

# Palliser



日本郵政株式会社（東証：6178）

2025年11月

本プレゼンテーションは情報提供のみを目的としたものです。本文書のいかなる内容又は本文書に記載されるいかなる情報も、いかなる申出、招待、サービス若しくは商品のマーケティング、広告、誘導、又は表明としても解釈されるべきではなく、投資商品の売買やあらゆる種類の投資に対する投資助言若しくは推奨として解釈されるべきでもなく、又は、特定の投資若しくは投資戦略の是非に関する意見として解釈されるべきでもありません。戦略や取引アイデアの例は、あくまでも例示を目的としたものであり、過去若しくは将来の戦略やパフォーマンス、又は特定の戦略の成功の可能性を示すものではありません。本プレゼンテーション及び本プレゼンテーションに関連してなされた全ての発言は、公表された事実、情報及び分析に基づく発表者の意見であり、事実を表明するものではありません。パリサーは、自己又はその関係会社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。なお、特段の記載がない限り、財務数値に記載されている年度は、日本郵政株式会社の会計年度を示します(例:2024年度の財務数値は、2024年4月1日から2025年3月31日までの期間の数値を示します)。

郵便、物流、銀行及び保険サービスを提供し、4.2兆円の時価総額、8.5兆円の本源的価値、86億円の平均出来高を誇る、日本の大手コングロマリット

今日の本源的価値の大部分は、上場株式や現在の時価総額の143%に相当するネットキャッシュである

現在、NAVに対してIPO後で最大となる51%の割安水準で取引されている

ユニバーサルサービス義務の履行を続けながら、4.3兆円の価値を解放する機会がある

3.0兆円もの潜在価値を有する巨大な不動産ポートフォリオ

大手不動産コンサルタントの分析に基づく、ポートフォリオは会社評価の二倍の価値を有する

歴史的な株主還元率(利回り9%超)は数年間継続できる可能性がある

1.1兆円のネットキャッシュや上場子会社からの配当金が、配当や自社株買いによる継続的なリターンの可能性を高めている

## 次の中期計画の提案

- ✓ 透明性やIR実務を改善させ、投資家の理解や事業価値への確信を高める
- ✓ 中核事業の資本効率やROEの向上に注力する
- ✓ 不動産事業を別会社に統合し、全ての潜在価値を解放するための戦略的検討を行う

現在の株主還元率に加えて最大63%の上昇余地

1 日本の地域社会を支える国内チャンピオン

2 著しく過小評価されているバリュー・プロポジション

3 価値向上提案

## 1871

日本の近現代史に深く根ざした存在である日本郵政は、  
国民の日々の生活と地域社会を支え続けている

## 現在



**1949**

郵政省発足

**2003**

日本郵政公社発足

**2012**

現在の4社による  
ホールディングス体制発足

**1871**

日本の郵便サービス創業  
最初の郵便切手発行

**2001**

郵政事業庁発足

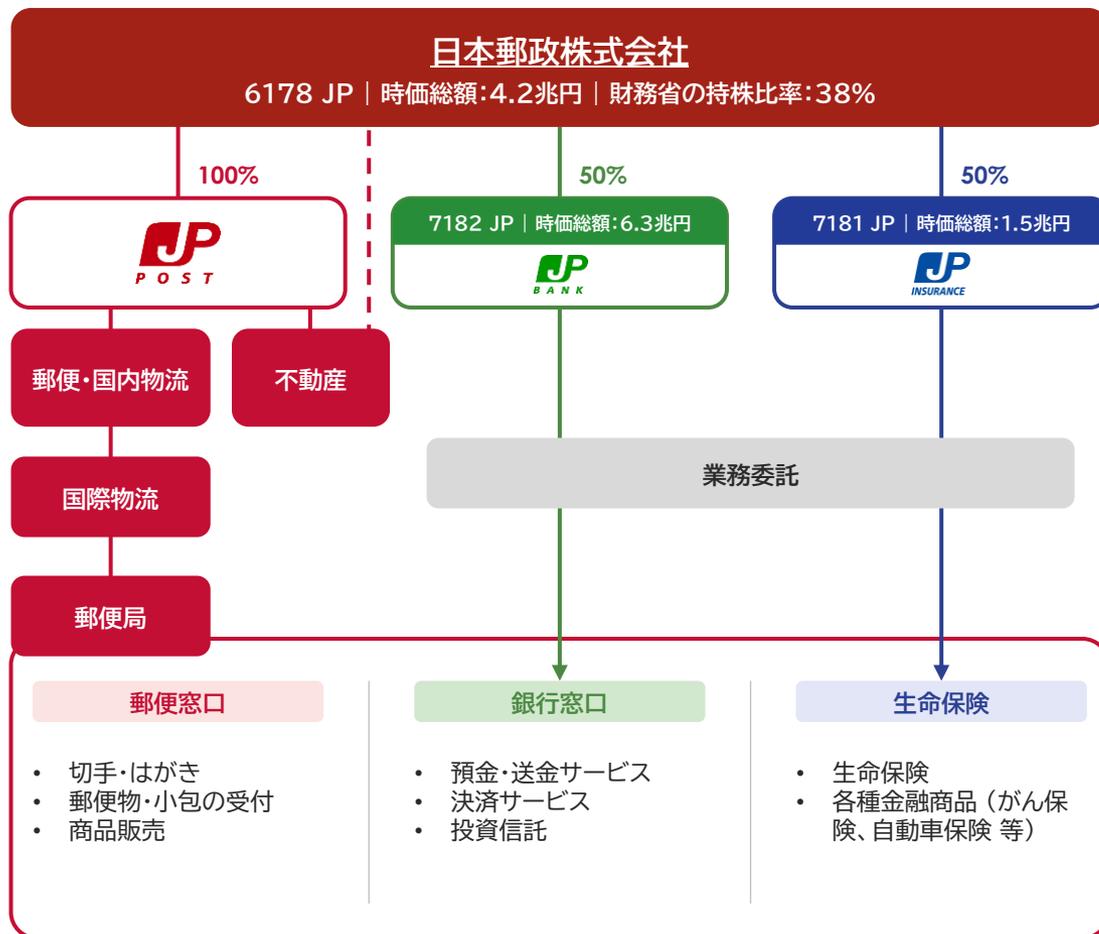
**2007**

郵政民営化により日本郵  
政グループ発足

**2015**

日本郵政、ゆうちょ銀行、  
かんぽ生命が  
同時に東証へ上場

日本郵政は、日本最大の雇用主の1つである日本郵政グループの司令塔である



## 郵政民営化法による要求

- 期限は設けられていないが、日本郵政は、その保有するかんぽ生命及びゆうちょ銀行の全持分を処分しなければならない
- 加えて、財務省は日本郵政の3分の1の持分を維持しなければならない、これを超える持分は処分しなければならない  
現在は、日本郵政の38%を保有していて、最小規模までの持分の削減を図っているため、政府と少数株主との間で、株価に関する利害の一致がある

## ユニバーサルサービス

- 郵便サービスと銀行・保険業務が郵便局で一体的に利用可能であることが求められている
- 日本郵政と日本郵便は、業務を維持し継続する義務を負う
- その見返りとして、業務を支援するために各事業部門から手数料や拠出金を受け取る

# 日本郵便株式会社(以下「日本郵便」)の概要

日本郵便は、グループの中核として、物流機能と、全国約24,000の郵便局という圧倒的なネットワークを活用した幅広い地域密着型サービスの提供窓口という役割を担っている



日本全国の隅々にまで行き届く、広大な郵便局ネットワークと配送サービスを備えた郵便・物流事業

時価総額  
**非上場**

日本郵政の持分  
**100%**

推定ROE<sup>(1)</sup>  
**2.4%**

日本郵政のNAV  
に占める割合<sup>(3)</sup>  
**4%**

## 広範な配送ネットワーク

**24,185**  
全国の郵便局数

**約3,000万**  
1日に使用される  
配送拠点数

**172,609**  
全国のポスト数

**約150**  
国際物流ネットワークに  
含まれる国の数

## 「中核」部門

### 郵便・国内物流

- 郵便物及び小包(ゆうパック・ゆうパケット)に注力した日本国内の郵便事業を運営
- 最近のM&A(トナミホールディングス及びロジスティード)を活用し、ラストワンマイル網とのシナジーを創出することで、総合物流企業への進化を目指している

### 郵便局

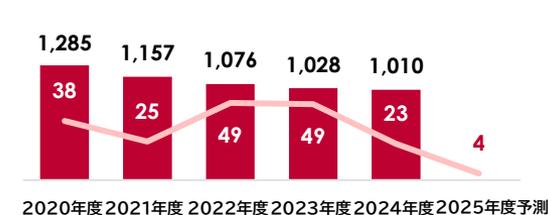
- ユニバーサルサービスを提供する全国の郵便局を運営するとともに、その運営を維持する義務を負っている
- 主要なサービスには、郵便局における郵便・銀行・生命保険の各窓口が含まれる
- 郵便局を、自治体の行政手続・買い物・医療関連などの追加的サービスを提供する地域コミュニティの拠点へと転換していくことを目指している

### 国際物流

- 日本郵便が2015年に買収したトール・ホールディングスが大部分を占める
- オーストラリアにおける代表的な物流サービスプロバイダーであり、国際輸送及びサードパーティ・ロジスティクスに強みを持つ

## 説明

## 主要な財務成績 (十億円)<sup>(2)</sup>



出典: 会社開示情報、ブルームバーグ、Palliserによる分析。  
 注記: 2025年11月14日時点の市場データ。(1) 最新の会社開示情報に基づき、ゆうちょ銀行、かんぽ生命及び不動産事業の純利益・純資産を非連結化した調整後の2024年度実績ベースROE推計値を示すもの。(2) 2025年度の純経常利益予測数値は経営陣によるガイダンスを示す。2023年度以前の郵便局事業の業績には不動産事業が含まれる。(3) 取得価格で評価したロジスティード持分を含む。

グループは周知の課題に直面しているものの、経営陣と政府は、利益を高め、新たな成長分野を開拓し、そしてネットワークの維持を確保するコミットメントについて、良好に連携している

## 日本郵便の継続的な課題

### 紙の郵便物の 需要減少

- 紙の郵便物の利用減少とデジタル化の進展による、継続的な構造的逆風

### 低い郵便価格

- 郵便料金は固定されており、変更には政府の承認が必要
- 2024年10月に約30%の料金改定が実施されたものの(1990年代初頭以来初めて)、郵便料金の手頃さに対する政治的な配慮から、依然として懸念が残っている

### 人件費の上昇及び 新規採用の難しさ

- 近年のインフレや生産年齢人口の減少により、人件費や郵便配達コストが上昇している

### 郵便局の収益性低下

- 銀行や保険サービスの手数料減少やコスト上昇に伴い、郵便局の収益性が低下している

### ガバナンス上の問題に よる車両使用の制限

- 最近の不祥事により、政府が、約2,500台のトラックを使用した日本郵便の貨物運送許可を取り消した
- 輸送量の混乱分は、業界他社への委託を余儀なくされ、収益性にさらなる逆風が生じている

