

開催日 : 2020年11月11日（水）10:00～11:00（ウェブ会議形式）  
出席者 : 42名（証券アナリスト、機関投資家向け）

主な質疑応答要旨は以下のとおり。

**Q1:** カナダ・オイルサンドプロジェクトにおける収益状況と自助努力による収益改善策について教えてほしい。  
下期の数量ベースで、損益分岐点価格（WTI）と重軽格差がどの程度になるか教えてほしい。

**A1:** 既に2018年末の著しい市況悪化をうけてコスト削減には継続的に取り組んでおり、現時点で出来る限りの自助努力は実施済みであると考えている。具体的には、希釈剤やケミカル等の使用量の最適化、不急の探鉱調査費用やメンテナンス作業の先送り、人件費削減、賃借タンクを利用した生産量の維持などを行っている。

損益について、従来、「WTI 40ドル、重軽格差 25%程度でキャッシュコストは回収可能、また、WTI 60ドルで償却費や支払金利を含めても経常黒字化」という説明をしてきたが、このような自助努力に加えて、足元のガス価格の低位安定、カナダドル安、米国金利の低下も加わり、損益分岐点は下がっている。具体的には、4Q前提（WTI 36.67ドル、重軽格差 27%）でもキャッシュコストは回収可能、また経常損益の損益分岐点は、現在のガス価、為替、金利、日量2万バレル以上の生産量を前提にすればWTI 55ドル、重軽格差 25%程度と想定している。

**Q2:** インフラ・ユーティリティ事業の上期および通期予想の利益増減要因について解説してほしい。上期実績に対して下期の利益改善見通しは福島天然ガス発電所の稼働貢献によるものとの認識であるが、来期の年間ベースの同事業の利益水準の目安と収支変動リスクについて解説してほしい。

**A2:** 下期のインフラ・ユーティリティ事業利益の増加見通しは、電力事業の要素（販売量や気化受託収入の増加）があるものの、天然ガスの販売量増加が主な要因。元々、民生用を中心に冬季の販売量が多いが、今期はコロナ禍の影響で上期の産業用需要が下振れ、下期にある程度の復調を見込むことも影響している。また、JCCやJLCの下落傾向が続いており、これに伴う原料スライドタイムラグによる利益を通期で20億円見込むことも特殊要因として織り込んでいる。

来期以降の利益のガイダンスとして、インフラ・ユーティリティ事業のコア利益（営業利益）は25億円程度と想定している。このコア利益の変動要因としては、長期相対契約以外の販売単価（JEPX市況）、発電燃料のLNG調達コスト（特にスポット調達分）、JEPX市況に応じた発電量の増加等がある。これらの影響に加えて、原料スライドタイムラグによる効果がプラス・マイナス要因として発生することを想定している。来期は発電所フル稼働による電力販売量の増加により、一定の増収・増益要因となることが見込まれるが、それにより利益が飛躍的に伸びることは想定していない。

**Q3:** 再生可能エネルギーへの取り組みについて、洋上風力発電を中心に検討中のプロジェクトが例示されているが、今後注力する再生可能エネルギーは洋上風力になるのか。その場合、なぜ洋上風力に注力することにしたのか、これまで培ってきた技術や強み等のうちの何が洋上風力でも活用できるのか。また、取り組みに関する1Qからの進捗についても教えてほしい。

A3: 現在、洋上風力やバイオマスを優先しながらも、太陽光や地熱など規模の大小を問わず再エネ全般について、案件発掘・参画検討を行っている。洋上風力は1件あたりの事業規模が大きく、パートナーリングにより事業を進めることが多いため相対的には後発者の参入余地が大きい。風況の良い東北地方には当社の事業基盤があり、E&P事業の推進において構築してきた漁業関係者など地元関係者との緊密な関係が当社の強み。案件成立に不可欠な地元の理解を得る上で、この強みを生かし、コンソーシアムの中での役割を果たせると考えている。現在洋上風力では3件の取り組みを進めており、行政側との手続きを含め着実に進めたい。

Q4: 来期以降の3年から5年程度における設備投資額イメージと、主な投資分野を教えてください。2019年度～2022年度4年間の資金配分イメージから変更の可能性はあるか。

A4: 中期事業計画の中でこれまで資金配分方針を説明してきた時との最大の違いは、キャッシュフローの減少。従来は年間EBITDA400～500億円を前提としていたが、当期の予想EBITDAは250億円に減少する見込みであり、当面はこの前提で資金計画を考える必要がある。ただし、現時点の現預金残高や、油価低迷時でも200～300億円のEBITDAを確保できる見通しを踏まえ、資金配分（既存事業600億円、成長投資650億円）の変更は現時点で考えていない。

既存事業投資のうち、特に海外事業への充当を想定している400億円は、投資の緊急性や費用対効果を検証し、そのタイミングや支出額を適宜見直す。成長投資650億円は、E&P:非E&P=1:1に配分する基本的な考え方にも変更はなく、主に再エネや海外での新規案件取得に充当することを想定しており、今後の案件発掘状況に応じて投資対象や投資額は適宜見直したい。

Q5: 現状の低油価での営業キャッシュフロー（営業CF）、フリーキャッシュフロー（FCF）の創出力について解説してほしい。

A5: 国内セグメントと北米セグメントで大きく違いがある。国内セグメントは、油価下落や国産ガス減退によるマイナス要因を発電や気化受託でカバーすることで一定のキャッシュフローを維持しており、生産能力やインフラ維持のために年間数十億の設備投資が必要になることを踏まえても、200億円程度のFCFを毎年創出できると考えている。北米セグメントは、今期の営業CFは概ねゼロとなる見通しである。カナダの2事業への投資は抑制していくものの、生産能力維持のための一定の投資が生じるためにFCFがマイナスとなる見込みであり、その改善が重要な経営課題と認識している。

