伊藤忠エネクス
8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

2016 年 6 月 17 日（金）

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

企業情報はこちら >>>

■中期経営計画 2 年目、組織改編を行い「稼ぐ力」をさらに強化

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 月期は原油価格の低迷があったものの過去最高利益を更新する好決算となった。全社の営業活動にかかる利益（以下、「営業利益」）は前期比 25.1% 増の 16,384 百万円となった。セグメント別では、カーライフ部門を除く 3 部門が大幅増益となった。カーライフ部門は競争激化でガソリンのマージンが縮小したことなどが要因となって前期比 7.0% の減益となったが、利益額では 4,194 百万円と高水準を維持した。

同社は 2016 年 3 月期と 2017 年 3 月期の 2 年間中期経営計画に取り組んでいる。初年度は好決算で終了できたのは前述のとおりだ。2 年目を迎えるに当たり、組織改編を行い、4 事業本部体制から 2 事業グループ・4 部門体制へと変更した。これは関連事業分野を集約して、戦略構築と事業展開の一体化・迅速化を図ることを目的としたものだ。

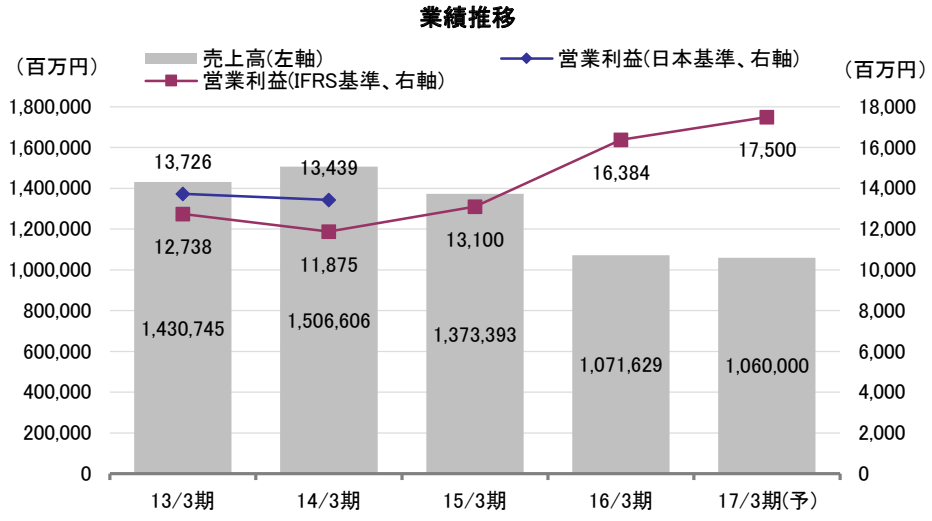
4 部門それぞれに成長戦略と課題があるなかで、当面、成長のメインエンジンは電力販売事業というのは従来どおりだ。その電力事業は極めて順調に推移している。2016 年 3 月期は、電力小売販売量を前期比 113% 増とし、2017 年 3 月期はさらに 124% 増を計画している。自社電源も順調に進捗している。防府の太陽光発電設備を 2016 年 2 月に稼働させたほか、仙台の火力発電所も 2017 年 10 月稼働を目指して着工した。

2017 年 3 月期は一段の収益拡大が期待され、営業利益は 17,500 百万円が予想されている。電力・ユーティリティ部門を除く 3 部門で営業増益が計画され、電力・ユーティリティ部門も実質的には増益基調が続く見通しだ。原油市況は一時期の低迷を抜け出し 50 ドル / バレル前後にまで上昇してきた。この先について楽観はできないが、仮に現在の水準が 1 年間を通じて続けば、同社の営業利益は上振れる可能性が高いと弊社では考えている。

■Check Point

- 16/3 期は原油価格の下落があったが、各利益は過去最高を更新
- 電力事業が極めて順調に推移
- 中期経営計画「Moving2016『動く!』」、営業利益は「175 億円」を目指す

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。



■2016 年 3 月期決算

16/3 期は原油価格の下落があったが、各利益は過去最高を更新

(1) 決算の概要

同社の 2016 年 3 月期決算は、売上高 1,071,629 百万円（前期比 22.0% 減）、売上収益 723,645 百万円（同 22.8% 減）、営業利益 16,384 百万円（同 25.1% 増）、税引前利益 15,004 百万円（同 23.4% 増）、当社株主に帰属する純利益（以下、「当期純利益」）7,469 百万円（同 35.7% 増）と、減収ではあったが、売上総利益、営業利益、税引前利益、当期純利益の各利益段階において、過去最高を更新した。

前期から売上高が大幅減となったのは、原油価格下落の影響が大きかった。原油価格は同社の 4 事業部門すべてに影響を与え、主要製品の販売価格を押し下げるためだ。販売価格低下が需要を喚起し、販売数量増に結び付くケースもある（例：ガソリン）が、現状では効果は限定的だ。また、エネルギーイノベーション部門（旧エネルギートレード部門）において非効率的な取引を見直したことも減収要因として働いた。

事前予想との比較では、原油価格低迷の影響で売上高と当期純利益は計画を下回ったものの、営業利益と税引前利益はほぼ予想の線での着地となり、中期経営計画『Moving2016「動く！」』の順調な進捗を示した。

FISCO

伊藤忠エネクス
8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

2016 年 6 月 17 日（金）

2016 年 3 月期決算の概要

（単位：百万円）

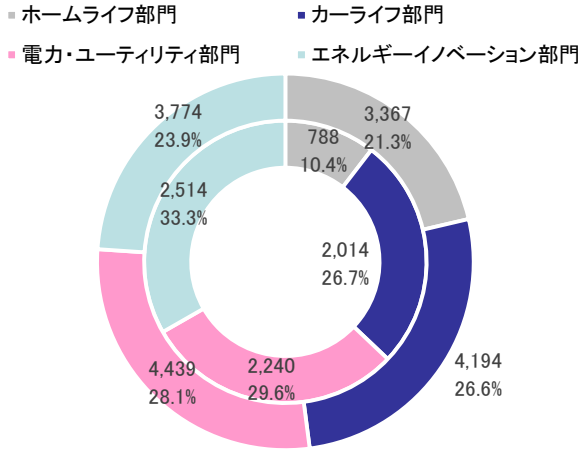
	15/3 期			16/3 期					
	2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期	通期（予）	通期	前期比	予想比
売上高	696,637	676,756	1,373,393	564,118	507,511	1,350,000	1,071,629	−22.0%	−20.6%
売上収益	478,762	458,079	936,841	374,235	349,410	−	723,645	−22.8%	−
売上総利益	38,999	46,721	85,720	42,994	46,568	−	89,562	4.5%	−
販管費	33,133	38,051	71,184	35,887	37,339	−	73,226	2.9%	−
営業利益	5,972	7,128	13,100	7,384	9,000	16,800	16,384	25.1%	−2.5%
税引前利益	5,714	6,441	12,155	6,570	8,434	15,200	15,004	23.4%	−1.3%
当期純利益	2,807	2,696	5,503	3,209	4,260	8,200	7,469	35.7%	−8.9%

出所：会社資料からフィスコ作成

同社の業績は 2016 年 3 月期第 3 四半期まで極めて順調に推移していたが、第 4 四半期は原油価格及び LP ガスの CP（コントラクト・プライス）が一段と値下がりした時期と重なることもあって、業績予想の達成には楽観はできないと弊社では考えていた。結果的には、年度末にかけてはわずかながらも反発がみられ、第 4 四半期に一段の利益縮小は避けられ、営業利益は計画に対して 2.5% のショートで踏みとどまることができた。各事業セグメントの詳細は後述するが、電力・ユーティリティ部門の営業利益が計画比 38.7% 増、エネルギーイノベーション部門が同 4.8% 増となって、ホームライフ部門とカーライフ部門における営業利益の未達分をほぼ相殺した。

