

2021年9月28日

株式会社関西スーパーマーケット
取締役会 御中オーケー株式会社
代表取締役会長 飯田 勸
代表取締役社長 二宮 涼太郎

貴社に対するご質問

初秋の候、貴社ますますご盛栄のこととお慶び申し上げます。
平素は格別のご高配を賜り、厚く御礼申し上げます。

さて、2021年9月24日に貴社より公表されました「エイチ・ツー・オー リテイリング グループとオーケー株式会社の各提案に対する当社の見解について」と題するプレスリリース（以下「9/24 プレスリリース」といいます。）を拝見しました。10月29日に開催予定の貴社の臨時株主総会（以下「貴社臨時株主総会」といいます。）にて、貴社株主の皆様がご判断をされるにあたり、追加の情報開示をお願いしたく、本書面をお送り致します。

ご既承の通り、弊社がかねてより、貴社との友好的な取引をご提案申し上げておりました。貴社が、エイチ・ツー・オー リテイリング株式会社（以下「H20 様」といいます。）、イズミヤ株式会社（以下「イズミヤ様」といいます。）及び株式会社阪急オアシス（以下「阪急オアシス様」といい、3社を併せて、以下「H20 グループ様」といいます。）との経営統合をご公表された現在においても、弊社は弊社による非公開化提案の方が貴社及び貴社株主の皆様にも明確なメリットがあるものと考えており、引き続き友好的な取引が実現することを目指しております。

このような中、貴社臨時株主総会に向けて、貴社株主の皆様が、H20 グループ様との経営統合について適切に判断するに足る十分な情報の開示が必要であることは論を俟たないと存じますが、貴社の一株主として、9/24 プレスリリースでは、開示が足りないものと考えております。貴社株主の皆様が十分な情報に基づき、H20 グループ様との経営統合について適切にご判断するにあたり重要だと考えられる点を別紙にてお示ししておりますので、各項目へのご回答を適時開示の方法により、弊社を含む貴社株主の皆様にご開示頂きたく、お願い申し上げます。

なお、9/24 プレスリリースにおいて、弊社の経営方針・企業理念・事業内容に関わる内容について、貴社のご見解を拝見しました。弊社が貴社経営陣の皆様と実質的に協議を行い、直接情報をご提供する機会を頂けていない中でのご見解と受け止めております。とりわけ「オーケーの経営方針の要諦は徹底したコスト削減による低価格販売にある」とのご記載は、弊社の経営理念が正しくご理解頂けておらず、残念でなりません。9/24 プレスリリースにおいて、貴社が示された弊社の経営方針・企業理念・事業内容に関わる内容に対する弊社見解につきましては、この書面においてひとつひとつ挙げて反論することは致しませんが、弊社と致しましては、H20 グループ様と同等程度に、貴社との協議の機会を頂けさえすれば、障害があっても必ず乗り越える手段を見つけ、友好的で前向きな経営統合が実現できると考えております。

なお、来る貴社臨時株主総会において、他の貴社株主の皆様がH20 グループ様との経営統合をご承認されるのであれば、弊社は貴社株主の皆様のご判断として、ありのままに受け止める所存です。

(別紙) 貴社の株主が適切なご判断をするためのご質問

<各ご質問に際しての課題認識>

9/24 プレスリリースのご説明において、貴社は、第三者算定機関の算定結果に基づき、H20 グループ様との経営統合に基づく理論株価が弊社提案価格 2,250 円を上回り得るため、株主の皆様の共同の利益の最大化に資すると判断をされています。しかし、弊社提案は全ての株主が確実に 2,250 円で売却機会を享受できる内容である一方、H20 グループ様との経営統合案はあくまでも事業計画が合理的な予測に基づくものであることを前提とした理論株価に過ぎませんので、株主の皆様が適切にご判断するにあたっては、理論株価の根拠となる情報を詳細まで開示する必要があると考えております。

2021 年 8 月 31 日付の貴社プレスリリース（以下「8/31 プレスリリース」といいます。）において、第三者算定機関が以下の前提で株式交換比率の算定を行っていることが説明されております。

株式会社アイ・アールジャパン（以下「アイ・アール ジャパン」といいます。）

「アイ・アール ジャパンの株式交換比率の算定は、算定基準日現在までの情報及び経済条件を反映したものであり、また、当社（貴社）、イズミヤ及び阪急オアシスの各々の財務予測（利益計画を含みます。）については、当社（貴社）、イズミヤ及び阪急オアシスの経営陣により現時点で得られる最善の予測及び判断に基づき合理的に検討又は作成されたことを前提としております」

