

OASIS

オアシスによるアルパインの1月30日の通期業績予想上方修正に関する声明

前回に引き続き、再度大幅上方修正

* アルパインの少数株主は、公平な扱いを未だに受けていません

* 詳細な情報は、www.protectalpine.comをご覧ください

【2018年2月5日、東京・香港】 -- Oasis Management Company Ltd.（“オアシス”）は、アルパイン（6816 東証一部）の9.7%の持ち分を保有しており、アルプス電気（6770 東証一部）に次ぎ、同社の最大の少数株主です。

2017年7月27日に、アルプス電気は、2019年1月1日を効力発生日として、同社が保有していないアルパインの持ち分59.57%の取得を発表しました。この発表では、アルパイン1株につきアルプス電気0.68株を割り当てることとしており、アルパインの株式は発表の翌日時点で1株当たり2,108円と評価されたこととなります。これは、非常に低い価格での取得のため、評価手法、計算のあらゆるすべての面において操作され偏った評価プロセスを通じて算出されたもので、本源的価値を著しく下回るものです。

2018年1月30日に、アルパインは、アルプス電気からの公正価値を大幅に下回る水準での株式交換提案を受け入れて以降、二度目の連結通期業績予想の上方修正を行いました。上方修正を発表した1月30日のプレスリリースの最後において、同社は次のように述べています。

“また、当社は2017年7月27日公表「アルプス電気株式会社とアルパイン株式会社の経営統合に関するお知らせ」に記載の当社の第三者算定機関であるSMB C日興証券株式会社によるDCF法による算定に関し、その基礎とされた当社及び当社を連結子会社とするアルプス電気株式会社の両財務予測に対して、慎重を期す趣旨から、上記の業績修正が与える影響について両社の最新の財務予測に基づき検証を進めていきます。なお、当該検証結果につきましては、改めて公表させて頂く予定です。”

弊社では、アルパインの上記の説明に込められた意図は少数株主にとって好ましいものであると考えています。なぜなら、アルパインはアルプス電気へより高い価格を要求するかもしれないことを暗示しているからです。しかしながら、アルパインの少数株主は、アルパインがアルプス電気へ更に大幅に高い価格を要請し、当初の本源的価値を大幅に下回る価格での株式交換比率となった価格算定プロセス、及び価値評価算定における欠陥を改善するよう働きかけなければならないという意図を、アルパインに対して明確にしなければなりません。

アルパインが出来るだけ早く改善しなければならない株式価値算定手法における欠陥には以下のようなものがあります。

1. 失われた現預金について

アルパインの2017年12月4日付の公表資料から、約300億円の現預金が恣意的に運転資金として事業資産に割り当てられ、これにより1株当たり400円もの価値が減少させられていると弊社は認識しています。このような多額の現預金が運転資金に割り当てられることは受け入れがたいことです。また、売上高の2%程度を運転資金とみなすべきであるという一般に受け入れられた基準にも反しています。

株式価値算定の再評価に際して、アルパインはこの点を修正し、この現預金を非事業用資産として再分類することで、1株当たり400円相当の価値を押し上げることができるでしょう。

2. 本業のファンダメンタルズの大幅な改善により本源的価値はより高くなります

アルパインは株式交換の発表後に今期業績予想を二度大幅に上方修正しました。また、この事は本業のファンダメンタルズが予想以上の力強く、それが株式価値算定には全くおり込まれていないことの証明でもあります。そして、多くのアナリストが今回の上方修正は依然として慎重な予想であり、更に上方修正余地を残したものであると考えている点も、注目すべきでしょう。更には、アナリストはアルパインの本業の市場が想定以上の速度で成長していくとも見ています。アルパインの経営陣は、偏った見方を排除して業績予想を見直し、過度に保守的な業績予想を立てることで、アルパインの少数株主が不利益を被ることなく公正な株式価値を受け取れるように保証しなければなりません。

