

楽天グループの 2023 年度第 2 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
本レポートでは、対前四半期ベースでの短期的な変化にも注視しつつ、楽天 G の社債への投資戦略の考え方を示すことを目的とする
- 2. 楽天 G の連結決算** p. 2
直近四半期(FY2023 Q2;4-6 月期)における IFRS 当期純損失は-574 億円と、前四半期の-826 億円から+251 億円の改善となったが、依然として赤字を継続
- 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. 5
非金融事業の FCF は大幅なマイナス、資金繰りは有利子負債の追加調達に依存している状況が継続。Q2 も増資影響などを除外すれば、同様の状況
- 5. モバイル事業と非金融事業の経営方針に関する着目点** p. 8
楽天 G では、自社設備から KDDI のローミング活用に当面の経営戦略方針を転換。Q2 から、FY2023 のモバイル事業の設備投資額を 497 億円に圧縮(年あたり 2,000 億円に収まる水準)。短期的には資金繰りの改善につながる一方、中長期的にはモバイル事業の黒字化を先送りすることに。
- 6. 楽天 G が示す「損益分岐点」目標に関する注意点** p. 12
楽天 G が示したモバイル事業の EBITDA に関する損益分岐点の条件;(i).契約回線数:8 百万~10 百万、(ii).ARPU : 2,500~3,000 円、(iii).営業費用のうちネットワーク費用と販売管理費の合計額(減価償却費は除く)が 230~250 億円/月。
ただし、EBITDA の黒字化はモバイル事業の黒字化を意味しない。また、楽天の置く前提が現実に比べ楽観的であった場合には、EBITDA の黒字化タイミングも先送りとなる可能性がある。弊社試算値も紹介。
- 7. 楽天 G 社債の市場状況と社債投資の考え方** p.16
国内格付機関による格下げの実施にも関わらず、楽天 G の資金流動性は引き続き国内資本市場からサポートされやすく、信用リスクは現時点において引きつづき抑制されている。楽天 G の社債への投資にあたっては、長期の外貨建てハイブリッド債よりも短期のシニア債を対象とした投資を推奨。

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 2 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

[ポイント]

- 本レポートでは、対前四半期ベースでの短期的な変化にも注視しつつ、楽天 G の社債への投資戦略の考え方を示すことを目的とする
- 楽天 G の FY2023 Q2 決算では、インターネット事業やフィンテック（金融事業）などからなる「楽天経済圏」に関する、安定的な成長の継続を確認。
- 赤字と資金流出が継続しているモバイル事業については、ローミングを活用した戦略への変更や、一時的要因を含む営業費用圧縮、EBITDA の損益分岐点の考え方の公表など確認を要するポイントが多い

楽天の FY2023Q3 決算時の公表内容に基づきクレジット評価のアップデートを行う

楽天 G の FY2023 Q2 決算では、インターネット事業やフィンテック（金融事業）などからなる「楽天経済圏」に関する、安定的な成長の継続を確認

赤字と資金流出が継続しているモバイル事業については、ローミングを活用した戦略への変更や、一時的要因を含む営業費用圧縮、EBITDA の損益分岐点の考え方の公表など確認を要するポイントが多い

2023 年 8 月 10 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 2 四半期（FY2023 Q2）決算を公表¹した。また、同グループでは、2023 年 7 月 4 日付で楽天証券ホールディングスの株式上場申請が公表²されるなど、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、6 月には国内格付機関である JCR による格下げ³が行われた。本レポートは、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し、同社の社債への投資戦略の考え方を示すことを目的とする。

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大きな負担を与えており、赤字と資金流出が継続しているモバイル事業については、ここ 2 四半期で大きな経営方針の変更が行われている。昨年の無料回線の有償化に続き巨額の設備投資負担の回避のために KDDI のローミングを活用するなど、今後の成長戦略自体に大きな変化が継続している。また、短期的な赤字の圧縮にはマーケティング費用を 2/3 の水準に急激に圧縮したり、一部事業のセグメント移管を行うなどの一時影響も含まれており、さらなる費用圧縮を長期に実施しにくい点にも注意が必要だ。さらに、6 月 22 日には総務省がプラチナバンドと呼ばれる 700MHz 帯の割当方針を公表しパブコメを実施したが、既存の割り当てを受けていないことへの公平性の評点が大

¹ 「楽天グループ株式会社 2023 年度第 2 四半期 決算ハイライトに関するお知らせ」、2023/8/10、楽天グループ

² 「楽天証券ホールディングス株式会社の東京証券取引所への株式上場申請についてのお知らせ」、2023/7/4、楽天グループ

³ 「楽天グループ株式会社 ニュースリリース」、2023/6/21、日本格付研究所（JCR）

きいことから、楽天モバイルへの割り当て可能性は高く 2023 年の秋以降に新たな帯域でのサービス提供が開始される可能性は高いと考えられる。しかし、同帯域を割り当てられた場合には設備投資の拡大が必須となる。こうした複雑な状況の中、楽天 G ではモバイル事業の EBITDA に関する損益分岐点を示した。同社モバイル事業の EBITDA の黒字化は、同事業及び楽天 G のビジネスの安定性を劇的に改善させ得る。ただし、その達成にはさまざまな課題も存在する。以下で、順に確認する。

2. 楽天 G の連結決算

[ポイント]

- 楽天 G の直近四半期(FY2023 Q2;4-6 月期)における IFRS 当期純損失 (親会社の所有者帰属)は-574 億円と、前四半期の-826 億円から+251 億円の改善となったが、依然として 12 四半期連続となる赤字を計上

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		
	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	FY2020	FY2021	FY2022
売上収益	453,229	471,034	561,611	475,635	497,165	1,455,538	1,681,757	1,920,894
インターネットサービス	263,762	264,517	326,011	271,138	294,686	871,331	999,185	1,103,807
フィンテック	159,754	162,528	173,510	168,025	181,003	576,195	619,048	651,944
モバイル	80,785	84,465	108,867	96,333	80,071	172,451	227,511	350,735
調整額	-51,072	-40,476	-46,776	-59,862	-58,594	-164,439	-163,987	-185,592
IFRS 営業費用	535,443	550,173	629,497	550,438	545,251	1,579,631	1,966,419	2,254,857
IFRS その他の収益	4,622	1,770	684	4,976	7,522	54,483	108,036	8,372
IFRS その他の費用	7,953	16,833	11,478	6,366	8,331	24,240	18,100	46,022
IFRS 営業利益	-85,546	-94,202	-78,680	-76,194	-48,894	-93,849	-194,726	-371,612
IFRS 当期利益(親会社の所有者帰属)	-86,050	-84,644	-114,682	-82,567	-57,419	-114,199	-133,828	-377,217

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

同図表に示した通り、

楽天 G の直近四半期 (FY2023 Q2;4-6 月期)における IFRS 当期純損失 (親会社の所有者帰属)は-574 億円と、前四半期の-826 億円から+251 億円の改善となったが、依然として赤字を継続

- 直近四半期(FY2023 Q2;4-6 月期)における売上収益は 4,972 億円であり前年比では +9.7%の増収、前四半期対比では+4.5%の増収であった。
- 同四半期の IFRS 営業費用は 5,453 億円と前年比では+1.8%の増加であったが、前四半期対比では 5,504 億円から-52 億円 (-0.9%) の減少となった。
- 収益の増加が費用を上回った結果、同四半期における IFRS 営業損失は-489 億円と、前四半期の-761 億円から 273 億円の赤字縮小となった。
- IFRS 当期純損失 (親会社の所有者帰属)は-574 億円と、前四半期の-826 億円から+251 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 12 四半期連続。

3. 楽天 G のセグメント別損益状況

[ポイント]

