

本邦石油元売り業界への投資機会

業界の歴史と変遷

- 1800年代後半～第一次世界大戦（1900年代初頭）
国内石油産業の黎明期
- 第一次世界大戦～太平洋戦争（1945年）
輸送機械の燃料需要を背景とした業界発展、その後敗戦による壊滅的打撃
- 戦後～朝鮮戦争（1950年頃）
GHQによる厳戒統制下の業界再興
- 高度経済成長期の発展（～1980年頃）
石油製品需要拡大に伴う業界発展（オイルショック 1973年・1980年）
- 日本経済の低成長時代～地球温暖化問題に伴う需要減少見通し
業界再編・統合が徐々に進展
主要3社（JXTG・出光/昭和シェル・コスモ石油）体制へ集約

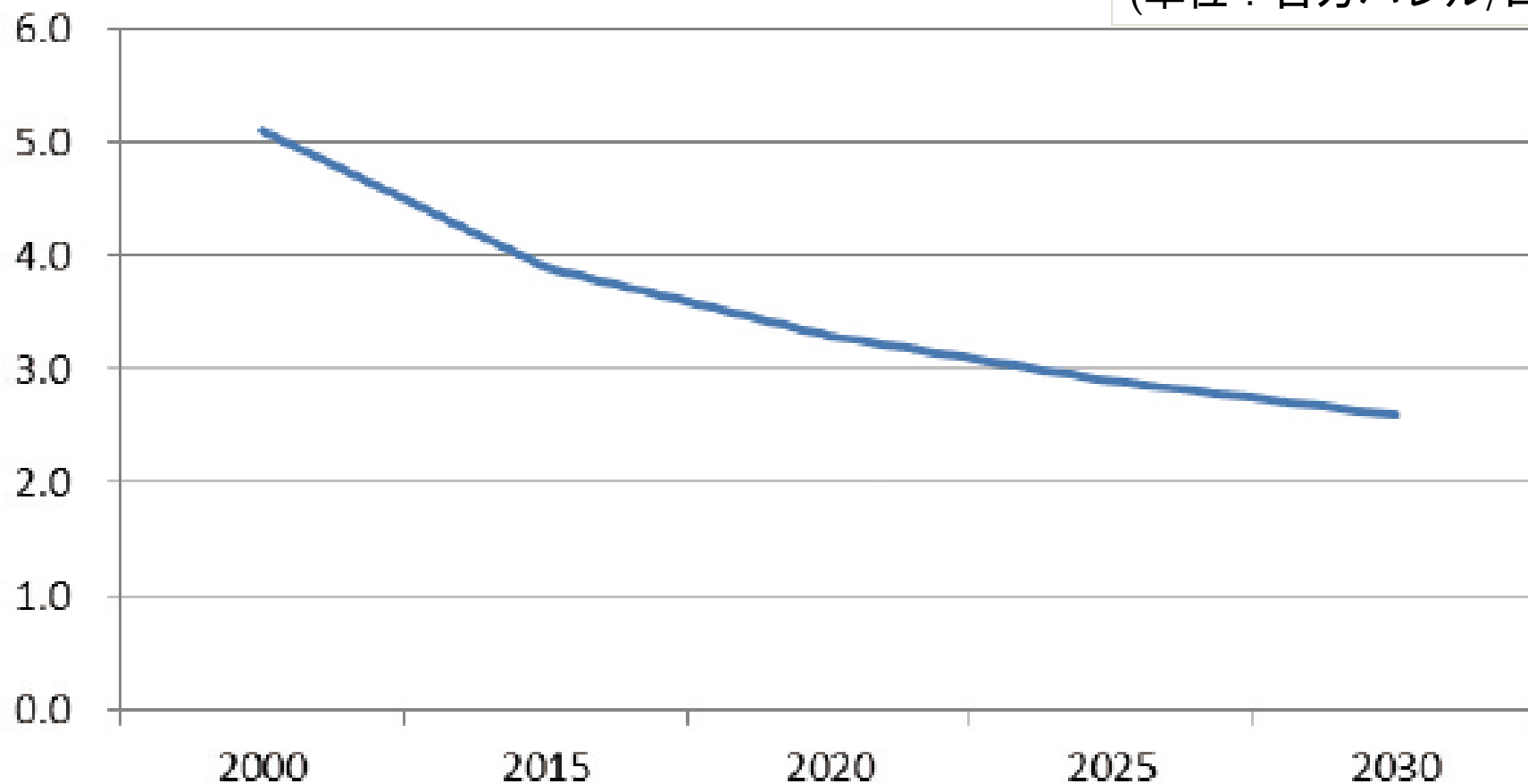
市場環境の推移

- ① 1990年代まではオイルショックを教訓とする省エネによる石油製品効率使用と全体の需要増が相殺しあって需要増加傾向継続
 - ◆ 1970年 約3.8百万バレル/日  1994年 約5.1百万バレル/日
- ② 1997年京都議定書の調印によりCO2削減観点での需要減少が開始
- ③ 2000年代に入り人口減少見通しも加わり需要減少傾向は本格化
- ④ 2010年エネルギー供給構造高度化法
 - 石油精製能力の削減開始
 - 2008年→2016年にかけての削減幅
 - 精製能力 約489万バレル/日 → 約379万バレル/日
 - 製油所数 28カ所 → 22カ所
 - (参考： 1997年製油所44カ所、精製能力527万バレル/日)

