

NH|GGP

東洋水産株式会社(2875):
企業価値の最大化に向けた取締役会の変革

2025年4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頼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」、「見積もり」、「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。

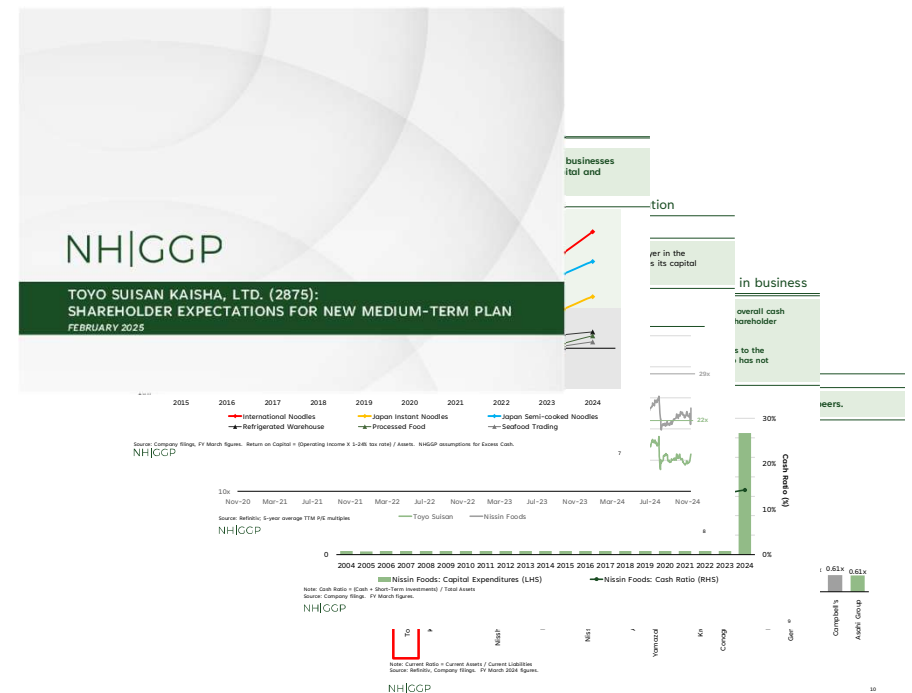
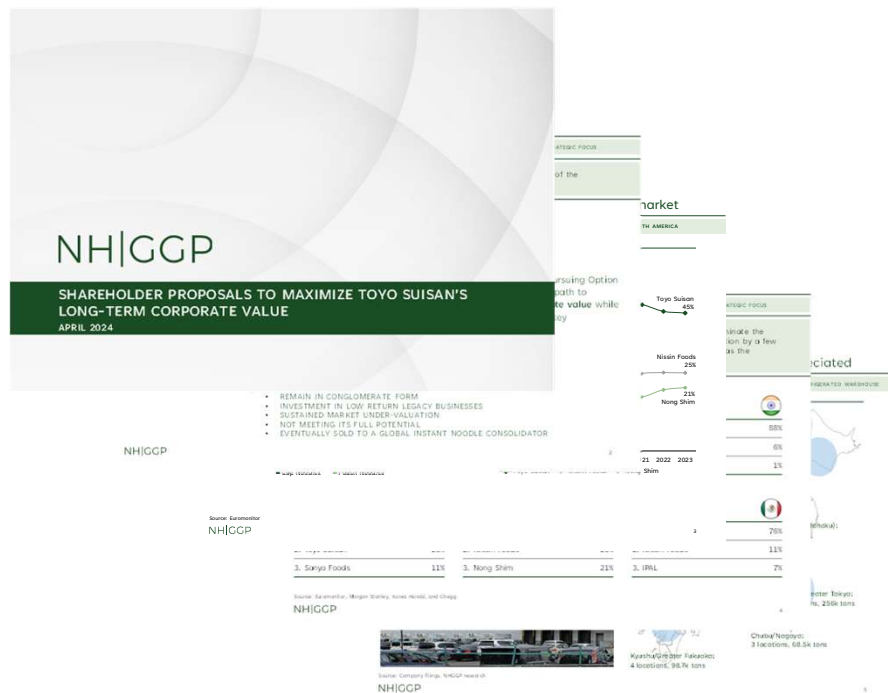
本プレゼンテーションを作成したNHGGPは、共同投資家のリードインベスターです。

NHGGPは、2023年より東洋水産に投資を行っております。

より詳細な裏付けとなる分析は、過去の弊社プレゼンテーション資料に掲載されています

読者の皆様には、NHGGPがこれまで公表した東洋水産とのエンゲージメントに関するプレゼンテーションと照らし合わせながら、これらの資料を検討されることをお勧めします。以前のプレゼンテーションから抜粋した資料は、右上隅の緑色のボックスを付されています。過去に発表された資料は以下からご覧いただけます。

<https://nhggp.com/engagement/toyo-2875/>



東洋水産概要 (2875)

会社概要

即席麺のリーディングカンパニー

- 1953年創業、本社は東京
- 北米で1位（米国で35%、メキシコで70%のシェア）
- 日本では第2位
- レガシー事業には冷蔵倉庫、加工食品、水産物取引が含まれる

投資魅力

- 卓越した北米麺事業
 - 高い営業利益率（23%）
 - 安定した成長トレンド
- 景況にディフェンシブな事業特性
 - 値上げという形でコストを転嫁できる価格リーダーシップ能力
 - 顧客の "ダウントレーディング" による景気低迷時の業績向上

出典: Refinitiv Eikon

NH|GGP

代表的な商品

低価格帯

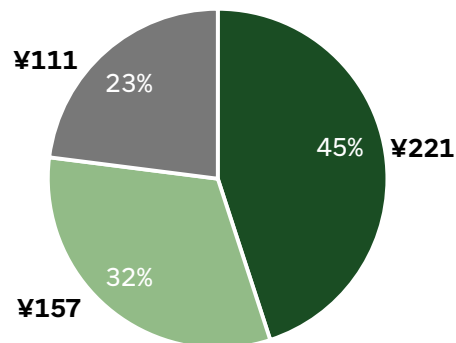


プレミアム価格帯



業績（単位：十億円）

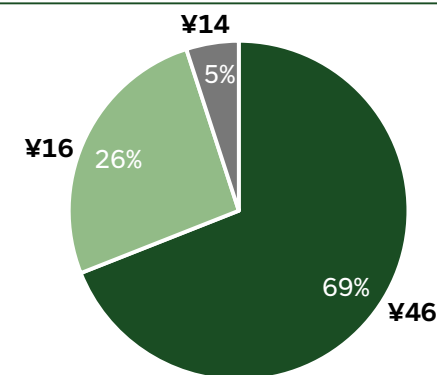
売上 (FY24)



■ 海外即席麺

■ 国内麺

営業利益 (FY24)



■ 非中核事業

目次

7 エグゼクティブサマリー

11 非効率なキャピタル・アロケーション

27 株主の懸念に対する不作為

31 疎かな次世代経営陣のリーダーシップ強化の仕組みづくり

37 2025年6月 株主総会に向けて

50 APPENDIX A: 余剰キャッシュ分析

62 APPENDIX B: 総株主還元性向分析



エクゼクティブサマリー

エグゼクティブサマリー：東洋水産に求められる変革

NHGGPは、東洋水産の企業価値最大化に資する社外取締役2名を指名

- 弊社提案の取締役候補は東洋水産のグローバル戦略にとって不可欠な、キャピタル・アロケーション（資本配分）の専門性と海外事業の経験という、取締役会の最も重要な不足点を埋める
- 現在の取締役会には、株主価値の最大化に焦点を当てた独立した強い意見が欠けている
- 機能的なガバナンスを確立し、新社長へ明確な権限移譲を推進するには、社長を退任したにもかかわらず権力を保持する前社長2名の勇退が不可欠である

取締役会は、10年間にわたる不適切な資本配分と、その結果としての株主ディスカウントを見直してきた

- 東洋水産株価は、継続的に同業他社に対して25～40%のディスカウントで評価され、現在では弊社推定本源的価値の半分で取引されている
- 東洋水産は、高収益の中核事業に集中することで20%以上のROEを生み出すことが可能だが、資本配分が非効率なため、最近の外為の追い風を享受するまで、ROEは資本コストに近いか、それを下回る水準にとどまっていた
- 東洋水産が、企業価値を高めるために、資本コストをカバーできない事業から撤退すること、株主還元方針を市場規範に合わせることに必要である

株主の重大な懸念を顧みない中期経営計画方針

- 最近発表された中期経営計画方針は、いくつかの重要な分野において期待外れであった：
 - 資本コストをカバーできない不採算事業の見直しを完全に無視している
 - 保有する2,440億円のキャッシュについて余剰分を株主にどのように還元するかについての指針がない
 - 株主還元の向上を目指すとしているものの、配当性向は30%と市場規範を下回る水準にとどめている

取締役会の変革なしには企業価値最大化は見込めない

- 弊社は、住本社長が株主の優先事項を理解する有能で改革志向のリーダーであると考えている
- しかしながら、取締役会は、一般的なガバナンス慣行から明らかに逸脱し、2人の前社長に代表取締役としての強力な役割を維持させ、住本社長の権限と経営戦略意思決定の自由度を制約している
- 私たちの調査やステークホルダーとの議論によれば、2人の前社長は、東洋水産の低リターンのコングロマリット構造を維持することに引き続き強い意志を持っていると思われる。彼らが影響力を握っている限り、有意義な改革と、それによる潜在価値顕在化はできないと弊社は考えている

社外取締役は、効果的な監督に必要な専門知識と真の意味での独立性を欠いている

- 利益の69%が北米からもたらされているにも拘わらず、グローバルな事業経営や資本配分の専門性を持つ社外取締役がいない
- 形式上には独立しているが、社外取締役は既成のしがらみに囚われた慣行に異議を唱えたり、株主の優先懸念事項への対応を求める能動的な意思を示していない
- 対照的に、NHGGPの候補者は、戦略的な変化と規律あるガバナンスを必要とする状況において、独立した判断力を示し、効果的なガバナンスに貢献してきた実績がある

NHGGPの取締役候補は株主利益を守るために必要なスキルと経験を有する



岡村 宏太郎
社外取締役
サッポロホールディングス
株式会社
(2501)



柏倉 正巳
常勤監査役
株式会社J-オイルミルズ
(2613)

資本市場とコーポレートガバナンスに豊富な経験

- サッポロホールディングスでは、不動産事業の戦略的レビューに大きな貢献
 - まさに東洋水産に喫緊に必要とされる取締役会主導の戦略的レビュー
- JPモルガンで19年間、銀行の在日代表、アセット・マネジメントおよびインベストメント・バンキングの上級経営幹部職を経験、資本市場と企業戦略に精通した金融の専門家
- 東洋水産の取締役会に不足している効果的な規律とガバナンスをもたらす

海外における事業経営と資本配分意思決定に豊富な経験

- 柏倉氏は、北米を含む海外における製造業経営と資本投資の実務経験を有する
 - 事業エグゼキューションリスクを軽減し、即席麺事業のもつ潜在価値を最大限に引き出すために不可欠な能力
- 喫緊の課題である、資本利益率や海外におけるオペレーション・エグゼキューションリスクにおいて深い理解に基づく助言提供が期待できる
- 38年間の味の素社勤務のなかで、米国、欧州、ブラジルにおいて海外事業を責任者としてリード
- 大規模な投資プロジェクト、工場設備投資、事業再編等の責任者として数多くの重要な経営意思決定経験

NHGGPは東洋水産に求められる重要な変革の実現に、弊社候補者が貢献できると考えている



岡村 宏太郎



柏倉 正巳

独立した思考

岡村氏は、2024年3月にサッポロホールディングス（2501）の社外取締役役として新しく就任した3人のうちの1人である。就任以来、不動産など非中核資産の戦略レビューの実施に大きく貢献し、高い評価を得ている。2025年3月、99.6%の株主支持を得て再任されたが、この高い支持は株主利益を守る役割と経営陣との建設的なエンゲージメントの両方における岡村氏の能力を反映したものであると考えている。NHGGPは、同氏が東洋水産の取締役会においても、独立性、現実主義、株主重視の同じバランスをもたらすと考えている。

柏倉氏は味の素でのキャリアを通じて、事業部門の再編や既成概念への挑戦を要する複雑な海外事業を任されてきた。同氏は常に、クリティカル思考に基づき状況を判断し、組織ヒエラルキーに遠慮することなく、中長期的な企業価値を優先させるという独立した思考・意思決定能力を発揮してきた。NHGGPは、同氏が東洋水産の取締役会に確かで分析的な助言を提供し、同取締役会の独立した監督能力の強化に貢献できると考えている。

資本配分

コーポレート・ファイナンスと資産運用業務の深いバックグラウンドを持つ岡村氏は、業績評価と資本配分に関する専門知識と実践的な経験を兼ね備えている。企業の基本理念を理解し、経営陣と建設的に協働して事業部門を客観的に評価し、中長期的な企業価値向上のために資する行動を取ってきた実績がある。岡村氏が取締役会に加わることで、資本配分の決定がより明確になり、戦略的な資源配分に規律がもたらされると考えている。

柏倉氏は、海外における投資プロジェクトの評価、投資水準の設定、リターンの分析に深い経験を有している。NHGGPは、東洋水産が北米即席麺事業の更なる成長に向けて大きな投資を行っていくのにあたり、資本配分、プロジェクト評価、海外投資戦略に関する実践的な専門知識・経験を持つ社外取締役が不可欠と考えている。柏倉氏の関与により、実行リスクの軽減に役立つだけでなく、規律と洞察力をもって資本を投下することにより、成長機会を最大限に活用・獲得することにつながる。同氏は、専門的な知識だけでなく、株主利益を最大化するための効果的な資本配分の方法に関する現実的な判断力を取締役会にもたらすと考えている。



非効率なキャピタル・アロケーション

ノンコア事業は資本コストを大幅に下回っている

- コア事業の麺事業とレガシーのノンコア事業には事業シナジーはほとんどない
- 営業利益の95%は資産の39%から生み出されており、全てのノンコア事業の資本利益率は4%未満にとどまる

