

## Company Report

2025年9月16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 Q1 決算：営業損失拡大は想定 の範囲内。下期の業績動向を見据えながら、株 価は上値を試す展開へ

26/3期 Q1 業績は、売上高 3,022 百万円（前年同期比+10.6%）、営業損失 196 百万円（前年同期は 57 百万円の損失）と、データセンター（以下、DC）移設費用の増加等により、増収ながら営業損失が拡大した。Q1 の増収率は通期計画（前期比+22.6%）と比べて低調ではあるが、下期に偏重するフロー収入の季節性により、Q1 実績の通期計画に対する進捗率は例年低水準であることから、Q1 業績は想定範囲内であった模様。

サービス別・会社別売上高については、QR・バーコード精算料等の拡大により、ストック収入（単体）は 2,218 百万円（同+14.9%）となった一方、不需要期にあたる開発売上が伸び悩んだフロー収入（単体）が 454 百万円（同+7.2%）であったほか、連結子会社ウェブスペースが、機器販売のリプレイス案件の遅延等により、349 百万円（同-7.5%）と低調だった。

40 億円の借入金を原資とした約 35 億円の自己株式の取得により、TMN は、1 株当たり当期純利益（EPS）の向上を図ると共に、加重平均資本コスト（WACC）の引下げを実現した。取得した自己株式については、M&A や資本業務提携等、新たな成長のために活用する方針である。TMN は、27/3 期の ROE について、自己株式の取得に伴う株主資本の削減と利益の改善により、10%を目指すとして説明している。

株価バリュエーションの中でも特に EV/EBITDA において、TMN は同業他社に比べ割安となっている。当面の株価は、DC 移設費用が剥落し、実態ベースの利益が明確になる 26/3 期下期の業績動向を見据えながら上値を試す展開となる。その際、売上高に大きな影響を与える、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る。将来的には、「DC の移設効果の発現に伴う電子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 TMN のエクイティストーリーが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。

### 日本基準-連結

| 決算期              | 売上高<br>(百万円) | 前年比<br>(%)  | 営業利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前年比<br>(%) | EPS<br>(円)  | DPS<br>(円) |
|------------------|--------------|-------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|-------------|------------|
| 2025/3 Q1        | 2,732        | -           | -57           | -          | -59           | -          | -71          | -          | -1.9        | -          |
| <b>2026/3 Q1</b> | <b>3,022</b> | <b>10.6</b> | <b>-196</b>   | <b>-</b>   | <b>-198</b>   | <b>-</b>   | <b>-198</b>  | <b>-</b>   | <b>-5.4</b> | <b>-</b>   |
| 2023/3           | 7,831        | 9.7         | 560           | -21.2      | 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 会社予想      | 15,079       | 22.6        | 512           | -          | 464           | -          | 349          | -          | 9.5         | 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。2026/3期会社予想EPSに自己株式の取得は考慮されていない

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

### 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(9/12)          | 416   |
| 52週高値(25/8/14)    | 537   |
| 52週安値(25/4/7)     | 213   |
| 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(百万株)       | 37    |
| 時価総額(十億円)         | 15.4  |
| EV (十億円)          | 15.0  |
| 自己資本比率(25/03、%)   | 37.3  |
| PER (26/03会予、倍)   | 44.0  |
| PBR (25/03実績、倍)   | 1.5   |
| 配当利回り (26/03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

## 1. 26/3 期 Q1 決算概要

### Q1 の営業損失は拡大したが、業績は会社想定範囲内

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 Q1 業績は、売上高 3,022 百万円 (前年同期比+10.6%)、営業損失 196 百万円 (前年同期は 57 百万円の損失) と、データセンター (以下、DC) 移設費用の増加等により、増収ながら営業損失が拡大した。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、340 百万円 (同-14.8%) であった。

Q1 の増収率は通期計画 (前期比+22.6%) と比べて低調ではあるが、下期に偏重するフロー収入の季節性により、Q1 実績の通期計画に対する進捗率は例年低水準であることから、Q1 業績は想定範囲内であった模様。

### DC 移設費用と自己株式の取得等に伴う一時的な費用が損益悪化の要因

Q1 の売上総利益率は、DC 関連を中心とした PMO 費用、検証費用、作業費用等の外注費の増加により、前年同期の 30.8% から 28.0% に低下した。Q1 に計上した DC 移設費用 (ほぼ売上原価に計上) は 148 百万円であった。

一方、販管費は、前年同期の 899 百万円から 1,043 百万円に増加した。先行的な人材投資に伴い、人件費が 557 百万円 (前年同期は 513 百万円) となったことや、自己株式の取得等に伴う一時的な費用の増加等により、その他費用が 235 百万円 (同 143 百万円) となったことが販管費を押し上げた。

### 40 億円を借入れ、35 億円分の自己株式を取得

TMN は、6 月 27 日を約定日とする立会外買付取引により、発行済株式総数の 19.9% にあたる 735 万株 (約 35 億円) の自己株式を取得した。相手方である筆頭株主の三菱商事 (8058 東証プライム) の出資比率は 24.45% から 16.73% に低下したため、三菱商事は同社の支配株主並びにその他の関係会社に該当しないこととなった。

株式の受渡日が 7 月 1 日であったため、Q1 末時点のバランスシートには自己株式の取得は反映されていない。また、同取引に伴い、6 月 27 日に 20 億円、7 月 1 日に 20 億円、合計 40 億円を借入金で調達した。

### 27/3 期の ROE の目標は 10%

借入金を原資とした自己株式の取得により、TMN は、1 株当たり当期純利益 (EPS) の向上を図ると共に、加重平均資本コスト (WACC) の引下げを実現した。取得した自己株式については、M&A や資本業務提携等、新たな成長のために活用する方針である。また、TMN は、27/3 期の ROE について、自己株式の取得に伴う株主資本の削減と利益の改善により、10% を目指すと説明している。

