

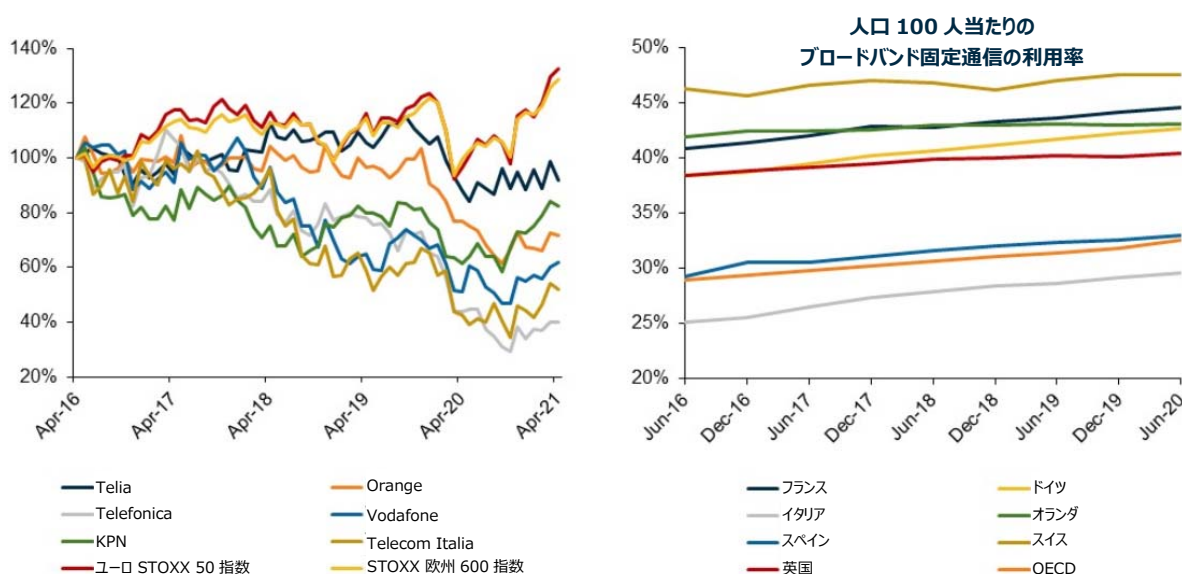
欧州の通信事業者：超過収益を生み出す銘柄選別の機会が到来

ブルーノ・リード・カッティング、インベストメント・アナリスト、欧州レバレッジド・ファイナンス・クレジット・リサーチ・チーム

通信事業者のインフラに対するニーズは、世界的に拡大している。米国では、[5G を巡る熾烈な争奪戦](#)によって、非金融事業者としては世界で最も多額の債務を抱えている一部の通信事業者の債務が更に拡大しており、こうしたインフラ投資から十分な収益が得られるか否かに関して疑問が生じている。欧州の通信事業者も、同じようなインフラに対するニーズに直面しているだけでなく、米国に対して出遅れている収益性を改善するよう株主からの圧力も高まっている（図 1）。これを受けて、欧州市場では積極的に資金調達が行われる中、業界内で様々な事業モデルが生まれていることが、これまであまり認知されておらず、調査対象とする投資家がまだ少ない発行体での超過収益機会を創出しており、信用力が停滞あるいは悪化している既存の銘柄から脱却してポートフォリオの多角化を図る機会が到来している。

株主にとっては非常に残念なことではあるが、欧州における通信事業者が近年に得た利益の大部分は、絶え間ない通信網関連の投資に費やされている。その一方で、これらの投資から得られるはずの利益は、熾烈な競争によって脅かされている。こうした状況を受けて、通信事業者は株主利益を増大させるための代替的な手段を模索するようになったが、これによって同セクターにおけるクレジット投資の機会も拡大している。

