

1.

Q：中期経営計画の中のエグゼクティブサマリーから質問したい。主要計数目標を出しているが、その中の優先順位を確認したい。去年以来 ROE を最重視して有言実行していたが、その方向性は変わらないのか。なぜ聞くかということ、簡単ではない目標だと思うからである。例えばセグメント利益 2,100 億円が実現して、当期純利益が 1,400 億だとすると、ROE9%を最優先とした場合、今期末 1 兆 5,720 億の自己資本がそう簡単に増やせない計算となる。株主還元 2,000 億円以上の数字は、誤解を与えるので不要ではないかと思う。ROE 9%を本当に最優先にするのであれば、意欲的な目標を掲げているにも関わらず、3 年累計で 2,000 億円以上という株主還元目標は今年単年度の実績より小さいため、ROE 9%達成への本気度が疑われかねない。それが今日の株価に現れているのかもしれない、歯がゆい思いがある。改めて問うが、ROE 9%を最優先として企業行動を行うということを重要視されている、と考えてよいか。加えて、配当 140 円についても質問したい。これは利益よりも上位の目標として設定しているというメッセージ性はあるのか。たとえばヘンリーハブ価格の下振れによって利益が下振れした場合、この 140 円という配当は自動的に減額されるような性質の目標なのか。利益の変動によって、上位目標に見える ROE 9%や配当 140 円が変動するリスクをどう考えているか。これらの点も含めて、目標の優先順位を教えてください。

A：優先順位については質問されると想定していた。中期経営計画の 7 ページの図で、上 2 つの項目（ROE・配当）の色を変え、円も大きくしている。これは、これらの優先順位が高いことを視覚的に理解してもらうためである。したがって、現行の中期経営計画と同様に ROE は優先順位の高い目標である。配当についても同様に、優先順位が高い目標だと理解してほしい。

Q：なぜ 2,000 億円以上という還元目標を掲げたのか。これは目標として機能していないように見える。ROE 9%を達成するには、戦略的資金活用分も含めて 4,000 億円程度の還元が必要にも見えるため、あえて 2,000 億円以上と掲げた意図を説明してほしい。

A：当社はこれまで総還元性向を方針としてきたが、今回はその方針を外している。総還元性向では利益が変動すると還元規模が分かりにくくなるため、140 円の配当をしっかりと行うと明示した。還元規模があれば、トータルでどの程度 of 原資を還元に分けるかが逆算できるので、結果として総還元的に比較しようとした時に、しっかりとやっていることが分かると考えた。そういう意味で、還元総額と配当を示すことで、予見性を確保できると考えた。ただし、ROE などの上位目標をしっかりと達成していくならば、最終的に 2,000 億円以上の還元をすることになる。

Q：では、戦略的資金活用分を含めて捻出できであろう 4,000 億円程度の資金は、ROE9%目標達成のためにしっかりと使う、という理解でよいか。

A：その通りである。

2.

Q：結局のところ、我々が聞きたいのは、ROE9%目標は必達目標なのかということ。前回（半年前・1 年前）は必達とおっしゃっていたが、それに対して今回は還元のところで 2,000 億円としたが、例えば総還元 4 割「以上」にしておけばこういった誤解は起きなかった

のではないかと思うが、その点について何か議論があったか。また、戦略的資金の柔軟な配分というのは、これは基本的には ROE9%目標が必達目標であるならば、それに使うためのお金、要は資金であるかということを確認したい。

A：ROE の位置づけは現行中計と同じであり、プライオリティが高い。還元に関しては、総還元性向について社内でも議論があったが、これまで投資家の皆さまと意見交換し、予見性の高さや配当の重要性についてご意見があり、1株当たりの配当を目標とした。株主還元については3月に発表した時に少なくとも2,000億円以上とお伝えしており、そのまま書かせていただいているが、我々が重視したのは予見性をいかに高めるかということで考えており、そのようにご理解いただきたい。

Q：私は予見性を感じなかったが、承知した。

3.

