

Palliser



京成電鉄株式会社
- 真の価値を解き放ち、成長に向け歩みだす機会

免責事項

本書は、英国の金融行為規制機構（以下「FCA」といいます。）によって認可および規制されている、PALLISER CAPITAL (UK) LTD（以下「PALLISER UK」といいます。）が発行したものです。本書に記載の内容は、PALLISER UKが直接的または間接的に運用しまたは助言するファンド（以下「PALLISER FUNDS」といいます。）への投資の勧誘をするものではなく、勧誘を意図したものでなく、かかる勧誘と解釈されるものでもありません。

本書に記載の情報はPALLISER UKが所有する秘密情報であり、PALLISER UKの書面による事前の同意なしに第三者に開示または配布することはできません。本書に記載の見解は、本書の作成日におけるPALLISER UKおよびその関係会社（以下総称して「PALLISER」といいます。）の見解を示しています。PALLISERは、本書に記載した見解をいつでも、理由を問わず変更または修正する権利を留保しており、また本書に記載した情報を、訂正、更新、または修正する義務を負うものでもありません。

本書は、議論および情報提供のみを目的としたものであり、(a) 有価証券その他の金融商品の売買の申込みもしくは申込みの勧誘、または有価証券その他の金融商品に係る投資事業への参加もしくは投資サービスへの申込みの勧誘を構成するものではなく、また、その発行によりいかなる法律関係も発生させないものではなく、(b) 英国の2000年金融サービス市場法（その後の改正も含まれます。）に規定される「Financial Promotion」、(c) 英国のFCAハンドブック（以下「FCAハンドブック」といいます。）に定義される「Investment Advice」、(d) FCAハンドブック定義される「Investment Research」、(e) 欧州連合規則596/2014および2018年のEU離脱法（以下「2018年EU離脱法」といいます。）第8条に基づき発せられた規制による改正を含み2018年EU離脱法第3条により英国国内法の一部としてのEU規則596/2014に定義される「Investment Recommendation」、(f) 日本の金融商品取引法（以下「金商法」といいます。）第28条第3項に定義される「投資助言・代理業」、または(g) 金商法第28条第4項に定義される「投資運用業」に該当するものではありません。本書に含まれるいかなる情報も、PALLISERによる推奨と解釈されてはなりません。本書はいかなる投資判断の基盤としても意図されておらず、投資戦略を示唆するものでもありません。本書は、法律、税務、投資、財務等に関する助言ではなく、また助言と解釈されるものでもありません。

本書に記載の全ての情報は、京成電鉄株式会社（以下「対象会社」といいます。）および本書が言及する対象会社以外の会社に関する公開情報及びPALLISERによるその分析に基づくものです。他に注記がない限り、市場価格は2023年10月11日の東京証券取引所における終値に基づきます。公開情報には、対象会社及びその他の情報源による公的書類及び開示資料が含まれます。PALLISERは、公開情報として入手可能な全てのデータ及び情報の正確性及び完全性について、独自の検

証を行うことなく依拠し、前提としており、かかるデータ及び情報の正確性について何ら表明又は保証するものではありません。PALLISERは、対象会社がPALLISERの見解およびまたは結論に反する可能性がある機密情報又は非公開情報を保有している可能性があることを認識しており、そのような情報を知った場合にPALLISERの見解を変更する可能性があります。

PALLISER、PALLISER FUNDS、これらの各取締役、役員、従業員、代理人及びアドバイザー（以下「PALLISER関係者」といいます。）は、明示または黙示を問わず、以下の事項に関して、一切の表明、保証または約束を行わず、また一切の責任、債務または注意義務を負いません。(I) 本書に記載の情報および意見が正確、公平、完全、または最新であるかどうかを含む、本書および本書の内容について、(II) 本書の日付後に、本書に含まれる情報および見解の更新またはその他の方法による、本書の受信者に対する追加情報の提供について（PALLISER関係者はそのような義務を負うものではありません）、および (III) PALLISER若しくはPALLISER FUNDSの投資プロセス、または投資目的が達成される、または成功する可能性があること、あるいはPALLISER若しくはPALLISER FUNDSの投資が利益を上げる、または損失を被らないことについて。過去のパフォーマンスは将来の結果を示唆するものではありません。法律で許容される範囲において、PALLISER関係者のいずれも、直接的、間接的、派生的の如何を問わず、いかなる損失（本書に依拠したことに関連し又は起因して生じた利益の減少、損害、費用、請求、経費を含みますが、これに限りません。）に対しても責任を負いません。

本書に含まれるヒストリカルな情報を除き、本書に記載の情報および見解には、とりわけ対象会社の営業成績に関連して用意された対象会社の業績、対象会社の株式、債務その他対象会社の株式価値に関連する有価証券（以下「対象会社株式等」といいます。）の評価、一般的な経済及び市場の状況、その他の将来の事象に関する見積りや予測を含む、将来予測に関する記述が含まれる場合があります。すべての将来予測に関する記述、見積り、予測は、本質的に不確実で、かつ重大な経済的、競争的、その他の不確実性及び偶発的要因の影響を受けるものであり、かかる記載は、いずれも説明のみを目的としています。実際の結果は、予測可能または予測不可能な要因により、本書の記載と大きく異なる場合があります。

本書の提供により、PALLISERおよびその他の者との間に合意、契約、了解その他の法的関係が発生することではなく、発生したと見做されることでもありません。PALLISERは、本書の受信者のために又はその代理人として、行動するものではなく、また、いかなる助言又はサービスを提供するものでもありません。PALLISERは、いかなる者に対しても、本書の主題に関連するアドバイスを提供する責任を負いません。本書の受信者は、行動方針を決定する前に、関連するリスク及び影響を検討し、必要と思われる場合には、自らの独立したアドバイザーと協議する必要があります。

PALLISER FUNDSは、対象会社に対して直接的または間接的に投資している場合があります。したがって、PALLISERはPALLISER FUNDSの対象会社に関するポジションの収益性に利害関係を有しています。PALLISERは利益相反の可能性があり、本書は中立的なものと思なされてはなりません。本書のいかなる記述も、PALLISERまたはPALLISER FUNDSの現在若しくは将来の取引または投票の意図を示唆するものではなく、それらはいつでも変更される可能性があります。

PALLISERは、継続的に対象会社への投資を見直す意向です。会社の財務状況、戦略的方向性、対象会社との協議の結果、全体的な市場環境、PALLISERが利用可能なその他の投資機会、及び希望する取引価格による対象会社株式等の入手可能性を含む様々な要因に応じて、PALLISERは、PALLISER FUNDSの投資の形態または実質（対象会社株式等を含みます。）を、売買、カバー、ヘッジ、またはその他の変更を、法律で認められている範囲及び方法で、PALLISER FUNDSのポジション開始以降いつでも（公開市場又は相対取引において）行うことができ、そのような変更を他者に通知する義務を負うものではありません。PALLISERはまた、PALLISER FUNDSによる対象会社への投資について、適切と判断した行動をとる権利を留保します。