- インターネット事業における売上収益は引きつづき順調に成長 (前年比+13.5%)。利益率の低下は一時的要因が原因、同影響を除けば営業利益も前年比+12%の増益。
- フィンテック事業は増収増益を継続、Non-GAAP ベースでの営業利益率はさらに改善している。全体として盤石な経営状況にある。
- 同社の課題はモバイル事業の安定化に集約される

(1). 楽天 G のセグメント別収益の全体像

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

セグメント別売上収益と営業利益		Q2/21	Q3/21	Q4/21	Q1/22	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	前年同期比 (%)
インターネットサービス	売上収益	236.7	238.6	300.1	249.5	263.8	259.7	320.4	271.1	294.7	11.7%
	営業利益	16.2	23.7	23.1	14.3	18.8	19.9	19.8	11.9	14.5	-23.0%
	国内EC										
	売上収益	168.1	172.2	205.5	182.8	190.9	195.0	229.2	205.0	216.7	13.5%
	営業利益	15.6	19.7	23.8	20.3	20.2	25.8	29.0	20.9	20.6	2.0%
	その他										
フィンテック	売上収益	68.6	66.4	94.6	66.7	72.8	64.7	91.3	66.2	78.0	7.1%
	営業利益	0.6	4.0	-0.7	-6.0	-1.4	-5.9	-9.2	-9.1	-6.1	赤字拡大:-4.7
モバイル	売上収益	153.2	150.9	163.5	156.2	159.8	166.5	176.1	168.0	181.0	13.3%
	営業利益	22.5	21.2	20.9	22.1	25.2	25.2	24.3	26.6	33.0	31.2%
調整額	売上収益	51.5	54.9	65.3	76.6	80.8	89.3	114.4	96.3	80.1	-0.9%
	営業利益	-99.7	-105.2	-118.7	-132.3	-121.5	-120.9	-112.6	-102.7	-82.4	赤字縮小:39.1
連結	売上収益	-39.2	-37.5	-47.7	-47.3	-51.1	-44.3	-47.8	-59.9	-58.6	赤字拡大:-7.5
	営業利益	1.4	2.7	-1.5	-3.2	-2.8	-2.7	-1.1	-4.8	-4.5	赤字拡大:-1.7
Non-GAAP営業利益 (モバイル、投資事業除き)	売上収益	402.2	406.9	481.2	435.0	453.2	471.1	563.2	475.6	497.2	9.7%
	Non-GAAP営業利益	-59.5	-57.7	-76.3	-99.1	-80.4	-78.5	-69.6	-69.0	-39.4	赤字縮小:41
	IFRS営業利益	-63.5	-7.5	-86.4	-113.2	-85.5	-90.0	-76.8	-76.2	-48.9	赤字縮小:36.6
Non-GAAP営業利益 (モバイル、投資事業除き)					34.4	38.7			31.2	45.6	17.8%

出所: 楽天グループ、2023 年度第 2 四半期決算説明会資料より

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

上図が示す通り、楽天 G の通期営業損失の大半は引き続きモバイル事業の-824 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)はそれぞれ黒字でモバイル・投資事業を除く Non-GAAP ベースの営業利益合計は 456 億円と前年同期比で +17.8%の安定増益だったが、連結でモバイル事業の赤字を相殺するには至っていない。

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

(2). 楽天 G のインターネット事業の状況

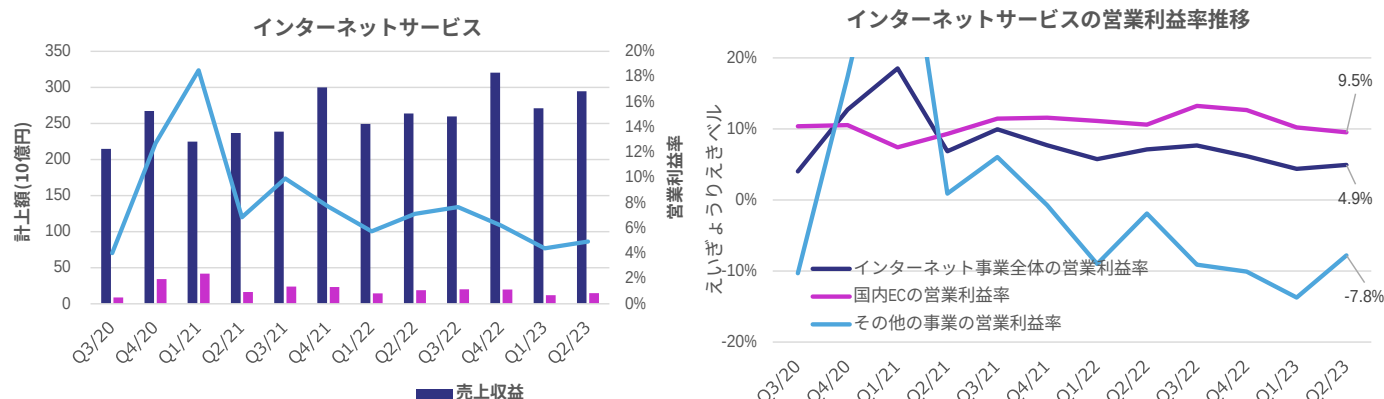
インターネット事業における売上収益は引きつづき順調に成長 (前年比+13.5%)

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となっている。より強く影響しているのはその他事業に含まれる成長投資の採算が改善せず赤字が継続している点にある。しかし、主力の国内 EC 事業でも売上収益が堅調に成長 (前年比+13.5%) しているにもかかわらず営業利益は前年比+2.0%の成長に留まり利益率は低下している (図表 3)。この理由について、楽天 G では楽天チケット等一部事業をモバイルから国内 EC に移管したことに伴う SPU (スーパーポイントアップ) 移管コストが 20 億円程度発生したことに関因しており、この一時影響がなければ国内 EC の営業利益も前年比+12%程度を維持できていたと説明している (逆にモバイル事業の内+20 億円の改善はセグメントの移管に起因)。

営業利益率の低下は モバイルからの一部 事業の付け替えに起 因した一時的要因が原 因と説明

楽天 G の国内市場における流通総額は前期比+10%の 1.5 兆円に達するなど安定した増収傾向を継続しており、基本的に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純収益及び営業利益の実績で堅調な成長を維持し続けている状況が確認できる。ただし、他事業者との競争の中で売上収益の増加に見合った利益率の改善がみられるかどうかはウォッチしていく必要があるだろう。

図表 3 インターネット事業の営業利益率推移



(注) 遡及修正分は反映せず、各公表時の値を示している点に注意。

出所：楽天グループ、各四半期決算説明会資料より

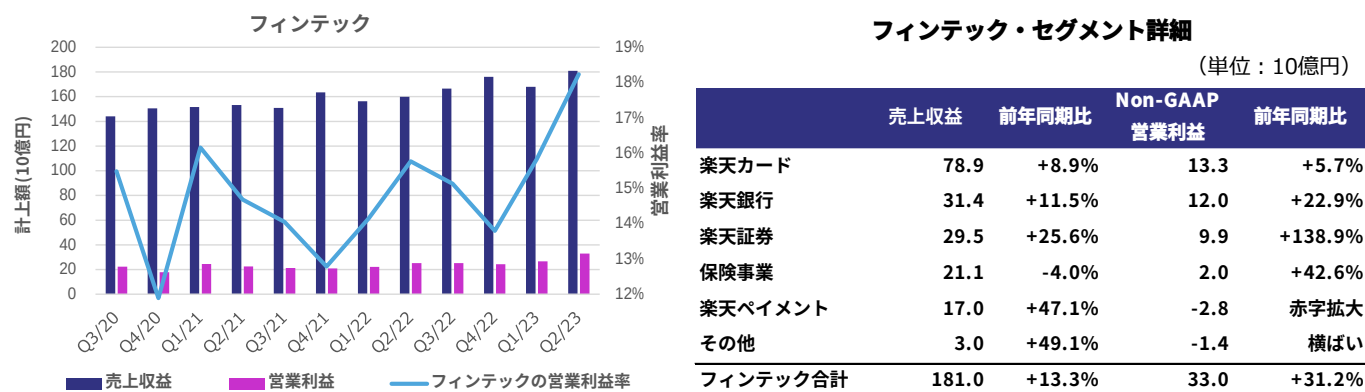
フィンテック事業は増 収増益を継続、Non- GAAP ベースでの営業 利益率はさらに改善し ている。全体として盤 石な経営状況にある

