

業種別格付方法

【電力】

1. 事業基盤

電力業界は、わが国の生産・消費活動に不可欠なエネルギー供給者としての公益性の高さから、政府による規制と保護を受けている。格付上は個々の事業者の特性等に注目しつつも、根底をなす電気事業制度の安定性を相対的に重視した評価を行っている。ただし、2011年3月に発生した東日本大震災を機とした原子力事故により、これまでの電気事業制度が変容していく可能性がある。政府による地球温暖化防止、エネルギー供給構造の低炭素化を図る基本方針は明確だが、その前提となっているエネルギー政策、とりわけ原子力政策の方向性が、東日本大震災を機に転換される可能性もある。こうした政策の方向性が不確定な状況にあり、電力業界に対する格付方法は、適宜見直す必要があると考えている。

(1) 産業の特性

市場概要

電力需要は、短期的な景気変動や天候変化の影響を受けつつも、わが国の経済成長に連動して安定した伸びを示してきた。今後は国内人口の減少や産業構造の変化、さらにはCO2排出量削減をはじめとする地球温暖化対策の推進や、省エネ機器の普及拡大により、電力需要の伸びが鈍化することが考えられる。一方で家庭用、産業用共に情報化の進展や機器の電化促進等も期待し得ることから、市場は総じて緩やかながらも安定した成長が見込めるものと認識している。

競合状況

電力の供給者としては、需要家に対して発電・送電・配電を一貫して行なう一般電気事業者が10社あり（以下、電力会社）、全電力使用量の約85%と大宗を占める。電気事業法によって予め供給区域が定められているが、区域内の電力供給義務が課せられる他、同法によって諸活動の規制が課せられている。また、特定規模の顧客に対して一般電気事業者の送電網を利用して電気を供給する特定規模電気事業者（以下、PPS）が存在する。PPSは電力市場の自由化の流れの中、00年の改正電気事業法施行以降参入が認められ、自由化範囲の拡大と共に電力の小売市場に競争原理が働くことが期待されていた。しかし、その影響は全体で見ると極めて限定的なものに留まっており、実質的には電力会社による独占状態が続いている。物理的な制約や事業者間の広域融通の現状、燃料調達や環境規制への対応力などを勘案すれば、競争が活発化する可能性は当面小さいと考えられる。

コスト構造

典型的な大規模装置型産業であり、固定費負担が大きく、コスト構造の柔軟性は高くない。

また、主な変動費である燃料費は、調達燃料価格の動向次第では振れが比較的大きなものとなる。ただし、電気事業法に基づき、発電・送電・配電に係る諸費用を「総括原価」としてコストに反映させ、さらに一定の報酬を上乗せした金額が、電気の販売収入に等しくなるように電気料金が設定される（総括原価方式）。そのため、自由化領域を除いては投資回収が保証され、キャッシュフローの安定度は高いと捉えている。

コスト構造に関連して留意すべき点は、業界特性上、電力業界は温室効果ガスの排出量が多くならざるを得ない点がある。政府の環境政策が実行され、個々の制度設計次第では電力業界に相応の負荷がかかり、収支・財務への悪影響が及ぶシナリオも想定し得る。その結果、電力会社の信用リスクに下方圧力がかかるだけでなく、低炭素化に向けた技術開発や設備投資も減退し、成長が鈍化する可能性が生じる。

(2) 市場地位、競争力のポイント

市場地位

規制業種であることから、電気事業制度の安定度が業界の信用力を支える基礎的かつ重要なポイントになっている。制度の枠組みが変化することによって産業全体における電力業界の、もしくは電力事業者間の相対的位置付けが、どのように変化していくかに注視しておく必要がある。また、規制緩和を含め、電気事業法を始めとする関連法制度の改正には相応の時間を要するものと見られるため、適宜その影響を分析し、事業環境の変化と各社のキャッシュフローへの影響度、相対的水準やその配分の自由度、また、それを原資とする財務改善、値下げ対応力などを比較検討し、個別に判断していく。

なお、電力会社に対して電力を供給する卸電気事業者があり、電源開発と日本原子力発電の2社が挙げられる。前者は主として石炭・水力を、後者は原子力のみを電源に持つが、何れもコスト競争力が高く、わが国の電源ポートフォリオ上重要な地位を占めている。そのため電力会社の信用力評価になぞらえつつ、個々の事業リスクや受電先との契約関係の変化に着目し、分析・評価していくことになる。

