

日本たばこ産業(2914)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

[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、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、日本たばこ産業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。

2. 日本たばこの概要

p. 2

- 売上高の91%、営業利益の97.8%をたばこ事業が占め、ともに増収・増益傾向
- 日本たばこが認識する主要市場はアジアと西欧地域となっている。
- アジアは度重なる値上げ等により需要鈍化。西欧地域では英国でRMC・FCTカテゴリでの売上増を牽引するマーケットリーダーであり、堅調な市場が今後は加速すると同社では想定。EMAはトルコでの増税値上げ前の在庫拡充等の一時的要因により、総販売量が前年比で大幅に増加、次年度には正常化で減少する可能性も。

3. 世界のたばこ市場と日本たばこの市場シェアの状況

p. 5

- 日本たばこはたばこ市場上位8社のうちシェア5位で、安定的なプレゼンスを維持
- 世界全体でのたばこの総消費量は過去3年間で伸び続けており、今後も成熟市場では燃焼式たばことリスク低減製品、新興市場では高品質な燃焼式たばこを中心に需要は拡大していくと予想される。

4. 日本たばこ産業の損益、財務の推移

p. 7

- 直近期であるFY2023 Q2において、売上高は727,534百万円(前年同期比+6.2%)と増収、純利益も142,325百万円(前年同期比+1.7%)。
- 毎年第4四半期には、販売促進費に関連し営業利益が減少する季節性が存在するが、前年比で見れば増収・増益傾向を継続。
- 同社の自己資本比率は健全性の強化を継続、直近四半期には、約57%に達した
- ネット有利子負債 EBITDA 倍率は0.7倍と極めて低い水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている。新規の投資余力も存在。

5. 日本たばこの信用格付、及びクレジット、株式の投資評価

p.11

- Moody'sからはA2格、S&PからはA+格、R&IからもAA格とされている。売上高や利益の高い水準及び増収増益傾向や、営業活動からの強力なキャッシュ創出力、業界の変質をうまくカバーした事業戦略に起因した経営の安定性なども考慮され、投資適格格付けを保っている。CDSも日本国より低い信用リスクとの市場評価。
- 配当利回りは6.3%と高く、PER・PBRなどの指標はTOPIXより割安感があり、長期安定保有の投資対象株式として推奨。

5バリューアセット アナリスト・レポート

日本たばこ産業(2914)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

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、日本たばこ産業(以下、日本たばこ)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。日本たばこは東京都港区に本社を構える、主としてたばこ・タバコ関連製品の製造、マーケティング及び販売に従事するたばこメーカーである。世界各国で事業を展開しており、たばこのみならず医薬品事業及び食品事業も手掛けている。

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年度第二四半期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。
- 四半期の決算期表記については、FQ1が1~3月、FQ2が4~6月、FQ3が7~9月、そしてFQ4が10~12月として記載する。

2. 日本たばこの概要

[ポイント]

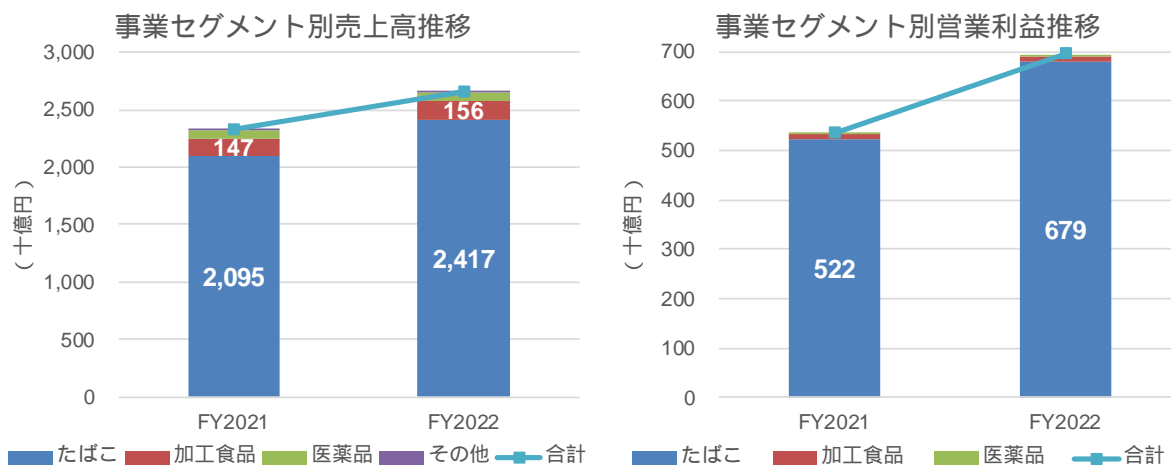
- 日本たばこ産業は、たばこ関連製品のほか、医薬品事業及び食品事業も手掛けているたばこメーカー。
- 売上高の91%、営業利益の97.8%をたばこ事業が占めており、ともに増収・増益傾向
- 日本たばこが認識する主要市場はアジアと西欧地域となっている。
- アジアは度重なる値上げ等により需要鈍化。西欧地域では英国でRMC・FCTカテゴリーでの売上増を牽引するマーケットリーダーであり、堅調な市場が今後は加速すると同社では想定。EMA はトルコでの増税値上げ前の在庫拡充等の一時的要因により、総販売量が前年比で大幅に増加、次年度には正常化で減少する可能性も。

(1) 事業別概要

年間の売上高 2,658 (十億円)のうち、91%をたばこ事業、5.9%を加工食品事業、そして3.1%を医薬品事業が占めている

ここで、2022年通期決算を元に同社の事業構造を確認する。同社の事業セグメント別売上高推移を見ると、売上高2,658(十億円)のうち91%をたばこ事業、5.9%を加工食品事業、3.1%を医薬品事業が占めている。一方、営業利益への寄与度で見るとさらにたばこ事業の比率は高く、営業利益695(十億円)のうちたばこ事業は97.8%となっている。これは、加工食品事業の-marginが低いことに関係する(ここまで、図表1)。

図表1 日本たばこの通期事業セグメント別売上収益、営業利益(単位:十億円)



