

## Fuji Media Holdings (4676 JP)



コンテンツにフォーカスする時間です

October 2025

DaltonInvestments

---

This document has been prepared for qualified investors, is provided for informational purposes only, and does not constitute a solicitation of any shares in any investment vehicle managed by Dalton Investments, Inc.. Such solicitations can only be made to qualified investors by means of the private placement memorandums, which describe, among other things, the risks of making an investment. Additionally, this presentation does not constitute investment advice of any kind.

All of the information in this document relating to Dalton Investments, Inc., regulated by the U.S. Securities and Exchange Commission (SEC). SEC registration does not imply SEC endorsement. No representation or warranty can be given with respect to the accuracy or completeness of the information, or with respect to the terms of any future offer of transactions conforming to the terms hereof. Certain assumptions may have been made in the analysis which resulted in any information and returns/results detailed herein. No representation is made that any results/returns indicated will be achieved or that all assumptions in achieving these returns have been considered or stated. Additional information is available on request. Opinions and estimates offered constitute our judgment and are subject to change without notice, as are statements of financial market trends, which are based on market conditions. Unless otherwise indicated, figures presented are preliminary, unaudited, subject to change and do not constitute Dalton's standard books and records.

Individual portfolio account returns and holdings within a referenced Dalton composite may vary substantially for such factors including, among others, account specific restrictions – e.g. whether currency investments are permitted, timing of transactions, contributions, withdrawals, and market conditions at the time of investment.

PAST PERFORMANCE IS NOT A GUARANTEE OF FUTURE PERFORMANCE. THE VALUE OF THE INVESTMENTS AND THE INCOME FROM THEM CAN GO DOWN AS WELL AS UP AND AN INVESTOR MAY NOT GET BACK THE AMOUNT INVESTED. THESE INVESTMENTS ARE DESIGNED FOR INVESTORS WHO UNDERSTAND AND ARE WILLING TO ACCEPT THESE RISKS. PERFORMANCE MAY BE VOLATILE, AND AN INVESTOR COULD LOSE ALL OR A SUBSTANTIAL PORTION OF ITS INVESTMENT.

Any estimates, projections or predictions (including in tabular form) given in this communication are intended to be forward-looking statements. Although Dalton believes that the expectations in such forward-looking statements are reasonable, it can give no assurance that any forward-looking statements will prove to be correct. Such estimates are subject to actual known and unknown risks, uncertainties and other factors that could cause actual results to differ materially from those projected. These forward-looking statements speak only as of the date of this communication. Dalton expressly disclaims any obligation or undertaking to update or revise any forward-looking statement contained herein to reflect any change in its expectations or any change in circumstances upon which such statement is based.

Please note that neither the Funds/Composites nor the Investment Manager/Investment Advisor complies with the requirements of the Alternative Investment Fund Managers Directive ("AIFMD") of the European Union. No direct or indirect offering or placement of shares by or on behalf of the Funds/Composites or the Investment Manager may be made to or with investors in member states of the European Union in breach of either the applicable requirements under the AIFMD or the private placement regime in each relevant member state. You are receiving this presentation either because (a) you are an existing investor and we are sending you an update to discharge our obligation, or (b) you have previously requested for submission of such information. If neither of these apply to you, please kindly ignore this presentation and reply to [InvestorRelations@daltoninvestments.com](mailto:InvestorRelations@daltoninvestments.com) with the subject "AIFMD distribution list review" as soon as possible so that we can remove you from our relevant distribution list in the future.

Any specific securities referenced herein are holdings as of the date identified in the document and any performance information relates only to the period covered by this document. No inferences should be made as to the profitability of specific positions overall.

## 免 責 事 項

本資料は情報提供のみを目的としたものであり、特定の金融商品への投資の勧誘や売買、あるいはその売買の適合性についての助言を行うことを目的としたものではありません。本書に記載される情報には万全を期しておりますが、その情報の正確性および安全性を保障するものではなく、我々の見解、評価の責任または義務を負うものでもありません。本資料に記載する事項につき、予告なしに内容が変更または廃止される場合があります。予めご了承ください。

本資料は、各種法律により制限されている場合がありますので、正確な情報や詳しい資料の配布を希望される場合には、ダルトンにお問い合わせをお願いします。

# Table of Contents

1. FMHの現状分析

2. Competitor Analysis –  
日本テレビホールディングス (9404 JP)


3. The Solution –  
バランスシートをメディア・コンテンツに回帰

4. The Conclusion

# 1. FMHの現状分析

# The TSE Request – WACC, ROIC and ROE

FMHは東証要請に対応していない

	東証要請	FMHの 対応	IRによる開示
WACC	WACC開示		IR資料や改革プランに WACCの分析・開示は 行われていない
ROIC	事業ごとの ROIC開示		IR資料や改革プランに ROICの分析・開示は 行われたことがない
ROE	ROEの目標・開示		ROE 8% 目標。 具体的な時間軸は？



