

NH|GGP

東洋水産(2875) : ROE 15%達成に向けた提言

2026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。
- NHGGPは、東京、ニューヨーク、香港にオフィスを有し、NHGGP Opportunities Master Fund 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。
- 東洋水産とのエンゲージメントの経緯は以下の通りです。
 - 2022～2024年：資本効率に関するエンゲージメントを開始。東洋水産は総還元性向70%という方針を導入し、250億円の自己株式取得を実施。
 - 2025年：独立社外取締役2名を株主提案。選任に至らなかったものの、それぞれ40%、33%の株主の支持を獲得。
 - **2026年：東洋水産の ROE 15%目標達成に向けた次のステップとして360億円の自己株式取得を株主提案。**

エグゼクティブサマリー: 東洋水産が掲げるROE 15%目標の前倒し達成に向けて

NHGGPは、適切なタイミングで、適切な規模で、適切な方法でROE 15%を実現するために、2027年3月期における360億円の自己株式取得を提案。

中期経営計画はROE 15%を目標に掲げているが、現行の資本配分方針では達成の見込みが薄い

東洋水産はROE 15%達成を目指す方針を表明しているが、その達成時期は2030年以降とされている。現行の総還元性向70%の枠組みに則ったとしても、追加的な還元を行わない限り、ROEは約13.7%とみられる。

ROE 15%への明確な道筋: 計画を2年前倒し

2027年3月期中に360億円の自己株式取得を実施することによりROEは約14.8%に上昇する。2028年3月期にさらに360億円の自己株式取得を実施することにより(総額720億円)、ROE 15.7%が達成される。これによって東洋水産自身のROE目標を2年以上前倒しで実現することになり、東京証券取引所の市場改革に対する期待とも整合する。本提案のリスクは最小限であり、自己株式を取得後も2,000億円超のネットキャッシュが残る。

取締役会の強化を試みるも、約40%の賛成にとどまった。専門性は欠如したままの状態

NHGGPは取締役会の強化が望ましい手段だと考え、2025年の定時株主総会において提案した。弊社推薦候補者らはそれぞれ40%、33%の株主の支持を得たものの、取締役会の強化には至らず、独立した財務・金融の専門性に対する期待とのギャップは存在。

目次

5 卓越した事業が資本配分の問題によって毀損されている

10 株主提案: 中期経営計画期間内にROE 15%を達成するための自己株式取得

15 議決権行使のお願い: 東洋水産の企業価値向上に向けた次の一歩

20 参考資料



卓越した事業が資本配分の問題によって毀損されている

東洋水産：世界に誇るグローバル事業

東洋水産は卓越した、競争力と強固な事業基盤を持つグローバル食品事業を展開。

会社概要

- 即席麺のリーディング企業
- 1953年創業、本社は東京
- 北米でシェア1位（米国で約70%、メキシコで75%超）、日本ではシェア2位
- 即席麺以外の事業には冷蔵事業、加工食品事業、水産食品事業、低温食品事業が含まれる。

投資ハイライト

- 卓越した海外即席麺事業
 - 営業利益率は24%程度であり、グローバルの食品企業の中でトップクラス
 - 営業利益は過去10年間に於いてCAGR 16.2%¹で成長
- 景気耐性の高い事業特性
 - コスト上昇時には、価格転嫁可能な市場でのポジショニングを有する
 - 景気後退時には消費者の低価格帯へのシフトにより業績が向上

代表的な商品

低価格帯

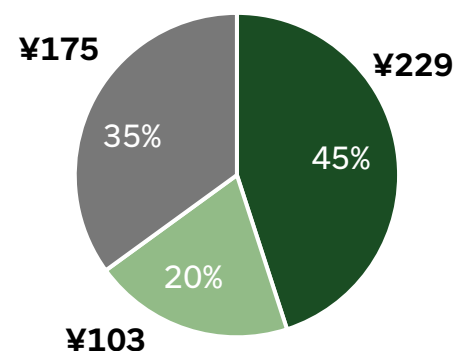


プレミアム価格帯

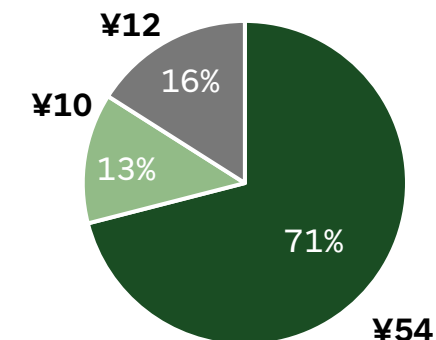


業績(単位:十億円)

売上(2025年3月期)



営業利益(2025年3月期)



