



TOTOの価値の最大化

最も過小評価され、見落とされているAIメモリによる受益者

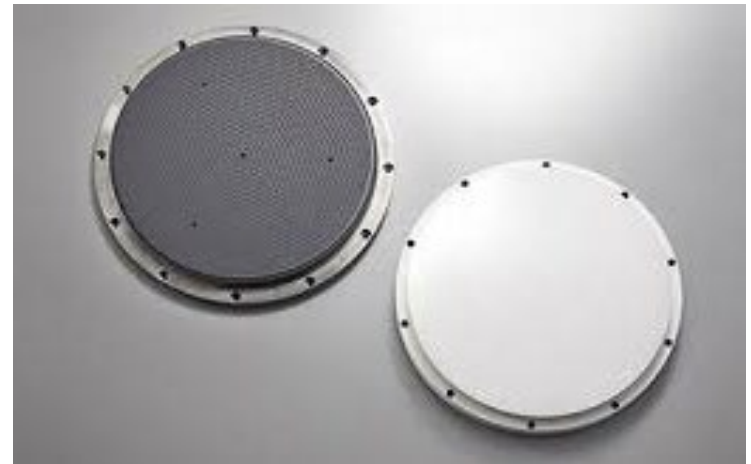
日本において支配的な市場シェアを有する プレミアム衛生陶器ブランド

- ウォシュレットで第1位 市場シェア56%
- トイレで第1位 市場シェア45%



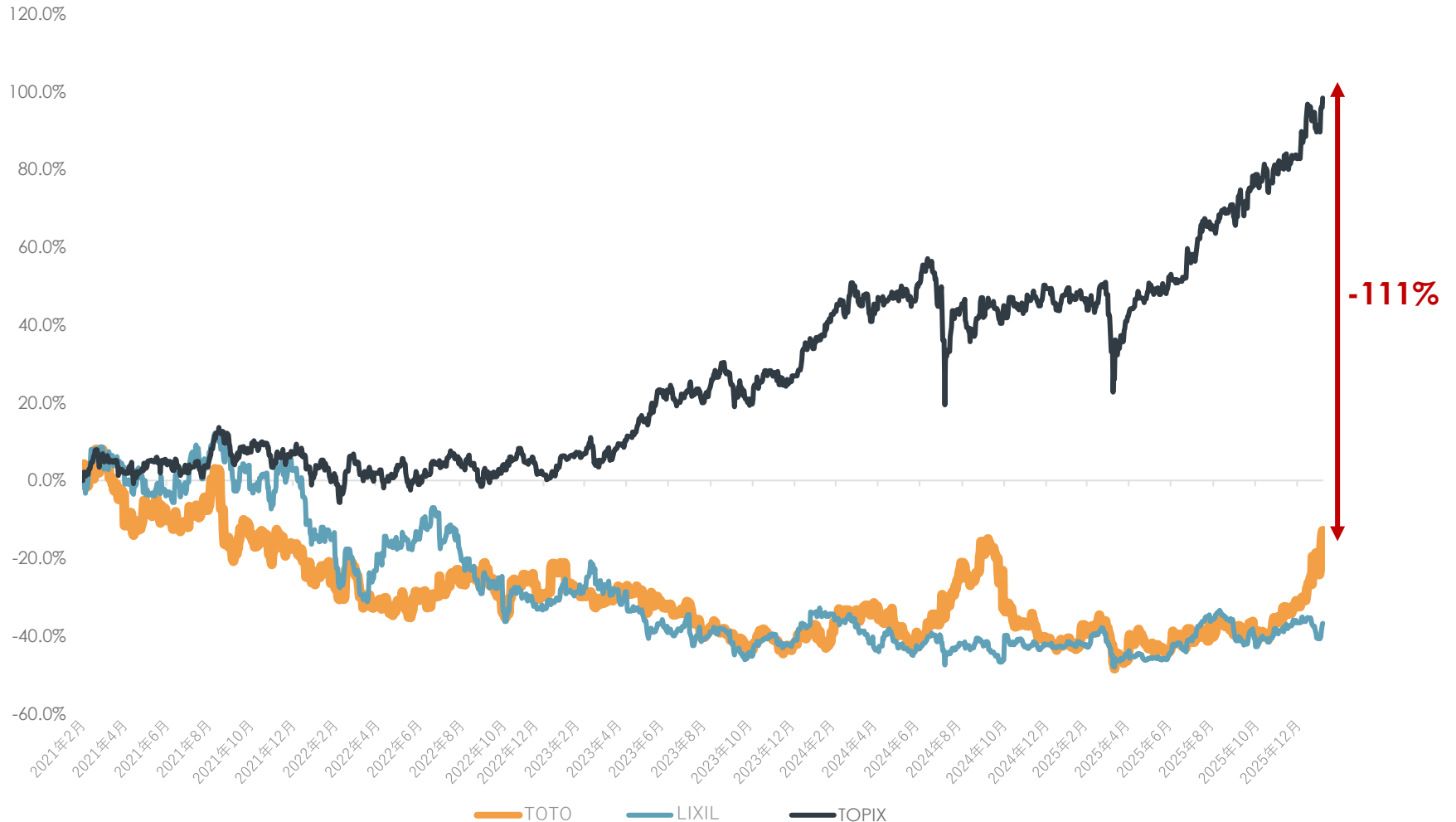
次世代の半導体性能を実現するために、 長年磨いてきた技術を活用

- TOTOは、3D NANDチャンネルホールエッチングに使用される、Lam Researchの極低温誘電体エッチングツール用静電チャックの支配的サプライヤーである
- TOTOは、2023年と2024年にLam Researchのサプライヤーエクセレンスアワードを受賞した



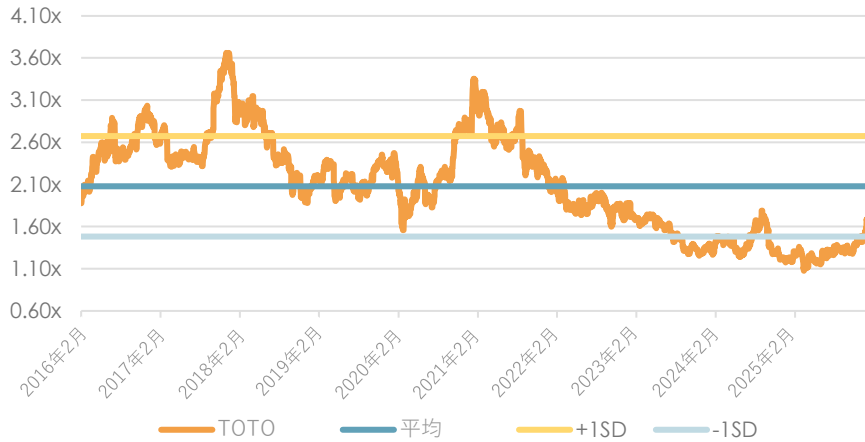
TOTOの株価は、過去5年間でTOPIXを111%下回るパフォーマンスであり、住宅設備市場における主要競合他社であるLIXILをわずかに上回る程度である