正直になろう。シナジーは「ない」

**Quantify, quantify, quantify.**

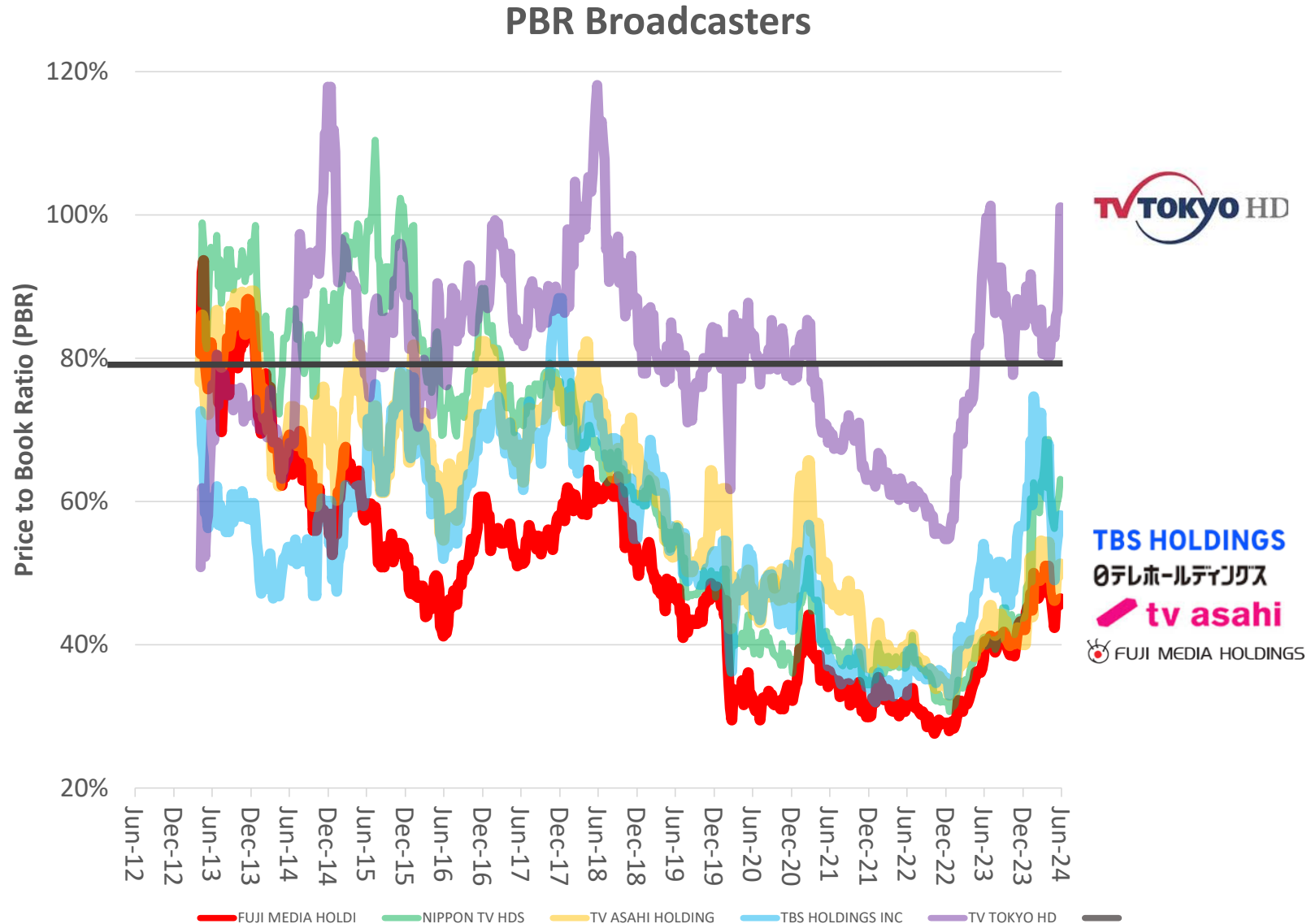
不動産事業とメディア・コンテンツ事業に

シナジーは明らかに「ない」

シナジーがあるならば、具体的にROICを通じて、数値化を



# PBR は不動産事業がない方が市場の評価が高い



## コングロマリット・ディスカウント

不動産事業がない場合、放送企業は  
IP・コンテンツなど無形資産で評価さ  
れる

株式市場の評価は、左記のように  
不動産事業がない方が評価が高い

Source: Bloomberg, Jun 2024 (pre-scandal)

# 不動産事業のレバレッジはビジネス上「不向き」。アップサイドも限定的

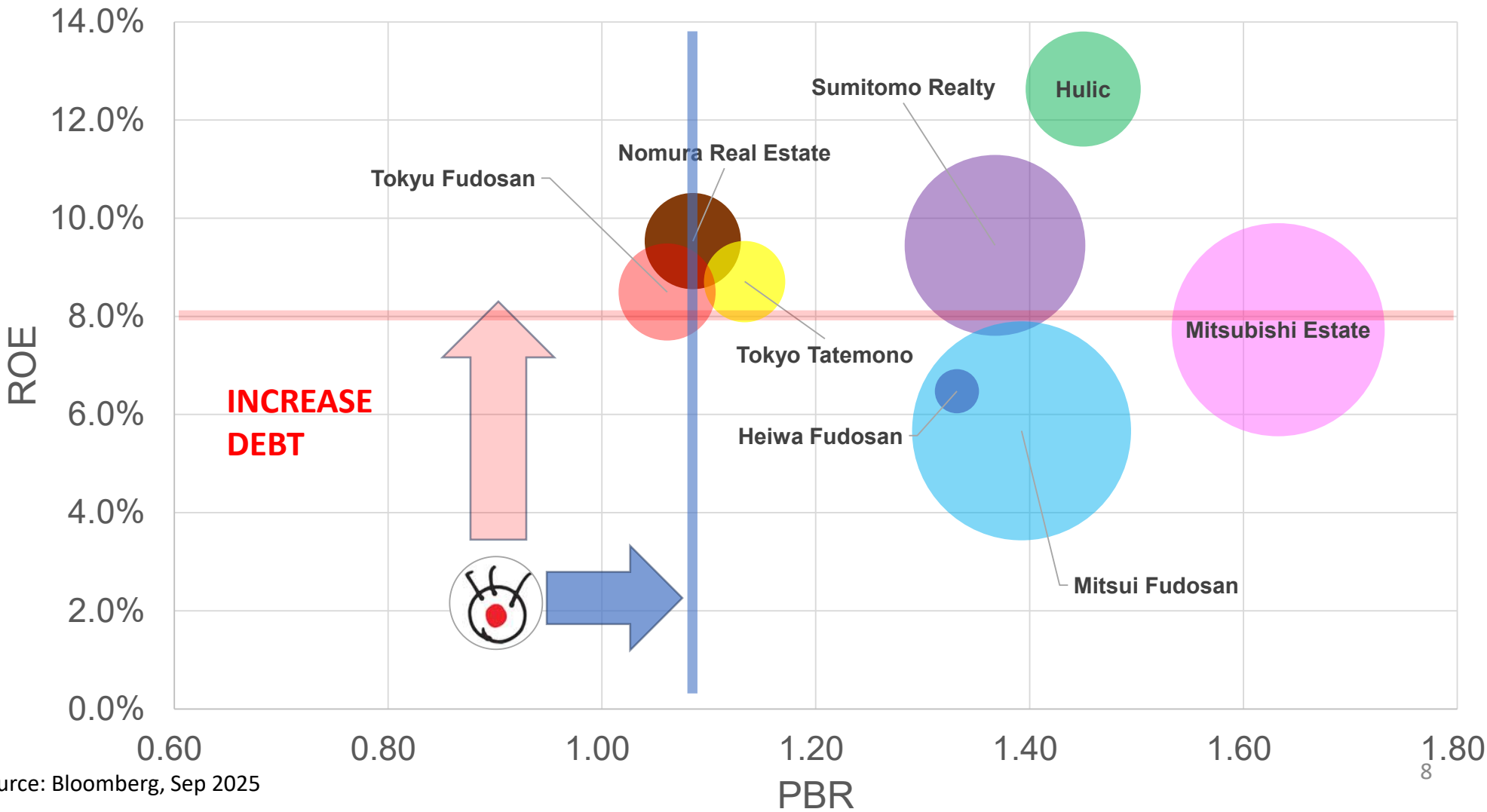
現状、ROE 8%を達成するには収益性が上がらないことから、多額の負債・借入を行い、レバレッジが必要な為、疑問符が残る。ROE達成にはメディア・コンテンツ事業のフォーカスがマスト。