上述のような入り繰りの結果、2016 年 3 月期は 4 つの事業部門の営業利益構成比が拮抗し、バランスが取れた形となった。当期純利益ベースで、ホームライフ部門の構成比が小さくなっているのは、持分法損失のためだ。対象となる関連会社は LP ガス供給元であり、原油価格に連動した LP ガス価格の下落の影響で在庫評価損が出たため、ホームライフ事業の当期純利益を減少させる結果となった。

事業セグメント別利益構成比



注：外側：営業利益、内側：同社株主に帰属する当期純利益
出所：短信からフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

伊藤忠エネクス
8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

2016 年 6 月 17 日（金）

(2) 各事業セグメントの概況

事業セグメント別業績の詳細

（単位：百万円）

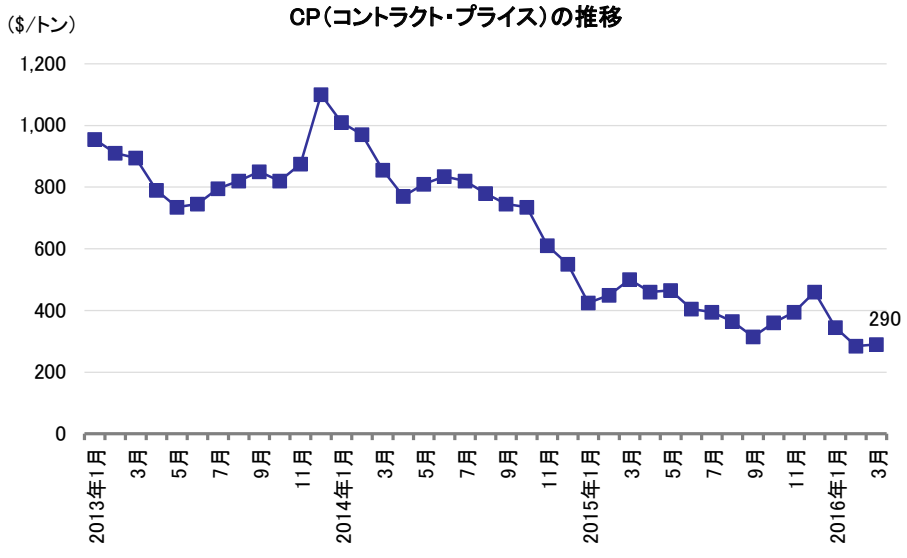
		15/3 期			16/3 期					
		2Q 累計	下期	通期	2Q 累計	下期	16/3 期（予）	通期	前期比	予想比
売上高	ホームライフ部門	51,483	60,105	111,588	44,201	50,925	108,600	95,126	−14.8%	−12.4%
	カーライフ部門	319,139	319,709	638,848	274,465	259,691	649,000	534,156	−16.4%	−17.7%
	電力・ユーティリティ部門	19,287	19,456	38,743	21,152	22,343	56,000	43,495	12.3%	−22.3%
	エネルギーイノベーション部門	306,656	277,422	584,078	224,300	174,552	535,700	398,852	−31.7%	−25.5%
	その他	72	64	136	0	0	700	0	−	−
	調整前売上高合計	696,637	676,756	1,373,393	564,118	507,511	1,350,000	1,071,629	−22.0%	−20.6%
	調整額	−	−	−	−	−	0	−	−	−
	売上高合計	696,637	676,756	1,373,393	564,118	507,511	1,350,000	1,071,629	−22.0%	−20.6%
営業利益	ホームライフ部門	925	1,958	2,883	895	2,472	5,200	3,367	16.8%	−35.3%
	カーライフ部門	732	3,778	4,510	1,434	2,760	4,900	4,194	−7.0%	−14.4%
	電力・ユーティリティ部門	2,555	455	3,010	2,642	1,797	3,200	4,439	47.5%	38.7%
	エネルギーイノベーション部門	1,193	1,471	2,664	1,862	1,912	3,600	3,774	41.7%	4.8%
	その他	9	23	32	1	0	0	1	−96.9%	−
	調整前営業利益合計	5,414	7,685	13,099	6,834	8,941	16,900	15,775	20.4%	−6.7%
	調整額	558	−557	1	550	59	(100)	609	−	−
	営業利益	5,972	7,128	13,100	7,384	9,000	16,800	16,384	25.1%	−2.5%

出所：会社資料からフィスコ作成

a) ホームライフ部門

ホームライフ部門セグメントは、売上高は前期比 14.8% 減の 95,126 百万円、営業利益は同 16.8% 増の 3,367 百万円で着地した。主力の LP ガス事業において、販売数量は暖冬の影響で前期比微減となったが、利幅が前期よりも拡大したため、営業利益は前期比増となった。LP ガス事業では原料費調整制度によって一定の利幅が確保されるのが基本となっている。他方、CP の変動によって LP ガス在庫が影響を受け、それが利幅を拡大もしくは縮小させることになる。2016 年 3 月期は CP 価格が前期末に対して下落したため、在庫影響額は利幅を圧縮する方向に働いたものの、CP の下落幅が 2015 年 3 月期に比較して小さかったため、在庫影響額も小さくなり、それが営業増益に結び付いた。

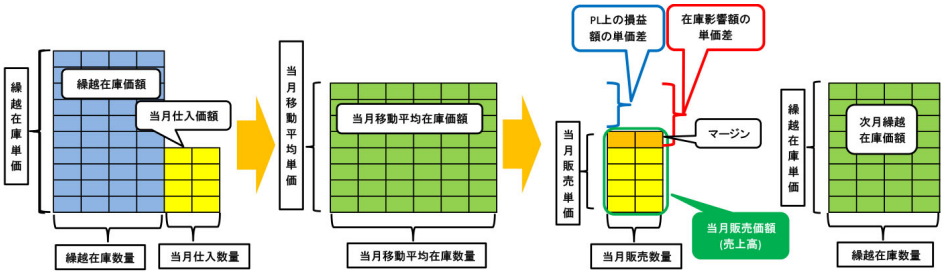
CP（コントラクト・プライス）の推移



注：プロパン
出所：フィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

LP ガス在庫影響のメカニズム（市況下落局面）のイメージ

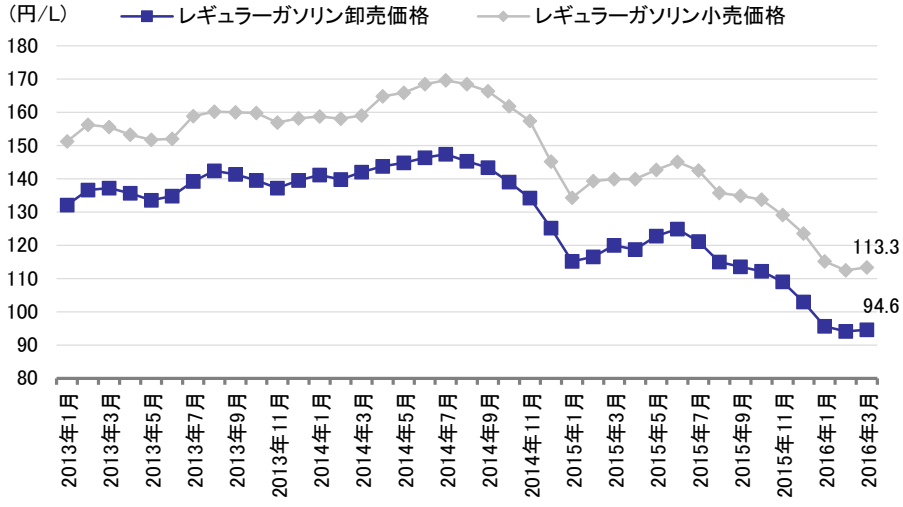


出所：会社資料をもとにフィスコ作成

b) カーライフ部門

カーライフ部門は、売上高 534,156 百万円（前期比 16.4% 減）、営業利益 4,194 百万円（同 7.0% 減）となった。減収の要因はガソリン、灯油等の製品価格下落によるものが大きい。CS（カーライフ・ステーション。ガソリンスタンドの社内呼称）が前期比 66 ヶ所減少（ネット値）した影響もあったとみられる。利益面では、市況下落に加え競争激化でガソリン等のマージンが圧縮されたことが主因で、前期比減益となった。

