

## Mizuho Short Industry Focus

### Shell による BG 買収 ~ 成長分野強化とポートフォリオ多様化を実現する大型再編 ~

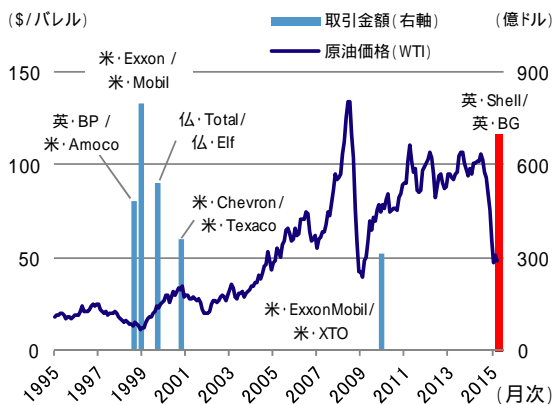
【要旨】

- ◆ 2015 年 4 月 8 日、Royal Dutch Shell (以下、Shell) は BG Group (以下、BG) を 470 億ポンド (約 8 兆 4000 億円) で買収すると発表した。実現すれば 1999 年の Exxon と Mobil との合併に次ぐ規模の大型再編となり、Shell は石油・天然ガス生産量で首位の ExxonMobil に肉薄する第 2 位、LNG 供給能力では圧倒的の第 1 位の上流開発企業となる見込みである。
- ◆ Shell は、買収の目的を深海油田開発、及び LNG 事業の強化のためとしている。BG が近年注力していた両事業は、Shell の中期的な成長分野に位置付けられており、今次買収は Shell の事業戦略とも合致している。また、Shell の投資ポートフォリオは、BG 買収に伴い、深海油田を中心とする埋蔵量の増加や LNG 供給能力の拡充により、更に多角化され、より強固なものとなる見通しである。但し、深海油田開発や LNG プロジェクトの採算性は、原油価格を含めた市況にも影響されることから、買収が効果を発揮する上で、今後の市況が重要なポイントとなる。
- ◆ 今後、市場動向次第では、上流開発業界で再編や資産売買が活発化する可能性がある。わが国の上流開発企業が、権益取得の好機を着実に捉えて保有資産を拡充し、持続的な成長を遂げることに期待したい。

BG 買収により Shell は首位 Exxon Mobil に肉薄

2015 年 4 月 8 日、Shell は、BG を 470 億ポンド (約 8 兆 4000 億円) で買収すると発表した。実現すれば 1999 年の Exxon と Mobil との合併に次ぐ規模の大型再編 (【図表 1】) となり、Shell は石油・天然ガス生産量で首位の ExxonMobil に肉薄する見込みである (【図表 2】)。

