

Company Report

2026 年 7 月 10 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳



26/3 期の営業損益は黒字転換。27/3 期の利益水準と割安なバリュエーションを見据えながら、株価は上値を試す展開へ

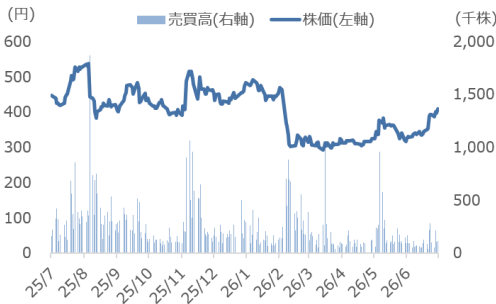
トランザクション・メディア・ネットワークス（以下、TMN）の 26/3 期業績は、売上高 13,276 百万円（前期比+7.9%）、営業利益 0.6 百万円（前期は 504 百万円の損失）と、データセンター（以下、DC）移設費用の減少や増収効果により、営業損益は黒字転換した。収益モデル別売上高（単体）については、QR・バーコード精算料等の拡大により、ストック収入が 9,262 百万円（同+13.9%）と増収を牽引した。一方、前期に計上された大型案件の剥落が響いた決済端末販売売上や、その他売上が減少したため、フロー収入は 2,440 百万円（同-13.1%）と不振であった。

稼働接続端末台数は、26/3 期末で 121 万台（前期末比+11 万台）となった。台数増加要因としては、自社の直接営業による加盟店拡大施策（同 3.8 万台増）、他決済事業者との協業施策（同 6.9 万台増）、自販機・精算機市場の拡大（同 0.6 万台）が挙げられる。

27/3 期の会社予想は、売上高 16,535 百万円（前期比+24.5%）、営業利益が 831 百万円(前期は 0.6 百万円の利益)である。QR・バーコード精算料とセンター利用料の拡大に加え、複数の大型案件の売上計上により、決済端末販売売上の急拡大が見込まれている。27/3 期は、以下の複数の要因により、営業利益率の大幅な改善が見込まれている。具体的には、1）ストック収入及びフロー収入の拡大による増収効果、2）DC 移設費用 345 百万円の剥落、3）新 DC 稼働による運用コストの低減、4）設備投資の減少に伴う減価償却費の抑制等が挙げられる。

TMN 株式のバリュエーションは、現在、予想 PER が 21 倍、PBR が 1.9 倍、EV/EBITDA が 6 倍であり、依然として他社に比べて低水準となっている。今後の株価は、営業利益率の大幅な改善が見込まれる 27/3 期の利益水準と割安なバリュエーションを見据えながら、上値を試す展開となろう。その際、各サービスにおける大型案件の獲得や、QR・バーコード精算料の増加ペース等がポイントとなろう。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(7/9)	408
52週高値(25/8/14)	537
52週安値(26/3/23)	293
上場来高値(23/7/4)	1,946
上場来安値(25/4/7)	213
発行済株式数(除自己株、百万株)	29.7
時価総額(十億円)	12.1
EV (十億円)	16.0
自己資本比率(26/03、%)	22.8
PER (27/03会予、倍)	21.4
PBR (26/03実績、倍)	1.9
配当利回り (27/03会予、%)	0.0

注：EV＝時価総額＋有利子負債－（現預金－預り金）

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
2023/3	7,831	9.7	561	-21.1	535	-24.8	672	-	21.2	0.0
2024/3	10,370	-	777	-	765	-	585	-	15.9	0.0
2025/3	12,300	18.6	-504	-	-513	-	-682	-	-18.5	0.0
2026/3	13,276	7.9	0	-	-73	-	-60	-	-1.9	0.0
2027/3 会社予想	16,535	24.5	831	-	737	-	600	-	19.1	0.0

注：2024/3期より連結ベースに変更のため、2024/3期の前年比増減率は非表示。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 26/3 期決算概要	3
2. 主要事業の動向	6
3. 業績見通し	11
4. 株価動向とバリュエーション	12
【イニシエーションアップデート】	16
5. 会社概要	16
(1) クラウド型キャッシュレス決済サービスのパイオニア	16
(2) 決済・購買データを活用した情報プロセッシング事業で更なる飛躍を目指す	17
6. 決済サービスのビジネスモデル	17
(1) 継続的な収入となるストック収入が売上高の7割	17
(2) フロー収入の内訳	19
(3) スtock収入の内訳	19
7. 模倣困難性が生む競争優位性	20
(1) 利用頻度の高い電子マネー決済事業における高い参入障壁	20
(2) 決済業界の各プレイヤーと広く協業関係を築いている独自のポジショニング	21
(3) 株主などのパートナーを活用した顧客開拓力	22
8. 日本のキャッシュレス市場	24
9. 成長戦略	26
(1) 決済サービスの更なる拡大と情報プロセッシング事業の本格展開を目指す	26
(2) 端末台数の拡大×決済量の増大が決済サービスにおける中長期の成長ドライバー	27
(3) 積極的な M&A、資本提携で成長を加速	28
10. 情報プロセッシング事業の概要	28
(1) 購買データ取得に欠かせないクラウド POS 事業	29
(2) 決済を起点としたデジタルプラットフォームサービスの nextore	29
(3) ハウスプリペイド/ Xinfony Data Hub	30
(4) RX クラウド	30
11. 長期ビジョンを再構築中	31
12. エクイティストーリー	31

1. 26/3 期決算概要

営業損益は黒字転換

TMNの26/3期業績は、売上高13,276百万円（前期比+7.9%）、営業利益0.6百万円（前期は504百万円の損失）と、データセンター（以下、DC）移設費用の減少、センター利用料やQR・バーコード精算料などのストック収入の増加等により、営業損益は黒字転換した。なお、DCの移設は2025年9月16日をもって完了した。

図表 1. 26/3 期決算要約

(百万円)

	26/3期	25/3期	YoY	26/3期Q4	YoY
売上高（連結）	13,276	12,300	7.9%	3,690	8.2%
ストック収入	9,262	8,129	13.9%	2,355	10.1%
センター利用料	5,040	4,646	8.5%	1,260	5.2%
QR/バーコード精算料	3,790	2,992	26.7%	985	18.9%
登録設定料	430	489	-12.1%	110	-2.5%
フロー収入	2,440	2,809	-13.1%	807	-16.4%
決済端末販売売上	1,375	1,730	-20.5%	381	-31.5%
開発売上	656	536	22.3%	311	33.4%
その他※	408	541	-24.7%	105	-40.3%
ウェブスペース	1,431	1,362	5.1%	393	28.8%
フォー・ジェイ	142	-	-	142	-
売上総利益	3,796	3,401	11.6%	1,178	30.7%
売上総利益率	28.6%	27.7%	-	31.9%	-
販売費及び一般管理費	3,795	3,905	-2.8%	922	-11.5%
販管費率	28.6%	31.8%	-	25.0%	-
営業利益	0.6	-504	-	256	-
経常利益	-73	-513	-	219	-
親会社株に帰属する当期（四半期）純利益	-60	-682	-	248	-
EBITDA	2,591	1,497	73.0%	968	155.4%

注：その他：nextore、プリペイド、クラウドPOS、情報配信事業他

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

EBITDAは前期比73%増

一方、同社が重視するEBITDA（経常損益に支払利息、減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却額を加算して算出）は、2,591百万円（同+73.0%）であった。このうち、減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却額の合計は2,573百万円（同+29.7%）であった。

四半期のEBITDAについては、25/3期第1四半期（以下、Q1）から26/3期Q1までは前年同期比で減少が続いていた。しかし、営業損益の改善と、DC稼働に伴う減価償却費の増加等により、26/3期第2四半期（以下、Q2）は636百万円（同+79%）、第3四半期（以下、Q3）は645百万円（同+77%）、第4四半期（以下、Q4）は968百万円（同+155%）となり、足元では大きく増加している。

売上総利益率と販管費率が共に改善

売上総利益率は、減価償却費等が増加したものの、売上原価に計上されたDC移設費用の減少や増収効果等により、前期の27.7%から28.6%へ上昇した。なお、DC移設費用は、前期の538百万円から345百万円（うち売上原価は313百万円）に減少した。

一方、販管費は、前期比 110 百万円減の 3,795 百万円であった。DC 移設完了に伴う PMO 費用の減少により、業務委託費が前期の 561 百万円から 327 百万円に減少した。一方、自己株式取得に伴うコンサルティング費用や、子会社買収に伴う諸費用等の計上により、その他費用が前期の 679 百万円から 747 百万円に増加したほか、新 DC 稼働に伴い、減価償却費が前期の 202 百万円から 211 百万円に増加した。また、人件費が前期の 2,086 百万円から 2,130 百万円に、賃借料が前期の 375 百万円から 378 百万円に、各々増加した。結果、増収効果により、販管費率は前期の 31.8%から 28.6%に改善した。

単体ベースの販管費は、前期比 248 百万円減の 2,895 百万円であった。連結と単体における販管費の差額の内訳は、ウェブスペースの販管費が 750 百万円、ウェブスペースに係るのれん償却額及び顧客関連資産償却額 81 百万円、Q4 から損益計算書に反映されたフォー・ジェイに係る株式取得費用 32 百万円、販管費 30 百万円、のれん償却額 6 百万円であった。

フォー・ジェイを完全子会社化

TMN は、2025 年 9 月 30 日にシステムエンジニアリングサービス及び IT エキスパート人材アウトソーシングサービスをコア事業とするフォー・ジェイ（東京都新宿区）を完全子会社化した。TMN で起用している派遣・業務委託者の一部を内製化することにより外部支出の低減と利益改善を図ると共に、多様なスキルセットを有する人材を獲得することで大型案件の獲得等を通じた事業展開の加速を目指している。フォー・ジェイの買収によって発生したのれんの金額は 269 百万円であった。

借入金の増加で自己資本比率は低下も、財務の健全性は維持

26/3 期末の総資産は、前期末の 26,989 百万円から 28,547 百万円に拡大した。長期貸付金 420 百万円（1 年内回収予定を含む）が新たに計上されたほか、ソフトウェアが前期末比 347 百万円増、商品が同 291 百万円増、のれんが同 201 百万円増となった。

26/3 期末の負債合計は、前期末比 5,118 百万円増の 21,982 百万円となった。運転資金の確保や自己株式の取得に伴い、長期借入金（1 年内返済予定を含む）が同 6,212 百万円増となった。一方、預り金は同 610 百万円減少した。26/3 期末の株主資本合計は、自己株式の取得（3,485 百万円）に伴い、同 3,544 百万円減の 6,515 百万円となった。結果、自己資本比率は前期末の 37.3%から 22.8%に低下した。しかし、26/3 期末のネット D/E レシオ（預り金を有利子負債に加えて算出）は 0.60 倍であり、財務の健全性は維持されている。

なお、公共料金等のコンビニ収納代行サービス等を展開する連結子会社のウェブスペースには、銀行休業日に預り金が膨らむ特性がある。TMN の連結決算では 12 月決算企業であるウェブスペースの 3 カ月前の数値を反映しているため、銀行休業日である年末の数値を反映した Q4 決算末の預り金の残高は例年、高水準となる。26/3 期末の預り金についても、Q3 期末の 1,228 百万円から 10,384 百万円に増加した。預り金の増減は、現金及び預金の増減にほぼ見合っているため、ストラテジー・アドバイザーズ（以下、当社）では、TMN のネット有利子負債を算出する際、預り金を有利子負債に加えて計算している。

高い性能を持つ新 DC の稼働

9 月に稼働した新 DC は、JDCC（日本データセンター協会）が定めるデータセンターファシリティスタンダードにおいて最高水準の評価となる Tier4 相当を取得しているほか、事業継続マネジメントシステムの国際規格である「ISO22301」に準拠している。

新 DC では、拡張性、可用性及び保守性の向上を実現した。具体的には、将来の新たなサービス追加と処理能力拡大に向けた柔軟性のある基盤とキャパシティを確保したほか、システム障害発生時の影響範囲が最小限となり、稼働率の低下を防ぐことが可能となった。また、監視の自動化や最新設備の導入により、保守性が向上し、消費電力や運用コストの低減に成功している。

図表 2. 損益計算書と主要指標 (四半期別、百万円)

決算期	25/3				26/3			
	Q1 連結	Q2 連結	Q3 連結	Q4 連結	Q1 連結	Q2 連結	Q3 連結	Q4 連結
売上高合計	2,732	3,006	3,150	3,411	3,022	3,322	3,241	3,690
(前年同期比)	NM	NM	NM	NM	10.6%	10.5%	2.9%	8.2%
<ストック収入>	1,930	1,983	2,075	2,139	2,218	2,319	2,368	2,355
(前年同期比)	18.1%	14.8%	13.5%	14.7%	14.9%	16.9%	14.1%	10.1%
・センター利用料	1,129	1,146	1,173	1,197	1,245	1,264	1,271	1,260
(前年同期比)	9.3%	8.2%	8.1%	8.3%	10.2%	10.3%	8.3%	5.2%
・QR・バーコード精算料	669	714	779	828	869	946	989	985
(前年同期比)	45.1%	35.5%	27.9%	30.8%	29.8%	32.5%	26.9%	18.9%
・登録設定料	130	123	122	113	104	108	107	110
(前年同期比)	-5.4%	-12.2%	-8.1%	-9.5%	-20.5%	-11.6%	-12.3%	-2.5%
<フロー収入>	423	662	756	966	454	634	552	798
(前年同期比)	-36.9%	14.9%	-30.5%	-1.2%	7.2%	-4.2%	-26.9%	-17.4%
・端末販売売上	245	381	546	556	269	386	338	381
(前年同期比)	-39.0%	5.4%	11.6%	16.8%	9.5%	1.4%	-38.1%	-31.5%
・開発売上	90	108	104	233	91	143	109	311
(前年同期比)	-51.9%	-18.3%	-22.6%	-42.4%	1.4%	32.7%	4.7%	33.4%
・その他	87	172	105	176	93	104	104	105
(前年同期比)	7.9%	109.4%	-77.3%	84.3%	6.7%	-39.5%	-0.3%	-40.3%
ウェブスペース	377	360	318	305	349	368	320	393
(前年同期比)	NM	NM	NM	NM	-7.5%	2.2%	0.6%	28.8%
フォー・ジェイ	-	-	-	-	-	-	-	142
(前年同期比)	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益	841	837	820	902	846	949	820	1,178
(売上総利益率)	30.8%	27.9%	26.0%	26.5%	28.0%	28.6%	25.3%	32.0%
販売費及び一般管理費	899	963	1,001	1,041	1,043	922	907	922
営業利益	-57	-126	-180	-139	-196	26	-86	256
(前年同期比)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
(営業利益率)	-2.1%	-4.2%	-5.7%	-4.1%	-6.5%	0.8%	-2.7%	6.9%
営業外損益	-2	-5	-4	1	-2	-10	-24	-37
経常利益	-59	-130	-184	-138	-198	16	-110	219
(前年同期比)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
(売上高経常利益率)	-2.2%	-4.4%	-5.9%	-4.1%	-6.6%	0.5%	-3.4%	5.9%
親会社株主に帰属する四半期純利益	-71	-131	-277	-202	-198	4	-115	248
(前年同期比)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
EBITDA	398	354	364	379	340	636	645	968
接続端末台数(期末時点、万台)	99	101	106	110	112	115	118	121
決済処理金額(GMV)(百億円)	114	121	132	125	138	143	144	134
決済処理件数(千万件)	610	65	66	63	71	75	71	68

注：接続処理台数は万台未満を切捨て、決済処理金額は百億円未満を四捨五入、決済処理件数は千万件未満を四捨五入

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 主要事業の動向

ストック収入は高い伸びが継続

加盟店によるキャッシュレス決済サービスの利用から得られるストック収入は、センター利用料、QR・バーコード精算料及び登録設定料によって構成される。稼働接続端末台数の増加は、主に月額固定料金を受取るセンター利用料の増加や、従量課金となるQR・バーコード精算料の増加を通じてストック収入の拡大に繋がるため、TMNのKPIの中でも特に重要な指標である。

