

伊藤忠エネクス

8133 東証1部

2014年10月16日(木)

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

■ エネルギーをキーワードに幅広く事業を展開

伊藤忠エネクス<8133>は伊藤忠商事グループ内でエネルギー分野の中核を担う石油系商社。産業向けの燃料販売から最終消費者向けのガソリン、LPガスや各種機器の販売まで、エネルギーをキーワードに幅広く事業を展開している。

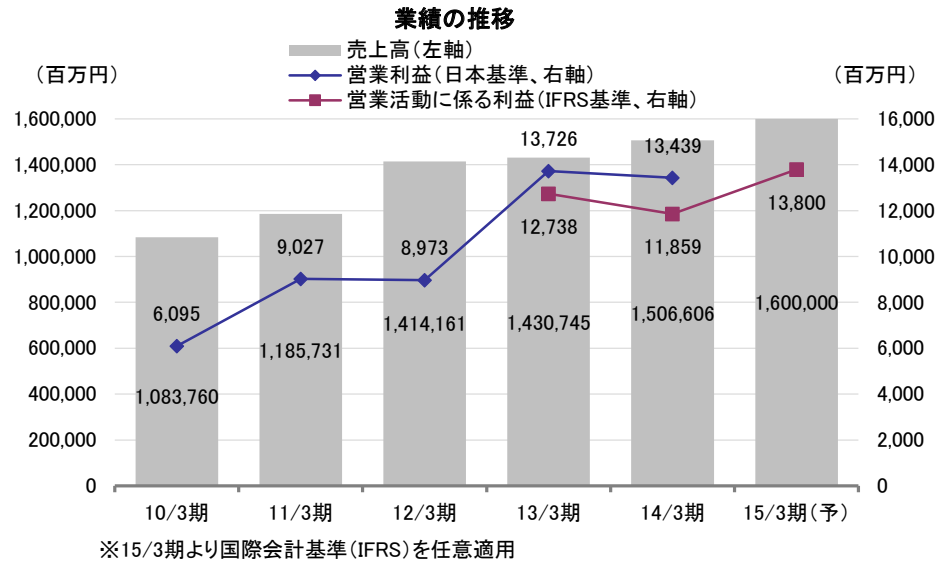
同社は創業以来、石油・ガス系主体であったが、2010年に特定規模電気事業開始届出書を提出し、電力小売事業をスタート。2011年にJENホールディングス(株)をグループに迎え電力事業に進出し、2012年には東京電力<9501>から東京都市サービス(株)の株式譲渡を受け熱供給事業に進出した。これら事業を担当する電力・ユーティリティ事業部門は、売上高構成比こそ小さいが収益性が高いため、利益構成比は全社の23.5%(2014年3月期実績)と、存在感のある事業部門へと成長している。足元も能力増強投資中で、2016年3月期は一段の業容拡大が期待される。

伝統的な中核事業であるカーライフ事業においては、2014年5月に大阪カーライフグループ(株)を連結子会社化した。同子会社は売上100,000百万円規模を誇る全国最大規模、かつ大阪府下唯一の日産ディーラーを傘下に持つ持ち株会社である。有力新車ディーラーを傘下に収めたことで、消費者の自動車のサイクルのすべてのステージに対するサービスラインナップが揃った形となった。また、カーライフ事業の収益構造に関して、同社が進めるガソリン等の燃料油販売と車関連ビジネスの2本柱体制実現に向けて、有力な収益源を手に入れたと言える。

同社の歴史を振り返ると、積極的な事業買収や企業買収を繰り返して成長を遂げてきたことがわかる。すなわち、M&Aは同社のDNAということができる。弊社が注目している点は、そうしたM&Aを繰り返しながらも、資産の効率を維持・向上させてきている点だ。これはM&Aによる業容拡大と、ROEの改善を両立するうえでは非常に重要なポイントだと考えている。同社のROEは2015年3月期末で7.8%に達すると弊社では試算している。その先には8%あるいは10%という節目が待っており、これらを越えていく過程では、同社の株価バリュエーションにも好影響が及ぶものと期待される。

■ Check Point

- ・『燃料商社』から『新しい形のエネルギー企業体』へ
- ・今期から来期にかけて電力・ユーティリティ事業の一段の飛躍に期待
- ・30%以上の配当性向方針がより重みを増す段階に



■ 会社概要

『燃料商社』から『新しい形のエネルギー企業体』へ

(1) 沿革

伊藤忠エネクスは 2001 年 7 月に現社名に変更されるまでは、伊藤忠燃料として石油流通市場及び証券市場において広く認識されてきた企業だ。伊藤忠燃料は 1961 年 1 月、伊藤忠商事<8001>と日本鉱業(現JXホールディングス<5020>)が、日本鉱業水島製油所建設を機に、その製品販売をするために伊藤忠商事の子会社だった伊藤忠石油を分割して設立された。

設立当初は水島製油所で生産された重油類を産業用途に販売するところからスタートしたが、その後、ガソリン販売や工業用ガスの販売、LP ガス販売などに業容を拡大させていった。

1990 年代までの同社は、主として「石油」を中心とした事業を展開していたが、常に石油製品販売事業からの横展開のチャンスをうかがっていたようだ。コンビニエンスストア・チェーンの「チコmart」事業の開始や、更生会社の東海の株式取得といった行動に、同社の事業多角化への意欲が見て取れる。

2000 年代に入って同社の事業展開は大きく加速した。具体的には、都市ガス事業への進出、電力事業への参入、熱供給事業への参入、アスファルト事業の強化、などが挙げられる。また、収益性を高める観点から、かつての BtoB 主体だった事業展開から一歩踏み出して BtoC の領域への進出を進めており、『燃料商社』から『新しい形のエネルギー企業体』への転換を図っている。

株式市場には、1978 年 2 月に大阪証券取引所及び東京証券取引所の第 2 部に上場し、翌年に両取引所において第 1 部へ指定替えとなって現在に至っている。



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

伊藤忠エネクスの沿革表

年月	主なイベント	事業部門
1961年 1月	伊藤忠商事と日本鉱業が、伊藤忠石油を分割して設立	
1977年 4月	株式の額面変更のため伊藤忠燃料と合併	
1978年 2月	大証及び東証の第 2 部に株式を上場	
1979年 9月	大証及び東証において第 1 部に指定替え	
1990年 5月	高圧ガス部門を分社化して伊藤忠高圧ガス設立	HL
2001年 3月	都市ガス事業への参入を目的に大分県中津市のガス事業を継承	HL
2001年 7月	社名を「伊藤忠燃料」から現社名へ変更。子会社も合わせて変更	
2005年 5月	タキガワエネクス（現 伊藤忠エネクスホームライフ西日本）営業開始	HL
2005年 7月	小倉興産自動車整備（現 小倉興産エネルギー）の株式取得	ET
2005年10月	小倉興産エネルギーが営業開始	ET
2007年 4月	伊藤忠エネクスホームライフ九州はイデックスガスと合併し、社名をエコアに変更	HL
2008年 9月	港南から石油販売事業の承継、及びコーナンフリート（現 エネクスフリート）の株式を追加取得	CL
2008年10月	伊藤忠商事及び伊藤忠ペトロリアムから会社分割により石油製品トレード事業・石油製品ロジスティクス事業を承継	ET
2010年 7月	特定規模電気事業開始届出書を提出し、電力小売事業をスタート	PU
2011年 2月	マンション一括受電を行うアイピー・パワーシステムズに出資（2013 年 9 月に売却）	PU
2011年 3月	JEN ホールディングスの株式を取得し連結子会社化。工場向け電熱供給事業へ参入	PU
2011年 4月	伊藤忠石油販売を吸収合併。コーナンフリートをエネクスフリートに社名変更	CL
2012年 5月	東京都市サービス（現 連結子会社）の株式取得し、熱供給事業へ進出	PU
2012年10月	JEN ホールディングスが CEF 昆布盛ウィンドファームの株式を取得し風力事業を拡大	PU
2013年 4月	イングコーポレーションと伊藤忠エネクスホームライフ関東が、新会社のインゲエナジーを設立し、共同経営開始	HL
2013年 7月	大分県中津市の都市ガス・LP ガス事業をエコアへ運営移管	HL
2013年12月	JEN ホールディングスが胎内ウィンドファームの株式取得	PU
2014年 1月	本社を現在地へ移転	
2014年 5月	大阪カーライフグループの株式を取得し連結子会社化	CL

