

ボーダフォン (Vodafone Group Plc) の事業概要と 同社のクレジットの評価

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、欧州最大手の総合通信会社であるボーダフォンの事業概要と特性を確認し、同社社債への投資評価を行う。ボーダフォンは、事業規模の観点では、欧州の一部同業他社をはるかに凌駕する事業規模を有しているが、多くの市場では他のトップ・モバイル事業者に対し、競争力の面で十分な優位性を保持できておらず、大規模な事業再編の実施中。

2. ボーダフォンの事業概要

p. 2

- ボーダフォンの事業はモバイル事業、固定ブロードバンド事業、ケーブルテレビ事業の3つに大別することができる。
- 顧客と締結している契約のうち、87%(3.37億回線)がモバイル契約、売上高構成比では、モバイル契約が57%(12,402百万€)、固定回線契約が28%(6,216百万€)、合わせて通信事業が85%(18,618百万€)を占める。
- モバイル事業の無線回線は定期契約型とプリペイド契約型の2つ契約形態がある。
- 一般に、モバイル回線の契約において、定期契約型(後払い)の回線は顧客単価も高く解約率も低い。プリペイド契約型の回線は顧客単価も低く、解約率も高い。ただし、ボーダフォンの解約率は定期契約型でも四半期で12~16%と非常に高い水準にある。
- ボーダフォンのモバイル事業では、契約回線のうち32%が定期契約(後払い)型、68%がプリペイド契約型であり、より不安定なプリペイド契約型が、安定した定期契約型に比べはるかに大きい。スペイン事業は不採算を理由に2024年前半までに完全売却予定。
- ボーダフォンは、日米の無線通信事業者に比べ相対的に不安定な事業特性を持つ。

3. ボーダフォンの地域別の事業状況

p.5

4. ボーダフォンの業績(P/L)状況

p.10

5. ボーダフォンの財務(B/S)の状況と返済余力の見方

p.12

6. ボーダフォンの事業再編状況

p.15

7. ボーダフォンの信用格付、及び社債の投資評価

p.18

- ボーダフォンの信用格付け(発行体格付け)はBBB格中位。S&Pでは6/30に格付見通しをポジティブから安定的に引き下げ。
- 無線通信事業では参入障壁も高く、10年程度では元利金の支払い能力への懸念は生じにくい。一方、超長期(20年超)でのビジネス・モデルの持続性には一定の懸念。
- 米ドル建てシニア債では残存10~15年に割安感。米ドル建て劣後債では、2031年初回コール債が、リスクあたりリターンの観点から最も投資効率が高く割安感。

Appendix 主要市場4か国におけるボーダフォンの事業状況

p.22

5バリューアセット アナリスト・レポート

ボーダフォン(Vodafone Group Plc)の事業概要と同社クレジットの評価

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

本レポートでは、欧州最大手の総合通信事業会社である Vodafone の事業概要と特性を確認し、同社社債への投資評価を行う

ボーダフォンは、欧州の一部同業他社をはるかに凌駕する事業規模を有しており、その事業は地理的にも分散されている。しかし、ほとんどの市場では他のトップ・モバイル事業者に対し、競争力の面で十分な優位性を保持できていない。

1. 本レポートの目的

ボーダフォン・グループ(Vodafone Group Plc、以下ボーダフォンと表記)は有線・無線通信の回線提供による通話サービスやデータ通信サービス、またケーブルテレビ事業等を運営する総合通信事業会社で欧州最大手の1社である。同社の売上高が最も大きいモバイル(無線通信)サービス事業のうち、特にドイツ、イギリス、イタリア、そしてスペインの4か国で強い収益力を維持している。また、固定ブロードバンドサービスやケーブルテレビ事業等に関しても同様の4か国を主要として、安定的な売上高を保っている。

ボーダフォンは、欧州の一部同業他社をはるかに凌駕する事業規模を有しており、その事業は地理的にも分散されている。しかし、ほとんどの市場では他のトップ・モバイル事業者に対し、競争力の面で十分な優位性を保持できていない。このため、ボーダフォンでは、成長性と収益性を強化するための大規模な事業再編を行っており、その中にはスペインのような既に大きなシェアを有する地域からの撤退も含まれている。このように、ボーダフォンのビジネス・モデルに関する長期の安定性については、慎重な評価が必要だ。

本レポートでは、ボーダフォンの FY2024H1(2023年9月期)までの半期決算(ボーダフォンは3月末決算)を基に、ボーダフォンの経営状況や主要事業の現状と地域ごとのシェアや特性を確認し、同社債に対する投資評価を行う。

なお、本レポートでは、2023年11月14日公表の2024年度第一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。
2023年度(FY2023)は2022年4月1日から2023年3月末まで、2024年度(FY2024)は2024年4月1日から2024年3月末までとして表記する。
半期の決算表記については、H1が4~9月、H2が10~3月として記載される。
四半期の決算表記については、Q1が4~6月、Q2が7~9月、Q3が10~12月、Q4が1~3月として記載される。

2. ボーダフォンの事業セグメントとその概要

[ポイント]

- ボーダフォンの事業はモバイル事業、固定ブロードバンド事業、ケーブルテレビ事業の3つに大別することができる。
- 顧客と締結している契約のうち、87%(3.37億回線)がモバイル契約、売上高構成比では、モバイル契約が57%(12,402百万€)、固定回線契約が28%(6,216百万€)、合わせて通信事業が85%(18,618百万€)を占める。
- モバイル事業の無線回線は定期契約型とプリペイド契約型の2つ契約形態がある。
- 一般に、モバイル回線の契約において、定期契約型(後払い)の回線は顧客単価も高く解約率も低い。プリペイド契約型の回線は顧客単価も低く、解約率も高い。
- ボーダフォンのモバイル事業では、契約回線のうち32%が定期契約(後払い)型、68%がプリペイド契約型であり、より不安定なプリペイド契約型が、安定した定期契約型に比べはるかに大きい。
- 後払い契約が多い米国や日本の無線通信会社は、よりビジネス・モデルが安定している。ボーダフォンや欧州市場における無線通信事業は、日米市場に比べ相対的に不安定な特性を持つ。

ここでは、ボーダフォンの事業別の収益構造について確認する。同社の会計における事業セグメントは下記のように大別されている。

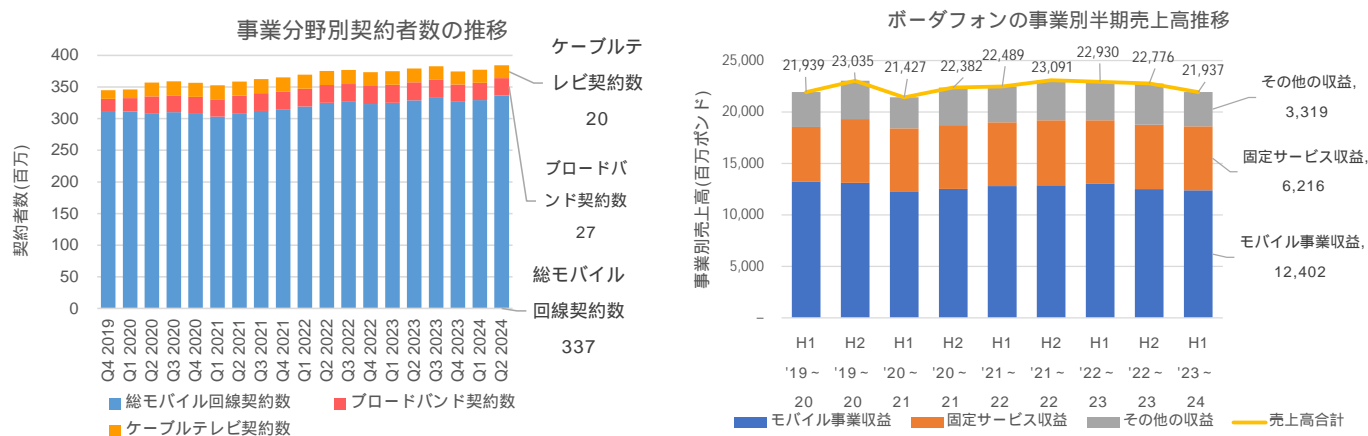
Vodafone のビジネスは通信事業、固定ブロードバンド事業、そしてケーブルテレビ事業の3つに分類される

1) モバイル事業 (Mobile Service)	個人消費者・法人顧客に対する携帯電話サービスの提供に関する通信料、データローミング料、発着信、着信通話に対する相互接続料による収入(Mobile Customer Revenue)を主とする。 その他にも解約料、設備収入、リース料などによる収益も含まれる。
2) 固定ブロードバンド事業 (Fixed Broadband Service)	固定回線及びキャリアサービスの提供に関するサービス収入
3) ケーブルテレビ事業 (TV Service)	ケーブルテレビ事業に関する収入

事業セグメント別売上高の傾向

以下の図表1では、ボーダフォンの事業分野別の契約回線数と売上高の推移を示した。ボーダフォンの契約回線数別の構成を見ると、FY2024 Q2(2023/9)末時点の事業分野別回線数のうち、88%となる3.37億回線をモバイル事業による契約が占めている。契約回線数の約9割をモバイル事業が占める事業構造は過去5年間にわたり継続している。一方、FY2024 上半期の売上高に占める構成比では、モバイル事業は57%(12,402百万€)、固定回線ビジネス(ケーブルテレビを含む)が28%(6,216百万€)を占め、これらを合わせた通信事業の売上高構成比は85%(18,618百万€)となっている。

図表1 ボーダフォンの事業別の契約回線数と売上高の推移



(注): 左図の総モバイル回線数には、Vodafone グループ集計外のオランダ及び VodafoneZiggo 分の回線数を含んでいる。

右図の固定サービス収益には、固定ブロードバンド事業とケーブルテレビ事業の両収益を含む

出所: ボーダフォン開示資料より5バリューアセットで作成

顧客と締結している契約のうち、87%(3.37億回線)がモバイル契約

売上高構成比では、モバイル契約が57%(12,402百万€)、固定回線契約が28%(6,216百万€)合わせて通信事業が85%(18,618百万€)を占める

なお過去からの契約回線数の推移を見ると、モバイル事業が好調に契約数を伸ばしている一方で、固定ブロードバンド契約数はFY2023Q3(2023年12月期)をピークに減少(2,835万回線 2,729万回線)、ケーブルテレビ契約数もFY2023Q3(2023年12月期)をピークに減少(2,206万回線 2,034万回線)に転じている。一方、事業別売上高では、モバイル事業の売上高は過去8四半期の推移でむしろ若干の減収となっていたが、他の2分野の固定サービス収益は同水準を維持し横ばいで推移していた。

この傾向は、欧州のモバイル市場が全体として成長する中で、ボーダフォンにおいてはモバイル事業の一部において、採算の悪化が生じていたことを意味する。実際、ボーダフォンではEU圏内での経済規模が上位4か国にあたるスペイン事業を採算性の悪化から譲渡し、今後の資本配分の整理を行う方針を具体化している。これらの点については、後のセクションで詳述する。

