

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。

## 都市ガス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		見通し
東京ガス株式会社	9531	【据置】	AAA <sub>p</sub>	安定的
大阪ガス株式会社	9532	【据置】	AA <sub>+</sub> <sub>p</sub>	安定的
東邦ガス株式会社	9533	【据置】	AA <sub>+</sub> <sub>p</sub>	安定的
北海道ガス株式会社	9534	【変更】	A → A <sub>+</sub>	安定的
広島ガス株式会社	9535	【据置】	A	安定的
西部ガスホールディングス株式会社	9536	【据置】	AA <sub>-</sub>	安定的

  

発行体	証券コード	国内 CP 格付	
北海道ガス株式会社	9534	【据置】	J-1
広島ガス株式会社	9535	【据置】	J-1
西部ガスホールディングス株式会社	9536	【据置】	J-1+

（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

- 今般、都市ガス各社（東京ガス、大阪ガス、東邦ガス、北海道ガス、広島ガス、西部ガスホールディングス）の格付を見直した結果、北海道ガスを除く5社の格付を据え置き、格付の見通しを安定的とした。これまでと同様、都市ガスを含む公益事業者の格付においては、都市ガスの小売全面自由化以降も政府による規制と保護の下での事業基盤の安定性を重視している。一連のガスシステム改革を通じ規制範囲が縮小したものの、現状、格付変動を生じさせるほどの信用力変化は生じていないと考えられる。引き続き業界全体に対する評価をベースに、個社別の動向を踏まえ、格付に反映させていく。北海道ガスについては、安定した業績を重ね、かつ利益水準が切り上がっていることを背景に、課題であった財務構成の改善が急速に進む蓋然性が高まったことを評価し、格上げを行った。なお、格付の見通しは安定的である。
- 中期的にガス需要は回復に向かう見込みである。足元では、家庭用での巣ごもり需要の一巡により、需要の伸びが鈍化している。ただ、今後はコロナ禍からの経済活動の再開を背景に業務用や工業用が需要回復を後押しすると想定される。また、石油・石炭からの燃料転換も中長期的に需要の下支えになると考えられる。個社の販売状況を見ると、競合による離脱影響を受ける中、各社間で差がみられる。北海道ガスについては、需要開拓が功を奏し、ここ数年販売量を継続的に伸ばしている。
- 都市ガス小売全面自由化から6年が経過する中、顧客の離脱は進んだものの、足元では新規小売の市場シェアの増加は頭打ちとなっている。有力な競合先である電力会社の収益環境は厳しく、積極的な営業展開がしづらくなっていることが影響している。今後も販売競争の動向や各社収支への影響に注意すべきだが、当面の競争は落ち着いた状態で推移するものと想定する。

- (4) 原料の安定調達に向けた取り組みは引き続き課題となる。ロシア・ウクライナ情勢の悪化を背景に、ロシアからの LNG 輸入について懸念されたものの、今のところ特段の支障はない。日本全体で見れば、ロシアからの輸入構成比は欧州と比べ小さく、複数の代替調達手段も備えている。また、22年にはJOGMECによるLNG調達の仕組みが導入されるなど、調達基盤の安定化に向けた取り組みがなされている。ただし、ロシア・ウクライナ情勢は収束したわけではなく、今後も不透明な環境が続くと想定される。個社別でみると、調達における地域別の分散度合いは異なり、特定地域からの調達構成比が高い事業者には中長期的な対応が求められる。
- (5) 各社の電力小売事業では低圧分野を中心に販売量を増やしている。足元では、燃料高の影響を受け、厳しい収益環境下にあるとはいえ、趨勢としてみれば各社業績に対し、一定の収益貢献を果たしている。しかし、電源調達構造の相違により、各社間で収益力に差がみられることには留意が必要である。昨今の日本卸電力取引所価格は変動性が大きいため、利益確保の上では電力調達の巧拙が問われる。さらなる販売拡大には自社電源の拡充や採算性を考慮した相対取引の増加などが重要となる。
- (6) カーボンニュートラル実現に向けてはガス自体の脱炭素化が求められ、中長期の各社取り組みやその成果などが注目される。ただ、LNGは燃焼時にCO<sub>2</sub>の発生量が少ないことが特徴であり、環境特性に優れている。トランジションにおける低炭素化に欠かせないエネルギー源としてLNGは重要な位置づけにあり、地政学リスクの高まりなど昨今のエネルギー情勢をめぐる環境変化においては、その役割が再評価されている。トランジションでは、ESG要素が業界各社の格付やその見通しにマイナス影響を及ぼす公算は小さく、環境負荷の少ないガスやエネルギー効率の高いガス機器の収益機会をもたらすなど、むしろ、プラスサイドに作用すると考えられる。
- (7) 原料費調整制度や総括原価方式の適用などを踏まえると、業界各社の収益基盤が大きく損なわれる可能性は小さい。コロナ禍やエネルギー市況の高騰局面においても、一過性の費用を除けば、他業界と比べ業績の安定度は高い。燃料転換の需要などを考慮すると、今後の各社業績は底堅く推移していくと考えられる。財務面では成長志向を背景に投資が増加していく計画である。ただ、財務内容は各社間で差異があり、投資に伴う財務負担は異なる。各社とも一定の財務規律を遵守していく方針を示しており、大幅な財務リスクの増加はないとみられる。中長期的な視野に立って、投資の拡大と財務構成の維持のバランスを保てるか見定めていく。

