

伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

2014 年 12 月 15 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

■ M&A や事業提携に対して積極的な「攻めの経営」

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、エネルギー商社。産業向けの燃料販売から最終消費者向けのガソリン、LPガスや各種機器類の販売まで、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 M&A や事業提携に対して従来から積極的で、いわゆる「攻めの経営」をモットーとしている。同社の「攻めの経営」は、すべての事業部門において、大規模なものから小規模のものまで、様々な施策がなされているが、そのなかでも 2015 年 3 月期において注目された動きは、自動車ディーラー事業を手掛ける大阪カーライフグループ (OCG) の買収であり、新車販売から、車検・中古車販売といったメンテナンス事業も手掛けている。OCG は大阪府下唯一の日産系有力ディーラーだ。サービスステーション運営を中心にカーライフ事業を手掛ける同社と相関が強く、連結収益への直接貢献と、他の自動車関連事業へのシナジー効果の両方が期待される。

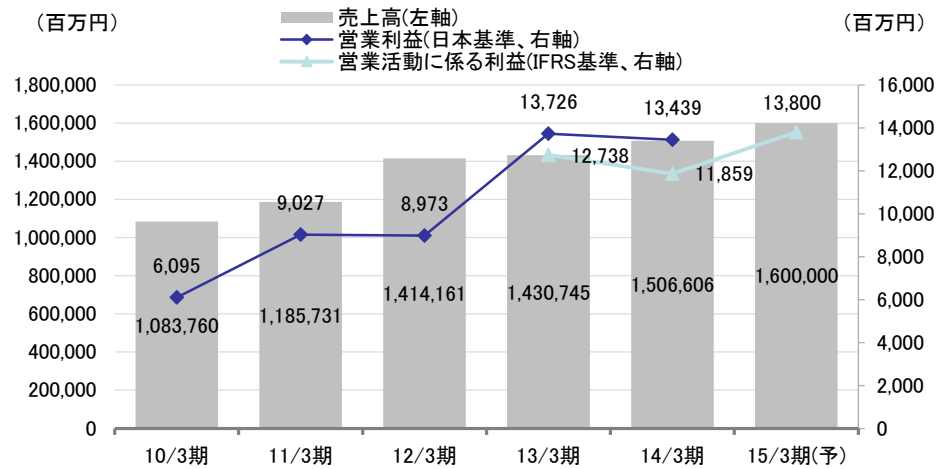
同社の「攻めの経営」のもう一つの注目点は電力・ユーティリティ事業だ。2016 年にも到来が予想される電力小売りの全面自由化に備えて、自社の発電能力の増強に加えて、他社とのアライアンス強化を進めている。すでに王子ホールディングス<3861>との合併会社設立が発表されているが、現在はここに北海道ガス<9534>が加わって北海道をターゲットにすることが検討されている。また、一部の報道によれば、電力会社と合併での石炭火力発電所の新設も取りざたされている。

足元の事業環境は決して順風とは言えない。2015 年 3 月期上期 (2014 年 4 月 -9 月) は、消費増税、天候不順、原油価格の下落、急激な円安などの外部要因の影響で、同社が扱う石油製品類は全般に需要量が減少した。同社の収益構造は、価格と数量の両方の影響を受けるが、利益に対しては数量の影響がより大きく出る傾向にある。それにも拘わらず、同社の今上期決算は実質的には全利益項目で増収増益となった。この大きな要因として上記の「攻めの経営」の効果がある。

■ Check Point

- ・ 事業構造の変革の原動力は M&A で、成長の歴史そのもの
- ・ 前年同期の特殊要因による反動減を考慮すれば実質的に増収増益
- ・ 冬季の暖房需要が強いため下期偏重型の季節性を有する

