INFRONEER Holdings Inc.

2027 年 3 月期　第 2 四半期決算説明会における主な質疑応答

日時　：　2026 年 11 月 11 日(水)　14:00～15:00
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、
　　前田 操治、今泉 保彦、柴田 敏雄

※見通し等は 2026 年 11 月 11 日時点のものです。本文中の資料は同日公表の決算説明会資料を指します。

Q. 決算説明会資料 P4 で示されている、2027 年 3 月期の事業利益の通期計画を 927 億円に引き上げた背景について教えていただきたい。第 2 四半期累計（2026 年 4～9 月）の上振れ分を反映したものであり、下期の建築・土木事業における設計変更の獲得等によって、さらに上振れる余地があるという理解でよいか。

A. ご認識のとおりです。2027 年 3 月期第 2 四半期決算において追加した 60 億円は、第 2 四半期までにほぼ確定している利益の増加分を反映したものです。第 3 四半期・第 4 四半期（2026 年 10 月～2027 年 3 月）に利益がさらに伸長すれば、通期計画への追加的な上積みが期待できると考えています。

Q. 来期（2028 年 3 月期）の株主還元の考え方について教えていただきたい。東芝への出資に係る金融資産の評価損益（キオクシアホールディングスの株価動向が影響）や、公募増資による株式の希薄化により、EPS が低下した場合、現在の配当水準の維持をどのように考えているのか。あわせて、配当性向や下限配当の引き上げ余地についても教えていただきたい。

A. 2027 年 3 月期第 2 四半期決算時点では、1 株当たり年間配当予想 132 円（中間 65 円、期末 67 円）を維持し、配当性向は 45.3%となる見込みです。2025 年 3 月期の配当性向は 48.3%でした。基本的には、配当性向 50%の還元を安定的に実施できるように経営に取り組んでいきたいと考えております。今回の公募増資に際しても、同様の考え方をご説明してまいりました。

1 株当たりの年間配当 132 円の維持を念頭に、配当性向 50%までの範囲で還元していきたいと考えています。また、年間 90 円としている下限配当についても、現在の配当水準との関係から、その意義が薄れてきているため、適切な時期に見直しを検討したいと考えております。

Q. 蓄電池事業の足元の利益見通しについて教えていただきたい。従来の IR 資料では中期的な見通しも示されていたが、現在の案件における建設状況等を踏まえ、今期（2027 年 3 月期）、来期（2028 年 3 月期）、および中期的に、どの程度の利益貢献を見込んでいるのか。

A. 足元では、蓄電池事業に係る売電価格が低下しており、その動向を注視しつつ、進行中の事業の IRR（内部収益率）を確認しながら開発を進めています。売電価格が低下している状況でも、事業として成立する見通しは持っています。

今後の売電価格回復の可能性も見ながら、現在約 50 件の手持ち案件を着実に進めていく方針です。既に建設に着手している案件もありますが、今後の開発案件も含めると、2030 年度頃から利益貢献してくると考えています。

Q. 蓄電池事業については、来期（2028 年 3 月期）、再来期（2029 年 3 月期）にも、案件の売却益や、電力を安い時間帯に調達して高い時間帯に販売することによる運用益を見込んでいたと認識している。利益貢献は、2030 年度頃からとの説明であったが、来期、再来期の貢献は保守的に見ておくべきという理解でよいか。

A. 当初は 2028 年 3 月期・2029 年 3 月期の利益貢献も想定していましたが、現在の売電価格の状況等を踏まえると、現時点では厳しいと考えています。案件の売却についても、一定程度保守的に見ておく必要があると認識しています。

Q. 2026 年 10 月に実施した公募増資の規模を決定した考え方について教えていただきたい。アルソシア建設・水 ing の買収に伴うブリッジローンの返済に充当することは理解しているが、既存株主への影響や金利動向を踏まえ、どのように調達規模を判断したのか教えていただきたい。

A. 格付け、借り換え時の金利負担および今後の M&A に必要な資金調達余力を総合的に勘案して判断しました。公募増資前の D/E レシオは 0.91 倍であり、格付け会社からは 1 倍程度にとどめるべきとの見方が示されていました。当社としては、格付けの維持にとどまらず、将来的な引き上げも目指しています。

また、金利上昇局面では、低金利で調達していたブリッジローンの借り換え負担が増加することも考慮しました。将来的な M&A に向け、借入を活用できる余地も確保する必要があることから、新株発行による資金調達を選択しました。

調達規模は、希薄化率が 20%を超えない範囲で最大に近い水準を目指しました。今回の公募増資は、発行株式数 5,500 万株に対して、OA717 万株を全て発行した場合、調達総額は 1,149 億円、希薄化率は 17.9%となる見込みです。

増資後の D/E レシオは 0.69 倍となる見込みであり、1 倍程度までの範囲で 3,000 億円以上の追加的な借入余力を確保できると考えています。これにより、M&A を実行する余地が広がったと認識しています。

