

ウェルネット株式会社 (2428 JP)

会社は成長軌道に。SaaS 型決済と電子マネーの成功が鍵となる。

エグゼクティブサマリー

- FY25 通期決算は、利益改善の継続を示唆
- ウェルネットの FY25 通期決算（6 月期）は、売上高 10,918 百万円（前期比 7.8%増）、営業利益 1,502 百万円（同 22.9%増）、経常利益 1,664 百万円（同 36.0%増）で着地した。売上高、経常利益ともに会社予想の 10,800 百万円、1,600 百万円をそれぞれ上回った。売上総利益率は FY24 の 21.1%から FY25 の 23.1%に拡大、営業利益率は前期比 1.7ppt 増の 13.8%となり、共に FY21 以降 4 年連続の上昇となった。
- E ビリング（電子請求）は引き続き主要な収益源、SaaS 型決済（”決済+α”）は着実に成長
- E ビリングの FY25 売上高は前期比 5.2%の伸びを見せたが、SaaS 型決済（”決済+α”）の売上も同 27.7%増となる大幅な増収となった。同社は各サービスの収益性を開示していないが、SaaS 型決済サービスの売上増などによるセールスマックスの変化が営業利益率の改善に寄与したと思われる。
- FY26 業績予想と新 5 カ年計画
- 同社は FY26 業績予想を、売上高 11,500 百万円（前期比 5.3%増）、営業利益 1,680 百万円（同 11.8%増）、経常利益 1,700 百万円（同 2.1%増）、純利益 1,100 百万円（同 2.1%増）とした。また、FY26 から FY30 の 5 年間を対象に、新中期経営計画「Think Wild.」大胆な発想で挑戦！～新規サービスを北海道から生み出し、日本の DX 化けん引企業となる～を発表した。新計画で注力するのは、現状提供サービス収益最大化、「アルタイルトリプルスター」、電子マネー、「ekaiin.com（e 会員ドットコム）」などの戦略分野の商品開発、および ESG 活動（地域・社会貢献）である。
- 資本政策・株主還元
- 同社は優秀な人材確保のため新規採用に投資する計画で、これにより人件費が増加する見込みである。年間配当金については、DOE 5%を下限として導入し、配当性向 50%以上の配当を継続する。FY26 の年間配当は、FY25 の一株あたり 29.00 円から増配となる 29.50 円（配当性向 50.4%）を計画している。スマートフォンアプリの「支払秘書」を使用しているユーザーには 1,000 ポイントを付与する。社会貢献では、北海道内高等専門学校支援やウィンタースポーツ（スピードスケート）の振興に引き続き貢献する。

