

「INFRONEER Medium-term Vision 2027 中期経営計画」説明会における主な質疑応答

日時：2025年4月11日(金) 14:30~15:40

登壇者：代表執行役社長 (CEO) 岐部 一誠

執行役 中西 隆夫、幡鎌 裕二、下條 真

Q. インフラ運営セグメントについて確認させてほしい。FY27 では官民連携事業の事業利益が 23 億円と提示されているが、EBITDA の詳細内訳を見ると、本社一般管理費の配賦によって大幅に減少することが示されている。FY27 において大きな利益が予測されている背景について、補足説明をしてもらいたい。

A. 官民連携事業において、突然利益が上昇しているように見える理由についてご説明します。グリーンフィールドのスタジアムアリーナやブラウンフィールドの新国立競技場では、VIP ルームを 70 室設置するなど、多額の設備投資を行っています。そのため、PL 上では初期の 2~3 年間は赤字が続きますが、開業費や初期投資が償却されると、キャッシュフローが急激に増加します。PL も改善しますが、キャッシュフローの増加はそれを上回るものとなります。

また、6 月にはウォーター PPP4.0 の日本第 1 号案件が出件され、入札プロセスに入っています。こちらでも初期投資が数百億円規模となり、会計ベースで黒字化するのは数年後からとなる見込みです。

Q. 今の回答に補足してもらいたい。FY27 において、初期投資による固定費負担が軽減されるため、利益が計上されるとの理解でよいのか。

また、提示されている数字は現在手持ちの案件に基づくものであり、仮に今後新規案件が取得できなかった場合でも見込める数字として理解してよいのか。

A. 一定の受注見込みも含めていますが、非常に保守的な見積もりであるのご理解いただければ幸いです。

Q. 風力発電事業について確認したい。以前は売却後の償却を除くと約 1 億円の事業利益が残るとの説明があったと記憶している。しかし、今回の予測では、FY25 で 12 億円、FY26 で 12 億円、FY27 で 23 億円と、売却後も償却を除いた事業利益が一定程度残る計算となっている。この点について、従来の説明とは何が異なっているのか、改めて確認したい。

A. 事業利益は、売却後のコストを差し引いた利益を指し、これはのれんの配分により多少の変動があります。毎年、事業計画の見直しを行い、案件ごとののれん配分も調整されるため、それが利益変動の一因となっています。

また、最近では売却活動と並行して売電活動も進めており、特に 2020 年代に運転開始を迎える風力発電所に関しては、2030 年までに RE100 達成を目指す企業からの引き合いが増加している状況です。現在、洋上風力の進展が停滞している中で、売電価格の上振れの可能性があることも利益増加の要因となっています。

電力価格と再生可能エネルギーの価格構造についても触れておきます。私たちは 2030 年以降の再生可能エネルギーの卸売価格を 18 円/kWh 以上と見込んでいますが、これは JEPX（卸電力市場）を通じた売電でなく、相対での卸売/小売を想定した価格です。相対で取引される電力は通常固定価格で、卸市場のように、日々の価格変動がないメリットもあり、現在の市況においては市場価格よりも結果的に高くなることが多い認識です。

最終的な小売価格は卸価格に再エネ賦課金や託送料、小売事業者のコストや利ざやを加えるため、一般的な法人向けの契約価格は卸売価格に約 10 円が上乗せされています。

さらに、再エネの価値は電力価格に非化石価値を加えたものですので、RE100 達成を目指す企業が増加している現状ではその非化石価値も上昇傾向にあり、結果として私たちが想定している 18 円/kWh という卸売価格には十分に上振れ余地があり、これが将来的な利益拡大に寄与すると考えています。

Q. 舗装セグメントにおいて、3年後に50億円の利益増加を見込んでいるが、成長戦略の詳細をさらに分解して、増益の背景について説明してもらいたい。

A. 舗装セグメントでは、営業戦略の強化と製造コストの削減により、市場シェア拡大を目指しています。

建設事業では、公共工事への取り組み強化による受注拡大、特にネクスコを中心とした発注の増加が見込まれています。さらに、受注時規律の徹底、合材の販売力強化、営業所や工場の拠点の見直し、近接拠点のグループ化を通じて付加価値生産性を向上させることで、目標達成は十分に可能と考えています。

Q. 系統用蓄電池事業について、再生可能エネルギー分野において、日本風力開発をグループに有している点は、用地取得や建設工事においてインフロニア・ホールディングスが他の不動産会社、エネルギー会社、建設会社に比べて優位性を持つことを示していると理解している。

