

# Palliser



## 味の素の価値の最大化

*最も収益化が遅れているAIインフラの独占者*

# 味の素：アミノ酸サイエンスから、AIインフラにおける先端半導体パッケージング分野の中核企業へ

食品科学の分野で培われた複雑な高分子化学に対する味の素の卓越した知見は、先端半導体パッケージングにおける最も困難な材料課題を解決するうえで、同社を唯一無二の存在とした

## アミノ酸・材料科学についての深い伝統

1909年、昆布だしに含まれるアミノ酸（うま味成分）から「味の素®」を製品化し、うま味を通じて日本人の栄養改善を図った

- ✓ 中核的な強み：精緻な分子設計、精製技術、及び高分子化学
- ✓ 高性能かつ不可欠な材料を、厳格な許容差の下で量産化してきた長い実績

## 先端半導体パッケージング分野の中核企業

味の素ビルドアップフィルム（ABF）－半導体基板に用いられる高性能の絶縁性高分子フィルムであり、チップと回路基板の間における超微細配線及び多層接続を可能にする

- ✓ 1999年に発明されたABFは、ハイエンドパッケージ基板向けの業界標準の絶縁フィルムとなっている
- ✓ ABFは、超微細なライン/スペース、多層化、大型の基板サイズを必要とするAIプロセッサに不可欠である
- ✓ ABFの性能特性（電気絶縁性、信頼性、製造適性）は、先端ノードにおいて代替不可能である

### アミノ酸

あらゆる生物を構成する基本的な物質

体内の様々な働きと関係する

アミノ酸



### アミノ酸の働き

風味付け機能  
おいしい食事を生み出す

栄養機能  
成長、発達及び回復を促進する

生理機能  
身体の健康を支える

反応性  
新たな機能を生み出す



ミク回のフィルムで絶縁をコントロール  
「層間絶縁材料“味の素ビルドアップフィルム®”」

# 味の素：うま味と調味料のグローバルリーダー

## 主要なアジア市場における主導的地位

- ✓ うま味調味料で世界1位
- ✓ 日本、東南アジア、ブラジルにおける支配的な市場シェア
- ✓ うま味調味料、風味調味料、スープ、RTDコーヒーにわたるカテゴリーでの主導的地位

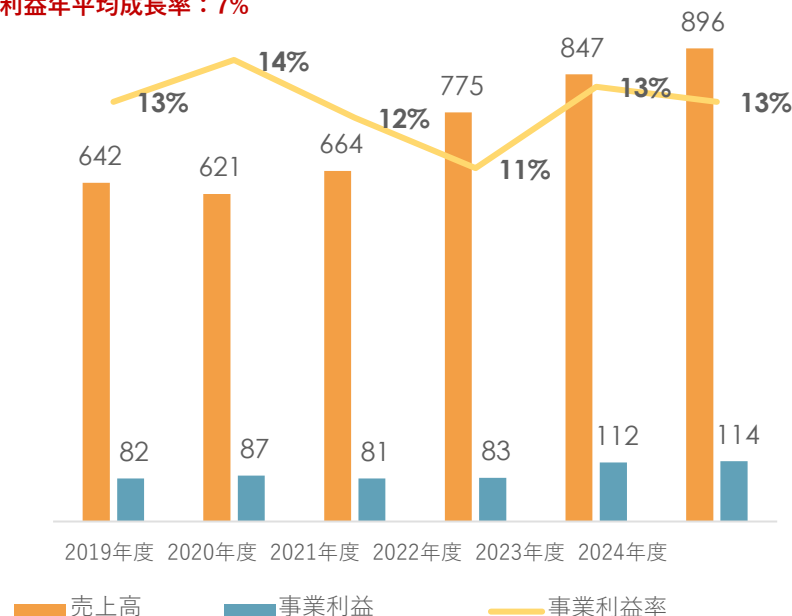


## 規模と収益性

- ✓ 強いブランドロイヤルティに支えられた安定的な事業
- ✓ 高いキャッシュ創出力の源泉：①中核カテゴリーにおける価格決定力、②大規模な製造・流通体制
- ✓ 成長投資や株主還元の出発点となる予見性の高いキャッシュフローを提供する

調味料・食品事業（十億円）

売上高年平均成長率：7%  
事業利益年平均成長率：7%



# ABF：AI半導体パッケージングを支える不可欠な材料

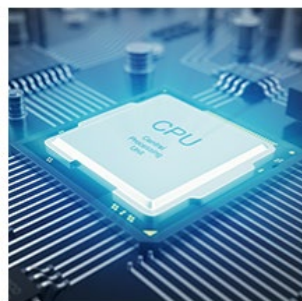
## 支配的なグローバル市場での地位

- ✓ ABFで世界シェア約95%
- ✓ ハイエンドAIデータセンター用途では約100%のシェア
- ✓ ハイエンド領域において認定済みの代替品が存在しない、事実上の業界標準

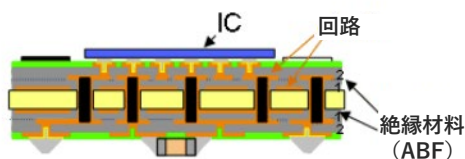
電化製品



高性能半導体 (CPU)



ABF



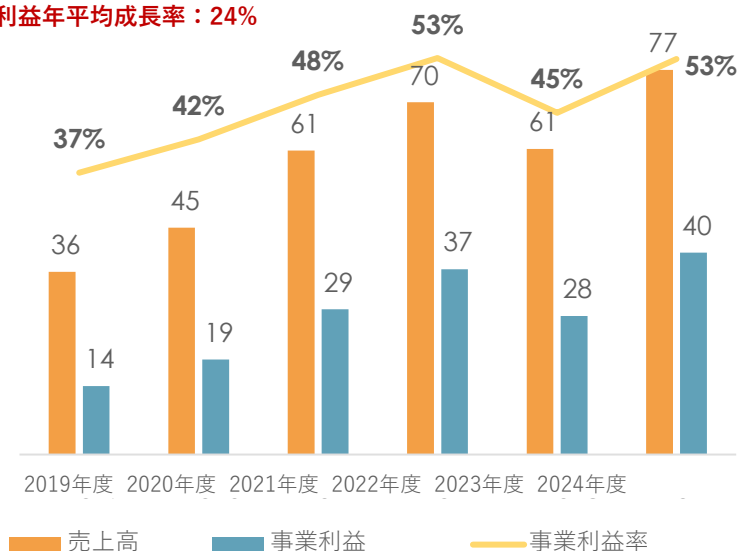
CPUの断面図

## 成長性と収益性

- ✓ 需要はAI計算負荷の高まりに牽引されており、AIアクセラレーターは先端半導体パッケージングにおいて、基板の大型化と多層化を必要としている
- ✓ 技術的差別化、厳しい顧客認定によるロックイン効果、そして競合品供給の限定性を背景として、**利益率は構造的に拡大している**

