

XYZ株式会社による当社に対する公開買付け（MBO） 及びブラザー工業株式会社による当社に対する 公開買付けの開始予定に関する見解

ローランド ディー.ジー.株式会社
2024年4月26日

エグゼクティブ・サマリー

両提案を比較検討した上で、当社の株主価値・企業価値に最も資する提案はMBOであると判断し、MBOに対する賛同・応募推奨を表明

	MBO	ブラザー公開買付け
当社検討体制	当社社外取締役3名から構成される特別委員会が、独自のリーガルアドバイザーである西村あさひ法律事務所から助言を受けながら、当社執行部とタイヨウ・ブラザー工業双方の執行部との協議に同席する等して必要な情報を収集し、企業価値・株主共同の利益双方の観点から、MBO及びブラザー公開買付けを公正に比較検討	
当社の企業価値向上に資するか	<ul style="list-style-type: none"> ■ タイヨウが当社へ社外取締役を派遣した2020年以降、当社はタイヨウとともに各企業価値向上策を実施することで業績はV字回復を遂げた実績 ■ MBO提案は、特別委員会が認識している当社課題に対して、個別のテーマ毎に具体的かつ定量化された企業価値向上策を提示しており合理的 	<ul style="list-style-type: none"> ■ ディスシナジーとして、①主要サプライヤーAとの取引関係悪化、②ブラザー工業製のプリンターヘッド使用に関するリスク、③企業戦略・技術戦略や企業文化の違いの発生が懸念され、かかる懸念は現時点で払拭されず ■ ブラザー工業が提示するシナジーはいずれも具体性に欠け、その実現性に対する懸念は現時点で払拭されず
少数株主の利益に資するか	5,370円	5,200円
現時点での当社見解	当社経営陣が認識する課題に対し具体的な企業価値向上策が提示されており、企業価値・株主価値に資すると判断	ディスシナジーの発生やシナジーの実現性に対する懸念が依然として払拭されていない

1 ブラザー公開買付け公表から 本見解の公表に至るまでの経緯

ブラザー公開買付け公表から本見解の公表に至るまでの経緯

日時	内容（ブラザー工業に関連する記載は太字下線で表示）
2024年3月13日	ブラザー工業が当社に対する公開買付けの予定を公表
2024年3月15日	当社特別委員会よりタイヨウに対し、MBOの条件変更の意向を問う書簡を送付 （2024年3月22日に検討中との回答を受領し、同26日までに回答が得られず）
2024年3月19日	当社執行部・取締役会・特別委員会がブラザー工業と面談（ブラザー工業よりシナジー・ディスシナジーの見立て等について説明） ⇒シナジー発生の実現性やディスシナジー発生懸念は払拭できず
2024年3月22日	① 当社取締役会より当社特別委員会に対して追加諮問 ② 当社特別委員会が独自のリーガル・アドバイザーを選任
2024年3月26日	当社特別委員会より当社取締役会に対して、 ブラザー工業への傘下入りに伴うディスシナジー発生による当社製品の競争力低下及びこれによる中長期的視野での企業価値低下の蓋然性が払拭できない として、 MBOへの賛同意見を維持する旨を答申 （応募推奨は撤回）
2024年4月5日	当社執行部・取締役会・特別委員会がブラザー工業と面談（ブラザー工業よりシナジー・ディスシナジーの見立て等について説明）
2024年4月9日	当社より、主要サプライヤーAに対して、当社がブラザー工業の傘下となった場合の今後の取引等に関する考えを確認するための質問状を送付
2024年4月10日	当社取締役会よりシナジー・ディスシナジーに関する質問書をブラザー工業へ送付
2024年4月11日	主要サプライヤーAより、当社がブラザー工業の傘下となった場合、取引関係の見直し検討は不可避である旨の回答受領
2024年4月16日	当社執行部・取締役会・特別委員会がブラザー工業と面談し、シナジー・ディスシナジーに対する当社見解を改めて具体的に説明
2024年4月19日	当社執行部・取締役会・特別委員会がタイヨウと面談 ⇒MBO公表時とシナジーや企業価値向上策に変わりがないことを確認
2024年4月23日	① 当社執行部・取締役会・特別委員会がブラザー工業と面談（ブラザー工業より当社の各懸念に対する見解について説明） ⇒ ブラザー工業よりディスシナジーは発生しないとの主張を聴取 ② タイヨウより買付価格を5,370円へ引き上げる旨を聴取
2024年4月24日	主要サプライヤーAに対して当社がブラザー工業の傘下となった場合の今後の取引等に関する考えを改めて照会
2024年4月25日	① 主要サプライヤーAより、当社がブラザー工業の傘下となった場合、価格設定見直しの他、新製品等の販売が難しく、技術支援を停止せざるを得ない旨の正式回答受領 ② 外部専門家より、主要サプライヤーの回答を前提とした場合、2026年12月期において営業利益ベースで▲50億円（営業利益予想値に対して約80%減）のディスシナジーが生じる可能性が高い旨の報告を受領 ③ 当社よりシナジー発生の実現性やディスシナジーに対する懸念が払拭できない理由を書面にてブラザー工業へ送付
2024年4月26日	当社特別委員会より当社取締役会に対して、 ブラザー工業への傘下入りに伴うディスシナジー発生による当社製品の競争力低下及びこれによる中長期的視野での企業価値低下の蓋然性が払拭できないこと、及びMBOが株主利益に資する提案内容であることから、MBOへの賛同意見を維持しつつ応募推奨へ変更する旨を答申

