

〒108-0074

東京都港区高輪 3-11-3 イハラ高輪ビル

イハラサイエンス株式会社

取締役会御中

代表取締役会長

中野 琢雄 様

代表取締役社長

長岡 敏 様

2017 年より貴社株式に投資をさせていただいております、投資運用会社の Hibiki Path Advisors と申します。長年大変お世話になっております。Hibiki Path Advisors（「私ども」及び、「弊社」）は、ご承知の通り、今まで各種レター¹にて、上場していることの本質的意義について、投資先の皆様に折に触れて問うてまいりました。

昨今の ESG にかかわる開示拡大の世界的潮流や、東京証券取引所の市場再編で流動部分の時価総額基準条件が加わったこと、さらに、同取引所の 2023 年 1 月 25 日発表資料²に記載のような PBR1 倍以下の企業への説明文要請など、上場のハードルが上がり続けております。上場企業の経営者には、その負荷とコストに対する上場していること自体のメリットの最大化、また覚悟を持って上場維持する意義を追求すべきことが以前にも増して求められていくという不可逆的な潮流を投資家の目線からもひしひしと感じ、投資先の皆様と真摯に議論を重ねさせていただきました。

そのような中で、貴社が事業の本質的そして長期的な発展を目論み、攻めの姿勢の一環で今回 MBO（マネジメント・バイアウト）のご発表をされたことには、中野会長のご決断力、行動力、ご覚悟、そしてご自身が 1999 年に社長に就任され、瀕死の状態から再生発展させたイハラサイエンスへの強い思いなど様々な点で改めて驚かされ、心の底より敬意を表明致します。上場、非上場の、言わば形式的な問題に囚われずに、常に本質を見極める、まさに中野会長らしいご英断かと存じます。

先ずは、長年株主として貴社を応援してきた弊社として、ご決断の背景にある理念に関しては理解をさせていただき、応援させていただきたく存じます。しかし、ファンドを運用するフィデューシアリーデューティを負っている機関投資家としては、「今回の TOB 価格水準が貴社の本源的な企業価値を十分に反映していない」と判断せざるを

¹ ご参考例 [2022 年 年始ご挨拶 – 経営者の覚悟 | Hibiki Investment News \(hibiki-investment-news.com\)](https://www.hibiki-investment-news.com)
[資本市場の構造変化と今後の対話の在り方 | Hibiki Investment News \(hibiki-investment-news.com\)](https://www.hibiki-investment-news.com)

² <https://www.jpx.co.jp/equities/improvements/follow-up/nlsgeu000006gevo-att/fi115r0000000tc8.pdf>

得ない点を、同時にどうしてもお伝えしたく本書簡を取締役会宛てに送付させていただきます。

ご承知の通り、弊社は、2017年から長期的な視点から貴社との建設的な対話を通して（図表1）、貴社が上場を維持して資本市場から正当な評価を得て「世界一の配管屋」になるべくその成長を並走しながら見届けたいという一心で応援をしてまいりました。特に、2021年11月に貴社と共催をさせていただきました機関投資家スモールミーティングでは、2時間余りの濃密なご説明の時間で中野会長と長岡社長の血のにじむようなご苦勞と、付加価値を高めるための様々な知恵と工夫、従業員モチベーション活性化策等のオンパレードに、司会進行を務めさせていただいた弊社メンバーのみならず、多くの投資家が驚嘆し、その後の投資家層の拡大と株価上昇にも繋がったと自負を致しております。

図表1：弊社による貴社へのエンゲージ小史

時期	内容
2017年11月	英フィナンシャル・タイムズの日本株式にかかわる取材記事にて貴社をご紹介
2021年6月	ウェブメディア、Hibiki Investment Newsにて貴社事業をご紹介
2021年6月	貴社80周年記念誌へ寄稿
2021年11月	貴社と共催の形で機関投資家約10社ご招待しスモールミーティングを開催
2022年4月	米国、Parker Hannifin社のIR、財務、及び資本政策を貴社と比較考察した資料をご送付
2022年6月	貴社株主総会に出席し、質疑応答内容をHibiki Investment Newsにてご紹介
2022年6月	潜在的な事業提携先候補のご紹介
2022年8月	スポンサードリサーチ企業をご紹介し、内、Eightfold Research社をご採用、レポート発行
2022年8月	貴社IR資料の抜本的改善の提案及び改善資料のご提出

