

NH|GGP

東洋水産株式会社(2875):
新中期計画に対する株主の期待

2025年2月

免責事項

本プレゼンテーションに記載された見解は、本プレゼンテーションの日付現在におけるNihon Global Growth Partners Management, Inc.（以下「NHGGP」）及びAlua Capital Management LP（NHGGPと総称して「共同投資家」、「弊社ら」または「私たち」）の見解を表すものです。弊社らは、適切と判断した場合には、いつでもここに記載された意見を変更または修正する権利を留保し、ここに記載された情報を修正、更新または改訂する義務を負いません。

本プレゼンテーションは、一般的な議論および情報提供のみを目的としたものであり、いかなる場合においても、法律、税務または投資の助言として依拠されるべきものではありません。また、本プレゼンテーションは、本プレゼンテーションを受領する可能性のある特定の個人の特定の投資目的、財務状況、適合性または特定の必要性を考慮するものではなく、いかなる投資判断の是非に関する助言としても受け取られるべきではありません。本プレゼンテーションは、弊社らが運用する口座やその他の投資商品、または本プレゼンテーションに掲載されている原証券に対する投資や資産運用の勧誘を目的としたものではありません。

また、本プレゼンテーションは委任状勧誘を目的としたものではなく、他の株主の議決権行使に影響を与えることを意図したものではありません。

本プレゼンテーションに含まれるすべての情報は、東洋水産株式会社(以下「東洋水産」または「当社」という)に関する公開情報、当社の公開書類および開示資料、その他の情報源、ならびにその他の公開情報の分析に基づいています。弊社らはそれらの情報の正確性について一切の責任を負いません。

ここに含まれる歴史的な情報を除き、ここに含まれる情報および意見には「将来の見通しに関する記述」が含まれる場合があります。「将来の見通しに関する記述」には、「かもしれない」、「予定である」、「はずである」、「期待する」、「予想する」、「目標である」、「計画する」、「見積もる」、「意図する」、「継続する」、「信じる」などの将来の見通しに関する用語、またはその否定形、あるいはそれらに類似する用語が使用されています。すべての将来見通しに関する記述、見積もり、および予測は本質的に不確実であり、重大な偶発事象の影響を受ける可能性があるため、説明の目的のみに含まれていることにご留意ください。実際の結果は、予見可能な理由または予見不可能な理由によって、ここに含まれる見積もり、予測または仮定と大きく異なる可能性があります。

弊社らは、ここに記載された情報および見解が正確、公正、完全、最新であるかどうかに関し、明示または黙示を問わず、いかなる表明、保証または約束も行っておらず、いかなる責任も負いません。また、弊社らは、ここに記載された情報および見解が正確であるかどうか、公正であるかどうか、完全であるかどうか、最新であるかどうかに関し、いかなる責任も負いません。このような記述や情報は、ここに記載された見解に対する当該第三者の支持を示すものと見做されるべきものではありません。

本プレゼンテーションを提供したことにより、弊社ら、本プレゼンテーションを受領者または第三者との間において、いかなる合意、取決め、約束または了解も存在しておらず、または存在すると見做されるものではありません。

NHGGPについて

NHGGPを含む共同投資家は東洋水産の普通株式の4.0%を保有しており、同社の第2位大株主です。

Nihon Global Growth Partners Management, Inc.（以下「NHGGP」）は、海外市場において力強い成長を遂げている日本企業へ長期投資を行なっています。

2018年のNHGGP設立以前、NHGGPの経営陣は日本において2004年より数多くのプライベートエクイティ投資を行っていました。これら全てのプライベートエクイティ投資の投資先の成長の源泉は、その大部分が海外市場です。

NHGGPは、東京、ニューヨーク、香港にオフィスを有し、2021年にローンチしたNHGGPジャパン・オポチュニティーズ・ファンドL.P.を含む私募ファンドを運用しています。

本プレゼンテーションを作成したNHGGPは、共同投資家のリードインベスターです。

NHGGPは、2023年より東洋水産に投資を行っております。

東洋水産は戦略的な転換点を迎えている

東洋水産は今、創業70年の歴史の中で大きな転換期を迎えていると弊社は考えています。

堤会長と今村副会長のリーダーシップの下、マルちゃんは急速に拡大する北米市場で圧倒的な即席麺ブランドとしての地位を確立しました。これは、弊社として特に評価できる成果です。

現在、住本社長を中心とした次世代経営陣への移行が進行中です。これからの東洋水産は、水産会社としての原点とは大きく異なる姿になると考えられます。現在、東洋水産の利益の95%、成長のほぼすべてが麺事業からもたらされています。多くの成功した日本企業に見られる傾向と同様に、東洋水産の焦点はますます北米に向かいつつあり、その方向性は明らかになりつつあります。

弊社は、東洋水産の次期中期経営計画（MTP）では、この戦略的転換点を認識し、取締役会が今後の課題と機会に積極的に取り組むべきだと考えています。

取り組むべき重要な課題の1つは、2024年4月のプレゼンテーションで弊社が提起した、東洋水産の卓越した事業運営と市場での株価ディスカウントというギャップに関する問題です。これは非効率な資本配分と見劣りする株主還元方針によって引き起こされていると弊社は考えています。

弊社は本プレゼンテーションを東洋水産取締役会と共有しています。今般、弊社の視点を公に提供し、建設的な対話を促進し、東洋水産の継続的な進化を支援するために本プレゼンテーションを公開いたします。

背景

弊社は過去6か月間、東洋水産の経営陣、取締役、IR チームの透明性の高い活動に感謝申し上げます。東洋水産が最近実施したいくつかの取り組みは、評価と称賛に値すると考えております。

はじめに、東洋水産は株主の要請に応じて、NHGGPが2024年6月の定時株主総会で提案した自社株買いの水準を上回る17年ぶりの自社株買いを実施しました。また、同社は最近、資本コストの参考値を公表しました。これらの動きは、株主の意見を尊重しようとする経営陣の誠実な試みを反映していると考えています。

第二に、投資家とのコミュニケーションや対話がよりオープンになったことを評価しています。2024年11月、弊社は東洋水産の独立社外取締役と実り多い面談の機会を得ました。独立社外取締役が機関投資家株主と議論したのはこれが初めてだと理解しています。また、住本社長をはじめ複数の経営陣と面談する機会を得ましたが、これらの交流は有益なものでした。

最後に、中間決算説明会における住本社長のブリーフィングにおいて、弊社が知る限り初めて、東洋水産の株価向上という目標が新たな中期経営計画の主要目標の一つとして挙げられたことを高く評価します。

弊社は、すべての問題において東洋水産の取締役会と意見が一致しているわけではありませんが、大きな変化を起こすことは難しいことであると認識しています。また、投資家の懸念に応えようとする取締役会の努力にも感謝しています。

目次

7 エグゼクティブサマリー

8 資産の戦略的見直し

22 株主還元方針

49 取締役会構成レビュー

55 結論

57 APPENDIX

エグゼクティブサマリー: 次期中期経営計画への期待

戦略検討委員会

東洋水産は最近、資本コストの参考値（全社で4~8%）を公表しました。同社のいくつかの事業部門が、この範囲の下限を上回るリターンを生み出していないことは明らかです。

NHGGPは、いくつかの事業部門がレンジの下限を満たしていないという認識を受けて、東洋水産は市場の先例に従い、これらの事業部門の戦略的代替案を検討する戦略検討委員会を設置すべきであると考えています。

最初に検討すべき事業部門は冷蔵倉庫事業であると考えます。東洋水産グループには戦略的な適合性が見出せず、この事業に規模をもたらすことができる業界の大手企業にとって、この資産は非常に魅力的であると考えられます。

株主還元方針

NHGGPでは、東洋水産が2,000億円程度の余剰資金を保有していると推定しており、発行済み株式の17%を上限とする自社株買いを実施し、株主に還元すべきであると考えています。

弊社はまた、新中期経営計画には、純利益の55%という株主総還元数値目標が含まれるべきと考えており、配当性向40%および純利益の15%に相当する自社株買いを毎年実施すべきであると考えています。

このレベルのリターンは、将来の成長のための資本保持と、投資家への適切な利益還元との適切なバランスであると考えます。

取締役会構成のレビュー

NHGGPは、東洋水産が戦略的な転換点にあり、独立社外取締役は会社の将来のニーズに沿ったスキルと経験を持つ必要があると考えています。

現在の独立社外取締役のスキルセットと会社のニーズとの間には大きなギャップがあると弊社は判断しています。

弊社は、新たなMTPが、独立社外取締役の構成を今後の会社の主要な機会と課題に合わせてどのように調整していく予定なのか、概要を示すことを求めます。



戦略検討委員会

戦略検討委員会を設置すべき

東洋水産の2024年6月定時株主総会にてNHGGPはいくつかの株主提案を行いました。なかでも資本コストの開示を要請する提案が前例のない高水準の支持、投票総数の49%の賛同を得ました。また、持合株式や東洋水産関係者が保有する16%を調整した場合、弊社の提案は非関係者株主の59%から支持を得たことになり、これは株主の明確な意思表示と考えられます。

東洋水産は最近、資本コストの参考値を4~8%と公表しました。弊社は、資本コストはBloombergが推計する9%に近いと考えています。これらのどの数字を選んだとしても、東洋水産の事業のいくつかは、資本コストを超えていないどころか、その範囲の下限値を満たしていないことは疑いの余地がありません。

資本コストの開示が基本的に実施された今、東洋水産が直面する重要な課題は「継続して資本コストを上回る収益を上げられていない事業をどうするか」です。

NHGGPは、東洋水産が市場の先例に従い、戦略検討委員会を設置し、冷蔵事業を手始めに、慢性的な低採算資産のレビューを真摯に行うべきであると考えます。

このセクションでは、戦略検討委員会の設立が妥当であるとする理由と、それを新しいMTPに含めるべきであるとする理由について、私たちの見解を示します。

Bloomberg は東洋水産の資本コストを 9.2%と推計している



前提:

- リスクフリー・レート: **1.14%**
- マーケット・リスク・プレミアム: **10.5%**
- ベータ β (1年): **0.87**
- 時価総額: **9,310億円**

前提:

- 実効税率: **24.1%**
- 税引前負債コスト: **1.0%**
- 有利子負債: **35億円**

出典: Bloomberg 2025年1月6日

注: 加重平均資本コスト (WACC) 計算CAPM計算式: 株主資本コスト = リスクフリー・レート + ベータ β * (マーケット・リスク・プレミアム - リスクフリー・レート). 負債コスト = 税引前負債コスト * (1 - 実効税率)

