

石油元売各社の19/3期決算の注目点

石油元売各社（昭和シェル石油（証券コード：一）、出光興産（同：5019）、JXTG ホールディングス（同：5020）、コスモエネルギーホールディングス（同：5021）の4社）の19/3期決算および20/3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

19/3期のドバイ原油価格は1バレル当たり69.3ドルと18/3期に比べて13.4ドル上昇した。17年7月から上昇基調にあった原油価格は、19/3期前半も引き続き上昇した。しかし、米中貿易摩擦による需要減退懸念などを背景に10月半ば以降は下落に転じ、12月まで価格低下が続いた。その後、OPECによる減産や米国によるイラン、ベネズエラへの制裁強化に伴う供給減少懸念などによって原油価格は上昇に転じ、19年4月以降はおおむね70ドル近辺で推移している。20/3期も米中貿易摩擦や様々な地政学的リスクの動向などにより、原油価格は不安定な動きとなる可能性がある。

石油製品の国内需要は依然として減少傾向にある。19/3期は燃料油全体で1億6,914万kl（前期比4.4%減）、ガソリンが5,076万kl（同3.3%減）と引き続き減少した。経済産業省の石油市場動向調査ワーキンググループにおける「2019～2023年度石油製品需要見通し」によれば、電力用C重油を除く燃料油全体の今後5年間の需要は年率1.3%減、ガソリンは同2.2%減が見込まれており、石油製品の国内需要は減少が継続と予想されている。

供給面では業界再編がさらに進み、安定感が増した。17年4月のJXホールディングスと東燃ゼネラル石油の経営統合によるJXTGホールディングスの誕生に続き、19年4月には出光興産と昭和シェル石油の経営統合が実現した。この結果、国内燃料油販売でJXTGグループが約50%、出光昭和シェルグループが約30%のシェアを占めることとなった。今後も二大グループによって業界秩序が維持され、過当競争の緩和につながると見られる。

2. 決算動向

19/3期の4社合計の営業利益（昭和シェル石油は18/1～12実績、JXTGホールディングスのみ売上総利益－販売費及び一般管理費の計算値を使用）は7,595億円（前期比15.1%減）と減益であった（図表1）。原油価格の上昇ペースが鈍化し、4社合計の在庫評価益が214億円と18/3期の同1,914億円から大幅に減少したことが減益の主因である。在庫影響を除いた営業利益では、19/3期の4社合計（同上）は7,322億円（前期比4.2%増）と18/3期に続き増益となった。

事業別にみると、各社の収益の柱である石油製品事業ではマージンが底堅く推移し、在庫影響を除いた営業利益の4社合計（同上）は739億円増加した。原油価格上昇に伴い、石油開発事業も増益となった。また、JXTGホールディングスの金属事業は、銅鉱山の減損損失などによって18/3期に営業赤字となったが、19/3期は減損損失の計上がなく、黒字回復した。他方、石油化学製品事業は主要製品の市況悪化などを背景に各社とも減益となった。

財務面では、利益の蓄積により全社で自己資本（JXTGホールディングスは親会社の所有者に帰属する持分）が増加した。また、投資キャッシュフローのマイナス幅拡大や株主還元の実質化などによって有利子負債も微増となった。この結果、19/3期末の4社合計の自己資本（同上）および有利子負債（ともに、昭和シェル石油は18/12末、コスモエネルギーホールディングスは劣後ローンの資本性評価後）によるDERは1.0

倍とほぼ前期比並みの水準にとどまった（図表 2）。また、19/3 期の 4 社合計の EBITDA および期末有利子負債残高（同上）による有利子負債/EBITDA 倍率は 3.5 倍となり、18/3 期の 3.0 倍からやや悪化した。

3. 業績予想における格付上の注目点

20/3 期は各社とも在庫影響を除いた営業利益でおおむね前期並みを予想している。石油製品のマージンは 18/3～19/3 期の水準が維持され、各社の業績を支える見込みである。石油開発事業は原油価格や生産量の前提によって各社の見通しが異なるものの、引き続き底堅い利益が見込まれている。