過去5年の株価パフォーマンス

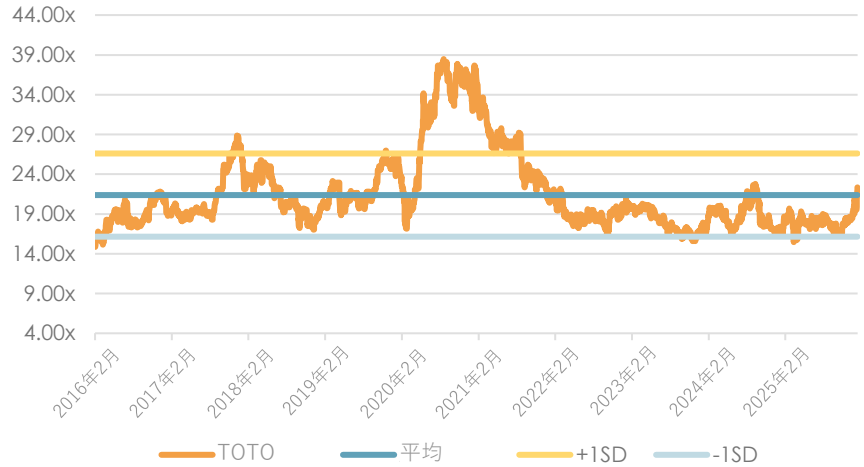


TOTOは、自社の過去のマルチプルに対して過去10年間で最低の評価水準で取引されている

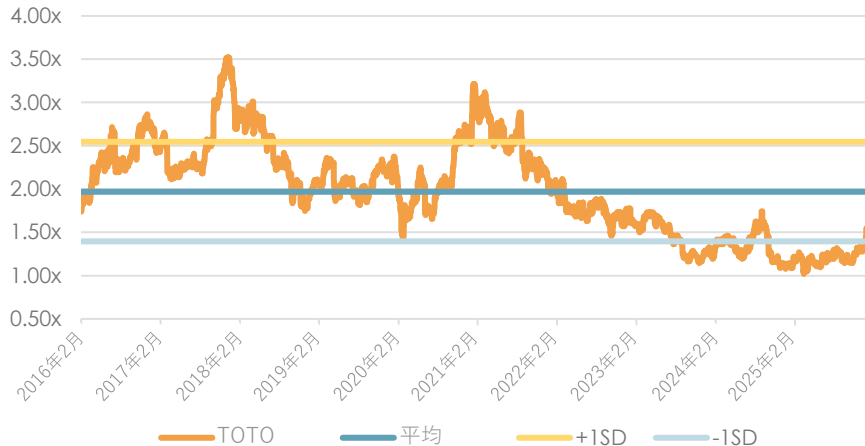
過去10年のP/B



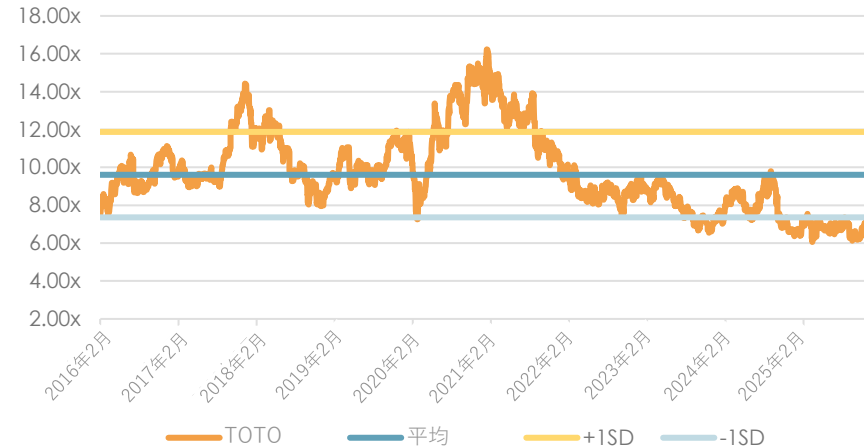
過去10年の1BF P/E



過去10年のEV/IC








過去10年の1BF EV/EBITDA



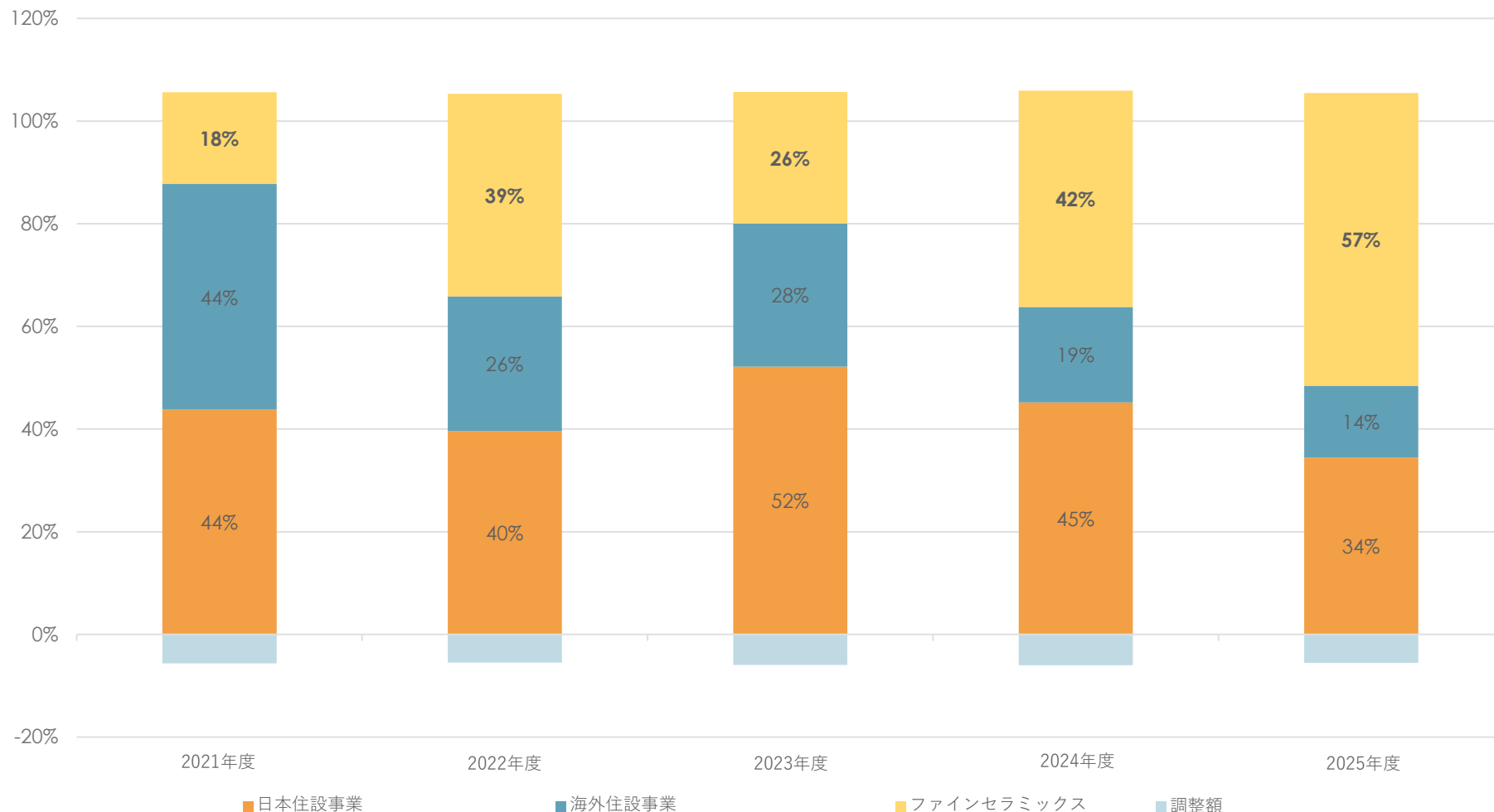
TOTOは、住宅設備市場における主要競合他社であるLIXILよりもはるかに優れた収益性とリターン特性を有しているが、同水準の評価倍率で取引されている

ファインセラミックス事業が
営業利益に占める割合は
約50%




	TOTO (連結)	LIXIL (連結)
過去5年の 売上高年平均成長率	 4.0%	-2.3%
過去5年の 営業利益年平均成長率	 5.7%	-5.4%
過去5年の 営業利益率平均	 6.9%	2.4%
過去5年の 純利益率平均	 4.7%	1.2%
過去5年の 自己資本利益率 (ROE) 平均	 7.5%	3.1%
1BF EV/EBITDA	8.9x	8.3x