(3). 楽天 G のフィンテック事業の状況

フィンテック事業は増収増益を継続しており、Non-GAAP ベースでの営業利益率はさらに改善している。全体として盤石な経営状況にある。カード発行枚数、銀行口座数、証券総合口座数も前年同期比でそれぞれ+9.5%、+10.8%、+14.8%と、ほぼ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 133 億円(前期比+5.7%)、銀行事業が 120 億円(前期比+22.9%)、証券事業が 99 億円(前期比+138.9%)、保険事業が 20 億円(前期比+42.6%)と各主力事業はいずれも2桁から3桁の営業増益となっていた。さらに売上収益あたりの営業利益率も上昇傾向にある(図表 4)。

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 4 フィンテックの決算概要



出所: 楽天グループ、2023 年度第 2 四半期決算説明会資料より

4. 除く金融ベースでの B/S、CF の状況

[ポイント]

- 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
- 楽天 G のネット有利子負債は大きく、有利子負債調達に対する依存度がさらに継続する状況に、一定の懸念が存在。
- FY2023 Q2 の FCF は、-3,676 億円の資金流出(営業 CF が-1,933 億円、投資 CF が-1,743 億円)と資金流出状況が継続。
- 非金融事業の FCF は大幅なマイナス、資金繰りは有利子負債の追加調達に依存している状況が継続。上半期においても増資など特殊影響を除外すれば、この状況は Q2 になっても実質的に変わっていない

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、特にモバイル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⁴である。加えて、JCR では 2023 年 6 月 21 日付で、同社の信用格付けを「A」から「A-」へ格下げ⁵を行っている。また、いずれの格付機関とも、格付け見通しをネガティブに据え置いている。

⁴ “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)

⁵ “楽天グループ株式会社 ニュースリリース”、2023/6/21、日本格付研究所 (JCR)

(1) 楽天 G の B/S 評価に関する考え方

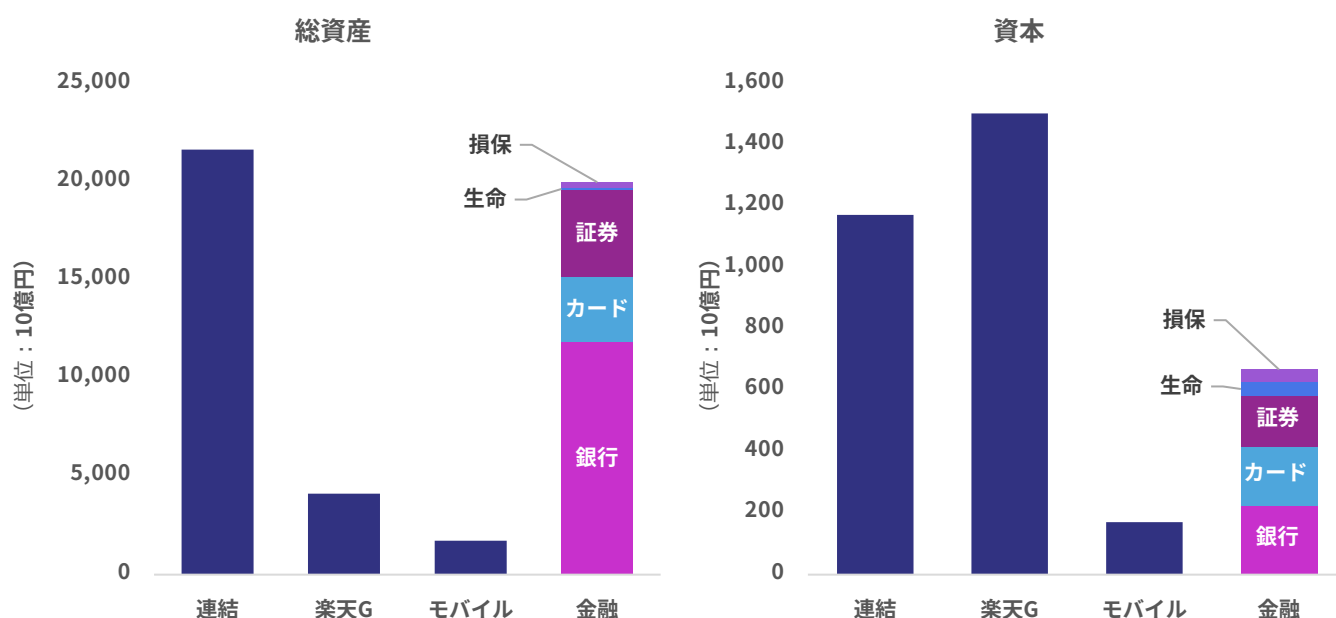
債券投資家の懸念:

- 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

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 5 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。

同図表が示す通り、連結総資産 21.6 兆円に対して、金融事業 (楽天銀行 11.8 兆円、楽天証券 4.5 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 5 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 2 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に比べ、必ずしも低くはない

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 4.1 兆円に対して自己資本は 1.5 兆円と自己資本比率は約 36%となっており、さらに劣後債残高約 5,430 億円⁶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。単体決算は四半期決算では公表されないが、楽天 G の連結自己資本は 5 月の増資を受け、決算は赤字にも関わらず 8,487 億円から 1 兆 1,723 億円まで+3,236 億円の増加となっていた。このことから、2023 年 6 月末時点の単体ベースのみなし自己資本比率は 35%を上回る水準に達していると弊社では推計している。この水準は、他の国内一般事業会社に比べても、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)。

⁶ 2023/8/15 時点の為替レートに基づき弊社で計算

ネット有利子負債は大きく、有利子負債調達に対する依存度がさらに継続する状況に、一定の懸念が存在

ただし、楽天 G は連結で見れば 5 兆円 (2022 年 12 月末は 4.7 兆円) の現預金を計上しているが、この値は金融事業などを含んでいる。非金融事業の資金状況を見ると、楽天 G 単体の現預金は 2023 年 6 月末において 2,967 億円に過ぎず、また楽天モバイルの現預金はほぼ枯渇した状態にある。これに対して非金融事業の借入金約 2.3 兆円 (楽天 G 単体 1 兆 2,787 億円、楽天モバイル 9,980 億円) に達しており、非金融事業のネット有利子負債は極めて巨額の水準にある。

