

## 伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2015 年 9 月 9 日 (水)

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

※ 同社は 2014 年 3 月期より IFRS を適用しているが、当レポートの表記の便宜上、「営業活動に係る利益」を「営業利益」、「親会社株主に帰属する純利益」を「純利益」と表記している。

## ■ 電力の小売全面自由化で PPS 企業には事業拡大のチャンス

伊藤忠エネクス <8133> は伊藤忠商事 <8001> グループ内でエネルギー分野の中核を担うエネルギー商社だ。産業向けから最終消費者向けまで、石油製品、LP ガスを中心に幅広い事業を展開している。

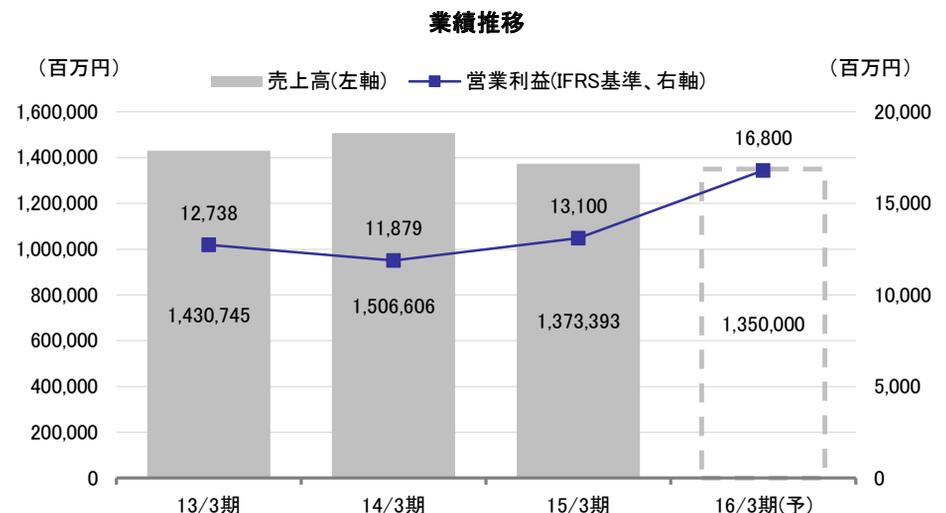
2016 年 3 月期は、現行の 2 ヶ年中期経営計画「Moving 2016『動く!』」の初年度であり、また、翌年に電力小売の全面自由化を控えた年でもある。その第 1 四半期決算は、同社の見解としては「一言で言えば無難なスタートを切ることができた」としている。業績の数値自体は、売上総利益、営業利益が第 1 四半期として過去最高となった。ただし原油価格動向や天候などの外部要因については決して楽観はできない。第 2 四半期以降、特に下期の状況を冷静に見守ることが重要だ。

同社は、電力事業を中期成長シナリオの中核に据えている。少子高齢化・人口減少といった大きな流れの中で石油製品・LP ガスの需要減退は不可避である一方、電力については 2016 年 4 月からの小売全面自由化によって、同社のような新電力 (PPS) 企業には一気に事業チャンスが拡大するとみられるからである。

電力事業における同社の強みは、ベースロード電源を有し、LP ガス販社と多数の最終消費者 (顧客) や産業用エネルギー顧客を抱えて、発電から販売までの一貫体制を有することにある。その強みを生かして自社がリーダーとして他の PPS (需要家 PPS) とともにバラシンググループ (BG) を形成し、需給調整能力を高めるとともに一般家庭や小規模店舗などの小口・低圧の電力需要を開拓していく方針だ。

## ■ Check Point

- ・ 第 1 四半期としては売上総利益、営業利益は過去最高を更新
- ・ 総合エネルギー企業としての強みを最大限に生かす
- ・ 外部要因を除いた実質ベースでは計画通り損益改善が進む



## ■ 2016 年 3 月期第 1 四半期決算の詳細

### 第 1 四半期としては売上総利益、営業利益は過去最高を更新

#### (1) 決算概況

伊藤忠エネクス<8133>の2016年3月期第1四半期決算は、売上高284,999百万円(前年同期比15.2%減)、売上収益191,056百万円(同15.8%減)、売上総利益20,537百万円(同19.7%増)、営業活動に係る利益(以下、「営業利益」)2,758百万円(同69.0%増)、税引前利益2,620百万円(同55.6%増)、親会社株主に帰属する純利益(以下、「純利益」)1,339百万円(同75.6%増)となった。減収ながら大幅増益であり、第1四半期としては売上総利益、営業利益は過去最高益を更新した。

