

## AT&T (AT&T Inc) 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、米国のモバイル回線数で3位、有線回線数では最大シェアを有するAT&T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。

#### 2. AT&T の事業概要

p. 2

- AT&T(AT&T Inc)は、主に米国国内の消費者に向けて通信事業に従事している株式会社であり、電話サービス、無線データ通信、インターネットアクセス、伝言サービス、IP、テレビ、通信機器等の多岐にわたるサービスを提供。
- 通信事業の中でもモバイル・セグメントが同社の売上高の67%を占める。
- 携帯通信事業はポストペイド(後払い)契約とプリペイド(先払い)契約の2つの契約形態があり、米国ではより安定的なポストペイド契約が主流となっている。また、AT&Tのポストペイド契約回線の四半期解約率はおおむね1%以下に留まるなど安定している。顧客単価(ARPU)もサービスの充実により一定の水準で維持され、むしろ若干上昇済み。

#### 3. 米国通信事業の概要

p. 7

- 主力のポストペイド市場では、AT&Tのシェアは大手3社の中で3位(26%)となっているが、高品質回線を志向し、ARPUは3社の中で最高水準。
- 米国の帯域オークションにおける平均落札単価は他国の2~5倍程度と非常に高額のため、全米規模でのネットワーク展開に巨額の設備投資を要し、債務も増大しやすい。

#### 4. AT&T の業績・財務状況

p. 12

- 売上高、営業利益はともにFY2023Q2から横ばいとなっている。当期純利益は非継続事業の影響で、テクニカル要因から前年同期比42%と大きく落ち込んだ。
- 同社の売上高の7割弱を占めるモバイル・セグメント事業では、契約回線数が過去10年間増加傾向を継続、今後も主要事業の成長が期待できる。

#### 5. AT&T の財務状況

p.14

- 自己資本比率は29.5%に上昇、事業売却資金の充当によりネット有利子負債も減少
- 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、2023年に入り徐々に上昇し3.6倍となった。ただし、会社ではFY2023に3.0倍程度まで、FY2025には2.5倍程度まで抑制可能としている。

#### 6. AT&T の信用格付、及び社債の投資評価

p.18

- AT&Tの信用格付け(発行体格付け)を示した。AT&TはS&PからはBBB格、Moody'sからはBaa2格、そしてFitchからはBBB+格とそれぞれ評価されている。見通しは安定的。
- 満期保有目的で超長期債(20年超)への社債投資を考える場合に、AT&Tやベライゾンなどの米国無線通信会社のビジネス・モデルは政策面からも保持されやすい。AT&Tの社債は20年超の残存期間において、他発行体のBBB格社債よりも安定性を期待した投資対象として評価しやすい。

## 5バリュアセット アナリスト・レポート

## AT&amp;T(AT&amp;T Inc)の事業概要と同社クレジットの評価

5バリュアセット 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、米国のモバイル回線数で3位、有線回線数では最大シェアを有するAT&T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

AT&T Inc(以下、AT&T)は、有線・無線通信の回線提供による電話サービスやデータ通信サービス等を提供する広域通信事業者で、米国の主要通信会社では最も長い歴史を有する。同社の売上高が最も大きい通信事業のうち、7割近くを占めるモバイル(無線)通信の回線数では3番目の米国国内シェアに転落した。一方、有線回線では最大シェアを有しており、米国で極めて重要な公共インフラを提供する巨大で公益性の高い民間企業である。

本レポートでは、AT&Tの、FY2023Q3(2023年9月期、2023年10月19日公表)までの四半期決算(AT&Tは12月末決算)を基に、AT&Tの経営状況や主要事業の現状とその特性を確認し、同社社債に対する投資評価を行う。参考までに、株式投資との比較も行う。

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、FQ1が1~3月、FQ2が4~6月、FQ3が7~9月、そしてFQ4が10~12月として記載される。

## 2. AT&T の事業概要

### [ポイント]

- AT&T は、有線・無線通信の回線提供による電話サービス・データ通信サービス等を提供する広域通信事業者。無線通信の回線数では 3 番目の米国国内シェアに転落。有線回線では最大シェアを有する。
- ワーナーメディアを FY2022Q1 に売却した後は、コンテンツ系の事業を撤退、本業である通信事業 (Communication) を中心に安定的な売上高を保つ。
- 全社売上高の 67% を無線通信 (Mobility) サービスが占める。回線数は安定的に増えているが、顧客単価も落ちておらず、ブランド価値を維持。
- 光ファイバーへの置き換えでケーブルテレビからの乗り換えによる消費者用有線の高収益化も。

ここでは、AT&T の事業別の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3つに分類されている。

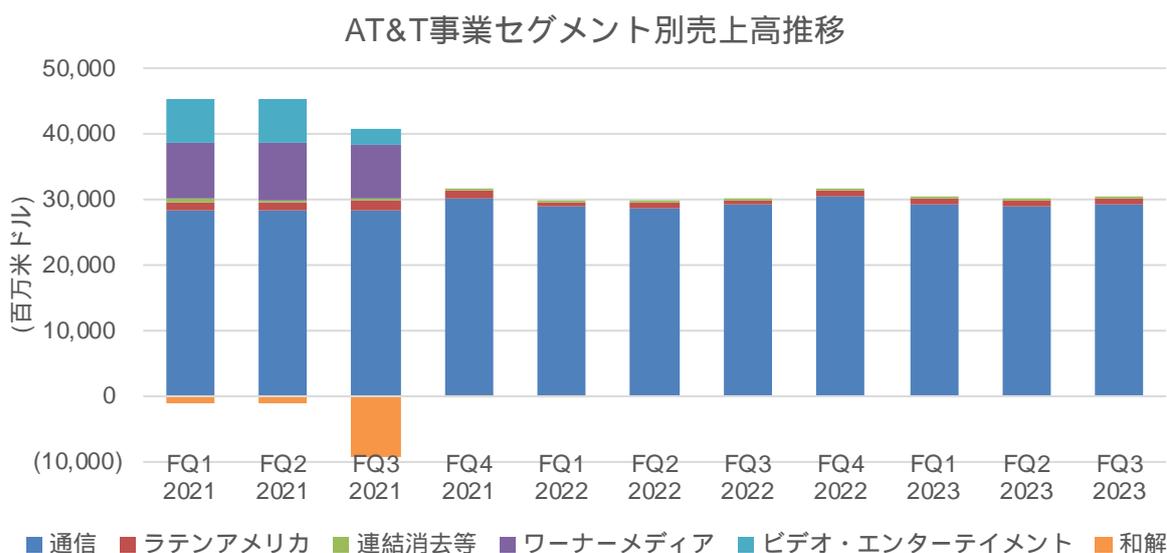
1) 通信事業 (Communication)	通信事業の 3 つの主要セグメント(無線通信/事業用有線/消費者用有線)全体のこと
2) ラテンアメリカ事業 (Latin America - Mexico)	中南米、特にメキシコの個人/法人に提供する通信事業
3) Corporate and Others	連結消去

以下では、売上高が極めて大きい 1) の通信事業について詳細に確認する。

### 事業セグメント別売上高の傾向

以下の図表 1 では、AT&T の事業セグメント別売上高の推移を示した。

図表 1 AT&T の事業セグメント別売上高推移



出所：AT&T 開示資料より5バリュースセットで作成

AT&Tは、メディア事業などを整理し、現在は本業である通信事業に集中。

同社売上高の97%は米国主体の通信事業うち、7割がモバイル通信、3割が有線通信

AT&Tでは、2018年に当時約850億ドルをかけてワーナーメディア社(Warner Media)を買収した。しかし、同社の音楽・映像資産などを用いたコンテンツ戦略は、独自の差別化サービスとして通信事業とのシナジーを十分に生むことができなかった。この結果、同事業はFY2022Q1~Q2にかけてディスカバリーとの合弁子会社に、事業分離(スピンオフ)を実施した。(AT&Tの受取額は約430億ドル)。また、同年2月にはAT&Tは2014年に485億ドルで買収した衛星放送のDIRECTVも163億ドルでスピンオフするなど、本業である通信事業以外の事業を整理し、本業に回帰した状況にある。

この結果、FY2022以降の売上高が減少したが、FY2022Q1以降は通信事業を中心に安定的な売上高を維持している。またラテンアメリカ事業は相対的に小さく(3.2%)、大半が米国を対象とした通信事業(96.3%)が占めていることが確認できる(図表1)。

AT&Tの通信事業は、さらに3分野に分けることができる。

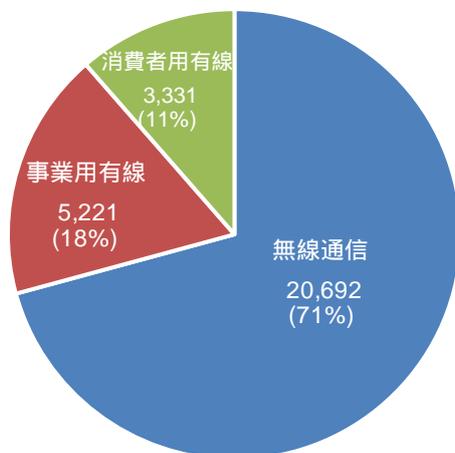
モバイル(無線)通信(Mobility) : 米国内の消費者、企業、卸売業者向けに無線通信サービスを提供

