

伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2016 年 2 月 29 日 (月)

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」、「当社株主に帰属する純利益」を「当期利益」と表記している。

■ 原油価格低迷に伴うマイナスの影響もあるが、稼ぐ力は着実に高まる

伊藤忠エネクス<8133>は伊藤忠<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 (2015 年 4 月 - 12 月) 第 3 四半期決算は減収ながら増益での着地となった。同社の製商品は原油価格低迷の影響を受けるものが多いため、売上高は減収となった。しかし利益面では、一定の利幅が確保されるものが多く、販売数量の動向に利益額が左右される。同社は顧客ベースの拡大や新規取引の積み重ねなどで販売数量を確保し、増益を確保した。

2016 年 4 月からの電力小売全面自由化を控え、同社も対応を進めている。同社はバランシンググループ (BG) を形成し、同社自身は電力供給を司る BG リーダーとして活動していく方針だ。他方、販売活動を担う存在の BG メンバーとしての需要家 PPS を組織化する必要がある。こうすることで BG リーダーである同社がグループ内の電力過不足を調整し、BG メンバーである需要家 PPS (小売事業者) が販売に専念できるメリットがある。グループ内の企業はもちろん、グループ外の企業との事業提携も着実に進んでいる。

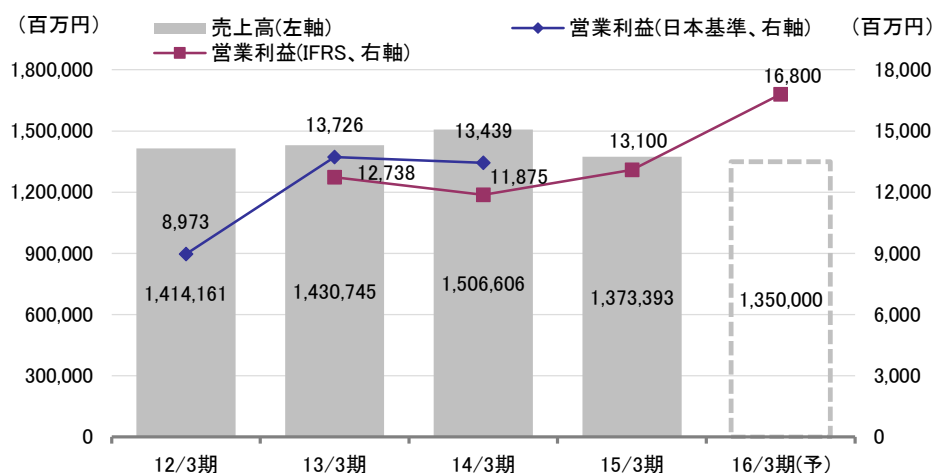
電力事業における同社の成長戦略は、当面の間は現在と同じ高圧分野 (中小規模の工場、スーパー等向け) になる見込みだ。高圧分野における PPS (新電力) のシェアは着実に伸びてはいるがまだ 10% 程度にとどまっている。全面自由化の流れの中で、高圧分野で PPS への乗り換えが加速する可能性は高いと弊社では考えている。

同社が目指す“稼ぐ力”は着実に高まってはいるが、2016 年 3 月期業績も原油価格低迷に伴う CP 下落の LP ガス在庫に対するマイナス影響が出てくる可能性があるため、会社予想の達成について楽観は禁物だ。現行中期経営計画で掲げられている 2017 年 3 月期営業利益 20,000 百万円の業績目標達成についても同様と考えている。

■ Check Point

- ・ 電力・ユーティリティ事業は電力小売全面自由化で成長エンジンに
- ・ 今期においては通期予想の達成には予断を許さない
- ・ LP ガス在庫影響額を除けば利益は会社予想を上回る

業績推移



■ 2016 年 3 月期第 3 四半期決算

4 事業部門すべてが増益を達成、各事業部門ともに収益力が向上

2016 年 3 月期第 3 四半期決算は、売上高 829,925 百万円 (前年同期比 22.1% 減)、売上収益 555,791 百万円 (同 23.4% 減)、営業活動にかかる利益 (以下、「営業利益」) 11,520 百万円 (同 19.5% 増)、経常利益 10,773 百万円 (同 19.5% 増)、当社株主に帰属する純利益 (以下、「当期利益」) 5,791 百万円 (同 24.2% 増) と、大幅減収ながらも 2 ケタ増益で着地した。

第 3 四半期予想を公表していないため厳密な比較はできないが、今第 3 四半期決算が第 3 四半期累計ベースで過去最高の利益となったことや、通期予想に対する進捗状況から判断すると、今第 3 四半期決算は計画を上回るペースで推移しているとみられる。

2016 年 3 月期第 3 四半期決算の概要

(単位: 百万円)

	15/3 期	16/3 期			
	3Q 累計	3Q 累計	前年同期比	進捗率	通期 (予)
売上高	1,064,849	829,925	-22.1%	61.5%	1,350,000
売上収益	725,537	555,791	-23.4%	-	-
売上総利益	61,243	65,334	6.7%	-	-
販管費	51,268	54,063	5.5%	-	-
営業利益	9,638	11,520	19.5%	68.6%	16,800
税引前利益	8,795	10,773	22.5%	70.9%	15,200
当期利益	4,664	5,791	24.2%	70.6%	8,200

出所: 短信からフィスコ作成

売上高が大幅減収となったのは、原油価格下落の影響が大きかった。原油価格は同社の 4 事業部門すべてにわたって、主要製品の販売価格に影響を与えるためだ。またエネルギー・トレード事業で非効率な取引を抑制したことも売上高を押し下げた。



伊藤忠エネクス

8133 東証1部

2016年2月29日(月)

一方、利益面では4事業部門すべてが前年同期比増益を達成し、全社ベースでは2ケタ増益を達成した。原油価格・CP低迷や暖冬という外部環境下において増益を達成した要因はそれぞれの事業部門で異なるが、一言で言えば各事業部門とも収益力が向上したということになる。各事業部門の詳細は後で詳述する。

事業部門別セグメント収益詳細

(単位：百万円)

