

# アンハイザー・ブッシュ・インベブ(MDY:A3、S&P:A-)の 事業概要と同社のクレジット投資評価

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
2. AB インベブの事業概要 p. 2
  - AB インベブは、ビールを中心にアルコール飲料及びノンアルコール飲料の製造・販売を行う酒類メーカーである。
  - M&A によりビールブランドやバリューチェーンを獲得し事業規模の拡大を続けており、収益性はビール業界で最も高い水準となっている。
  - FY2019 年以降、アルコール飲料の消費動向の変化もあり、非ビール事業は拡大傾向にある。
3. 世界のビール市場と AB インベブの市場シェアの状況 p. 4
  - ビールの消費はアジアや中南米等の新興国を中心にパンデミックから回復がみられているものの、先進国では消費が減少傾向にある。
  - AB インベブは世界のビール市場において世界で最も高い 25.8% のシェアを保持しており、高いプレゼンスとブランド力を発揮している。
4. AB インベブの業績状況 p. 8
  - AB インベブの売上は、ビールのプレミアム化による価格上昇や販売量のパンデミックから回復により増収傾向。営業利益もパンデミック以降増益傾向にあるものの、FY2023 は原価の増加により微減益となった。
  - 原価の増加や為替影響で EBITDA マージンは悪化傾向にあるものの、依然ビール会社の中では最も高い収益性を発揮している。
5. AB インベブの財務状況 p. 12
  - AB インベブの財務状況は全体的に改善傾向が継続している。
  - 負債の継続的な削減による自己資本比率が前半期比+12 ポイント改善し、42.3%。
  - ネット有利子負債/EBITDA 倍率は 3.3 倍と健全な水準にまで改善。
  - ネット有利子負債/EBITDA 倍率の目標を 2.0 倍としており今後数年は負債の削減が継続され、また大規模な買収に係る負債調達は行われないと見られている。
  - FCF は安定的かつ改善傾向にある。
6. AB インベブの信用格付、及び社債の投資評価 p. 15
  - AB インベブの信用格付は、Moody's から A3 格、S&P からは A- 格と高い信用能力を評価し、両格付機関共に発行体格付けの見通しを「安定的」としている。
  - 同社の信用力は、ビール市場における圧倒的な市場シェア、収益性、安定した需要によって下支えされやすい。
  - 同社社債は、消費者向け事業ではあるものの、長期の安定保有を前提とした、有効な投資対象となり得る。

## AB インベブ(MDY:A3、S&P:A-)の事業概要と同社のクレジット投資評価

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、Anheuser-Busch InBev N.V.（以下、AB インベブ）の、FY2023の通期決算(AB インベブは12月末決算)を元に、AB インベブの経営状況や主要商品市場の現状を確認し、同社に対するクレジット評価を行う。なお、本レポートでは、損益計算書の値は2024年5月9日公表の2024年度第一四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。
- 四半期の決算表記については、Q1が1~3月、Q2が4~6月、Q3が7~9月、そしてFQ4が10~12月として記載される。
- 半期の決算表記については、FH1が上半期(1~6月末)、FH2が下半期(7~12月末)として記載される。

## 2. AB インベブの事業概要

### [ポイント]

- AB インベブは、ビールを中心にアルコール飲料及びノンアルコール飲料の製造・販売を行う酒類メーカーである。
- M&A によりグローバル市場でビールブランドやバリューチェーンを獲得し、事業規模の拡大を継続、収益性もビール業界の同業他社比で最も高い水準となっている。
- 総売上高の 88.7%とほとんどをビール事業が、残りの 11.3%を非ビール事業が占める。
- FY2019 年以降、消費者の嗜好やライフスタイルの変化に伴うアルコール飲料の消費動向の変化もあり、非ビール事業がより拡大する傾向にある。

### AB インベブの事業概要

AB インベブ (Anheuser-Busch InBev) は、ベルギー・ルーヴェンに本拠を置き、ビールを中心にアルコール飲料及びノンアルコール飲料の製造・販売を行う酒類メーカーである。同社は 200 以上のビールブランドのポートフォリオを有する、世界的な酒造会社である。同社は、北米事業、中米事業、南米事業、EMEA 事業、APAC 事業、グローバル輸出・持株事業の 7 つの地域セグメントで事業を展開する。また、同社は主要なビールのブランドとして、「Budweiser」、「Corona Extra」、「Goose Island」、「Stella Artois」、「MODELO」等を展開する。その他のノンアルコール飲料等の非ビール製品は、「Cutwater」のようなハードセルツァーや「Master of Malt」のようなスピリッツまで幅広く展開をしている。

AB インベブの特徴的な点として、積極的なボルトオン買収による事業の拡大を続けてきたことがあげられる。図表 1 には、AB インベブによる直近の買収 20 案件を示した。象徴的な案件として、2015 年 10 月に公表された、当時ビール市場において世界 2 位の数量シェアの SAB Miller を 1,161.2 億ドルで買収した案件が挙げられる。この買収の結果、AB インベブは、世界のビール市場の数量シェアで約 4 分の 1 を占める世界最大のビール会社となった。AB インベブは本件のような買収を世界中で行うことでブランドを獲得し、ビール市場でのグローバルシェアを伸ばし高い競争力を発揮すると同時に、生産拠点や物流拠点の集約等による経費削減などの効果を得ることで、「規模の経済」による圧倒的な収益性を実現している(図表 7 参照)。なお、世界的なビール業界の再編は、おおむね 2010 年代に完了しており、今後は新たな業態参入などが無い限り、今後 M&A の頻度は低下しやすい状況にある。

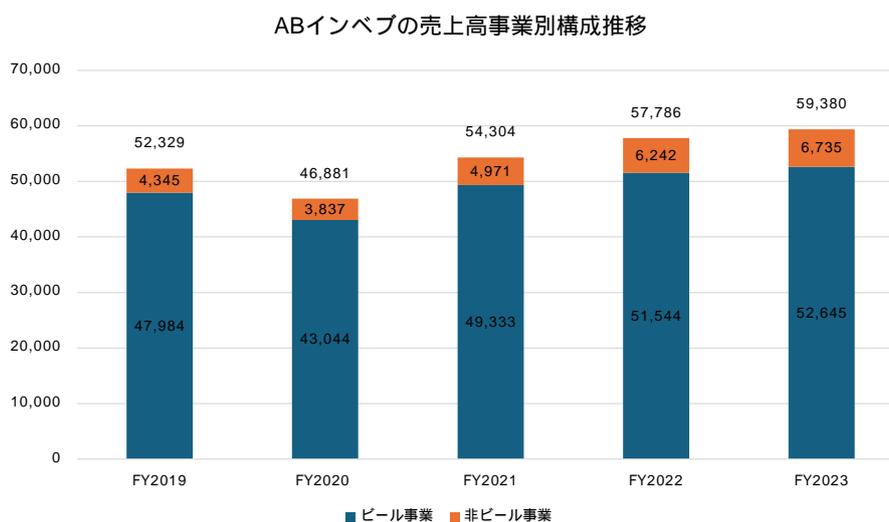
図表 2 には、AB インベブの売上高の事業別構成比の推移を示した。FY2023 の売上高のうち、ビール事業の売上高構成比は 88.7%と大半を占めているが、同割合が 91.7%であった FY2019 からみればビール事業の構成比は徐々に減少を続けている。これは、同社が非ビール事業による売上を伸ばしていることに起因する。AB インベブは、近年変化するアルコール飲料の消費動向を踏まえ、RTD 飲料やノンアルコール飲料市場への参入を進めており、事業ポートフォリオの変化が進められている。