PALLISERは、いかなる第三者からも本書に含まれる記述又は情報の使用に対する許可を求めたり取得したりしていません。本書における記述又は情報は、ここに記載された見解を当該第三者が支持していることを示すものではありません。本書で使用されているすべての商標および商号は、それぞれの所有者の独占的な財産です。

貴社は、(I) PALLISER UKの事前の書面による同意なしに、重要な非公開情報（金融商品取引法第166条第2項に規定する「業務等に関する重要事実」又は金融商品取引法第167条第2項に規定する「公開買付け等の実施に関する事実又は公開買付け等の中止に関する事実」を含む。）に該当する可能性のあるあらゆる情報を、この文書を提供するかどうかにかかわらず、PALLISERまたはPALLISER FUNDSに対して開示しないことに同意し、また、PALLISER及びいずれのPALLISER FUNDSも、かかる情報または本書に関して守秘義務その他の義務を負わないことに同意いたします。また、貴社は、(II) PALLISERまたはPALLISER FUNDSのいずれも、本書の提供により、またはそれに関連して、いかなる有価証券の取引も制限されることを意図していないことを理解しています。

1

京成電鉄は時価総額約8,800億円、本源的価値1兆5,500億円、1日平均取引高15億円の鉄道会社
非中核事業資産である、株式会社オリエンタルランド (4661 JT、以下、「OLC」) 22%保有⁽¹⁾が本源的価値の80%

2

京成電鉄株の評価、本源的価値に対し43%の大幅ディスカウント
6,700億円にも上る潜在価値を解放し、将来の成長を促進するまたとない機会

3

京成電鉄株式の1.6%⁽²⁾を保有する第8位⁽³⁾株主、パリサー・キャピタルの着実なエンゲージメント
パリサーは2年間にわたり、12回のミーティングを通じ建設的な議論を展開

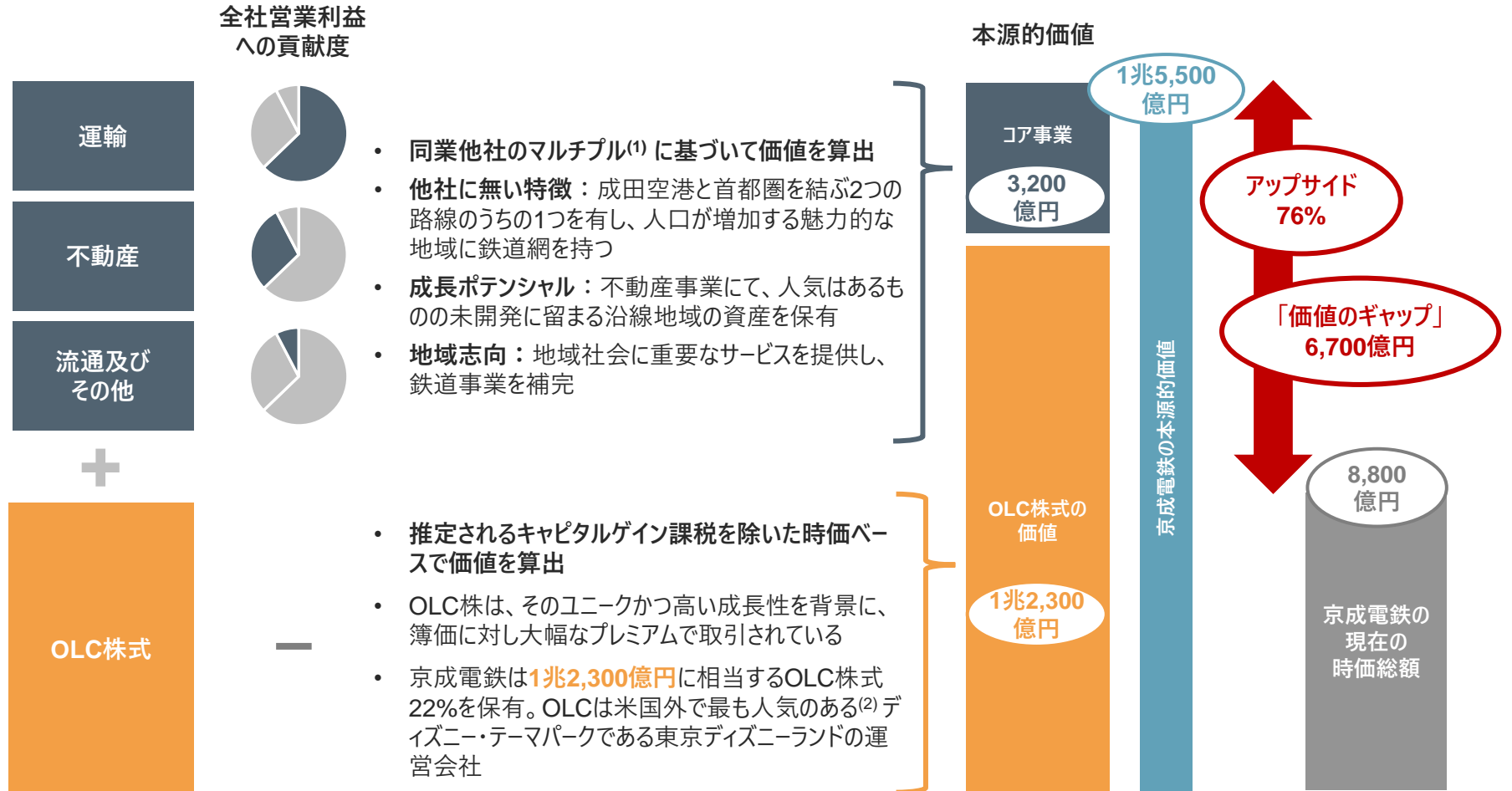
4

76%の価値上昇の可能性と更なる企業価値向上への道筋
東証のガイドラインに沿った、潜在価値を解放するための、実行可能かつ明確な3ステップ・プラン

注：
(1) 株式会社オリエンタルランドの自己株式控除後発行済株式総数に基づいて算出。
(2) 9月30日時点の保有株式に基づく。
(3) 2023年株主総会招集通知による。

1 京成電鉄 — 割安に評価された優良企業

京成電鉄は152kmに及ぶ鉄道網を運営し、年間2億人以上にサービスを提供。また、1兆2,300億円に相当するオリエンタルランド（以下「OLC」）の株式22%を未活用のまま保有



