

Company Report

2026 年 9 月 17 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳



27/3 期 Q1 決算は昨対大幅増。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、株価は更に上値を試す展開へ

トランザクション・メディア・ネットワークス（以下、TMN）の 27/3 期第 1 四半期（以下、Q1）業績は、売上高 4,345 百万円（前年同期比+43.8%）、営業利益 394 百万円（前年同期は 196 百万円の損失）と好スタートを切った。端末販売を中心とした増収効果や、データセンター（以下、DC）移設費用の剥落等により、営業損益は黒字に転換した。26/3 期下期の計上予定案件の期ずれがあった決済端末販売売上が前年同期比 325.2%増と増収を牽引した。QR・バーコード精算料等の拡大により、ストック収入も同 8.8%増加した。

稼働接続端末台数は、27/3 期 Q1 末で 124 万台（前年同期末比+12 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 2.6 万台増）、他決済事業者との協業施策（同 8.6 万台増）、自販機・精算機市場の拡大（同 0.8 万台）が挙げられる。

Q1 実績は会社想定をやや上回ったとみられるが、27/3 期会社計画は据え置かれた。今期の売上高計画では、決済端末販売売上と QR・バーコード精算料は高い伸びが見込まれている。加えて、以下の複数の要因により、営業利益率の大幅な改善も計画されている。具体的には、1) スtock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 の株価は、最近数カ月で同業他社の株価をアウトパフォームしているものの、そのバリュエーションは、現在、PBR が 2.0 倍、予想 EV/EBITDA が 4.6 倍、予想 PER が 23 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、更に上値を試す展開となろう。また、経営陣に対して 8 月に発行された有償ストックオプションは、中長期的には株価に好影響を与える可能性がある。

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(9/16)	432
52週高値(25/11/17)	515
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)	12.8
EV (十億円)	16.2
自己資本比率(26/03、%)	22.8
PER (27/03会予、倍)	22.7
PBR (26/03実績、倍)	2.0
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)
2026/3 Q1	3,022	10.6	-196	-	-198	-	-198	-	-5.4	-
2027/3 Q1	4,345	43.8	394	-	344	-	304	-	10.3	-
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. 27/3 期 Q1 決算概要.....	3
2. 主要事業の動向.....	5
3. 業績見通し.....	9
4. 株価動向とバリュエーション	10
5. エクイティストーリー.....	14

1. 27/3 期 Q1 決算概要

営業損益は黒字転換

TMN の 27/3 期 Q1 業績は、売上高 4,345 百万円（前年同期比+43.8%）、営業利益 394 百万円（前年同期は 196 百万円の損失）と、好スタートを切った。端末販売を中心とした増収効果や、データセンター（以下、DC）移設費用の剥落等により、営業損益は黒字に転換した。なお、DC の移設は 2025 年 9 月 16 日をもって完了した。

図表 1. 27/3 期 Q1 決算要約

	26/3 期 Q1	27/3 期 Q1 (A)	前年同期比	進捗率 (A)/(B)	27/3 通期 会社予想 (B)
売上高（連結）	3,022	4,345	43.8%	26.3%	16,535
センター利用料	1,263	1,313	3.9%	22.7%	5,792
QR/バーコード精算料	869	991	14.0%	22.3%	4,439
登録設定料	104	129	23.9%	22.5%	575
決済端末販売売上	270	1,149	325.2%	41.0%	2,800
開発売上	92	157	71.4%	31.5%	501
検定料	23	21	-8.9%	23.6%	91
新規事業	48	60	23.1%	23.3%	257
連結子会社	349	522	49.4%	25.1%	2,077
ウェブスペース	349	392	12.4%	24.9%	1,577
フォー・ジェイ	-	129	-	25.9%	499
売上総利益	846	1,393	64.5%	27.1%	5,149
対売上高比率	28.0%	32.1%	-	-	31.1%
販売費及び一般管理費	1,043	999	-4.2%	23.1%	4,317
対売上高比率	34.5%	23.0%	-	-	26.1%
営業利益	-196	394	-	47.4%	831
対売上高比率	-6.5%	9.1%	-	-	5.0%
経常利益	-198	344	-	46.7%	737
対売上高比率	-6.6%	7.9%	-	-	4.5%
親会社株主に帰属する四半期純利益	-198	304	-	50.6%	600
対売上高比率	-6.6%	7.0%	-	-	3.6%
EBITDA	340	1,045	207.4%	29.9%	3,491

