

|| 企業調査レポート ||

USEN-NEXT HOLDINGS

9418 東証 1 部

[企業情報はこちら >>>](#)

2019 年 7 月 12 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	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	03
■ 事業概要	03
1. 事業セグメント	03
2. 事業内容	04
■ 中期経営計画	06
1. ブランドスローガンと経営戦略	06
2. 中期経営計画「NEXT for 2024」	06
3. グループ中期経営ビジョン	07
4. セグメント別の成長戦略	08
5. キャッシュフロー分析	14
■ 業績動向	16
1. 2019 年 8 月期第 2 四半期の業績動向	16
2. 2019 年 8 月期第 2 四半期のセグメント別業績動向	16
3. 2019 年 8 月期の業績見通し	18
4. 中期成長イメージ	19
■ 株主還元策	20
1. 配当政策	20
2. 株主優待制度	20
■ 情報セキュリティ	21

■ 要約

実態はキャッシュフローが潤沢な高収益高成長企業

USEN-NEXT HOLDINGS<9418>は、飲食店など業務店やホテル、病院などの各種施設向けに祖業である音楽配信サービスを始めとしてレジから通信環境、自動精算機やフロント管理システム、電力まで店舗や施設運営のために必要なあらゆるソリューションを提供している。また、個人向けには定額制映像配信サービス「U-NEXT」を提供している。2017年12月に(株)USENと(株)U-NEXTが再統合したが、その目的は、キャッシュカウな音楽配信から店舗運営ソリューションなどの高成長事業へ成長資金を還流し、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することにある。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、1顧客当たりの売上の最大化を目指している。

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、業務店などへの音楽配信サービスの提供や音楽著作権の管理のほか、IoT商材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、法人向け通信回線や個人向けモバイル通信(MVNO)サービスの提供、インターネットサービス等の取次を行っている。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などを提供している。コンテンツ配信事業では、個人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。

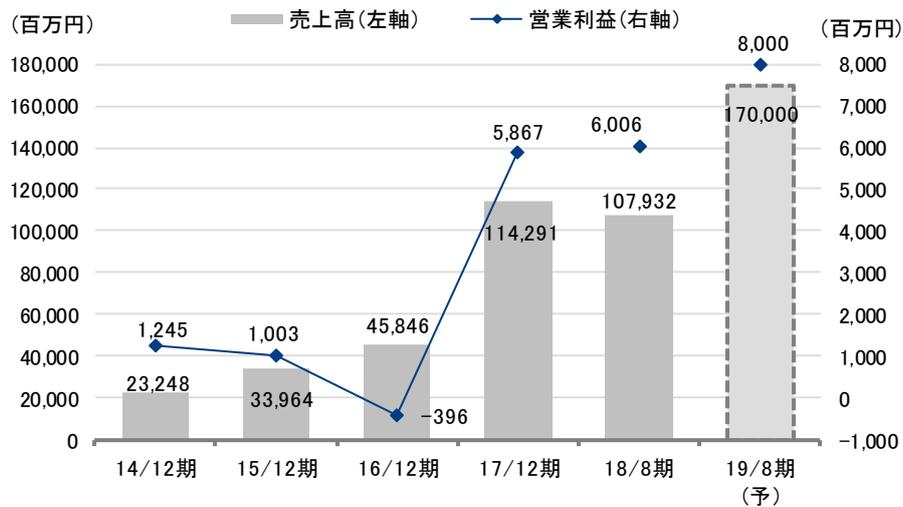
統合しホールディングス体制へと進化したことで、同社の事業領域と可能性は大きく広がった。それを背景に同社は、中期経営計画「NEXT for 2024」を策定した。基本戦略は、1) 顧客資産の最大活用と安定収益基盤の構築、2) キャッシュカウ事業の更なる強化及びその創出資金による成長領域への積極投資、3) 労働環境の見直しによる生産性の向上・業務効率化、4) 財務バランスの最適化、5) 持続可能な成長投資と継続的な株主還元——である。これにより2024年8月期に売上高2,700億円、営業利益130億円、及び良質な財務バランスの実現を目指す。このため同社は、売上高、EBITDA、資本的支出を計画にしたがって維持するとともに、経営指標として最も重要と言われるROE(自己資本当期純利益率)とその構成因子をベンチマークしていく方針である。

2019年8月期第2四半期の業績は、売上高83,574百万円、営業利益3,942百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益1,775百万円となった。通期業績見直しに対する進捗率が50%~60%前後のため、業績は順調に進捗していると言えるだろう。なお、同業のキャンシステム(株)を連結子会社化、音楽配信サービス市場では圧倒的なポジションを得た。2019年8月期業績見直しについて、同社は売上高170,000百万円、営業利益8,000百万円、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。今後の契約の積み上がりによる収益増を考えれば、見直しは十分射程圏内と考えられる。なお、「NEXT for 2024」を達成すれば平均2ケタの利益成長率となる。また、「NEXT for 2024」で低水準の営業利益率を見込んでいるが、年間30億円程度ののれん償却と低採算のエネルギー事業が要因で、これを調整した収益性は高い。つまり、実態はキャッシュフローが潤沢な高収益高成長企業と言うことができ、同社を評価する指標としては株価キャッシュフロー倍率が非常に有効な方法の1つとして考えられる。

要約

Key Points

- ・ いよいよ経営統合のシナジーを発揮するステージへ
- ・ 「NEXT for 2024」 2024 年 8 月期営業利益 130 億円を目指す
- ・ 潤沢なキャッシュフローと高収益・高成長性で分かる実力

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

再統合でシナジー追求を目指す

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や商業施設など顧客に提供する持株会社である。同社は旧 U-NEXT と旧 USEN を再統合して設立されたが、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る。

有線放送を祖業にデジタル化と多角化を推進

2. 沿革

同社は、宇野元忠（うのもとただ）氏が 1961 年に創業、（株）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 を再統合することになった。

■ 事業概要

BtoB ビジネス及びランニング収益ビジネスを軸に 6 事業を展開

1. 事業セグメント

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 つであり、主として BtoB ビジネスで構成されている。店舗サービス事業では、飲食店など業務店や各種施設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 商材など店舗経営のため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。通信事業では法人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販売している。コンテンツ配信事業では個人向けに映像や電子書籍といったデジタルコンテンツを配信している。尚、収益面においては月次で利用料を受受するランニングモデルがメインとなっている。

店舗や施設に快適性・効率性を提供

2. 事業内容

(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 年以上の歴史を持つ同社の祖業で、J-POP や洋楽などの専門チャンネルからリクエストチャンネルまで、全国の様々な店舗や施設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。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。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）をレンタルし、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。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。こうした品ぞろえや品質、サポート体制に加え、月額 4,000 ～ 5,000 円で CD プレイヤーの導入や継続的なソフト購入や選曲の手間、面倒な著作権処理などが解消されることを考えると、同事業の根強い人気の理由が分かる。このため現在、75 万に上る強固な顧客基盤と店舗・施設用 BGM で 90% 超という圧倒的なシェアを誇り（2018 年 10 月に 100% 子会社化した業務店向け音楽配信サービス業界 2 位で顧客数 13 万、売上高 50 億円強、営業利益 4 億円のキャンシステムを含む）、グループの戦略を支えるキャッシュを生み出す収益性の高い事業となっている。

