

2023年度第2四半期決算 会社説明会における質疑応答

〔業績・財務基盤の回復〕

Q. 自己資本比率15%で満足はしないと思うが、利益を積みこむことだけが選択肢か。それ以外の選択肢、具体的には資本増強や総資産を減らすなどの選択肢はどうか。

A. 金額的には利益の積み上げの方が数字は大きいですが、遊休資産売却も積極的に進めており、利益の向上と資産の圧縮を並行して進めていきたい。

Q. 自己資本について、15%というのが一つの水準としてあると思うが、自己資本比率をどこまで引き上げたいと考えているか。自己資本の額や%をどこまで引き上げたいのか。

A. まずはこの数年で毀損されたもの戻していくという視点で15%を一つの水準として設けている。ただ、格付の維持を意識すると、20%は最低限必要な水準であり、配当方針とは別に、意識する目安である。それ以降については、現状、グループ経営ビジョンで25%を掲げているが、原子力稼働後も訴訟リスク等があるため、そういったリスクバッファや事業環境の変化等も踏まえ、今後、あらためて検討していく必要があると考えている。

Q. 業績予想へのリスク織り込みについて、上期のリスク発現がなかったため、前回の300億円から200億円に修正したとのことだが、算定根拠はどのように考えればよいのか。調達すべきLNGの量・価格やJEPXの市場価格を考慮しているのか。もし考慮しているのならば島根2号機の稼働後、リスクは縮小するのか。

A. 期ずれ影響額の年間ポジションを算定するとともに、過去の燃料費のボラティリティを統計処理し、変動幅も踏まえてリスクを計算している。その結果、夏場が終了したので、冬場のリスク相当量として、当社の算定では200億円をリスク額と見込んでいる。

Q. 島根原子力が稼働するとリスク量は縮まるのか。

A. 島根2号機が稼働すると化石燃料の消費が減少するためリスクは減ると考える。今後、電力調達が内外無差別でどうなっていくか見通しにくいところがあり、その影響は見極めていきたい。調達に関するリスクは、他社から購入してもある程度残るものであるため、ヘッジの能力を向上させていきたい。

〔販売電力量の増減要因〕

Q. 販売電力量の上期実績について、減少している背景や要因の分析はどうか。

A. 販売電力量の減少は、節電や大口電力の産業動向の影響が主な要因である。今年度の契約は昨年需給ひっ迫のタイミングでの契約更改であり、新電力からの戻り需要や自家発から系統電力への切り替えが進んでいる。そのため、今年度に限って言えば、離脱の増加が販売電力量の減少に大きく効いているわけではない。

〔グループ経営ビジョンの見直し〕

Q. 現行のグループ経営ビジョンはいつ見直す予定か。検討状況はどうか。

A. 島根2号機が再稼働すると様々な状況が変化するため、それを踏まえてグループ経営ビジョン見直しの要否について考えていきたい。

〔島根原子力発電所〕

Q. 島根原子力について、島根 2 号機の安全対策工事に係る知見を島根 3 号機に反映したため投資額が増加したとのことだが、工事費増加の背景を詳しく教えていただきたい。また、投資に見合う効果があるとのことだが、収益性の面で 2 号機再稼働のキャッシュフローへのプラス効果（燃料費削減効果）はどの程度か。加えて、減価償却費が損益に与える利益影響はどれくらい見込んでいるか。

A. 島根 2 号機の審査において、耐震補強や火災、溢水対策等で相当数規制委員から指摘があったことへの対応、および島根 2 号機の工事計画認可を受け、島根 3 号機の耐震補強や火災、溢水対策等の規模が判明したことから、工事内容について精査した結果、資材高騰の影響も含めて 9,000 億円程度に増加した。今後の島根 3 号機の審査は、不透明な状況ではあるが、現時点では島根 2、3 号機あわせて 9,000 億円程度を見込んでいる。

