

弊社提案内容のご説明

弊社が求めていること

弊社は、コスモエネルギーホールディングス株式会社（以下「コスモ社」といいます。）の取締役会は、当社の企業価値・株主価値向上に最も資する選択は何かという観点から、**再生エネルギー事業子会社の上場について真摯に議論を行い、その結果を公表すべきである**と考えております。

しかしながら、コスモ社は、2023年3月23日公表の第7次連結中期経営計画の中で示した「再生エネルギー事業をバリューチェーン全体で成長させていくことこそが当社の企業価値最大化につながる」という考え方に固執し、再生エネルギー事業子会社の上場について取締役会で真摯に議論する姿勢を見せようとしません。

弊社が求めていること

弊社は、再生エネルギー事業子会社の上場について、特定の手法にこだわるものではなく、タイミングについても今すぐに上場しなければならないと主張しているものではありません。

弊社の株主提案である社外取締役1名の選任議案の取締役候補者は、「再生エネルギー事業子会社の上場について取締役会で真摯に議論し、その議論の結果を公表すること」を公約としており、弊社はこの議案が可決されることにより、この公約が実現することを期待しています。

また弊社は、過去のコスモ社の株主価値向上に対する対応を見ると、株主提案による社外取締役が選任されることは、取締役会における透明性をより向上させることに繋がると考えております。

弊社が求めていること

コスモ社は、弊社が株主になり以下の点等について積極的な働きかけを行ったからこそ株主価値向上を意識するようになったのであり、それが無ければ未だに株価を低迷するままに放置していたと弊社は考えます。

- 業界他社が在庫影響除き総還元性向50%をコミットする中、同指標で10%にも満たない大変消極的な株主還元を行っていたこと
- 転換社債の転換が進み、結果としてPBR1倍割れでの増資と同様の状況になっていること

弊社が望むことは、コスモ社取締役役会において、株主の提案による社外取締役が選任され、経営陣の保身ではなく、上場企業として何が最も株主価値向上に繋がるのかというより活発な議論が行われ、中長期的な企業価値向上、株主価値向上を目指すことを目的としています。