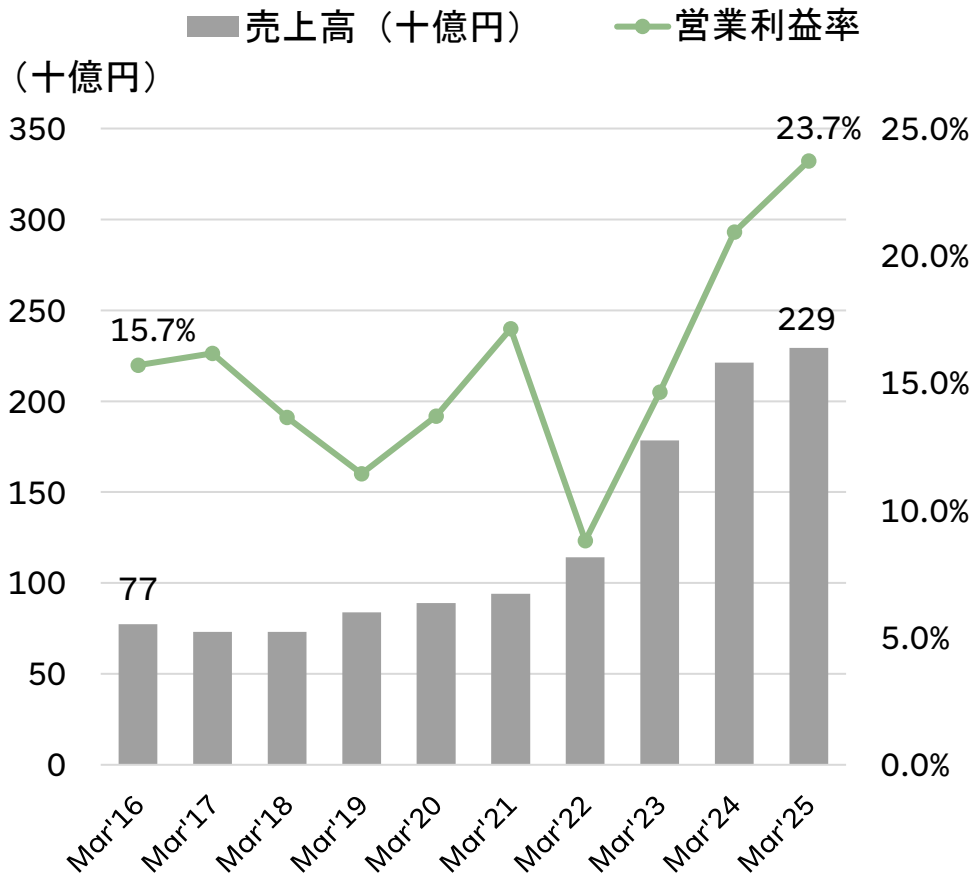
■ 海外即席麺 ■ 国内即席麺 ■ 即席麺以外の事業

注 (1) 年平均成長率(CAGR)。
出所: 会社資料、SPEEDA

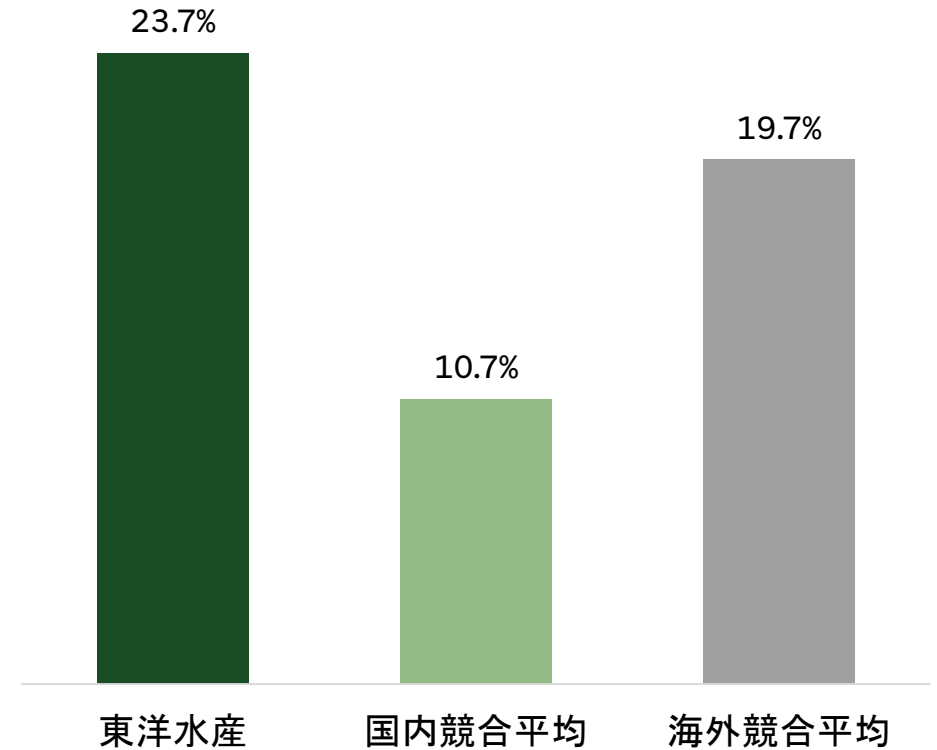
東洋水産の海外即席麺事業：卓越した売上成長と営業利益率

過去10年間における年平均売上成長率は 10%、2025年3月期の営業利益率は24%と、日本および海外の食品同業他社と比べてトップクラスの水準。

海外即席麺セグメント売上高および営業利益率



セグメント営業利益率の比較¹



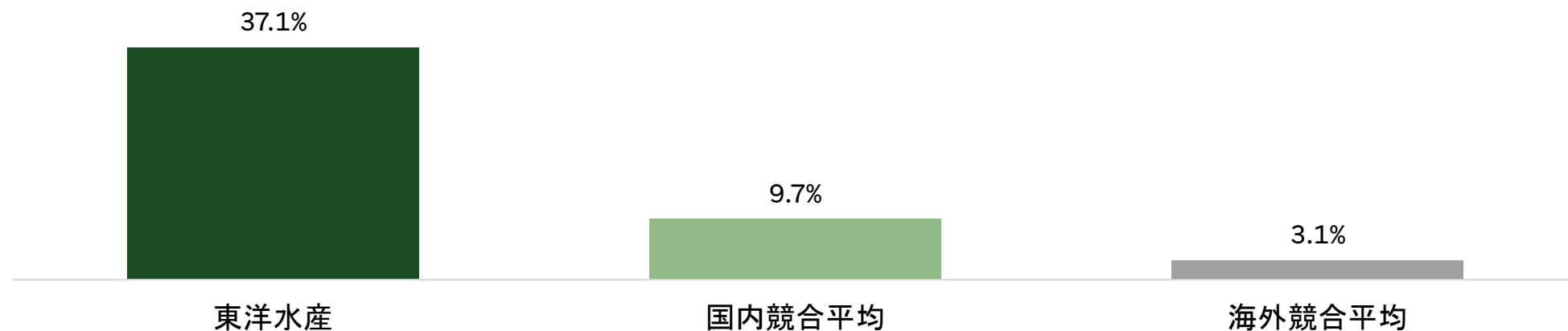
注 (1) 営業利益率はセグメントベースの数値であり、連結会社全体の営業利益率ではない。各社の直近通期決算数値に基づく。
出所：SPEEDA

構造的な課題: 余剰現預金

卓越した事業を有しているにもかかわらず、東洋水産は2,334億円の現預金を保有している。これは国内および海外の同業他社を大幅に上回る水準であり、ROEを本来達成可能な水準から大きく押し下げている。

- 現行の総還元性向70%という枠組みを実行した場合においても、ネットキャッシュは2028年3月期までに2,810億円に達する見通しである。現行の枠組みは年間のキャッシュフロー（フロー）のみを対象としており、貸借対照表上に既に蓄積された2,334億円（ストック）には対処していない。
- 現状維持は問題の先送りとなる。中期経営計画において余剰現預金の削減の枠組みは提示されていない。2,334億円¹もの現預金が活用されないまま滞留しているなか、東洋水産自身のROE目標達成への明確な道筋は見えていない。より高い価値を創出する成長への投資機会がないのであれば、余剰資金は株主に還元されるべきである。