図 1：顧客数は構造的に増加しているにも拘わらず、既存の欧州の通信事業者の株価はアンダーパフォームしている



出所：左図はブルームバーグ、2021 年 4 月現在、2016 年 4 月時点の株価および株価指数を 100 とする。右図は OECD ブロードバンド・ポータル、2020 年 6 月現在。

通信事業者の増収は、新規顧客の獲得およびサービス料金の引き上げという 2 つの要因によってもたらされる。特に欧州のような先進国市場で既に高い市場シェアを獲得している既存の通信事業者にとって、前者には限界がある。従って、通信事業者の投資利益（ROI）は価格設定に依存しており、新テクノロジーによって向上したサービスに対する割増料金を、顧客に請求できることを株主は引き続き期待している。しかし、規制によって促された熾烈な競争により、サービス料金の引き上げは難しいものとなっている。

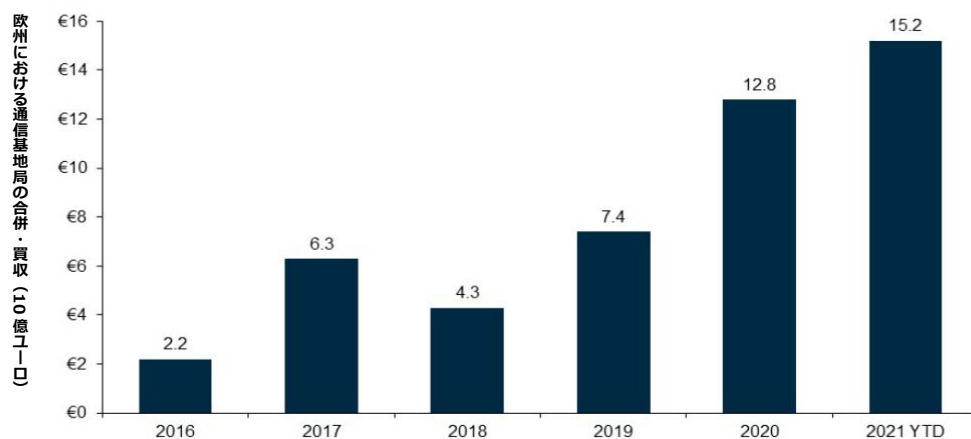
例えば、多くの通信事業者は、5G については 4G から据え置いたサービス料金を既に発表している。その結果、こうしたサービス料金の据え置きによって通信事業者の利益は資本コストを下回る水準にまで押し下げられており、これが株式のアンダーパフォームの原因となっている。

しかし、通信事業者が行ってきた多額の投資によって、同セクターのバランスシートには膨大な額に達するインフラ関連の資産価値が積み上がっている。よって、通信関連への投資は当分にわたって続くと思われる一方で、収益性および株主利益に対する圧力に応えるために、次第に欧州の通信事業者は自身が有する資産および顧客基盤の収益化を進めてきた。

通信基地局事業の売却により負担を軽減

1980 年代に 1G の移動体通信が展開されて以降、平均すると 8 年後に次世代の通信規格が発表され、これに対応するために基地局網の高密度化が必要とされた。例えば、4G は 3G の約 10 倍の密度が必要であり、5G は 4G の約 10 倍の密度が必要だと推定されている。つまり、これは 3G の 100 倍の高密度化を意味する。よって、既存の通信基地局設備の絶え間ない改修と、継続的な新規通信基地局の設置が同時並行で進められてきた。また、近年の米国で見られる通り、通信事業者は移動体通信の事業運営に不可欠の無形資産である周波数帯の獲得に、巨額の資金を投じる必要があった。その結果、欧州の通信事業者は、通信基地局事業を部分的あるいは完全に売却している（図 2）。こうした通信基地局事業は良好なバリュエーションで評価され、Altice などの通信事業者には多額の資金源がもたらされた。Altice は、レバレッジ解消に対するニーズを背景として、いち早く通信基地局事業を売却した事業者の 1 つだった。

図 2：通信事業者は通信基地局事業を売却している



出所：クレディ・スイス、2021 年 4 月現在。

また、通信基地局事業をアウトソースすることで通信事業者の事業支出や設備投資が抑制され、通信網の保守および技術的な専門知識が改善されて通信網の品質が向上し、通信網拡張の速度が上がり、通信事業者はより中核事業に焦点を当てることができるようになる。一方、通信基地局の事業者は、複数の通信事業者を顧客とすることが可能となるため、特定の通信事業者が通信基地局を運営する場合と比べ、大きな成長機会を得ることができる。これによって、各事業者が負担する全体的なコストが減少するにつれて通信網の容量も向上するという有益な環境がもたらされる。我々は、欧州の通信基地局事業会社である Cellnex をオーバーウェイトとするポジションを維持しているが、同社は 2014 年以降、12 万 1,000 にのぼる通信基地局の買収および建設のために 365 億ユーロを投じたことを発表しており、最も積極的に通信基地局を買収している事業者である。

足元では光ファイバー通信に対する需要が増加

固定通信の回線網は、費用のかさむ通信基地局が不要である。固定式のケーブルが各回線に物理的に接続される必要があり、欧州においては約 45 万の通信基地局に対し、3 億を超える中継設備が存在している。コロナ禍によって家庭のインターネット接続（ホーム・コネクティビティ）への依存が高まったことで、光ファイバーケーブルを利用したブロードバンド回線に対する需要が急増した。

一方で、長期的な需要増を最終的に満たすためには、欧州では多くの通信網が光ファイバー通信に転換される必要がある。しかし、これまでのところ、光ファイバーに転換された回線は僅か 40%で、1 世帯当たり平均 1,000 ユーロの費用がかかっている。

この先、光ファイバーに対して多額の投資が必要になる中、ますます固定通信事業者はインフラ・ファンドと提携するようになっているが、これによって市場への投入計画の迅速化、より充実したサービス内容、コスト分担、バランスシートからの投資の切り離しなど、幾つかの恩恵がもたらされている。こうした提携によって固定通信事業者は株式配当を維持することができ、また、サービスの導入を保証として顧客基盤を更に収益化させることが可能となる。メンテナンス・コストの低さ、長期的に成長傾向にあること、安定したキャッシュ・フロー、事業者の信用力が高いことを踏まえ、インフラ・ファンドは光ファイバー通信が魅力的な投資先であると考えている。

同セクターにおける幾つかの既存の事業者は、インフラ・ファンドと協業しながら過去 1 年にわたって光ファイバー通信網の構築に関する計画の策定を大幅に加速させている。これにより、幾つかの国の消費者には、予想よりも早く光ファイバーを使った高速通信への接続が可能になるという恩恵がもたらされる。また、こうしたインフラ・ファンドの幾つかは比較的頻繁にプライベート・デットを発行しており、これは同セクターで台頭しつつも十分に認知されていない銘柄に対する徹底的なクレジット分析が必要であることを浮き彫りにするものである。

過去 10 年にわたり、幾つかの大型の企業合併を通じて移動体通信事業者と固定通信事業者が結合された。固定通信と移動体通信の統合は、通信事業者による通信網に対する更なる投資を可能にする合理的な手段だと言える。固定通信と移動体通信の事業運営は類似しており、これによって大幅なコスト削減とクロスセリング（追加販売）の機会が生み出される可能性がある。どちらも、収益を大きく押し上げるであろう。例えば、2020 年最大規模の合併の 1 つである、英国の O2 と Virgin Media の 310 億ポンドの合併による年間のシナジー効果は 5 億 4,000 万ポンドと推定されており、現在の両者の利益の合計を約 15% 上回る。こうした見方が背景となって、固定通信と移動体通信の融合戦略を採用している Virgin Media などの Liberty Global 子会社の債券の足元のパフォーマンスは堅調に推移している。

過去 10 年間、同セクターは株主の視点から運営されてきたが、通信事業者は長期資金の調達をほとんどクレジット市場のみに依存してきた。例えば、Cellnex の資金調達の約 50% はクレジット市場によるものであり、前述の O2 と Virgin の合併資金の一部でなる 57 億ポンドは社債発行によって資金調達された。しかし、こうした債券は、インフラ・ファンドによるプライベート・デットから業界のコングロメリット企業が発行する債券に至るまで様々であり、投資に際しては異なるビジネスモデルを有する企業間での正確な銘柄選択が必要であることを浮き彫りにしている。分析プロセスを通じて、Cellnex のような特定の事業者へのオーバーウェイトが示唆される一方で、Telecom Italia のような特定の既存の事業者を必要に応じてアンダーウェイトすることが示唆される。データに対する需要は増加する見込みであり、今後も欧州地域のクレジット市場は 5G、光ファイバー通信、およびこれらに追従する新しいテクノロジーへの資金供給源となるであろう。よって、こうした市場動態の変化、および多様な企業による大規模な起債案件を踏まえると、欧州の通信セクターでは今後も超過収益を生み出す銘柄選択の機会を見出すことができると考えている。

本資料は 2021 年 4 月 30 日現在の執筆者の見解を反映したものであり、情報提供または教育のみを目的として作成されたものです。上記に記載した銘柄は例示であり、特定銘柄への投資の推奨等を目的としたものではありません。データの出所(特に断りのない限り)：PGIM フィクスト・インカム。

留意事項 1

PGIM フィクスト・インカムは、1940 年米国投資顧問会社法に基づき米国で登録している投資顧問会社であり、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インク（PFI）の子会社である PGIM インクを通して事業を行っています。登録投資顧問会社としての登録は、一定の水準またはスキルまたはトレーニングを意味するものではありません。PGIM フィクスト・インカムは、ニュージャージー州ニューアークを本拠とし、以下の拠点を含め世界で事業を展開しています。(i) ロンドン拠点の PGIM Limited.における債券運用部門、(ii) アムステルダム拠点の PGIM ネーデルラント B.V. (iii) 東京拠点の PGIM ジャパン株式会社（PGIM Japan）、(iv) 香港拠点の PGIM（香港）における債券運用部門（PGIM Hong Kong）、(v) シンガポール拠点の PGIM（シンガポール）における債券運用部門（PGIM Singapore）。米国のブルデンシャル・ファイナンシャル・インクは、英国を本拠とするブルーデンシャル社、あるいは M&G plc の子会社であり英国を本拠とするブルーデンシャル・アシュアランス・カンパニーとはなんら関係がありません。Prudential、PGIM、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関係会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。

本資料は、情報提供または教育のみを目的としています。ここに含まれている情報は投資アドバイスとして提供するものではなく、資産の管理または資産に対する投資を推奨するものではありません。これらの情報を提供するに当たってPGIMはお客様に対して、受託者としての役割を果たしているものではありません。本資料は、経済状況、資産クラス、有価証券、発行体または金融商品に関する資料作成者の見解、意見および提言について示したものです。本資料を当初の配布先以外の方（当初の配布先の投資アドバイザーを含む）に配布することは認められておりません。またPGIMフィクスト・インカムの事前の同意なく、本資料の一部または全部を複製することや記載内容を開示することを禁止いたします。本資料に記載されている情報は、現時点でPGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した情報源から入手したのですが、その情報の正確性、完全性、および情報が増えたり減ったりすることを保証するものではありません。本資料に記載した情報は、現時点（または本資料に記載したそれ以前の日付）における最新の情報ですが、予告なく変更されることがあります。PGIMフィクスト・インカムは情報の一部または全部を更新する義務を負うものではありません。また、情報の完全性または正確性について明示黙示を問わず何ら保証または表明するものでなく、誤謬についての責任を負うものでもありません。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。本資料は特定の証券、その他の金融商品、または資産運用サービスの勧誘を目的としたものではなく、投資に関する判断材料として用いるべきではありません。どのようなリスク管理技術も、いかなる市場環境においてもリスクを最小化または解消できることを保証することはできません。過去のパフォーマンスは将来の運用成績を保証するものではなく、また信頼できる指標でもありません。投資は損失となることがあります。本資料に記載されている情報や本資料から導出した情報を利用したことにより（直接的、間接的、または派生的に）被り得るいかなる損失についても、一切責任を負いません。PGIMフィクスト・インカムおよびその関係会社は、それぞれの自己勘定を含め、本資料で示した推奨や見解と矛盾する投資判断を下す可能性があります。

本資料はそれぞれのお客様の置かれている状況、投資目的、あるいはニーズを考慮しておりません。また、特定のお客様もしくは見込み客に対して特定の証券、金融商品、または投資戦略を推奨するものでもありません。いかなる証券、金融商品、または投資戦略についても、これらが特定のお客様もしくは見込み客にとって適切であるかどうかに関する決定は下していただきません。本資料に記載された証券または金融商品についてのご判断はご自身で行ってください。

利益相反: PGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社が、本資料で言及した有価証券の発行体との間で、投資顧問契約や他の取引関係を結ぶ可能性があります。時にはPGIMフィクスト・インカムおよびその関連会社や役員が、本資料で言及した有価証券や金融商品をロングもしくはショートするポジションを保有する可能性、およびそれらの有価証券や金融商品を売買する可能性があります。PGIMフィクスト・インカムの関連会社が、本資料に記載する推奨とは無関係の異なる調査資料を作成して発行することがあります。営業、マーケティング、トレーディングの担当者など、本資料作成者以外のPGIMフィクスト・インカムの従業員が、本資料に表示する見解とは異なる市場に関するコメントもしくは意見を、口頭もしくは書面でPGIMフィクスト・インカムのお客様もしくは見込み客に提示する可能性があります。利益相反もしくはそのおそれについて、詳しくはPGIMフィクスト・インカムのフォーム ADV 第2A 部をご覧ください。

英国では、PGIMインクの間接子会社であるPGIMリミテッドがプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMリミテッドの登記上の所在地は以下の通りです：Grand Buildings, 1-3 Stand, Trafalgar Square, London WC2N 5HR. PGIMリミテッドは、英国の金融行動監督庁(FCA)の認可および規制を受けています。(企業参照番号：193418) 欧州経済領域（EEA）では、PGIMネーデルラント B.V. がプロの投資家に対して情報提供を行います。PGIMネーデルラント B.V.は、オランダ金融市場庁(Autoriteit Financiële Markten - AFM)によりオランダで認可を受けており、欧州パスポートに基づいてサービスを提供しています。特定のEEA諸国では、それが認められる場合には、英国のEU離脱後の一時的な許可取決めにに基づき、PGIMリミテッドが利用できる規定、免除またはライセンスに従って、プロの投資家に対して情報提供を行います。これらの資料は、PGIMリミテッドまたはPGIMネーデルラント B.V.によって、FCAの規則が定めるプロの投資家、および/または第2次金融商品市場指令 2014/65/EU (MiFID II)で定義されているプロの投資家に対して情報提供されるものです。アジア太平洋地域の一部の国では、シンガポール金融管理局（MAS）に登録、認可を受けているシンガポールの資産運用会社PGIM（シンガポール）Pte.Ltd.が情報を提供しています。日本では、日本の金融庁に投資顧問会社として登録しているPGIMジャパン株式会社が情報を提供しています。韓国では、投資顧問サービスのライセンスを有するPGIMインクが直接韓国の投資家に情報提供を行っています。香港では、香港の証券・先物取引監察委員会の規制対象企業であるPGIM（香港）リミテッドの担当者が証券先物条例の第一項第一条で定義されている適格機関投資家に対して情報の提供をしています。一部の投資運用サービスは、上記に挙げられている会社の関係会社であり、米国投資顧問会社法に基づき米国で登録されているPGIMインクに委託されることがあります。オーストラリアでは、PGIM（オーストラリア）Pty Ltd. (PGIM オーストラリア)が、（豪州2001年会社法で定義されている）販売会社に対して情報を提供しています。PGIMオーストラリアはPGIMリミテッドの代理人であり、PGIMリミテッドは金融サービスに関して豪州2001年会社法により必要とされる豪州金融サービス・ライセンスの取得が免除されています。PGIMリミテッドは英国法に基づきFCAの監督下にあり（登録番号：193418）、オーストラリア証券投資委員会のクラス・オーダー 03/1009が適用されるためです。なお、英国法はオーストラリア法と異なります。南アフリカでは、PGIMインクが金融サービス・プロバイダーとして認可を受けています。（ライセンス番号：49012）カナダでは、情報開示基準であるNI 31-103における国際アドバイザー登録の免除に従い、PGIMインクは次の事項について通知しています。(1) PGIMインクはカナダにおいて登録されておらず、NI 31-103に基づくアドバイザー登録要件の免除に依存しています。(2) PGIMインクの所在地は米国ニュージャージー州です。(3) PGIMインクはカナダ国外に所在しており、全部または実質的に大部分の資産がカナダ国外にある可能性があるため、法的権利を行使することが困難な場合があります。(4) カナダ各州におけるPGIMインクの手続きの代理人の氏名および住所は次の通りです。ケベック州：Borden Ladner Gervais LLP, 1000 de La Gauchetière Street West, Suite 900 Montréal, QC H3B 5H4、ブリティッシュコロンビア州：Borden Ladner Gervais LLP, 1200 Waterfront Centre, 200 Burrard Street, Vancouver, BC V7X 1T2、オンタリオ州：Borden Ladner Gervais LLP, 22 Adelaide Street West, Suite 3400, Toronto, ON M5H 4E3、ノバスコシア州：Cox & Palmer, Q.C., 1100 Purdy's Wharf Tower One, 1959 Upper Water Street, P.O. Box 2380 - Stn Central RPO, Halifax, NS B3J 3E5、アルバータ州：Borden Ladner Gervais LLP, 530 Third Avenue S.W., Calgary, AB T2P R3.

© 2021 PFI and its related entities.

当レポートは、プロの投資家を対象として作成されたものです。すべての投資にはリスクが伴い、当初元本を上回る損失が生じる可能性があります。

留意事項 2

資料はPGIMフィクト・インカムが市場動向に関する情報提供としてプロの投資家向けに作成した"EUROPEAN TELECOMS: FERTILE GROUND FOR CREDIT SELECTION"をPGIMジャパン株式会社が翻訳の上でレポートにしたものです。

本資料は、特定の金融商品の勧誘または販売を目的としたものではありません。過去の実績は将来の成果を保証するものではありません。

本資料は法務、会計、税務上のアドバイスあるいは投資推奨等を行うために作成されたものではありません。

本資料に記載されている市場動向等に関する意見等は本資料作成日時点でのPGIMフィクスト・インカムの見解であり、事前の通知なしに変更されることがあります。

本資料は、PGIMフィクスト・インカムが信頼できると判断した各種情報源から入手した情報に基づき作成していますが、情報の正確性を保証するものではありません。PGIMフィクスト・インカムは、米国SEC 登録投資顧問会社であるPGIM インクのパブリック債券運用部門です。

原文（英語版）と本資料の間に差異がある場合には、原文（英語版）の内容が優先します。

当社による事前承諾なしに、本資料の一部または全部を複製することは堅くお断り致します。

"Prudential"、"PGIM"、それぞれのロゴおよびロック・シンボルは、ブルデンシャル・ファイナンシャル・インクおよびその関連会社のサービスマークであり、多数の国・地域で登録されています。PGIMジャパン株式会社は、世界最大級の金融サービス機関ブルデンシャル・ファイナンシャルの一員であり、英国ブルーデンシャル社とはなんら関係がありません。

PGIMジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第392号
加入協会 一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人投資信託協会
PGIMJ82029