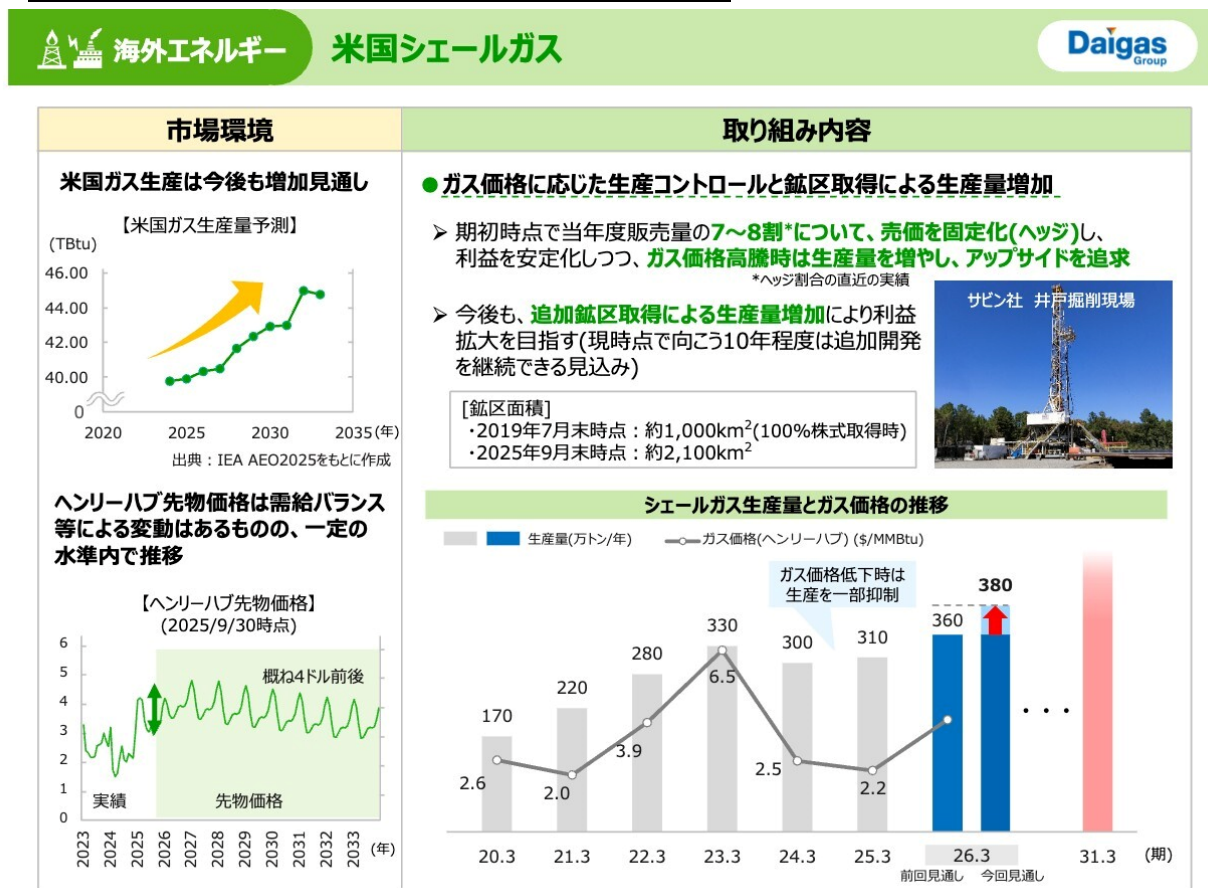


質疑応答：米国事業の利益成長ポテンシャルについて

質問者：米国事業の今後の利益成長ポテンシャルについてうかがいます。

米国エリアについて、今年度はすでに 700 億円近くの利益規模になり、屋台骨となってきました。現行の中期経営計画の期間中、さらには次の中期経営計画において、さらなる拡大は見込めますか？その場合はどの分野でどの程度の利益規模を期待できるかについてお聞かせください。



15

藤原：まず海外エネルギー事業は、今年度どの程度進捗するかはおおよそ見えています。中期的には、3つの分野でそれぞれ取り組む予定です。

1つ目はシェールガス事業についてです。シェールガスは鉱区の拡大に向け、大型投資ではなく、必要な資産に絞って適正な価格での小規模な投資を複数回繰り返し実施し、効率の良い買い方を採用しています。また、それらの掘削や開発工事の効率化や生産性を向上させる取り組みも進めています。

