

東証の要請：PBR1倍割れ企業の改善への取り組み

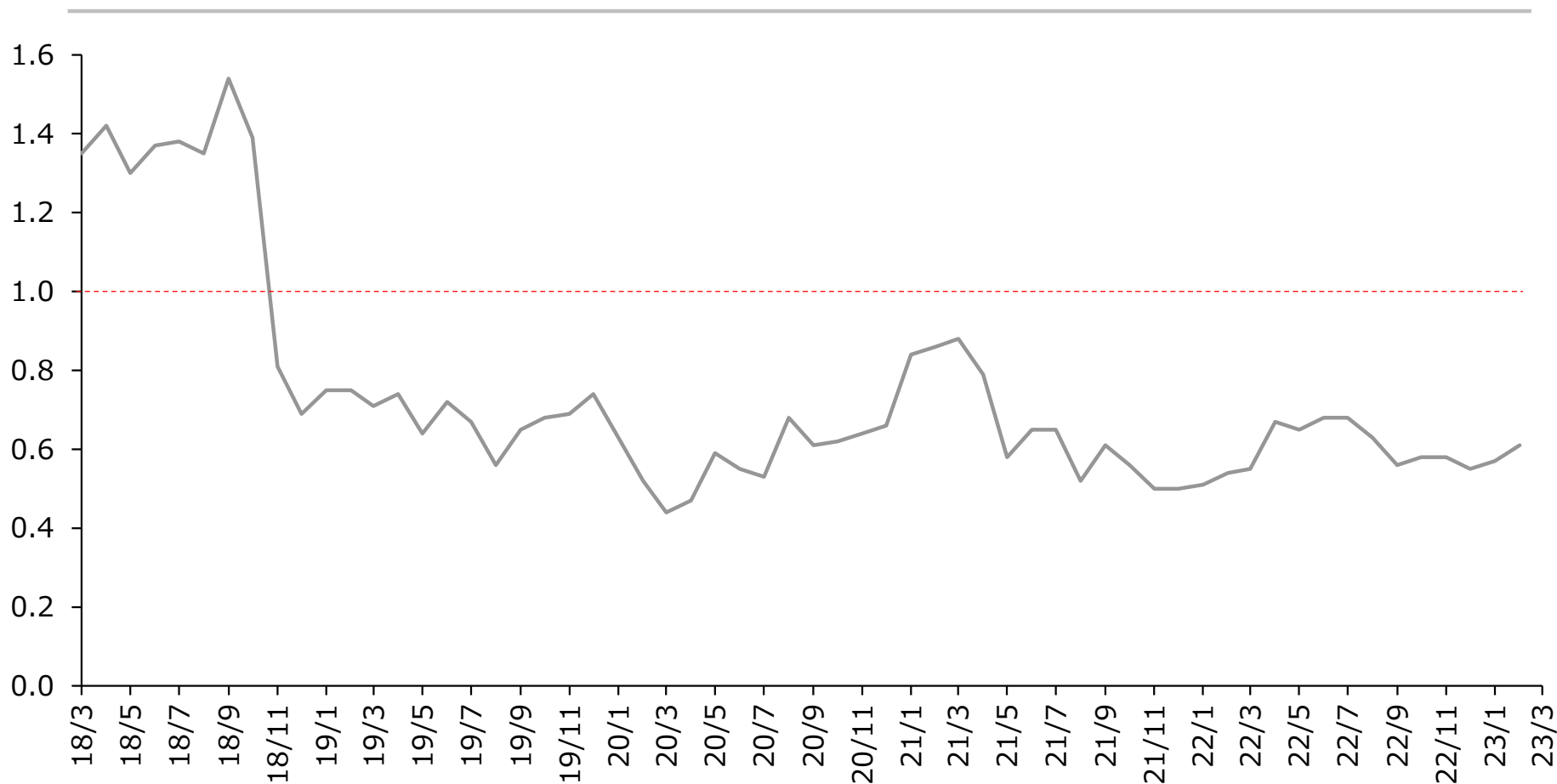
- 東証は上場企業に資本コストや株価・時価総額への意識改革を通じた取り組みを要請。特に継続的にPBRが1倍を割れている会社には、取り組み内容及び進捗状況の開示が強く求められる
- 上場企業においては要請への表面的な対応ではなく、本質的な企業価値向上に対する取り組みを早急に進める必要がある