総資産に対する現金等の割合²



注 (1) 2026年3月期第3四半期末時点。(2) 直近四半期末時点。同業他社比較の詳細は参考資料をご参照。
出所: SPEEDA、NHGGP分析、東洋水産「中期経営計画」

本提案内容の実行がなければ、余剰現預金(ストック)の問題は解決しない

東洋水産の総還元性向70%の枠組みのみでは不十分である。NHGGPの360億円自己株式取得の提案と組み合わせることで、東洋水産は2028年3月期までに自ら掲げる ROE 15%目標を達成することができる。

- 東洋水産の現行の枠組みとNHGGPの提案は補完関係にあり、代替するものではない。NHGGPの提案は総還元性向70%の枠組みと並行して機能し、現預金のストックとフローの両方に対処する。
- 東洋水産が示す総還元性向70%のみでは2,334億円の蓄積した現預金ストックの削減やROEの向上を実現できない¹。中期経営計画においても現預金残高は手つかずのまま放置されている。東洋水産はROE 15%を目標に掲げているが、その達成手段を示しておらず、自発的な行動も見られていない。NHGGPは2025年株主総会において取締役会の強化を試み、約40%の株主から支持を得たが、候補者選任には至らなかった。今回の自己株式取得という株主提案は、残された最も直接的な手段である。

2つの補完的なプログラム

プログラム	対象	メカニズム	状況
現行の総還元性向70%の枠組み	フローの現預金	年間配当 + 自己株式取得 ≥ 当期純利益の70%以上	導入済み
360億円の自己株式取得の株主提案	ストックの現預金	既存の現預金を活用し一括で自己株式取得	2027年3月期中の実施に向けて提案

