

## 石油元売各社の23/3期決算の注目点

石油元売各社（出光興産（証券コード：5019）、ENEOS 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3社）の23/3期決算および24/3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

23/3期のドバイ原油価格は1バレル当たり93ドルとなり、22/3期と比べて15ドル上昇した。ロシアによるウクライナへの侵攻に伴う制裁の影響などにより、22年4月から7月にかけて100ドル超の高値で推移した。しかし、各国の備蓄原油の放出に加え、中国のゼロコロナ政策による石油需要減退などもあって6月をピークに原油価格が徐々に低下し、12月には80ドル割れとなった。23年1~2月は中国のゼロコロナ政策転換に伴う需要回復期待などを要因に80ドル超に回復したが、欧米の利上げによる景気減速懸念から上値が重く、3月には再び80ドル割れとなった。

石油製品の国内需要は、22/3期にコロナ禍による落ち込みからの反動によって9年ぶりに前期比増加となったが、23/3期は再び減少に転じた。経済産業省の石油統計速報によれば、23/3期の燃料油全体の国内向け販売量は1億5,082万kl（前期比1.9%減）となった。ガソリンは4,477万kl（同0.6%増）と微増であったが、ナフサ（同8.2%減）、軽油（同1.3%減）などが減少した。24/3期の石油製品の国内需要はナフサやジェット燃料の需要回復などによっておおむね前期並みとなる見通しである。しかし、長期的な減少基調は変わらず、カーボンニュートラルの実現に向けて需要の減少ペースが加速することも想定される。

23/3期はENEOSホールディングスの根岸製油所の一部装置が廃止され、期末時点の国内製油所の常圧蒸留装置能力は前期末比3.7%低下した。国内製油所の平均稼働率は22/3期の73.4%から23/3期は80%前後に上昇したもようである。コスモエネルギーホールディングスは引き続き製油所の稼働率が90%超となり、他社比高い水準を維持した。他方、各社の製油所において大小様々な設備トラブルが散見された。

### 2. 決算動向

23/3期の3社合計の営業利益（ENEOS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7,035億円（前期比49.0%減）と3期ぶりに悪化した（図表1）。原油価格上昇に伴い石油開発事業は引き続き増益となったものの、在庫影響の減少やプラスのタイムラグがなくなったことなどにより、石油製品の利益が悪化した。在庫影響を除いた営業利益でも23/3期の3社合計（同上）は5,914億円（前期比16.1%減）と減益となった。

個社別には、ENEOSホールディングスが石油化学製品および電力事業の赤字幅拡大に加え、カセロネス銅鉦山の一部権益売却決定に伴う評価損などによって金属事業が減益となり、連結業績で他2社を上回る減益率となった。出光興産は石炭価格上昇による石炭事業の利益増加が大きく、3社の中で唯一、在庫影響を除いた営業利益が増益となった。コスモエネルギーホールディングスは3社の中で石油開発事業の増益額が最も大きく、石油事業および石油化学事業の減益額の約7割をカバーした。

財務面では、原油価格上昇に伴う運転資金の増加などにより、3社合計の有利子負債は増加した。他方、最終利益が減益となったことや株主還元の拡大によって、自己資本（ENEOSホールディングスは親会社の所有者に帰属する持分）の増加額は有利子負債の増加額を下回った。この結果、23/3期末の3社合計の自己資本（同上）および有利子負債によるDERは1.0倍と22/3期末の0.9倍からやや悪化した（図表2）。また、23/3期の

3 社合計の在庫影響を除く EBITDA および期末有利子負債残高による有利子負債/EBITDA 倍率は 4.5 倍となり、22/3 期の 3.6 倍から悪化した。(自己資本および有利子負債について、22/3 期は ENEOS ホールディングスの劣後債およびコスモエネルギーホールディングスの劣後ローンの資本性評価後、23/3 期は ENEOS ホールディングスの劣後債の資本性評価後)

### 3. 業績予想における格付上の注目点

24/3 期は出光興産、コスモエネルギーホールディングスの 2 社で、営業利益および在庫影響を除いた営業利益の両方で減益が予想されている。資源価格の低下に伴い石油開発事業や石炭事業で利益が減少する見込みである。他方、ENEOS ホールディングスは生産量増加による石油製品の増益や前期に計上した金属事業の評価損がなくなる影響などにより、営業利益 (IFRS) および在庫影響を除いた営業利益 (同左) とも増益が予想されている。タイムラグの影響を除いた国内の石油製品のマージンは安定しており、在庫影響を除いた 3 社の業績は引き続き底堅いと見ている。

