

## 石油元売各社の17年度決算の注目点

石油元売各社（JXTGホールディングス（3月決算）、昭和シェル石油（12月決算）、出光興産（3月決算）、コスモエネルギーホールディングス（3月決算）の4社）の17年度決算実績および18年度業績予想を踏まえ、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

17年度のドバイ原油価格は1バレル当たり55.9ドルと16年度に比べて9ドル上昇した。17年1月から始まったOPECと非加盟の主要産油国による協調減産の効果により、需給が改善して過剰在庫が削減された。月次ベースでは7月から原油価格が上昇に転じ、11月以降は60ドル超で推移した。さらに、米国のイラン核合意離脱に伴う経済制裁再開、ベネズエラの生産減少による需給タイト化への懸念から、18年4月以降は70ドル超となっている。ただ、当面は高値圏で推移する見通しであるが、原油価格上昇に伴って米国シェールオイルの生産量が増加しつつあり、今後も一本調子で原油価格が上がり続けることは考えにくい。

石油製品の国内需要は減少傾向が続いている。17年度は燃料油全体で1億7,474万kl（前年比1.2%減）、ガソリンが5,183万kl（同1.3%減）と引き続き減少した。経済産業省の石油市場動向調査ワーキンググループにおける「2018～2022年度石油製品需要見通し」によれば、電力用C重油を除く燃料油全体の5年間の需要は年率1.7%減、ガソリンは同2.3%減が見込まれており、今後も石油製品の国内需要は減少が継続と予想されている。

他方、供給面では17年度に大きな改善が見られた。エネルギー供給構造高度化法二次告示対応が完了し、17年3月末の国内全体の石油精製能力は1日当たり351.9万バレルと1年前に比べて約1割減少した。さらに、17年4月にはJXグループと東燃ゼネラルグループの経営統合によって国内燃料油販売で50%のシェアを持つJXTGグループが誕生した。出光興産と昭和シェル石油の経営統合についてはやや時間を要しているものの、両社は経営統合に先立ち企業グループを形成して協働事業の強化、推進に注力している。二大グループに業界再編が進展した結果、業界秩序が維持され、過当競争の緩和につながっている。

### 2. 決算動向

17年度（18/3期および17/12期）の4社合計の営業利益（JXTG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8,944億円（16年度比37.1%増）と3期連続で改善した（16年度は上記4社に経営統合前の東燃ゼネラル石油を加えた5社合計）（図表1）。原油価格の上昇により、4社合計で1,914億円と引き続き高水準の在庫評価益（16年度は5社合計で2,317億円）を計上した。また、17年度の在庫影響を除いた営業利益の4社合計（同上）は7,030億円（16年度比67.2%増）と大幅な増益となった。国内の需給タイト化を背景に石油製品のマージンが改善し、各社の石油事業の利益が大幅に増えたことが増益の主因である。

18年度は各社とも在庫影響をほとんど見込んでおらず、営業利益は横ばいないし減益を予想している。ただ、在庫影響を除く営業利益では出光興産を除く3社で増益が見込まれており、引き続き業績は堅調に推移すると見られる。石油製品の国内需給は引き続き締まった状態が続く見込みであり、17年度に改善したマージンの水準がおおむね維持される見通しである。また、JXTGホールディングスは16年度に計上したカセロネス銅鉱山の減損損失の一巡、昭和シェル石油はエネルギーソリューション事業の黒字化、コスモエネルギーホールディングスはヘイル油田の増産といった石油以外の事業での利益改善が見込まれている。

財務面では、利益の蓄積により全社で自己資本（JXTG 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、フリー・キャッシュフローの改善により有利子負債の削減が進んだ。この結果、17年度末の4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倍と経営統合前の東燃ゼネラル石油を含む5社合計の16年度末の1.6倍から改善した（図表2）。また、17年度の4社合計の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3.0倍となり、16年度の4.4倍から改善が進んだ。

### 3. 決算における格付上の注目点

17年度は石油製品のマージン改善が石油元売各社の増益をけん引した。18年度は各社の業績予想において、石油製品のマージンは横ばいないし若干の悪化が想定されているが、引き続き各社の業績を支える見込みである。供給面での構造改善を背景に石油製品の国内需給は石油元売各社にとって良好な状態が続くと考えられるが、需給悪化の可能性や今後の持続性を注視していく。また、国内需給のタイト化には海外市況上昇に伴う輸出の採算改善も一因となっており、海外の石油製品市況の動向にも注意していく。

原油価格の変動は、主に石油事業の在庫評価損益や石油開発事業の利益の変動という形で各社の業績に影響を与える。14～15年度は在庫評価損が業績悪化の主因となったが、16～17年度は在庫評価益が各社の業績を押し上げた。18年度は各社の業績予想において在庫評価による影響がほとんど織り込まれていない。他方、石油開発事業では原油価格上昇による増益が見込まれている。足元の原油価格は各社の前提を上回っており、現時点で短期的に急落する可能性は低いと見られる。ただ、原油価格はボラティリティが高く、今後の動向に留意を要する。

業界再編によって業界秩序の安定化が進むとともに、シナジー効果発現による業績へのプラス効果が見込まれる。JXTGホールディングスでは17年度の統合シナジー効果が441億円と当初計画230億円を大きく上回った。18年度も累計650億円を計画しており、19年度の目標1,000億円に向けて着実に進捗する見込みである。また、昭和シェル石油と出光興産では経営統合自体の進捗は停滞しているものの、先行して協働事業を強化、推進することにより、19年度に300億円のシナジー効果を目指している。