TMNの稼働接続端末台数は、26/3期末で121万台（前期末比+11万台）となった。台数増加要因としては、自社の直接営業による加盟店拡大施策（同3.8万台増）、他決済事業者との協業施策（同6.9万台増）、自販機・精算機市場の拡大（同0.6万台）が挙げられる。

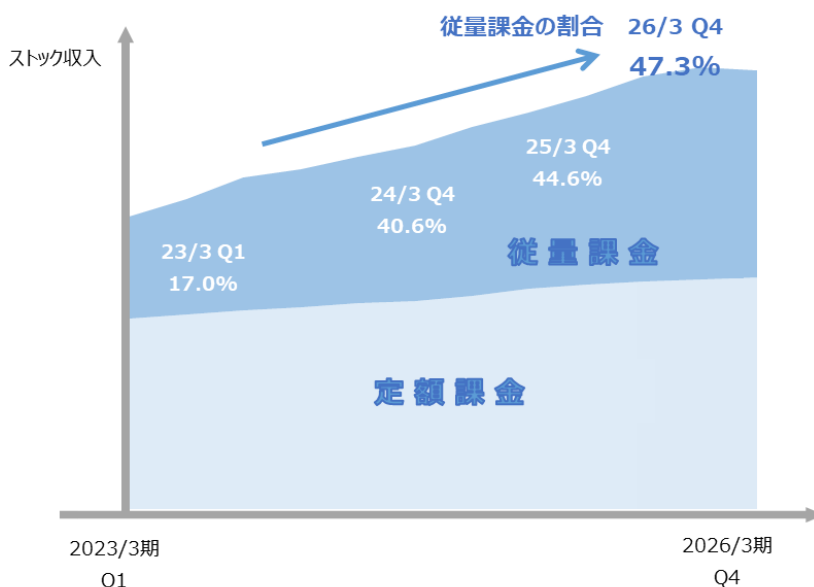
稼働接続端末台数の増加に加え、ウエルシアホールディングス（3141 東証プライム）に新決済端末「UT-X20」が1.3万台採用されたことに伴い、クレジットカード向けが急増したことや、QR・バーコード決済の利用が拡大したこと等から、26/3期の決済処理金額は、5.5兆円（前期比+13.6%）となった。26/3期の決済処理件数も、同様に28億件（同+12.0%）と大幅に増加した。結果、ストック収入（単体）は、前期比13.9%増と、25/3期の同15.2%増と同様に高い伸びが継続した。

QR・バーコード精算料が27%増

ストック収入の主な内訳については、センター利用料は、稼働接続端末台数の増加により、定額課金売上が拡大したことや、契約先の増加に伴い、電子マネー決済における処理件数課金売上が377百万円（前期比+16.7%）となったことから、全体で5,040百万円（同+8.5%）に増加した。決済処理金額に対する従量課金を行うQR・バーコード精算料については、QR・バーコード市場の拡大を受けて、新規加盟店の加入や既存加盟店の決済量が増加したため、3,790百万円（同+26.7%）となった。

結果、センター利用料及びQR・バーコード精算料に占める従量課金の比率は、Q4において前年同期の44.6%から47.3%に上昇した。TMNは、従量課金比率を向上させることで、ストック収入の成長カーブの引上げを目指す方針である。

図表 3. ストック収入と従量課金が占める割合の推移



注：ストック収入には登録設定料を含めず。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

Q4 のセンター利用料と QR・バーコード精算料は一時的に Q3 比で減少

なお、Q4 のセンター利用料は Q3 比で約 11 百万円減少した。これは、処理件数課金形態で契約している一部の顧客で、当該年度において一定の件数を超えると課金単価が低減する仕組みとなっているためであり、一時的な減少と見られることから、27/3 期の Q1 から以前の水準に戻ると考えられる。

また、Q4 の QR・バーコード精算料についても、Q3 比で約 4 百万円減少した。GMV に対して課金される QR・バーコード精算料には、年末商戦の 12 月が含まれる Q3 の GMV が高水準となる季節性があることが要因である。

決済ブランドを拡充

TMN は、2025 年 9 月に西日本旅客鉄道（9021 東証プライム）の新スマホ決済サービス「Wesmo!（ウェスモ）」を同社の決済ゲートウェイサービスの取扱いブランドに追加した。11 月に札幌圏の地域電子マネー「SAPIA（サピカ）」を北海道のローソン全店に導入した。26/3 期末の決済ブランド数は 43 ブランドとなった。

顧客層を交通事業者に広げる方針

TMN は、2025 年 6 月に、秋葉バスサービス（静岡県周智郡）と十勝バス（北海道帯広市）に QR・バーコード決済サービスの提供を開始した。9 月には国分寺市のコミュニティバス「ぶんバス」のルートの支払方法に交通系 IC カードを追加、11 月には相鉄バスの完全キャッシュレス実証運行にタッチ決済対応クレジット、QR・バーコード決済サービスを提供した。今後は全国の公共交通事業者に向けて横展開を進め、流通事業者が主体となっている顧客層を交通事業者にも広げる方針である。

大型スーパーとの取引を開始

2025 年 10 月には、大型スーパーに交通系 IC カードのサービス提供を開始したことから、稼働接続端末台数に対しては 5,000 台超の貢献となった。

自販機・精算機市場向けの貢献による稼働接続端末台数の増加ペースの加速に期待

TMN は、これまで全国で約 400 万台存在する POS・CCT（クレジットカード端末）市場を中心に稼働接続端末を拡大してきた。一方、同じく約 400 万台規模とされる自販機・精算機市場への本格進出を狙っていたものの、なかなか浸透せず、26/3 期末の TMN の稼働接続端末台数は、POS・CCT 市場向けの約 116 万台に対して、自販機・精算機市場向けは約 2 万台（特定分野の精算機は除く）にとどまっていた。

しかし、NEC（6701 東証プライム）と 2026 年 3 月に連携し、飲料向け自動販売機への電子マネー導入が開始された。今後は、自販機・精算機市場向けの拡大により、稼働接続端末台数の増加ペースの加速が期待される。

トヨタファイナンスと端末販売で協業拡大

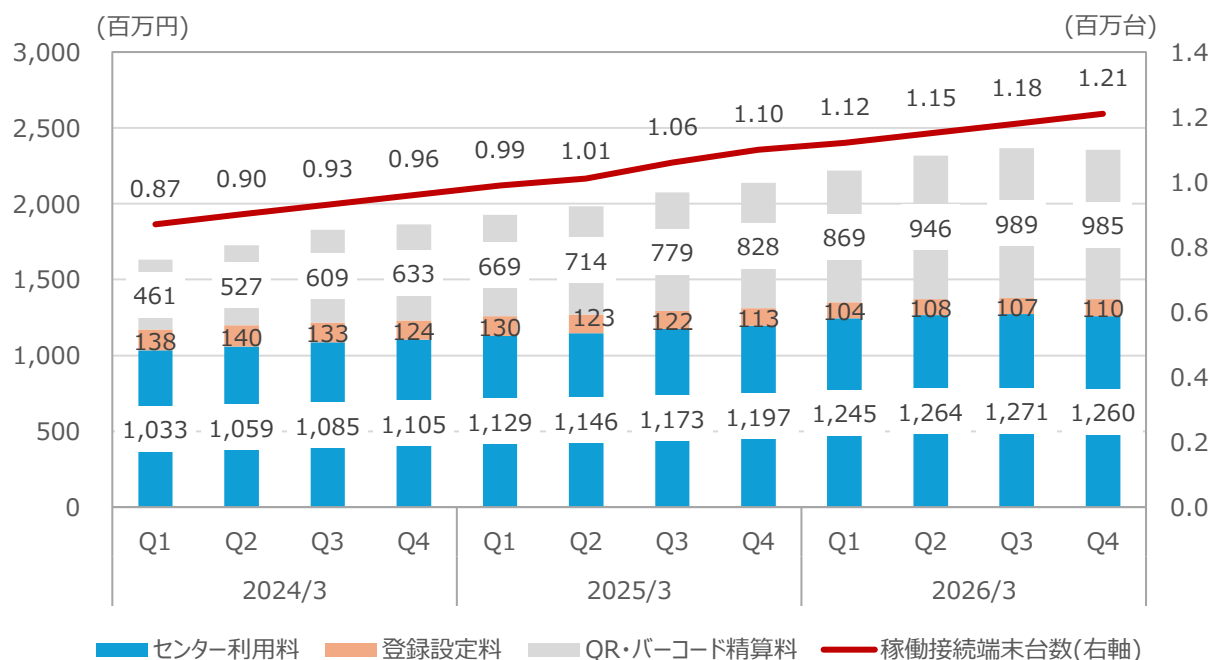
また、同社は、27/3 期以降の決済端末販売売上等への貢献が見込まれる大型案件 2 件を公表した。一つは、トヨタファイナンスとの端末販売での協業拡大である。同社は、大株主であるトヨタファイナンスの完全子会社であるトヨタファイナンスと、創業以来、協業してきた。

今回、従前から提供している電子マネー及び QR・バーコード決済サービスに加え、オールインワンモバイル型決済端末 UT-P11 が、トヨタファイナンスを通じて全国のトヨタ販売店等に 27/3 期から導入されることとなった。同端末の販売により、決済端末販売売上の増加に加え、QR・バーコード精算料の増加に伴う、稼働接続台数 1 台当たり売上の拡大が期待される。

大規模チェーンストア向け新端末の受注開始

もう一つは、大規模チェーンストア向け新端末の受注開始（2026 年 1 月）である。同顧客にはこれまで UT-X10 が導入されていたが、後継機端末である UT-X11 への更新が決定した。既に多くの引き合いがあることから、27/3 期の端末販売への貢献が見込まれる。

図表 4. ストック収入と稼働接続端末台数の推移

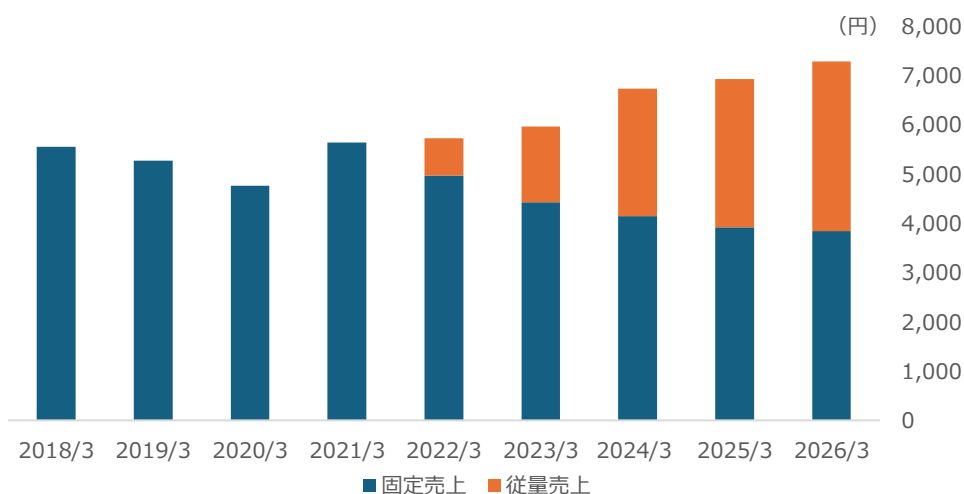


出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

稼働接続端末台数の約 3 分の 2 が 他社決済事業者経由

同社は今回、稼働接続端末台数の営業形態別割合と、直接営業における業種別台数構成比を明らかにした。26/3 期末における稼働接続端末台数の営業形態別割合は、他社決済事業者経由が約 3 分の 2、直接営業が約 3 分の 1 である。直接営業における業種別台数構成比は、スーパーマーケット 18%、ガソリンスタンド 16%、ドラッグストア 14%、自販機・精算機 10%、銀行 9%、コンビニエンスストア 8%、百貨店 5%、自動車小売業 4%、モビリティ（公共交通機関等）3%、飲食店 2%、その他 7%となっている。

図表 5. 端末 1 台当たり年間売上上の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

端末 1 台当たり売上は上昇傾向

ストック収入は、稼働接続端末台数と端末 1 台当たり年間売上に分解できる。1 台当たり年間売上は、18/3 期には 5,000～6,000 円であったが、キャッシュレス推進政策による稼働接続端末台数の急増に伴い、20/3 期には 5,000 円を割り込んだ。21/3 期になると、稼働接続端末台数の伸びが鈍化する中、端末 1 台当たり年間売上が 18/3 期並みの水準に回復した。

その後の端末 1 台当たり年間売上は、センター利用料の大半が該当する固定売上部分が徐々に減少していったが、QR・バーコード精算料等が該当する従量売上部分が急拡大したため、26/3 期には 7,000 円を上回る水準に上昇した。

法人間決済サービス事業に参入

TMN は、約 330 兆円とされる BtoC 決済の市場規模を大幅に上回る約 780 兆円の市場規模を誇る法人間 (BtoB) 決済サービス事業への参入を表明していた。

BtoC 決済市場における 2025 年のキャッシュレス決済額は約 163 兆円、キャッシュレス決済比率 (新たに導入された国内指標) は 58.0%に達している。一方、法人間決済市場におけるキャッシュレス (クレジットカード) 決済額は約 5 兆円であり、キャッシュレス決済比率は 1%未満にとどまっている。法改正に伴い、手形・小切手が 2027 年 3 月末までに廃止されることもあり、法人間決済においてはキャッシュレス化の拡大が見込まれている。

3 月に中小企業向けサービスの提供を開始

こうした中、TMN は、既に競合他社が先行している大企業向けではなく、市場規模が約 280 兆円のスタートアップ企業や中小企業、個人事業主向けをターゲットとして、株主企業やパートナーと連携して、請求書の支払いをクレジットカードで決済出来る新サービス「支払革命」の提供を 2026 年 3 月 3 日に開始した。現在、建設、介護、飲食、医療等の仕入れに伴う支払が先行する事業者をメインターゲットとして営業活動を行っており、TMN では、28/3 期からの本格的な業績貢献を期待している。

フロー収入は、開発売上が増加したものの、決済端末販売売上が減少

フロー収入 (単体) については、2,440 百万円となり、前期比 13.1%減少した。フロー収入の内訳については、決済端末販売売上は、モバイル型マルチ決済端末「UT-P11」(7 月出荷開始) の貢献はあったものの、前期に計上されたような大型案件がなかったため、同 20.5%減の 1,375 百万円にとどまった。一方、開発売上は、例年、Q4 に売上計上が偏重する季節性があるが、26/3 期においても Q4 に大型案件が貢献したため、同 22.3%増の 656 百万円となった。

情報プロセッシング関連のその他売上も減少

単体のその他売上として計上される情報プロセッシング関連売上は、業務支援アプリ機能を持つ高機能決済端末サービスの nextore や、クラウド POS、ハウスプリペイド/ID 統合、Xinfony DataHub 等によって構成されている。26/3 期のその他売上は、nextore 等で計上された前期のスポット案件の反動や、各種サービスの立ち上がりの遅れにより、408 百万円と前期比 24.7%減少した。

Xinfony DataHub が実運用に移行した

TMN は、2025 年 11 月、171 万人の組合員を持つ生活協同組合コープこうべに対して、ビッグデータの活用を促進するデータハブサービス「Xinfony DataHub (シンフォニー データハブ)」の提供を開始した。同サービスは、これまではデータプラットフォームの構築にとどまっていたが、実運用に移行した。具体的には、TMN がコープこうべから預かったデータを Xinfony DataHub を通じて整理、加工し、ニーズに応じた形でデータをアプトブットすることにより、コープこうべが事業運営向けに内部利用できるようになったほか、連携協定先である三菱食品による外部利用も開始された。

情報プロセッシング事業は、全般的にマネタイズが遅れていたが、今回のサービス開始を契機として、決済関連事業で構築した顧客基盤や様々なサービスにおける取組みを活かした今後の展開に引き続き期待したい。

ウェブスペースは、のれん償却前では営業増益

連結子会社のウェブスペースについては、機器販売におけるリプレイス案件が Q4 に貢献したことから、売上高は 1,431 百万円 (前期比+5.1%) となった。一方、のれん償却及び顧客関連資産償却前の営業利益は、売上総利益率の改善により、前期の 23 百万円から 27 百万円に増加し