再エネ事業子会社の上場が企業価値向上に資すると考える論拠

当然ながら、弊社としては、再生エネルギー事業子会社の上場がコスト社の株主価値向上に資するものであると確信しておりますので、その点について本資料にてご説明します。

再エネ事業子会社の上場が企業価値向上に資すると考える論拠は3つあります。

- 1. 企業価値ディスカウント効果の解消**
- 2. ROE押下げ効果の是正**
- 3. 再エネ事業子会社自体の成長の加速**

以降、3点それぞれについて具体的かつ簡潔にご説明します。

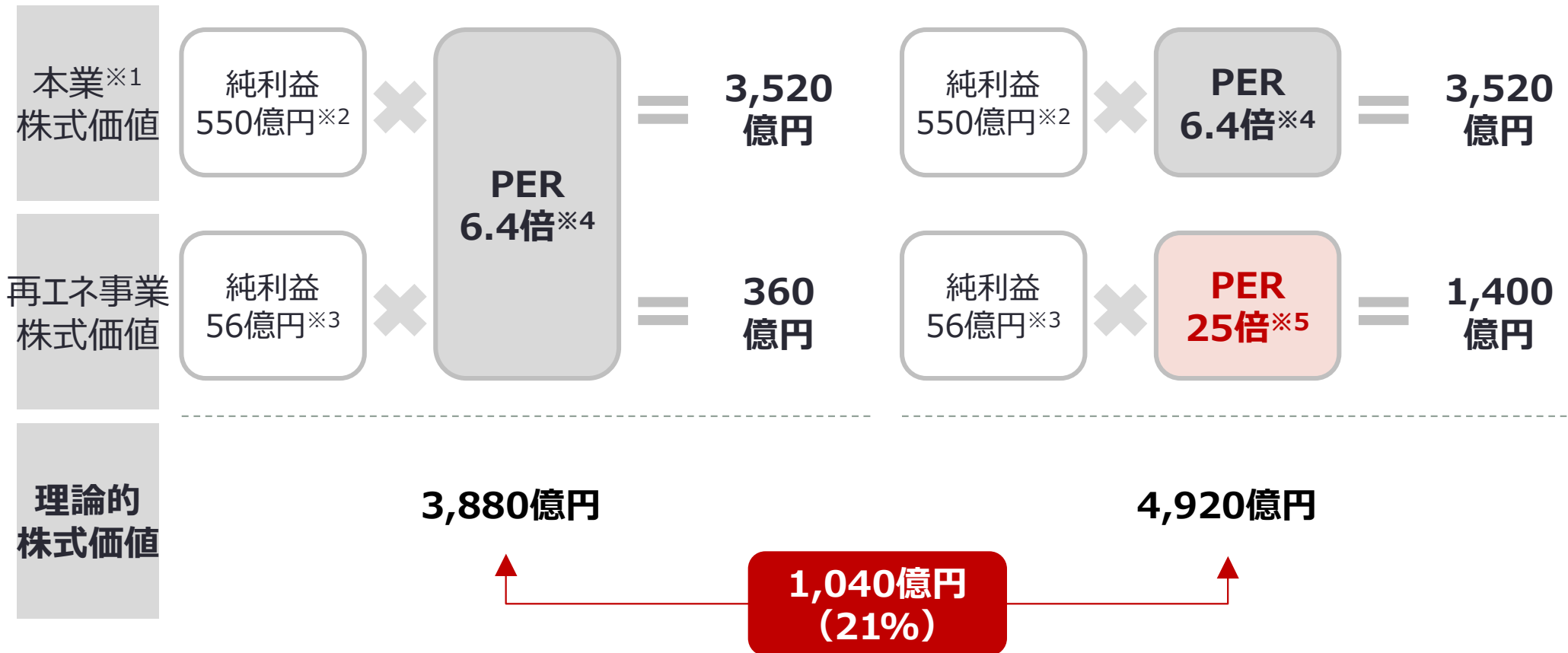
1-1:現状のディスカウント効果

再エネ事業が本業から切り離されて評価された場合、株式価値は理論的に1,040億円増加する。逆に言えば、現状は同額のディスカウントが発生し、株主価値が不当に抑制されている状態。