業績の推移



※15/3期より国際会計基準(IFRS)を任意適用

■ 会社概要

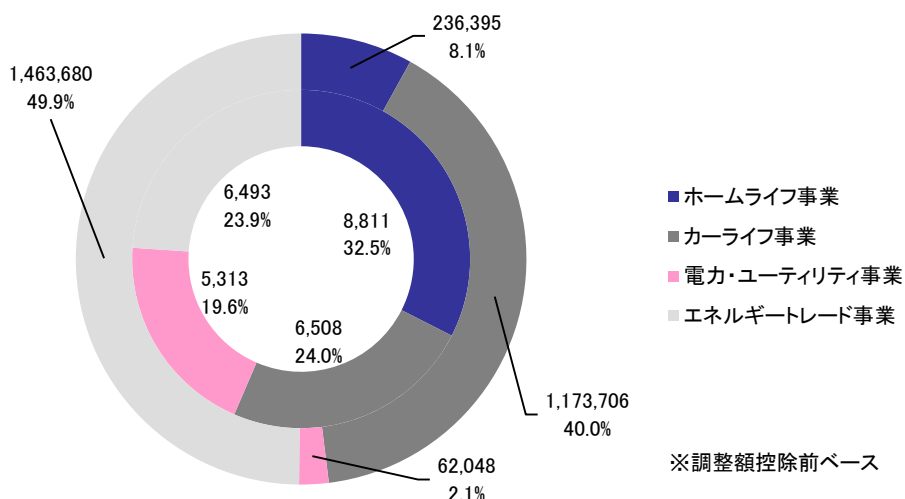
事業構造の変革の原動力は M&A で、成長の歴史そのもの

(1) 事業の概要

同社は 2001 年に現社名に変更するまでは伊藤忠燃料の社名で、石油製品流通業界で大きな存在感を見せていた。2000 年代に入ってからは社名だけでなく事業構造においても大きな変革を推進してきた。その変革の原動力は M&A である。M&A は、今では同社の DNA とも言えるほどに全ての事業分野において、様々な規模のものが実行されてきた。同社の成長の歴史は M&A の歴史でもある。M&A には当然、リスクも伴う。積極的にリスクを取りながらも大手エネルギー商社としての長年の知識と経験を活かして、巧みに数々の M&A を成功へと導いてきたところに、同社の「攻めの経営」の真価があるといえる。

現在の同社は 4 つの事業部門からなる。すなわち、「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 つだ。それぞれの事業の収益構造は後述するが、全体の構成では、売上高では事業部門間で差があるものの、営業利益段階では、4 事業部門がバランス良く稼いでいることがわかる。下記のグラフでは、平準化した状態での収益構造のイメージを把握するため、2013 年 3 月期と 2014 年 3 月期の合算ベースで表示した。なお、同社は 2014 年 3 月期から IFRS (国際会計基準) を適用して決算書を作成しており、事業セグメント別利益内訳は営業利益から税引前利益に変更になる。

事業部門別売上高・営業利益(日本基準)の内訳(2013年3月期と2014年3月期の合算)



LP ガスの利幅は一定だが販売量変動の影響は大きい

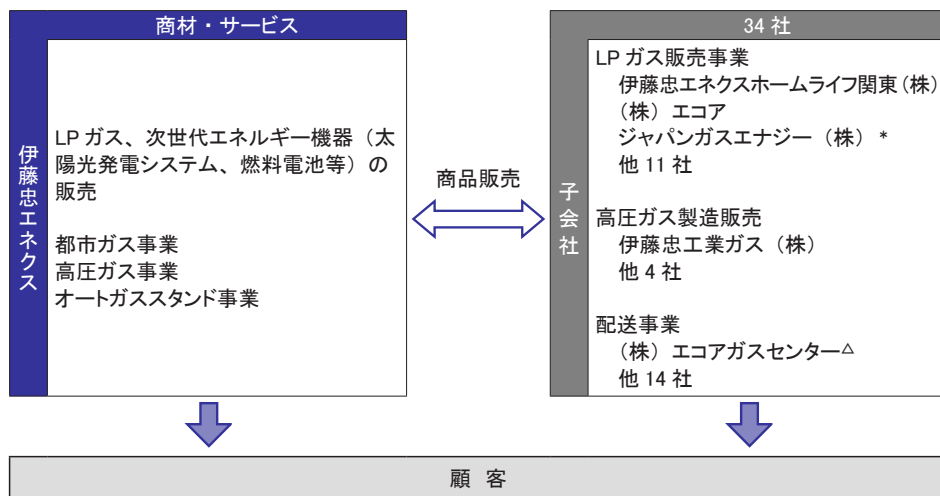
(2) 各事業部門の内容と収益変動ファクター

以下では、各事業部門の収益構造と、主な収益変動ファクターを説明する。

ホームライフ事業

ホームライフ事業の商材・サービスには、LP ガスの販売、都市ガス運営事業、産業用ガスの販売、タクシー（LP ガスを燃料とするもの）向けのオートスタンドの運営、太陽光発電システムなど次世代エネルギーシステムの販売などがある。