2 当社がブラザー工業の傘下に入ることとなった場合に発生し得るディスシナジー

ブラザー工業の傘下入りに際して発生し得るディスシナジー

当社が想定するディスシナジー

① 主要サプライヤーAとの取引関係悪化	② ブラザー工業製のプリンターヘッドに関するリスク	③ 企業戦略・技術戦略や企業文化の違い
<ul style="list-style-type: none"> ✓ 主要部品の値上げ、新製品の開発遅延・停止 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 当社の製品ラインアップを充足できない ✓ 当社製品の性能・生産プロセス・対顧客の観点で悪影響を及ぼす可能性 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ 意思疎通・連携やスピードで当社との違いを強く認識 ✓ 産業印刷分野における技術戦略や販売戦略等に関する考え方や企業文化が明確に異なる

ブラザー工業の主張

ディスシナジーの蓋然性の懸念は解消された

- ✓ 主要サプライヤーAは取引関係の見直し自体ではなく見直しの「検討」を行うと言及しているに過ぎず、具体的な内容も不明
- ✓ 主要サプライヤーAが外販事業を積極的に拡大している
- ✓ ブラザー工業と主要サプライヤーAは競合関係に該当しない。ブラザー工業と主要サプライヤーAは友好的な関係にあり、広範な領域で関係悪化に発展し得るような行為を取ることは考えづらい

主要サプライヤーAの回答

現行取引関係の見直し不可避

- ✓ 現時点で当社に販売しているプリンターヘッドは、**重要パートナーとしての価格で販売することが難しく、現行の価格設定の大幅な見直しをせざるを得ず、プリンターヘッド（現時点で当社に販売しているものは除く）を当社に販売することは難しい**
- ✓ **当社の製品開発について早期段階からの密接な連携及び製品発売後の品質サポートを含めた密接な協働や技術支援などについてもやむを得ず停止せざるを得ない**

ブラザー工業の主張・主要サプライヤーAの回答を踏まえた当社見解

当社の存続に関わる規模のディスシナジー（2026年12月期において営業利益▲50億円）が発生し、当社の企業価値毀損に繋がる

- ✓ ディスシナジー発生による当社製品の品質・競争力低下及びこれによる中長期的視野での当社企業価値低下の蓋然性は依然として高い
- ✓ 企業戦略・技術戦略や企業文化の違いから生じるディスシナジー発生も懸念（過去の協業での不和から生じた不信感を含む）

ディスシナジー①：主要サプライヤーAとの取引関係悪化に伴う当社製品の品質・競争力低下に対する懸念

ディスシナジー①：主要サプライヤーAとの取引関係悪化

当社の主力製品である産業用プリンターの基幹部品（プリンターヘッド）について、主要サプライヤーAから当社への仕入価格を含む取引条件の悪化、主要サプライヤーAの最新技術を搭載した最先端のプリンターヘッドの優先して供給されなくなる蓋然性が高いこと、及び、当社の製品開発について早期段階から密接に連携し製品発売後も品質サポートを含め密接に協働することや技術支援を受けることができなくなる蓋然性が高いこと

