

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。

## 石油元売大手各社の格付見直し結果

発行体	証券コード	長期発行体格付		見直し
JXTG ホールディングス株式会社	5020	【見直し変更】	A+	安定的 → ポジティブ
昭和シェル石油株式会社	5002	【据置】	A	安定的
出光興産株式会社	5019	【変更】	A- → A	ポジティブ → 安定的
コスモエネルギーホールディングス株式会社	5021	【見直し変更】	BBB	ネガティブ → 安定的

発行体	証券コード	国内 CP 格付	
JXTG ホールディングス株式会社	5020	【据置】	J-1
昭和シェル石油株式会社	5002	【据置】	J-1
出光興産株式会社	5019	【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-2

（個別債券の格付など詳細については6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）は石油元売大手各社の格付を見直し、JXTG ホールディングス、昭和シェル石油、コスモエネルギーホールディングスの長期発行体格付を据え置きとした。また、見直しについては昭和シェル石油を安定的としたほか、JXTG ホールディングスを安定的からポジティブに、コスモエネルギーホールディングスをネガティブから安定的に変更した。出光興産については長期発行体格付を1ノッチ格上げし、見直しを安定的とした。
- 石油元売大手各社の18年度業績は、引き続き高水準を維持できる見込みである。17年度は石油製品のマージン改善が各社の業績向上をけん引したが、18年度に入ってもマージンはおおむね安定して推移している。エネルギー供給構造高度化法二次告示対応に伴い業界全体の石油精製能力が削減されたことに加え、好調な海外石油製品市況を背景に輸出の採算が改善している。さらに、業界再編が進んで国内の業者間転売品の取引数量が減少し、石油製品の価格低下圧力が軽減された。当面はこうした状況が続くと見られ、19年度以降も石油製品のマージンが確保されて石油元売大手各社の業績は底堅く推移すると考えられる。また、利益の蓄積による自己資本の増加やキャッシュフロー創出力の向上に伴う有利子負債の減少により、財務体質の改善も進みつつある。JCRでは、業界全体の信用力が向上する方向にあると考えており、業界トップ企業であるJXTG ホールディングスの見直しをポジティブとした。また、17年度の格付見直しにおいて見直しをポジティブとしていた出光興産を1ノッチ格上げし、同じくネガティブとしていたコスモエネルギーホールディングスの見直しを安定的とした。
- 17年4月の旧JXホールディングスと旧東燃ゼネラル石油の統合によるJXTGホールディングスの誕生に続き、19年4月には昭和シェル石油と出光興産が経営統合する予定である。両社はこれまで経営統合に先立ち企業グループを形成して協働事業の強化、推進に注力してきたが、経営統合が実現することにより石油元売

業界の再編はさらに進むこととなる。二大グループに業界再編が進展することで今後も業界秩序が保たれ、過当競争の緩和や需給バランスの維持につながるものと考えられる。また、昭和シェル石油および出光興産については、経営統合後にさらなるシナジー効果の拡大が見込まれる。今後、統合後の財務構成や中期経営計画の内容などを確認しながら、両社の格付に反映させていく。

- (4) 石油製品の国内需要は減少傾向にあり、今後も年率1~3%程度の減少が続く見通しである。人口減少やエコカー、省エネ機器の普及などにより、中長期的に国内の石油需要が増加に転じることは考えにくい。従って、需給バランスを維持させるためには需要に合わせて生産量を調整するとともに、中長期的に国内の石油精製能力を削減していくことが必要となる。製油所の統廃合には雇用対策や地元との調整など多大な労力を要するが、石油元売大手各社が供給能力の削減を実行し、需給バランスを維持していくことが石油製品のマージン確保につながるとJCRは考えている。
- (5) 財務面では、個社ごとに水準に差があるものの、全体的に改善が進みつつあることを評価している。もっとも、石油元売会社の業績はボラティリティの高い原油価格の影響を受けやすく、これまで原油価格の低下局面で石油事業の在庫評価損や石油開発事業の利益悪化によって赤字を計上するケースも見られた。このため、将来的な業績変動に備えたバッファーを充実させていくことが重要だと考えている。また、今後も様々な規制への対応や成長分野での事業拡大などに向けた投資が必要になることが想定される。適切に投資を実行していくためには資金調達力の確保が重要であり、財務健全性を維持、向上させていくことが求められる。株主還元のさらなる拡大に期待が高まる中で、もう一段の財務体質改善を進めていくことができるか注目していく。