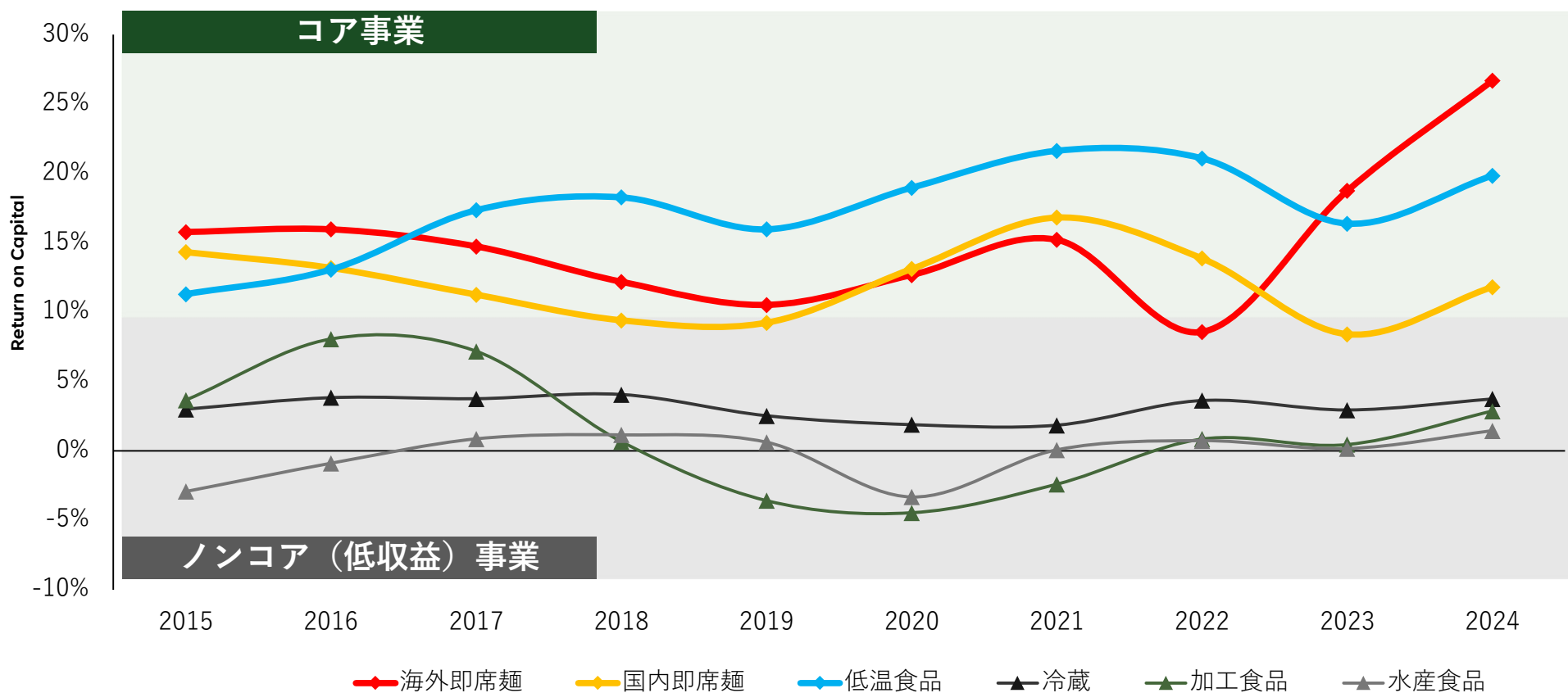
事業セグメント	セグメント資産		営業利益		資本収益率 ⁽¹⁾
	百万円	%	百万円	%	
コア事業					
海外即席麺	¥131,846	23%	¥45,905	69%	26.5%
国内即席麺	62,462	11%	9,616	15%	11.7%
低温食品	28,460	5%	7,364	11%	19.7%
小計:	¥222,768	39%	¥62,885	95%	21.7%
ノンコア事業					
冷蔵	¥46,188	8%	¥2,262	3%	3.7%
水産食品	20,770	4%	396	~1%	1.5%
加工食品	19,624	3%	735	~1%	2.8%
その他/弁当等	17,642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

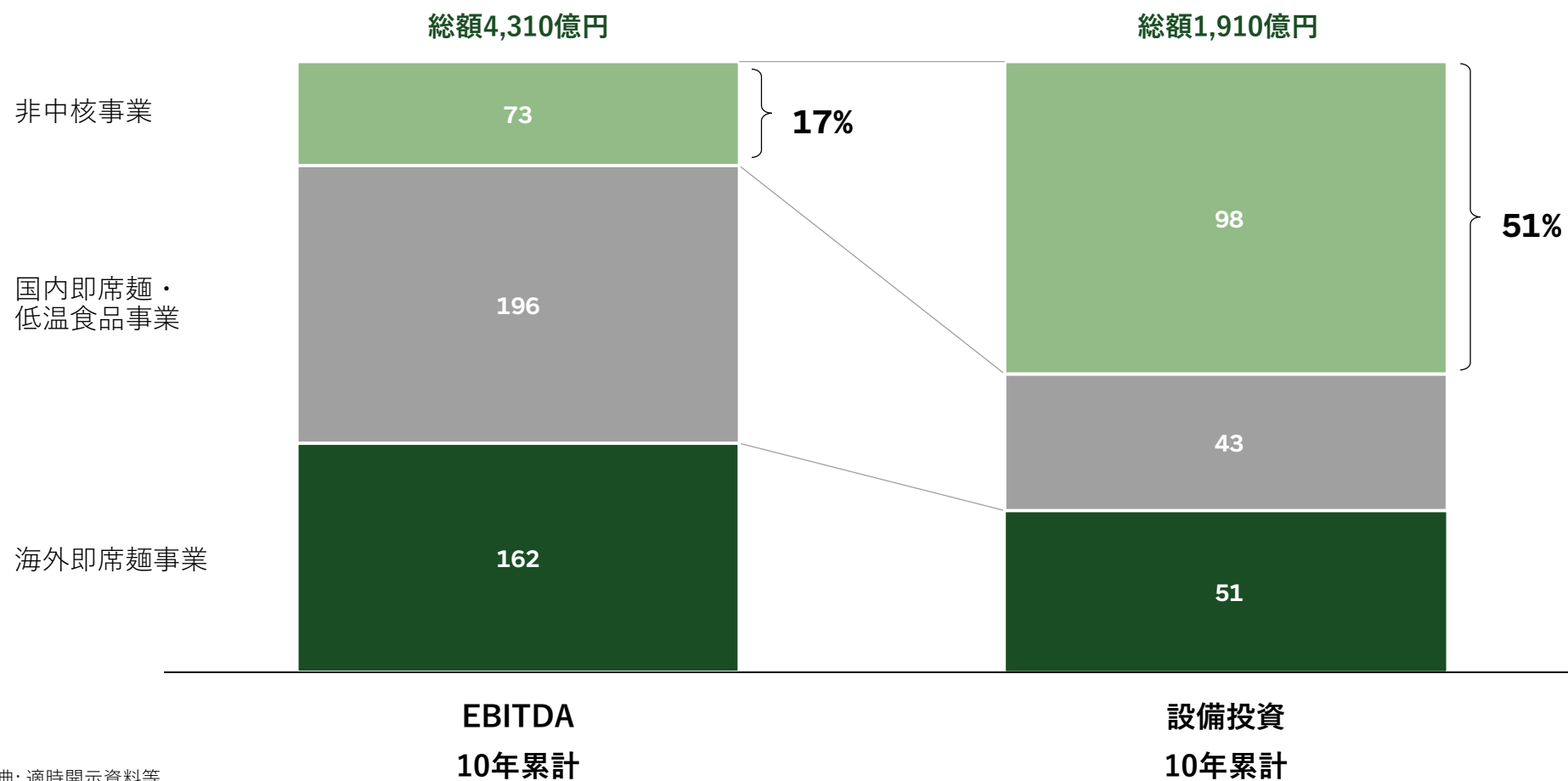
非効率的な資本配分は最近の一時的判断ミスではなく、戦略的に資本収益率が極めて低採算の非中核事業に資金を投じているのは長期にわたる慢性的な事象である。



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

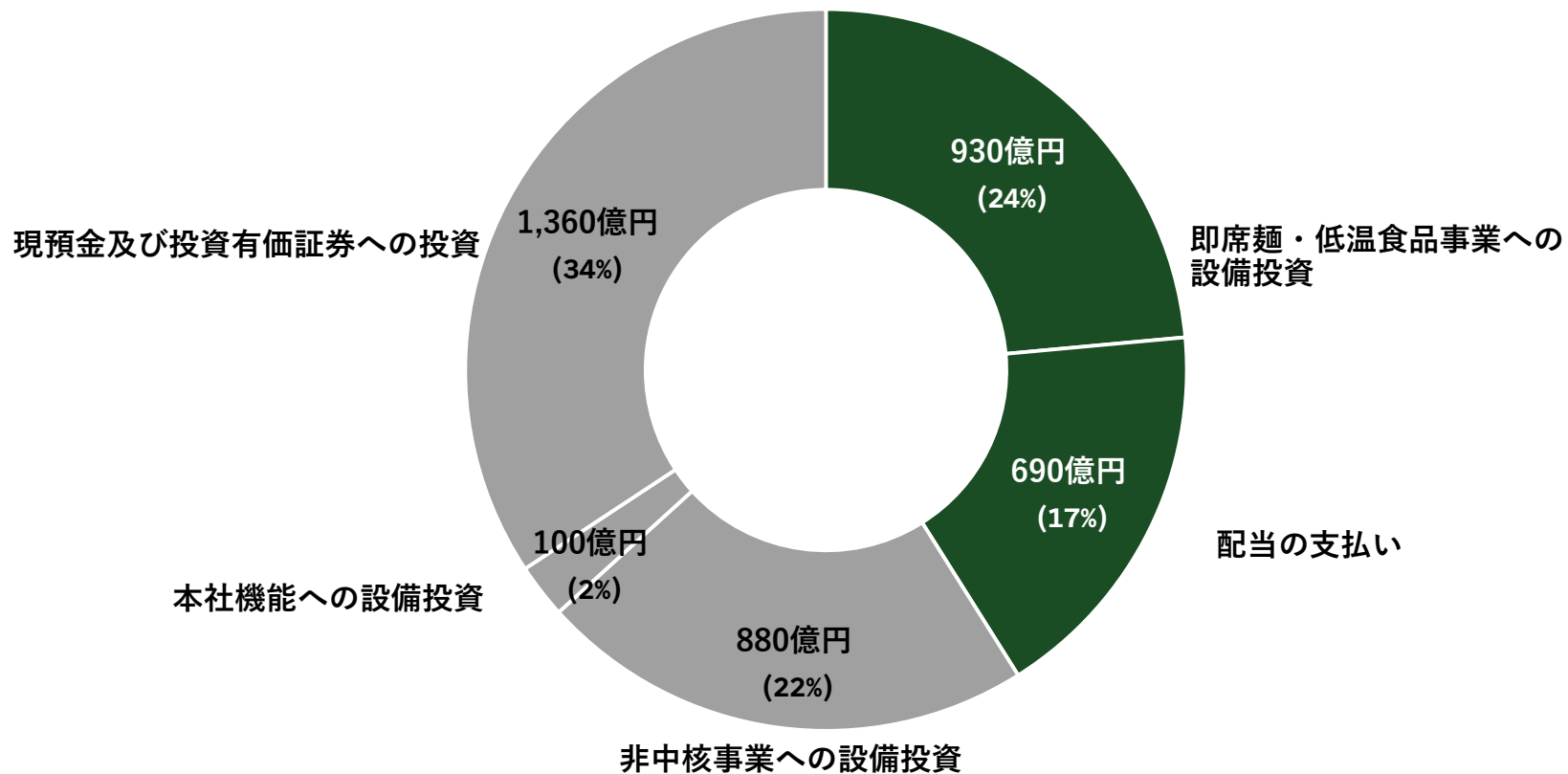
低収益事業への継続した投資により企業価値が大幅に毀損されている

過去10年間、東洋水産の設備投資の半分は、資本コストを大幅に下回る低収益のレガシー事業に投資されてきた。この明らかな株主価値の毀損に対して、社外取締役は疑問を投じず、容認放置している。



非効率なキャピタル・アロケーションの機会ロスは甚大である

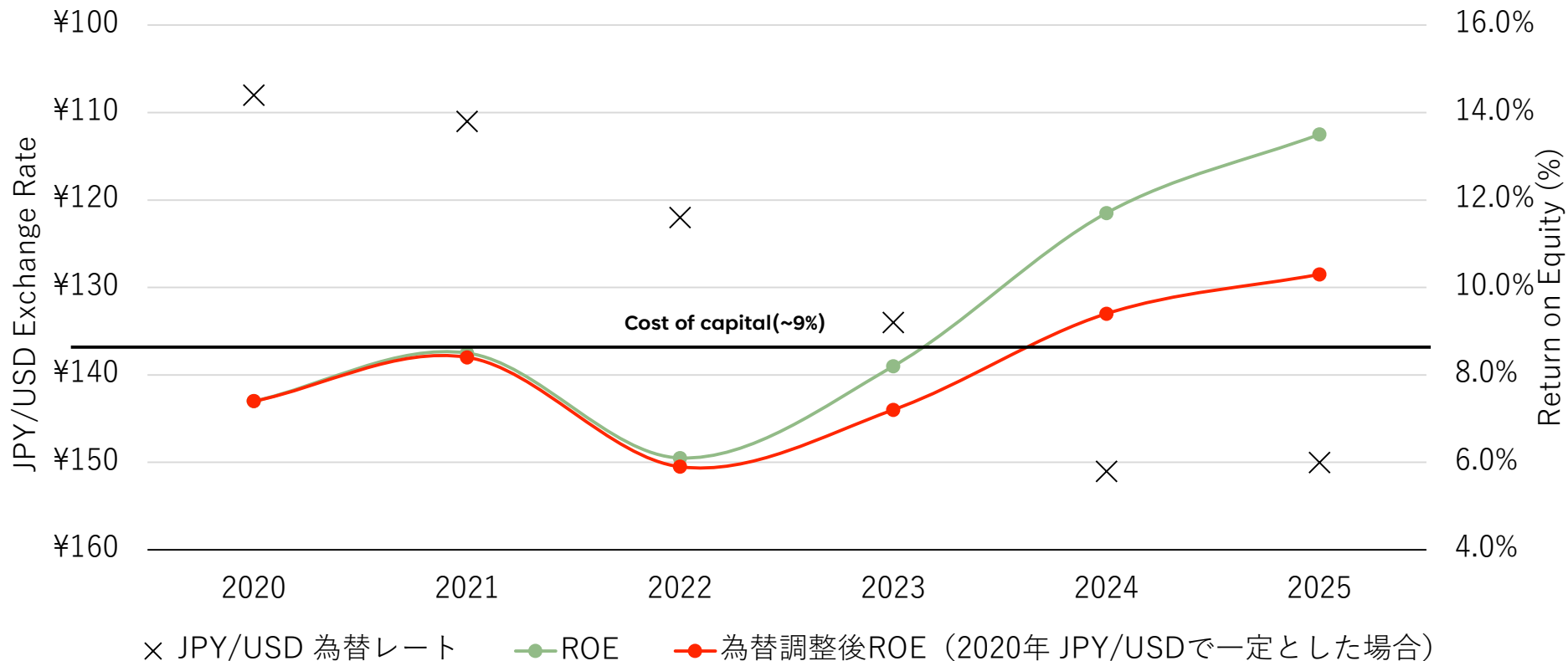
過去10年に創出された営業キャッシュフローの総額3,960億円⁽¹⁾のうち、59%が内部留保か、株主価値を毀損した低収益の非中核事業に投資された。キャッシュフローのうち、利益を生むような形で再投資されたか、株主に還元されたのは41%に過ぎない。



