

ベライゾン・コミュニケーションズの事業概要と 同社債券・株式の長期保有目的投資上のポイント

チーフ・インベストメント・
ストラテジスト

上田 祐介

[本レポートのサマリー]

- 1. 本レポートの目的** p. 1
本レポートでは、ベライゾン・コミュニケーションズの、FY2023Q3(2023年9月期)までの四半期決算を基に、同社の経営状況や事業の現状を確認し長期保有の観点で投資評価を行う。
- 2. ベライゾンの事業概要** p. 2
 - ベライゾンは無線通信サービスの提供を主とする米国の通信事業会社
 - 契約対象別で分類すると、個人消費者向けワイヤレス事業が75%を占めている
 - FY2021Q4 にトラックフォンの統合によりプリペイド契約を上積み。FY2023Q3 にはプリペイド契約が全体の15%を占めているが、同契約のポストペイドへの移管も好調に進む。
- 3. 米国通信事業の概要** p. 5
 - 主力のポストペイド市場では、ベライゾンのシェアは大手の中で過去11年間に渡り1位となっている。一方で、ARPUは1位のAT&Tとは5ドルほど差が開いている状態。
 - 低価格帯のプリペイド市場でも、ベライゾンは大手3社の中で1位のシェアとなる。
 - 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為、全米規模でのネットワーク展開のために巨額の設備投資を要し、債務も増大する。
- 4. ベライゾンの業績状況** p. 10
 - ベライゾンの四半期売上高は前年同期比で2.6%減少し、約333億ドルに。ただし、無制限プレミアムプランを選択する顧客の増加によって、ワイヤレスサービス収入は前年同期比で+2.9%の増加。
 - コスト削減プログラムの実施によって、携帯端末の償却による管理費の増加がカバーされ営業費用全体は前年同期比で-1.8%の削減。
解約率は値上げにも関わらず1%前後を推移、同社の強固な顧客基盤を反映。
- 5. ベライゾンの財務状況** p. 13
 - ベライゾンの自己資本比率は巨額投資直後の21.0%から25.4%に+4.4ポイント改善、
 - 自力返済能力の指標である「ネット有利子負債/EBITDA 倍率」も2.75倍と安定水準。
 - 2021年のCバンド落札以降に大幅に増加した長期債務は2022末に1,400億ドルを超えたが、その後の9か月間で約60億ドルを圧縮、直近の残高は1,344億ドルに。同社では今後も同様のペースで2024年末まで債務圧縮を継続する方針。
- 6. ベライゾンの信用格付、及び社債、株式の長期投資評価** p.17
 - ベライゾンはMoody'sからはBaa1格、S&PからはBBB+格、そしてFitchからはA格とそれぞれ評価されている。格付け見通しは安定的。
 - ベライゾン社債は信用格付けではBBB格となっているが、実質的な信用リスク面では他のBBB格米国社債の中でも、中長期投資における相対的な優位性と安定性がある。
 - しかし、その分利回りは相対的に低い。米国債等より安定した債券との比較感から検討できる投資家には、依然として投資対象になり得る。
 - 安定した配当原資が継続しやすいことを考えると、ベライゾンについては、社債よりもむしろ株式の方が投資対象として考慮しやすい。

5バリューアセット アナリスト・レポート

ベライゾン・コミュニケーションズの事業概要と
同社債券・株式の長期保有目的投資上のポイント

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、ベライゾン・コミュニケーションズ(Verizon Communications Inc、以下ベライゾン)の、FY2023Q3(2023年9月期)までの四半期決算(Verizonは12月末決算)を基に、ベライゾンの経営状況や主要事業の現状を確認し、同社に対する長期保有の観点で社債と株式への投資評価を行う。

なお、本レポートでは、2023年10月24日公表の2023年度第三四半期までの決算を参照している。

なお、本レポートでは同社の事業年度を下記の基準で表記している点にご注意されたい。

2022年度(FY2022)は2022年1月1日から2022年12月末まで、2023年度(FY2023)は2023年1月1日から2023年12月末までとして表記する。

四半期の決算表記については、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. ベライゾンの事業概要

[ポイント]

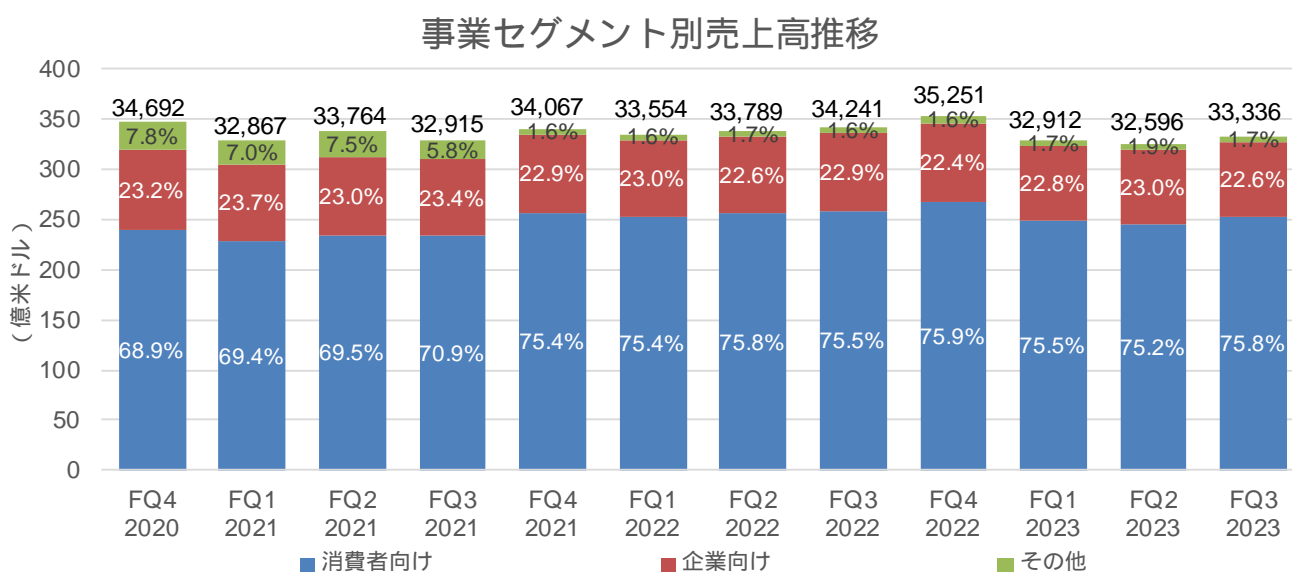
- ベライゾンは無線通信サービスの提供を主とする米国の通信事業会社。
- 事業セグメント別売上高は
個人消費者向け事業 (Consumer Wireless) / 企業向け事業 (Business Wireless) Service(無線通信サービス)/Wireless Equipment(ワイヤレス機器等)の二通りの分類方法で開示されている。
- 契約対象別で分類すると、個人消費者向けワイヤレス事業が75%を占める。
- 携帯通信事業はポストペイド契約とプリペイド契約の2つの契約形態があり、米国でもポストペイド契約が主流となっている。
- FY2021Q4 にトラックフォンの統合によりプリペイド契約を上積み。直近でプリペイド契約が全体の15%を占めるが、同契約のポストペイドへの移管も好調に進む。

ベライゾン (Verizon Communications Inc) (以下ベライゾン) は、米国国内の消費者・法人顧客向けに通信サービスを提供している事業会社である。米国国内の通信事業会社の中でも最大手の企業であり、傘下企業の Verizon Business(政府・企業向けネットワークサービス事業者)や Verizon Wireless(米国で加入者数第1位の携帯電話事業者)等を通じて、市内電話、長距離電話サービス、無線・インターネットサービス、データサービス等の広範なサービスを手掛けている。

セグメント別売上高の傾向

以下の図表1では、ベライゾンのセグメント別売上高の推移を示した。同社の売上は、無線通信事業によって支えられており、なかでも個人消費者向け事業(Consumer)と、企業向け事業(Business)に分類される。主にワイヤレス事業関連事業で構成される個人消費者向け事業の売上高が、企業全体の売上高の約76%を占めている。

図表1 ベライゾンのセグメント別売上高推移



出所: ベライゾン開示資料より5バリューアセットで作成

米国の通信事業は、ポストペイド契約とプリペイド契約の二種類あり、米国国内ではポストペイド契約が主流

回線契約形態別売上高の傾向

一般に、携帯通信事業に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。ポストペイド契約とは、日本の携帯電話会社と同様に、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であり、同形態は米国内でも主流となっている。一方、プリペイド契約とは毎月事前に料金をチャージし、その分のみを使用するという契約形態である。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。このため、プリペイド契約のほうがポストペイド契約より一回線あたりの平均売上単価 (ARPU) が低い。

| 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。 | 43.93 US\$/回線・月 (FY2023 Q3 時点の9か月累計値) | 全携帯回線の 85% |
| 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。 | 10.44 US\$/回線・月 (FY2023 Q3 時点の9か月累計値) | 全携帯回線の 15% |

