

楽天グループの 2023 年度第 1 四半期決算 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. 本レポートの目的 p, 1
楽天 G の社債投資家にとっては、FY2023 Q1 決算以上に、公募及び第三者割当による増資方針や KDDI との新たなローミング契約の締結が重要
2. 楽天 G の連結決算 p, 2
直近四半期(FY2023 Q1;1-3 月期)における当期純損失 (親会社の所有者帰属)は-826 億円と、改善を伴いつつも依然として巨額の赤字を継続
3. 楽天 G のセグメント別損益状況 p, 3
インターネットやフィンテック等の主要事業は安定。モバイル事業を除く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に集約。
4. 除く金融 B/S、CF の状況 p, 4
同社の有利子負債に対する依存と資金流出が継続する状況に社債投資家からの懸念が存在。→今回の増資により、こと 2023 年については大きく改善
5. モバイル事業と非金融事業の CF 注目に関する着目点 p. 7
モバイル事業計画見直しの効果：短期の財務面は大きく改善。一方で、中長期の黒字化タイミングは従来の想定よりも遅れる可能性。
6. 増資決議と財務 CF に関する着目点 p.12
約 3,300 億円を超える現金の払い込みによる資本の増加見込み。資金使途を考慮した増資の効果：
短期の財務面は改善、初回コール日までの期間が短い劣後債の価格にもポジティブな影響。モバイル事業の設備投資と運転資金が円滑化
中長期の信用力改善には、前提として、モバイル事業の高収益化と増資に頼らない債務の借り換えの円滑化が必要。
7. 楽天 G に対する各信用格付機関の見解について p.14
JCR は格下げ方向での見直しを検討するクレジット・モニター指定。S&P は各種施策をポジティブに評価、一層の格下げ可能性は低下。
8. 楽天 G 社債の市場状況 p.16
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、楽天発行の短期の米ドル建て/日本円建てシニア社債は、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 2023 年度第 1 四半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. 本レポートの目的

楽天 G の社債投資家にとっては、FY2023 Q1 決算以上に、公募及び第三者割当による増資方針や KDDI との新たなローミング契約の締結が重要

2023 年 5 月 12 日、楽天グループ株式会社 (以下、楽天 G) では、2023 年度 (2023 年 12 月期) 第 1 四半期 (FY2023 Q1) 決算を公表¹した。また、同グループでは、2023 年 5 月 16 日付で公募及び第三者割当による増資方針が公表²され、また 2023 年 5 月 11 日には設備投資負担がかさむモバイル事業について KDDI との新たなローミング契約が締結される³など、事業モデルや財務状況について、様々な考慮事項が増えている。また、国内格付機関である JCR による格下げ方向でのウォッチ指定⁴が行われた。

本レポートでは、楽天 G の決算及び上記などの要因を考慮した、同社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。

なお、楽天 G の決算状況について確認する前に、同社の決算を見る上での注意点について、先に確認する。同社の事業では、インターネット事業 (国内 EC; 電子商取引などを含む) やフィンテック (金融事業) などからなる「楽天経済圏」は、安定的に成長を継続している。一方で、グループの連結財務に負担を与えているモバイル事業については、昨年の無料回線の有償化や巨額の設備投資など、短期的にも大きな変化が継続している。このため、同社の決算については、前年同期比より前四半期比でみるべき指標が多いため、本レポートにおいては、通常の企業のクレジット分析とは異なり、対前四半期ベースでの短期的な変化にも注視していることを先に指摘しておく。

¹ “[楽天グループ株式会社 2023 年度第 1 四半期 決算ハイライトに関するお知らせ](#)”、2023/5/12、楽天グループ

² “[公募及び第三者割当による新株式発行に関するお知らせ](#)”、2023/5/16、楽天グループ

³ “[KDDI と楽天モバイル、新たなローミング協定の締結について](#)”、2023/5/11、楽天モバイル

⁴ “[楽天グループ株式会社 ニュースリリース](#)”、2023/5/16、日本格付研究所 (JCR)

2. 楽天 G の連結決算

以下の図表 1 には、楽天の IFRS ベース⁵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		
	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	FY2020	FY2021	FY2022
売上収益	437,127	456,471	471,110	563,170	475,635	1,455,538	1,681,757	1,927,878
インターネットサービス	245,783	259,917	259,726	320,448	271,138	871,331	999,185	1,085,873
フィンテック	158,123	162,726	166,450	176,093	168,025	576,195	619,048	663,393
モバイル	80,353	84,630	89,256	114,430	96,333	172,451	227,511	368,669
調整額	-47,132	-50,802	-44,322	-47,800	-59,862	-164,439	-163,987	-190,056
IFRS 営業費用	541,273	537,613	546,067	629,165	550,438	1,579,631	1,966,419	2,254,118
IFRS その他の収益	1,299	4,625	1,773	686	4,976	54,483	108,036	8,383
IFRS その他の費用	9,758	7,953	16,833	11,490	6,366	24,240	18,100	46,035
IFRS 営業利益	-112,604	-84,471	-90,018	-76,799	-76,194	-93,849	-194,726	-363,892
IFRS 当期利益(親会社の所有者帰属)	-91,412	-85,205	-81,473	-114,794	-82,567	-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 の直近四半期 (FY2023 Q1;1-3 月期)における IFRS 当期純損失 (親会社の所有者帰属)は-826 億円と、前四半期の-1,148 億円から+322 億円の改善となったが、依然として赤字を継続

同図表に示した通り、

- 直近四半期(FY2023 Q1;1-3 月期)における売上収益は 4,756 億円であり前年比では +8.8%の増収であったが、前四半期対比では 5,632 億円から-875 億円 (-15.5%) の減収であった。
- 同四半期の IFRS 営業費用は 5,504 億円と前年比では+1.69%の増加であったが、前四半期対比では 6,292 億円から-787 億円 (-12.5%) の減少となった。
- 収益と費用の変動が近い水準となった結果、同四半期における IFRS 営業損失も -762 億円となり、前四半期の-768 億円とほぼ同水準となった。
- IFRS 当期純損失 (親会社の所有者帰属)は-826 億円と、前四半期の-1,148 億円から+322 億円の改善となったが、依然として赤字を継続した。なお、四半期ベースでの最終赤字は11四半期連続。