ガソリン価格の推移（2013年1月～2016年3月）



出所：資源エネルギー庁統計からフィスコ作成

c) 電力・ユーティリティ部門

電力・ユーティリティ部門は、売上高 43,495 百万円（前期比 12.3% 増）、営業利益 4,439 百万円（同 47.5% 増）となった。自家発電設備が順調な稼働を続けたことに加えて、王子・伊藤忠エネクス電力販売（株）も加わり、電力販売量は前期比 52.5% 増の 1,616GWh となった。利益面では、増収効果に加え、電力卸売市場からの調達コスト低下と、東京都市サービス（株）における原油価格下落に伴う原材料費の減少、電力小売販売量の増加（前年の 409GWh から 871GWh へと倍増）による営業利益率改善が寄与し、前期比大幅営業増益となった。

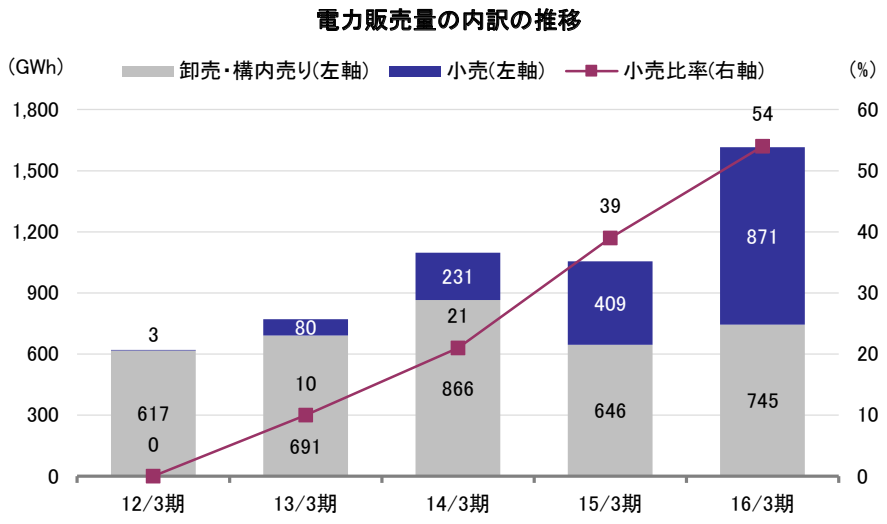
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

伊藤忠エネクス
8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

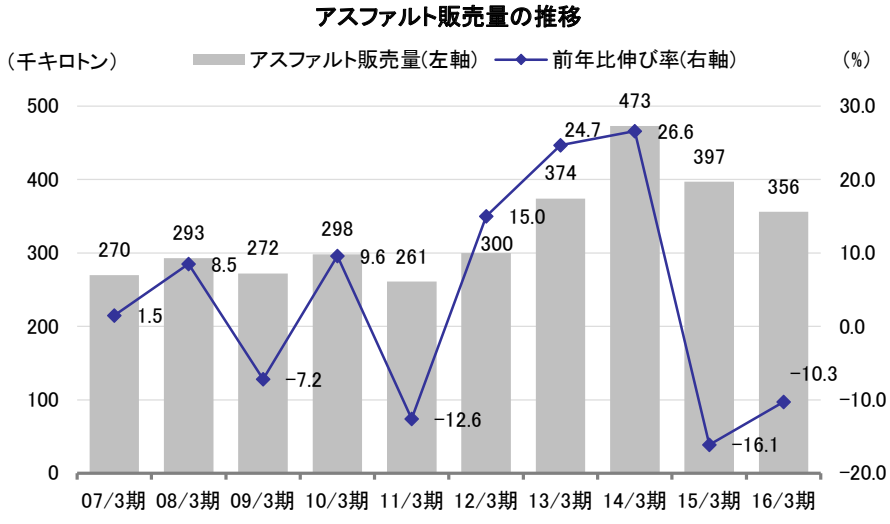
2016 年 6 月 17 日（金）



出所：会社資料からフィスコ作成

d) エネルギーイノベーション部門

エネルギーイノベーション部門は売上高 398,852 百万円（前期比 31.7% 減）、営業利益 3,774 百万円（同 41.7 増）と大幅減収・大幅増益で着地した。減収の原因は、原油価格下落を受けた石油系製品の価格下落、アスファルトの需要低迷（販売数量 10.3% 減）に加え、非効率取引の見直しなどだ。営業利益が大幅増となった要因は、アスファルトを除いては産業用燃料、船舶燃料、フリート事業などが順調に推移したことや、コスト削減努力が奏功したことなどだ。



出所：会社資料からフィスコ作成

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

■中期経営計画の進捗状況

中期経営計画「Moving2016『動く!』」、営業利益は「175 億円」を目指す

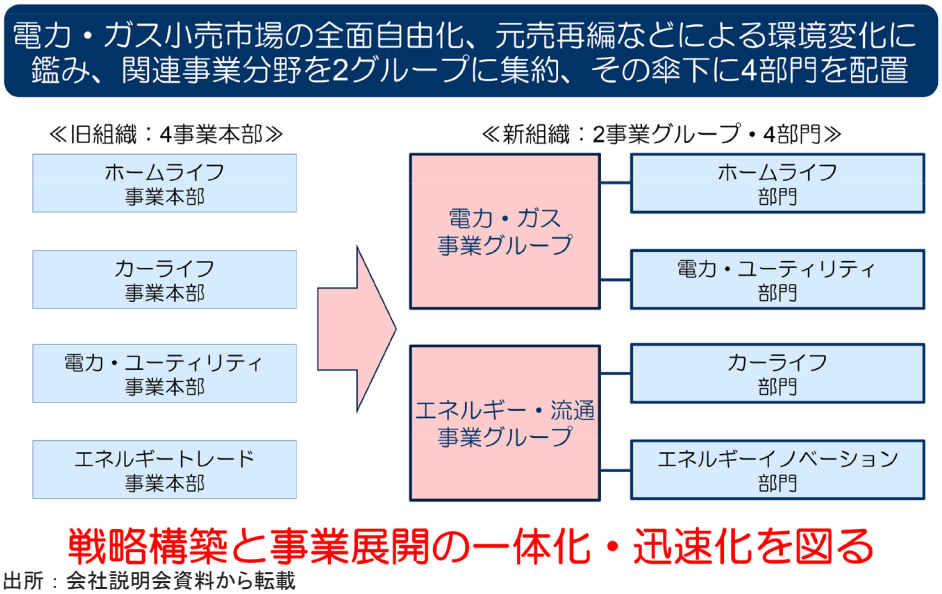
同社は現在、中期経営計画「Moving2016『動く!』」に取り組んでいる。これは 2016 年 3 月期と 2017 年 3 月期の 2 年間の変則的なものだ。前述のように、初年度の 2016 年 3 月期は、各利益項目で過去最高を更新し、計画対比でも、営業利益と税引前利益ではほぼ計画線での着地となり、極めて順調なスタートを切った。