求められる対応	背景	実施時期
<ul style="list-style-type: none">経営陣や取締役会において、<u>自社の資本コストや資本収益性を的確に把握</u>その状況や株価・時価総額の評価を議論のうえ、必要に応じて改善に向けた方針や具体的な取り組み、その進捗状況などを開示	<ul style="list-style-type: none">PBRが1.0xを割れていることは、すなわち<u>資本コストを上回る資本収益性を達成できていない、あるいは将来の成長性が投資者から十分に期待されていない</u>そのような会社に対しては<u>改善に向けた方針や具体的な取組みなどの開示を求めべき</u>投資家の評価をさらに強く上場企業が意識する必要性	2023年春

コスモのPBR推移

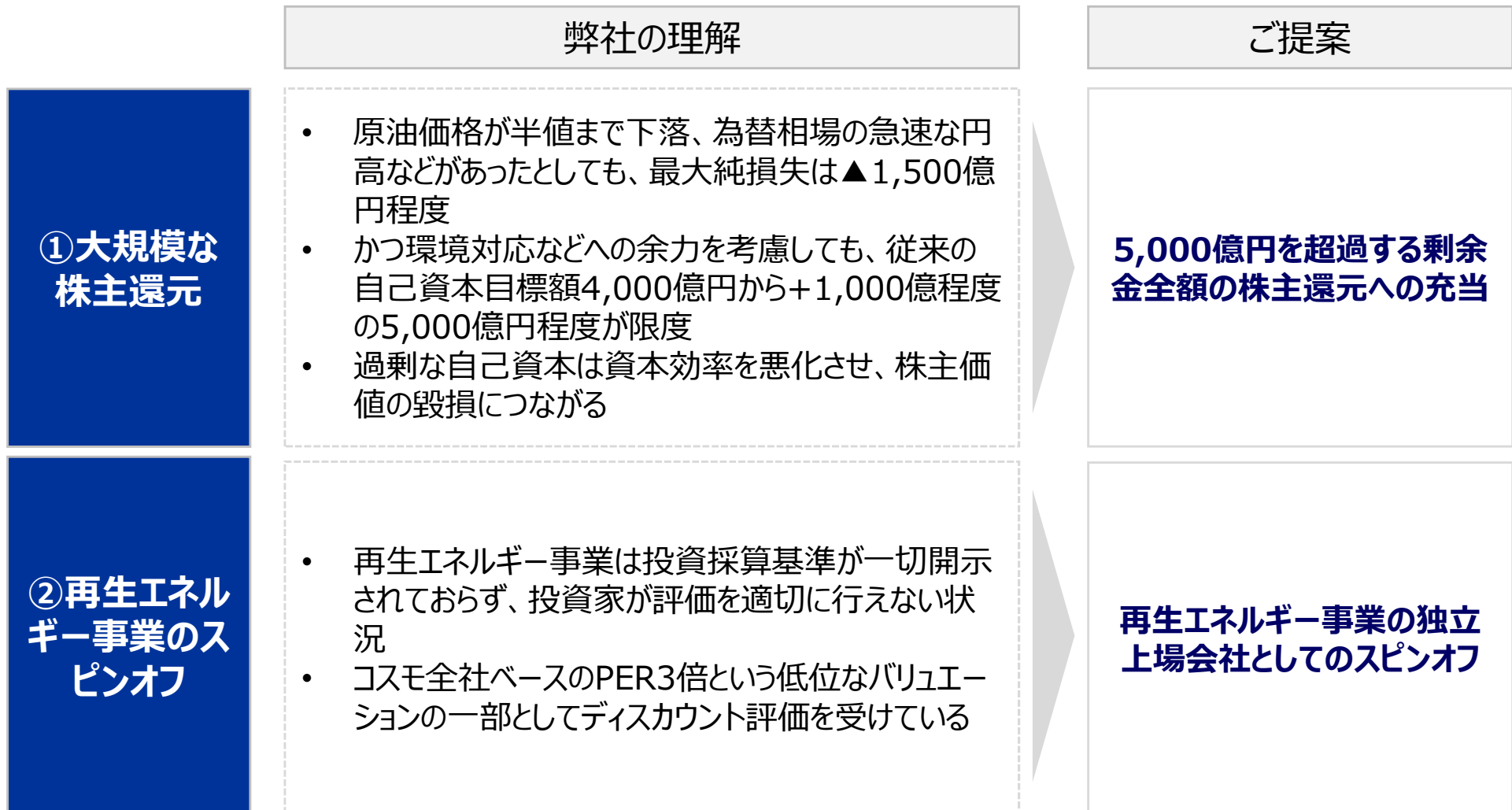
- 18年秋以来、継続してPBR1倍を割り続けているコスモにおいては、1倍を超えるための施策を速やかに立案・実行する必要がある
- 東証の詳細なガイダンスに先立ち開示される中期経営計画においては、PBR1倍を超えるためのロードマップの開示および経営陣のコミットメントが求められる