5yr Ave ROE to Current PBR

レバレッジはメディア・コンテンツ事業のボラティリティを踏まえると不向き。

レバレッジのリスクとメディア・コンテンツ事業のリスクを加味すると、FMH 経営陣はどちらもリスクがとれない中途半端な状態に。

これは分散ではない。確固たるコンテンツへのビジョンが求められる

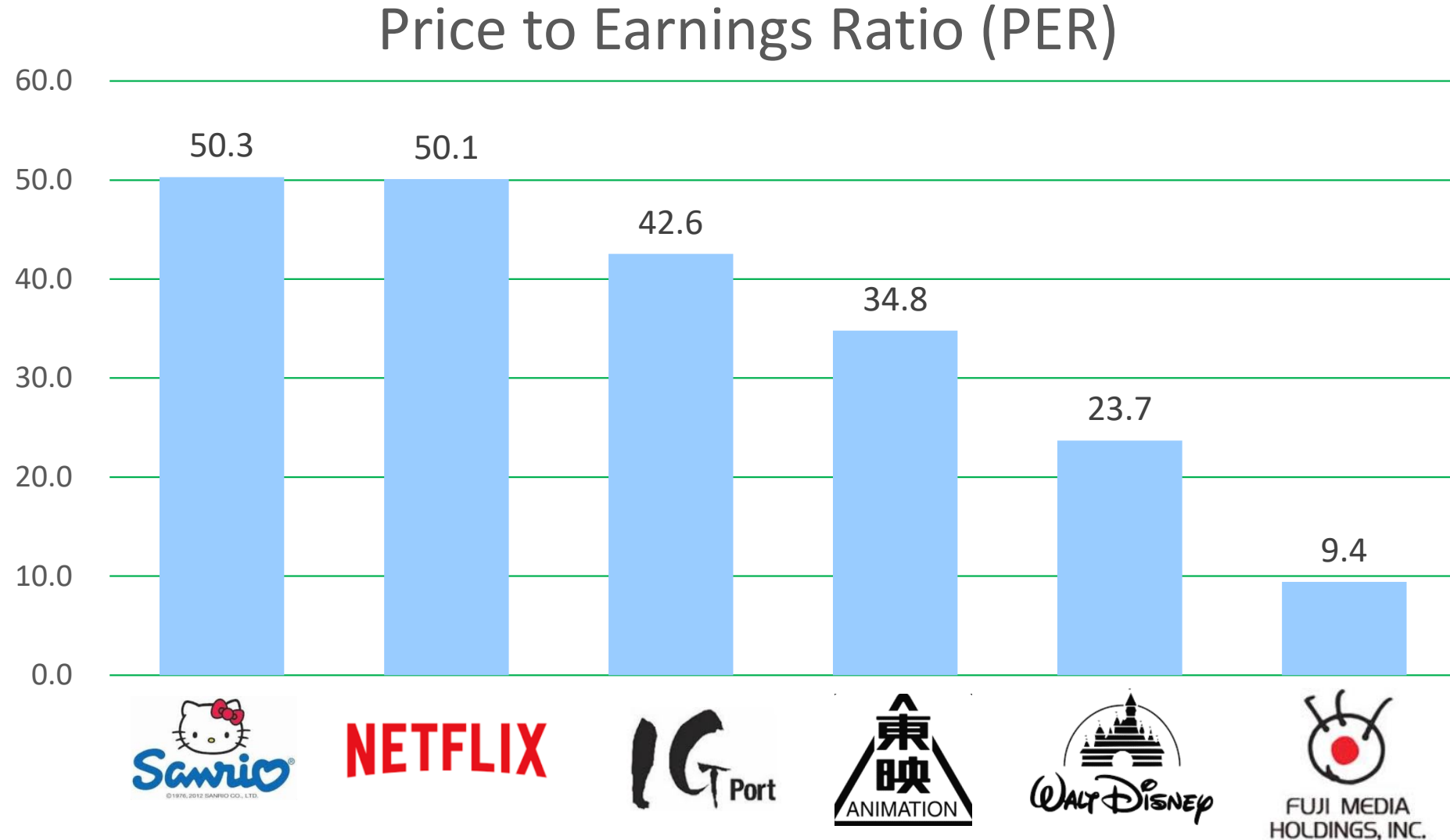


Source: Bloomberg, Sep 2025



# 不動産によるコングロマリット・ディスカウントは明らか

IP・コンテンツ特化型事業ははるかに高いPEマルチプルで取引される



