



Bull-Dog

当社の企業価値向上に向けて

2007年6月7日

ブルドックソース株式会社

公開買付けに対する取締役会の意見	P. 2
当社の企業価値の源泉	P. 8
今後の事業計画	P.15
企業価値を守るための方策	P.30



Bull-Dog

公開買付けに対する取締役会の意見

1. 取締役会の意見



当社は、スティーラー・パートナーズ(以下、SP)
による公開買付けに反対します。



2. これまでの経緯

平成19年 5月16日	SPより当社株式の公開買付けの実施に関する意向を 表明した書面を受領
5月18日	SPによる公開買付けが開始
5月25日	当社はSPに対して質問を提示
6月1日	SPによる回答を受領。同日、SPが「機密情報」である ことを理由として具体的な回答を行っていない事項に ついて、当社と秘密保持契約書を提出したうえで、6月 6日までに回答するよう要請
6月6日	SPからの返答の書面を受領。当社の要請に対して何 ら具体的な回答はされていない
6月7日	本公開買付けに反対することを取締役会が決議



3. 公開買付けに反対する理由



公開買付けに反対する理由

本公開買付けは、当社の企業価値・株主の皆様との共同の利益の毀損につながるものと判断しました。



4. 企業価値等の毀損に繋がると判断した理由



SPが本公開買付けを通じて当社の議決権の多数を取得することは当社の企業価値等の毀損につながるものであること

当社経営陣の方針

- お客様に「安全・安心・信頼」できる商品をお届けする義務
- 当社は平成25年3月期を最終期とする中期計画を策定し、当社の企業価値、株主の皆様の共同の利益を拡大するべく最善を尽くします

SPに関する分析

- SPは当社の企業価値等に資する経営支配等を行う能力を有していない
- SPは本公開買付け後の当社の経営に対して何ら具体的な方針を明らかにしていない
- SPのファンドとしての性質上追求する利益と、当社実現しようとする中長期的視点に立っての当社の企業価値等の拡大とが、衝突する可能性も予見される



4. 企業価値等の毀損に繋がると判断した理由



本公開買付けの条件及び方法が不適切であり当社の株主の皆様のご共同の利益を毀損するものであること

本公開買付けの条件等に対する分析

- (1) 公開買付価格は当社の企業価値を適正に反映しているものではないと見做され、不十分である。
- (2) SPは十分な情報を開示しておらず、本公開買付けの条件は、当社の株主の皆様のご誤解を招くものである。
 - SPは公開買付価格の算定根拠について、市場価格に一定のプレミアムを付したものであると説明するのみで、具体的な説明を行っていない。
 - SPは経営権取得に際して生じうるシナジーを何ら明らかにしておらず、シナジーに基づくプレミアムが株主に対して分配されないと考えられる。





Bull-Dog

当社の企業価値の源泉

1. 当社グループの経営理念



幸福感を味わえる商品の提供



幸福感とは、お客様やご家族が毎日元気で暮らすこと。

(安全・安心・信頼)

「ほっとするおいしさ」「いままでになかった楽しさ」を創りつづけます。



2. 当社グループの概要



商号 (創業) (事業所)	ブルドックソース株式会社 (1902年(明治35年)食料品卸商三澤屋商店を開業) (本社:東京都中央区日本橋兜町11番5号)
商号 (創業) (事業所)	イカリソース株式会社 (1896年(明治29年)大阪・阿波座にて山城屋を開業) (本社:大阪市福島区福島3丁目14番24号)
事業内容	ソース、その他調味料の製造・販売
売上高	約167億円 (2007年3月期 連結)
総資産	約235億円 (2007年3月期 連結)
従業員数	グループ:436名 (パートも含む。2007年3月現在)
営業拠点	東京、広域、関東、札幌、仙台、大阪、福岡等グループ 計24拠点
生産拠点	鳩ヶ谷、館林、西宮、全3工場