（出所：Hibiki）

さて、今回、TOB 価格としてご提示いただいた 2,980 円について、でございます。株価としては過去最高値水準であり、同業他社比でも高い評価の水準であるとのことですが、公開買付届出書を拝見し、一少数株主として恐縮ながらぜひ以下の三点を貴社取締役会及び中野会長に申しあげたく存じます。

先ず、一点目は類似会社比較法評価の点です。一般的に、類似会社比較法を適用する際の類似会社が適当か否かを判断する際には、類似会社の属する業界や事業内容のみではなく、各社の成長性及び利益率の水準が同等程度であることが重要視されます。これは一般的に、成長性、利益率や自己資本利益（ROE）の高い企業の方がバリュエーションが高く評価されているからです。今回ご採用いただいている4社（株式会社キッツ、株式会社オーケーエム、株式会社テクノフレックス、株式会社ヨシタケ）ですが、パイプ・バルブ・継ぎ手という意味では貴社に近い事業と言えるものの、貴社

との事業の質の差が明白にございます。(A) 売上高の 5 年 (4 期間) CAGR 成長率、(B) 5 年平均営業利益率、(C) 5 年平均 ROE を比較した、以下の図表 2 に指し示す通り、いずれの指標においても貴社の水準が傑出しておられます。これは、貴社がカタログ販売をせず、半導体製造装置といった高付加価値産業に対し設計段階からの提案営業を行い、それに対する付加価値を高く顧客に評価されていることからくる大きな事業上の特性に起因しており、収益構造上の比較優位が定着していると理解出来ます。つまり、当該 4 社は本質的には妥当な比較対象とは言い難く、より半導体製造装置の部品や素材にかかわるプレーヤーと比較すべきではないかと考えます。

図表 2：類似会社比較法における各社の数値

	売上CAGR	営業利益率	ROE
イハラサイエンス	5.4%	19.0%	14.9%
キッツ	2.2%	6.6%	6.4%
オーケーエム	-0.7%	11.2%	12.3%
テクノフレックス	1.2%	12.4%	8.8%
ヨシタケ	1.1%	9.5%	6.4%

*1: 売上 CAGR は過去 5 事業年度 (CAGR 計算で 4 期) にわたる成長率、営業利益率及び ROE は過去 5 事業年度の平均値。尚、オーケーエムについては上場日が 2020 年 12 月 17 日のため、データが取得可能な過去 4 事業年度 (CAGR 計算は 3 期) を対象とした

(出所：各社有価証券報告書より Hibiki 計算)

しかしながら、万が一この 4 社との比較が正しいと仮定した場合においても、例えば貴社はバルブ業界国内最大手といえるキッツ社に比べ、売上高伸長率 (CAGR)、営業利益率、ROE のすべての指標をとってもキッツ社の 2-3 倍となっております。つまり、単純に考えるとキッツ社の 2-3 倍の株価評価、例えば PER では 20 倍程度以上、PBR では 2 倍程度以上の評価が妥当とも言えます。しかしながら、類似会社比較法で算出されたレンジ 2,462 円~2,959 円を貴社の 2023 年 3 月期の予想利益水準から計算すると PER で 8.3 倍~10.0 倍、そして PBR で 1.1~1.3 倍、と同業に対しての事業構造上の比較優位性が十分に反映されたものであると言い難い水準であると感じております。今回、公開買付届出書 p.20 下方に類似会社比較法の唯一の計測基準として記載されている「企業価値/EBITDA」方式で計測しても、公開買付価格の 2,980 円で貴社は今期予想ベースで 5.2 倍であり、比較 4 社平均は 4.8 倍とほぼ同水準であり (弊社試算)、事業構造の強味が反映されていないことが示唆されています。