店舗運営ソリューション事業では、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に関するソリューションサービスを提供している。近年、小売・サービス業でも IT 化が進んでいるが、中小零細業務店が対応するにはハードルが高い。このため、同社は中小零細業務店に代わって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っている。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、人気が高いためさらに拡張中である。

(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といった ICT 商材を販売している。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の広さにあり、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、一方で取引窓口を一本化できるなど高い利便性を誇る。

事業概要

(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。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。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ためメーカー色が強く、グループ内では異色な存在と言える。しかし、施設利用者のホスピタリティまでも念頭に置いたビジネスは、その他の事業と同様で、大きな差別化要因になっている。

(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。映画やテレビといった映像コンテンツから電子書籍、音楽までを、インターネットによってテレビやPC、スマートフォン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ある。90,000本以上の映像コンテンツが見放題の上、有料とはいえ最新作も充実している。また、大手で唯一成人向け作品を手掛けているが、成人向けが需要拡大のカギを握るのは、レンタルビデオの成長期に(株)TSUTAYAが米国大手ブロックバスターに圧勝したことからも理解できる。同社の月額利用料は1,990円と一見高く見えるが、14万本超というコンテンツの充実度や1アカウントで4人まで視聴できること、毎月付与される1,200円分のポイントの範囲内であれば有料課金の最新作も実質無料となることなどを考えれば、決して高いとはいえない。このため、巨大企業のサービスであるAmazonプライムビデオやNetflixなど競合が多い中で、同社の成長性は特に高いと言われている。

(5) エネルギー事業

エネルギー事業では、業務提携している東京電力ホールディングス<9501>のテリトリー外にある業務店や商業施設向けに、高圧及び低圧の電力や都市ガスを販売、省エネ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できるため人気が高く、契約者数は急増を続けている。発電供給体制の違いから季節変動など一時的なリスクによって逆ザヤが生じる可能性のある新電力と異なり、同社のエネルギー事業は東京電力ホールディングスから卸売を受けた電力の再販のため必ずスプレッドが取れる。ただし、利益率が非常に低いという特徴がある。

(6) メディア事業

メディア事業は、グルメレストラン情報サイト「ヒトサラ」が主力で、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、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で競合サイトと差別化し、一定のマーケットポジションを確保している。収益面では広告収入に加え、新たに即時予約機能によるトランザクションフィーも導入した。インバウンド戦略としては、訪日外国人向けに「ヒトサラ」の多言語版グルメサイト「SAVOR JAPAN」の運営も開始した。ほかに、フリーマガジン・Web・イベント・サロンの4方向から、結婚を意識し始めた女性にアプローチす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。

■ 中期経営計画

働き方改革による生産性向上を軸に企業価値を最大化する

1. ブランドスローガンと経営戦略

統合してホールディングス体制へと進化した同社は、事業領域と可能性を大きく広げた。一方、事業環境も、新技術の急速な発展、労働力人口の減少など年々激しく変化、新たに生じる社会課題は複雑化・多様化している。そのような環境に対し、社会から期待され必要とされる企業グループであり続けたいという思いを込めて、「必要とされる次へ。」を同社グループのブランドスローガンに掲げた。多くの人に支援される商品やサービスを次々と生み出すには、自発的かつ意欲的に動き、自分の力を発揮することが自然と企業活動への貢献につながるという新しい働き方へ向けて、働き方改革「Work Style Innovation」を進める必要があると同社は考えている。このため、同社の中長期的な経営戦略は、顧客資産の有効活用や注力領域の販売強化を実行するためにも「働き方改革」による生産性向上を中心におき、グループシナジーを最大化、新たなサービスを生み出して成長性や収益性を強化していくこととなる。「働き方改革」によって、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などビジネスチャンスをいち早く捉え、IoT や AI といった IT 技術を活用して対応し、迅速な意思決定によって収益に取り込んで、株主価値と企業価値を最大化していく考えである。

2024 年 8 月期営業利益 130 億円を目指す

2. 中期経営計画「NEXT for 2024」

同社はこうした経営戦略を背景に、2020 年 8 月期にスタートする中期経営計画「NEXT for 2024」を策定した。基本戦略は、1) 顧客資産の最大活用と安定収益基盤の構築、2) キャッシュカウ事業の更なる強化及びその創出資金による成長領域への積極投資、3) 労働環境の見直しによる生産性の向上・業務効率化、4) 財務バランスの最適化、5) 持続可能な成長投資と継続的な株主還元——である。これにより、2024 年 8 月期に売上高 2,700 億円、営業利益 130 億円、良質な財務バランスの実現を目指し、できれば配当性向を 2019 年 8 月期予定の 10% から将来的に 30% へと引き上げたい考えである。このため同社は、売上高、EBITDA、資本的支出を「NEXT for 2024」に従って維持するとともに、経営指標として最も重要と言われる ROE（自己資本当期純利益率）とその構成因子をベンチマークしていく方針である。

中期経営計画

「NEXT for 2024」の目標数値

(単位：億円)	FY2019 (見込)	FY2022	成長率 (今期見込対比)	FY2024	成長率 (今期見込対比)
売上	1,700	2,300	135.3%	2,700	158.8%
営業利益	80	100	125.0%	130	162.5%
経常利益	65	90	138.5%	120	184.6%
当期純利益	30	45	150.0%	65	216.7%
EBITDA	180	200	111.0%	235	130.2%
EBITDA-CAPEX	100	100	100.3%	135	135.3%
ROE	20%	15%	▲5%	15%	▲5%
自己資本比率	15%	20%	+5%	30%	+15%
レバレッジレシオ	4.0	3.0	▲1.0	2.5	▲1.5
D/Eレシオ	4.0	2.0	▲2.0	1.5	▲2.5
配当性向	10%	10%~30%	-	10%~30%	-