過去5年間のPBR推移



PBR1倍を超えるために弊社が必要と考える施策

コスモがPBR1倍を超える評価を受けるため、中期経営計画策定にあたっては、①大規模な株主還元、②再生エネルギー事業のスピンオフを通じた価値のアンロックが必要不可欠



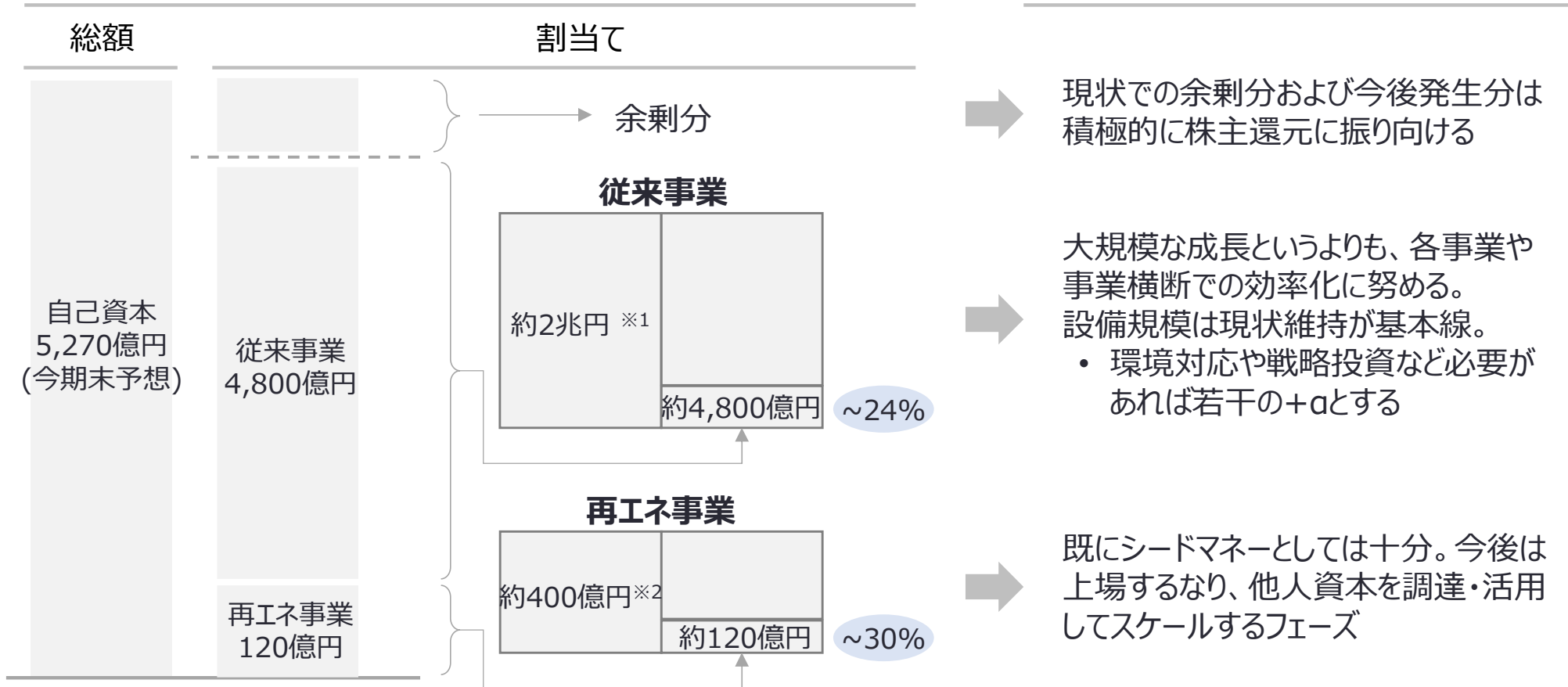
①大規模な株主還元

セグメント別自己資本水準を考慮した全社水準の設定

唯一、成長資金が必要となるのは再生エネルギー事業だが、当業界PER水準は25倍程度であり、PER3倍の評価を受けるコスモのエクイティをその資金として充当するのは不合理。一定の体制を構築した現状以降は、上場させて他人資本を調達することが必要