#### 第 1 四半期業績の概要

(単位：百万円)

	14/3 期	15/3 期	16/3 期		
	1Q	1Q	1Q	進捗率	通期(予)
売上高(日本の会計慣行)	330,939	335,972	284,999	21.1%	1,350,000
前期比・前年同期比	-	1.5%	-15.2%	-	-1.7%
売上収益	217,360	226,788	191,056	-	-
前期比・前年同期比	-	4.3%	-15.8%	-	-
売上総利益	16,400	17,155	20,537	-	-
前期比・前年同期比	-	4.6%	19.7%	-	-
販管費	14,023	15,586	17,922	-	-
前期比・前年同期比	-	11.1%	15.0%	-	-
営業利益	2,504	1,632	2,758	16.4%	16,800
前期比・前年同期比	-	-34.8%	69.0%	-	28.2%
税引前利益	2,535	1,684	2,620	17.2%	15,200
前期比・前年同期比	-	-33.6%	55.6%	-	25.1%
親会社株主に帰属する純利益	1,207	763	1,339	16.3%	8,200
前期比・前年同期比	-	-36.8%	75.6%	-	49.0%

第1四半期の業績は一見すれば素晴らしいものであるが、先行きについての楽観は控えるべきであるというのが弊社の見解だ。同社の取扱商品には下期に需要期を迎えるものが多く、第1四半期の業績が通年の業績に占める割合は小さいことがその直接的な理由だ。また、同社の業績は天候によって大きく影響されるが、これは誰にも予想ができない要素だ。さらに、足元では原油価格が軟調で推移しており、この点も今後の同社の業績について楽観を許さない要素となっている。総括すれば、今第1四半期決算は同社の言う「無難なスタートを切った」という評価が妥当なところであり、今後の推移を注意深く見守りたいというのが弊社の評価だ。

#### (2) ホームライフ事業の動向

ホームライフ事業の業績は売上高23,651百万円(前年同期比13.6%減)、営業利益584百万円(同52.5%増)となった。

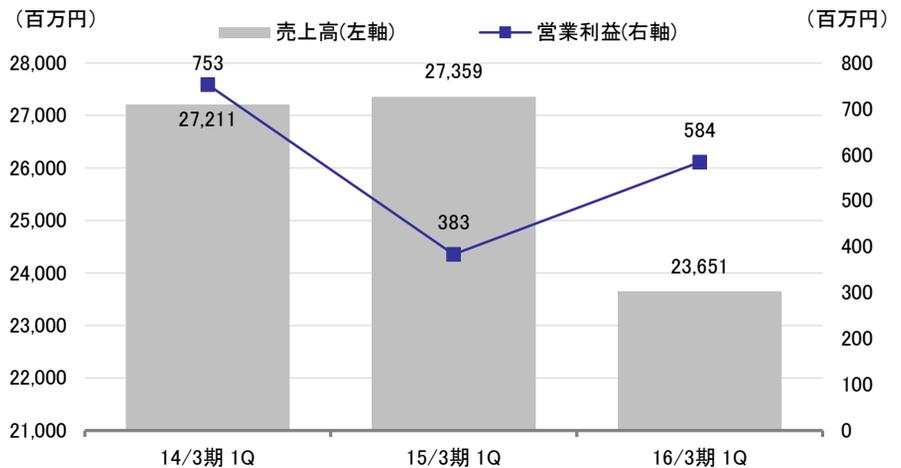


伊藤忠エネクス

8133 東証1部

2015年9月9日(水)