注：(1) 3,960億円は過去10年間の設備投資及び配当の累計額並びに現預金及び投資有価証券の増加額の合算値
出典：適時開示資料等

東洋水産のROEは力強いが、円安による恩恵を受けている面が大きい

市場関係者の中には、東洋水産の財務実績はROEの数字が高いので「十分である」と評価する声もあるが、この結論は、最近のROEを押し上げる上で有利な為替動向が果たした役割を無視している。仮に円/米ドルレートが一定であれば、ROEは資本コストをやや上回る水準にある。



出典：Bloombergは東洋水産の資本コストを9.2%と見積もっている。数値データはRefinitive、会社開示資料

東洋水産のROEは、円／ドルレートが反転すれば低下のリスクがある

円／ドルレートが2020年の水準まで反転すれば、それだけで利益とROEが20%低下する。投資家の皆様には、円／米ドルの為替レートが上昇する可能性がある中、東洋水産はその高いROE水準を守るために確固たる行動を取る必要があることを理解して頂きたいと弊社は考えています。

営業利益 (単位：10億円)	FY2024E	FY2024E (調整後)	差異
日本	¥20.4	¥20.4	0%
北米	¥46.3	¥32.7	(29%)
合計	¥66.7	¥53.1	(20%)
北米 (US\$ mn)	\$306	\$306	0%
為替レート (JPY/USD)	¥151	→ ¥107	(29%)
ROE ¹	12.1%	9.7%	(20%)

注：(1) FY2024の開示財務数値。FY2024の利益は、円/米ドルレートを107円として調整した推計値。

資本配分が改善されれば、東洋水産のROEは25%に達する可能性がある

以下の分析は、東洋水産が (i) 非中核事業を簿価で売却し、(ii) 余剰資金を株主に分配した場合の自己資本利益率 (ROE) を示している。NHGGPは、東洋水産が為替変動によるROEの下振れリスクを軽減する最善の方法は、バランスシートと事業ポートフォリオを積極的に管理することであると考えている。

(単位：10億円)	当期純利益			株主資本 (自己資本)		
	調整前	調整	調整後	調整前	調整	調整後
事業セグメント						
コア事業	¥47	-	¥47	¥141	-	¥141
ノン・コア事業	¥3	(¥3)	-	¥77	(¥77)	-
キャッシュ水準	¥6	(¥6)	-	¥244	(¥194)	¥50
計	¥56	(¥9)	¥47	¥462	(¥271)	¥191

ROE	12.1%	→	24.6%
------------	--------------	----------	--------------

出典: 会社開示資料, FY2024数値

注: 当期純利益 = (営業利益 X 1-24% 実効税率)。NHGGP推計余剰キャッシュ水準詳細はAppendixご参照。コア事業とノンコア事業の自己資本はNHGGP推計値。会社開示FY2024ROE数値は13%であるが、これは会社が2年平均の自己資本簿価を使用しているのに対し、NHGGPは単年度の数値を使用していることによるもの。

経済産業省のガイドラインは取締役会の事業ポートフォリオ意思決定のためのロードマップを提供している

FEBRUARY 2025 PRESENTATION

“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

出典: 経済産業省「グループ・ガバナンス・システムに関する実務指針」、「事業再編実務指針」

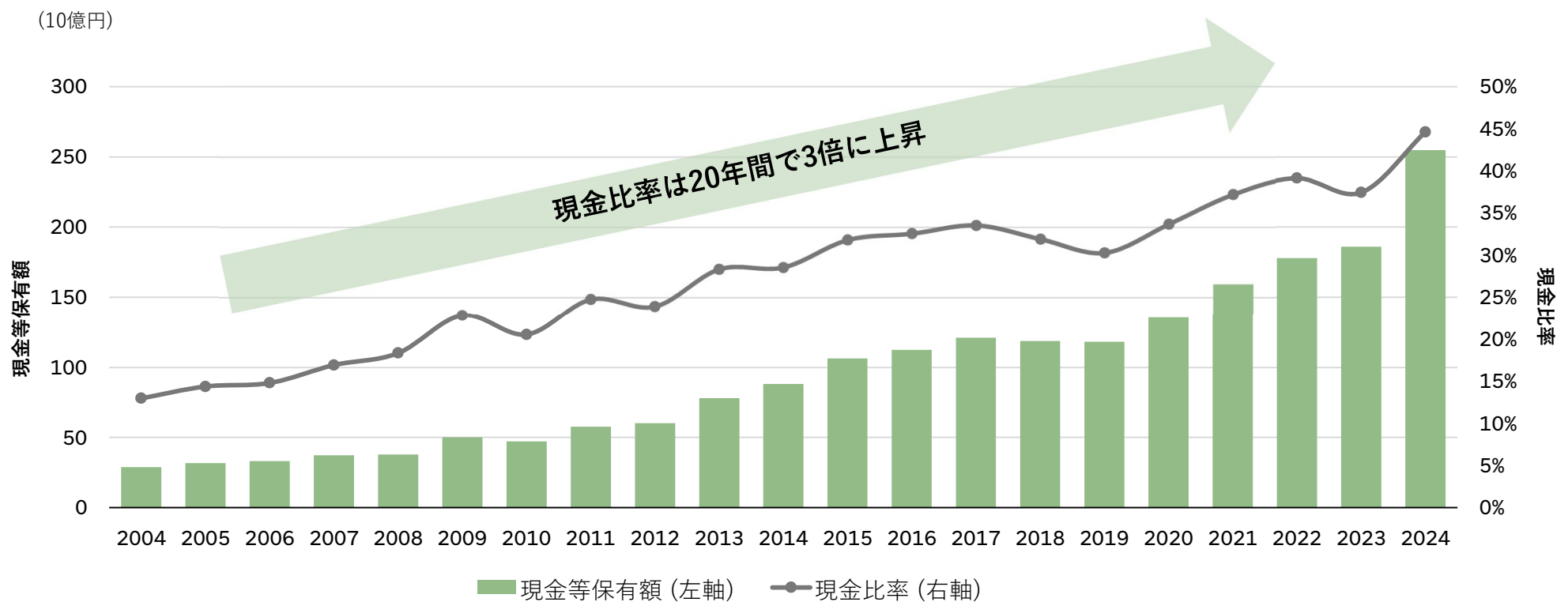
ノンコア事業セグメントは経済産業省の「ノンコア」定義要件を満たしていることは明らかである

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	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

東洋水産は必要以上のキャッシュを溜め込んでいる

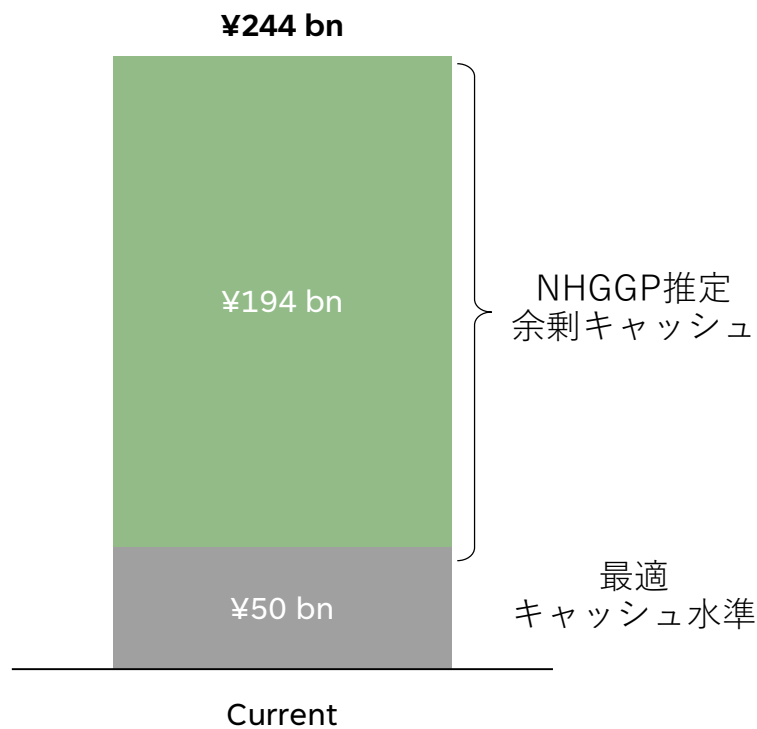
過去20年間で、東洋水産の現金保有額は290億円から現在の2,440億円まで増加しています。東洋水産は、どの企業も直面する「事業と成長のためにどれだけのキャッシュを確保する必要があるのか（「最適キャッシュ水準」）、また、どれだけのキャッシュを確保するのが過剰なのか（「過剰キャッシュ水準」）」という問題に直面しています。



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

発行済株式総数の17%にあたる自己株式買いが余剰キャッシュにて実施可能

NHGGPでは最適なキャッシュ保有水準を500億円と推定している（詳細はAppendix Aご参照）。



余剰資金は最大17%の割安に
放置された自社株買戻しに
充当することが可能

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

東洋水産の重要課題は資本市場にて従前より広く共通認識となっている



Credit Suisse 10/18/2022:

東洋水産は強力な海外事業を持ちながらも、食品業界平均と比べて頻繁に割安な株価で取引されています。これは、バランスシートの管理を適切に行っておらず、余剰資金を効率的に活用していないこと、低採算事業の評価と見直しを含む事業ポートフォリオ管理に関する意識が限定的であることが理由と考えられます。

経営姿勢に変化がない限り、ROEは2024年度にピークアウトすると思われる。ROEは同社にとって株価のボトルネックになると考えている。アップサイド・シナリオでは、経営陣が資本効率に軸足を移せるかどうかにかかっていると考える。同社は、事業ポートフォリオ管理や余剰資金の活用について目立ったコメントを公表していない。真の意味での会社の「進化」に期待したい。”



SMBC Nikko 3/18/2024:

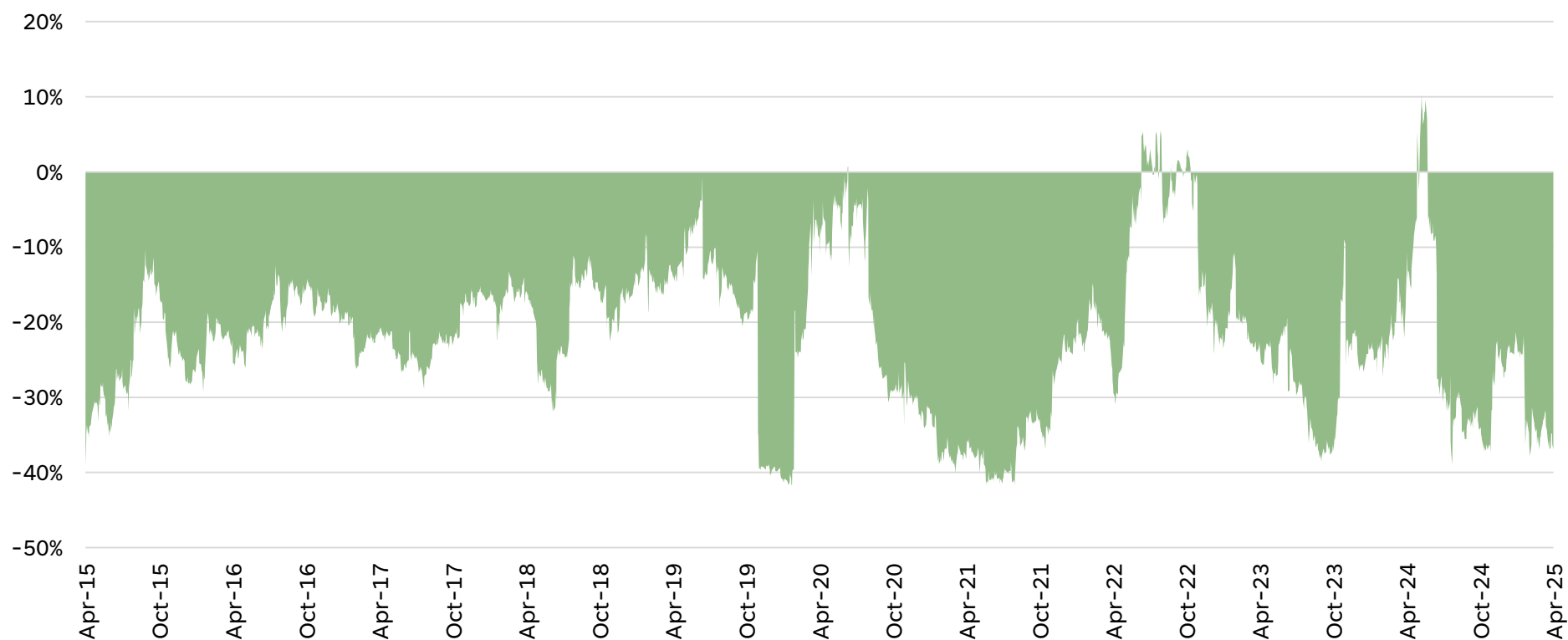
東洋水産のネットキャッシュ倍率は、インフレの中、大幅増益で上昇している。過剰なキャッシュは、市場が株価をディスカウントする要因のひとつである。東洋水産は株主への資本還元の実績が乏しく、資本効率にほとんど注意を払っていない。潤沢な余剰資金があれば、配当性向50%（現在は30%）まで引き上げ、年間200～300億円の自社株買いを実施することも可能であると考えられる。”

出典: アナリスト・レポート

東洋水産株価は、食品業界同業他社に対してディスカウントされ続けている

北米市場での圧倒的な強さと成長見通しから、非効率な資本配分と見劣りする株主還元政策を改善すれば、東洋水産は日本食品業界の同業他社に対してプレミアムでのバリュエーションが得られると考えられる。