事業用有線(Business Wirelines) : 米国最大手のグローバル企業や政府機関、さらには中小企業まで約250万社の法人顧客に有線を通じたIPベースのネットワークサービス、専用線などの固定回線データサービス等を提供。

消費者用有線(Consumer Wirelines) : 光ファイバーを含むブロードバンドインターネットサービスと音声通信サービスを主に住宅向けに提供。  
(銅線から高付加価値の光ファイバーに移行中)

図表2 Communication セグメント売上高内訳  
(金額は単位100万米ドル)

通信事業セグメント売上内訳  
(FY2023Q3)



出所: AT&T 開示資料より5バリュースセットで作成

以下の図表2には、FY2023Q3における通信セグメント内のより詳細な売上高とその構成比を示した。また、以下には直近四半期における各業務分野別のビジネスの状況も合わせて示した。

【モバイル通信】 売上高構成比: **70.8%**、**207億ドル**(前年比+2.0%)

前四半期(FY2023 Q2)から売上高が+1.8%の増収。これによりEBITDAも前年同期比+7.6%増の89億ドルに。

【事業用有線】 売上高構成比: **17.9%**、**52億ドル**(前年比-7.9%)

前四半期(FY2023 Q2)からは58万米ドルの減収。一回限りのアクセス費用に係る収益等が影響。EBITDAも前年同期比-13.7%の17億ドルに。

【消費者用有線】 売上高構成比: **11.4%**、**33億ドル**(前年比+4.6%)

光ファイバーの広告宣伝を通じて、過去三年間で340万契約の獲得に成功、銅線ネットワーク回線数を上回った。光ファイバー回線のARPUは前年同期比で+8%増加の68.2米ドルに。消費者用有線のEBITDAも前年同期比+9.4%増の10億ドルに。

AT&T のコア業務のモバイル通信は、通信規格の世代交代の都度、巨額な設備投資が発生するが、一方で成長のドライバーでもある

ただし、回線数は増加を継続、加入者当たり単価も維持。モバイル事業のビジネス・モデルは長期でも非常に安定と認識

しかし、有線も光ファイバー化により収益性を高めている

AT&T の事業は通信規格の世代交代の都度、巨額な設備投資が発生するモバイル通信事業に大きく依存している。しかし、同社では安定した利益を創出し続けており、過去からの同社の回線契約数も10年間にわたり継続的な増加傾向を続けている。またARPU(加入者一人当たりの売上高)も維持し続けている。このことから、同社では回線数の成長に伴い売上も純増しやすく、同社のビジネス・モデルが、携帯電話の通信規格の世代交代を経てもなお、長期間に渡り、非常に安定していたことを示していると弊社では考える(図表3、4)。

また、これまでEBITDAへの寄与が小さかった消費者向け有線事業でも、改善が進みつつある。これまでの銅線に代わり、光ファイバー回線が導入された契約では顧客単価の上昇傾向が顕著であり、回線の置き替えが進めば今後に安定的な利益の創出が期待できる。5G及び光ファイバー導入前のアメリカ一般住宅への通信回線は、主にケーブルテレビ回線に付随したADSL等古い世代の規格で提供されていたが、それでもAT&Tの銅線による固定通信回線よりは高速であったためAT&Tの固定回線は低付加価値の音声電話サービスが主体であった。しかし、5Gモバイル等の回線に置き換えると、ケーブルテレビ回線よりもはるかに高速で高品質なデータ通信が提供可能となる。ケーブルテレビの高額な視聴料を安価なストリーミングサービスに置き換えるメリットと、通信の高速化の両メリットがありながら、固定通信費の総額は安くなりやすい。こうした消費者の契約切り替えトレンドは、アメリカの消費者の間では「コードカット(高額なケーブルテレビ契約を解除しモバイルに切り替える)」と呼ばれており、社会的にも一定のトレンドとなっている。

#### 回線契約形態別売上高の傾向

一般に携帯通信事業ではポストペイド契約とプリペイド契約の2つの契約形態がある。

モバイル回線の契約形態には、  
(i)より単価が高く売上も安定的なポストペイド契約、  
(ii)単価が安く売上も不安定化することがあるプリペイド契約の2種類がある。

契約形態	内容	顧客単価 (ARPU)	契約数の状況
ポストペイド契約	毎月の基本使用料と実際の通話利用料やデータ利用料等を一か月単位で支払う契約形態 毎月固定費が発生し解約料もかかるため、回線契約の売上が安定しやすく顧客単価も高い。	50.16 US\$/回線 (FY2023 Q3時点)	全携帯回線の82%
プリペイド契約	事前に料金をチャージしその中から使用料金のみを差し引く契約形態 ポストペイド契約とは異なり、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。	34.05 US\$/回線 (FY2023 Q3時点)	全携帯回線の18%

AT&Tでは、ポストペイド、プリペイドの双方で、ARPU（顧客単価）を維持、売上増を継続

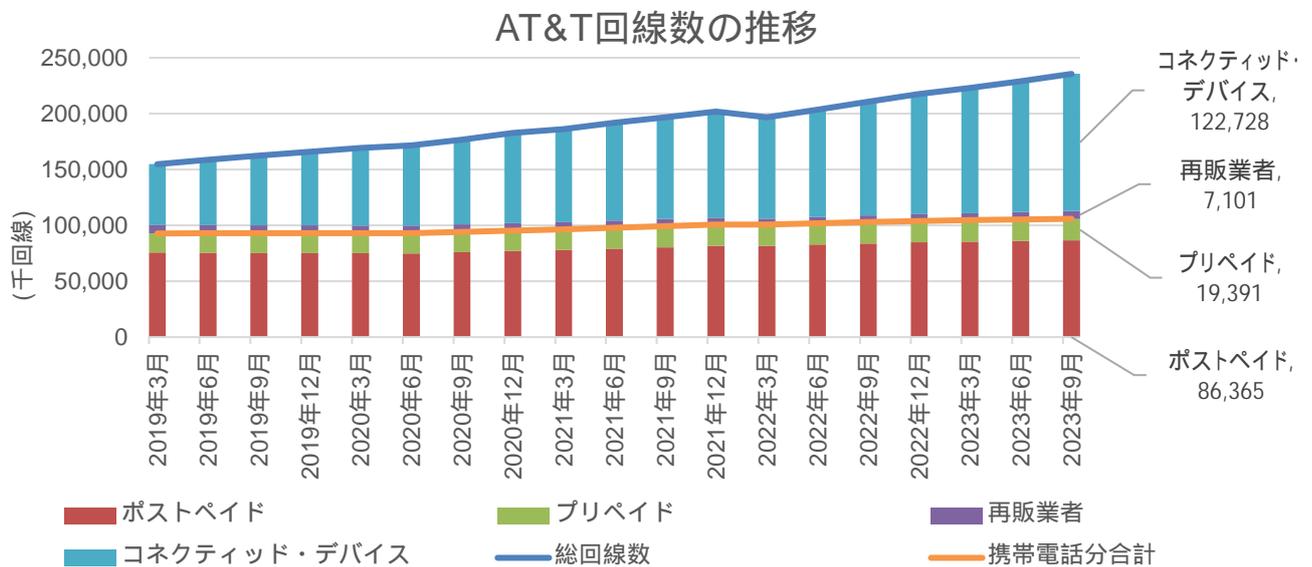
プリペイド市場は子会社ブランドで開拓。総回線数の増加に寄与

以下の図表3にはAT&T契約形態別回線数の推移を、図表4にはAT&Tの契約形態別に加入者一人あたりの月間平均収入(ARPU; Average Revenue per Unitの略)の推移を示した。

