



株式会社関西スーパーマーケットとエイチ・ツー・オー リテイリング  
株式会社との経営統合に関する弊社見解

2021年10月吉日  
オーケー株式会社  
代表取締役社長 二宮 涼太郎

## 本資料で弊社がお伝えしたいこと

- 2021年8月31日に株式会社関西スーパーマーケット（以下「関西スーパー様」）とエイチ・ツー・オー リテイリング株式会社（以下「H2O様」）、イズミヤ株式会社（以下「イズミヤ様」）及び株式会社阪急オアシス（以下「阪急オアシス様」といい、H2O様、イズミヤ様、阪急オアシス様を総称して「H2Oグループ様」）の株式交換による経営統合（以下「本経営統合」）が公表（以下「8/31プレスリリース」）され、臨時株主総会が2021年10月29日に予定されています
- 弊社は本経営統合の公表に先立って、関西スーパー様に公開買付けによる非公開化をご提案をしていましたが、提案の当事者として、また、一株主として、今回の関西スーパー様におけるプロセス及び意思決定に以下の観点で疑問を感じております
  - ✓ 関西スーパー様の時価総額を踏まえると、H2O様として現金で非公開化することは容易ではなく、そのため非上場子会社2社を対価に上場維持の株式交換をされる判断になったと推察しております。但し、これは株主が**大規模希薄化という不利益を被るストラクチャー**であること、**親子上場となることから、株主が重大な不利益を被るにも関わらず、それらの十分な説明がありません**
  - ✓ 関西スーパー様はH2O様にホワイトナイトを要請し、弊社提案を公平に検討する姿勢はなかったものと思われます。これは**株主利益の保護のための公正なプロセスの観点で重大な問題**です（特別委員会を設置したとはいえ、実質的な協議は一度もなかったこと等は明らかに問題）
  - ✓ 関西スーパー様は、本経営統合後の理論株価が弊社提案価格2,250円を上回り得る、と判断され、株式交換を選択されていますが、**関西スーパー様が取得するイズミヤ様と阪急オアシス様は、直近5年間で▲295億円の赤字を計上してきた一方、理論株価の前提となった事業計画は右肩上がりの計画になっており、どのように検証されたのか説明が不十分**です。更に、この重要な意思決定をした関西スーパー様の経営陣は本件後も意思決定の前提となった事業計画の実現に向けて責任を負うべきところ、経営陣は実質刷新され、今回の意思決定で極めて重要な前提となった事業計画の責任の所在が不明瞭となる経営体制となります
  - ✓ その他、市場区分の変更可能性、「不適當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）を指摘される可能性等、株主の皆様が適切に判断するために必要である重要な情報が十分に開示されていません
- 本経営統合は、関西スーパー様の**少数株主の利益が軽視されており、弊社提案の有無にかかわらず、本経営統合が関西スーパー様の価値をむしろ損なう可能性が高いと考えており、弊社は10月29日の臨時株主総会では反対の票を投じる予定**です
- 臨時株主総会で本経営統合が否決された場合、弊社は、関西スーパー様経営陣と協議の上で、弊社提案にご賛同頂けること等を前提として、株式1株当たり2,250円にて関西スーパー様の非公開化を目的とした公開買付けを行う意向がございます

# 本経営統合と弊社提案との比較

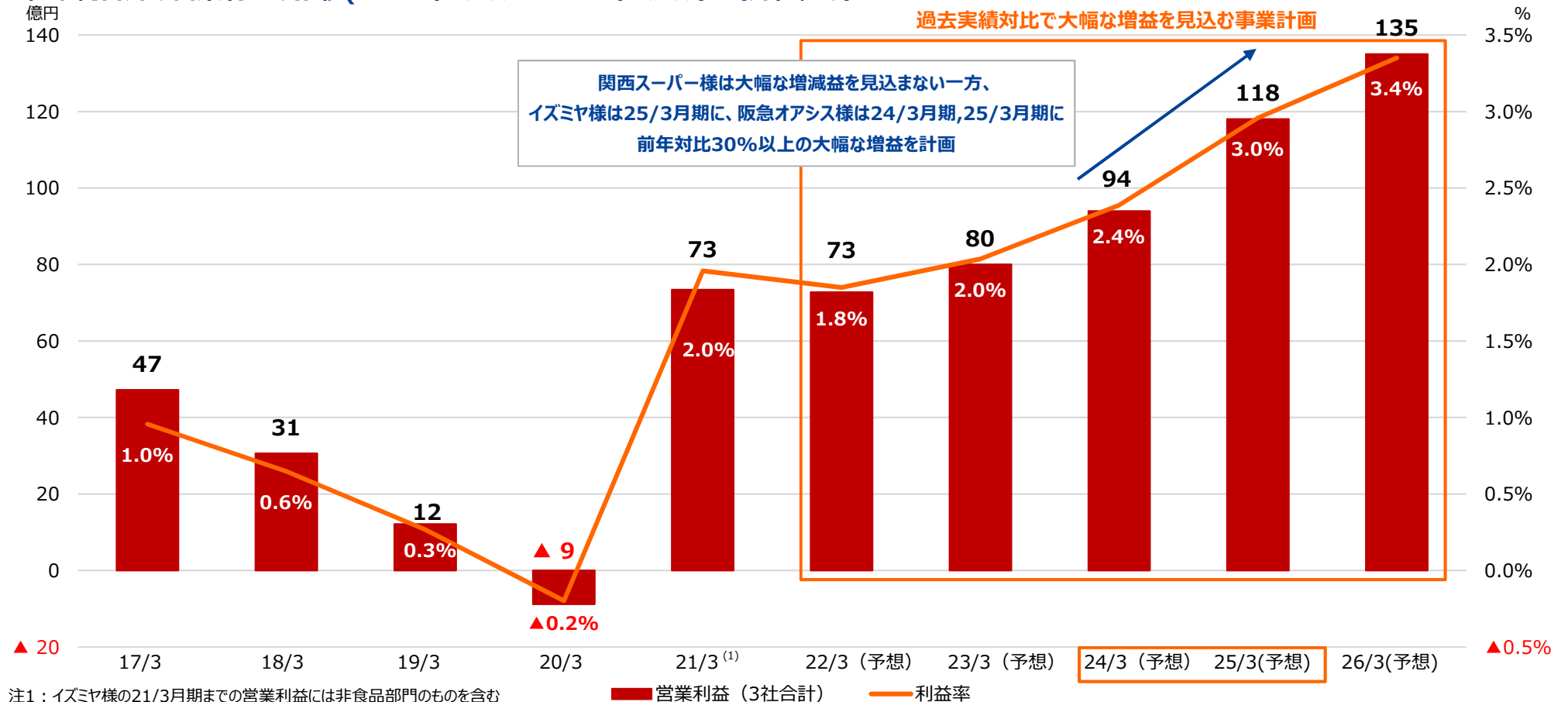
- 本経営統合は、H2O様がイズミヤ様・阪急オアシス様の2社株式を対価に関西スーパー様の持分比率を58%まで高める取引で、関西スーパー様は引続き上場維持となるため、関西スーパー様の少数株主が本経営統合で直接的に受け取れるものではありません
- 理論株価は、右肩上がりの事業計画をもとにした計算の結果に過ぎず、逆に計画が達成されなければ株価下落リスクも伴います。イズミヤ様・阪急オアシス様は直近まで赤字である一方、今回の事業計画はその2社が大幅な増益を見込んだ計画です。その実現可能性の説明はなく、関西スーパー様は2社を「高値掴み」させられている懸念もあり、加えて、2社の経営リスクを関西スーパー様の少数株主に負わせる取引とも言えます