	15/3期 3Q累計	16/3期				
		3Q累計	前年同期比	進捗率	通期(予)	
売上高	ホームライフ事業	81,355	68,526	-15.8%	63.1%	108,600
	カーライフ事業	489,745	408,605	-16.6%	63.0%	649,000
	電力・ユーティリティ事業	28,374	31,181	9.9%	55.7%	56,000
	エネルギートレード事業	465,242	321,613	-30.9%	60.0%	535,700
	その他	133	0	-100.0%	0.0%	700
	売上高合計	1,064,849	829,925	-22.1%	61.5%	1,350,000
営業利益	ホームライフ事業	1,166	1,367	17.2%	26.3%	5,200
	カーライフ事業	2,707	2,774	2.5%	56.6%	4,900
	電力・ユーティリティ事業	3,117	3,743	20.1%	117.0%	3,200
	エネルギートレード事業	1,847	2,853	54.5%	79.3%	3,600
	その他	8	1	-87.5%	-	0
	営業利益	9,638	11,520	19.5%	68.6%	16,800

出所：短信からフィスコ作成

■ 事業部門別動向

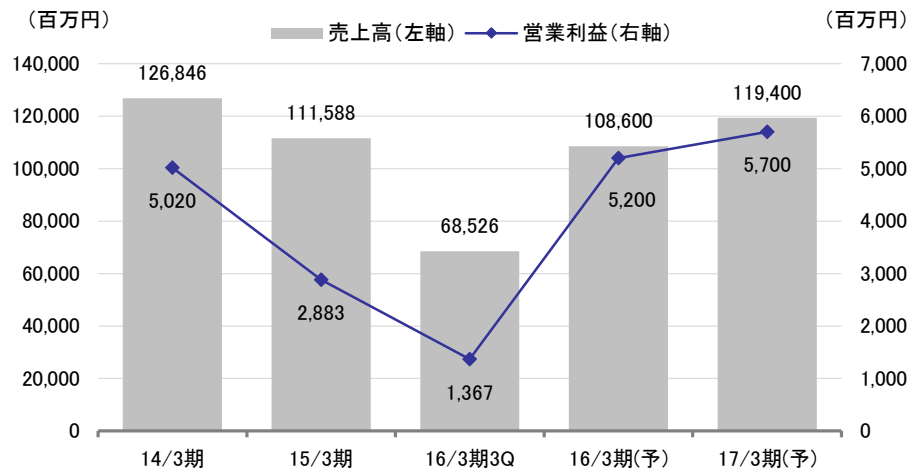
電力・ユーティリティ事業は電力小売全面自由化で成長エンジンに

(1) ホームライフ事業

ホームライフ事業の中核のビジネスはLPガスの販売だ。同社はジャパンガスエナジー(株)(同社が20%出資)から仕入れ、同社の直販子会社を通じて直接約35万世帯にLPガスを販売している。このほかに全国約1,600のLPガス販売店に対しLPガスを卸売しており、この1,600の販売店の顧客も合わせると、同社のLPガスがカバーする世帯数は全国で約108万世帯に達している。

ホームライフ事業の今第3四半期は、売上高68,526百万円(前年同期比15.8%減)、営業利益1,367百万円(同17.2%増)、当期利益138百万円(同181.6%増)と減収ながら増益で着地した。CP下落の影響で減収となったが、利益面では第2四半期までの堅調な流れがそのまま第3四半期に続いたという印象だ。暖冬の影響で業界全体ではLPガス販売数量が前年割れとなるなか、同社は直販顧客数増加などでほぼ前年同期並みの販売数量を確保できた。LPガス事業は原料費調整制度で一定の利幅を確保できるため、販売数量の動きが利益変動に対して大きな影響を持つ。機器販売も順調に伸びて、事業部門全体の利益押し上げに貢献した。

ホームライフ事業



出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

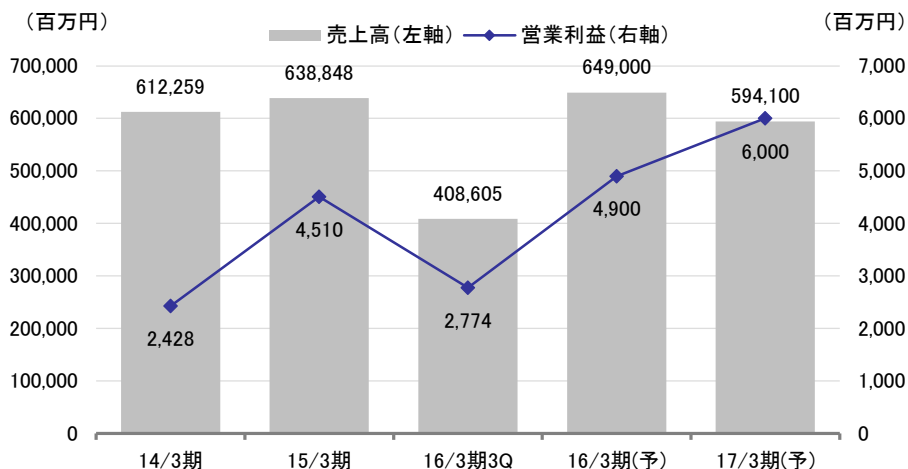
ホームライフ事業での取り組みで注目されていた電力小売自由化への取り組みは順調に進捗しているようだ。LP ガス事業の販売会社各社は、電力小売自由化に際して電力事業部門がバランスグループ（BG）を形成する際、需要家 PPS として BG に参加して販売窓口となることが期待されている。関東地域を事業エリアとする子会社の伊藤忠エネクスホームライフ関東（株）は既に登録小売電気事業者への登録を済ませており、2016 年 4 月 1 日から電力小売事業を開始予定だ。

(2) カーライフ事業

カーライフ事業ではカーライフステーション（CS、いわゆるガソリンスタンド）関連事業（子会社による CS 経営、系列 CS へのガソリン等の卸売、その他 CS 周りの事業）と、大阪カーライフグループ（OCG）が行う自動車ディーラー事業が 2 本柱だ。

