

|| 企業調査レポート ||

## 伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 1 月 5 日 (金)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

## 目次

■ 要約	01
1. 外部環境の好転と自助努力の相乗効果で利益面では上半期ベースの過去最高を更新……………	01
2. 2ヶ年中期経営計画『Moving 2018』は順調に進捗中。成長に向けた設備投資が注目点…	01
3. 2018年3月期通期は予想に対して上振れの可能性が大きいですが、油断はできない……………	01
■ 業績の動向	02
1. 2018年3月期第2四半期の概要……………	02
2. ホームライフ部門……………	05
3. 電力・ユーティリティ部門……………	07
4. 生活エネルギー・流通部門……………	09
5. 産業エネルギー・流通部門……………	11
■ 中期経営計画と事業セグメント別進捗状況	12
1. 中期経営計画『Moving 2018』の概要……………	12
2. 中期経営計画の進捗状況……………	13
■ 今後の見通し	15
1. 2018年3月期通期見通し……………	15
2. 2019年3月期の考え方……………	17
■ 株主還元	20
■ 情報セキュリティ	21

## 要約

### 外部環境の好転と自助努力で業績は順調に進捗。 成長投資の進捗状況に注目

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。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きた。近年は電力の販売でも存在感を増している。

#### 1. 外部環境の好転と自助努力の相乗効果で利益面では上半期ベースの過去最高を更新

同社の2018年3月期第2四半期決算は、売上高507,990百万円（前年同期比8.9%増）、営業活動にかかる利益9,421百万円（同21.5%増）と増収増益で着地した。外部環境の好転と自助努力とが重なった結果、利益面では上半期ベースの過去最高を更新した。今第2四半期は生活エネルギー・流通部門において外部環境好転（ガソリン価格上昇、市況安定）と自助努力（不採算CSの閉鎖等）とのマッチングで収益改善がとりわけ顕著だった。

#### 2. 2ヶ年中期経営計画『Moving 2018』は順調に進捗中。成長に向けた設備投資が注目点

同社は2ヶ年中期経営計画『Moving 2018』に取り組んでいるが、そこでは将来の成長に向けた足場固めに重点が置かれている。換言すれば成長のための投資だ。2年間で450億円の設備投資を計画しており、2018年3月期は192億円を計画している。今第2四半期においては141億円を実施し、通期計画に対する進捗率は約73%に達した。内容はLPガス事業の大型事業統合や熱供給設備の能力拡大などだった。今下期以降も設備投資の進捗は大きな注目点であり、とりわけ、成長分野である戦力事業の電源開発に注目していきたい。

#### 3. 2018年3月期通期は予想に対して上振れの可能性が大きい、油断はできない

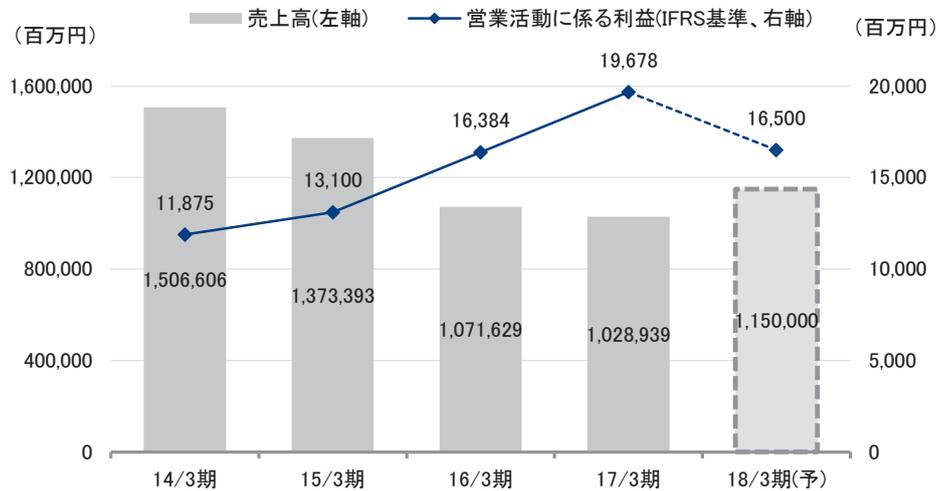
2018年3月期通期は、今第2四半期までの業績の進捗度が高いことから、上振れ期待が高まりつつある。弊社もその点については同感だが、一方で油断できない要素が各事業セグメントに存在していることには注意が必要だ。2019年3月期については、今の事業環境が続くとするならば増収増益を期待できるが、現在の事業環境が厳しくなる可能性が出てきているのも現実だ。現時点では『Moving 2018』で掲げる業績計画の線を基本シナリオとしておくことが最も妥当だと弊社では考えている。

#### Key Points

- ・『Moving 2018』では次の飛躍に向けた足場固めに注力
- ・成長戦略としての設備投資及び資産の入替の進展が注目点。今第2四半期は順調な進捗
- ・今通期は会社予想に対して上振れで着地の可能性が高いとみるが、リスク要因も存在していることに注意が必要

## 要約

## 業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## 業績の動向

### 外部環境の好転と自助努力が組み合わさって、利益面では上半期ベースの過去最高を更新

#### 1. 2018年3月期第2四半期の概要

同社の2018年3月期第2四半期決算は、売上高507,990百万円(前年同期比8.9%増)、売上収益352,395百万円(同13.9%増)、営業活動に係る利益9,421百万円(同21.5%増)、税引前四半期純利益8,282百万円(同14.4%増)、当社株主に帰属する四半期純利益3,969百万円(同7.1%増)と、増収増益で着地した。

同社は通期予想のみ公表しているため事前予想との比較はできない。しかし通期予想に対する進捗率は、売上高で44.2%、営業利益で57.1%、税引前利益46.5%となっている。また、今第2四半期決算は、上半期ベースでは過去最高の営業利益及び当社株主に帰属する当期純利益となった。こうした状況から、今第2四半期の決算は同社の社内予算を上回る好決算だったものと推測される。

## 業績の動向

## 2018年3月期第2四半期決算の概要

(単位:百万円)

	17/3期		18/3期			
	2Q累計 実績	通期 実績	2Q累計 実績	前年同期比 伸び率	対通期(予) 進捗率	通期 予想
売上高	466,313	1,028,939	507,990	8.9%	44.2%	1,150,000
売上収益	309,516	695,060	352,395	13.9%	--	--
売上総利益	43,742	93,604	44,193	1.0%	--	--
販管費	36,210	74,697	35,385	-2.3%	--	--
営業活動に係る利益	7,755	19,678	9,421	21.5%	57.1%	16,500
税引前四半期利益	7,242	19,344	8,282	14.4%	46.5%	17,800
当社株主に帰属する当期純利益	3,707	10,405	3,969	7.1%	38.2%	10,400

出所:決算短信よりフィスコ作成

今第2四半期は、外部環境の好転と自社自身の自助努力がうまくかみ合った結果、好決算につながったと弊社では理解している。この図式は第1四半期から始まっており、第2四半期(7月-9月期)もそれが継続したということだ。

