

電源開発(9513)の事業概要と、 同社株式の長期保有上のポイント

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

ジュニア・マーケット・
ストラテジスト

ロベス ペニエル

[本レポートのサマリー]

- 1. 本レポートの目的** p. 1
本レポートでは、安定したビジネスモデルを有する銘柄として、電源開発株式の長期保有目的投資における評価上のポイントについて弊社の考え方を示す。
- 2. 電源開発の概要** p. 2
電源開発は、実質的に日本国内の大手電力会社を対象とした卸電力供給・販売を行う電気事業や、電力周辺関連事業を営む。その他、海外事業も展開。売上高の約 9 割は国内の電力関連事業が占める。
- 3. 電源開発の電気事業の特殊性** p. 4
電源開発は、大手電力会社を相手に安定した利益率とボリュームで電力販売を継続可能。エネルギー価格の上昇時期に多くの利益を確保するなど大手電力事業者よりもむしろ安定した事業モデルとなっている。
- 4. 電源開発の財務傾向** p. 6
 - 直近四半期決算では前年比で-13%の減収だったが、営業利益は 2,655 億円と前年比+36.1%の増益、当期純利益は 176 億円と前年比+35.1%の増益に。
 - 前期 (FY2022) は過去最高の売上高 (約 1.8 兆円) を記録したが、当期 (FY2023) について同社では売上高は約 1.5 兆円まで、営業利益は 1,110 億円まで、当期純利益は 760 億円まで減収減益となる予想を示している。
 - 自己資本比率は長期的にも上昇、直近四半期には自己資本比率が 35.6%まで改善。
 - 債務の返済能力の指標であるネット有利子負債 EBITDA 倍率は 5.97 倍まで低下。キャッシュの創出能力との対比でも同社の財務の健全性は強化。
 - FY2023 下半期のフリーCF は 102,546 (百万) 円の資金流入に。現金同等物は約 3,400 億円まで増加。同社の資金の流れは安定した状況にある。
- 5. 電源開発株式の投資の観点** p.10
 - 電源開発株式への長期保有目的投資を評価する 5 つのポイント; 1) ビジネスモデルの安定性、2) 財務の安定性、3) 株価指標の安定性、4) 成長を伴う株主還元政策、5) 大間原子力発電所の潜在減損可能性などの影響。
 - バリュエーション指標は、バリュー株としての安定性を示す。同社株価は 1900 円 ~ 2300 円程度で推移しており、19 ~ 23 万円から投資可能。予想 PER は約 5.7 倍程度と、TOPIX 平均の約 14.4 倍を下回る、同社株式の PBR は約 0.4 倍と、TOPIX 平均の約 1.3 倍を下回る、同社株式の配当利回り (予想) は約 4%と、TOPIX の約 2.4%を上回る。
 - 経営リスクの分散が図られており、ビジネスモデルの安定性も長期にわたり維持されやすく、弊社では長期安定保有の投資対象株式として、電源開発を推奨。

5 バリュースセット アナリスト・レポート

電源開発(9513)の事業概要と、同社株式の長期保有上のポイント

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 本レポートの目的

本レポートでは、長期保有に向く安定したビジネスモデルを有する企業として、電源開発の経営状況を確認し、主として同社株式の長期保有上のポイントについて弊社の考え方を示す。なお、本レポートにおいて同社を紹介する目的は、短期の株価変動によるキャピタルゲインを狙うことではなく、長期にわたり保有を継続することで安定した配当によるインカムゲインと安定成長による成果を得ることにある点にご注意されたい。

なお、本レポートでは、2023 年 7 月 31 日公表の 2023 年度第 1 四半期(2023/6/30 締め)までの決算を参照している。

なお本レポートでは同社の事業年度を下記の基準で表記している点にご注意されたい

- 2022 年度(FY2022)は2022年4月1日から2023年3月末まで、2023 年度(FY2023)は2023年4月1日から2024年3月末までとして表記する。
- 四半期の決算期表記については、FQ1 が4~6月、FQ2 が7~9月、FQ3 が10~12月、そしてFQ4 が1~3月として記載する。

2. 電源開発の概要

[ポイント]

- 電源開発は、実質的に日本国内の大手電力会社を対象とした卸電力供給・販売を行う電気事業や、電力周辺関連事業を営む。その他、海外事業も展開。
- 売上高の約9割は国内の電力関連事業が占める。電気事業は、直近では火力発電所利用率の低下などを要因として減収傾向となっている

電源開発は、日本国内を中心に送配電網をグループ内に持つ大手電力会社への電力供給・販売を行っている。水力、火力、地熱、風力等を電力源とした電力供給事業のほか、送変電事業や広域送電線の運営、開発等も行っている。原子力発電所は建設中のまま進展していない。

同社の事業セグメントは下記の4つに大別できる。

- i). 「電気事業」; 同社で保有する発電所によって電力を供給する発電事業及び卸電力市場から調達した電力の販売事業を包括した事業
- ii). 「電力周辺関連事業」; 電力事業を補完し、電力事業の円滑かつ効率的な遂行に資するための電力設備保守事業、豪州での石炭調達・販売事業など。
- iii). 「海外事業」; 海外(タイ、米国など)における発電事業及びその関連事業、海外におけるエンジニア・コンサルティング事業
- iv). 「その他の事業」; バイオマス燃料製造事業、未利用林地残材活用による森林保全、その他のノウハウを生かした気候変動・環境関連事業

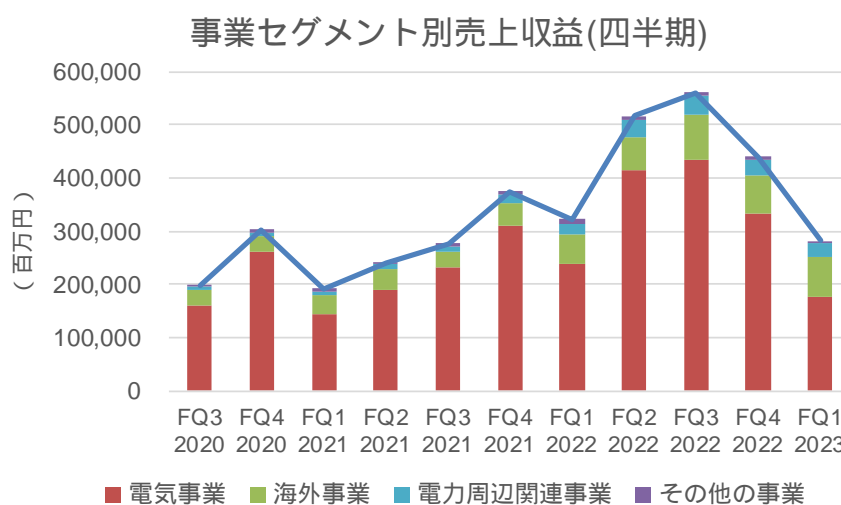
電源開発の事業売上高の中で最も大きい電気事業は、小売は行わず卸電力市場を介して主に大手電力会社への電力販売を行う。

2022年度通期では、総売上高は、1兆8,419億円となっており、このうちの77%を電気事業、15%を海外事業、17.4%を電力周辺関連事業、そして残りの1.6%をその他事業が占める(内部調整額があるため合計が100%を超える点に注意)。通期決算でみると2022年3月期の売上高はエネルギー相場や卸電力価格の上昇を背景に過去最高額を計上していた。特に同社の電力事業、海外事業の二つが大きく寄与した。