弊社の過去レポート⁶でも示したが、モバイル事業における損益状況や設備投資負担が前年と大きくは変わらない水準を維持する限り、2023 年度中の財務指標の改善は見込みにくく、2024 年度以降に回復を期待せざるを得ない状況ではあった。ただし、後述する様々な経営施策により、再評価が必要となる要素もある。

⁵ IFRS:国際会計基準

⁶ “[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](#)”、2023/2/17、5 バリュースセット 上田祐介

3. 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		Q1/22	Q1/23	前年同期比(%)
インターネットサービス	売上収益	249.5	271.1	8.7%
	営業利益	14.3	11.9	-16.8%
	国内EC	182.8	205.0	12.1%
	営業利益	20.3	20.9	3.0%
	その他	66.7	66.2	-0.7%
フィンテック	営業利益	-6.0	-9.1	赤字拡大:51.7%
	売上収益	156.2	168.0	7.6%
モバイル	営業利益	22.1	26.6	20.4%
	売上収益	76.6	96.3	25.7%
調整額	営業利益	-132.3	-102.7	赤字縮小:-22.4%
	売上収益	-47.3	-59.9	赤字拡大:26.6%
連結	営業利益	-3.2	-4.8	赤字拡大:50.0%
	売上収益	435.0	475.6	9.3%
Non-GAAP営業利益 (モバイル、投資事業除き)	Non-GAAP営業利益	-99.1	-69.0	赤字拡大:-30.4%
	IFRS営業利益	-113.2	-76.2	赤字縮小:-32.7%
	Non-GAAP営業利益 (モバイル、投資事業除き)	34.4	31.2	-9.3%

出所: 楽天グループ、2023 年度第 1 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-1,027 億円の赤字に起因していた。他の事業セグメント(インターネット/フィンテック)はそれぞれ黒字だが営業利益合計は Non-GAAP⁷ベースで 385 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。

楽天 G の事業のうち、インターネット/フィンテックなどの楽天経済圏は引き続き安定して推移

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、野球事業がオフシーズンであったことや、ウクライナ情勢の影響を受けた Rakuten Viber の収益減等の影響による。ただし、主力の国内 EC 事業はポストコロナでも堅調に推移しており、国内市場における流通総額も前期比 +12.2%の 1.4 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+10.2%、+11.6%、+16.3%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 125 億円(前期比+12.3%)、銀行事業が 107 億円(前期比+43.0%)、証券事業が 61 億円(前期比+68.3%)、保険事業が 20 億円(前期比+27.4%)と各主力事業はいずれも2桁の営業増益となっていた(図表 3)。

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

⁷ 会計基準に完全には則しない社内ベースの集計値のこと

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。

図表 3 フィンテックの決算概要

	売上収益	前年同期比	(単位：10億円)	
			Non-GAAP 営業利益	前年同期比
楽天カード	74.9	3.7%	12.5	12.3%
楽天銀行	30.1	15.4%	10.7	43.0%
楽天証券	24.8	6.0%	6.1	68.3%
保険事業	20.9	-6.4%	2	27.4%
楽天ペイメント	14.6	42.2%	-3.3	赤字拡大
その他	2.8	45.0%	-1.4	赤字拡大
フィンテック合計	168	7.6%	26.6	20.4%

出所：楽天グループ、2023 年度第 1 四半期決算説明会資料より

4. 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、R&I では 2023 年 3 月 16 日付で既に A- から BBB+ に格下げ済み⁸である。加えて、JCR では 2023 年 5 月 16 日付で、同社の信用格付けを格下げ方向でのクレジット・モニター指定⁹を行っている。

(1) 楽天 G の B/S 評価に関する考え方

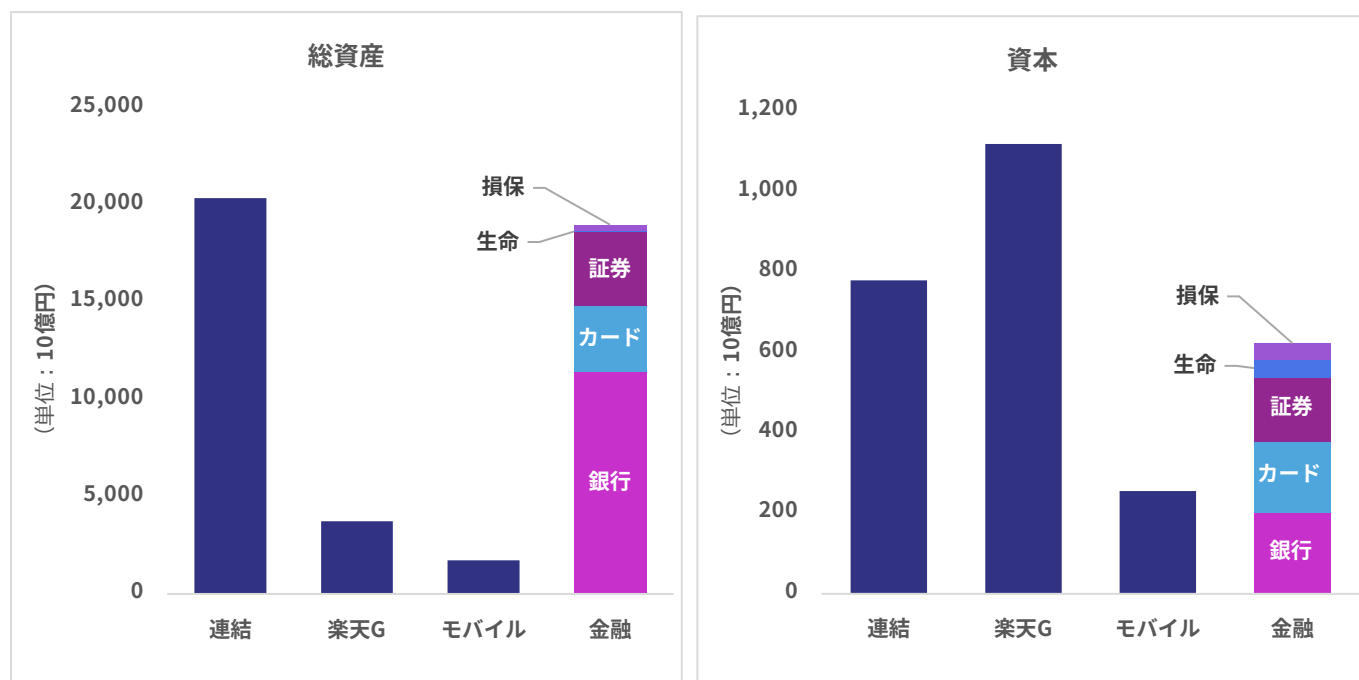
楽天グループの社債に関する債務返済能力を評価する場合には、同社の連結決算ではなく、業法や規制により資産が分別管理されている金融事業を除いた、非金融事業ベースのバランスシートに基づいて評価する必要がある。以下の図表 4 では、楽天 G の総資産と資本に関する、連結計上額と主要構成企業の単体数値合算値の規模感を比較した。