### 預り金と、現金及び預金の大幅減少は、銀行休業日が関係している

Q1 末の預り金は、25/3 期末の 109 億円から 11 億円へと、大きく減少した。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、預り金については、銀行休業日である年末の数値を反映した 25/3 期末は高水準であったが、平日であった 3 月末には平常水準に戻ったことが Q1 末の大幅な減少に繋がった。預り金の減少を受けて、Q1 末の現金及び預金も、25/3 期末の 140 億円から 50 億円へと、大きく減少した。

図表 1. 2026/3 期 Q1 決算要約

(百万円)

|                     | 25/3 Q1 | 26/3 Q1<br>(A) | 進捗率<br>(A)/(B) | 26/3通期会社予想<br>(B) |
|---------------------|---------|----------------|----------------|-------------------|
| 売上高 (連結)            | 2,732   | <b>3,022</b>   | 20.0%          | 15,079            |
| ストック収入              | 1,930   | <b>2,218</b>   | 22.6%          | 9,802             |
| センター利用料             | 1,129   | <b>1,245</b>   | 24.1%          | 5,163             |
| QR/バーコード精算料         | 669     | <b>869</b>     | 20.8%          | 4,189             |
| 登録設定料               | 130     | <b>104</b>     | 23.1%          | 449               |
| フロー収入               | 423     | <b>454</b>     | 12.5%          | 3,627             |
| 決済端末販売売上            | 245     | <b>269</b>     | 14.5%          | 1,860             |
| 開発売上                | 90      | <b>91</b>      | 10.7%          | 857               |
| その他 (nextore他)      | 87      | <b>93</b>      | 10.3%          | 909               |
| ウェブスペース             | 377     | <b>349</b>     | 21.2%          | 1,650             |
| 売上総利益               | 841     | <b>846</b>     | 18.2%          | 4,642             |
| 売上総利益率              | 30.8%   | <b>28.0%</b>   | -              | 30.8%             |
| 販売費及び一般管理費          | 899     | <b>1,043</b>   | 25.3%          | 4,130             |
| 営業利益                | -57     | <b>-196</b>    | -              | 512               |
| 経常利益                | -59     | <b>-198</b>    | -              | 464               |
| 親会社株に帰属する四半期<br>純利益 | -71     | <b>-198</b>    | -              | 349               |
| EBITDA              | 398     | <b>340</b>     | 11.9%          | 2,863             |

注：26/3 期における販管費の会社予想はストラテジー・アドバイザーズの推定値

出所：会社資料からストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 2. 損益計算書と主要指標 (四半期別)

(百万円)

| 決算期                     | 24/3     |          |          |          | 25/3     |          |          |          | 26/3     |
|-------------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                         | Q1<br>単体 | Q2<br>単体 | Q3<br>単体 | Q4<br>単体 | Q1<br>連結 | Q2<br>連結 | Q3<br>連結 | Q4<br>連結 | Q1<br>連結 |
| <b>売上高合計</b>            | 2,305    | 2,304    | 2,917    | 2,842    | 2,732    | 3,006    | 3,152    | 3,411    | 3,022    |
| (前年同期比)                 | 36.3%    | 19.3%    | 52.0%    | 24.3%    | NM       | NM       | NM       | NM       | 10.6%    |
| <b>&lt;ストック収入&gt;</b>   | 1,633    | 1,727    | 1,828    | 1,864    | 1,930    | 1,983    | 2,075    | 2,139    | 2,218    |
| (前年同期比)                 | 27.6%    | 29.3%    | 25.1%    | 21.2%    | 18.1%    | 14.8%    | 13.5%    | 14.7%    | 14.9%    |
| ・センター利用料                | 1,033    | 1,059    | 1,085    | 1,105    | 1,129    | 1,146    | 1,173    | 1,197    | 1,245    |
| (前年同期比)                 | 10.8%    | 12.9%    | 12.2%    | 12.5%    | 9.3%     | 8.2%     | 8.1%     | 8.3%     | 10.2%    |
| ・QR・バーコード精算料            | 461      | 527      | 609      | 633      | 669      | 714      | 779      | 828      | 869      |
| (前年同期比)                 | 175.0%   | 130.0%   | 80.2%    | 53.7%    | 45.1%    | 35.5%    | 27.9%    | 30.8%    | 29.8%    |
| ・登録設定料                  | 138      | 140      | 133      | 124      | 130      | 123      | 122      | 113      | 104      |
| (前年同期比)                 | -23.0%   | -16.8%   | -14.7%   | -12.6%   | -5.4%    | -12.2%   | -8.1%    | -9.5%    | -20.5%   |
| <b>&lt;フロー収入&gt;</b>    | 670      | 576      | 1,088    | 978      | 423      | 662      | 756      | 966      | 454      |
| (前年同期比)                 | 63.4%    | -3.3%    | 137.8%   | 30.7%    | -36.9%   | 14.9%    | -30.5%   | -1.2%    | 7.2%     |
| ・端末販売売上                 | 402      | 361      | 489      | 476      | 245      | 381      | 546      | 556      | 269      |
| (前年同期比)                 | 68.8%    | -0.6%    | 83.9%    | -3.2%    | -39.0%   | 5.4%     | 11.6%    | 16.8%    | 9.5%     |
| ・開発売上                   | 187      | 132      | 135      | 406      | 90       | 108      | 104      | 233      | 91       |
| (前年同期比)                 | 44.0%    | -22.7%   | -2.7%    | 107.6%   | -51.9%   | -18.3%   | -22.6%   | -42.4%   | 1.4%     |
| ・その他                    | 81       | 82       | 463      | 95       | 87       | 172      | 105      | 176      | 93       |
| (前年同期比)                 | 92.0%    | 35.4%    | 780.2%   | 57.4%    | 7.9%     | 109.8%   | -77.3%   | 84.3%    | 6.7%     |
| <b>ウェブスペース</b>          | -        | -        | -        | -        | 377      | 360      | 318      | 305      | 349      |
| (前年同期比)                 | -        | -        | -        | -        | NM       | NM       | NM       | NM       | -7.5%    |
| <b>売上総利益</b>            | 789      | 763      | 790      | 977      | 841      | 837      | 820      | 902      | 846      |
| (売上総利益率)                | 34.2%    | 33.2%    | 27.1%    | 34.4%    | 30.8%    | 27.8%    | 26.0%    | 26.4%    | 28.0%    |
| 販売費及び一般管理費              | 620      | 595      | 611      | 665      | 899      | 962      | 1,002    | 1,041    | 1,043    |
| <b>営業利益</b>             | 169      | 168      | 179      | 311      | -57      | -126     | -183     | -139     | -196     |
| (前年同期比)                 | 197.6%   | -11.9%   | 21.3%    | 90.0%    | NM       | NM       | NM       | NM       | NM       |
| (営業利益率)                 | 7.4%     | 7.3%     | 6.2%     | 11.0%    | -2.1%    | -4.2%    | -5.7%    | -4.1%    | -6.5%    |
| 営業外損益                   | -7       | 1        | 1        | -6       | -2       | -5       | -4       | 1        | -2       |
| <b>経常利益</b>             | 162      | 169      | 180      | 305      | -59      | -130     | -184     | -138     | -198     |
| (前年同期比)                 | 186.1%   | -11.6%   | 20.6%    | 122.2%   | NM       | NM       | NM       | NM       | NM       |
| (売上高経常利益率)              | 7.1%     | 7.3%     | 6.2%     | 10.8%    | -2.2%    | -4.4%    | -5.9%    | -4.1%    | -6.6%    |
| <b>親会社株主に帰属する四半期純利益</b> | 161      | 157      | 162      | 156      | -71      | -131     | -277     | -202     | -198     |
| (前年同期比)                 | 192.0%   | -13.6%   | 6.6%     | -15.3%   | NM       | NM       | NM       | NM       | NM       |
| <b>EBITDA</b>           | 552      | 565      | 583      | 739      | 398      | 354      | 364      | 379      | 340      |
| 接続端末台数(期末時点、千台)         | 870      | 900      | 930      | 968      | 990      | 1,010    | 1,060    | 1,102    | 1,120    |
| 決済処理金額(GMV)(十億円)        | 1,065    | 1,110    | 1,195    | 1,230    | 1,100    | 1,200    | 1,300    | 1,300    | 1,300    |
| 決済処理件数(百万件)             | 560      | 600      | 600      | 640      | 600      | 600      | 700      | 600      | 710      |