事業セグメントのいくつかは資本コストの下限値を満たしていない

- 営業利益の95%が資産の39%から生み出されている
- 少なくとも4つの事業セグメントの資本利益率が4%未満

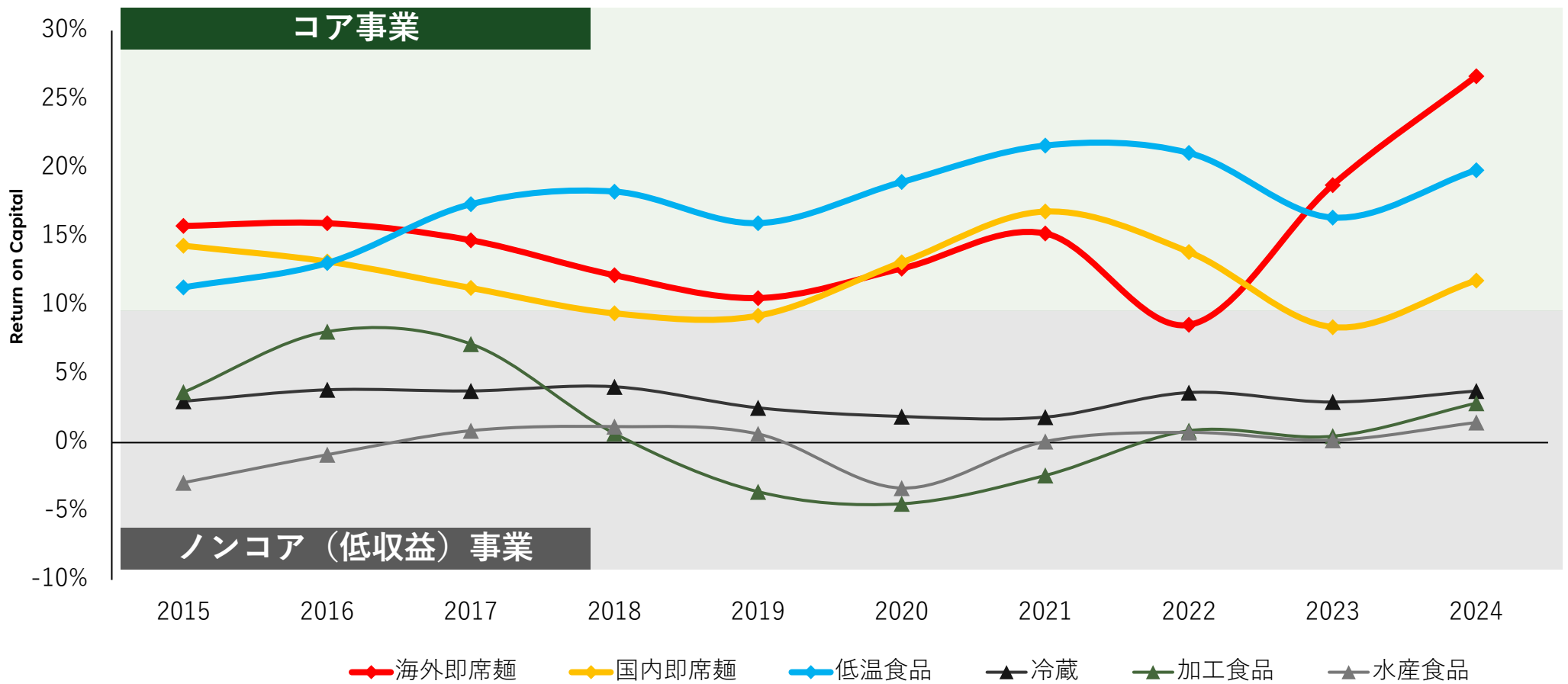
| 事業セグメント | セグメント資産 | | 営業利益 | | 資本収益率 ⁽¹⁾ |
|---------------|-----------------|-------------|----------------|-------------|----------------------|
| | 百万円 | % | 百万円 | % | |
| コア事業 | | | | | |
| 海外即席麺 | ¥131,846 | 23% | ¥45,905 | 69% | 26.5% |
| 国内即席麺 | 62,462 | 11% | 9,616 | 15% | 11.7% |
| 低温食品 | 28,460 | 5% | 7,364 | 11% | 19.7% |
| 小計: | ¥222,768 | 39% | ¥62,885 | 95% | 21.7% |
| ノンコア事業 | | | | | |
| 冷蔵 | ¥46,188 | 8% | ¥2,262 | 3% | 3.7% |
| 水産食品 | 20,770 | 4% | 396 | ~1% | 1.5% |
| 加工食品 | 19,624 | 3% | 735 | ~1% | 2.8% |
| その他/弁当等 | 17,642 | 3% | 414 | ~1% | 1.8% |
| 小計: | ¥104,224 | 18% | ¥3,808 | 5% | 2.8% |
| 現預金等 | ¥244,000 | 43% | | | |
| 合計 | ¥570,992 | 100% | ¥66,693 | 100% | 8.9% |

出典: FY2024実績数値。NHGGPによる余剰および適正キャッシュ水準推定。利息収入は保有現金に応じて各事業へ按分するものと仮定。

注: (1) 資本収益率 = 営業利益 × (1 - 実効税率24%) / 資産

ノンコア事業の投下資本に対する低い収益率は慢性的なもの

過去の実績に基づけば、大きな資本投下ならびに経営陣のより強いコミットメントをもってしてもノンコア事業が資本コスト以上のリターンを生み出せると考えるのは合理的ではありません。構造的に低収益事業と判断するのが妥当です。



出典: 適時開示資料, 資本収益率 = 営業利益 X (1- 実効税率24%) / 資産、余剰キャッシュはNHGGP推定

非効率な資本配分が東洋水産の株価を引き下げている主要な要因である

東洋水産の株価は、世界で最も急成長している市場の一つであり、最も収益性が高く魅力的な即席麺市場のひとつである北米市場で圧倒的な強さを誇っているにもかかわらず、日清食品に対するディスカウントが長らく続いています。東洋水産が資本配分の適正化に取り組めば、日清食品に対してプレミアムで取引される可能性もあると考えています。

PER・株価収益率推移



出典: Refinitiv; 5-year average TTM P/E multiples

— 東洋水産 — 日清食品

低収益事業についてどう対処するのが東洋水産取締役会に問われている

弊社は、東洋水産の取締役会が2024年6月の定時株主総会で表明された株主の意向を尊重することを期待します。



選択肢 1: 課題に真正面から取り組む

- 戦略検討特別委員会を設置し、冷蔵事業を手始めに不採算資産を見直す



選択肢 2: 現状維持

- 資本利益率をとりあえず「及第点」水準まで改善しようとするその場しのぎの決定

弊社は選択肢1こそが2024年6月定時株主総会にて示された株主の意向に沿ったものであると確信しています

現行取締役会による一時的な検討でなく戦略検討委員会を設置する理由

客観的な評価

- 経営陣が、個人的なつながりや自身が所属していた過去を持つ事業部門について客観的な判断を下すことは困難であり、社外メンバーが過半数を占める戦略検討委員会がこの潜在的なバイアス問題に対処することが望ましい

専門家のサポート

- 東洋水産はCFOを置いておらず、取締役会構成におけるBS視点を有したコーポレート・ファイナンス経験者も限定的
- 経営陣と取締役会の能力を補強するため、外部の財務および法務アドバイザーを雇うことができる

価値の最大化

- 取締役会が非中核資産の売却を決定した場合、売却プロセスが意図的かつ体系化された方法で管理されれば、評価額の最大化が高い確度をもって期待できる

株主の意向を尊重

- 2024年6月株主総会における資本コスト開示議案への独立株主からの59%の支持は、戦略的代替案の検討を望む株主の強い意思表示

事業ポートフォリオ・レビュー意思決定に関する経済産業省のガイドライン

“自社グループにとって、持続的成長を支える競争優位性がどこにあるか、それを最も活かせる事業（自社が「ベストオーナー」になれる事業。以下「コア事業」という。）は何かを見極め、コア事業への経営資源の集中投下を図ることが基本であり、コア事業強化のためのM&Aとノンコア（非中核）事業の整理の両面から、戦略的に実行していくことが重要となる”

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針 3.2

“「ベストオーナー」とは当該事業の企業価値を中長期的に最大化することが期待される経営主体を指す。具体的には、当該事業を経営戦略上重要で優先すべき分野（コア事業）として位置づけて成長投資を行う意思とそのための経営資源を保有していることや、当該事業から付加価値を創出するオペレーション能力が他社に比べて高いこと等、その組織能力や資本力を活かして競争優位を築き、当該事業の成長戦略を実現する可能性が他社より高いと見込まれる企業が該当する”

事業再編実務指針 1.3

“「ノンコア事業」とは、必ずしも事業そのものの収益力や成長性が低いというわけではないが、自社グループにとって競争優位性を有する分野でない等の理由で、自社グループ内にあっては十分なリソースが投入されにくいために、相対的に成長可能性が低くなっている、あるいは資本コストを相応に上回る収益力が見込まれない事業分野であり、当該事業にとって最適な成長戦略として、独立（スピンオフ等）あるいは当該事業（分野）をコア事業とする「ベストオーナー」への売却等が有効と考えられるものである”

グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針 3.2

NHGGPの見解: いくつかの事業セグメントは経済産業省の「ノンコア」定義要件を満たしている

| 事業セグメント | 競争優位性? | 規模の経済? | シナジー? | 東洋水産は「ベストオーナー」か? | 根拠 |
|-------------|--------|--------|-------|------------------|-----------------------------------------------|
| 冷蔵 | X | X | X | X | 日本には冷蔵倉庫が2,500ほどあるが、東洋水産が運営しているのはそのうちの23カ所のみ。 |
| 加工食品 | X | X | X | X | 市場シェア5%未満、低収益事業、過当競争。競合他社はみな規模を追求。 |
| 水産事業 | X | X | X | X | 市場シェア5%未満、低収益事業、過当競争。競合他社はみな規模を追求。 |
| その他/ 弁当他 | X | X | X | X | 市場シェア5%未満、低収益事業、過当競争。競合他社はみな規模を追求。 |

出典: 弊社調査・推定による

戦略検討委員会の構成案

サッポロホールディングス、セブン&アイなどの確立された市場の前例に従う

目的

- 資本コストを上回る財務的リターンを生み出さない事業部門の戦略的代替案を、冷蔵部門を手始めに検討する

委員会構成

- 独立社外取締役 (4)
- 社内取締役 (2)
- 外部アドバイザー (1)

専門家のサポート

- 財務アドバイザー
- 法務アドバイザー
- コンサルタント

報告

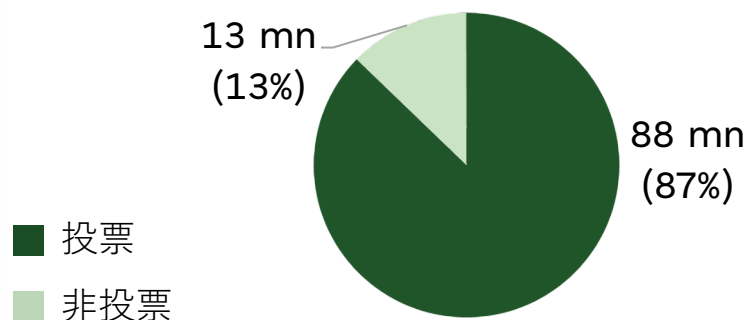
- 四半期毎の進捗報告
- 必要に応じて中間報告

戦略検討委員会設置は株主総会で表明された株主の意向を尊重するもの

- 49% の賛成 -- 資本コスト開示要請の株主提案では過去最高水準
- 59% の非関係者株主がNHGGPの資本コスト開示提案に賛成

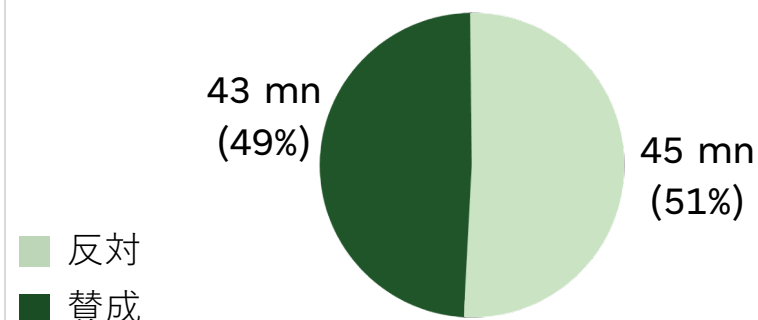
発行済み株式数

102 mn



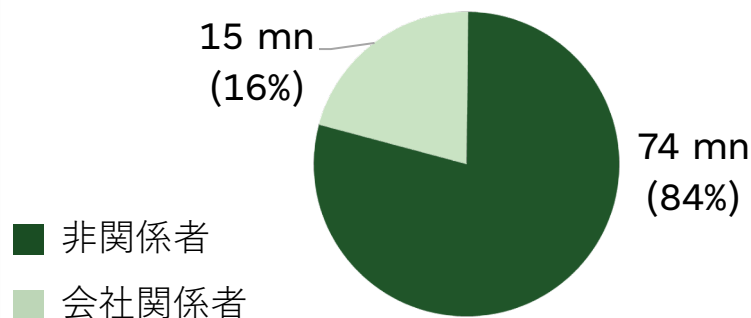
議決権行使株式数

88 mn



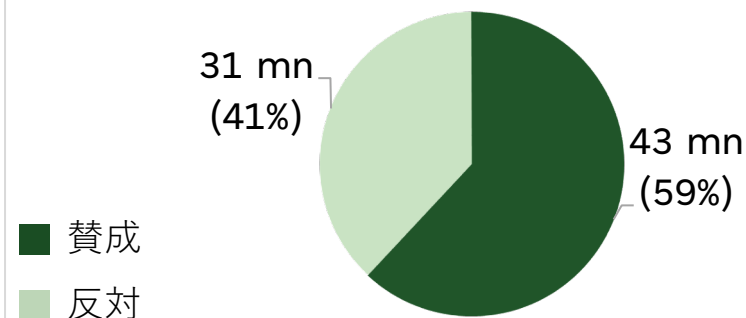
株主の属性⁽¹⁾

88 mn



非関係者株主

74 mn



出典: 東洋水産による2024年6月東洋水産定時株主総会結果報告、議案#9資本コスト開示に関する株主提案議案

注: (1)会社関係者株主: 一般財団法人東洋水産財団、取引先、主要取引銀行、従業員持ち株会

冷蔵事業を最初にレビューする理由

過去の実績

- 2008年、東洋水産は保有する米国の冷蔵倉庫を、後のLineage Logistics社に売却しています。現在同社は冷蔵倉庫世界トップ企業
- 東洋水産の冷蔵倉庫は、より大規模な日本の冷蔵倉庫企業やグローバル企業のポートフォリオに属した方がよりフィットするはずだと考えます