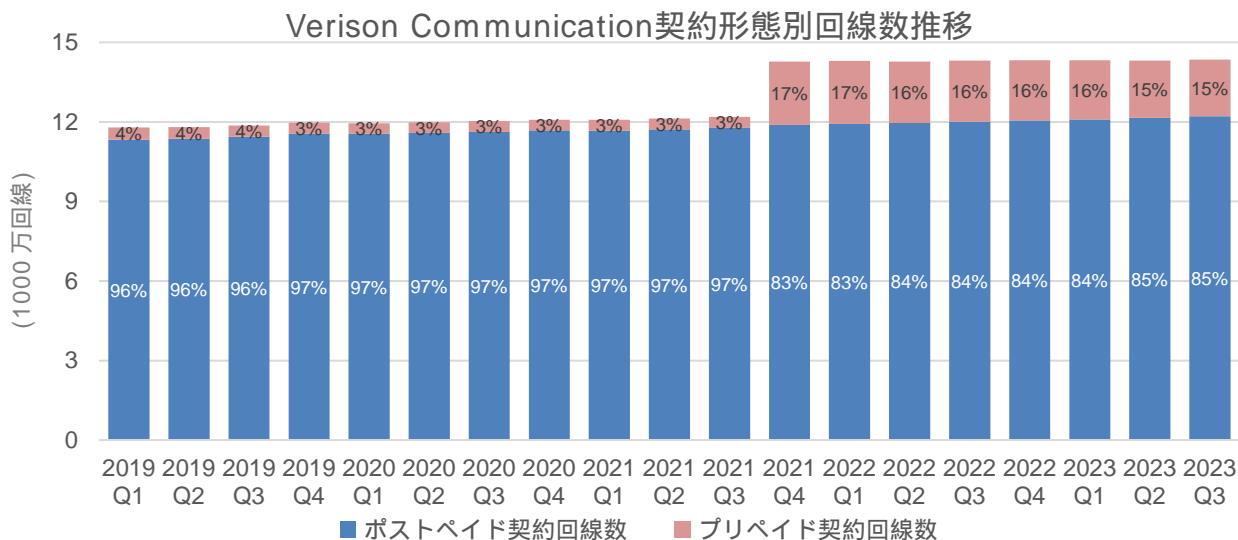
FY2021Q3 にトラックフォン買収によりプリペイド契約回線数を3,000万人伸ばし、今期 (FY2023Q3) には契約者数は1億4,300万人までに上った。

上記を前提に、以下の図表2にはベライゾンの契約形態別の回線数の推移を示した。FY2021 Q3までは97%がポストペイド契約であり高付加価値サービス主体の事業内容であったのに対し、同年 Q4 よりプリペイド契約の回線数が急増していた。これはベライゾンによるプリペイド式携帯大手であったトラックフォンの買収の完了に伴う事業統合による影響であり、同買収により、同社はプリペイド契約回線数を約3,000万人上積みすることに成功した。ベライゾンでは、それまでにない最も安価なプリペイドプランを提供しつつ、一方で無制限のポストペイドプラン等を充実させ、より細分化された市場へのアプローチが可能となった。

こうした顧客層の取り込みと同時に、安定的なポストペイドへの勧誘などマーケティング施策を順調に進めた結果、FY2023Q3におけるポストペイド回線の純増数が+25.1万回線(前年同期は+2.8万回線)、総回線数も純増数が+4.4万回線(前年同期は+6.7万回線)となり1億1,412万回線まで増加した(プリペイド回線数は-20.7万回線)。サービスの質の強化を伴う値上げと、安定したポストペイド契約への乗り換えを順調に進めた結果、9か月間累計の加重平均月間 ARPU も前年同期比で+6%増と、1回線当たりの収益は強化されている。

(9ヶ月間ポストペイド ARPU ; \$43.93 ; FY2023 Q3 \$41.76 ; FY2022 Q3
9ヶ月間プリペイド ARPU ; \$10.44 ; FY2023 Q3 \$10.37 ; FY2022 Q3
9ヶ月間加重平均 ARPU ; \$38.91 ; FY2023 Q3 \$36.74 ; FY2022 Q3)

図表2 ベライゾン契約形態別の回線数と構成比の推移

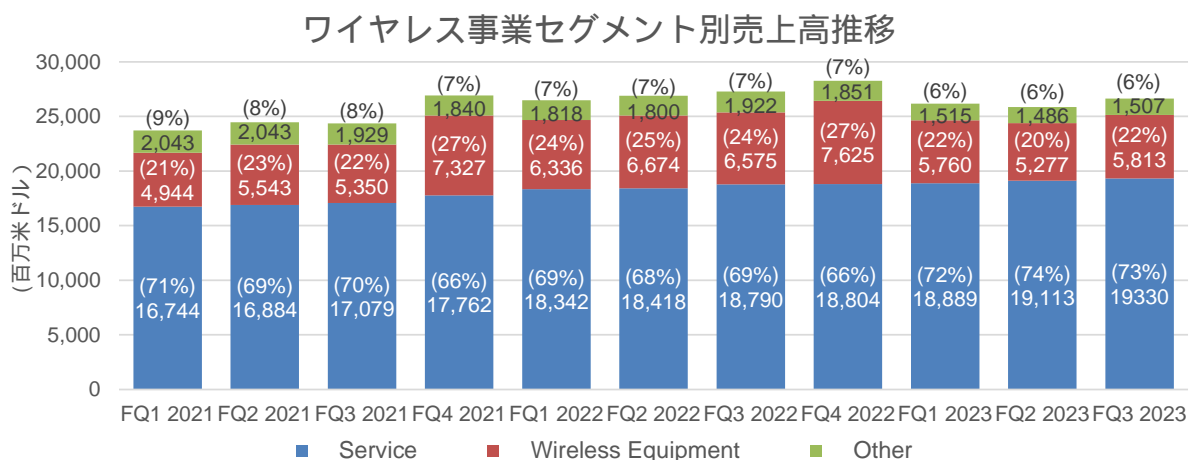


出所: ベライゾン開示資料より5バリューアセットで作成

次に、ワイヤレス事業を構成するセグメント別の売上高の推移を図表3に示した。同社のワイヤレス事業は、通信サービスとワイヤレス機器に分けられる。

- (i) より多くを占める通信サービスの売上は継続的に伸び続けている。この要因として、同社ではブロードバンドの導入とクラウド・サービスの伸長が寄与と説明。
- (ii) ワイヤレス機器の売上高は毎年Q4のみ突出。これは、毎年Black Fridayの時期(11月第4金曜日)に合わせてiPhoneの下取りとキャッシュバックキャンペーンを開催していることが要因。一方で、このキャンペーンの影響は一時的なもので、キャンペーン時期以外の同売上高は開催前の水準に戻りやすい。

図表3 ワイヤレスセグメント別売上高推移



出所: ベライゾン開示資料より5バリューアセットで作成

3. 米国の通信事業市場の概要

[ポイント]

- Verizon 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、Verizon のシェアは大手の中で過去 11 年間に渡り 1 位となっている。一方で ARPU は 1 位の AT&T とは 5 ドルほど差が開いている状態。
- 低価格帯のプリペイド市場でも、Verizon は大手 3 社の中で 1 位のシェアとなる。
- 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、なぜベライゾン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、過去 11 年間に渡り大手 3 社の中で 1 位となっている。一方で、ARPU は 1 位の AT&T とは 5 ドルほど差がある状態。

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 1 位となっている。

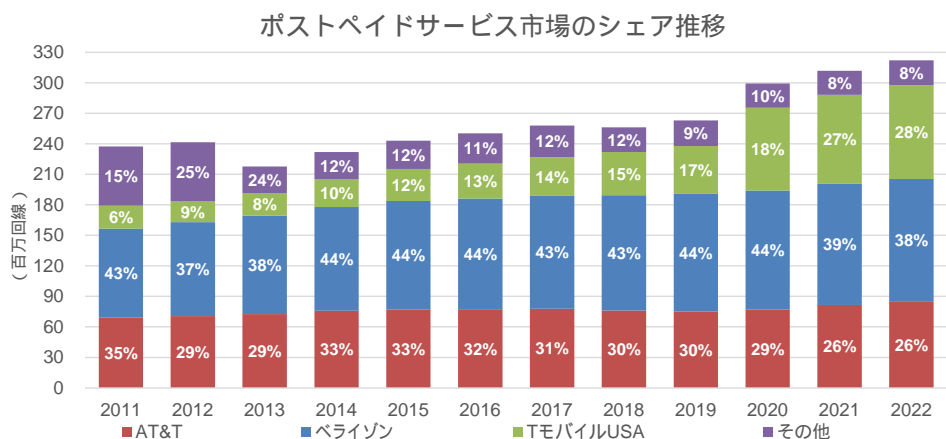
ベライゾンは過去 10 年以上の長きに渡り、米国のモバイル(無線)通信市場が成長を継続する中で回線数シェア 1 位を維持し続けている通信会社である。同時に、近年では米国内における回線数シェアは減少してきた。こうした市場シェアの大きな変化が生ずるきっかけは、競合他社の合併による市場優位性の強化や、通信規格の進化のタイミング等となる。

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、ベライゾンはそれに追われる形となり、回線数で T モバイルにシェアを大きく譲り、大手の中依然として 1 位であるものの回線数シェアは 44%から 38%まで低下した(図表 4)。ただし、ARPU で比較すると(図表 5)、同社は FY2023Q2 に T モバイルを逆転し上回る水準となっており、T モバイルは薄利多売でシェア獲得を優先している状況が確認できる。なおベライゾンは ARPU で最も高い水準を維持している AT&T よりも約 5 ドル低い水準の ARPU となっているが、AT&T は回線数シェアをさらに落としている。このような米国無線通信業界の競争戦略の違いの中で、ベライゾンが回線数シェアと ARPU のバランスをどのように取りながら、他の 2 社に対して収益性と競争力を維持していかかが課題となる。