出所：中期経営計画説明資料より掲載

事業ポートフォリオを明確化

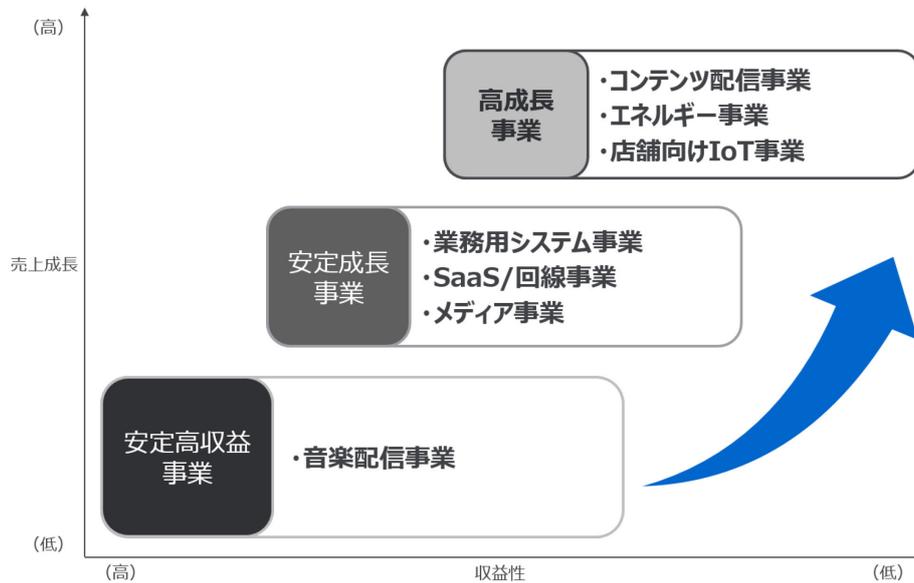
3. グループ中期経営ビジョン

統合の目的を詳述すると、祖業の音楽配信事業をコアにした店舗サービス事業は、音楽配信事業だけ取ると成長性に乏しいが非常にキャッシュカウであり、それを音楽配信事業以外に活かすことにある。加えて、グループ入りしたキャンシステムと合わせて盤石となった顧客基盤をテコに、これまで企業や事業でばらばらだった営業や技術支援、サービスを統合し効率化、成長フェーズにあるサービス・商品のクロスセルを強化し、顧客ごとのアップセル（客単価上昇）を図って1顧客当たりの売上を最大化しようという狙いである。店舗サービス事業の顧客には商業施設や公共施設もあるが、社会環境の変化で使用目的や使われ方、使う人に業務店以上の変化が生じており、高齢化やキャッシュレス、インバウンドの増加などへの対応をサポートする考えである。

このため統合を機に同社は事業を整理し、事業ポートフォリオを顧客基盤が盤石でキャッシュカウな安定高収益事業、安定したニーズで成長を続ける安定成長事業、将来的の収益源と期待される高成長事業の3つに明確に区分した。事業セグメントを当てはめると、安定高収益事業は音楽配信事業、安定成長事業は業務用システム事業、SaaS/回線事業、メディア事業、高成長事業はコンテンツ配信事業、エネルギー事業、店舗向けIoT事業——となる。なお、現在、グループの中でも個人向けに成長している動画配信はやや異質の存在だが、5G後の世界ではクロスセルのサービスの1つに拡張されているかもしれない。また、このようにクロスセルしながら数多くの新しいサービス・商品を創出する環境として、従来のトップダウン型からボトムアップ型へと経営体制を改める必要が生じる。このためにも、「働き方改革」が戦略の中でも重要な位置付けとなっており、スーパーフレックスタイム制度やテレワーク制度を導入、さらに、オフィス改革としてフリーアドレスやコミュニケーションのためのフリースペースの拡充を推進している。既に導入しているものもあり、社員のエンゲージメントや生産性が高まっているが、新卒採用にも好影響を与えているようだ。

中期経営計画

事業ポートフォリオ



出所：中期経営計画説明資料より掲載

事業別に見ると達成に近い目標数値

4. セグメント別の成長戦略

2024年8月期の売上高と営業利益がともに2019年8月期の約1.6倍と意欲的な目標になっているが、売上高はエネルギー事業とコンテンツ配信事業がけん引し、営業利益は、分母の大きさもあるが、通信事業とコンテンツ配信事業がそれぞれ2倍、4倍とけん引するとともにエネルギー事業が大きく黒字化する目標である。それぞれの事業別に見ると、既に順調に立ち上がっているものの多く、意欲的に見えた目標も近いところにあると分かる。

「NEXT for 2024」のセグメント別売上高の目標数値

(単位：億円)	FY2019 (見込)	FY2022	成長率 (今期見込対比)	FY2024	成長率 (今期見込対比)
店舗サービス事業	485	530	109.3%	570	117.5%
個人向け音楽配信を除く	465	515	110.8%	560	120.4%
個人向け音楽配信	20	15	75.0%	10	50.0%
通信事業	350	415	118.6%	495	141.4%
業務用システム事業	195	215	110.3%	235	120.5%
コンテンツ配信事業	320	460	143.8%	520	162.5%
エネルギー事業	320	650	203.1%	850	265.6%
メディア事業	50	60	120.0%	65	130.0%
調整額(※)	▲20	▲30	-	▲35	-

※調整額にはセグメント間連結消去等が含まれる。

出所：中期経営計画説明資料より掲載

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

中期経営計画

「NEXT for 2024」のセグメント別営業利益の目標数値

(単位：億円)	FY2019 (見込)	FY2022	成長率 (今期見込対比)	FY2024	成長率 (今期見込対比)
店舗サービス事業	80	70	87.5%	72	90.0%
個人向け音楽配信を除く	60	65	108.3%	70	116.7%
プロジェクト施策(※1)	0	▲5	-	▲6	-
個人向け音楽配信	20	10	50.0%	8	40.0%
通信事業	28	45	160.7%	60	214.3%
業務用システム事業	34	35	102.9%	40	117.6%
コンテンツ配信事業	5	10	200.0%	20	400.0%
エネルギー事業	▲5	5	-	10	-
メディア事業	3	4	133.3%	5	166.7%
調整額(※2)	▲65	▲69	-	▲77	-

※1 プロジェクト施策は2018年10月にグループ会社となったキャンシステムとUSENの音楽配信サービスにかかるコストシナジーに向けた先行投下費用となる。FY2024に施策対応が終了し、FY2025以降は年8.5億円(直前期投下コスト6億円、コストシナジー2.5億円)の利益貢献が発生する見込み。