Q：ROE の分子、利益側について確認したい。7ページで今期のセグメント利益1,650億円からスタートすると思うが、決算資料の25ページの今期の見通しを見ると、セグメント利益1,680億円に対して補正項目がプレスで500億円弱ある。これを差し引くと1,200億円弱になると思うが、このスタートラインのギャップの部分をどう理解すれば良いか。加えて、セグメント利益を1,650億円から2,100億円に伸ばすにあたって、ソリューションの部分が大きな要因としており、かつ投下資本としても大きな投資をする領域になっている。ソリューションについて、今何をやっていて、今後どう伸ばしていくかについてももう少し詳細に教えて欲しい。

A：ソリューションの部分について回答する。BtoCについては、設備周りのソリューションを伸ばしていきたいと考えている。今でもそれなりの売り上げが立っている事業ではあるが、必ずしも効率的な運営が出来ていなかった。デジタル等を活用することで、利益率はかなり改善できると考えている。元々母数はある事業なので、エリアの拡大・展開を考えている。BtoBについては、従来首都圏中心に行っていたが、北海道から沖縄までエネルギーサービスを展開してきており、電力・ガス業界の中では1番だと思っている。ここを海外も含めて伸ばしていきたい。加えてIGNITUREということで、ガス周りだけではなく、太陽光や蓄電池といった分野でも採用が増えているので、こうした所がプラスされることによって、かなり大きな収益になり得ると考えている。

中計を作る上で、今年度の利益から線形に利益想定を置くことはかなり難しい状況となっている。今年度の利益には相当の特別損益や営業外損益が含まれているため、ここをスタート地点としては考えておらず、新しく置いた経済フレームの基で新たに利益想定を作っている。よって、28年度に向けては線形にはならず、やや非連続な形で目標利益を目指していくことになる。

Q：ソリューションの投下資本について、それなりの投資額があるが、どのようなものにアロケーションしていくのか。

A：BtoC分野については、デジタル周りの投資や、この分野はメンテナンスの担い手の確保することに苦労しているのでM&Aを活用して、早期に人材確保・スキルアップすることで、大きなシェアが取れると考えている。BtoBの分野については、エネルギーサービスやデータセンター向けのコジェネレーションシステム等が考えられる。

4.

Q : ROE 9%必達について、利益が下振れた場合でもエクイティコントロールによって達成するという意味でよいのか。この3年間の中期経営計画を振り返ると、最初の段階では利益とROEの整合性の議論で、必ずしもエクイティコントロールまでは明言していなかったと認識している。しかし、この1年間で目標必達に向けて相当アクセルを踏んだ。何が何でもエクイティコントロールをしてでも達成するという方針が、この新中期経営計画でも貫かれるという理解でよいのか。どちらか良いか実は分からなくて、3年間の中期経営計画なので期初からそのような話をコミットする訳ではない、というのも一つの説明だと思う。ROE 9%必達の意味合いについて、もう一段深堀したい。

A : 基本的には利益を伸ばして成長していくと考えているが、先ほども述べた通り、現行の中期経営計画と同様の考え方にに基づき、必要な対応はとっていく。

5.

Q : 総還元の数値を株主還元方針の文字の中から外し、株主還元方針を読むと定量的な話がなくなってしまい、英語にして海外の投資家に話したときに意味が分からない。先ほどの質問者が、予見性が上がったと思えないとおっしゃっており、私も予見性が下がったとしか思えず、戦略的資金のところの話を毎四半期質問する必要があると感じた。予見性は下がった気がしている。総還元は4割でもよかったし、5割にしなかった理由は何か、数字あえて使わなかった理由を教えてください。もう一つは最適資本について。利益が伸びるため自己資本を減らす前提にはなっていないが、私は現状の自己資本比率は過剰だと考えている。今年の株主還元は自社株買いだけで2,000億円、配当金が100円だとすると配当総額350億円程度と考えると、結局2,350億円実施することになるが、これはアクティビストがいたおかげであり、そこが一気に弱まり元の本阿弥に戻ったのかと思った。最適資本について、今回の中計上の水準が合理的であると考えた理由を教えてください。

A : 予見性については、短期的には収益は期ズレなど様々な影響を受けるため、還元率よりも、様々な方のご意見を踏まえ、より配当を重視した方がありがたいという声もあり、このような形にした。予見性が低いというご意見があるのであれば、我々としても説明の仕方を模索する必要があるが、そのような声を踏まえたものとご理解いただきたい。最適資本については、いまの段階でDEレシオを高める余地があると思っているが、状況に応じてデッドも有効に活用しながらと考えている。ただ、この先の金利動向なども見据えて、格付はあるレベルでは維持したいと考えており、現段階ではこのような数値で考えている。

予見性については議論してきた。今まで通り利益ベースがいいか、あるいはDOEみたいな話も議論した。やりたかったことは、バランスシートの最終的な姿に向けて持っているキャッシュをどのように使うかを示すこと。ただ、それだけだと全く予想がつかなくなるため、今までで言うところの総還元+追加的還元といった部分について2,000億円と示しておき、そこからさらに差が出るのであれば、年度ごとに、関係をご説明していくということ。説明がうまく伝えられていないと感じたため、そこは改めて工夫してお話したい。

6.