注：HL＝ホームライフ事業、CL＝カーライフ事業、PU＝電力・ユーティリティ事業、ET＝エネルギートレード事業

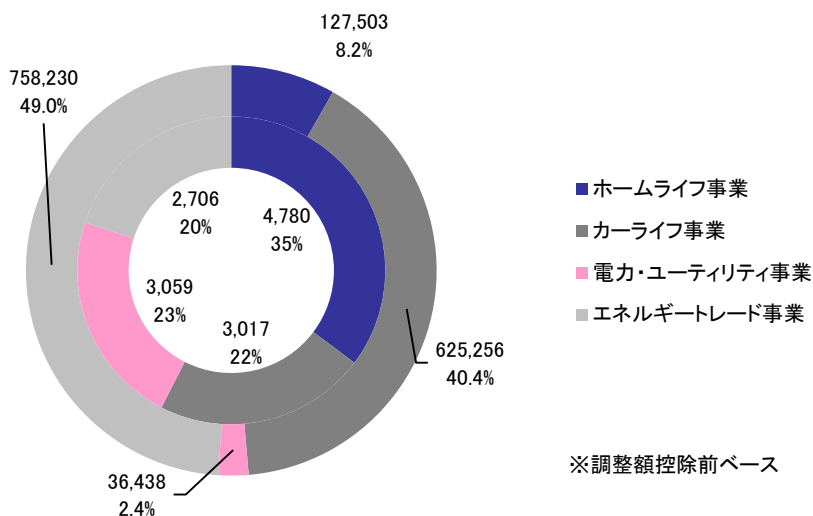
出所：会社 HP、有価証券報告書からフィスコ作成

営業利益では 4 事業部門がバランスよく貢献

(2) 事業の概要

同社の事業部門は「ホームライフ事業」、「カーライフ事業」、「電力・ユーティリティ事業」及び「エネルギートレード事業」の 4 つがある。それぞれの事業の詳細は後述するが、営業利益においては、4 つの事業が非常にバランスよく収益に貢献していることがわかる。売上高は、エネルギートレード事業が約半分を占めているが、これは利幅は薄いが取引額がかさむ石油製品の国内外トレード業務などが含まれているためだ。その結果、同事業の営業利益率は 0.4% と極めて低くなっている。カーライフ事業も、中核事業のガソリンの卸売の利幅が薄いため、営業利益率は 0.5% と低い状態にある。反対に、電力・ユーティリティ事業は、このような売上高だけが膨らみがちなトレードの要素がなく、電力及び熱の供給事業に特化した形となっているため、営業利益率は 8.4% と他の事業に比べて群を抜いて高くなっている。

事業部門別売上高・営業利益の内訳（2014年3月期実績）



■ 事業部門の詳細

ホームライフ事業の収益面での中核は LP ガス販売事業

(1) ホームライフ事業

ホームライフ事業の中には、LP ガス販売事業、都市ガス事業、太陽光発電システム販売、家庭用燃料電池（エネファーム）販売など多種多様であるが、収益面での中核は LP ガス販売事業となっている。

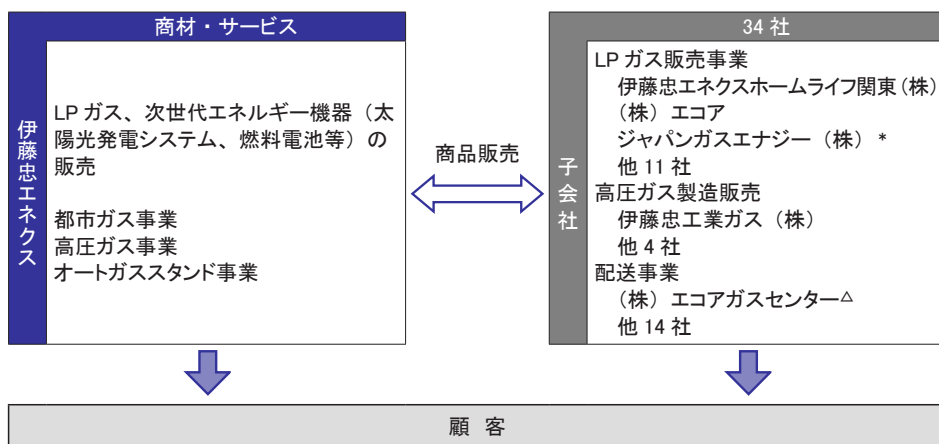
ホームライフ事業のセグメント売上高・利益の推移

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期		15/3 期	
	実績	実績	前期比	予想	前期比
売上高	109,549	126,846	15.8%	150,700	18.8%
営業利益	4,031	4,780	18.6%	-	-
税引前利益	-	-	-	5,500	-

出所：会社資料からフィスコ作成

ホームライフ事業の概況



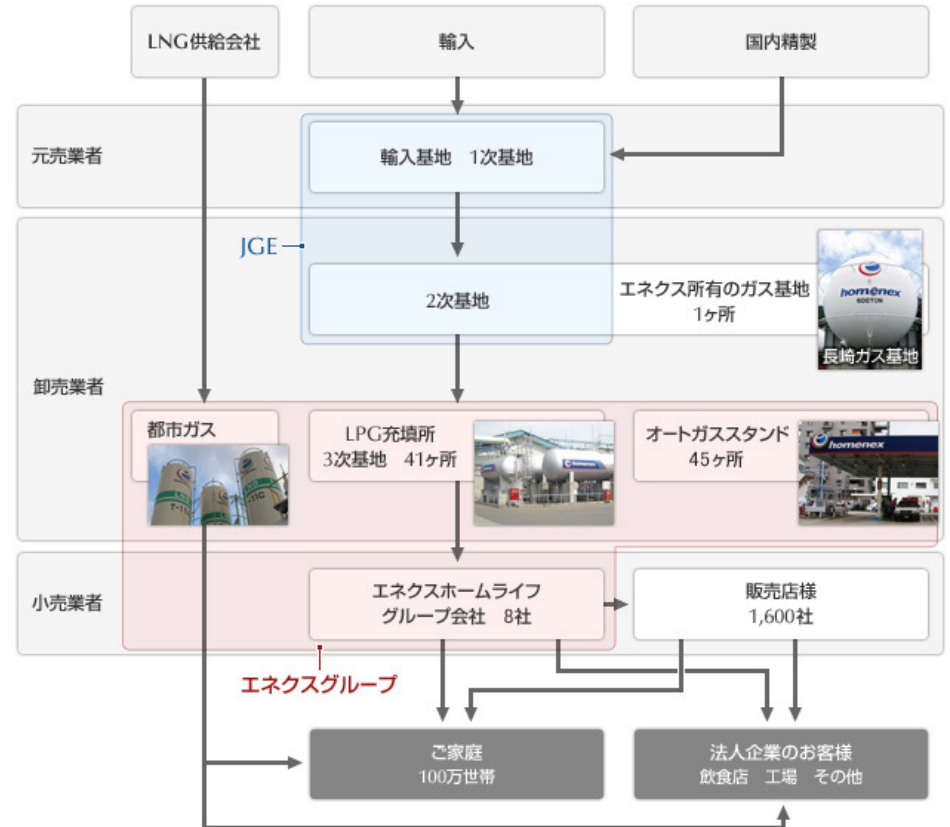
注 △印は非連結子会社、* 印は関連会社、無印は連結子会社
出所：会社資料からフィスコ作成

2014 年 10 月 16 日（木）

LP ガス事業

LP ガス事業のフローとしては、関連会社のジャパンガスエナジー（株）から 100% を仕入れ、子会社を通じて約 30 万世帯に直接販売するほか、約 1,600 店の販売店に LP ガスを卸売している。同社からの LP ガスがカバーする世帯数は直販・卸合計で約 100 万世帯に及んでいる。

伊藤忠エネクスの LP ガス・都市ガスのフロー図



出所：会社 HP から転載

LP ガスの市場は比較的地味な印象があるが、事業としては安定した環境にある。LP ガスの最大の競合であった都市ガスは、比較的人口密度が高い都市部にある。都市ガスの導管網が整備されていない地域に対しては、ポンプ搬送による LP ガスで対応せざるを得ない。その棲み分けは、ほぼ完了している。エネルギー源での都市ガスに代わるライバルとしてはオール電化があるが、原発停止で電力安定供給に不安があることや、電気料金が高水準にある状況を考えれば、LP ガスの需要は当面、安定した状況が続くと考えられる。

LP ガスは卸業者や小売店にとって、収益性の面でも比較的安定している。LP ガスは輸入が 80% を占め、LP ガス元売会社から同社を始め全国の卸売業者に供給され、小売業者を経て家庭にデリバリーされる。原料価格変動は原料費調整制度によってある程度吸収され、卸売業者・小売業者は一定のマージンを確保できる仕組みとなっている。LP ガス販売業者（小売）は全国に約 2 万社あるとされているが、小規模業者が多数共存できている背景には、こうしたマージン確保の仕組みの存在がある。

LP ガス事業における同社の戦略は明快で、直販（小売）の顧客拡大となる。卸売事業も重要な収益源ではあるが、直販すれば卸売マージンと小売マージンの両方を得られるため、それだけマージンが高くなる。現在は約 30 万世帯であるが、中小販売店への M&A を通じて“面積”を増やすことに注力する方針だ。



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

同社の LP ガス事業は、収益の中核という側面のほかに、成長のエンジンになり得るポテンシャルを秘めていると弊社では考えている。それは LP ガス事業が有する 100 万世帯のネットワークだ。100 万世帯もの最終顧客と直接つながっているという状況は容易には作り上げることはできない。このネットワークを活用することで、同社は様々な商材を販売することが可能だ。同社自身もこの 100 万世帯ネットワークの持つ価値を十分認識して、成長事業に結び付けようと検討中のようなのだ。詳細は電力・ユーティリティ事業の項で述べるが、同社が強化を図っている電力の直接小売においてもこの 100 万世帯ネットワークは大いに貢献すると期待される。