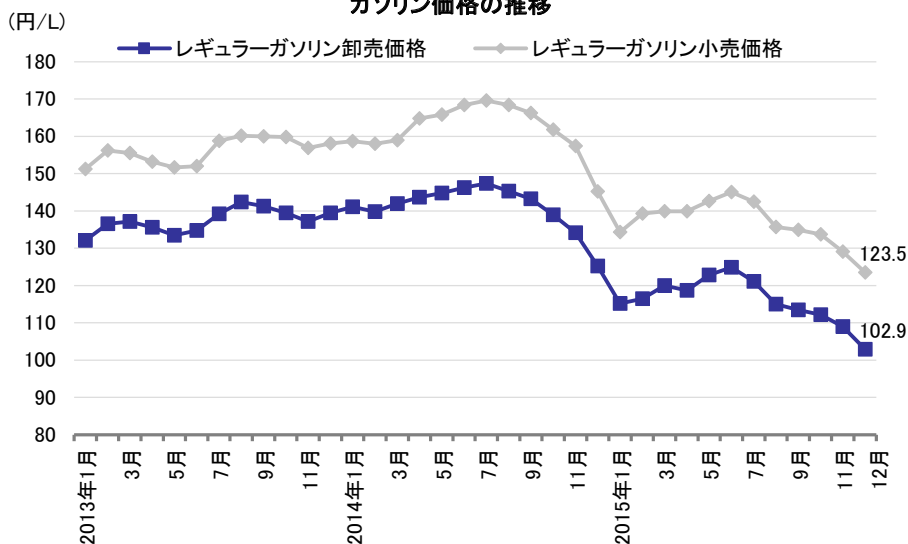
カーライフ事業の今第 3 四半期は売上高 408,605 百万円（前年同期比 16.6% 減）、営業利益 2,774 百万円（同 2.5% 増）、当期利益 1,360 百万円（同 1.6% 増）と減収増益で着地した。主力のガソリンは石油価格下落の影響で販売量増加と価格下落という好悪両方の影響が出たがネットでは売上高減少となった。また、不採算 CS の閉鎖による減販（閉鎖 55 ヶ所、新規取得 23 ヶ所で純減 32 ヶ所）も売上高を押し下げた。利益面では不採算店の閉鎖で利益が改善する一方で、暖冬による灯油販売不振と市況悪化の影響を受けた。OCG が増益となったことで事業部門全体での前年同期比増益を確保した。

カーライフ事業



出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

ガソリン価格の推移



出所：資源エネルギー庁統計からフィスコ作成

カーライフ事業にとっての中長期的な課題は、トップライングロス、すなわち売上拡大に転ずることだと考えている。ガソリン市況など外部要因の影響やCS数の減少基調継続の影響があるため、売上高全体では減収基調が続く懸念もあるが、個々のCSベースでの収益拡大による事業全体の収益力強化ということだ。同社は車関連6事業（洗車、レンタカー、車検、板金、保険、買取）の強化やRポイント及びカードの展開などの施策を行ってきた。また、「CS経営の基本は洗車から」ということで、子会社のエネクスオート（株）が事務局となって日本洗車連盟（JVWF）を運営してきたが、加盟店数が1,500を突破するなど、順調に拡大しつつある。

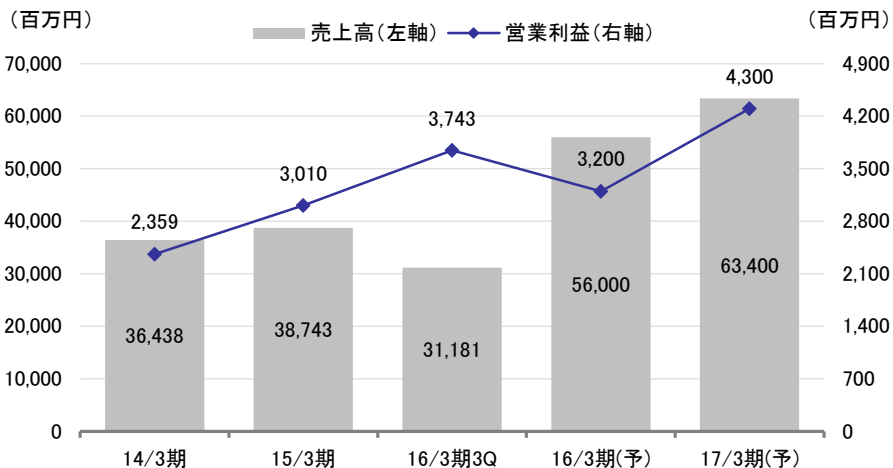
(3) 電力・ユーティリティ事業

電力・ユーティリティ事業は電力の発電・需給・販売と、大規模オフィスビルに対する熱供給事業が2本柱となっている。電力事業は石炭火力、風力、太陽光などの多様な自社電源のほか王子ホールディングス<3861>との提携で得られた電源（バイオマス等）も活用して、電力小売全面自由化のなか、同社の成長エンジンとなることが期待されている。

2016 年 2 月 29 日 (月)

電力・ユーティリティ事業の今第 3 四半期は、売上高 31,181 百万円（前年同期比 9.9% 増）、営業利益 3,743 百万円（同 20.1% 増）、当期利益 1,891 百万円（同 18.6% 増）と増収増益で着地した。第 3 四半期の時点で通期の営業利益予想の 3,200 百万円を超えた。電力事業では王子・伊藤忠エネクス電力販売（株）からの電力が加わったため電力販売量が前年同期比で大幅増となった。利益面では電力卸市場からの調達価格が下がって増益に貢献した。熱供給事業では原油安メリットが生じてやはり増益に貢献した。

