

デジタル・サブスクリプション への投資

テクノロジー・ディスラプション



目次

04

デジタル・サブスクリプションへの投資

06

サブスクリプション・エコノミーとは何か？

09

サブスクリプションの潜在市場規模

14

デジタル・サブスクリプション企業への投資事例

17

デジタル・サブスクリプションへの投資方法

Authors



Sundeep Gantori

Editor in Chief

Sundeep Gantori

Project manager

Sita Chavali

Editor, investment writer

Aaron Kreuscher

Design

Michael Galliker

Cover photo

gettyimages



Delwin Kurnia Limas



Kevin Dennean

本稿はUBS AG Singapore BranchおよびUBS Financial Services Inc.が作成した“Tech disruption: Investing in digital subscriptions” (2021年3月10日付)を翻訳・編集した日本語版として2021年3月26日付でリリースしたものです。本レポートの末尾に掲載されている「免責事項と開示事項」は大変重要ですので是非ご覧ください。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている市場価格は、各主要取引所の終値に基づいています。これは本レポート中の全ての図表にも適用されます。

序文



Min Lan Tan
Head of APAC Investment Office

読者の皆様へ

サブスクリプション型サービスが急速に広がりを見せています。音楽・動画配信サービス、eコマース等、皆様も何かしらのサービスを利用されているのではないのでしょうか。靴下やカミソリの替え刃から車に至るまで、多彩な商品・サービスをオンラインで提供するサブスクリプション型サービスが次々に登場し、消費者には利便性を、事業者には収益と株価の上昇をもたらしています。

デジタル・ディスラプションと新型コロナウイルスの感染拡大で働き方や生活が一変し、消費者も企業もデジタル・サービスを定期購入や前払い制で利用することに抵抗がなくなりつつあります。こうしたデジタル・サブスクリプションへの流れは、ハイテク・セクターをはじめとする幅広い業種の企業に、長期にわたって大きな収益機会をもたらすものと期待されます。





本レポートでは、3つの異なる業種からデジタル・サブスクリプションの先駆者を取り上げ、継続的な収入により収益やキャッシュフローの安定化を実現する仕組みを掘り下げます。また、サブスクリプション・サービスには消費者側にも多くの利点があります。こうしたメリットにより顧客基盤が広がり、この投資テーマ銘柄の成長を促すと考えます。

2020年は、消費者の行動様式の変化によりさまざまな長期トレンドが一気に加速し、テクノロジー株が世界全体で40%上昇しました。消費者はサブスクリプション・サービスの利便性と手頃な料金設定の魅力を実感し、こうしたサービスが今後さらに増えることを期待しています。デジタル・サブスクリプションは、その成長見通しを踏まえれば、高いエクイティ・プレミアムに値すると考えます。サブスクリプション市場の収益は今後、年率平均18%の成長を見込んでおり、急成長分野の1つとして注目しています。

デジタル・サブスクリプションは特段複雑なものではないと思われるかもしれませんが、一般的なテクノロジー投資テーマとは異なります。この投資テーマでは、サブスクリプション・ビジネスの特徴として、1)普及の初期段階、2)継続的な収益、3)利益率とキャッシュフローの向上、4)中型株が中心、という4つの点に注目します。投資を実践するに当たっては、本レポートで取り上げる主要業種全体に幅広く、また先進国と新興国双方のサブスクリプション企業に、分散投資することを勧めます。

本書が皆様の投資戦略の一助となることを願っております。

デジタル・サブスクリプションの4つの重要な特徴

- | | | | |
|---|--|---|--|
| 
1. 普及の初期段階 | 
2. 継続的な収益 | 
3. 利益率とキャッシュフローの向上 | 
4. 中型株が中心 |
|---|--|---|--|



gettyimages

デジタル・サブスクリプション への投資

新型コロナウイルスの感染拡大を契機に、サブスクリプション型サービスが急速に普及している。サブスクリプション型ビジネスモデルは、消費者側の利便性と企業側の安定的な収益という利点により、コロナ禍においても底堅さを発揮した。こうした状況は、eコマース、ビデオストリーミング、ゲーム、クラウド・アプリケーションなど、幅広い業種・業態で見て取れた。サブスクリプションは、1人の顧客が生涯にわたって企業にもたらす利益、すなわち「顧客生涯価値(ライフタイムバリュー)」を収益基盤とするビジネスモデルである。こうした仕組みを強みに、サブスクリプション企業は、昨年のコロナ禍の中でも、安定的な収益と着実なキャッシュフローを創出し、財務内容が大幅に改善している。

「サブスクリプション・エコノミー」の需要をけん引しているのは消費者だけではない。従来よりも予測可能で安定的なキャッシュフローが見込めることから、企業もサブスクリプション・モデルを積極的に導入している。例えば、これまで自社で構築して管理していたITインフラ(サーバー、ストレージ、ネットワーク)も、クラウドへの移行が進んでいる。実際、市場では既に、最も基本的なIaaS(サービスとしてのインフラストラクチャー)から、ウェブやアプリケーション開発(サービスとしてのプラットフォーム:PaaS)、総合オンデマンド型企業向けソフトウェア(サービスとしてのソフトウェア:SaaS)に至るまで、費用対効果が高く、高性能なクラウドサービスが幅広く展開されている。



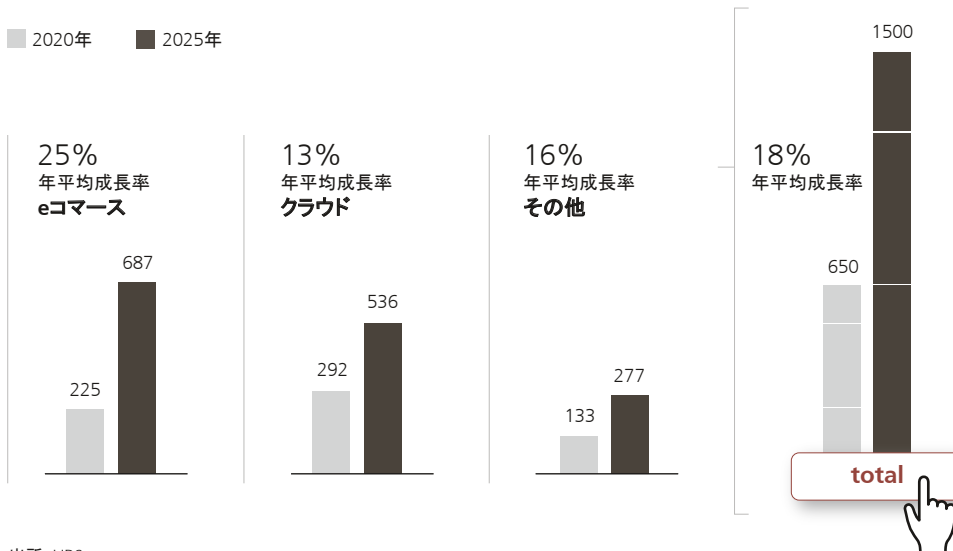
>2倍

デジタル・サブスクリプションの潜在市場規模は2025年までに2倍以上に拡大の見通し

図表1

デジタル・サブスクリプションの潜在市場規模は2025年までに2倍以上に拡大の見通し

デジタル・サブスクリプション分野のセグメント別市場規模(10億米ドル)



出所: UBS

サブスクリプション・エコノミーは始まったばかりであり、今後、技術開発にともない利用事例もさらに広がるだろう。なかでも成長要因として期待されるのが5Gで、その超低遅延の特徴が活かされるクラウドゲームや自動運転などの領域で、サブスクリプション・ビジネスをけん引するものとみられる。また、企業にも利点が多いことから、サブスクリプションを導入する業種の裾野も広がっている。例えば、製造業では、モノのインターネット(IoT)の普及にともない、生産プロセスにおいてデジタルツイン・サービス*やサービスとしての機器(EaaS)モデルが注目を集めている。また、資源効率を最大化し廃棄物を削減するサブスクリプションは、長期的にはサステナビリティの推進にもつながる。

サブスクリプションの市場規模は2020年の約6,500億米ドルから2025年には1兆5,000億米ドルへと、年率平均18%の急成長が見込まれる。特にeコマースは、現時点でまだサブスクリプションの浸透度が相対的に低いため、2020~2025年の年平均成長率は25%と、先行き最も力強い成長が見込まれるサブセクターで

