

オラクル(MDY:Baa2、S&P:BBB、Fitch:BBB)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
本レポートでは、Oracle.corp(以下、オラクル)の FY2024Q1 までの四半期決算をもとに、同社に対するクレジット評価を行う。
- 2. オラクルの事業概要とクラウドサービス市場の構造** p. 2
 - オラクルは、データベースを中核に統合的なソフトウェア・サービスを提供。総売上高の 8 割をコア事業であるクラウドサービス & ライセンスサポートが占める。同事業は、オラクルの成長ドライバーでもある (年 10%程度の成長を継続)。
 - 2 番目以降の事業であるクラウドライセンス & オンプレミスライセンス、ハードウェア・システムズ、サービスの売上高は横ばいで推移。
 - 世界のクラウドサービス市場は急成長を継続している。高付加価値分野の SaaS が最も高い売上高を占め、オラクルも同セグメントの売上高が最も高く、第4位のシェアを保持。
 - SaaS-Application 市場では、オラクルの事業は必ずしも大手他社とは競合しておらず、事業シェアも維持しやすい。
- 3. オラクルの業績・財務状況** p. 8
 - FY2025Q1 の売上高は前年比で+6.9%の 13,307(百万米ドル)。クラウドサービス & ライセンスサポートの増収が寄与。営業利益も前年同期比 + 21.1%の 3,991(百万米ドル)。
 - 米国における売上高構成比が 62%を占める。米国国内の売上高は増加傾向、EMEA(欧州/中東/アフリカ)、アジアの売上高は横ばい。
 - オラクルの長期債投資の前提は、「米国 SaaS-アプリケーション市場で持つ優位性が今後も長期的に維持可能」であること。
- 4. オラクルの財務状況** p. 13
 - FY2022Q1 から債務超過に陥っていたものの、FY2023Q4 に有利子負債の圧縮を行い債務超過を解消。直近期(FY2025Q1)は 7.8%まで急回復した。
 - ネット有利子負債残高はサーナー買収以降、圧縮傾向。ネット有利子負債 EBITDA 倍率も 3.45 倍まで改善。
 - 営業 CF の増大を受け、フリーCF も増加、有利子負債の返済も継続しつつ、現金及び現金同等物は増加傾向を続けるなど、財務体質の健全性は増している。
- 5. オラクルの信用格付、及び社債、株式の投資評価** p.16
 - Moody's からは Baa2 格、S&P からは BBB 格、Fitch からも BBB 格とされている。財務体質の健全化が改善され、3 社とも見通しを安定的としている。
 - 今後 2~5 年以内には格付けに対して格上げ方向での影響が顕在化しやすい。
 - 2024 年 9 月に行われた 5/10/30/40 年の 4 本の同時起債(計 62.5 億ドル)では、前回に比べ平均年限も非常に長期化し、また金額も大幅に増加。社債市場による信任を体現。
 - 弊社では、オラクルは 15~40 年の超長期債投資の検討に値する発行体だと評価。

5バリューアセット アナリスト・レポート

オラクル(MDY:Baa2、S&P:BBB、Fitch:BBB)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、Oracle.corp(以下、オラクル)のFY2025 Q1までの四半期決算をもとに、オラクル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。本レポートでは、2024年9月9日公表の、2025年度第1四半期(2025/6-8月期)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。

2024年度(FY2024)は2023年6月1日から2024年5月31日まで、2025年度(FY2025)は2024年6月1日から2025年5月31日までとして表記する。

四半期の決算表記については、FQ1が6~8月、FQ2が9~11月、FQ3が12~2月、そしてFQ4が3~5月として記載される。

2. オラクルの事業概要とクラウドサービス市場の構造

オラクルの事業概要

[ポイント]

- オラクルは、データベースを中核に統合的なソフトウェア・サービスを提供。主に4事業分野からなる。
- 総売上高の8割をコア事業であるクラウドサービス&ライセンスサポートが占めている。同事業は、オラクルの成長ドライバーである(年10%程度の成長を継続)
- 2番目以降の事業であるクラウドライセンス&オンプレミスライセンス、ハードウェア・システムズ、サービスの売上高は横ばいで推移。

オラクル(Oracle Corporation)は、企業の情報管理用ソフトウェアを手掛けるソフトウェアメーカーであるが、同社製品は売切りではなく継続的なサービスとして提供されている。主な製品はリレーショナルデータベース、サーバー、アプリケーション開発、意思決定支援ツール、そして業務用アプリケーション等である。他にも、ネットワーク・コンピュータ、PDA、セットトップボックス、パソコン、ワークステーション、ミニコンピューター、メインフレーム、大規模並列処理コンピューターといったハードウェアも提供している。

同社のビジネスにおけるセグメントは、下記の4つの分野に分類することができる。

クラウドサービス & ライセンスサポート (Cloud Service & License Support)	当社のコア事業。企業アプリケーション及びインフラ技術の最新サービスを、クラウド(外部機関が提供するサーバー)を介して提供。顧客と直接契約を行い、契約成立時、または契約終了後に契約更新が行われる際に発生する料金を売上として計上する。契約期間中の関連技術のサポート・サービスの提供も、同セグメントに含まれる。
クラウドライセンス & オンプレミスライセンス (Cloud License & On-Premise License)	オンプレミスの(顧客の設置した独自の)IT環境に関して、データベース及びミドルウェア、アプリケーションソフトウェア製品を使用するためのライセンスを提供。このライセンス付与によって得られる手数料を売上として計上する。 ライセンス契約は通常第4四半期に最も多く発生するため、これらの支払いを受けることからキャッシュフローは翌四半期(=第1四半期)に最も多くなる。
ハードウェア・システムズ (Hardware Systems)	オラクル・エンジニアード・システムズ、ストレージ、業界特化型ハードウェア、オペレーティング・システムズ、仮想化、管理及びその他インフラ技術を提供する。そのほかにもハードウェアサポートも提供。これは、ハードウェア製品を稼働させるうえで必須となるソフトウェア・アップデートの提供、製品の修理、メンテナンス、技術サポート等を指す。
サービス (Services)	同社のアプリケーション及びインフラストラクチャー・テクノロジーの投資パフォーマンスを最大化するためのサービスを提供。

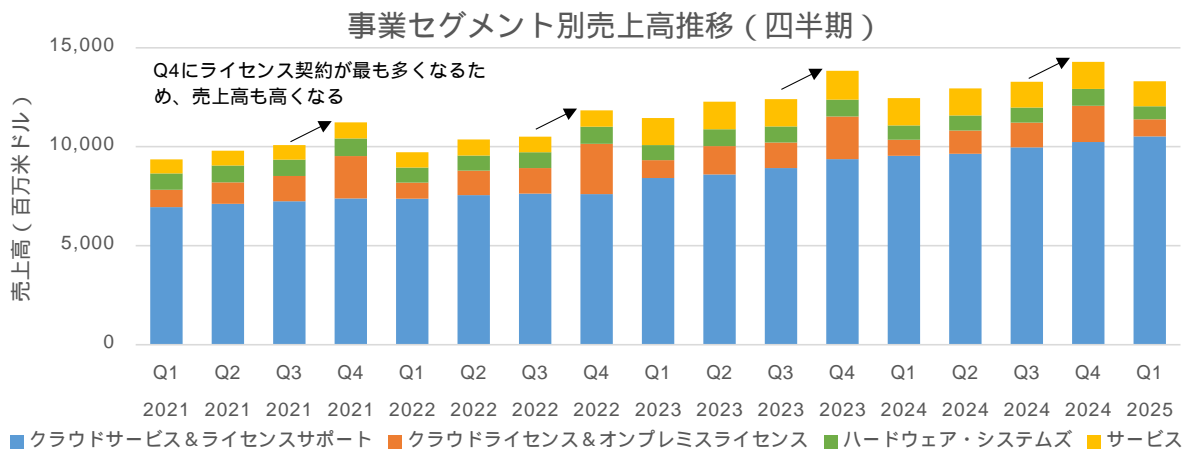
総売上高の約 8 割がクラウドサービス & ライセンスサポート事業。オラクルの成長ドライバーであるコア事業(年 10%程度の成長を継続)

他の3事業は、おおむね売上高が横ばいで推移

以下の図表 1 にはオラクルのセグメント別の四半期売上高の推移、そして図表2ではセグメント別の通期売上高の構成と推移を示した。同図表に示された通り、インテルの事業構造は下記の特徴と傾向を示している。

