

ペイクラウドホールディングス | 4015

東証グロース

PBR1.4倍弱の「フィンテック関連高成長企業」

サマリー

- 2Q決算概況：**ペイクラウドホールディングス株式会社(以下、同社)は、3月1日付で持株会社化および社名変更を行ってから最初の決算開示となる2024/8期2Q決算を4月12日に発表した。2Q累計の売上高は1,990百万円、調整後EBITDAは226百万円、営業利益は86百万円となった。前年1Qは経営統合した旧バリューデザイン社の決算期変更に伴い2022年7-8月分収益を含む5ヵ月変則決算となっていたため、決算短信上ではそれぞれ前年同期比12%減、2%増、237%増と開示された。その変則決算効果を除いたネットの前年同期比は、それぞれ6%増、35%増、467%増と、順調な事業拡大が見て取れる。売上高の順調な伸び、外注費や業務委託費等の原価・販管費の削減効果等により、2Q累計の調整後EBITDAが会社側期初想定を上回っていることに同社経営陣は自信を深めている。
- 2Q累計の経常利益は77百万円であったが、当期純利益は14百万円の赤字となった。これは各連結子会社の課税前法人所得を損益通算してグループ全体収益に課税するグループ通算制度が未適用だったためである。具体的には、キャッシュレス事業を展開するバリューデザイン社の課税所得が増加し応分の税額が発生した一方で、コーポレート機能や新規事業などのコストセンターが集中している旧アララ社単体の赤字と相殺できないままバリューデザインの法人税が残った形となった。経営陣によると、これは想定範囲内で、24/8期の法人税率はやや歪に映る見込みであるが、来期はグループ通算制度の適用により、この問題は解消されるという。
- 業績動向：**4月25日に開示された2024年3月の主要KPIでは、MRR(月次経常収益)成長率が前年同期比18%増、うちキャッシュレスサービスのみのMRRは同21.7%増、取扱高も同12.2%増の1,174億円に達するなど、好調な下期スタートになった。
- 株価インサイト：**同社の会社予想来期EBITDA(1,500百万円)に基づく直近株価は3~4倍の企業価値と、ゼロ・グロース企業程度の評価にしかになっていないだけでなく、株式希薄化後の直近推定BPS(263円)に基づくPBRは1.39倍と、小型バリュー株に対する評価尺度で測っても稀有な割安評価となっている。同社株は四半期決算発表のたび、「失望決算」的なニュース・ヘッドラインに過剰反動的に売られるパターンが続いている。しかし、会社計画を上振れる可能性が高いファンダメンタルズ実態に照らしても、約31%の株式希薄化の影響以上に下落している株価水準を正当化するネガティブ要因が見当たらないとSIRでは考える。

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
2020/8単	1,201	15.3	136	29.5	142	27.9	143	25.4	25.32	0.0
2021/8単	1,461	21.6	305	124.3	280	97.2	229	60.1	37.34	0.0
2022/8単	1,165	-20.3	-160	-152	-1,506	-638	-1,834	-901	-252.06	0.0
2023/8連	4,476	284.1	163	N/A	133	N/A	114	N/A	10.65	0.0
2024/8会予	6,900	54.2	200	22.7	-	N/A	-	N/A	-	0.0

出所：同社IR資料よりSIR作成

(注) 1. 2024年8月期は、「売上高」、「調整後EBITDA」及び「営業利益」を経営戦略上の重要な指標であると捉えていることから、「経常利益」及び「親会社株主に帰属する当期純利益」について、2024年8月期の連結業績予想においては非開示としている。また、「親会社株主に帰属する当期純利益」を非開示としているため、EPSについても非開示としている。

本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末の免責事項をご覧ください。Quick Lookレポートは隔四半期で決算フォローアップレポートを発行します。

2Q Follow-up



Focus Point

注目点：

持株会社化により経営と執行の分離を進めると同時に、事業内容をよりイメージしやすい社名に変更したのを機に、株価ディスカウントの一要因と見られる「情報の非対称性」の改善が期待できそうなフィンテック関連高成長企業への進化が魅力。

主要指標

株価(4/25)	367
年初来高値(24/1/12)	617
年初来安値(24/4/17)	338
10年間高値(20/11/24)	3,905
10年間安値(22/12/29)	273
発行済株式数(百万株)	15.711
時価総額(百万円)	5,766
24/2 株主資本比率	48.8%
24/3 推定PBR	1.39x
24/8 予想PER	—
23/8 実績ROE	6.34%
24/8 予想配当利回り	—

株価チャート(1年)