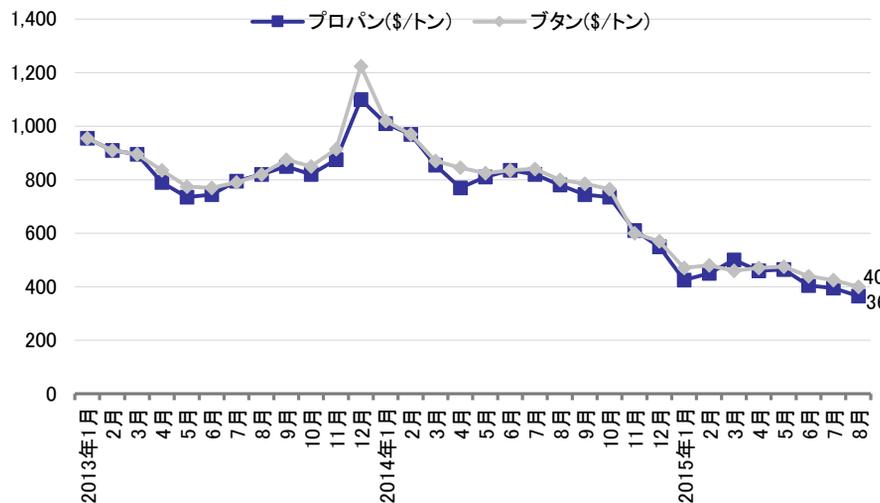
ホームライフ事業



ホームライフ事業の中核事業はLPガス(プロパンガス)の販売で、子会社を通じて約34万世帯に直接販売するほか、約1,900の販売代理店を通じて計全国約108万世帯に販売している。これだけの顧客規模を有する同社は、LPガス在庫を保有することになるが、その在庫分について、原油価格の変動の影響を月次ベースで受ける構造となっている。すなわち、同社は毎月CP(コントラクトプライス)と呼ばれる価格がベースとなる輸入価格リンクで元売からLPガスを仕入れ、その結果、繰越在庫分と合わせて移動平均在庫価格(売上原価)が決まる。他方、同社は元売からの仕入れ価格にマージンを乗せて販売する。CPは原油価格に連動して動く仕組みであるため、原油価格下落局面では、相対的に高い売上原価となり本来得られるべき利益が圧縮され、場合によっては損失となる。

今第1四半期は、3月末に相対的に高い在庫を持っていたため、今第1四半期においてもマイナスの在庫影響額が発生した。ただし、その額は前年同期に比較して軽微であり、その差額が営業利益の増益額となって表れた形となった。LPガスの販売数量は前年同期比横ばいで推移した。

LPガス・CP(コントラクトプライス)の推移





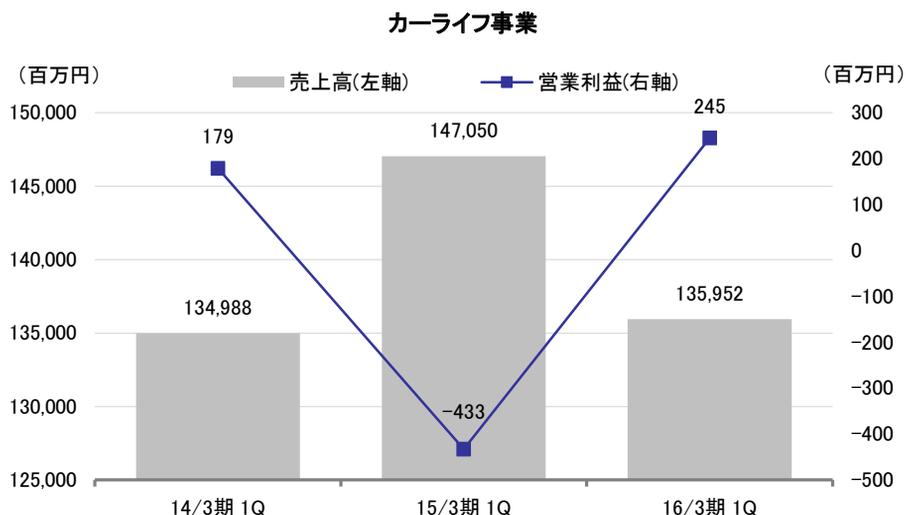
伊藤忠エネクス

8133 東証1部

2015年9月9日(水)