そこで、系統用蓄電池事業において、グループ全体としてどのような強みがあるのかを整理して説明してほしい。特に、用地取得などが該当すると思うが、その他の具体的な強みについても改めて聞かせてもらいたい。

A. 蓄電池事業には大きく二つの目的があります。

一つ目は、日本風力開発をグループ内に持つ強みを活かした取り組みです。かつてはキャピタルリサイクルモデルを採用していましたが、再生可能エネルギーの売電価格が上昇している現状を踏まえ、発電所を売却するよりも保有する方が有利と考えています。このため、開発した風力発電所の近隣に蓄電池を設置し、電力運用の最適化と柔軟な売電を可能とすることで、より高い収益性を追求するモデルを推進しています。

二つ目は、再生可能エネルギー市場全体を視野に入れた取り組みです。現在の日本では、太陽光発電をはじめとする再生可能エネルギーが一日の限られた時間帯にしか発電できないケースが多く、昼間には余剰電力が発生し無駄にされている状況です。風力発電も同様に、風の強弱や季節による変動が影響します。このような課題に対し、蓄電池を活用し自社発電分だけでなく他の発電源からの電力も蓄え、顧客ニーズに対応した再エネを提供することで、高い収益力を将来に渡って維持していくことを目指しています。

特に、データセンターの増加に伴い、GAFAをはじめとする企業が再生可能エネルギー由来の電力を求めている点にも注目しています。当社は、前田建設時代から再生可能エネルギーの取引に関する豊富な経験を積んでおり、そのノウハウを活かして蓄電池事業を展開しています。この事業では、用地の確保、開発計画の立案、銀行からのプロジェクトファイナンスの調達、蓄電池の建設、さらには電力市場やソフトメーカーへの販売までを一貫して行っていこうと考えております。

例えば、GAFAなどの企業が蓄電池を保有したいと考えた場合、彼らには用地の確保や建設のノウハウがありません。当社が開発リスクを引き受け、最終的に蓄電池を売却する際には、そのリスク分をリターンとして上乗せするキャピタルリサイクル型のモデルが非常に適しています。

現在、蓄電池事業には補助金も活用できる状況ですが、近い将来、蓄電池市場が飽和する可能性もあるため、スピードが重要だと考えています。この 3 年間で勝負の期間と位置づけ、再生可能エネルギー部隊は蓄電池の用地確保と低コストでの調達に注力しています。また、前田道路をはじめ全国に土地勘を持つグループ企業に加わったことで、用地探しの効率性もホールディングス体制のもとで大幅に向上しています。

Q. 今の説明から、蓄電池事業においては、風力開発の会社を傘下に持つことにより、他の建設会社に比べて一歩二歩先を行っていると感じている。また、用地探し、開発計画の立案、建設工事の迅速な着手が可能であることが、他の建設会社に対する優位性なのか聞きたい。

A. 他社の情報について詳しくは存じ上げませんが、蓄電池事業は当社が掲げる『脱請負』、すなわち工事を目的としないビジネスモデルに非常に適しており、高い相関性があると考えています。

Q. 舗装セグメントに関する成長戦略として、中期経営計画に記載されている 33 億円のプラス要素が、さまざまな施策によるものと理解している。その上で、50 億円の成長を達成するための具体的な取り組みとして、地域有力企業の M&A 戦略が挙げられているが、現時点で特定の企業との交渉が進んでいるのか、あるいはまだ具体的な話は始まっていないのか、進捗状況について教えてほしい。

A. インサイダー取引に該当する可能性があるため、特定の企業名についてはお答えできません。ただし、戦略の一環として中期経営計画に記載しておりますので、その内容からご推察いただければ幸いです。

Q. 現在のインフレ傾向が御社の請負ビジネスにどのような影響を与えているか。また、それに伴いビジネスモデルがどのように変化していく可能性があるのか、見解を聞かせてもらいたい。

中期経営計画の内容から少し離れるかもしれないが、原価開示方式の導入など、今後の業界動向についても併せて教えてほしい。

さらに、官公庁における予定価格の上限拘束性の問題や、予算確保が行われたとしてもインフレが進むことで事業量が減少し、維持が難しくなるといった課題についても聞きたい。

また、過去 20~30 年とは異なる環境下において、発注者側の状況や姿勢が変化していく可能性について、御社としてどのように予見し、どのような備えをしているか、考えを聞かせてもらいたい。

