

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 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、全社とも据え置き、見通しを安定的とした。
- 石油元売会社を取り巻く事業環境に大きな変化はない。国内の業界秩序は維持されており、石油製品のマージンは引き続き安定している。また、資源価格が高位で推移していることから、資源開発事業の利益が増加している。これらの事業を中心に、在庫影響を除く 3 社の利益は一定の水準を確保できている。他方、将来的な化石燃料事業の縮小に対して、脱炭素分野や次世代エネルギーなどへ事業ポートフォリオを転換していく取り組みが進みつつある。財務面では、今後さらなる改善は見込みにくいものの、現状程度の水準は維持できると考えられる。こうした点を格付評価に反映させている。
- 各社の収益の柱となっている化石燃料事業は、今後もしばらくの間、相応の利益を確保できると見られる。国内外の市況低迷を要因に石油化学事業の利益が低迷しているものの、石油精製販売や資源開発事業の利益でカバーできる見通しである。3 社とも 24/3 期から始まった新たな中期経営計画（新中計）でカーボンニュートラルに向けた様々な投資を拡大していく予定であるが、同時にそれらの原資となる化石燃料事業の収益力向上に注力する方針である。各社の課題や事業ポートフォリオの違いによってそれぞれ施策の力点はやや異なるものの、取り組みの効果が発現し、業績に寄与していくことが見込まれる。
- 今後も安定した石油製品のマージンが各社の業績を支えていく見通しである。国内の石油製品需要は長期的に減少傾向にあるものの、人々の生活や産業活動の必需品であり、減少ペースは緩やかである。また、内外価格差があっても輸入品は増えておらず、大手 2 社の経営統合以降は過当競争が影を潜めている。国内の石油製品マージンについて当面大きな懸念はないと見ている。しかしながら、この状況を長期的に持続させるためには需要の減少に対して供給能力を削減していくことが必要になる。24/3 期は業界全体で 2 カ所の製油所で精製

機能の停止が予定されており、需給が締まるとともに製油所の稼働率が向上する見込みである。また、一時的に損失を計上することも想定されるが、長期的には生産コストの改善につながると考えられる。

- (5) カーボンニュートラルに向けた様々な施策は着実に進んでいる。SAF (Sustainable Aviation Fuel) の国産化など業界共通の課題に対するものがある一方、各社が独自に力を入れる分野も見られる。石油元売会社にとって将来的な化石燃料の需要減退は大きなリスクであるが、一方で次世代エネルギーや脱炭素分野での需要拡大は事業機会になりうる。これらの施策の中には商業化にしばらく時間を要すると思われるものも多く、短期間で収益源に育つことは見込みにくいものの、長期的な化石燃料の事業縮小の代替として利益を拡大させていくことが必要である。また、今後はこれらの施策の実現に向けた投資が増えていく予定であるが、投資の巧拙が各社の長期的な収益力に影響すると見られる。
- (6) 財務面では投資の増加や株主還元とのバランスを図りながら、健全性を低下させることがないか注目していく。各社は事業ポートフォリオの転換に向けて長期的に様々な投資を行っていく必要があり、有利子負債が高止まりする可能性が高い。また、石油元売大手3社の株主還元率は他業界の平均と比べて高い水準にあり、自己資本の増加は抑制されると想定される。しかし、石油元売会社の業績は原油価格の変動による影響を受けやすく、将来的な業績悪化局面に備えて自己資本を充実させていくことが重要であると JCR は考えている。また、投資の増加に対する資金調達力を確保する上で、良好な財務基盤を維持していくことが重要である。

■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CP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など多様な事業を手掛ける。機能化学品の一部事業撤退や石炭権益の一部売却などの事業再編を進める一方、ブラックペレットや次世代電池向け固体電解質など新規事業の拡大に注力している。
- (2) 多角化された事業の相互補完効果により業績はおおむね安定的に推移している。今後は石炭価格低下に伴い同事業の利益が減少すると想定されるが、潤滑油や電力事業の収支改善が増益要因となる見込みである。また、山口製油所の精製能力停止後はグループ全体の稼働率が向上する見通しである。他方、ベトナム・ニソン製油所は収支が改善しつつあるものの、金利負担が重く最終赤字が続いているもようであり、今後の財務リストラの進捗を注視していく必要がある。財務面では、新規事業創出に向けた投資増加や高水準の株主還元が予定されているが、資産売却なども計画されており、財務の健全性は維持されると考えられる。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 24/3 期経常利益（在庫影響除き）は 1,800 億円（前期比 32.3% 減）と 4 期ぶりの減益が計画されている。燃料油事業における連産品マージン改善や自家燃コスト減少および基礎化学品事業における生産数量増加などが増益要因となるものの、資源価格低下に伴う利益減少がそれらを上回る見込みである。25/3 期以降も資源価格などの動向に注意が必要であるものの、安定した国内の石油製品マージンが下支えして、在庫影響を除く業績は底堅く推移すると考えられる。
- (4) 24/3 期第 1 四半期末自己資本比率が 34.7%（22/3 期末 30.7%）となるなど、財務構成の改善が進んでいる。今後は事業ポートフォリオ転換に向けた投資が拡大していくと想定されるが、化石燃料事業の資産を圧縮するとともに、一定の規律を意識した財務運営がなされると見ている。