### (3) カーライフ事業の動向

カーライフ事業の業績は、売上高 135,952 百万円（前年同期比 7.5% 減）、営業利益 245 百万円（前年同期は 433 百万円の営業損失）となった。

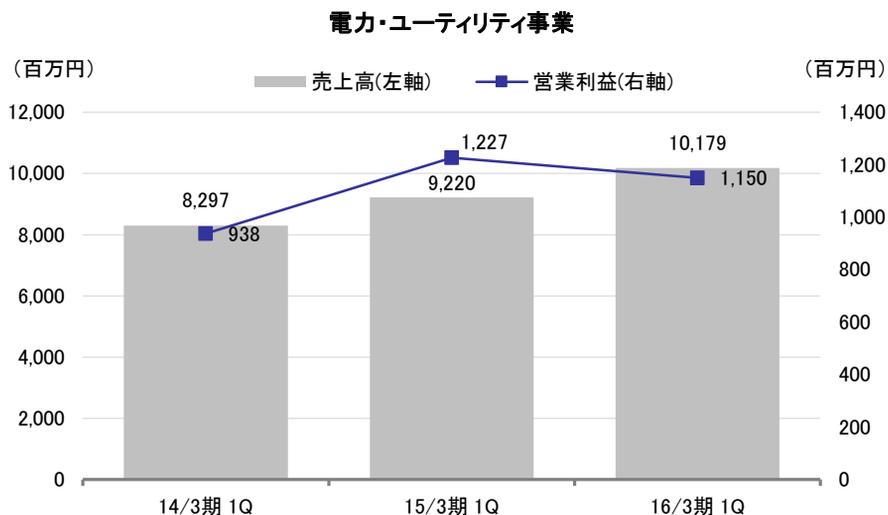


カーライフ事業では原油価格の下落がポジティブに作用した。すなわち、ガソリン価格が下落したことで、販売数量が伸長した。ただし、ハイブリッド車など低ガソリン消費型自動車の普及拡大や、少子高齢化によるドライブキロ数低下などの構造的問題が依然として継続している点には留意しておく必要がある。販売数量の増加はガソリン価格下落という要因だけでなく、前年同期に消費増税後の反動減で販売数量が落ち込んだことによる、自律反発の要素も大きかったと弊社ではみている。

営業損益が黒字転換した要因としては、前述の販売数量増加に加えてコスト削減が挙げられる。

### (4) 電力・ユーティリティ事業の動向

電力・ユーティリティ事業の業績は、売上高 10,179 百万円（前年同期比 10.4% 増）、営業利益 1,150 百万円（同 6.3% 減）となった。





## 伊藤忠エネクス

8133 東証1部

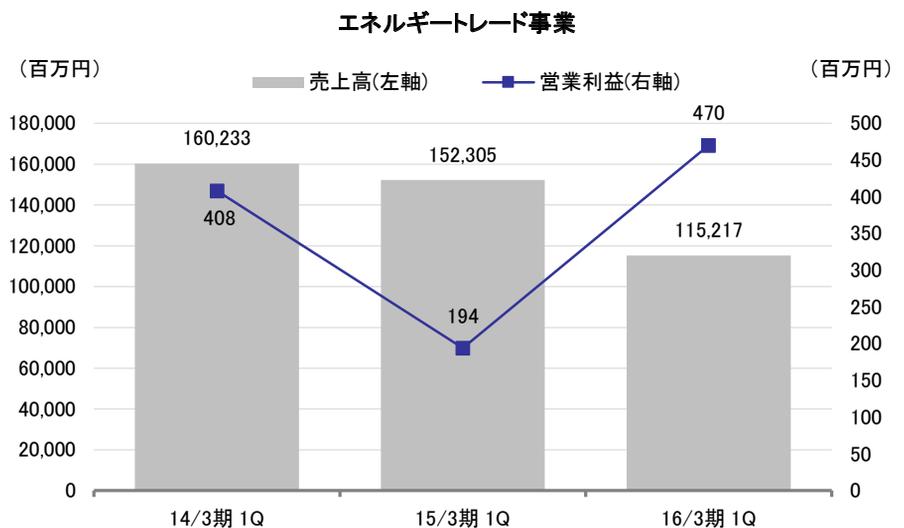
2015年9月9日(水)

売上高が増収となったのは、発電量が増加したことによる。同社は2014年10月に新潟県胎内市の風力発電設備を、また、2015年3月には山口県防府市の石炭火力発電設備を、それぞれ新規稼働させた。目下のところ、これら新規設備も、既存設備と合わせて、順調な発電が続いている。

利益において減益となったのは、特殊要因によるものだ。前年同期においては発電設備故障に伴う保険金収入が2億円ほど営業利益を押し上げていた。これを除いた実質ベースでは、今第1四半期も10%程度の増益だったと試算される。また、大規模ビル・再開発地区に対する熱供給事業においても、今第1四半期は好天に恵まれた結果、冷房用熱需要が好調で、前年同期比増収増益となったもようだ。