## ■各社の格付事由

### JXTG ホールディングス

#### 【見直し変更】

長期発行体格付	A+
格付の見直し	安定的 → ポジティブ

#### 【据置】

債券格付	A+
発行登録債予備格付	A+
国内CP格付	J-1

- 旧 JX ホールディングスと旧東燃ゼネラル石油の経営統合により設立された JXTG グループの純粋持株会社。石油精製販売、化学品を中心とするエネルギー事業、石油・天然ガス開発事業、鉱山開発から銅製錬、電材加工、リサイクルまで手掛ける金属事業の 3 中核事業会社を傘下に持つ。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。主力の石油精製販売事業では国内の燃料油販売シェアで 50% を占める。
- 業績は当面、安定的に推移する見通しである。業界再編や業界全体の精製能力削減の効果により、石油製品のマージンは今後も一定の水準が維持される見込みである。統合シナジーが計画を上回るペースで発現しているほか、原油価格上昇に伴う石油開発事業の利益改善や電材加工製品の拡販も業績に寄与している。カセロネス銅鉱山の利益改善が遅れているものの、これらの増益効果でカバーできる見込みである。また、キャッシュフロー創出力の向上に加えて資産売却が進み、財務体質が改善する方向にある。以上を踏まえ、格付を据え置き、見直しを安定的からポジティブに変更した。
- 19/3 期営業利益（在庫影響除き）は 4,900 億円（前期比 31.5% 増）と増益を見込んでいる。統合シナジーの拡大に加え、18/3 期に計上したカセロネス銅鉱山の減損損失（1,286 億円）がなくなることが増益の主因となる見込みである。20/3 期以降も業績は高水準を維持できる見通しである。原油価格変動に伴う利益の変動は避けられないものの、石油製品の安定したマージン確保やさらなる統合シナジーの拡大などが業績を支えすと考えられる。
- 19/3 期第 1 四半期末の親会社所有者帰属持分比率 31.2%、ネット DER0.8 倍と経営統合後の 18/3 期第 1 四半期末の同 27.4%、1.0 倍から改善が進んだ。当面、フリー・キャッシュフローはプラスを維持できる見通しであり、有利子負債の削減が進む見込みである。また、利益の蓄積に伴う自己資本の増加も見込まれることから、財務構成の改善が続くと考えられる。

### 昭和シェル石油

#### 【据置】

長期発行体格付	A
格付の見直し	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

- 石油製品の精製販売を中心とした石油事業を主力とするほか、太陽電池の製造販売および発電所の運営を行うエネルギーソリューション事業を手掛ける。16 年 12 月に日産がシェルグループから当社株式の約 31% を譲り受け、同社の持分法適用関連会社となった。18 年 7 月には経営統合に関する合意書が締結され、19 年 4 月に当社は日産の完全子会社となる予定である。

- (2) 業績は改善基調にある。業界再編や業界全体の精製能力削減の効果により、石油製品のマージンが改善している。太陽光パネルの国内需要減少や価格下落などを背景にエネルギーソリューション事業で営業赤字が続いているものの、石油事業の増益で十分にカバーできている。財務面では、利益の蓄積や有利子負債の削減が進み、財務構成の改善が続いている。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。今後、出光興産との経営統合の進捗および統合後の財務構成や中期経営計画の内容などを確認しながら格付に反映させていく。
- (3) 19/3 期経常利益（在庫影響除き）は 1,290 億円を見込んでいる。決算期変更に伴い 15 ヶ月の変則決算となるため前期までと単純比較はできないが、好調な事業環境を背景に主力の石油事業が堅調であることから、業績は底堅く推移すると見られる。他方、当社では 19/3 期にエネルギーソリューション事業の営業黒字化を見込んでいるが、現時点で期初の当社計画を下回っているもようであり、今後の黒字化に向けた取り組みに注目していく。
- (4) 19/3 期第 2 四半期末の自己資本比率が 25.8%となるなど、財務構成は安定的に推移している。また、同業他社と比べて有利子負債が低位にあり、19/3 期第 2 四半期末のネット DER は 0.1 倍と良好な水準にある。出光興産との経営統合に向けて大型の設備投資や投融資などは予定されておらず、財務の健全性が維持される見込みである。