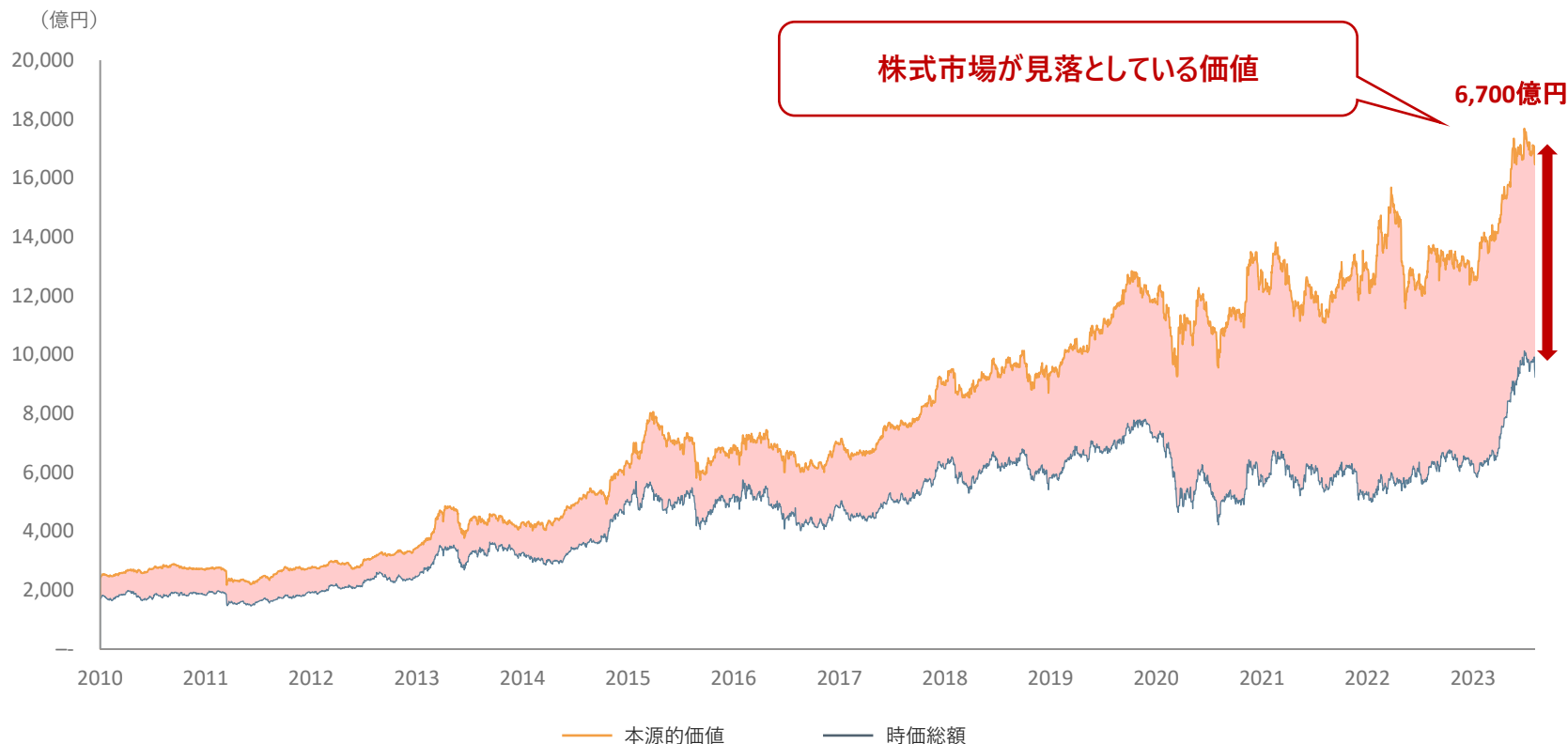
出所： 会社開示、ブルームバーグ

注： (1) コア事業の価値は、OLC株式を除いた一株当たり純資産価値に同業他社のPBRを乗じて算出。同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武を参照。

(2) 来場者数ベース。

京成電鉄の「価値のギャップ」（時価総額と本源的価値の差分）は近年大きく拡大

京成電鉄の時価総額と本源的価値の比較



出所： 会社開示、ブルームバーグ。
 注： 本チャートでの本源的価値は、京成電鉄簿価からOLC株式の簿価を按分ベースで除外した上で、残った京成電鉄の簿価に同業他社のマルチプルを適用して算出、その後キャピタルゲイン課税控除後のOLC株式価値を加算同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武。

2 過大なOLC株持分 – 「価値のギャップ」の根本的な原因

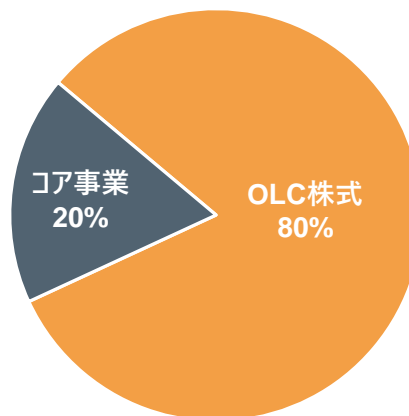
京成電鉄の「価値のギャップ」の根本的な原因はOLC株式に企業価値が偏在していること。1兆2,300億円相当のOLC株式がその本源的価値の80%を占めており、京成電鉄株価には利益を生み出すコア事業が価値に反映されていない

過大なOLC株持分

3,200億円のコア事業

- ✕ 運輸事業は鉄道、バス、タクシーなどを通じ、安定的な利益およびキャッシュフローを創出。特に鉄道事業は東京・千葉エリアで年間2億人以上の乗客を輸送
- ✕ 不動産事業は成長が見込まれる首都圏の人口増加地域に資産を保有

京成電鉄の本源的価値



1兆2,300億円のOLC株式

- ✕ 京成電鉄とOLCの間での事業上の取引関係はごく僅か
- ✕ 京成電鉄にとってOLCは事業上のシナジーやその他のメリットがない。すなわち、京成電鉄の資本の大半がOLC株に固定化され、成長または資本に対するリターンを生み出すために利用されていない

OLC株式として固定化された資本は、京成電鉄の鉄道およびその他事業の改善と成長のために活用、もしくは、必要に応じた株主還元を実施することで企業価値改善に繋がる

2 過大なOLC株持分 – 企業価値を毀損するドミノ効果

過大なOLC株持分

A

OLC株式の会計上の歪み

- 京成電鉄はOLC株式の22%を保有。京成電鉄は、**貸借対照表上、当期純利益の規模に応じ持分法適用会社として評価**
- OLC株式は株式市場において簿価に対し大幅なプレミアムで評価されているため、上記の会計処理によって**京成電鉄の貸借対照表では1兆400億円の過小評価**を引き起こし、京成電鉄のPBRが0.6倍から2.2倍に人為的に高く見える結果となっている⁽¹⁾

B

資本配分の非効率性

- 誤解を招く貸借対照表によって、京成電鉄の経営陣は資本を適切に配分することができなくなっている
- 京成電鉄は、東京証券取引所が推進する、資本効率と企業価値向上のためのバランスシート・マネジメントへの真摯な対応ができていない

