NEUBERGER

2026 年 6 月 11 日

日本ドライケミカル株式会社

取 締 役 会　御中

特別委員会　御中

日本ドライケミカル株式会社（証券コード：1909）に対する
ALSOK およびカーライルによる公開買付けに関するニューバーガーの見解

ニューバーガー（以下「当社」）は、運用するファンドを通じて日本ドライケミカル株式会社（以下「対象会社」）の株式を保有する機関投資家です。当社は、企業の中長期的な価値創造に着目して投資を行う長期投資家であり、その投資哲学に基づき、対象会社の事業基盤と成長余地を高く評価して投資判断を行ってまいりました。

当社は、2026 年 5 月 13 日に公表された TCG2511 株式会社（ALSOK およびカーライルによる買収目的会社）による対象会社株式に対する公開買付け（以下「本公開買付け」）に関し、その買付価格 1 株 3,730 円が対象会社の中長期的な企業価値を十分に反映しているか、改めて確認する必要があると考えています。

対象会社の取締役会および特別委員会におかれましては、本買付価格が株主共同の利益に照らして公正な水準であるか、そしてその結論に至るプロセスが適切であるか、以下のとおり主体的に再検証いただくよう期待しています。

---

1. 本公開買付価格の算定根拠となった DCF 法は保守的な事業計画に基づいている可能性がある

本公開買付価格の算定根拠となったと推察される DCF 法の事業計画（2027 年 3 月期～2030 年 3 月期）では、売上高が 61,193 百万円から 71,345 百万円へと 17%増加する一方、EBITDA は 8,582 百万円から 9,201 百万円へと 7%の増加となっており、利益水準の増加が相対的に小幅にとどまっています。この点、EBITDA マージンが 14.0%から 12.9%へと緩やかに低下する前提が置かれており、2026 年 3 月期の EBITDA マージン 14.7%実績値対比でも利益率の低下が続く計画となっています。

当社は、この利益率の逓減前提について、その合理性を確認する余地があると考えます。第一に、対象会社は 2023 年 3 月期～2026 年 3 月期の直近 4 年間において、期初の会社計画に対する着地実績に関して、売上高の上振れ率は平均で 9%、営業利益の上振れ率は平均で 39%となっています。こうしたことから、当社としては、対象会社において保守的な計画策定の傾向が継続的に確認されると考えます。第二に、国内データセンター・工場・プラント向け案件の拡大、施工

単価の上昇といった事業環境に鑑みれば、引き続き、売上高や利益水準に対して上振れ余地が存在するものと考えます。

実際、対象会社の 2026 年 3 月期決算説明会資料においても、データセンターおよび半導体工場等のクリーンルームがある製造工程向けの防災設備が引き続き好調であることや、ガス系消火設備等の採算性の良い工事案件への受注活動に継続して注力しているということ、利益率の良い特殊物件向けメンテナンス需要が増加していることが示されています。

このように、売上高や利益水準が保守化された可能性のある計画を DCF 法の基礎とすることは、対象会社の本源的価値を過小評価することにつながると考えています。取締役会・特別委員会におかれましては、当該計画前提の妥当性について、主体的に改めて検証いただくよう期待しています。

2. また、事業計画策定プロセス自体の独立性についても、確認すべき点がある

上記に関連して、DCF 法の事業計画は、2025 年 5 月 13 日公表の中期経営計画をベースに、足元の受注状況を勘案して策定されたと説明されています。

ここで留意すべき点として当社が考えるのが、当該中期経営計画の策定時点において、買付者の一方である ALSOK 出身者が対象会社の取締役会に在任していた点です。

たしかに、本公開買付けに関する取締役会の審議・決議等からは、ALSOK 出身者である平林学氏が除外されていることが確認できますが、他方で、価格算定の前提となった中期経営計画および足元の受注状況の勘案そのものについては、その策定段階において買付者である ALSOK から独立した立場が確保されていたかという点が、開示情報からは必ずしも明らかではないと考えます。