モバイル事業の回線契約形態別売上高の傾向

ボーダフォンの事業セグメントの中で最も大きく同社の経営安定性に影響するのはモバイル事業である。同事業の回線契約は、主に定期契約型とプリペイド契約型の2つの契約形態に分類できる。

一般に、モバイル回線の契約において、定期契約型(後払い)の回線は顧客単価も高く解約率も低い。プリペイド契約型の回線は顧客単価も低く、解約率も高い

ボーダフォンのモバイル事業では契約回線のうち、68%がプリペイド契約型、32%が定期契約型

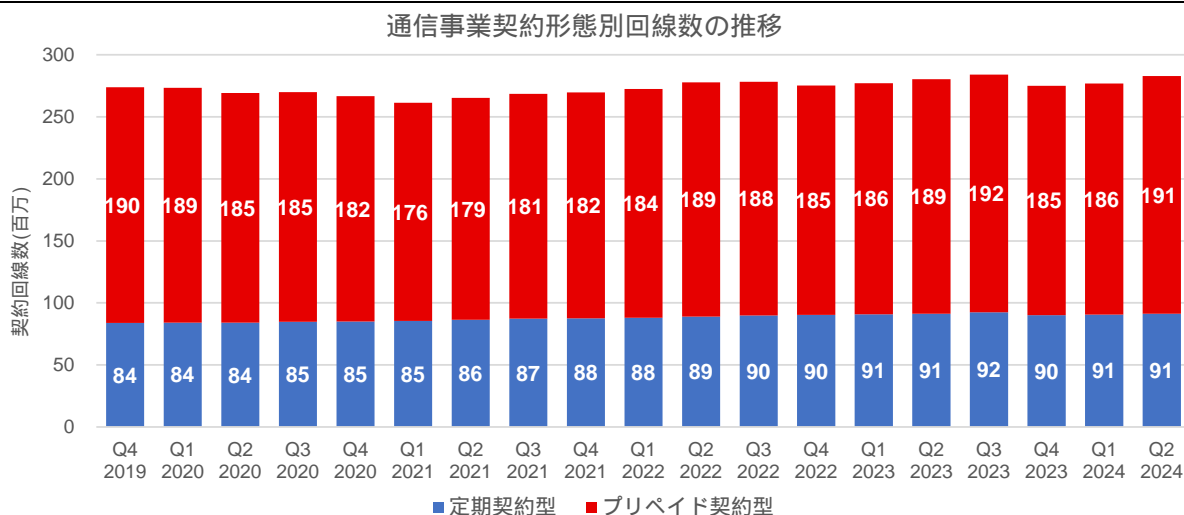
より不安定なプリペイド契約型が、安定した定期契約型に比べはるかに大きい点は、後払い契約が多い米国や日本の無線通信会社と大きく異なる傾向

契約形態	内容	ARPU (1回線1月あたり平均収益)	契約数割合
定期契約型	プリペイド契約型を除く全ての契約形態による収益を指す。 ポストペイド契約型と呼ばれる毎月の基本使用料と実際の通話利用料を一か月単位で支払う契約形態や、現地法人との支店契約を含む。 売上高が安定しやすく、顧客単価も高い。契約は継続しやすい(低解約率)	15.6 €/回線 (FY2024 H1)	全回線の 32%
プリペイド契約型	事前に料金をチャージしその中から使用料のみを差し引く契約形態 解約金等が発生せず、低額からチャージできるため、顧客単価は低い。また、他社との乗り換えも頻繁になりやすい。	5.7 €/回線 (FY2024 H1)	全回線の 68%

図表2はボーダフォンの契約形態別回線数の推移を示した。ボーダフォンの契約回線の状況を、アメリカや日本などとの他地域と比較した場合に、最も特徴的な点はプリペイド契約型の回線数の方が、定期契約型(後払い;ポストペイド)の回線数を大きく上回る、という点だ。ボーダフォンの回線プールは、後払い型の契約が多い米国や日本の無線通信会社と大きく異なる傾向となっていることが分かる。

もちろん、FY2019Q4からの過去5年間の推移をみると、より単価の高い定期契約型回線数は8,400万回線から9,100万回線まで緩やかに増加していた一方、プリペイド契約型回線数が横ばいで推移しており、ある程度は顧客基盤の強化を評価できる要素もある。

図表2 モバイル事業契約形態別回線数の推移



出所: ボーダフォン開示資料より5バリューアセットで作成

しかし、プリペイド契約型回線の中身を見ると、一部地域で展開している安価なサービス提供を主とする関連会社の顧客の増加と、各国での高い解約数が相殺されており、質的には必ずしも改善しておらず、契約期間も安定していなかった点にも注意が必要だ。

3. ボーダフォンの地域別の事業状況

[ポイント]

- ボーダフォンは、欧州の主要国に加え南アフリカなどで幅広く通信事業を営む

売上高の傾向

- 地域別で見ると、ボーダフォンの地域別売上高が大きい国は、ドイツ、イタリア、イギリス、スペイン。他、南アフリカのボーダコム事業の売上も大きい。
- 同社の売り上げの1/4以上となる6,405(百万€)がドイツによるもので、続いてイギリス、イタリア、スペインとなっている。売上上位4か国で総売上高の62%(14,031百万€)を占める。ドイツ、イギリス、スペインでは国内3位のシェア、イタリアでは2位と主要市場における高いシェアを有している。

ARPU(加入者1回線あたりの月間平均収入)の傾向

- ARPUの最高額は、定期契約型回線ではイギリスで21.7€、プリペイド契約型回線はイタリアで11.1€となっている。
- 価格競争の激しい市場(スペイン、イタリア)では、ARPUが落ち込む傾向にある
- 最大市場の、ドイツのARPUは安定。
- イギリスのプリペイド型契約では、値上げ後に解約率が上昇、結果としてARPUが減少した。

解約率の傾向

- ボーダフォンの四半期解約率は国・地域別に異なるものの全体として12~16%程度(米国や日本では、1%程度かそれ以下)
- 欧州市場では、顧客の忠実性が低く簡単に契約回線を乗り換えられやすい
- 欧州における無線通信事業者のビジネス・モデルの安定性は、アメリカや日本よりはるかに低い

ボーダフォンは、欧州の主要国に加え南アフリカなどで幅広く通信事業を営む

ボーダフォンは、複数の欧州諸国を中心に南アフリカなども含む多くの国で事業を展開しており、各国で異なる収益性の傾向が見られる。このため、同社のモバイル事業に関する収益性やその収益トレンドを分析して確認する上では、地域セグメント別の事業状況の違いを把握が必要となる。ここでは、まず欧州域内及びその他各国における各種事業指標の差とその推移を確認する。

(1) 地域別売上高とその傾向

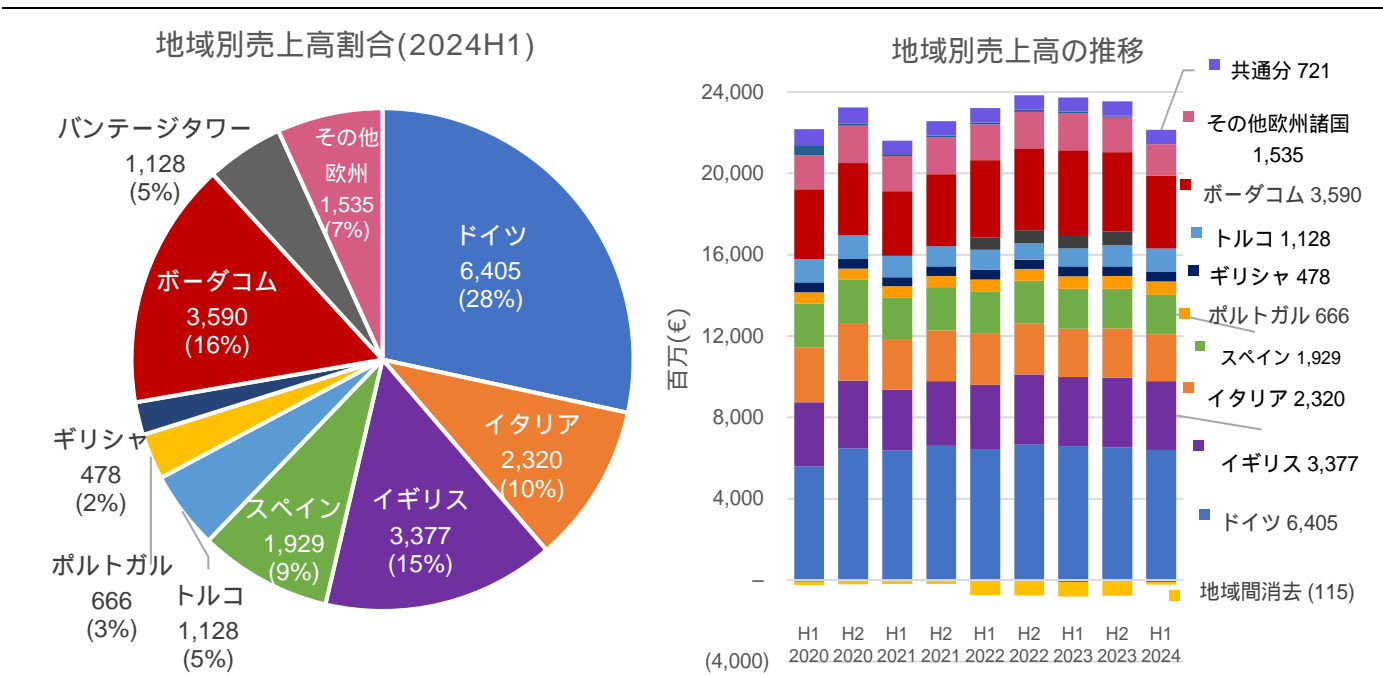
ボーダフォンの地域別売上高が大きい国は、ドイツ、イタリア、イギリス、スペイン。他、南アフリカのボーダコム事業の売上も大きい。

4か国の中では、ドイツが最も売上高が大きく、安定して計上
 イタリア・スペインでは減収傾向
 イギリスは増収傾向

以下の図表3にはボーダフォンのFY2024 H1における地域別売上高の割合(左図)と、その半期推移(右図)を示した。同図表から、ボーダフォンの地域別の特徴と傾向として下記が読み取れる。

- ボーダフォンの売上高の1/4以上となる6,405(百万€)がドイツによるもの。
- 同社では、売上上位4か国となるドイツ、イタリア、イギリス、そしてスペインがこれまでの欧州地域における主要市場。これら4か国で半期総売上高の62%となる14,031(百万€)を占める。
- 過去4年間での国別売上高割合の構造は大きくは変化していない(ただし、スペインからは撤退予定)。
- 欧州域以外では、南アフリカ最大の携帯電話会社となっているボーダコムによる売上高が全体の16%となる3,590(百万€)を占める。

図表3 ボーダフォン地域別売上高割合(2024H1)



出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

図表3(続き) ボーダフォン地域別売上高と変化 (2024H1)

