

# アナリストの眼

## サブスクリプションビジネスの特徴と与信判断について

### 【ポイント】

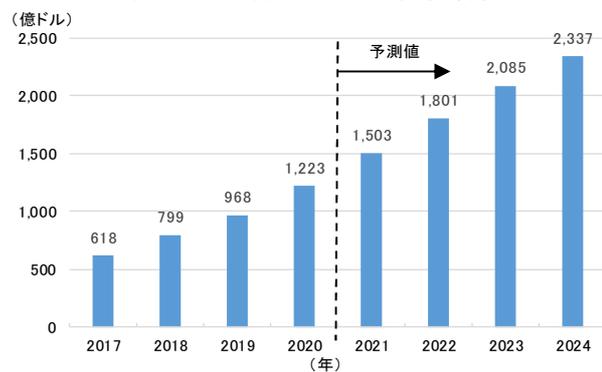
1. インターネットの発達に伴い、「コト売り」ビジネスとしてのサブスクリプションビジネスが拡大している。
2. サブスクは、収益の継続性や高い予測可能性、キャッシュフローに特徴がある。
3. サブスクの与信判断には、特有のビジネスモデルとキャッシュフローを理解し、財務諸表上には表れない企業の経営状態を把握することが求められる。

近年、音楽や動画等の配信サービスを筆頭にサブスクリプションビジネス（以下、サブスク）が拡大している。モノの製造・販売で収益を得る伝統的な「モノ売り」ビジネスと、「サービス」や「体験」を提供する「コト売り」ビジネスであるサブスクを比較し、キャッシュフローの特徴や与信判断におけるポイントを以下で検討することとしたい。

### 1. サブスクリプションビジネスの拡大

サブスクとは、本来予約購読や定期購入の意味合いを持ち、古くから新聞等の定期購読といった形式で存在していた。一方、インターネットの発達に伴い近年注目を集めているサブスクは、顧客から定額料金を受け取り、一定期間継続的にサービスを提供するビジネスモデルを指して用いられる。特にソフトウェア業界においては、従来のライセンス売り切り型からサブスク型への移行が進んでおり、インターネットを経由してソフトウェアをサービスとして提供する SaaS (Software as a Service) においては、その大半がサブスク型で提供されているなど、近年急速に普及している。

図表 1. 世界の SaaS 市場規模



### 2. サブスクリプションビジネスの特色

サブスクの特徴はその収益モデルにある。ある一定期間における売上について考えた場合、従来の「モノ売り」ビジネスでは、売上は「単価×数量」で求められる。基本的に顧客との関係性は一回の売買毎に完結するため、将来売上の予想には振れが生じやすい。一方、サブスクでは「単価×保有顧客数×継続期間」で売上を計算する。既存顧客からは、契約が解約されない限り定期収入を得ることができ、獲得した新規契約は新たに定期収入として積み上がるため、将来売上の予見可能性が高いビジネスモデルであると言える。基本的なサブスクの収益構造は図表 3 のとおりである。既存の保有顧客から得られる今期の年間定期収入をベースに、トラックレコード（過去の実績）等から想定される解約率と新規契約分を加味すると来期の年間定期収入を予測することが可能となる。

図表 2. サブスクにおける基本的な用語

年間定期収入 (ARR) (Annual Recurring Revenue)	既存契約が継続した場合の年間売上高	定期コスト (Recurring Costs)	ARRを確保するため売上原価や販管費、研究開発費等
定期利益 (Recurring Profit Margin)	定期収益から定期コストを引いた利益	解約額 (Churn)	解約による年間売上高の減少分
年間契約額 (ACV) (Annual Contract Value)	新規契約による年間売上高増加分	成長コスト (Growth Costs)	保有顧客維持や新規顧客獲得に費やされる営業費用やマーケティング費用

(資料) 富国生命作成

図表 3. サブスクの収益構造

$$\boxed{\text{今期ARR}} - \boxed{\text{Churn}} + \boxed{\text{ACV}} = \boxed{\text{来期ARR}}$$

(資料) 富国生命作成

### 3. サブスク企業の収益構造

サブスク企業の損益計算書例を図表 4 に示す。年間定期収入と解約額の差は純年間定期収入と呼ばれ、ここから定期コストを差し引いた金額が定期利益となる。定期利益から成長コストを差し引くと営業利益になるが、この定期利益は事業成長のための成長コストとして使用できる金額を示す。成長コストの投下は収益の源泉たる顧客基盤の拡大に繋がり、年間契約額 (ACV) の増加を経て将来的な年間定期収入の増収に寄与することになるため、将来的なサービスの成長が見込まれる場合は、後述するユニットエコノミクス等の指標を注視しつつ、利益の全てを成長コストに投じることさえも時と場合によっては合理的な判断と言える。サブスク企業においては、安定的かつ継続的な収入を背景に、その時点の営業利益をいかに確保するかという点よりも、投資家の理解を得ながら成長コストをいかに投じることができるかという点が優先され得る。