	FY2021					FY2022				
	売上高	構成比	営業利益	構成比	マージン	売上高	構成比	営業利益	構成比	マージン
たばこ	2,095	90.1%	522	97.4%	24.9%	2,417	91.0%	679	97.8%	28.1%
加工食品	147	6.3%	11	2.1%	7.7%	156	5.9%	11	1.6%	7.2%
医薬品	80	3.5%	3	0.5%	3.6%	83	3.1%	4	0.6%	5.0%
その他	2	0.1%	0	0.0%	-5.8%	2	0.1%	0	0.0%	-2.7%
合計	2,325	100.0%	537	100.0%	23.1%	2,658	100.0%	695	100.0%	26.1%

出所: 日本たばこ開示資料より5バリュースセットで作成

(2) 地域別概要

日本たばこ産業が認識する主要市場はアジアと西欧地域

アジア：度重なる値上げ等で需要鈍化

西欧地域：RMC・FCTカテゴリーでの英国のマーケットリーダー。堅調な市場が今後も加速

EMA：EMAはトルコでの増税値上げ前の在庫拡充等の一時的要因により、総販売量が前年比で大幅に増加、次年度には正常化で減少する可能性も

同社の収益の9割以上はたばこ事業によるものであり、たばこ製品は世界各国に展開している。販売量の推移を詳しく捉えるために、地域別売上を確認する。

図表2に地域別のたばこ事業の売上高を示した。主な地域区分は以下の3つになる。

- (i)アジア：日本、台湾、フィリピン等
- (ii)西欧地域：イタリア、英国、スペイン等
- (iii)EMA：アフリカ、東欧、トルコ、南北アメリカ大陸、ルーマニア、ロシア及び全免税市場

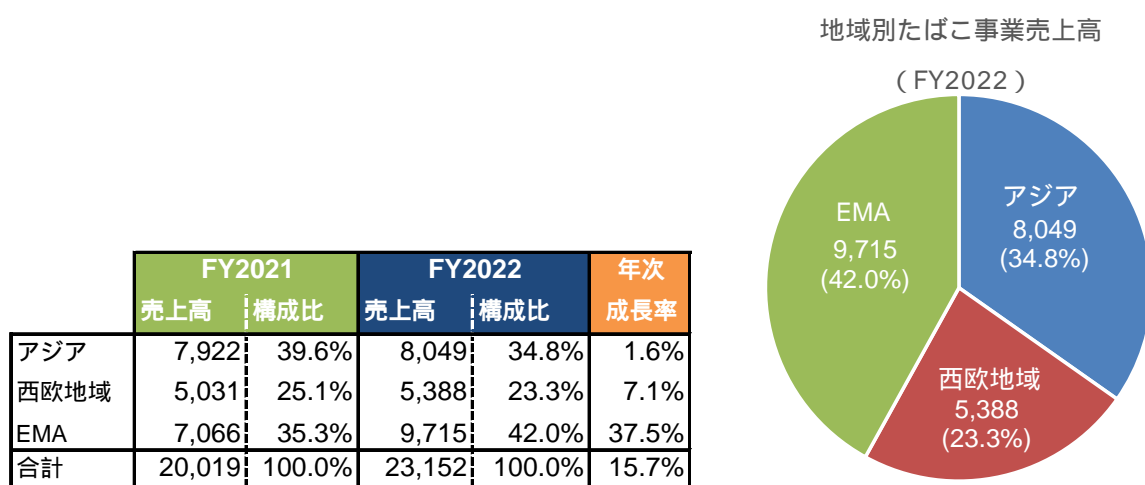
同図が示すように一見するとEMAの売上シェアが大きく見えるが、ここには多くの国が含まれており、日本たばこが単一国で多くの売上を計上しやすい主要市場と認識しているのはアジアと西欧地域である。

FY2022にアジアの売上高は8,049億円(前年比+1.6%)となり、総売上に対して大きな割合を依然として占めているものの、FY2021から成長が鈍化しているといえる。これは日本国内での度重なる製品の値上げが必要の鈍化に影響したことや、フィリピンでの度重なるたばこへの消費税増税値上げに伴う需要減少が要因である。

西欧地域での売上高は、地域別では最も小さい割合となっているものの、5,388億円(前年比+7.1%)と着実な成長を続けている。特に英国ではRMC及びFCTカテゴリー¹におけるマーケットリーダーとしての地位を強固なものにし、プライシング効果も発揮しており今後さらに堅調な市場シェアが加速すると考えられる。

EMAは、アジアと西欧地域以外の諸国全てがまとめられた区分であることから、最も高い売上を占めている。ルーマニア国内でのCamelが牽引した販売量の増加、またトルコでの増税値上げ前の在庫拡充等により総販売量が大幅に増加したことから、前年比+42%となった。ただし、次年度には販売傾向の正常化で反転・減収となる可能性もある。

図表2 日本たばこの通期地域セグメント別売上高(単位:億円)



出所：日本たばこ産業開示資料より5バリュースセットで作成 (注) 同社内部調整の影響で決算上のたばこ売上高とは差異がある点に注意

¹ RMC(Ready-Made Cigarettes)は紙巻きたばこ、 FTC(Fine Cut Tobacco)は消費者が地震で巻紙を用いて葉たばこを手巻きする製品を指す