## 業務運営の持続可能性を確保するための継続的な取り組み

### 新たな成長領域の 開拓

- 物流収入の拡大に向けた共創プラットフォームの深化、荷物取扱量の増加、地方郵便局で提供する地域サービスの拡充、金融サービスの成長、不動産事業のさらなる展開

### 収益性向上に向けた アクション

- 労働効率の向上、ラストワンマイル配送機能の最適化、コンプライアンス及びガバナンスの強化を図るため、システム及び技術(IT・DX)へ投資する

### 政府補助金に関する 協議

- 郵政民営化法の改正案では、財務省に対する日本郵政からの配当の一部や、時効消滅した郵便貯金を、日本郵便への補助金(年間約650億円)として郵便局ネットワークの維持支援に充てることができると規定されている

### 価格上昇の検討

- 主要な政府関係者と日本郵政の間では、収益性の向上と持続可能性の確保を目的として、郵便料金の柔軟な価格設定を実現するための協議が継続的に行われている

### M&A及び協業

- 経営陣は、特に物流機能の強化(例:トナミホールディングスの買収)に向けた国内における成長投資や、規模拡大と収益性向上を目的とした業界他社との協業に重点を置く方針を明確化している

# 株式会社ゆうちょ銀行(以下「ゆうちょ銀行」)の概要

ゆうちょ銀行は、日本における金利正常化の進展による恩恵を強く受ける、グループで最も価値の高い事業である



国内最大の個人預金(市場シェア20%)と実店舗網を有する大手預金銀行

時価総額	日本郵政の持分	ROE <sup>(1)</sup>	日本郵政のNAVに占める割合 <sup>(2)</sup>
6.3兆円	50%	4.5%	37%

## 巨大な規模を有する大手国内銀行事業

約1億2,000万  
普通預金口座数

収益の約85%は、国内外の有価証券への投資収益からもたらされている

約190兆円  
合計預金残高

残りの収益は、個人向け金融サービスから得られる手数料からもたらされている

23,500  
実店舗数

融資事業は、事業向け融資ではなく、個人向けに重点を置いている

## 金利上昇を背景に日本国債への継続的な投資を実施

満期保有目的日本国債(兆円)



## 基礎的収益力を支えるための日本国債への投資比率拡大

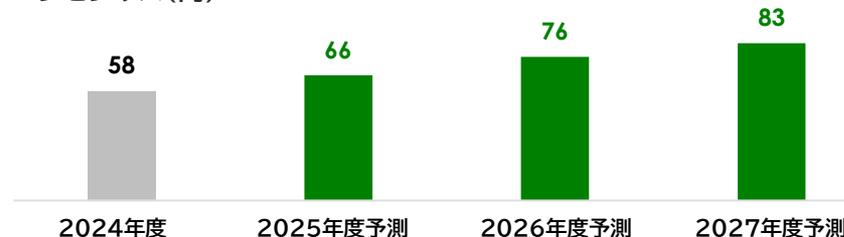
純金利収入及び純利益コンセンサス(十億円)



## 配当を通じて日本郵政を下支えするために基礎的収益力を強化

1株当たり配当金  
コンセンサス(円)

50%の安定した配当方針に加え、  
自社株買いも検討



出典: 会社開示情報、ブルームバーグ、バリサーによる分析。  
注記: 2025年11月14日時点の市場データ。(1) 2024年度実績ベースの推定ROEを示すもの。連結純利益を平均純資産で除して算出。

# 株式会社かんぽ生命保険(以下「かんぽ生命」)の概要

かんぽ生命は日本最大の生命保険会社の一つであり、金利上昇や新契約の獲得を背景に、基礎的収益力が改善している



主に小口保障のシンプルな商品を提供する保険会社で、養老保険や終身保険に医療特約を付加した商品を中心に扱っている

時価総額

1.5兆円

日本郵政の持分

50%

ROE<sup>(1)</sup>

3.7%

日本郵政のNAVに占める割合<sup>(2)</sup>

9%

## 日本全国で高い認知度を持つ保険事業者

59.5兆円  
総資産

保険金等の総支払額で業界第1位(4兆円)

1,690万  
顧客数

また、アフラックや日本生命など他の保険会社とも提携し、がん保険を提供している

20,300  
郵便局支店数

郵便局ネットワークを通じたサービス提供

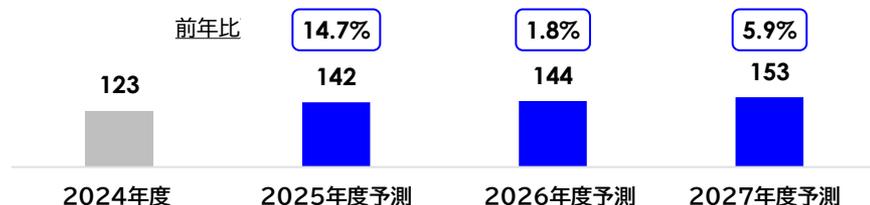
## 金利上昇の恩恵を受ける国内債券中心のポートフォリオ

スプレッド益(十億円)



## 基礎的収益力を支え続けるための最適化されたポートフォリオ

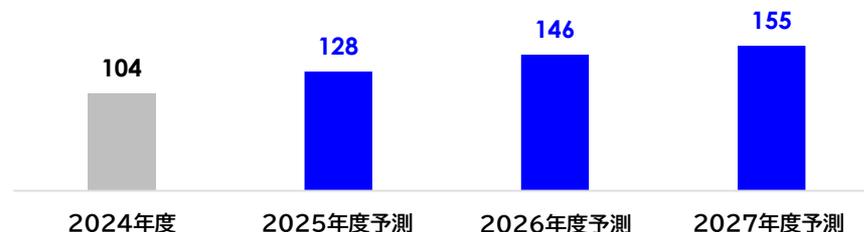
純利益コンセンサス(十億円)



## ゆうちょ銀行と同様、配当を通じて日本郵政を下支えする追い風

1株当たり配当金  
コンセンサス(円)

安定配当と自社株買いを含む  
総還元性向40~50%を目標としている



出典:会社開示情報、ブルームバーグ、バリサーによる分析。  
注記:2025年11月14日時点の市場データ。(1) 2024年度実績ベースの推定ROEを示すもの。連結純利益を平均純資産で除して算出。

2015年のIPO以降、厳しいマクロ環境下にあいながらも、日本郵政の経営陣は、民営化の推進、資本効率の向上、企業価値向上の取り組みにおいて大きな前進を遂げてきた

## ゆうちょ銀行及びかんぽ生命株式の売却



- ゆうちょ銀行とかんぽ生命の持株比率を50%まで引き下げることで、郵政民営化目標に対するコミットメントを示すとともに、ゆうちょ銀行とかんぽ生命に対する規制が緩和され、新規事業や成長機会の追求が可能となった

## 中期経営計画(以下「中計」) 2021年度-2023年度-2025年度

### JP Vision2025<sup>+</sup>

- 2021年に中計を発表し、2024年には「JPビジョン2025+」としてアップデート
- 顧客と地域社会を支えるための「共創プラットフォーム」のビジョン
- 連結ROE向上に向けた明確な目標とロードマップを設定するとともに、自己資本コスト5%の試算値を開示した
- 短期的な株主還元方針や持株売却に向けた計画を開示
- 不動産事業に関する開示を改善し、中核事業の収益力強化に向けた道筋も示した
- 株式報酬の比率引き上げや、業績目標を中計に連動させることにより、経営陣の報酬と株主との利害の一致がより強まった

## PBRの改善方針

- 2023年11月、東証の取り組みに応える形で、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」に関する施策を発表した
- 以下3点によるPBR向上を目標としている
  - i) ROEの向上(収益性向上及び資本効率の改善)
  - ii) 自己資本コストの抑制(安定的な配当とリスク管理)
  - iii) 期待成長率の向上(IR活動・情報開示の強化及び成長戦略)

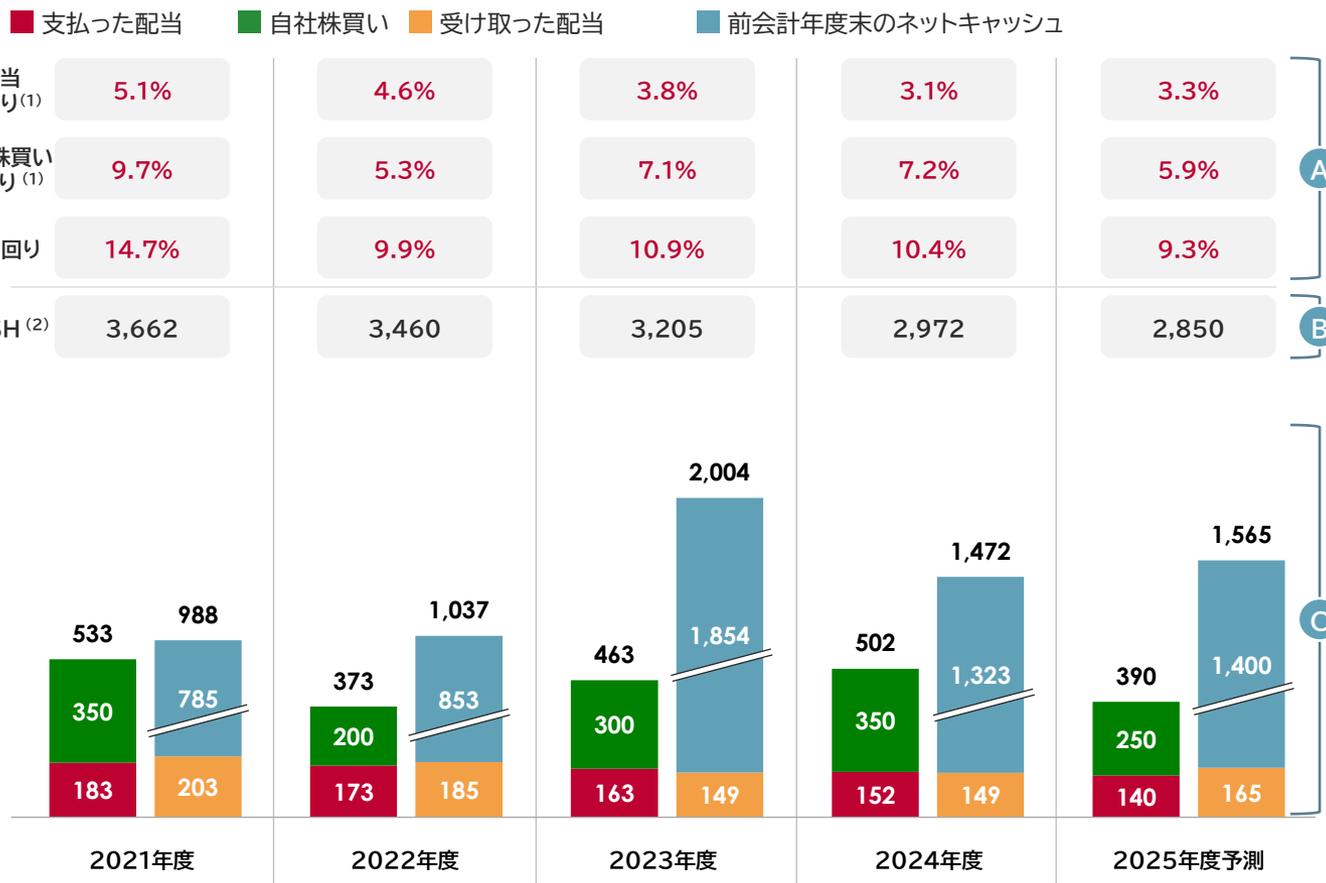
## ROEは開示された資本コストに近づいている



# 一貫した株主還元と魅力的な利回り

日本郵政の株主還元利回りは、TOPIX構成企業の中でも最上位水準にあり、持続可能性も非常に高い  
配当は実質的にゆうちょ銀行とかんぽ生命からの配当がそのまま反映されており、継続的な自社株買いもネットキャッシュによって支えられている