注 (1) 詳細は参考資料をご参照。
出所: 会社資料、NHGGP分析



株主提案：中期経営計画期間内にROE 15%を達成するための自己株式取得

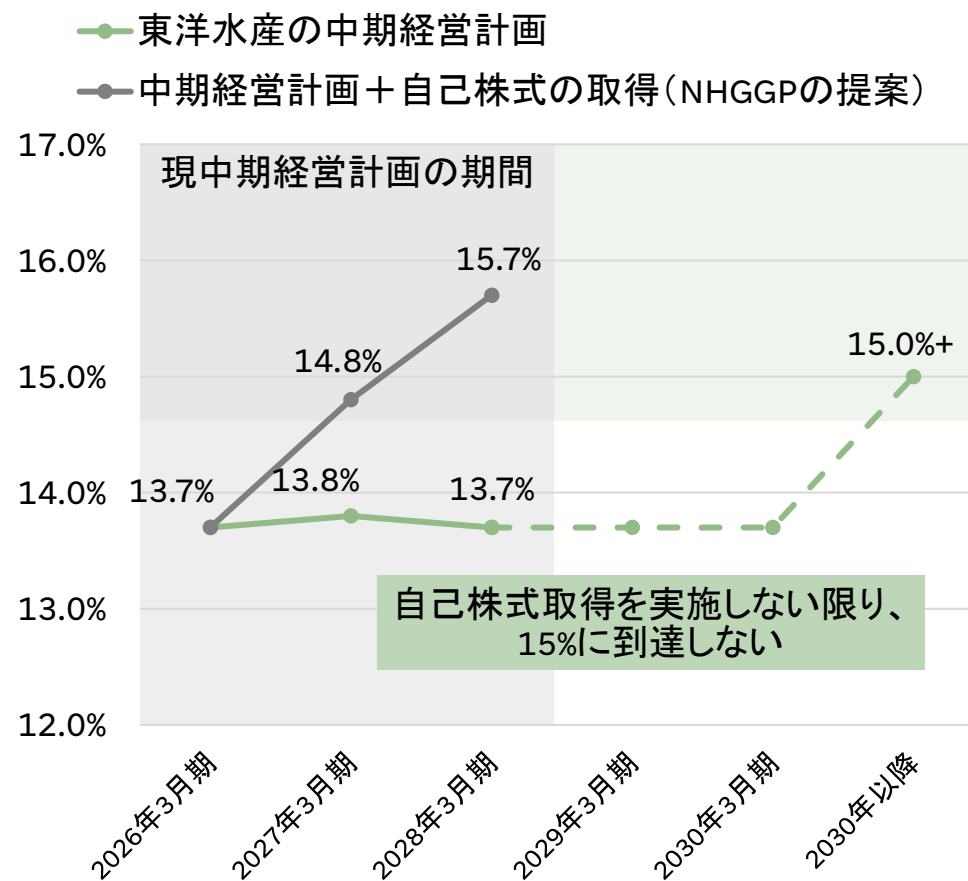
現行方針の延長ではROE 15%目標の達成は難しいものとする

東洋水産のROE 15%目標の開示は真摯なものと受け止められるが、達成に向けた具体的な道筋は見えていない。NHGGPの提案は、その欠落しているメカニズムを提供するものである。

東洋水産の目標とギャップ

- 東洋水産はROE 15%達成を目標に掲げているが、その達成時期を2030年以降としている。
- 現行の総還元性向70%の枠組みを実行しても、現行事業ポートフォリオのままでは追加的な還元を行わない限り、ROEは横ばいにとどまる。
 - 2026年3月期: 13.7%
 - 2027年3月期: 13.8%
 - 2028年3月期: 13.7%
- NHGGPの提案:
2027年3月期に360億円の自己株式取得を実施することでROEは約14.8%に上昇。2028年3月期にさらに360億円の自己株式取得を実施することにより2028年3月期には15.7%を達成。(2年間における総額: 720億円)

ROE予想: 会社の中期経営計画とNHGGPの提案¹



注 (1) ROEの詳細は参考資料をご参照。
出所: 会社資料、NHGGP分析

NHGGPの提案: 360億円の自己株式取得の概要

NHGGPの提案は、既存の現預金のみから充当し、総還元性向70%のコミットメントを代替するのではなく補完するものであり、詳細の執行については取締役会に委ねられる。

概要

- 2027年3月期に360億円の自己株式取得を求める株主提案。
- 2年間における総額720億円の自己株式の取得(2027年3月期、2028年3月期に各360億円)の2027年3月期分。
- 現在の発行済株式総数の各3~4%に相当。
- 既存の現預金のみで全額を賄う。借入の必要はなく、配当支払い、設備投資への影響はない。

総還元性向70%の 枠組みとの関係

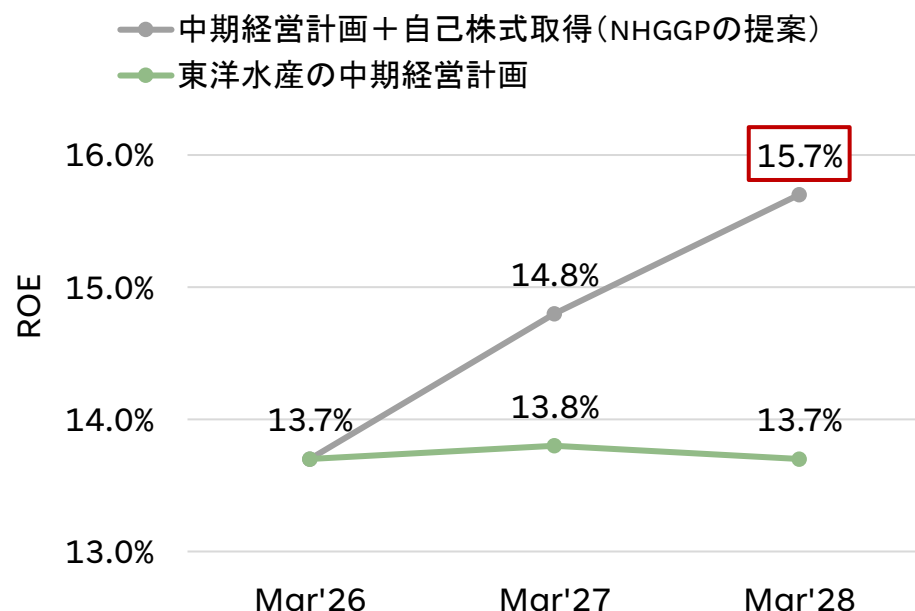
- 本提案は現行の総還元性向70%の方針を補完するものであり、代替するものではない。
- 360億円の自己株式取得は、蓄積された現預金から充当するものであり、総還元性向70%の枠から充当するものではない。
- NHGGPIは自己株式取得の価格、タイミング、方法を指定しない。本提案は総額と実行の事業年度を定めるものであり、執行の詳細は経営陣に委ねられる。

NHGGPの本提案はROE 15%目標達成への明確な道筋を提供する

NHGGPの提案は、事業上の大幅な改善やM&Aなしに、資本配分の改善のみを通じて、東洋水産自身が掲げたROE 15%目標を2028年3月期までに達成可能。事業へのリスクは極めて限定的である。

ROE 15%目標を2年以上前倒しで達成¹

東洋水産はROE 15%の達成を2030年以降と設定しているが、NHGGPが提案する2年間のプログラムを実施すれば、28年3月期までにこのROE目標は達成可能であり、計画を2年以上前倒しで達成できる。