市場環境：国内石油製品需要は減少見通し

日本の石油製品需要動向

(単位：百万バレル/日)



- ◆2000年の5.1百万バレル/日から2015年には3.9百万バレル/日まで減少
- ◆その後も漸減を続け2030年には2.6百万バレル/日まで減少見通し

出典：資源エネルギー庁HP

市場環境：需要減少見通しの背景

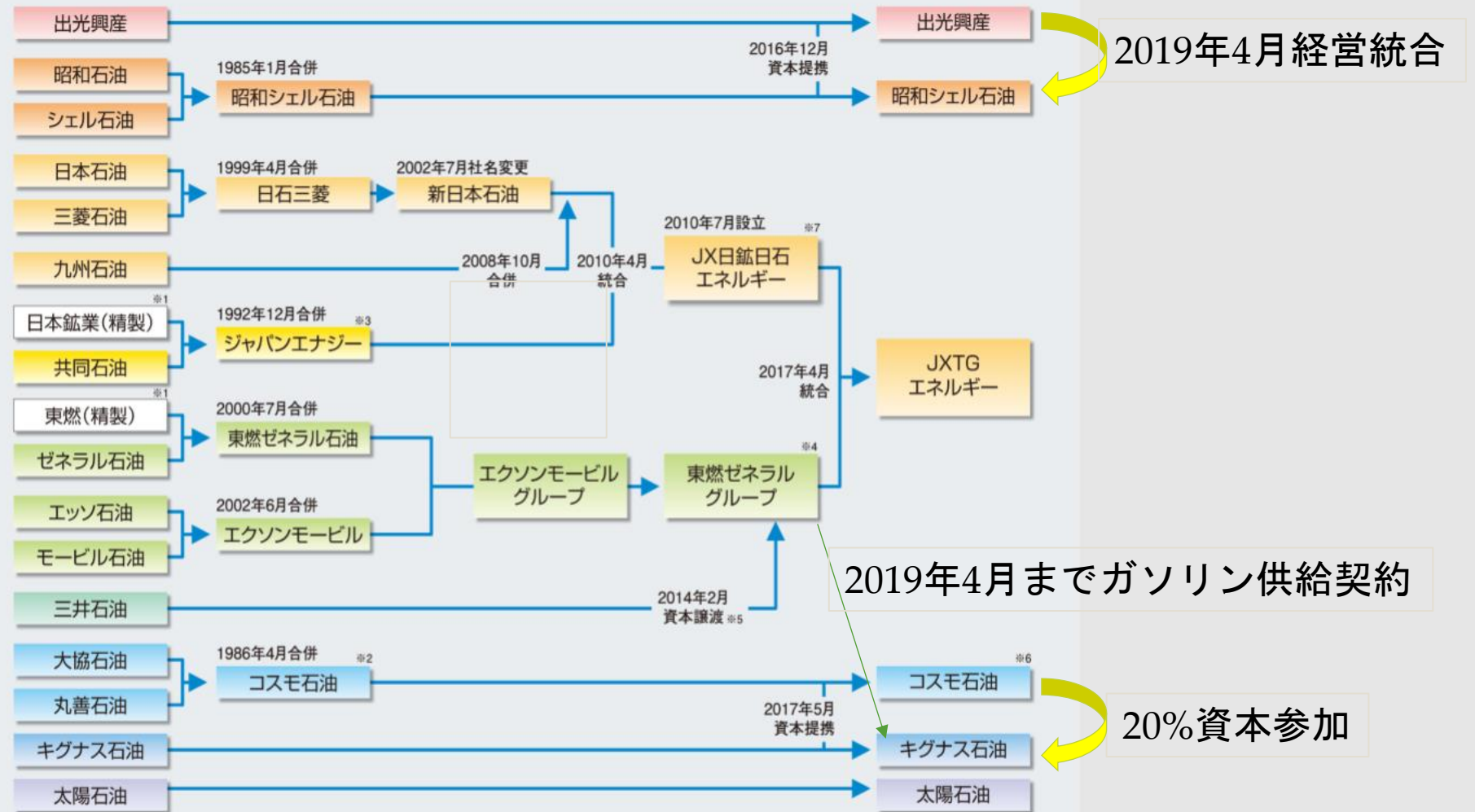
- ① 脱石油シフトを目指した産業、民生用の燃料転換の進展（二度のオイルショックを契機として）
- ② 少子高齢化や人口減少という社会構造の変化
- ③ 自動車や航空機等輸送機器の燃費改善
- ④ CO2排出量削減の為に自動車のPHB/EVへの転換