## 出光興産

### 【変更】

長期発行体格付	A-	→	A
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
債券格付	A-	→	A

### 【据置】

国内CP格付	J-1
--------	-----

- (1) 主力である石油製品事業のほか、石油化学製品事業、石油および石炭開発などの資源事業による強固な事業基盤を有する。また、3 事業の他に電子材料やアグリバイオなどの多様な事業を手掛ける。かつては国内で 6 か所の製油所を操業していたが、精製能力の高い 3 か所に集約した。16 年 12 月に昭和シェル石油を持分法適用関連会社とし、19 年 4 月には完全子会社化する予定である。この経営統合により、国内燃料油販売で JXTG グループに次ぐシェア約 30%となる。
- (2) 業績は堅調に推移する見通しである。業界再編や業界全体の精製能力削減の効果により、石油製品のマージンは今後も一定の水準が維持される見込みである。石油化学製品や資源事業の利益は市況変動の影響を受けやすいものの、足元の市況はおおむね高水準を維持しており、当面は業績に寄与することが見込まれる。財務面では利益の蓄積に加え、17 年 7 月に実施した公募増資により自己資本が大幅に増加した。以上を踏まえ、1 ノッチ格上げし、見通しを安定的とした。今後、昭和シェル石油との経営統合の進捗および統合後の財務構成や中期経営計画の内容などを確認しながら格付に反映させていく。
- (3) 19/3 期営業利益（在庫影響除き）は 1,975 億円（前期比 16.0%増）と 2 期連続で過去最高益を更新すると予想されている。石油製品のマージン改善や原油価格および石炭価格上昇に伴う資源事業の利益改善などが増益の主因となる見込みである。20/3 期以降はベトナム・ニソン製油所の本格稼働や昭和シェル石油との経営統合によるシナジー効果の拡大などが見込まれ、利益水準はさらに向上すると考えられる。
- (4) 公募増資や利益の蓄積に伴う自己資本の増加および有利子負債の削減により、19/3 期第 1 四半期末自己資本比率 31.3%（17/3 期末 22.1%）、ネット DER0.9 倍（同 1.7 倍）と財務構成の改善が大幅に進んだ。昭和シェル石油との経営統合は株式交換によるものであり、また同社の有利子負債は低位にあることから、統合後の財務基盤が悪化する可能性は低いと見ている。今後決定される株式交換比率や財務構成の見通しなどを確認していく。