石油製品のマージンの安定感が増している。需要が減少傾向にある一方、供給面での構造改善を背景に石油製品の国内需給は石油元売各社にとって良好な状態が維持されている。19/3 期は原油価格の上昇局面と下降局面でマージンに変化が見られたが、通年でみれば 17/3 期以前に比べて高い水準を確保できた。今後も石油製品のマージンは現状レベルを維持できると見ているが、引き続き需給悪化の可能性や各社の需給バランス維持に向けた対応などが注目点となる。

原油価格の変動は、主に石油事業の在庫評価損益や石油開発事業の利益の変動という形で各社の業績に影響を与える。原油価格はボラティリティが高く、19/3 期も短期的に大きく変動した。今後も需要面では季節性要因のほか、中国の経済減速に伴う需要減退懸念が残る。一方、供給面では OPEC 産油国などの生産動向に加え、イランやベネズエラなどの地政学的リスクの顕在化が影響を与える可能性がある。その他にも原油価格を変動させる様々な要素があり、注意を要する。

業界再編によって業界秩序の安定化が進むとともに、シナジー効果が各社の業績改善に寄与している。JXTG ホールディングスは 18/3～19/3 期に統合シナジー効果 787 億円を実現し、20/3 期と合わせて 3 年間で 1,140 億円と当初計画の 1,000 億円を上回るプラス効果を見込んでいる。昭和シェル石油と出光興産は経営統合に先行して 19/3 期に 130 億円の統合シナジー効果を実現したほか、20/3 期と合わせて 300 億円の効果を目指しており、さらに 22/3 期までに合計 600 億円のシナジー効果を計画している。

財務面では、収益力の向上に伴い各社とも改善が進んできたが、19/3 期は改善ペースが鈍化した。今後も成長分野での事業拡大などに向けた様々な投資に加え、株主還元拡大により財務改善ペースは緩やかなものにとどまる見通しである。ただ、財務諸指標の水準自体は個社ごとに差があるほか、業績のボラティリティが大きい収益構造であることを勘案すれば、今後も健全な財務体質を確保していくことの重要性は高いと考えている。必要な投資を行いつつ、もう一段の財務体質の改善を進めることができるか注目していく。

（担当）千種 裕之・水川 雅義

(図表 1) 石油元売各社の業績推移

(単位：億円、%)

		売上高	営業利益	経常利益	親会社株主に 帰属する 当期純利益	在庫影響額	在庫影響を 除く営業利益	売上高 最終利益率
昭和シェル石油 (一)	17/12 期	20,459	784	929	427	244	540	2.1
	18/1-12	24,946	818	848	440	106	712	1.8
出光興産 (5019)	18/3 期	37,306	2,013	2,263	1,623	311	1,702	4.4
	19/3 期	44,251	1,793	1,691	814	60	1,733	1.8
	20/3 期予	67,900	2,200	2,285	1,600	0	2,200	2.4
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	18/3 期	25,231	1,118	1,168	728	210	908	2.9
	19/3 期	27,703	946	966	531	▲107	1,053	1.9
	20/3 期予	29,130	1,090	1,110	600	50	1,040	2.1
		売上高	売上総利益－ 販管費	営業利益	親会社の所有者 に帰属する 当期利益	在庫影響額	在庫影響を 除く営業利益	売上高 最終利益率
JXTG ホールディングス (5020)	18/3 期	103,010	5,027	4,875	3,619	1,149	3,726	3.5
	19/3 期	111,296	4,036	5,370	3,223	214	5,156	2.9
	20/3 期予	115,000	N.A.	5,500	3,200	500	5,000	2.8
		売上高	営業利益	－	最終利益	在庫影響額	在庫影響を 除く営業利益	売上高 最終利益率
4 社合計	18/3 期	186,008	8,944	N.A.	6,397	1,914	7,030	3.4
	19/3 期	208,197	7,595	N.A.	5,009	273	7,321	2.4
	20/3 期予	212,030	N.A.	N.A.	5,400	550	N.A.	2.5