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

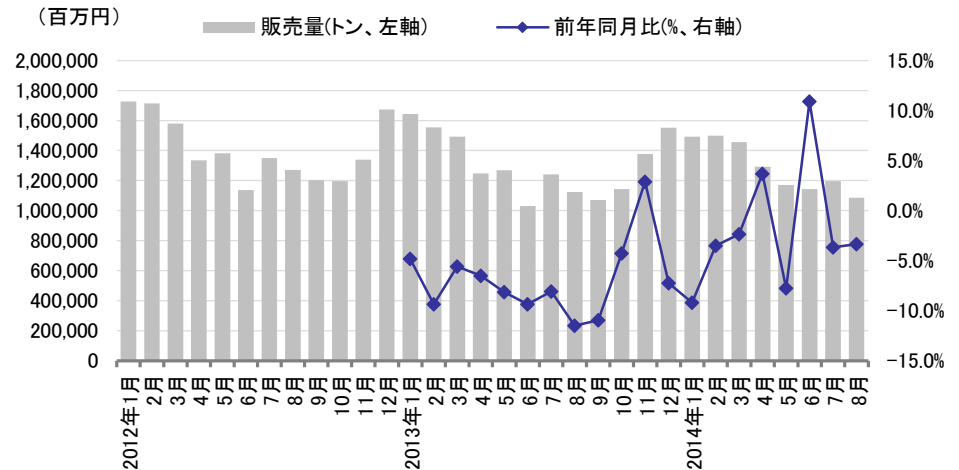
これらのなかで収益貢献度が大きい事業は LP ガス事業であり、ホームライフ事業部門の収益動向を大きく捉えようとするならば、LP ガスの価格（仕入値及び販売価格）と販売数量の動向を把握しておくことが重要になる。同社は直接販売・間接販売（販売店経由）合わせて 100 万世帯を顧客として握っており、そうしたマクロの動きの影響が、良くも悪くも同社の業績に反映される状況にある。

2014 年 12 月 15 日 (月)

日本では LP ガスは約 80% が輸入され、同社も輸入・元売り業者から仕入れる。この仕入価格は原油価格や為替レートなどの影響を受けて上下する。原油価格が上昇する局面では LP ガス原料の価格も上昇し、為替レートが円安になれば、輸入価格上昇となってやはり上昇する。しかしこのような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、同社を含めて卸売業者・小売業者は一定のマージンを確保できるようになっている。

反対に、販売数量の変動が利益に与える影響は大きい。利益額は利幅と販売数量の掛け算で求められるが、前述のように、単位当たりの利幅が一定であるため、数量変動が直接利益額に影響を及ぼすことになる。

LPガス販売量の推移



出所: 日本LPガス協会

SS 事業の収益はガソリンの価格の差と数量の両方に左右される

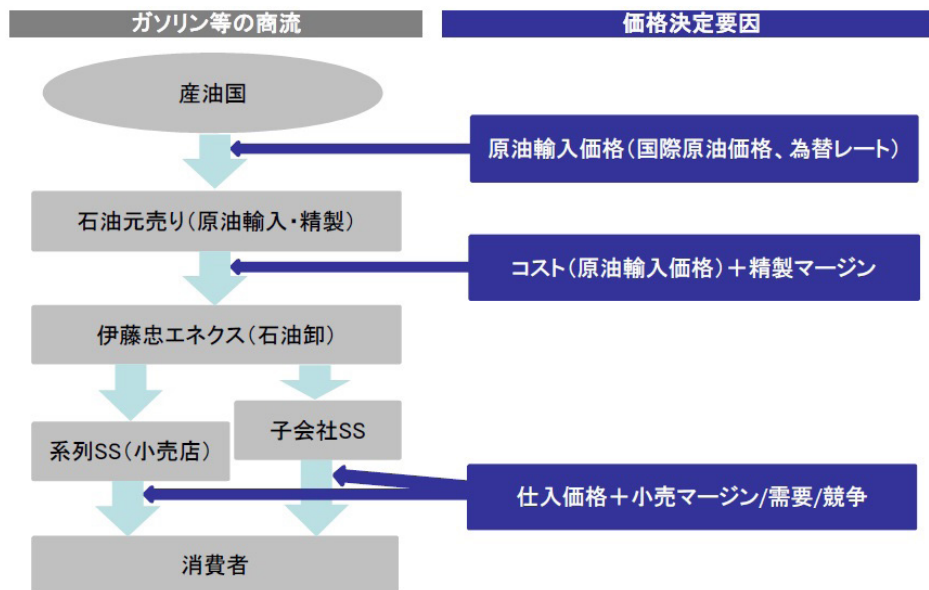
カーライフ事業

カーライフ事業は、ガソリンスタンド(SS = サービスステーション)でのガソリン等燃料油の販売と燃料油以外の車周辺ビジネスに大別される。2014 年 3 月期まではガソリン販売が事業の主な内容だったが、2014 年 5 月に大阪カーライフグループ(以下、「OCG」)を買収したため、特に利益面ではガソリン販売に代表される燃料油販売事業からの利益と車周辺ビジネスからの利益が大まかには半々の割合になってくると弊社ではみている。

