

## 電力各社の21/3期決算の注目点

電力各社（旧一般電気事業者10社：東京電力ホールディングス、中部電力、関西電力、中国電力、北陸電力、東北電力、四国電力、九州電力、北海道電力、沖縄電力）の21/3期決算および22/3期業績予想を踏まえ、株式会社日本格付研究所（JCR）の現況に関する認識と格付上の注目点を整理した。

### 1. 業界動向

昨春（新型コロナウイルス感染拡大の第1波）に懸念されたほど、21/3期の電力需要は落ち込まなかった。電力広域的運営推進機関の需要実績によると、21/3期の全国エリア需要は前期比1.4%減少となった。また、同3%を超える減少率を示したエリアはなかった。時系列で見ると、7月まで低調に推移していたが、その後の減少率は縮小傾向にあり、夏と冬には前年同月実績を上回る月もあった。これは、経済活動が持ち直す中、猛暑や寒波といった気温影響が需要を押し上げ、コロナ禍による需要減少を補ったと考えられる。用途別は家庭用が底堅く、外食や観光などの業務用や産業用が厳しかった。地域別で見ると、人口の多い地域が相対的に減少率が大きかった。

足元は電力需要の回復が鈍いものの、趨勢としてみれば、新型コロナウイルス感染問題による電力需給に与える影響は一過性にとどまると考える。21年4月の全国エリア需要は前年同月比0.4%減少。5月末現在、緊急事態宣言の対象地域が広がりつつあり、特に業務用で厳しい状況が続いている。変異株の感染拡大を踏まえると、しばらく電力需要に与える影響に注意が必要となろう。ただし、経済活動が昨年と比べ落ち着きを取り戻していることや国内でのワクチン接種開始などにより、電力需要は次第に回復していくとみられる。

競争面では、新電力の販売シェアが目先伸び悩む見込みである。21年2月の新電力の販売電力量シェアは低圧分野20.9%（前年同月実績16.8%）、高圧分野25.8%（同23.1%）、特高分野も合わせた全体では19.8%（同16.2%）となった。20年は景気後退を背景とした燃料価格安により、電力卸売価格が下落。価格競争の激しさが増す中、新電力の販売シェアのピッチが強まった。しかし、20年末から21年始にかけ、寒波到来により電力需要が急増し、電力卸売価格がスパイクした。大幅な逆ザヤで卸売市場からの電力調達を余儀なくされた小売事業者の多くは業況が悪化。一部は資金繰りに窮し、経営破綻を招いた。12月をピークに新電力のシェアはやや低下している。電力需給逼迫が頻繁に生じる可能性は小さいとはいえ、小売事業者においては、安定調達を目的に相対取引を増やすなど、調達手段の見直しが一定程度進むと見込まれる。

昨冬の電力需給逼迫は安定供給の重要性を再認識させる格好となった。主因としては、①出力の大きい原発の運転停止②石炭火力発電所の設備トラブル③LNG火力発電所の燃料不足④出水率の低下⑤天候不良による再エネの発電量減少などが挙げられる。また、近時の非効率火力発電所の相次ぐ休廃止も遠因にあったと考えられる。ただ、偶然が重なったとはいえ、今後を楽観することはできない。各事象は互いに独立しており、同時生起する確率は低いが、上記①～⑤自体は日常的に十分起こりうることは留意すべきであろう。電力広域的運営推進機関が公表した「2021年度供給計画の取りまとめ」において、21年度の供給予備率見通しが目安の8%を下回る地域が複数みられる。今回の経験を踏まえ、需要急増局面においても支障なく電力供給を実施できるよう、業界各社は供給力の安定的な確保が課題である。

また、昨冬の電力需給逼迫は今年公表予定の第6次エネルギー基本計画の策定に一石を投じたとみられる。20年は世界各国で環境政策がアップデートされ、温室効果ガス削減に向けた目標が一段と引き上げられた。日本でも、菅首相が2050年カーボンニュートラル、脱炭素社会の実現を目指すことを宣言。上記計画では、3E（Energy Security、Economic Efficiency、Environment）にS（Safety）を加えたエネルギー基本方針のうち、Environmentがこれまで以上にクローズアップされる公算が大きい。しかし、先述の通り、安定供給の重要

