

# 株式市場からみた石油業界

2018.4

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](mailto:norimasa.shinya@mizuho-sc.com)

## 近年の株式市場での評価(株価動向とバリュエーション指標の推移)

- 長らく低迷していた株価は、2017年度にマージン改善とともに大幅上昇
- 市況改善や統合効果で2017年度の業績はセクター全体で大きく改善、株価も上昇したが、足元のPER・PBR等のバリュエーション指標は引き続き低水準

## バリュエーション水準が上がらない背景についての一考察

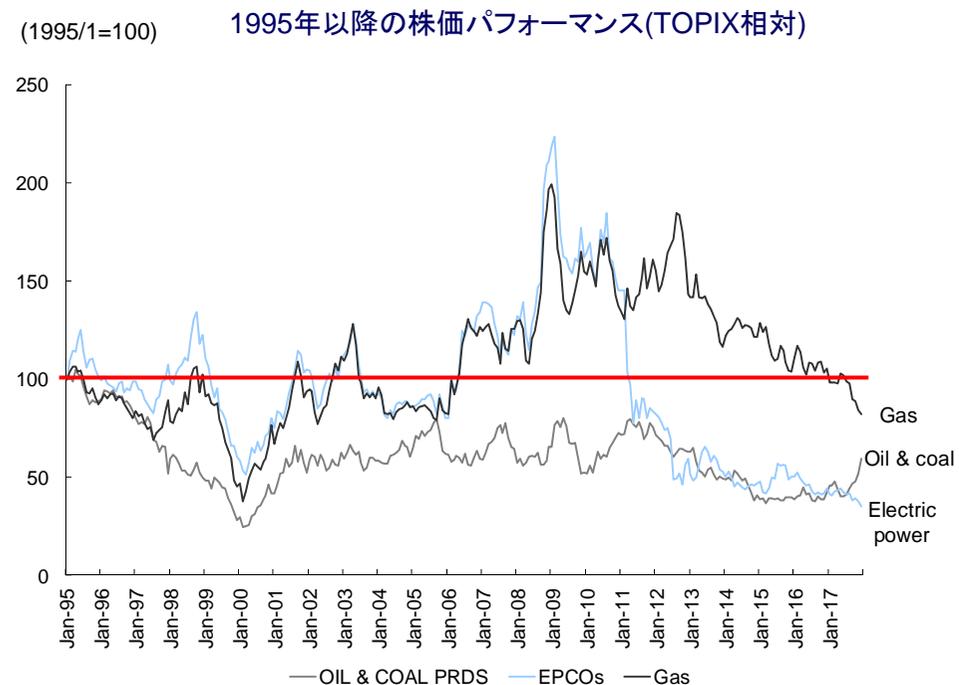
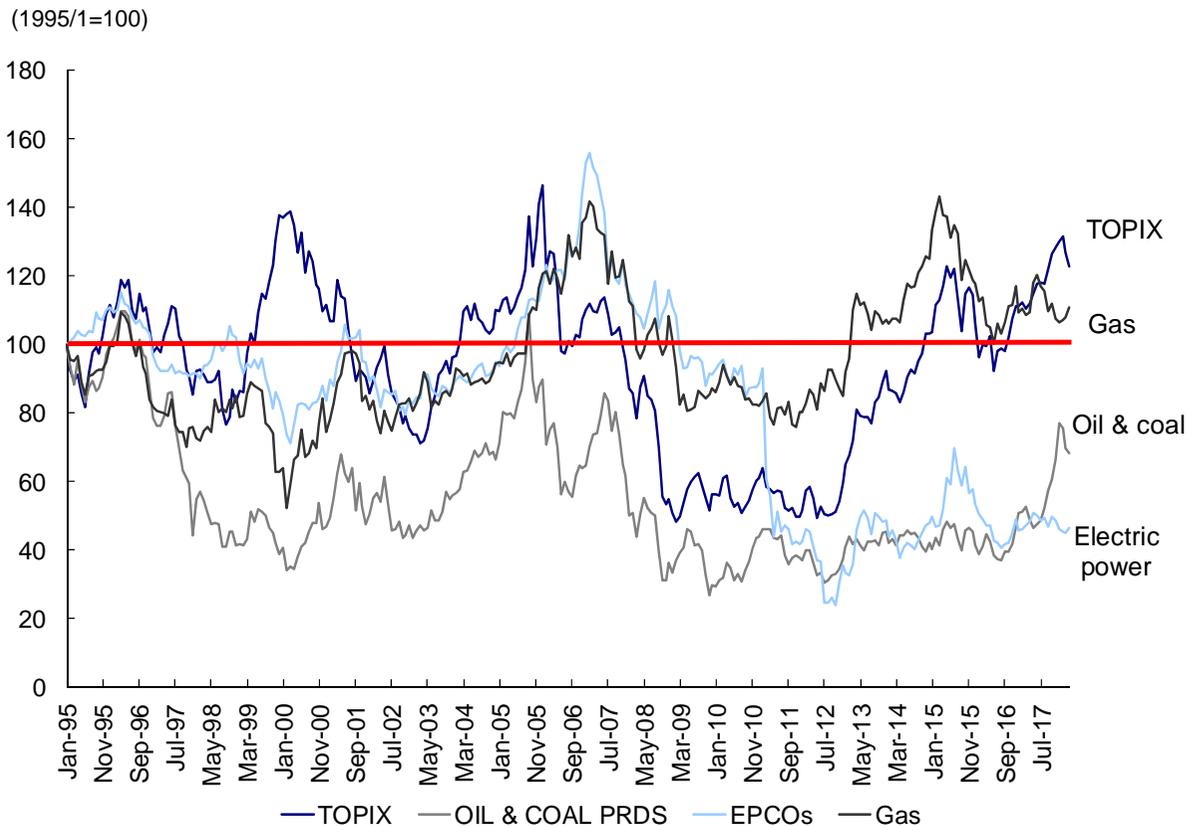
- 本業で構造的な内需減に直面、過去実績では安定性が乏しい国内石油製品マージン
- 改善しているとはいえ、相対的に収益性が低く、財務基盤は脆弱
- CF配分方針への信頼の低さ(過去は投資偏重で減損実績も多い)
- 成長性が期待できる又は競争優位にある事業が限定的



- ・改善した国内石油精製販売事業の収益・CF創出の継続
- ・新規投資への市場の評価は厳しく、ガバナンス改善は必須(BS拡大は許容されにくい)
- ・投資規律は厳格化、資産ポートフォリオ入れ替え等も活用して次の成長分野を探る