TOTOは、ファインセラミックス事業が営業利益の50%超を占める、半導体材料の主要供給業者へと変貌を遂げた

事業ごとの営業利益内訳

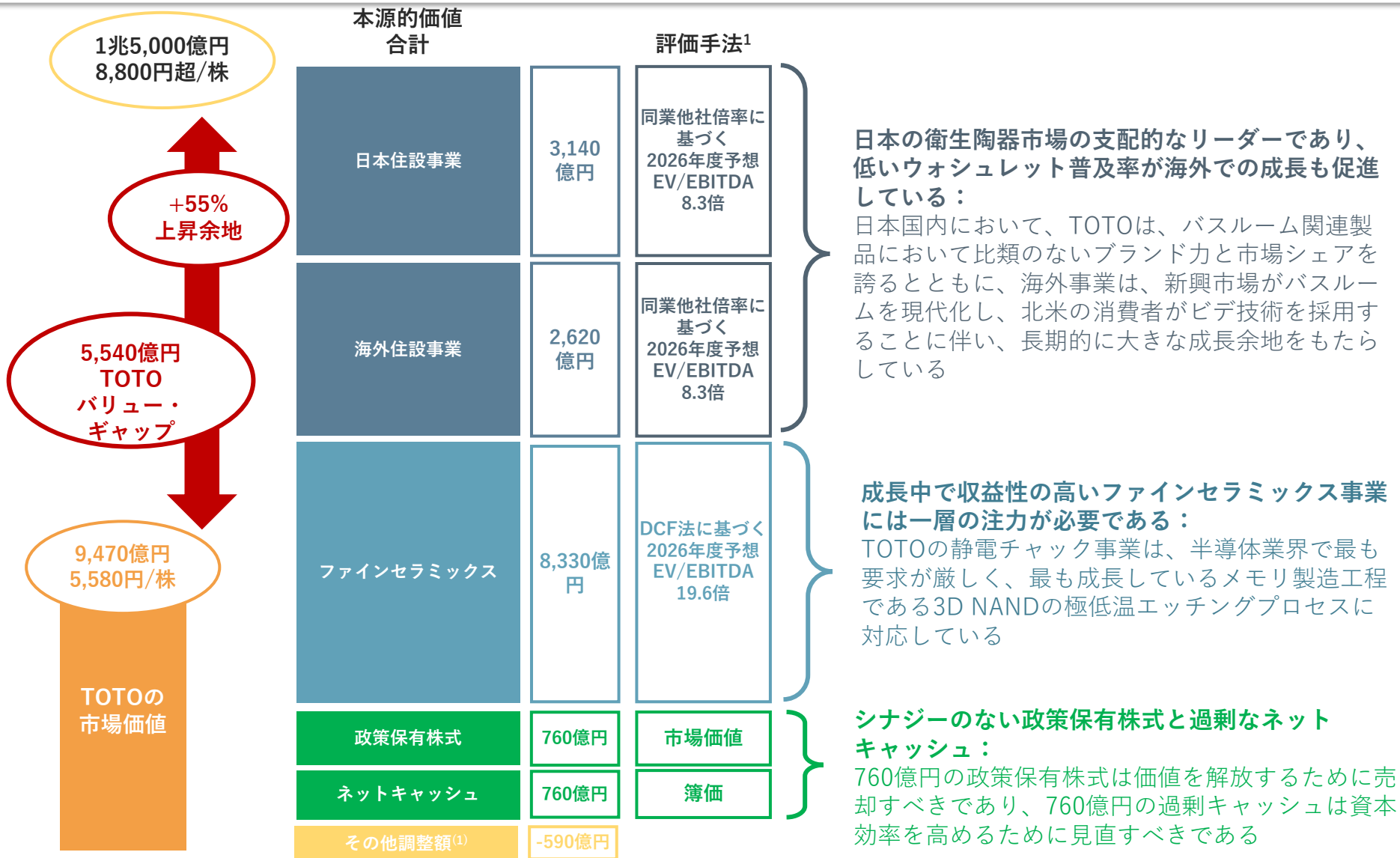


TOTOのファインセラミックス事業は、セラミックス市場の競合他社と比べてはるかに優れた収益性やリターン特性をもたらしている

	TOTO	新光電気工業	日本ガイシ	住友大阪セメント	日本特殊陶業
関連セグメント	ファインセラミックス	メタルパッケージ	デジタルソサエティ	新材料	コンポーネント・ソリューション
提供製品	静電チャック ADフィルム	静電チャック リードフレーム ガラス端子 ヒートスプレッダー	静電チャック 圧電アクチュエータ DCB及びAMB基板 ベリリウム銅製品	静電チャック 化粧品材料 塗装及びコーティング剤 抗菌剤	静電チャック 窒化ケイ素セラミックス セラミック絶縁放熱基板
極低温エッチングプロセス用静電チャック					
セグメントの営業利益率	 WIN 40.6%	24.0%	10.0%	14.0%	0.0%
セグメントのROA	 WIN 34.2%	N.A.	5.7%	8.3%	N.A.

出典：会社開示情報
 注記：2025年3月31日時点の市場データ。「セグメントのROA」は、税引後営業利益をセグメントの平均資産で割ったもの。

しかしながら、強固な基礎的条件にもかかわらず、TOTOは、5,540億円ものバリュースギャップ水準で取引されており、55%の株価上昇余地を解放できるという注目に値する機会を生み出している



出典：会社開示情報、ブルームバーグ、パリスアーによる分析、2026年2月6日時点の市場データ
 注記：(1)「その他調整額」は、退職給付債務、非支配株主持分、その他/調整セグメントの評価。

A

ファインセラミックス事業の価値及び成長見通しに関する透明性の欠如

B

ハイリターンの事業に対する不十分な成長投資を伴う最適でない資本配分

C

TOTO自身の財務規律に比べて非常に高い自己資本比率と非常に低い負債比率を持つ非効率的な資本構成

非常に高収益で成長著しいファインセラミックス事業に関する限定的な開示 – アナリストや投資家はその価値を正確に評価することを妨げている

- ✖ 急速に成長し、非常に収益性の高いファインセラミックス部門は、**同社の2026年1月の最新の投資家向けプレゼンテーションでわずか1ページ**しか占めていない
- ✖ このような限られた情報開示は、市場参加者がファインセラミックス事業を正確に評価することを難しくし、この高品質な資産の価値が実質的に市場から見えないままとなっている

新領域事業 〈セラミック事業〉

成長セグメント

売上高 (前年比)	営業利益 (前年差)
470 億円 (137%)	202 億円 (+60 億円)

■主力製品・各需要の状況

静電チャック 新規・交換：両方の需要あり

データセンターの需要増に伴う先端半導体市況の好調さを受け増収。
 新規需要：メモリーメーカーによる投資抑制の影響を受け売上鈍化。
 交換需要：メモリーメーカーの稼働が高い水準を維持し増加。

AD部材

AI関連の需要は堅調かつ、上期の期ずれや単価アップの寄与の影響もあり増収。

■長期展望におけるTOTOの強み ~顧客から圧倒的な信頼を獲得~

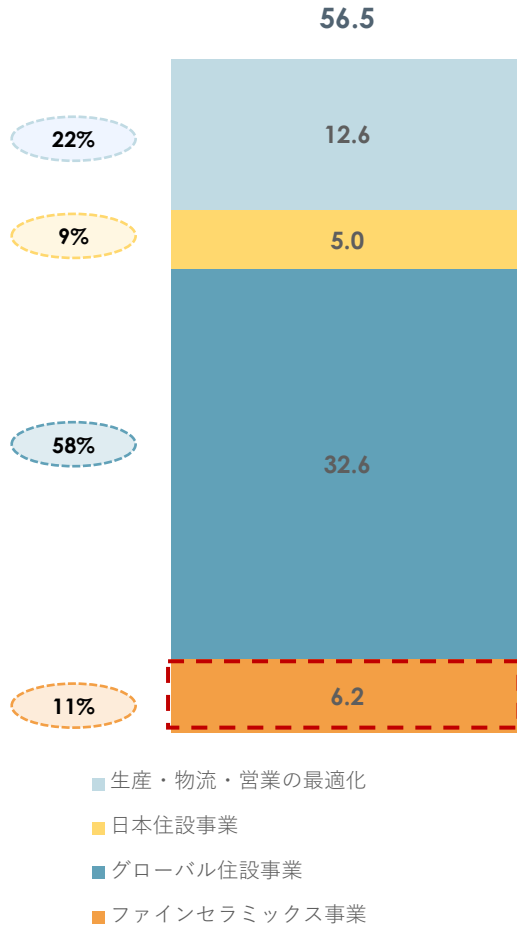
	3D NANDメモリ向け	ロジック向け	
エッチング装置の技術革新	半導体の複層化における深掘技術革新 (ハイパワーかつ極低温環境)	<ul style="list-style-type: none"> 数ナノレベルの極微細化 (ウエハの正確な温度制御) 徹底した低パーティクル 	
TOTOの特性	<p>【静電チャック】</p> <ul style="list-style-type: none"> 圧倒的に高い素材純度 → 高耐久性・高寿命 超高精度な表面加工 → 正確なウエハ温度制御 独自の接着 & 絶縁技術 → 極低温下での性能維持 	<p>【AD部材】</p> <ul style="list-style-type: none"> 独自の緻密膜生成 → 業界最高水準の低パーティクル 	<p>【静電チャック】</p> <ul style="list-style-type: none"> 高精度ヒーター制御 → 均一な温度制御 圧倒的な高純度 → 高耐久性・高寿命
	【生産体制】 徹底したスマートファクトリー化による高歩留り・高収益体制の実現		

独自技術&生産体制により、先端製造装置の技術革新を支え、長期成長を目指す

旺盛な先端半導体市況を受け、静電チャック・AD部材の販売増で増収増益。

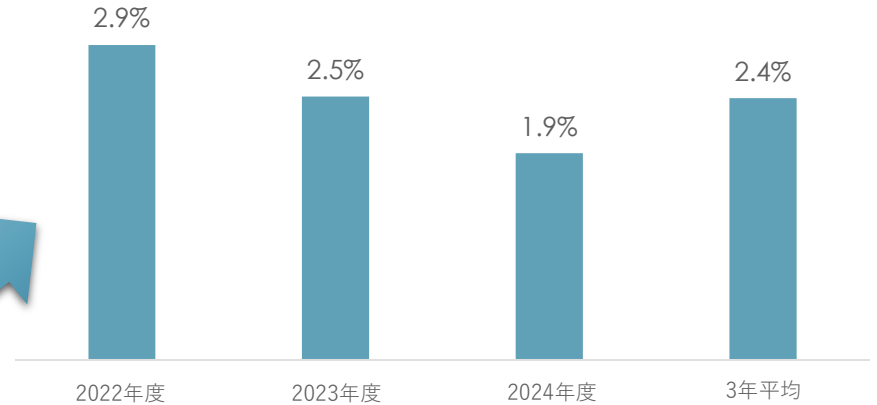
2025年度の565億円の戦略的投資のうち、ファインセラミックス事業に対してわずか11%しか計画されていない、最適とはいえない資本配分

2025年度の戦略的投資内訳
(十億円)