希薄なシナジー/ 低い戦略的適合性

- 麺事業と冷蔵事業との間のシナジーは極めて限定的で、冷蔵事業収益の97%は第三者から来ています
- 冷蔵倉庫(低ROA、資本集約的)は、麺類事業(高ROA、比較的資本依存度が低い)との戦略的フィットが低い

環境問題への配慮

- 冷蔵倉庫業界の冷却技術は、特にクロロフルオロカーボン(CFC)の使用に関連して急速に進歩
- 環境に対する企業責任がより求められていくことが想定されるなか、東洋水産の施設は老朽化しており、世界で最も先進的な冷却技術を使用していない可能性が高いと推測

強い買い手からの関心

- NHGGPは複数の不動産投資家とコミュニケーションを取っており、東洋水産の冷蔵倉庫に対する買い手の関心は高いと考えています
- グローバルおよび日本の冷蔵倉庫企業は、日本でM&Aを通じて規模を拡大しようとしています

緊迫感: 急速に進化する日本のM&A市場

「失われた30年は終わり、私たちは大きな転換点に直面している...それは、日本がより効果的に、より生産的に、より利益を上げるようになるための転換点である。このメッセージは、すべてのCEOが自分の会社のどこが問題なのかを考えるきっかけとなる非常に重要なものだ。何か問題があるのなら、それを解決しなければならない。眠っている企業を目覚めさせるだろう。」

-サントリー社長、経済同友会会長 新浪剛史氏

(2024年12月30日発行のフィナンシャルタイムズのインタビューより抜粋)

弊社は東洋水産の株式価値がその本質的な価値に対して大幅に割安である限り、日本および世界の大手食品企業による同意なきM&Aアプローチに対して脆弱であると考えています。東洋水産の取締役会は、能動的な意思決定プロセスを取締役会や株主から奪う可能性のある要因が現れる前に、低収益事業の戦略的な代替案を積極的に検討するよう求めます



株主還元方針

新たな株主還元方針の策定

弊社は次期MTPでは、東洋水産は株主還元に関する2つの重要な問題に取り組む必要があると考えます。

バランスシートの
「適正サイズ化」

「東洋水産はどれだけの現金準備を必要とし、余剰分を投資家にどのように還元すべきか？」

総株主還元性向

「年間利益の何%を投資家に還元し、何%を将来の成長のために留保すべきか？」

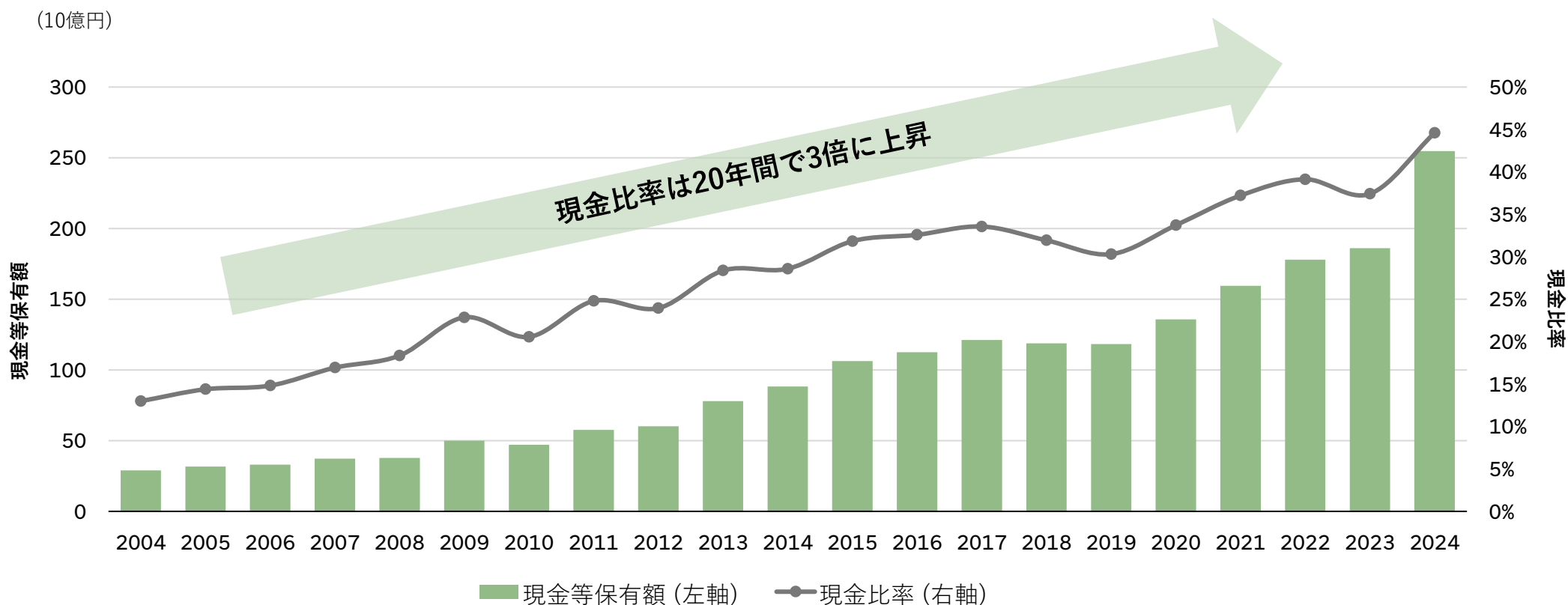


バランスシートの「適正サイズ化」

重要な問い： 東洋水産に必要な手元資金水準はどの位なのか？

過去20年間で、東洋水産の現金保有額は290億円から現在の2,440億円まで増加しています。東洋水産は、どの企業も直面する「事業と成長のためにどれだけのキャッシュを確保する必要があるのか（「最適キャッシュ水準」）、また、どれだけのキャッシュを確保するのが過剰なのか（「過剰キャッシュ水準」）」という問題に直面しています。

このセクションでは、市場ベンチマークと同業他社分析に基づく、この問題に対する弊社の見解を示します。



注：現金比率 = (現金等+短期投資有価証券)/総資産
出典：適時開示資料

最適なキャッシュ水準の設定に参考となる主なベンチマーク

最適なキャッシュ水準を決定する際には、2つの重要な必要性を考慮する必要がある。

#1: 流動性ニーズ

事業活動に必要な支出や緊急事態に備える資力

重要な指標

1. 現金比率⁽¹⁾
2. 流動性比率⁽²⁾
3. 対売上高現金比率
4. 現預金等/設備投資比率

#2: 投資ニーズ

将来への投資に必要な資力

重要な指標

1. 設備投資に対するキャッシュフロー比率
2. 有利子負債/EBITDA比率
3. 自己資本比率⁽³⁾

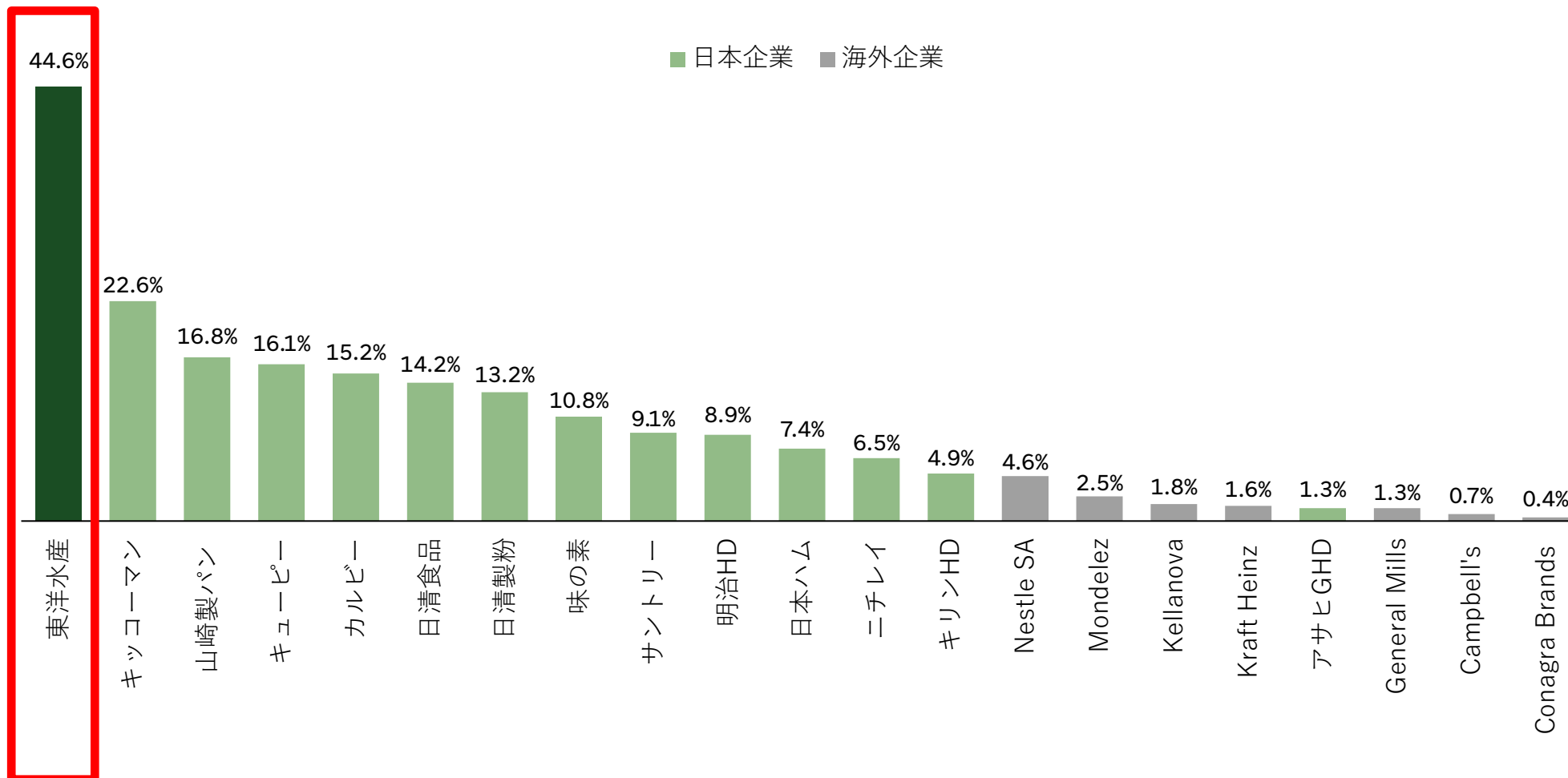
注: (1) 現金比率 = (現預金等+短期投資有価証券)/総資産

(2) 流動性比率 = 流動性資産/流動性負債

(3) 自己資本比率 = 自己資本/総資産

流動性: 現金比率

東洋水産の総資産に占める現金保有額の割合は、同業他社に比べて異常に高い水準にある

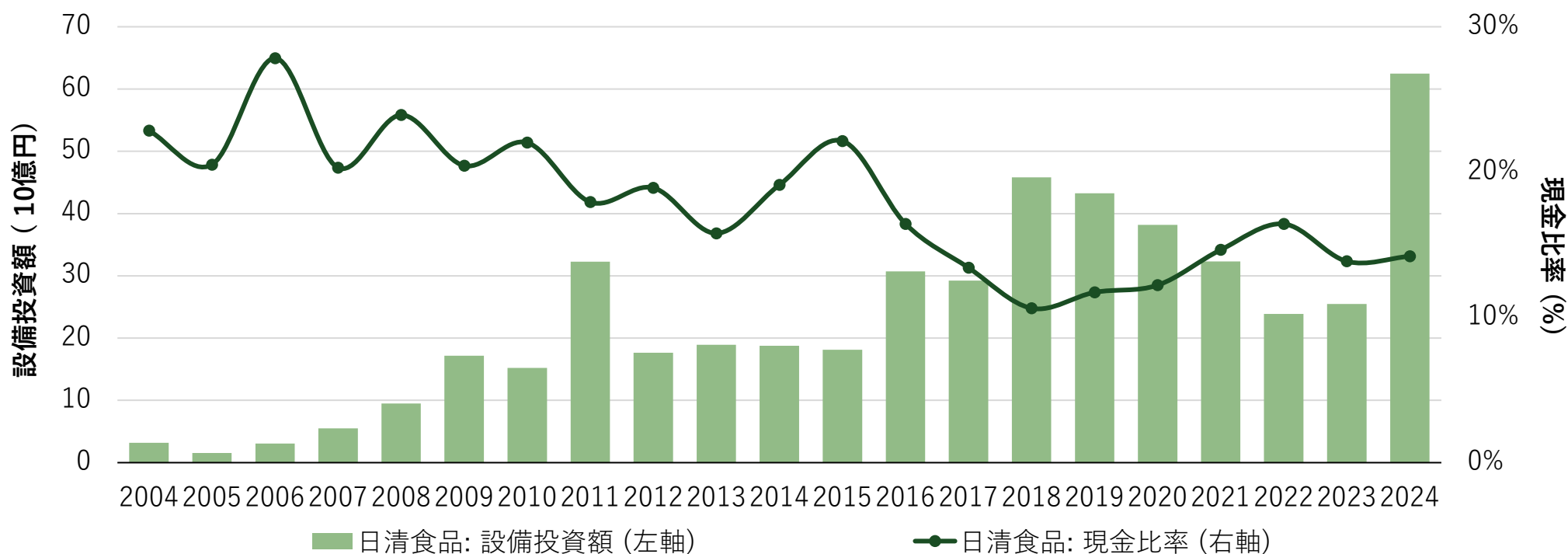


注: 現金比率 = (現預金等+短期投資有価証券)/総資産
出典: Refinitiv, 適時開示資料

ケーススタディ：日清食品は必要な投資を実施しつつ、キャッシュ比率を管理

日清食品は、日本企業が事業に積極投資しながら、かつ総現金残高を削減し、株主に高いリターンをもたらしたかを示す好事例です。日清食品の過去20年間の平均総株主還元率は58%です。

