

資料 3 - 2 (参考資料 2 - 2)

グローバル・ベンチマーク検討資料

株式市場からみた石油業界 ~株主・投資家の視点を踏まえた課題と期待~

2015.2

エクイティ調査部

シニアアナリスト: 新家 法昌

tel: 03-6202-8313

e-mail: norimasa.shinya@mizuho-sc.com

要約

株式市場からみた日本の石油精製元売業界

- 石油精製元売業界; 構造的内需減に直面、市況変動の影響が大きい収支・財務構造
→株式市場からみて、効率的な経営(体質改善)・資本政策に関心が高い
=成熟産業だからCF還元への期待⇔事業会社は次の成長機会を模索(投資先行)

グローバル石油セクターの中での日本の石油精製元売業界

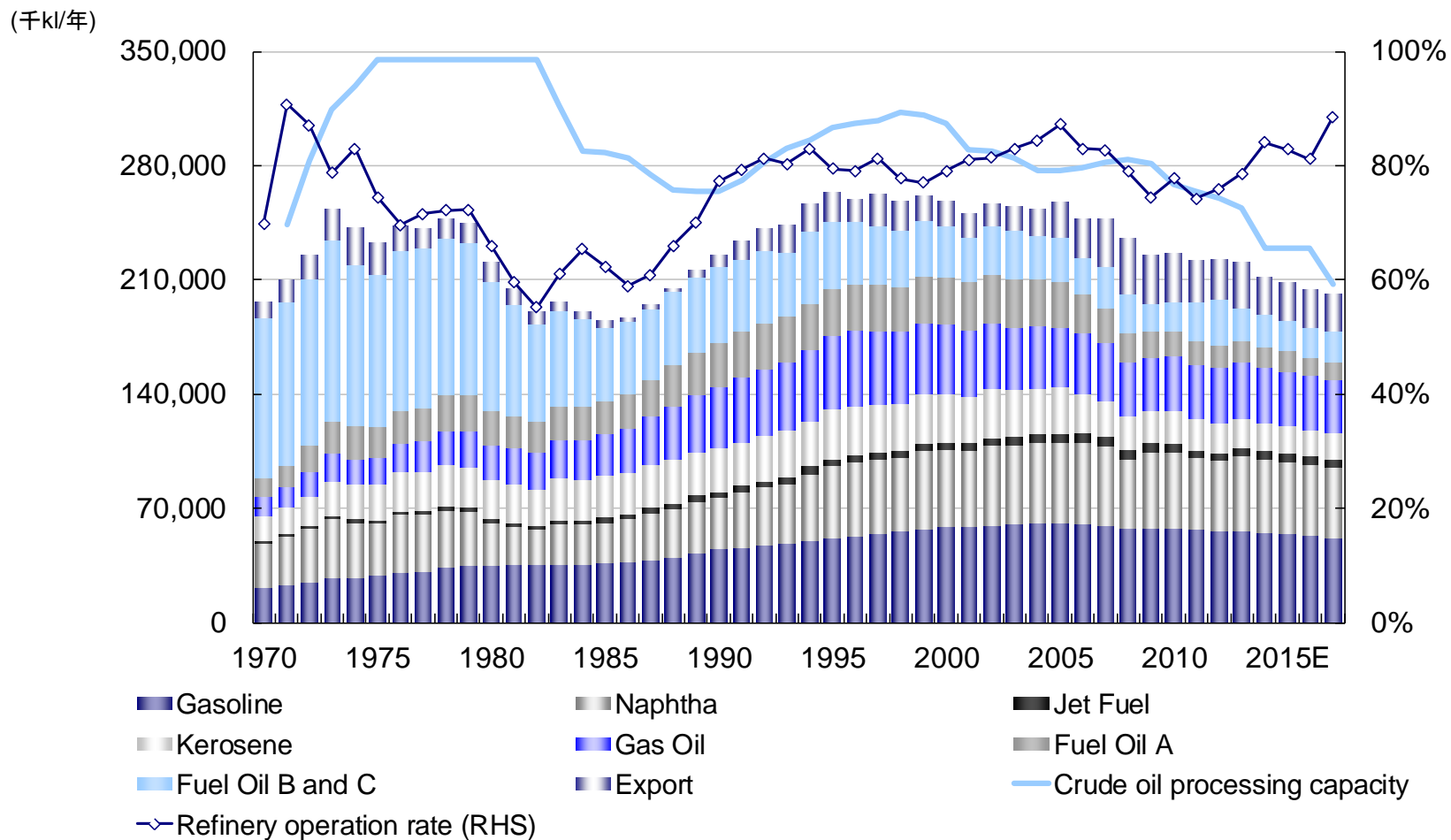
- 株式時価総額でメジャーとは大きな乖離、東アジアの会社とJXが同等規模
- ROEで大きく見劣り、レバレッジがかかっているながら低い収益性が影響
- 石油メジャー等が重視する投資効率(ROCE)、FCF創出力等の指標でも見劣り
- 海外投資家の関心は低いが、設備削減と企業再編の有無には注目する見方も

今後の課題・期待

- まずは基盤事業である国内精製元売事業での収益の安定化・FCF創出が必須
→構造的需減への対応として継続的な効率化、その先に事業・企業の再編の可能性
- 高リスクの石油開発事業 拡大には、健全な財務基盤が必要不可欠

中期的な国内需給環境; 構造的な需要減に直面

設備削減は進んだが中期的には追加的な取組が必要



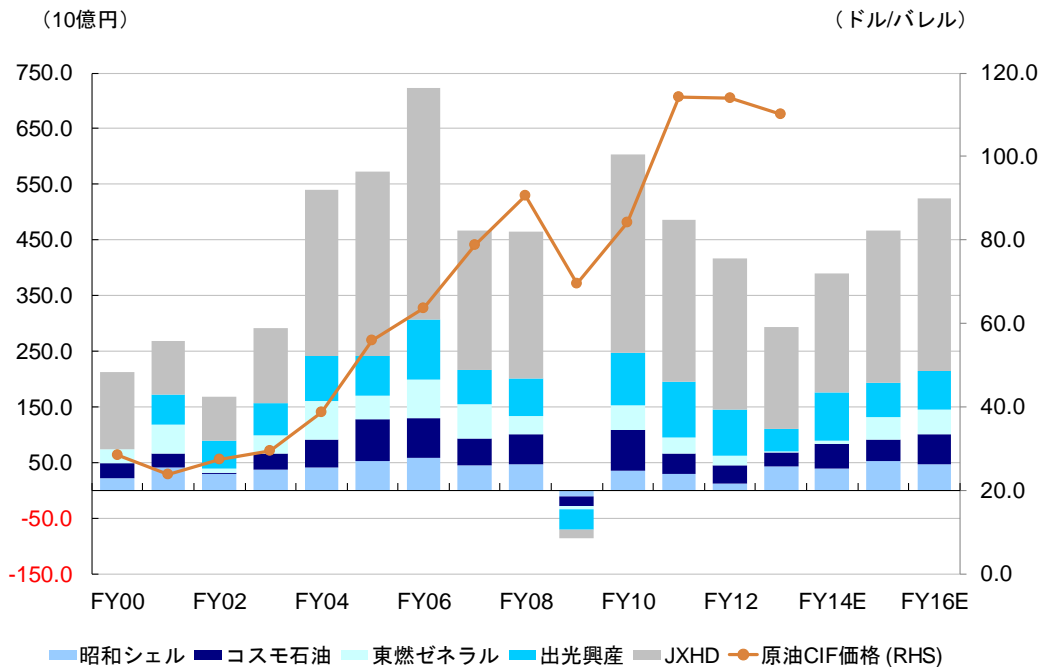
注: 予想は経済産業省予想

出所: 経済産業省資料より、みずほ証券エクイティ調査部作成

石油精製元売会社の業績動向

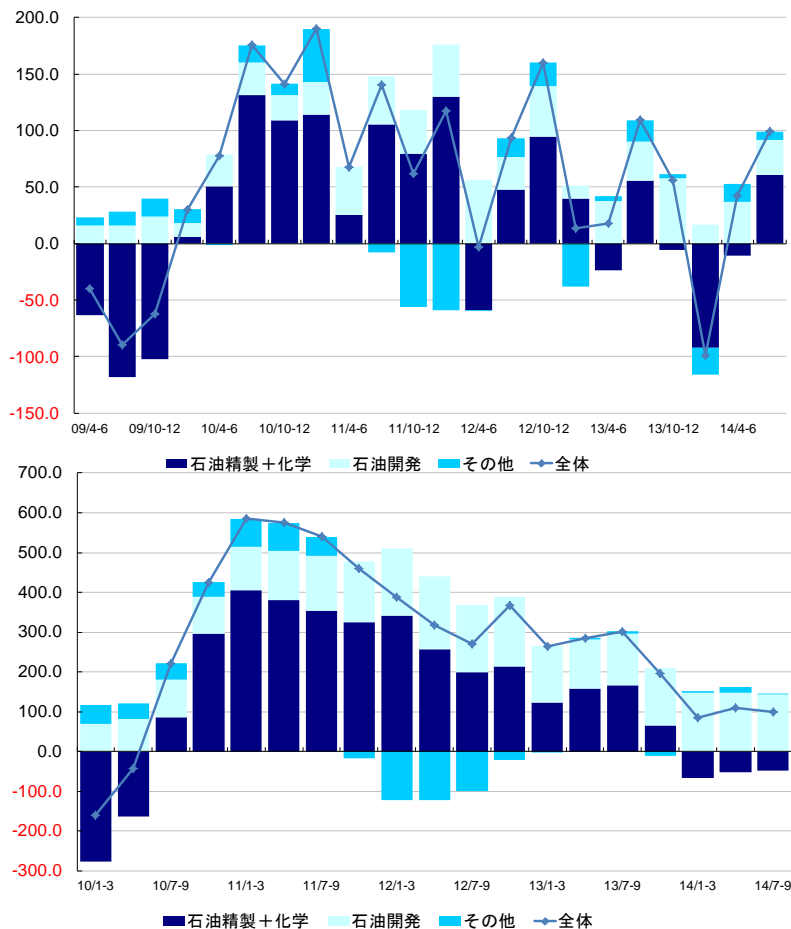
JX誕生後の2010年度に急回復するもその後は右肩下がりの収益動向
 主因は石油精製・化学事業の低迷

【大手5社・実質経常利益と原油CIF価格の推移】



注: 経常利益は各社の年度決算の単純合算のため、昭和シェルと東燃ゼネラル石油は-1-12月で決算期に違いがある、
 出所: 各社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

