

石油元売各社の26/3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26/3期決算および27/3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

26/3期のドバイ原油の平均価格は1バレル当たり72ドルとなり、25/3期の79ドルから7ドル低下した。世界経済の先行き不透明感に加え、OPECプラスによる減産幅の縮小などを背景に、期中の大半は軟調な推移となった。しかし、期末にかけて米国・イスラエルとイランの対立が激化し、ホルムズ海峡が事実上の封鎖状態となった。世界的な需給ひっ迫への懸念が高まり、原油価格は一時100ドルを大きく上回る水準まで急騰し、その後も90ドルから100ドル前後の高値圏で推移している。

石油製品の国内需要は、長期的に漸減傾向にある。資源エネルギー庁が策定した「2026～2030年度石油製品需要見通し」によれば、26/3期の燃料油全体の国内需要量（電力用C重油を除く、実績見込み）は1億166万kl（前期比1.0%減）、27/3期も9,955万kl（同2.1%減）と減少する見通し。ガソリン乗用車から電動車（EV・HV）への移行や産業部門での燃料転換、物流効率化などを背景として、今後も内需縮小トレンドの継続が見込まれる。中長期的にはカーボンニュートラルの実現に向けた動きから、需要の減少ペースが加速することも想定される。

現在、国内製油所数は19カ所、常圧蒸留装置能力は日量311万バレルとなっている。25/3期～26/3期は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事業運営がなされた。26/3期の製油所稼働率（定修影響含む）はコスモエネルギーホールディングスが91%、出光興産79%、ENEOSホールディングス73%となった。コスモエネルギーホールディングスが引き続き高水準を維持したほか、出光興産、ENEOSホールディングスの2社も前年のトラブル影響の解消により改善を示した。各社は製油所の競争力強化を進めており、計画外停止の削減やデジタル技術を活用した業務効率化などに取り組んでいる。

2. 決算動向

26/3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、前期と比べて在庫影響のマイナス幅が縮小したことなどを主因として、7,080億円（前期比32.7%増）となった（図表1）。在庫影響を除いた営業利益（同上）も7,617億円（同16.8%増）と増益を確保した。期末の中東情勢の緊迫化に伴う原油価格の急騰により、正のタイムラグが発生したことが利益を押し上げる結果となった。

個社別の動向をみると、ENEOSホールディングスは、前期に計上した旧東燃ゼネラル石油との経営統合に伴うのれんの減損や、再生可能エネルギー事業における減損などの一過性のマイナス影響の解消に加え、石油精製・販売におけるマージンが底堅く推移したことなどにより増益となった。出光興産は、石炭価格の下落に伴い資源事業の利益が減少したものの、燃料油における正のタイムラグ効果や電力・再生可能エネルギー事業の改善が増益をけん引した。コスモエネルギーホールディングスは、原油価格の下落に伴い石油開発事業が減益となったものの、主力の石油事業において調達コストの増加を正のタイムラグ影響で吸収し、全体としてほぼ前年並みの利益を確保した。

財務面について、26/3期末の3社合計の有利子負債は3兆9,305億円（25/3期末3兆9,200億円）と、ほぼ横ばいであった。一方、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）は

6兆941億円（同5兆6,058億円）となった。自社株買いを含めた高水準の株主還元が継続したものの、期間利益の蓄積が進んだ。この結果、26/3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0.6倍（25/3期末0.7倍）となった（図表2）。また、26/3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3.0倍（25/3期末3.2倍）と改善した。（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

27/3期の通期業績予想については、各社が設定する事業環境の前提や会計基準の変更影響によってばらつきがみられる。最大の変動要因となるドバイ原油価格の前提について、ENEOSホールディングスは1バレル当たり85ドル、出光興産は81ドル、コスモエネルギーホールディングスは89ドルとしている。また、今後の中東情勢に対する見方も分かれており、ENEOSホールディングスは原料調達や操業、市況等への影響が26年4～5月に限定されると見込んでいるのに対し、出光興産とコスモエネルギーホールディングスは第2四半期以降に徐々に収束することを前提としている。もともと、3社ともにホルムズ海峡の封鎖解除後は原油の需給バランスが正常化に向かい、期末にかけて原油価格は下落する予想となっており、負のタイムラグ影響が利益の押し下げ要因となる見込みである。