最終年度を迎えるに当たり、同社は組織の改編を行った。その内容は、従来の 4 つの事業本部を、2 つの事業グループ・4 部門に組み替えるというものだ。4 部門それぞれの事業領域は、従来から変更はなく、ポイントは 2 部門ずつ 2 つの事業グループにまとめた点にある。なお、エネルギートレード事業は今回の再編を機に、エネルギーイノベーション部門へと名称が変更された。

「電力・ガス事業グループ」は、LP ガス主体のホームライフ部門と電力・ユーティリティ部門からなる。2 つの部門は、2016 年からの電力小売りの全面自由化を機に、小口電力の販売スキームであるバランシング・グループ（BG）を通じて協働することが、かねてより計画されている。その意味で、電力・ガス事業グループの設置は自然な流れであると言えるだろう。

「エネルギー・流通事業グループ」は、カーライフ部門とエネルギーイノベーション部門からなる。今後予定される元売り再編をにらみ、元売りと消費者の間に立つ“卸・商社”として、自社の存在意義を外部に認めさせるだけの付加価値を生み出す存在に変革・成長しなければならない、という強い認識を同社が有しており、グループ化はその実現を加速させることを目指している。

組織改編の内容

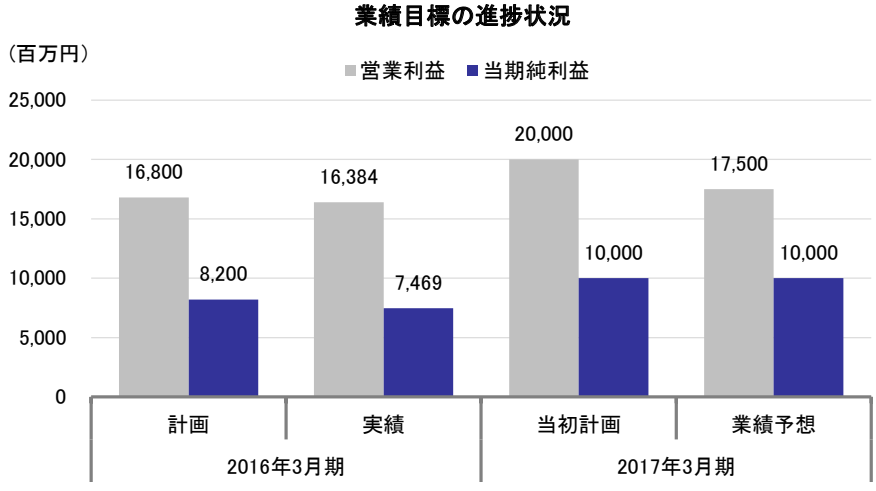


出所：会社説明会資料から転載

弊社では、今回の組織改編について、論理的で説得力がある施策だと考えている。投資家としての期待値は、いかにスピード感を持って企業業績にまで落とし込めるか、にあると推測しており、今後の展開を見守りたいと考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

同社は 2017 年 3 月期の業績目標に関して、当初の営業利益計画を「200 億円」としていたものを、今回の業績予想においては「175 億円」と引き下げた。原油価格の水準変化の織り込みや、“必達”の数値を業績予想として掲げたということであろうと弊社では推測している。当期純利益と ROE 予想値は従来どおりに据え置かれている。弊社では今期業績予想については上振れの可能性も視野に入れていることもあって、営業利益の「175 億円」の業績予想については、特段、下方修正とは受け止めていない。



出所：会社資料からフィスコ作成

■事業部門別動向の詳細

収益の中心は LP ガスの販売

(1) ホームライフ部門

a) 事業の概要と成長戦略

ホームライフ部門の中核事業は LP ガスの販売だ。同社は 20% を出資する（株）ジャパンガスエナジーから仕入れ、直販子会社を通じて約 35 万世帯に LP ガスを販売している。また、約 1,900 の代理店（LP ガス販売店）に LP ガスを卸売しており、そこから最終消費者に LP ガスをデリバリーしている。直販と代理店経由を合計すると全国で約 108 万世帯をカバーしている（一部都市ガスも含む）。ガス販売事業以外では、スマートエネルギー機器や家庭用リチウムイオン蓄電システム、厨房機器、冷暖房機器などの販売も行っている。また、機器類の販売だけでなく最適エネルギーミックスの提案や住宅リフォームも事業領域としている。

ホームライフ部門の収益の中心は LP ガスの販売であり、成長戦略も LP ガスの販売をどう伸ばすかという点が最大のポイントだ。販売価格は CP（コントラクトプライス：サウジアラビアからの通告価格。基本的に原油価格連動）によって上下するが、利幅は原料費調整制度によって一定の水準が保たれる。したがって、この事業における成長は、販売数量の拡大と同義だ。この点について同社は M&A や新規販売代理店の開拓など、直販・卸売を問わず、常に拡大の機会を追求している。これがコア事業としての成長戦略だ。

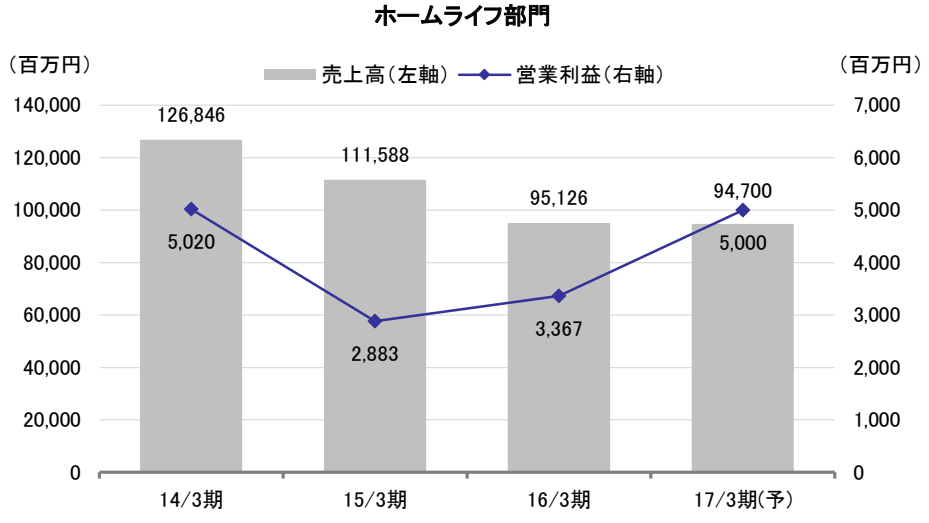
一方、新たな成長戦略として期待されているのが、電力・ユーティリティ部門との連携だ。電力・ユーティリティ部門は低圧（小口）分野での電力小売のためのスキームとして、バランシング・グループ（BG）を採用した。ホームライフ部門の LP ガス販売会社は、BG メンバー企業として参画し、収益拡大につなげる計画だ。