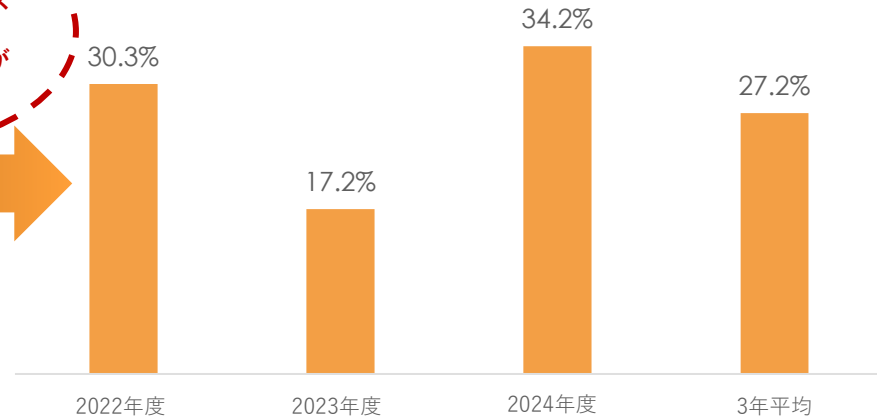


非常に高収益な
ファインセラミックス
事業に対し
わずか11%しか投資が
計画されていない

グローバル住設事業のROA



ファインセラミックス事業のROA



出典：会社開示情報
注記：セグメントのROA=税引後営業利益をセグメントの平均資産で割ったもの。

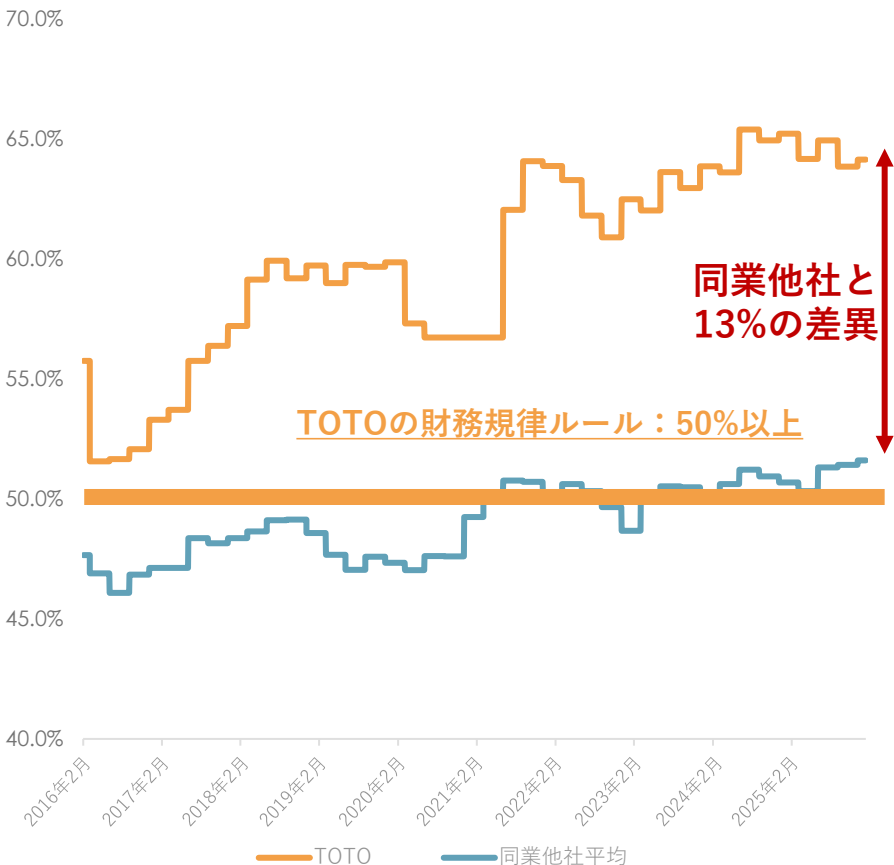


TOTOは、50%という自己の財務規律ルールや国内住宅設備業界の同業他社と比べて、非常に高い自己資本比率と非効率的な資本構成を続けている

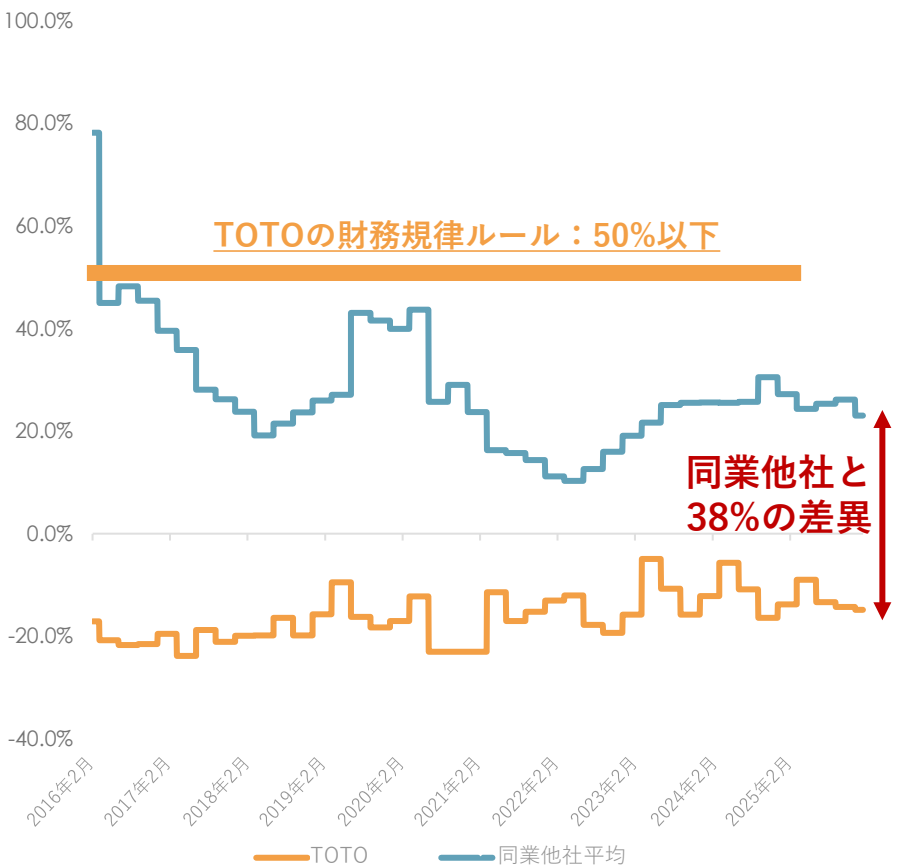
✖ TOTOの自己資本比率は約64%であり、これは同社の50%という財務規律ルールや日本の住宅設備業界の同業他社平均よりも効率が悪いものである

✖ TOTOのネット負債対自己資本比率は-15%であり、これは同社の50%という財務規律ルールや日本の住宅設備業界の同業他社平均よりも効率が悪い資本構成を示している

過去10年の自己資本対総資産比率の同業他社比較



過去10年のネット負債対自己資本比率



出典：ブルームバーグ、会社開示情報
 注記：同業他社平均はLIXILとリンナイを含む

1

競争力と成長見通しに関する透明性のため、ファインセラミックス事業についての開示を改善し、その真の価値が株価に適切に反映されることを確かなものとする

2

資本コストを上回る最大のリターンを生む資本活用を確かなものとする、
クラス最高の資本配分枠組みを導入する

3

資本構成の最適化による資本効率の向上

1

i

TOTOは、アナリストや投資家に対し以下の主要な投資ハイライトを強調することで、ファインセラミックス事業の透明性を向上させるべきである

Palliser

1

TOTOは、先進的な3D NANDチャンネルホールエッチングに使用される極低温誘電体エッチング装置向け静電チャックの支配的サプライヤーである

2

3D NANDにおける極低温エッチングの構造的拡大が、TOTOの静電チャックの成長を加速させている

3

TOTOの静電チャックは、技術、仕様、最終用途において競合製品よりも勝っており、優れた利益率とリターン特性を実現している

4

TOTOの静電チャックは、極低温誘電体エッチング用静電チャックに求められる、5年を超える厳しい認定・設計導入プロセスによって形成された、強力な競争上の障壁を有する

5

TOTOのファインセラミックス事業は、NANDのアップグレードサイクルと安定した交換需要に牽引され、今後2年間で年平均成長率30%超の収益成長を達成する可能性がある

1

ii

TOTOは、先進的な3D NANDチャネルホールエッチングに使用される、極低温誘電体エッチング装置向け静電チャックの支配的サプライヤーである

Palliser

TOTO



- ✓ TOTOは、3D NANDチャネルホールエッチングに使用される、Lam Researchの極低温誘電体エッチング装置向け静電チャックの支配的サプライヤーである
- ✓ TOTOは2023年と2024年にLam Researchからサプライヤーエクセレンスアワードを受賞した

- ✓ Lam Researchは、サムスン/SKハイニックス/キオクシア/サンディスク/マイクロンなどの主要NANDメーカーに対する、先進的な3D NANDチャネルホールエッチングに使用される極低温誘電体エッチング装置（Vantex製品群）の支配的サプライヤーである



1. 課題：200層超の3D NANDスタック

従来エッチング (テーパリングや曲がりの問題)

2. ソリューション：極低温誘電体エッチング

エッチングガス粒子が側壁を凍結
イオンはチャンネルホールの底部のみを打つ

極低温冷却がガスを凝縮させて側壁を不活性化し、直線で深いエッチングを可能とする

3D NAND チャンネルホール

チャンネルホール
スマートフォンの NAND

極低温エッチング工程

Lam Research Vantex ツール

ウェハー
プラットフォーム

TOTOの静電チャック
– 高パフォーマンスの極低温対応モデル

投資テーマ：
TOTOは、3D NANDスケールアップステップにおける支配的なツール向けの必要不可欠なサプライヤーである

主要なTOTOの支援技術：
先進的な極低温対応静電チャック

- **極限の微細構造**：200層超NANDには非常に深く（10 μm）かつ非常に狭い（約100 nm）穴が必要 — アスペクト比100:1
- **従来エッチング手法の限界**：従来のポリマーベースエッチングでは穴が詰まり、歪んだ穴や不完全な穴が生じる
- **極低温エッチングのソリューション**：-70° C～-100° Cでのエッチングにより、ポリマー堆積を回避し穴を直線化。ただし、温度管理が絶対条件：ウェハー上でわずか2° Cの温度差が生じると、均一性が損なわれ生産性が失われる
- **TOTOの役割**：Lam Research製極低温エッチング装置Vantexシリーズに採用される静電チャックを提供。特殊耐寒性セラミックスによりウェハーを均一冷却し、信頼性の高い極低温エッチングを実現