【図表 1】過去の主な上流開発業界再編



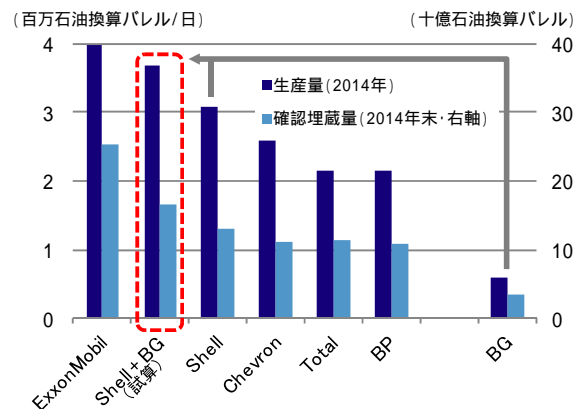
(出所) EIA、各種報道よりみずほ銀行産業調査部作成

(注 1) 各案件の時期は公表時点

(注 2) 取引金額は負債価値を除くベースで、公表時点の株価を基に算定

Shell は戦略に基づき、多様化された投資ポートフォリオを構築

【図表 2】メジャー各社の石油・天然ガス生産量・埋蔵量



(出所) 各社 IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

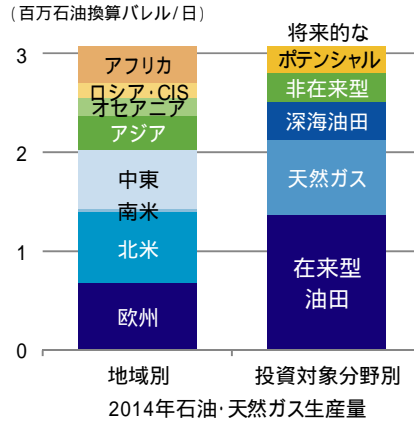
(注) BP は Rosneft 持分を除く

Shell は、石油・天然ガス生産量の規模に加えて、多様化された投資ポートフォリオが強みの一つとなっている。Shell は事業領域を キャッシュフロー創出のエンジン、中期的な成長の重点分野、将来的な成長機会の 3 つに分類しており、中期的には深海油田、及び LNG を含めた天然ガス事業、長期的には非在来型資源や北極海、重質油等の開発に注力する戦略である (【図表 3】)。Shell は、LNG プロジェクトの持分を買収する一方で、ノンコア資産を売却する等、従来から斯かる事業戦略に沿って投資ポートフォリオの入れ替えを進めてきた。Shell の生産量の構成は、戦略上の位置付けに従って、地域、投資対象分野の分散が図られている (【図表 4】)。また、2014 年後半からの原油価格下落を背景に、上流開発企業の多くが開発・投資計画の見直しを実施している中、Shell は基本的な投資方針を変更しておらず、今後も中長期的に各分野へ資源配分を行っていく方針である (【図表 5】)。

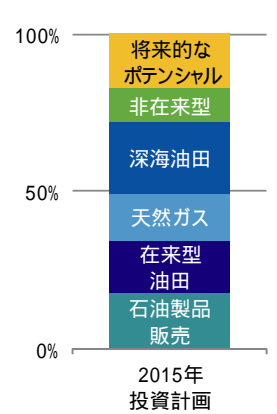
【図表3】 Shell の事業領域

現在	キャッシュフロー創出のためのエンジン	在来型油田開発 石油製品販売
中期	中期的な成長の重点分野で将来のエンジンとなる事業領域	天然ガス(含むLNG) 深海油田開発
長期	市況や技術により将来的な成長機会となりうる事業領域	非在来型資源開発(シェールガス・オイル等) 将来的なポテンシャル(北極海・重質油・カザフスタン等)

【図表4】 Shell の石油・天然ガス生産量の構成



【図表5】 Shell の投資計画の構成

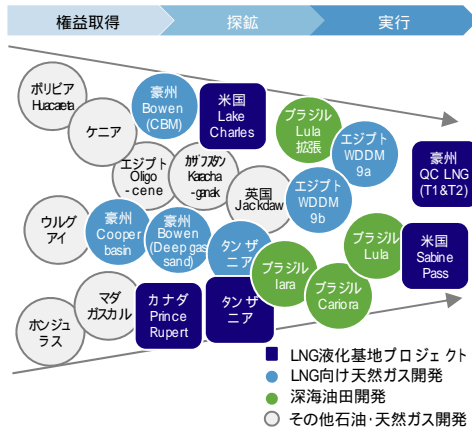


(出所) 【図表 3、4、5】ともに Shell IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

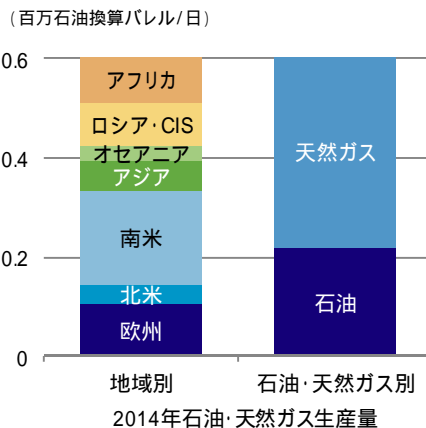
BG は近年ではブラジルの深海油田開発、豪州での LNG 事業に注力

BG は、英国国営ガス会社 British Gas を前身とし、1990 年代から 2000 年代の民営化の過程で小売部門や、導管部門を分割し、上流開発を主業とする現在の BG が形成された。BG は近年、深海油田開発、及び LNG プロジェクトに注力してきた(【図表 6】)。BG の石油・天然ガス生産量の地域別シェアは、Atlantic LNG 向けの天然ガス生産が多いトリニダード・トバゴや深海油田の生産が増加しているブラジルを含む南米のシェアが大きい。BG の天然ガス生産量比率は、石油よりも高くなっている点も特徴である(【図表 7】)。また、BG の 2014 年の投資額は、ブラジルと QCLNG プロジェクトが進展する豪州への配分が厚くっており、BG が深海油田開発、及び LNG 事業に注力してきたことが看取される(【図表 8】)。