同図表から、AT&Tの契約形態別回線数の特徴と傾向として下記が読み取れる。

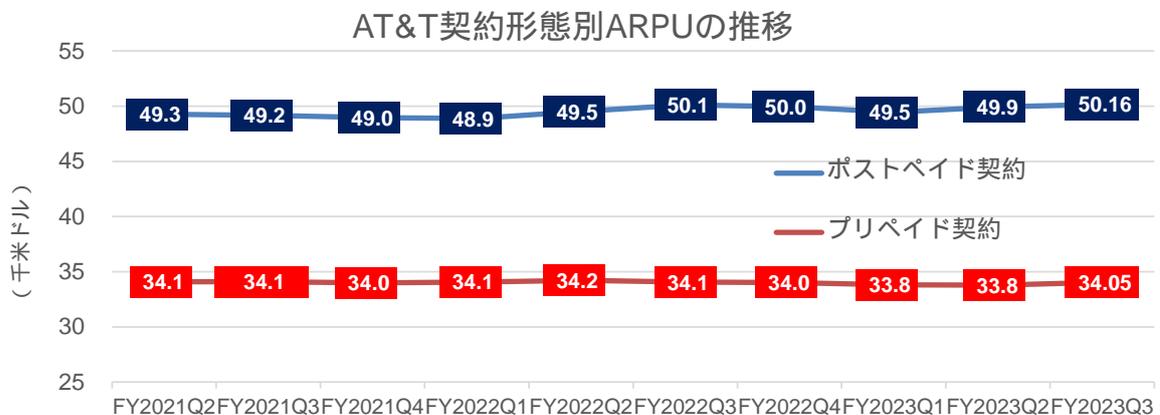
- AT&T契約の総回線数の8割以上が安定性・収益性の高いポストペイド契約。
- 過去十年間でポストペイド契約数とプリペイド契約数はともに増加傾向
- ARPU(加入者一人あたりの月間平均収入)はFY2023 Q3にかけて若干の上昇
- プリペイド契約では、子会社 Cricket Wireless(低価格ブランド)によってFY2022Q2に+12.3万契約を獲得していた。

図表3 AT&T契約形態別回線数の推移



出所: AT&T開示資料より5バリューアセットで作成

図表4 AT&T契約形態別ARPU



出所: AT&T開示資料より5バリューアセットで作成

(注) AT&TではコネクティッドデバイスのARPUは非開示

単価の低いコネクティッド・デバイスを含んだ総回線数で見れば、AT&Tの提供回線数は全米1位

ここでAT&Tと他の2社(ベライゾン、TモバイルUSA)を比較する場合に、注意しなければならない点がある。AT&Tではコネクティッド・デバイス(自動車内に設置された通信モジュールやIoT機器等)を別の区分と分類しているが、他の2社ではこれらもプリペイド・ポストペイドのいずれかに配分されている可能性がある点だ。

なお、コネクティッド・デバイスを含んだ総回線数で見れば、AT&Tの提供回線数は全米1位とも言えるが、同サービスは単価が低く収益性が低いため、AT&Tでは携帯電話サービスのみを対象に携帯電話回線の回線数やARPUを開示している。この結果、後述するように、同業他社との比較においてAT&Tの開示するARPUは相対的に高く安定して見えるが、これは同社が携帯電話のみを対象としコネクティッド・デバイスを含んでいない値を開示していることが影響している可能性がある点に注意が必要だ。

### 3. 米国の通信事業市場の概要

#### [ポイント]

- AT&T の米国国内の通信事業市場における優位性を確認
- 米国の通信サービス環境を、ヨーロッパ諸国と比較しビジネス・モデルを捉える
- 主力のポストペイド市場では、AT&T のシェアは大手の中で3位(26%)となっているが、高品質回線を志向しているため、ARPU は最高額を維持している。
- 低価格帯のプリペイド市場でも、AT&T は大手3社の中で3位のシェアに留まる。
- 米国の帯域オークションにおける平均落札単価は他国の2~5倍程度と非常に高額のため、全米規模でのネットワーク展開のためには巨額の取得費用を要する。そのため、設備投資額が巨額となり債務も増大する。

ここでは、米国のモバイル通信市場の特性と、なぜ AT&T 等の米国無線通信事業会社のビジネス・モデルが今後も長期に渡り安定的に維持されやすいのか、確認する。

#### 米国無線通信の市場シェアの状況と過去10年間の推移

主力のポストペイド市場では、大手3社の中では最も3位と最も低いシェア率であるが、高品質回線を志向しているため、ARPU は最高額を維持している。

低価格帯のプリペイド市場でもシェア率は大手3社の中で最も低い3位に留まる。

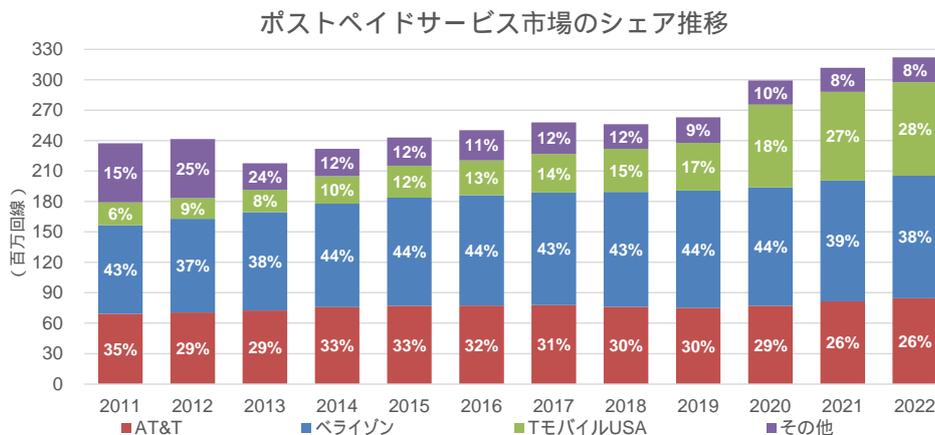
AT&T は非常に長い歴史を持つ通信会社であるが、近年では米国内における市場シェア(回線数ベース)を最も落としている通信会社ともなっている。こうした市場シェアの大きな変化が生ずるきっかけは、4G から5G への通信規格の進化などのタイミングと、これに伴う変化初期における設備投資やマーケティング等の経営戦略となる。

過去(2011年頃)には、米国連邦通信委員会(FCC ; Federal Communication Commission)が、米国内の高価格帯サービスを AT&T とベライゾンで、低価格サービス帯をスプリントとTモバイルUSA で分け合うことで、異なるサービスそれぞれにおける価格競争を促した時期もあった。しかし、スマホや高速ネットサービスが浸透する中で高価格帯と低価格帯のサービス格差が縮まり、市場の様相は一転した。

主力のポストペイドサービス市場では、スプリントを買収したTモバイルが積極的な低価格攻勢でシェアを上げた一方で、総合サービスによるブランド価値を重視した AT&T では、結果として衛星通信やコンテンツ企業の買収と譲渡などで世代移行期における十分な資金を伴った投資タイミングを逸し、回線数でTモバイルよりも大幅にシェアを落とし、大手の中で3位の26%までシェアが低下した(図表5)。ただし、AT&T は高品質回線を志向しており、3社の中で最も月間平均収入(ARPU)を高く維持している(図表6)。このことは AT&T の価格競争よりもブランド維持を志向した経営戦略が機能している、とみることもできる。(比較対象の他社については前述のコネクティッド・デバイスの影響も一部に存在し得る点に注意)。

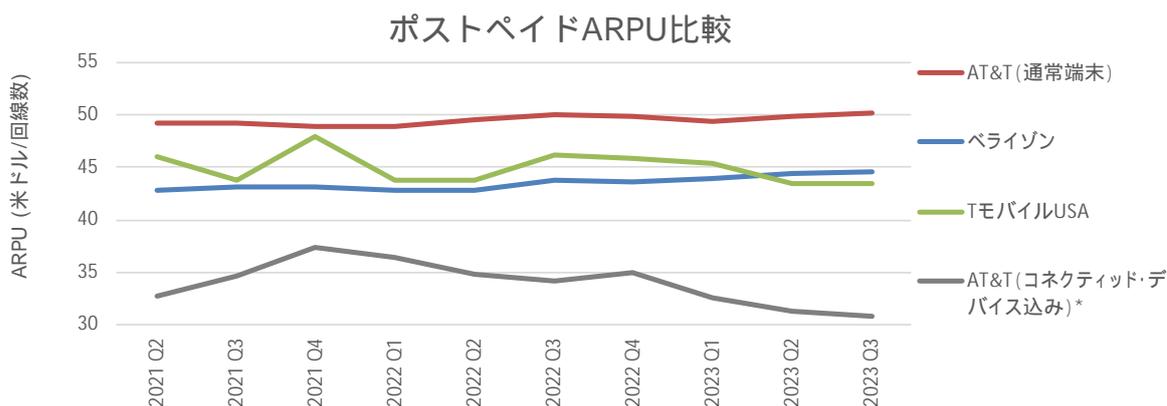
一方、低価格帯のプリペイド市場では、2010年代にはTモバイルUSA が他の大手2社より高いシェアを持っていたが、ベライゾンもM&Aにより多くの回線を積み増し、3社が近い水準でシェアを分け合う状況となった。ただし、こちらでも AT&T のシェアは29%で大手3社の中で3位に留まっている。