電力・ユーティリティ事業



出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

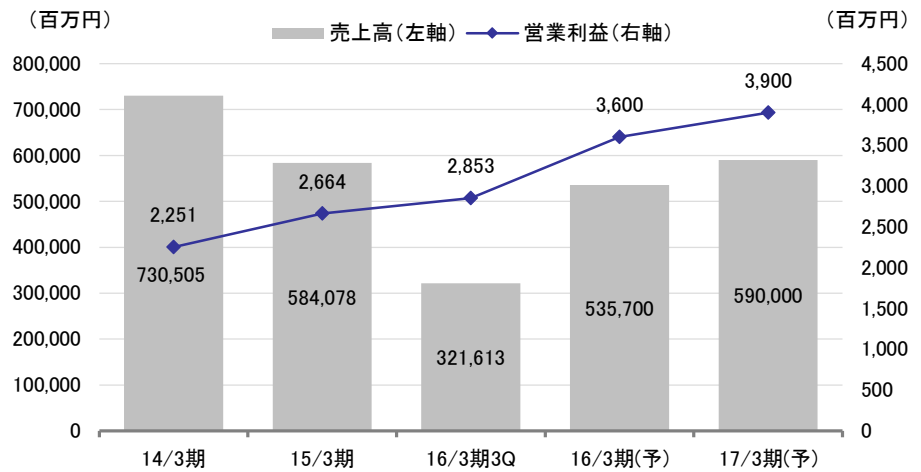
電力・ユーティリティ事業では 2016 年 4 月からの電力小売全面自由化を控えており、それへの対応が今後の大きなテーマとなる。その詳細については別項で詳述する。

(4) エネルギートレード事業

エネルギートレード事業はアスファルトやアドブルー（ディーゼル車の排ガスを無害化する高品位尿素水）、船舶用燃料、産業用燃料などの販売から構成されている。また近年では石炭灰再利用や再生油事業などの新規事業にも取り組んでいる。

エネルギートレード事業の今第 3 四半期は、売上高 321,613 百万円（前年同期比 30.9% 減）、営業利益 2,853 百万円（同 54.5% 増）、当期利益 1,887 百万円（同 63.4% 増）と大幅減収ながら大幅増益となった。大幅減収の理由は原油価格下落、アスファルトの需要減に加えて、非効率取引の抑制などを行ったことによる。非効率取引見直しは期初からの計画である。利益が大幅に増加したのは、アスファルト以外の事業は全般に好調に推移したほか、コスト削減等の努力が奏功した結果だ。

エネルギートレード事業



出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

エネルギートレード事業について、同社は事業基盤強化をテーマの 1 つに掲げている。具体的には全国展開するダブル供給拠点やアスファルト基地、各種専用船・専用施設などのアセットを活用して流通機能の最適化・高度化を図ることなどがある。今第 3 四半期までの実績はこうした施策が一定の成果を出しているように思われる。もう 1 つのテーマである新規事業展開の推進では、再生油事業や石炭灰再利用などの早期の事業化が待たれるところだ。

■ 電力全面自由化への取組みと進捗状況

17/3 期には総販売電力量の 77% を小売販売する計画

(1) 制度変更の概要

2016 年 4 月から電力小売が全面自由化される。電力の販売は、かつては一般電気事業者（いわゆる“電力会社”）が地域独占で供給する体制であったが、2000 年から順次、販売が自由化されてきた。自由化に当たっては、まず、超高压分野（大規模工場、大規模オフィス向けなど）からスタートし、次に高压分野（中小工場やスーパーなど）へと拡大された。ここまでは言わば産業用途であったが、2016 年 4 月からは一般家庭やコンビニ等小規模店舗向けの低圧分野にも自由化され、電力販売は完全に自由化されることになる。最後にお残された低圧分野は、国内電力需要の約 40% を占めるとみられ、自由化市場が一気に拡大することになる。これが PPS と呼ばれる新電力各社が電力自由化への対応を急ぐ背景となっている。

電力の市場規模別概要

	特別高压	高压	低圧
電力需要に占める割合	約 25%	約 35%	約 40%
電力販売自由化時期	2000 年 4 月	2004 年 4 月	2016 年 4 月
主要な需要家	大型工場、 大型オフィス	中小工場、 スーパー	一般家庭、 コンビニ・商店
受電電圧	20,000 ボルト以上	6,000 ボルト以上	100-200 ボルト
需要規模	2,000kw 以上	50kw 以上 2,000kw 未満	50kw 未満

出所：フィスコ作成



伊藤忠エネクス

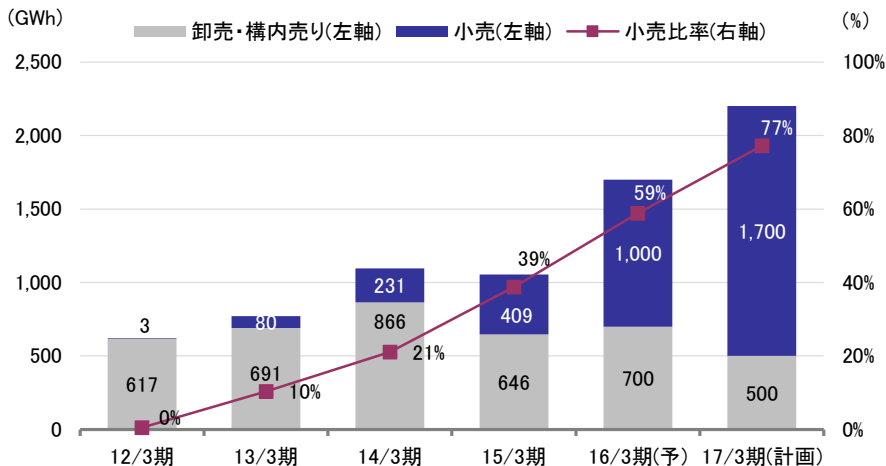
8133 東証 1 部

2016 年 2 月 29 日 (月)

(2) エネクスのこれまでの自由化対応

同社は 2010 年から電力販売に進出した。同社も含めた PPS 各社は、日本卸電力取引所 (JEPX) への卸売か、超高圧・高圧分野の需要家に対する小売販売を行ってきた。同社自身は、参入直後は卸売の比率が高かったが、次第に小売の比率を増やし、2016 年 3 月期には総電力販売量 1,700GWh (ギガワット) のうち 1,000GWh (59%) を小売販売する計画だ。2016 年 3 月期第 2 四半期までの実績では、小売販売量は 338GWh に達しており、今期の目標達成は視野に入ってきている。2017 年 3 月期には総販売電力量 2,200GWh のうち 77% に当たる 1,700GWh を小売販売する計画だ。同社が小売販売を強化する理由は、小売のほうが卸売に比べて価格が安定し、かつ収益性も高いためだ。