	H2Oグループ様との経営統合	弊社提案
ストラクチャー	<p>関西スーパー様新株とイズミヤ様・阪急オアシス様の株式の交換による連結子会社化（58%）</p> <p>本件前</p> <p>本件後</p>	<p>公開買付けを通じた完全子会社化（100%）</p> <p>本件前</p> <p>本件後</p>
対価	非上場の子会社2社の株式	現金
1株当たりの株式価値	アイ・オール ジャパン理論株価:2,400~3,018円 プルータス理論株価 :1,787~3,128円 ※いずれも統合後3社合計の理論株式価値	1株当たり2,250円
取引後の経営体制	持株会社となり上場維持する関西スーパー様の取締役9名の内、H2Oグループ様出身者は5名、関西スーパー様出身者は2名	現会長・社長の継続を要請、本人の意向確認も含め、協議の上、決定したい旨を特別委員会に伝達
雇用条件	最低3年間は現在の雇用条件と実質的に同等以上を維持	協議の場が頂けず、雇用条件詳細が不明のため、従業員に不利益となる雇用条件の変更等は行わない旨を伝達
シナジー	定量的シナジーについて一切説明なし	関西スーパー様の1坪当たり売上高を現状対比で+30%増加

# 理論株価の前提となった3社合算の事業計画

- 関西スーパー様は2021年9月24日に3社合算の統合事業計画のみを開示されましたが、事業計画の最終期である26/3月期には、コロナ前の19/3月期比約11倍、21/3月期比約2倍に営業利益が拡大する計画となっております（なお、この事業計画にはシナジー効果は含まれていないとのことです）
- 21/3月期はコロナ影響による家庭での需要増に伴いスーパーマーケット業界は一時的に追い風となりましたが、今後は業界の垣根を越えた競争が益々厳しくなると想定されます。そのような業界環境の中、過去に実現されたことのない水準に拡大する右肩上がりの事業計画が策定されておりますが、事業計画の実現可能性について現状関西スーパー様から全く説明がありません

## 3社単純合算の営業利益の推移(2017年3月期～2026年3月期) (弊社纏め)



# 関西スーパー様がH2Oグループ様との経営統合を選択した理由

- 以下の関西スーパー様ご見解は、H2O様とは協議を重ねた一方で、弊社とは最後まで実質的な協議の場がなく、弊社考えをお伝えする機会を頂けなかったことに起因しており、一方的な想像でご判断されたものと捉えております

		9/24プレスリリースにおける関西スーパー様ご見解		弊社考え
		H2Oグループ様との経営統合	関西スーパー様の弊社提案の捉え方	
業態	スーパーマーケット	スーパーマーケット	ディスカウントストア	弊社はEDLPのスーパーマーケットであり、基本的に業態は同じ。加えて、業態を越えた競争も過熱する中、小さな違いを捉えて、殊更に業態が異なると主張されていることに弊社は違和感あり
顧客層	近隣住民、高齢者	近隣住民、高齢者	徒歩圏外からも来店、相対的に若年層	協議ができていない中で、関西スーパー様の判断でこのように結論付けられたもの
人事政策	基本的な方針は同じ	基本的な方針は同じ	相違あり	
ブランド	屋号維持	屋号維持	屋号維持の上、「高品質・Everyday Low Price」の追加を検討	
コーポレートガバナンス	上場維持。上場企業であるH2Oグループ様の一員として透明性・合理性が高いガバナンス	上場維持。上場企業であるH2Oグループ様の一員として透明性・合理性が高いガバナンス	非上場化	
シナジー	H2Oグループ様は、多角的な小売業を展開しているため、スーパーマーケット事業を超えたシナジーも期待	H2Oグループ様は、多角的な小売業を展開しているため、スーパーマーケット事業を超えたシナジーも期待	スーパーマーケット事業の枠組みを超えたシナジー実現は困難	弊社は関東で積み上げた実績があり、必ず関西スーパー様に良い影響を与えることが可能。双方の良い面を合わせれば、関西スーパー様の1坪当たり売上を現状対比で+30%増加できるため、弊社がベストパートナーと確信。一方、H2O様傘下でイズミヤ様は業績が低迷し、小売業の多角的な展開の前に、スーパーとして両社でシナジーを生み出せると言い切れる状況にあるのか疑義あり
株主が得られる経済的価値	本経営統合後の理論価値は弊社提案価格を上回り得る。また、シナジー等による株価の上昇益を享受可能	本経営統合後の理論価値は弊社提案価格を上回り得る。また、シナジー等による株価の上昇益を享受可能	1株当たり2,250円。株価上昇益を享受することはできない	本経営統合の理論株価は、右肩上がりの事業計画に基づく実現可能性に疑義ある一方、弊社提案は確実に受け取れるもの。実現する保証もない理論株価のみ説明し、業績次第で、大規模希薄化による株価下落リスクがあることは説明なし

# 本経営統合に関して弊社が考える疑問点

- ・臨時株主総会において、本経営統合の可否を判断するにあたり、関西スーパー様は株主に対して十分な説明責任を果たしているとはいえず、株主の立場からすると本経営統合が真に企業価値の向上に資する取引なのか不透明です

## 1 本経営統合により少数株主に生じる大規模希薄化

- ✓本経営統合は関西スーパー様が発行株式数の倍以上の新株を発行するものであり、113%もの大規模な希薄化が生じます。その結果、関西スーパー様の少数株主の権利は半分になり、EPSも大幅に低下しますが、このリスクについて説明が十分なされていません

## 2 親子上場の潜在的なリスクによる影響等

- ✓親子上場に伴う潜在的なリスク（本件後の経営体制は明らかにH2O様の影響が大きい体制）、H2O様の関西スーパー様の所有割合が不自然な「58%」に設定された理由等の説明がございません

## 3 本件検討プロセスの公正性

- ✓弊社は、最後まで実質的な協議の機会を頂けず、更には関西スーパー様が一方的に非公式と位置づけた面談の場で、弊社提案の撤回を求められました。少数株主の利益を考えれば、関西スーパー様は本経営統合を弊社に伝え、交渉の材料とすべきところ、8/31プレスリリースまで弊社はH2O様の提案の存在を知りませんでした。H2O様とのみ一方的に協議をされ、弊社提案を真摯に検討せず、弊社のことは多くが想像に基づきご判断されている関西スーパー様の検討プロセスの公正性に疑念を抱いております

## 4 関西スーパー様、イズミヤ様、阪急オアシス様それぞれの価値評価の不透明さ

- ✓本経営統合後の理論株価は2,250円を上回り得ると説明されているものの、理論株価の前提で以下のような多くの疑念がある中、それらの説明がありません。また、理論株価の実現について、経営陣からコミットはなく、株主にリスクを負わせることになっています

- i 公表された3社統合事業計画の合理性 第三者算定機関が理論株価を算出するにあたり前提とした事業計画は、イズミヤ様及び阪急オアシス様で大幅な増益を伴うものですが、その合理性について説明がありません
- ii 本経営統合における定量的シナジー及びリスクが不明 シナジー発現が「容易」であるとしつつ、希薄化を上回るシナジーの具体的な金額や発現時期について一切言及がありません
- iii 本経営統合により生じるのれんの影響 本経営統合により計上されるのれんの償却負担や減損リスクは、利益を圧迫する要因となり得るものですが、一切言及がありません