※2 調整額には本部コスト、のれん償却、セグメント間連結消去等が含まれる。

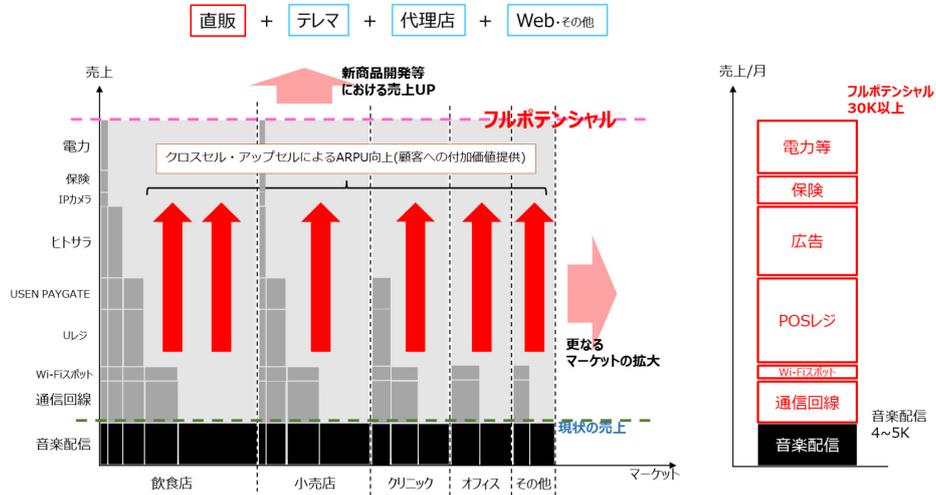
出所：中期経営計画説明資料より掲載

(1) 店舗サービス事業

店舗サービス事業では、同社は2024年8月期に売上高570億円(2019年8月期見込比17.5%増)、営業利益72億円(同10.0%減)を目標としている。個人向け音楽配信を除く主力の店舗向けサービスがターゲットで、75万の堅い音楽配信顧客基盤へ向けて、ソリューションサービスなどのラインナップを拡充する計画である。従来の直販に加えて統合効果とも言えるテレマーケティングや代理店利用、Webなどを使って販売チャンネルを複合化、取引チャンス拡大と取引コスト節減の両立を推進する方針だ。これにより、客単価4,000～5,000円の音楽配信に加え、Wi-FiスポットやUレジ(POSレジ)、防犯用クラウドカメラほか電子マネー対応のUSEN PAYGATE、広告、保険、電力などクロスセルによるフルポテンシャル30,000円以上、新サービスや商品の開発により更なるアップセルを狙うことが可能となる。

中期経営計画

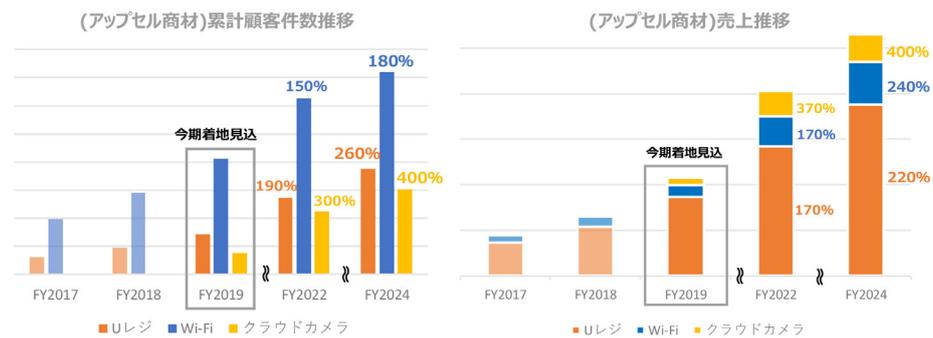
クロスセルによる安定成長



出所：中期経営計画説明資料より掲載

もちろん、業種業態や店舗の特性もあって全店フルポテンシャルというのは現実味がないが、それでもアップセルによって個人向け音楽配信を除く店舗サービス事業の売上高が5年で20.4%増は無理のない範囲と思われる。利益面では、個人向け音楽配信を除く店舗サービス事業の営業利益は16.7%増となるが、別にプロジェクト施策によるマイナス効果が見込まれている。プロジェクト施策とは、衛星や電柱のダブルコスト解消などによってキャンシステムとのコストシナジーを追求するプロジェクトだが、「NEXT for 2024」後のシナジー発揮までは統合コストが先行する予想となっている。なお、個人向け音楽配信は伸びる事業という前提ではないため、コストをかけずに解約を阻止する作戦をとる。

店舗サービス事業



FY2019の見込み数値を100として計算。

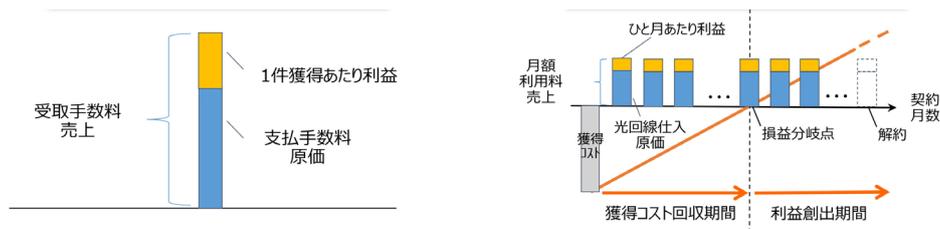
出所：中期経営計画説明会資料より掲載

中期経営計画

(2) 通信事業

2024年8月期の通信事業は、売上高495億円(2019年8月期見込比41.4%増)、営業利益60億円(同2.1倍)を目標としている。安定成長を続ける法人向け光回線事業を基盤に、業務店向け自社回線(光コラボ)事業とSaaS事業でけん引する計画である。業務店向け回線事業では、従来の同社が販売代理店となってNTTがユーザーに提供する契約取次でなく、同社がNTTから光アクセスサービスの「卸」を受けて直接ユーザーに自社回線(光コラボ)を販売する仕入販売である。収益的には、契約取次の一時に収益が発生するワンショット型収益から、自社回線(光コラボ)となるため営業など獲得コストと少額の月額利用料が発生するランニング型収益へと変わったのである。獲得コストの回収に時間がかかるが、損益分岐点を超えると利益創出の期間が長く続く上、同社の場合クロスセルにより獲得コスト自体を低減することができる。かつてワンショット型でも比較的「美味しい商売」であったが、制度変更や大手キャリアの攻勢、競合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しまった。店舗でIoT化が進んでいない顧客がターゲットであるため、顧客基盤の半分以上が見込み客となる。

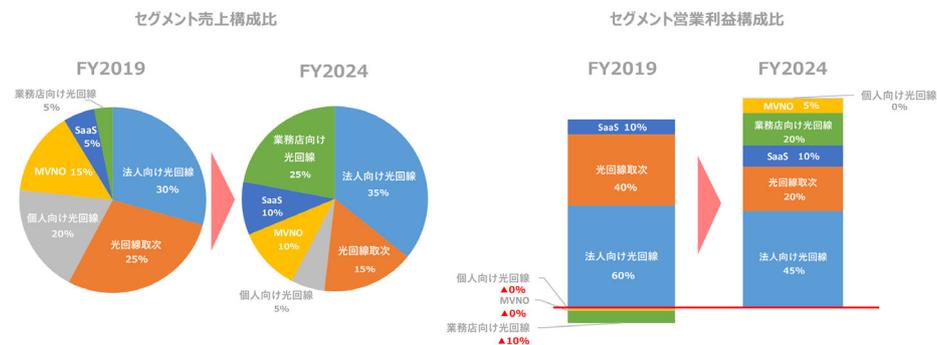
ワンショット型からランニング型へ



出所：中期経営計画説明資料より掲載

そのほか、顧客基盤にオプションサービスを重ね売りすることで安定収益を狙う。SaaS事業は、人手不足などを背景に店舗や企業の働き方改革(効率化やコスト削減)へのニーズの高まりから導入が増加しており、引き続き需要拡大が予想される。なお、格安スマートフォンを個人などに提供するMVNO(仮想移動体事業者)事業については、MVNE(仮想移動体サービス提供者)としてチャンネルチューナーを利用した移動体サービスを提供する考えで、従来以上の収益寄与が見込んでいる。