| Wellnet (2428 JP): 株価バリュエーション                                                          |        |          |                   |        |        |         |
|----------------------------------------------------------------------------------------|--------|----------|-------------------|--------|--------|---------|
| 時価総額 (百万円)                                                                             |        | 14,100   | 時価総額 (百万ドル)       |        | 95     |         |
| 22 日平均売買代金 (百万円)                                                                       |        | 122      | 22 日平均売買代金 (百万ドル) |        | 0.8    |         |
| 株価パフォーマンス (%)                                                                          | 2428   | TOPIX    | 業績予想 (百万円, %)     | FY24   | FY25   | FY26 CE |
| 株価 (¥, 2025 年 9 月 17 日)                                                                | 733    | 3,145.83 | 売上高               | 10,132 | 10,918 | 11,500  |
| 3mo (2025 年 6 月 17 日来)                                                                 | -1.6   | 12.9     | 営業利益              | 1,222  | 1,502  | 1,680   |
| 6mo (2025 年 3 月 17 日来)                                                                 | -3.2   | 14.5     | 営業利益率 [OPM] (%)   | 12.1   | 13.8   | 14.6    |
| YTD (年初来)                                                                              | -10.4  | 14.1     | EBITDA            | 1,539  | 1,827  | 2,001   |
| 1yr                                                                                    | -11.3  | 23.1     | EPS (¥)           | 44.29  | 57.56  | 58.55   |
| 5yrs                                                                                   | 23.6   | 91.1     | 財務レバレッジ (X)       | 3.2    | 3.3    | 3.3*    |
| 一株当たり指標                                                                                | 2428   | TOPIX    | ネット D/E レシオ (X)   | -2.0   | -2.0   | -2.0    |
| EPS (¥, FY26 CE)                                                                       | 58.55  | 182.48   | フリーキャッシュフロー       | 2,977  | 1,575  | 2,000*  |
| DPS (¥, FY26 CE)                                                                       | 29.50  | N/A      | 株主還元概要            | FY24   | FY25   | FY26 CE |
| BPS (¥, FY26 EST)*                                                                     | 496.08 | 1875.16  | 配当金 (¥)           | 22.15  | 29.00  | 29.50   |
| FCFPS (¥, FY26 EST)*                                                                   | 103.10 | N/A      | 配当性向 (%)          | 50.0   | 50.5   | 50.4    |
| 予想 PER (X)                                                                             | 12.52  | 17.2     | 配当利回り (%)         | N/A    | N/A    | 6.9     |
| PBR (x)                                                                                | 1.48   | 1.7      | DOE (%)           | 5.1    | 6.4    | 6.3*    |
| PCFR (x)                                                                               | 7.11   | N/A      | 自己株比率 (%)         | N/A    | 3.6    | N/A     |
| EV/EBITDA (X)                                                                          | 6.24   | N/A      | ROE (%)           | 10.1   | 12.6   | 12.1*   |
| Source: Nippon-IBR based on data on Bloomberg and Toyo Keizai / * Nippon-IBR estimates |        |          |                   |        |        |         |

FY25 通期決算概要

同社の FY25 通期決算（6 月期）は、売上高 10,918 百万円（前期比 7.8%増）、経常利益 1,664 百万円（同 36.0%増）となった。売上高、経常利益は会社予想の 10,800 百万円、1,600 百万円をそれぞれ上回った。同社は売上目標未達を予想していたが、収益性向上の目標は達成した。売上総利益率は FY24 の 21.1%から FY25 の 23.1%に拡大、営業利益率は前期比 1.7ppt 増の 13.8%となり、共に FY21 以降 4 年連続の上昇となった。FY25 の年間配当額は一株あたり 29.00 円、配当性向は 50.5%、株主資本配当率は 6.4%となった。

各サービスの売上の推移は以下の通りである。

- 1. **E ビリング（電子請求）サービス**は売上の最も大きな部分（FY25 売上高の 77.4%）を占める。しかしアカウント数が 5,145 と前期比で 15.1%伸びたにも関わらず、FY25 売上高は同 5.2%増の 8,454 百万円に留まっている。同社の E ビリングの最大顧客であった世界最大の小売プラットフォームが、顧客の支払い方法をコンビニエンスストアでの現金払いから、クレジットカードや支払アプリに移行することに前向きであることから、同社は E ビリングの売上は今後伸び悩むと見ている。
- 2. 従来の**ビリング（紙の請求書発行）サービス**は、予想通り減少傾向（FY25 売上高は前期比 7.5%減の 1,120 百万円）にある。
- 3. **送金サービス**は引き続き好調で、FY25 売上高は前期比 25.6%増の 570 百万円に、アカウント数は同 33.8%増の 376 となった。
- 4. **SaaS 型決済（”決済 + α”）**は、アカウント数の伸びは前期比 3.2%増の 258 に留まったものの、売上高は同 27.7%増の 443 百万円と伸長した。同社は E ビリングに代わる成長の柱を構築しようと 2016 年から SaaS 型決済（”決済 + α”）の開発に投資しており、現在オールインワンのチケット販売システム「ALTAIR（アルタイル）」など、交通事業者のデジタル化を支援するサービスを提供している。その一環として、同社は関西の鉄道・バス事業者 61 社が加盟する IC 乗車券サービス提供団体「スルッと KANSAI」と連携し、QR コードを活用したデジタル乗車券発券システムを提供する、「スルッと QRtto（クルット）」のサービスを 2024 年 6 月から開始した。このシステムでは利用者は、専用の ABT（アカウントベースドチケットング）システムからチケットを購入し、乗車時に QR コードから同社のサーバーを通して乗車券をスマートフォンに表示することで乗車する。同社のシステムにより迅速な認証が可能となる。