BG では、BG メンバー各社が契約主体となって電力を販売する。したがって料金も自社の裁量で自由に設定できるほか、自社の他の製商品との組み合わせることも自由だ。ホームライフ部門としては、LP ガスと電力とを組み合わせることで、顧客拡大につなげる狙いだ。電力・ユーティリティ部門からは LP ガスの既存客の電力を重ね売りしてもらうことで新規顧客開拓につながる。現在までに、伊藤忠エネクスホームライフ関東（株）と（株）エコアの 2 社が BG に参画しているほか、今期中に他の数社の販売子会社も BG に参画の予定だ。

もう 1 つの成長戦略として海外展開がある。これは国内市場の長期的成長が見込みにくいなかで、国内で成功したビジネスモデルを海外市場（アジア）で展開しようというものだ。現時点では、インドネシアで子会社を通じて日系企業向けに工業ガスを販売していく予定だ。現実には 1 から進める事業であり、ある程度の収益規模に成長するにはかなり時間を要すると弊社では考えている。そのほか、フィリピンにおいては、すでに事業を行っている IP&G 社に間接出資し、フィリピン国内の LP ガス販売事業に参画する計画となっている。

b) 2017 年 3 月期見通し

2017 年 3 月期のセグメント業績は、売上高 94,700 百万円（前期比 0.4% 減）、営業利益 5,000 百万円（同 7.0%）と予想されている。弊社では、この業績見通しは保守的なものであり、特に利益面で上振れになる可能性が高いと考えている。



出所：会社予想からフィスコ作成

同社は 2017 年 3 月期の業績予想の前提として、原油価格を 1 バレル 35 ドル～ 40 ドル、LP ガスの年間平均 CP を 270 ドル / トンとしている。2016 年 3 月期末の水準で見ているということだ。ホームライフ部門の営業利益予想は、前期にみられた CP 下落に伴う在庫影響額が今期は発生しないというところまでの織り込みとなっている。

現実の動きとしては、原油価格は上昇基調にあり、在庫影響額にプラスとして働くことから、弊社では上振れ可能性もあるのではないかとみている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

電力調達では全国 6 ヶ所で発電施設を運営中

(2) 電力・ユーティリティ部門

a) 事業の概要と成長戦略

電力・ユーティリティ部門の内容は 2 つだ。1 つは、電力販売（小売及び卸売）事業であり、もう 1 つは熱供給事業だ。電力販売は、火力発電のベースロード電源と自然エネルギー発電を組み合わせた自社電源設備に加え、パートナー企業（王子ホールディングス <3861>、関西電力 <9503>）からも電力を調達して、大口、小口の需要家に対して電力小売を拡大していくことを目指している。

熱供給事業は 2012 年に東京電力 <9501> から東京都市サービス（株）（TTS）の株式の 66.6% を取得して参入したビジネスだ。TTS は電気式熱供給センターを首都圏で 18 ヶ所運営している。電力事業と熱供給事業は、ともにプラスの利益貢献をしているが、今後の成長性という点では電力事業により高い期待がかけられており、同社の成長戦略も電力事業をベースに構築されている。

日本の電力販売は 2000 年から順次自由化されてきた。同社は 2010 年に新電力（特定規模電気事業者、PPS）として届け出を行い、電力販売事業に進出した。参入当初は日本卸電力取引所（JPEX）を通じた卸売がほとんどであったが、次第に大口需要家向けの小売販売の比率を高めてきている。前述したように、2016 年 3 月期は 1,616GWh の電力を販売したがそのうちの 871GWh は大口需要家に対する小売販売であった。

2016 年 4 月から、低圧分野（小口需要家）が自由化され、電力販売は全面的に自由化された。一般家庭などを対象とする低圧分野は、電力需要全体の約 40% を占めるとみられており、PPS 各社はここを重要な成長源とみて販売にしのぎを削っている状況だ。この市場に参入するうえでは、販売網をどう構築するかが 1 つのカギとなる。いくつかの形態がある中で、同社が選択したのはバランシンググループ（BG）だ。同社は自社電源と需給バランス調整ノウハウを生かして BG リーダーとなり、顧客網や販売力のある企業を BG メンバーとして BG を組成し、BG メンバー企業を通じて電力小売販売を行うというものだ。BG メンバーには同社の LP ガス販売子会社を始めとするグループ内企業に加え、外部のエネルギー関連企業や異業種企業、地方自治体など、様々な事業者を想定している。

電力の市場規模別需要

	特別高圧	高圧	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

現状の BG 組成の進捗としては、伊藤忠エネクスホームライフ関東、エコアの 2 子会社が加入済みのほか、（株）とっとり市民電力との提携が発表されている。さらに、コープさっぽろ系の（株）トドック電力との提携についても一部で報道がされている状況だ。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

電力の調達面では全国 6 ヶ所で発電施設を運営中だ。全設備とも順調な稼働が続いており、子会社の業績も全社黒字が維持されている。また、外部パートナーとの提携では、2016 年 3 月に、同社の 100% 子会社である JEN ホールディングス（株）（現「エネクス電力（株）」）と関西電力（株）の 100%子会社である（株）関西エネルギーソリューションとの合弁会社仙台パワーステーション（株）の火力発電所建設が発表されている。2017 年 10 月稼働予定で、出力は 11.2 万 kW となっている。このほかに、王子・伊藤忠エネクス電力販売（エネクス 60% 出資）が、王子ホールディングスが有する電源からの電力を販売している。

自家発電設備一覧

（発電能力：kW）

	石炭	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				1,500	45,050	2016年2月太陽光稼働
上越エネルギーサービス		30,600	8,490			39,000	
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	
JEN胎内ウインドファーム				20,000		20,000	2014年10月稼働
防府第2パワーステーション	36,000					36,000	2015年3月稼働
2016年3月時点合計	79,550	34,600	8,490	41,000	2,500	166,140	

出所：会社資料等からフィスコ作成

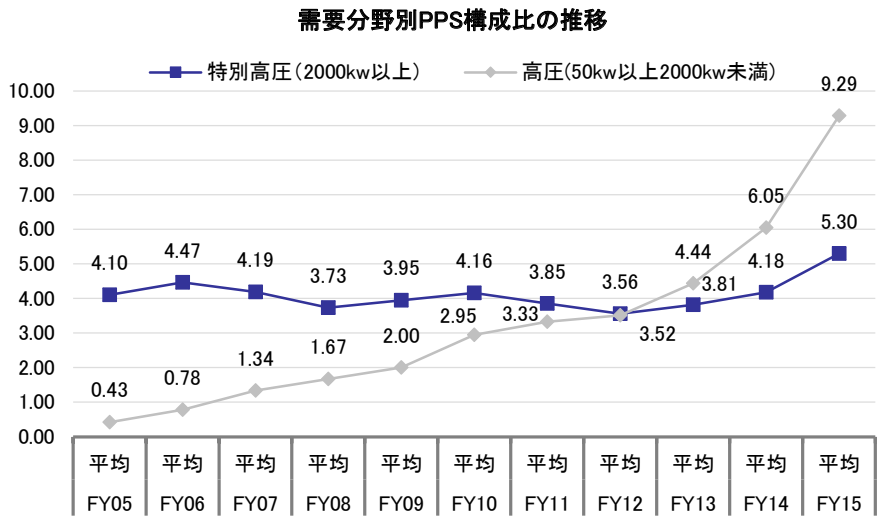
投資家としての目線で同社の電力事業をどのように考えるべきかについて、弊社の考え方は従来から変化はない。

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と弊社では理解している。同社は電力小売のキーワードとして「地域特化」を掲げている。これは同社が強い勢力を有する地域を作ろうというもので、スーパーやコンビニになぞらえれば“地域ドミナント出店”のようなものと言えよう。同社の子会社・系列代理店は、関西、北海道、中国、九州などに、LP ガス事業などで強い顧客基盤を有する地域を抱えている。まずはそこをきちんと固めることを明確に述べているのが「地域特化」ということだ。これは非常に合理的かつ効果的なアプローチだと弊社では評価している。