図表1 AB インベブによる買収直近20件

公表日	被買収企業	概要	買収価額 (百万ドル)
2019/2/20	Cutwater Spirits, LLC	缶入りカクテル飲料メーカー	-
2018/1/26	Weissbeurger Ltd.	ビール・飲料業界向けIoT分析ツール開発会社	-
2016/11/3	Karbach Brewing Company	米国クラフトビール醸造会社	-
2016/10/21	La GINETTE	オーガニックビール醸造会社	-
2016/9/9	Boathouse Beverage, LLC	ハードセルツァーメーカー	-
2016/9/8	Brouwerij Bosteels NV	ベルギービール醸造所	-
2015/12/21	Camden Town Brewery Ltd	英国ビール醸造所	126.5
2015/10/7	SABMiller plc (nka:ABI SAB Group Holding Limited)	英国ビール醸造会社、世界2位	116,120.6
2015/9/2	Horizon Beverage Co., Portion of Distribution Business in Oakland	米国ビール卸売業者流通事業の取得	-
2015/8/4	American Eagle Distributing Co.	米国ビール卸売業者	-
2015/5/4	Bogota Beer Company S.A.S	コロンビアビール醸造会社	-
2015/2/16	InBev India International Ltd.	インド子会社	-
2015/1/23	Elysian Brewing Company, Inc.	米国ビール醸造所	-
2014/7/7	Big Boss	中国ビール醸造会社	-
2014/7/2	Pivovar Samson a.s.	チェコビール醸造所	-
2014/4/9	Ginsber Beer Company Limited	中国ビール醸造会社	539.0
2014/2/5	Blue Point Brewing Company, Inc.	米国クラフトビール醸造会社	-
2014/1/20	Oriental Brewery Co., Ltd.	韓国ビール醸造会社	5,519.0
2012/10/31	Four Breweries in China	中国ビール醸造会社	439.0
2012/6/29	Grupo Modelo, S.A.B. de C.V.	メキシコビール醸造所	16,764.3

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表2 AB インベブの売上高事業別構成比(単位:百万ドル)



出所: AB インベブ開示資料より5バリュアセットで作成

### 3. 世界のビール市場と AB インベブの市場シェアの状況

#### [ポイント]

- ビールの消費はアジアや中南米等の新興国を中心にパンデミックから回復がみられているものの、先進国では消費が減少傾向にある。
- ビール会社は、アルコール飲料の消費の変化に合わせ、ビールのプレミアム化や新しい飲料カテゴリーへの参入、ノンアルコール・低アルコール飲料への注力といった戦略をとっている。
- AB インベブは世界のビール市場において世界で最も高い 25.8% のシェアを保持しており、高いプレゼンスとブランド力を発揮している。

#### 世界のビール市場の概況

前述の通り、AB インベブの売上高のほとんどがビール事業であり、世界各国において事業を展開している。ここでは、グローバルのビール市場と、その成長性に関する現状を確認し、併せて AB インベブのビール市場におけるポジショニングや競争下における差別化状況について確認する。

図表3には地域別ビール消費量推移を示した。キリンの統計<sup>1</sup>によれば、2022年における世界のビール総消費量は約1億9,120万キロリットルとなり、前年(2021年)比で+2.9%増加している。2019年と比較すると+0.94%の増加であり、コロナ禍からの回復傾向がみられている。

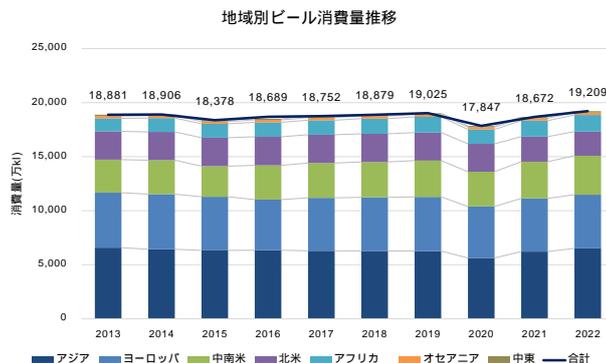
地域別で見ると、2022年におけるビールの総消費量が最も多いのはアジアで、世界の消費量の33.9%を占め、次いでヨーロッパが25.8%、中南米が11.8%を占める。2022年において対前年(2021年)比で増減率が相対的に大きかったのは中東で、+7.1%の増加となった。次いで中南米が+6.2%、アジアが+4.9%、アフリカが+4.8%の増加となった。国別でみると、ベトナム(+27.0%)、インド(+21.6%)、メキシコ(+14.5%)、イタリア(+11.8%)、フィリピン(11.4%)の国で消費量の増加が著しい(カッコ内は前年比増加率)。このように、ビールの消費量の増加が大きく成長しているのは主として新興国であり、これらの国の経済状況の改善や、GDPの成長による消費者一人当たりの可処分所得の向上が、ビール業界の成長に大きく寄与していることがわかる。

一方で、先進国の2022年の消費量は、対前年(2021年)比でアメリカが-4.2%、イギリスが-0.4%、カナダが-2.0%、ルーマニアが-5.7%と、北米やヨーロッパのような先進国地域では、ビールの消費量はパンデミック以降も横ばい・減少の傾向が続いている。これは、あえてお酒を飲まない「ソーバークュリアス」運動の人気の高まりなどにより、お酒を飲まない健康的なライフスタイルが浸透しつつあることなどが理由としてあげられる(ここまで図表3)。

ビールの消費はアジアや中南米等の新興国を中心にパンデミックから回復  
一方、先進国では消費が減少傾向を継続

<sup>1</sup> “2022年 世界主要国のビール消費量” キリンホールディングス, 2023/12/22.

図表3 地域別ビール消費量推移



	2021年	2022年	構成比	前年比増加率
アジア	6,213.5	6,516.0	33.9%	+4.9%
ヨーロッパ	4,924.2	4,963.0	25.8%	+0.8%
中南米	3,398.3	3,608.0	18.8%	+6.2%
北米	2,321.7	2,228.0	11.6%	-4.0%
アフリカ	1,472.3	1,543.0	8.0%	+4.8%
オセアニア	225.4	225.1	1.2%	-0.1%
中東	116.7	125.0	0.7%	+7.1%
合計	18,672.0	19,208.6	100.0%	+2.9%

出所: キリン統計より5バリューアセットで作成

[https://www.kirinholdings.com/jp/newsroom/release/2023/1222\\_04.html](https://www.kirinholdings.com/jp/newsroom/release/2023/1222_04.html)

ビールメーカーにとって主力市場であった先進国を中心に、ビールの消費量が減少傾向にある中、AB インベプをはじめとする大手のビールメーカーは、(i)ビールのプレミアム化、(ii)新しい飲料カテゴリーへの拡大、(iii)ノンアルコール・低アルコール飲料への注力、という主に3つの戦略をとることで市場の変化に対応している。