営業利益の増加に貢献したのは以下の要因である。

- 1. 高付加価値商材 SaaS 型決済の売上増加
- 2. 2016 年に開始した、「支払秘書」（電子マネーアプリ）および「ALTAIR（アルタイル）」などの大型投資の減価償却費の減少（FY23 は 233 百万円、FY24 は 174 百万円、FY25 は 164 百万円）
- 3. E ビリングにおける利益単価の低い大口顧客の減少によるセールスマックスの改善

経常利益は、投資ファンド運用益（160 百万円）により前期比 36.0%増の 1,664 百万円となった。

| ウェルネット (2428 JP): 業績サマリー                                        |       |       |       |        |       |        |         |        |         |            |
|-----------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|---------|--------|---------|------------|
| (百万円/6 月期)                                                      | FY23  |       | FY24  |        | FY25  |        |         |        |         |            |
|                                                                 | 上期    | 通期    | 上期    | 通期     | 上期    | 通期     | YoY (%) | 新通期(予) | YoY (%) | 対通期(予) (%) |
| 売上高                                                             | 4,920 | 9,424 | 4,897 | 10,132 | 5,599 | 10,918 | 7.8     | 10,800 | 6.6     | 101.1      |
| 売上原価                                                            | 3,939 | 7,572 | 3,881 | 7,992  | 4,324 | 8,399  | 5.1     | N/A    | N/A     | N/A        |
| 売上総利益(GP)                                                       | 981   | 1,851 | 1,016 | 2,140  | 1,274 | 2,518  | 17.7    | N/A    | N/A     | N/A        |
| GPM (%)                                                         | 19.9  | 19.6  | 20.7  | 21.1   | 22.8  | 23.1   | +1.9ppt | N/A    | N/A     | N/A        |
| 販売管理費                                                           | 418   | 912   | 452   | 917    | 458   | 1,016  | 10.8    | N/A    | N/A     | N/A        |
| SG&A / Sales (%)                                                | 8.5   | 9.7   | 9.2   | 9.1    | 8.2   | 9.3    | +0.3ppt | N/A    | N/A     | N/A        |
| 営業利益(OP)                                                        | 562   | 939   | 563   | 1,222  | 816   | 1,502  | 22.9    | N/A    | N/A     | N/A        |
| OPM (%)                                                         | 11.4  | 10.0  | 11.5  | 12.1   | 14.6  | 13.8   | +1.7ppt | N/A    | N/A     | N/A        |
| 経常利益                                                            | 561   | 935   | 564   | 1,223  | 819   | 1,664  | 36.0    | 1,600  | 30.7    | 104.0      |
| 当期純利益*                                                          | 444   | 635   | 385   | 836    | 563   | 1,077  | 28.8    | 1,050  | 25.5    | 102.7      |
| Source: Nippon-IBR based on Wellnet's earning results materials |       |       |       |        |       |        |         |        |         |            |
| * 親会社株主に帰属する当期純利益                                               |       |       |       |        |       |        |         |        |         |            |