個社別の損益計画をみると、ENEOSホールディングスが増益を計画する一方、出光興産およびコスモエネルギーホールディングスの2社は減益を見込んでいる。ENEOSホールディングスの在庫影響を除く営業利益は5,900億円（前期4,744億円）と大幅な増益を計画している。これはJX金属の株式売却に伴う一過性利益の計上が主因であるが、当該売却益を除いたベースでも、資源価格の高騰を背景とした石油・天然ガス開発事業の増益や機能材事業の伸長などにより、負のタイムラグ影響を吸収できる見通しである。出光興産は、当期より国際財務報告基準（IFRS）を任意適用するため前期実績との単純比較はできないものの、在庫影響を除く金融費用除き税引前利益は1,400億円を計画している。前期のセグメント利益指標（在庫影響を除く営業利益＋持分法投資損益：2,441億円）に比べて減少を見込んでおり、燃料油や基礎化学品事業において、負のタイムラグ影響を受けることが主因である。コスモエネルギーホールディングスの在庫影響を除く営業利益は970億円（前期1,612億円）と大幅減益見通し。石油事業における負のタイムラグ影響に加えて、石油開発事業の権益が中東地域に集中していることから、中東情勢の緊迫化（ホルムズ海峡封鎖に伴う操業・生産制約）による悪影響を相対的に強く受けることが背景にある。なお、3社ともに中東情勢への対応として、国内における石油製品の安定供給を最優先とする方針を明確にしている。安定供給の維持に伴う追加コストについては、速やかに製品価格への転嫁を進める考えであり、タイムラグ影響を除いた国内の実質的な石油製品マージンは総じて底堅く推移するものと考えられる。

財務面については当面、主力の石油事業を中心とする安定した収益力を背景に利益蓄積が進むとみている。一方、各社とも株主還元積極的に積極的な姿勢を継続しており、自己資本の増加ペースは緩やかなものに留まると考える。27/3期以降はエネルギートランジション関連投資の本格化が予想され、各社は大型の最終投資決定（FID）の局面を迎える。今後の成長投資と株主還元のバランスを適切にコントロールし、相応の財務健全性を維持していけるか注目していく。

（担当）藤田 剛志・村松 直樹

(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*	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
出光興産 (5019)	24/3 期	87,192	3,463	3,852	2,285	525	2,938	2.6
	25/3 期	91,902	1,621	2,147	1,040	▲ 299	1,920	1.1
	26/3 期	81,058	2,122	2,296	1,719	▲ 294	2,416	2.1
	27/3 期予	N. A.	N. A.	1,200	750	▲ 200	1,400	N. A.

※27/3 期より経常利益は金融費用除き税引き前利益、在庫影響を除く営業利益は在庫影響・金融費用除き税引き前利益

		売上高	営業利益	経常利益	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
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	24/3 期	27,295	1,492	1,616	820	▲ 6	1,498	3.0
	25/3 期	27,999	1,282	1,507	576	▲ 308	1,590	2.1
	26/3 期	26,775	1,447	1,492	740	▲ 165	1,612	2.8
	27/3 期予	28,700	1,020	1,150	440	50	970	1.5

		売上高	売上総利益 －販管費	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
ENEOS ホールディングス (5020)	24/3 期	138,566	3,889	4,649	2,881	717	3,932	2.1
	25/3 期	123,224	2,432	1,060	2,260	▲ 576	1,636	1.8
	26/3 期	117,654	3,510	4,666	2,587	▲ 78	4,744	2.2
	27/3 期予	128,500	N. A.	6,100	4,150	200	5,900	3.2

		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	24/3 期	253,054	8,844	5,986	1,236	7,608	2.4
	25/3 期	243,126	5,337	3,877	▲ 1,183	6,520	1.6
	26/3 期	225,489	7,080	5,046	▲ 537	7,617	2.2
	27/3 期予	N. A.	N. A.	5,340	50	N. A.	N. A.

(注 1) 27/3 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) 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

(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	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
出光興産 (5019)	24/3 期	17,998	12,884	0.7	4,132	3.1	3,773	▲ 658
	25/3 期	17,203	11,663	0.7	3,191	3.7	4,767	▲ 1,185
	26/3 期	19,181	13,422	0.7	3,690	3.6	3,924	▲ 2,916

		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
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	24/3 期	6,005	6,183	1.0	2,109	2.9	1,779	▲ 327
	25/3 期	5,847	6,169	1.1	2,233	2.8	1,371	▲ 1,456
	26/3 期	6,062	5,967	1.0	2,256	2.6	2,137	▲ 846

		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
ENEOS ホールディングス (5020)	24/3 期	34,272	26,200	0.8	6,819	3.8	10,102	▲ 2,409
	25/3 期	33,006	21,367	0.6	6,894	3.1	5,768	1,307
	26/3 期	35,697	19,914	0.6	7,088	2.8	6,199	▲ 2,519

		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
3 社合計	24/3 期	58,276	45,268	0.8	13,061	3.5	15,656	▲ 3,395
	25/3 期	56,058	39,200	0.7	12,320	3.2	11,906	▲ 1,334
	26/3 期	60,941	39,305	0.6	13,035	3.0	12,261	▲ 6,282

(注 1) 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 2) 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 3) 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

(注 4) EBITDA は在庫影響を除く

(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

他の格付関連レポートや発行体レポートは、RatingEye 会員限定のサービスとなっております。

RatingEye のご案内・入会につきましては、以下をご覧ください。

<https://www.jcr.co.jp/service/provision/#RatingEye>

■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

