

PEMEX(メキシコ石油公社; MDY B1/S&P BBB)の  
クレジット評価アップデートチーフ・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

ロペス 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、メキシコ石油公社(以下、PEMEX)の財務状況に関するストレス状況や政府支援状況、同社の経営環境についてのアップデートを行うことを目的とする。

## 2. PEMEXの連結決算と財務動向 p. 2

- 昨年(FY2022)に好調だった PEMEX の業績は、直近 3 四半期に継続して悪化、9 ヶ月累計値で直前期に比べ、売上高は前年比 -27%の減収、営業損益も赤字化。業績悪化の主因は、国際的な原油価格の下落。
- 直近 3 四半期の EBITDA は、直前期の約半分(-53%)まで大幅に落ち込んだ状況。
- PEMEX では FY2019 から FY2022 まで巨額の債務超過が継続。上半期末の債務超過額は -17,210 億ペソ(約-14.5 兆円)と昨年末より悪化。
- PEMEX では、2023 年 2 月を最後に新規社債を発行していない。長期債務の借り換えを短期債務で繰り返し行った結果、短期債務比率は、FY2019 の末の 12.9%から FY2023 上半期末には 27.4%まで短期間で急上昇した。
- 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、直近半期(FY2023 H1)には 4.3 倍まで大きく上昇(悪化)した。主因は EBITDA 水準の低下。
- ただし、営業 CF は前年並みを維持。手元流動性も同水準を維持。
- PEMEX では、2023 年下半期に金融債務残高の約 18%に相当する 3,292 億ペソ(日本円で 2.8 兆円)の償還が到来。1.5 年間では約 5,491 億ペソ(日本円で 4.6 兆円以上)が償還。短期債務での借り換えしか実施できなければ、時間の経過に伴って年あたりの借換え負担はさらに厳しくなる懸念が存在。
- メキシコ政府による財務支援は継続的に実施。FY2019 から 2023 年 6 月末までに、政府の累計公的支援額は合計約 6,908 億ペソ。下半期にも約 300 億ペソを追加受領の予定。この他、7 月末には財務・公的信用省から約 649 億ペソの支援金を受領。

## 3. PEMEX 社債の投資評価 p. 10

- 2023 年 7 月、フィッチは BB-(安定的)から B+に格下げ、ネガティブ・ウォッチを継続。また、ムーディーズは見通しを安定的からネガティブに変更。S&P は BBB を維持。
- 弊社の PEMEX クレジットの見方;巨額の債務借換えが求められる中、財務運営は厳しいがコントロール可能。弊社も S&P と同じく投資対象として保持可能とみる。理由となる今後の改善可能性は以下 3 点;
  - (i) 資産担保調達であれば、長期負債による借り換えの実施可能性
  - (ii) 生産量・埋蔵量の伸長により、時間をかければ収益構造が改善する可能性
  - (iii) より深刻になるほど、メキシコ政府による追加支援が強化されやすい可能性
- ただし、2024 年予定の次期大統領選挙は前提条件を不安定化させ得る要因。

## 5バリューアセット アナリスト・レポート

## PEMEX(メキシコ石油公社;MDY B1/S&amp;P BBB)のクレジット評価アップデート

5バリューアセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介  
ジュニア・マーケット・ストラテジスト ロベス ペニエル

## 1. 本レポートの目的

本レポートでは、メキシコ石油公社(以下、PEMEX)に財務状況に関するストレス状況や政府支援状況、同社の経営環境についてのアップデートを行うことを目的とする。

PEMEXは、メキシコ政府が100%の株式を保有する国営企業である。同社では、エネルギーに関連したさまざまな事業について、上流事業である探査・生産、中流事業である精製、工業製品への加工、下流事業であるエネルギー関連製品のマーケティング、物流まで、業界のバリュー・チェーン全体を通じて一体で運営しているメキシコ内の巨大企業である。

同社の足元の債務指標をみると特に短期資金の資金繰りなどに厳しさが増している傾向が観測されている。こうした状況を受けた同社への信用格付けにおいては、メキシコ政府による種々の潜在サポートを重視するS&Pが投資適格であるBBB格に据え置いているのに対し、個別の財務指標を重視したムーディーズやフィッチでは、同社の格付けを投機級であるB格上位まで引き下げ、さらに格付け見直しもムーディーズがネガティブ、フィッチは格下げ方向でウォッチ指定(格付見直し中)とするなど、主要格付機関の間でも、同社に対する見方は分かれた状況にある。

本レポートでは、PEMEX債券への投資にあたって、同社の信用リスク評価の考え方を整理する。

なお、同社債への投資に関する全般的な考え方については、弊社の前回のレポート([PEMEX\(メキシコ石油公社;MDY B1/S&P BBB\)のクレジット評価と社債投資戦略、2023/3/23 発行](#))をご参照されたい。

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1月1日から2022年12月末まで、2023年度(FY2023)は2023年1月1日から2023年12月末までとして表記する。

四半期の決算表記については、FQ1が1~3月、FQ2が4~6月、FQ3が7~9月、FQ4が10~12月として表記する。

## 2. PEMEX の連結決算と財務動向

ここでは、2023年Q2(2023/6)までのPEMEXの決算が示す傾向、特に足元で生じている変化について確認する。

### PEMEX の損益動向

#### [ポイント]

- 昨年(FY2022)に好調だったPEMEXの業績は、直近3四半期に継続して悪化、9ヶ月累計値で直前期に比べ、売上高は前年比-27%の減収、営業損益も赤字化
- 業績悪化の主因は、国際的な原油価格の下落。
- 直近3四半期のEBITDAは、直前期の約半分(-53%)まで大幅に落ち込んだ状況。

以下の図表1にはPEMEXの連結損益計算書の年次・四半期のサマリーを、図表2には原油価格および業績の四半期推移を、それぞれ示した。

図表1 PEMEX の連結損益計算書のサマリー

連結損益計算書のサマリー (単位：10億ペソ)	年度				四半期						3四半期	四半期	
	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年				2023年		累計		変化率
					Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	前3四半期 ( )	直近3四半期 ( )	
売上高	1,403	954	1,496	2,387	507	720	631	519	418	414	1,857	1,352	-27%
営業利益(損失)	70	-35	229	439	184	257	116	-119	35	22	558	-63	-111%
営業利益/売上高	5%	-4%	15%	18%	36%	36%	18%	-23%	8%	5%	30%	-5%	-115%
金融コスト	-148	-146	-165	-162	-30	-35	-46	-52	-38	-37	-110	-127	15%
為替差損益	87	-129	-46	130	62	20	-9	58	125	105	72	288	300%
税前利益	14	-295	13	413	222	230	52	-91	129	95	504	133	-74%
税前利益/売上高	1%	-31%	1%	17%	44%	32%	8%	-18%	31%	23%	27%	10%	-64%
租税(DUC含む)	360	186	307	390	100	105	104	82	72	70	308	223	-28%
税金/売上高	26%	19%	21%	16%	20%	15%	16%	16%	17%	17%	17%	17%	-1%
純利益・損失	-346	-481	-295	23	122	125	-52	-173	57	25	196	-90	-146%
EBITDA	397	182	493	734	206	262	174	91	118	93	642	303	-53%

パフォーマンス向上

パフォーマンス低下

(注)：3四半期の累計変化率は、前3四半期(FY2022 Q1 から Q3 の累計)、直近3四半期(FY2022 Q4 から FY2023 Q2 の累計)の変化率で計算される。

