

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についても記述する。

石油製品の内需は長期的に減少傾向にあり、石油元売は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、国内の石油精製・販売以外の分野における成長戦略の成否が将来の収益力を左右し、企業間格差が拡大する可能性がある。また、今後の各社の成長に向けた投資戦略や財務健全性にも注目している。

(1) 産業の特性

① 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、重油などの燃料油のほか、ナフサなどの化学原料としての用途がある。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たどってきたが、現在でも石油が主要な一次エネルギーであることに変わりはない。ただし、エコカーの普及や温室効果ガス排出削減に伴う燃料転換の進展などにより、石油製品の内需は長期的に減少が避けられない。

わが国では、原油を輸入し国内で精製した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。一方、石油製品の内需減少に伴い国内精製能力が過剰となる中、需給調整を主眼として石油製品の輸出を拡大してきた。この結果、過去と比べて輸出比率が上昇している。しかし、輸出の採算は海外市況に左右されるほか、新興国でコスト競争力の高い大型の精製設備が増加しており、競争が厳しい。こうした状況の下、国内精製能力の削減が進んでいる。

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、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た販売（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が主体となっている。

② 競合状況

供給面では国内燃料油販売で大手2社が約8割、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。かつては国内精製能力やSS数の過剰を背景として過当販売競争が続いていた。また、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小さいこともあり、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。しかし、国内石油元売会社の統合・再編が進み、現在では過当競争が緩和されている。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。

今後も二大グループによって業界秩序が保たれ、中期的に石油精製・販売事業で安定したマージンを確保できると見られる。長期的には国内需要の減少に合わせて各社が精製能力を削減し、適正な需給バランスを維持していくことが重要である。一方、精製能力・販売以外の分野での成長事業への取り組みの違いにより、競争力の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数が引き続き減少する一方、スーパーディーラーをはじめとする大手石油流通業者のSS数も減少が続いている。また、業界再編の進展に伴って国内の業者間転売品の取引数量が減少している。

③ コスト構造（収益構造）

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マージンが基本であり、製造業ながらマージン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利益の振れが大きいことも特徴である。石油元売会社は、法律によって原油および石油製品の備蓄が義務付けられており、一定量の在庫を抱えている。このため、在庫評価の影響によって原油価格上昇時に利益が上振れし、原油価格下落時には利益が下振れする。こうした在庫評価の影響を含む利益は必ずしも実質的なキャッシュフロー創出力を表していないことから、在庫評価の影響を除くベースの利益の推移に注目している。

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）を差し引いたマージンが収益源となる。他方、石油化学事業は、石油化学品と原料となるナフサとの価格差が利益のベースとなる。また、石油開発事業では原油価格の動向が利益に大きな影響を与える。

(2) 市場地位、競争力のポイント

① 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。また、市場シェアによってマーケットに対するコントロール力が左右されることから、市場地位が競争力に与える影響は大きい。

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。

② 中期的な精製能力削減

「エネルギー供給構造高度化法」第1次告示および第2次告示への対応に伴い、業界全体で常圧蒸留装置の処理能力削減が進んだ。これによって国内の石油製品の需給が締まるとともに各社の常圧蒸留装置の稼働率が上昇した。

しかし、国内の石油製品の需要減少は続いており、海外での競合状況を踏まえれば輸出を大幅に伸ばしていくことも難しい。このため、中期的に需要減少に合わせて精製能力を削減していく必要がある。

③ 製油所の競争力

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っており、国内製油所も国際的な競争力の向上が求められている。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、原油調達力なども重要である。

石油化学製品については、より直接的に海外勢と競合している。エチレン誘導品で高いコスト競争力を持つ中東に加え、中国でも基礎石油化学品の生産能力増強が進んでおり、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などの進捗に注目している。

④ 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、今後の成長が期待できる事業分野の育成・強化に注力している。具体的に各社は、石油化学製品へのシフト、石油開発、海外石油精製・販売、電力、電子材料などの事業の拡大に取り組んでいる。

成長戦略の成否が将来の収益力を左右し、長期的に企業間の差が広がる可能性がある。海外事業の拡大や新規事業へのシフトで事業リスクが高まる場合には、キャッシュフローや財務基盤への影響に注意が必要である。

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、販売量、市場シェアなどに着目している。

(重視する指標)

- 売上高
- 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、原油価格変動に伴う在庫影響が大きいことから、在庫影響を除く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 など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 については会計ベースに加え、在庫評価の影響を除いて、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・販売事業の利益は原油価格変動に伴う在庫影響を受けるため、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、自己資本を充実させることが必要である。また、一時的な水準のみではなく、各社の財務運営方針や中長期的なトレンドを踏まえて判断している。

(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。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■ 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