# 1 本経営統合により少数株主に生じる大規模希薄化

- 本経営統合は、関西スーパー様が発行している株式数の倍以上の新株を発行するものであるため、大規模な希薄化が生じます。その結果、関西スーパー様の少数株主の権利は半分（**A**）になり、EPSも大幅に低下（**B**）します。
- 足元の決算数値等を用いて下記の通り簡易試算をしたところ、単純に3社の利益を合算するだけでは、本件後関西スーパー様の少数株主の利益は約23.6%希薄化します。H2O様及び関西スーパー様は、将来的なシナジーにより希薄化を生じさせるものではなく、経済的に大きな利益を享受できると説明されていますが、そのシナジーの実現リスクは関西スーパー様の少数株主自身が背負う構造になっており、シナジーが実現しない場合は少数株主の利益が希薄化することになり、ひいては著しく株価が下がる形で少数株主だけが不利益を被ります

(単位：百万円)

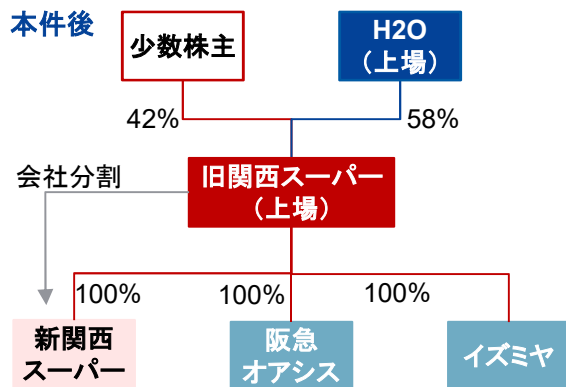
1	本経営統合後の関西スーパー様の1株当たり株式価値	開示された理論株価内の弊社提案2,250円と仮定した場合	¥2,250
2	本経営統合による議決権の希薄化率	新株33,834,909株÷本経営統合前の自己株控除後発行済株式総数30,023,954株	<b>A</b> 112.7%
3	関西スーパー様のEPS変化率（のれん未考慮）		
4	(本経営統合前)関西スーパー様のEPS	関西スーパー様の当期純利益(2022/3月期会社予想値) ÷本経営統合前の自己株控除後発行済株式数(2022/3月期1Q実績値)	¥67.3
5	(本経営統合後)関西スーパー様・イズミヤ様・阪急オアシス様3社合計のEPS	(関西スーパー様の当期純利益(2022/3月期会社予想値) +イズミヤ様・阪急オアシス様の当期純利益(2021/3期実績値)) ÷本経営統合後の自己株控除後発行済株式数	<b>B</b> ¥51.4
6	少数株主に帰属する価値の変化率	本経営統合後÷本経営統合前(正の値は価値が増加、▲は価値が減少)	▲23.6%
7	関西スーパー様のEPS変化率（のれん考慮）		
8	(本経営統合後)関西スーパー様・イズミヤ様・阪急オアシス様3社合計のEPS	(関西スーパー様の当期純利益(2022/3月期会社予想値) +イズミヤ様・阪急オアシス様の当期純利益(2021/3月期実績値)-#11) ÷本経営統合後の自己株控除後発行済株式数	<b>B</b> ¥▲20.6
9	少数株主に帰属する価値の変化率	本経営統合後÷本経営統合前(正の値は価値が増加、▲は価値が減少)	▲130.6%
10	理論株価で試算した場合ののれん発生額	#12 - #15	45,997
11	のれん償却額	のれん償却期間を10年と仮定	4,600
12	イズミヤ様+阪急オアシス様の株式価値+H2O様による2社への増資額合計	本経営統合後理論株価 ×割当株式33,834,909株（イズミヤ様、阪急オアシス様2社の対価と関西スーパー様新株が等価と想定）	76,129
13	うち、イズミヤ様	株式交換比率(1:11,909：5000)に基づき計算	53,617
14	うち、阪急オアシス様	株式交換比率(1:11,909：5000)に基づき計算	22,511
15	(ご参考)簿価純資産（増資後）		30,131
16	イズミヤ様	2021/3月期 215百万円 + #19	12,477
17	阪急オアシス様	2021/3月期 13,532百万円 + #20	17,654
18	H2O様によるイズミヤ様・阪急オアシス様への増資の価値		16,384
19	イズミヤ様への追加出資額	関西スーパー様プレスリリースより	12,262
20	阪急オアシス様への追加出資額	関西スーパー様プレスリリースより	4,122

出所：関西スーパー様2022年3月期第1四半期決算短信、8/31プレスリリース

## 2 親子上場リスク・本経営統合によりH2O様の所有割合が58%となる理由

- 本経営統合後、H2O様と関西スーパー様は親子上場となり構造的な利益相反を抱えることとなりますが、それでもなお関西スーパー様が上場維持する意義やそのための対応策が示されておらず、コーポレートガバナンスの観点から問題がございます
- 本経営統合後のH2O様の所有割合は「58%」ですが、H2O様からイズミヤ様・阪急オアシス様に本経営統合に先立って増資をしていますので、恣意的にかかる所有割合とした懸念があります

### 親子上場に関するリスクが説明されていない



- 本経営統合後はH2O様が関西スーパー様株式の58%を所有するため、親会社となるH2O様、子会社となる関西スーパー様がどちらも上場している、いわゆる親子上場になります
- 親子上場は、親会社の子会社に対する影響力を行使することにより、子会社の少数株主の利益よりも、親会社の利益を優先して子会社が運営されるおそれがあるため、子会社（関西スーパー様）の少数株主が不利益を被る構造的な利益相反の問題を抱える状態として問題視されています
- このようなデメリットの解消法、このような状態でも上場維持を選ばれた理由、H2O様が非公開化提案しなかった理由について説明がされておられません

### 本経営統合後のH2O様の所有割合が「58%」となる理由が説明されていない

- H2O様は本経営統合にあたり、事前に子会社2社それぞれに増資をしてまで「58%」に所有割合を高めているため（増資がなければ、割合はもっと低いはず）、この割合には何らかの意図があるものと推察しています
- 関西スーパー様の過去の株主総会における議決権行使割合は約87%<sup>(1)</sup>（過去10年平均）であるところ、この議決権行使割合を考慮した「58%」の議決権の影響力（ $58\% \div 87\% = 66.6\%$ ）等を踏まえると、本経営統合後はH2O様が実質的に2/3の割合となる持分を所有し、H2O様が実質単独で全ての株主総会議案を承認することが可能になります
  - ✓ 加えて、取引先持株会や従業員持株会等が会社に賛同することを期待しているとすれば、猶更この懸念は高まります
- 予めH2O様が増資をしてまで、敢えて「58%」の所有割合とした意味について、説明を果たされるべきと考えております
  - ✓ 9/24のご見解では「関西スーパー様はH2O様から増資を条件として引き出した」とありますが、増資はH2O様の持分比率を高めるだけであって、関西スーパー様の株主からすると希薄化をより拡大させるため、むしろ不利益な条件です