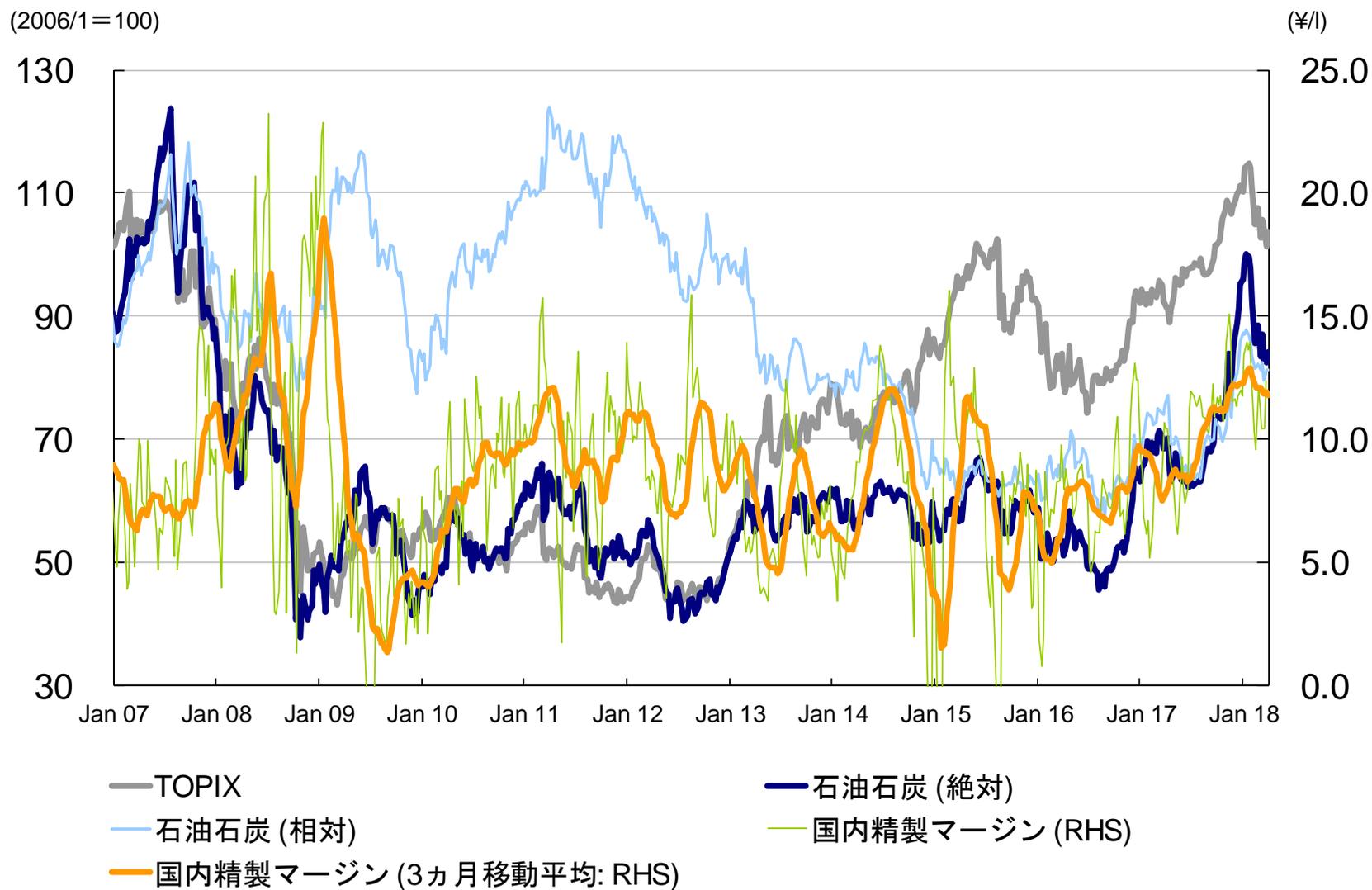
# 長期の株価パフォーマンス比較 20年間

**1995年以降の株価パフォーマンス(絶対)**  
 ~低調なパフォーマンスを続けたが、2017年度に大きく上昇~



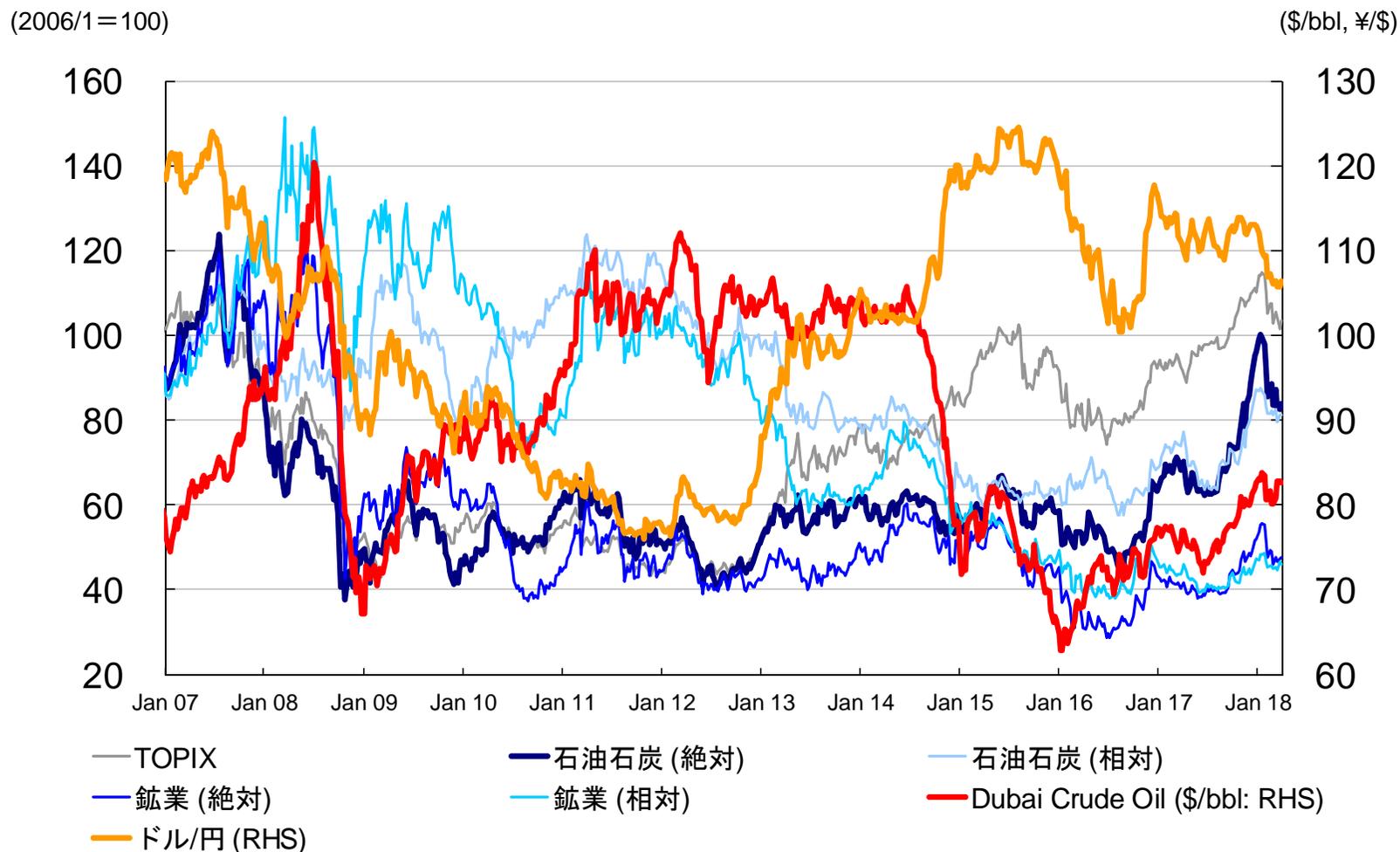
出所:みずほ証券エクイティ調査部作成

# 石油製品マージンと株価パフォーマンス ~国内石油製品マージンとの連動性が高い~



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

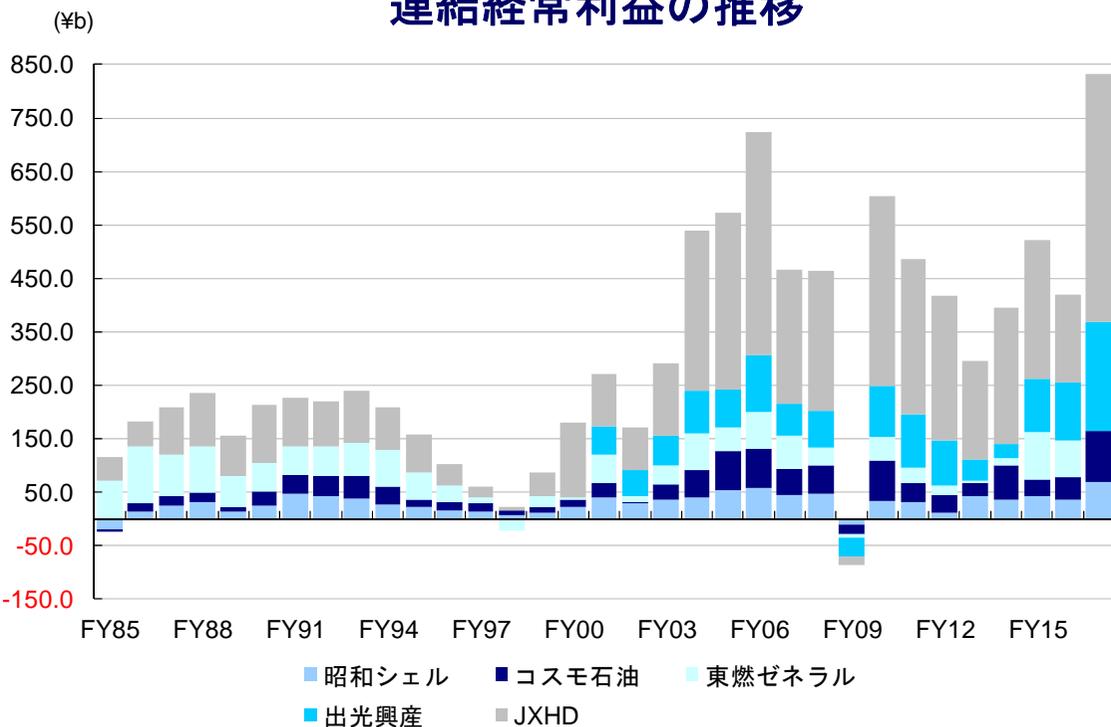


出所:みずほ証券エクイティ調査部作成

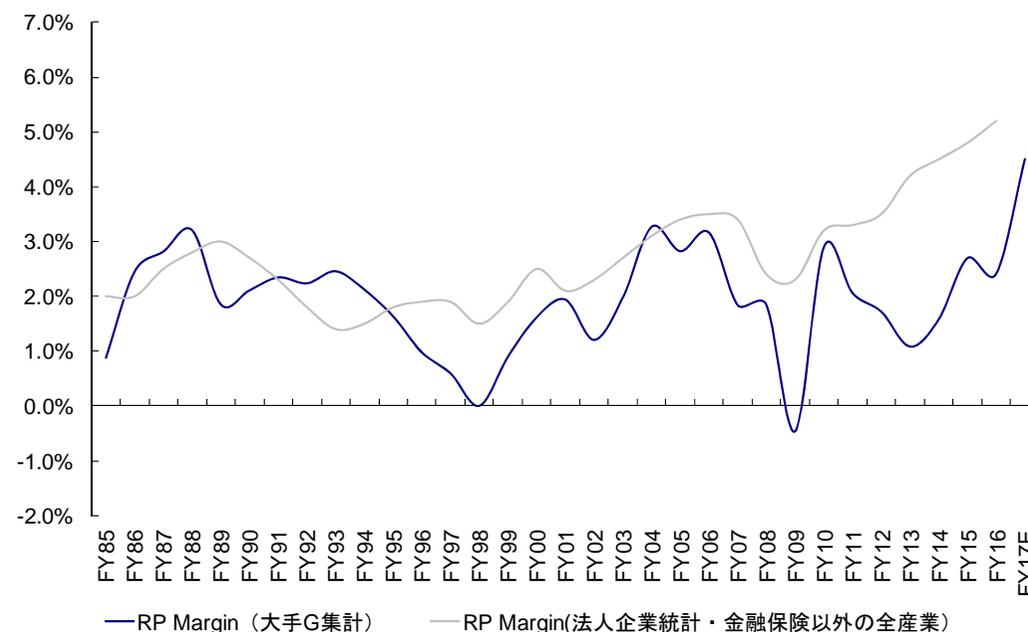
# 連結経常利益の長期推移

1990年代半ば以降の規制緩和進展等から市況が低迷し収益環境悪化  
 2000年代半ばには油価・石化製品市況の上昇等から利益水準が大幅増加  
 しかし、リーマンショック後のマージン悪化から2009年度は全社赤字、JXHD誕生や高度化法対応等から  
 2010年度に収益が回復するも、その後は再び業績悪化へ  
 2017年度はJXTG誕生や油価上昇・石油製品マージン改善等で大幅増益へ