外部環境とは、原油価格の上昇(回復)やJXTGホールディングス<5020>誕生に象徴される国内元売り再編による市場・市況の安定化などだ。一方同社の自助努力では、ホームライフ部門における大阪ガス<9532>グループとのLPガス事業の再編や、電力・ユーティリティ事業における異業種コラボレーションなど様々な取り組みがなされた。しかし、業績インパクトという点では、生活エネルギー・流通部門における事業構造改革の貢献がひととき顕著だった。

今第2四半期の主要商品の販売数量を見ると、ガソリンを除いては前年同期比で増加した。電力取引の増加に伴い電気の販売量が前年同期比34.4%増となったほか、熱量も後述するGINZA SIX向けの熱供給事業の開始で大きく伸びた。他方でガソリンが同16.0%の大幅減となったのは、需給調整の取引の停滞や不採算CS(ガソリンスタンドの同社独自の呼称である“カーライフステーション”の略)の閉鎖の影響が大きい。ガソリンの実需ベースの動きとしては1~2%程度の減少だったと弊社では推測している。

## 主要商品の連結販売数量

主燃料合計		2017年3月期 上期	2018年3月期 上期	増減率
ガソリン	(千kl)	1,974	1,659	△16.0%
灯油	(千kl)	308	310	+0.5%
軽油	(千kl)	1,581	1,667	+5.5%
重油	(千kl)	1,196	1,325	+10.8%
燃料合計	(千kl)	5,059	4,960	△1.9%
主燃料以外		2017年3月期 上期	2018年3月期 上期	増減率
アスファルト	(千kt)	150	167	+11.6%
LPガス	(千kt)	265	270	+1.9%
電気	(GWh)	1,521	2,043	+34.4%
蒸気	(千kt)	303	330	+8.7%
熱量	(TJ)	754	779	+3.4%

出所:決算説明会資料より掲載

伊藤忠エネクス | 2018年1月5日(金)  
 8133 東証1部 | <http://www.itcenex.com/>

## 業績の動向

事業セグメント別に見ると、生活エネルギー・流通部門の増益額が1,818百万円に達した。他にホームライフ部門と電力ユーティリティ部門も前年同期比で増益を確保したが、産業エネルギー・流通部門が同807百万円の減益となり、全社ベースでの営業利益の前年同期比1,666百万円の増益となった。

## 事業セグメント別業績詳細

(単位：百万円)

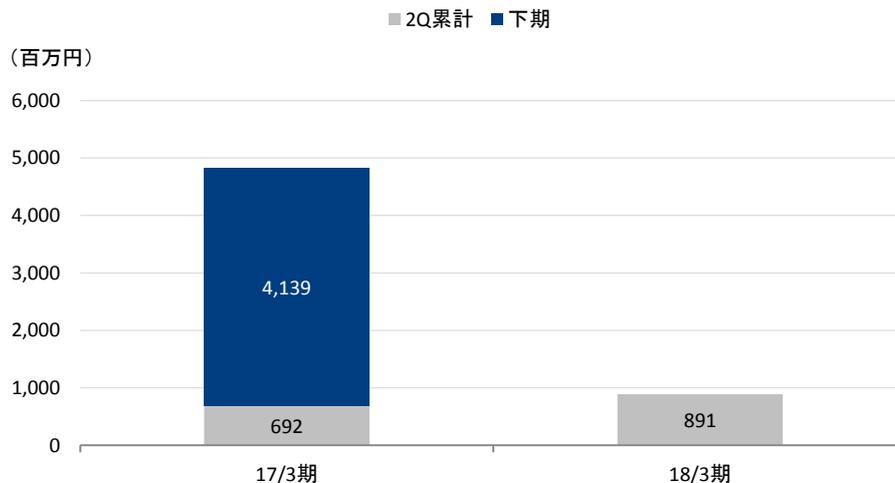
	17/3期			18/3期					
	1Q	2Q	2Q累計実績	1Q	2Q	2Q累計実績	前年同期比伸び率	前年同期比増減額	
売上収益	ホームライフ部門	19,014	15,902	34,916	21,704	18,419	40,123	14.9%	5,207
	電力・ユーティリティ部門	11,481	17,219	28,700	15,309	19,929	35,238	22.8%	6,538
	生活エネルギー・流通部門	105,982	114,044	220,026	119,081	123,176	242,257	10.1%	22,231
	産業エネルギー・流通部門	13,309	14,583	27,892	18,336	20,650	38,986	39.8%	11,094
	調整前売上収益合計	149,786	161,748	311,534	174,430	182,174	356,604	14.5%	45,070
	調整額	-978	-1,040	-2,018	-1,972	-2,237	-4,209	--	-2,191
	売上収益合計	148,808	160,708	309,516	172,458	179,937	352,395	13.9%	42,879
営業活動に係る利益	ホームライフ部門	646	46	692	785	106	891	28.8%	199
	電力・ユーティリティ部門	1,301	2,133	3,434	1,915	1,961	3,876	12.9%	442
	生活エネルギー・流通部門	-271	2,172	1,901	1,741	1,978	3,719	95.6%	1,818
	産業エネルギー・流通部門	394	737	1,131	-56	380	324	-71.4%	-807
	調整前営業活動に係る利益合計	2,070	5,088	7,158	4,385	4,425	8,810	23.1%	1,652
	調整額	258	339	597	279	332	611	2.3%	14
	営業活動に係る利益合計	2,328	5,427	7,755	4,664	4,757	9,421	21.5%	1,666
当社株主に帰属する四半期純利益	ホームライフ部門	361	-419	-58	406	-967	-561	--	-503
	電力・ユーティリティ部門	652	1,041	1,693	931	951	1,882	11.2%	189
	生活エネルギー・流通部門	-376	1,272	896	1,013	1,041	2,054	129.2%	1,158
	産業エネルギー・流通部門	306	514	820	-12	254	242	-70.5%	-578
	調整前当社株主に帰属する四半期純利益合計	943	2,408	3,351	2,338	1,279	3,617	7.9%	266
	調整額	134	222	356	185	167	352	-1.1%	-4
	当社株主に帰属する四半期純利益合計	1,077	2,630	3,707	2,523	1,446	3,969	7.1%	262