株式価値の比較（第7次中計における2025年度利益計画を基準とする）

一体で評価された場合

切り離されて評価された場合



※1 再エネ事業を除く事業（石油精製販売、石油開発、石油化学）の合計

※2 コスモ社の第7次中期経営計画における2025年度全社当期純利益目標600億円から再エネ事業にかかる税引後利益を控除した残額

※3 コスモ社の第7次中期経営計画における2025年度グリーン電力サプライチェーンにかかる経常利益80億円×(1-実効税率)により算出

※4 足元のコスモ社の時価総額と2025年度の利益水準を前提としたPER水準を参照

※5 再生エネルギー事業を営む国内上場企業のバリュエーション水準を参照

1-2: スピノフ実施による企業価値向上の事実

実際にスピノフが企業価値の向上(=ディスカウントの解消)に繋がることは、過去の例から明らか。

スピノフによるディスカウント効果の解消事例

海外の例

国内の例

スピノフ指数

イーベイ・ペイパル

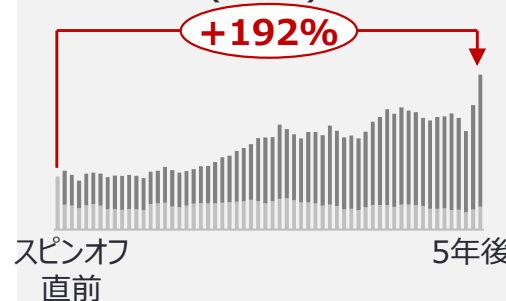
フィアット・フェラーリ

コシダカ・カーブス

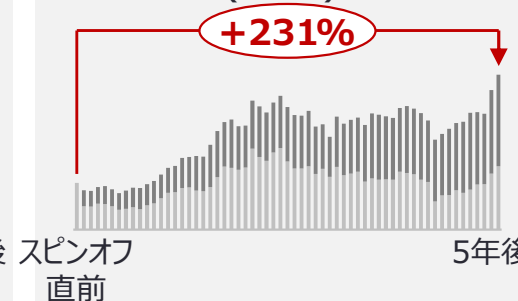
指数推移



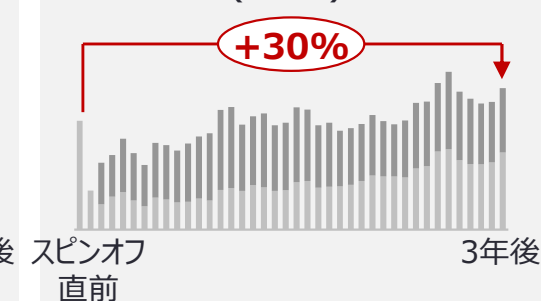