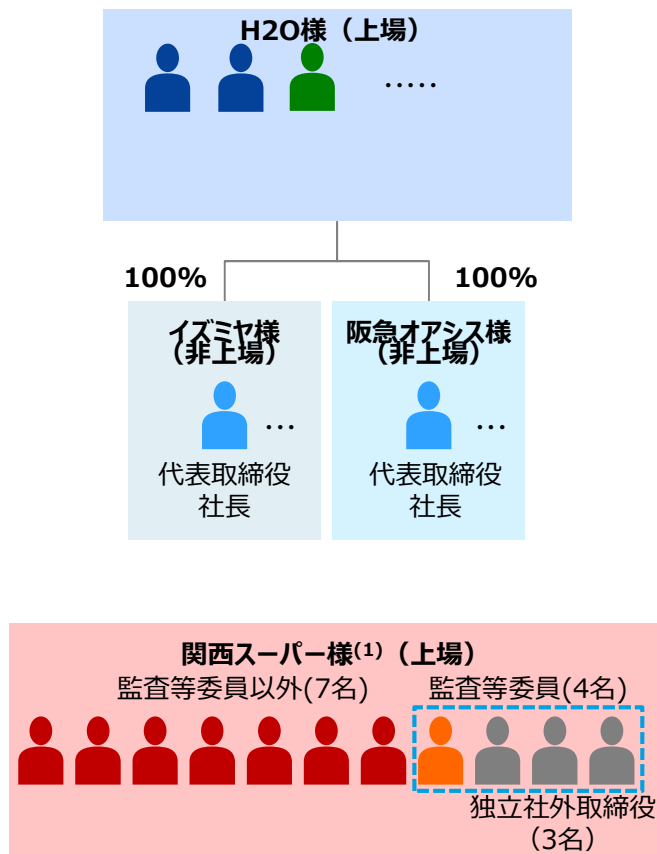
注1：2012～2021年の各定時株主総会において、最も議決権行使数が多かった議案の行使数を完全議決権の数で除したものの平均値



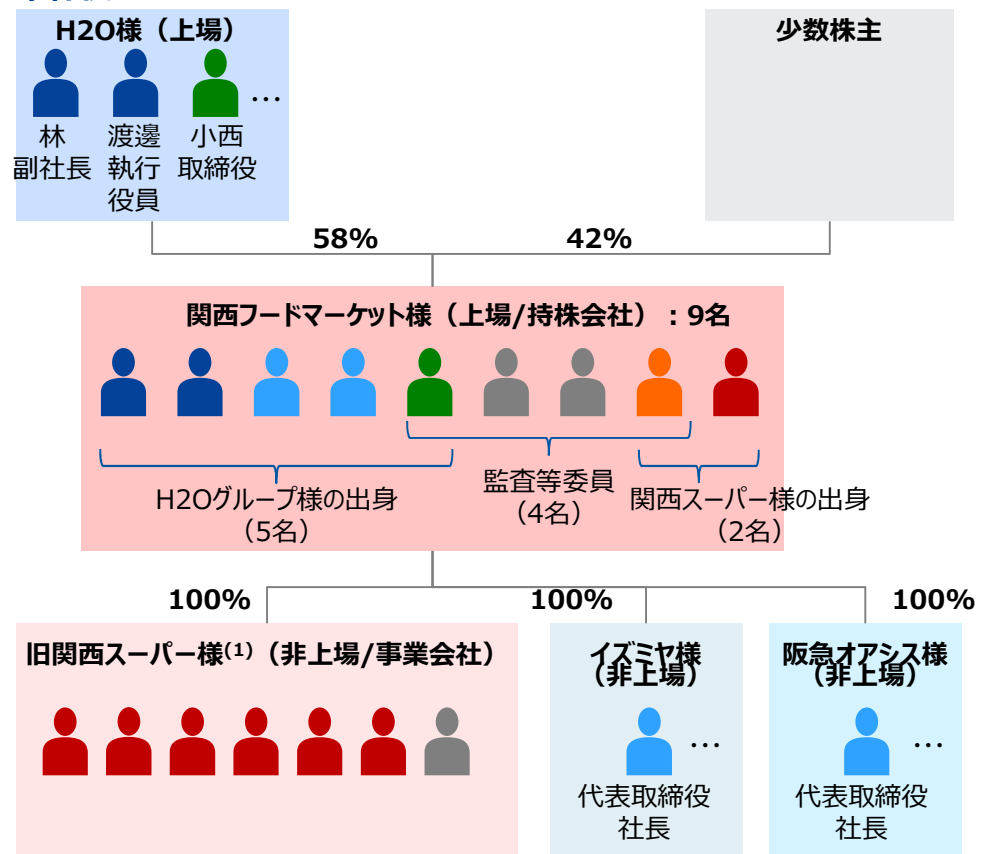
## 2 関西スーパー様の経営体制

- 本経営統合後の関西スーパー様の経営陣（監査等委員ではない取締役）は5人中4人となる80%が、親会社であるH2Oグループ様の出身により占められておりますが、より一層少数株主の利益を保護する措置が必要な親子上場において、**このような体制を敷かれたことはコーポレートガバナンスの透明性が低いように思われます**
- また、関西スーパー様における本経営統合の意思決定において極めて重要な前提である事業計画は、本経営統合後も関西スーパー様の経営陣がその実現に向けてコミットすべきところ、持株会社（関西フードマーケット）の経営陣として関西スーパー様の取締役は2名しか残らず、**過半数をH2Oグループ出身者が占めることになるため、事業計画は新経営陣に蔑ろにされるおそれもあります**

本件前



本件後



注1：現時点（2021/10/11）の関西スーパー様の社内取締役は、本経営統合後の持株会社の非上場子会社の役員として全員統投

出所：2021年9月30日公表、関西スーパー様プレスリリース「（開示事項の経過）持株会社体制への移行に伴う吸収分割、商号及び定款の一部変更並びに代表取締役の異動に関するお知らせ」

### 3 検討プロセスの公正性の疑義／弊社側から見た本件経緯

- 弊社は、過去、関西スーパー様からご指導頂いたご縁から、関西スーパー様に友好的な取引を前提としたTOB提案を致しました。提案後、弊社は何度も協議を要請しましたが、特別委員会に検討を委ねたことを理由に最後まで実質的な協議の機会を頂けず、8/31プレスリリースにて初めて、弊社はH2O様の存在及び協議していた事実、弊社提案を採択頂けなかったことを知りました
- 報道によると関西スーパー様からH2O様に本件の話を持ち掛けたとのことであり、関西スーパー様はH2O様をホワイトナイトとして相談したと捉えるのが自然です。関西スーパー様は株主利益の最大化の観点から弊社提案と本経営統合を公平に検討すべきであるにもかかわらず、もとより弊社提案を真摯に検討するつもりはなかったようであり、検討プロセスの公正性に疑問を抱いております

2021年	弊社側から見た本件経緯
6/9	関西スーパー様に友好的な実施を前提としたTOB提案を送付 - 公開買付価格は、上場来最高値となる2,250円を提案
7/3	関西スーパー様にて特別委員会を設立し、 <b>特別委員会が弊社提案を検討する旨を伝えられる。以降、経営陣からは協議を拒否される</b>
8/2	特別委員会からのインタビュー
8/11・17	特別委員会が弊社店舗見学のみ実施（特別委員会の各メンバーの都合により2日に分けて開催）
8/23	関西スーパー様意向により、先方取締役と「非公式」な面談を実施 - <b>関西スーパー様取締役から弊社提案の撤回依頼を受けた</b> が、弊社は撤回を断る
8/26	<b>関西スーパー様取締役と初回面談を実施するも、弊社事業内容を確認する質問に留まり、弊社提案に関する協議はなし</b>
8/31	関西スーパー様が本経営統合に関するプレスリリースを開示 - 弊社提案は「第三者提案」として言及されるも、提案ストラクチャー・価格等の具体的な記載なし
9/3	8/31プレスリリースを受けて、弊社よりプレスリリースを公表。それを受けて、同日に関西スーパー様がプレスリリースを開示 - 関西スーパー様に2,250円とするTOB提案を実施していた事実 - 本経営統合が撤回される場合は、関西スーパー様の賛同等を前提に1株当たり2,250円でTOBを実施する意向 関西スーパー様は、弊社プレスリリースに対する考えを近日中に公表する旨を開示
9/24	関西スーパー様が、本経営統合を採択した理由を説明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。）を開示
9/28	関西スーパー様が臨時株主総会における株主判断のために未だ十分な情報開示をしていないため、弊社より質問状を送付
10/7	9/28の質問状への回答がないため、督促及び追加質問状を送付（10/11を回答期限とするも、10/11時点で未開示）
10/29(予定)	本経営統合に関する臨時株主総会