## コスモエネルギーホールディングス

### 【見直し変更】

長期発行体格付	BBB
格付の見直し	ネガティブ → 安定的

### 【据置】

劣後ローン格付	BB+
発行登録債予備格付	BBB
国内CP格付	J-2

- (1) コスモエネルギーグループの純粋持株会社。グループでは石油製品の精製・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。17年2月にキグナス石油と資本業務提携を締結し、20年より同社向けに石油製品を販売する予定である。また、近時は風力発電を主体とした再生可能エネルギー事業の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。
- (2) 業績は当面、堅調に推移する見通しである。業界再編や業界全体の精製能力削減の効果により、石油製品のマージンは今後も一定の水準が維持される見込みである。石油事業における油種構成の改善や石油化学との連携による効果のほか、ヘイル油田の生産開始による業績への貢献が見込まれる。課題であった財務面では、依然として水準自体は改善余地が大きいものの、利益の蓄積に伴う自己資本の回復などにより財務構成の改善が進みつつある。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しをネガティブから安定的に変更した。
- (3) 19/3期経常利益（在庫影響除き）は1,210億円（前期比26.2%増）と3期連続の増益を見込んでいる。17年11月に生産を開始したヘイル油田の生産量増加や原油価格上昇による石油開発事業の利益改善が増益の主因となる見込みである。当社は同業他社に比べて石油開発事業のウエートが高いことから20/3期以降も原油価格変動に伴う石油開発事業の利益変動が想定されるが、石油事業の利益が安定的に推移する見通しであり、業績が大幅に悪化する懸念は小さい。
- (4) 19/3期第1四半期末ネットDER（劣後ローンの資本性評価後）が2.3倍と17/3期末の3.7倍から改善が進んだ。19/3期からスタートした第6次中期経営計画（現中計）では風力発電への投資を拡大する予定であるが、石油開発への投資が一巡しており、フリー・キャッシュフローはプラスで推移する見込みである。また、現中計では財務体質の健全化を基本方針に掲げており、今後も財務構成の改善が続くと考えられる。

（担当）千種 裕之・水川 雅義

## ■ 格付対象

発行体：JXTG ホールディングス株式会社

### 【見直し変更】

対象	格付	見直し
長期発行体格付	A+	ポジティブ

### 【据置】

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	2017年8月3日	2022年8月3日	0.140%	A+
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%	A+
J Xホールディングス株式会社第3回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2010年12月17日	2020年12月17日	1.497%	A+
J X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%	A+
J X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%	A+
J Xホールディングス株式会社第7回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2014年6月4日	2019年6月4日	0.310%	A+
J Xホールディングス株式会社第8回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2014年6月4日	2021年6月4日	0.518%	A+
J X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%	A+
J Xホールディングス株式会社第10回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2014年12月9日	2021年12月9日	0.409%	A+
J X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%	A+
J Xホールディングス株式会社第12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	2021年7月28日	0.070%	A+
J X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%	A+
J X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%	A+
東燃ゼネラル石油株式会社第2回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2012年12月5日	2019年12月5日	0.850%	A+
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%	A+
東燃ゼネラル石油株式会社第4回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2013年6月25日	2020年6月25日	0.999%	A+
東燃ゼネラル石油株式会社第5回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200億円	2014年3月20日	2019年3月20日	0.429%	A+
東燃ゼネラル石油株式会社第6回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	150億円	2014年3月20日	2021年3月19日	0.713%	A+
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%	A+

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	1,000億円	2017年6月23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	11,500 億円	J-1

発行体：昭和シェル石油株式会社

【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10回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100 億円	2014 年 7 月 18 日	2019 年 7 月 18 日	0.293%	A

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	1,000 億円	2018 年 6 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	2,500 億円	J-1

発行体：出光興産株式会社

【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）	100 億円	2012 年 9 月 20 日	2019 年 9 月 20 日	1.01%	A
第4回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	200 億円	2014 年 8 月 4 日	2021 年 8 月 4 日	0.541%	A
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

【据置】

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	5,000 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

【見通し変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	BBB	安定的

【据置】

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	600 億円	2015 年 4 月 1 日	2075 年 3 月 31 日	(注)	BB+

(注) 実行日から 2020 年 3 月（同月を含まない）までのいずれかの日を開始日とする各利息期間においては、6 ヶ月ユーロ円 LIBOR に条件決定時におけるスプレッド（当初スプレッド）を合計した利率、2020 年 3 月（同月を含む）以降のいずれかの日を開始日とする各利息期間については 6 ヶ月ユーロ円 LIBOR に当初スプレッドおよび 1.00% のステップアップ金利を合計した利率による変動金利。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	1,000 億円	2017 年 7 月 1 日から 2 年間	BBB

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	2,000 億円	J-2

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：2018 年 8 月 22 日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：千種 裕之  
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」(2013年5月21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) JXTG ホールディングス株式会社  
昭和シェル石油株式会社  
出光興産株式会社  
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、本件劣後ローンにつき、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を問わず、当該情報の正確性、結果的正確性、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。

#### ■ 用語解説

**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