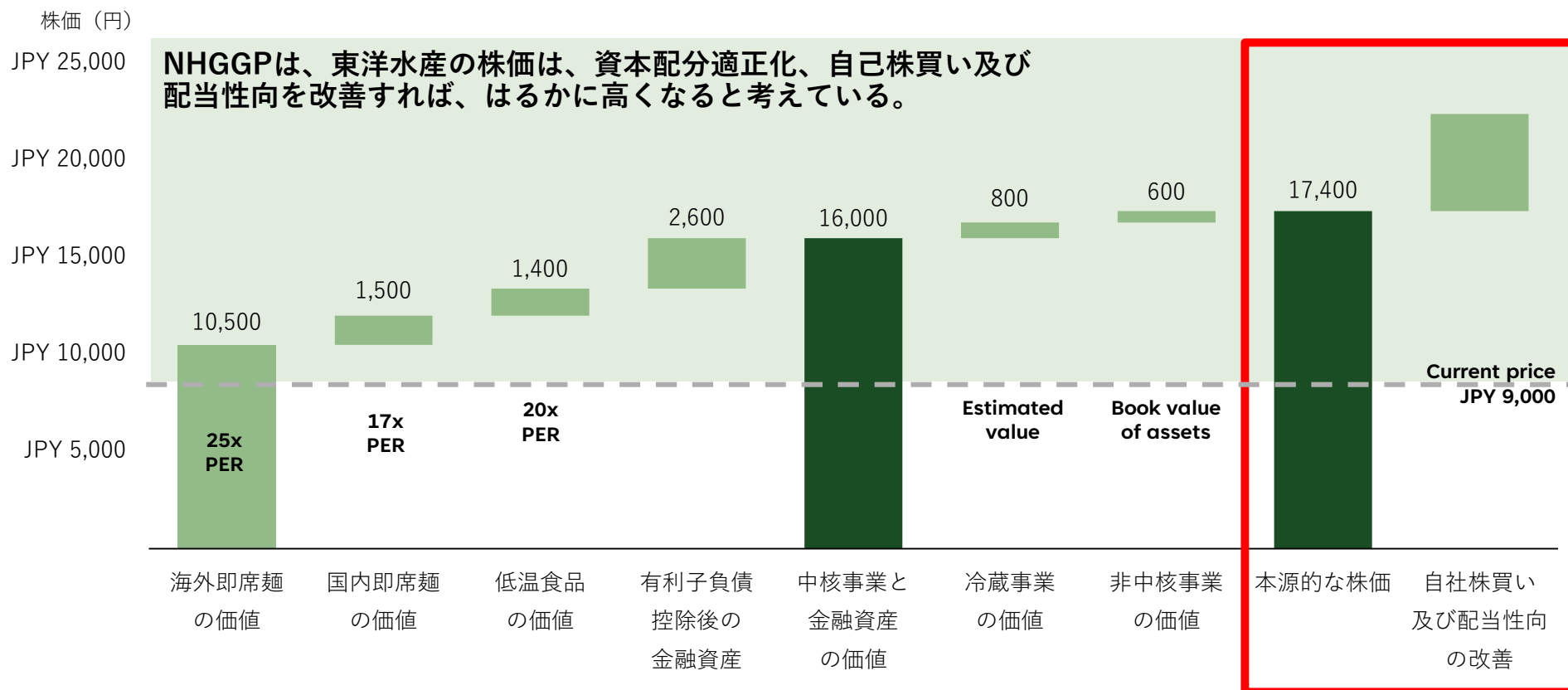
東洋水産の直近1年間PER倍率と食品業界同業他社の同倍率との比較



出典: Refinitiv Eikon. 東洋水産の直近1年間の株価収益率 (PER) を、日清食品、カルビー、日清製粉、明治、味の素、キューピー、キッコーマンの同業他社と比較

本源的な価値に対して大幅に割安の状況にある東洋水産の株価

東洋水産の一株当たりの本源的価値は少なくとも17,400円と評価 (1)



麺類事業の評価倍率は、類似企業の倍率や事業の質を考慮した上で決定。また、戦略的な代替手段が検討される場合の評価として冷蔵事業およびその他の非中核事業については事業の性格に合わせて時価または簿価で評価し、金融資産及び有利子負債については直近の貸借対照表計上額で評価

以下のような株主還元方針の変更を通じて追加的な価値の顕在化を図ることができます。

- 自社株買いの拡大
- 配当性向を40%へ引上げ

注：(1) NHGGPの2026年3月期予想を基に算出

NH|GGP

東洋水産のPERは15年ぶりの低水準まで低下

東洋水産のPERが直近低下している背景には複数の要因があると考えられるが、主な問題のひとつは、事業ポートフォリオの見直しなど株主の重要な懸念事項に対処しなかった次期中期経営計画（MTP）方針に市場が失望したことがあると受け止めている。倍率の低下は、市場が全般的にディフェンシブな消費関連銘柄にシフトし始めているなかで機会を逸したと弊社は考えている。

株価収益率（PER）



出典: Refinitiv; 2025年4月9日までの直近12か月P/E倍率



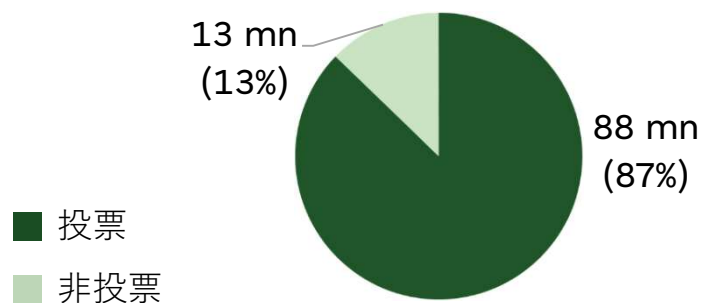
株主の懸念に対する不作為

2024年株主総会振り返り：資本コスト開示要請のNHGGP株主提案投票結果

- 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

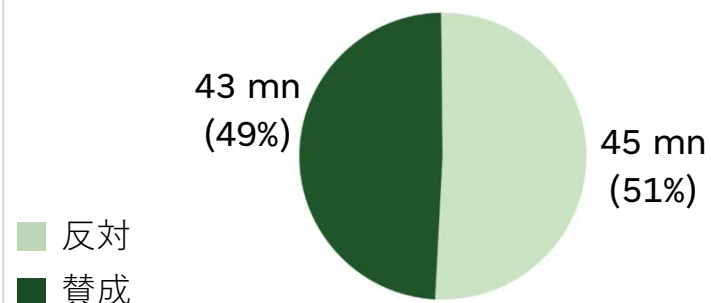
発行済み株式数

102 mn



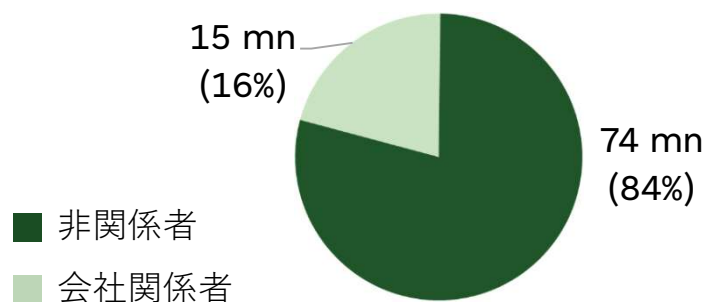
議決権行使株式数

88 mn



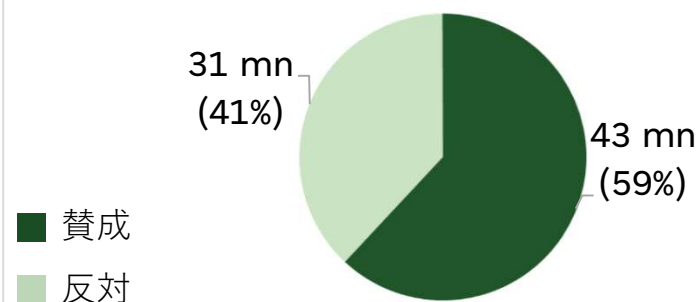
株主の属性⁽¹⁾

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

社外取締役による株主への対話の働きかけが行われたようにはみられない

東洋水産のコーポレートガバナンス・ガイドラインには「取締役会は、株主総会における議決権行使結果を真摯に受け止め、原因の分析等を実施するとともに、議決権行使総数に対して反対票が20%を超える場合は、株主との対話その他の対応を検討する。」と定められている

社外取締役からの株主へ対話の働きかけはなかった

- 2024年6月の年次総会后、NHGGPは年次総会の議決権行使結果について社外取締役との面談を繰り返し要請
- 2024年11月、社外取締役1名との面談機会が与えられ、面談は建設的であった
- 面談に至るまでの過程で、社外取締役との面談依頼をした株主はこれまで弊社だけであることがわかった。現時点でも社外取締役と面談した株主は弊社のみと推定
- 5人の社外取締役には、同社取締役会が反対した株主提案に対する並外れた支持の背景をよりよく理解するために、積極的に株主との面談を要請、対話を行っていくことを弊社は期待していた

NHGGPからの提案：
社外取締役と株主の
スモール・ミーティング

- NHGGPは、社外取締役と株主とのコミュニケーションを強化し、相互理解を構築するために、社外取締役と株主との間でのスモール・ミーティングを開催することを提案する

出典: 東洋水産コーポレートガバナンス・ガイドライン (2021年12月10日)
<https://www.maruchan.co.jp/ir/pdf/CG-guideline20211210.pdf>

株主の重大な懸念を顧みない次期中期経営計画方針を取締役会は容認

2025年3月28日に発表された次期中期経営計画の方針には肯定的な面もあるが、弊社が2025年2月に公表したプレゼンテーションで強調し、他の株主からも支持された、株主にとって重要ないくつかの明確な論点が完全に無視されている。

事業ポートフォリオ
見直しへの言及なし

- 会社の資産の半分以上が、資本コストをカバーするにはほど遠い資産に投資されている
- しかし、次期中期経営計画方針は、東洋水産において不採算事業とその戦略的適合性をレビューするという課題を完全に無視している

キャッシュ保有水準につ
いての枠組み提示なし

- 東洋水産は2,440億円の現預金と有価証券を保有しているが、事業運営に必要なのはこのうち500億円のみと推定される
- しかし、次期中期経営計画方針には、余剰資金を株主にどのように還元するかについての指針は示されていない

配当性向(DPR)
の据え置き

- 総株主還元 (TSR) 目標を70%に設定するのであれば、なぜDPRを30%に据え置いたのか？
- DPRが40%以上であれば、TSR70%という目標がより信頼できるものになったと思われる

注: (1) 「次期中期経営計画の方針に関するお知らせ」(March 28, 2025年3月28日)
<https://www.maruchan.co.jp/irnews/upload/other/documents/941adb7d7503028583e878b725664c6e2451dd78.pdf>



疎かな次世代経営陣のリーダーシップ強化の仕組みづくり

一般的な慣行 #1：引退した社長は任期終了とともに取締役を退任する

経済産業省のガイドラインは、元社長が退任した後も取締役や権力者として社内にとどまることがコーポレート・ガバナンスにとって危険であることを指摘している。



経済産業省 コーポレートガバナンス・システムに関する実務指針(2022) 5.6

現役の経営陣への不当な影響力の行使が生じているのではないかという指摘や、誰が実質的に経営のトップを担っているかわからない事態が生じるという弊害の指摘もある。”

“現役の経営陣が、社長・CEO 経験者 である相談役・顧問の意向をおもんばかって、事業ポートフォリオの見直しなど果敢な意思決定を躊躇する要因になり得るという指摘もある。”

“相談役・顧問となる元社長・CEO としても、例えば、過去に自らが立ち上げた事業や深く関与していた事業から撤退したいという相談を現経営陣から受ける場合において、自らの過去の判断の是非を見直さざるを得ない場合もあり得るため、客観的な判断が難しいという指摘もある。”



経済産業省 コーポレートガバナンス・システムに関する実務指針(2022) 5.7

前社長・CEO が強い権限や肩書を持って (例えば 代表権を有したまま) 取締役会長に就任すると、現社長・CEO にとって業務執行が行いにくい状況が生じ得るという指摘がある。”

一般的な慣行 #2：代表取締役は現在のリーダーが就任する

現職のリーダーが最上位の代表取締役となり、リーダーの次席階層である経営幹部が2番目の代表取締役となる。

代表取締役1～2名

- 標準的な慣行は代表取締役は1名か2名である

代表取締役における階層

- 典型的な構成
 - 代表取締役（シニア）： CEO/社長
 - 代表取締役（ジュニア）： 副社長

前社長は代表取締役に就任しない

- 日本の規範的慣行は、前CEO/社長が後任のCEO/社長が就任した時点で取締役を退任し、代表取締役の地位は新CEO/社長に引き継がれることである。

代表取締役とは？

代表取締役は、日本企業における名実ともに最終的な意思決定者である。

権限と責任

- 法的代理権：契約、取引、第三者との取引において、会社を法的に拘束することができる
- 執行権限：日々の経営、戦略実行、事業運営を監督する
- 意思決定：通常は取締役会が承認した枠組みの中で独自に行動することができる

役割の意義

- 会社の顔：対外的に会社の代表として行動する
- ガバナンスと説明責任：実質的な法的責任と受託者責任を担う
- 取締役会のインターフェース：経営陣と取締役会をつなぐ重要な役割を果たす

同業他社は、一般的慣行に従って明確な権限系統となっている

食品業界同業他社	代表取締役	
	#1 (Senior)	#2 (Junior)
アサヒグループHD	勝木 敦志 (CEO)	N.A.
ニチレイ	大櫛 顕也 (CEO)	N.A.
カルビー	江原 信 (President & CEO)	N.A.
明治ホールディングス	川村 和夫 (CEO)	N.A.
日本ハム	井川 伸久 (President & CEO)	N.A.
日清食品	安藤 宏基 (CEO)	安藤 徳隆 (EVP & COO)
味の素	中村 茂雄 (CEO)	白神 浩 (EVP)
日清製粉	瀧原 賢二 (President)	増島 直人 (SVP)
キリンホールディングス	磯崎 功典 (CEO)	南方 健志 (President & COO)
山崎製パン	飯島 延浩 (President)	飯島 幹雄 (VP)