## (5) エネルギートレード事業の動向

エネルギートレード事業の業績は、売上高115,217百万円(前年同期比24.4%減)、営業利益470百万円(同2.4倍)となった。



売上高が減収となった背景は、原油価格に連動して石油製品の販売価格が対前年比大幅に下落したためだ。ただし同社が国内トップクラスのシェアを有するアスファルトについては、今期は需要反転を期待したため、今第1四半期の需要低迷は、期待外れだったと言えよう。

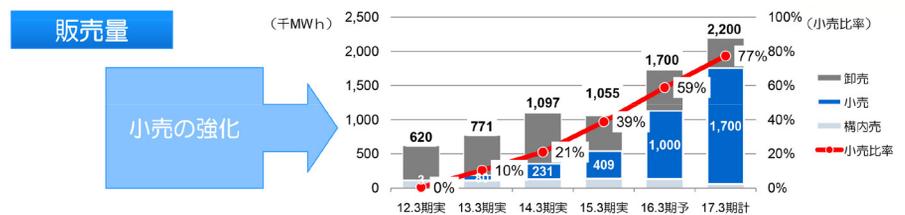
利益面では流通体制高度化や非効率取引の見直しなどもあって、前年同期比で大きく改善した。前述のようにアスファルトは原油価格下落の影響と数量減で苦戦したが、それ以外の主要製品グループは軒並み、前年同期比で1~2億円の利益改善となり、アスファルトの減益を吸収してセグメント利益を押し上げた。

### 総合エネルギー企業としての強みを最大限に生かす

#### (1) 電力自由化に向けた取組み

同社は電力事業を中期成長戦略の中核に据えている。そのシナリオの背景には、2016年4月から予定される電力小売の全面自由化により、一般家庭や小型店舗などに代表される、低圧（50キロワット未満）の小口分野への電力販売が可能となることがある。同社は総合エネルギー企業としての強みを最大限に生かし、電力事業を持続的成長可能な事業へと育成することを今中期経営計画の大きな目標としている。

電力全面自由化と電力・ユーティリティ



重点施策 2015年度は**持続的成長**が可能な、**中期ビジネス基盤**を創る年

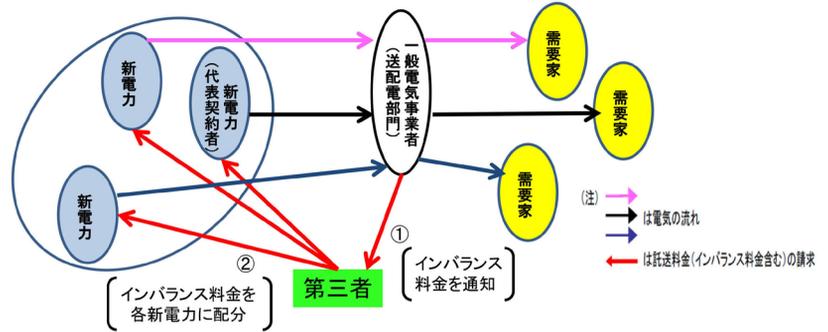
	2015年3月期	2016年3月期計画	自由化	2017年3月期目標
開発	JEN/ENEXの役割分担・機能の明確化	石炭・風力に加え LNG・バイオマス等も検討		中長期的電源 ポートフォリオ戦略
発電	防府第2PS・胎内風力立上げ	中長期的発電体制の整備、O&Mの強化		O&M※高度化 資産戦略
需給	需給機能の集中「電力需給販売部」新設	社内外仕切制度確立 BG形成への着手		BGの形成 需給ビジネス
販売	関西駐在員配置 王子・エネクス「OJEX」設立	販売ポートフォリオ戦略 OJEX、需要家PPS強化		中核エリア、 需要家PPSの育成

出所：中期経営計画説明資料

電力供給事業にとっては、電力需要の波への対応力が重要なポイントだ。同社は「特定規模電気事業者（PPS）」の有力な1社であるが、同社といえども単独でそうした変動に対応するのはそれなりにリスクがあり、小口分野への電力販売開始時にはそのリスクはさらに増大するものとみられる。そうした需要変動に対応する仕組みとしてバランシンググループ（BG）制度がある。これは「代表契約者制度」とも呼ばれ、複数のPPSがグループを形成し、グループとして電力受給のインバランス（バランスが崩れた状態）に対応しようという仕組みだ。BGのリーダーは代表契約者として一般電気事業者（いわゆる電力会社のこと）との交渉・契約の前面に立つ一方、BG内の他のPPSとの関係においては電力の需給調整の采配を振ることになる。

