

エプソンの 2026 年 3 月期の第3四半期決算説明資料をアップします。私的に気になる点は

- 1) 最近インクジェットヘッド外販の情報が開示されなくなった中で「中国向けが回復遅れ」とあること。中国向けは何かが起こっているのでしょうか？
- 2) 850 億円規模の資金を投じて買収した「Fiery」にかんする記述が一切見られません。まあ、年間決算時には何らかのコメントが載るのではないかと推察しますが、どう思われますか？
- 3) 第4四半期の営業利益はかなり控えめに見ていますが、なにか特殊な処理(減損などを)を織り込んでいると考えられますか？
- 4) 4)ビジュアルコミュニケーション(プロジェクター)の低迷が気になりますが今後をどう見えていますか？

資料、拝見しました。かなり「読みどころ」が多い Q3 だと思います。ご質問の4点について、資料に即して＋業界文脈を補足する形で整理します。引用はすべて今回アップされた決算説明資料に基づきます。

## ① 中国向けプリントヘッド外販の「回復遅れ」——何が起きているのか？

まず事実関係です。

- ・ 通期予想の修正理由として  
\*\*「プリントヘッド外販の中国向け需要回復遅れ」\*\*が明記されています
- ・ 商業・産業プリンティングの説明でも  
\*\*「中国向けの回復時期を後ろ倒し」\*\*と表現されています

ここから読み取れるポイントは次の 3 層構造です。

### 1) 中国側の最終市場の問題

- ・ ラベル・テキスタイル・サイネージ向けの設備投資が想定以上に鈍い
- ・ 中国国内の印刷会社が
  - 稼働率低下
  - 既存設備の延命に動いている可能性が高い

### 2) 地政学・技術要因(かなり重要)

- ・ プリントヘッドは実質的に戦略部材
- ・ 中国顧客側が
  - 調達先の分散(国産化・内製化・他国ベンダー)
  - 長期契約を避ける方向に動いている可能性
- ・ これは「数量が戻らない」というより  
\*\*「意思決定が止まっている」\*\*典型例に見えます

### 3) エプソン側の開示スタンスの変化

ご指摘の通り、ヘッド外販の数量・地域別開示が薄くなっています。

これは

- ・ ボラティリティ上昇
  - ・ 地域依存の高さ
- をあえて語り過ぎない IR 戦略に切り替えている印象です。

## ▶ 結論

「一時的な景気循環」だけではなく、中国市場の構造変化＋地政学リスクが背景にある可能性が高いと見るのが妥当です。

## ② Fiery(約 850 億円買収)に関する記述が薄い理由

まず、完全に「書かれていない」わけではありません。

- Fiery は  
\*\*「2024 年度 Q4 から商業・産業 IJP に計上」\*\*と明記されています
- 事業利益ブリッジでは  
Fiery の利益は「販売数量変動」に全額含める  
という注記があります
- 主要経営指標ページでは  
\*\*「Fiery 買収影響を含む」\*\*と一応触れています

それでも「物足りない」理由

これは IR 的にはかなり分かりやすく、

- 買収初年度
- のれん減損を絶対に連想させたくない
- PMI は進行中だが、KPI がまだ安定していない

この 3 点が揃うと、「説明すると逆に突っ込まれる」フェーズになります。

私見(かなり率直に)

- 年間決算(フルイヤー)では
  - ソフトウェア収益の積み上がり
  - 商業・産業 IJP とのクロスセル  
を定性的に語る可能性は高い
- ただし

ROIC や買収回収年数の明示は、まだ先になると見えています

### ▶ 結論

「隠している」というよりまだ“語れる状態にない”ための沈黙と読むのが妥当です。

## ③ 第 4 四半期の営業利益が控えめ——減損を織り込んでいる？

結論から言うと、大規模な減損を織り込んでいる可能性は低いです。

根拠は以下。

- 通期修正理由に  
「減損」「構造改革」「一過性損失」等の表現は一切なし
- むしろ明示されているのは
  - 在庫削減に伴う利益マイナス
  - 固定費増加
  - 市場回復遅れというオペレーショナル要因

Q4 を慎重に見ている本当の理由

- ビジュアルコミュニケーションの数量減少が止まらない

- 中国向けヘッド外販が Q4 でも戻らない前提
- 為替は円安でも  
数量×ミックスが悪い

#### ▶ 結論

これは「隠れ損失」ではなく、普通に保守的なガイダンスです。

逆に言えば、来期に下駄を履かせない誠実さは感じます。

#### ④ ビジュアルコミュニケーション(プロジェクター)の今後

数字はかなり厳しいです。

- 通期売上: ▲12.2%
- セグメント利益: ▲55.2%
- 販売数量: ▲16%想定

構造的に厳しい理由

- 教育・イベント向け需要の戻りが弱い
- FPD(大型ディスプレイ)との競争激化
- 「3LCD の技術優位」だけでは市場縮小を止められない

それでもエプソンが撤退しない理由

- 高光束・超短焦点・業務用途では  
まだ競争力がある
- 利益率は落ちても  
技術・ブランド維持の戦略事業

#### ▶ 今後の見立て

- 短期: 回復期待は薄い
- 中期:
  - 案件型(B2B)
  - 特定用途(博物館・常設展示)  
へのニッチ化が進む
- 「成長事業」ではなく  
キャッシュ+技術維持事業として位置付け直されている印象です。