東洋水産は、代表取締役が3名の体制でリーダーシップが不明瞭となっている

東洋水産は、2人の前社長を取締役としてだけでなく、最も強い権力を有する代表取締役として残すという一般的な慣行から外れた体制を採用している。住本社長は3人の代表取締役の中で最も在任期間が短く、最も若手であり、外部からは住本社長に実質的権限が委譲されているのか不明瞭である。社外取締役がこのような不明瞭なリーダーシップ体制を容認していることは理解し難いことである。

コメント

代表取締役 #1

堤 殷
(会長)

- 2003年6月から2012年6月まで社長、2012年から会長
- 会長就任後も代表取締役を継続

代表取締役 #2

今村 将也
(副会長)

- 2014年6月から2023年6月まで社長、2023年から副会長
- 副会長就任後も代表取締役を継続

代表取締役 #3

住本 憲隆
(社長)

- 2023年6月から社長



2025年6月 株主総会に向けて

東洋水産2025年6月株主総会：NHGGPの提案議案と議決権行使方針

NHGGPは、東洋水産の企業価値を向上させ、経営陣のリーダーシップ承継を明確にするため、2025年6月の年次総会において以下のアクションを実施する予定

株主提案 #1: 岡村宏太郎氏を社外取締役候補として提案

株主提案 #2: 柏倉正巳氏を社外取締役候補として提案

議決権行使: 堤殷代表取締役会長の取締役再任には反対票を投じる予定

議決権行使: 今村将也代表取締役副会長の取締役再任には反対票を投じる予定

東洋水産は、以下のような適性を有する独立社外取締役を必要としている

真の独立性

- 経営陣から独立して行動し、株主利益を擁護する能力

ベストプラクティスへの
取り組み意志

- 東証および経済産業省が推奨しているベストプラクティスに取り組んでいる日本の上場企業での経営、取締役会経験や知見

主要課題解決に資する
関連領域での経験

- 海外事業拡大。利益の69%を占める北米即席麺事業の成長を支援する
- キャピタル・アロケーション。低収益レガシー事業の戦略的代替案の検討
- 株主還元方針。余剰キャッシュの管理体制の構築

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
堤 殷	36	会長 代表取締役	元CEO (2003-2012)
今村 将也	14	副会長 代表取締役	元CEO (2014-2023)
住本 憲隆	14	社長 代表取締役	CEO Maruchan (USA)
沖 斉	13	専務取締役	国内事業
真喜屋 理恵子	12	常務取締役	研究開発、生産、品質管理
望月 正久	9	常務取締役	本社管理部門
村上 修	8	常務取締役	冷蔵、水産食品
葉山 知秀	5	取締役	生産、調達
松本 千代子	4	取締役	経理、財務
山崎 美明	1	取締役	国内事業
谷地 浩安	6	独立社外取締役	大学教授
峯木 眞知子	6	独立社外取締役	大学教授
矢澤 健一	5	独立社外取締役	元地方銀行副頭取、役員
千野 勇	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
小林 哲也	4	独立社外取締役	弁護士

NHGGP提案候補者：岡村 宏太郎 氏



学歴

東京大学経済学部

1979

職歴

IFM Investors

2019-2024: シニアアドバイザー

ソシエデジェネラル証券東京支店

2012-2015: 顧問

トムソン・ロイター・マーケッツ株式会社

2009-2012: 代表取締役社長

JPモルガン・チェース銀行

2004-2009: 在日代表東京支店長

JPモルガン証券株式会社

2002-2004: 投資銀行本部、マネージングディレクター

1995-2002: 投資銀行本部、金融法人部長

モルガン信託銀行株式会社（現JPモルガン・アセット・マネジメント株式会社）

1990-1995: 公的資金、企業年金等機関投資家向け営業、運用管理等に従事

株式会社住友銀行（現株式会社三井住友銀行）

1979-1990: 大蔵省（現財務省）国際金融局への2年間の出向を含め、多様な部署にて実務経験

補足

- 現在、サッポロホールディングス社外取締役を務める
 - 2024年3月就任
 - 2025年3月99.6%の株主支持を得て再任
 - 不動産事業の戦略的見直しや政策保有株式等について資本規律の観点と資本市場や企業戦略の経験・知見・実績を活かして経営執行取締役の業務を監督、助言を提供
 - またグローバルに事業展開する欧米大企業における企業統治・事業運営の経験・知見・実績に基づく助言を提供
- 日本の大手金融機関の経営幹部層との人的ネットワークを有する
- 規制や人材管理、多様化・ESG取り組みを含む、日本での事業運営に関連する経験
- JPモルガン・チェースにて19年にわたり資産運用業務、投資銀行業務を経験し、2004年4月には銀行在日代表に就任、事業拡大をリード
- 総合情報企業トムソン・ロイター社では日本法人の代表取締役社長をつとめた

NHGGP提案候補者：柏倉 正巳 氏



学歴

慶応義塾大学文学部人間科学

1986

経歴

味の素株式会社

2022 - 2024

執行役常務欧州アフリカ本部長 兼 ヨーロッパ味の素社社長 兼 欧州味の素食品社社長

2021 - 2022

執行理事欧州アフリカ本部副本部長 兼 欧州味の素食品社社長

2019 - 2021

味の素アニマル・ニュートリション・グループ(株) 代表取締役社長

2014 - 2019

味の素アニマル・ニュートリション・ノースアメリカ社代表取締役社長

2010 - 2014

国際事業本部 飼料部事業グループ長

2003 - 2010

ブラジル味の素社（サンパウロ） 上席取締役

1986 - 2003

複数部署にて実務経験

補足

- 現在、株式会社J-オイルミルズ常勤監査役を務める
 - 2024年4月より顧問、同年6月常勤監査役就任
- 味の素において複数の異なるグローバル地域における社長職を含めた豊富な経営経験
 - 4社で計10年社長を務める
 - 執行役常務として11か国17法人を統括
 - 3か国（ブラジル、米国、フランス）での海外経験15年を有し、多様性と変化を包含する明確なビジョンの設定と事業展開をリード
- 企業の経営執行レベルの向上と企業価値向上への貢献
 - 上場優良企業の常勤監査役（監査役会議長）として、取締役会の決定事項の執行を監督
 - 近年、事業ポートフォリオ改革をはじめ企業価値向上を強く意識した経営を積極的に推進し、資本市場からも高く評価されている味の素における上級経営幹部としての経験・知見・実績を活かし、構造改革と海外成長戦略推進について助言を提供

現在の独立社外取締役は全員、2人の前社長によって任命されている

これまでの行動から、現取締役の忠実義務は東洋水産株主に対してではなく、むしろ彼らを任命した2人の前社長に対してあるのではないかと見受けられる。

就任時期と同時期の会長・社長

独立社外取締役	年	会長	社長
谷地 浩安	2019	堤 殷	今村 将也
峯木 眞知子	2019	堤 殷	今村 将也
矢澤 健一	2020	堤 殷	今村 将也
千野 勇	2020	堤 殷	今村 将也
小林 哲也	2021	堤 殷	今村 将也

注：各取締役の就任時における経営上の役割を示す。

社外取締役による経営陣への牽制が機能しているようには見受けられない

取締役会の経営陣
チーム選定

- ベストプラクティスに沿って、前社長に代表取締役・取締役からの勇退を求める
明らかな意欲は見受けられない

事業ポートフォリオの
見直し

- 資本コストをカバーできないレガシー非中核事業を戦略的に見直すよう経営陣に
働きかける意欲は見受けられない

キャピタル・
アロケーション

- 最適な現金保有水準の枠組みを作るよう経営陣に働きかける意欲は見受けられ
ない
- 市場規範レベルの配当性向40%以上を経営陣に問いかける意欲は見受けられ
ない

東洋水産に今、必要な専門知識・経験をもたらす取締役候補者



岡村 宏太郎



柏倉 正巳

経営課題における専門性	取締役経験	サッポロホールディングス社外取締役	株式会社J-オイルミルズ常勤監査役
	独立性	東洋水産、その経営陣、およびNHGGPとの関係はない	東洋水産、その経営陣、およびNHGGPとの関係はない
	グローバル事業経営	JPモルガン・チェース銀行日本代表、トムソン・ロイター・マーケッツ（日本）CEO、ソシエテ・ジェネラル（日本）シニア・アドバイザーなど、グローバル企業での経営幹部職経験と事業拡大実績	米国（シカゴ）、欧州（パリ）、ブラジル（サンパウロ）に赴任し、日本の大手食品会社である味の素の海外事業の構造改革・成長を支援した深い経験と実績
	キャピタル・アロケーション	サッポロホールディングスにおける不動産資産の戦略的代替案の検討経験と実績	味の素において収益性と資産効率を高めるための事業ポートフォリオ最適化を上級経営幹部として推進した経験と実績
	株主還元	JPモルガンにおいて資産運用業務および投資銀行業務に長く従事、資本市場や株主還元政策に関して上場企業や投資家に専門家として助言してきた経験と実績	味の素は、株主還元に関するベストプラクティスを実践していると資本市場で広く評価されている

NHGGP提案の取締役候補は、東洋水産が現在、直面している重要な課題に対処するのに必要とされるスキルと経験を取締役に補完することができる

現職独立社外取締役およびNHGGP提案候補

	谷地 浩安	峯木 眞知子	矢澤 健一	千野 勇	小林 哲也	岡村 宏太郎	柏倉 正巳
重要となるスキルと経験	取締役会のベストプラクティス					●	●
	真の独立性					●	●
	グローバルな事業経営					●	●
	キャピタル・アロケーション			●		●	●
	株主還元					●	●

現職取締役のスキルや経験が、会社が直面している、あるいは今後直面する課題に合わなくなっている

必要とされるスキル・経験と合致

取締役会は不明瞭なリーダーシップ体制を是正すべき

次年度の代表取締役を決定する際には、現在の不明瞭な体制を是正し、住本社長に東洋水産を率いる明確な権限と環境を付与すべきである。世界情勢が不透明な今、東洋水産は不透明なリーダー体制をとっている場合ではない。

コメント

代表取締役 #1

住本 憲隆
(社長)

- 一般的な慣行に従い、現社長を最上位の代表取締役とする

代表取締役 #2

TBD
(EVP)

- 一般的な慣行に従い、現社長をサポートする経営チームとして次席階層幹部を2人目の代表取締役とする
(2名必要と判断する場合)

注：日本では、代表取締役は株主が決めるのではなく、取締役会が決定する。

東洋水産の前社長は、勇退すべき

東洋水産を世界的な規模で競争しうる卓越した日本の食品企業にまで育て上げた実績を誇る堤会長と今村副会長に、弊社は株主として最大限の尊敬と感謝の念を表す。しかしながら、東洋水産は今、住本社長と次世代のリーダーたちが、自らのビジョンに基づく新たな経営計画を策定し、実行するために明確な権限を与えられていることが必要である。