## 過去の株主還元(十億円)



## コメント

**A** トップクラスの株主還元利回りを継続しており、TOPIX平均の総株主還元利回り約3.7%(配当利回り2.1%+自社株買い利回り1.6%)を大きく上回っている

**B** 積極的な自社株買いによる発行株数の減少により、資本効率が向上するとともに、短中期的に1株当たり50円の配当を引き上げる余地が生まれる。NAVに対して大きな割安水準での自社株買いは、高いNAVの増加効果を生む

**C** 配当金は配当収入で、自社株買いはネットキャッシュ残高で、それぞれ健全に賄われている

出典:会社開示情報、ブルームバーグ。

注記:2025年11月14日時点の市場データ。(1)利回りは各年度の平均時価総額に基づき算出。2025年度予測については、当該年度開始以降これまでの平均時価総額に基づき算出。(2)NOSH=自己株式を除いた発行済株式数。

1 日本の地域社会を支える国内チャンピオン

2 著しく過小評価されているバリュー・プロポジション

3 価値向上提案

# 日本郵政は、市場からほとんど注目されていない明確かつ具体的なバリュー・プロポジションを有しており、大幅な上昇余地がある

約3.4兆円(220億米ドル)の繰越欠損金残高が、潜在価値を最大化する取引に節税効果をもたらす

本源的価値  
8.5兆円  
2,985円 / 株  
4.3兆円の  
バリューギャップ

51%割安

日本郵政  
現在の市場価値  
4.2兆円  
1,462円 / 株

不動産

日本郵便(不動産を除く)<sup>(1)</sup>

ネットキャッシュ

アフラック及び  
他の上場株式

かんぽ生命の  
50%持分

ゆうちょ銀行の  
50%持分

価値	NAVに 占める比率	時価総額に 占める比率	コメント
2.2兆円	26%	54%	i) 第三者の大手評価機関による評価及び ii) 会社の算定する賃貸用不動産の公正価値の <b>平均値</b> 大手国際不動産評価機関による日本郵政の不動産ポートフォリオの評価は、同社が算定する賃貸用不動産の評価額を大幅に上回ることを示す 最近注目を集めた開発プロジェクトの完成により事業規模が積み上がり、現在ではNAVにおいては日本で上場している中堅規模のデベロッパーに匹敵する
0.3兆円	4%	7%	DCF及び開示   最近取得した物流事業の価値を含む
1.1兆円	12%	25%	簿価   中核事業レベルで潤沢なネットキャッシュ残高を有しており、業界最高水準の株主還元利回りを継続的に支えることが可能となる
1.0兆円	12%	24%	税引後市場価格   注目すべきはアフラックへの10%持分の保有であり、現在、日本郵政によるかんぽ生命の保有持分の価値を上回っている
0.7兆円	9%	18%	税引後市場価格
3.2兆円	37%	76%	銀行及び保険子会社の持分は、日本郵政による配当金の支払いを支える多額の配当収入を継続的に提供している 郵政民営化法及び現在提案中の改正法案により、さらなる持分売却が可能となる 金利上昇による恩恵が見込まれる高品質な資産を保有し、直近の日本郵政の持分削減による規制緩和によって新たな成長機会の追求が可能となる

出典: 会社開示情報、ブルームバーグ、Palliserによる分析。

注記: 2025年11月14日時点の市場データ。日本郵便のDCF評価において、関連する継続的な年金費用を既に織り込んでいるため、日本郵政の退職年金債務は含めていない。税金費用は、日本郵政が保有する約3.4兆円の繰越欠損金により、日本の税制に基づき50%が相殺される。(1) DCF評価は、トナミホールディングスを含めた連結財務を反映しており、別途、ロジスティドの19.9%持分を取得価格1,420億円で購入している。

# 日本郵政は過剰な持株会社ディスカウントの下で取引されており、これはIPO以来最大水準となっている

高水準かつ持続可能な株主還元利回りと上場子会社の配当が効果的に還元されているのであれば、通常は持株会社ディスカウントは大幅に低くなるはずである。日本郵便のディスカウント率は、コロナ禍時より拡大している

## 過去の日本郵政のNAVに対するディスカウント



出典: 企業開示情報、ブルームバーグ、パリスーによる分析。

注記: 2025年11月14日時点の市場データ。過去のNAVに対するディスカウント分析によると、中核事業(ネットキャッシュ及び不動産を除く)は、TOPIX、ヤマトホールディングス、SGホールディングス、シンガポールポスト、International Distribution Services、Poste Italiane、PostNLの直近12ヶ月における平均PBR倍率に対して50%割安で評価されている。取得価格に基づくロジスティクス社への20%持分、貴社が算定する賃貸用不動産の公正価値に基づく不動産評価額、継続的な自社株買い及びゆうちょ銀行/かんぽ生命持分売却による収入を反映した簿価ベースのネットキャッシュ残高、上場会社の株式については税引後ベースで評価したものを合算したものである。

# 時価総額は上場資産の価値を下回っており…

## 日本郵政の上場資産に対するディスカウント率(税引後)

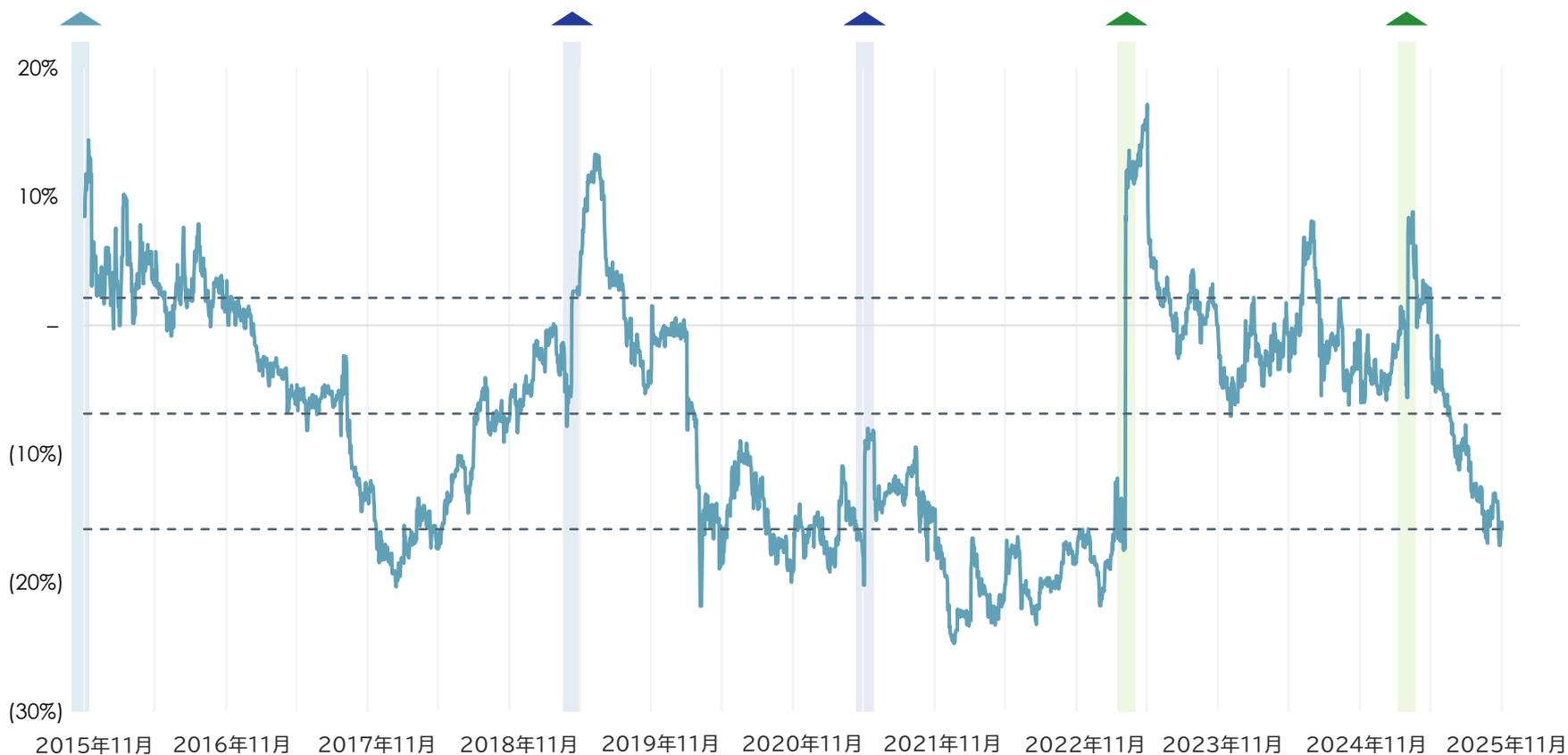
2015年11月:日本郵政、ゆうちょ銀行、かんぽ生命が同時に上場。当初の日本郵政のゆうちょ銀行及びかんぽ生命の持分比率は89%