なお、島根 3 号機の安全対策工事の完了時期については精査中である。

投資効果については、島根 2 号機で 800 億円程度、島根 3 号機は更に燃料費削減メリットがあり、投資回収できると見込んでいる。島根 2 号機の減価償却費等が損益に与える影響については、料金見直しに織り込んだ数字で、減価償却費・修繕費・バックエンド費用等で 400 億円程度の費用を見込んでいる。

Q. 内外無差別の確保が求められる中、島根 2、3 号機を西日本で広域的に使うのであれば、島根 3 号機は減価償却が進んでいる原子力発電所と比べると費用面で劣後するのではないかと思うが、原子力の再稼働が進んでいる西日本において、しっかり発電側で利益が出るのか。

A. EC コストの競争力は非常に高い。固定費の回収という面では容量市場等を使いながら固定費の回収を図りたい。

Q. 島根 2 号機の特定重大事故等対処施設（以下、「特重」という。）と島根 3 号機の審査ではどちらを優先するのか。島根 2、3 号機を並行して進めるリソースはあるのか。

A. 現状は島根 2 号機を優先しており、これまで工事計画認可へ対応していたチームは現在、使用前事業者検査に対応しているところ。この対応は 2024 年 5 月の工事完了までかなりの負担を要する。また、島根 3 号機については、島根 2 号機の工事計画認可とは別のチームが対応している。おそらく、島根 2 号機が再稼働を始めるあたりでは 3 号機の審査に残りの人員を充てることができるようになる。特重については専用チームがあり、並行して取り組んでいく。

Q. 島根 2 号機の工事完了は 5 月となっているが、遅延リスクをどの程度考慮すればいいか。

A. メーカーやゼネコンと調整して工事完了時期を決定している。現時点で考え得るリスクは人身事故や人材不足。例えば人身事故等が発生した場合については、遅延する可能性も完全には否定できないことから、出来る限りの工程短縮に努め、そうした遅延リスクもカバーしていきたい。人材不足についてもメーカーと十分に打ち合わせを行っており、確認をしながら進めているところ。

〔電源調達と販売戦略〕

Q. 島根原子力発電所の稼働で電源構成が来年度以降変わってくると思うが、稼働後の電源調達や販売戦略の概要はどうか。島根 2 号機の再稼働は火力発電の抑制による燃料費削減メリットが中心になると思うが、島根 3 号機の稼働後は域外や卸販売の増加など、トップラインを伸ばしていくのか、それとも既存電源の入れ替えや電源開発株からの調達分を含む電源調達の構成見直しが中心になるのか。

A. 電源の安定化に島根 2、3 号機は大きな役割を担っており、化石燃料の調達費用削減に結びつくが、内外無差別の確保が求められる中では、エリアを超えた売買が多く行われていくと予測しており、広域的な電源の競争力が勝負になると考えている。既存火力の効率化も含め、燃料の調達コストを抑え、市場が安価な時にはうまく差替えていくといったトレーディング能力がますます重要になる。

今後、自社の小売と発電の情報が分断され、分かれていくとは思いますが、電源は kWh あたりの競争力を向上させるとともに、再エネを上手くエリアの需要に取り込むための火力の調整力がますます重要になると考えており、そのためには火力の負荷変化率の向上が必要。DSS (Daily Start and Stop : 日間起動停止) もあるが、設備への負担が大きく修繕費の増加につながるため、できる限り最低負荷を下げることで、昼間の太陽光を受電する能力を高めていく。このような取り組みを行っていきたい。

将来的には、原子力発電によって低 CO2 を目指すとともに、昼間の再エネ増大に対する調整力を持つことや、夜間や点灯帯の需要増にはアンモニア・水素発電、バイオマス発電、CCS (Carbon Dioxide Capture and Storage : CO2 回収・貯留) 等で対応できるよう、2050 年ノンカーボンに向けた電源構成を考えていきたい。

小売は、トレーディングを含め調達コストをできるだけ下げていく。

〔事業体制〕

Q. 内外無差別が進むと発電と小売が情報の分断を含め分かれていくという話があったが、規制当局が内外無差別を求めている中で、発販一体で運営していく意味はあるのか。それぞれで運営していくのも選択肢だと思うが、発販の事業体制に係る現状の認識はどうか。