C

脆弱なコーポレート・ガバナンスと投資家コミュニケーション

- 経営陣のインセンティブとコア事業の業績パフォーマンスが連動しておらず、効果的な報酬制度が欠如
- 従業員の報酬制度の設計も、コア事業における優先課題と合致していない
- 京成電鉄とOLCの間での相互の役員派遣が、外部株主との適切かつ透明なコミュニケーションを阻害している

OLC株の過大な持分は経営陣が意図しない悪影響を生み出し、京成電鉄の「価値のギャップ」を悪化させている

出所： 会社開示、ブルームバーグ。

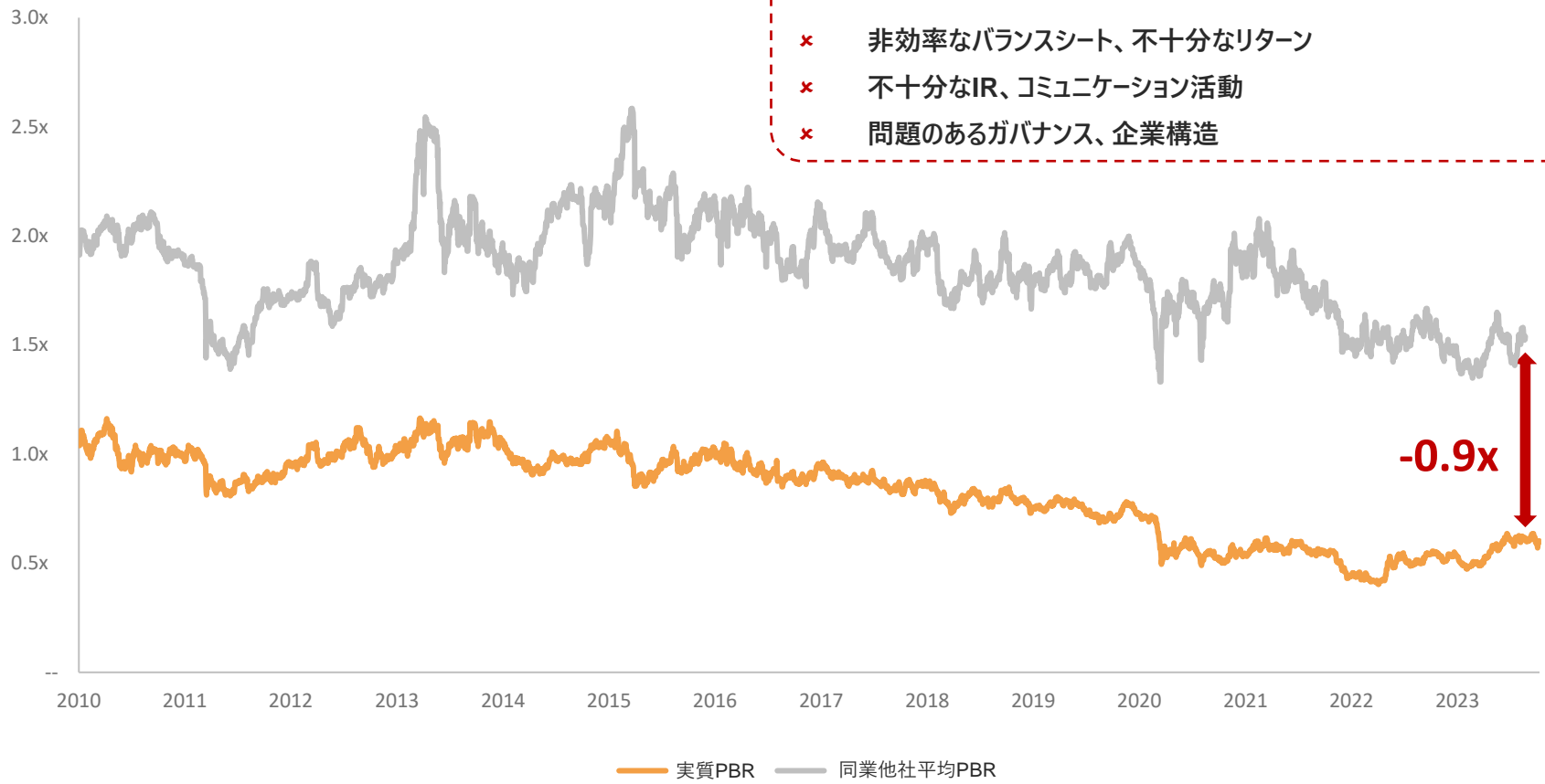
注： (1) 公認会計士の助言を得て、公開情報に基づき推計。持分法適用会社としてのOLC株式持分の価値は、十分な開示がないため、OLC株式の簿価に比例して計算。その他の投資有価証券としての価値は、キャピタルゲイン課税控除後の時価に基づいて計算。

OLC株式の会計上の歪みを除外すると、京成電鉄の実質PBRは現在わずか0.6倍であり、同業他社平均の1.5倍を大きく下回る

京成電鉄の実質PBR

OLC株式の会計上の歪みを取り除くことで、京成電鉄のPBRが低位に留まっている根本的な原因の解決に注力することが可能：

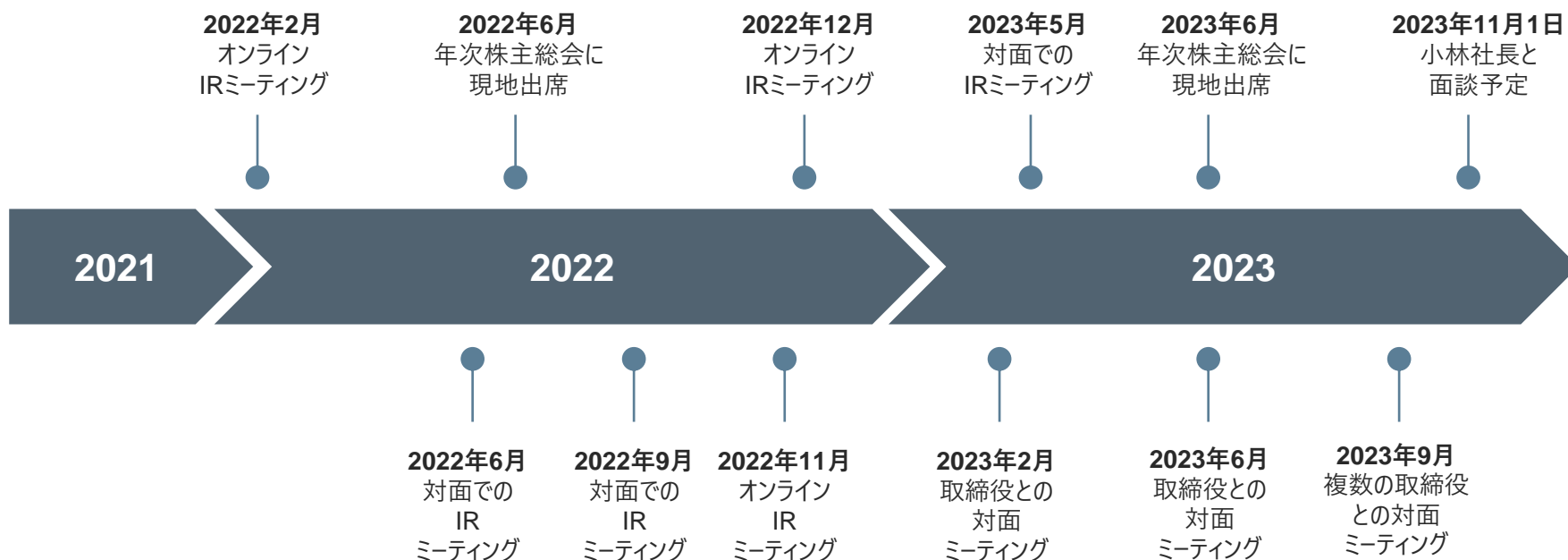
- × 非効率なバランスシート、不十分なリターン
- × 不十分なIR、コミュニケーション活動
- × 問題のあるガバナンス、企業構造



