

メック株式会社 (4971 JP)

需要急増に伴うサプライチェーンのリスクは予断を許さないが、主力薬品の堅調から通期予想の再度上方修正を発表。

エグゼクティブサマリー

➤ **FY26 上期決算**

メックが発表した FY26 上期決算（12 月期）は、会社予想の売上高 12,250 百万円（前年同期比 30.5%増）、営業利益 4,000 百万円（同 63.9%増）に対して、売上高 12,594 百万円（同 34.2%増）、営業利益 4,135 百万円（同 69.4%増）で着地した。同社の主力薬品が使用される先端半導体パッケージ基板の需要が引き続き堅調となる見通しを踏まえ、同社は FY26 業績予想を、売上高 24,500 百万円（前期比 17.0%増）、営業利益 7,600 百万円（同 32.2%増）から、売上高 25,800 百万円（同 23.2%増）、営業利益 8,300 百万円（同 44.4%増）に新たに上方修正した。

➤ **FY26 業績見通し**

CZ-8101 が引き続き FY26 の業績に貢献すると同時に、より高度なパッケージ基板に使用される CZ-8201 および CZ-8401 が成長を牽引すると同社は見ている。ただ、依然として以下のような収益リスクが想定される。

1) パッケージ基板材料の需給バランス

2) 特に中東における地政学的リスクの影響

3) 増員を含む生産体制強化のコストの発生。そのため第 1 四半期と同水準の売上総利益率の達成は下期に見込んでいない。

➤ **株主還元**

年間配当は、5 月の第 1 四半期決算発表時に一株当たり 110 円に変更されたが、現時点では変更なく一株当たり 110 円（連結配当性向 33.5%）を維持する。同社の配当方針は、連結配当性向 35%以上および DOE4.0%以上である。

| メック (4971 JP): 株価バリュエーション |        |          |                   |        |        |        |
|---------------------------|--------|----------|-------------------|--------|--------|--------|
| 時価総額 (百万円)                |        | 122,300  | 時価総額 (百万ドル)       |        | 764    |        |
| 22 日平均売買代金 (百万円)          |        | 3,983    | 22 日平均売買代金 (百万ドル) |        | 24.9   |        |
| 株価パフォーマンス (%)             | 4971   | TOPIX    | 業績予想 (百万円, %)     | FY24   | FY25   | FY26CE |
| 株価 (¥, 2026 年 9 月 4 日終値)  | 6,250  | 4,103.23 | 売上高               | 18,234 | 20,947 | 25,800 |
| 3mo (2026 年 6 月 4 日終値比)   | -40.9  | 3.8      | 営業利益              | 4,562  | 5,748  | 8,300  |
| 6mo (2026 年 3 月 4 日終値比)   | -8.2   | 12.9     | 営業利益率 [OPM] (%)   | 25.0   | 27.4   | 32.2   |
| YTD (2026 年 1 月 5 日終値比)   | 20.7   | 18.0     | EPS               | 122.38 | 272.14 | 328.58 |
| 1yr                       | 107.0  | 33.2     | EBITDA            | 5,487  | 6,571  | 9,250* |
| 5yrs                      | 82.0   | 103.6    | 財務レバレッジ (X)       | 1.2    | 1.1    | 1.1*   |
| 一株当たり指標                   | 4971   | TOPIX    | ネット D/E レシオ (X)   | -0.4   | -0.3   | -0.3*  |
| EPS (¥, FY26 CE)          | 328.58 | 234.51   | フリーキャッシュフロー       | 4,251  | 3,725* | 4,565* |
| DPS (¥, FY26 CE)          | 110.0  | 0.94     | 株主還元概要            | FY24   | FY25   | FY26CE |
| BPS (¥, FY26 EST*)        | 1887.3 | N/A      | 配当金 (¥)           | 45.00  | 96.00  | 110.00 |
| FCFPS (¥, FY26 EST*)      | 233.3  | N/A      | 配当性向 (%)          | 36.8   | 35.3   | 33.5   |
| 予想 PER (X)                | 19.0   | 17.7     | 配当利回り (%)         | N/A    | N/A    | 1.8    |
| 予想 PBR (x)                | 3.3    | 1.9      | DOE (%)           | 3.3    | 6.2    | 5.9*   |
| 予想 PCFR (x)               | 26.8   | N/A      | 自己株比率 (%)         | 5.8    | 7.5    | 6.0    |
| EV/EBITDA (X)*            | 13.1   | N/A      | ROE (%)           | 8.9    | 17.5   | 17.5   |