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
債券予備格付（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 +

- ENEOS グループの持株会社。石油精製販売を主体とするエネルギー事業を中核とし、石油・天然ガス開発事業および銅を中心とした金属事業を手掛ける。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 金属は東京証券取引所への株式上場準備を開始しており、将来的に持分法適用関連会社への移行を目指して検討していくとしている。
- 国内最大手の石油元売会社として事業基盤が強固であり、キャッシュフロー創出力が充実している。近時は製油所の計画外停止の増加が下押し要因となっているものの、安定したマージンを背景に石油製品の利益が業績を支えている。金属事業は連結対象から外れることによって中長期的に利益貢献が低下する見通しであり、事業ポートフォリオ転換に向けた投資拡大などによって代替となる収益源を確保できるか注目していく。財務面では、積極的な投資や高水準の株主還元が予定されているが、劣後債による調達を行うなど規律を意識した運営がなされている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- 24/3 期営業利益（在庫影響除き）は 3,400 億円（前期比 37.9%増）と 2 期ぶりの増益が予想されている。23/3 期に計上した石油製品マージンのタイムラグのマイナスやカセロネス銅鉱山の一部権益売却に伴う評価損がなくなることに加え、製油所の稼働率回復が増益の要因となる見込みである。25/3 期以降も安定した国内の石油製品マージンが下支えして、在庫影響を除く業績は底堅く推移する見通しである。
- 24/3 期第 1 四半期末親会社所有者帰属持分比率（劣後債の資本性評価後）が 29.9%となるなど、財務構成はおおむね横ばいで推移している。今後、エネルギートランジションに向けた戦略投資を中心に積極的な設備投資が計画されているが、キャッシュフローを重視した投資規模となっており、現状程度の財務構成は維持できると見られる。

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C P 格付	J - 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、脱炭素の動きが加速する中、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。
- 業績は引き続き好調である。製油所が高稼働率を維持しており、石油事業は同業他社比高い収益性となっている。原油価格の水準が切り上がり、石油開発事業の利益も底上げされている。また、課題であった財務体質の改善が進んだ。しかし、今後は石油関連事業および非石油事業とも投資額が増加する計画であり、加えて高水準の株主還元が予定されていることや必要自己資本が 6,000 億円に設定されていることから、さらなる財務体

質の改善余地は限定的と考えられる。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。なお、大株主との対話状況について、今後の事業および財務基盤への影響を確認していく。

- (3) 24/3期経常利益（在庫影響除き）は1,250億円（前期比12.5%減）と2期連続の減益が予想されている。石油事業でマージンの改善などによる増益が見込まれるものの、原油価格下落を主因とした石油開発事業の減益がそれらを上回る見通しである。25/3期以降も原油価格や為替の変動による影響を受けるものの、安定した国内の石油製品マージンが下支えして、在庫影響を除く業績は底堅く推移すると考えられる。
- (4) 24/3期第1四半期末自己資本比率は24.1%と22/3期末（劣後ローンの資本性評価後）からおおむね横ばいとなった。今後、高水準の株主還元に加え、石油関連事業の構造改善やグリーン電力サプライチェーン構築および次世代エネルギー事業拡大に向けた積極的な投資が計画されており、有利子負債は増加すると想定される。他方、引き続き利益の計上による自己資本の増加が見込まれるものの、株主還元によって増加幅は抑制される見通しである。このため、財務構成は横ばい程度にとどまると見られる。

（担当）千種 裕之・水川 雅義

■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1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	2025年7月16日	0.180%	AA-
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）	150億円	2020年12月1日	2023年12月1日	0.020%	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9回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2014年6月4日	2024年6月4日	0.820%	AA-
JXホールディングス株式会社第11回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2014年12月9日	2024年12月9日	0.715%	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-

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
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-
東燃ゼネラル石油株式会社第7回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2014年10月23日	2024年10月23日	0.925%	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

(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。

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	予備格付
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）	未定	(注1)	(注1)	(注2)	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）	未定	(注1)	(注1)	(注3)	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）	未定	(注1)	(注1)	(注4)	A

(注1) 発行は2023年、償還は2083年。詳細は利率の決定日に決定する予定

(注2) 発行日から10年後に25bp、25年後に75bp（累計で100bp）のステップアップを予定

(注3) 発行日から10年後に25bp、30年後に75bp（累計で100bp）のステップアップを予定

(注4) 発行日から15年後に25bp、35年後に75bp（累計で100bp）のステップアップを予定

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	3,000億円	2023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-

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	2,200億円	2023年7月3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	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：2023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：殿村 成信
主任格付アナリスト：千種 裕之
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」(2014年11月7日)、「石油」(2020年5月29日)、「非鉄金属」(2011年7月13日)、「持株会社の格付方法」(2015年1月26日)、「国内事業法人・純粋持株会社に対する格付けの視点」(2003年7月1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)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