

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	【据置】	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 5 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、全社とも据え置き、見通しを安定的とした。
- 原油価格の変動やそれに伴うタイムラグ影響を除いた基礎的な収益力に大きな変化はみられない。中東情勢の緊迫化を受け、各社は中東域外からの代替調達や石油製品の輸入などを進め、国内への安定供給を維持している。調達先の多様化に伴う追加的な調達・輸送コストは生じているものの、安定した業界構造と価格転嫁の取り組みを背景に、実質的な精製マージンは底堅く推移している。資源開発事業では、一部の中東権益で生産への影響がみられる一方、高水準の資源価格が収益を下支えしている。低迷が続く石油化学事業では設備集約や事業再編が進められており、中期的に収益改善が期待される。財務面では、利益の蓄積により自己資本が増加し、財務構成は改善している。高水準の株主還元が続く中でも、各社の財務健全性は総じて維持されている。
- 中長期的な事業戦略では、エネルギー安全保障の重要性が高まる中、各社は製油所の安定稼働や調達網の強靱化など、既存事業への投資を従前より重視する方向にある。引き続き、低・脱炭素分野への取り組みは継続しているものの、投資回収の不確実性が高い事業に対する投資判断は慎重になっている。短中期的には、水素やアンモニアなど収益化までに時間を要する分野と比べ、LNG など収益性を見込みやすいトランジション分野を優先する動きもみられる。各社の投資状況と新規事業の収益化の進捗を確認していく。
- 27/3 期の業績は、原油価格の変動やそれに伴うタイムラグ影響に大きく左右される見通しである。出光興産とコスモエネルギーホールディングスは、原油価格の下落に伴う負のタイムラグ影響などにより減益を見込む一方、ENEOS ホールディングスでは JX 金属株式の売却に伴う一過性利益が利益を押し上げる見通しである。なお、27/3 期第 1 四半期決算は正のタイムラグ影響などにより、出光興産とコスモエネルギーホールディングスの利益が既に通期計画を上回った。ただし、両社は年度後半に負のタイムラグ影響が発生すると想定し、通期計画を据え置いている。28/3 期に向けては、タイムラグ影響の収束後も実質的な精製マージンを維持できるか

に加え、中東情勢の混乱の長期化に伴う追加コストの価格転嫁、製油所の安定稼働および資源開発事業の生産正常化が重要となる。これらを通じ、基礎的な収益力が引き続き安定的に推移するか注目していく。

- (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社の株主還元は他業界と比べて高い水準にあり、自己資本の蓄積は進みづらい。各社の中期経営計画では、既存事業の強化に加え、資源開発や低炭素事業などへの投資を計画している。直ちに投資負担が大幅に増加するとはみていないものの、将来的には成長投資の本格化に伴って資金需要が拡大する可能性がある。投資と株主還元を適切にコントロールし、十分な財務耐久力を維持できるか注目していく。

■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CP格付	J-1

- (1) 国内燃料油販売でENEOSグループに次ぐ約30%のシェアを有する。主力の燃料油のほか、基礎化学品、潤滑油や電子材料などの高機能材、電力・再生可能エネルギー、石油・石炭の資源事業など、多様な事業を手掛ける。中期経営計画（26～30年度）では、「GRIT（既存事業の深化）」「GROWTH（成長事業の創出）」「CNX（低・脱炭素事業への挑戦）」を掲げ、既存事業の収益力と資本効率を高めながら、電化・電動化や海外などの成長領域で事業創出を進め、低・脱炭素事業には時間軸を見極めて取り組む方針である。
- (2) 原油価格の変動に伴う一時的な業績変動は大きいものの、基礎的な収益力は底堅く推移するとみている。安定した国内の業界構造を背景に、燃料油事業ではタイムラグ影響を除く実質マージンが一定の水準を維持しているほか、好調な海外トレーディングが収益貢献している。資源事業は資源価格上昇がプラスに作用している。課題であるニソン製油所も高稼働を維持しており、収支改善の定着が期待される。積極的な投資や株主還元を踏まえても、一定の財務健全性は維持できると考える。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 27/3期からIFRSを適用したことに伴い、従来の営業利益と持分法投資損益の合計に代えて、金融費用除き税引前利益を主要な利益指標としている。27/3期の金融費用除き税引前利益（在庫影響除き）は1,400億円と、IFRSに組み替えた前期実績に比べ48.6%の減益が計画されている。燃料油および基礎化学品事業で負のタイムラグ影響を見込んでいることが主因であり、これらの影響を除いた実質的な収益力は前期並みで推移するとみられる。28/3期は負のタイムラグ影響の剥落により、利益水準が改善すると予想される。中期的には製油所の稼働率向上や基礎化学品、電力・再生可能エネルギーなど課題事業の構造改革が、収益力の底上げにつながるか注目していく。
- (4) 27/3期第1四半期末のネットDERは1.17倍と、前期末の1.03倍から上昇した。中東情勢への対応に伴う原油在庫の積み増しにより、運転資金需要が拡大したことが主因である。また、IFRS移行に伴い、リース負債の計上や資本の減少が生じ、財務指標は日本基準に比べ悪化している。ただし、これらは主として会計基準の変更に伴うものであり、キャッシュフロー創出力や実質的な債務負担が大きく変化したものではないことから、実質的な信用力に大きな影響はないと判断している。中期経営計画では、5年間累計で1兆8,000億円の投資を計画している。また、在庫影響を除く当期利益に対する総還元性向50%以上を維持し、累進配当を導入した。投資や株主還元により財務基盤の強化は進みづらいものの、一定の財務健全性を維持する方針に変化はなく、財務リスクは引き続き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。主要子会社を含むグループの一体性は強く、格付にはグループ全体の信用力を反映させている。25 年 3 月に上場した JX 金属は持分法適用関連会社となっている。26 年 7 月には同社株式を追加売却し、持分比率は約 35%に低下した。第 4 次中期経営計画（25～27 年度）では「筋肉質な経営体質への転換」と「ポートフォリオ再編」を掲げ、既存事業の競争力強化に加え、海外燃料油や LNG、バイオ燃料などへの投資を進める方針である。
- (2) 国内最大手の石油元売会社としての強固な事業基盤に変化はない。安定した国内の業界構造を背景に、原油価格の変動やタイムラグ影響を除く実質的な精製マージンは一定の水準を維持している。中東情勢の影響で製油所稼働率の一時的な低下がみられたものの、原油調達の多様化や国家備蓄の活用などにより、国内への安定供給を維持している。石油・天然ガス開発事業も、高水準の資源価格を背景に一定の利益貢献が見込まれる。大型の成長投資と積極的な株主還元により財務負担は高まる見通しだが、JX 金属株式の追加売却による資金収入により財務構成の悪化は抑制されるとみている。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 27/3 期の営業利益（在庫影響除き）は 5,900 億円（前期 4,744 億円）と増益が計画されている。JX 金属株式の追加売却に伴う利益や、資源価格上昇による石油・天然ガス開発事業の増益が寄与する。一方、前年の正のタイムラグ影響の剥落などにより、石油製品ほか事業は減益となる見通しである。28/3 期に向けては、タイムラグ影響の収束後も実質的な精製マージンを維持できるかに加え、製油所の安定稼働や追加コストの価格転嫁が重要となる。また、大型 M&A のクロージングと早期の収益貢献にも注目していく。
- (4) 27/3 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 0.44 倍。第 4 次中計で設定したマネジメント・アロケーション枠を活用し、海外燃料油と機能材分野で大型 M&A を決定した（総額 5,000 億円超）。前者では、Chevron グループから東南アジア・豪州などにおける燃料油・潤滑油販売事業および石油精製事業を取得し、後者では米国の TPC Holdings を買収して C4 ケミカルから高機能エラストマーまでの供給体制を強化する予定である。大型 M&A や積極的な株主還元により財務諸指標は悪化する見通しだが、JX 金属株式の売却資金（約 2,000 億円）と現状の財務余力を踏まえれば、ネット DER は第 4 次中計目標の 0.7～0.9 倍の範囲でコントロールされると 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