電力販売量の内訳の推移



出所：中期経営計画資料からフィスコ作成

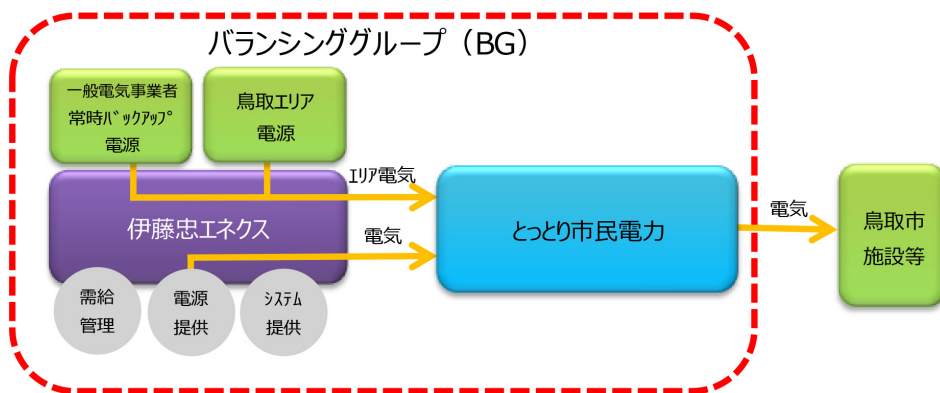
(3) 全面自由化に対するエネクスの対応と進捗状況

2016 年 4 月から自由化される低圧分野は、電力需要の約 40% を占める大きな市場であるが、全国 5,600 万世帯及び中小店舗などが対象となるだけに顧客数は超高圧分野や高圧分野の顧客数と比較して圧倒的に多くなる。全面自由化対応とは、こうした莫大な数の小規模店舗や個人客への対応と言い換えることもできよう。具体的には販売体制をどのような形で構築するかということだ。

この点についての同社の戦略は、バランシンググループ (BG) の組成による販売網構築というものだ。これは、同社自身は自社電源と需給バランス調整ノウハウを有することを生かして BG リーダーとなり、顧客を有し販売力のある企業を需要家 PPS としてグループ化し、それら需要家 PPS を通じて電力を一般消費者に販売していこうというものだ。需要家 PPS としては、同社の LP ガス販売子会社や石油事業に関するグループ企業は言うまでもなく、社外のエネジー関連企業、異業種企業、地方自治体など、様々なものを想定し得る。

BG 組成の進捗は、まず自社グループ企業を需要家 PPS に取り込むところから作業が進んでいるもようだ。グループ外との提携としてはこれまでのところ、(株) とつとり市民電力との事業提携が発表されたほか、コープさっぽろ系の (株) トドック電力との提携について一部で報道された。同社は通信や流通など異業種も含めて広く BG を形成していくことを今後も追求していく方針だ。

バランスグループの事業スキーム (とっとり市民電力のケース)

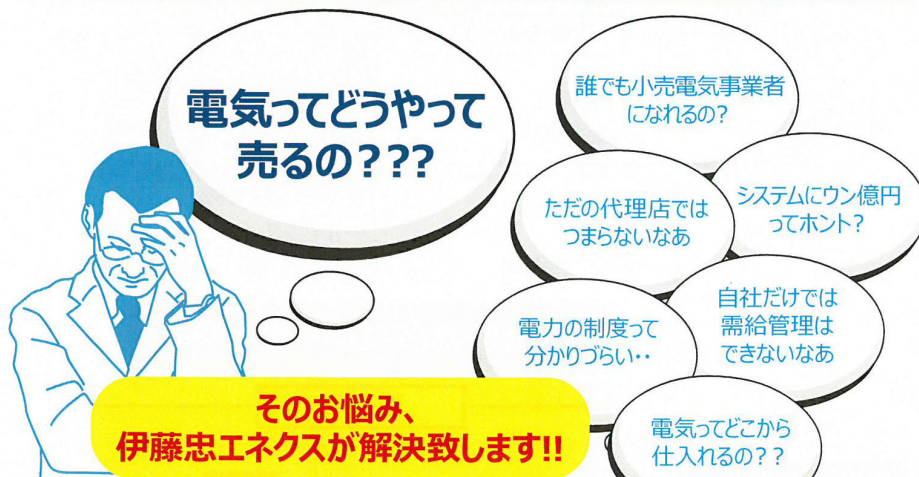


出所：会社ニュースリリース資料

この BG 戦略の特徴は、一般消費者との契約当事者は重要家 PPS であって同社ではないということだ。同社は需要家 PPS に電力を卸す一方、各需要家 PPS は仕入れた電力について、それぞれの実情に応じて小売価格を決定したり、自社の他のサービスとのセット料金を設定したりすることができる。料金メニュー作成や販売促進について需要家 PPS の自由度が高い点が特徴と言える。先述したが、こうすることで BG リーダーである同社がグループ内の電力過不足を調整し、BG メンバーである需要家 PPS (小売事業者) が販売に専念できるメリットがある。他方、同社自身は契約の当事者とはならないため、例えば電力料金比較サイトなどで検索しても「伊藤忠エネクス」の名が出てくることはない。

需要家 PPS 獲得のためのプロモーション資料の例

小売電気事業者を完全サポート



出所：同社の需要家 PPS 向け説明資料 (抜粋)