たとえ推測される。のれん償却及び顧客関連資産償却後の営業利益は、まだ損失を計上しているものの、売上高が本格的に拡大に転じれば、グループの利益に貢献すると見られる。

フォー・ジェイはのれん償却後で営業利益を確保

Q4 から損益計算書に反映されたフォー・ジェイについては、売上高 142 百万円、売上総利益 47 百万円、販管費 30 百万円、のれん償却前営業利益 17 百万円、のれん償却後営業利益 9 百万円であった。なお、フォー・ジェイに係る株式取得費用は 32 百万円であった。

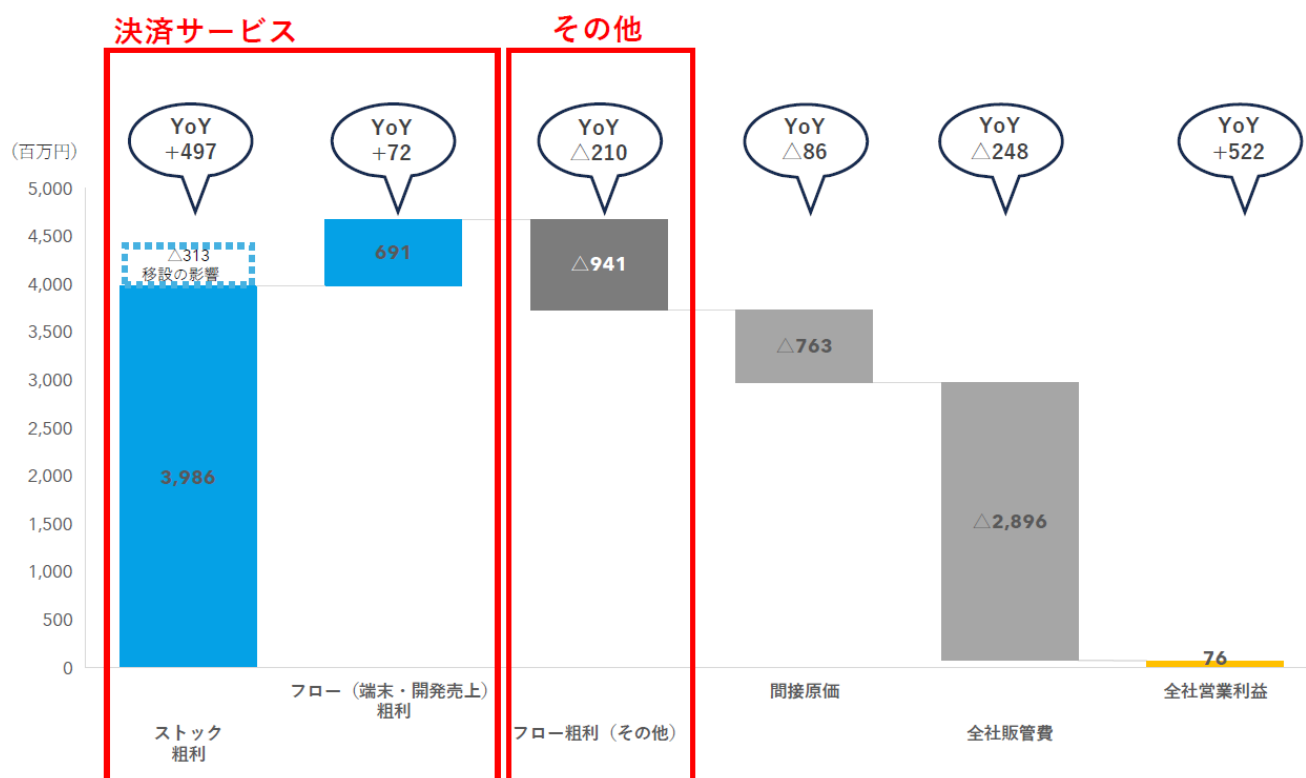
ストック収入が収益源となっているのに対して、フロー収入（その他）の損失が拡大

26/3 期における単体の収益モデル別売上総利益は、ストック収入が 3,986 百万円（前期比 497 百万円増）、フロー収入（決済端末販売売上及び開発売上）が 691 百万円（同 72 百万円増）、情報プロセッシング事業によって構成されるフロー収入（その他）が 941 百万円の損失（同 210 百万円の損失拡大）であった。このうち、ストック収入の売上総利益は、DC 移設費用によって 313 百万円押下げられている。

ストック収入の売上総利益率は 43.0%であった。DC 移設コストとして売上原価に計上された一過性費用の 313 百万円を加算した数値は 46.4%であり、ストック収入が TMN の収益源となっている。また、フロー収入（決済端末販売売上及び開発売上）の売上総利益率は 34.0%であった。一方、フロー収入（その他）は、売上高が前期比 133 百万円減の 408 百万円にとどまったのに対し、減価償却費を中心とした売上原価が同 77 百万円増の 1,349 百万円に拡大したため、損失が大幅に拡大した。

3つのサービスに配賦されていない間接原価は 763 百万円（前期比 86 百万円の費用増）であった。全社販管費は、業務委託費等の減少により、2,896 百万円（同 248 百万円の費用減）となった。結果、単体の営業損益は前期比 522 百万円増加した。

図表 6. 単体ベースの収益構造（26/3 期）



※その他：nextore、プリペイド、クラウド POS、情報配信事業他
出所：会社資料

3. 業績見通し

27/3 期は大幅な増収増益を予想

27/3 期の会社予想は、売上高 16,535 百万円（前期比+24.5%）、営業利益が 831 百万円（前期は 0.6 百万円の利益）、経常利益が 7 百万円（前期は 73 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益が 600 百万円（前期は 60 百万円の損失）である。営業利益は、DC 移設費用の剥落や増収効果等により、DC 移設前の 24/3 期の水準（777 百万円）超えが予想されている。

EBITDA は、3,491 百万円（前期比+35%）である。売上高の前期比増加額 3,260 百万円に対して、営業利益は 830 百万円、EBITDA は 900 百万円の増加が見込まれている。

図表 7. 27/3 期会社予想

	26/3 期	27/3 期会社予想	YoY
売上高	13,276	16,535	24.5%
うちウェブスペース	1,431	1,577	10.2%
うちフォー・ジェイ	142	499	249.7%
売上総利益	3,796	-	-
売上総利益率	28.6%	-	-
販売費及び一般管理費	3,795	-	-
販管費率	28.6%	-	-
営業利益	0.6	831	-
営業利益率	0.0%	5.0%	-
経常利益	-73	737	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-60	600	-
EBITDA	2,591	3,491	34.7%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

決済端末販売売上の急拡大等を見込む

単体のサービス別売上高については、QR・バーコード精算料とセンター利用料の拡大に加え、複数の大型案件の売上計上により、決済端末販売売上の急拡大が見込まれている。

ウェブスペースは 10%増収を見込む

連結子会社 2 社については、既存事業の伸長とシナジー効果による拡大が見込まれている。ウェブスペースは、1,577 百万円（前期比+10%）、フォー・ジェイは 499 百万円（前期は 142 百万円。Q4 のみの反映）の計画。なお、フォー・ジェイについては、同社向けのグループ間取引の拡大が見込まれている。

27/3 期の営業利益率は大幅改善を見込む

27/3 期は、以下の複数の要因により、営業利益率の大幅な改善が見込まれている。具体的には、1) ストック収入及びフロー収入の拡大による増収効果、2) DC 移設費用 345 百万円の剥落、3) 新 DC 稼働による運用コストの低減、4) 設備投資の減少に伴う減価償却費の抑制等が挙げられる。

単体ベースでは、27/3 期において、営業 CF の範囲内で投資と借入金返済を行う予定

TMN は今回、27/3 期における単体のキャッシュフロー方針を、営業キャッシュ・フロー（以下、CF）、投資 CF、財務 CF に分けて公表した。同社は、営業 CF の範囲内で投資と借入金返済を行う方針である。

まず、営業 CF は 36.5 億円が見込まれている。次に、投資 CF は、基盤強化投資（決済システムの盤石性向上目的の保守開発等）-10.5 億円と、事業成長投資-6.5 億円が見込まれている。うち、-2.4 億円が情報プロセッシング事業の各サービスの改善開発・新規開発等に係るものであり、従来よりも投資額が削減されている。うち、-4.0 億円が決済サービス事業のその他の開発に係る投資等である。最後に、財務 CF は長期借入金返済-13.9 億円が見込まれている。自己株式取得や運転資金調達を目的に借入れた 70 億円については、毎月 1.2 億円返済し、約 4 年半で完済する予定である。

単体の現預金残高は、26/3 期末の 38.7 億円から 27/3 期末には 45.3 億円に増加すると見込まれている。TMN は、手元資金の増加を図り、28/3 期以降の配当を検討する方針である。なお、連結ベースの 26/3 期末の現預金残高は約 140 億円であるが、単体ベースの現預金残高との差額は概ねウェブスペースの預り金に対応した現預金である。

なお、26/3 期連結ベースの活動別 CF は、営業活動 CF が 11.6 億円、投資活動 CF が-35.8 億円、財務活動 CF が 23.5 億円であり、フリー CF は赤字であった。但し、営業活動 CF は、商品在庫の増加-2.9 億円や、ウェブスペースを中心とした預り金の減少-6.1 億円等によって、実態よりも金額が小さくなっていたと考えられる。また、投資活動 CF についても、有形固定資産の取得による支出は-6.7 億円、無形固定資産の取得による支出は-22.2 億円であり、貸付けによる支出などの設備投資以外の項目が数値を押し上げていたと言えよう。

みんなの銀行と協議を開始

なお、TMN は 2026 年 5 月に、ふくおかフィナンシャルグループ（8354 東証プライム）の子会社である「みんなの銀行」と「協業にかかる基本合意書」を締結した。TMN が小売業に展開するサービスにおいて、「みんなの銀行」の金融機能・サービスを活用する方向で協議を開始した。

TMN は、小売事業者を取り巻くサプライチェーンの効率化や、小売事業者向け金融サービスの提供等による新たな収益の獲得を目指す「PFM 事業構想」（Personal、Financial、Marketing）を掲げており、今回の協議は、Financial 領域における事業拡張を意図したものである。

具体的な検討項目としては、1) ハウスプリペイド決済の銀行口座直結型チャージ機能の追加、2) 小売業向け「組み込み型金融サービス」と「データ活用型ファイナンス」の展開が挙げられている。

4. 株価動向とバリュエーション

2025 年の株価は、春から夏に掛けて上昇した後、年末に下落

2025 年 3 月以降の TMN の株価は、25/3 期予想の下方修正や株式市場の調整を受けて、2025 年 4 月上旬まで下落傾向が続き、4 月 7 日には 207 円の安値を付けたが、株式市場の回復を契機に TMN 株も反発し、5 月上旬には 300 円台に戻った。

5 月 14 日に発表された 26/3 期会社予想が好感され、株価は 6 月 2 日には 511 円に急上昇した。その後、株価は一旦、調整局面に入ったが、7 月に東証グロース市場指数が急上昇すると、TMN 株も上昇し、8 月 14 日には 537 円の高値を付けた。8 月 14 日の大引け後に公表された Q1 決算は概ね会社想定に沿ったものであったが、増収率が通期計画の 22.6%と比べて低かったこと等が嫌気され、翌日の株価は 500 円を割り込んだ。11 月に入ると株価レンジは 380~440 円に移行した。

11 月 13 日に発表された中間期決算において、市場参加者の予想に反して、Q2 の営業損益が黒字に転換したことを受けて、株価は 14 日にはストップ高の 487 円に上昇し、15 日には 500 円を突破した。株価は年末に掛けて反落したものの、2026 年 1 月には 430~490 円で推移した。

現在の株価は 400 円を上回って推移

2026 年 2 月 13 日大引け後に 26/3 期業績予想の下方修正が発表されたため、16 日以降、株価は急落し、一時、300 円を割り込んだ。その後、株価はやや反発し、5 月上旬までは 300～340 円で推移していた。

5 月 14 日に公表された 26/3 期決算が会社計画を上回ったことや、27/3 期の会社予想が大幅増益であったことから、同社の株価レンジは 350～370 円に上昇した。6 月には、株価レンジは 320～350 円に切り下がったが、7 月に入ると、割安感を評価する投資家の買いを受けて再度、上昇し、現在は 400 円を上回って推移している。

バリュエーションは依然として低い

キャッシュレス決済関連銘柄のバリュエーションを見ると、キャッシュレス決済市場の高成長期待を背景に、同業他社については、PBR（前期実績）が 1.5～8.9 倍、EV/EBITDA（前期実績）が 13～22 倍、予想 PER が 20～31 倍であり、東証プライム上場企業平均の PBR1.8 倍、予想 PER18 倍を概ね上回っている。一方、TMN 株式のバリュエーションは、現在、予想 PER が 21 倍、PBR が 1.9 倍、EV/EBITDA が 6 倍であり、依然として他社に比べて低水準となっている。

特に EV/EBITDA は他社を大きく下回る

TMN は DC を自社で所有し、減価償却費が相対的に大きいいため、EV/EBITDA を重視して評価するのが妥当と考えられる。比較したバリュエーション指標の中でも特に EV/EBITDA において、TMN は同業他社に比べ割安となっているが、26/3 期に DC 移設費用が発生しなければ、更に割安となっていることに注目すべきと考えられる。また、TMN による 27/3 期予想 EBITDA を用いた EV/EBITDA を算出すると、5 倍に留まっており、割安度合いが増している。

TMN に対するバリュエーションに関して、25/3 期と 26/3 期の当期純損益が赤字であったため、株式市場では PBR 1 倍を下値の目途として意識していたと思われる。しかし、当期純損益が黒字化して自己資本の毀損リスクが低下すれば、PER や EV/EBITDA の低さに評価の基準が変化する可能性がある。

なお、当社では、図表 9 のキャッシュレス決済関連銘柄の EV の計算においては、預り金の多寡による現預金への影響を考慮し、現預金から預り金を引いた金額をキャッシュとして扱っている。

今後の株価は、27/3 期の利益水準や割安なバリュエーションを見据えながら、上値を試す展開へ

今後の株価は、営業利益率の大幅な改善が見込まれる 27/3 期の利益水準と割安なバリュエーションを見据えながら、上値を試す展開となろう。その際、売上高に大きな影響を与える、フロー収入における大型案件の獲得状況や、QR・バーコード精算料の増加ペース等がポイントとなろう。

情報プロセッシング事業においてもストック収入の拡大を目指す

当社が考える TMN のエクイティストーリーは「データセンターの移設効果の発現に伴うキャッシュレス決済サービス事業におけるストック収入の安定成長と、情報プロセッシング事業におけるストック収入の急拡大による利益率の改善」である。短期的な変動が大きいフロー収入ではなく、契約の積み上げによって継続的な増加が見込まれるストック収入の増大こそが、長期的な企業価値の拡大に繋がると考えたためである。

