



アルパインによる業績修正の重大な変更に関する

Oasis Management Company Ltd.の声明

* 10月30日の業績予想の上方修正はアルパインの業績の“重大な変更”にあたります

* この上方修正によりDCF法によるアルパインの公正価値は4,180円から4,943円となります

* 今こそ、アルプス電気が買付価格を上げ、アルパインの少数株主に公正な取引を提供すべき
タイミングです

【2017年11月1日、東京、香港】 -- 2017年10月30日、アルパイン（6816 東証一部）は、今期業績予想の38.5%の上方修正を発表しました。

1. 重大な変更が生じた場合等には、公表書類の記載に従って、より高い買収価格に変更されるべきです

この大幅な上方修正は、価値算定の前提条件の重大な変更を含んでおり、公表書類に従い、株式交換比率を変更すべきです：

“本株式交換比率は、本株式交換契約に従い、算定の基礎となる諸条件に**重大な変更**が生じた場合等には、**両社間で合意の上、変更される場合があります**”¹

弊社は、この上方修正から見込まれる価値の増加は単に2019年3月期に見込まれた成長が1年前倒しされたわけではなく、実際は従来から見込まれている成長に上乗せされたものと考えています。

2017年度第2四半期の業績発表時に、アルパインは通期の営業利益予想を38.5%上方修正しました。この上方修正は、研究開発費の削減、ユーロに対する円安効果、増収効果によるものです。更に、アルパインの社長は、現在の為替レートのまま今後も推移すれば、18年度、19年度においても、業績の上方修正の可能性が高いと述べていました。

公表書類によれば、アルパインは、18年度に、自動車メーカー向けを中心としてカーナビゲーションや車載ディスプレイ製品の受注が堅調に推移し売上高が増加するとともに、開発投資効

¹ 2017年7月27日会社発表資料 P.9.

率向上による利益率改善の更なる進展等が見込まれることにより、前年比較で 38.5%の営業増益を見込むとしていました。²

アルパインは、売上に関しての長期の見込みがたっており、18年度の本業による増収見込みはそのまま、円安効果が更に加わるものと弊社は予想します。17年度の研究開発費の効率化による削減は、来期以降に計画されていた削減の前倒しで、それらの削減効果が更に増加するものかどうかの判断は難しいですが、10月30日の決算説明会のアルパインの説明からは、そういった前倒しではなく、18年度においても、公表資料にある研究開発の効率化は継続するものと理解しています。

19年度においては、自動車メーカー向けのカーナビゲーション、車載ディスプレイ製品の増加による増収、コスト削減により、33.3%の営業増益が見込まれています。³ 17年度の上方修正から生じたこれらの要素はいずれもその後の見直しにはおり込まれておらず、また、円安効果も更なる業績押上要因となるでしょう。

弊社は、10月30日のアルパインの決算説明会から、アルプス電気との統合の初期段階から、少なくとも40億円の共同調達によるシナジー効果が期待できるものと理解しました。この点を考慮すれば、統合が完全に完了した際には、更に大きなシナジー効果が生じる可能性が高いと考えています。

17年度第2四半期業績発表時に公表された上方修正、期待されるシナジーは、アルプスの企業価値を大幅に増加させるものであり、少数株主は、この事象から利益を得るべきです。しかしながら、アルプス電気からの低い提案価格をアルパインが受けるべきであると決めた際のアルパインの財務アドバイザーの企業価値評価には、この成長並びにシナジー効果のどちらも含まれておりません。

従って、アルプス電気とアルパインは、再度買収価格を交渉し、アルパインの少数株主に真の公正価格が支払われるよう取り計らうべきです。

この業績上方修正は、アルプス電気の提案価格がアルパインの価値を著しく過小評価しているという弊社の主張を裏付けるだけでなく、アルパインの評価の際に用いた評価手法がアルプス電気に都合の良いように偏ったものであるという以下の主張を更に確認させるものであります：

A. 市場株価

SMBC日興証券が採用した市場株価法では、アルパインの算定基準日までの直近1ヶ月間の終値平均値、直近3ヶ月間の終値平均値、直近6ヶ月間の終値平均値が採用されました。アルパインの株価は、コーポレートガバナンスに関する懸念、概して低い業績予