Q : 今期の実績および計画に関して、海外セグメントの状況について教えて欲しい。セグメン

トとして見通しを下方修正しているし、2Q までの実績を見てもやや物足りない印象。説明上は下流側の蓄電池等となっているが、もう少し詳細を教えて欲しい。

A：上流と中下流で分けて考えた際に、上流側については既に 9 か月経過していることもあり、概ねヘンリーハブの価格も見え、かつ 8 割ヘッジしていることから、こちらは概ね問題ない認識。一方で中下流側について、電力系の事業や持分法適用会社が多く存在するが、これらが米国の電力市況や個社の事情により、想定よりも悪くなりそうである。事業の背景について少し補足する。北米においては、中下流事業として太陽光・蓄電池・マーケティング&トレーディング事業を行っているが、今年度について冬が暖かく、夏が涼しかったことから、ボラティリティが低くかつ電力価格が低位安定していたため、当社の現状のビジネスモデルだと収益化が難しい状況であった。それを受けて、保守的に見積もった部分もある。対応策として、PPA 契約の締結や太陽光と蓄電池をセットでヘッジする等バリューアップ策を講じている所であり、今後も市況変化にも対応できるように進化させていきたい。

Q：シェール事業について、期初、確認埋蔵量が低下した影響で単位当たりの減価償却費が増加した分、収益性が悪化しているという説明もあったと思う。昨年度対比で改善しているのは十分に理解しているが、北米事業のモニタリングすべきポイントが後追いで情報が出てきている感がある。来期に向けて改善は考えられるか。

A：IR 資料上でも徐々に開示レベルを上げてきているつもりではある。上半期が経過した所であるが、通期の見通しに対して進捗が悪いのではないかと懸念もあると思う。上期については想定よりもガス価格が高く推移したことで 10 億円前後のアップサイドがあったが、一方で生産量が 1 %程度下がったため、単価上昇による影響を相殺した。減価償却費について、前期の埋蔵量レポートに左右されるという説明を差し上げたことがあるが、上半期についてはこの影響を受け、下期については改善する見込みである。上期・下期を比較すると数十億円程度は差異が生じる。よって、上期・下期の利益水準は多少異なる形となり、通期で見れば計画を上回るぐらいの着地を見込んでいる。

7.

Q：セグメント利益目標 2,100 億円について、セグメント別の内訳を教えてください。中期経営計画の資料には記載がないように見える。決算説明資料 7 ページにある今年度のセグメント利益見通し 1,680 億円の内訳と同様の形式で、2,100 億円の内訳を、決算短信上の 4 つの区分（エネルギー・ソリューション、ネットワーク、海外、都市ビジネス）と、調整額が変わっているとしたらその数字も併せて教えてください。

A：2,100 億円という数字は、営業利益に持分法投資利益を加えたものである。したがって、ある程度は計算できる数字である。当期純利益は 1,300 億円台後半の数字を考えていただければよい。

Q：セグメント利益の内訳を、エネルギー・ソリューション、ネットワーク、海外、都市ビジネス、調整額で教えてください。

A：中期経営計画資料の 19 ページ以降の説明を割愛してしまったが、各事業別のセグメント利益と投資規模を対にする形で各ページに記載があるため、そちらも参考にしてほしい。

Q：資料にはエネルギー・ソリューションや調整額の記載がない。決算短信で開示している 4 つのセグメント区分、エネルギー・ソリューション、ネットワーク、海外、都市ビジネス、そして調整額での数字を教えてください。

A：今回の中期経営計画では、ソリューションに力を入れていくという意味で、ソリューションを従来のエネルギー・ソリューションから分割した。したがって、基本的にはエネルギーとソリューションを合わせた金額が、足元の開示セグメントであるエネルギー・ソリューションに相当する。調整額については、今回の中期経営計画では開示していない。その他の事業については、概ね現行のセグメント区分と対応している。ネットワークについては、エネルギーに入っている。

Q：ネットワークは5億で金額が小さいから、今回は開示していないということか。

A：金額規模が他の事業ほど大きくないという意味ではそのとおりである。

8.

