

2023年3月14日

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

サッポロホールディングス株式会社
株主の皆様へ

拝啓

3D Investment Partners Pte. Ltd. (以下「3D」又は「当社」といいます。)は、シンガポールを拠点とし、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。

当社は、2021年からサッポロホールディングス株式会社(以下「サッポロ」といいます。)への投資を行い、現在、発行済み株式の約4%を保有する3D OPPORTUNITY MASTER FUNDの資産運用会社として、サッポロの飛躍的な企業価値の向上を目指し、建設的な対話を継続して参りました。今般、以下のとおり、株主の皆様からサッポロの経営に対する率直なご意見を賜りたく存じますので、何卒ご検討くださいますようお願いいたします。

サッポロについての当社の考え方

サッポロは、その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。それらのブランドは、極めて価値の高いものであり、国内市場において強い存在感を示すとともに、海外市場においても多くのファンを抱えています。当社は、サッポロが素晴らしいビジネスを展開し、多大な企業価値を生み出すことができると確信しており、サッポロに対して、これらのブランド価値が顕在化し、高い収益性と成長性を実現することを期待して投資しております。もっとも、残念ながら、サッポロは現在道を踏み外しており、コア事業である酒類事業の業績を悪化させてしまっております。

サッポロのコア事業の業績不振

サッポロの酒類事業は、深刻なアンダーマネジメント状態にあり、そのブランド価値は毀損され続けています。国内では、同業他社であり、不動産事業を保有せず、酒類及び食品飲料事業を行っているキリンホールディングス株式会社(以下「キリン」といいます。)、アサヒグループホールディングス株式会社(以下「アサヒ」といいます。)、サントリーホールディングス株式会社(以下「サントリー」といいます。)にシェアを奪われ続けた結果、サッポロのシェアは、

30年前の18%から、2018年時点では11%まで下落しています¹。サッポロのグローバル展開も芳しくなく、酒類事業の海外売上高比率は22%と、アサヒ、キリンの48%と28%に大きく水をあけられています²。更には、国内のアルコール市場で、縮小するビール市場を補う形で拡大してきた発泡酒、RTD分野においても、サッポロは新商品開発を行っているものの、小売店のPOSデータを用いた分析では、そのシェアは極めて低いものに留まっており、キリン、アサヒ、サントリーに更なる差をつけられています。

更に当社が深刻と考えるのは、サッポロ経営陣は、このような酒類ブランドの価値毀損を、長年に亘って放置してきたという事実です。サッポロの酒類事業の利益率は、2018年以降の平均でわずか1.0%³であり、グローバルの競合ブランド⁴の中で最も低い水準です。本社コストを含めた場合の低収益性は更に深刻であり、不動産事業の営業利益を全社から除いたベースで、サッポロのコア事業（酒類事業・食品飲料事業）の営業利益率は過去5年平均で-1.6%⁵と赤字です。資本効率も悪く、サッポロのROAは過去5年間で0.5%⁶と、グローバルの競合ブランドの中で最も低い水準となっております。

本来高い成長性・収益性が見込めるはずの酒類事業を含むコア事業が、このような業績不振の状態にあることは、10年以上前から既に明らかでした⁷。しかしながら、サッポロの経営陣は、不動産事業の利益を隠れ蓑にコア事業の低収益性を放置し、ただ問題が悪化することを傍観していました。サッポロは、同業他社が享受している利益やリターンを得るために酒類事業を再建するのではなく、競争優位性や実績、組織的基盤を有さない不動産事業に注力しているように見受けられます。

このような状況にあるサッポロは、日本企業が低迷している原因として指摘される「高いイノベーション創出能力を持ちながら持続的低収益性に甘んじてきた」⁸、「大胆な経営判断が必ずしも十分になされておらず、変革よりも現状維持に力点がおかれている。その結果、・・・経営資

¹ ビール市場動向レポート（ビール酒造組合）、各社公表の出荷量を元に算出；アサヒが2018年で数量の公表を取りやめたため2019年を直近の数値としている

² 各社決算説明資料、決算短信に基づく；アサヒは日本/欧州/オセアニア/東南アジアセグメントに占める日本以外の売上比率；キリンは国内ビール・スピリッツ/オセアニア酒類にしめるオセアニア酒類の売上比率；サッポロは酒類事業に占める海外酒類の比率を示す（2022年12月期）

