

中澤省一郎のSS経営メールマガジン No.75

(配信は不定期です。できる限り月1回以上は配信します)

第一部 原油下落で元売収益悪化：各元売りの決算対策

ご存知のように、元売は、多量の「石油備蓄」を持ってますので、原油・製品の評価損が計上され、各社の収益は悪化します。各社の対応を見てみましょう。

- (1) JX 在庫評価損 700億円 特別な対応なし ⇒ (営業、経常) 利益の減少のみ
- (2) 出光 在庫評価損 200億円 特別な対応なし ⇒ [在庫評価損] < [精製マージン回復] + [数量の回復] で利益増加
- (3) 昭和シェル 在庫評価損 30億円 特別な対応なし ⇒ (営業、経常) 利益の減少のみ
- (4) コスモ石油 在庫評価損 101億円 アブダビ石油(64%所有)の20%を246億円でIPIC100%子会社へ譲渡 (11/6公表)
- (5) 東燃ゼネラル 在庫評価損 488億円 EMGMの減資等により約500億円の税効果資産の計上
(10月8日のセミナー資料のP12 1-5-1をご覧ください)

- 在庫評価損が出て問題なし： (1) JX、(2) 出光、(3) 昭和シェル
- 在庫評価損が出たら特別な対応をしなければならない： (4) コスモ石油、(5) 東燃ゼネラル

さらに下落(収益悪化)した場合に、コスモとTGはどうするのでしょうか？

- (4) コスモ石油：確実に高く売れる原油開発会社を分社化していますので、さらに譲渡が可能です。
 - アブダビ石油の30%の譲渡、譲渡益約370億円までは、アブダビ石油の支配権を維持しながら対応が可能です。
 - その上、カタール石油(75%所有)、合同石油(45%)、コスモアシユモア石油(53%)も譲渡可能なので、まだまだ対応可能です。
- (5) 東燃ゼネラル：原油開発部門は存在しませんし、会計上の操作が可能なものは今回の税効果500億円で出尽くしたと思います。私がTGの経営者だったら次の対応をします。
 - A：売却：売却可能なのは、東燃化学のみだと思えます。買手も石油元売、石化会社と結構買手はいると思えます。
 - B：PBR1以下の上場会社の買収：負の営業権の計上
 - Bに少し言及しましょう。TGの経営上の問題点は二つです。
 - 問題点1：当期利益の確保
 - 問題点2：多額の営業権の計上で、営業権の減損で、債務超過の危機
 問題点1は、東燃化学の売却しかないと思えます。
 問題点2の解決策は、PBR1以下の会社とは「純資産額>時価総額」の会社を取得すると「負の営業権」が発生し(JXはJOMOとの合併で多額負の営業権を計上)ますので、問題点2の解決策となります。
 - 11/17にミツウロコの株式取得を公表しました。ミツウロコのPBRは[0.5]ですから、時価360億円で買収すると360億円の「負の営業権」が計上されます。
 - 伊藤忠エネクスのPBRは [0.76]
 - シナネンのPBRは [0.61]
 - 三愛石油のPBRは [0.79]
 但し、負の営業権を計上するには、連結子会社とする必要があるので、50%超の取得が必要です。

第二部 総合商社系石油会社と元売再編

第一部で言及したように、原油価格の下落により、TGは、業界再編に突き進むと思えます。

10月8日のセミナーのメインテーマであった総合商社系石油会社(伊藤忠エネクス、三菱商事石油、丸紅エネルギー)は、時期は不確定ですが、親会社の総合商社は石油子会社を「非連結化=非連結子会社化」したいと思っています。

(小売マージンの悪化+IFRS適用がその原因です)

連結子会社でなくなる手法は3つ考えられます。

- A：株式の譲渡
- B：第3者割当増資
- C：合併(鉄鋼不況の時には、鉄鋼部門で三菱+双日=メタルワン、伊藤忠+丸紅=伊藤忠丸紅鉄鋼という合併が行われた過去があります)

現時点での特殊要因としては、第一部で言及したTGが「負の営業権」を欲している可能性です。

総合商社系石油会社の内、PBR1以下の会社をTGが買収した場合に、連結親会社は、総合商社からTGに変わり、「負の営業権が計上される」のです。売手と買手は明らかに「利害が一致」するのです。

- 売手： 安くても売って、早く非連結化したい。
- 買手： 安く買って、「負の営業権」を計上したい。

上場企業が理想ですが、一株当たり時価純資産>買収価格なら、非上場企業でもOKです。仮にTGが買手の場合には、期末の12月末日までの株式の譲渡が完了する必要があります。

最後に、富士石油の筆頭株主はまで東電のままです。(8.7%)この東電所有の富士石油の株式も、いつ譲渡されてもおかしくありません。(但し、選挙期間中は誰も判断できないと思えます)業界再編の台風の眼ですから、要注意です。