先進的な300～400層超の3D NANDにおいて、極低温エッチングの複合体が1段から2～3段に増加するにつれ、メモリメーカーは単に同じウェハースループットを維持するためだけでも、2～3倍の極低温エッチング装置を導入する必要がある

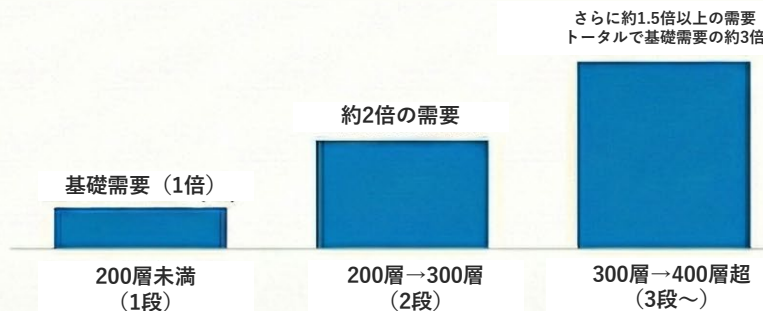
極低温エッチングの乗数効果：層→段→エッチング工程

3D NAND層構造ロードマップと「143層」の物理的境界



極低温誘電体エッチング需要スケージング (ウェハータリ)

非線形のツール需要がもたらされる



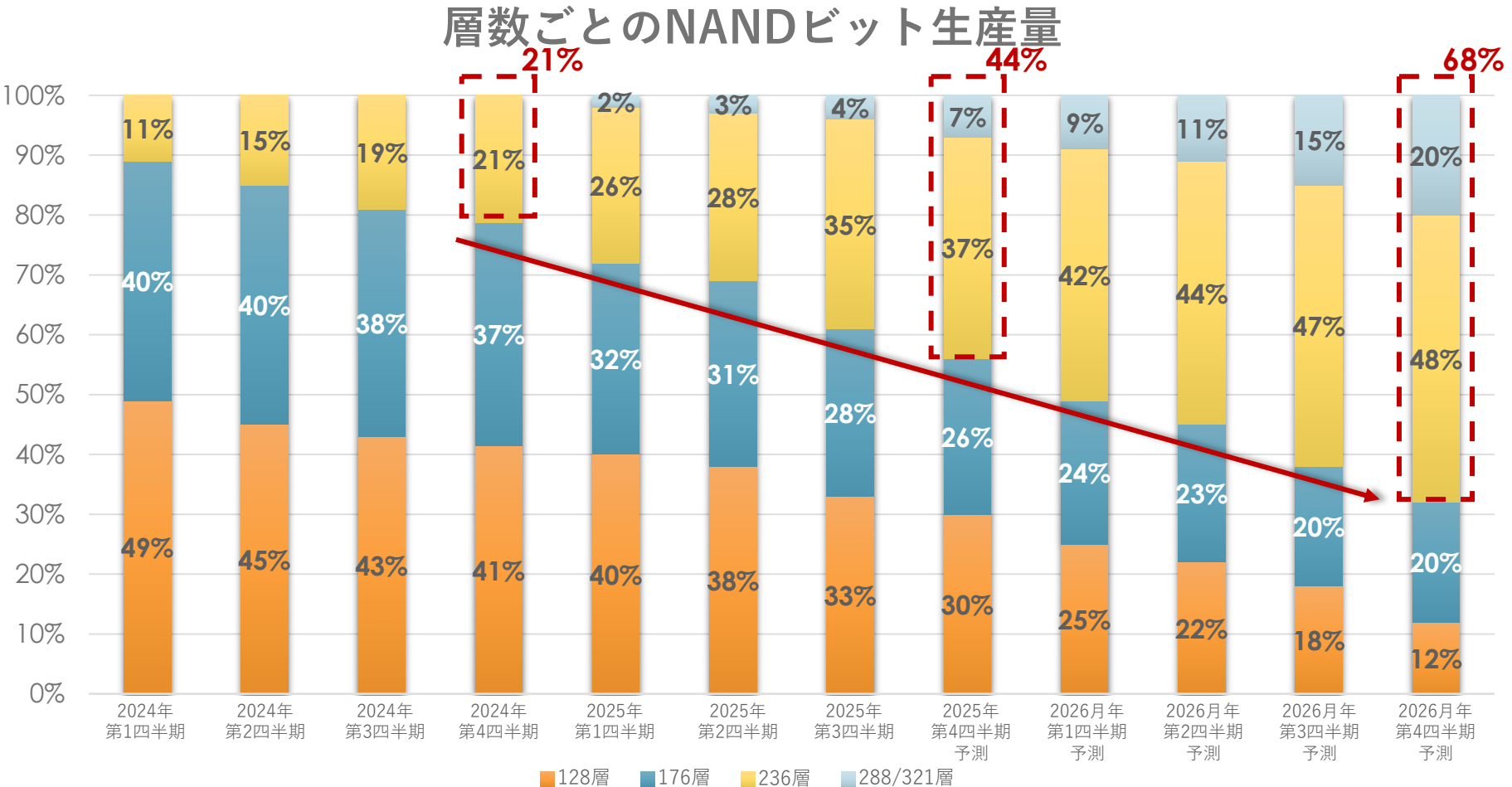
主なポイント: 段が増えるほど、時間のかかる極低温エッチング工程が追加される

ウェハータリ10,000枚あたりのチャンバ稼働率は、スループットを維持するためだけでも、100層時代比で約3.0倍高い



200層超のNAND生産の増加が極低温エッチングの採用とTOTO製静電チャックの需要を加速させる

AIデータセンター需要、ビット生産性の向上、コスト削減を背景に、層のアップグレードが加速しており、200層超NANDの生産比率は、2024年第4四半期の21%から、2025年第4四半期には44%に増加し、2026年第4四半期には68%に達すると予測される



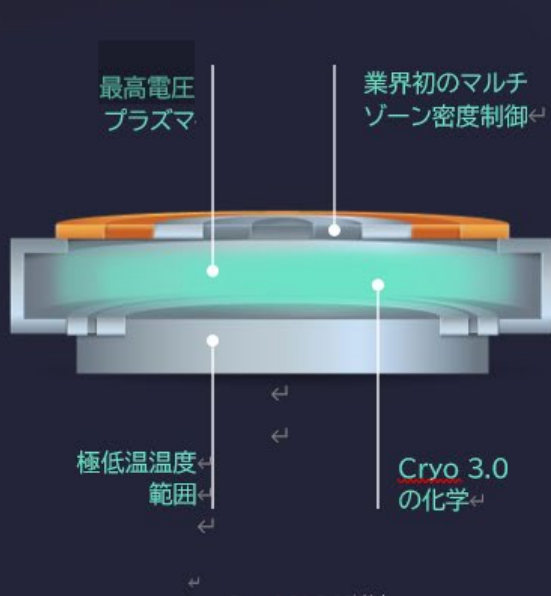
Lam Researchは、今後3~5年以内に極低温エッチング装置の設置ベースが3倍に成長すると予測している

Vantex[®]: NANDスケーリングを可能にするHARエッチングの技術革新

Lam Cryo[™] 3.0による独自のハードウェア/プロセス

差別化されたパフォーマンス

成長可能な設置ベース



10 μm HAR マージエッチング

プロファイル偏差 ↓ 80%

カーボン排出 ↓ 90%



Cryo 1.0からの改善点
 出典: Lam Research。ウェハー1枚あたりのKG-CO2排出量を 90%削減。温室効果ガスインベントリに関するIPPC (気候変動に関する政府間パネル) ガイドラインに基づき算出された推定排出削減量。この推定削減量は独立した検証を受けていません。



NANDのアップグレードサイクルが加速すれば、TOTOは、静電チャックの 需要拡大による恩恵をこれまで以上に受けられる可能性がある

マイクロンが2026年1月に発表したシンガポールに新たに建設するNAND製造工場への240億ドルの投資計画は、TOTOのNAND生産能力拡大の流れをさらに加速させる。



マイクロンはシンガポールにて先進的ウェハー製造施設の建設に着工する

2026年1月26日午後9:30

約240億ドルの今後10年間にわたる投資は、製造能力の確保及びAI主導による需要拡大を長期的に支える

シンガポール、2026年1月27日(GLOBE NEWSWIRE) –マイクロンテクノロジー (ナスダック: MU) は、本日、シンガポールにある既存のNAND製造施設内にて、先進的ウェハー製造施設の建設に着工した。この新施設に対しては今後10年間で約240億ドル (310億シンガポールドル) の投資を計画しており、最終的に70万平方フィートのクリーンルームスペースを構築する予定。ウェハー生産は2028年後半に開始予定で、AI及びデータ中心のアプリケーションの急速な拡大によるNAND技術への市場での需要拡大に対応する。

シンガポール初の2階建てウェハー製造施設となる本施設の着工式には、シンガポール副首相兼貿易産業大臣のガン・キムヨン氏、貿易産業省事務次官のベー・スワンジン博士、シンガポール経済開発庁 (EDB) 次官のジャーメイン・ロイ氏、JTCコーポレーションCEOのジャクリン・ポー氏が出席した。