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。2016 年 3 月期は高圧分野の小売電力量を前年の倍以上に伸ばした。

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、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。

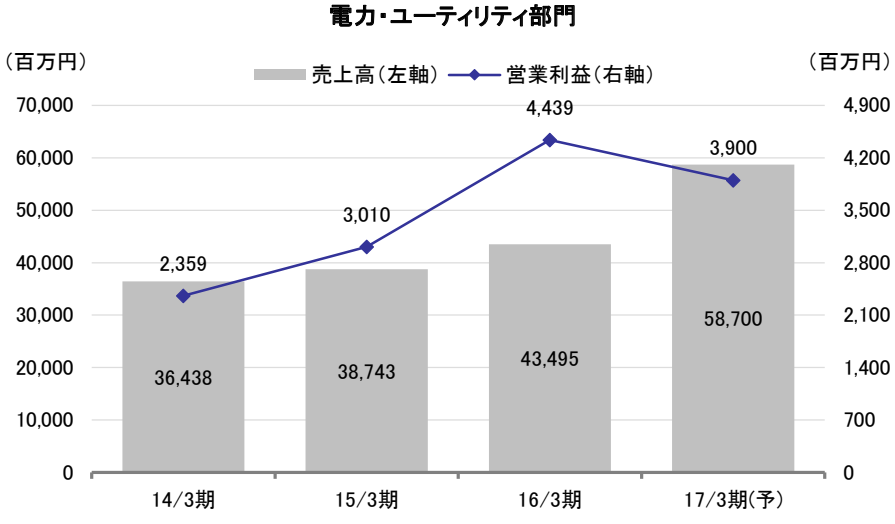
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。



出所：電力調査統計からフィスコ作成

b) 2017 年 3 月期見通し

電力・ユーティリティ部門のセグメント業績は、売上高 58,700 百万円（前期比 35.0% 増）、営業利益 3,900 百万円（同 12.6% 減）が予想されている。増収減益予想となっているが、以下に述べるような理由から、弊社では実質的には増収増益基調が維持されていると評価している。



出所：会社予想からフィスコ作成

売上高は小売、卸売ともに販売を伸ばし順調に拡大することが期待される。特に小売電力量の伸びを大きく見ており、同社は 1,950GWh（前期比 123.9% 増）を計画している。中期経営計画における 2017 年 3 月期の販売計画量は全体で 2,200GWh で、うち 1,700GWh を小売販売としていた。卸売については、市況等を見ながら積極的に変動させていくものとみられるため、KPI（重要経営指標）として注視すべきは、小売電力量の推移ということになろう。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

一方、営業利益が減益予想となっているのは、会計制度の問題が大きい。熱供給の TTS で大型都市開発案件と設備更新が予定されており、これに関して 600 百万円の除却損の計上が見込まれている。同社が採用する IFRS（国際財務報告基準）ではこれが営業費用として認識されるため、営業利益を押し下げることになる。減益予想の主因はこれだ。他に、防府の発電設備での定期修理に関する費用計上や、原油価格の上昇による TTS での原料費上昇なども減益要因の一部として織り込まれている。

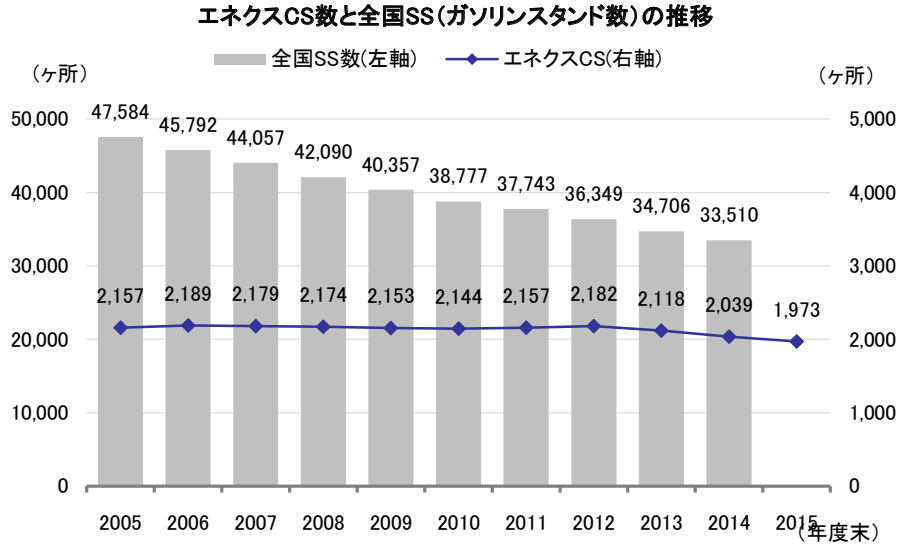
「カーライフスタジアム」ブランドの強化を図る

(3) カーライフ部門

a) 事業の概要と成長戦略

カーライフ部門は大きく 2 つの事業からなる。1 つは CS（カーステーション）の経営とそれを通じたガソリン等自動車燃料、灯油等の販売だ。もう 1 つは車関連事業で、全国有数のディーラーである日産大阪販売（株）がその中核となっている。

CS 事業の事業環境は、EV や省エネ車の普及、人口減少、若者の車離れなどを背景に、厳しい状況が続いている。その上で設備（特に地下貯蔵タンク）更新や後継者不足などの問題を抱えた CS も多い。同社は、直営（エネクスフリート（株）、（株）九州エナジーなど子会社が運営）、系列合わせて約 2,000 の CS を運営しているが、これまで同様、不採算 CS の整理を着実に進める方針だ。新規系列化も同時並行で進めているが、純減が続いている。2016 年 3 月期は 66 ヶ所の純減の結果、期末 CS 数は 1,973 ヶ所と 2,000 を割り込んだ。この傾向はまだ続くと弊社ではみている。



注：2015 年度は SS 数未発表
出所：経済産業省、同社資料からフィスコ作成

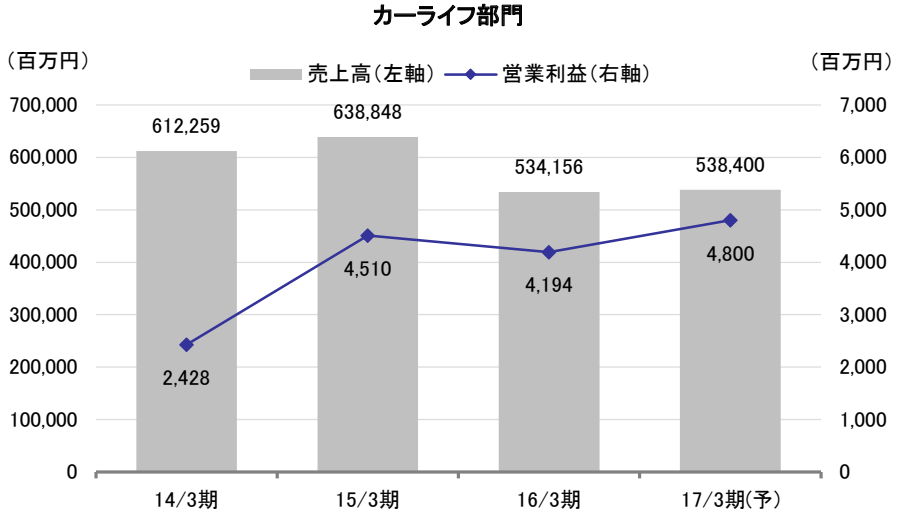
一方で、CS の収入増大策にも注力している。非ガソリン売上高を拡大させるため、車関連 6 事業（車検、洗車、保険、レンタカー、車買取、鈑金）の強化を打ち出している。その具体的なマーケティング策としては、事業・サービスの統一ブランドである『カーライフスタジアム』の展開と確立、新 POS 導入、R ポイント＆カードの導入などがある。

