

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	【変更】	BBB → BBB+	ポジティブ → 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-2

（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）は石油元売大手各社の格付を見直し、出光興産、ENEOS ホールディングスの2社を据え置きとし、コスモエネルギーホールディングスを1ノッチ格上げした。格付の見通しについては3社とも安定的とした。
- 当面、業績は底堅く推移する見通しである。新型コロナウイルス感染拡大による影響を受けて需要が変動する中でも、国内の石油製品のマージンは確保できており、各社の業績を支えている。原油価格の上昇に伴い、石油開発事業の利益も増加している。石油化学製品の市況は回復が鈍いものの、最悪期を脱して改善に向かいつつある。財務構成は20/3期に悪化したのが、業績の回復に伴い21/3期には改善した。今後もおおむね現状程度の財務健全性は維持できると考えられる。コスモエネルギーホールディングスについては投資が一巡し、財務体質の改善が進む見込みである。
- 世界的に脱炭素化の動きが加速化しているが、現時点で石油元売大手各社の格付の制約要因とはなっていない。石油元売会社は温室効果ガスを発生させる化石燃料の製造販売を主力事業としており、これらに関連した事業が各社の利益の大半を占めている。日本政府は20年10月に、2050年までに温室効果ガスの排出を全体として実質ゼロにすることを目指すと宣言した。すでに化石燃料の国内需要は減少傾向にあり、今後はさらにこの流れが強まると見られる。しかし、化石燃料は人々の生活や産業活動において必需品であり、短期間で代替されることは見込みにくい。需要の減少が各社の業績に大きな影響を与えるまでには、しばらく時間を要すると考えられる。
- 中長期的には石油製品の需要減少に対する各社の対応が注目点となる。脱炭素化の動きに加え、新型コロナウイルス感染拡大を契機としてテレワークやWEB会議が普及することにより、ビジネスでの移動の需要が減少することが見込まれる。また、各社によって差があるものの、19/3期以降は全体として製油所の稼働率が低下傾向にある。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、これまで想定していたよりも早期に石油精製能力を削減していくことが必要である。他方、石油製品に代わる収益源を確保するため、

各社は国内石油事業以外の分野で事業拡大を図っている。石油製品事業の利益が潤沢なうちに事業ポートフォリオの見直しを進めて、業績を維持、向上させていくことが課題になる。

- (5) 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、将来的な業績変動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、各社は事業ポートフォリオの見直しに向けて新規事業や成長分野への投資を計画しており、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ことが重要である。

■各社の格付事由

出光興産

【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 C P 格付	J - 1

- (1) 19 年 4 月に昭和シェル石油と経営統合し、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販売を行う電力・再生可能エネルギーなどの事業を手掛ける。
- (2) 資源価格の上昇や統合シナジーの拡大などを背景に業績は回復しつつある。ベトナム・ニソン製油所の収支は依然として厳しいものの、操業の改善や 21/3 期に計上した長期貸付金評価損失に伴う効果により、22/3 期以降は業績の下振れリスクが軽減される見込みである。財務面では、操業維持投資に加えポートフォリオ転換に向けた戦略投資などが見込まれるが、資産売却や維持更新投資の厳選によりキャッシュアウトを抑制する方針である。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 22/3 期経常利益（在庫影響除き）は 1,400 億円（前期比 38.8%増）と 2 期連続の増益が予想されている。ニソン製油所に係る持分法投資損益の改善や、原油および石炭価格の上昇に伴う資源事業の増益などが主因となる見込みである。23/3 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、在庫影響を除く業績はおおむね安定して推移すると見られる。
- (4) 22/3 期第 1 四半期末自己資本比率が 30.5%（20/3 期末 29.6%）となるなど、財務構成はやや改善した。有利子負債残高はおおむね横ばいとなったが、利益の蓄積に伴い自己資本が増加した。今後も継続的な投資が想定されるものの、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考えられる。

ENEOS ホールディングス

【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) 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 ENEOS（旧 JXTG）グループの持株会社。グループでは石油精製販売、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鉱山開発から銅製錬、電材加工、リサイクルまで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。安定した国内の石油製品マージンが業績を支えており、資源価格の上昇に伴って利益水準が回復している。石油化学製品の市況回復が鈍いものの、当面業績は底堅く推移する見通しである。20/3 期の最終赤字に伴って悪化した財務構成は、業績の改善や 21 年 6 月に調達した劣後債により回復しつつある。今後も資産売却を追加する計画であるなど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) 22/3 期営業利益（在庫影響除き）は 2,300 億円（前期比 6.7%増）と 2 期連続の増益が計画されている。原油価格上昇に伴い石油・天然ガス開発事業の利益が大幅に増えることが増益の主因となる見込みである。23/3 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、在庫影響を除く業績はおおむね安定して推移すると見られる。
- (4) 22/3 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 30.6%（20/3 期末 28.8%）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が計画されているため財務構成の大幅な改善は見込みにくい。コスト削減や資産売却の積み増しなどにより現状程度の水準は維持できる見通しである。

コスモエネルギーホールディングス

【変更】

長期発行体格付	BBB	→	BBB+
格付の見通し	ポジティブ	→	安定的
劣後ローン格付	BB+	→	BBB-
発行登録債予備格付	BBB	→	BBB+

【据置】

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、脱化石燃料の動きに対応し、風力発電を主体とする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) 課題であった財務体質の改善が進んでいる。大型投資の一巡により、当面は有利子負債の削減が続く見込みである。ただ、財務構成などの水準自体は依然として改善余地が残り、今後の進捗を確認していく。在庫影響を除く業績はおおむね安定している。キグナス石油への供給による販売数量増加などが寄与し、当社の製油所は同業他社比高い稼働率を維持できている。原油価格上昇に伴って石油開発事業の利益も増加しており、業績は当面堅調に推移する見通しである。以上を踏まえ、1ノッチ格上げし、見通しを安定的とした。
- (3) 22/3 期経常利益（在庫影響除き）は 800 億円（前期比 4.4%増）と 2 期連続の増益が予想されている。石油事業および石油化学事業における販売数量増加、原油価格上昇に伴う石油開発事業の増益などが主因となる見込みである。23/3 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、在庫影響を除く業績は底堅く推移する見通しである。
- (4) 21/3 期末自己資本比率（劣後ローンの資本性評価後）19.9%、DER（同左）2.0 倍と 20/3 期末の 15.5%、3.0 倍から改善した。利益の蓄積による自己資本の増加に加え、有利子負債の削減が進んだ。設備投資はピークアウトしており、22/3 期以降も有利子負債の減少が見込まれる。今後、もう一段の財務構成の改善を進めることができるか注目していく。

（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-
JXTGホールディングス株式会社第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%	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-
JX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%	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-
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

対象	発行額	発行日	償還期日	利率	格付
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

【変更】

対象	格付	見通し
長期発行体格付	BBB+	安定的

対象	借入額	実行日	弁済期日	利率	格付
劣後ローン	300億円	2020年3月31日	2053年3月31日	(注)	BBB-

(注) 3ヶ月日本円TIBORにスプレッドを加算した利率

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	2021年7月3日から2年間	BBB+

【据置】

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：2021年8月24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等級をもって示すものである。
なお、本件劣後債および劣後ローンにつき、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