

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

石油元売大手 3 社の格付見直し結果

発行体	証券コード	長期発行体格付		見通し
出光興産株式会社	5019	【据置】	A+	安定的
ENEOS ホールディングス株式会社	5020	【据置】	AA-	安定的
コスモエネルギーホールディングス株式会社	5021	【変更】	A- → A	安定的

発行体	証券コード	国内 CP 格付	
出光興産株式会社	5019	【据置】	J-1
ENEOS ホールディングス株式会社	5020	【据置】	J-1+
コスモエネルギーホールディングス株式会社	5021	【据置】	J-1

（個別債券の格付など詳細については 4 ページ以降をご参照ください）

■ 格付の視点

- 株式会社日本格付研究所（JCR）は石油元売大手 3 社の格付を見直し、出光興産、ENEOS ホールディングスの 2 社を据え置き、コスモエネルギーホールディングスを 1 ノッチ格上げた。格付の見通しについては 3 社とも安定的とした。
- 安定した業界秩序を背景に、引き続き石油製品のマージンは良化する方向にある。物流費や人件費などのインフレ基調が継続しているものの、精製マージンの拡大によってコスト増を吸収できている。構造的な石油製品需要の減少トレンドに変化はないが、人々の生活や産業活動に必要なエネルギーとしての重要性は依然として高い。当面、各社の主力事業として一定の収益力を維持できると考えられる。一方、中期的にみれば、需要減に応じた供給能力の削減やトラブル抑制による製油所稼働率の向上などが収益力の維持・向上を図るうえで重要と考える。各社の取り組みに注目していく。なお、コスモエネルギーホールディングスは競合 2 社と比べて製油所の設備効率が高く、マージン改善による恩恵は相対的に大きい。従前と比べて基礎的な収益力が高まっていることから、長期発行体格付を 1 ノッチ引き上げた。
- 第 7 次エネルギー基本計画（25 年 2 月閣議決定）では、脱炭素の方向性が維持されたものの、エネルギーの安定供給に重点が置かれるなど、化石燃料に対する厳しい見方は従前よりも緩和された。各社は脱炭素分野や次世代エネルギーなどの新たな事業への取り組みを継続しているが、これらの投資に対する姿勢は慎重になってきている。短期的には水素やアンモニアなどの次世代エネルギーよりも収益性が見込みやすい LNG などのトランジション燃料に注力するとみられる。各社の取り組みの進捗や政府支援の動向などを確認していく。
- 各社の業績は総じて堅調に推移している。主力の石油製品事業のマージン改善に加え、従前と比べて高い資源価格を背景に資源開発事業も利益の押し上げ要因となっている。石油化学事業は市況の悪化により厳しい収益環境が続いているものの、プラント集約を含めた構造改革に取り組んでいる。引き続き、原油価格や為替の動向に留意する必要があるが、これら影響を除いた基礎的な収益力は底堅く推移すると JCR はみている。

- (5) 成長投資と株主還元、財務健全性のバランスに注目している。石油元売大手 3 社の総還元性向は他業界の平均と比べて高い水準にある。近年の好業績を背景に自社株買いなど株主還元を更に強化する動きもみられ、自己資本の蓄積は進みづらい。他方、中長期的には脱炭素や次世代エネルギー分野などの成長投資が本格化することが予想される。収益性の面での課題や投資回収の不確実性などを踏まえると、既存事業と比べてリスクは相応に高い。将来的な業績悪化局面に備えて自己資本を充実させることや投資に耐えうる財務基盤を維持していくことが石油元売会社にとって重要であると JCR は考えている。各社の財務運営状況に注目している。