このように、非金融事業を見た場合のネット有利子負債は大きく、有利子負債調達に対する依存度がさらに継続する状況に、一定の懸念が存在している。

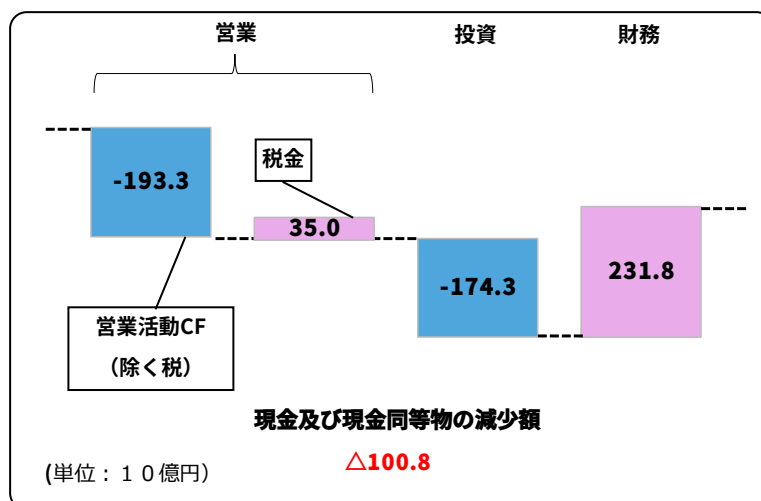
(2) 楽天 G の非金融事業キャッシュ・フローに関する考え方

FY2023 Q2 の FCF は、-3,676 億円の資金流出(営業 CF が-1,933 億円、投資 CF が-1,743 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 6 には、2023 年 1～6 月における楽天 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 1～6 月には-1,008 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 2,318 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-3,676 億円の資金流出となっていた(営業 CF が-1,933 億円、投資 CF が-1,743 億円)。

図表 6 楽天グループ 非金融事業キャッシュ・フローの状況 (2023 年 1～6 月)



所: 楽天グループ、2023 年度第 2 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

非金融事業の FCF は大幅なマイナス、資金繰りは有利子負債の追加調達に依存度している状況が継続

増資など特殊影響を除外すれば、上半期を通じてこの状況は変わっていない

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)。これを半期で案分すれば、単純計算で半期あたり-3,634 億円の資金流出となっていた。

よって、直近半期 (FY2023 H1) 全体で見れば、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えない。つまり、非金融事業の FCF は大幅なマイナスを継続(資金流出が続く)しており、資金繰りは有利子負債の追加調達に依存している状況が継続しているという状況にある。

なお、Q1(1-3 月期)における非金融事業のキャッシュ・フローは-1,550 億円の資金流出であったことを考えると、Q2(4-6 月期)は逆に約 500 億円強の資金流入でもあった。ただし、約 2,900 億円の払込み増資を受けた四半期の結果であったことも付記しておく。

5. モバイル事業と非金融事業の経営方針に関する着目点

[ポイント]

- モバイル事業の状況;

[売上] 通信サービスの売上高は増収(最強プランの影響で ARPU は改善、回線数も増加)。デバイスの減収により事業全体では約 522 億円への減収(前期は 579 億円)

[費用] 四半期営業費用は 1,312 億円と前期の 1,567 億円から-255 億円もの削減。経費削減の半分(-122 億円)は販管費の削減(350 億円から 228 億円)

[利益] 結果として-789 億円の四半期営業赤字を計上

- 楽天 G では、自社設備から KDDI のローミング活用に当面の経営戦略方針を転換

- Q2 から、FY2023 のモバイル事業の設備投資額を 497 億円に圧縮(年あたり 2,000 億円に収まる水準)

- 短期的には資金繰りの改善につながる一方、中長期的にはモバイル事業の黒字化を先送りすることに

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。以下でモバイル事業の多くを占める楽天モバイルの営業状況と投資状況を確認する。

(1). モバイル事業の営業状況について

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 Q2 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 1,949 円から 2,010 円へと増加したもののデバイスの売上減少により、約 522 億円への減収(前期は 579 億円)となった。ただし通信サービスの売上高は、前四半期の約 300 億円から 314 億円への増収であった。

一方、四半期営業費用は 1,312 億円と前期の 1,567 億円から-255 億円もの削減となった。ネットワーク費用や原価も圧縮されたが、経費削減の半分(-122 億円)は販管費の削減

モバイル事業の状況;
通信サービスの売上高は増収。デバイスの減収により事業全体では約 522 億円への減収(前期は 579 億円)

四半期営業費用は
1,312 億円と前期の
1,567 億円から-255 億
円もの削減。経費削減
の半分 (-122 億円) は
販管費の削減 (350 億
円から 228 億円)
結果として-789 億円の
四半期営業赤字を計上

(350 億円から 228 億円) であった。販管費の総額を考えると、少なくとも販管費についてはこれ以上の削減余地は大きくはない。

これらの経営施策の結果として、モバイル事業では、-789 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前期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。また、前述の通り 20 億円相当の評価損益が、セグメントの組み替えによりインターネット事業に移管していることを考慮すれば、実質的には-800 億円を超える赤字であったとも考えられる。

図表 7 楽天モバイルの損益計算書

(単位: 百万円)					
	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
IFRS 損益計算書					
IFRS 売上	46,093	45,796	52,983	57,856	52,238
サービス売上	23,466	24,939	28,704	29,983	31,440
MNO	18,471	20,284	24,476	26,457	28,280
データ	15,121	16,797	20,791	22,626	24,006
コール	1,091	1,242	1,180	1,076	1,139
オプション	2,259	2,242	2,502	2,729	2,926
その他	0	3	2	27	208
MVNO	4,995	4,655	4,228	3,526	3,161
デバイス売上	15,703	12,839	16,371	17,445	11,926
その他売上 (楽天ひかり等を含む)	6,925	8,018	7,909	10,428	8,872
営業費用	162,221	157,575	159,369	156,737	131,158
原価 (デバイス、オプション、楽天ひかり等を含む)	28,322	19,346	24,519	28,393	24,589
ネットワーク費用 (減価償却費、ローミング費用等を含む)	101,875	104,971	101,864	93,259	84,072
販売管理費 (マーケティング、ショップ等を含む)	35,334	34,901	34,533	35,029	22,795
その他 (為替調整等)	-3,309	-1,643	-1,548	56	-299
Non-GAAP 営業利益	-116,127	-111,779	-106,386	-98,881	-78,919
Non-GAAP EBITDA	-85,283	-77,118	-70,801	-61,709	-42,729

出所: 楽天グループ、2023 年度第 2 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

(2). モバイル事業の状況について

最強プランの影響で、
ARPU は改善、回線数も
増加に転じている

楽天モバイルの ARPU (1 ユーザーあたりの平均売上) は有料契約への移行が進むにつれ急速に改善してきたが、その改善ペースは減速している。同業他社であるソフトバンク KK の FY2023 Q1 決算時点の ARPU が 3,720 円程度であることを考えれば、さらに上昇余地があるが、同業他社も種々の対抗策をとると考えられる。一方で、MNO 回線数については、「最強」プランの影響もあり 4.81 百万回線となった (前四半期末は 4.57 百万回線)。なお、楽天 G の開示資料では、2023 年 7 月の MNO 回線数はさらに 491 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 8 楽天モバイルの業績指標

(単位：円)					
業績指標					
	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23
ARPU					
データ	1,043	1,205	1,537	1,667	1,707
コール	76	90	88	80	81
オプション	156	161	185	201	208
その他（広告、法人雑収入）	0	1	1	2	15
MNO	1,274	1,455	1,809	1,949	2,010
MVNO	2,475	2,572	2,576	2,365	2,330
(単位：百万)					
契約回線数					
MNO契約回線数	4.76	4.54	4.48	4.57	4.81
MVNO契約回線数	0.63	0.57	0.52	0.47	0.43
合計	5.39	5.11	5.00	5.04	5.24

(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 2 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、自社の設備投資から KDDI のローミング活用に当面の経営戦略方針を転換。

短期的には資金繰りの改善につながる一方、中長期的にはモバイル事業の黒字化を先送りすることに

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。この前提に立てば、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ことになっていた。

しかし、楽天 G では前四半期公表時から設備投資とネットワーク整備に関する方針を大きく転換した。特に、楽天 G の差別化手段としていた自前の技術に基づくネットワーク構築を大きくスローダウンし、当面は KDDI 回線のローミングを活用することで通信品質の改善と接続エリアの拡大を一気に進める方針にしたことが、最も顕著な転換であった。この方針転換は、短期的には資金繰りの改善につながる一方、中長期的にはモバイル事業の黒字化を先送りすることになる。