株式会社プルータス・コンサルティング（以下「プルータス・コンサルティング」といいます。）

「プルータス・コンサルティングが、本フェアネス・オピニオンの基礎資料として用いた当社（貴社）、イズミヤ及び阪急オアシスの事業計画その他の資料は、当社（貴社）、イズミヤ及び阪急オアシスの経営陣により当該資料の作成時点における最善の予測と判断に基づき合理的に作成されていることを前提としており、プルータス・コンサルティングはその実現可能性を保証するものではなく、これらの作成の前提となった分析若しくは予測又はそれらの根拠となった前提条件については、何ら見解を表明しておりません。」

これは、第三者算定機関が事業計画について独自の検証を行っておらず、貴社、イズミヤ様及び阪急オアシス様の3社が作成した事業計画を所与のものとして算定していることを意味します。すなわち、3社が作成する事業計画次第で第三者算定機関の算定結果は大きく変わりうるものであり、第三者算定機関の算定結果の信頼性は、第三者算定機関が採用した算定手法のみならず、3社が作成した事業計画が合理的な予測に基づくものであるかが重要となります。第三者算定機関の算定結果が弊社提案価格を上回ることをもって H20 グループ様との経営統合の方が株主の皆様の共同の利益の最大化に資するとご判断されているのであれば、貴社はその算定結果の前提となった事業計画の実現可能性について適切に株主に説明を果たされるべきと考えております。とりわけ、H20 グループ様との経営統合は、貴社にとっては、イズミヤ様及び阪急オアシス様を買収する取引でもあり、交渉相手であるイズミヤ様及び阪急オアシス様が作成された事業計画について、社外取締役及び弁護士から構成される特別委員会に一任するのではなく、スーパーマーケット事業の専門家として、自らその実現可能性を保守的に検証され、合理的に説明できる買収価格を算定されたものと存じますので、特にイズミヤ様及び阪急オアシス様の事業計画の検証結果について詳しくご説明されるべきと考えます。加えて、H20 グループ様との経営統合における対価は、現金に比べ価値が分かりにくい株式であり、更に貴社の株式の大規模希薄化が伴って少数株主に重大な影響を及ぼしますので、貴社、イズミヤ様及び阪急オアシス様の株式の価値をいくらと考えたのか、より詳細なご説明が必要と考えております。

A) 統合事業計画について

① 9/24 プレスリリースでは貴社、イズミヤ様及び阪急オアシス様の3社単純合算の「統合事業計画」のみ開示されておりますが、3社それぞれの事業計画をご開示ください

- ✓ 事業計画の実現可能性次第で理論株価の信頼性は大きく変わりますが、計画達成のための具体的な根拠は、9/24 プレスリリースではご説明がございませんでした
- ✓ 下表の通り、過去実績値と比較し、大幅な業績改善（特に利益率の改善）を見込む事業計画とお見受けしますので、大幅な改善を実現するための具体的な施策の十分なお説明（定量インパクトを含みます。）は必須と存じます
- ✓ 2022/3 月期は9ヵ月分の数値ではなく12ヵ月分の数値をご開示ください
- ✓ 9/24 プレスリリースには「当社（貴社）の株主の皆様は、売上高 4,000 億円規模の食品スーパーグループの株主となるとともに、今後創出されるシナジーや当社の株価の上昇益を享受することができます」との記載がありますが、事業計画が達成できない場合に、一株当たりの利益の低下、株価下落等、少数株主が負うリスクについても、ご説明が必要と存じます