サブスクリプション・エコノミーの市場規模は年率平均18%で成長し、2025年には1.5兆米ドル規模に達すると予想される。

ある。eコマースに続き、ビデオ、音楽、クラウド・コンピューティングのサブスクリプションも2020~2025年の成長率は10%前半から半ばが見込まれる。ここ数年、大半のサブスクリプション企業の株価は堅調に推移してきた。だが、安定的な収益成長、利益率の大幅な改善、着実なキャッシュフローの創出による株主還元の上昇、といった長期的な恩恵が顕在化するのはいずれかと考えている。従って、サブスクリプション・エコノミーのリーダー企業への投資が生み出すリスク調整後リターンは、今後継続的に増加していくものと見込まれる。

我々は、企業および消費者向けデジタル・サブスクリプション業界におけるリーダー企業への幅広い分散投資が、高いリターンを生み出す有効なアプローチだと考えている。リーダー企業の大半は、今はまだ米国などの先進国やハイテク・セクターが中心である。だが長期的には、新興国や、金融・製造業など伝統的なセクターでも、サブスクリプションが趨勢的に広がり、需要が増大すると予想される。

この投資テーマの4つの重要な特性:

- 普及の初期段階
- 継続的な収益
- 利益率とキャッシュフローの向上
- 中型株が中心

*デジタルツインとは現実の世界から収集した様々なデータを、双子(ツイン)のように、デジタル空間に再現する技術。

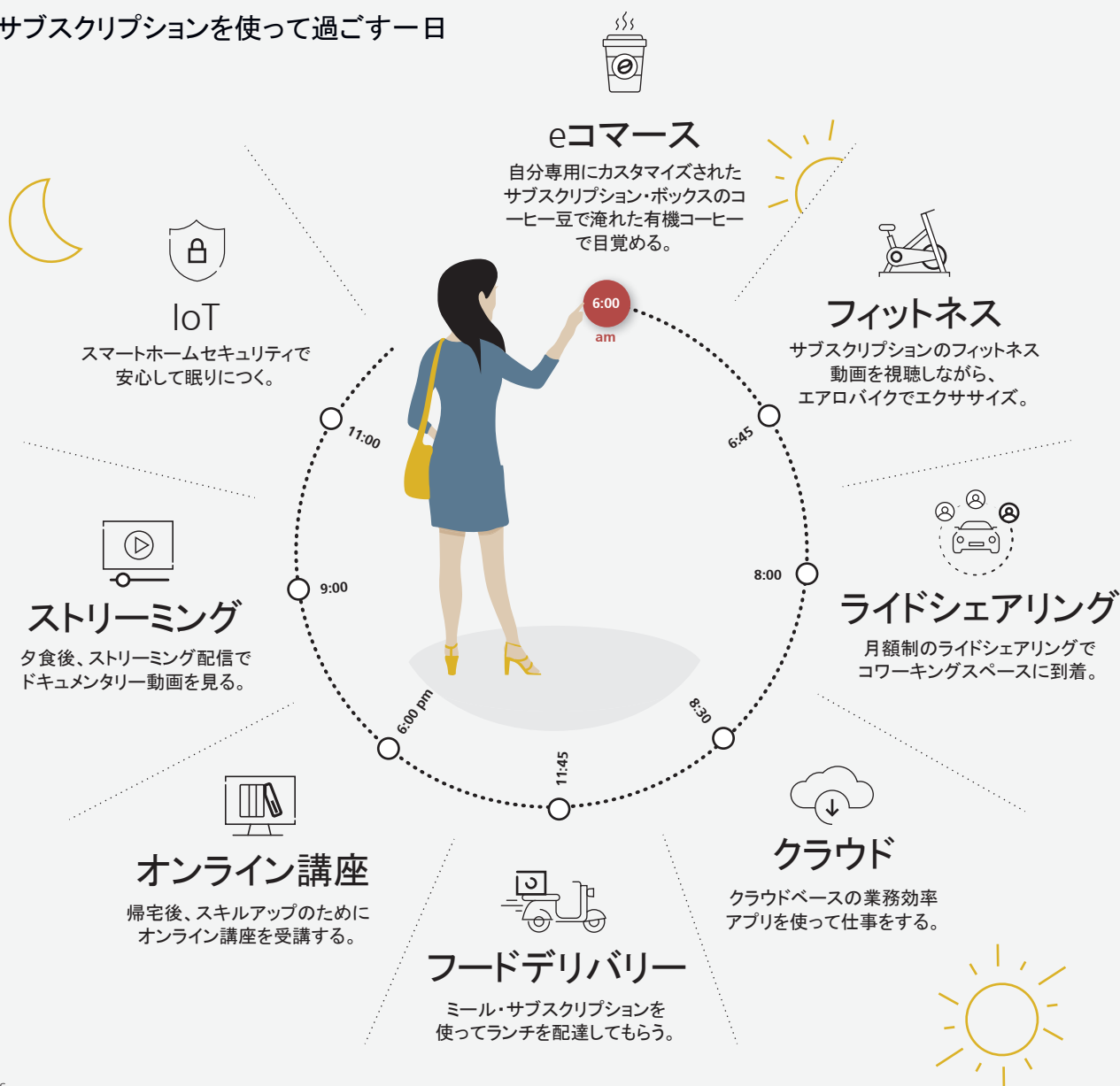
サブスクリプション・エコノミーとは何か？

辞書の定義によれば、サブスクリプションとは「何らかのもの(サービス)を、前払い方式などで、継続的あるいは定期的に提供するという契約」を指す。簡単に

言ってしまうと、サブスクリプション契約を結んだ企業は、顧客に商品、サービスまたは体験の事前予約や、プラットフォームの利用を提供する。一方、サブスク

ライバー(顧客)は通常、単発で購入するよりも割安な価格で、商品やサービスを定期的に購入・利用することができる。

サブスクリプションを使って過ごす一日



サブスクリプション・サービスは目新しいものではない。その起源は、書籍の定期講読がすでに行われていた18世紀～19世紀にまで遡ることができる。新聞や電話、公共料金もサブスクリプション型ビジネスモデルと言えるが、これらはオールドエコノミー・モデルである。我々が注目しているのは、インターネットやハイテク技術を活用した新時代のデジタル・サブスクリプションである。

デジタル・ベースのサブスクリプションはサービスが中心だが、昨今はインターネットを介して物理的な商品を定期的に顧客に届けるタイプも浸透している。

デジタル・ベースのサブスクリプションは、大きく「eコマース」「クラウド」「その他」の3つのセグメントに分けられる。

次章で各セグメントを詳しく取り上げる。

サブスクリプション時代の到来

浸透するデジタル化の後押しを受けて、また、消費者と企業の双方に利点があることから、サブスクリプション・エコノミーは現代社会に浸透しつつある。

デジタル化の波は社会の隅々まで広がり、人々の生活や暮らしに劇的な変化をもたらした。インターネット・ユーザー数は2020年の50億人超から、今後10年でさらに20億人増えると予想される(図表3参照)。

ミレニアル世代(一般には1981~96年生まれ)がデジタル世代として、デジタル化を強力に加速させ、従来型の産業を根底から変えている。彼らの価値観は「所有から利用へ」と変化しつつあり、デジタル・サブスクリプションへの移行を後押ししている。例えば若い世代は、定額制の動画配信サービスで好きな時に映画を楽しみ、配車アプリを使って街中を移動することに抵抗がない。一方、中年は自宅で映画を見るには都度購入していた世代だ。また、自家用車の所有率も高い。

5Gサービスが世界で本格化すると、消費者のライフスタイルに別の面で急激な変化が生じる可能性がある。次世代のワイヤレス標準の登場で、eスポーツや自動運転といった低遅延サービスの利用が増えるだけでなく、IoT機器の