注：ウェブスペースの連結子会社化により2024/3期Q3から連結決算。ただし、2024/3期Q3およびQ4は貸借対照表への反映のみで損益計算書には含まれない。

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## 2. 主要事業の動向

### ストック収入は高い伸びが継続

TMNの稼働接続端末台数は、26/3期Q1末で112万台（前年同期末比+13万台、前期末比+2万台）となった。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1.2万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等から、Q1の決済処理金額は、1.3兆円（前年同期比+20.8%）となった。Q1の決算処理件数も、同様に7.1億件（同+17.8%）と大幅に増加した。結果、Q1のストック収入（単体）は、前年同期比14.9%増と、25/3期の前期比15.2%増と同様に高い伸びが継続した。

### センター利用料とQR・バーコード精算料が2割以上の伸び

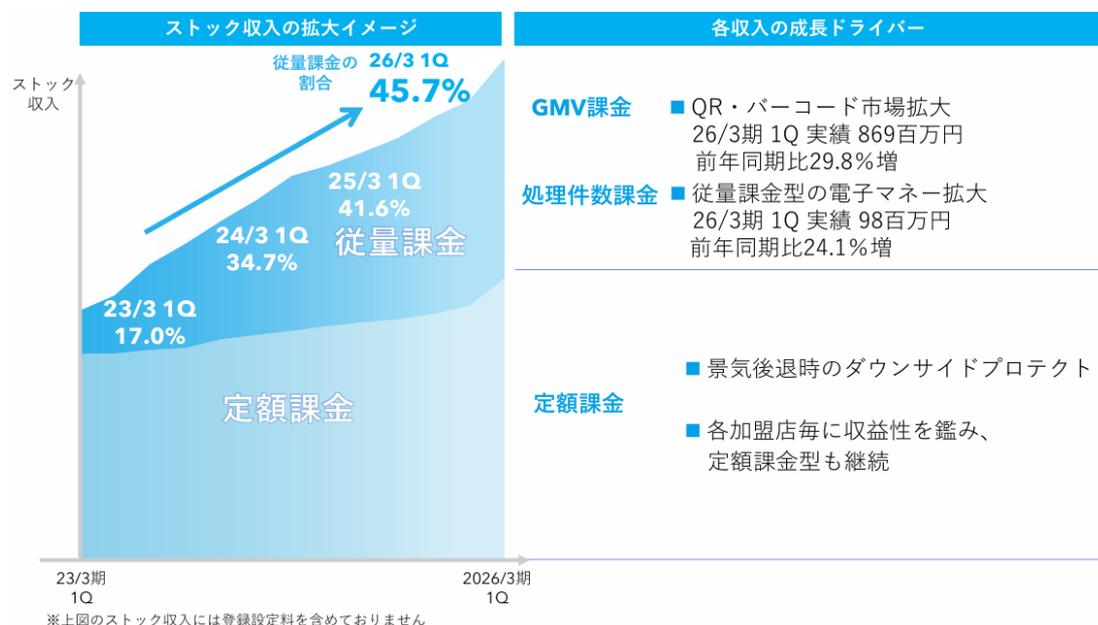
ストック収入の主な内訳については、センター利用料は、稼働接続端末台数の増加により、定額課金売上が拡大したことや、契約先の増加に伴い、電子マネー決済における処理件数課金売上が98百万円（前年同期比+24.1%）となったことから、全体で1,245百万円（同+10.2%）に増加した。決済処理金額に対する従量課金を行うQR・バーコード精算料については、QR・バーコード市場の拡大を受けて、新規加盟店の加入や既存加盟店の決済量が増加したため、869百万円（同+29.8%）となった。

結果、センター利用料およびQR・バーコード精算料に占める従量課金の比率は、Q1において前年同期の41.6%から45.7%に上昇した。同社は、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。

