

|| 企業調査レポート ||

USEN-NEXT HOLDINGS

9418 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2018 年 11 月 16 日 (金)

執筆：客員アナリスト

宮田仁光

FISCO Ltd. Analyst **Kimiteru Miyata**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
■ 会社概要	03
1. 会社概要	03
2. 沿革	04
3. 経営統合と持株会社化	05
■ 事業概要	07
1. 店舗サービス事業	07
2. 通信事業	09
3. 業務用システム事業	10
4. コンテンツ配信事業	11
5. エネルギー事業	13
6. メディア事業	13
■ 業績動向	14
1. グループ資産の有効活用	14
2. 2018年8月期の業績動向	14
3. 2019年8月期の業績見通し	15
■ 中期経営方針	16
1. 基本方針と経営戦略	16
2. 中期利益成長シナリオ	17
■ 株主還元策	20
1. 配当政策	20
2. 株主優待制度	21
■ 情報セキュリティ	21

■ 要約

統合でグループシナジーを発揮、中期成長に結び付ける計画

USEN-NEXT HOLDINGS<9418>は、音楽配信サービスを始め、店舗・施設運営のための支援ツールやソリューションといった商材やサービス、東京電力との業務提供にて提供する電力サービス「USEN でんき」などを、傘下の子会社を通じて業務店など顧客に提供している。一方でコンシューマー向けには、定額制映像配信サービス「U-NEXT」の提供を行っている。一時(株)USENと(株)U-NEXTに分離していたが、2017年12月に再統合して現在の形態になった。統合の目的は、音楽や映像コンテンツ、ネットワークインフラ、顧客基盤といったグループ企業がそれぞれに持つ強みを、より高いレベルで相互活用、各社の販売チャネルを連携し主力商品をクロスセルすることで、グループシナジーを創出していくことにある。最終的に1顧客当たり売上高の最大化を目指している。また、高収益事業の音楽配信から店舗運営ソリューションやエネルギー、コンテンツ配信などの高成長事業へと、資金の還流をスムーズにすることも目的となっている。

事業セグメントは、店舗サービス事業、通信事業、業務用システム事業、コンテンツ配信事業、エネルギー事業、メディア事業の6つである。店舗サービス事業では、飲食店や小売店などに対して音楽配信サービスの提供、音楽著作権の管理業務のほか、IoT化など店舗経営のソリューションサービスを提供している。エネルギー事業やメディア事業では、そうした顧客に対し、電力やガスの販売、ヒトサラなどメディアによる集客支援サービスを行っている。通信事業では、施設向け通信回線や個人向けモバイル通信(MVNO)サービスを提供すると併せて通信事業者が提供するインターネットサービス等の取次も行っている。業務用システム事業では、ホテルや病院、ゴルフ場などに自動精算機やフロント管理システムを提供している。また、コンテンツ配信事業では、個人向けに映像や電子書籍などデジタルコンテンツを配信している

2018年8月期の業績は、売上高107,932百万円、営業利益6,006百万円となった。8ヶ月決算のため前期比較はできないが、営業利益で期初計画比506百万円の超過達成となった。既存事業の強化を図るとともに、高成長事業と位置付けるエネルギー事業への取り組み強化や、店舗向けIoT商材・サービスによるアープアップを積極的に取り組んだことが奏功したと思われる。2019年8月期業績見通しについて、同社は売上高170,000百万円、営業利益8,000百万円を見込んでいる。営業利益が弱冠弱く見えるが、こちらは将来収益獲得のための営業販管費用を今期から投入していくためである。

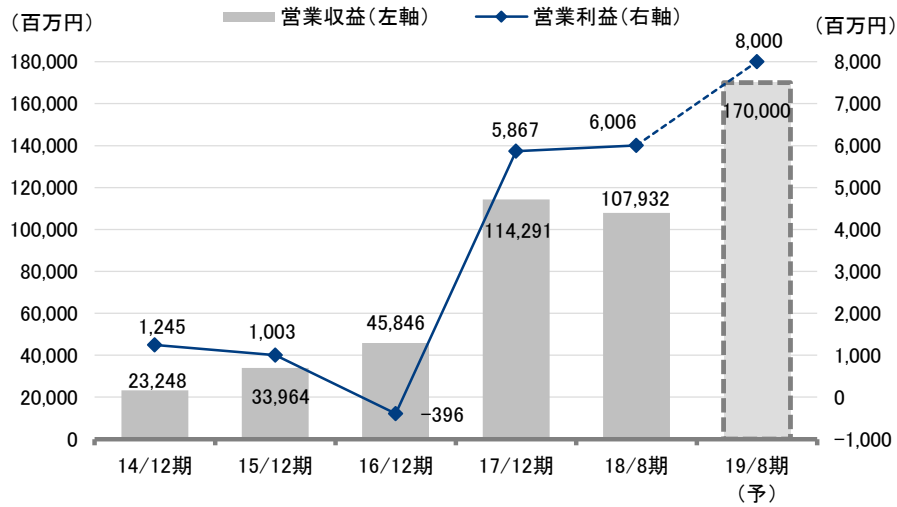
安定高収益事業の業務店向け音楽配信事業を基盤に、映像配信事業とエネルギー事業、店舗向けIoT事業、業務用システム事業が同社の中期成長をけん引すると思われる。統合により資金の運用がより効率化されたため、全体最適を目指しつつ各事業の部分最適も図りやすくなったことも今後の成長要因と考える。事業成長へ向けた先行費用(投資)の発生や高成長低粗利事業の拡大による利益率の低下の可能性はあるが、営業利益規模は順調に成長拡大するだろう。2022年8月期には100億円を超える営業利益を期待したい。なお、中期経営計画について、同社は経営統合や新規事業の進捗を見ながら策定する考えのようだ。遠からず公表されることを期待する。

要約

Key Points

- ・ U-NEXT と USEN の経営統合により、1 顧客当たり売上高の最大化を狙う
- ・ 2019 年 8 月期は統合のシナジー創出や高成長事業の準備で先行費用が発生
- ・ 安定高収益の音楽配信を基盤に、高成長事業へ資金を還流し成長を促進

業績推移



注：2017 年 12 月に U-NEXT と USEN が経営統合、18/8 期は 8 ヶ月の変則決算。なお、USEN については 17/12 期は 3～11 月の 9 ヶ月間、18/12 期は 12～8 月の 9 ヶ月間の取り込み。16/12 期以前は統合前の U-NEXT の数値。

出所：決算短信よりフィスコ作成

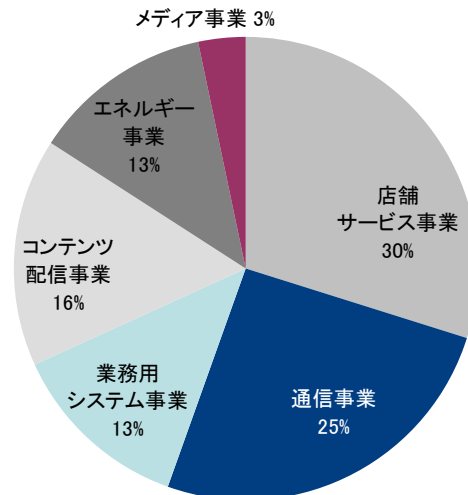
■ 会社概要

有線放送をコアに店舗支援や映像配信サービスなどを手掛ける

1. 会社概要

同社は、祖業の音楽配信サービスを始め、定額制映像配信サービス、店舗・施設運営のための支援ツールやソリューションといった商材やサービスを、傘下の子会社を通じて業務店など顧客に提供する持株会社である。事業セグメントは、店舗サービス事業、通信事業、業務用システム事業、コンテンツ配信事業、エネルギー事業、メディア事業の 6 つである。店舗サービス事業では、飲食店や小売店などに対して音楽配信サービスの提供や配信機器の販売・施工、音楽著作権の管理業務のほか、IoT 化など店舗経営のソリューションサービスを提供している。エネルギー事業やメディア事業では、そうした顧客に対し電力やガスの販売、ヒトサラなどメディアによる集客支援サービスを行っている。通信事業では施設向け通信回線や個人向けモバイル通信 (MVNO)、通信事業者が提供するインターネットサービス等の取次などのサービスを提供、業務用システム事業ではホテルや病院などに自動精算機やフロント管理システムを提供している。また、コンテンツ配信事業では個人向けに映像・電子書籍などデジタルコンテンツを配信している。