出所：TradingView

アナリスト 杉本 研一

research@sessapartners.co.jp



2024/8期
2Q決算

*2024年8月期からEBITDAの調整項目に株式報酬費用を追加した。

定義式は、
調整後EBITDA = 営業利益 + 減価償却費(無形固定資産に係る償却費を含む) + 株式報酬費用。

(注) 右図は旧アララとバリューデザインのKPIの合算値を記載。

(注) リカーリング売上高に直結する取扱高を下記の通りとし、決済取扱高と定義

1. 独自Payの決済額 (従前の"決済額")
2. クレジットカード会社との包括契約を介した独自Payへの入金額 (当期から指標に追加)

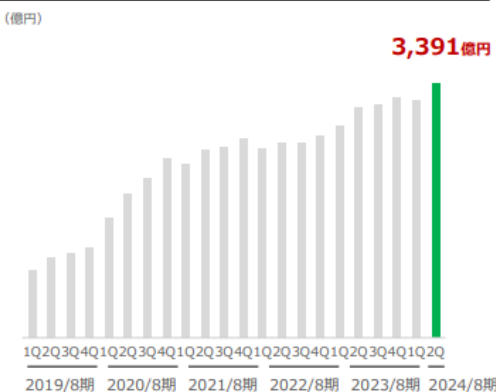
■ キャッシュレスサービス事業の業績動向

連結子会社のバリューデザインが提供する「独自Pay」サービスで利用した取扱金額の一部をシステム利用料として受領するキャッシュレスサービス事業がグループ全体の売上高の82%を占める。2Q累計では、変則決算を除いたネット・ベースの前年同期比で95百万円増加(+6%)し、1,633百万円を計上した。同事業の調整後EBITDA*は全社合計の226百万円を超える443百万円を計上し、文字通り「ドル箱」事業であり、同社全体の業績拡大をけん引している。主要KPIの一つである決済取扱高は2Q累計で3,391億円となり、引き続き堅調に推移している。新規顧客獲得により、累計店舗数・累計エンドユーザー数ともに堅調に拡大している。

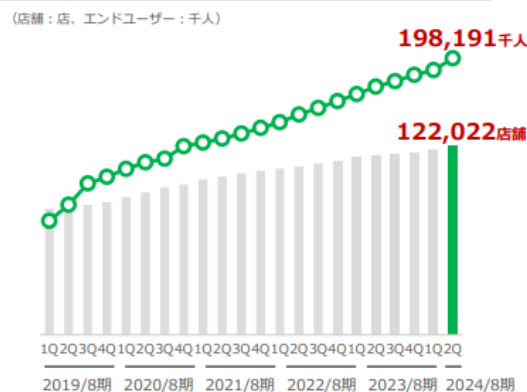
増収の主な要因は、決済手数料の増加と新規導入による初期売上の増加等である。特に決済手数料の増加は、今期から進めていたシステム利用料の料率見直し(値上げ)が、期初計画で想定していた以上に受け入れられている様子で、今期に限らず、来期には料率見直し効果がフルに出ることが予想される。

一方、前年度の変則決算の影響がない2Q単体(2023年12月~2024年2月)では、売上高が前年同期比で10%近い減収の761百万円、セグメント利益は概ね横ばいの161百万円と、少し弱く映る。これは、一定額のスポット売上が2Q中に発生したものの、売上認識がQ3に期ずれしたためである。また、前年度はマイナポイント・キャンペーンによる特需的な部分でキャッシュレスサービス事業の売上高が嵩上げされ、前年比較でのハードルがやや高くなっていることも影響しているという。

