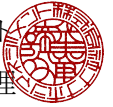


2023年6月12日

焼津水産化学工業株式会社
代表取締役社長
山田 潤 様

株式会社ナナホシマネジメント

代表取締役 松橋 理



山田社長との面談のフォローアップについて

先日は面談のお時間をいただきありがとうございました。面談では、貴社の株価のバリュエーションが異常に低い評価であることに対して危機感を持つべき理由について、理論的背景を踏まえて確認しました。その後、貴社の株主価値向上に向けた施策に関するプレゼンテーションをいたしました。

貴社は、現行の中期経営計画の見直しを行うとのこととです。弊社は貴社の見直しを行うというご判断を評価します。しかし、見直しの予定はそれとして、まずは、面談内容を踏まえて弊社の株主提案に対する認識を改めていただきたいと存じます。そして、繰り返しになりますが、株主提案に対する反対意見を撤回し、代わりに賛成意見を表明していただきますよう、お願い申し上げます。念のため、面談時にお伝えした内容を下記の通りあらためてお伝えします。

記

1. 資本効率性を改善すると同時に、資本コストの水準を低下させる取り組みを進める
2. まず、大前提として、有利子負債を原資に株主還元を行っても投下資本は減少しない（ROICに変化はない）。これを資本効率性の面から評価すると、見かけ上のROEが改善するのみで、貴社の株主価値の向上に向けた本質的な解決策にはならない
3. そうではなく、有利子負債（低い調達コスト）での効率性の高い投資を通じて、ROICもROEも改善させる
4. もっとも、貴社は（株主に帰属する）当期純利益を余剰現金として貯め込んでいるため、資本効率性の観点からはハンディキャップを課された状態（投下資本（自己資本）が大きい状態）で市場から評価を受けている。そのため、2.で述べた有利子負債による方法ではなく、余剰現金を原資に株主還元を行い、投下資本（自己資本）を縮減してROIC（ROE）を改善させる
5. 資本コストの観点からは、WACCの水準の低下のため、最適資本構成の目標値（弊社は自己資本比率40%程度と試算。）を市場と共有し、DOE10%を最適資本構成達成のための手段として位置付ける
6. 株主資本コストの観点からは、気候変動リスク等に関する開示を行い、不確実性を減少させる
7. 株価のバリュエーション面からは、DOE10%を実行して株主資本コスト相当分を充足させ、さらに3.の取り組みを進めることで、PBR1倍以上を目指す
8. なお、貴社の株主資本コストをマーケットベータ（面談時にはTOPIXと申し上げました。）を用いたCAPMで算定すると著しく低くなる。市場株価を用いた逆算の方法で、市場が貴社の株主資本コストをどの水準で評価しているか正しく認識する

以上