### ファンクショナルマテリアルズ事業 (十億円)

売上高年平均成長率：16%  
事業利益年平均成長率：24%



# 味の素の最高経営責任者報酬は株主価値の向上と強く結びついている

上級役員報酬の約80%は業績に深く連動しており、インセンティブはROIC、相対TSR、利益成長に結びついている

## 代表執行役社長兼最高経営責任者の報酬体系（最高の業績評価時）



### 支払の構成

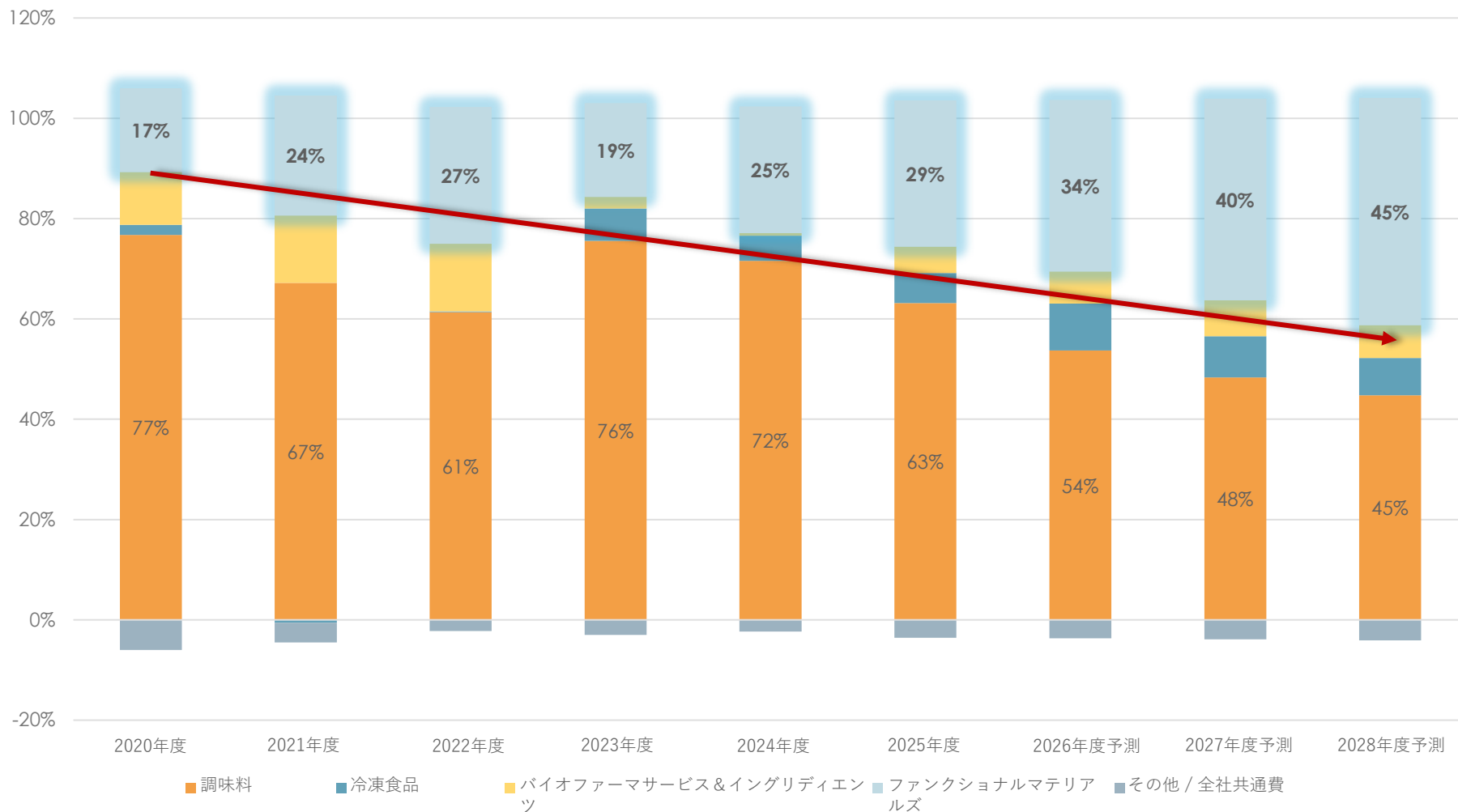
- 毎月支払われる固定額の金銭報酬
- 前事業年度における会社業績及び個人業績に基づき、毎年6月に支払われる年次現金賞与
- 持続的な企業価値創造を促進するため、3年間にわたり評価され、株式で交付される中長期の業績連動型株式インセンティブ報酬

### 業績指標

- 連結売上高達成率 30%
- 連結事業利益達成率 50%
- 親会社の所有者に帰属する当期利益の達成率 20%
- ROIC 40%
- 相対TSR（対TOPIX） 20%
- 温室効果ガス排出量削減率 10%
- 健康寿命の延伸人数 10%
- 従業員エンゲージメントスコア 10%
- グローバル女性管理職比率 5%
- コーポレートブランド価値 5%

# 味の素は、ファンクショナルマテリアルズ（ABF）事業の利益成長に支えられ、半導体パッケージ材料のリーディングプロバイダーへと変貌を遂げた

事業利益のセグメント別内訳



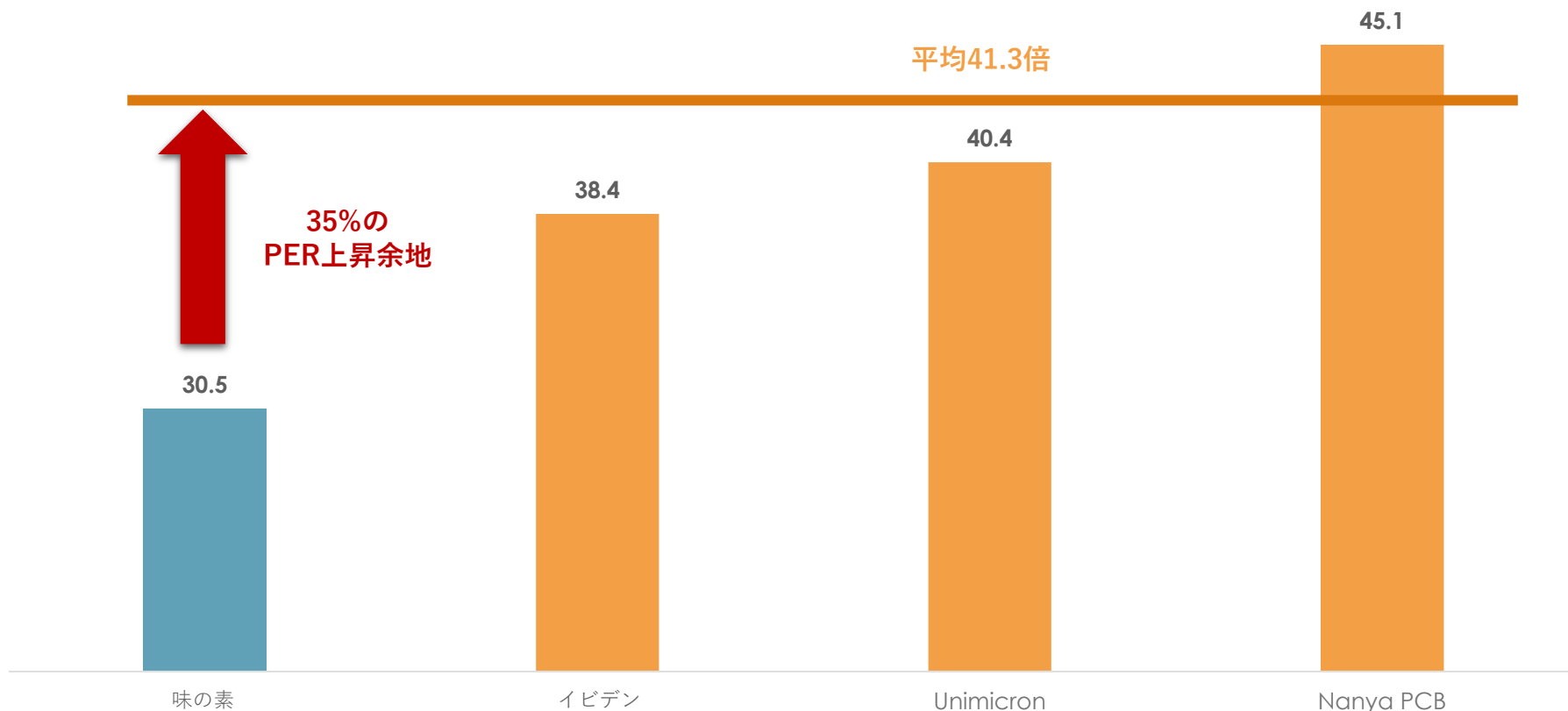
出典：会社開示情報、バリサーによる分析

注記：「年度」=翌年の3月31日に終了する会計年度

# ABFが利益に占める割合は過去5年で倍増した – しかし、味の素は顧客であるABF基板企業に対して、歴史的に割安な評価水準で取引されており...

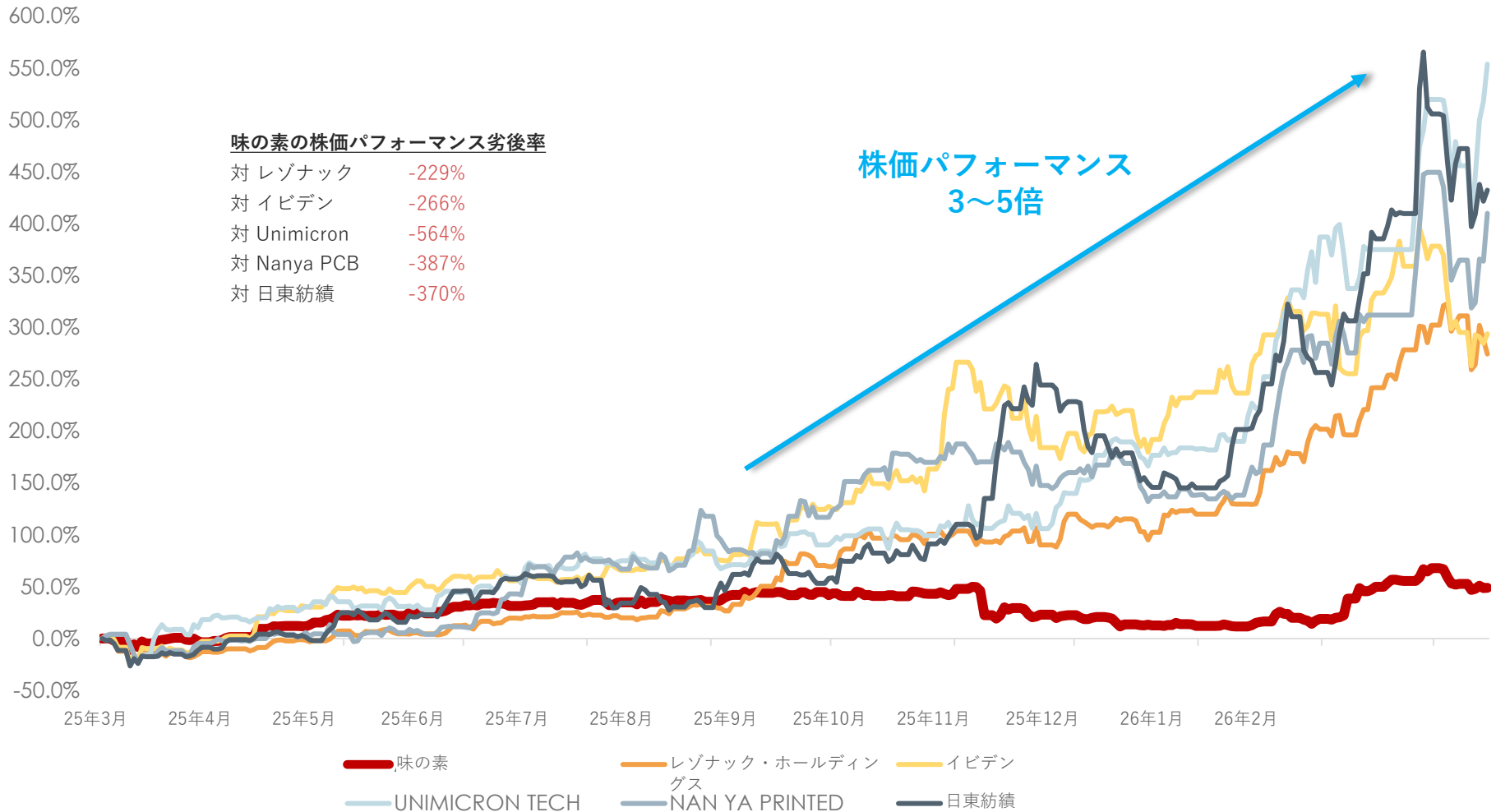
当初の大幅なプレミアム評価から一転し、味の素は現在、約26%割安なPERで取引されている  
– 顧客であるABF基板企業と比較すると、35%超の上昇余地を示唆している