時価総額(合計)推移



時価総額(合計)推移



時価総額(合計)推移



- スピノフ企業を対象に集計した指数はS&P500をアウトパフォーム
- 米国ではスピノフは企業価値の向上をもたらす効果が高いと考えられている

- ペイパルがイーベイ傘下に留まれば取引先限定など、事業への利点が少なかった
- スピノフ後5年間で両社合算時価総額は2倍近くに増加した

- フィアットは株主価値向上のため、フェラーリ株を先行して一部上場しその後残りの持分をスピノフ
- 5年間で合算の時価総額は2倍以上に増加した

- 経営資源集中による店舗拡大の推進、人材確保やモチベーション向上を企図
- コロナによる逆風も、両社合算の株式価値はTOPIXをアウトパフォーム

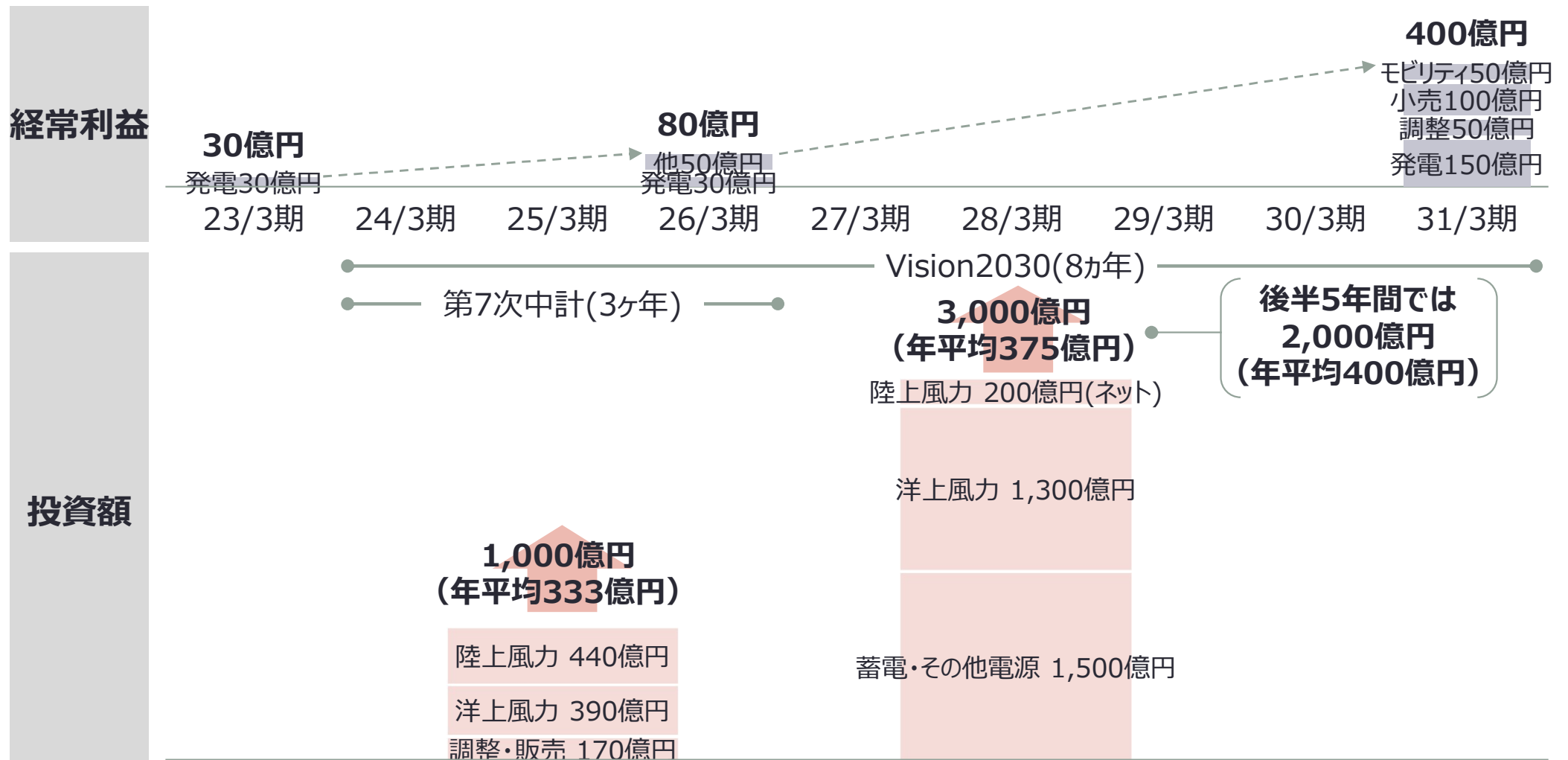
もしスピノフを検討せず株主にディスカウントの許容を求めるならば、会社の想定する株主価値発現の大きさ・時期について、現経営陣の責任のもと、明確なコミットを公表すべき

2-1:第7次中計における再エネ事業への投資計画

再エネ事業への投資計画は、リターンの立ち上がり方(時間軸・大きさ)からエクイティ向きの性格が強いものであり、投資額の規模も考慮すれば外部からエクイティ資金を募るのが常套手段と言える。