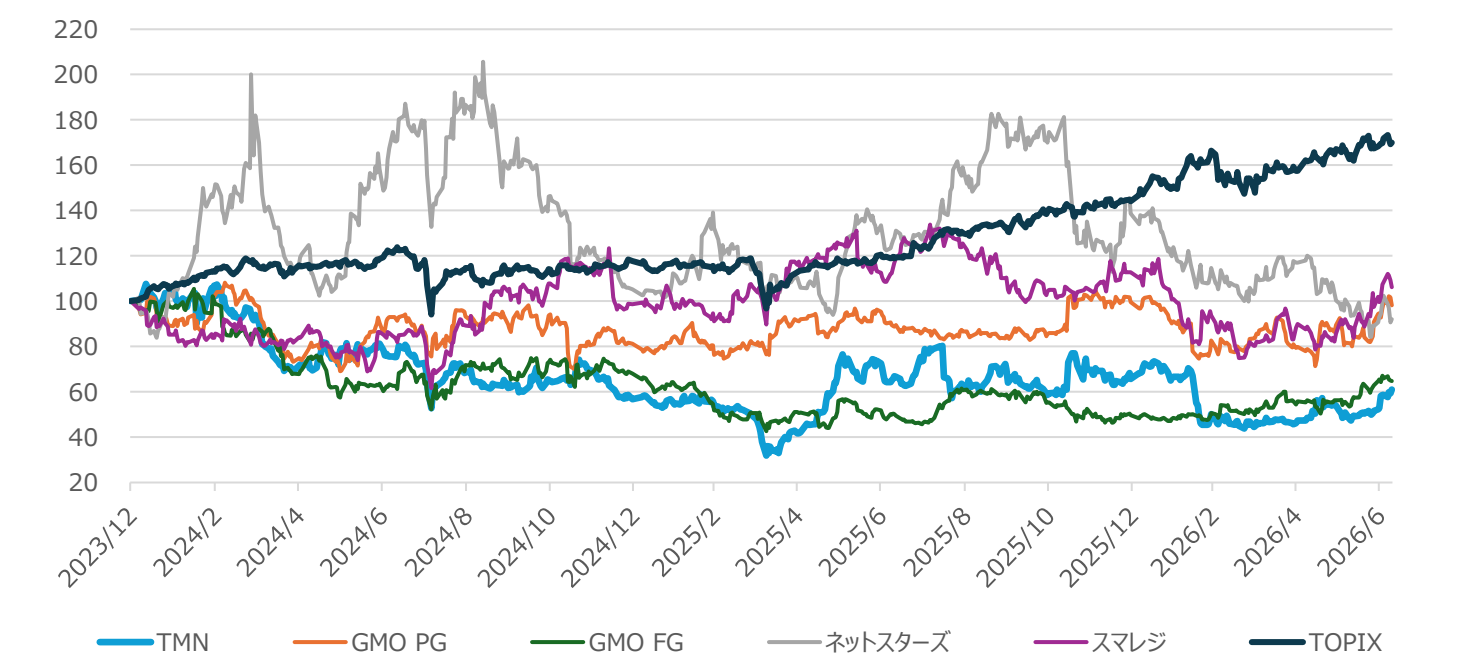
過去数年の事業の立上げ期に当たる「データ集約」フェーズにおいては、機器販売等のフロー収入が先行して計上されていたが、足元では徐々に「データ利活用」フェーズに移行するサービスが出てきていることから、TMN は情報プロセッシング事業においても 27/3 期以降のストック収入の拡大を目指している。

当社では、情報プロセッシング事業におけるストック収入の拡大は、利益率の改善を通じて TMN のバリュエーションの上昇に大きな影響を与える可能性があると考えており、その状況に注目している。

中期的な成長性に引き続き注目

TMN が表明した法人間決済サービス事業への参入と、自販機・精算機市場向け稼働接続端末台数の増加の可能性は、キャッシュレス決済サービス事業のストック収入の成長率を高めるものとして期待される。TMN のエクイティストーリーが将来的に現実味を帯びてくれば、株価は中長期の利益成長への期待を高める形で上昇していく可能性がある。

図表 8. TMN と同業他社の株価推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. 同業他社とのバリュエーション比較

	コード	通貨	決算期	株価 (7/9)	時価総額 十億	EV 十億	PER 会社予想 倍	PBR 直近実績 倍	EV/ EBITDA 倍	配当利回り 会社予想 %	ROE 会社予想 %
TMN	5258	円	26/3	408	12.1	16.0	21.4	1.9	6.2	0.0	9.2
GMO PG	3769	円	25/9	9,625	731.0	771.2	31.2	6.5	21.9	1.8	20.0
GMO FG	4051	円	25/9	6,780	56.0	53.9	29.9	8.9	18.8	1.8	28.8
スマレジ	4431	円	26/4	2,879	55.5	48.5	19.9	5.8	12.9	0.7	28.9
ネットスターズ	5590	円	25/12	667	11.3	7.2	22.8	1.5	13.4	0.0	6.3
Block	XYZ	USD	25/12	77.4	46.1	43.1	19.9	2.1	20.9	0.0	10.8
Adyen	ADYEN	ユーロ	25/12	834.5	26.3	16.1	21.6	5.0	12.8	0.0	23.4

注：1) EV/EBITDA で使用した EBITDA は、前期の営業利益+減価償却費+のれん償却額+顧客関連資産償却額で算出。EV は直近四半期末の有利子負債-(現預金-預り金)によって求めたネット有利子負債(ネットデット)に、7 月 9 日時点の時価総額を加算して算出。

- 2) 今期予想について、日本企業は会社予想、海外企業は Fact Set コンセンサス予想を利用。
- 3) ROE は、会社予想またはコンセンサス予想の当期純利益を直近四半期末の自己資本で割って計算。

出所：Speeda のデータに基にストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 10. 同業他社との収益性比較 (直近年度実績ベース)

	コード	決算期	売上高営業利益率 %	ROE %	ROIC %	EBITDAマージン %	自己資本比率 %
TMN	5258	26/3	0.0	-0.7	-0.1	19.5	22.8
GMO PG	3769	25/9	38.0	20.2	22.8	42.7	27.8
GMO FG	4051	25/9	12.4	27.5	25.0	16.0	45.2
スマレジ	4431	26/4	24.1	25.8	61.7	28.1	68.3
ネットスターズ	5590	25/12	6.1	6.6	38.0	11.2	19.9
Block	XYZ	25/12	12.6	6.0	7.5	8.5	56.1
Adyen	ADYEN	25/12	41.4	22.3	117.2	47.5	43.1

注：直近の通期実績ベース。

出所：Speeda のデータに基にストラテジー・アドバイザーズ作成

【イニシエーションアップデート】

5. 会社概要

(1) クラウド型キャッシュレス決済サービスのパイオニア

国内で初めてクラウド型電子マネー決済サービスの提供を開始

TMN は、2023 年 4 月 4 日に東京証券取引所グロース市場に上場した。2011 年に日本国内で初めてクラウド型（シンクライアント方式）の電子マネー決済サービスの提供を開始した。シンクライアントとは、「Thin（薄い・少ない）+ Client（クライアント）」から作られた言葉であり、サーバー側でデータ処理のほとんどを行い、クライアント端末（TMN においては決済端末）では必要最低限のデータ処理だけを行うシステムの設計方式である。

従来は、高価で汎用性の乏しいリッチクライアント方式の端末が主流

シンクライアント方式の決済サービスが開発される前は、クライアント端末でほとんどの処理を行うリッチクライアント方式のサービス・端末が主流であった。リッチクライアント方式のサービスは、シンクライアント方式のものに比べて拡張性に乏しいため、決済端末においても各サービス独自のものが加盟店に設置されており、レジの横に数台のキャッシュレス決済端末が置いてあるという状況であった。

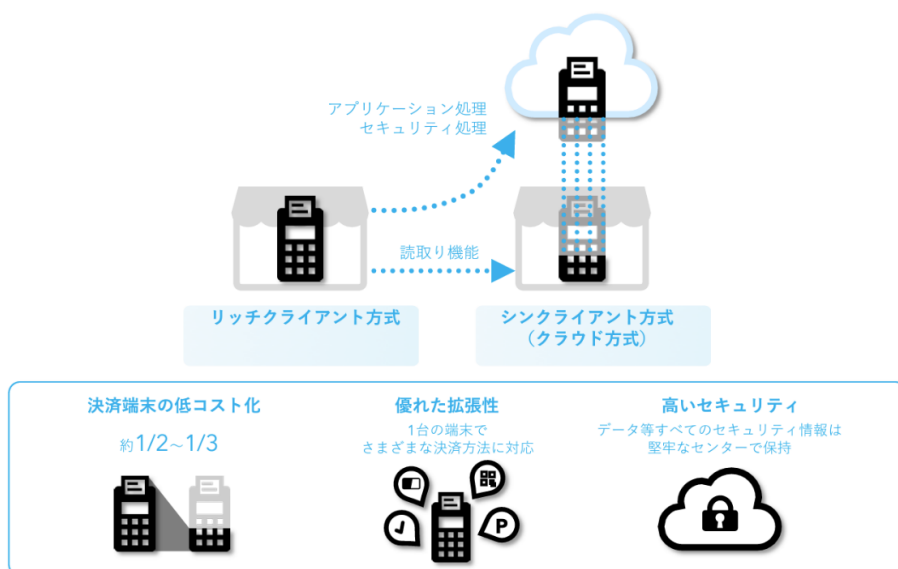
また、リッチクライアント方式では、決済端末自体に決済処理をさせるため、高いマシンスペックが求められ、汎用電子マネー対応の端末は 1 台 25 万円～30 万円といった高額なものであった。

シンクライアント方式決済サービスの開発により、日本で安価な端末が普及

クラウド型（シンクライアント方式）決済サービスでは、電子マネーから必要な情報を読み書きする機能のみ決済端末に残し、その他の機能はクラウド上（TMN のデータセンター）で処理を行う。この結果、端末の低コスト化を促し、国内で電子マネーの決済端末が広がっていく大きなきっかけを作った。

また、シンクライアント化することにより、端末はそのままに様々な決済サービスに対応できる優れた拡張性や、すべてのセキュリティ情報を堅牢なデータセンターで保持することによる高いセキュリティも同時に実現することができた。クラウド環境でのシステム構築における技術的な難度は高く、現在においても TMN の競争優位性の源泉になっている。

図表 11. シンクライアントとリッチクライアントのイメージ図



出所：会社資料

業界最多の 43 の決済ブランドに対応できるゲートウェイ

1,000 社以上の加盟店の 121 万台の決済端末と接続

あらゆるデジタルデータのゲートウェイを目指して、情報プロセッシング事業を推進

TMN は、電子マネーだけではなく、クレジットやデビット、プリペイド、QR・バーコード決済などの決済サービスに対応できるように開発を続け、現在では、1 台の端末で 43 (電子マネー17、QR/バーコード 14、クレジットカード 7、共通ポイント 3、地域マネー2) の決済サービスに対応するゲートウェイサービスを展開している。これだけのサービス数に対応できるのは国内最大級であり、別の会社とアライアンスを組むなどして多くのサービス数を提供している同業他社は見受けられるが、1 社単独で提供できる TMN は国内では非常に希少な存在といえる。

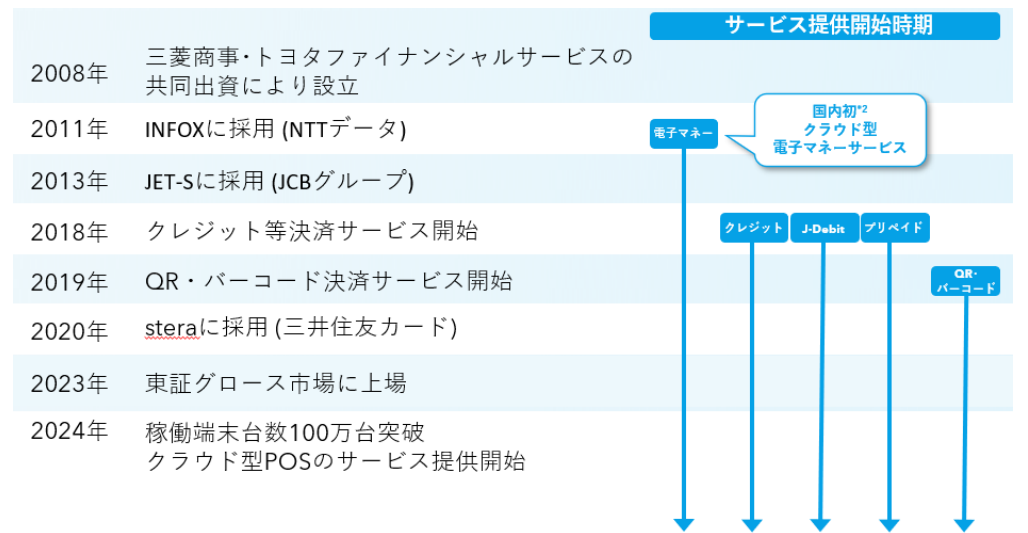
TMN は、小売業を中心に 1,000 社以上に設置されている決済端末 121 万台 (2026 年 3 月末時点) に接続して日々決済を処理している。対象は、スーパー、コンビニ、ドラッグストア、百貨店、飲食店、商業施設、ガソリンスタンド、レジャー施設、金融機関と多岐にわたっている。

(2) 決済・購買データを活用した情報プロセッシング事業で更なる飛躍を目指す

現社長で創業者である大高敦氏の創業の想いは、購買行動で発生するデータを収集して、新しい商品やサービスの開発のために提供するというもの。クラウド POS の導入などで、キャッシュレスだけではなく現金決済も含め、購買に関連するあらゆるデータを集約して、メーカーや流通業者に提供。その結果、消費者やユーザーの購買体験がリッチになることを TMN は、目指している。今後は、決済データだけではなく、POS など購買活動やモビリティ (移動) に関する様々なデータについても収集し活用する仕組みを構築していく。

情報プロセッシング事業の概要および具体的な展開については「10. 情報プロセッシング事業の概要」を参照。

図表 12. TMN の沿革



出所：会社資料

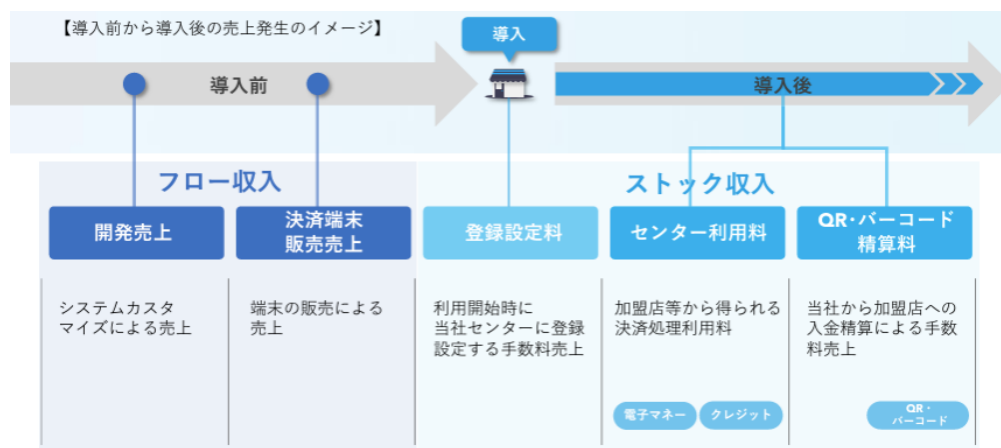
6. 決済サービスのビジネスモデル

(1) 継続的な収入となるストック収入が売上高の 7 割

TMN 単体が行う決済サービスのビジネスモデル (売上高) はフロー収入とストック収入の 2 つに大きく分けられる。開示されている売上内訳は、①開発売上、②決済端末販売売上、③登録設定料、④センター利用料、⑤QR・バーコード精算料の 5 分類。図表 13 は、TMN が加盟店にサービスを導入する際の流れに沿って、それぞれの売上の計上タイミングを図示したものである。

フローとストックに大別

図表 13. TMN の売上高内訳と決済サービス導入前後の流れ



出所：会社資料

フロー収入は、ストック収入の入口

フロー収入は、①開発売上と②決済端末販売売上によって構成される。フロー収入はそれ自体では一過性のものであるが、その後に継続して計上されるストック収入の入口と捉えることができる。

3種類のストック収入

一方、継続的に売上が計上されるストック収入は、③登録設定料、④センター利用料、及び⑤QR・バーコード精算料によって構成されている。ストック収入は、26/3 期における連結売上高の69.8%を占めている。

図表 14. TMN の基本的なビジネスモデル

	項目	収益モデル
フロー収入	開発売上 システムカスタマイズによる売上や新サービスの開発 サービス導入時の加盟店とのつなぎ込みや、決済サービス追加等、加盟店の個別ニーズに対応	開発に応じて計上 各案件の規模に応じて金額にばらつきあり、計上方式も案件に応じて異なる
	決済端末販売売上 端末の販売による売上	販売時に計上 端末価格×販売台数
ストック収入	登録設定料 決済端末の利用開始時に TMN センターに登録設定する手数料売上	利用開始時に徴収 会計上期間按分して月額計上（端末台数×ブランド数）
	センター利用料 主に加盟店等から得られる決済処理利用料	月額固定料金 端末台数×サービス数
	QR・バーコード精算料 TMN から加盟店への入金精算による手数料売上	従量課金 （各ブランドの）GMV×手数料率