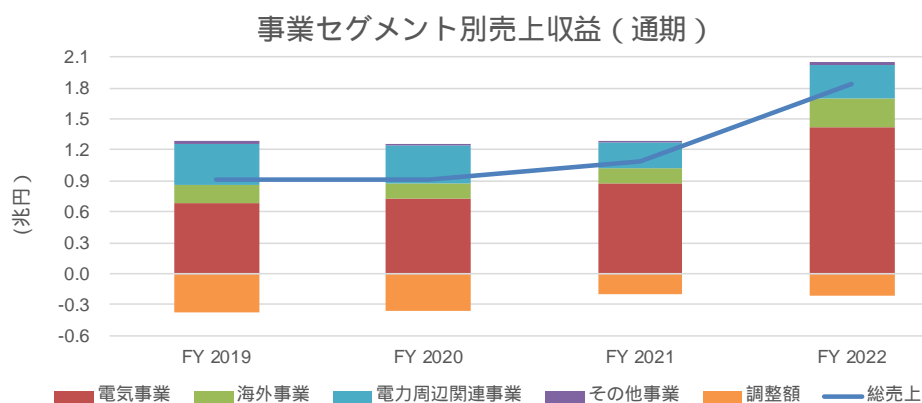
一方、四半期ベースで見ると、FY2022Q3から直近四半期(FY2023 Q1)にかけて足元の売上高はエネルギー相場や電力価格の反転低下に伴い減少傾向となっている。四半期売上高の減少要因として、特に火力発電所利用率の低下による販売電力量の減少や、卸電力市場における電力販売価格の低下による減収が挙げられる。

電源開発における売上高の7割強が電力事業によってカバーされている。足元での売上高の減少は、火力発電所利用率の低下による販売電力量の減少によるものである。

図表1 電源開発の四半期事業セグメント別売上高



図表2 電源開発の通期事業セグメント別売上高(単位:兆円)



出所: 電源開発開示資料より、5バリュースセットで作成

3. 電源開発の電気事業の特殊性

[ポイント]

- 国内の小売電力料金は自由化。しかし、大手電力には経過措置料金が適用延長され、発電原価が上がっても電力料金への転嫁に認可が必要。
- 大手電力会社は、エネルギー価格の上昇時に逆ザヤにより大幅な赤字を計上。
- 電源開発は、大手電力会社を相手に安定した利益率とボリュームで電力販売を継続可能。エネルギー価格の上昇時期に多くの利益を確保するなど大手電力事業者よりもむしろ安定した事業モデルとなっている。

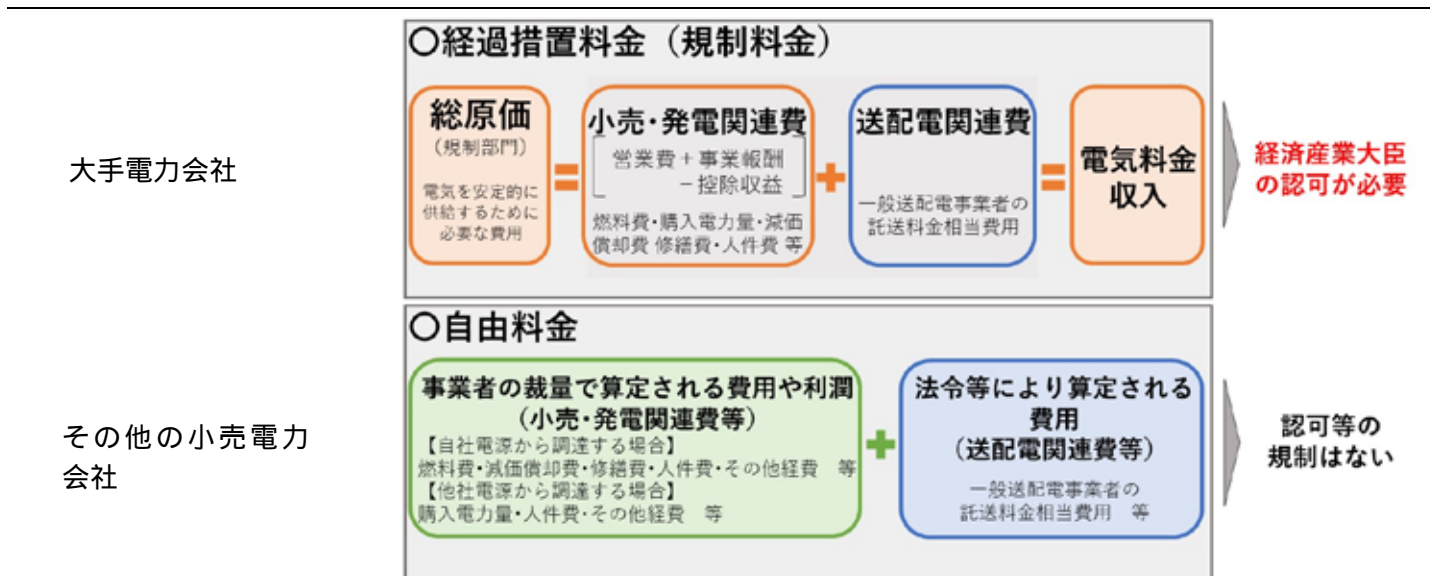
電源開発の事業モデルが大手電力事業者よりも安定している理由を説明

国内の小売電力料金は自由化
しかし、大手電力には経過措置料金が適用され、発電原価が上がっても電力料金への転嫁に認可は必要

ここでは、国内の電気事業に関わる制度を概観し、その中でなぜ電源開発のビジネスモデルが、他の大手電力事業者よりも安定しているのかを説明する。

日本では、2016年4月に電力小売料金の全面自由化が行われた。このとき、大手電力以外にも、多くの小売り電力事業者や発電事業者が誕生し、他業態からの参入も行われた。制度的には、この段階で電気料金は基本的に自由化され、各小売電力事業者はそれぞれの裁量で設定される費用(発電原価や利益)に、法令等により算定される費用(託送料金等)を加えて電力料金を設定できるようになり、料金設定に認可等の規制を受けなくなった。これを自由料金と呼ぶ。一方、送配電網を持つ大手電力会社の場合には、自由化を促進するために、経過措置として、経済産業大臣の認可を得なければ料金の改定を行えない制度が残った。これを経過措置料金(規制料金)と呼ぶ。本来は一時的な措置の予定であったが、現時点においても同経過措置は延長されている。

図表3 国内の小売電力価格自由化における大手電力会社とそれ以外の違い



出所:資源エネルギー庁資料より、5バリューアセットで作成

例えば、原油やLNG等のエネルギー価格が急騰した場合には、自由料金の事業者は電力の原価を電力の売価に反映したり、そもそも電力販売自体を取りやめることができる。しかし、大手電力会社の場合には電力の供給義務がある一方で、消費者物価の急速な上昇を懸念した経済産業大臣の判断等により原価の上昇を反映した電力小売価格の引き上げ