味の素の1BF PERと顧客ABF基板企業との比較



# ...また、味の素の株価パフォーマンスは、過去1年間、他の全てのABF関連企業を大きく下回っている

過去1年間の味の素 対 ABFサプライチェーン企業の株価パフォーマンス



出典：ブルームバーグ、2026年3月20日時点の市場データ

## 優れた企業ではあるが、3つの主要な要因がさらなる株価上昇を妨げている

A

急拡大していて収益性の高いファンクショナルマテリアルズ（ABF）事業は、ヘルスケア等セグメントの中に埋もれている

B

グローバルAIインフラにおいて不可欠な技術であるABFの戦略的価値及び独占的地位としての価値を十分に取り込めていない

C

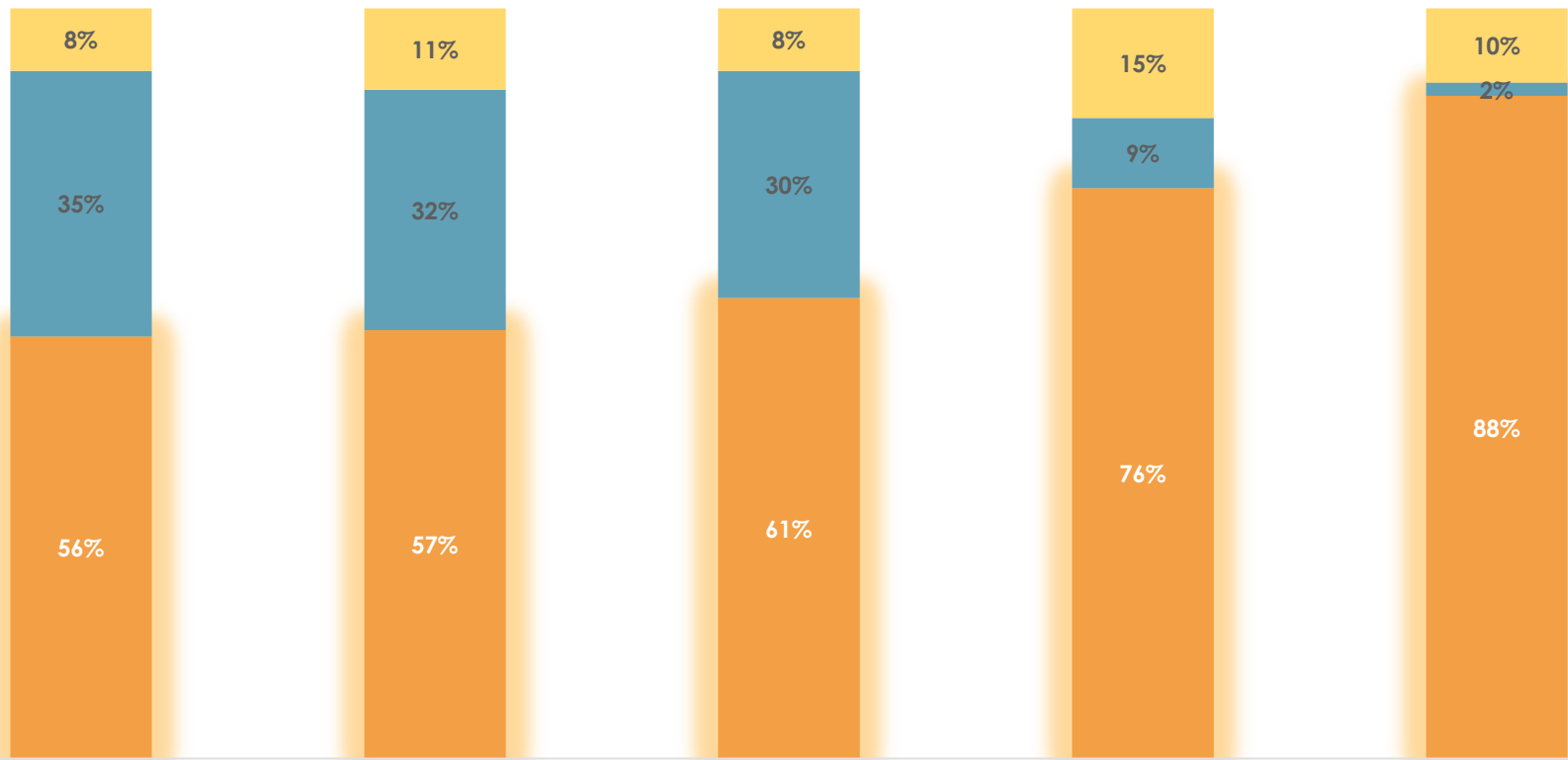
冷凍食品事業は最適なリターンを生み出せておらず、不適切に低いROIC目標に縛られている



# 急拡大していて収益性の高いファンクショナルマテリアルズ（ABF）事業は、市場から見えにくくなっている

✖ ファンクショナルマテリアルズ（ABF）事業は、当該セグメントの収益の原動力として静かに成長してきたが、従来のヘルスケア等セグメントへの区分の中に埋もれ、その価値が十分に顕在化していない

ヘルスケア等セグメントにおける事業利益総額（全社共通費配分前）の内訳



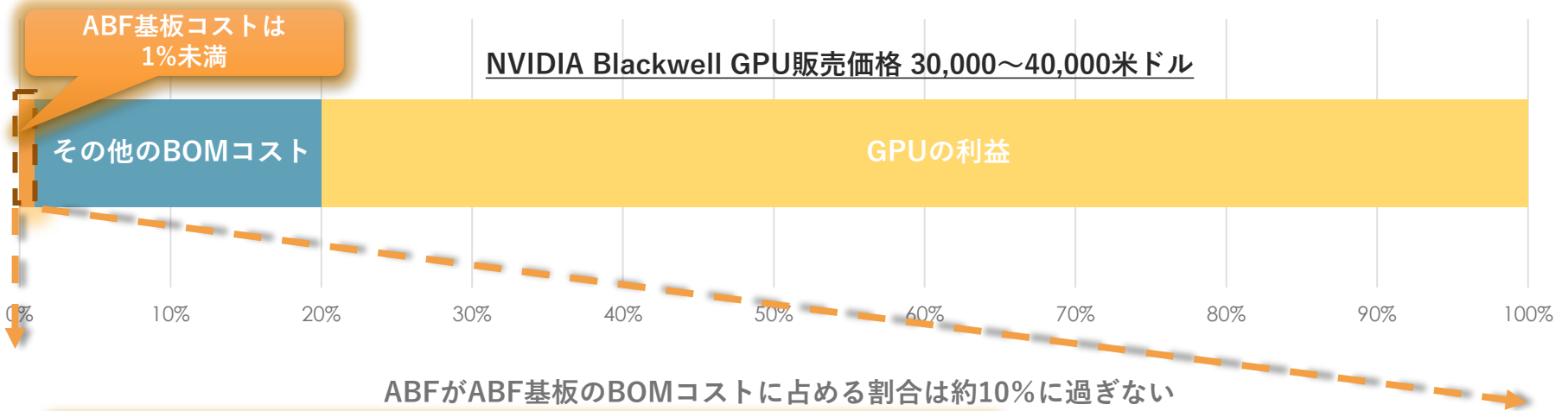
■ ファンクショナルマテリアルズ (ABF)   ■ バイオフィーマサービス&イングリディエント   ■ その他

