

2019年9月19日

東京都港区芝浦一丁目1番1号
株式会社 東芝
取締役会 御中

250 North Bridge Road
#13-01 Raffles City Tower, Singapore
3D Investment Partners Pte. Ltd.

前略

3D Investment Partners Pte. Ltd.は、自社が運営するファンドに対する投資一任サービスを提供しており、現時点において、ファンドで貴社株式を14,716,299株保有しております。貴社取締役会の人員構成の変化を契機に、貴社の株主価値が持続的かつ飛躍的に向上することを期待して、本書簡にて私共の考えをお伝えいたします。

貴社の第180期定時株主総会において、株主目線と豊富なグローバル経験を持ち合わせた方々が貴社社外取締役に選任されたことは、株主価値向上のプロセスに大いに資するものと考えられ、私共は高い期待を寄せております。また、そのような取締役選任議案を提案するとの判断を通して、東芝Nextプラン(2018年11月発表)にて掲げた「株主価値・Total Shareholder Return (TSR)拡大」への更なるコミットメントを示された、貴社取締役会及び指名委員会を私共は高く評価させて頂いています。今日の貴社のガバナンス体制は、日本有数の水準にあるのは勿論のこと、数々のグローバル企業と比較しても、決して遜色ないものであると確信しております。今後は、新たな社外取締役を中心としたより強固なガバナンス体制の下、貴社が株主価値を飛躍的に成長させていくことを強く期待しております。たとえ、貴社において痛みを伴う判断が必要な場面があったとしても、社外取締役が代表執行役の方々を支え、またそれを私共株主が支えるような、そんな関係が築ければと願っております。

貴社は、東芝Nextプランにおいて、企業価値の最大化を通し、TSRの拡大を目指すことを宣言されました。私共はこの目的は極めて合理的であるとして、高く評価しております。私共は、TSRの拡大は、①加重平均資本コストの低減、②一株当たりフリー・キャッシュフローの拡大、③コングロマリット・ディスカウントの解消によって実現されると考えます。即ち、TSR拡大のプロセスとは、①②③の完遂に他なりません。そのためには、少なくとも①②③それぞれの具体的な数値目標を設定した上で、経営陣を含む全社員の方々それぞれが、数値目標の達成それ自体を目的に、日々合理的な判断を行う必要があります。この度、素晴らしい社外取締役の方々が就任されたことを好機に、以上の点について活発な議論が行われ、既存の東芝Nextプランが、市場にて散見される短期的な売上至上主義・利益至上主義の経営計画とは一線を画した形で、更なる発展を遂げられることを、強く期待しております。

具体的には、下記三施策を東芝 Next プランの補完として行うことをご検討ください。いずれの施策も、貴社の目的たる TSR の拡大の実現可能性を飛躍的に高めるものと確信しております。各施策の遂行に当たっては、具体的な数値目標の設定、開示を行い、経営陣を含む全社員の方々が、その数値目標の達成それ自体を目的に判断を行える組織を構築することをご検討頂きたく存じます。私共は、そのような組織を構築するためには、社員全員の経済的損益を TSR の拡大と連動させるような、抜本的な報酬制度改革が必要であると確信しております。そこで、まずはその足掛かりとして、執行役の報酬制度改革を実施すること、具体的には、執行役の報酬総額のうち、インセンティブとして機能するのに十分な割合の報酬を株価連動報酬として設定することをご検討ください。直近付与された執行役 17 名向けの総額 2.6 億円の株式報酬（2019 年 7 月）は、インセンティブとして機能するには金額的にも、報酬総額に占める割合的にも過小に見えます。私共の分析によれば、主な米国企業の執行役は平均して一名あたり 5 百万 US ドルの株式報酬を受け取っており、報酬総額の 60%以上を占めます。（別紙 1）

以上をご検討頂く上で是非ご留意頂きたい点として、既存の財務目標と、TSR の拡大の潜在的な利益相反がございます。資本コストを下回る ROIC での成長投資は株主価値を毀損するため、既存の財務目標が投資規律の緩みを招いた場合、TSR の拡大が阻害される可能性がございます。そうした潜在的な利益相反への対応策についても、綿密なる議論の上、市場に対しご提示されることをご検討ください。