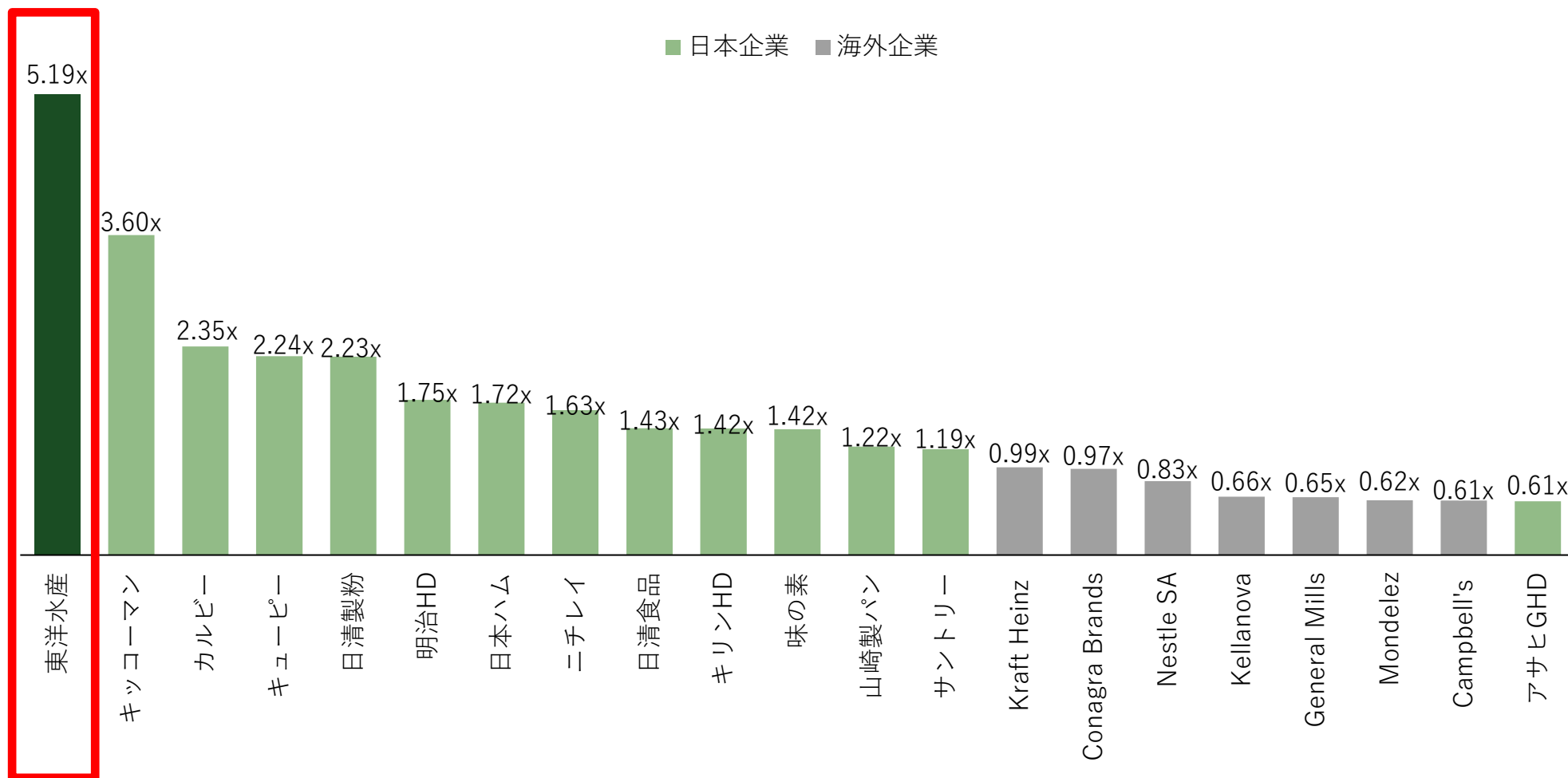
下のグラフからわかるように、日清食品は以前は現金比率が高かった（28%）が、設備投資に多額の投資をしながら、現在の14%まで現金比率を下げています。この現金比率の低下は事業に悪影響を与えておらず、逆に純利益は過去20年間で3倍に成長しています。



注: 現金比率 = (現預金等+短期投資有価証券)/総資産
出典: 適時開示資料、3月期末数値

流動性: 流動性比率

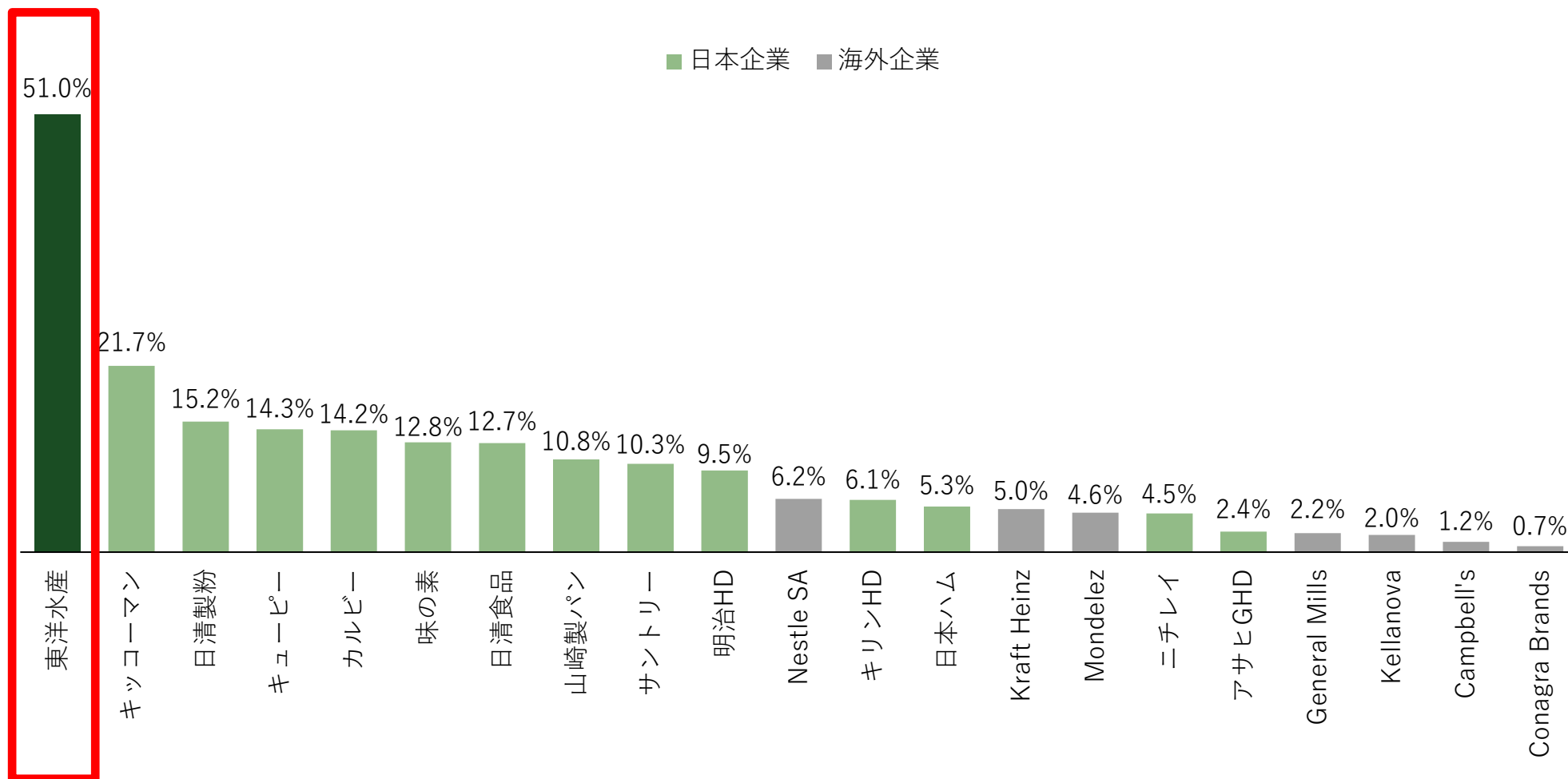
また東洋水産は流動負債に比べて流動資産を同業他社に比べて非常に多く保有している。



注: 流動性比率 = 流動性資産 / 流動性負債
出典: Refinitiv, 適時開示資料

流動性: 対売上高現金比率

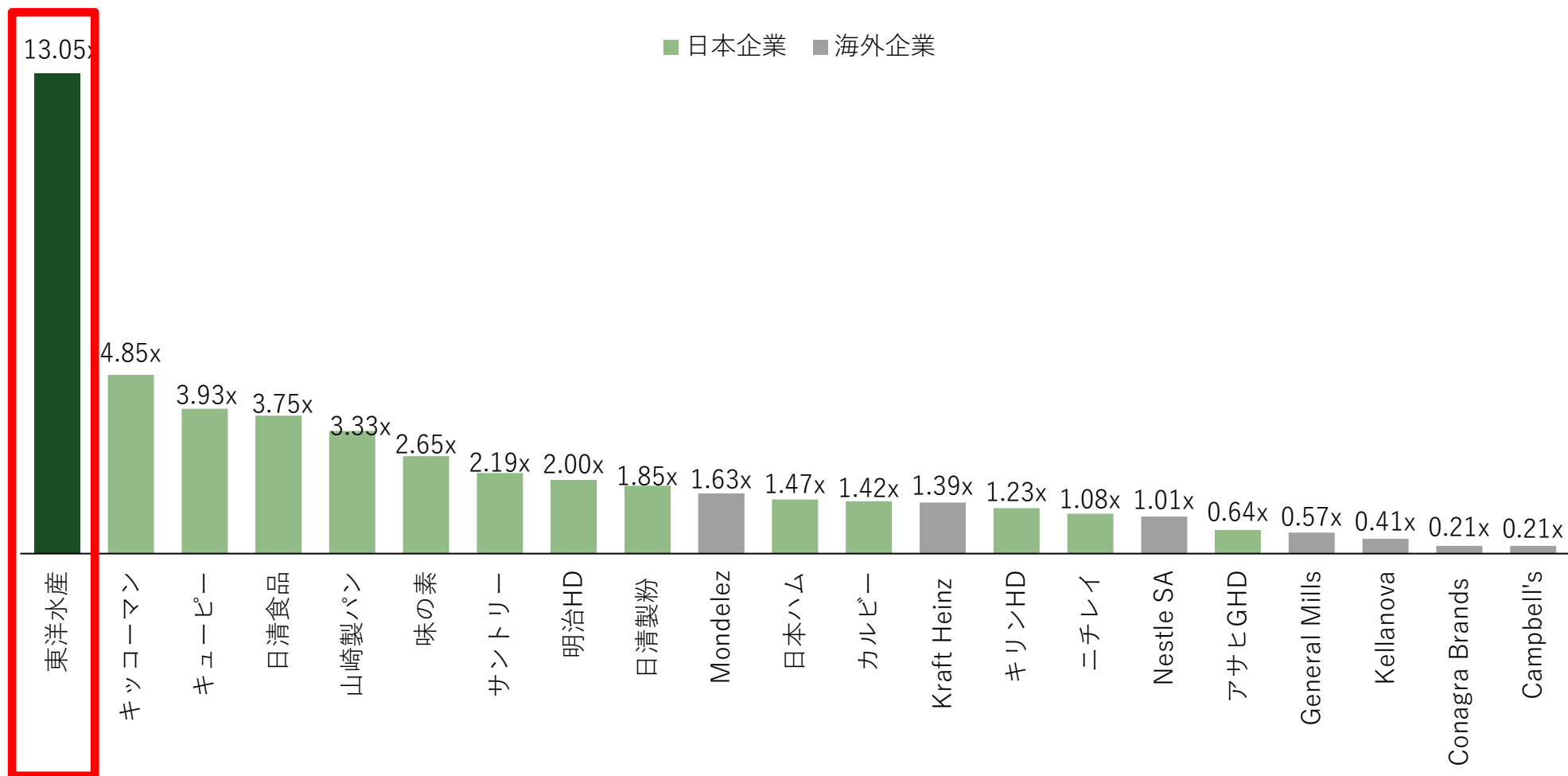
東洋水産は、売上高に比べて莫大な現金を保有しており、その比率は他社をはるかに上回っています。