A. 現在のインフレ傾向については、どこまで続くか予測が難しい状況です。相互関税の問題や輸入材の影響を除けば、建設単価などはすでに上昇がピークに達している可能性もあると考えています。ただし、相互関税や輸入品の動向、円高の進行、原油価格の変動、金利の動きなど、複合的な要因が絡み合っており、今後のインフレの継続については不透明な状況です。

一方で、建設費の高騰が原因で再開発が停滞し始めていることや、製造業を含む多くの顧客が工事着工を順延している状況も見受けられます。こうした現象は東京や地方の大都市でも顕在化しており、弊社の営業案件でも同様の影響を受けているプロジェクトがいくつか出始めています。ただし、建設単価がピークアウトし始めるようであれば、現在停滞しているプロジェクトが再び動き出す可能性もあると見ています。

建築着工床面積が減少傾向にある一方で、建設業の受注高が増加している背景には、単価上昇の影響があります。そのため、業界全体の生産量、特に民間プロジェクトは減少していますが、物価高が生産

量の減少を補う形で受注額を押し上げている状況です。もし今後、建設単価が下落する場合、停滞しているプロジェクトが動き出す契機となる可能性があります。

こうした状況下で、弊社が20年以上前から推進している原価開示方式は、追い風となっています。当初は東日本大震災時の特例的な採用に留まると考えていましたが、現在では、コストが明確化されないと発注者側が計画を立てられない状況が広がりつつあります。ランプサム契約が主流だった時代には設計変更や物価上昇が認められない状況が続いていましたが、現在ではコストを透明化し、上昇分は適切に反映しつつ、下落時には還元する仕組みが発注者との信頼構築に寄与すると認識されています。

公共工事の予定価格の上限拘束性については、深い議論が必要なテーマです。PPPやコンセッション方式のプロジェクトでも上限拘束性が適用されている事例があると聞いていますが、これは明治以来の会計法には明確に記載されていない内容です。運用の段階で上限拘束性が適用される事例がある点について、純粋な請負工事では適切ではない場合もあります。しかし、ライフサイクルコストで競争する案件やデザインビルド契約の案件で一律に適用されるのは不合理であり、弊社としては20年以上前から問題提起を続けてきました。最近では財務省などもこうした課題に対して耳を傾け始めていると認識しています。

Q. 資本戦略について、不動産の売却額が100億円以上とのことで、全体の約8%程度の縮減が見込まれていると理解した。この売却方針について、現在保有している不動産を単純に整理・縮減していく形なのか、それとも不動産開発などを通じて付加価値を付けた上で売却する計画なのか教えて欲しい。

また、保有不動産全体のボリュームについて、現状の水準を維持していく方針なのか、それとも長期的にはさらに縮減していく方向性を目指しているのか、併せて教えてほしい。

A. 基本的には状況に応じた柔軟な対応を取っており、開発計画を立てて開発込みで売却するケース、開発後に付加価値をつけて売却するケース、あるいは現状のまま売却するケースと、不動産ごとに個別に検討しています。全体として一律の方針を定めるのではなく、プロジェクトごとに最適な判断を行う方針です。

一般論として申し上げますと、保有し続けることに明確な意義がある案件は少ないと考えています。簿価や実売却価格、付加価値の有無などを総合的に判断し、売却益が得られるものについては積極的に売却を進めていく方針です。ただし、売却自体が目的ではないため、収益性が見込めない場合に整備を進めるようなことは行いません。

Q. 蓄電池事業について、案件の計画数は開示されていますが、具体的にはどの程度の開発件数が見えているのか。また、取得済みの開発地やその選定状況、さらに系統連系に関する電力会社との調整は既に完了しているのか。

加えて、御社ではコントロールが難しい部分において、進捗の遅れに繋がる可能性があるリスクはどのあたりにあるのか教えてほしい。

A. 現時点では具体的なプロジェクトの詳細を開示することはできませんが、単独で進めている案件に加え、ジョイントベンチャー形式で取り組んでいる案件も複数ございます。ジョイントベンチャーには、当社が主導するケースもあれば、他社が主導するケースもあり、さまざまな形態があります。提示している案件数は一部に過ぎず、実際には開発に着手しているプロジェクトがその数倍に上ることをご理解いただければと思います。

収益見通しについては、電池の全量が輸入品であることから、為替予約を含むコスト管理が重要となります。また、電池メーカーには中国企業が多く含まれる中で、一部で中国製品を敬遠する意見も見ら