#### (i)ビールのプレミアム化

2021年、米国におけるアルコール飲料市場でのビールの売上シェアが数量シェアを上回り、これは消費者がビールの量よりも質を優先する志向に変化しつつあることを示唆している。ビールのプレミアム化により、ビールメーカーはビールをより高い価格で販売できるようになり、減少しつつある消費の影響を緩和することができる。プレミアム化は、既存ブランドのプレミアム化、クラフトビールへの投資などによってなされている。AB インベプにおいては、バドワイザーやバドライトといった主力のブランドの売上が低迷する中、ショックトップ、ステアアルトワといったブランドのマーケティングへの注力や、世界最大のクラフトビール会社グースアイランドの買収によるブランドの拡充などにより、プレミアムビールの売上は成長を続けている。

#### (ii)新しい飲料カテゴリーへの参入

新型コロナウイルスによるパンデミックの影響で、消費者の飲酒の場として、自宅での飲酒が重視されるようになると、そのまま飲める飲料(RTD 飲料; Ready To Drink)の需要が高まった。ハードセルツァーやモルトベースのカクテル飲料等のような低カロリー・低アルコールのソフトアルコール飲料の成長が特に著しい。このようなアルコール飲料市場において、ビールメーカーは製品ポートフォリオをこの変化に対応させようとしており、AB インベプは2019年に缶入りカクテル飲料メーカーの Cutwater Spirits や Bon & Viv Spiked Seltzer を買収することで、これらのビール以外の新しい飲料カテゴリーへの参入を進めている。

ビール会社は、ビールのプレミアム化や新しい飲料カテゴリーへの参入、ノンアルコール・低アルコール飲料への注力を行いアルコール飲料の消費の変化に対応

## (iii) ノンアルコール・低アルコール飲料への注力

消費者は全般的にアルコールの摂取量を減らすライフスタイルが浸透したことで、アルコール飲料業界では、ノンアルコール・低アルコール飲料への注力を余儀なくされている。ビール会社においても、ノンアルコール・低アルコール飲料に注力されており、AB インベブは2025年末までに低アルコール・ノンアルコール飲料の製品ポートフォリオを世界のビール生産量の20%にまで拡大することを計画しており、パドワイザーゼロ等の低アルコール・ノンアルコール製品の提供を拡大している。

## AB インベブの市場シェアの状況

AB インベブは世界のビール市場において世界で最も高い25.8%のシェアを保持しており、高いプレゼンスとブランド力を発揮

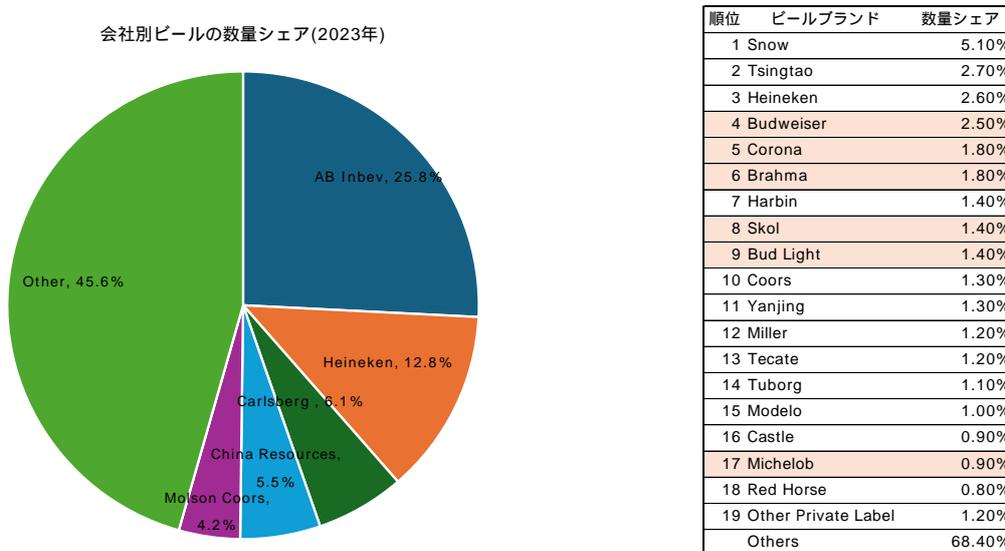
図表4には、世界のビール市場における数量シェア上位10社の割合を示した。AB インベブは数量シェアで、世界で最も高い25.8%のシェアを保持しており、2位のハイネケンに大きな差をつけており、そのプレゼンスは圧倒的なものとなっている。右図には、ブランド別ビールの数量シェアの上位19製品の割合を示した。色付けされているものはAB インベブが展開するブランドであり、AB インベブのビール製品ポートフォリオの強さがうかがえる。

ブランド力が競争力に直結するビール業界において、パドワイザーやコロナなどの世界的に認知され強固な顧客ロイヤルティを有する象徴的なラベルを有するAB インベブのブランド力は、これらを世界中に展開する流通ネットワークを有するスケールメリットと合わせて、圧倒的な競争力を発揮する。この結果、同社は、世界最大のシェアのビール会社として、業界のトレンドをリードするイニシアチブを有している。

AB インベブは非ビール飲料市場における競争力には課題

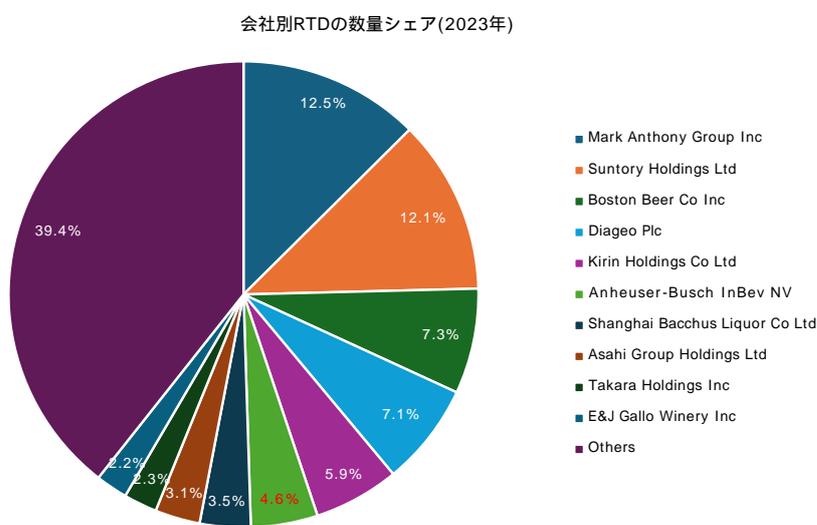
一方で、先述の通り、先進国を中心にビールの消費が縮小している傾向は、先進国での売上高が多い会社にとって、潜在的な弱体化要因ともなり得る。また、足元で拡大している非ビール飲料市場においては、同社でも新規参入を進めているものの、依然シェアは小さく、非ビール飲料市場における競争力には課題が残る。図表5には、直近市場が拡大している代表的な非ビール飲料であるRTDの市場シェア上位10社を示した。AB インベブは数量シェアで6位となっており、現時点では上位の非ビール飲料会社と肩を並べる水準までに事業を伸ばすには、追加の販売網整備、設備投資、プロモーションや買収等の投資が必要となる。