注 (1) ROEの詳細は参考資料をご参照。
出所: SPEEDAおよびNHGGP分析

自己株式取得が最も直接的な手段である理由

- ROE = 当期純利益 ÷ 自己資本。自己株式取得は営業利益に影響を与えることなく、分母である自己資本を縮小させる。
- こうした改善は利益率の向上やM&Aに依存するものではなく、滞留している現預金を活用することから直接的にもたらされる。
- 自己株式取得に充当される現預金は、資本コストを大幅に下回る資産へ配分された資本であり、自己資本を増加させる一方で、純利益にはほとんど寄与していない。

NHGGPの提案は日本の資本市場改革の方向性と整合している

NHGGPの提案は、プライム市場上場企業に対する東京証券取引所の期待と整合している。東洋水産はこれらの期待に部分的には対処しているが、不十分と言わざるを得ない。

東洋水産は資本コストを開示しているが、2,334億円にのぼる過剰な現預金への削減方針やそのフレームワークは公表していない。



東京証券取引所の期待と東洋水産の現状

東京証券取引所による期待	東洋水産の現状 ⁴
資本コストの分析と事業ポートフォリオの検討 ¹	△ 株主資本コスト(以下「CoE」)は約10%と推定 ⁵ 。2025年3月期にはROEがCoEを上回った。しかし、低収益事業のポートフォリオの見直し、特に資本コストを上回るリターンをいかに実現するかについては開示されていない。
貸借対照表上の余剰現預金への対処 ²	△ 現金等は総資産の37%、時価総額の22% ⁶ (日本の同業他社平均は10%)と極めて過剰。削減に向けた方針は未開示。
資本配分方針の公表 ³	△ 総還元性向70%は利益(フロー)の還元のみを対象。貸借対照表上に蓄積された2,334億円 ⁷ の現預金(ストック)に対処する枠組みは存在しない。

注 (1) 東京証券取引所および金融庁「コーポレートガバナンス・コード」補充原則5-2(2021年6月改訂)、東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた」(2023年3月)。(2) 東京証券取引所「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた」(2023年3月)、東京証券取引所および金融庁「コーポレートガバナンス・コード改訂案」原則4-2(2026年2月)。(3) 東京証券取引所および金融庁「コーポレートガバナンス・コード」補充原則5-2(2021年6月改訂)。(4) △は一部対処済みだがギャップが残ることを示す。(5) CoEはBloomberg推定値。資本コストには株主資本コストと負債コストの両方を含む。(6) 現金等および総資産は2026年3月期第3四半期末時点。時価総額は2026年4月時点。詳細は参考資料をご参照。(7) 2026年3月期第3四半期末時点。
出所: 会社資料、Bloomberg、SPEEDA、東京証券取引所



議決権行使のお願い: 東洋水産の企業価値向上に向けた次の一歩

東洋水産の株主は一貫して改革を支持してきた

NHGGPによる3年間にわたる建設的なエンゲージメントは力強い株主支持を得てきた。東洋水産は資本のフローには対処したが、2,334億円¹の蓄積された現預金は手つかずのままである。株主提案は残された手段である。

	2024年株主総会	2025年株主総会	2026年株主総会
NHGGPのアクション	<ul style="list-style-type: none"> 資本コスト開示を提案。 大手の議決権行使助言会社が同提案への賛成を推奨。 	<ul style="list-style-type: none"> コーポレート・ファイナンスおよび海外事業経営の専門性を有する独立社外取締役2名の選任を提案。 大手の議決権行使助言会社が両候補者への賛成を推奨。 	<ul style="list-style-type: none"> NHGGPは2025年秋以降、経営陣と面談を実施し、自発的な自己株式取得を提案したものの、東洋水産は自発的な行動は現時点において見られていない。 東洋水産自身が掲げるROE 15%目標達成のため、360億円の自己株式取得を株主提案。
株主の反応	49%の株主が資本コスト開示に賛成。日本では異例の水準	候補者にそれぞれ40%、33%の株主が賛成。日本では異例の水準	株主皆様の議決権行使による。
結果	<ul style="list-style-type: none"> 現預金のフロー: 総還元性向70%を採用し、対処済み ✓ 現預金のストック: 未対処 	<ul style="list-style-type: none"> 候補者は選任されず 取締役会の専門性のギャップ: 未解決 	株主の皆様へ: 2,334億円の余剰現預金に対処するため、賛同を強く推奨

注 (1) 2026年3月期第3四半期末時点。
出所: 会社資料

本提案への賛成が意味するところ

本提案への賛成は、日本の資本市場ガバナンスの方向性と整合した方法を通じて、経営陣が株主の支持を得ながら低リスクに、東洋水産自身が掲げるROE 15%目標の達成を後押しするものである。



- 本提案に賛成することは以下を支持するものである。
 - 東洋水産が抱える現預金は事業運営上の必要額をはるかに超えている。
 - 低利回りの現預金は、東洋水産自身が掲げるROE 15%目標に向けて活用されるべきである。
 - 現行の総還元性向70%の枠組みのみでは余剰現預金の削減という課題を解消するには不十分である。
 - 年間360億円は適切な規模であり、リスクは極めて低い。
- また、本提案は以下も同時に意味する。
 - 東洋水産の現行の総還元性向70%のコミットメントを代替するものではない。
 - 経営陣の執行タイミングや方法に関する裁量を制約するものではない。
 - 借入の実施、設備投資の削減、減配を求めるものではない。
 - 自己株式取得を実施後も十分な現預金が残し、現預金不足にはならない。