注：27/3 期より「nextore」売上を実態にあわせて、フロー収入（現新規事業）からセンター利用料、登録設定料、決済端末販売売上に配賦、26/3 期 Q1 は遡及修正後の数値。

新規事業は 27/3 期よりフロー収入から分離。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 は前年同期比 3 倍

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、1,045 百万円（同+207.4%）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 669 百万円（同+25.9%）であった。

四半期の EBITDA については、25/3 期 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%）となった。その後も前四半期比での増加が継続している。

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 移設費用の剥落やフロー収入の利益率改善等により、前年同期の 28.0%から 32.1%へ上昇した。なお、DC 移設費用は、前年同期に 148 百万円計上されていたが、このうち多くが売上原価に計上されていたと見られる。

一方、販管費は、前年同期比 43 百万円減の 999 百万円であった。DC 移設完了に伴う PMO 費用の減少等により、業務委託費が前年同期の 102 百万円から 51 百万円に減少した。一方、フォー・ジェイの買収等に伴い、人件費が前年同期の 557 百万円から 561 百万円に増加したほか、のれん償却額も前年同期の 15 百万円から 22 百万円に増加した。結果、増収効果や単体における経費の抑制により、販管費率は前年同期の 34.5%から 23.0%に大幅改善した。

単体ベースの販管費は、同 92 百万円減の 744 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、連結子会社のウェブスペース（以下、WS）とフォー・ジェイの連結調整後の販管費が 227 百万円、両社に係るのれん償却額及び顧客関連資産償却額が 27 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。

営業外費用が大幅に増加

営業外費用では、借入金の増加に伴い、支払利息が前年同期の 7 百万円から 31 百万円に増加したほか、持分法適用関連会社となったジィ・シィ企画（4073 東証グロース）の持分法投資損失 24 百万円が計上された。結果、営業外費用は、前年同期の 7 百万円から 55 百万円に増加した。

なお、ジィ・シィ企画は 6 月決算会社であるが、TMN の 27/3 期 Q1 における持分法投資損失は、ジィ・シィ企画の 26/6 期 Q1 に当たる 2025 年 7～9 月期の四半期純損失が反映されていることに注意が必要である。

法人税の負担は低い

法人税等は、税金等調整前四半期純損益の黒字転換に伴い、前年同期の-1 百万円に対して、当 Q1 では 40 百万円となった。なお、法人税等の負担率が通常の水準と比べて大幅に低い 11.6%となっているのは、税務上の繰越欠損金が存在しているためである。

預り金減少により、自己資本比率は上昇

27/3 期 Q1 末の総資産は、前期末の 28,547 百万円から 19,223 百万円に急減した。ソフトウェアが前期末比 154 百万円増となった一方、現金及び預金が同 9,154 百万円減、有形固定資産が同 249 百万円減となった。Q1 末の負債合計は、同 9,628 百万円減の 12,353 百万円となった。後述する WS の事業特性に伴い、預り金が同 9,259 百万円減少した。また、長期借入金（1 年内返済予定を含む）も同 381 百万円減少した。一方、Q1 末の株主資本合計は、利益蓄積に伴い、同 304 百万円増の 6,819 百万円となった。

結果、Q1 末の自己資本比率は前期末の 22.8%から 35.5%に上昇した。なお、ネット D/E レシオ（預り金を有利子負債に加えて算出）は 0.50 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 WS 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 WS 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第 4 四半期（以下、Q4）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、第 3 四半期末の 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。

2. 主要事業の動向

ストック収入の伸びは Q1 時点ではやや鈍化

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、稼働接続端末台数は TMN の KPI の中でも特に重要な指標である。27/3 期 Q1 末の稼働接続端末台数は、124 万台（前年同期末比+12 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+2.6 万台増）、Square などの他決済事業者との協業施策（同+8.6 万台）、自販機・精算機市場の拡大（同+0.8 万台）が挙げられる。