具体的には、まず、開示情報上、平林氏が対象会社における業務執行上の職責からも除外されていたことまでは確認できません。特に、平林氏は、2025 年 3 月期有価証券報告書において、対象会社の取締役であり、かつ「事業統括本部副本部長・営業開発部長・営業開発管掌」と記載されています。こうした役職・管掌に照らせば、平林氏は、営業開発に関する業務執行上の責任を有し、足元の受注状況の把握・評価にも影響し得る立場にあるものと考えます。また、同じく ALSOK 出身であり、役職・管掌領域の連続性から平林氏の前任に位置づけられるとみられる山内良介氏についても、2021 年から対象会社の取締役を務め、営業開発本部長、法人営業本部長、事業統括本部副本部長・営業開発管掌といった役割を担っていたことが確認できます。

このように、営業開発および法人営業に関する重要な業務執行上の職責について、継続的に ALSOK 出身者が関与していたことに鑑みれば、価格算定の前提となる中期経営計画およびその後の足元の受注状況の勘案について、買付者である ALSOK から独立した立場がどのように確保されていたのかは、開示情報からは必ずしも明らかではないと考えます。

3. 加えて、類似上場会社比較法における比較対象企業の選定についても、対象会社の事業実態を十分に反映しているか確認すべきである

開示によれば、対象会社の第三者算定機関は、類似上場会社比較法において、株式会社モリタホールディングス、能美防災株式会社、ホーチキ株式会社の 3 社を比較対象会社として選定しています。

この点、当社としては、対象会社の事業特性を踏まえると、防災機器・消防関連会社のみを中心とした比較対象企業の選定では、対象会社の実態を十分に反映していない可能性があると考えます。対象会社は、単なる防災機器メーカーではなく、消防・防災設備の施工、保守、点検、更新需要に支えられる設備工事・メンテナンス型の事業を有しており、データセンターや工場・プラント向け案件等が業績の牽引役となっているものと当社は認識しています。この点は、上述のとおり、対象会社の 2026 年 3 月期決算説明会資料においても示されています。

このような事業特性に鑑みれば、対象会社は、防災機器・消防関連会社のみならず、設備工事会社（いわゆるサブコン）との類似性も有しているものと考えます。当社としては、具体的には、株式会社きんでんや株式会社関電工といった設備工事会社も比較対象として含めることに合理性があると考えます。

類似上場会社比較法は、DCF 法による評価を補完する重要なクロスチェックとして機能するものです。その比較対象企業の選定が対象会社の実態よりも低い評価倍率をもたらす企業群に偏っている場合、本買付価格の相対的な妥当性の検証にも影響を及ぼし得ると考えます。対象会社の取締役会および特別委員会におかれては、なぜ設備工事会社を比較対象として含めなかったのか、また、その場合に算定結果や価格の妥当性判断にどのような影響が生じ得るのかについて、改めて確認するべきであると考えます。

4. プレミアム比較の母集団の設定についても改めて検証が必要である

本公開買付けのプレミアムは、前営業日終値（3,110 円）に対し 19.94%、過去 1 ヶ月平均（2,812 円）に対し 32.65%、過去 3 ヶ月平均（2,895 円）に対し 28.84%、過去 6 ヶ月平均（2,638 円）に対し 41.39%です。対象会社が参照した類似案件のプレミアム中央値（前営業日終値 35.42%、1 ヶ月 43.20%、3 ヶ月 44.49%、6 ヶ月 43.34%）と比較すると、過去 6 ヶ月終値単純平均値に対するプレミアムは類似事例の中央値に近い水準であるものの、それ以外の基準期間に対するプレミアムは中央値をやや下回る水準であると説明されています。

当社が再検討を要すると考える点は、その底流にあるプレミアム比較の母集団の設定です。まず、本公開買付けでは比較対象を「2025 年 1 月 1 日以降に公表された案件」（該当 57 件）としています。しかしながら、2026 年に発表された TOB 案件に関し、5 月末までに発表された 45 件のうち、不成立となった 1 件を除く 44 件を分析したところ、各案件における類似案件のプレミアム分析では、経済産業省「公正な M&A の在り方に関する指針」が公開された 2019 年以降を起点とすることが広く採用されているものと当社は認識しています。具体的には、当社の分析に基づくと、上記 44 件のうち、プレミアムの母集団について期間を確認できるものは 38 件あり、そのうち 29 件が 2019 年を起点としています。