図表4 会社別ビールの数量シェア・ビールブランド別の数量シェア(2023年)



出所: Euromonitor データより5バリューアセットで作成

図表5 会社別 RTD の数量シェア(2023年)



出所: Euromonitor データより5バリューアセットで作成

#### 4. AB インベブの業績の状況

##### [ポイント]

- AB インベブの売上は、ビールのプレミアム化による価格上昇や販売量のパンデミックから回復により増収傾向。営業利益もパンデミック以降増益傾向にあるものの、FY2023 は原価の増加によりわずかに減益となった。
- 原価の増加や為替影響で EBITDA マージンは悪化傾向にあるものの、依然ビール会社の中では最も高い収益性を発揮している。
- 売上高を地域別で見ると、中米、北米が最大の売上構成比を占める。

##### P/L の状況

ここでは、直近までの損益計算書に基づき、AB インベブの収益力について確認する。

売上高  
[四半期]  
価格上昇に伴い前年  
同期比+2.3%の増収  
[通期]  
パンデミックからの回復  
傾向で+2.8%増収

直近四半期(FY2024 Q1)における AB インベブの連結売上高は、前期(FY2023 Q4)比 +0.5%増収、前年同期比+2.3%増収の 145.5 億ドルとなった。ビールのプレミアム化による価格の上昇や収益管理の取り組み等が寄与した。通期で見ると、FY2023 の連結売上高は、前年(FY2022)比+2.8%増収の 593.8 億ドルであった。同社の売上高は、新型コロナウイルスによるパンデミックの影響を受けビールの消費が大幅に落ち込んだことに伴い FY2020 に大幅に落ち込んだものの、プレミアム化による価格上昇の寄与と販売量の増加により、以降は回復基調が続いている。なお、パンデミック以前(FY2019)の水準と比較し FY2023 は、売上高が+13.4%増収、総販売量が+4.2%増加となった。

営業利益  
[四半期]  
トップラインの増収と営  
業費用の圧縮で前年  
同期比+3.9%の増益

一方、直近四半期(FY2024 Q1)における AB インベブの連結営業利益は、前期(FY2023 Q4)比+8.2%増益、前年同期比+3.9%増益の 36.2 億ドルとなった。トップラインの増収に加え、増収比での営業費用の圧縮により増益となった。通期で見ると、FY2023 の連結営業利益は、前年(FY2022)比-0.2%とほぼ横ばいの 143.8 億ドルであった。なお、トップラインは増収だったにもかかわらず営業利益が微減となったのは、原料となる麦芽や缶の原料のアルミニウムの価格の上昇による原価の増加や、プレミアム化に伴う販売・マーケティング費用の増加などの影響による。パンデミックからの回復傾向にあるものの、パンデミック以前(FY2019)と比較すると、FY2023 の営業利益は約 9 割の水準に留まっている。

[通期]  
原価の増加や、プレミ  
アム化に伴う販売・マ  
ーケティング費用の増  
加により、-0.2%の減益

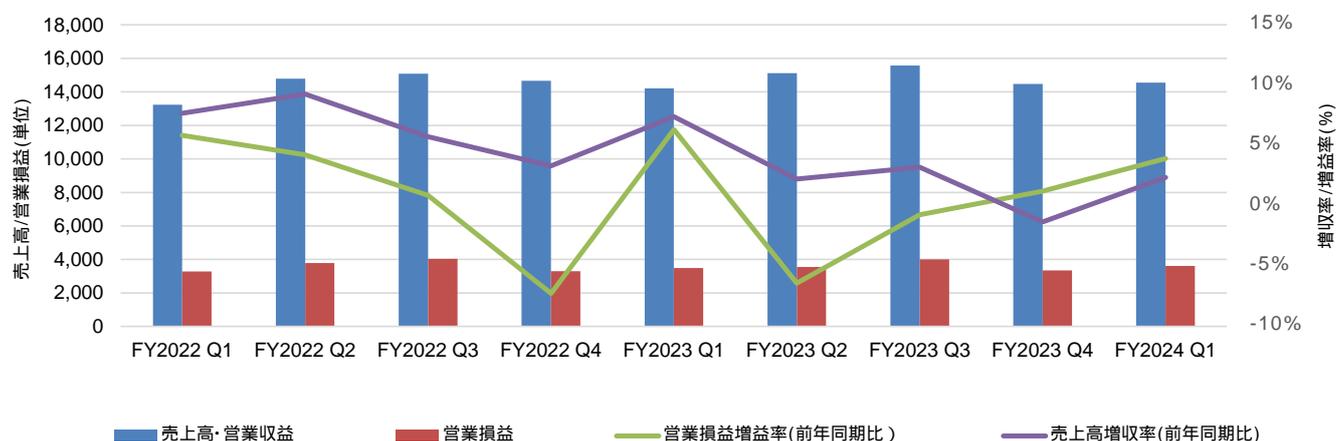
図表6 AB インベブの損益計算書・四半期売上高/営業利益の推移 (単位:百万米ドル)

## [損益計算書]

損益計算書	FY2022 Q1 2022/3/31	FY2022 Q2 2022/6/30	FY2022 Q3 2022/9/30	FY2022 Q4 2022/12/31	FY2023 Q1 2023/3/31	FY2023 Q2 2023/6/30	FY2023 Q3 2023/9/30	FY2023 Q4 2023/12/31	FY2024 Q1 2024/3/31	前年 同期比	FY 2022 2022/12/31	FY 2023 2023/12/31	年次 変化率
売上高・営業収益	13,235	14,792	15,091	14,668	14,213	15,120	15,574	14,473	14,547	+2.3%	57,786	59,380	+2.8%
売上原価	5,989	6,795	6,860	6,661	6,517	7,019	7,180	6,679	6,653	+2.1%	26,305	27,396	+4.1%
売上総利益	7,246	7,997	8,231	8,007	7,696	8,101	8,394	7,794	7,894	+2.6%	31,481	31,984	+1.6%
販売費及び一般管理費 + 研究開発(R&D)	4,134	4,520	4,365	4,610	4,365	4,728	4,605	4,564	4,457	+2.1%	17,628	18,263	+3.6%
営業費用	3,970	4,206	4,195	4,700	4,213	4,553	4,388	4,447	4,274	+1.4%	17,070	17,602	+3.1%
営業損益	3,276	3,791	4,036	3,307	3,483	3,548	4,006	3,347	3,620	+3.9%	14,411	14,382	-0.2%
税引前損益(GAAP)	1,023	2,695	2,513	3,292	2,645	1,202	2,632	2,646	2,278	-13.9%	9,525	9,125	-4.2%
法人税損益	524	720	688	-5	597	595	666	376	794	+33.0%	1,928	2,234	+15.9%
純利益(GAAP)	95	1,597	1,433	2,843	1,639	338	1,472	1,891	1,091	-33.4%	5,969	5,341	-10.5%
EBITDA	4,212	5,030	4,972	4,375	4,432	4,443	4,955	4,304	4,577	+3.3%	18,684	18,211	-2.5%
EBITDAマージン	31.8%	34.0%	32.9%	29.8%	31.2%	29.4%	31.8%	29.7%	31.5%	+0.3%	32.3%	30.7%	-1.7%