出典：会社開示情報

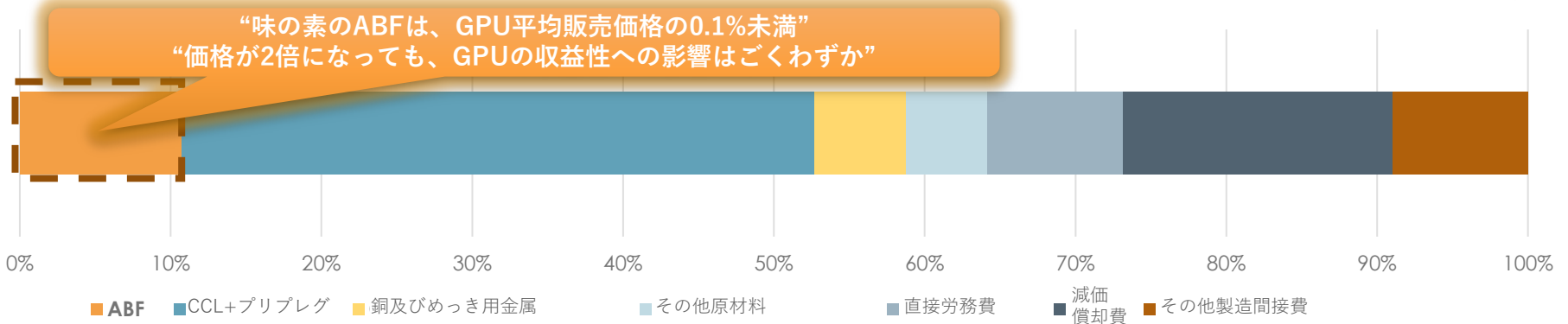
注記：「年度」=翌年の3月31日に終了する会計年度

✖ 味の素のABFは高密度AIパッケージングに不可欠だが、GPU販売価格に占める割合は0.1%未満であるため、ABF価格が大幅に上昇したとしてもGPUの収益性への影響はごくわずかである

ABF基板のコストは、AI用GPUの平均販売価格の1%未満

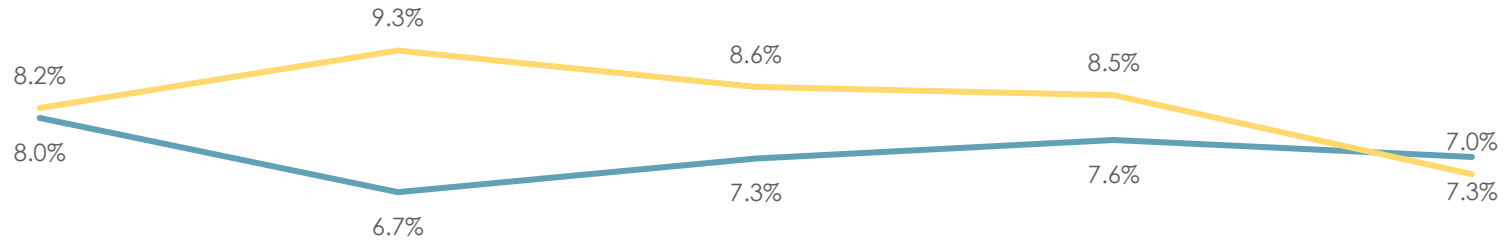


ABFがABF基板のBOMコストに占める割合は約10%に過ぎない

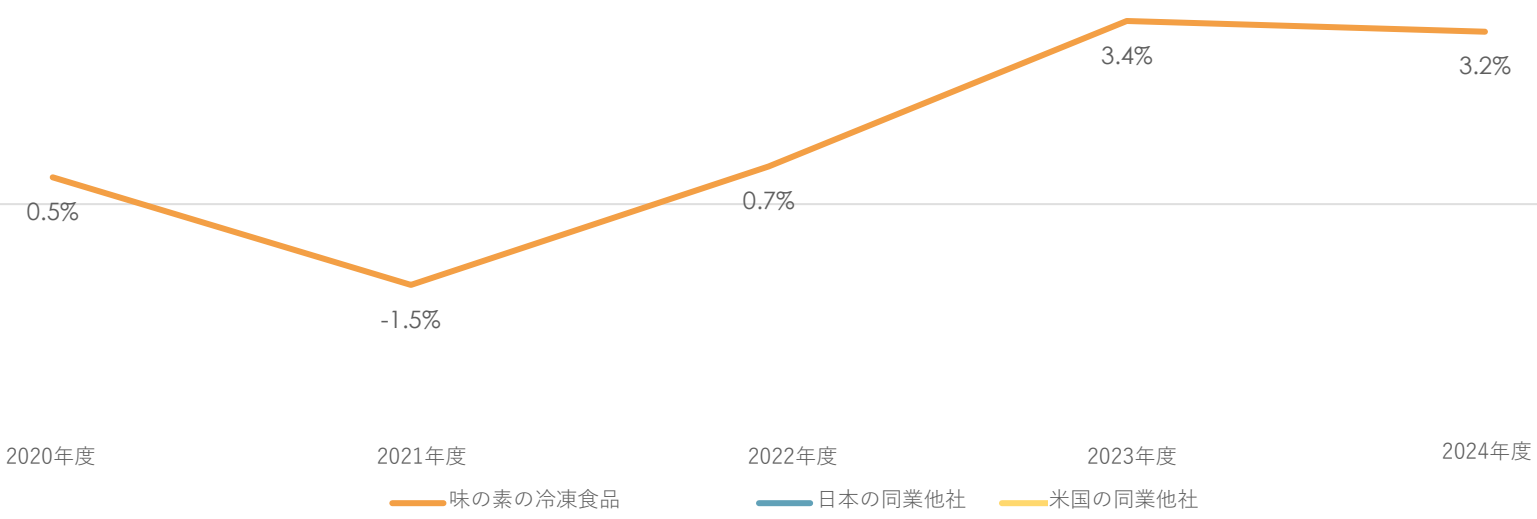


× 冷凍食品事業のROICは、5%という低い目標に縛られ、構造的に同業他社に遅れをとっている

味の素の冷凍食品事業のROIC 対 日本・米国の同業他社のROIC



味の素の冷凍食品事業のWACC/ROIC目標は5%



1

ファンクショナルマテリアルズ（ABF）事業を独立した事業セグメントとして確立し、その競争力と成長見通しについての透明性を高めることで、ABFの真の価値が味の素の株価に適切に反映されるようにする

2

グローバルAIインフラにおけるABFの戦略的地位がもたらす経済的価値を確保するため、ABFの価格を30%超引き上げる

3

冷凍食品事業を再編し、ROIC目標を日本・米国の同業他社と同水準の8%とする

① ① ファンクショナルマテリアルズ（ABF）事業を独立した事業セグメントとして確立し、その競争力と成長見通しについての透明性を高める

①

味の素は、95%超のグローバル市場シェアと、100%の高性能AIデータセンター用チップ向けシェアを有する、ABFの支配的サプライヤーである

②

より多くのAIチップ（GPU+ASIC）が基板の大型化や多層化を必要とすることを背景に、味の素は、今後2年間のABF売上高年平均成長率30%超を実現し得る

③

ABF事業は、ハイエンドAI GPU/ASIC用製品へと製品構成をシフトすることで、今後2年間の事業利益率60%以上を達成し得る

④

味の素のABFは、製造工程、事業規模、スイッチングコストによる構造的な競争優位性を有している

⑤

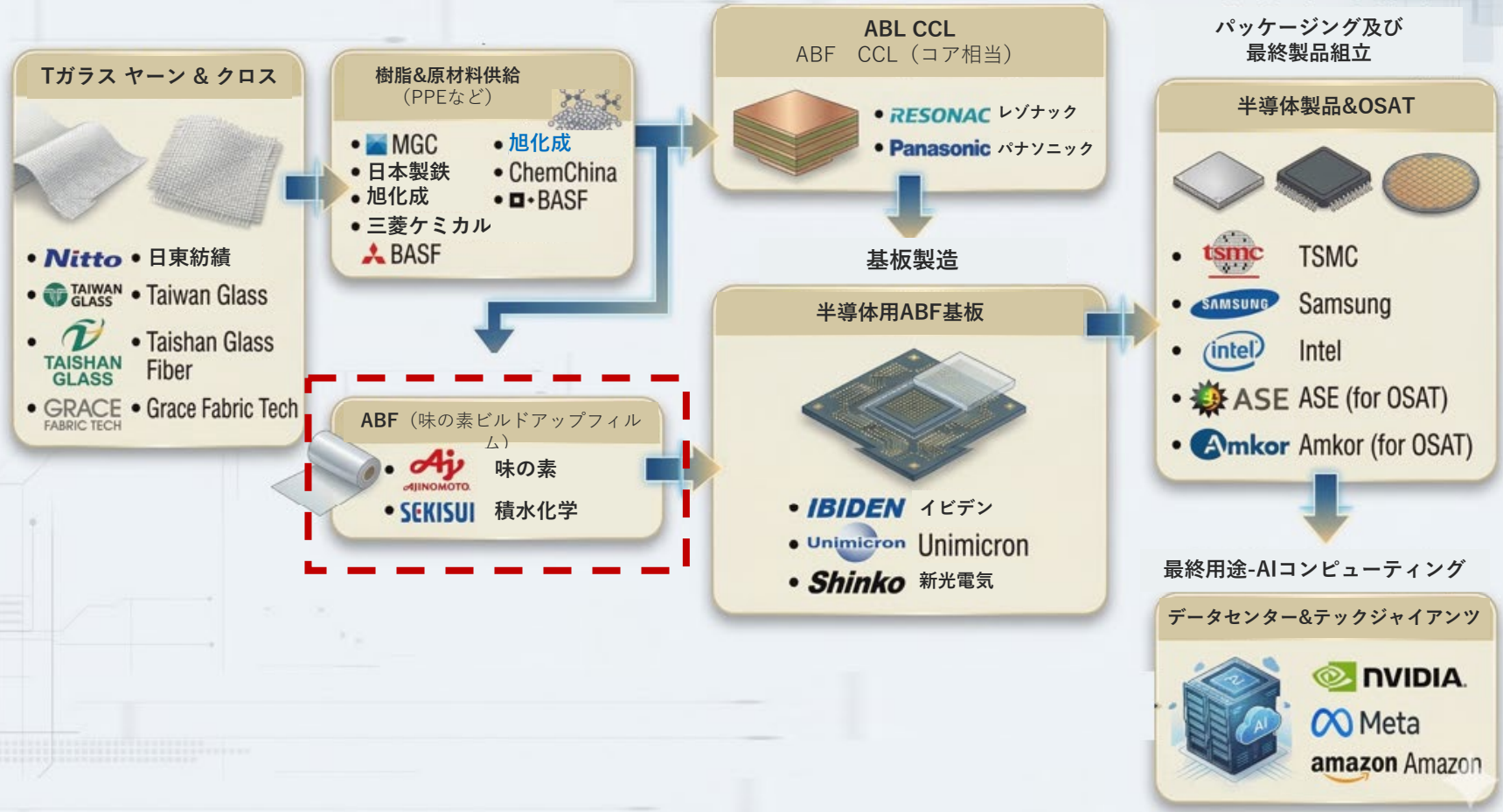
味の素のABF事業は、ABFサプライチェーンの中でも資本集約度が低く、最高水準のROICを実現している