都市ガス事業

同社は、大分県中津市で都市ガス事業を運営している。これは 2001 年 3 月に同社が都市ガス事業の第 1 歩として中津市から都市ガス事業の資産及び運営権を取得したことでスタートした事業だ。中津市の事業は設備の減価償却も進み、安定的に黒字が出ている状況で、2013 年には同事業を子会社のエコアに移管している。参入当初は、中津市で都市ガス事業のノウハウを蓄積し、順次事業を拡大させる計画だったが、これまでのところは中津市だけにとどまっている。制約条件の多さや公共事業としての性格から、早期収益化が難しい案件が多いとの判断からだ。

例えば人口 100 万人の大都市であっても都市ガス事業が赤字であるような例も珍しくないことを考えると、弊社では同社の都市ガス事業に慎重なスタンスを妥当な判断だと考えている。将来的には、さらに運営ノウハウを蓄積したうえで、コンセッション契約（資産を保有せず運営権だけを獲得する契約）によって事業を拡大していくことも 1 つの事業モデルと考えられるが、現時点では都市ガス事業について現状維持という判断のようだ。

スマートエネルギー機器販売事業

同社は LP ガス・都市ガス事業に加えて、太陽光発電システム、家庭用燃料電池「エネファーム」、それを組み合わせたダブル発電システムなどの販売事業も行っており、これらを総称してスマートエネルギー機器と呼んでいる。エネファームの販売開始は 2009 年、太陽光発電は 2011 年と比較的歴史が浅い事業であり、現状での収益貢献度は限定的とみられる。しかし同社では、これらの機器販売をホームライフ事業の中長期の成長エンジンと位置付けている。2014 年度の経営計画においても、重要施策の 1 つに「エネルギーベストミックス提案型企業の実現」をうたっており、このなかでは太陽光発電やエネファームなどのスマートエネルギー機器の販売は重要な位置を占めていると言える。

弊社では「エネルギーベストミックスの提案」⇒「スマートエネルギー機器の増販」という販売戦略は理に適っていると考えるが、一方で現実の販売ルートの確立も重要であると考えている。最も効果があると期待されるのは大手住宅メーカーとの提携などであるが、この分野は既に機器メーカーと住宅メーカーの関係が確立してしまっているため、なかなか容易ではない。より現実的な選択肢としては、同社自身が現に手掛けている様々な中小住宅メーカーとの提携などが考えられる。同社は川上のエネルギー（電力、ガスなど）自体と川下の機器を、複数のエネルギー源について扱っている稀有な存在であり、その特徴をどのように強みに変えて業容を拡大させるか、注目されるところだ。



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

スマートエネルギー機器の販売実績（Smart Life キャンペーン実績 6 月 -12 月）

機器	単位	2013 年 3 月期 実績	2014 年 3 月期				2015 年 3 月期	
			販売 目標	実績	計画比	前期比 伸び率	計画	前期比 伸び率
太陽光発電	セット	1,153	1,850	1,778	96.1%	54.2%	2,000	12.5%
燃料電池・エコウィル	台	49	400	142	35.5%	189.8%	300	111.3%
ガラストップコンロ	台	13,081	15,700	16,627	105.9%	27.1%	18,000	8.3%
エコジョーズ	台	7,964	9,600	11,580	120.6%	45.4%	12,000	3.6%
ガス暖房機器	台	5,800	7,000	6,846	97.8%	18.0%	7,000	2.2%

カーライフ事業は車関連ビジネスの利益成長を計画

(2) カーライフ事業

同社のカーライフ事業は、系列のガソリン・スタンド（以下、「SS（サービス・ステーション）」と省略）へのガソリンの卸売と、子会社による SS 経営を中心として、自動車の車検・メンテナンス、新車及び中古車の販売、レンタカー事業、カード事業などで構成されている。

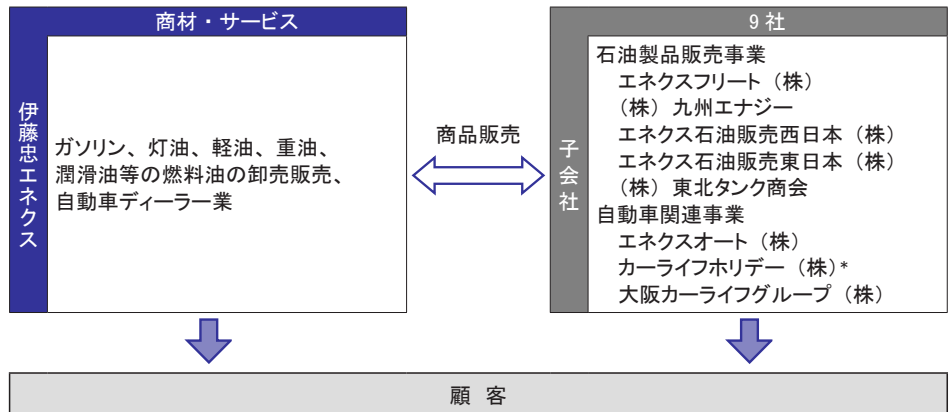
カーライフ事業のセグメント売上高・利益の推移

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期		15/3 期	
	実績	実績	前期比	予想	前期比
売上高	561,448	612,258	9.0%	671,800	9.7%
営業利益	3,491	3,017	-13.6%	-	-
税引前利益	-	-	-	3,200	-

出所：会社資料からフィスコ作成

カーライフ事業の概要



注：* 印は関連会社、無印は連結子会社

カーライフサポート事業

カーライフサポート事業とは、SS を中核とした自動車周りの事業の総称だ。同社は 2014 年 6 月末現在、全国で 2,101 ヶ所の直営及び系列 SS を有している。このうち、直営 SS 数は約 300 で、エネクスフリート（株）、（株）九州エナジー等の子会社が直営 SS の経営に当たっている。残りの約 1,800 は同社と販売店契約を結んだ系列 SS で、同社はそれらに対してはガソリン等の卸売を行っている。

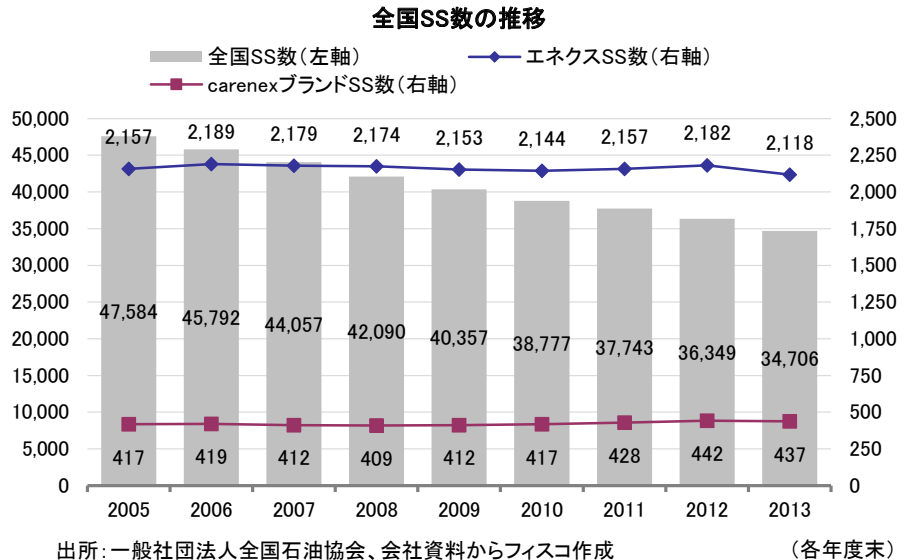


伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

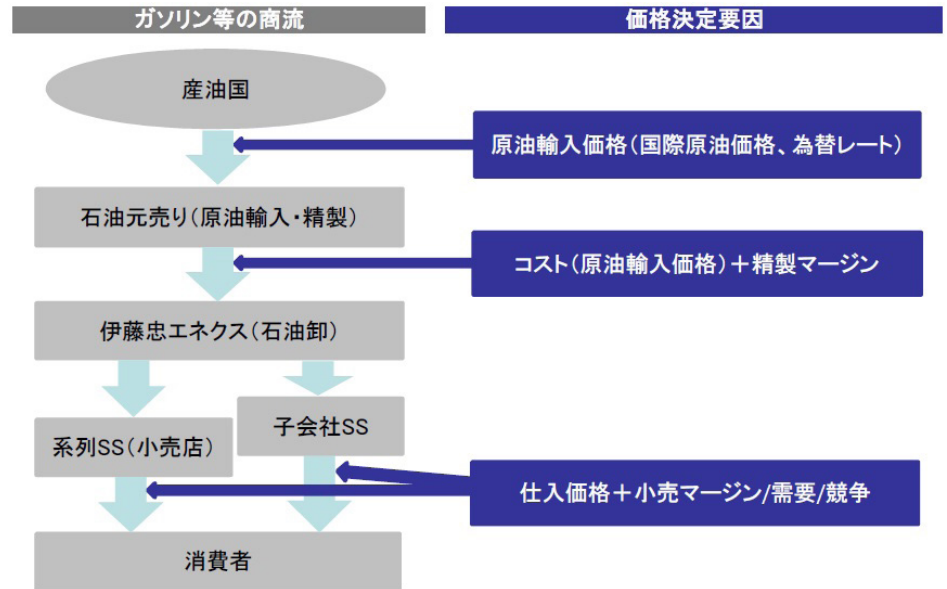
2014 年 10 月 16 日（木）

SS 業界では、大きくは日本の人口減少といったマクロ的な問題から、国内自動車保有台数の頭打ち、後継者不足、施設老朽化などミクロの問題まで様々な要因によって、SS 数の減少が続いている。そうした中で、同社は約 2,100 の SS を系列に収めているが、これは商社系としてはダントツに多い状況だ。SS のブランド的には、ほぼすべての元売各社と取引しており、直営 SS においても、各元売のブランドによる SS 店が展開されている。ブランド別 SS 数では、同社の設立の経緯もあって ENEOS（JXホールディングス＜5020＞）が最も多く、Shell（昭和シェル石油＜5002＞）、cosmo（コスモ石油＜5007＞）と続くが、自社ブランドの「carenex」店舗も展開している。carenex 店舗は、系列店と直営店を合わせて約 430 店舗に達している。