A. お客様のニーズ等をグループとして吸い上げて総合的に対応するには、発販一体の事業体制がよいと考えている。ルールを逸脱しないようしっかりフォローしていき、両者の間で連携できるところは連携して、より収益性を高めていきたい。

Q. 今後、販売価格の値下げ圧力があると思うが、どのように考えているか。また、新電力との競争環境は現状どうか。

A. 昨年までの収支悪化により、財務基盤が著しく毀損しているため、当面は財務状況を鑑み現行の料金水準をできるだけ維持していきたい。競争環境の激化が予想されるが、単純な値下げ競争ではなく、調達コストをいかに下げ、小売単価とのスプレッドをどう維持するのが重要。利益を第一に、プライシングを考えていきたい。

〔配当政策〕

Q. 配当性向 10%に則って年間 30 円/株に増配している。過去の御社や同業他社を踏まえると一回上げた配当は下げたくないように思えるが、過去や他社の状況とは違う方針を採り、自己資本比率の 15%達成までは一過性の利益も含め配当性向 10%を続け、減益になれば配当は下げるという認識でよいか。

A. 安定配当か利益に応じた配当かは業績連動を導入する段階で社内でも散々議論し、利益をベースにした配当にするという方針にした。今年度の業績を踏まえ、資本回復を優先する議論もあったが、決定した方針は堅持することとし、通期では 30 円/株の配当にした。自己資本比率 15%まで回復するまではこの方針を続けていき、自己資本比率 15%を達成した時に、その後の配当については考えていきたい。

Q. 業績予想の中で、下期に 200 億円のリスクを織り込んでおり、また期ずれもマイナスで織り込んでいる。一方で、足元の為替や燃料価格を踏まえると、プラスに上振れする可能性もあるのではないかと考えている。利益が上振れた場合、配当方針に基づけば、配当額も 30 円から 40 円になることも考えられるが、アップサイドの場合も配当性向 10%の配当方針に則り算定して配当額を決めるのか。

A. 今後業績が変動する可能性は、アップサイド、ダウンサイドともに十分あり得るが、基本的には、配当性向10%を基準に、ここから大きく乖離しない範囲で配当を実施したいと考えている。その中で調整することはある。

Q. 配当政策について、ブラッシュアップしたほうが良いのではないかと。今年度は増配となるため問題はないが、来年度以降、減益に伴い減配となった時の批判は大きい。一過性の要因（燃調期ずれ）を考慮せず配当額を決めるということは、ルールとしてはあるが、エネルギーセクターの会社は、各社とも工夫しながら配当政策を作っている。これら他社の事例を全て踏まえたうえで、覚悟を決めて現行の配当政策を選択したのであれば構わないが、そこまで見ていないのではないかと感じる。来年度に燃調期ずれを要因とする減益により減配となった場合の投資家への影響や彼らの反応を考えて、配当政策を見直す必要があるのではないかと。修正にあたっては、配当額の水準を変えるのではなく、やり方を変えればよく、やり方が合理的であれば批判はしない。特に、燃調期ずれ影響込みの配当政策はきつ過ぎると考えており、他の投資家とのミーティングでも、燃調期ずれ影響による減益の結果、減配となることを市場は受け入れるのか聞いてみたい。受け入れるという声はあまり出てこないはず。市場の声と他社の事例を参考に、修正案を取締役会で検討していただきたい。

A. 貴重な意見として承る。現状、当社においては毀損された財務状況の回復が急務の課題である。そのため、現行の配当性向とした。基本的には現在の配当政策を踏襲するつもりだが、いただいたご意見も参考に議論をしていきたい。

Q. 配当性向10%を批判しているのではなく、ボラティリティの高い燃調期ずれ込みの純利益に対して配当性向を乗ずるやり方は合理的ではないと思っている。この考え方は、自己資本比率の高低に関わらずすべての会社にお伝えしているもの。ほかのセルサイド・バイサイドの方からもぜひ意見を聞いていただきたい。配当政策を短期間のうちに修正することは問題ない。そうした前提で、取締役会で議論していただくようお願いする。