2018年8月期売上高構成比



注：18/8 期は 8 ヶ月の変則決算
 出所：決算短信よりフィスコ作成

会社概要

有線放送を祖業にデジタル化と多角化を進めてきた

2. 沿革

同社は、宇野元忠（うのもとただ）氏が1961年に創業、大阪有線放送社を設立し、その後全国を網羅する有線放送網を構築した。1998年に宇野康秀（うのやすひで）氏が社長に就任すると、有線放送で培った顧客基盤・インフラを利用した店舗支援サービスやブロードバンドサービス、動画配信・電子書籍などコンテンツ提供サービスなど多角化とデジタル化へと舵を切った。USENの子会社であった（株）ユーズマーケティングから新設分割によって設立され、ブロードバンド事業を展開していた（株）U'sブロードコミュニケーションズ（後のU-NEXT）は、2010年12月にUSENから会社分割によってテレビ向け有料映像配信サービス事業と個人向け光回線などの販売代理店事業を承継した。2017年12月、両社が保有する顧客基盤や販売チャンネル、業務店支援ノウハウなど、グループとしての強みをより一層生かすため、USENとU-NEXTは再統合することになった。

沿革

年月	内容
1961年 6月	大阪有線放送社として、故宇野元忠が個人創業 2P ケーブルにて 2 チャンネルの有線音楽放送開始
1987年10月	マルチ 440 チャンネルステレオの有線音楽放送を開始
1998年 7月	宇野康秀が代表取締役社長に就任
2000年 4月	社名を株式会社有線ブロードネットワークスに変更、併せて本社を東京都千代田区永田町に移転
2001年 3月	光ファイバー・ブロードバンドサービスを、東京都世田谷区、渋谷区の一部地域にて開始
2001年 4月	USEN、(株)大阪証券取引所ナスダック・ジャパン（現 東京証券取引所 JASDAQ）市場に上場
2006年10月	(株)アルメックスを株式交換により完全子会社化
2006年10月	(株)ギャガ・コミュニケーションズ（現 ギャガ（株））を株式交換により完全子会社化
2007年 6月	テレビ向け動画配信サービス「ギャオネクスト」（現名称「U-NEXT」）の提供開始
2009年 4月	(株)GyaOの発行済株式の51%をヤフー（株）へ譲渡
2009年 7月	(株)ギャガ・コミュニケーションズ（現 ギャガ（株））の全株式を（株）ティーワイリミテッド及び（株）キノシタ・マネージメントへ譲渡
2010年12月	U-NEXT、「U-NEXT 事業及び個人向け光回線等の販売代理店事業」を吸収分割方式にて USEN から分離独立
2012年 7月	グルメ情報サイトを「ヒトサラ」へブランド変更
2012年 8月	U-NEXT、マルチデバイス向け映像配信開始
2013年 7月	USEN、東証と大証との証券市場統合により、東京証券取引所 JASDAQ 市場に上場
2013年 9月	U-NEXT、独自ブランドの LTE 対応モバイルデータ通信サービス「U-mobile * d」販売開始
2013年12月	スマートフォン向け定額音楽配信サービス「スマホで USEN」提供開始（現「SMART USEN」）
2014年 4月	U-NEXT、会員向け電子書籍ストア「BookPlace for U-NEXT」をスタート
2014年10月	「U-NEXT」「U-mobile」や格安スマートフォンを体験購入できる店舗「U-NEXT ストア」が南青山にオープン
2014年12月	U-NEXT、東京証券取引所マザーズ市場へ上場
2015年 2月	U-NEXT、ソフトバンクモバイル（株）（現 ソフトバンク（株））が提供する「アニメ放題」の運営を開始
2015年 7月	(株)レコチョクとの協業による店舗用 BGM 配信サービス「OTORAKU - 音・楽 -」提供開始
2015年10月	「U-NEXT」サービスサイトを大幅リニューアル
2015年11月	USENの連結子会社アルメックスがユニロボット（株）と資本業務提携
2015年11月	USEN、東京電力（株）と業務提携に関する基本合意
2015年12月	U-NEXT、東京証券取引所市場第一部へ市場変更
2017年 7月	各社臨時株主総会における本経営統合に係る最終契約の承認
2017年12月	U-NEXT と USEN との経営統合により（株）USEN-NEXT HOLDINGS に商号変更
2018年 6月	中国大手電子決済プラットフォーム Lakala と提携、Alipay、WeChat Pay 導入
2018年 8月	業務店に対するトータルソリューション領域で（株）リクルートと業務提携
2018年10月	有線放送 2 位のキャンシシステム（株）を 100%子会社化

出所：ホームページよりフィスコ作成

会社概要

経営統合でグループの経営資源を有効活用

3. 経営統合と持株会社化

U-NEXT と USEN が経営統合した上で、U-NEXT を存続会社に持株会社としての同社が設立された。統合の目的は、音楽や映像コンテンツ、ネットワークインフラ、顧客基盤といったグループ企業がそれぞれに持つ強みを、より高いレベルで相互活用、各社の販売チャネルを連携し各社の主力商品をクロスセルすることで、グループシナジーを創出していくことにある。また、IoT や AI など次世代の技術に対応できる新たな企業グループとして、機動的な成長戦略を実現していくことも統合の目的である。さらに、各社が独立していることによる重複コストも、グループ機能を集約することで削減、オペレーション効率の向上へとつながることが期待されている。こうしたシナジーをより強力に創出するため、同社は連結事業セグメントを、店舗サービス事業、通信事業、業務用システム事業、コンテンツ配信事業、エネルギー事業、メディア事業の6事業へと括り直した。