一方、27/3 期 Q1 において、決済処理金額は 1.4 兆円（前年同期比+1.8%）、決済処理件数は 7.2 億件（同+2.0%）となり、10%を超える伸びとなっていた従来と比べて増加率が鈍化した。QR・バーコード決済向けは高い伸びを続けているものの、ウエルシアホールディングス（3141 東証プライム）に対するクレジットカード決済サービスの新規導入効果が一巡したことや、電子マネー向け決済処理件数の伸び悩みが継続していることが増加率鈍化の要因である。結果、ストック収入は、前年同期比 8.8%増の 2,434 百万円と、26/3 期の同 13.9%増から伸びがやや鈍化した。なお、後述する決済端末販売の増加効果等により、今後の決済処理金額や決済処理件数の伸びは再び加速すると期待される。

QR・バーコード精算料は 14%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 1,313 百万円（前年同期比+3.9%）であった。新規契約の伸び悩みに伴い、電子マネー決済における処理件数課金売上が 98 百万円（同+0.7%）となったものの、稼働接続端末台数の増加により、定額課金売上が着実に増加した。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、991 百万円（同+14.0%）となった。

登録設定料（顧客のサービス利用開始時に、TMN センターに登録設定する手数料）は、大型案件の貢献により、129 百万円（同+23.9%）となった。

顧客層を交通事業者に広げる方針

TMN は、2026 年 7 月に、広島電鉄（9033 東証スタンダード）が運用する乗車券システム「MOBIRY DAYS」に交通系電子マネー及び WAON の決済サービスの提供を開始した。昨年以降、地方の交通事業者への各種サービス提供が相次いでいるが、今後も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。

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 が対象とする接続端末市場は、POS・CCT（クレジットカード端末）市場が約 400 万台、は、自販機・精算機市場が約 400 万台の合計約 800 万台である。TMN は、今回、従来とは異なる方法で、27/3 期 Q1 末における自社の稼働接続端末台数を両市場別に算出したところ、POS・CCT 市場向けが約 120 万台、自販機・精算機市場向けが約 3.6 万台であった。従来の方法で算出された自販機・精算機市場向けの台数は、26/3 期末で約 2 万台であったため、倍近く多いことになったが、その構成比はまだ 3%程度であり、今後の拡大余地は大きい。

TMN は 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を開始した。結果、27/3 期 Q1 末の自販機・精算機市場向け稼働接続端末台数は前年同期末比 0.8 万台増加した。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 2026 年 5 月に公表した。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サービ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。

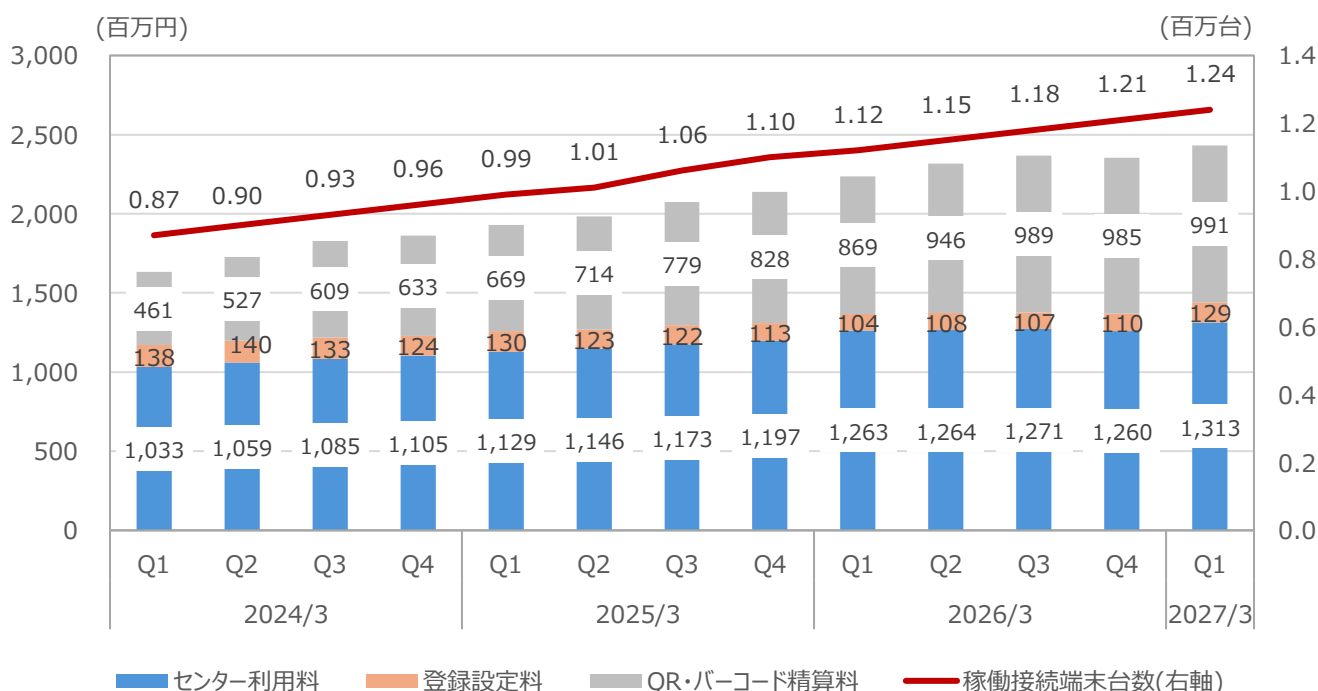
トヨタファイナンスには従前は電子マネーのみの提供であったが、オールインワンモバイル型決済端末「UT-P11」が、トヨタファイナンスを通じて全国のトヨタ販売店等に 27/3 期 Q1 において納入された結果、QR・バーコード決済のゲートウェイサービスの提供も開始された。同端末の販売により、今後は、QR・バーコード精算料の決済処理件数や決済処理金額が大きく増加し、稼働接続台数 1 台当たり売上拡大に繋がると期待される。