① 加重平均資本コストの低減 – 業界水準の財務レバレッジの活用及び追加の自己株式取得

昨今、有史来最低水準の金利環境を受けて、主な欧米企業は有利子負債の調達と自己株式取得を積極的に行っており、総資本に占める負債比率を高めることで資本コストを低減しております。一般に、日本の金利は他の先進国と比べても低水準にあり、日本企業が同様のスキームにて資本コストを低減することは、より容易であると推察します。特に貴社の場合、2016 年から 2017 年にかけての一連の危機的な状況、及び東証第二部への降格を背景に、株式の大半が海外アクティブ投資家に保有されるに至っており、株主資本コストは、競合企業比で高いものとなっています。従いまして、有利子負債の調達及び自己株式の取得による最適資本構成の実現、即ちコストの低い資本を調達し、コストの高い資本を返済するという一連のスキームは、貴社の資本コストを低減させる上で、特に有効な手立てにならうかと存じます。

具体的には、日本の業界水準たる 30%以上の負債総資本比率（有利子負債額を有利子負債額と株主資本額の合計で除した比率）の維持、及び余剰現金を用いた 3,000 億円の自己株式の追加取得の実施をご検討頂きたく存じます。私共の分析によれば、主たる競合企業の負債総資本比率は、日本と欧米それぞれにおいて、約 30%と約 50%です。（別紙 2）うち、ネット・キャッシュである企業は存在しません。7,000 億円の自己株式取得後の貴社のネット・キャッシュ額は、2019 年度の過大な運転資金の増大を勘案すれば、実質 3,000 億円を上回っており、また単体における配当可能利益額も 3,000 億円を上回っています。従いまして、少なくともネット・キャッシュ状態を解消する水準の自己株式取得は、極めて合理的であると、私共は考えております。

② 一株当たりフリー・キャッシュフローの拡大 － 事業の選択と集中、ROIC ハードルを用いた投資規律の厳格化

一般に、一株当たりフリー・キャッシュフローを拡大させるプロセスは、営業キャッシュフローの拡大と、投資効率の最も高い領域への継続的な資本配分により構成されます。営業キャッシュフローの拡大は、営業利益額の向上やキャッシュ・コンバージョン・サイクルの短縮等によって達成されます。投資効率の最も高い領域への継続的な資本配分には、ノンコア資産の売却や、事業ごとに継続価値（Discounted Cash Flow 法等による理論価値）と売却価格を比較し、売却価格が上回れば事業売却を選択するなど、徹底した事業の選択と集中も含まれます。日々生まれる営業キャッシュフローと、そうした資産効率の最適化によって得た現金収入を、自己株式を含め、投資効率の最も高い領域に継続的に資本配分していくことで、一株あたりフリー・キャッシュフローは複利的に拡大致します。従いまして、貴社においては、a. 徹底した事業の選択と集中、b. 合理的な資本配分を行うための投資規律の厳格化（ROIC ハードルの設定）について、ご検討頂きたく存じます。

a. 東芝 Next プラン(26 ページ)によれば、シェア 4 位以下の事業は、貴社内に 11 事業存在致します。事業の性質上、シェアが低い状態で潤沢なキャッシュフローを生める事業は少ないと考えられ、それらの事業については、継続した場合と売却した場合、どちらが事業価値の最大化の観点から合理的か、是非ご判断頂きたく存じます。私共は、(1)規模の経済が働く事業分野でシェアが現状低く、今後の受注の拡大も見通しにくい事業（火力・水力事業、鉄道事業（海外）、産業モータ事業が該当）、(2)ブランドは認知されているが、シェアが低く、マーケットリーダーに比べ、目標利益率が低い事業（昇降機事業（海外）、空調事業（海外）が該当）については、戦略的投資家（ストラテジック・バイヤー）及び財務的投資家（フィナンシャル・バイヤー）の方がより高い事業価値を見出してくれる可能性が高いと考えております。

b. 概念的には、ROIC が資本コストを上回る場合のみ投資を行い、仮に条件を満たす投資先が存在しなければ株主還元を行うことが、一株当たりフリー・キャッシュフローを拡大させる上では、合理的な資本配分になります。貴社は、東芝 Next プランにて掲げた売上高目標を実現すべく、足元で成長投資を活発化されておりますが、一般に、売上高をターゲットにした成長投資の規律は緩みがちであり、資本コストを下回る ROIC によって実質的に株主価値を毀損しているケースも少なくありません。売上高成長を目標に掲げながらも、上述の合理的な資本配分を貫徹するため、ROIC ハードルレートを用いた投資規律の厳格化をぜひご検討頂きたく存じます。貴社の資本構成と株主構成を鑑みて、貴社の資本コスト相当の 15%が適当な ROIC ハードルレートであると思料致します。