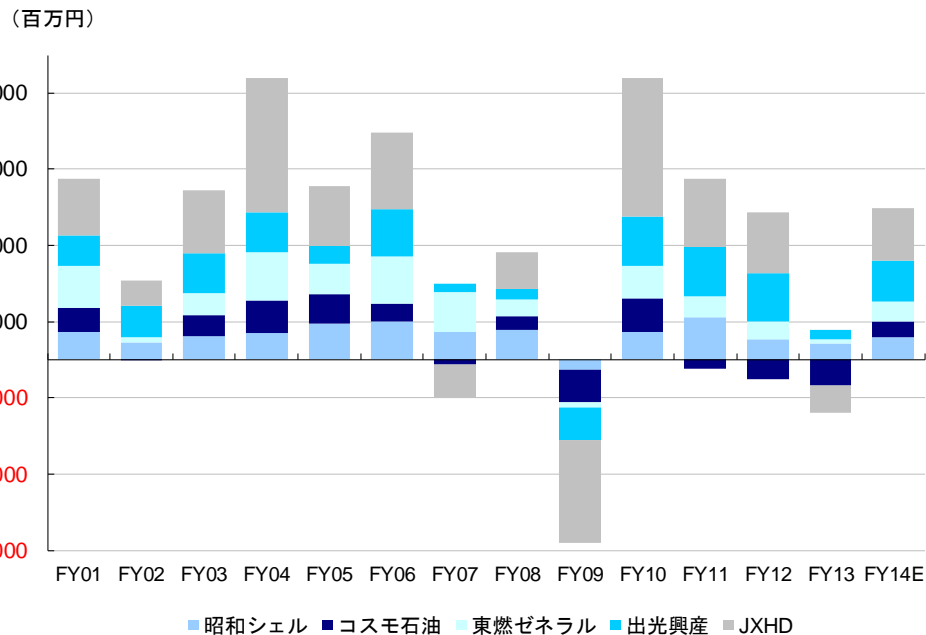
【セグメント別実質営業利益の推移】
 (上表・四半期、下表4四半期移動平均)



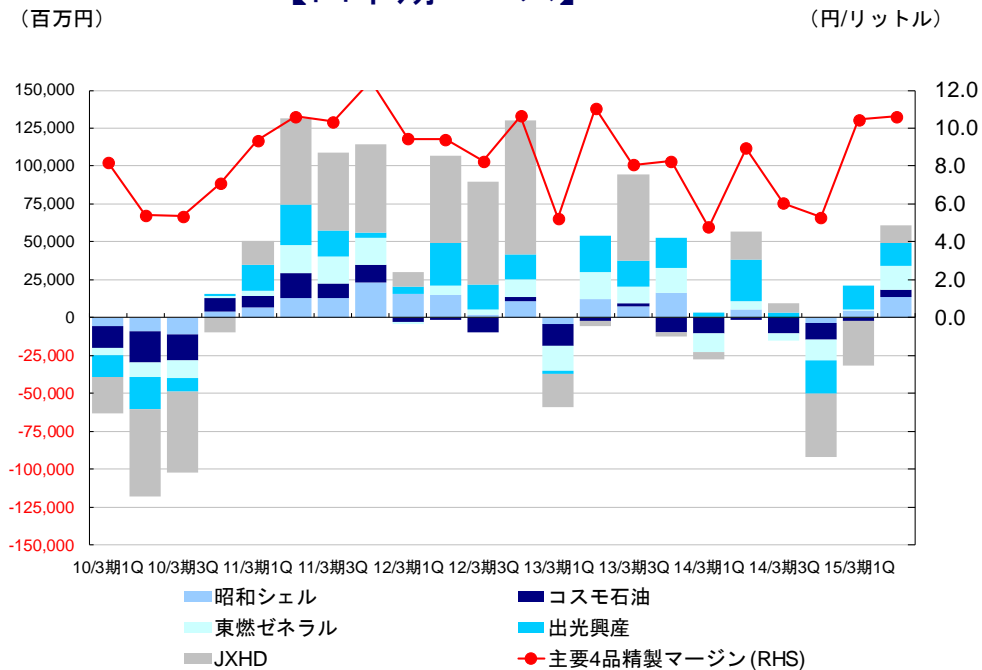
石油下流事業(精製+化学)の利益は市況の影響で変動が大きい

【石油下流事業の実質営業利益】

【年度ベース】



【四半期ベース】



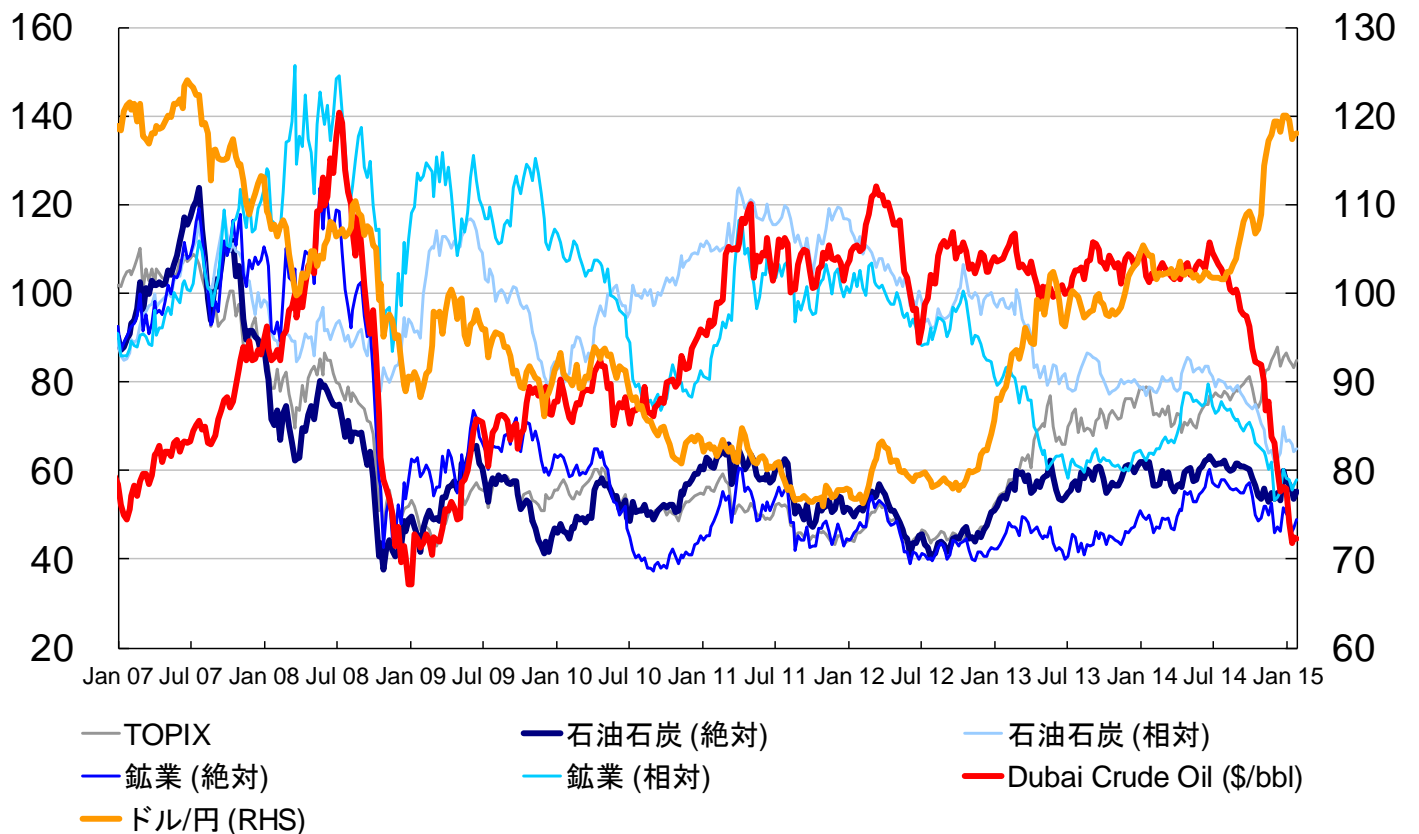
注: 経常利益は各社の年度決算の単純合算のため、昭和シェルと東燃ゼネラル石油は-1-12月で決算期に違いがある、
出所: 各社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

注: 主要4品マージンは各社ヒアリング等によりみずほ証券試算
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

原油価格・為替動向と石油セクターの株価パフォーマンス

原油価格下落で石油セクターは低調なパフォーマンスが続く

(株価パフォーマンス: 2006/1=100、原油価格 ドル/バレル)