なお、トヨタレンタカー店に対しては、他社製の据置型端末を今後販売し、下期から電子マネー及び QR・バーコード決済サービスを提供する予定であり、こちらの貢献も注目される。

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 期下期以降の端末販売への貢献が見込まれる。

図表 2. 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

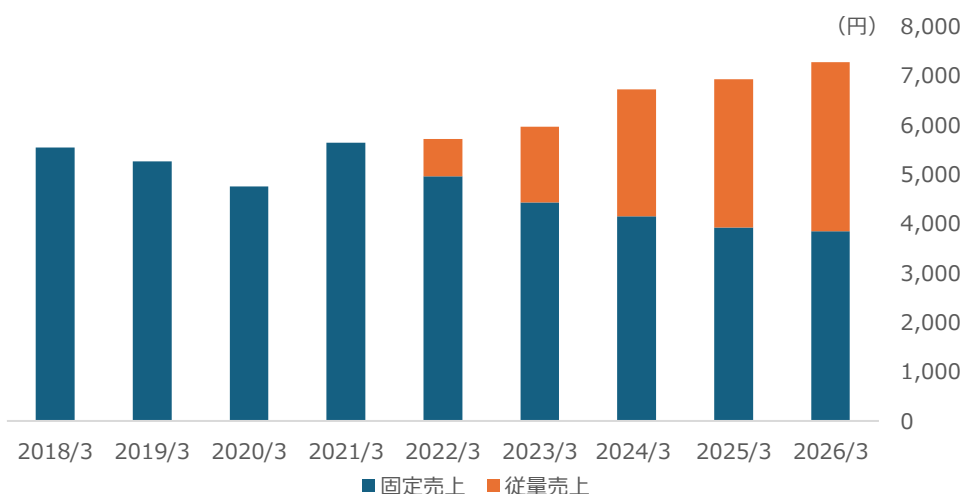
同社は 26/3 期末から、稼働接続端末台数の営業形態別割合と、直接営業における業種別台数構成比の開示を開始している。27/3 期 Q1 末における稼働接続端末台数の営業形態別割合は、他社決済事業者経由が約 3 分の 2、直接営業が約 3 分の 1 である。直接営業における業種別台数構成比は、スーパーマーケット 18%、ガソリンスタンド 16%、ドラッグストア 16%、自販機・精算機 9%、銀行 9%、コンビニエンスストア 9%、百貨店 5%、自動車小売業 4%、モビリティ（公共交通機関等）3%、飲食店 2%、その他 7%となっている。

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巡航速度に戻る中、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。