コメント

X

堤 殷 氏

堤会長は、住本社長とそのチームが遠慮なくリーダーシップを発揮する環境を作るために、東洋水産の取締役及び全ての役職を続けるべきではないと弊社は考える

X

今村 将也 氏

今村副会長は、住本社長とそのチームが遠慮なくリーダーシップを発揮する環境を作るために、東洋水産の取締役及び全ての役職を続けるべきではないと弊社は考える

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



APPENDIX A: 余剰キャッシュ分析

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⁾

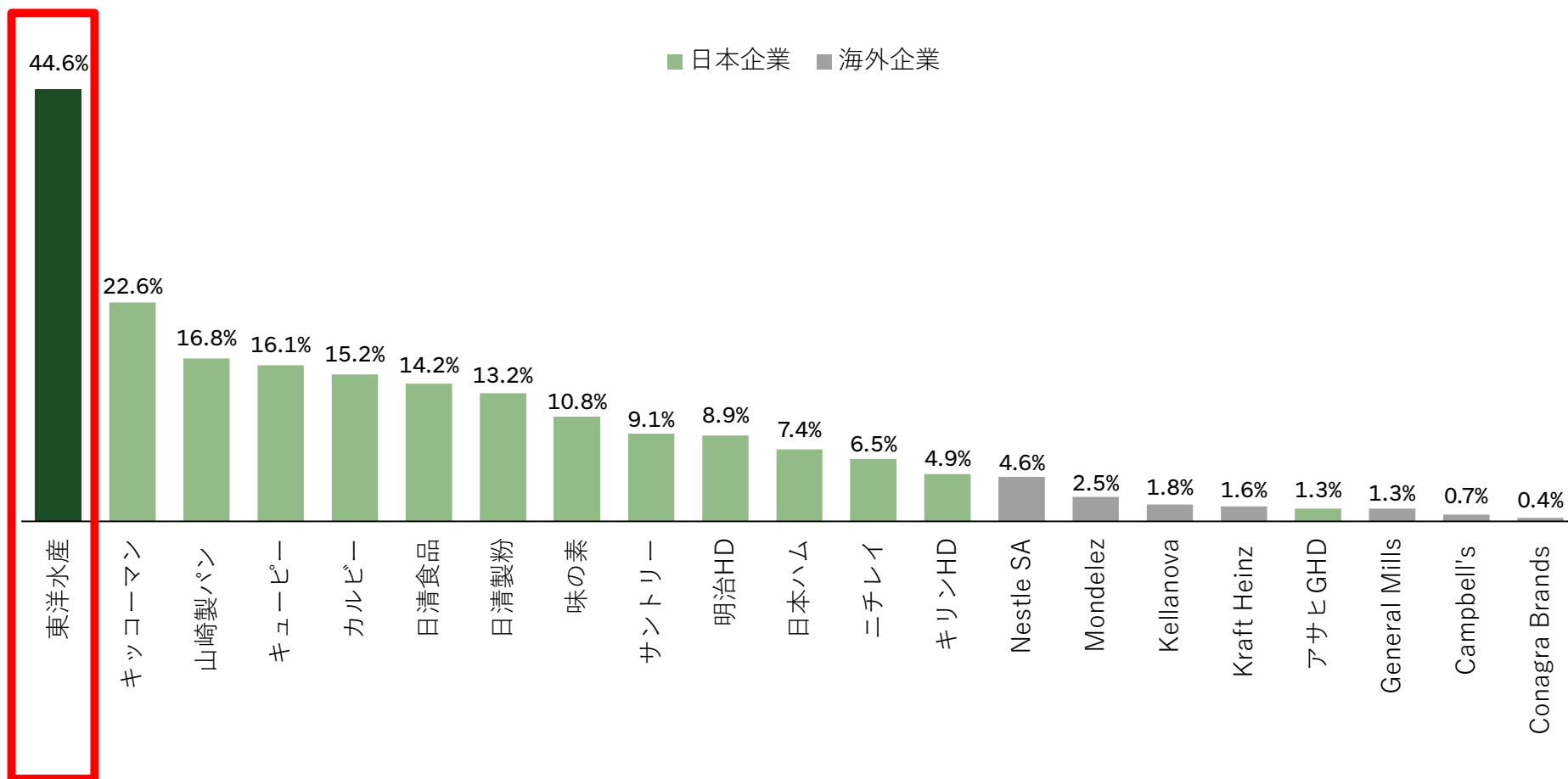
注: (1) 現金比率 = (現預金等+短期投資有価証券)/総資産

(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

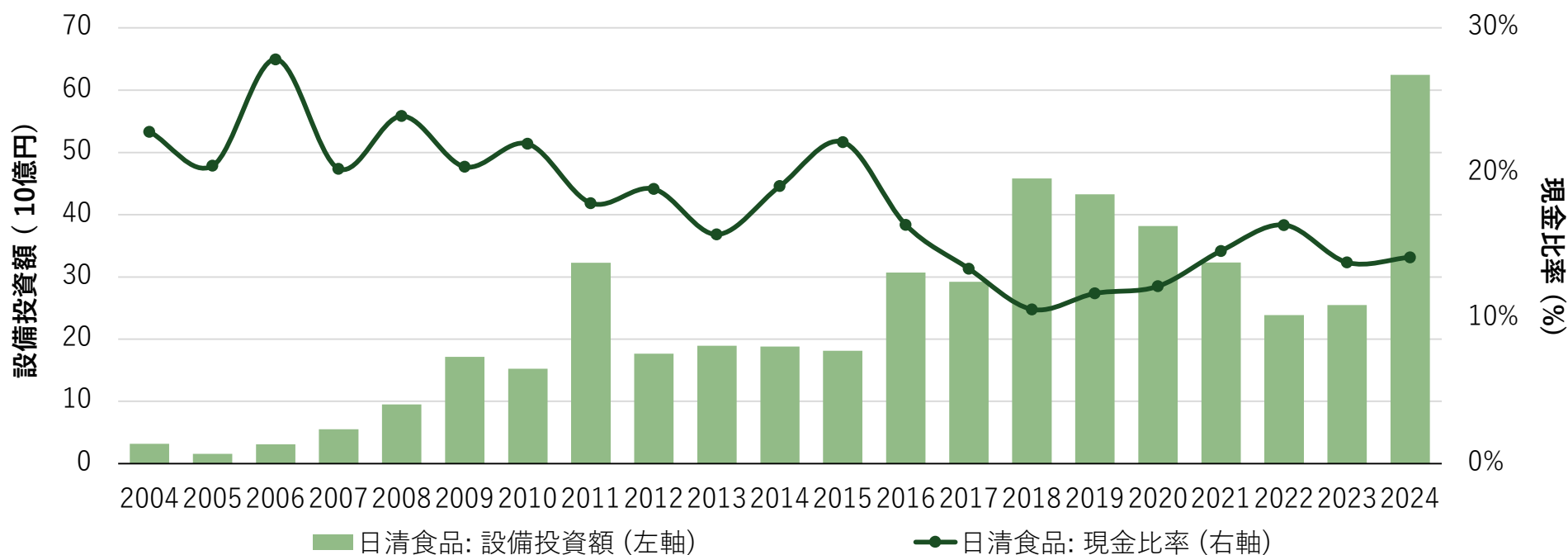


注: 現金比率 = (現預金等+短期投資有価証券)/総資産
出典: Refinitiv, 適時開示資料

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。

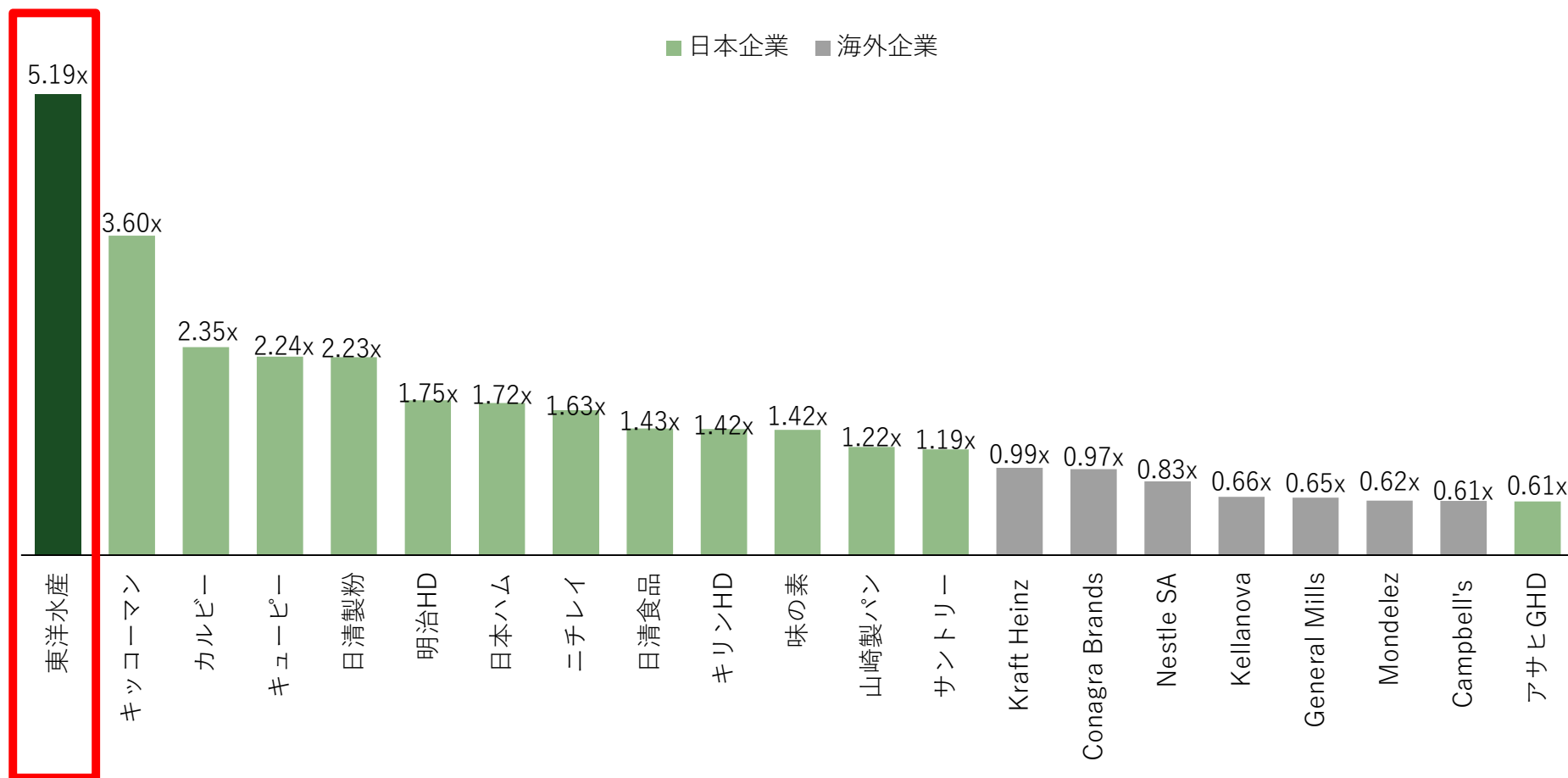
下のグラフからわかるように、日清食品は以前は現金比率が高かった（28%）が、設備投資に多額の投資をしながら、現在の14%まで現金比率を下げています。この現金比率の低下は事業に悪影響を与えておらず、逆に純利益は過去20年間で3倍に成長しています。



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

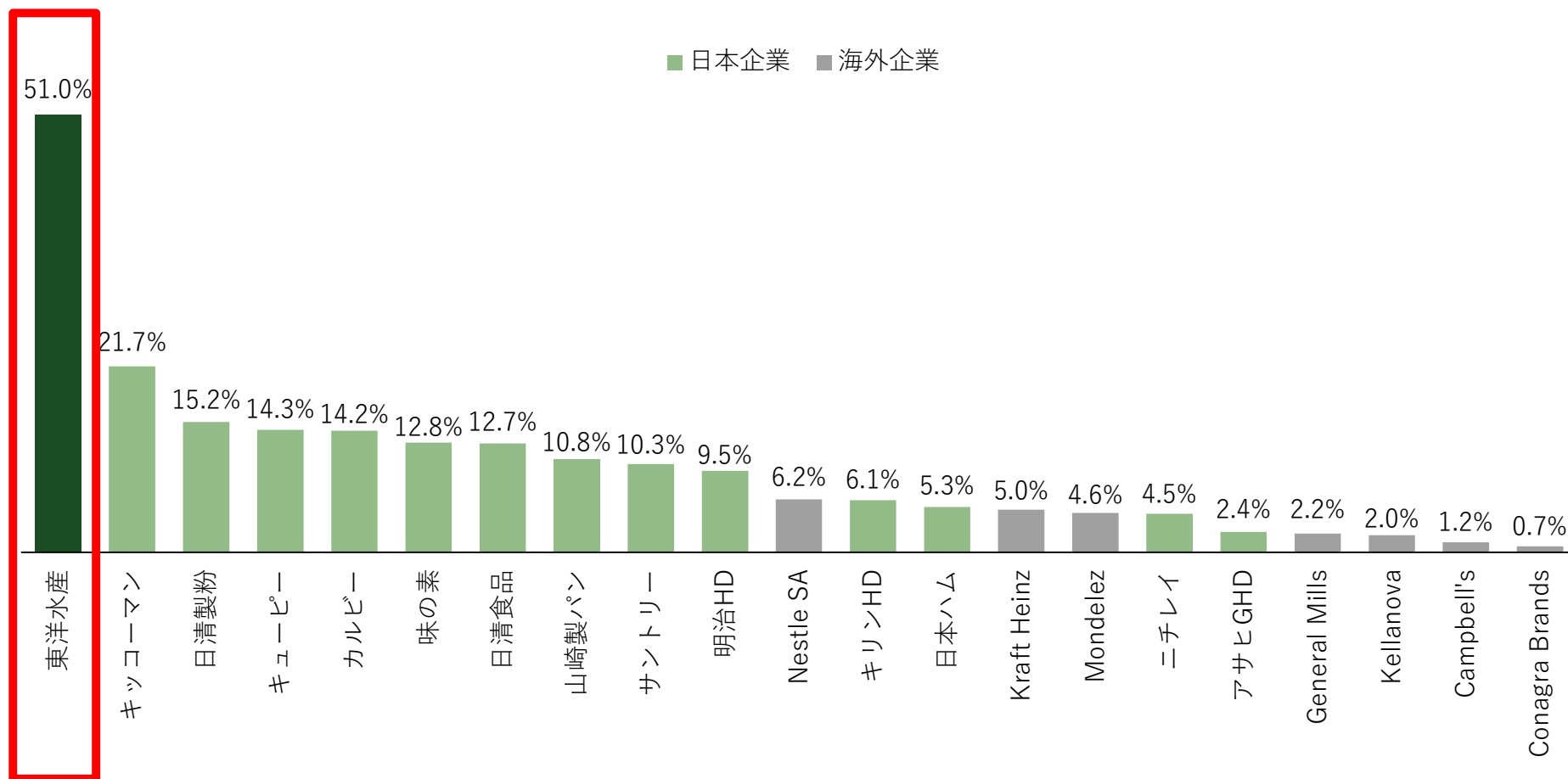
また東洋水産は流動負債に比べて流動資産を同業他社に比べて非常に多く保有している。



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

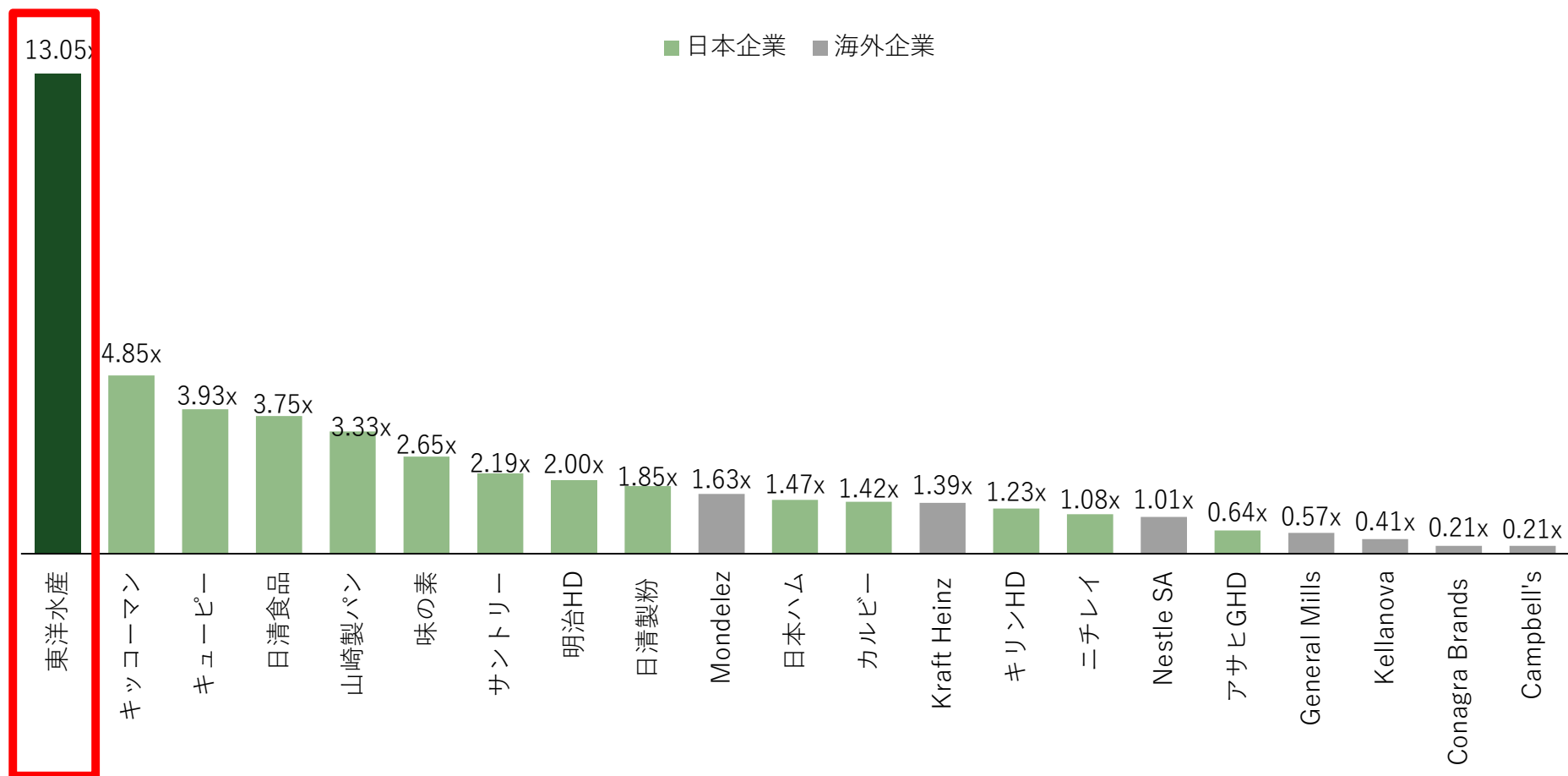
東洋水産は、売上高に比べて莫大な現金を保有しており、その比率は他社をはるかに上回っています。