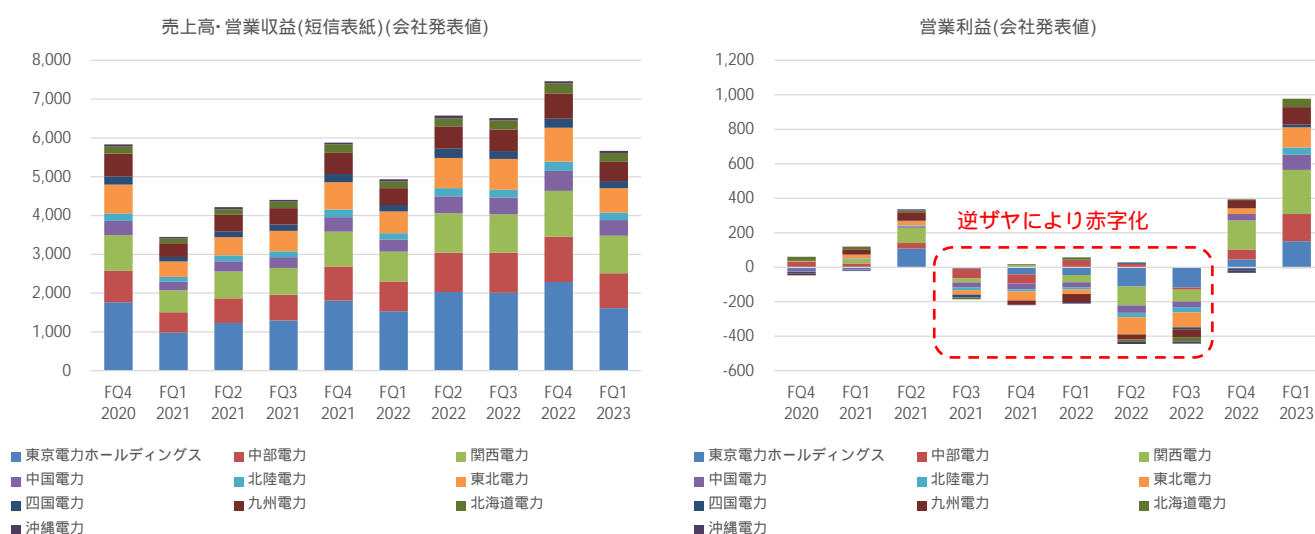
大手電力会社は、エネルギー価格の上昇時に逆ザヤにより大幅な赤字を計上

電源開発は、大手電力会社を相手に安定した利益率とボリュームで電力販売を継続可能

はすぐには認可されないことがある。ロシア・ウクライナ紛争を受けたエネルギー価格の上昇局面では、特に原発が稼働していない大手電力会社は、電力価格と火力発電原価との逆ザヤにより大幅な赤字を計上した(図表4)。

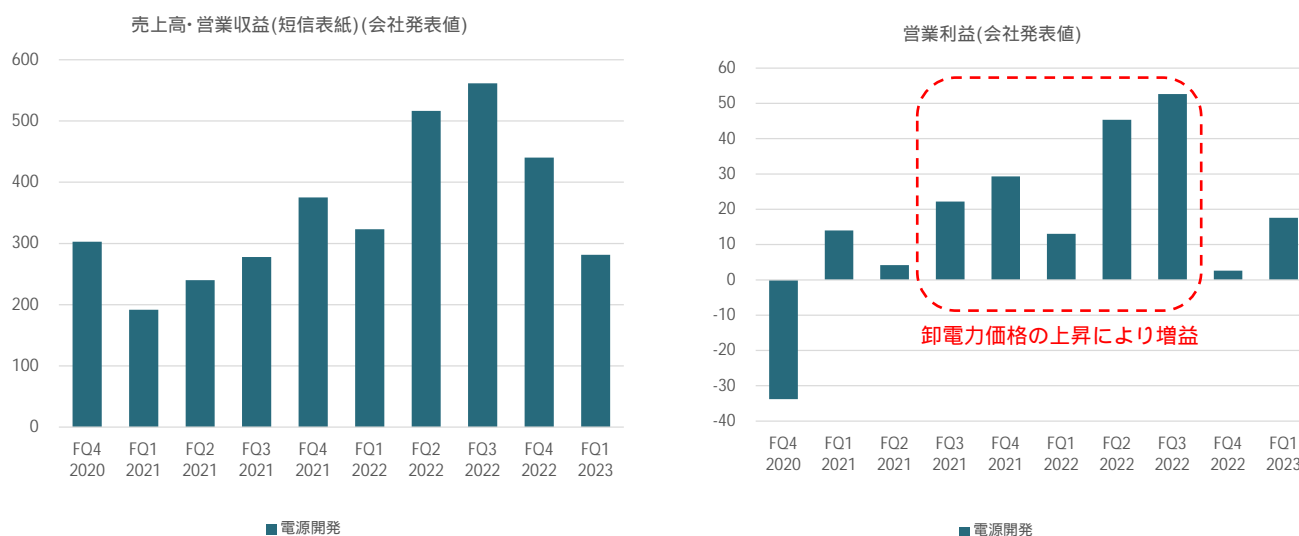
電源開発の電力事業は、小売ではなく大手電力事業者向けであり販売電力価格に規制がかかるとはならない。このため、大手電力会社が赤字を計上していた期間においても、卸電力価格の上昇によりむしろ増益となっていた(図表5)。このように、電源開発のビジネスモデルは、発電事業者でありながら大手電力会社を相手に安定した利益率とボリュームを伴ったビジネスを継続できるという点で、むしろ安定したものであったことが確認できる。

図表4 大手電力会社の四半期別売上高、当期純利益の推移(単位:10億円)



出所:電源開発開示資料より、5バリュースセットで作成

図表5 電源開発の四半期別売上高、当期純利益の推移(単位:10億円)



出所:電源開発開示資料より、5バリュースセットで作成

4. 電源開発の財務傾向

[ポイント]

- 直近四半期決算では前年比で-13%の減収だったが、営業利益は 2,655 億円と前年比+36.1%の増益、当期純利益は 176 億円と前年比+35.1%の増益に。
- 前期(FY2022)は過去最高の売上高(約 1.8 兆円)を記録したが、当期(FY2023)について同社では売上高は約 1.5 兆円まで、営業利益は 1,110 億円まで、当期純利益は 760 億円まで減収減益となる予想を示している。
- 自己資本比率は長期的にも上昇、直近四半期には自己資本比率が 35.6%まで改善。
- 債務の返済能力の指標であるネット有利子負債 EBITDA 倍率は 5.97 倍まで低下。キャッシュの創出能力との対比でも同社の財務の健全性は強化。
- FY2023 下半期のフリーCFは 102,546(百万)円の資金流入に。現金同等物は約 3,400 億円まで増加。同社の資金の流れは安定した状況にある。

(1) 四半期・年次損益の傾向

ここでは、直近までの損益計算書(図表 6)に基づき、電源開発の収益状況について確認する。

直近四半期決算では前年比で-13%の減収、営業利益は前年比+36.1%の増益、当期純利益も前年比+35.1%の増益に

直近四半期(FY2023Q1)における売上高は、米国ジャクソン火力発電所の営業開始によって販売電力量が増加したものの、電気事業における火力発電所利用率の低下による販売電力量の減少や、電力販売価格の低下等によって、2,184 億円(前年比-13%)と減収となっていた。一方で、営業費用は、米国ジャクソン火力発電所の営業開始による燃料費等の増加はあったものの、電気事業の他社購入電源費や火力の燃料費、修繕費の減少等によって、前年同期比で-11%の減少となった。この結果減収にもかかわらず、営業利益は 2,655 億円(前年比+36.1%)の増益、当期純利益は 176 億円(前年比+35.1%)の増益であった(図表 6、7)。

前期(FY2022)は過去最高の売上高(約 1.8 兆円)を記録したが、当期(FY2023)について同社では売上高は約 1.5 兆円まで、営業利益は 1,110 億円まで、当期純利益は 760 億円まで減収減益となる予想を示している

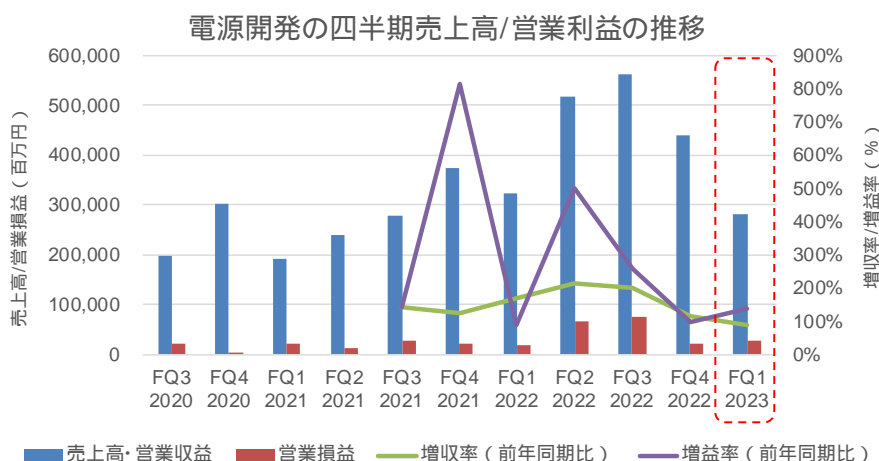
次に、通期での損益状況と通期予想について確認する。前期(FY2022)には、電力販売価格の上昇等によって、売上高は約 1.8 兆円(前年比+68.6%)の大幅な増収、営業利益は 1,839 億円(前年比+111%)の大幅増益、当期純利益も 1,137 億円(前年比+63.1%)の大幅増益と好調な決算であった。同社では当四半期決算公表時に 2023 年度の業績が足元の電力販売価格の減少トレンドが継続するとの見通しから、売上高は約 1.5 兆円まで、営業利益は 1,110 億円まで、当期純利益は 760 億円まで減収減益となる予想が示されている。ただし、この売上高・利益の水準は、2021 年度対比では増加の想定となっている。

図表6 電源開発の損益計算書(単位:百万円)

損益計算書	FQ1 2022 2022/6/30	FQ2 2022 2022/9/30	FQ3 2022 2022/12/31	FQ4 2022 2023/3/31	FQ1 2023 2023/6/30	前年 同期比	FY 2021 2022/3/31	FY 2022 2023/3/31	年次 変化率	FY2023 (業績予想)
電気事業収益	237,205	413,757	433,889	333,051	177,655	-25.1%	876,431	1,417,902	61.8%	-
売上高・営業収益	323,319	516,479	561,756	440,368	281,382	-13.0%	1,084,621	1,841,922	69.8%	1,513,000
電気事業営業費用	231,984	386,043	242,340	480,244	169,974	-26.7%	824,491	1,340,611	62.6%	-
営業費用	303,811	449,468	496,664	408,062	254,824	-16.1%	997,642	1,658,005	66.2%	-
営業損益	19,507	66,811	75,193	22,356	26,558	36.1%	86,979	183,867	111.4%	111,000
税引前損益(GAAP)	21,487	64,650	72,109	12,545	27,446	27.7%	72,846	170,791	134.5%	-
法人税損益	6,153	19,494	21,625	4,527	8,534	38.7%	(1,938)	51,799	-	-
純利益(GAAP)	13,036	45,364	52,657	2,632	17,611	35.1%	69,687	113,689	63.1%	76,000
EBITDA	44,730	93,272	102,002	51,505	52,746	17.9%	183,976	291,509	58.4%	-

出所:電源開発開示資料より5バリュースセットで作成

図表7 電源開発の四半期売上高/営業利益の推移



出所:電源開発開示資料より5バリュースセットで作成

(2) バランスシートの傾向

自己資本比率は長期的に上昇傾向、直近四半期には自己資本比率が35.6%まで改善

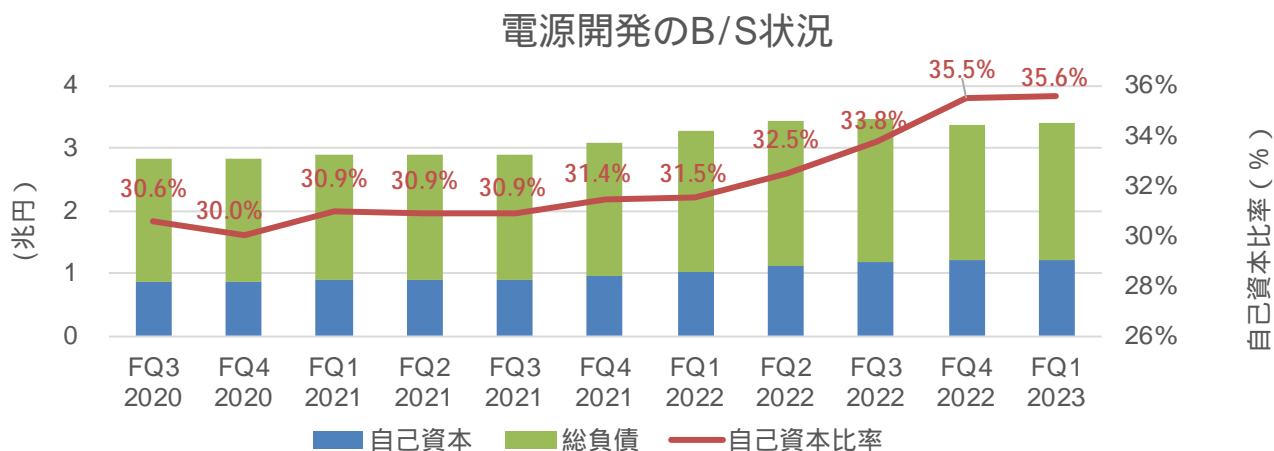
債務の返済能力の指標であるネット有利子負債EBITDA倍率は5.97倍まで低下。キャッシュの創出能力との対比でも同社の財務の健全性は強化

次に、電源開発のバランスシートが示す財務動向について確認する。

電源開発の自己資本比率の推移を確認すると、FY2020Q4から現在まで長期トレンドとして増加傾向を続けてきたことが分かる。直近四半期には自己資本比率が35.6%(前四半期比+0.1%)に達するなど、バランスシートから見た財務健全性はさらに増している(図表8)。

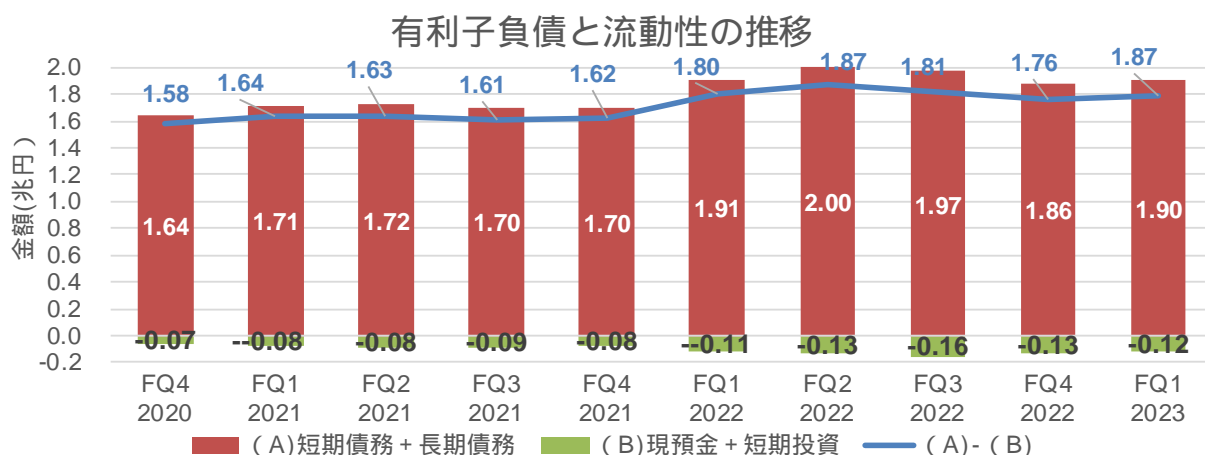
ネット有利子負債については、同社の有利子負債が海外事業のノンリコースローン等によって若干拡大したこともあり1.87兆円まで増加している(図表9)。しかし、収益性が上がりEBITDAが増加傾向を続けているため、債務の返済能力の指標であるネット有利子負債EBITDA倍率は5.97倍まで低下した。長期トレンドでも継続的に水準を下げていることから、キャッシュの創出能力との対比でも同社の財務の健全性は強化されている(図表10)。(なお、貸借対照表のサマリーは追加図表1に記載した)。

図表8 電源開発の自己資本比率の推移



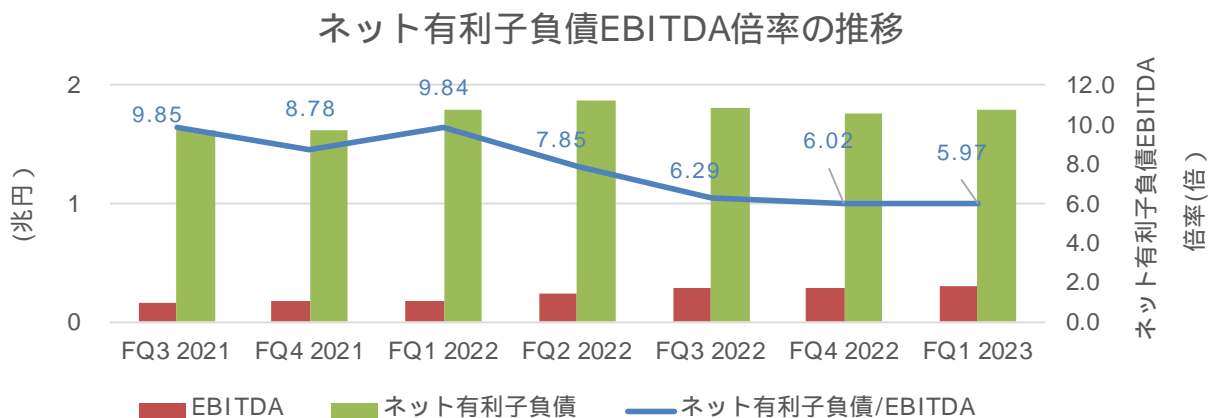
出所：電源開発開示資料より5バリュースセットで作成

図表9 電源開発の有利子負債と手元流動性、ネット有利子負債の推移



出所：電源開発開示資料より5バリュースセットで作成

図表10 電源開発のネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



出所：電源開発開示資料より5バリュースセットで作成

(3) キャッシュフローの傾向

ここでは、電源開発のキャッシュフロー状況に関する半期推移を確認する。同社の投資CFは半期ごと600億～1,000億程度が計上されている。近年の投資額の変動要因は主に海外事業に係る設備投資に起因しており、国内の投資は相対的に安定している。FY2023下半期のフリーCFは国内電気事業の増益に伴う営業CFの増加を受け102,546(百万)円の資金流入となった。この結果、財務CFの流出を上回り、現金同等物は約3,400億円まで増加した。このように、同社の資金の流れが安定した状況にあることが確認できる。

図表 11 電源開発のキャッシュフロー (単位:百万円)

[キャッシュフロー計算書]

キャッシュフローの状況	FS1 2022	FS2 2022	FS1 2023	FS2 2023
	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30	2023/3/31
営業活動によるキャッシュフロー	-8,492	8,240	-20,256	176,088
投資活動によるキャッシュフロー	-101,117	-77,729	-77,297	-73,542
フリーキャッシュフロー	-109,609	-69,489	-97,553	102,546
財務活動によるキャッシュフロー	32,215	51,855	157,357	-61,336
現金及び現金同等物の期末残高	111,069	222,551	293,840	339,294

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

5. 電源開発株式の投資の観点

[ポイント]

- 電源開発株式への長期保有目的投資を評価する 5 つのポイント; 1) ビジネスモデルの安定性、2) 財務の安定性、3) 株価指標の安定性、4) 成長を伴う株主還元政策、5) 大間原子力発電所の潜在減損可能性などの影響
- バリュエーション指標は、バリュー株としての安定性を示す。
 同社株価は 1900 円 ~ 2300 円程度で推移しており、19 ~ 23 万円から投資可能
 同社株式の予想 PER は約 5.7 倍程度と、TOPIX 平均の約 14.4 倍を下回っている
 同社株式の PBR は約 0.4 倍と、TOPIX 平均の約 1.3 倍を下回っている
 同社株式の配当利回り(予想)は約 4%と、TOPIX の約 2.4%を上回っている
- 経営リスクの分散が図られており、ビジネスモデルの安定性も長期にわたり維持されやすく、弊社では長期安定保有の投資対象株式として、電源開発を推奨。

今回のレポートの目的は、短期的な株価の動きではなく中長期的な同社株式の保有を考えた場合のメリットや潜在リスク要因を明らかにすることにある。弊社が考えるポイントを以下に列挙する。

電源開発株式への長期保有目的投資を評価する 5 つのポイント

- 1) ビジネスモデルの安定性
- 2) 財務の安定性
- 3) 株価指標の安定性
- 4) 成長を伴う株主還元政策
- 5) 大間原子力発電所の潜在減損可能性などの影響

1) ビジネスモデルの安定性

前述の通り、電源開発は国内の大規模な電力関連企業の中でも特殊なビジネスモデルを有しており、送配電網を有する大手電力会社より市況変動にも強い。卸電力の販売相手は実質的に大手電力会社に集中しており、強固な競争相手も存在しない。

2) 財務の安定性

電源開発に対しては、国内信用格付機関による発行体格付けも、格付投資情報センター(R&I)からは A+、日本格付研究所(JCR)からは AA+ を付与されている。このため、国内での資金調達における懸念は低い。同社では多くの社債を継続的に発行しており、直接金融・間接金融のいずれでも資金調達が容易な状況にある(なお、大手電力会社とは異なり個人向け社債は発行していない)。

3) 株価指標の安定性

図表 12 には、電源開発株式の株価、予想 PER、PBR、配当利回りの推移を示した。以下の各指標から、同社株式は TOPIX 平均に比べ指標上割安に評価されやすく、市場が悪化した場合の下リスクに対する耐性が相対的に頑健である可能性がある。

同社株価は 1900 円 ~ 2300 円程度で推移しており、19 ~ 23 万円から投資可能
 同社株式の予想 PER は約 5.7 倍程度と、TOPIX 平均の約 14.4 倍を下回っている
 同社株式の PBR は約 0.4 倍と、TOPIX 平均の約 1.3 倍を下回っている
 同社株式の配当利回り(予想)は約 4%と、TOPIX の約 2.4%を上回っている

4) 成長を伴う株主還元政策

同社が公表する今後の業績見通しに記された株主還元政策によれば、同社では連結配当性向 30%程度を目安に、安定的な還元を充実させる方針を示している。2018年度から2021年度までは75円を維持し、2022年度には90円まで増配を行った。2023年度も同様の水準を維持する方針を示している。

5) 大間原子力発電所の潜在減損可能性などの影響

同社では、青森県大間町で大間原子力発電所を建設中である。同原発は完成すれば、国内最大級の138万3000キロワット(kW)の出力を有する予定であり、国内で唯一建設中の原子力発電所でもある。同発電所の原子炉はウランとプルトニウムを混合したMOX燃料を使用可能な、世界でも先進的な改良沸騰水型原子炉(ABWR)である。しかし、福島第一原発事故以降の原子力規制委員会による適合性審査が進まず、事実上、建設は中断した状態にある。工事の再開時期を2024年に、運転開始目標を2030年にそれぞれ延期しているが、工事再開の目途は立っていない。

同原発は約6,000億円の巨大プロジェクトであるが、稼働が出来なくなった場合には建設仮勘定等に計上している資産の減損リスクが顕在化する可能性がある。逆に、原子力発電所が完成した場合には、現状で負担していない一般負担金や定期検査など原子力損害への対応費用なども定期的に発生する。こうした費用は当初の設計時には織り込まれておらず、同発電所が新技術であることからの追加工事などの費用発生懸念も存在する。

貸借対照表中の建設仮勘定には、大間原子力発電所計画に関連する建設仮勘定が含まれており、総資産に占める建設仮勘定の割合は、16%程度含まれている(図表13)。同原発工事に関する不透明性や減損可能性などを織り込んでいるために、同社株式のPBRは低い水準と留まっていると考えられる。

6) 同社株式への投資の考え方

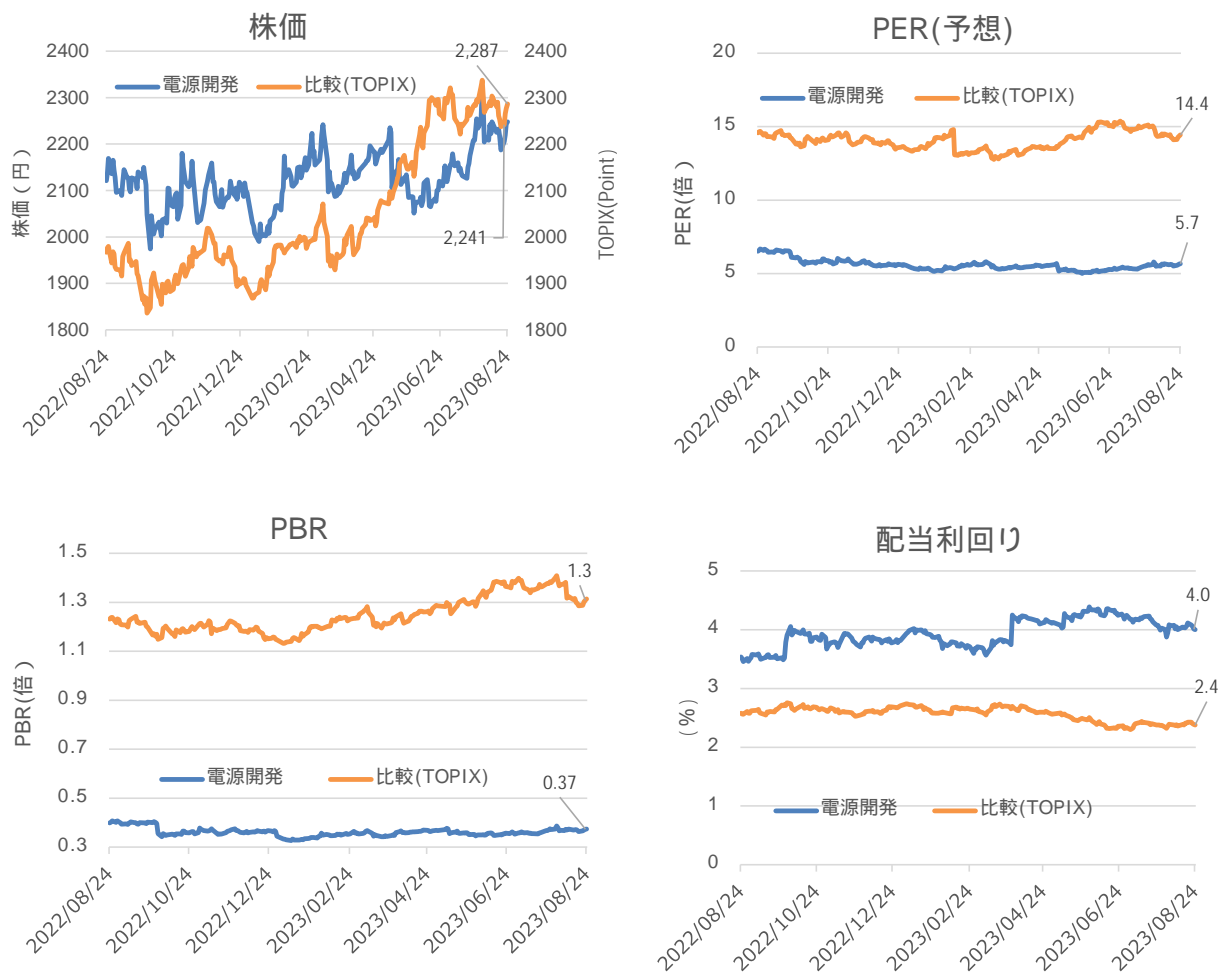
これらの要因などを総合的に評価しても、電源開発の収益力、そしてキャッシュフロー創出能力は持続的で安定的である。規制事業の中でも堅固な顧客基盤を有し、国内での電力事業はもちろんのこと、海外事業も利益に貢献している。長期的観点から見ると、国内石炭火力発電の持続性に関するリスクがあるものの、再生可能エネルギー等の拡大を通じてリスクの分散が図られているため、ビジネスモデルの安定性も長期にわたり維持されやすい。こうした点から、弊社では長期安定保有の投資対象株式として、電源開発を推奨する。

経営リスクの分散が図られており、ビジネスモデルの安定性も長期にわたり維持されやすい

こうした点から、弊社では長期安定保有の投資対象株式として、電源開発を推奨

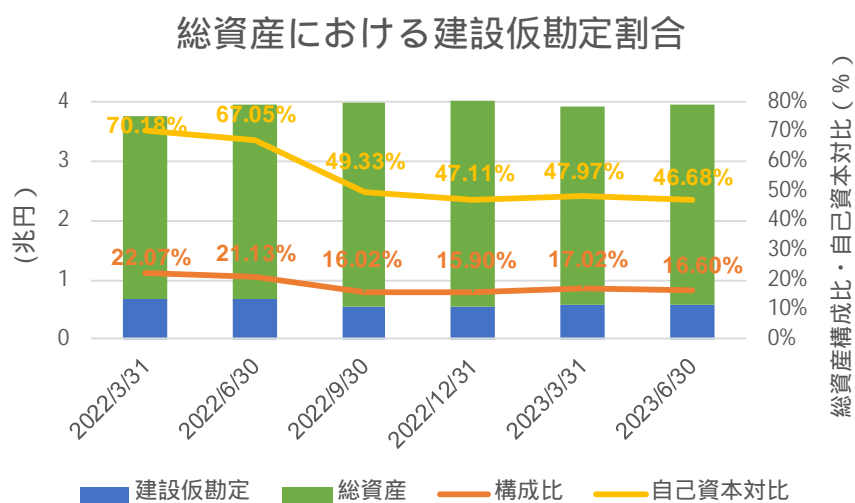
以上

図表 12 電源開発の PER/PBR 推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図 13 総資産における建設勘定の割合



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

追加図表1 電源開発の貸借対照表の四半期推移(単位:百万円)

貸借対照表	FQ1 2022	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022	FQ1 2023
	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31	2023/3/31	2023/6/30
+ 現金及び現金同等物	217,751	294,219	326,900	342,018	361,970
+ 短期投資	0	0	0	0	0
手元流動性	112,122	133,357	156,504	129,898	117,693
+ 在庫	106,815	122,518	98,943	110,315	98,886
+ その他流動資産	177,282	157,317	137,975	129,603	111,580
流動資産総額	613,970	707,411	720,322	661,300	690,129
+ 固定資産純額	2,225,706	2,255,288	2,258,015	1,713,911	2,246,673
+ 総長期投資	349,857	376,117	400,818	371,914	380,861
+ その他固定資産	15,684	23,037	26,413	304,219	18,823
固定資産総額	2,651,264	2,716,054	2,749,555	2,701,385	2,703,504
資産総額	3,265,234	3,423,465	3,469,877	3,362,685	3,393,633
流動負債総額	522,238	537,819	515,738	372,019	375,706
+ 短期債務	330,338	368,076	322,824	216,678	223,582
+ 買掛金	94,224	70,533	87,768	53,774	72,816
+ その他流動負債	97,676	99,210	105,146	101,567	79,308
+ 長期債務	1,581,182	1,639,860	1,647,632	1,669,143	1,680,824
+ 前受収益	0	0	0	0	0
非流動負債総額	133,055	133,807	135,350	128,780	130,382
合計負債	2,236,475	2,311,486	2,298,720	2,169,942	2,186,912
自己資本合計	1,028,759	1,111,979	1,171,157	1,192,743	1,206,721
総資本(負債+資本)	3,265,234	3,423,465	3,469,877	3,362,685	3,393,633

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

無登録格付に関する説明書

格付会社に対しては、市場の公正性・透明性の確保の観点から、金融商品取引法に基づく信用格付業者の登録制が導入されております。

これに伴い、金融商品取引業者等は、無登録格付業者が付与した格付を利用して勧誘を行う場合には、金融商品取引法により、無登録格付である旨及び登録の意義等をお客様に告げなければならないこととされております。

○登録の意義について

登録を受けた信用格付業者は、誠実義務、利益相反防止・格付プロセスの公正性確保等の業務管理体制の整備義務、格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、格付方針等の作成及び公表・説明書類の公衆縦覧等の情報開示義務等の規制を受けるとともに、報告徴求・立入検査、業務改善命令等の金融庁の監督を受けることとなりますが、無登録格付業者は、これらの規制・監督を受けておりません。

<p>ムーディーズ・インベスターズ・サービスについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：ムーディーズ・インベスターズ・サービス(以下「ムーディーズ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：ムーディーズ・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第2号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について ムーディーズ・ジャパン株式会社のホームページ(ムーディーズ日本語ホームページ(https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx))の「信用格付事業」をクリックした後に表示されるページにある「無登録業者の格付の利用」欄の「無登録格付説明関連」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について ムーディーズの信用格付は、事業体、与信契約、債務又は債務類似証券の将来の相対的信用リスクについての、現時点の意見です。ムーディーズは、信用リスクを、事業体が契約上・財務上の義務を期日に履行できないリスク及びデフォルト事由が発生した場合に見込まれるあらゆる種類の財産的損失と定義しています。信用格付は、流動性リスク、市場リスク、価格変動性及びその他のリスクについて言及するものではありません。また、信用格付は、投資又は財務に関する助言を構成するものではなく、特定の証券の購入、売却、又は保有を推奨するものではありません。ムーディーズは、いかなる形式又は方法によっても、これらの格付若しくはその他の意見又は情報の正確性、適時性、完全性、商品性及び特定の目的への適合性について、明示的、黙示的を問わず、いかなる保証も行っておりません。ムーディーズは、信用格付に関する信用評価を、発行体から取得した情報、公表情報を基礎として行っております。ムーディーズは、これらの情報が十分な品質を有し、またその情報源がムーディーズにとって信頼できると考えられるものであることを確保するため、全ての必要な措置を講じています。しかし、ムーディーズは監査を行う者ではなく、格付の過程で受領した情報の正確性及び有効性について常に独自の検証を行うことはできません。</p>	<p>S&P グローバル・レーティングについて 格付会社グループの呼称等について 格付会社グループの呼称：S&P グローバル・レーティング(以下「S&P」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&P グローバル・レーティング株式会社(金融庁長官(格付)第5号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について S&P グローバル・レーティング・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.spglobal.com/ratings/jp/index)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered)に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について S&P グローバル・レーティングの信用格付は、発行体または特定の債務の将来の信用力に関する現時点における意見であり、発行体または特定の債務が債務不履行に陥る確率を示した指標ではなく、信用力を保証するものでもありません。また、信用格付は、証券の購入、売却または保有を推奨するものではなく、債務の市場流動性や流通市場での価格を示すものでもありません。</p> <p>信用格付は、業績や外部環境の変化、裏付け資産のパフォーマンスやカウンターパーティの信用力変化など、さまざまな要因により変動する可能性があります。</p> <p>S&P グローバル・レーティングは、信頼しうると判断した情報源から提供された情報を利用して格付分析を行っており、格付意見に達することができるだけの十分な品質および量の情報が備わっていると考えられる場合のみ信用格付を付与します。しかしながら、S&P グローバル・レーティングは、発行体やその他の第三者から提供された情報について、監査、デューデリジェンスまたは独自の検証を行っておらず、また、格付付与に利用した情報や、かかる情報の利用により得られた結果の正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。さらに、信用格付によっては、利用可能なヒストリカルデータが限定的であることに起因する潜在的なリスクが存在する場合もあることに留意する必要があります。</p>	<p>フィッチ・レーティングスについて 格付会社の呼称について 格付会社グループの呼称：フィッチ・レーティングス(以下「フィッチ」と称します。)</p> <p>グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社(金融庁長官(格付)第7号)</p> <p>信用格付を付与するために用いる方針及び方法の概要に関する情報の入手方法について フィッチ・レーティングス・ジャパン株式会社のホームページ(https://www.fitchratings.com/ja)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(https://www.fitchratings.com/ja/regulatory)の「信用格付の前提、意義及び限界」に掲載されております。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界について フィッチの格付は、所定の格付基準・手法に基づく意見です。格付はそれ自体が事実を表すものではなく、正確又は不正確であると表現し得ません。信用格付は、信用リスク以外のリスクを直接の対象とはせず、格付対象証券の市場価格の妥当性又は市場流動性について意見を述べるものではありません。格付はリスクの相対的評価であるため、同一カテゴリーの格付が付与されたとしても、リスクの微妙な差異は必ずしも十分に反映されない場合もあります。信用格付はデフォルトする蓋然性の相対的序列に関する意見であり、特定のデフォルト確率を予測する指標ではありません。</p> <p>フィッチは、格付の付与・維持において、発行体等信頼に足ると判断する情報源から入手する事実情報に依拠しており、所定の格付方法に則り、かかる情報に関する調査及び当該証券について又は当該法域において利用できる場合は独立した情報源による検証を、合理的な範囲で行いますが、格付に関して依拠する全情報又はその使用結果に対する正確性、完全性、適時性が保証されるものではありません。ある情報が虚偽又は不当表示を含むことが判明した場合、当該情報に関連した格付は適切でない場合があります。また、格付は、現時点の事実の検証にもかかわらず、格付付与又は据置時に予想されない将来の事象や状況に影響されることがあります。</p> <p>信用格付の前提、意義及び限界の詳細にわたる説明についてはフィッチの日本語ウェブサイト上の「格付及びその他の形態の意見に関する定義」をご参照ください。</p>
---	---	---

この情報は、2022年8月10日に信頼できると考えられる情報源から作成しておりますが、その正確性・完全性を当社が保証するものではありません。詳しくは上記格付会社のホームページをご覧ください。

Disclaimer

本資料は、5VA が本資料を受領されるお客様への情報提供のみを目的として作成したものであり、特定の有価証券又は金融商品の売買の推奨・取引・勧誘・申込みを目的としたものではありません。

開示事項

本資料の作成及び配布は5バリューアセット株式会社（以下、5VA）が行っております。

5VA では調査部門の活動（リサーチレポート作成、リサーチ情報の伝達を含む）に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA はリサーチ部門・他部門間の活動及び/又は情報の伝達、並びにリサーチレポート作成に関する適切な基本方針と手順等、組織上管理上の制度について、日本証券業協会によるアナリスト・レポートに関する自主規制に準拠した内部ルールと管理プロセスを整備しています。