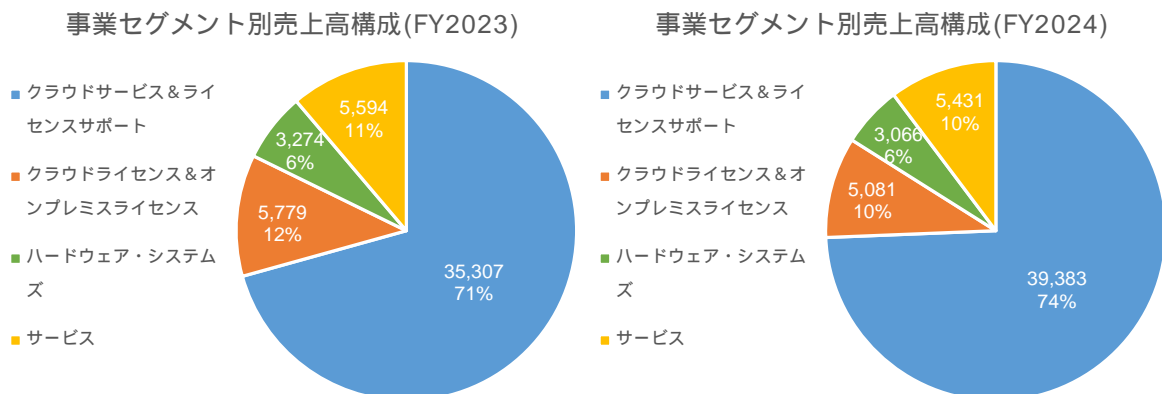
- クラウドサービス&ライセンスサポートは、売上高の最も多くを占めており(FY2025 Q1 には総売上高の 79%に)、売上高も成長を続けている (FY2025 Q1 には前年同期比で+10.2%)。オラクル社の継続的な成長のドライバーとなるコア事業である。
- クラウドライセンス&オンプレミスライセンスは、長期的な売上高の推移としては横ばいで推移している。大規模な特定顧客との取引慣行により、Q4 にライセンス契約が最も多くなる季節性がある(毎年 Q4 の売上高は他の四半期と比較して2倍程度)。全社の売上高も、同事業の売上高増減の影響を受け、毎年 Q4 のみ 10 億ドルほど高くなる。
- ハードウェアの売上高は横ばいでの推移となっており、今期(FY2025Q1)では前年同期比 8.3%と多少落ち込んだものの、安定的な振れ幅に留まっている。
- サービスの売上高は FY2023 Q1 に 5 億ドルほど上がり、その後はほぼ横ばいとなっている。

図表1 オラクルの四半期売上高推移



出所: オラクル開示資料より5バリューアセットで作成

図表2 オラクルの事業セグメント構成 (単位:百万米ドル)



出所: オラクル開示資料より5バリューアセットで作成

世界のクラウドサービス市場とオラクルの市場シェアの状況

- [ポイント]
- クラウドサービス市場は急成長を継続している。
 - クラウドサービス形態別で見ると、高付加価値分野の SaaS-Application セグメントが最も高い売上高を誇り、オラクルも同セグメントの売上高が最も高い。
 - 最も高付加価値で市場規模も大きい SaaS-Application 市場において、オラクルの市場シェアは 4 位で 3.4%。SaaS-Application 市場では、オラクルの事業は必ずしも大手他社とは競合しておらず、事業シェアも維持しやすい。
 - 中付加価値の PaaS 市場ではシェアは 5 位で 2.1%。PaaS においては、同業他社の売上高成長率はオラクルを大きく上回る。今後の競争力維持の施策を見守る必要あり。

前章で確認の通り、オラクルの売上高の約 8 割はクラウドサービス&ライセンスサポートによる売上高が占めている。ここでは、まずクラウド市場とその成長性に関する現状を確認すると同時に、オラクルの収益の柱となる同セグメントが、クラウドサービス市場においてどのようなプレゼンスにあり、競争下においてどのように差別化できているのかについて確認する。

一般に、クラウドサービスは下図の通りにそのサービスの内容と契約形態別に、下記の図表 3 の様に分類することができる。

図表 3 クラウドサービスの分類

SaaS	PaaS	IaaS
【ソフトウェア】	【ソフトウェア】	【ソフトウェア】
【プラットフォーム】 OS/ミドルウェア等	【プラットフォーム】 OS/ミドルウェア等	【プラットフォーム】 OS/ミドルウェア等
【インフラ】 ネットワークサーバー等	【インフラ】 ネットワークサーバー等	【インフラ】 ネットワークサーバー等

[高付加価値型クラウド]
オラクルが強い分野

[中付加価値型クラウド]

[低付加価値型クラウド]

アマゾン(AWS)が強い分野

-----マイクロソフトは全領域で強い-----

出所: 5バリューアセットで作成

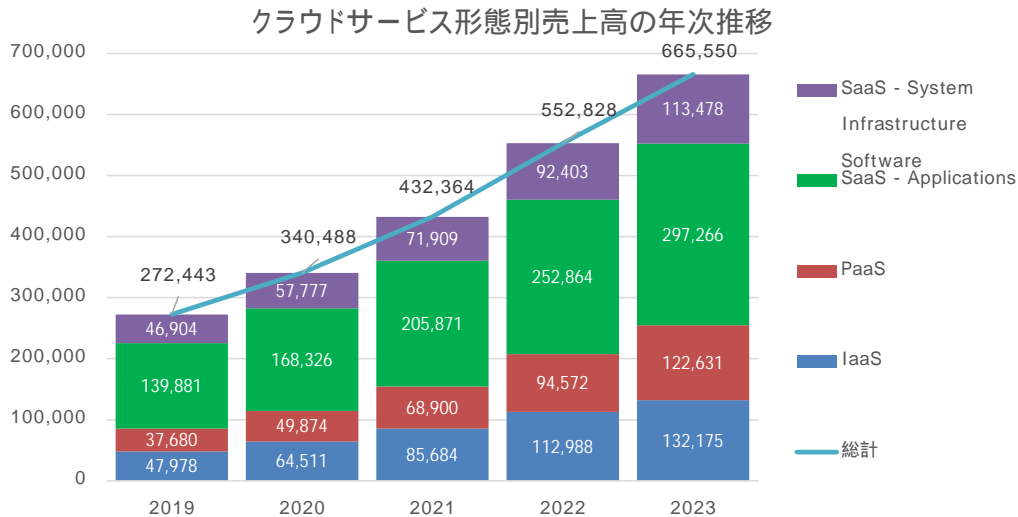
クラウドサービスの形態別分類

単に、データの保管スペースと障害への対応などのインフラを提供している基礎的なサービスを IaaS と呼ぶ。この分野は装置産業であり、大規模投資を行い高いシェアを低コストで確保することで優位性を確保する必要があり、アマゾンの提供する AWS などが該当する。これに、ユーザーが自分でアプリケーション開発を行うプラットフォームミドルウェアなどを加えて提供されるサービスが PaaS と呼ばれる中付加価値サービスとなる。さらに、アプリケーション・ソフトまで運営者が提供しユーザーはアプリケーションの範囲内に限定された使用が可能な機能を提供するのが SaaS と呼ばれる高付加価値サービスであり、オラクルの得意とするデータベース管理システムと一体のクラウドサービスも主にここに属する。

クラウド市場は急成長を続けている

下記の図表4にはクラウドサービスの形態別売上高の年間推移を示した。グローバルのクラウドの市場規模は、FY2023に前年比で+20.4%の高成長となっており、FY2019からの推移でも近い水準での高成長を継続している。形態別で見ると、SaaS-Applicationの売上高が最も大きく、オラクルも同セグメントで最も高い売上高と3.4%の市場シェアを有している。また、オラクルでは次いでPaaSの売上高が高くこちらでも3.4%のシェアを持っている。

図表4 クラウドサービス形態別売上高の年次推移 (単位:百万米ドル)



	IaaSの上位企業	売上高(2023) [百万米ドル]	市場シェア
1位	Amazon Web Services	61,900	46.8%
2位	Microsoft	21,083	16.0%
3位	Google	8,148	6.2%
	...		
11位	オラクル	856	0.6%
-	市場合計	132,175	100.0%

	SaaS - Applicationsの 上位企業	売上高(2023) [百万米ドル]	市場シェア
1位	Microsoft	44,691	15.0%
2位	Salesforce	22,564	7.6%
3位	SAP	10,744	3.6%
4位	オラクル	10,102	3.4%
-	市場合計	297,266	100.0%

	PaaSの上位企業	売上高(2023) [百万米ドル]	市場シェア
1位	Microsoft	29,301	23.9%
2位	Amazon Web Services	16,960	13.8%
3位	Google	9,185	7.5%
	...		
5位	オラクル	4,207	3.4%
-	市場合計	122,631	100.0%