(百万ユーロ)	半期売上高と変化率		
	FY2021 H1	FY2024 H1	3年変化率
欧州	16,630	16,710	0.5%
ドイツ	6,371	6,405	0.5%
イタリア	2,506	2,320	-7.4%
イギリス	2,983	3,377	13.2%
スペイン	2,050	1,929	-5.9%
ポルトガル	537	666	24.0%
ギリシャ	452	478	5.8%
その他欧州諸国	1,731	1,535	-11.3%
欧州以外	4,226	4,718	11.6%
ボーダコム	3,183	3,590	12.8%
トルコ	1,043	1,128	8.1%
内部取引消去、他	571	509	-10.9%
グループ全体	21,427	21,937	2.4%

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

また、ボーダフォンの半期売上高の3年程度における変化率を確認すると、主要市場である欧州の中では、

- 最大市場のドイツの売上高は現状維持。
 - イタリア、ポルトガル、ギリシャでは順調な増収を確認。
 - 半面、イタリア・スペイン及びその他の欧州諸国では大幅な減収。
- といった差異が観測された。

欧州以外の地域では、

- 南アフリカで事業を行うボーダコム、トルコ事業が、いずれも順調な増収傾向を維持
- といった傾向が観測された。

(2) ARPU (加入者1回線あたりの月間平均収入)

次に、ボーダフォンの契約形態別の加入者一人当たりの月間平均収入(ARPU: Average Revenue per Unit)の推移を図表4に示した。同図表からは以下の特徴が読み取れる。

ARPUの最高額は、定期契約型回線ではイギリスで21.7€、プリペイド契約型回線はイタリアで11.1€となっている

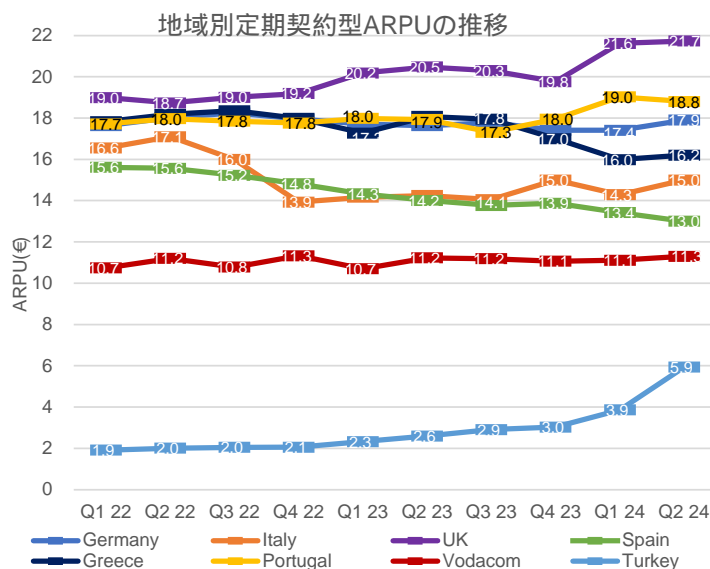
価格競争の激しい市場(スペイン、イタリア)では、ARPUが落ち込む傾向にある

最大市場の、ドイツのARPUは安定

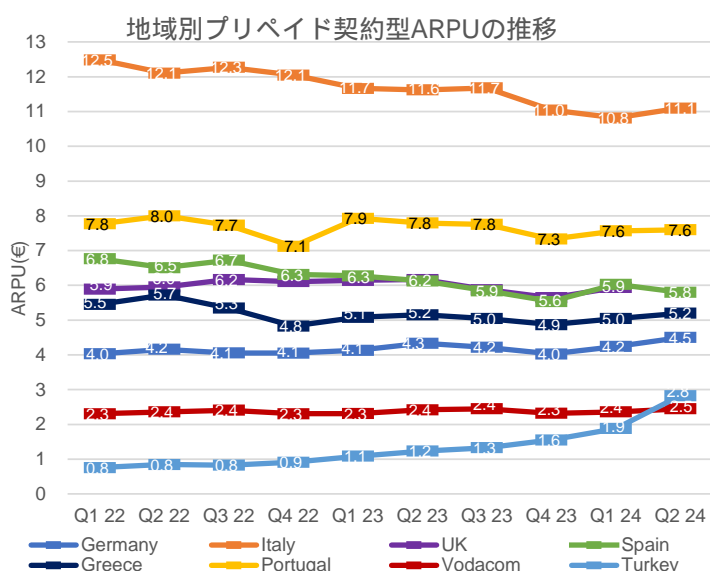
イギリスのプリペイド型契約では、値上げ後に解約率が上昇、結果としてARPUが減少した

- 定期契約型のARPUが最も高いのはイギリスで21.7€、ポルトガルの18.8€、ドイツの17.9€と続く。
- プリペイド契約型ARPUの最高額はイタリアで11.1€。
- 最主要市場のドイツでは、ARPUのみを見ると事業展開している欧州市場の中では平均的な数値(定期契約型:17.9€/プリペイド契約型:4.5€)である。また、ドイツ国内ではイタリア等と比べて価格競争がさほど激しくないため、安定的にARPUを維持し続けられている。
- イタリアでは2022年10月から5Gが解禁されたものの、他国と比較してもより熾烈な価格競争が展開されており、この結果、FY2022Q3対比で全体ARPUが0.4€も下がり11.6€となった。ただし、その内訳を見ると、定期契約型のARPUは15.6€と低めの水準であるものの5G導入時のFY2022Q4における13.9€をボトムに改善傾向を継続している点が明るい材料。半面で、プリペイド型携帯については、単価の安い第二ブランドHo.の顧客が増加傾向にあることから、ARPUはFY2022Q1の12.5€から足元では11.1€まで低下トレンドを継続。これがイタリア全体でのARPUの引き下げを介して同国市場での採算性を引き下げている。
- スペインは欧州主要国で定期契約型のARPUが最も低い13.0€。FY2022Q2の15.6€から比較しても、単価の低下と採算の急速な悪化が止まらない状況。値上げによる一部相殺も効果は限定的。
- 総売上高の16%となる3,590(百万€)を占めている南アフリカで事業を展開しているボーダコムのARPUは定期契約型、プリペイド契約型の両方で低水準。ただし、高成長な市場でもあり、経費率の差も考えれば有望な成長機会。
- 同じく成長市場であるトルコでは、慢性的なトルコリラの通貨安によるユーロとの為替差が、他国と比較した際のARPUの落ち込みの要因となっている。
- イギリス、トルコ、ボーダコムのARPUには、為替影響が反映されている点に注意。

図表4 ボーダフォンの地域 ARPU 推移(2024Q2 まで)



< 定期契約型 ARPU >
 ドイツ: ほぼ横ばい。料金値上げ後に 0.5€増加して 17.5€
 イギリス: FY2024 Q1 中に料金値上げを行い、+ 0.8€増加し
 今期は 21.7€
 イタリア: FY2022Q2 をピークに減少傾向
 スペイン: 各四半期ずつ減少
 ボーダコム (南ア): 低水準(11.3€)で横ばい傾向
 トルコ: 増加傾向にあるものの、他国の半分以下(5.9€)
 ポルトガル: 18.8€と高水準なもの、回線契約総数は少なく、総売上規模は大きくはない。
 ギリシャ: ポルトガル同様、16.2€と高水準であるものの、回線契約総数が少なく総売上規模は大きくはない。



< プリペイド契約型 ARPU >
 ドイツ: ほぼ横ばい。料金値上げ後に+0.3€増加して 4.5€に
 イギリス: FY2024Q1 中に料金値上げ後、解約率が増加、結果として-0.8€低下し 5.8€に
 イタリア: 料金値上げ後+0.2€増加し 11€になったものの、長期的なトレンドは減少傾向 (12.5€→11.1€)
 スペイン: 緩やかな減少傾向 (6.8€→5.8€)
 ボーダコム (南ア): 低水準(2.3€)で横ばい傾向
 トルコ: 水準は他国の半分以下(2.8€)。ユーロ建てで増加傾向に見えるのは、トルコリラの為替を反映
 ポルトガル: 直近期中で 7.6€と高水準なもの、回線契約数が少ない為総売上高の規模は小さい
 ギリシャ: 平均的水準(5.2€)で、ほぼ横ばい

FY2023 Q2 FY2024 Q2 における ARPU の変化傾向

(前年同期比)	ドイツ	イギリス	イタリア	スペイン	ギリシャ	ポルトガル	ボーダコム	トルコ
定期契約型	増加傾向 (17.6⇒17.9)	増加傾向 (19.0⇒21.7)	減少傾向 (16.6⇒15.0)	減少傾向 (15.6⇒13.0)	減少傾向 (17.8⇒16.2)	増加傾向 (17.7⇒18.8)	増加傾向 (10.7⇒11.3)	増加傾向 (1.9⇒5.9)
プリペイド契約型	増加傾向 (4.0⇒4.5)	減少傾向 (5.9⇒5.1)	減少傾向 (12.5⇒11.1)	減少傾向 (6.8⇒5.8)	減少傾向 (5.5⇒5.2)	減少傾向 (7.8⇒7.6)	増加傾向 (2.3⇒2.5)	増加傾向 (0.8⇒2.8)
全体	横ばい (12.4⇒12.4)	増加傾向 (14.8⇒15.4)	減少傾向 (12.0⇒11.3)	減少傾向 (13.0⇒12.1)	減少傾向 (9.9⇒9.8)	増加傾向 (13.0⇒13.7)	増加傾向 (3.0⇒3.1)	増加傾向 (2.0⇒3.4)

出所: ボーダフォン開示資料より5バリューアセットで作成

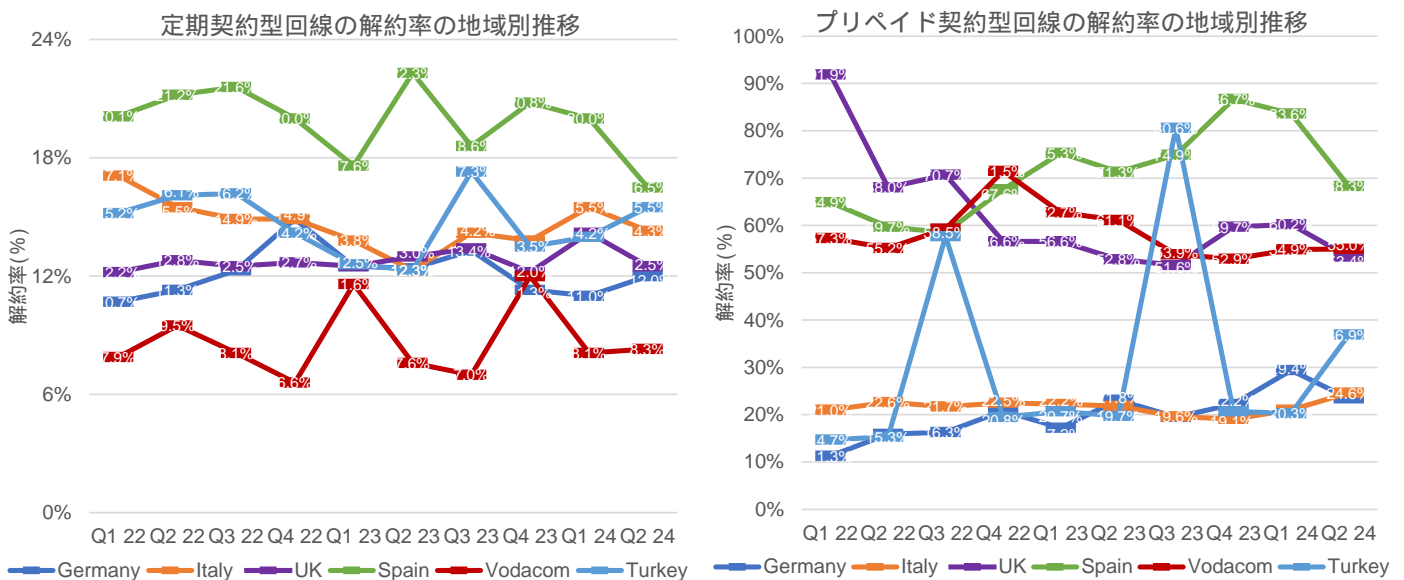
(3) 解約率の傾向

図表5には契約形態ごとに、各国別の解約率の推移を示した。同図表からは以下の傾向が読み取れる。

ボーダフォンの四半期解約率は国・地域別に異なるものの全体として12~16%程度(米国や日本では、1%程度かそれ以下)