出所：PEMEX 決算報告より5バリュースセットで作成。

昨年未まで(FY2022)のPEMEXの決算は、FY2019~FY2021まで継続していた純損失から一転して黒字化し、売上高、営業利益、EBITDAのいずれも大幅な増収・増益となるなど、過去4期で最高の決算となっていた。しかし、FY2023の上半期には、こうした状況から一転して業績が悪化している。

昨年 (FY2022) に好調だった PEMEX の業績は、直近 3 四半期に継続して悪化、9 ヶ月累計値で直前期に比べ、売上高は前年比 -27% の減収、営業損益も赤字化

同社業績の改善・悪化の主要因は原油相場の変動

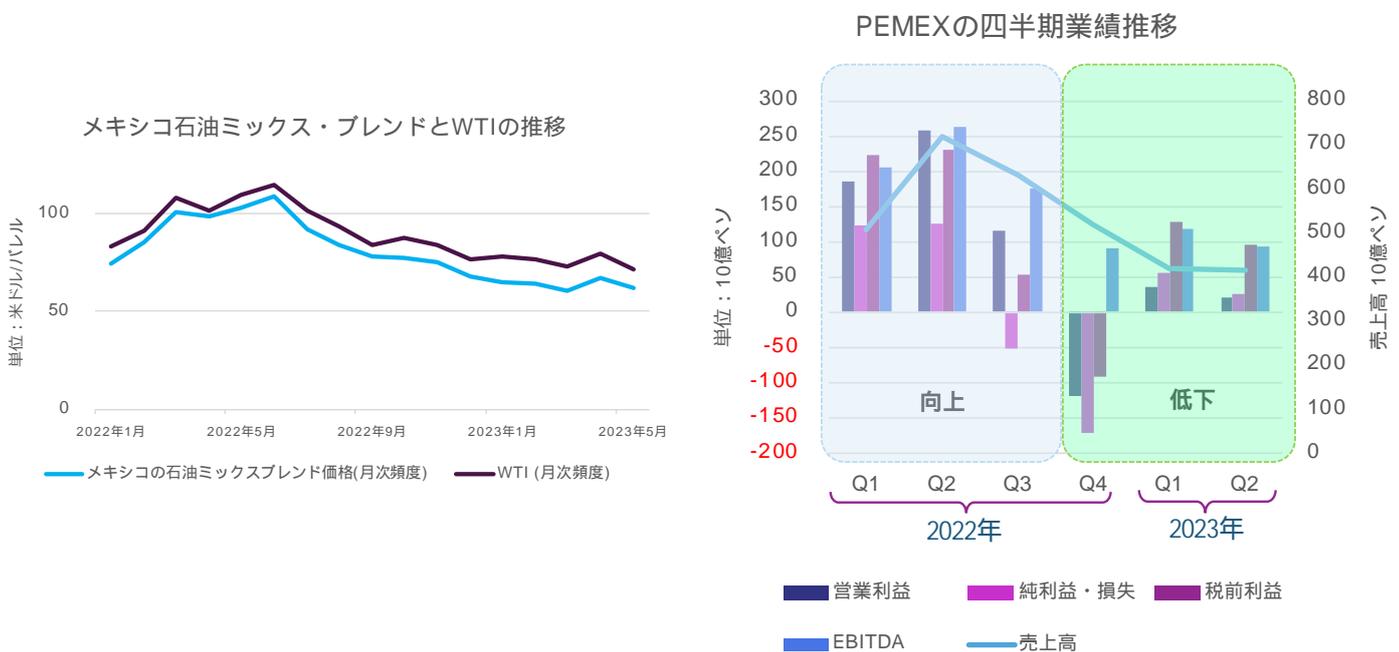
直近 3 四半期の EBITDA も前年比で半分程度 (-53%) に留まる。同社のキャッシュフロー創出能力は低下した状況

ここで、直近(2023年6月末)までの6四半期決算を、3四半期ずつ2つの期間に分け、それぞれ前3四半期(FY2022 Q1~Q3)、直近3四半期(FY2022 Q4~FY2023 Q2)と規定し、両期間における PEMEX の業績悪化の状況について確認する。前3四半期に比べ直近3四半期において、同社の9ヶ月累計の売上高は前年比-27%の減収(18,570億ペソから13,520億ペソ)、営業利益も赤字化(約5,580億ペソの黒字 約-630億ペソ)した。上記の業績変動には、国際原油価格の推移が大きく影響し、メキシコ石油ミックス・ブレンドの四半期平均価格は2022年Q2の104.15(米ドル/バレル)から、2023年Q2には65.36(米ドル/バレル)に低下していた(図表2)。

金融コストは小幅な変動(-1,100億ペソ -1,270億ペソの赤字)にとどまった一方、メキシコ・ペソ高により為替差損益は720億ペソ 2,880億ペソ(約+300%)と大幅な変動を示し、名目上の赤字圧縮原因となっていた。

こうした市場環境の変化により、PEMEX の現金の創出能力も低下している。直近3四半期の EBITDA は6,420億ペソから3,030億ペソ(前年比-53%)という大幅な落ち込みを示しており、直近3四半期は一貫して EBITDA が低く、同社のキャッシュフロー創出能力が落ちこんでいる状況が確認できる。

図表2 原油価格と PEMEX の四半期業績の推移



出所(左側): [U.S. Energy Information Administration. Petroleum & Other Liquids](#) より5バリューアセットで作成。

出所(右側): [PEMEX 決算報告](#)より5バリューアセットで作成。

## PEMEX の財務動向と CF の状況

## [ポイント]

- PEMEX では FY2019 から FY2022 まで巨額の債務超過が継続。上半期末の債務超過額は -17,210 億ペソ(約-14.5 兆円)と昨年末より悪化。
- PEMEX では、2023 年 2 月を最後に新規社債を発行していない。長期債務の借り換えを短期債務で繰り返し行った結果、短期債務比率は、FY2019 の末の 12.9%から FY2023 上半期末には 27.4%まで短期間で急上昇した。
- 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、直近半期(FY2023 H1)には 4.3 倍まで大きく上昇(悪化)した。主因は EBITDA 水準の低下
- 営業 CF は前年並みを維持。手元流動性も同水準を維持。

PEMEX では FY2019 から FY2022 まで巨額の債務超過が継続。上半期末の債務超過額は -17,210 億ペソ(約-14.5 兆円)と昨年末より悪化

PEMEX では、2023 年 2 月を最後に新規社債を発行していない。長期債務の借り換えを短期債務で繰り返し行った結果、短期債務比率は、FY2019 の末の 12.9%から FY2023 上半期末には 27.4%まで短期間で急上昇した

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、直近半期(FY2023 H1)には 4.3 倍まで大きく上昇(悪化)した。主因は EBITDA 水準の低下

以下の図表 3 には、PEMEX の貸借対照表、財務比率、キャッシュフローの状況について、直近 2 半期と過年度の 4 期分の本決算のサマリーを示した。同図表が示す傾向について、以下に列挙する。

## [バランスシートの傾向]

- 同社では FY2019 から FY2022 まで巨額の債務超過が継続している。昨年(FY2022)には好調な決算を受け資本合計(債務超過額)は若干改善(-19,310 億ペソ -18,410 億ペソ)していた。しかし、昨年の下半期から今年の上半期(FY2023 H1)にかけて再度悪化(-17,210 億ペソ)に転じた。この債務超過額は、日本円で-14.5 兆円に相当し、総負債の約半分(-45%)に近い規模。
- 資産合計、負債合計共に、今年の上半期に若干圧縮(資産合計:23,760 億ペソ 21,260 億ペソ、負債合計:40,460 億ペソ 38,470 億ペソ)。