5VA では、所属するアナリスト及びその家族が、当該アナリストの担当カバレッジに属するいずれの企業の株式も保有することを禁じられています。また、本リサーチレポートが公開される前後3か月間に、本リサーチに関連する金融商品を個人的に取引することも禁じています。

アナリストによる証明

本レポート表紙に記載されたアナリスト（以下、同アナリスト）は、本レポートに記載した見通し・評価・分析等の内容が、分析対象銘柄の発行企業及びその証券に対する同アナリスト個人の見解に一致していることを証明いたします。また、本レポート内で特定の判断もしくは見解を表明する見返りとして、いかなる報酬も一切受領しておらず、受領する予定もないことを合わせて証明いたします。

免責事項

本資料内で5VA が言及した全ての記述は、公的に入手可能な情報のみに基づいたものです。本資料の作成者は、インサイダー情報の入手・使用を禁じられています。

本資料に含まれる情報は、弊社が正確かつ信頼できると考える情報に基づき、正確性と信頼性を担保することを目標として作成していますが、その正確性、信頼性を客観的に検証しておりません。本資料内で5VA 以外の外部サイトのインターネット・アドレスを参照していることがございますが、リンク先の内容・正確性について5VA は一切責任を負いません。本資料はお客様が必要とする全ての情報を網羅することを意図したものではありません。

5VA は本資料に掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる保証も表明しておりません。また、5VA は、本資料の論旨と一致しない他の資料を発行している場合があり、又は今後発行する場合があります。

本資料に示したすべての内容は、本資料発行時点において5VA が入手可能な範囲で最新の評価や判断を示しておりますが、本資料に含まれる情報は金融市場や経済環境の変化等のために最新の内容ではない可能性があることをご認識ください。5VA では、本資料内に示した見解は予告なしに変更することがあります。また、5VA は本資料内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。

本資料で直接的又は間接的に言及・例示・評価・推奨している有価証券や金融商品は、市場価格の変動や発行体の財務状況の変化、経済環境の変化や経営判断、同証券や発行体に関わる外部評価の変化、金利や為替などの市況変動などの影響など、様々な要因により投資元本を割り込むリスクがあります。

本資料の作成にあたり、5VA では本資料を受領される個々のお客様の財務状況、ニーズもしくは投資目的を考慮しておりません。このため、本資料で言及されている有価証券や金融商品、市場見通し、投資戦略などは全てのお客様にとって適切なものであるとは限りません。お客様の投資に当たっては、ご自身の判断により投資評価や投資戦略を評価し、本資料に記載されている有価証券又は金融商品に関して投資・取引を行う際には、専門家やファイナンシャル・アドバイザーにご相談ください。

お客様による最終的な投資判断は必ずお客様自身によりなされなければならず、投資によって生じたいかなる結果につきましても、一切の責任はお客様にあります。5VA は、本資料を直接的にまたは間接的に入手したお客様が、本資料を参照した結果として生じたいかなる事象(直接・間接の損失、逸失利益及び損害、その他の状況) についても一切の法的責任を負いません。

本資料は、お客様に対し税金・法律・投資上のアドバイスとして提供する目的で作成されたものではありません。法律・制度・税金・会計等につきましては、お客様ご自身の責任と判断で専門家にご相談ください。

本資料に過去の投資パフォーマンスや過去データに基づく分析が示されていたとしても、これらは将来の投資パフォーマンスを確定的に予測したり、保証するものではありません。特に記載のない限り、本資料に含まれる将来予想は、アナリストが適切と判断した材料に基づく本資料公表時点におけるアナリストの予想であり、実現値とは異なることがあり得ます。5VA では、将来の投資パフォーマンスやリスクについての参考情報や見通しを示すことがありますが、いかなる観点でも、これを保証するものではありません。

本資料の作成アナリストによる投資・保有禁止に関わらず、5VA 及び社員は、本資料で言及された有価証券等や関連するエクスポージャーを、自己の勘定もしくは他人の勘定で取引もしくは保有する可能性があります。また、本資料で示された投資判断に反する取引を行うことがあります。本資料のご活用にあたりましては、お客様と5VA 並びにその社員との間で、利益相反が起こりうることに留意ください。

本資料は、日本国内に限定して配付致します。間接的に海外で入手されるような事態が生じた場合があったとしても、5VA では諸外国の法制度や規制に対応する責任を負いません。

Copyright 5VA Co., Ltd. All rights reserved.

本資料は5VAの著作物であり、著作権法により保護されております。

5VAの書面による事前の承諾なく、本資料の全部もしくは一部を変更、複製・再配布し、もしくは直接的又は間接的に第三者に交付することはできません。

〒100-0005 東京都千代田区丸の内1丁目4-1

丸の内永楽ビルディング 20階

5バリューアセット株式会社 調査部

(金融商品仲介業者 近畿財務局第437号)

この書面は金融商品仲介業者（以下、弊社）が所属金融商品取引業者等の委託を受けて行う金融商品仲介業に関し、広告又は広告類似配布物をお客様にお渡しする場合と一緒にお渡しする書面です。お取引前に下記内容をご理解くださいますよう、お願い申し上げます。

広告等補完書面（金融商品取引法 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

金融商品仲介業者の商号 **5 バリュースセット株式会社**

登録番号：近畿財務局長（金仲）第 437 号

楽天証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 195 号

加入する協会：日本証券業協会、一般社団法人金融先物取引業協会、日本商品先物取引協会、
一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会

東海東京証券株式会社 金融商品取引業者 東海財務局長（金商）第 140 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融
商品取引業協会、一般社団法人日本 STO 協会

マネックス証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 165 号

加入する協会：日本証券業協会一般社団法人第二種金融商品取引業協会、一般社団法人金融
先物取引業協会、一般社団法人日本暗号資産取引業協会、一般社団法人
投資顧問業協会

【手数料等について】

商品等へのご投資には、各商品等に所定の手数料等（例えば、国内の金融商品取引所に上場する株式（売買単位未満株式を除く。）の場合は約定代金に対して所属金融商品取引業者等ごとに異なる割合の売買委託手数料、投資信託の場合は所属金融商品取引業者等および銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸経費等）をご負担いただく場合があります（手数料等の具体的上限額および計算方法の概要は所属金融商品取引業者等ごとに異なるため本書面では表示することができません。）。債券を募集、売出し等又は相対取引により購入する場合は、購入対価のみお支払いいただきます（購入対価に別途、経過利息をお支払いいただく場合があります。）。また、外貨建ての商品の場合、円貨と外貨を交換、または異なる外貨間での交換をする際には外国為替市場の動向に応じて所属金融商品取引業者等ごとに決定した為替レートによるものとします。

【リスクについて】

各商品等には株式相場、金利水準、為替相場、不動産相場、商品相場等の価格の変動等および有価証券の発行者等の信用状況（財務・経営状況含む。）の悪化等それらに関する外部評価の変化等を直接の原因として損失が生ずるおそれ（元本欠損リスク）、または元本を超過する損失を生ずるおそれ（元本超過損リスク）があります。

なお、信用取引またはデリバティブ取引等（以下「デリバティブ取引等」といいます。）を行う場合は、デリバティブ取引等の額が当該デリバティブ取引等についてお客様の差入れた委託保証金または証拠金の額（以下「委託保証金等の額」といいます。）を上回る場合があると共に、対象となる有価証券の価格または指標等の変動により損失の額がお客様の差入れた委託保証金等の額を上回るおそれ（元本超過損リスク）があります。

上記の手数料等およびリスク等は、お客様が金融商品取引契約を結ぶ所属金融商品取引業者等（上記記載）の取扱商品毎に異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客様向け資料等をよくお読みください。

(202204_159) (2016年5月) 0390900204