図表5 ポストペイド市場の総回線数とシェア推移



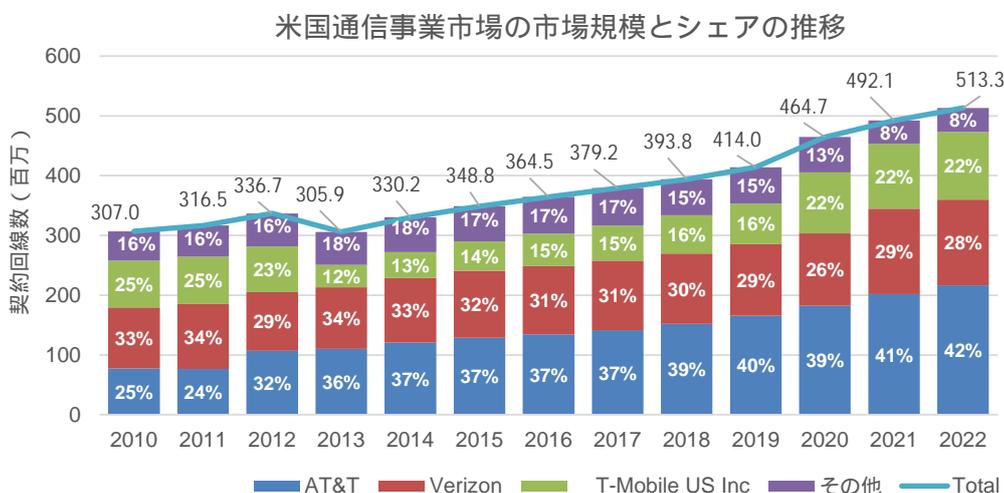
出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成 (注). コネクティッド・デバイス込みARPUは弊社の試算値

図表6 ポストペイドARPUの推移



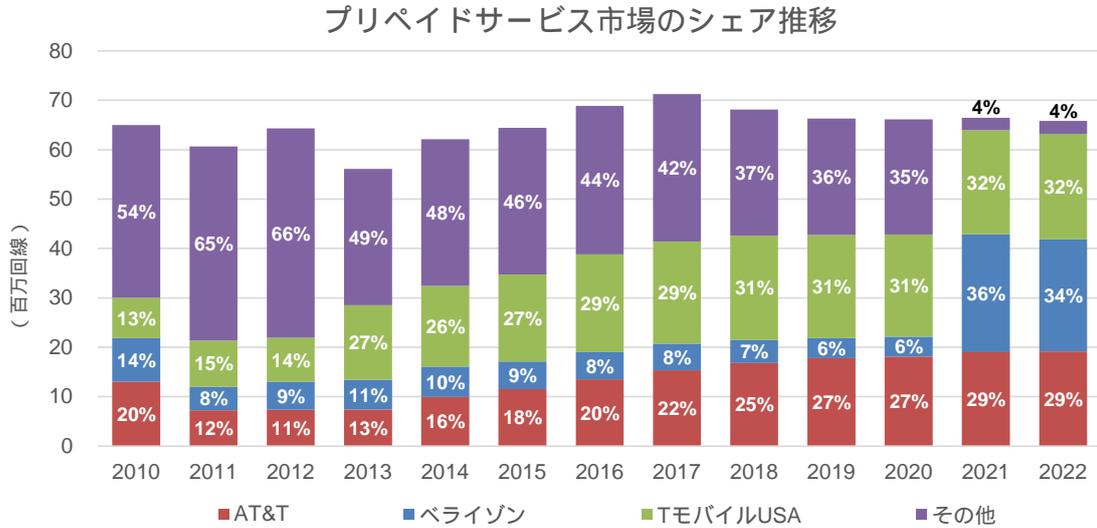
出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成

図表7 通信事業市場の総回線数とシェア推移



出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成

図表8 プリペイド市場の総回線数とシェア推移



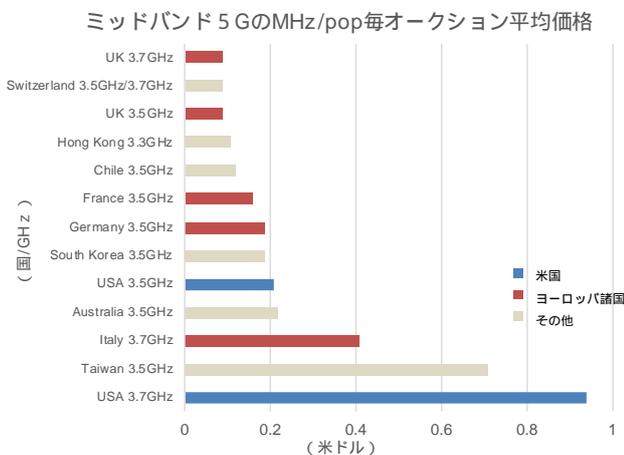
出所: Bloomberg 開示資料より5バリュースセットで作成

通信帯域のオークション制度

電波の周波数帯域は限られた公共資産であり、日本以外の多くの国では、携帯電話事業者は、政府が開催する帯域(バンド)オークションにおいて、各地域における一定の周波数帯域の使用権を獲得する必要がある。米国は所得水準も高いが国土も広く、同国内で広域に均質なサービスを提供するための通信帯域の確保は、非常に高額になる傾向がある。

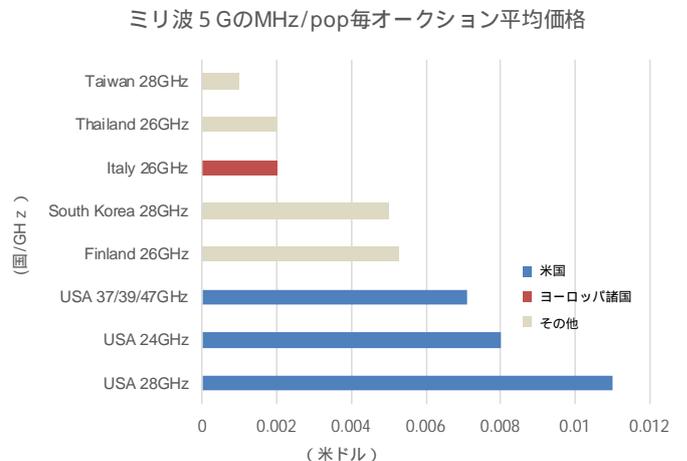
以下の図表9、10には米国と他国における帯域オークションにおける平均落札価格を比較した(同図表は人口あたりの周波数帯の落札単価を示している)。ミッドバンドとミリ波のいずれのオークションにおいても、欧州やその他の地域に比べ、米国の平均落札単価は2倍~5倍程度と非常に高額の平均落札単価となっている。

図表9 ミッドバンド5Gのオークション平均価格



出所: S&P 開示資料より5バリュースセットで作成

図表10 ミリ波5Gのオークション平均価格



出所: S&P 開示資料より5バリュースセットで作成

米国は他国と比較して帯域オークションにおける平均落札単価が非常に高額となっている。そのため全米規模での5G ネットワーク展開のための費用が巨額となり、設備投資額が増大することとなった。

米国の広大な人口を考慮して、上記の平均落札単価に対象地域の人口を乗ずることで想定される、全米規模での5G ネットワークの展開のための周波数帯域の落札には、他国の通信会社では例を見ない巨額の取得費用を要することが分かる。こうした設備投資の結果、米無線通信大手3社では、いずれも投資額が巨額となり債務も増大することとなった。

なお、欧州企業の周波数落札単価が米国よりも低い理由として、(i)EU域内での国家間での移動を考慮したローミング等に関する制度面での調整などに種々のコスト(時間を含む)が生じやすく、また(ii)米国に比べ歴史的な建造物が密集するなどの理由から設備の新規設置を行いにくく、これらが結果として参入障壁となり、さらに(iii)米国との個人の所得格差も考慮するとより低いコストでないと採算面から参入できない、等の理由が挙げられる。

ただ、いずれの市場においても極めて高額な設備投資を一定のサイクルで行う通信事業市場は、コスト面からも規制面からも参入障壁が極めて高い業種であり、新規の事業者が参入することは容易ではない。実際、過去にソフトバンク・グループが米国のスプリントを買収し、さらにTモバイルとの合併を図った際にはFCCにより認可が下りなかった。一方で、同市場からの撤退を決めたソフトバンク・グループがTモバイルにスプリント事業を譲渡した場合にはこれが認められるなど、国家の重要インフラである通信事業には経済的合理性だけで新規参入はできず、既存の大手企業が制度的に守られたケースも存在する。