3. 当社グループの特徴



100年を超える歴史から培われた信頼

- グループシェア全国ナンバーワンのトップ企業
- 長い期間にわたって獲得してきた品質への信頼感

取引先の皆様との強力なパートナーシップ

- 全国を網羅した販売チャネル
- 安全で良質な原材料の安定的調達網

健全な財務体質

- 品質の更なる改善及び効率的なオペレーション構築のための積極的な設備投資が可能

技術力

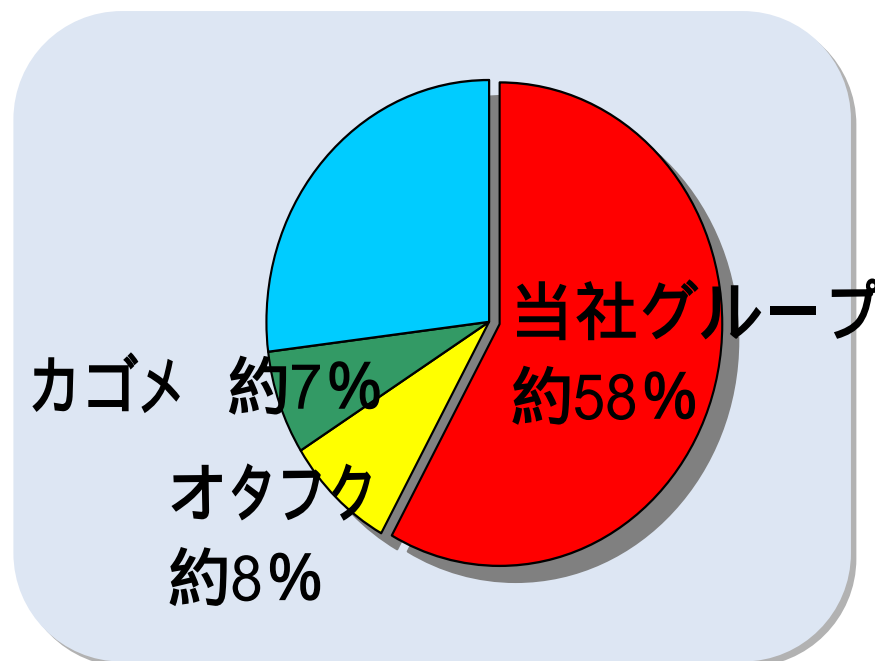
- 地域特性に応じた調味技術
- 長年の研究で蓄積された野菜、香辛料など素材に関するノウハウ
- 北海道東海大学等との産学協同の研究チーム



