

July 9, 2024

3D Investment Partners Pte.
250 North Bridge Road
#13-01 Raffles City Tower, Singapore

サッポロ株主の皆様へ

3D Investment Partners Pte. Ltd. (以下、「当社」) は、複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造を投資哲学とし、日本特化型のバリュー投資を行う独立系の資産運用会社です。現在、当社が投資一任運用業務を提供しているファンドは、サッポロホールディングス株式会社 (以下「サッポロ」) の最大株主となっています。

サッポロは、酒類事業において素晴らしいグローバルブランドを有する、日本を代表する企業ですが、これまで、資本コストを下回る投資リターンしか生み出せていない不動産事業を主因として、その本源的な価値を発揮できずにきました。しかしながら、サッポロ経営陣は、そのような根本的な課題に正面から向き合い、2023年9月以降のグループ戦略検討委員会における検討を経て、2024年2月に「グループ価値向上のための中長期経営方針に関するお知らせ」を発表し、不動産への外部資本の導入を通じて不動産事業を実質的に切り離す決断に至りました。当社は、サッポロ経営陣のそのような判断について敬意を示すとともに、心から歓迎いたします。

サッポロ経営陣は現在、不動産の切り離しの具体的なスキームを検討しており、当社は、サッポロが今年度内にその具体的な計画を発表するものと理解しています。サッポロがどのような不動産の切り離しスキームを選択するかは、企業価値を左右する極めて重要な検討事項です。そのため、当社は、その具体的な方法を検討のうえ、情報共有を目的として、その検討結果を株主の皆様にご公開することといたしました。是非、プレゼンテーション資料 (以下「本プレゼン資料」) をご確認くださいませようお願いいたします。

本プレゼン資料 : <https://www.3dipartners.com/engagement/sapporo-presentation-jp-202407.pdf>

適切な不動産切り離しスキームを選択することの重要性について

当社は、サッポロの不動産切り離しスキームは、主に、①不動産保有法人の税制適格スピノフ、②個別物件の完全売却、③不動産保有法人の部分売却・増資の3つに分類されると考えております。

上記のスキームの長所と短所を比較した場合、末尾に記載のスキーム比較表のとおり、③不動産保有会社持分の部分売却や増資は、a)不動産の完全なる切り離しが実現しないため、資本コスト以下の ROIC の不動産を保有することによるサッポロの企業価値毀損は残り続けること、b)一般に、一部の持分のみを購入できる不動産投資家層は限られており、不動産保有会社の株式価値は大きくディスカウントされる可能性が高いことから、そのような問題の存在しない①税制適格スピノフ及び②個別物件の完全売却が、サッポロの企業価値をより高めると考えております。

すなわち、当社は、不動産切り離しスキームの候補として、企業価値を最も高める可能性が高い①不動産保有会社の税制適格スピノフと②個別物件の完全売却を含めることが、サッポロにとって極めて重要であると考えております。

企業価値を最大化する不動産切り離しスキームについて

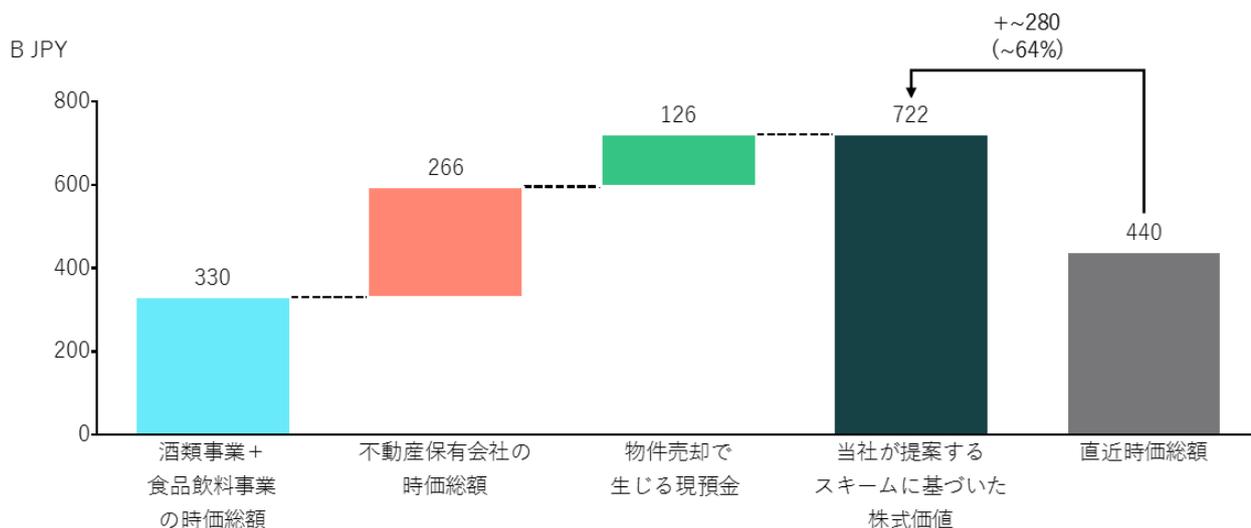
当社は、各スキームの長所と短所を考慮して、①サッポロが保有する不動産をバリュアアップ余地のある物件群と、バリュアアップ余地のない物件群に分類する、②バリュアアップ余地のある物件群とは、売却益課税なく切り離すことができ、成長性が好意的に評価される税制適格スピノフによる即時の切り離しを選択する、③バリュアアップ余地のない物件群は、成長性よりもキャッシュフローの安定性がより好意的に評価される不動産投資家への完全売却を選択する、の3要素から構成される不動産切り離しスキームが、サッポロの企業価値を最大化すると考えております。

