000 百万円 (同 40.2%減) を予想する。同社は産業機械関連の緩やかな需要回復に伴い売上が増加するが、自動車関連の需要は引き続き横ばいになると見ている。調整後営業利益は以下の想定により 3,000 百万円 (同 26.5%減) 減少すると予想する。

- 1) 同社はコスト増を価格転嫁する予定であるが、セグメント営業利益は主に鉄スクラップ価格とエネルギーサーチャージのスライドギャップ (同セクターにおける営業額は 2,000 百万円を予想) の影響を受ける。ただし、スライドギャップによる影響は一時的なものであり、原燃料市場が想定通りに進めば、FY27 には解消されると想定している。
- 2) 全ての価格転嫁を実施できなかった場合に備え、追加の 1,000 百万円の減益を織り込んでいる。

## 2. 機能材料・磁性材料

**[FY26 売上高 230,000 百万円 (前期比 15.1%増)、営業利益 19,000 百万円 (同 27.7%増)、営業利益率 8.3%]**

機能材料・磁性材料セグメントでは、FY26 売上高を 230,000 百万円 (前期比 15.1%増)、営業利益を 19,000 百万円 (同 27.7%増) としており、予想は以下の前提に基づいている。

- 1) 半導体製造装置向けステンレス鋼の FY26 売上数量の増加。ただし足元の好調な需要動向にもかかわらず、下期の売上数量は上期と同程度という前提になっている。
- 2) プラント向けステンレス鋼の拡販製品の売上拡大
- 3) 重希土類フリー磁石の需要増加は継続
- 4) 半導体製造装置向けステンレス鋼の売上成長により、内容差 (前年比 1,600 百万円) の利益貢献

漸く回復の兆しを見せた半導体製造装置向けのステンレス鋼については、同社はマスマクロコントローラーの需要が急速に持ち直していると考えている。現行の中期経営計画を 2025 年 10 月に修正した際、半導体製造装置関連製品の需要は FY26 下期以降に回復すると見ていたが、現在すでに回復

し始めている。同社は半導体製造装置向けステンレス鋼の売上数量の増加を予想に反映させているが、同製品の売上増加によって実現するセールスマックスの改善は織り込んでいない。磁石製品に関しては、前述の重希土類フリーの磁石の引き合いが継続している。

### 3. 自動車部品・産業機械部品

**[FY26 売上高 120,000 百万円（前期比 1.7%増）、営業利益 9,000 百万円（同 10.3%増）、営業利益率 7.5%]**

自動車部品・産業機械部品セグメントでは、FY26 売上高 120,000 百万円（前期比 1.7%増）、営業利益 9,000 百万円（同 10.3%増）を予想する。航空機関連、重電関連の旺盛な需要に加え、引き続き堅調な船用バルブの受注が利益を牽引すると見ている。半導体関連製品の受注も増加傾向にあるが、掘削関連の需要の低迷は FY26 も継続すると見込んでいる。

---

### キャッシュアロケーション

同社は 2025 年 10 月に中期経営計画のキャッシュアロケーションのうち、FY26 営業キャッシュフロー目標を 140,000 百万円から 120,000 百万円以上（3 年累計）に修正した。投資額は 150,000 百万円から 140,000 円に修正されたが、成長戦略投資は変えず、設備投資を減額した。また株主還元への配分を 40,000 百万円から 50,000 百万円（3 年累計）に修正して株主還元を強化した。同社は FY30 にかけて戦略投資の回収を目指し、FY24 から FY30 に計 66,000 百万円の戦略投資を実施する。FY24 と FY25 には、それぞれ 8,600 百万円と 21,300 百万円を各年投資し、営業利益の一部として、3,500 百万円と 4,900 百万円の収益を。FY26 には、13,000 百万円の戦略投資を行い、7,200 百万円のリターンを得る計画である。FY27 以降は利益回収が加速すると見ている。

---

### 買収

同社は 2026 年 2 月に株式会社神戸製鋼所（5406）が 100%の株式を取得した日本高周波鋼業株式会社（5476）の株式の全株を神戸製鋼所から取得した。日本高周波鋼業の工具鋼、軸受鋼、特殊合金などの生産設備の有効活用を通じて最適な生産アロケーションの実現を目指す。買収費用は開示されていないが、FY25 に負のれん発生益 5,300 百万円（特別利益に該当）を計上している。

同社はまた、東北特殊鋼株式会社（5484）に対して株式公開買付けを 2026 年 5 月に実施した。公開買付け提案では、5 月 15 日の終値に 86% のプレミアムを上乗せした価格を提示した。同社はすでに東北特殊鋼の株式の 34.32%を保有していたが、それ以上の株式の取得は、公正取引法抵触の可能性があり実現しなかった。今回審査を通過し、取得が可能となった。同社は東北特殊鋼が持つ研究開発力を通して、特殊鋼の共同開発を目指す。

## 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 2026 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)



*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>.*