## [売上高・営業利益の推移]

## アンハイザー・ブッシュ・インベブの四半期売上高/営業利益の推移



出所: AB インベブ開示資料より5バリュースセットで作成

図表7では、数量シェア上位11社のFY2023における収益性の比較を示した。同社のFY2023におけるEBITDAマージンは前年(FY2022)比-0.13ポイント悪化の32.6%であり、パンデミック以前の水準(FY2019)と比較すると-7.1ポイントの悪化となるなどEBITDAマージンは悪化が続いていることがわかる。この原因として、先述の原材料費の増加や営業費用の増加、外国為替の影響等があげられる。しかし、近年、ABインベブの収益性が悪化傾向にあるとはいっても、数量シェアが2位のHeineken N.VのEBITDAマージンが19.9%(FY2023)、3位のCarlsberg A/SのEBITDAマージンが19.3%(FY2023)であることを考えると、依然として同社の収益性は高く、ビール業界でトップクラスにあることがわかる。また、粗利益率、営業利益率でも、他社と比較し、高い利益率が見て取れる。このように、ABインベブは、世界最大規模で事業を展開することで、事業規模比の固定費を抑制し、ビール市場における圧倒的に優位となる収益性の高さを実現している。

図表7 数量シェア上位10社の収益性比較(FY2023、単位:百万米ドル,%)

順位	企業	数量シェア	売上高	売上高総利益率	営業利益率	EBITDAマージン
1	Anheuser-Busch InBev NV	25.8%	59,380	53.9%	23.5%	32.6%
2	Heineken NV	12.8%	32,837	-	9.7%	19.9%
3	Carlsberg A/S	6.1%	10,681	44.6%	13.7%	19.3%
4	China Resources Holdings Co Ltd	5.5%	5,498	41.4%	17.9%	23.7%
5	Molson Coors Brewing Co	4.2%	11,702	37.3%	12.3%	19.0%
6	Tsingtao Brewery Co Ltd	4.0%	4,792	38.7%	15.1%	-
7	Asahi Group Holdings Ltd	3.1%	19,747	36.1%	8.8%	14.0%
8	Beijing Yanjing Brewery Co Ltd	2.0%	2,007	37.6%	5.7%	-
9	Constellation Brands Inc	1.8%	9,453	50.4%	31.8%	37.4%
10	San Miguel Corp	1.3%	26,012	16.5%	10.0%	13.7%

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

### AB インベブの地域セグメント別売上高・出荷量の傾向

売上高を地域別で見ると占める割合が大きいのは中米(27.5%)、北米(25.4%)

次に、AB インベブの地域別売上について確認する。図表8には、AB インベブの地域別売上高と、その構成比を示した。AB インベブは、報告セグメントを北米(North America)、中米(Middle America)、南米(South America)、APAC、輸出・持株事業(Global Export and Holding Companies)の地域ごとに分別している。FY2023における売上高は、中米(27.5%)、北米(25.4%)、南米(20.3%)、EMEA(14.5%)、APAC(11.5%)、輸出・持株事業(0.9%)の順に大きくなっている。前年(FY2022)比で売上高が増収となった地域は、中米(+15.3%)、南米(+3.8%)、EMEA(+5.8%)、APAC(+4.5%)の4セグメントであった。これらの地域は主にビールのプレミアム化によるビール価格の上昇が寄与し増収となった。一方、北米は、2023年4月にバドライトの不買運動によると影響を受け減収(-9.0%)となった。

AB インベブの事業展開は、地域では集中は見られないものの、国別では米国、ブラジルに集中

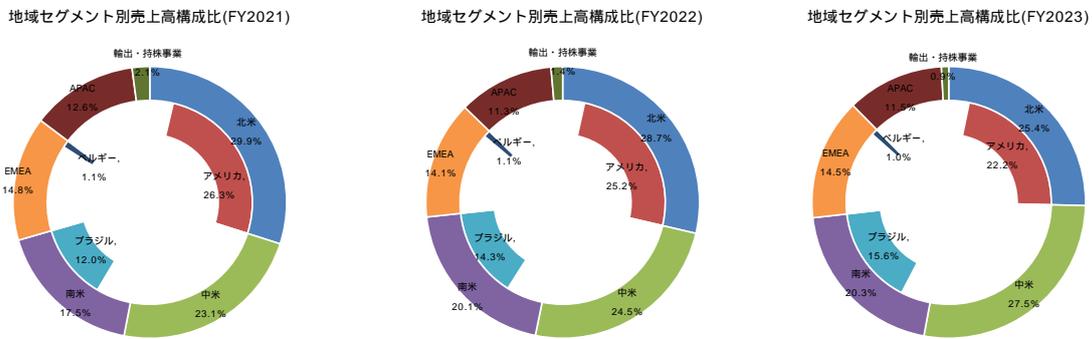
ビールをはじめとするアルコール飲料は、季節性や天候を要因とする売上に変動が生じる可能性がある。そのため、消費動向が類似している地域・国・州等に事業展開が集中している場合、変動による影響を大きく受ける可能性がある。同様に、為替や景気の変動、政治的不安定性、アルコール飲料への規制等の事業リスクが高い地域への集中も影響を大きく受ける。これらの影響を抑えるためには、事業展開を地理的に分散する必要がある。AB インベブはFY2023における売上高のうち北米が25.4%、中米が27.5%と占める割合が大きいものの、30%を超える集中した地域はなく、事業展開の地理的には分散されている。ただし、北米の売上高のうち、約9割を米国(全体の22.2%)が、南米の売上高のうち約8割をブラジル(全体の15.6%)が占め、これらの国への集中が見られている。これらの国で固有の事業リスクが顕在化した場合、影響を強く受ける可能性がある。

ビールのプレミアム化による価格上昇を反映し、APAC以外のセグメントで出荷量当たりの売上高は増収傾向

また、地域ごとの出荷量は、FY2023は南米、中米、APAC、EMEA、北米の順に多くなっている。前年(FY2022)比で出荷量が増加したのはAPAC(+4.5%)、中米(+0.7%)のみで、その他の減少した地域は、北米(-12.6%)、南米(-1.2%)、EMEA(-1.1%)であった。FY2023の合計の出荷量は前年比-2.0%の減少となった。出荷量当たりの売上高では、北米、中米、EMEA、南米、APACの順に高い。APACを除いたすべてのセグメントで出荷量当たりの売

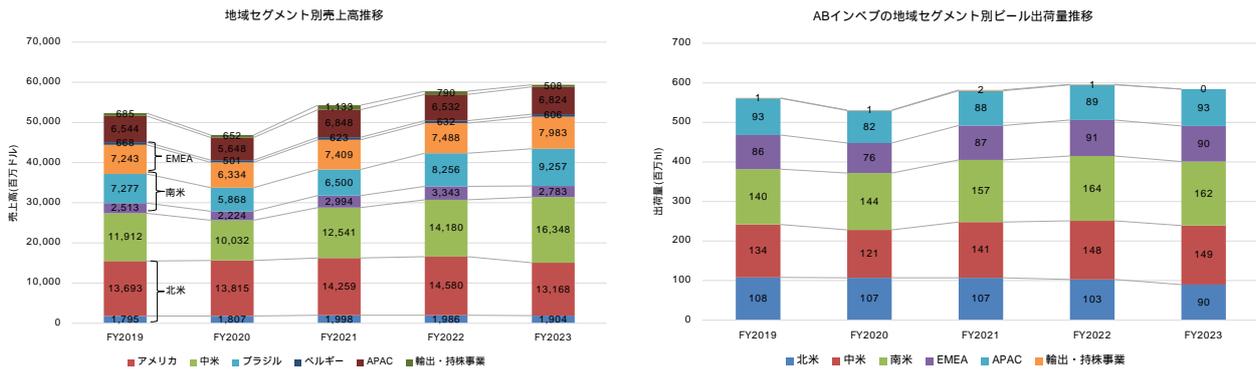
上高を伸ばしており、ビールのプレミアム化による価格の上昇を反映している。FY2019 比で特に伸長が大きかったのは中米で+23.4%の伸長となった。

図表 8 AB インベブの地域セグメント別売上高構成比 (単位:百万米ドル)



出所: AB インベブデータより5バリューアセットで作成

図表 9 AB インベブの地域セグメント別売上高・出荷量推移



出所: AB インベブデータより5バリューアセットで作成

## 5. AB インベプの財務状況

### [ポイント]

- AB インベプの財務指標は全体的に改善傾向が継続している。
- 負債の継続的な削減による自己資本比率が前半期比+12ポイント改善し、42.3%。
- ネット有利子負債/EBITDA 倍率は 3.3 倍と健全な水準にまで改善。
- ネット有利子負債/EBITDA 倍率の目標を 2.0 倍としており今後数年は負債の削減が継続され、また大規模な買収に係る負債調達は行われないと見られている。
- FCF は安定的かつ改善傾向にある。

以下の図表 10 には AB インベプの自己資本比率の推移を、図表 11 には有利子負債と手元流動性の推移を、図表 12 にはネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移をそれぞれ示した。また、図表 13 には貸借対照表・キャッシュフロー計算書の主要項目をそれぞれ抜粋した。

FY2023 末の 720.5 億ドルの有利子負債の大半は、2015 年に実行した SAB Miller の買収に関わる債券と融資による調達の残高が占める。同社は、余剰現金による負債の継続的な削減を行っており、バランスシートの厚みを変化せずに自己資本比率の改善を継続、FH1 2020 末時点の 30.3%から FH2 2023 末時点で 12 ポイントと大幅に改善し、FY2023 末時点 (FH2 2023 末時点)には、自己資本比率は 42.3%に達した。

また、資金のフローを確認するため、図表 11 に長短債務と手元流動性の推移を示した。同社のネット有利子負債は、継続的な負債の削減により、FH2 2019 以降、減少が継続されている。同社は、余剰現金の大部分を負債削減に充てており、毎年およそ 20～50 億ドルずつの額の純負債が削減されている。FH1 2023 末において、約 25 億ドルネット有利子負債が増加しているが、これは現金等が一時的に減少したことに起因する。一方、EBITDA は、新型コロナウイルスによるパンデミックの影響を受けた FH1 2022 において大幅に下落があったものの、他の時期はおおむね横ばいで推移している。ただし、先述の負債の継続的な削減により、返済能力の指標である「ネット有利子負債/EBITDA 倍率」は、EBITDA が大幅に落ち込んだ FH1 2020 の 5.7 倍から直近(FH2 2023)の水準で 3.3 倍という健全な水準まで徐々に切り下がっており、債務返済能力は改善が継続している(図表 12)。同社は、ネット有利子負債/調整後 EBITDA 倍率 2.0 倍をターゲットとし、引き続き負債の圧縮は継続されると考えられる。負債の継続的な圧縮による資本コストの削減分は、増配や自社株買いなどの株主還元策に充てられている。また、同社は今後数年間オーガニックな成長を志向しており、当面他社への大規模な買収は行わないとみられ、新たな調達による負債増加はないと考えられる。

図表 13 には、キャッシュフローの推移を示した。直近半期(FH2 2023)の営業活動によるキャッシュフロー(営業 CF)は、前年同期 (FH2 2022)比+4.9%増加の 116.68 億ドルであった。FY2023 通期で見ると、前年(FY2022)比-0.2%微減の 132.65 億ドルのキャッシュインであった。これは、FY2023 の売上の増加により、米国の卸売業者に対する与信期間が延長され売掛金が増加したことに加え、在庫購入・設備投資の減少により買掛金及びその他の債務が減少したことに起因する。一方、直近半期(FH2 2023)における投資活動によるキャッシュ

自己資本比率は負債の削減により改善傾向にあり、FY2023 末時点で 42.3%

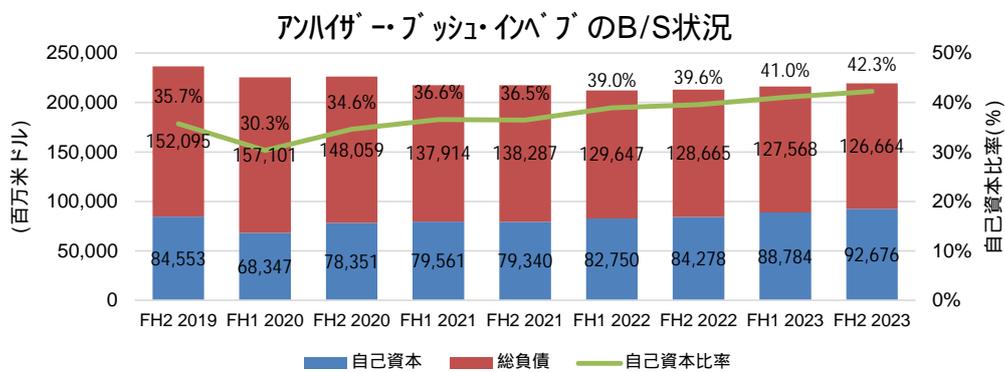
ネット有利子負債/EBITDA 倍率は改善傾向にあり、FY2023 末時点で 3.3 倍まで改善

今後数年はオーガニック成長を志向し、大規模な買収は行われないと見られ、負債の削減は継続

FCF は安定し健全な増加傾向にあり負債の削減にはさらに余力

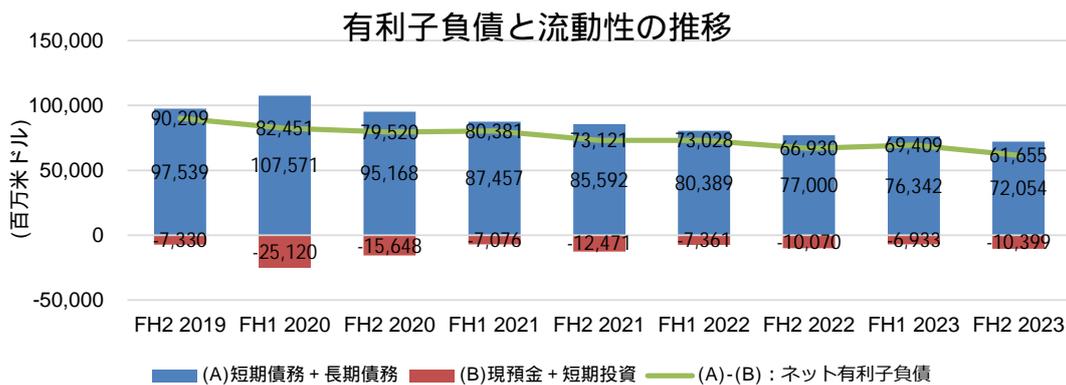
フロー(投資CF)は、設備投資が大半を占め、22.93億ドルのキャッシュアウトであった。これらにより、フローキャッシュフロー(FCF)は、93.75億円となった。同社のFCFは、安定し健全かつ増加傾向にあり、負債の削減に余力がある状況となった。同社は、ネット有利子負債/EBITDA倍率2.0倍をターゲットに、余剰資金を負債の圧縮に充てる方針を採っており、引き続き負債の圧縮は継続され、財務状況は改善が続くと見込まれる。なお、同社の営業CFには半期ごとの季節性が見られるが、これは営業循環期間による減少であり、FCF創出に悪化は見られない。

図表 10 AB インベプの自己資本比率の推移



出所: AB インベプ開示資料より5バリューアセットで作成

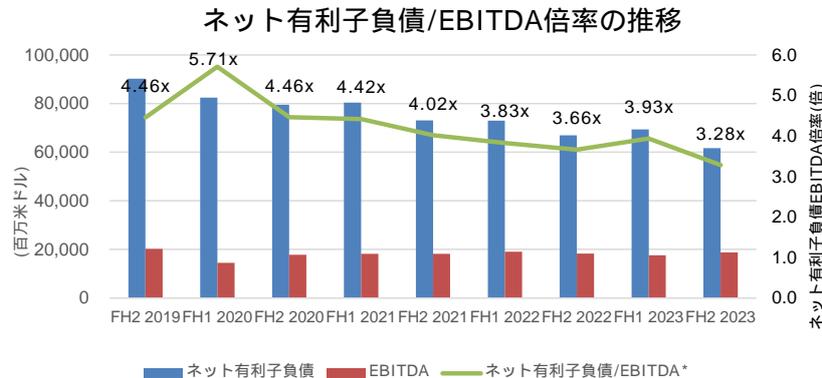
図表 11 AB インベプの有利子負債と手元流動性の推移



出所: AB インベプ開示資料より5バリューアセットで作成

(注): 図中では手元流動性をマイナスで、有利子負債をプラスで示している

図表 12 AB インベプのネット有利子負債/EBITDA 倍率の推移



出所: AB インベプ開示資料より5バリュアセットで作成

(注): EBITDA、倍率については半期の値を2倍して年換算し表示している点に注意

図表 13 AB インベプの貸借対照表・キャッシュフロー計算書 (単位:百万米ドル)

## [貸借対照表]

貸借対照表	FH2 2019 2019/12/31	FH1 2020 2020/6/30	FH2 2020 2020/12/31	FH1 2021 2021/6/30	FH2 2021 2021/12/31	FH1 2022 2022/6/30	FH2 2022 2022/12/31	FH1 2023 2023/6/30	FH2 2023 2023/12/31
売掛金等合計	6,251	5,661	5,134	5,571	5,077	5,834	5,733	7,004	6,372
+ 現金及び現金同等物	7,238	25,018	15,252	6,790	12,097	7,027	9,973	6,848	10,332
+ 短期投資	92	102	396	286	374	334	97	85	67
手元流動性	7,330	25,120	15,648	7,076	12,471	7,361	10,070	6,933	10,399
+ 在庫	4,427	4,339	4,482	5,355	5,399	6,107	6,612	6,839	5,583
流動資産総額	28,814	36,215	26,519	19,502	23,949	20,720	23,186	21,483	23,367
+ 固定資産純額	27,544	24,718	26,419	26,618	26,678	26,320	26,671	27,181	26,818
+ 総長期投資	5,971	5,901	6,280	6,153	6,035	4,697	4,831	4,907	5,050
+ その他固定資産	42,452	40,049	41,527	41,072	40,430	40,421	40,209	40,973	41,286
資産総額	236,648	225,448	226,410	217,475	217,627	212,397	212,943	216,352	219,340
流動負債総額	34,841	31,020	32,352	30,072	34,184	30,892	34,383	33,773	37,156
+ 短期借入金	1,667	3,225	1,527	46	53	130	83	53	17
+ その他流動負債	5,852	5,401	5,977	4,878	6,757	5,651	6,324	6,433	6,630
+ 長期債務	95,872	104,346	93,641	87,411	85,539	80,259	76,917	76,289	72,037
非流動負債総額	117,254	126,081	115,707	107,842	104,103	98,755	94,282	93,795	89,508
合計負債	152,095	157,101	148,059	137,914	138,287	129,647	128,665	127,568	126,664
自己資本合計	84,553	68,347	78,351	79,561	79,340	82,750	84,278	88,784	92,676
総資本(負債+資本)	236,648	225,448	226,410	217,475	217,627	212,397	212,943	216,352	219,340

## [キャッシュフロー計算書]

キャッシュフローの状況	FH2 2019 2019/12/31	FH1 2020 2020/6/30	FH2 2020 2020/12/31	FH1 2021 2021/6/30	FH2 2021 2021/12/31	FH1 2022 2022/6/30	FH2 2022 2022/12/31	FH1 2023 2023/6/30	FH2 2023 2023/12/31
営業活動によるキャッシュフロー	9,139	1,119	9,772	3,939	10,860	2,182	11,116	1,597	11,668
投資活動によるキャッシュフロー	-3,176	9,067	-2,731	-2,209	-3,669	-1,917	-2,703	-2,061	-2,293
フリーキャッシュフロー	5,963	10,186	7,041	1,730	7,191	265	8,413	-464	9,375
財務活動によるキャッシュフロー	-6,757	8,231	-16,706	-10,107	-1,491	-5,392	-5,228	-2,823	-5,773
現金及び現金同等物の純増減額	-906	17,696	-9,618	-8,503	5,300	-5,146	2,993	-3,096	3,520

出所: AB インベプ開示資料より5バリュアセットで作成

## 6. AB インベブの信用格付、及び社債の投資評価

### [ポイント]

- AB インベブの信用格付は、Moody's から A3 格、S&P からは A-格と高い信用能力を評価し、両格付機関共に発行体格付けの見通しを「安定的」としている。
- パンデミックからの収益回復や財務状況の改善傾向などを反映し、スプレッドのタイト化が続いている。
- 同社の信用力は、ビール市場における圧倒的な市場シェア、収益性、安定した需要によって下支えされやすい。同社社債は、消費者向けセクターであるものの、長期の安定保有を前提とした、有効な投資対象となり得る。