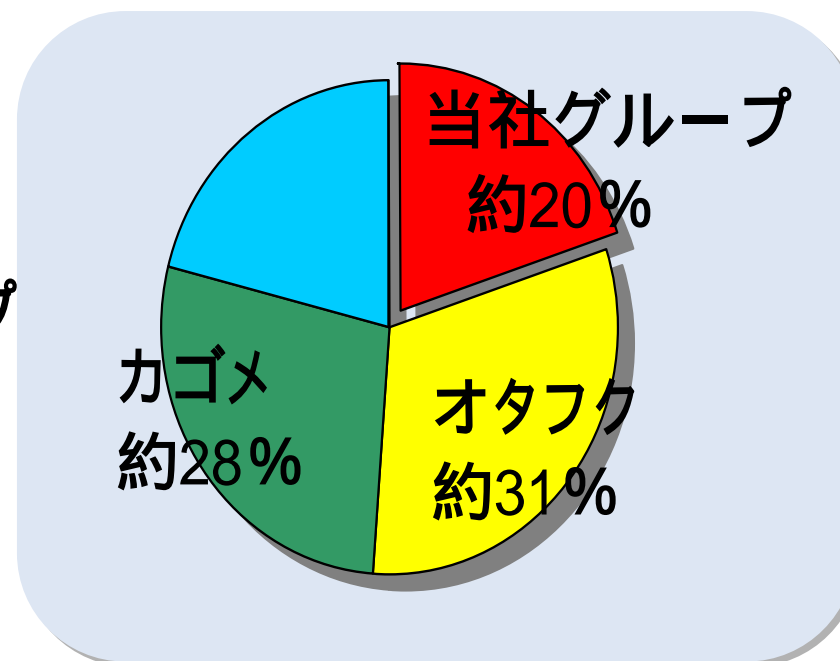
4. 当社グループのマーケットシェア

- 東日本での高いシェア
- イカリソースの基盤を利用した西日本でのシェア拡大

東日本シェア



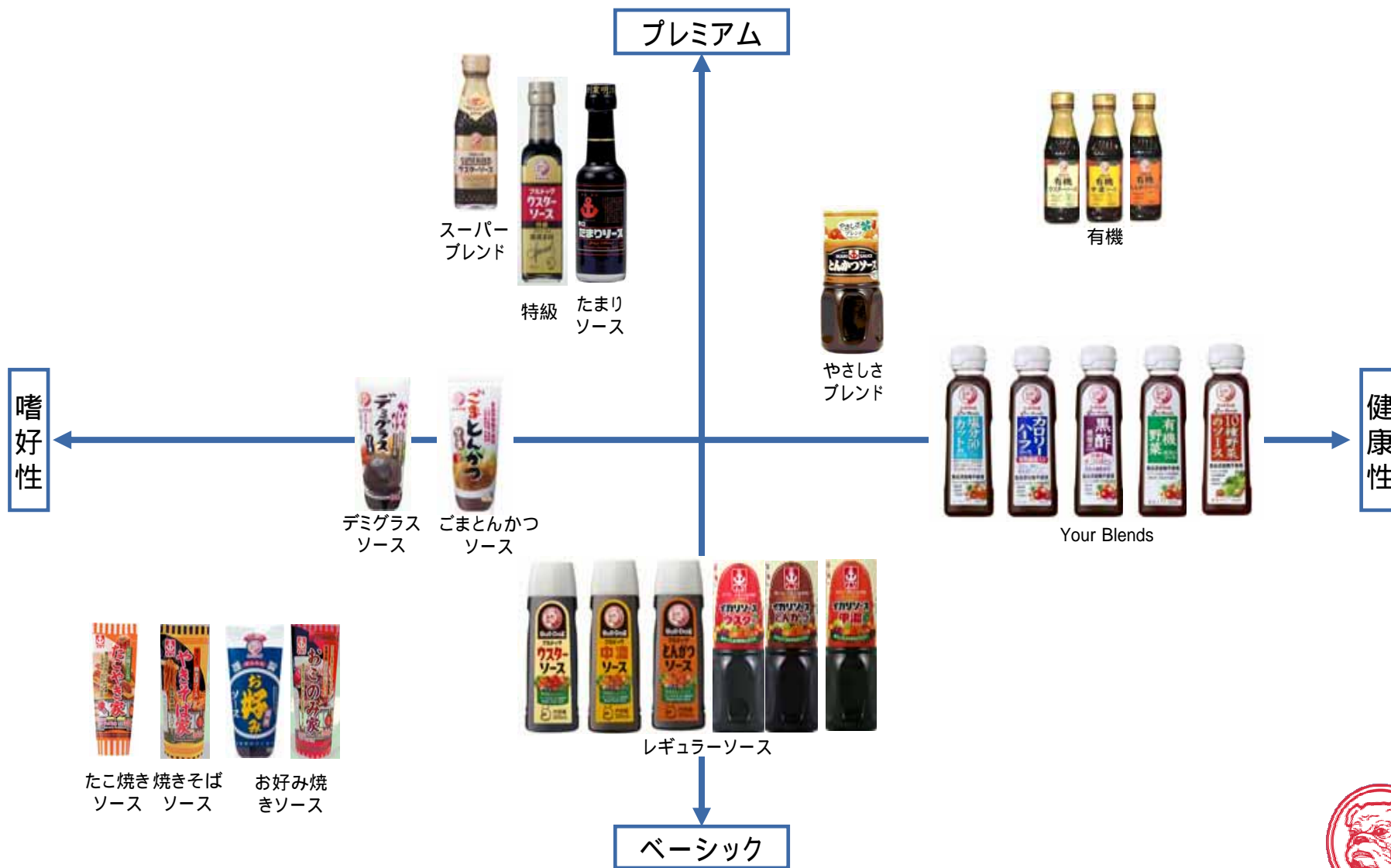
西日本シェア



(「SCI・食マップデータ」より)



5. 当社グループの商品ラインナップ



6. 当社グループ 損益の推移



- 第82期 売上高は第81期比で約20億円の増収
- 第82期 当期純利益は第81期比で約1億円の増益

(単位:百万円)

	2005年3月期 (80期)	2006年3月期 (81期)	2007年3月期 (82期)	2006年3月期比
売上高	13,343	14,705	16,759	2,053
営業利益	885	849	718	130
経常利益	1,249	1,215	972	243
当期純利益	640	434	541	106

2006年3月期にイカリソースの営業を譲受けました。このため、2006年3月期からのれん代償却額約238百万円を計上しております。なお、当該のれんの償却は2010年3月期に終了する予定です。





Bull-Dog

今後の事業計画

1. 環境認識と事業計画のコンセプト



(1) 環境認識 - 需要の低迷と競争の激化

- 少子高齢化に伴い人口は減少傾向にあり、需要の増加による成長は見込みにくい。
- ソースは主に揚げ物の調味料として利用されており、昨今の健康志向は逆風となっている。
- 流通の再編に伴い、流通サイドの価格交渉力の増大はメーカーの収益を圧迫している。
- 穀物や原油など原材料市況の上昇も事業環境の悪化を助長している。
- 厳しい事業環境に耐え切れないメーカーの淘汰が今後予想される。



1. 環境認識と事業計画のコンセプト



(2) 中期事業計画のコンセプト - 横ばいから再成長へ

事業ドメインの再定義に伴う新たな調味料分野への進出
事業ドメインを液体調味料全体と再定義し、当社の強みを生かし、より大きな市場で再成長を狙う。

飛躍のための既存事業基盤強化

上述の再成長を実現する前提として、既存事業基盤の強化及び深化を図る。



2. 事業ドメインの再定義に伴う新たな調味料領域への進出



(1) 「ソース」から「Sauce」へ

<これまでのイメージ>

とんかつやフライなど揚げ物中心の用途。利用法が限定的

ソースとは本来、野菜を中心にしたノンオイルの健康的な調味料(「かける野菜」)
このコンセプトを原点にソースで培った技術、ブランド、販路を基盤に新たな新製品の提案へ

1. 当社の原料に使用している野菜・果実(玉ねぎ、唐辛子等)の「ある」機能に着目した商品
2. 素材の良さを際立たせ健康バランスのとれた調味料

<必要な施策>

研究開発費の増額

ソースの本質を認知させる媒体の利用(既存商品の活性化にも繋がる効果を狙う)