出所： 会社開示、ブルームバーグ。
 注： 本チャートにおいて京成電鉄の実質PBRの計算における簿価は、京成電鉄の簿価からOLCの簿価を比例配分で除外した上で、キャピタルゲイン課税控除後のOLCの時価を加算して算出。同業他社は京王、小田急、東急、東武、京急、西武。過去12か月のPBRを使用。

3 パリサー・キャピタルによるエンゲージメント活動の歴史

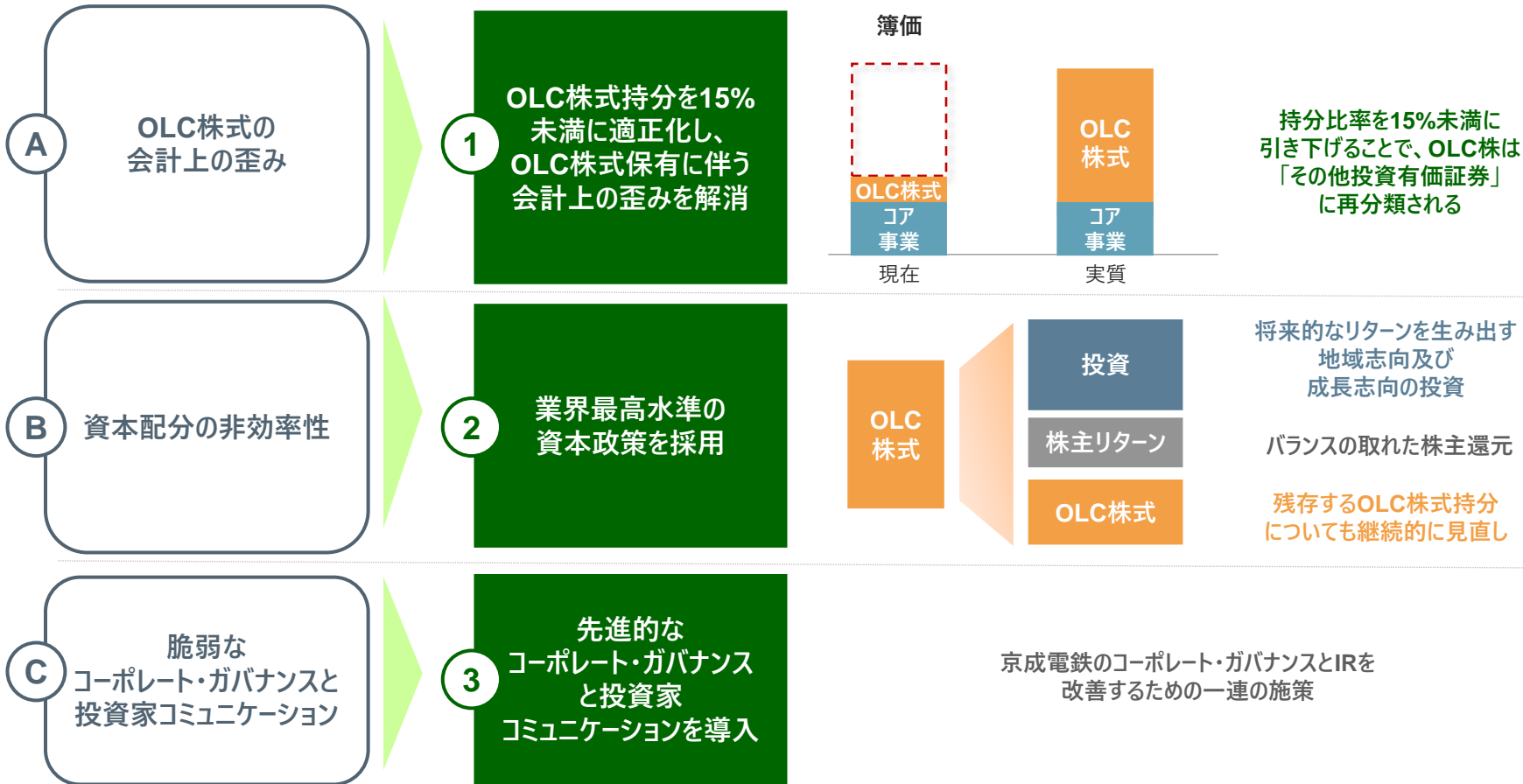
パリサーは株式の1.6%⁽¹⁾を保有する、京成電鉄の第8位株主⁽²⁾。京成電鉄の経営陣との2年以上にわたる粘り強く、相互を尊重した、協力的なエンゲージメントを通じて、京成電鉄とその事業について理解を深めてきた