Q. 公募増資後の D/E レシオは約 0.7 倍となる見込みだが、今後の M&A 等に伴う借入については、D/E レシオ 1 倍程度を目安に考えればよいという理解でよいか。

A. ご認識のとおりです。1 件の M&A で借入余力を全て使うということではありませんが、複数の案件がある場合でも、D/E レシオ 1 倍程度までは対応できるのではないかと考えています。

Q. 土木事業の売上総利益率は、第 1 四半期（2026 年 4～6 月）の 16.2%から、第 2 四半期単独（2026 年 7～9 月）では 20.5%へ改善している。第 2 四半期に大きく改善した背景と、一過性の要因かどうかについて教えていただきたい。また、第 3 四半期以降も高い利益率が続く可能性があるのか、あわせて教えていただきたい。

A. 第 2 四半期単独の利益率改善には、大型工事の設計変更が確定したことに加え、過去の海外案件に係る係争が解決して清算が完了し、関連する引当金の戻入が生じたことが寄与しています。

これらの要因が第 2 四半期に大きく寄与しているため、通期計画の利益率は第 2 四半期単独の実績を下回って見えます。一方で、全体として設計変更の獲得は順調に進んでいます。下期も各案件の設計変更や採算改善を進め、利益のさらなる上積みにつなげていきたいと考えています。

Q. 2027 年 3 月期の前田建設建築事業における売上高計画を下方修正した背景について教えていただきたい。

A. 前田建設とアルソシア建設が JV で取り組む案件が増えており、その影響による可能性があると認識しています。

Q. 建築事業の完成工事の利益率は 2026 年 3 月期に比べて改善し、2027 年 3 月期第 1 四半期から第 2 四半期にかけても一段と上昇している。設計変更等を含め、改善した要因について教えていただきたい。また、受注時の採算も前年度比で約 1.2 ポイント改善しているが、引き合いが堅調な分野と、今後何年程度まで良好な受注環境が続くと見ているかについても教えていただきたい。

A. 前田建設では、2027 年 3 月期上期（2026 年 4～9 月）に採算性の高い大型工事が完成したことに加え、物価上昇に伴う工事代金の増額を想定以上に確保できたことが寄与しました。この結果、前田建設単体の建築事業の売上総利益率は、上期累計で 15.2%となりました。

通期の利益率については、13%台を見込んでおります。下期は、大型のデータセンターや長期にわたり進めてきた再開発案件なども影響するため、設備工事の影響や受注時の採算などによって、上期の利益率がそのまま継続するとは見ていません。引き続き、採算改善に取り組んでまいります。

今後の受注環境については、前田建設・アルソシア建設の両社が得意とする大型の住宅系再開発案件が堅調です。超高層マンションでは、PC 化も含め、基本的にすべての案件で両社の JV で取り組む方針です。アルソシア建設は従来、受注を制限していたことから、今後の受注拡大余地があると考えています。

具体的には、首都圏の超高層マンション、データセンター、大型の冷凍・冷蔵倉庫、アリーナなどに力を入れております。これらの分野を中心に、2030 年頃までは、良好な受注環境が続くと考えています。

Q. 再生可能エネルギー・インフラ運営事業への投資を拡大する中で、各事業の ROIC と WACC をどのように管理しているのか。特に陸上風力事業について、金利上昇下でも投資収益が資本コストを十分に上回っているか、考え方を教えていただきたい。

A. 30 年、50 年といった長期間の運営を含むインフラ事業では、ROIC だけで投資を評価することは必ずしも適切ではないと考えています。欧州のインフラ運営・建設会社などとの議論でも、同様の認識を持っています。

資本コストを上回る収益を確保することを前提として、将来のキャッシュフローに基づく IRR や、EBITDA を重視して管理しています。陸上風力事業についても、資本コストを下回る投資は実施しない方針です。

Q. 建設中または今後開発する再生可能エネルギー案件について、例えば金利が 1%上昇した場合に IRR がどの程度変化するかなど、金利上昇に対する感応度の開示を検討していただきたい。

A. 投資家の皆様が当社のインフラ運営事業の価値を適切に評価できるよう、情報開示を段階的に充実させてまいります。その際、商社や再生可能エネルギー分野の投資家との違いを示す上で重要となるのが、EPC による利益の捉え方です。

これまでご説明してきたインフラ運営事業の IRR には、EPC 利益を含めていませんでした。これは、金利上昇や市場環境の変化を厳密に反映し、他の投資家と共通の尺度でプロジェクトの採算性を管理するため、あえて EPC 利益を除いて評価してきたものです。