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

FY26 上期決算概要

メックの FY26 上期決算（12 月期）は、会社予想の売上高 12,250 百万円（前年同期比 30.5%増）、営業利益 4,000 百万円（同 63.9%増）に対して、売上高 12,594 百万円（同 34.2%増）、営業利益 4,135 百万円（同 69.4%増）で着地した。同社の主力薬品が使用される先端半導体パッケージ基板の需要が引き続き堅調となる見通しを踏まえ、同社は FY26 業績予想を、売上高 24,500 百万円（前期比 17.0%増）、営業利益 7,600 百万円（同 32.2%増）から、売上高 25,800 百万円（同 23.2%増）、営業利益 8,300 百万円（同 44.4%増）に新たに上方修正した。

上期の薬品売上は、前年同期比 37.4%増の 12,402 百万円と半期ベースで過去最高を記録し、薬品売上数量も前年同期比 21.9%増の 26,798 トンとなった。薬品売上が好調に推移している要因は主に以下のとおりである。

1. 生成 AI 関連の先端半導体パッケージ基板向け薬品の需要が着実に増加している。
2. 汎用サーバー関連需要が緩やかに回復している。

FY26 上期の海外売上比率は前年同期比 0.4pt 減の 66.0%となったが、日本代理店経由の販売も含めた海外売上比率は同 1.2pt 増の 82.0%となった。

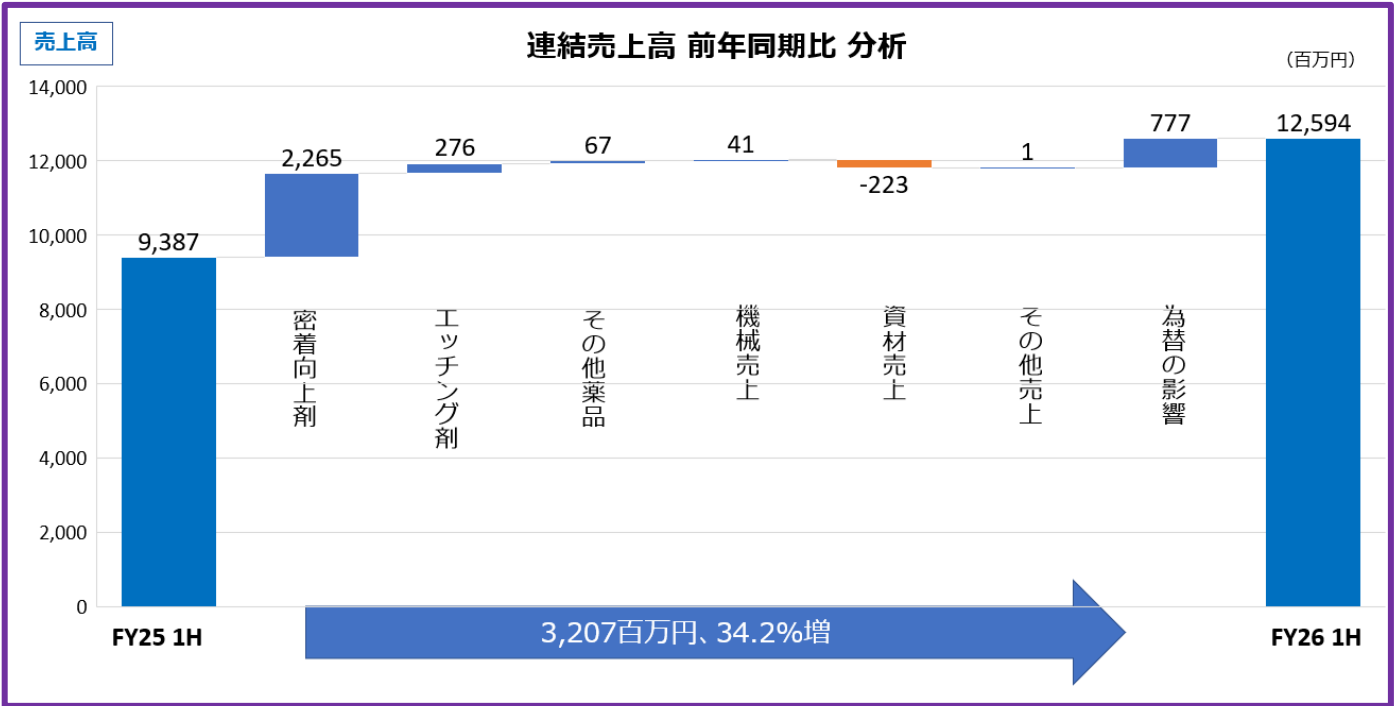
上期の売上総利益率は前年同期比 1.8pt 増の 63.6%に改善した。その要因は、1) 薬品の売上（前年同期比 37.4%増）および出荷量（同 21.9%増）の増加。好調に推移した同社の主力薬品が貢献した（CZ シリーズ、同 37.1%増 / V-Bond シリーズ、同 16.3%増 / EXE シリーズ、同 44.8%増）、2) CZ-8101 の売上（同 33.8%増の 4,278 百万円）に牽引された製品ミックスの改善、である。これらの結果、営業利益の伸びは売上高の伸びを上回った。