広告宣伝の積極的な活用

従来のソースの持つ固定観念に捉われない新しい「Sauce」を投入



2. 事業ドメインの再定義に伴う新たな調味料領域への進出

(2) ソースは自然の恵みを生かした調味料

< 原料は新鮮な野菜・果実・酢とハーブ&スパイス >

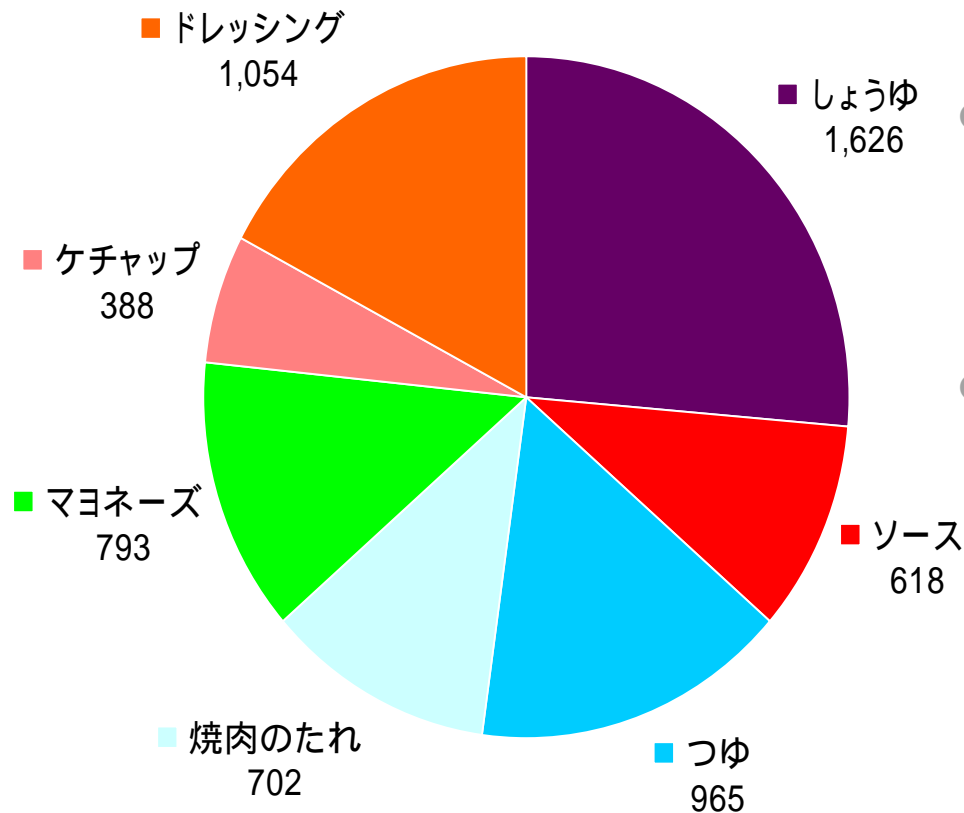
主要原材料	機能
トマト	抗酸化作用がある「リコピン」やビタミンが豊富。
たまねぎ	抗酸化作用や血液をサラサラにする効果のある「スルフィド類」が豊富。
にんじん	活性酸素を抑制するといわれるカロチンが豊富。
りんご	食物繊維「ペクチン」を豊富に含み、整腸作用がある。
プルーン	整腸作用がある食物繊維「ペクチン」が多く、各種ビタミン、カリウムをはじめ、鉄分、繊維質が豊富。
あんず	カロチンが豊富でビタミンC、ナイアシンとビタミンB2、食物性繊維が含まれている。
酢	油の粒子を細かくし、まろやかにする作用。ソースの約30%
ハーブ&スパイス	健胃作用、消化促進、防腐効果、消臭作用などの効果がある。

2. 事業ドメインの再定義に伴う新たな調味料領域への進出



(3) 従来のソース市場を越えた調味料市場への進出による成長

< 市場規模6,000億円以上(2007年予測) >



(富士経済「2007年食品マーケティング便覧」より)

- 従来のソース市場を越えた6,000億円強の市場がターゲット
- 長年の野菜に関する研究及び調味技術をベースに本来のソースが持つ野菜由来の健康調味料としての付加価値を追求
- 従来以上に積極的なアプリケーションの提案