2つ目はフリーポート液化基地事業です。

フリーポート液化基地については、2023年3月期に一度大きな事故を起こしました。その後も他律的な要因として電力会社による停電などもあり、安全対策の見直しを進めている中で、今期は非常に好調な状況です。

3つ目は米国電力事業です。

特に PJM 市場における電力容量価格の上昇が注目されています。ご存じのとおり、この市場は全米最大のグリッドオペレーター市場です。GAFA をはじめとするデータセンターが急速に拡大しており、容量市場も MW あたり 300 ドルを超える規模になっています。当社が保有するアセットをさらに拡大し利益成長を目指したいと考えています。

ただし、これらは短期で実現できるものではなく、中長期的な視点で取り組む必要がありますが、成長の余地は十分にあると見ています。

質疑応答：株主還元方針の見直しについて

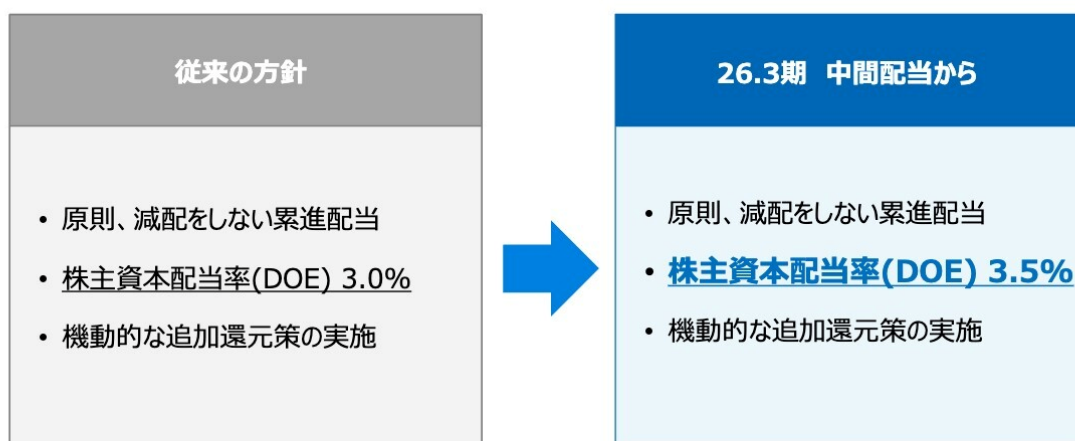
質問者：株主還元方針について、DOE を 3.5 パーセントに引き上げることですが、このタイミングでの見直しは良い意味で非常に驚きました。中期経営計画の途中でこのような前向きな決定がなされた背景には何があったのか、社内の雰囲気やエピソードを含めて教えていただければと思います。

株主還元の強化 (DOE水準の変更による増配)



- ✓ 実力利益の着実な向上と、財務基盤の安定性を背景に、**26.3期の中間配当から、株主資本配当率(DOE)の水準を3.0%から3.5%に引き上げ**、株主還元を強化する。

株主還元方針の変更



6

藤原：これまで DOE の水準について、社内ですさまな議論を重ねてきました。資本市場に目を向け、投資家のみなさまからご指導をいただきながら対応してきました。

また 2023 年 10 月以前のあまり自己株式の取得に慣れていないタイミングでは、社内で「自己株式取得よりも成長投資を優先しよう」という声もありましたが「成長投資、品質向上投資の合計 3,000 億円程度の投資をしっかり実行した上で、さらに自己資本が積み上がるのであれば、株主さまへの還元を十分に行っていくべきだ」という議論をしてきました。