（ご参考）：2017/3 月期以降の過去実績値と H20 グループ様との統合事業計画値（弊社纏め）

（単位：億円）

決算期	過去実績						計画期間						
	17/3	18/3	19/3	20/3 ⁽¹⁾	21/3	1Q	22/3			23/3	24/3	25/3	26/3
							2Q-4Q ⁽²⁾	FY					
売上高（3社合計）	4,933	4,724	4,545	4,465	3,747	933	3,001	3,934	3,927	3,937	3,988	4,028	
成長率	-1.5%	-4.2%	-3.8%	-1.8%	-16.1%	—	—	5.0%	-0.2%	0.3%	1.3%	1.0%	
貴社	1,207	1,227	1,237	1,262	1,309	320	971	1,291	計画期間中は大幅な増減益なし				
成長率	0.5%	1.7%	0.8%	2.1%	3.8%	—	—	-1.4%					
イズミヤ	2,578	2,329	2,183	2,109	1,330	335							
成長率	-4.7%	-9.7%	-6.3%	-3.4%	-36.9%	—							
阪急オアシス	1,149	1,168	1,126	1,094	1,108	279							
成長率	4.2%	1.7%	-3.6%	-2.8%	1.2%	—							
営業利益（3社合計）	47	31	12	-9	73	20	53	73	80	94	118	135	
利益率	1.0%	0.6%	0.3%	-0.2%	2.0%	2.1%	1.8%	1.8%	2.0%	2.4%	3.0%	3.4%	
貴社	18	21	20	23	27	7	22	28	計画期間中は大幅な増減益なし				
利益率	1.5%	1.7%	1.6%	1.8%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%					
イズミヤ	15	4	-12	-31	31	7	25/3は前年度対比で営業利益が3割以上増加						
利益率	0.6%	0.2%	-0.6%	-1.5%	2.3%	2.1%							
阪急オアシス	14	6	5	0	15	6	24/3、25/3は前年度対比で営業利益が各3割以上増加						
利益率	1.2%	0.5%	0.4%	0.0%	1.4%	2.2%							
EBITDA（3社合計）							91			132	147	173	193
EBITDA率							3.0%			3.4%	3.7%	4.3%	4.8%
貴社	31	35	37	40	46								
EBITDA率	2.6%	2.9%	3.0%	3.2%	3.5%								
イズミヤ													
阪急オアシス													

出所：H20 様有価証券報告書、H20 様決算説明資料、H20 様 2022 年 3 月期 第 1 四半期決算補足資料、イズミヤ様電子公告、

2021 年 7 月 29 日公表の貴社「2022 年 3 月期 第 1 四半期決算短信」（以下「貴社決算短信」といいます。）、8/31 プレスリリース

注 1：イズミヤ様の 20/3 期までのご業績には非食品部門も含まれております

注 2：9 ヵ月分の売上高。貴社の各数値は貴社決算短信を基に算出

② 上記表の通り、イズミヤ様及び阪急オアシス様の事業計画は、過去の水準と比較して大幅な増益を前提としているものと推察されます。貴社が両社の事業計画の合理性を確認するために、2021年7月下旬から8月にかけて貴社・H20グループ様間で実施したデュー・ディリジェンスも含め、具体的にどのような検証をされたのかご説明ください

- ✓ 第三者算定機関の説明では、貴社では大幅な増減益が見込まれていない一方、イズミヤ様は2025/3期の営業利益が前年比3割以上の増加、阪急オアシス様は2024/3期及び2025/3期の営業利益がそれぞれ前年比3割以上増加するといった、野心的な事業計画になっているものと推察しております
- ✓ H20グループ様との経営統合は、H20様が貴社の58%の持分を取得される取引ですので、H20様が貴社の株主に対しプレミアムをお支払いすることになるものと存じます。一方、もし、イズミヤ様及び阪急オアシス様の大幅な増益計画が正しく検証されないまま、その計画に基づき価値が算定されている場合、新たに支配株主を迎えられる貴社が、イズミヤ様及び阪急オアシス様の株式取得において、逆に多額のプレミアムをお支払いになる結果となるのではないかと懸念しております
- ✓ 仮に上記の通りであれば、貴社には多額ののれんが計上され、その償却や減損処理により将来の利益の減少要因になるのではないかと危惧しております

③ 各種シナジーの具体的な発現時期及び具体的に見込まれる額をご説明ください。また、H20グループ様との経営統合により生じる大規模な希薄化を具体的にどのように上回る想定なのかご説明ください

- ✓ シナジー発現が「容易」であるとしつつ、具体的な金額や発現時期について一切言及がない点について、懸念しております
- ✓ 弊社はシナジー効果として、貴社の1坪当たり売上高を現状対比で130%増加させる旨を特別委員会に対して説明しております

B) 株式価値評価について

④ 貴社としては、H20グループ様との経営統合によって理論株価は2,250円を上回りうるとご判断されています。これは株式交換の効力発生日現在の理論株価だと理解しており、計画が実現されたことを条件とするものではないと理解しておりますが、将来のどの時点で、このような株価水準になると見込んでおられるのか、ご説明ください

- ✓ 貴社の取締役会は、確実に株主の皆様にご売却の機会を提供できる弊社提案価格2,250円ではなく、H20グループ様との経営統合の方が将来的な価値が高いとのご判断をされました。株主の皆様に対し、いつの時点で2,250円を上回る株価となると見込んでおられるのか、ご説明が必要と存じます

⑤ 理論株価及び株式交換比率算出の基となった貴社、イズミヤ様及び阪急オアシス様のそれぞれの株式価値の評価額をご開示ください。また、市場株価法及び類似会社比較法による理論株価及び株式価値もお示しください。