### 顧客層を交通事業者に広げる方針

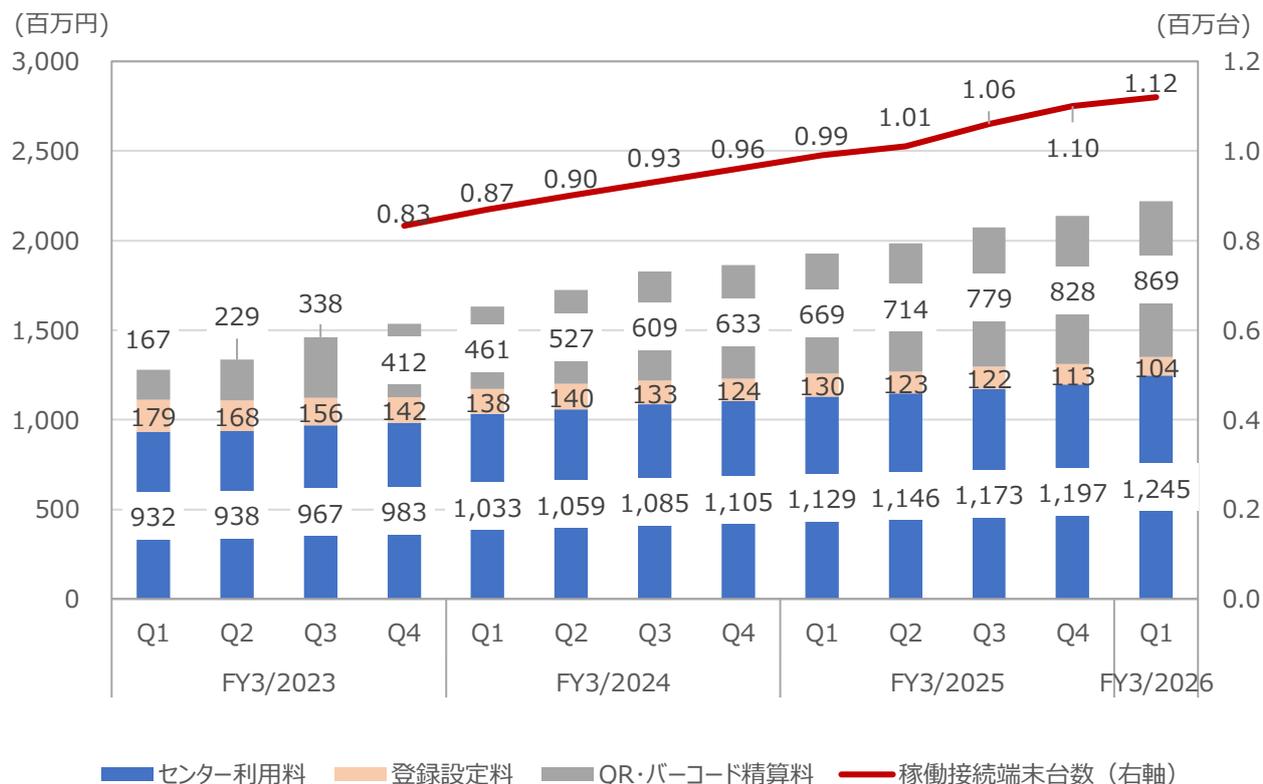
TMNは、2025年6月に、秋葉バスサービス（静岡県周智郡）と十勝バス（北海道帯広市）にQRコード・バーコード決済サービスの提供を開始した。今後は全国の公共交通事業者に向けて横展開を進め、流通事業者が主体となっている顧客層を交通事業者にも広げる方針である。

図表 3. ストック収入と従量課金が占める割合の推移



出所：会社資料

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

## フロー収入は相対的に低い伸び

フロー収入（単体）は 454 百万円（前年同期比+7.2%）と、ストック収入に比べて低い伸びにとどまった。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）の発売を控えた買い控えがあったものの、269 百万円（同+9.5%）と順調な滑り出しであった。開発売上は、Q1 が不需要期にあたることから通期計画に対する進捗率は 10.7%と低水準であったが、91 百万円（同+1.4%）と伸び悩んだ。

## 情報プロセッシング関連のその他売上の通期計画に対する進捗率は 10%

単体のその他売上として計上される nextore 等の情報プロセッシング関連売上には、ストック収入も含まれているものの、現時点ではその割合は低いため、その他売上の全てがフロー収入として計上されている。その他売上は 93 百万円（前年同期比+6.7%）であったが、マネタイズ面での課題を抱えた状況が続いており、高成長が見込まれている通期計画に対する進捗率は 10.3%にとどまった。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期待したい。

## ウェブスペースは減収

連結子会社のウェブスペースは、前年同期が好調であったことや、機器販売におけるリプレース案件が遅延したことから、349 百万円（前年同期比-7.5%）と低調だった。

## 3. 業績見通し

### 収益は前期比で大幅に回復する予想

26/3 期の会社予想は、売上高 15,079 百万円（前期比+22.6%）、営業利益 512 百万円（前期は 504 百万円の損失）、EBITDA 2,863 百万円（前期比+91.2%）。売上高の増加額 2,779 百万円に対して、営業利益は 1,016 百万円、EBITDA は 1,366 百万円の増加が見込まれている。

### ストック収入は、接続端末台数の伸びや従量課金売上比率の上昇に伴い、高成長が続く見通し

売上高のうち、ストック収入は 9,802 百万円（前期比+20.6%）と高成長が続く見通し。稼働接続端末台数の順調な拡大を前提に、センター利用料は 5,163 百万円（同+11.1%）を見込んでいる。加えて、既存加盟店の決済量の増加や、大型案件の貢献を想定し、QR・バーコード精算料は 4,189 百万円（同+40.0%）と、高い成長を見込んでいる。結果、従量課金売上比率は 26/3 期も上昇が予想されている。一方、23/3 期以降減収が継続している登録設定料は 449 百万円（同-8.2%）を見込んでいる。

