

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 2 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

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+

（個別債券の格付など詳細については 3 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 2 社の格付を見直し、両社とも据え置き、見通しを安定的とした。
- 業績は堅調である。国内の石油製品のマージンは安定しており、引き続き石油元売会社の業績を支えている。原油価格の上昇に伴って石油開発事業の利益が増加していることに加え、石油事業でマージンのタイムラグや在庫影響のプラスが業績を押し上げている。また、ENEOS ホールディングスは金属事業、出光興産は石炭事業の利益が増加しており、業績向上に貢献している。長期的に国内需要減少による影響が懸念されるものの、当面の業績は底堅く推移すると見られる。財務面では、脱炭素化に向けた投資の積極化や株主還元の拡充などによって財務構成の改善は停滞しているが、おおむね現状程度の健全性は維持できると考えられる。
- 両社ともカーボンニュートラル実現に向けた様々な施策を進めている。水素・アンモニアサプライチェーンの構築、SAF（Sustainable Aviation Fuel）の開発、SS ネットワークの競争力強化、機能素材事業の拡大、再生可能エネルギー事業の拡充など多くの分野で進捗が見られる。これらの取り組みが短期間で収益源に育つことは見込みにくいものの、長期的な石油製品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。今後、これらの施策の進捗や新たな取り組みの状況に加え、それぞれの事業における利益獲得の動向に注目していく。
- 生産・供給体制の見直しについても進んでいる。ENEOS ホールディングスが 23 年 10 月を目途に和歌山製油所の機能を停止することを公表したのに続き、出光興産が 24 年 3 月を目途に西部石油山口製油所の精製機能を停止することを公表した。脱炭素化の動きが強まっていることに加え、テレワークや WEB 会議の普及によってビジネスでの移動の需要が減少することが想定される。また、足元では政府の補助金の効果もあって需要に大きな影響は見られないものの、原油価格が高騰しており、今後は需要の減少ペースが加速することも考えられる。中長期的に国内の石油製品の需給バランスを維持させていくためには、引き続き石油精製能力を削減していくことが不可欠である。
- 財務面では投資や株主還元とのバランスを図りながら、健全性を維持できるか注目していく。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、各社は脱炭素化に向けた投資を拡大しており、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必要がある。

■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。基盤事業である燃料油、基礎化学品のほか、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の事業を手掛ける。
- (2) 資源価格の上昇を背景に業績は好調である。高水準の利益によって自己資本が増加し、財務構成も良化している。他方、ベトナム・ニソン製油所は足元で収支が改善しつつあるものの、依然として財務面での負担が残っており、22年1~3月には一時的に稼働率が低下するなど引き続き状況を注視していく必要がある。また、電力・再生可能エネルギー事業は赤字が続いており、基礎化学品事業や機能材料事業の利益改善も遅れている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 23/3期経常利益（在庫影響除き）は2,600億円（前期比15.0%増）と3期連続の増益が予想されている。石炭価格上昇に伴う資源事業の利益増加が主因となる見込みである。24/3期以降も資源価格や海外製品市況などの動向に注意する必要があるものの、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) 23/3期第1四半期末自己資本比率が30.5%（21/3期末29.1%）となるなど、財務構成はやや改善した。仕入・販売価格上昇によって有利子負債残高は増加したものの、利益の蓄積に伴う自己資本の増加がそれを上回った。今後も継続的な投資や高水準の株主還元が想定されるが、一定の財務規律を意識した運営がなされる見込みであり、現状程度の水準は維持できると見られる。

ENEOS ホールディングス株式会社

【据置】

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

- (1) ENEOS グループの持株会社。石油精製販売、化学品を中心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鉱山開発から製錬、先端製品の製造、リサイクルまで一貫して行う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。
- (2) 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。石油製品の利益が業績を下支えしていることに加え、近時は原油価格や銅価格の上昇に伴って石油・天然ガス事業や金属事業の利益が増加している。金属事業は先端素材や製錬・リサイクルも好調である。他方、石油化学製品や電力は赤字が続いており、現時点で影響は限定的ながら今後も注意を要する。財務面では引き続き投資と財務規律を両立させる方針であり、健全性は維持されると見ている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。

- (3) 23/3 期営業利益（在庫影響除き）は3,400 億円（前期比 18.2%減）と 3 期ぶりの減益が計画されている。22/3 期の業績を押し上げた石油製品マージンのタイムラグのプラスや英国石油開発事業売却関連益がなくなることが減益の主因となる見込みである。24/3 期以降も資源価格や海外製品市況などの動向に注意する必要があるものの、安定した国内の石油製品マージンや先端素材の需要増加などが下支えして、在庫影響を除く業績は底堅く推移すると考えられる。
- (4) 23/3 期第 1 四半期末の親会社所有者帰属持分比率（劣後債の資本性評価後）が 29.8%（21/3 期末 28.9%）となり、財務構成はやや改善した。今後も成長事業などへの積極的な投資や高水準の株主還元が計画されていることから財務構成の大幅な改善は見込みにくい、劣後債による調達や資産売却を積み増すなど規律を意識した財務運営がなされており、現状程度の水準は維持できる見通しである。

（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 5 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2017 年 12 月 5 日	2022 年 12 月 5 日	0.200%	A+
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 4 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	300 億円	2012 年 12 月 14 日	2022 年 12 月 14 日	1.145%	AA-
JX ホールディングス株式会社第 6 回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150 億円	2013 年 7 月 19 日	2023 年 7 月 19 日	1.119%	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-

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-
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3回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2012 年 12 月 5 日	2022 年 12 月 5 日	1.222%	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6ヵ月ユーロ円ライボーに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6ヵ月ユーロ円ライボーに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6ヵ月ユーロ円ライボーに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6ヵ月ユーロ円ライボーに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6ヵ月ユーロ円ライボーに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6ヵ月ユーロ円ライボーに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6ヵ月ユーロ円ライボーに2.05%を加えた値。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	5,000 億円	2021 年 5 月 20 日から 2 年間	AA-

対象	発行限度額	格付
コマースヤルペーパー	11,500 億円	J-1+

格付提供方針に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2022年8月31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
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. 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ことを問わず、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行っております。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