

## TOPICS

## 東京電力ホールディングスの第五次総合特別事業計画の認定について

チーフアナリスト 殿村 成信・チーフアナリスト 小野 正志

- (1) 第五次総合特別事業計画（第五次総特、26年1月26日認定）は、従来の「福島責任の貫徹」と「安定供給責任」を軸にしつつ、①燃料デブリ取り出しの準備に要する期間の判明②GX・DX／需要増への対応③物価高等によるキャッシュフロー（CF）の悪化—という従前の環境認識の前提を大きく変える要素が加わった。これに対し廃炉事業の改革と、経済事業の拡大、財務基盤の改善を同時に進める計画を掲げるなど、従来より踏み込んだ経営施策が盛り込まれている。
- (2) JCRはこれまで当社格付において、福島第一原発事故の処理スキームの下での政府関与・支援の枠組みの存在とその機能が発揮されている点を重視してきた。一方、福島第一原発の廃炉・賠償の動向や大型投資負担の継続、柏崎刈羽原発（KK）稼働の予見可能性が収益力や財務基盤に、どのように影響するかを注視してきた。第五次総特では引き続き福島事業の最優先を明確化、原子力損害賠償・廃炉等支援機構（原賠機構）による管理・監督の強化や人財・組織面のテコ入れを行うなど、リスク低減に向けた方向性が示されている。福島事業の運営に対する政府・原賠機構の関与が今後も維持される蓋然性は高く、JCRが当初総特策定時から重視する強度の高い制度的安定は維持されているとみている。
- (3) 半面、業績は賠償・廃炉関連費用を吸収してきたが、伸び悩んでいる。足元では送配電事業で、物価上昇や制度的措置の遅れによる影響に、小売事業では厳しい販売状況に晒されている。廃炉作業の本格化やGX・DX／需要増への対応が求められる中、送配電や小売事業の収益力向上により福島事業を支え、さらには成長投資を可能とするだけのCFの確保が大きな課題となっている。すなわち、アライアンスなどによる収益構造改革をはじめとした経済事業の抜本的な強化要請は、第四次までの総特とは異なるレベルにあるとみられる。
- (4) 当面の注目点はKKの安定した稼働である。KK6号機は2月6日に商業運転開始日の延期を公表した。再稼働自体、格付上も大きな意義があるものの、現状では収支効果を十分に評価しがたい。第五次総特ではKK6号機、さらにはKK7号機の稼働は脱炭素電源の確保や財務基盤改善のコアである。稼働が不安定な状態では、コスト削減や資産売却で補ってもフリーCFの黒字化への道筋を描きにくく、有利子負債が増加の一途をたどる現状からの脱却も見込みがたくなる。総特施策の実現性を高め、格付を下支えするにはいうまでもなく安定稼働が必要だが、地元理解に努め続け、安心かつ安全な操業実績を積み重ねていくことが不可欠となる。
- (5) 中長期的にはこれまで同様、前提となる廃炉・賠償にかかる制度的基盤とその強度が変化していないかを確認していく。その上で福島事業の進展や経済事業の収益構造の変革、KKの安定運転といった実績を一層重視していく。大規模なコスト削減と資産売却の進捗、JERA以降成立していない大規模なアライアンスの具体化に加え、レベニューキャップ制度や長期脱炭素電源オークションの制度改正、などは格付にポジティブに作用する。一方、燃料デブリ取り出しの難易度上昇による追加費用・工程の変動、KK稼働の安定度や小売事業の競争力の低下、送配電網整備や脱炭素投資にかかる財務負担の増大などはリスク要素となる。第五次総特の認定をもって格付を変える必要はないが、JCRは計画の実効性、すなわち、当社の経済事業の自立性向上に向けた取り組みの

“実績”に注目し、金融機関からの追加与信の獲得を経て成長に向けた新規投資の拡大サイクルを確立できるかを注意深く見定め、格付に反映させていく。

本ウェブサイトの情報は、当社が、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、当社は、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、当社は、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。当社は、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。当社の格付は、意見の表明であって、事実の表明ではなく、また、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。当社の格付は、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所定の手数料をいただいております。当社の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、当社が保有しています。当社の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、当社に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。