⁸ “[楽天グループ/楽天カード/楽天証券 格付変更/レティンク・モーター解除](#)”、2023/3/16、R&I(格付投資情報センター)

⁹ “[楽天グループ株式会社 ニュースリリース](#)”、2023/5/16、JCR(日本格付研究所)

同図表が示す通り、連結総資産 20.3 兆円に対して、金融事業（楽天銀行 11.5 兆円、楽天証券 3.8 兆円、楽天カード 3.3 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。

図表 4 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 2023 年度第 1 四半期および通期決算説明会補足資料より 5VA で作成

楽天 G 単体の自己資本比率は他の国内一般事業会社と比べ、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懸念が存在した

今回の増資により、財務 CF における有利子負債追加調達への依存度は、こと 2023 年については大きく改善

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 3.7 兆円に対して自己資本は 1.1 兆円と自己資本比率は約 31%となっており、さらに劣後債残高約 6,000 億円のうち 50%に相当する金額は、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と比べ、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 1,175 億円に対して借入金 1.3 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きた。ただし、今回の増資により財務 CF における有利子負債による追加調達への依存度は、こと 2023 年については大きく改善する。

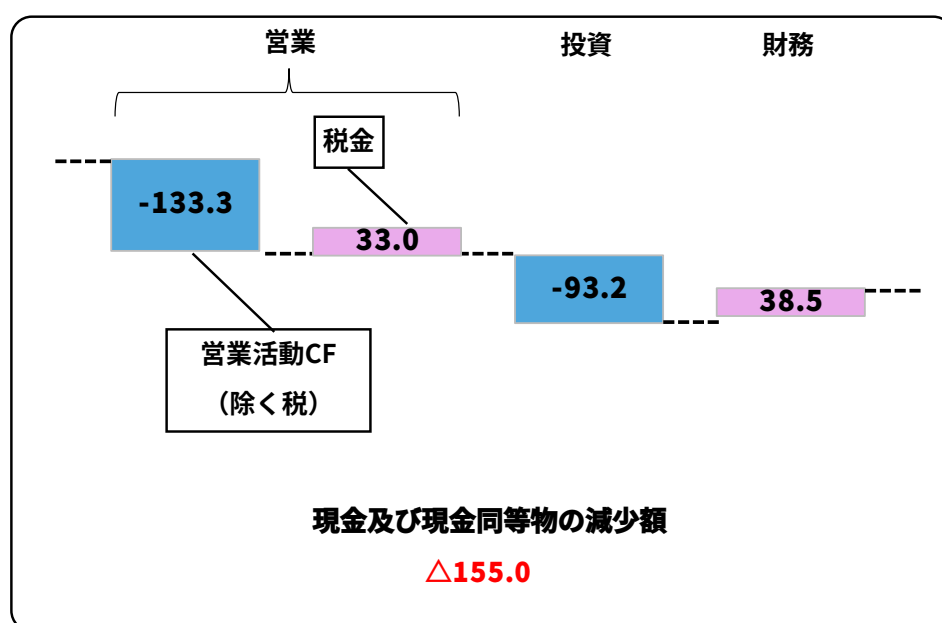
(2) 楽天 G の非金融事業キャッシュ・フローに関する考え方

FY2023 Q1 の FCF は、
-2,265 億円の資金流出
(営業 CF が-1,333 億
円、投資 CF が-932 億
円)と資金流出状況が継
続

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利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 5 には、FY2023 Q1 における楽天 G の非金融事業の CF 状況を示した。同図表に示した通り、2023 年 1～3 月には-1,550 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 385 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-2,265 億円の資金流出となっていた(営業 CF が-1,333 億円、投資 CF が-932 億円)。

図表 5 楽天グループ 非金融事業キャッシュ・フローの状況 (FY2023 Q1 分、単位:10 億円)



出所: 楽天グループ、2023 年度第 1 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

前年と比較した場合、FY2022 通期では非金融事業において-4,141 億円の資金流出が生じていたが、負債調達など財務 CF による 3,054 億円の資金流入を除いた 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)。これを四半期で案分すれば、単純計算で 1 四半期あたり-1,817 億円の資金流出となっていた。

よって、直近四半期 (FY2023 Q1) における楽天 G の非金融事業による資金流出状況に、著しい改善が見られたとはいいがたい。

5. モバイル事業と非金融事業のフリーCF 注目に関する着目点

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。
FY2023 Q1 にも改善はみられるものの巨額の赤字を継続