**ウェルネット (2428 JP): 業績及びサービス別売上高**

| (百万円/6 月期) | FY18  | FY19   | FY20  | FY21  | FY22  | FY23  | FY24   | FY25   | YoY (%) |
|------------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|
| 売上高        | 9,783 | 10,032 | 9,379 | 8,842 | 8,950 | 9,424 | 10,132 | 10,918 | 7.8     |
| 売上総利益      | 1,866 | 1,609  | 1,621 | 1,330 | 1,466 | 1,851 | 2,140  | 2,518  | 17.7    |
| 営業利益       | 677   | 503    | 817   | 567   | 735   | 939   | 1,222  | 1,502  | 22.9    |
| サービス別売上高   |       |        |       |       |       |       |        |        |         |
| ビリング       | 921   | 936    | 929   | 941   | 956   | 1,178 | 1,211  | 1,120  | -7.5    |
| E ビリング     | 8,506 | 8,759  | 7,912 | 7,397 | 7,446 | 7,489 | 8,038  | 8,454  | 5.2     |
| 送金         | 198   | 214    | 426   | 388   | 369   | 426   | 454    | 570    | 25.6    |
| SaaS       | 32    | 67     | 79    | 91    | 140   | 297   | 347    | 443    | 27.7    |
| その他        | 126   | 55     | 34    | 26    | 39    | 35    | 82     | 331    | 303.7   |
| 売上高合計      | 9,783 | 10,032 | 9,379 | 8,842 | 8,950 | 9,424 | 10,132 | 10,918 | 7.8     |

Source: Nippon-IBR based on Wellnet's earning results materials

**ウェルネット (2428 JP): 主要顧客への販売実績**

| (百万円/6 月期)          | FY16   | FY17   | FY18  | FY19   | FY20  | FY21  | FY22  | FY23  | FY24   | FY25   |
|---------------------|--------|--------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| アマゾンジャパン合同会社        | 3,525  | 3,278  | 3,166 | 3,388  | 3,406 | 2,984 | 2,594 | 2,397 | 2,173  | 1,781  |
| ヤフー(株) (LINE Yahoo) | 578    | 1,447  | 1,593 | 1,579  | 1,116 | 888   | 751   | 560   | N/A    | N/A    |
| 株式会社 DEGICA         | N/A    | N/A    | N/A   | N/A    | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   | 1,261  | 2,101  |
| 売上合計                | 10,529 | 10,260 | 9,783 | 10,032 | 9,379 | 8,842 | 8,950 | 9,424 | 10,132 | 10,918 |
| % アマゾンジャパン合同会社      | 33.5   | 32.0   | 32.4  | 33.8   | 36.3  | 33.8  | 29.0  | 25.4  | 21.5   | 16.3   |
| % ヤフー株式会社           | 5.5    | 14.1   | 16.3  | 15.7   | 11.9  | 10.0  | 8.4   | 5.9   | N/A    | N/A    |
| %株式会社 DEGICA        | N/A    | N/A    | N/A   | N/A    | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   | 12.4   | 19.2   |
| OPM (%)             | 19.5   | 10.7   | 6.9   | 5.0    | 8.7   | 6.4   | 8.2   | 9.9   | 12.1   | 13.8   |

Source: Nippon-IBR based on Wellnet's earning results materials

同社が顧客に代わって回収した「収納代行預り金」は、貸借対照表の「現金・預金」に含まれる。同社は配分可能な実質現預金を、「純資産 + 長期借入金 - 固定資産」としており、この計算に基づくと、FY25 末の実質現預金は 4,308 百万円（前期比 6.0%減）であった。

**ウェルネット (2428 JP): 現金及び預金、流動負債内訳**

| (百万円/6 月期)        | FY24   | FY25   | 前期差   | YoY (%) |
|-------------------|--------|--------|-------|---------|
| 流動資産              | 21,746 | 23,250 | 1,503 | 6.9     |
| うち現金及び預金          | 16,657 | 17,495 | 838   | 5.0     |
| 固定資産 (a)          | 5,394  | 6,052  | 657   | 12.2    |
| 総資産               | 27,141 | 29,302 | 2,161 | 8.0     |
| 負債                | 18,762 | 20,441 | 1,679 | 9.0     |
| うち収納代行預り金         | 11,427 | 12,407 | 980   | 8.6     |
| うち長期借入金 (b)       | 1,600  | 1,500  | -100  | -6.2    |
| 純資産 (c)           | 8,378  | 8,860  | 481   | 5.7     |
| 実質現預金 (c)+(b)-(a) | 4,584  | 4,308  | -275  | -6.0    |

Source: Nippon-IBR based on Wellnet's earning results materials

FY26 業績見通し

同社は FY26 上期業績予想を、売上高 5,300 百万円（前年同期比 5.3%減）、営業利益 670 百万円（同 18.0%減）、通期予想を、売上高 11,500 百万円（前期比 5.3%増）、営業利益 1,680 百万円（同 11.8%増）としている。FY26 上期のマイナス成長は、FY25 上期の「札幌市地域振興券」(FY25 第 1 四半期の売上高に 300 百万円、営業利益に 150 百万円貢献) による一過性収益の反動である。

同社は FY26 より、一株当たり 12.00 円の中間配当を実施する。年間配当は一株あたり 29.5 円、配当性向は 50.4%となる。FY26 より株主還元政策を株主資本配当率下限 5%、配当性向 50%以上を維持と変更した。

主力の E ビリングサービスは引き続き安定した収益源になると見込まれるものの、同社は電子マネーおよび SaaS 型決済（「決済 + α」）などの高付加価値サービスの販売を促進する意向である。これらのサービスでは認証機能を持つことが差別化の鍵と同社は見ており、すでに競争の激しいレッドオーシャン市場となっている電子マネーに認証システムを組み込むことで成長を図ろうと注力してきた。日本通信株式会社 (9424 JP) の認証基盤を活用した、安全・便利な「本人認証付き電子マネー」実現の協業は、順調に滑り出している。これはマイナンバーカードを用いた本人認証機能で、ハッキングされやすい従来の ID・パスワードではなく、電子署名ベースの認証である。

交通系 IC カードの情報を改札口の機械で読み込み認証する従来の方式に代わり、QR コードなどを通して得た利用者の情報をクラウドサーバーで認証する ABT（アカウントベースドチケットティング）方式の導入により、交通事業者は改札口にかかる投資コストを軽減することができる。また同社は ABT 方式を使ったこのサービスを交通量の少ない地域に広げることができる。

湘南モノレール、JR 北海道はこの ABT 方式の認証を採用した「アルタイルトリプルスター」を導入している。関西地区では、JR 西日本がすでに QR コードを利用しており、JR 東日本も追随するようである。交通事業者は、外国人旅行者が IC カードの乗車券を購入するより、スマートフォンを利用することが多いことを認識している。

現在マイナンバーカードには、名前、住所、生年月日、性別などの情報が読み込まれている。同社は日本通信株式会社と共同でマイナンバーカードを利用した認証システムをさらに発展させるため、今年から来年にかけて 100 百万円を投資する計画である。販売促進費用も必要となるため、このシステムの拡張計画のコストは増える方向にある。北海道では 5i° グラス株式会社(未上場) が 5 兆円を投じて工場建設に乗り出すため、この地域でのエンジニアの採用がより難しくなる可能性がある。

| ウェルネット (2428 JP): 業績サマリー 及びガイダンス                                |       |        |       |        |         |         |        |         |
|-----------------------------------------------------------------|-------|--------|-------|--------|---------|---------|--------|---------|
| (百万円/6 月期)                                                      | FY24  |        | FY25  |        | FY26 CE |         |        |         |
|                                                                 | 上期    | 通期     | 上期    | 通期     | 上期(予)   | YoY (%) | 通期 (予) | YoY( %) |
| 売上高                                                             | 4,897 | 10,132 | 5,599 | 10,918 | 5,300   | -5.3    | 11,500 | 5.3     |
| 売上原価                                                            | 3,881 | 7,992  | 4,324 | 8,399  | N/A     | N/A     | N/A    | N/A     |
| 売上総利益(GP)                                                       | 1,016 | 2,140  | 1,274 | 2,518  | N/A     | N/A     | N/A    | N/A     |
| GPM (%)                                                         | 20.7  | 21.1   | 22.8  | 23.1   | N/A     | N/A     | N/A    | N/A     |
| 販売管理費                                                           | 452   | 917    | 458   | 1,016  | N/A     | N/A     | N/A    | N/A     |
| SG&A / Sales (%)                                                | 9.2   | 9.1    | 8.2   | 9.3    | N/A     | N/A     | N/A    | N/A     |
| 営業利益(OP)                                                        | 563   | 1,222  | 816   | 1,502  | 670     | -18.0   | 1,680  | 11.8    |
| OPM (%)                                                         | 11.5  | 12.1   | 14.6  | 13.8   | 12.6    | -1.9ppt | 14.6   | +0.8ppt |
| 経常利益                                                            | 564   | 1,223  | 819   | 1,664  | 680     | -17.1   | 1,700  | 2.1     |
| 当期純利益*                                                          | 385   | 836    | 563   | 1,077  | 440     | -21.9   | 1,100  | 2.1     |
| Source: Nippon-IBR based on Wellnet's earning results materials |       |        |       |        |         |         |        |         |
| * 親会社株主に帰属する当期純利益                                               |       |        |       |        |         |         |        |         |