かんぽ生命の持分比率減少  
89% → 65%

かんぽ生命の持分比率減少  
65% → 50%

ゆうちょ銀行の持分比率減少  
89% → 62%

ゆうちょ銀行の持分比率減少  
62% → 50%

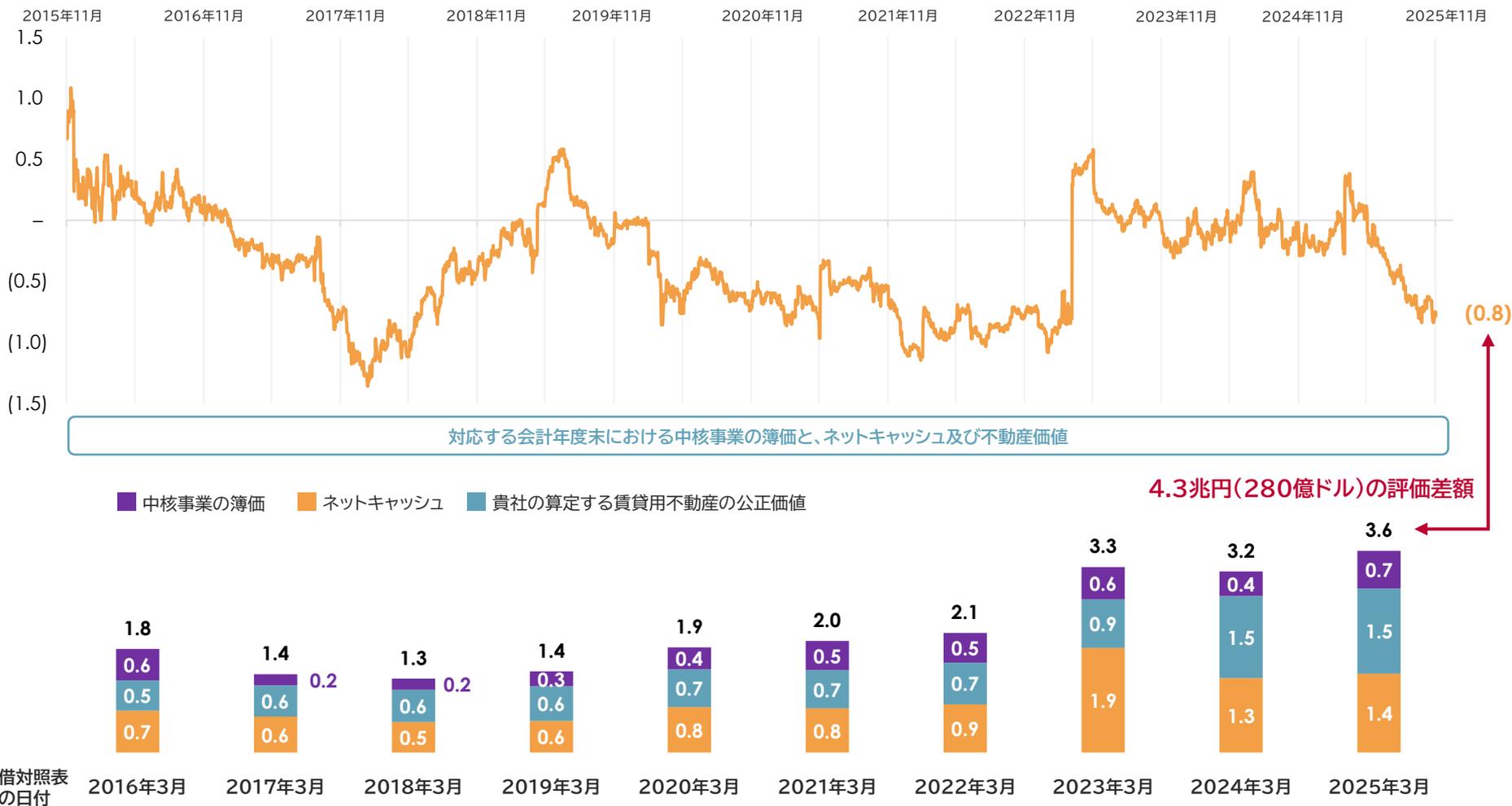


出典:会社開示情報、ブルームバーグ、パリスーによる分析。

注記:2025年11月14日時点の市場データ。注記:日本郵政の市場価値を、上場株式(ゆうちょ銀行、かんぽ生命、アフラック、楽天グループ、大和証券グループ)の税引後時価の合計値に対するディスカウント率にて算出。

# …中核事業の価値が全く反映されておらず、さらに重要なことは、増加するネットキャッシュ残高及び不動産価値が反映されていない

## 想定される中核事業の残存価値(兆円)



出典: 会社開示情報、ブルームバーグ、バリサーによる分析。

注記: 2025年11月14日時点の市場データ。注記: 日本郵政の市場価値を、上場株式会社(ゆうちょ銀行、かんぽ生命、アフラック、楽天グループ、大和証券グループ)の税引後時価の合計値に対するディスカウント率にて算出。

## 日本郵便 不動産

日本郵政の不動産事業は現在、100物件で構成され、その内70物件が稼働中、7物件が開発中、23物件が開発候補である

主要な賃貸オフィスビルの総延床面積は105万㎡

JPタワー(KITTE)は2012年に完成した最初の大型開発プロジェクト

直近の中期経営計画期間中に完成した主な物件は、広島JPビルディング、蔵前JPテラス、麻布台ヒルズ森JPタワー、五反田JPビルディング、JPタワー大阪など

### 主要物件



JPタワー(KITTE)



麻布台ヒルズ  
森JPタワー



JPタワー名古屋

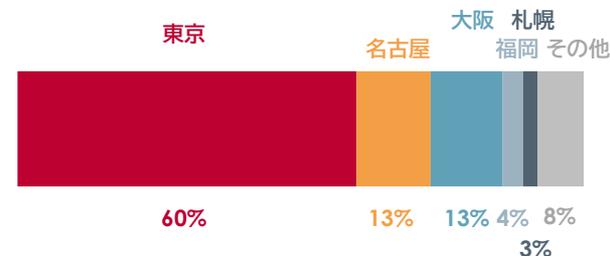
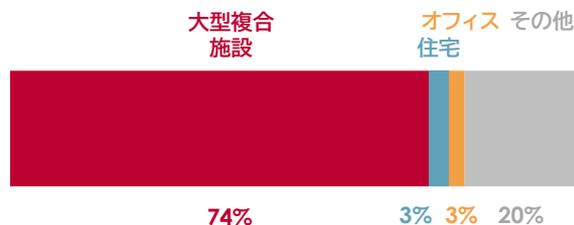


JPタワー大阪

## 多様性に富み、非常に価値の高いポートフォリオ

日本郵政の不動産事業は地域社会の発展に寄与しており、複合用途施設内には郵便局が併設されることが多いが、その専有面積は大きくない

### 地域・物件タイプ別の内訳



## 開発候補物件の充実したパイプライン

郵便業務、旧郵便局、社宅の統合や再配置によって、非常に価値の高い土地(多くの場合は主要な駅の近く)が供給され、これらは分譲及び賃貸事業への再活用が可能である

### 地域別の開発候補物件

地域	敷地	敷地面積 (㎡)
東京	10	32,200
京都	3	10,600
大阪	4	9,200
その他	6	35,100

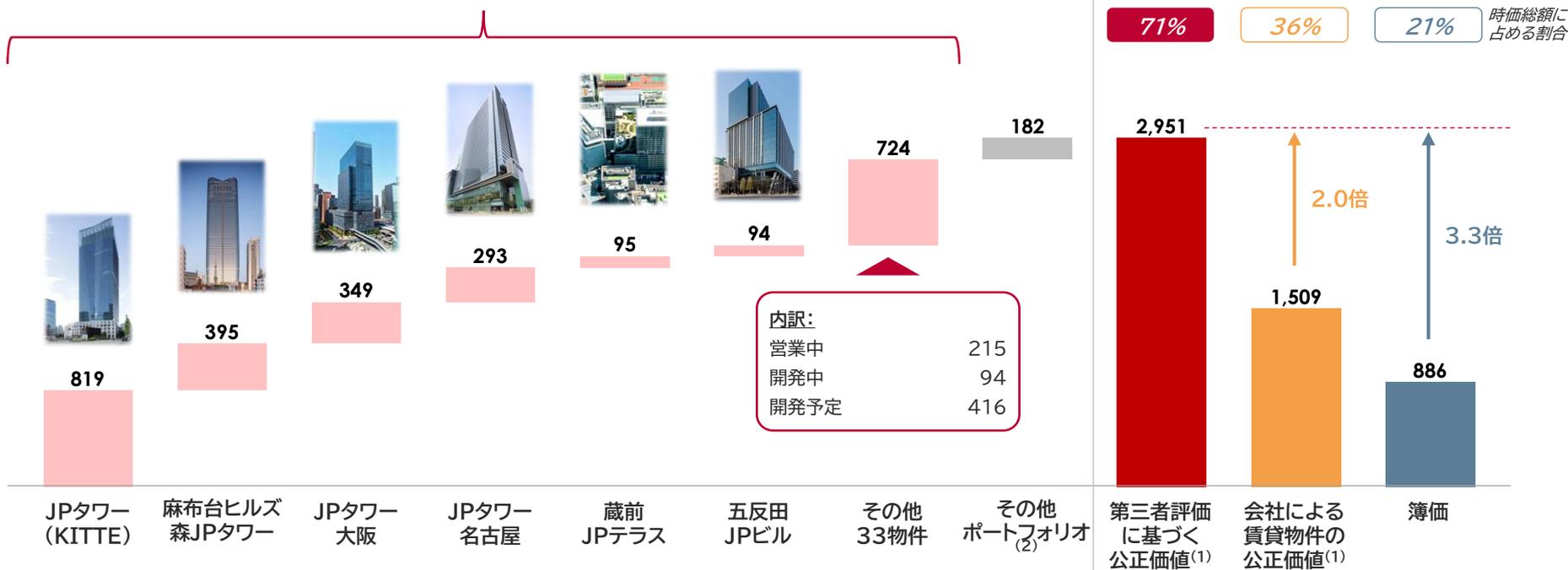
# 第三者評価は、日本郵政の不動産ポートフォリオが、同社の開示価値の2倍の潜在的価値を持つことを示唆している

日本郵政は、最近発表した「次期中期経営計画の主要施策(骨子)」において、不動産業界においてトップ10入りを目指すことを表明した。ポートフォリオ価値の面では、既にその地位を確立している

## 日本郵政の不動産ポートフォリオ全体の独立第三者評価額(単位:十億円)

- ・ パリサーは、日本郵政が所有する39物件(日本郵政の推定ポートフォリオ総価値の約94%を占める)の評価を、著名な国際不動産評価会社に委託した
- ・ 評価は、現行の評価基準に基づき、一般的な収益法(直接還元法)および市場法を用いた市場価値に基づいて実施された
- ・ 評価対象のうち、日本郵政保有の大型複合ビル9棟の価値は、約2兆円(時価総額の51%)と推定される