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- ※1 予想はすべて各社が公表している予想値を記載
- ※2 JXTG ホールディングスは国際会計基準による数値
- ※3 昭和シェル石油は 19/3 期に決算期変更で 15 ヶ月の変則決算となったが、他社と決算期間を合わせるため上下表には 18 年 1～12 月の 12 ヶ月分の実績を記載
- ※4 4 社合計の 20/3 期は出光興産と経営統合した昭和シェル石油を除く 3 社合計
- ※5 4 社合計の営業利益は JXTG ホールディングスのみ売上総利益－販管費を使用
- ※6 4 社合計の最終利益は日本基準＝親会社株主に帰属する当期純利益、国際会計基準＝親会社の所有者に帰属する当期利益の合計値

(図表 2) 石油元売各社の財務推移

(単位：億円、倍、%)

		自己資本	有利子負債	DER	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
昭和シェル石油 (一)	16/12 期	2,212	1,276	0.6	833	1.5	809	▲ 165
	17/12 期	2,533	1,174	0.5	1,064	1.1	473	▲ 96
	18/1-12	2,707	1,262	0.5	1,068	1.2	901	▲ 459
出光興産 (5019)	17/3 期	5,838	10,406	1.8	2,054	5.1	535	▲ 2,148
	18/3 期	8,687	8,670	1.0	2,692	3.2	1,367	▲ 898
	19/3 期	8,421	9,398	1.1	2,409	3.9	1,510	▲ 1,222
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	17/3 期	1,947	7,425	3.8	1,266	5.9	476	▲ 1,120
	18/3 期	2,686	6,704	2.5	1,502	4.5	1,926	▲ 964
	19/3 期	3,110	6,641	2.1	1,414	4.7	904	▲ 845
東燃ゼネラル石油 (統合前)	17/3 期	2,409	2,636	1.1	1,067	2.5	1,086	▲ 290
		親会社の所有者 に帰属する持分	有利子負債	DER	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
JXTG ホールディングス (5020)	17/3 期	17,071	24,326	1.4	5,171	4.7	2,257	▲ 2,519
	18/3 期	25,395	22,599	0.9	7,706	2.9	7,071	▲ 951
	19/3 期	27,178	22,179	0.8	6,519	3.4	3,441	▲ 2,069
		自己資本	有利子負債	DER	EBITDA	有利子負債 /EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
4 社合計	17/3 期	29,479	46,072	1.6	10,393	4.4	5,165	▲ 6,243
	18/3 期	39,302	39,148	1.0	12,965	3.0	10,838	▲ 2,910
	19/3 期	41,417	39,482	1.0	11,411	3.5	6,757	▲ 4,596

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- ※7 有利子負債は借入金＋社債＋CP 残高の合計値
- ※8 コスモエネルギーホールディングスの自己資本及び有利子負債は劣後ローンの資本性評価後
- ※9 東燃ゼネラル石油の 17/3 期 EBITDA、営業キャッシュフロー、投資キャッシュフローは 16/12 期実績値
- ※10 JXTG ホールディングスの 16/3 期は日本基準による JX ホールディングスの実績値
- ※11 4 社合計の 17/3 期は経営統合前の東燃ゼネラル石油を含む 5 社合計
- ※12 4 社合計の自己資本は日本基準＝自己資本、国際会計基準＝親会社の所有者に帰属する持分の合計値

【参考】

発行体：昭和シェル石油株式会社

長期発行体格付：A 見通し：ポジティブ

発行体：出光興産株式会社

長期発行体格付：A 見通し：ポジティブ

発行体：JXTGホールディングス株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：ポジティブ

発行体：コスモエネルギーホールディングス株式会社

長期発行体格付：BBB 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、結果的正確性、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の定める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