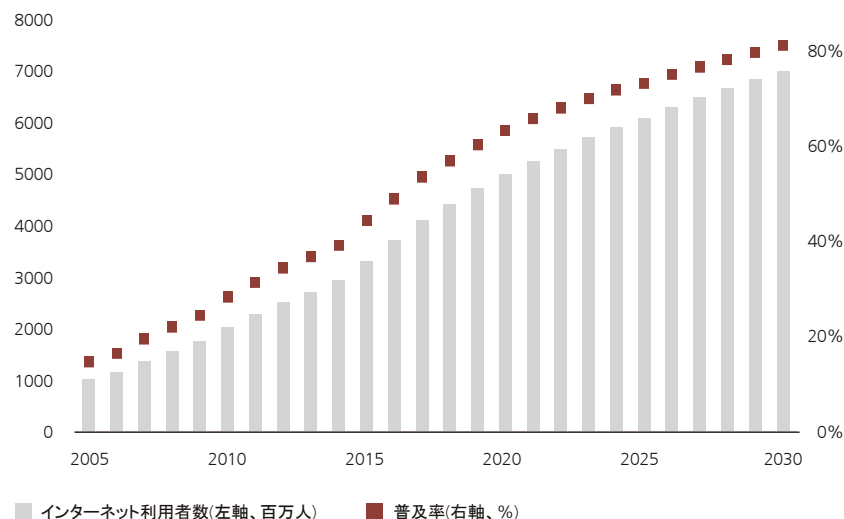
エリクソンによると、IoTデバイスは2020年の126億台から2026年には269億台に達する見通し

導入も加速する。その結果、デジタル化はさらに幅広い分野にまで広がり、これまでハイテク技術に抵抗を示していた層のデジタル利用も進みそうだ。エリクソンによると、IoT機器の数は、2020年の126億台から2026年には269億台へと増加する模様である。

サブスクリプション・エコノミーの成長を支えるもう1つの強力な要因は、デジタル・サブスクリプションを契約する消費者と、それを提供する企業の両方に魅力的な利益があることだ。我々はこのウィン・ウィンの状況を、サブスクリプション・エコノミーがもたらす「6つのC」と呼んでいる。

図表3
次の10年でインターネット利用者数は20億人増加の見通し

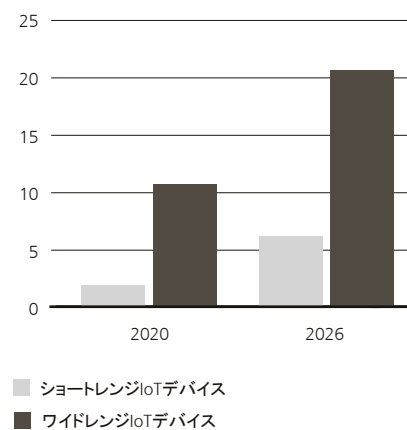
世界のインターネット利用者総数(左軸、百万人) および 普及率(右軸、%)



出所:世界銀行、UBS

図表4
世界でのIoTデバイス数は、年率10%前半~半ばのペースで増加が予想される

単位:10億台



出所:エリクソン、UBS

サブスクリプション・エコノミーの6つのC

消費者

Cost savings(コスト低減): サブスクリプションは通常、都度購入するよりも割安な料金が設定されている。事業者は定期収入により予測可能なキャッシュフローを確保できるため、コスト削減を価格にも反映できる。

Convenience(利便性): サブスクリプション契約により顧客は定期的にサービスや商品を購入(利用)できるため、毎月注文する手間が省ける。受け取り場所を指定できる場合も多い。

Customization(カスタマイズ): 自分の嗜好に合わせてカスタマイズが可能のため、顧客体験と満足度が大幅に向上する。

企業

Consistency(安定的な収益): 安定収入により将来の収益がある程度予測可能になる。ただし、あらかじめプラン・戦略を立案し、契約後は継続購入を維持する必要がある。

Cash flow management(キャッシュフローの安定化): 継続的な収入というサブスクリプションの特徴により、事業者はキャッシュフローの改善・安定化を実現し、設備投資計画や株主還元にも注力できる。

Customer insights(顧客分析): 蓄積された顧客のビッグデータを分析することで、顧客の嗜好や意向に対する理解を深め、クロスセルの獲得や解約率(チャーン・レート)の低減につなげることができる。

図表5



出所: UBS



サブスクリプションのリスク・課題ーサブスクリプションにも、サイバーセキュリティ・リスク、支払リスク、利用しなくても料金が発生する、などのリスクや課題が存在する。事業者側も、原価に一定の利益を上

乗せした従来の売り切り型から割安価格のサブスクリプションへの移行には、準備の大変さや黒字化までに時間がかかるなどの課題がある。しかし、中長期的に見れば、顧客生涯価値が高まるにつれて移行

コストは低減されることから、消費者と事業者の双方にとって、サブスクリプションの便益がその課題を上回るようになると思う。



gettyimages

サブスクリプションの潜在市場規模

世界のサブスクリプション・エコノミーの成長はまだ始まったばかりで、この先数年にわたり、多様な業種でデジタル・サブスクリプションの契約者数が大幅に増加することが予想される。現在、デジタル・サブスクリプションの利用は、一部のセクターと市場に偏っている(図表7参照)。

前述の通り、サブスクリプション・エコノミーにはeコマース、クラウド、その他という3つの大きな分野がある。この3グループ

の総収益は2020年の6,500億米ドルから2025年には1兆5,000億米ドルへと、年平均18%で成長するものと予想している。

この見通しに基づけば、サブスクリプション・エコノミーは世界的な急成長分野の1つになるだろう。以下のセクションでは、こうした我々の強気の見方を裏付ける成長の原動力について見ていきたい。

18%

デジタル・サブスクリプションの年平均成長率は18%の見通し



eコマースのサブスクリプション市場が本格化

世界のeコマース市場は昨年、新型コロナウイルスの感染拡大により需要が大幅に拡大し、収益は世界全体で4~5兆米ドルに達した。eコマースが大きく伸びた背景には、複数の技術的要因と技術以外の長期的要因がある。特に注目すべきは人口増加、都市化、高齢化、技術的な進歩、消費者にとっての利便性向上、そして企業のオンライン販売拡大の動きである。我々は、今後10年間のeコマースの収益成長率は年率15%前後と予想している。

対照的に、eコマースのサブスクリプション市場はまだ始まったばかりで、我々の推計では浸透率はわずか5%である。だが、コロナ禍でサブスクリプションの利点に注目が集まり、結果として2020年はeコマースのサブスクリプションが飛躍的に拡大した。ミレニアル世代が消費の主演となりつつあることから、我々はeコマースのサブスクリプション

市場は2020~2025年にかけて年率25%で拡大し、2,250億米ドルから6,870億米ドルに成長するものと予想する。これは、eコマース全体に対する我々の予想成長率である年率15%を上回る。

こうした強気の見方の背景にあるのは、顧客の好みにカスタマイズされた、低コストで利便性の高い購入体験など、様々な利点がeコマースのサブスクリプションにはあることだ。音声操作機器の普及や人工知能(AI)の進歩によって、オンライン・ショッピングは手軽さがより進化しており、これがサブスクリプションへの移行の推進力となっている。食料品や医薬品は、すぐにもサブスクリプション化が進むだろう。また、ミレニアル世代が消費の中心を担う衣料品のレンタルや、玩具シェアリング、アクセサリーの定期便ボックスなども見通しが明るい。サブスクリプションはまた、有料会員だけにプレミアム特典や限定グッズを提供することで、eコマースセグメントのアップスケールを図ることも可能である。