新たな成長ステージへ



3. 飛躍のための既存事業基盤の強化

(1) 中期事業計画達成のための4つの施策

PB戦略による売上拡大

生産拠点の集約

調達コストの削減

重複部門の効率化

イカリソースとのシナジー効果

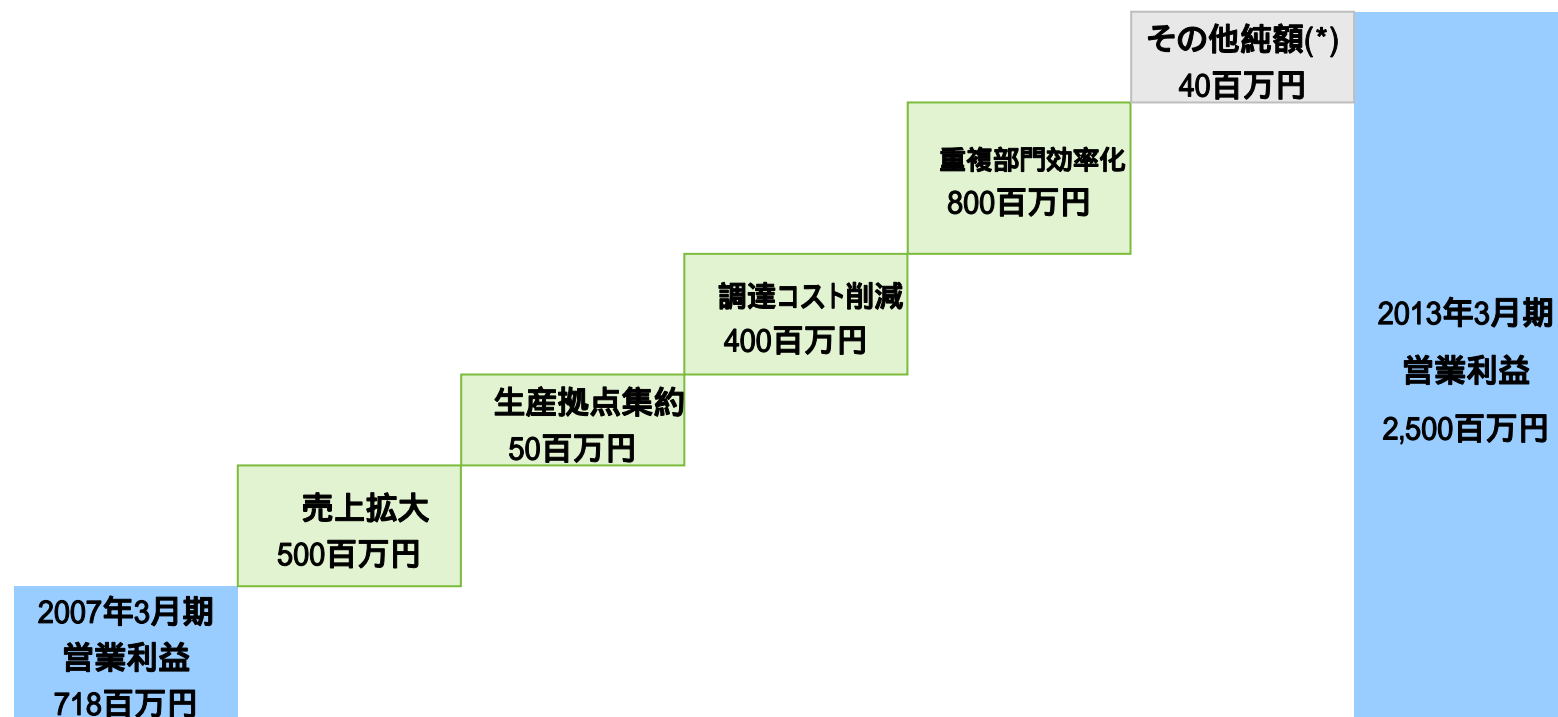


3. 飛躍のための既存事業基盤の強化



(2) 2013年3月期までの営業利益のシナリオ

- PB戦略による売上拡大
- イカリソースとのシナジー効果を最大限発揮



(*) イカリソースののれん償却額の消滅による営業増益240百万円を含む



3. 飛躍のための既存事業基盤の強化



(3) 個別施策 - PB戦略による売上拡大

- 量販店を中心とした家庭用既存商品・業務用商品における中食市場を中心としたPB戦略。
- 2008年3月期見込みで約12億円のPB関連売上に関して、年平均12%程度の売上増加を見込む。



	2007年3月期 (実績)	2008年3月期 (予測)	2009年3月期 (予測)	2013年3月期 (予測)
PB商品売上高	1,087百万円	1,200百万円	1,300百万円	2,100百万円
量販店向け	86百万円	100百万円	100百万円	200百万円
中食等業務用	1,001百万円	1,100百万円	1,200百万円	1,900百万円



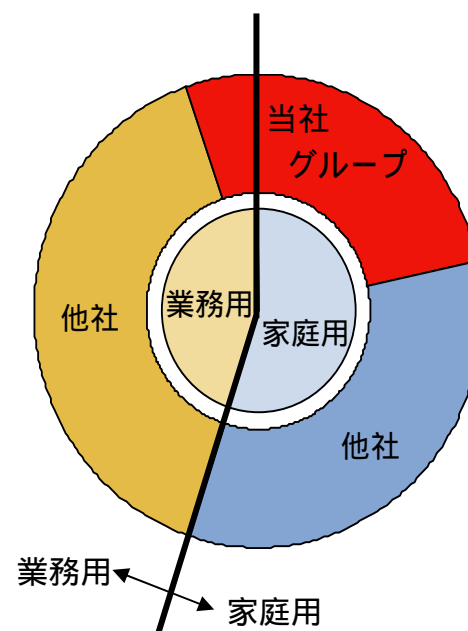
3. 飛躍のための既存事業基盤の強化

(3) 個別施策 - PB戦略による売上拡大(続き)

開拓余地の大きい業務用市場

- 当社は家庭用ソース市場では高いシェアを有するものの(約4割)、業務用ソース市場におけるシェアは10%強程度であり、家庭用市場で有する強力なブランド力、製品開発力及び技術力を用いれば、業務用市場での成長余地は大きいものと考えます。

家庭用・業務用別市場規模と当社シェア



(富士経済「2007年食品マーケティング便覧」より)

3. 飛躍のための既存事業基盤の強化



(3) 個別施策 - 生産拠点の集約による経営効率の向上

- グループの生産体制を、鳩ヶ谷・館林・西宮の3工場体制から、館林・西宮の2工場体制に集約する。

< 現在の東日本の生産体制 >

- 館林 (量産品生産)
- 鳩ヶ谷 (少量多品種生産)

課題1: 「住宅地」であるため稼働時間に制限があり、
生産効率が低い

課題2: 近隣に住宅が密集し、敷地拡張が困難

館林工場の更なる強化
鳩ヶ谷工場跡地の有効活用

- 工場移転に伴う設備投資は2009年3月期から2011年3月期までに総額30億円を見込む。

< 集約による効果 >

- 諸経費削減 (年間50百万円程度) 及び固定費削減



3. 飛躍のための既存事業基盤の強化



(3) 個別施策 - 共同仕入による調達コストの削減

- 連結子会社イカリソースとの共同仕入による調達コストの削減により、原材料比率を32.1% (2007年3月期実績) から29.7% (2013年3月期予測) まで低減を見込む。