同社は自己のBGを形成し、BGリーダーとして電力全面自由化に臨むことを目指している。BGメンバーとしてのPPS、特に需要家PPS（自前の発電能力を持たないPPS）は、BGリーダーにとってはいわば販売網として機能することになるからだ。同社はLPガス顧客を数多く抱えるガス販売子会社を有するという強みと、電力安定供給に欠かせない自前のベースロード電源を有するという強みがあり、これら強みを生かして自己のBGのメンバーとなる需要家PPSの育成・獲得に努力している状況にある。

バラシンググループ (代表契約者制度) のイメージ



出所：経済産業省資料

(2) 石油業界再編の影響

7 月 30 日、出光興産 <5019> と昭和シェル石油 <5002> の両社が経営統合に向けて作業を開始することが発表された。これによる同社への影響は、プラス、マイナス両方のシナリオを想定することができるが、現時点でどちらか一方を選択することは難しいというのが弊社の見解だ。

同社は、卸売最大手クラス企業として元売各社と取引しており、出光・昭和シェル連合との関係においても、JX ホールディングス <5020> との関係においても、取引シェアでトップのポジションにある。それだけ元売各社に対して発言力があると言えるが、元売からの風当たりが強い立ち位置でもある。

プラスのシナリオとしては、企業再編で元売企業数が減少することで、業界秩序がよりしつかりする状況が考えられる。この場合には元売から末端のガソリンスタンドまで、適正なマージンが確保される状況も期待でき、同社もその恩恵を享受できるものと期待される。一方、マイナスのシナリオは、元売企業数減少で元売の価格交渉力が強まり、同社のような卸売企業は元売と小売との板挟みになってマージンが縮小するような状況を想定しうる。前述のように現時点でどちらの状況が起こるかを断言することは難しい。ただし、出光興産と昭和シェルの経営統合は独禁法上の審査を経る必要があるため、実現にはまだ時間を要する。2016 年 3 月期への業績という点では影響はほとんどないと言える。

## ■ 今後の業績見通し

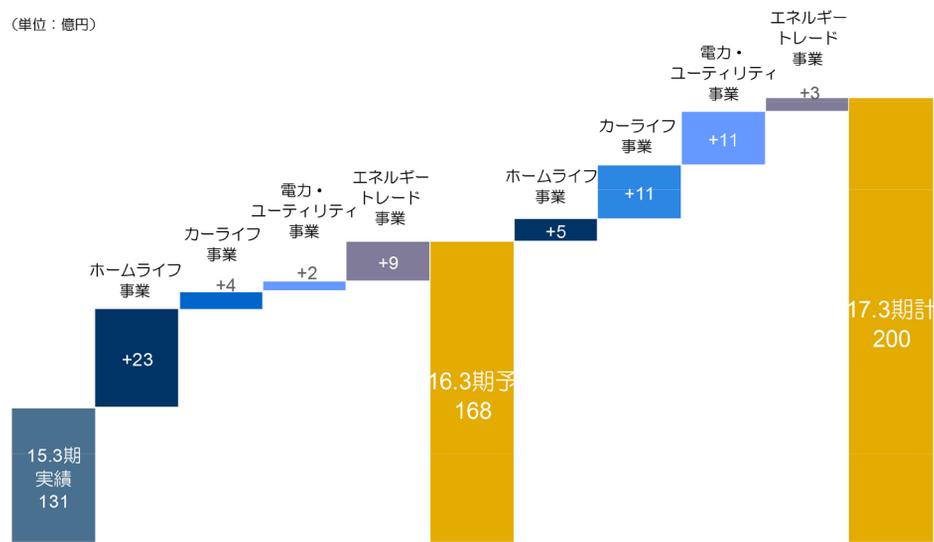
### 外部要因を除いた実質ベースでは計画通り損益改善が進む

2016 年 3 月期通期業績について同社は、売上高 1,350,000 百万円（前期比 1.7% 減）、営業利益 16,800 百万円（同 28.2% 増）、税引前利益 15,200 百万円（同 25.1% 増）、純利益 8,200 百万円（同 49.0% 増）を予想している。これらの予想値に、期初予想から変更はない。

