

楽天グループの 2022 年度通期決算 とクレジット評価上の着目点

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. 楽天 G の連結決算 p. 1

楽天グループ株式会社(以下、楽天 G)の FY2022 の通期連結決算における純利益は-3,729 億円と過去最悪の赤字を計上、FY2019 から 4 年度連続での赤字決算に。

2. 楽天 G のセグメント別損益状況 p. 2

国内 EC やフィンテックの主要構成事業はそれぞれ2桁パーセントの増収、営業増益で、利益率も改善。モバイル事業を除いた、楽天経済圏のエコシステムは順調に機能。同社グループの経営課題はモバイル事業の安定化に集約。

3. 除く金融 B/S、CF の状況 p. 3

債券投資家の懸念: 1). 非金融事業に起因したフリー・キャッシュ・フロー (FCF) ベースでの資金流出、FY2022 通期の FCF は、-7,269 億円の資金流出に。 2). 有利子負債の拡大に起因した財務の劣化状況。楽天 G 単体の自己資本比率は必ずしも低いわけではないが、有利子負債に対する依存度が高まっている

4. モバイル事業と非金融事業の CF 注目に関する着目点 p.5

楽天 G の非金融事業における FCF の資金流出は、主にモバイル事業に起因。FY2022 Q4 における同事業の四半期営業費用は 1,594 億円と、売上高 530 億円の約 3 倍。楽天 G では、FY2024 以降の設備投資一巡後における営業費用の大幅圧縮見通しを公表、逆に言えば FY2023 には同事業の営業損失が著しく回復することは難しい状況。

5. 楽天 G に対する各信用格付機関の見解について p.8

R&I は 2/15 付で、楽天グループの財務基盤や債務とキャッシュ・フローのバランスは格付に大きく見劣り、として格下げ方向でのレーティング・モニター指定。JCR は直ちに格下げを検討するわけではない、とのコメント。

6. 楽天 G 社債の市場状況 p.10

仮に国内格付機関が通常の 1~2 ノッチの範囲内で格下げを実施した場合においても、楽天 G の国内格付けは投資適格に留まる。複数回の格下げが実施されない限りにおいては、S&P が指摘するように引き続き楽天 G の資金流動性は国内資本市場からサポートされやすい。短期(2024/11 償還)の米ドル建てシニア社債は、同社発行の社債の中では相対的に優位な投資機会となっている可能性がある。

5 バリュースセット アナリスト・レポート

楽天グループの 2022 年度通期決算とクレジット評価上の着目点

5 バリュースセット チーフ・インベストメント・ストラテジスト 上田 祐介

1. 楽天 G の連結決算

2023 年 2 月 14 日、楽天グループ株式会社(以下、楽天 G)では、2022 年度(2022 年 12 月期)の通期連結決算を公表した。本レポートでは、楽天 G の決算におけるクレジット投資評価上で重要と思われるポイントを確認する。

以下の図表 1 には、楽天の IFRS ベースでの連結損益計算書の主要項目を抜粋した。

図表 1 楽天グループの連結損益計算書

(単位：百万円)

IFRS 連結損益計算書								
	四半期					年度		
	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	FY2020	FY2021	FY2022
売上収益	481,184	437,127	456,471	471,110	563,170	1,455,538	1,681,757	1,927,878
インターネットサービス	300,093	245,783	259,917	259,726	320,448	871,331	999,185	1,085,873
フィンテック	163,459	158,123	162,726	166,450	176,093	576,195	619,048	663,393
モバイル	65,304	80,353	84,630	89,256	114,430	172,451	227,511	368,669
調整額	-47,672	-47,132	-50,802	-44,322	-47,800	-164,439	-163,987	-190,056
IFRS 営業費用	561,564	541,273	537,613	546,067	629,165	1,579,631	1,966,419	2,254,118
IFRS その他の収益	4,359	1,299	4,625	1,773	686	54,483	108,036	8,383
IFRS その他の費用	10,342	9,758	7,953	16,833	11,490	24,240	18,100	46,035
IFRS 営業利益	-86,363	-112,604	-84,471	-90,018	-76,799	-93,849	-194,726	-363,892
IFRS 当期利益(親会社の所有者帰属)	-29,923	-91,412	-85,205	-81,473	-114,794	-114,199	-133,828	-372,884

出所：楽天グループ、2022 年度第 4 四半期決算データシートより

楽天 G の FY2022 の
通期連結決算における
純利益は-3,729 億円と
過去最悪の赤字を計
上、FY2019 から 4 年
度連続での赤字決算
に

同図表に示した通り、

- 楽天 G の FY2022 の通期連結決算における純利益は-3,729 億円と過去最悪の赤字を計上、FY2019 から 4 年度連続での赤字決算となった。
- 四半期決算においても、FY2022 Q4(10-12 月期)の営業損失は-768 億円と Q3(7-9 月期)の-900 億円の赤字からは若干改善した。一方で、Q4 の四半期純損失は-1,148 億円と Q1 ~ Q3 の-800 ~ -900 億円の赤字に比べ水準が拡大した。

2. 楽天 G のセグメント別損益状況

以下の図表 2 には楽天 G のセグメント別損益状況を示した。

図表 2 セグメント別売上収益と営業利益

(単位：10億円)