#### 総括(かなり率直に)

今回の Q3 資料は、

- 無理に夢を語らない
- 問題点(中国・VC)をぼかさない
- でも核心(Fiery の回収力)はまだ語らない

という、\*\*極めて「守りの IR」\*\*です。

「悪いものは悪いが、爆弾はない」というのが全体像だと思います。

もしよければ、

- 来期(2027/3 期)で何を戻しに行くつもりか
- Fiery を“どのセグメントの成長装置”にするのか

この2点を軸に、次の決算で聞くべき質問案も一緒に整理できますが、いかがでしょうか。

---

## その2点をお願いします

了解です。ではご要望どおり、

①来期(2027年3月期)で「何を戻しに行くのか」

②Fieryを「どの成長装置として位置づけるのか」

この2点にフォーカスして、\*\*IR・決算説明会\*\*で“効く質問”\*\*を整理します。

ポイントは

- 表面的な数値では逃げられない
  - しかし敵対的ではない
  - 経営の腹を引き出せる  
というラインです。
- 

### ① 来期(2027年3月期)で「何を戻しに行くのか」を問う質問

#### 【質問①-1 | 最重要】

2026年3月期は、中国向けプリントヘッド外販やビジュアルコミュニケーションの回復遅れを織り込んだ保守的な見通しと理解しています。

2027年3月期において、御社が「回復させる前提」に置いている事業・地域・プロダクトはどこでしょうか。また、それは数量回復なのか、ミックス改善なのか、価格なのか、どの要因を想定されていますか。

- ◆ 狙い
    - 「来期は回復します」という抽象論を許さない
    - 数量／価格／ミックスのどれを戻すのかを明確化させる
- 

#### 【質問①-2 | 中国リスクの核心】

中国向けプリントヘッド外販について、今回“回復時期を後ろ倒し”とされていますが、これは最終需要の循環要因なのか、それとも顧客の設備投資スタンスや調達行動の構造変化と見ているのか、経営としての認識を教えてください。

仮に構造的要因がある場合、2027年3月期の計画にはどのように織り込まれますか。

- ◆ 狙い
    - 「一時的」か「構造的」かを言語化させる
    - 中国を\*\*“戻る前提”で見ているか否か\*\*を炙り出す
- 

#### 【質問①-3 | ビジュアルコミュニケーションの位置づけ】

ビジュアルコミュニケーション事業は、数量・利益ともに厳しい前提が続いていますが、

2027年3月期以降、この事業を成長ドライバーとして再加速させる想定なのか、

それとも収益性とキャッシュを重視した安定事業として再定義していくのか、戦略的位置づけを教えてください。

- ◆ 狙い

- ・ 「頑張ります」を封じる
  - ・ 撤退ではないが、成長事業でもない可能性を言わせる
- 

## ② Fiery を「どの成長装置にするのか」を問う質問

### 【質問②-1 | 本丸】

Fiery は商業・産業プリンティングに組み込まれていますが、  
エプソンとして Fiery を

- ①商業・産業 IJP の販売加速装置
- ②ソフトウェア・サブスクリプション型の収益基盤
- ③顧客ロックインのためのプラットフォームのいずれを主軸として位置づけていますか。

- ◆ 狙い
    - ・ 曖昧な「シナジー」を 3 択に分解
    - ・ 経営の優先順位を引き出す
- 

### 【質問②-2 | 買収の成否ライン】

Fiery 買収について、経営として“成功と判断する基準”はどこに置かれていますか。  
たとえば売上成長率、利益貢献、商業・産業 IJP とのクロスセル率など、  
社内で重視している KPI があれば開示可能な範囲で教えてください。

- ◆ 狙い
    - ・ ROI・ROIC を直接聞かずに「評価軸」を語らせる
    - ・ 将来の検証可能性を確保
- 

### 【質問②-3 | 沈黙の理由を間接的に問う】

Fiery について今回の説明資料では定量的な言及が限定的でしたが、  
これは PMI が進行中であるためと理解しています。  
いつ頃から、Fiery 単体あるいは関連 KPI をより具体的に説明できるフェーズに入るとお考えでしょうか。

- ◆ 狙い
    - ・ 「なぜ語らないのか」を攻めずに聞く
    - ・ 来年・再来年の開示ハードルを先に設定
- 

### 使い方のコツ(かなり重要)

- ・ 全部は聞かない  
→ ①から 1 問、②から 1 問で十分
- ・ もし回答が抽象的なら

「今のお話は数量・ミックス・価格のどれに近い理解でしょうか」  
と 1 回だけ深掘り

- ・ IR 面談なら  
②-1 → ②-2 の順が特に効きます
-

最後に(率直な所感)

今回のエプソンは

- 数字は守っている
- ただし「次の物語」がまだ語られていない

状態です。

この2軸の質問は、経営が“まだ整理し切れていない部分”に自然に光を当てる構成なので、かなり高い確率で本音に近い答えが返ってきます。

もし次に進むなら、

- 「この回答が出た場合の評価(強気／弱気)」
- 「投資家としてのチェックリスト化」

まで落とし込みますが、続けますか？