出所：決算短信よりフィスコ作成

## LPガス事業は販売数量増加とCP上昇によるプラスの在庫影響で増収・営業増益。電力事業も収益貢献が始まる

### 2. ホームライフ部門

#### ホームライフ部門の営業活動に係る利益の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

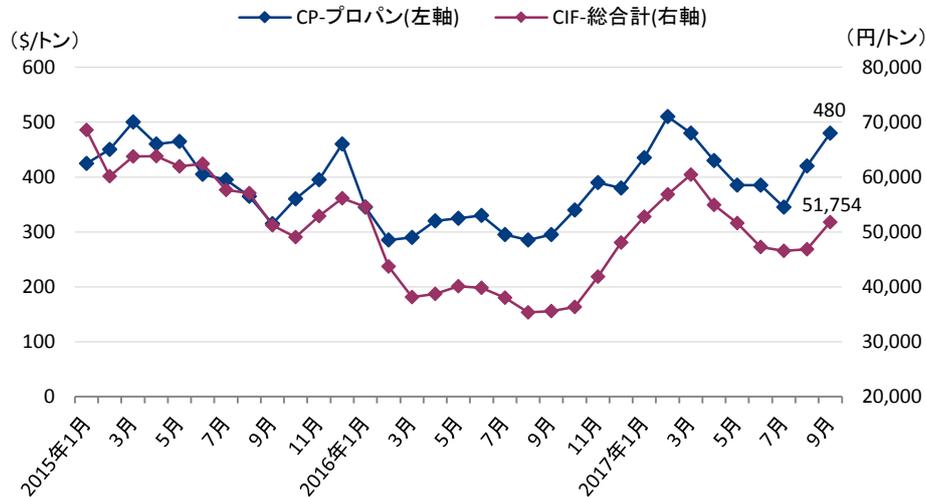
ホームライフ部門は売上収益 40,123 百万円（前年同期比 14.9% 増）、営業活動に係る利益 891 百万円（同 28.8% 増）、当社株主に帰属する四半期純損失 561 百万円（前年同期は 58 百万円の損失）で着地した。LP ガス事業で販売数量・価格が堅調だったこと加えて、電力事業の収益貢献により、営業活動に係る利益は増益となった。

主力の LP ガス販売事業においては、大元の価格である CP（コントラクトプライス、ドル建て輸入価格）が変動しても原料費調整制度で吸収され、一定の利幅が確保される仕組みとなっている。したがって利益変動は主として販売数量で決定される。今第 2 四半期は販売数量が前年同期比 1.9% 増加したため、その分増益を確保することができた。

一方で、LP ガス事業者は各顧客先のガスを自社の在庫と認識するため（いわゆる軒下在庫）、大量の在庫を保有していることになり、期末の CP の水準によって在庫影響額が損益に影響を与える。今第 2 四半期は期中に CP が低下したものの期末にかけて上昇したため、在庫影響額はプラスとなり、セグメント営業利益を押し上げた。

## 業績の動向

## LPガス価格(CPとCIF価額)の推移



出所：財務省「貿易統計」よりフィスコ作成

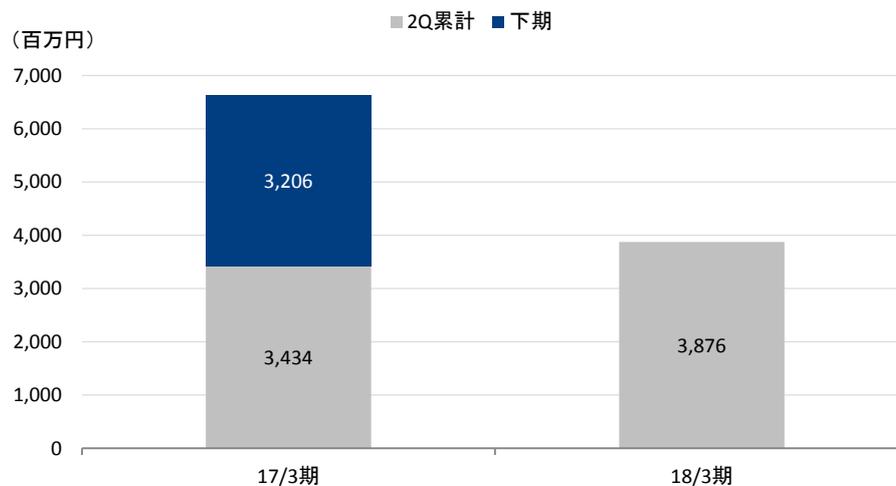
ホームライフ部門では、2016年4月の電力小売全面自由化を受けて電力事業をスタートさせている。これは、電力・ユーティリティ部門が扱う電力を、LPガスの顧客家庭向けに販売するもので、ホームライフ部門の主力商材であるLPガスと電気のセット割引販売が同社の販売戦略であり強みとなっている。この顧客数は2017年3月末で32,000軒に達したが、今第2四半期中に約10,000軒を上積みし、2017年9月末には42,000軒に達した。今期中の上積み目標は38,000軒(期末時点で70,000軒)とされており、それに照らすと顧客獲得のペースは計画を下回っている状況だ。しかしながら、今第2四半期の重要な進捗として、電力事業が黒字化を達成したことが挙げられる。これは時期的にも、契約軒数的にも、当初計画よりも早いタイミングでの達成で、電力事業の今後に期待が高まる状況と言える。

ホームライフ部門の今第2四半期のトピックスとして、大阪ガスとのLPガス事業の事業統合がある(2017年8月3日発表)。概要は、同社と大阪ガスが折半出資で(株)エネアークを設立し、関東・中部・関西地区の双方のLPガス販社を傘下に収めるということと、それ以外の地域に関して、大阪ガス側の北海道・四国のLPガス販社3社を同社側に譲渡するというものだ。これら2件の事業再編は計画どおり2017年10月1日付でスタートした。この事業再編に伴う損失が、今第2四半期中に計上された。損益計算書上の持分法投資損失がこれによるもので、この影響により、ホームライフ部門の当社株主に帰属する四半期純利益が561百万円の損失に陥った。

## 電力販売量が前年同期比 34% 増で増益。熱供給事業も GINZA SIX 効果で販売増。電力販売の異業種コラボでも進捗

### 3. 電力・ユーティリティ部門

電力・ユーティリティ部門に係る利益の推移

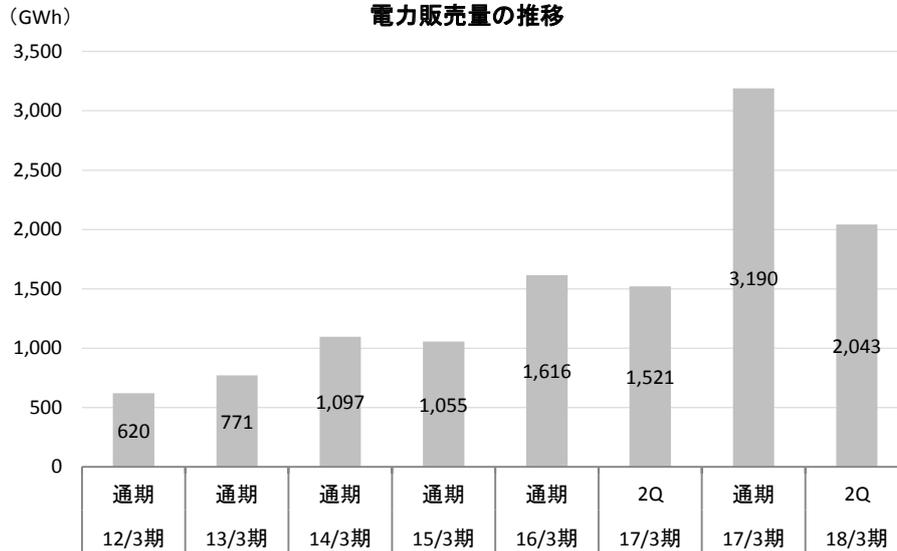


出所：決算短信よりフィスコ作成

電力・ユーティリティ部門は売上収益 35,238 百万円（前年同期比 22.8% 増）、営業活動に係る利益 3,876 百万円（同 12.9% 増）、当社株主に帰属する四半期純利益 1,882 百万円（同 11.2% 増）と増収増益となった。分野別では増減益両サイドの動きがみられたが、電力販売量の増加が貢献して増益となった。