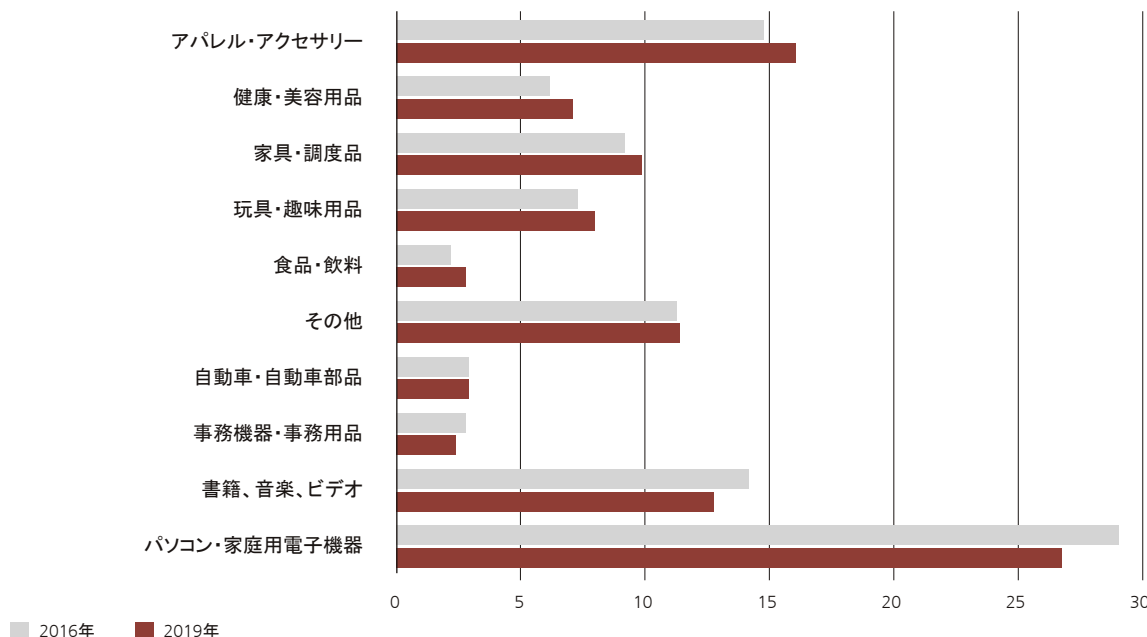


eコマースのサブスクリプションは成長が最も速いセグメントであり、加えて、新興国市場でも今後飛躍的な伸びが見込まれる。我々の2025年までの成長率予想はかなり高水準だが、これでも保守的な見通しとなるかもしれない。我々の浸透率予想はわずかに1桁半ばから後半(%)と想定しているが、これが10%前半まで上昇する可能性が十分にあるからだ。

図表6

アパレル、健康・美容用品、日用品、玩具などはサブスクリプションの普及の恩恵が期待される

米大手EC企業のセグメント別売上高シェア(%)



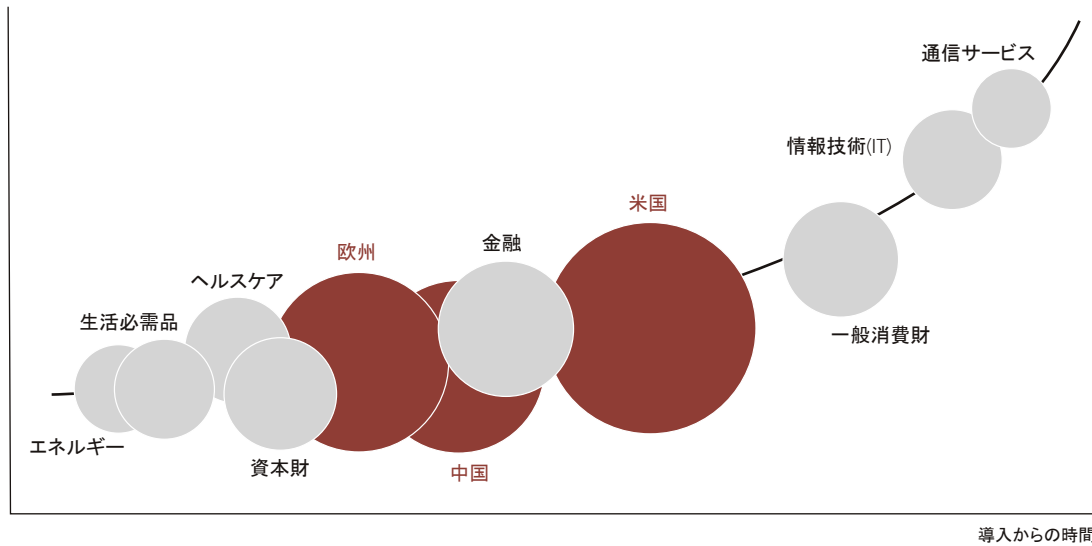
出所: 会社資料、ブルームバーグ・インテリジェンス、UBS

図表7

デジタル・サブスクリプションの普及度

サブスクリプションのセグメント別の普及度、円の大きさは相対的な収益規模を示す

サブスクリプションの普及度



出所: UBS

導入からの時間

クラウド・コンピューティングが企業向けサブスクリプションをけん引

ITアーキテクチャーが急速に進化している。コンピューティング、ストレージ容量、ネットワーク速度は過去10年間で驚異的に伸びた。モバイルデバイスの登場、データとその分析の重要性、そして常により低コストでより優れたソリューションを提供する必要性から、企業の最高情報技術責任者(CTO)はITの根本的な体質改善を迫られている。こうした状況を踏まえると、クラウド・コンピューティングがテクノロジー分野で最も旬な話題であることは何ら不思議ではない。

新型コロナウイルスの世界的な感染拡大で、企業は働き方や業務プロセスの見直しを余儀なくされた。従業員の大半が在宅勤務に切り替わり、ビデオ会議などのオンライン・コラボレーション・サービスを利用して仕事をするようになった。こうした変化により、サービスをサポートするバックエンド部

門の負荷が高まっただけでなく、ユーザーとサービスとをつなぐネットワーク・トラフィックも急増した。ITマネージャーは、コロナ禍だけでなく、その後の堅調な事業成長に向けてIT戦略を準備し、テストしなければならない。クラウド・コンピューティングは、その特性上、需要の変動にも対応がしやすい。

クラウドはオンデマンドでリソースプール提供型のサービス

クラウド・サービスは、サブスクリプション方式で、プールされたITリソースを、必要なとき必要な量だけオンデマンドで提供するモデルで、従来のITアーキテクチャーとまったく異なる。例えば、伝統的なITアーキテクチャーでは、開発者が新しいアプリケーションを展開する場合、サーバー、ストレージ、ネットワーク・ハードウェアをそれぞれのハードウェアチームに揃えてもらわなければならない。また開発者は、別のチームからオペレーティング・システムやミドルウェアの使用権を取得し、さらに別のチームからデータベースを提供してもらう必要がある。さらにまた異なるチームにプロジェクト全体のセキュリティ対策を依頼しなければならない。