- なお、今回新たに追加された「蓄電・調整」は更にエクイティ向きの性格を強めている。

コスモ社の計画する再エネ事業への投資額と経常利益

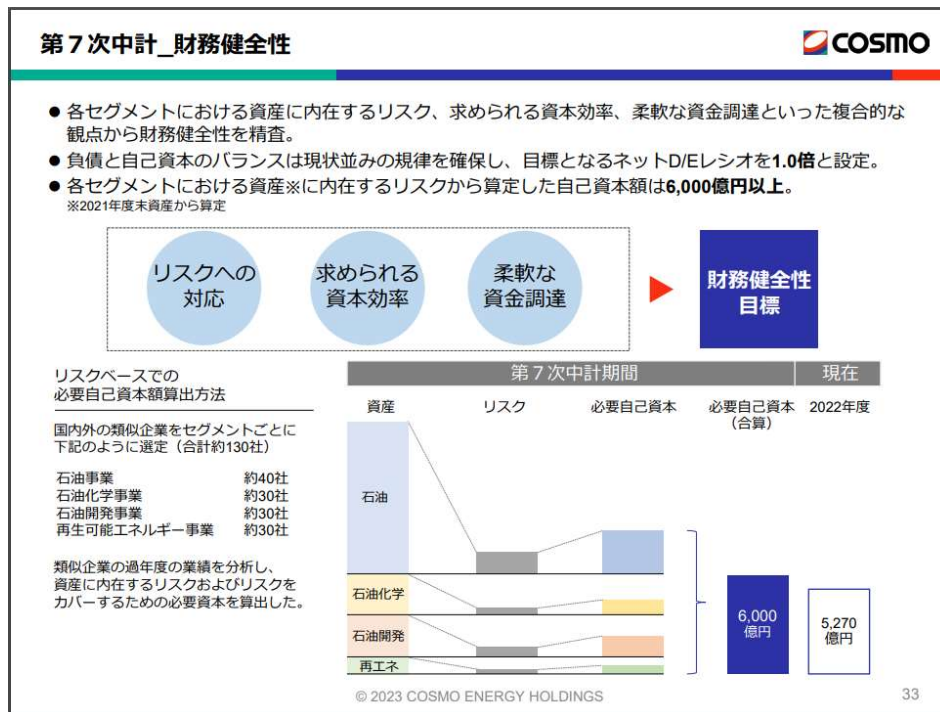


2-2:再エネ事業投資に伴う自己資本の増加

第7次中計において、コスモ社は必要自己資本を6,000億円と示した。その内訳については明らかにされていないが、Q&Aにおける回答によれば積み上がり部分の相当程度が再エネ事業に伴うもの。

資料中の必要自己資本の説明

開示されているQ&Aにおける回答



Q9：必要自己資本の考え方について(中略)具体的にどのセグメントで積み増す必要があるのか

A9：従前は石油精製の在庫評価リスクを中心に注視してきたが、他のセグメントについても当社が考えていた以上にリスクがある。定量的にお示しすることは難しいが、特に**石油開発と再生可能エネルギーセグメント**においてそれに対応した**自己資本の積み上げが必要**という結論

なお先行箇所(Q2・A2)においては矛盾するが以下の回答も

Q2：再生可能エネルギー事業のスピノフについて
A2：洋上風力発電については、莫大な投資が発生するわけではない。(中略)資本的に大きなリスクがあるわけではないと考えている

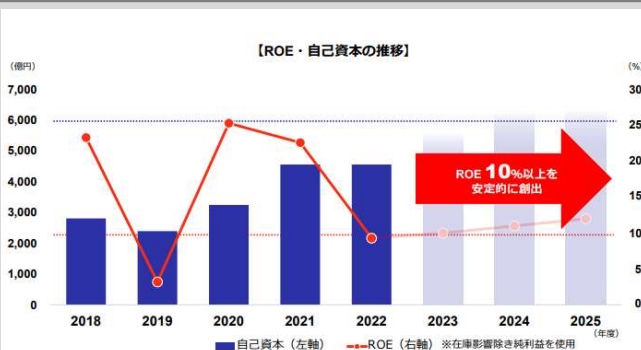
既に必要以上だったセグメントもある可能性も考慮すると、 $6,000 - 5,270 = 730$ 億円のうち、ほとんどが再生可能エネルギーセグメントによるものと見ても大きな読み違いではないと推測。

- 前頁の投資・リターン計画から考えても齟齬は無い

2-3:ROEの押下げ効果

再エネ事業を丸抱えで継続することによりコスモ社の自己資本は本来あるべき水準よりも膨張し、ROEは第7次中計期間最終年度で1.0%の押下げ効果を受けることになる。

ROE推移(第7次中計資料より)



中計目標として示されたROE10%は前中計で既に到達している水準に比べ目線が低い。

QAにおいても「企業価値の拡大という観点から、もう一段資本効率改善する姿を見せることはできなかったのか」(Q7)という疑問の声も上がった。

2025年度のROE比較

現行の会社計画

当期純利益 600億円



自己資本 6,000億円



ROE 10.0%

再エネ事業を除いた場合

当期純利益 550億円※1



自己資本 5,000億円※2



ROE 11.0%

← 1.0% →

ROEの向上は1倍割れが続くPBRの向上にも直結するものであり、この観点でもやはり積極的な取り組みをしない場合には株主に対して相応の説明が必要

※1 2025年度全社当期純利益目標600億円から再エネ事業にかかる税引後利益を控除した残額

※2 前頁の730億円+コスモエコパワー株式会社の2022年3月末純資産250億円+当純資産の2023年度(2022年3月末~2023年3月末)の増加分20億円(弊社予想)の合算