第 2 四半期単独では、売上高 6,465 百万円（同 30.3%増・前四半期比 5.5%増）、営業利益 2,055 百万円（同 52.6%増・同 1.2%減）となった。営業利益の前四半期比での落ち込みは、人員増強による人件費等を反映した原価の増加や販売管理費の増加が利益の伸びを上回ったためである。

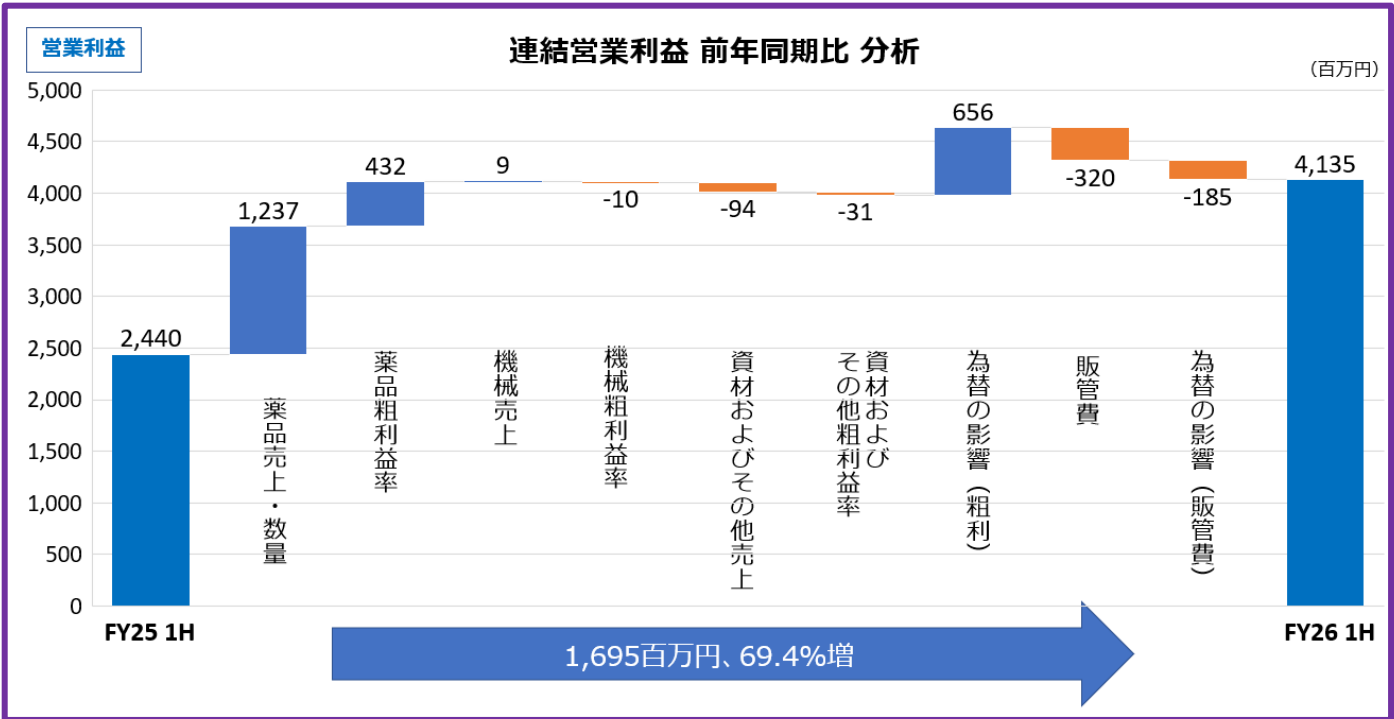
| メック (4971 JP): 業績サマリー                                        |        |        |        |        |        |         |        |             |
|--------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-------------|
| (百万円/ 12 月決算)                                                | FY24   |        | FY25   |        | FY26   |         |        |             |
|                                                              | 上期     | 通期     | 上期     | 通期     | 上期     | YoY (%) | 上期 (予) | 上 (予) 比 (%) |
| 売上                                                           | 8,882  | 18,234 | 9,387  | 20,947 | 12,594 | 34.2    | 12,250 | 2.8         |
| 薬品売上高                                                        | 8,384  | 17,478 | 9,025  | 20,211 | 12,402 | 37.4    | N/A    | N/A         |
| GP                                                           | 5,383  | 11,101 | 5,804  | 12,977 | 8,004  | 37.9    | N/A    | N/A         |
| GPM (%)                                                      | 60.6   | 60.9   | 61.8   | 62.0   | 63.6   | +1.8ppt | N/A    | N/A         |
| SG&A                                                         | 3,020  | 6,539  | 3,363  | 7,229  | 3,868  | 15.0    | N/A    | N/A         |
| SG&A/Sales (%)                                               | 34.0   | 35.9   | 35.8   | 34.5   | 30.7   | -5.1ppt | N/A    | N/A         |
| 営業利益                                                         | 2,362  | 4,562  | 2,440  | 5,748  | 4,135  | 69.4    | 4,000  | 3.4         |
| OPM (%)                                                      | 26.6   | 25.0   | 26.0   | 27.4   | 32.8   | +6.8ppt | 32.7   | +0.1ppt     |
| 経常利益                                                         | 2,641  | 4,682  | 2,493  | 6,051  | 4,305  | 72.6    | 4,050  | 6.3         |