## [財務指標比率]

- PEMEX では、2023 年 2 月を最後に新規社債を発行していない。既存の長期負債(社債、借入金)の残存期間が減少していく中、もし仮に新たな長期債務による借り換えが困難になった結果、短期債務(1年以下の短期借入金)による借り換えだけを実施し続けると、総金融債務に占める短期比率が上昇していくことになる。こうした債務の短期化の問題点は、その全額を毎年借り換え続けなければならない、かつ借換対象の金額が増え続ける点にある。PEMEX の有利子負債に占める短期比率は、FY2019 の末の 12.4%から昨年末(FY2022)の 22.3%、さらに FY2023 上半期末の 27.4%と短期間で急上昇しそのペースも加速している。
- 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、昨年度(FY2022)通年では 2.8 倍まで低下(改善)していたが、直近半期(FY2023 H1)には 4.3 倍まで大きく上昇(悪化)した。主因は EBITDA 水準の悪化。
- 自己資本比率は FY2019 から FY2022 にかけて微増(改善)した(-97.3% -84.7%)が、前半期から直近半期にかけて再び下落(悪化)した(-70.3% -81.0%)。

営業 CF は前年並みを維持。手元流動性も維持

財務の関連の資金流出に対応し、投資 CF は 2/3 程度に抑制

[キャッシュフローの傾向]

- 営業 CF は、FY2019 から FY2022 にかけて約 4 倍に増加 (850 億ペソ 3,620 億ペソ) していたが、直近半期は前半期と比較して同水準 (約 1,770 億ペソ) で推移した。
- 直近上半期 (FY2023 H1) の投資 CF は、若干抑制 (-1,800 億ペソ -1,290 億ペソ)。
- 直近上半期の現金および現金同等物は前半期と比較して同水準を維持 (650 億ペソ 640 億ペソ)。

図表 3 PEMEX の年次連結損益計算書のサマリー

PEMEXの貸対照表	年度				半期		2023年H1の 円換算値(10 億円) (*)
	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年H1 (前半期)	2023年H1 (直近半期)	
資産合計	1,984	1,928	2,052	2,174	2,376	2,126	17,925
流動資産	343	330	458	529	667	479	4,036
現金および現金同等物	61	40	77	64	65	64	541
固定資産	1,641	1,599	1,594	1,645	1,709	1,647	13,889
油井、パイプライン、不動産、プラントおよび設備	1,278	1,276	1,275	1,365	1,406	1,331	11,226
負債合計	3,916	4,333	4,222	4,015	4,046	3,847	32,438
短期債務	552	772	923	920	901	996	8,397
短期金融債務	245	391	492	466	421	516	4,355
長期債務	3,363	3,561	3,299	3,095	3,145	2,851	24,041
長期金融債務	1,738	1,868	1,757	1,626	1,739	1,370	11,553
資本合計	-1,931	-2,405	-2,170	-1,841	-1,670	-1,721	-14,513
負債および資本合計	1,984	1,928	2,052	2,174	2,376	2,126	17,925

(\*) 2023年6月30日時点で1メキシコ・ペソは8.4317日本円。

PEMEXの財務指標	年度				半期		2023年H1の 円換算値(10 億円) (*)
	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年H1 (前半期)	2023年H1 (直近半期)	
ネット有利子負債 (a)	1,923	2,219	2,173	2,027	2,095	1,823	15,367
EBITDA (b)	397	182	493	734	468	212	1,786
ネット有利子負債/EBITDA倍率 (= (a) / (b)) (**)	4.8	12.2	4.4	2.8	2.2	4.3	
自己資本比率	-97.3%	-124.7%	-105.7%	-84.7%	-70.3%	-81.0%	
有利子負債に占める短期負債比率	12.4%	17.3%	21.9%	22.3%	19.5%	27.4%	

(\*\*) 年率換算

PEMEXのキャッシュフローの状況	年度				半期		2023年H1の 円換算値(10 億円) (*)
	2019年	2020年	2021年	2022年	2022年H1 (前半期)	2023年H1 (直近半期)	
営業キャッシュフロー	85	126	189	362	177	177	1,490
投資キャッシュフロー	-111	-209	-262	-379	-180	-129	-1,089
財務キャッシュフロー	5	54	99	10	-6	-34	-287
現金および現金同等物(期末)	61	40	77	64	65	64	541

(注): 表中の定義として、前半期は「2022年1月から6月末」、直近半期は「2023年1月から6月末」と定義している。

出所: PEMEX 決算報告より5バリューアセットで作成。

## PEMEX の金融債務

## [ポイント]

- PEMEX では、2023 年下半期に金融債務残高の約 18%に相当する 3,292 億ペソ（日本円で 2.8 兆円）の償還が到来。1.5 年間では約 5,491 億ペソ（日本円で 4.6 兆円以上）が償還。
- 短期債務での借り換えしか実施できなければ、時間の経過に伴って年あたりの借換え負担はさらに厳しくなる。
- 米銀の与信厳格化によりドルの短期資金調達市場でも、与信対象の絞り込みが行われやすい外部環境に。
- 銀行借入金の償還には残高維持要請ができるが、社債の償還額については必ず新規の与信者を見つける必要がある。
- 既存のリボルビング・ファシリティ（資金引出枠）のほぼ全額を引出し済み。PEMEX は、満期を迎える 2024 年までに同ファシリティの契約更新と増額を交渉する方針。銀行側は拡張額の全額に相当する公的資金による資本注入を要求、との報道

PEMEX では、2023 年下半期に金融債務残高の約 18%に相当する 3,292 億ペソ（日本円で 2.8 兆円）の償還が到来。1.5 年間では約 5,491 億ペソ（日本円で 4.6 兆円以上）が償還

短期債務での借り換えしか実施できなければ、時間の経過に伴って年あたりの借換え負担はさらに厳しくなる

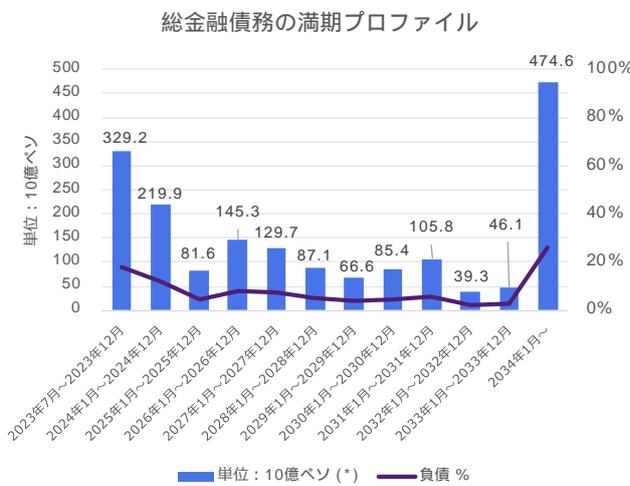
米銀の与信厳格化によりドルの短期資金調達市場でも、与信対象の絞り込みが行われやすい外部環境に

ここでは、PEMEX 債務の短期化がどの程度の資金調達負担を生じさせるかについて、確認する。以下の図表 4 には PEMEX の金融債務の返済スケジュールを示した。PEMEX は下半期（2023 年 7～12 月）までに、金融債務残高の約 18%（3,292 億ペソ）の償還期限が到来する。さらに、来年度（FY2024）には約 12%（2,199 億ペソ）を、2025 年度には 5%（816 億ペソ）、2026 年度には 8%（1,453 億ペソ）の償還を行う必要がある（図表 4）。前述の通り、PEMEX の営業 CF は年間約 3,620 億ペソ程度（日本円で約 3 兆円）であることを考えれば、半年間で約 3,300 億ペソ（日本円で 2.8 兆円）、1.5 年間で約 5,491 億ペソ（日本円で 4.6 兆円以上）の短期的には厳しい水準の債務償還が続く状況にある。一見するとこの 2 年間の償還を乗り切ればその後の負担は減るように見える。しかし、それはあくまで長期債務での借り換えが実施できた場合であり、現状では時間の経過に伴って借換え負担は悪化する。