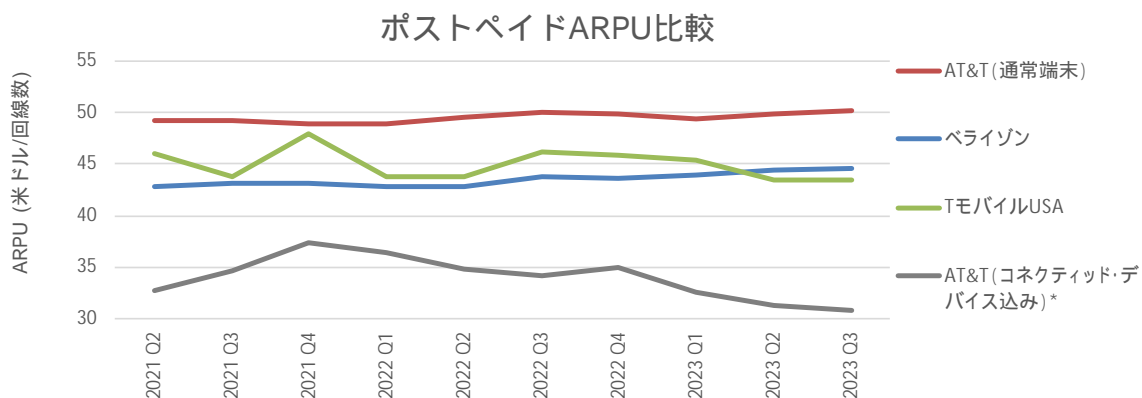
一方、低価格帯のプリペイド市場では、2010 年代には T モバイル USA が他の大手 2 社より高いシェアを持っていたが、ベライゾンも M&A により多くの回線を積み増し、3 社が近い水準で市場シェアを分け合う状況となった。こちらでもベライゾンのシェアは 34%と大手 3 社の中で 1 位となっている(図表 6)。

図表4 ポストペイド市場の総回線数とシェア推移



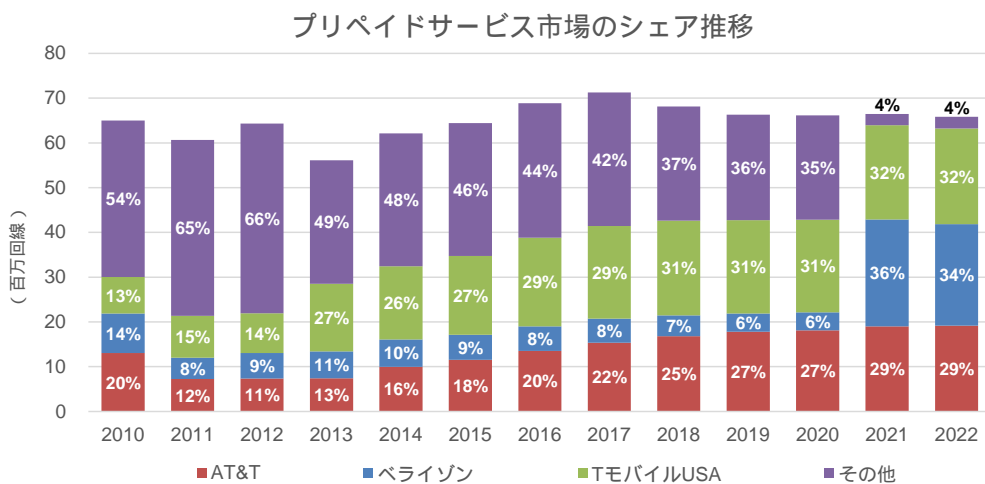
出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成

図表5 通信事業市場の総回線数とシェア推移ポストペイド ARPU の推移



出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成 (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 プリペイド市場の総回線数とシェア推移

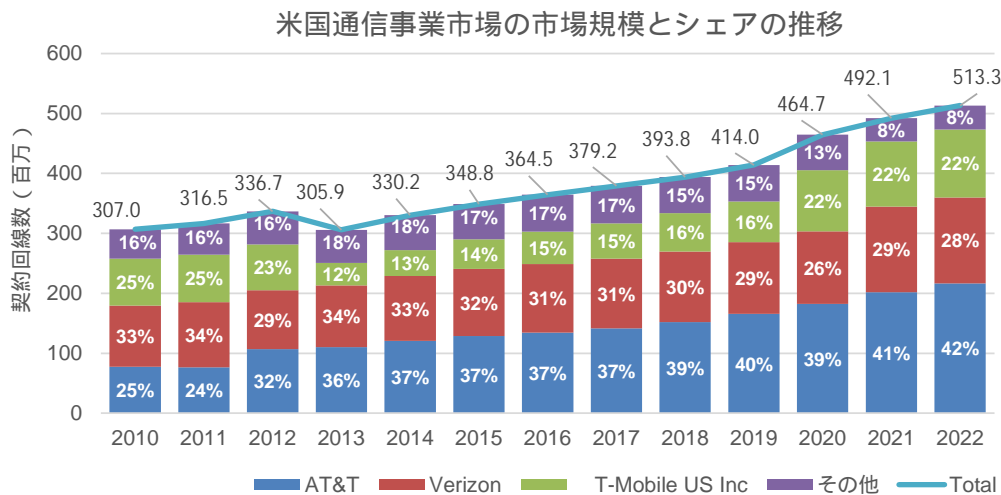


出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成

なお、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として、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挙げられる。

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(図表7)、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、ベライゾンとの比較において先に示した AT&T の開示する ARPU は相対的に高く安定して見えたが、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おり、実質的にはベライゾンの ARPU がより高い可能性がある点に注意が必要だ。

図表7 米国通信事業市場の総回線数とシェア推移



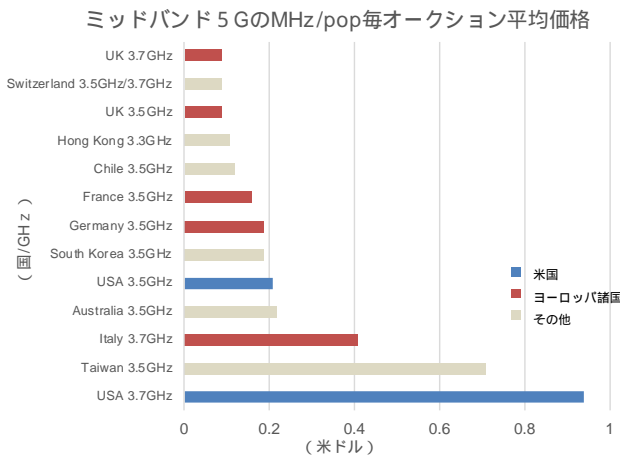
出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成

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。

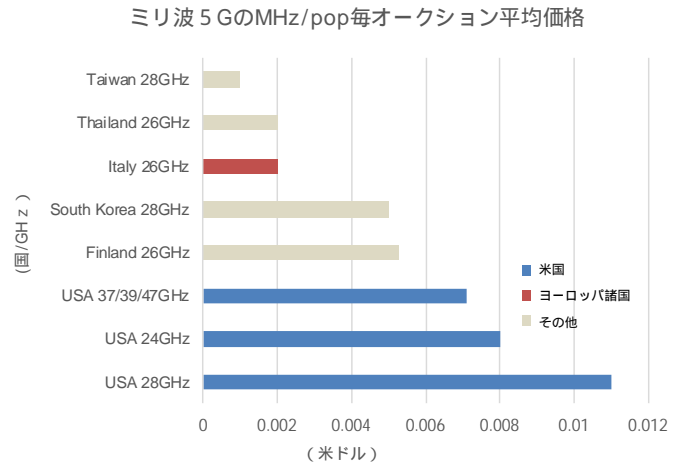
以下の図表8、9には米国と他国における帯域オークションにおける平均落札価格を比較した(同図表は人口あたりの周波数帯の落札単価を示している)。ミッドバンドとミリ波のいずれのオークションにおいても、欧州やその他の地域に比べ、米国の平均落札単価は2倍~5倍程度と非常に高額の平均落札単価となっている。

図表8 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バリュアセットで作成

図表9 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バリュアセットで作成

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費用は、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。

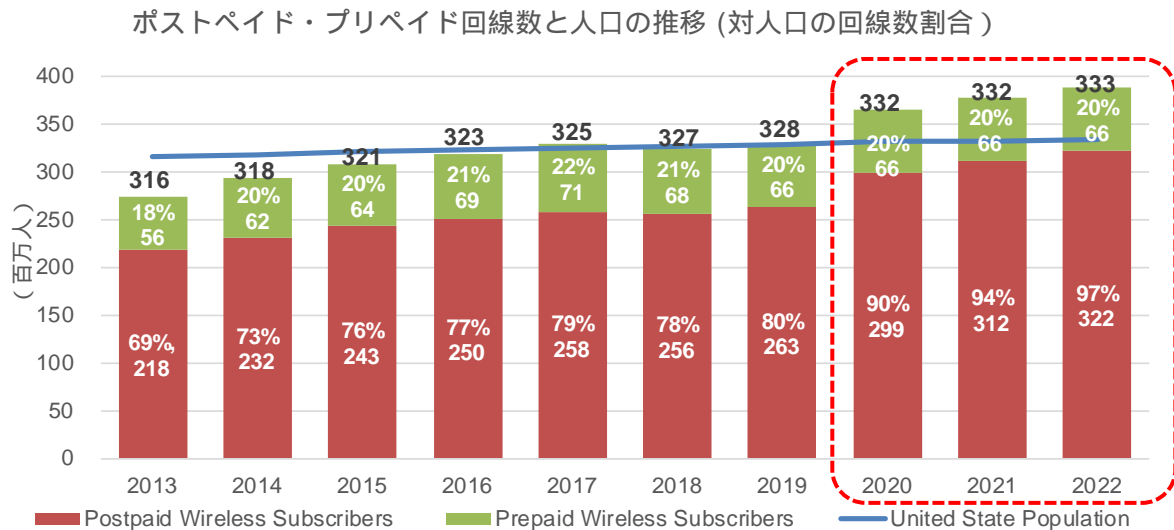
ただ、いずれの市場においても極めて高額な設備投資を一定のサイクルで行う通信事業市場は、コスト面からも規制面からも参入障壁が極めて高い業種であり、新規の事業者が参入することは容易ではない。実際、過去にソフトバンク・グループが米国のスプリントを買収し、さらにTモバイルとの合併を図った際にはFCCにより認可が下りなかった。一方で、同市場からの撤退を決めたソフトバンク・グループがTモバイルにスプリント事業を譲渡した場合にはこれが認められるなど、国家の重要インフラである通信事業には経済的合理性だけで新規参入はできず、既存の大手企業が制度的に守られたケースも存在する。