図表 3. 端末 1 台当たり年間売上の推移



出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

フロー収入を構成していた「その他」売上の開示区分を組み替えた

TMN は、これまで、フロー収入の内訳として、決済端末販売売上、開発売上に加えて、主として情報プロセッシング事業によって構成される「その他」売上に分類していた。27/3 期から、「その他」売上に含まれていた「nextore」の売上の一部を、実態に合わせて、センター利用料、登録設定料、決済端末販売売上に配賦する方式に変更した。また、同じく「その他」売上に含まれていた、電子マネー決済サービスの提供先から受託するブランド認定業務の請負に係る「検定料」をフロー収入の構成要素として分離した。

残った「その他」売上は、「新規事業」に呼称を変更し、ストック収入、フロー収入とは別区分とした。結果として、「新規事業」は、ハウスプリペイド/ID 統合、クラウド POS、情報配信事業等の情報プロセッシング事業のみで構成されることとなった。

フロー収入は決済端末販売売上と開発売上が共に大幅増

Q1 のフロー収入は、前年同期比 244.1%増の 1,328 百万円となった。そのうち、決済端末販売売上は、26/3 期下期に計上予定であった大型案件の期ずれにより、同 325.2%増の 1,149 百万円と、急拡大した。2019 年 10 月から翌年 6 月までは、政府が実施した「キャッシュレス・消費者還元事業」が追い風となって決済端末販売売上が急増した。その際に導入された決済端末が更新時期を迎えており、今後 2～3 年、高水準のリプレイス需要が発生する見込みである。

一方、開発売上は、Q1 の売上水準が低水準となる季節性があるが、同 71.4%増の 157 百万円と、好調な出足となった。

検定料はやや減少

検定料は、電子マネー決済サービスの新規案件の多寡や規模によって変動する。25/3 期 Q1 以降では、検定料の四半期売上は、概ね 15 百万円から 30 百万円で推移している。Q1 の検定料は、前年同期比 8.9%減の 21 百万円であったが、想定範囲内と見られる。

新規事業は順調なスタート

情報プロセッシング関連である新規事業の売上は、前年同期比 23.1%増の 60 百万円となった。各種サービスの立ち上がりの遅れ等により、26/3 期の「その他」売上は減収であったものの、27/3 期は順調なスタートを切った。

ウェブスペースは 12%増収

連結子会社の WS の売上高は 392 百万円（前年同期比+12.4%）となった。通期計画に対する Q1 の進捗率は 24.9%に達しており、順調な出足と見られる。

フォー・ジェイの売上高の通期計画に対する進捗率は 26%

26/3 期 Q4 から損益計算書に反映されたフォー・ジェイの Q1 における売上高は 129 百万円であった。26/3 期 Q4 売上高の 142 百万円からは減少したものの、連結決算上、内部売上として消去される単体向けの売上高が増加する計画となっているため、過度な懸念は不要であろう。実際、通期計画に対する Q1 の進捗率は 25.9%に達している。

子会社の損益も改善

同社は、四半期営業損益を連結だけでなく単体でも開示している。27/3 期 Q1 の営業利益については、連結が 394 百万円、単体が 401 百万円であった。内部取引を消去し、のれんや顧客関連資産を償却した、連結調整後の連結子会社の営業損益は 7 百万円の損失であった。一方、26/3 期 Q1 の数値では、21 百万円の損失であった。のれん償却等の負担により、のれん償却後ベースの子会社の営業損益はまだ損失を計上しているものの、その損益も改善していることは評価できよう。