- 当社がブラザー工業の傘下に入ることとなった場合には、当社と主要サプライヤーAは、良好な関係から競合関係へと変化し、主要サプライヤーAから現在供給を受けているプリンターヘッドや今後新開発されるプリンターヘッドについて、競合関係になく良好な関係にあることを前提とする現在の仕入条件が維持されない可能性が高いほか、最先端のプリンターヘッドの供給や当社の製品開発について早期段階からの密接な協働及び技術支援等を受けられず、取引内容や条件の変更（価格の値上げや主要サプライヤーAからの協力が得られないことによる当社製品の開発遅延・開発停止等）によるディスシナジーが発生し、**当社製品の品質・競争力低下が生じる可能性が高い**
- 主要サプライヤーAに対し、当社がブラザー工業の傘下に入ることとなった場合の今後の取引等に関する考えを確認し、**主要サプライヤーAより、正式に、重要パートナーとしての価格の提示や、最先端のプリンターヘッドの供給、当社の製品開発について早期段階からの密接な連携及び製品発売後の品質サポートを含めた密接な協働や、技術支援などに関する取引関係の見直しは不可避である旨の回答を受領**

ディスシナジー①：主要サプライヤーAの回答と矛盾するブラザー工業の主張

ブラザー工業の主張 (3/19)

ディスシナジーの蓋然性の懸念は解消された

- ✓ (i) 主要サプライヤーAはプリンターヘッド外販を成長戦略と位置付け、積極的にプリンターヘッドの製造設備への投資を敢行
- ✓ (ii) 主要サプライヤーAのプリンターヘッド外販ビジネスは**ブラザー工業と競合関係に該当せず**、主要サプライヤーAはサプライヤーとしての供給責任を有する 等

ブラザー工業の主張 (4/23)

ディスシナジーの蓋然性の懸念は解消された

- ✓ (i') 主要サプライヤーAがプリンターヘッドの製造設備への投資を実施しており、外販事業を積極的に拡大している
- ✓ (ii') ブラザー工業と主要サプライヤーAは**競合関係に該当しない**。また、主要サプライヤーAは取引関係の見直し自体ではなく**見直しの「検討」を行うと言及しているに過ぎず**、取引条件をどのように見直すかの具体的な内容も不明であることから**事業会社の支配関係の異動を伴う取引において生じる一般的な「取引関係の見直し」の懸念の範疇を超えていない**
- ✓ (iii) ブラザー工業と主要サプライヤーAは特許権の許諾等の契約を締結している**友好的な関係**にあり、**広範な領域で関係悪化に発展し得るような行為を取ることは考えづらい**

当社の主張 (4/16)

ディスシナジーに対する懸念は依然払拭されていない

- ✓ (ii) 主要サプライヤーAに対し、当社が**ブラザー工業の傘下に入ることとなった場合**の今後の取引等に関する考えを確認し以下回答を受領
 - ・ 重要パートナーとしての価格の提示や、最先端のプリンターヘッドの供給、当社の製品開発について早期段階からの密接な連携及び製品発売後の品質サポートを含めた密接な協働や、技術支援などに関する**取引関係の見直し検討は不可避**

当社の主張 (4/25)

ディスシナジーに対する懸念は依然払拭されていない

- ✓ (ii') (iii) 主要サプライヤーAに対し、当社が**ブラザー工業の傘下に入ることとなった場合**の今後の取引等に関する考えを改めて照会し、以下回答を受領
 - ・ 当社がブラザー工業の傘下に入ることとなった場合、プリンターヘッドの事業に関する当社と主要サプライヤーAの関係に関する主要サプライヤーAの認識としては、**これまでの重要取引先・重要パートナーという関係から競合関係へと変化**
 - ・ 現時点で当社に販売しているプリンターヘッドは、**現行の価格設定の大幅な見直しをせざるを得ない**上、現時点で当社に販売しているプリンターヘッド以外のプリンターヘッドを**当社に販売することは難しい**
 - ・ 当社の製品開発について早期段階からの密接な連携及び製品発売後の品質サポートを含めた**密接な協働や技術支援などについてもやむを得ず停止せざるを得ない**

ディスシナジー②：ブラザー工業製のプリンターヘッド使用による当社業績や当社製品への悪影響に対する懸念

ディスシナジー②：ブラザー工業製のプリンターヘッド使用に関するリスク

(主要サプライヤーAとの間で従前と同様の取引が困難となった場合) ブラザー工業製のプリンターヘッドの採用数の増加が考えられるものの、ブラザー工業製のプリンターヘッドでは、当該主要サプライヤーAのプリンターヘッドのラインアップをカバーできないことから、当社の新製品の開発が計画通りに実行できず、その結果として、当社の製品ラインアップを充足できず、当社業績に著しい影響が生じる可能性が高いものと考えられること。加えて、ブラザー工業製のプリンターヘッドを搭載した製品については、当社製品の性能・生産プロセス・対顧客の観点で悪影響を及ぼす可能性があること