SS 事業の収益構造は、店舗単位で見た場合は、ガソリンの仕入価格と販売価格の差（スプレッド）が利益となるシンプルなものであるが、仕入価格と小売価格が別のロジックで動くところがポイントだ。日本は原油をほぼ 100% 輸入に頼っているが、石油精製会社（元売）の販売価格（同社から見れば仕入価格）は主に「コスト（原油価格、為替レート、精製コスト）＋精製マージン」で決定される。同社はそのガソリンを、一部は系列 SS に卸し、一部は直営 SS において小売販売することになる。この小売価格は、基本的には「仕入価格＋店舗利益（小売マージン）」となるが、需要変動や近隣店舗との競争などの要因からも影響を受けるため、小売マージンが縮小することも多い。現状は、石油精製能力の削減などもあって、元売側と卸・小売側との価格交渉力を比べると、相対的には元売側の価格交渉力が強い状況となっている。

石油流通と値決め方式の概念図

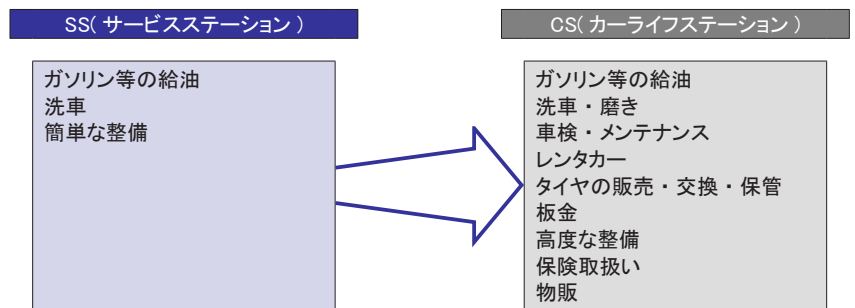


出所：フィスコ作成

こうした状況における同社の戦略は明快だ。まず、SS 事業をマクロ的に捉えた場合、“面積”、すなわち SS 数を増加させることが重要という経営論がある。この点に対しては、直営店は現状を維持する一方、系列 SS については質を重視しながらチャンスがあれば拡大していくというスタンスだ。SS の「質」というのは具体的には、立地はもちろんだが、SS の設備年齢や販売数量（月間 120 キロリットルという業界平均が 1 つの目安）などが、その判断基準となる。面積が重要なことは間違いないが、質の伴わない SS はむしろ「負の資産」と化すリスクが高いため、やみくもな拡大策は採らない方針だ。

しかし同社がそれ以上に注力するのは、SS を単なる給油拠点とするのではなく、自動車の車検・メンテナンスやオイルなど自動車関連物品販売の強化、さらには車販売やレンタカー（自社ブランド「イツモレンタカー」）の取扱いで自動車の非保有者を取り込む工夫など、SS を多機能・高機能化させて収入増を図る戦略である。同社は、SS を生活における自動車関係全般のニーズに対応する拠点と位置付けて、社内的には SS を「カーライフ・ステーション（以下 CS）」と呼称している。CS は SS の社内名称であると同時に、同社の SS 事業のコンセプトかつスローガンでもあると言える。従来型 SS から同社が目指す CS への進化は、各 SS で着実に進んでいる模様だ。

SS から CS への進化のイメージ図



出所：フィスコ作成

2014 年 10 月 16 日（木）

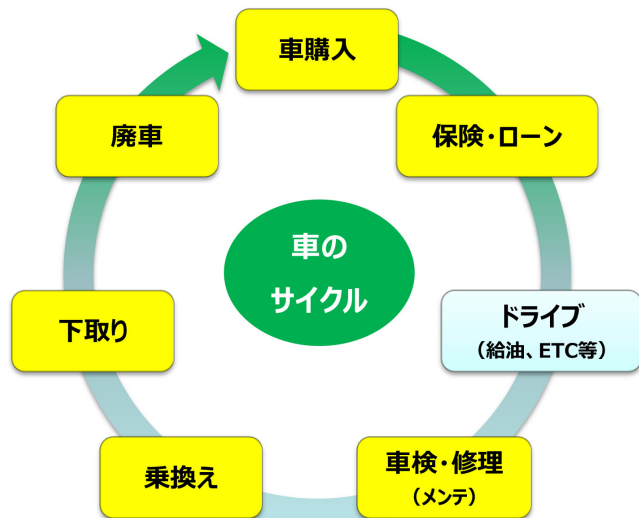
新車ディーラー事業

同社は 2014 年 5 月に、大阪カーライフグループの株式 51.95% を取得し、子会社化した。大阪カーライフグループは、日産大阪販売を傘下とする持ち株会社であり、2013 年 3 月期の連結売上高 105,920 百万円、営業利益 2,792 百万円、当期純利益 2,522 百万円を計上している。日産自動車〈7201〉のディーラーとしては、大阪府下唯一であり、収益規模で全国最大規模を誇っている。

この企業買収に踏み切った狙いについて同社は、カーライフ事業が燃料販売、SS 運営の従来の枠組みを超えて、自動車関連事業に本格的に参入するためのもの、としている。すなわち、同社は「カーライフ・バリューチェーン」の強化を目指しているが、そのバリューチェーン全体の付加価値が向上すると期待している。

同社のカーライフ・バリューチェーンの考え方は、車利用のサイクルを考えると分かりやすいだろう。大阪カーライフグループの子会社化によって、従来からの CS（SS）におけるサービスに新車販売が加わり、車利用サイクルのすべての局面において、同社は収益機会をラインナップすることに成功したと言える。

クルマ利用のサイクルとカーライフ事業の事業領域



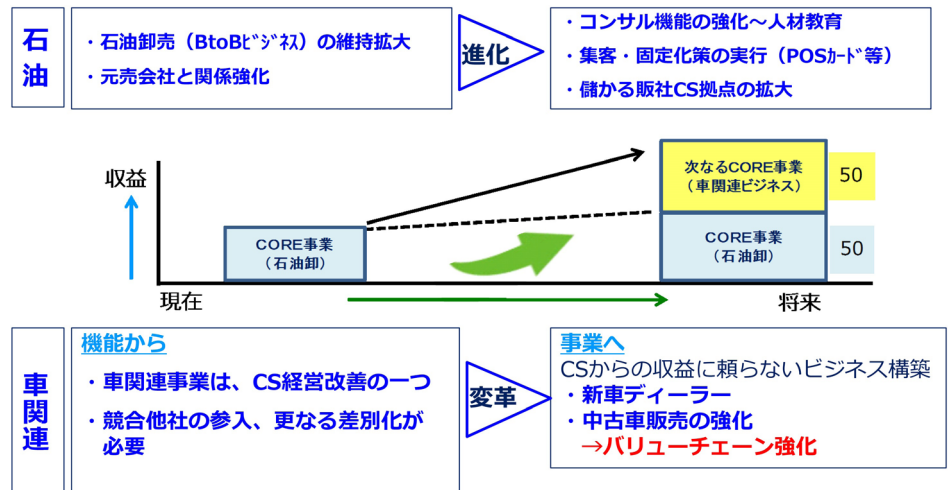
注 黄色が大阪カーライフグループの事業領域、
水色（及び一部黄色）が伊藤忠エネクスの事業領域
出所：2014 年 3 月期決算説明資料

弊社では今回の企業買収をプラスに評価している。その理由は明快で、大阪カーライフグループの収益規模の大きさと事業基盤の強さだ。この企業買収に係る取得費用は株式取得費 6,000 百万円、アドバイザーフィー 100 百万円の計 6,100 百万円とされている。少数株主持分も考慮した実質的な PER で見て約 5 倍での取引だったことになる。また、同社は大阪府下唯一の日産自動車ディーラーということで、他メーカーとの競合はともかく、日産自動車については大阪府下の需要を一手に取り込める立場にある。この営業基盤は相当に強いと考えられる。