- ボーダフォンの四半期解約率は、国・地域別に異なるものの全体として定期型回線で約8~16%の、プリペイド型回線で24~60%の水準となっている。
- 事業売却予定であるスペインは、定期契約型回線で16.5%、プリペイド契約型回線68.3%と、最も高い解約率を示していた。
- 主要4か国の中では、両契約回線でドイツが最も低水準の解約率を保っているが、それでも11~12%と、米国や日本などとは全く異なる状況
- トルコはFY2023Q3に値上げを行った際に、両契約回線で解約率が大幅に上がった

図表5 ボーダフォン地域別解約率の推移(FY2024Q2)



出所: ボーダフォン開示資料より5バリュースセットで作成

欧州市場では、顧客の忠実性が低く簡単に契約回線を乗り換えられやすい

欧州における無線通信事業者のビジネスモデルの安定性は、アメリカや日本よりはるかに低い

米国や日本では、後払い契約(ボーダフォンの定期契約型に相当)の解約率は四半期で1%程度またはそれ以下の事業者が多く、欧州の無線通信事業者はこれらの市場と全く異なる特性、すなわち顧客の忠実性が低く簡単に契約回線を乗り換えられやすいこと、またサービスの質よりも価格に対する弾力性が高く、値上げが顧客の離反を生みやすい、等の傾向が観測できる。

この観点からは、欧州における無線通信事業者のビジネスモデルの安定性は、アメリカや日本の事業者とは全く異なることを意味する。すなわち、今回のスペインの事例にみられるように、ボーダフォンのような地域内でトップ3に入るサービスプロバイダーであっても、自主的な撤退に追い込まれることがあり、超長期のビジネス安定性は他地域とは異なる、との特質を理解しておく必要がある。

4. ボーダフォンの業績(P/L)状況

[ポイント]

- ボーダフォンのH1の売上高、営業利益はバンテージ Towersの処分や、ハンガリーとガーナ地域の事業撤廃により、前年同期比で減少傾向。
- 売上高が大きくは変動しない中、長期的には営業利益が減益傾向を継続。ボーダフォンの経営体制の強化と改善は必須な状況。

H1の売上高、営業利益はバンテージ Towersの処分や、ハンガリーとガーナ地域の事業撤廃により、前年同期比で減少傾向

売上高が大きくは変動しない中、長期的には営業利益が減益傾向を継続
ボーダフォンの経営体制の強化と改善は必須な状況

ここでは、直近までの損益計算書に基づきボーダフォンの収益力について確認する。モバイル事業、また固定回線等の事業による売上高が最も大きい割合を占め、両方のセグメントの合計売上で85%となる18,618(百万€)を占めている。残りの15%程の3,319(百万€)の売上は、関連会社やバンテージ Towers¹等によるものとなっている。

ボーダフォンの今半期(FY2024H1)における企業全体としての売上高は21,937(百万€)、また営業利益は1,655(百万€)とともに前年同期比で減少傾向となっている。これは、バンテージ Towersの処分やハンガリーとガーナ地域における事業撤退が主要因とされている。これらの要因に、関連会社の収益減少が重なったことにより、営業利益が大幅な減益となった。売上高が大きくは変動しない中、長期的な推移で見た営業利益の減益傾向は一時要因を除いても継続的な収益力の減少傾向を示しており、ボーダフォンの経営体制の強化と改善は必須な状況だ。後述するように同社では、過年度のバンテージ Towersの非連結化や後述するスペイン・イギリスの事業見直しなど大規模な事業再編を継続する予定だ。主要4市場における事業再編戦略については、後のセクションで詳述する。

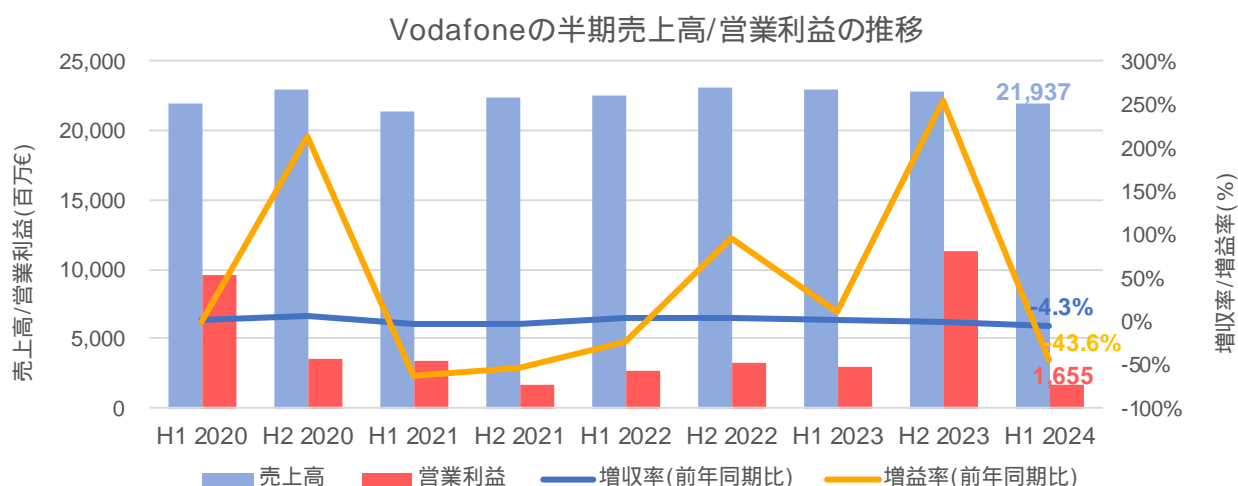
¹ バンテージ Towers (Vantage Towers) 事業は、欧州の広域で移動通信用のインフラとして電波塔事業を手がける元子会社。ボーダフォンは2021年3月にドイツのバンテージ Towers社にIPOを実施し同社を子会社とした。しかし、翌2022年11月には、Vantage Towers部門の一部を売却し、KKRおよびGlobal Infrastructure Partners (GIP)との新しい共同出資会社(JV)を設立、同事業を非連結化した。

図表6 ボーダフォンの売上高推移・損益計算書(単位:百万€)

[損益計算書]

損益計算書	H1 2020	H2 2020	H1 2021	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023	H2 2023	H1 2024	前年
	2019/9/30	2020/3/31	2020/9/30	2021/3/31	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30	2023/3/31	2023/9/30	同期比
売上高	21,939	23,035	21,427	22,382	22,489	23,091	22,930	22,776	21,937	-4.3%
モバイルサービス売上高	13,265	13,113	12,288	12,526	12,801	12,888	13,031	12,508	12,402	-4.8%
固定サービス売上高	5,279	6,214	6,130	6,197	6,209	6,305	6,176	6,254	6,216	0.6%
その他売上高	3,395	3,708	3,009	3,659	3,479	3,898	3,723	4,014	3,319	-10.9%
売上原価	15,010	15,672	14,657	15,429	15,097	15,477	15,580	15,270	15,559	-0.1%
売上高総利益	6,929	7,363	6,770	6,953	7,392	7,614	7,350	7,506	6,378	-13.2%
販売費及び一般管理費	(4,473)	(5,151)	(4,235)	(4,637)	(4,545)	(4,526)	(4,530)	(4,891)	(4,626)	2.1%
その他営業損益	(1,879)	1,310	937	(691)	(227)	105	115	8,746	(97)	-
営業利益	9,523	3,522	3,472	1,625	2,620	3,193	2,935	11,361	1,655	-43.6%
税引前当期純利益	(511)	1,306	2,045	2,355	1,276	2,827	1,728	11,088	550	-68.2%
法人税損益	(1,380)	130	(490)	(3,374)	1	(1,331)	(485)	4	(705)	45.4%
当期純利益	(1,891)	1,436	1,555	(1,019)	1,277	1,496	1,243	11,092	(155)	-
調整後EBITDAaL	7,105	7,776	7,011	7,375	7,565	7,643	7,244	7,421	6,378	-12.0%

[売上高・営業利益の推移]



出所:ボーダフォン開示資料より5バリュースセットで作成

5. ボーダフォンの財務(B/S)の状況と返済余力の見方

[ポイント]

- ボーダフォンでは FY2024 上半期において、下記の通り全体的に財務の健全化傾向を示していた
 - (1) 自己資本比率が 0.3 ポイント上昇し、71.1%に上昇
 - (2) ネット有利子負債は 3,436(百万€)増加したものの、長期的な推移で見ると、依然として低水準を保っている
 - (3) 有利子負債の返済余力の指標であるネット有利子負債/EBITDA 倍率は、格付けに対するマイナスのプレッシャーにつながる危険性がある

(1).自己資本比率、ネット有利子負債、EBITDA(調整後)の状況

ボーダフォンの財務頑健性と債務返済能力について確認

自己資本比率は増加傾向を辿っており、財務の健全性は強化。

ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 8.44 倍と上昇。これは、現金創出能力(EBITDA)の低下によるもの

ただし、ボーダフォンでは既存債務の長期化を進めており、同指標の低下は、必ずしも返済能力の低下を意味しない。

当上半期の調整後フリーCFは約-19.5億ユーロの資金流出だが、スペイン事業売却により、FY2024 通年では+33億ユーロになる予定。今後の事業再編への充当可能性は株主配当にも影響される。

ここでは、ボーダフォンの財務頑健性と債務返済能力について確認する。以下の図表 7 はボーダフォンの自己資本比率の推移を、図表 8 には有利子負債と手元流動性の推移を、そして図表 9 にはネット有利子負債 EBITDA 倍率(調整後)の推移をそれぞれ抜粋した。また、図表作成のもととなる B/S の推移を図表 11 に示した。

FY2023H2 から FY2024H1 にかけて、社債の返済や担保債務の減少によって負債総額を 4,500(百万€)圧縮し 86,534(百万€)まで落とすことに成功した。自己資本比率の推移を確認すると、バンテージタワーズの処分等によって FY2023H2 より継続的に負債の圧縮を行っていることから今期の自己資本比率は 71.1%まで上昇し、前期と比較すると 0.3%の増加、前年同期比だと 13.2%増加と財務の健全性がさらに増した。