- **ブラザー工業製のプリンターヘッドでは、主要サプライヤーAのプリンターヘッドのラインアップをカバーできないことから、ディスシナジー①（前頁）が生じた場合には、当社の新製品の開発が計画通りに実行できず、その結果として、当社の製品ラインアップを充足できず、当社業績に著しい影響が生じる可能性が高い**
- **また、ブラザー工業製のプリンターヘッドは他社製と比較して、品質面で懸念があり、当社製品に搭載する前に当社において全ノズル検査を実施しなければならない状況にあり（ブラザー工業以外のサプライヤーが製造するプリンターヘッドを使用する際に、上記のような全ノズル検査は実施していない）、その検査工数が極めて多いことから、当社製品の製造コストの増加や、当社の生産プロセス及び対顧客の観点で重大な悪影響が出ている**

ディスシナジー③：企業戦略・技術戦略や企業文化の違いによる当社競争力の低下に対する懸念

ディスシナジー③：企業戦略・技術戦略や企業文化の違い

当社とブラザー工業との過去の協業及び取引における経緯・実績を踏まえ、企業戦略・技術戦略や企業文化の違いによる当社の競争力の低下の可能性があること

- 当社は、ブラザー工業との取引・協業の過程において、（i）プリンターヘッドの価格について、ブラザー工業内での連携不足から、取引当初提示されていた取引価格より値上げされた、（ii）ブラザー工業からの技術支援が十分でなかったことも一因となり、開発製品のスペックダウンを余儀なくされた、といった事例がある
- こうした中、当社は部門間・子会社間での意思疎通・連携やスピードの点で当社との違いを強く認識し、また、産業印刷分野における技術戦略や販売戦略等に関する考え方や企業文化が明確に異なると認識するに至っており、当社がブラザー工業の傘下に入ることとなった場合には、ニーズの多様化をはじめとした市場変化へ迅速に適応できず、スピード感あふれる市場創造が困難となる上、当社がグローバルに有する優れた人材が大量に離反する懸念あり