Q6: 国内外E&P事業（原油）について、全社ベースでの損益分岐点価格を教えてください。

A6: 国内は油ガス田ごとにブレイクイーブンコストが異なり、海外もオイルサンドプロジェクトについては前述の通りであるが、プロジェクトごとに契約形態や損益分岐点が異なり、かつ変動要因も様々であるため、特定の価格を示すのは難しい。

Q7: 低油価が継続した場合のオイルサンドプロジェクトにおける減損リスクについて説明してほしい。2Q決算で減損の兆候、減損テスト等は実施したのか。

A7: 決算短信にも記載した通り、当社は、原油価格は一定の期間を経てコロナ禍以前の水準（具体的には中期事業計画で想定している60ドル程度）まで回復するという想定で会計上の見積もりを行っている。現時点で減損の発生は想定していないが、この前提油価を引き下げられる場合には、国内外の資産について将来キャッシュフローの再評価が必要になる。特に、オイルサンドやカナダシェールガスは（プロジェクトライフが）数

十年に及ぶ長期のキャッシュフローであり、油価前提の引き下げが直ちに減損につながることはないが、油価前提を変更することで、事業計画そのものや中長期的な開発計画に影響が及ぶ場合には、それに応じて将来キャッシュフローを見直すことになる。今後当社として油価前提を検討していく過程で、国内外の資産について将来キャッシュフローへの変化を踏まえて減損の評価を行う。

Q8：カナダのシェールガスプロジェクトの営業損益及び経常利益段階の損益分岐点について解説してほしい。

A8：カナダのシェールガスプロジェクトについてはパートナーとの関係があり、ブレイクイーブンコストなどの詳細に関する情報は開示できないが、ガス価が低迷していた 2Q (1.85 加ドル/mcf)、3Q (1.84 ドル/mcf) でも、キャッシュコストはカバーしている。

Q9：10月以降カナダのガス価格 AECO が徐々に上昇しているが、影響について解説してほしい。おそらく、カナダのシェールガスプロジェクトにはプラスだが、オイルサンドプロジェクトにはマイナスと思われるがネットではどう影響するのか。

A9：ネットした損益への影響は説明資料の 30 ページにセンシティブティを示しているので参照いただきたい。(今期予想におけるセンシティブティではマイナスの影響)

Q10：北米事業の中長期的な見通しは。北米事業は 2Q 及び通期会社計画でも、カナダのオイルサンドプロジェクト及びカナダシェールプロジェクトを中心に大きな赤字を計上しているが、製品価格上昇に依存しない収益改善策があるのか、それとも撤退等も踏まえた検討をしているのか。

A10：オイルサンドプロジェクトについては前述の通り様々なコスト削減策の実行を通じてブレイクイーブンコストの引き下げを実現している。カナダシェールガスプロジェクトは、当社は 10%のマイナーパートナーであるため自助努力の範囲は限られているが、オペレーターへの働きかけを通じて、採算性のよいエリアを優先的に開発することで経済性の向上を図るなど、ガス価低迷に応じた合理的な開発計画の策定を目指す。

Q11：バイデン氏が大統領に就任した場合の米国のシェール事業への影響は。

A11：バイデン氏が当選し、アメリカのエネルギー政策に様々な変化が出てくることを予想している。パリ協定への復帰、電力部門のゼロ・エミッション化、大規模な環境インフラ投資の実行などが公約として掲げられており、化石燃料全体については環境が厳しくなることを認識している。原油価格の面では、仮にイランとの核合意に復帰した場合、イランの原油輸出が市況への下落圧力に関わることを想定している。ただし、北米について、当社は今後も新規案件を追求していく場所のひとつと考えている。シェールと言っても、地域によって競争力もポテンシャルも違うため、アセットを見極めながら新規投資の可能性について引き続き追求をしていきたい。公約と実際の政策との間に、ギャップが生ずることもあり得るため、状況を注視しながら今後の投資のあり方について考えていきたい。

Q12：今年度の通期の業績についてどうとらえているか。下期は営業黒字が出せる予想だが 10 億円にも満たない水準である。今後の利益改善策について短期・中期的に解説してほしい。

A12：当社の事業収益は油価や為替等に大きな影響を受ける構造であり、現在の油価の状況をみると短期的に事業環境は非常に厳しいと言わざるを得ない。ただし、その中で相馬の発電所が営業運転を開始し、ネガティブな影響がある程度は相殺している。短期的に即効的な対策はないが、様々なコスト削減や、来年度の相馬

の発電所の通年稼働などによりネガティブなファクターを減退させていきたい。

一方で、このような厳しい時期は当社にとって今後の成長のため E&P、非 E&P 事業双方において、仕込みをすべき時期であると考えている。石油・ガスのアセットは低価格になってきており、当社には投資する余力があるため、将来の収益を獲得できる投資案件を仕込んでいきたい。油価に左右されない事業構造にしたいという意味では、現行の中期計画および長期ビジョンの大きな流れの中では、当社がやるべきことは変わらないと考えている。厳しい環境の中で将来に向けた手を打っていきたい。

以上

#### 注意事項

本資料に掲載されている当社の現在の計画、見通し、戦略、その他歴史的事実でないものは、将来の業績に関する見通しを示したものです。実際の業績は、さまざまな要素により、これら業績見通しとは大きく異なる結果となり得ることをご承知おき下さい。

本資料は投資勧誘を目的としたものではありません。