セグメント別売上収益と営業利益		FY2021	FY2022	前年同期比(%)
インターネットサービス	売上収益	999.2	1,085.90	8.7%
	営業利益	103.4	78.2	-24.3%
	国内EC			
	売上収益	707.7	797	12.6%
	営業利益	70	95.6	36.6%
その他	売上収益	291.5	288.9	-0.9%
	営業利益	33.3	-17.4	赤転
フィンテック	売上収益	619	663.4	7.2%
	営業利益	89.1	98.7	10.8%
モバイル	売上収益	227.5	368.7	62.0%
	営業利益	-421.2	-492.8	赤字拡大:17.0%
調整額	売上収益	-164	-190.1	赤字拡大:15.9%
	営業利益	3.7	-9.7	赤転
連結	売上収益	1,681.80	1,927.90	14.6%
	Non-GAAP営業利益	-225	-325.6	赤字拡大:44.7%
	IFRS営業利益	-194.7	-363.9	赤字拡大:86.9%

出所：楽天グループ、2022 年度第 4 四半期決算説明会資料より

上図が示す通り、楽天 G の通期営業損失の大半はモバイル事業の-4,928 億円の赤字に起因していた。他の事業セグメントはそれぞれ黒字だが営業利益水準は Non-GAAP ベースで 1,600 億円に留まり、モバイル事業の赤字を相殺するには至っていない。

国内 EC やフィンテックの主要構成事業はそれぞれ2桁パーセントの増収、営業増益で、利益率も改善

インターネット事業は全体としてみれば売上増にもかかわらず営業減益に見えるが、これは「その他」のインターネットサービスにおいて、ウクライナ情勢の影響を受けた Rakuten Viber の収益減などの影響もあり営業赤字化していた影響であった。ただし、主力の国内 EC 事業では増収(前期比+12.6%)と営業増益(前期比+36.6%)に加え利益率も改善しており、国内市場における流通総額も前期比+12.3%の 5.6 兆円に達するなど安定した増加傾向を継続していた。よって、特殊要因を除いたベースでは、楽天のインターネット事業は堅調な成長を維持し続けている状況が確認できる。

モバイル事業を除いた、楽天経済圏のエコシステムは順調に機能

フィンテック事業も増収増益であり、同様に Non-GAAP ベースでの営業利益率はさらに改善している。カード、銀行、証券のカード発行枚数、預金口座数、証券総合口座数も前年同期比でそれぞれ+11.9%、+13.3%、+21.1%と、2桁の増加率を示しており、Non-GAAP ベースの営業利益も、カード事業が 440 億円(前期比+10.9%)、銀行事業が 380 億円(前期比+28.5%)、証券事業が 187 億円(前期比+3.3%)、保険事業が 100 億円(前期比+10.4%)と各主力事業はいずれも2桁の営業増益となっていた。

同社グループの経営課題はモバイル事業の安定化に集約

これらの状況から、楽天 G が進めるポイントやネット・サービスの充実により事業間のシナジーを高める楽天経済圏のエコシステムは順調に機能しており、同社の課題はモバイル事業の安定化に集約されることが確認できる。

3. 除く金融 B/S、CF の状況

債券投資家の懸念:

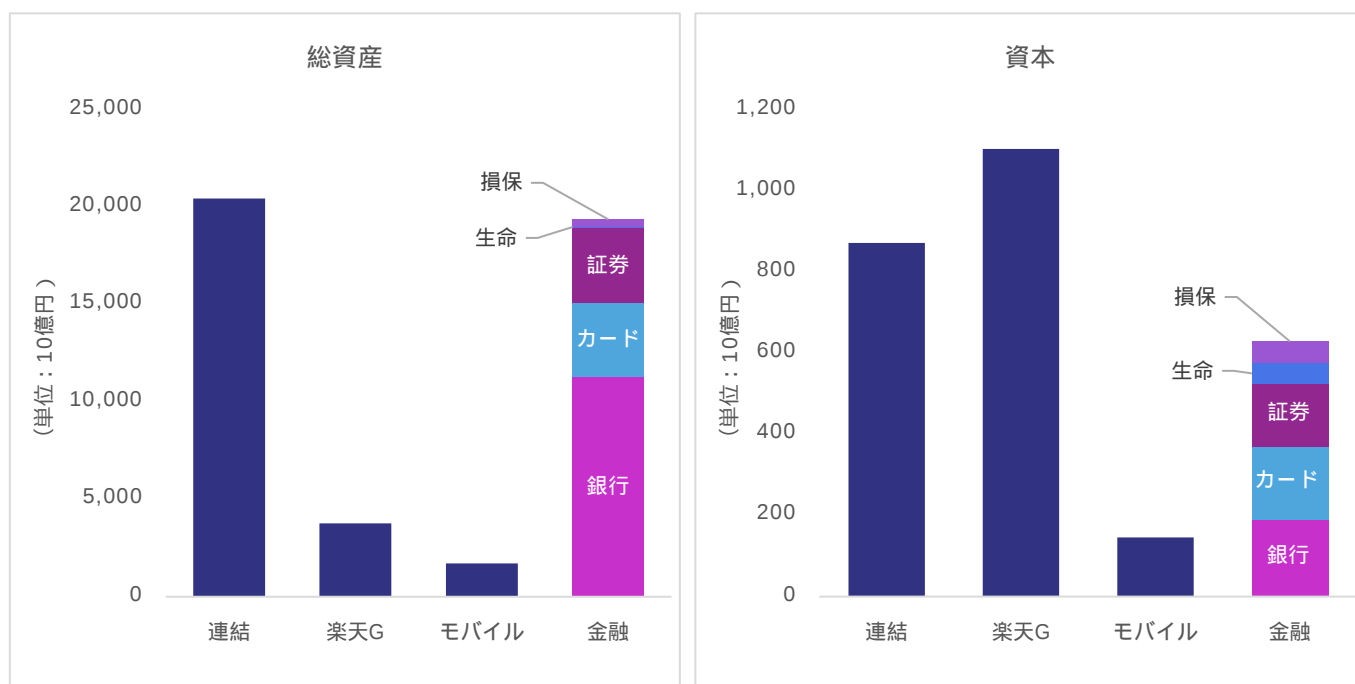
- 1). 非金融事業に起因したフリー・キャッシュ・フロー (FCF) ベースでの資金流出
- 2). 有利子負債の拡大に起因した財務の劣化状況