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 FY2023 Q1 における四半期売上高は、MNO の ARPU(1回線あたり売上高)が、前四半期の 1,810 円から 1,959 円へと増加したこともあり、約 579 億円に増加(前期は 530 億円)した。一方、四半期営業費用は 1,567 億円と前期の 1,594 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、-989 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 に引き続き着実に減少はしているものの、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 6 楽天モバイルの損益計算書

	(単位：百万円)				
	四半期				
	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23
IFRS 損益計算書					
IFRS 売上	46,171	46,093	45,796	52,983	57,856
サービス売上	17,358	23,465	24,929	28,682	29,990
MNO	11,817	18,470	20,274	24,454	26,441
データ	9,014	15,120	16,790	20,774	22,598
コール	1,003	1,091	1,242	1,177	1,109
オプション	1,801	2,259	2,242	2,502	2,735
MVNO	5,541	4,995	4,655	4,228	3,549
デバイス売上	20,526	15,703	12,839	16,371	17,338
その他売上(楽天ひかり等を含む)	8,286	6,926	8,028	7,931	10,528
営業費用	171,226	162,221	157,575	159,369	156,737
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	28,393
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	93,259
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	35,029
その他(為替調整等)	-1,884	-3,309	-1,643	-1,548	56
Non-GAAP 営業利益	-125,056	-116,127	-111,779	-106,386	-98,881
Non-GAAP EBITDA	-91,883	-85,283	-77,118	-70,801	-61,709

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 は改善、回線数も増加に転じている

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 Q4 決算時点の ARPU が 3,780 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、3 四半期連続で低下していた MNO 回線数については、解約率低下(2022/6 の 6.3%から 2023/4 には 1.6%に)の影響もあり反転上昇し 4.54 百万回線となった(前四半期末は 4.46 百万回線)。なお、楽天 G の開示資料では、2023 年 5 月 10 日時点の MNO 回線数はさらに 465 万回線まで増加したことを速報値として報告している。

図表 7 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	Q1/23
ARPU					
データ	637	1,041	1,203	1,538	1,674
コール	71	75	89	87	82
オプション	127	156	161	185	203
MNO	836	1,271	1,452	1,810	1,959
MVNO	2,432	2,483	2,586	2,594	2,394
(単位：百万)					
契約回線数					
MNO契約回線数	4.92	4.76	4.54	4.46	4.54
MVNO契約回線数	0.71	0.63	0.57	0.52	0.47
合計	5.63	5.39	5.11	4.98	5.01

(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、2023 年度第 1 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、これまで
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

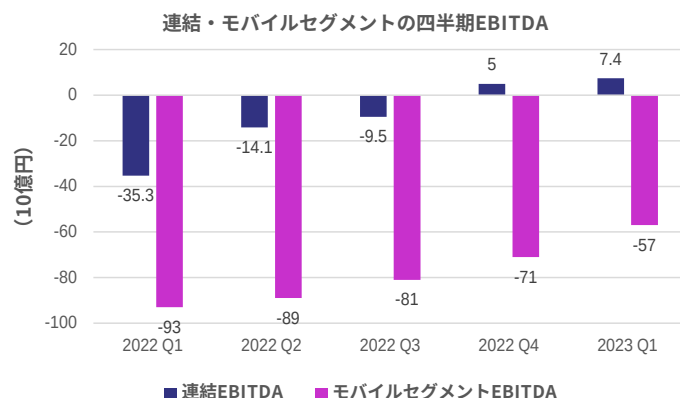
今回の経営施策の中でいくつかの前提は見直されており、FY2023 におけるモバイル事業の設備投資総額も約 2,000 億円 (2023/2 時点では 3,000 億円の想定)

FY2022 決算時 (2023/2) において楽天 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きた。単純計算で年あたりに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を同社では示されていた。また、FY2023 におけるモバイル事業の設備投資規模を約 3,000 億円と想定してきた。しかし、今回の経営施策の中でいくつかの前提は見直されており、例えば KDDI 回線のローミングを活用することで、FY2023 におけるモバイル事業の設備投資総額も約 2,000 億円に見直されている。

(2) 設備投資に関する方針の変更可能性

FY2023 Q1 の決算説明会資料では、設備投資の総額イメージの修正可能性に細かくは言及せず、連結ベース及びモバイル・セグメントの調整 EBITDA を四半期ベースについて FY2023 に大きく改善する見込みが示されているが、その前提としてモバイル設備投資額とモバイル営業費用の大幅な減少が想定されていることが、説明資料で言及されている。

図表 8 楽天の連結・モバイルセグメントの四半期 EBITDA



出所: 楽天グループ、2023 年度第 1 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

以下の図表 9 には、モバイルセグメントの FY2023 Q1 における設備投資実績を、図表 10 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。

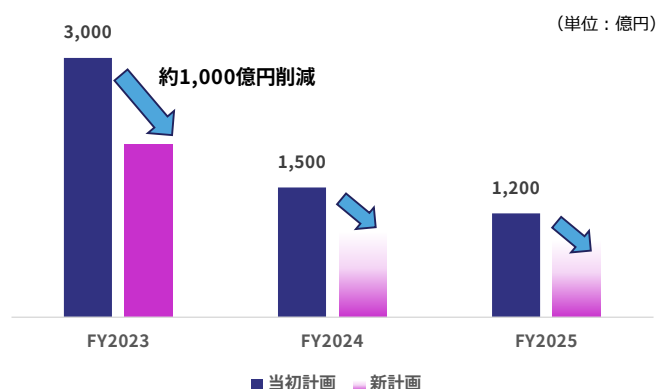
図表 9 楽天グループ モバイルセグメント事業関連の設備投資

	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	(単位: 百万円) FY2022合計
モバイルセグメント 合計	118,173	105,797	89,614	105,232	79,705	418,816
モバイルセグメント設備投資	90,132	82,546	71,232	77,433	71,381	321,343
使用権資産	28,041	23,251	18,382	27,799	8,324	97,473