同社が OCG を買収したのは、カーライフ事業部門として、自動車関連ビジネスのチェーンを完成させ、シナジーを得て、同事業の収益向上につなげるためである。

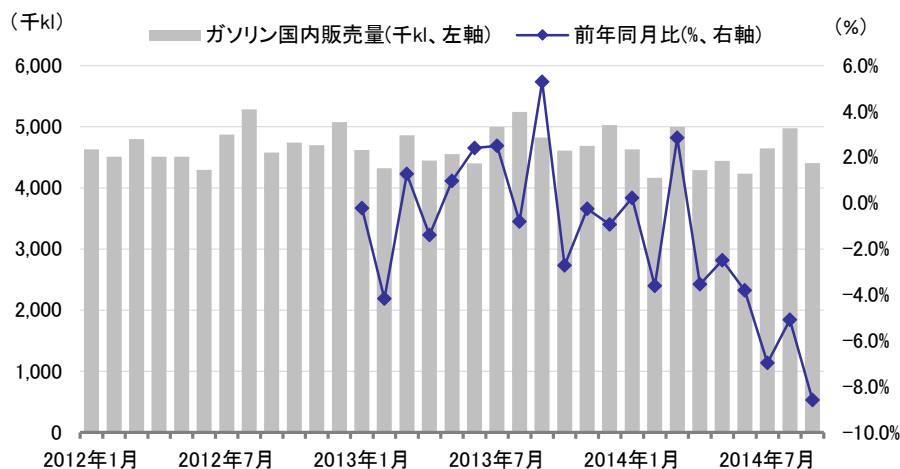
SS 事業の収益構造はシンプルで、ガソリンの販売価格と販売数量を掛けた積が売上高になる。利益を考える場合にはガソリンの販売価格と仕入価格の差(スプレッド)と数量を掛けた積が利益ということだ。ガソリンの場合、先述の LP ガスとは異なり仕入価格と販売価格が別のロジックで動くところがポイントだ。すなわち、SS 事業の収益は価格スプレッドと数量の両方に左右される。価格には特に注意が必要で、小売価格が高いことは一概にプラスとは言えない。消費者の意欲を減退させ、販売数量の減少につながる可能性があるからである。