(3).モバイル事業の設備投資の状況について

以下の図表 9 には、モバイルセグメントの FY2023 Q2 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

	Q2/22	Q3/22	Q4/22	Q1/23	Q2/23	(単位: 百万円) FY2022合計
モバイルセグメント 合計	105,797	89,614	105,232	79,705	59,248	418,816
モバイルセグメント設備投資	82,546	71,232	77,433	71,381	49,660	321,343
使用権資産	23,251	18,382	27,799	8,324	9,588	97,473

出所:楽天グループ、2023年度第2四半期決算および通期決算説明会補足資料より

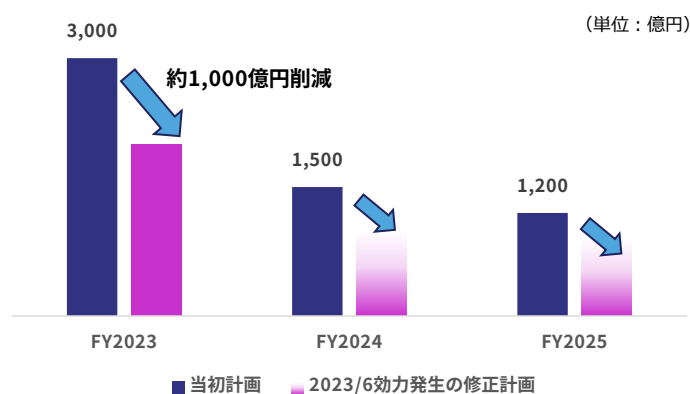
楽天 G では前四半期決算開示のタイミング(2023/5)に、従来の方針から転換し KDDI のローミングを活用した経営戦略への転換方針を示すと同時に、FY2023 におけるモバイル事業の設備投資総額の見通しを 1,000 億円程度削減し、約 2,000 億円に見直した。実際に、

Q2 から、FY2023 のモバイル事業の設備投資額を 497 億円に圧縮 (年あたり 2,000 億円に収まる水準)

モバイルセグメントの今四半期の設備投資額は 497 億円と年あたり 2,000 億円に収まる水準まで圧縮されていた。この他、土地借用やデータセンター等の使用権資産 95 億円を含んだ、同セグメントの設備投資総額は 592 億円となっていた。(図表 9)。

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 億円についても削減を目指すとしていた(図表 10)。前述の通り、設備投資額を抑制すれば楽天 G の当面の資金流出には抑制がかかる。しかし、有償で他社回線の間借りをしている以上、モバイル事業の収益性は短期的には改善しにくく、同事業の黒字化はさらに先送りされる可能性がある。

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 2 四半期決算および通期決算説明会 CEO グループ戦略より

6. 楽天 G が示す「損益分岐点」目標に関する注意点

[ポイント]

- 楽天 G が示したモバイル事業の EBITDA に関する損益分岐点の条件；
 - (i). 契約回線数：8 百万～10 百万
 - (ii). ARPU：2,500～3,000 円
 - (iii). 営業費用のうちネットワーク費用と販売管理費の合計額（減価償却費は除く）が 230～250 億円/月；
- 弊社による諸経費と売上の要因分解試算値とも整合的。
- ただし、EBITDA の黒字化はモバイル事業の黒字化を意味しない。
- 楽天 G モバイルによる損益分岐点試算値を悪化させる要因；(i). KDDI のローミング契約の条件変更可能性、(ii). 同業他社 ARPU 上昇の背後にみられる経費増の可能性、(iii). プラチナバンド獲得後の設備投資負担に関する不透明性、(iv). マーケティング費用の急激な抑制下での回線数の増加可能性
- 楽天の置く前提が現実に比べ楽観的であった場合には、EBITDA の黒字化タイミングも先送りとなる可能性がある

楽天 G の本四半期における開示資料には、新たに楽天モバイルについての EBITDA の損益分岐点シナリオが示された。ここでは、同シナリオの内容とこのシナリオが達成される前提条件について、同社の資料を基に確認する。同社による開示内容を、図表 11 に示した。

楽天 G では、モバイル事業の EBITDA に関する損益分岐点の条件として、

- (i). 契約回線数：8 百万～10 百万
- (ii). ARPU：2,500～3,000 円
- (iii). 営業費用のうちネットワーク費用と販売管理費の合計額（減価償却費は除く）が 230～250 億円/月

との3つの仮定を置いている。

図表 11 では、さらに営業費用（255 億円/月）を将来にわたり一定とした場合における ARPU、回線数と、モバイル事業の営業利益・EBITDA 水準との関係に関する弊社の推計値を示した。同図表が示す通り、モバイル契約がこれらの3条件を充足すると EBITDA は損益分岐点に達し、「設備投資分を除いた」ベースでのモバイル事業からの資金流出は止まることになり、楽天による説明と同図表における推計は整合的な内容となっている。なお、今後も設備投資は継続し減価償却費も継続的に発生するため EBITDA の黒字化はモバイル事業の黒字化を意味しないことは、確認しておく。

（なお、仮に ARPU が同業他社並みの 3,400 円に達し、回線数が 1,300 万回線に達すれば営業利益の黒字化も可能だと弊社では考える。）

モバイル事業の EBITDA に関する損益分岐点の条件；

(i). 契約回線数：8 百万～10 百万

(ii). ARPU：2,500～3,000 円

(iii). 営業費用のうちネットワーク費用と販売管理費の合計額（減価償却費は除く）が 230～250 億円/月

弊社による諸経費と売上の要因分解試算値とも整合的。

ただし、EBITDA の黒字化はモバイル事業の黒字化を意味しない

図表 11 楽天 G が参考として示すモバイル事業の「損益分岐点」

楽天 G が示したモバイル事業における損益分岐点は **EBITDA の黒字化**

(セグメント利益の黒字化ではない点に注意)

[楽天 G が示した条件]

(1).通信売上(B2C+B2B)について

契約回線数：8 百万～10 百万 (2023/6 時点実績 480 万回線)

ARPU：2,500～3,000 円 (2023/6 時点実績 2,089 円) オプション ARPU が+300 円押し上げ

(2).営業費用のうちネットワーク費用と販売管理費の合計額（減価償却費は除く）

230～250 億円/月 (2023/6 時点実績 260 億円)