通信事業内セグメント構成比の推移

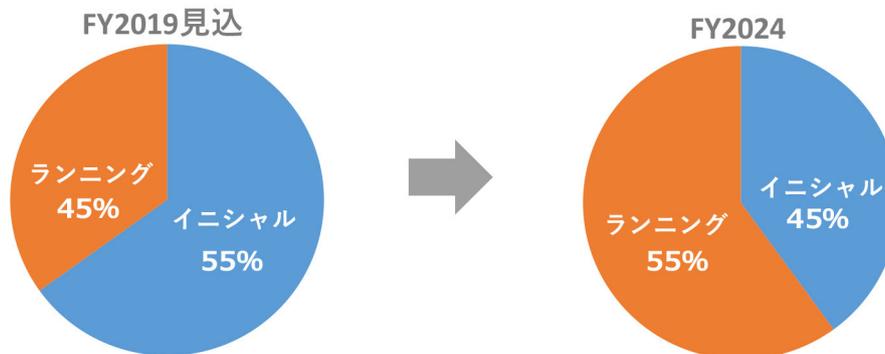


出所：中期経営計画説明資料より掲載

(3) 業務用システム事業

2024 年 8 月期の業務用システム事業は、売上高 235 億円（2019 年 8 月期見込比 20.5% 増）、営業利益 40 億円（同 17.6% 増）を目標としている。ホテルやゴルフ場、病院での自動精算機トップシェアの実績を生かし、カプセルホテルや民泊、ゲストハウス、クリニックや介護施設など、同社がこれまであまり手を付けてこなかったホワイトスペースへの展開を進める計画である。新規サービス商材はスマート Pay やソフトウェアアプリケーションなどで、中でも、ホテル基幹システムの拡販をベースにした宿泊施設用や宿泊者向けのアプリケーション、病院向け次世代受付機の Sma-paTERMINAL の販売と併せてソフトウェアなどの販売により、自動精算機などの機材販売によるワンショット売上から、アプリケーション課金などによるランニング収益を強化する方針である。

業務用システム事業における売上構造の変化イメージ

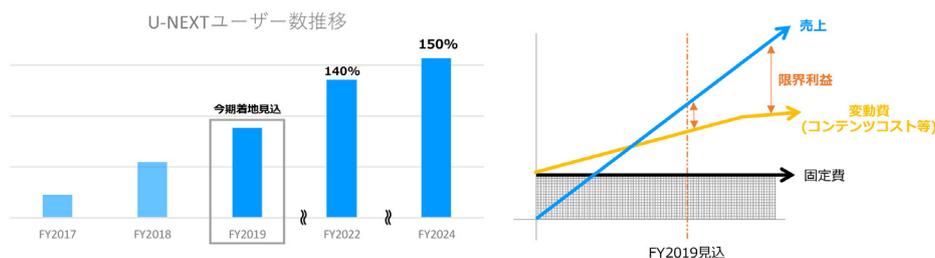


出所：中期経営計画説明資料より掲載

(4) コンテンツ配信事業

2024 年 8 月期のコンテンツ配信事業は、売上高 520 億円（2019 年 8 月期見込比 62.5% 増）、営業利益 20 億円（同 4 倍）を目標としている。VOD（Video on Demand）が注目され追い風の業界でもあり、足元で着実にユーザー数を伸ばしている。急成長している大資本の Amazon<AMZN> や Netflix<NFLX> と比較して知名度は落ちるが、見放題作品数や新作数といった品ぞろえの網羅性やサービス品質の高さに強みがあり、満足度では他を圧倒、VOD では独自の好ポジションを得ている。ただし、マーケティングコストの増加やコンテンツ原価が低減しない契約になっていることから、利益が加速度的に伸びるステージにはまだ遠い。そこで同社は、コンテンツホルダーとの調整は必要だが、圧倒的なスケールメリットをテコに、売上が一定数を上回った場合に限界利益率が向上する契約へと条件改善を図る意向である。