一方、当社グループには、インフラへの投資・運営に加えて、EPC による利益も獲得できるという特徴があります。この強みを事業価値の評価に適切に反映するためには、EPC 利益も含めたキャッシュフローを捉え、IRR や DCF の考え方に基づいて評価する必要があると考えています。このため、2027 年 3 月期第 2 四半期決算から、インフラ運営事業に関連する EPC 利益の帰属先を、建築・土木セグメントからインフラ運営セグメントへ変更しました。今後は、EPC 利益も含めた IRR による管理を進め、関連する情報の開示も検討していきたいと考えています。

Q. 2027 年 3 月期はアルソシア建設が期首から連結対象となっている。第 2 四半期までの実績に対する評価と、今後の期待について教えていただきたい。

A. アルソシア建設の 2026 年 3 月期の実績は、当初の中期経営計画の想定をやや上回り、2027 年 3 月期も順調に推移しています。統合後の PMI を進め、建築・土木の各セグメント執行役と議論しながら、前田建設で成果を上げた取り組みを取り入れることで、事業の拡大を図っております。

特に建築では、前田建設の大型案件に JV で参画することが売上・利益の拡大に寄与しています。アルソシア建設の既存顧客からの受注も増加しており、今後の事業の回復・拡大を期待しています。

海外事業も、土木インフラ案件や日系企業向けの建築案件を中心に堅調です。EPC 領域の拡大に加え、前田建設が国内で培ってきたコンセッションや PPP の知見を活用し、海外でも共同で事業機会を拡大していきたいと考えています。

グループ全体としても、統合後の PMI は順調に進み、前田建設とアルソシア建設があたかも一つの会社のように連携する新しいビジネスモデルに取り組み、日本の建設業界に範を示せるような成果を出していきたいと考えております。建築・土木の双方で相乗効果が現れており、特に海外事業を今後の成長が期待できる分野と捉え、グループとして EPC やコンセッションに積極的に取り組んでまいります。

Q. 決算説明会資料 P46 に記載されている日本風力開発の風力発電事業について、工事中・着工予定の案件がある中、資材価格の高騰や金利上昇にどのような対応を講じているのか教えていただきたい。

A. 各プロジェクトのコスト管理と事業管理を一層厳密に行っています。現時点では、再生可能エネルギーの売電価格にも上昇傾向が見られるため、売電収入と建設・開発コストのバランスを精査しながら開発を進めています。

開発から EPC、運営、売電まで一貫して担える事業者は、国内でも限られていると認識しております。当社グループのこの強みを生かし、日本のエネルギー業界の範となるよう、適切な事業管理に取り組んでまいります。

Q. 民間建築では価格転嫁が好調な業績の一因となっている一方、発注者であるディベロッパーからは、これ以上の建設費上昇を受け入れにくいとの声も出始めている。労務費や資材費の上昇が続く中でも、価格転嫁と好調な業績を維持できると考えているのか教えていただきたい。

A. 発注者との十分なコミュニケーションを通じ、双方でコスト低減に取り組むことが重要と考えています。例えば、超高層マンションでは前田建設とアルソシア建設が有する PC 工場を活用した工業化・省力化を進めています。また、設備・電気工事の協力会社への発注や価格の決定についても、ゼネコンだけで対応するのではなく、ディベロッパーと共同で取り組んでいます。

前田建設・アルソシア建設ともに、このような取り組みを通じて発注者との信頼関係を築いています。価格交渉はありますが、最終的には合意に至っており、現時点で、価格交渉がまとまらずに止まっている案件はありません。

グループの戦略も含めて補足しますと、インフレ局面では、請負側ができるだけ高い価格で受注したいと考える一方、ディベロッパーを含む発注者は、できるだけ低い価格で発注したいという、二項対立の構造に陥ります。この利害の対立が解消されず、大型プロジェクトの延期につながる場合もあります。価格の調整が交渉や双方の力関係に左右され、請負側も施工体制などの制約を受ける状況を、日本の請負契約における構造的な課題の一つと捉えています。

こうした課題に対し、前田建設では 2006 年頃から原価を開示し、その原価に合意した報酬を加える「コストプラスフィー方式」を提案してきました。この方式の本質は、発注者と請負者がパートナーとなり、一体となってコスト低減に取り組むことにあります。

具体的には、コスト上昇のリスクが請負側に過度に集中しないようにする一方、物価の下落などによってコストが下がった場合には、その効果を発注者に適切に還元する関係を、契約で明確にしていくことが重要と考えています。その上で、発注者と請負者が同じ目標を共有し、事業のより上流の段階から協力して取り組むことを目指しています。

その前提となるのが、原価の開示と価格の透明性の確保です。当社グループが受注時利益率を開示しているのも、発注者を含む関係者に対して当社の利益水準をオープンに示し、相互理解を深めるための取り組みの一つです。こうした透明性を通じて、契約締結前の段階から信頼関係を築き、発注者と請負者が共にコスト低減に取り組める関係を構築していきたいと考えています。

以上