	SaaS - System Infrastructure Software の上位企業	売上高(2023) [百万米ドル]	市場シェア
1位	Microsoft	16,683	14.7%
2位	ServiceNow	4,735	4.2%
3位	Gen Digital	3,773	3.3%
	...		
26位	Oracle	704	0.6%
-	市場合計	113,478	100.0%

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

(注) 売上高は暦年で集計

最も高付加価値で市場規模も大きい SaaS-Application 市場において、オラクルの市場シェアは4位で3.4%

以下でより詳細に確認する。最も市場規模の大きい SaaS-Application の中では、オラクルは世界4位のシェアを持ち、さらに同社の売上高は2年間で年率+27.3%の増収と、上位3社(マイクロソフト、セールスフォース、SAP)よりも大きい増収率となっていた(図表5)。この結果 FY2021 から FY2023 にかけて市場シェアは前年度より+0.2ポイント増の3.4%に伸び、シェアの増加幅でも上位2社を上回り、SAPと同等であった。ただし、オラクルの後を追う Google や Intuit も売上高を順調に伸ばしており、特に Google はオラクルと近い水準の売上高を計上し、かつオラクルを上回る増収率を示していた。

SaaS-Application 市場では、オラクルの事業は必ずしも大手他社とは競合しておらず、事業シェアも維持しやすい

ここで SaaS-Application は IaaS などの汎用的なクラウド形態とは異なり、アプリケーション・ソフトウェアとそれを稼働させるためのプラットフォームやインフラまで一貫して提供しているサービスのため、例えば上位3社や Google とオラクルでは事業が競合せず、オラクルのシェアと付加価値が守られやすい点を指摘したい。オラクルのデータベース・エンジンと競合しやすいのは、オープンソースの MySQL 等だが、これらが競合するのは PaaS 分野であり、SaaS 市場ではオラクルの市場優位性は維持されやすい、と考えられる。

ただし、高成長を続ける市場でシェアを維持するためには、価格競争力も大切であり、同社が現在行っているリストラクチャリング・プランによって、より効率的な収益構造への変革を進める必要がある。

図表5 SaaS-Application 市場の売上高上位10社(単位:百万米ドル)

2023年の順位	SaaS - Applicationsの上位企業	売上高(2023) [百万米ドル]	市場シェア	売上高(2022) [百万米ドル]	市場シェア	売上高(2021) [百万米ドル]	市場シェア	売上高成長率(2021-2023、 年率換算)	売上高シェア変動(2021-2023)
1位	Microsoft	44,691	15.0%	39,325	15.0%	31,905	15.6%	18.4%	-0.5%
2位	Salesforce	22,564	7.6%	20,218	7.6%	16,255	8.0%	17.8%	-0.4%
3位	SAP	10,744	3.6%	8,551	3.6%	6,920	3.4%	24.6%	0.2%
4位	オラクル	10,102	3.4%	7,986	3.4%	6,230	3.2%	27.3%	0.2%
5位	Google	9,917	3.3%	8,105	3.3%	5,664	3.2%	32.3%	0.1%
6位	Intuit	7,259	2.4%	6,208	2.4%	4,473	2.5%	27.4%	0.0%
7位	Workday	6,488	2.2%	5,459	2.2%	4,349	2.2%	22.1%	0.0%
8位	Adobe	5,605	1.9%	4,818	1.9%	3,945	1.9%	19.2%	0.0%
9位	Constellation Software	4,071	1.4%	3,160	1.4%	2,404	1.2%	30.1%	0.1%
10位	Zoom	3,962	1.3%	3,746	1.3%	3,385	1.5%	8.2%	-0.1%
-	市場合計	297,266	100.0%	252,864	100.0%	205,871	100.0%	20.2%	

出所: Bloomberg データより5バリュースセットで作成

(注)売上高は暦年で集計

中付加価値の PaaS 市場ではシェアは 5 位、2.1%

PaaS においては、今後の競争力維持の施策を見守る必要がある

次に PaaS 市場の状況を確認する。PaaS 市場もまた継続的な成長を続ける中、オラクルは同市場で 5 位の売上高と 2.1% のシェアを有する。FY2021 から FY2023 にかけてオラクルの売上高は年率+32.1% の増収と同市場の成長率である+33.4% におおむね近い成長を示していた。ただし、上位 3 社は年率+54.1 ~ +71.9% と大幅な増収傾向を示しており、上位 3 社による市場の寡占化が進んでいる。主に 11 位以下の小規模企業が市場シェアを喪失する中、オラクルはシェアを維持しているが上位 4 社との差は依然として縮まっていない。加えて、IBM、Atlassian、アリババグループ等の増収率もオラクルを大きく上回っている。

前述の通り、SaaS に比べると PaaS では、より汎用的な用いられ方がなされるため、今後もオラクルの市場シェアが安定的に維持されるかどうかについては、継続的なモニタリングを要する。ただし、株式投資の場合には継続的な高成長がより重視されるのに対し、社債等クレジット投資の場合には安定成長でシェアでも十分に償還の安定性は維持しやすい、とも言える。

図表 6 PaaS 市場の売上高上位 10 社 (単位: 百万米ドル)

2023年の順位	PaaSの上位企業	売上高(2023) [百万米ドル]	市場シェア	売上高(2022) [百万米ドル]	市場シェア	売上高(2021) [百万米ドル]	市場シェア	売上高成長率(2021-2023、 年率換算)	売上高シェア変動(2021-2023)
1位	Microsoft	29,301	23.9%	17,520	18.5%	12,335	17.9%	54.1%	6.0%
2位	Amazon Web Services	16,960	13.8%	9,926	10.5%	6,935	10.1%	56.4%	3.8%
3位	Google	9,185	7.5%	4,459	4.7%	3,108	4.5%	71.9%	3.0%
4位	Salesforce	7,387	6.0%	5,271	5.6%	4,296	6.2%	31.1%	-0.2%
5位	オラクル	2,592	2.1%	2,062	2.2%	1,484	2.2%	32.1%	0.0%
6位	IBM	2,455	2.0%	1,059	1.1%	517	0.8%	117.9%	1.3%
7位	SAP	2,284	1.9%	1,544	1.6%	1,239	1.8%	35.8%	0.1%
8位	Atlassian	2,056	1.7%	1,068	1.1%	764	1.1%	64.0%	0.6%
9位	Alibaba Group	1,794	1.5%	892	0.9%	567	0.8%	77.9%	0.6%
10位	Open AI	1,602	1.3%	1,219	1.3%	936	1.4%	30.8%	-0.1%
-	市場合計	122,631	100.0%	94,572	100.0%	68,900	100.0%	33.4%	

出所: Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

(注) 売上高は暦年で集計

3. オラクルの業績・財務状況

[ポイント]

- FY2025Q1における売上高は前年同期比で+6.9%で13,307(百万米ドル)。クラウドサービス&ライセンスサポートの増収が寄与。営業利益も前年同期比+21.1%の3,991(百万米ドル)。
- ただし、主力事業の売上原価率が上昇し続けており、仮にクラウド市場の成長ペースが落ちた場合には、収益性が悪化することも想定できる状況。リストラクチャリング・プランで改善方針。競争力強化に向けた経営施策で、不安視する必要はない。
- 米国における売上高構成比が62%を占める。米国国内の売上高は増加傾向、EMEA(欧州/中東/アフリカ)、アジアの売上高は横ばい。
- クラウドサービス自体の市場規模の拡大を勘案すると、オラクルの長期債投資の前提は、「米国 SaaS-アプリケーション市場で持つ優位性が今後も長期的に維持可能」であること。

オラクルの業績の傾向

FY2025Q1における売上高は前年同期比で+6.9%で13,307(百万米ドル)。クラウドサービス&ライセンスサポートの増収が寄与。営業利益も前年同期比+21.1%の3,991(百万米ドル)

ただし、主力事業の売上原価率が上昇し続けており、仮にクラウド市場の成長ペースが落ちた場合には、収益性が悪化することも想定できる状況

リストラクチャリング・プランで改善方針

むしろ競争力強化に向けた効果的な経営施策と考えることができ、特段に不安視する必要はない

ここでは、直近までの損益計算書に基づき、オラクルの収益力について確認する。前述の通り、同社のビジネスにおける収益の柱は、先に示した4セグメントに分けられる。

オラクルの直近四半期(FY2025Q1)における全社ベースの売上高は13,307(百万米ドル)と前年同期比+6.9%の増収、クラウドサービス&ライセンスサポートの増収が寄与した。この結果、営業利益も3,991(百万米ドル)と、前年同期比+21.1%と増益になっていた。この大幅な増益には、トップラインの増収効果のほか、販管費や営業費用等の圧縮も寄与した。一方、同社の売上原価率の推移をみると、主力事業の売上原価率が上昇し続けており、仮にクラウド市場の成長ペースが落ちた場合には、収益性が悪化することも想定できる状況だ(図表8)。