注： (1) 9月30日時点の保有株式に基づく。
(2) 2023年株主総会招集通知による。

「価値のギャップ」の要因

解決策



**パリサーが提案する3ステップ・プランにより「価値のギャップ」の解消へ。
 京成電鉄の取締役会および経営陣は、3ステップ・プランを遅滞なく実行すべき**

お客様
サービス品質およびユーザー
エクスペリエンスを向上

地域
地域社会の発展に資する
プロジェクトへ投資

従業員
地域社会の内外に継続的かつ
ポジティブな影響を与えることで、
従業員の意欲を刺激



規制当局 (東証及び関係省庁)
優れたバランスシート・マネジメント、
ガバナンス、IR、を实践し、
日本トップクラスの「お手本」へ

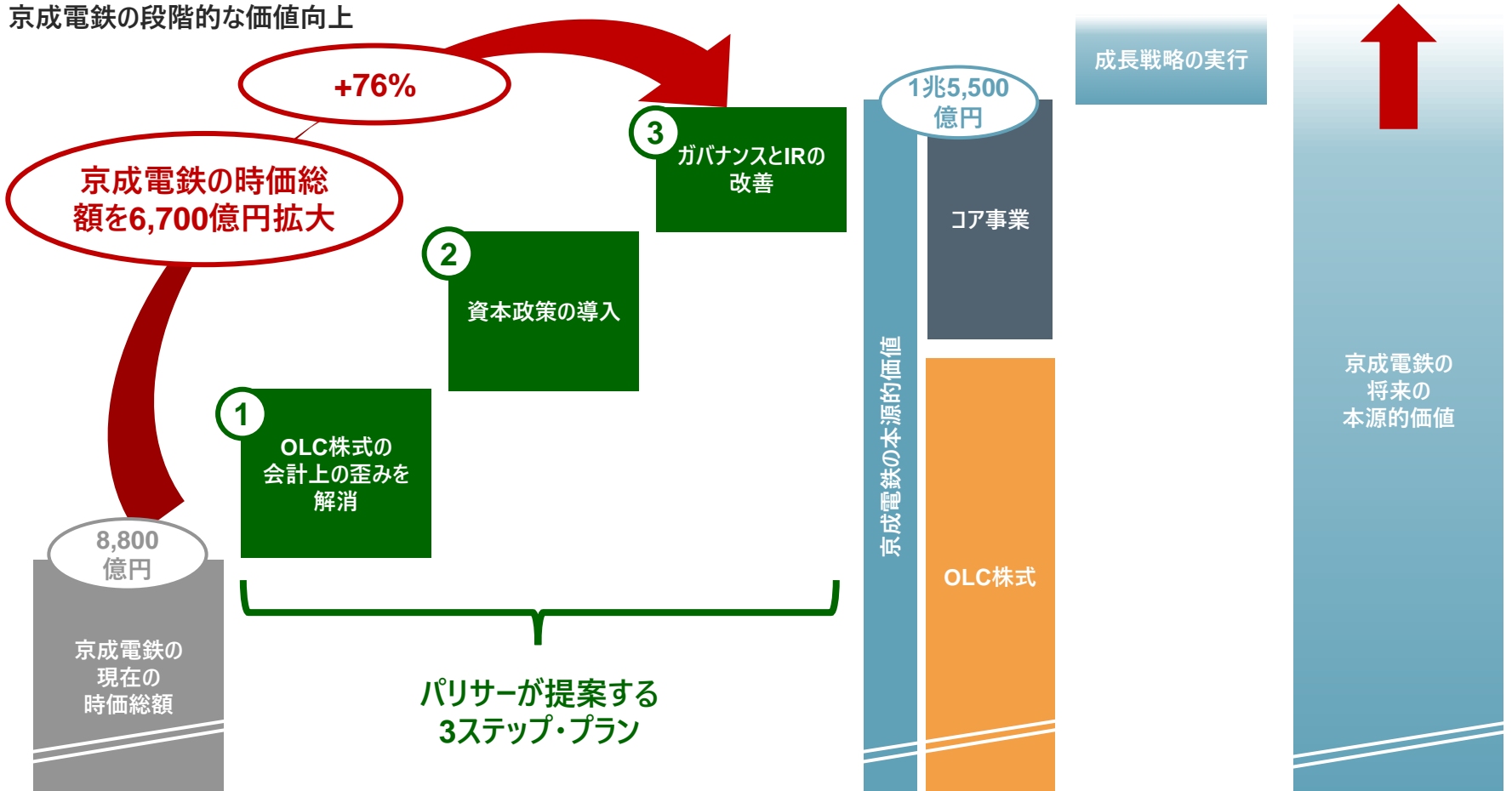
株主
ROE、成長性、ガバナンス、透明性
に焦点を当て、投資家目線に立った
新たな京成電鉄を実現

パリサーの3ステップ・プランは、株主だけでなくすべてのステークホルダーにとって「Win-win」となるユニークな機会を提供

4 真の価値を解き放つ

パリサーの3ステップ・プランにより、「価値のギャップ」を解消し、会社の本源的価値を高めることが可能

京成電鉄の段階的な価値向上



Appendix



OLC株式の会計上の歪み

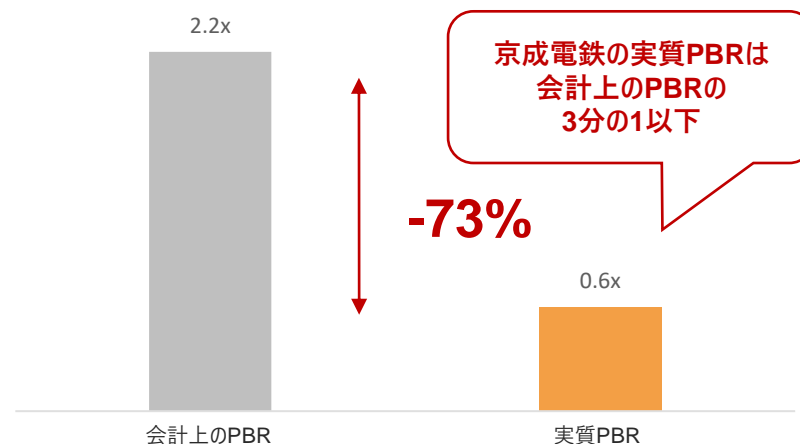
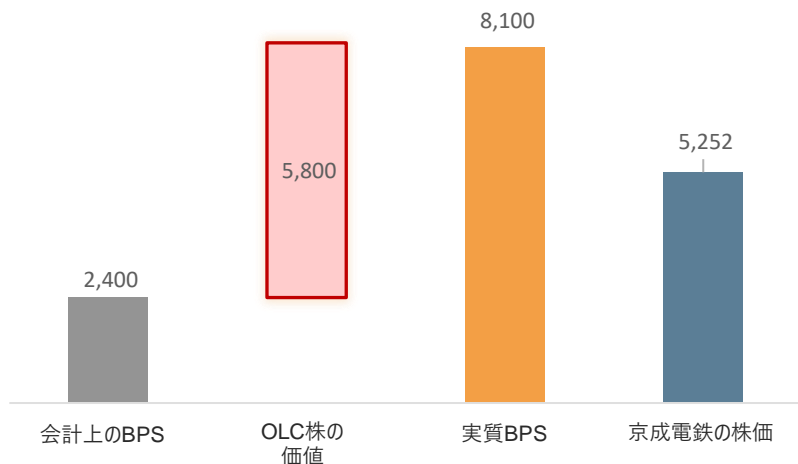
－ 京成電鉄の簿価を外見上引き下げ、本来のPBRを覆い隠す会計上の問題

京成電鉄の会計上の簿価は、大規模な水準でOLC株式を保持し続けることで、本来のあるべき値を著しく下回っている。更には、PBRも歪められた状態となっており、東京証券取引所が対応を求める「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について」の指針にも矛盾する