【据置】

長期発行体格付	A
格付の見通し	安定的
債券格付	A
発行登録債予備格付	A
国内CP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ほか、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。第8次連結中期経営計画（26～28年度）では、石油を中心とする既存事業の収益力最大化に加え、資源開発や電力サプライチェーンなど成長領域への投資強化、AI・デジタルの活用による生産性向上を掲げている。主要子会社を含むグループの一体性は強く、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) 石油事業を中心に高い収益性を維持している。ショートポジション戦略に基づく製油所の高稼働と高効率な操業を強みとし、DXを活用した設備保全の高度化や安定操業への取り組みも収益力を下支えしている。中東情勢の変化に留意が必要であるものの、国内石油製品マージンは安定しており、主力である石油事業の基礎的な収益力は底堅く推移するとみている。新中期経営計画では投資拡大に伴いレバレッジの上昇が見込まれるものの、自己資本の蓄積と財務規律の維持により、財務健全性は一定の水準を維持できると判断している。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 27/3期の経常利益（在庫影響除き）は1,100億円と、前期の1,657億円から減益が計画されている。石油事業では負のタイムラグ影響、石油開発事業ではホルムズ海峡封鎖に伴う生産制約を主因として、それぞれ減益を見込んでいる。石油開発における生産権益が中東に集中しているため、開発部門の業績は相対的に厳しいが、生産数量が減少する中でも高水準の原油価格が収益を下支えしており、一定の利益を確保できる見通しである。石油製品に代わる収益源の確保が中期的な課題であり、電力サプライチェーンの強化や半導体・電子部品材などの高成長領域での収益機会の追求など、中期経営計画で掲げる成長戦略の進展に注目していく。
- (4) 27/3期第1四半期末のネットDERは0.62倍と、一定の財務健全性が確保されている。中期経営計画では、従来の自己資本6,000億円を基準とする還元方針を改め、必要自己資本を6,500億～7,500億円とした。一方、3年間で成長投資2,900億円を含む総額5,500億円の投資を計画しており、借入金の活用によってネットDERは1.0倍まで上昇する想定である。自己資本の積み上げが進む一方、投資拡大によりレバレッジは高まる見通しである。また、3年間累計の総還元性向60%以上を掲げており、財務余力の拡大は限定的とみられる。ただし、自己資本とネット有利子負債のバランスを重視する方針は維持されており、財務構成が大きく悪化する懸念は小さいとJCRはみている。

（担当）藤田 剛志・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	10,000億円	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1)	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2)	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3)	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4)	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5)	A

(注1) 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2) 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3) 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4) 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5) 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

【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
第4回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2025年12月11日	2030年12月11日	1.801%	A
第5回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（グリーンボンド）	100億円	2025年12月11日	2035年12月11日	2.467%	A
第6回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（グリーンボンド）	100億円	2026年7月30日	2036年7月30日	3.331%	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

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	8,000億円	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：2026年9月2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：藤田 剛志
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：
(発行体・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、改変等する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