注: 対売上高現金比率 = (現預金等 + 短期投資有価証券) / 売上高
出典: Refinitiv, 適時開示資料

流動性: 現預金等/設備投資比率

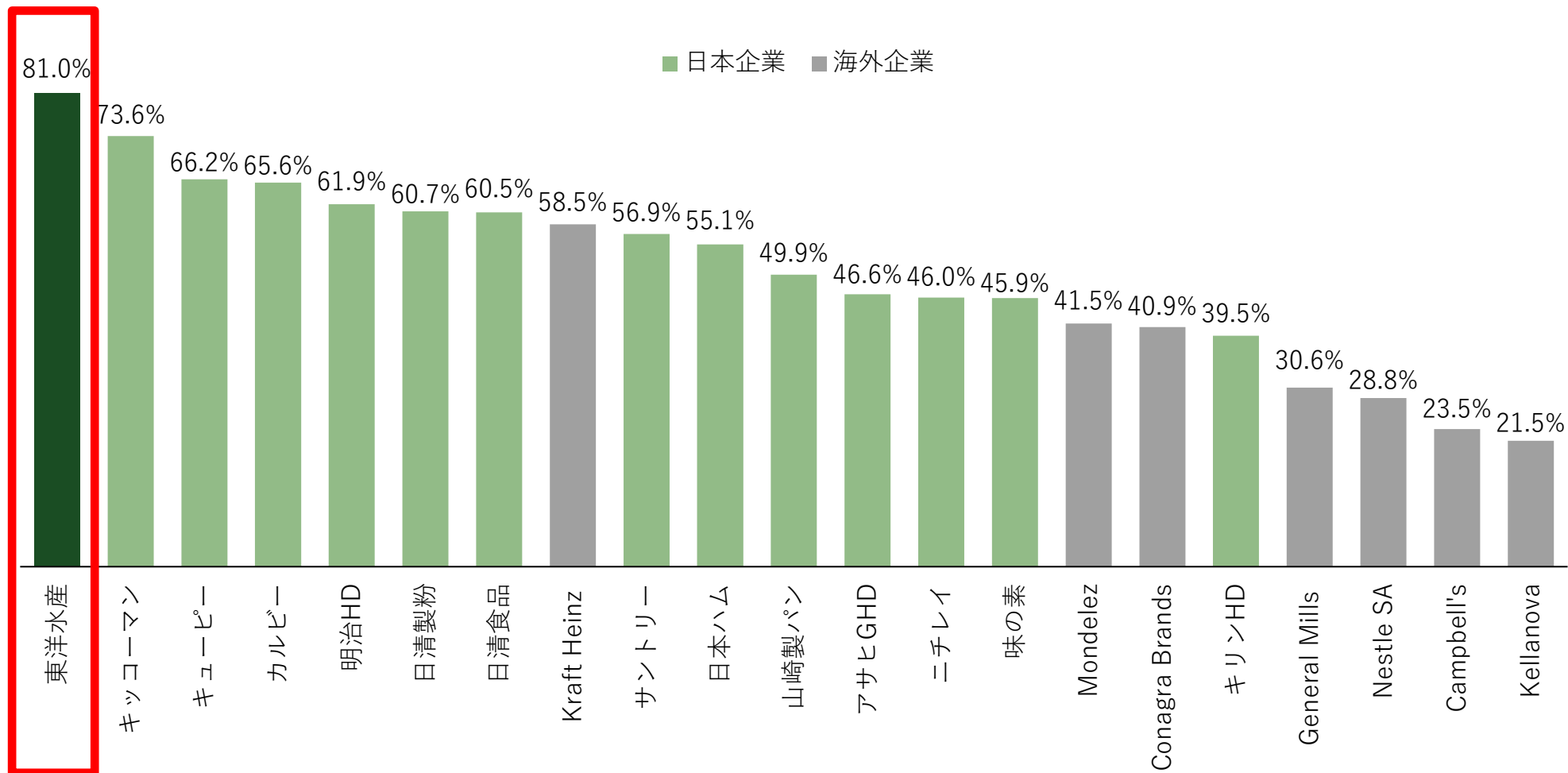
東洋水産は手元資金だけで今後13年間の投資資金を賄うことができる計算になります。



注: 現預金等/設備投資比率 = (現預金等 + 短期投資有価証券) / 設備投資
出典: Refinitiv, 適時開示資料

投資: 自己資本比率

東洋水産は、その総資産のほとんどを最も高コストな形態である株式で調達しています。

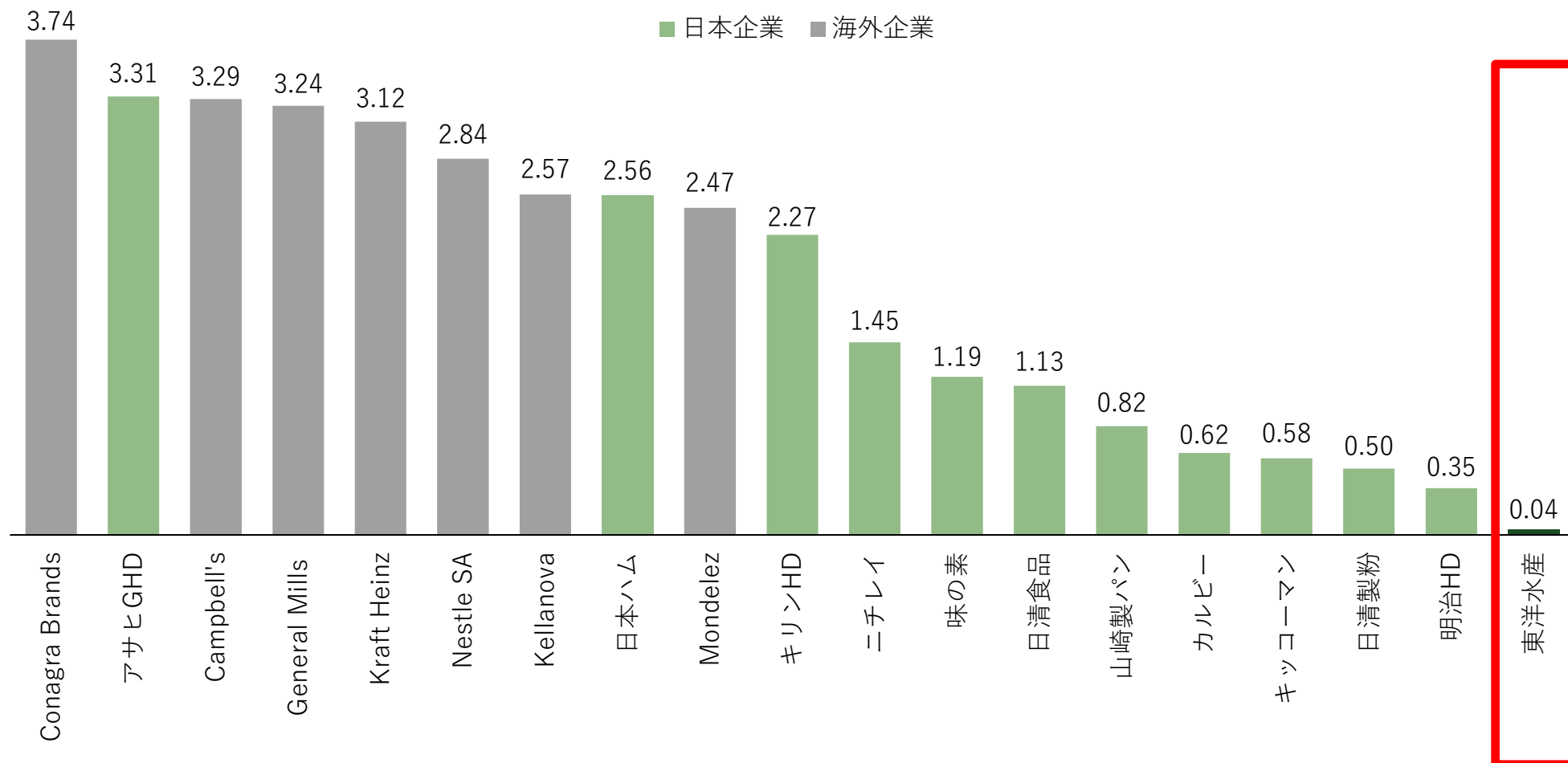


注: 自己資本比率 = 株主資本 / 総資産

出典: Refinitiv, 適時開示資料

投資: 総有利子負債残高/EBITDA 比率

同業他社の中には、負債を負債/EBITDA 比率約 3 倍という水準で管理しているところもありますが、東洋水産はWACCを下げることを全く考慮していないようにみえます。

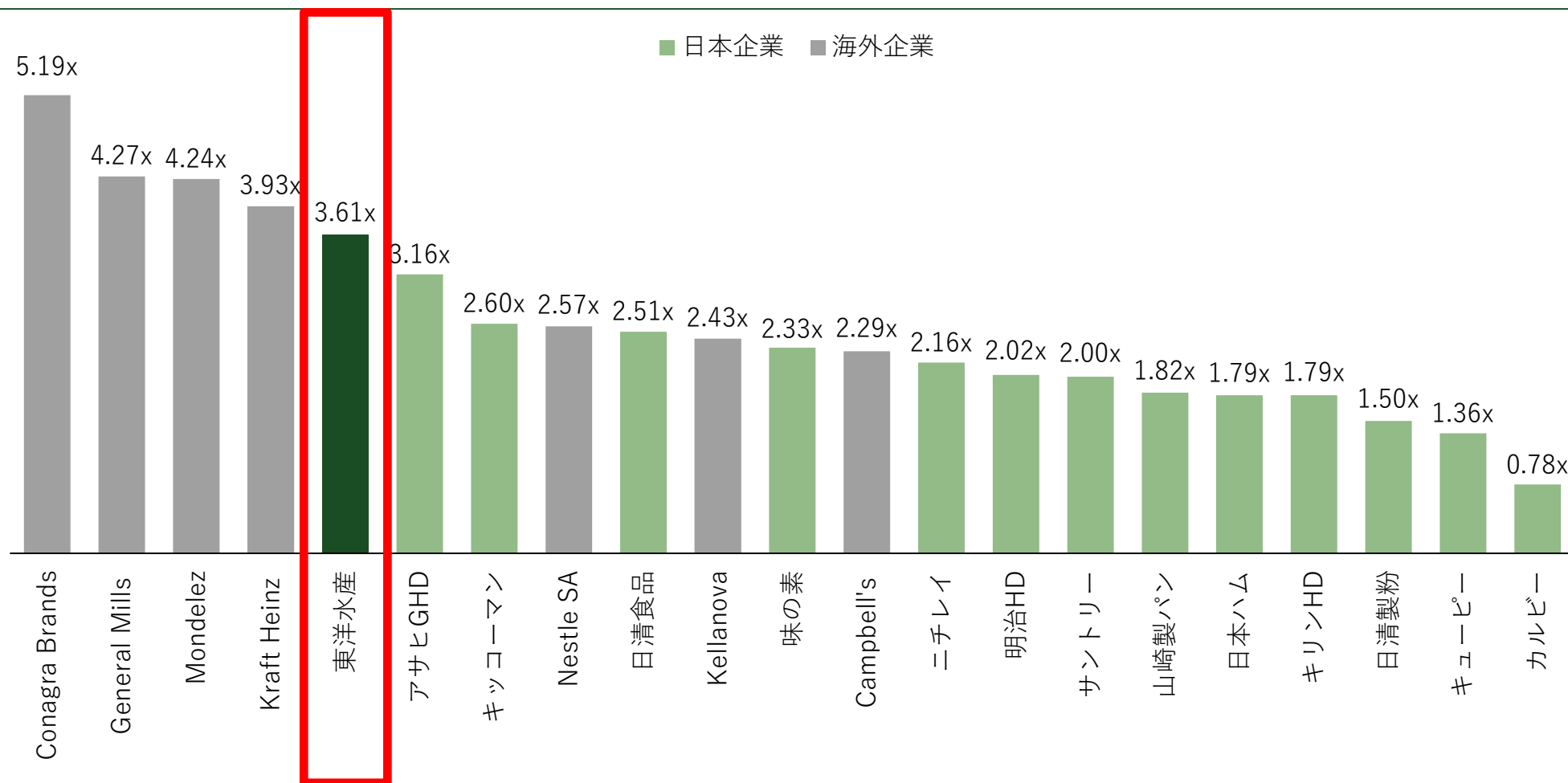


注: 総有利子負債残高/EBITDA比率 = (短期有利子負債 + 長期有利子負債) / EBITDA

出典: Refinitiv, 適時開示資料

投資:設備投資に対するキャッシュフロー比率

東洋水産は、設備投資ニーズに比べて非常に強力なキャッシュフローを創出しています。



注:設備投資に対するキャッシュフロー比率 = オペレーティング・キャッシュフロー / 設備投資

出典: Refinitiv, 適時開示資料

東洋水産は、内部キャッシュフローや借入金を通じて容易に設備投資資金を調達可能

| 投資余力関連比率 | 市場データ | | | NHGGP見解 |
|---------------------------|--------|-------|-------------|---------------------------|
| | 同業他社平均 | | 東洋水産 | |
| | 日本企業 | 海外企業 | | |
| 1. 自己資本比率 | 56% | 35% | 81% | ✓ 設備投資に負債活用余地が大きい |
| 2. 有利子負債/EBITDA 比率 | 1.3 x | 3.0 x | 0.0x | ✓ 設備投資に有利子負債活用余地が大きい |
| 3. 設備投資に対する キャッシュフロー比率 | 2.0 x | 3.7 x | 3.6x | ✓ キャッシュフローで設備投資資金を賄う能力が高い |