決済取扱高推移



累計店舗数・累計エンドユーザー数推移



出所: 同社IR資料

セグメント情報

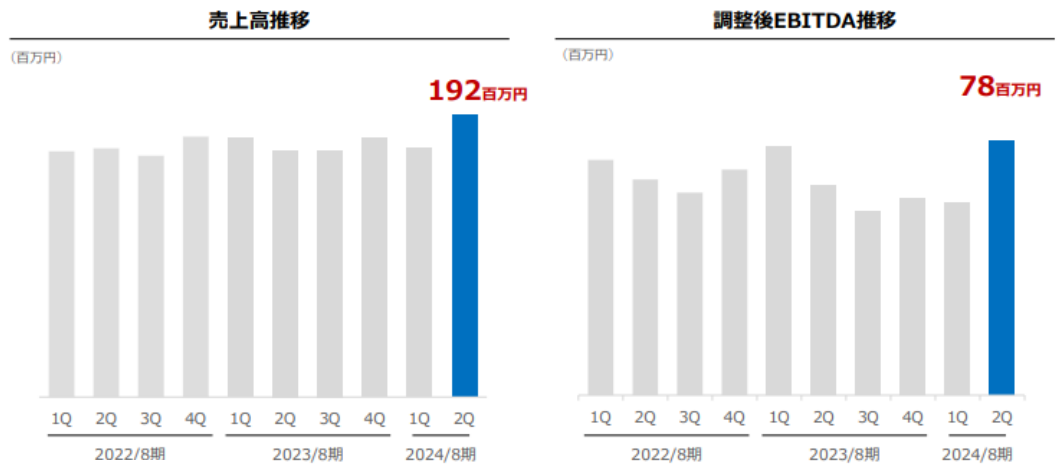
セグメント	(百万円)	2023/8	2023/8	2023/8	2023/8	2023/8	2024/8	2024/8	2023/8	2023/8	2024/8	増減率	増減率
		9-11	9-11	12-2	3-5	6-8	9-11	12-2	2Q累計	2Q累計	2Q累計	2Q累計	2Q累計
		グロス	ネット						グロス	ネット		グロス	ネット
キャッシュレスサービス	売上高	1,069	695	842	900	981	872	761	1,911	1,537	1,633	-15%	6%
	セグメント利益	101	N/A	159	183	177	162	161	261	N/A	323	24%	
	同利益率	9.5%		18.9%	20.4%	18.0%	18.5%	21.2%	13.6%		19.8%		
ソリューション	売上高	176		167	166	174	167	190	344		357	4%	
	セグメント利益	64		51	42	69	52	71	115		123	6%	
	同利益率	36.3%		30.7%	25.2%	39.8%	31.0%	37.3%	33.6%		34.3%		
合計	売上高	1,246	872	1,009	1,066	1,155	1,039	951	2,255	1,811	1,990	-12%	6%
	調整額	-197		-153	-143	-190	-163	-197	-350		-360		
	営業利益	-39	-49	64	82	56	50	36	26	15	86	237%	467%
	営業利益率	-3.1%	-5.6%	6.3%	7.7%	4.8%	4.8%	3.8%	1.1%	0.8%	4.3%		
	調整後EBITDA	83	29	138			120	106	221	168	226	2%	35%

出所: 同社IR資料よりSIR作成

(注) グロスとは、前年1Qに経営統合した旧バリューデザインの決算期変更に伴い2022年7-8月分収益を含む5ヵ月変則決算。ネットは、同2022年7-8月分収益を含まない3ヵ月決算。

■ ソリューション事業の業績動向

連結子会社のアララが展開するソリューション事業では、高速でメールを配信するメッセージングサービス、個人情報検索ソリューションを提供するデータセキュリティサービス、ARサービスを提供している。メッセージングサービスの堅調な伸びとARサービスのスポット売上計上により、2Q累計の売上高は前年同期比4%増の357百万円、調整後EBITDAは138百万円と、順調に拡大している。