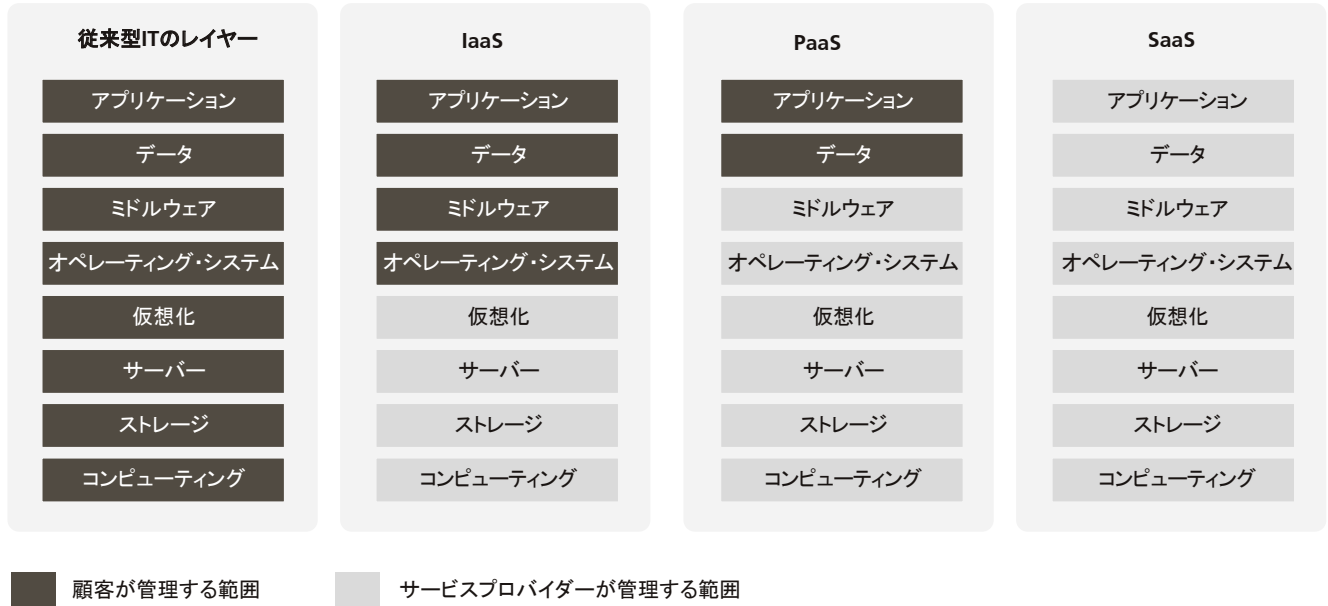


13%

クラウド・サブスクリプション市場の2025年までの年平均成長率は13%の見通し

図表8

従来のITとクラウドITのレイヤー比較



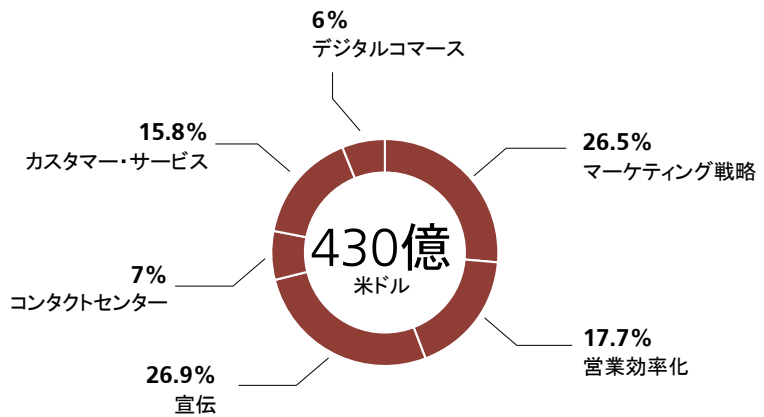
出所: UBS

PaaS、IaaS、SaaS—ITを好みのままに
クラウドベースの世界では、ソフトウェア開発者は、クラウドサーバー・プロバイダーとサブスクリプション契約を結びさえすれば、アプリケーションの開発と運用開始に必要なあらゆるツールを即座に入手できる。これを行うサービスは「サービスとしてのインフラストラクチャー(IaaS)」または「サービスとしてのプラットフォーム(PaaS)」だが、両者の大きな違いはサービス提供のレベルである。PaaSでは通常、ハードウェア・リソースは提供されるが、ソフトウェア(オペレーティング・システム、ミドルウェア、データベース、等)は含まれない。一方、IaaSには、一般に必要なツールとインフラストラクチャーがすべて含まれている。クラウドの種類に関係なく、このコンピューティング・モデルでは、ニーズに合わせた方法でITにアクセスし利用することができる。

図表9

CRM(顧客関係管理)ソフトウェアはクラウド・サブスクリプションへの移行を加速する好例

CRMソフトウェアのセグメント別内訳



出所: IDC、ブルームバーグ・インテリジェンス、UBS

提供方法やサービスの種類を問わず、クラウド・コンピューティングには5つの大きな特徴がある。

1. クラウドはオンデマンドでITリソースを利用できるサービスで、サービス・プロバイダーから、コンピューティング、ストレージ、ネットワーク、ソフトウェアの提供を自動的に受けることができる。従来型のITが階層的で、サービスの提供や配信に膨大な人手を要するのは対照的である。

2. クラウドはネットワークベースのサービスであり、多種多様なプラットフォーム(PC、シンクライアント、ノートパソコン、スマートフォン、タブレット、等)で、複数のネットワーク(プライベートまたはパブリックのインターネット)を通じて提供され、利用される。

3. クラウドモデルではプールされたITリソースをユーザー間で共有する。これは一般的に「マルチテナント」と呼ばれる。この場合の「ユーザー」は、企業が自社所有のデータセンターに構築した「プライベートクラウド」環境において、社内の各部署とIT資産を共有する社員、またはクラウド・サービス・プロバイダーが所有・管理するIT資産を複数の顧客企業で共有する利用者を指す。

4. クラウド・コンピューティングは柔軟に設定が可能で、顧客はコンピューティング、ストレージ、ネットワーク等のリソースをニーズに応じて動的に拡張または縮小することができる。インフラストラクチャーは必要ない。

5. クラウドは公共料金のようにレートで課金される。この点は従来のITとは異なる。従来のITにはコンピューティング、

ストレージ、ネットワーク、アプリケーション等のために大規模な初期投資が必要である。こうした初期投資に加えてIT企業は、人件費、建物費用、電力費、冷却費といった運用コストも負担している。これらのコストは膨大で、運用コストがデータセンター全体のコストの75%に上るとのアナリストの試算もある。

米IT調査会社ガートナーとブルームバーグ・インテリジェンスのデータに基づくと、2020年のクラウド市場全体の規模は約2,920億米ドルだった。我々は、今後年率平均13%のペースで拡大し、2025年には5,360億米ドルに達すると予想している。クラウドを導入する企業が増え、クラウド・サブスクリプション企業の市場シェアが高まる見通しを踏まえると、我々の予想は妥当な水準だと考えられる。



16%

「その他」のデジタル・サブスクリプションの2025年までの年平均成長率は16%の見通し

消費者と企業の双方が「その他」のサブスクリプション分野をけん引

その他の分野には、ビデオ・ストリーミングや音楽ストリーミングに加えて、ゲームやフィットネス、金融、ニュース等が含まれる。こうした特定の業界に特化した「バーティカル・サブスクリプション」の鍵を握るのが、5Gの普及である。5Gが持つ超高速・超低遅延の特徴により、自動運転、製造業におけるデジタルツイン・サービス、その他多様なIoT関連の収益化サービスなど、新しいサブスクリプション市場が次々に登場するだろう。サブスクリプションの「その他」のセグメントの市場規模は、2020年の1,330億米ドルから2025年には2,770億米ドルへと、年率平均16%で成長するものと見込む。これは、ビデオ・サブスクリプションの成長率を10%後半(新興国での堅調な利用拡大が後押し)、音楽ストリーミングを10%程度(拡大ペースの小幅鈍化を見込む)、その他分野を10%半ばとする我々の予想を前提としている。

「その他」のサブスクリプションの成長をけん引するのはビデオ・ストリーミングになると予想する。ビデオ・ストリーミングは、価格上昇が見込まれる新興国での旺盛な需要を背景に10%後半の成長率を見込む。新型コロナの収束に伴う経済活動の正常化で、短期的に解約率(チャーン・レート)が高まる恐れはあるものの、オンデマンド・コンテンツの需要が高まっている昨今、サービスとしてのビデオ・ストリーミングは、家庭での浸透拡大を追い風に成長するだろう。次に速い成長が見込まれる市場は、ゲームやフィットネスといったその他のデジタル・サブスクリプションで、成長率は10%半ばを予想する。5Gが本格的に普及すれば、この数字がさらに上振れする可能性もある。最後に音楽ストリーミングの予想成長率はやや低く10%前半だが、収益性の高さは変わらないだろう。

全体として、サブスクリプションの「その他」のセグメントは、消費者と企業双方の利用拡大が安定的な支援要因となるだろう。金融や製造業などの従来型産業でもデジタル・サブスクリプションの利用が増えていることや、その他セクターでデジタル化が進んでいることも、このセグメントの長期的な成長を後押しする要因となるだろう。



gettyimages

デジタル・サブスクリプション企業 への投資事例

サブスクリプションが消費者と企業に大きな利益をもたらすのであれば、投資家もサブスクリプション関連銘柄への投資により利益を得られるのだろうか。この質問に答えるため、動画配信、メディア、ソフトウェア分野から先駆者をそれぞれ取り上げ、掘り下げてみた。

いずれも従来型の企業としてスタートしたが、デジタルサービスの利用が急激に伸び始めた2013年前後に、サブスクリプション型モデルへと軸足を移した。移行当初は初期段階特有の課題に直面したが、それらを乗り越え、今では財務基盤が強化され、先行者としての利益を享受

している。投資家もこうした好業績を受けて投資を活発化してきた。サブスクリプション・エコノミーの見通しは良好であると我々は見えており、投資する理由も次のように挙げられる。