石油流通と値決め方式の概念図



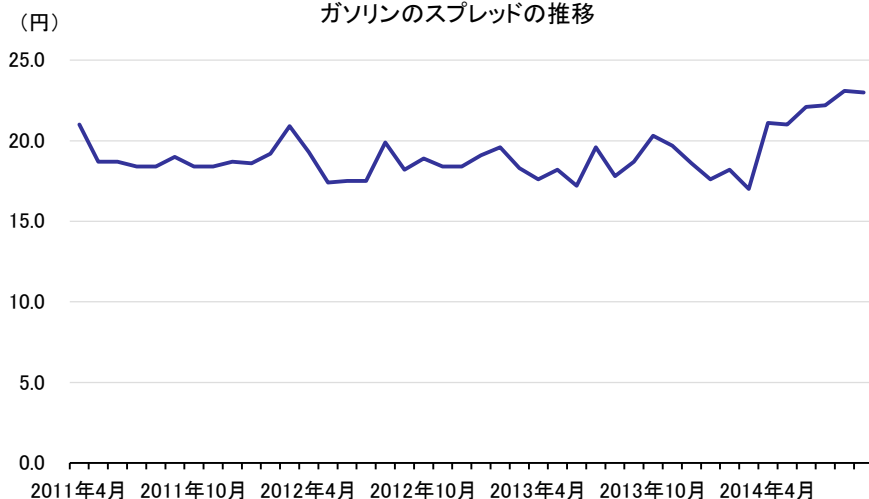
出所: フィスコ作成

ガソリン消費量の推移



出所: 経済産業省生産動態統計

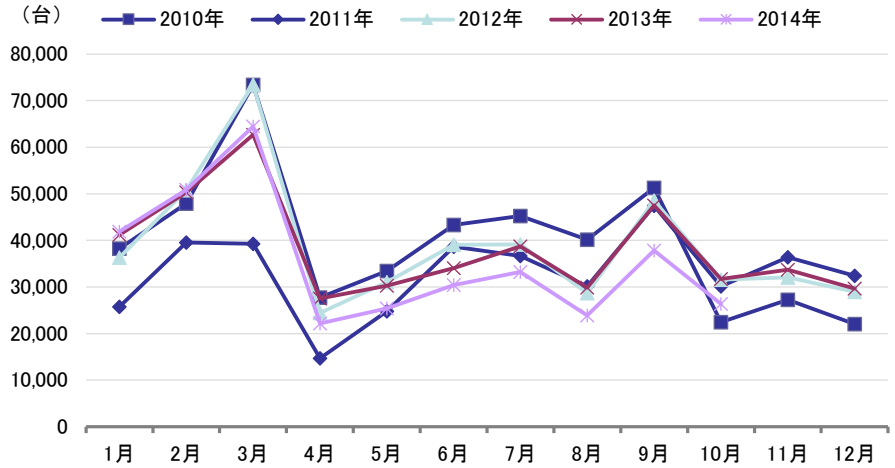
ガソリンのスペードの推移



出所: 経済産業省

OCG については、まず、国内の自動車販売動向がある。これは給与所得や個人消費などいわゆるマクロ景気と言われる指標の動きが一つの目安となる。また、OCG が日産自動車<7201>系のディーラーということもあって、日産自動車の新モデルの投入など個別要因にも注意する必要がある。自動車についてはメーカー別販売統計が公表されており、この点もOCGの動向を見る上で手がかりとなる。

日産自動車の月次販売動向



出所: 一般社団法人日本自動車販売協会連合会

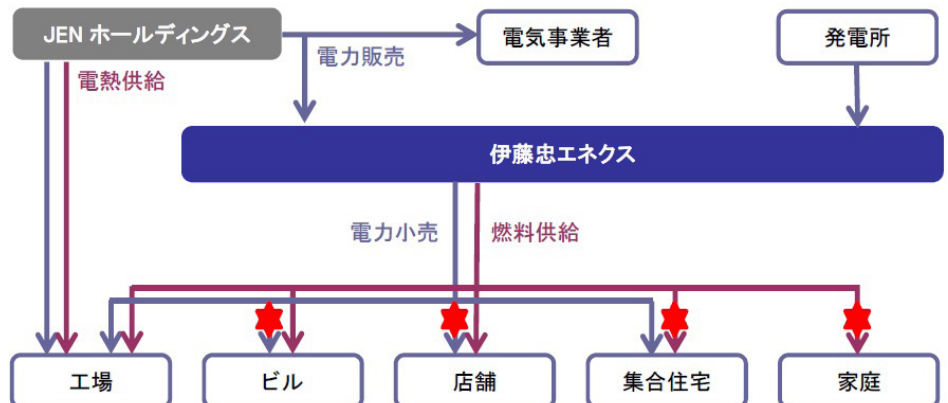
電力の販売（卸売・小売り）は契約が基本のため安定的な推移

電力・ユーティリティ事業

この事業部門は大きくは電力の販売（卸売・小売り）と熱供給事業に大別される。どちらも安定的な収益が期待される事業構造となっており、月次で何かが大きく変化するような収益構造にはない。

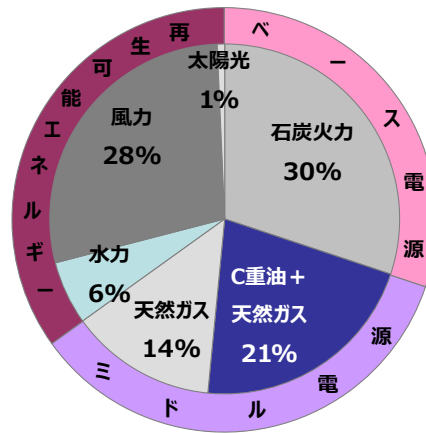
電力販売事業は、石炭火力、風力、太陽光などの各発電設備で発電した電力を、工場や店舗等への直接販売や、日本卸電力取引所 (JEPX) や電気事業者へ卸売を行っている。小売価格は契約が基本であり、コモディティ商品のような激しい変動が起こることはない。販売量も、事故や故障など不測の事態を除けば、安定的な推移が期待できる。したがって、この事業の動向は月次単位ではなく年単位で、設備能力増強や大口販売先獲得、小売りルートの開拓などの大きな動きの把握が重要となる。