車関連事業においては、新車ディーラー事業に加え、中古車流通事業への本格参入、レンタカー店舗の拡充、将来の布石のためのポートフォリオの開拓などが打ち出されている。

弊社では『カーライフスタジアム』の取り組みに注目している。同社の約 2,000 の CS は様々な元売りブランドが混在しているが、ガソリン以外のサービスのブランドを『カーライフスタジアム』で統一するというものだ。消費者は CS でのサービスはおろかガソリンですらブランドを意識していないという見方もあるが、消費者にブランド意識を浸透させることこそがブランディング（ブランド化）である。そのハードルは高いが、同社がそれに成功すれば CS 事業の再生・発展の道筋が見えてくる可能性があると考えている。

b) 2017 年 3 月期見通し

2017 年 3 月期のセグメント業績は、売上高 538,400 百万円（前期比 0.8% 増）、営業利益 4,800 百万円（同 14.9% 増）が予想されている。



出所：会社予想からフィスコ作成

売上高は CS 関連事業、車関連事業ともに、前期比横ばいと想定していると弊社では推定している。原油価格が戻り歩調にあることなどを考えると、保守的な印象もあるが、販売数量の面では省エネ車の普及加速や CS 数の減少などで楽観できないので、硬めに見たということと解釈している。

利益面では、不採算 CS 対応の継続や卸売事業の効率性改善、CS におけるサービス収入（車検や洗車、鈑金など）の増加などが増益要因として期待されている模様だ。日産大阪販売の収益は、店舗投資が続いているため、本格回復は来期以降になると弊社ではみている。

外部環境の変化に対応できる事業ポートフォリオの拡充

(4) エネルギーイノベーション部門

a) 事業の概要と成長戦略

エネルギーイノベーション部門は産業向け事業の集合体で様々な事業が含まれている。それらは大まかに、船舶燃料販売や需給調整などの石油トレード事業、アスファルト事業、産業用燃料（重油等）販売事業、新規事業などに分けることが出来る。

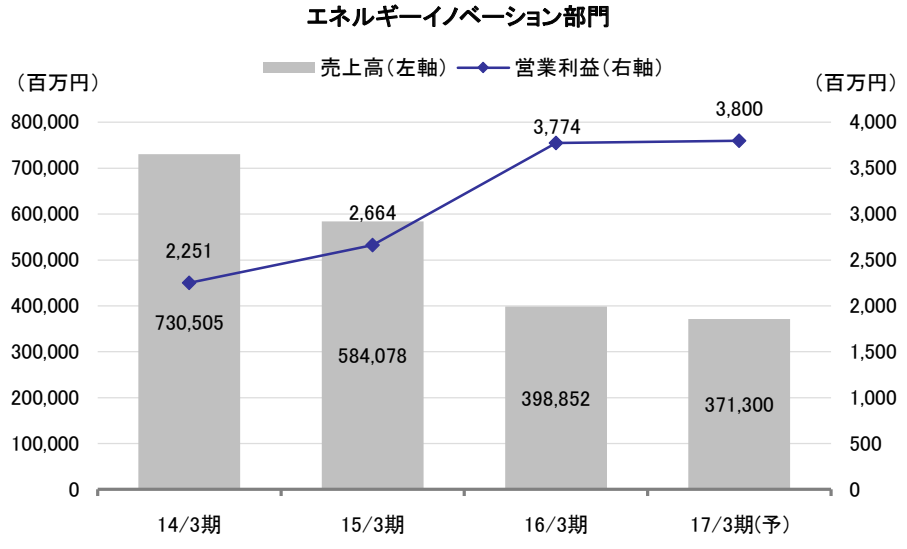
アスファルト事業は国内シェア 20% 超を有し利益貢献度も高い事業とみられる。ここ数年は需要の減少が続いており本来の収益力を発揮できていない。中長期的には道路インフラの更新需要などで、同部門の収益のベースを作っていくものと期待している。

石油トレード事業や産業用燃料販売事業も、同部門の安定した収益基盤を形作る存在だ。原油価格変動の影響を受けやすい側面に加え、非効率な取引を絞り込んでいるため、売上高という点では大幅減収要因となっているが、利益面では安定している。市況上昇・下落のいずれの局面でも利益を獲得する機会があるという点が強みだと考えている。

同部門については、現中期経営計画の中で「外部環境の変化に対応できる事業ポートフォリオの拡充」がテーマとして掲げられている。そこで期待されているのが新規事業であり、ここ数年立ち上がりつつあるのはスロップ・再生油事業やフライアッシュ（石炭灰）事業などがある。これらに続いてどのような新規事業が立ち上がってくるは注目点の 1 つだ。また、同社は法人取引先 3,500 社、アスファルト基地 12 ヶ所、アドブルー基地 20 ヶ所、タンクターミナル 3 ヶ所などの物流拠点を全国に有している。これらのアセットをどのように活用するかについても注目している。

b) 2017 年 3 月期見通し

2017 年 3 月期のセグメント業績は、売上高 371,300 百万円（前期比 6.9% 減）、営業利益 3,800 百万円（同 0.7% 増）が予想されている。



出所：会社予想からフィスコ作成

エネルギーイノベーション部門では、非効率取引の見直しを進めていることもあり、売上高の変動は実態を表していないと弊社では考えている。原油市況や各製品の実需といった側面から考えると、2017 年 3 月期は、数量面が前期比横ばい、価格が上昇となり、実質的に増収というのが実態ではないかと考えている。

利益面では会社予想は横ばいとなっているが、妥当な予想という印象だ。利益がマージン×数量で表現される収益構造において、マージンは基本的には変動が少なく、今期は量的拡大を見込んでいなければ、利益も横ばい予想に落ち着くということだ。変動要因としてはアスファルトを考えている。国政選挙や災害復興などの要因が公共投資にどのような影響を及ぼすかに注目している。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

伊藤忠エネクス
8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

2016 年 6 月 17 日（金）

■2017 年 3 月期業績見通し

17/3 期は減収増益の見通し

2017 年 3 月期について同社は、売上高 1,060,000 百万円（前期比 1.1% 減）、営業利益 17,500 百万円（同 6.8% 増）、税引前利益 17,000 百万円（同 13.3% 増）、当期純利益 10,000 百万円（同 33.9% 増）を予想している。

2017 年 3 月期セグメント別業績予想

（単位：百万円）

		16/3 期			17/3 期	
		2Q 累計	下期	通期	通期（予）	前期比
売上高	ホームライフ部門	44,201	50,925	95,126	94,700	−0.4%
	電力・ユーティリティ部門	21,152	22,343	43,495	58,700	35.0%
	カーライフ部門	274,465	259,691	534,156	538,400	0.8%
	エネルギーイノベーション部門	224,300	174,552	398,852	371,300	−6.9%
	その他	0	0	0	0	−
	売上高合計	564,118	507,511	1,071,629	1,060,000	−1.1%
営業利益	ホームライフ部門	895	2,472	3,367	5,000	47.0%
	電力・ユーティリティ部門	2,642	1,797	4,439	3,900	−12.6%
	カーライフ部門	1,434	2,760	4,194	4,800	14.9%
	エネルギーイノベーション部門	1,862	1,912	3,774	3,800	0.2%
	その他	1	0	1	0	−
	調整前営業利益合計	6,834	8,941	15,775	17,500	10.9%
	調整額	550	59	609	0	−
	営業利益	7,384	9,000	16,384	17,500	6.8%