現状の各事業への資本割当て(想定)

今後の考え方



現状での余剰分および今後発生分は積極的に株主還元に向けける

大規模な成長というよりも、各事業や事業横断での効率化に努める。設備規模は現状維持が基本線。
・ 環境対応や戦略投資など必要があれば若干の+aとする

既にシードマネーとしては十分。今後は上場するなり、他人資本を調達・活用してスケールするフェーズ

これまでのコスモの目標額4,000億円より余裕を持たせ、環境対応などへの余力を見ても、5,000億円程度が最大であり、現状すでにそれを超過する水準

①大規模な株主還元

5,000億円を超える自己資本水準は不要

現状で想定し得る最悪の市況変化においても、「5,000億円」の自己資本はリスクバッファとして十分。
これ以上の積み増しを行うのであれば、合理的なストーリーが必要

想定し得る最悪の市況変化

原油の急落

- ドバイ原油価格が現状の半値程度に急落した場合
- 93 \$ /B ※1 ⇒ 46\$/B (▲47)

急速な円高

- 現在の円安状態から急激に円高に向かった場合
- 135円/\$ ※1 ⇒ 100円/\$ (▲35)

発生する損失額の試算

石油事業における影響額(主に在庫影響)

- 今期対比で▲1,920億円
 - ✓ 原油感応度28億円×▲47⇨▲1,320億円
 - ✓ 為替感応度17億円×▲35⇨▲600億円
 - ✓ 厳密には2感応度の掛け算で算出すべきだが、上記合計値の方がより保守的
- 定常的な経常利益が500~600億円程度と仮定すると経常利益は最大でも▲1,500億円

石油開発事業における影響額

- 感応度は公表されていないが、過去30\$/Bとなった際も経常黒字であったことから、利益ゼロを想定

その他

- 利益ゼロを想定

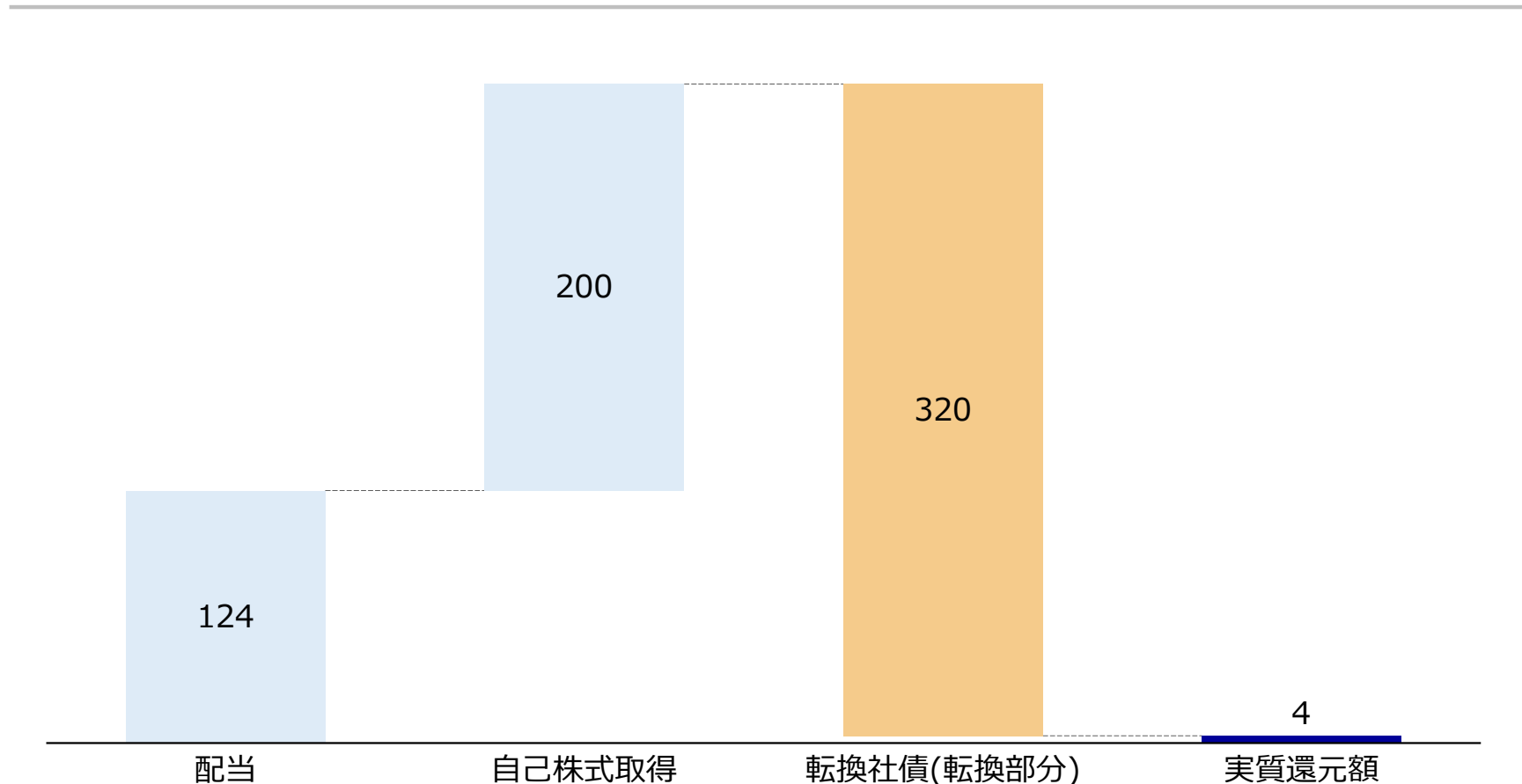
**結果的な純損失は最大▲1,500億円。
過去の自己資本推移と比較して、保守的にみても
3,500億円残れば事業運営に支障があるとは言えない**