### フロー収入は回復を予想

フロー収入は 3,627 百万円（前期比+29.1%）と、減収となった 25/3 期から急回復を見込んでいる。25/3 期は前期比横這いとなった決済端末販売売上は、1,860 百万円（同+7.5%）を見込んでいる。モバイルタイプの主力製品である「UT-P10」の生産が 2025 年 6 月で終了し、新製品の「UT-P11」の売上が貢献を始めると見られるが、本格的な拡大は 27/3 期となる見通し。

25/3 期に急減した開発売上は、一部の案件が 26/3 期にずれ込んだこともあり、857 百万円（同+59.6%）と大幅な回復を予想。

### 情報プロセッシングも拡大に転じる予想

拡大が遅れている情報プロセッシング（その他売上）も、ハウスプリペイド/ID 統合などの拡大を想定し、909 百万円（前期比+67.9%）を見込んでいる。これは、グループ経営を行っている顧客が事業ごとに独自 ID を発行し、全体像が掴めない場合などに、各事業にまたがっている会員 ID を統合し、共通ポイント・プリペイドサービスを行うというものである。生活協同組合の 170 万人の組合員 ID を統合した実績がある。顧客にとっては 1 to 1 マーケティングや購買分析が可能になるというメリットがあり、TMN には情報が集約される効果がある。

### ウェブスペースは 21%増収を予想

ウェブスペースは、既存事業の伸長及びグループシナジーによる拡大を想定し、1,650 百万円（前期比+21.1%）を見込んでいる。

### 下期から急回復へ

TMN は、DC 移設に伴う一時的な費用が 4 億円程度発生する上期は営業損失を見込む一方、フロー収入の大幅な増加や、DC 移設費用の剥落によって黒字化が見込まれる下期には大幅な回復を想定している。DC 移設については、6 月末で加盟店との接続作業が概ね完了し、現在は追加検証と原状回復を行っているが、9 月末には完了する見通しである。

26/3 期通期の会社予想の営業利益 512 百万円に DC 移設費用の 4 億円を加算すると約 9 億円の営業利益と計算される。25/3 期は DC 移設費用及びトラブルへの対応などが約 8 億円発生したため、それを除けば約 3 億円の営業利益だったと計算されることから、実質的に 6 億円の営業利益の増加が見込まれていると言える。上記のように 26/3 期は前期比約 28 億円の増収が見込まれており、売上高の計画が達成されれば、営業利益予想の達成も十分に可能であろう。フロー収入には一定の不透明要因もあるとみられることから、会社予想の売上高の達成がポイントとなる。

### 27/3 期の利益は大幅増加へ

27/3 期は、DC 移設費用がなくなり、移設によるプラス効果（障害ポイントの撲滅など）が徐々に現れてくるとみられる。順調な売上拡大が続くとみられることから、利益は大幅な増加が期待される。情報プロセッシングの拡大が重なれば、中長期の成長への期待も高まるであろう。

## 4. 株価動向とバリュエーション

### 現在の株価は 400~450 円のレンジで推移

2024 年 9 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いたが、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 月上旬には 500 円を上回って推移した。8 月 14 日公表された 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、株価は 500 円を割り込んだ。現在は、概ね 400~450 円のレンジで推移している。

### 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 が 2.1~10.0 倍、EV/EBITDA が 22~96 倍、予想 PER が 29~98 倍であり、東証プライム上場企業平均の PBR1.5 倍、予想 PER18 倍を上回っている。一方、TMN は、4 月以降、株価の上昇を受けて各バリュエーションの水準は上昇したものの、PBR が 1.5 倍 (7 月 1 日に実施した自己株式取得と借入を考慮すると 1.9 倍)、EV/EBITDA が 10.2 倍 (同 8.4 倍)、予想 PER が 44 倍 (同 35 倍) であり、DC 移設費用の影響を強く受けている予想 PER を除いて、他社に比べて低いバリュエーションとなっている。

### 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 3 つの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、25/3 期に DC 移設費用及び障害対応費が発生しなければ、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 26/3 期予想 EBITDA を用いた EV/EBITDA (自己株式の取得と借入を考慮したベース) を算出すると、4.4 倍に留まっており、割安度合いが増している。