2014 年 10 月 16 日（木）

以上のような施策を経て、同社ではカーライフ事業の収益構造を、従来のガソリン類の販売からの利益をコア事業として維持しつつも、同時に車関連ビジネス（車検、レンタカー、物販等）からの利益を成長させ、両者の割合を 50 対 50 へと変化させることを、当面の事業計画としている。自動車関連事業の強化策がこの案件だけで終わるのか、今後も同様の企業買収が起これるのかについて、会社側から当然として発表はない。ただし、弊社では、過去からの同社の M&A への積極的な姿勢や SS 業界の長期縮小トレンド継続といったことを考えれば、同社が今後も M&A を行っていく可能性が高いとみている。今回のように正しい案件選択と適切な価格による買収が実行されるのであれば、基本的に同社にとってはプラス効果につながるものと考えている。

カーライフ事業の収益構造改革の概念図



出所：2014 年 3 月期決算説明資料

電力・ユーティリティ事業は 2010 年の電力小売事業開始後セグメントの一角に成長

(3) 電力・ユーティリティ事業

電力・ユーティリティ事業は同社の中では比較的新しく、2010 年に特定規模電気事業開始届出書を経産省に提出して電力小売事業を開始したところから始まる。その後、2011 年に工場向け電力供給事業を行う JEN ホールディングスを、また 2012 年には熱供給事業を行う東京都市サービス (TTS) を、それぞれ連結子会社化して現在の事業体制の基盤が固まった。2013 年 4 月に現在の電力・ユーティリティ事業本部が設置され、4 事業セグメントの一角を占めるようになって、名実ともに体制が整った。

電力・ユーティリティ事業のセグメント売上高・利益の推移

(単位：百万円)

	13/3 期	14/3 期		15/3 期	
	実績	実績	前期比	予想	前期比
売上高	25,610	36,438	42.3%	41,900	15.0%
営業利益	2,254	3,059	35.7%	-	-
税引前利益	-	-	-	2,100	-

出所：会社資料からフィスコ作成

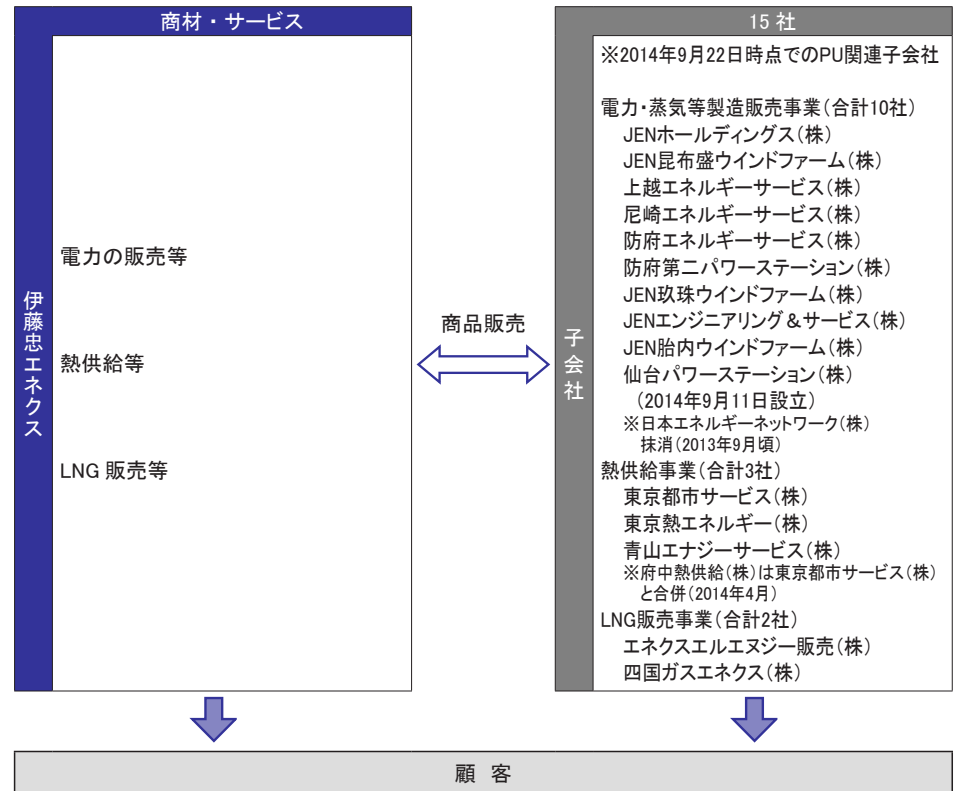


伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

電力・ユーティリティ事業の概況



電力事業

電力事業の中核は 2011 年に 100% 子会社化した JEN ホールディングスだ。同社は大手企業の自家発電設備を譲り受け、その大手企業の工場に電力を供給するほか、伊藤忠エネクス経由で販売する公共施設や民間企業への電力供給や余剰電力を電力会社に売却するというのが事業モデル。発電施設としては、石炭、天然ガス、風力、水力、太陽光など、幅広くラインアップしているが、近年はウインドファーム（風力発電設備）の買収・強化が目立っている。

2014 年 8 月現在では 5 つの電源事業会社が活動しており、収益的には全社黒字と好調な状況が続いている模様だ。2014 年 10 月には風力発電事業を行う JEN 胎内ウインドファーム（株）が稼働し、さらには 2015 年 3 月には石炭火力発電を行う防府第二パワーステーション（株）が完成予定となっている。こうした電源施設の強化は 2016 年の電力小売自由化への対応をにらんでのものである。

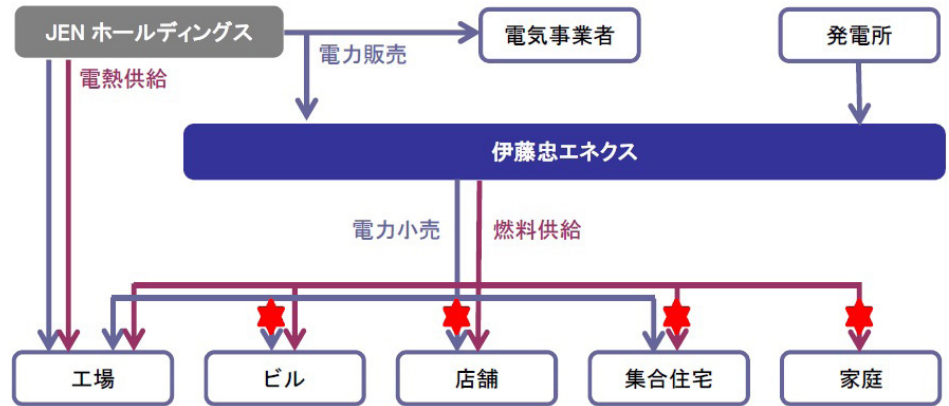
発電設備一覧

(発電能力:Kw)	石炭	天然ガス +C重油	天然ガス	水力	風力	太陽光	合計	備考
防府エネルギーサービス	43,550						43,550	
上越エネルギーサービス		31,000	15,600	8,490			55,090	
尼崎エネルギーサービス			4,000				4,000	
JEN玖珠ウインドファーム					11,000	1,000	12,000	
JEN昆布盛ウインドファーム					10,000		10,000	
既存設備合計(2014年8月末)	43,550	31,000	19,600	8,490	21,000	1,000	124,640	
JEN胎内ウインドファーム					20,000		20,000	2014年9月完成予定
防府第二パワーステーション	36,000						36,000	2015年3月完成予定
2015年3月末合計	79,550	31,000	19,600	8,490	41,000	1,000	180,640	

出所:会社資料

2014 年 10 月 16 日 (木)

電力供給フロー



注：赤星印が強化を目指すフロー
出所：会社資料からフィスコ作成

また、電力小売自由化も見据え、王子ホールディングス<3861>と共同で電力販売を行う新会社を設立し、電力小売事業に参入することを9月26日に発表した。王子ホールディングスが持つ製紙工場の余剰電力や、新設する発電設備の電力を商業施設などに販売する計画。新会社は、伊藤忠エネクスが60%、王子ホールディングス傘下の王子グリーンリソースが40%を出資し2015年1月に設立、4月に販売開始を予定している。5年後には年間販売量約30億キロワット時、売上高50,000百万円程度を見込んでおり、業績への貢献が期待される。

なお、弊社では、以下の２つの点で、同社の電力供給事業が高い競争力ひいては高い成長ポテンシャルを有していると考えている。１点目は、同社が新電力事業者として石炭火力等のベースロード電源を自社保有していることだ。ベースロード電源とは安定供給が可能な、電力需要のベースの部分を担当する電源という意味である。太陽光や風力などの自然エネルギー電源だけでは安定供給という点で不安が残るのは否定できない。同社はコスト競争力ある石炭火力等の設備を有して電源の多様化がされており、今後の電力小売の自由化に向け、競争に優位性を発揮できるものと思われる。

2 点目は、ホームライフ事業本部が手掛ける LP ガス事業が有する 100 万世帯ネットワークの存在だ。これは最終顧客と直接につながっているということで、非常に高い価値を有していると言える。様々な商材をそのルートに乗せることが可能であるが、最も素直に考えれば、電力と LP ガスのエネルギーのセット販売が最も有力商材と言えるのではなかろうか。電力小売自由化は 2016 年であり、具体的な商材まで落とし込むのはこれからということになるが、100 万世帯ネットワークの活用が成功すれば、同社の電力供給事業の中長期的成長力は一段と高いものになると期待される。