サブスクリプション・エコノミーに投資する5つの理由

- 1. サブスクリプションは、大きな網を投げて潜在市場を広げるのに効果的**
サブスクリプションは、企業の潜在市場を広げることができる。サブスクリプションは一定期間に亘って定額を支払うため、顧客は単発で購入するよりも、割安に商品・サービスを利用できるからだ。上記の先駆者企業3社を合わせた顧客数は、2013年の4,500万人から2020年には2億3,000万人に増加した(図表10参照)。このように顧客数が急激に増加した要因は、もちろん、料金の割安感だけではなく、機能の魅力的なアップグレードといった他の要素も関係している。だが、継続的な収入・収益モデルへの移行により、新たな市場や地域への進出がより容易に進んだと我々は見ている。
- 2. サブスクリプションは、収益拡大も期待できる**
サブスクリプションは、顧客基盤を広げるとともに、新機能を展開することで価格の引き上げも可能であるため、長期的な収益拡大が期待できる。上記の先駆者企業の合計収益は、2013~2020年で4倍に成長した。これに対して、グローバル株式の同期間の業績パフォーマンスは横ばいとどまっている(図表12参照)。すべてのサブスクリプション企業がこれほど急成長を遂げられるわけではないが、我々は2020~2025年の年平均成長率を18%と予想しており、平均を上回る成長率は十分に達成可能だと見込んでいる。
- 3. サブスクリプションは、利益率の上昇や営業利益の増大が期待できる**
営業利益率の上昇は、サブスクリプション・エコノミーへの投資を行う説得力のある理由の1つだと考える。企業

がサブスクリプション・モデルへ移行した当初は、一般に営業利益率は低下する。これは、売り切り型から、継続的ではあるが低価格設定の料金体系に移行後、収益がいったん大きく低下するからである。立ち上げ時には営業コストも通常増えるが、この費用は価格の引き下げに合わせて低下するわけではない。システムなどの初期投資がかかるため、当初はむしろ絶対原価が増加する場合もある。だが最終的には、顧客生涯価値の上昇(解約率の低下と継続的な収入)と営業コストの低下につながる大幅なスケールメリット(ユーザー獲得コストの低下に加え、販売コストとマーケティングコストも低下)のおかげで、営業利益率は急上昇する傾向がある。実際に、上記3社の営業利益率は2013~2020年に13%から26%と、およそ2倍になった。これは同期間のMSCIオールカントリー・ワールド指数における営業利益率の上昇幅2ポイント(16%から18%)に比べると、大幅な上昇である。結果的に、これら企業は同期間に営業利益を大きく伸ばしている。

- 4. サブスクリプションは、キャッシュフローの改善にもつながりうる**
収益成長と利益率の改善、そして何よりも継続的な収入を基盤に、サブスクリプションのビジネスモデルは通常、安定的なキャッシュフローを創出する。需要の急増に対応するため、設備投資を一気に拡大する場合もあるが、フリーキャッシュフローは長期的には改善する傾向にある。このような改善は、上記3社では非常に顕著に現れた。3社の合計フリーキャッシュフロー・マージンは2013年の11%から2020年には19%に上昇している。対してMSCIオールカントリー・ワールド指数の場合は7%から11%への上昇にとどまっている。3社のキャッシュフロー・マージンは2倍近く上昇し、自社株買いや配当という形で株主還元拡大に寄与した。

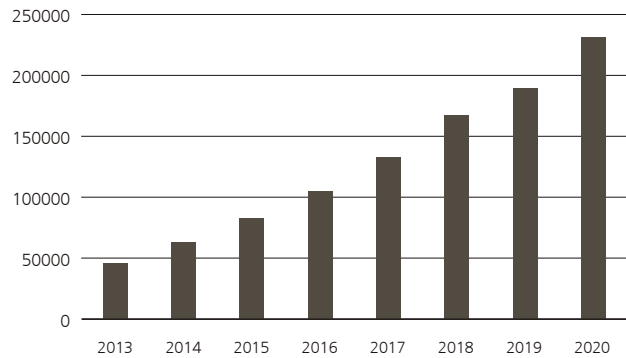
「その他」のサブスクリプションはビデオ・ストリーミング・サービスがけん引役になると予想する。ビデオ・ストリーミング・サービスは、価格上昇が見込まれる新興国での旺盛な需要を背景に、10%後半の成長率を見込む。

- 5. サブスクリプションは、力強いリターン創出も期待できる**
力強い収益成長、営業利益率の上昇、キャッシュフロー・マージンの上昇は、投資家から好材料として受け止められている。実際、2013~2020年に、上記3社の合計時価総額は9倍に膨らんだ。これに対してMSCIオールカントリー・ワールド指数では2.3倍だった。

我々のサンプル数は少ないため、成果がひととき大きく見えるかもしれないが、重要なことは、上記のケーススタディにより、先駆者企業がいかにしてサブスクリプションへの移行を成功させたか、そして市場がその堅調なファンダメンタルズを好材料としていかにして投資を活発化させたかを探ることである。すべてのサブスクリプション企業が、これだけの関心を投資家から集めることは難しいが、このケーススタディが示すように、収益成長、利益率、フリーキャッシュフローの点で優れているサブスクリプション・エコノミーは、グローバル株式のパフォーマンスを上回る潜在性を十分に秘めていると我々は考える。このテーマは、長期的に安定したビジネスモデルに注目する、グロース(成長重視)型投資家にとって特に魅力的だと考える。

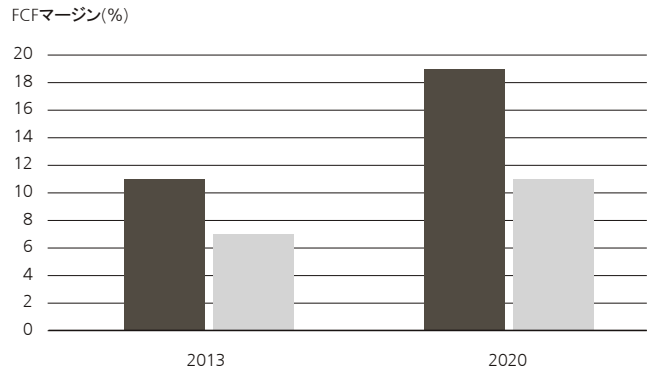
目で見えるサブスクリプションのリーダー企業

図表10
急増するサブスクライバー
サブスクライバー数(単位:千人)