同社を構成する事業と子会社群

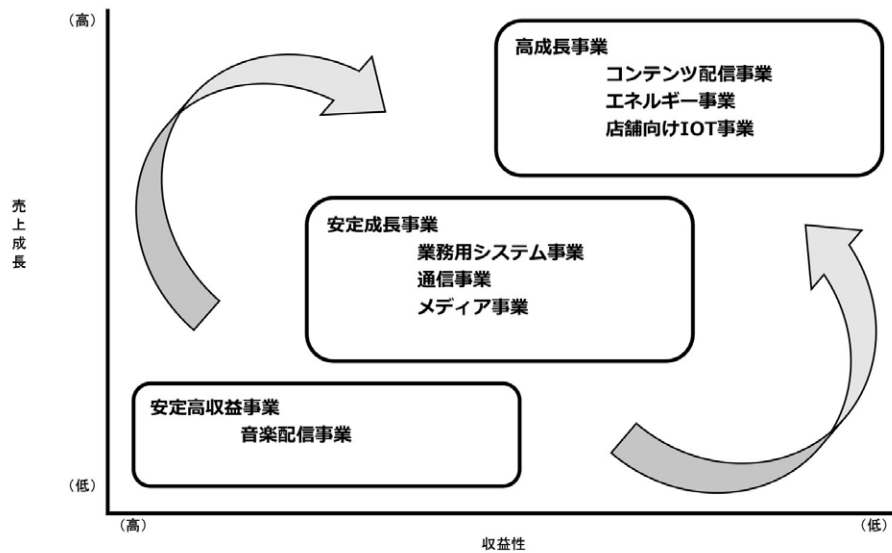
新セグメント	子会社	役割	旧セグメント
店舗サービス事業	(株)USEN	有線放送、デジタル音楽放送の運営、販売、業務店向けシステムソリューション販売	音楽配信事業
	(株)ユーズミュージック	音楽著作権の管理・開発事業	その他事業
	(株)USENテクノサービス	電気・通信設備工事請負業、各種機器・情報通信端末などのリファービッシュ(再整備)やキッティング	その他事業
通信事業	(株)USEN NETWORKS	通信回線等の代理販売	コミュニケーションネットワーク事業
	(株)U-NEXT	個人向け映像配信サービス、コンテンツプラットフォームの運営、販売	コミュニケーションネットワーク事業
	(株)USEN ICT Solutions	法人向け回線販売	ICT事業
	(株)USEN-NEXT LIVING PARTNERS	通信回線等の代理販売	コミュニケーションネットワーク事業
	(株)U-MX	通信回線等の代理販売	コミュニケーションネットワーク事業
	(株)Next Innovation	通信回線等の代理販売	コミュニケーションネットワーク事業
	Y.U-mobile(株)	個人向けMVNOサービスの提供、販売	コミュニケーションネットワーク事業
業務用システム事業	(株)アルメックス	ホテル・病院・ゴルフ場向け、自動精算システム等の開発、製造、販売	業務用システム事業
	(株)U-NEXT	個人向け映像配信サービス、コンテンツプラットフォームの運営、販売	コンテンツプラットフォーム事業
コンテンツ配信事業	(株)U-NEXTマーケティング	コールセンター・AI事業	コンテンツプラットフォーム事業
	(株)USEN	業務店、商業施設向け高圧・低圧電力の提供	その他事業
エネルギー事業	(株)USEN	業務店、商業施設向け高圧・低圧電力の提供	その他事業
メディア事業	(株)USEN Media	集客支援事業	その他事業
その他事業	(株)U-NEXTマーケティング	コールセンター受託事業	コミュニケーションネットワーク事業
	他6社(非連結子会社3社、持分法非適用関連会社3社)		

出所：有価証券報告書等よりフィスコ作成

会社概要

一方、成長性の観点から、業務店向け音楽配信事業を安定高収益事業と位置付けたほか、業務用システム事業及び通信事業、メディア事業を安定成長事業、コンテンツ配信事業及びエネルギー事業、店舗向けIoT事業を高成長事業と3つの事業区分に分類した。安定高収益事業で得られた資金を高成長事業に振り向けることで、資金の運用をより効率化することが意図されており、これも統合の目的の1つと言えるだろう。これらにより、音楽配信サービスの厚い顧客基盤に対し、従来の直販ばかりでなくグループの有するテレマーケティングや代理店などを積極的に利用、IoT化やエネルギー販売、集客支援など店舗向けソリューションサービスを強化する方針だ。このように、顧客基盤や商材、資金をグループ内で有効活用することで、最終的に1顧客当たりの売上高を最大化することを目指している。

成長ステージによる事業区分



出所：ヒアリングからフィスコ作成

■ 事業概要

安定高収益の音楽配信を基盤にクロスセルを推進

1. 店舗サービス事業

店舗サービス事業は、音楽配信事業と店舗運営ソリューション事業に分けられる。音楽配信事業は 50 年以上の歴史を持ち、全国の業務店やオフィス、個人宅へ向けて、音楽や情報などを放送する「USEN」サービスを提供している。当然だが、提供する音楽はすべて著作権に関して適切な処理を行っている。受信端末機（チューナー）は同社からのレンタルで、受信端末の設置環境に合わせて専用の同軸ケーブルや通信衛星、インターネット回線といったインフラを使用している。顧客の大多数は業務店で、特に飲食、小売、理美容、クリニックの割合が高く、チェーン店は全国チェーンから地域密着チェーンまで幅広い。同事業では、店舗運営ソリューション事業も併せて行っており、開業支援から業務環境構築、販売促進まで、業務店に対して店舗運営の一切のソリューションサービスをワンストップで提供することができる。店舗運営ソリューション事業のメニューは、タブレット POS レジ「U レジ」、事業者向けテナント総合保険「お店のあんしん保険」、店舗のキャッシュレス決済を実現する「USEN PAYGATE」、店舗アプリ作成サービス「UPLink」、業務店向け Wi-Fi サービス「USEN SPOT」など種々あり、さらに拡張中である。

(1) 音楽配信事業

62 万に上る強固な顧客基盤を有し安定的な売上を生み出している事業で、店舗・施設用 BGM で約 80% という圧倒的なシェアを誇る。一方、収益性も高く、グループの戦略を支えるキャッシュを生み出している。同社にとって「安定高収益事業」ということになる。強固な顧客基盤は、500 を超えるチャンネル数と圧倒的なクオリティに支えられている。J-POP や洋楽、ジャズ、ヒーリング、クラシックなどの専門チャンネルから、聴きたい曲がリクエストできるチャンネルまで、あらゆる店舗空間の音楽ニーズを満たすことができる。また、音質面でもすべての放送楽曲に BGM として最適な音圧調整が施されている。さらに、グループで全国 150 支店、営業職 1,000 人、技術職 750 人というサポート体制を擁し、設置施工からアフターケアまで万全の態勢を取っている。品ぞろえや品質、サポート体制に加え、月額 4,000 ～ 5,000 円で CD プレイヤーなどハードの導入や継続的なソフト購入の費用、ソフトの入れ替えや選曲の手間、面倒な著作権処理などが解消できることを考えると、同事業の根強い人気の理由が分かる。

通常の音楽配信のほか、リフレッシュやリラックス音楽に加え終業など時刻の分かるオフィス向け BGM、チェーン店独自のニーズに合わせて編成する専用放送、海外 BGM 企業との提携、個人・家庭向け音楽配信サービスも行っている。また、導入の手間のかからない「OTORAKU-音・楽-」というサービスもある。思いどおりの BGM を作ることができる、店舗・施設で使用可能な BGM アプリである。国内の主要音楽レーベルはもちろん、海外インディーズまでを網羅し、POPS からイージーリスニングまで豊富なジャンルの楽曲が配信されている。タブレットを使える程度の IT リテラシーがあれば、店舗環境に合わせた BGM プレイリストを思いどおりに作ることができる。定番から季節物、人気ランキングまで、BGM のプロによる豊富なプレイリストも多数そろえている。

事業概要

ところで、300万店の業務店市場において、BGMを使用している店が200万店弱、うち著作権処理ができていない業務店が半分以上を占めると言われている。知的財産への意識が世界的に高まるなか、JASRAC（日本音楽著作権協会）が不適法利用店舗の取り締まりを強化、摘発される店舗が増加している。同社もJASRACとともに不適法利用店舗への啓蒙を進めており、店舗側も不適法利用の認識と著作権の適法処理への意識が高まりつつある。この傾向が続けば、将来的に不適法利用店舗が同社の伸びしろになる可能性が高くなることも考えられ、安定的と見なされている同事業の隠れたポテンシャルと言うこともできるだろう。