7/12～8/31  
 関西スーパー様・H2O様間で相互にデュー・デリ  
 ジェンスを実施、経営統合によるシナジー、本  
 経営統合後の経営体制及び事業運営方針等  
 について協議を重ねた、とのリリース文言

## 4 価値算定の前提となった統合事業計画の合理性

- 過去実績対比で、大幅な業績改善を見込む内容 (A) ですが、直近まで赤字のイズミヤ様・阪急オアシス様 (B) が事業計画では大幅な増益を見込んでおり、事業計画の信用性や財務予測の合理性、検証有無について十分な説明がされていません

2017/3 月期以降の過去実績値とH2O グループ様との統合事業計画値 (弊社纏め) (1)

(単位：億円)

決算期	過去実績						計画期間					
	17/3	18/3	19/3	20/3 <sup>(2)</sup>	21/3	1Q	22/3	22/3(予想)	23/3(予想)	24/3(予想)	25/3(予想)	26/3(予想)
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%
関西スーパー様	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%				
イズミヤ様	2,578	2,329	2,183	2,109	1,330	335	-	-	過去水準を大幅に上回る利益率を計画 (直近5期平均0.7%) 3社それぞれの計画は、10/11時点開示なし			
成長率	▲4.7%	▲9.7%	▲6.3%	▲3.4%	▲36.9%	-	-	-				
阪急オアシス様	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	A 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%
関西スーパー様	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%				
イズミヤ様	15	4	B ▲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%	-	-				
阪急オアシス様	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%
関西スーパー様	31	35	37	40	46	-	-	-	-	-	-	-
EBITDA率	2.6%	2.9%	3.0%	3.2%	3.5%	-	-	-	-	-	-	-
イズミヤ様	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
阪急オアシス様	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
当期純利益 (3社合計)	▲50	▲32	▲34	▲141	33	-	-	-	-	-	-	-
利益率	▲1.0%	▲0.7%	▲0.7%	▲3.1%	0.9%	-	-	-	-	-	-	-
関西スーパー様	8	12	14	17	20	5	15	20	-	-	-	-
利益率	0.6%	1.0%	1.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.6%	1.6%	-	-	-	-
イズミヤ様	B ▲59	▲28	▲38	▲97	5	-	-	-	直近5年間の合計でイズミヤ様は▲218億円、 阪急オアシス様は▲77億円の当期純損失を計上			
利益率	▲2.3%	▲1.2%	▲1.7%	▲4.6%	0.3%	-	-	-				
阪急オアシス様	1	▲16	▲10	▲60	8	-	-	-	-	-	-	-
利益率	0.1%	▲1.4%	▲0.9%	▲5.5%	0.7%	-	-	-	-	-	-	-
純資産	700	663	620	461	483	-	-	-	2020年3月期にはイズミヤ様は債務超過となるまで業績が悪化			
関西スーパー様	323	330	335	333	346	-	-	-	-	-	-	-
イズミヤ様	161	133	95	▲3	2	-	-	-	-	-	-	-
阪急オアシス様	216	200	190	130	135	-	-	-	-	-	-	-