3-1:再エネ事業領域における競合の強み

特に洋上風力発電の領域では、各所に大きな強みのある様々事業者が競争相手となっている。

- コスモ社が第7次中計で新たに追加した「蓄電・調整」「小売り」についてもその構図は同様。

競合各社の強み

	比較対象	比較対象の強みの内容
人材	独立系 再エネ専門 発電事業者 R社	<ul style="list-style-type: none"> ● 経営層及び内製エンジニアリングチームに専門人材を数多く登用 <ul style="list-style-type: none"> ✓ 経営層：外資大手コンサル・投資銀行・省庁の出身者、プロ経営者など ✓ 技術者：大手ゼネコン・電力会社・プラントメーカーの出身者など約50名
組織構造 企業文化		<ul style="list-style-type: none"> ● 機動的な意思決定と、スピード感のあるアクション <ul style="list-style-type: none"> ✓ 柔軟かつフラットな組織構造による意思決定スピード ✓ スピードアントレプレナーシップ、リスクテイクの文化
設計・見積もり・ O&M	商社系 再エネ 発電事業者 M社	<ul style="list-style-type: none"> ● 海外PJでの経験(複数)に裏付けされた、勘所を抑えた設計と高精度の見積もり ● 同様に海外PJ経験によるムリ・ムダのないO&M計画及びO&M業者との関係性
調達・施工		<ul style="list-style-type: none"> ● 国内外の発電プラントメーカー・海洋工事業者との確かな関係性・協業の実績 ● 同時に、彼らに対して有するグループ全体のバイイングパワー・価格交渉力
資金調達		<ul style="list-style-type: none"> ● グループの盤石な財務基盤・財務体力 ● あらゆるプロジェクトファイナンススキームに精通した企画力・実行力

3-2:グループメリット再検討の必要性

コスモ社は頑なにグループ内にあるメリットを主張するが、競合との比較感も含めて追加検討が必要。

- なお、一般論として重要と思われる2点については下記論点に挙がっていない
 「(風力)発電」：既にコスモエコパワー社に機能・ノウハウが蓄積されているため
 「資金調達」：コスモ社も「洋上風力発電については莫大な投資が発生するわけではない」と見ているため

コスモ社の主張(中計QAより)

追加的に検討が必要な論点

ソフト面

人材
組織
文化

“コスモエコパワーは当社グループ内での人的交流が活発に行われており、スピノフで切り離すことが事業価値最大化のために得策ではない”

- 経営陣を始めグループ出身者が既に多数在籍している状態であり、スピノフした場合ノウハウや交流がすぐさま消失するのかどうか
- 外部からの人材獲得にはどちらが有効か
- 現状において、グループの状況・事情により投資や施工実施の決裁スピードが鈍る等のデメリットはないか

ハード面

機能

“当社グループでは、既に電力小売り・需給調整の機能を持っている。コスモエコパワーは需給調整や販売の機能を有していないため、スピノフした場合には独自にそれらの機能を獲得する必要が出てくる。”

- グループ内で既に有している機能は、当初から外販・拡大を念頭において設計されたものか
- コスモエコパワー社が内製あるいは外部から獲得した場合、どの程度の時間・コストがかかるか
- 逆に、グループ外で進めることにより異なる顧客・チャネル獲得機会があるなどのメリットはあるか