①大規模な株主還元

今期の実質的な株主還元はゼロに近い水準

- 期中に総額200億円の自己株式取得を行ったものの、総額320億円の転換社債の権利行使により、実質的な還元額はほとんどゼロに近い水準
- 資本増強の必要性が無い状況を踏まえれば、希薄化による株主価値の毀損を防ぐため、速やかに転換社債が権利行使された部分につき全額自己株式取得を行うべき

実質還元額（億円）



①大規模な株主還元 直近2事業年度の株主還元はわずか4%

進行期を含む直近2事業年度の親会社株主帰属純利益は2,000億円を超える水準である一方、転換社債の権利行使分を控除した還元額は100億円を下回り、これらに基づく還元性向はわずか4%の水準

直近2事業年度の株主還元水準

$$\frac{\text{株主還元額 } 88\text{億円}^{\ast 1}}{\text{親会社株主帰属純利益 } 2,069\text{億円}^{\ast 2}} = 4\%$$

②再生エネルギー事業のスピンオフ 再生エネルギー事業に関するコスモの説明責任

- コスモが再生エネルギー事業に関する説明責任を十分に果たしてこなかったことにより、同事業はマーケットから適切な評価を受けることなく放置されている状況
- 再生エネルギー事業がコスモグループ傘下にある限り変化が期待できない以上、独立した上場企業として株主価値の最大化を目指すべき