なお、同社は2018年10月、業務店向け音楽配信サービス業界2位のキャンシステム（株）を100%子会社化した。2019年1月に連結対象とする計画である。キャンシステムは顧客数13万、売上高50億円強、営業利益4億円という規模の企業で、統合すれば同社顧客数と合わせて75万の規模となる見込みである。子会社化により相互の顧客資産の有効活用、両社で取り組んできた店舗運営ソリューションサービスの強化ばかりでなく、著作権料を支払わない不適法利用店舗対策も加速することが見込まれる。一方、電柱や音源、電波、地方支店の共有による効率化が予想されるほか、それぞれが業務店向けに50年超にわたって蓄積してきたノウハウを共有することで、新商品や新サービスの開発が加速、企業価値の向上につながる事が期待される。

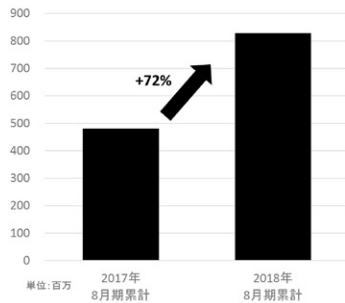
(2) 店舗運営ソリューション

長年の音楽配信事業で培った、同社事業の基盤となっている顧客にとって、現状、音楽配信以上に店舗運営ソリューションへの関心が高い。業務店には個店や中小チェーンが数多く、ナショナルチェーンのような規模のメリットを生かすことができるような店舗ばかりではない。近年、小売・サービス業でもIT化が進んでおり、中小零細業務店が対応するにはなおさらハードルが上がっている。このため、同社は中小零細業務店にとって導入が難しい最先端の機器やシステムを、ワンストップで届けるサービスを行い、人気が高まっている。同社にとっても、音楽配信以外の各種商品やサービスを利用してもらえれば、顧客満足の向上と客単価の上昇の一挙両得となる。このため、同社は店舗運営ソリューションを「高成長事業」に位置付け、積極的に営業展開をしている。今回の経営統合によって、長年の顧客基盤に対して、グループの商品やサービスをより効率よく提供することができるようになった。

そうしたソリューションの中でも、タブレットPOSレジとハンディ端末を使ったオーダーリング・システム「Uレジ」は特に人気がある。自動で売上集計・分析・管理ができる多機能性、低コスト、iPad利用ならではのスマートなデザインと直感的で使いやすい操作性、365日・150拠点によるサポート体制などが業務店から支持されている。そのほか、予約や決済に関するシステムの構築、開業・開店に必要なインフラや器材の一括手配・施工など、サービス内容は多岐にわたる。また、食べ放題・飲み放題メニューなどレジとの連携が必要のない注文や店員の呼び出しのみに特化した安価なセルフオーダー端末「U-Order」の提供を開始し、導入価格の高いセルフオーダー端末の間口を広げている。キャッシュレス化についてはクレジット決済端末「USEN PAYGATE」を既に提供していることに加え、中国のLakala社と業務提携することで、「Alipay」「WeChat Pay」の導入も開始する見込みである。

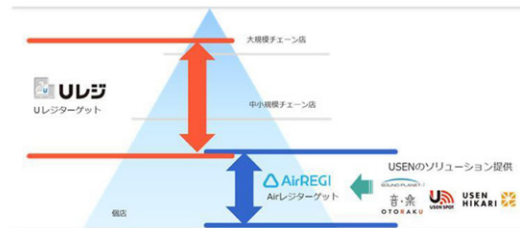
事業概要

タブレット POS レジの売上高の伸び



出所：決算説明会資料より掲載

USEN の考える飲食店向けソリューションの棲み分け



環境変化のなか安定成長を目指す

2. 通信事業

通信事業では、法人向け ICT ソリューション「USEN GATE 02」、法人向けブロードバンドインターネット回線「USEN 光」、個人向け MVNO サービス「U-mobile」、個人向けブロードバンドインターネット回線「U-NEXT 光 01」を提供している。ICT 事業としては、「USEN GATE 02」ブランドのインターネット回線や専用線など法人向けのネットワークサービス、Google やサイボウズ<4776>などのクラウドサービス、データ通信や MDM といったモバイルサービス、データセンターサービスなど、ICT 商材の販売事業を行っている。光ファイバーによるインターネット接続サービスを世界で初めて開始したのが同社で、常に変化し発展し続ける ICT 業界で、これまで 4 万社を超える企業にサービスを提供してきた。同事業の強みはサービスラインナップの幅広さにあり、ネットワーク環境に関するあらゆるニーズに対応しているが、一方で取引窓口が一本化できるなど高い利便性を誇る。ICT の進化・普及によって、あらゆるモノがインターネットにつながり、商品の購買目的が所有から利用へと変化し、シェアリングエコノミーやコト消費が勃興している。働き方改革によりライフスタイルが変化するなか、労働生産性を維持・向上させる必要も生じている。クラウドや AI、VR、5G といった新技術が登場しては社会に組み入れられ、色々な場面でテクノロジーの利用がますます必要不可欠になっている。だからこそ中小業務店も取り入れなければ致命的な遅れとなってしまふ。

インターネット回線の販売代理では、NTT 東日本(東日本電信電話(株))及び NTT 西日本(西日本電信電話(株))の提供するフレッツ光回線の販売を中心に、回線の販売数に応じた販売手数料を両社より受け取り、それを原資に全国に代理店網を広げるという取り組みを積極展開してきた。MVNO サービス「U-mobile」では、NTT ドコモ<9437>とソフトバンク(ソフトバンクグループ<9984>)の通信回線を利用し、個人顧客向けに格安スマートフォンや格安 SIM などを販売している。従来の大手携帯電話会社によるサービスに比べ月額利用料金を低く設定し、家電量販店や Web を中心に販売している。ところが、こうした事業は、かつては比較的「美味しい商売」であったのは事実だが、制度変更や大手キャリアの攻勢、競争事業者の増加によって、現在では厳しいビジネスとなっている。しかし一方で、顧客基盤拡大やクロスセル強化を狙う同社にとって、代理店網は大切な経営資源でもある。同社は、こうした代理店を回線販売だけでなく、店舗ソリューションなど成長する他の事業の営業戦術として利用し始めた。同社にとっては営業戦力の強化、代理店にとっては事業の多角化と利害が一致し、両者の関係は Win-Win の関係へと深化していると言えそうだ。

社内的にも業界的にもユニークな存在のアルメックス

3. 業務用システム事業

業務用システム事業は子会社の(株)アルメックスが行っており、ビジネスホテルやシティホテル、レジャーホテル向けに自動精算機や宿泊施設管理システム、総合病院など医療機関向けに自動精算機や再来受付機、ゴルフ場向けに自動精算機やチェックイン機などを提供している。飲食店向けにオーダー端末やオペレーティングシステムの販売も行っている。ファブレスメーカーとして機器やシステムの開発から販売、メンテナンスまでを独自で行っている。メーカー色が強く、グループ内では異色な存在と言えるが、ITなど最新技術を駆使した製品やサービスによって、機器導入施設の利用者にホスピタリティを提供するコンセプトは、他の事業と大きく変わらないと考える。