京成電鉄の実質PBRに関する考察⁽¹⁾

京成電鉄の実質BPS⁽²⁾と会計上のBPSの比較（1株当たり円、23年3月期）

京成電鉄の実質PBRと会計上のPBRの比較



東京証券取引所の「資本配分」のフォーカス

“本対応を実施していただく趣旨は、持続的な成長と中長期的な企業価値向上を実現するため、単に損益計算書上の売上や利益水準を意識するだけでなく、バランスシートをベースとする資本コストや資本収益性を意識した経営を実践していただくことです。”... “経営層が主体となり、資本コストや資本収益性を十分に意識したうえで、持続的な成長の実現に向けた知財・無形資産創出につながる研究開発投資・人的資本への投資や設備投資、事業ポートフォリオの見直し等の取組みを推進することで、経営資源の適切な配分を実現していくことが期待されます。”

資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応について - JPX 株式会社東京証券取引所 上場部

出所： 会社開示、ブルームバーグ

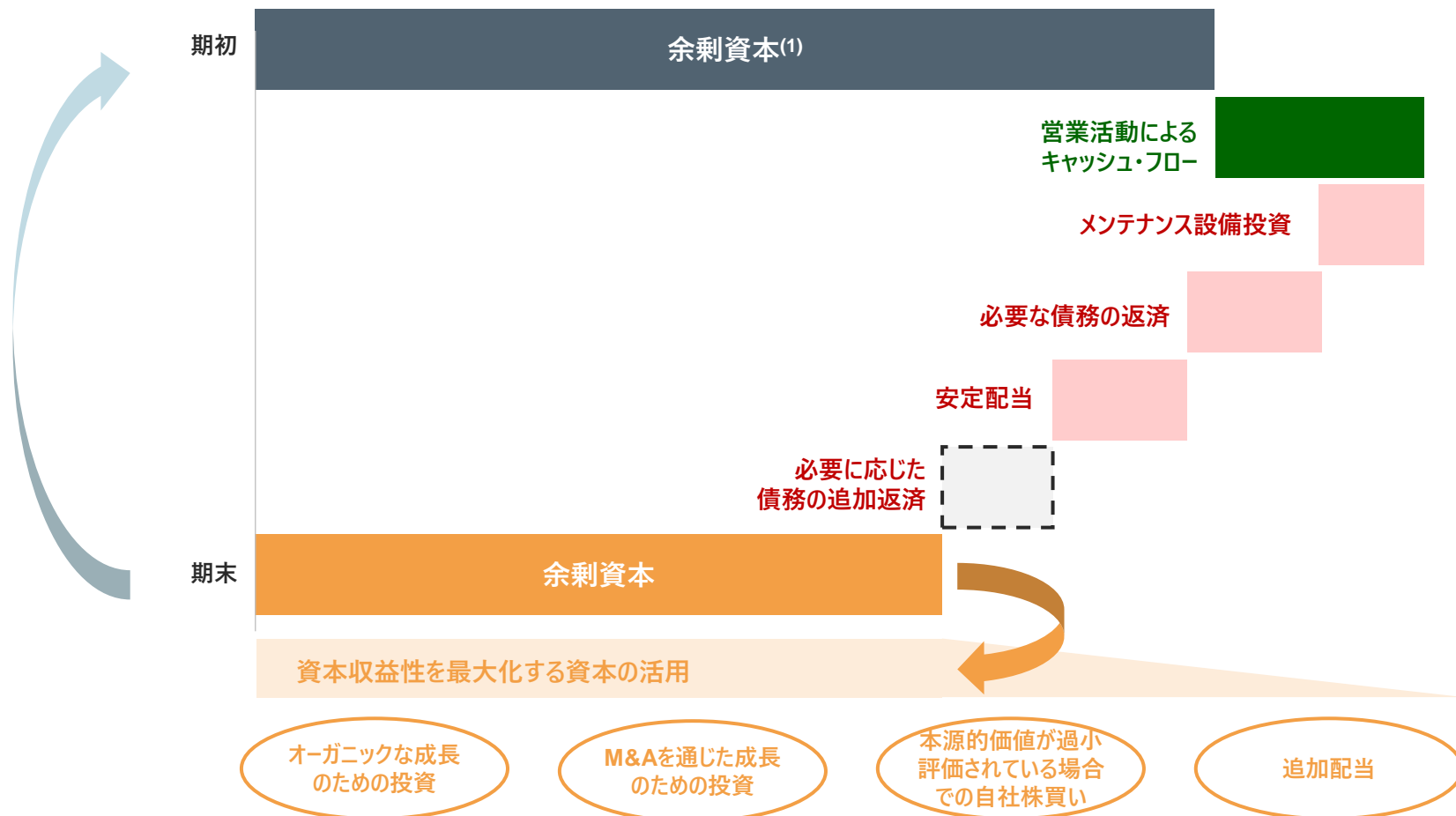
注： (1) 公認会計士協会の助言を得て、公開情報をもとに推計。貸借対照表の情報及びOLCの価格は2023年3月期ベース。

(2) 1株当たり純資産。

資本政策

－ 企業活動における経営判断の基本

京成電鉄は、地域社会に必要不可欠なインフラを提供する企業として、さらには上場企業として、すべてのステークホルダーのメリットを視野に、資本の最適な活かし方を基本とする政策を設定すべき



出典：(1) 説明の便宜上、会社のコア事業の運営に必要な最低資本を超える資本と定義する。

資本政策を設定することで、京成電鉄はすべてのステークホルダーにとっての価値を最大化するために地域志向の投資とオーガニック/インオーガニックな成長プロジェクトの双方に注力することができ、長期的なビジョンに沿った行動が可能となる

コミュニティ志向の投資

- ✓ 長期的な性格を持ち、プロジェクトの立ち上げから完了までに複数年または数十年を要する
- ✓ 地域住民の生活の質の向上に貢献し、長期的な人口と旅客数の増加をもたらす
- ✓ 生活インフラを提供する企業としての京成電鉄の役割を強化することと、投資判断の整合性を確保

成長重視のプロジェクト

- ✓ コア事業の拡大・強化のため、OLCの株式価値のうち現在未活用となっている一部を資本として投入
- ✓ 中期的な時間軸でリターンを実現
- ✓ 投資の判断要件として、期待リターンおよびハードル・レートを考慮