れますが、現実的には中国製電池が多くのプロジェクトで使用されています。たとえば、テスラの電池も全て中国製であり、中国製品を避けていてはプロジェクトの進行に支障をきたす可能性があることを踏まえる必要があります。

今、提示している資料の案件数には高压案件のみを含めていますが、特別高压案件も複数進行中です。昨日も数百メガワット規模の案件の決裁を行い、さらに新たな提案も方々から頂いております。これらは収益性が高く、すでに売却先も見えている手堅い案件が含まれていますので、最低限この程度の規模感があるをご認識いただければと思います。

リスクに関しては、現時点では電力会社から風力発電や太陽光発電のように特段の懸念や課題が提示されている状況ではございません。

Q. 建築セグメントに関する中期経営計画の利益目標値について、他の事業と比較すると、やや保守的な設定に見受けられるが、利益成長やマージン改善が期待される中で、さらにアップサイドの可能性もあるように思われる。この目標値の設定に至る背景や数字の組み立て方について、教えてほしい。

A. 現状では、利益目標値を比較的コンサーバティブに設定しております。その主な理由は、2024 年から 2027 年にかけて売上がまだ十分に反映されていない点にあります。しかしながら、今後高い確率でプロジェクトを受注できる見込みがあり、2027 年には売上が増加することを期待しております。

具体的には、大型冷凍冷蔵倉庫や物流倉庫の需要拡大、さらに仮設事業の充実が利益成長に大きく寄与すると考えています。仮設事業については、オリンピックや万博などの大型イベントに加え、アリーナや新国立競技場、各種スポーツ祭典での需要が今後増加する見込みです。

現時点では保守的な目標値とさせていただいておりますが、これを上回る成果を見込んでおります。

Q. D/E レシオについて、風力発電事業と蓄電池事業をプロジェクトファイナンスで進める一方、キャッシュアロケーションを見る限り、有利子負債を活用した調達額は比較的少ないように見受けられる。このプロジェクトファイナンスの活用状況と、D/E レシオを 1.0 倍と設定された背景について、全体的なバランス感を教えてほしい。

A. プロジェクトファイナンスについては、風力発電事業においてノンリコース型のプロジェクトファイナンスを導入する予定です。案件ごとに異なりますが、7~8 割程度のプロジェクトファイナンスを想定しており、今年度前半に着工予定の案件についても現在条件交渉を進めております。

キャッシュアロケーションに関しては、成長投資として 2,200~2,500 億円を計画する一方、営業キャッシュフローは EBITDA ベースで約 3,000 億円を見込んでいます。また、政策保有株や一部の再生可能エネルギー案件のキャピタルサイクル、さらに保有不動産の売却（約 100 億円以上）を通じて資金を創出する予定です。これらを総合すると、積極的な投資を行いつつも、有利子負債は現状から大幅に増加しない見込みです。

現在の D/E レシオは約 0.8 倍ですが、FY27 においても 0.9 倍程度に収まると予測しています。以前の中期経営計画では D/E レシオ 0.6 倍以下を目標としていましたが、今後の投資需要の増加を見据え、財務規律を維持しながら効率的にレバレッジを活用し、調達コストを抑えつつ、資金を調達する方針のもと、D/E レシオ 1.0 倍以下という計画を設定しております。

Q. 今の回答について、今後の3年間でキャッシュがさらに蓄積されることで、株主還元の余力が生まれる可能性はあるか。また、負債と株主還元のバランスについて、どのように考えているか教えてほしい。

A. 配当は60円以上を維持しておりますので、株主還元について十分に配慮しているのご理解いただければ幸いです。

Q. 土木セグメントについて、この中期経営計画期間中も順調に利益が伸びる見通しになっているが、現在でも利益率の水準は、相当高いところまで来ている中で、下振れリスクがないかどうか教えてほしい。

A. 今後の下振れリスクについて、現状の利益率は非常に高水準を維持していると認識しています。また、土木事業における原価管理や改革をさらに推進しており、まだ成長の余地があると考えています。そのため、利益率の下振れリスクは限定的であると見ており、むしろアップサイドを目指していきたいと考えています。

受注状況については、前期目標の1,630億円に対して約1,650億円を達成することができました。エネルギー部門においては強みを持っており、データセンター需要などの追い風を受けて、今後の受注の伸びにも大きな期待を寄せています。また、新たな民間需要の取り込みを目指し、組織体制を変更しながら営業活動を強化しています。これらの取り組みを通じ、最低限の目標を確実に達成しつつ、更なる成長を目指していきます。