性も軽視できない。再生可能エネルギーへ過度に依存し、ベースロード電源である石炭火力発電を減らすと供給安定性のみならず、経済性で負荷がかかる側面もある。近隣に代替電源を確保できない地域もあり、柔軟性の欠けた手法による非効率石炭火力発電所の急速なフェードアウトは副作用を伴うことも想定される。再エネ利用の進む欧州とは異なる国内事情を踏まえた現実解が計画で示されるか、見定めていく必要がある。

原発再稼働の足取りは鈍い。20年2月に女川2号機で設置変更許可が下りた後は進展がなかった。一方、伊方3号機は運転差し止めの仮処分決定が取り消され、特定重大事故等対処施設の完工後、再稼働する見通しである。また、同施設の設置期限に間に合わず、運転を停止していた高浜3・4号機や川内原発1・2号機が運転を再開。なお、運転期間40年を超える美浜3号機が短期間とはいえ、再稼働する見込みである。

ガバナンス問題も依然散見された。柏崎刈羽原発における核物質防護設備の機能一部喪失を含む一連の事案に対し、東京電力ホールディングスは原子力規制委員会より厳しい処分を受けた。また、中部電力、関西電力および中国電力においては独占禁止法違反の疑いがあるとして公正取引委員会の立入検査を受けている。経営管理体制のさらなる強化が改めて求められている。

## 2. 決算動向

販売電力量が減少した事業者が大勢を占めた。会社別では北陸電力と九州電力（九電みらいエナジー含）を除く8社が減少。新型コロナウイルス感染拡大による影響が大きかったものの、底流には低圧分野を中心に激しい競争が続いている。

決算は総じて厳しかった。10社合計の経常利益は7,592億円（前期比19.3%減）と2期ぶりの減少となった。減益要因としては販売量や燃料費調整制度のタイムラグ損益の減少が挙げられる。そのほか、原発の稼働率低下（関西電力、四国電力、九州電力）や福島県沖地震による影響（東北電力）もあった。電力需給逼迫については供給余力の相違により、明暗が分かれた。一方、中部電力、九州電力、北海道電力及び沖縄電力の4社が経常増益を確保。特に増益率の大きかった九州電力では減価償却方法の見直し、北海道電力では経営効率化による効果が大きかった。

財務面は若干改善した。最終黒字の確保により利益蓄積が進み、10社合計の自己資本比率は21/3期末22.8%（前期末22.1%）となった。一方、今後も原発の安全対策、火力発電所の新設・更新、送配電設備の経年化対応など高水準の設備投資が継続する見通しである。キャッシュフロー創出力を踏まえると有利子負債の削減は進みにくいと考えられる。

## 3. 業績予想における格付上の注目点

コロナ禍の収束が見通せない中であって、22/3期業績は全体的な改善は見込みづらい。東京電力ホールディングスと東北電力が経常利益予想を未定としているほか、原発の稼働率上昇を見込む四国電力と九州電力を除いた6社が経常減益を予想。前期と同様、販売量や燃料費調整制度のタイムラグ損益の減少による影響が大きいとみられる。なお、電気事業会計規則改正に伴い、22/3期より再エネ特措法賦課金・交付金が売上高から除かれ、売上高水準が低下する見通しである。ただ費用も同額控除されるため、収支には影響しない。

注目点としては、引き続き販売電力量が挙げられる。各社はガスとのセット販売、家庭のライフスタイルに合わせた料金プランの導入、高圧・特高分野では省エネ効果の高い運用システムへの提案といった、付加価値を訴求した営業に取り組み、採算を重視していく見通しで、その成果が問われよう。また、昨冬の電力需給逼迫の経験を踏まえ、新電力の価格行動や販売手法が修正され、過度な競争に歯止めがかかる可能性もあろう。特に低圧分野での新電力の販売シェアの動向を注視していく。

次に、燃調タイムラグ損益を除いた利益水準である。10社単純合算した同利益は19/3期を直近ピークに減少している。抜本的な利益改善には、多額の資本を投下した原発を再稼働させることが必要である。再稼