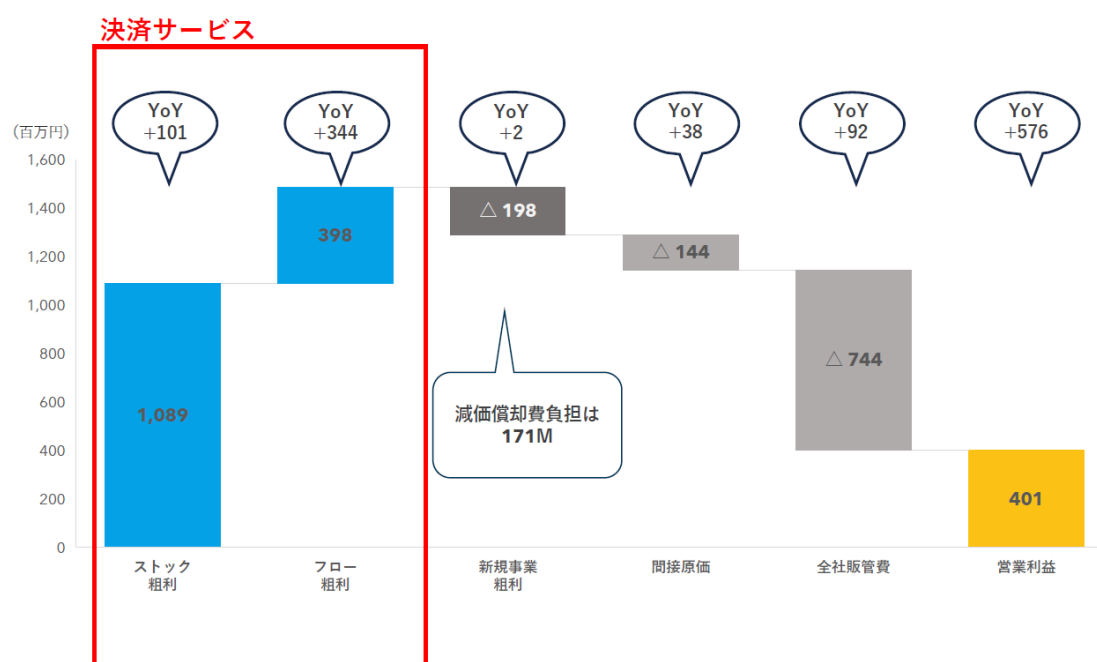
フロー収入の利益増加が営業利益の拡大を牽引

27/3 期 Q1 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 1,089 百万円（前年同期比 101 百万円増）、フロー収入（決済端末販売売上、開発売上及び検定料）が 398 百万円（同 344 百万円増）、新規事業が 198 百万円の損失（同 2 百万円の損失縮小）であった。利益率が高いストック収入が収益源であることに変化はないが、Q1 においては、売上高の増加と、自社端末の販売に伴う売上総利益率の改善を通じたフロー収入の利益増加が営業利益の拡大を牽引した。

一方、減価償却負担が重い新規事業は、売上総利益段階で依然として損失となっているが、増収と費用の抑制に伴い、これまで拡大していた損失が前年同期比で縮小に転じている。

3つのサービスに配賦されていない間接原価は 144 百万円（前年同期比 38 百万円の費用減）であった。全社販管費は、業務委託費等の減少により、744 百万円（同 92 百万円の費用減）となった。結果、単体の営業損益は前年同期比 576 百万円増加した。

図表 4. 単体ベースの収益構造 (27/3 期 Q1)



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 Q1 実績においては、売上高が順調に推移したことや、販管費が計画よりも抑制されたことから、営業利益は計画をやや上回ったと見られる。しかし、売上高については決済端末販売売上における前期からの期ずれの影響が大きいとして、TMN は 27/3 期計画を据え置いた。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 737 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+34.7%）である。売上高の前期比増加額 3,258 百万円に対して、営業利益は 831 百万円、EBITDA は 899 百万円の増加が見込まれている。

図表 5. 27/3 期会社予想

(百万円)	26/3 期	27/3 期会社予想	YoY
売上高	13,276	16,535	24.5%
センター利用料	5,040	5,792	-
QR・バーコード精算料	3,790	4,439	17.1%
登録設定料	430	575	-
決済端末販売売上	1,375	2,800	-
開発売上	656	501	-
その他	408	-	-
検定料	-	91	-
新規事業	-	257	-
ウェブスペース	1,431	1,577	10.2%
フォー・ジェイ	142	499	249.7%
売上総利益	3,796	5,149	35.6%
売上総利益率	28.6%	31.1%	-
販売費及び一般管理費	3,795	4,317	13.8%
販管費率	28.6%	26.1%	-
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%

注：26/3 期の売上高の内訳は遡及修正されていない

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

決済端末販売売上と QR・バーコード 精算料は高い伸びを見込む

TMN は、今回、サービス別売上高、売上総利益及び販管費の 27/3 期計画を開示した。ストック収入の計画の内訳は、センター利用料が 5,792 百万円、QR・バーコード精算料が 4,439 百万円、登録設定料が 575 百万円である。一方、フロー収入の計画の内訳は、決済端末販売売上が 2,800 百万円、開発売上が 501 百万円、検定料が 91 百万円である。新規事業の計画は 257 百万円である。決済端末販売売上と QR・バーコード精算料（前期比+17.1%）は高い伸びが見込まれている一方、26/3 期が同+22.3%と好調であった開発売上（同-23.7%）は減収計画となっている。