### 信用格付機関の評価

図表 14 には、AB インベブの信用格付(発行体格付)を示した。AB インベブは Moody's からは A3 格、S&P からは A-格と、相対的に高い発行体としての信用力評価を受けている。パンデミックによる収益性の悪化により 2020 年には 2 社ともに格下げを行ったものの、収益性の回復や、負債の継続的な削減を反映し、2023 年には 2 社ともに格上げを行った。また、どちらの格付機関ともに発行体格付けの見通しを「安定的」としている。

図表 14 AB インベブの発行体格付一覧(2023年7月18日時点)

	発行体格付					
	Moody's		S&P		Fitch	
	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付	格付/Outlook	日付
発行体格付け	A3	2023/03/31	A-	2023/04/21	-	-
格付け見通し	STABLE	2023/03/31	STABLE	2023/04/21	-	-

出所: AB インベブ開示資料より 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けに関する説明書を参照していただきたい。

### 社債の市場価格とその推移

以下の図表 16、17 には、AB インベブ社債のスプレッドと利回りの推移、及び期間構造を示した。同社のスプレッドは、先述のパンデミックからの収益回復や財務状況の改善傾向などを反映し、タイト化が続いている。また、残存期間が 10 年未満の社債ではスプレッドは大きく落ち込んでいるものの、10 年以上の社債に関しては長い年限を採った場合にも極端なスプレッドの増減は観測されておらず安定的となっている。長期的に見て、AB インベブのビジネスや利益構造の悪化可能性に伴う潜在リスクを市場が織り込んでいるようには見ない。これは、同社のビジネスモデルの優位性による安定性や元利金の支払い能力が長期的に安定しやすいとの市場の評価が反映されている。

図表 15 AB インベブ社債の利回り/スプレッド例(2023年7月18日時点)

ISINコード	満期	初回コール日	クーポン	通貨	残高 (百万米ドル)	S&P 格付	劣後 債	コール可 能	リスク 国	直近慣例利 回り	ミッド・オブ・ショ ン調整スプレ ッド (bp)
US03522AAG58	2026/02/01	2025/11/01	3.650	USD	1,232	A-	N	Y	BE	4.88	24.3
US035240AQ30	2029/01/23	2028/10/23	4.750	USD	4,250	A-	N	Y	BE	4.65	46.7
US03522AAH32	2036/02/01	2035/08/01	4.700	USD	5,342	A-	N	Y	BE	5.01	75.2
US03523TBF49	2039/01/15	Field Not App	8.200	USD	1,249	A-	N	N	BE	5.24	93.9
US03522AAJ97	2046/02/01	2045/08/01	4.900	USD	9,519	A-	N	Y	BE	5.34	84.9
US03523TBV98	2049/01/23	2048/07/23	5.550	USD	4,000	A-	N	Y	BE	5.29	83.9
US03523TBW71	2059/01/23	2058/07/23	5.800	USD	2,000	A-	N	Y	BE	5.34	94.3

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

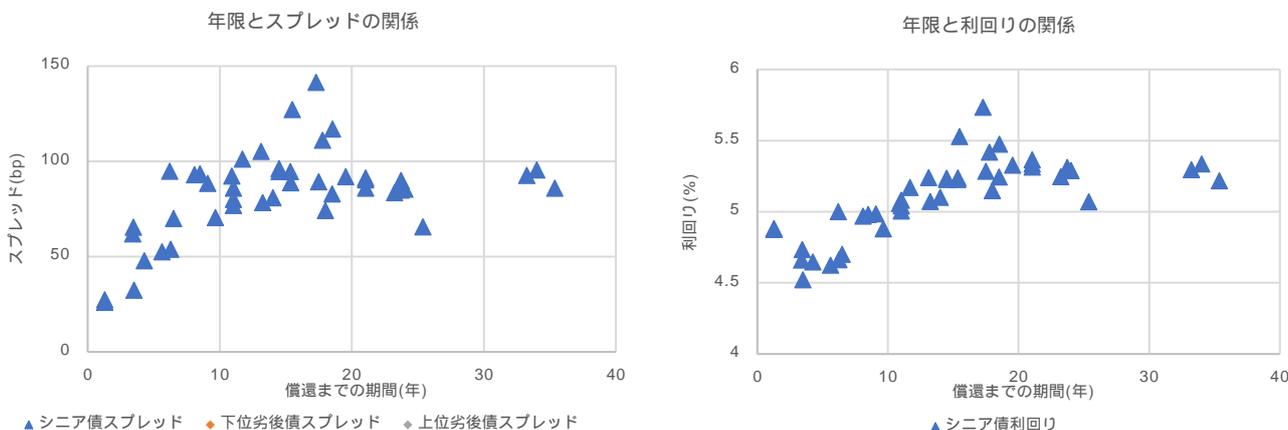
注: ここで参照している S&P の海外格付けについては、巻末の「無登録格付に関する説明書」も合わせてご確認ください。

図表 16 AB インベブ社債のスプレッド・利回り(2023年7月18日時点)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 17 AB インベブ社債の利回り/スプレッド・カーブ(2023年7月18日時点)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

### 同社への投資評価

同社の信用力は、ビール市場における圧倒的な市場シェア、収益性、安定した需要によって下支えされやすい

同社社債は長期の安定保有を前提とした、有効な投資対象となり得る

AB インベブはグローバルに展開したビール市場における圧倒的なシェアにより、高い競争力を維持している。先進国からエマージング諸国に成長のドライバーが移っていることは長期のビジネスモデルを考えた場合にも、成長の継続性が高いことを意味する。ビール業界では、世界的な再編がほぼ完了しており、M&A などによる財務の劣化可能性は限定的だ。また同業他社の収益性が AB インベブに比べ低いこともあり、同社のビジネスモデルを崩す強力なライバル企業の台頭は考えにくい状況だ。また、パンデミック時には、飲食店などの法人向け出荷が落ち込むタイミングでも、家庭用消費が伸長することで売上減を最小限に抑制される状況が観測された。このことは、単価の高い種類とは異なり、ビールは生活に密着した必需品に近い安定需要が存在することを示している。また、ネット有利子負債/EBITDA 倍率が 2.0 倍を目標に、継続的な負債の削減を実施しており、引き続き財務状況は改善が続くものとみる。

こうした状況を考えれば、同社の信用力は、ビール市場における圧倒的な市場シェア、収益性、安定した需要によって下支えされやすく、A 格レンジの格付けは維持されやすいものとみる。足下でスプレッドはタイト化しているものの、絶対的な利回りは横ばい～拡大で推移しており、利回りにも妙味がある。同社社債は、消費者向け事業ではあるものの、長期の安定保有を前提とした有効な投資対象となり得る。

## 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・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：ムーディーズ・レーティング(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://ratings.moodys.com/japan/ratings-news">https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news</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・レーティングの信用格付は、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。</p> <p>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&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。</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、2024年6月25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 バリューストック株式会社**

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、  
一般社団法人日本投資顧問業協会、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、一般社団法人日本号資産取引業協会、  
一般社団法人投資顧問業協会

株式会社 SBI 証券 金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 44 号、  
商品先物取引業者

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、  
日本商品先物取引協会

J トラストグローバル証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 35 号

加入する協会：日本証券業協会

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。

(202405\_159) (2016年5月) 0390900204

**【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。