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託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 10 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 10 ポストペイド・プリペイド回線数と総人口の推移



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、米国市場の総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5に示した通り、ベライゾンでは主力のポストペイド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. ベライゾンの業績状況

[ポイント]

- ベライゾンの FY2023 Q3 における四半期売上高は約 333 億ドル(前年同期比-2.6%の減収)となった。これはポストペイド契約のアップグレード量が減少し、ワイヤレス機器の収入が前年同期比で-11.6%減少したことが要因。
- コスト削減プログラムの実施によって、携帯端末の償却による管理費の増加がカバーされ営業費用全体は前年同期比で-1.8%の削減となった。
- この結果、EBITDA は 122 億ドル(前年比+0.2%)の増益に。
- 値上げを含むターゲットプライシング戦略の効果もあり、顧客単価(ARPU)は 3 年間で+2.4 ドルの増加。にもかかわらず、解約率は 1%前後に留まるなど、市場シェア 1 位を維持する同社の強固な顧客基盤を確認。

P/L と事業セグメント別の傾向

全社売上高は約 333 億ドル(前年同期比-2.6%)、
ただしワイヤレスサービスは、価格改定により+2.9%の増収

コスト削減プログラムの実施により、携帯端末の償却による管理費の増加がカバーされ営業費用全体は前年比で 1.8%の圧縮

結果、EBITDA は 122 億ドル(前年比+0.2%)の増加

ここでは、直近(FY2023 Q3)までの損益計算書に基づき、ベライゾンの収益性とその変化について確認する。前述のとおり、同社のビジネスにおける収益の柱は消費者向けワイヤレス事業となっている。なお、損益計算書内では、売上高は「サービス及びその他収入」と「ワイヤレス機器収入」の二つに分類されている。無線通信事業の収入については「サービス及びその他収入」、端末販売等については「ワイヤレス機器収入」に振り分けられている。

ベライゾンの今四半期(FY2023Q3)の売上高は約 333 億ドル(前年同期比-2.6%)となった。この減少については、ポストペイド契約におけるアップグレード率が-1.5%の減少となった結果、ワイヤレス機器の収入が前年同期比で-11.6%の減収となったことが主要因であった。サービス及びその他収入については、ワイヤレスサービスの収入は引きつづき伸長(193 億ドル、前年同期比+2.9%)していたが、その他売上高の部分が減収傾向となったために、やはり前年同期比 0.5%の減収となった。なおベライゾンでは、消費者向け事業の売上高は、携帯事業と固定無線アクセス(FWA)の加入者増加によって、今後改善していくとの見通しを示している。

一方で、営業費用については、主に携帯電話端末の償却が影響し、販売費及び一般管理費が+7.7%の増加となった。しかし、ベライゾン・グローバル・サービス全体でのコスト削減プログラムの実行により、営業費用全体では前年同期比で-1.8%の削減となった。

営業損益は、減収の影響をコスト削減では吸収しきれず、75 億ドル(前年比-5.3%)に留まった一方、EBITDA は 122 億ドル(前年比+0.2%)の増加となっていた。ただし、EBITDA の増分は、新サービス myPlan の立ち上げに関するマーケティング費用の増加、そして前年同期比での 1 億 9,400 万ドルの不良債権の増加を含むマーケティング費用の増加によって、一部が相殺されている。

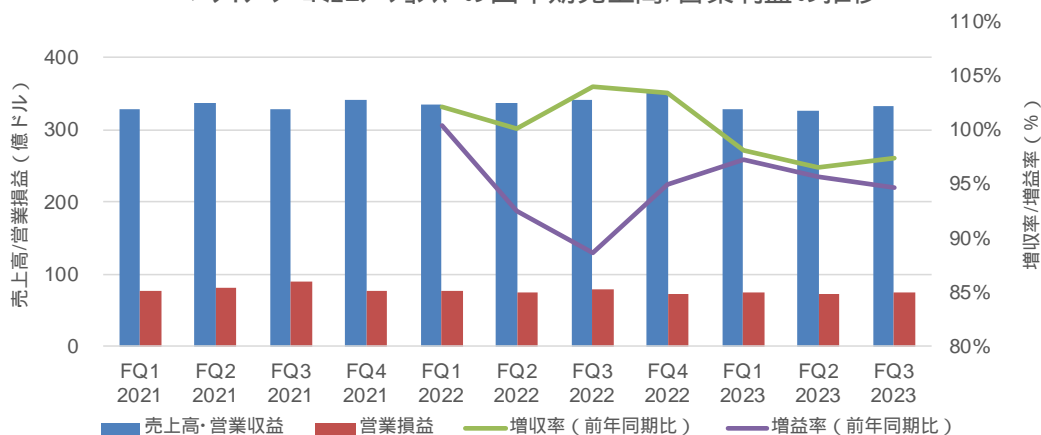
図表 11 ベライゾンの売上高推移・損益計算書(単位:百万米ドル)

[損益計算書]

| 損益計算書 | FQ2 2022 | FQ3 2022 | FQ4 2022 | FQ1 2023 | FQ2 2023 | FQ3 2023 | 前年 同期比 | FY2021 | FY2022 | 年次 変化率 |
|--------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|---------|---------|-----------|
| | 2022/6/30 | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | 2023/6/30 | 2023/9/30 | | | | |
| 売上高 | 33,789 | 34,241 | 35,251 | 32,912 | 32,596 | 33,336 | -2.6% | 133,613 | 136,835 | 2.4% |
| サービスおよびその他収入 | 27,115 | 27,666 | 27,626 | 27,152 | 27,319 | 27,523 | -0.5% | 110,449 | 82,407 | -25.4% |
| ワイヤレス機器収入 | 6,674 | 6,575 | 7,625 | 5,760 | 5,277 | 5,813 | -11.6% | 23,164 | 20,874 | -9.9% |
| 売上原価 | 14,420 | 14,601 | 15,762 | 13,504 | 12,764 | 13,437 | -8.0% | 56,301 | 59,133 | 5.0% |
| 売上総利益 | 19,369 | 19,640 | 19,489 | 19,408 | 19,832 | 19,899 | 1.3% | 77,312 | 77,702 | 0.5% |
| サービス費用 | 6,932 | 7,293 | 7,185 | 7,078 | 6,986 | 7,084 | -2.9% | 31,234 | 28,637 | -8.3% |
| 無線通信機器費用 | 7,488 | 7,308 | 8,577 | 6,426 | 5,778 | 6,353 | -13.1% | 25,067 | 30,496 | 21.7% |
| 販売費及び一般管理費 | 7,496 | 7,422 | 8,046 | 7,506 | 8,253 | 7,995 | 7.7% | 28,658 | 30,136 | 5.2% |
| 減価償却費・償却費 | 4,321 | 4,324 | 4,051 | 4,318 | 4,359 | 4,431 | 2.5% | 16,206 | 17,099 | 5.5% |
| 営業費用 | 26,237 | 26,347 | 28,026 | 25,328 | 25,376 | 25,863 | -1.8% | 101,165 | 106,368 | 5.1% |
| 営業利益 | 7,552 | 7,894 | 7,225 | 7,584 | 7,220 | 7,473 | -5.3% | 32,448 | 30,467 | -6.1% |
| 税引前損益(GAAP) | 6,857 | 6,520 | 8,811 | 6,500 | 6,112 | 6,192 | -5.0% | 29,420 | 28,271 | -3.9% |
| 法人税損益 | 1,542 | 1,496 | 2,113 | 1,482 | 1,346 | 1,308 | -12.6% | 6,802 | 6,523 | -4.1% |
| 純利益(GAAP) | 5,199 | 4,900 | 6,577 | 4,909 | 4,648 | 4,762 | -2.8% | 22,065 | 21,256 | -3.7% |
| EBITDA | 11,873 | 12,218 | 11,747 | 11,902 | 11,971 | 12,238 | 0.2% | 48,380 | 35,838 | -25.9% |

[売上高・営業利益の推移]

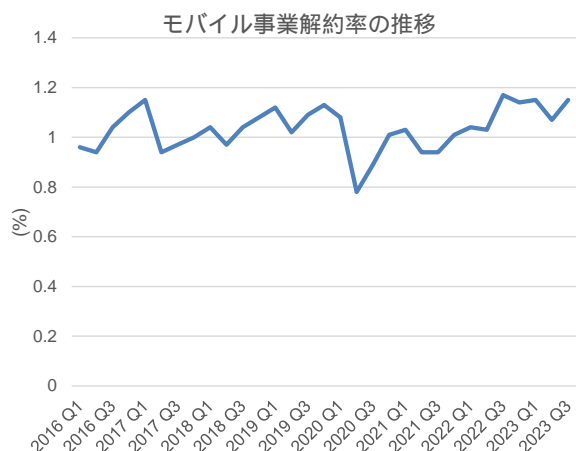
ベライゾン・コミュニケーションズの四半期売上高/営業利益の推移



出所ベライゾン開示資料より5バリュースセットで作成

ブランド価値と競争力の維持状況

図表 12 通信回線解約率の推移



出所: Verizon 開示資料より5バリュアセットで作成

左図 12 にはポストペイド契約、プリペイド契約を合計したすべての通信回線での解約率の推移を示した。解約率は±0.2%ほどの振れ幅を伴いつつも約1%前後で推移しており、同社の顧客基盤が安定している状況が確認できる。ただし、大きな割合を占めるポストペイド契約の解約率はFY2023Q3で1.15%と前四半期より増加した。直近の一年間において解約率が相対的に高くなっているのは、同社が行っているターゲットプライシング戦略(値上げを含む販売戦略の効率化)が要因とされている。