前述したように、センター利用料、登録設定料、決済端末販売売上の計画には nextore の売上の一部が含まれているが、26/3 期の数値は遡及修正されていないことと、検定料と新規事業は 26/3 期の数値が不明であることから、この 5 項目については現時点では前期比増減率は算出できていない。

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が見込まれている。WS 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、単体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tock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。

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

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。その後、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 26/3 期 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、株価は翌 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。その後、株価は年末に掛けて反落した。

業績予想の修正や公表が株価に影 響

TMN の株価は、2026 年 1 月には 430~490 円で推移した。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、翌営業日の 16 日以降、株価は急落し、一時、300 円を割り込んだ。その後、株価は反発し、5 月上旬までは 300~340 円で推移した。

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、400~450 円に移行した。

現在の株価レンジは 410～450 円

8 月 14 日に好調な 27/3 期 Q1 決算が公表されると、翌営業日の 8 月 17 日に株価は一時 483 円を付けたが、終値では前営業日比 10 円高の 448 円となった。現在の株価レンジは 410～450 円で推移している。

国内同業他社の株価をアウトパフォーム

キャッシュレス決済関連の国内同業他社との比較においては、TMN の株価は 2025 年 5 月から 12 月までは他社の株価をアウトパフォームしていた。その後、26/3 期業績予想を下方修正した 2026 年 2 月には他社の株価を大きくアンダーパフォームした。しかし、3 月以降は再びアウトパフォームしており、2025 年 3 月末から現時点迄においては、比較対象銘柄の中でトップパフォーマーとなっている。

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 1.6～8.2 倍、EV/EBITDA（前期実績）が 12～20 倍、予想 PER が 19～28 倍であり、東証プライム上場企業平均の PBR1.7 倍、予想 PER17 倍を概ね上回っている。一方、TMN 株は、最近数カ月で同業他社の株価をアウトパフォームしているものの、そのバリュエーションは、現在、PBR が 2.0 倍、EV/EBITDA（前期実績）が 6.3 倍、予想 PER が 23 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、4.6 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、2026 年 3 月迄の株式市場では 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、27/3 期 Q1 の親会社株主に帰属する四半期純損益が黒字化したことで自己資本の毀損リスクが低下したため、今後は徐々に、PER や EV/EBITDA の低さに評価の基準が変化しよう。

なお、当社では、図表 7 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、更に上値を試す展開へ

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、更に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。

新規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、新規事業（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 は新規事業においても 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、新規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見ており、その状況に注目している。