電力事業における電力販売量は、2,043GWh と前年同期の 1,521GWh から 34.3% 増加した。電力販売には小売りと卸売があるが、小売りに関してはバラシンググループ（BG）によるものと、代理店によるものの、2つのルートで販売を行っている。BG は同社自身を BG リーダーとし、社内の LP ガス販社や社外の企業などを BG メンバーとし、それぞれの BG メンバーが地域での強み等を生かして電力を販売するものだ。前述した、ホームライフ部門で LP ガスとのセット販売で契約軒数を伸ばしたのはこの BG としての活動だ。代理店方式の販売では、生活エネルギー・流通部門の日産大阪販売（株）が代理店として契約獲得の営業活動を行っている。こうした販売網及び販売活動の充実により、電力の小売りが順調に拡大した。電力販売量が伸びたことで、利益面でも前年同期比で増益となった。

## 業績の動向



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

発電事業では第1四半期に定期点検の影響で発電量が低下したが第2四半期（7月－9月期）には通常の運転体制に戻り、総発電量は前年同期と同水準となった。しかし損益面では原材料費（特に石炭）の上昇により利幅が圧迫され、前年同期比では減益となった。

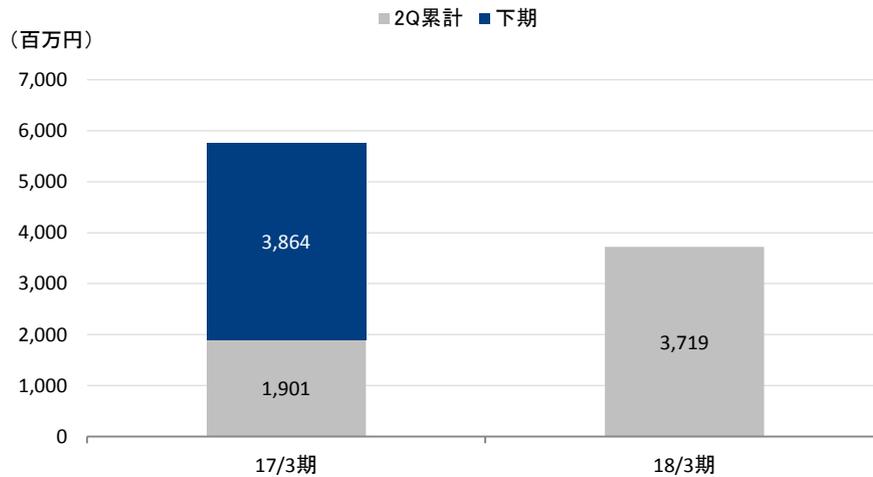
熱供給事業では4月にGINZA SIX向けに熱供給が開始されたため、熱供給量が前年同期を上回った。夏場の低温のマイナス影響を吸収して売上高は前年同期比増収となった。一方損益面では設備更新に伴う除却費用の発生により、前年同期比減益となった。

今第2四半期の進捗としては、電力の小売販売に関して、阪神電気鉄道（株）傘下のケーブルテレビ事業者である（株）ベイ・コミュニケーションズと電力小売りに関して提携したことが挙げられる。同社はかねて、異業種とのコラボレーションを模索してきたが、日産大阪販売に続く2社目の異業種コラボレーションが実現した。ベイ・コミュニケーションズは9月11日より同社の販売代理店として“ベイコムでんき”の名称で家庭向けの電力販売を開始している。

## 原油上昇、元売り再編で事業環境が改善するなか、 粛々と事業構造改革を断行し大幅増益

### 4. 生活エネルギー・流通部門

生活エネルギー・流通部門の営業活動に係る利益の推移



出所：決算短信、決算説明会資料からフィスコ作成

生活エネルギー・流通部門は売上収益 242,257 百万円（前年同期比 10.1% 増）、営業活動に係る利益 3,719 百万円（同 95.6% 増）、当社株主に帰属する四半期純利益 2,054 百万円（同 129.2% 増）と増収・大幅増益で着地した。ガソリン市況の改善などの外部要因の改善と不採算 CS の整理などの自助努力があいまって大幅増益を達成した。

外部要因の改善では、原油価格の上昇が第 1 に挙げられるが、加えて国内では 4 月 1 日に JXTG ホールディングスが誕生し、元売りの再編があった。これにより、ガソリンを始めとする燃料油の需給ギャップが解消し、ガソリンの末端小売価格における極端な安値は姿を消して市況が全般に安定的に推移した。一方需要面では、省エネ車・電気自動車の普及による長期的な燃料油需要減少トレンドは変わっていないものの、国内景気の回復やトラック運送需要の増大を背景としてトラック用軽油の販売量が増加したほか、ガソリンも横ばい圏で踏みとどまっている状況だ。

同社自身の施策として、CS 事業においては、従来に引き続き、不採算 CS の閉鎖を進めた。今第 2 四半期中においては 18 ケ所純減し、9 月末の CS 数は 1,870 ケ所となった。不採算 CS 減少によって販売管理費等の経費節減を実現し、売上げの回復ともあいまって、今第 2 四半期のセグメント利益の大幅増益に貢献した。

## 業績の動向

同社は新中期経営計画で掲げる施策の一環で組織の再編を行い、今期から生活エネルギー・流通部門が発足した。従来のカーライフ部門に、旧エネルギーイノベーション部門から産業用燃料（重油など）、フリート（トラック用軽油など）、及びアドブルー（トラック向け NoX を無害化する高品位尿素水）の事業が移管した。この分野でも、構造改革を進めて経費削減等を進めた。

前述のガソリンの需給バランスの改善は、産業用燃料やフリート（トラック用軽油）などの領域にも同様の改善効果をもたらしたとみられる。プライシングメカニズムや需要ドライバー等の収益変動要因が基本的に同じであるためだ。

ディーラービジネスを手掛ける日産大阪販売については、前年同期が三菱自動車 <7211> の燃費不正問題の影響で低迷したことの反動で、今第2四半期は増収増益となった。