株主の皆様によるNHGGPの株主提案へのご支持により、東洋水産は2028年3月期にROE 15%を達成することが可能となります。東洋水産自身が掲げる目標を計画より2年以上前倒しで実現できることとなります。



自己株式取得の本提案に賛成票を
投じていただきますようお願い申し上げます。

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

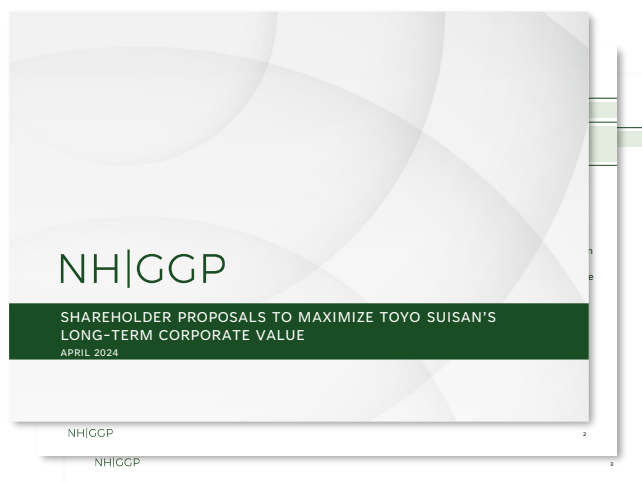
E: nhggp@longacresquare.com



参考資料

参考資料: 過去のプレゼンテーション資料

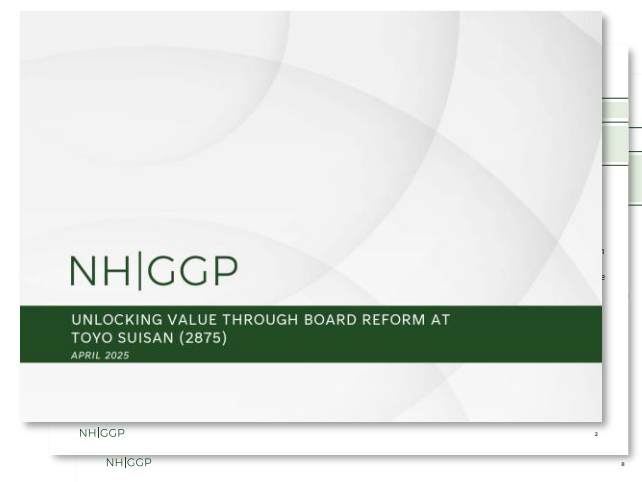
読者の皆様におかれましては、NHGGPがこれまで公表した東洋水産とのエンゲージメントに関するプレゼンテーションも参照しながら、検討されることをお勧め致します。過去に発表された資料は以下からご覧いただけます。
nhggp.com/engagement/toyo-2875/



2024年4月



2025年2月



2025年4月

参考資料: 規律ある資本配分によるROE 15%の達成

360億円の自己株式取得は中期経営計画期間内にROE 15%を達成するために必要な最低限の規模である。東洋水産の貸借対照表を踏まえると、より大規模な自己株式取得も実施することができる。

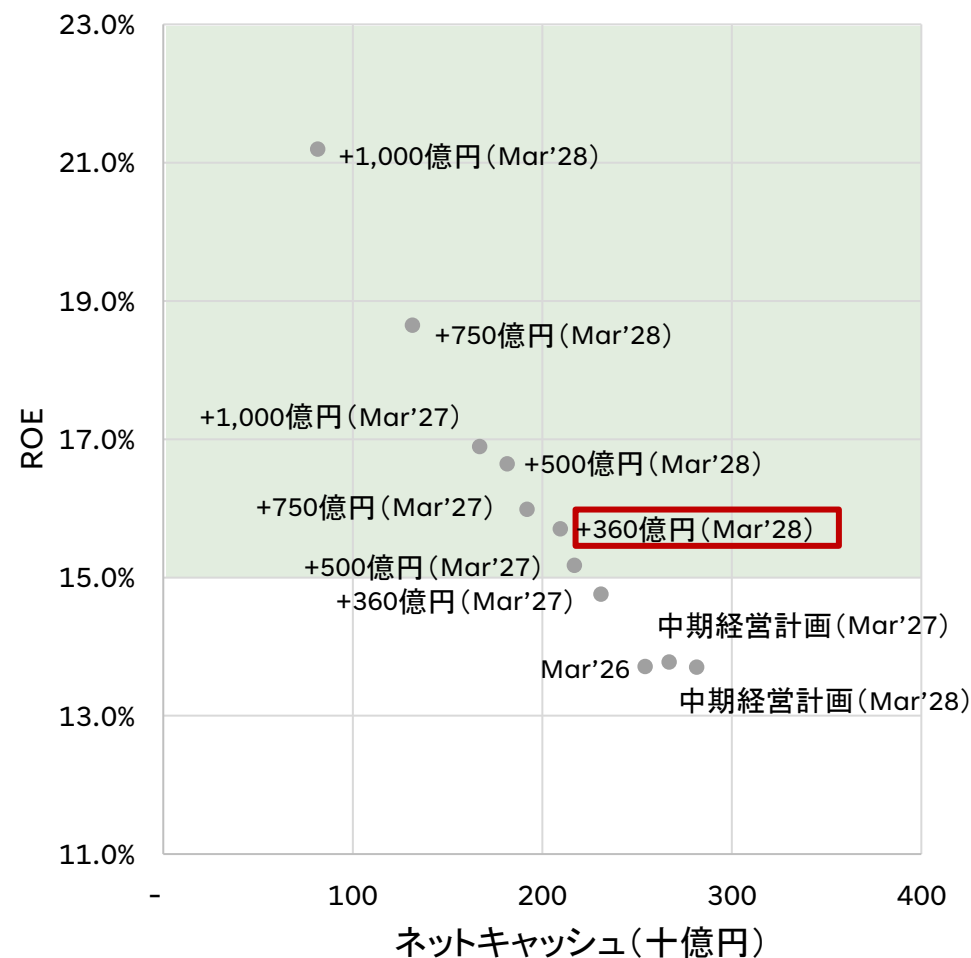
(十億円)

	NHGGP予想		
	2026年3月期	2027年3月期	2028年3月期
営業利益	87	91	95
当期純利益	71	75	78
減価償却費	19	22	23
営業キャッシュフロー	90	96	100
設備投資	-48	-31	-31
フリーキャッシュフロー	42	65	69
配当(純利益の30%)	-21	-22	-23
自己株式の取得(純利益の40%)	-24	-30	-31
ネットキャッシュ増減	-3	13	14
前年度ネットキャッシュ	257	254	267
ネットキャッシュ	254	267	281
ROE	13.7%	13.8%	13.7%
現金比率	40.9%	41.5%	42.2%
ROE: +360億円/年 還元	-	14.8%	15.7%
ネットキャッシュ	-	231	209
ROE: +500億円/年 還元	-	15.2%	16.6%
ネットキャッシュ	-	217	181
ROE: +750億円/年 還元	-	16.0%	18.6%
ネットキャッシュ	-	192	131
ROE: +1,000億円/年 還元	-	16.9%	21.2%
ネットキャッシュ	-	167	81

出所: 会社資料、NHGGP分析

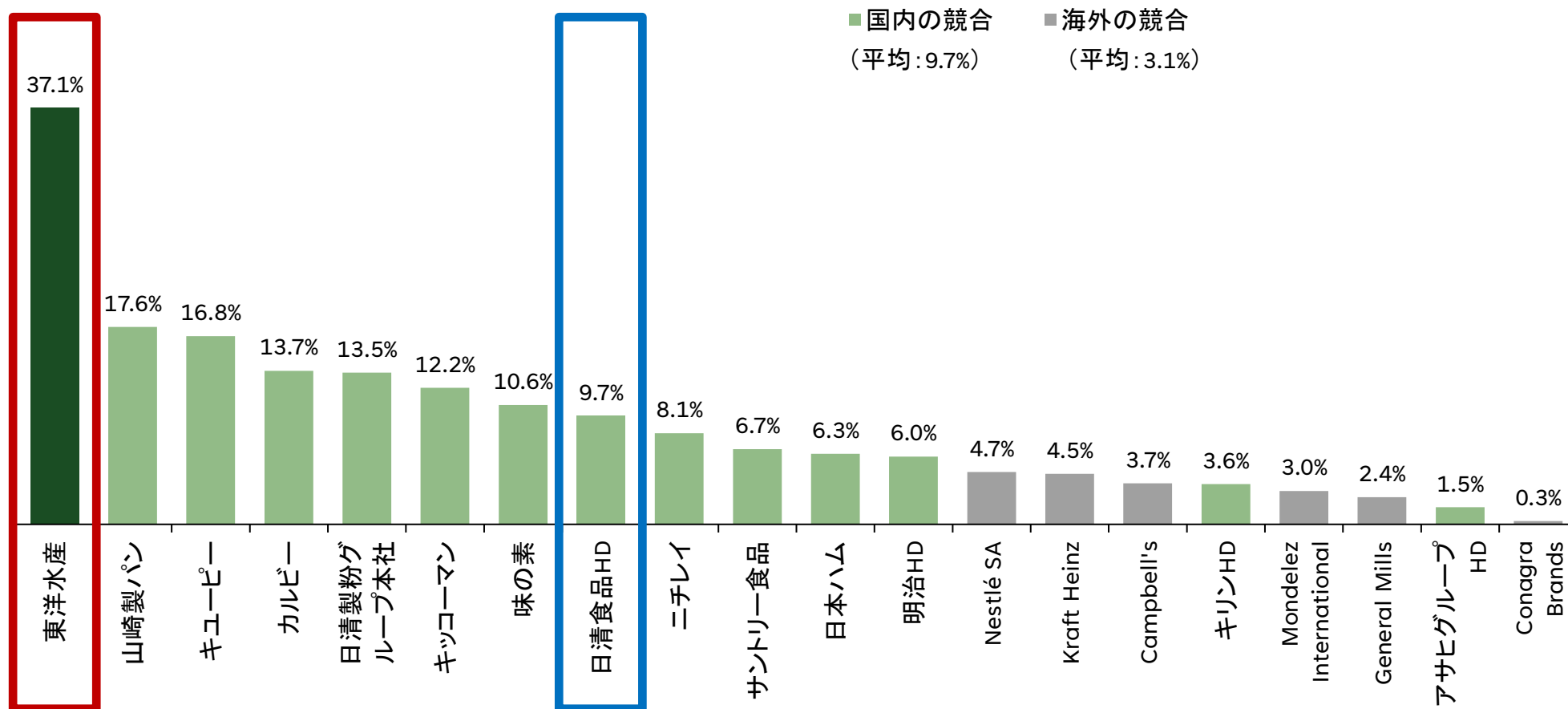
NH|GGP

ROEとネットキャッシュ



参考資料: 同業他社比較(総資産に対する現金等の割合)