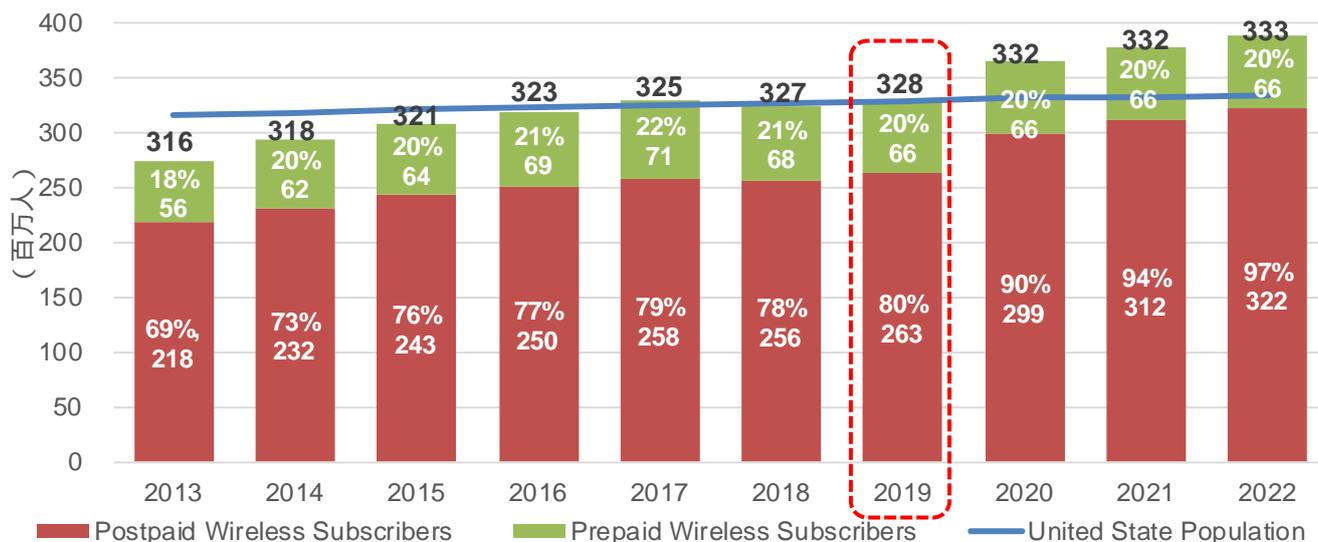
以上の点から、米国全域で無線通信サービスを展開するAT&Tなど大手3社が寡占する同国市場において、新規の参入を行うには巨額の資金だけではなく米国内で一定の政治力や監督官庁の信認を背景とする規制上の認可を得る必要がある。よって、既存大手の事業モデルは、他の自由競争下にある業態に比べ、長期に渡り安定的に守られやすい、と弊社では考えている。

## 米国の回線数と人口との推移比較

ここでは、米国のモバイル通信回線数と米国の人口との関係について確認する。以下の図表 11 には、米国国内のポストペイド回線数とプリペイド回線数を総人口の推移と比較し、それぞれの回線数が総人口に占める割合を示した。

図表 11 ポストペイド・プリペイド回線数と総人口の推移

## ポストペイド・プリペイド回線数と人口の推移 (対人口の回線数割合)



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

2022年には総人口の116%の回線数を記録しており、過去10年では特にポストペイド回線契約は1億回線以上増加している。

過去の欧州市場(3G世代時まで)には、モバイル回線数が人口に達すると、おおむね一人あたり一台のモバイル需要が充足され、その後は回線の増加ペースが減速する傾向が複数の国で観測された。これは、ネット利用よりも音声通話が主体であったことに起因する。

しかし、現代の米国市場では、上図の通り、2019年以降は米国内のモバイル回線数が総人口を上回っているが、それ以降も回線数の増加が継続している。2022年には総人口の116%の回線数を記録した。さらに、プリペイド回線の契約数は過去10年間で1千万回線ほどしか増加していないのに対して、より安定的な収入が見込まれ単価も高いポストペイド回線契約は1億回線以上増加している。

この背景には、音声需要に加えデータ通信需要が増加し、個人単位でも複数回線所有が増えたこと、企業の事業用回線数も増加していること、などによりモバイル通信のビジネス特性が大きく変化していることが挙げられる。今後、5Gを活用した業務用IoT需要の増加等により、回線数はさらに増加を続けやすい、と弊社では考えている。

また、図表4に示した通り、AT&TではARPU(一回線あたり単価)をさほど落とすことなく回線数を増加させることに成功している。こうしたブランド価値の維持は、回線数の増加に伴う、さらなる設備投資額においても収益性を維持し投資額の回収を行いやすい状況を維持していることを示している。

#### 4. AT&T の業績(P/L)と事業セグメント別の傾向

##### [ポイント]

- AT&T の今期の四半期決算 (FY2023Q3) : 売上高、営業利益はともに FY2023Q2 から横ばいとなっている。ほとんどの項目で大きな変化は見られないものの、当期純利益は前年同期比 42%と大きく落ち込んだ
- 売上高の約 7 割を通信事業の中のモバイル・セグメントが占めている
- 同社の売上高の約 7 割弱を占めるモバイル・セグメントは、契約回線数が過去 10 年間増加傾向を続けていることから、今後も主要事業として期待できる
- 直近四半期の 3G 回線の停波に伴う契約満了により、モバイル・セグメントの売上高は横ばいに。今後は、オーガニックな増収を期待。

営業利益は 5,782(百万米ドル)となって横ばい傾向。

売上高、営業利益は横ばい。当期純利益は非継続事業の除外により前年比 42%の減益

直近四半期のモバイル・セグメントの売上高が横ばいとなった背景の一つに 3G 回線の停波に伴う契約満了の影響も。今後は、オーガニックな増収を期待。

ここでは、直近までの損益計算書に基づき、AT&T の収益力について確認する。前のセクション(p.3)でも述べた通り、同社は FY2022 Q1 ~ Q2 にかけてメディア関連事業等の分離を行ったため、それ以前との総売上高の連続性はない。このため、売上高のビジネスにおける収益の柱は米国本土での通信事業となっている。また、その中でもモバイル・セグメントが売り上げの最も大きい割合を占め、総売上でも 68%を占めている。

AT&T の今期の四半期 (FY2023Q3) における企業全体としての営業利益は 5,782 (百万米ドル)と横ばいの水準を保っていた。前年同期比で見ると、主要項目である通信事業は +0.3%とほぼ横ばい、ラテンアメリカは+26.4%、そしてその他項目で 10.2%となった結果、総売上高の変化率は 0.4%となった。これに対して営業費用の増加等が影響し、営業利益は 57.8 億ドル(前期比-3.8%)となった。ただし、これらの数値には非継続事業分も含まれており、AT&T 株主に帰属する当期純利益は非継続事業の除外により約 40 億ドル(前年比 42%)の減益となっていた。

総売上における各セグメントの構成比にも大きな変化はなく、売上高も安定的しており、こうした市場環境が同社の安定的な利益構造につながっている。なお、総売上高の約 7 割弱を占めるモバイル事業において契約回線数が増加傾向を辿り続けているのに対し、直近四半期のモバイル・セグメントの売上高が横ばいで推移した背景の一つとして、3G 回線の停波に伴う契約満了により相殺されていた点も挙げられる。今後は、オーガニックな増収も期待しやすいと、弊社では考える。

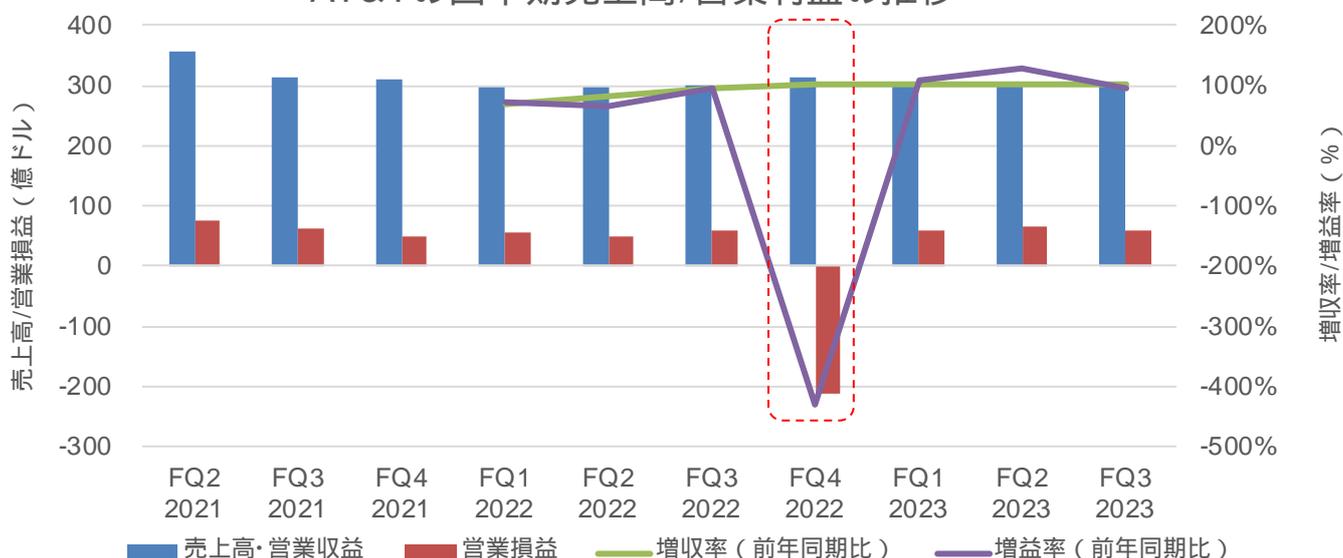
図表 12 AT&amp;T の売上高推移・損益計算書(単位:百万米ドル)