■各社の格付事由

出光興産株式会社

【据置】

長期発行体格付	A +
格付の見通し	安定的
債券格付	A +
国内 C P 格付	J - 1

- (1) 国内燃料油販売で ENEOS グループに次ぐシェア約 30%を有する。主力事業である燃料油のほか、基礎化学品、石油および石炭の資源開発において強固な事業基盤を持つ。また、潤滑油や電子材料などの高機能材、発電や太陽光発電システムの提供を行う電力・再生可能エネルギー（電力・再エネ）など多様な事業を手掛ける。23 年 10 月にバッテリーEV 用全固体電池の量産実現に向けてトヨタ自動車と協業を開始しており、27～28 年の全固体電池実用化を目指している。
- (2) 資源価格の下落に伴い利益水準が低下するものの、価格変動要素を除いた基礎的な収益力は底堅く推移する見通しである。安定的な業界構造を背景に、コストインフレが進む中でもマージン改善を通じて一定の収益力を維持できている。中長期的にはエネルギー・トランジションへの対応が求められるが、SAF や全固体電池など脱炭素事業の収益化に向けた取り組みは着実に進展している。こうした将来に向けた成長投資や株主還元を踏まえても、財務諸指標は健全な水準を維持できている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 26/3 期の経常利益（在庫影響除き）は 1,560 億円（前期 2,446 億円）と減益が計画されている。資源価格の下落を主因として、燃料油マージンのマイナスのタイムラグ影響や資源事業の減益などが業績の下押し要因となる見通し。ただ、課題となっていた基礎化学品および電力・再エネ事業では収益改善が見込まれるなど、一定の収益力は維持できるとみられる。27/3 期以降もタイムラグ影響を除いた実質マージンは安定した状況が続くとみられ、主力の燃料油事業を中心に業績は底堅く推移すると予想する。
- (4) 26/3 期第 1 四半期末のネット DER は 0.67 倍（前年同期末 0.58 倍）と、一定の財務構成が維持されている。積極的な株主還元や成長投資により財務基盤の強化は進みづらいが、規律を持った事業運営方針に変化はなく、引き続き財務リスクは適切にコントロールされると JCR はみている。

ENEOS ホールディングス株式会社

【据置】

長期発行体格付	A A -
格付の見通し	安定的
債券格付	A A -
債券格付（期限付劣後債）	A
発行登録債予備格付	A A -
国内 C P 格付	J - 1 +

- (1) ENEOS グループの持株会社。石油精製販売をはじめ、石油・天然ガス開発、機能材、電気、再生可能エネルギーなど多様な事業を手掛ける。主力の石油精製販売では国内の燃料油販売シェアで約 50%を占める。当社はグループの経営方針策定や経営資源の配分、経営管理などの機能を担い、一体性が強いことから格付にはグ

グループ全体の信用力を反映させている。なお、金属事業を営む JX 金属は 25 年 3 月に東京証券取引所に新規上場し、同社は連結子会社から持分法適用関連会社に移行している。

- (2) 国内最大手の石油元売会社としての強固な収益基盤に変化はみられない。主力の石油製品のマージンは改善方向にあり、コストインフレを吸収して高い収益力を維持している。また、石油・天然ガス開発事業は資源価格の変動によってボラティリティが大きいものの、既存プロジェクトにおける安定した生産量を背景に一定の利益貢献を果たしている。中長期的には再生可能エネルギーを含む脱炭素事業の収益化が課題であるものの、世界的な脱炭素の動きに一部で揺り戻しがみられる。石油製品や石油・天然ガス開発など基盤事業に対するトランジションリスクは一旦後退しており、当面、安定したキャッシュフロー創出力が維持されると JCR はみている。財務規律を意識した事業運営方針にも変化はない。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 26/3 期の営業利益（在庫影響除き）は 4,100 億円（前期 1,637 億円）と大幅増益が計画されている。非連結となった金属事業の持分減少による影響や資源価格の下落に伴う開発事業の減益がマイナスに作用するものの、のれん減損など前期に発生した一過性要因の剥落が増益の主因となる見込み。原油価格の変動影響を除いた実質マージンは底堅く推移しており、業績の下支えとなろう。
- (4) 26/3 期第 1 四半期末のネット DER（ハイブリッド債の資本性調整後）は 0.50 倍。JX 金属の持分売却により、財務諸指標は大幅に良化している。第 4 次中計では 3 カ年累計 1 兆 5,600 億円の設備投融資に加え、マネジメント・アロケーション（M&A を含む厳選した戦略投資と追加的な株主還元）として 5,000 億円～1 兆円の資金枠を設定している。これらのキャッシュアウト計画を踏まえ、ネット DER は 0.7～0.9 倍程度でコントロールされる見通し。引き続き、エネルギー・トランジションに向けた戦略投資や積極的な株主還元が予想されるが、一定の財務健全性は維持できると JCR はみている。