出所: 楽天グループ、2023 年度第 1 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今期の設備投資額は 714 億円であり、土地借用やデータセンター等の使用権資産 83 億円を含むと、同事業の設備投資額は 797 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を当初計画の 3,000 億円より約 1,000 億円削減するほか、FY2024 の 1,500 億円、FY2025 の 1,200 億円も削減を目指すとしている。

図表 10 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 6 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、2023 年度第 1 四半期決算および通期決算説明会 CEO グループ戦略より

設備投資を削減する中で、モバイル事業を成長させるための手段として、他社回線の活用が考えられる。楽天モバイルでは、2023 年 5 月 11 日付で、KDDI との新たなローミング契約を締結した旨を公表した。

図表 11 楽天モバイルと KDDI のローミング契約 (2023/5/11 公表内容)

[既存契約内容]

- 楽天モバイルが提供する第 4 世代移動通信サービスの立ち上げに際して、2026 年 3 月末までを期限として au ネットワークのローミングを提供（楽天回線エリアの 4G 人口カバー率が 98%）に到達。

[今回締結内容]

- これまでのローミングに含まれなかった東京都 23 区・名古屋市・大阪市を含む都市部の一部繁華街のエリアを新たな対象とし、一部インドア（地下鉄、地下街、トンネル、屋内施設など）やルーラルエリアも引き続きローミング提供することに合意。新協定は 2023 年 6 月から開始し、提供期間を 2026 年 9 月まで延長。

（注）ローミング提供期間のさらなる延長については両社協議の上決定。

出所：楽天グループ、ニュースリリース、2023/5/11)

モバイル事業計画見直しの効果：

FY2022 までの、楽天グループの説明において、同社の同業他社に対する差別化要因として重要視されていたのは、同じ人口カバー率圏内での回線増加における設備投資額が小さく、投資が一巡する中で有償回線数が伸びればモバイル事業の採算が大きく改善することであった。

短期の財務面は大きく改善。

しかし、今回のローミング契約に関するリリースにおいて、楽天モバイルでは「ローミングを活用することにより、財務負担を限定しつつ、迅速かつ効率的に接続性の更なる向上を図り、お客さまにより快適にお使いいただける環境を実現」する、との方針を示している。

中長期の黒字化タイミングは従来の想定よりも遅れる可能性

これらの状況から、楽天 G の考えるモバイル事業の事業展開戦略には明らかに方針転換が生じている、と弊社では考える。

[FY2022 までの説明]

- 設備投資による自社ネットワーク整備を早急に実施
- 有償での使い放題サービスなどが回線数増大のドライバー
- 相対的に安価な設備投資額により利益マージンを確保、差別化及び増益要因に



設備投資など当初の資金流出は大きい
回線数確保後の増益ペースは加速しやすい
自社設備主体であれば、使い放題サービスの展開において短期的なコスト増大は生じにくい



[FY2023 Q1 での説明]

- 設備投資負担を軽減するため KDDI 回線を用いたローミング契約でサービスを補完
- 有償での使い放題サービスの回線数が増大しても、他社回線を使用している場合、経費が発生
- 利益マージンでの利益率は従来想定より抑制



設備投資など当初の資金流出を抑制
回線数確保後の増益ペースは不十分
他社回線を活用すると、使い放題サービスの展開において部分的にコスト増大の可能性も

現在まで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が必要となる。ここに他社回線を活用する以上、これまでに示された四半期費用率の改善ペースについてもスローダウンする状況を弊社では想定する。

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り、回線数を増加させるためには通信品質の維持や向上も重要な要素となる。他社回線を活用し、設備投資を先送りすることは回線品質とコストのバランス面から考えると、抜本的な収益構造の改善についても先送りすることを意味する。

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。総務省の作業部会は 4 月 18 日、隙間となっていた未使用部分のプラチナバンドについて、隣接する周波数帯との干渉を防ぐ対策をすれば、携帯電話向けに利用できるという報告書案¹⁰を提示した。これを受け、松本剛明総務相は 4 月 18 日の閣議後の記者会見で、可能との結論が出れば「秋ごろの割り当てをめざす」と述べた¹¹。事業者からの申請に備えて、審査基準などを示す基地局の開設指針の策定など総務省としての手続きを進める。ただし、同報告が定まり楽天モバイルへの割り当てが決まったとしても、その後に設備投資が開始されることを想定するならば、同社のモバイル事業の収益構造に一定の影響与えるのは、2025 年以降と考えることが現実的だ。加えて、帯域の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、こちらについても導入段階では一定の追加的な設備投資が要求される。

以上などを考えれば、モバイル事業に関連した財務負担が減少する一方で、同事業の営業黒字化時期は、従来の想定よりも先送りになりやすい、と弊社では考えている。

¹⁰ “[情報通信審議会 情報通信技術分科会 新世代モバイル通信システム委員会報告（案）](#)”、2023/4/18 公表、総務省 情報通信審議会 情報通信技術分科会 新世代モバイル通信システム委員会

¹¹ “[プラチナバンドの隙間電波、携帯電話に利用可能 総務省](#)”、2023/4/18、日本経済新聞

6. 増資決議と財務 CF に関する着目点

約 3,300 億円を超える
現金の払い込みによる
資本の増加見込み

楽天 G では、2023 年 5 月 16 日付で、「公募及び第三者割当による新株式発行に関するお知らせ」を公表した。同リリースに基づき、足元の株価と比較すると、約 3,300 億円を超える現金の払い込みによる資本の増加が見込まれる（図表 12）。

図表 12 楽天 G の公募及び第三者割当による新株式発行想定（2023/5/15 公表内容に基づく）

	株式数	想定増資額* (百万円)
現在の発行済株式総数	1,592,907,600	
公募による新株式発行に係る増加株式数	468,102,100	290,223
三木谷興産、スピリット、サイバーエージェント及び東急を各割当先とする並行第三者割当増資による新株式発行に係る増加株式数	67,741,935	42,000
新規発行額（想定）	535,844,035	332,223