営業利益は前期実績からの増益幅が 3,700 百万円と大幅なものとなっている。しかし、この内訳として、前期にあった原油価格下落による在庫影響額（ホームライフ事業を中心に計 3,000 百万円程度）が今期はなくなるという想定となっていることが、増益要因の中核を占めている。その意味では決して強気に過ぎる予想ではないと弊社では評価している。

営業利益の増減分析（説明資料の図）

（単位：億円）



出所：中期経営計画説明資料

今第 1 四半期においては、原油価格が下落基調をたどり、その傾向は第 2 四半期に入っても続いている。その結果、第 1 四半期において数億円の在庫影響額が発生した。ただし、その額は前年同期を大きく下回っているもようだ。足元の原油価格の動きから見て、第 2 四半期においても在庫影響額が発生する可能性が大きい。こうした状況に続けば、前述の 3,200 百万円の増益要因が圧縮され、営業利益が未達になることが懸念される。しかしながら、現時点においてそれを織り込むのは時期尚早であると弊社では考えている。それは、販売数量の面では上期は比重が小さく下期はヘビーであることと、下期に原油価格が上昇に転じれば在庫影響額が利益拡大要因として効いてきて、第 1 四半期のマイナスの在庫影響額を吸収するという可能性もあるからである。また、下期の天候要因も需要量を大きく変動させ、業績に大きな影響を及ぼす。同社の業績について上振れ、下振れを論ずるには、もう少しばらく時間の経過を待つ必要があるというのが弊社の見解だ。

事業の実態面を見ると、電力・ユーティリティ事業が着実に増収増益ペースを堅持しているほか、カーライフ事業においてもコスト削減や業務効率性向上、カーライフバリューチェーンの強化によるシナジー創出などの収益改善がみられる。エネルギー・トレード事業においてもアスファルト以外の主要製品分野では損益改善が実現できている。このように、天候や原油価格といった外部要因を除いた実質的なベースでは計画どおりかそれ以上のペースで損益改善が進んでいることが注目される。



伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2015 年 9 月 9 日 (水)

損益計算書

(単位：百万円)

	IFRS 基準						
	13/3 期 通期	14/3 期 通期	15/3 期		16/3 期		17/3 期
			1Q	通期	1Q	通期(予)	通期(予)
売上高 (日本の会計慣行)	1,430,745	1,506,606	335,972	1,373,393	284,999	1,350,000	1,370,000
前期比・前年同期比	-	5.3%	1.5%	-8.8%	-15.2%	-1.7%	-
売上総利益	69,666	71,599	17,155	85,720	20,537	-	-
売上高売上総利益率	4.9%	4.8%	5.1%	6.2%	7.2%	-	-
販管費	55,668	57,862	15,586	71,184	17,922	-	-
売上高販管費率	3.9%	3.8%	4.6%	5.2%	6.3%	-	-
固定資産損益	-914	-1,460	-208	-1,825	-41	-	-
その他損益	-346	-402	271	389	184	-	-
その他収益・費用計	-56,928	-59,724	-15,523	-72,620	-17,779	-	-
営業利益	12,738	11,875	1,632	13,100	2,758	16,800	20,000
前期比・前年同期比	-	-6.8%	-34.8%	10.3%	69.0%	28.2%	-
税引前利益	12,234	13,844	1,684	12,155	2,620	15,200	-
前期比・前年同期比	-	13.2%	-33.6%	-12.2%	55.6%	25.1%	-
当期純利益	7,393	8,050	943	6,529	1,573	-	-
前期比・前年同期比	-	8.9%	-33.5%	-18.9%	66.8%	-	-
親会社の株主に帰属する純利益	6,470	7,124	763	5,503	1,339	8,200	10,000
前期比・前年同期比	-	10.1%	-36.8%	-22.7%	75.6%	49.0%	-
非支配持分に帰属する純利益	923	925	180	1,026	234	-	-
EPS(円)	57.26	63.05	6.75	48.71	11.85	72.57	-
配当(円)	16.00	20.00	-	22.00	-	24.00	-
1 株当たり親会社株主 帰属持分 (BPS、円)	791.42	833.20	-	862.30	-	-	-