事業構成

電力会社は、電気事業におけるネットワークインフラを活用した情報通信事業や、その公益性や地域密着性の強さを基にした生活関連事業等を手掛けるが、事業の大宗を電気事業が占める。今後国内電気事業が緩やかな成長にとどまることが見通される中、電力会社によっては海外での発電事業への投資・運営管理等の地域的拡大や、燃料資源の安定的確保に向けた権益投資、他社向け燃料販売の強化といった派生的展開が進められている。ただし、その実現には長期的な戦略と戦略の実効性を担保する強固な財務基盤が必要なことから、資金調達・投資方針とその実績、リスク管理体制の構築状況を分析していく。

電源構成

電力会社各社は発電に際して水力、火力、原子力など各特性を活かし、バランスよく組み合

わせていく「電源のベストミックス」を図っている。今後温室効果ガスの排出量の抑制や政府のエネルギー基本計画によるゼロ・エミッション電源比率の目安が提示される中、火力発電の高効率化に向けた取り組みや、原子力発電の設備利用率の高位安定化、さらには増設・リプレイスに向けた取り組みが進む。留意すべき点は、ベース電源であって発電効率の高い原子力発電にある。電源構成に占める原子力の比率が高まる程、設備利用率の高低が損益に与える影響は大きくなる。そのため、稼働時期や稼働率、定期点検サイクルの適用期間、さらには想定外の低稼働（もしくは廃炉を含む運転停止）となった際の代替電源の保有状況等が損益に与える影響等に注意を払う必要があると考える。

電源・送配電網投資

電源の開発に関しては、その開発規模、投資額、価格競争力、将来の需給バランスなどが判断要素となる。実際はその運用において、供給区域内の需要動向や競合状況、及びそれらが収支に与える影響などの変化を見極めたうえでの対応が行なわれている。需給面に着目すると、電源開発計画の繰り延べや老朽電源の長期計画停止・廃止等で調整の余力は大きくなっている。一方、自由化によって業界全般に進められた合理化についても、追加実施の余力は幾許かは残しているとみられる。そのため、定量分析と共に、外部環境の変化の状況をみながら各社がその変化にいかに対応した意思決定を行っているかといった、定性的な分析・比較を行うことも重要と考える。

2. 財務基盤

(1) 収益力

燃料価格、とりわけ火力燃料（石油・LNG・石炭）の輸入価格の動向が、短期的には利益に影響を及ぼす。しかし、家庭向け等の規制対象部分の電気料金については、燃料価格の変動を反映させる燃料費調整制度があり、中期的な視点では損益への影響は軽減されている。ただし、今後の環境規制の変化等が電力事業者の収支に与える影響は、少なくともプラスには作用しないと考えられる為、中長期的視点に立った利益率の推移に留意している。

また、巨大な装置産業である電力会社は初期投資が高むことになる。電源構成によって期間は異なるが、長期にわたって回収していく事業モデルであるため、電源設備の利用率と共に供給区域内外の需要規模やその安定性に留意しつつ、投資効率の高低を見定めていくことがポイントとなる。

（重視する指標）

- 売上高経常利益率
- ROA

(2) キャッシュフロー創出力

規制緩和の進行により、電力会社は競争力強化の観点から設備投資の抑制等、経営の効率化を図ったことで、フリーキャッシュフローが拡大し、財務体質が改善する傾向が続いた。しかし近年では既存の送配電設備の経年化対応や、高効率化を目指した発電設備の新設・リプレイス等への対応

が続いており、投資負担が増しつつある。需要が安定的であり、投資回収の確実性が高い業種とはいえ、キャッシュフロー創出力の向上に向けた取り組みがポイントとなる。

(重視する指標)

- EBITDA
- フリーキャッシュフロー
- 有利子負債 / EBITDA 倍率

(3) 安全性

電気事業者は多額の設備投資を必要とするため、有利子負債の多い企業が多い。総資産に占める固定資産の比率が高くなる他、負債・資本バランスも他業種との比較において見劣りするなど財務構造は安定的とはいえない。今後は上述のような発電設備の更新・新規投資のみならず、海外発電事業投資、さらには地球温暖化投資等への対応など、従前とは異質の資金ニーズが増加することも考えられる。さらには、規制緩和の動向次第では再び競争力が問われる可能性もある。外部資金の調達に難は少なく、大胆な事業リスクを取った投融資戦略も想定しがたいものの、財務体質の変化については相応に留意しておく必要がある。

(重視する指標)

- 自己資本比率
- デット・エクイティ・レシオ

以上

留意事項

本文書に記載された情報には、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とを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、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んを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

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