## 日産大阪販売の業績

18/3 期第2 四半期業績（単位：億円）		
	実績	前期比増減額
売上高	504	85
営業利益	9	3
当期利益*	3	1

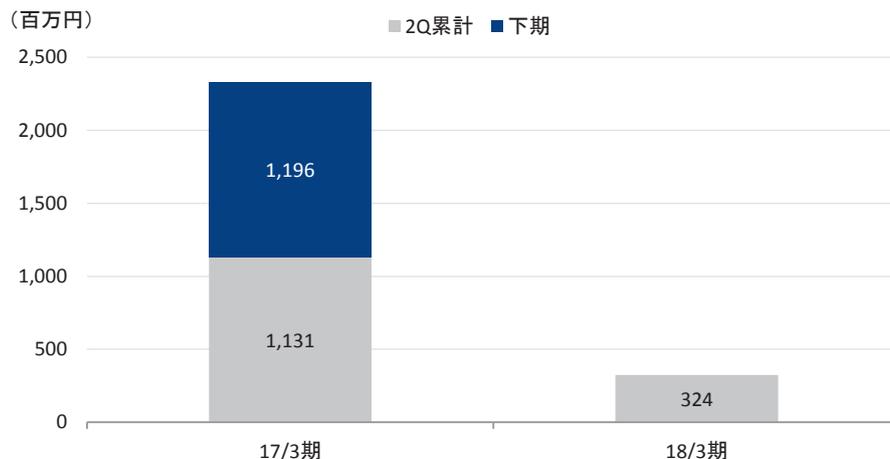
車両販売台数（単位：千台）		
	実績	前期比増減台数
新車	14	3
中古車	14	2

※当期利益は伊藤忠エネクスへの取り込み分  
 出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

## 需給ギャップ解消で需給トレードが大幅に縮小。 不需要期も重なり大幅減益

### 5. 産業エネルギー・流通部門

産業エネルギー・流通部門の営業活動にかかる利益の推移



出所：決算短信、決算説明会資料よりフィスコ作成

産業エネルギー・流通部門は売上収益 38,986 百万円(前年同期比 39.8% 増)、営業活動に係る利益 324 百万円(同 71.4% 減)、当社株主に帰属する四半期純利益 242 百万円(同 70.5% 減)と売上収益は大幅増収ながら大幅減益となった。

前述した元売り再編による需給ギャップの解消及び市況の安定は、産業エネルギー・流通部門の石油製品トレード事業にとっては逆風として働いた。石油製品トレードは、需給ギャップで発生する余剰玉をトレードすることで、需給調整や価格ギャップの解消を行うもので、同社自身の収益拡大ニーズに加え、業界全体でのバランス調整という社会的ニーズも背負った事業であるためだ。

またアスファルトは、販売量自体は前年同期比 11.6% 増と増加したものの、基本的には下期型の事業であるため、他事業の不振を吸収するには足りず、セグメント利益を押し上げるには至らなかった。

今第 2 四半期のトピックスとしては、石炭灰(フライアッシュ)のリサイクル事業の開始が挙げられる。これは石炭火力発電所から排出される石炭灰をアスファルト舗装工事の路盤材等に再利用する事業だ。同社はこれ以外にもスロップや再生油事業などの事業化を進めており、フライアッシュに続く事業化の実現が待たれるところだ。

## ■ 中期経営計画と事業セグメント別進捗状況

### 『Moving 2018』では次の飛躍に向けた足場固めに注力

#### 1. 中期経営計画『Moving 2018』の概要

同社は今期の期初に、2018年3月期と2019年3月期の新2ヶ年中期経営計画『Moving 2018“つなぐ未来”』を策定、公表した（詳細については2017年7月5日付レポート参照）。この今中期経営計画のコンセプトは「次のステージを見据えて経営基盤を再度足固めする2年間」というものだ。

今中期経営計画の定量計画としては、最終年度の2019年3月期において、営業利益185億円、当社株主に帰属する当期純利益108億円、ROE9.1%等を掲げている。2017年3月期実績と比べると今中期経営計画期間における成長が鈍い印象を受けるが、今中期経営計画は足場固めに徹し、当社株主に帰属する当期純利益の水準を100億円台に定着させることを何よりも重視しているというメッセージだというのが弊社の理解だ。

中期経営計画の定量計画

	2017年3月期	Moving 2018	
		2018年3月期	2019年3月期
営業利益	197億円	165億円	185億円
当社株主に帰属する当期純利益	104億円	104億円	108億円
ROE	10.0%	9.3%	9.1%
配当性向	30%以上	30%以上	30%以上
営業CF	178億円	220億円	240億円
投資計画	134億円	450億円(2年累計)	
年平均レート	原油価格	50ドル/バレル	
	CP価格	400ドル/トン	
	為替レート	108.4円/ドル	

出所：会社資料よりフィスコ作成

## 中期経営計画と事業セグメント別進捗状況

## 中期経営計画定量計画の事業セグメント別内訳

(単位：百万円)

	17/3 期		18/3 期		19/3 期	
	通期	通期(予)	前期比	通期(予)	前期比	
ホームライフ部門	90,768	99,400	9.5%	107,300	7.9%	
電力・ユーティリティ部門	65,654	84,300	28.4%	90,800	7.7%	
生活エネルギー・流通部門	740,400	763,100	3.1%	771,800	1.1%	
産業エネルギー・流通部門	132,100	211,700	60.3%	194,600	-8.1%	
その他	0	0	--	0	--	
調整前売上高合計	1,028,939	1,158,500	12.6%	1,164,500	0.5%	
調整額	0	-8,500	--	0	--	
売上高合計	1,028,939	1,150,000	11.8%	1,164,500	1.3%	
ホームライフ事業	4,831	4,500	-6.9%	5,000	11.1%	
電力・ユーティリティ事業	6,640	4,400	-33.7%	5,500	25.0%	
生活エネルギー・流通部門	5,800	5,400	-6.9%	5,600	3.7%	
産業エネルギー・流通部門	2,200	2,100	-4.5%	2,400	14.3%	
その他	0	0	--	0	--	
調整前営業活動に係る利益合計	19,564	16,400	-16.2%	18,500	12.8%	
調整額	114	100	-12.3%	0	--	
営業活動に係る利益合計	19,678	16,500	-16.2%	18,500	12.1%	

注：生活エネルギー・流通部門と産業エネルギー・流通部門の17/3期の組み換え数値は億円単位での開示のため、前期比の数値は参考値

出所：決算短信、中期経営計画資料よりフィスコ作成

## 成長戦略としての設備投資及び資産の入替の進展が注目点。 今第2四半期は順調な進捗

### 2. 中期経営計画の進捗状況

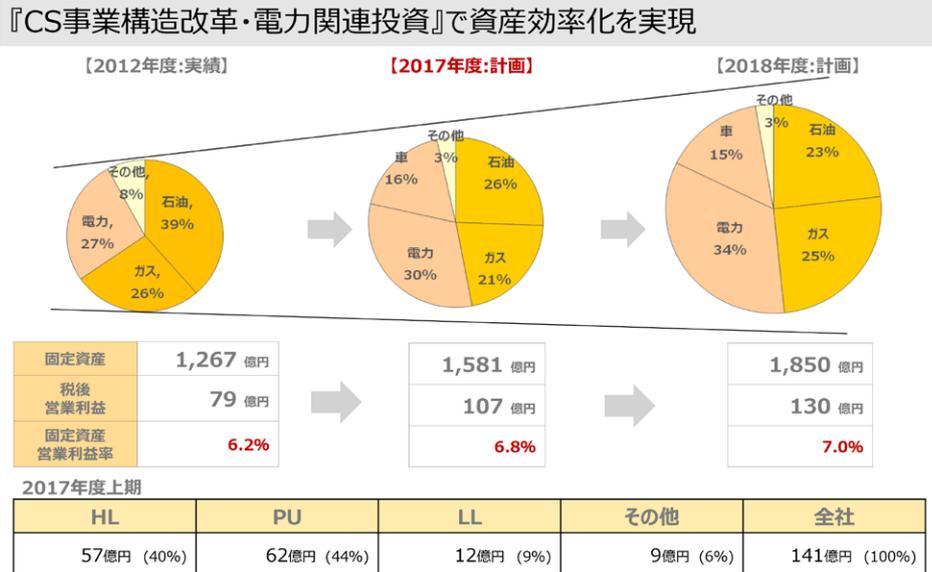
前述のように、今中期経営計画のスタンスは次の成長のための足場固めであるため、注目点は業績面よりも設備投資計画とその実行であると弊社では考えている。