より具体的には、恵比寿ガーデンプレイス、ライオン銀座七丁目、新宿ライオンなどは、その立地のポテンシャルを考慮してバリュアアップ余地のある物件群に分類のうえ、バリュアアップポテンシャルの最大限の織り込みと、即時の不動産の切り離しを実現すべきと考えております。一方、その他の物件においては、バリュアアップ余地のない物件群に分類のうえ、個別の物件ごとに、企業価値向上の観点から最も売却額を最大化できるアプローチ方法（相対・コンペ等）に従った最大価格での完全売却を行うべきと考えております。

適切な不動産切り離しスキームの選択を通じた企業価値の向上余地について

当社は、当社が提案する不動産切り離しスキームが、サッポロの株式価値を以下のとおり、約 2,800 億円/+64%程度高めるものと考えております。

サッポロの株式価値向上余地



最後に

当社は、サッポロ経営陣が不動産事業を実質的に切り離す決断を行ったことについて、心から歓迎しております。しかしながら、上述のとおり、いかなる不動産の切り離しスキームを選択するかは、サッポ

口の企業価値を大きく変動させる極めて重要な検討事項です。当社は、不動産保有法人の税制適格スピ
ンオフと個別物件の完全売却を適切に組み合わせたスキームが、企業価値最大化の観点から合理的であ
ると考えております。

株主の皆様におきましては、是非、サッポロ経営陣の決断を歓迎いただくとともに、本書簡及び本プレ
ゼン資料をご確認のうえ、サッポロ及び当社に対して、率直なご意見をお伝えいただけますようお願い
申し上げます。

不動産切り離しスキーム比較表

不動産切り離しスキーム比較表				留意点	
	不動産継続保有による 企業価値棄損の有無	切り離しに伴う キャピタルゲイン課税の有無	切り離し時の 不動産価値ディスカウントの有無	価値貢献 度合い	成長原資確保のための 酒類事業エクイティストーリー の必要性の有無
不動産保有法人の 税制適格 スピノフ	なし  (完全切り離しより)	なし  (税制適格スピノフより)	なし   (十分な成長性があれば)	 x4	必要 但し、不動産保有法人に既存の 有利子負債を寄せることで借入 余力は増やせる
個々の物件の 完全売却	なし  (完全切り離しより)	あり 	なし   (CFの安定性があれば)	 x2	不要 酒類事業のエクイティ ストーリーなく確保可能
不動産保有法人の 部分売却・支配権 の移転を伴う増資	あり  (一部継続保有より)	あり 	限定的  (継続保有持分価値に投資でき る投資家層は限られる)	 x1	不要
不動産保有法人の 支配権の移転を伴 わない増資		なし 	あり   (マイノリティ持分に投資でき る投資家層は更に限られる)	 x2	酒類事業のエクイティ ストーリーなく確保可能

敬具

3D Investment Partners Pte.Ltd.について

当社は、2015年に設立された、シンガポールを拠点に日本特化型のバリュー投資を行う独立系資産運用会社です。複利的な資本成長を通じた中長期的な価値創造を投資哲学とし、長期的なリターンの達成という共通の目的を共有する経営者とのパートナーシップを重視しております。

免責事項

本書簡は、情報提供のみを目的としたものであり、いかなる証券又は投資商品についても、その購入又は販売を勧誘するものではなく、専門的助言もしくは投資助言ではありません。また、本書簡は、目的のいかんを問わず、いかなる人もこれに依拠することはできず、投資、財務、法律、税務その他のいかなる助言とも解されるべきではありません。