一方で、PEMEX では低い水準に留まる設備稼働率を引き上げるためにも、これ以上設備投資額を圧縮できない。このため、基本的には償還が到来した短期金融債務のうち返済する額は低い水準に留まり、多くは新たな短期金融債務で借り換えることになる。もし、今後も長期債務を短期債務でしか借り換えできない状況が続いた場合の、PEMEX の短期債務の増加に関する弊社の想定を図表 5 に示した。同図表内のグラフが示す通り、金融債務の総額が変わらなくても短期比率が増大し続ければ、年あたりの新規必要借入額もさらに巨額になり続ける。

こうした状況は、外部の金融市場の環境の変化に対しても PEMEX の流動性管理がより巨大なストレスを受けやすくなることを意味する。例えば、今年前半の米国国内銀行の経営破綻を受け、米監督官庁は米国の金融機関に対し流動性管理や与信の厳格化を指導している。こうした外部環境下では、米ドル建ての短期資金の調達において与信対象の絞り込みが行われやすくなる。特に、PEMEX のような債務が巨大な企業に新たな短期借入金を上積みすることは、与信集中を回避する立場からも難しくなりやすい可能性がある。

図表4 2023年7月以降のPEMEXの金融債務

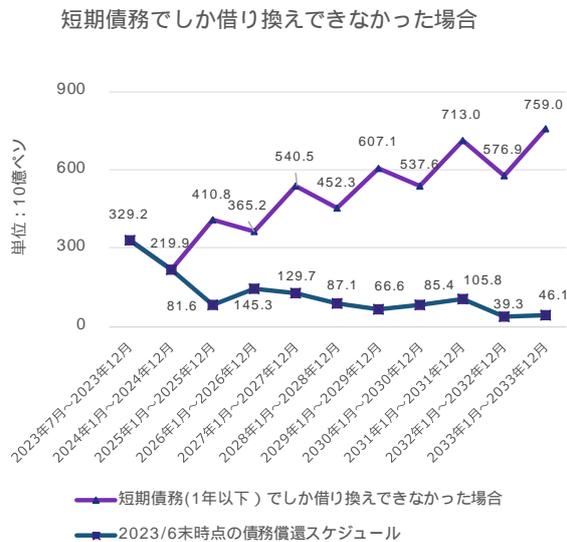


総金融債務の満期プロフィール	負債			
	単位: 10億米ドル	単位: 10億ペソ (*)	単位: 10億円 (**)	%
2023年7月 ~ 2023年12月	19.3	329.2	2,775.6	18%
2024年1月 ~ 2024年12月	12.9	219.9	1,854.0	12%
2025年1月 ~ 2025年12月	4.8	81.6	688.0	5%
2026年1月 ~ 2026年12月	8.5	145.3	1,225.4	8%
2027年1月 ~ 2027年12月	7.6	129.7	1,094.0	7%
2028年1月 ~ 2028年12月	5.1	87.1	734.1	5%
2029年1月 ~ 2029年12月	3.9	66.6	561.4	4%
2030年1月 ~ 2030年12月	5.0	85.4	719.7	5%
2031年1月 ~ 2031年12月	6.2	105.8	892.5	6%
2032年1月 ~ 2032年12月	2.3	39.3	331.1	2%
2033年1月 ~ 2033年12月	2.7	46.1	388.7	3%
2034年1月 ~	27.8	474.6	4,001.7	26%
<b>合計</b>	<b>106.1</b>	<b>1,810.6</b>	<b>15,266.1</b>	<b>100%</b>

(\*) 2023年6月30日時点で1米ドルは17.072メキシコ・ペソ。  
 (\*\*) 2023年6月30日時点で1メキシコ・ペソは8.4317日本円。

出所: PEMEX 決算報告より5バリュアセットで作成。

図表5 「金融債務」が短期債務(1年以下)でしか借り換えできなかった場合



総金融債務の満期プロフィール	短期債務(1年以下)でしか借り換えできなかった場合		
	単位: 10億米ドル	単位: 10億ペソ (*)	単位: 10億円 (**)
2023年7月 ~ 2023年12月	19.3	329.2	2,775.6
2024年1月 ~ 2024年12月	12.9	219.9	1,854.0
2025年1月 ~ 2025年12月	24.1	410.8	3,463.5
2026年1月 ~ 2026年12月	21.4	365.2	3,079.4
2027年1月 ~ 2027年12月	31.7	540.5	4,557.5
2028年1月 ~ 2028年12月	26.5	452.3	3,813.5
2029年1月 ~ 2029年12月	35.6	607.1	5,118.9
2030年1月 ~ 2030年12月	31.5	537.6	4,533.3
2031年1月 ~ 2031年12月	41.8	713.0	6,011.4
2032年1月 ~ 2032年12月	33.8	576.9	4,864.3
2033年1月 ~ 2033年12月	44.5	759.0	6,400.0
2034年1月 ~	106.1	1,810.6	15,266.1

(\*) 2023年6月30日時点で1米ドルは17.072メキシコ・ペソ。  
 (\*\*) 2023年6月30日時点で1メキシコ・ペソは8.4317日本円。

出所: PEMEX 決算報告より5バリュアセットで作成。

銀行借入金の償還には残高維持要請ができるが、社債の償還額については必ず新規の与信者を見つける必要がある

また銀行からの債務(借入金)は、現在の残高維持(短期債務での借り換え)を要請しやすいが、社債については完全に新規の与信者を見つけなければ、残高の借換えすら進まないことになる。フィッチによれば、PEMEXの国際債券残高のうち、2023年末までに金融債務全体の約785億ペソ、2024年末までに約1,861億ペソが償還を迎える。PEMEXは、こうした社債償還に対し、高い利息で長期の社債を発行してキャッシュフローを圧迫するか、銀行等の金融機関による借り入れを増やして対応する必要がある<sup>1</sup>。

<sup>1</sup> "Fitch Downgrades Pemex's IDRs to 'B+' on Rating Watch Negative". 2023/7/14. Fitch Ratings.

PEMEX では既存のリボルピング・ファシリティ(資金引出枠)はほぼ全額を引きだし済み

PEMEX は、満期を迎える 2024 年までに同ファシリティの契約更新と増額を交渉する方針。ただし、銀行側は公的資金による資本注入を要求、との報道

さらには、短期の運転資金の調達についてさえも、既にストレスがかかった状況にある。PEMEX によると、同社は 2023 年 6 月末において流動性管理のために総額 131,454 百万ペソの利用可能なリボルピング・ファシリティ枠(信用引出枠)<sup>2</sup>を持っている。しかし、現地報道によると、そのほとんどは既に引き出し済みである。

2024 年の同ファシリティの満期において、PEMEX は銀行(リボルピング・ファシリティ(引き出し枠))の増額と同プログラムの契約更新を交渉する方針。しかし、銀行からの評価は厳しく同額のリファイナンスにしか応じない姿勢のため、総額 90 億米ドル(153,648 百万ペソ)にリボルピング・クレジット・ラインを拡張するために必要な残りの残高に相当する額を、政府による公的資本で強化することが要求されている状況だとされる<sup>3</sup>。

<sup>2</sup> 同ファシリティは総額 77 億米ドル(131,454 百万ペソ)(うちペソ建て 295 億ペソ; 37 億ドル、米ドル建て 40 億米ドル)であるが、ペソ建ての融資枠は既に全額引き出し済みであり、また米ドル建ての融資枠についても 99%以上を引出し済みで利用可能残高はわずか 4.0 百万米ドル(68 百万ペソ)に過ぎない。

<sup>3</sup> [“Exclusiva: Pemex refinanciará US\\$9.000 millones con bancos por deuda de 2024”](#), 2023/8/1, BloombergLinea.