また、バンド別の市場でみると、よりアクセス性に優れたCバンド(3.7~3.9GHzの中周波数帯)を導入した地域での解約率は、引き続き減少傾向を辿り続けており、設備投資による通信規格のアップグレードが解約率の抑制に寄与していることが確認できる。

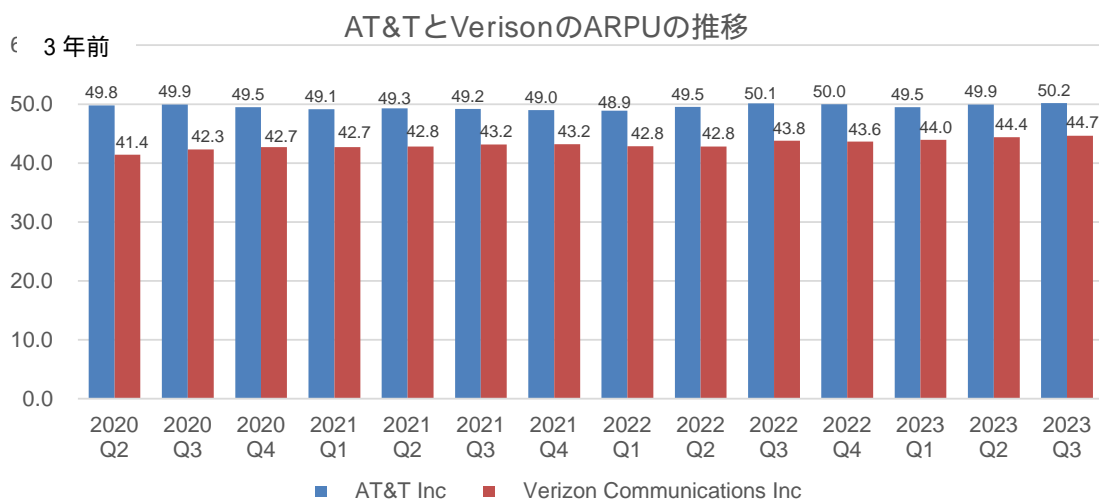
ベライゾンには様々な契約形態と価格プランを用意し、非効率的な契約には値上げで解約を促し、効率的な契約は投資で拡大するなど、それぞれに発生した損益を相殺しつつ、結果的に安定した低水準の解約率を保っている。

値上げを含むターゲットプライシング戦略の効果もあり、顧客単価(ARPU)は3年間で+2.4ドルの増加。

にもかかわらず、解約率は1%前後に留まるなど、市場シェア1位を維持する同社の強固な顧客基盤を確認。

下図 13 にはAT&Tとベライゾンの一回線当たりの平均売上単価(ARPU)の推移を示した。AT&Tは3年前の同期比でも同様の水準で推移してきたのに対し、ベライゾンでは+2.4ドルの単価上昇となっていた。両社共に回線契約数は每期増加傾向を続けているのに対し、ARPUの増加傾向を辿っているのは、大手3社中でベライゾンのみとなっている。このことから、世界最大の米国モバイル市場で業界1位のシェアを有する同社は、膨大な投資に伴い増加した巨額の有利子負債を抱えつつも、同業他社比での優位性と収益性を維持しつつ投資回収が可能なビジネスモデルと構想力を維持している、と弊社では考えている。

図表 13 AT&TとベライゾンのARPUの推移



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

5. ベライゾンの財務状況及びCF状況

[ポイント]

<B/S>

- 無線通信ライセンスが1,555億ドル(22.4兆円)と資産総額の約1/3を占める。
- ベライゾンが2021年のCバンド落札とその後の設備投資で積み上げた1,400億ドル超の長期負債は、9ヶ月で約60億ドルを圧縮。今後も同水準を継続予定。
- ベライゾンの自己資本比率は巨額投資直後の21.0%から25.4%に+4.4ポイント改善、自力返済能力の指標である「ネット有利子負債/EBITDA倍率」も2.75倍と安定水準。
- ベライゾンの巨額投資は財務面から見ても十分な余裕を伴う

<C/S>

- 営業キャッシュフローは、アップグレード数の減少が在庫水準の低下を伴ったことから運転資本が改善し、安定的な水準を維持。
- 投資キャッシュフローは54億円。同社では同じ水準を2024年まで維持の見通し。また、格付けに対する負債圧力を軽減のため、新規設備投資の抑制を進めている。
- フリーキャッシュフローは53億ドルとなり財務は健全化。2023年度通年では+180億ドル以上のフリーキャッシュフローを創出する見通し。

同社バランスシート(B/S)の特徴

短期の資金回転については、在庫水準の低下(前年比28.5%)により、健全化

ここではベライゾンのバランスシートの特徴について確認する。まず、短期的な競争力の改善状況を反映している点として、保有在庫水準の圧縮に起因したワーキングキャピタルの改善が挙げられる。同社では2025年までに年間20億から30億ドルの大幅なコスト削減を目標としており、その取り組みの一つとして、FY2023Q3における在庫を前年同期比で28.5%と大幅に圧縮、短期の資金回転などにおける財務健全性が向上している。

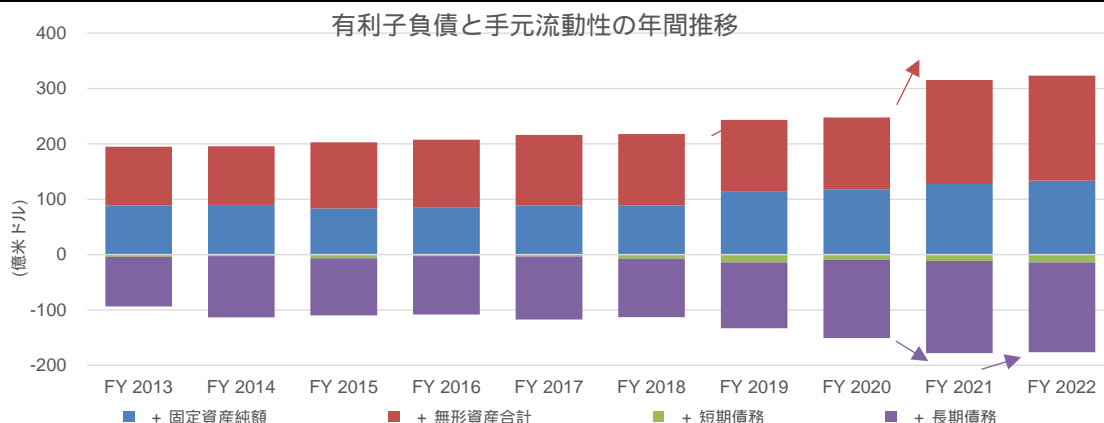
中長期における競争力維持の源泉は、1,555億ドル(22.4兆円)もの巨額が計上された無線通信ライセンス
ベライゾンを脅かす新たな企業の登場を非常に難しくする参入障壁

一方、中長期における競争力維持の観点で注目すべきは、資産総額の約1/3を占める1,555億ドル(22.4兆円)もの巨額の無形資産として計上された無線通信ライセンスが挙げられる。同ライセンスは、通信帯域の使用権を反映しており減価償却の対象とはならない。また、ベライゾンと同様の事業を確立しようとするライバル企業が、帯域オークション分だけで確保すべき最低限の資金規模を反映している。さらに、同社では10四半期連続で、ポストペイド契約の増加に成功しつつARPUも維持しつつ改善させている。よって、将来に次世代の通信規格で米国モバイル市場への新規参入を検討する場合には、この額を上回る帯域落札額を要することになる。この、あまりにも巨大な必要資金規模は、米国の国家セキュリティ上での観点での制度的な運用と合わせて、ベライゾンを脅かす新たな企業の登場を非常に難しくする参入障壁となっている。

ベライゾンが2021年のCバンド落札で積み上げた約140億ドルの長期負債は、9ヶ月で約60億ドルを圧縮。今後も同水準を継続予定

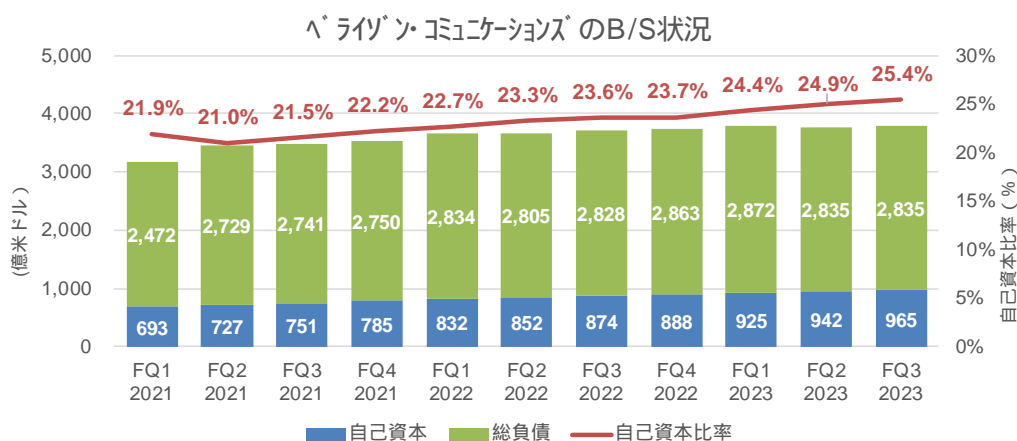
なお、ベライゾンではよりFY2021 Q1に、高品質な5Gサービスの提供を拡大するために周波数帯域オークションでCバンドを454億ドルで落札した。図表14にはベライゾンの有利子負債と手元流動性の年間推移を示した。Cバンドを落札した2021年から無形固定資産が大幅に増加した。また、同年の長期債務もFY2022 Q4末にかけ1,400億ドル超の水準まで著しく増加したが、FY2023Q3にかけ9ヶ月で約60億ドルを圧縮、足元では1,344億ドルになった。同社では、当面同程度のペースで長期債務の圧縮を継続する、との見通しを示している。