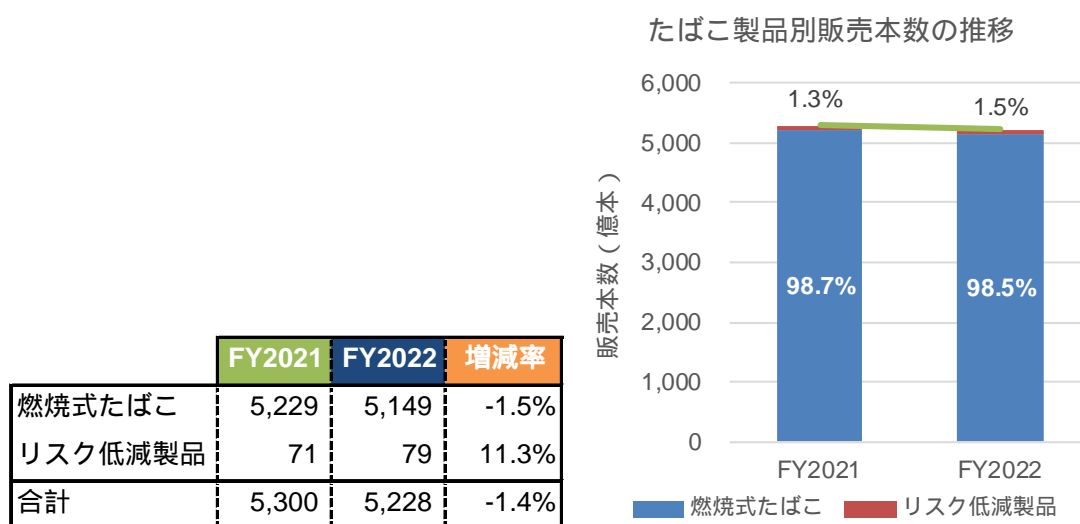
(3). 製品別概要

日本たばこの製品別の事業状況は地域別に異なる。これらの収益力の特徴を捉えた上で、年間のたばこ製品の販売本数と比較する。なお、同社のたばこ製品を、下記の二種類に大別する。

Combustibles (燃焼式たばこ)	紙巻たばこ、FTC(Fine Cut Tobacco)、パイプ、シガー、シガリロなど。
RRP (リスク低減製品)	加熱式たばこ、E-Vapor、無煙たばこなど喫煙に伴う健康リスクを低減させる可能性のある商品

下図では、たばこ製品の種類別に販売本数の推移を示した。

図表3 日本たばこの通期たばこ製品別売上本数(単位:億本)



出所: 日本たばこ産業開示資料より5バリュアセットで作成

燃焼式たばこは EMA を中心に需要が増加

リスク低減製品は主に日本の Ploom X のシェア伸張によって販売量が増加した

単価の高い製品の需要が各国で増加していることから、販売本数が減少したにもかかわらず、売上が増加した

製品別で見ると、燃焼式たばこの本数はリスク低減製品を圧倒している(図表3右図)。今後の成長性を加味した場合には、市場規模の大きい燃焼式たばこは新興国市場や免税市場(EMA にあたる地域)を中心に増加したものの、英国(西欧地域)、日本・フィリピン(アジア)、ロシア(EMA)等の主要市場において総需要が減少したことで前年比-1.5%となっていた。一方、まだ市場が成長過程にあるリスク低減製品は、主に日本の Ploom X によるシェアの伸張によって、前年比+11.3%と拡大した。

たばこ事業の売上高は、図表2の通り前年比+15.7%で増加しているにもかかわらず、販売本数を確認すると前年比1.4%と減少している。総販売数が減少したにもかかわらず、売上が増加したのは単価の高い Ploom X をはじめとするリスク低減製品の販売増加量が、相対的に単価の低い燃焼式たばこの減少幅を上回った結果である。

同社がたばこ事業の収益性を伸ばしていくためには、燃焼式たばこについては先進国需要の鈍化と新興国市場でのさらなる売上高の拡大、及び、先進子市場では単価の高いリスク低減製品の販売拡大に取り組むことが重要となる。

3. 世界のたばこ市場と日本たばこの市場シェアの状況

[ポイント]

- 日本たばこはたばこ市場上位8社のうちシェア5位で、安定的なプレゼンスを維持している。
- 世界全体でのたばこの総消費量は過去3年間で伸び続けており、今後も成熟市場では燃焼式たばことリスク低減製品、新興市場では高品質な燃焼式たばこを中心に需要は拡大していくと予想される。

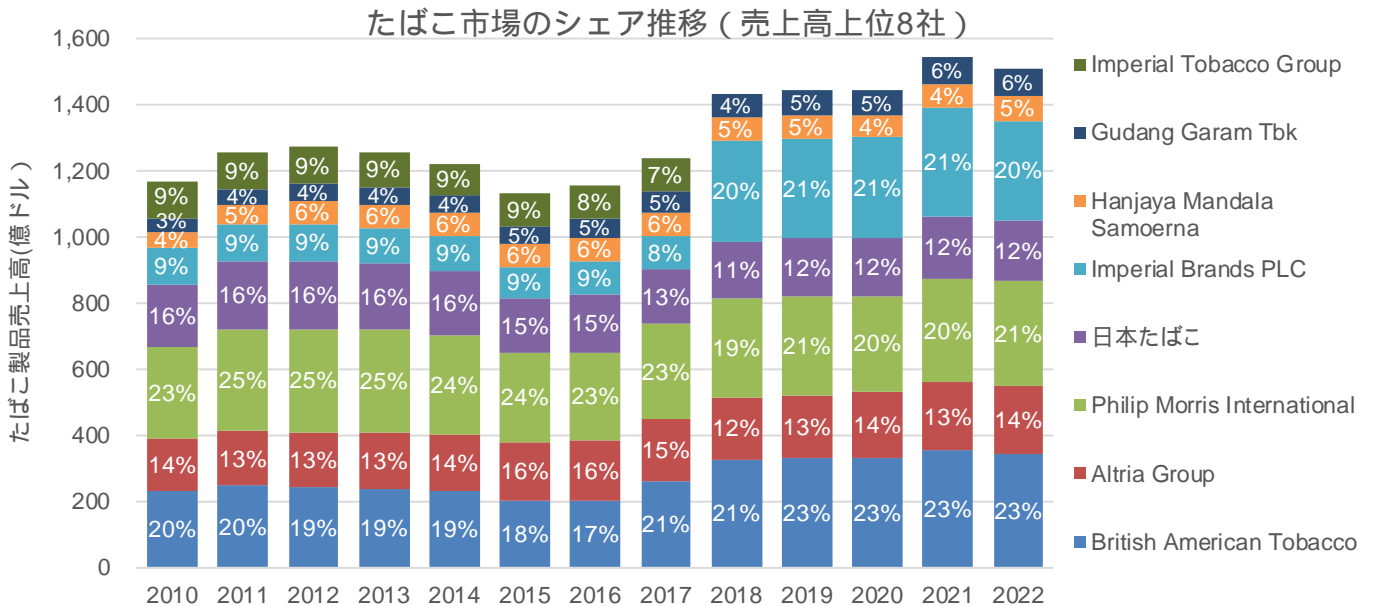
日本たばこはたばこ市場上位8社のうちシェア5位を維持

たばこに対する規制や税制によって、2022年の総市場規模は減少傾向に転じた

前章で確認の通り、日本たばこの売上高の多くを占める主力事業はたばこ事業であり、世界各国において事業を展開している。ここでは、グローバルのたばこ市場とその成長性に関する現状を確認し、合わせて日本たばこの市場におけるプレゼンスと、競争下における差別化状況について確認する。