その中で今期、業績が非常に好調で上振れする可能性が高く、見通しのみを変更して株主還元方針は据え置くことは適切ではないとの議論を行い、最終判断しました。

質疑応答：国内エネルギー事業の利益拡大と 2031 年 3 月期への展望について

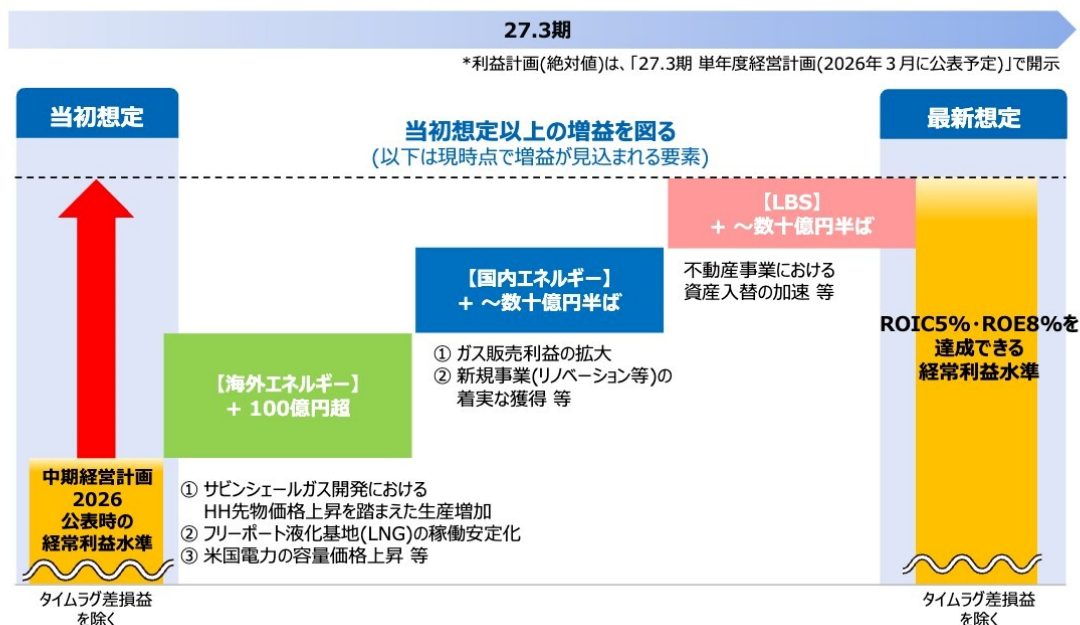
質問者：実力利益の伸びについて質問します。資料 5 ページに記載されている、国内エネルギーのガス事業利益の拡大とリノベーション等の新規事業の着実な獲得について、詳しい内容と現状、2030 年度に向けたポテンシャルを教えてください。

27.3期における経常利益見通しの増益(詳細)



- ✓ 事業ポートフォリオ経営が奏功し、安定的に実力利益を向上できていることや、各事業の進捗状況等を踏まえ、**27.3期**について、**中期経営計画2026公表当初に計画していた利益水準以上への増益が可能**である見通し。

経常利益見通し



5

矢野：企画部部長の矢野です。まず 1 点目のガス事業利益の拡大についてです。大口契約は定期的に更改されるタイミングがあります。特に関西では過去に競争が激化し、価格の適正化が難しい時期がありましたが、改善を続けており、これがプラス要因となっています。

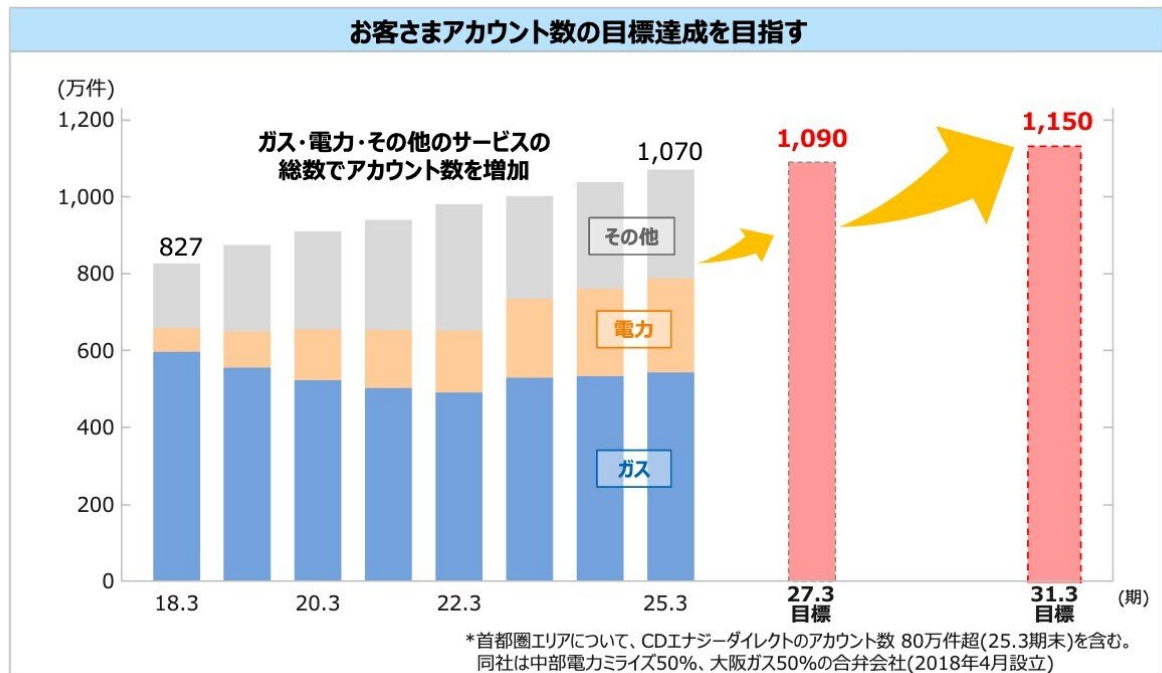
2 点目の新規事業についてです。「リノベーション」と記載していますが、ご存じのとおり、不動産市場が現在好調で不動産価格が上昇しています。中古物件を取得してリノベーションし、新品に近い状態にして販売する事業を当社の子会社が行っています。不動産価格の高騰に伴い、お客さまが新規物件を購入しにくい状況となっているため、この事業が好調となっています。