同社の収益への貢献が期待されるのは高圧分野

(4) 同社の電力事業についての考え方

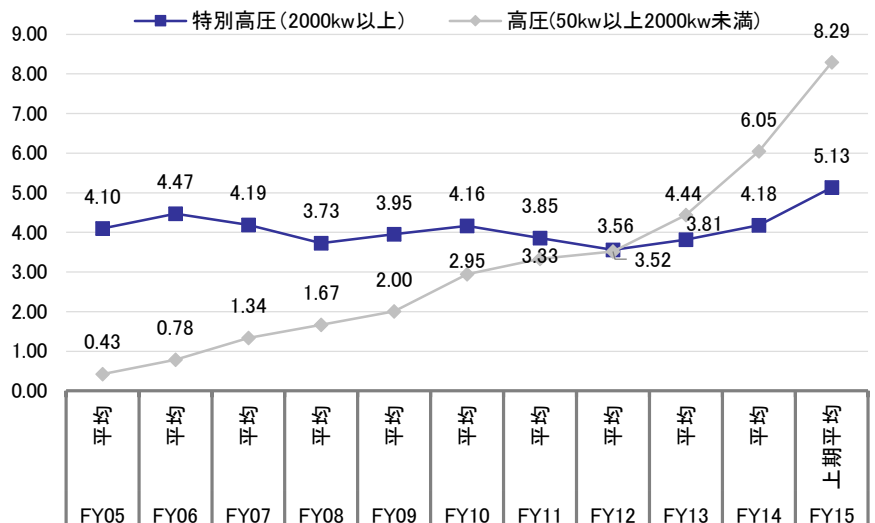
電力小売の全面自由化を目前に控え、競合他社の広告宣伝の動きは激しさを増している。それに比べて同社の進捗が遅れていると感じる向きもあるかもしれないが、そうした懸念はまったく不要だと弊社では考えている。

同社が電力事業を成長エンジンと位置付け、同社が目指す総合エネルギーサービス企業において電力が商品ラインナップの重要な一角を担うと期待していることは繰り返し述べてきたとおりだ。しかし、同社が低圧分野市場に期待をかけるのは、BG が整った後の中期的時間軸においてだ。同社の現中期経営計画（2017 年 3 月期が最終年度）の中には低圧分野ビジネスからの貢献は織り込まれていない。

当面、同社の収益への貢献が期待されるのはこれまでと同じく高圧分野だ。この高圧分野における PPS のシェアは着実に右肩上がりで推移しているものの、まだ 10% 程度にとどまっている。

全面自由化で様々な企業が消費者向けに広告を打ち始めたことで、2 つの効果が期待される。1 つは電力会社及び料金を選択できることについての認知度が向上することだ。もう 1 つは、PPS の存在が社会的に広く浸透し信頼性向上が期待されることだ。電力小売全面自由化の波及効果として、高圧分野の需要家においても改めて PPS への切り替えの意識が高まり、PPS への切り替えが加速してくると期待される。これこそが、当面の同社の電力事業にとっての最大の成長材料であるというのが弊社の見方だ。

需要分野別 PPS 構成比の推移



出所：電力調査統計からフィスコ作成

今期においては通期予想の達成には予断を許さない

(1) 2016年3月期通期見通し

2016年3月期について同社は、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）、当期利益 8,200 百万円（同 49.0% 増）と予想している。この数字は期初予想から変更はない。

2016年3月期業績予想の概要

（単位：百万円）

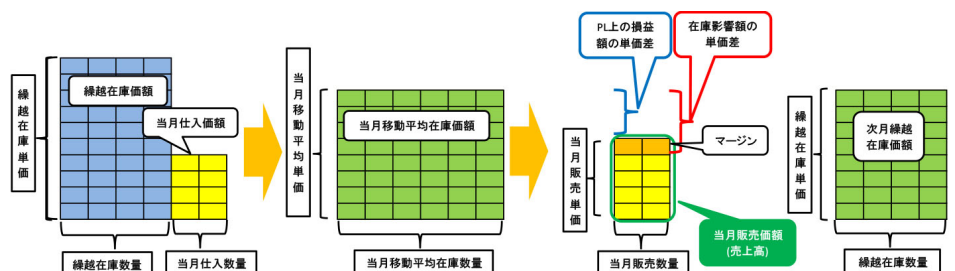
	15/3 期		3Q 累計	16/3 期			
	4Q 単独	通期		4Q 単独 (予)	前年同期比	通期 (予)	前期比
売上高	308,544	1,373,393	829,925	520,075	68.6%	1,350,000	-1.7%
売上収益	211,304	936,841	555,791	-	-	-	-
売上総利益	24,477	85,720	65,334	-	-	-	-
販管費	19,916	71,184	54,063	-	-	-	-
営業利益	3,462	13,100	11,520	5,280	52.5%	16,800	28.2%
税引前利益	3,360	12,155	10,773	4,427	31.8%	15,200	25.1%
当期利益	839	5,503	5,791	2,409	187.1%	8,200	49.0%

出所：短信からフィスコ作成

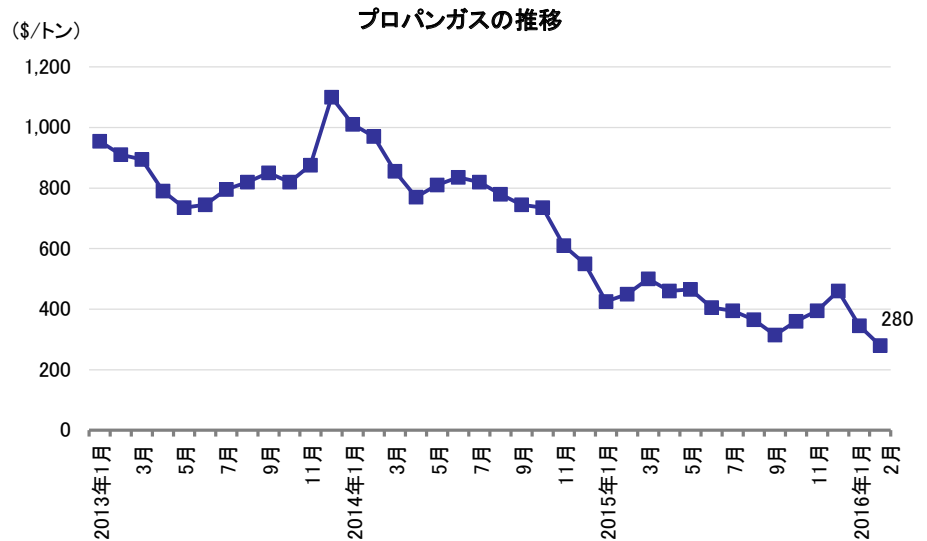
通期予想の達成可能性の評価について、利益は、前述のように第 3 四半期までは極めて順調に推移しており、通常のケースであれば、通期予想は達成されるはずだ。同社の主要製品は一定の利幅が確保されるメカニズムの商品も多く、販売数量の動向が利益額を決定付けるからだ。しかしながら今期においては、通期予想の達成については予断を許さないというのが弊社の見方だ。