結論:
東洋水産は力強いキャッシュフローを事業から創出しており、なおかつ資本構成に適度なレバレッジを導入できる余地があるため、将来の設備投資を賄うために巨額の手元資金を維持する必要はない。

出典: 適時開示資料、2024年3月期数値

NHGGPは東洋水産の最適なキャッシュ水準を500億円程度と試算

| 流動性関連比率 | 市場データ | | | NHGGP 見解 ⁽¹⁾ | 東洋水産のイン プライド最適キ ャッシュ水準 |
|----------------|-------|-------|-------|----------------------------|------------------------------|
| | 同業他社 | | | | |
| | 日本企業 | 海外企業 | 東洋水産 | | |
| 1. 現金比率 | 11.3% | 2.6% | 44.6% | 11.3% | 650億円 |
| 2. 流動性比率 | 1.75x | 0.76x | 5.19x | 2.00x | 320億円 |
| 3. 対売上高現金比率 | 10.8% | 3.5% | 51.0% | 10.8% | 540億円 |
| 4. 現預金等/設備投資比率 | 2.3x | 1.1x | 13.1x | 2.3x | 450億円 |

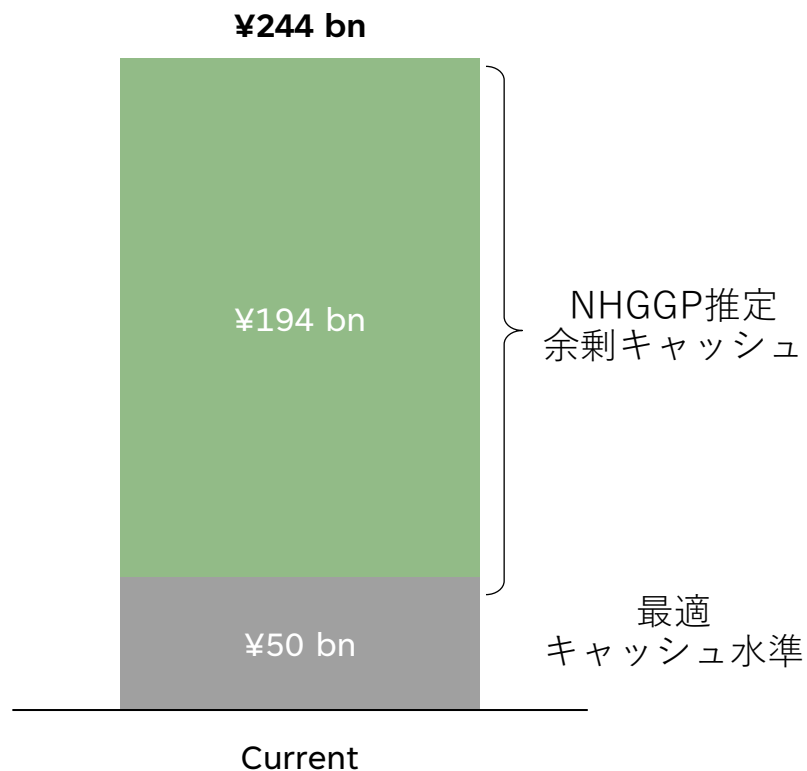
インプライド最適キャッシュ水準 ~¥500億円

注：(1) NHGGP の見解は、同業他社の水準と東洋水産の事業理解に基づき、東洋水産にとって適切な水準と判断したものである。東洋水産は日本だけでなくグローバルに競争していることから、長期的にはグローバルな同業他社の水準に近づくべきであると考えているが、現時点では日本の同業他社水準以上に設定

出典：適時開示資料

NHGGPの見解: 余剰キャッシュを使い発行済株式総数の17%にあたる自己株式買いを実施すべき

最適なキャッシュ保有水準を500億円と仮定すると、株主に還元できる、また還元すべき「余剰現金」は約2,000億円となる。



弊社は、余剰資金を2025年に公開買付けで最大17%の自社株買戻しに充てることを推奨します。

前提

- 時価総額: 1兆1,750億円
- 余剰キャッシュ: 1,940億円
- $1,940\text{億円} / 1\text{兆}1,750\text{億円} = 17\%$

出典: 2024年3月期数値に基づくNHGGP推定、2025年1月6日時点東洋水産財務諸表数値および株価

余剰資金削減のための自社株買いのメリット

余剰現金を削減する手法はいくつかありますが、弊社は自社株買いを推奨します。東洋水産のROEとEPSを増加させるだけでなく、税効果も高いからです。

日本における一般的な
プラクティス

- 自社株公開買い付け（TOB）は日本において一般的な手法で多くの証券会社がサポートできる
- 比較的シンプルで安価なプロセスであり、2～3週間で完了

バランスシートの適正
サイズ化

- 一時的な自社株買いは純資産を減少させ、東洋水産の株主資本利益率（ROE）を現在の約12%から20%程度（2024年度当期純利益）に引き上げ、ROEをグローバルな同業他社と同水準に近づける
- 発行済み株式の17%減少は、1株当たり利益（EPS）を17%増加させる効果がある

税効率

- 現金配当が日本では好まれる傾向がありますが、税効率の面から弊社は自社株買いの方が望ましいと考えています



総株主還元性向

NHGGPの見解： データ主導による株主総還元性向ターゲット設定

弊社は、東洋水産が次回のMTPで新しい総還元性向方針を発表すると理解しています。総還元性向のターゲットを設定する際には、2つの点を考慮する必要があると考えています。

第一に、東洋水産のビジネスモデルがどれだけ資本集約的であるのか。会社の将来への適切な投資のために、会社はどれだけの資本を保持する必要があるのか。

第二に、将来の成長に備えた後、株主にどれだけのキャッシュを合理的に還元できるのか。東洋水産の株主還元方針は、同業他社と比較して競争力があるのか。

本プレゼンテーションでは、弊社が弊社案に至るまでに使用したデータと方法論を紹介します。弊社は、東洋水産が総還元性向ターゲットを提示する際には、株主と取締役会との相互理解のために、その結論に至るまでに使用した方法論と前提条件を投資家と共有することを求めます。

株主総還元性向ターゲット設定に役立つ推奨ベンチマーク

配当水準を分析する際には、以下のベンチマークが主な比率として使用されると考えます。

フリーキャッシュフロー（FCF）創出比率

純利益を実際のキャッシュフローにどれだけ効率的に変換しているかを評価する指標

主な指標

1. FCFコンバージョン比率⁽¹⁾

配当比率

配当額が基礎となる収益にどれだけ支えられているかを測る指標

主な指標

1. 配当カバレッジ比率⁽²⁾
2. FCF配当カバレッジ比率⁽³⁾

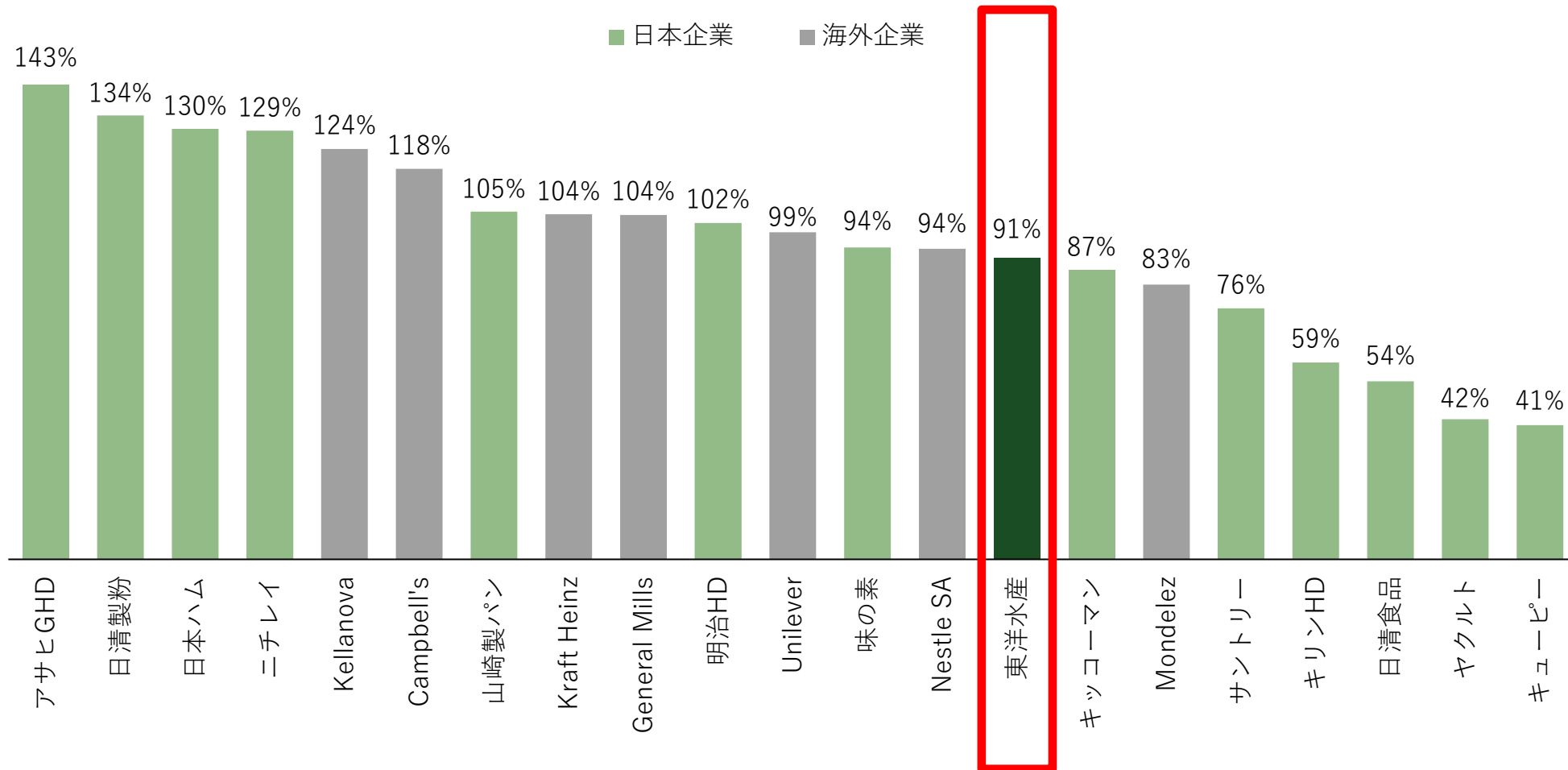
注: (1) FCFコンバージョン比率 = (オペレーティングキャッシュフロー - 設備投資額) / 純利益