- ✓ 貴社の8月30日終値は1,320円であり、仮にこの市場株価が正しいとすると、3社統合後の理論株価が2,250円以上となるには、イズミヤ様及び阪急オアシス様が相当高い価値になるのではないかと推察いたします
- ✓ また、仮に、貴社の市場株価が適切ではないのであれば、なぜ市場株価と理論株価（DCF法に基づく株価）に違いが生じるのか、ご説明が必要と存じます
- ✓ 8/31プレスリリースによりますと、イズミヤ様、阪急オアシス様それぞれとの株式交換比率は、アイ・アール ジャパンがDCF法により算定されたレンジ外となっておりますので、DCF法により算出された価格だけに依拠し判断されたわけではないと推測しております。8/31プレスリリースに記載されておりますDCF法以外の各手法（類似会社比較法及び市場株価法）によっ

て算出された理論株価もご開示ください。3社統合後の理論株価（シナジーなし）1,787～3,128円、株式価値（時価総額）1,141～1,997億円は、2021年3月期の実績値（3社合計の税引後利益32.7億円）から逆算すると、株価収益率（PER）61.1～34.9倍と、業界平均15～20倍を大きく超過する水準となっております。将来の事業計画に基づくDCF法の理論株価だけではなく、実績や今期や来期の予想値に基づく類似会社比較法等の理論株価についても、株主の皆様にご開示する必要があると存じます

- ⑥ 貴社はイズミヤ様及び阪急オアシス様の株式を結局いくらで取得されるのか（H20様に割り当てる貴社の一株当たりの株式価値はいくらか）ご説明ください
- ✓ H20グループ様との経営統合は、貴社によるイズミヤ様及び阪急オアシス様の買収であると同時に、H20様による貴社の58%持分取得の取引であり、H20様は貴社に過半数取得に対するプレミアムを支払うべきですが、そのような構造となっているのか、ご説明をお願いします
- ⑦ 9/24プレスリリースによると、イズミヤ様及び阪急オアシス様の株式価値は、親会社であるH20様の時価総額を上回る可能性もあるものと認識しています。このようなお考えでよいか、念のため確認させてください
- ✓ 9/24プレスリリースでご開示頂いた3社単純合算の理論株価（1,787円～3,128円）から、3社合計の株式価値は1,141～1,997億円となります。その内、貴社の株式価値を396億円（H20グループ様との経営統合の公表前日（2021年8月30日）時点）と仮定すると、イズミヤ様・阪急オアシス様2社の株式価値は745～1,601億円と試算されます。これは当該2子会社を通じたスーパーマーケット事業に加え、主力の百貨店事業を営んでいるH20様の時価総額1,067億円（2021年8月30日終値）を上回る株式価値となり、合意・公表された統合比率の関係から実際は必ずしもそのような想定どおりではないものと推察していますが、この考え方（イズミヤ様・阪急オアシス様の価値は相応に大きく、H20様の時価総額のかなりの割合を占めているとの理解）で正しいかご説明ください
- ⑧ 第三者算定機関は継続価値の算定手法として永久成長率法を採用していますが、永久成長率法は国内の金利が低いゆえに足元では高い価値が算出されやすい手法と存じます。本件では永久成長率法は価値が高く算出されやすい点について、その他の算定手法による算定結果との比較からして、どのように扱われているかご説明ください
- ✓ アイ・アール ジャパンにて倍率法を用いた算出を行っていない場合は、本件にて倍率法を採用しなかった理由をご説明ください
 - ✓ プルータス・コンサルティングは永久成長率法と倍率法の両方で算定されているようですので、それぞれの手法による理論株価のレンジをご開示ください
 - ✓ とりわけ事業計画最終年度である2026年3月期が大幅に増益していますので、継続価値の算定は重要な論点と存じます
- ⑨ 貴社としては、H20様によるイズミヤ様・阪急オアシス様に対する増資を交渉するのではなく、株式交換比率を下げる交渉をすることの方が、貴社の少数株主の皆様のご利益に合うものと存じますが、どのような交渉をされたか、ご説明ください
- ✓ 9/24プレスリリースでは、貴社の少数株主の利益のために、H20様から「合計約164億円の増資を行うといった条件を引き出した」と記載がございます。かかるイズミヤ様・阪急オアシス様に対する増資は、H20様の貴社への持分比率を高め、同時に貴社の株式の希薄化を増大させるもので、かえって少数株主にとって不利益なものかと存じます
 - ✓ 仮に当該増資が財務を健全化するために実施したものであれば、それは過去のイズミヤ様及び阪急オアシス様の損失を解消するためのものかと存じます。