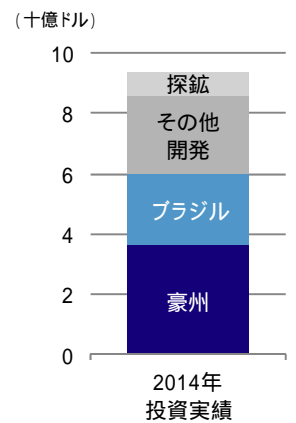
【図表6】 BG の投資プロジェクト



【図表7】 BG の石油・天然ガス生産量の構成



【図表8】 BG の投資額の構成



(出所) 【図表 6、7、8】ともに BG IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

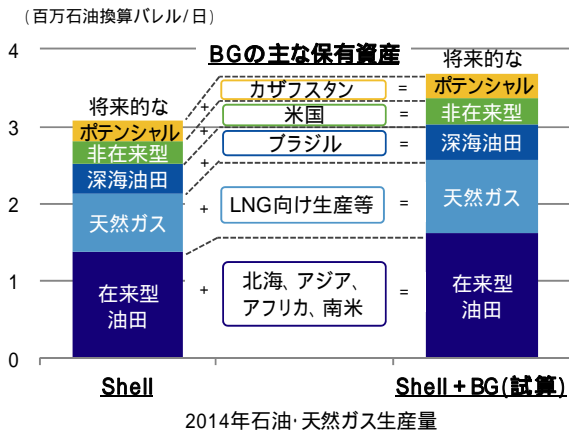
BG 買収の目的は「深海油田開発」と「LNG 事業」の強化

今次買収が実現すれば、在来型油田の生産量増加に加えて、Shell が中期的な成長の重点分野としている深海油田開発、及び LNG 事業が強化される見込みである(【図表 9】)。両事業は、Shell の中期的な成長分野であると同時に BG が近年注力していた分野であり、Shell の事業戦略上のニーズと BG の事業領域は合致している。また、深海油田を中心とする埋蔵量の増加や、LNG 供給能力の拡充により、Shell のポートフォリオは投資対象分野や地域の一層の多様化が図られる見通しである。

深海油田権益の獲得により中長期的な生産量を確保

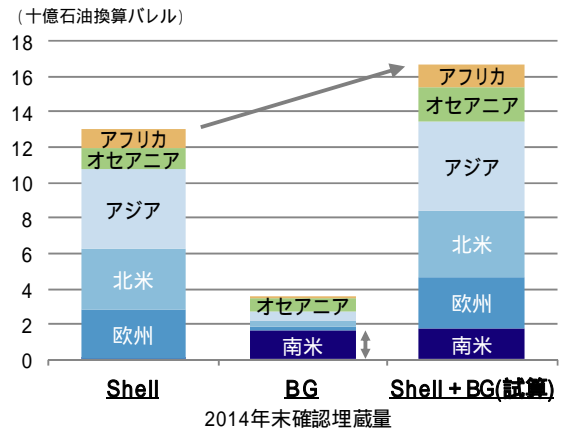
Shell が中長期的な生産量を確保していく上で、BG がブラジルに保有する深海油田権益のポテンシャルは大きい。BG は、ブラジルの今後の石油生産増加の大宗が見込まれる Santos に権益を所有し、BG が保有する石油・天然ガス確認埋蔵量の内、南米のシェアは約 46% である。BG 買収により、Shell の石油・天然ガス確認埋蔵量は、南米での埋蔵量増加が寄与し、約 28% 増加する見通しである(【図表 10】)。但し、深海油田は陸上油田に対し開発・生産の難度が高いことから、採算を確保する上で、生産コストや原油価格の水準が重要となる。BG のブラジルにおける深海油田の損益分岐点油価は、現状では \$40/bbl 以下とされているが、今後の採算を判断する上で、ブラジルの経済情勢や原油価格動向に注視する必要がある。

【図表9】 Shell・BG 合算の石油・天然ガス生産量



(出所)Shell IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表10】 Shell・BG 合算の石油・天然ガス確認埋蔵量

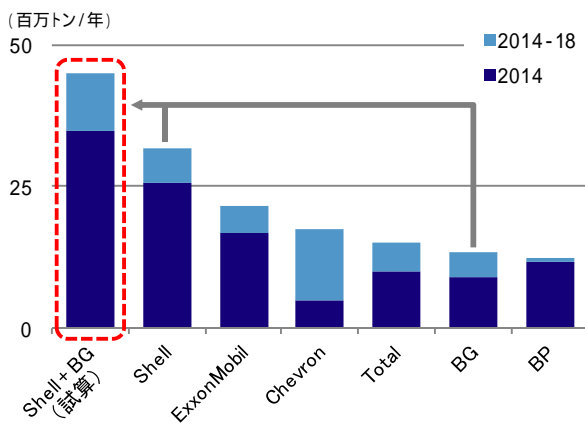


(出所)Shell, BG IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

Shell は民間最大の LNG 供給能力を更に拡大

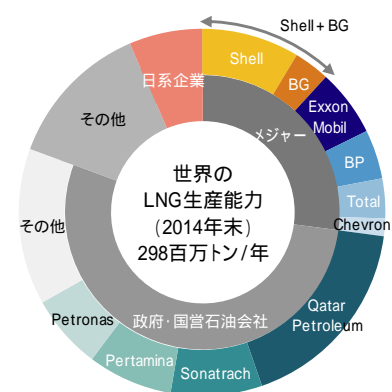
Shell は、民間企業としては世界最大となる 26 百万トンの LNG 生産能力を保有しており、BG が保有する 7 百万トンの生産能力が加わることで、供給能力の更なる増強が実現される見通しである。Shell は、自社が開発に参画するプロジェクトに加えて、2014 年 1 月にスペイン・Repsol よりトリニダード・トバゴとペルーにおける LNG プロジェクトの持分を買収し、LNG の供給ポートフォリオを拡大してきた。BG の買収が実現すれば、Shell の LNG 生産能力は、政府・国営石油会社を除く世界の LNG 生産能力の約 25% を占めることとなり、LNG 供給における Shell のポジションは、より盤石なものとなる見込みである(【図表 11、12】)。

【図表11】 メジャー各社の LNG 生産能力



(出所)Shell IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表12】 LNG 生産能力の構成



(出所)GIIGNL よりみずほ銀行産業調査部作成

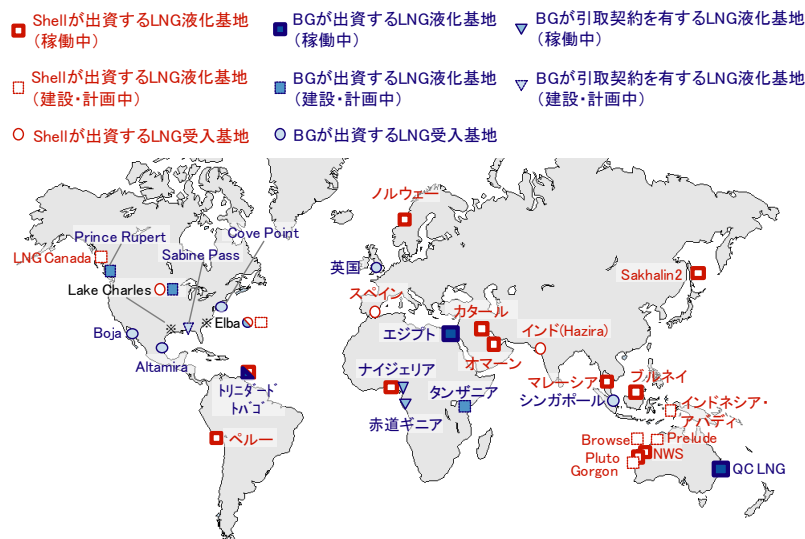
Shell と BG の LNG ポートフォリオには地理的な補完関係が看取

また、Shell と BG との LNG ポートフォリオには地理的な補完関係も看取される。Shell は、東南アジア、中東、サハラ、豪州西海岸を中心に LNG 生産能力を保有している。一方、BG は、現在 Shell が進出していない豪州東海岸、エジプト、赤道ギニアにも供給源を確保している他、今後北米の LNG 生産能力を増強する計画である。Shell の LNG 供給体制は、BG 買収により、アジア大洋州、アフリカ、北米において強化され、更なる拡充が図られる見込みである(【図表 13】)。世界の LNG 輸入国が増加している中(【図表 14】)、将来的に増加が見込まれる LNG 需要を捕捉する上で、各地域に LNG 基地を保有し、グローバルな LNG 供給体制を充実させる意義は大きい。

供給源の拡充は LNG 取引形態の多様化にも対応

LNG 供給源の拡充は、多様化する取引形態への対応としても重要である。これまでの LNG 取引は、長期契約をベースとした取引が中心であったが、近年では LNG 生産拠点の増加を背景に、産地を限定しないポートフォリオ契約等の取引形態も導入されつつある。各地域に供給拠点を保有する Shell は、取引形態の更なる弾力化が想定される中、生産状況や市況等に応じて最適な供給経路を選択することが可能となり、供給の安定性向上や収益面での効果が期待される。但し、LNG プロジェクトの採算は原油価格を含めた市況にも影響されることから、買収の効果を見極める上で、今後の市況を引続き注視していく必要がある。

【図表13】 Shell・BG の LNG 基地



(出所) Shell、BG IR 資料よりみずほ銀行産業調査部作成

【図表14】 LNG 輸入量の推移(国別)

(百万トン・暦年)	1990	2000	2010	2014
日本	35.2	53.4	70.9	89.2
韓国	2.3	14.5	32.6	37.6
台湾	0.7	4.4	11.2	13.5
英国	0.04	0.0	14.2	8.4
スペイン	3.3	6.1	20.6	7.9
フランス	6.8	7.3	10.4	4.6
イタリア	0.02	3.6	6.7	3.3
米国	1.8	4.7	8.2	1.2
ベルギー	2.9	3.1	4.4	1.0
トルコ		3.1	5.6	5.5
フェルトリコ		0.3	0.5	1.3
ポルトガル		0.2	2.2	1.0
ギリシャ		0.3	0.7	0.4
中国			9.6	19.0
インド			9.0	14.5
メキシコ			4.3	6.6
ブラジル			2.1	5.3
アルゼンチン			1.3	4.4
クウェート			2.0	2.7
チリ			2.2	2.6
UAE			0.1	1.3
ドミニカ			0.6	0.8
カナダ			0.9	0.4
シンガポール				1.7
マレーシア				1.7
インドネシア				1.6
タイ				1.4
オランダ				0.4
リトアニア				0.1
イスラエル				0.1
総計	53.0	100.8	220.2	239.2

(出所) GIIGNL 等よりみずほ銀行産業調査部作成

Shell による BG 買収はわが国にとっても、資源調達、及び資源開発の両面において示唆に富む。

LNG 調達企業の連携を進める必要性

第一に、今次買収が実現した場合には LNG 供給者の更なる集約に繋がることから、わが国 LNG 調達企業は、条件交渉の自由度拡大、及び調達ポートフォリオの多様化のため、LNG 調達事業者間の連携を進める必要がある。LNG 需要が増加する中、Shell の BG 買収により民間最大の LNG 生産能力を有する Shell のシェア拡大が見込まれるため、わが国にとり安定調達の確保が一層重要となる。斯かる中、世界最大の LNG 輸入国であるわが国の LNG 調達企業の連携は、交渉余地の拡大、及び調達ソースの多角化の観点で、安定調達のための選択肢となりうる。企業により調達数量や調達条件は区々であるが、複数の企業が連携することにより調達規模を拡大する余地があろう。調達価格は、契約時の需給や市況にも影響されるものの、共同調達により、価格以外に契約数量や配船を含めた条件交渉の自由度が拡大する意義は大きい。また、調達規模が拡大することにより、調達先や契約条件の選択肢が増加し、わが国の LNG 調達ポートフォリオの多様化に資するものと思料される。

権益取得の機会を着実に捉えることが重要

第二に、今後の市場動向次第では、今次買収にみられる通り、世界の主流開発企業が投資ポートフォリオの組替えを進める過程で、再編や資産売買が活性化する可能性がある。斯かる中、わが国上流開発企業は、保有資産の充実を図る上で権益取得の機会を着実に捉えることが重要である。少資源国であるわが国の上流開発企業は、投資ポートフォリオの多様化が必須であり、その手段として、自社による探鉱・開発に加え、資産買収等の手段は一つの選択肢となる。Shell は成長戦略に基づき、投資対象地域、分野を分散させているが、少資源国であるわが国の上流開発企業にとり、投資ポートフォリオの多角化は、企業単位での持続的な成長に資するのみならず、わが国としてのエネルギーの安定調達にも寄与するものと考えられる。今後、上流開発分野における業界再編や資産売買等、権益取得の好機が到来した際に、わが国上流開発企業が時宜を得た対応により保有資産を拡充し、持続的な成長を遂げることに期待したい。

みずほ銀行 産業調査部  
 資源・エネルギーチーム 藤江 瑞彦  
 TEL:03-6838-1216 E-mail: mizuhiko.fujie@mizuho-bk.co.jp

© 2015 株式会社みずほ銀行  
 本資料は金融ソリューションに関する情報提供のみを目的として作成されたものであり、特定の取引の勧誘・取次ぎ等を強制するものではありません。また、本資料はみずほフィナンシャルグループ各社との取引を前提とするものではありません。  
 本資料は当行が信頼に足り且つ正確であると判断した情報に基づき作成されておりますが、当行はその正確性・確実性を保証するものではありません。また、本資料に記載された内容は予告なしに変更されることがあります。本資料のご利用に際しては、貴社ご自身の判断にてなされますようお願い申し上げます。本資料の著作権は当行に属し、本資料の一部または全部を、①複写、写真複写、あるいはその他の如何なる手段において複製すること、②当行の書面による許可なくして再配布することを禁じます。