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

電力構成比 (2014 年 9 月末現在)



発電能力 145MW

電力事業については、業績ドライバについて追及するよりも、同社の発電能力増強スケジュールや、他社との事業提携(アライアンス)の動向などを追跡する方が、将来予測にはより有効だと弊社では考えている。同社は 2016 年にも予想される電力小売りの全面自由化をにらんで、設備能力増強とアライアンス強化に余念がない。

最近の動きとしては、9 月に発表された王子ホールディングス<3861>との合併会社設立がまず挙げられる。これは同社が 60%、王子グループが 40% の出資比率で合併会社を設立し、大手事業者向けに産業用電力の供給を狙うものだ。同社としては、王子グループの有する自家発電設備を活用して電力小売市場でのシェアアップを狙えるというメリットがある。10 月には北海道ガス<9534>が、このエネクス / 王子グループ合併に加わることを検討中であることが発表された。これがまとまれば、北海道がビジネスエリアとして視野に入ってくるため、今後の動向が注目される。

また、2014 年 9 月 25 日付日本経済新聞は、関西電力<9503>が、同社が仙台市で計画する石炭火力発電所建設に参画すると報じた。同報道によれば、同社は 2015 年秋着工で 11.2 万 kw の石炭火力を建設する計画だが、これに関西電力が折半出資で加わるということだ。この点について同社からは何も発表されておらず、真偽の確認は出来ていない。重要なことは、こうした報道がなされるほどに、電力自由化をにらんだ動きは産業界全般で活発になっており、同社もその一翼を担う存在であるということだ。

熱供給事業は子会社の東京都市サービス(TTS)が手掛けている事業で、首都圏の 18ヶ所の大型ビルや再開発エリアに電気式熱供給センターを設置して熱供給を行っている。この事業も一旦稼働すれば安定的に事業が運営されるため、月次で動きを把握するという性質のものではない。新たな熱供給プロジェクトは大規模都市再開発と一体的に行われることが基本であるため、そうした再開発プロジェクトの動きや、それらに TTS が参画するかどうかの把握が重要になる。

TTSの熱供給センター一覧

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	プラタン銀座本館・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

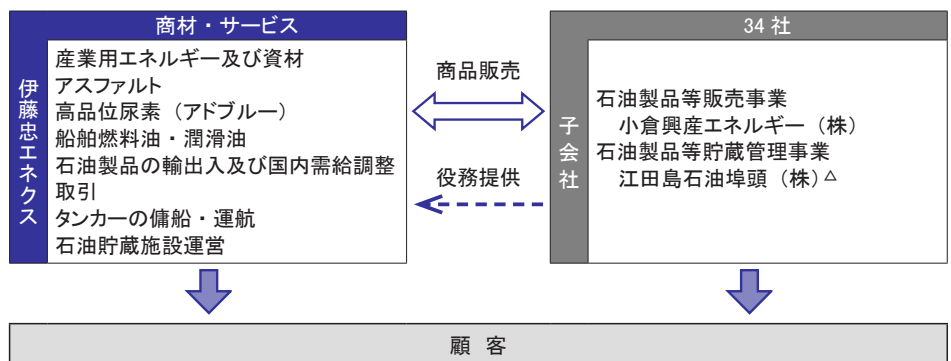
2020年に東京オリンピックを控え、東京圏での都市再開発プロジェクトが目白押しだ。TTSのこれらのプロジェクトへの参画状況は公表されていないが、TTSは東京電力<9501>の子会社時代には電気式以外の選択肢はなかった。しかし、同社の傘下に入ったことで経済原理に基づいた最もコストの低い熱源を顧客に提供できるようになった。これは同社の競争力向上に非常に大きな意味があると言えよう。

収益貢献が大きいのはアスファルト事業で道路整備予算が重要

エネルギートレード事業

この事業部門は、一言でいえば産業向け事業の集合体で、非常に多くの事業が含まれている。売上高構成比が高いのは国内の需給調整のための石油製品取引や国内外での船舶燃料油販売で、社内的に石油製品トレード事業と呼ばれる事業だ。しかしこれらの利幅は薄く、利益貢献度はエネルギートレード事業全体の3分の1程度と弊社では推測している。石油製品トレード事業と並んで利益貢献が大きいとみられる事業はアスファルト事業だ。同社は日本全国に11ヶ所のアスファルト基地を有し、国内シェアは約20%となっている。残りの利益を産業向けの重油販売や、アドブルー（ディーゼルエンジン車の添加物）などの販売、石油タンク賃貸事業などで稼いでいるとみられる。