2014 年 10 月 16 日（木）

熱供給事業

熱供給事業は 2012 年に、東京電力〈9501〉から東京都市サービス（TTS）の株式を譲受（同社持分は 66.6%、残り 33.4% は東京電力）したことで新規参入した。TTS は省エネルギー性に優れたヒートポンプと蓄熱槽を組み合わせた電気式の熱供給センターを首都圏で 18 ヶ所運営している。最も古いものは 1984 年の供給開始で、他にも 1990 年前後に供給を開始した熱供給センターが多く存在している。しかしながら、これらの中には熱供給センターが入居している建物の改築に合わせてリニューアルしたものもあるほか、熱供給設備も定期的にメンテナンス・更新を行っているため、30 年前の設備がそのまま使われているという状況ではない。一部、非効率なものもあるが、国内トップレベルの効率を誇る熱供給センターも複数運営しており、熱供給全体としては着実に利益を生み出す事業となっている。

熱供給センターの一覧

供給地区名	供給開始	供給延床面積 (㎡)	代表施設等
晴海アイランド地区	2001 年 4 月	463,000	晴海アイランドトリトンスクエア
本駒込 2 丁目地区	1998 年 3 月	185,000	文京グリーンコート
大崎 1 丁目地区	1999 年 1 月	318,000	ゲートシティ大崎
西新宿 6 丁目西部地区	1994 年 11 月	64,000	新宿スクエアタワー
八王子旭町地区	1994 年 8 月	72,000	八王子スクエアビル
京橋 1・2 丁目地区	1994 年 3 月	100,000	清水建設本社ビル
府中日鋼町地区	1992 年 4 月	287,585	
箱崎地区	1989 年 4 月	284,000	三井倉庫箱崎ビル
神田駿河台地区	1988 年 4 月	219,000	三井住友海上駿河台新館
新川地区	1988 年 4 月	195,000	東京住友ツインビルディング
銀座 5・6 丁目地区	1987 年 8 月	73,000	東京地下鉄 銀座駅
芝浦 4 丁目地区	1987 年 6 月	263,000	芝浦スクエアビル
銀座 2・3 丁目地区	1984 年 4 月	72,000	ブランタン銀座本館・別館
厚木テレコムタウン地区	1995 年 7 月	97,000	厚木テレコムタウン
横須賀汐入駅前地区	1993 年 11 月	59,000	横須賀芸術劇場
幕張新都心ハイテク・ビジネス地区	1990 年 4 月	947,000	幕張テクノガーデン
高崎市中央・城址地区	1993 年 12 月	100,000	高崎市役所
宇都宮市中央地区	1991 年 2 月	141,000	栃木県庁舎・議会棟

出所：会社資料 HP からフィスコ作成

熱供給事業における競合は、熱源としてガス系企業が挙げられる。また、大規模都市開発との密接な関連性という性格から、大手不動産会社系の事業者もライバルである。しかし、同社の TTS も大手総合商社と東京電力の JV という体制であって、競争力は高いと考えられる。当面は 2020 年の東京オリンピック開催に向けて大規模都市開発プロジェクトが多数進行し、同社 / TTS グループも、適宜入札に参加して、熱供給拠点の拡大を目指していくものと思われる。

弊社では、TTS が東京電力傘下から同社傘下になったことにより、受注活動での競争力が増大したと考えている。理由は、TTS にとって熱源の選択肢が増えると考えられるからである。すなわち、東京電力の下では電気式以外の選択肢は事実上なかったと考えられるが、伊藤忠エネクス傘下となったことで、純粋に経済原理に基づいた最も低コストかつ安定供給の熱源の選択が可能になると考えられる。

2014 年 10 月 16 日（木）

エネルギートレード事業ではアスファルト事業が利益に貢献

（4）エネルギートレード事業

エネルギートレード事業は一言で言えば産業向けの事業の集合体だ。新旧の主力の産業向け重油販売及びアスファルト販売を始めとして、船舶用燃料販売、石油製品トレード事業、船舶運航・貸渡事業、タンク賃貸借事業などがある。また環境問題で注目されるアドブルー販売も手掛けている。エネルギートレード事業には、国内需要減少と流通構造の変化というマクロ環境にあって、利益が出にくい構造となっている商材が多い。その中で同社が成長余地があるとみて期待している代表的な商品がアスファルトだ。

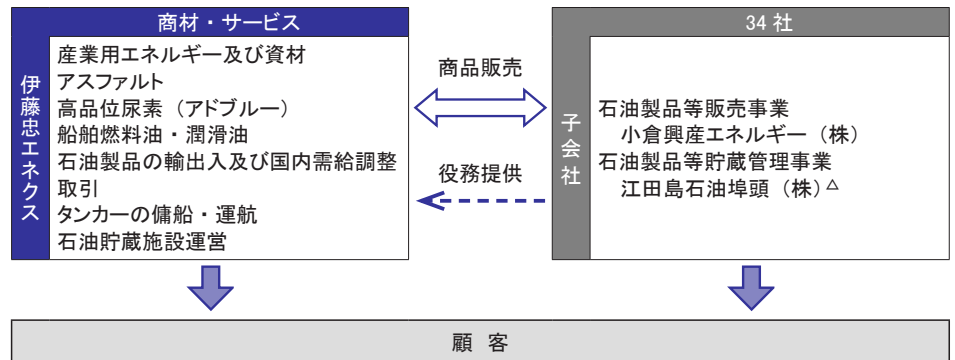
エネルギートレード事業のセグメント売上高・利益の推移

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期		15/3 期	
	実績	実績	前期比	予想	前期比
売上高	733,176	730,504	-0.4%	743,800	1.8%
営業利益	3,787	2,706	-28.6%	-	-
税引前利益	-	-	-	3,100	-

出所：会社資料からフィスコ作成

エネルギートレード事業の概況



注 △印は非連結子会社、* 印は関連会社、無印は連結子会社
出所：会社資料からフィスコ作成

アスファルト事業

アスファルトは石油精製の過程で算出される最も重質の成分で、道路の舗装などで利用されている。国内では高速道路を始めとして大規模な道路整備計画が一巡してメンテナンス主体のステージに入っているため、国内アスファルト需要や市場参加者の数も減少基調にある。その中で同社は、逆張りのアスファルト基地の整備を進め、全国 11 ヶ所に基地を有し、販売量の国内シェアは約 20% に達するに至っている。



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

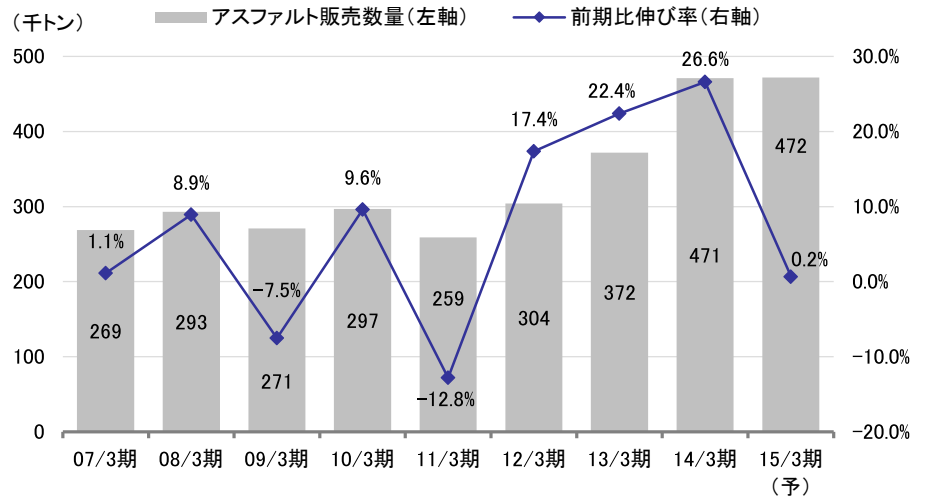
アスファルト供給基地の一覧

地図 番号	名称	タンク容量 (トン)
1	留萌アスファルト基地	3,500
2	釧路アスファルト基地	2,700
3	苫小牧アスファルト基地	3,800
4	袖ヶ浦アスファルト基地	10,000
5	大阪アスファルト基地	5,000
6	姫路アスファルト基地	3,400
7	福岡アスファルト基地	3,600
8	佐世保アスファルト基地	3,000
9	加治木アスファルト基地	2,600
10	種子島アスファルト基地	600
11	奄美大島アスファルト基地	600

出所：会社 HP からフィスコ作成

高シェアと全国をカバーする供給体制を活かして、同社のアスファルト事業は着実に収益を伸ばしており、現状ではエネルギー・トレード部門の中で最も利益貢献度が高い事業に成長していると推定される。2007 年 3 月期の同社のアスファルト販売量は 270 千トンだった。その後、年ごとの上下動はあったものの右肩上がりのトレンドを維持し、2014 年 3 月期実績は 471 千トンに達した。2007 年 3 月期からの 7 年間の年平均成長率は 9.2% だったことになる。市場全体がマイナス成長という状況にあってこの実績は称賛に値するものと言えよう。市場環境の逆風は今後も続く予想されるため、過度の期待は禁物だが、2015 年 3 月期以降もエネルギー・トレード事業部門の収益の柱としての貢献が期待される。