なお、ストラテジー・アドバイザーズでは、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。

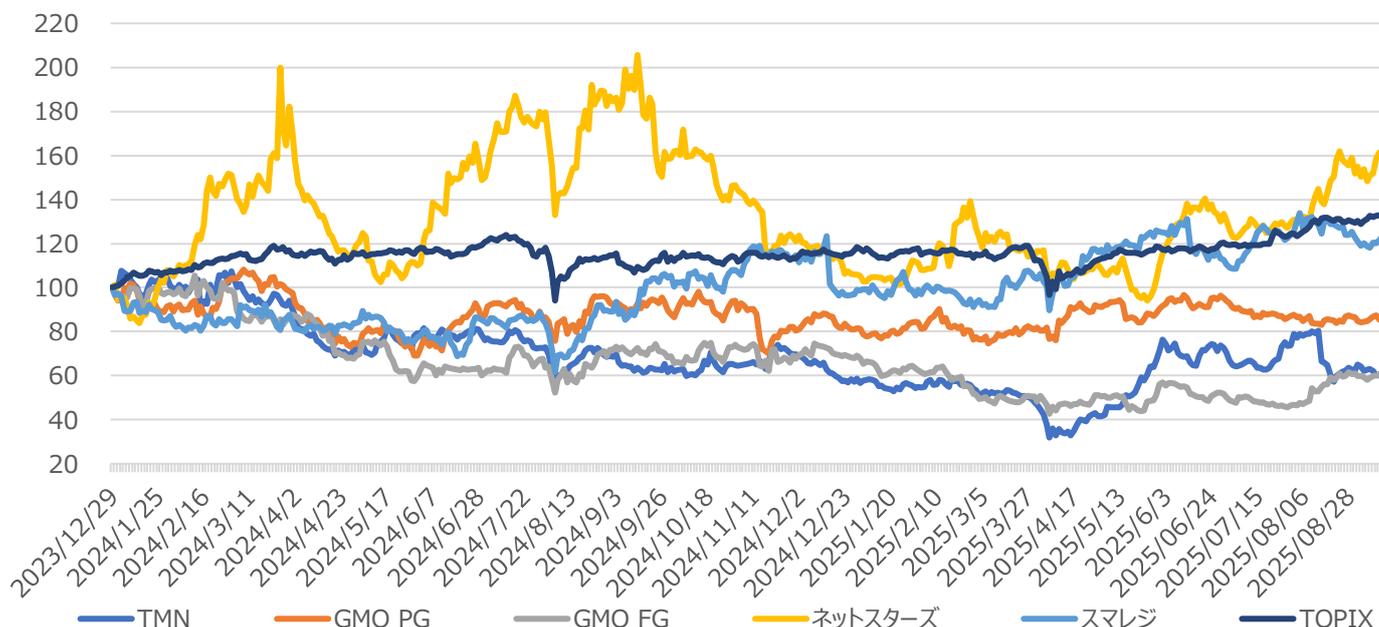
### 当面は 26/3 期下期の業績動向が鍵に

当面の株価は、DC 移設費用が剥落し、実態ベースの利益が明確になる 26/3 期下期の業績動向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、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。

### 中期的な成長性に引き続き注目

将来的には、ストラテジー・アドバイザーズが考える「データセンターの移設効果の発現に伴う電子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 TMN のエクイティストーリーが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 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<br>(9/12) | 時価総額<br>十億  | EV<br>十億    | PER<br>会社予想<br>倍 | PBR<br>直近実績<br>倍 | EV/<br>EBITDA<br>倍 | 配当利回り<br>会社予想<br>% | ROE<br>会社予想<br>% |
|------------|-------------|-------|-------|--------------|-------------|-------------|------------------|------------------|--------------------|--------------------|------------------|
| <b>TMN</b> | <b>5258</b> | 円     | 25/3  | <b>416</b>   | <b>15.4</b> | <b>15.0</b> | <b>44.0</b>      | <b>1.5</b>       | <b>10.2</b>        | <b>0.0</b>         | <b>3.5</b>       |
| GMO PG     | 3769        | 円     | 24/9  | 8,423        | 638.9       | 655.2       | 34.5             | 6.2              | 23.0               | 1.5                | 16.9             |
| GMO FG     | 4051        | 円     | 24/9  | 6,280        | 51.8        | 49.8        | 35.1             | 9.2              | 24.2               | 1.4                | 24.7             |
| スマレジ       | 4431        | 円     | 25/4  | 3,340        | 64.3        | 59.1        | 34.5             | 8.4              | 21.6               | 0.6                | 24.3             |
| ネットスターズ    | 5590        | 円     | 24/12 | 1,169        | 19.5        | 13.7        | 98.2             | 2.7              | 96.3               | 0.0                | 2.8              |
| Block      | XYZ         | USDドル | 24/12 | 72.9         | 44.5        | 39.3        | 28.7             | 2.1              | 22.7               | 0.0                | 7.2              |
| Adyen      | ADYEN       | ユーロ   | 24/12 | 1,345.2      | 42.4        | 30.2        | 39.8             | 10.0             | 30.8               | 0.0                | 22.9             |

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+顧客関連資産償却費で算出。EV は直近四半期末の有利子負債-(現金-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12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：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 (直近年度実績ベース)

|            | コード         | 決算期         | 売上高営業利益率<br>% | ROE<br>%    | ROIC<br>%   | EBITDAマージン<br>% | 自己資本比率<br>% |
|------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|-----------------|-------------|
| <b>TMN</b> | <b>5258</b> | <b>25/3</b> | <b>-4.1</b>   | <b>-6.5</b> | <b>-6.7</b> | <b>12.0</b>     | <b>37.3</b> |
| GMO PG     | 3769        | 24/9        | 34.1          | 19.2        | 19.2        | 38.7            | 29.9        |
| GMO FG     | 4051        | 24/9        | 8.1           | 18.9        | 22.7        | 11.0            | 39.7        |
| スマレジ       | 4431        | 25/4        | 21.5          | 21.4        | 122.1       | 24.8            | 71.8        |
| ネットスターズ    | 5590        | 24/12       | -2.2          | -0.5        | -9.0        | 3.6             | 19.9        |
| Block      | XYZ         | 24/12       | 7.0           | 14.5        | 15.5        | 7.2             | 57.8        |
| Adyen      | ADYEN       | 24/12       | 39.2          | 25.1        | 94.9        | 44.1            | 37.0        |

注：直近の通期実績ベース。

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. 損益計算書 (単位 : 百万円)