「マイクロンの先進的メモリ及びストレージ分野におけるリーダーシップは、世界経済を再構築するAI主導の変革を可能にしている。EDBやJTCを含むシンガポール政府の長年にわたる支援と成功を収めたパートナーシップに感謝している。今回の投資は、シンガポールをグローバル製造ネットワークにおける重要な拠点として位置付け、サプライチェーンのレジリエンスを強化し、革新的なエコシステムを育成するという当社の長期的なコミットメントを裏付けるものだ」と、マイクロンテクノロジーのグローバル事業担当エグゼクティブバイスプレジデントである、マニッシュ・バーティア氏は述べた。

新工場は、シンガポールにおけるマイクロンのNANDセンター・オブ・エクセレンスの中核施設となる。同施設では、継続的な技術移行を支えるために不可欠な生産能力を提供し、マイクロンが先進的ストレージソリューションに対する長期的な需要に対応する体制を整える。また、研究開発と製造を同一拠点に集約することで効率性が向上し、市場投入までの時間を短縮するとともに、産学間の研究連携を強化できる。

TOTOの静電チャックは、技術、仕様、最終用途において競合製品に勝っており、優れた利益率とリターン特性を実現している

極低温／誘電体エッチングプロセス用静電チャックサプライヤー

TOTO

コンダクターエッチングプロセス用静電チャックサプライヤー



- ✓ TOTOの静電チャックは、200層超のメモリスタックを貫通するために必要な高出力プラズマによって発生する膨大な熱の中でも、優れた熱均一性を維持する
- ✓ 3D NANDのチャンネルホール形成における極低温誘電体エッチングでは、イオンをシリコンスタックの深部まで到達させるため、プラズマは極めて高い電圧を要する – これにより、標準チャックでは耐えられない過酷な環境が生じる
- ✓ エッチング装置は、リソグラフィに次いで2番目に複雑な半導体装置であり、静電チャックはエッチング装置において最も重要かつ高価なサブシステムである

TOTOの静電チャックは、極低温誘電体エッチング用静電チャックに求められる、5年を超える厳しい認定・設計導入プロセスによって形成された、強力な競争上の障壁を有する

TOTO



数十年にわたる
パートナーシップ



数十年にわたる
パートナーシップ



KIOXIA

SanDisk

micron

- TOTOは1990年以降、ラムリサーチと数十年間にわたりチャンバー単位での共同開発パートナーシップを構築している
- TOTOの競合他社は過去に静電チャック市場への参入を試みたが、成功した例はない
- 極低温誘電体エッチング用静電チャックへの新規参入には、エッチング装置メーカー及びエンドユーザーであるメモリ
∠
ファウンドリ顧客との共同研究開発及び厳格な検証が必要であり、これには5年を超える期間を要する

TOTOのファインセラミックス事業は、NANDのアップグレードサイクルと安定した買い替え需要に牽引され、今後2年間で年平均成長率30%超の収益成長を達成する可能性がある。

今後2年間で年平均成長率30%超の収益成長

TOTOのファインセラミックス部門収益を牽引する主要要因

静電チャック収益の約80%

定期的な交換需要とインストールベースの増加が静電チャック需要を牽引

- TOTOのファインセラミックス事業の収益の約80%は、消費サイクルが1年程度の静電チャックの定期的な交換需要によるもの
- 導入台数の増加により、定期的な交換が必要な装置が増え、安定的な定期収益が増加する

静電チャック収益の約20%

生産能力のアップグレードと新規装置の拡大が静電チャック需要を牽引

- 2025年2月、Lam Researchは、NANDの約3分の2が、いまだに200層以下の古い技術で製造されており、今後400億米ドル規模のアップグレード機会が見込まれると報告した
- Lam Researchは、今後3~5年間で極低温エッチング装置の導入台数が3倍に拡大すると予想している

新規収益の貢献

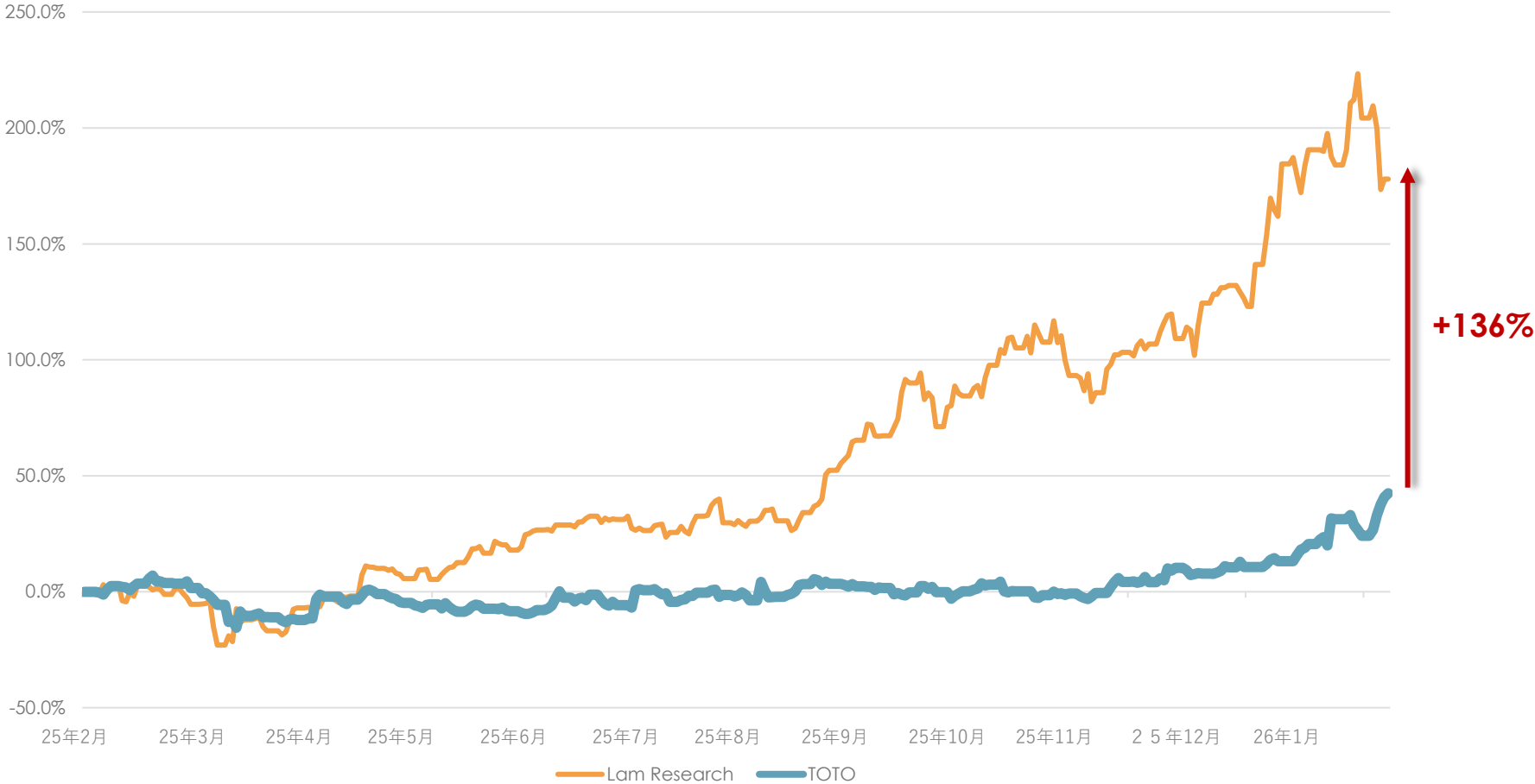
新規参入可能な市場における成長余地

- HBMの製造には、TSVエッチング、ボンディング、めっき装置等に高性能セラミックスが必要とされており、これらの分野でTOTO製品の適用領域が広がっている
- 先端パッケージング技術（2.5D / 3Dインテグレーション、CoWoS等）により、静電チャック、リング、キャピラリー等のセラミック部品に依存する新たな装置分野が生まれつつある

TOTOのファインセラミックス事業の主要顧客であるLam Researchは、過去1年でTOTOを株価パフォーマンスで136%上回った

ファインセラミックス事業に関する情報開示を改善し、成長見通しについての透明性の高い情報発信により、TOTOの株価には大幅な上昇余地がある

過去1年のTOTOとLam Researchの株価パフォーマンス比較



出典：ブルームバーグ、2026年2月6日時点の市場データ

資本コストを上回る最大のリターンを生む資本活用を確かなものとする、 クラス最高の資本配分枠組みを導入する

公正な株主還元方針を伴い、ハイリターンの投資を優先する、透明性が高く十分に説明された資本配分枠組みが、
説得力のあるエクイティ・ストーリーを生み出す

資本の源泉

資本の活用

政策保有株式の売却



資本構成の最適化
(資本比率50%)