図表4には、たばこ市場における上位8社の売上高推移を示した。日本たばこはFY2018からは市場シェア5位を保っており、安定したプレゼンスを維持している。市場全体の推移を見ると、2017年末にImperial Brands PLCが大手リキッドメーカーであるネルディアを買収したことから、2017年から2018年にかけて上位8社の売上高が大きく伸長、その後も売上は若干増加していたが、2021年から2022年にかけては、たばこに対する規制や税制が適用され、各社合計の総売上高には減少傾向が見られた。

図表4 たばこ市場のシェア推移(単位:億ドル)



出所: Bloomberg 開示資料より5バリューアセットで作成

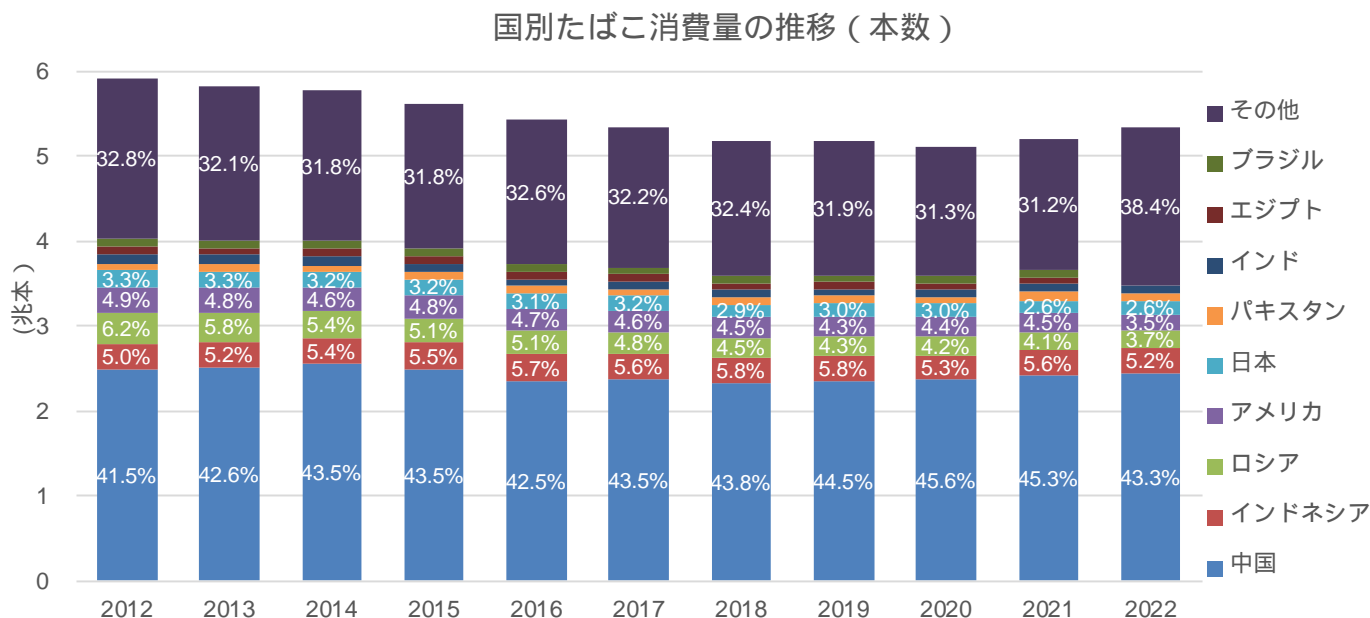
成熟市場では燃焼式たばこを中心に消費量が減少傾向

新興市場では燃焼式たばこのうち高品質商品に需要が移行

次に、世界全体での国別のたばこ総消費量を図表5に示した。2022年には5.3兆本のたばこ製品が売れていた。最大の市場は中国であり、総需要の40%超を占めている。しかし、中国市場は同国の専売企業の中国国家煙草総会社が販売を独占しているため、他国のたばこメーカーにとっての実質的なたばこ事業の主要市場はインドネシア、ロシア、アメリカ、日本等になる。

成熟市場である日本、アメリカ、ロシア、インドネシアにおける消費量は減少傾向を辿っている。一方で、パキスタン、インド、エジプト、ブラジルなどの新興市場では総需要が増加傾向にあり、経済成長に伴って需要が高品質・高価格帯商品へ移行する傾向もみられる。

図表5 国別たばこ消費量の推移(単位:兆本)



出所: Bloomberg 開示資料より5バリュースセットで作成

今後、世界全体での燃焼式たばこへの需要はわずかながら減少傾向を続けると日本たばこでは予想しているが、一方で、新興市場の拡張とそこでの高価格帯商品への需要の移行、そしてリスク低減商品の主要市場(米国、日本、イタリア、英国等)の需要拡大も想定している。

日本たばこでは、これらの市場の質的变化に対応した商品構成やマーケティング戦略をとることで、同社の売上規模の増収傾向を維持できると考えている。

4. 日本たばこの損益、財務の推移

(1) 損益の傾向（四半期推移）

[ポイント]

- 直近期である FY2023 Q2 において、売上高は 727,534 百万円（前年同期比+6.2%）と増収、純利益も 142,325 百万円（前年同期比+1.7%）。
- 毎年第 4 四半期には、販売促進費に関連して営業利益が減少する季節性が存在するが、前年比で見れば増収・増益傾向を継続。