③ コングロマリット・ディスカウントの解消 － 高水準の総還元性向の設定

過去の特異性に起因して、貴社の株式は、本源的価値から相当程度ディスカウントされた状態で市場にて取引されております。私共の分析に基づけば、貴社は一株当たり 6,181 円の本源的価値を有します。（別紙 3）2019 年 9 月 13 日時点の株価は 3,440 円であり、約 44%のディスカウントが存在することになります。

この大きなディスカウントを解消するための有効な手立てとして、高水準の総還元性向の設定をご検討頂きたく存じます。一般に、コングロマリット・ディスカウントが生ずる主な背景として、資本コスト以下の低 ROIC の投資が活発に行われ、株主価値が毀損されるのではないかと、市場の懸念がございます。従って、上述の ROIC ハードルレートによる投資規律の厳格化と、資本コストを上回る投資対象が存在しなければ株主還元を充てるといふ、高水準の総還元性向の設定は、貴社の合理的な資本配分に対するコミットメントを市場に対して明確に示すこととなり、相当程度コングロマリット・ディスカウントの解消に資するものと思われまふ。日本において高水準の総還元性向が設定されることは稀ですが、米国においては何ら特別な施策ではありません。具体的には、貴社株主構成も鑑みて、欧米競合並の 80% 以上に総還元性向をご設定されるのが望ましいかと存じます。私共の分析によれば、主な競合企業の総還元性向は、日本、米国、欧州、それぞれについて、約 40%、約 85%、100% 超となっております。(別紙 4)

総括

私共は、貴社の事業がグローバル市場にて更なる成功を収め、貴社の TSR を飛躍的に拡大させるためには、以上三施策の実施が必須であると確信しております。是非、貴社取締役会において代表執行役の方々と社外取締役の方々とで活発な議論を行って頂き、十分なご検討の上、全社が一丸となって企業価値の最大化及び TSR の拡大を目指せるような、組織・環境を作って頂ければと思ひます。目的を同一にしている以上、今株主に求められている役割は、取締役会が目的達成のために合理的な判断ができる土壌作りであると考えております。私共は一株主として、TSR の拡大のために必要なことは可能な限りご協力させて頂く所存であり、また、TSR の拡大のために必要であれば、株主権の行使を含めて株主としてできることをすべて行っていく所存です。

最後に、私共は、貴社が、代表執行役の強いリーダーシップと、社外取締役の優れたガバナンスによって、グローバル企業として完全なる復活を遂げ、日本復興の象徴たる企業になられることを、強く期待しております。