藤原：国内エネルギーについて補足します。スライド 11 ページ左側に記載の「家庭用」のグラフは、競合による離脱の下げ止まりを表しています。

エリア外である首都圏では、スライド 12 ページに記載の「CD エナジーダイレクト」を含め、今後も順調に供給戸数を増加させる計画です。ガス・電力の供給を増やしながら、これらの事業をさらに拡大していきたいと考えています。

**(参考)お客さまアカウント数の着実な増加**

- お客さまアカウント数は、域内電力および首都圏エリア(CDエナジーダイレクト)のガス・電力増加により拡大
- 多様なサービスを提供することでお客さま価値を拡大しながら、事業成長を進める



12

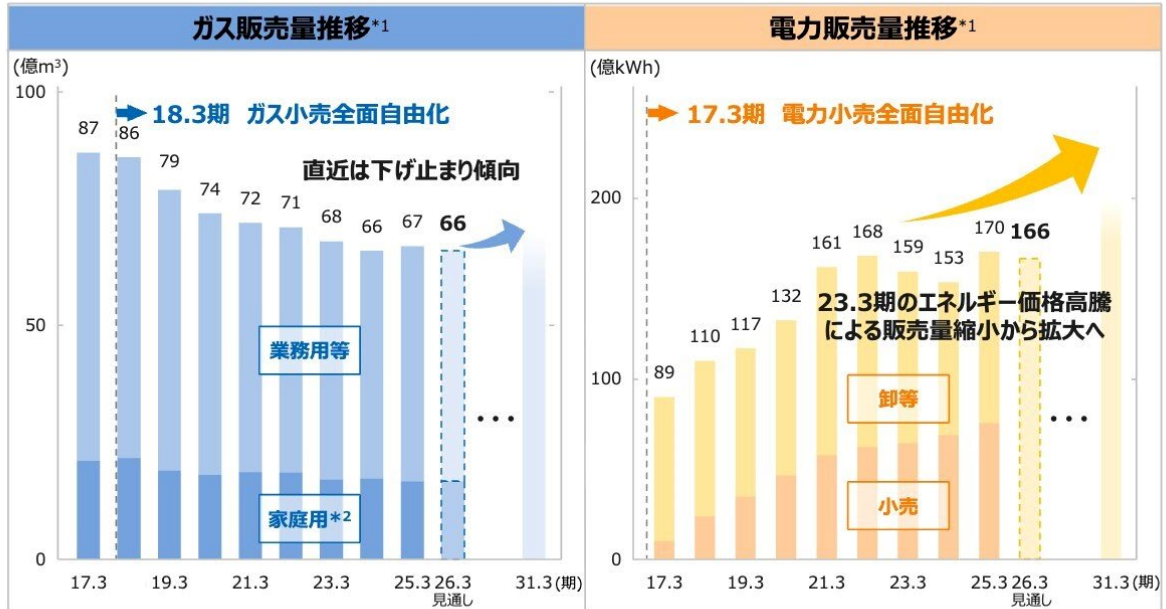
また、姫路天然ガス発電所の1号機と2号機が、それぞれ来年1月と5月に稼働予定で、電力事業の成長ドライバーです。合計で120万キロワットの発電能力を持ちます。経済産業省が示している2040年度のエネルギー需給の見通しが1兆2,000億キロワットアワーとありますが、電力需要が旺盛である分野で着実に利益を積み上げていきたいと考えています。

