

Press Release

Global ESG Strategy  
2024年6月13日

## NC ホールディングスに対する公開買付に関する Global ESG Strategy の見解

Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd(以下「SAFS」)の運営ファンドである Global ESG Strategy(以下「GES」)は、2023年より東証スタンダード上場の NC ホールディングス株式会社(以下「NCHD」)(証券コード:6236)に対する投資を開始し、同社へのエンゲージメントを継続してまいりました。また、2024年6月27日開催予定の定時株主総会に複数の株主提案を行っていました。

### GES は NCHD 経営陣の非公開化の意思決定自体は高く評価

そのような中、2024年6月4日付で MIRI Capital Management LLC 傘下のネイビー1株式会社(以下「MIRI Capital Management LLC 及び同社が運用する投資ファンド及び関係会社を総称して「MIRI」)による NCHD に対する公開買付け(以下「本 TOB」)に関する NCHD の賛同意見表明及び応募推奨が発表されましたが、非公開化するという思い切った決断を NCHD 取締役会がされたことについては高く評価しています。

NCHD は、持続的な成長を実現する中期経営計画を公表することができておらず、ネットキャッシュの状態が長らく続いていたことに象徴されるように、上場を維持しつづける理由が低減していたとも言えることから、非公開化することには一定の合理性があると評価しています。GES によるエンゲージメント活動も同社取締役会の決断を後押しすることになったのだらうと思います。

### TOB 価格は十分とは言えない

しかしながら、本 TOB に係る公開買付価格(以下「TOB 価格」)は低いと言わざるを得ません。MIRI との交渉において NCHD の特別委員会も 2024年3月期の予定期末配当 65 円を控除した上で、2,350 円(配当 65 円と合わせると 2,415 円)まで TOB 価格を引き上げるよう MIRI に要請していたと公表資料では説明されていますが、最終的には 2,208 円の TOB 価格で応諾してしまっていることは残念です。

また、NCHD の議決権 23.1%を保有する Asset Value Investors Limited(以下「AVI」)との間で真摯な交渉を行い応募契約の締結に至ったことが本 TOB の取引条件の公平さを裏付けると公開買付届出書に記載されていますが、AVI が提出している最新の変更報告書(13)(2024年6月11日付)に基づく、同社の取得簿価は 1,366.5 円と計算できます。一方、MIRI と AVI 以外の株主の議決権比率は 50.6%ですが、NCHD 株については過去 314 日間で 50.7%の同社株の出来高があり、MIRI と AVI が保有する以外の株式がちょうど一回転入れ替わっていることとなります。同期間における出来高加重平均株価は 1,843 円であり、MIRI と AVI 以外の少数株主の平均取得簿価はこの価格に近いと推察されます。

期末配当 65 円と TOB 価格 2,208 円を合わせた 2,273 円は、AVI の取得簿価からは 66.3%プレミアムですが、1,843 円に対しては 23.3%プレミアムでしかなく、昨今のファンドバイアウトの他社事例に比べて低く、AVI が MIRI の本 TOB に関し応募契約を締結しているからといって、他の

少数株主にとっても公平で満足いく価格になっているような記載は誤認を招くものであると言わざるを得ません。

### 買収ファイナンスの規模を踏まえるともっと高値を出せるファンドは存在

また、本 TOB の買収資金の裏付けとして、オリックス銀行から総額約 92.7 億円(1 年満期のブリッジローンを入れて 2024 年度予想 EBITDA の 9.0 倍。タームローン A と B 合計だけでも約 67.8 億円 (EBITDA の 6.6 倍))を限度として融資を行う用意がある旨の融資証明書が出されています。MIRI の最終的な 100%買収資金のエクイティ(自己資金)及びデット(銀行融資)の調達内訳は 22%対 78%となると推測されます(注 1)。

NCHD の安定的なキャッシュフロー創出力をオリックス銀行が高く評価していることからこれだけの買収ファイナンスが提供されていることと思いますが、他の銀行も似たような水準の買収ファイナンスを提供できる可能性が高いと考えられます。