<現状>

- 原材料調達品目はブルドックソースが約250品目、イカリソースが約300品目
- 原材料の調達先はブルドックソースが約50社、イカリソースが約70社だが共通の調達ルートはほとんどなし



	2007年3月期 (実績)	2008年3月期 (予測)	2009年3月期 (予測)	2013年3月期 (予測)
原材料比率	32.1%	31.2%	30.7%	29.7%
調達コストの削減効果	-	150百万円	240百万円	430百万円

コスト削減効果は各年度とも2007年3月期との比較となります。



3. 飛躍のための既存事業基盤の強化



(3) 個別施策 - 重複部門の効率化による生産性向上

- イカリソースとの統合効果を最大化するための人員効率(労働生産性)の向上。
- 2工場体制への移行、連結子会社のイカリソースとで重複する営業拠点の整理・管理部門統合等による人員減。
- 定年退職等による自然減。
- 早期退職優遇制度の導入。



	2007年3月期 (実績)	2008年3月期 (予測)	2009年3月期 (予測)	2013年3月期 (予測)
社員数 ¹	436名	430名	420名	320名
コスト削減効果 ²	-	100百万円	160百万円	770百万円
労働生産性	46百万円	47百万円	49百万円	65百万円

1 パートも含まれます。

2 コスト削減効果は各年度とも2007年3月期との比較となります。



4. 数値目標



(1) 中期事業計画サマリー

(単位:百万円)

	2007年3月期 (実績)	2008年3月期 (予測)	2009年3月期 (予測)	2010年3月期 (予測)	2011年3月期 (予測)	2012年3月期 (予測)	2013年3月期 (予測)
売上高	16,759	17,000	17,200	17,400	17,500	17,700	17,900
売上原価	7,936	8,100	8,000	8,200	8,200	7,900	7,900
売上総利益	8,823	8,900	9,200	9,200	9,300	9,800	10,000
販管費	8,104	8,000	8,000	7,900	7,400	7,500	7,500
営業利益	718	900	1,200	1,300	1,900	2,300	2,500

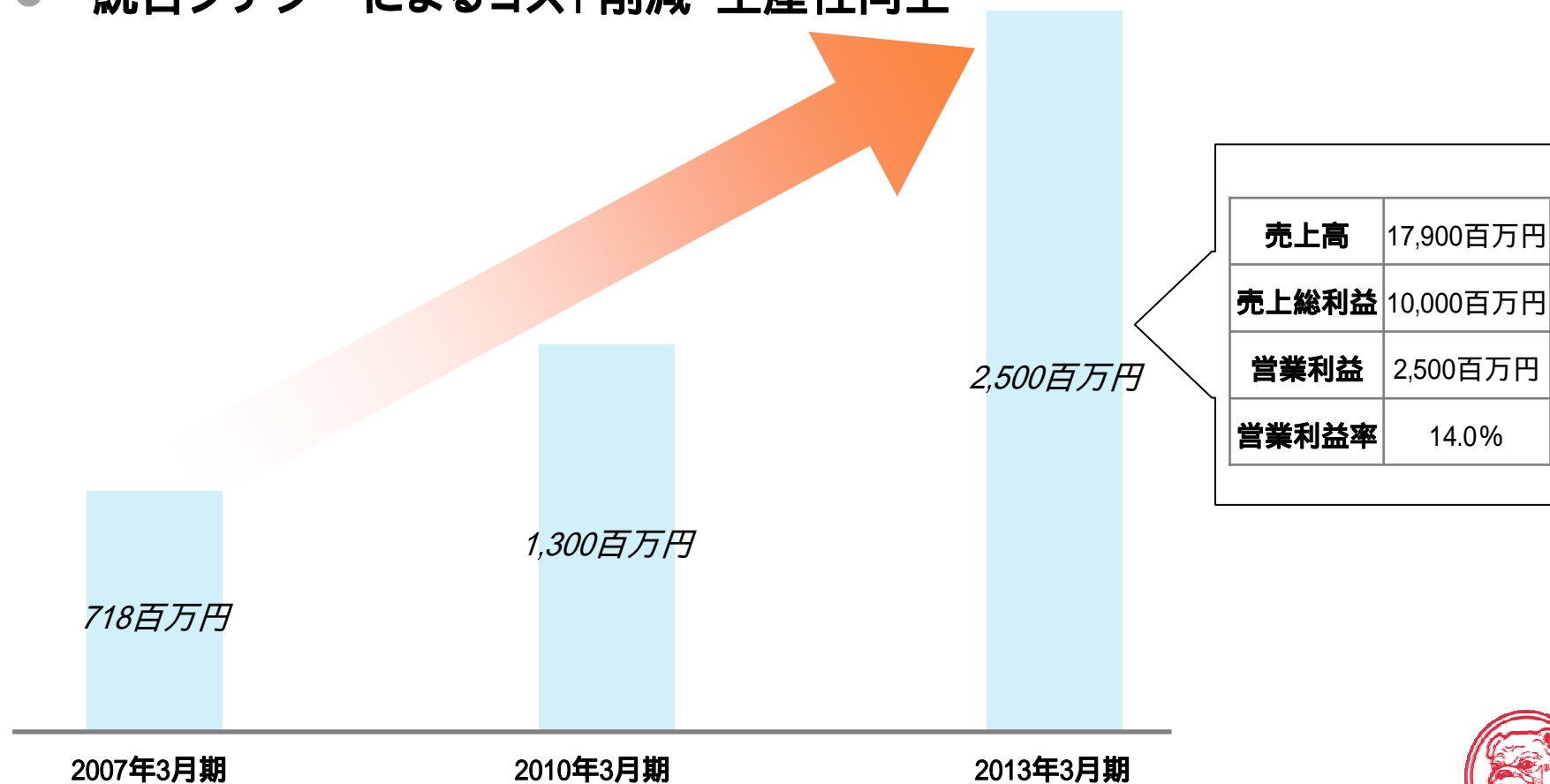
営業利益率	4.3%	5.3%	7.0%	7.5%	10.9%	13.0%	14.0%
-------	------	------	------	------	-------	-------	-------