A. 燃調期ずれ影響は何年かすると平均化される。しかし、昨今の燃料価格のボラティリティは大きすぎて、一年間の収支を大きく毀損するリスクを常に抱えている。ヘッジ等の能力を高めながら、燃調期ずれ影響を抑制していく取り組みが非常に重要だと考えている。毎年収支変動を抑制する取り組みを進めながら、配当政策の議論をしていきたい。

[資本コストや株価を意識した経営の実現に向けて]

Q. ROICについて、今期の利益額は御社としては高いがROICで見ると2%程度と低く、厳しい水準であり、PBR改善に向けては、現状の利益でも十分ではないという認識を経営陣は共有しているのか。もっと利益を上げていくのか、投下資本を外に切り出すのか。ドラスティックな動きをしなければROICのさらなる改善は難しいと考えるが、ROICが2%では低く、改善していかなければならないという問題意識は強いのか。

A. 今期の資本コストはお示ししていないが、財務は非常に毀損している状況で、資本コストが非常に低いため、今期の業績予想に基づけばROICは資本コストを超えていると考えているものの、財務基盤を強化していく中でROIC2%の水準は十分でないとは認識している。投下資本も増えていく中でどう改善していくかは今からしっかり議論していきたい。

Q. 価値向上の取り組みについて、電力の中で一番ページ数を割いて説明いただいた。御社の中でどのような問題意識や議論があり、ここまで開示しようということになったのか。執行での議論、取締役会での議論など、可能な範囲でその背景を教えてください。

A. これまでは、概念的に「島根原子力発電所が稼働しない」「競争が激しい」といった議論をしていた面もあったが、今回、東証の要請も踏まえ、課題を定量化し、経営の方向性を決める際の参考にするため現状分析を行った。本日お示しした内容については、経営層で議論はしているものの、取締役会ではまだ議論していない。これをたたき台にして分析の深掘りをして、社外取締役も含め取締役会でしっかり議論をしたうえで、しかるべき計画・施策に反映していく。

Q. 会社説明会資料 P34「株主資本コストの推移」について、 β 値 0.38 は事業リスクを考慮すると低いと考えるが、これを土台にぜひブラッシュアップして欲しい。

A. 当社の実績ではあるが、異常値と認識している。また、自己資本比率も 10%程度と、各指標を語るうえで異常値である。あるべき数値を用いた ROA、ROE 等の分析も行う必要があると考えている。

Q. 会社説明会資料 P37「PBR 改善に向けた取り組みの方向性」について、PBR の向上に向けた施策を示していただいたが、①（資本効率の向上）は示されている取り組みの結果が出れば向上するものの、②（収益性への期待・成長性に対する評価向上）については、示された取り組みに目新しい内容はなく、向上につながるとは思えない。従来のアクションのままという印象。

従来とは異なる何か新しい取り組みが必要ではないか。自己資本比率を上げる、また、総資産を絞るのに遊休資産を売るという誰でも言えることではなく、さらに踏み込んだ、例えば資産のキャッシュ化などの取り組みがあれば、これまでとは違うと感ずることが出来る。財務体質を本気で改善したいなら、遊休資産ではなく事業資産の売却・整理を提案したい。グループ経営ビジョンの見直しと合わせて検討いただきたい。②の評価を上げるための変化を期待している。

A. 今後、カーボンニュートラルに向けた取り組みを進めていく中で、ノンカーボン電源への投資が必要となってくる。排出源となっている従来型の発電所を休廃止するなどの取り組みは進めていかなければいけない一方で、燃料のボラティリティが激しい中では安定供給の視点も重要であることから、ノンカーボン電源へのトランジションの進め方について、慎重に考えていきたい。その中で、どの時点でどの資産を売却するかは検討を深めていきたい。

※内容につきましては、ご理解いただきやすいように加除・修正しております。

以 上