Source: Bloomberg, Dec 2024

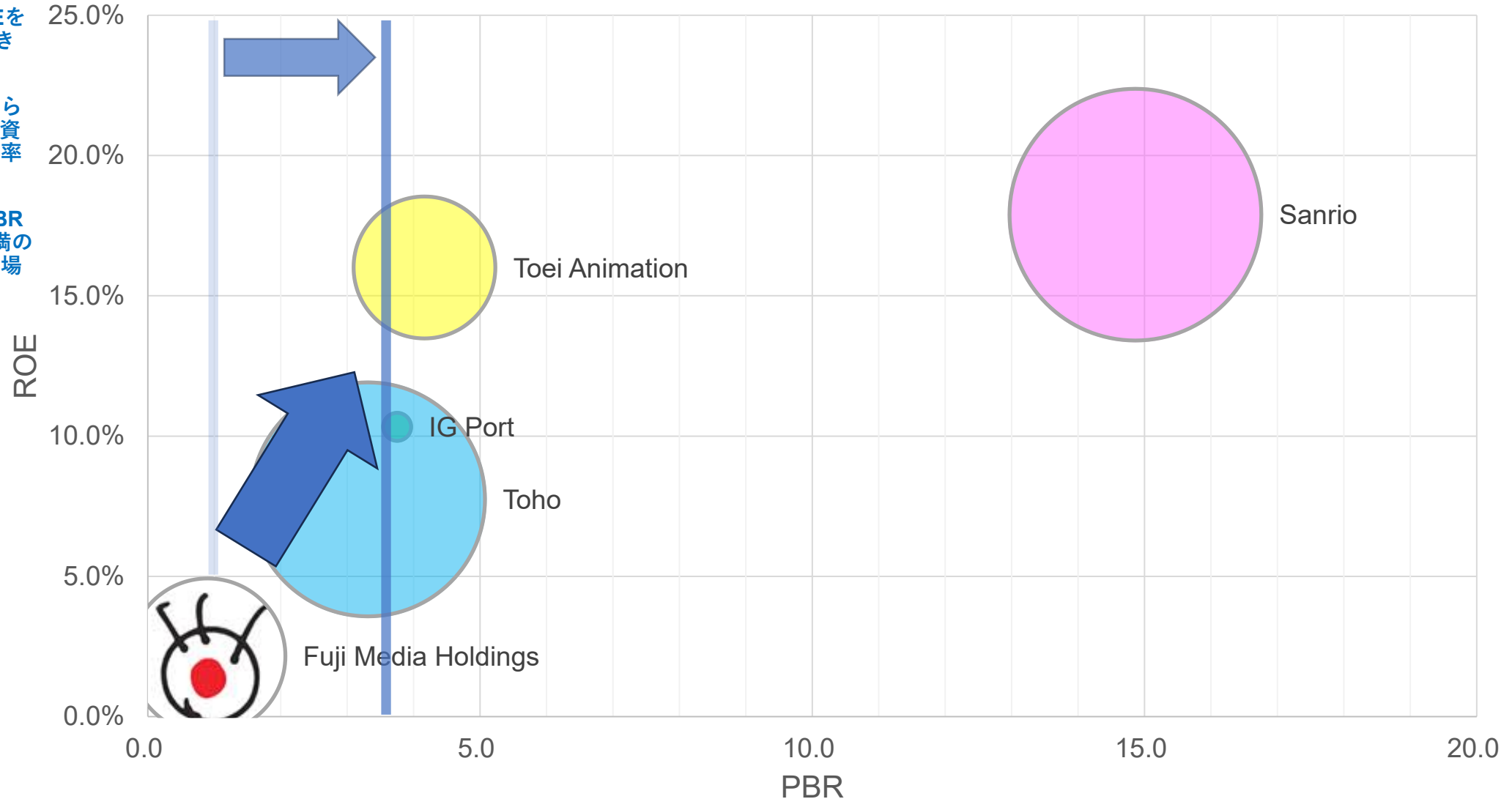
# IPに天井はない。より高いROEは、より高いPBRを達成できる

5yr Ave ROE to Current PBR

サンリオや東映アニメは高ROEを高ROA・ROICにより、達成できている。

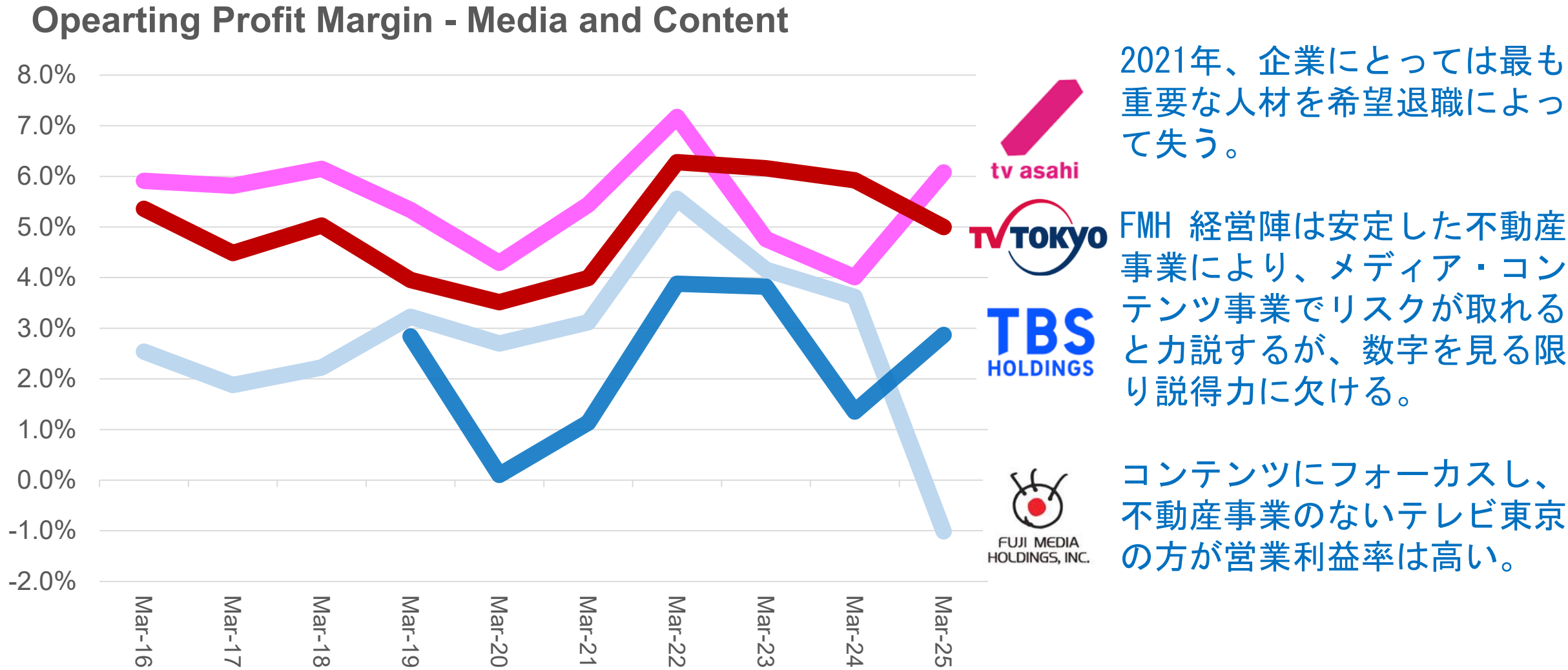
つまり、同じ金額を投資するならば、IPやコンテンツに対して投資する方が、上場企業として、効率が良い。