自動精算機と言うと大手電機メーカー製をイメージしやすいが、同社の国内シェアはレジャーホテル85%、ビジネスホテル65%、大規模医療機関65%、ゴルフ場70%と非常に高率である。理由は、バブル経済だった30年前、レジャーホテル業界では既に人手不足の状態にあり、また、顧客の対面精算をしたくないという思いもあって、自動精算機に対するニーズが非常に強まった。そのような環境下、レピュテーションを気にしてニーズを取り損なった大手企業の不戦敗という側面もあるが、専業として積極的に営業をかける一方、カラオケの導入など独自のアイデアや技術を組み合わせ、レジャーホテル各社の事情に仕組みをカスタマイズするなど、きめ細かいサービスを提供したことがアルメックスの勝因である。したがって、様々なマーケットにおける自動精算機や周辺の受付業務全般にわたるノウハウの蓄積が、大きな差別化要因となっている。

ファブレスメーカーであること、改装などに伴い一定期間ごとに機器のリプレース需要が発生すること、売上げの50%弱がメンテナンスなどのランニング収入であることなどから、ポラティリティが小さく収益性の高いビジネスモデルになっている。また、労働人口の減少を背景に、全国・全産業で省人化ニーズが高まっている。特にホテル業界においては、東京オリンピック・パラリンピック開催に向けた建設ラッシュや、レジャーホテルのインバウンド向け改装の加速などから、同社製品へのニーズが拡大していくことが予測されている。また、インバウンド/アウトバウンドによる成長機会を直接捉えるため、既存製品/サービスのマルチリンガル化や訪日外国人向けレジャーホテルサイトの運営を開始した。2014年には、マレーシアに設立した現地法人を通じて、東南アジアでの市場開拓も進めている。

成長期の映像配信業界で優位性を発揮

4. コンテンツ配信事業

「U-NEXT」では、VOD（ビデオ・オン・デマンド）と呼ばれる映像配信サービスを提供している。映画館で上映された映画やテレビで放送されたドラマ・アニメ・バラエティといった映像コンテンツ、小説・コミック・雑誌・写真集などをそろえた電子書籍コンテンツ、邦楽・洋楽・クラシック・演歌などが聴ける音楽コンテンツを、インターネットを通じて、テレビ（セットトップボックスの接続かインターネット接続で利用可能）やPC、スマートフォン、タブレットなどで視聴することができる。個人向けの月額課金型の有料サービスで、旧作を中心とした見放題作品と、視聴ごとに課金される準新作・新作を中心とした作品で構成されている。

定額映像配信の市場では、dTV、hulu、同社（U-NEXT）、Amazonプライムビデオ、Netflixが大手と言われる。NTTドコモが運営するdTVは月額500円（税抜、以下同）でコンテンツ数が12万本以上、日本テレビホールディングス<9404>子会社のhuluが933円で50,000本以上、米国巨大資本のAmazonプライムビデオが370円（プライム年会費3,611円）で32,000本以上、同じく米国資本のNetflixが画質により800円/1,200円/1,800円で3万本と言われている。AmazonプライムビデオとNetflixは海外製の独自コンテンツに特徴があり、dTVは画質が劣るスマートフォン向けの短いコンテンツが多く、huluは海外ドラマや日本テレビ系の番組が多い。AmazonプライムビデオとNetflixが、資本力に物を言わせた販促で売上を大きく伸ばしているようだ。

これに対して同社は月額1,990円と、一見値段が高いように見えるが、市場の中で伸び率が特に高いとも言われている。理由は、コンテンツの優位性にある。映画やTV番組など65,000本以上の映像コンテンツが見放題の上、レンタル作品が45,000本以上あり、有料とはいえ公開・放送されたばかりの最新作も充実している。さらに、毎月1日に1,200円分のポイントが付与されるので、有料課金の最新作もポイントの範囲内であれば実質無料で見ることができる。また、同社は大手で唯一成人向け作品を手掛けている。成人向けがコンテンツの需要拡大のカギを握るとするのは、レンタルビデオの成長期に（株）TSUTAYAが日本に進出した米国大手ブロックバスターに圧勝したことからもうかがうことができる。

そのほか、同社はアニメや韓流ドラマも豊富に品ぞろえしており、オタクや大人の女性の取り込みも進んでいる。もちろんディズニーなどファミリー向けメジャー作品もラインナップされている上、雑誌70誌以上が見放題というサービスも付いている。前述したポイントは、書籍・コミックの購入や映画チケットの割引にも利用できる。さらに、ファミリーアカウントにより4人まで同時視聴が可能であり、セキュリティによって各自のプライバシーも守られる。以上から、実質的に1人当たり月額約500円と実は安価と言うこともでき、特段にレンタルビデオのリプレース先として、同社が最適なポジショニングにあると言えるだろう。

USEN-NEXT HOLDINGS | 2018年11月16日(金)
 9418 東証1部 | <https://usen-next.co.jp/>

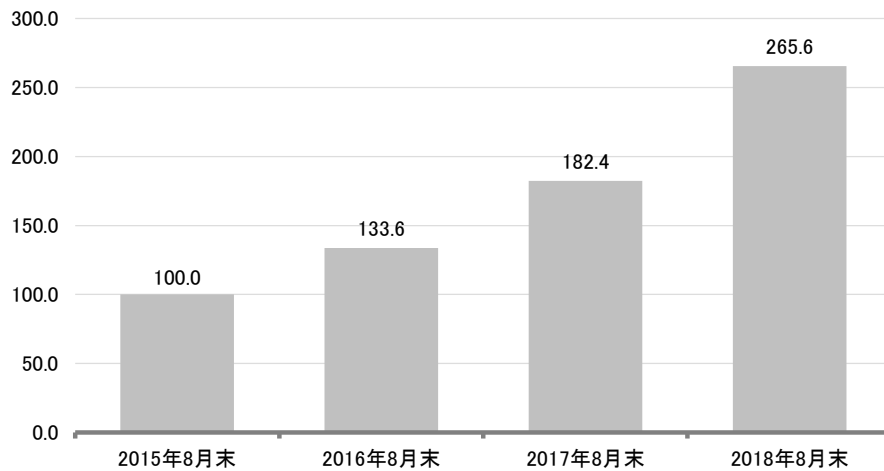
事業概要

一方、課題は資金力である。これが映像配信ビジネスにおいて絶対的に唯一の成否を分けるポイントではないものの、コンテンツの調達や販促にはそれ相応の資金が必要である。日本人向けでないコンテンツが多いため好評と言い切れないが、米国資本の2社は資金力に物を言わせた集客をしている。Amazon プライムビデオはAmazon プライム会員の特典の1つであるため、実質無料という言い方もできる。Netflix は自社コンテンツに巨額の投資をしている。両社とも高額な TVCM を頻繁に打っている。そのような状況のなかで同社は、Web や代理店、シネコンプースでの販売、リスティング及びアフィリエイト広告を駆使し、コンテンツの優位性を地道に訴求することで、毎月安定的にユーザーを積み上げているのである。

事業展開面では、様々な企業と提携関係を構築していることに特徴がある。これまでに、ヤマダ電機<9831>やTSUTAYA など通信や流通、不動産の大きな顧客基盤を有する企業と提携し、OEM 形式でサービスを提供している。ソフトバンクと組んで展開するアニメアプリ「アニメ放題」や、EXILE TRIBE FAMILY などのファンクラブ会員だけが登録できる動画配信サービスも行っている。このため、「U-NEXT」の契約者数は3年間で2.6倍、2018年8月末は前年同期末比46%増と大きく拡大している。定額動画配信サービスの市場規模は2017年で1,383億円(前年同期比13%増)と言われるが、同社のシェアは0.3ポイント上昇の12.6%で業界3位を誇っている。同社にとって定額映像配信事業は、主力事業にして高成長事業である。