貸借対照表

(単位：百万円)

IFRS 基準	13/3 期	14/3 期	15/3 期
流動資産	189,196	188,193	157,708
現金及び現金同等物	18,062	14,251	16,184
営業債権	136,578	140,289	98,449
棚卸資産	18,134	18,655	27,794
非流動資産	126,697	132,839	171,351
持分法投資	6,032	5,927	10,551
その他の投資	8,925	7,349	8,924
有形固定資産	57,655	66,988	88,836
無形固定資産	10,999	10,280	23,474
資産合計	315,893	321,032	329,059
流動負債	161,738	159,201	149,443
社債及び借入金 (短期)	14,745	11,499	14,208
営業債務	124,046	125,655	104,564
非流動負債	56,500	58,268	66,669
社債及び借入金 (長期)	26,158	27,099	26,746
親会社株主に帰属する持分合計	89,424	94,144	97,432
資本金	19,878	19,878	19,878
資本剰余金	18,737	18,737	18,743
利益剰余金	54,086	59,378	62,223
その他の資本の構成要素	-1,527	-2,098	-1,661
自己株式	-1,750	-1,750	-1,751
非支配持分	8,231	9,419	15,515
資本合計	97,655	103,563	112,947
負債及び資本合計	315,893	321,032	329,059

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

IFRS 基準	13/3 期	14/3 期	15/3 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	22,754	17,530	34,336
投資活動によるキャッシュ・フロー	-24,930	-12,556	-20,410
財務活動によるキャッシュ・フロー	4,759	-8,859	-12,115
現預金増減	2,583	-3,885	-12,115
期首現預金残高	15,436	18,062	14,251
為替変動影響額	43	74	122
期末現預金残高	18,062	14,251	16,184

■株主還元

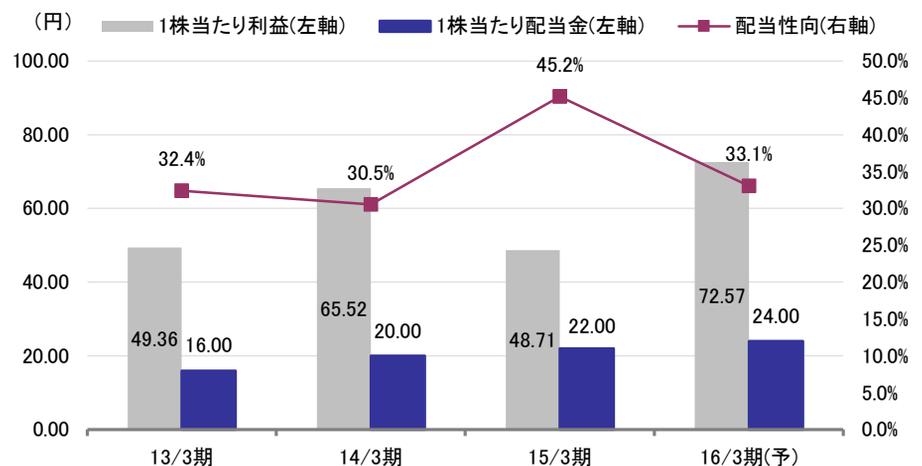
利益成長に沿った株主還元拡大は十分期待できる

株主還元についての同社の基本姿勢やその金額について、第 1 四半期を終えた段階では特に変更はない。

同社は株主還元については配当によることを基本とし、その水準については配当性向 30% 以上を指針としている。2015 年 3 月期は、前期比 2 円増配して、中間配 11 円、期末配 11 円の合計 22 円の年間配当とした。2015 年 3 月期は純利益は前期比減益となったにも関わらず増配を行ったのは、株主重視の経営姿勢と、翌 2016 年 3 月期以降の増益路線への復帰に自信を持っていたことの 2 つがその理由であると弊社では推測している。

2016 年 3 月期は、純利益を前期比 49.0% 増の 8,200 百万円と予想していることを反映して前期比 2 円増配の 24 円配 (中間配 12 円、期末配 12 円) を予想している。予想 1 株当たり利益に基づく配当性向は 33.1% となっている。2017 年 3 月期については配当予想を公表していないが、同社は配当性向 30% という指針に従って、利益成長に沿った株主還元拡大は、十分期待できると弊社では考えている。

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