有利子負債と手元流動性の推移を見ると、長期債務は 1,048(百万€)増加したものの、短期債務の 2,380(百万€)の圧縮幅が上回ったため、有利子負債全体は圧縮した。

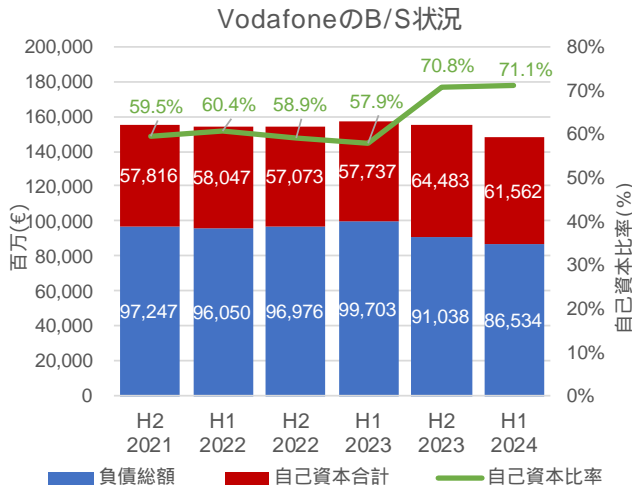
ネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移をみると、ネット有利子負債が今期 3,436(百万€)増加した。エネルギー費用の増加等によって EBITDA が 1,043(百万€)減少したことも働き、ネット有利子負債 EBITDA 倍率は 8.44 倍にまで上った。

ただし、ボーダフォンでは既存債務の長期化を進めており、今後五年間での負債の返済は 13,000(百万€)程度にしかならないとしており、それを踏まえると現在のネット有利子負債 EBITDA 倍率は問題でないとしている。

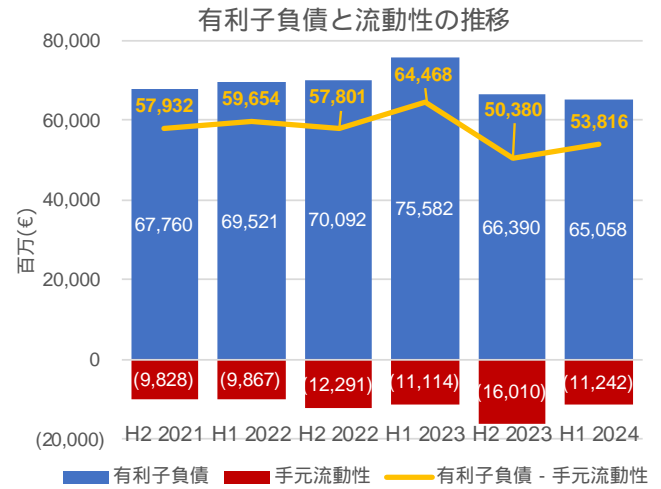
(2).フリーCF(調整後)の状況

最後に、キャッシュフローの状況を図表 10 で確認しておく。ボーダフォンが公表する当半期の調整後フリーCFは約-19.5億ユーロの資金流出で、この差異について同社では調整後 EBITDAaL の減少と関連会社および合併事業からの配当の減少が影響したと説明している。ただし、ボーダフォンでは、同社は、スペインにおける事業の売却を考慮し、FY2024 の通年ではフリーCFが+33億ユーロに転ずると予想している(2023/11時点)。資産売却なしの場合の、今後の事業再編への資金充当可能性は株主配当にも影響されうる。なお、ボーダフォンでは、通常の法定開示資料に掲載しているCFと、同社独自の調整を反映した調整後フリーCFを公表しているが、両数値には大幅な乖離がある点にも注意が必要だ。

図表7 ボーダフォンの自己資本比率の推移



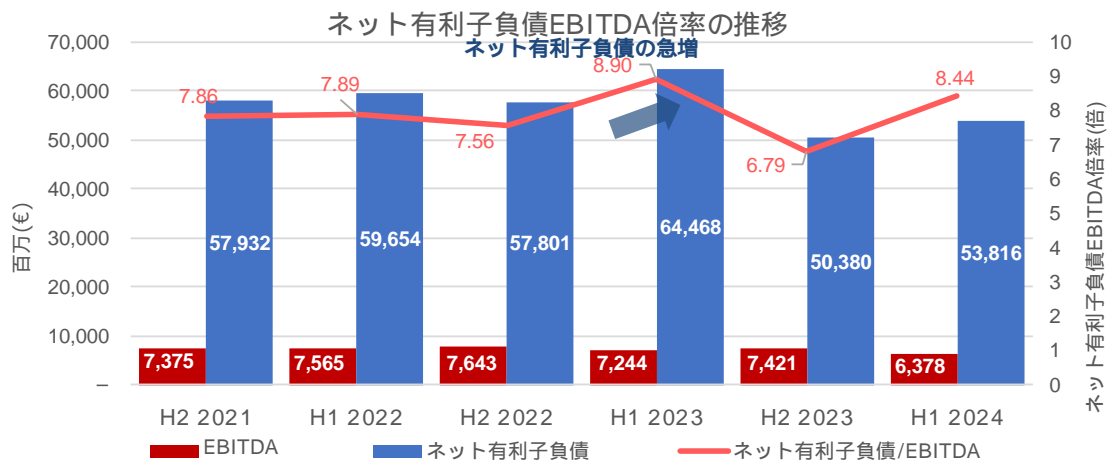
図表8 ボーダフォンの有利子負債と流動性の推移



出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

図表9 ボーダフォンのネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

図表10 ボーダフォンの調整後 EBITDA (EBITDAaL) と調整後フリーCF の推移

単位: 100万英ポンド

	H1 '19~20	H2 '19~20	H1 '20~21	H2 '20~21	H1 '21~22	H2 '21~22	H1 '22~23	H2 '22~23	H1 '23~24
モバイル事業収益	13,265	13,113	12,288	12,526	12,801	12,888	13,031	12,508	12,402
固定サービス収益	5,279	6,214	6,130	6,197	6,209	6,305	6,176	6,254	6,216
その他の収益	3,395	3,708	3,009	3,659	3,479	3,898	3,723	4,014	3,319
売上高合計	21,939	23,035	21,427	22,382	22,489	23,091	22,930	22,776	21,937
直接費用	-5,292	-5,151	-5,267	-5,215	-5,198	-5,287	-5,542	-5,237	-5,295
顧客費用	-3,987	-4,334	-3,614	-4,122	-3,915	-4,428	-4,202	-4,310	-3,968
営業費用	-5,555	-5,774	-5,535	-5,670	-5,811	-5,733	-5,942	-5,808	-6,296
事業費用合計*	-14,834	-15,259	-14,416	-15,007	-14,924	-15,448	-15,686	-15,355	-15,559
調整後 EBITDAaL	7,105	7,776	7,011	7,375	7,565	7,643	7,244	7,421	6,378
調整後フリーCF	34	4,915	-101	3,211	-983	4,292	-3,245	4,687	-1,951

* 租税、減価償却、利払を除く

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

図表 11 ボーダフォンの貸借対照表・キャッシュフロー計算書(単位:百万€)

[貸借対照表]

貸借対照表	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023	H2 2023	H1 2024
	2021/3/31	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30	2023/3/31	2023/9/30
現金及び現金同等物	5,821	5,824	7,496	7,072	11,705	7,148
短期投資	4,007	4,043	4,795	4,042	4,305	4,094
売掛金等	10,923	11,330	11,019	11,506	10,705	11,459
在庫	676	714	836	991	956	1,009
その他流動資産	5,586	4,250	3,432	4,175	2,991	2,119
流動資産総額	27,013	26,161	27,578	27,786	30,662	25,829
有形固定資産	41,243	40,116	40,804	39,843	37,992	37,363
のれん	31,731	31,729	31,884	31,225	27,615	27,544
繰延税金負債	21,569	21,800	19,089	18,699	19,316	19,460
関連会社及び共同支配企業への投資	4,268	4,397	5,323	4,381	11,079	10,457
その他固定資産	27,982	28,638	29,371	35,506	28,857	27,443
固定資産総額	126,793	126,680	126,471	129,654	124,859	122,267
資産総額	155,063	154,097	154,049	157,440	155,521	148,096
短期債務	8,488	11,412	11,961	15,675	14,721	12,341
買掛金及びその他の債務	18,070	16,283	19,661	16,614	18,247	14,979
その他流動負債	2,153	2,448	2,025	1,930	1,616	1,678
流動負債総額	28,711	30,143	33,647	34,219	34,584	28,998
長期債務	59,272	58,109	58,131	59,907	51,669	52,717
その他非流動負債	9,264	7,798	5,198	5,333	4,785	4,819
非流動負債総額	68,536	65,907	63,329	65,240	56,454	57,536
負債総額	97,247	96,050	96,976	99,703	91,038	86,534
自己資本合計	57,816	58,047	57,073	57,737	64,483	61,562
総資本	155,063	154,097	154,049	157,440	155,521	148,096

[キャッシュフローの推移]

キャッシュフローの状況	H2 2021	H1 2022	H2 2022	H1 2023	H2 2023	H1 2024
	2021/3/31	2021/9/30	2022/3/31	2022/9/30	2023/3/31	2023/9/30
営業活動によるキャッシュフロー	11,206	6,455	11,626	6,280	11,774	5,544
投資活動によるキャッシュフロー	(4,249)	(2,811)	(4,057)	(4,089)	3,710	3,808
フリーキャッシュフロー	6,957	3,644	7,569	2,191	15,484	9,352
財務活動によるキャッシュフロー	(8,146)	(3,795)	(5,911)	(2,993)	(10,437)	6,378
現金及び現金同等物の期末残高	5,790	5,650	7,371	6,851	11,628	7,031

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

6. ボーダフォンの事業再編状況

[ポイント]

- ボーダフォンでは、これまでのスケールメリット重視の拡大成長戦略から、収益性と成長性は重視した適正規模化に向け大幅な転換と事業再編を実施中。
- 主要4か国でも、それぞれに異なる事業再編方針を示す。ドイツ;固定ブロード回線網の値上げと増強投資。イギリス;第4位の通信会社と合併会社を設立、シェア No.1 による投資効率化。イタリア;個人向け事業から、法人向け(B2B)事業の拡大に、事業ミックスの変更を進める。スペイン;事業売却により撤退。
- ボーダフォンのビジネス・モデルは今後も5~10年の単位で改変されうる(安定的な米国や日本とは抜本的に異なる)

(1).ボーダフォンの事業再編方針

ボーダフォンは、全体としての企業規模は極めて大きい。各コア地域において強い経営体質を有する通信業界の同業他社に比べ、収益性の観点から競争力に欠けた状況

ここでは、ボーダフォンの事業再編の状況について概観する。ボーダフォンは全体としての企業規模は欧州の通信企業の中でも極めて大きく多くの地域で事業を展開しているが、それぞれのコア地域において強い経営体質を有する通信業界の同業他社(ドイツのドイツテレコム、英国のBTグループ、フランスのオランジュ、スペインのテレフォニカなど)に比べ、いずれの市場においても収益性の観点から競争力に欠けた状況にある。