* 株式時価620円(2023/05/17時点)を元に5バリュアセットで推計
第三者割当分については、最大発行株数78,799,000を想定しつつも、
払込み上限金額420億円を基準に想定株数を調整している。

出所：楽天グループ、ニュースリリース、2023/5/16 に基づき、5バリュアセットで試算

ここで払い込まれた資金の使途については、下記の図表 13 の様に方針が説明されている。調達資金総額である約 3,300 億円強の使途については、大きく下記に分類できる。

- 1,883 億円はモバイル事業に充当される。うち、400 億円は基地局整備などの設備投資に、1,483 億円は運転資金に充当される。
- 実際の調達金額にもよるが 1,320 億円～1,449 億円は有利子負債の償還に充当される。

図表 13 楽天 G による調達資金の使途（2023/5/15 公表内容に基づく）

調達資金の使途

	資金の使用額(単位：百万円)	
第 5 回無担保社債（2023/6償還）の償還資金	10,000	132,000
第 1 回公募劣後特約付社債(2023年12月に初回コール日)の償還資金	68,000	
コマーシャル・ペーパーの償還資金（2023年12月末までに償還）	54,000	
ドル建無担保社債(2024年11月償還)の償還資金*	11,923	11,923
楽天モバイル株式会社への投融資資金		188,300
4 G / 5 G の基地局等に係る設備投資	40,000	
運転資金（端末購入資金、顧客獲得に関する費用及びローミング費用）	148,300	
合計		332,223

*実際の調達総額との差額を充当

2023年中の 4 G 及び 5 G に関する基地局等への設備投資総額
2,000億円の一部として充当。その他の金額は自己資金、
借入金、社債発行で充当。

出所：楽天グループ、ニュースリリース、2023/5/16 に基づき、5バリュアセットで試算

ここで、重要となるのは最終的にこれらの資本調達で楽天 G の財務と資本の強化に有効となる前提条件として、(1) モバイル事業の安定黒字化のめどが立つこと、(2) (1)を前提として楽天 G の CP/借入金/無担保シニア社債/ハイブリッド劣後社債などの有利子負債について安定した借り換え (リファイナンス) が行えるようになること、の 2 点が充足される必要があるという点だ。

資金使途を考慮した増資の効果:

短期の財務面は改善、
初回コール日までの期間が短い劣後債の価格にもポジティブな影響。
モバイル事業の設備投資と運転資金が円滑化

中長期の信用力改善には、前提として、モバイル事業の高収益化と増資に頼らない債務の借り換えの円滑化が必要

今回の資金調達により、劣後債以上に資本性が高い普通株式により資本が充当されたことで、楽天 G の当面の信用力は明らかに改善した。また、第一回劣後社債の初回コールの実施に向け明示的なリプレースメントの意思と実施手段が示されたことも劣後債の投資家にとって心強い内容といえる。

一方で、償還のない株式発行による払込資金のうち、約 1,320 億～1,400 億円が負債の償還原資として社外に流出するだけなのであれば、会計上はともかく、実体として払い込み資本が同社の経営資源としてグループ内に蓄積されたとは言えない側面もある。しかし、今回の増資により、劣後債を含む他の債務の借り換えが安定的に行われるようになるのであれば、今回の増資は実体面でも同社の財務安定性に効果的に寄与することになる。

また、モバイル事業の運転資金 1,483 億円のうちローミングへの充当資金も重要であるが、従量制ではないサービスの下で回線数を積み上げた場合に、ローミング費用が運転資金としての回転の中で利益を伴いつつ満額回収できるかどうかは、モバイル事業の成長ペースにも依拠する。

つまるところ、楽天 G の財務運営について当面の安定化が図られることには全く疑いの余地はない。しかし、こうした安定化が一時的な状況に留まらず継続的なものとなるためには、モバイル事業の高収益化と増資に頼らない債務の借り換えが必要だ。特に、信用格付けの維持と長期債務の安定化は一体であり、資本性が認められる劣後債の起債が安定的に行われ借り換えも円滑に進むことで、同社の財務面での安定化が一層進むことが重要となる。

7. 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 まで楽天 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、同社の財務悪化状況については、早急な対応が求められており、楽天 G も 2023 年 5 月 15 日に、公募などによる資本調達方針を示している。

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)

FY2023 Q1 決算や増資方針を受けた信用格付機関の反応

1). JCR

格下げ方向での見直しを検討するクレジット・モニター指定

JCR では、2023 年 5 月 16 日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」について格下げ方向での見直しを検討するクレジット・モニター指定を行った。同リリースには、下記が指摘されている。

- 2023 年 5 月 12 日公表された同社の決算ではモバイルセグメントでの赤字が負担により、財務的負荷も継続、親会社所有者帰属持分比率は、MNO (Mobile Network Operator) サービス開始前の 10.5% (2018/12 末) から 3.5% (2023/3 月末) まで低下した。
- 5 月 15 日に当社が公表した新株式発行を決議は自己資本の拡充による財務基盤の強化につながり、親会社所有者帰属持分比率にも数ポイントの上昇効果が見込まれる。
- モバイルセグメントの赤字は減少傾向で推移しているものの、その改善度合いは遅い。
- MNO 契約回線数 (個人) は 23 年 3 月末で 454 万件と契約獲得の競争力には十分な回復の兆しは見られない。上記の増資は格付上プラスに評価できるものの、MNO 事業のリスクは、JCR の従来の想定よりも高くなっている可能性がある。以上より、当社の格付をクレジット・モニターの対象とし、見直し方向はネガティブとする。

(2). R&I (格付投資情報センター)

2). R&I

2023 年 3 月 16 日付で格下げを実施済みであったため、今回は無反応

R&I では、2023 年 3 月 16 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「BBB+格」に変更した。