京成電鉄の長期経営計画：ミッションと重点施策

日々の暮らし

観光振興

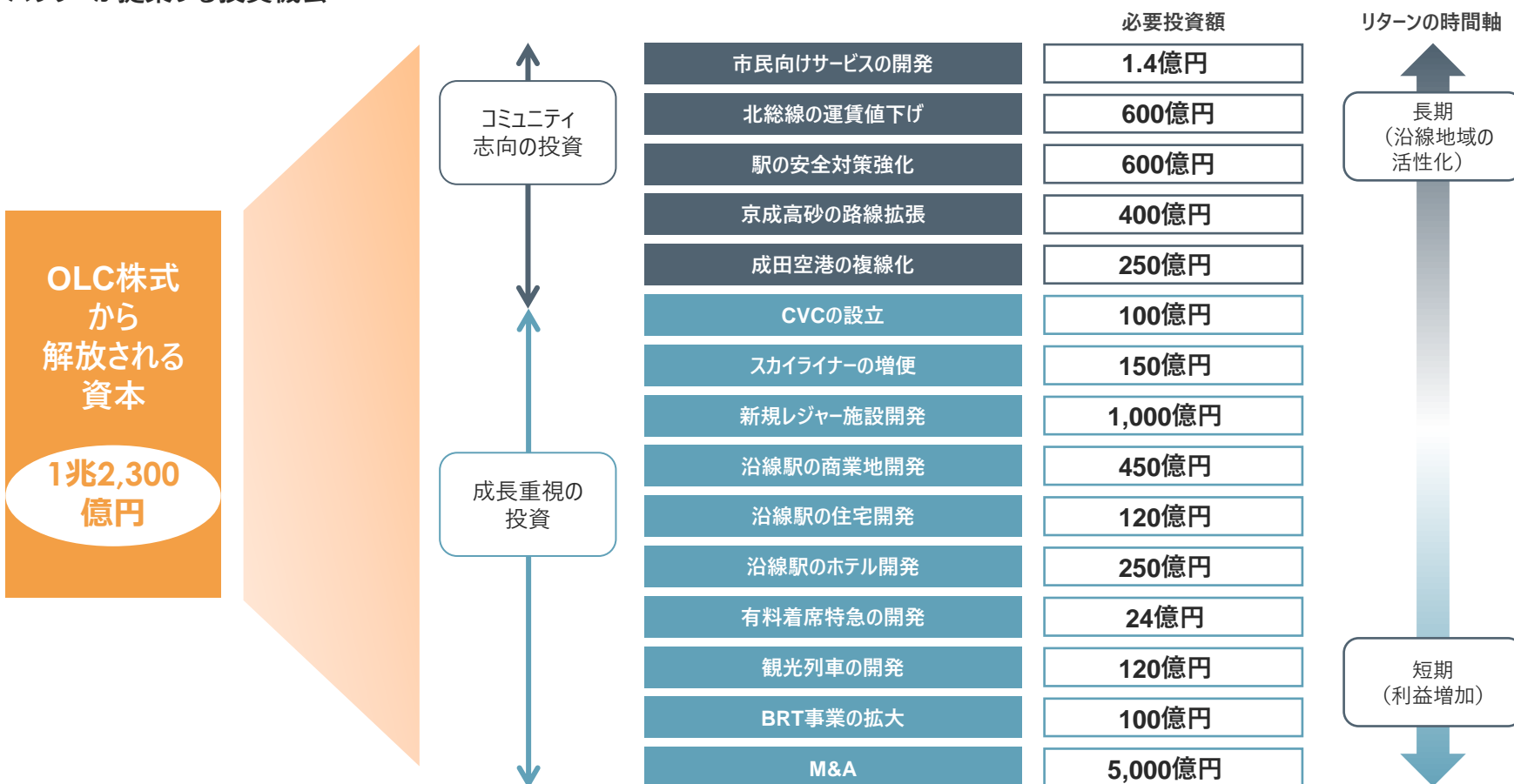
空港輸送

京成電鉄の2030年のグループビジョン：「京成グループの事業エリアのみならず、及び、日本の玄関口、成田空港の機能強化への寄与を通じ、サステナブルな社会の実現に貢献する」

すべてのステークホルダーに資する短期及び長期の投資機会

OLC株式持分を15%未満まで適正化すること及び将来的な追加売却によって得られる資金を、成長投資および、収益性の強化に活用。
京成電鉄は、様々な投資機会を通じ地域社会や顧客に対して幅広い観点で貢献することが可能となる

パリサーが提案する投資機会(1)



出所: 公開情報、ブルームバーグ
 注: 本ページの分析 (特に実現可能性と投資額の試算) は、業界の専門家やコンサルタントから受けた詳細なアドバイスに基づく。

コーポレート・ガバナンスへの取り組み

－ 京成の先進的かつ起業家精神溢れる企業文化を示す

国内外の投資家は、企業が優れたコーポレート・ガバナンスを目指し努力することをより強く期待するようになっている。一連のガバナンス強化施策を実行し、現在のガバナンスの欠点を対処することで、京成電鉄はその思慮深い企業文化を実績を持って示し、日本の株式市場における模範となることが可能

良いガバナンス



誰が統治するか？
(取締役会)



どのように統治するか？
(プロセス／メカニズム)

先進的なコーポレート・ガバナンスを実現するための施策

- ✓ 京成電鉄およびオリエンタルランドの現役員、元役員、取締役、監査役の相互指名、兼任を排除することにより、取締役会及び委員会における「独立性」に関する懸念を解消する
- ✓ 女性取締役を増員すること、および、関連業界における事業戦略の専門知識と経験を有する完全に独立した社外取締役を少なくとも1名加えることで、取締役会におけるジェンダーの多様性とスキルセットを向上させる
- ✓ 過多となっている取締役会の相談役の人数を、同業他社と同水準まで削減する
- ✓ 経営陣の目標を京成電鉄の幅広いステークホルダーの利害と一致させるため、株式報酬およびインセンティブ報酬制度を改善する
- ✓ 経営パフォーマンスを評価するための明確なKPIを採用し、開示する

IRコミュニケーションへの取り組み

－ 透明性を向上させ、ステークホルダーからの関心をさらに高める

京成電鉄のステークホルダーや幅広い投資家コミュニティが、京成電鉄及びその中核的な事業の強み、関東私鉄各社の中でもトップクラスの成長機会があることなどをより良く、より容易に、理解し評価できるようになることで、京成電鉄が価値のギャップを解消し、その本源的価値を高めることができる



ステークホルダーに対する透明性を業界最高水準に高めるための施策

- ✓ 積極的、高頻度、かつ、より質の高い投資家との対話に重点を置き、迅速な投資家対応を実現するため、社内の他部署から独立したIR専門チームを創設
- ✓ 説明会や説明会でのコミュニケーションをオンラインで配信
- ✓ 統合報告書の作成と発行
- ✓ 海外投資家層の拡大を反映し、英語による情報開示を強化
- ✓ エンゲージメントと積極的なコンタクトを通じ、アナリストによるカバレッジを拡大
- ✓ 経営陣との対話の機会をより容易にし、四半期ごとの投資家ミーティングの対象を拡大

Palliser



パリサー・キャピタルはロンドンを拠点とするグローバル・マルチ・ストラテジー・ファンドです。当社はバリュー志向の投資哲学を有し、幅広い資本構成の投資を手掛けています。当社は特に、企業及びその様々なステークホルダーとの建設的かつ相手を尊重する長期的なエンゲージメントによって、企業のポジティブな変化および企業価値向上を実現可能な投資機会に注力しています。

パリサー・キャピタルは京成電鉄株式会社の第8位株主であり、同社の発行済み株式1.6%を保有しています。