## ■各社の格付事由

### 東京ガス株式会社

#### 【据置】

長期発行体格付 格付の見通し	A A A p 安定的
-------------------	----------------

- (1) 首都圏を供給区域とする業界最大手の都市ガス会社。原料調達から販売まで一貫して事業を展開しており、強固な事業基盤と業界最大手としての高い競争優位性を有する。電力やサービス、海外事業など都市ガス以外の事業にも注力しており、新電力の中では電力小売販売量で高いプレゼンスをもつ。
- (2) 業界内ではトップクラスの収益・キャッシュフロー創出力を有しているうえ、自己資本が厚く、財務基盤は強固である。足元の業績は主力のエネルギー・ソリューション事業や海外事業が好調に推移しており、当面についても良好な利益水準を確保できる見込みである。引き続き、高水準の投資が計画されているものの、財務体質の健全性と成長投資の推進を両立させる方針が示されている。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 中期的な注目点は成長投資による財務構成への影響を軽減できるかである。当社の 2023-2025 年度中期経営計画では、最終年度の DE レシオ 0.9 倍と現状並み、3 期間累積でプラスのフリーキャッシュフローを確保するとしている。また、将来的にはガス自体の脱炭素化に向けたメタネーションや CCUS などの技術開発が課題となる。当社は業界リーダーとして、脱炭素化社会への移行を主導的に取り組んでおり、長期的な視点で技術開発の進捗や成果に注目していく。

### 大阪ガス株式会社

#### 【据置】

長期発行体格付 格付の見通し	A A + p 安定的
-------------------	----------------

- (1) 近畿 2 府 4 県及び岡山県を供給区域とする業界 2 位の都市ガス会社。原料調達から販売までを一貫して手掛けており、事業基盤は強固である。ガス事業をコア事業としつつ、電力事業や海外エネルギー事業、ライフ & ビジネスソリューション (LBS) 事業などを手掛けている。
- (2) 業界内で高い収益・キャッシュフロー創出力を有するとの見方に変化はない。米国ではフリーポートの火災による収支への影響は小さくはないものの、上流部門のサビンプロジェクトの業況が堅調に推移している。そのうえ、非エネルギーの LBS 事業が安定した収益力を発揮するなど、収益源の分散が効いており、業績全体では底堅く推移している。また、自己資本は厚く、ハイブリッドファイナンスの活用など、財務健全性に配慮した運営が実施されている。平時より事業リスクに備えた財務運営に取り組んでおり、格付上は評価できる。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 当面はフリーポートプロジェクトの操業回復度合いを見定めていく。中期的には海外エネルギー事業の収益・キャッシュフロー創出力の拡大が注目される。サビンプロジェクトは依然増産余地があり、今後の利益拡大をけん引するとみられる。また、投資では、当社がターゲットとしている財務比率に沿って実行される見込みである。将来的には、ガス自体の脱炭素化に向けたメタネーションや CCUS などの技術開発が課題となる。