「U-NEXT」契約者数の増加率

(2015年8月末を100として算出)



出所：ホームページよりフィスコ作成

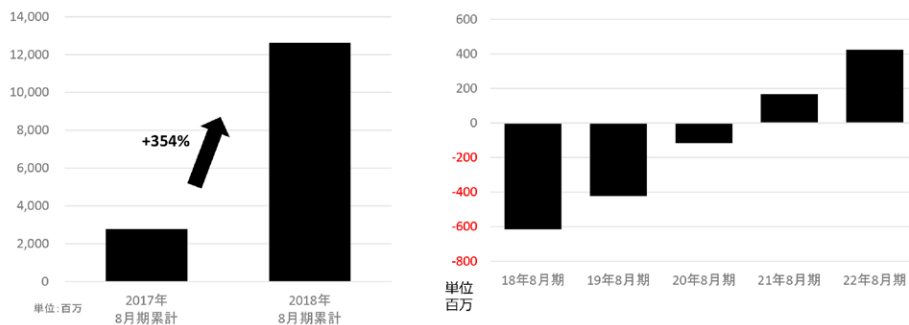
事業概要

クロスセルのフック商材として高成長を期待

5. エネルギー事業

エネルギー事業では、東京電力ホールディングス<9501>と業務提携し、東京電力ホールディングスのテリトリー外にある業務店や商業施設向けに高圧・低圧電力と都市ガスの販売や、省エネルギー施策提案などのコンサルティング・サービスを提供している。電力販売の自由化を背景に2016年9月に立ち上げたばかりの事業だが、同社の厚い顧客基盤に対して価格の安さを訴求して販売しているため、契約者数は急増を続けている。エネルギー事業の粗利率が低いことから、同社の中期的な営業利益率の低下要因になると思われるが、これまでBGMを不要としていた業務店等へも販売を行える為、店舗運営ソリューションなどのクロスセルに向けたフック商材として同社は高成長事業と位置付け、積極的に拡販をしているところである。このため、足元は赤字だが、2021年8月期には黒字転換する見込みとなっている。

「USEN でんき」の売上高と利益（右）の伸び



出所：決算説明会資料より掲載

グルメ情報サイトなどで集客支援

6. メディア事業

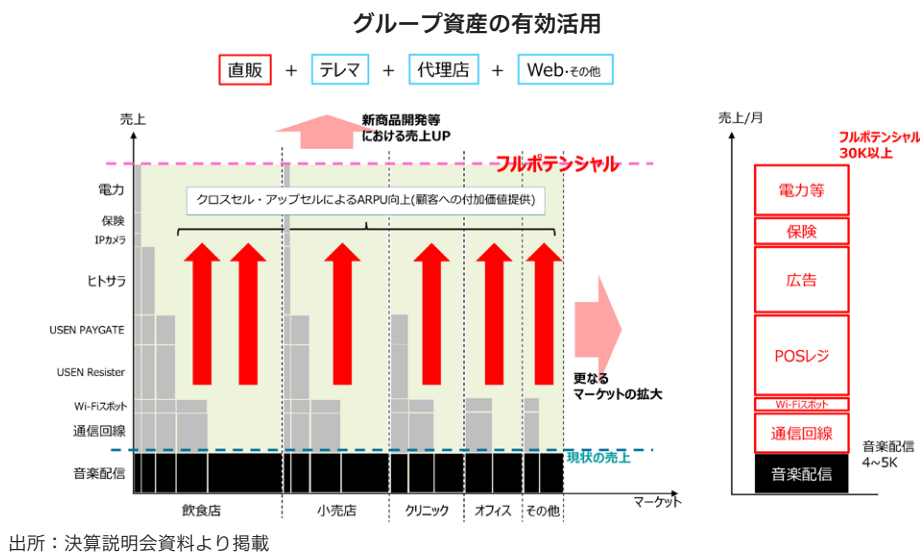
メディア事業の主力は、グルメレストラン情報サイト「ヒトサラ」で、飲食店向けに集客支援サービスを提供している。料理人（ヒト）と料理（サラ）にフォーカスしてレストランの新しい魅力を訴求するとともに、比較的ハイエンドな飲食店にターゲットを絞り込むことによって、ホットペッパーグルメやぐるなびなどの競合サイトと差別化している。このため、一定のマーケットポジションを確保しており、月間ユニークユーザー数は2,000万人に達する。また、「ヒトサラ」には即時予約機能を追加したことで、これまでの広告収入に即時予約でのトラザクションモデルが加わることでビジネスの幅が拡大している。一方で、「食べログ」の代理店として、メディアミックスによる効率的な集客方法の提案も行っている。さらに、インバウンド戦略として、訪日外国人に向けて英語/簡体字/繁体字/韓国語へ対応した、「ヒトサラ」の多言語版グルメサイト「SAVOR JAPAN」を運営している。ほかに、結婚を意識し始めた女性をターゲットにフリーマガジン・Web・イベント・サロンの4方向からアプローチできるウェディングメディア「ウエコレ」や、スタイリスト探しのWebマガジン「bangs」も展開している。

業績動向

グループ資産は強固な顧客基盤と全国展開の営業力

1. グループ資産の有効活用

同社の統合の目的でもあるクロスセルを図示すると以下ようになる。音楽配信事業で培われた強固な顧客基盤に対し、グループ各社の有する直販やテレマ、代理店といった営業資産を有効活用し、音楽・映像コンテンツに加え電力やタブレット POS レジ・キャッシュレス決済端末及び店舗向け損害保険など、顧客の抱くニーズやウォンツに対して最適なソリューションサービスを提供するのだが、事業基盤である顧客もグループ各社の資産である商材も、依然伸びしろのある状況と言える。



経営統合直後にもかかわらず、積極経営を推進

2. 2018年8月期の業績動向

2018年8月期の業績は、売上高 107,932 百万円、営業利益 6,006 百万円、経常利益 5,012 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 3,169 百万円となった。8ヶ月決算のため前期比較はできないが、期初計画比では、売上高はほぼ計画どおりだったが、営業利益以下それぞれ 506 百万円、512 百万円、1,469 百万円の超過達成となった。

USEN-NEXT HOLDINGS | 2018年11月16日(金)
 9418 東証1部 | <https://usen-next.co.jp/>

業績動向

2018年8月期の業績動向

	17/12期 百万円	売上比 %	18/8期 百万円	売上比 %	増減率 %
売上高	114,291	100.0	107,932	100.0	-
営業利益	5,867	5.1	6,006	5.6	-
経常利益	3,303	2.9	5,012	4.6	-
親会社株主に帰属する当期純利益	427	0.4	3,169	2.9	-

注：18/8期は8ヶ月の変則決算
出所：決算短信よりフィスコ作成

USEN グループの決算対応期間

	17/12期 第3四半期	17/12期 通期	18/8期 第1四半期	18/8期 通期	19/8期 通期
旧 U-NEXT	1~9月	1~12月	1~3月	1~8月 (8ヶ月)	9~8月 (12ヶ月)
旧 USEN	3~8月 (6ヶ月)	3~11月 (9ヶ月)	12~2月 (3ヶ月)	12~8月 (9ヶ月)	9~8月 (12ヶ月)