注1：非公開情報は「-」にて表記

注2：イズミヤ様の2020/3月期までのご業績には非食品部門も含まれております

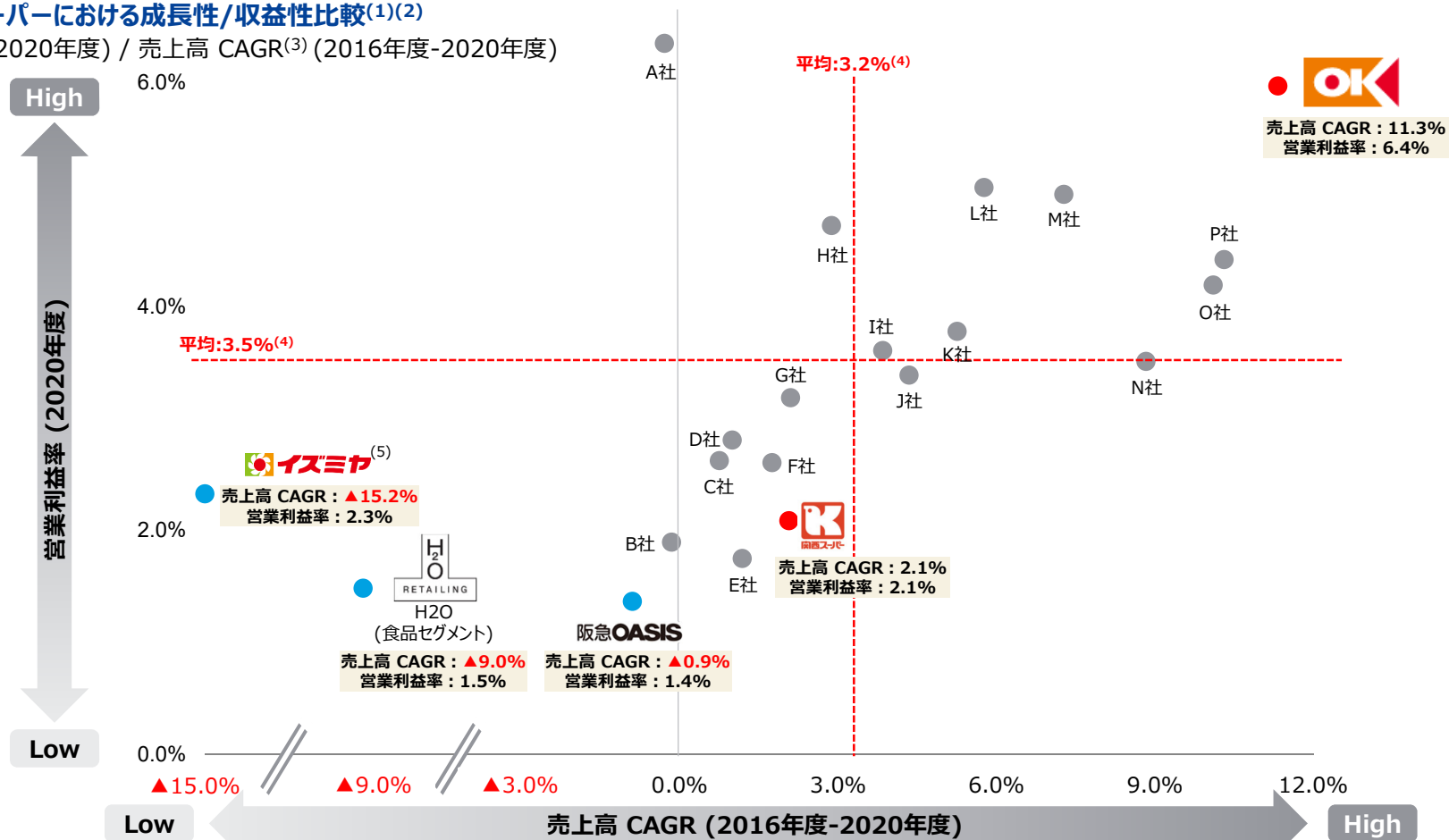
注3：9ヵ月分の売上高。関西スーパー様の各数値は決算短信を基に算出

## 4 本邦スーパーマーケット業界における売上高成長率及び営業利益率

- 本邦食品スーパー業界において、H2Oグループ様、関西スーパー様の売上高の成長性及び収益性はいずれも平均以下となる低位に留まっている状況であり、この3社が統合したとしても、過去水準を上回る大幅な増益を達成する可能性は低いと考えられます
- 関西スーパー様は企業価値向上に資するベストオーナーとして、H2O様と弊社のどちらが相応しいか、という観点で検討されたのか、ホワイトナイトとしてH2O様に頼ることが優先され、このような極めて重要な論点が蔑ろにされたのではないかと懸念しております

### 本邦食品スーパーにおける成長性/収益性比較(1)(2)

営業利益率 (2020年度) / 売上高 CAGR<sup>(3)</sup> (2016年度-2020年度)



注1：食品を扱うスーパーのうち、時価総額200億円超の企業群  
注2：一部企業はM&A実施の観点から除外

注3：年平均成長率 (Compound Annual Growth Rate)  
注4：平均値算出にあたっては阪急オアシス様、イズミヤ様、一部企業は含めずに平均値を算出

注5：イズミヤ様は2020年度より非食品事業、プロパティマネジメント事業を分離

## 4 本経営統合及び弊社提案におけるシナジー比較

- 関西スーパー様は、本経営統合を採択した理由の一つとしてシナジー発現の容易性を挙げていますが、シナジーの具体的な金額や発現時期について一切説明がないため、いつまでにどの程度の利益が見込めるのか株主は判断できません
- また、関西スーパー様の以下シナジー施策については、その具体的な中身やそれが利益創出に繋がるかは疑問があります。例えば、過去5年間の新規出店が1店舗に限られる保守的な出店戦略である関西スーパー様の「新規出店」の効果や、H2O様はイズミヤ様及び阪急オアシス様との統合がこれまで順調には進んでいないと見受けられる中、「百貨店商材の導入」がスーパーマーケットの業態として本当に魅力的な商品である保証はないこと、「DX戦略」の具体性に乏しいこと等がございます

### H2Oグループ様との経営統合及び弊社提案におけるシナジー比較

	H2Oグループ様との経営統合	弊社提案
数値目標 (定量面)	シナジーにより達成する数値目標は説明なし	関西スーパー様の1坪当たり売上高を現状対比で+30%増加させることを想定
発現時期	説明なし	数年間のうち
定性面	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 関西スーパー様、イズミヤ様、阪急オアシス様の3ブランドの特性を活かした地域密着型の新規出店</li> <li>• 阪急・阪神百貨店が取り扱う百貨店商材の導入</li> <li>• ナショナルブランド、輸入商材等の仕入先統合</li> <li>• 店舗の建築資材、什器、消耗品等の共同購入</li> <li>• 製造外注委託食品の一括委託</li> <li>• 共同配送、取扱量拡大等による物流の効率化</li> <li>• 会員カード及び会員向けサービスの共有</li> <li>• チラシ、レシピ販促、販促ツールの共同制作</li> <li>• セントラルキッチン、プロセスセンターの効率化</li> <li>• システム統合によるIT関連コスト削減</li> <li>• 決済端末の共通化</li> <li>• 人材交流・共同研修、福利厚生制度の連携</li> <li>• リアル店舗の差別化を図るためのDX戦略</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 弊社グループの経営方針「高品質・Everyday Low Price」の関西スーパー様への導入</li> <li>• 品質・価格・品揃え等での商品の見直し</li> <li>• 店舗改装の実施</li> <li>• 両社の共同仕入れによる仕入原価の低減</li> <li>• 両社でのプライベートブランド（PB）商品・留型商品の販売・商品共同開発</li> <li>• 物流効率化</li> <li>• 店舗運営のノウハウ共有</li> <li>• 店舗開発のノウハウ共有</li> </ul>

## 4 本経営統合により生じるのれんの影響についてのシミュレーション

- ・ 関西スーパー様は、本経営統合は経済的な意味で希薄化が生じるものではなく、むしろ経済的には大きな利益をもたらすと説明されていますが、以下試算によると多額ののれん (A) が生じるおそれがあり、のれん償却を考慮すると希薄化回避には相当程度の利益 (B) が必要となります
- ・ のれん償却負担は将来的には関西スーパー様の収益を圧迫する要因となり、少数株主も影響を被ることになりますが、かかる点についての説明がされておらず、3社合計の利益水準に鑑みても希薄化回避に必要な利益(シナジー)は現実的でないと推察されます

(単位：百万円)

		ブルー・タス理論株価	アイ・アール ジャパン理論株価			
1	本経営統合後の関西スーパー様の1株当たり株式価値	¥1,787	¥3,128	¥2,400	¥3,018	
2	イズミヤ様 + 阪急オアシス様の株式価値 + H2O様による2社への増資額合計	理論株価×割当株式33,834,909株 (イズミヤ様、阪急オアシス様2社の対価と関西スーパー様新株が等価と想定)	60,463	105,836	81,204	102,114
3	うち、イズミヤ様	株式交換比率(1:11,909 : 5000)に基づき計算	42,584	74,540	57,192	71,919
4	うち、阪急オアシス様	株式交換比率(1:11,909 : 5000)に基づき計算	17,879	31,296	24,012	30,195
5	理論株価で試算した場合ののれん発生額	#2 - #13	(A) 30,332	75,704	51,073	71,983
6	のれん償却額 (年間)	のれん償却期間を10年と仮定	3,033	7,570	5,107	7,198
7	関西スーパー様のEPS変化率 (のれん考慮)					
8	(本経営統合前)関西スーパー様のEPS	関西スーパー様の当期純利益(2022/3月期会社予想値) ÷本経営統合前の自己株控除後発行済株式数(2022/3月期1Q実績値)	¥67.3	¥67.3	¥67.3	¥67.3
9	(本経営統合後)関西スーパー様・イズミヤ様・阪急オアシス様3社合計のEPS	(関西スーパー様の当期純利益(2022/3月期会社予想値) +イズミヤ様・阪急オアシス様の当期純利益(2021/3月期実績値) - #6) ÷本経営統合後の自己株控除後発行済株式数	¥3.9	¥▲67.1	¥▲28.6	¥▲61.3
10	少数株主に帰属する価値の変化率	#9 ÷ #8 (本経営統合前(正の値は価値が増加、▲は価値が減少))	(B) ▲94.2%	▲199.8%	▲142.4%	▲191.1%
11	希薄化回避に必要な当期純利益 (税引前)	法人税率は30.6%にて試算	5,829	12,367	8,817	11,830
12	希薄化回避に必要な当期純利益 (税引後)	(#9 - #8) ×本経営統合後の自己株控除後発行済株式総数	4,045	8,582	6,119	8,210
13	(ご参考) 簿価純資産 (増資後)		30,131	30,131	30,131	30,131
14	イズミヤ様	2021/3月期 215百万円 + #17	12,477	12,477	12,477	12,477
15	阪急オアシス様	2021/3月期 13,532百万円 + #18	17,654	17,654	17,654	17,654
16	H2O様によるイズミヤ様・阪急オアシス様への増資の価値		16,384	16,384	16,384	16,384
17	イズミヤ様への追加出資額	関西スーパー様プレスリリースより	12,262	12,262	12,262	12,262
18	阪急オアシス様への追加出資額	関西スーパー様プレスリリースより	4,122	4,122	4,122	4,122
19	イズミヤ様 + 阪急オアシス様の株式価値(増資をしなかったと仮定した場合)		44,079	89,451	64,820	85,730
20	うち、イズミヤ様	#3 - #17	30,322	62,278	44,930	59,657
21	うち、阪急オアシス様	#4 - #18	13,757	27,173	19,890	26,073
22	イズミヤ、阪急オアシスの取得価格の利益指標倍率(2021/3月期)					
23	イズミヤ様	Implied PER	65.2x	133.9x	96.6x	128.3x
24		Implied PBR	141.0x	289.7x	209.0x	277.5x
25	阪急オアシス様	Implied PER	17.2x	34.0x	24.9x	32.6x
26		Implied PBR	1.0x	2.0x	1.5x	1.9x