出所：フィスコ作成

売上高については、原油価格の前提が 2016 年 3 月期末の水準を前提としていることを反映して、前期比ほぼ横ばいという想定が基本形となっている。その中で、販売電力量の大幅増加を見込む電力・ユーティリティ部門が大幅増収となる一方、エネルギーイノベーション部門が非効率取引の見直しなどで減収が見込まれており、全体では前期並みという構図だ。原油市況の下落が続いているためわかりにくくなっているが、同社はここ数年、売上高を水膨れさせるだけのような取引については急速に絞り込んできている。弊社ではこの動きは今期も続く可能性があるとみており、全社ベースの売り上げ動向は参考値程度にとどめておけばよいと考えている。

同社の収益状況の分析は、事業セグメント別に見ていく必要がある。その詳細は前述のとおりだ。全社営業利益予想の 17,500 百万円について、弊社では控えめ過ぎるのではないかと考えている。前述のように、特にホームライフ部門において原油価格上昇時の在庫影響額のプラス貢献が織り込まれていないためだ。他の部門における下振れリスクへの緩衝材としての役割を期待してのこととも推察されるが、今期の注目ポイントの 1 つであると考えている。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

伊藤忠エネクス

8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

2016 年 6 月 17 日（金）

損益計算書

（単位：百万円）

	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期	17/3 期（予）
売上高	1,430,745	1,506,606	1,373,393	1,071,629	1,060,000
前期比	1.2%	5.3%	−8.8%	−22.0%	−1.1%
売上収益	864,589	966,044	936,841	723,645	−
前期比	−	11.7%	−3.0%	−22.8%	−
売上総利益	69,666	71,599	85,720	89,562	−
前期比	7.8%	2.8%	19.7%	4.5%	−
対売上高比率	4.9%	4.8%	6.2%	8.4%	−
販管費	55,668	57,862	71,184	73,226	−
前期比	0.1%	3.9%	23.0%	2.9%	−
対売上高比率	3.9%	3.8%	5.2%	6.8%	−
固定資産損益	−914	−1,460	−1,825	−593	−
その他損益	−346	−402	389	641	−
その他収益・費用計	−56,928	−59,724	−72,620	−73,178	−
営業利益	12,738	11,875	13,100	16,384	17,500
前期比	42.0%	−6.8%	10.3%	25.1%	6.8%
税引前利益	12,234	13,844	12,155	15,004	17,000
前期比	−	13.2%	−12.2%	23.4%	13.3%
当期利益	7,393	8,050	6,529	8,964	−
前期比	−	8.9%	−18.9%	37.3%	−
当期純利益	6,470	7,124	5,503	7,469	10,000
前期比	−	10.1%	−22.8%	35.7%	33.9%
EPS（円）	57.26	63.05	48.71	66.10	88.50
配当（円）	16.00	20.00	22.00	24.00	27.00
1 株当たり同社株式帰属持分（BPS、円）	791.42	833.20	862.30	889.70	−

簡略化貸借対照表

（単位：百万円）

	IFRS 基準			
	13/3 期	14/3 期	15/3 期	16/3 期
流動資産	189,196	188,193	157,708	142,797
現金及び同等物	18,062	14,251	16,184	20,824
営業債権	136,578	140,289	98,449	72,084
棚卸資産	18,134	18,655	27,794	25,160
その他	16,422	14,998	15,281	5,603
非流動資産	126,697	132,531	171,351	166,188
持分法投資	6,032	5,927	10,551	8,786
その他の投資	8,925	7,349	8,924	8,029
有形固定資産	57,655	66,988	88,836	88,311
無形固定資産	10,999	10,280	23,474	24,329
その他	43,086	41,987	39,566	36,733
資産合計	315,893	320,724	329,059	308,985
流動負債	161,738	158,336	149,443	116,929
社債及び借入金	14,745	11,499	14,208	5,299
営業債務	124,046	125,655	104,564	85,677
その他	22,947	21,182	30,671	25,953
非流動負債	56,500	58,268	66,669	74,894
社債及び借入金	26,158	27,099	26,746	32,366
その他	30,342	31,169	39,923	42,528
親会社所有者に帰属する持分合計	89,424	94,651	97,432	100,526
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	66,024
その他	−1,527	−2,098	−1,661	−2,364
自己株式	−1,750	−1,750	−1,751	−1,752
非支配持分	8,231	9,469	15,515	16,636
資本合計	97,655	104,120	112,947	117,162
負債及び資本合計	315,893	320,724	329,059	308,985

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

伊藤忠エネクス
8133 東証 1 部

http://www.itcenex.com/ir/

2016 年 6 月 17 日（金）

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
営業活動による CF	22,754	17,530	34,336	30,322
投資活動による CF	−24,930	−12,556	−20,410	−16,673
財務活動による CF	4,759	−8,859	−12,115	−9,059
現預金増減	2,583	−3,885	1,811	4,590
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	−27
期末現預金残高	18,062	14,251	16,184	20,824

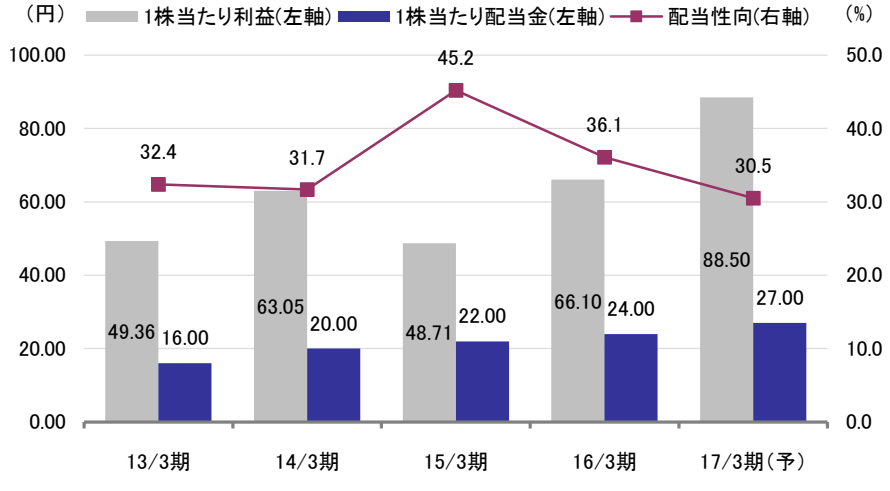
■株主還元

配当性向 30% が基本方針

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。2016 年 3 月期の配当は従来から公表している配当予想どおり、前期比 2 円増配の 24.00 円配（中間 12.00 円、期末 12.00 円の合計）となった。1 株当たり利益が 66.10 円にとどまったため、配当性向は事前予想よりも高い 36.3% となった。

2017 年 3 月期については 3 円増配の 27 円（中間 13.5 円、期末 13.5 円）の配当予想を公表している。同社は現行中期経営計画最終年に当たる 2017 年 3 月期について、当期純利益は従来どおり 10,000 百万円を予想しており、1 株当たり利益は 88.50 円となる。これに基づく配当性向は 30.5% となる。今後業績が一段と拡大する局面では、それに応じた配当の増加も期待できるだろう。

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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

FISCO

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・表示したものですが、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にお願いします。

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