1

ii

味の素は、95%超のグローバル市場シェアと、100%の高性能AIデータセンター用チップ向けシェアを有する、ABFの支配的サプライヤーである

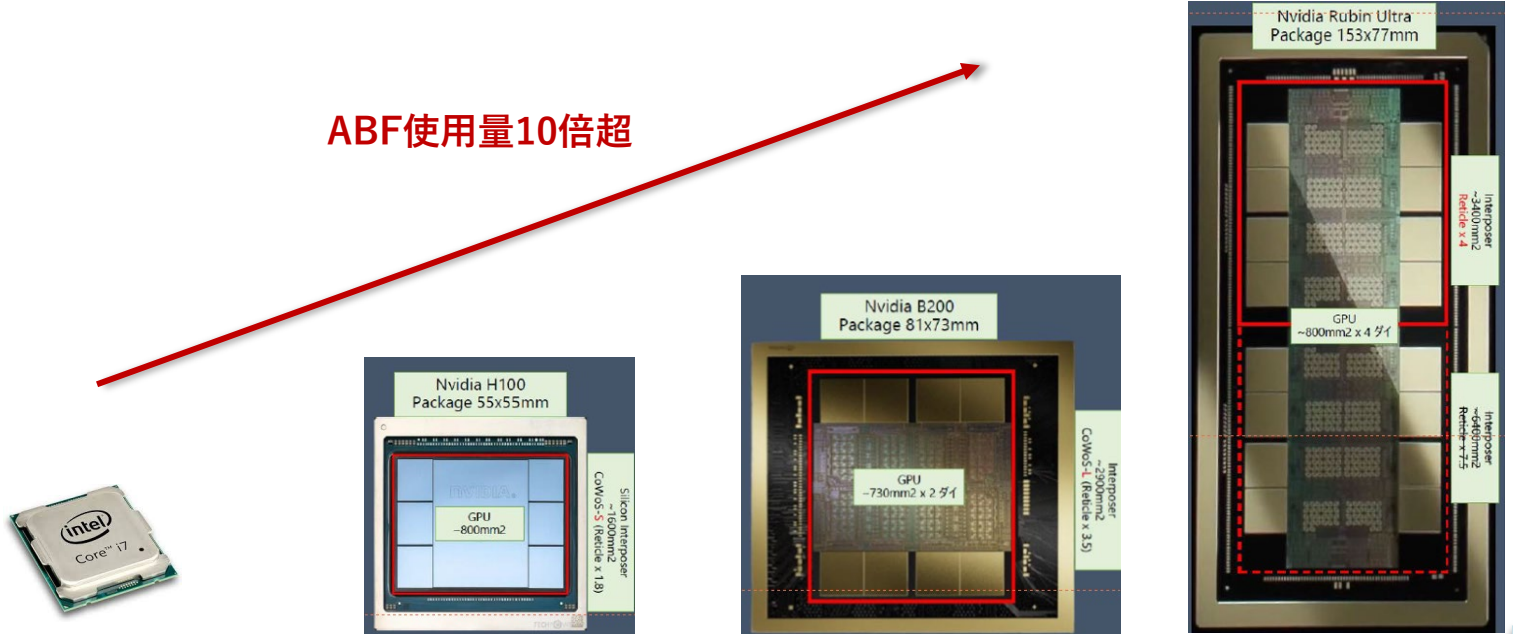
### ABFのサプライチェーン：AIコンピューティングの実現に不可欠な経路



# AIチップのスケーリングにより、チップあたりのABF価値及び味の素のABF収益が飛躍的に増大している

基板サイズと層数は、CPUから次世代AI用GPUへ進む中で10倍以上拡大した  
 — これによりABF使用量が劇的に増加している

ABF使用量10倍超



AIアプリケーションにおける基板本体サイズと層数の推移

	Intel PC用CPU	Nvidia Hopper	Nvidia Blackwell	Nvidia Rubin Ultra
本体サイズ (mm <sup>2</sup> )	42.5x37.5	55x55	80x75	155x75
層数	10	12	14	18
面積倍率比 (PC用CPU比)	1x	2.3x	5.3x	13.3x

出典：会社開示情報、ブローカーによるリサーチ、バリサーによるリサーチ

# より多くのAIチップ（GPU+ASIC）が基板の大型化や多層化を必要とすることを背景に、味の素は、今後2年間のABF売上高年平均成長率30%超を実現し得る

基板サイズの構造的拡大、層構成の複雑化、出荷数量の増加、歩留まり損失に伴う原材料消費の増加、そしてAI向け構成比の上昇が、ABF売上高の大幅な成長を牽引する

## 今後2年間のABF売上高年平均成長率30%超

### 味の素のABF売上高の主要な成長要因

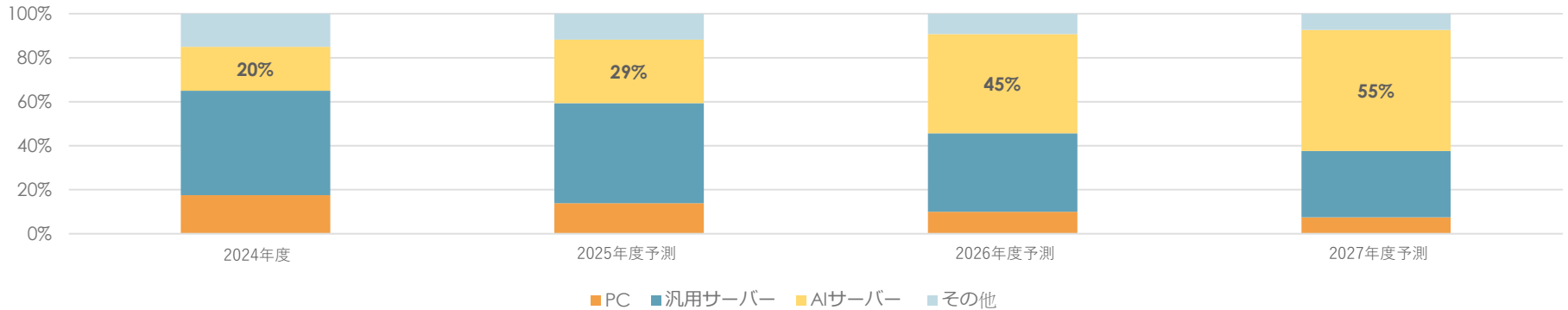


- ✓ I/O密度と電力要件の上昇により、層数の増加と基板サイズの大型化が進んでおり、その結果、基板1枚当たりのABF使用量が構造的に増加している。
- ✓ 世界的なAIデータセンター整備向けの先端AIプロセッサの出荷急増が、ABF基板の需要成長を牽引している
- ✓ 大型で多層の基板は製造歩留まりが低下し（約80%）、良品1ユニット当たりのABF材料使用量を増加させる
- ✓ 業界全体の供給能力制約の中で高仕様のAI用途へのシフトが進むことにより、ABF平均販売価格の持続的な上昇が支えられている