国内石油業界は生き残りを賭けた戦い or 他の選択肢模索

プレイヤーの再編動向

■日本の石油元売会社の再編動向(2017年7月現在)



石油元売会社:製油所を所有するか、石油精製会社と密接な資本関係がある等で製品売買契約を結び石油製品を仕入、自ら需要家に売るか特約店に卸売する会社(公式な定義はない)

※1 元売ではなく精製専業会社

※2 1984年4月に2社の精製部門を分社化・統合した旧・コスモ石油を設立

※3 1992年12月合併時の社名は日鉱共石、その後93年12月にジャパンエナジーに社名変更

※4 2012年6月1日に東燃ゼネラル石油を中心とした新体制に移行(エクソンモービルはEMGマーケティングに社名変更)

※5 2014年2月4日に三井石油は東燃ゼネラル石油の子会社となりMOCマーケティングに社名変更

※6 2015年10月1日、ホールディングス制に移行

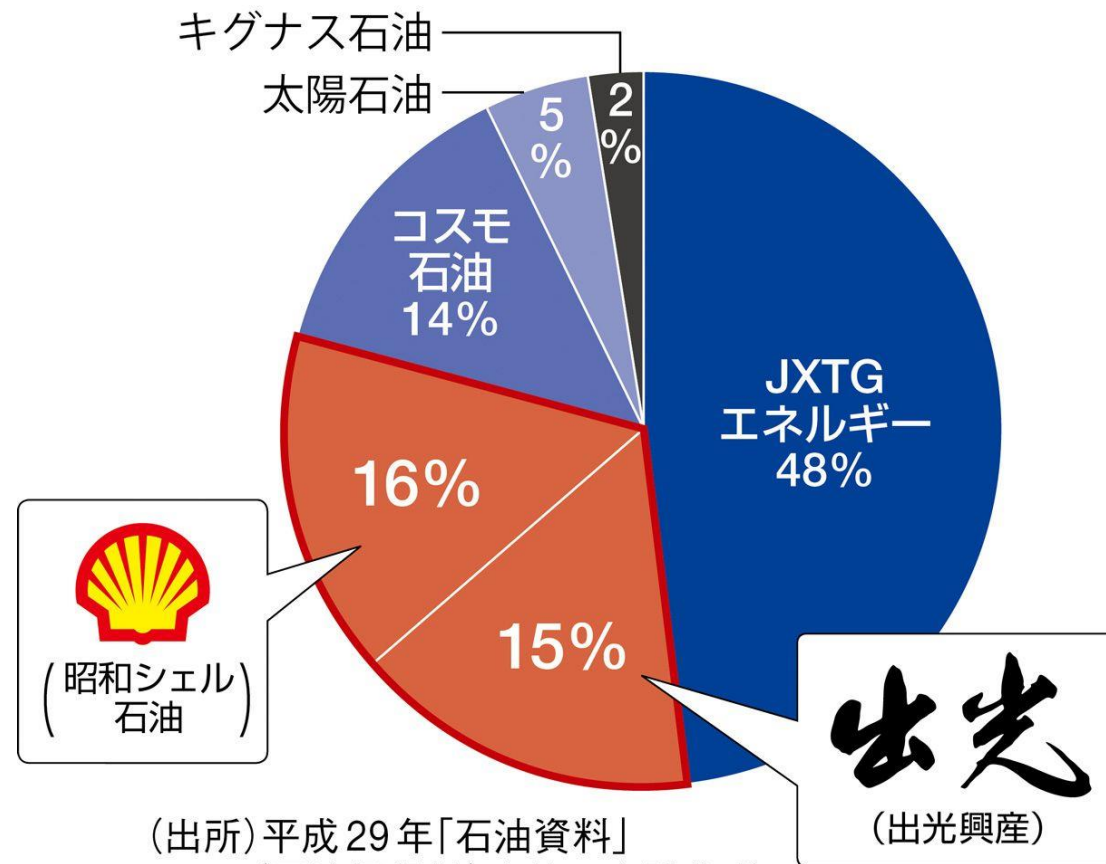
※7 2016年1月1日、JXエネルギーへ社名変更

※8 上図で示した他に、各社間において精製・物流の提携を行っている

競争環境：合従連衡が進み業界は2強 + 1の時代に

JXTGへの対抗軸が必要だった

—国内の石油製品販売シェア—



(出所)平成29年「石油資料」
(石油通信社)を基に本誌作成

JXTG Holding

- 株価（8/22）： 約775円 （PER 7.3）
- 時価総額 約2兆6,600億円
- 主要株主 東証1部上場
日本トラステイサービス信託銀行、JP Morgan等金融機関比率 32%
- 前年度（2018年3月期）連結純利益（IFRS） 3,619億円（1株当たり106円）
- 同上 連結フリーキャッシュフロー 1,038億円（Net cash in）
- 総資産 8兆4,576億円
- 純資産 2兆9,200億円
- 従業員数 約39,800名
- 特徴 2017年4月にJXホールディングスと東燃ゼネラル石油が合併して誕生。国内の石油製品販売で48%のシェアを占める圧倒的規模。旧日鉱金属から継承する金属部門あり。前年度は営業赤字（▲603億円）

出光興産

- 株価（8/24）： 5,430円 （PER 6.4）
- 時価総額 約1兆1,294億円
- 主要株主 東証1部上場
出光創業家 約28%、金融機関比率 約28%
- 前年度（2018年3月期）連結純利益（日本基準）1,623億円（1株当たり845円）
- 同上 連結フリーキャッシュフロー ▲50億円（Net cash out）
- 総資産 2兆9,203億円
- 純資産 9,059億円
- 従業員数 約9,000名
- 特徴 2019年4月に昭和シェル石油と経営統合を予定。国内の石油製品販売シェアは15%で業界第三位。石炭を中心とする資源部門が強く、前年度営業利益の約1/3を依存。創業者出光佐三の流れを継ぐ創業者一族の影響が強く、2006年10月までは非上場。

昭和シェル石油