| 決算期                    | 単体<br>21/3   | 単体<br>22/3   | 単体<br>23/3   | 単体<br>24/3    | 連結<br>24/3    | 連結<br>25/3    | 連結<br>26/3 CoE |
|------------------------|--------------|--------------|--------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| <b>売上高合計</b>           | <b>6,451</b> | <b>7,139</b> | <b>7,831</b> | <b>10,370</b> | <b>10,370</b> | <b>12,300</b> | <b>15,079</b>  |
| (前期比)                  | -21.0%       | 10.7%        | 9.7%         | 32.4%         | -             | 18.6%         | 22.6%          |
| <ストック収入>               | 3,953        | 4,711        | 5,617        | 7,054         | 7,054         | 8,129         | 9,802          |
| (前期比)                  | 9.9%         | 19.2%        | 19.2%        | 25.6%         | 25.6%         | 15.2%         | 20.6%          |
| ・センター利用料               | 3,133        | 3,496        | 3,822        | 4,285         | 4,285         | 4,646         | 5,163          |
| (前期比)                  | 32.4%        | 11.6%        | 9.3%         | 12.1%         | 12.1%         | 8.4%          | 11.1%          |
| ・QR・バーコード精算料           | 188          | 486          | 1,147        | 2,231         | 2,231         | 2,992         | 4,189          |
| (前期比)                  | 743.2%       | 157.7%       | 135.8%       | 94.5%         | 94.5%         | 34.1%         | 40.0%          |
| ・登録設定料                 | 631          | 728          | 647          | 537           | 537           | 489           | 449            |
| (前期比)                  | -47.8%       | 15.3%        | -11.1%       | -17.1%        | -17.1%        | -8.8%         | -8.2%          |
| <フロー収入>                | 2,495        | 2,426        | 2,213        | 3,315         | 3,315         | 2,809         | 3,627          |
| (前期比)                  | -45.4%       | -2.8%        | -8.8%        | 49.8%         | 49.8%         | -15.3%        | 29.1%          |
| ・端末販売売上                | 1,459        | 1,364        | 1,360        | 1,730         | 1,730         | 1,730         | 1,860          |
| (前期比)                  | -55.3%       | -6.5%        | -0.3%        | 27.2%         | 27.2%         | 0.0%          | 7.5%           |
| ・開発売上                  | 820          | 897          | 636          | 861           | 861           | 536           | 857            |
| (前期比)                  | -26.5%       | 9.3%         | -29.1%       | 35.4%         | 35.4%         | -37.7%        | 59.6%          |
| ・単体その他                 | 215          | 165          | 216          | 723           | 723           | 541           | 909            |
| (前期比)                  | 14.7%        | -23.2%       | 30.6%        | 233.8%        | 233.8%        | -25.1%        | 67.9%          |
| ウェブスペース                |              |              |              |               |               | 1,362         | 1,650          |
| (前期比)                  |              |              |              |               |               |               | 21.1%          |
| <b>売上総利益</b>           | <b>1,915</b> | <b>2,279</b> | <b>2,562</b> | <b>3,321</b>  | <b>3,321</b>  | <b>3,401</b>  | <b>4,642</b>   |
| (売上総利益率)               | 29.7%        | 31.9%        | 32.7%        | 32.0%         | 32.0%         | 27.7%         | 30.8%          |
| 販売費及び一般管理費             | 1,760        | 1,568        | 2,002        | 2,544         | 2,544         | 3,905         | 4,130          |
| <b>営業利益</b>            | <b>154</b>   | <b>711</b>   | <b>560</b>   | <b>829</b>    | <b>777</b>    | <b>-504</b>   | <b>512</b>     |
| (前期比)                  | -90.6%       | 358.8        | -21.2%       | 48.1%         | -             | NM            | NM             |
| (営業利益率)                | 2.4%         | 10.0%        | 7.2%         | 8.0%          | 7.5%          | -4.1%         | 3.4%           |
| 営業外損益                  | 4            | 1            | -25          | -11           | -12           | -9            | -48            |
| <b>経常利益</b>            | <b>158</b>   | <b>712</b>   | <b>535</b>   | <b>818</b>    | <b>765</b>    | <b>-513</b>   | <b>464</b>     |
| (前期比)                  | -90.4%       | 348.9%       | -24.8%       | 52.8%         | -             | NM            | NM             |
| (売上高経常利益率)             | 2.5%         | 10.0%        | 6.8%         | 7.9%          | 7.4%          | -4.2%         | 3.1%           |
| <b>親会社株主に帰属する当期純利益</b> | <b>98</b>    | <b>-385</b>  | <b>672</b>   | <b>637</b>    | <b>585</b>    | <b>-682</b>   | <b>349</b>     |
| (前期比)                  | -91.1%       | NM           | NM           | -5.2%         | -             | NM            | NM             |
| EPS(円)                 | 3.1          | -12.2        | 21.2         | 17.3          | 15.9          | -18.5         | 9.5            |
| 減価償却費                  | 1,206        | 1,463        | 1,601        | 1,615         | 1,615         | 1,921         | 2,351          |
| <b>EBITDA</b>          | <b>1,367</b> | <b>2,180</b> | <b>2,137</b> | <b>2,441</b>  | <b>2,389</b>  | <b>1,497</b>  | <b>2,863</b>   |
| (前期比)                  |              | 59.5%        | -2.0%        | 14.2%         | 11.8%         | -37.3%        | 91.2%          |

注：2024/3 期より連結ベースのため前期比 NA、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            | 単体           | 連結            | 連結            |
|------------------|---------------|--------------|---------------|---------------|
|                  | 22/3          | 23/3         | 24/3          | 25/3          |
| 現金及び預金           | 3,419         | 2,861        | 13,173        | 14,069        |
| 営業債権             | 1,034         | 1,044        | 1,344         | 1,566         |
| 棚卸資産             | 549           | 504          | 621           | 449           |
| その他流動資産          | 219           | 204          | 1,042         | 1,160         |
| <b>流動資産</b>      | <b>5,223</b>  | <b>4,614</b> | <b>16,182</b> | <b>17,246</b> |
| 有形固定資産           | 791           | 642          | 1,864         | 2,113         |
| 無形固定資産           | 4,001         | 4,070        | 6,755         | 6,930         |
| のれん              | 0             | 0            | 430           | 368           |
| 投資その他の資産         | 355           | 481          | 756           | 699           |
| <b>固定資産合計</b>    | <b>5,148</b>  | <b>5,194</b> | <b>9,376</b>  | <b>9,743</b>  |
| <b>資産合計</b>      | <b>10,372</b> | <b>9,808</b> | <b>25,558</b> | <b>26,989</b> |
| 買入債務             | 149           | 67           | 205           | 83            |
| 未払金・未払費用         | 389           | 778          | 1,239         | 1,344         |
| 短期借入債務 (リース債務含む) | 507           | 4            | 167           | 369           |
| 契約負債             | 2,527         | 2,008        | 1,763         | 1,767         |
| 預り金              | 661           | 1,684        | 8,777         | 10,994        |
| その他流動負債          | 261           | 189          | 407           | 468           |
| <b>流動負債</b>      | <b>4,496</b>  | <b>4,733</b> | <b>12,561</b> | <b>15,028</b> |
| 長期債務 (リース債務含む)   | 8             | 3            | 1,560         | 1,268         |
| 退職給付/給与引当金       | 100           | 115          | 178           | 200           |
| その他固定負債          | 0             | 0            | 429           | 365           |
| <b>固定負債</b>      | <b>108</b>    | <b>118</b>   | <b>2,167</b>  | <b>1,835</b>  |
| <b>負債合計</b>      | <b>4,605</b>  | <b>4,852</b> | <b>14,729</b> | <b>16,863</b> |
| 資本金              | 3,553         | 3,553        | 6,150         | 6,165         |
| 資本剰余金            | 3,553         | 708          | 3,305         | 3,319         |
| 利益剰余金            | -1,345        | 672          | 1,257         | 575           |
| <b>株主資本</b>      | <b>5,761</b>  | <b>4,933</b> | <b>10,714</b> | <b>10,060</b> |
| その他有価証券評価差額金     | 0             | 0            | 75            | 0             |
| 新株予約権            | 5             | 22           | 39            | 65            |
| <b>純資産合計</b>     | <b>5,766</b>  | <b>4,956</b> | <b>10,829</b> | <b>10,126</b> |
| <b>負債純資産合計</b>   | <b>10,372</b> | <b>9,808</b> | <b>25,558</b> | <b>26,989</b> |
| 自己資本             | 5,761         | 4,933        | 10,790        | 10,060        |
| BPS(円)           | 179.2         | 159.7        | 292.1         | 272.0         |