C) のれんについて

⑩ H20 グループ様との経営統合により^①のれんが計上されるリスク及びそれに伴うのれん償却の影響についてご説明ください

- ✓ H20 グループ様との経営統合により貴社に計上されるのれんの償却負担や減損リスクは、貴社の利益を圧迫する要因となり得るもので、これは少数株主の皆様も負担することとなります。少数株主の皆様の判断にあたり、のれんに伴うリスクや影響は非常に重要ですので、ご説明ください
- ✓ 統合事業計画として、3社単純合算の営業利益をお示しされていますが、実際は貴社の連結会計上、イズミヤ様及び阪急オアシス様の取得に伴うのれん償却費が販管費に計上されるため、貴社（統合後の持株会社）の連結営業利益は、仮に各社が計画通りだとしても、のれん償却費分だけ減益になるものと存じます

D) 親子上場問題について

⑪ 9/24 プレスリリースにて、貴社の上場維持により強固なガバナンス体制の構築が可能という説明がございました。ガバナンス上、大きく問題視されております親子上場の問題について、そのデメリットをどのように解消するのか具体的にご説明ください。また、H20 様の持分比率を敢えて「58%」となるように設定された理由についてご説明ください

- ✓ H20 グループ様との経営統合においては、H20 様にて予めイズミヤ様及び阪急オアシス様に増資を行ってまで、経営統合後における H20 様の貴社株式所有割合を 58%と設定されています。「58%」は、過半数を相応に超えるものの、3分の2を越えない水準であり、上場維持を意図した子会社化にしては、あまり見られない中途半端な割合に思われますので、経営統合後に H20 様の貴社所有割合が「58%」となるように設定された理由についてご説明ください
- ✓ H20 グループ様との経営統合後における H20 様の貴社株式所有割合 58%に貴社の取引先・従業員持株会の株式所有割合を合わせますと 3分の2超の持分となります。また、H20 様単独であっても、貴社の過去の株主総会における議決権行使割合（株主総会の出席率）が約 87%（過去 10 年平均）であることを考慮すると「58%」の議決権の影響力は、 $58\% \div 100\% = 58\%$ ではなく、 $58\% \div 87\% = 66.7\%$ となりますので、H20 グループ様との経営統合後は実質的に H20 様が 3分の2の割合となる持分を所有することになり、H20 様が実質的に単独で全ての株主総会議案を承認することが出来るものと存じます。まさに親子上場による利益相反が懸念されますので、このような状態でも貴社が上場を維持することの意義や貴社少数株主にとってのメリット、反対にデメリット解消の具体策についてご説明頂く必要があると存じます
- ✓ また、H20 様との交渉において、親子上場の懸念はどのように扱われたのか、H20 様はこのような状態を解消するために弊社提案のように貴社非公開化の提案をされなかったのかをご説明ください

E) 上場市場区分について

⑫ 貴社は現在、東証一部上場しておりますが、2022 年 4 月に適用される東京証券取引所による新市場区分見直しでは、H20 グループ様との経営統合による影響で最上位のプライム市場には残れない可能性があるものと存じます。この点及びそれによる貴社の少数株主への影響についての貴社のお考えをご説明ください

- ✓ 2021 年 6 月 17 日の協議の際、（弊社の当初提案は貴社の株式を 50.1%まで取得する上場維持を前提とした提案でしたので）貴社は、プライム市場に残ることを目標とされ、弊社提案ではプライム市場に残れない可能性があることについて気にされている旨をご説明されておりました。他方、H20 グループ様との経営統合後は、H20 様が支配株主となるためプライム市場が要請する流通株式比率を充足せず、スタンダード市場に移行する可能性があるのではないかと考えております。貴社にとっても重要ですが、株主にとってもどの市場区分となるのかは重要な情報と存じますが、この点につき 8/31 プレスリリース、9/24 プレスリリースにて言及されて

いません。貴社のお考えをお示してください

- ✓ 貴社とイズミヤ様及び阪急オアシス様の株式価値は、ほぼ同価値（現在10%を所有するH20様が経営統合により58%所有することになるということは、経営統合後の貴社の48%相当がイズミヤ様及び阪急オアシス様の株式価値となり、残りの52%は元々の貴社の株式価値と逆算される）であるため、H20グループ様との経営統合は、貴社にとって実質同規模に相当する非上場会社2社を取得することになります。また、当該非上場会社2社の総資産額及び売上高の合計は、それぞれ貴社の連結総資産額及び売上高以上になります。これは、株式会社東京証券取引所から「不适当合併等に係る上場廃止審査」（非上場会社2社のいわゆる裏口上場）について指摘される可能性があるかと存じます。その場合は具体的にどのように説明をして理解を得られていく想定かご説明ください

以上