オラクルもこうした現状は十分に認識しており、2024年度には、事業の再編と効率化を図る2024年リストラクチャリング・プランを公表、費用総額として最大で6億900万ドルをかけた事業の収益性(主に売上原価率)の改善を図る方針を公表していた。このリストラクチャリング・プランは2025年度も継続される予定としていた。ただし、Q1の決算説明会では必ずしもリストラクチャリング・プランには言及されておらず、また多額の一時費用も計上されていない。売上総利益率もさらに低下していた。

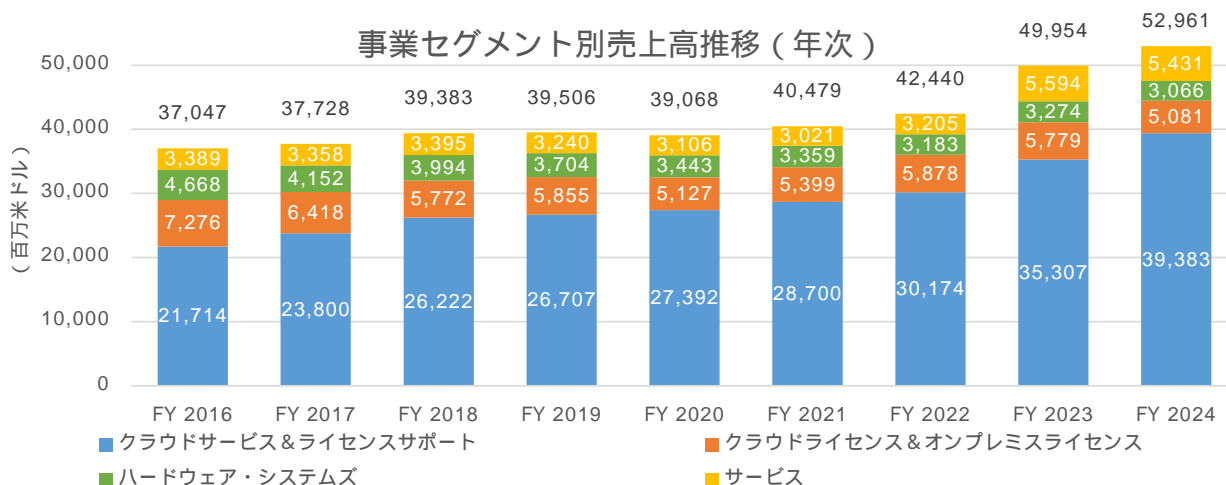
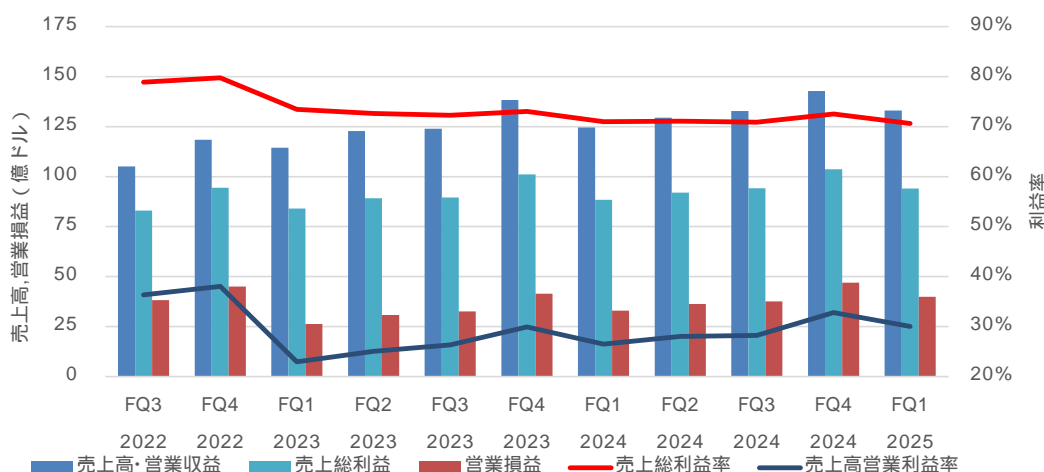
一方で、事業自体のオーガニックな成長については、FY2025 Q1段階までのクラウド市場の成長と同様に、オラクルの営業利益、純利益等の増益率は、前年度通期でも+17.3%、+23.1%と成長を継続しており、さらに直近四半期のFY2025 Q1でも+21.1%、+21.0%と十分な増益率を示している。この様に、利益水準が十分に維持できている段階での事業再編について、もし今後の下半期などに追加費用計上が行われ一時的に利益率が低下したとしても、むしろ競争力強化に向けた効果的な経営施策と考えることができ、特段に不安視する必要はない、と考える。

図表7 オラクルの損益計算書サマリー (単位:百万米ドル)

[損益計算書]

損益計算書	FQ1 2024	FQ2 2024	FQ3 2024	FQ4 2024	FQ1 2025	前年 同期比	FY 2023	FY 2024	年次 変化率
	2023/8/31	2023/11/30	2024/2/29	2024/5/31	2024/8/31				
売上高・営業収益	12,453	12,941	13,280	14,287	13,307	6.9%	49,954	52,961	6.0%
クラウドサービス&ライセンスサポート	9,547	9,639	9,963	10,234	10,519	10.2%	35,307	39,383	11.5%
クラウドライセンス&オンプレミスライセンス	809	1,178	1,256	1,838	870	7.5%	5,779	5,081	-12.1%
ハードウェア・システムズ	714	756	754	842	655	-8.3%	3,274	3,066	-6.4%
サービス	1,383	1,368	1,307	1,373	1,263	-8.7%	5,594	5,431	-2.9%
売上原価	3,610	3,740	3,869	3,923	3,906	8.2%	13,564	15,143	11.6%
売上総利益	8,843	9,201	9,411	10,364	9,401	6.3%	36,390	37,818	3.9%
販売費及び一般管理費	2,419	2,468	2,419	2,516	2,394	-1.0%	10,412	9,822	-5.7%
+ 研究開発(R&D)	2,216	2,226	2,248	2,226	2,306	4.1%	8,623	8,915	3.4%
営業費用	5,547	5,579	5,661	5,678	5,410	-2.5%	23,297	22,465	-3.6%
営業損益	3,296	3,622	3,750	4,686	3,991	21.1%	13,093	15,353	17.3%
税引前損益(GAAP)	2,375	2,720	2,865	3,782	3,169	33.4%	9,126	11,741	28.7%
法人税損益	(45)	217	464	639	240	-	623	1,274	104.5%
純利益(GAAP)	2,420	2,503	2,401	3,143	2,929	21.0%	8,503	10,467	23.1%
EBITDA	4,771	5,175	5,307	6,240	5,419	13.6%	20,063	22,683	13.1%

[四半期 売上高・売上総利益・営業利益の推移]



出所: (上・中) Bloomberg データより5バリュアセットで作成、(下) オラクル開示資料より5バリュアセットで作成

オラクルの事業セグメント別の傾向

ここで、オラクルの各セグメント別の事業状況について確認する。

(i). クラウドサービス&ライセンスサポート

直近の FY2025 Q1 において、最も多くの売上高を占める本事業の売上高は、前年同期比+10.2%の105億ドルを計上した。内訳として、クラウドサービスの収益増(前年同期比+21%)が大きく寄与、中でもクラウドインフラストラクチャ(IaaS)の収益が22億ドルと前年同期比で+45%の増収となっていた。一方で、主力のクラウドアプリケーション(SaaS)は、35億ドルと前年同期比で+10%の増収となっており、成長は継続しているものの相対的なペースは落ちた状況であった。

(ii). クラウドサービス&ライセンスサポート

2番目の規模の本セグメントは、毎年契約更新等がQ4に最も多くなる傾向があり、Q1の四半期決算の増収率では十分に事業実態を反映しにくい。Q1の決算では前年同期+7.5%の増収であったが、FY2024の年次で見れば前年比で-12.1%の減収であった(図表7)。