東洋水産は総資産の37.1%に相当する現金等を保有しており、日本および海外の同業他社の中で突出して高い水準にある。

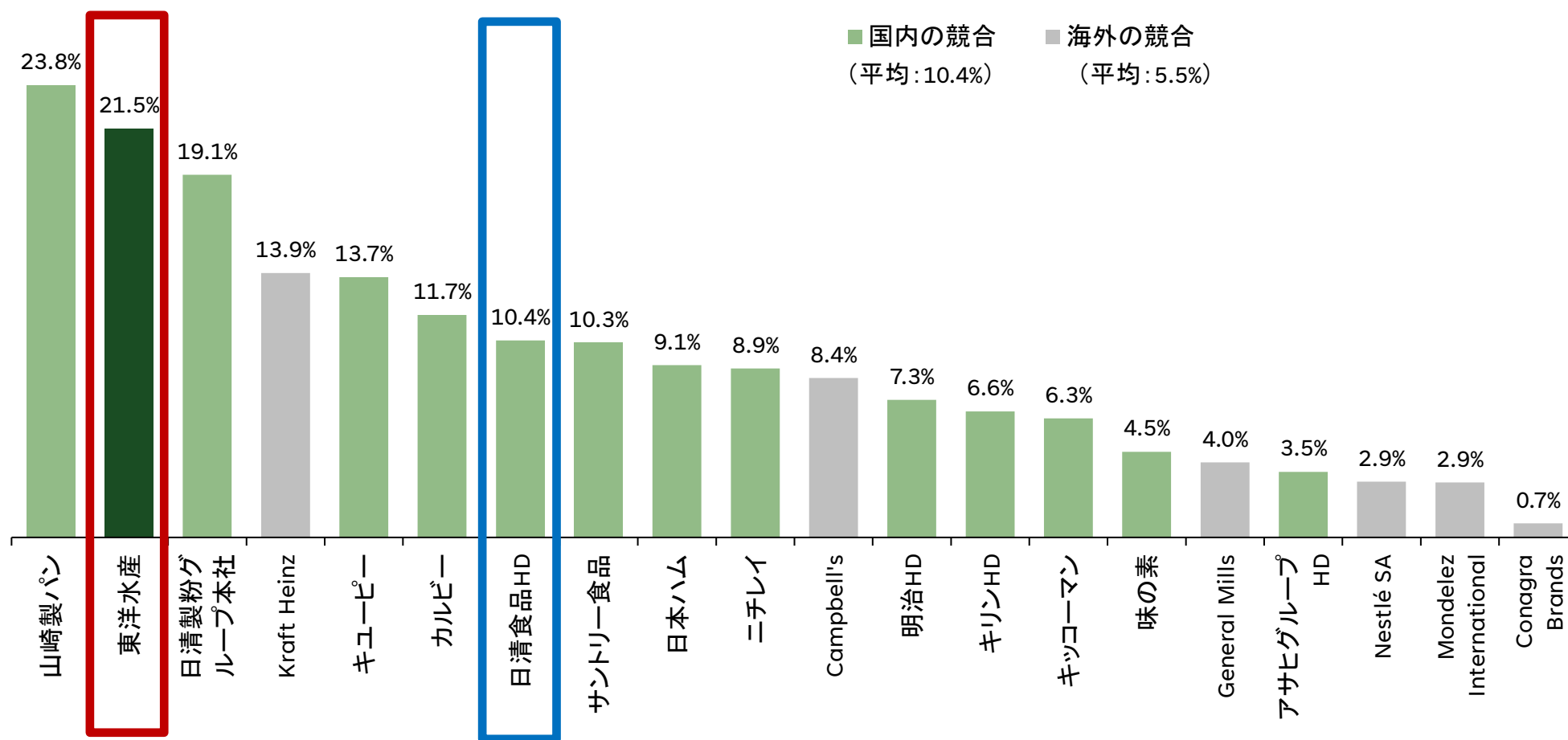


注: 総資産に対する現金等の割合 = (現預金等 + 短期投資有価証券) ÷ 総資産。直近四半期末時点。

出所: SPEEDA

参考資料: 同業他社比較(時価総額に対する現金等の割合)

東洋水産は時価総額の21.5%に相当する現金等を保有しており、日本の同業他社平均の約2倍、海外同業他社平均の約4倍の水準にある。



注: 時価総額に対する現金等の割合 = (現預金等 + 短期投資有価証券) ÷ 時価総額。2026年4月時点。現金等は直近四半期末時点。
出所: SPEEDA

参考資料: 取締役会の構成

現取締役会の構成では、コーポレート・ファイナンス、資本市場、資本配分、海外事業に関連する豊富な経験が不足。こうした専門性は余剰現預金の問題に対処するために不可欠である。また、元社長が37年間にわたり取締役として留まり続けていることは、ガバナンスの健全性に疑問を投げかける状況である。

取締役	在任年数	役職	経歴
堤 殷	37	会長 代表取締役	元社長（2003～2012年）
住本 憲隆	15	社長 代表取締役	社長（2023年～現在）
沖 斉	14	専務取締役	国内事業
真喜屋 理恵子	13	常務取締役	研究開発・生產品質管理
望月 正久	10	常務取締役	本社管理部門
松本 千代子	5	取締役	経理・財務
山崎 美明	2	取締役	国内事業
島崎 康子	1	取締役	研究開発
谷地 弘安	7	独立社外取締役	大学教授
矢澤 健一	6	独立社外取締役	元地方銀行副頭取
千野 勇	6	独立社外取締役	元農業組合理事
小林 哲也	5	独立社外取締役	弁護士

出所: 会社資料