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            | 単体            | 単体            | 連結           | 連結            |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
|                         | 21/3          | 22/3          | 23/3          | 24/3         | 25/3          |
| 税金等調整前当期純利益 (純損失)       | 158           | 711           | 540           | 765          | -581          |
| 減価償却費                   | 1,206         | 1,463         | 1,601         | 1,615        | 1,901         |
| のれん償却額                  |               |               |               |              | 61            |
| 顧客関連資産償却費               |               |               |               |              | 21            |
| 契約負債の増減額                | -             | -603          | -519          | -245         | 4             |
| 預り金の増減額                 | 227           | 298           | 1,022         | -1,177       | 2,216         |
| その他の営業キャッシュ・フロー         | -552          | 239           | 158           | -425         | 0             |
| <b>営業活動によるキャッシュ・フロー</b> | <b>1,039</b>  | <b>2,109</b>  | <b>2,803</b>  | <b>533</b>   | <b>3,624</b>  |
| 有形固定資産の取得               | -450          | -166          | -100          | -475         | -599          |
| 無形固定資産の取得               | -1,859        | -1,177        | -1,276        | -2,455       | -1,918        |
| 投資有価証券の取得               | 0             | 0             | 0             | -200         | 0             |
| 連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得     |               |               |               | 7,710        |               |
| その他の投資活動によるキャッシュ・フロー    |               |               |               | 9            | -127          |
| <b>投資活動によるキャッシュ・フロー</b> | <b>-2,310</b> | <b>-1,344</b> | <b>-1,377</b> | <b>4,588</b> | <b>-2,644</b> |
| 短期借入金の増減額               | 970           | -500          | -500          | 0            | -8            |
| 長期借入による収入               |               |               |               |              | 80            |
| 長期借入金の返済                |               |               |               |              | -76           |
| 株式の発行                   | 0             | 999           | 0             | 5,164        | 0             |
| 自己株式の取得                 | 0             | 0             | -1,500        | 0            | 0             |
| その他の財務キャッシュ・フロー         | -64           | -13           | 15            | 25           | -79           |
| <b>財務活動によるキャッシュ・フロー</b> | <b>905</b>    | <b>485</b>    | <b>-1,984</b> | <b>5,190</b> | <b>-83</b>    |
| Free Cash Flow          | -1,270        | 765           | 1,426         | 5,121        | 979           |

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<br>21/3 | 単体<br>22/3 | 単体<br>23/3 | 連結<br>24/3 | 連結<br>25/3 | 連結<br>26/3 CoE |
|-----------------------|------------|------------|------------|------------|------------|----------------|
| EPS (円)               | 3.1        | -12.2      | 21.2       | 15.9       | -18.5      | 9.5            |
| BPS (円)               | 232.0      | 179.2      | 160.0      | 292.1      | 272.0      | -              |
| 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%       | 0.0%       | 0.0%       | 0.0%           |
| 終値 (円)                | NA         | NA         | NA         | 628        | 320        | -              |
| PER (倍)               | NA         | NA         | NA         | 39.6       | NM         | -              |
| PBR (倍)               | NA         | NA         | NA         | 2.1        | 1.2        | -              |
| 期末発行済株式数 (百万株)        | NA         | NA         | NA         | 36.9       | 37.0       | -              |
| 自己株式数 (百万株)           | NA         | NA         | NA         | 0.0        | 0.0        | -              |
| 自社株控除株式数 (百万株)        | NA         | NA         | NA         | 36.9       | 37.0       | -              |
| 時価総額 (百万円)            | NA         | NA         | NA         | 23,196     | 11,837     | -              |
| 自己資本比率                | 75.7%      | 55.5%      | 50.3%      | 42.2%      | 37.3%      | -              |
| 有利子負債残高               | 1,029      | 515        | 8          | 1,727      | 1,638      | -              |
| D/Eレシオ                | 0.14       | 0.09       | 0.00       | 0.16       | 0.16       | -              |
| EV (Enterprise Value) | NA         | NA         | NA         | 20,528     | 10,400     | -              |
| EBITDA (百万円)          | 1,367      | 2,180      | 2,137      | 2,389      | 1,497      | 2,863          |
| EV/EBITDA倍率           | NA         | NA         | NA         | 8.6        | 6.9        | -              |
| ROE                   | 1.4%       | -6.7%      | 12.6%      | 5.4%       | -6.5%      | -              |
| ROIC (事業資産)           | 1.5%       | -9.9%      | 15.9%      | 7.0%       | -6.7%      | -              |
| 従業員数                  | 275        | 249        | 254        | 362        | 372        | -              |
| 接続端末台数(千台)            | 589        | 696        | 833        | 968        | 1,102      | -              |
| 年間決済処理金額 (兆円)         | 2.6        | 3.1        | 3.7        | 4.6        | 4.9        | -              |
| 年間決済処理件数 (十億件)        | 1.5        | 1.7        | 2.0        | 2.4        | 2.5        | -              |

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

## ディスクレイマー

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