格付変更の理由として、R&I では、「移動体通信サービスを中心としたモバイル事業は収支改善に苦戦している。契約者数や収入が伸び悩む中、基地局整備の前倒しや顧客獲得及びネットワーク品質改善に想定を上回る資金が必要となっており、大幅なキャッシュ流出が続いている。品質改善の切り札と期待される新たな周波数の割り当ての協議が順調に進んだとしても、2023 年中の契約者の大幅増に貢献するかどうかは現時点では見通しにくい。」との指摘を行っている。

また、R&I では楽天 G の財務について、「楽天銀行や楽天証券ホールディングスの上場準備、提携や外部資本の活用を検討するなど財務基盤修復への意識は高い。それでもモバイル事業の収支改善の遅れが財務バランスの悪化につながっている。」との指摘を行っている。

3) S&P

新株の発行により大規模な非負債性の資金調達を実現できれば、同社の信用力にプラス

KDDI との新ローミング契約も、同社の財務負担を抑制しつつ、モバイル事業での顧客獲得にプラスとなる可能性

普通株発行で得た資金で、ハイブリッド証券を償還することは、ハイブリッド債の資本性維持に対する同社の強い意思の現れ

等のポイントを言及。

S&P による更なる格下げの実施される可能性は遠のいた、と想定

(3). S&P (S&P グローバル・レーティング)

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¹²を公表していた。

今回の楽天 G による増資決議を受け、S&P では 2023 年 5 月 16 日付でリリースを公表し、下記のポイントについて言及している。

- 楽天グループ (BB/ネガティブ/--) が新株の発行により大規模な非負債性の資金調達を実現し、FOCF (フリーオペレーティング・キャッシュフロー) の赤字埋め合わせに充当できれば、同社の信用力にプラスになる。
- KDDI との新ローミング契約も、同社の財務負担を抑制しつつ、モバイル事業での顧客獲得にプラスとなる可能性がある。
- 増資による資金調達額は確定していないものの、仮に 3,000 億円規模を調達できれば、今 2023 年 12 月期に、これまで社債発行や楽天銀行の上場に伴う株式売り出しで調達した資金などと合わせて総額 7,000 億円強を調達できることになる。これは、S&P が想定する同社の今期の非金融事業の FOCF の赤字約 3,800 億円を大きく上回る。
- 同社が普通株発行で得た資金で、「資本性なし」と S&P が評価するハイブリッド証券を償還することは、財務基盤を強化しつつ、ハイブリッド債へのやや高い依存度を引き下げることになる。このことから、S&P が「中資本性」とみなしているハイブリッド債を、長期間にわたって損失吸収のために利用可能な資本として維持する同社の意思はより強固であるとみなすことができる。

S&P では 2022 年 12 月の格下げ実施時に、2023 年中の再度の格下げ可能性について、資本性資金の注入がなかった場合を前提条件として指摘していた。この観点から、S&P により 2023 年中に更なる格下げが実施される可能性は遠のいたものと、弊社では考えている。

¹² “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

8. 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 の格下げや JCR による格下げに向けたクレジット・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さらに行われる可能性は高まった状況にある。一方で、仮に JCR が 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。また、今回の資本調達、当面の短期資金調達に対しては明らかにプラスの要因であり、楽天 G の短期資金の流動性は国内資本市場からもサポートされやすくなった、と考えられる。

以下の図表 14、2023 年 5 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 15、16 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 14 楽天 G の発行体格付け

(2023 年 5 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	
	Moody's	S&P	R&I	JCR
楽天グループ		BB	BBB+	A ⁺ -

出所：Bloomberg データより 5 バリュアセットで作成

Moody's=ムーディーズ、S&P=スタンダード&プアーズ、R&I=格付投資情報センター、JCR=日本格付研究所

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、楽天発行の短期の米ドル建て/日本円建てシニア社債は、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

先に示した通り、楽天 G 社債の信用格付けの国内外債は相対的に縮小する方向だ。同社の信用リスクは、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。ここで示した社債の残存年限は、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。

前述のとおり、楽天 G の長期の財務見通しは不明だが、当面の信用力は改善されていることを、S&P なども指摘している。よって、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 9.33%や、同じく短期（2024/12 償還）の日本円建てシニア社債の利回り 3.8 %などは、より残存期間の長い社債の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 15 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 5 月 16 日時点)

	米ドル建て無担保社債								
	債券格付								
	発行体名称	Moody's	S&P	満期	初回コール日	慣例 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	-	1.5	101.28	9.33	511.4
劣後債	楽天グループ		B	永久債	2031/04/22	7.9	61.38	14.64	858.0

	日本円建て無担保社債								ドル建て vs円建て	
		債券格付							慣例利回	
	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	-	1.5	95.19	3.80	356.5	5.5
劣後債	楽天グループ		BBB+	2060/11/04	2030/11/04	7.4	75.25	8.39	492.1	6.2

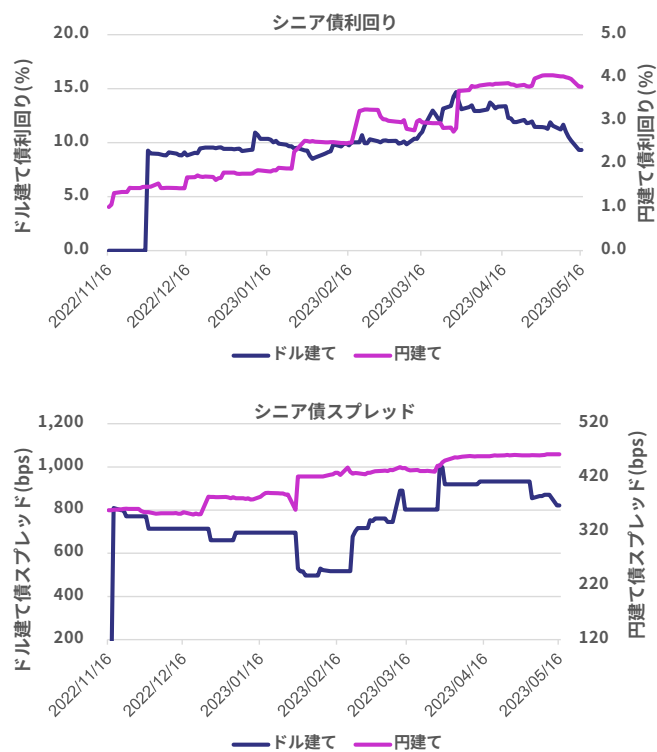
出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