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

エネルギートレード事業の収益動向を何か一つのインディケーター（指標）で把握するのは難しい。個々の事業の需要ドライバがそれぞれ異なるためだ。極めて大まかな把握の仕方になるが、アスファルトについては民需よりも官需が主体と考えられるため、公共工事特に道路整備予算の動向が目安となろう。しかしこれは年度単位での把握となるほか、国の予算と地方公共団体の予算があるので、対応関係の見極めが難しい。産業用重油販売の数量は経済産業省の統計から月次で傾向を把握することが可能だ。

■ 業績の動向

前年同期の特殊要因による反動減を考慮すれば実質的に増収増益

(1) 2015 年 3 月期第 2 四半期（2014 年 4 月 -9 月）決算の概要

2015 年 3 月期第 2 四半期（2014 年 4 月 -9 月）決算は、売上高 696,637 百万円（前年同期比 0.8% 増）、営業利益 5,972 百万円（同 24.9% 増）、税引前利益 5,714 百万円（同 13.6% 減）、当期利益（親会社の所有者に帰属する利益）2,807 百万円となった。税引前利益と当期利益については、前年同期に有価証券売却益 1,897 百万円が計上されて押し上げられたことによる反動減であり、実質的に全項目にわたって増収増益であった。

2015 年 3 月期第 2 四半期（2014 年 4 月 -9 月）期間の事業環境は、決して追い風ではなかった。消費増税に伴う買い控え、夏場の天候不順でガソリン販売は苦戦を強いられた。業界全体では 2014 年度上期（1 月 -6 月）のガソリン販売量が前年同期の 94.5% にとどまった模様。また、原油価格が下落基調をたどったことでプロパンガスの価格も下落し、在庫影響（総平均法によるたな卸資産の評価が売上原価に与える影響）による会計上の損失が発生し利益圧迫要因となった。

業界環境

		2013年 9月末時点	2014年 3月末時点	2014年 9月末時点	3月末差
DUBAI原油	\$/BBL	108.28 (9/30時点)	105.00 (3/31時点)	94.61 (9/30時点)	△10.39
通関CIF原油	円/KL	68,930 (9月平均)	70,838 (3月平均)	70,020 (9月平均)	△818
CP (プロパン)	\$/トン	850 (9月分)	855 (3月分)	745 (9月分)	△110
電カスポット価格 (JEPX)	円/kWh	14.54 (9月平均)	17.84 (3月平均)	13.92 (9月平均)	△3.92
為替 (TTS)	円/\$	98.75 (9/30時点)	103.92 (3/31時点)	110.45 (9/30時点)	+6.53
エネクス株価	円/株	510 (9/30時点)	593 (3/31時点)	707 (9/30時点)	+114

出所：会社資料

こうした逆風要因があったにもかかわらず、事業セグメント別ではホームライフ事業を除くすべての事業部門が計画を上回ると同時に、前年同期対比でも増益となった。また、電力ユーティリティ事業部門の減益は、前述した有価証券売却益の反動減によるものであり、実質的には増益であったということだ。

セグメント別動向

(単位：百万円)

		13/3期		14/3期		15/3期			
		実績	上期	通期	前年比	上期	前年比	通期(予)	前年比
ホームライフ 事業	売上高	109,549	49,562	126,846	15.8%	49,023	-1.1%	150,700	18.8%
	営業利益(日本基準)	4,031	-	4,780	18.6%	-	-	-	-
	税引前利益(IFRS)	-	1,732	5,603	-	930	-46.3%	5,500	-
カーライフ 事業	売上高	561,448	265,009	612,258	9.0%	300,282	13.3%	671,800	9.7%
	営業利益(日本基準)	3,491	-	3,017	-13.6%	-	-	-	-
	税引前利益(IFRS)	-	406	2,271	-	516	27.1%	3,200	-
電力・ ユーティリティ 事業	売上高	25,610	16,364	36,438	42.3%	17,472	6.8%	41,900	15.0%
	営業利益(日本基準)	2,254	-	3,059	35.7%	-	-	-	-
	税引前利益(IFRS)	-	3,921	4,141	-	2,522	-35.7%	2,100	-
エネルギー トレード事業	売上高	733,176	117,930	730,504	-0.4%	111,926	-5.1%	743,800	-1.8%
	営業利益(日本基準)	3,787	-	2,706	-28.6%	-	-	-	-
	税引前利益(IFRS)	-	537	2,017	-	1,171	118.1%	3,100	-

