

スターバックス・コーポレーション 取締役会御中

株式価値算定書

ゴールドマン・サックス証券株式会社

2014年9月23日

---

- 
- I. 株式価値の財務分析にあたっての基本的事項
  - II. 株式価値の財務分析サマリー
  - III. 市場株価平均法
  - IV. 類似会社比較法
  - V. ディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析法(DCF法)

I. 株式価値の財務分析にあたっての基本的事項

---

- 本分析資料における定義
  - 貴社: Starbucks Corporation
  - SCI: Starbucks Coffee International Inc.
  - SCI Ventures: SCI Ventures S.L.
  - サザビー: 株式会社サザビーリーグ
  - 本件SPC: Solar Japan Holdings合同会社(貴社が、SCI及びSCI Venturesを通して、全ての議決権を保有する会社)
  - 対象会社: スターバックス コーヒー ジャパン株式会社
  - 第二回公開買付け: 第一回公開買付け(本公開買付契約にて定義されております。)が成立して決済が完了してから速やかに、本件SPCが第二回公開買付価格で行う、本件SPC及びSCI Venturesが所有する対象会社株式を除く対象会社株式の全てを対象とした、公開買付け
  - ゴールドマン・サックス: ゴールドマン・サックス証券株式会社
- 株式価値の財務分析における対象会社
  - 対象会社
- 公開買付契約(以下、「本公開買付契約」といいます)
  - 2014年9月24日に貴社、サザビー、本件SPC及び対象会社で締結予定の公開買付契約
- 株式価値の財務分析の目的
  - 本秘密情報は、貴社の依頼に基づき、第二回公開買付けを含む本件取引(次頁にて定義。)について、対象会社の普通株式の第二回公開買付価格(以下、「第二回公開買付価格」といいます)を貴社の取締役会において検討するための参考に資することを唯一の目的として、ゴールドマン・サックスにより作成され、貴社取締役会に対して提出されるものであり、他の一切の目的のために作成されたものではありません。なお、ゴールドマン・サックスは、第一回公開買付けについては意見を求められておらず、一切分析を行っておりません
- 株式価値の財務分析の基準日
  - 2014年9月22日を基準日としております。なお、ゴールドマン・サックスの財務分析は必然的に、2014年9月22日現在における経済状況、金融状況、市場の状況、その他の事情、及び当該日現在ゴールドマン・サックスに提供された情報のみに基づいており、ゴールドマン・サックスは、当該日以降に発生するいかなる事情、変化又は事由に基づき、その財務分析を更新し、改訂し又は再確認する責任を負うものではありません

