2026 年 12 月期 第 3 四半期決算説明会

質疑応答要旨

（2026 年 11 月 11 日）

◆　質問者：ゴールドマン・サックス証券株式会社　池田篤氏

Q1	第 4 四半期の見通しを伺いたい。第 4 四半期の為替影響を概ね前年同期並みと想定する中で+10%前後の増収を見込んでおり、第 3 四半期の為替影響を除いた約+5%の売上成長からさらに加速する計画と理解している。そうした中で、日本、NIPSEA 中国、NIPSEA 中国以外、AOC について、販売数量と製品値上げの効果をどのように見込んでいるのか？特に、引き続き厳しい市場環境が想定される NIPSEA 中国では、どのような前提を置いているのか？ 　また、第 4 四半期の調整後営業利益率は、逆算すると約 14%程度となり、第 3 四半期の 16.1%、2025 年第 4 四半期の 16.8%から低下する計算となる。こうした低下は、原材料価格の上昇と製品値上げの時間差によるものなのか？2027 年上期もこうした水準で見通すべきなのか？
A1	第 4 四半期の調整後営業利益率の見通しは、前年同期の 16.8%からは低下し、約 14%程度の水準となる見込みです。ただし、第 4 四半期は季節性として基本的に閑散期に当たり、2025 年こそ 16.8%でしたが、2024 年は 11.6%、2023 年が 11.8%でした。第 4 四半期に 13～14%の利益率を確保できるのであればむしろ上昇傾向、閑散期としては良好な水準にあると考えます。 　過去のトレンドも、第 4 四半期と翌年の第 1 四半期、第 2 四半期にかけては異なる推移となっています。季節性の影響が大きく、第 4 四半期の見通しが 2027 年度の水準を示唆するものではないことをご理解ください。 　ご指摘の通り、第 4 四半期は、為替影響が限定的な中でも、各地域の積み上げにより高い売上成長を見込んでいます。一方、原材料について、中東情勢が影響する前の 2 月以前に調達した在庫が第 2 四半期と第 3 四半期でほぼ消化される中、原材料価格が上昇したものもあれば、安定しているものもあり、調達自体が危ぶまれる状況からは脱しています。製品値上げの効果は第 3 四半期に相応に表れる中、第 4 四半期に追加の値上げを広く実施する想定はありません。そうした中で、原材料費率が上昇する可能性を見込んでおり、特に日本事業ではそうした上昇を見込まざるを得ない状況です。 　日本事業は、中東情勢に伴う危機対応の中で製品供給を維持し、顧客の理解を得ながら製品値上げを実施してきました。今後は原材料費率の上昇や、一部の前倒し需要の一巡などにより、利益率は若干低下する可能性がありますが、通年では非常に良好な実績となる見通しです。 　NIPSEA 中国は、季節的に第 4 四半期の利益率が低くなる傾向にある中、原材料費率の上昇に加え、先々を見据えたプロモーション費用を投入していく計画であるため、利益率は若干低下すると見込んでいます。それでも良好な水準を確保できる見通しであり、前年同期との比較だけでは実態を捉えにくい点にご留意ください。 　NIPSEA 中国の事業別では、自動車用や工業用の見通しに明るさがあり、汎用の TUB に底打ちの兆しがあります。一方、主力の TUC は 2027 年に向けてテコ入れが必要と考えています。ただし、競合他社が収益性で苦戦する中、当社は引き続き高い優位性を維持している認識です。 　AOC については、引き続きインフラ分野が好調ですが、建築分野は金利との連動性が高く、第 2 四半期には一過性の大型受注があったものの、販売数量を取り巻く環境は良好とは言えません。また、米国の売上構成比が低下すると、利益率が相対的に低い欧州やアジアの構成比が高まり、全体の利益率が低下したように見えますが、AOC は原材料価格に応じて機動的に製品価格の引き上げ・引き下げを実施しています。AOC は利益率だけでなく、貢献利益と販売数量の組み

	合わせを重視しており、利益率の数%程度の変動は重大視しておらず、他の事業とは評価のあり方が少し異なります。 東南アジアについては、市況が決して良好ではない中でも、当社の強みが表れています。インドネシアでは 4～5 月に実施した製品値上げが浸透しており、競合他社も好調な中、利益を確保しながら売上成長を実現しています。こうした強固なプラットフォームにアクゾノーベル社の東南アジア建築用塗料事業が上乗せされるのが重要なポイントであり、当社としては十分なリターンを確保できると見込んでいます。