 弊社により、ARPU・回線数
と EBITDA・営業利益の関係を
を推計

	公表実績値						弊社想定値				
	Q1/22 2022/3	Q2/22 2022/6	Q3/22 2022/9	Q4/22 2022/12	Q1/23 2023/3	Q2/23 2023/6	Q4/23 2023/12	Q4/24 2024/12	Q4/25 2025/12	Q4/26 2026/12	Q1/29 2029/3
ARPU(実数、MNO) 円/月	837	1,274	1,455	1,809	1,949	2,010	2,132	2,376	2,620	2,864	3,413
ARPU(実数、MVNO) 円/月	2,429	2,475	2,572	2,576	2,365	2,330	2,221	2,378			
契約回線数(実数、MNO) ,x1000回線	4,910	4,760	4,540	4,480	4,570	4,810	5,290	6,250	7,210	8,170	10,330
契約回線数(実数、MVNO) ,x1000回線	710	630	570	520	470	430	330	130	0	0	0
売上高(実数)	46,171	46,093	45,796	52,983	57,856	52,238	64,756	78,001	93,252	111,470	157,599
通信売上高(実績)	17,358	23,466	24,939	28,704	29,983	31,440	35,946	45,477	56,671	70,197	105,769
デバイス売上高	20,526	15,703	12,839	16,371	17,445	11,926	20,227	23,799	27,700	32,211	42,363
その他売上(楽天ひかり等を含む)	8,286	6,925	8,018	7,909	10,428	8,872	8,583	8,726	8,881	9,062	9,467
営業費用	171,227	162,220	157,575	159,369	156,737	131,157	138,319	141,319	144,595	148,385	156,911
減価償却費など(=EBITDA-EBITで近似)	33,173	30,844	34,661	35,585	37,172	36,190	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
営業費用(除く減価償却費など)	138,054	131,376	122,914	123,784	119,565	94,967	101,319	104,319	107,595	111,385	119,911
うちデバイス+その他	24,707	19,487	18,289	21,006	24,384	18,413	24,765	27,765	31,041	34,831	43,357
うち通信費	113,347	111,889	104,625	102,778	95,181	76,554	76,554	76,554	76,554	76,554	76,554
月当たり営業費用	46,018	43,792	40,971	41,261	39,855	31,656	33,773	34,773	35,865	37,128	39,970
うちデバイス+その他	8,236	6,496	6,096	7,002	8,128	6,138	8,255	9,255	10,347	11,610	14,452
うち通信費	37,782	37,296	34,875	34,259	31,727	25,518	25,518	25,518	25,518	25,518	25,518
営業利益	-125,056	-116,127	-111,779	-106,386	-98,881	-78,919	-73,563	-63,318	-51,344	-36,915	687
EBITDA	-91,883	-85,283	-77,118	-70,801	-61,709	-42,729	-36,563	-26,318	-14,344	85	37,687

ARPU:2,864 円
回線数:817 万
で EBITDA 黒字化

ARPU:3,413 円
回線数:1,330 万
で営業利益黒字化

(注) 楽天 G では、各種仮定に基づいた参考情報であり、結果が異なる可能性があることを注記している。その他売上を粗利 0%、デバイスの粗利を 20%として想定している。

(注) 色を付けている数値は、弊社の推計による

出所: 楽天グループ、2023 年度第 2 四半期決算および通期決算説明会 CEO グループ戦略より

楽天 G モバイルによる損益分岐点試算値を悪化させる要因；

(i). KDDI のローミング契約の条件変更可能性

(ii). 同業他社 ARPU 上昇の背後にみられる経費増の可能性

(iii). プラチナバンド獲得後の設備投資負担に関する不透明性

(iv). マーケティング費用の急激な抑制下での回線数の増加可能性

図 12 に ARPU、回線数の成長シナリオに応じた EBITDA と営業利益への影響に関する弊社の試算値を示す

楽天 G の置く前提が現実と比べ楽観的であった場合には、EBITDA の黒字化タイミングも先送りとなる可能性

一方で、楽天 G の想定にはそもそも楽観的な内容も多い。

1). KDDI のローミング契約の条件変更可能性

現在は楽天 G の回線数が少ないため、KDDI のローミングに接続することで高品質なサービスを提供できる。しかし、回線数が増えトラフィックが増えた場合にも同コストで同じクオリティのサービスを提供できるかどうかは不明。2023 年 6 月から開始された KDDI とのローミング契約は、提供期間が 2026 年 9 月まで延長されているが、その後については両社協議の上決定するとされている。楽天 G が本格的に KDDI 等既存のプロバイダーの市場を侵食し始めたときには、契約条件の変更（延長打ち切りや単価の引き上げ）があり得ることを想定しておくべきだろう。

2). 同業他社 ARPU 上昇の背後にみられる経費増の可能性

2023 年 7-8 月には、ドコモ、KDDI、ソフトバンクなど既存大手が相次いで携帯サービスの実質値上げプランを示した。この背景には、電気代や機材費などの価格上昇がある、と説明されている。現在の楽天 G のサービスにおける ARPU には同社の説明通りにまだ上昇余地がある。同時に、経費の上昇を織り込まないという点については、他社とは異なる前提となっている。弊社では楽天 G においても回線数の増加に伴う通常経費の増加可能性も考慮すべきと考える。

3). プラチナバンド獲得後の設備投資負担に関する不透明性

今回の楽天 G の決算説明では、プラチナバンドの獲得ができた場合の設備投資については継続すると言及している。この分野については、既存の基地局に機材を追加するだけであるため、新規の基地局開設に比べればコストは低いと説明している。一方で、どの程度の金額を投資すれば、どの程度の回線容量が増加するのかについては明確化していない。また、回線品質と顧客獲得数との関係についても、回線数の増加による品質低下を考慮せず、一定のコストのままで顧客獲得が同ペースで進むとの前提を置くと、過度な成長を織り込む可能性がある。

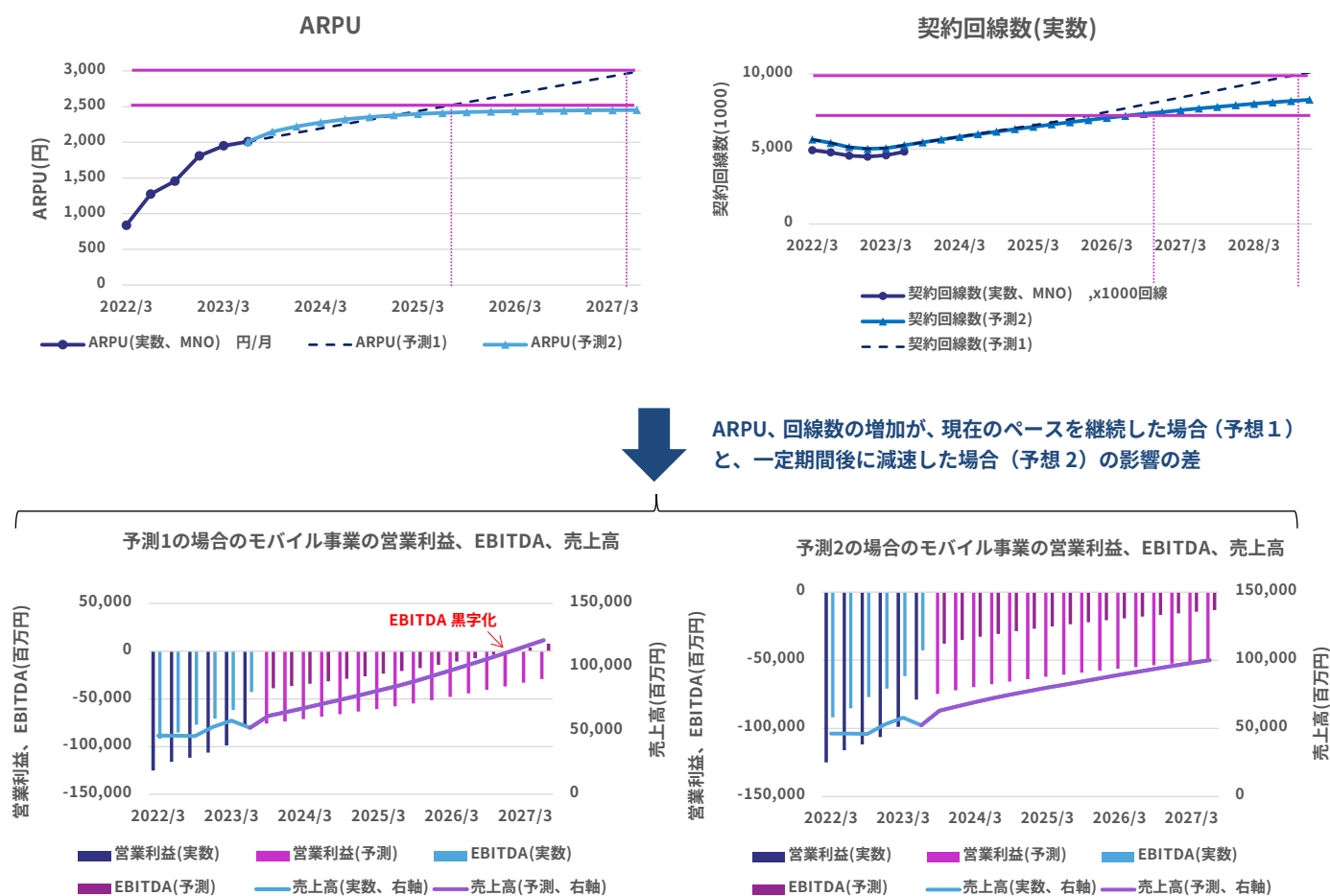
4). マーケティング費用の急激な抑制下での回線数の増加可能性

第 2 四半期における楽天 G のモバイル営業費用削減の半分（-122 億円）は販管費の削減（350 億円から 228 億円）であった。同社では 6 月実績から、さらに月当たりで 20～30 億円（四半期で 60～90 億円）の経費削減の可能性を示唆している。これがローミング費用などの通信契約条件の変更などだけで吸収されるのであれば問題はない。しかし、短期間のうちにマーケティング費用を約 2/3 に抑制し、さらに圧縮をかけてもこれまでと同様のペースで回線数の増加を継続できるのかどうかについては、不透明要因がある。

