

## 石油元売各社の24/3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24/3期決算および25/3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

24/3期のドバイ原油価格は1バレル当たり82ドルとなり、23/3期と比べて11ドル低下した。23年4月から8月までは80ドルを挟んだ水準で変動しながら推移した。サウジアラビアによる自主的な追加減産延長や中東情勢の緊迫化を背景に9月から10月にかけて90ドルを超える局面があったが、11月以降は再び80ドルを挟んだ水準で推移した。

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増加したが、23/3期以降は再び減少傾向となっている。経済産業省の石油統計速報によれば、24/3期の燃料油国内向け販売量は1億4,457万kl（前期比4.1%減）となった。ジェット燃料は前期比8.8%増となったが、その他の燃料油はガソリン（同0.6%減）をはじめ主要油種の全てにおいて減少した。25/3期も石油製品の国内需要は前期比減少することが見込まれている。長期的な減少基調は変わらず、今後は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。

24/3期は10月にENEOSホールディングスの和歌山製油所、3月に出光興産子会社の西部石油山口製油所で精製機能が停止され、期末時点の国内製油所の常圧蒸留装置能力は前期末比6.6%減少した。供給能力の削減によって国内製油所の平均稼働率が23/3期の79.2%から上昇することが期待されている。しかし、24/3期は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、稼働率が伸び悩んだ。

### 2. 決算動向

24/3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1兆4,478億円（前期比2.1倍）と2期ぶりに増加した（図表1）。原油価格低下に伴い石油開発事業が減益となったものの、タイムラグを含むマージンの改善を主因に石油製品の利益が大幅に増えた。在庫影響を除いた営業利益（同上）でも24/3期の3社合計は1兆3,242億円（同2.2倍）と増益となった。

個社別には、ENEOSホールディングスが石油化学製品のマージン改善および電力事業の赤字縮小に加え、カセロネス銅鉱山の一部権益売却に伴う評価損がなくなったことなどにより、連結業績で3社合計を上回る増益率となった。出光興産は石炭価格下落に伴い石炭事業が大幅な減益となったものの、燃料油を中心にその他の事業の利益が改善して全社では増益となった。コスモエネルギーホールディングスは在庫影響額がマイナスとなったことから3社の中で唯一減益となったが、在庫影響を除いた営業利益では増益となった。

財務面では、原油価格低下による運転資金負担の軽減を主因に、3社合計の有利子負債は減少した。また、利益の蓄積によって自己資本（ENEOSホールディングスは親会社の所有者に帰属する持分）が増加した。この結果、24/3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0.8倍と23/3期末の1.0倍から改善した（図表2）。また、24/3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3.5倍となり、23/3期の4.5倍から改善した。（自己資本および有利子負債については全て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

25/3 期は ENEOS ホールディングス、コスモエネルギーホールディングスの 2 社で、在庫影響を除いた営業利益（ENEOS ホールディングスは IFRS）がおおむね 24/3 期並みと予想されている。石油製品マージンのプラスのタイムラグ解消が見込まれるものの、製油所トラブルの改善や石油化学製品のマージン良化などがカバーする見通しである。出光興産では石油製品マージンのタイムラグ解消に加え、前期に好調であったトレーディング事業の利益減少や石炭価格の低下などにより、在庫影響を除いた営業利益が減益となる見込みである。引き続き、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確保される見通しであり、各社の業績を下支えすると見られる。

業績の変動要因となる原油価格は、25/3 期のドバイ原油価格の前提を ENEOS ホールディングスが 80 ドル、出光興産と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、24/3 期の 82 ドルに近い水準が想定されている。24 年 4 月は中東情勢の悪化や中国経済の回復期待などから 90 ドル前後で推移したが、5 月半ばには 85 ドル弱に低下している。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、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供給面で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原油価格が変動することが想定され、注意を要する。

24/3 期に財務構成が改善したことを受けて、各社は新たに 25/3 期に自己株式取得を行うことを公表した。取得価額の総額は、出光興産が 700 億円、ENEOS ホールディングスが 2,000 億円、コスモエネルギーホールディングスが 230 億円である。これらは好調な業績によるキャッシュインの上振れを背景としたものであり、各社の格付評価に大きな影響を与えるものではないと考えている。ただし、石油元売各社の株主還元はもともと高い水準にあり、さらに今後はエネルギートランジションなどの投資が本格化していくことが見込まれる。引き続き、投資の増加や株主還元とのバランスを図りながら、財務健全性を低下させ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)	23/3 期	94,562	2,824	3,215	2,536	557	2,267	2.7
	24/3 期	87,192	3,463	3,852	2,285	525	2,938	2.6
	25/3 期予	87,000	1,690	1,880	1,250	0	1,690	1.4
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	23/3 期	27,918	1,637	1,645	679	216	1,421	2.4
	24/3 期	27,295	1,492	1,616	820	▲6	1,498	3.0
	25/3 期予	32,000	1,540	1,650	790	50	1,490	2.5
		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)	23/3 期	150,165	2,572	2,812	1,437	348	2,464	1.0
	24/3 期	138,566	9,523	4,649	2,881	717	3,932	2.1
	25/3 期予	146,000	N. A.	4,000	2,100	0	4,000	1.4
		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	23/3 期	272,647	7,035	—	4,653	1,121	5,914	1.7
	24/3 期	253,054	14,478	—	5,986	1,236	13,242	2.4
	25/3 期予	265,000	N. A.	—	4,140	50	N. A.	1.6

(注 1) 25/3 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)	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
	24/3 期	17,998	12,884	0.7	4,132	3.1	3,773	▲ 658
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	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
	24/3 期	6,005	6,183	1.0	2,109	2.9	1,779	▲ 327
		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)	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
	24/3 期	34,272	26,200	0.8	6,819	3.8	10,102	▲ 2,409
		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	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
	24/3 期	58,276	45,268	0.8	13,061	3.5	15,656	▲ 3,395

(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 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