## [ 損益計算書 ]

損益計算書	FQ3 2022 9/30/2022	FQ4 2022 12/31/2022	FQ1 2023 3/31/2023	FQ2 2023 6/30/2023	FQ3 2023 9/30/2023	前年 同期比	FY2021	FY2022	年次 変化率
Communications	29,131	30,365	29,152	28,845	29,224	0.3%	114,730	117,067	2.0%
Mobility	20,278	21,501	20,582	20,315	20,692	2.0%	78,254	81,780	4.5%
Business Wireline	5,668	5,635	5,331	5,279	5,221	-7.9%	23,937	22,538	-5.8%
Consumer Wireline	3,185	3,229	3,239	3,251	3,331	4.6%	12,539	12,749	1.7%
Latin America	785	861	883	967	992	26.4%	5,354	3,144	-41.3%
Corporate & Other	127	117	104	105	114	-10.2%	1,204	530	-56.0%
<b>売上高・営業収益</b>	<b>30,043</b>	<b>31,343</b>	<b>30,139</b>	<b>29,917</b>	<b>30,350</b>	<b>-0.4%</b>	<b>134,038</b>	<b>120,741</b>	<b>-9.9%</b>
売上原価	12,201	13,571	12,331	11,827	12,054	-1.2%	50,848	50,848	0.0%
<b>売上総利益</b>	<b>17,842</b>	<b>17,772</b>	<b>17,808</b>	<b>18,090</b>	<b>18,296</b>	<b>2.5%</b>	<b>73,631</b>	<b>69,893</b>	<b>-5.1%</b>
販売費及び一般管理費	7,202	7,516	7,175	7,009	7,205	0.0%	29,660	28,961	-2.4%
固定資産償却費	4,628	31,348	4,631	4,675	4,705	1.7%	(894)	26,431	-
<b>営業費用</b>	<b>11,830</b>	<b>38,864</b>	<b>11,806</b>	<b>11,684</b>	<b>12,514</b>	<b>5.8%</b>	<b>47,734</b>	<b>74,480</b>	<b>56.0%</b>
<b>営業損益</b>	<b>6,012</b>	<b>(21,092)</b>	<b>6,002</b>	<b>6,406</b>	<b>5,782</b>	<b>-3.8%</b>	<b>25,897</b>	<b>(4,587)</b>	<b>-117.7%</b>
税引前損益(GAAP)	7,254	(23,197)	5,767	6,165	4,980	-31.3%	29,171	(3,094)	-110.6%
法人税損益	908	(77)	1,314	1,403	1,154	27.1%	5,395	3,780	-29.9%
<b>純利益(GAAP)</b>	<b>6,026</b>	<b>(23,517)</b>	<b>4,228</b>	<b>4,489</b>	<b>3,495</b>	<b>-42.0%</b>	<b>20,081</b>	<b>(8,524)</b>	<b>-142.4%</b>
EBITDA	10,526	(16,497)	10,633	11,081	10,487	-0.4%	43,749	13,434	-69.3%

## [ 売上高・営業利益の推移 ]

## AT&amp;Tの四半期売上高/営業利益の推移



注：EBITDA は AT&T が公表した継続事業のみを対象とした数値を参照している。

出所：AT&T 開示資料より5バリューストックで作成

## 5. AT&T の財務状況

### [ポイント]

- AT&T では FY2023Q3 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 0.6 ポイント上昇し、29.5%に上昇(返済能力は強化)
  - (2) 事業売却資金の充当によりネット有利子負債も減少(財務は健全化)
  - (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、FY2023 Q3 にかけて 3.6 倍に上昇(返済能力は悪化)となった。ただし、同社では、FY2023 年度末には同倍率を 3 倍程度まで、2025 年末までには経営目標として掲げていた 2.5 倍以内までの低下、を達成可能と説明。
- AT&T の巨額の負債を生む主要因に、データライセンス額(周波数帯域オークション落札額)がある。FY2023Q3 には 1,271 億米ドル(約 18 兆円)のデータライセンスを計上。
- 巨額な投資規模は、米国無線通信市場への参入障壁。AT&T を含む既存 3 社の事業が守られやすい。

ここでは、AT&T の財務運営状況について確認する。AT&T の自己資本比率はここ数四半期を通じて改善傾向にあり、FY2023 Q3 には 29.5%まで上昇した(図表 13)。

自己資本比率は 29.5%  
まで上昇

Warner Media 事業売却資金の充当によりネット有利子負債が減少

2023 年にはネット有利子負債 EBITDA 倍率は、3.6 倍まで上昇、ただし、同社では、FY2023 年度末の同倍率を 3 倍程度まで低下させる見通し。

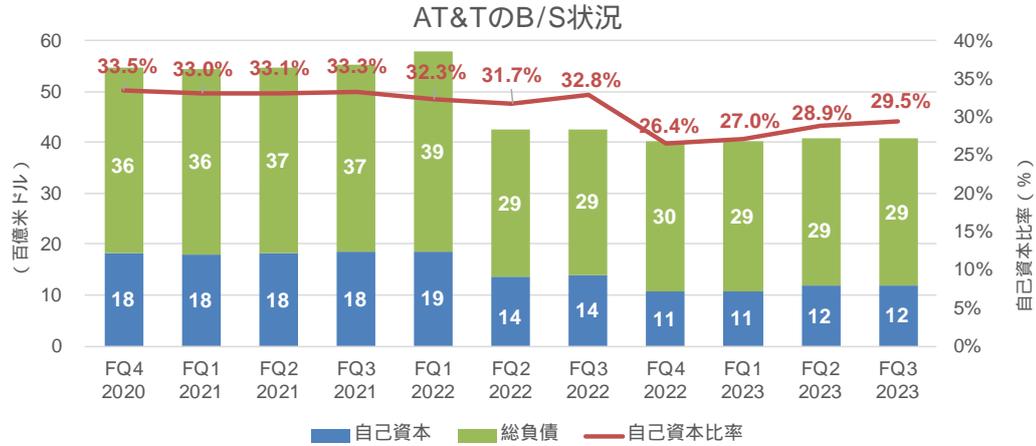
2025 年には経営目標として掲げていた「(同倍率を)2.5 倍以内」を達成可能と説明

有利子負債と手元流動性の推移をみると、過去においては大きくその水準が動いたのは FY2022Q1 に同社がネットワークバンドオークションでの新たな周波数帯の落札に関連して 200 億米ドルの投資を行ったことでネット有利子負債が大きく増えた後、FY2022Q1 から Q2 にかけて Warner Media の売却が完了、この売却資金をもとにネット有利子負債を 400 億ドル圧縮し、1,587 億ドルまで圧縮した際の変化が大きかった。その後は、あまり大きくは変化していない(図表 14)。

次に、負債の返済能力の指標であるネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移を確認する。FY2022Q4 には資産の減損や一時費用計上を伴う事業リストラによる損失計上により EBITDA が大幅に減額しマイナスとなった。この 1 四半期を除くと 2022 年中は同倍率が低下(返済能力は改善)傾向を続けてきた。しかし、2023 年に入ると同比率はわずかずつではあるが徐々に同倍率が上昇(返済能力は悪化)傾向を継続し、FY2023Q3 にはネット有利子負債 EBITDA 倍率が 3.6 倍まで上昇した(図表 15)。ただし、同社では今年度末までには潜在的な為替影響を除いたネット有利子負債を 40 億ドル削減する想定を示しており、これが実現すればネット有利子負債 EBITDA 倍率は 3 倍程度まで反転低下(返済能力が改善)することになる。さらに、同社では 2025 年上半期までの経営目標指標の一つとして掲げていた「(同倍率を)2.5 倍以内」を達成できる可能性が高まっている。

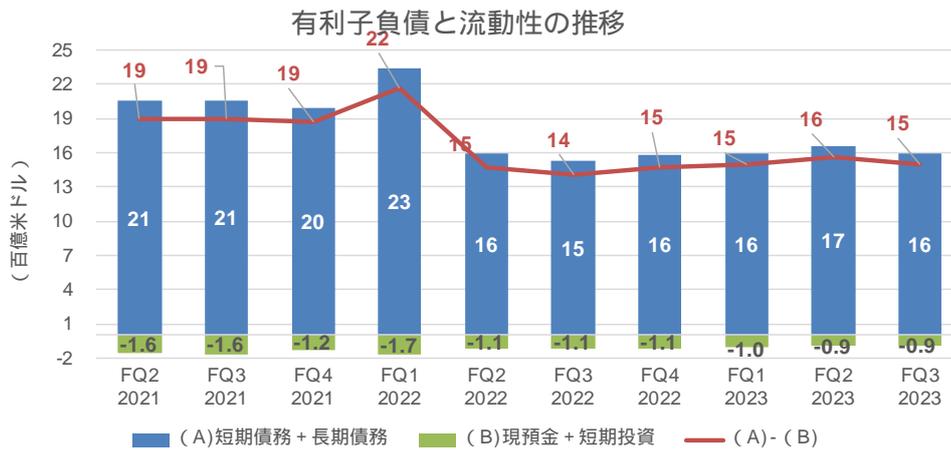
AT&T は過去に巨額で買収した Warner Media が本業とのシナジーを生まないまま売却に追い込まれた。この結果、一時的には財務面で苦しい状況に置かれることとなったものの、同ビジネスを切り離すことで本業に回帰し、財務の健全性を再度確保する目途がたちつつある状況となっている。ただし、コアビジネスである通信事業の収益力を保つためには、周波数帯域拡大や基地局の設置等に対する多額の設備投資を継続する必要がある。よって、上記の財務改善を進める経営判断が維持可能かどうかは、同業他社との競争状況にも依存する点には、注意が必要だ。