| RPM (%)                                                      | 29.7   | 25.7   | 26.6   | 28.9   | 34.2   | +7.6ppt | 33.1   | +1.1ppt     |
| 当期利益                                                         | 1,890  | 2,291  | 1,893  | 5,028  | 3,039  | 60.5    | 2,900  | 4.8         |
| EPS (¥)                                                      | 100.97 | 122.38 | 101.47 | 272.14 | 166.43 | 64.0    | 158.81 | 4.8         |
| DPS (¥)                                                      | 20.00  | 45.00  | 25.00  | 96.00  | 55.00  | 120.0   | 55.00  | 0.0         |
| Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings results materials |        |        |        |        |        |         |        |             |
| * 親会社株主に帰属する当期純利益                                            |        |        |        |        |        |         |        |             |

| メック (4971 JP):薬品出荷量 vs 売上高トレンド |       |        |        |        |        |        |        |        |        |        |         |
|--------------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| (トン、百万円)                       | FY24  |        |        |        | FY25   |        |        |        | FY26   |        |         |
|                                | Q1    | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | Q3     | Q4     | Q1     | Q2     | YoY (%) |
| 出荷量(累計)                        | 9,850 | 20,251 | 31,434 | 42,075 | 10,247 | 21,985 | 34,844 | 47,717 | 12,978 | 26,798 | 21.9    |
| 売上高(累計)                        | 3,924 | 8,384  | 13,041 | 17,478 | 4,237  | 9,025  | 14,559 | 20,211 | 5,997  | 12,402 | 37.4    |
| 出荷量(四半期)                       | 9,850 | 10,401 | 11,183 | 10,641 | 10,247 | 11,738 | 12,859 | 12,873 | 12,978 | 13,820 | 17.7    |
| 売上高(四半期)                       | 3,924 | 4,460  | 4,657  | 4,437  | 4,237  | 4,788  | 5,534  | 5,652  | 5,997  | 6,404  | 33.8    |

Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings results presentations



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



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

## 製品別業績

### 密着向上剤

密着向上剤の FY26 上期売上高は、前年同期比 42.1%増の 9,633 百万円となり、うち CZ シリーズ売上高は同 37.1%増の 8,257 百万円と半期ベースで最高となった。

主にパソコン、スマートフォン、サーバー向けパッケージ基板や CoWoS などのチップレットパッケージ基板に使われる同社の主力密着向上剤、CZ-8101 の上期売上は、半期ベースで最高の 4,278 百万円（前年同期比 33.8%増）となった。生成 AI 関連の先端半導体パッケージ基板向け製品の堅調な需要と、汎用半導体パッケージ基板の緩やかな回復が追い風となった。同社は、AI サーバー向けパッケージ基板の需要が好調であるのみならず、汎用サーバー向けパッケージ基板の需要が回復してきたと見ている。第 2 四半期単独の売上高は、2,179 百万円（同 26.9%増・前四半期比 3.8%増）となった。

FY26 上期の「その他 CZ シリーズ」の売上は、前年同期比 43.3%増の 3,103 百万円に伸長し、第 2 四半期単独では、1,638 百万円（同 42.6%増・同 11.8%増）に達した。「その他 CZ シリーズ」には、CZ-8201、CZ-8401、および CZ-8101 の売上とほぼ連動する CZ の前後処理剤が含まれる。CZ シリーズの新世代製品である CZ-8201 および CZ-8401 は配線の微細化や信号損失の低減に使用される。例えば CZ-8201 は主に EMIB に使用される。CZ-8201 の第 2 四半期単独売上高は 113 百万円（同 9.7%増・同 10.3%減）であった。一方、主に生成 AI のパッケージ基板向けである CZ-8401 の売上は着実に伸びており、第 2 四半期単独の CZ-8401 の売上は、148 百万円（同 45.1%増・同 13.8%増）となった。

CZ シリーズのうち最も初期の製品である CZ-8100 の売上は安定して推移しており、FY26 上期には半期ベースで過去最高の 876 百万円（同 33.1%増）となった。CZ-8100 の現在の需要は、EV や ADAS を含む車載関連のパッケージ基板の堅調な増加、および他の種々のデバイスに使用されるシンプルなパッケージ基板の需要回復に支えられている。第 2 四半期単独の CZ-8100 の売上は、450 百万円（同 34.7%増・同 5.6%増）となった。

V-Bond シリーズは、スマートフォンや車載関連、および衛星通信等に使われる多層基板向けの密着向上剤である。V-Bond シリーズの FY26 上期売上は、主に衛星通信用基板向けが堅調に推移し、465 百万円（同 16.3%増）となり、第 2 四半期単独では、224 百万円（同 13.7%増・同 7.1%減）となった。

### エッチング剤

エッチング剤の FY26 上期売上高は 2,257 百万円（前年同期比 23.3%増）となった。第 2 四半期単独では、エッチング剤の売上高は四半期ベースで最高の 1,184 百万円（同 21.6%増・前四半期比 10.3%増）となった。エッチング剤の 2 つの主力製品の業績は以下のとおりである。

EXE シリーズの FY26 上期 売上高は、前年同期比 44.8%増の 907 百万円となった。中国の景気刺激策である家電買い替えへの補助金を背景にディスプレイ用チップオンフィルム [COF]の需要が引き続き堅調であること、また大型ディスプレイが主流になったことが奏功した。さらに、COF 以外用途でも、サブトラクティブ工法での高細線パターン形成の需要の高まりが、売上を押し上げた。