ボーダフォンでは、近年の収益性の悪化を受け、2023年5月に新CEOが3つの基本方針を伴う新経営計画を公表²した。同計画はこれまでのスケールメリット重視の拡大成長戦略からは大幅な転換となる事業再編の方向性を示しており、以下の3つの柱の下で同社のビジネス・モデルの再構築を進める内容となっている。

- (i) **顧客適正化(CUSTOMERS)**; ポートフォリオの規模と配分の適正化、ビジネス部門(B2B)強化、不安定な顧客層から脱却し成長する顧客層に合わせた事業展開、顧客セグメントを考慮した満足度の強化
- (ii) **事業のシンプル化(SIMPLICITY)**; 採算重視、グループの事業構造を簡素化、地域別の経営判断迅速化、自社技術優先方針からの転換
- (iii) **成長性重視(GROWTH)**; 成長する市場(欧州は地域選別+アフリカ)と事業部門への経営資本の集約、ROCE(使用資本利益率)の安定・持続化、

この計画に合わせ、各主要地域でも大幅な経営方針の変更方針が示されている。以下で、主要地域別に主な内容を紹介する。

(2).ドイツ事業の強化

主要4か国でも、それぞれに異なる事業再編方針を示す

ドイツ国内における電気通信法の改正により、加入者側からより簡単な手続きで既存契約を終了できるようになり、またISPの実効通信速度等にもより強い規制がかけられるなどの経営環境の変化を受け、ボーダフォンでは契約固定ブロードバンド回線数の減少傾向と減収が顕著になった。こうした状況を受け、2022年末にボーダフォンではドイツ事業の経営陣を

² “FY23result, A new roadmap for Vodafone”, 2023/5, Vodafone

ドイツ：固定ブロード回線網の値上げと増強投資

交代、ブロードバンド契約価格の引き上げを開始した。この結果、ブロードバンドにおける加入者減少による減収は固定回線 ARPU の増加により一定程度抑制されることが想定される。ただし、サービス単価の向上にはサービスの質的強化が必須であり、ドイツ国内では700万回線の光ファイバーを追加敷設することが計画されている。CF 創出能力の改善のための前提として、短期的には借入れ増による財務負担の増加を伴うことになる。

(2).イギリス事業における合併

イギリス：第4位の通信会社と合併会社を設立、シェア No.1 による投資効率化

イギリス事業では、市場こそ成長を継続しているものの、5G の全国展開に向けた設備投資負担と主要事業者間での競争の激化の中で、同国内で3位のシェアを有するボーダフォン UK (ボーダフォンが保有) を含む各社の今後の経営戦略が重視されてきた。過去に市場シェア4位の Three UK (CK Hutchison が保有) からのボーダフォン UK の買収提案が合った際には、政府契約の多いボーダフォン UK における機密情報保持の観点から監督官庁からの反対があった。しかし、今回は共同出資会社を設立しその51%をボーダフォンが保有することで両社の経営統合が進むことで両社の契約が進展する形となった³。2社を合わせた契約回線数2,700万回線を超え1位になる見込み。回線数シェア以上に重要なのが、5G回線の先行展開で一気に差別化と市場での競争力強化を図ろうとする同業他社のリープフロッグ戦略⁴に対抗する経営戦略を実行できる態勢が整うことになる点である。これまでは、EE社(BTグループが保有)、ヴァージンメディア O2 (スペインのテレフォニカが保有)、米国のリパティ・グローバルなどに5G設備展開に要する資金調達力の差などから遅れをとる可能性があったが、合併が成立すれば大幅なコスト削減効果により5G展開競争上で劣後する懸念も低い。なお、合併交渉の現状はあくまで両者間の合意であり、同取引はまだ英国の競争当局による厳しい審査をパスしたわけではない。このため、2024年一杯をかけても完了しない可能性があり、審査完了が遅れると設備投資のペースにも差が生じやすい。

(3).イタリア事業における顧客セグメントの見直し

イタリア：不安定なプリペイド契約などの個人向け事業から、法人向け(B2B)事業の拡大に、事業ミックスの変更を進める

前述の通り、イタリア事業では単価の安い第二ブランド Ho. が提供するプリペイド契約回線数の構成比が多く、顧客契約の継続性と単価の両面で不安定性が高い。ボーダフォンでは、イタリアで幅広く公益事業を営む SNAM 社に対し IoT 関連のインフラ提供に関する提携を行ったことを公表した。このイニシアチブにより、同国における通信事業においてこれまでの不安定化しやすく過当競争に陥りやすい個人ビジネスに加え、大口の法人ビジネスを加えることで、基本方針の顧客層の改善による今後の収益性の安定性強化への材料となる可能性がある。ただし、同国における B2B の拡大が今後どの程度の売上規模を伴うのか、また不安定な個人向け契約のうち定期契約型に経営資源を集中していくのかどうかなど、売上高や収益性が安定的に改善するかどうかについて、今後を見守る必要がある。

³ “Merger of Vodafone UK and Three UK to create one of Europe’s leading 5G networks”, 2023/6/14, Vodafone

⁴ 先端技術の先行投入により、一気に市場シェアを逆転する経営戦略のこと。

スペイン; 事業売却により撤退

(4).スペイン事業の対外譲渡

ボーダフォンでは、この数年、スペイン市場におけるモバイル事業の顧客単価と顧客数が下落し、採算の悪化が加速していた。こうした状況に対し、ボーダフォンでは2023年5月頃から同国事業の売却協議を行っている旨を公表していた。10月31日に、Vodafoneのスペイン事業を行っている Vodafone Holdings Europe, S.L.U. (“Vodafone Spain”)の株式をイギリス企業の Zegona Communications plc (Zegona) に譲渡する契約が成立した。

複数のメディアでボーダフォンがスペイン事業を最大50億ユーロでイギリスの投資会社 Zegona への売却する契約がほぼ固まり、許認可待ちであることが報じられた⁵。その後、11月に公表されたボーダフォンの決算説明資料⁶上でも、2023年10月31日に、同グループが、ボーダフォン・ホールディングス・ヨーロッパ(S.L.U.)の株式100%の売却に関して、イギリス企業の Zegona Communications plc (Zegona) と拘束力のある契約を締結したと発表しました。11月の決算説明会で「スペイン事業の売却完了後、Vodafoneは少なくとも41億ユーロ(43.5億ドル)の現金と最大9億ユーロ(9.5億ドル)の償還可能優先株を受け取る見通し」との説明を行っている⁷。この現金は、先のドイツ事業など、優先事業の強化にも充当されるが、株主還元など社外流出分を含む資本の再配分については具体的には明らかにされていない。

ボーダフォンのビジネス・モデルは今後も5~10年の単位で改変されうる(安定的な米国や日本とは抜本的に異なる)

上記のように、ボーダフォンでは主要4か国においても、収益力と成長性の向上に向けそれぞれに全く異なる経営戦略と採っている状況が確認できる。このことは、同社のビジネス・モデルが5~10年の単位で、今後も改変されうることを意味している。事業モデルが相対的に安定的な米国や日本とは抜本的に異なる性格を有していることが分かる。

⁵ [“Zegona to acquire Vodafone Spain for €5.0 billion”](#), 2023/10/31, Zegona,

⁶ [“Vodafone Group Plc : H1 FY24 results”](#) P.38, November 2023/11/14, Vodafone

7. ボーダフォンの信用格付、及び社債の投資評価

[ポイント]

- ボーダフォンの信用格付け(発行体格付け)は BBB 格中位。S&P では 6/30 に格付見通しをポジティブから安定的に引き下げ。
- ボーダフォンが進める事業構造改革は、継続的な設備投資と一定の債務負担を要するものが多く、短期的に信用格付けが上方修正される余地は限定されやすい状況。
- ボーダフォンの現経営層は、財務レバレッジを目標ガイダンスの下限以上に維持することに、十分にコミットしており、信用格付けの維持にも前向きな姿勢。
- 無線通信事業では参入障壁も高く、10 年程度では元利金の支払い能力への懸念は生じにくい。一方、超長期(20 年超)でのビジネス・モデルの持続性には一定の懸念。
- 米ドル建てシニア債では残存 10 ~ 15 年に割安感。米ドル建て劣後債では、2031 年初回コール債が、リスクあたりリターンの観点から最も投資効率が高く割安感。

Moody's、S&P、Fitch の主要 3 格付け機関共に BBB 格中位と評価
ただし、格付け見通しについては S&P が 6/30 にポジティブから安定的に引き下げ

.ボーダフォンの信用格付の状況と今後の想定

以下の図表 12 には、ボーダフォンの信用格付け(発行体格付け)を示した。ボーダフォンは Moody's からは Baa2 格、S&P からは BBB 格、そして Fitch からは BBB 格と、いずれも BBB 格中位として共通の評価をされている。一方で見方が分かれているのは、格付け見通しであり、ただし、格付け見通しについては S&P が 6/30 にポジティブから安定的に引き下げた。Moody's は安定的を、Fitch はポジティブを、それぞれ維持している。

S&P が格付け見通しを中立に落とした理由として挙げているのは、主に同社の収益力が下方修正を繰り返すなど従来の想定以上に低迷していること、加えて戦略的リストラクチャリングの方向性自体は評価するものの事業モデルの転換には長い期間を要し、その間には一時的であったとしても財務面への悪化影響が生じやすいこと、資産の軽量化が独自の競争力をより低下させる懸念もあること、等であった。

図表 12 ボーダフォンの発行体格付け一覧

	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	Baa2	2021/06/18	BBB	2019/08/01	BBB	2019/08/13
格付け見通し	STABLE	2021/06/18	STABLE	2023/06/30	POS	2023/06/13

出所: ボーダフォン開示資料より 5 パリュアセットで作成

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。

ボーダフォンが進める事業構造改革では、継続的な設備投資と一定の債務負担を要する信用格付けの上方修正される余地は当面限定されやすい状況

ボーダフォンが進める事業構造改革には、継続的な設備投資と一定の債務負担を要するものが多い、コアビジネスである通信事業の収益力を保つために、現在の設備投資の水準を継続させるとしている。これには主要市場であるドイツにおけるケーブルネットワーク(固定回線)への投資も含まれている。ドイツ国内では 700 万回線の光ファイバーを追加敷設することを計画している。一部の事業撤退に伴うキャッシュインがあったとしても、同時にこうした継続的な投資を要する中、長い目で見れば同社の収益力向上に寄与するが、短期的(1-2 年の視点)に見れば、信用格付けが上方修正される余地は限定されやすい状況だ。

仮に、前述の事業再編の多くを2024年度内に完了したとしても、業績にポジティブな影響が出始めるのは2025年度以降になり、この間は短期的なリストラ費用やその他の一時的費用がボーダフォンの信用指標を圧迫しやすい。よって、今後2年以内にボーダフォンが格上げされる可能性は限定的だと弊社では考えている。