## 株式価値の財務分析にあたっての基本的事項(2)

- 本件取引
  - 本公開買付契約において定められている第二回公開買付け及び第二回公開買付価格で対象会社の少数株主のスウィーズアウト等を含む一連の取引
- 使用した資料などに関して
  - ゴールドマン・サックスは第二回公開買付けに際しての株式価値の財務分析にあたって、以下のとおり資料及び情報を使用しております
    - 本公開買付契約、本ライセンス契約(本件取引に際して提出される公開買付届出書にて定義されております。)、平成13年6月11日付のサザビー及びSCI間の株主間契約、対象会社の平成26年3月31日に終了した事業年度に至る過去3事業年度の有価証券報告書、対象会社の平成26年6月30日に終了した四半期にかかる第1四半期報告書、その他の対象会社による株主に対する又は一般に開示した一定のコミュニケーションの記録、貴社が、ゴールドマン・サックスが使用することについて了承した平成26年7月1日から平成43年9月30日にかけて、対象会社の経営陣が貴社に提示した情報に基づき、貴社が作成した、対象会社に関する事業計画及び財務予測(以下、「本件財務予測」といいます。)について検討させて頂きました
    - また、ゴールドマン・サックスは、貴社及び対象会社の経営陣から対象会社の過去及び現在の事業、財務状況及び将来の見通しへの評価について話を聞いたほか、貴社の経営陣から本件取引の戦略的意義、及び潜在的利益について話を聞きました
    - 上記に加え、ゴールドマン・サックスは、対象会社株式の市場価格及び取引状況を検討し、対象会社の財務及び株式市場に係る一定の情報を、一定の他の公開会社の類似した情報と比較し、またゴールドマン・サックスが適切と思料したその他の調査と分析を実施し、その他の要因の検討を行いました
- ゴールドマン・サックスは、当該財務分析を行う、又は本秘密情報を作成する目的のため、貴社の同意の下、ゴールドマン・サックスに対して提供され、ゴールドマン・サックスが協議し又は検討した全ての財務、法務、規制、税務、会計、その他の情報の正確性及び完全性について、何ら独自の検証を行う責任を負うことなくこれに依拠し、これを前提としており、かかる情報に関していかなる責任を負うものではありません。これに関連して、ゴールドマン・サックスは、貴社の同意の下、本件財務予測が、当該日時点での貴社の経営陣の最善の予測及び判断に基づき、合理的に作成されていることを前提としました。さらに、ゴールドマン・サックスは、対象会社又はその子会社の資産及び負債(偶発的なもの、派生的なもの又は貸借対照表に計上されていない資産及び負債を含みます。)について独自の評価あるいは鑑定を行っておらず、かかる評価書又は鑑定書も入手していません。また、ゴールドマン・サックスは、ゴールドマン・サックスの分析に大きな影響を与えるような、本件取引を完了するために必要な全ての政府、規制機関その他の許認可が、対象会社若しくは第二回公開買付けによって得られるであろう便益にとって意味がある負の影響を何ら与えることなく得られることを前提としています。ゴールドマン・サックスは、本件取引が、本公開買付契約に規定された条項に基づいて実行され、かかる条項に関してゴールドマン・サックスの分析に実質的な効果をもたらすような影響を持つ放棄又は修正がないことを前提としています

## 株式価値の財務分析にあたっての基本的事項(3)

### ■ 開示情報

- 本秘密情報はゴールドマン・サックスに帰属し、日本国内およびその他の国の著作権法および著作権の条約の規定によって保護されます
- ゴールドマン・サックスの財務分析について、その一部分の抽出又は要約説明は必ずしも適切ではありません。その分析を全体として考慮することなく一部分の分析結果又は本資料における如何なる要約を選択することは、ゴールドマン・サックスの財務分析の基礎をなす過程についての不完全な理解をもたらすおそれがあります。ゴールドマン・サックスは考慮したいずれの要因又は財務分析について、何ら特定の重点を置くものではありません
- 本秘密情報は、弊社の書面による事前の同意なくして、本資料において特定されない限り、他のいかなる目的のためにも使用、回覧、引用あるいはその他の方法により参照されるべきものではなく、その全部又は一部がいかなる文書にも添付されたり、その中に含まれたり、その中で参照されるべきものではありません

### ■ その他

- 本秘密情報は、本件取引を行うに際しての貴社の経営上の意思決定や貴社がとりうる他の戦略的手段と比較した場合における本件取引の利点について見解を示すものでもなく、いかなる法務、規制上、税務又は会計事項についての見解を示すものでもありません。また、本公開買付契約、若しくは本件取引におけるその他のいかなる条項若しくは事象、又は本公開買付契約において企図されている、若しくは、本件取引に関連して締結若しくは、修正されるその他全ての契約若しくは法的文書におけるいかなる条項若しくは事象(貴社の本件取引の完了後の義務、貴社の各有価証券の保有者、債権者、その他の利害関係者にとっての本件取引又は本公開買付契約に関連して受領される対価の公正性を含みますがこれらに限られません。)、本件取引に関連して、貴社、SCI、SCI Ventures、サザビー、及び対象会社の役員、取締役、従業員等に対して支払われる又は支払うべきあらゆる報酬の金額又は性質、本公開買付契約に基づいて行われる第二回公開買付け又はその他の取引において支払われる公開買付価格の公正性について、ゴールドマン・サックスは、見解を示すものではありません
- ゴールドマン・サックスは、対象会社若しくは貴社の普通株式のいかなる時点の取引価格についても一切見解を示すものではありません。また、本件取引により企図される取引が、貴社、SCI、SCI Ventures、サザビー、ないし対象会社の支払能力又はその存続能力、若しくは貴社、SCI、SCI Ventures、サザビー、本件SPC、又は対象会社がその債務について期限が到来した場合に支払う能力に対して与える影響についての見解を示すものではありません