² 同資料 P.10

³ 同資料 P.10

想期待からこの期間は低迷していました。しかしながら、もし投資家やアナリストが将来の高い成長性を認識し、17年度第2四半期の業績発表時に公表された上方修正が株式交換の発表前に行われていたならば、株価は株式交換の発表前に大きく回復し、アルプス電気は、より高くアルパインの公正価値により近い価格を支払わなければならなかったでしょう。市場株価法は十分に信用できるものではなく、少数株主には不利で、アルプス電気に偏った形で用いられていることを、この上方修正は証明しています。2019年1月の実際の実績より1年半前に交換比率が発表された理由はここにあると、弊社は考えています。

B. 類似会社

SMBC日興証券が企業価値評価の際に用いた類似会社3社のうちの2社パイオニア、JVCケンウッドは、直近の4年間において損失を2度計上し、かつアルパインよりも変動の激しい事業のウェイトが高いというネガティブな認識により、アルパインを過小評価しているということを、弊社は以前に例証しました。アルパインの業績上方修正は、唯一類似会社として認められるクラリオンを用いた場合でさえ、アルパインを過小評価することになるであろうことを証明しています。クラリオンの業績は、会社予想、市場期待を下回り、17年度上期の営業利益は前年上期を16%下回りました。一方で、アルパインは従来から前年対比で60%超の営業増益が見込まれていました。この点及び将来見込まれる成長性に基づけば、アルパインはクラリオンの評価に対してプレミアムが上乘せされるべきであり、クラリオン、パイオニア、JVCケンウッドの3社平均による低い倍率で評価すべきではありません。この指標によっても、アルプス電気は、公正価格を大きく下回る価格でアルパインを買収し、結果として、アルパインの少数株主が本来保有すべきものを奪うことを認めていました。

C. DCF法

この業績修正は、用いられたDCF法でアルパインの価値を過小評価していることを証明しています。上方修正を考慮すれば、少数株主は、DCF法から更なる価値の増加分を受け取るべきです。上方修正は、DCF法のあらゆる部分に影響を与えています。これには、予想期間の最初の年度、及び最終年度を含み、これらの影響を考慮することによって、公正価格は著しく高くなります。

上方修正以前においてさえ、株式交換比率はアルパインを過小評価するものでした。公表予想を上回る業績結果により、更に苛立ちが募ります。この上方修正は、買収価格を再交渉し、アルパインの少数株主に持分に見合った真の公正価格を支払うことで、コーポレートガバナンス・コードの軽視と、様々な手続きと評価手法の欠陥を修正する絶好の機会を、アルプス電気とアルパインに提供しています。

2. アルプス電気の業績修正と決算説明会

アルプス電気も業績予想を上方修正していますが、このうちの大部分は、アルパインの上方修正から来ていると、弊社は認識しています。更に、アルプス電気の上方修正はアルパインが行ったものと比較すると、その影響度は低く、アルパインが行った上方修正幅には至りません。

アルプス電気は株式交換による希薄化を減少させるため、アルパインの資産として計上されている現預金を用いて、自社株買いを実施することも手段の一つとして検討していると説明したと、決算説明会に参加したアナリストの報告から、弊社は理解しています。これは無意味なことで、アルプス電気の株主の不確実性を増加させているのみに映ります。そうではなく、アルプス電気は、現金により、真のアルパインの公正価格で公開買付けを実施すべきです。

弊社のウェブサイト www.protectalpine.com では、株主の皆様が最新の情報を得るための登録方法を含め、詳細な情報を掲載しておりますので、ご覧下さいますようお願い致します。

また、株主の皆様は、protectalpine@oasiscm.com（日本語可）へご連絡いただくか、オアシスの東京における窓口である以下の連絡先まで、お問い合わせください。

祝田法律事務所（電話番号：03-5218-2084 ・ e-mail：Kawamura@iwaidalaw.com）
また、Legal@protectalpine.com にも問い合わせを受け付けております。

メディアお問い合わせ
アシュトン・コンサルティング・リミテッド
塩加井 匡 / 福井 容子
03(5425)7220

Oasis Management Company Ltd. (“オアシス”) はアルパインの 9.24%の持ち分を保有しており、同社の最大の少数株主です。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 (<http://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。