アスファルト販売数量の推移

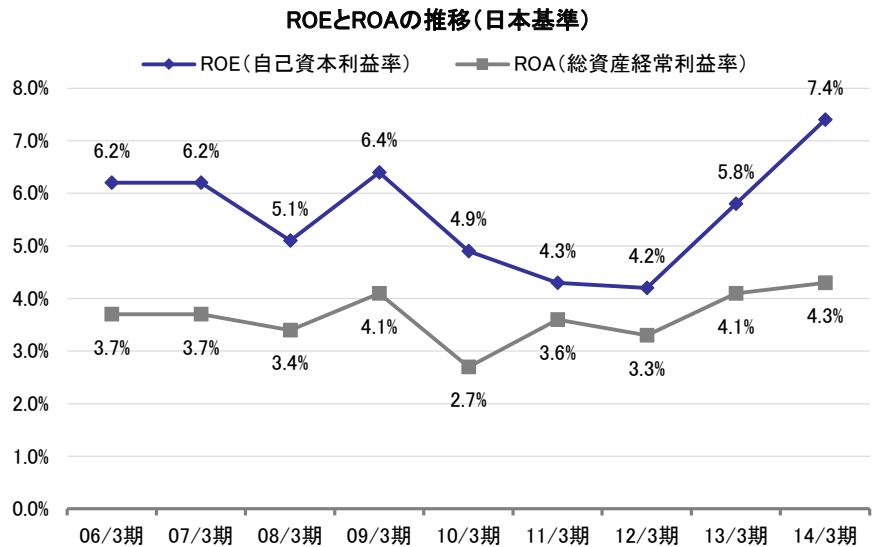


■ 財務分析と業績見通し

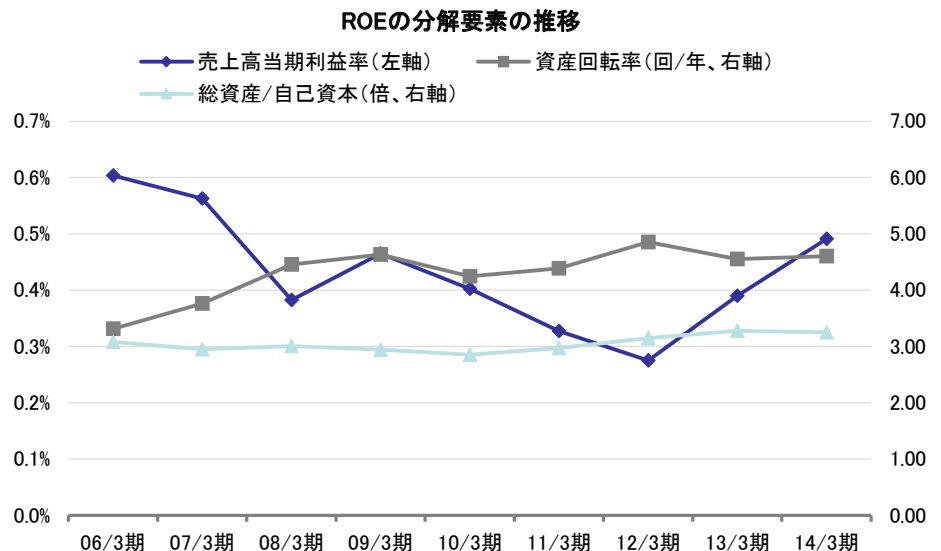
ROE は過去 2 年間で急速に改善

(1) 財務分析

同社の ROE 及び ROA の過去の推移を見ると、ROE は 6% 台で推移していたが、リーマンショックの影響などで 4% 台前半に落ち込んだ。そこから過去 2 年間は急速に改善し、2014 年 3 月期実績では 7.4% に達し、過去 10 年間で最高値を更新した（2005 年 3 月期は当期利益がマイナス）。同期間の ROA（総資産経常利益率）も、変化幅こそ ROE（自己資本利益率）に比べて小さいものの、変化の方向性はほぼ ROE と重なり、2014 年 3 月期は ROE 同様に過去 10 年間で最高値となった。



ROE を売上高当期純利益率、売上高 / 総資産（資産回転率）、及び総資産 / 自己資本（財務レバレッジ）の 3 要素に分解し、その推移を下グラフに掲げた。資産回転率と財務レバレッジが比較的安定的に推移しており、同社の ROE の変化は主として売上高当期純利益率に影響されていることが明確に読み取れる。





伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

同社の財務分析指標の中で、弊社では資産回転率が緩やかではあるが着実に上昇している点に注目している。同社は事業買収や企業買収などを繰り返しつつ成長してきたが、その過程で財務面での管理が行き届いていることの 1 つの証左であると考えられるからだ。商社という事業の特性上、売上高利益率はどうしても低くなりがちであるが、バランスシートのコントロールは自社努力である程度可能であり、それによって財務指標を改善させることは十分可能だ。これまでのところ同社は、そのバランスシートの管理に成功しており、今後もこの努力を継続させることで、ROE の持続的上昇も十分に可能であると弊社では考えている。

同社は 2014 年 3 月期有価証券報告書から国際会計基準（IFRS）に準拠した連結財務諸表を開示した。弊社では同社の今期業績予想に基づいて、2015 年 3 月期の ROE を試算したところ、7.8% という試算結果を得た。2014 年 3 月期実績の IFRS ベースの ROE が 7.7% だったので、改善幅は 0.1% となる。試算の前提となるバランスシート項目について、総資産は回転率が 2014 年 3 月期の 4.73 回 / 年から変わらないという仮定で算出し、自己資本については 1 株当たり 22 円の配当金支払いだけを社外流出として算出している。同社が総資産抑制策や、財務レバレッジ拡大策などの施策をとれば、ROE の改善幅は一段と高まることも予想される。

予想財務分析表（IFRS）基準

			13/3期	14/3期	15/3期 (予)	備考
主要 数値	売上高	百万円	1,430,745	1,506,606	1,600,000	会社予想
	売上収益	百万円	864,589	966,044	-	会社予想なし
	販管費	百万円	55,668	57,878	61,466	対売上高比率が14/3期比横ばい
	営業利益	百万円	12,738	11,859	13,800	会社予想
	税引前利益	百万円	12,234	13,828	13,800	会社予想
	親会社所有者に帰属 する当期利益	百万円	6,470	7,119	7,600	会社予想
	総資産	百万円	315,893	320,724	355,809	総資産回転率が14/3期(4.73回/年)から横ばいと仮定して算出
	親会社の所有者に帰属 する持分	百万円	89,424	94,651	99,765	前期末自己資本+当期利益-配当金支払額で算出
	親会社所有者帰属持分 当期利益率(ROE)	%	7.7%	7.7%	7.8%	
収益性・ 効率性	資産会計税引前利益率	%	4.0%	4.3%	4.1%	
	資産回転率(回/年)	回/年	-	4.73	4.73	
	売上高税引前利益率	%	0.9%	0.9%	0.9%	
	売上高総利益率	%	4.9%	4.8%	-	
	売上高販管費率	%	3.9%	3.8%	3.8%	
	売上高営業利益率	%	0.9%	0.8%	0.9%	

今期から来期にかけて電力・ユーティリティ事業の一段の飛躍に期待

(2) 2015 年 3 月期業績見通し

同社は 2015 年 3 月期について、売上高 1,600,000 百万円、営業利益 13,800 百万円、税引前利益 13,800 百万円、親会社所有者に帰属する当期利益 7,600 百万円と予想している。2014 年 3 月期有価証券報告書から IFRS 基準を正式に適用し、それまでの日本基準に基づいた決算と比較して、経常利益の代わりに税引前利益が表示されるほか、営業利益、当期純利益とも連続性がなくなる。なお、売上高は日本の会計慣行に従い、従来同様に表示している。



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

事業部門別では、ホームライフ事業の LP ガス販売量で前期比増を見込んでおり、これが増収を牽引すると期待されている。LP ガスについては、新規顧客開拓による増販が主体となるため、昨年の（株）イングエナジー設立のような形で、地域の有力 LP ガス事業者との資本業務提携などを積極的に進めていくとみられる。また、太陽光発電や家庭用燃料電池（エネファーム）などスマートライフ機器の販売台数の堅調な増加も見込んでいる。

カーライフ事業では、ガソリンの販売量について前期比増を計画しているほか、レンタカーや物販、車両販売などの底上げでカーライフ事業全体の増収を目指している。同事業部門では 5 月に大阪カーライフグループを買収したが、ここからの収益貢献については、現在の業績計画には織り込まれていない。前述のように、大阪カーライフグループの事業規模は大まかに言って売上高 100,000 百万円、営業利益 3,000 百万円の規模であり、今期は約 10 ヶ月分が同社連結決算に反映される。現時点では同社の IFRS 導入と大阪カーライフグループの収益計画を精査中とみられる。大阪カーライフグループは黒字計上している企業であり、今後の業績見通しの上方修正要因として期待が高まるが、のれん償却額の影響には注意が必要だ。

電力・ユーティリティ事業は、今期から来期にかけて一段の飛躍を遂げると期待されている。今年 10 月に胎内ウインドファーム 20,000kw 発電設備が稼働するうえ、2015 年 3 月には防府第 2 石炭火力 36,000kw が完成する計画だ。立ち上げ費用増加や減価償却負担増などもあって今期は売上高の伸びに比して利益の伸びは小さいが、防府の石炭火力は同社の発電設備群の中で最も高効率とされており、両設備が本格貢献してくる 2016 年 3 月期の収益成長が注目される。