# ABF事業は、ハイエンドAI GPU/ASIC製品への製品構成のシフトと価格引き上げにより、今後2年間の営業利益率60%超を達成し得る

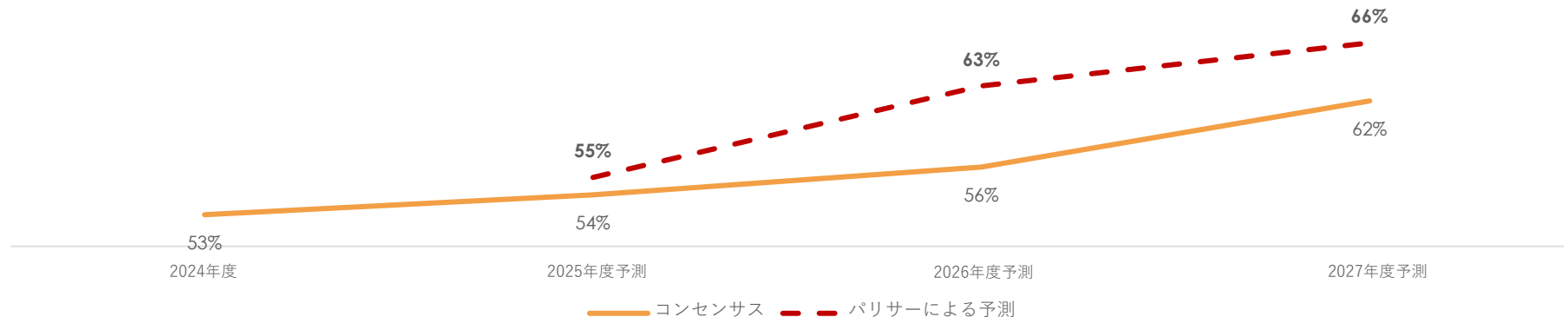
業界専門家への聞き取りによると、ABFの売上高構成はAIサーバー及びハイエンドコンピューティング用途へと急速にシフトしており、2027年度には50%を超えると予想され...

ファンクショナルマテリアルズ (ABF) の用途別売上高内訳



...また、ハイエンドAIへの構成比シフト、価格引き上げ、そして旺盛な需要に伴う稼働率の向上により、今後2年間の事業利益率が60%を超える明確な可能性がある - このダイナミクスは現時点で市場から過小評価されている

ファンクショナルマテリアルズ (ABF) の事業利益率予測



出典：ブルームバーグ、会社開示情報、ブローカーによるリサーチ、パリサーによる分析

注記：「年度」=翌年の3月31日に終了する会計年度

# 味の素のABFは、製造工程、規模、そして置き換えコストによる構造的な競争優位性を有している

ABFは、超微細・多層AI基板において唯一認定された材料である  
 – 競合他社が代替できない性能、コスト効率、製造工程におけるロックイン効果をもたらしている

1

## 超微細・多層AI基板向けに認定された唯一の材料

- ✓ GL型ABFは、AI GPU及びカスタムASICに使用されるFC-BGA基板における事実上の業界標準である
- ✓ 幅広い技術（磁気／微細化／成形）における高価値な特許が参入障壁を構築している
- ✓ 5 $\mu$ m未満のライン/スペース、18~22層超の設計に必須であり、代替品はこれを満たさない

2

## 極限の仕様下でも優れた電氣的・機械的性能

- ✓ 高速AIデータ送信には、超低誘電率・低損失の誘電特性が不可欠
- ✓ 極端な基板サイズや層数においても、歩留まり、反りの制御及び信頼性を維持する能力
- ✓ 汎用化学品ではなく、数十年にわたる独自の工程ノウハウによって実現された性能

3

## 比類なき規模と統合によるコスト優位性

- ✓ 独自の化学技術と味の素の調味料事業から生まれる副産物によるスケールメリット
- ✓ 大規模な上流工程により、単位コストの低減と高性能化を同時に実現
- ✓ 競合他社は、性能とコストの間の構造的なトレードオフに直面

4

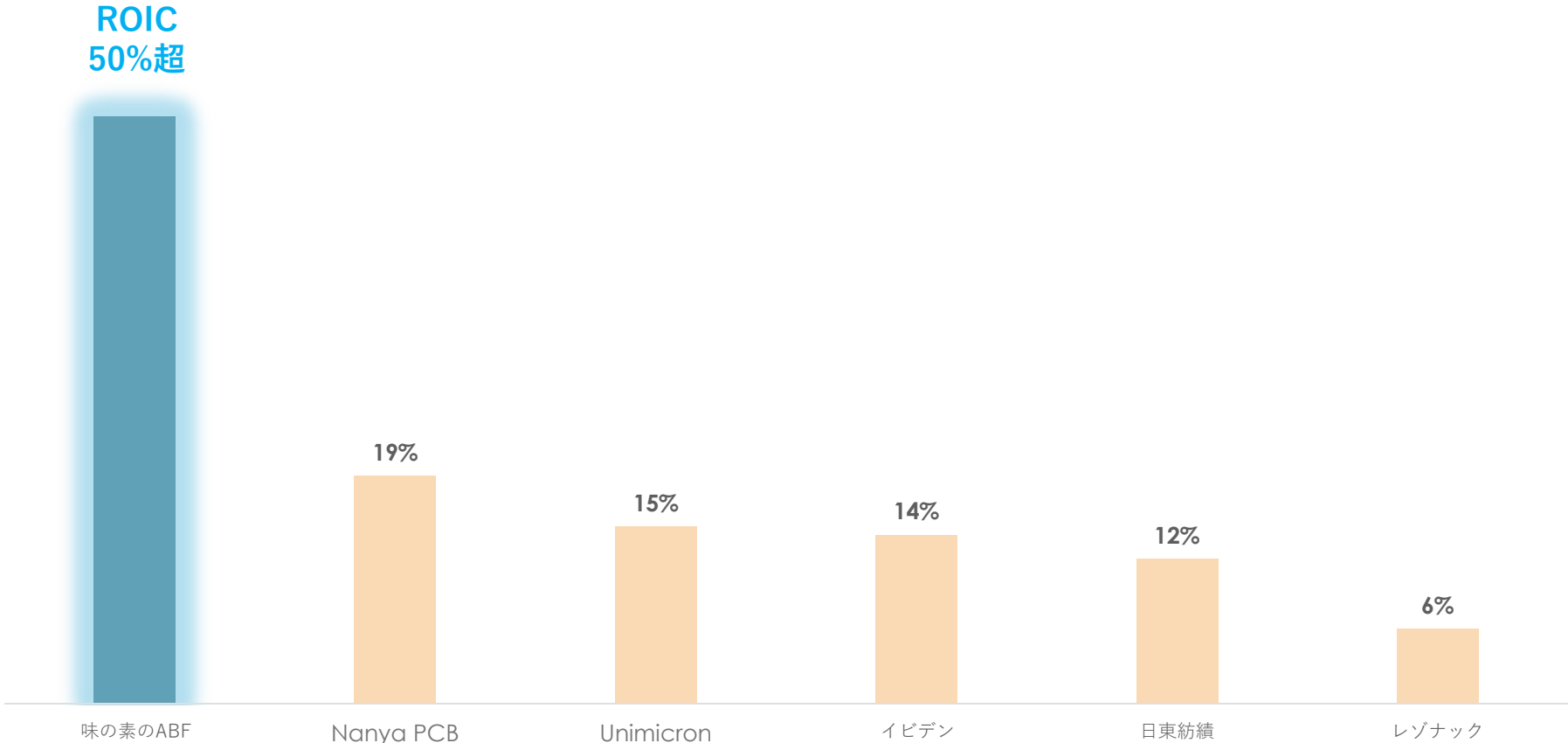
## 顧客との深い連携が生み出す構造的ロックイン

- ✓ 味の素は、基板メーカーやチップ設計会社と、初期の研究開発段階から量産に至るまで連携
- ✓ 認定は工程ごと、顧客ごとであり、時間を要する
- ✓ 置き換えには、歩留まりの低下、再設計、市場投入までの遅延といったリスクが伴う → 非常に高い置き換えコスト

# 味の素のABF事業は、ABFサプライチェーンの中でも資本集約度が低く、最高水準のROICを実現している

競合他社が数千億円を投じている一方で、2030年までに僅か約250億円の設備投資で約50%生産能力を拡大する  
- 味の素のABF事業の構造的に優れたROICを牽引している

ABFサプライチェーン企業のROICの2026年度予測



出典：ブルームバーグ、パリサーによる分析

注：2026年度予測は、イビデン及び日東紡績については2027年3月31日に終了する会計年度、Unimicron、Nanya PCB、レゾナックについては2026年12月31日に終了する会計年度を指す

2

i

コスト上昇と旺盛な需要により、IC基板のサプライチェーンではすでに価格上昇が進行している

ガラス繊維、積層板、プリプレグ、基板は20~30%超の値上げが見られる  
- 味の素のABFがいかに割安であるかが浮き彫りになっている

# Nittobo



✓ 2025年6月3日：日東紡は、2025年8月1日より、**ガラス繊維布製品の価格を20%引き上げると**発表した

# RESONAC

Chemistry for Change



✓ 2026年1月16日：レゾナックは、2026年3月1日より、**銅張積層板およびプリプレグの販売価格を30%引き上げると**発表した

# IBIDEN

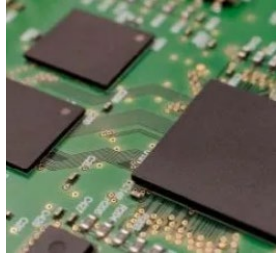


✓ 2026年2月2日：モルガン・スタンレー・リサーチのチャネルチェックによると、**ABF基板メーカーは2026年上半期に四半期ごとに3~5%の価格引き上げを行い、下半期にはさらなる値上げを行う見込み**

