

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。
- 石油元売会社に対する見方に特段の変化はない。国内の業界秩序は安定しており、石油製品のマージンは引き続き改善傾向にある。物流費をはじめ様々なコストが上昇しているが、マージンの拡大によってカバーできていると見られる。資源価格は一時期と比べて低下しているものの、過去 10 年で見れば高い水準にあり、各社の業績を押し上げている。在庫影響を除く 3 社の業績はおおむね安定している。また、エネルギートランジションに向けて脱炭素分野や次世代エネルギーなどの新たな事業の取り組みが進捗している。財務面では、現状程度の水準は維持できると見られるものの、投資や株主還元の拡大により、さらなる改善は見込みにくい。
- 国内の石油製品のマージンについて、当面大きな懸念はないと考えている。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。供給量は適切にコントロールされており、様々な制約があることから輸入品が大幅に増えることも想定しにくい。また、24/3 期に業界全体で 2 カ所の製油所で精製機能が停止された。これにより、需給が締まるとともに製油所の実質稼働率が向上する見通しである。しかし、こうした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さらに削減していくことが必要である。今後も適正な需給バランスを維持できるか注目していく。
- エネルギートランジションに向けた取り組みが進んでいる。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。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。ただ、総じてこれらの事業は化石燃料と比べて収益性が低く、長期的に化石燃料を代替する収益源となるものは現時点で見当たらない。引き続き各社の取り組みの進捗や、エネルギートランジションにおける政府支援の動向などを確認していく。

- (5) 投資や株主還元の拡大によって財務健全性を低下させることがないか注目していく。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る。加えて、24/3期の財務構成の改善を受けて追加で自社株買いをを行うなど株主還元をさらに拡大させる動きが見られ、今後も自己資本の増加は抑制されると考えられる。他方、今後はエネルギー・トランジションなどの投資が本格化していく見通しである。政府支援の活用や他社との協業などによって投資負担を抑制していくと見られるが、有利子負債は高止まりすることが想定される。将来的な業績悪化局面に備えて自己資本を充実させることや、資金調達力確保のために良好な財務基盤を維持していくことは石油元売会社にとって重要であるとJCRは考えており、各社の財務運営状況を注視していく。

■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。23年10月にバッテリーEV用全固体電池の量産実現に向けてトヨタ自動車と協業を開始しており、27~28年の全固体電池実用化を目指している。
- (2) 石炭価格低下に伴い利益水準が低下するものの、業績は安定的に推移する見通しである。24年3月に西部石油山口製油所の精製能力が停止され、グループ全体の稼働率向上が見込まれる。他方、ベトナム・ニソン製油所は依然として最終赤字が続いているもようであり、25年度の黒字化を実現できるか引き続き注視していく必要がある。財務面では、事業構造改革投資の増加、既存戦略投資の積み増し、追加の株主還元などが計画されているが、一定の財務規律を維持していく方針であり、健全性は保たれると考えられる。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 25/3期経常利益（在庫影響除き）は1,880億円（前期比43.5%減）と5期ぶりの減益が計画されている。燃料油マージンのプラスのタイムラグがなくなることやトレーディング事業の利益悪化、資源価格低下などが減益の主因となる見込みである。26/3期以降も資源価格などの動向に注意が必要であるが、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安定して推移すると考えられる。
- (4) 25/3期第1四半期末自己資本比率が37.9%（24/3期第1四半期末34.7%）となるなど、財務構成の改善が進んでいる。ただ、今後は自社株買いや事業ポートフォリオ転換に向けた投資の拡大が予定されており、改善が進みにくいと見られる。

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。石油精製販売をはじめ、機能材、電気、再生可能エネルギー、石油・天然ガス開発、金属など多様な事業を手掛ける。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進めており、当社では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。