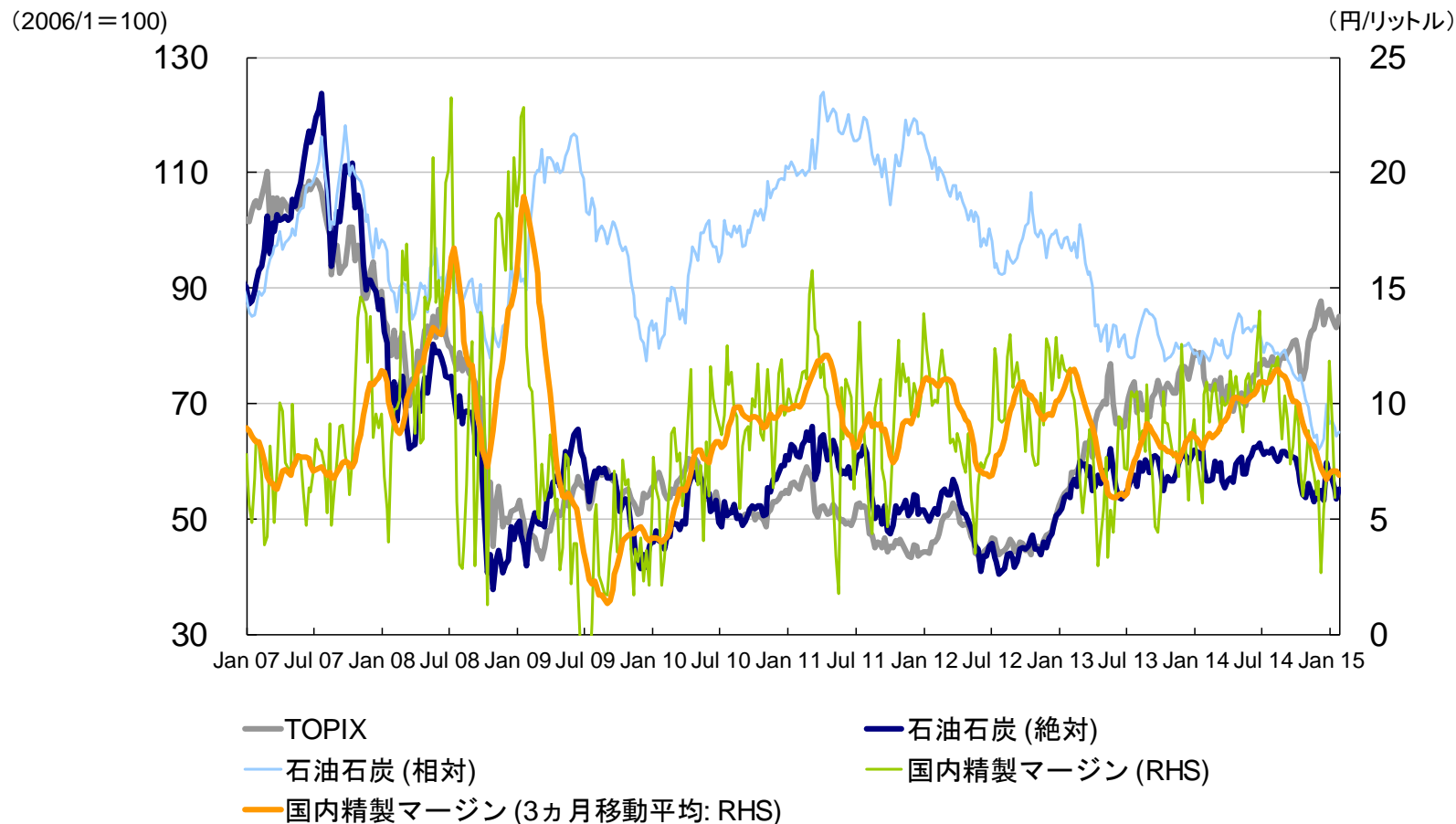


出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

石油精製マージンと株価パフォーマンス

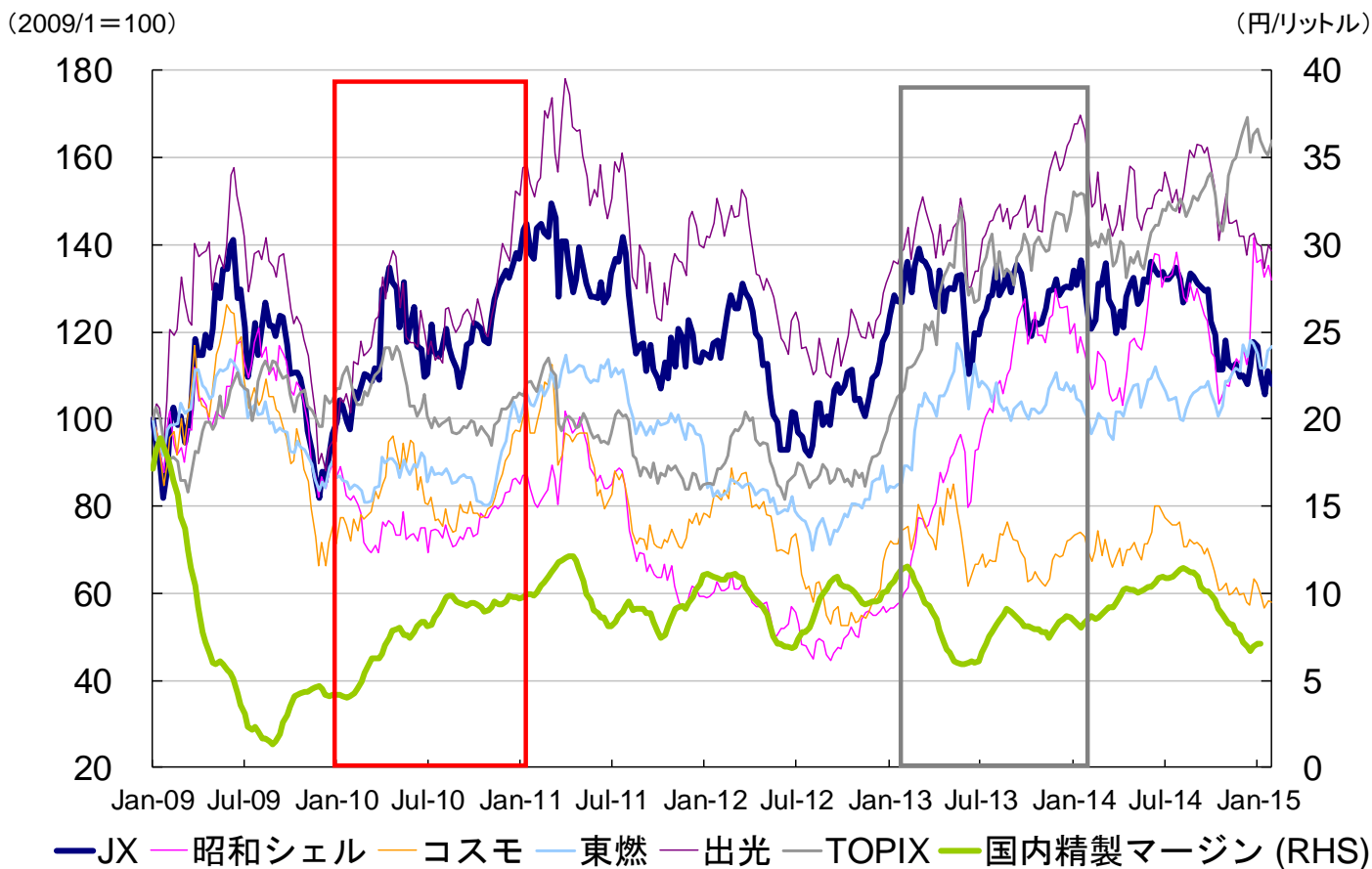
石油精製マージン動向の影響を受ける株価パフォーマンス

JX誕生1年間はパフォーマンス良好もその後は低迷を続ける状況



出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

精製元売大手5社の個別株価パフォーマンス



出所:みずほ証券エクイティ調査部作成

【マージン改善局面】 2010年のパフォーマンス

出光	60%
JX	38%
コスモ	36%
東燃	15%
TOPIX	-1%
昭和シェル	-2%

【マージン悪化局面】 2013年のパフォーマンス

昭和シェル	111%
TOPIX	47%
東燃	25%
出光	23%
JX	5%
コスモ	1%

2014年のパフォーマンス

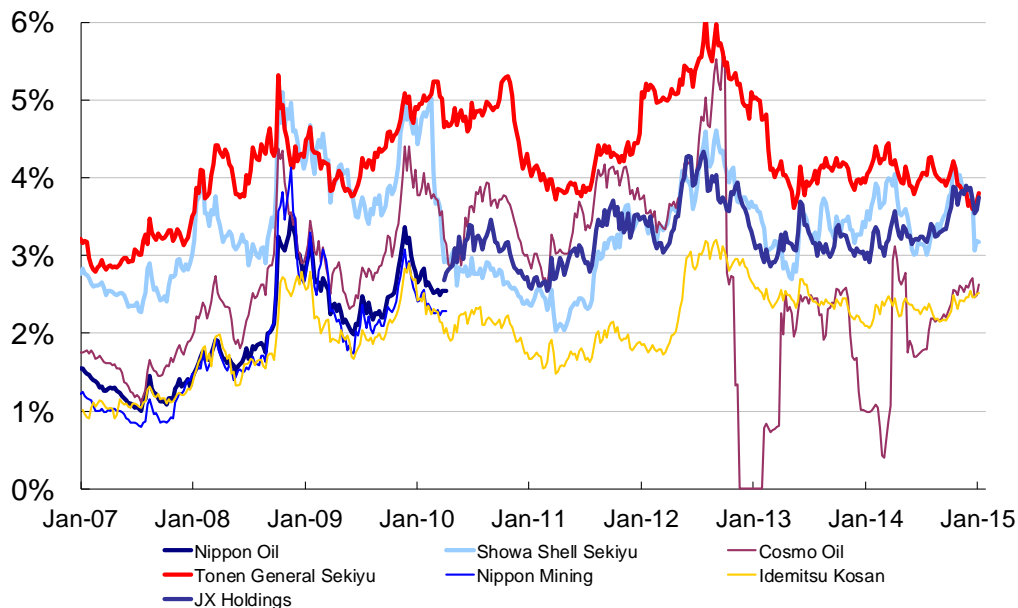
昭和シェル	23%
東燃	12%
TOPIX	9%
JX	-10%
コスモ	-14%
出光	-15%

バリュエーション

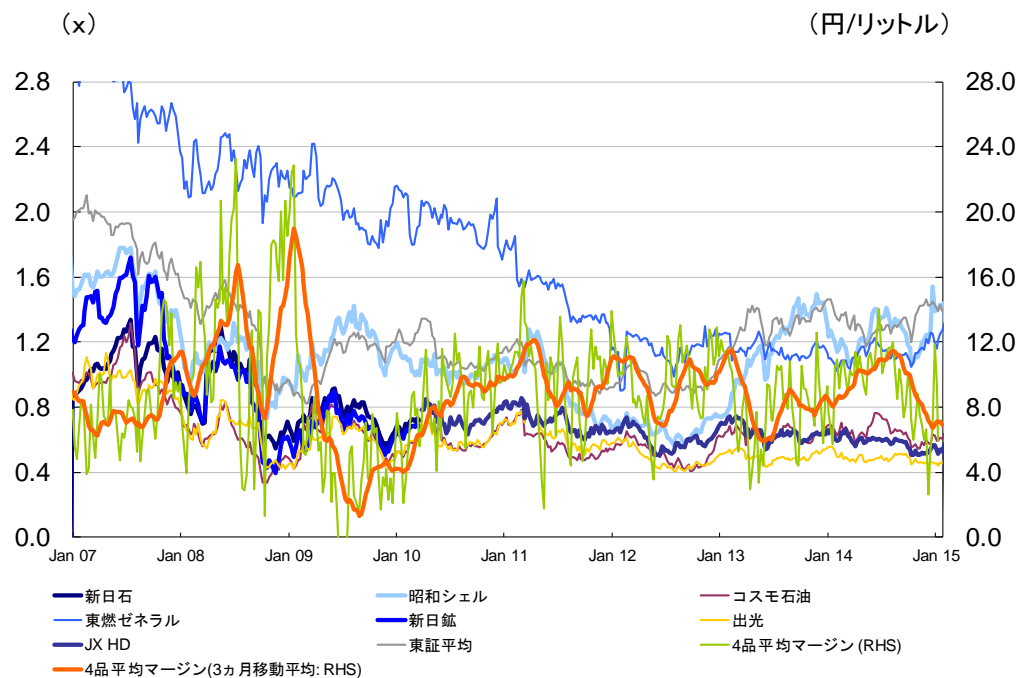
民族系（JX,コスモ,出光）；低PBRが常態化する株価評価

外資系（昭和シェル、東燃）；配当利回りでサポートされる株価評価

配当利回り



PBR



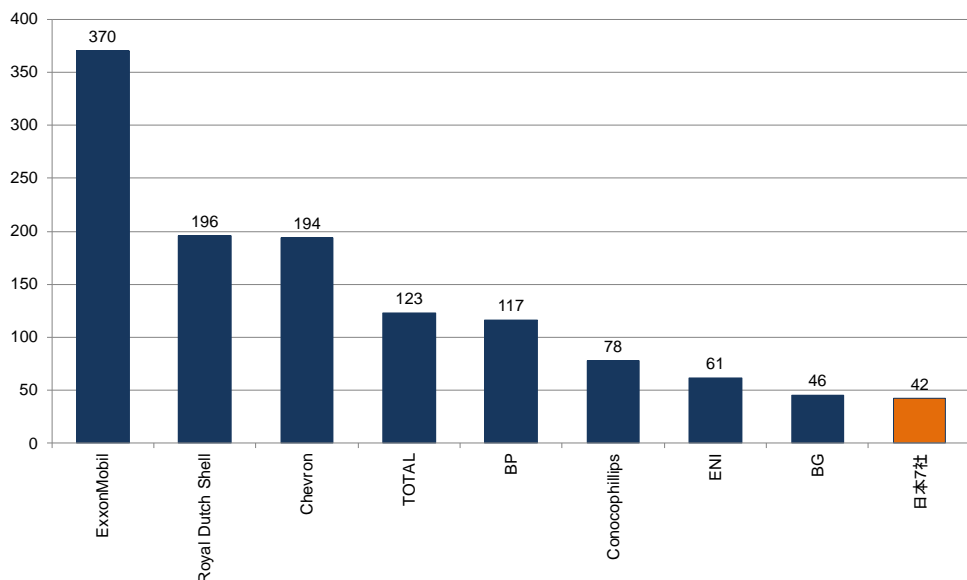
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

グローバルエネルギーセクター内での株式時価総額比較

株式時価総額は石油セクター主要7社合計でExxonMobilの9分の1
アジア域内では韓国・台湾の会社と概ね同等規模、中国系とは大きな格差

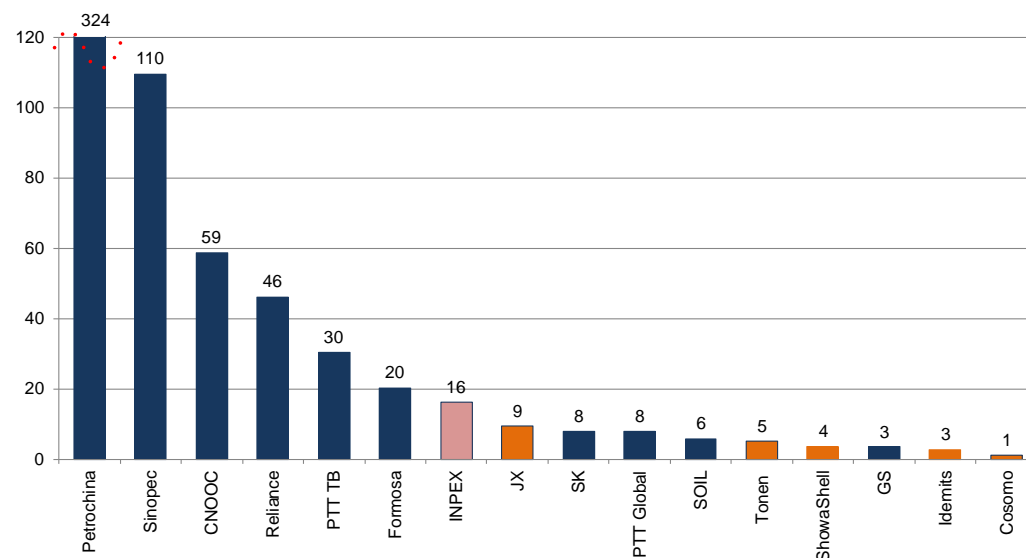
【石油メジャー・準メジャーとの比較】

(billion USD)



【アジアの石油会社との比較】

(billion USD)



日本7社は、上流2社INPEX,JAPEX,
精製元売5社 JXHD,Tonen,ShowaShell,Idemitsu,Cosmoの合計

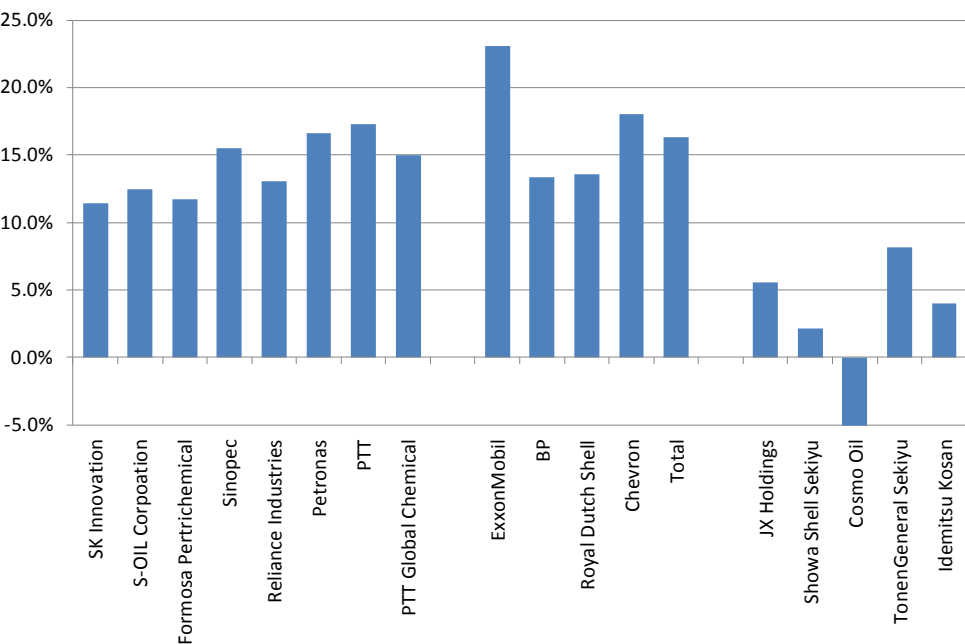
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

グローバルエネルギーセクター内でのROEの要因分解

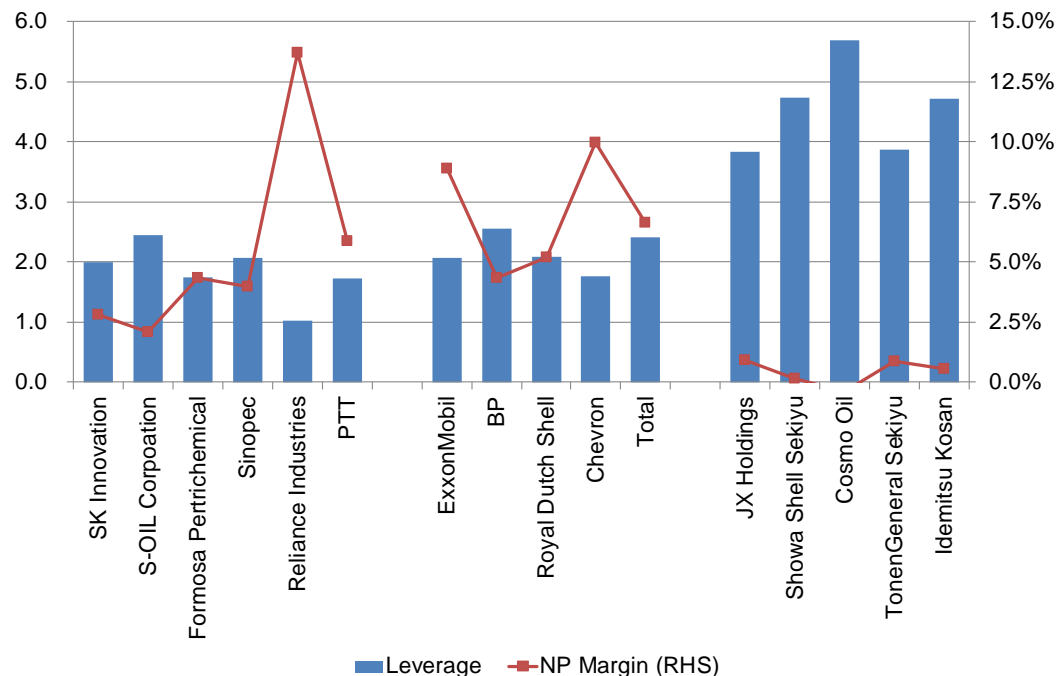
ROE10%以上の会社が多い中で低ROEが目立つ

→財務レバレッジがかかっているが低ROE＝収益性の低さが課題

【ROE実績比較 09-13年平均】



【NPMarginとLeverage 09-13年比較】

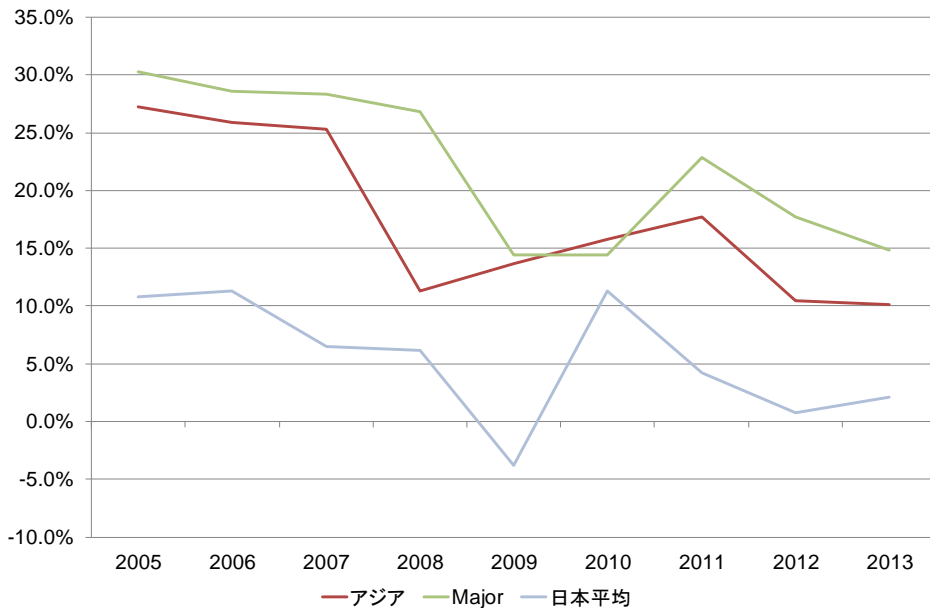


出所: Bloombergより、みずほ証券エクイティ調査部作成

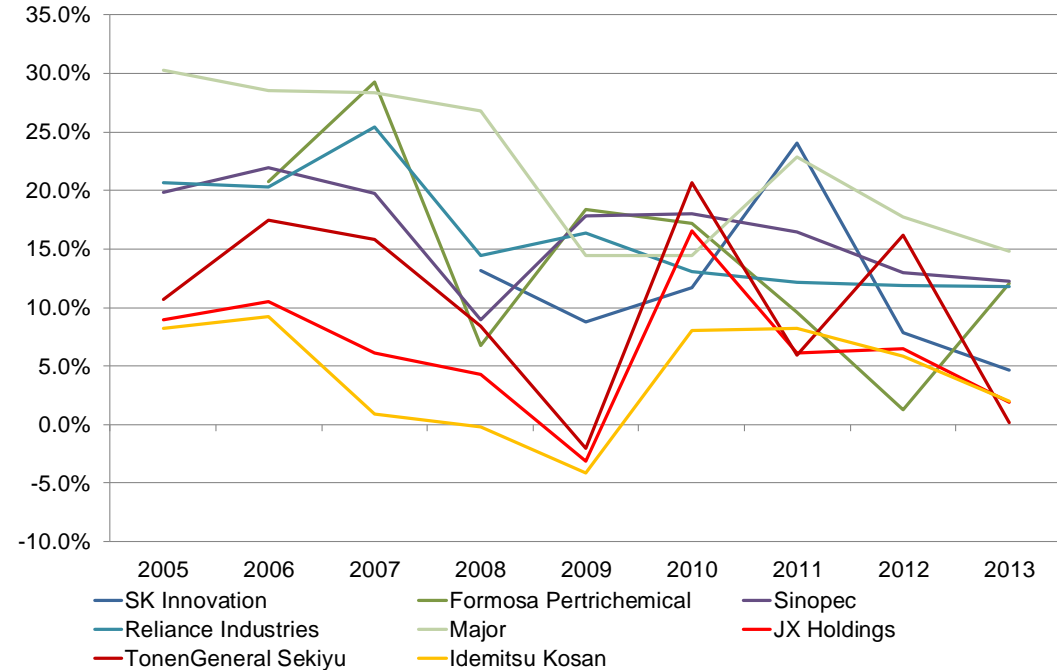
グローバルエネルギーセクター内のROE 時系列推移

時系列でも日本の会社は低位な状況が続く

【ROE実績比較 05-13年】



【ROE実績比較 05-13年 アジア域内】

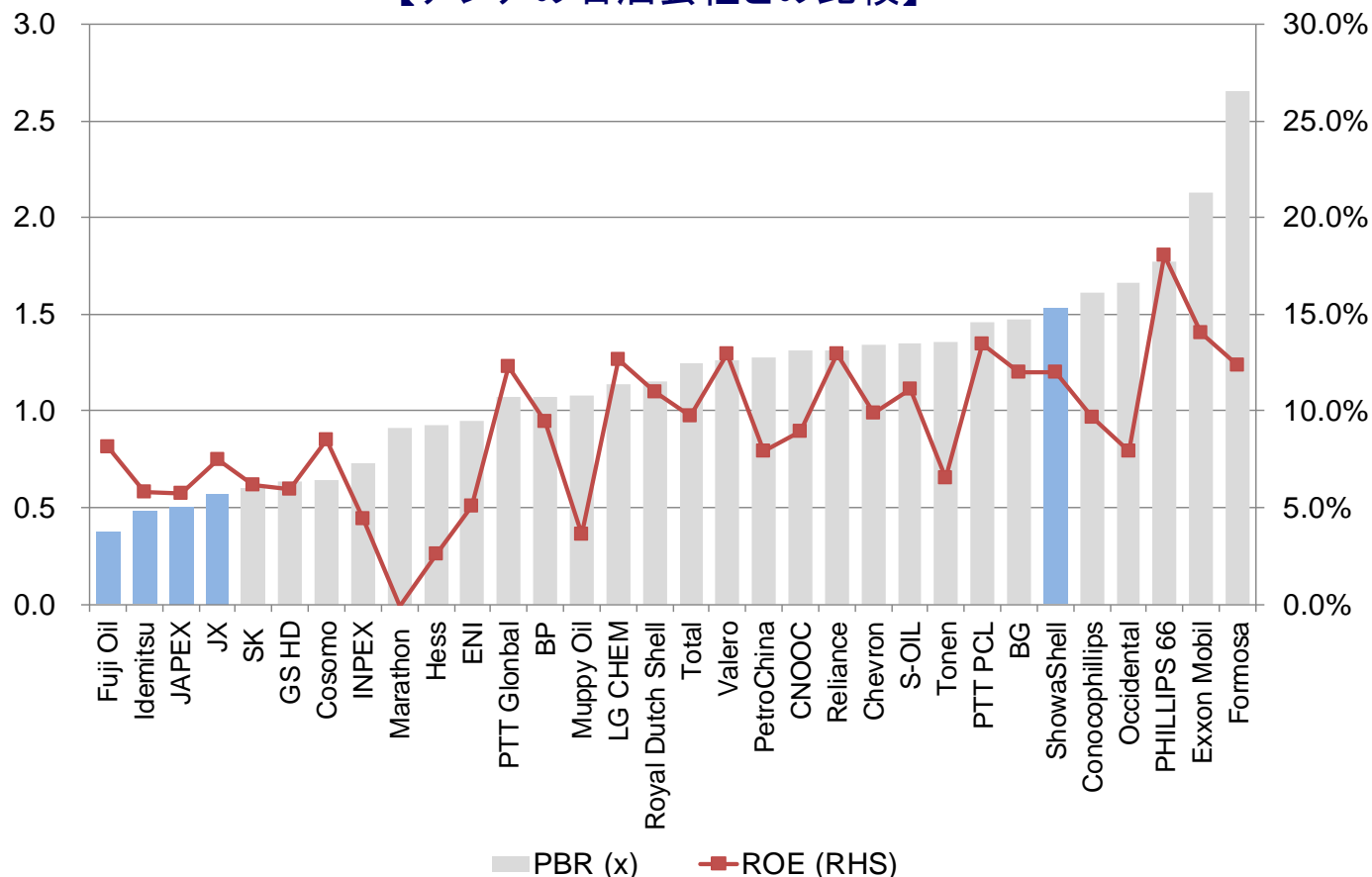


出所: Bloombergより、みずほ証券エクイティ調査部作成

グローバルエネルギーセクター内でのPBR・ROE比較

ROEはグローバルエネルギーセクター内で低位

【アジアの石油会社との比較】



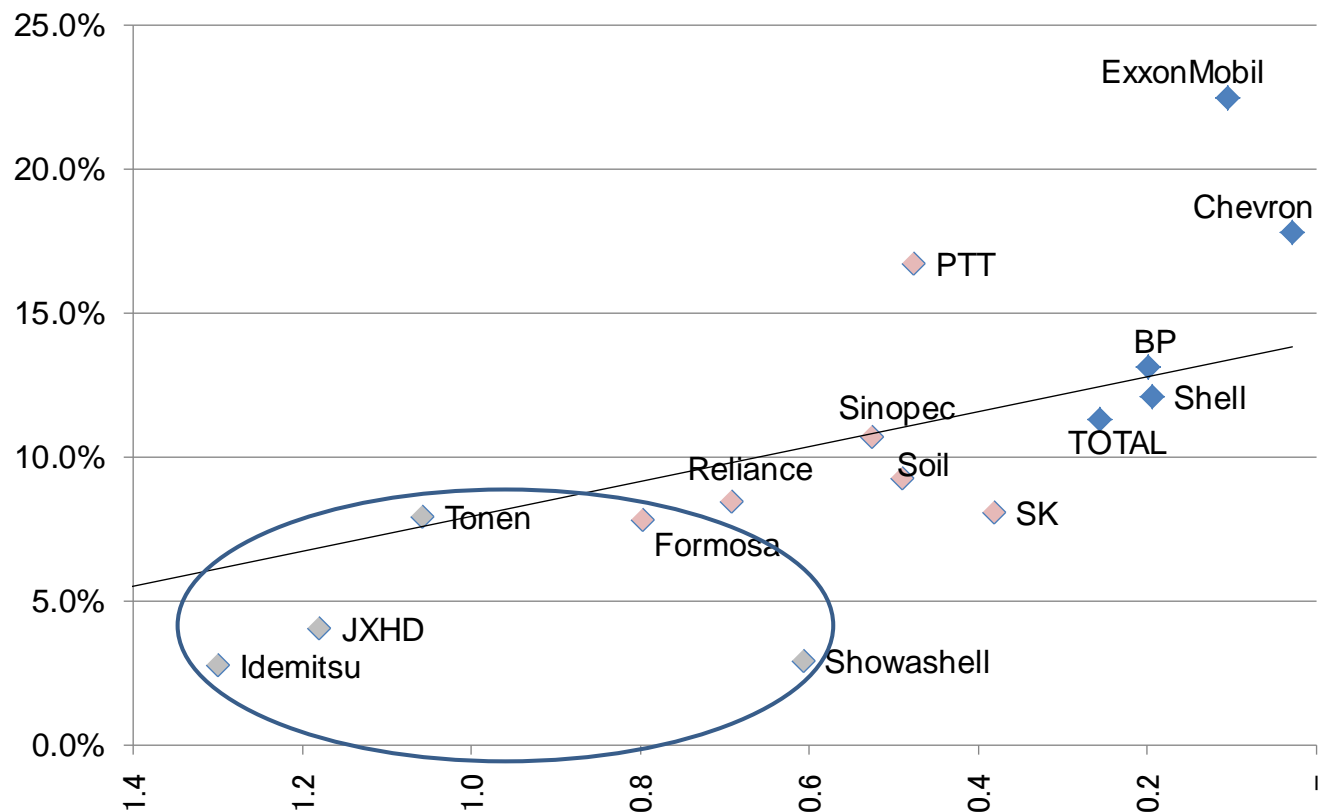
注: Bloombergコンセンサス予想に基づく。

出所: 株価は2月6日付。Bloombergデータをもとにみずほ証券エクイティ調査部作成

グローバルエネルギーセクター内でのROCE(使用総資本利益率)比較

財務基盤が弱く、投下資本に対する収益性も低いのが実態

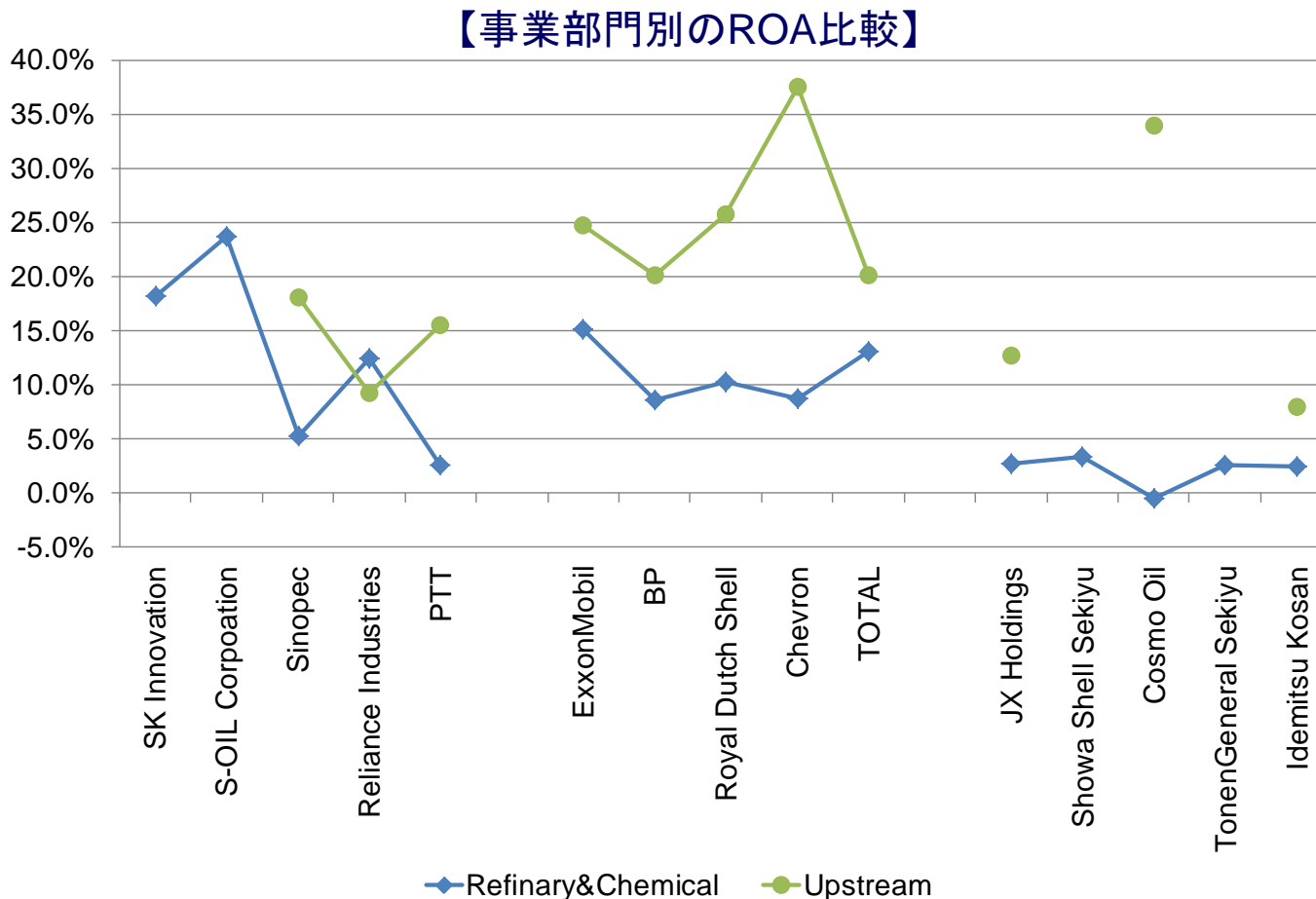
【ROCE(縦軸)とNet DE ratio(横軸)の実績比較】



注: BloombergデータからROCE簡易試算「 $(\text{当期利益} + \text{少数株主持分利益} + \text{税引後支払利息}) \div \text{投下資本} (\text{自己資本} + \text{少数株主持分} + \text{有利子負債})$ 」09-13年平均値。
従って、各社から開示しているROCEの数字と違う場合がある。
ネットDEレシオは、純有利子負債 \div 自己資本 (FY2013データ)。
出所: Bloombergデータをもとにみずほ証券エクイティ調査部作成

グローバルエネルギーセクター内での事業部門ROA比較

石油開発事業＞石油下流事業(精製+化学)、下流事業において海外企業＞日本企業

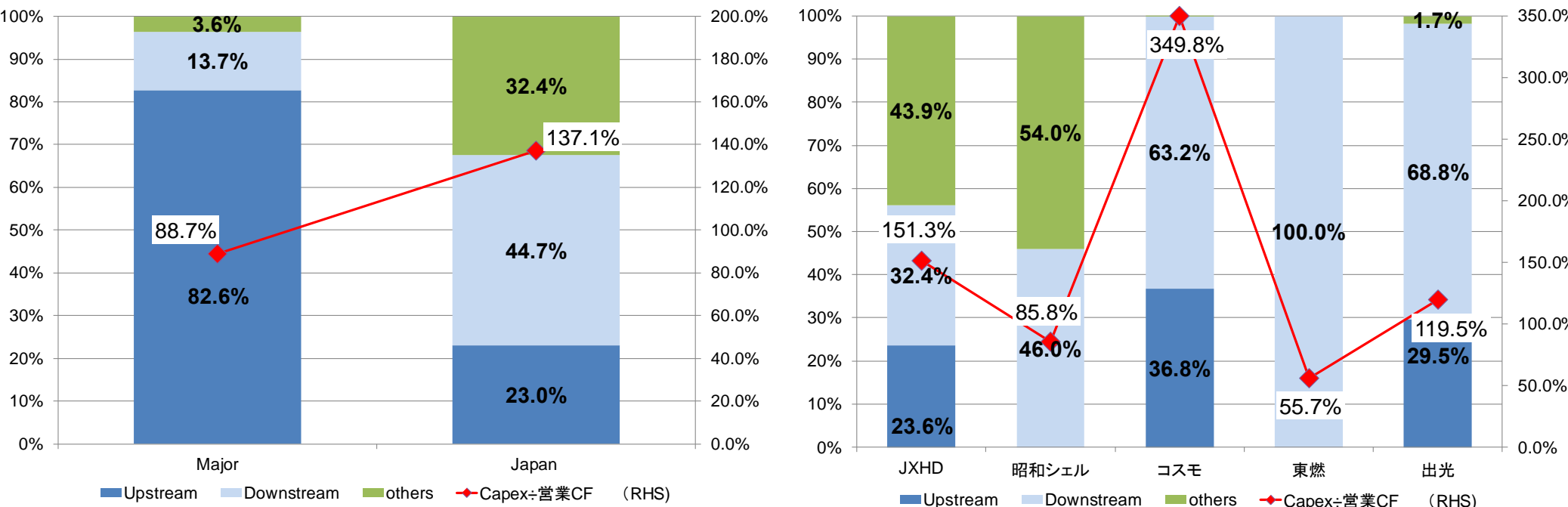


注: 事業部門別の資産とEBITから部門別ROAを試算したもの。SKInnovationは上流事業を有するが、資産の内訳が確認できなかったため上流のROAは記載していない。
出所: 会社資料等をもとにみずほ証券エクイティ調査部作成

グローバルエネルギーセクターの設備投資動向

直近5年間の設備投資構成は、メジャーが上流事業で8割以上を占めるが、日本の会社は石油下流事業への投資が主体で上流事業は約2割強。営業CFの範疇で投資をするメジャーに対し、日本は3社が営業CFを超える投資→CF配分政策に課題

【設備投資構成と営業CFに占める設備投資の比率】



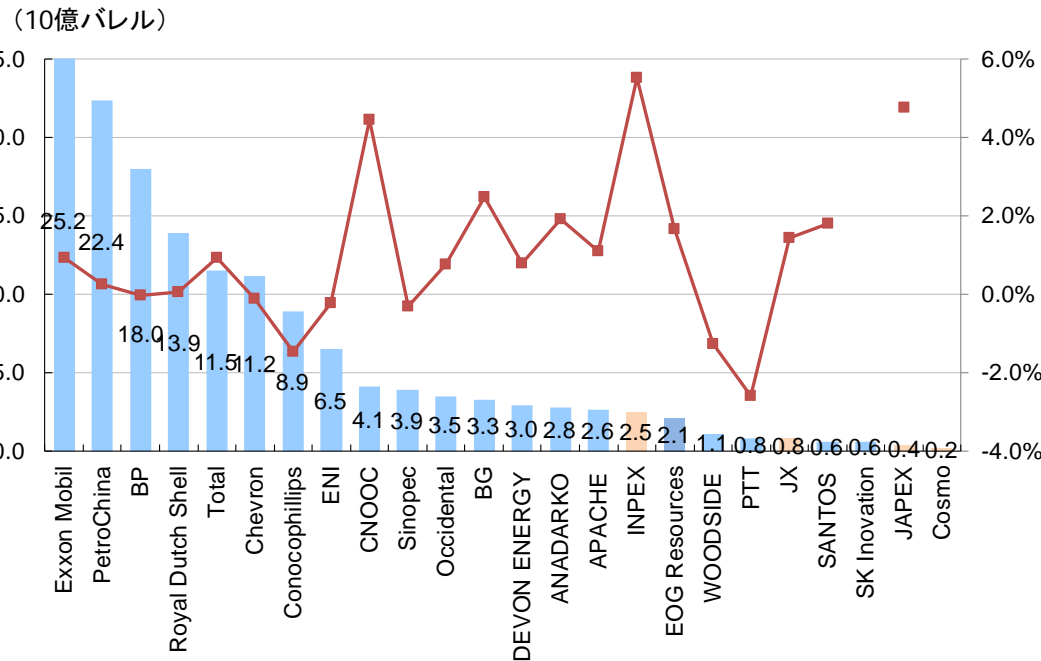
Majorは、ExxonMobile,BP,Royal Dutch Shell,Chevron,Totalの5社の単純平均
日本は、精製元売5社 JXHD,Tonen,ShowaShell,Idemitsu,Cosmoの合計

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

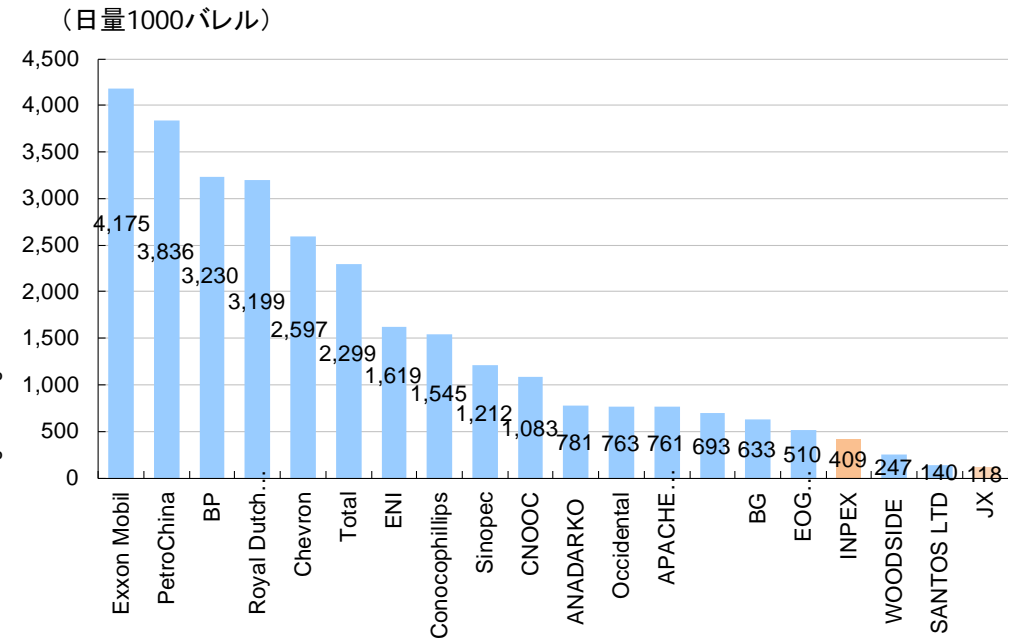
収益向上に向けた課題(1) (石油開発事業 拡大に蓋然性があるか)

石油開発事業での規模の格差は大きい。日本の会社は埋蔵量を伸ばす傾向にはあるが、大規模な個別プロジェクトを有するINPEXを除いて、グローバルにみてプレゼンスを高める力は限定的

【確認埋蔵量規模と過去5年平均伸び率】



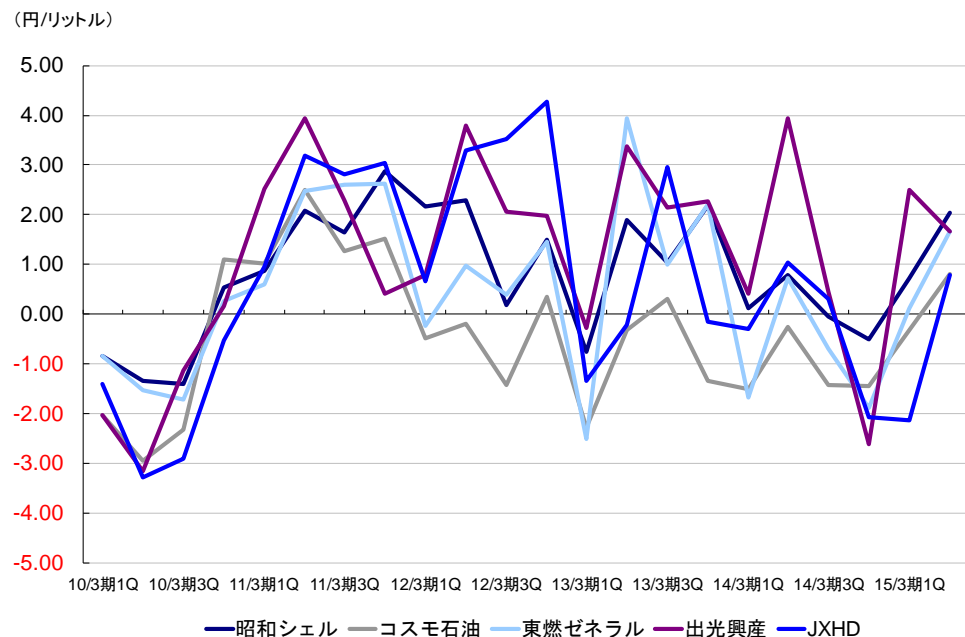
【年間生産量規模】



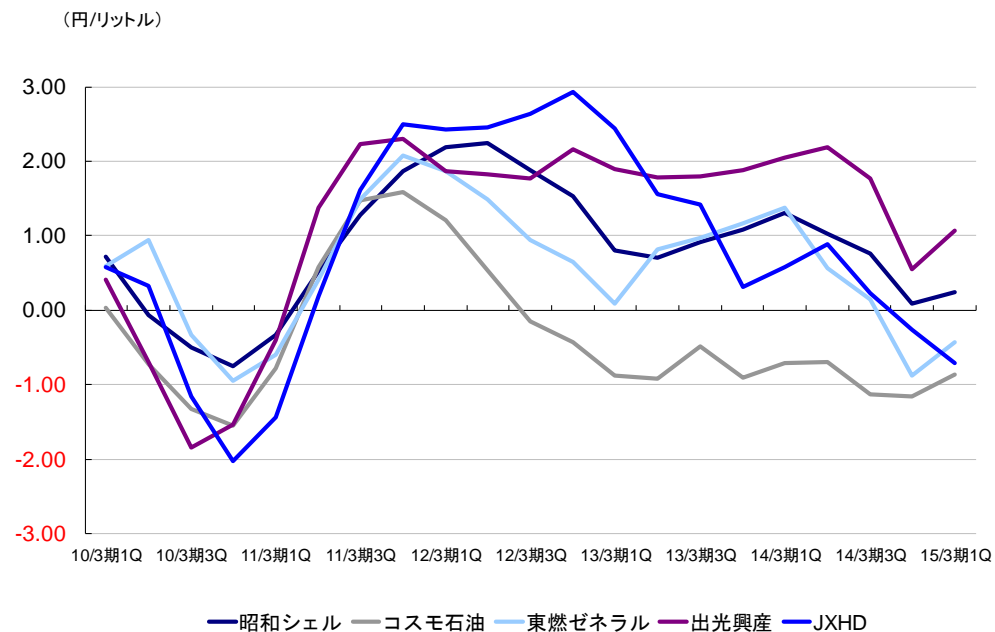
出所: Bloombergデータ及び会社公表資料をもとにみずほ証券エクイティ調査部作成

収益向上に向けた課題(2) 石油下流事業の低迷を受け、立て直しが急務

【販売量当たり石油下流事業の実質営業利益】



【販売量当たり石油下流事業の実質営業利益】 4四半期移動平均



注: 石油精製+石油化学の在庫評価損益除く営業利益を内需燃料輸販売+輸出数量で除して試算
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

厳しい業界環境下で政府は事業再編を求める

【各エネルギー源の位置付け】

□原発再稼働、再エネ導入の進捗度合い等を見極めつつ、速やかに実現可能なエネルギーミックスを提示

→つまり数値目標は見送り

- ・原子力 安全確保を大前提に重要なベース電源
- ・石油 国内需要は減少傾向だが、利便性の高さ等から今後とも活用していく重要なエネルギー源
- ・天然ガス 今後役割を拡大していく重要なエネルギー源
- ・石炭 環境負荷を低減しつつ活用していくエネルギー源
- ・再生エネ 安定供給・コスト面で様々な課題あるが、温室効果ガス排出のない有望な国産エネルギー源

【石油・LPガス産業の市場構造・事業基盤の再構築】

□ガソリン等の需要の構造的な減少に対応するため、資本の壁を越えた石油コンビナート事業再編・設備最適化、

石油化学や電力等他事業分野への進出強化等による石油産業の経営基盤・競争力の強化

□SSやLPガス事業者の経営基盤・事業多様化や、公正・透明な取引構造の確立

【市場統合を通じた総合エネルギー企業等の創出】

□電力システム改革等の制度改革を起爆剤とするエネルギー産業構造の大転換

□新たな競争環境の整備による、経営基盤の強化された総合エネルギー企業の創出

出所: 経済産業省資料より みずほ証券エクイティ調査部作成

業界再編の予兆(2)

出光興産が昭和シェル石油をTOBで買収交渉に入ったと報道

- 12月20日から21日にかけて、日経新聞朝刊をはじめとして報道。報道内容のポイントは、
 - (1)2015年2月に基本合意書締結、公正取引委員会の審査などを経て2015年前半を目途にTOB実施で昭和シェル石油を子会社化の予定、
 - (2)買収総額5,000億円規模、TOBに際して2-3割のプレミアム付与、筆頭株主のロイヤルダッチシェル社は応じる意向、
 - (3)買収資金調達主力は三井住友銀行から調達、
 - (4)国内で稼げる体制を固めた上で海外市場の開拓を加速する方向で両社見解一致等
両社は当該報道に対して決定した事実はない旨コメントを出しているが、一方で事業再編を幅広く検討し、両社で様々な可能性について協議していると説明

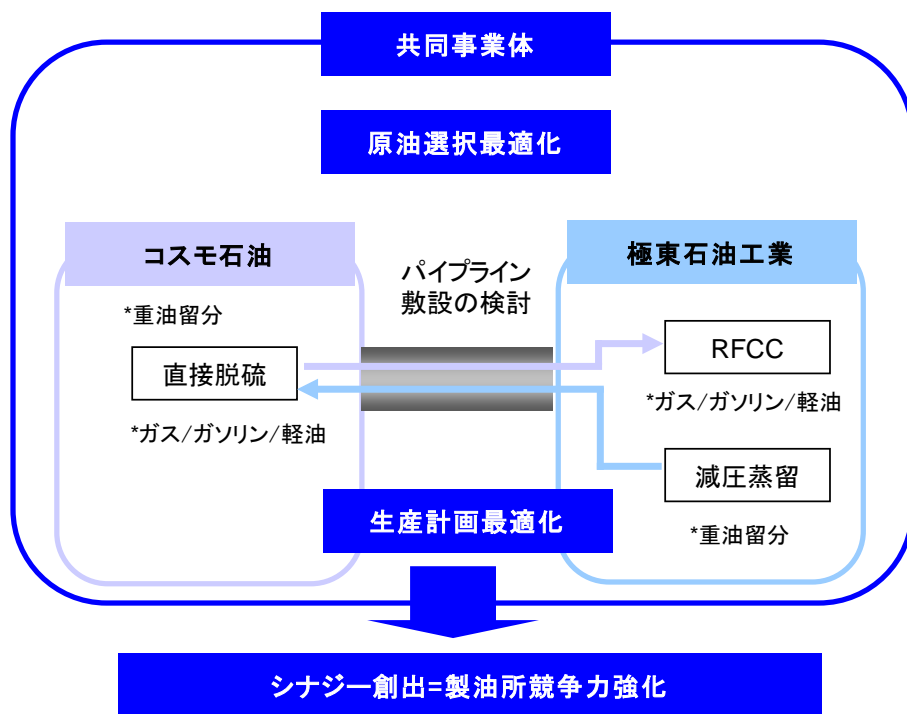
【印象】

- ・業界全体にとってはポジティブな方向
- ・両社は率先して効率化を進めてきており、石油精製分野で相対的に競争力のある会社。
- ・出光にとって、TOBに際して買収資金調達等による財務体質への負担や企業風土が違う昭和シェルを傘下にして円滑なガバナンスが体制が構築出来るか等懸念点。
→簡易試算では買収後の出光はネットDEレシオ2倍前半、自己資本比率15%前後へ
- ・昭和シェルにとって、出光の傘下に入る点が同社の経営方針と整合性あるか

業界再編の予兆(3)

コスモ石油と極東石油 千葉製油所での共同事業化

コスモ石油と極東石油工業との共同事業



*RFCC=残油流動接触分解装置

□2013年9月に覚書締結、検討委員会設置、協議

□検討項目は主に以下3点

- (1) 両製油所一体化のためのパイプライン設置
- (2) 原油選択・生産計画の最適化、シナジー創出
- (3) 共同事業体設立の検討

□12月19日付基本契約締結、

- (1) 2015年1月 共同事業会社設立
 - (2) 300億円(両社で負担を折半)の設備投資で両製油所を結ぶパイプラインの敷設
(完成時期未定)
 - (3) パイプライン敷設前から生産性向上やトッパーを含めて設備最適化を検討
 - (4) パイプライン敷設後シナジー効果100億円
(うち原油選択最適化と半製品融通80億円)
- 一部報道では、コスモ石油のトッパー1基を削減と報じられているが、現時点では具体化していない

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

CFの動向 国内石油精製元売各社 中計の主な数値目標比較

JX、出光等で投資偏重のCF配分計画には投資家から疑問の声多い

石油精製元売大手5社の現行中期計画の数値目標比較～東燃・昭和シェルに比べてFCF水準に見劣り～

		JXHD 5020	出光興産 5019	コスモ石油 5007	東燃ゼネラル石油 5012	昭和シェル石油 5002
利益目標	利益項目	経常利益	営業利益	経常利益	営業利益	NA
	目標値	4,000億円以上	1,500億円	1,120億円	530億円	NA
	FY2012実績比	約1.5倍	約1.6倍	約3.4倍	約1.9倍	NA
	達成年度	FY2015	FY2015	FY2017	FY2015	NA
収益率	指標	ROE	投下資本営業利益率	NA	NA	NA
	目標値	10%以上	6.50%	NA	NA	NA
財務目標	ネットDEレシオ	0.9以下	1.3	1.6	NA	NA
	FY2012実績	1.2	1.2	3.1	1.1	0.9
CF配分	Cash In	1.4兆円	3,400億円	3,700億円	3,300億円	約4,500億円
	設備投資	1.3兆円+α	4,500億円	2,800億円	1,800億円	約2,000億円
	FCF	1,200億円-α	-1,100億円	900億円	1,500億円	約2,500億円
	FCF÷Cash In	約8.5%	マイナス	約24%	約45%	約55%
	期間	3年間累計	3年間累計	5年間累計	5年間累計	5年間累計

注: JXのCFは資産売却影響分を除いて試算、昭和シェルのCF及びネットDEレシオ実績は会社資料をもとにみずほ証券で推定

出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

【現行中計における事業部門別の設備投資の考え方(当初計画時)】

□JXHD; 1.3兆円→石油精製・化学約4割、石油開発3割、金属約2割、全体に占める戦略投資枠6割超

□出光興産; 投資額4,500億円→基盤事業約3割、資源事業約35%、国内基盤更新投資約25%、高機能材10%弱

□コスモ石油; 投資額2,800億円→石油開発45%、石油精製販売で44%、再生エネ他で11%

□東燃ゼネラル石油; 1,800億円→基礎投資5割、化学も含め下流事業の戦略投資約2割、残りが未確定枠(電力?)