以下の図表 12 には、楽天 G の当四半期における ARPU と契約回線数の改善ペースが継続的に維持された場合（予想 1）と、一定期間後に減速した場合（予想 2）における、モバイル事業の EBITDA 及びセグメント営業利益の改善ペースの差についての弊社の推計結果を比較した。いずれの予想において営業費用の現状維持を想定している。

どの段階で楽天 G による EBITDA の損益分岐点の前提に到達すると考えるかは、投資家の判断による。ただし、EBITDA の黒字化よりも同事業の営業黒字化はさらに 2～3 期先の時点になりやすく、また前提が現実と比べ楽観的であった場合には、EBITDA の黒字化タイミングも先送りとなる可能性がある、と弊社では考えている。

図表 12 現在の増加ペースが継続した場合、減速した場合の EBITDA 改善ペースの差



出所: 5バリューアセットで作成

7. 楽天 G 社債の市場状況と社債投資の考え方

[ポイント]

- 国内格付機関による格下げの実施に関らず、楽天 G の資金流動性は引き続き国内資本市場からサポートされやすい。
- 設備投資を抑制する中で楽天 G の資金流動性は 2 年以内の期間において十分に管理下にあり、信用リスクは現時点において引きつづき抑制されている。
- 社債投資家にとっては、楽天 G の短期 (2024/11 償還) の米ドル建てシニア社債や、同じく短期 (2024/12 償還) の日本円建てシニア社債は相対的に優位な投資機会
- 楽天 G の社債への投資にあたっては、長期の外貨建てハイブリッド債よりも短期のシニア債を対象とした投資を推奨

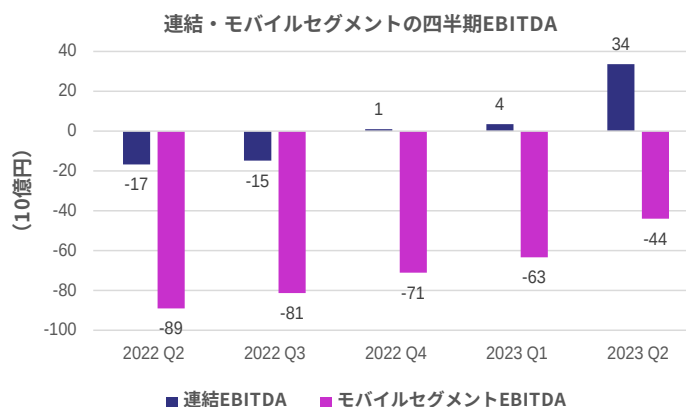
国内格付機関による格下げの実施に関らず、楽天 G の資金流動性は引き続き国内資本市場からサポートされやすい

ただし、本当に楽天 G の非金融事業からの資金流出が止まるのかは、年末までの資金の流れと増減を確認しない限り、まだ判断できない状態

先に示した通り、国内系格付機関においても R&I や JCR による格下げが相次ぐなど、モバイル事業に関連した資金流出を勘案した格下げが、さらに実施される可能性は今後も継続した状況にある。ただし、仮に国内格付機関が通常の 1~2 ノッチの範囲内でさらなる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 (図表 14)。また、5 月に実施された約 3,000 億円の資本調達、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、格付けも短期的には維持されやすく、また楽天 G の短期資金の流動性は国内資本市場から当面サポートされやすくなった、と考える。

楽天 G では、2023 年半ばから、これまでのモバイル事業黒字化から、同事業の EBITDA の改善に経営目標としての KPI を変更している。しかし、開示された EBITDA の改善には、モバイル事業から一部事業を国内インターネット事業に移管した影響やマーケティング費用を 2/3 の水準に急激に圧縮した影響なども含まれ、オーガニックな改善ペースが示されている訳ではわけではない。本当に楽天 G の非金融事業からの資金流出が止まるのかは、年末までの資金の流れと増減を確認しない限り、まだ判断できない状態にある。

図表 13 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 2 四半期決算および通期決算説明会補足資料より

非金融事業の運営は当面、有利子負債(追加的な借入金調達)に依存しやすい

非金融事業のFCFは、改善を継続しつつもモバイル事業起因での大幅なマイナスを継続(資金流出が続く)しやすい状況にある。先の増資により国内の短期資金は調達しやすいものの、有利子負債に対する依存度は当面は高くなりやすく、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。

以下の図表 14 には、2023 年 8 月 21 日時点における楽天 G の発行体格付けを示した。図表 15 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 8 月 21 日時点)

楽天グループ	発行体格付	永久劣後債 債券格付
S&P 自国通貨建長期債務発行体格付	BB	B
S&P 格付見通し	NEG	
R&I 発行体格付	BBB+	BBB-
R&I 格付見通し	NEG	
JCR 発行体格付	A-	BBB
JCR 格付見通し	NEG	

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

設備投資を抑制する中で楽天 G の資金流動性は 2 年以内の期間において十分に管理下であり、信用リスクは現時点では引きつづき抑制されている

社債投資家にとっては、楽天 G の短期(2024/11 償還)の米ドル建てシニア社債や、同じく短期(2024/12 償還)の日本円建てシニア社債は相対的に優位な投資機会

楽天 G の社債への投資にあたっては、長期の外貨建てハイブリッド債よりも短期のシニア債を対象とした投資を推奨

楽天 G については、国内格付機関も投資適格の格付を維持しており、また国内金融市場へのアクセスにより円ベースの短期資金を継続的にボリュームを伴って調達できる状態にある。楽天 G の当面の信用力は短期的には改善されており、また設備投資を抑制する中で同社の資金流動性について 2 年以内に著しい悪化は生じず十分に管理下にある。よって、同社の信用リスクは現時点において引きつづき抑制されている、と弊社では考える。このため、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 9.88%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 4.76%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。

一方、外貨建ての劣後債については、国内外格付機関による格付け格差により、BB 格と投機級の格付け評価が付与されている。投機級の社債の市場評価や借換え目的での新規起債の可能性には、楽天 G だけではなく欧米ハイイールド債市場における需給など、外部要件も影響する。特に初回コールまでの期間が長い劣後債の場合、借換え後のさらに長い期間の経営安定性や配当可能額の安定的な維持などに対する市場の信認が求められることになる。

同社の外貨建て劣後債の場合には慣例償還年限(初回コール日の償還を仮定した場合の残存年限)が 8 年程度と相対的に長い銘柄もある。現在のモバイル事業に起因する CF やビジネスモデルの不安定状況が 2~3 年以内に完全解消するとは考えにくく、今後も相場において不安定な値動きを示す可能性も高い。