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

(2) フロー収入の内訳

1. 開発売上

豊富な実績と、他社が真似できないことから開発売上の利益率は高い

TMN の決済サービスを導入する場合に、加盟店側のシステム（POS システムや基幹システム）に接続するためのカスタマイズが必要になる場合の開発行為（導入サポート）に対する売上である。また、決済サービス事業者向けの開発サポートも開発売上に含まれる。受注金額は数百万円～数億円の規模であるが、案件ごとに発生時期や開発期間、規模にばらつきがある。他社では対応できず、TMN がすでに豊富な開発実績を積み上げてきたことから利益率は高い。

開発売上の変動率は大きい

22/3 期から 26/3 期までの開発売上は、5 億円から 9 億円程度で推移している。案件による規模の違いから、決済端末販売売上と同様に変動率が大きい事業となっている。

2. 決済端末販売売上

24/3 期から販売は自社端末がほとんどに

加盟店が TMN 経由で端末を購入する場合に発生する端末販売による売上であり、1 台あたり端末価格は 3 万円～十数万円程度である。販売している端末は独自端末と他社端末があり、売上総利益率は端末によりばらつきがある。24/3 期以降は TMN 独自端末が大半になっている。

20/3 期の端末販売売上の増加は政府補助が背景

決済端末販売売上は、2019 年 10 月から 2020 年 6 月まで実施された「キャッシュレス・消費者還元事業」が追い風となり、19/3 期の 15 億円から 20/3 期に 32 億円に増加した。同事業の効果が一巡した 21/3 期には 14 億円に減少した。キャッシュレス決済端末代金の 2/3 を国が補助し、1/3 はキャッシュレス決済業者が負担するため、加盟店の負担はゼロになった。また、国は同期間の手数料の補助（手数料率 3.25%以下、そのうちの 1/3 は国が負担）を行い、キャッシュレス決済が世の中に広がるのを後押しした。

決済端末販売売上の変動にも注意が必要

22/3 期から 26/3 期までの決済端末販売売上は、概ね 13 億円から 17 億円程度で推移している。ストック収入の増加により、決済端末販売売上の売上高構成比は低下傾向にあるため、過去に比べると全体の業績に与える影響は低減している。しかし、26/3 期のように、計画に織り込んでいた大型案件の期ずれが業績に一定の影響を与える可能性もあることから、決済端末販売売上の変動にも注意が必要である。

(3) ストック収入の内訳

1. 登録設定料

契約時の手数料、利益率が高い

加盟店が決済ゲートウェイの利用を開始する際に、TMN のシステムに登録設定する際の売上高。接続時に受け取る一時的な売上であるものの、会計上、契約期間に応じて按分計上しているため、当該期間中、毎月 1 台あたり数百円程度が登録手数料売上として計上されている。売上総利益率は高い。

2. センター利用料

電子マネーとクレジット決済に関連した月額固定のサブスク契約

TMN が取り扱っている主要な決済サービスである電子マネー、クレジットカード、QR・バーコードの 3 種類のうち電子マネー、クレジットカードについては、導入するブランド数に応じた固定料金を毎月センター利用料として売上計上している（一部は、決済件数ベースの従量課金制）。1 台当たりの料金は年間で 5,000 円程度である。なお、クレジットカードの契約については、今後は業界で一般的な従量課金ベースの契約にて展開していく考えである。

決済処理金額や決済処理件数の半分以上が電子マネー

26/3 期の決済処理金額（GMV）5.5 兆円のうち、電子マネーは 48%、クレジットカードは 33%、QR・バーコードは 19%であった。26/3 期の決済処理件数 28 億件のうち、電子マネーは 56%、クレジットカードは 26%、QR・バーコードは 18%であった。

3. QR・バーコード精算料

QR・バーコード精算料は従量課金

加盟店が QR・バーコードを導入する場合には、QR・バーコードの決済処理金額 (GMV) に一定の手数料率を乗じて算出された手数料が TMN の売上となる。手数料率は数十 bp (ベーシスポイント) 程度であり、決済処理金額に比例して売上が伸びていく従量課金制を採用している。QR・バーコードの決済処理金額は、日本全体を見ても右肩上がりの成長を見せているため、アップサイドを享受できる手数料体系となっている。

なお、QR・バーコード決済と一般的なクレジットカードでは、ビジネスモデルは同様である。PayPay などの QR・バーコード決済サービスが TMN に課す手数料率が GMV の 3% とすると、TMN が加盟店から受取る手数料率であるスプレッド (売上総利益に相当) を加えたものが TMN の売上となる。

7. 模倣困難性が生む競争優位性

3つの模倣困難性

経営学者のジェイ・B・バーニーは、企業の競争優位性をもたらす資源として「模倣困難性」をあげている。模倣困難性とは、他社が真似することが難しく、そのためには多大な時間とコストがかかることを意味している。

TMN の模倣困難性は、(1) 利用頻度の高い電子マネー決済における高い参入障壁、(2) オープン戦略による決済業界における絶妙のポジショニング、(3) 株主の大手クレジットカード会社やグローバル決済事業大手 Square などと提携した加盟店獲得チャネルであり、これらが競争優位性の源泉と当社は考えている。

(1) 利用頻度の高い電子マネー決済事業における高い参入障壁

日本で電子マネーが誕生した背景

日本の電子マネーは 2001 年 11 月の交通系 IC カード乗車券「Suica」の発行でスタートした。ほぼ同時期にソニー系のビットワレットが「Edy」を開始、店舗などでの決済手段として広がっていった。Suica は 2004 年 3 月から交通利用にとどまらず、ショッピングにも電子マネーとして利用できるようになった。2007 年頃からは、流通系大手のセブンイレブンが「nanaco」を、イオンが「WAON」の発行を開始し、電子マネーの普及期を迎えた。

日銀によれば、2026 年 3 月末時点での電子マネーの発行枚数は 6 億 284 万枚に達した。これは楽天 Edy、Suica (JR 東日本)、ICOCA (JR 西日本)、SUGOCA (JR 九州)、Kitaca (JR 北海道)、PASMO (私鉄各社)、nanaco (セブン&アイ)、WAON (イオン) など大手 8 社から提供されたデータを集計したものである。

日本は 1 人当たり 4.6 枚の電子マネーを所有

図表 15 は世界主要国におけるキャッシュレス決済手段の保有状況を比較したものである。電子マネーは、日本、韓国、オーストラリア、イタリアなどで普及している。2022 年時点での日本の一人あたり平均保有枚数は、電子マネーが 4.6 枚と、デビットカードの 3.7 枚、クレジットカードの 2.5 枚を上回っている。クレジットカードと比較すれば少額利用が主体であり、デビットカードについては、決済取引額の 1% 程度の利用であるが、決済の頻度が非常に多いキャッシュレス決済手段といえる。

技術的ハードルと厳格な運用体制が高い参入障壁

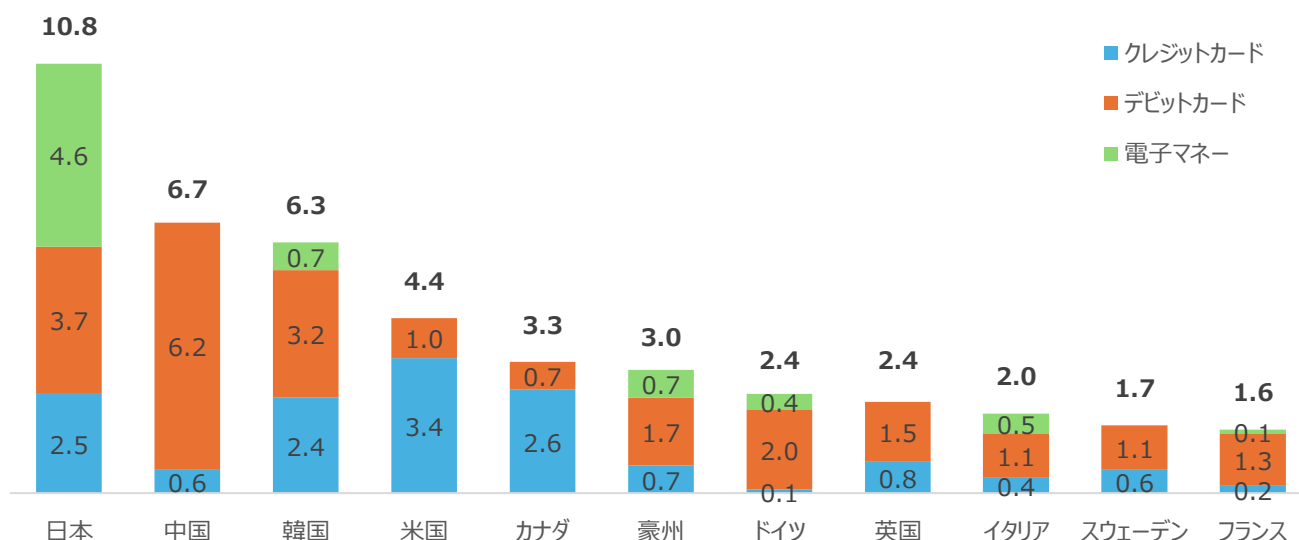
このように国内で広く普及した電子マネーだが、前述の通り、クラウド環境でのシステム構築における技術的な難度が高い。加えて、厳格なセキュリティ基準に対応するための大規模投資の必要性があり、高い参入障壁となっている。TMN は従業員の半数近くが開発業務に従事しており、国際的なセキュリティ基準にも対応するとともに、契約しているデータセンターには自前のサーバーを設置している。

電子マネーのゲートウェイ事業を営んでいる企業は数社

電子マネーのゲートウェイ事業者は TMN を含めても数社程度であり、TMN は、物販（交通関係、駅改札除く）の業界では高いシェアを持つと自負している。

消費者の利用ニーズが高い汎用電子マネーをフックとして、TMN は加盟店を拡大させている。業界最多レベルの決済サービスへの対応に加え、電子マネーだけではなく、QR・バーコード決済、クレジットカード、ポイントをセットで販売・契約できることが強みとなっている。加盟店各社のシステムにカスタマイズして導入されるため、スイッチングは容易ではなく、低い解約率を維持している。更に、TMN は、小売店を中心とした加盟店での安価で安定したサービス運用実績を根拠に、地方交通機関や自販機・精算機の顧客にもサービス提供を広げる方針である。

図表 15. 世界主要国におけるキャッシュレス決済手段の保有状況 2022 年（単位：枚）



出所：一般社団法人キャッシュレス推進協議会「キャッシュレス・ロードマップ 2024」よりストラテジー・アドバイザーズ作成

(2) 決済業界の各プレイヤーと広く協業関係を築いている独自のポジショニング

決済業界を構成する 5 レイヤー

決済業界では、図表 16 の通り、バリューチェーン別に、①決済ブランド、②イシュー（カード発行会社）/アクワイアラー（加盟店の契約獲得・管理会社）、③決済ネットワーク、④ゲートウェイ/決済代行、⑤決済端末、と 5 つのプレイヤーが存在する。TMN が直接手掛けているのは④と⑤の分野で、①、②、③の企業群とは直接の取引に加え、様々な形で協業している。④と⑤は同業他社と競合するケースが多いが、対応サービスによっては協業関係ともなり、バックヤードでは同業他社をサポートしているケースもある。

TMN は前述の通り、クレジットカード、電子マネー、QR・バーコードなど業界最多となる 43 決済ブランドのサービスと加盟店業者をつなぐゲートウェイの役割を果たしている。

株主クレジットカード会社と深い連携

イシュー及びアクワイアラー業務を手掛けるクレジットカード会社である、JCB、三井住友カード、UC カード、トヨタファイナンスサービス（トヨタファイナンスの親会社）のクレジットカード会社 4 社は TMN の株主である。後述するように、TMN はこれらの株主であるクレジットカード会社とは深く連携して事業を展開している。

2 大決済ネットワークと提携

TMN は 2 大決済ネットワークである NTT データ系の「INFOX」、JCB の子会社の日本カードネットワーク系の「JET-S」に接続している。2020 年 9 月に、三井住友カードが VISA と提携して参入した新決済プラットフォーム「stera」にも、TMN のクラウド型電子マネー及び QR・バーコード決済ゲートウェイが採用されている。

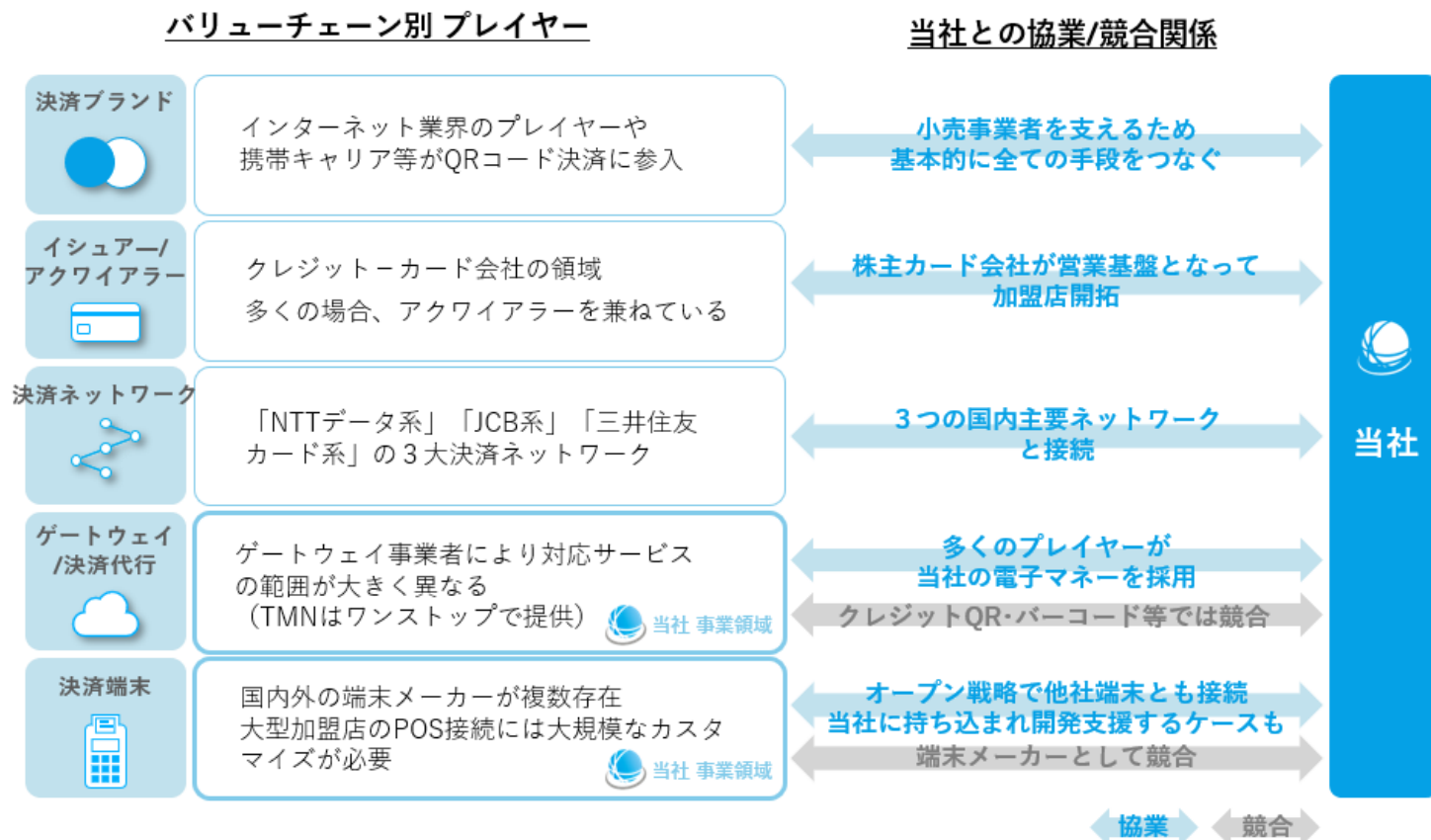
ゲートウェイ/決済代行領域では、競合しつつ協業もしている

ゲートウェイ/決済代行サービスを提供する同業他社とは、クレジットカードや QR・バーコード決済では競合するものの、電子マネーでは、多くのプレイヤーがホワイトレーベルとして TMN の決済システムを採用しており、協業関係を構築している。