Q2	NIPSEA 中国の TUB が第 3 四半期に+1%の増収に転じ、通期見通しも-LSD（1 桁台前半）の減収へ上方修正されている。中国不動産市況は依然として厳しいと推測しているが、改善の兆しがあるのか？それとも、工場などの非住宅分野への展開などの貴社固有の要因が大きいのか？来期に向けた方向性と、底打ちの兆しの持続性についても伺いたい。
A2	TUB は減収が続いていたため、売上水準のベースが大きく低下しています。その上で、従来手掛けてきたディベロッパー向けは依然厳しい状況にあるものの、工場や病院など、社会インフラを支える非住宅分野への多角化に注力してきました。こうした分野も市場規模は大きく、販売網の整備が進む中で、一定の成果が表れ始めていると考えています。 ただし、TUB の利益率はどうしても TUC よりは低く、今後の成長余地を踏まえても、NIPSEA 中国事業全体への業績寄与は TUC の回復の方が大きいと考えています。TUB の改善だけで楽観視することなく、TUB の成長を進めながら、主力である TUC の回復にも取り組んでいく方針です。

◆ 質問者：BofA 証券株式会社　榎本尚志氏

Q1	NIPSEA 中国の TUC が-8%の減収となった要因について、地域別の動向に変化があるのか？それとも、第 2 四半期と同様の状況が続いているのか？また、貸倒引当金について懸念すべき点はないのか？ また、第 4 四半期はプロモーション費用を投入する方針との説明だが、TUC の戦略は 2025 年 11 月の「IR DAY」での説明から変更はないのか？
A1	地域別では、都市部・地方都市ともに軟調であり、大きな変化はありません。製品別では、プレミアム製品の値下げ幅がやや大きくなっていますが、全体的に値下げしています。TUC の減収は、販売数量の減少と価格/ミックスの悪化によるものです。 与信管理については、2025 年から引き続き慎重に状況を注視していて、売掛金の回収に問題が生じている認識はありません。 戦略については、現地チームが最適な施策を日々見直しているため、「IR DAY」でご説明した内容から一部変更している点はありますが、販売網における顧客接点を活用し、プレミアムカラーを販売拡大していく基本方針は変わっていません。消費者センチメントが冷え込む中で、施策の効果に強弱は生じますが、引き続き顧客体験の向上も含めた取り組みを進め、販売店との連携をさらに深めていく方針です。 2026 年の「IR DAY」の実施は見送りましたが、NIPSEA 中国事業の見通しや戦略については、2027 年 2 月に開催予定の「第 4 四半期決算兼中期経営方針アップデート説明会」にて補足したい考えです。

◆　質問者：SMBC 日興証券株式会社　新谷泰大氏

Q1	NIPSEA 中国以外について、前四半期からは地域別にどのような変化があったのか？ 　また、インドネシアでは足元でも高成長を継続しているが、現地競合他社も貴社の優れた流通網を評価し、アクゾノーベル社の東南アジア建築用塗料事業の買収によって、認知度の高いブランドが加わることを脅威と捉えている。貴社が高成長を継続できている要因や 2027 年に向けた見通しについて伺いたい。
A1	当社の強みは地域によって異なりますが、シンガポール、マレーシア、インドネシアでは市場シェアも高く、強固な事業基盤を有しています。インドネシアのシェアは 20%に達し、現地競合他社と首位を争う水準にあるものの、圧倒的なシェアを持つ状況ではありません。 　こうした強固な事業基盤の源泉は、ブランド力です。現地では塗料をブランドで指名買いする消費者も多く、ブランドと販売網を一体で構築していることが当社の強みとなっています。 　アジアは人口規模が大きく、さらなる人口増加や 1 人当たり GDP の成長に伴い、1 人当たりの塗料消費量の増加や製品のプレミアム化が見込まれます。そのため、プレミアム価格帯で強いブランドを持つ企業が有利になります。インドネシアでは、当社ブランドは幅広く認知されており、買収によってプレミアムブランドが加わるメリットは大きいと考えています。 　塗料市場では、高いシェアを持つ企業が、その事業基盤による相乗効果でさらに競争力を高める構造があります。例えば、豪州では当社の建築用市場でのシェアは約 50%に達し、2 位、3 位の企業とは差があります。世界情勢は不安定ですが、人口増加や GDP、1 人当たり GDP の成長などが基本的に見込める状況下、2027 年以降の業績も一定の自信を持って見通しています。 　中国についても、1 人当たり GDP は現在 1 万 4,000 米ドル程度と、先進国の 4 万米ドルやシンガポールの 9 万米ドルと比較するとまだ大きな成長余地があります。人口増加は限定的でも、都市化の進展や 1 人当たり GDP の成長に伴う塗料需要の拡大が見込まれます。1 人当たり塗料消費量も先進国の半分程度であることから、今後も市場の拡大とシェア獲得を通じた成長余地があると見込んでいます。