- 株価（8/24）： 2,168円 （PER 19.0）
- 時価総額 約8,170億円
- 主要株主 東証1部上場
出光興産 約31%、サウジアラムコ 約15%、ロイヤル・ダッチ・シェルグループ 約3.8%
- 前年度（2017年12月期）連結純利益（日本基準）428億円（1株当たり114円）
- 同上 連結フリーキャッシュフロー ▲3億円（Net cash out）
- 総資産 1兆389億円
- 純資産 2,755億円
- 従業員数 約4,500名
- 特徴 2019年4月に出光興産と経営統合を予定。2016年まで最大株主であったロイヤル・ダッチ・シェルの影響力は大幅に低下。国内の石油製品販売シェアは16%で業界第二位。石油事業への依存度が高く、売上高の約94%を占める。

コスモ石油

- 株価（8/24）： 3,820円 （PER 4.4）
- 時価総額 約3,238億円
- 主要株主 東証1部上場
金融機関等 約36%、
- 前年度（2018年3月期）連結純利益（日本基準）728億円（1株当たり866円）
- 同上 連結フリーキャッシュフロー 194億円（Net cash in）
- 総資産 1兆6,909億円
- 純資産 3,561億円
- 従業員数 約6,900名
- 特徴 1986年に大協石油と丸善石油が完全統合して発足。JXTGとは販売を除く複数の業務分野で提携関係あり。国内の石油製品販売シェアは14%で業界第四位。ほぼ石油関連事業専業。出光興産と昭和シェル経営統合を受けて業界第三極として今後の動向が注目されている。

買収対象としてのコスモ石油 (コスモエネルギーホールディングス)

競合他社比割安な株価

	PER	PBR	配当利回
<u>J X T G H L D</u>	7.22	1.15	2.33
<u>出光興産</u>	8.93	1.44	1.66
● <u>コスモエネルギーH</u>	6.09	1.65	1.07
<u>昭和シェル石油</u>	11.10	3.58	3.54
<u>伊藤忠エネクス</u>	11.88	1.12	3.48
<u>国際石油開発帝石</u>	43.20	0.71	1.27

買収対象としてのコスモエネルギーホールディングスの特徴

- ① 業界第3位とはいえ、キグナス石油分も合わせると16%のシェアあり
- ② UAE（アラブ首長国連邦）投資会社ICIPが20.76%保有で筆頭株主。
- ③ アブダビ石油株式会社を通じてアブダビ沖石油開発事業に参画
（コスモ石油開発は64.4%の筆頭株主）
- ④ 他2社に比べて将来に対する危機感も強く、経営の大幅転換が図り安い環境にあると思われ、買収後脱石油の業態転換を思い切って実施。今後のガソリン需要減少を見込み、SSのEVチャージステーション化、水素ステーション化等に一早く取組み、国内エネルギー構造の転換を先導。EV活用による分散化電源事業への取組み可能性もあり。業態転換、バリューアップ後に他の業界他社、若しくは業界外へ売却し、share dilutionを図るシナリオを推奨。