³ 有価証券報告書、決算短信補足説明資料に基づく；FY2018-FY2022の平均；FY2018は国内酒類、国際、外食セグメントを対象とし、FY2019以降は酒類セグメントを対象とした

⁴ 世界のビール生産量トップ40社（2020）のうち証券取引所に上場している22社（サッポロを含む）

⁵ 有価証券報告書、決算短信補足説明資料に基づく；FY2018-FY2022年の平均

⁶ Bloombergに基づく；FY2018-FY2022の平均

⁷ 10年以上前から、不動産事業を除いた営業利益率は1%台前後で推移。これは、BICS生活必需品セクター192社の内、下位10%前後の営業利益水準

⁸ 経済産業省『「持続的成長への競争力とインセンティブ～企業と投資家の望ましい関係構築～」プロジェクト（伊藤レポート）最終報告書』（2014年8月）5頁

源を成長性・収益性に見込める事業に振り向けていくための取組が進んでいない」⁹といった指摘が妥当する企業であるように思われます。

当社は、サッポロの企業価値向上、とりわけ酒類事業の再建のために詳細な分析及び施策の提案を続けてまいりました。かかる施策は、サッポロにとって容易に実行可能であり、コア事業を軽視して不動産事業に注力するサッポロの既存の経営方針に代わる、優れた選択肢であると確信しております。しかし、残念ながら、サッポロの取締役会は、当社の提案について真摯な検討を行わなかったように思われ、これに留意することもなかったように思われます。

これ以上現状を放置するわけにはいきません。サッポロは酒類事業の収益性を改善し、独立独歩においてブランド価値を最大化させるための施策を追求していかねばなりません。

新中期経営計画に関する当社の懸念

当社は、サッポロに対し、当社の有する懸念を繰り返し伝えてきました。また、当社はサッポロに対し、中期経営計画を策定するに先立ち、幅広い株主から業績を改善するための方法等について意見を聴取することを提案してまいりました。しかしながら、当社の知る限り、サッポロによる他の株主への組織的な働きかけは行われておらず、昨年11月に発表された新中期経営計画は、以下の2つの重要な点で、当社の懸念に対処できておりません。

1つ目は、計画目標が低いことです。

まず、サッポロのグループ全体の営業利益から不動産事業の営業利益を除いた場合、目標となる営業利益率は僅か4%程度¹⁰と想定されます。これは同業他社の平均営業利益率13.1%¹¹を大きく下回る水準です。また、国内酒類事業の目標事業利益率は僅か5.7%ですが、これはアサヒ、キリンの国内酒類事業の事業利益率11.3%と11.5%¹²の半分程度です。

更に、計画を確実に達成するための施策についても、株主が計画の進捗度合いを適時に評価・把握できるような指標が示されておらず、具体性に欠けるものでした。事実、多くのアナリストは当該計画を実際に達成できるのかどうか疑問視しております。

⁹ 内閣府「未来投資戦略 2017-Society 5.0 の実現に向けた改革」(2014年6月) 32頁

¹⁰ 中期経営計画(2023~2026)、決算短信補足説明資料を元に当社推定; 酒類事業、食品飲料事業のFY2022事業利益実績値及び中期経営計画における事業利益増加額、事業利益率をもとにFY2026時点の営業利益目標値を推定; 推定にあたり、FY2022におけるその他セグメント、及び調整額に相当する額を各事業に配賦している

¹¹ Bloombergに基づく; 世界のビール生産量トップ40社(2020)のうち証券取引所に上場している21社(サッポロを除く)が対象; FY2018-FY2022の平均(FY2022の数値が取得できない企業に関しては、FY2021までの平均を使用)

¹² アサヒはFY2018-FY2021の酒類セグメントの平均; キリンはFY2019-FY2022の国内ビール・スピリッツセグメントの平均

2つ目は、中期経営計画の中で、サッポロは不動産事業をコア事業と再定義し、不動産事業においてキャピタルゲイン狙いの純投資を強化すると宣言したことです。

当社は、サッポロの不動産事業は、経営陣に甘えを生じさせ、酒類事業の業績不振の放置を招くという構造的な問題を抱えていると考えております。サッポロが今回、不動産事業をコア事業と再定義したことは、この構造的な問題の解決を放棄したに等しく、経営課題の更なる放置を招くものであると考えております。