4. 数値目標

(2) 営業利益のビジョン

- PB分野進出による売上増加
- 統合シナジーによるコスト削減・生産性向上





Bull-Dog

企業価値を守るための方策

対応策の前提

本対応策を採用するか否かについては、全てこれを株主の皆様の特決議による意思に委ねるものです。

2. 対応策の目的及び効果

対応策の目的

SPが今回の公開買付けを通じて多数の議決権を取得することを防止すること等企業価値・株主共同の利益を守ること

対応策の効果

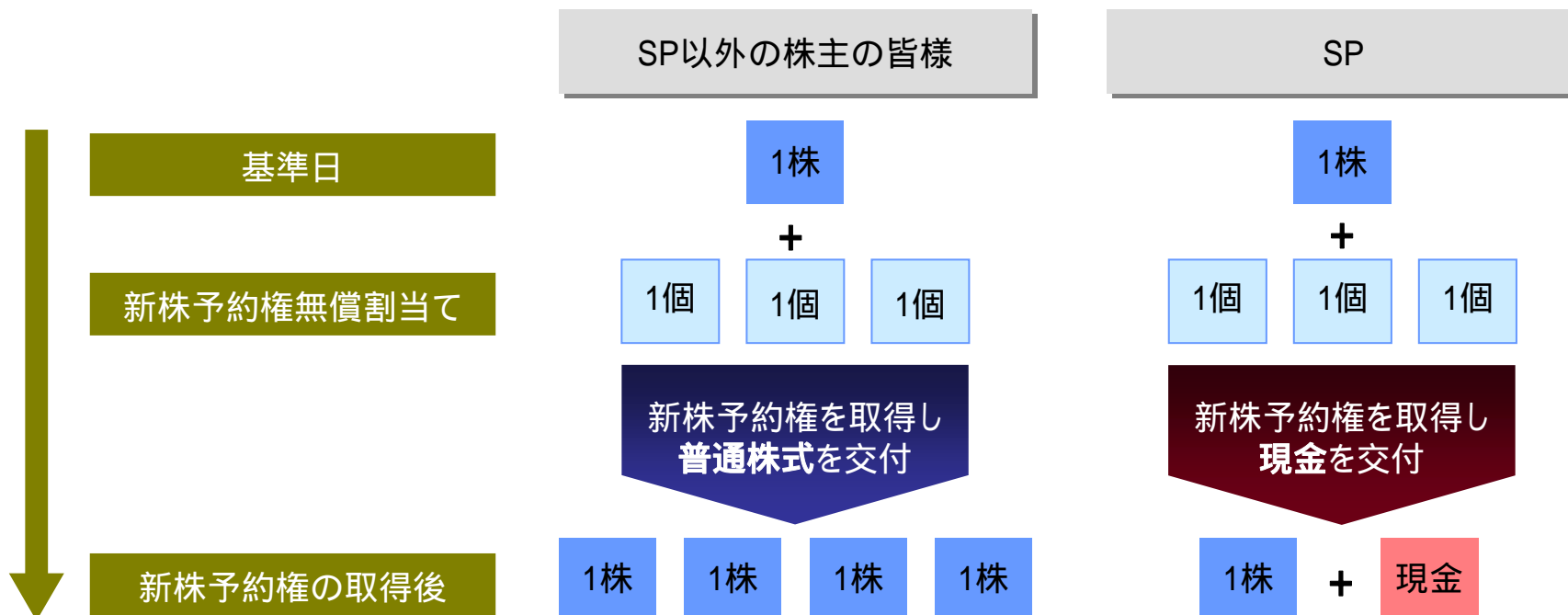
SPによる本公開買付けの実施に対して撤回等を行う検討するための十分な機会を与える
公開買付け後にSPが取得することとなる当社議決権について、SPに経済的価値の損害を被らせることなく希釈化させる
投資単位の引き下げによる当社株式の流動性向上、株主の皆様様の共同の利益の向上にもつながる