決済業界における様々なプレイヤーと連携するオープン戦略を展開

TMN は、決済端末でも国内外の多くの端末メーカーと競合している。TMN は自社端末を販売しているが、TMN の決済サービスには、国内で販売されているほぼ全ての他社端末とも接続できるようになっている。TMN は決済業界における各プレイヤーと、一部では競合しながらも、競合の少ない電子マネーサービスを強みに、多くのプレイヤーと広く協業し、面を拡大するオープン戦略をとっている。今後の市場再編や新規プレイヤーの参入にも柔軟に対応していく方針である。

図表 16. バリューチェーン別のプレイヤーと TMN との関係性
バリューチェーン別 プレイヤー



出所：会社資料

(3) 株主などのパートナーを活用した顧客開拓力

TMN の顧客ターゲット

TMN は電子決済事業の顧客となる国内の大手小売事業者を大規模（売上高 2 兆円以上）、中規模（500 億円以上 2 兆円未満）、ロングテール（500 億円以下）に分類している。大規模はコンビニ、ガソリンスタンドなど数社で、中規模とロングテールには食品スーパー、ドラッグストア、専門店チェーン、外食など様々な業態が含まれる。

事業者規模に応じた 2 種類の営業戦略

大規模と中規模事業者の中の多くについては TMN 自らによるダイレクト営業、それ以外の中規模及びロングテール事業者に対しては株主であるクレジットカード会社などのパートナーを通じたホワイトレーベルでのサービス提供（顧客獲得）という 2 つの営業戦略をとっている。

顧客の業務システムごとにカスタマイズして開発できることが強み

ダイレクト営業の対象である加盟店には TMN の回線を加盟店店舗の POS レジと結合する。一般的に POS(Point of Sales)は商品が売れた日時や数量、価格などの販売実績動向を知るためのサービスの総称だが、クレジット業界では慣習的に CCT (Credit Card Terminal) 端末ではない決済処理が可能な端末を総称して加盟店 POS という用語を使っている。

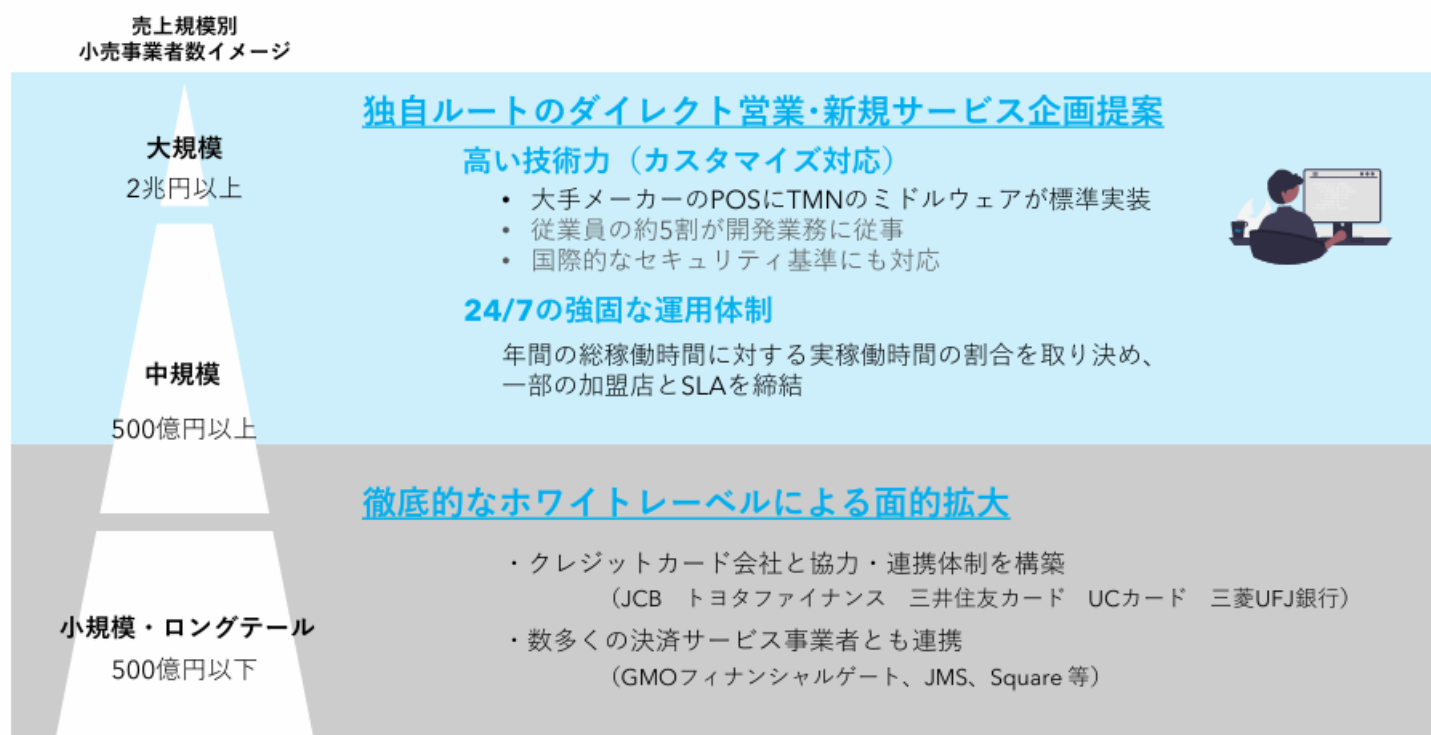
顧客のシステムと連携するためのカスタマイズ開発ができる電子マネーのゲートウェイ事業者は希少なため、TMN が競合優位性を発揮している。大手チェーンは 5 年に一度など定期的に POS を更新するため、そのタイミングを睨んで営業をかけることが多い。

ホワイトレーベルでロングテール事業者にもリーチ

一方、中規模事業者の一部やロングテール事業者については、パートナーを通じたホワイトレーベルによって営業されている。

パートナーの中心となるのが株主のクレジットカード会社であり、TMN の接続端末台数拡大の重要なチャネルとなっている。また、前述したように、競合先となるゲートウェイ/決済代行業者についても、電子マネー決済では同社の決済システムを採用するケースが多く、その面では協業関係にある。例えば、米国のテック企業 Block 社は電子決済サービス「Square」をグローバルで展開しているが、日本で提供している電子マネーサービスは、TMN がホワイトレーベルで提供している。

図表 17. 顧客及び事業規模に応じた営業・サポート体制



出所：会社資料

8. 日本のキャッシュレス市場

日本のキャッシュレス比率は年々上昇

経済産業省によれば、TMNがサービスを提供している日本では、キャッシュレス決済比率（国際比較指標）は、2025年に46.3%に上昇した。対前年比では3.5%ポイント増加し、2010年以来上昇を続けている。

政府目標は前出しで達成

2017年に日本政府は、成長戦略の中でキャッシュレス決済比率（国際比較指標）をKPIに設定した。2019年6月に閣議決定された「成長戦略フォローアップ」において、「2025年6月までに、キャッシュレス決済比率を倍増し、4割程度とすることを目指す。」としていた日本政府の目標は2024年に前出しで達成された。

国内指標のキャッシュレス決済比率は2025年において58%に到達

経済産業省は、今回、キャッシュレス決済比率の分母を構成する家計最終消費支出から持ち家の帰属家賃を除いた数値である、国内指標のキャッシュレス決済比率を公表した。キャッシュレス決済の対象とはならない、持ち家の帰属家賃が家計最終消費支出の約17%（約57兆円）を占めていたことが新指標の公表の背景である。2025年のキャッシュレス決済比率（国内指標）は58.0%であった。2020～2024年においては、国内指標の方が8～9%程度高い水準となっている。

キャッシュレス決済比率（国内指標）の新たな政府目標は80%

経済産業省は、国際比較指標での計画の前出し達成を踏まえ、2025年12月に、国内指標でキャッシュレス決済比率80%を新たな目標とし、可能な限り早期達成を目指すことを決定した。また、2030年までに65%という中間目標も設定した。

著しいQR・バーコード決済の成長

キャッシュレス決済の内訳を見ても、コード決済は、2020年にはデビットカード、2022年には電子マネーを抜き、日本で2番目に利用されている決済手段となっている。その年間増加率についても、2021年以降、66%、50%、38%、24%、23%と急激に普及してきていることがわかる。TMNは、QR・バーコード決済の成長をとらえるべく、決済処理金額に応じた従量課金制のビジネスモデルとしており、今後もその恩恵を受けることができよう。

クレジットカード決済は安定成長

クレジットカードによる決済取引額については、2010年以降、安定的に増加している。前述の通り、TMNはクレジットカードについて主に月額固定料金の決済処理手数料を得ているが、今後は、業界で一般的な従量課金ベースの契約を増やす方針である。従量課金ベースの契約が増加することで、クレジットカード決済市場の拡大による売上成長が期待される。

電子マネーの決済取引額はほぼ横這い

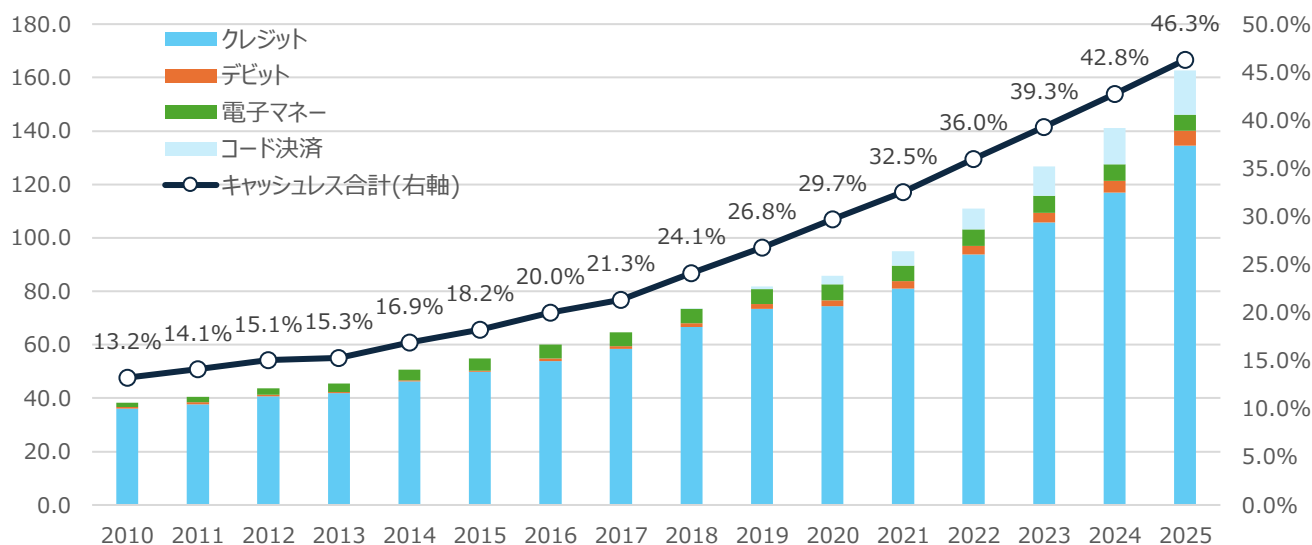
一方、電子マネーによる決済取引額は、2020年以降、6.0～6.4兆円とほぼ横這いで推移している。普及と利用が進んだことから、クレジットカードやQR・バーコードと比べて、成熟化が進みつつあるといえよう。この点はTMNも認識しており、電子マネーについては、当面、現行の月額定額制のビジネスモデルを継続していく予定である（steraにおける契約では、電子マネーにおいても従量課金契約としている）。

海外と比較した日本のキャッシュレス化余地は大きい

国際決済銀行（BIS）が公表している「Red Book」の主要国における決済関連の統計データ等に基づき、各国における2023年のキャッシュレス決済比率を比較したものが図表20である。2023年時点における日本のキャッシュレス決済比率は39.3%である。キャッシュレス化で先行する、韓国99.1%、中国83.3%だけでなく、英国64.0%、カナダ71.5%、米国58.4%、フランス52.7%などと比べても、まだまだ低い水準であった。

日本政府は、世界最高水準のキャッシュレス決済比率80%という将来目標に向けて必要な環境整備を進めていくとしており、TMNにとっては強力な追い風になると考えられる。

図表 18. 日本のキャッシュレス決済額及び比率（国際比較指標）の推移（兆円）



出所：経済産業省「キャッシュレス決済額及び比率の推移」データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

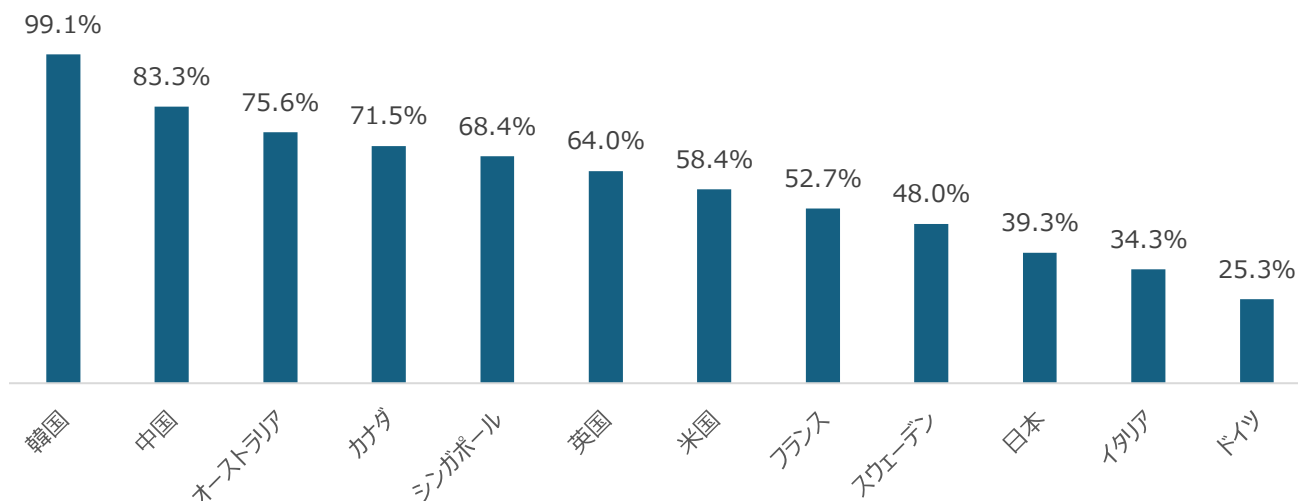
図表 19. 日本のサービス別キャッシュレス決済額の推移（兆円）

	暦年	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
クレジット	決済額	46.3	49.8	53.9	58.4	66.7	73.4	74.5	81.0	93.8	105.7	116.9	134.6
	(対前年比)	10.7%	7.7%	8.2%	8.2%	14.2%	10.1%	1.4%	8.8%	15.8%	12.7%	10.6%	15.1%
	CL 内割合	15.4%	16.5%	18.0%	90.2%	90.5%	89.7%	86.8%	85.3%	84.5%	83.5%	82.9%	82.7%
デビット	決済額	0.5	0.4	0.9	1.1	1.3	1.7	2.2	2.7	3.2	3.7	4.4	5.5
	(対前年比)	-4.4%	-7.7%	108.2%	26.9%	18.3%	28.1%	25.8%	25.1%	19.3%	13.7%	20.4%	26.0%
	CL 内割合	0.2%	0.1%	0.3%	1.7%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%	3.1%	3.4%
電子マネー	決済額	4.0	4.6	5.1	5.2	5.5	5.8	6.0	6.0	6.1	6.4	6.2	6.0
	(対前年比)	28.0%	15.7%	10.8%	1.1%	5.4%	5.0%	4.9%	-1.1%	1.9%	5.3%	-3.4%	-3.0%
	CL 内割合	1.3%	1.5%	1.7%	8.0%	7.4%	7.0%	7.0%	6.3%	5.5%	5.1%	4.4%	3.7%
コード決済	決済額	-	-	-	-	0.2	1.0	3.2	5.3	7.9	10.9	13.5	16.6
	(対前年比)	-	-	-	-	-	512.5%	230.0%	66.3%	50.3%	37.5%	24.1%	22.6%
	CL 内割合	-	-	-	-	0.2%	1.2%	3.7%	5.6%	7.1%	8.6%	9.6%	10.2%
キャッシュレス	決済額	50.7	54.9	60.0	64.7	73.5	81.9	85.8	95.0	111.0	126.7	141.0	162.7
合計	(対前年比)	16.9%	18.2%	20.0%	21.3%	24.1%	26.8%	29.7%	32.5%	36.0%	39.3%	11.3%	15.4%
民間最終消費支出	額	300.1	301.2	299.9	303.3	305.2	305.8	288.6	292.0	308.5	322.4	329.8	351.6