3 ブラザー工業が主張するシナジー に対する当社の見解

ブラザー工業の想定するシナジーと当社の企業価値向上策に対して、 いずれも実現性に疑念が残る

ブラザー工業のインクジェット技術等の資産を
活用した当社製品の競争力強化



ブラザー工業の技術等の「活用」が当社製品の
競争力強化に繋がるのかについて疑義がある

ブラザー工業のプリンティング&ソリューションズ
事業との共同購買などを通じた製造コストの削減



具体的にどの程度の
製造コスト削減が期待できるのか不明

両社の補完関係にある販売チャネル・顧客基盤の
相互活用



過去の実績を踏まえクロスセルによる
売上拡大がどの程度可能なのか疑義がある

ブラザー工業の有する幅広いR&D・人的・財務的
リソース等の活用による中長期的な成長の支援



当社の成長のためにR&D人材をどの程度
シフトしてもらえるのか具体的なプランが不明瞭

**加えて、ブラザー工業主張は概して具体性に欠けていると評価
具体的にどの部分でどの程度のシナジーが生じるのか提案が無く、
現時点で具体的なアイデアが無いことからシナジー創出可能性に疑念が残る**

4 MBOに対する見解

タイヨウの経営参画以降業績はV字回復

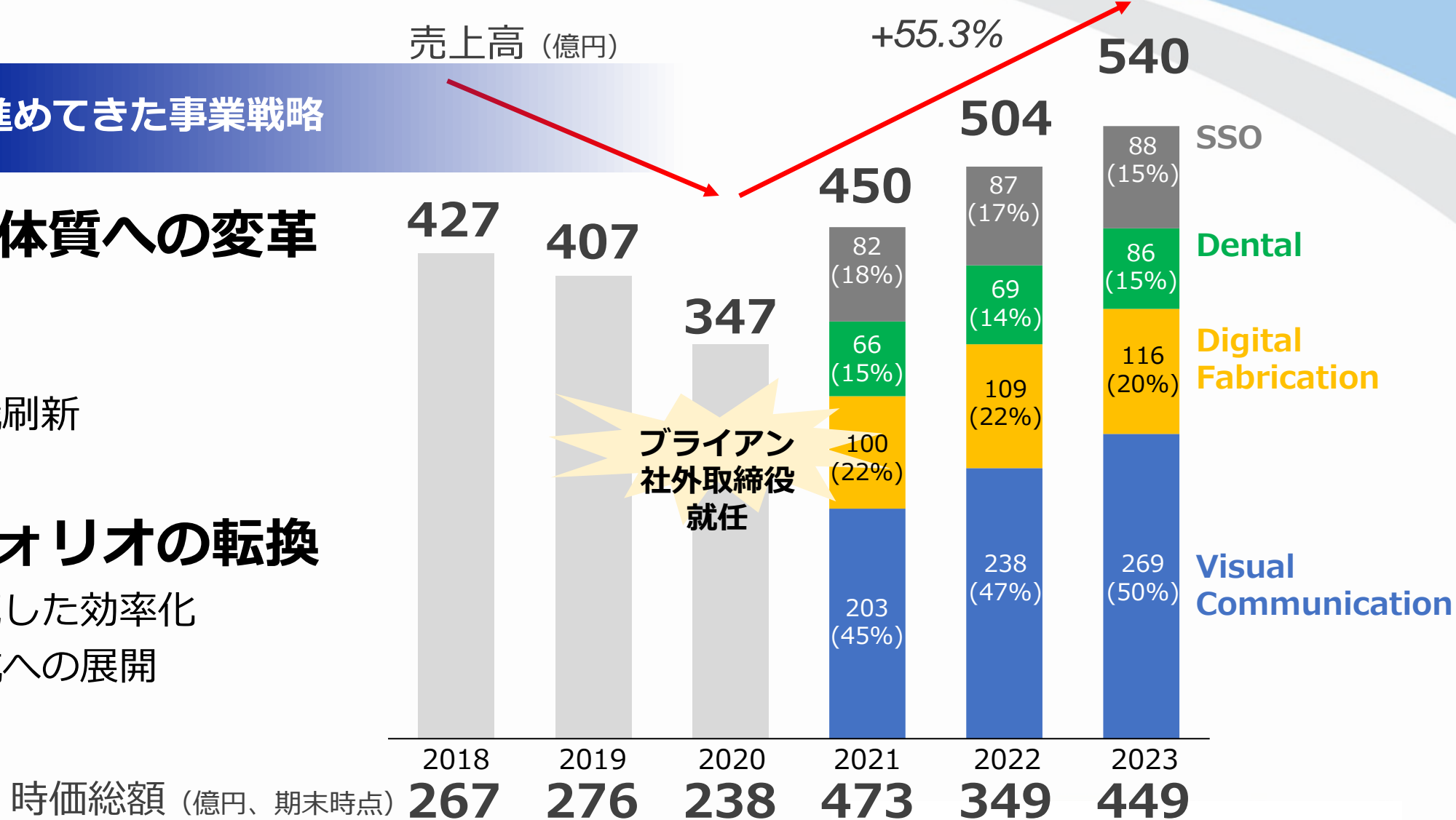
タイヨウとともに進めてきた事業戦略

筋肉質な企業体質への変革

- ・ 製造拠点集約
- ・ 固定費削減
- ・ 経営体制 & 組織刷新

事業ポートフォリオの転換

- ・ 既存事業の徹底した効率化
- ・ 新興国・新領域への展開



当社の中長期的な企業価値向上に資するパートナーとして タイヨウが最適と考える理由

溶剤プリンタ・先進国市場依存からの脱却



更なる事業成長に向けた追加M&A
及びアライアンスの支援

デンタル以降の柱となる新事業の早期確立



タイヨウがこれまで投資した企業における新事業
創出を支援する中で培った、豊富な知見を活用

グローバル連携の一層の強化



タイヨウが有するグローバルでの組織の最適化に
関する豊富な知見を活用

特別委員会が認識している当社課題に対して、
個別のテーマ毎に定量化された具体的な企業価値向上策を提示しており合理的
加えて、タイヨウは2005年以來の長期にわたり当社の株主として経営をしてきた実績があり、
2020年3月以降は社外取締役及びアドバイザーの派遣等によって当社とのエンゲージメントを深め、
当社の企業価値向上に貢献してきた実績に鑑み、
タイヨウが「**当社の中長期的な企業価値向上に資するパートナー**」として最適であると考え

本資料は、当社の2024年4月26日付け「XYZ株式会社による当社の普通株式に対する公開買付けに関する意見の変更についてのお知らせ」の理解に資する目的で作成されたものであり、これらの解釈に影響を与えるものではありません。