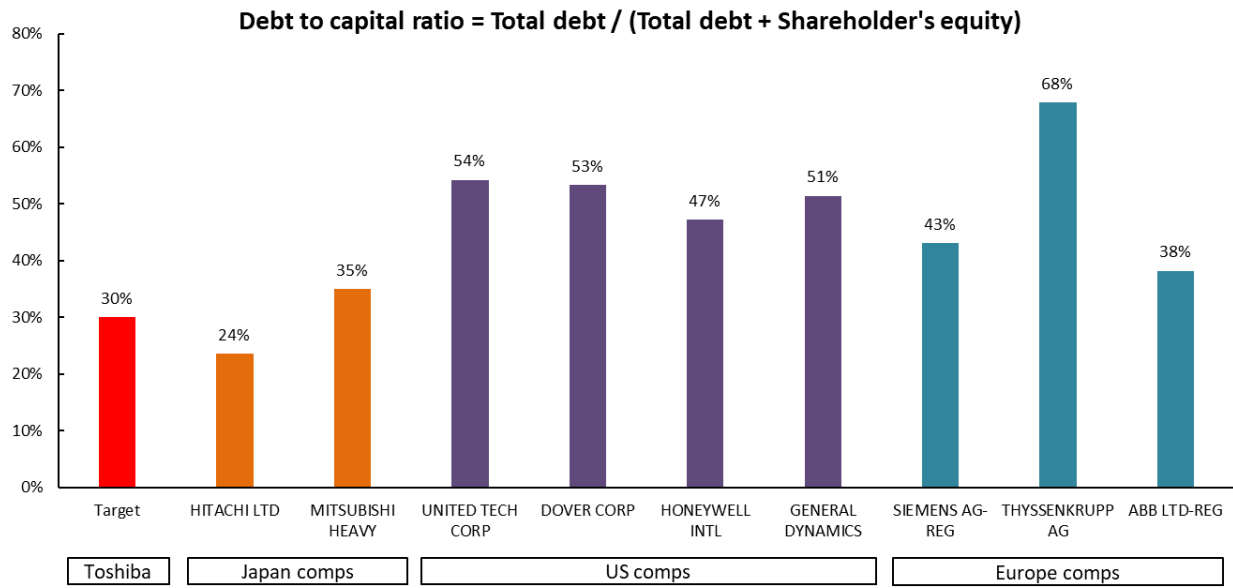
草々

別紙1 執行役一名あたり平均報酬額（2018年度）

Company	Year	Compensation per executive (k USD)				% to Total		
		Total	Base	Non-Stock	Stock	Base	Non-Stock	Stock
Toshiba	2018	437	324	20	94	74%	4%	21%
United Tech Corp	2018	8,325	869	1,934	5,522	10%	23%	66%
Dover Corp	2018	7,438	712	995	5,732	10%	13%	77%
Honeywell	2018	8,304	881	1,447	5,976	11%	17%	72%
General Dynamics	2018	8,396	960	2,064	5,372	11%	25%	64%

参照：会社開示資料

別紙2 負債総資本比率（有利子負債額 ÷（有利子負債額+株主資本額））



参照：会社開示資料、Bloomberg

別紙3 貴社の一株当たり株主価値の算出

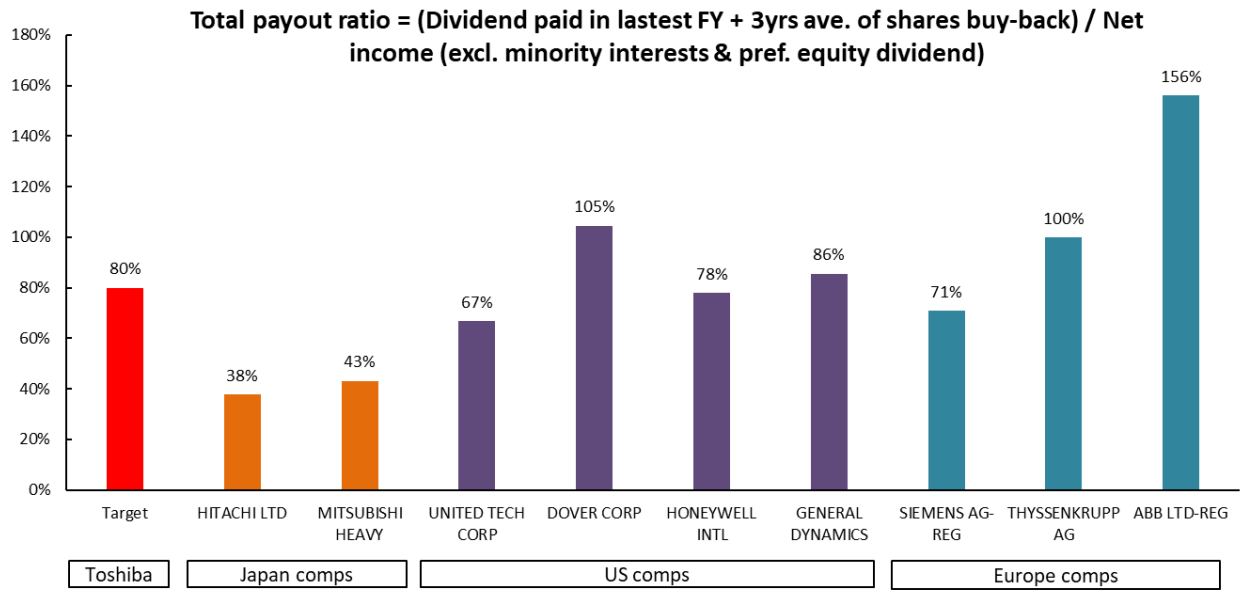
Valuation details

	(JPY bn)
Asset	3,014
Business value	2,348
Energy Systems & Solutions	536
Nuclear	256
Thermal & Hydro	185
T&D, etc.	95
Infrastructure Systems & Solutions	976
Public Infrastructure	220
Buildings & Facilities	598
Industrial Systems	158
Retail & Printing Solutions	207
Storage & Electronic Devices Solutions	496
HDD	225
Devices, etc.	271
Industrial ICT Solutions	188
Others	(56)
TMC investment	326
Non-core asset (cross-held shares)	34
Deferred tax asset (NOL, Pension liab., Other losses (LNG, Securities litigation, loss construction))	307
Liabilities	230
Minority interests	369
Pension liabilities	218
Net debt (cash)	(357)
Implied equity value	2,784
shares outstanding (million, excl. treasury shares)	450
Price per share	¥6,181