図表 14 ベライゾンの有利子負債と流動性の年間推移



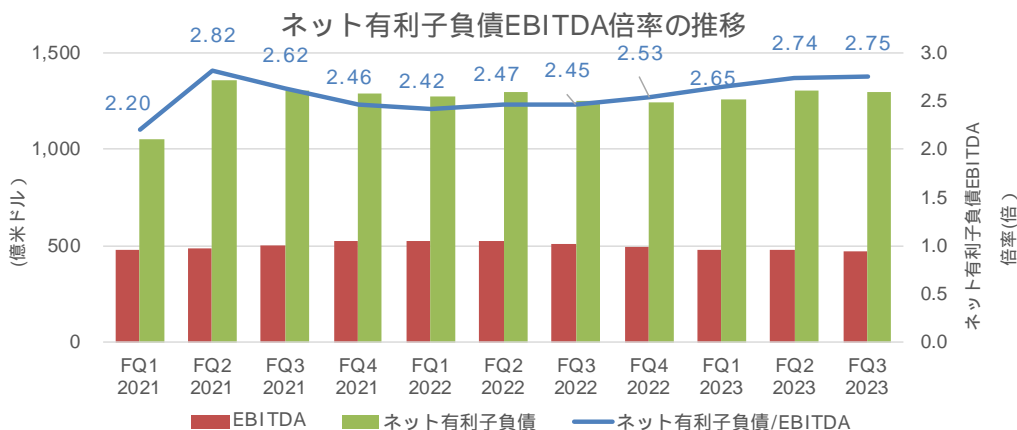
出所: Bloomberg 開示資料より5バリュアセットで作成

図表 15 ベライゾンのB/S状況



出所: ベライゾン開示資料より5バリュアセットで作成

図表 16 ベライゾンのネット有利子負債 EBITDA 倍率の推移



(注) ここでのネット有利子負債は、(長期有利子負債 + 短期借入金 - 現預金 - 短期投資有価証券) で定義
出所: ベライゾン開示資料より5バリュアセットで作成

ベライゾンの自己資本比率は巨額投資直後の21.0%から25.4%に+4.4ポイント改善
自力返済能力の指標である「ネット有利子負債/EBITDA倍率」も2.75倍と安定水準

ベライゾンの巨額投資は財務面から見ても十分な余裕を伴う

営業CFは、コスト削減効果を反映し、四半期で100億ドル超に回復
投資活動によるCFは54億ドル

FY2023通期でのフリーCFも180億ドルを超えるとの見通し

大幅なフリーCFの改善を背景に、有利子負債の圧縮を継続
発行体格付けの改善を意識したアクション

また、これだけの巨額の投資と有利子負債の増大にも関わらず、ベライゾンの自己資本比率はFY2021 Q2に一旦21.0%まで低下したものの、その後はコンスタントに改善を続けておりFY2023 Q3には+4.4ポイント改善し25%を上回った(図表15)。加えて、社債等の有利子負債を自力での現金創出により返済する能力を示す指標である「ネット有利子負債/EBITDA倍率」も2.75倍と安定した水準を維持し続けている(図表16)。これらの指標が示す通り、ベライゾンの巨額投資は財務面から見ても十分な余裕を伴っており、回収可能性を伴った資金調達と投資のバランスが維持されている、と弊社では考える。

・ 同社キャッシュフロー計算書(C/S)の特徴

同社が経営目標とするコスト削減に向けた取り組みは、キャッシュフロー(CF)にも反映されている。四半期ベースの営業CFはFY2022Q4～FY2023Q2にかけて100億ドルを下回ったが、FY2023Q3にはFY2022Q3以前と同水準の100億ドル超の水準に回復した。

投資CFは、FY2023 Q3において54億ドルと過去から見れば抑制された水準を維持している。この結果、2023年の通年での投資CFも182億5,000万ドル～192億5,000万ドル程度の水準でコントロール可能で、同水準を2024年も保つ、との見通しを同社では示している。

この結果、FY2023 Q3の四半期フリーCFも53億ドルまで回復した(前年同期から+1.6億ドルの改善)。FY2023のQ3までの9ヶ月累計フリーCFは、既にFY2022年通年のフリーCFを超えており、同社ではFY2023の通期フリーCFも180億ドルを超えるとの見通しを示している。

こうしたフリーCFの引き上げは、増加した負債によって悪化した発行体格付けの改善を意識した動きでもあり、当四半期にも26億ドルの長期債務の圧縮を行ったため、財務CFからの現金流出額は大きく増加した。前述の通り、ベライゾンではFY2024も有利子負債の圧縮を継続する方針を示している。

図表 17 ベライゾンの貸借対照表・キャッシュフロー計算書

[貸借対照表] (単位：百万米ドル)

| 損益計算書 | FQ1 2022 | FQ2 2022 | FQ3 2022 | FQ4 2022 | FQ1 2023 | FQ2 2023 | FQ3 2023 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | 2022/3/31 | 2022/6/30 | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | 2023/6/30 | 2023/9/30 |
| + 現金及び現金同等物 | 1,661 | 1,857 | 2,082 | 2,605 | 2,234 | 4,803 | 4,210 |
| + 売掛金・受取手形 | 22,756 | 23,078 | 22,865 | 25,332 | 21,964 | 22,264 | 22,645 |
| - 貸倒引当金 | (859) | (831) | (805) | (826) | (892) | (922) | (957) |
| 手元流動性 | 23,615 | 23,909 | 23,670 | 24,506 | 22,856 | 23,186 | 23,602 |
| + 在庫 | 3,659 | 3,646 | 3,133 | 2,388 | 2,381 | 1,896 | 2,240 |
| + 前払い費用 | 6,645 | 8,087 | 10,861 | 8,358 | 8,251 | 7,503 | 8,067 |
| 流動資産総額 | 35,580 | 37,499 | 39,746 | 37,857 | 35,722 | 37,388 | 38,119 |
| + 固定資産純額 | 99,843 | 101,310 | 103,004 | 107,434 | 106,987 | 107,270 | 107,490 |
| + 無線通信ライセンス | 148,083 | 148,724 | 149,292 | 149,796 | 150,485 | 151,337 | 155,465 |
| + その他固定資産 | 82,210 | 82,614 | 83,048 | 84,593 | 84,522 | 83,960 | 83,756 |
| 資産総額 | 365,716 | 370,147 | 375,090 | 379,680 | 377,716 | 379,955 | 384,830 |
| + 短期借入金 | 7,443 | 12,873 | 14,995 | 9,963 | 12,081 | 14,827 | 12,950 |
| + 買掛金 | 13,421 | 20,956 | 22,235 | 23,977 | 19,273 | 20,067 | 26,140 |
| + その他流動負債 | 12,873 | 15,395 | 15,911 | 16,231 | 16,414 | 16,510 | 16,587 |
| 流動負債総額 | 14,995 | 49,224 | 53,141 | 50,171 | 47,768 | 51,404 | 55,677 |
| + 長期債務 | 139,961 | 136,184 | 132,912 | 140,676 | 140,772 | 137,871 | 134,441 |
| + その他非流動負債 | 12,081 | 97,382 | 100,254 | 96,370 | 94,957 | 94,178 | 95,624 |
| 非流動負債総額 | 14,827 | 233,566 | 233,166 | 237,046 | 235,729 | 232,049 | 230,065 |
| 合計負債 | 12,950 | 282,790 | 286,307 | 287,217 | 283,497 | 283,453 | 285,742 |
| 自己資本合計 | 85,175 | 87,357 | 88,783 | 92,463 | 94,219 | 96,502 | 99,088 |
| 総資本(負債+資本) | 365,716 | 370,147 | 375,090 | 379,680 | 377,716 | 379,955 | 384,830 |

[キャッシュフロー計算書] (単位：百万米ドル)

| キャッシュフローの状況 | FQ2 2022 | FQ3 2022 | FQ4 2022 | FQ1 2023 | FQ2 2023 | FQ3 2023 |
|-----------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| | 2022/6/30 | 2022/9/30 | 2022/12/31 | 2023/3/31 | 2023/6/30 | 2023/9/30 |
| 営業活動によるキャッシュフロー | 10,844 | 10,534 | 8,942 | 8,289 | 9,731 | 10,778 |
| 投資活動によるキャッシュフロー | (4,670) | (5,320) | (7,276) | (6,110) | (4,090) | (5,408) |
| フリーキャッシュフロー | 6,174 | 5,214 | 1,666 | 2,179 | 5,641 | 5,370 |
| 財務活動によるキャッシュフロー | (4,082) | (1,616) | (3,076) | (2,383) | (3,203) | (6,055) |
| 現金及び現金同等物の変動額 | 101 | 254 | (50) | (204) | 2,438 | (685) |
| 現金及び現金同等物の期末残高 | 3,333 | 3,587 | 4,111 | 3,907 | 6,345 | 5,660 |

出所：ベライゾン開示資料より5バリュースセットで作成

6. ベライゾンの社債・株式の長期投資評価の考え方

バリュエーションの前提となる事業の拡大可能性と安定性

[ポイント]

- 現在の大手3社(ベライゾン、AT&T、T モバイル USA)を脅かす事業者の新規参入は考えにくく、今後10年以上は3社による寡占状況が継続しやすい。
- 消費者向けサービスでの利益成長ペースは、今後2-3年を過ぎた後は、所得や物価の上昇率に収斂しやすい。
- 10年程度の継続的な成長可能性があるのはIoT機器など、事業者向けニーズを含む新たな用途分野。ただし、単価は低くなりやすい。
- モバイル通信サービスインフラの量的な成長率に比べると、利益やCF面での長期成長は相対的に落ち着いた水準で推移しやすい。