注：民間最終消費支出には持ち家の帰属家賃を含む

出所：経済産業省「キャッシュレス決済額及び比率の推移」データよりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 20. 世界主要国におけるキャッシュレス決済比率 (2023 年)



注：日本の数値は国際比較指標

出所：一般社団法人キャッシュレス推進協議会よりストラテジー・アドバイザーズ作成

9. 成長戦略

(1) 決済サービスの更なる拡大と情報プロセッシング事業の本格展開を目指す

創業当初から情報プロセッシングの展開を視野

情報プロセッシング（購買データ等の蓄積・分析）は、TMN が 2008 年の創業当初から目指しているデータアセット事業である。決済サービスはその第一歩として、事業の拡大と共に、顧客・加盟店との関係構築、インフラ事業者としてのポジショニングの確立する手段として位置付けられている。図表 21 は、TMN の成長戦略のイメージを、顧客業種領域、データの流れ、時間軸の観点で整理したものである。

引き続き、キャッシュレス決済サービス事業の拡大を目指す

TMN は、創業来、小売を中心とした顧客・加盟店の拡大、及びクレジットカードや QR・バーコード決済等の決済サービスへの事業領域の拡充などに取り組んできた。TMN は、引き続き、端末台数の拡大と決済量の拡大によるキャッシュレス決済サービス事業の拡大を目指す方針である。

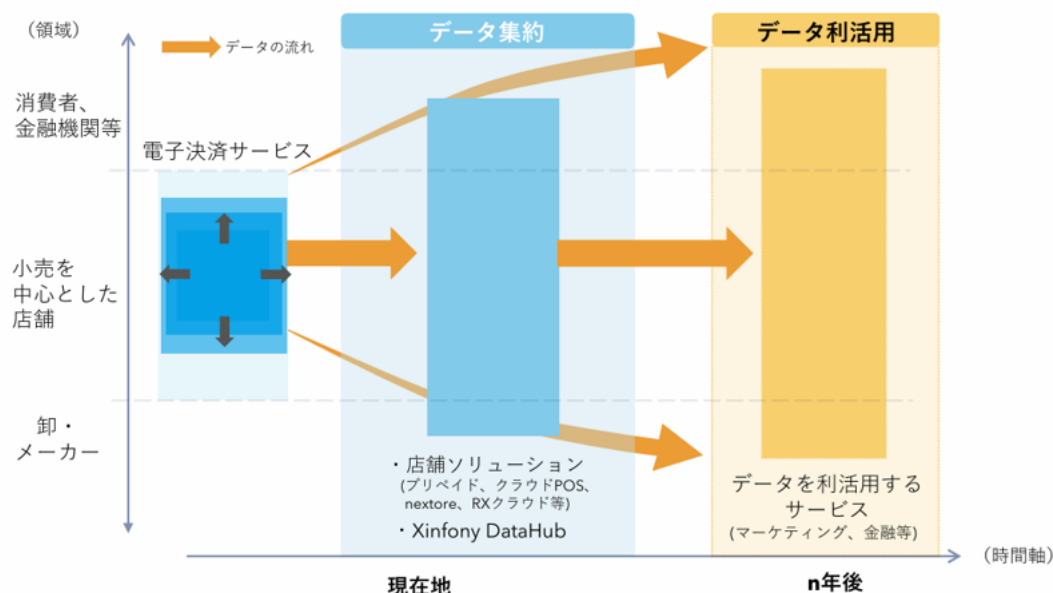
情報プロセッシング事業はデータ集約からデータ利活用の段階へ

情報プロセッシング事業については、近年、サービスを拡充してきたが、25/3 期においては、後述する Xinfony Data Hub、クラウド POS、RX クラウドの商用サービスを開始したことにより、現在は購買データ等のデータを集約できる段階に到達した。同時に、顧客業種領域は、小売店舗から卸・メーカー、消費者・金融機関等にも広がりがつつある。数年後には、マーケティングや金融等の分野において、蓄積されたデータを本格的に利活用するサービスの提供を目指している。

情報プロセッシング事業の拡大に向けて開発力、サービス提供力を磨いてきた

TMN は、創業から約 3 年で当時不可能と言われていたクラウド型電子マネー決済サービスを開発したほか、コープこうべの会員情報一元化などの困難なプロジェクトを遂行する中で、開発力、サービス提案力を磨いてきた。同時に、インフラ事業者としてのポジショニングを確立し、顧客・加盟店との関係を構築してきたことにより、会社としての体力をつけてきたからこそ、新たな領域である情報プロセッシング事業に取り組める状況になったと当社は考えている。

図表 21. 成長戦略のイメージ



出所：会社資料

(2) 端末台数の拡大×決済量の増大が決済サービスにおける中長期の成長ドライバー

日本のキャッシュレス比率向上を背景に、中長期的にも TMN の決済サービス事業の成長が予想される。その柱となるストック収入においては、端末台数の拡大と決済量の拡大の2つが成長ドライバーとなる。

加盟店の CCT 端末・POS 端末だけで 300 万台近い開拓余地

TMN は、端末台数の拡大のために、TMN ゲートウェイの接続店舗対象を広げる「加盟店拡大施策」に加え、CCT 端末や POS 端末以外の端末にも接続する「領域拡大施策」に取り組んでいる。

年商 500 億円以上の中規模小売事業者に対する加盟店拡大施策としては、独自ルートでのダイレクト営業と新規サービスの企画提案が挙げられる。一方、年商 500 億円未満の小規模小売事業者に対しては、株主であるクレジット会社や、連携する Block 社等の決済サービス事業者を通じたホワイトレーベルによる面的拡大を進めている。日本全国で POS および CCT 端末は 400 万台設置されていると言われている。TMN が接続している 121 万台の決済端末のうち、POS・CCT 端末は約 119 万台であり、同端末市場においても、まだ 300 万台近くの開拓余地がある。

自販機や精算機などを考慮すれば市場規模は 800 万台以上

領域拡大施策については、医療機関等の非流通事業者向けに加え、自動販売機や路線バス・駐車場等の自動精算機などの未開拓市場に対する取組み強化が挙げられる。

自動販売機や精算機は全国に 400 万台程度設置されていると言われており、POS・CCT 端末を含んだ合計では、国内に 800 万台程度の市場があると推定されている。最近のスーパーではレジの店員が商品を読み取った後で、複数台並んでいるセルフの決済端末で顧客が各自決済をするケースも増えてきた。このように、今までレジの横に 1 台であった決済端末が複数台設置されるようになってきており、市場規模は更に大きくなる可能性もあろう。更に、コインパーキングやイベント会場における屋外での決済等、これまで現金決済が主流であった分野においてもキャッシュレス決済が広がっており、端末台数のポテンシャルは大きい。

QR・バーコード決済の追加で決済処理金額を拡大

もう一つの成長ドライバーが決済量の拡大である。既に TMN ゲートウェイに接続している端末について、決済サービスを追加することにより、接続端末 1 台における決済処理金額を拡大することができる。例えば、今まで電子マネー契約のみの加盟店から QR・バーコード決済契約も獲得できれば、TMN は QR・バーコード精算料の売上を新たに獲得することにつながる。

2024 年 11 月から Alipay+の 取扱いを開始

2024 年 11 月からは、QR・バーコード決済の「Alipay+（アリペイプラス）」の取扱いを開始した。Alipay+は、アジア諸国やイタリアなど 11 カ国・地域の QR・バーコード 16 ブランドに対応している。Alipay+への対応により、インバウンド需要の取込みによる決済量の拡大が期待される。

(3) 積極的な M&A、資本提携で成長を加速

TMN は株式公開で調達した資金を活用として、M&A や資本提携によるインオーガニックな成長戦略を進めている。

① ウェブスペース株式会社の子会社化（2023 年 12 月、取得価額 8.9 億円）

流通ソリューション事業を展開する ウェブスペース社を連結子会社化

ウェブスペースは、1998 年の創業以来、POS や EOS(補充発注システム)を主体としたリテールシステム(「パラレル Net」)や、公共料金支払い等に用いられる MMK 収納窓口サービスを中心に事業を展開している企業である。

POS の導入店舗数は約 3,000 店舗、しんきん情報サービスとウェブスペースが提供するバーコード付き払込票（電話料金・電気料金などの公共料金支払い）の収納代行サービスである「MMK 収納窓口サービス」は、スーパーマーケットやドラッグストアなど約 1 万店舗以上に導入実績があり、大手チェーン店から中小規模店舗まで幅広い顧客基盤を築いている。

目指すシナジーは TMN の決済サービスとウェブスペースの「MMK 収納窓口サービス」を組込むことにより、相互の取引先に対してサービスメニューを強化する。また、ウェブスペースの POS システムを活用することにより TMN のクラウド POS システムの機能開発を加速させることも視野に入れている。

② ジー・シー企画（4037 東証グロース）の持分法適用会社化（2025 年 3 月）

クレジット決済のゲートウェイ事業を 手掛けるジー・シー企画を持分法適 用会社化

TMN は、24/3 期に資本業務提携契約を締結し、14.9%の株式を取得していたジー・シー企画の株式 136,000 株を 2025 年 3 月に追加取得し、持分法適用会社化した（追加取得後の出資比率は 20.3%）。取得金額の合計は 2.7 億円である。その後の追加取得を含め、現在の出資比率は 24.7%に上昇している。

ジー・シー企画は、決済事業領域におけるクレジット決済のゲートウェイを運営している会社で、もともと 2010 年代前半から TMN の開発パートナーとしてかかわっていた。TMN はクレジットカード決済事業にも注力していくことから、ジー・シー企画のノウハウを活用するとともに、2 社が協業することで開発の効率化を進めたい考えである。

10. 情報プロセッシング事業の概要

創業当初から購買データの把握を目標に定めてきた TMN は、キャッシュレス決済という切り口から事業をスタートし、徐々に決済データ以外の購買データにもアクセスするべく情報プロセッシング事業として開発を進めている。

収集されたデータの利活用を目指 す

情報プロセッシングとは、決済情報(電子、現金問わず)やマーケティング情報、商品情報等、TMN ゲートウェイに集約された全てのデータを安全に保存し、高度なデータ分析へ活用できるよう情報処理をする仕掛けを構築し、様々なサービスへ連携することを意図している。具体的には、購買・行動に関連するあらゆるデータを統合・関連付けを行い、分析することで、新たな商品開発やマーケティング、サプライチェーンの効率化などに活用することを目的にしている。TMN は、ハウスプリペイドやクラウド POS などのサービスを提供することで、収益の獲得と同時にデータを収集することができる。将来は、マーケティングや金融等の分野において、収集されたデータを利活用するサービスを提供する方針である。

購買データがリアルタイムで TMN に集まる仕組み

情報プロセッシング事業、言い換えるとデータマネジメントにおいて最も重要なことは、リアルタイムでデータを集められることと TMN は考えている。クラウド POS やハウスプリペイドの導入が進めば、現金決済を含むあらゆる決済データ、購買データが TMN のデータセンターにおいてリアルタイムで処理されることから、顧客は意思決定の高速化や精度の向上が期待できる。

情報プロセッシングが狙う小売 IT 投資と流通対策費

TMN は獲得した購買・移動・サプライチェーンのデータを、将来的に消費財メーカーや卸売事業者、小売事業者へ提供することで、収益化を目指している。TMN は、国内小売領域における IT 投資の市場規模を 2.4 兆円と推計しており、同領域にはクラウド POS・ハウスプリペイドのサービス提供を開始している。また、国内卸売・消費財メーカーの販促・マーケティング領域における流通対策費を 13 兆円と推計しており、ここにも将来的にサービスの投入を検討している。

具体的には、リアルタイムの購買データや、決済データ、顧客データを利活用することで、メーカーは、革新的な商品開発やマーケティング戦略を通じて、生産・在庫調整の更なる効率化などを実現できるようになり、小売業も、効率的かつ有効なプロモーションを展開することが可能になると見ている。

以下は、現時点で商用サービスが開始されているサービスの説明である。

(1) 購買データ取得に欠かせないクラウド POS 事業

キャッシュレス決済のインフラとなった強みを活かし、クラウド POS を開発

TMN は、電子決済をクラウド化したノウハウを応用し、POS システムのクラウド化を実現した。

TMN の情報プロセッシング事業における強みは、決済ゲートウェイ事業を通じて大手チェーンストアの POS システムとネットワーク接続していること、ならびに、広域に展開している 121 万台の決済端末がゲートウェイに接続している実績を根拠に、クラウド POS やハウスプリペイドなどの新たなサービスを展開できる点にある。

クラウド POS で「誰が」「何を」購入したかのデータ取得が可能に

決済端末では、「どこで」、「いつ」、「いくら」のデータを取得できる一方、POS では、これらのデータに加え、購買した商品・サービスに関する「何を」のデータも取得できる。

TMN のクラウド POS は、ハードウェアに依存せず、現在店舗で利用されている POS レジやタブレット等に導入することが可能なため、開発、導入の時間やコストを大幅に削減した。またクラウド環境のため、導入後の柔軟に機能を追加できることや、リアルタイムでデータを活用できることも加盟店のメリットになる。また、ID-POS やハウスプリペイドなどから得られる「誰が」のデータと連携することにより、One to One マーケティングが可能となる。

クスリのアオキが主要顧客

クラウド POS の主要ユーザーとしては、2024 年 9 月から提供を開始したクスリのアオキホールディングス（3549 東証スタンダード）が挙げられる。

(2) 決済を起点としたデジタルプラットフォームサービスの nextore

nextore で決済以外の店舗業務支援のアプリ配信が可能に

クラウド POS など多くの情報プロセッシングの取組みが大手チェーンストア向けであるのに対し、小規模のチェーンや個人商店向けに提供している決済を起点としたデジタルプラットフォームサービスが nextore(ネクストア)事業である。ビジネスモデルは、キャッシュレス決済以外の機能を持つ端末の販売売上と、プラットフォーム上のアプリケーションの利用に応じて課金収入によって構成されている。

nextore は様々なキャッシュレス決済を 1 台の端末に集約するだけでなく、tance(タンズ) 株式会社が開発した店舗向け業務支援のアプリプラットフォーム「tance mall」を TMN のモバイル端末に実装することで、決済以外の機能の拡張が可能になった。tance 社は JCB グループの日本カードネットワークと大手システムインテグレーターの TIS の合併会社で店舗向けのプラットフォーム提供や DX 支援を行っている。2024 年 4 月 19 日には第一弾として、呼び出し通知サービス「yoboca」、及びセルフオーダーサービス「QR Order」の 2 つの業務アプリが第三者によって開発され、「tance mall」上に提供された。

24/3 期の nextore の売上は端末販売が中心

nextore のサービス開始当初は地方銀行がチャネルパートナーの中心であったが、JCB グループとの協業が開始されたことで、24/3 期は、nextore の端末販売が 7,000 台、売上高は約 6 億円程度に拡大し、端末販売が情報プロセッシング事業の中心を占めた。

各社のプリペイドカードを作るためのシステム開発、運用を TMN が引き受ける

(3) ハウスプリペイド/ Xinfony Data Hub

ハウスプリペイドは、加盟店事業者が自社のプリペイドカードを発行する際に、裏側のシステムの運用を全て TMN で引き受けるサービスである。プリペイドカードを発行する場合には、消費者が会員情報を入力してカードを作るという流れであるため、会員情報と決済データが紐づいた形でデータを取得できている。

導入実績としては、神奈川県、静岡県、山梨県で事業展開する生活協同組合のユーコープの「ToMaCa (トマカ)」、コープこうべの「コーピーカード」、クスリのアオキの「Aoca」などが挙げられる。TMN としては、このシステムの導入や利用者数に応じた売上のほかに、情報プロセッシングに必要な会員情報に紐づいた決済データを取得できるというメリットがある。一方で、加盟店側としては、クレジットカードなどよりも低い決済手数料でキャッシュレス決済を導入できるというメリットがある。