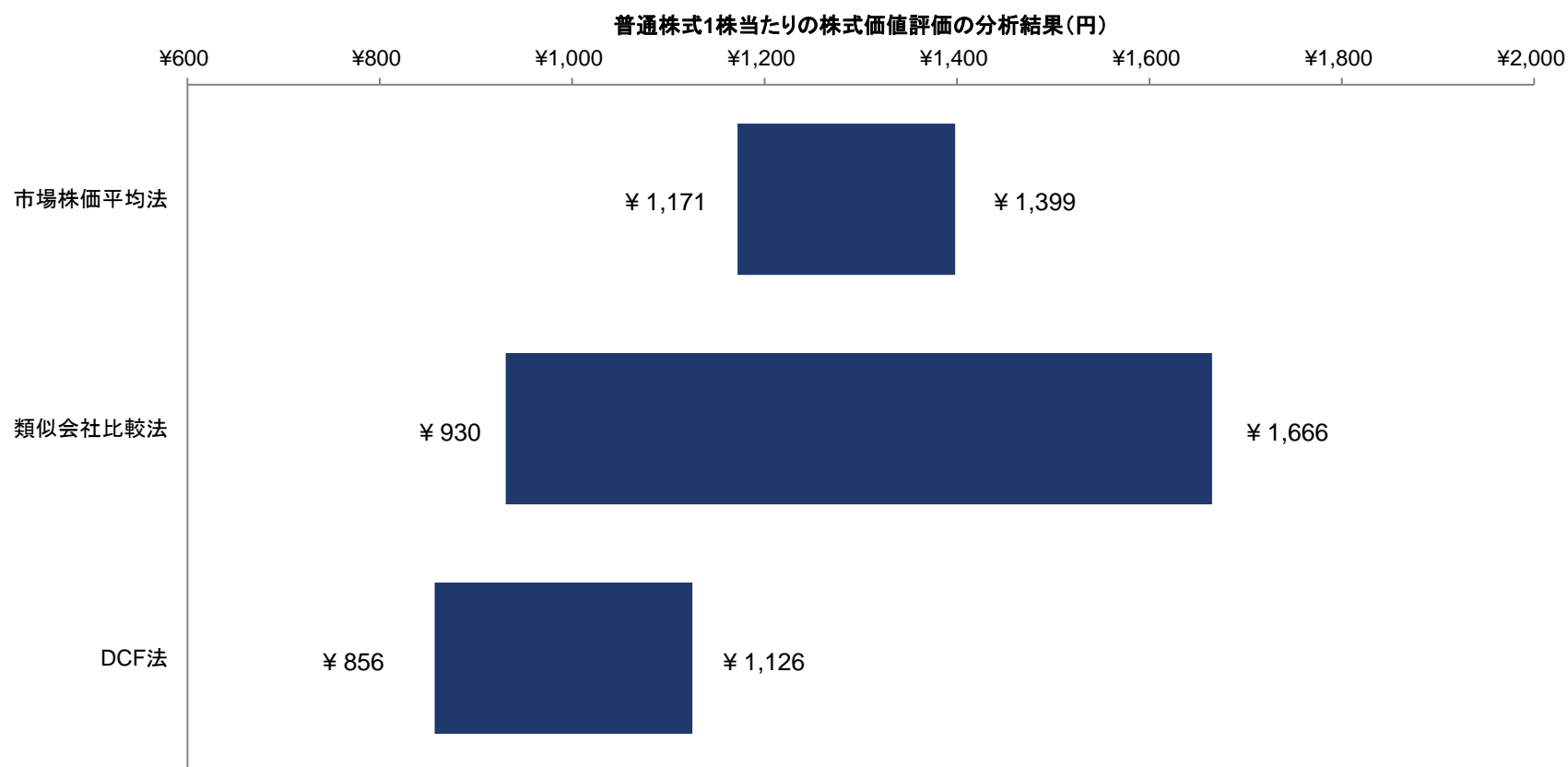
## ■ その他(続き)