同等規模の買収ファイナンスを確保できれば、もっと高い価格を出せるプライベート・エクイティファンドが存在する可能性は十分あると思料されます。

### 対抗的買付け等

NCHD の公表資料及び公開買付届出書によると、NCHD は MIRI 以外の買い手候補とは交渉しておらず、また積極的に MIRI 以外の買い手候補を模索していないことから、積極的なマーケットチェックは一切行われておらず価格の最大化が図られているとは言い難い買収プロセスになっていると認識しています。

但し、本 TOB においては、公開買付期間を 30 営業日とし、MIRI 以外にも対抗的な買付け等をする機会を確保することを含め、公正性の担保に配慮しているとのことであり、また、AVI も MIRI の TOB 価格を上回る TOB 価格による対抗公開買付けが開始され、協議を経てもなお対抗公開買付けの TOB 価格が上回る場合には MIRI の TOB に応募する義務を負わないという条件付きの応募契約を締結しているということであることから、GES としては、今後の趨勢を慎重に見極めた上で、本 TOB に応募するか否かを判断していきたいと考えています。

なお、本 TOB が発表されたことから、GES からの 2024 年 6 月 27 日開催予定の NCHD 第 8 回定時株主総会に対する株主提案については撤回することを NCHD に伝えています。

注 1: MIRI は本 TOB に際しての株式取得金額約 71 億のうち 10 億円しか追加の自己資金は出さず、残りの 61 億円はオリックス銀行からの融資でまかなうとのことです。また、オリックス銀行のタームローン A と B の合計が約 67.8 億円であることから、タームローンの合計 67.8 億円と TOB に要する買付手数料等 3,600 万円から本 TOB の株式取得金に費やされる融資金額 61 億円を差し引いた差額約 6.4 億円は本 TOB 完了後に MIRI が特別配当などで速やかに吸い上げることが予想され、MIRI の本 TOB における実質追加自己資金は 10 億円ではなく 3.6 億円になると推定されます。MIRI の本 TOB 前までの取得金額は約 15.3 億円(議決権 26.3%)であることから、100%買収に要する自己資金は 19.9 億円、残りはオリックス銀行からの融資となり、100%買収資金のエクイティ・デット比率は 22%対 78%となると推測されます。

以上

本件に関するお問い合わせ先: [globalesg@swissasia-group.com](mailto:globalesg@swissasia-group.com)

### Global ESG Strategy について

GES は、ESG (Environment (環境)、Social (社会) 及び Governance (ガバナンス)) の視点から中長期的な投資を行う投資ファンドであり、投資先との建設的な対話等を通じ、投資先の企業価値・株主価値の向上を実現することを後押ししていくことを方針としています。

### Swiss-Asia Financial Services Pte Ltd について

SAFS は、2004 年設立、シンガポールを拠点とし、シンガポール証券先物法に基づく資本市場サービスライセンス (Capital Markets Services License) を保有する投資運用会社です。

#### 免責事項

本資料は、NCHD に対する本 TOB に関して、SAFS の運営ファンドである GES としての考え方を公表することを目的としており、それ以外の用途に用いられてはなりません。

本資料に記載された情報は、SAFS による独自の調査及び分析並びに一般に入手可能な公開情報に基づいています。SAFS、GES 又は SAFS のその他の関係者 (以下「SAFS ら」といいます。 ) は、その正確性、完全性、適切性、網羅性等について何ら保証するものではありません。

本資料は、SAFS らの独自の見解、予想、意見を示すものであり、これらは今後変わることがあり得ます。いかなる目的においても本資料に依拠してはならず、また、本資料を投資、金融、法律、税務その他の助言であると理解してはなりません。

本資料に含まれる情報又は意見には将来に関する記述が含まれています。これらの将来に関する記述や予測、予想は、説明のみのために記載されているものであり、もとより不確実、かつ、重大な不測の事態により実際の結果がこれら将来に関する記述と大きく異なることがあります。SAFS らは、かかる将来に関する記述や予測、意見、本資料に含まれる記載に関連して発生する直接的又は間接的なものを含む何らの損害について、一切の責任を負いません。

本資料に含まれるいかなる情報ないし内容も、いかなる意味においても、募集、推奨、サービスや商品の販促、広告、勧誘若しくは表明と解釈してはならず、また、いかなる投資商品の売買若しくは証券へのいかなる投資に関する助言若しくは推奨であると解釈してはなりません。