出所:ブルームバーグ、Factset、UBS

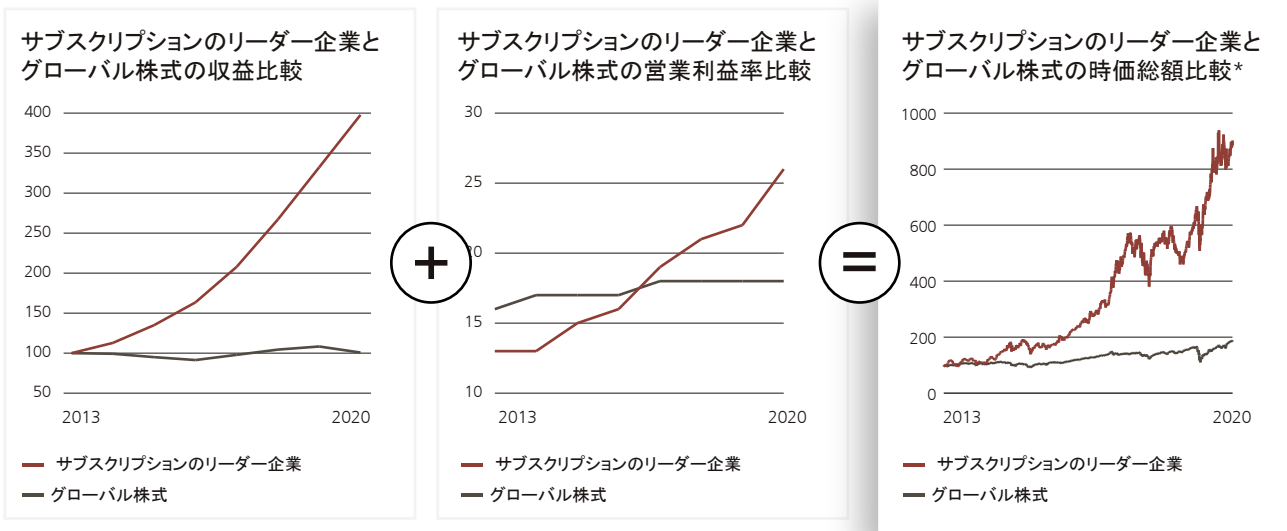
図表11
サブスクリプションのリーダー企業は平均以上のFCFマージンを実現



■ サブスクリプションのリーダー企業 ■ グローバル株式

FCF=フリーキャッシュフロー
FCFマージン(%)=FCF ÷ 売上高
出所:ブルームバーグ、Factset、UBS

図表12
サブスクリプションのリーダー企業の業績はグローバル株式を大幅に上回る
高い収益成長と利益率の上昇により堅調なパフォーマンスを発揮



*2013=100とする。
出所:ブルームバーグ、Factset、UBS



gettyimages

デジタル・サブスクリプション への投資方法

サブスクリプション・エコノミーの未来は明るい。この投資テーマを検討する場合には、上記3つのセグメントに幅広く分散投資を行うことを勧める。世界のデジタル・サブスクリプションの投資ユニバースは広く、我々は全体の時価総額を14兆米ドル、時価総額の中央値を310億米ドルと予測する。つまり、このテーマではテクノロジーの中型株が有望であることが示唆されており、巨大ハイテク株からの分散が進むにつれ、これらの中型株は魅力的な長期の成長機会を提供すると考えている。

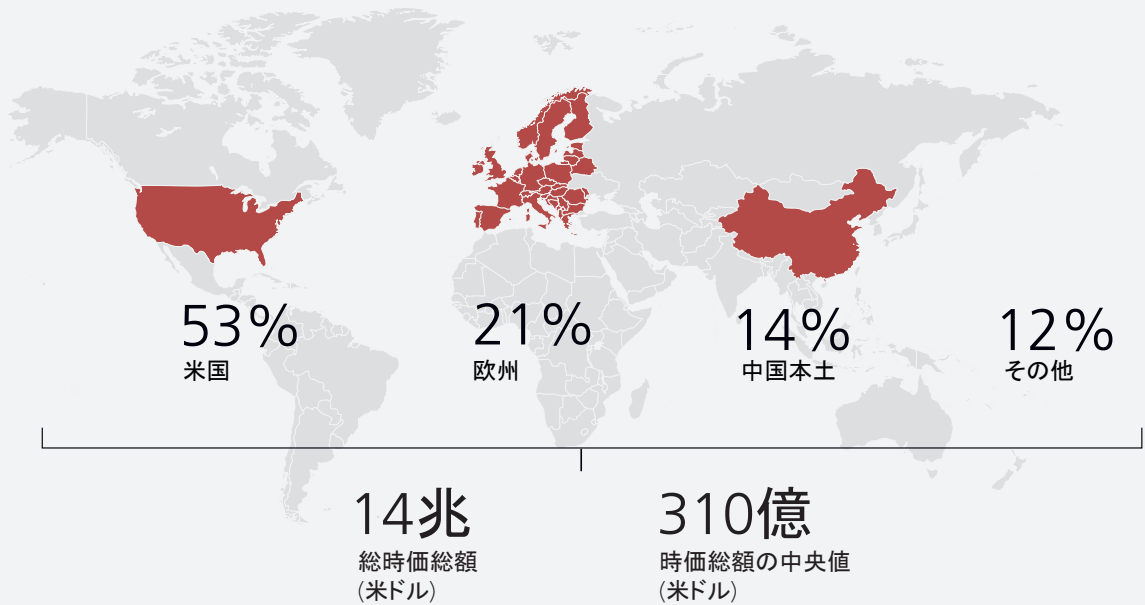
サブスクリプション企業は現時点ではその大半が米国企業(50%以上)だが、サブスクリプションが始まったばかりの中国のような新興国の割合が今後数年以内に高まるものと予想する。同様に、サブスクリプション企業は足元ではIT、一般消費財、通信サービスなどグロース・セクターが中心だが、金融やヘルスケアのような伝統的なセクターもまもなくサブスクリプション・モデルへと軸足を移し始めるとみられる。また、新型コロナウイルスの感染拡大により、遠隔医療やデジタルツインなどのトレンドが加速しており、これら業種でサブスクリプションが大幅に普及する可能性がある。

従って、我々は、新興国と伝統的な業種への分散投資を徐々に増やすことを推奨する。また、企業向けと消費者向けのデジタル・サブスクリプション分野のリーダー企業を組み合わせることで分散投資することも勧める。この投資テーマには以下の4つの重要な特徴がある。

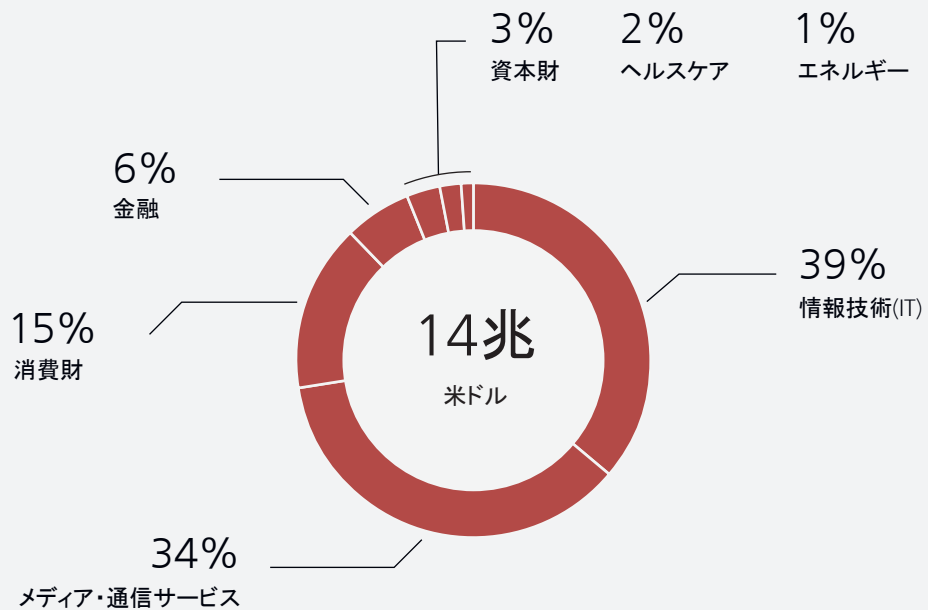
- 普及の初期段階
- 継続的な収益
- 利益率とキャッシュフローの向上
- 中型株が中心

世界のデジタル・サブスクリプション

図表13
市場シェア



図表14
セクター別市場シェア



デジタル・サブスクリプションの利用事例 (セクター別)



情報技術

クラウド・コンピューティング

- サービスとしてのソフトウェア (SaaS)
 - サービスとしてのプラットフォーム (PaaS)
 - サービスとしてのインフラストラクチャー (IaaS)
- サイバーセキュリティ

サブスクリプション



メディア・通信サービス

5Gの特徴を活かして個別ニーズに対応したサブスクリプション・サービス

- 高帯域幅通信によるワイヤレスブロードバンド
 - 超低遅延による自動運転
 - 低消費電力のIoTセンサー
- 動画ストリーミング
音楽ストリーミング
オンライン/クラウド・ゲーム

サブスクリプション



不動産

- 定額制不動産マーケットプレイス
- コワーキングおよびコリビング・スペース
- 高仕様の製造業およびコンピューティング設備

サブスクリプション



ヘルスケア

- 定額サブスクリプション方式の遠隔医療
- 定額サブスクリプション方式のビタミン剤・市販薬販売
- 歯科診療の定額制会員サービス
- メンタルヘルスおよびウェルネスサービス

サブスクリプション



金融

- データ、ニュース、リサーチ定期購読
- 指数およびプライシング・サービス
- 定額制eトレード
- ロボアドバイザー
- サブスクリプション方式の決済サービス
- 会計処理および報告サービス