(iii). ハードウェア・システムズ

3番目の規模の本セグメントは、Q1において前年比-8.3%の減収であった。FY2024の年次決算でも-6.4%の減収であった。これには、一部の非戦略的ハードウェア製品からのリソース・シフトを図っていることも影響した。

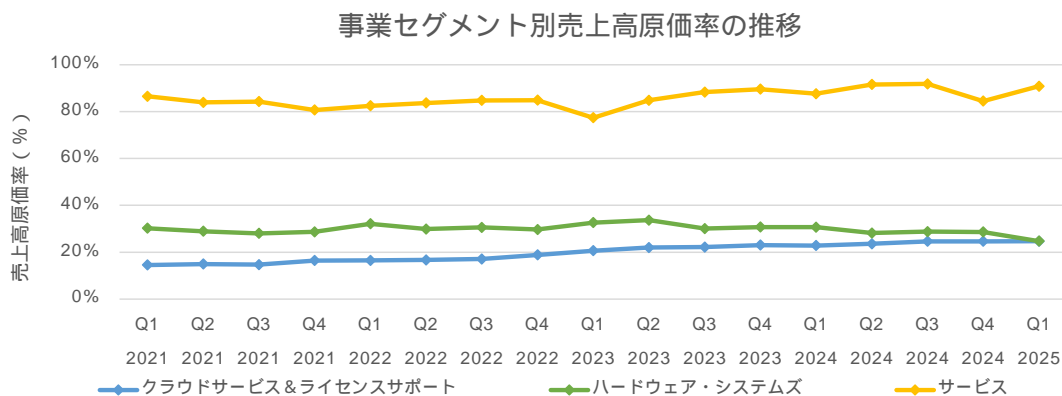
(iv). サービス事業

4番目の規模の本セグメントは、Q1の売上高が前年同期比8.7%の減収となった。

クラウドサービス&ライセンスサポートとハードウェア・システムズの原価率は25%程度、サービスの原価率は90%ほど

なお、各セグメントの売上高原価率を確認すると、主要セグメントであるクラウドサービス&ライセンスサポートとハードウェア・システムズの原価率は25%程度とそれぞれ低水準(高粗利益率)を維持しつつも、前述の通り、売上高が急成長しているにもかかわらず、原価率は上昇を続けている。この2年に実施される事業構造改革により、原価率が抑制されるかどうかは中長期の視点でウォッチしていく必要があるだろう。またサービス事業の原価率が90%前後と高いのは人件費が主体の事業であるためだ。悪化傾向に見えるが、直近の増加はIT部門における人員削減に伴う一時費用の計上も含まれており、今後の改善可能性もある。

図表8 オラクルのセグメント別売上高原価率の推移



出所:オラクル開示資料より5バリュースセットで作成

オラクルの地域セグメント別売上高の傾向

米国における売上高構成比が62%を占める

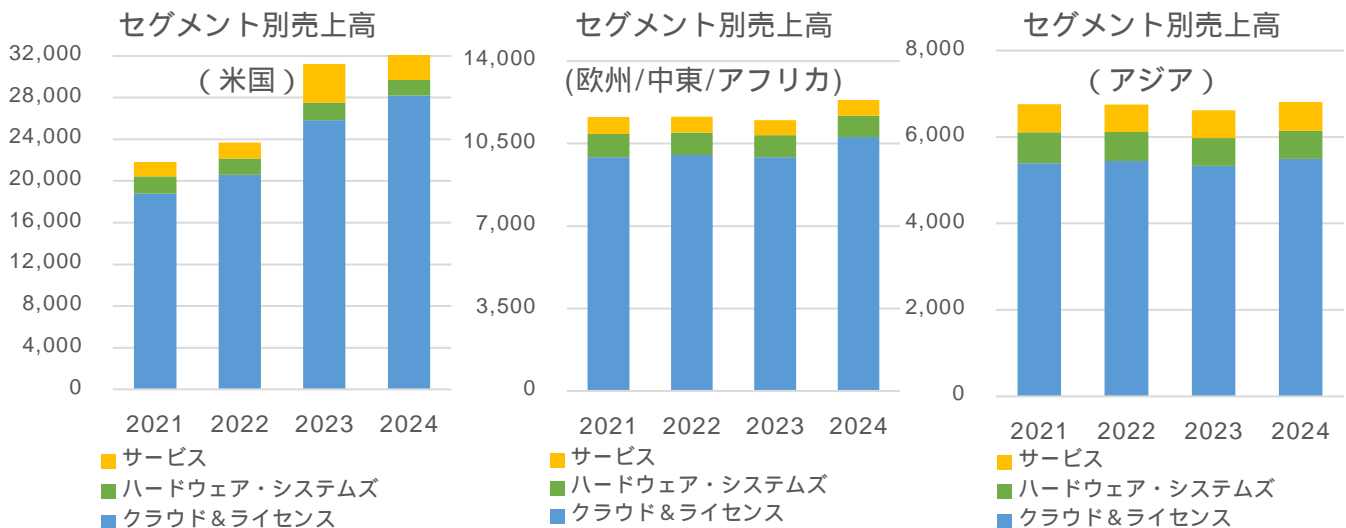
米国国内の売上高は増加傾向、EMEA(欧州/中東/アフリカ)、アジアの売上高は横ばい

クラウドサービス自体の市場規模の拡大を勘案すると、オラクルの長期債投資の前提は、「米国 SaaS-アプリケーション市場で持つ優位性が今後も長期的に維持可能」であること

次に、オラクルの地域別売上高の傾向を確認する。オラクルでは、米国における売上高構成比が62%を占めており、過去3期の推移を見ても地域構成の順位自体は変わっていない。米国が首位、次いで欧州/中東/アフリカをまとめた EMEA、そして残りをアジア諸国が占める。しかし、売上高の成長は、専ら米国国内に起因しており、米国での売上構成比は年々上がっている。一方、欧州/中東/アフリカ地域とアジアの売上高は横ばいで推移していた(図表9、10)。

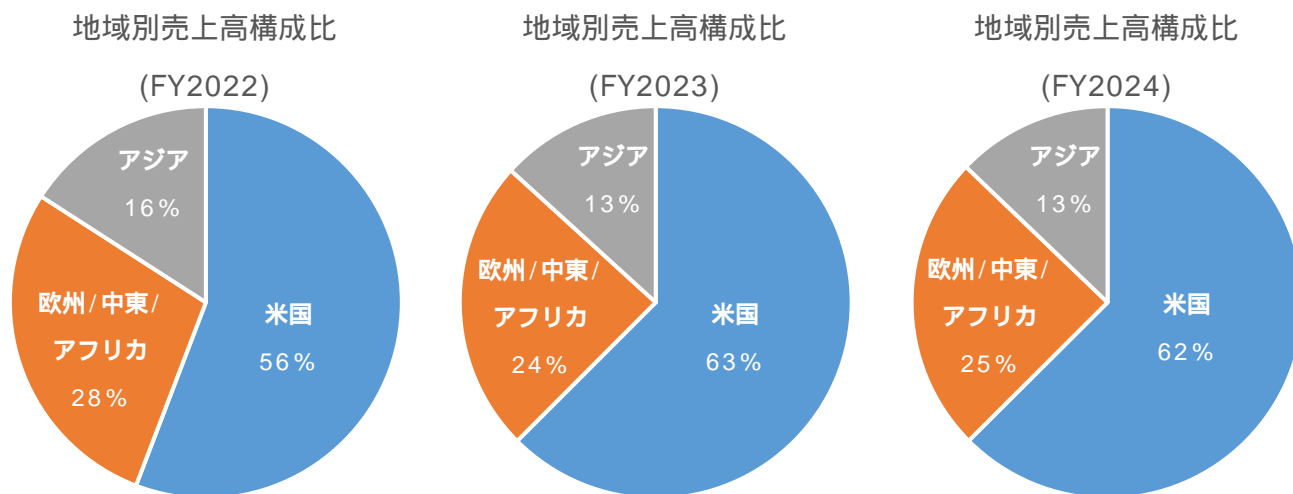
米国ではハードウェア・システムズ以外の二つのセグメントの売上高が FY2021~FY2023 で大幅に伸びている(特に FY2022 から FY2023 にかけて前年比+7,457 百万米ドル、前年比+31.9%)が、この背景には、FY2023 の中ごろに完了した米医療情報技術会社サーナーの買収も影響している。サーナー買収完了前の FY2021 から FY2022 にかけての売上高増加率は+8.5%であった。今後も米国への集中が進みやすく、米国でのクラウドの成長が進めばオラクルの成長は継続しやすいが、一方で他地域でもクラウド市場が成長する中、こちらでのオラクルの相対的な競争力は徐々に弱まりやすい状況にある。よって、オラクルの債券投資に重要な、「長期に亘り同社のビジネス・モデルが安定的に維持できるか」という論点は、「オラクルが米国 SaaS-アプリケーション市場で持つ優位性が今後も長期的に維持可能か」、という論点に読み替えるべきだと考える。