Q：中計資料 10 ページのセグメント別 ROE について教えてほしい。今回、エネルギー、ソリューション、海外に注力するとおっしゃっていたが、特にソリューションと海外をなぜ注力するのか伺いたい。ROIC/WACC の関係において、海外は先ほど収益貢献に時間を要する資産があるので逆転しているという話があったが、このカッコで示している上流で取ったとしても、ROIC と WACC のスプレッドが、ソリューションと海外でそんなに魅力があるように見えない。エネルギーで 3%を取れているため、スプレッドが取れているエネルギーに全振りするとか、何ならば都市ビジネスをやった方が良いのではないかという風に、これはあくまでこの数字だけの話だが、そういう計算ができるというのがこの 10 ページのメッセージかと思っている。そのような状況下で、都市ビジネスではなく、エネルギーと並ぶ形でソリューションと海外に注力するのは、どのように導かれているのか、背景を教えてください。

A：その点については、中計資料 17 ページをご覧くださいと、市場の成長性の観点ではソリューションと海外は高いと考える。従って、この 3 年間で上げるリターンが十分でないというご指摘だと思うが、この先のことも考えると成長性がある事業のため、ここをしっかりとやっていきたいと考えている。

ソリューションの中にはご家庭向けのものから法人向けサービスまで含まれており、特に法人向けソリューションについては日本においても EaaS (energy as a service) という形で 10%を超えるような成長率があるのではないかとされているところもある。そういったところは、お客さまとも、例えば 10 年・15 年といった長期契約を結んで安定的な利益を上げる側面もあるため、どのくらいスプレッドを確保するかは、契約プロファイル、利益の安定性の両側面も見ながら判断していきたいと考えている。加えて、ポスト中計期間においても DX・GX 方面のソリューションでインキュベーションしたものがさらに利益率を高めていってくれると考えているため、次期中計期間以降においてもスプレッドを広げていってくれると期待しているところがある。

Q：確認だが、28 年度の計画でお示しいただいた、ソリューション、海外のあるべき ROIC はもっと高いと思っているからです、といったご説明になるという認識でよろしいか。

A：上げていきたい、と常に考えている。

9.

Q：中計資料の 16 ページ目について、エネルギーとソリューションの利益成長幅がかなり大きく見える。特にエネルギーの部分について、870 億円から 1,090 億円と 200 億円以上伸ばすという計画であるが、従来からやっている事業でもあるので、コストダウンが最初

に思いつく要因である。収益性を伸ばす要因としては、コストダウンの要素が強いのか、もしくは昨今のインフレ影響も考慮した料金戦略も念頭に置いた収益性改善等、その他の要因があるか。

A：現行中計期間において、かなりデジタルを使った取り組みを実行済みであり、このペースを加速すれば、コストダウンや新たな事業展開もできると考え、この計画としている。加えて、人件費・工材などのコスト増による影響については、必要に応じて策を講じなければならないと考えている。

10.

Q：資源価格の変動について、計画ではヘンリーハブ価格を 3.8 ドル/MMBtu と想定しているが、この価格が変動した場合の収益のボラティリティをどの程度で考えているか。8割ヘッジしていることもあり、かなり感応度は抑えられているが、全体の生産量から考えるとインパクトは大きいと思う。中期経営計画の利益目標を考える上でのリスクはどう考え、どの程度の変動幅を見ているか。

A：変動幅としては、今年度の計画では 0.1 ドル/MMBtu の変動に対して、通期で 6 百万米ドル程度と見ている。感度そのものはヘッジ比率が変わらなければそれほど大きくはならないが、開発を加速すればその分変動は大きくなるため、今より若干大きくなるイメージをしていただき、今後単年度計画等の際にあらためて情報提供したい。

Q：今の時点で、3年後もある程度ヘッジしているという意味か。

A：現時点では、3.8 ドル/MMBtu を前提にしておいているということ。現実には動いていくところだと思う。

11.