(2) 配当カバレッジ比率 = 当期利益 / 配当額

(3) FCF配当カバレッジ比率 = (オペレーティングキャッシュフロー - 設備投資額) / 配当額

FCFコンバージョン比率

東洋水産のFCFコンバージョン比率は中庸程度に見えますが、これは主に、非常に低いリターンしか生み出さない事業に多額の投資が実施されているためと考えられます…



注: FCF(フリーキャッシュフロー)コンバージョン比率 = (オペレーティングキャッシュフロー - 設備投資額) / 純利益
出典: Refinitiv, 適時開示資料、2024年度数値

東洋水産は見た目よりもはるかに多くの現金を生み出している

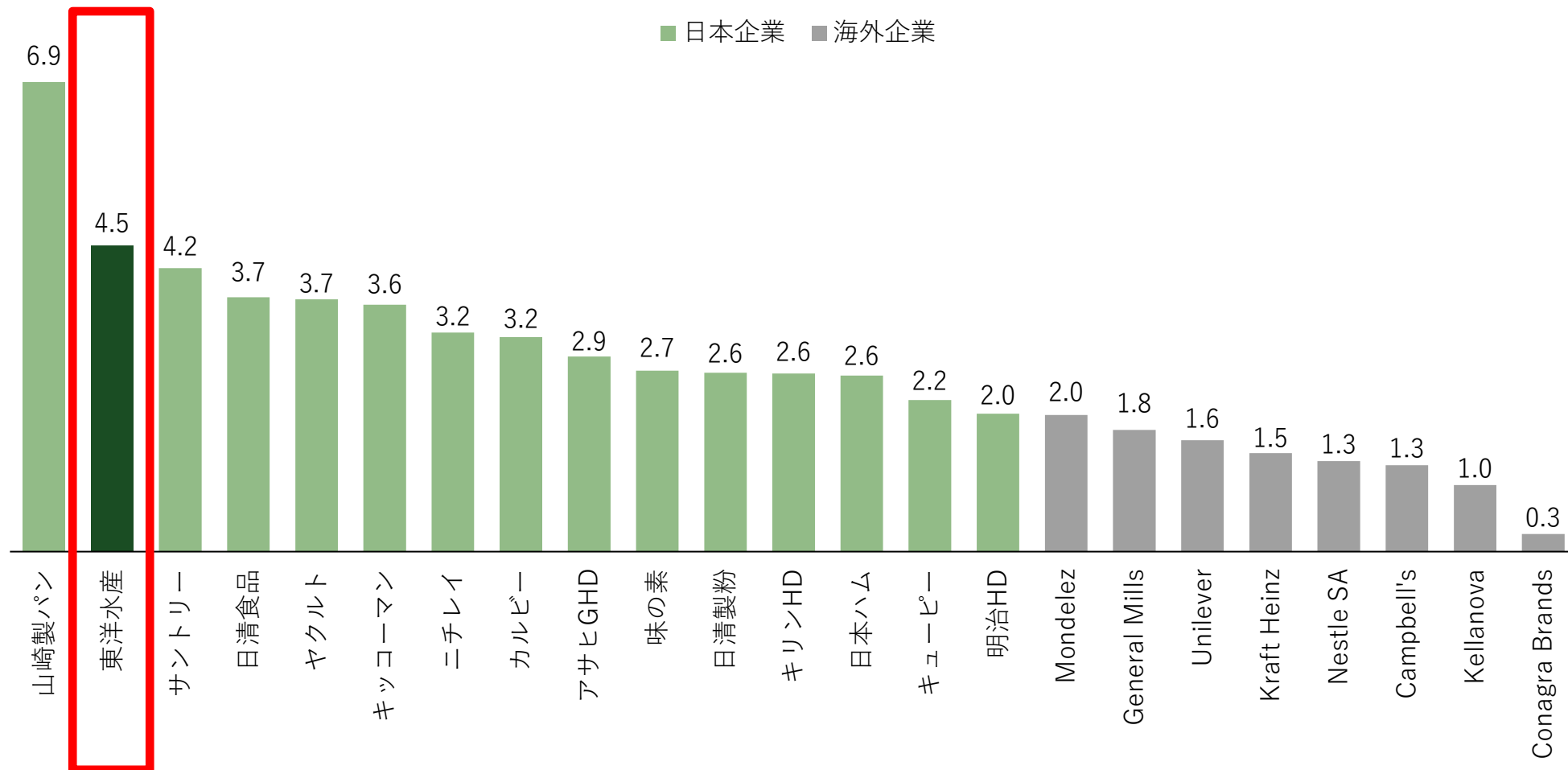
表面的には、東洋水産は純利益の91%をフリー・キャッシュフローに転換しているようにみえます。しかし、以下に示すように、東洋水産が設備投資総額の3分の1を低収益事業に投資しなければ、キャッシュフローへの転換率は104%になります。

| (百万円) | FY24 | 調整 ⁽¹⁾ | FY24(調整後) |
|-------------------------------|---------|-------------------|-----------|
| オペレーティング・ キャッシュフロー | ¥70,496 | (¥2,305) | ¥68,191 |
| マイナス: 設備投資 事業セグメント | | | |
| • 低温食品 | ¥3,897 | – | ¥3,897 |
| • 国内即席麺 | 1,158 | – | 1,158 |
| • 海外即席麺 | 7,447 | – | 7,447 |
| • 本社 | 382 | – | 382 |
| • 冷蔵 | 2,931 | (2,931) | – |
| • 加工食品 | 1,759 | (1,759) | – |
| • その他/弁当等 | 1,762 | (1,762) | – |
| • 水産事業 | 360 | (360) | – |
| 設備投資額合計 | ¥19,696 | (¥6,812) | ¥12,884 |
| フリーキャッシュフロー(FCF) | ¥50,800 | | ¥55,307 |
| 純利益 (NI) | 55,653 | (¥2,305) | 53,348 |
| FCF コンバージョン比率 (FCF/NI): | 91% | | 104% |

注: (1) 選択した事業部門が東洋水産の事業ポートフォリオから外れたとの仮定を反映したプロフォーマ調整。 選択された事業に関連する利益および設備投資額を減額。

配当カバレッジ比率

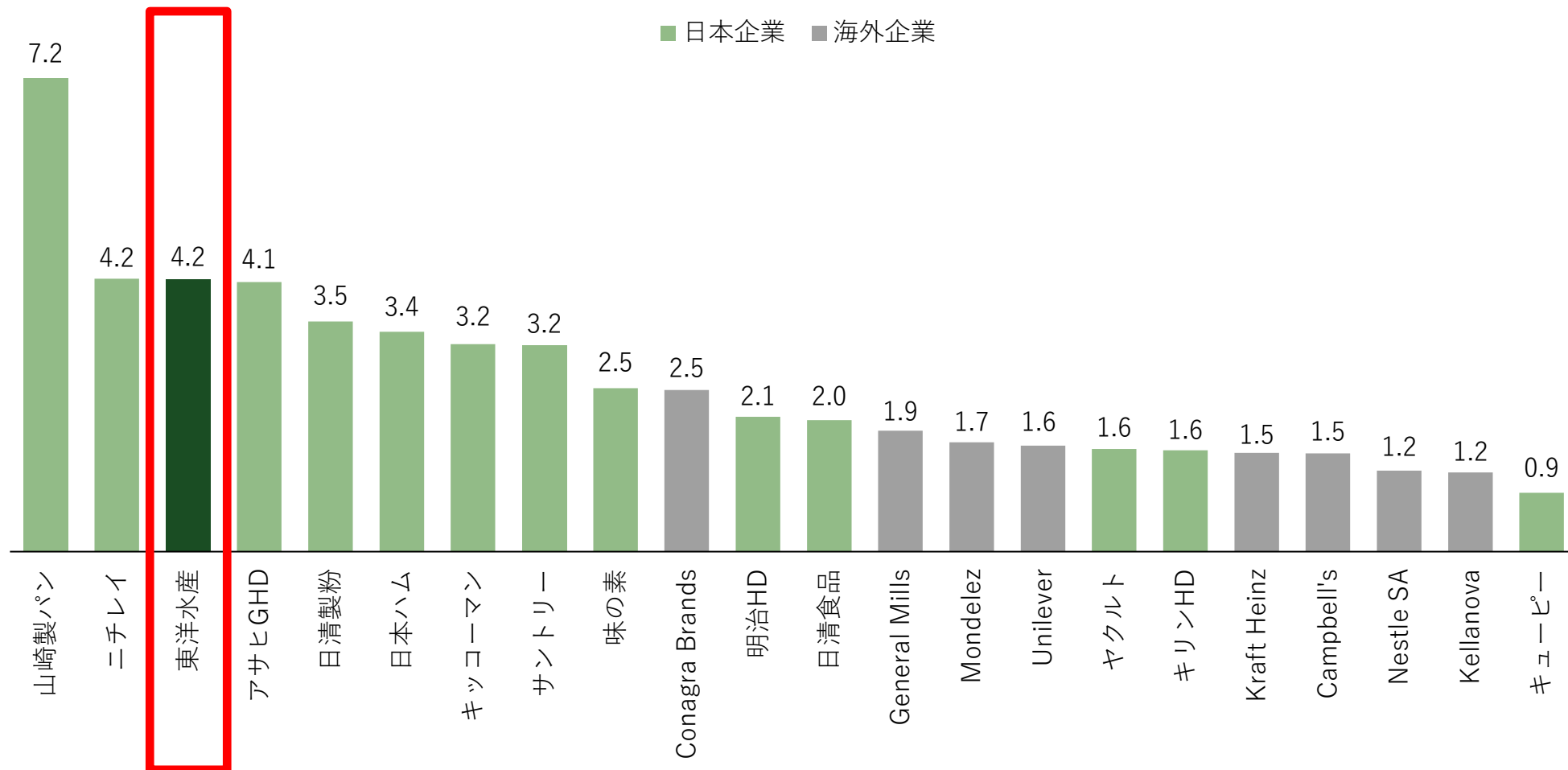
東洋水産の配当カバレッジ・レシオは、多くの同業他社よりもはるかに余裕がある。



注: 配当カバレッジ比率 = 当期純利益 / 配当額
出典: Refinitiv, 適時開示資料、2024年度数値

フリーキャッシュフロー配当カバレッジ比率

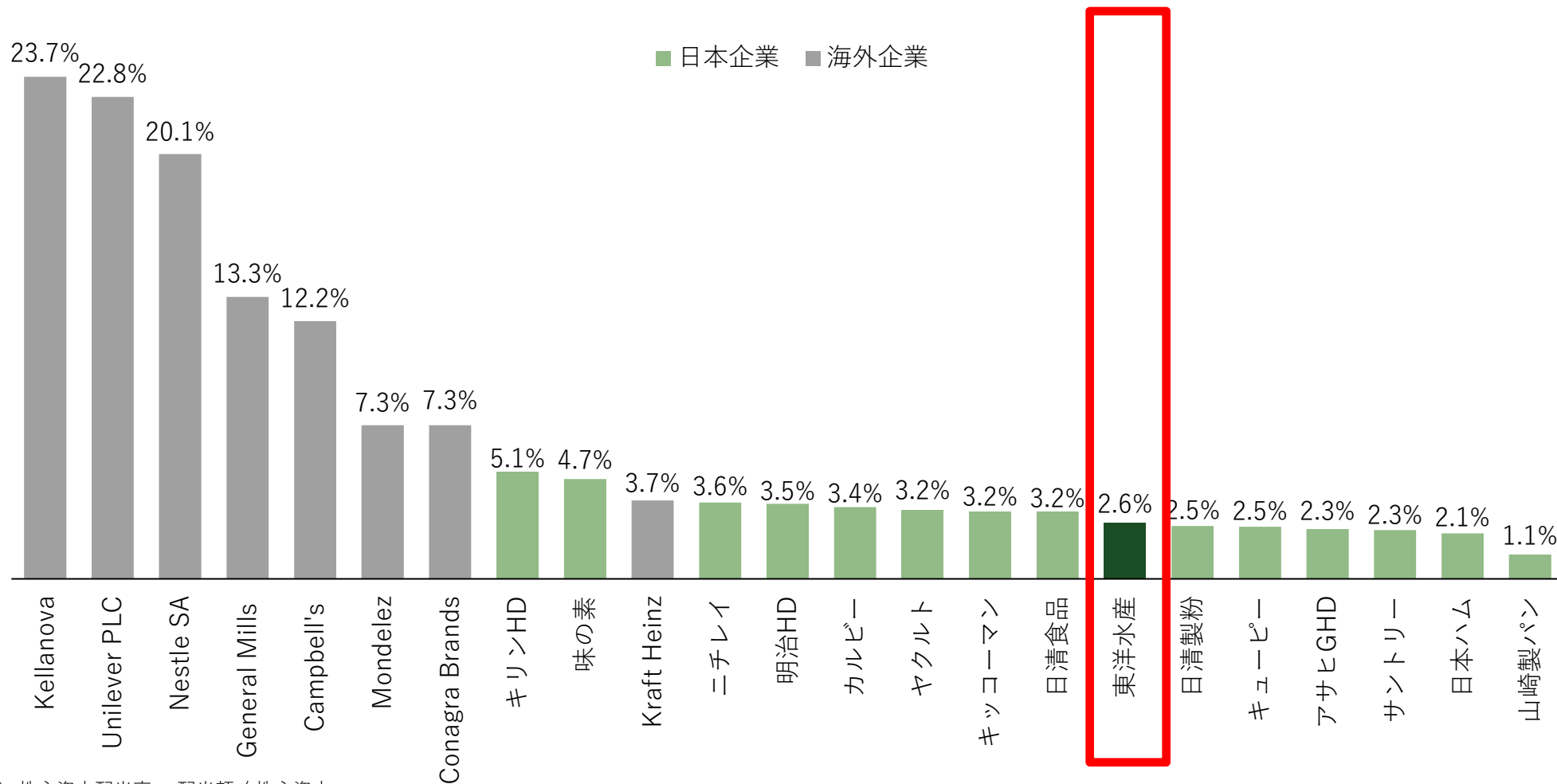
東洋水産の配当額はフリーキャッシュフローと比較しても、多くの同業他社に比べて余裕がある。



