

USEN-NEXTホールディングス | 9418

東証1部

同社が提供する動画配信サービスのU-NEXTは新型コロナによる巣ごもり需要の恩恵を受けていると広く認識されているが、祖業の店舗向けBGMサービスを筆頭に中小企業のIT支援、電力販売、通信サービス、病院などで使われる自動精算機など同社の事業分野はかなり広い。各セグメント間でシナジー効果もあれば無いものもある。新型コロナの影響もポジティブ、ネガティブ両面を持っている。成長分野にフォーカスしながら事業ポートフォリオを分散して歴史的な経済危機下でも安定した業績を維持している点は高く評価できよう。同社の新型コロナ後のポテンシャルを探りたい。

(百万円)	売上高	営業利益	経常利益	純利益	EPS	配当
FY2017/12	114,291	5,867	3,303	427	21.2	0
FY2018/8*	107,932	6,006	5,012	3,169	52.8	0
FY2019/8	175,769	8,239	6,702	**6,069	101.1	5
FY2020/8 CE	197,000	9,000	7,700	3,300	54.94	-

* 決算期変更 ** 繰延税金資産の計上

店舗サービス事業

売上で27%、営業利益の52%を稼ぐ同社の屋台骨事業である。業務店などへBGMを提供する課金モデルがメインであるが、タブレット型POSレジの販売や人材マッチングなど業務店のニーズに応えるサービスも提供しはじめた。業務店はキャッシュレス化やメニューのタブレット化、ネット集客/予約などICT化の流れが速くサポートニーズは強くアップセルすることで収益拡大を狙っている。音楽配信ではネット配信のSpotifyなどと競合する印象を受けるが、実際は日本の独特な著作権管理スキームにより同社の強さが際立っている。詳細は割愛するが、放送事業者として免許を得ている同社はJASRAC（日本音楽著作権協会）などの著作権管理団体へフィーを一括して払うことで著作権の問題をクリアしているが、そうでない事業者は個別に各レコード会社と交渉しより高いフィーを払わなくてはならない。著作権管理の法的スキームが変わらない限り同社のポジションは揺るがないだろう。

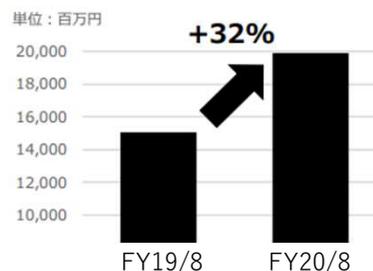
通信事業

売上で22%、営業利益で20%を占めている。ICTのリソースを持っていない中小企業にさまざまなIT商材を提供し支援している。大塚商会と競合しているが同社の主な顧客企業は従業員数が50～100名程度の規模である。

業務用システム

売上比率では19%だが営業利益の22%を占める同社の唯一の製造業だ。アルメックスという子会社で運営しているが2005年に買収し連結化した。病院やホテルの自動精算機やオペレーション管理システムを提供しているが、同社自動精算機の市場シェアは60～70%とかなり高い。しかし、病院での普及は財務的に余裕のある大病院に限られ、中小クリニックなど廉価版を投入することで裾野の拡大を狙っている。ホテルではビジネスホテルが普及率が低くこれから伸びる余地があるという（同社IR部）。最近ではラウンドワンが導入に踏み切った。生産性改善や人手不足問題を抱える業界でのニーズも強く、病院、ホテル業界を超えた広がりになる可能性もある。

U-NEXT売上動向（2Q累計）



同社決算説明資料より抜粋

主な指標

株価(6/25)	1,307
年初来高値(20/01/24)	1,973
年初来安値(20/03/19)	1,096
10年間高値(14/12/26)	3,206
10年間低値(16/11/15)	496
時価総額(億)	788
自己資本比率	15.5%
FY8/20 P/E (act)	22.50x
FY8/19 P/B (act)	3.73x
FY8/19 ROE (act)	33.6%
FY8/20 DY (act)	0.4%

Share Price Chart
52 weeks

ブル

成長市場での分散された事業ポートフォリオを構築しており新型コロナ禍中でも安定した業績を示している。キャッシュカウの店舗サービスが成長投資の原資。

ベア

新型コロナにより主要顧客である飲食店の経営悪化。コンテンツ配信事業での競争激化によりさらに投資が高むことも。

SESSAリサーチチーム
research@sessapartners.co.jp




同社決算説明資料より

コンテンツ配信

U-NEXTの名前でお馴染の動画配信サービスである。2Q累計（9-2月期）で売上206億円（32%増）を記録したが営業利益では3.29億円に過ぎない。しかし同社では同事業はまだ高成長局面で得た利益の大部分を宣伝広告費に投入しているという。宣伝広告費は上半期だけで40億円を投入しており、これを減らせばそのまま利益が上がるが今はアクセルを緩めるつもりはないようだ。動画配信は外資大手のアマゾンプライムやNetflixと熾烈なシェア争いをしているようにも見えるが、同社はオリジナルコンテンツ作成はしないとして他社とは路線を異にしている。オリジナル作品は製作費用の割に、その効果や視聴ピークが過ぎた後の解約率への影響の把握が難しく得策ではないと判断している（同社IR部）。同社の戦略は幅広いタイトルをそろえて（見放題タイトルは業界最多）、レンタルDVDショップの代替となるポジションを志向している。配信各社の特色に応じて住み分けが進むのか、強者による寡占が進むのか判断はまだ難しい。同社によれば無料視聴から課金へ進むコンバージョンレートは2桁前半だがチャーンレートは月1桁半ばという。顧客獲得コストは1年以上は有料継続しないと利益がでない水準とのことでなかなか流動性の激しい市場である。

中期経営計画と市場の評価

同社のRoE（2019年8月期）は33%と高いが自己資本比率は15%と低い。2024年8月期を最終年度とした中期経営計画（2019年6月策定）ではROEを15%へ半減、自己資本比率を30%へ倍増と設定しているが、同社のオーガニックなフリーCFは約80~90億円なので毎年内部留保を進めれば財務目標の達成は容易である。経営陣が中計でRoEを15%に落ちると予想している点は唐突に聞こえるが、目下のバリュエーションが織り込む潜在RoEは17%（PBR3.7 ÷ PE22）で、投資家は見通し済みであることが伺える。もっとものれん償却額は35億円と大きくEBITDAでの評価も一考に値しよう。見かけのRoEは2017年度以降の借入金激増による財務レバレッジで嵩上げされている。この間に経営陣は資金調達を活かして、業容の目覚ましい拡大を達成することができた。今後のdeleveragingで見かけRoEが低下しても、unlevered RoEには影響なく、PBRにも影響が少なからう。経営陣は2020/8期の配当性向を14.6%と見ている。15%のRoEでは株主資本配当率は2.2%と物足りない。中計予想に従って、2022年度でRoE15%、予想配当性向は上限の30%と見ればDoEは4.5%。投資家にはまずまずの水準だが、その時点での魅力は市場金利次第である。ビジネスはCF創出力に溢れている。配当性向引上げが前倒しであるとの期待が形成されれば株式の魅力は高まるだろう

中期経営計画 Next for 2024

(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：同社「中期経営計画策定のお知らせ,2019.6.6」より

LEGAL DISCALIMER

ディスクリーマー

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都渋谷区広尾5-3-18

research@sessapartners.co.jp