## 連結経常利益の推移



## 連結経常利益率の推移



注: 経常利益は各社の年度決算の単純合算のため、昭 and Shellと東燃ゼネラル石油は1-12月で決算期に違いがある(FY00以降は在庫評価影響等除く実質ベース)。  
 FY17Eはみずほ証券予想。

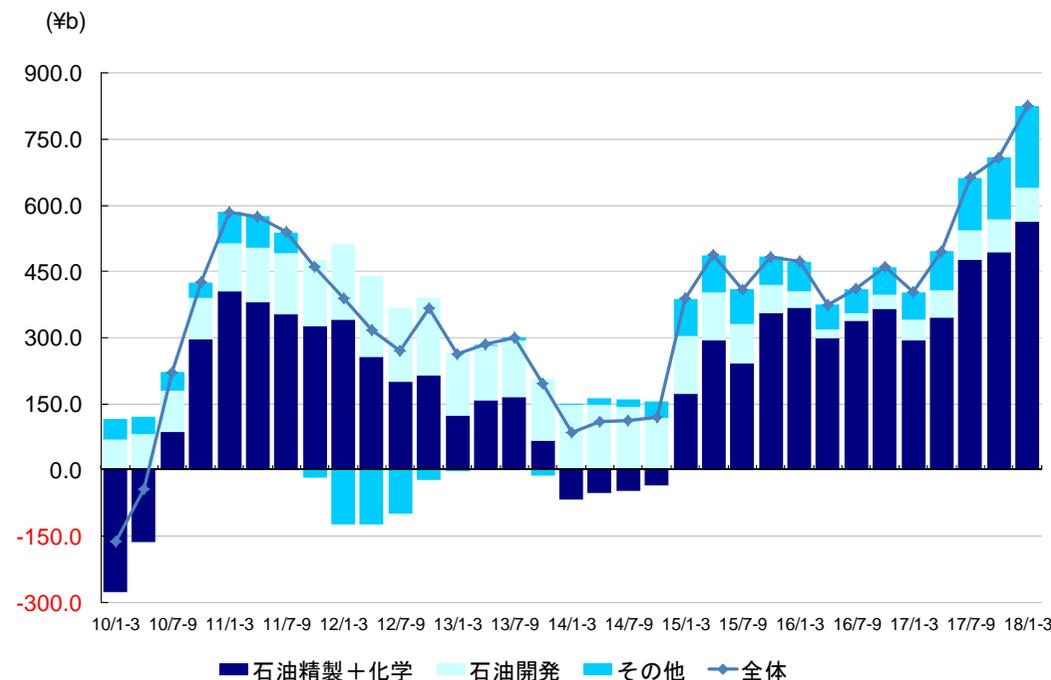
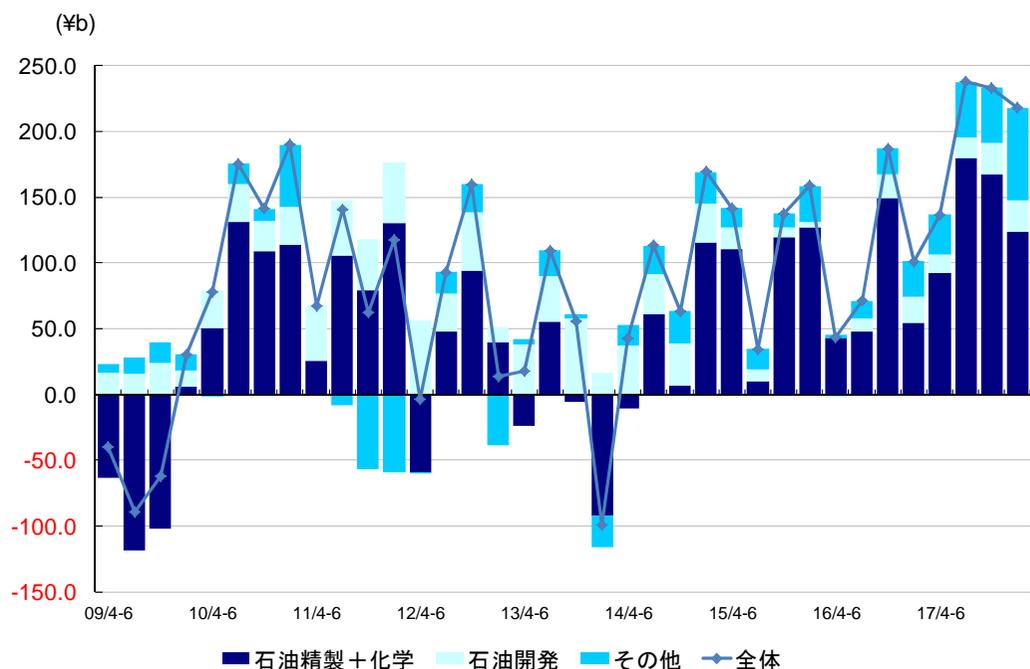
出所: 各社資料及び法人企業統計調査等よりみずほ証券エクイティ調査部作成

# セグメント別でみた業績動向

全般的に収益の変動は大きく、石油下流事業の振れ幅が顕著

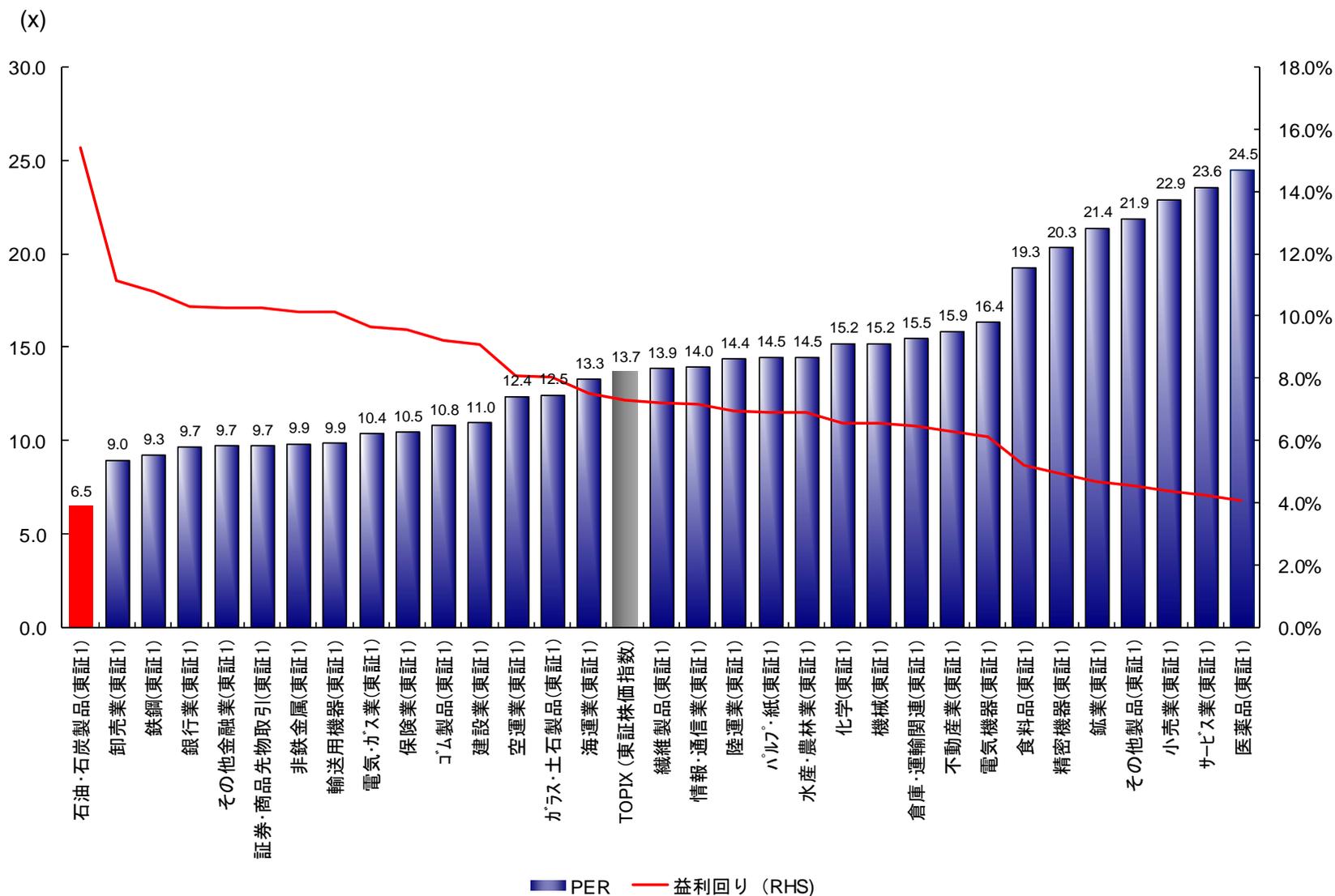
直近は下流事業の収益が大きく回復、収益の依存度も大宗が下流事業となる

セグメント別実質営業利益の推移  
(左表・四半期、右表・直近12カ月合計)



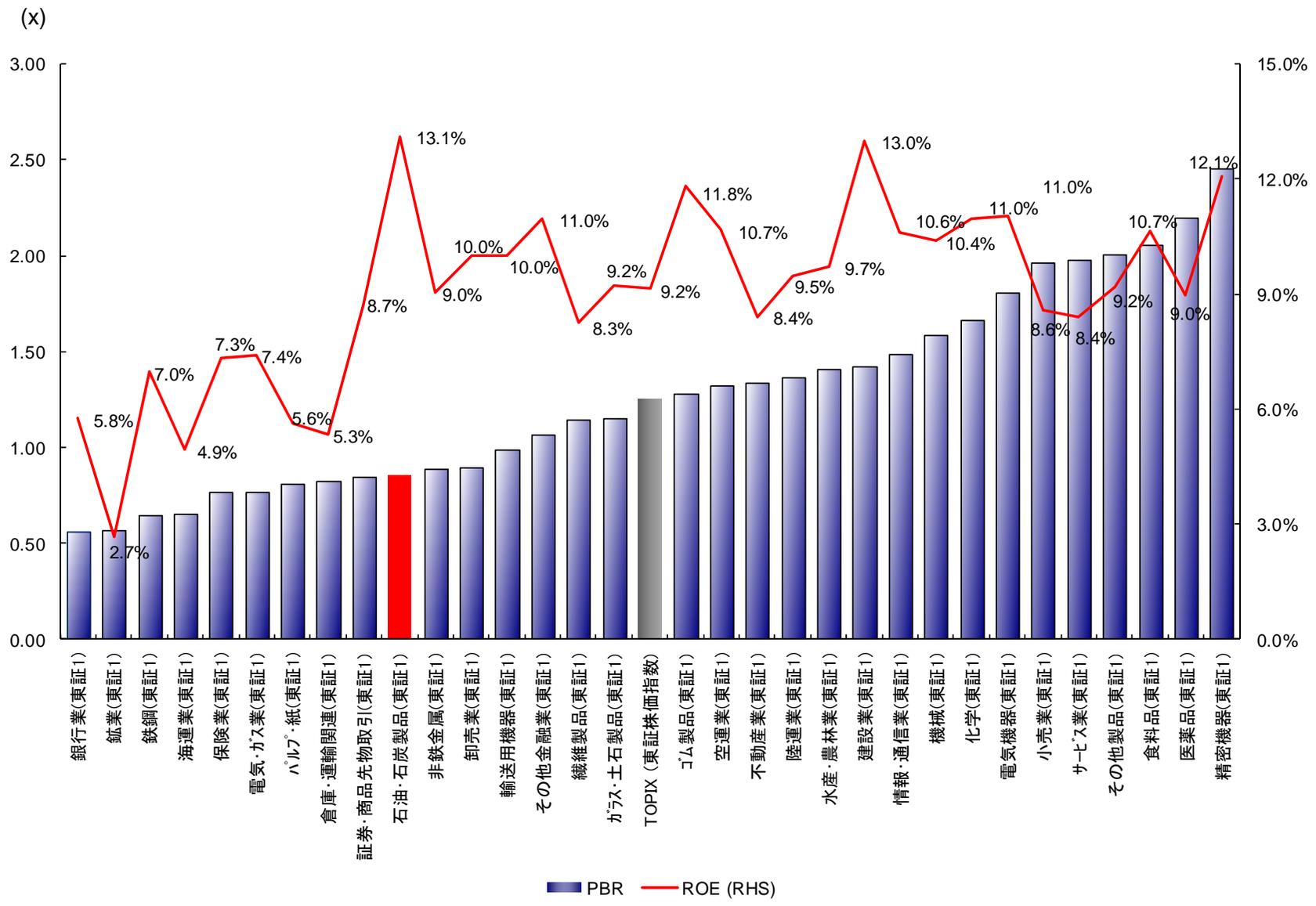
注: 18年1-3月期はみずほ証券予想。  
出所: 各社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

# セクター間バリュエーション比較(1) PER と逆数の益回り



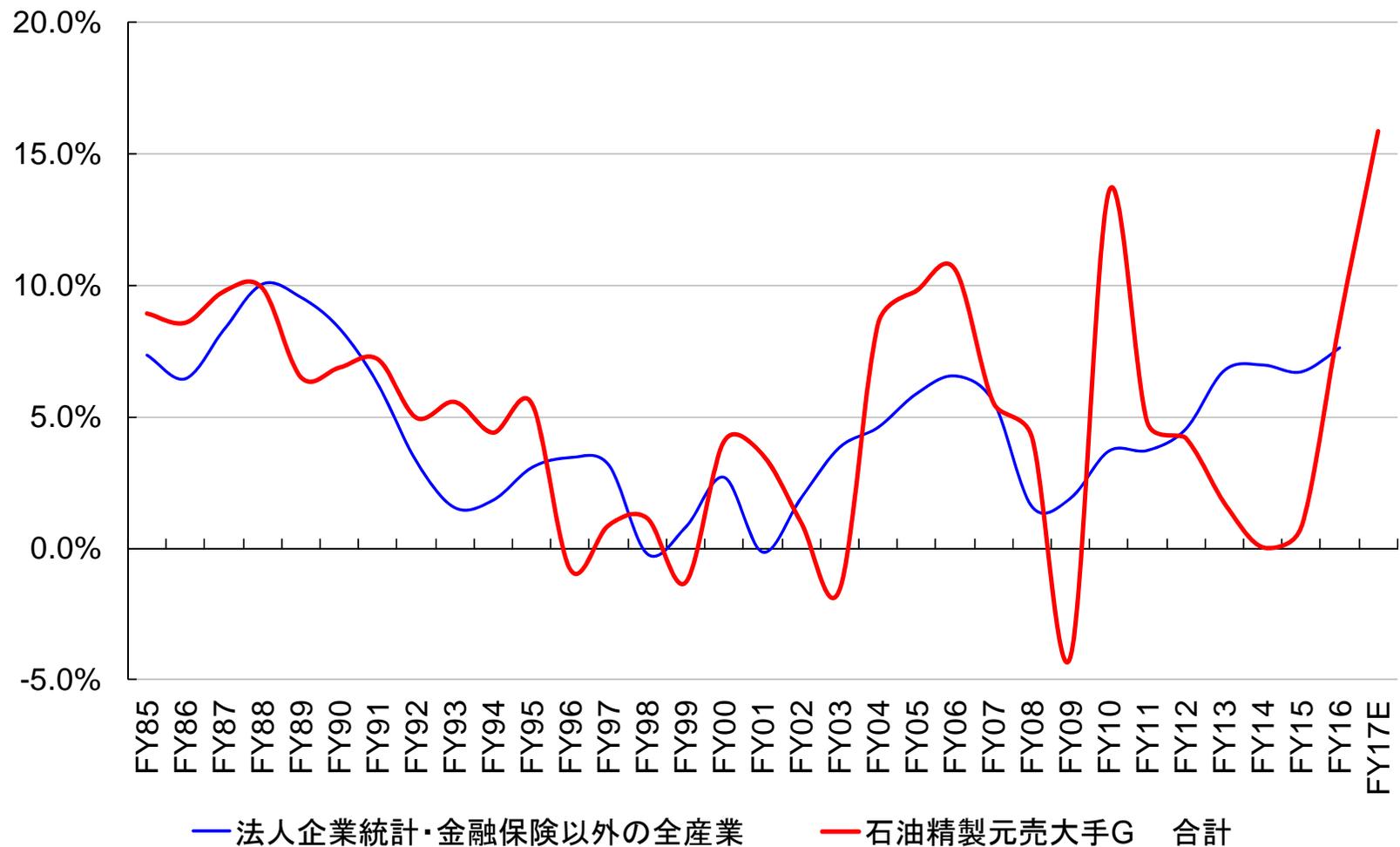
出所: Bloombergよりみずほ証券エクイティ調査部作成

# セクター間バリュエーション比較(2) PBRとROE



出所: Bloombergよりみずほ証券エクイティ調査部作成

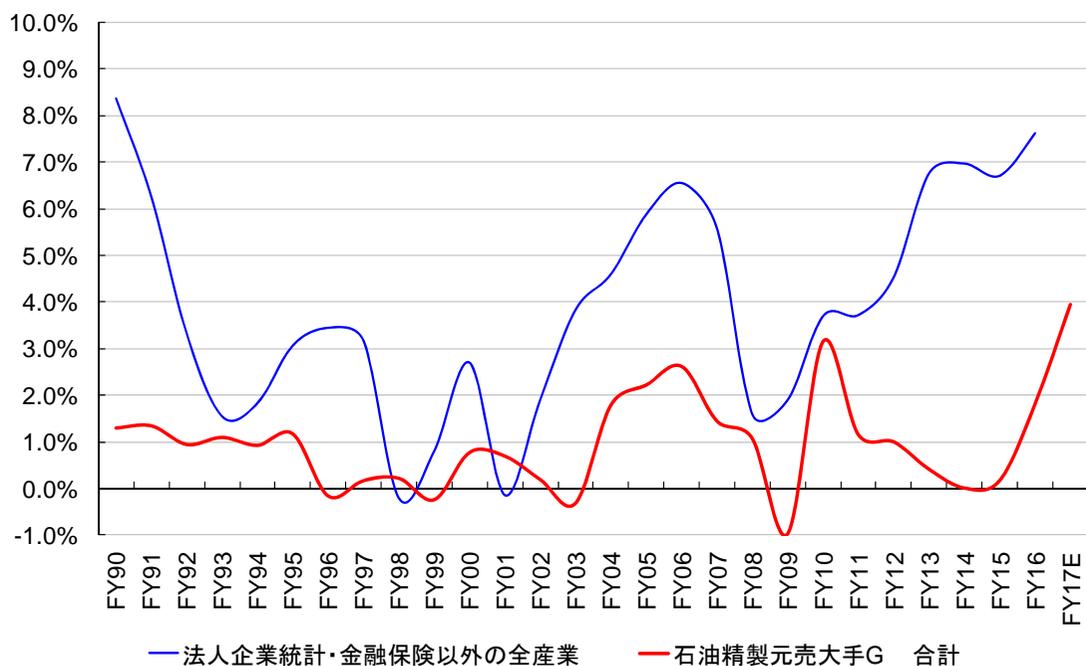
# ROEの推移



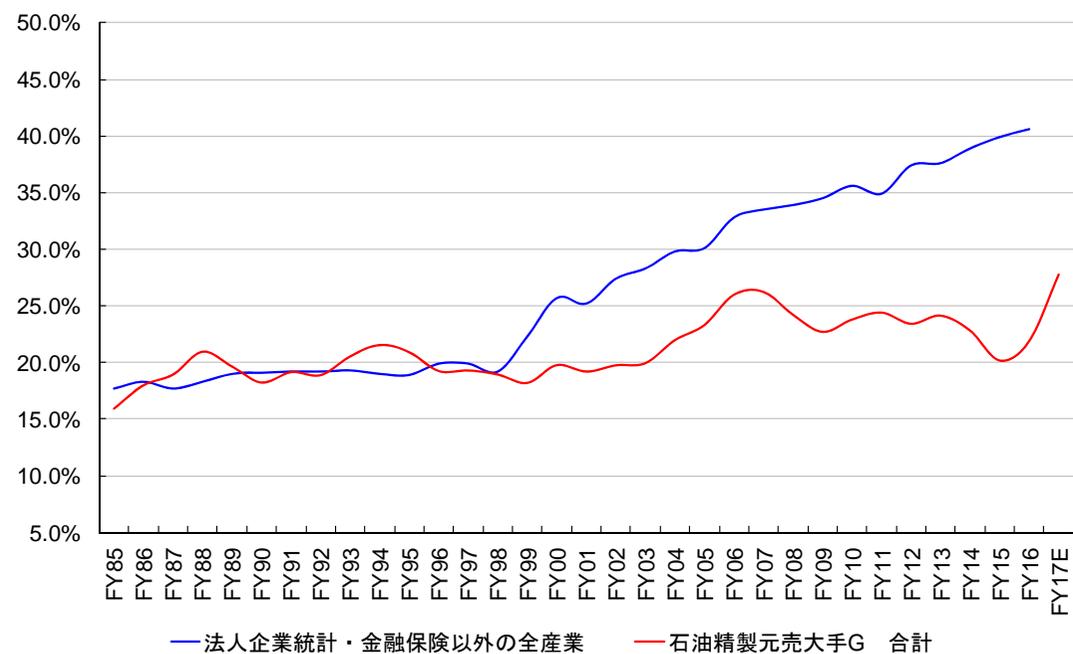
注: ROEは各社決算数値(在庫評価損益を除く)を合算して試算。  
 出所:各社資料、法人企業統計調査よりみずほ証券エクイティ調査部作成

# ROAと自己資本比率の推移

## 連結ROAの推移



## 連結自己資本比率の推移

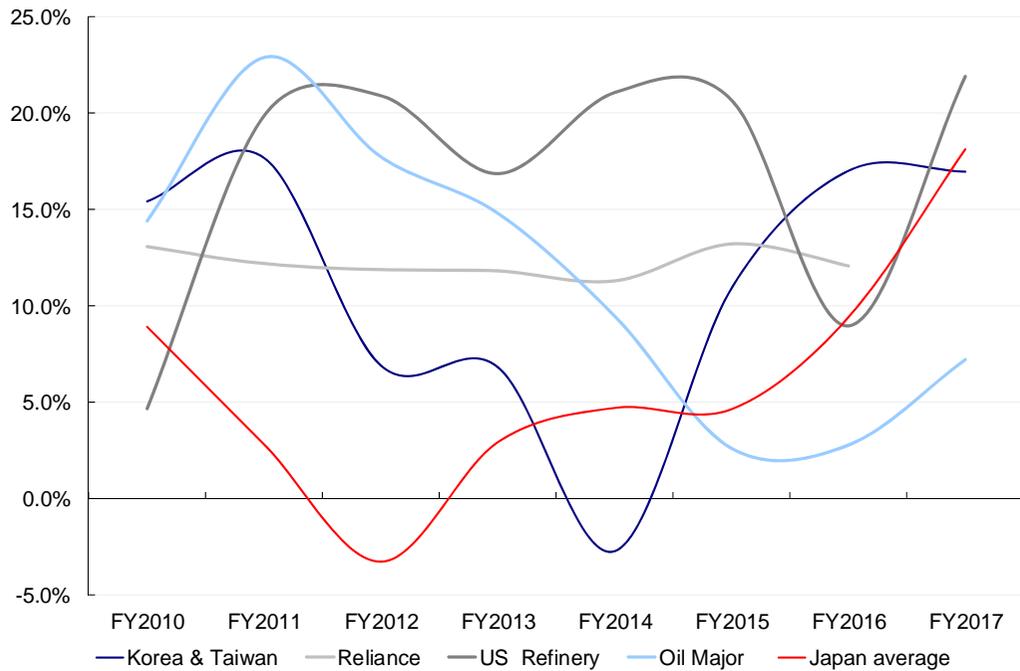


注:ROAは各社決算数値(在庫評価損益を除く実質経常利益ベース)を合算して試算。

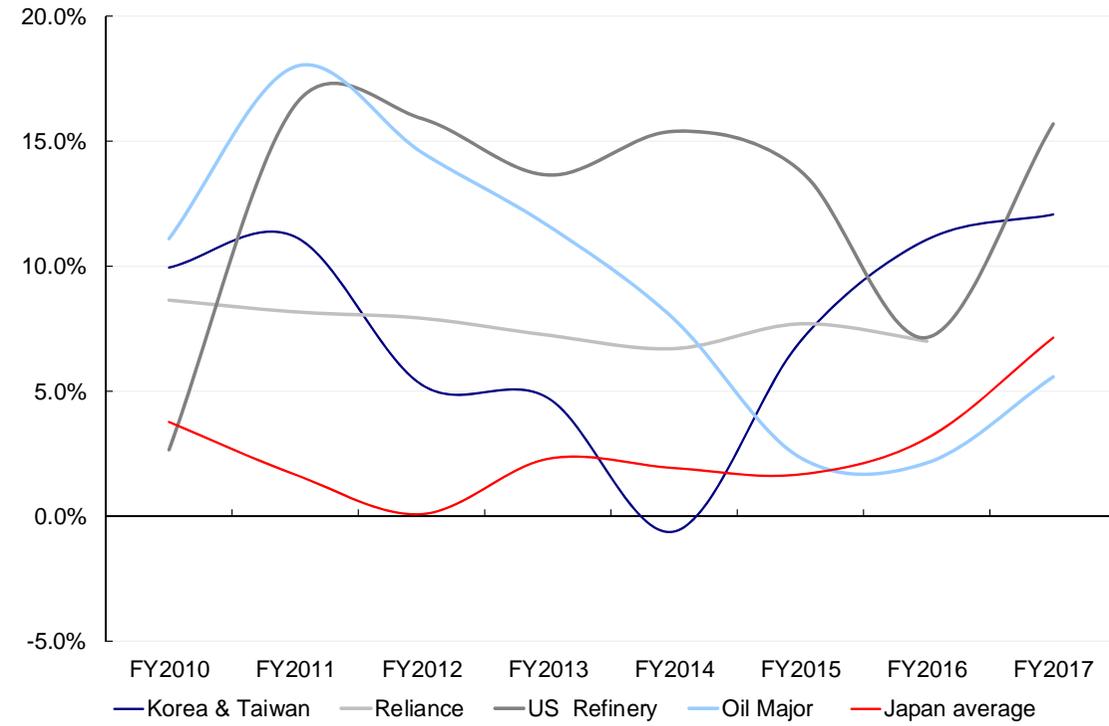
出所:各社資料、法人企業統計調査よりみずほ証券エクイティ調査部作成

# 海外の石油セクターとの収益性比較 (ROEとROCE)

## ROEの推移



## ROCEの推移

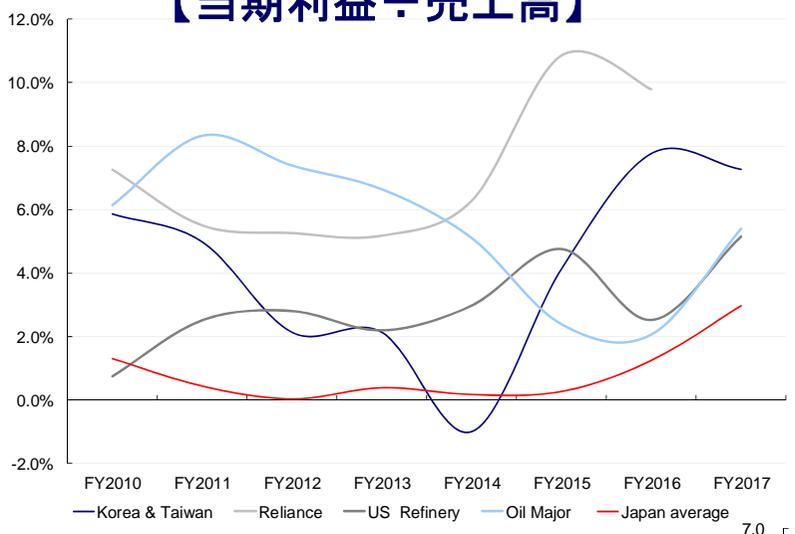


注: Korea & TaiwanはSK Innovation, S-Oil, GS Holdings, Formosa Petrochemicalの4社単純平均、US RefineryはValero Energy, Phillips 66, Marathon Petroleumの3社単純平均  
 Oil MajorはExxon Mobile, BP, Royal Dutch Shell, Chevron, Totalの5社の単純平均。Japan average はJXTG、出光、昭和シェル、コスモの4社平均  
 BloombergデータからROCEを簡易試算「=(当期利益+税引後支払利息)÷投下資本(自己資本+有利子負債)」  
 従って、各社が開示しているROCEの数値と違う場合がある  
 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

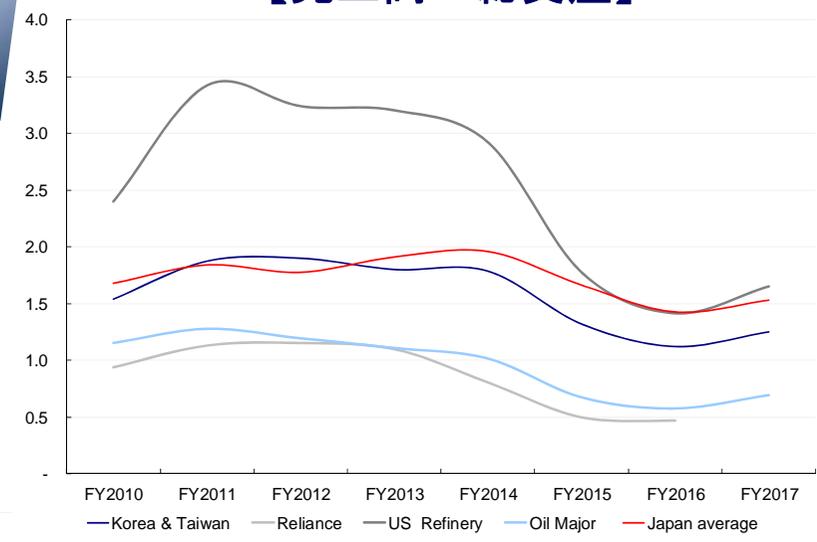
# 海外の石油セクターとの収益性比較 (ROEの要因分解)

## ROEの分解 (デュポン分析)

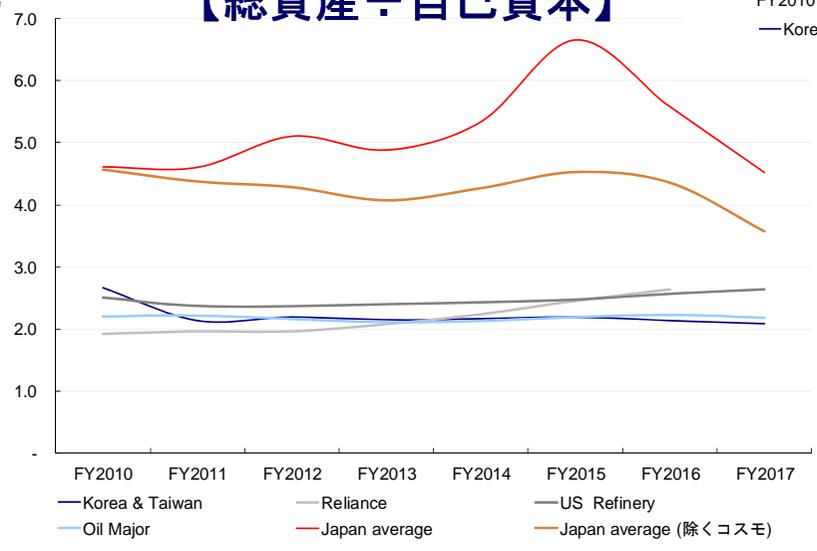
売上高当期利益率の推移  
【当期利益 ÷ 売上高】



総資産回転率の推移  
【売上高 ÷ 総資産】



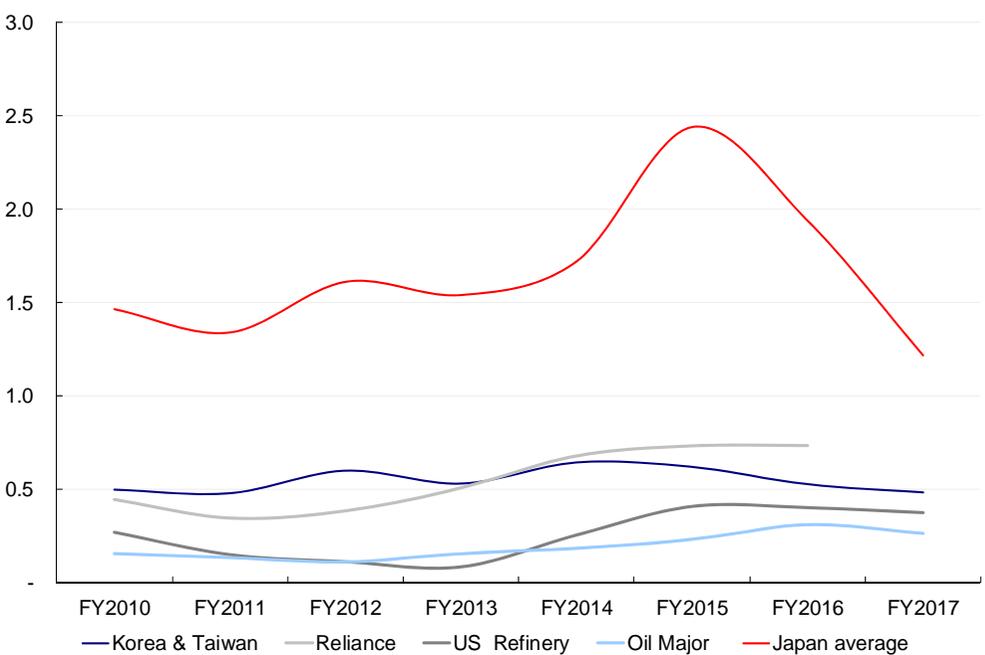
レバレッジの推移  
【総資産 ÷ 自己資本】



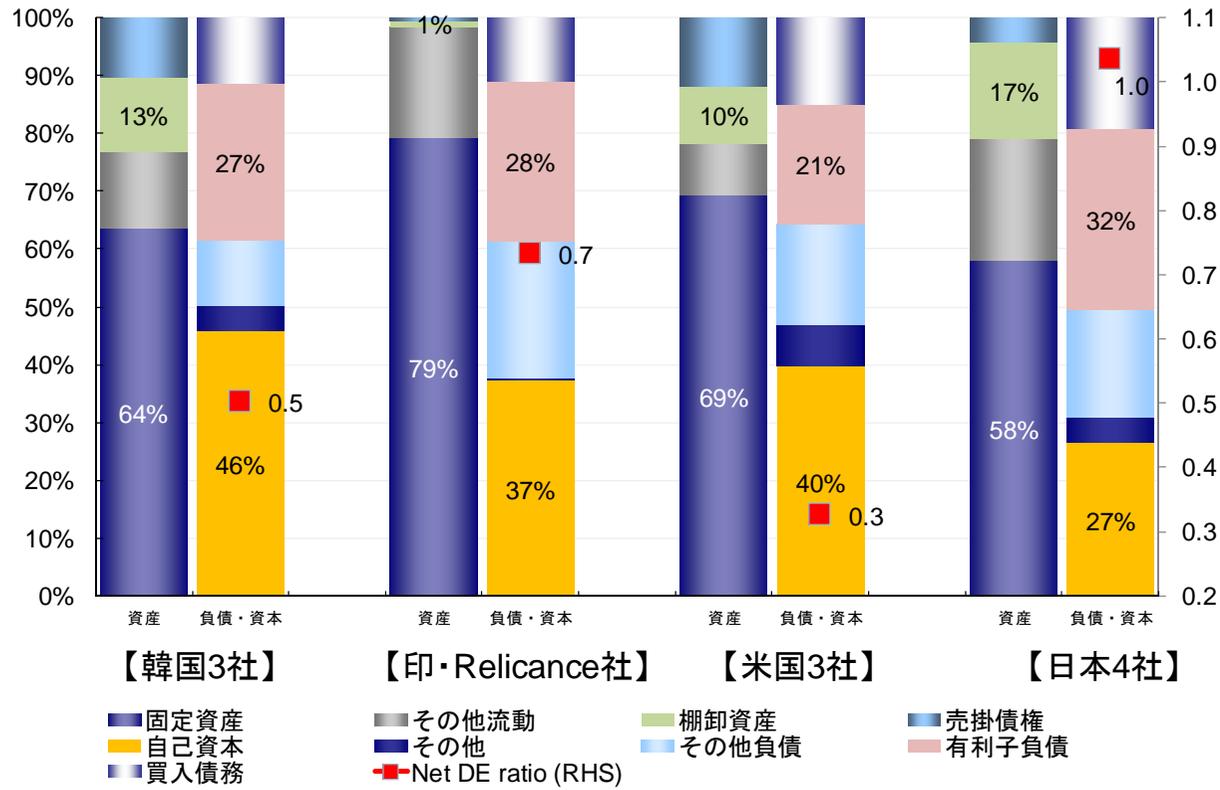
注: 各グループを構成する会社は前頁参照  
出所: Bloombergデータをもとにみずほ証券エクイティ調査部作成

# 海外の石油セクターとの財務体質の推移と足元の比較

## Net DEレシオの推移



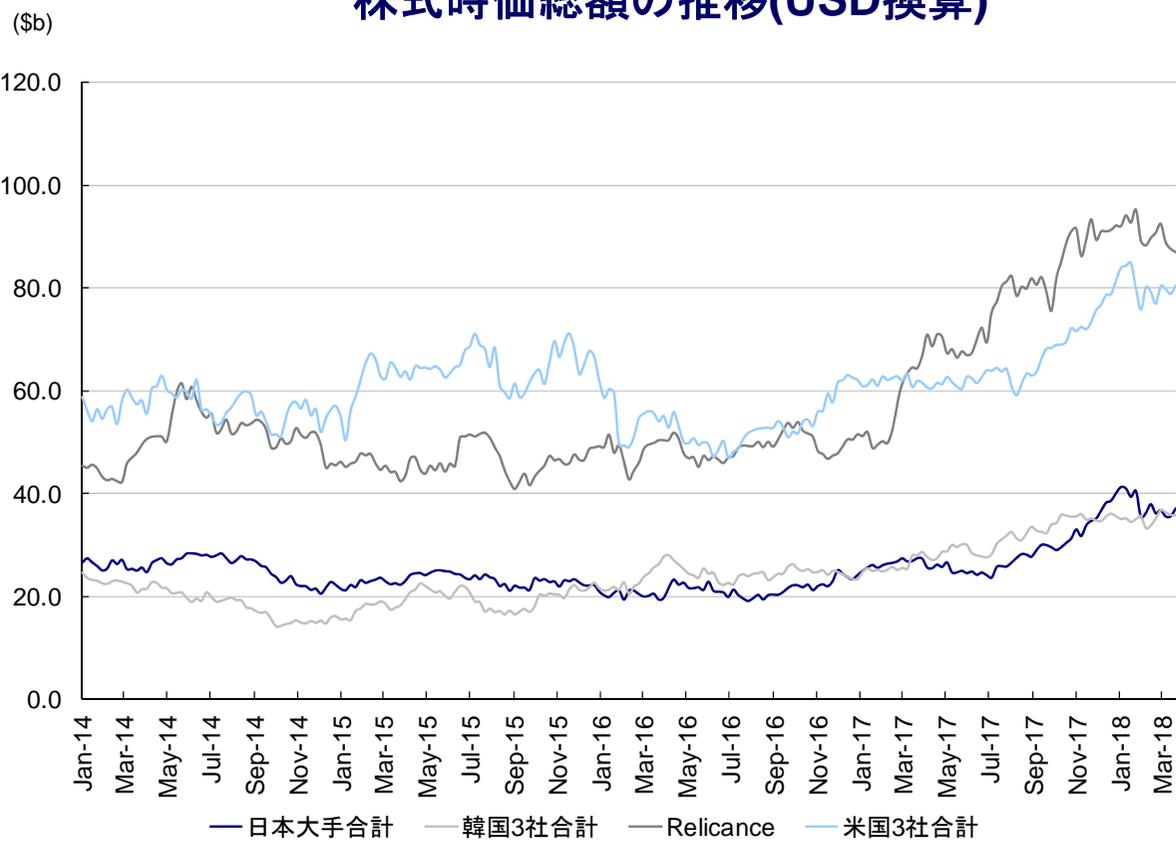
## BSの主要科目構成比の比較



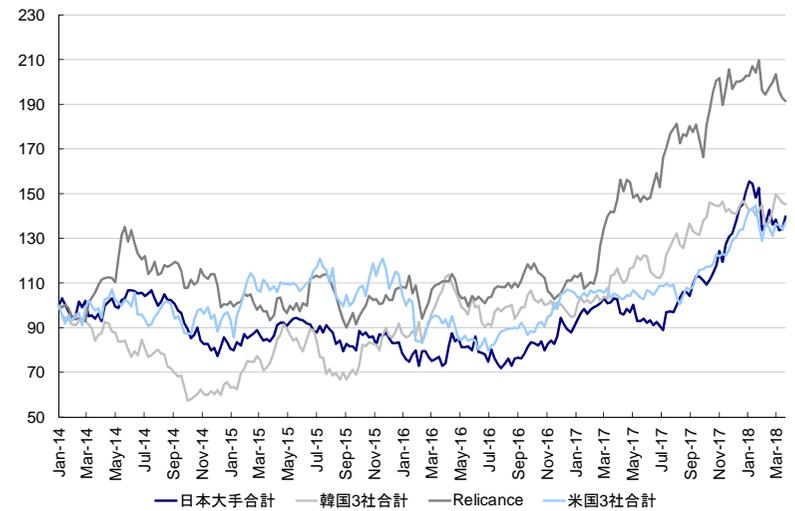
注: 各グループを構成する会社は前頁参照  
 出所: Bloombergデータをもとにみずほ証券エクイティ調査部作成

# 海外の石油セクターの株価推移

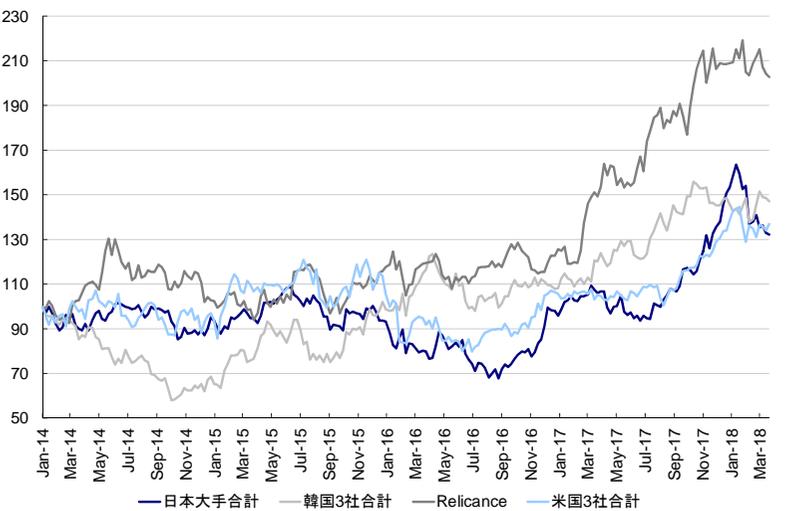
## 株式時価総額の推移(USD換算)



## 株式時価総額の推移(USD換算:2014/1=100)

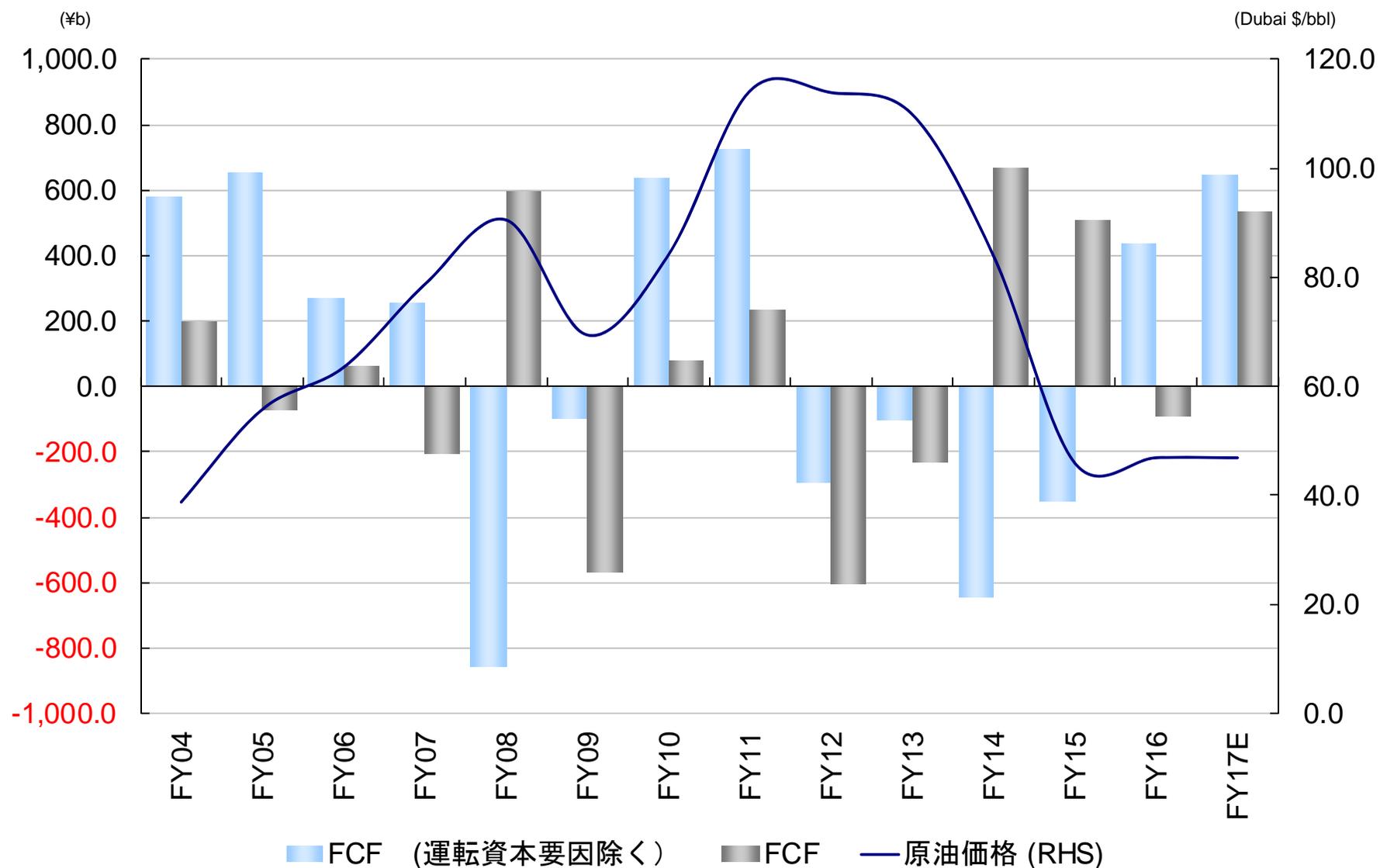


## 株式時価総額の推移(現地通貨:2014/1=100)



注: 各グループを構成する会社は前頁参照  
 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

# 石油元売大手のFCFの推移



注：FCFは各社決算ベースの数字を合算したもの、昭和シェルと旧東燃ゼネラル石油の数字は1-12月期で決算期に違いがある。 FY17Eは みずほ証券予想の合算出所:各社資料よりみずほ証券エクイティ調査部作成

# 各社の中期経営計画における定量目標等

(¥b)

	JXTG FY2017-2019	出光興産 FY2018-2020	昭和シェル FY2018-2021	コスモHD FY2018-2023
利益目標	営業利益(IFRS) 500.0	営業利益+持分 203.0	経常利益 100.0	経常利益 120.0 (129.0)
		当期利益 130.0		当期利益 50.0
	FY2019	FY2020	FY2021	FY2022
ROE	10%以上	10%超		10%以上
累計Cash In	1,600.0	570.0		535.0
累計投資	1,100.0	390.0		360.0
累計FCF	500.0	180.0		175.0
	166.7	60.0		35.0
Net DE	0.7以下	0.7以下		1.0-1.5
セグメント別利益構成(中計最終年度)				
石油精製	42.0%	42.0%	80.0%	34.1%
石油化学	18.0%	14.5%	0.0%	9.3%
石油開発	13.0%	12.4%	0.0%	49.6%
その他資源	18.0%	10.4%	0.0%	0.0%
その他	9.0%	20.7%	20.0%	7.0%

出所: 各社資料より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 (4/10)
5002	昭和シェル石油	中立	1,400円
5019	出光興産	中立	3,810円
5020	JXTGホールディングス	買い	655.4円
5021	コスモエネルギーホールディングス	買い	3,440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: JXTG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取っています: 昭和シェル石油, 出光興産, JXTG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、次の会社より今後3カ月以内に報酬を受ける予定又は可能性があります: 昭和シェル石油, 出光興産, JXTGホールディングス, コスモエネルギーホールディングス
- 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
- Mizuho Securities USA LLC (MSUSA)はみずほ証券と資本関係があり、本資料を第三者レポートとして米国機関投資家に配布しています。MSUSAはみずほ証券のアナリストカバレッジの選定および主題企業の投資判断の決定に影響を及ぼす権限は有しておりません。

\*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もあります。

### 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「アンダーパフォーム」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「アンダーパフォーム」とされない銘柄。               |
| アンダーパフォーム | : | 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「アンダーパフォーム」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「アンダーパフォーム」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」、「アンダーパフォーム」)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。本資料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す。本資料は信頼できると考えられる情報に基づいていますが、情報は必ずしも個別に検証されたものではなく、また本資料は投資家の投資決定に必要な情報をすべて網羅するものではありません。みずほ証券は本資料の正確性、完全性、妥当性等を保証するものではなく、また、使用した結果についてもなんら責任を負いません。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。みずほ証券およびその関係会社は投資の適合性について評価する責任を負いません。

みずほ証券およびその関係会社は本資料への信頼または使用の結果(直接的、間接的または結果として生じた損失、利益の喪失、損害を含むがこれらに限定されない)がどのようなものであっても、いかなる賠償責任を負うものではなく、本資料を直接または間接的に受領するいかなる投資家に対しても法的責任を負うものではありません。最終的な投資決定は投資家自身が行い、投資に対する責任も投資家自身が負う必要があります。

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。

本資料で言及されたみずほフィナンシャルグループ(「MHFG」)、あるいはその関係会社に関する内容は、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MHFGならびに本資料で言及された会社の一切の内部者情報の使用が禁じられています。みずほ証券はMHFGの子会社であるため、会社の方針としてMHFGについての投資判断を差控えることとしています。

みずほ証券およびその関係会社、または他のMHFG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。これらの発行会社やその関係会社に対して、幅広い金融サービスを提供する可能性があります。ただしみずほ証券はMHFG株式会社については会社法135条に従い、自己売買を行うことを禁じられています。

**英国 / 欧州地域:** 本資料は、MHFGグループの一員であるMizuho International plc, Mizuho House, 30 Old Bailey, London EC4M 7AU が英国での配布を行っています。Mizuho International plc (「MHI」) 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となっています。なお、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。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MHI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程に基づいて作成されており、詳細についてはウェブサイト <https://www.mizuho-emea.com/governance> をご覧ください。

**米国:** 本資料の米国での配布または配布の承認は、Mizuho Americas LLCの子会社でFINRA会員であるMizuho Securities USA LLC, 320 Park Avenue, New York, NY10022, USA、連絡先 +1-212-209-9300が行い、同社がその内容に責任を負います。企業に関する新展開や発表、市場環境、公表されたその他の情報に基づき、会社および業界の定期的なアップデートが提供されることがあります。本資料の内容を基に米国の投資家が行う取引はすべてMizuho Securities USA LLC(「MSUSA」)を通してのみ行うことができます。関心のある米国の投資家の方々は、MSUSAの営業担当者までご連絡下さい。

香港: 香港での配布にあたって、本資料の承認はMHFGグループの一員で、香港証券先物取引委員会の認可および規制を受けるMizuho Securities Asia Limited (「MHSA」)、14 - 15/F, K11 Atelier, 18 Salisbury Road, Tsim Sha Tsui, Kowloon, Hong Kong が行います。本資料は香港証券先物条例の定義に基づく「プロ投資家」向けに作成されたものであり、MHSAにより香港において配布されています。本資料はMHSAが定める利益相反管理規程に基づいて作成されています。利益相反防止・回避に関する管理体制の詳細をご希望の場合はMHSAにご連絡ください。

**オーストラリア:** 本資料はオーストラリアの2001年会社法(「CA法」)708条に基づくプロ投資家または洗練された投資家、またはCA法761G条に基づくホールセール顧客にのみ配布されるものです。オーストラリア国内における前述の投資家層以外に渡ることは直接的であれ間接的であれ想定しておらず、認められません。各々の法域の免許を保有するMizuho Securities Asia Limited (ABRN 603425912) および Mizuho Securities (Singapore) Pte. (ARBN 132105545)は、オーストラリアにおいて外国企業として登録されており、CA法に基づくオーストラリア金融サービス免許の取得義務をそれぞれオーストラリア証券投資委員会のクラスオーダー免除CO 03/1103、CO 03/1102により免除されています。

**シンガポール:** シンガポールでの配布にあたって、本資料の承認はMizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd., 12 Marina Way, #10-01A Asia Square Tower 2, Singapore 018961が行います。Mizuho Securities (Singapore) Pte. Ltd. (「MHSS」)はシンガポール金融管理局の規制を受けており、証券先物法に基づく資本市場サービス免許を保有しています。金融アドバイザー改正規則(「FAR」)に基づき、MHSSは金融アドバイザー法25条、27条、36条の遵守を免除されています。本資料はFARの規制2で定義される「機関投資家」、「適格投資家」、「エキスパート投資家」向けにのみ配布されるものです。本資料は当該投資家のみが使用することを前提としており、それ以外への配布や転送はできません。

**日本:** 本資料の日本での配布は、みずほ証券株式会社 〒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 が行います。

みずほ証券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。

本資料の著作権はみずほ証券が保有し、書面による事前の承諾なしにすべてまたは一部を変更、複製、再配布、第三者に転送することはできません。

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