- ゴールドマン・サックス及びその関連会社(以下「ゴールドマン・サックス・グループ」といいます。)は、さまざまな個人及び法人顧客のために、アドバイザリー・サービス、引受業務及び融資、プリンシパル・インベストメント、セールス及び売買、リサーチ、投資マネージメント、及びその他の金融及び非金融業務並びにサービスに従事しています。ゴールドマン・サックス・グループ並びにその従業員、及びそれらが運営する、又は独自及び第三者と同時投資する、又はその他の経済的利益を保有するファンド又はその他の事業体は、第三者、貴社、SCI、SCI Ventures、サザビー、本件SPC、対象会社及びそのいずれかの関連会社の株式、デリバティブ、銀行ローン、コモディティ、通貨、クレジット・デフォルト・スワップ、及びその他の金融商品、若しくは本件取引に関連するいずれかの通貨及び商品につき、常に見取、売却、ホールド、又は議決権行使及びロング又はショートポジションを持ちまた投資し、積極的に取引し又は取引をさせることがあり得ます。ゴールドマン・サックスは、本件取引に関し貴社の財務アドバイザーを務め、本件取引の交渉に一定の関与をしました。ゴールドマン・サックスは、本件取引に関するゴールドマン・サックスのサービスに対して報酬を受領することを想定している他(その報酬の主要な部分は第二回公開買付けの完了を条件としています。)、貴社は、ゴールドマン・サックスに対して、ゴールドマン・サックスの一定の経費を支払い、ゴールドマン・サックス及びその関連会社の業務に関連して生じ得る一定の責任について補償することに同意しています。また、ゴールドマン・サックス・グループは、平成25年12月に行われた公募による無担保社債(平成28年12月償還及び平成30年12月償還)の発行(総額7億5,000万米ドル)など、貴社及びその関連会社に対して、随時ファイナンシャル・アドバイザリー又は引受業務サービスを提供しており、それらに関してゴールドマン・サックス・グループの投資銀行部門は報酬を受領しており、また将来において受領する可能性があります。さらに、ゴールドマン・サックス・グループは、将来貴社、SCI、SCI Ventures、サザビー、本件SPC及び対象会社並びにそれらの関係会社に対してファイナンシャル・アドバイザリー又は引受業務サービスを提供する可能性があり、ゴールドマン・サックス・グループの投資銀行部門はそれらに対する報酬を受領する可能性があります
- ゴールドマン・サックスの第二回公開買付けに係るアドバイザリー・サービスと分析は、貴社の取締役会が第二回公開買付け価格を検討するにあたり、情報を提供し支援する目的のために行われるものです。ゴールドマン・サックスは、貴社若しくはその取締役会に対し特定の買付け価格について推奨したものではなく、また特定の買付け価格が唯一の適切な買付け価格であることについて推奨したものではありません。また、ゴールドマン・サックスの分析は、貴社が本件SPCを通して第二回公開買付けを実施するべきか否かに関して推奨を行うものではありません

## II. 株式価値の財務分析サマリー



2014年9月22日を基準日とした対象会社の株価終値の直近1ヶ月平均、3ヶ月平均及び6ヶ月平均並びに基準日の株価終値を基に算出した市場株価平均法、類似会社比較法、ディスカунテッド・キャッシュ・フロー法(以下、「DCF法」といいます。)の各手法により、以下の対象会社の普通株式1株当たりの株式価値の財務分析レンジが示されました