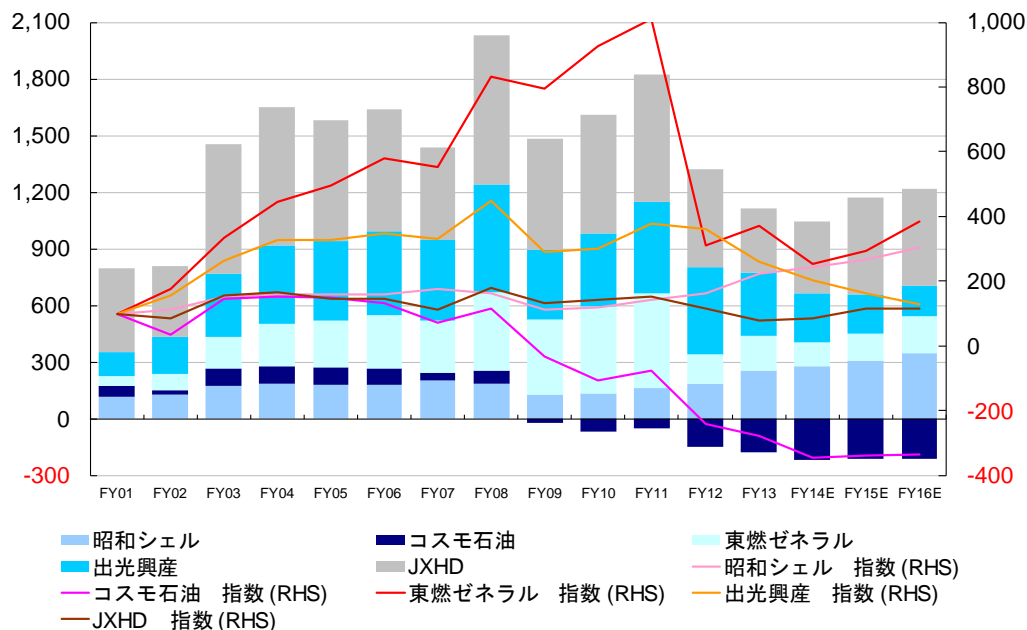
□昭和シェル石油; 約2,000億円→維持更新投資と成長のための戦略投資がほぼ半々(みずほ証券推定)

FCF創出力・財務体質の推移

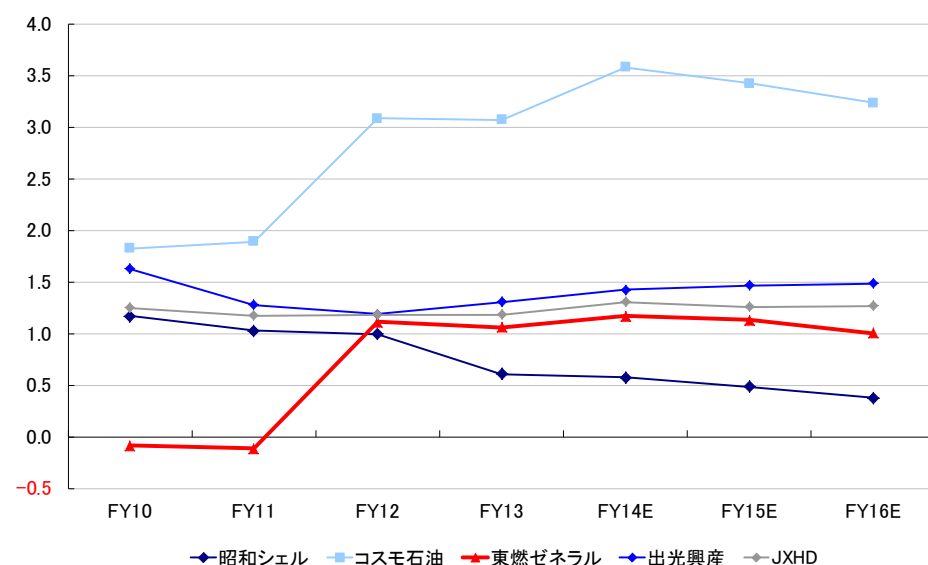
FCFを継続的に積み上げる状況には至っていない

大手5社の中で財務体力には大きな格差が生じている

(累積FCF 10億円) **累積FCFの推移** (累積FCFの指数 FY01=100)



ネットDEレシオの推移



出所:みずほ証券エクイティ調査部作成

本資料で言及した銘柄

コード	会社名	投資判断	株価 (2/10)
5002	昭和シェル石油	中立	1,159円
5007	コスモ石油	中立	175円
5012	東燃ゼネラル石油	中立	1,098円
5017	富士石油	中立	372円
5019	出光興産	中立	2,104円
5020	JXホールディングス	買い	471.2円

注: NR = 弊社カバレッジ銘柄ではありません
出所: みずほ証券エクイティ調査部作成

重要開示事項

- みずほ証券および/またはその子会社・関連会社は、次の会社の発行済み株式総数の1%以上を保有しています: 該当無し
- みずほ証券および/またはその子会社・関連会社は、次の会社の過去12カ月の証券公募に際し、引受幹事を務めております: 昭和シェル石油, JXホールディングス
- みずほ証券および/またはその子会社・関連会社の投資銀行業務を担う部門は、次の会社より過去12カ月間に報酬を受けたか、又は今後3カ月以内に受ける予定又は可能性があります: 昭和シェル石油, コスモ石油, 東燃ゼネラル石油, 富士石油, 出光興産, JXホールディングス
- みずほ証券および/またはみずほインターナショナル および/または米国みずほ証券は、次の会社の証券のマーケットメイキングを行なっております: 該当無し

*株式保有割合は米国のFINRA規則に基づき算出しています。上場後1ヵ月以内の会社に関しては目論見書を基準に算出する場合があります。

投資判断の表記方法

投資判断は以下の3段階で示します。投資判断及び目標株価の評価期間は、概ね6カ月から1年間とします。

買い	:	目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が10%以上であり、かつ下記のセクター相対配分ガイドラインによっても「アンダーパフォーマンス」とされない銘柄。
中立	:	目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が-10%から+10%の範囲にあり、かつ下記のセクター相対配分ガイドラインによっても「アンダーパフォーマンス」とされない銘柄。
アンダーパフォーマンス	:	目標株価設定・変更時において目標株価の株価からの乖離率が-10%以下であるか、カバレッジユニバース内において乖離率が下位にあり、下記のセクター相対配分ガイドラインにより「アンダーパフォーマンス」とされる銘柄。
RS	:	一時的に投資判断、目標株価を停止した銘柄。
NR	:	カバレッジ対象外として投資判断を付与しない銘柄。

【セクター相対配分ガイドライン】

1名または複数のアナリストによりカバーされ、共通の属性を持つ銘柄で構成される各カバレッジユニバースにおいて、所属する銘柄数に10%を掛けた数(小数点以下は四捨五入)が「アンダーパフォーマンス」となるように乖離率の低い銘柄順に選択する。(6銘柄以上で構成されるカバレッジユニバースに適用。なお一時的にこの条件を満たさない場合もありうる。)

みずほ証券エクイティ調査部の前四半期中における投資判断の内訳については、同調査部のウェブサイト(MizuhoResearchWEB)にてご覧になれます。それぞれの投資判断(「買い」、「中立」、「アンダーパフォーマンス」)を付した銘柄数の全体に対する割合(%)が「個別銘柄開示事項」として掲載されております。また同様に、みずほ証券が過去12カ月間に投資銀行関連サービスを提供したことがある対象企業数が、それぞれの投資判断カテゴリー内に占める割合(%)も開示されております。

アナリスト確認事項

本資料に記述された有価証券や発行体に関する意見は、本資料の表紙に記載されたアナリストの見解を正確に反映したものであり、また、直接間接を問わず本資料記載の特定の投資判断または見解の対価として報酬を受け、もしくは、報酬の受領を約していないことをアナリスト自身がここに確認するものです。

留意事項

本資料はみずほ証券が、みずほ証券および、またはその関係会社の顧客への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券やその関連金融商品の売買を推奨する、勧誘する、あるいは申込み目的で提供されるものではありません。

ここに記載されているデータ、意見等はみずほ証券がすべて公に入手可能な情報に基づき作成したものではありませんが、みずほ証券はその正確性、完全性、情報や意見の妥当性等を保証するものではなく、また、当該データ、意見等を使用した結果についてもなんら補償するものではありません。ここに記載された内容が記載日時以降の市場や経済情勢の状況に起因し妥当でなくなる場合もあります。また、ここに記載された内容が事前連絡なしに変更されることもあります。

本資料は税務、法務、あるいは投資等の助言を提供するものではありません。本資料は個々のお客様の財務状況や投資目的とは無関係に作成されています。本資料で論じられている有価証券やその関連金融商品はすべての投資家に適合するとは限りません。特定の投資や投資戦略に関してはお客様ご自身で独自に検討する必要があります。本資料において言及された証券に関連する投資や取引を実行する前にファイナンシャルアドバイザーの助言を受けることをお勧めします。

みずほ証券はいかなる場合においても、本資料を提供した投資家ならびに直接間接を問わず本資料を当該投資家から受け取った第三者に対し、あらゆる直接的、特別な、または間接的な損害等(本資料の使用に直接または間接的に起因したと思われる場合、または本資料の使用上の誤り、あるいは本資料の内容の脱落または誤りによるものを含みますが、これに限定されるものではありません。)について、賠償責任を負うものではなく、投資家のみずほ証券に対する賠償請求権は明示的に放棄されていることを前提とします。

過去の実績は将来のパフォーマンスを示唆しないしは約束するものではありません。特に断わりのない限り将来のパフォーマンス予想はアナリストが有意と考える要因に基づく推定を表すものです。実際のパフォーマンスは予想と異なることがあります。従って将来のパフォーマンスに関して、いかなる明示的あるいは暗示的な保証もなされることはありません。

ここに記載されたデータ、意見にはみずほフィナンシャルグループあるいはその関係会社に関係するものが含まれる場合がありますが、それらはすべて公に入手可能な情報に基づくものであり、本資料の作成者はいかなる内部者情報からも遮断されており、そのような情報に基づく情報・事項等は一切含まれてはおりません。しかしながら、みずほ証券は、みずほフィナンシャルグループの子会社であるため、会社の方針としてみずほフィナンシャルグループについての投資判断を差控えることとしております。

みずほ証券およびその他のみずほフィナンシャルグループの関係会社は、本資料で言及されている企業が発行する、有価証券・有価証券の派生商品等を自己または委託にて取引することがあります。さらに本資料に示されている投資判断とは相反する形での取引を執行することもあります。これらの発行会社に対しては各種金融サービスを提供することがあります。ただしみずほ証券はみずほフィナンシャルグループ株式については会社法135条に従い、自己売買を行うことを禁じられております。

本資料の日本での配布は、みずほ証券がこれを行いません。英国では、ブルーデンス規制機構(the Prudential Regulation Authority)の認可を受け、金融行為監督機構(the Financial Conduct Authority)及びブルーデンス規制機構の規制のもとにあり、ロンドン証券取引所の会員であるMizuho International plc, Bracken House, One Friday Street, London EC4M 9JAによって配布されます。本資料は欧州経済領域のその他の加盟国の顧客に配布されることがあります。本資料は金融行為監督機構規則により規定されている個人投資家向けではありません。Mizuho International plcが定める利益相反の防止および回避に関する社内管理規定の詳細についてはウェブサイト<https://uk.mizuho-sc.com>をご覧ください。米国での配布については、Mizuho Securities USA Inc., 320 Park Avenue, New York, NY 10022, USAがこれを行い、同社が本資料の内容にも責任を負っております。関心のある米国の投資家の方々へは、Mizuho Securities USA Inc.の営業担当者までご連絡下さい。香港および日本以外のアジア諸国への配布は、Mizuho Securities Asia Limited, 12th Floor, Chater House, 8 Connaught Road, Central, Hong Kong, S.A.R., The People's Republic of Chinaがこれを行います。

また本資料の著作権はみずほ証券に属し、その目的を問わず無断で引用または複製することを禁じます。

当社取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料をご負担いただきます。国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.134%(税込み)、最低2,700円(税込み)(ただし、売却時に限り、約定代金が2,700円未満の場合には、約定代金に97.2%(税込み)を乗じた金額)の委託手数料をご負担いただきます。手数料等に関する税率は8%で表示されています。消費税率が変更された場合、変更後の税率が適用されます。

各商品等への投資には価格の変動等により損失が生じるおそれがあります。

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号 加入協会 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

みずほ証券株式会社 エクイティ調査部
〒100-0004 東京都千代田区大手町1丁目5番1号 大手町ファーストスクエア