1. 原子力事業は、ウェスティングハウス社のサービス・燃料ビジネス事業の売却価格に基づき価値評価
2. 火力・水力事業、ビル・施設事業の一部（昇降機事業（海外）、空調事業（海外））は売却前提での価値評価

参照：会社開示資料、各種報道、Bloomberg

別紙 4 直近年度の総還元性向



1. Thyssenkrupp に関して、直近年度の特別損益調整後純損益が赤字であるため、100%と表示
 参照：会社開示資料、Bloomberg

September 19, 2019

1-1, Shibaura 1-chome, Minato-ku, Tokyo
Board of Directors of Toshiba Corporation

250 North Bridge Road
#13-01 Raffles City Tower, Singapore
3D Investment Partners Pte. Ltd.

Dear Sirs,

3D Investment Partners Pte. Ltd. provides discretionary investment management services to funds that, in aggregate, currently hold 14,716,299 shares of Toshiba Corporation (“Toshiba” or “you”). With the recent appointment of the new board of directors, we offer our thoughts by way of this letter, with the expectation that the new board will work towards significantly increasing Toshiba’s shareholder value.

At the Ordinary General Meeting of Shareholders for the 180th Fiscal Year of Toshiba Corporation, outside directors with broad global experience as well as with perspectives of shareholders were elected to the board. We have high expectations that this will contribute significantly to the process of improving shareholder value. We also commend the Board of Directors and the Nomination Committee of Toshiba, which, based on their decision to make a proposal to elect such directors, have demonstrated Toshiba’s commitment to the “Enhancement of Total Shareholder’s Return (TSR)” as set forth in the Toshiba Next Plan (announced in November 2018). We have no doubt that your corporate governance system today is of the highest standard in Japan, and is on par with other global companies. We believe that Toshiba’s shareholder value will be increased significantly under this stronger corporate governance system centered on the new outside directors. We hope that strong relationships will be forged – whereby the outside directors support the representative executive officers, and likewise shareholders support the outside directors, especially during times when painful decisions need to be made.

The aim of enhancing TSR through maximizing corporate value was declared in the Toshiba Next Plan. This aim is extremely sensible and one that we echo strongly. We believe that TSR can be enhanced by (i) reducing the weighted average cost of capital (WACC), (ii) increasing free cash flow per share, and (iii)

eliminating conglomerate discounts. In other words, the process of TSR enhancement is the completion of (i), (ii) and (iii) above. To that end, it is essential for Toshiba to set specific numerical targets for each of (i), (ii) and (iii), and for all employees, including the management team, to exercise good judgement in their everyday decision-making in order to achieve such targets. We hope that the appointment of outside directors of high caliber is an excellent opportunity for vigorous discussion of the foregoing points, and that the Toshiba Next Plan, unlike those focused on short-term sales and profit which are prevalent in other Japanese companies, will not only mark a key milestone in transforming Toshiba but also re-define best practices in Japan.

Specifically, you should consider the following three measures to reinforce the Toshiba Next Plan. We believe that these measures will significantly increase the viability of your goal in enhancing TSR. In implementing these measures, you should consider setting and announcing specific numerical targets, and also consider organizational formation that will incentivize all employees, including management, to make decisions for the purpose of achieving these targets. We are convinced that in order to achieve these targets, fundamental reforms on employee compensation are required so that all employees share in the economic gains and losses from the expansion of the TSR. As a starting point, the introduction of new incentive plans for executive officers should be considered. More specifically, consider setting up a remuneration scheme where a large portion of the compensation is linked to the performance of shareholder value to act as incentive. The share compensation of ¥260 million that was granted to 17 executive officers (in July 2019) is too immaterial to be effective as an incentive, either in absolute monetary terms or as a percentage of the officer's total compensation package. According to our analysis, major US companies pay more than 60% of their compensation to executive officers in the form of shares, which exceeds US\$5 million per executive officer (Appendix 1).