コスモエネルギーホールディングス株式会社

【変更】

長期発行体格付	A－ → A
格付の見通し	安定的
債券格付	A－ → A
発行登録債予備格付	A－ → A

【据置】

国内 C P 格付	J－1
-----------	-----

- (1) コスモエネルギーグループの純粋持株会社。石油精製販売を中心に、原油開発や石油化学製品の製造を手掛ける。また、風力発電を主体とする再生可能エネルギー事業や次世代エネルギー分野の事業拡大に注力している。当社はグループ全体の事業ポートフォリオの最適化や各事業会社の業務執行のサポートなどを担っており、経営の一体性が強いことから、格付にはグループ全体の信用力を反映させている。また、当社は岩谷産業の持分法適用関連会社であるが、支配・関与度や経営的重要度を勘案し、格付にはスタンドアローン評価を適用している。
- (2) 主力の石油事業を中心に基礎的な収益力は高まっている。ショートポジション戦略や DX を活用した自主保安体制の強化などを通じて製油所の設備効率は業界トップクラスの水準にあり、石油事業の収益性は同業他社比優位である。業界全体として石油製品のマージン拡大が続く中、当社は相対的に大きな恩恵を受けている。一方、世界的な脱炭素の動きに一部で揺り戻しがみられ、石油や石油開発など基盤事業に対するトランジションリスクは一旦後退している。石油製品に代わる収益源の確保は長期的な課題であるものの、当面、基盤事業が持つ高いキャッシュフロー創出力を維持できると JCR は判断している。以上を踏まえ、長期発行体格付を 1 ノッチ引き上げた。
- (3) 26/3 期の経常利益（在庫影響除き）は 1,650 億円（前期 1,816 億円）と減益の計画。原油価格の下落を背景に石油開発事業で減益を見込むことが主因だが、石油事業におけるマージン拡大や石油化学事業の黒字化などに

より底堅く利益を確保できる見通しである。引き続き、原油価格や為替の動向に留意する必要があるが、安定した石油精製マージンや石油化学事業の構造改革の進展などにより、在庫影響を除く経常利益は堅調に推移すると予想する。

- (4) 26/3 期第 1 四半期末のネット DER は 0.93 倍と、第 7 次連結中期経営計画（現中計）で掲げる目標 1.0 倍を下回る水準で推移している。現中計期間（24/3～26/3 期）は自己資本 6,000 億円を超える部分を原則追加の株主還元に充当する方針としており、今期も自己資本の増加は見込みがたい。将来の成長投資に向けた財務基盤の確立という観点からは、依然として財務面の改善余地は残されている。ただ、自己資本とネット有利子負債のバランスを重視する財務運営は今後も維持されるとみられ、財務構成が現状から大きく悪化する懸念は小さい。

（担当）水川 雅義・村松 直樹

■格付対象

発行体：出光興産株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A+	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 6 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2018 年 9 月 19 日	2025 年 9 月 19 日	0.270%	A+
第 7 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2018 年 9 月 19 日	2028 年 9 月 19 日	0.414%	A+

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	7,500 億円	J-1

発行体：ENEOS ホールディングス株式会社

【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA-	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第 2 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2020 年 7 月 16 日	2030 年 7 月 16 日	0.370%	AA-
第 4 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジション・リンク・ボンド）	850 億円	2022 年 6 月 15 日	2032 年 6 月 15 日	0.834%	AA-
第 5 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジション・リンク・ボンド）	150 億円	2022 年 6 月 15 日	2042 年 6 月 13 日	1.336%	AA-
JXTG ホールディングス株式会社第 2 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2017 年 8 月 3 日	2027 年 8 月 3 日	0.405%	AA-
JX ホールディングス株式会社第 13 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2016 年 7 月 28 日	2026 年 7 月 28 日	0.300%	AA-
JX ホールディングス株式会社第 14 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2016 年 7 月 28 日	2036 年 7 月 28 日	0.830%	AA-
第 1 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	1,000 億円	2021 年 6 月 15 日	2081 年 6 月 15 日	（注 1）	A
第 2 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	1,000 億円	2021 年 6 月 15 日	2081 年 6 月 15 日	（注 2）	A
第 3 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	1,000 億円	2021 年 6 月 15 日	2081 年 6 月 15 日	（注 3）	A
第 4 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	380 億円	2023 年 9 月 20 日	2083 年 9 月 20 日	（注 4）	A
第 5 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	500 億円	2023 年 9 月 20 日	2083 年 9 月 20 日	（注 5）	A
第 6 回利払繰延条項・期限前償還条項付無担保社債（劣後特約付）	120 億円	2023 年 9 月 20 日	2083 年 9 月 20 日	（注 6）	A

- (注1) 発行日の翌日から2026年6月15日までの利払日においては年0.70%。2026年6月15日の翌日から2031年6月15日までの利払日においては基準金利に0.70%を加えた値。2031年6月15日の翌日から2046年6月15日までの利払日においては基準金利に0.95%を加えた値。2046年6月15日の翌日以降の利払日においては基準金利に1.70%を加えた値。
- (注2) 発行日の翌日から2031年6月15日までの利払日においては年0.97%。2031年6月15日の翌日から2051年6月15日までの利払日においては基準金利に1.10%を加えた値。2051年6月15日の翌日以降の利払日においては基準金利に1.85%を加えた値。
- (注3) 発行日の翌日から2036年6月15日までの利払日においては年1.31%。2036年6月15日の翌日から2056年6月15日までの利払日においては基準金利に1.30%を加えた値。2056年6月15日の翌日以降の利払日においては基準金利に2.05%を加えた値。
- (注4) 発行日の翌日から2028年9月20日までの利払日においては年1.328%。2028年9月20日の翌日から2033年9月20日までの利払日においては1年国債金利に1.050%を加えた変動金利。2033年9月20日の翌日から2048年9月20日までの利払日においては1年国債金利に1.300%を加えた変動金利。2048年9月20日の翌日以降の利払日においては1年国債金利に2.050%を加えた変動金利。
- (注5) 発行日の翌日から2033年9月20日までの利払日においては年2.195%。2033年9月20日の翌日から2053年9月20日までの利払日においては1年国債金利に1.750%を加えた変動金利。2053年9月20日の翌日以降の利払日においては1年国債金利に2.500%を加えた変動金利。
- (注6) 発行日の翌日から2038年9月20日までの利払日においては年2.881%。2038年9月20日の翌日から2058年9月20日までの利払日においては1年国債金利に2.000%を加えた変動金利。2058年9月20日の翌日以降の利払日においては1年国債金利に2.750%を加えた変動金利。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	500億円	2025年7月5日から2年間	AA-

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	11,500億円	J-1+

発行体：コスモエネルギーホールディングス株式会社

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	A	安定的

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
第1回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2023年5月8日	2028年5月8日	0.540%	A
第2回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2024年11月28日	2029年11月28日	1.233%	A
第3回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（グリーンボンド）	50億円	2024年11月28日	2031年11月28日	1.425%	A

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	800億円	2025年7月9日から2年間	A

【据置】

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	4,000億円	J-1

格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2025 年 8 月 25 日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：水川 雅義
主任格付アナリスト：水川 雅義
3. 評価の前提・等級基準：
評価の前提および等級基準は、JCR のホームページ（<https://www.jcr.co.jp/>）の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」（2014 年 1 月 6 日）として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCR のホームページ（<https://www.jcr.co.jp/>）の「格付関連情報」に、「コーポレート等の信用格付方法」（2024 年 10 月 1 日）、「石油」（2025 年 6 月 2 日）、「持株会社の格付方法」（2025 年 4 月 2 日）、「ハイブリッド証券の格付について」（2012 年 9 月 10 日）として掲載している。
5. 格付関係者：
（発行者・債務者等） 出光興産株式会社
ENEOS ホールディングス株式会社
コスモエネルギーホールディングス株式会社
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。
なお、本件劣後債につき、約定により許容される利息の支払停止が生じた場合、当該支払停止は「債務不履行」に当たらないが、JCR では債務不履行の場合と同じ「D」記号を付与することとしている。
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関しての JCR の現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCR が格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：
 - ・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表
 - ・ 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：
JCR は、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. 格付関係者による関与：
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. JCR に対して直近 1 年以内に講じられた監督上の措置：なし

■留意事項

本文書に記載された情報は、JCR が、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCR は、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCR は、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCR は、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCR の格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCR の格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCR の格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCR が保有しています。JCR の格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCR に無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

予備格付：予備格付とは、格付対象の重要な発行条件が確定していない段階で予備的な評価として付与する格付です。発行条件が確定した場合には当該条件を確認し改めて格付を付与しますが、発行条件の内容等によっては、当該格付の水準は予備格付の水準と異なることがあります。

■NRSRO 登録状況

JCR は、米国証券取引委員会の定める NRSRO（Nationally Recognized Statistical Rating Organization）の 5 つの信用格付クラスのうち、以下の 4 クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則 17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示は JCR のホームページ（<https://www.jcr.co.jp/en/>）に掲載されるニュースリリースに添付しています。

■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL：03-3544-7013 FAX：03-3544-7026

株式会社 **日本格付研究所**

Japan Credit Rating Agency, Ltd.
信用格付業者 金融庁長官（格付）第 1 号

〒104-0061 東京都中央区銀座 5-15-8 時事通信ビル