出所：関西スーパー様2022年3月期第1四半期決算短信、8/31プレスリリース、9/24プレスリリース

# 弊社の今後の対応方針

---

## 2021年10月29日に開催予定の臨時株主総会における弊社方針

- 上述の通り、本経営統合は、弊社提案有無に関わらず、関西スーパー様の少数株主の利益が軽視されているだけでなく、関西スーパー様の価値が損なわれる可能性があると考えておりますので、弊社は、臨時株主総会にて反対の票を投じます

## 臨時株主総会で経営統合議案が「否決」された場合における弊社方針

- 弊社としては、関西スーパー様経営陣から弊社提案に対するご賛同を得られるよう誠心誠意協議させて頂く所存です
- 弊社提案への賛同を得られる場合、関西スーパー様株式1株当たり2,250円にて関西スーパー様の非公開化を目的とした公開買付けを行う意向がございます
  - 1株当たり2,250円は、関西スーパー様上場来最高値であり、弊社提案の前日である2021年6月8日対比で125.0%、8/31プレスリリース公表日前日の2021年8月30日対比で70.5%のプレミアム

## 臨時株主総会で経営統合議案が「可決」された場合における弊社方針

- 関西スーパー様株主の皆様のご判断として、弊社はありのままに受け止める所存です

# (ご参考) 関西スーパー様上場来株価推移

## 上場来株価推移 (1991/11/26~2021/8/30)



弊社 提案価格 (円)	時価 総額 <sup>(3)</sup> (百万円)	純有利子 負債 <sup>(4)</sup> (百万円)	企業 価値 (百万円)	弊社提案 対比			関西スーパー様公表 対比			企業価値 /EBITDA <sup>(6)</sup> (倍)	PER (2022/3期) (倍)	PER (2023/3期) (倍)	PBR (2021/6期) (倍)
				前日 (6/8終値)	前日 (8/30終値)	1ヶ月平均	3ヶ月平均	6ヶ月平均	1ヶ月平均				
2,250	67,554	▲4,618	62,936	125.0%	70.5%	75.2%	104.6%	104.4%	13.4	33.4	33.0	1.9	

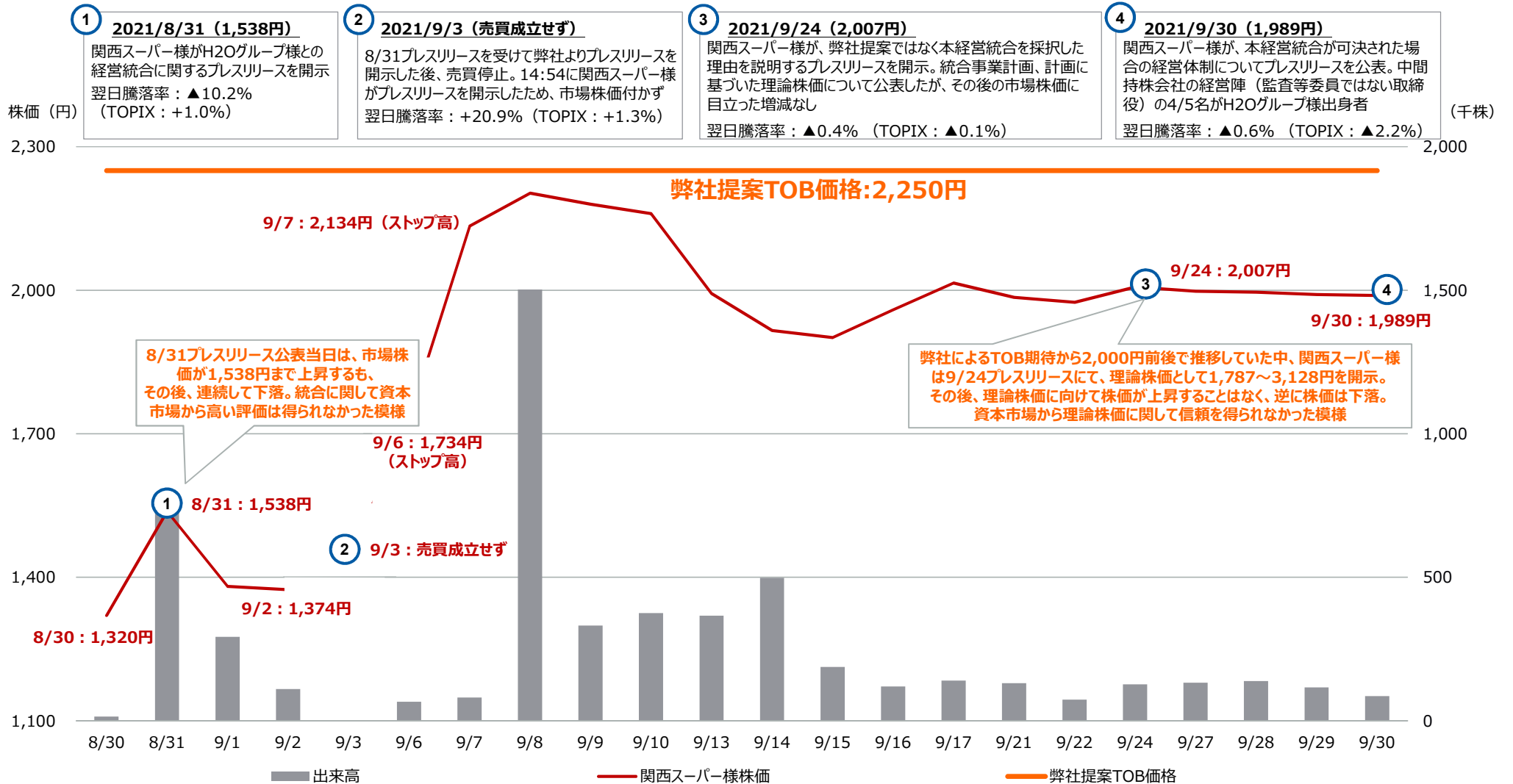
注1: 株式分割後の調整後株価  
注2: 2016年8月25日時点の発行済株式総数を基に算出した数値  
注3: 2,250円の場合の本経営統合前自己株控除後発行済株式数  
注4: 2022/3月期1Q実績値  
注5: 2022/3月期は関西スーパー様の予想値を使用  
注6: 営業利益予想値+2021/3月期減価償却費実績値