ハウスプリペイド事業については、イニシャルで開発売上があり、ストックで発行カード枚数に応じて月額固定料金を受け取るビジネスモデルである。

POS データを Xinfony Data Hub に連携

一方、2024 年 6 月からサービスを開始している「Xinfony Data Hub」は、データを収集・保存および活用するサービスであり、情報プロセッシング事業の要の 1 つである。クラウド POS と合わせて Xinfony Data Hub サービスを提供し、POS からの大量データを保存している。

また、コープこうべでは、ハウスプリペイドの提供と合わせ、TMN にてポイントサービス及び会員情報を一元管理していることから、同組合顧客データを収集・統合するためのデータ基盤となる CDP (Customer Data Platform) を、同社及び三菱食品と共同で Xinfony Data Hub サービスを元に構築している。

Xinfony Data Hub で統合管理したデータの利活用を目指す

TMN では、Xinfony Data Hub サービスにおいて、POS データ等様々な大量のデータを預かり（データ保全）、つなげて（データ連携）、見つけ出す（データ分析）ことを通じて、データの可視化や利活用を実現し、小売事業者の収益改善に貢献することを目指している。また、メーカー、卸を含む流通業界団体等において、商品マスタの共通化・標準化に関する検討がされているものの、大手小売事業者毎に商品マスタが異なっているのが現状であり、データの利活用に向けて、こうしたマスタデータの連携にも取り組むことを検討している。

(4) RX クラウド

RX クラウドは、医療系 AI ベンチャーである mediLab（本社:東京都新宿区）と共同開発した調剤薬局向けのクラウド型 DX サービスである。提案中であったドラッグストア併設の調剤薬局において、25/3 期 Q1 に商用が開始された。処方箋をスキャンしてクラウド上でデータ化する機能、AI が処方箋の内容をチェックし、リスクを検知する機能等を有している。

11. 長期ビジョンを再構築中

2030 年度に売上高 1,000 億円を目指していた

TMN は、上場前に策定した長期ビジョン「2030 年のありたい姿」を 24/3 期の決算説明資料において公表した。2030 年度の連結売上高 1,000 億円をターゲットと位置付け、その内訳として、既存事業の着実な成長に加え、新規事業や M&A による貢献も含め、決済領域で 400 億円（26/3 期実績 113 億円）、情報プロセッシング領域（単体のその他売上と子会社売上上の合計）で 600 億円（26/3 期実績 20 億円）を目指すとしていた。

長期ビジョンを一旦取り下げ、新たな事業戦略を 27/3 期 Q2 決算発表時に公表予定

TMN は今回、情報プロセッシング事業の立ち上がりの遅れや、DC 移設スケジュールの遅延等を考慮し、オーガニック成長に集中した事業戦略を再構築するという方針を打ち出し、同長期ビジョンを一旦取り下げた。新たな事業戦略については、27/3 期 Q2 決算発表時を目処に公表する予定である。

12. エクイティストーリー

戦略とは誰かに話したくてたまらなくなるような「ストーリー」

エクイティストーリーとは、その会社の株価と利益を成長させる長期的なシナリオである。長期的な株価上昇という観点から、エクイティストーリーは、主に、①「実現可能で緻密な経営戦略」と②「ワクワクする夢」によって構成されると考えられる。

日本を代表する経営学者である一橋大学大学院経営管理研究科特任教授楠木建氏は「ストーリーとしての競争戦略 ―優れた戦略の条件」の中で、『大きな成功を収め、その成功を持続している企業は、戦略が流れと動きを持った「ストーリー」として組み立てられているという点で共通している。戦略とは、必要に迫られて、難しい顔をしながら仕方なくつらされるものではなく、誰かに話したくてたまらなくなるような、面白い「お話」をつくるということなのだ』と述べている。エクイティストーリーとはこれに近い概念である。

電子決済サービス事業のストック収入は成長を続けている

前述したように、TMN は、2011 年に国内初のクラウド型電子マネー決済サービスを開始して以来、クレジットカードや QR・バーコードにも決済領域を拡充し、現在では 43 の決済ブランドに対応し、121 万台の稼働接続台数有する国内最大級の電子決済ゲートウェイ会社に成長した。同社のビジネスを分析する上で重要な経営指標であるストック収入は、19/3 期の 3,952 百万円から 26/3 期には 9,262 百万円へと成長を続けている。

情報プロセッシング事業のストック収入の増加にも期待

注意すべきは、現在開示されているストック収入はキャッシュレス決済サービス事業だけを対象にしている点である。情報プロセッシング事業については、まだ立上げ段階にあるため、売上規模が小さく、現時点ではストック収入とフロー収入の内訳は開示されていない。しかし、TMN は強固な顧客基盤とパートナーネットワークを構築しているため、クロスセルによって、情報プロセッシング事業の顧客開拓に成功すれば、将来的にはストック収入が大きく成長すると期待される。

DC の移設効果の発現に伴うキャッシュレス決済サービスのストック収入の安定成長にも期待

TMN は、25/3 期において、DC の移設費用や障害対応・保守対応費用等の増加により営業損失を余儀なくされ、株価も低迷した。一方、DC の移設は 2025 年 9 月に完了したほか、営業損益は 26/3 期下期に黒字転換しており、最悪期は脱したと言えよう。

しかし、単なるマイナス要因の解消だけでは、株価の本格的な上昇は期待できない。今回の DC 移設のプラス要因としては、基盤インフラの刷新による事業展開への集中や、大規模顧客への営業展開の強化、運用コストの削減、長期的な決済処理件数の拡大を見据えたキャパシティの確保等が挙げられている。これらの DC の移設効果が今後徐々に発現してくると、キャッシュレス決済サービス事業においてはストック収入の安定成長に繋がると考えられる。

ストック収入が、キャッシュレス決済サービス事業と情報プロセッシング事業の両方で大きく成長した場合は、顧客単価の上昇に伴う売上高の拡大だけでなく、顧客管理コストの抑制による利益率の改善も

「キャッシュレス決済サービス事業におけるストック収入の安定成長と、情報プロセッシング事業におけるストック収入の急拡大による利益率の改善」

期待できよう。

こうしたことから、当社では、「DC の移設効果の発現に伴うキャッシュレス決済サービス事業におけるストック収入の安定成長と、情報プロセッシング事業におけるストック収入の急拡大による利益率の改善」というエクイティストーリーに期待している。

TMN は、過去においては、フロー収入の減少やコストの増加によって減益となったこともあり、利益のボラティリティーの高さがバリュエーションの低下に繋がった側面もあった。DC の移設効果に伴うキャッシュレス決済サービス事業におけるストック収入の安定成長に、情報プロセッシング事業におけるストック収入の貢献が加われば、利益率の改善に伴う利益の拡大のみならず、利益のボラティリティーの低下によるバリュエーションの上昇も期待できよう。よって、当社では、今後、DC の移設効果の発現と情報プロセッシング事業におけるストック収入の推移を注視していきたい。

トランザクション・メディア・ネットワークス | 5258 (東証グロース)

図表 22. 損益計算書 (単位 : 百万円)

決算期	単体 22/3	単体 23/3	単体 24/3	連結 24/3	連結 25/3	連結 26/3	連結 27/3 CoE
売上高合計	7,139	7,831	10,370	10,370	12,300	13,276	16,535
(前期比)	10.7%	9.7%	32.4%	-	18.6%	7.9%	24.5%
<ストック収入>	4,711	5,617	7,054	7,054	8,129	9,262	-
(前期比)	19.2%	19.2%	25.6%	25.6%	15.2%	13.9%	-
・センター利用料	3,496	3,822	4,285	4,285	4,646	5,040	-
(前期比)	11.6%	9.3%	12.1%	12.1%	8.4%	8.5%	-
・QR・バーコード精算料	486	1,147	2,231	2,231	2,992	3,790	-
(前期比)	157.7%	135.8%	94.5%	94.5%	34.1%	26.7%	-
・登録設定料	728	647	537	537	489	430	-
(前期比)	15.3%	-11.1%	-17.1%	-17.1%	-8.8%	-12.1%	-
<フロー収入>	2,427	2,213	3,315	3,315	2,809	2,440	-
(前期比)	-2.8%	-8.8%	49.8%	49.8%	-15.3%	-13.1%	-
・端末販売売上	1,364	1,360	1,730	1,730	1,730	1,375	-
(前期比)	-6.5%	-0.3%	27.2%	27.2%	0.0%	-20.5%	-
・開発売上	897	636	861	861	536	656	-
(前期比)	9.3%	-29.1%	35.4%	35.4%	-37.7%	22.3%	-
・単体その他	165	216	723	723	541	408	-
(前期比)	-23.2%	30.6%	233.8%	233.8%	-25.1%	-24.7%	-
ウェブスペース	-	-	-	-	1,362	1,431	1,577
(前期比)	-	-	-	-	-	5.1%	10.2%
フォー・ジェイ	-	-	-	-	-	142	499
(前期比)	-	-	-	-	-	-	249.7%
売上総利益	2,279	2,562	3,321	3,321	3,401	3,796	-
(売上総利益率)	31.9%	32.7%	32.0%	32.0%	27.7%	28.6%	-
販売費及び一般管理費	1,568	2,001	2,492	2,544	3,905	3,795	-
営業利益	711	561	829	777	-504	0	831
(前期比)	358.8	-21.1%	47.8%	-	-	-	-
(営業利益率)	10.0%	7.2%	8.0%	7.5%	-4.1%	0.0%	5.0%
営業外損益	1	-24	-11	-11	-8	-73	-94
経常利益	712	535	818	765	-513	-73	737
(前期比)	348.9%	-24.8%	52.8%	-	-	-	-
(売上高経常利益率)	10.0%	6.8%	7.9%	7.4%	-4.2%	-0.6%	4.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	-385	672	637	585	-682	-60	600
(前期比)	NM	NM	-5.2%	-	-	-	-
EPS(円)	-12.2	21.2	17.3	15.9	-18.5	-1.9	19.1
減価償却費	1,463	1,601	1,615	1,615	1,983	2,573	-
EBITDA	2,180	2,137	2,441	2,389	1,497	2,591	3,491
(前期比)	59.5%	-2.0%	14.2%	11.8%	-37.3%	73.0%	34.7%

注 : 24/3 期より連結ベースのため前期比 NA 。減価償却費は、減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却費の合計。EBITDA は、会社定義に基づき、経常利益、減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却費、支払利息を合計して算出

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 23. 貸借対照表(単位 : 百万円)

決算期	単体 22/3	単体 23/3	連結 24/3	連結 25/3	連結 26/3
現金及び預金	3,419	2,861	13,173	14,069	14,007
営業債権	1,034	1,044	1,344	1,566	1,702
棚卸資産	549	504	621	449	742
その他流動資産	219	204	1,042	1,160	1,413
流動資産	5,223	4,614	16,182	17,246	17,866
有形固定資産	791	642	1,864	2,113	2,097
無形固定資産	4,001	4,070	6,755	6,930	7,444
のれん	0	0	430	368	569
投資その他の資産	355	481	756	699	1,139
固定資産合計	5,148	5,194	9,376	9,743	10,681
資産合計	10,372	9,808	25,558	26,989	28,547
買入債務	149	67	205	83	231
短期借入債務 (リース債務含む)	507	4	167	369	1,807
契約負債	2,527	2,008	1,763	1,767	1,838
預り金	661	1,684	8,777	10,994	10,384
その他流動負債	651	968	1,647	1,813	1,504
流動負債	4,496	4,733	12,561	15,028	15,765
長期債務 (リース債務含む)	8	3	1,560	1,268	5,752
退職給付に係る負債/役員退職慰労引当金	100	115	178	200	182
その他固定負債	0	0	428	365	282
固定負債	108	118	2,167	1,835	6,217
負債合計	4,605	4,852	14,728	16,863	21,982
資本金	3,553	3,553	6,150	6,165	6,166
資本剰余金	3,553	708	3,305	3,319	3,319
利益剰余金	-1,345	672	1,257	575	514
自己株式	-	-	-	-	-3,485
株主資本	5,761	4,933	10,714	10,060	6,515
その他有価証券評価差額金	-	-	75	-	-
新株予約権	5	22	39	65	50
純資産合計	5,766	4,956	10,829	10,126	6,565
負債純資産合計	10,372	9,808	25,558	26,989	28,547
自己資本	5,761	4,933	10,790	10,060	6,515
BPS(円)	179.2	159.7	292.1	272.0	219.6

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 24. キャッシュ・フロー計算書 (単位 : 百万円)

決算期	単体 22/3	単体 23/3	連結 24/3	連結 25/3	連結 26/3
税金等調整前当期純利益 (純損失)	711	540	765	-581	-52
減価償却費	1,463	1,601	1,615	1,901	2,484
のれん償却額	-	-	-	61	68
顧客関連資産償却費	-	-	-	21	20
契約負債の増減額	-602	-519	-244	4	70
預り金の増減額	298	1,022	-1,177	2,216	-613
その他の営業キャッシュ・フロー	239	158	-425	0	-810
営業活動によるキャッシュ・フロー	2,109	2,803	533	3,624	1,167
有形固定資産の取得	-166	-100	-475	-599	-676
無形固定資産の取得	-1,177	-1,276	-2,455	-1,918	-2,222
投資有価証券の取得	-	-	-200	-	0
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得	-	-	7,710	-	0
その他の投資活動によるキャッシュ・フロー	-	-	9	-127	-685
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1,344	-1,377	4,588	-2,644	-3,584
短期借入金の増減額	-500	-500	-	-8	-
長期借入による収入	-	-	-	80	7,080
長期借入金の返済	-	-	-	-76	-936
株式の発行	999	-	5,164	6	2
自己株式の取得	-	-1,500	-	-	-3,499
その他の財務キャッシュ・フロー	-13	15	25	-85	-291
財務活動によるキャッシュ・フロー	485	-1,984	5,190	-83	2,354
Free Cash Flow	765	1,426	5,121	979	-2,416

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 25. 株価指標、ROE および KPI

決算期	単体 22/3	単体 23/3	連結 24/3	連結 25/3	連結 26/3	連結 27/3 CoE
EPS (円)	-12.2	21.2	15.9	-18.5	-1.9	19.1
BPS (円)	179.2	159.7	292.1	272.0	219.6	-
1株当たり配当金 (円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
配当性向	0.0%	0.0%	0.0%	-	-	-
終値 (円)	NA	NA	628	320	299	-
PER (倍)	NA	NA	39.6	NM	NM	-
PBR (倍)	NA	NA	2.1	1.2	1.4	-
期末発行済株式数 (百万株)	NA	NA	36.9	37.0	37.0	-
自己株式数 (百万株)	NA	NA	-	-	7.3	-
自社株控除株式数 (百万株)	NA	NA	36.9	37.0	29.7	-
時価総額 (百万円)	NA	NA	23,196	11,837	8,873	-
自己資本比率	55.5%	50.3%	42.2%	37.3%	22.8%	-
有利子負債残高	515	8	1,727	1,638	7,559	-
D/Eレシオ	0.09	0.00	0.16	0.16	1.16	-
EV (Enterprise Value)	NA	NA	20,528	10,400	12,809	-
EBITDA (百万円)	2,180	2,137	2,389	1,497	2,591	3,491
EV/EBITDA倍率	NA	NA	8.6	6.9	4.9	-
ROE	-6.7%	12.6%	5.4%	-6.5%	-0.7%	-
ROIC (事業資産)	-9.9%	15.9%	7.0%	-6.7%	-6.7%	-
従業員数	249	254	362	372	491	-
接続端末台数(千台)	695	833	968	1,102	1,213	-
年間決済処理金額 (兆円)	3.0	3.7	4.4	4.9	5.5	-
年間決済処理件数 (十億件)	1.7	1.9	2.3	2.5	2.8	-

注：EBITDA は、会社定義に基づき、経常利益、減価償却費、のれん償却額、顧客関連資産償却費、支払利息を合計して算出

EV は、時価総額にネット有利子負債と預り金を加算して算出

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレーマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ（以下、発行者）が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号



Strategy Advisors