

石油元売各社の25/3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25/3期決算および26/3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

25/3期のドバイ原油の平均価格は1バレル当たり79ドルとなり、24/3期と比べて3ドル低下した。中東情勢の緊迫化などを受けて期初は90ドル近辺からスタートしたものの、中国をはじめ世界経済の先行き不透明感から夏以降は下落に転じ、おおむね70ドル台での推移となった。

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「2025～2029年度石油製品需要見通し」によれば、25/3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1億3,654万kl（前期比3.9%減）、26/3期も1億3,443万kl（同1.5%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、引き続き内需縮小が見込まれる。今後も減少基調は変わらず、中長期的には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。

25/3期末時点の国内製油所数は19ヵ所、常圧蒸留装置能力は311万バレル/日となっている。25/3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。25/3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88%と高く、出光興産77%、ENEOSホールディングス69%となっている。出光興産では装置トラブルがみられたものの、ENEOSホールディングスでは計画外停止の割合が5%に減少するなど、稼働率向上に向けた取り組みが進展している。

2. 決算動向

25/3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、原油価格下落に伴う在庫評価損の計上を主因として5,337億円（前期比39.7%減）となった（図表1）。在庫影響を除いた営業利益（同上）も6,520億円（同14.3%減）と減益であった。後述するENEOSホールディングスの特殊要因のほか、資源価格下落に伴う資源事業の減益や石油化学製品のマージン悪化などが響いた。なお、国内の石油製品マージンはタイムラグ影響を除けば引き続き改善しており、収益力全体の底堅さにつながっている。

個社別には、ENEOSホールディングスが大幅減益となったが、これはJX金属株式の一部売却に伴って子会社から持分法適用関連会社になったことにより、金属事業を非継続事業に分類した影響が大きい。このほか、東燃ゼネラル石油との経営統合に伴い発生したのれんの減損や再生可能エネルギー事業における減損損失計上がマイナス要因となった。出光興産は石炭価格下落に伴い石炭事業が大幅な減益となったことに加え、基礎化学品事業における損益悪化や燃料油事業における輸出数量の減少などが全体利益を押し下げた。コスモエネルギーホールディングスは在庫影響を除いた営業利益ベースで3社の中で唯一増益を確保した。生産量増加などで石油開発事業が増益となったほか、経費削減による石油化学事業の損益改善などがプラスに作用した。

財務面について、25/3期末の3社合計の有利子負債は3兆9,200億円（24/3期末4兆5,268億円）と減少した。これはENEOSホールディングスにおけるJX金属株式の一部売却（非連結化および売却資金による負債圧縮）の影響が大きい。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）

は期間利益の蓄積があったものの、自社株買いなどの株主還元の拡大によって小幅に減少した。この結果、25/3 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 0.7 倍（24/3 期末 0.8 倍）となった（図表 2）。また、25/3 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 3.2 倍（24/3 期末 3.5 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

26/3 期の在庫影響を除いた営業利益について、ENEOS ホールディングスおよびコスモエネルギーホールディングスの 2 社が増益、出光興産が減益を計画している。ENEOS ホールディングスではのれん減損など前期に発生した一過性要因の剥落が増益の主因となる見込み。一方、3 社全体としては資源価格の下落に伴う資源事業の減益を見込んでいるほか、インフレに伴うコスト増などが利益を圧迫すると想定している。国内の石油製品マージンについては原油価格の下落に伴うマイナスのタイムラグが生じる見込みであるが、その影響を除いた実質マージンは底堅く推移し、各社の業績を下支えするとみられる。

業績の変動要因となる原油価格は、26/3 期のドバイ原油価格の前提を ENEOS ホールディングスが 75 ドル、出光興産とコスモエネルギーホールディングスは 65 ドルとしており、25/3 期の 79 ドルから下落すると予想されている。足元では世界経済の不透明感や OPEC 加盟国と非加盟産油国（OPEC プラス）による減産縮小などをを受けて、60 ドル台前半まで軟化している。原油価格はもともとボラティリティが高く、今後も需給バランスや地政学リスクなど様々な要因で変動することが想定される。世界経済の先行き見通しや OPEC プラスの生産動向、中東情勢の変化などに注意を要する。

今後も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考えられる。一方、石油元売各社は株主還元積極的に、自己資本の増加は緩やかに留まるとみている。また、中長期的にはエネルギートランジションなどの投資が本格化していくことが見込まれる。投資と株主還元のバランスを取りながら、一定の財務健全性を維持していくことができるか注目していく。

（担当）水川 雅義・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	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)	24/3 期	87,192	3,463	3,852	2,285	525
	25/3 期	91,902	1,621	2,147	1,040	-299	1,920	1.1
	26/3 期予	79,000	370	560	500	-1,000	1,370	0.6
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 期予	25,800	1,230	1,210	530	-440	1,670	2.1
		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
		ENEOS ホールディングス (5020)	24/3 期	138,566	3,889	4,649	2,881	717
	25/3 期	123,224	2,432	1,060	2,260	-576	1,636	1.8
	26/3 期予	117,000	N.A.	3,600	1,850	-500	4,100	1.6
		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
	25/3 期	243,126	5,337	3,877	-1,183	6,520	1.6	
	26/3 期予	221,800	-	2,880	-1,940	-	1.3	

（注 1） 26/3 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） 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

（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	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
出光興産 (5019)	23/3 期	16,145	14,579	0.9	3,486	4.2	▲ 328	700
	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
コスモエネルギー ホールディングス (5021)	23/3 期	5,278	6,862	1.3	1,990	3.4	81	▲ 811
	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
		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)	23/3 期	30,098	29,594	1.0	5,916	5.0	▲ 1,102	▲ 1,159
	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
		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	23/3 期	51,522	51,035	1.0	11,393	4.5	▲ 1,349	▲ 1,270
	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

(注 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

(注 6) 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 7) 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

(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

■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