図表 13 AT&T の自己資本比率の推移



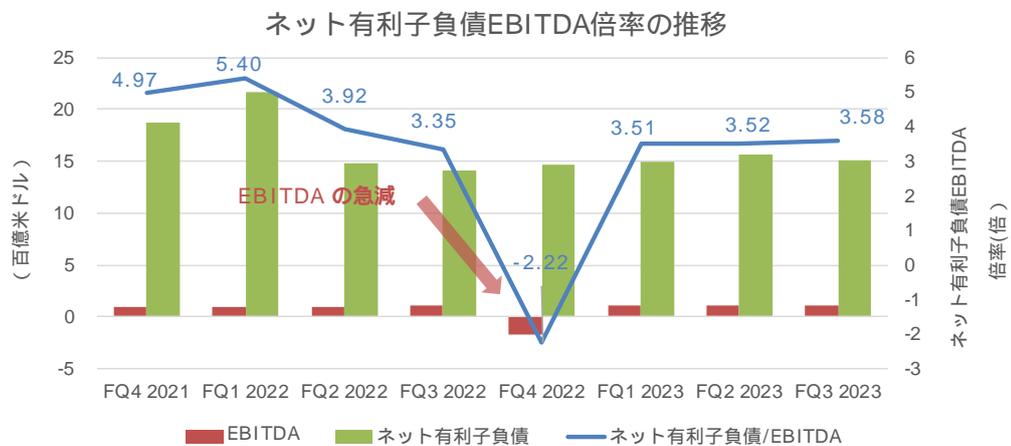
出所: AT&T 開示資料より5バリュースセットで作成

図表 14 AT&T の有利子負債と流動性の推移



出所: AT&T 開示資料より5バリュースセットで作成

図表 15 AT&T のネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



出所: AT&T 開示資料より5バリュースセットで作成

AT&Tの巨額の負債を生む主要因には、データライセンス額(周波数帯域のオークション落札額)がある  
FY2023Q3には、1,271億米ドル(約18兆円)のデータライセンスを計上。

AT&Tの財務の特徴として、負債の大きさ、そして保有するデータライセンスの計上額の大きさが挙げられる。負債の大きさは、他地域に比べ圧倒的に高単価となる周波数帯域オークションの落札額や、落札に対応した5G設備等の多額の設備投資に起因している。また、下図が示すように、FY2023Q3には1,271億米ドル(日本円で約18兆円)にもものぼるデータライセンスを資産として保有している。この巨額な投資規模は、米国無線通信市場に新たな他の会社が参入することがいかに難しいか、言い換えれば既存3社の事業が守られやすいかを、端的に示している。

図表16 AT&amp;T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	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30	FQ3 2023 2023/9/30
売掛金等合計	17,218	11,377	11,384	11,466	10,214	9,304	8,962
+ 現金及び現金同等物	38,565	4,018	2,423	3,701	2,821	9,528	7,540
+ 手元流動性	17,218	11,377	11,384	11,466	10,214	9,304	8,962
+ 在庫	3,153	3,241	3,935	3,123	2,791	2,348	2,520
+ その他流動資産	0	85	0	0	0	0	0
<b>流動資産総額</b>	<b>76,856</b>	<b>34,485</b>	<b>32,295</b>	<b>33,108</b>	<b>29,903</b>	<b>36,672</b>	<b>35,620</b>
+ 固定資産純額	151,100	146,943	148,827	149,259	150,077	150,364	149,497
+ データライセンス	114,107	123,557	123,856	124,092	124,502	125,049	127,113
+ のれん・営業権	133,247	92,746	92,725	67,895	67,895	67,854	67,854
+ その他固定資産	178,741	63,187	61,055	61,607	58,399	65,186	62,234
<b>資産総額</b>	<b>577,195</b>	<b>426,433</b>	<b>426,463</b>	<b>402,853</b>	<b>400,873</b>	<b>408,453</b>	<b>406,698</b>
<b>流動負債総額</b>	<b>82,494</b>	<b>49,189</b>	<b>52,257</b>	<b>56,173</b>	<b>58,150</b>	<b>54,159</b>	<b>51,684</b>
+ 短期債務	32,074	10,295	9,897	11,144	17,287	18,783	14,840
+ 買掛金	46,845	0	0	31,101	38,389	33,038	34,659
+ その他流動負債	3,575	38,894	42,360	13,130	2,474	2,338	2,185
+ 長期債務	201,142	148,496	142,595	147,082	142,140	146,323	144,431
<b>非流動負債総額</b>	<b>107,003</b>	<b>93,441</b>	<b>91,633</b>	<b>93,141</b>	<b>92,237</b>	<b>89,926</b>	<b>90,756</b>
<b>合計負債</b>	<b>390,639</b>	<b>291,126</b>	<b>286,485</b>	<b>296,396</b>	<b>292,527</b>	<b>290,408</b>	<b>286,871</b>
<b>自己資本合計</b>	<b>186,556</b>	<b>135,307</b>	<b>139,978</b>	<b>106,457</b>	<b>108,346</b>	<b>118,045</b>	<b>119,827</b>
<b>総資本(負債+資本)</b>	<b>577,195</b>	<b>426,433</b>	<b>426,463</b>	<b>402,853</b>	<b>400,873</b>	<b>408,453</b>	<b>406,698</b>

## [キャッシュフロー計算書]

キャッシュフローの状況	FQ1 2022 2022/3/31	FQ2 2022 2022/6/30	FQ3 2022 2022/9/30	FQ4 2022 2022/12/31	FQ1 2023 2023/3/31	FQ2 2023 2023/6/30	FQ3 2023 2023/9/30
営業活動によるキャッシュフロー	7,630	7,740	10,094	10,348	6,678	9,922	10,336
投資活動によるキャッシュフロー	(12,458)	4,853	(5,700)	(3,888)	(3,818)	(5,423)	(4,597)
フリーキャッシュフロー	(4,828)	12,593	4,394	6,460	2,860	4,499	5,739
財務活動によるキャッシュフロー	(5,500)	(43,914)	(4,939)	(5,161)	(3,711)	2,181	(7,754)
現金及び現金同等物の期末残高	38,648	4,117	2,494	3,793	2,942	9,622	(2,015)

出所: AT&T 開示資料より5バリュアセットで作成

次に、キャッシュフローの状況を確認する。営業CFは高水準での現金創出を保ち続けており、投資CFもFY2022Q1以降は営業CFの範囲内に留まっていることから、フリーCFは多少の振れ幅はあるものの、健全な黒字状態で安定している。財務活動CFは今期子会社の優先株式発行により黒字化した。この影響で、同社の現金及び現金同等物は大幅な増額を記録した。同社は、5G向けの設備投資の一巡に伴う投資額の減少等により、2023年の終わりまでに110億ドルのフリーキャッシュフローを予想している。

## 6. AT&amp;T の信用格付、及び社債の投資評価

## [ポイント]

- AT&T は、主要格付 3 社から BBB 格として評価。見通しはいずれも安定的。
- バンドオークションや巨額の設備投資に伴う、負債の大きさが、格付けに影響。  
AT&T 社債の短期(3 年以内)保有の観点としては、5G の展開が既に進んでおり、安定的な利益創出も期待、格下げは想定しにくい。15 年までの社債であれば、この期間に利回りに加え、一定のロールダウン効果(残存期間の減少に伴う社債時価の上昇)も期待。
- 満期保有目的で超長期債(20 年超)への社債投資を考える場合に、AT&T やベライゾンなどの米国無線通信会社のビジネス・モデルは政策面からも保持されやすい。AT&T の社債は 20 年超の残存期間において、他発行体の BBB 格社債よりも安定性を期待した投資対象として評価しやすい。

## 格付機関の評価と信用格付けの見方

AT&T は、主要格付 3 社から BBB 格として評価。見通しはいずれも安定的

バンドオークションや巨額の設備投資に伴う、負債の大きさが、格付けに影響

以下の図表 17 には、AT&T の信用格付け(発行体格付け)を示した。AT&T は Moody's からは Baa2 格、S&P からは BBB 格、そして Fitch からは BBB + 格とそれぞれ評価されている。発行体としての信用力や支払い能力については適切であるものの、負債の大きさや巨額の設備投資負担を今後も長期的に継続せざるを得ないことなどが、反映されている。いずれの格付機関も格付けの見通しを安定的としている。

確かに、同社はビジネス・モデルの構造上、顧客の増加や通信規格の世代進化などに対応して今後も継続的に巨額の設備投資を行わなければならない。現に同社の契約回線数は毎年増加しており、これに対応する形でバンドオークションや通信設備への累積投資額も増え続けている。こうした投資はコアビジネスである通信事業の収益力を保つために必要な戦略投資ではある。

ただ、前述の通り、米国無線通信業界に参入するには、他地域に比べはるかに巨額の資金が必要だ。こうしたスポンサーがつかない限り、業界内の収益モデルを完全に崩すような価格競争は生じにくく、ブロードバンド展開で遅れている欧州などとは全く異なる状況にある。こうした観点からは、格付けの引き上げは生じにくい反面、マイナスの圧力がかかる可能性も限定されやすい、とみる。

なお、負債の大きさはあるもののビジネス・モデルの安定性等が評価され、AT&T に対する全格付機関からの発行体格付けの見通しは「安定的」となっている。

図表 17 AT&amp;T の発行体格付け一覧(2023 年 12 月 12 日時点)

外資系格付	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	2005/12/19	BBB	2018/06/15	BBB+	2021/03/12
格付け見通し	STABLE	2018/06/15	STABLE	2021/05/18	STABLE	2021/03/12

出所:AT&T 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。

## 社債市場のプライシング状況と投資評価

以下の図表 19、20 には、AT&T 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、5 年以内に満期を迎える予定の社債ではスプレッドが大きく落ち込んでいる半面、10 年超の社債に関しては、長い年限をとった場合にも極端なスプレッドの増減は観測されず安定的である。社債市場の参加者が、参入障壁の高い通信業界における AT&T のビジネス・モデルや利益構造の今後に関して社債市場では長期的な視野で捉えた際に、不安を感じていない状況を表している、と考えられる。

AT&T 社債の短期(3 年以内)保有の観点としては、5G の展開が既に進んでおり、安定的な利益創出も期待、格下げは想定しにくい

15 年までの社債であれば、この期間に利回りに加え、一定のロールダウン効果も期待

超長期債(20 年超)への満期保有目的で社債投資を考える場合に、AT&T やベライゾンなどの米国無線通信会社のビジネス・モデルは政策面からも保持されやすい

AT&T の社債は 20 年超の残存期間において、他発行体の BBB 格社債よりも安定性を期待した投資対象として評価しやすい

また、同社は 2023 年の売上予想としてワイヤレスサービスでは 4% 増加、ブロードバンドでは 5% の増加が見込まれているとし、EBITDA も 3% の成長を予測している。このように収益・EBITDA 共にさらなる成長余地があり、安定的な利益創出が期待される。同時に、今後数年間は、5G の展開が既に一定程度進んでいることから、設備投資負担は徐々に穏やかな水準に転じ、財務の安定化も進みやすい。このため、過度な価格競争の加速など、財務面での負荷が生じ無い限り、AT&T の格下げは生じにくく、信用力に対する市場評価も悪化しにくい。これらは比較的短期(3 年以内)の観点だ。この期間内であれば、比較的短めの社債は安心して投資対象としやすく、15 年までの社債であれば、この期間に利回りに加え、一定のロールダウン効果も期待できる。

満期保有目的で超長期債(20 年超)への社債投資を考える場合に、AT&T を含む米国大手無線通信企業 3 社においては、今後も 5 年程度のサイクルで、新たな通信規格の導入などが進み、その都度、巨額の追加投資が発生する可能性が高い。一方で、メインの事業者が既に 3 社に絞られていること、各ブランドへの忠実性が高く解約率が低いこと、ARPU の水準も安定していること、プリペイド回線の比率が低いこと等の、米国モバイル市場の特性を考えれば、財務規律の範囲内で抑えるような投資と競争範囲に留まりやすい、と弊社では考える。また、通信分野は現バイデン政権が、米国経済の構造的強化に向け重視する DX 関連産業の一つでもある。こうした点から、AT&T の信用力は、名目的な信用格付けには表象されない超長期(20 年以上)の保有に耐える安定したビジネス・モデルを有すると弊社では考えている。

米国債券市場において、市場トレンドの転換により急速に長期・超長期の利回りが低下する中、長期間の安定した利回りを受領するための対象として、AT&T の社債は 20 年超の残存期間において、他発行体の BBB 格社債よりも安定性を期待した投資対象として評価しやすいと、弊社では考えている。

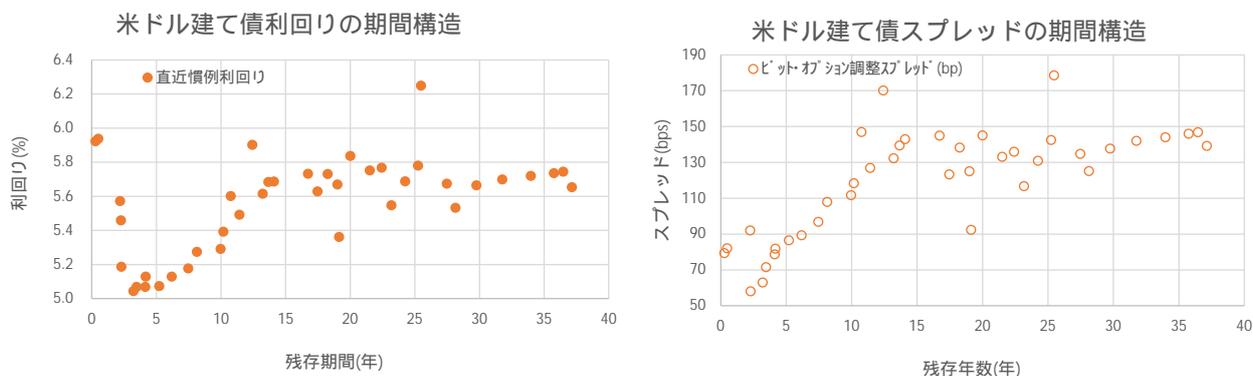
以上

図表 18 AT&T 社債の利回り/スプレッド例 (2023年12月12日時点)

日本語名	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	アスク・オブ ション調整ス プレッド (bp)	ビット・オブ ション調整ス プレッド (bp)
A T & T	US00206RGH93	2026/03/15	7.125	236	USD	BBB	N	N	US	5.46	69.9	92.1
A T & T	US00206RKG64	2028/02/01	1.650	2,250	USD	BBB	N	Y	US	5.07	75.5	78.7
A T & T	US00206RJY99	2031/06/01	2.750	3,000	USD	BBB	N	Y	US	5.18	93.7	96.8
A T & T	US00206RAB87	2036/05/15	6.800	127	USD	BBB	N	N	US	5.90	155.9	170.1
A T & T	US00206RFW79	2037/08/15	4.900	683	USD	BBB	N	Y	US	5.69	134.9	139.5

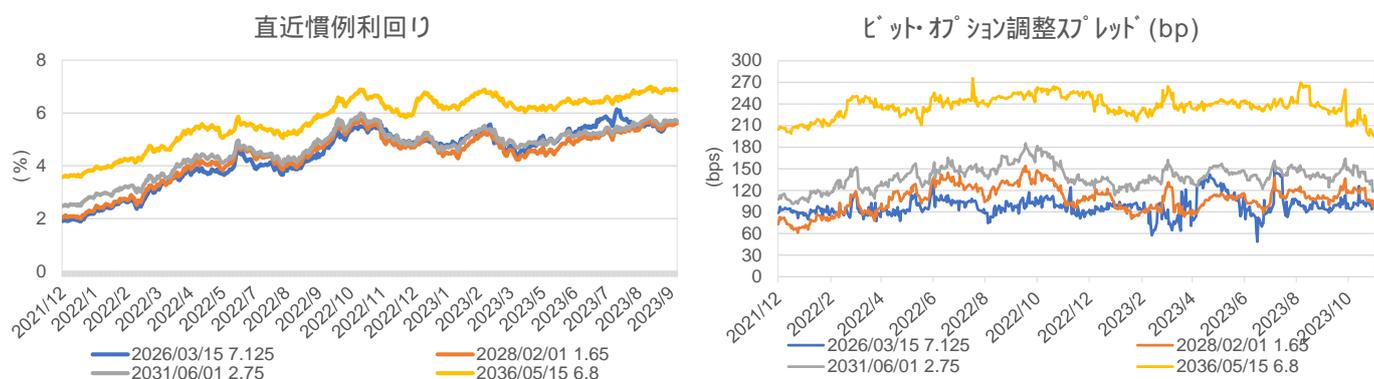
出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 19 AT&T 社債の利回り/スプレッド・カーブ(2023年12月12日時点)



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 20 AT&T 社債のスプレッド・利回り



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

## 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(<a href="https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx">https://www.moodys.com/pages/default_ja.aspx</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&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。)</p> <p>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。)</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(<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と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	<b>5 バリューストック株式会社</b>
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