24/3 期も原油価格が業績の変動要因になる。24/3 期のドバイ原油価格の前提を ENEOS ホールディングスと出光興産は 80 ドル、コスモエネルギーホールディングスは 85 ドルとしており、23/3 期に比べてそれぞれ 13 ドルおよび 8 ドル低下すると想定している。24/3 期に入り、23 年 4 月はおおむね 80 ドル超であったが、5 月は 70 ドル台で推移している。原油価格はもともとボラティリティが高く、近時は需要の動向に加え、ウクライナ情勢、OPEC 加盟国と非加盟産油国による協調減産、産油国の地政学的リスクなど変動要因が多様化し、かつ不透明感が増している。今後も様々な要因で変動することが想定され、注意を要する。

3 社とも 24/3 期から始まる中期経営計画では、高水準の株主還元を維持、拡大させる方針であり、自己資本の増加は抑制される見通しである。また、新規分野の拡大に向けて設備投資・投融資を増加させる計画であることから、有利子負債は高止まりすることが想定される。現状程度の財務健全性は維持される見通しであるものの、当面さらに改善が進むことは考えにくい。今後、経営環境の変化への対応やキャッシュフロー計画の変更などによって財務健全性が低下することがないか確認していく。

(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
出光興産 (5019)	22/3 期	66,867	4,344	4,592	2,794	2,322	2,012	4.2
	23/3 期	94,562	2,824	3,215	2,536	557	2,267	2.7
	24/3 期予	83,000	1,400	1,500	1,000	▲300	1,700	1.2
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	22/3 期	24,404	2,353	2,330	1,388	723	1,630	5.7
	23/3 期	27,918	1,637	1,645	679	216	1,421	2.4
	24/3 期予	26,700	1,235	1,250	550	0	1,235	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
ENEOS ホールディングス (5020)	22/3 期	109,217	7,107	7,859	5,371	3,703	4,156	4.9
	23/3 期	150,165	2,572	2,812	1,437	348	2,464	1.0
	24/3 期予	134,000	N. A.	3,400	1,800	0	3,400	1.3
		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
3 社合計	22/3 期	200,489	13,805	—	9,555	6,758	7,047	4.8
	23/3 期	272,647	7,035	—	4,653	1,121	5,914	1.7
	24/3 期予	243,700	N. A.	—	3,350	▲300	N. A.	1.4

(注 1) 24/3 期は各社が公表している予想値を記載

(注 2) ENEOS ホールディングスは国際会計基準による数値

(注 3) 3 社合計の営業利益は ENEOS ホールディングスのみ売上総利益－販管費を使用

(注 4) 3 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

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

(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	在庫影響を 除く EBITDA	有利子負債/ 在庫影響を 除く EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
出光興産 (5019)	21/3 期	11,509	12,797	1.1	2,545	5.0	1,704	▲ 1,098
	22/3 期	14,121	13,368	0.9	3,288	4.1	1,461	▲ 1,116
	23/3 期	16,145	14,579	0.9	3,486	4.2	▲ 328	700
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	21/3 期	3,399	5,943	1.7	1,351	4.4	1,674	▲ 845
	22/3 期	4,712	5,686	1.2	2,179	2.6	1,083	▲ 675
	23/3 期	5,278	6,862	1.3	1,990	3.4	81	▲ 811
		親会社の所有 者に帰属する 持分	有利子負債	DER	在庫影響を 除く EBITDA	有利子負債/ 在庫影響を 除く EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
ENEOS ホールディングス (5020)	21/3 期	23,251	20,369	0.9	5,756	3.5	6,790	▲ 3,067
	22/3 期	30,107	25,854	0.9	6,871	3.8	2,095	▲ 3,499
	23/3 期	30,098	29,594	1.0	5,916	5.0	▲ 1,102	▲ 1,159
		自己資本	有利子負債	DER	在庫影響を 除く EBITDA	有利子負債/ 在庫影響を 除く EBITDA	営業キャッシュ フロー	投資キャッシュ フロー
3 社合計	21/3 期	38,159	39,110	1.0	9,652	4.1	10,170	▲ 5,012
	22/3 期	48,940	44,909	0.9	12,339	3.6	4,639	▲ 5,290
	23/3 期	51,522	51,035	1.0	11,393	4.5	▲ 1,349	▲ 1,270

(注 5) 有利子負債は ENEOS ホールディングスが社債及び借入金、出光興産およびコスモエネルギーホールディングスが借入金+社債+CP 残高の合計値

(注 6) ENEOS ホールディングスの 22/3 期、23/3 期親会社の所有者に帰属する持分及び有利子負債は劣後債の資本性評価後

(注 7) コスモエネルギーホールディングスの 21/3 期、22/3 期自己資本及び有利子負債は劣後ローンの資本性評価後

(注 8) 3 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

(出所) 各社決算資料より JCR 作成

## 【参考】

### 発行体：出光興産株式会社

長期発行体格付：A+ 見通し：安定的

### 発行体：ENEOS ホールディングス株式会社

長期発行体格付：AA- 見通し：安定的

### 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：A- 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