Moody's=ムーディーズ、S&P=スタンダード&プアーズ、R&I=格付投資情報センター、JCR=日本格付研究所

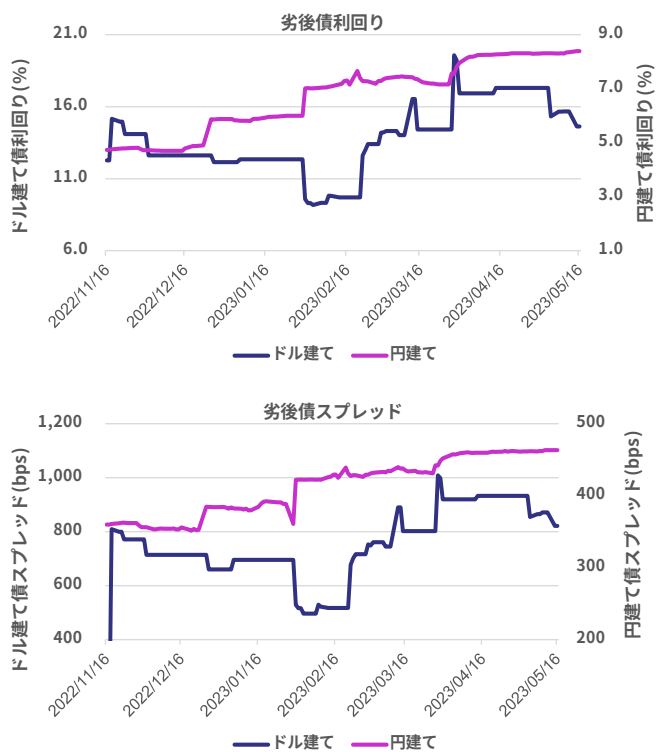
図表 16 楽天 G の米ドル建て/日本円建てのシニア債と劣後債の利回り/スプレッド推移

(2023 年 5 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 17 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		FQ3 2021 2021/9/30	FQ4 2021 2021/12/31	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
流動資産	現預金	3,841,704	4,410,301	4,333,040	4,396,577	4,571,165	4,694,360	4,504,230
	短期投資	4,379,273	3,873,229	4,652,234	4,548,145	4,889,015	4,093,993	4,819,759
	現預金＋短期投資(手元流動性)	8,220,977	8,283,530	8,985,274	8,944,722	9,460,180	8,788,353	9,323,989
	営業債権合計	225,572	307,821	270,621	279,574	299,020	364,186	310,772
	在庫	0	0	0	0	0	0	0
	その他流動の資産	4,340,428	5,208,352	5,245,322	5,702,029	6,022,231	7,149,081	6,580,390
	流動資産合計	12,786,977	13,799,703	14,501,217	14,926,325	15,781,431	16,301,620	16,215,151
	償却対象固定資産純額	866,494	975,362	1,097,704	1,162,655	1,201,327	1,262,115	1,285,949
	長期投資	0	0	0	0	0	0	0
	繰延税金資産	149,093	225,100	256,545	276,721	292,387	281,950	296,208
非流動資産	その他の固定資産	1,637,002	1,831,056	2,130,267	2,339,556	2,470,765	2,164,729	2,552,229
	非流動資産合計	1,786,095	2,056,156	2,386,812	2,616,277	2,763,152	2,446,679	2,848,437
総資産		15,439,566	16,831,221	17,985,733	18,705,257	19,745,910	20,010,414	20,349,537
流動負債	短期債務	0	1,749,122	0	1,773,586	3,145,899	1,243,655	3,153,953
	営業負債合計	284,218	392,455	356,670	351,774	341,420	450,562	396,650
	未払法人税	5,114	13,499	8,340	9,570	7,365	18,139	12,708
	その他の流動負債	10,655,558	9,572,437	12,013,142	12,424,810	12,889,383	15,484,905	13,582,619
	流動負債合計	10,944,890	11,727,513	12,378,152	14,559,740	16,384,067	17,197,261	17,145,930
	長期債務	2,795,171	2,637,640	3,960,088	2,537,021	1,762,578	1,831,053	1,821,416
	その他の固定負債	558,288	1,348,778	593,225	561,555	587,496	537,894	602,774
	非流動負債合計	3,353,459	3,986,418	4,553,313	3,098,576	2,350,074	2,368,947	2,424,190
	総負債	14,298,349	15,713,931	16,931,465	17,658,316	18,734,141	19,566,208	19,570,120
	優先株等	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316
資本	資本金	288,923	289,674	290,607	292,615	293,365	294,061	295,005
	資本剰余金	310,471	311,970	314,409	315,622	318,099	353,786	356,843
	利益剰余金	190,734	142,671	43,571	-51,222	-132,664	-253,961	-370,914
	自己株式	0	0	0	0	0	0	0
	その他の包括利益合計額	11,816	32,088	64,762	145,532	188,091	102,528	123,441
	親会社株主帰属利益	1,119,260	1,093,719	1,030,665	1,019,863	984,207	813,730	721,691
少数株主	少数株主持分	21,957	23,571	23,603	27,078	27,562	57,360	57,726
	資本合計	1,141,217	1,117,290	1,054,268	1,046,941	1,011,769	871,090	779,417
資産負債合計		15,439,566	16,831,221	17,985,733	18,705,257	19,745,910	20,437,298	20,349,537

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、①誠実義務、②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、③格付対象の証券を保有している場合の格付付与の禁止、④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。	■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。ある情報が偽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ない、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)