現在の大手3社(ベライゾン、AT&T、T モバイル USA)を脅かす事業者の新規参入は考えにくく、今後10年以上は3社による寡占状況が継続しやすい

消費者向けサービスでの利益成長ペースは、今後2-3年を過ぎた後は、所得や物価の上昇率に収斂しやすい

10年程度の継続的な成長可能性があるのはIoT機器など、事業者向けニーズを含む新たな用途分野
ただし、単価は低くなりやすい

モバイル通信サービスインフラの量的な成長率に比べると、利益やCF面での長期成長は相対的に落ち着いた水準で推移しやすい

ベライゾンは、モバイル事業者に共通するビジネスモデルの構造上、特に5Gなど新たな通信規格を導入する際には通信帯域の落札などで巨額の支出が要求され、加えて新サービスの提供や顧客の増加に連動して追加の設備投資を継続的に実施せざるを得ず、こうしたタイミングでバランスシートは拡大し、財務レバレッジが悪化しやすい。しかし、一旦5G等の次世代サービスに移行した後は、資金回収期間が続き財務レバレッジも改善期間が継続することになる。モバイル事業者は、こうした投資サイクルを繰り返しながら、事業規模を拡大し続けることになるが、事業規模の拡大に伴い参入費用も巨額となるため、現在の大手3社(ベライゾン、AT&T、T モバイル USA)を脅かす事業者の新規参入は考えにくい。少なくとも、今後10年以上は3社による寡占状況が継続しやすいものと考えられる。

では、証券投資におけるバリュエーションの前提となる事業の拡大可能性についてはどのように考えるべきだろうか。米国市場におけるモバイル契約回線数は毎年増加している中で現在は米国の個人所得増加なども寄与して、顧客当たり単価(ARPU)も増大し続けている。少なくとも、ケーブルテレビからモバイルサービスへの移行が続く中では、今後2~3年はさらなる消費者向け売上高の成長も期待しやすい。一方で10年程度の長いスパンで考えた場合、米国の人口増加ペースはスローダウンしており消費者の絶対数の拡大には限界がある。また、プリペイドからポストペイドへの乗り換え余地もあと15%程度に限られる。よって消費者向けサービスの利益成長ペースは、長期的には所得や物価の上昇率に収斂しやすい。

そうすると、10年程度のスパンで見た場合に、物価上昇率等を大きく上回るような継続的な成長の可能性があるのはIoT機器など、事業者向けニーズを含む新たな用途分野となる。しかし、図表5に示したコネクティッド・デバイス向け回線で先行するAT&Tの事例でも確認できる通り、同種の回線契約は消費者向け契約とは異なり、通信パケットの使用量も低いが単価も低い契約となりやすい。

よって、モバイル通信サービスの回線数は今後も増大を続け、モバイル企業の投資サイクルも継続するが、こうしたインフラの量的な成長率に比べると、利益やCF面での成長は相対的に落ち着いた水準で推移しやすいものと考えられる。ベライゾンの社債や株式への長期投資(保有)を考える場合にも、こうしたビジネスモデルの長期的な構造変化に対する前提を念頭に置いておくべきだろう。

ベライゾンの債券投資の考え方

[ポイント]

- Moody's からは Baa1 格、S&P からは BBB+格、そして Fitch からは A 格とそれぞれ評価されている。現在の格付け見通しは「安定的」。
- 中長期の債券投資の対象として考える場合には、長期間にわたり信用リスクが抑制されることが重要。ベライゾンは十分に効用が高い業種に属する高位の発行体。
- ベライゾン社債の格付けは BBB 格となっているが、実質的な信用リスク面では他の BBB 格米国社債の中でも、中長期投資における相対的な優位性と安定性がある。しかし、その分利回りは相対的に低い。米国債等より安定した債券との比較感から検討できる投資家には、依然として投資対象になり得る。

Moody's が Baa1 格、S&P が BBB+格、Fitch が A 格とそれぞれ評価

現在の格付け見通しは安定的

以下の図表 18 には、ベライゾンの信用格付け(発行体格付け)を示した。ベライゾンは Moody's からは Baa1 格、S&P からは BBB + 格、そして Fitchからは A 格とそれぞれ評価されている。これは、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と評価されているものの、設備投資の負債が大きい為、それが格付けそのものへの下方圧力をかけたことが反映された。一方で、事業構造や利益創出力の安定性が評価され、全格付機関からの発行体格付けの見通しの「安定的」に反映されたと考えられる。

図表 18 ベライゾ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 | Baa1 | 2013/09/02 | BBB+ | 2013/09/02 | A- | 2013/09/03 |
| 格付け見通し | STABLE | 2021/03/10 | STABLE | 2021/03/04 | STABLE | 2013/09/03 |

出所: Bloomberg 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。

中長期の債券投資の対象として考える場合には、長期間にわたり信用リスクが抑制されることが重要
ベライゾンは十分に効用が高い業種に属する高位の発行体

前述の通り、ベライゾンはCバンドにも示された投資サイクルの一巡を受け、フリーCFの拡大と有利子負債の圧縮を進めている。今後 2-3 年の間、同社は、IT プラットフォームの改革、人工知能の活用、不動産ポートフォリオの合理化、サプライチェーンの改善等による大幅なコスト削減などにより、強力なキャッシュフローの創出を継続しやすい。こうした環境下では増配の継続にも繋がりやすく、同時に有利子負債の圧縮による財務改善も継続しやすい。また、長期的観点から見ると、参入障壁の高いモバイル通信事業業界における同社のビジネスモデルは長期にわたり構造的に安定性を維持しやすい。よって、特に中長期の債券投資の対象として考える場合には、長期間にわたり信用リスクが抑制されることが重要であり、こうした観点でベライゾンは十分に効用が高い業種に属する高位の発行体であると考えられる。また、発行額が非常に大きく取引の流動性が充分で、楽天証券等の国内ネット証券が個人向けに小額投資(2,000ドル単位)を可能とする外国債券プラットフォームにも含まれている点からも有用だ。

以下の図表 19 には、ベライゾンの社債の спреッドと利回りの期間構造を示した。同図表が示す通り、5年未満の社債では、spreッドがタイトであるが、5年超の社債では残存期間に関わらず、各年限の社債spreッドが約 100bps 程度でそれぞれ近い水準をとっている。これは、社債市場がベライゾンの事業構造に関して長期間のビジネスモデルの安定性を織り込んでいることを反映していると考えられる。

ベライゾン社債は信用格付けでは BBB 格となっているが、実質的な信用リスク面では他の BBB 格米国社債の中でも、中長期投資における相対的な優位性と安定性がある。しかし、その分利回りは相対的に低い。

米国債等より安定した債券との比較感から検討できる投資家には、依然として投資対象になり得る。

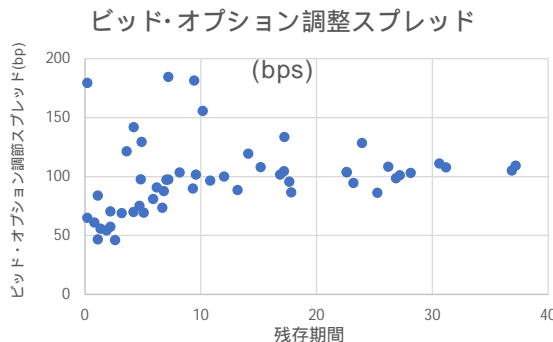
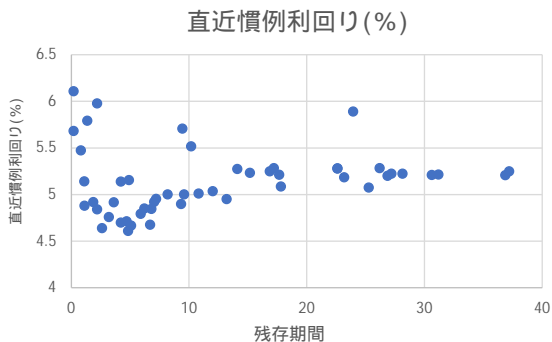
一方、利回りに関しては残存期間が 10 年超のものに関しては、Bloomberg の中値ベースの気配値では 5% 台程度となっているが、実際の bid-offer を反映した購入可能利回りはより低い水準に留まっている。例えば、少額の個人投資家でもアクセス可能な楽天証券のプラットフォームでは AT&T 債がかかるうじて 5% 台の利回りを維持しているのに対し、より安定したベライゾンの社債利回りは 4% 台後半まで低下している (2024 年 1 月 10 日時点)。

ベライゾンの長期社債は、信用格付けでは BBB 格となっているが実質的な信用リスク面では他の BBB 格米国社債の中でも、中長期投資における相対的な優位性と安定性がある。しかし、その分利回りは相対的に低い。

米国長期金利がナイーブな動きを続けやすい 2024 年の市場環境において、中長期の安定的なインカムを確保したい投資家がベライゾン社債への投資を検討する際には、目標利回りの目線を修正するか、米国債等より安定した債券との比較感から投資の検討をできる投資家には、引き続き有用な投資対象となり得る、と考えられる。

図表 19 ベライゾンのspreッド・利回りの期間構造(2024/1/9 時点)