ここで、参考として、本公開買付けの 12 日後に公表された株式会社弘電社に対する株式会社きんでんによる公開買付けの案件（以下「弘電社案件」）を紹介します。弘電社は、電気設備工事を主たる事業とする会社であり、当社としては、対象会社と同じく、国内データセンター等に対する建設需要の高まりの恩恵を享受する企業であると認識しています。その点において、弘電社案件は、本

公開買付けの参考になるものと考えています。なお、当社が弘電社案件に言及するのは、あくまでもプレミアム比較の母集団設定のあり方を考える上での一つの参考とする趣旨である点を申し添えます。

まず、弘電社案件においては、母集団の設定について、その期間の終点は本公開買付けと同じ2026 年 4 月 30 日である一方、起点は異なっています。具体的には、当該母集団は「経済産業省の『公正な M&A の在り方に関する指針』の公表日である 2019 年 6 月 28 日から 2026 年 4 月 30 日までに公表され、かつ、公開買付けが成立している国内上場会社（投資法人を除く）の非公開化を目的とした公開買付け事例（親会社による子会社に対する公開買付け、マネジメント・バイアウト（MBO）事例、二段階公開買付け、公開買付価格が公表日前日終値を下回っている公開買付け、対象会社の賛同がない事例は除きます。）197 件」を参照としている旨が言及されており、そのプレミアムの水準について、公表日前日の終値、同日までの 1 ヶ月間の終値単純平均値、同過去 3 ヶ月間の終値単純平均値及び同過去 6 ヶ月間の終値単純平均値に対するプレミアム率の平均値は50.33%、52.04%、54.17%、55.86%であり、また、中央値は 42.53%、43.14%、43.77%、46.41%であるとも言及されています。

また、上記の 2 案件で比較した場合、その詳細においても、留意すべき点があるものと考えます。

第一に、本公開買付けにおいては母集団から PBR1 倍未満の案件が明示的に除かれている一方、弘電社案件においては、少なくとも開示上、PBR1 倍未満の案件を除外するとは明示されていません。しかしながら、当社が取得した直近 5 年間の市場データに基づけば、対象会社と弘電社の両社とも 2026 年以降は PBR1 倍を超過しており、また 2021 年 6 月 1 日以降の期間においては、PBR1 倍未満または 1 倍近辺で推移していた時期があるという点では共通していると認識しています。

もちろん、両案件の前提条件が完全に同一ではないことは理解しています。その上で、対象会社および弘電社のいずれも、国内データセンター等に対する建設需要の高まりの恩恵を享受し得ると考えられる点において類似性を有していることに加え、両社の PBR の推移にも類似点があり、かつ近接した時期に公表された案件であることに鑑みると、一方では PBR1 倍未満案件を明示的に除外し、他方では少なくとも開示上そのような除外条件が示されていないことについては、外形的には確認すべき点があると認識しています。本公開買付けにおいて PBR1 倍未満の案件を除いた理由については、そのことがプレミアム水準に与える影響を含めて、より具体的な説明および再検討が必要であると考えます。

第二に、本公開買付けにおいては、プレミアム分析において参照した 57 件の中央値のみを開示しており、平均値を開示していません。57 件という奇数件数の母集団における中央値は、指標ごとに並べ替えた場合の 29 番目の観測値を示すものであり、母集団全体の分布や上方のプレミアム水準を必ずしも十分に反映するものではないと考えています。

この点、弘電社案件が採用した、2019 年以降を起点とするより広く採用されている期間設定に基づく母集団（197 件）において開示されたプレミアム平均値を参考にした場合、本件プレミアムの相対的位置づけは、対象会社が採用した母集団（2025 年以降・57 件）の中央値に対する場合よりもさらに低い位置となります。このことは、本件における母集団設定の選択が、プレミアムの相対的評価に実質的な影響を及ぼしていることを示唆しています。

以上より、対象会社におけるプレミアム分析の母集団の設定については、本買付価格の相対的な妥当性を検証する上で、確認すべき点が残るものと考えます。対象会社の取締役会・特別委員会

におかれては、なぜ当該母集団を採用したのかを説明するべきであり、また、仮に上述のような母集団で相対的な妥当性を検証していなかったのであれば、早急に再検討するべきだと期待します。