今後、再エネ業界が更にスピード感を加速させ、内容も高度化するなかにおいて、競争力を維持・強化していくためにはむしろデメリットもあるのではないか

以上のように、再生可能エネルギー事業子会社の上場によって、本来的な企業価値の発現、コスモ本体のROE向上、そして子会社の成長そのものの加速が実現する蓋然性は高く、少なくともコスモ社取締役会においてその手法・タイミングも含めて前向きな検討と議論が行われ、その議論の結果・結論が公表されることは、全ステークホルダーにとって有益なものと考えます。

検討・議論の姿勢、質、量、透明性を担保するため、弊社は「再生可能エネルギー事業子会社の上場について取締役会で真摯に議論し、その議論の結果を公表すること」を公約とする社外取締役1名の選任議案を株主提案いたします。

参考) 現時点におけるストラクチャー案の比較検討【継続検討】

(案A) 子会社株式を現物配当

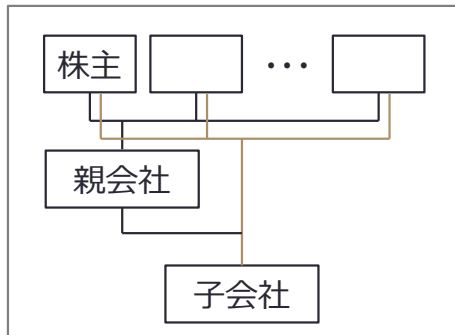
(案B) スピントフ

(案C) 20%未満を残すスピントフ

Pros/ Cons	概略
	株主
	親会社
	子会社

親会社から株主に対し、子会社株式(一部~全部)を現物配当

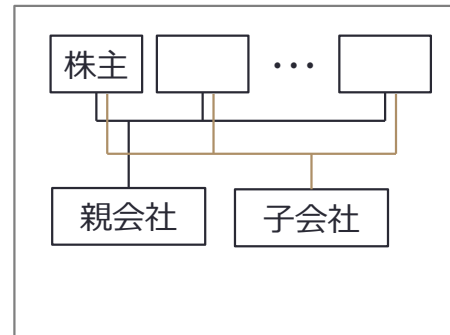
- 子会社は未上場のまま



- (株式での配当を選択した場合は) 上場まで非流動株の保有となる※1
- 適格現物配当に該当しない場合、配当課税が生じる
- 子会社持分を一定程度残しやすい。(場合によってはマジョリティ保有・連結維持もあり得る)
- 増資など大きな意思決定の際に 手続に時間を要する可能性がある

いわゆる完全なスピントフ

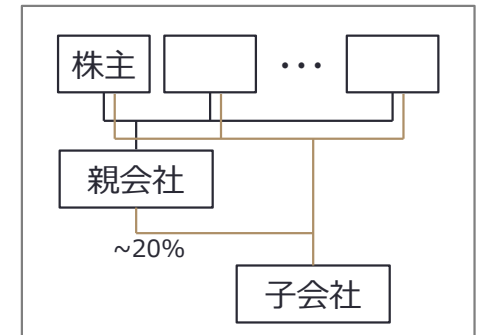
- 子会社は上場
- 親子間の資本関係は消滅



- 株主価値は向上、子会社株式の流動性も確保
- 税制適格要件を満たす場合、課税は繰り延べられる
- 子会社持分はゼロとなる
- 親会社との資本関係はなくなるが、上場企業として機動的に動きやすくなる

スピントフながら親会社が子会社持分20%未満を継続保有

- 具体的なステップは今後検討



- 株主価値は向上、子会社株式の流動性も確保
- 税制適格要件を満たす場合、課税は繰り延べられる
- 子会社利益の一部を享受できる
- 実質的には完全スピントフと大きくは変わらない

ストラクチャー案およびPros/Cons検討内容については上記が全てではない。これらに限ることなく、最適なスキームについて常時模索を続けるもの。

※1 現物配当議案において個々の株主が現金配当も選択できるようにしておくことを想定 (会社法によりこのような選択権を付与することは可能)