営業活動による
フリー・キャッシュ
フロー

A

成長投資

B

基本配当

C

余剰資金による
追加株主還元

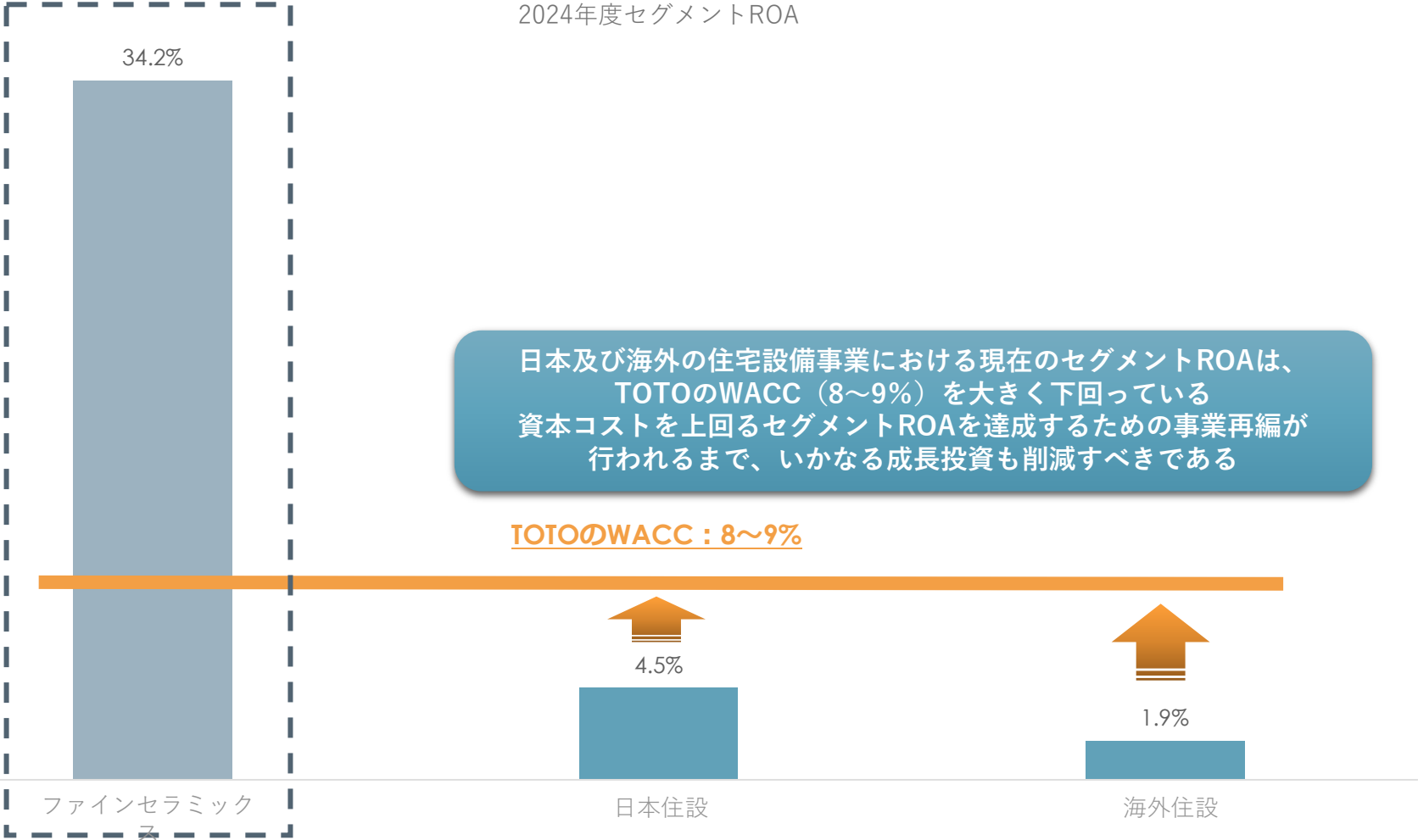
- ✓ 最も収益性の高いファインセラミックス事業における、詳細かつ重点的な戦略投資
- ✓ 住設事業における将来の成長投資について、資本コストに対して明確な投下資本利益率(ROIC)の基準値/目標値を設定したうえで、徹底的に再評価を実施する

- ✓ 配当性向60%以上を維持する

- ✓ 効果的な自社株買いと毎年の安定的な増配による強固な株主還元

最も収益性の高いファインセラミックス事業における、詳細かつ重点的な投資戦略を策定する

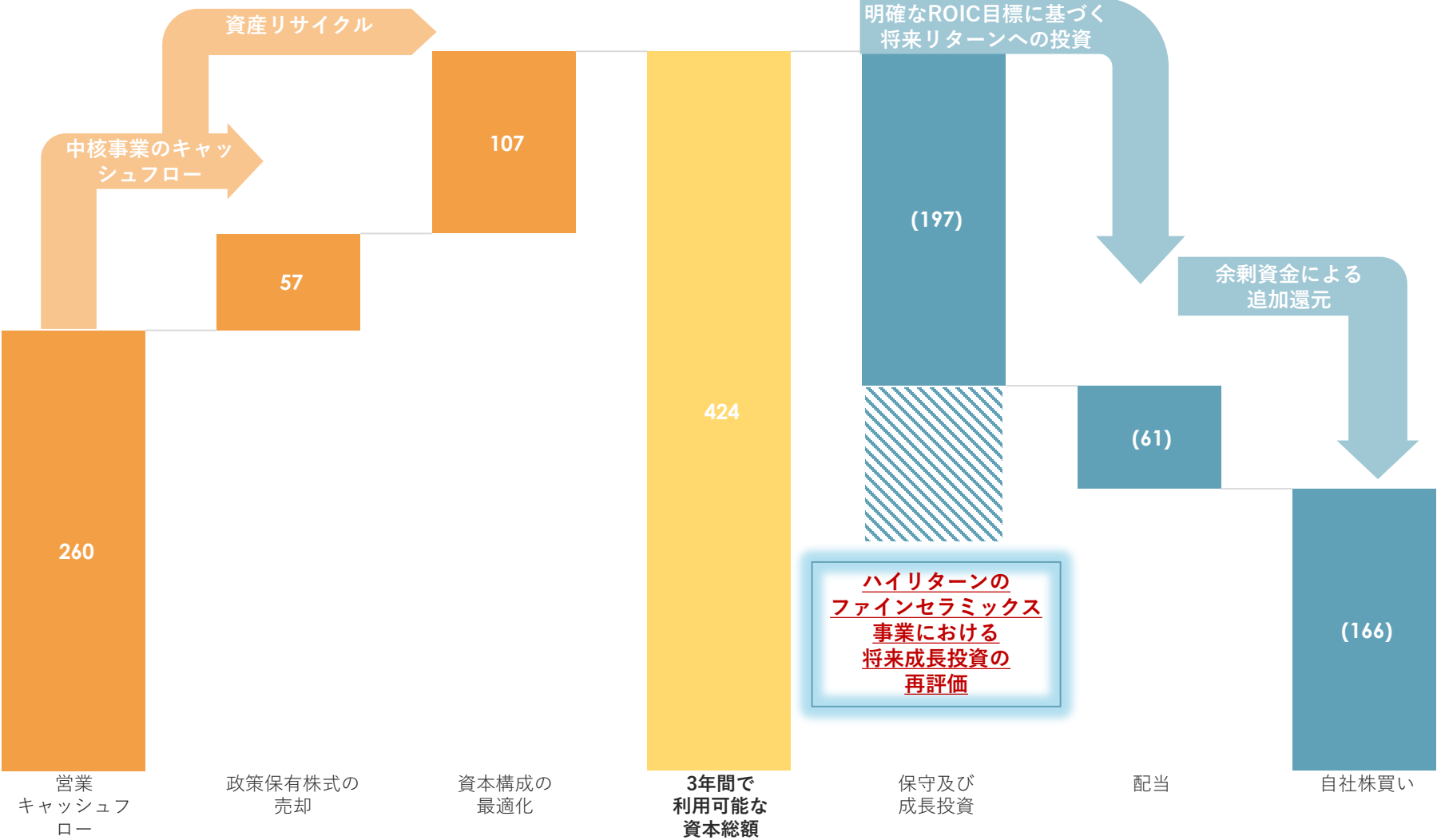
2024年度セグメントROA



出典：会社開示情報
注記：「セグメントROA」= 税引後営業利益をセグメント平均資産で割ったもの。

TOTOは、政策保有株式の売却加速と資本構成の最適化により、資本効率を改善できる可能性があり...