次に、競合状況ですが、ガス販売量に関していえば、現在は下げ止まっている状況です。これまで非常に変動が激しく、年間40万件ほど増減していましたが、電力の獲得、ガスの解約とともに減少しています。さすがに全面自由化から10年近くが経過して安定化してきており、予見性も高くなっています。



（参考）当社のガス・電力販売量の状況

- ガス販売量は、全面自由化後、一定の期間が経過し、足元では**下げ止まり**傾向
- 電力販売量は、23.3期のエネルギー価格高騰時の調達価格上昇に伴い、販売量を縮小したものの、26.3期以降の**姫路天然ガス火力発電所の運転開始を契機に、販売量を拡大していく**



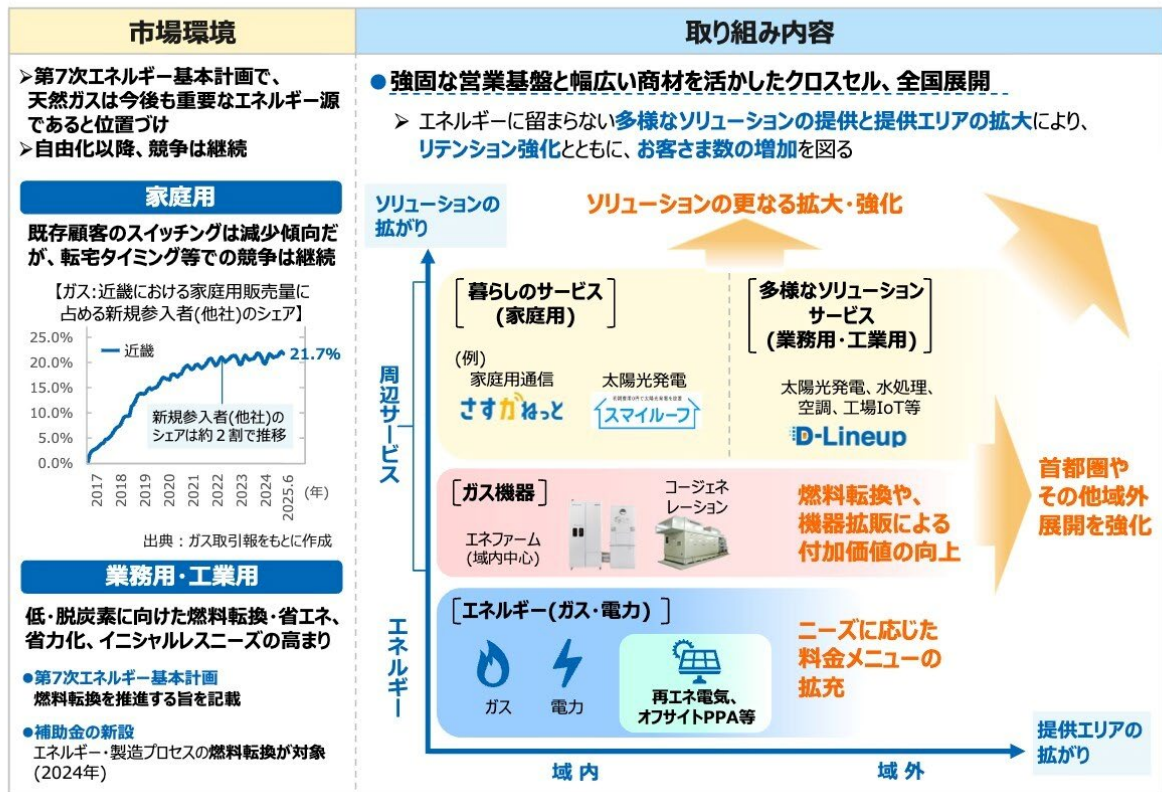
*1 国内連結販売量（関東エリアを含まない）

*2 2021.3期以前の家庭用は個別販売量

13

その上で、クロスセルについてです。当社は固定通信事業をはじめ、さまざまな「家中（いえなか）サービス」を提供しています。1つのアカウントにおいてリテンションと販売利益が向上し、この積み重ねにより収益性も上がってきている状況です。

業務用・工業用については、エリア内では大きな伸びは見込めないと考えています。一方で、脱炭素・低炭素の流れはやや下火となっているものの、西日本では石炭ボイラータービンジェネレーターを使用する重化学工業が中国・四国地方に多く存在します。これらを天然ガスのコンバインドサイクルに転換することで、天然ガスが拡大する可能性があります。このように、国内の工業用・業務用ではエリア外での収益拡大を図ります。