これらの資産を最大限に活用して現金化した場合、大幅な価値向上の機会があることが結果から明らかになった



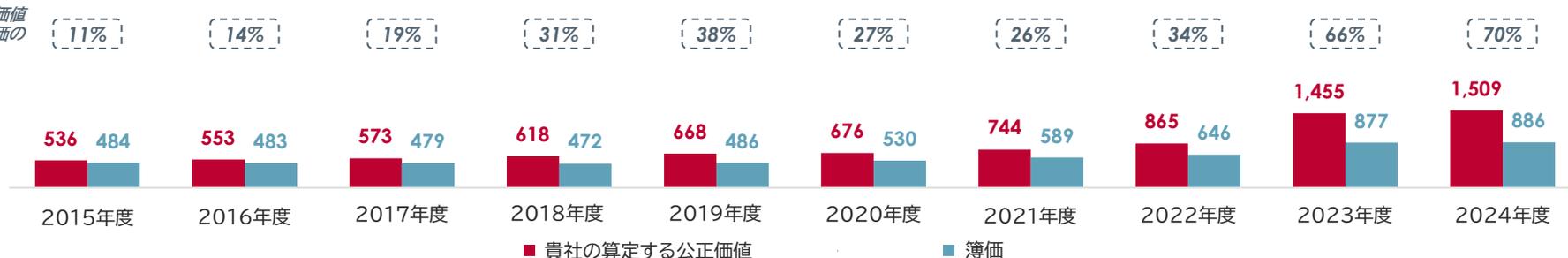
出典: 会社開示情報、第三者不動産評価会社、パリサーによる分析。(1) 会社による公正価値(FV)は賃貸物件のみを対象とし(開発中物件及び開発予定物件は含まない)、第三者評価に基づく公正価値は完成物件、開発中物件及び開発予定物件を含む。(2) パリサーによる分析は、第三者評価による予測価値から推計するとともに、ウェブサイト「土地代データ」の直近の平均地価を参照したものである。

最近注目を集めた開発プロジェクトの完成により、日本郵政による不動産事業の規模は急速に拡大している

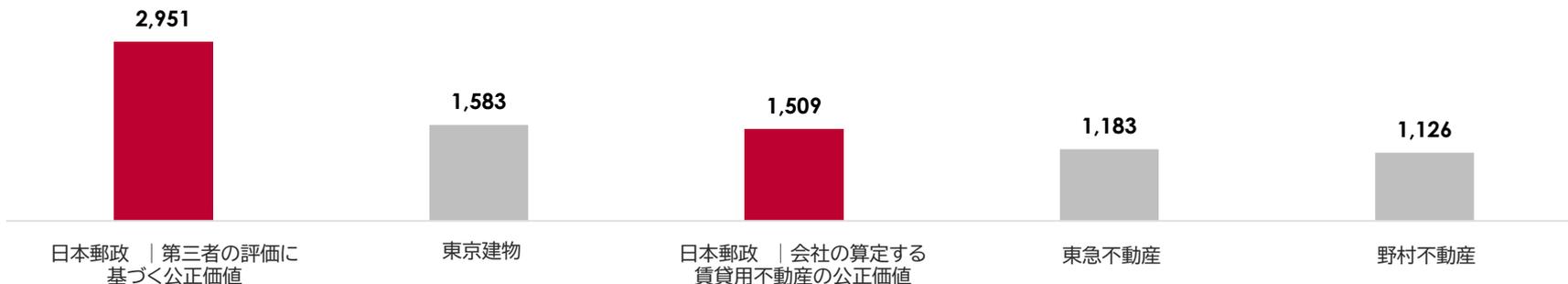
## 貴社の算定する賃貸用不動産の公正価値と簿価(十億円)

日本郵政の不動産事業は近年急速に成長しているが、建設コストの上昇に加え、老舗のデベロッパーと比してこのような問題への対応経験が相対的に乏しいため、開発及び投資事業は減速している

公正価値  
と簿価の  
乖離



## 会社の算定する直近の賃貸用不動産の公正価値 VS 日本の中堅規模デベロッパーの賃貸用不動産の公正価値(十億円)<sup>(1)</sup>

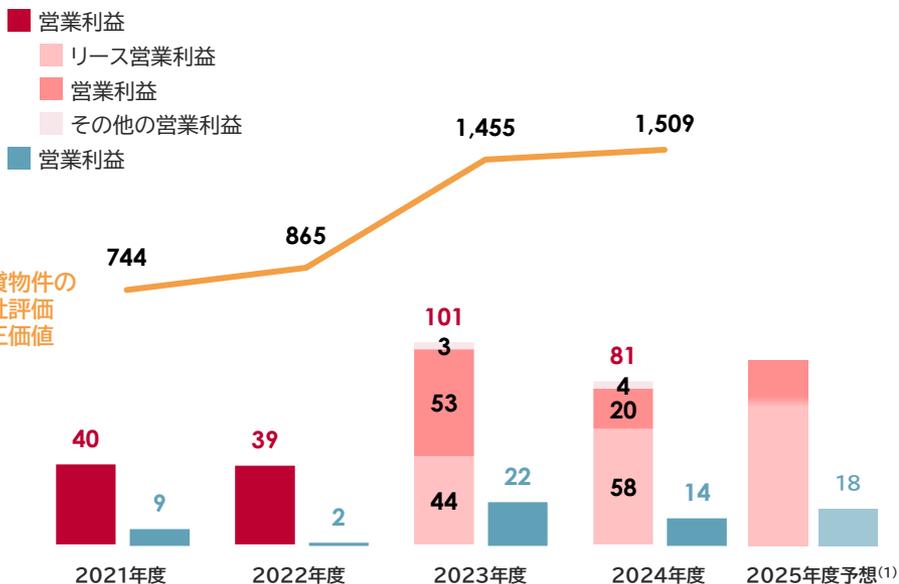


出典: 会社開示情報、第三者の不動産鑑定会社、Palliserによる分析。(1) 貴社の算定する公正価値には賃貸中物件のみが含まれている(開発中物件や開発候補物件は含まれていない)。一方、第三者の評価に基づく公正価値には、完成物件、開発中物件、将来の開発候補物件が含まれている。

日本郵政の不動産事業に関する開示が限定的であることに加え、グループへの収益貢献度が低いことが、市場による過小評価と資産への低い価値帰属を招いている可能性が高い

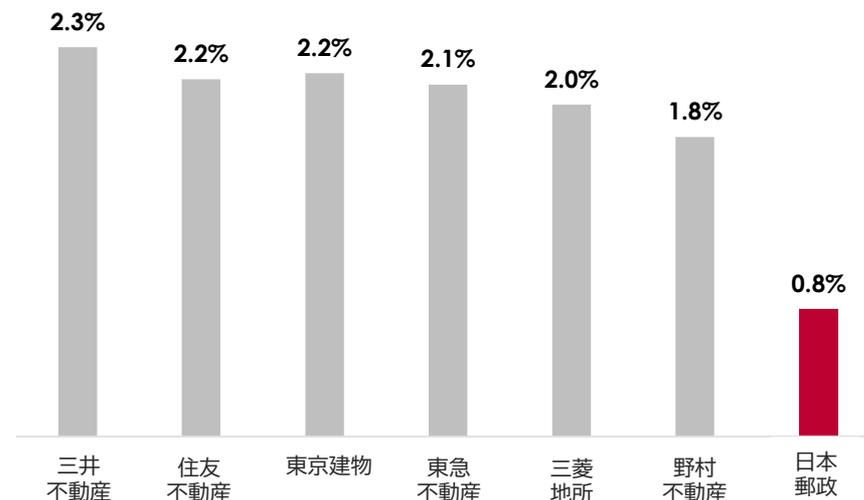
## 日本郵政不動産財務実績(十億円)

不動産事業の収益貢献度は増加傾向にあるものの、NAVIに占める不動産比率と比較すると依然として低い水準にあり…



## 最新事業年度における、賃貸収益/賃貸不動産公正価値の比率(2)

…また、その賃貸利益利回りは国内上場デベロッパー他社に遅れを取っており、運営効率の低さを示唆している。日本郵政とは異なり、他社は資本効率を最適化するために負債を活用しROEを向上させている



現行不動産事業の収益性と資本効率を大幅に向上させる余地があり、グループ利益への貢献度を高められる可能性がある

出典：企業開示情報、Palliserによる分析。(1) 経営陣による説明。(2) 各社の年次有価証券報告書における賃貸用不動産開示に基づく。比率は、純賃貸収入を企業が開示した賃貸用不動産の公正価値で除して算出。

市場からほとんど注目されていないが、これほど多額のネットキャッシュは、今後も健全な株主還元を継続的に支えるだろう

## 現在のネットキャッシュ調整

- 日本郵政はかんぽ生命及びゆうちょ銀行の株式を売却して以降、貸借対照表上で多額のネットキャッシュを積み上げてきた
- 銀行・保険子会社の連結により貸借対照表が複雑化し、実質的なネットキャッシュポジションが不明確になっている
- パリサーが委託した国内大手会計事務所の分析によれば、推定ネットキャッシュは約1.1兆円、現在の時価総額の25%に相当する

十億円 十億米ドル

### 2024年度末 純現金

日本郵政単体における現金	1,551	10.0
日本郵便の連結での現金残高	1,260	8.1

<b>A</b> コア部門の現金	<b>2,812</b>	<b>18.2</b>
(-) コア部門の借入金	(394)	(2.5)
(-) コア部門の債権	(85)	(0.6)
<b>B</b> (-) 政府への現金支払債務	(172)	(1.1)
<b>C</b> (-) ゆうちょ銀行及びかんぽ生命向け預託金	(760)	(4.9)

<b>2024年度末のネットキャッシュ</b>	<b>1,400</b>	<b>9.1</b>
-------------------------	--------------	------------

### 2024年度末調整後

(+) ゆうちょ銀行及びかんぽ生命からの受取配当金	114	0.7
(-) 支払配当金	(74)	(0.5)
(-) 自己株式取得	(184)	(1.2)
(+) 2025年11月かんぽ生命株式売却による収入	22	0.1
<b>D</b> (+/-) 買収及びその他	(223)	(1.4)

<b>流動ネットキャッシュ</b>	<b>1,055</b>	<b>6.8</b>
-------------------	--------------	------------