エネルギートレード事業は全体としては横ばい圏での推移が予想される。原油や石油製品市況、需給調整などの影響を受けてトレード額が伸び縮みしやすいため、売上高は上下に大きく振れる可能性がある。しかし利益貢献という点ではアスファルト販売と産業向け重油販売が中心であり、それらは今期も安定した推移になると見込まれている。アスファルト販売量は 2014 年 3 月期に前期比 26% 増と高い伸びを示したため、今期は前期比横ばいで計画している。重油販売量はここ数年緩やかな右肩下がりで推移しており、今期もそのトレンドに沿って前期比 4% 減と想定されている。

損益計算書

（単位：百万円）

日本基準			
	12/3 期	13/3 期	14/3 期
売上高	1,414,161	1,430,745	1,506,606
YOY	19.3%	1.2%	5.3%
売上総利益	64,604	70,054	71,454
GP margin	4.6%	4.9%	4.7%
販管費	55,631	56,328	58,015
SGA/Sales	3.9%	3.9%	3.9%
営業利益	8,973	13,726	13,439
OP margin	0.6%	1.0%	0.9%
YOY	-0.6%	53.0%	-2.1%
経常利益	9,470	12,963	13,940
YOY	-1.6%	36.9%	7.5%
当期純利益	3,893	5,576	7,402
YOY	0.2%	43.2%	32.7%
EPS（円）	34.22	49.36	65.52
配当（円）	16.0	16.0	20.0
1 株当たり純資産（円）	826.68	868.69	911.61
期末発行済株式数（千株）	116,881.1	116,881.1	116,881.1
期末自己株式	3,888.4	3,888.6	3,890.0
自己資本比率（％）	30.6	30.3	31.2
設備投資額	5,938	9,183	15,104
減価償却費	6,613	6,773	8,537
子会社株式取得費用	457	9,088	1,476
のれん償却費	1,728	1,717	947

（単位：百万円）

IFRS 基準			
	13/3 期	14/3 期	15/3 期（予）
売上高	1,430,746	1,506,606	1,600,000
YOY	-	5.3%	6.2%
売上総利益	69,666	71,599	-
GP margin	4.9%	4.8%	-
販管費	55,668	57,878	-
SGA/Sales	3.9%	3.8%	-
固定資産損益	-914	-1,460	-
その他損益	-346	-402	-
その他収益・費用計	-56,928	-59,740	-
営業活動に係る利益	12,738	11,859	13,800
OP margin	0.9%	0.8%	0.9%
YOY	-	-6.9%	16.4%
税引前利益	12,234	13,828	13,800
YOY	-	13.0%	-0.2%
当期利益	7,393	8,040	-
親会社の所有者に帰属する当期利益	6,470	7,119	7,600
YOY	-	10.0%	6.8%
非支配持分に帰属する当期利益	923	921	-
EPS（円）	57.26	63.00	67.26
配当（円）	16.0	20.0	22.0
1 株当たり親会社所有者帰属持分	791.42	837.69	-
期末発行済株式数（千株）	116,881.1	116,881.1	-
期末自己株式	3,888.6	3,890.0	-
親会社所有者帰属持分比率（％）	28.3	29.5	-
設備投資額	9,184	15,105	-
減価償却費等	9,226	10,226	-
子会社株式取得費用	8,971	1,426	-
のれん償却費	-	-	-

出所：会社資料からフィスコ作成



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 10 月 16 日（木）

貸借対照表

（単位：百万円）

日本基準			
	12/3 期	13/3 期	14/3 期
流動資産	197,877	193,077	193,257
現預金	15,312	17,880	14,089
売上債権	150,895	139,140	144,688
棚卸資産	14,898	17,044	17,551
その他	16,772	19,013	16,929
固定資産	107,175	130,669	137,034
有形固定資産	73,634	89,368	96,553
無形固定資産	6,842	11,373	11,437
投資等	26,698	29,926	29,043
資産合計	305,053	323,747	330,291
流動負債	173,145	162,233	159,301
買掛金	129,225	119,006	123,784
短期借入金等	20,349	14,594	11,340
その他	23,571	28,633	24,177
固定負債	35,817	54,983	58,308
長期借入金	10,333	26,246	27,173
その他	25,484	28,737	31,135
株主資本	102,050	105,970	111,518
資本金	19,877	19,877	19,877
資本剰余金	18,736	18,736	18,736
利益剰余金	65,186	69,106	74,654
自己株式	-1,749	-1,749	-1,750
その他包括的利益類型額	-8,641	-7,815	-8,514
少数株主持分	2,681	8,375	9,677
純資産合計	96,090	106,530	112,681
負債・純資産合計	305,053	323,747	330,291

（単位：百万円）

IFRS 基準		
	13/3 期	14/3 期
流動資産	189,196	188,193
現金及び同等物	18,062	14,251
営業債権	136,578	140,289
棚卸資産	18,134	18,655
その他	16,422	14,998
非流動資産	126,697	132,531
持分法投資	6,032	5,927
その他の投資	8,925	7,349
有形固定資産	57,655	66,988
無形固定資産	10,999	10,280
その他	43,086	41,987
資産合計	315,893	320,724
流動負債	161,738	158,336
社債及び借入金	14,745	11,499
営業債務	124,046	125,655
その他	22,947	21,182
非流動負債	56,500	58,268
社債及び借入金	26,158	27,099
その他	30,342	31,169
親会社所有者に帰属する持分合計	89,424	94,651
資本金	19,878	19,878
資本剰余金	18,737	18,737
利益剰余金	54,086	59,884
その他	-1,527	-2,098
自己株式	-1,750	-1,750
非支配持分	8,231	9,469
資本合計	97,655	104,120
負債及び資本合計	315,893	320,724

出所：会社資料からフィスコ作成

2014 年 10 月 16 日（木）

キャッシュ・フロー計算書

（単位：百万円）

日本基準			
	12/3 期	13/3 期	14/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	-271	21,606	16,050
投資活動によるキャッシュ・フロー	-6,904	-25,047	-12,606
財務活動によるキャッシュ・フロー	-1,392	5,964	-7,308
現預金換算差額	144	43	73
現預金増減	-8,423	2,567	-3,790
期首現預金残高	23,735	15,312	17,880
期末現預金残高	15,312	17,880	14,089

（単位：百万円）

IFRS 基準		
	13/3 期	14/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	22,754	17,530
投資活動によるキャッシュ・フロー	-24,930	-12,556
財務活動によるキャッシュ・フロー	4,759	-8,859
現預金増減	2,583	-3,885
期首現預金残高	15,436	18,062
為替変動影響額	43	74
期末現預金残高	18,062	14,251

出所：会社資料からフィスコ作成

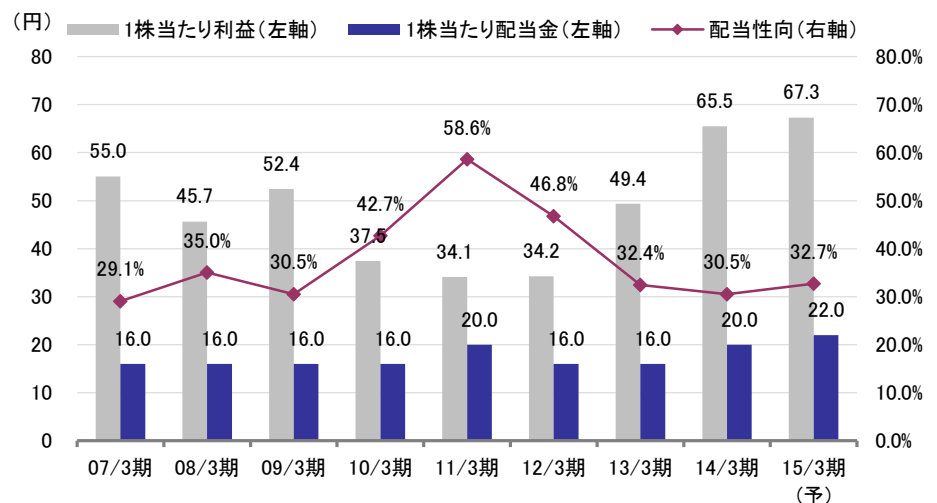
■株主還元

30% 以上の配当性向方針がより重みを増す段階に

同社は株主還元策として、配当によることを基本とし、成長投資のための内部留保と、株主への継続的な安定配当の両立を基本方針としている。そのうえで、連結配当性向 30% 以上を、配当の指針として掲げている。

過去の推移を見ると、16 円をベースとして安定配当を行ってきたことがわかる。過去は 1 株当たり利益の水準が低かったために、16 円の配当によって 30% 以上の配当性向が実現できていた。ここ数年は 1 株当たり利益の水準が上昇してきたため、30% 以上という配当性向の基本方針がより重みを増す段階に入ってきたと言える。2014 年度は 1 株当たり配当額 22 円を予定。中長期的に利益が増大していくにつれて、配当金も増加して行くことが期待される。

1 株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