その原因は原油価格に伴う CP 下落による LP ガス在庫の影響額にある。前述のように、2016年3月期第 3 四半期までの在庫影響額は、前年同期比対比で若干減少（改善）しての着地となった。しかしながら原油価格は 2016 年に入ってさらに下落し、それを受けて LP ガスの代表種であるプロパンガスのコントラクトプライス（CP）は、2 月には 280 ドル/トンにまで急落した。レポート執筆時点では 3 月の CP は明らかになっていないが、3 月の CP 次第では在庫影響額が予想以上に膨らんで利益を圧迫する可能性がある。在庫評価額が計上されるメカニズムは以下の図のとおりだ。

LP ガス在庫影響のメカニズム（市況下落局面）のイメージ



出所：フィスコ作成



出所：財務省・貿易統計からフィスコ作成

LP ガス在庫の件を除けば、第 4 四半期の事業環境は大きな悪化要因は無いと弊社ではみているが、同社の事業においては季節要因によるところも大きいので楽観はできないと考える。事業部門別の第 4 四半期の見方は以下のとおりだ。

セグメント別業績動向

(単位：百万円)

	15/3 期			16/3 期				
	4Q 単独	通期	3Q 累計	4Q 単独 (予)	前年同期比	16/3 期 (予)	前期比	
売上高	ホームライフ事業	30,233	111,588	68,526	40,074	32.6%	108,600	-2.7%
	カーライフ事業	149,103	638,848	408,605	240,395	61.2%	649,000	1.6%
	電力・ユーティリティ事業	10,369	38,743	31,181	24,819	139.4%	56,000	44.5%
	エネルギートレード事業	118,836	584,078	321,613	214,087	80.2%	535,700	-8.3%
	その他	3	136	0	-	-	-	-
	売上高合計	308,544	1,373,393	829,925	520,075	68.6%	1,350,000	-1.7%
営業利益	ホームライフ事業	1,717	2,883	1,367	3,833	123.2%	5,200	80.4%
	カーライフ事業	1,803	4,510	2,774	2,126	17.9%	4,900	8.6%
	電力・ユーティリティ事業	-107	3,010	3,743	-543	-	3,200	6.3%
	エネルギートレード事業	817	2,664	2,853	747	-8.6%	3,600	35.1%
	その他	24	32	1	-1	-	0	-
	営業利益	3,462	13,100	11,520	5,280	52.5%	16,800	28.2%

出所：短信、説明会資料からフィスコ作成

ホームライフ事業は、前述の LP ガス在庫要因を除けば、暖房需要によって販売数量の押し上げ効果が期待できる。今冬は季前半こそ暖冬だったが第 4 四半期に入ってから例年並みの寒さとなってきたことはプラス要因だ。数量拡大で在庫影響を緩和したいところだが、天候次第ということもあり、楽観は禁物だ。

カーライフ事業では、第 4 四半期は灯油の販売動向が大きなカギを握るとみられる。寒さが戻ってきたことで販売数量は盛り返していると考えられるが、相手が天候ということもあり、この点も予断は許さない。大阪カーライフグループの自動車販売事業は年度末の需要期を控え収益が拡大してくると期待される。

電力・ユーティリティ事業は、第 4 四半期も順調な推移が期待される。電力事業では第 4 四半期は定期修理も予定されておらず、順調な発電が実施される見込みだ。販売については小売シフトを強め、1,000GWh の小売電力販売目標達成を目指すことになる。電力自由化の話題活発化で、同社が狙う高圧電力需要家において乗り換えの動きが活発化する可能性がある。熱供給事業も原油安メリットの追い風を受けながら順調な操業が続くとみている。

エネルギートレード事業は、公共事業の年度末の活発化でアスファルト需要が回復してくるかどうかが 1 つのポイントとみている。アドブルーや船舶燃料、産業用燃料などの事業については第 3 四半期までの流れが続き、安定的に推移すると考えている。

LP ガス在庫影響額を除けば利益は会社予想を上回る

(2) 2017 年 3 月期の考え方

2017 年 3 月期の業績予想の発表は 2016 年 3 月期本決算の決算発表を待たねばならないが、1 つの目安として、弊社では現行中期経営計画『Moving2016「動く！」～明日（あした）にタネを蒔け！～』において掲げられている 2017 年 3 月期の業績計画の線を考えている。

売上高については、2016 年 3 月期の着地が会社予想を下回る可能性が高いことは前述したとおりだが、それと同じ理由で、2017 年 3 月期も中計計画の 1,370,000 百万円から引き下げられる可能性があるとみている。同社の事業は、単位当たりのマージン（利幅）が一定に保たれていて販売価格よりもむしろ販売数量によって利益額が変動する商品が多いため、売上高の引き下げに対しては過度に反応する必要はないと考えている。2016 年 3 月期との対比では、エネルギートレード事業での非効率取引の見直しの動きが落ち着くことや、原油価格の下落幅が縮小すると考えられることなどから、前期比増収となるのではないかとみている。

利益面では、中期経営計画で掲げる営業利益 20,000 百万円、当期利益 10,000 百万円の予想を維持してくると考えている。2016 年 3 月期は、LP ガス在庫影響額を除けば、会社予想を上回る利益を稼ぐだけの“稼ぐ力”がついてきていることを示した。同社が本質的に有する“稼ぐ力”で営業利益 20,000 百万円は十分に達成可能であるとみている。在庫影響額は、原油価格の下落余地が小さくなってきているため、マイナス影響が発生したとしても前期比では減少する可能性が高く、逆に、原油価格の反発によって利益押し上げ要因として働く可能性もあるとみている。

2016 年 2 月 29 日 (月)

連結損益計算書

(単位：百万円)