今回の業績上方修正により、今後3年間では業績の成長が安定期に達せず、3年間の財務予想を基にしたDCF法による株価算定では短すぎるであろうことを示唆しています。ここから算出された結果の過小評価は、今年度の大幅な成長率と比べ非常に理不尽に見える0%永久成長率を用いる事でその程度が更に拡大しています。アルパインの経営陣は、恣意的（そして非論理的）により業績予想を3年間で留めることなく、更に延長し予想される成長性をすべており込むべきです。

3. 他の株式価値評価手法もアルパインを過小評価しています

類似会社比較法には、大きな欠陥があり、そこから算出された結果は全く重視すべきではありません。SMBC日興証券は、パイオニア（6773 東証一部）、JVCケンウッド（6632 東証一部）、クラリオン（6796 東証一部）という3社を評価上の“類似”会社として採用しました。これらのうち、JVCとパイオニアは、株価評価に大きく影響を与える直近の年度において、赤

字を計上しており、低 EBITDA マルティプルで取引されてきました。クラリオンの売上は、アルパインの売上が急速に伸びているのとは対照的に下降トレンドにあり、こちらも著しく低い株価評価の要因となっています。

次の点も類似会社比較法による算出を著しく問題がある評価手法としている要因です。

- a. JVC ケンウッドは赤字を計上しているだけでなく、アルパインと比較し、自動車関連事業からの営業利益は 38%以下と事業構造が著しく異なっており、OEM 事業への依存度も小さいです。一方で、アルパインは BMW、アウディといった欧州の上位自動車メーカーとの強い繋がりがあります。
- b. パイオニアは、過去 3 年のうち 2 年間は赤字を計上しました。同社は、ロシア、ブラジルといった非常に変動の激しい地域において予測を立てづらいアフターマーケットへの依存度が高いです。これは、アルパインが強い関係を持つ欧州自動車メーカーの安定した事業とは程遠いものです。
- c. クラリオンは日立製作所が親会社であり、これによって第三者が会社の買収を試みる事が出来ず、“買収可能性プレミアム”が株価に内包されていません。更に、クラリオンは、事業ポートフォリオの再構築の途上にあり、そのことが株価に影響を与え、マルティプル（倍率）が下がっていました。

EBIDA マルティプル（倍率）法を用いて算定された DCF 法による算定結果には、同様の類似会社の倍率が採用されており、上記の問題点により、こちらも大きな欠陥が内包されたものとなっています。

業績上方修正は、SMBC 日興証券の株式評価手法に採用された市場株価法を無効にするものでもあります。もしこれらの上方修正が株式交換の申し出以前に行われていたなら、理論株価はアルパインの価値算定を低く見積もるために用いられた割安な株価とは異なり、著しく高かったでしょう。

これら等の理由により、弊社はアルパインを守るための活動を継続していくつもりであります。

弊社は、アルプス電気の申し出は、著しく本源的価値を下回るものであると考えています。アルパインは、当初の株式価値算定における欠陥を改善し、少数株主に公正な価値を支払うためにこの機会を活用しなければなりません。弊社は、アルパインすべての全ての株主の皆様に来るだけ早く会社へお問い合わせ頂き、ご自身の考え方を述べることをお願い申し上げます。

株主の皆様には向けの詳細な情報については、www.protectalpine.comにてご覧いただけます。最新情報を受け取るための登録方法や、皆様による支援の方法などが記載されております。株主の皆様におかれましては、弊社（protectalpine@oasiscm.com）或いは日本の弁護士事務所（Legal@protectalpine.com）まで、ぜひご連絡ください。

また、メディア・報道関係の皆様、その他の質問は thall@hk.oasiscm.com までお問い合わせください。

Oasis Management Company Ltd. (“オアシス”) はプライベート投資ファンドであり、さまざまな国やセクターにわたる幅広い資産クラスの投資機会に注目しています。オアシスは2002年にチーフ・インベストメント・オフィサーのセス・H・フィッシャーにより設立されました。詳細については、弊社ウェブサイト（<https://oasiscm.com/>）をご覧ください。オアシスは金融庁による「『責任ある機関投資家』の諸原則」（日本版ステewardシップコード）を受け入れており、同原則に従い、投資先企業のモニタリングや、投資先企業との対話を行っています。