5. 更に、価格交渉の着地点として、中期経営計画における目標時価総額を基準としている点も課題である

開示によれば、特別委員会および対象会社は、買付者の提案に対して複数回の交渉を経て最終的に 3,730 円の水準に至ったという説明がなされています。そして、この最終価格 3,730 円は、中期経営計画における目標時価総額 1,000 億円に相当する金額として、対象会社および特別委員会が提示した水準であると説明されています。

もっとも、DCF 法の前提となる事業計画は、中期経営計画そのものではなく、中期経営計画をベースに足元の受注状況を勘案していると説明されています。そうであるならば、価格交渉の基準点とされた中期経営計画上の目標時価総額 1,000 億円についても、足元の受注状況や事業環境の変化を踏まえて、同様に見直されるべきであったと考えます。

これまで述べてきたとおり、同社の事業計画は保守的に設定されている可能性があり、そのような中期経営計画を根拠とする目標時価総額を基準として価格交渉がなされているように見られます。加えて、それを対象会社および特別委員会が自ら提示している以上、交渉という外形をもって、価格の実体的な公正性が担保されたとは必ずしもいえないと考えます。出発点となる計画が過小評価されていれば、そこから計算された目標時価総額もまた過小となり、当該水準への到達は公正価値への到達を意味しないからです。

加えて、対象会社のいう「中期経営計画における目標時価総額 1,000 億円」について、当社としては、これは上場会社として株式市場において達成を目指す市場評価を示すものと理解しています。株式市場における時価総額は、通常、少数株式の市場取引価格を基礎として形成されるものであり、支配権取得に伴い通常考慮されるコントロールプレミアムを反映した価値とは性質を異にするものと考えます。

したがって、当該目標時価総額を本公開買付価格の基準点として用いることは、少数株主からの株式取得を通じて公開買付者側が対象会社の支配権を取得する取引における価格形成として、理論的な整合性を欠くものと考えます。すなわち、本公開買付価格について、理論的にはコントロールプレミアムを含まない中期経営計画上の目標時価総額 1,000 億円に相当する水準であることをもって価格の妥当性を基礎づけるのであれば、そのような価格形成は、少数株主が本来享受すべき価値を十分に反映していない可能性があると考えます。この点、対象会社および特別委員会におかれましては、本公開買付価格にコントロールプレミアムがどのように反映されているのかについて、再検証する必要があると考えます。

なお、本件において、対象会社は、本公開買付価格の公正性に関する意見書、いわゆるフェアネス・オピニオンを取得していないと説明されています。しかしながら、本公開買付けでは、価格算定の基礎となる事業計画が保守的に設定されている可能性があり、価格交渉の着地点の合理性についても確認すべき点が残ると考えます。さらに、本件取引の妥当性を検討した特別委員会についても、その独立性の面で留意すべき点があります。委員の一人である渡慶次憲彦氏は、独立社外監査役として参加しているものの、開示資料によれば、2014 年 6 月より 12 年間にわたり対象会社の監査役を務めているとされています。大株主が影響力を有し得る本件のような非公開化取引

においては、特別委員会により高度な独立性が求められるものと考えます。こうした状況に鑑みれば、価格の実体的な公正性を補完的に確認するために、フェアネス・オピニオンの取得や特別委員会独自の財務・法務アドバイザーの起用といった対応も望ましかったのではないかと考えます。

6. 最後に、マーケットチェックの範囲および実効性についても、確認すべき点が残る

開示によれば、対象会社は、2025 年 7 月 9 日に ALSOK から完全子会社化提案を受領した後、比較対象となり得る候補者の有無について初期的調査を開始し、2025 年 8 月下旬から 9 月中旬にかけて、ファイナンシャル・アドバイザーを通じてカーライルに対し、対象会社株式の非公開化に関する初期的な意向確認を実施したとされています。その後、ALSOK およびカーライルに対してデュー・ディリジェンスの機会を提供し、両者から法的拘束力のある提案を受領した上で比較・検討したと説明されています。

もっとも、対象会社は、候補者数の増加による情報管理リスクや ALSOK 提案において想定されていた時間軸での対応の可否等を勘案し、ALSOK およびカーライル以外の候補者への具体的打診は行っていないと説明しています。また、ALSOK およびカーライル以外の候補者から具体的提案も受領していないとされています。