出所: 公表資料



# (ご参考) 関西スーパー様公表後株価推移

## 株価推移 (2021/8/30~2021/9/30) (1)



# (ご参考) 弊社概要 (1/2)

- 弊社は、『高品質・Everyday Low Price』を経営方針に掲げ、首都圏1都3県に131店舗を展開し、お客様より高い評価・満足度を頂戴しているスーパーマーケットです

## 会社概要

名称	オーケー株式会社
経営陣	飯田 勲 (会長) / 二宮 涼太郎 (社長)
住所	神奈川県横浜市西区みなとみらい6-3-6
創業/設立	1958年/1967年
従業員数	14,873人 (2021年3月時点)
店舗数	131 店舗 (2021年9月末時点)
取扱商品構成	<ul style="list-style-type: none"> <li>食品 33%</li> <li>冷食品 25%</li> <li>生鮮 8%</li> <li>その他 33%</li> <li>雑貨 8%</li> </ul>

## 経営方針

**高品質** ... 品質の良い商品の中から、価値のある商品・美味しい商品・鮮度の良い商品・健康に良い商品・便利な商品を慎重に選んで販売しています。

**Everyday Low Price 毎日が特売** ...

Everyday Low Price 毎日が特売です。だから、オーケーには特売日がありません。毎週月曜日に商品情報を発行して、新商品・値下げ商品等をお知らせしています。

**競合店対抗値下** ...

『万一、他店より高い商品がございましたら、お知らせください。値下げします。』のポスターを掲げ、ナショナルブランド商品については、地域一番の安値を目指しています。

**安全でヘルシーな食品** ...

オーケーの食品は安全でヘルシーです。合成着色料使用商品は原則として取り扱いません。有害とされる添加物を使用した商品は取り扱わないよう心掛けています。



## 決算概要 (直近5期)

億円	17/3	18/3	19/3	20/3	21/3
<b>PL</b>					
売上高	3,313	3,578	3,943	4,360	5,089
成長率	7.7%	8.0%	10.2%	10.6%	16.7%
EBITDA	187	196	235	293	402
EBITDA率	5.6%	5.5%	6.0%	6.7%	7.9%
営業利益	144	145	182	227	328
利益率	4.4%	4.1%	4.6%	5.2%	6.4%
当期純利益	97	92	145	164	225
利益率	2.9%	2.6%	3.7%	3.8%	4.4%
<b>BS</b>					
総資産	2,135	2,248	2,402	2,923	3,179
純有利子負債	214	208	102	-48	-204
株主資本	812	885	1,008	1,145	1,333
Net D/Eレシオ	0.3倍	0.2倍	0.1倍	-0.0倍	-0.2倍
ROE	12.5%	10.7%	15.2%	15.1%	18.0%

## 数字で見るオーケー

### スーパー総選挙

**3連覇**



### オーケークラブ会員数

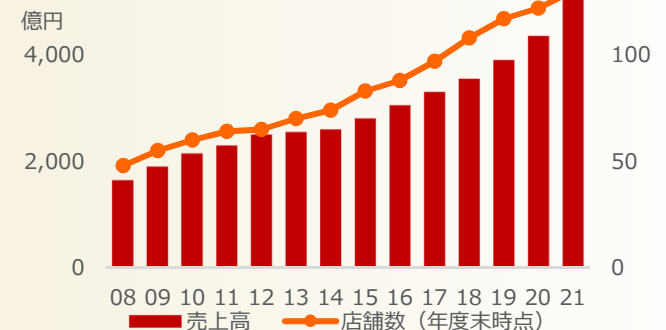
**593万人**

(2021/3月時点)



### 連続増収

**34期連続**



# (ご参考) 弊社概要 (2/2)

- 高品質・Everyday Low Price / 高いお客様からの満足度を維持しつつ、更なる成長に向け新規店舗を積極的に出店する方針です

## 弊社の特徴 / 主要な取り組み

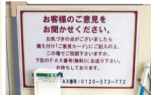
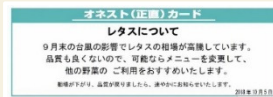
### 1 高品質・Everyday Low Price実現に向けた主要な取り組み

- 低価格実現のため取扱メーカーを絞り、大量仕入による原価低減によりEDLPを実現しています
  - 精肉部門では1頭買い・処理の流通経路を確保
  - 地中海産の本マグロではマイナス50度のコールドチェーンにより鮮度を確保、刺身のつま等を削減し原価低減を実現
  - 上記の商品提供への工夫と価格競争力の強さと、出店による売上増加で毎期安定した売上高と利益を確保できる体制を構築
- 2019年、専用物流センターを稼働致しました
  - 寒川、川口、流山にて物流センターを開設。物流網を全面的に見直し、メーカー工場から店舗までの物流コストの最適化を追求

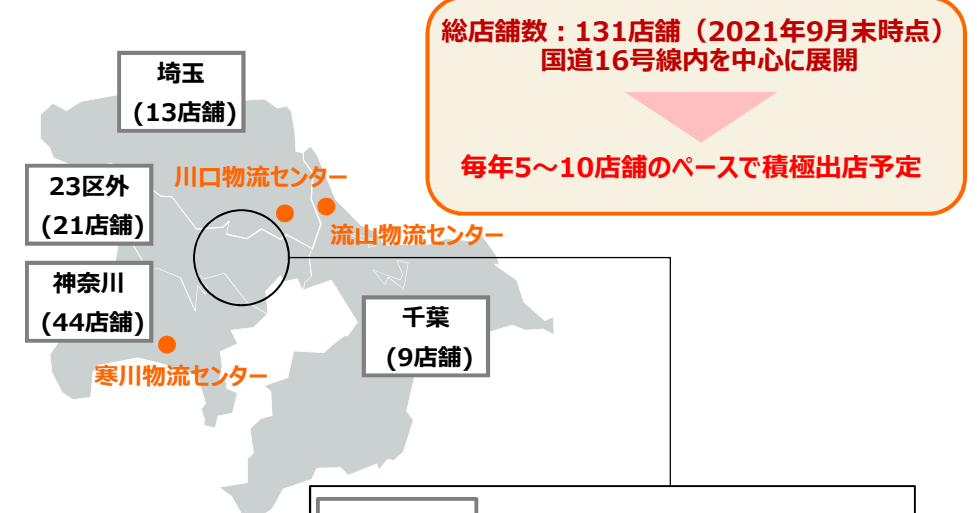


### 2 顧客満足度の向上に向けた主要な取り組み

- 商品に関する情報を『オネスト (正直) カード』としてPOPとして店頭に表示しています
  - POPや配布物、弊社のこだわりを掲示し、競合店対抗値下げを強く打ち出して地域一番の安値での商品の提供することで高い消費者からの満足度を獲得
- 「オーケークラブ」によるお客様への価値提供に加え、ご意見箱を通じお客様の声を店舗運営に反映する仕組みを構築しています
  - 年会費無料のオーケークラブ会員 (2021年3月会員数は約593万人、1年間で約50万人増) に対して限定割引サービス実施
  - スーパーマーケットとしては初の自社による調剤薬局事業参入
  - 加えて、店舗に「ご意見箱」を設置し顧客からの声を店舗運営に反映する仕組みを構築



## 店舗 / 物流網



みなとみらい店



新用賀店