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期		
	通期	通期	通期	3Q 累計	4Q (予)	通期 (予)
売上高	1,430,745	1,506,606	1,373,393	829,925	520,075	1,350,000
前期比	1.2%	5.3%	-8.8%	-22.1%	68.6%	-1.7%
売上収益	864,589	966,044	936,841	555,791	-	-
前期比	-	11.7%	-3.0%	-23.4%	-	-
売上総利益	69,666	71,599	85,720	65,334	-	-
前期比	7.8%	2.8%	19.7%	6.7%	-	-
対売上収益比率	4.9%	4.8%	6.2%	7.9%	-	-
販管費	55,668	57,862	71,184	54,063	-	-
前期比	0.1%	3.9%	23.0%	5.5%	-	-
対売上収益比率	3.9%	3.8%	5.2%	6.5%	-	-
固定資産損益	-914	-1,460	-1,825	-184	-	-
その他損益	-346	-402	389	433	-	-
その他収益・費用計	-56,928	-59,724	-72,620	-53,814	-	-
営業利益	12,738	11,875	13,100	11,520	5,280	16,800
前期比	42.0%	-6.8%	10.3%	19.5%	52.5%	28.2%
税引前利益	12,234	13,844	12,155	10,773	4,427	15,200
前期比	-	13.2%	-12.2%	22.5%	31.8%	25.1%
当期利益	7,393	8,050	6,529	6,726	-	-
前期比	-	8.9%	-18.9%	25.9%	-	-
当社株主に帰属する当期利益	6,470	7,124	5,503	5,791	2,409	8,200
前期比	-	10.1%	-22.7%	24.2%	187.1%	49.0%
EPS (円)	57.26	63.05	48.71	51.26	21.31	72.57
配当 (円)	16.00	20.00	22.00	-	-	24.00
一株当たり当社株主帰属持分 (BPS、円)	791.42	833.20	862.30	-	-	-

連結貸借対照表

(単位：百万円)

IFRS 基準	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期 3Q
流動資産	189,196	188,193	157,708	155,979
現金及び現金同等物	18,062	14,251	16,184	19,039
営業債権	136,578	140,289	98,449	91,372
棚卸資産	18,134	18,655	27,794	22,322
その他	16,422	14,998	15,281	23,246
非流動資産	126,697	132,531	171,351	169,258
持分法投資	6,032	5,927	10,551	9,647
その他の投資	8,925	7,349	8,924	9,119
有形固定資産	57,655	66,988	88,836	88,444
無形固定資産	10,999	10,280	23,474	24,450
その他	43,086	41,987	39,566	37,598
資産合計	315,893	320,724	329,059	325,237
流動負債	161,738	158,336	149,443	133,993
社債及び借入金	14,745	11,499	14,208	12,354
営業債務	124,046	125,655	104,564	96,699
その他	22,947	21,182	30,671	24,940
非流動負債	56,500	58,268	66,669	74,511
社債及び借入金	26,158	27,099	26,746	32,791
その他	30,342	31,169	39,923	41,720
当社株主に帰属する持分合計	89,424	94,651	97,432	100,393
資本金	19,878	19,878	19,878	19,878
資本剰余金	18,737	18,737	18,743	18,740
利益剰余金	54,086	59,884	62,223	65,324
その他	-1,527	-2,098	-1,661	-1,797
自己株式	-1,750	-1,750	-1,751	-1,752
非支配持分	8,231	9,469	15,515	16,340
資本合計	97,655	104,120	112,947	116,733
負債及び資本合計	315,893	320,724	329,059	325,237

連結キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

IFRS 基準	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期 3Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	22,754	17,530	34,336	18,398
投資活動によるキャッシュ・フロー	-24,930	-12,556	-20,410	-14,713
財務活動によるキャッシュ・フロー	4,759	-8,859	-12,115	-912
現預金増減	2,583	-3,885	1,811	2,773
期首現預金残高	15,436	18,062	14,251	16,184
為替変動影響額	43	74	122	82
期末現預金残高	18,062	14,251	16,184	19,039

■株主還元

本質的な増益トレンドは崩れないという考え

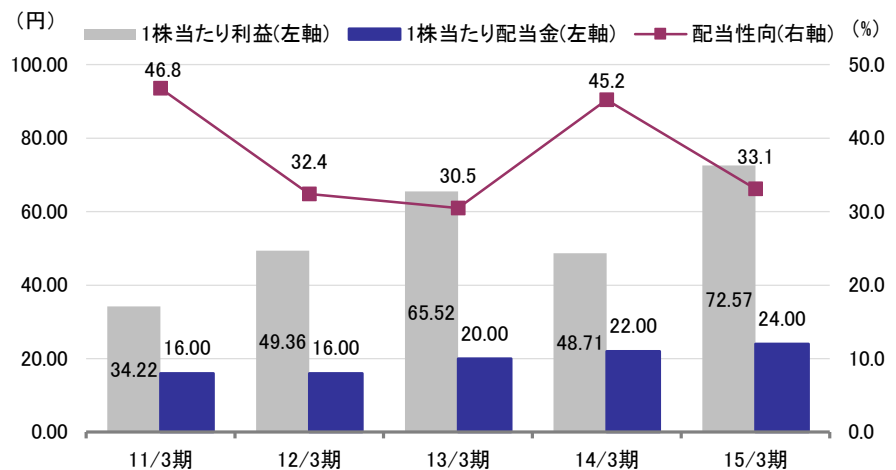
同社は株主還元については配当によることを基本とし、その水準については配当性向 30% 以上を指針としている。2015 年 3 月期は、当期利益が前期比減益だったが、前期比 2 円増配して、22 円の年間配当とした。株主重視の経営姿勢と、翌 2016 年 3 月期以降の増益路線への復帰に自信を持っていたことの 2 つがその理由であると弊社では推測している。

2016 年 3 月期は、当期利益を前期比 49.0% 増の 8,200 百万円と予想していることもあり、配当金は前期比 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。第 3 四半期決算時においても、配当予想は維持された。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。

前述のように、2016 年 3 月期通期の利益予想が達成されるかどうかは予断を許さない状況だ。弊社では、仮に利益が予想に対して未達となった場合でも、それが極端に大幅なものでない限りは予定どおりの配当を行ってくるのではないかと推測している。本質的な増益トレンドは崩れていないと考えることがその理由だ。

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% 以上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



出所：短信からフィスコ作成

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