### III. 市場株価平均法

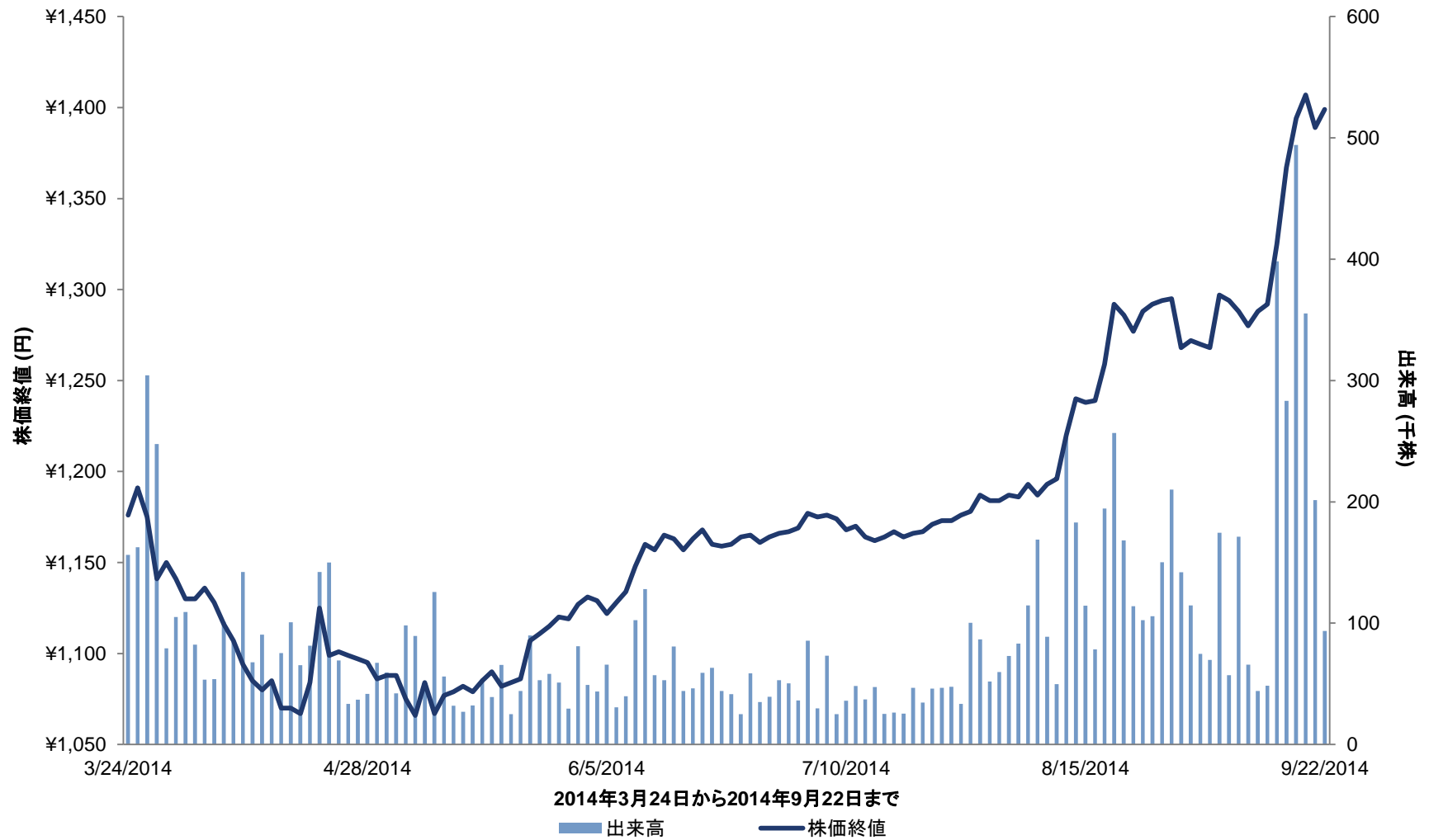
2014年9月22日を基準日とした対象会社の株価終値の直近1ヶ月平均、3ヶ月平均及び6ヶ月平均並びに基準日の株価終値を基に算出した市場株価平均法により、以下の対象会社の普通株式1株当たりの株式価値の財務分析レンジが示されました

期間	市場株価(終値ベース)
基準日(2014年9月22日)	1,399 円
1ヶ月平均(2014年8月25日～2014年9月22日)	1,313 円
3ヶ月平均(2014年6月23日～2014年9月22日)	1,227 円
6ヶ月平均(2014年3月24日～2014年9月22日)	1,171 円
	1,171円 ~ 1,399円のレンジ