11

さらに、バンカリング事業にも注力しています。2025年4月には Shore to Ship 方式での LNG 供給事業を開始しました。天然ガスを主体としたものが今後、増加していくと見込んでいます。我々の想定以上にニーズが強いため、「Shore to Ship」に続き、「Ship to Ship」のバンカリングを進めていきたいと考えています。

また、天然ガスについては、エリア内では人口減少と産業の縮小により需要が減少することが想定されますが、全国対応の幅広いパートナーシップを通じて、販売拡大を目指していきたいと考えています。

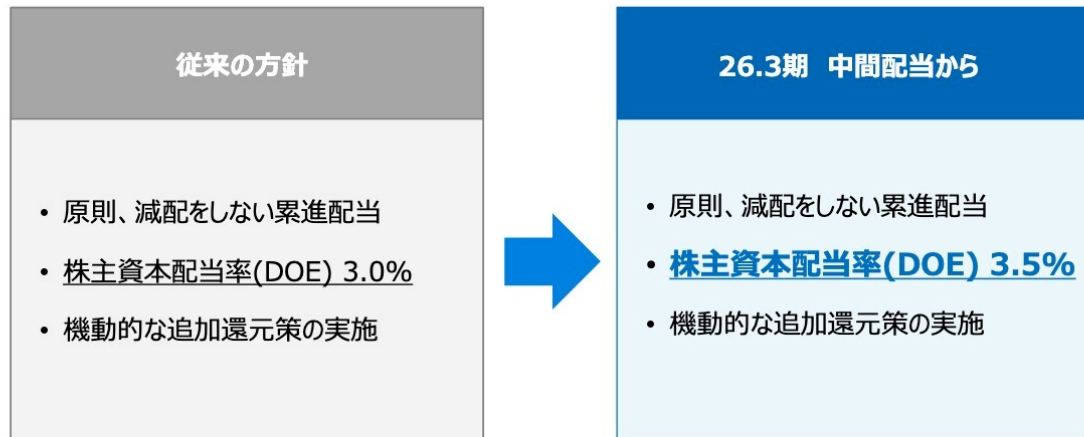
質疑応答：ROE 向上時の DOE 戦略について

質問者：配当や DOE についての質問です。実力利益の切り上がりから DOE 自体が引き上げられたことは、大きな変化として非常に歓迎しています。少し気が早いかもしれませんが、今後 ROE がどんどん切り上がっていくにあたり、必然的に DOE も切り上げなければ配当性向が下がっていくのではないかと感じています。御社として何か課題意識はお持ちでしょうか？

株主還元の強化 (DOE水準の変更による増配)

- ✓ 実力利益の着実な向上と、財務基盤の安定性を背景に、**26.3期の中間配当から、株主資本配当率(DOE)の水準を3.0%から3.5%に引き上げ**、株主還元を強化する。

株主還元方針の変更



6

矢野：DOEについて、現在決まっているものは特にありません。ただ、ご指摘のとおり、DOEが「配当性向×ROE」という公式であることは十分認識しつつ、今後検討を進めていく予定です。

藤原：先ほど矢野がご説明したとおり、配当性向を意識しないわけにはいかず、また、総還元性向を意識しなければ自己資本が積みあがる課題もあります。そのため、成長投資と品質向上投資を確実に行った上で、必要なフェーズで機動的に対応していく方針です。

質疑応答：アメリカの事業成功に至った振り返りについて

質問者：米国事業の収益が伸びた要因について、どのように振り返っていますか？ 御社の場合、シェールガスのみでなく、火力発電やフリーポート液化基地でも収益を上げることに成功しています。今後のインド市場での成功や米国での事業拡大にもつながる点として、どのようなポイントがあるとお考えでしょうか？

藤原：最初からすべて順調に進んだわけではなく、これまでは相当な失敗を重ねてきました。まず、シェールガスについて、当社はエネルギー事業者として比較的早い段階で参入しましたが、大失敗に終わり、300億円超の損失を出した案件もありました。

失敗を踏まえて、「全く生産実績が無い所に新しく掘るのは、成功すれば大きなリターンを期待できるがリスクが高く避けるべき」という結論に至り、すでに開発が進んでいる会社や鉱区を買収する方針に転換し、サビン社の買収が奏功しました。買収当時、サビン社はそれほど高くなかったため、我々は非常に安価に資産を取得し、「小さく産んで大きく育てる」という戦略を成功させることができました。

