

石油元売各社の21/3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21/3期決算および22/3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

21/3期のドバイ原油価格は1バレル当たり45ドルと20/3期に比べて15ドル低下した。新型コロナウイルス感染拡大に伴う需要減退に加え、OPEC加盟国と非加盟産油国による減産協議の決裂によって原油価格が急落し、20年4月は23ドルと03年以来の安値となった。5月以降は産油国による協調減産の実施や世界各国での経済活動の回復に伴って上昇した。9～10月には調整局面となったが、11月以降は再び上昇に転じ、21年3月には64ドルとコロナ禍前の水準に回復した。今後も新型コロナウイルスワクチンの普及に伴う需要増加などが原油価格の上昇要因になると見られる。しかし、変異株の拡大など新型コロナウイルスの感染状況により、需要増加が鈍る可能性もある。また、産油国の生産動向や中東の地政学リスクなどが原油価格に影響を与えると考えられる。

石油製品の国内需要は長期的に減少傾向にあり、21/3期は新型コロナウイルス感染拡大の影響によって減少幅が広がった。経済産業省の石油統計によれば、21/3期の燃料油全体の国内向け販売量は1億5,153万kl（前期比6.2%減）、ガソリンが4,523万kl（同7.9%減）と減少した。また、国際線を中心に航空旅客需要が低迷し、ジェット燃料の販売量は273万kl（同47.0%減）と大幅に減少した。22/3期は前期の落ち込みからの反動により、石油製品の国内需要はやや増加する見通しである。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。

業界再編の進展を背景に業界秩序は安定している。新型コロナウイルス感染拡大によって需要が減少する中でも過当競争はほとんど見られず、マージンの確保を重視した運営がなされた。海外からの輸入品も限定的な数量にとどまっており、今後も一定のマージンを確保できると見られる。

2. 決算動向

21/3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5,223億円（前期531億円の赤字）と大幅に改善した（図表1）。期中平均の原油価格が低下したことから石油開発事業は減益（ENEOSホールディングスでの減損損失に係る改善を除く）となったが、期初から期末にかけて原油価格が上昇したことに伴う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業績を押し上げた。在庫影響を除いた営業利益でも21/3期の3社合計（同上）が4,553億円（前期比52.7%増）と2期ぶりに増益となった。

事業別にみると、石油製品および事業環境が好転したENEOSホールディングスの金属事業では利益が改善したが、その他はほぼすべての事業で悪化した。石油開発に加え、石油化学製品事業でも需要の減少や販売価格の低下により減益ないし赤字となった。また、電力小売事業において、卸価格急騰に伴う調達コストの上昇が利益の悪化要因となった。

財務面では、最終利益の黒字回復を主因に3社合計の自己資本（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。また、営業キャッシュフローの増加によって有利子負債が減少した。この結果、21/3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1.0倍と20/3期末の1.1倍からやや改善した（図表2）。

また、21/3 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 4.0 倍となり、20/3 期の 5.3 倍から改善した。

3. 業績予想における格付上の注目点

22/3 期は各社とも在庫影響を除いた営業利益で増益を予想している。石油製品事業では 21/3 期の増益に寄与したプラスのタイムラグがなくなるものの、需要回復による販売数量の増加が見込まれる。また、原油価格および石油化学製品市況の上昇が増益に寄与する見通しである。

22/3 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。3 社とも 22/3 期のドバイ原油価格の前提を 60 ドルとしており、21/3 期に比べて 15 ドル上昇すると想定している。21 年 3 月以降は 65 ドル近辺で安定的に推移しているが、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、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。

石油製品の中でジェット燃料の販売量減少が顕著になっており、コロナ禍前と比べて製品構成のバランスが崩れている。22/3 期はジェット燃料の販売量が増加するものの、20/3 期の水準には戻らない見込みである。また、足元では旅客需要の回復が鈍く、特に国際線の便数は低位で推移しており、ジェット燃料の回復が遅れる懸念がある。また、製品構成のバランスを調整するために輸出入で対応する場合には、海外の製品市況の影響を受けることとなる。

20/3 期は業績の悪化により財務諸指標も悪化したが、21/3 期は再び財務内容の改善が進んだ。ただ、今後は成長分野での事業拡大などの様々な投資や株主還元の実現により、財務改善のペースは緩やかなものにとどまると考えられる。また、財務諸指標の水準自体は個社ごとに差があり、各社における今後の改善度合いが異なることも想定される。石油元売会社は業績のボラティリティが大きい収益構造であり、健全な財務体質を確保していくことの重要性は高いと JCR は考えている。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
出光興産 (5019)	20/3 期	60,458	▲38	▲139	▲229	▲893	854	▲0.4
	21/3 期	45,566	1,400	1,083	349	75	1,325	0.8
	22/3 期予	56,800	1,350	1,400	850	0	1,350	1.5
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	20/3 期	27,380	138	162	▲281	▲522	660	▲1.0
	21/3 期	22,332	1,012	973	859	208	804	3.8
	22/3 期予	21,500	930	880	400	80	850	1.9
		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)	20/3 期	100,117	▲631	▲1,130	▲1,879	▲2,098	967	▲1.9
	21/3 期	76,580	2,809	2,541	1,139	387	2,154	1.5
	22/3 期予	95,000	N.A.	2,600	1,400	300	2,300	1.5
		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	20/3 期	187,956	▲531	－	▲2,390	▲3,513	2,981	▲1.3
	21/3 期	144,478	5,223	－	2,348	670	4,553	1.6
	22/3 期予	173,300	N.A.	－	2,650	380	N.A.	1.5

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- ※1 22/3 期は各社が公表している予想値を記載
- ※2 ENEOS ホールディングスは国際会計基準による数値
- ※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
- ※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

(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
昭和シェル石油 (統合前)	18/1-12	2,707	1,262	0.5	962	1.3	901	▲ 459
出光興産 (5019)	19/3 期	8,421	9,398	1.1	2,349	4.0	1,510	▲ 1,222
	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
コスモエネルギーホールディングス (5021)	19/3 期	3,110	6,641	2.1	1,521	4.4	904	▲ 845
	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	1,479	4.0	1,674	▲ 845
		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)	19/3 期	27,178	22,179	0.8	6,305	3.5	3,441	▲ 2,069
	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
		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	19/3 期	41,417	39,482	1.0	11,138	3.5	6,757	▲ 4,596
	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	9,780	4.0	10,170	▲ 5,012

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- ※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
- ※6 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表には 18 年 1~12 月の 12 ヶ月分の実績を記載
- ※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
- ※8 3 社合計の 19/3 期は経営統合前の昭和シェル石油を含む 4 社合計
- ※9 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

【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：ポジティブ

■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、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