石油製品の国内需要が減少傾向にある中で、石油元売各社は石油以外の分野での事業拡大を図っている。ただ、出光興産の電子材料事業やコスモエネルギーホールディングスの再生可能エネルギー事業は将来的な成長が見込まれるものの、利益貢献には時間を要する見通しである。他方、昭和シェル石油のエネルギーソリューション事業やJXTGホールディングスの金属事業は17年度に営業赤字を計上した。各社は石油事業で相応の利益を確保しており、現時点で業績や財務内容に与える影響は限定的であるが、石油以外の事業の利益改善の進捗についても確認していく。

財務面では依然として個社ごとに差があるものの、全体的に改善が進みつつある。ただし、業績のボラティリティが大きい収益構造であることを勘案すれば、さらなる財務体質の改善が必要であると考えている。また、中長期的に業績の安定化や成長分野での事業拡大などに向けた様々な投資が必要になることが想定される。株主還元の拡大に期待が高まる中で、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
昭和シェル石油 (5002)	16/12 期	17,260	464	478	169	112	352	1.0
	17/12 期	20,459	784	929	427	244	540	2.1
	18/1-12 予	21,000	770	770	510	90	680	2.4
出光興産 (5019)	17/3 期	31,903	1,352	1,399	881	331	1,021	2.8
	18/3 期	37,306	2,013	2,263	1,623	311	1,702	4.4
	19/3 期予	39,000	1,540	1,700	1,030	0	1,540	2.6
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	17/3 期	22,922	921	814	532	394	527	2.3
	18/3 期	25,231	1,118	1,168	728	210	908	2.9
	19/3 期予	27,200	1,180	1,210	570	0	1,180	2.1
東燃ゼネラル石油 (統合前)	16/12 期	20,893	810	766	644	80	730	3.1
		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
JXTG ホールディングス (5020)	17/3 期	70,250	2,973	2,711	1,500	1,400	1,311	2.1
	18/3 期	103,010	5,027	4,875	3,619	1,149	3,726	3.5
	19/3 期予	107,000	N.A.	4,900	3,100	0	4,900	2.9
		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
4 社合計	16 年度	163,231	6,522	N.A.	3,727	2,317	4,205	2.3
	17 年度	186,008	8,944	N.A.	6,397	1,914	7,030	3.4
	18 年度予	194,200	N.A.	N.A.	5,210	90	N.A.	2.7

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- ※1 予想はすべて各社が公表している予想値を記載
- ※2 JXTG ホールディングスは国際会計基準による数値。17/3 期は JX ホールディングスの実績値
- ※3 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るが、上表には 12 ヶ月分の会社予想を記載
- ※4 4 社合計の 16 年度は経営統合前の東燃ゼネラル石油を含む 5 社合計
- ※5 4 社合計の営業利益は JXTG ホールディングスのみ売上総利益－販管費を使用
- ※6 4 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	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
昭和シェル石油 (5002)	15/12 期	2,226	1,554	0.7	266	5.8	748	▲ 436
	16/12 期	2,212	1,276	0.6	833	1.5	809	▲ 165
	17/12 期	2,533	1,174	0.5	1,064	1.1	473	▲ 96
出光興産 (5019)	16/3 期	5,006	9,095	1.8	606	15.0	2,163	▲ 980
	17/3 期	5,838	10,406	1.8	2,054	5.1	535	▲ 2,148
	18/3 期	8,687	8,670	1.0	2,692	3.2	1,367	▲ 898
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	16/3 期	1,380	7,271	5.3	▲ 22	－	184	▲ 328
	17/3 期	1,947	7,425	3.8	1,266	5.9	476	▲ 1,120
	18/3 期	2,686	6,704	2.5	1,502	4.5	1,926	▲ 964
東燃ゼネラル石油 (統合前)	15/12 期	2,329	3,342	1.4	262	12.7	1,709	▲ 441
	17/3 期	2,409	2,636	1.1	1,067	2.5	1,086	▲ 290
		親会社の所有者 に帰属する持分	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
JXTG ホールディングス (5020)	16/3 期	14,989	25,613	1.7	1,654	15.5	5,549	▲ 3,077
	17/3 期	17,071	24,326	1.4	5,171	4.7	2,257	▲ 2,519
	18/3 期	25,395	22,599	0.9	7,706	2.9	7,071	▲ 951
		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
4 社合計	15 年度	25,932	46,877	1.8	2,767	16.9	10,355	▲ 5,264
	16 年度	29,479	46,072	1.6	10,393	4.4	5,165	▲ 6,243
	17 年度	39,302	39,148	1.0	12,965	3.0	10,838	▲ 2,910

(出所：各社決算資料より JCR 作成)

- ※7 有利子負債は借入金＋社債＋CP 残高の合計値
- ※8 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
- ※9 東燃ゼネラル石油の 17/3 期 EBITDA、営業キャッシュフロー、投資キャッシュフローは 16/12 期実績値
- ※10 JXTG ホールディングスの 16/3 期は日本基準による JX ホールディングスの実績値
- ※11 4 社合計の 16 年度及び 17 年度は経営統合前の東燃ゼネラル石油を含む 5 社合計
- ※12 4 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：JXTG 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

発行体：昭和シェル石油株式会社

長期発行体格付：A 見通し：安定的

発行体：出光興産株式会社

長期発行体格付：A- 見通し：ポジティブ

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：ネガティブ

## ■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