タッチパネル向けの主力製品である SF シリーズの上期売上は、前年同期比 6.4%減の 206 百万円となった。第 2 四半期単独では、頭打ちとなった高機種タブレット PC の需要を背景に、SF シリーズの売上は前年同期比 29.0%減（前四半期比横ばい）の 103 百万円に減少した。

| メック (4971 JP): 製品別薬品売上 (累計ベース)                               |       |       |        |        |       |       |        |        |       |        |         |
|--------------------------------------------------------------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|--------|---------|
| (百万円/ 12 月決算)                                                | FY24  |       |        |        | FY25  |       |        |        | FY26  |        |         |
|                                                              | Q1    | Q2    | Q3     | Q4     | Q1    | Q2    | Q3     | Q4     | Q1    | Q2     | YoY (%) |
| 銅表面処理剤                                                       | 3,748 | 7,998 | 12,447 | 16,699 | 4,034 | 8,609 | 13,905 | 19,333 | 5,760 | 11,890 | 38.1    |
| 密着向上剤 (CZ,V-Bond etc)                                        | 2,877 | 6,012 | 9,382  | 12,699 | 3,177 | 6,778 | 10,941 | 15,313 | 4,687 | 9,633  | 42.1    |
| CZ シリーズ合計                                                    | 2,589 | 5,407 | 8,377  | 11,305 | 2,821 | 6,021 | 9,749  | 13,540 | 3,990 | 8,257  | 37.1    |
| CZ-8100                                                      | 308   | 648   | 985    | 1,307  | 324   | 658   | 1,016  | 1,407  | 426   | 876    | 33.1    |
| CZ-8101                                                      | 1,415 | 2,861 | 4,330  | 5,816  | 1,480 | 3,197 | 5,217  | 7,251  | 2,099 | 4,278  | 33.8    |
| その他 CZ                                                       | 866   | 1,898 | 3,062  | 4,182  | 1,017 | 2,166 | 3,516  | 4,882  | 1,465 | 3,103  | 43.3    |
| V-Bond                                                       | 194   | 400   | 625    | 832    | 203   | 400   | 618    | 842    | 241   | 465    | 16.3    |
| エッチング剤 (EXE, SF etc.)                                        | 871   | 1,986 | 3,065  | 4,000  | 857   | 1,831 | 2,964  | 4,020  | 1,073 | 2,257  | 23.3    |
| SF                                                           | 141   | 322   | 532    | 652    | 75    | 220   | 342    | 453    | 103   | 206    | -6.4    |
| EXE                                                          | 307   | 749   | 1,072  | 1,366  | 316   | 626   | 1,054  | 1,431  | 401   | 907    | 44.8    |
| その他表面処理剤                                                     | 175   | 384   | 590    | 772    | 202   | 413   | 650    | 873    | 235   | 508    | 23.0    |
| 薬品合計                                                         | 3,924 | 8,384 | 13,041 | 17,478 | 4,237 | 9,025 | 14,559 | 20,211 | 5,997 | 12,402 | 37.4    |
| Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings results materials |       |       |        |        |       |       |        |        |       |        |         |

| メック (4971 JP): 製品別薬品売上 (四半期ベース)                              |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |
|--------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|
| (百万円/ 12 月決算)                                                | FY24  |       |       |       | FY25  |       |       |       | FY26  |       |         |         |
|                                                              | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | Q3    | Q4    | Q1    | Q2    | YoY (%) | QoQ (%) |
| 銅表面処理剤                                                       | 3,748 | 4,250 | 4,449 | 4,252 | 4,034 | 4,575 | 5,296 | 5,428 | 5,760 | 6,130 | 34.0    | 6.4     |
| 密着向上剤 (CZ,V-Bond etc)                                        | 2,877 | 3,135 | 3,370 | 3,317 | 3,177 | 3,601 | 4,163 | 4,372 | 4,687 | 4,946 | 37.4    | 5.5     |
| CZ シリーズ合計                                                    | 2,589 | 2,818 | 2,970 | 2,928 | 2,821 | 3,200 | 3,728 | 3,791 | 3,990 | 4,267 | 33.3    | 6.9     |
| CZ-8100                                                      | 308   | 340   | 337   | 322   | 324   | 334   | 358   | 391   | 426   | 450   | 34.7    | 5.6     |
| CZ-8101                                                      | 1,415 | 1,446 | 1,469 | 1,486 | 1,480 | 1,717 | 2,020 | 2,034 | 2,099 | 2,179 | 26.9    | 3.8     |
| その他 CZ                                                       | 866   | 1,032 | 1,164 | 1,120 | 1,017 | 1,149 | 1,350 | 1,366 | 1,465 | 1,638 | 42.6    | 11.8    |
| V-Bond                                                       | 194   | 206   | 225   | 207   | 203   | 197   | 218   | 224   | 241   | 224   | 13.7    | -7.1    |
| エッチング剤 (EXE, SF etc.)                                        | 871   | 1,115 | 1,079 | 935   | 857   | 974   | 1,133 | 1,056 | 1,073 | 1,184 | 21.6    | 10.3    |
| SF                                                           | 141   | 181   | 210   | 120   | 75    | 145   | 122   | 111   | 103   | 103   | -29.0   | 0.0     |
| EXE                                                          | 307   | 442   | 323   | 294   | 316   | 310   | 428   | 377   | 401   | 506   | 63.2    | 26.2    |
| その他表面処理剤                                                     | 175   | 209   | 206   | 182   | 202   | 211   | 237   | 223   | 235   | 273   | 29.4    | 16.2    |
| 薬品合計                                                         | 3,924 | 4,460 | 4,657 | 4,436 | 4,237 | 4,787 | 5,534 | 5,652 | 5,997 | 6,404 | 33.8    | 6.8     |
| Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings results materials |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |

FY26 業績予想

同社は今期 2 度目となる FY26 業績予想の上方修正を行い、売上高 24,500 百万円（前年同期比 17.0%増）、営業利益 7,600 百万円（同 32.2%増）を、売上高 25,800 百万円（同 23.2%増）、営業利益 8,300 百万円（同 44.4%増）に変更した。CZ-8101 が引き続き FY26 の業績に貢献すると同時に、より高度なパッケージ基板に使用される CZ-8201 および CZ-8401 が成長を牽引すると同社は見ている。現時点では一株当たり 110 円の年間配当計画に変更はない。同社の配当方針は通期の決算の結果に対し、連結配当性向 35%以上かつ DOE4.0%以上となっている。

収益リスクとしては以下の要因が想定される。

- 事業環境をとりまく不確実性
  - パッケージ基板材料の需給バランス。生成 AI 関連部品の需要の急増により、サプライチェーンはすでに逼迫している。同社にとってパッケージ基板メーカーの投資動向は重要な指標となる。ある基板メーカーは、需要動向を見据えて、今年の初めに大規模な設備投資を発表した。ただ、ガラスクロスに関しては、第 2、第 3 の供給源が確認され、需給バランスは緩やかになっている。
  - 特に中東における地政学的リスクの影響。

- 売上総利益率の低下  
生成 AI 関連の旺盛な需要に伴い、急増した製品需要に対応するため、同社は増員を含めた生産能力の増強を図る。そのため FY26 下期には、第 1 四半期の 65.0%と同水準の売上総利益の達成を見込んでいない。

| メック (4971 JP): 業績及び業績予想                                           |        |        |        |        |        |            |            |         |
|-------------------------------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------|------------|---------|
| (百万円/ 12 月決算)                                                     | FY24   |        | FY25   |        | FY26   |            |            |         |
|                                                                   | 上期     | 通期     | 上期     | 通期     | 上期     | 旧通期<br>(予) | 新通期<br>(予) | YoY (%) |
| 売上高                                                               | 8,882  | 18,234 | 9,387  | 20,947 | 12,594 | 24,500     | 25,800     | 23.2    |
| 営業利益                                                              | 2,362  | 4,562  | 2,440  | 5,748  | 4,135  | 7,600      | 8,300      | 44.4    |
| OPM (%)                                                           | 26.6   | 25.0   | 26.0   | 27.4   | 32.8   | 31.0       | 32.2       | +4.8ppt |
| 経常利益                                                              | 2,641  | 4,682  | 2,493  | 6,051  | 4,305  | 7,700      | 8,500      | 40.5    |
| 親会社株主に帰属する当期純利益                                                   | 1,890  | 2,291  | 1,893  | 5,028  | 3,039  | 5,550      | 6,000      | 19.3    |
| EPS (¥)                                                           | 100.97 | 122.38 | 101.47 | 272.14 | 166.43 | 303.93     | 328.58     | 20.7    |
| Source: Nippon-IBR based on MEC's earnings presentation materials |        |        |        |        |        |            |            |         |

## GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by MEC 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 client 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)



Research Beyond Horizons  
Japanese Equity Specialist

*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).*