更に、IP・コンテンツ企業のPBRは3倍以上など、PBR1.5倍未満の上場不動産会社と比べても、市場から高い評価を得ている。



# 数字を見る限り、不動産事業がメディア・コンテンツ事業に貢献していない

FMHのメディア・コンテンツ事業の収益率は競合他社と比べても営業利益率が3%未満で著しく低い

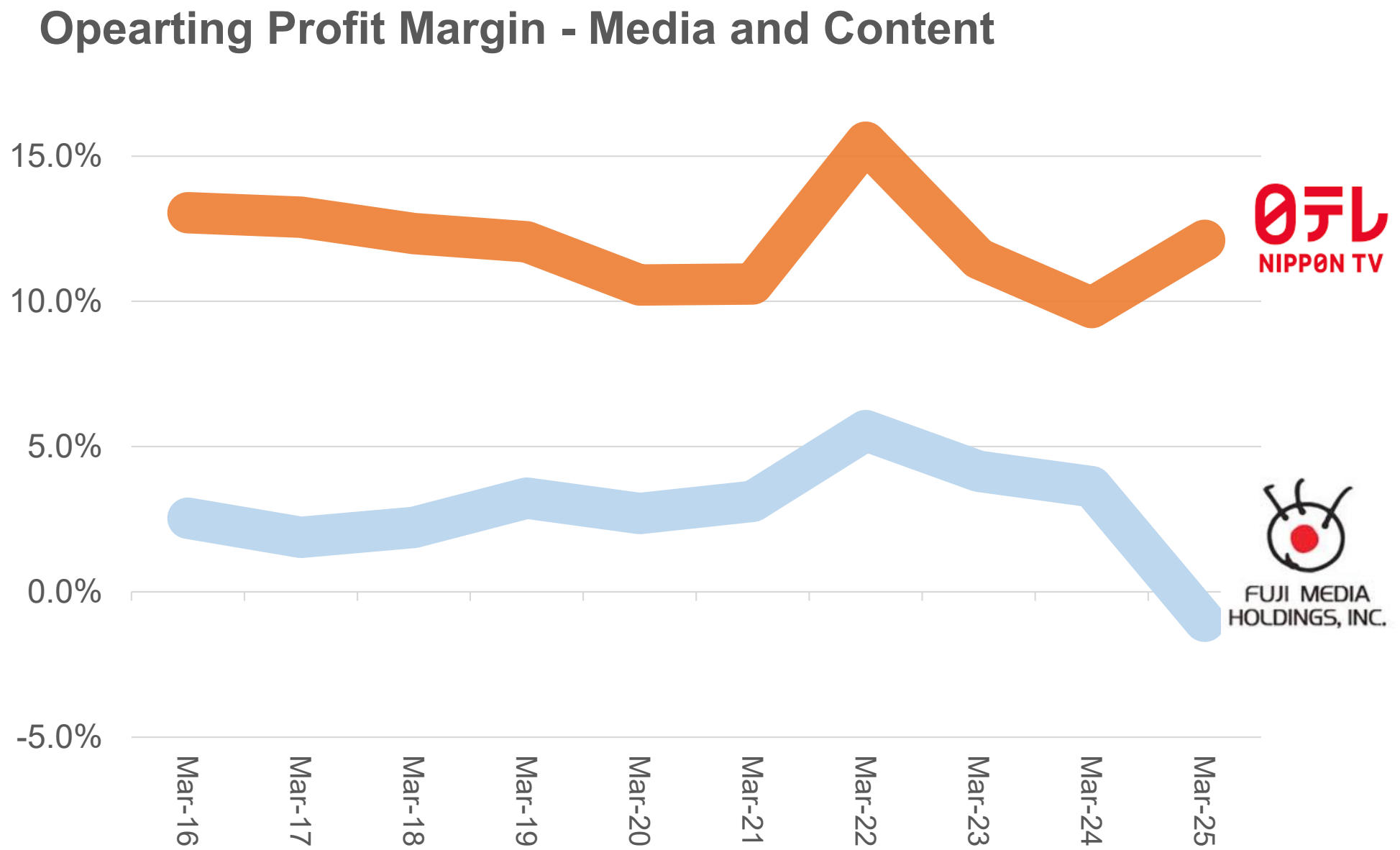




## 2. Competitor Analysis –

日本テレビ  
ホールディングス (9404 JP)

# メディア・コンテンツ事業による収益性は雲泥の差。何分の一。





# 日テレ、開国!

*Gear up, go global*

日テレ

NIPPON TV HOLDINGS

日本発グローバルコンテンツメーカーへ



# コンテンツの力で「世界」を変える。経営ビジョンが明白。

## 経営理念・経営ビジョン

人々のライフスタイルの多様化とテクノロジーの進化とともに、めまぐるしく変化する事業環境・競争環境を踏まえ、経営理念を改定し、新たに経営ビジョンを策定しました。



経営理念

正確で速やかな報道、良質なコンテンツの提供と、  
多彩な文化の創造により、人々の生活を豊かなものにする。

経営ビジョン

コンテンツの力で、“世界”を変える。 Change the 'World' Through  
the Power of Content

日本テレビグループが「感動×信頼のNo.1企業」として実現したいのは、  
私たち1人1人が紡ぎ出す様々なサービス、プロダクトを含めた「コンテンツ」を通じて、豊かな未来を創り出すこと。  
よりよい未来が広がる“世界”に向けて、  
私たちはこれからも「コンテンツ」を生み出し、作り、そして届けていきます。

# 新しいスローガンの下、グローバルコンテンツメーカーを目指す日本テレビHD

## 日本発グローバルコンテンツメーカーへ

「日テレ、開国!」をスローガンに、巨大なグローバル市場への扉を本格的に開きます。  
IP創出と製作機能を基軸に、文化や価値観の違いを超えて愛されるコンテンツを生み出し、  
世界での競争力を持つ日本発グローバルコンテンツメーカーへ進化します。