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

既存事業の強化を図るとともに、高成長事業と位置付けるエネルギー事業への取り組みの強化や、店舗向け IoT 商材・サービスを始めとするラインナップの充実に積極的に取り組んだことが奏功したと思われる。具体的には、電力小売りや店舗のリスクをまとめて補償する損害保険の取扱いを開始、中国大手アクワイアラー・プラットフォームの(株)ラカラジャパンと業務提携し、「Alipay (アリペイ)」や「WeChat Pay (ウィーチャットペイ)」といった中国の主要電子決済サービスの取扱いを始める予定となっている。また、(株)リクルートとの業務提携では、飲食店を中心とした業務店の労働生産性向上や IT 化促進を目的に、相互の業務支援ビジネスの連携や取り組み強化を推進することになった。これらにより、開業準備から開業、繁盛店作りという店舗の抱えるすべての課題を解決するワンストップソリューションの提供が可能になると考える。

統合効果を最大限発揮するため 2019 年 8 月期はいったん先行費用

3. 2019 年 8 月期の業績見通し

2019 年 8 月期業績見通しについて、同社は売上高 170,000 百万円、営業利益 8,000 百万円、経常利益 6,500 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 3,000 百万円を見込んでいる。2018 年 8 月期が 8 ヶ月決算だったため前期比はないが、営業利益率に関しては、平均的と考えられる 5% 台前半に対して 4.7% と低くなっている。

同社は、グループの有する顧客基盤や各種商材といった経営資産を最大限活用するため、直販体制を維持しつつ、今期よりテレマーケティングや Web マーケティング、代理店網といった販売チャネルなど営業体制の強化を推進している。また、急速に変化するテクノロジーや社会環境に対し、IoT や AI といった IT 技術など新たなテクノロジーを活用して、市場におけるニーズやビジネス機会をいち早く捉えることを目指している。このため 2019 年 8 月期は、中期成長に備えた販売チャネルの拡大やビジネスモデルの転換を進めており、先行的に費用が膨らむ計画になっている。従って、2019 年 8 月期に見込まれる営業利益率は前年度プロフォルマに対して減少するものの、来期以降改善していくものと思われる。

業績動向

2019年8月期の業績見通し

	18/8 期 百万円	売上比 %	19/8 期予想 百万円	売上比 %	増減率 %
売上高	107,932	100.0	170,000	100.0	-
営業利益	6,006	5.6	8,000	4.7	-
経常利益	5,012	4.6	6,500	3.8	-
親会社株主に帰属する当期純利益	3,169	2.9	3,000	1.8	-

注：18/8 期は 8 ヶ月の変則決算

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 中期経営方針

グループシナジーを最大化し、企業価値の最大化に取り組む

1. 基本方針と経営戦略

「必要とされる次へ。」という経営の基本方針のもと、ホールディングス体制へと進化した同社は、新しい価値・サービスの創造を通じ、社会から必要とされ、期待され続ける企業グループとして、株主価値と企業価値の最大化に取り組んでいるところである。同社は、グループ企業価値の最大化を実現するため、売上高、EBITDA、資本的支出を計画にしたがって維持するとともに、財務バランスの健全性を計る指標である自己資本比率、収益性指標（売上高当期純利益率）、効率性指標（総資本回転率）、負債の有効活用度（財務レバレッジ）で構成される ROE を重要な経営指標としてベンチマークしている。

同社の中長期的な経営戦略は、統合の目的であるグループシナジーを最大化し、新たなサービスを創出しながら、成長性や収益性を強化していくことである。また、急速に変化するテクノロジーや社会環境におけるニーズやビジネスチャンスを一いち早く捉え、IoT や AI といった IT 技術を活用して対応していく。そして、迅速な意思決定によって収益に取り込み、株主価値と企業価値の最大化に取り組んでいく方針である。顧客基盤の共有化と事業会社間の連携強化、専門領域の深掘りを通じて、新たに区分された 6 つのセクターで、それぞれ事業価値の拡大に取り組んでいく考えである。

中期利益成長に向けた準備が整いつつある

2. 中期利益成長シナリオ

安定高収益事業の業務店向け音楽配信事業を基盤に、映像配信事業とエネルギー事業、店舗向けIoT事業、業務用システム事業が同社の中期成長をけん引すると思われる。統合により資金の運用がより効率化されたため、全体最適を目指しつつ各事業の部分最適も図りやすくなったことも今後の成長要因と考える。このため、事業成長へ向けた先行費用（投資）の発生や高成長低粗利事業の拡大による利益率の低下の可能性はあるが、グループ全体の営業利益規模は順調に成長拡大するだろう。

(1) 店舗サービス事業

音楽配信事業については、厚い顧客基盤と現状の収益水準を維持することが目標となる。可能性として高くないかもしれないが、同社が業界2位のキャンシステムをM&Aしたため、不適法店の減少など業界秩序が落ち着き、顧客が増勢に転じる可能性もあると考える。店舗向けソリューションサービスは、社員を増強し代理店やテレマーケティング、Webなど直販以外の営業を推進するなど営業戦略を強化している。したがって、社員増強や代理店のモチベーション向上のため、短期的にややコスト先行とならざるを得ないだろう。ただし、タブレットPOSレジや少額短期保険など重ね売りの進行によっては、1顧客当たりの売上高の向上が早まる可能性もある。また、キャッシュレス化や労働力不足など、業界環境の変化が急速で、業務店のニーズも急が高まる可能性がある。そうしたニーズに対して同社はキャッシュレス化対応でリクルートと提携、アリペイなど中国系電子マネー決済サービスを導入、卓上でのセルフオーダーシステムを開発するなど商材・サービスの開発を積極化している。

(2) 通信事業

インターネット回線の販売代理におけるコミッション減や、格安スマホサービスへの大手キャリアの参入など事業環境が厳しくなっていることから、事業構造変化への対応ができるまで、今後営業利益率が低下する可能性がある。しかし一方で、代理店網は、同社顧客基盤拡大やクロスセル強化など店舗支援に貢献することが期待される。

(3) 業務用システム事業

アルメックスについては、インバウンドが追い風になりそうだ。レジャーホテルでの外国人の宿泊ニーズが高まっており、これに伴い改装が増えているもようである。また、人手不足感も年々強まりつつあり、アルメックスのホテル向け自動精算機へのニーズはしばらく強そうだ。アルメックスも、民泊/簡易宿所向け宿泊管理システムの開発や、世界最大級の旅行プラットフォームを展開するエクスペディア・グループとの業務提携など、高成長事業に劣らず経営は積極的である。また、引き続き高度医療機関への自動再来受付機や自動精算機の導入も堅調である。

(4) コンテンツ配信事業

コンテンツに偏りのある上位2社、急成長中のAmazonやNetflixに対して、U-NEXTは新作で優位性を発揮しており、中期的に2ケタ以上の高い伸びを続けることが予想される。また、ソニー「ブラビア」のリモコンにU-NEXTボタンを付けたが、テレビのネット接続比率が上昇傾向にあるなか、加入にもつながっているもようである。このようにリモコンへのU-NEXTボタンの設置は有力な戦略と見られ、ソニー以外のメーカーへの展開も検討しているところである。

(5) エネルギー事業

2016年9月とスタートしたばかりだが、「USENでんき」は順調に契約者数を拡大、2018年10月からは「USENGAS」もスタートした。着実に安価に提供できるため同社の顧客に好評で、グループ商材拡販に向けたフック商材として位置付け、なお一層営業を強化している。出足好調も営業費が高んで当面利益はマイナスだが、5年以内に10億円超の収益改善、黒字化を見込んでいる。

