

## 業種別格付方法

### 【石油】

#### 1. 事業基盤

石油事業は、石油開発、石油精製・販売、石油化学に大別される。以下では、石油精製・販売事業を中心に、石油化学や石油開発等についても適宜取り上げることとする。

石油製品の内需は中期的にも減少が避けられない中、石油元売が精製能力削減に取り組むとともに製油所の競争力強化を図ることが課題である。また、成長戦略の成否が将来の収益力を大きく左右し、中期的には企業間格差が拡大する可能性が高いとみており、今後の各社の成長戦略の進捗とともに財務面への影響にも注目している。

#### (1) 産業の特性

##### 市場概要

石油精製・販売事業は原油を精製して、様々な石油製品を生産・販売している。石油製品には、ガソリン、ジェット燃料、灯油、軽油、重油等の燃料油のほか、ナフサ等の化学原料としての用途などがある。オイルショックを契機として、わが国の石油依存度は低下傾向を辿ってきたが、現在でも石油が主要な一次エネルギー供給源であることに変わりはない。ただし、エコカーなど低燃費車の普及や温暖化ガス排出削減に伴う燃料転換の進展等により、石油製品の内需は中期的にも減少が避けられない。

わが国では、原油を輸入して国内で精製のうえ石油製品を供給する「消費地精製方式」が基本的に維持されており、石油製品の内需依存度は高い。ただし、石油製品の内需減少に伴い国内精製能力の過剰が顕在化する中、需給改善に向けて石油元売が軽油等の輸出拡大に注力した結果、過去と比べれば輸出比率が高まってきている。新興国を中心に石油製品の海外需要は今後も拡大が期待できるが、同時に新興国では精製能力拡大も計画されており、中期的に輸出拡大に活路を見出すのは難しいと思われる。こうした状況の下、複数の石油元売を中心として精製能力削減の動きが本格化してきた。

石油事業はかつて典型的な規制業種であったが、96年4月の特石法（特定石油製品輸入暫定措置法）廃止により石油製品の輸入が実質的に自由化された。ただし、品質確保法（揮発油等の品質の確保等に関する法律）により一定の品質基準を満たさない製品の販売が禁止されているほか、石油精製業者や輸入業者等が民間備蓄義務を負うなど現在でも多くの規制に服している。また、輸入段階で原油には関税、石油製品には石油石炭税が課され、製品段階では揮発油税、軽油引取税、航空機燃料税などが課されている。

石油製品の流通経路は、石油元売から直接「需要家」に販売する直接販売（直売）と石油元売会社と販売契約を締結した特約店およびその傘下の販売店を通じての販売（特約店販売）に大別される。産業部門向けの重油やナフサ、ジェット燃料などの石油製品は販売ロットが大きく、販売先や供給エリアも限られることから直売比率が高い。一方、自家用車向けのガソリン

や軽油、民生用灯油などは、広い地域の一般消費者を相手として販売ロットも小さいことから、SS（サービスステーション）を中心とする特約店販売の比率が高い。

#### 競合状況

供給面では大手石油元売グループが国内精製能力の大部分を占め、流通段階においても石油元売系列のSS数が国内全体の7割強を占める。ただし、国内精製能力やSS数の過剰を背景として過当販売競争が続いており、石油元売による価格支配力は相対的に弱い。特に、石油製品は連産品のため製品毎の生産調整が難しく、一部製品を除いて差別化を図る余地が殆どないこともあり、需給緩和が石油製品の市況低下に直結しやすい面がある。

もっとも、石油元売各社とも過去の反省を踏まえて国内需給に配慮した生産を行なっているほか、ブランド料見直し等により石油製品市況の底上げを図る動きもみられる。また、各製品の市場価格に連動して仕切価格（石油元売の卸売価格）を決める「市場連動方式」の採用が浸透し、仕切価格体系の公正透明化とともに競争条件の同一化が図られている。

厳しい事業環境下ではあるが、短期的には一定の秩序を持った競争により石油精製・販売事業で相応の margins を確保できるとみている。また、中期的には精製能力削減の進展に伴う需給改善が margins を下支えることが期待できる。一方、精製能力削減や成長事業への取組みの違いにより、競争力格差が拡大する可能性がある。

流通段階では、石油元売系列のSS数が減少を続ける一方、スーパーディーラーをはじめとする大手石油流通業者はSS数の維持を図ることで一定のプレゼンスを保っている。ただし、国内市場の縮小を受けて、大手石油流通業者にも規模拡大戦略を見直す動きがみられる。

#### コスト構造（収益構造）

原油価格は国際マーケットで決まる一方、石油製品価格は基本的に国内需給を反映して決まる仕組みになっている。石油元売の石油精製・販売事業の収益は仕切価格から原油コストを差し引いた margins が基本であり、製造業ながら margins 商売という点に特徴を持つ。このため、原油価格上昇に伴い利益率が低下する傾向がある。

また、原油市況変動に伴う収益の振れが大きいことも特徴である。原油価格上昇時には在庫評価の影響により収益が上振れし、原油価格下落時には在庫評価の影響により収益が下振れする。さらに、「棚卸資産の評価に関する会計基準」が適用されたことにより、原油市況変動が収益に及ぼす影響は従来以上に大きくなっている。こうした在庫評価の影響を含む収益は必ずしも実態を反映していないことから、在庫評価の影響を除くベースの収益を算出して分析するのが一般的である。