米国IPPについても、ちょうど10年以上前に、容量市場で利益が出せると考えて取り組みましたが、価格がたった50ドル前後といった苦しい状況にありました。その後、石炭の退役、トランプ政権の政策、データセンターの需要の急増なども追い風に、バリューアップ活動も功を奏してうまくいっています。

我々はこの30年間、本当に試行錯誤を繰り返しながら人材の育成にも取り組んできました。案件を見極め、目

利き力を養いながら成長してきたといえます。

インドではコンプライアンスを徹底しながら取り組んでいます。米国での経験がそのまま活きるわけではありませんが、インドでは当社が 120 年間続けてきた事業をそのまま遂行できるという強みがあります。

質疑応答：日本国内エネルギーアセットの流動化について

質問者：日本国内のエネルギーアセット、例えば発電所やガス事業などを流動化していく余地について、現状どのような考えですか？ 御社では今年度、姫路火力発電所の 3 号機を建設するにあたり、過半を取らずに作っていく予定だと発表されていましたが、長期脱炭素電源オークションがあるゆえの特殊事例だと理解すればよろしいでしょうか？

藤原：アセットライトの方針について、電力事業では再生可能エネルギーの導入を進めています。

また現在、再生可能エネルギーの発電容量は 399 万キロワットに達しています。我々は、アセットを減らしてオフテイクを増やすことを目指しており、再エネ電源そのものではなく、再生可能エネルギーから得られる電力を確保することが目的です。B/S を使わず、どのように拡大していけるかを検討しています。姫路火力発電所 3 号機に関しても、同様の考え方に基づいています。

矢野：特に再生可能エネルギーでは商流を作りたいと考えており、可能な限り当社のシェアを減らしたり、プロジェクトファイナンスを活用するなどしています。ただし、泉北天然ガス発電所など、キャッシュフローも自社で運営するものは、メーカーで言えば自社工場と考えています。それらは B/S で保有していく方針です。

質疑応答：自己資本比率の現状について

質問者：今回見直し修正後の自己資本比率は、2026 年 3 月末時点で 51.9 パーセントとなっており、期初の見直しである 51.2 パーセントを上回っています。もともと掲げられていた 45 パーセントという水準から見ると、少し距離が生じている印象を受けますが、どのように考えているのでしょうか？

藤原：現在、経営指標の目標に自己資本比率は入れていません。もともと 2016 年、2017 年の電力・ガス小売全面自由化は未知の領域であったため、それまでは自己資本比率が 50 パーセントを下回っていた状況から、やや厚めに構えるかたちを取りました。その後のフリーポートの事故などを考慮すると、厚みを持っておいてよかった面もあります。

一方で、増益していく中で、自己資本も積み上がっていることは認識しており、成長投資や品質向上投資を進めながら還元を行う中で、どのように対応するかが重要と考えています。現状、リスク管理上は、45 パーセントは許容範囲であるという考えは持っています。2027 年にはリース会計基準の変更が予定されていますので、我々としてもその影響を考慮する必要があると考えています。

質疑応答：インドにおけるエネルギー事業の展開について

質問者：インド事業の現状をおうかがいします。最終的には 2030 年代前半に経常利益 100 億円規模を目指しているとのことですが、目標に向けてどのようなステップを踏んでいるのでしょうか？

藤原：当社は、東南アジアでは大変苦労を重ねてきました。なぜなら、エネルギーは国そのものの基盤に関わり、政治とも深く結びついているためです。許認可が非常に厳しく、日本以上にスピード感が欠けている点がその要因です。一方、インド市場は現在非常におもしろく、政府が事業者に対して事業エリアを割り当て、事業者はそれぞれにおいて 8 年間の販売独占権を持つことができ、インフラ設備に関しては 25 年間の独占所有権が認められるという

特徴があります。

原料となるガスは現在インドの国産ガスを使っていますが、経済成長に伴い国産ガスの卸価格が上昇すると、当初想定していた利益の確保が難しくなる懸念はあります。ただし、我々のような外資系企業だけでなく、国が資本を持つガス供給会社も多数存在しているため、極端な方針変更は行われまいと見込み、現在は事業拡大を進めています。