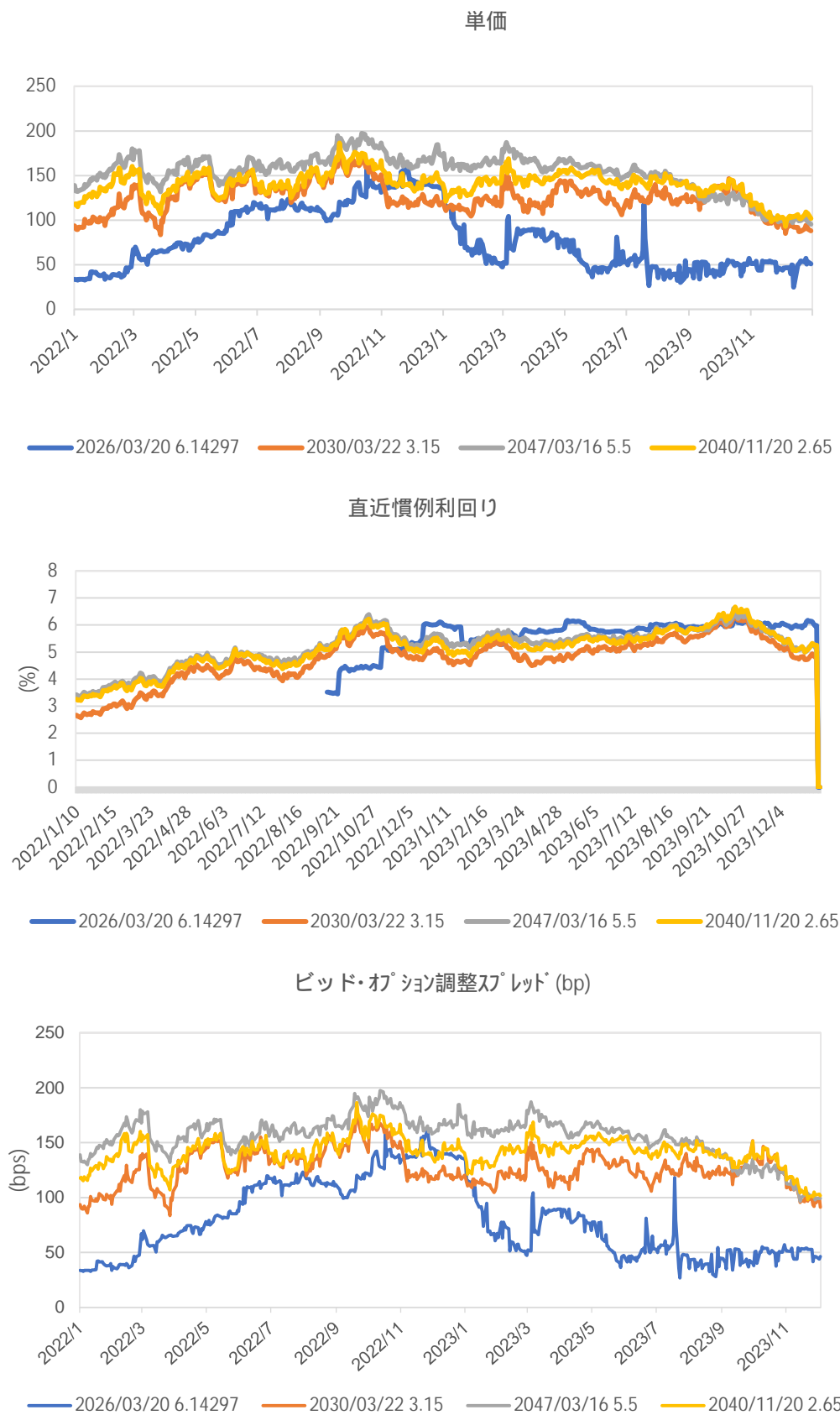
| 日本語名 | ISINコード | 満期 | クーポン | 残高 (百万米ドル) | 通貨 | S&P 格付 | 劣後 債 | コール可能 | リスク国 | 直近慣例 利回り | アスク・オプション調整 spreッド (bp) | ビッド・オプション調整 spreッド (bp) |
|----------------------|--------------|------------|-------|---------------|-----|-----------|---------|-------|------|-------------|-------------------------------|-------------------------------|
| ベライゾン・コミュニケーションズ | US92343VGE83 | 2026/03/20 | 6.143 | 526 | USD | BBB+ | N | N | US | 5.98 | 63.1 | 70.5 |
| ベライゾン・コミュニケーションズ | US92343VFE92 | 2030/03/22 | 3.150 | 1,500 | USD | BBB+ | N | Y | US | 4.85 | 82.0 | 90.8 |
| ベライゾン・コミュニケーションズ | US92343VDV36 | 2047/03/16 | 5.500 | 457 | USD | BBB+ | N | N | US | 5.19 | 89.5 | 94.7 |
| ベライゾン・コミュニケーションズ | US92343VFT61 | 2040/11/20 | 2.650 | 3,000 | USD | BBB+ | N | Y | US | 5.25 | 98.3 | 101.7 |
| Verizon Pennsylvania | US07786DAA46 | 2028/12/01 | 6.000 | 44 | USD | BBB+ | N | N | US | 5.16 | 100.8 | 129.6 |
| ベライゾン・コミュニケーションズ | US92343VCZ58 | 2055/03/15 | 4.672 | 723 | USD | BBB+ | N | N | US | 5.21 | 99.3 | 107.8 |



出所: Bloomberg データより 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。

図表 20 ベライゾン社債の単価・利回り・スプレッドの推移



出所: Bloomberg データより 5 バリューストックで作成

ベライゾンの株式長期投資の考え方

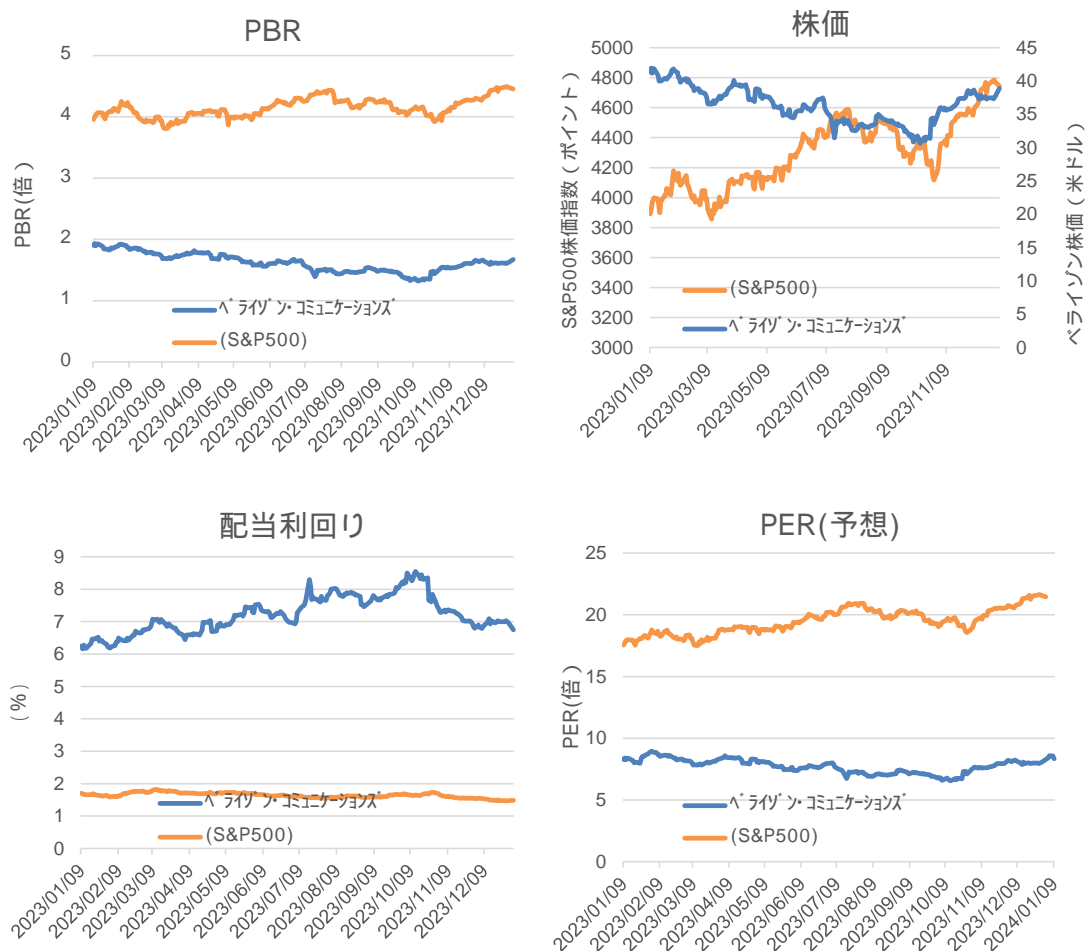
[ポイント]

- ベライゾン株式のバリュエーション指標は、配当利回りベースの評価では十分な投資の効用が存在。
- 安定した配当原資が継続しやすいことを考えると、ベライゾンについては、社債よりもむしろ株式の方が投資対象として考慮しやすい。

ベライゾン株式のバリュエーション指標は、配当利回りベースの評価では十分な投資の効用が存在
安定した配当原資が継続しやすいことを考えると、社債よりもむしろ株式の方が投資対象として考慮しやすい

下図 21 にはベライゾン社株式の株価とバリュエーション指標の推移を示した。配当利回りは 6.8%程度であり、PER は 8.3 倍程度、PBR は 1.7 倍程度と、いずれも S&P500 の平均的な指標よりも割安感がある。配当還元ベースの評価では十分に投資の効用のあるバリュエーションと言えよう。前述の通り、弊社ではベライゾンの中長期な経営の安定性には十分なサポート材料があると考えており、利益や CF の成長は中長期には米国経済の成長率程度は維持しやすいと考えている。よって、ベライゾン株式の長期保有目的投資を考えた場合、相場次第では一定の評価損の可能性は存在するものの、安定した配当原資が継続しやすいことを考えると、社債よりもむしろ株式の方が投資対象として考慮しやすい、と考えている。

図表 21 ベライゾンの株価、株式バリュエーション指標の推移



出所: Bloomberg データより 5 バリュエーションセットで作成

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(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。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。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。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。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 66 条の 10（広告等の規制）に基づく表示

| | |
|-------------|--|
| 金融商品仲介業者の商号 | 5 バリュースセット株式会社 |
| 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 |

【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。

(202312_159) (2016年5月) 0390900204