Q2	第 3 四半期の実績は地域別に見ても第 2 四半期から大きな変化はなかったという理解で良いのか？ 　また、アクゾノーベル社の東南アジア建築用塗料事業の買収が成立すればブランド力が一段と強まり、細分化されたアジア市場では競合他社も参入しにくいと推測しているが、あえて挙げるべきリスクはあるのか？
A2	販売数量などで多少の変動はありますが、第 2 四半期からは大きく変わっていません。インドネシアは、第 2 四半期に販売数量と製品値上げの双方が寄与していましたが、第 3 四半期は値上げ効果が大きく寄与しました。 　買収にはリスクが付き物であり、ゼロにはなりません。ただし、当社は本買収の完遂と買収後の価値創出について十分な自信を持っており、現時点で特に挙げるべきリスクはない認識です。

◆　質問者：大和証券株式会社　梅林秀光氏

Q1	今後原油価格が低下した場合、貴社の利益率にはプラスに働くのか？それとも、製品値下げにつながるため、現在の市場環境ではマイナスに働く可能性もあるのか？地域差もあると推察するが、どのように見込んでいるのか伺いたい。
A1	塗料業界では原材料費が総コストの約半分を占めるため、原材料価格の低下自体は基本的にプラス要因となります。顧客への付加価値提供や競合他社の動向を

	踏まえて製品値下げに動く場合もありますが、原材料価格の低下が業績にマイナス影響を与えることはほとんどありません。 第 4 四半期については、現時点で製品値下げをあえて想定しているわけではありません。原材料価格が上昇する影響が徐々に顕在化してくるのと、当社が競合他社に比べて安定供給できていた状況から、競合他社の供給が再び回復する可能性がある中、顧客による前倒し購入が一服する可能性もあり、需要や販売数量の面で若干の懸念があるというのが実態です。

◆　質問者：シティグループ証券株式会社　西山祐太氏

Q1	日本においては、競合他社がシステムトラブルや一時的な在庫圧縮によってシェアを一部失ったと推測しているが、貴社は新たにシェアを獲得しているのか？獲得している場合、今後も維持できる見通しか？また、貴社の在庫水準は健全な範囲で管理できているのか？競合他社とのマージンの差がかなり開いているため、確認したい。
A1	競合他社に対する具体的な言及は控えますが、2025 年の競合他社の利益率と比較するとまだ改善の余地があり、現在の当社利益率が異常に高い水準にあるとは考えていません。 当社は着実な構造改革を進めるとともに、今回の中東情勢の契機として世界の調達網を活用した顧客への供給責任に努めた結果、競合他社が供給できない一部分について当社が依頼を受け、極力対応してきました。 こうした取引が一過性にとどまるかは、今後の当社の取り組みや競合他社の動向に左右されます。当社としては、今回獲得した顧客との取引維持に向けて努力を続けますが、全ての取引が継続するとは限りません。重要なのは、当社の総合力を強みとして発揮できたことです。 在庫状況については、原材料在庫を通常よりも少ない水準で運用してきた側面があり、生産面でも最大限に稼働してきた中で、結果的に製品在庫は低位にあるものの、健全な範囲内に収まっているのが現状です。ただし、各事業の相当な努力の結果によるものであり、異常な状態ではないものとご理解ください。

Q2	厳しい事業環境の中で、貴社オペレーションの優位性や安定供給を維持する執行力が示されたと理解している。これが今後のシェア拡大につながる可能性について、顧客からはどのような評価や反応を得ているのか？
A2	顧客からは、供給を途切れさせずに対応したことを評価する声を実際に受けています。顧客の生産ラインを止めないよう、当社がオペレーションや執行面で注力した成果と受け止めています。 ただし、今回の評価や成果が、当たり前に今後のシェア獲得につながるとは考えていません。競合他社も対応を強化してくると予想しており、健全な警戒心を常に持ちながら、引き続き確実なオペレーションと執行を通じて顧客に付加価値を認めてもらうことが重要です。獲得した成果は評価しつつ、それに安住せず取り組んでいきます。

◆　質問者：野村證券株式会社　吉武祐翔氏

Q1	日本事業が好調の背景について、説明資料P16の記載によると、汎用向けでは第 2 四半期の前倒し購入による反動減が生じている一方、調整後営業利益は第 2 四半期を上回っている。製品値上げやコスト削減が奏功したと推測しているが、具体的にどのような要因が寄与したのか？