## PEMEX への政策支援状況

## [ポイント]

- FY2019 から 2023 年 6 月末までに、政府の累計公的支援額は合計約 6,908 億ペソ
- さらに、PEMEX では 2023 年通算で累計の公的資金受け入れ額が約 7,200 億ペソに達するとの見込みを示す
- この他、7 月末には財務・公的信用省から約 649 億ペソの政府支援金を受領

FY2019 から 2023 年 6 月末までに、政府の累計公的支援額は合計約 6,908 億ペソ

PEMEX では 2023 年通算で累計の公的資金受け入れ額が約 7,200 億ペソに達するとの見込みを示す

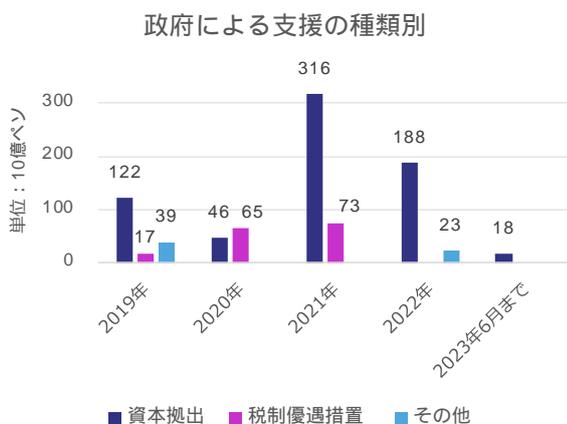
この他、7 月末には財務・公的信用省から約 649 億ペソ政府の支援金を受領

PEMEX には、これまでもメキシコ政府による強力な財務や制度上の支援が行われている。以下の図表 6 には、メキシコ政府による PEMEX への強力な財務支援事例を示した。同図表が示す通り、現 AMLO<sup>4</sup>政権のイニシアチブの下、メキシコ政府は PEMEX に対し強力な財務支援を継続的に提供し、公的資本の注入による資本強化も実施してきた。FY2019 以降から 2023 年 6 月末までに実施された、メキシコ政府による直接支援額は合計 6,908 億ペソに上る。これらは、PEMEX の投資案件の履行や金融債務の支払い緩和を目的として実施された。

なお、PEMEX では 2023 年通算で累計の公的資金受け入れ額が約 7,200 億ペソに達するとの見込みを示しているが、2023 年第 2 四半期末段階で、PEMEX は Q1 の資本拠出額 177 億ペソを超える資金注入は受けていない。

また一部報道によれば、2023 年 7 月 29 日、PEMEX は債務支払いの支援として SHCP (財務・公的信用省) から約 649 億ペソ (約 38 億米ドル) を受け取った。この資金は資本注入として交付された。ただし、SHCP は資金交付の条件として歳出削減を求めているが、政府当局はこれを認めていない。<sup>5</sup>

図表 6 PEMEX に対するメキシコ政府主導による財務支援



政府による支援の増額 (単位: 10億ペソ)	拠出証書 "A"	連邦政府 拠出金 <sup>5</sup>	目標
2019年中の増額	122.13	39.00	財務体質の強化 Deer Park Refining Limited のためFONADINから390億ペソの助成金を受領した。
2020年中の増額	46.26	-	財務体質の強化 -
2021年中増額	316.36	-	連邦政府は、PEMEXの債務の償還期間に合わせて資本拠出を行い、償却を助けた。 -
2022年中の増額	188.31	23.00	ドス・ボカス製油所に対して129.8、財務体質の強化に対して45.4、製油所の再建計画に対して13.1億ペソ。 PEMEXは、Deer Park Refining Limitedの残り50.005%の権益取得のため、FONADINから230億ペソの助成金を受領した。
2023年6月まで増額	17.70	-	メキシコ政府はエネルギー省を通じてPEMEXに一定の貢献をした。 -

出所: PEMEX 決算報告より5バリュアセットで作成。

<sup>4</sup> AMLO: アンドレス・マヌエル・ロペス・オブレドール (現メキシコ大統領)。

<sup>5</sup> "Pemex gets \$3.8 billion from Mexico government, considers tapping bond markets again". 2023/7/29, Reuters.

### 3. PEMEX 社債の投資評価

#### [ポイント]

- 2023年7月、フィッチはBB-(安定的)からB+に格下げ、ネガティブ・ウォッチを継続。ムーディーズは見通しを安定的からネガティブに変更。S&PはBBBを維持。
- 弊社のPEMEXクレジットの見方;巨額の債務借換が求められる中、財務運営は厳しいがコントロール可能。弊社もS&Pと同じく投資対象として保持可能とみる。
- 理由となる今後の改善可能性は以下3点;(i)資産担保調達であれば、長期負債による借り換えの実施可能性、(ii)生産量・埋蔵量の伸長により、時間をかければ収益構造が改善する可能性、(iii)より深刻になるほど、メキシコ政府による追加支援が強化されやすい可能性
- ただし、2024年予定の次期大統領選挙は前提条件を不安定化させ得る要因。

#### PEMEXの信用格付け状況

ムーディーズは格付見通しを安定的からネガティブに変更

フィッチは1段階引き下げた、BB-からB+(ネガティブ・ウォッチ)

以下の図表7にはPEMEXに対する主要格付機関の格付け状況と変化を示した。同社の債務指標悪化の中、S&Pではメキシコ政府による種々の潜在サポートを重視し投資適格であるBBB格を維持、特に新たな格付アクションは取っていない。一方で、個別の財務指標を重視したムーディーズやフィッチでは、同社の格付けを投機級であるB格ゾーンまで引き下げている。さらに2023年7月にはムーディーズが格付見通しをネガティブとした一方で、フィッチは格下げを実施したにも関わらず、引き続き格下げ方向でウォッチ指定とするなど、主要格付機関の間でも、同社に対する見方は分かれた状況にある。(図表7)。

とりわけ厳しい格付け姿勢を示しているフィッチでは、7月にPEMEXの格付けを引き下げた主な理由として、(i)相場依存の事業戦略に根本的な変化がないこと、(ii)債務管理能力は期間の経過に伴い悪化していること、(iii)設備投資の増加や財務・経営パフォーマンスの改善ができておらず、放置すれば信用リスクが高まりやすいこと、などを挙げている。

一方、2023年7月にアウトルックを「ネガティブ」に変更したムーディーズでは、その理由として、(i)引き続き低迷する業績、(ii)大幅な資金調達ニーズ、(iii)流動性ポジションと資本構造を大幅に改善するような形で同社を支援する政府の意思に関する不確実性の高まり、を反映したと説明している。

図表7 PEMEXの格付け変更

格付機関	信用格付け			見通し		
	変更前	変更後	変更日	変更前	変更後	変更日
S&P	BBB	BBB	2023年3月30日	安定	安定	2022年7月6日
ムーディーズ	B1	B1	2023年7月21日	安定	ネガティブ	2023年7月21日
フィッチ	BB-	B+ *-	2023年7月14日	安定	-	2023年7月14日

(注):信用格付けに付されたプラス(\*)またはマイナス(\*-)の記号は、格付けの見直し中(ウォッチ指定中)であることを意味している。  
出所:各資料より5バリュースセットで作成。