- (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。利益の下押し要因となってきた製油所の計画外停止への対応が進み、23 年 10 月に和歌山製油所の精製機能を停止した効果もあって、定修影響除きの稼働率は徐々に改善している。また、資源価格の高止まりを背景に石油・天然ガス開発事業の利益が安定的に推移している。財務面では、積極的な投資が予定されていることに加え、24 年 5 月に公表された新たな自己株式取得が予定されているが、引き続き財務規律を意識した運営がなされると見られる。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 25/3 期営業利益（在庫影響除き）は 4,000 億円とおおむね前期並みの水準が予想されている。石油製品マージンのプラスのタイムラグがなくなるものの、製油所のトラブル抑制による販売数量増加がカバーする見込みである。26/3 期以降も五井火力発電所運転開始による電力事業の収支改善に加え、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安定して推移する見通しである。
- (4) 25/3 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 34.5%（24/3 期第 1 四半期末 29.9%）となるなど財務構成の改善が進んでいる。利益の蓄積に加え、23 年 9 月に発行した劣後債 1,000 億円（資本性：中・50%）が寄与した。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融资が計画されているが、一定の財務健全性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 CP 格付	J-1

- (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、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。また、当社は岩谷産業の持分法適用関連会社（議決権所有割合 20.07%）であるが、支配・関与度や経営的重要度を勘案し、格付にはスタンダードアローン評価を適用している。
- (2) 業績は堅調である。製油所の稼働率が高く、石油事業の収益性は同業他社比優位にある。26/3 期以降はヘイル油田の 2 次回収投資による増産が見込まれており、石油開発事業の利益を押し上げると考えられる。他方、期待されていた洋上風力発電は事業環境の変化を受けて戦略の見直しが必要になっている。財務面ではここ数年で諸指標の水準が向上してきたものの、相対的に見て改善余地が残る。また、現在の当社の資本政策ではさらなる財務体質の改善を想定することが難しい。以上を踏まえ、格付を据え置き、見通しを安定的とした。
- (3) 25/3 期経常利益（在庫影響除き）は 1,600 億円とおおむね前期並みの水準が予想されている。プラスのタイムラグがなくなることに伴うマージンの悪化などで石油事業の減益が見込まれるものの、石油化学事業の利益改善などがそれらをカバーする見通しである。26/3 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、製油所の高稼働が維持されて、在庫影響を除く業績は安定して推移すると考えられる。
- (4) 25/3 期第 1 四半期末自己資本比率は 27.1%（24/3 期第 1 四半期末 24.1%）となるなど財務構成の改善が進んできた。ただ、当社は第 7 次連結中期経営計画（現中計）の間（24/3～26/3 期）はネット DER1.0 倍を達成した場合に自己資本 6,000 億円を超える部分を原則追加の株主還元で充当する方針であり、さらなる自己資本の増加は見込めない。また、現中計で積極的な投資が計画されており、有利子負債が増加する予定である。

■ 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
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）	380億円	2023年9月20日	2083年9月20日	(注4)	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）	500億円	2023年9月20日	2083年9月20日	(注5)	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）	120億円	2023年9月20日	2083年9月20日	(注6)	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。
- (注4) 発行日の翌日から2028年9月20日までの利払日においては年1.328%。2028年9月20日の翌日から2033年9月20日までの利払日においては1年国債金利に1.050%を加えた変動金利。2033年9月20日の翌日から2048年9月20日までの利払日においては1年国債金利に1.300%を加えた変動金利。2048年9月20日の翌日以降の利払日においては1年国債金利に2.050%を加えた変動金利。
- (注5) 発行日の翌日から2033年9月20日までの利払日においては年2.195%。2033年9月20日の翌日から2053年9月20日までの利払日においては1年国債金利に1.750%を加えた変動金利。2053年9月20日の翌日以降の利払日においては1年国債金利に2.500%を加えた変動金利。
- (注6) 発行日の翌日から2038年9月20日までの利払日においては年2.881%。2038年9月20日の翌日から2058年9月20日までの利払日においては1年国債金利に2.000%を加えた変動金利。2058年9月20日の翌日以降の利払日においては1年国債金利に2.750%を加えた変動金利。

対象	発行予定額	発行予定期間	予備格付
発行登録債	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：2024年8月27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」(2024年2月1日)、「石油」(2020年5月29日)、「非鉄金属」(2024年4月2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