	また、日本で開始された中国産酸化チタンに対するアンチダンピング調査について、貴社への影響をどのように見込んでいるのか？
A1	日本事業における個別セグメントの利益率は開示していないため、汎用などに限定した利益動向の言及は差し控えます。日本事業全体では、製品値上げの浸透と販管費率のコントロール、安定供給の継続によって収益を確保しました。販売数量は全体として減少したので、その影響の相当部分を製品値上げで相殺した構図となります。 中国産酸化チタンに対するアンチダンピング調査については、経産省が調査を開始した段階であり、現時点で開示すべき事項はありません。当社への直接的な影響は大きくないと見込んでいますが、今後状況が判明した際には、必要に応じて開示いたします。

◆ 質問者：UBS 証券株式会社　大村俊太氏

Q1	説明資料 P3 によると、貴社連結ベースの粗利率はここ数年 40%前後で安定しており、ウクライナ戦争勃発直後に一時的に 36%まで低下した 2021 年の状況とは異なり、今回の原材料価格の高騰局面では比較的安定した推移となっている。 AOC は、利益率だけでなく、貢献利益と販売数量を重視して利益を管理しているとの説明が先ほどあったが、地域別に原材料費率の管理で工夫があるのか？どのような取り組みが粗利率の安定性につながっているのか伺いたい。
A1	AOC は 30%を超える高い利益率を確保しており、利益率を重視していないわけではありません。ただし、原材料価格に応じて頻繁に製品価格を改定して貢献利益の確保を追求しているため、利益率だけを見ると業績を誤って評価しかねません。利益率の低下が必ずしも業績悪化を意味するわけではありません。 当社としてはグループ各社の利益率を確認していますが、各社に対して世界共通の利益率目標や改善指示を一律に課しているわけではありません。各社が地域や市場の特性に応じて適正な水準を判断しており、仮に営業利益率が 13%であっても、十分なキャッシュ創出と成長性があれば評価しています。 各地域・事業の業績管理については、原材料費率を詳細に確認しています。原材料費率の改善・悪化の要因や背景を分解して、次の施策につなげることで、売上と利益率の向上を図っています。 例えば、日本事業においては、NIPSEA 流の管理手法を導入しながら、営業利益率だけにとどまらず、原材料費率や販管費率などを細かく分析しています。また、固定費の増減やオペレーティング・レバレッジの効果、インフレの影響なども各社で管理しています。 利益率のさらなる向上を目指す一方、市況の影響やプロモーション施策の実行など、一時的な利益率の低下は許容しつつも、成長投資とコストコントロールの両輪で対応しています。こうした積み重ねが長期的な改善につながっていると考えており、一律な粗利率の目標は設定していません。

Q2	原材料費率について、地域別に濃淡はあるのか？改善が必要な地域や順調な地域はどこになるのか？
A2	現状に満足している地域はなく、全ての地域において継続的な改善を追求しています。原材料費率と営業利益率には相応の関連があると考えており、コストが高い地域は利益率も低い傾向にあります。例えば、DGL（欧州）や米州の一部事業で引き続き改善が必要と認識していますが、特に強調すべきものがあるわけではありません。

◆　質問者：大和証券株式会社　梅林秀光氏

Q1	アクゾノーベル社の東南アジア建築用塗料事業の買収について伺いたい。「アセット取得型」の M&A では買収価格にシナジーを織り込まない一方、本買収では比較的短期間でコストシナジーを実現できるとの説明であった。具体的にどのようにシナジーを創出するのか？また、買収 1 年目から相応のコストシナジーを見込めるのか？
A1	当社は全ての買収でシナジーを追求しています。ただし、買収の目的はシナジー自体ではなく、付加価値を生み、十分なリターンを確保することです。 本買収のように、既存の当社プラットフォームへ上乗せする「ボルトオン型」の買収は、既に理解が十分にある市場であるため、シナジー創出の確度が高まります。それによる売上シナジーは実際に生じる可能性があっても買収評価には織り込まず、より確度の高いコストシナジーを中心に評価しています。 一方、AOC のような「アセット取得型」の買収は、新たな市場への参入となるため、シナジーに依存せず、収益性の高い企業を低いマルチプルで買収することになります。 本買収のマルチプルは、EV/EBITDA で約 16 倍ですが、十分なシナジーを見込むことができるため、相応の買収価格を支払っても十分なリターンを確保できると見込んでいます。 本買収は、シナジーが全面的に実現するには 3 年程度かかる想定ですが、初年度から EPS にプラス貢献します。すなわち、買収対象はシナジーを除いても価値のある事業であり、既に成長している既存事業に「ボルトオン型」で上乗せされることから、アップサイドはかなりあると見込んでいます。

Q2	シナジーの早期実現が見込まれる分野は具体的にどこなのか？
A2	現時点では詳細の言及を差し控え、クロージング後にご説明いたします。

以　上