出所: ブルームバーグ

# 対象会社の株価推移(直近6ヶ月)

2014年3月24日～2014年9月22日



出所: ブルームバーグ

#### IV. 類似会社比較法

---

2014年9月22日を基準日とした類似会社比較法より、以下の対象会社の普通株式1株当たりの株式価値の財務分析レンジが示されました

倍率法	倍率のレンジ <sup>1</sup>	普通株式1株当たりの株式価値の財務分析結果
PE 倍率 <sup>2</sup>	2015年3月期	17.9 x - 32.1 x
		930 ~ 1,666円のレンジ

#### 前提条件

- 出所： 当期純利益
  - 本分析においては、ゴールドマン・サックスが2014年8月に貴社より受領した本件財務予測に基づいた当期純利益を使用しております
- 類似比較公開会社<sup>3</sup>
  - 類似比較会社として、株式会社吉番屋(7630)、株式会社王将フードサービス(9936)、株式会社くらコーポレーション(2695)、株式会社サイゼリヤ(7581)、株式会社サンマルクホールディングス(3395)、株式会社ドトール・日レスホールディングス(3087)、株式会社モスフードサービス(8153)及びロイヤルホールディングス株式会社(8179)の公開会社8社(五十音順に記載)を考慮致しました
- レンジは類似会社PE倍率の25%(下位)から75%(上位)までを使用しております

出所： 各社開示資料、ブルームバーグ、IBEs、東洋経済予測値

<sup>1</sup> 2014年9月22日の株価終値に基づき、上記8社に関しPE倍率を計算致しました。

<sup>2</sup> 2014年9月22日の株価終値に基づき、2015年3月期の一株当たり当期純利益予測値を基にPE倍率を計算致しました。3月期決算ではない企業については調整を加えております。また、予測値は、ロイヤルホールディングスについては東洋経済。その他企業についてはIBEsを使用しております。

<sup>3</sup> 括弧内の記載は証券コードを示しております。

## V. ディスカунテッド・キャッシュ・フロー分析法 (DCF法)

---

2014年9月22日を基準日としたDCF法により、以下の対象会社の普通株式1株当たりの株式価値の財務分析レンジが示されました

### 普通株式1株当たりの株式価値の財務分析結果

DCF法 856 ~ 1,126円のレンジ

#### 前提条件

- フリー・キャッシュ・フロー(以下、「FCF」といいます。)の出所
  - 本分析においては、ゴールドマン・サックスが2014年8月に貴社より受領した本件財務予測に基づいてFCFを算出しております
- 株式価値の財務分析の基準日
  - 2014年9月22日時点に割引き
- 割引率
  - 割引率は、5.8%を中央値とする対象会社の加重平均資本コスト(WACC)<sup>1</sup>を使用しております。この値は、基準日時点における国固有の金利・市況に基づき算出しております
- ターミナルバリューは、永久成長率を用いたDCF法、類似企業比較法、純資産法それぞれで算出した価値の単純平均値として算出しております。この算出方法は、貴社経営時の指示の下、本ライセンス契約に基づき、本ライセンス契約満了時点において貴社が対象会社の店舗に関する全ての資産、及びそれに関連する資産及び負債を課税取引及び公正な市場価格にて取得する権利を行使することを前提としております
  - 永久成長率
    - 永久成長率は0.0%-1.0%を使用しております
  - 最終年度倍率
    - 最終年度倍率は、類似企業比較により得られた直近12ヶ月のEBITDA倍率<sup>2</sup>のレンジである5.7xから11.1xを使用致しました(類似会社のEBITDA倍率の25%(下位)から75%(上位)までを使用しております)
- 純有利子負債
  - 純有利子負債 = 短期借入金 + 長期借入金 - 現金及び現金同等物<sup>3</sup>(2014年6月30日時点) + キャッシュフロー(2014年6月30日から基準日である2014年9月22日まで)

<sup>1</sup> 出所: ブルームバーグ、対象会社開示資料

<sup>2</sup> 企業総価値算出にあたり、2014年9月22日時点の株式時価総額、2014年9月22日時点で入手可能な直近の純有利子負債、対象会社の2021年3月31日の直近12ヶ月のEBITDAを使用致しました(出所: ブルームバーグ、対象会社開示情報、貴社財務予測)

<sup>3</sup> 出所: 対象会社開示資料