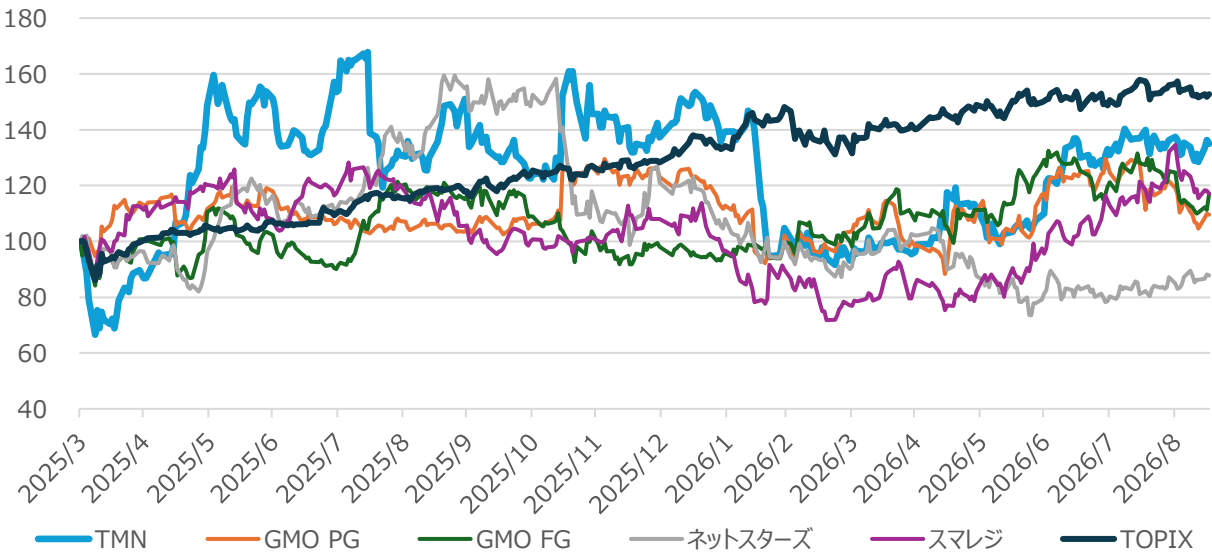
中期的な成長性に引き続き注目

また、法人間決済サービス事業への参入（26/3 期）と、自販機・精算機市場向け稼働接続端末台数の拡大は、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。

経営陣は株主とセიმボートへ

なお、TMN は、中長期的な企業価値向上へのコミットメントをより明確に示すため、2026 年 8 月
に取締役 4 名に対して有償ストックオプションを発行した。当該ストックオプションが全て行使された
場合、役付取締役の持株比率は 1%程度となるが、うち最低 1 名は 2%程度を保有し、大株主
上位 10 位以内に入ることを目指す方針である。今回の決定は、TMN の経営陣が株主とセიმボ
ートに乗ることを宣言したものであり、中長期的には株価に好影響を与える可能性がある。

図表 6. 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 7. 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 (9/16)	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	432	12.8	16.2	22.7	2.0	6.3	0.0	8.8
GMO PG	3769	円	25/9	8,678	659.0	696.8	28.1	5.8	19.8	2.0	18.7
GMO FG	4051	円	25/9	6,210	51.3	50.5	26.9	8.2	17.7	2.0	27.4
スマレジ	4431	円	26/4	3,310	63.8	57.3	22.9	6.6	15.3	0.9	28.3
ネットスターズ	5590	円	25/12	730	12.4	6.3	24.9	1.6	11.7	0.0	6.2
Block	XYZ	USDドル	25/12	76.6	46.0	40.9	18.9	2.1	19.9	0.0	11.2
Adyen	ADYEN	ユーロ	25/12	914.7	28.9	17.2	23.5	5.5	13.7	0.0	21.0

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、9 月 16 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：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 8. 同業他社との収益性比較

	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	0.00	-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：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

5. 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、2026 年 6 月末時点では 43 の決済ブランドに対応し、124 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 2,082 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。

新規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。新規事業については、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、新規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、既に最悪期は脱している。

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。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新規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期待できよう。

「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、新規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」

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、新規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、新規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新規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 9. 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%	NA	18.6%	7.9%	24.5%
・センター利用料	3,496	3,822	4,285	4,285	4,646	5,040	5,792
(前期比)	11.6%	9.3%	12.1%	12.1%	8.4%	8.5%	NA
・QR・バーコード精算料	486	1,147	2,231	2,231	2,992	3,790	4,439
(前期比)	157.7%	135.8%	94.5%	94.5%	34.1%	26.7%	17.1%
・登録設定料	728	647	537	537	489	430	575
(前期比)	15.3%	-11.1%	-17.1%	-17.1%	-8.8%	-12.1%	NA
・端末販売売上	1,364	1,360	1,730	1,730	1,730	1,375	2,800
(前期比)	-6.5%	-0.3%	27.2%	27.2%	0.0%	-20.5%	NA
・開発売上	897	636	861	861	536	656	501
(前期比)	9.3%	-29.1%	35.4%	35.4%	-37.7%	22.3%	NA
・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%	-
・検定料	-	-	-	-	-	-	91
・新規事業	-	-	-	-	-	-	257
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	5,149
(売上総利益率)	31.9%	32.7%	32.0%	32.0%	27.7%	28.6%	31.1%
販売費及び一般管理費	1,568	2,001	2,492	2,544	3,905	3,795	4,317
営業利益	711	561	829	777	-504	0	831
(前期比)	358.8	-21.1%	47.8%	NA	-	-	-
(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%	NA	-	-	-
(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%	NA	-	-	-
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。

26/3 期以前における売上高の内訳数値は遡及されていないため 27/3 期の前期比は一部 NA としている。

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 10. 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 11. 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 12. 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%	-0.1%	-
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