U-NEXT ユーザー数の推移（左）とスケールメリットによる限界利益率向上（右）



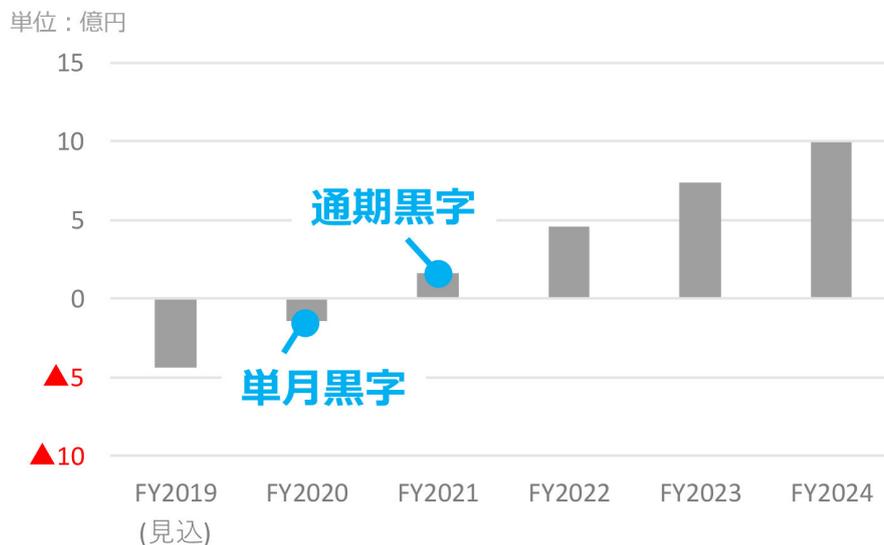
FY2019 の見込み数値を 100 として計算。

出所：中期経営計画説明資料より掲載

(5) エネルギー事業

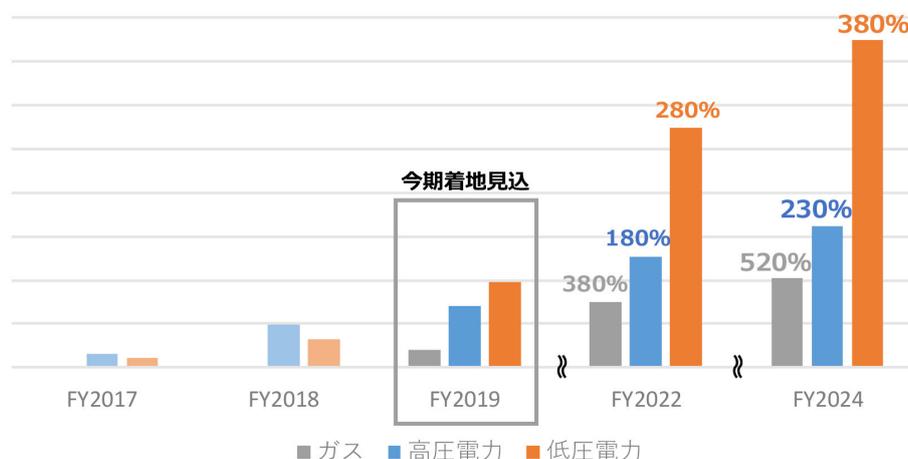
2024 年 8 月期のエネルギー事業は、売上高 850 億円 (2019 年 8 月期見込比 2.6 倍)、営業利益 10 億円 (黒転) を目標としている。単純に電力を安く利用できるため、人気が高く契約数が急増している。このため、これまで BGM を不要としていた業務店などへのセールスアプローチのきっかけにもなり、同社にとってクロスセルのフック商材で高成長事業という位置付けである。しかし、売上は非常に大きくなることが期待される一方で売上総利益率が低いことから、中期的に全社営業利益率が低下する要因になると予想されている。また、現在は、業務店での引き合いが強い低圧電力というより、大型施設向け高圧電力の販売を主軸としているため 100 人の専門営業部隊を抱えており、営業損失を計上している。とはいえ、仕入料率を引き下げる交渉もすると思われるが、客数が急増していることから 2021 年 8 月期の通期黒字化が予想されている。

エネルギー事業利益計画



出所：中期経営計画説明資料より掲載

エネルギー事業の累計顧客件数推移



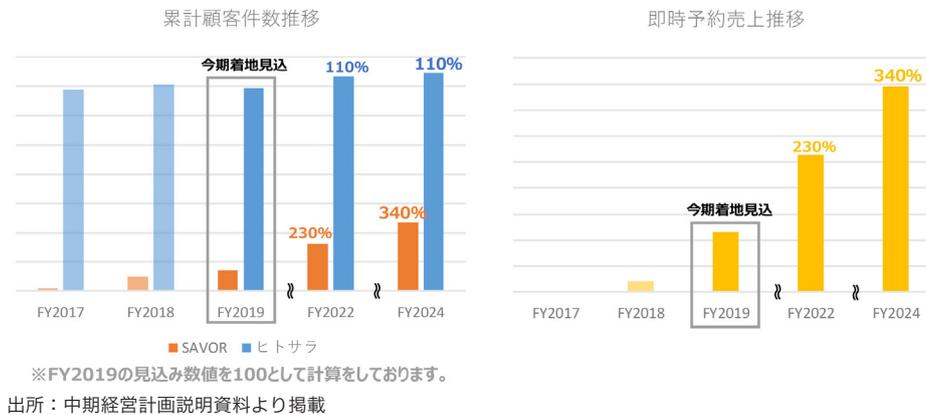
FY2019 の見込み数値を 100 として計算。

出所：中期経営計画説明資料より掲載

(6) メディア事業

2024 年 8 月期のメディア事業は、売上高 65 億円 (2019 年 8 月期見込比 30.0% 増)、営業利益 5 億円 (同 66.7% 増) を目標としている。グルメサイト市場の変遷に即して成長を図っており、今般、過去の検索導線がエリアとジャンル、店舗掲載料が定額課金、ターゲットは日本人という市場構造から、検索導線が日時と人数、掲載料が成果課金、ターゲットは増加する外国人という市場構造の変化を受け、同社は、検索導線を即時予約、掲載料を定額課金+成果課金、サイトを多言語対応へと変更した。このため「ヒトサラ」も「SAVOR JAPAN」もともに順調に拡大しているもようである。今後は、海外メディアとの連携やインバウンド需要を生かし「SAVOR JAPAN」の掲載数を増加させる一方、Web ページからの即時予約を推進することで、サイトパワーの向上と収益貢献を図る。

主要 KPI の推移



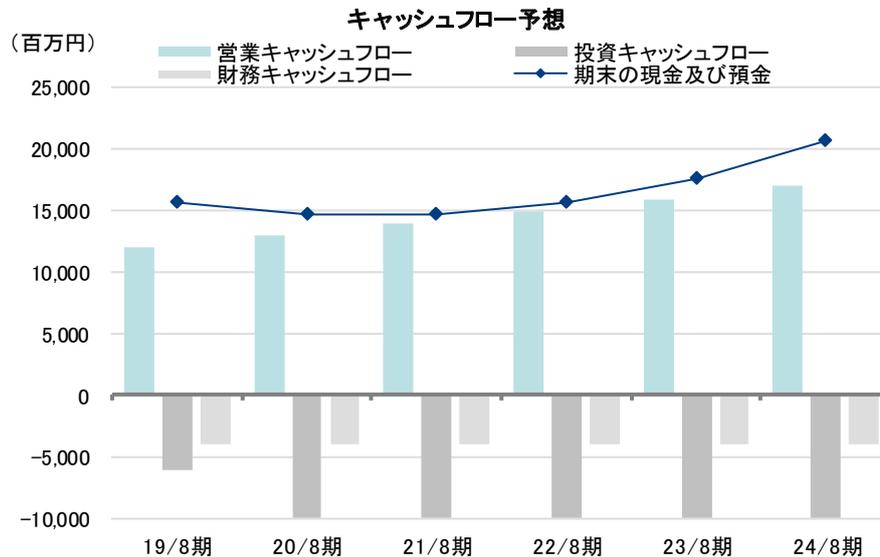
積極的な投資計画も潤沢なキャッシュフローで充当

5. キャッシュフロー分析

投資計画は 5 年で 500 億円を予定している。主な投資は、店舗サービス事業では安定高収益事業の音楽配信事業が崩れないようにメンテナンス投資や放送チューナー、放送設備など、「NEXT for 2024」に合わせて業務用システム事業では機器や課金用ソフトウェアなど、コンテンツ配信事業ではユーザー数 200 万達成へ向けてソフトウェア開発やコンテンツ用サーバー、配信用サーバーなどである。ほかに生産性向上を狙ったオフィス改革や統合のための IT 投資など全社で 20 億円、M&A など成長投資で 150 億円を想定している。成長投資はもちろん、シナジーのある技術を持つ会社やデジタルスタートアップ企業と取り組む考えである。