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

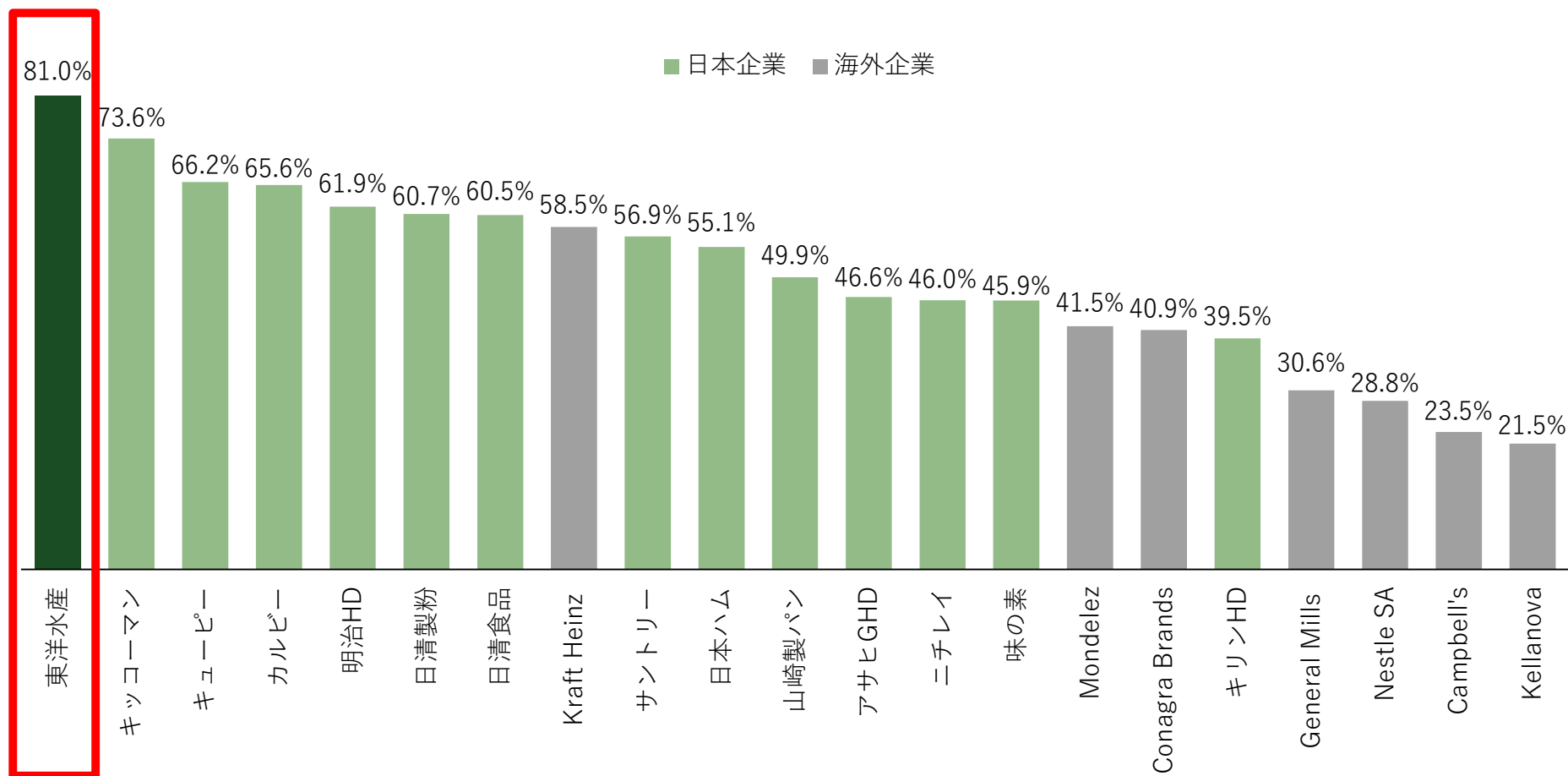
東洋水産は手元資金だけで今後13年間の投資資金を賄うことができる計算になります。



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

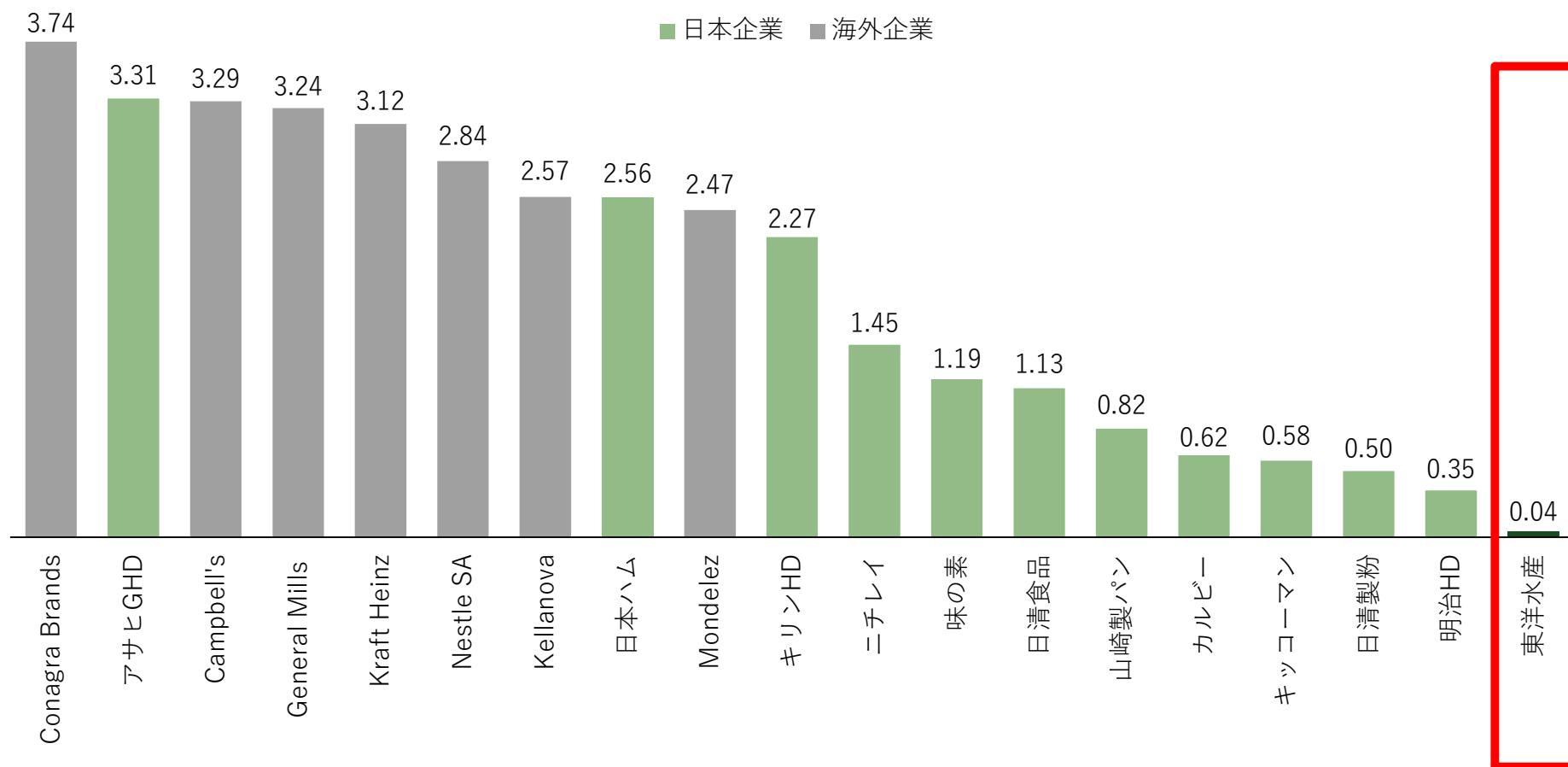
東洋水産は、その総資産のほとんどを最も高コストな形態である株式で調達しています。



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

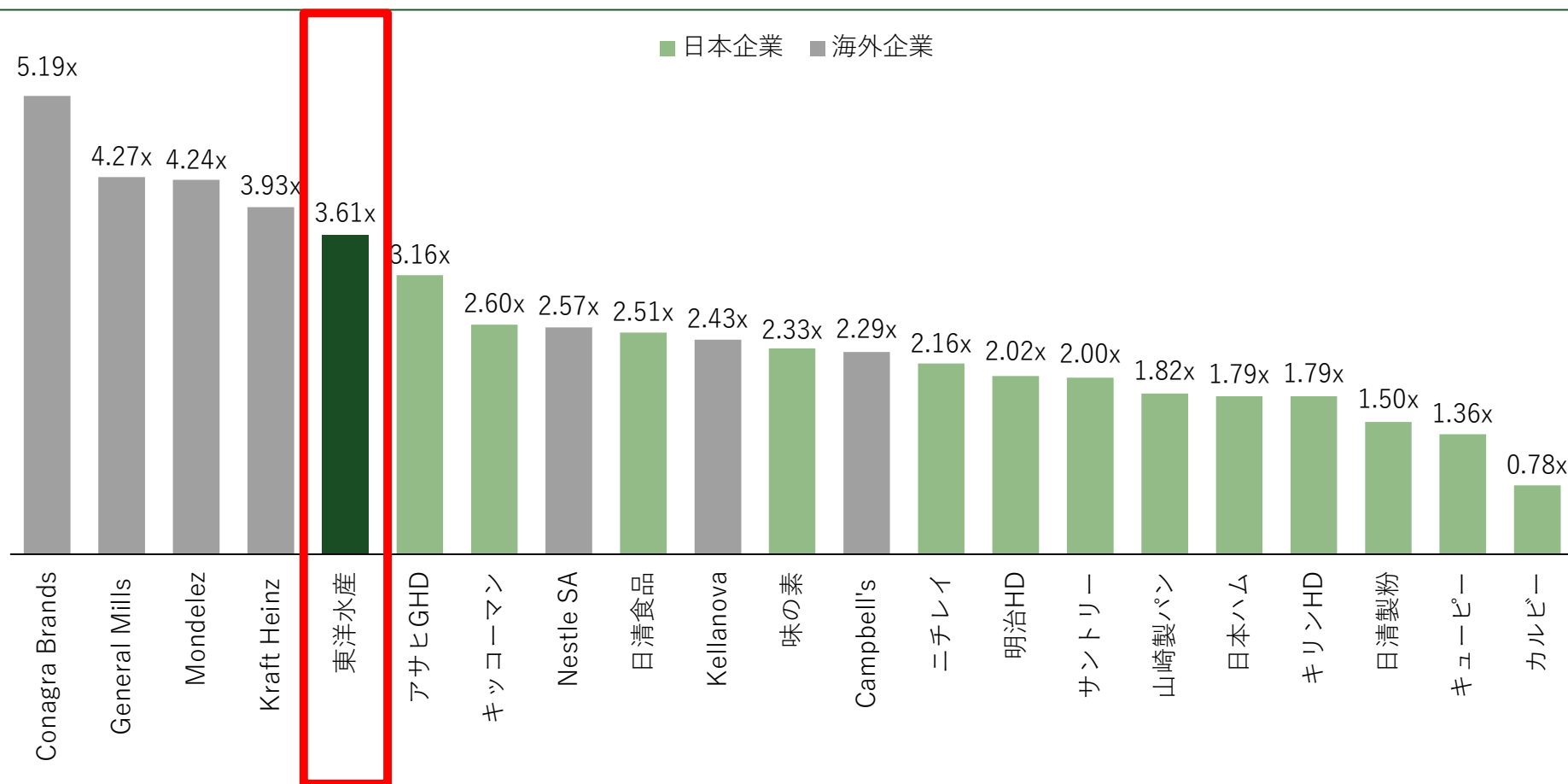
同業他社の中には、負債を負債/EBITDA 比率約 3 倍という水準で管理しているところもありますが、東洋水産はWACCを下げることを全く考慮していないようにみえます。