図表9 オラクルの地域別売上高の推移(単位:百万米ドル)



出所: オラクル開示資料より5バリュアセットで作成

図表 10 オラクルの地域別売上高構成比(FY2022～FY2024)



出所:オラクル開示資料より5バリューアセットで作成

4. オラクルの財務状況

[ポイント]

- FY2022Q1 から債務超過に陥っていたものの、FY2023Q4 に有利子負債の圧縮を行い債務超過を解消。直近期(FY2025Q1)は7.8%まで急回復した。
- ネット有利子負債残高はサーナー買収以降、圧縮傾向。ネット有利子負債 EBITDA 倍率も 3.45 倍まで改善。
- 営業 CF の増大を受け、フリーCF も増加、有利子負債の返済も継続しつつ、現金及び現金同等物は増加傾向を続けるなど、財務体質の健全性は増している。

オラクルのバランスシートと有利子負債の状況

FY2023Q1 にサーナーを283億ドルで買収し、負債が大幅に増加

FY2023Q4 に有利子負債の圧縮を行い債務超過を解消。直近期(FY2025Q1)は自己資本比率が7.8%まで急回復

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 3.45 倍まで改善

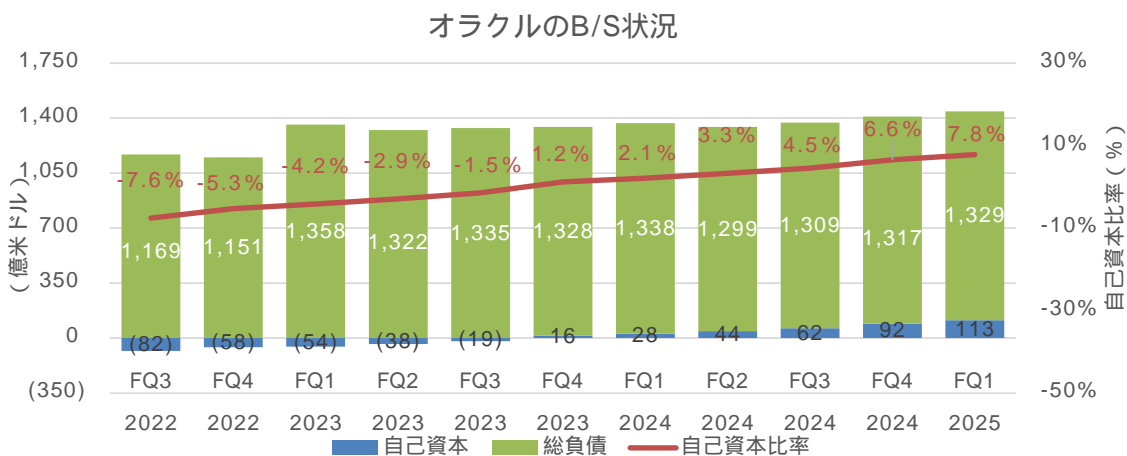
以下の図表 11 にはオラクルの自己資本比率の推移を、図表 12 には有利子負債と手元動性の推移を、図表 13 にはネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移をそれぞれ抜粋した。

オラクルは、FY2023Q1 にサーナーの 283 億ドルの買収を完了させて以降、FY2023Q3 まで債務超過状態(自己資本比率がマイナス)にあった。しかし、FY2023Q4 の有利子負債の圧縮や内部留保の積み増しもあり、自己資本比率はプラスに転じ、債務超過状態は解消され、直近期(FY2025Q1)は7.8%まで急回復した。

米国では、現金の創出能力(代表的には EBITDA 等)が十分な水準にあれば、会計上の自己資本が過小であっても必ずしも悪材料とみなされない傾向がある。オラクルのネット有利子負債残高はサーナー買収後に大幅に増加したが、その後は圧縮を続けている。この結果、負債の返済能力の指標であるネット有利子負債 EBITDA 倍率も、同時期を境に低下(改善)傾向を続けており、直近四半期にはでは 3.45 倍まで低下した。

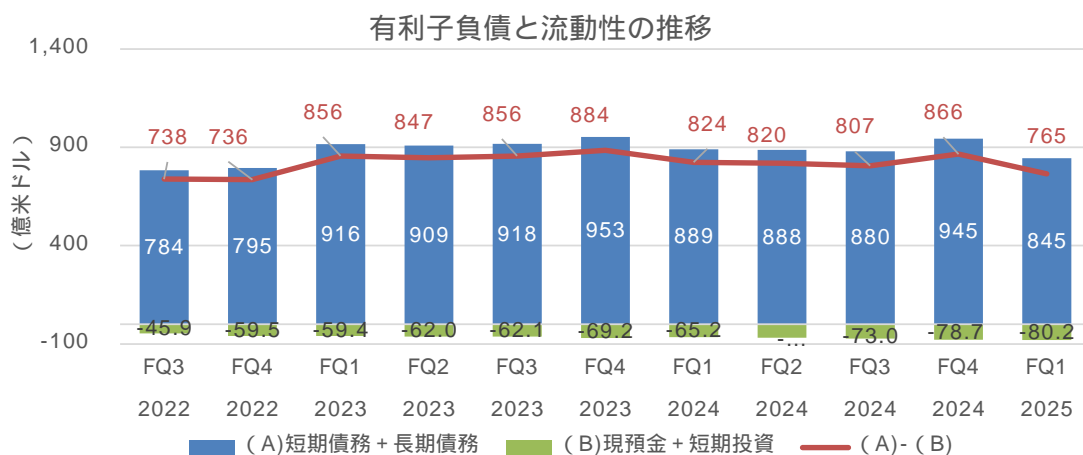
この水準は、BBB 格企業の既存債務の返済能力に関しては大きな問題とはみなされない水準ではあるものの、今後、同社の信用力や信用格付けの改善を期待する場合には、買収に頼らない、オーガニックな売上高の成長と、経営体質改善による収益性の向上により、EBITDA 倍率を改善していくことが重要と考えられる(ここまで図表 11~13)。

図表 11 オラクルの B/S 状況、自己資本比率の推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

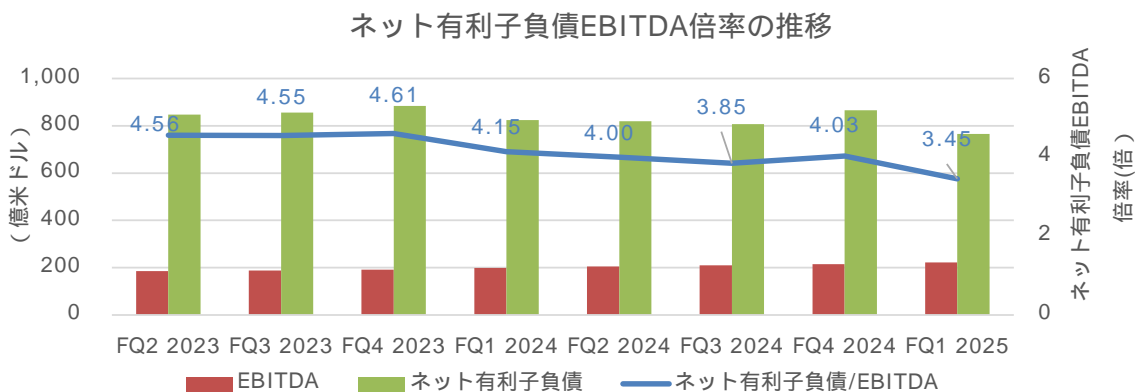
図表 12 オラクルの有利子負債と手元流動性の推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

(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 13 オラクルのネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

(注) EBITDA は直近4四半期の合計値を使用

図表 14 オラクルの貸借対照表・キャッシュフロー計算書 (単位:百万米ドル)