債券投資家にとっての楽天 G に関する懸念点は、同社の非金融事業に起因したフリー・キャッシュ・フロー (FCF) ベースでの資金流出状況、及び事業に必要な資金を充足するための有利子負債の拡大に起因した財務の劣化状況がどの段階で安定状況に戻るのか、という点にある。後述するが、各信用格付機関においても継続した赤字決算による財務の悪化状況を、劣後債発行による格付け評価上のみなし資本算入によりサポートする状況が、今後も長期間改善しない場合には、同社に対する信用格付に引き下げ圧力がかかる可能性を指摘しており、さらに R&I では格下げ方向でのレーティング・モニター指定を行っている。

(1) 楽天 G の B/S 評価に関する考え方

楽天グループの社債に関する債務返済能力を評価する場合には、同社の連結決算ではなく、業法や規制により資産が分別管理されている金融事業を除いた、非金融事業ベースのバランスシートに基づいて評価する必要がある。以下の図表 3 では、楽天 G の総資産と資本に関する、連結計上額と主要構成企業の単体数値合算値の規模感を比較した。

図表 3 楽天グループ各社の単体総資産・資本合計値と、連結経常値との規模感の比較



出所: 楽天グループ 2022 年度第 4 四半期および通期決算説明会補足資料より 5VA で作成

同図表が示す通り、連結総資産 20.4 兆円に対して、金融事業 (楽天銀行 11.3 兆円、楽天証券 3.8 兆円、楽天カード 3.8 兆円等) が占める比率は大きく、楽天 G やモバイルの規模は相対的に小さい。

楽天 G 単体の自己資本比率は他の国内一般事業会社に比べ、必ずしも低いわけではない

ただし、ネット有利子負債は大きく、有利子負債に対する依存度がさらに継続する状況には懸念

一方で、楽天 G 単体の自己資本はグループ内の金融子会社などに比べ相対的に大きく、楽天 G 単体の総資産は 3.8 兆円に対して自己資本は 1.1 兆円と自己資本比率は約 29%となっており、さらに劣後債残高 2,260 億円のうち 50%に相当する 1,130 億円は、格付評価上のみなし資本に算入可能となる。よって楽天 G 単体だけを見ればみなし自己資本比率は約 30%と、他の国内一般事業会社に比べ、必ずしも低いわけではない(ただし、これ以上の劣後債による評価資本の増加は難しい)。

ただし、楽天 G 単体の現預金 926 億円に対して借入金 1.2 兆円とネット有利子負債は大きく、もし非金融事業の FCF が大幅なマイナスを継続する(資金流出が続く)状況にある場合には、さらに有利子負債に対する依存度が高くなり、負債の潜在返済能力が現状よりも厳しくなりやすい。こうした点は、特に外資系格付機関である S&P から厳しく指摘されている。

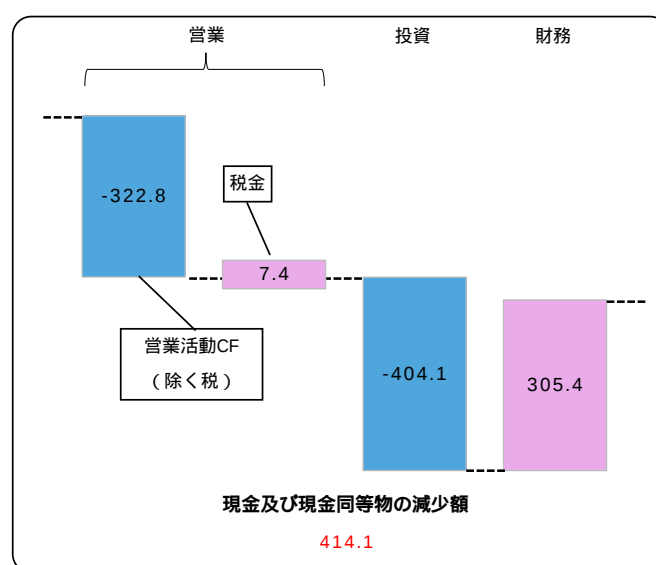
(2) 楽天 G の非金融事業キャッシュ・フローに関する考え方

FY2022 通期の FCF は、-7,269 億円の資金流出(営業 CF が-3,228 億円、投資 CF が-4,041 億円)