設備投資について同社は、2年間累計で450億円という目標を打ち出している。単年度当たりでは、2017年3月期の水準から約70%の増加となる。次のステージへの布石を打つ2年間という位置付けであることを踏まえれば、当然とも言える。一方、こうした積極的な投資計画の裏側には、営業キャッシュ・フローが2年間累計で460億円に達する見込みで、財務体質の維持・向上との両立を図りつつ積極投資が可能な状況にあるということも、また重要なポイントだ。

同社が設備投資に注力するのは、事業構造改革に合わせて資産を入れ替え、資産効率の改善を図ることが理由だ。前述のように、同社は外部環境の変化に合わせてCS事業で不採算CSの閉鎖を中心とする事業構造改革を行うと同時に、電力事業においては発電分野、販売分野双方で様々な拡大のための施策を行っている。

## 中期経営計画と事業セグメント別進捗状況

## 中期経営計画：資産の入替のイメージ図



出所：決算説明会資料より掲載

今第2四半期は設備投資として141億円を実施した。2018年3月期通期計画の192億円に対して約73%となり、同社の積極的な姿勢がうかがえる。事業セグメント別の内訳と主な内容の一覧を見ると、ホームライフ部門ではLPガスの事業再編の一環で、北海道・四国のLPガス販売の株式を取得した。電力・ユーティリティ部門ではGINZA SIXへの熱供給のための設備投資等を実施した。生活エネルギー・流通部門では日産大阪販売の店舗の改装を進めた。

## 2018年3月期第2四半期の設備投資の概要

部門	設備額 (単位：億円)	項目	主な内容
ホームライフ	57	株式買収、設備投資等	大阪ガスから北海道、四国（愛媛、高知）のLPガス販売の株式を取得
電力・ユーティリティ	62	株式買収、設備投資等	GINZA SIX向け熱供給の開始に伴い能力増強、既存設備の更新
生活エネルギー・流通	12	店舗改装、設備投資等	日産大阪販売の店舗の改装
産業エネルギー・流通	9	設備投資等	船舶燃料配給船の新造
全社	141		

出所：決算説明会資料、会社資料よりフィスコ作成

弊社では、これまでのところは、同社が目指す方向に設備投資が順調に進捗しているという印象を持っている。今第2四半期において発表された大阪ガスとのLPガスの事業統合では、北海道と四国の商圏を手に入れたが、これは想定以上のプラス要因だったのではないかと弊社では推測している。

今後の計画の中で弊社が特に注目するのは、新規発電所の計画だ。同社は今中期経営計画の発表資料の中で、自然エネルギー発電事業の強化とバイオマス発電事業の取り組み強化を掲げている。同社の発電設備は相対的に石炭への依存度が高いため、バイオマスを含めた再生可能エネルギー発電の開発は、エネルギー源の分散という意味でも大きな意味を持っている。今中期経営計画の設備投資計画に組み込まれることの意味は、2019年3月期末までに着工することを示唆しており、詳細計画の発表が待たれる。

## ■ 今後の見通し

### 会社予想に対して上振れで着地の可能性が高いとみるが、リスク要因も存在していることに注意が必要

#### 1. 2018年3月期通期見通し

2018年3月期について同社は、売上高1,150,000百万円（前期比11.8%増）、営業活動に係る利益16,500百万円（同16.2%減）、税引前利益17,800百万円（同8.0%減）、当社株主に帰属する当期純利益10,400百万円（同5百万円減）と増収ながら減益を予想している。これらの予想値は期初予想から変更はない。

#### 2018年3月期通期見通しの概要

（単位：百万円）

	17/3期			18/3期			前期比		
	2Q累計 実績	下期 実績	通期 実績	2Q累計 実績	下期 予想	前期比 伸び率	通期 予想	前期比 伸び率	増減額
売上高	466,313	562,626	1,028,939	507,990	642,010	14.1%	1,150,000	11.8%	121,061
売上収益	309,516	385,544	695,060	352,395	--	--	--	--	--
売上総利益	43,742	49,862	93,604	44,193	--	--	--	--	--
販管費	36,210	38,487	74,697	35,385	--	--	--	--	--
営業活動に係る利益	7,755	11,923	19,678	9,421	7,079	-40.6%	16,500	-16.2%	-3,178
税引前利益	7,242	12,102	19,344	8,282	9,518	-21.4%	17,800	-8.0%	-1,544
当社株主に帰属する 当期純利益	3,707	6,698	10,405	3,969	6,431	-4.0%	10,400	-0.0%	-5

出所：決算短信よりフィスコ作成

今第2四半期決算の通期予想に対する進捗率が高かった結果、今通期予想達成のために必要な今下半期の業績のハードルは大きく低下した。今下期の営業利益は前年同期比40%減益、税引前利益は同20%減益で十分届くという状況だ。同社の業績は季節性から下半期偏重の傾向がある点を踏まえれば、同社の通期予想は控え目に過ぎ、会社予想に対して上振れの期待が高まるのも当然と言えるだろう。

弊社では会社予想を上回る着地となるという見方を基本シナリオとしているが、一方で過度の利益上振れを期待するのは避けるべきと考えている。詳細はセグメント別見通しで後述するが、各事業セグメントそれぞれに利益変動要因が存在している。

事業セグメント別の注目点は以下のとおりだ。

### (1) ホームライフ部門

ホームライフ部門の中の LP ガス事業は、暖房需要が出てくる下半期に需要期を迎える。需要量は天候に大きく左右され、とりわけ気候温暖な西日本における気温が需要を大きく変動させる。価格については原料価格 (CP) と販売価格の価格差は原料費調整制度で一定幅が保たれるため、期中の変動はあまり大きな問題ではない。しかし、期首・期末の価格差は在庫影響額として損益に大きな影響を与えるので注意が必要だ。9 月の CP は 480 ドル/トンであったが、11 月の CP は 575 ドル/トンにまで上昇している。仮に 2018 年 3 月までこの水準が続けば、在庫影響額は大きな利益押し上げ要因として働く可能性がある。ここまでは順調だが、天候要因も CP も、下方にも動きやすい点で警戒が必要だ。

ホームライフ部門のもう 1 つの注目点は、10 月 1 日にスタートしたエネアークを初めとする LP ガス事業再編の効果だ。売上高については、商圏がそのまま維持されるため想定どおりに進捗すると期待される。一方利益は事業統合で経費節減がどの程度進むかで変わってくる。今第 2 四半期において 8 億円を超える持分法投資損失を計上済みであるため、下半期にはプラスの利益取り込みになると弊社では推測している。同社が傘下に収めた北海道と四国 (愛媛・高知) の LP ガス販社についても、売上高は前期と同水準 (3 社合計で約 162 億円) が期待され、利益についても統合効果の発現でプラス貢献になると弊社ではみている。

### (2) 電力・ユーティリティ部門

電力・ユーティリティ部門では 10 月 1 日から仙台パワーステーション (仙台 PS) が営業運転を開始した。出力は 11.2Kw で同社は持ち分に応じてその半分を引き取る。仙台 PS の稼働により同社の発電能力は約 30% 近く増加することになる。しかしながら、これがそのまま同社の電力販売量の増加にはならないことに注意が必要だ。

同社は仙台 PS の稼働を見越して、販売先の確保に努めるとともに、その分は外部電力の調達などで対応してきた。仙台 PS の稼働後は外部調達分を仙台 PS 分に切り替える形となるため、電力販売量は仙台 PS の稼働分だけ増えることにはならない。

電力事業については、石炭 (燃料炭) 価格の上昇に注意を払う必要がある。石炭価格の上昇は利益にはプラス方向に作用する面もあるが、卸売市場向けの取引量が減少する可能性もある。また小売市場においては、大手電力会社の巻き返しが強まってきており、1 年契約の更新時期が近づきつつあるなか、油断はできない状況だ。同社は、ベイ・コミュニケーションズとの提携の本格稼働や、LP ガス販社を通じた家庭向け電力販売の加速などを通じて、小売電力量の成長を維持し、電力事業の収益拡大ペースを維持していく方針だ。

### (3) 生活エネルギー・流通部門

生活エネルギー・流通部門では今下半期も不採算 CS の閉鎖などの事業再編を粛々と進める方針だ。しかしながら部門全体の事業構造改革の効果については、今下半期は上半期 (第 2 四半期累計) 実績に比べて縮小すると想定しておく方が無難だろう。理由は、今年 4 月の組織再編で加わった産業用燃料 (重油など) やフリート (トラック用軽油など) などの事業における経費節減効果が一服するとみられるためだ。

## 今後の見通し

生活エネルギー・流通部門の今下期は、外部要因の変化にも注意が必要だ。上期の収益改善には元売り再編でもたらされた需給ギャップ解消とそれによる市況安定化の効果も大きかったが、この状態が今後も持続するという保証はないためだ。弊社では今下期も上半期と同様の外部環境が続くとみているが、同社自身はこの点に関する警戒を緩めてはいない。

日産大阪販売は、今上期は前年同期対比で増収増益要因として働いたが、下半期は一転してリスク要因となりそうだ。理由は日産自動車<7201>の完成検査問題だ。各店舗で検査のやり直し等に取り組んでいるため、本来の営業活動などが遅れている状況だ。赤字転落に至るほどではないにしても、前年同期比では減益となる可能性は想定しておくべきと弊社では考えている。

#### (4) 産業エネルギー・流通部門

産業エネルギー・流通部門は主力商材のアスファルトが公共投資関連ということで需要期を迎える。今上半期のアスファルト販売量は前年同期比プラスとなったが、今下期も同様の傾向が続くと弊社では期待している。

一方、需給ギャップ解消による石油製品の需給取引減少という状況は今下期も継続しそうだ。市場の安定が崩れれば需給トレードが再度増えてくる可能性もあるが、それは反面では生活エネルギー・流通部門にとってマイナスになる可能性がある。同社全体で見たときは、市場安定化のプラスメリットの方が大きいというのが弊社の考えだ。

同社が進める複数の新規ビジネスのうち、フライアッシュ事業が今第2四半期にスタートしたことで、後に続く他の新規事業への期待が高まる。スロップや再生油についてはフライアッシュと同様の時間を積み重ねてきており、事業化は近いと期待されている。フライアッシュ事業もエリアの横展開など、まだまだ成長余地は大きい。

## 増収増益期待の一方で不透明要素も存在。 『Moving 2018』で掲げる業績水準が現時点では妥当な線

### 2. 2019年3月期の考え方

2019年3月期の業績については、ここ数年の同社の増収増益トレンドからすると、中期経営計画『Moving 2018』で掲げられた業績計画は慎重に過ぎるようにも見える。しかしながら、現時点でこの予想をそのように断じるのは時期尚早かもしれないと弊社では考えている。

ここ数年の同社の業績の伸長では、生活エネルギー・流通部門（旧カーライフ部門）における不採算CSの閉鎖に象徴される事業構造改革と、電力・ユーティリティ部門における電力販売量の急拡大が、大きく貢献してきた。このうち電力事業に関しては、2018年4月以降は大きな転機を迎える可能性がある。それは大手電力会社の巻き返しだ。多くの場合、同社のような新電力（PPS）企業との契約は1年契約だ。2016年4月の電力小売全面自由化から2年が経とうとしているが、大手電力会社もこの2年間で体制を立て直しつつある。特に大口需要家ほど巻き返しの対象となりやすく、そうなった場合の業績影響も大きくなると予想される。

伊藤忠エネクス | 2018年1月5日(金)  
 8133 東証1部 | <http://www.itcenex.com/>

今後の見通し

もう1つは石油業界の元売り再編の効果の持続性だ。2017年4月にJXTGホールディングスが誕生したことで、今期は過度な価格競争や需給ギャップは収まった状況にある。この状態がいつまで続くかは同社のみならず業界全体にとっても必要なテーマだ。足元は落ち着いた状況が続いているが、今後どういう展開になるかはまったく不透明な状況だ。結果的に杞憂に終わる可能性もあるが、警戒を怠るべきではないだろう。

結論として、現時点では、同社が『Moving 2018』で掲げる2019年3月期の業績計画は、1つの基準としては妥当な水準ではないかというのが弊社の考えだ。過度な業績上振れ期待は、現時点では慎むべきと考える。

## 損益計算書

(単位: 百万円)

	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期		
	通期	通期	通期	2Q実績	下期(予)	通期(予)
売上高	1,373,393	1,071,629	1,028,939	507,990	642,010	1,150,000
前期比	-8.8%	-22.0%	-4.0%	8.9%	14.1%	11.8%
売上収益	936,841	723,645	695,060	352,395	--	--
前期比	-3.0%	-22.8%	-4.0%	13.9%	--	--
売上総利益	85,720	89,562	93,604	44,193	--	--
前期比	19.7%	4.5%	4.5%	1.0%	--	--
対売上高比率	6.2%	8.4%	9.1%	8.7%	--	--
販管費	71,184	73,226	74,697	35,385	--	--
前期比	23.0%	2.9%	2.0%	-2.3%	--	--
対売上高比率	5.2%	6.8%	7.3%	7.0%	--	--
固定資産に係る損益	-1,825	-593	-982	-86	--	--
その他の損益	389	641	1,753	699	--	--
その他の収益及び費用合計	-72,620	-73,178	-73,926	-34,772	--	--
営業活動に係る利益	13,100	16,384	19,678	9,421	7,079	16,500
前期比	10.3%	25.1%	20.1%	21.5%	-40.6%	-16.2%
税引前利益	12,155	15,004	19,344	8,282	9,518	17,800
前期比	-12.2%	23.4%	28.9%	14.4%	-21.4%	-8.0%
当社株主に帰属する当期純利益	5,503	7,469	10,405	3,969	6,431	10,400
前期比	-22.7%	35.7%	39.3%	7.1%	-4.0%	-0.0%
EPS(円)	48.71	66.10	92.09	35.14	56.91	92.05
配当(円)	22	24	32	16	16	32
1株当たり株主資本合計(BPS、円)	862.3	889.7	960.37	--	--	--

出所: 決算短信よりフィスコ作成

伊藤忠エネクス | 2018年1月5日(金)  
 8133 東証1部 | <http://www.itcenex.com/>

今後の見通し

## 貸借対照表

(単位:百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 2Q
流動資産	188,193	157,708	137,865	178,127	160,142
現金及び現金同等物	14,251	16,184	20,824	22,727	17,199
営業債権	140,289	98,449	71,968	94,759	84,661
棚卸資産	18,655	27,794	25,160	27,155	24,568
その他	14,998	15,281	19,913	33,486	33,714
非流動資産	132,531	171,351	166,188	166,476	158,054
持分法で会計処理されている投資	5,927	10,551	8,786	11,749	11,007
その他の投資	7,349	8,924	8,029	7,461	8,294
有形固定資産	66,988	88,836	88,311	87,588	82,759
無形固定資産	10,280	23,474	24,329	23,638	20,375
その他	41,987	39,566	36,733	36,040	35,619
資産合計	320,724	329,059	304,053	344,603	334,165
流動負債	158,336	149,443	111,997	143,751	129,898
社債及び借入金(短期)	11,499	14,208	5,299	9,318	7,502
営業債務	125,655	104,564	80,745	101,902	98,872
その他	21,182	30,671	25,953	32,531	23,524
非流動負債	58,268	66,669	74,894	73,375	70,963
社債及び借入金(長期)	27,099	26,746	32,366	31,702	31,208
その他	31,169	39,923	42,528	41,673	39,755
株主資本合計	94,651	97,432	100,526	108,511	110,586
資本金	19,878	19,878	19,878	19,878	19,878
資本剰余金	18,737	18,743	18,740	18,740	18,740
利益剰余金	59,884	62,223	66,024	73,300	75,180
その他の資本の構成要素	-2,098	-1,661	-2,364	-1,655	-1,339
自己株式	-1,750	-1,751	-1,752	-1,752	-1,873
非支配持分	9,469	15,515	16,636	18,966	19,562
資本合計	104,120	112,947	117,162	127,477	130,148
負債及び資本合計	320,724	329,059	304,053	344,603	334,165

出所:決算短信よりフィスコ作成

## キャッシュ・フロー計算書

(単位:百万円)

	14/3期	15/3期	16/3期	17/3期	18/3期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	17,530	34,336	30,322	17,831	9,957
投資活動によるキャッシュ・フロー	-12,556	-20,410	-16,673	-14,712	-8,971
財務活動によるキャッシュ・フロー	-8,859	-12,115	-9,059	-1,195	-5,924
現金及び現金同等物の増減額	-3,885	1,811	4,590	1,924	-4,938
現金及び現金同等物の期首残高	18,062	14,251	16,184	20,824	22,727
為替相場の変動による現金及び現金同等物への影響額	74	122	-27	-21	9
現金及び現金同等物の期末残高	14,251	16,184	20,824	22,727	17,797

出所:決算短信よりフィスコ作成

## ■ 株主還元

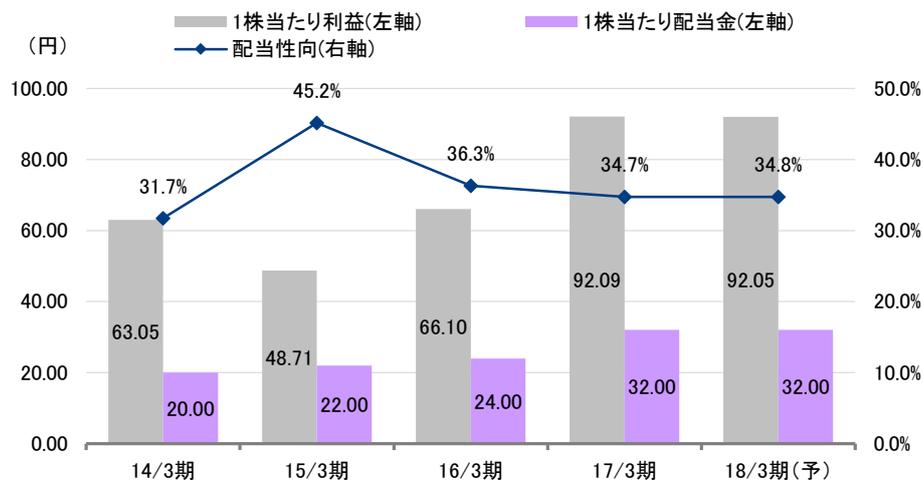
### 2018年3月期は前期比横ばいの32円配を予想

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。

2018年3月期については前期比横ばいの年間32円配(中間配16円、期末配16円)の配当予想を公表している。第2四半期決算の段階では期初予想から変更はない。予想1株当たり当社株主に帰属する当期純利益が92.05円と前期比横ばいであることが背景にあると考えられる。

前述のように第2四半期決算は極めて順調であった。弊社では通期業績の上振れの可能性は、一段高まったと考えているものの、需要期である第3・第4四半期の情勢が定まらない現状では、業績上振れ期待を持つのは時期尚早だろう。配当についても同様に、現状では会社予想の線で考えておくのが妥当だと考えている。

1株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## ■ 情報セキュリティ

### 厳格な社内ルールの設定に加え、 情報セキュリティに関する国際規格の認証も取得

顧客の個人情報の保護について同社は、独自に「個人情報保護ポリシー」を定め、組織体制の構築、施策の実施・維持及びそれらの継続的な改善に取り組んでいる。また、役員・従業員及び同社に関わる関係者に周知徹底を図り、個人情報保護を促進している。

また、同社の電力事業においては、電力需給部が電力販売に伴い個人情報等を取り扱っている。その電力需給部では2016年10月に情報セキュリティ・マネジメントシステムの国際規格であるISO/IEC27001/JIS Q 27001（通称:ISMS※）の認証を取得し、情報取扱いの安全性を担保している。

※ ISMS (Information Security Management System) は、情報資産を様々な脅威から守り、リスクを軽減させるための総合的な情報セキュリティ・マネジメントシステム。ISMSには国際・国内規格 (ISO/IEC27001/JIS Q 27001) があり、この基準を満たし、認証を取得することを一般的に「ISMS取得」と呼んでいる。

#### 重要事項（ディスクレマー）

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・加工することは堅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・譲渡することは堅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