また、このタイミングでのキャピタルゲイン狙いの純投資強化方針は、下記2つの観点から、サッポロの資本的規律の欠如を表していると考えております。まず、サッポロは過去、投資を強化するとした分野において、多額の損失を計上しており、資本規律に課題を抱えています。スリーマン社で78億円、サッポロベトナム社で47億円、アンカー社で43億円の減損を計上したほか¹³、食品飲料事業では過去10年で635億円の設備投資を行い、累計162億円の営業損失を計上してきました¹⁴。そのような実績があるにもかかわらず、今回サッポロが不動産事業への純投資強化を打ち出した事実は、サッポロがこれらの失敗から全く学んでいないことを示しています。また、サッポロは、キャピタルゲイン狙いの不動産への純投資において、不動産専門企業に対して何ら競争優位性を持っておりません。世界的にインフレが生じ、金利動向も読めないこのタイミングで、何ら実績も競争優位性も有さない分野での投資強化方針は、サッポロの取締役会及び経営陣の資本規律の欠如を顕著に示すものであると、当社は判断しております。

サッポロの取締役会の構成が経営課題の解決に対応できていないこと

サッポロの長期的な業績不振を踏まえば、サッポロが新中期経営計画の目標を達成するためには、大幅な経営の見直しを行う必要があります。当社は、サッポロが新たな視点の必要性を自ら認め、今回の取締役選任議案において、酒類事業や飲料事業に関する専門性を備えた社外取締役候補を上程するものと期待しておりました。しかしながら、我々の期待は裏切られました。サッポロは、そのような候補者を上程することなく、不動産事業を強化するための、現東京建物代表取締役会長の種橋牧夫氏（以下「種橋氏」といいます。）を上程するのみでした。当社は、種橋氏が、サッポロの酒類飲料事業の潜在能力を発揮させる人物として適任とは考えられません。

また、当社は、種橋氏の独立性と潜在的な利益相反関係について強い懸念を有しております。種橋氏は、サッポロのメインバンクであるみずほ銀行の元代表取締役副頭取を務められた方であり、このような潜在的な利益相反関係により、サッポロに対して効果的な監督を実施できない懸念があります。なお、当社は、種橋氏の社外取締役としての資質や独立性を確認するとともに、このような懸念に関する対話を行うため、種橋氏との面談を要望しましたが、当該要望は、合理的な理由なく拒絶されています。

¹³ 有価証券報告書、ニュースリリースに基づく

¹⁴ 有価証券報告書、決算短信補足説明資料に基づく

今後の進行（株主の皆様に対するお願い）

当社は、上記のとおり、酒類事業に関する低い目標設定と、サッポロが不動産事業をコア事業として位置付け直したことは致命的な誤りであると考えております。当社は、サッポロの新中期経営計画は、再検証されることが必要であると確信しております。また、以前から取締役会の資質について懸念を有しておりましたが、今回の社外取締役選任議案を以って、その懸念はさらに強くなりました。

他の株主の皆様においても、サッポロに対して、当社と同様もしくはその他の懸念を有しているものと考えております。そのため、株主の皆様が、サッポロの戦略、資本配分、事業構成、コーポレート・ガバナンスなどの重要な課題について、どのような考えをお持ちなのかを理解させて頂きたく存じます。サッポロの大株主の一社として、サッポロの豊富な潜在的能力を最大限に発揮させる責務を果たすために、皆様のご意見を参考にしながら、サッポロの全株主のために企業価値を向上させるため、サッポロの取締役会及び経営陣との建設的な対話を継続して参ります。

株主の皆様におかれましては、是非、当社に、率直なご意見をお伝えください。また、サッポロの企業価値向上に向けた最善の方策についてお考えがありましたら、そちらも是非ともお知らせ下さいますようお願いいたします。

何卒、宜しくお願い申し上げます。

敬具

お問い合わせ先：

3D Investment Partners Pte. Ltd. (3DIPartners@3dipartners.com)

免責事項

本書は、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 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。また本書に記載されている情報は、本書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、本書もしくは本書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（「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。