2025年度予想-2027年度予想 資本配分枠組みの図解 (十億円)



出典：パリサーによる分析

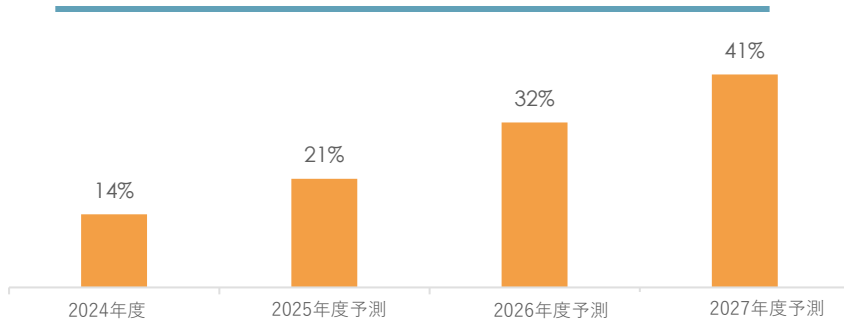
...これにより、自己資本比率及び主要な負債比率が、同社の財務規律ルールに沿って再調整される

✓ 総負債資本比率想定は、2027年度に、同社の財務規律ルールである50%以下に沿った約41%まで上昇する

✓ 自己資本比率想定は、2027年度に、同社の財務規律ルールである50%以上に沿った約53%まで低下する

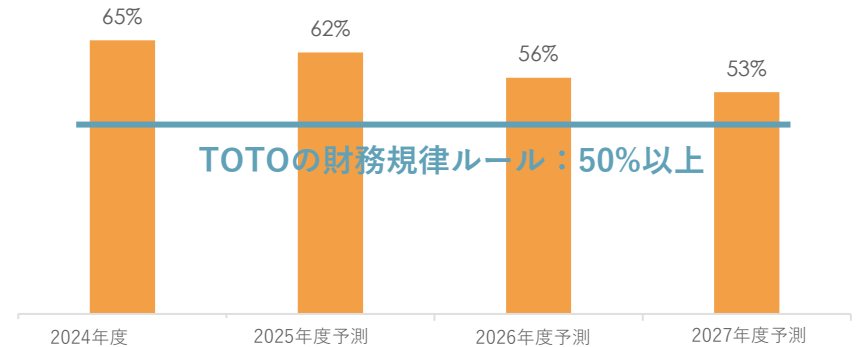
総負債資本比率

TOTOの財務規律ルール：50%以下



自己資本比率

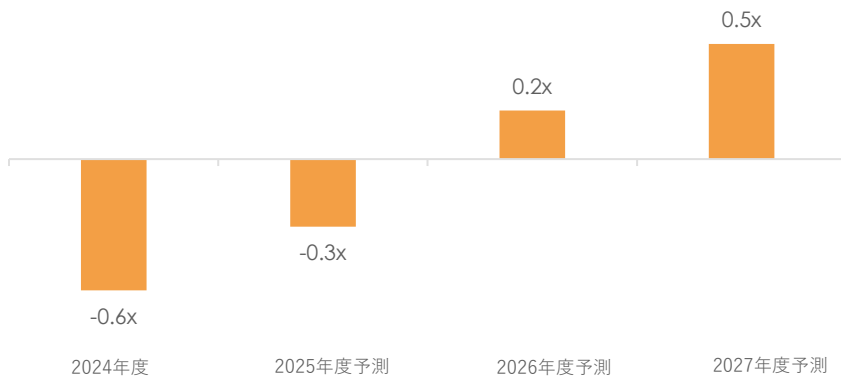
TOTOの財務規律ルール：50%以上



✓ 純負債/EBITDA比率想定は、2027年度に、健全な水準である約0.5倍まで上昇する

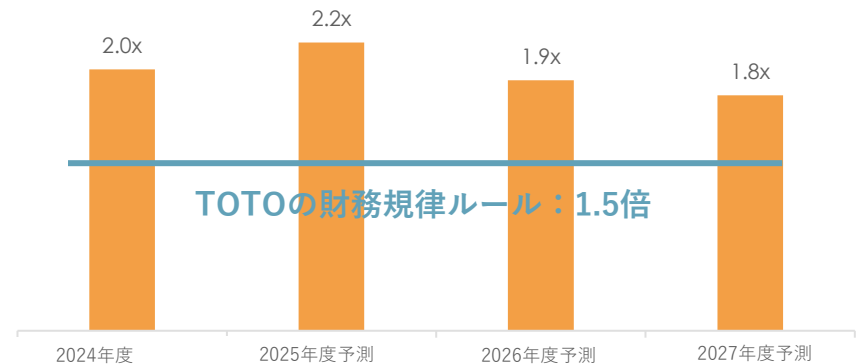
✓ 現金/月間売上高比率想定は、2027年度に、同社の財務規律ルールである1.5倍に沿った約1.8倍まで低下する

純負債/EBITDA比率



現金/月間売上高比率

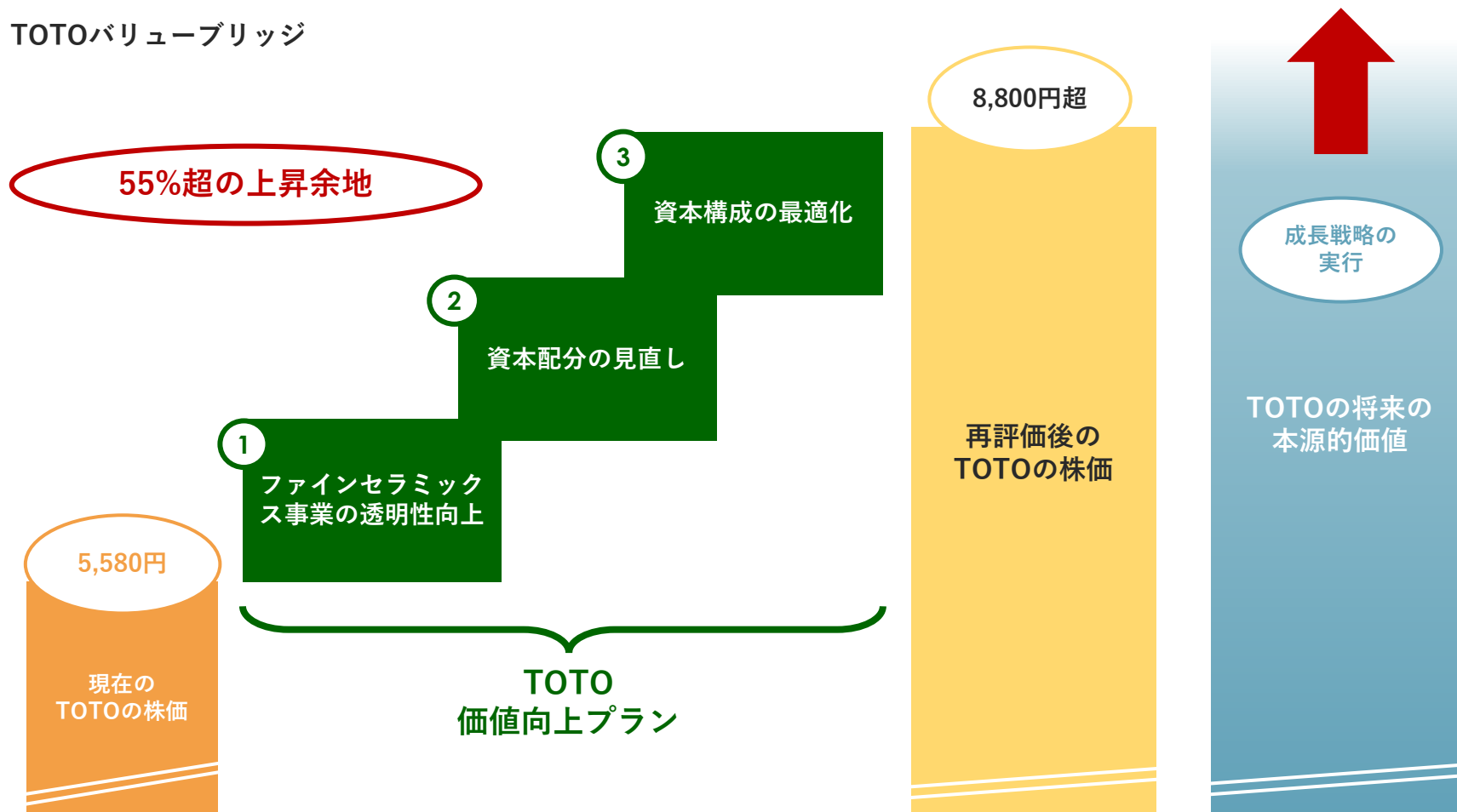
TOTOの財務規律ルール：1.5倍



...TOTOの真の価値を明らかにし、株価の再評価を促す

TOTO価値向上プランは、本源的価値に対する現在の割安水準を大幅に縮小し、当社の評価では、これにより現在の株価に対して少なくとも55%の上昇余地がある

TOTOバリュブリッジ



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（その後の改正も含みます。）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、TOTO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。公開情報とは、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、2026年2月6日の東京証券取引所における取引終了時点のものです。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。

本書の受領者は、PALLISER又はPALLISER FUNDに対して、（このプレゼンテーション中又はそれ以外で）PALLISER UKの事前の書面による同意なしに、重要な非公開情報（会社の事業に関連する重要な非公開情報（金融投資サービス及び資本市場法第174条第1項に定義されたもの）や、公開買付けの開始又は中止に関する非公開情報（金融投資サービス及び資本市場法第174条第2項に関するもの）を開示しないことに同意するものとします。さらに、PALLISER又はPALLISER FUNDのいずれも、そのような情報又は本書に関して、機密保持の義務又はその他の義務を負わないことを確認します。そして、(ii) PALLISER又はPALLISER FUNDのいずれも、この文書の提供に関連して、証券の取引に制限を受けることを意図していないことを理解します。

あなたは以下に同意するものとします。(i) 重要事実該当し得る非公開情報（金商法166条2項に定義される「業務等に関する重要事実」や、同法167条2項に定義される「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」を含みます。）を、PALLISER又はPALLISER FUNDSのいずれにも（本プレゼンテーション中か否かを問わず）PALLISER UKの事前の書面による同意なしに開示してはならず、またPALLISER及びPALLISER FUNDSのいずれも、そのような情報や本書に関して秘密保持義務その他いかなる義務も負わないこと、(ii) PALLISER及びPALLISER FUNDSのいずれも、本書の提供の結果またはそれに関連して、有価証券の取引に制約を受ける意図はないことを理解すること。



Palliser Capital