### 東邦ガス株式会社

#### 【据置】

長期発行体格付 格付の見通し	A A + p 安定的
-------------------	----------------

- (1) 名古屋市を中心に愛知県、岐阜県、三重県の一部を供給区域とする業界 3 位の都市ガス会社。供給区域は三大都市圏の一つで需要規模が大きく、中京工業地帯が位置することから自動車関連を中心として工業用の販売比率が高い。
- (2) 収益・キャッシュフロー創出力の安定度は高い。供給地域のくらしやビジネスの課題解決に資するサービスの拡充などにより、顧客基盤を堅持できている。また、岐阜県や三重県での導管網の整備や東海三県周辺への LPG 販売の強化などを背景に顧客開拓の余地があり、中期的には底堅い業績を維持できると考えられる。財務諸指標については、都市ガス業界内でも最良の水準にある。今後は投融資の拡大を計画しているとはいえ、保守的な財務運営を考慮すると、財務構成の悪化度合いは大きくないと JCR ではみている。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 足元では電力事業の収支が厳しいことから、電力調達構造の改善が課題となる。今後の注目点は投融資の拡大による財務構成への影響である。将来の成長に向けて、コア事業以外に投融資額の約半分を再生可能エネルギーや海外事業といった戦略事業に投下する計画である。当社では DE レシオについて、過去数年間の実績 0.4 倍程度に対し、現行中期経営計画の最終年度である 25 年度に 0.6 倍程度とするなど、一定の財務規律を遵守する方針を示している。

## 北海道ガス株式会社

### 【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 CP 格付	J-1
----------	-----

- (1) 札幌、小樽、千歳、函館、北見を主な供給区域とする都市ガス会社で、北海道における業界の主導的立場にある。供給区域では、灯油からの燃料転換による潜在需要が大きく、また地域特性から需要構成は商業用が高い。自社電源の強化にも取り組んでおり、石狩 LNG 基地内と本社地下に発電所を有する。
- (2) 近年は過去最高益の更新が続くなど、収益力は過去と比べ様変わりしている。主力のガス事業では、EMINEL や CEMS といった、当社独自の技術やノウハウを駆使しつつ、ガスの省エネ性や設備の強靭性を訴求した営業展開が奏功している。また、自社電源を活かした電力事業は当社収益基盤の拡充に寄与している。地域固有の潜在的な燃料転換需要や札幌周辺の都市再開発計画などを踏まえると、中期的にも高い利益水準を確保できると考えられる。総じて、収益・キャッシュフロー創出力の拡大と共に課題であった財務構成の改善が加速する蓋然性が高まったことで、格付を 1 ノッチ引き上げ、見通しを安定的とした。
- (3) 2010 年代前半の経常利益は 20 億円前後にとどまっていた。しかし、コロナ禍や不安定なエネルギー市況といった厳しい環境下にもかかわらず、効率的な原料調達も手伝い、23/3 期経常利益の発行体計画は 5 期連続の過去最高益の更新となる 110 億円（前期比 50.6%増）である。今後の注目点は財務基盤の一層の改善である。当社は投資拡大が一服している。北ガスグループ経営計画「Challenge2030」では、財務諸指標の改善を掲げており、その進捗を見定めていく。

## 広島ガス株式会社

### 【据置】

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

- (1) 広島市、呉市、尾道市、三原市、廿日市市、東広島市などを供給区域とする中国地方最大の都市ガス会社。LPG子会社を含めて、広島県西部を中心に高いプレゼンスを有している。供給区域には多様な産業集積があり、需要構成は工業用が5割強を占める。
- (2) 安定した収益・キャッシュフロー創出力を有する。相対的にサハリン2への依存度は高いものの、LNGについては調達に支障はなく、複数に及ぶ代替調達手段を備えている。当面は販売構成比の高い工業用の減少影響に注意が必要である。当社では、環境性や省エネ性の優位性を訴求した、ガスやガス機器の販売強化に注力しており、その成果を見定めていく。財務諸指標は業界内でも比較的良好な水準にある。今後は設備投資が拡大する可能性があるものの、キャッシュフロー創出力や一定の財務規律を遵守する方針などを考慮すると、財務構成の大幅な悪化を招く公算は小さいとJCRではみている。以上より、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 今後の注目点は販売拡大に向けた取り組みやLNG調達基盤の充実化である。新規顧客の獲得、石油や石炭からの燃料転換需要の開拓によって、販売量を回復させていくことが中期的な課題である。また、拡販に向け、導管投資を拡大させる中、財務構成への影響を軽減できるかについても注視していく。LNGについては中長期的には調達の地域分散が重要な課題となる可能性もある。