次に、弊社の投資先紹介ウェブサイト³にて、弊社が2021年6月に提示させていただいた2,800円という本源的価値の株価水準に関してであります⁴。こちらは、「2021年6月」という世界的にコロナの影響が色濃く残り、物流網のストレスや資材のインフレの問題も深刻であった真っ只中の時期であり、貴社の2021年3月期営業利益の26.2億円を発射台とした予想を前提に慎重に算出せざるを得ない、その当時の見方である、ということをお伝えしたく存じます。貴社が2021年5月に公表された2022年3月期の当初予想営業利益は34億円（前年比+29.8%）でしたが、コロナ禍にも関わらず、その後2021年11月に37億円（前年比+41.3%）、2022年2月に40億円（前年比+52.7%）まで二度にわたり上方修正した上に、着地はさらに上回る43.7億円となり過去最高の営業利益を達成されることとなりました。弊社としましても「御見それしました」としか言いようのない、圧巻の事業運営による成果であり、必然的に弊社が期待する貴社の本源的価値は当初期待していた株価水準（2,800円）から大幅に高めることとなりました。

最後に、公開買付届出書のp.21に記載の大和証券様によるDCF法評価についてであります。割引率に関しては理論的見地の相違も多い部分であり、様々な見方があり水掛け論になりやすいため、ここでは議論を致しませんが、貴社が本手法の前提として大和証券様にご提供された売上高の今後5年予想のCAGRが2.2%となっており、過去5年（4期間）の売上高CAGRの5.4%に比べ著しく低い点は大変違和感を感じております。ご説明によると今後米国への本格進出など事業構造転換を図る大事な時期になるものの、貴社の既存顧客からの評価がそれにより突如低くなることは考え難いと存じます。また、半導体市況全般に在庫過剰感があり、また、仮に需要が減退することがあるとしても、製造過程でより高効率で環境フレンドリーな設計を求められる中、貴社の競争力の源泉であり主力でもある「配管システム」事業への需要は、市場サイクルに関わらず今後も着実に拡大していくものと私どもは考えております。それ故に、この「控え目」とも捉えられる数値の根拠に関して、仔細なご説明がない上に、TOB価格算定の重要な算定基準となされていることに懸念を感じております。

~~~~~

一少数株主の意見ではございますが、私どものように、貴社の事業を深く分析・理解した上で、貴社の事業や経営手腕のファンである機関投資家及び個人投資家株主の皆様も、程度の差こそあれ似たような意見を持っておられるのではないかと推測をいたしておりますし、TOB公表後の株価も2月15日終値時点まで一貫してTOB価格を上回

<sup>3</sup> [Hibiki Investment News](#)

<sup>4</sup> [2021年6月投資先紹介: イハラサイエンス \(5999\)](#)

っています。もし可能であれば、貴社の方から、主要な機関投資家や個人投資家の皆さまに個別にご意見等をご確認いただければ幸いです。

最初に申し上げましたが、MBO の理念や短期的な資本市場の雑音を排除して長期的な事業成長を優先するご英断をされた並々ならぬご覚悟に関しては心から賛同しており、貴社の新しい未来を楽しみに応援したいという気持ちは根幹として持っております。しかし、今回の TOB 価格に関しては、長期の株主として、貴社を応援し続けて参りました私どものような投資家の意見や、MBO 公表後の市場の動向も踏まえ、ぜひご再考をいただきたく心よりお願い申し上げます。

以上

2023 年 2 月 16 日

39 Temple Street #02-01, Singapore 058584

Hibiki Path Advisors Pte. Ltd.

代表取締役

清水雄也



本書簡の作成に際してはデータ、情報の収集の際に内容の正確性につき細心の注意を払っておりますが、その正確性を保証するものではありません。また、本書簡は特定の有価証券の申込の勧誘若しくは売買の推奨または投資、法務、税務、会計などの助言を行うものではありません。尚、本書簡は私どものウェブサイト等を通じ公開を予定しております。