# Unimicron



# 三菱ガス化学



✓ 2026年3月2日：三菱ガス化学は、**銅張積層板 (CCL)、プリプレグ、銅張樹脂シート (CRS) を含む電子材料の価格を、2026年4月1日より30%引き上げると**発表した



### なぜ味の素のABFには価格決定力があるのか

- ✓ 先端AIパッケージングのための、中核的かつ独占的な技術
- ✓ 供給逼迫：最新のチャネルチェックによると、AI需要の急増に伴いリードタイムが倍増している
- ✓ 軽微な顧客への影響：AI GPU販売価格の0.1%未満
- ✓ 確立した前例：IC基板のサプライチェーンでは既に価格引き上げが行われている

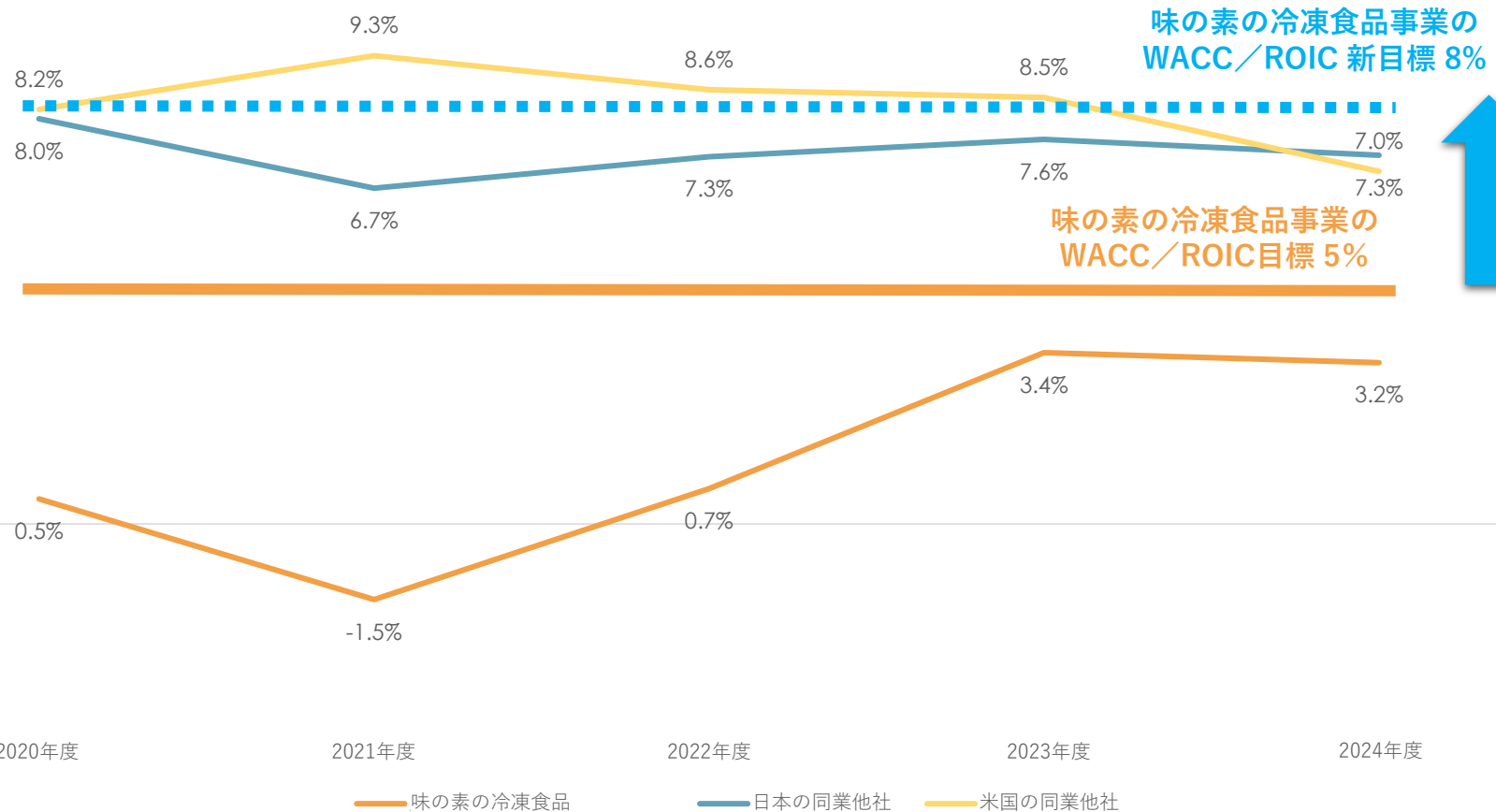
ABFの価格は  
提供される価値と乖離している

グローバルAIインフラにおける  
自社の戦略的役割から  
得られる経済的利益を  
より適切に確保するため、  
味の素は、ABF価格を30%超  
引き上げるべきである

# 味の素は冷凍食品事業の再編を行い、日本や米国の同業他社と同水準のROIC 8%超を達成すべきである

**ポートフォリオの合理化**：低収益のSKUや地域から撤退または再編し、拡大余地がありブランドが確立したカテゴリーに資本を重点配分する  
**価格と商品構成の最適化**：同業他社との価格差を縮小させ、より高収益な製品への商品構成の改善を図る  
**コストと資産効率の向上**：生産拠点体制をシンプルにし、資産回転率を改善することで、リターンを8%超へ引き上げる

味の素の冷凍食品事業のROIC 対 日本・米国の同業他社のROIC

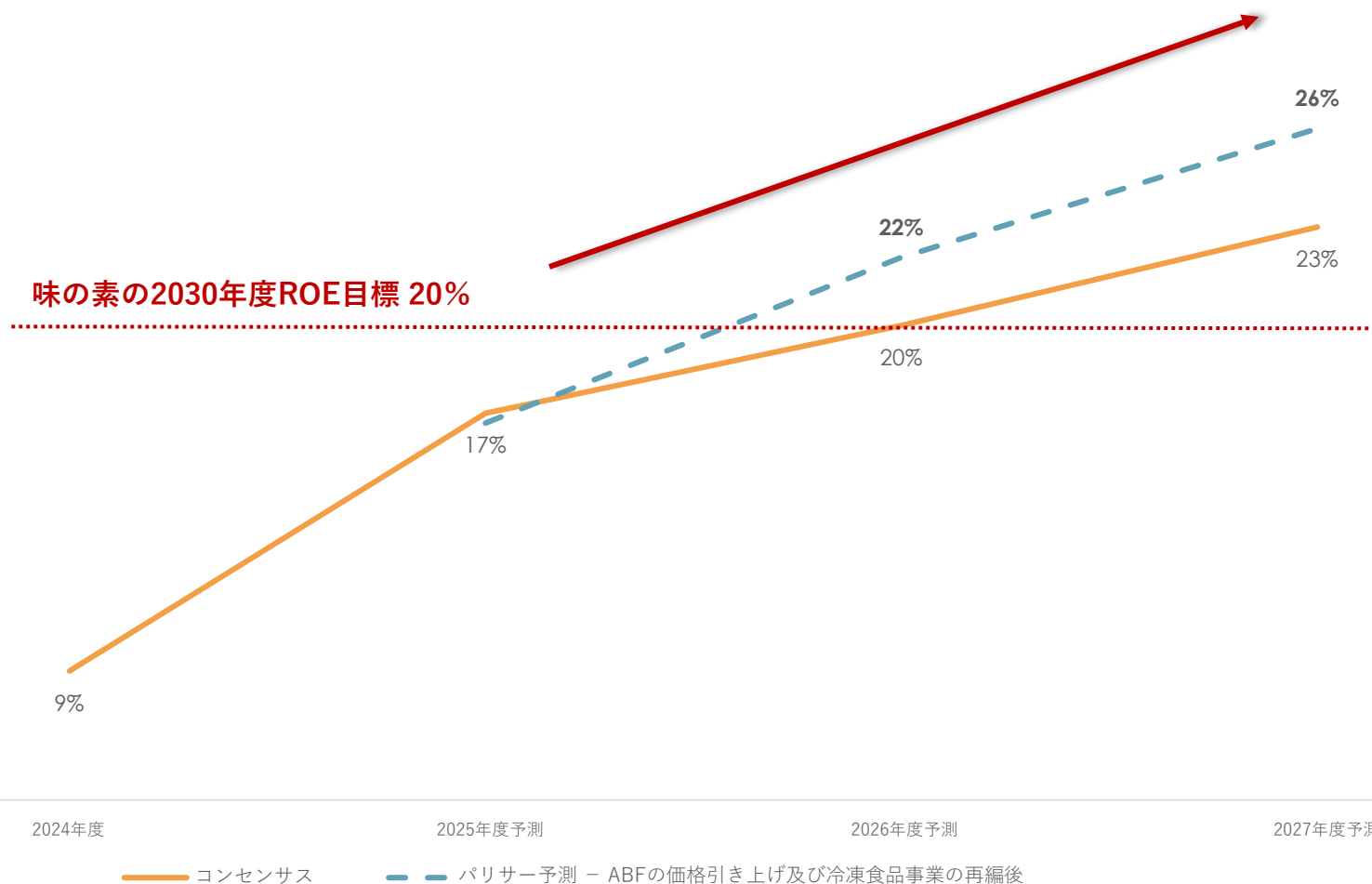


出典：会社開示情報、ブルームバーグ、ブローカーによるリサーチ、パリサーによる分析

注記：「年度」= 日本の同業他社は翌年の3月31日に終了する会計年度、米国の同業他社は12月31日に終了する会計年度。日本の同業他社にはニチレイ及び日清食品が含まれる。米国の競合他社にはConagra及びGeneral Millsが含まれる。