**A** コア日本郵政の現金残高は、ゆうちょ銀行及びかんぽ生命株式の売却に伴い顕著に増加した

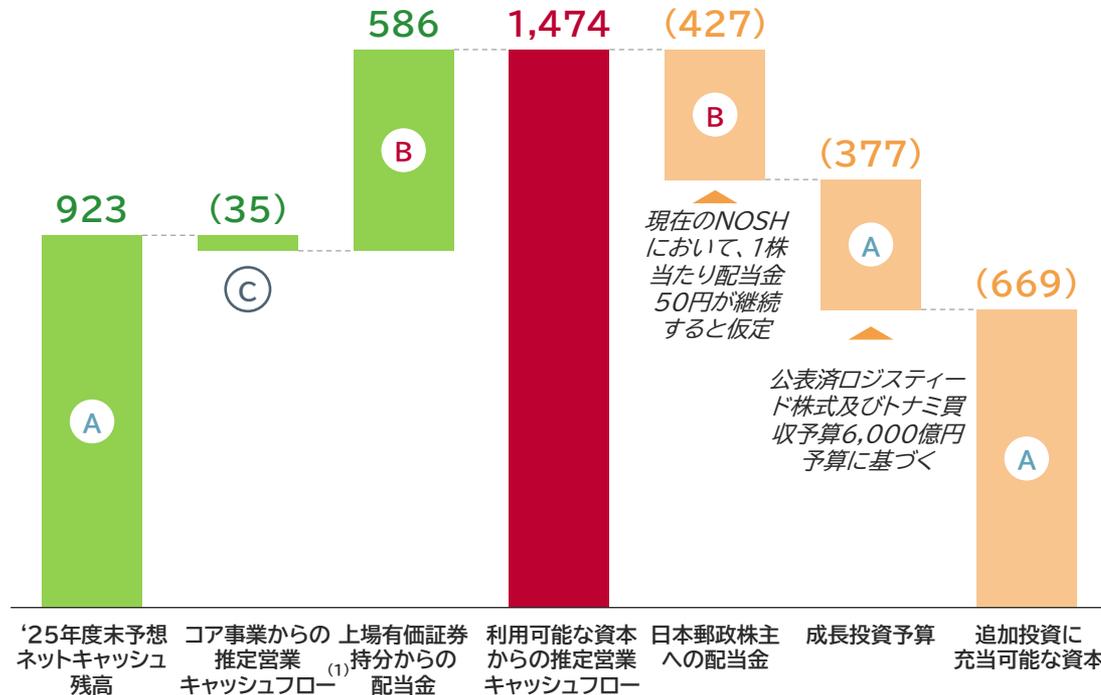
**B** 収入印紙の売却による現金収入:政府への税金・手数料の支払いに使用される印紙であり、政府に支払われるものである

**C** 日本郵政が保有するゆうちょ銀行及びかんぽ生命向け現預金の調整額

**D** トナミホールディングス買収及びロジスティード少数株式取得に伴う現金支出を含む

次の中計期間中、日本郵政の配当収入とネットキャッシュ残高により、更なるゆうちょ銀行及びかんぽ生命株式売却がなくても、将来の再投資のための資本を残しつつ、健全な株主還元を完全に支えることが可能

次の中計期間：2026～2028年度 累積主要キャッシュフロー要因(十億円)



### A 多額のネットキャッシュ残高による支援

- 今年初めにJPCに投資した6,000億円のうち、3,770億円が残っており、成長投資やM&Aに活用される予定
- ネットキャッシュと上場有価証券持分からの配当の残高は、年間2,000億円超の自社株買いを支えながら、成長投資のための追加的な余地を残す、追加的な投資に利用できる合計6,690億円の資本を提供することができる

### B パススルー配当構造

- ゆうちょ銀行及びかんぽ生命の一貫した株主還元方針により、日本郵政には安定した配当収入がもたらされる
- 受領した配当金の大部分は、現在の1株当たり50円の配当を維持し、1株当たり60円への適度な増額余地を確保するためにパススルーされる
- 年間2,000億円の自社株買いは、次の中計期間中に配当支払額を500億円削減可能であり、これは株主還元強化及び／又は成長投資の支援に活用できる

### C コア事業のキャッシュフローへの影響は最小限

- コア事業が日本郵政全体のキャッシュフロー構造に与える影響は比較的最小限
- 提案されている改正法案に基づく郵便料金の柔軟性導入および補助金制度が実施された場合、コア事業はプラスのキャッシュフローを生み出すと予想される

「…株主還元策として、財務健全性も踏まえた安定的かつ継続的な配当及び自己株式の取得の推進に向けた新たな方針を次期中期経営計画において作成。」  
 - 日本郵政：次期中期経営計画の主要施策(骨子) | 2025年11月14日

# 株価純資産倍率(PBR)は東証の最低目標値を大幅に下回っている

低いPBRは、日本郵政の収益性が資本コストを下回っていることを示しており、収益性・成長性の改善と資本効率の向上が必要である

## 過去12ヶ月間のPBR

「成長に向けた重点施策への取組及び投資を通じて、株主資本コストを上回る自己資本利益率(ROE)の早期実現に注力。」

－ 日本郵政：次期中期経営計画の主要施策(骨子) | 2025年11月14日



これら4つの問題が相まって、日本郵政の不動産事業とネットキャッシュ残高の本質的価値に関する明確性が欠如し、同社株式に付随するリスクプレミアムの上昇を招いている

- 特に不動産事業とコアレベルでの利用可能現金に関する開示不足
- 金融子会社であるゆうちょ銀行とかんぽ生命の連結により中核事業の貸借対照表が理解しにくい
- ゆうちょ銀行及びかんぽ生命の残存持分に関する計画とその後の売却代金の使途が不明確
- 投資家・アナリストによる経営陣へのアクセスの制限

不十分な  
透明性

- 会社が認識している通り、最近の不正行為と関連する是正費用はネガティブな印象を与え、より高いリスクプレミアムの適用に繋がっている
- 経営に対する官僚的アプローチと不十分な内部統制の認識が継続している

ガバナンス  
上の懸念事項

- コア郵便事業の収益性低下による価値評価のマイナス影響
- 収益性改善策に定量目標が欠如し、信頼性のギャップを生じている
- 純現金及び不動産の低いROAが、その潜在的な価値にもかかわらず、連結ROEを押し下げている

脆弱な  
収益性

- 投資判断において、期待リターン、資本コストのハードル、その他の類似指標が適用されているか否かが不明確
- M&A決定には定量的なKPI(例: 予想シナジー効果、EPS増加効果など)が欠如していることが多い
- ロジスティード株の最近の取得は、財務情報の限られた開示状況から疑問を呈されている
- コア事業の利益低迷と改正法案提案に伴う不確実性を踏まえた、現行株主還元計画の規模と継続性に関する疑問

M&A  
及び将来の  
株主リターン  
への懸念

1 日本の地域社会を支える国内チャンピオン

2 著しく過小評価されているバリュー・プロポジション

3 価値向上提案

次期中計に先立ち、当社の実行性の高い提案は、日本郵政のバリュー・プロポジションが市場から適切に認識されるよう支援し、同社の宝石である不動産事業の完全な価値実現への道筋を拓くものである

A

透明性と説明責任

日本郵政のネットキャッシュ及び不動産事業の価値について、市場がより適切に評価するための情報開示及びIR慣行の改善

B

収益性と資本効率

i) 中核事業ROEを資本コストを上回る水準に改善するための明確な目標、ii) 株主還元予想、iii) M&A投資及び設備投資の枠組みを設定し、明確化する

C

不動産価値の解放

不動産運営を別法人へ統合し、戦略的検討を開始して潜在能力を最大限に引き出す

当社は、これらの提案が、11月14日に公表された次期中計の骨子に沿ったものであると確信している

透明性の向上は、投資家の信頼を高めることができるとともに、中核事業、ネットキャッシュ、株主還元方針、不動産ポートフォリオについて、市場の正しい評価を助けるものである

#### 中核事業の情報開示 及びガイダンス

- ユニバーサルサービス義務を維持するために必要な資本やネットキャッシュを含めた、(ゆうちょ銀行及びかんぽ生命を非連結とした)日本郵政の中核となる貸借対照表の明確かつ定期的な開示は、中核事業の価値や将来の株主還元の継続性に対する投資家の信頼を高めることができる
- 中核事業の業績見通しにおける主要な要因、特に売上高やコスト構成要素に関するものは、収益性改善に向けた実行への信頼を改善し、経営陣の説明に対する信頼性を高める

#### 不動産事業の 情報開示/KPI

- 不動産事業に関し、業績を追跡する主要な市場標準KPIを組み込んで情報開示を充実させることにより、不動産投資家やセルサイドアナリストは、日本郵政の優良不動産の価値について、より包括的なカバレッジと理解を得ることができる

#### ゆうちょ銀行・かんぽ生命 持分に関する明確化

- ゆうちょ銀行及びかんぽ生命の持分の更なる削減に関する将来的な計画や株主に対する大幅な資本還元の確約は、日本郵政の現在の株主還元方針の持続性や将来的な還元増加に対する投資家の信頼を高める

#### 経営陣幹部へのアクセス

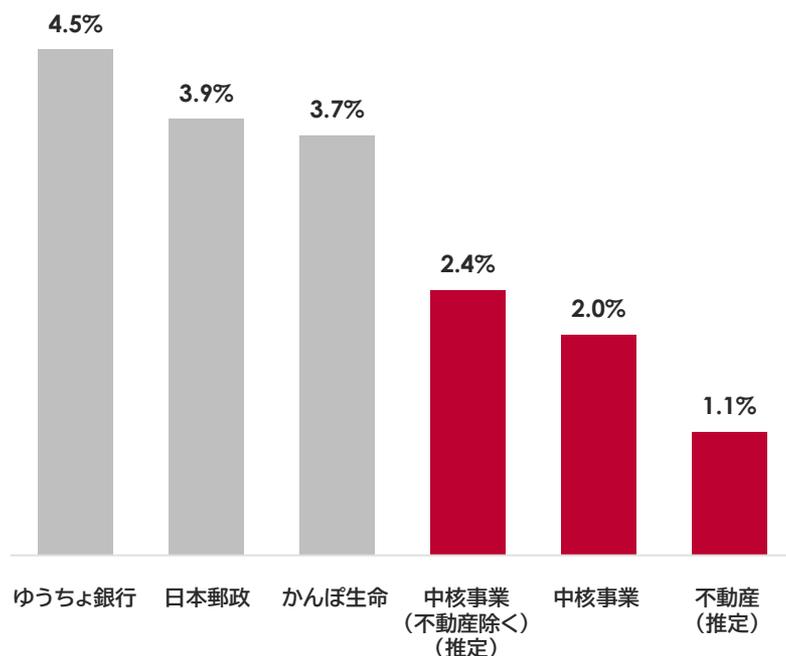
- 金融庁のガイダンスに沿った、経営陣幹部によるセルサイド及び投資家との定期的な接触と関与は、経営陣の監督に対する市場の信頼を高め、市場が継続的な戦略を明確に理解し、明確化する機会を提供する

持続的に収益性及び資本効率を高めることで、ROEを資本コストを上回る水準に引き上げ、企業価値を向上させると同時に、日本郵政が全国民に対して不可欠なサービスを提供し、株主に対する適正なリターンをもたらすことを可能とする

## 事業部門ごとの2024年度実績ROE

現在、日本郵政の中核事業は、グループROEの足を引っ張っており、資本コストを大きく下回る収益となっている

会社が開示した資本コスト:5%



### 中核事業ROEを改善するための明確な目標

- 連結ベースの目標だけでなく中核事業のROE目標を個別に設定することで、経営陣の説明責任がより明確になる
- 目標とすべきは、日本郵政内の全ての事業部門が自立して持続可能となることを確実にすることである
- 中核ROEへの足かせを取り除くとともに、独立した事業体としてより効率的に不動産の全ての潜在能力を発揮できるようにするために、日本郵政の不動産事業を分離することを検討する

### 株主還元

- 株主還元に関する明確な計画を提供し、資本効率を改善するため、追加還元 nett キャッシュを活用する
- パリスーは、上場株式からの配当金で全額賄われる形で、日本郵政の1株当たりの配当金を50円から60円まで引き上げる余地があると見積もっているこの水準の配当は、改正法案で提案されている年間650億円の補助金に相当する年間収入を財務省にもたらすことになる
- また、nett キャッシュは、成長投資と郵便局ネットワーク維持のための余裕を確保しつつ、次の3年間の中計において年間約2,000億円の自社株買いを実施する余地を提供している
- 「財務健全性を維持しつつ、株主還元策として安定的継続的な配当及び自社株買い」を推進するという方針が最近確認されたことは歓迎すべきである

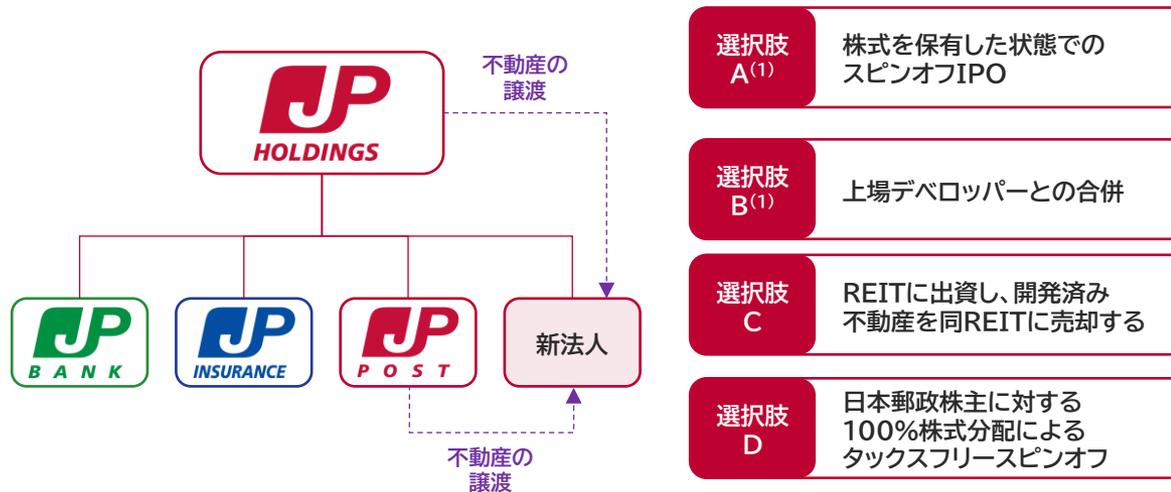
### 設備投資及びM&Aのための投資枠組み

- M&A及び成長投資は、戦略的根拠と併せて定量的KPIを提示した上で、ROE向上に資することを確実にするという観点から慎重に検討すべきである

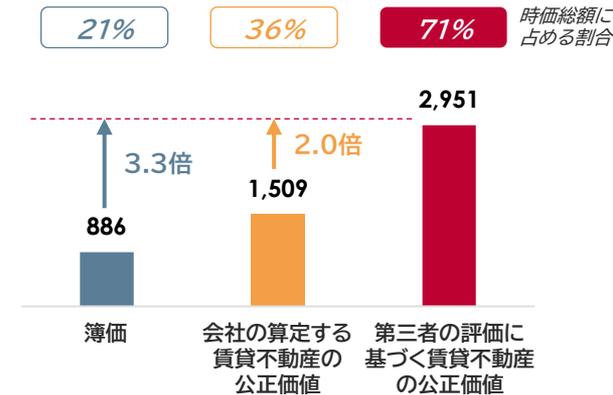
不動産事業には、現在の企業構造の中で封印された膨大な価値があり、それを解放することで全てのステークホルダーに利益をもたらすことができる

不動産事業を別法人として統合

価値解放の選択肢の戦略的検討



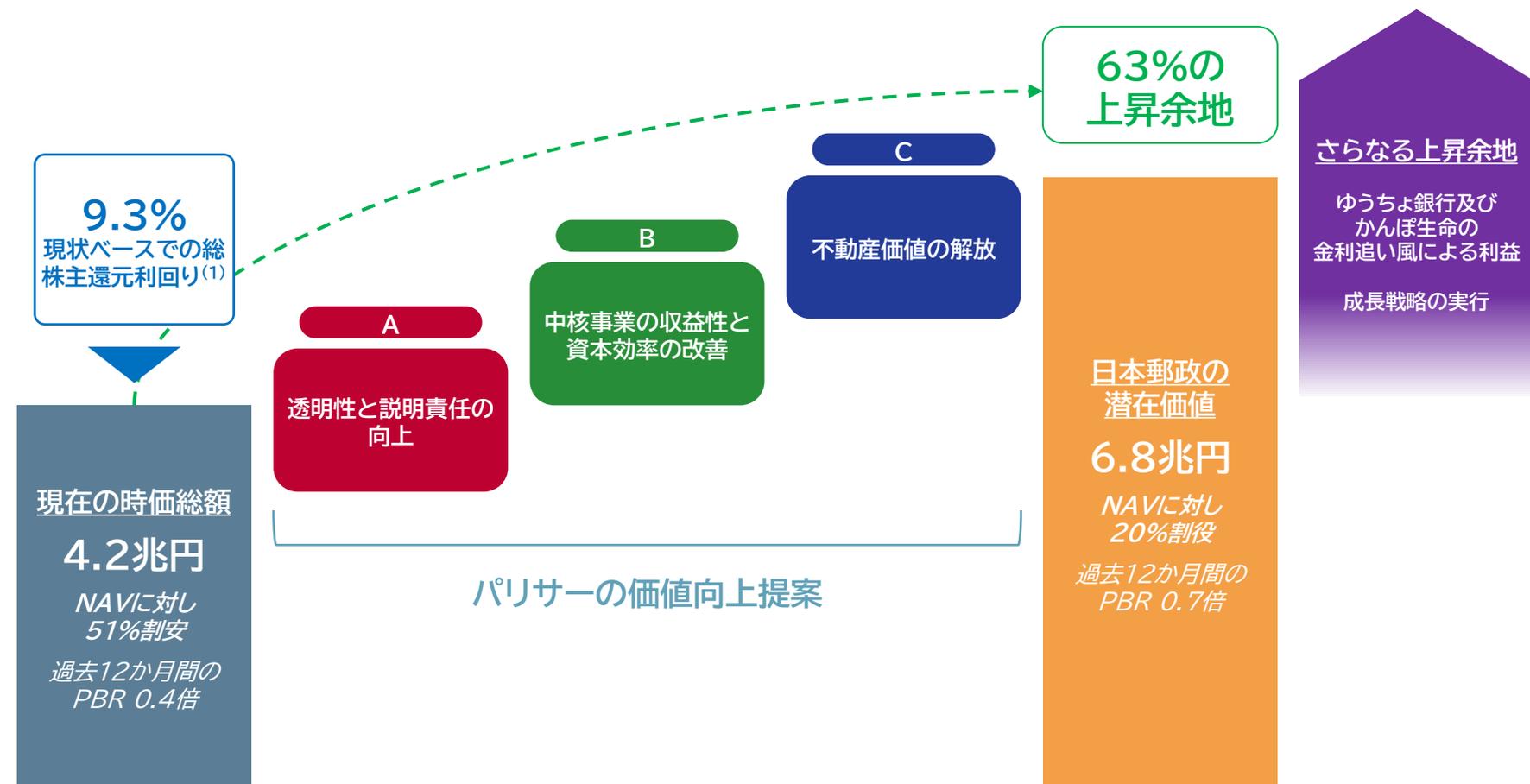
日本郵政の保有する不動産の価値(十億円)



- ✓ 中核事業である郵便・物流事業や、個別上場により別個に運営されているゆうちょ銀行／かんぽ生命とのシナジーが限定的であることを考慮した上での、論理的な次のステップ。独立事業体として、集配拠点の再編について日本郵便と調整することは依然として可能
- ✓ 個別会計の開示は、経営陣や株主が事業を適切に監視・評価することを可能にする
- ✓ レバレッジの直接使用による資本効率の改善促進
- ✓ 経営陣に対してインセンティブを与えるとともに、第一級の不動産専門知識を有する人材を擁する適切な規模の取締役会を設置する能力を高める
- ✓ 非効率を削減することで、不動産が利回りを増加させ、日本郵政の第4の収益の柱となることを可能にする
- ✓ その後、最大3兆円(時価総額の約71%)の潜在価値を完全に解放するため、時間をかけて選択肢の戦略的検討を行う
- ✓ 日本郵政の多額の繰越欠損金残高により、取引による潜在的な税負担は大部分が相殺される

# 日本郵政の真の価値を解放する魅力的な機会

価値向上提案を実行することで、本源的価値に対する現在の割安幅が大幅に縮小し、PBRの再評価及び株価の大幅な上昇につながる



出典：会社開示情報、ブルームバーグ、パリサーによる分析。

注記：2025年11月14日時点の市場データ。潜在価値は、NAVに対するディスカウントが20%まで縮小することを前提に算定。(1) 利回りは、2025年度予測の配当及び自社株買い見通し(経営陣説明)に基づき、現在の日本郵政の時価総額を用いて算出。

# Palliser



別表

# 日本郵政が保有する主要不動産の第三者評価概要

直接還元法及び市場比較法による評価額を  
加重平均して算出された最終価値

直接還元法  
前提条件及び評価

市場比較法  
前提条件及び評価

加重[収益率]

物件	完成	敷地面積 (平方メートル)	延床面積 (㎡)	日本郵政の 賃貸可能面積	賃料		直接還元 (十億円)	単位レート (千円)	市場価格 (十億円)	加重		評価 (十億円)	
					(円/㎡)	上限率%				直接還元	市場		
大型複合施設	JPタワー(KITTE)	2012年5月	11,600	212,000	164,167	16,033	2.5%	884	4,390	721	60%	40%	819
	麻布台ヒルズ森JPタワー	2023年6月	24,100	461,770	95,600	12,705	2.5%	408	3,930	376	60%	40%	395
	JPタワー大阪(KITTE大阪)	2024年3月	12,900	227,000	138,600	11,000	3.3%	388	2,100	291	60%	40%	349
	JPタワー名古屋(KITTE名古屋)	2015年11月	12,000	180,000	113,200	10,587	3.3%	305	2,420	274	60%	40%	293
	蔵前JPテラス	2023年3月	14,400	99,700	70,630	4,012	3.4%	95 <sup>(1)</sup>	1,350	95	50%	50%	95
	五反田JPビル	2023年12月	6,700	69,000	48,300	8,000	3.3%	98	1,800	87	60%	40%	94
	広島JPビル	2022年8月	4,200	44,200	30,900	7,260	4.2%	45	1,390	43	60%	40%	44
	KITTE博多	2016年3月	5,000	64,300	10,800	9,000	3.5%	23	1,820	20	60%	40%	22
	飯田橋グラン・ブルーム	2014年6月	11,000	124,000	4,353	10,890	2.7%	15	3,330	15	50%	50%	15
オフィスビル	大宮JPビルディング	2014年8月	6,100	45,700	32,000	9,000	3.4%	71	2,300	74	60%	40%	72
	三田ビル	1993年3月	690	4,400	3,100	4,500	3.8%	3	1,200	4	60%	40%	3
	ガーデンシティ小倉	2019年9月	4,050	40,710	2,052	5,445	4.3%	2	1,000	2	60%	40%	2
	西五反田一丁目ビル	2021年6月	390	1,470	1,000	6,650	3.5%	2	1,700	2	50%	50%	2
倉庫	久御山物流センター	2021年2月	12,930	22,380	22,380	1,210	4.0%	7	300	7	60%	40%	7
賃貸住宅 <sup>(2)</sup>	JP noie恵比寿西(co-ba ebisu併設)	2019年11月	1,890	5,700	4,600	6,100	3.2%	8	1,380	8	60%	40%	8
	JP noie等々力	2024年9月	2,120	6,260	4,896	4,700	3.5%	6	850	4	60%	40%	5
	コロネード春日	1991年7月	1,130	5,880	4,700	4,235	3.5%	5	910	5	60%	40%	5
	JP noie木場	2013年1月	1,930	6,430	5,100	3,720	3.5%	5	850	5	50%	50%	5
	JP noie円山表参道	2008年2月	1,580	8,390	6,700	2,178	4.1%	3	500	4	60%	40%	4
	JP noie早稲田	2014年3月	730	3,380	2,700	4,560	3.3%	4	1,040	4	70%	30%	4
	プランセ芝浦	1997年11月	660	2,740	2,200	4,300	3.3%	3	1,130	3	50%	50%	3
	JP noie三田	2019年3月	270	1,740	1,400	4,940	3.2%	2	1,130	2	50%	50%	2
	市谷鷹匠町レジデンス	2021年8月	710	1,350	1,080	5,000	3.4%	2	1,070	1	60%	40%	1
ダイクアセンター/ 高齢者施設	プランシエール目黒	2023年12月	1,990	9,000	9,000	3,300	3.5%	8	850	8	50%	50%	8
開発中	グランド目白式番館(ハネッセ目白保育園併設)	2019年2月	2,450	3,120	3,120	3,025	4.0%	2	700	2	60%	40%	2
	ザ・ランドマーク 名古屋栄	2025年度見込	4,870						16,100	78	-	100%	78
開発予定(東京)	白金住宅	2028年度見込	5,330						2,900	16	-	100%	16
	高輪郵便局	-	3,960						10,500	42	-	100%	42
	メルパルク東京	-	7,550						5,450	41	-	100%	41
	赤坂郵便局	-	2,700						15,300	41	-	100%	41
	芝郵便局	-	2,110						14,100	30	-	100%	30
	中野郵便局	-	6,580						4,160	27	-	100%	27
	日本橋郵便局	-	2,990						7,150	21	-	100%	21
	麹町郵便局	-	1,910						8,690	17	-	100%	17
	京都中央郵便局	-	7,520						9,060	68	-	100%	68
開発予定(全国)	横浜中央郵便局	-	6,450						8,490	55	-	100%	55
	福岡中央郵便局	-	4,750						11,100	53	-	100%	53
	メルパルク大阪	-	5,299						3,180	17	-	100%	17
	旧北海道研修センター	-	14,900						250	4	-	100%	4
合計												2,770	

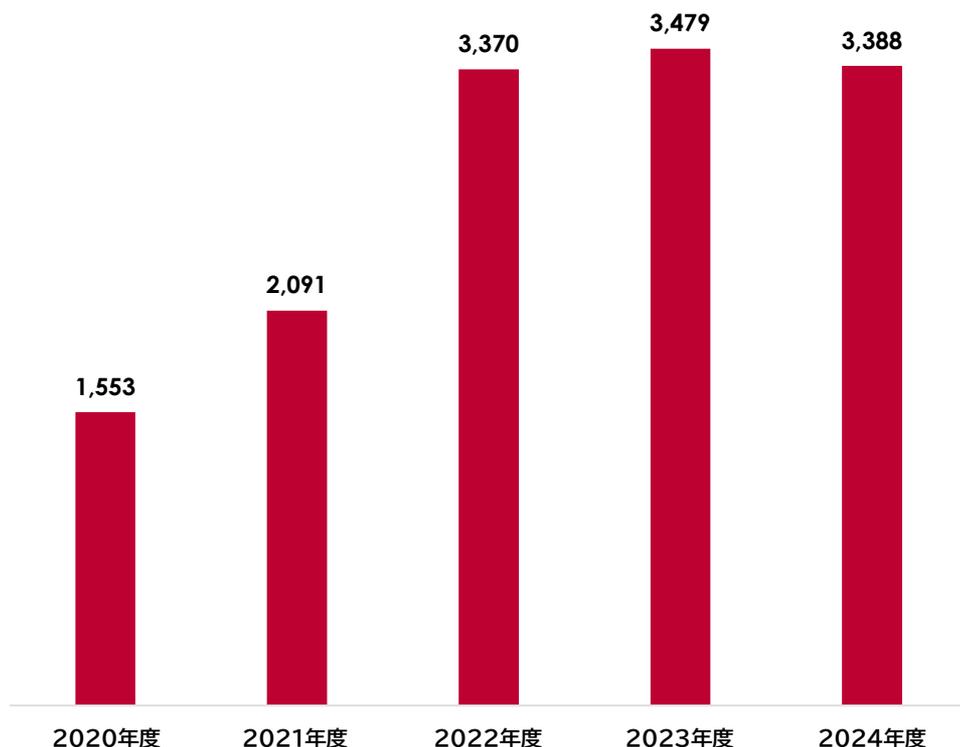
出典: 第三者の不動産評価会社

注記: 分析では、直接還元法による計算において、オフィス30%、住宅20%、物流施設10%の経費率を前提としている。(1)蔵前JPテラスの直接還元法による評価額は、用途の異なる部分(オフィス、住居、保育園及び倉庫)ごとに個別の評価額を合計したものの。(2)市場比較法によるレートは、延床面積を基準として試算。

# 多額の繰越欠損金残高

日本郵政が保有する多額の繰越欠損金残高は、税負担を相殺してフリーキャッシュフローを改善し、経営陣が価値最大化につながる取引を検討しやすくなることができる

## 日本郵政の過去の推定繰越欠損金残高(十億円)



日本の有力税務アドバイザーに依頼したところによると、日本郵政が現在保有する繰越欠損金残高は、3.4兆円(220億米ドル)と推定される

この繰越欠損金残高の相当部分は、近年、ゆうちょ銀行とかんぽ生命の株式を、簿価を下回る水準で売却したことにより蓄積されたもの

日本郵政が保有する多額の繰越欠損金は、年間最大50%程度の継続的な税負担軽減をもたらすと見込まれるほか、不動産事業のスピノフなど、通常であれば多額の税金が発生し得る将来的な企業価値最大化のための取引を可能とする潜在力を有している

# 日本郵便は持続的なフリーキャッシュフローに向けた道中にある

政府は、日本郵便の中核事業が地域社会やインフラに不可欠であることから、その健全性を継続的に監視している。郵便料金の柔軟な設定及び年間補助金に関する議論が前向きな結果となれば、長期的な持続可能性を確保するための経営陣主導の取り組みの大きな手助けとなるはずである

## 日本郵便の中核事業(不動産を除く) 2024年度実績～2027年度見込 フリーキャッシュフローシナリオ(十億円)

説明	2024年度実績	2025年度見込	2026年度見込	2027年度見込
<p><b>経営陣の説明とコンセンサスを踏まえたパリサーの分析に基づく現状</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>外部環境や点呼未実施に伴う行政処分費用による資金流出の課題が発生するものの、日本郵政の企業価値、その連結ベースの利益、及びネットキャッシュ残高に比べれば許容可能な水準である</li> <li>将来の郵便料金の値上げは、保守的に見て織り込んでいない</li> </ul>	(38)	(25)	(19)	(18)
<p><b>柔軟な郵便料金設定を前提としたシナリオ</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>中核事業を支えるために日本郵政が柔軟な価格調整を実施できるよう、政府と協議中</li> <li>2026年度見込以降、毎年1.5%の緩やかな郵便料金の値上げを前提とすると、日本郵便の中核事業は、フリーキャッシュフローの黒字化が可能であり、長期的に持続可能なプラスのフリーキャッシュフローを生み出すことができると考えられる</li> </ul>	(38)	(25)	(7)	6
<p><b>政府補助金+柔軟な料金設定を前提としたシナリオ</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>郵政民営化法改正案では、郵便局事業を支援し、ユニバーサルサービス義務の継続を確保するため、年間約650億円の補助金を拠出する旨の規定が盛り込まれている</li> <li>柔軟な郵便料金設定と相まって、日本郵便の中核事業は自主的に持続可能となり、グループの重荷ではなくなる</li> </ul>	(38)	(25)	47	61

出典: 会社開示情報、セルサイドコンセンサス、日本政府開示情報、ブルームバーグ、パリサーによる分析。  
 注記: 直近の経営陣による説明及び証券会社のコンセンサス予想に基づく現状維持シナリオ。

# 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。))によって認可及び規制されている、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が直接的又は間接的に運用し又は助言するファンド(以下「PALLISER FUNDS」といいます。))への投資を勧誘するものではなく、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。

本書に記載の見解は、本書の作成日におけるPALLISER UK及びその関係会社(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、更新もしくは修正し、または追加の資料を提供する義務を負うものでもありません。

本書は、議論及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若しくは申込みの勧誘、又は有価証券その他の金融商品に係る投資事業への参加若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るものではなく、(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及び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」、又は(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、日本郵政株式会社「(以下「対象会社」といいます。))及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。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。本書に含まれ、又は言及するすべての市場データは、別段の記載がない限り、2025年11月14日の東京証券取引所における取引終了時点のものであります。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の見解及び/又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)本書に記載の情報及び意見が正確、公平、完全、又は最新であるかどうかを含む、本書及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及び見解の更新又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)、及び(III)PALLISER若しくはPALLISER FUNDSの投資プロセス、又は投資目的が達成される、又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、又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す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。

本書に含まれる歴史的情報を除き、本書に記載の情報及び見解には、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、かかる記述は、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及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はなく、発生したとみなされることもありません。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は見なされてはなりません。本書のいかなる記述も、PALLISER又は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、それらはいずれ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。



**Palliser Capital**