貸借対照表	FQ4 2023 2023/5/31	FQ1 2024 2023/8/31	FQ2 2024 2023/11/30	FQ3 2024 2024/2/29	FQ4 2024 2024/5/31	FQ1 2025 2024/8/31
+ 現金及び現金同等物	9,765	11,613	8,244	9,481	10,454	10,616
+ 短期投資	422	470	446	423	207	295
+ 売掛金・受取手形	6,915	6,519	6,804	7,297	7,874	8,021
+ その他流動資産	4,200	3,564	3,795	3,862	4,019	4,140
流動資産総額	21,302	22,166	19,289	21,063	22,554	23,072
+ 固定資産純額	21,669	17,644	18,009	19,117	28,836	23,094
+ のれん	62,261	62,206	62,231	62,222	62,230	62,249
+ その他固定資産	50,752	56,812	54,084	55,743	49,910	58,871
資産総額	134,682	136,662	134,324	137,082	140,976	144,214
+ 短期債務	4,926	4,499	6,321	5,510	11,905	9,201
+ 買掛金	1,204	1,034	1,107	1,658	2,357	2,207
+ その他流動負債	16,960	19,824	16,979	17,717	17,282	20,637
流動負債総額	23,090	25,357	24,407	24,885	31,544	32,045
+ 長期債務	90,420	84,442	82,468	82,470	82,564	75,314
+ その他流動負債	19,318	24,022	23,071	23,545	17,629	25,586
非流動負債総額	109,738	108,464	105,539	106,015	100,193	100,900
合計負債	132,828	133,821	129,946	130,900	131,737	132,945
自己資本合計	1,556	2,841	4,378	6,182	9,239	11,269
総資本(負債+資本)	134,384	136,662	134,324	137,082	140,976	144,214

出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

営業 CF の増大を受け、投資 CF を維持しつつフリーCFも増加、さらに有利子負債の返済も継続している。債務返済能力は向上し、財務健全性も高まっている状況

次に、オラクルのキャッシュフローの推移を確認する。FY2023Q1 にサーナーの買収を完了させたことから、同四半期の投資キャッシュフローは大幅に増加し、借り入れによる財務CFも多額に上った。しかし、買収後は財務CFも継続的にマイナスで推移し債務の返済を順調に進めている。

FY2023 Q3 以降、オラクルの営業CFは好調な業績を背景に回復し続けている。特に、直近3四半期には営業CFの増加を裏付けとして投資規模を維持しつつも高水準のフリーCFを確保し、同時に財務CFにおける返済超過が継続されている、これらの傾向から、オラクルの債務返済能力は向上し、財務健全性も高まっている状況が確認できる。(図表 15)。

図表 15 オラクルのキャッシュフロー推移 (単位:百万米ドル)

キャッシュフローの状況	FQ2 2023 2022/11/30	FQ3 2023 2023/2/28	FQ4 2023 2023/5/31	FQ1 2024 2023/8/31	FQ2 2024 2023/11/30	FQ3 2024 2024/2/29	FQ4 2024 2024/5/31	FQ1 2025 2024/8/31
営業活動によるキャッシュフロー	849	4,275	5,647	6,974	143	5,475	6,081	7,427
投資活動によるキャッシュフロー	(2,435)	(2,628)	(1,913)	(1,314)	(1,080)	(1,674)	(2,798)	(2,303)
フリーキャッシュフロー	(1,586)	1,647	3,734	5,660	(937)	3,801	3,283	5,124
財務活動によるキャッシュフロー	(1,826)	(91)	(2,489)	(3,564)	(2,263)	(2,455)	(2,342)	(4,500)
現金及び現金同等物の期末残高	(3,412)	1,556	1,245	2,096	(3,200)	1,346	941	624

出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

5. オラクルの信用格付、及び社債、株式の投資評価

[ポイント]

- Moody's からは Baa2 格、S&P からは BBB 格、Fitch からも BBB 格とされている。財務体質の健全化が改善され、3社とも見通しを安定的としている。
- 今後2~5年以内には格付けに対して格上げ方向での影響が顕在化しやすい。
- 2024年9月に行われた5/10/30/40年の4本の同時起債(計62.5億ドル)では、前回に比べ平均年限も非常に長期化し、また金額も大幅に増加。社債市場による信任を体現。
- 弊社では、オラクルは15~40年の超長期債投資の検討に値する発行体だと評価。

オラクルの信用格付けと社債の投資評価

Moody's からは Baa2 格、S&P からは BBB 格、Fitch からも BBB 格と評価

財務体質の健全化が改善され、3社とも見通しを安定的に

今後2~5年以内には格付けに対して格上げ方向での影響が顕在化しやすい

以下の図表 16 には、オラクルの信用格付(発行体格付)を示した。オラクルは Moody's からは Baa2 格、S&P からは BBB 格、Fitch からも BBB 格と、投資適格を付与されている。各社とも買取後の自己資本比率の悪化や財務の一時的な劣化を悪材料として織り込みつつも、高い売上高や利益、キャッシュフローの改善と、業界の高い成長性なども考慮され、投資適格格付けを保っている。また、3社とも格付見通しを安定的としている。

クラウドサービス市場は拡大し続けており、それに伴い同社も売上高、シェア率を拡大しており安定したビジネスを構築している。また、事業構造の再編に取り組んでおり、今後より効率的な収益構造を築くとしている。これにより EBITDA が改善されれば、財務の改善と相まって、今後2~5年以内には格付けに対して格上げ方向での影響が顕在化しやすいと、弊社では考えている。

また、グローバルに世界のブロック経済化が進む中で、米国内での情報保全の重要性も増しており、オラクルの米国市場における競争力は維持されやすいと考えられる。

図表 16 オラクルの発行体格付け一覧(2023/10/2 時点)

	発行体格付		
	Moody's	S&P	Fitch
	格付/Outlook	格付/Outlook	格付/Outlook
発行体格付	Baa2	BBB	BBB
見通し	STABLE	STABLE	STABLE

出所: Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

注: ここで参照している Moody's、S&P、Fitch 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」も合わせてご確認いただきたい。

2024年9月に行われた5/10/30/40年の4本の同時起債(計62.5億ドル)では、前回に比べ平均年限も非常に長期化し、また金額も大幅に増加。社債市場による信任を体現

また、オラクルでは年1回程度のペースで大規模な起債を行っている。2023年2月に4本の起債を行った際には、5/7/10/20年の4本(計37.5億ドル)の同時起債となっていた。今回、2024年9月27日に行われた5/10/30/40年の4本の同時起債(計62.5億ドル)では、前回に比べ平均年限も非常に長期化し、また金額も大幅に増えている。このことは、1

年半の間に、オラクルの事業安定性に対する社債市場の信認が大きくなったことを示している。

弊社では、オラクルは15～40年の超長期債の投資を十分に検討するに値する発行体だと評価

利回りとスプレッドが投資家の効用に合うのであれば、同社社債の投資を推奨

こうした状況から、弊社では、オラクルは15～40年の超長期債の投資を十分に検討するに値する発行体だと評価している。以下の図表17,18には、オラクル社債のスプレッドと利回りの期間構造を示した。同図表が示す通り、2026/07/15に満期を迎える予定の5年未満の債券に関してはスプレッドが落ち込んでいる一方で、15年以上の残存期間については、ほぼ同水準の利回りとスプレッドが形成されている。例えば2040年頃の満期(残存13～17年)の社債などが、相対的に良好な投資機会を提供していると考えているが、これらに限らず利回りとスプレッドが投資家の効用に合うのであれば、同社社債の投資を推奨したい。

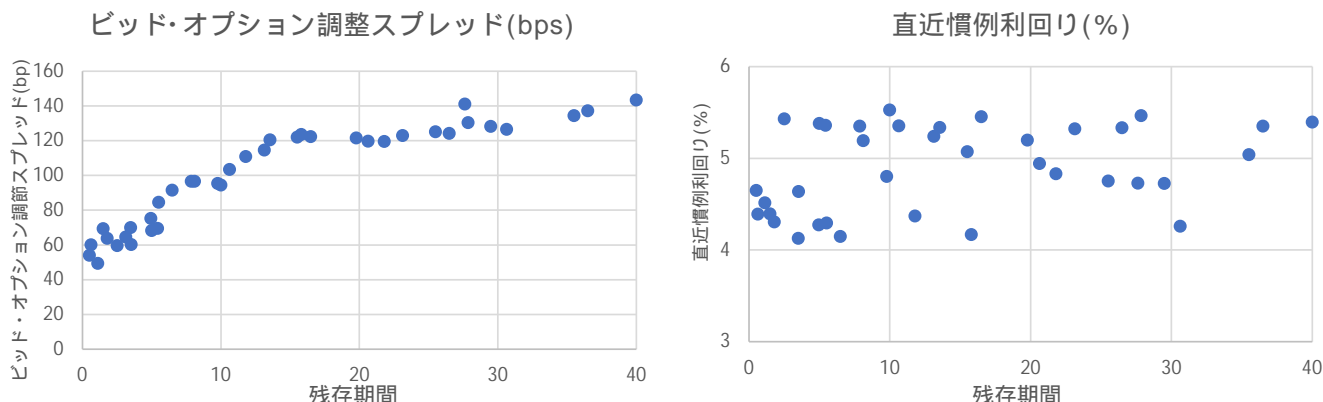
図表 17 オラクル社債の利回り/スプレッド例 (2024年9月27日時点)

ISINコード	満期	クーポン	残高 (百万米ドル)	通貨	S&P 格付	劣後 債	コール 可能	リスク 国	直近慣例 利回り	アスカ・ オプション 調整 スプレッド (bp)	ビット・ オプション 調整 スプレッド (bp)
US68389XBM65	2026/07/15	4.200	1,500	USD	BBB	N	Y	US	4.23	68.1	68.1
US68389XAV73	2034/07/08	5.375	1,750	USD	BBB	N	Y	US	5.38	127.6	127.6
US68389XBW48	2040/04/01	4.700	1,750	USD	BBB	N	Y	US	4.73	94.0	94.0
US68389XBJ37	2046/07/15	5.500	1,250	USD	BBB	N	Y	US	5.53	142.7	142.7
US68389XBG97	2055/05/15	5.550	2,250	USD	BBB	N	Y	US	5.40	127.3	129.7
US68389XCB91	2061/03/25	6.900	2,500	USD	BBB	N	Y	US	5.47	133.7	140.4

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成、クーポン・利回りは外貨ベース(税引前)

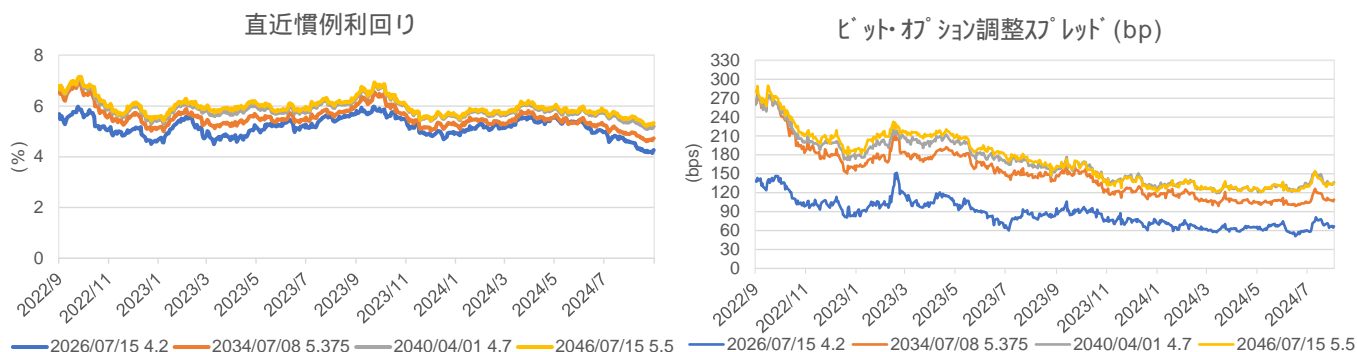
注: ここで参照している S&P の海外格付けについては、巻末の「無登録格付に関する説明書」も合わせてご確認ください。表中の格付けは債券格付。

図表 18 オラクル社債の利回り/スプレッド・カーブ(2024年9月27日時点)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成、利回りは外貨ベース(税引前)

図表 19 オラクル社債のスプレッド・利回り(2024年9月27日まで)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成、利回りは外貨ベース(税引前)

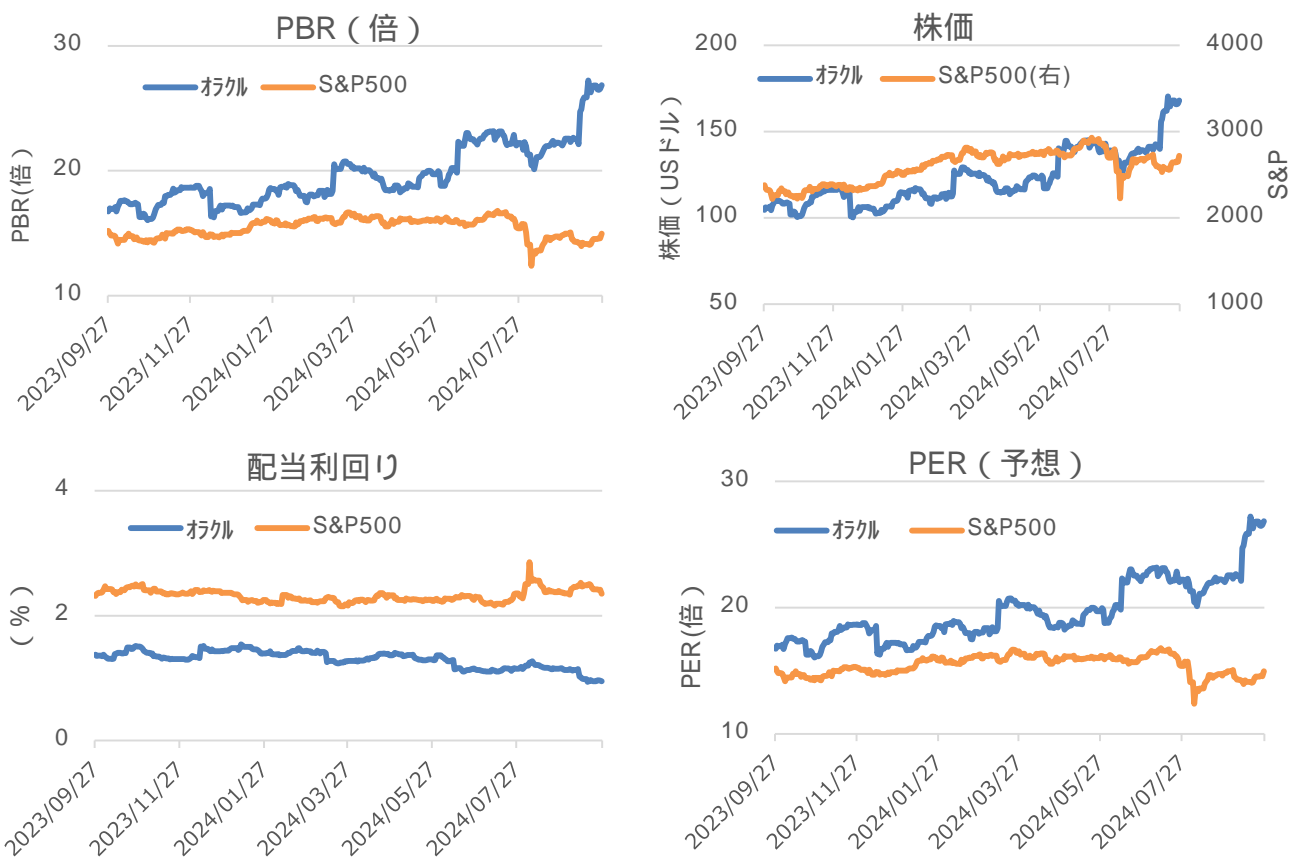
オラクル株式の長期保有の観点からの投資評価

オラクル株式の指標的な割安感は必ずしも高くはない
 長期安定保有の対象として必ずしも今のバリュエーションからは適した銘柄とは考えない

以下の図表 20 には、オラクルの各種株価指標を S&P500 と比較した。オラクルは自己資本が過小であるため、PBR の評価では著しく悪く見える。一方、配当利回りが S&P500 より低く、PER はほぼ同水準である。2023 年からの株価上昇は S&P500 を上回っている(図表 20)。

クラウド市場の急成長の継続に伴う増収増益の期待を反映した短期的な株価上昇の可能性はあるものの、指標的な割安感は必ずしも高くはなく、長期安定保有の対象として必ずしも今のバリュエーションが適した銘柄であるとは、弊社では考えていない。

図表 20 オラクルの株価と、S&P500 との株価各種指標比較(2024 年 9 月 27 日まで)



出所: Bloomberg データより 5 バリュエーションセットで作成

注: オラクルの PBR について、債務超過期間中の PBR は評価上の理論的意味がないため欠損値として 0 表示している点に注意。

以上

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・レーティングス(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(https://ratings.moodys.com/japan/ratings-news))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・レーティングスの信用格付は、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&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。) 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りません。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(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、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。資料内に出所を明記した時価が掲載されている場合であっても、その価格で取引可能であったこと/あることを保証するものではありません。

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 近畿財務局長(金仲)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 第 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

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

【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。

(202410_159) (2016年5月) 0390900204