

## 電力各社の25/3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25/3期決算および26/3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

電力需要は3期ぶりに増加へ転じた。電力広域的運営推進機関（OCCTO）の需要実績によると、25/3期（24年4月～25年3月）の全国エリア需要は前期比0.9%の伸びとなった。節電・省エネの取り組みが続く中、猛暑や厳冬といった気温影響によるプラス効果が需要を押し上げた。OCCTOによると、中長期的には経済成長及びデータセンター・半導体工場の新増設等を背景に電力需要は増加していく見通しである。

小売市場の競争は激しくなりつつある。卸電力市場価格の高騰に起因する経営悪化により、新電力のシェアは21年夏のピークと比べ低下しているが、足元では上昇傾向にある。24年12月における新電力の販売電力量シェア（全体）は20.1%（ピーク時、21年8月22.6%）。需要分野別（24年12月）でみると、低压分野25.1%（同、22年8月27.5%）、高压分野22.7%（同、21年7月29.2%）、特高分野9.6%（同、21年8月11.4%）。足元は卸電力市場価格が低調に推移する中、市場連動型の料金メニューにより、特に高压以上の分野で新電力が営業攻勢を強めている。

ただ、同様の料金プラン展開は容易なことや、市場価格の高騰時における需要家の許容度が不透明であること、昨今の電力料金のボラテリティの高さを踏まえた価格変動リスクの抑制ニーズなどを考慮すると、今後も新電力の増勢が続くとは想定しづらい。実際、新電力シェアは21年前後のピークレベルを超えていない。他方で、電力卸販売の内外無差別取引が普及する中、市場調達のみならず、同取引の入札を通じた相対契約の拡充により、新電力の電源調達環境が改善しつつある。内外無差別取引の普及拡大は競争を促す可能性があり、しばらくはシェアの変動要因となろう。

政策面では第7次エネルギー基本計画が25年2月に公表された。政策の要諦であるS+3E（安全性、安定供給、経済効率性、環境適合性）の視点や再エネの主力電源化などの主要施策に変化はない。ただし、S+3Eの中でも、安定供給がより重視されている。また、国内外のエネルギー情勢に加え、DXやGXの進展に伴う電力需要想定の上振れを背景に安全保障に寄与し脱炭素効果の高い電源を最大限活用する、としている。電源整備が進む公算は大きいものの、多額の有利子負債を抱える電力会社には投資負担が重いといえる。

同基本計画では電源開発の促進や広域系統の整備に関し、円滑で安定的なファイナンスが必要との認識が示されており、民間金融機関等が取り切れないリスクについて、公的な信用補完の活用とともに政府の信用力を活用した融資等、脱炭素投資に向けたファイナンス円滑化の方策等を検討する、とある。電源開発等に伴う投資負担の大きさや電力会社の資金調達手段等を見定めていく必要がある。

### 2. 決算動向

25/3期の業績は良好であった。10社単純合算の25/3期売上高は24兆1,959億円（前期比1.0%増）となった。燃料費調整額等の減少は各社共通しているものの、個社別では販売量の動向により、売上高の増減に違いが生じた。同経常利益は1兆8,951億円（前期比29.9%減）。燃料費調整制度の期ずれ差損益の悪化など、好業績となった24/3期の反動減が大きかったとはいえ、東日本大震災以降の過年度業績と比較すると、総じて高い利益水準を確保できた。最終損益では、減損損失の計上が散見されたが、経常利益で吸収可能な水準であり、全社で黒字となった。

財務構成については、利益蓄積や一部事業者では増資により、改善が進んだ。25/3 期末の自己資本比率（全社平均、各社ハイブリッド証券の資本性評価前）は 25.4%（前期末 22.6%）へ上昇した。フリーキャッシュフローはマイナスとなる会社が 10 社中 5 社。利益面では業界全体でみて良好だが、原発再稼働の進捗の違いにより、キャッシュフロー状況では差がみられる。

24 年 7 月時点の JCR レビュー時想定と比べると、利益の推移や財務構成の改善は順調と評価している。ただ、今後も原発やカーボンニュートラル関連、送配電事業の経年化対応など数多くの投資案件を抱えている。投資負担の見通しを勘案すると、財務余力の観点では、業界内での差が開きやすいと JCR では考えている。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

期ずれ差損益を除く経常利益の動向である。26/3 期業績予想は東京電力ホールディングス以外の 9 社が公表した。沖縄電力を除く 8 社が前期比経常減益を予想している。競争激化に伴う販売減少や送配電事業をはじめ、物価高による影響が主な要因とみられる。ただし、利益水準は過年度と比較し、依然高いとみられる。