直近期である FY2023 Q2 において売上高は 727,534 百万円（前年同期比+6.2%）と増収を継続、四半期純利益も 142,325 百万円（前年同期比+1.7%）の増益

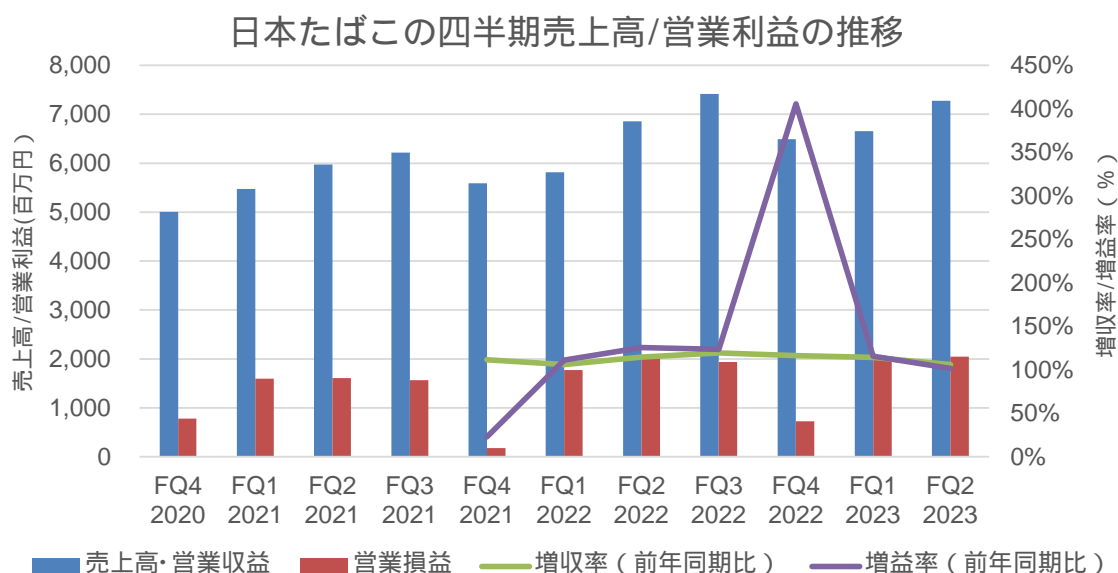
第 4 四半期には、販売促進費に関連して営業利益が減少する季節性が存在

ここでは、直近までの日本たばこの決算動向について確認する。

四半期推移をみると、直近期である FY2023 Q2(2023/6 月期)においては前期と同水準を売上高、営業利益ともに維持している。売上高は 727,534 (百万円) (前年同期比+6.2%) と増収を継続した。売上総利益は 426,005 (百万円)、営業利益も 204,896 (百万円 (前年同期比+1.5%)) と、それぞれ前四半期を上回る増益となった。

同社の売上高は多少の変動幅は見られるものの過去の 11 四半期にわたり安定的に増収増益傾向を継続していた。一方、営業利益については毎年第 4 四半期に大きく減少する季節性が観測されている(こまで図表 6、7)。これは、同社の事業構造の特性上、第 4 四半期に販管費の中でも販売促進費が大きくなることが要因である。

図表 6 日本たばこの四半期売上収益/営業利益の推移



出所：日本たばこ産業開示資料より5バリュースセットで作成

図表 7 日本たばこの損益計算書

損益計算書	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30	前年 同期比	FY2021	FY2022	年次 変化率
たばこ	523,936	629,025	681,579	582,870	604,331	666,717	6.0%	2,095,122	2,417,410	15.4%
加工食品	35,664	37,796	39,337	42,741	35,579	37,823	0.1%	147,244	155,538	5.6%
医薬	21,294	18,007	20,364	23,243	24,925	22,727	26.2%	80,392	82,908	3.1%
その他	611	496	440	429	443	268	-46.0%	2,078	1,976	-4.9%
売上高・営業収益	581,505	685,323	741,720	649,284	665,278	727,534	6.2%	2,324,838	2,657,832	14.3%
売上原価	231,280	276,589	298,613	284,507	262,332	301,479	9.0%	956,861	1,090,989	14.0%
売上総利益	350,225	408,734	443,107	364,777	402,946	426,055	4.2%	1,367,977	1,566,843	14.5%
販売費及び一般管理費	133,425	165,764	203,542	253,742	158,551	182,124	9.9%	888,574	941,538	6.0%
営業損益	177,553	201,796	193,726	72,491	205,105	204,896	1.5%	499,021	653,575	31.0%
税引前損益(GAAP)	174,699	186,285	174,611	57,854	183,146	190,284	2.1%	472,390	593,449	25.6%
法人税損益	50,097	45,884	35,684	17,610	37,920	47,048	2.5%	132,208	149,277	12.9%
純利益(GAAP)	124,110	139,953	139,744	38,909	144,684	142,325	1.7%	338,490	442,716	30.8%
EBITDA	223,925	252,466	248,379	120,447	247,335	248,994	-1.4%	682,082	845,217	23.9%

出所：日本たばこ産業開示資料より5バリュアセットで作成

(2) バランスシートの傾向

[ポイント]

- 同社の自己資本比率は健全性の強化を継続、直近四半期には、約 57% に達した。
- ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 0.7 倍と極めて低い水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている。新規の投資余力も存在。

次に、日本たばこのバランスシートが示す財務動向について確認する。

以下の図表 8 には日本たばこの自己資本比率の推移を、図表 9 には有利子負債と手元流動性の推移を、そして図表 10 にはネット有利子負債/EBITDA 倍率の推移をそれぞれ抜粋した。また、図表 11 下段には主要項目のみを抜粋した貸借対照表のサマリーを記載した。