冬季の暖房需要が強いため下期偏重型の季節性を有する

(2) 今後の業績考え方

同社は、2015年3月期通期について、売上高1,600,000百万円(前期比6.2%増)、営業利益13,800百万円(同16.2%増)、税引前利益13,800百万円(同0.3%減)、親会社の所有者に帰属する当期利益7,600百万円(同6.7%増)となっている。この業績予想は期初予想から変化はない。

同社の収益は下期偏重型の、強い季節性を有している。一般に、LPガス・灯油に対する需要は冬季の暖房用需要が強いためである。また、需要の強さによって価格も押し上げられる傾向にあり、それも収益を押し上げる要因になる。

2015年3月期下期(2014年10月-2015年3月)の業界環境は、消費税の影響や天候不順は一旦、中立要因に戻ったと考えてよいだろう。すなわち、販売数量の面では、2014年度上期(1月-6月)に見られたような大幅な数量の落ち込みは避けられそう。価格面では、原油価格は産油国の増産などもあって軟調が続いているが、一方で為替レートが円安に振れているため、結果的に円ベースの価格は上期と同水準で推移すると期待できる。

同社の業績計画は、エネルギー・燃料関係の部分では、市場の流れに沿ったいわゆる「馬なり」に走るというスタンスであると推察される。他方、カーライフ事業や電力・ユーティリティ事業においては、カーシェアリングでのサービスメニュー強化による増収や自動車ディーラー事業での拡販、電力小売りの強化などで、積極的な営業努力を行っていく方針のようだ。積極的に推進している分野が真に効果を出してくるのは、2015年3月期よりも2016年3月期以降と考えられるが、同社の中期的方向性を見極める上では、2015年3月期下期(2014年10月-2015年3月)の成否は大きな注目点であるといえる。

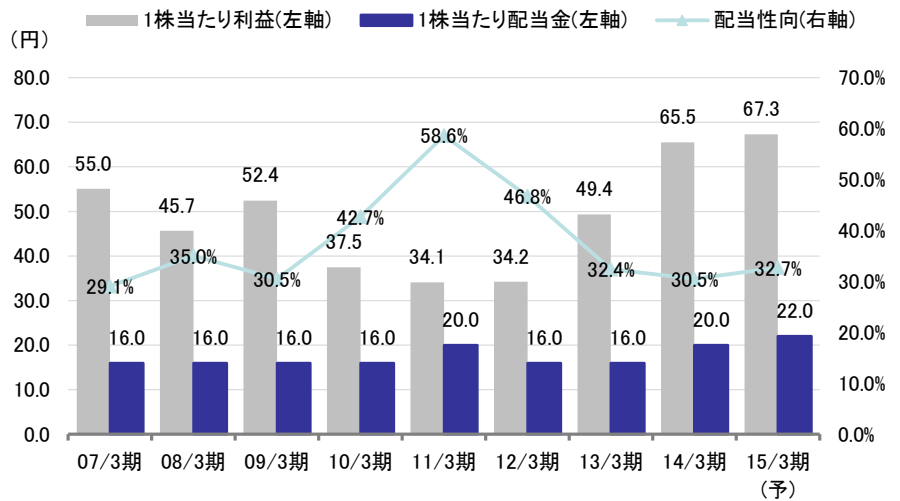
■ 株主還元

成長投資のための内部留保と安定配当を両立させる方針

同社は株主還元について、配当によることを基本としている。成長投資のための内部留保と株主に対する継続的かつ安定的な配当を両立させることを基本方針としながらも、連結配当性向 30% 以上を配当の指針として掲げている。

30%の配当性向は「指針」であって「公約」ではない。しかし、過去の配当の実績を見ると、同社の安定配当に対するこだわりと株主重視の姿勢が伝わってくる。2014年3月期に引き続き2015年3月期も1株当たり利益が高い水準であるため、配当性向30%の指針を遵守するため増配が予定されている。2016年3月期以降も電力事業やカーライフ事業など、緩やかながらも収益の拡大が期待される中、配当性向30%という指針が増配の期待を高めるといふ、ポジティブスパイラルの状況に入ってきたと言える。

1株当たり利益、配当および配当性向の推移



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