サブスクリプション



消費者

- サブスクリプション・ボックス(定期便)、eコマース
- 定額制補習サービス、オンライン自己開発講座
- 定額制フィットネス
- 飲食のサブスクリプション・サービス
- モビリティ・パス(ライド・シェアリング、自転車シェアリング、等)
- 自動車/電気自動車のサブスクリプション

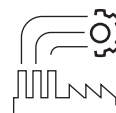
サブスクリプション



エネルギー／公益事業

定額サブスクリプション方式の電力エネルギー提供

サブスクリプション



製造業

- デジタルツイン・サービス
- サービスとしての機器 (EaaS)

サブスクリプション

免責事項と開示事項

本レポートは、UBSチーフ・インベストメント・オフィス・グローバル・ウェルス・マネジメント(UBS Switzerland AGまたはその関連会社)が作成したリサーチレポートをもとに、UBS証券株式会社(以下、「当社」)が翻訳・編集等を行い、作成したものです。英文の原文と翻訳内容に齟齬がある場合には原文が優先します。本レポートが英文で作成されている場合は、英語での内容をお客様ご自身が十分理解した上でご投資についてはご判断していただきますようお願いいたします。なお、本レポートは、当社のほか、UBS銀行東京支店を通じて配布されることがあります。

本レポートは情報提供のみを目的としたものであり、投資やその他の特定商品の売買または売買に関する勧誘を意図したものではありません。金融商品取引法に基づいた開示資料ではありません。また、お客様に特有の投資目的、財務状況等を考慮したものではありません。

本レポートに掲載された情報や意見はすべて当社が信頼できると判断した情報源から入手したものです。その正確性または完全性については、明示・黙示を問わずいかなる表明もしくは保証もいたしません。本レポートに掲載されたすべての情報、意見、価格は、予告なく変更される場合があります。過去の実績は将来の運用成果等の指標とはなりません。本レポートに記載されている資産クラスや商品には、当社で取り扱っていないものも含まれることがあります。

一部の投資は、その証券の流動性が低いためにすぐには現金化できない可能性があり、そのため投資の価値やリスクの測定が困難な場合があります。先物およびオプション取引はリスクが高いと考えられ、一部の投資はその価値が突然大幅に減少する可能性があり、現金化した場合に損失が生じたり、追加的な支出が必要になったりする場合があります。また、為替レートの変動が投資の価格、価値、収益に悪影響を及ぼす可能性があります。金融商品・銘柄の選定、投資の最終決定は、お客様ご自身のご判断により、もしくは、自ら必要と考える範囲で法律・税務・投資等に関する専門家にご相談の上でのお客様のご判断により、行っていただきますようお願いいたします。またUBSでは税務、法務等の助言は行いません。

金融商品取引法による業者概要及び手数料・リスク表示

商号等： UBS証券株式会社 金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第2633号

加入協会： 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、一般社団法人日本投資顧問業協会

当社における国内株式等の売買取引には、ウェルス・マネジメント本部のお客様の場合、約定代金に対して最大1.10%(税込)、外国株式等の売買取引には、約定代金に対して最大1.375%(税込)の手数料が必要となります。ただし、金融商品取引所立会内取引以外の取引(店頭取引やトストネット取引等の立会外取引、等)を行う場合には、個別にお客様の同意を得ることによりこれらの手数料を超える手数料を適用する場合があります。この場合の手数料は、市場状況、取引の内容等に応じて、お客様と当社の間で決定しますので、その金額等をあらかじめ記載することはできません。インベストメント・バンク部門のお客様については、お客様ごとの個別契約に基づいて手数料をお支払いいただくため、手数料の上限額や計算方法は一律に定められておりません。これらの株式等の売買取引では手数料に消費税が加算されています。外国株式の取引には国内での売買手数料の他に外国金融商品市場での取引にかかる手数料、税金等のお支払いが必要となります。国により手数料、税金等が異なります。

株式は、株価の変動により損失が生じるおそれがあります。外国株式は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。不動産投資信託は、組み入れた不動産の価格や収益力などの変化により価格が変動し損失が生じるおそれがあります。

当社において債券(国債、地方債、政府保証債、社債等)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。外国債券は、為替相場の変動等により損失が生じるおそれがあります。

当社における投資信託のお取引には、直接的にご負担いただく手数料としてお申込み金額に対して最大3.3%(税込)の購入時手数料がかかります。また、換金時に直接ご負担いただく費用として、国内投資信託の場合、換金時の基準価額に対して最大0.3%の信託財産留保額を、外国投資信託の場合、換金時の一口当たり純資産価格に対して最大5.0%の買戻手数料をご負担いただく場合があります。投資信託の保有期間中に間接的にご負担いただく費用として、信託財産の純資産総額に対する運用管理費用(信託報酬)(国内投資信託の場合、最大2.20%(税込、年率)。外国投資信託の場合、最大2.75%(年率)。)のほか、運用成績に応じた成功報酬をご負担いただく場合があります。

また、その他の費用を間接的にご負担いただく場合があります。その他費用は運用状況等により変動するものであり、事前に料率・上限額等を示すことができません。投資信託は、個別の投資信託ごとに、ご負担いただく手数料等の費用やリスクの内容や性質が異なります。上記記載の手数料等の費用の最大値は今後変更される場合がありますので、ご投資にあたっては目論見書や契約締結前交付書面をよくお読みください。投資信託は、主に国内外の株式や公社債等の値動きのある証券を投資対象とするため、当該資産の市場における取引価格の変動や為替の変動等により基準価額が変動し、損失が生じるおそれがあります。

「UBS投資一任運用サービス(以下、当サービス)」のお取引には、投資一任契約の運用報酬として、お客様の契約期間中の時価評価額に応じて年率最大1.76%(税込)をご負担いただきます。その他、投資対象となる投資信託に係る運用管理費用(信託報酬)や諸費用等を間接的にご負担いただきます。また、外国株式の売買その他の取引については、取引毎に現地取引(委託)手数料、外国現地取引所取引手数料および外国現地取引所取引税などの現地手数料等が発生し、これらの金額は個別の取引の決済金額に含まれます。運用報酬以外のこれらの費用等の合計額は運用状況により異なるため、事前にその料率・上限等を示すことができません。当サービスによる運用は投資一任契約に基づく運用を行いますので、お受取金額が投資元本を下回ることがあります。これらの運用の損益はすべてお客様に帰属します。

外貨建て有価証券を円貨で受払いされる場合にかかる為替手数料は、主要通貨の場合、当社が定める基準為替レートの0.5%または0.5円のどちらか大きい方を上限とします。非主要通貨の場合には、基準為替レートの1%を上限とします。

UBS銀行東京支店が提供する金融商品等に関する留意事項

外貨預金契約に手数料はありません。預入時に他通貨から預け入れる場合、あるいはお受取時に他通貨に交換する場合には、本契約とは別に為替取引を行って頂く必要があり、その際には為替手数料を含んだレートが適用されます。外貨預金には、為替変動リスクがあります。為替相場の変動により、お受取時の外貨金額を円換算すると、当初払い込み外貨金額の円換算額を下回る(円ベースで元本割れとなる)リスクがあります。

その他のご留意事項

当社の関係法人であるUBS AGおよびUBSグループ内の他の企業(またはその従業員)は随時、本資料で言及した証券に関してロングまたはショート・ポジションを保有したり、本人または代理人等として取引したりすることがあります。あるいは、本資料で言及した証券の発行体または発行体の関連企業に対し、助言または他のサービスを提供することもあります。

© UBS 2021 無断転載を禁じます。UBS はすべての知的財産権を留保します。UBS による事前の許可なく、本レポートを転載・複製することはできません。また、いかなる理由であれ、本レポートを第三者に配布・譲渡することを禁止します。UBSは、本レポートの使用または配布により生じた第三者からの賠償請求または訴訟に関して一切責任を負いません。

金融商品仲介業務を行う登録金融機関および銀行代理業務の業務委託契約に基づく銀行代理業者
商号等： 三井住友信託銀行株式会社 登録金融機関 関東財務局長(登金)第649号
加入協会： 日本証券業協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人金融先物取引業協会

金融商品仲介業務を行う金融商品仲介業者
商号等： UBS SuMi TRUSTウェルス・アドバイザー株式会社 関東財務局長(金仲)第898号