社債市場では7月にPEMEX社債の時価が急落

政府支援の公表(7/29)を受けて以降は、かなり時価を戻した

社債市場は、7年以降の将来について政治的安定性に関する不安要素を織り込む

PEMEX クレジットの見方;

全体として、財務運営は厳しいがコントロール可能と、弊社では評価

[改善可能性の理由]

(i) 原油を担保にした資産担保調達であれば、長期夫妻による借り換えが実施できる可能性がある

(ii) 生産量・埋蔵量が着実に伸びており、時間をかければ収益構造が改善する可能性がある

ただし、2024年に予定されている次期大統領選挙は前提条件を不安定化させ得る要因

### PEMEX 社債の相場状況

7月のQ2決算公表前後に急落したPEMEXのドル建て債券であったが、その後の政府支援の公表(7/29)を受けて以降は、かなり時価を戻した(図表8)。またPEMEX社債のスプレッドと利回りの期間構造を図表9に示した。残存1~7年までのスプレッド・カーブがやや急であり、短期の200bps程度から7年債の750bps程度まで、残存期間に応じて大きく異なる水準をとっていることが分かる。これは、社債市場がPEMEXの短期的な信用力には不安を感じていない一方で、7年以降の将来について政治的安定性に関する不安要素を織り込んだ社債の価格形成となっていることがうかがえる。

### PEMEX クレジットの見方

PEMEXの経営上の課題として、下記の点などが挙げられる。

- i). 既存の長期債務を新たな長期債務で借り換えられず、短期債務化することで毎年の必要調達額が急増していること
- ii). 国内の政治的背景により十分な利益マージンが確保できず、大幅な債務超過も解消できないこと
- iii). 生産量の減少、ガバナンスから生ずる持続可能性への疑問が生じていたこと
- iv). 2024年に予定されている次期大統領選挙においてAMLO大統領は規程上再選できず、政権交代によりこれまでの左翼政権の政策方針が変更される可能性があること

ただし、これらの課題の一部に対しては、一定の解決可能性も見えつつある。(i)の長期債務による借り換えについては、これまでの無担保調達に代わり資産担保型調達を進めることが解決の可能性となり得ることが一部報道で示されていた。ブルームバーグによれば、PEMEXがゴールドマン・サックスのアレンジによる資産担保債務取引に関する交渉を行っていたが中断したと報じられた。同報道では、ゴールドマンと原油を担保にした資金調達について協議し、少なくとも10億ドル(正確な金額は不明)<sup>6</sup>の長期資金調達を目指していたとされる。協議中断の背景については推測するしかないが、もし新たな調度を資産担保型で行うと、既存の無担保シニア債務は実質的に劣後化するため、社債価格の時価下落材料ともなり得る。そうすると財務運営や経営戦略の抜本的な見直しが行われない限り、結果として今後の調達がすべて資産担保型に傾斜せざるを得なくなり、無担保の調達が行えなくなる状況が生じかねない。加えて戦略資源である石油を対外的に担保として提供する契約の締結は、来年に控えた大統領選挙を考えた場合にも対内的に悪影響を及ぼす可能性がある。このため、PEMEX側より同交渉が中断された可能性があるかと、弊社では考えている。

ただし、もしPEMEXがより深刻に資金調達面で追い込まれた場合には、こうした担保付長期負債の調達手段を再検討することで、解決を図る手段が得られる可能性を示唆しているとも考えられる。

<sup>6</sup> ["Pemex Shelves Plans for Goldman-Led Asset-Backed Debt Deal"](#), 2023/08/18, Bloomberg.

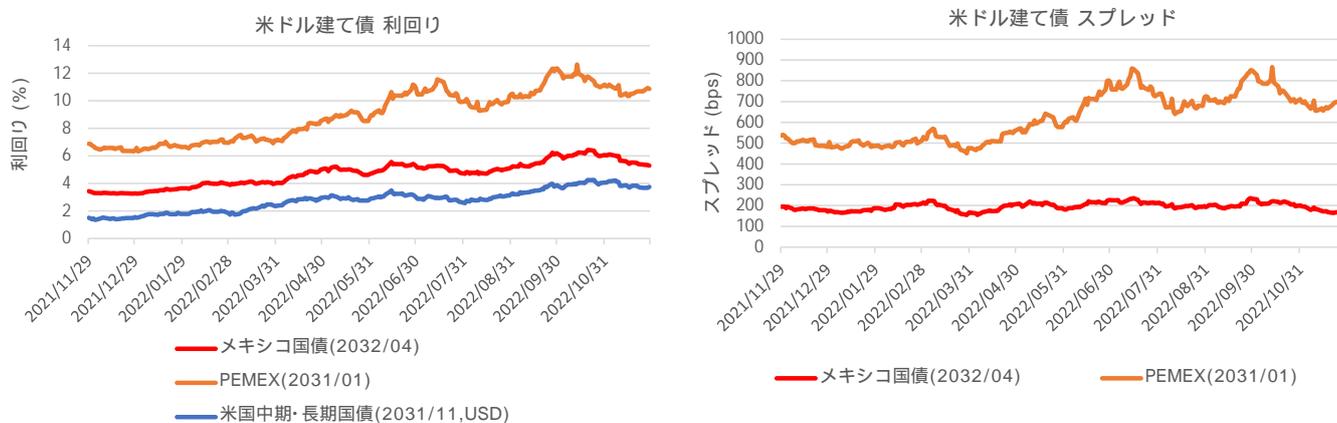
iii)の生産量・埋蔵量については、後述の Appendix でその改善状況を示した。PEMEX の埋蔵量は新たな探査により着実に増えており、また生産量も増加している。稼働率は依然として 50%程度に留まっているが、この点もさらなる改善余地があることを示唆している。もし今後既存設備の回収が進み稼働率の改善により生産量が安定して増加すれば、利益率の改善もまた想定し得る。こうした点で、生産量の増加は ii)の利益率改善にも寄与する可能性がある。

また、これまでも債務調達が必要に応じて、メキシコ政府の公的資金による資本強化が実施されてきた。より深刻になるほど、メキシコ政府による追加支援が強化されやすい可能性があるが、弊社では考える。よって、弊社では S&P と同じく長期の投資対象としてポジションの保持が可能だとみる。

以上の観点より、PEMEX の財務運営は厳しい状況にもあるものの、既存の政策が維持される限りにおいてはコントロール可能だと弊社では考える。ただし、iv)の次期選挙の結果によっては、こうした前提が崩れる可能性がある。よって、同社のクレジット評価においては、今後の大統領選と各候補者の政策に関するモニタリングが重要だ。

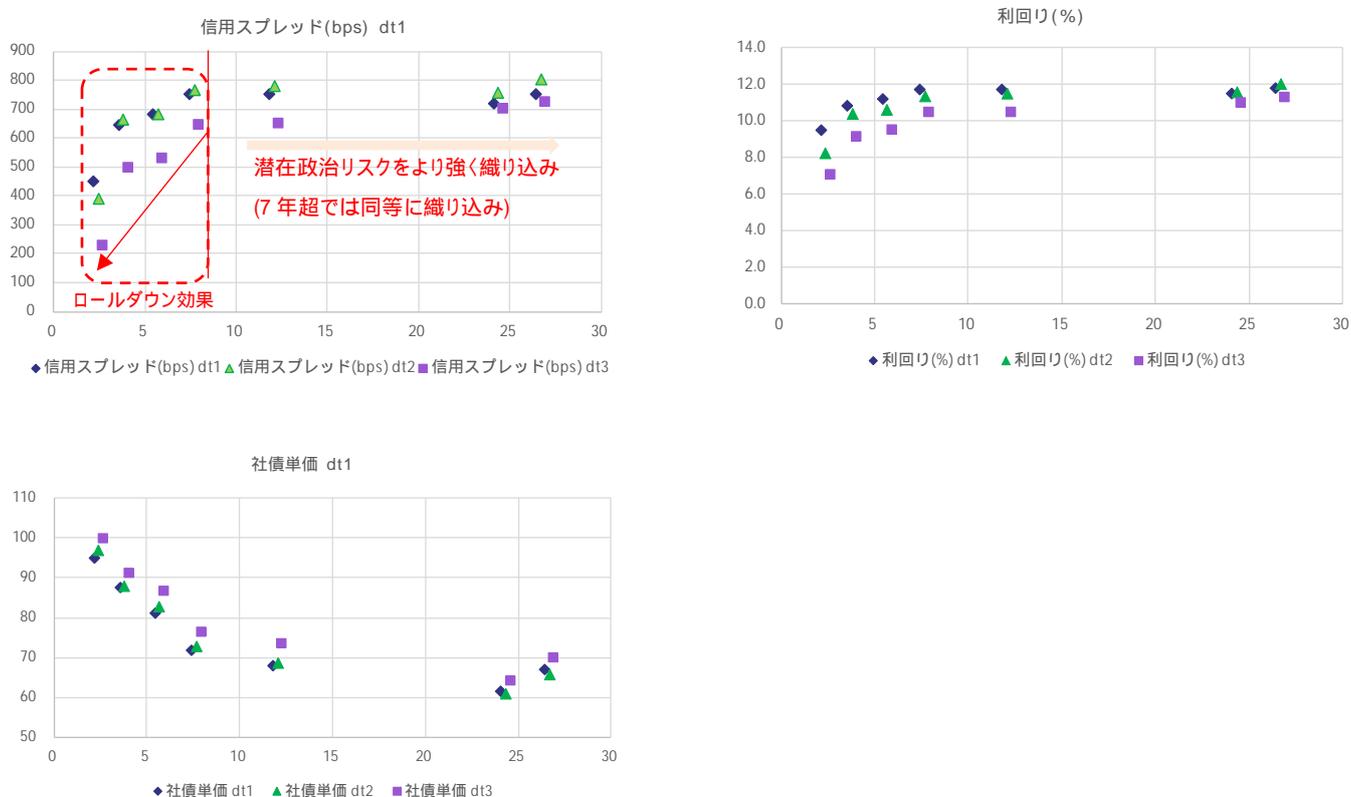
以上

図表 8 米ドル建て PEMEX 社債とメキシコ国債の利回り、スプレッドの推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成。

図表9 PEMEX 社債の спреッド・カーブ



(注): 時点は dt1 2023年8月21日、dt2 2023年5月22日、dt3 2/21/2023年2月21日。

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成。

図表10 PEMEX 社債の価格・利回り例 (2023年8月21日時点)

	満期	2050/01/23	2047/09/21	2035/06/15	2031/01/28	2027/03/13	2025/10/16
2023年08月 21日時点	満期までの期間	26.4	24.1	11.8	7.4	3.6	2.2
	社債単価 dt1	66.8	61.5	67.8	71.9	87.4	95.0
	利回り(%) dt1	11.8	11.5	11.7	11.7	10.9	9.5
	信用スプレッド(bps) dt1	752.7	722.7	753.2	752.5	648.2	451.4
	クーポン	7.69	6.8	6.6	6.0	6.5	6.9
	直利	11.5%	11.0%	9.8%	8.3%	7.4%	7.2%

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成。

## Appendix

## I. PEMEX の生産状況

## [ポイント]

- PEMEX が抱えていた2つの構造的な問題
  - (i)石油埋蔵量の枯渇と生産量の減少、
  - (ii)精製設備の低稼働率に起因した逆ザヤのガソリン輸入と資金流出
- これらの問題は、現大統領の石油事業への積極支援策により解消に向け進展。
  - 油埋蔵量の枯渇と生産量の減少、
  - (i)埋蔵量については、原油は6,155百万バレルだが乾性ガスが11,029億立方フィートと増加
  - (ii)2023年Q2における生産量は前年比+13.2%、石油製品の生産量は前年比+23.6%

PEMEX が抱えていた2つの構造的な問題  
(i)石油埋蔵量の枯渇と生産量の減少、  
(ii)精製設備の稼働率が逆ザヤのガソリン輸入が資金流出要因に

ここでは、PEMEX の生産状況について確認する。PEMEX では、エネルギー生産(特に石油)と製品販売のバリュー・チェーンにおいて、過去から2つの構造的な問題が指摘されていた。(i)一つ目は、石油埋蔵量の枯渇により生産量も急速に減少しつつあった問題、(ii)もう一つは、老朽化した国内精製設備の稼働率が上がらず海外に原油を輸出して割高なガソリンを輸入し安価に国内で販売しなければならない、という逆ザヤ問題、であった。しかし、これら2つの経営課題は現政権・現経営陣の下で、いずれも解決に向かいつつある。

## (i). PEMEX の原油生産埋蔵状況

2023年Q2に実施された探鉱活動では、新たに4本の油井から情報が得られた。この調査により、予備埋蔵量は原油換算で113百万バレル(MMboe)と推定された。メキシコの原油埋蔵量は回復に向かっており、生産量もこれに伴い上昇を続けるとの見通しがPEMEXにより示されていた。

2023年Q2実額は1,914Mbdであり直近の予測によるとメキシコの原油生産量は2024年まで比較的横ばいで推移し原油生産量は2024年末まで1,900から2,018Mbd前後で推移すると予想されている<sup>7</sup>。こうした状況から、PEMEXの主要原油・ガスの生産資源に関する懸念は生じていない、と弊社では考えている。

現政権が進めるPEMEXの石油事業の再建策の下で、新たな探査が進み埋蔵量も増加、さらに新たな油井の稼働もあり、同社の原油と乾性ガスの合計の算出量は2020年Q2対比で2,692Mboedと前年比で+13.2%以上増加した。下流事業では、様々な傾向と変化が見られるが、主は石油製品(ガソリン、ディーゼル、ジェット燃料を含む)が成長し、2020年第2四半期から2023年第2四半期にかけて+23.6%増加したことである(追加図表1)。

<sup>7</sup> ["Petroleum production in Mexico stabilizes after years of decline"](#), 2023/3/20, U.S. Energy Information Administration.

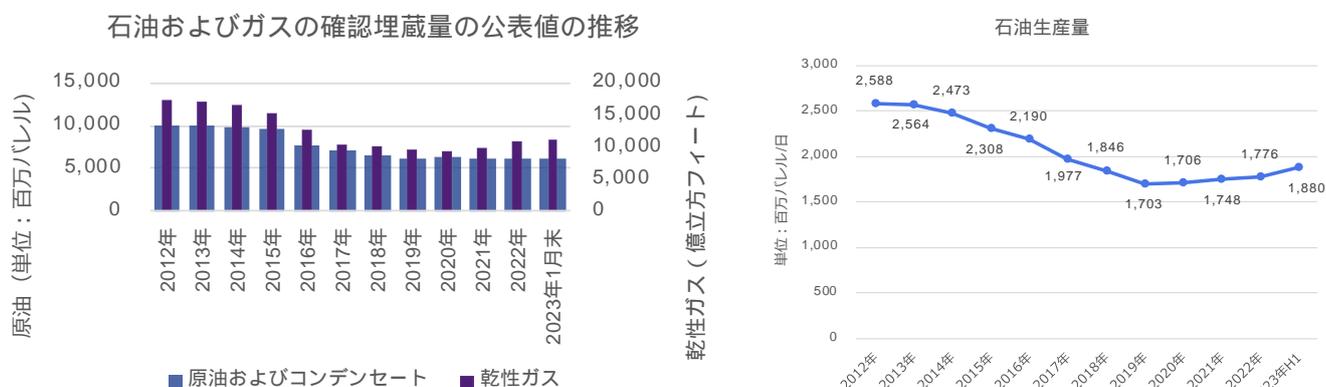
追加図表1 PEMEXの生産量の推移(第2四半期のみの推移)

	2023 公表値					四半期増加率	
	2019年Q2	2020年Q2	2021年Q2	2022年Q2	2023年Q2	2020	2023
<b>上流事業</b>							
炭化水素総量 (Mboed)	2,372	2,379	2,468	2,527	2,692	13.2%	
総原油生産量 (Mbd)	1,707	1,712	1,774	1,792	1,914	11.8%	
PEMEX 生産量	1,690	1,692	1,752	1,772	1,893	11.9%	
原油、コンデンセート	1,661	1,673	1,736	1,756	1,882	12.5%	
その他のコンデンセート (Mbd)	29	19	15	16	11		
事業パートナー生産量	17	20	22	20	21		
天然ガス生産量 (MMcfd)	4,834	4,678	4,710	4,728	5,055	8.1%	
PEMEX生産量	4,762	4,583	4,633	4,658	4,986	8.8%	
事業パートナー生産量	72	94	77	71	69	-27.3%	
<b>下流事業</b>							
乾性ガス生産量 (MMcfd)	2,218	2,253	2,108	2,246	2,185	-3.0%	
液化天然ガス (Mbd)	223	210	171	150	176	-16.2%	
石油製品 (Mbd)	631	665	738	805	822	23.6%	
石油化学製品 (Mt)	642	359	339	338	211	-41.2%	

(注) 過年度決算から次年度公表時にかけての遡及修正は反映していない。Mboedは「原油換算日量千バレル」の略、Mbdは「百万バレル/日」の略。

出所: [PEMEX 決算報告](#)より5バリューアセットで作成。

追加図表2 PEMEXの開示埋蔵量、当初生産計画からの生産実績推移



出所(左): [メキシコの国家炭化水素委員会](#)より5バリューアセットで作成。

出所(右): [PEMEX 決算報告](#)より5バリューアセットで作成。

2023年Q2の総処理量は826Mdb、2022年Q2より+3.7%上昇

2022年Q2と比べて一次蒸留設備の稼働率はほとんど変化がない状況とされている

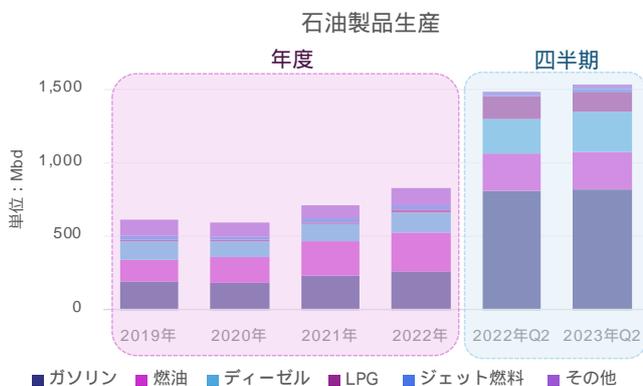
#### (ii). PEMEXの稼働率状況

テキサス州のディアパーク製油所の買収により、一次蒸留設備能力が増強し、一次蒸留設備の稼働率の傾向がプラスに変化した。特に、ディアパーク製油所の効果は、メキシコ国内の他の製油所を上回っていることが示されている。

一方で、2023年Q2の総処理量は826Mdb、2022年Q2より+3.7%上昇した。しかし、国内の製油所での事故の増加が影響を及ぼしており、結果として2022年Q2と比べて一次蒸留設備の稼働率はほとんど変化がない状況とされている(追加図表3)。

ディアパーク製油所の買収が一次蒸留設備の能力と稼働率にポジティブな影響をもたらした一方で、事故の発生が総処理量に一時的な影響を及ぼしていることが示唆される。

追加図表3 PEMEX の開示精製量/稼働率の推移

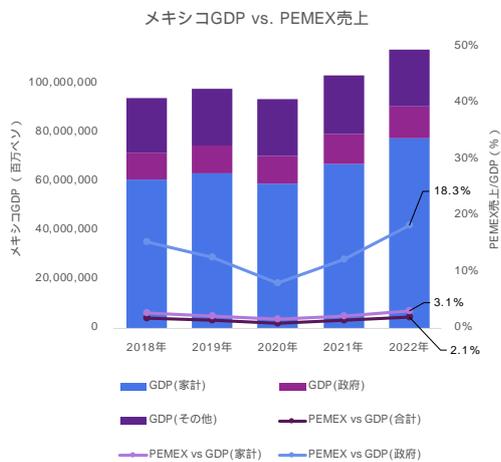


単位: 百万バレル/日 (Mbd)

精製能力・実績	年度				四半期		四半期 変化
	2019	2020	2021	2022	2022年Q2	2023年Q2	
総処理量 (Mbd)	592	591	712	816	796	826	3.7%
軽質原油	300	301	360	403	390	402	3.1%
重質原油	292	290	351	413	407	424	4.3%
軽質原油 / 総処理量	51%	51%	51%	49%	49%	49%	-0.6%
重質原油 / 総処理量	49%	49%	49%	51%	51%	51%	0.6%
一次蒸留設備の稼働率	36%	36%	43%	50%	49%	50%	3.7%

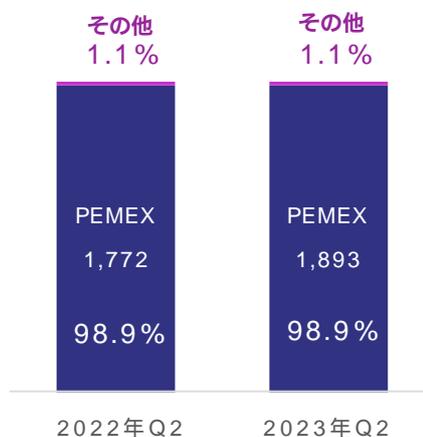
(注): 過年度決算から次年度公表時にかけての遡及修正は反映していない。  
出所: [PEMEX 決算報告](#)より5バリューアセットで作成。

追加図表5 PEMEX の年次売上高とメキシコのGDP 比較



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成。

追加図表6 メキシコの原油生産量に占める PEMEX の割合 (単位: 百万バレル/日)



(注) 2023年第2四半期以降、公表なし  
出所: [PEMEX 決算報告](#)より5バリューアセットで作成。

## 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。) 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(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</a>))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&amp;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&amp;P グローバル・レーティング(以下「S&amp;P」と称します。) グループ内の信用格付業者の名称及び登録番号：S&amp;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&amp;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(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/index">https://www.spglobal.com/ratings/jp/index</a>)の「ライブラリ・規制関連」の「無登録格付情報」(<a href="https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered">https://www.spglobal.com/ratings/jp/regulatory/content/unregistered</a>)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&amp;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はありません。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。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。S&amp;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にのみ信用格付を付与します。しかしながら、S&amp;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。) 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(<a href="https://www.fitchratings.com/ja">https://www.fitchratings.com/ja</a>)の「フィッチの格付業務」欄の「規制関連」(<a href="https://www.fitchratings.com/ja/regulatory">https://www.fitchratings.com/ja/regulatory</a>)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。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。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に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