ボーダフォン社債の投資評価

ボーダフォン社債への投資評価を行うにあたっては、2つの評価軸を重視すべきと考える。すなわち、利益指標への見方と財務指標を維持する経営戦略への意思への見方だ。

ボーダフォンは、事業再編戦略を完了するまでの過渡期において、短期的に利益成長を達成することは難しい。

しかし、ボーダフォンの現経営層は、財務レバレッジを目標ガイダンスの下限以上に維持することに、十分にコミットしており、信用格付けの維持にも前向きな姿勢

ボーダフォンの利益指標については、今後、2024年度を通じて合併や事業売却が続くことから、短期的には収益構造に変化が生じ売上高や営業利益の不安定化が予想される。成長に向けた事業再編戦略を完了するまでの過渡期において、短期的に利益成長を達成することは難しい。よって、同社の株式が同業他社株式を大きくアウトパフォームする可能性は低いと、弊社では考えている。一方で、先のページで確認したように、メイン・マーケットのドイツやイギリスのように堅固な顧客基盤を確保し、市場での優位性を保つ戦略が明確に示されている地域においては今後も安定的な利益水準の維持は可能と考える。同社では、こうした優位性のある地域の事業への回帰方針を示しており、同社の利益水準は今回の事業再編を経る中でも、一定の水準を保持し継続可能だと考える。

次に同社の財務戦略方針について概観する。一般に、社債の投資評価では、利益成長を伴わなくても、CFが維持され、社債の償還可能性を維持する経営方針が堅持されていれば、十分に投資対象として検討し得るものとする。この観点において、ボーダフォンの現経営層は、財務レバレッジを目標ガイダンスの下限を以上に維持することに、十分にコミットしている点を指摘したい。この方針を感じする経営姿勢は、設備投資と最近の資産売却の成功により、実際の財務レバレッジの悪化を回避している点からも確認できる。信用格付けの維持にも前向きな姿勢と言える。

参入障壁の高い無線通信事業では、10年以下等の債券の場合について元利金の支払い能力への懸念は生じにくい。

一方、ボーダフォンの超長期(20年超)でのビジネス・モデルの持続性については一定の懸念が存在。

基本的に許認可産業であり参入障壁の高い無線通信事業者のボーダフォンは、各国における公共インフラとしての重要性もあり、発行体としての信用力や支払い能力についての不安が生じにくい。よって、10年以下等の債券の場合についてはBBB格である者の元利金の支払い能力への懸念は生じにくい。一方で、前述の通り無線通信事業の解約率は他地域に比べても高く、超長期(20年超)で見た場合のビジネス・モデルの持続性については一定の懸念が存在する。これは、スペイン事業からの撤退でも確認された通りだ。

以下の図表14、15には、ボーダフォン社債のスプレッドと利回りの期間構造を示した。同図表が示すとおり、短期から12年程度にかけて社債の市場スプレッドは水準が切りあがる期間構造を有しているが、15~40年の社債のスプレッドはほとんど同水準となっている。このことから、長期間の満期までの保有を前提に考えた場合、10~15年の残存での社債投資は、超長期(20~40年)の社債投資よりも、投資効率(リスクあたりリターン)が高い、と弊社では考えている。

米ドル建てシニア債では残存10~15年に割安感。

劣後債では、2031年初回コール債が、リスクあたりリターンの観点から最も投資効率が高く割安感。

なお、2023年11月7日、同社グループでは、2079年1月3日満期の4億3,800万ユーロのハイブリッド劣後債について2024年1月3日にコールを実施することを発表した。これは、2023年6月に20億ユーロの劣後債のコール実施に次ぐアクションとなっている。

こうした状況から、2081年4月満期のハイブリッド劣後債についても、初回コール日が2026年と2031年の2本については初回コールの蓋然性を信頼しやすい。しかし、同2050年の債券については超長期の事業モデル変化が読みにくい割には、2031年初回コール債との利回り・スプレッド格差が小さい。よって、弊社では2031年初回コール債が、リスクあたりリターンの観点から最も投資効率が高く割安感があると考えている。

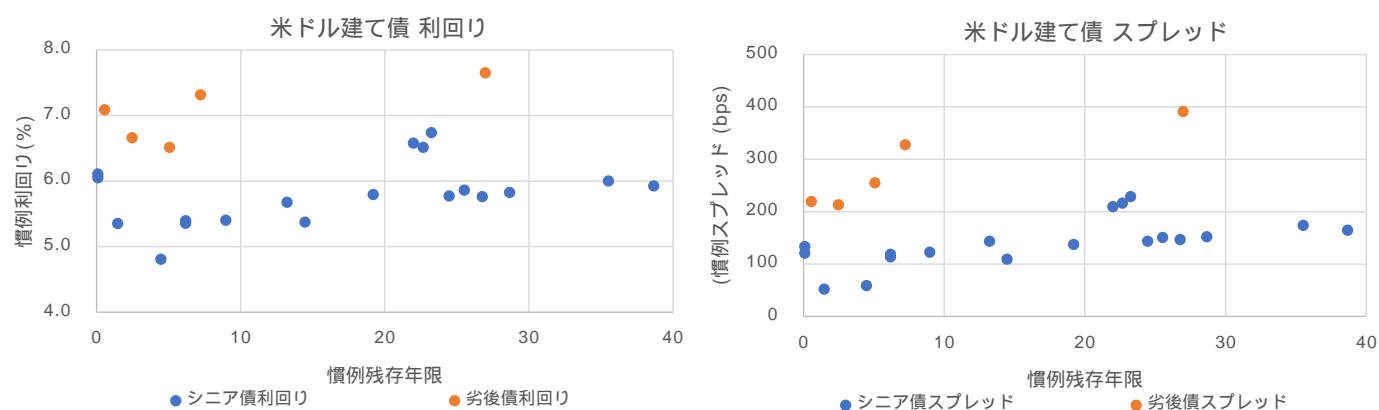
以上

図表13 ボーダフォン米ドル建て社債の利回り/スプレッド例 (2023年12月11日時点)

日本語名	ISINコード	満期	初回コール日	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	アスク・オ ブション調 整スプレッド (bp)	ビッド・オ ブション調 整スプレッド (bp)
ボーダフォン・グループ	US92857WBJ80	2025/05/30	-	4.125	1,500	USD	BBB	N	N	GB	5.35	50.2	52.3
ボーダフォン・グループ	US92857WAB63	2032/11/30	-	6.250	495	USD	BBB	N	N	GB	5.40	113.7	122.5
ボーダフォン・グループ	US92857WBM10	2048/05/30	-	5.250	1,444	USD	BBB	N	N	GB	5.78	135.4	143.6
ボーダフォン・グループ	US92857WBT62	2059/06/19	-	5.125	500	USD	BBB	N	N	GB	6.00	168.0	173.8
ボーダフォン・グループ	US92857WBV19	2081/06/04	2026/06/04	3.250	500	USD	BB+	Y	Y	GB	6.66	202.7	213.3
ボーダフォン・グループ	US92857WBW91	2081/06/04	2031/03/04	4.125	1,000	USD	BB+	Y	Y	GB	7.32	318.3	327.6
ボーダフォン・グループ	US92857WBX74	2081/06/04	2050/12/04	5.125	950	USD	BB+	Y	Y	GB	7.65	384.8	390.9

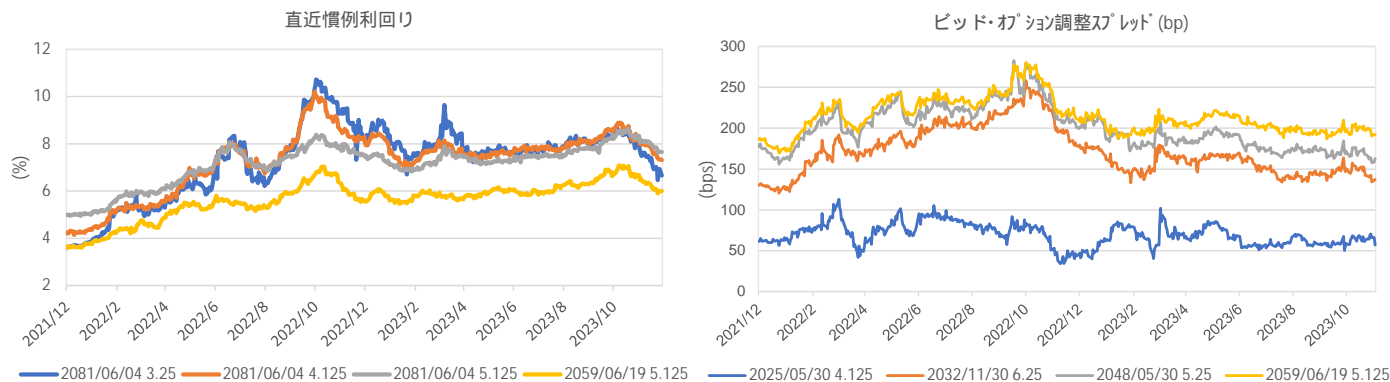
出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成 最下段の

図表14 ボーダフォン米ドル建て社債の利回り/スプレッド・カーブ(2023年12月11日時点)



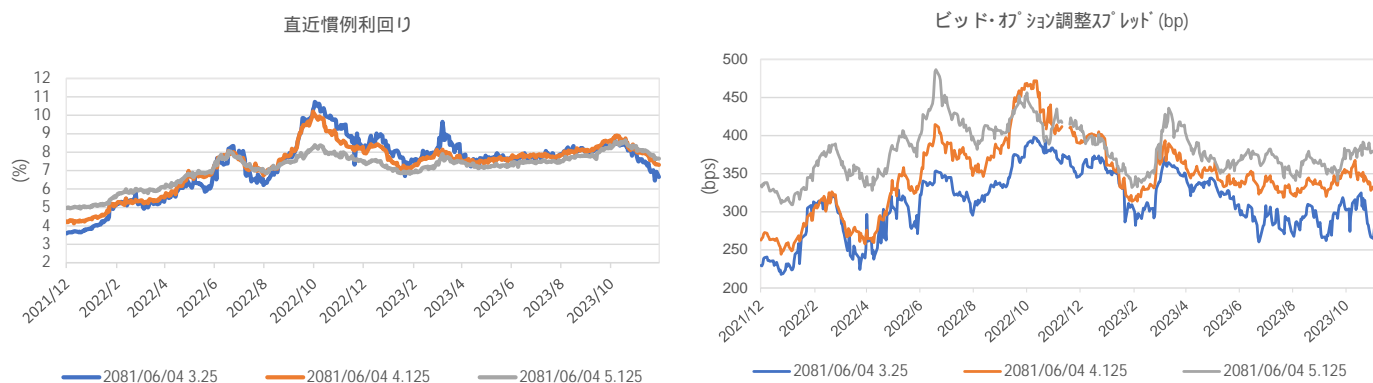
出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成 スプレッドは bid 側の慣例調整スプレッド

図表 15 ボーダフォンの米ドル建てシニア社債スプレッド・利回り



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 16 ボーダフォンの米ドル建て劣後社債スプレッド・利回り