We note that there exists a potential conflict of interest between the current financial targets and the enhancement of the TSR. Growth investments with ROIC below the cost of capital will damage shareholder value, and if current financial targets lead to poor investment discipline, the enhancement of TSR may be hindered. After thorough discussions amongst the directors, you should consider announcing to the market how Toshiba will manage such potential conflicts of interests.

i. Reduction of WACC - Use of Industry-Standard Financial Leverage and Additional Share Repurchase

Due to the historically low interest rate environment, large Western companies are proactively sourcing interest-bearing debt to fund share repurchase programs, thus reducing capital cost by increasing the debt to capital ratio. Interest rate in Japan is at a lower level than most other developed countries, therefore it should be easier for Japanese companies to reduce capital costs via similar processes. Due to the recent series of crises between 2016 and 2017, and the demotion to the second section of the Tokyo Stock Exchange, the

majority of Toshiba shares are currently held by foreign active investors, resulting in a higher cost of shareholders' equity compared to your peers. Accordingly, a series of schemes to realize the optimal capital structure through the sourcing of interest-bearing debt to fund a share repurchase program, i.e. source low-cost capital to repay high-cost capital, would be particularly effective in reducing Toshiba's costs of capital.

In this respect, Toshiba should consider maintaining a debt to capital ratio of 30% or more (calculated by dividing the total amount of debt by the sum of the total amount of debt and the amount of shareholders' equity), which is the industry standard in Japan, and conduct an additional repurchase of ¥300 billion of Toshiba shares with Toshiba's net cash balance. Based on our analysis, the debt to capital ratio of your industry peers are approximately 30% in Japan and approximately 50% in the US and Europe (Appendix 2). None of your peers have a net positive cash balance. With the excessive increase in working capital in FY2019, the net cash amount of Toshiba, after the completion of the current share repurchase program of ¥700 billion, will still exceed ¥300 billion, while the amount of profit available for distribution on a non-consolidated basis will also exceed ¥300 billion. Therefore, it is very reasonable to further repurchase Toshiba shares up to an amount that will at least eliminate your net positive cash balance.

ii. Expansion of Free Cash Flow per Share - Selection and Concentration of Business, and Stricter Investment Disciplines Using ROIC Hurdles

In general, the improvement of free cash flow per share requires the increase of operating cash flow and continually allocating capital to wherever there are highest investment returns. The increase in operating cash flow can be achieved by improving operating income and shortening the cash conversion cycle. To continuously allocate capital to wherever there are highest investment returns, the disposal of non-core assets is required, and should be completed by thorough business selection and concentration, evaluated by comparing the intrinsic value (theoretical value under the Discounted Cash Flow method) of each business segment with its prospective sale price, and selling the business segments where the sale price exceeds the in-house intrinsic value. The free cash flow per share will compound significantly by continuously allocating capital from operating cash flow and proceeds from disposal of non-core assets to wherever there are highest investment returns, including repurchasing Toshiba shares. Accordingly, you should consider, a. the thorough selection and concentration of business segments, and, b. implementation of strong investment-related disciplines (establishment of ROIC hurdles) to ensure efficient allocation of capital.

a. According to page 26 of the Toshiba Next Plan, there are 11 business segments in Toshiba where market share is ranked fourth or lower. Due to the nature of these businesses, it is unlikely that these business segments will produce lucrative cash flow with such low market share. For each of these businesses, the Board needs to evaluate whether maximum possible value can be achieved within or outside of Toshiba Group.. We

believe it is likely that strategic investors and financial investors may value at and thus pay higher prices for (1) businesses in which economies of scale are necessary, but Toshiba has a low market share and it would be difficult to forecast future increase in orders (Thermal & Hydro business, Railway business (overseas), and Industrial Motor business), and (2) businesses with low market share, and lower target profit margins compared to industry leaders (Elevator business (overseas) and HVAC business (overseas)).

b. In order to increase free cash flow per share, you should only make an investment if the ROIC exceeds the cost of capital, and to distribute capital to shareholders if there are no investment opportunities that satisfy these conditions. Toshiba has been actively investing in growth-oriented businesses in order to achieve the sales targets outlined in the Toshiba Next Plan. However, discipline on growth-oriented investment aimed at sales generally tends to be poor, and there have been many cases where these investments have substantially impaired shareholders value due to ROIC being below the capital costs. Despite adopting the goal of sales growth you should implement stricter investment discipline by adopting ROIC hurdle rates in order to ensure that the aforementioned efficient allocation of capital is carried out. In view of your current shareholder base, a ROIC hurdle rate of 15%, which is the equivalent rate to the capital cost of Toshiba, would be appropriate.

iii. Elimination of Conglomerate Discounts - Setting High Total Payout Ratios

Due to the series of recent crises, Toshiba's shares are traded at considerable discount from its intrinsic value. Based on our analysis, Toshiba's intrinsic value is ¥ 6,181 per share (Appendix 3). The share price as of September 13, 2019 is ¥ 3,440, trading at a discount of approximately 44%.