3D Investment Partners Pte. Ltd.及びその関連会社並びにそれらの関係者（以下「3DIP」）は、昨今のサッポロの株価はその本源的価値を反映していないと考えています。3DIP は、購入時点において、サッポロの有価証券は過小評価されており、魅力的な投資機会を提供しているという独自の考えの下、これらの実質的所有権及び／又は経済的利益を購入しており、また、将来においても実質的所有権を有し、又は経済的利益を有する可能性があります。3DIP は、サッポロに対する投資について、継続的に再検討を加える予定であり、様々な要因-例えば、サッポロの財政状態及び戦略的方向性、サッポロとの協議の結果、全体的な市場環境、3DIP が利用可能なその他の投資機会、サッポロの有価証券の購入又は売却を3DIP の希望する価格で実行しえる可能性等 - に応じて、いつでも（公開市場又は非公開の取引を通じて）、関係法令で許容される方法を限度として、自由に、売却し、購入し、カバーし、ヘッジし、又は投資（サッポロの有価証券への投資を含みます）の形態や実態にかかるその他の変更を実施する可能性があります。また、3DIP は、そのような変更等を他者に通知する義務の存在を明示的に否定します。

3DIP は、本書簡に記載されている情報の正確性、完全性又は信頼性に関して、明示黙示を問わずいかなる表明又は保証も行いません。また本書簡に記載されている情報は、本書簡において言及されている証券、市場又は進展についての完全な記述又は概要であることを意図していません。3DIP は、本書簡もしくは本書簡の内容の全部もしくは一部を使用もしくは依拠したことにより、又は本書簡に関してその他の理由により生じた、いかなる者のいかなる損失についても、全ての責任又は債務を、明示的に否定します。3DIP は、本書簡の内容について更新若しくは追加情報を提供する義務、又は本書簡に含まれる情報の不正確性を修正する義務を負わないことをここに明示します。

3DIP は、本書簡を通じて行う、自らの評価、推定及び意見の表明、その他株主との対話を理由として、日本の金融商品取引法に定める共同保有者もしくは外国為替及び外国貿易法に定める密接関係者として取り扱われる意図又は合意、及び、他の株主が保有する議決権の行使につき、3DIP 又は第三者に代理行使させることの許可又は株主を代理する権限を受任する意思がなく、かかる議決権を代理させることを勧誘、奨励、誘導又は要求する意思もないことをここに明示します。

3DIP は、サッポロ及びサッポロのグループ会社の事業や資産を第三者に譲渡又は廃止することについて、3DIP が、自ら又は他の貴社の株主を通じて、貴社の株主総会で提案することを意図するものではありません。また、3DIP は、サッポロ及びサッポロのグループ会社の事業の継続的かつ安定的な実施を困難にする行為を行うことを目的とする意思を有していません。

本書簡では、ニュース報道又はその他の公開されている第三者情報源（以下「第三者資料」）からの引用が含まれ得ます。これらの第三者資料の引用の許可は、求められておらず、取得されていないことがあります。なお、第三者資料の内容については、3DIP が独自に検証を行ったものではなく、必ずしも3DIP の見解を示すものではありません。第三者資料の著者及び／又は発行者は、3DIP とは独立しており、異なる見解を持つ可能性があります。本書簡において第三者資料を引用することは、3DIP が第三者資料の内容の一部について支持若しくは同意すること、又は第三者資料の著者若しくは発行者が、関連する事項に関して 3DIP が表明した見解を支持若しくは同意することを意味するものではありません。第三者資料は、記載された問題に関して他の第三者により表明された関連するニュース報道又は見解の全てでもありません。

本書簡は、サッポロとの建設的な対話及び公表されている情報（3DIP は別途の検証を行っていません。）に基づき作成されたものであり、完全性、適時性又は包括性のあるものではありません。3DIP は、日本の金融商品取引法が規定するインサイダー情報（以下「インサイダー情報」）ないしフェア・ディスクロージャー・ルール上の重要情報（以下「重要情報」）を受領しておらず、また、本書簡にはいかなるインサイダー情報ないし重要情報も記載していません。

本書簡の英語版に記載される（他の者に帰属しない）3DIP が作成した情報で、英語版と日本語版が矛盾抵触する場合、別途の明示がない限り、日本語版の内容が優先されます。

ご連絡先

株式会社 KRIK（広報代理）

越田：070-8793-3990

杉山：070-8793-3989