3. 対応策のスキーム

主要内容

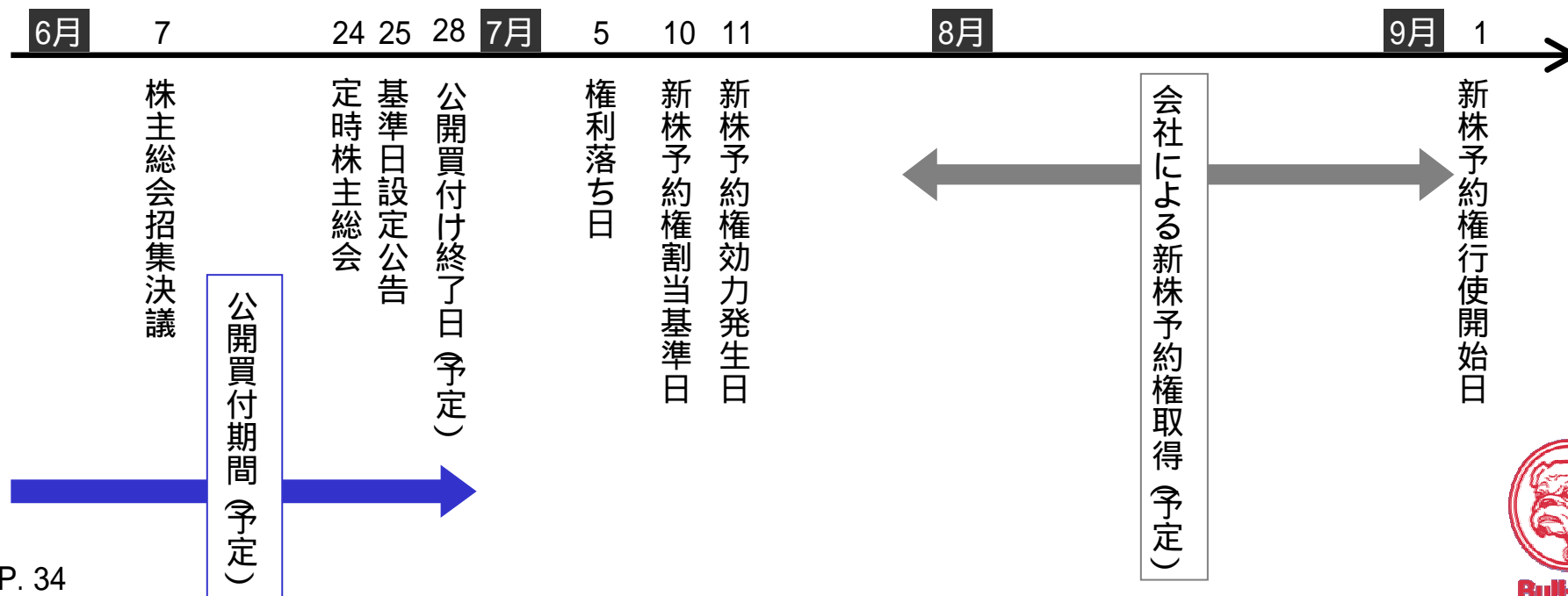
- 7月10日に設定される基準日時点のSPを含む全株主に対して、新株予約権無償割当て(1株につき3個)を実施しますが、SPは行使することはできず、SPの持株比率は希釈化されることとなります。
- なお、新株予約権の権利行使価格は1円ですが、取締役会が新株予約権の取得を決議した場合は、払い込みが発生せず、SP以外の株主の皆様には新株予約権の取得の対価として当社の普通株式が交付されます。また、SPが保有する新株予約権の取得の対価として現金が交付されます。



4. 今後のスケジュールと株主の皆様への影響



- 本スキームは、6月24日に開催される定時株主総会の特別決議(定款変更議案・本新株予約権無償割当て議案)により株主の皆様にご承認いただくことが前提となっております。
- SPによる公開買付終了日(6月28日予定)後に新株予約権の割当基準日(7月10日)が設定されます。基準日時点で当社株式を保有している株主の皆様には、1株に対し3個の新株予約権が割り当てられます。
- 割り当てられた新株予約権は、原則として当社が取得する予定であり、その場合には、SP以外の株主の皆様が保有する新株予約権1個につき1株の当社株式が付与されます。SPが保有する新株予約権は現金を対価として取得されるため、SP以外の株主の皆様の議決権比率は相対的に高まることになります。



SPによる公開買付けは、中長期的な観点で当社の企業価値向上、ひいては株主の皆様のご利益を毀損するものであり、SPが今回の公開買付けを通じて多数の議決権を取得することを防止すること等が企業価値・株主共同の利益を守ることに繋がると確信しております。

株主の皆様におかれましては、何卒、SPによる公開買付けには応募なさらないよう、そして、本株主総会にて対応策に関する議案をご承認いただきますよう、お願い申し上げます。

- 本資料は、本説明会参加者の皆様への情報提供の目的で作成されたものであり、当社の株式を含む証券やその他金融商品の売買や引き受けを勧誘する目的で使用されたり、あるいはかかる取引の勧誘とみなされるべきものでもありません。また、本資料はいかなる投資家に対しても投資助言を行うものではありません。
- 本資料に掲載された情報や意見は、公開情報を含め、当社が信頼できると判断した情報源から入手しておりますが、当社はその正確性、完全性に関して責任を負うものではありません。
- 本資料に掲載しております当社の計画及び業績の見通し、意見などは本資料を作成した時点において把握できる情報から得られた当社経営者の判断に基づいております。あくまでも将来の予測であり、様々なリスクや不確定要素により、実際の業績などは記載の見通しとは異なる可能性があります。