新中期経営計画「THINK WILD.」(FY26-FY30) ～大胆な発想で挑戦！～

新中期経営計画「Think Wild.」は、すべての支払いシステムにおいて安全・安心・便利なサービスを実現することを理念としている。新計画の数値目標は、FY30 に売上高 17,000 百万円（年間 9.3%増）、経常利益 3,000 百万円（5 年 CAGR 12.5%）、ROE 15%を達成することである。同社は、FY16 に達成した最高経常利益（2,007 百万円）の更新を目指す。新計画の骨子は以下の通りである。

- 現状提供サービス収益最大化
  - 1) 直接販売先拡大による利益率向上
  - 2) 既存事業者へ全収納種類徹底普及
  - 3) 既存大口事業者の DX 化伴走者の獲得
- 安全・安心・快適・便利な電子マネーの社会実装
  - 1) アルタイルに電子マネー実装
  - 2) 電子マネーOEM 普及拡大
  - 3) WELLNET 汎用マネーの拡大
- 決済プラス α サービス推進
  - 1) BPO ビジネス拡大
  - 2) パッケージ商材（ekaiin.com、しまえる）普及拡大
- 経営に寄与する管理会計／AI 積極活用による生産性向上
- 地域／社会貢献
  - 1) 北海道内高等専門学校支援による経済的理由による退学者 0 継続支援
  - 2) ウィンタースポーツ（スピードスケート）の振興に貢献

| ウェルネット (2428 JP): 過去の業績及び中期経営計画目標値(FY26~30) |        |        |        |        |               |
|---------------------------------------------|--------|--------|--------|--------|---------------|
| (百万円/6 月期)                                  | FY24   | FY25   | FY26   | FY30   | 5-yr CAGR (%) |
|                                             | 実績     | 実績     | 予想     | 計画     |               |
| 売上高                                         | 10,132 | 10,918 | 11,500 | 17,000 | 9.3           |
| 経常利益(RP)                                    | 1,223  | 1,664  | 1,700  | 3,000  | 12.5          |
| RPM (%)                                     | 12.1   | 15.2   | 14.8   | 17.6   | N/A           |
| 当期純利益(NP )                                  | 836    | 1,077  | 1,100  | 2,000  | 13.2          |
| EPS (円)                                     | 44.29  | 57.56  | 58.55  | N/A    | N/A           |
| DPS(円)                                      | 22.15  | 29.00  | 29.50  | 53.00  | 12.8          |
| 配当性向 (%)                                    | 50.0   | 50.5   | 50.4   | N/A    | N/A           |

Source: Nippon-IBR based on Wellnet’s medium-term presentation material

資本政策と株主還元

同社の資本配分は以下の 2 つの分野に大別される。

- 1) 付加価値（企業活動によって新たに創出された利益）は人材に投資。優秀な人材確保・育成に加え、内製化促進のため人材に投資するなど、社員への投資は引き続き優先事項である。FY25 末の社員数は 131 人。
- 2) 自己資金は、a) システム開発、b) 営業資金、c) 資本業務提携、d) 安全資産（利率の良い国債）に投資

また、同社は株主還元政策を刷新した。新還元策では、年間で株主資本配当率 5%を下限とし、配当性向 50%以上の配当を継続する。

## GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by Wellnet Corporation (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 Sponsor 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 2025 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)



*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>.*