中期経営計画

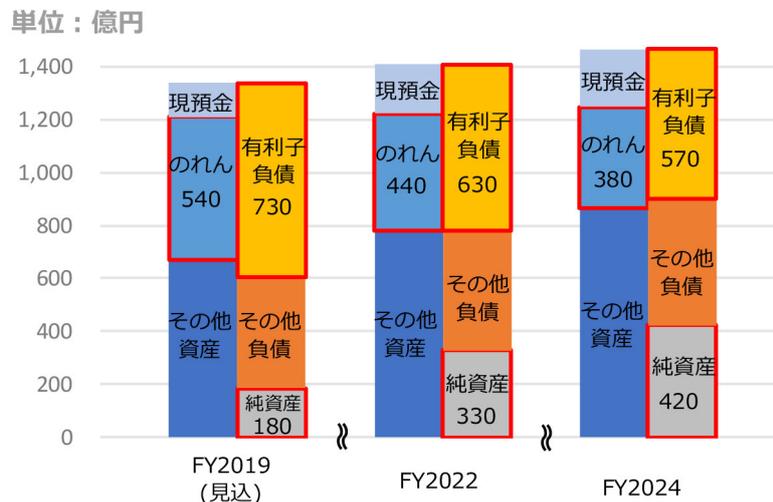
非常にざっくりしたキャッシュフロー計算になるが、以上から投資キャッシュアウトフローは毎期 100 億円程度とし、財務キャッシュアウトフローは銀行借入の返済及び配当金支払いで毎期 40 億円とした。営業キャッシュインフローは親会社株主に帰属する当期純利益に減価償却費とのれん償却費を戻し入れるのだが、親会社株主に帰属する当期純利益が 2019 年 8 月期 30 億円、2022 年 8 月期 45 億円、2024 年 8 月期 65 億円との同社見込み、のれん償却が毎期 30 億円、減価償却費は毎期 70 億円前後を想定した。この結果、営業キャッシュフローは 2019 年 8 月期 120 億円、2022 年 8 月期 150 億円、2024 年 8 月期 170 億円となることが試算される。2024 年 8 月期のキャッシュフロー 160 億円のみ同社予想と異なるだけである。この結果、2024 年 8 月期末の現金及び預金は 200 億円を超え、潤沢なキャッシュを背景に配当性向を 30% へ引き上げる余地は小さくないと考えられる。もちろん、同社思惑どおり財務体質も好転していると思われる。尚、上述ののれん償却負担により非資金支出費用による利益押し下げ影響が大きいため、同社の企業価値を評価する指標として株価キャッシュフロー倍率が非常に有効な方法の 1 つとして考えられることを添えておきたい。



出所：ヒアリング等によりフィスコ作成

中期経営計画

貸借対照表推移



出所：中期経営計画説明資料より掲載

業績動向

進捗率から業績は順調と言える

1. 2019年8月期第2四半期の業績動向

2019年8月期第2四半期の業績は、売上高 83,574 百万円、営業利益 3,942 百万円、経常利益 3,378 百万円、また親会社株主に帰属する四半期純利益 1,775 百万円となった。2018年8月期が決算期変更による8ヶ月決算（2018年1月1日～2018年8月31日）のため、前年同期比増減率を記載していない。通期業績見通しに対する各進捗率が50%～60%前後のため、業績は順調だったと言えるだろう。

2019年8月期第2四半期の業績動向

(単位：百万円、%)

	18/8期2Q (2018年1～6月)	売上比	19/8期2Q (2018年9月～ 2019年2月)	売上比	進捗率
売上高	73,087	100.0	83,574	100.0	49.1
売上総利益	32,002	43.8	33,505	40.1	
販売管理費	26,802	36.7	29,562	35.4	
営業利益	5,200	7.1	3,942	4.7	49.2
経常利益	4,471	6.1	3,378	4.0	51.9
親会社株主に帰属する 四半期純利益	2,595	3.6	1,775	2.1	59.1

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

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

主力事業の利益進捗はおおむね良好

2. 2019 年 8 月期第 2 四半期のセグメント別業績動向

店舗サービス事業は売上高 23,029 百万円（進捗率 47.5%）、営業利益 4,279 百万円（同 53.5%）となった。カンシステムをグループに加え、これまでの「音楽配信中心」から「店舗総合支援サービス」へと事業領域の拡大を推進、サービスのラインナップの拡充を図った。主なラインナップは、多機能・低価格なタブレット POS レジ「U レジ」、レジのオプション機能であるセルフオーダーアプリ「U レジ TTO」、スタッフ不足やインバウンド対応のセルフオーダーシステム「U-Order」、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」、チェーン店向け Wi-Fi サービス「USEN SPOT Enterprise」、スマートフォンなどで簡単に接続・操作のできる IP カメラ「Viewla シリーズ」、飲食店向け予約サービス「USEN Reservation」、カード決済サービス「USEN PAYGATE」などで、(株)リクルートライフスタイルとの業務提携による「Air レジ for USEN」などを 2019 年 2 月に販売開始した。オフィス向けには職場環境を改善するオフィス BGM「Sound Design for OFFICE」で「帰宅を促す音楽」の放送を開始、業務店向けに少額短期保険の販売も行った。また、カンシステムでは事業ポートフォリオの変革を図るとともに、間接コストや重複コストの見直しを進めた。

通信事業は売上高 19,549 百万円（進捗率 55.9%）、営業利益 1,440 百万円（同 51.4%）となった。ブロードバンドインターネット回線の販売代理は、小規模事業者向けを中心とした新規獲得活動が引き続き堅調に推移、オフィスの ICT 環境構築においては「USEN GATE 02」ブランドでネットワーク関連サービスやクラウドサービス、データセンターサービスなどの販売を強化した。

業務用システム事業は売上高 9,529 百万円（進捗率 48.9%）、営業利益 1,591 百万円（同 46.8%）となった。客室情報を一元管理する簡易宿泊所向け宿泊管理システム「innto」をリリースして簡易宿泊所という新たな市場に参入、台湾の店舗予約サイト「FunNow」を運営する FunNow Ltd. と業務提携して日台間での相互送客を図った。病院市場では、診療受付から支払いまでの機能を一体化した次世代受付機「Sma-pa TERMINAL」の販売を開始、AI を使った顔認証システムによる受付・精算や保険証の自動認証、「Sma-pa TERMINAL」と同期するスマートフォンアプリを開発して利便性の向上を図った。

コンテンツ配信事業は売上高 15,736 百万円（進捗率 49.2%）、営業利益 10 百万円（同 2.0%）となった。Amazon と Netflix がけん引して VOD 市場が活性化するなか、引き続きユーザーエクスペリエンスの改良、コンテンツの拡充、マーケットの開拓を進めた。また、映画やドラマ、アニメなどの最新作品や人気作品などコンテンツを拡充して高い満足度を維持、順調に契約者数を伸ばした。24 時間 365 日対応の自動応答サービス「AI コンシェルジュ」では、オペレーターによる有人対応を組み合わせることで、コスト抑制と質の高い対応の両立が可能となった。