働すれば、燃料費の削減効果が大きいと試算されている。原子力規制委員会からの許認可取得や安全対策工事を着実に進め、休止している資産を有効活用することが重要となる。コスト削減も注目される。各社は資材調達費の削減、業務効率化による修繕費や人件費の抑制に取り組んでおり、一定の成果を上げている。

最後にフリーキャッシュフローの動向である。設備投資額を営業キャッシュフローで十分吸収できておらず、有利子負債は増加傾向にある。利益蓄積による自己資本の回復により、財務諸指標は若干の改善もしくは前期並みとなっている。原発再稼働に不可欠な安全対策投資や火力発電所のリプレースなどの資金負担が続き、中期的にみて財務構成の改善は緩やかなペースにとどまるとみられる。もっとも電力業界は新型コロナウイルス感染拡大局面においても安定的に資金調達できる数少ない業種である。福島第一原発の事故直後と比べると、資金調達面での懸念は小さい。

(担当) 殿村 成信・小野 正志

(図表) 電力各社の連結業績の推移

(単位：億円、%、ハイブリッド証券の資本性勘案せず)

	決算期	売上高	前期比	経常損益	前期比	当期損益	自己資本比率
東京電力HD (9501)	20/3 期	62,414	-1.5	2,640	-4.5	507	24.3
	21/3 期	58,668	-6.0	1,898	-28.1	1,808	25.8
	22/3 期予	-	-	-	-	-	-
中部電力 (9502)	20/3 期	30,659	1.0	1,918	69.8	1,634	34.4
	21/3 期	29,354	-4.3	1,922	0.2	1,472	35.7
	22/3 期予	23,600	-	1,300	-	950	-
関西電力 (9503)	20/3 期	31,842	-3.7	2,115	3.9	1,300	21.0
	21/3 期	30,923	-2.9	1,538	-27.3	1,089	20.9
	22/3 期予	25,000	-	1,000	-	700	-
中国電力 (9504)	20/3 期	13,473	-2.2	398	214.1	900	19.7
	21/3 期	13,074	-3.0	300	-24.5	145	19.4
	22/3 期予	9,700	-	200	-	150	-
北陸電力 (9505)	20/3 期	6,280	0.8	232	249.1	134	20.2
	21/3 期	6,394	1.8	123	-46.8	68	21.2
	22/3 期予	5,200	-	100	-	50	-
東北電力 (9506)	20/3 期	22,463	0.1	999	52.1	630	18.3
	21/3 期	22,868	1.8	675	-32.5	293	18.5
	22/3 期予	17,700	-	-	-	-	-
四国電力 (9507)	20/3 期	7,331	-0.6	279	11.2	180	23.6
	21/3 期	7,192	-1.9	51	-81.4	29	22.8
	22/3 期予	5,500	-	180	-	130	-
九州電力 (9508)	20/3 期	20,130	-0.2	400	-23.8	-4	12.3
	21/3 期	21,317	5.9	556	39.0	321	12.7
	22/3 期予	15,100	-	700	-	450	-
北海道電力 (9509)	20/3 期	7,484	-0.5	326	8.1	267	12.0
	21/3 期	7,407	-1.0	411	26.1	361	13.8
	22/3 期予	5,750	-	230	-	200	-
沖縄電力 (9511)	20/3 期	2,042	-0.6	93	78.4	67	37.7
	21/3 期	1,905	-6.7	113	21.7	83	37.8
	22/3 期予	1,624	-	65	-	47	-
10 社合計	20/3 期	204,123	-1.1	9,403	18.8	5,618	22.1
	21/3 期	199,107	-2.5	7,592	-19.3	5,675	22.8

(出所：各社決算短信)

【参考】

発行体：東京電力ホールディングス株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

発行体：中部電力株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：関西電力株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：ポジティブ

発行体：中国電力株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：北陸電力株式会社

長期発行体格付：AAp 見通し：安定的

発行体：東北電力株式会社

長期発行体格付：AA 見通し：安定的

発行体：四国電力株式会社

長期発行体格付：AAp 見通し：安定的

発行体：九州電力株式会社

長期発行体格付：AA-

見通し：安定的

発行体：北海道電力株式会社

長期発行体格付：AA-p

見通し：ネガティブ

#### ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であることを問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかなるものを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であることを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいて行っております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

#### ■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。

#### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 **日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.  
信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル