

## 石油元売各社の22/3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22/3期決算および23/3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

22/3期のドバイ原油価格は1バレル当たり78ドルとなり、21/3期と比べて33ドル上昇した。世界各国での経済活動の回復を背景に期初から原油価格が上昇し、21年10月には7年ぶりに80ドル超となった。11～12月は米国を中心とした戦略備蓄放出やオミクロン株の感染拡大懸念によって70ドル台に低下したが、22年1月以降は原油価格が再び上昇に転じている。ロシアによるウクライナへの侵攻の影響もあり、22年3月は113ドルと8年ぶりの高値となった。ロシアに対する経済制裁が短期間で解消することは見込みにくく、今後も原油価格には上方圧力がかかりやすいと考えられる。また、変異株の拡大など新型コロナウイルス感染症の状況や中東の地政学リスクなども原油価格に影響を与えると見られる。

石油製品の国内需要は長期的に減少傾向にあるが、22/3期はコロナ禍による落ち込みからの反動により、21/3期と比べて増加した。経済産業省の石油統計によれば、22/3期の燃料油全体の国内向け販売量は1億5,348万kl（前期比1.0%増）と微増となった。ジェット燃料の販売量は331万kl（同21.2%増）と増加したものの、ガソリンは4,450万kl（同2.2%減）と引き続き減少した。23/3期の石油製品の国内需要は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。

22/3期は、国内の製油所において原油処理能力の削減が進まなかったが、引き続きマージンの確保を重視した運営がなされた。この結果、国内製油所の平均稼働率は21/3期に続き70%台にとどまったもようである。なお、コスモエネルギーホールディングスは20/3期からキグナス石油への供給を開始した効果もあり、製油所の稼働率が90%超と他社比高い水準を維持した。

### 2. 決算動向

22/3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1兆3,805億円（前期比2.6倍）と大幅な増益となった（図表1）。原油価格上昇に伴う石油開発事業の利益改善に加え、在庫影響の改善やプラスのタイムラグによる石油製品のマージン改善が増益の主因となった。在庫影響を除いた営業利益でも22/3期の3社合計（同上）は7,047億円（前期比54.8%増）と2期連続で増益となった。

事業別にみると、3社ともほぼすべてのセグメントで利益が改善した。石油化学事業では、製品市況の上昇を主因に増益となった。また、ENEOSホールディングスの金属事業や出光興産の石炭事業など石油以外の資源事業も、資源価格の高騰により大幅な増益となった。

財務面では、運転資金の増加などによって3社合計の有利子負債は増加した。他方、最終利益の増益に伴って自己資本（ENEOSホールディングスは親会社の所有者に帰属する持分）が大幅な増益となり、有利子負債の増加額を上回った。この結果、22/3期末の3社合計の自己資本（同上）および有利子負債（ともに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）によるDERは0.9倍と21/3期末の1.0倍からやや改善した（図表2）。また、22/3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（同上）による有利子負債/EBITDA 倍率は 3.6 倍となり、21/3 期の 4.1 倍から改善した。

### 3. 業績予想における格付上の注目点

23/3 期は 3 社とも営業利益（ENEOS ホールディングスは IFRS）および在庫影響を除いた営業利益（同左）の両方で減益を予想している。石油製品事業で 22/3 期の増益に寄与したプラスのタイムラグがなくなることに加え、在庫影響の減少が見込まれる。また、ENEOS ホールディングスおよび出光興産で 22/3 期に海外資源権益の一部を売却した影響が減益要因となる見通しである。ただ、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、原油価格も高止まりする見込みであることから、業績は底堅いと考えられる。

23/3 期業績予想においても、引き続き原油価格が変動要因になる。23/3 期のドバイ原油価格の前提を ENEOS ホールディングスは 90 ドル、出光興産とコスモエネルギーホールディングスは 100 ドルとしており、22/3 期に比べてそれぞれ 12 ドルおよび 22 ドル上昇すると想定している。22 年 4～5 月はおおむね 100 ドル超で推移しているが、原油価格はもともとボラティリティが高く、今後も様々な要因で変動することが想定される。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が供給に与える影響に注意を要する。

利益の蓄積により 23/3 期も自己資本の増加が見込まれる。他方、3 社とも設備投資・投融資を 22/3 期に比べて増加させる計画であることに加え、自社株買いを含め株主還元を拡大させる方針である。このため、財務改善のペースは緩やかなものにとどまると見られる。また、財務改善のスピードは個社ごとに差があり、今後の改善度合いが異なることも考えられる。各社の財務改善の進捗を確認しながら格付に反映させていく。

（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)	21/3 期	45,566	1,400	1,083	349	75	1,325	0.8
	22/3 期	66,867	4,344	4,592	2,794	2,322	2,012	4.2
	23/3 期予	86,000	1,900	2,100	1,650	500	1,400	1.9
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	21/3 期	22,332	1,012	973	859	208	804	3.8
	22/3 期	24,404	2,353	2,330	1,388	723	1,630	5.7
	23/3 期予	29,300	1,930	1,900	930	350	1,580	3.2
		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)	21/3 期	76,580	2,809	2,541	1,139	387	2,154	1.5
	22/3 期	109,217	7,107	7,859	5,371	3,703	4,156	4.9
	23/3 期予	128,000	N.A.	3,400	1,700	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	21/3 期	144,478	5,223	－	2,348	670	4,553	1.6
	22/3 期	200,489	13,805	－	9,555	6,758	7,047	4.8
	23/3 期予	243,300	N.A.	－	4,280	850	N.A.	1.8

（注 1） 23/3 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)	20/3 期	11,500	13,036	1.1	2,043	6.4	▲327	▲1,344
	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
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	20/3 期	2,547	6,663	2.6	1,173	5.7	1,117	▲842
	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
		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)	20/3 期	23,110	23,008	1.0	4,853	4.7	5,107	▲3,713
	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
		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	20/3 期	37,158	42,708	1.1	8,070	5.3	5,897	▲5,900
	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

(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：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