### コンテンツビジネス

IP連携/創出

コンテンツ製作

コンテンツ販売

外部の有力IPとの連携

自社IPの開発

ドラマ、映画、アニメ、バラエティなど  
グローバル志向のIP開発

コンテンツ  
製作体制の強化

グローバル対応の組織変革と  
出資や提携を通じた製作体制の拡充

グローバル配信プラットフォーム、他

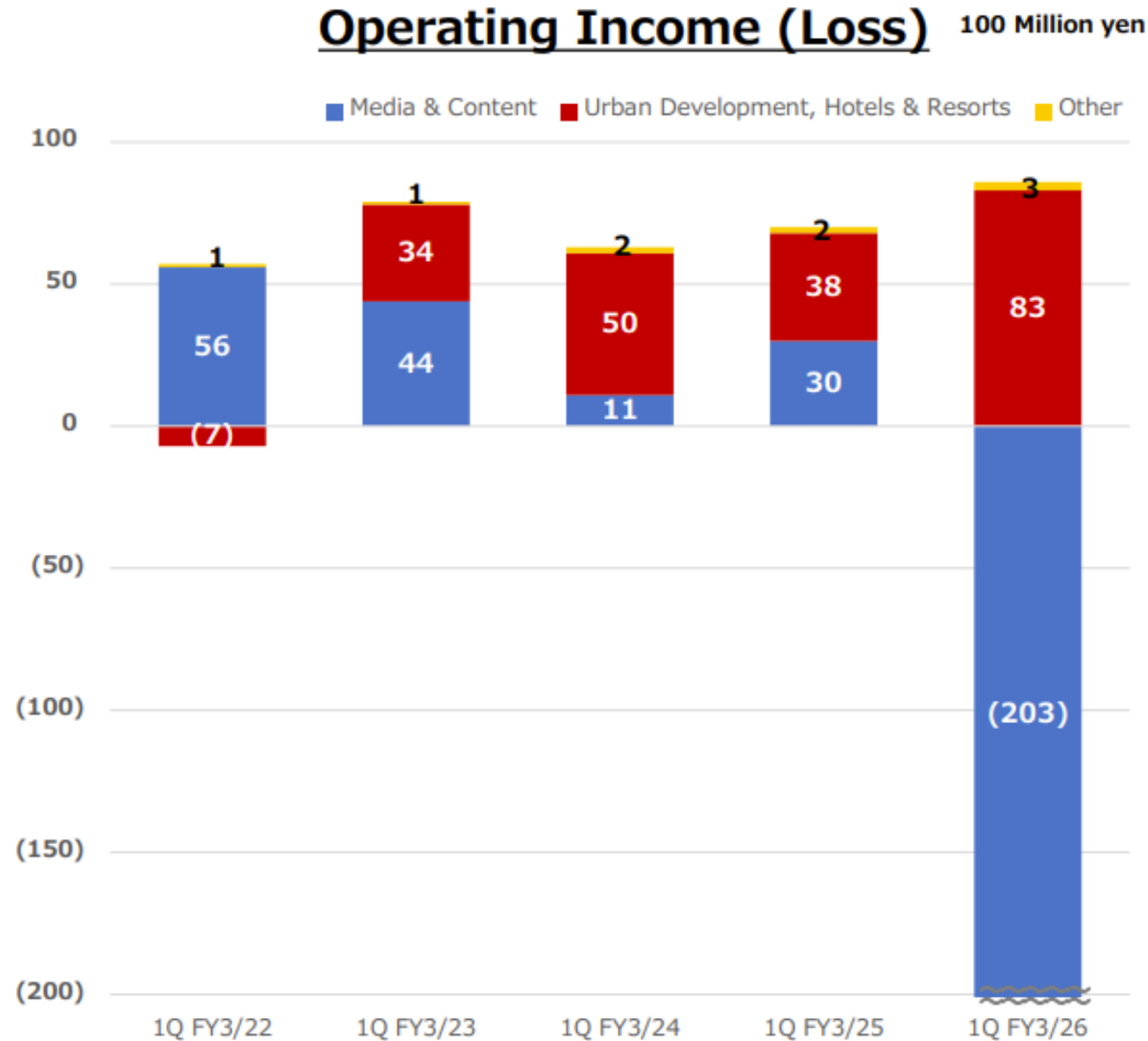
地上波など自社チャンネル

新規メディア領域

### 3. The Solution -

バランスシートを  
メディア・コンテンツに回帰

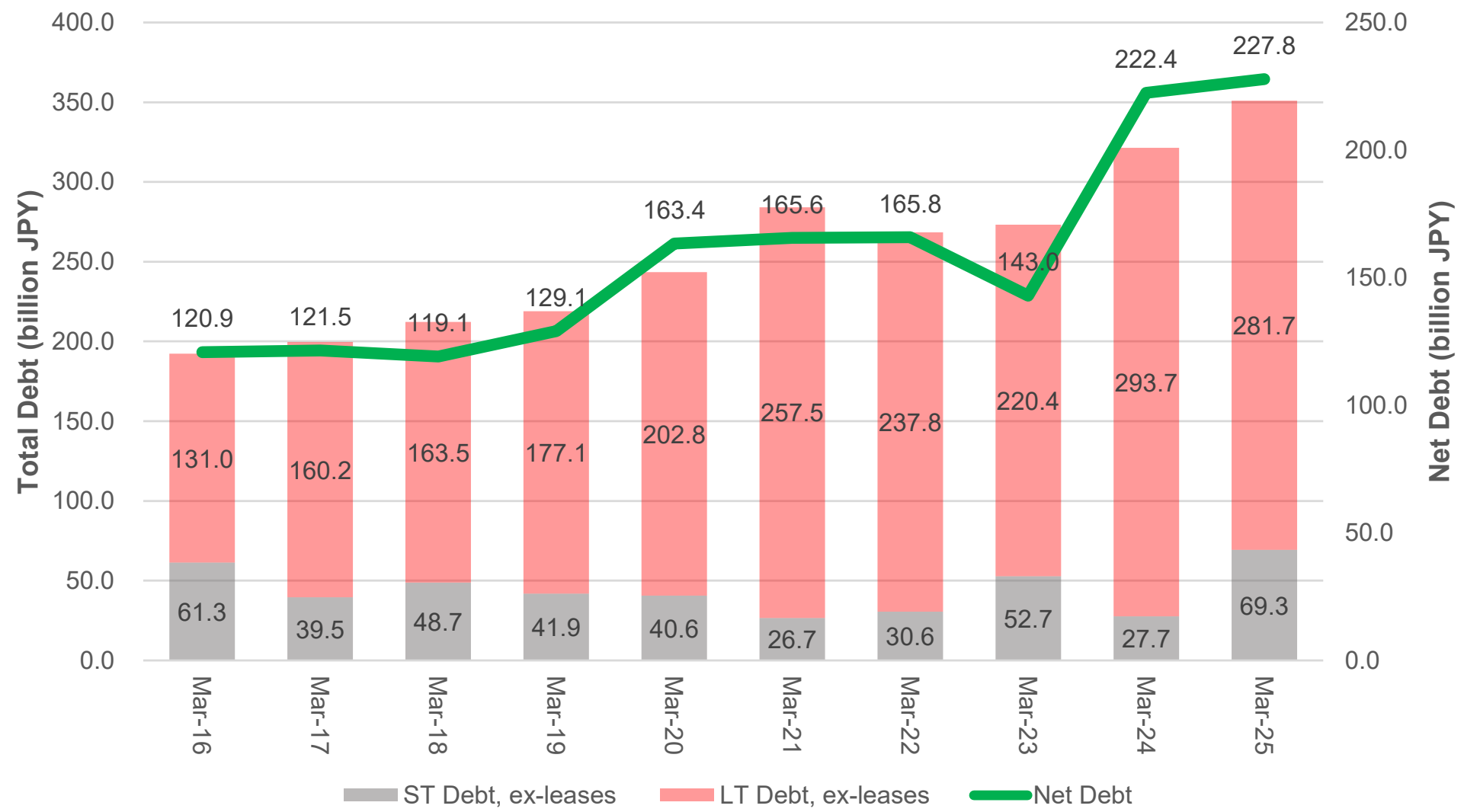
# 税制メリットを考えると、不動産の売却は年内が望ましい



- フジテレビの売上の激減により、メディア・コンテンツ事業の赤字は数百億円（最大800億円）と予想される。
- 赤字の総額を踏まえると、不動産事業による、バランスシートの拡張や銀行からの借り入れはクレジット目線から見ても望ましくない。
- 株主やレンダー（銀行）などのステークホルダーが望まない事業を拡張するべきではなく、赤字による税制メリットを利用し、バランスシートの縮小・不動産事業の益出しが望ましく、年度内を推奨する。

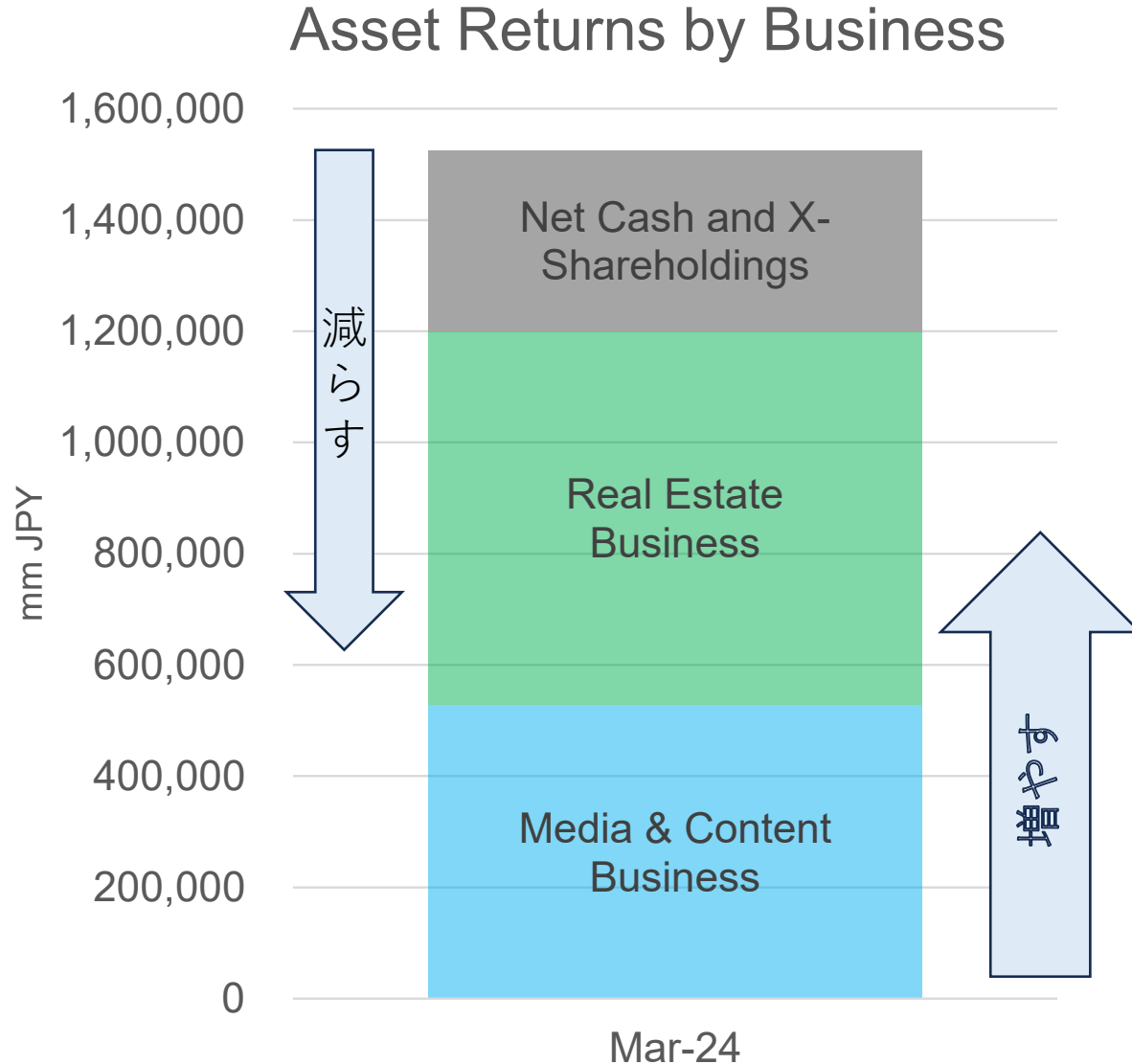
株価は10年間冴えないが、負債とレバレッジだけは増え続けている  
ネット負債は10年で約2倍。不動産事業のROAは4%。増やした負債の割にはリターンもROAも低い。

## Short Term and Long Term Debt



# お金の使い方（特に事業投資）は**ROIC**を考慮して使うべき

不動産事業**ROA of 4%** は低い。より高リターンポテンシャルの高い、メディア・コンテンツ事業の投資・拡充が望ましい



現金・政策保有株  
**ゼロ・リターン**

リターンのポテンシャル  
**低い**

リターンのポテンシャル  
**高い**





上場企業として、すべてのビジネスは**WACC**を超えなければならない  
不動産事業の投資は、「仕事をしている」という誤った認識を経営陣に広めている

**ROIC > WACC**

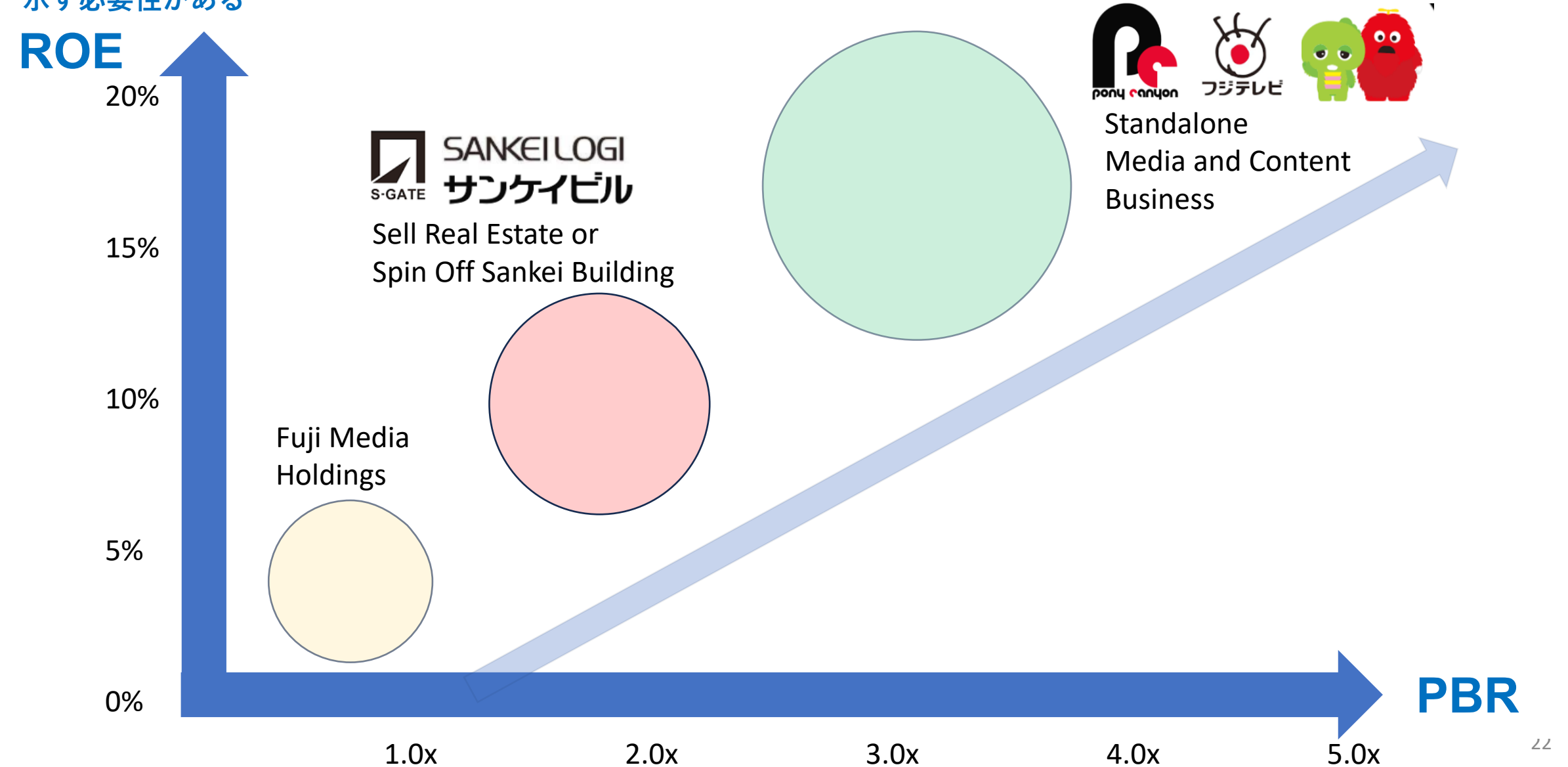
= 企業の価値を 向上させている

**ROIC < WACC**

= 企業の価値を 毀損させている

# フジテレビ・アズ・ナンバーワンの経営戦略を示す必要がある

グローバルプラットフォームに向けて、コンテンツ・IPの強化。ステークホルダー（特に社員）に対して道筋・ビジョンを示す必要がある



# 4. The Conclusion – フジテレビやクリエイター にとって、不動産事業は 不必要

ビルに投資ではなく、  
今こそ「人」に投資を。

清水社長、

上場企業の代表として、ステークホルダー（社員・株主・スポンサー・視聴者）に対して、グローバルコンテンツカンパニーを目指す、「強い」フジテレビへの道筋を見せて下さい。

株主総会では、株主が改革アクションプランを遂行することを信じて、清水社長及び取締役のみなさまにFMHの「経営」を委ねました。

私たちに、日本のコンテンツやIPの強さを見せてください。

私たちに、なぜ1兆円以上の総資産を、日本を代表するメディアカンパニーに、清水社長が来年もふさわしいか見せて下さい。

清水社長の責任は、この有限な資本・資産・社員を最大活用することです。

この資産・資本・社員を活かすも、殺すも、清水社長と経営陣にかかっています。

不動産は**FMH**の未来でも、日本のコンテンツの未来でもありません。

コンテンツにフォーカスする時間です。

# まとめ

## 1. 上場企業として、東証リクエストに対して対応・開示を

WACCの分析・開示、事業ごとROICの分析・開示、時間軸のあるROE目標の開示・設定を

## 2. メディア・コンテンツ事業は3倍以上の PBRで取引され、株式市場からの評価が高い

一方、FMHのPBRは1倍以下で低迷を続けている

## 3. 不動産事業に偏重してもマルチプル拡大は非常に限定的

メディア・コンテンツ事業のPBR of 3-5倍 は 不動産事業のPBR 1-1.5倍よりも魅力的

## 4. コンテンツ事業の成長なくして、ROE8%達成はレバレッジを活用しないと不可能。一方、コンテンツの事業モデルを考えると、レバレッジの必要な不動産事業は不適切

経営は長年、不動産事業に投資・拡大することにより、バランスシートの使い方を間違い続けた。フジテレビやクリエイターにとって不動産事業は不必要。ビルに投資ではなく、今こそ「人」に投資を

## 5. 額が大きい分、不動産事業に投資することにより、経営をできているという虚像を自分の中で作り上げている

メディア・コンテンツ事業があきらかに遅れを取っている。バブル期・リーマンショックなど歴史的に見ても、財テクや不動産投資は日本の企業を痛めてきた

## 6. ROIC は WACCを超過しなければならない

弁解の余地なし。できていなければあなたはベストオーナーではない

## 7. 不動産をスピンオフ、また不動産事業を大幅に縮小すべき

コンテンツにフォーカスする時間です。次のポケモン、ブルーイ、鬼滅の刃を世に出しましょう

## 8. コンテンツ、コンテンツ、コンテンツ



---

For further information, please contact:

**Dalton Investments**

360 N Pacific Coast Highway

Suite 1060

El Segundo

California

90245

United States of America

Phone: +1 424 231 9100

Email: [info@daltoninvestments.com](mailto:info@daltoninvestments.com)