エネルギー事業は売上高 14,098 百万円（進捗率 44.1%）、営業損失 306 百万円となった。業務店の店舗や商業施設向けに高圧及び低圧電力を中心に販売を強化した。エネルギー事業は高成長事業と位置付けており、将来の主力事業として専従の営業部門を設けるなど投資や営業活動を積極化した。このため契約者数は順調に増加したが、先行投資・先行費用により営業損失となった。引き続き積極的な拡販体制を維持し、早期の黒字化を目指している。新たに始めた都市ガス「USEN GAS」の販売も取り組みを加速している。

業績動向

メディア事業は売上高 2,661 百万円 (進捗率 53.2%)、営業利益 136 百万円 (同 45.3%) となった。「ヒトサラ」はシェフ情報の掲載数などで国内トップの情報量を維持、「ヒトサラ World」ではシェフが薦める現地レストラン情報を充実させ、競合他社との差別化を図った。オンライン即時予約の認知度向上を目指し、利用者向けポイント付与サービスを開始した。国内最大級のインバウンドグルメサイト「SAVOR JAPAN」では、英語圏だけでなく香港・台湾のユーザーの拡大も積極化、中国最大の旅行 SNS メディア『馬蜂窝 (Mafengwo)』とも連携した。ウェディング事業ではドローン動画を取り入れた質の高いサービスの提供を進めている。

「NEXT for 2024」達成に向けた一旦先行費用

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、第 2 四半期の利益進捗率が 50% ~ 60% で、契約の積み上がりによる収益増を考えれば、見通しは十分射程圏と考えられる。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ンネルを相互利用する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、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ン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。したがって、2019 年 8 月期に見込まれる営業利益率は、平均的と考えられる 5% 台前半に対して 4.7% とやや低くなったと考えられる。

2019 年 8 月期の業績見通し

(単位：百万円、%)

	18/8 期	売上比	19/8 期 (予)	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	-

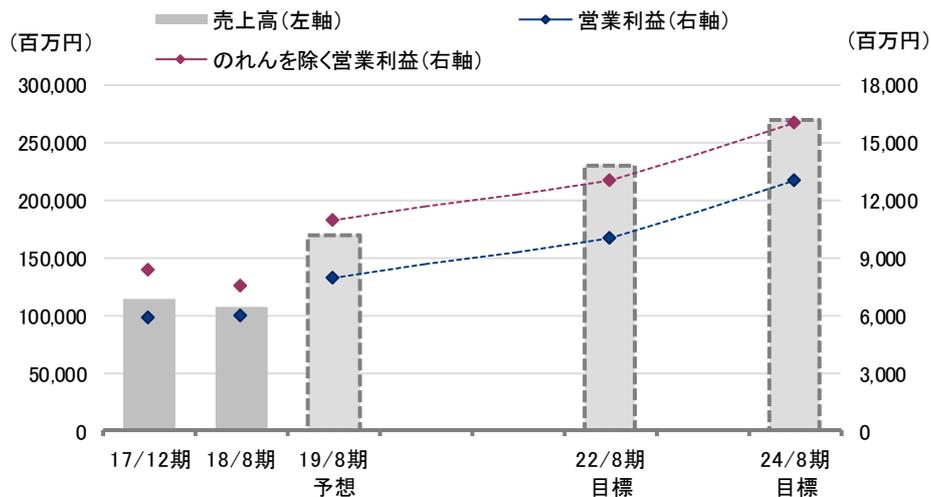
注：18/8 期は 8 ヶ月の変則決算
出所：決算短信よりフィスコ作成

中期高収益高成長を期待

4. 中期成長イメージ

中期経営計画「NEXT for 2024」が目標とする 2022 年 8 月期営業利益 100 億円、2024 年 8 月期営業利益 130 億円は、十分達成する可能性のある目標と考えている。目標を達成すれば、年平均利益成長率は高成長と言える 2 ケタが見込まれる。ただし、営業利益率に関しては、のれん償却が毎期 30 億円程度ある上、2019 年 8 月期のコスト先行やその後キャンシステムの構造改革、高成長だが低採算のエネルギー事業の拡大、通信事業のビジネス転換により、中期的に 4% 台の低水準で推移することが予想される。特にエネルギー事業は電力の卸売のため粗利率が低く、全社の収益性の足を引っ張ることはもちろん資産回転率をも引き下げる予想になる。しかし、エネルギー事業を除くと営業利益率は中期的に 6% 前後で推移することが見込まれ、また、稼ぐ力を象徴するのれん償却前営業利益率は、エネルギー事業を除くと 8% 前後の高い利益率が試算される。以上から、「NEXT for 2024」において同社は、実質的に高収益かつ 2 ケタを超える高成長を目指しているということになるだろう。

中期の成長イメージ



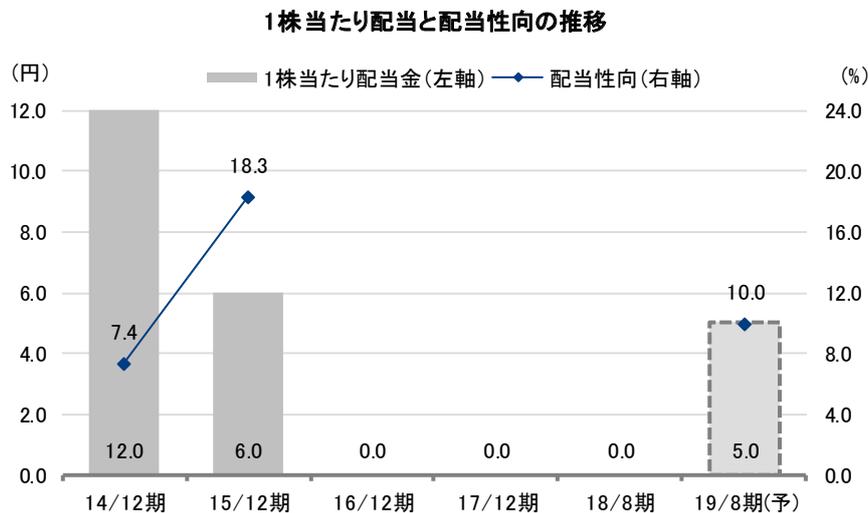
出所：決算短信、中期経営計画説明資料よりフィスコ作成

株主還元策

復配予定

1. 配当政策

同社は、株主に対する利益還元を経営の重要政策の 1 つに位置付けており、長期にわたる安定的配当の継続を基本方針としている。2019 年 8 月期の中間配当及び期末配当については未定としていたが、株主還元や当期業績予想等を総合的に勘案し、剰余金の中間配当を無配、期末配当予想を 1 株当たり 5 円に修正することを決定した。



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えい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。

免責事項（ディスクレマー）

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。

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、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

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。フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかんを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けて作成されていますが、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、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

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、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-11-9

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（情報配信部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp