

株式会社日本格付研究所（JCR）は、以下のとおり信用格付の結果を公表します。

## REC Limited（証券コード：ー）

### 【新規】

外貨建長期発行体格付	BBB+
格付の見通し	安定的
自国通貨建長期発行体格付	BBB+
格付の見通し	安定的

### ■格付事由

- (1) 1969年に設立されたインドにおける電力を中心としたインフラのための公的金融機関。インド政府の電力政策推進において極めて重要な役割を担う。格付は国の信用力を強く反映し、インド共和国の長期発行体格付（外貨建 BBB+/安定的、自国通貨建 BBB+/安定的）と同格とした。インド政府との強固な資本および人的関係、インド全域の電力インフラ整備をファイナンス面から支える機関としての重要な位置づけ、インドの電力政策における実質的な推進機関（Nodal Agency）であることに裏付けられたインド政府との強い一体性を反映している。
- (2) 当社はインドの地方における電力インフラを発展させる目的で設立され、主に中央や州政府が設立する公的な電力事業に対し個別のプロジェクトに紐づいた長期貸付を提供してきた。融資対象はインド政府の政策目標に沿って順次拡張され、設立当初の農村への送配電プロジェクトから、2003年には発電プロジェクトを含む電力セクター全体に拡大した。その後、電力セクターと関連の深いプロジェクトや、再生可能エネルギーなどへ展開し、今日では空港や地下鉄、医療インフラなどのサブセクターも加えられた。
- (3) 当社とインド政府との関係は強固で、実質的に一体と JCR はみている。インド政府は電力改革の政策プログラムについて、地方の電力セクターと長期的な関係を構築している当社を出先機関（Nodal Agency）とすることで、インド全域で推進することを可能としている。当社では過去に SAUBHGYA スキームによってインドの全世帯に電力を供給するという政府の目標達成に寄与したほか、足元では、成果連動型配電部門改革スキーム（RDSS）に関与し、資金を提供している。また、インド電力省の指示により、配電会社の効率性を高めるべく DISCOM Consumer Service Rating と呼ばれる枠組みを開発し、配電会社間の健全な競争を促す取り組みを行っている。2022年にはインド政府による公的企業の区分けの中で最高位となる Maharatna の称号を付与され、インド国内外における合併事業、M&A などを通じた戦略的投資の裁量を与えられている。
- (4) 2019年3月にインド政府が保有していた当社の株式の大半である 52.63%が Power Finance Corporation Limited (PFC)によって買収された。PFCはインド政府が 55.99%を保有する公的金融機関であり、当社は持株会社である PFC を通じて間接的にインド政府の管理下にある。インド政府にとっての当社の役割や重要性は前述のとおりであり、当社に対するインド政府の関与は明白である。間接所有であることは当社の格付評価には影響しないと JCR は考える。
- (5) インド電力セクターの資金需要の高さや当社の融資対象の拡大を背景に、資産規模の増加が続いている。引き続き健全な純金利マージンを確保できていることから、収益は拡大基調にある。23/3 期の単体業績をみると、融資残高は前期比 13%増の 4兆 3,501 億印ルピーとなった。純利回りは前期から 0.6 パーセント低下したものの信用コストの改善により純利益は前期比 10%増の 1,105.5 億印ルピーであった。
- (6) 融資残高上位 10 先が全体の約 4 割を占め、集中度は高いものの、融資残高の 90%が州向けの貸出であり相対的に信用力は高い。近年、不良債権の新規発生はなく、融資残高の積み上げペースが速いこともあり、不

良債権比率は低下傾向にある。2023年9月末の不良債権比率はグロスで3.41%、ネットで1.0%と低位にとどまり資産の健全性が保たれている。

- (7) 金利リスク、為替リスク、流動性リスクはALM委員会（ALCO）を通じて管理されている。調達基盤は長期資金を中心に、社債、外貨借入、銀行借入など多様化が図られている。また、残存期間5年までの外貨建債務について、9割を満期までヘッジすることで為替リスクを抑制している。2023年9月末のD/Eレシオは、6.5倍とリスクに対して十分な資本の厚みを有している。また、同期末の自己資本比率は28.5%と当局から課される15%を大きく上回る水準を維持している。事業構造上、当社は資金を外部調達に依存しており、財務の健全性を維持して調達コストを抑制することは不可欠の命題である。そのため、当社自身が財務健全性に対する強いインセンティブを有しているだけでなく、今後も電力インフラ整備に多額の投資を必要とするインド政府においても、同様に当社の財務を健全に保つ強い動機がある。インド政府による当社支援の蓋然性は極めて高いとJCRではみている。

(担当) 杉浦 輝一・利根川 浩司

## ■ 格付対象

発行体：REC Limited

### 【新規】

対象	格付	見通し
外貨建長期発行体格付	BBB+	安定的
自国通貨建長期発行体格付	BBB+	安定的

## 格付提供方針等に基づくその他開示事項

1. 信用格付を付与した年月日：2023年11月21日
2. 信用格付の付与について代表して責任を有する者：杉浦 輝一  
主任格付アナリスト：杉浦 輝一
3. 評価の前提・等級基準：  
評価の前提および等級基準は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に「信用格付の種類と記号の定義」(2014年1月6日)として掲載している。
4. 信用格付の付与にかかる方法の概要：  
本件信用格付の付与にかかる方法の概要は、JCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/>) の「格付関連情報」に、「ソブリン・準ソブリンの信用格付方法」(2021年10月1日)として掲載している。
5. 格付関係者：  
(発行体・債務者等) REC Limited
6. 本件信用格付の前提・意義・限界：  
本件信用格付は、格付対象となる債務について約定通り履行される確実性の程度を等級をもって示すものである。  
本件信用格付は、債務履行の確実性の程度に関してのJCRの現時点での総合的な意見の表明であり、当該確実性の程度を完全に表示しているものではない。また、本件信用格付は、デフォルト率や損失の程度を予想するものではない。本件信用格付の評価の対象には、価格変動リスクや市場流動性リスクなど、債務履行の確実性の程度以外の事項は含まれない。  
本件信用格付は、格付対象の発行体の業績、規制などを含む業界環境などの変化に伴い見直され、変動する。また、本件信用格付の付与にあたり利用した情報は、JCRが格付対象の発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものであるが、当該情報には、人為的、機械的またはその他の理由により誤りが存在する可能性がある。
7. 本件信用格付に利用した主要な情報の概要および提供者：  
・ 格付関係者が提供した監査済財務諸表  
・ 格付関係者が提供した業績、経営方針などに関する資料および説明
8. 利用した主要な情報の品質を確保するために講じられた措置の概要：  
JCRは、信用格付の審査の基礎をなす情報の品質確保についての方針を定めている。本件信用格付においては、独立監査人による監査、発行体もしくは中立的な機関による対外公表、または担当格付アナリストによる検証など、当該方針が求める要件を満たした情報を、審査の基礎をなす情報として利用した。
9. 格付関係者による関与：  
本件信用格付の付与にかかる手続には格付関係者が関与した。
10. JCRに対して直近1年以内に講じられた監督上の措置：なし

### ■留意事項

本文書に記載された情報は、JCRが、発行体および正確で信頼すべき情報源から入手したものです。ただし、当該情報には、人為的、機械的、またはその他の事由による誤りが存在する可能性があります。したがって、JCRは、明示的であると黙示的であるとを問わず、当該情報の正確性、結果、的確性、適時性、完全性、市場性、特定の目的への適合性について、一切表明保証するものではなく、また、JCRは、当該情報の誤り、遺漏、または当該情報を使用した結果について、一切責任を負いません。JCRは、いかなる状況においても、当該情報のあらゆる使用から生じうる、機会損失、金銭的損失を含むあらゆる種類の、特別損害、間接損害、付随的損害、派生的損害について、契約責任、不法行為責任、無過失責任その他責任原因のいかんを問わず、また、当該損害が予見可能であると予見不可能であるとを問わず、一切責任を負いません。また、JCRの格付は意見の表明であって、事実の表明ではなく、信用リスクの判断や個別の債券、コマーシャルペーパー等の購入、売却、保有の意思決定に関して何らの推奨をするものでもありません。JCRの格付は、情報の変更、情報の不足その他の事由により変更、中断、または撤回されることがあります。格付は原則として発行体より手数料をいただいております。JCRの格付データを含め、本文書に係る一切の権利は、JCRが保有しています。JCRの格付データを含め、本文書の一部または全部を問わず、JCRに無断で複製、翻案、改変等を行うことは禁じられています。

### ■NRSRO登録状況

JCRは、米国証券取引委員会の定めるNRSRO (Nationally Recognized Statistical Rating Organization) の5つの信用格付クラスのうち、以下の4クラスに登録しています。(1)金融機関、ブローカー・ディーラー、(2)保険会社、(3)一般事業法人、(4)政府・地方自治体。米国証券取引委員会規則17g-7(a)項に基づく開示の対象となる場合、当該開示はJCRのホームページ (<https://www.jcr.co.jp/en/>) に掲載されるニュースリリースに添付しています。

### ■本件に関するお問い合わせ先

情報サービス部 TEL: 03-3544-7013 FAX: 03-3544-7026

## 株式会社 日本格付研究所

Japan Credit Rating Agency, Ltd.

信用格付業者 金融庁長官(格付)第1号

〒104-0061 東京都中央区銀座5-15-8 時事通信ビル