## 西部ガス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-
発行登録債予備格付	AA-
国内CP格付	J-1+

- (1) 福岡、北九州、熊本、長崎などを供給区域とする都市ガス大手、西部ガスグループの純粋持株会社。経営・資金・資本などの側面から当社と傘下の事業会社の一体性は強く、格付にはグループ全体の信用力を反映させている。域内の都市ガスの需要規模は大きく、安定的で高採算な家庭用の需要構成比が相対的に高い。電力や不動産、食関連といった事業の多角化に取り組んでいる。
- (2) 収益力は回復している。主力のガス事業が改善に向かう中、不動産事業が下支えとして貢献している。ただし、食関連事業などの業況は依然厳しい。当社は投資管理基準を厳格化しており、事業ポートフォリオの見直しによる成果も生まれつつある。収支構造の強化に向け、実効性のある取り組みが引き続き重要となる。また今後の低・脱炭素関連投資を踏まえると、財務基盤の強化は依然として課題である。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期はハウステンボスの株式売却益85億円を計上したこともあり、財務構成は改善に転じたもようである。ただし、近年の自己資本比率は20%程度で推移しており、競争環境や多角化による事業リスクの高まりを考慮すれば、改善余地がある。財務基盤の強化に向けた戦略、ひびきLNG基地の戦略的活用および採算の厳しい食関連事業の改善などが中長期的な注目点となる。

(担当) 殿村 成信・小野 正志

## ■ 格付対象

発行体：東京ガス株式会社

### 【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AAA <sub>p</sub>	安定的

発行体：大阪ガス株式会社

### 【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA <sub>p</sub>	安定的

発行体：東邦ガス株式会社

### 【据置】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	AA <sub>p</sub>	安定的

発行体：北海道ガス株式会社

### 【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15回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2016年3月16日	2026年3月16日	0.395%	A+
第17回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2017年3月14日	2024年3月14日	0.250%	A+
第20回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2018年12月13日	2033年12月13日	0.800%	A+
第21回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2018年12月13日	2028年12月13日	0.405%	A+
第23回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	30億円	2019年12月12日	2034年12月12日	0.510%	A+
第24回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2019年12月12日	2029年12月12日	0.280%	A+
第25回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2022年10月14日	2042年10月14日	1.450%	A+

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	300億円	2021年10月11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	200億円	J-1

発行体：広島ガス株式会社

### 【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13回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	80億円	2018年9月13日	2028年9月13日	0.405%	A
第14回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	80億円	2020年10月15日	2030年10月15日	0.350%	A

対象	発行限度額	格付
コマーシャルペーパー	300億円	J-1

発行体：西部ガス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12回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2013年12月13日	2023年12月13日	0.808%	AA-
第13回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2015年4月14日	2025年4月14日	0.555%	AA-
第14回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	50億円	2017年3月16日	2027年3月16日	0.380%	AA-
第15回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2018年12月13日	2038年12月13日	0.820%	AA-
第16回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	100億円	2018年12月13日	2028年12月13日	0.355%	AA-
第17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	2040年7月13日	0.700%	AA-
第18回無担保社債（社債間限定同順位特約付）	110億円	2021年12月2日	2041年12月2日	0.670%	AA-
第19回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	100億円	2022年12月8日	2027年12月8日	0.510%	AA-
第20回無担保社債（社債間限定同順位特約付）（トランジションボンド）	50億円	2022年12月8日	2032年12月8日	0.809%	AA-

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	2022年9月1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	500億円	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4月18日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：窪田 幹也  
主任格付アナリスト：殿村 成信
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)、「都市ガス」(2022年6月15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)として掲載している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) 東京ガス株式会社  
大阪ガス株式会社  
東邦ガス株式会社  
北海道ガス株式会社  
広島ガス株式会社  
西部ガス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。  
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. 非依頼格付について：  
東京ガス株式会社、大阪ガス株式会社、東邦ガス株式会社に係る信用格付は、格付関係者からの依頼に基づかない信用格付である。国に対する信用格付である場合を除き、依頼に基づく格付と区別するため格付記号の後に「p」を表示している。格付関係者からは、信用評価に重要な影響を及ぼす非公表情報を入手している。
10. 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。
11. 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ことを問わず、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