また、インドの再生可能エネルギーについては、「環境のために」というよりは貿易赤字抑制の観点から、自国のエネルギーとして安価に作れる再生可能エネルギーの供給を増やしたいというインド政府の需要により、勢いを増しています。そのため、事業を成長させていけるのではないかと考えています。

質疑応答：株式の流動性の変化による自己株式の取得に関して

質問者：DOE の変更には驚きました。御社が自らこのような行動を取られたことについて、本当にすばらしいことだと思っています。そこで、自己資本コントロールに関する質問です。株価が上昇し、見事な成果を出されている中で、流動性の観点から自己株式の取得の規模を検討する余地があるかどうか、ご教示いただけますか？

藤原：一時的に自己株式の取得を増やして株価を上げても、いずれ剥落するだろうと考えており、当社は現在の1日の買付規模、つまり需給のバランスを守りながら進めたいと現時点では考えています。

最も重要なのは、ROE を伸ばしていくことだと思います。当社のようなエネルギー産業は、インフラ集約型かつ労働集約型という非常に難しい特性を持っています。このような状況下では容易ではありませんが、引き続き、ROE を向上していきます。

質疑応答：国内エネルギー事業の ROIC 改善について

質問者：資料に「2027 年 3 月期に ROE8 パーセントを達成する最新の想定」が掲載されており、本当にすばらしいと思いましたが、2030 年代前半の目標である 10 パーセントを意識し、ROIC についてもさらなる向上を図る必要性があるのではないのでしょうか？

その際、御社に関心を持つ海外の投資家には「海外事業で伸ばす」ではなく、「国内エネルギー事業の改善」というキーワードで伝えるほうが魅力的で望ましいと考えます。国内エネルギーの分子の取り組みに加えて、分母はどのようにコントロールされるのでしょうか？

藤原：もともと規制事業からスタートしており、「全面自由化」後、経過措置料金に移行し、厳格な監視期間も一定以上の顧客の離脱が確認され、その結果、監視期間も終了しました。規制上、料金変更が不可能なわけではありませんが、今行すべきこととして、まず手数料などを適正な価格にしていきたいと考えています。

販売量全体の4分の3が業務用・工業用であり、1996年の第1次規制緩和以降、関西電力と非常に激しく競争してきました。結果として料金が一時的に安くなった部分もありましたが、適正化を継続してきたという状況です。これにより、分子の部分がかなり伸びてきています。さらに、エリア外のガスや電気も増加していくことで、今後は安定した成長が続くと考えています。

次の課題は、分母をどうするかという点になります。これまで相当思い切った施策も実施してきましたが、さらに分母を小さくするためには、引き続き努力を続けていくしかないと考えています。特効薬のように分母を小さくする方法は、現在の事情を鑑みると現実的ではないと考えています。「いかに丁寧に取り組んでいくか」に尽きると思います。

質疑応答：フリーキャッシュフロー経営について

質問者：今後のフリーキャッシュフローは、基本的に「意識的にプラスを目指す」という考えなのか、それとも「拡大していく」、あるいは「フリーキャッシュフローを拡大していくという意識は特になく、成長事業の案件次第」という考えなのか、いかがでしょうか？

藤原：フリーキャッシュフロー経営の基本として、当然ながらプラスを意識する必要がありますが、大きな投資があると投資キャッシュフローが一気に増加します。営業キャッシュフローは容易には増加しないので、当然その時点ではマイナスとなります。成長投資や品質向上投資が制約されるような経営は避けたいと考えているものの、頭の中ではフリーキャッシュフロー経営を意識しており、それを実践しているつもりです。

栗山：財務部部長の栗山です。まさに企業価値そのものは、フリーキャッシュフローベースでどれだけ積みあがったかで評価されます。足元ではマイナスになることもありますが、あくまでも将来的なフリーキャッシュの拡大を目指した結果であり、中長期的にはフリーキャッシュフローの黒字を意識しながら、事業拡大に努めていく方針です。

注意事項：

本資料は、説明会での発言内容をそのまま記述したものではなく、発言の趣旨をより分かりやすくお伝えする観点から、内容を整理・修正しています。

本資料に記載される情報は、将来の業績に関する見通し、計画、戦略などが含まれており、これらは現在入手可能な情報から得られた当社グループの判断に基づいております。実際の業績は、さまざまな重要な要素により、これら業績の見通しとは大きく異なる結果となりうることをご承知おきください。実際の業績に影響を与える重要な要素には、日本経済の動向、急激な為替相場・原油価格の変動並びに天候の異変等があります。