Q：株主還元、配当のところに話を戻すが、140 円の意味・ロジックは何か。今期が 100 円なので、40%増配だと思うが、どういった計算をされたか。先ほどから配当重視の方針とおっしゃっているが、セグメント利益の成長がだいたい 3 割、バイバックで 10%程度株式数が減ると、EPS の成長とほぼ平行であり、配当重視というより配当の予見性を重視したとしか受け止められないが、別の意味があれば教えてほしい。

A：まず先に大まかな考え方を回答する。EPS の中長期的成長を参考に考えたというのが一つ。EPS は短期的には変動するが、中長期的には伸ばす前提のもとに参考にしたということと、過去の累進配当の考え方よりも、より配当ペースを上げたと考えているが、そういった意味でより配当重視にウェイトを置くということ。さらにいうと、同じような業界水準も参考にした。

基本的には笹山が申し上げた通り。配当性向の平均値、DOE などを複数勘案しながら、最後は EPS を踏まえて考えたもの。

12.

Q：リスクについて確認したい。サハリン 2 のリスクが出てきているが、中計上でどのように織り込んでいるのか。一方でアラスカ LNG の話も意思表示しているが、どのように織り込んでいるか。

A：サハリンについて、報道が出ているのは承知しているが、細かいことは申し上げることはできない。国とも相談している所であり、直ちに大きなリスクになるとは考えていない

が、リスクケースも想定しながら対応していく。アラスカについては、先日ノンバイディングのLOIを提出した所であるが、我々は投資する立場ではなく、LNGを引き取る側の立場である。条件面や価格面といった条件次第で判断していく。

13.

Q：投資について、中期経営計画における1.1兆円の投資の内訳を伺いたい。過去3年間で約1兆円で、そのうち基盤投資が3,500億円、残りが成長投資だったが、今回の新中期経営計画の中では、基盤投資の額はどの程度か。

A：都市ガスの供給インフラに関する基盤投資は、3,500億円よりも少ない金額になる。1.1兆円のうち、4分の1弱程度をイメージしていただきたい。

14.

Q：不動産についてお伺いしたい。GINZA gCUBEの売却に関する報道があり、かつ、大きな売却額になると聞いているが、売却状況についてお伺いしたい。売却が完了したのか、売却益を今年度計上予定なのか、などお伺いしたい。

A：ご指摘の件は当社から報道したものではないため、不動産に関しては公表できるタイミングがきたら適切に公表したいと考える。

Q：不動産についてもう一点、中計資料21ページを拝見した上で、バランスシートをどのように活用していくかについてお伺いしたい。上の方を見ると累計投資額が1,200億円なのに対して、中段ぐらいで700億円の累計売却を見込んでいるという記載があるが、これを見ると今後も不動産領域でバランスシートの利用を拡大するのかなと思うが、他方で下のチャートを見ると、事業内で出た利益の一部を再投資に回すチャートになっている。この売却額の数字700億円は最低限のコミット額なので、バランスシート上の利用額に関しては、維持または低下するというのが下のチャートのメッセージだと認識したが、そこについてどのように考えているか。

A：3月公表資料でお示しした資産売却プログラムの考え方を基本的には維持しているため、次期中計期間においても3月にお示しした際と同じレベル感の中で実行する。ある程度不動産の資産レベルが決まった中においては、フリーキャッシュフローの中で一部再投資に回していくことも出てくるが、これを循環型投資と呼んでおり、より回転率を上げることで、今時点でも不動産事業は他社と比較してもそれなりのリターンレベルが出始めていると思っており、さらにその資産の効率性を高めたいと考えている。

Q：最後にもう一点、不動産同様、まだバランスシート上に、現在の株価に織り込まれていない潜在価値があると考えており、その一例がオクトパスエナジーである。先日、証券会社のレポートでオクトパスエナジーの株式価値が2兆円以上あると記載があり、御社持ち分を考えると2,000億円以上の価値が御社のバランスシート上に眠っていると考えますが、御社はどのように考えているか。数字感についてお伺いしたい。

A：オクトパスについて、数字そのものについては同じくらいの認識しかしていないが、一緒に国内で事業を行っており、ここでバリューを上げることができるような形を作るために必要であれば、持ち続けるべきであると考えており、それ以上バリューアップする余地がなくなれば、関係をどのようにしていくか、整理するが、今はバリューアップの途中の段階だと認識している。

15.

Q：本日公表した自社株買い 800 億円について、開始日が 11/10 になっているが、ここまで期間を空けた理由は何か。

A：実務上の都合である。

16.

Q：上期と通期の JT 差について教えてほしい

A：JT 差は、上期実績では対前年で改善している。具体的な金額は申し上げられないが、2 桁億円の中盤程度のイメージしていただきたい。通期についても規模が少し大きくなる。

Q：（上期の）改善幅が 2 桁億円ということか。

A：対前年でそのように改善している。

以上