流通段階では、石油製品の販売価格から仕入価格（仕切価格）を差し引いた margins が収益源となるが、取引規模に応じて仕入価格がやや異なることから、小規模の特約店は厳しい競争を余儀無くされている。

## (2) 市場地位、競争力のポイント

## 市場地位

石油精製・販売事業では、製油所単位でスケールメリットが働きやすいほか、市場シェアがマーケットに対するコントロール力を左右することから、市場地位が競争力に与える影響は比較的大きいと考えられる。また、石油元売間で石油製品を融通し合うジョイント・バーター取引の見直しが今後さらに進めば、自社製油所でどこまで販売エリアをカバーできるかについても注意を払う必要がある。

大手石油流通業者においても、石油ターミナルを含む物流ネットワークの充実度、石油元売に対する価格交渉力などの観点から市場地位は重要である。

## 中期的な精製能力削減進展

10年7月に「エネルギー供給構造高度化法」に関する省令が施行されたことに伴い、石油精製業者は重質油分解装置の装備率向上を図る必要がある。重質油分解装置の装備率向上を達成する手段としては、分子の「重質油分解装置の処理能力」を増やすか、分母の「常圧蒸留装置の処理能力」を減らすしかない。ただし、前者は投資金額が膨らむだけでなく、白油を中心とする石油製品の増産につながるため、後者が主流になると考えられている。

このため、複数の石油元売が既に打ち出している精製能力削減に加えて、中期的にはもう一段の精製能力削減が進むとみており、需給改善を通じて石油精製・販売事業の収益を下支えることが期待できる。同時に、SS数の削減も進むことから、末端市況の底上げにもつながるとみている。なお、精製能力削減の進展に伴い、中期的に業界再編が進むかにも注目している。

## 製油所等の競争力

中国などアジア地域で最新鋭の大型製油所が相次いで立ち上がることを考えれば、国内製油所も競争力向上が求められる。製油所の競争力を判断するうえでは単に常圧蒸留装置等の規模だけでなく、重質油分解能力やエネルギー効率、原油調達力などにも注目している。

石油化学製品については、海外勢との競合がより直接的である。エチレン誘導品で高いコスト競争力を持つ中東とともに、中国でも基礎石油化学品の生産能力増強が進む中、国内の基礎化学品の競争力低下が避けられない情勢にある。こうした中、石油精製とのインテグレーションを含むコンビナート内の連携強化等の進捗に注目している。

## 成長戦略および事業ポートフォリオ

中長期的な石油製品の内需減少が避けられない中、石油精製・販売を中心とする事業構造では持続的な成長が望めない。このため、石油元売大手を中心に成長が期待できる事業分野の育成・強化に注力しているが、ターゲットを石油開発等の既存事業とするか、新規事業とするかなど各社の戦略には違いがみられる。

成長戦略の成否が将来の収益力を大きく左右し、中期的には企業間格差が拡大する可能性が高いとみている。特に、石油開発等の資源事業や新規事業へのシフトで事業リスクが高まる場合には、それに伴う新規投資を既存事業のキャッシュフローで賄うだけでなく、財務体質を強

化することも必要になる。なお、JCR では石油精製・販売、石油開発、石油化学などのほか、新規事業を含む事業ポートフォリオを総合的に捉えて格付評価を行なう方針である。

## 2. 財務基盤

### (1) 事業規模

事業規模に係わる指標として、売上高、生産・販売量、市場シェアのほか、スケールメリットにつながる製油所規模にも着目している。

(重視する指標)

- 売上高
- 生産・販売量
- 市場シェア

### (2) 収益力

石油精製・販売事業はマージン商売であるため、利益率ではなくマージンの水準に着目している。また、原油市況変動に伴う在庫評価の影響が大きいことから、在庫評価の影響を除くベースの利益を重視している。

大手石油流通業者の場合も、マージンの水準が重要である。

(重視する指標)

- 営業利益(在庫影響を除く)
- 経常利益(在庫影響を除く)

### (3) キャッシュフロー創出力

石油精製・販売事業は装置型産業で減価償却負担が相対的に大きいことから、EBITDA 等によりキャッシュフロー創出力を判断することの重要性が高い。また、EBITDA についても在庫評価の影響を除くベースに修正したうえで、ネット有利子負債と対比している。

(重視する指標)

- EBITDA(在庫影響を除く)
- ネット有利子負債/EBITDA 倍率(在庫影響を除く)

### (4) 安全性

石油精製・販売事業の収益は原油市況変動の影響を大きく受けるため、原油価格急落時には自己資本を毀損するリスクがある。こうしたリスクへの対応力を増すためには、一定の自己資本の厚みを持つことが必要である。もっとも、原油市況変動に伴い総資産も大きく振れることから、自己資本比率よりもデット・エクイティ・レシオを重視している。

(重視する指標)

- 自己資本
- デット・エクイティ・レシオ

以 上

#### 留意事項

本文書に記載された情報には、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、当該情報はJCRの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。本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。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。

## 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