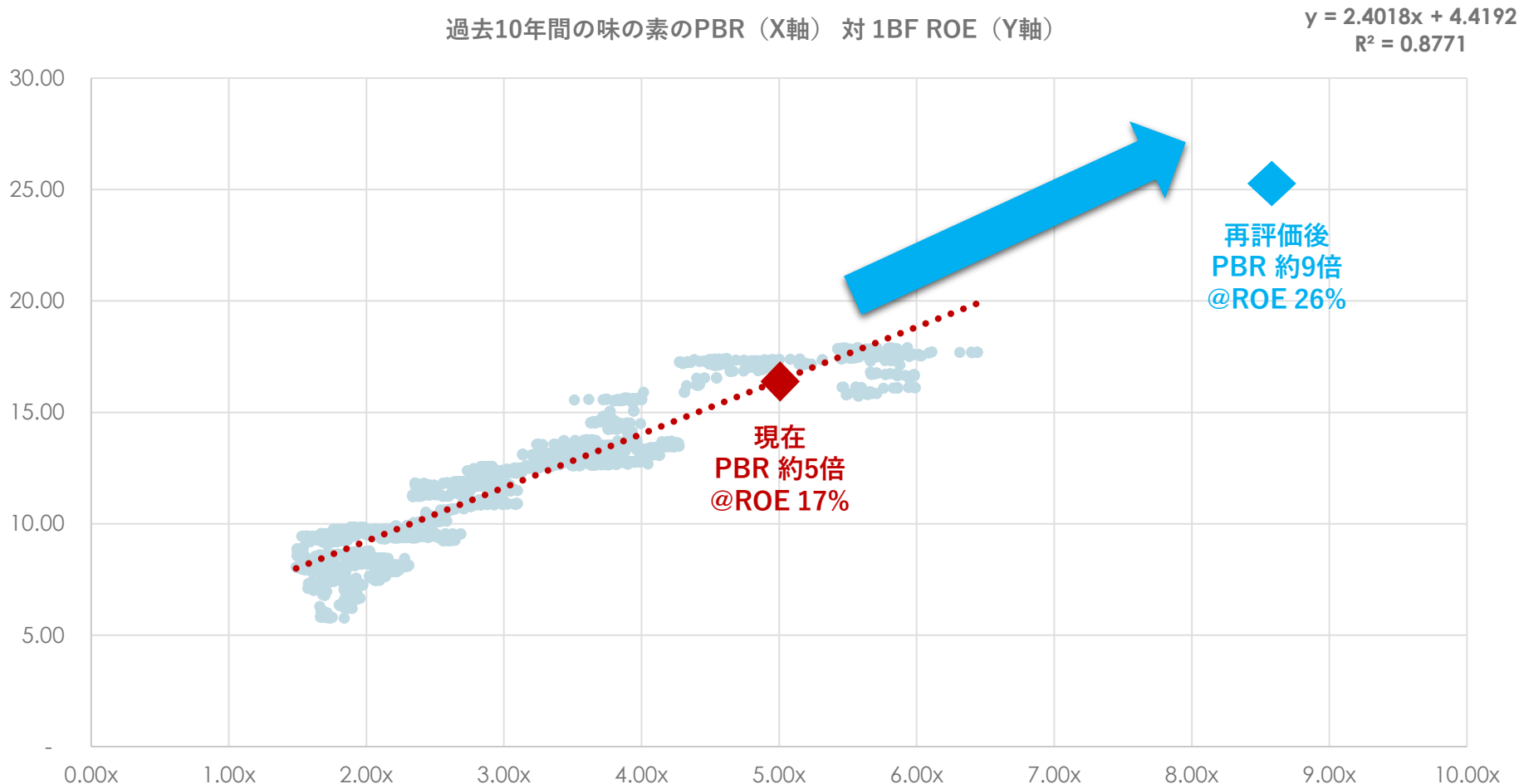
# 味の素は、価値向上プランの実施により、今後2年でROE26%を達成し得る

## ROE上昇予測



# 相関性の高い味の素のPBRとROEの回帰分析によると、ROEが上昇すれば、味の素のPBRは大幅な再評価を受ける

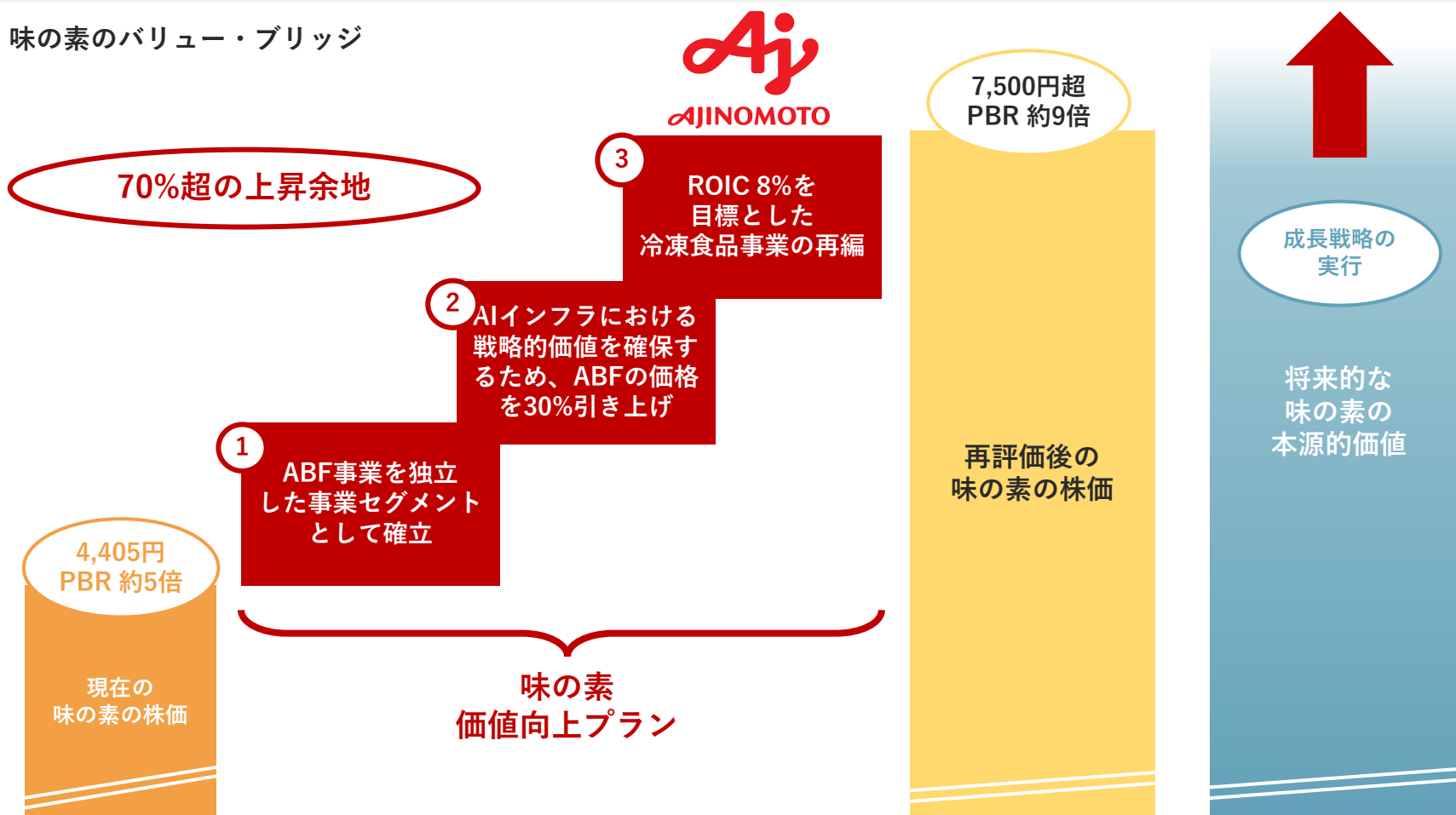
味の素のROEが17%から26%へ改善することに伴い、PBRは約5倍から約9倍へと再評価される



# 価値向上プランは、味の素の真の価値を明らかにし、株価の再評価を促し得るものである

十分に合理的なABF価格の30%引き上げと、ROIC 8%を目標とした冷凍食品事業の再編により、味の素の株価は現在の水準から70%超上昇し得る

## 味の素のバリュー・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。

本書に記載された情報は、秘密情報かつ専有情報であり、PALLISER UKの事前の書面による同意なく、いかなる第三者にも開示または配布してはなりません。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む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、味の素株式会社「（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、2026年3月20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も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（他の投資家、株主、業界関係者、専門家及び/または関連当事者と連絡を取ることを含むがこれらに限られない。）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、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**