注: FCF配当カバレッジ比率 = (オペレーティングキャッシュフロー - 設備投資額) / 配当額
出典: Refinitiv, 適時開示資料, 2024年度数値

株主資本配当率(DOE)

東洋水産は、自己資本（株主資本）に比して配当が少ない。



注: 株主資本配当率 = 配当額 / 株主資本
出典: Refinitiv, 適時開示資料、2024年度数値

同業他社の株主還元方針

| 企業名 | 株主還元方針 |
|-----------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 日清食品 | <ul style="list-style-type: none">累進配当による配当性向40%機動的な自社株買い過去20年間の総株主還元率（平均）：58% |
| キッコーマン | <ul style="list-style-type: none">配当性向35%機動的な自己株買い |
| 味の素 | <ul style="list-style-type: none">平準EPSに基づく配当性向35%総還元性向50%以上を達成する自己株買い |
| アサヒグループHD | <ul style="list-style-type: none">配当性向40% |
| キリンHD | <ul style="list-style-type: none">配当性向40%以上 |
| サントリー | <ul style="list-style-type: none">配当性向40%以上 |
| 明治HD | <ul style="list-style-type: none">累進配当ならびに自己株買い総還元性向50%以上 |
| カルビー | <ul style="list-style-type: none">総還元性向50%以上ならびに株主資本配当率(DOE)4%安定的かつ累進的配当 |

出典: 各社適時開示資料, 2024年12月Goldman Sachs Global Investment Researchデータ.

サマリー: 総株主還元性向 + バランスシート of 適正サイズ化

東洋水産は、年間総株主還元性向を当期純利益の55%に設定し、1,940億円の自己株式買いを通じて余剰キャッシュを削減すべきと考えます。

| 還元項目 | NHGGP 見解 | 説明 |
|----------------|------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------|
| 1. 配当性向 | 当期純利益の40% | <ul style="list-style-type: none">成長への適切な現金留保同業他社と同水準 |
| | + | |
| 2. 自己株式買い | 当期純利益の15% | <ul style="list-style-type: none">成長への適切な現金留保同業他社と同水準 |
| | = | |
| 総株主還元性向 | 当期純利益の55% | <ul style="list-style-type: none">年間総株主還元性向への数値コミットメントは資本コストを引き下げる |
| 3. 特別自己株式買い | 1,940億円の自社株買い | <ul style="list-style-type: none">発行済株式総数の最大17%にあたる自己株式買いを実施 |



取締役会構成のレビュー

東洋水産は戦略的転換点にある

今、東洋水産が直面している課題は、過去に当社が直面してきた課題とは明らかに異なっています。
～ 東洋水産は、今後の重要経営課題を対処するのに適した取締役構成を有しているか？

経営の重心は北米へ

- 営業利益の75%、成長のほぼ100%を北米が占めている
- 5-10年後の東洋水産の地域構成はどのような割合になるであろうか？
- 北米での経験が豊富な取締役がもっと必要なのではないだろうか？

麺事業がコア事業

- 麺事業（即席麺および低温食品）が売上と利益の96%を占めている
- 変化の大きい消費財市場の経験が豊富な取締役が必要

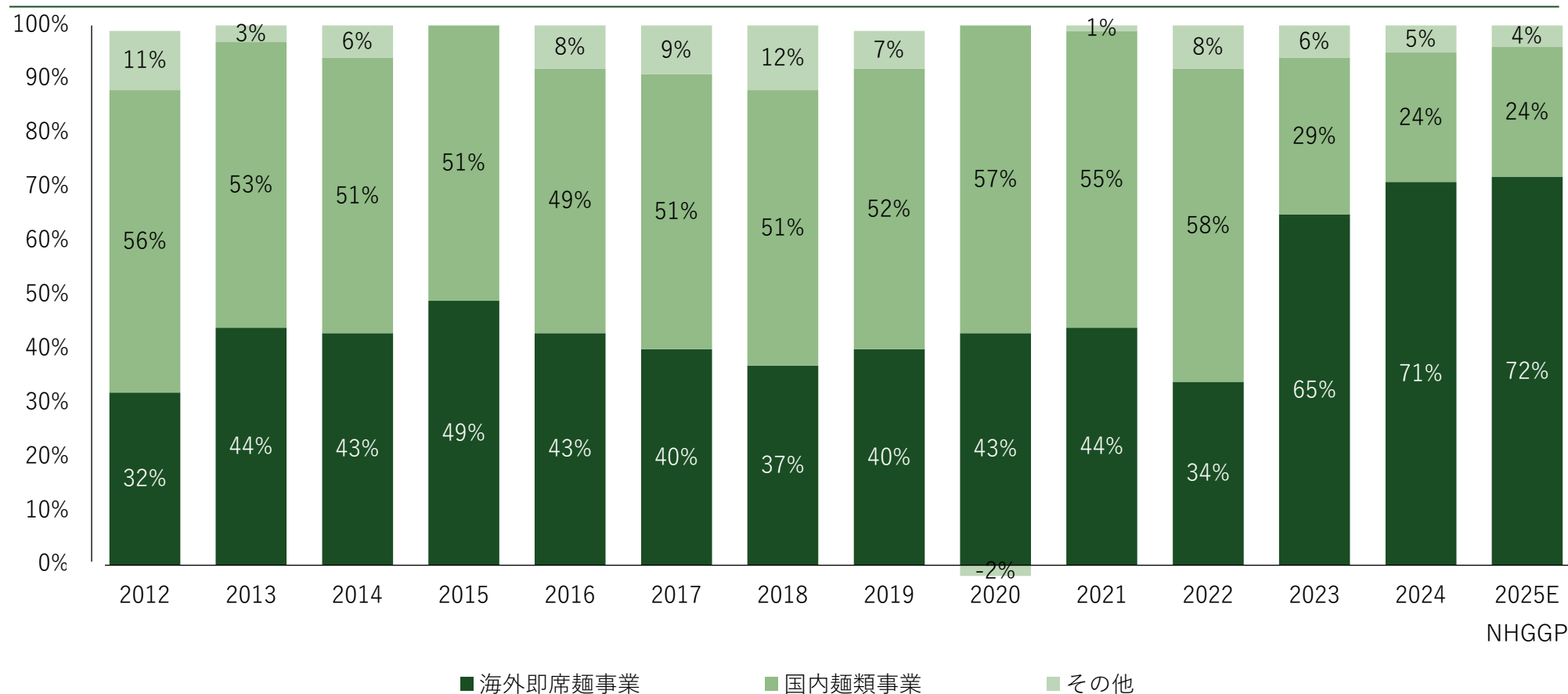
効率的な資本配分が
決定的に重要

- 東洋水産は、事業ポートフォリオ・レビュー、株主還元、資本コストなど、重要な決断を迫られている
- バランスシート観点からも経営をみることのできるコーポレート・ファイナンスの豊富な経験を有する取締役が必要

東洋水産の将来はますます海外即席麺事業に左右されていく

北米即席麺事業が会社の今後の成長を牽引していくことは明らか

地域セグメント別連結営業利益割合



出典: 適時開示資料, 2024年3月期数値に基づくNHGGP推定

現在の東洋水産の取締役会構成

| 取締役 | 取締役在任年数 | 職位 | 経歴 |
|-----|---------|--------------|----------------------|
| 1 | 36 | 会長 代表取締役 | 元CEO (2003-2012) |
| 2 | 14 | 副会長 代表取締役 | 元CEO (2014-2023) |
| 3 | 14 | 社長 代表取締役 | CEO Maruchan (USA) |
| 4 | 13 | 専務取締役 | 国内事業 |
| 5 | 12 | 常務取締役 | 研究開発、生産、品質管理 |
| 6 | 9 | 常務取締役 | 本社管理部門 |
| 7 | 8 | 常務取締役 | 冷蔵、水産食品 |
| 8 | 5 | 取締役 | 生産、調達 |
| 9 | 4 | 取締役 | 経理、財務 |
| 10 | 1 | 取締役 | 国内事業 |
| 11 | 6 | 独立社外取締役 | 大学教授 |
| 12 | 6 | 独立社外取締役 | 大学教授 |
| 13 | 5 | 独立社外取締役 | 元地方銀行副頭取、役員 |
| 14 | 5 | 独立社外取締役 | 元農業組合理事、元地方流通小売代表取締役 |
| 15 | 4 | 独立社外取締役 | 弁護士 |

独立社外取締役のスキル・マトリックスと強化すべき分野

スキルと経験

| 取締役 | 企業経営 | 財務/会計 | 法務/コンプライアンス | マーケティング・営業 | 人事・労務 | 品質・生産・研究開発 | グローバル | ESG/サステナビリティ |
|-----------|------|-------|-------------|------------|-------|------------|-------|--------------|
| 現任独立社外取締役 | 11 | | | ● | | | | |
| | 12 | | | | | ● | | |
| | 13 | ● | ● | | | | | |
| | 14 | ● | | | ● | | | |
| | 15 | | | ● | | | | ● |

コーポレート・ファイナンスに精通し、資本配分/事業ポートフォリオ管理の経験を有する社外取締役を招聘すべき

豊富なグローバルビジネスの経験と視点を持つ社外取締役の招聘が不可欠

検討すべき主な課題

社外取締役と株主の
限定的な対話

- 弊社の理解では、最近まで東洋水産の独立社外取締役が機関投資家の株主と面会したことはなかった
- 現時点でも、（5名の）独立社外取締役のうち株主と面会したことがあるのは1名のみと推察されます
- 東洋水産の独立社外取締役が株主と経営陣の橋渡しをするという文化はないように推察されます

求められる職責に比し
低い報酬

- 日本においては一般的に独立社外取締役の報酬は年間6～15百万円程度と観察されます。東洋水産もこの範囲内で平均9百万となっています
- 一方で、今後数年間に想定される東洋水産の変革アジェンダを考慮すると、独立社外取締役に求められる重責とその報酬のギャップは非常に大きく、増額が必要なのではと考えています



結論

結論

弊社が[2024年4月のプレゼンテーション](#)で示したように、東洋水産の北米市場における高いシェアおよび高い収益性という点での卓越した事業運営と、非効率な資本配分および見劣りする株主還元方針との間には長年にわたり大きなギャップがあります。このギャップが、東洋水産の株価のディスカウントを根強く持続させ、急速に進化する日本のM&A環境において、東洋水産をますます脆弱な存在にしていると弊社は考えています。

本プレゼンテーションでは、新中期計画に対する株主の期待に應えるだけでなく、東洋水産のバリュエーション・ディスカウントを解消し、東洋水産に相応しいプレミアムな市場評価を得るための一歩を踏み出すために重要な経営方針について、弊社の見解をお伝えしました。

弊社は東洋水産の長期投資家であり、現在および過去の東洋水産の株価は本質的な価値を反映していないと考えています。これは、同社のこれまでの非効率な資本配分と見劣りする株主還元方針によるものであり、この方針は現在の形で継続されるべきではなく、もはや日本のマーケット・スタンダードにも合致していないと考えています。

弊社は東洋水産取締役会に対して、2024年6月の定時株主総会で示された株主の意思を尊重し、本プレゼンテーションで示された、次期中期計画で必要とされる改革に積極的に着手することを求めます。



APPENDIX

お問い合わせ

一般のお問い合わせ:

E: info@nhggp.com

日本のメディア様向け窓口:

Ashton Consulting Limited

P: +81 (0)3-5425-7220

E: nhggp@ashton.jp

海外のメディア様向け窓口:

Longacre Square Partners

E: nhggp@longacresquare.com