同社の自己資本比率は健全性の強化を継続、直前四半期には、約 56% に達した

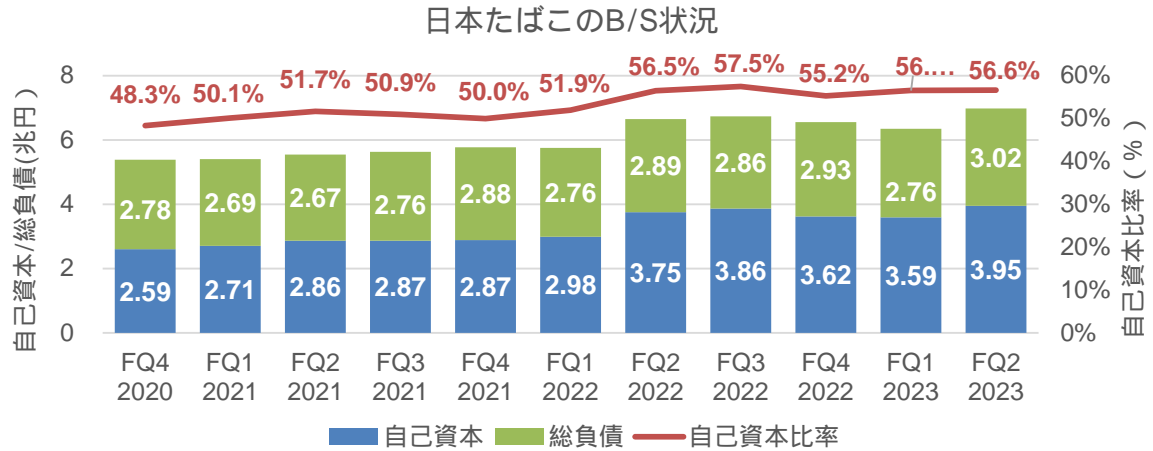
まず日本たばこの自己資本比率の推移を確認すると、自己資本が 8,000 億円超増加した FQ2 2022 以降は 56% 前後を安定的に維持している。この自己資本の増加は、為替影響によるのれんの増加によるものである。今期(FQ2 2023)社債の発行や為替影響による社債の増加によって合計負債が前年度末と比較して 933 億円増加したものの、利益剰余金が増加し資産も増加したため、自己資本比率は前期と同水準となった(図表 8)。

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 0.7 倍と極めて低い水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている

また、資金フローを確認するため、図表 9 では長短債務と手元流動性の推移を確認した。同社の有利子負債は当四半期には、社債の発行及び為替影響による社債の増加により長期債務が拡大し、在外営業活動体の換算差額の増加等により現預金が両建てで拡大した状態にあるが、ネット有利子負債は前四半期対比で大幅に増加しており、負債の増分が現金等の増分を上回った状態にある。ただし、ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 0.7 倍と極めて健全な低水準に留まっており、財務の健全性は十分に保たれている(図表 10)。新規の投資を行う余力も十分にある。さらに、同社では国内・海外の主要な金融機関からの 5,300 億円のコミットメント融資枠を確保しており、負債の元利金の償還能力に不安はない。

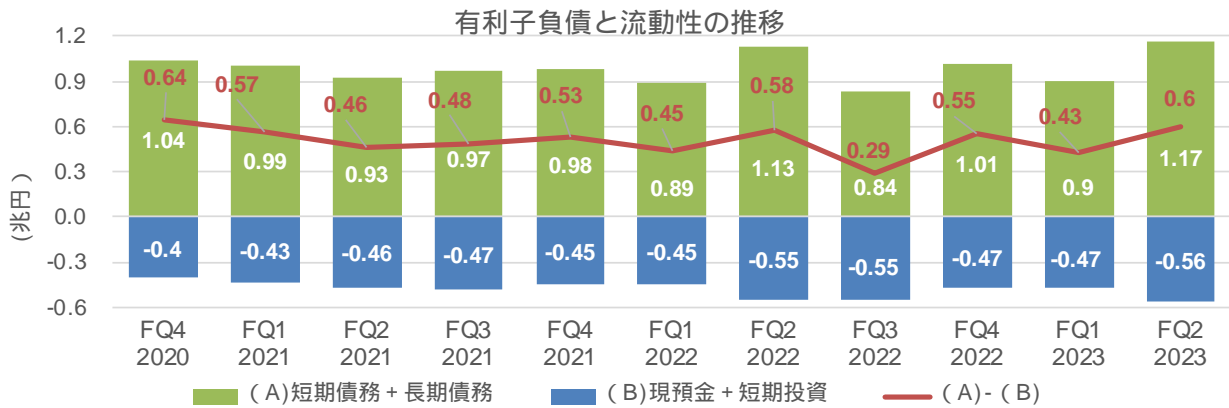
新規の投資余力も存在

図表 8 日本たばこの B/S 状況



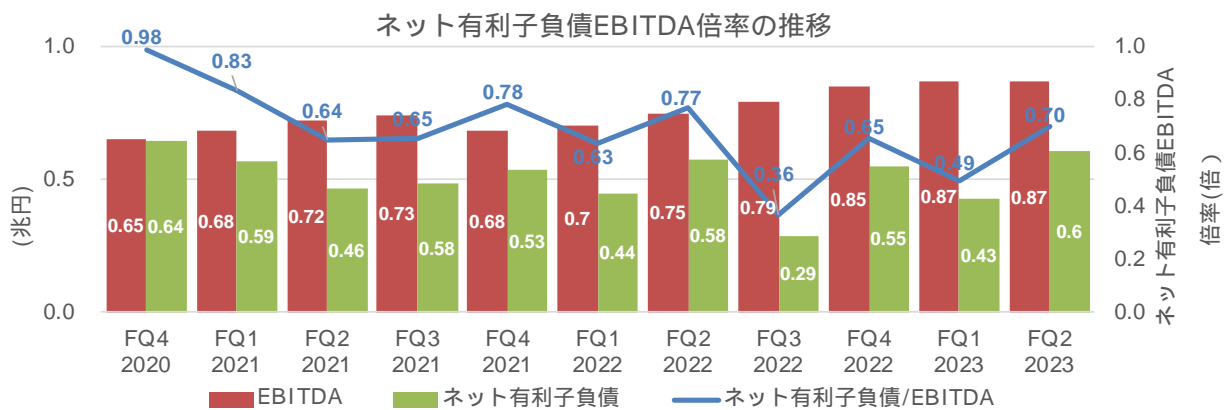
出所：日本たばこ産業開示資料より5バリュースセットで作成

図 9 日本たばこ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：日本たばこ産業開示資料より5バリュースセットで作成

図表 10 日本たばこのネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



出所：日本たばこ産業開示資料より5バリュースセットで作成

図表 11 にはキャッシュフローの推移を示した。営業活動によるキャッシュフロー(営業 CF)は、たばこ税及び法人税の支払い、営業債務等の支払いをたばこ事業によるキャッシュの創出が大幅に上回り、206,860(百万円)のキャッシュインとなっていた。投資活動によるキャッ

シュフロー(投資CF)は、有形固定資産及び無形固定資産の取得によって、102,651(百万円)のキャッシュアウトフローとなった。これにより、フリーキャッシュフロー(フリーCF)は104,209(百万円)となった。同社のフリーキャッシュフローは四半期ごとの振れ幅が広いが、毎期安定的なキャッシュ創出力を維持している。

なお、同社では当四半期と同様に、営業CFで継続的に新規投資を含む事業活動における必要資金(投資CF)を今後もカバーできると予想している。よって、超過したフリーCFは安定的に負債の支払い能力の担保に充てることができると弊社では考えている。なお、財務活動によるキャッシュフローは、配当金支払い等により、163,303(百万円)のキャッシュアウトフローとなっていた。同社は安定した配当政策をとっているが、負債の返済以上に配当が財務CFに大きく影響していた。

図表 11 日本たばこのキャッシュフロー計算書/貸借対照表(単位:100万円)

[キャッシュフロー計算書]						
キャッシュフローの状況	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30
営業活動によるキャッシュフロー	38,983	110,184	343,623	483,799	55,663	206,860
投資活動によるキャッシュフロー	-22,726	-38,837	-69,978	-101,822	-41,707	-102,651
フリーキャッシュフロー	16,257	71,347	273,645	381,977	13,956	104,209
財務活動によるキャッシュフロー	-116,767	-158,153	-357,364	-306,176	-196,398	-163,303
現金及び現金同等物の期末残高	655,260	748,696	778,464	866,885	665,152	827,220

[貸借対照表]						
貸借対照表	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30
+ 現金及び現金同等物	655,260	748,696	778,464	866,885	665,152	827,220
+ 手元流動性	445,368	553,544	548,032	477,239	473,832	561,812
+ 棚卸資産	583,431	654,670	685,228	691,906	705,160	772,302
+ その他流動資産	524,756	630,916	614,972	686,858	649,580	742,195
流動資産総額	2,245,540	2,587,826	2,626,696	2,723,591	2,493,724	2,903,529
+ 有形固定資産総額	760,139	822,039	802,176	775,957	775,820	810,150
+ のれん	2,102,765	2,554,202	2,623,292	2,446,063	2,480,887	2,654,306
+ 無形資産	297,001	297,558	276,198	246,442	236,553	237,291
+ その他固定資産	638,910	684,797	676,018	602,467	596,197	606,370
非流動資産合計	3,501,815	4,061,038	4,101,487	3,824,487	3,852,904	4,070,826
資産総額	5,747,354	6,648,864	6,728,182	6,548,078	6,346,628	6,974,355
+ 短期債務	282,842	323,083	325,652	241,482	139,351	273,540
+ 買掛金	483,795	462,420	455,657	540,089	473,303	481,857
+ その他流動負債	611,657	665,278	696,519	781,093	811,633	773,498
流動負債総額	1,378,294	1,450,781	1,477,828	1,562,664	1,424,287	1,528,895
+ 長期債務	799,954	841,308	772,157	821,003	832,878	946,753
+ 退職給付に係る負債	276,074	259,948	256,484	244,116	242,057	258,688
+ 前受収益	309,885	342,197	355,800	303,534	261,156	290,301
非流動負債総額	1,385,913	1,443,453	1,384,441	1,368,653	1,336,091	1,495,742
合計負債	2,764,207	2,894,235	2,862,269	2,931,317	2,760,379	3,024,638
自己資本合計	2,983,147	3,754,629	3,865,913	3,616,761	3,586,249	3,949,717
総資本(負債+資本)	5,747,354	6,648,864	6,728,182	6,548,078	6,346,628	6,974,355

出所: 日本たばこ産業開示資料より5バリュアセットで作成

5. 日本たばこの信用格付、及びクレジット、株式の投資評価

[ポイント]

- Moody's からは A2 格、S&P からは A+ 格、R&I からも AA 格とされている。売上高や利益の高い水準及び増収増益傾向や、営業活動からの強力なキャッシュ創出力、業界の変質をうまくカバーした事業戦略に起因した経営の安定性なども考慮され、投資適格格付けを保っている。

配当利回りは 6.3%と高く、PER・PBR などの指標は TOPIX より割安感があり、長期安定保有の投資対象株式として推奨。

Moody's からは A2 格、S&P からは A+ 格、R&I からも AA 格

売上高や利益の高い水準及び増収増益傾向や、営業活動からの強力なキャッシュ創出力、業界の変質をうまくカバーした事業戦略に起因した経営の安定性なども考慮され、投資適格格付けを保つ

日本たばこの信用格付けと

以下の図表 12 には、日本たばこの信用格付(発行体格付)を示した。日本たばこは Moody's からは A2 格、S&P からは A+格、R&I からは AA 格と、投資適格格付けを付与されている。各社ともに、日本たばこの売上高や利益の高い水準及び増収増益傾向や、営業活動からの強力なキャッシュ創出力、業界の変質をうまくカバーした事業戦略に起因した経営の安定性なども考慮され、投資適格格付けを保っている。また、全社格付見通しを安定的としている。

たばこ市場は燃焼式たばこに関しては成熟市場では若干の縮小傾向であるものの、新興市場では成長性を含んでおり、リスク低減製品も緩やかに売り上げ規模を拡大しているため、今後も安定的な収益構造を維持するとしている。EBITDA もかなりの低水準を保って財務の健全性に問題はない、と弊社では考えている。クレジット市場で信用力を反映する CDS (クレジット・デフォルト・スワップ) のスプレッド水準を見ても、日本たばこは日本国や日本を代表する CDS インデックス(iTraxx Japan S40)の水準を下回り、きわめて信用リスクが低いとの市場評価を受けている(図表 13)。

図表 12 日本たばこの発行体格付け一覧(2023/10/7 時点)

	発行体格付					
	Moody's		S&P		R&I	
	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付
発行体格付け	A2	2023/05/02	A+	2021/04/07	AA	2023/05/02
格付け見通し	STABLE	2021/07/20	STABLE	2021/04/07	STABLE	2023/05/02

出所: Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

注: 海外格付けについては巻末の無登録格付に関する説明書を参照していただきたい。

図表 13 日本たばこ、日本国、iTraxx Japan の 5 年物 CDS 相場(2023/10/7 時点)

銘柄	日本たばこ	日本国	iTraxx Japan S40
通貨	日本円	米ドル	日本円
CDS 5年 スプレッド	26.8	27.8	77.8

出所: Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

日本たばこ株式の長期保有の観点からの投資評価

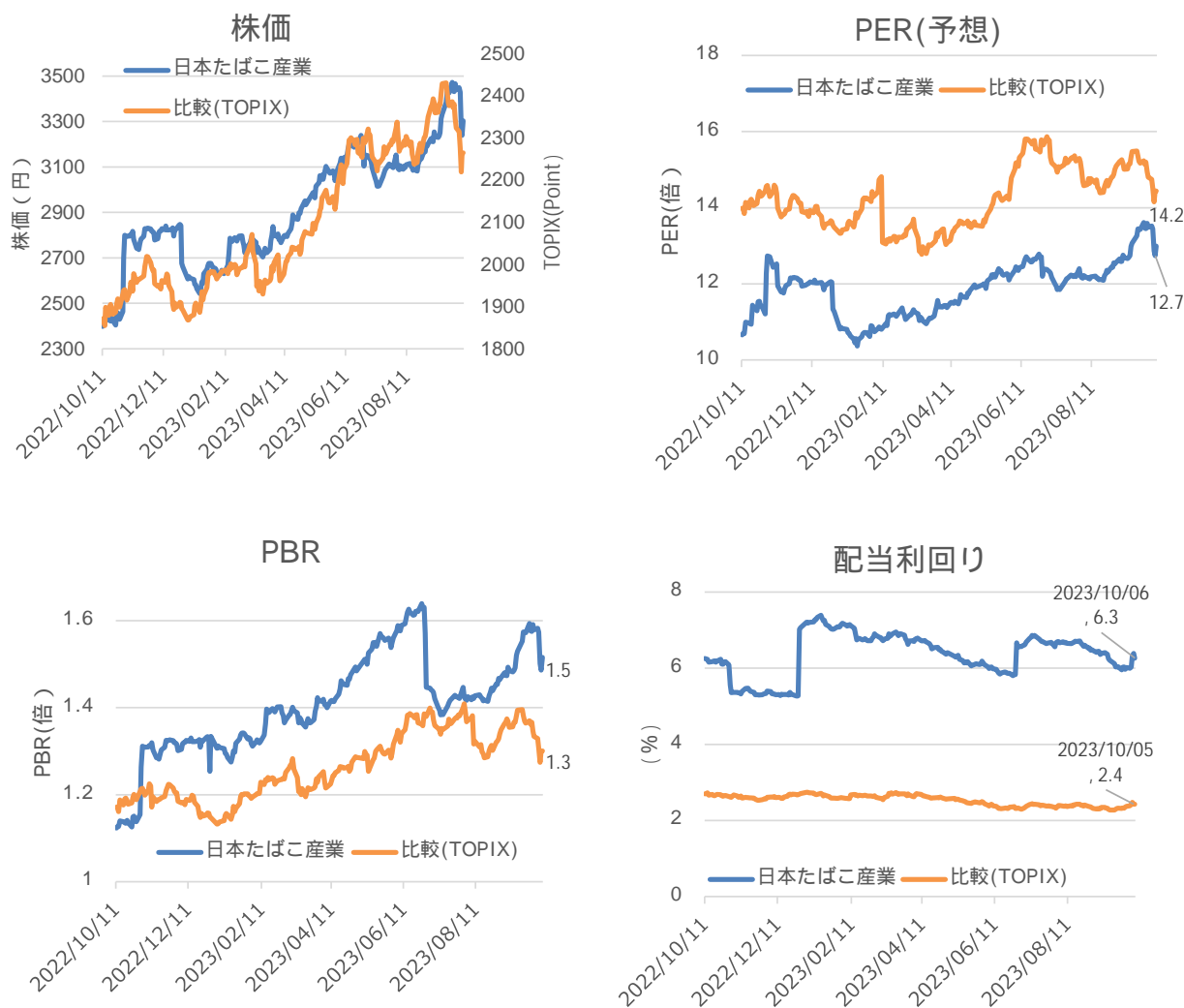
配当利回りは6.3%と高く、PER・PBRなどの指標のTOPIXより割安感があり、長期安定保有の投資対象株式として推奨

以下の図表 14 には、日本たばこの各種株価指標を TOPIX と比較した。同社は安定的な増収と利益成長を維持しており、TOPIX との PER 格差は縮小傾向にあるが、依然として TOPIX より低い PER にあり利益面からの割高感はない(右上図)。株価も TOPIX と同様のトレンドで推移をしてきたが、足元の TOPIX 調整局面ではより底堅く落ち込みが抑制されている(左上図)。また、配当利回りは TOPIX の 2.4% に対し 6.3% と約 4% 程度高い水準にある。PBR は 1 倍超えの 1.3 倍であるが、TOPIX の 1.5 倍よりは割安な評価とも考えられる。

たばこ市場の安定性、また日本たばこの収益構造やバランスシートを総合的に評価すると、同社のビジネスモデルの安定性は長期にわたって維持されやすく、配当による株主還元も安定して実施されている。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、日本たばこを推奨する。

以上

図表 14 日本たばこの株価と、TOPIX との株価各種指標比較(2023/10/5 まで)



出所: Bloomberg データより 5 バリューストックで作成

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、デュデリジエ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バリューアセット株式会社**
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