You should consider setting a high total payout ratio as an effective measure to eliminate this large conglomerate discount. The main reason for such discount is because the market does not have confidence that Toshiba will not make investments with low ROIC that are below the cost of capital. Therefore, stricter investment discipline based on the aforementioned ROIC hurdle rates, and setting a high total payout ratio, i.e., to distributing returns to shareholders if there are no investments in excess of the cost of capital, will clearly demonstrate your commitment to efficient capital allocation, and will contribute considerably to the elimination of conglomerate discounts. Although it is rather unique in Japan to set a high total payout ratio, it is not unusual in the US. Especially with Toshiba's current shareholder base, it would be desirable to set a total payout ratio target of 80% or more, the same level as your peers in Europe and the US. According to our analysis, the total payout ratio of your comparable peers in Japan, the US and Europe were approximately 40%, approximately 85%, and greater than 100% respectively (Appendix 4).

In summary, we believe the implementation of the above three measures is crucial in order for Toshiba to achieve our shared objective to significantly enhance TSR by furthering success in the global

market. We expect the representative executive officers and the outside directors to engage in vigorous discussion at the meetings of the Board of Directors, and, after careful consideration, everyone at Toshiba, will work together to maximize corporate value and enhance TSR. We believe shareholders are expected to create an environment where the Board of Directors can make sensible decisions to achieve our shared objectives. Therefore, as a shareholder, we will be cooperating and assisting as best we can, including exercising shareholder rights.

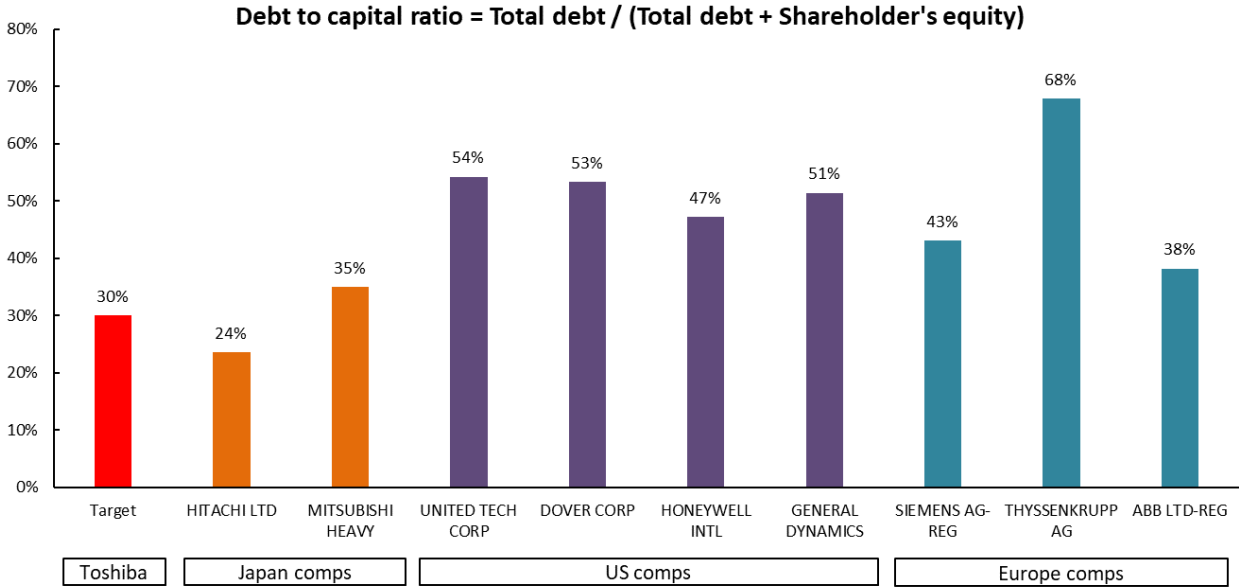
Lastly, we strongly hope that Toshiba will be fully restored as a global corporation and become an enterprise symbolic of Japan's reconstruction through strong leadership of the representative executive officers and the superior governance of outside directors.