現状

投資家が評価するにあたり必要となるリターン目線、投資採算基準が開示されておらず単独事業としての評価が困難

企業規模が大きい従来事業の母体に隠され、十分な説明責任が果たされぬまま株主資本が使用されている



アナリスト

再生エネルギー事業のリターンの目線や採算基準を開示しないのであれば第七次中期経営計画を評価することはできない。※1

あるべき姿

各事業別に必要となる自己資本及び資本コスト水準が定義され、明確な投資採算基準に基づき意思決定が行われていること

各セグメント毎の投資目線、投資採算基準が開示され、投資家が事業別に適切に評価すること

資本コストを上回るリターンが創出され、価値創造ができていること。結果の分析及びNext Actionが株主に対して明瞭に開示されていること

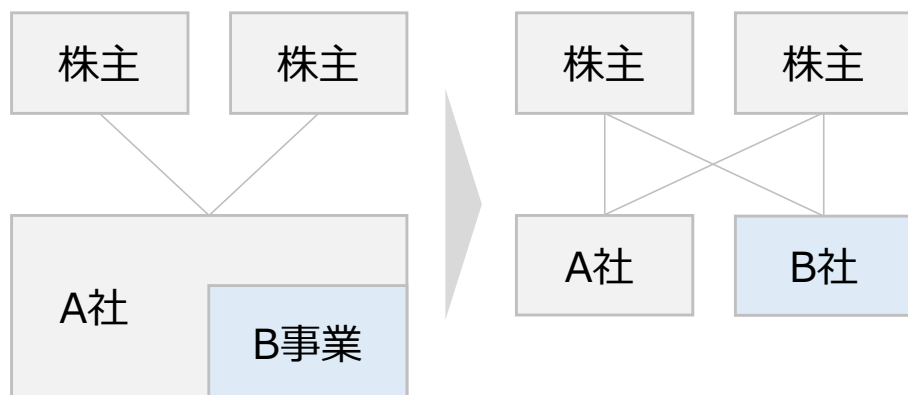
②再生エネルギー事業のスピンオフ スピンオフの制度概要（1/2）

- 企業の特定事業を切り出して独立会社とするスピンオフのうち、一定のものが適格組織再編として位置づけられており、スピンオフを行う際に譲渡損益や配当について課税を繰り延べることができる
- 事業部門を切り出す場合は新設分割、子会社を切り出す場合は現物配当の方法により行う

ストラクチャの例示

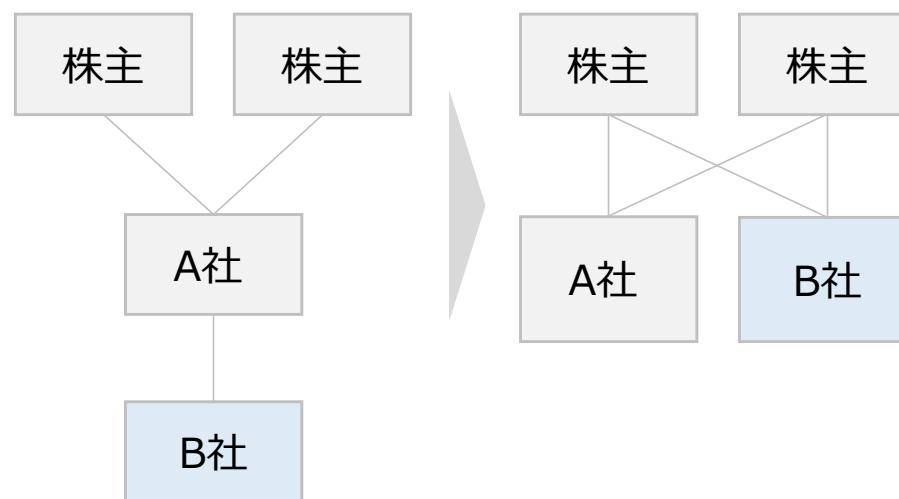
新設分割（事業部門）

- 新設分割と同時にA社がB社株式を株主に現物配当



現物配当（完全子会社）

- A社がB社株式を株主に現物配当



コスモの再生エネルギー事業の主たる構成単位であるコスモエコパワーはコスモの100%子会社であり、現物配当の方法でスピンオフが可能

②再生エネルギー事業のスピンオフ スピンオフの制度概要（2/2）

スピンオフによる効果として、経営・資本・上場の独立による企業価値向上が期待できる。再生エネルギー事業においても、独自の資金調達や経営の独立を通じた成長加速、価値向上を追求すべき

スピンオフによるメリット	スピンオフ活用事例
<p>経営の独立</p> <ul style="list-style-type: none"> スピンオフされた企業は自社事業のみに専念が可能に 投資戦略や資金調達についても迅速、柔軟な意思決定が可能 経営者や従業員のモチベーション向上 	<p>コシダカホールディングスによるカーブスホールディングスのスピンオフ</p>  <p>追求したベネフィット：</p> <ul style="list-style-type: none"> 分断されていた経営資源の集中による各社単独での店舗拡大の推進 カーブスの単独上場企業としてのガバナンスの強化 カーブスの上場企業としての知名度の向上を通じた人材確保やモチベーションの向上
<p>資本の独立</p> <ul style="list-style-type: none"> 独自の資金調達や大規模M&Aなどの成長投資が実施可能に スピンオフ元企業との競合との取引も可能となり、経営自由度が高まる 	
<p>上場の独立</p> <ul style="list-style-type: none"> コングロマリット・ディスカウントの克服 それぞれの事業のみに関心のある投資家を引き付け、事業特性に応じた最適資本構成を設計可能 	

②再生エネルギー事業のスピンオフ スピンオフを通じた価値のアンロック

再生エネルギー事業のスピンオフにより、再生エネルギー事業は理想的には現在の60億円の評価額から、2,500億円程度の評価額を目指しうる