短期的には米国の関税政策や地政学リスク等を考慮すると、燃料価格、為替相場の変動リスクがある。また、事業別では、小売事業では競争激化による影響、送配電事業については、需給調整市場の取引費用の変動性、物価高に伴う先行費用負担による影響等に注意が必要である。中期的に各社の収益力は保たれると想定されるものの、物価高による収支影響が年々大きくなってきており、レベニューキャップ制度といった、制度の修正議論が注目される。

財務面ではまず、自己資本の水準と自己資本比率の回復度合いである。26/3 期も良好な利益推移が見込まれ、改善基調は維持できる見通しである。多くの電力会社は、昨今の財務悪化や将来の投資負担を勘案し、引き続き自己資本比率の回復を経営目標として掲げ、財務基盤の強化に対するコミットメントは未だ強いと考えられる。ただし、有利子負債水準は、23/3 期前後の運転資金の増加や業績の悪化により、増大している。今後も投資案件が多いと想定されることから、フリーキャッシュフローや有利子負債の水準、DE レシオなどに注目し、財務構成の改善状況を見定めていく。

25 年 3 月で一般担保付社債の新規発行を認める経過措置が終了し、無担保社債の発行が 25 年 4 月より実施された。金融市場がボラタイルな局面にあり、無担保社債への移行の船出は、必ずしも順調とはいえない。円滑な資金調達を実施されるか、発行額の水準や発行コストの動向を引き続き確認していく。

(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、%)

	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)	24/3 期	69,183	-14.7	4,255	-	2,678	24.1
	25/3 期	68,103	-1.6	2,544	-40.2	1,612	25.1
	26/3 期予	-	-	-	-	-	-
中部電力 (9502)	24/3 期	36,104	-9.4	5,092	681.7	4,031	36.4
	25/3 期	36,692	1.6	2,764	-45.7	2,020	39.1
	26/3 期予	35,500	-3.2	2,300	-16.8	1,850	-
関西電力 (9503)	24/3 期	40,593	2.7	7,659	-	4,418	25.2
	25/3 期	43,371	6.8	5,316	-30.6	4,203	31.8
	26/3 期予	40,000	-7.8	4,000	-24.8	2,950	-
中国電力 (9504)	24/3 期	16,287	-3.9	1,940	-	1,335	14.6
	25/3 期	15,292	-6.1	1,285	-33.8	984	16.2
	26/3 期予	14,000	-8.4	850	-33.9	650	-
北陸電力 (9505)	24/3 期	8,082	-1.1	1,079	-	568	16.6
	25/3 期	8,582	6.2	913	-15.4	651	20.5
	26/3 期予	7,800	-9.1	450	-50.7	300	-
東北電力 (9506)	24/3 期	28,178	-6.3	2,919	-	2,261	15.4
	25/3 期	26,449	-6.1	2,567	-12.1	1,828	18.3
	26/3 期予	24,500	-7.4	1,900	-26.0	1,350	-
四国電力 (9507)	24/3 期	7,874	-5.5	800	-	605	22.1
	25/3 期	8,513	8.1	916	14.4	683	26.0
	26/3 期予	8,000	-6.0	530	-42.1	410	-

九州電力 (9508)	24/3 期	21,394	-3.7	2,381	-	1,664	15.5
	25/3 期	23,568	10.2	1,946	-18.3	1,287	17.3
	26/3 期予	22,500	-4.5	1,600	-17.8	1,200	-
北海道電力 (9509)	24/3 期	9,537	7.3	873	-	662	14.9
	25/3 期	9,020	-5.4	640	-26.6	642	17.5
	26/3 期予	8,980	-0.4	400	-37.5	260	-
沖縄電力 (9511)	24/3 期	2,363	5.8	25	-	23	23.4
	25/3 期	2,365	0.1	56	120.6	43	24.3
	26/3 期予	2,137	-9.7	80	41.2	57	-
10 社合計	24/3 期	239,600	-6.9	27,028	-	18,248	22.6
	25/3 期	241,959	1.0	18,951	-29.9	13,957	25.4
	26/3 期予	-	-	-	-	-	-

(注) 26/3 期予は会社予想

(注) ハイブリッド証券の資本金勘案せず

(出所) 各社決算資料より JCR 作成 25 年 5 月 9 日現在

## 【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：ポジティブ

### 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：ポジティブ

### 発行体：北海道電力株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

## ■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、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が定める 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