Appendix 1: Average remuneration amount paid to an executive officer (2018)

Company	Year	Compensation per executive (k USD)				% to Total		
		Total	Base	Non-Stock	Stock	Base	Non-Stock	Stock
Toshiba	2018	437	324	20	94	74%	4%	21%
United Tech Corp	2018	8,325	869	1,934	5,522	10%	23%	66%
Dover Corp	2018	7,438	712	995	5,732	10%	13%	77%
Honeywell	2018	8,304	881	1,447	5,976	11%	17%	72%
General Dynamics	2018	8,396	960	2,064	5,372	11%	25%	64%

Reference: Documents disclosed by relevant companies

Appendix 2: The debt to capital ratio (calculated by dividing the total amount of debt by the sum of the total amount of debt and the amount of shareholders' equity)



Reference: Documents disclosed by relevant companies, Bloomberg

Appendix 3: Calculation of the shareholder value per share of Toshiba

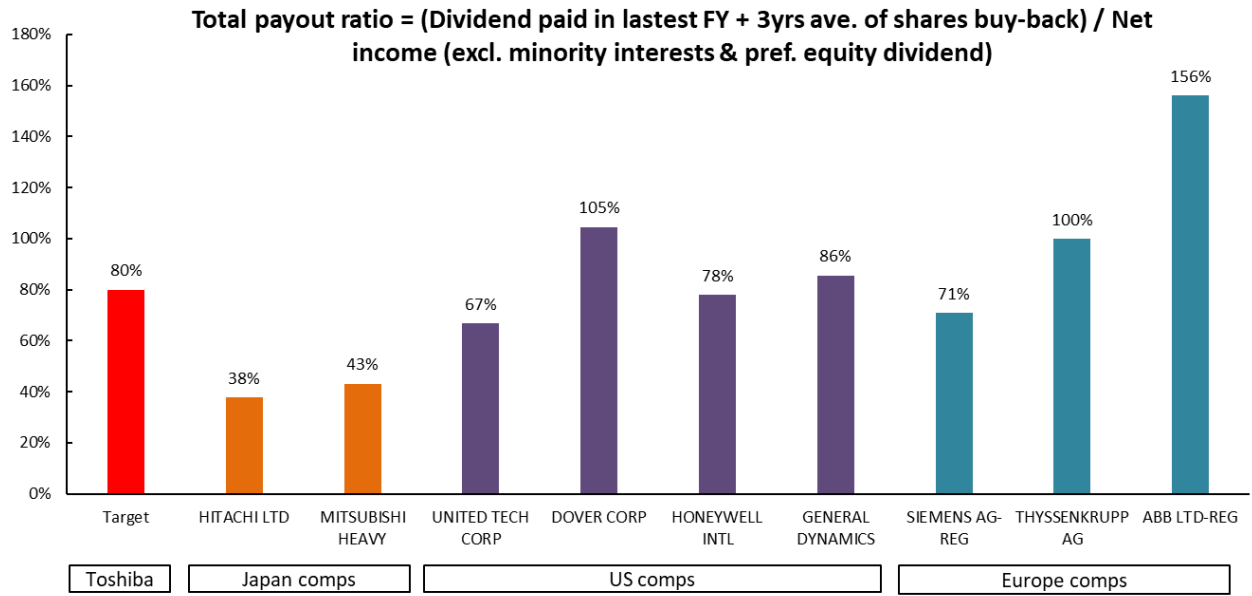
Valuation details

	(JPY bn)
Asset	3,014
Business value	2,348
Energy Systems & Solutions	536
Nuclear	256
Thermal & Hydro	185
T&D, etc.	95
Infrastructure Systems & Solutions	976
Public Infrastructure	220
Buildings & Facilities	598
Industrial Systems	158
Real & Printing Solutions	207
Storage & Electronic Devices Solutions	496
HDD	225
Devices, etc.	271
Industrial ICT Solutions	188
Others	(56)
TMC investment	326
Non-core asset (cross-held shares)	34
Deferred tax asset (NOL, Pension liab., Other losses (LNG, Securities litigation, loss construction))	307
Liabilities	230
Minority interests	369
Pension liabilities	218
Net debt (cash)	(357)
Implied equity value	2,784
shares outstanding (million, excl. treasury shares)	450
Price per share	¥6,181

1. The valuation of Nuclear Power business is based on the sale price of Fuel business of Westinghouse.
2. Valuation for the Thermal & Hydro business and part of the Buildings & Facilities businesses (Elevator business (overseas), and HVAC business (overseas)) are made under the assumption of sale.

References: Company disclosed materials, various news reports, and Bloomberg

Appendix 4: The total payout ratio in the latest fiscal year



1. In respect of Thyssenkrupp, it was expressed as “100%” since they made net loss in the latest fiscal year.

References: Documents disclosed by relevant companies, Bloomberg