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

Appendix 1 主要市場4か国におけるボーダフォンの事業状況

ここでは、ボーダフォンの主要市場4か国(ドイツ・イギリス・イタリア・スペイン)について、各市場域内での同社のプレゼンスや収益力の現状について確認する。

(1) ドイツ市場

ドイツは2022年期末時点での国内シェア率は3位となっており、安定的な売上高とARPUを保っている。

欧州の中でも通信技術が最も広域で進んでいることから、今後も主力市場になると考えられる

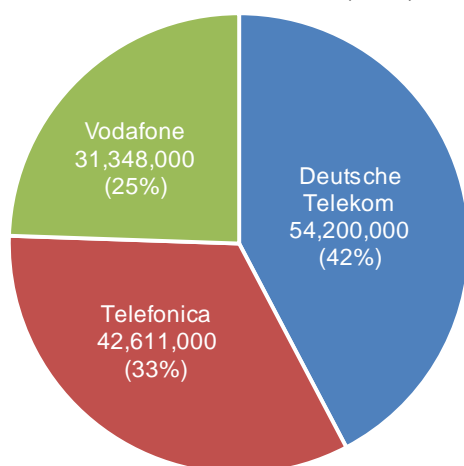
ドイツは、ボーダフォンの総売上高の28%(FY2023 Q3)を占める最大の収益基盤となっている。ドイツ国内の通信事業市場におけるシェアを見ると、ボーダフォンはドイツテレコム、テレフォニカに続く3位となっている。しかし、この市場シェアの構造は過去5年間でほとんど変化しておらず、イタリアやイギリスと比べドイツ国内の競争が比較的穏やかであることが分かる。

FY2024Q2における総売上高は2,903(百万€)となっており、前年同期比で+1.0%となった。これは、今期行われたブロードバンド料の基本料金の値上げによる影響が大きい。ケーブルテレビの顧客数は年々減少しており、さらに2024年7月にはドイツのテレビ法の改定によって集合住宅でのテレビ一括契約が廃止される。このため、ボーダフォンでは再契約プランを実施することで減収幅を抑制する方針だ。一方、モバイル事業による収益は顧客基盤の縮小が見られたものの、ARPUが増加したことから相殺され1,290(百万€)(前年同期比+0.6%)とほとんど横ばいで推移している。

ドイツと北欧諸国は、欧州の中でも4Gの頃から無線通信技術が広域にわたって展開されており、ユーザー側によるネット技術などの活用も、他の欧州主要国より進んでいる。相対的な解約率の低さも、今後もボーダフォンにおいては同国が主力市場となると考えられる。

追加図表1 ドイツ通信事業会社上位3社シェア率・ボーダフォンのドイツ国内収益

ドイツ通信事業会社シェア率(2022)



ドイツ	Q2 2023	Q2 2024	前年同期比
通信顧客事業(百万€)	1129	1,155	2.3%
その他通信事業(百万€)	39	29	-25.6%
その他サービス(百万€)	114	106	-7.0%
通信事業売上高(百万€)	1282	1,290	0.6%
固定サービス事業(百万€)	1591	1,613	1.4%
総売上高(百万€)	2,873	2,903	1.0%
総契約回線数(千回線)	31,348	30,538	-2.6%
ARPU(€)	12.4	12.9	4.0%
モバイルデータ使用料(TB)	481,140	635,568	32.1%

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュースセットで作成
注) TelefonicaはIoTによる回線数を除いた総回線数となっている

(2) イギリス市場

イギリスは2022年期末時点で国内シェア率3位となっており、料金値上げ等により総売上高は増加傾向。

国内最大のプロバイダーであり、2024年度末までにThree UKとの合併も行われる予定である。

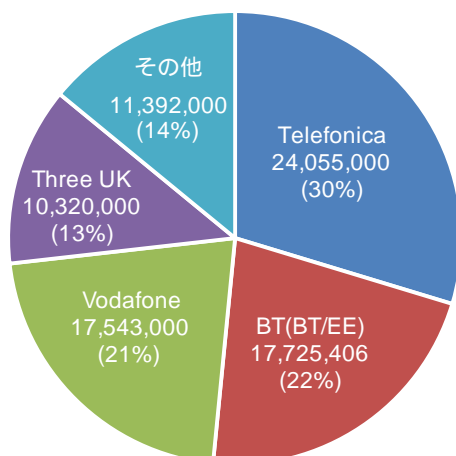
イギリスは同社の総売上高の15%となる1,421(百万€)を占める市場であり、ボーダフォンUKの国内シェアは3位である。

FY2024Q2におけるイギリス国内での総売上高は、前年同期比で+5.1%と増加した。これは年間料金の値上げ、データローミング収入の増加等が主な要因である。固定サービス事業による収入は、ブロードバンドの契約顧客の増加等によって、前年同期比で+3.4%の364(百万€)となった。現在ブロードバンドの顧客数を130万人有しており、City Fibre及びOpenreachとのパートナー提携によって1,320万世帯にフルファイバーブロードバンドを提供する国内最大規模のプロバイダーとなった。なお、イギリスの今期の収益については、ポンドとユーロ間の為替差損が増収幅を多少抑えていることを考慮しておく必要がある。

イギリスにおいては、2024年度末までにThree UKと合併が完了する予定であり、これにより現時点で同国シェア1位となっているTelefonica(O2)のシェアを上回り一位となる予定である。

追加図表2 イギリス通信事業会社上位3社シェア・ボーダフォンのイギリス国内収益

イギリス通信事業会社シェア率(2022)



イギリス	Q2 2023	Q2 2024	前年同期比
通信顧客事業(百万€)	857	916	6.9%
その他通信事業(百万€)	49	49	0.0%
その他サービス(百万€)	94	92	-2.1%
通信事業売上高(百万€)	1000	1,057	5.7%
固定サービス事業(百万€)	352	364	3.4%
総売上高(百万€)	1,352	1,421	5.1%
総契約回線数(千回線)	17,543	18,242	4.0%
ARPU(€)	15	15.3	2.7%
モバイルデータ使用料(TB)	390,201	457,580	17.3%

出所:ボーダフォン開示資料より5バリュースセットで作成

注1) TelefonicaはIoTの回線数を除いた総回線数となっている。

注2) BTの回線数は、四半期のPostpaid RevenueとPrepaid RevenueをそれぞれのARPU×3で割って足したもの

注3) 総回線数は世界銀行が発表しているMobile Cellular Subscriptionをもとに算出

(3) イタリア市場

イタリアは2022年期末時点で国内シェア率2位。

価格競争が激しいため、ARPUが減少傾向にあり、通信事業売上高も長期的に減少傾向となっている。

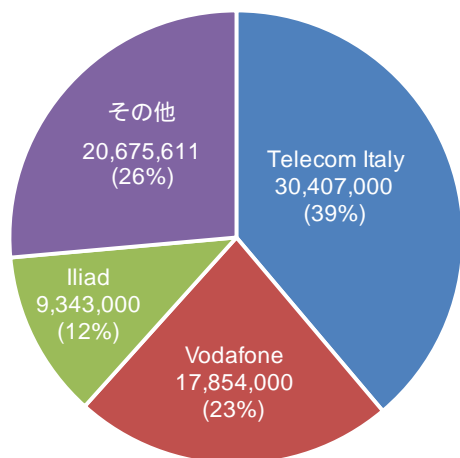
イタリアでは、同社は通信事業市場シェア2位となっており、同社の総売上高の10%となる1,063(百万€)を占める。イタリアの通信事業市場の特徴として、価格競争の激しさが挙げられる。こうした価格競争の激化から、他の欧州諸国より相対的にARPUが低水準に抑えられ、11.6€となっている。

今期は契約回線数の減少とARPUの減少が重なり通信事業での売上高が前年同期比4.3%の729(百万€)となった。固定サービス事業の売上高は、高速ブロードバンド接続を助成するEU復興基金(ERF)関連のプログラムによる収益によって、前年同期比+0.9%の334(百万€)となった。

同社は今後欧州最大手の天然ガス輸送公益事業者であるSNAM社にハイブリッド5Gモバイルプライベートネットワークインフラを提供することを発表しており、今後同国内でのB2B収益の伸長と、全事業ベースの収益安定化が期待される。

追加図表3 イタリア通信事業会社上位3社シェア・ボーダフォンのイタリア国内収益

イタリア通信事業会社シェア率(2022)



イタリア	Q2 2023	Q2 2024	前年同期比
通信顧客事業(百万€)	602	583	-3.2%
その他通信事業(百万€)	41	30	-26.8%
その他サービス(百万€)	119	116	-2.5%
通信事業売上高(百万€)	762	729	-4.3%
固定サービス事業(百万€)	331	334	0.9%
総売上高(百万€)	1,073	1,063	-0.9%
総契約回線数(千回線)	17,854	17,463	-2.2%
ARPU(€)	12.0	11.6	-3.3%
モバイルデータ使用料(TB)	1,022,324	1,177,825	15.2%

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

注) 総回線数は世界銀行が発表している Mobile Cellular Subscription をもとに算出

(4) スペイン市場

スペインは2021年期末時点で国内シェア率3位となっているが、2024年前半までに事業を売却予定である。

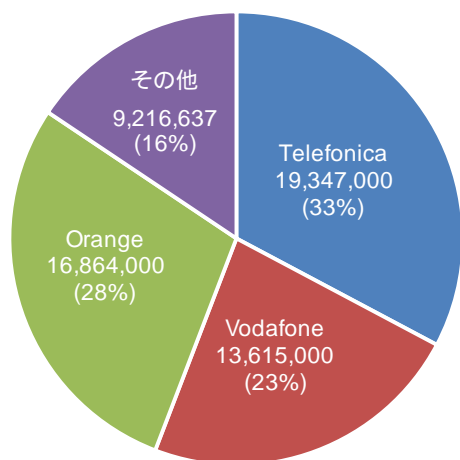
スペインの通信事業市場においてはシェア3位となっており、総売上高の9%となる860(百万€)を占めている。

ただし、今期の総売上高は前年同期比2.7%と過去から継続した減少トレンドが継続していた。これは顧客基盤の縮小と継続的な価格競争が背景にある。今期のみで見ると解約率は落ちていないものの、第1四半期に行った値上げに連動した大幅な解約件数の増加が引き続き通信事業の不況に影響を与えたものとしている。

なお、スペイン事業は2024年前半までに Zegona Communication への100%売却が完了される予定である。

追加図表4 スペイン通信事業会社上位3社シェア率・ボーダフォンのスペイン国内収益

スペイン通信事業会社シェア率(2022)



スペイン	Q2 2023	Q2 2024	前年同期比
通信顧客事業(百万€)	484	455	-6.0%
その他通信事業(百万€)	31	24	-22.6%
その他サービス(百万€)	63	61	-3.2%
通信事業売上高(百万€)	578	540	-6.6%
固定サービス事業(百万€)	306	320	4.6%
総売上高(百万€)	884	860	-2.7%
総契約回線数(千回線)	13,615	13,929	2.3%
ARPU(€)	13	12.1	-4.7%
モバイルデータ使用料(TB)	553,148	625,439	13.1%

出所: ボーダフォン開示資料より5バリュアセットで作成

注) 総回線数は世界銀行が発表している Mobile Cellular Subscription をもとに算出

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。)</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、同一セグメント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ご注意ください。

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