当社は、このようなマーケットチェックが、株主共同の利益の最大化に資する十分な競争的価格発見プロセスであったかについて、確認すべき点が残るものと考えます。特に、実質的な比較対象となった外部候補者はカーライルに限定されていたところ、そのカーライルは最終的に ALSOK と共同で本公開買付けを行う立場となっています。したがって、本公開買付けにおいては、ALSOK と独立した第三者による競争的な買収提案が最後まで維持され、価格の引上げ圧力として十分に機能したのかについて、慎重な検証が必要であると考えます。

たしかに、本公開買付けにおいては、公開買付期間が 33 営業日に設定されており、また、対象会社が対抗的買収提案者と接触することを制限する取引保護条項等はないとされています。しかしながら、対象会社による賛同および応募推奨が既に公表された後に行われる間接的なマーケットチェックにおいては、潜在的な買収候補者が十分なデュー・ディリジェンスを行い、資金調達を確保し、真摯な対抗提案を行うための機会として、必ずしも十分とは限らないと考えます。

取締役会および特別委員会におかれては、なぜ ALSOK およびカーライル以外の候補者に具体的打診を行わなかったのか、カーライルが最終的に ALSOK との共同買付者となった後もなお、本マーケットチェックが少数株主にとって十分な価格発見機能を果たしたと判断したかどうか、改めて検討する必要があるものと考えています。

以上、当社は、対象会社の取締役会および特別委員会が善管注意義務を尽くし、株主共同の利益が最大化されることを強く期待しております。

ニューバーガーについて

ニューバーガーは、1939 年に創業された従業員が自社株式を保有するプライベート経営の独立系資産運用会社です。株式、債券、プライベート・マーケット、ヘッジファンド投資等の多岐にわたる資産クラスについて、世界中の機関投資家およびアドバイザー等に運用サービスを提供しています。世界 26 カ国においてビジネスを展開し、3,000 名の従業員を擁しています。また、2026 年 3 月末時点における運用資産残高は 5,670 億ドルです。

ニューバーガー・バーマン株式会社（日本法人）について

ニューバーガー・バーマン株式会社は、ニューバーガーの東アジア地域（日本および韓国）の統括拠点として、2008 年東京に設立されました。日本においては、2004 年から年金基金や金融機関を中心とした機関投資家のお客様に運用サービスのご提供を開始し、お客様のニーズに合わせた新しい商品の開発などを通じて、これまで日本になかった資産クラスへの投資機会も提供しています。2026 年 3 月末時点において、日本拠点では 108 名の従業員を擁し、預かり資産残高は 11.1 兆円です。詳細は、当社のウェブサイトをご覧ください。 www.nb.com/japan

本書面における分析・見解は、当社が信頼できると判断した公開情報、各種データベースベンダー（Bloomberg 等）その他第三者から取得した情報に基づき作成しております。これらの情報については、その正確性、完全性又は最新性を当社が独自に検証しているものではなく、当社はこれらを前提として分析を行っております。したがって、本資料に含まれる情報及び分析結果の正確性、完全性又は妥当性を保証するものではありません。

本書面は、作成時点において信頼できると思われる情報に基づき作成されていますが、その正確性及び完全性を保証するものではなく、また、本書面の受領者が本書面に含まれる情報に基づきとったいかなる行動に対しても、当社グループは責任を負いません。当資料に含まれる意見や見通しは作成時点のものであり、今後予告なく変更されることがあります。当資料中の見通しや意見については、必ずしもニューバーガー・バーマンとしての統一見解ではない場合があることにご注意ください。

当社グループは、当資料に記載する情報（第三者からの情報を含む）のいずれについてもその公正性、正確性、信頼性、完全性及び妥当性について、明示又は黙示を問わず表明又は保証するものではありません。従って、当社グループは当該情報の開示又は利用に関するいかなる責任や債務も負いません。

ニューバーガー・バーマン株式会社

〒100-6512 東京都千代田区丸の内一丁目5番1号

金融商品取引業者関東財務局長（金商）第 2094 号

加入協会一般社団法人日本資産運用業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

＜本件に関するお問い合わせ＞

ニューバーガー・バーマン株式会社：代表電話: 03-5218-1930 メール: info.japan@nb.com