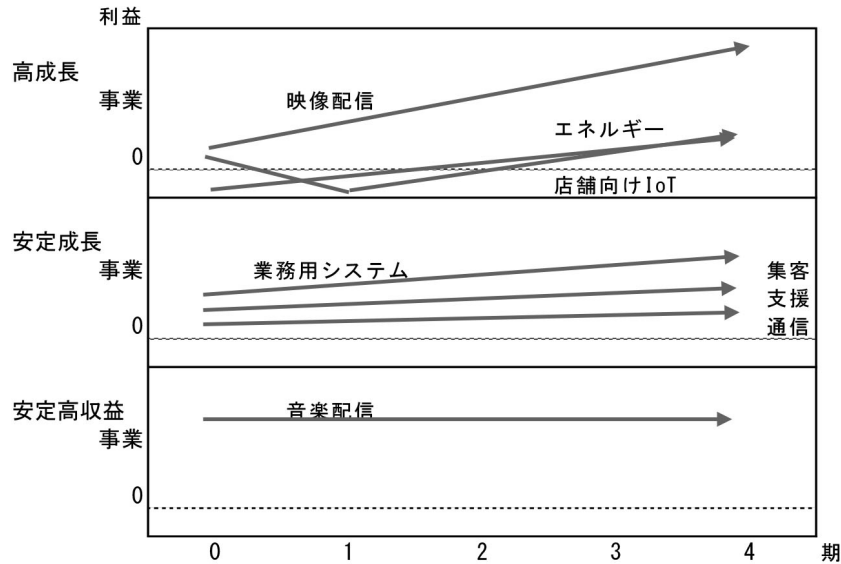
(6) メディア事業

インバウンド需要の中でも、日本で日本食を食べるものの付加価値が高まっている。このことから、インバウンド向けに良質な食の体験を提案する戦略は、中期的に非常に有効だろうと考える。今後は、Webのみならずイベントや書籍などをミックスしながらメディア展開し、国内のみならずアジアを中心に世界へ向けてユーザーの拡大を図る考えである。

中期的な収益動向を総括すると、2019年8月期はコスト先行で、その後一時営業利益率は改善するものの、粗利率の低いエネルギー事業の拡大や通信事業のビジネス転換により、中期的に営業利益率は下がることが予想される。一方で、エネルギー事業が売上成長に大きく貢献することが予想される。つれて営業利益額も成長力が増していくことが予想されるため、2022年8月期には100億円を超える営業利益を期待したい。なお、中期経営計画について、同社は経営統合や新規事業の進捗を見ながら策定する考えのようだ。遠からず公表されることを期待する。

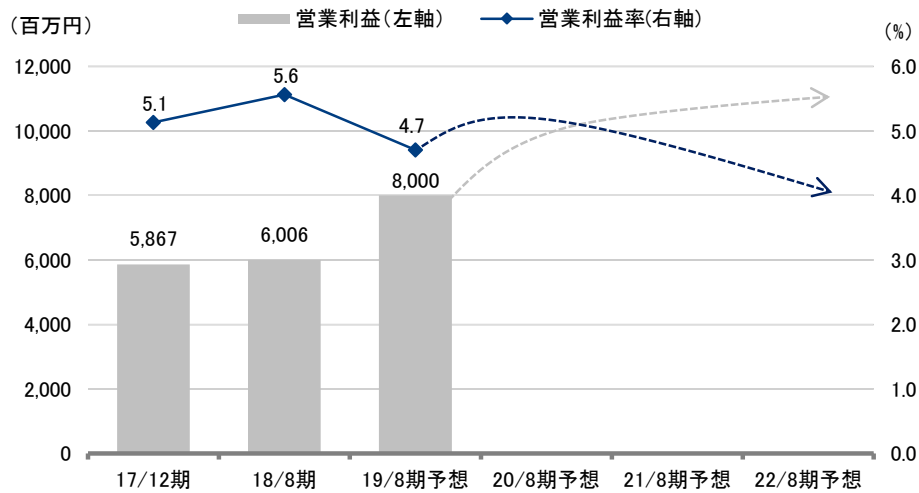
中期経営方針

セグメント別売上高の中期成長イメージ



出所：決算説明会資料等よりフィスコ作成

営業利益の中期成長イメージ



出所：決算説明会資料等よりフィスコ作成

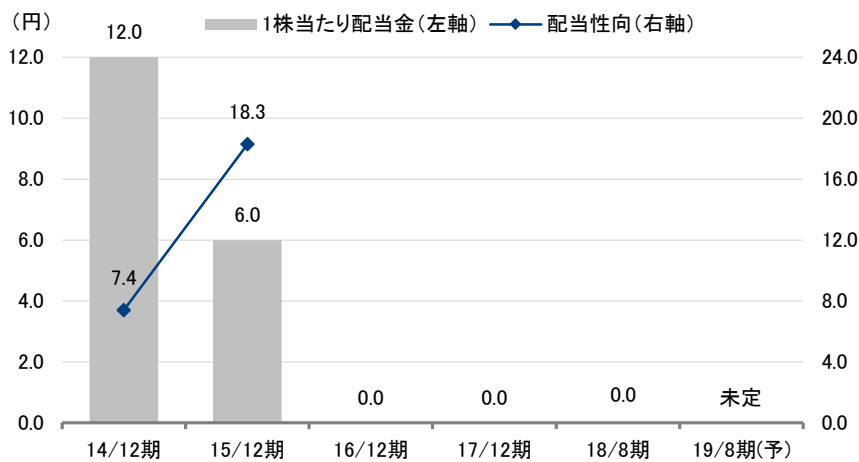
■ 株主還元策

経営統合に集中するため 2019 年 8 月期の配当は未定となっている

1. 配当政策

同社は、財政状態、利益の状況、新規投資計画などを総合的に勘案し、業績に基づいて剰余金の配分を行うことを基本方針としている。また、剰余金の配当を年 1 回期末に行うことも基本方針としている。同社は、株主に対する利益還元を経営の重要政策の 1 つに位置付けているが、2017 年 12 月期及び 2018 年 8 月期については、経営統合により新たな成長に向けて経営基盤を強化し、経営環境の変化に対し機動的に対応するため、剰余金の配当を見送ることとした。2019 年 8 月期についても、その延長で未定（ゼロではない）となっている。費用先行にはなっているが、経営統合により収益体質の強化も見えてきていることから、なるべく早期の復配を期待したい。

1株当たり配当と配当性向の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

U-NEXT を気軽に利用できる優待制度

2. 株主優待制度

同社は、1単元（100株）以上を保有する株主を対象に、映像配信サービス「U-NEXT」の初期費用と90日間の利用料が無料になる優待制度を提供している。また、「U-NEXT」で利用できるポイント1,000ポイントの提供もしている（加入済みの株主はポイントのみの提供）。さらに、モバイルデータ通信サービス「U-mobile」通話プラスプランを初期費用無料で提供し、5,000円分を郵便為替にてキャッシュバックしている。これらの株主優待を受けるには、専用URLから登録する必要がある。

■ 情報セキュリティ

ワークスタイルの変革に合わせ徹底対策

同社は個人情報保護の体制強化と教育を継続して実施しているが、完全な保護を保証できるものではなく、外部からの不正アクセスやシステム不具合、内部犯行、人的ミス、預託先や提供先の管理ミスなどによる個人情報漏洩のリスクは常に存在している。このため同社は、より積極的な情報セキュリティ対策として、情報システムをデータセンター内で管理し、ファイアウォールの構築とWebアプリケーションの脆弱性診断を継続して実施している。また、働き方改革の一環として個人にノートパソコンとスマートフォンを配布しているが、ノートパソコンはセキュリティチップ（TPM）を搭載したものを使用することで、またスマートフォンはモバイル端末管理（MDM）を利用することで、セキュリティリスクを大きく減じている。

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