図表 4. サブスク企業の損益計算書例

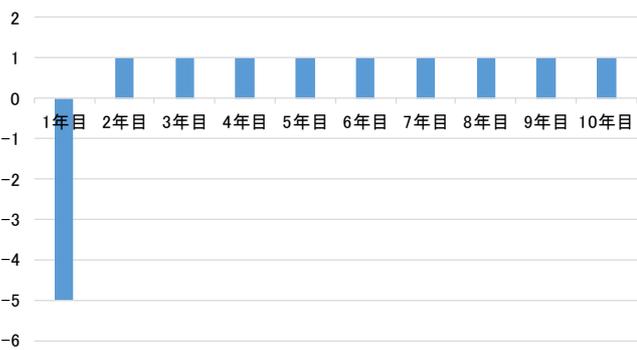
年間定期収入 A	100百万円
解約額 B	3百万円
純年間定期収入 C (=A-B)	97百万円
定期コスト D	57百万円
定期利益 E (=C-D)	40百万円
成長コスト F	35百万円
営業利益 G (=E-F)	5百万円

(資料) 富国生命作成

### 4. サブスク企業におけるキャッシュフローの特色

より詳しく見るために、顧客単位でのキャッシュフローに着目する。サブスク企業が自社サービスに顧客を呼び込むために投じる成長コストにおいて、広告宣伝費や人件費等の顧客一人あたりの獲得費用は CAC (Customer Acquisition Cost) と呼ばれる。また、一人の顧客が取引を開始してから解約するまでにもたらす利益は LTV (Life Time Value) と呼ばれ、一般的には「LTV=顧客一人あたり年間定期収入÷解約率 (年率)」で求められる。図表 5 のように、顧客獲得時は先行してキャッシュアウトが発生するものの、サービスを解約されない限り安定したキャッシュフローを享受することができるため、解約率抑制

図表 5. 顧客一人当たりキャッシュフロー (イメージ)



(資料) 富国生命作成

と契約継続期間の長期化によって LTV を向上させることが重要である。各顧客のキャッシュフローをまとめると、ある時点からプラスに転換するが、このとき、新規顧客獲得数が多いほど黒字転換後の成長率が高くなる（図表 6）。成長コストを投じて顧客基盤を拡大することで、一時的なキャッシュフローのマイナスは大きくなるものの、将来の飛躍的なキャッシュフローの黒字拡大が期待できる点もサブスクの特徴である。

## 5. サブスクビジネスの与信判断

サブスクを成長期と成熟期に大きく分類する。これまで見てきたように、成長期においては顧客基盤の拡大が最優先事項であるため、基本的には費用が先行して発生し、財務諸表上の各利益やキャッシュフローは赤字であることが多い。やがて、新規顧客の獲得ペースが減速し成熟期に入ると、優先事項は既存顧客の維持へと切り替わる。この段階においては、解約防止のため継続してサービス改善を実施する必要がある

ものの、顧客獲得費用は減少しており、これまで築いてきた顧客基盤を強固な収益の源泉として安定した利益を計上できていることが財務諸表上でも確認できる。

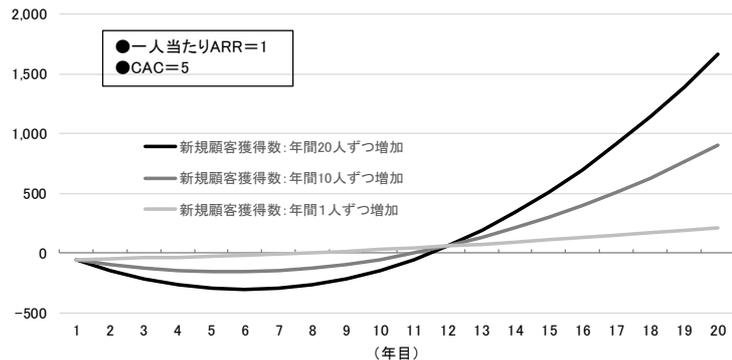
与信判断上議論になり得るポイントは、成長期において、財務諸表上の損益やキャッシュフローが赤字である企業をどう評価すべきか、という点であろう。今まで見てきたように、この段階において最も重要な点は収益の源泉となる顧客基盤を拡大することであり、投資家が注目すべき点は財務諸表上の損益ではなく、保有顧客数や年間定期収入の増加である。これらが順調であれば、ビジネスが健全に成長しており、将来的なキャッシュフローの伸長に期待することができるといえる。とはいえ、保有顧客数や年間定期収入が伸びてさえいれば良いというわけではなく、 $LTV \div CAC$  で求められるユニットエコノミクスと呼ばれる指標を用いて顧客一人当たりの採算性を評価することも重要である。将来的な LTV の変動等の不確実要素を踏まえ、一般的にはユニットエコノミクスが 3 以上であれば健全性が保たれているとされているが、その他の要素として、展開するサービス自体の事業リスク評価や同業他社との比較等も交えつつ判断すべきであろう。

## 6. 生保資金の社会的役割

ここまで、サブスク企業の特徴と与信判断におけるポイントについて考察してきた。歴史を振り返ると、生命保険会社による長期資金の供給は、日本社会の構造転換や経済成長を後押しする役割を担ってきた。そして近年、インターネット環境の発達とともにデジタル経済が急速に進展する中で、伝統的な製造業のような「モノ売り」型の企業もサブスクへ進出し始めており、急速に拡大を続けるサブスクリプションビジネスに対する生命保険会社による投融資が期待されている。従来の財務分析に囚われない、新しいビジネスモデルに着目した与信判断と目利き力がますます重要になってくるだろう。

(財務投資グループ 永井 宏樹)

図表 6. 新規顧客獲得ペースに応じた  
キャッシュフロー比較 (イメージ)



(資料) 富国生命作成