楽天 G は巨大な金融事業を含むため、楽天 G の社債についての元金金の支払い能力の安定性を評価する場合に、連結ベースのキャッシュ・フロー数値は適切な評価指標とはならない。例えば、金融事業では与信により営業 CF がマイナスになることは企業の成長を意味するなど、事業会社と同様の評価はできないためだ。

以下の図表 4 には、楽天 G の非金融事業の CF 状況を示した。同図表に示した通り、FY2022 通期で-4,141 億円の資金流出が生じていた。また負債調達など財務 CF から 3,054 億円の資金流入であったため、これらを除く FCF ベースでは-7,269 億円の資金流出となっていた(営業 CF が-3,228 億円、投資 CF が-4,041 億円)。

図表 4 楽天グループ 非金融事業キャッシュ・フローの状況



出所: 楽天グループ、2022 年度第 4 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

4. モバイル事業と非金融事業の CF 注目に關する着目点

楽天 G の非金融事業における FCF の資金流出は、主にモバイル事業に起因

FY2022 Q4 における同事業の四半期営業費用は 1,594 億円と、売上高 530 億円の約 3 倍

楽天 G の非金融事業における FCF の資金流出は、主にモバイル事業に起因している。以下で営業 CF と投資 CF のそれぞれについて確認する。

(1) 営業 CF について

まず、モバイル事業の損益状況を精査する。モバイル事業の四半期売上高は、MNO の ARPU(1 回線あたり売上高)が、Q2 の 1,273 円から Q4 には 1,805 円へと 1.5 倍の増加となったこともあり、約 530 億円に増加(Q2 は 461 億円)した。一方、四半期営業費用は Q4 で 1,594 億円と Q2 の 1,622 億円からあまり変わらない水準となっていた。結果として、モバイル事業では、FY2022 Q4 においても -1,063 億円の四半期営業赤字を計上した。モバイル事業の営業赤字額は FY2022 の四半期毎に着実に減少していたものの、絶対的な赤字額としては依然として巨額の水準となっている。

図表 5 楽天モバイルの損益計算書

	四半期			
	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
IFRS 損益計算書				
IFRS 売上	46,171	46,093	45,796	52,983
サービス売上	17,358	23,465	24,929	28,682
MNO	11,817	18,470	20,274	24,454
データ	9,014	15,120	16,790	20,774
コール	1,003	1,091	1,242	1,177
オプション	1,801	2,259	2,242	2,502
MVNO	5,541	4,995	4,655	4,228
デバイス売上	20,526	15,703	12,839	16,371
その他売上(楽天ひかり等を含む)	8,286	6,926	8,028	7,931
営業費用	171,226	162,221	157,575	159,369
原価(デバイス、オプション、楽天ひかり等を含む)	34,620	28,322	19,346	24,519
ネットワーク費用(減価償却費、ローミング費用等を含む)	96,435	101,875	104,971	101,864
販売管理費(マーケティング、ショップ等を含む)	42,055	35,334	34,901	34,533
その他(為替調整等)	-1,884	-3,309	-1,643	-1,548
Non-GAAP 営業利益	-125,056	-116,127	-111,779	-106,386
Non-GAAP EBITDA	-91,883	-85,283	-77,118	-70,801

出所: 楽天グループ、2022 年度第 4 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

ARPU は急速に改善しているが、回線数は増加に転じていない

楽天モバイルの ARPU は有料契約への移行が進むにつれ急速に改善しており、同業他社であるソフトバンク KK の FY2022 Q3 決算時点の ARPU が 3,840 円程度であることを考えれば、さらに上昇余地があると考えられる。一方で、MNO 回線数については、有料化に移行しなかったユーザーの影響もあり、直近 3 四半期年を通じて引き続き減少し、FY2022 Q4 には 4.49 百万回線となった。(FY2022 Q1 時点では 4.91 百万回線)

図表 6 楽天モバイルの業績指標

(単位：円)				
業績指標	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22
ARPU				
データ	639	1,042	1,202	1,533
コール	71	75	89	87
オプション	128	156	161	185
MNO	837	1,273	1,451	1,805
MVNO	2,257	2,275	2,340	2,329
(単位：百万)				
契約回線数				
MNO契約回線数	4.91	4.77	4.55	4.49
MVNO契約回線数	0.77	0.69	0.63	0.58
合計	5.68	5.46	5.18	5.06

(注) MNO は自社回線提供で自社契約回線、MVNO は他社回線を介した契約を表す。ARPU は1ユーザーあたりの平均売上額を表す。

出所：楽天グループ、2022年度第4四半期決算および通期決算説明会補足資料より

楽天Gでは、FY2024以降の設備投資一巡後における営業費用が大幅に圧縮するとの見通しを公表

楽天Gでは、設備投資が一巡した後は、基地局開設費用・ローミング費用、MVNO費用などが、月当たりで約150億円減少する、との見通しを示している。単純計算で年あたりには換算すればコスト削減額は1,800億円に相当するため、FY2022に約6,500億円であったモバイル事業の営業費用が、設備投資一巡後には4,800億円程度まで圧縮される可能性が同社から示されている。

設備投資の一巡後に、直近四半期で530億円のモバイル売上高(単純に4倍して年換算すれば2,120億円)が、もし約2.3倍(=4,800÷2,120)程度まで増加すれば、現在の営業費用と均衡しやすく赤字は大きく減少もしくは解消されることとなる。楽天Gの説明会では、楽天の競争力の源泉として先行する国内モバイル3社に対するコスト面での優位性を挙げていることから、ARPUのさらなる上昇は一定程度の売上高の改善に寄与するものの、最終的なモバイル事業の収益性の改善には回線数の増加がより重要となる。ここで回線数を増加させるためにも通信品質の維持や向上も重要な要素となる。

現在の有料回線数の増加とARPUの改善には、単価2,980円(税抜、月次)でデータ無制限の利用が可能なRakuten UN-LIMIT VIIプランが寄与していると考えられるが、今後回線数の増加によりトラフィックが増加すれば品質維持のため、さらなる設備投資が必要となる。また、通信品質向上のキーとなるプラチナバンドも獲得可能性は高いが、まだ協議を継続している状況だ。獲得が確定した場合には、他社よりは低コストのネットワーク技術を利用しているとはいえ、導入段階では一定の追加的な設備投資が要求される。

ただし、FY2023のモバイル関連設備投資額はFY2022と同水準
FY2023には同事業の営業損失が著しく回復することは難しい

FY2023におけるモバイル事業の設備投資額について、楽天GではFY2022とほぼ同水準の3,000億円を想定している(FY2024以降は1,500億円以下に減少見込み、図表8)。

これらの状況を勘案すると、(i) FY2023には自社ネットワークの拡充に伴う減価償却費の増加や設備投資規模の維持などもあり営業損失が著しく改善することは難しいが、(ii) FY2024以降に設備投資額が低下すれば、より大幅な営業マージンの改善が生じうる。

また、減価償却費の増大により FY2024 以降は営業損益の改善よりも、EBITDA や営業 CF の改善が先行して進みやすい、という点も考慮しておくべきポイントと考えられる。

(2).投資 CF について

以下の図表 7 には、モバイルセグメントの FY2022 における設備投資実績を、図表 8 には楽天 G が示す今後数年間のモバイル設備投資額の見込みを、それぞれ示した。

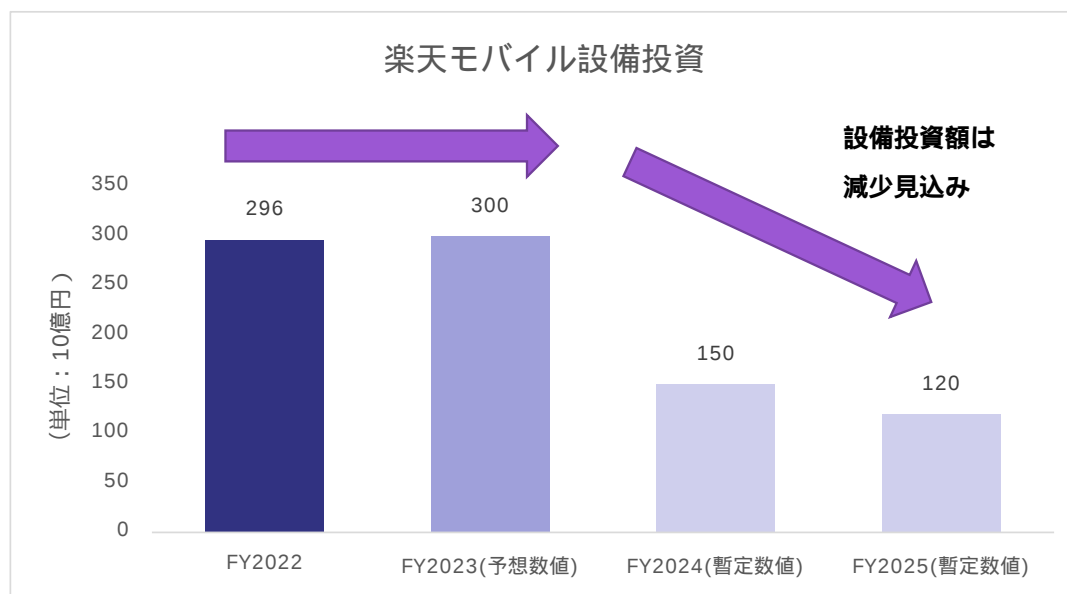
図表 7 楽天グループ モバイルセグメント事業関連の設備投資

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	(単位：百万円) FY2022合計
モバイルセグメント 合計	118,271	105,811	89,655	105,273	419,010
モバイルセグメント設備投資	90,230	82,560	71,272	77,474	321,536
使用権資産	28,041	23,251	18,382	27,799	97,473

出所：楽天グループ、2022 年度第 4 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

モバイル事業関連の設備投資額は FY2022 の通期実績で 3,215 億円であり、土地借用やデータセンター等の使用権資産 975 億円を含むと、同事業の設備投資額が FY2022 実績で 4,190 億円となっていた。また楽天 G 公表の見通しによれば、FY2023 のモバイル設備投資額が FY2022 とほとんど変わらず、FY2024 以降に一気に半減するとの見通しが示されている。よって、FY2023 の投資 CF も FY2022 と同程度の資金流出が継続する可能性がある。

図表 8 楽天モバイルの設備投資額見込み



(注) 本見通しには特定基地局開設料や使用権資産が含まれておらず、図表 7 でのモバイル事業設備投資計上額とは異なる点に注意。

出所：楽天グループ、2022 年度第 4 四半期決算および通期決算説明会 CEO グループ戦略より

5. 楽天 G に対する各信用格付機関の見解について

先に示した通り、FY2022 において楽天 G のボトムラインの赤字や非金融事業における FCF ベースでの資金流出は前年比で大幅に悪化、有利子負債が拡大した。モバイル事業の拡大に向けた一時的な設備投資支出が主因とはいえ、社債投資家の立場からは、同社の信用力に関する信用格付機関の見方についても確認が必要だ。以下で信用格付機関 3 社の見解を確認する。

(1). JCR (日本格付研究所)

FY2022 の決算を受けた
信用格付機関の反応

1). JCR

直ちに格付を見直すべ
きとは考えていないが、
モバイルセグメントの早
期の利益改善は必須

JCR では、2022 年 10 月に発行した格付レポートで、楽天 G への発行体格付「A 格」とハイブリッド劣後債格付「BBB+格」、及び見通しをネガティブとする評価を据え置く旨を公表¹していた。同レポートの中で、モバイル以外の事業については「国内 EC やフィンテックなど既存事業の強固な事業基盤に変化はない」と指摘、また財務面についても「主として楽天市場を運営し、グループ会社の株式を保有する単体の自己資本比率(資本/総資産)は 30.9%と相応の水準にある」と、単体ベースでの財務健全性を評価したコメントを付している。この他、一部子会社の上場と株式売却による資本へのサポート可能性についても言及していた。同時点では、モバイル事業について「MNO の黒字化のためには、一定規模の契約数を獲得し、売上収益の拡大を実現していく必要がある」としてビジネスモデルの改善を見守る姿勢を示していた。

しかし、FY2022 の決算を踏まえて公表した 2 月 16 日付のリリース²では、モバイル事業について「その改善度合いは遅い。またモバイルの契約獲得は十分とは言い難い」と、より厳しいトーンで指摘し、財務面についても「赤字によって親会社の所有者に帰属する持分が減少するなど負荷がかかっている」との指摘を行っている。JCR は、「本決算を受けて直ちに格付を見直すべきとは考えていないが、モバイルセグメントの早期の利益改善は必須」との見解を示している。

2). R&I

楽天グループの財務基
盤や債務とキャッシュ・フ
ローのバランスは格付
に大きく見劣り、として格
下げ方向でのレーティ
ング・モニター指定

(2). R&I (格付投資情報センター)

R&I では、2022 年 10 月 4 日付のリリースで、楽天 G/楽天カード/楽天証券に対する発行体格付け「A-格」は「変更しないものの、格付けの方向性を「ネガティブ」に変更していた。

楽天 G の 2 月 14 日公表の決算を受け、R&I では 2 月 15 日付でこれら 3 社の「A-格」の発行体格付けについて、格下げ方向でレーティング・モニターに指定するとのリリースを公表³した。同リリースにおいて R&I では、「モバイル事業の赤字がインターネット事業やフィンテック事業の利益を大きく上回る状態が続いている。財務への負担が一段と増し、自己資本比率は 4%に低下した。信用力に強い下押し圧力がかかっている」との指摘を行っている。

¹ “[楽天グループ株式会社](#)”、2022/10/4、JCR

² “[楽天グループの 22/12 期決算について - モバイルは順調とは言い難く、今後の動向を注視](#)”、2023/2/16、JCR

³ “[レーティング・モニター\(格下げ方向\) 楽天グループ](#)”、2023/2/15、R&I

R&I では楽天 G の格付けと財務について、「財務バランスに配慮した手は打っているものの、2021 年度、2022 年度と大幅な赤字が続いたことで、楽天グループの財務基盤や債務とキャッシュ・フローのバランスは格付に大きく見劣りしている。モバイル事業の収支改善策や資本政策を含む財務方針を確認し、新たな格付を付与する」との指摘を行っている。

(3) . S&P (S&P グローバル・レーティング)

3) S&P

FY2022 決算を受けた追加コメントは、リリースされていない。来期 (FY2023) の FOCF が 4,000 億円を大幅に上回る赤字で資本増強が行われない場合には、さらなる格下げを検討

ただし、国内資本市場における楽天 G の資金流動性のサポート要因についても指摘

S&P では、昨年末(2022 年 12 月 21 日)付で、楽天グループの長期発行体格付けと無担保優先債券の格付けを「BB」に、劣後債の格付けを「B」に、それぞれ 1 ノッチ(段階)引き下げ、長期発行体格付けの見通し(アウトルック)を「ネガティブ」とするリリース⁴を公表していた。同リリースにおいて、S&P は「同社のモバイル事業(MNO と通信インフラ事業を含む)の EBITDA(償却前営業利益)の四半期ベースでの黒字化は、2024 年 12 月期前半に遅れ」、非金融事業の FOCF (フリー・オペレーティング・キャッシュ・フロー)が「来期(FY2023)も 4,000 億円近い赤字」になるとの、同社の見通しを公表していた。なお、2022 年 2 月 14 日公表の楽天 G 決算を受けた追加コメントは、2 月 16 日時点ではリリースされていない。

また、S&P では同リリース内で、今後の楽天 G の格付けについて、(i)、「非金融事業の EBITDA と FOCF が S&P が現在想定しているよりも大幅に弱い 準」に留まり、かつ(ii)資本性資金の増強が行われず「来期の資金調達が有利負債に大きく依存」した場合には、さらなる格下げを検討している、との見方を示していた。

同時に、楽天 G の資金流動性について、「同社が国内主要金融機関との良好な関係を背景に 1,500 億円の未使用のコミットメントラインを確保していることや、財務ストレスの増大に直面した場合、モバイル事業などへの成長投資を一定程度、削減できることに支えられている」とも指摘している。

⁴ “楽天グループの長期格付けを「BB」に引き下げ、アウトルックは「ネガティブ」、劣後債の格付けは「B」に引き下げ”、2022/12/21、S&P グローバル・レーティング

6. 楽天 G 社債の市場状況

仮に国内格付機関が通常の1~2ノッチの範囲内で格下げを実施した場合においても、楽天 G の国内格付けは投資適格に留まる

↓

複数回の格下げが実施されない限りにおいては、S&P が指摘するように楽天 G の資金流動性は国内資本市場からサポートされやすい

先に示した通り、国内系格付機関においても R&I が格下げに向けたレーティング・モニター指定を行うなど、モバイル事業に関連した資金流出を勘案した格下げが実施される可能性は高まった状況にある。一方で、仮に国内格付機関が通常の1~2ノッチの範囲内で格下げを実施した場合においても、楽天 G の国内格付けは投資適格に留まる。このため、複数回の格下げが実施されない限りにおいては、S&P が指摘するように、楽天 G の資金流動性は国内資本市場からサポートされやすい、と考えられる。

以下の図表 9 には、2023 年 2 月 16 日時点における楽天 G の発行体格付けを示した。図表 10 では米ドル建て/日本円建てのシニア債と劣後債の利回り/スプレッドを比較した。

図表 9 楽天 G の発行体格付け

(2023 年 2 月 16 日時点)

最終親会社名	信用格付（発行体格付）			
	海外格付け機関		国内格付機関	
	ムーディーズ	スタンダード & プアーズ	格付投資情報センター	日本格付研究所
	Moody's	S&P	R&I	JCR
楽天グループ		BB	A- *-	A
楽天グループ		BB	A- *-	A

出所：Bloomberg データより 5 バリュースセットで作成

楽天 G の今後の財務見通しは不明だが、同社の資金流動性について 2 年以内に著しい悪化が生じない、と考える投資家にとっては、短期（2024/11 償還）の米ドル建てシニア社債は、同社発行の社債の中では相対的に優位な投資機会となっている可能性がある

楽天 G 社債の信用リスクは、実際の米ドル建てであるか日本円建てであるかによって、変わる訳ではない。にも関わらず、米ドル建て無担保シニア社債の利回り・スプレッドは、円貨建て無担保シニア社債を大幅に上回っている。これらの社債の残存年限は、いずれも 2 年未満と比較的短期間のうちに償還を迎える。

これに対し、劣後債の場合には米ドル建てと日本円建ての相対的なスプレッド格差は限定されている。またいずれの慣例償還年限（初回コール日の償還を仮定した場合の残存年限）も 8 年程度と相対的に長い。特に米ドル建て社債では、国債金利の水準の影響もあり、短期のシニア社債と長期の劣後社債の慣例利回りの相対格差も小さくなっている。

楽天 G の今後の財務見通しは不明だが、同社の資金流動性について 2 年以内に著しい悪化が生じない、と考える投資家にとっては、短期（2024/11 償還）の米ドル建てシニア社債の利回り 9.77% は、他の 3 つの社債と価格変動リスク対比で考えた場合に相対的に優位な投資機会となっている可能性がある。

図表 10 楽天 G の米ドル建て/日本円建てのシニア債と劣後債の利回り/スプレッド

(2023 年 2 月 16 日時点)

	米ドル建て無担保社債								
		債券格付							
		ムーディーズ	スタンダード・amp;・アークス						
	発行体名称	Moody's	S&P	満期	初回コール日	償還年限	単価	利回り (a) (%)	スプレッド (bps)
シニア債	楽天グループ		BB	2024/11/30	-	1.7	100.74	9.77	496.1
劣後債	楽天グループ		B	永久債	2031/04/22	8.1	76.72	10.57	590.7

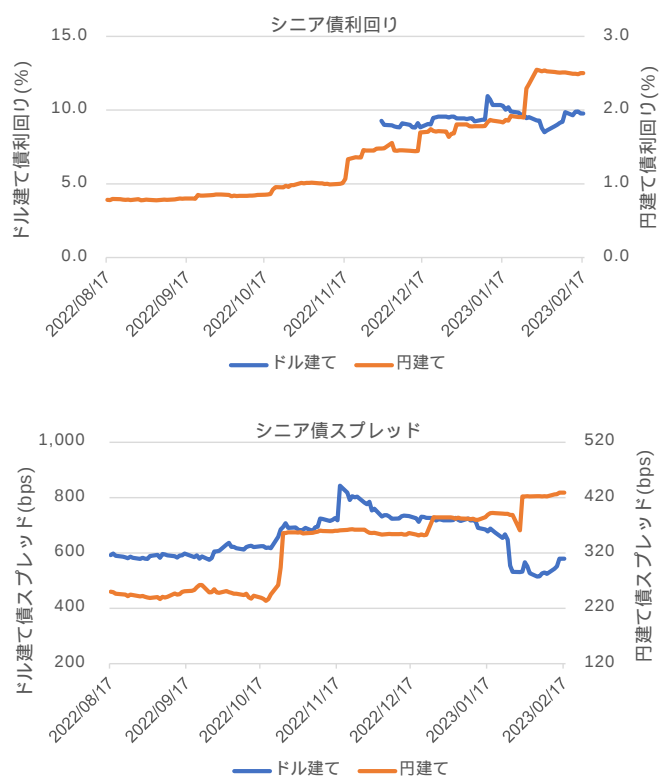
	日本円建て無担保社債									ドル建て vs円建て 慣例利回 り格差
		債券格付								
		格付投 資情報 セン ター	日本格 付研究 所							
	発行体名称	R&I	JCR	満期	初回コール日	年限	単価	利回り (b) %	スプレッド (bps)	(a) - (b)
シニア債	楽天グループ		A	2024/12/02	-	1.7	96.59	2.50	225.5	7.3
劣後債	楽天グループ		BBB+	2060/11/04	2030/11/04	7.7	78.76	7.31	513.9	3.3

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

図表 11 楽天G の米ドル建て/日本円建てのシニア債と劣後債の利回り/スプレッド推移

(2023年2月16日時点まで)

[シニア債]



[劣後債]



出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

以上

追加図表

図表 12 楽天 G の四半期連結バランスシート

連結財政状態計算書		FQ2 2021	FQ3 2021	FQ4 2021	FQ1 2022	FQ2 2022	FQ3 2022	FQ4 2022
		2021/6/30	2021/9/30	2021/12/31	2022/3/31	2022/6/30	2022/9/30	2022/12/31
流動資産	現預金	3,698,638	3,841,704	4,410,301	4,333,040	4,396,577	4,571,165	4,694,360
	短期投資	3,912,324	4,379,273	3,873,229	4,652,234	4,548,145	4,889,015	1,347,589
	現預金 + 短期投資(手元流動性)	7,610,962	8,220,977	8,283,530	8,985,274	8,944,722	9,460,180	6,041,949
	営業債権合計	212,599	225,572	307,821	270,621	279,574	299,020	364,186
	在庫	0	0	0	0	0	0	0
	その他流動の資産	4,139,699	4,340,428	5,208,352	5,245,322	5,702,029	6,022,231	9,895,485
	流動資産合計	11,963,260	12,786,977	13,799,703	14,501,217	14,926,325	15,781,431	16,301,620
	償却対象固定資産純額	855,131	866,494	975,362	1,097,704	1,162,655	1,201,327	1,262,115
	長期投資	0	0	0	0	0	0	0
	繰延税金資産	149,751	149,093	225,100	256,545	276,721	292,387	281,950
非流動資産	その他の固定資産	1,529,553	1,637,002	1,831,056	2,130,267	2,339,556	2,470,765	2,591,613
	非流動資産合計	1,679,304	1,786,095	2,056,156	2,386,812	2,616,277	2,763,152	2,873,563
総資産		14,497,695	15,439,566	16,831,221	17,985,733	18,705,257	19,745,910	20,437,298
流動負債	短期債務	0	0	1,749,122	0	1,773,586	3,145,899	3,151,969
	営業負債合計	268,408	284,218	392,455	356,670	351,774	341,420	450,562
	未払法人税	7,623	5,114	13,499	8,340	9,570	7,365	18,139
	その他の流動負債	9,852,021	10,655,558	9,572,437	12,013,142	12,424,810	12,889,383	13,576,591
	流動負債合計	10,128,052	10,944,890	11,727,513	12,378,152	14,559,740	16,384,067	17,197,261
	長期債務	2,662,352	2,795,171	2,637,640	3,960,088	2,537,021	1,762,578	1,760,781
	その他の固定負債	540,192	558,288	1,348,778	593,225	561,555	587,496	608,166
	非流動負債合計	3,202,544	3,353,459	3,986,418	4,553,313	3,098,576	2,350,074	2,368,947
	総負債	13,330,596	14,298,349	15,713,931	16,931,465	17,658,316	18,734,141	19,566,208
	優先株等	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316
資本	資本金	287,912	288,923	289,674	290,607	292,615	293,365	294,061
	資本剰余金	308,902	310,471	311,970	314,409	315,622	318,099	353,786
	利益剰余金	219,111	190,734	142,671	43,571	-51,222	-132,664	-253,961
	自己株式	0	0	0	0	0	0	0
	その他の包括利益合計額	11,343	11,816	32,088	64,762	145,532	188,091	102,528
	親会社株主帰属利益	1,144,584	1,119,260	1,093,719	1,030,665	1,019,863	984,207	813,730
	少数株主持分	22,515	21,957	23,571	23,603	27,078	27,562	57,360
資本合計		1,167,099	1,141,217	1,117,290	1,054,268	1,046,941	1,011,769	871,090
資産負債合計		14,497,695	15,439,566	16,831,221	17,985,733	18,705,257	19,745,910	20,437,298

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。

■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。) 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) 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。 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、いかなる保証も行いません。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。	■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。) 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) 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。 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に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あらず、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。	■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。) 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) 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。 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、同一カテゴリー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。
--	---	---

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 バリュースセット株式会社（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 バリュースセット株式会社 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 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