Q. 今の回答について、民間強化ということだが、具体的には電力や鉄道等を考えておけばよいのか。

A. 電力や鉄道に関しては、現在ある程度の市場シェアを確保しており、これを最低限維持する方針です。カーボンニュートラルの推進や湾岸地域を中心とした需要の高まりを背景に、新規顧客の獲得にも取り組んでいます。これまでに例のない案件の受注もいくつかあり、今後は新たな民需の開拓をさらに進めていく考えです。

Q. スタジアム、アリーナのところで、デベロッパーや、商社など、多様な企業が参入してきており、競争が厳しくなっていると認識している。競合状況と御社の目指すところで、影響は特に考慮しなくてもよく、十分需要があると考えておけばよいのか。

A. よりグローバルな水準での運営を目指すにあたり、私たちは自治体にコンセッション化の提案を行っています。財務省や内閣府からは、運営を民間が担うBT+コンセッション方式を採用する場合、数十億円規模の補助金を提供するとの方針が示されています。

一方、Bリーグでは2028年までにアリーナの整備が、プレミアリーグ昇格の前提条件とされています。もちろん、昇格の機会は、その後も継続的に開かれています。自治体によってはプロバスケットボールチームと連携し、28年度のプレミアリーグ昇格を優先する動きも見受けられます。このような自治体の中には、BT+コンセッション方式ではなく、アリーナ建設のみを急ぎ、結果として私たちの提案が遅れ、BT+コンセッション方式が採用されなかった事例もいくつかあります。例えば、秋田では、某ゼネコンが請負方式で建設を進めており、28年までの完成を目指している状況です。

しかし、現状として多くの自治体は、BT+コンセッション方式を採用し、補助金を活用しながら運営を私たちに委託したいと考えています。この方式は競争を伴うため、必ずしも受注が保証されるわけで

はありませんが、私たちは運営に関する豊富なノウハウを蓄積しており、さらに世界中のパートナー企業と連携を構築済みです。このような強みを背景に、当面は有利な状況を維持できるのではないかと期待しています。

Q. インフラ運営はどの分野を重点的に考えているか教えてほしい。

A. まず、一つ目はスタジアム/アリーナ事業になります。スタジアムやアリーナに関して、自治体が官民連携に移行するインセンティブが非常に重要です。現在、Bリーグの問題や地方創生の促進などの理由から、自治体が補助金を獲得するために議会を通じてプロジェクトを進めようとする動きが見られます。このため、スタジアムやアリーナの案件が今後数年間は多くなると予測しており、これが注力分野となります。ただし、このトレンドが永続するかどうかは現時点では不透明です。

新国立競技場やアリーナにおいて、我々は期待を超える運営を目指しています。このことが成功すれば、市場はさらに拡大する可能性があります。将来的には、官民連携を超え、民間主導でアメリカのような素晴らしいアリーナが登場することを期待しています。

二つ目は、水道・下水道についてです。八潮での事故を含め、日本の重要な社会課題として認識されてきています。多くのインフラが地下にあるため、選挙や議会での議論の対象になりやすく、一般市民の関心も薄かったのが現状です。しかし、事故の増加により問題が顕在化し、急速に理解が進んでいます。

財務省や内閣府はこの状況を認識し、ウォーターPPP という仕組みを通じてコンセッションレベル 4.0 に対する補助金を満額提供する政策を昨年の骨太方針で打ち出しました。これにより、日本全国の上下水道が資金不足の課題に直面していることが理解され始めています。

さらに、中期的には道路の問題も顕在化しています。特に一般道路の財源が大きな課題となっています。ガソリン税が道路の維持補修に充当されていますが、EV 化や PHV 化によってガソリンの消費量が減少し、維持補修の財源が急減しています。この状況は日本だけでなく、世界的に共通しています。例えば、アメリカでは一般道路の有料化が進み、ヨーロッパでもロンドン市内での通行料金が導入されています。これらは、維持管理費用を利用者負担にする動きの一環です。

技術革新により、カメラでナンバープレートを撮影し、後払い方式で料金を徴収する効率的なシステムが普及していますが、日本の公共インフラでは有料道路の ETC などコストの高い仕組みが主流です。世界では一般道路もカメラで料金を徴収する方向に進んでおり、自治体は官民連携によるコンセッションが必要とされています。

上下水道の次に、道路も本格的に取り組むべき課題であり、我々の仮説では日本もこの方向に進むと考えています。上下水道と道路が将来的に主要な分野となるでしょう。

以上