よって、楽天 G の社債への投資にあたっては、長期の外貨建てハイブリッド債よりも短期のシニア債を対象とした投資を推奨したい。

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 8 月 23 日時点)

米ドル建て無担保社債									
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)	
楽天グループ		BB	2024/11/30	-	1.2	100.40	9.88	465.2	
楽天グループ		B	永久債	2031/04/22	7.6	50.95	18.46	977.6	

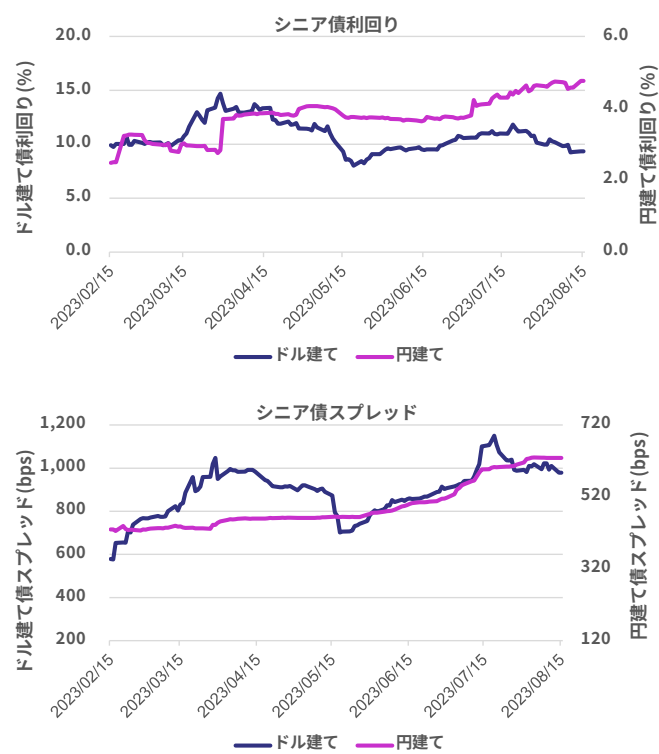
日本円建て無担保社債										ドル建て vs円建て
	発行体名称	R&I	JCR	満期	初回コール日	年限	単価	利回り (b) %	スプレッド (bps)	(a) - (b)
シニア債	楽天グループ		A-	2024/12/02	-	1.2	94.92	4.76	447.9	5.1
劣後債	楽天グループ		BBB	2060/11/04	2030/11/04	7.1	57.66	15.42	733.0	3.0

出所: Bloomberg データより5バリュアセットで作成

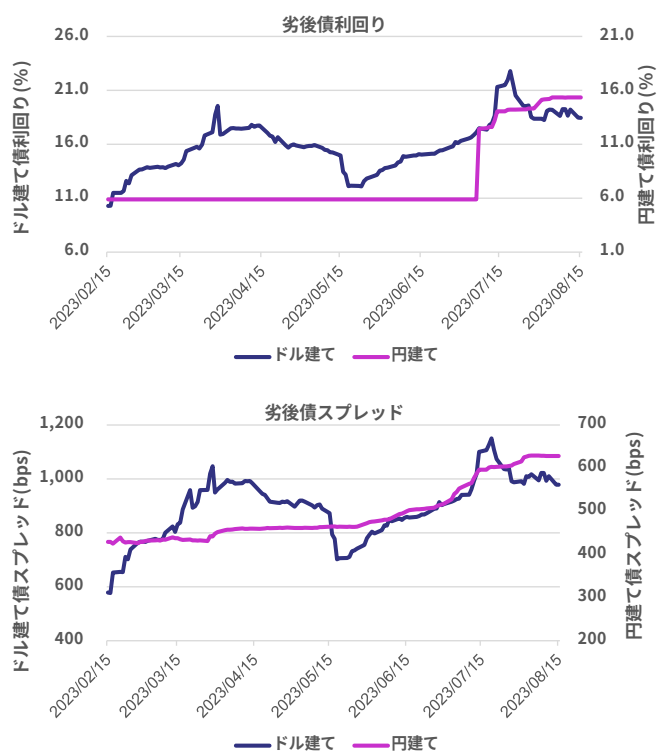
Moody's=ムーディーズ、S&P=スタンダード&プアーズ、R&I=格付投資情報センター、JCR=日本格付研究所

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

[シニア債]



[劣後債]



出所: Bloomberg データより5バリューアセットで作成

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		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	FQ2 2023 2023/6/30
流動資産	現預金	4,410,301	4,333,040	4,396,577	4,571,165	4,694,360	4,504,230	5,005,509
	短期投資	3,873,229	4,652,234	4,548,145	4,889,015	4,093,993	1,351,245	1,409,990
	現預金＋短期投資(手元流動性)	8,283,530	8,985,274	8,944,722	9,460,180	8,788,353	5,855,475	6,415,499
	営業債権合計	307,821	270,621	279,574	299,020	364,186	310,772	311,874
	在庫	0	0	0	0	0	0	0
	その他流動の資産	5,208,352	5,245,322	5,702,029	6,022,231	7,149,081	10,048,904	10,737,039
	流動資産合計	13,799,703	14,501,217	14,926,325	15,781,431	16,301,620	16,215,151	17,464,412
	償却対象固定資産純額	975,362	1,097,704	1,162,655	1,201,327	1,262,115	1,285,949	1,280,857
	長期投資	0	0	0	0	0	0	0
	繰延税金資産	225,100	256,545	276,721	292,387	290,013	296,208	301,396
非流動資産	その他の固定資産	1,831,056	2,130,267	2,339,556	2,470,765	2,548,533	2,552,229	2,601,358
	非流動資産合計	2,056,156	2,386,812	2,616,277	2,763,152	2,838,546	2,848,437	2,902,754
	総資産	16,831,221	17,985,733	18,705,257	19,745,910	20,402,281	20,349,537	21,648,023
流動負債	短期債務	1,749,122	0	1,773,586	3,145,899	1,243,655	3,153,953	3,096,573
	営業負債合計	392,455	356,670	351,774	341,420	450,562	396,650	343,010
	未払法人税	13,499	8,340	9,570	7,365	18,139	12,708	18,001
	その他の流動負債	9,572,437	12,013,142	12,424,810	12,889,383	15,484,104	13,582,619	14,629,901
	流動負債合計	11,727,513	12,378,152	14,559,740	16,384,067	17,196,460	17,145,930	18,087,485
非流動負債	長期債務	2,637,640	3,960,088	2,537,021	1,762,578	1,831,053	1,821,416	1,778,209
	その他の固定負債	1,348,778	593,225	561,555	587,496	526,057	602,774	610,035
	非流動負債合計	3,986,418	4,553,313	3,098,576	2,350,074	2,357,110	2,424,190	2,388,244
総負債		15,713,931	16,931,465	17,658,316	18,734,141	19,553,570	19,570,120	20,475,729
資本	優先株等	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316	317,316
	資本金	289,674	290,607	292,615	293,365	294,061	295,005	444,945
	資本剰余金	311,970	314,409	315,622	318,099	353,786	356,843	496,791
	利益剰余金	142,671	43,571	-51,222	-132,664	-280,085	-370,914	-438,719
	自己株式	0	0	0	0	0	0	0
	その他の包括利益合計額	32,088	64,762	145,532	188,091	106,273	123,441	197,801
	親会社株主帰属利益	1,093,719	1,030,665	1,019,863	984,207	791,351	721,691	1,018,134
	少数株主持分	23,571	23,603	27,078	27,562	57,360	57,726	154,160
資本合計		1,117,290	1,054,268	1,046,941	1,011,769	848,711	779,417	1,172,294
資産負債合計		16,831,221	17,985,733	18,705,257	19,745,910	20,402,281	20,349,537	21,648,023

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.moodyys.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 バリューストック株式会社（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)

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