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



APPENDIX B: 総株主還元性向分析

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。

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⁾

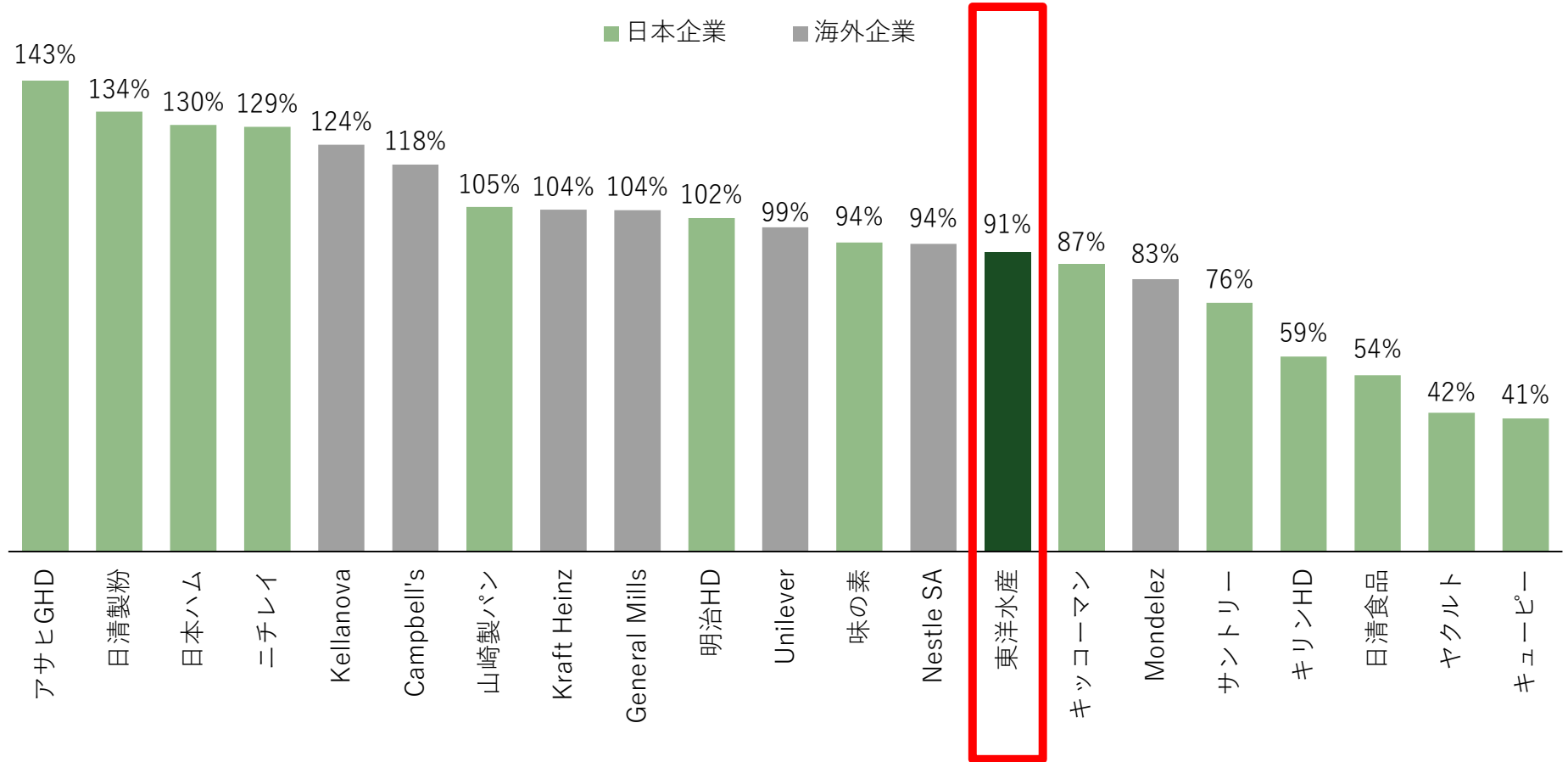
注: (1) FCFコンバージョン比率 = (オペレーティングキャッシュフロー - 設備投資額) / 純利益

(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

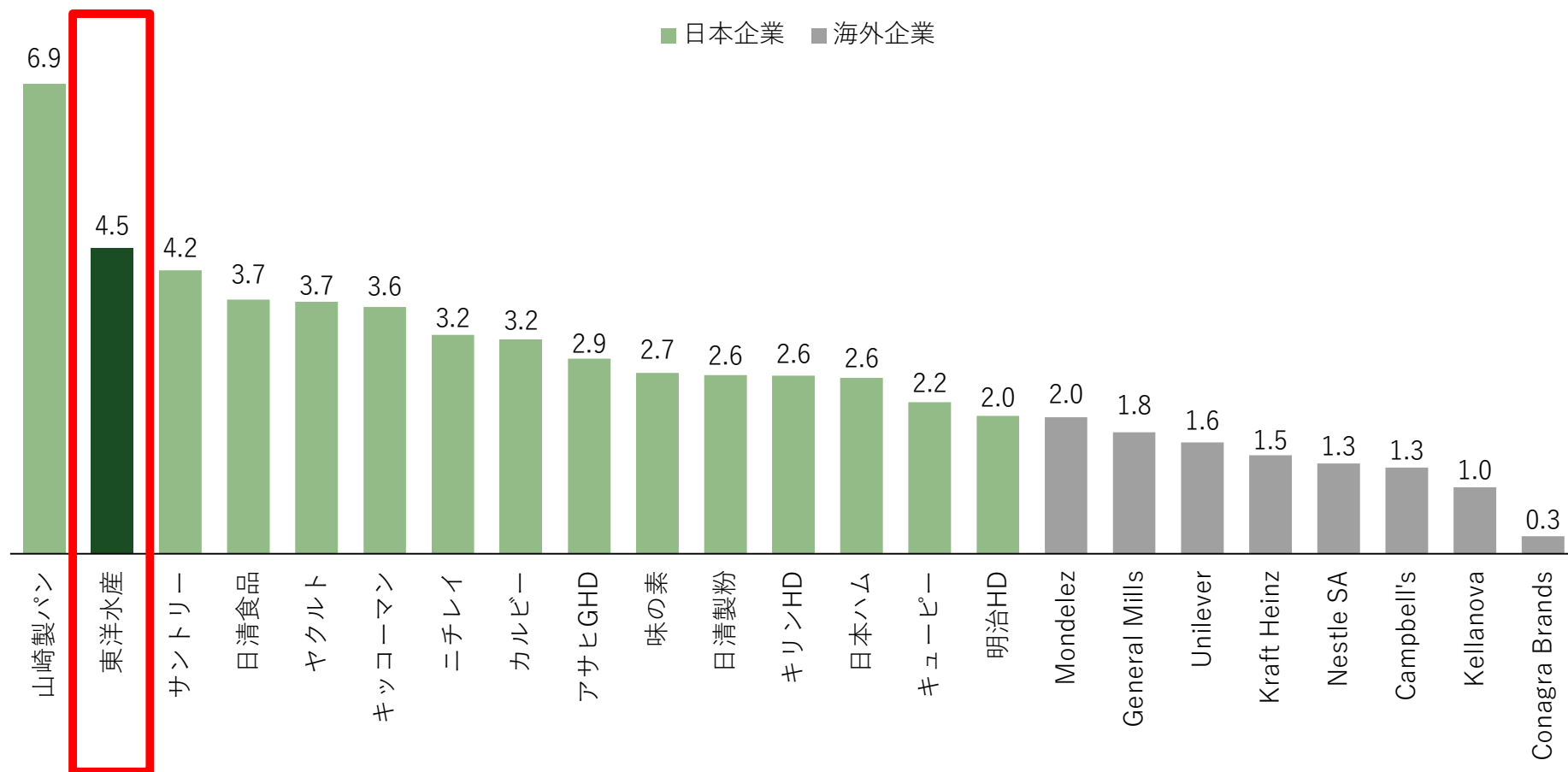
表面的には、東洋水産は純利益の91%をフリー・キャッシュフローに転換しているようにみえます。しかし、以下に示すように、東洋水産が設備投資総額の3分の1を低収益事業に投資しなければ、キャッシュフローへの転換率は104%になります。

(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

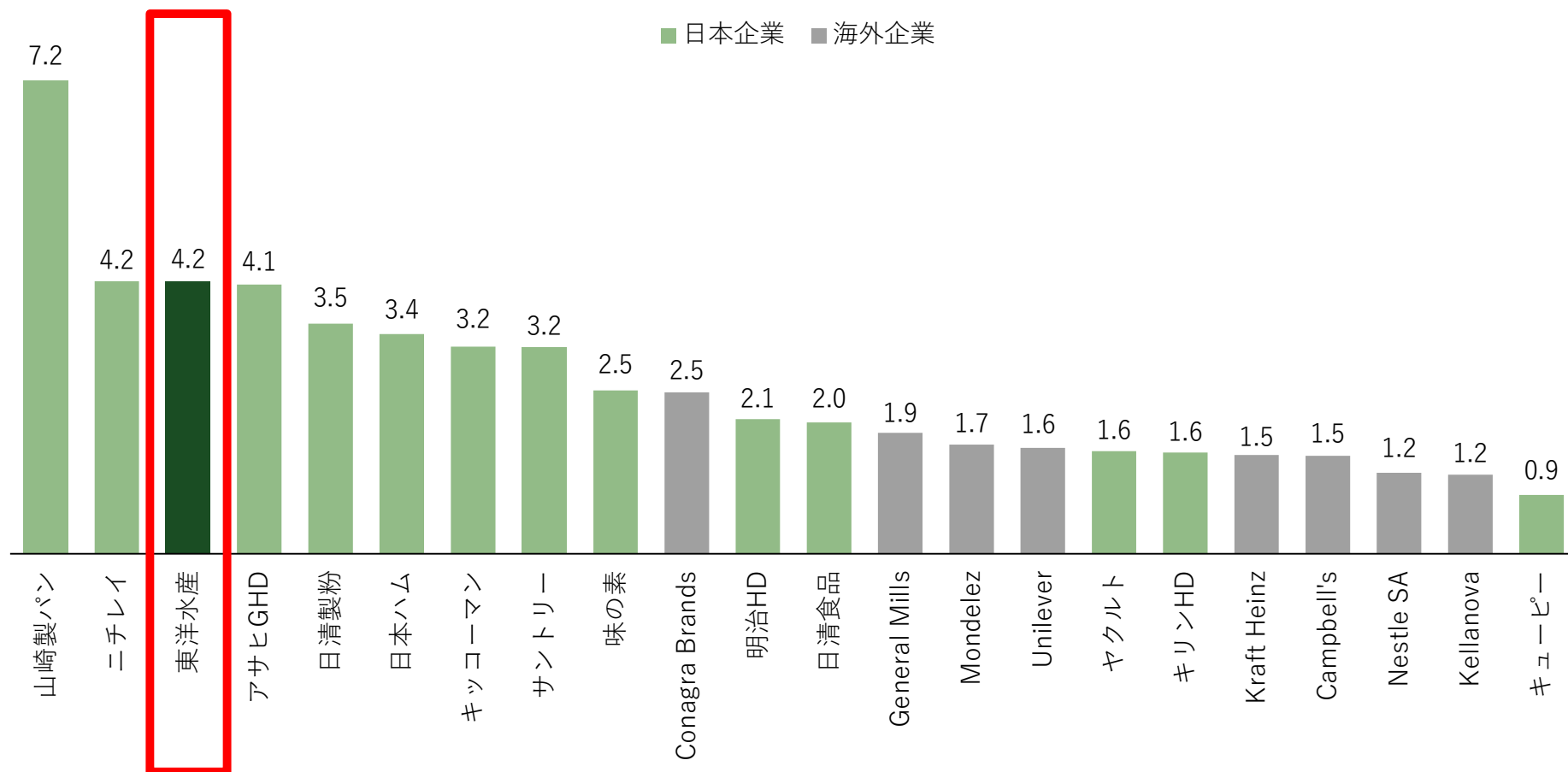
東洋水産の配当カバレッジ・レシオは、多くの同業他社よりもはるかに余裕がある。



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

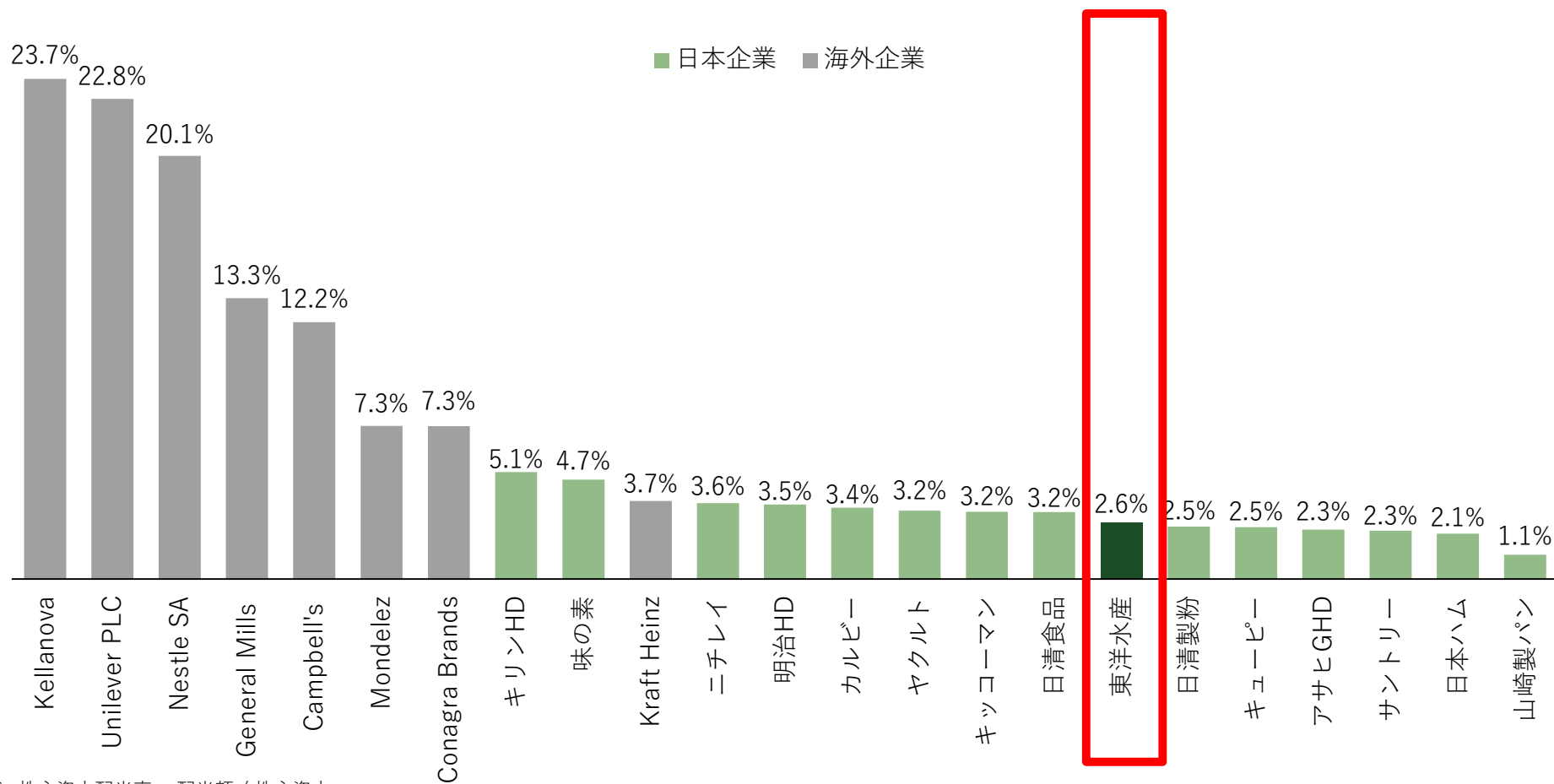
東洋水産の配当額はフリーキャッシュフローと比較しても、多くの同業他社に比べて余裕がある。



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%
麒麟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.