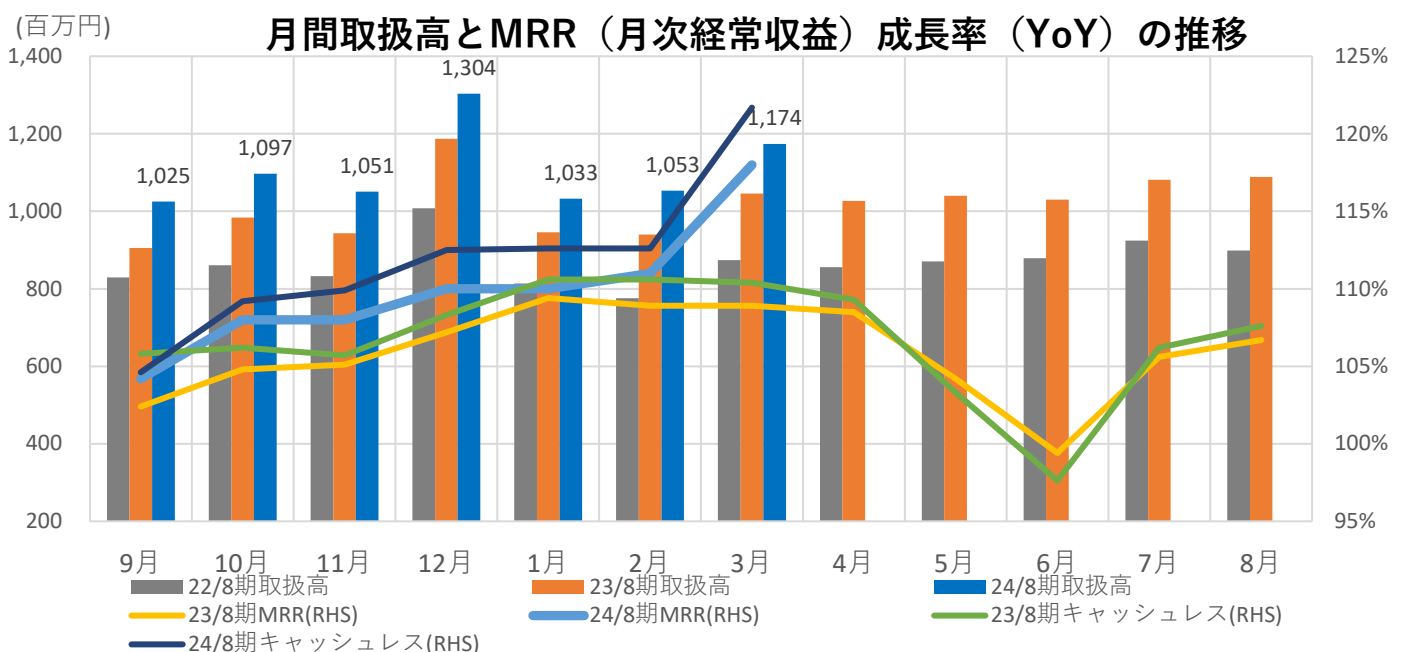


出所: 同社IR資料

*大量送信者とは、Gmailアドレスに1日に5,000通を超えるメッセージを送信する送信者のこと。

<https://blog.google/products/gmail/gmail-security-authentication-spam-protection/>

2Q中の興味深いトピックは、Google社が迷惑メール対策の強化のため、Gmail宛でのメール大量送信者*に対し、2024年2月から送信元ドメインの設定・認証、IPアドレスの認証、通信暗号化等の要件を強化したことである。この要件に対応していないとメールが届かなくなるという事象が生じ出している。アララ社はこの要件変更をいち早くキャッチし、社内のシステム開発が対処して、大量のメール配信ができるような環境を整えた。これが功を奏し、要件変更に対応しきれなかった競合他社サービスからアララ社への切り替え需要を獲得している。



(注) 同社が定義する「経常収益」とは、キャッシュレスサービス事業での決済手数料およびソリューション事業でのシステム利用料（キャッシュレスサービス、メッセージングサービス、データセキュリティサービス）などの合計額で、同社のサービスの利用に応じて継続的に同社に支払われる収入であり、同社の期間損益上のトップラインに直結する。

出所: 同社IR資料よりSIR作成



■ 当初想定に比べ「圧縮」気味のクラウドポイント社の「のれん」

同社は、2024年3月1日を効力発生日として、①デジタルサイネージ関連事業を展開するクラウドポイント社を株式交換により完全子会社化、②ペイクラウドホールディングスへの商号変更を含む定款の一部変更を実施、③純粋持株会社体制に移行した。

クラウドポイント社を株式交換で経営統合したことにより発生した「のれん」は1,411百万円となった。その算定過程は以下の通り：

- ① 株式交換比率（クラウドポイント社普通株式1株に対し旧アララ社普通株式3.47株を割当交付）に伴い、同社株式3,755,785株がクラウドポイント株主に交付された。
- ② 適用する同社株価は2024年3月1日終値の511円/株
- ③ 上記①と②を乗じた1,919百万円がクラウドポイント社の譲受価値となった。
- ④ 2024年2月末クラウドポイント社の純資産額が508百万円だったので、
- ⑤ ③譲受価値と④純資産額の差額1,411百万円が、クラウドポイント社の「のれん」

したがって、2024年3月から10年間で償却の場合、年間約141百万円の償却費用が見込まれ、2024/8期の業績への影響は下半期分の約70百万円になるという。

同社経営陣によると、約14億円の「のれん」額は、適用する株価の水準が当初想定よりも低めになった結果、当初想定よりも圧縮された規模になっているという。

■ 株式希薄化後の直近推定BPSは263円

上記①の結果、同社発行済株式数は2024年2月末の11,955,563株から、3月1日時点で15,711,348株に、約31%増加（＝希薄化）した。

これと同時に、純資産が③と同額の1,919百万円増加し、3月1日時点で4,103百万円となった。株式希薄化後の一株当たり純資産（BPS）は263円に切り上がった。

■ クラウドポイント社の業績も順調に推移している

クラウドポイント社による2023年12月～2024年2月の3ヵ月間におけるデジタルサイネージの新規設置面数は2,250面、新規設置箇所（住所）数は1,450箇所となり、2月末時点での累計設置数はそれぞれ51,150面、22,750箇所に達した。大手コンビニエンスストア店舗内メニューボード（リテールメディア）、商業施設、カーディーラー、大手ファーストフード店舗内およびドライブスルーなど、各業種でデジタルサイネージの導入が進んだ。さらに、働きやすい空間づくりの一環として、オフィスのリニューアル時にデジタルサイネージを導入するケースも多く見受けられたという。

経営統合前からクラウドポイント社は2024/8期計画として売上高3,370百万円、営業利益220百万円を挙げていた。経営陣によると、こうしたデジタルサイネージへのニーズの高まりが追い風となり、2Q累計実績は売上高1,860百万円/年間計画に対する進捗率は55.4%、営業利益120百万円/同56.1%と、順調に推移しているという。





**2024/8期
会社通期予想**

■ クラウドポイント社とのシナジー効果の顕在化に自信

クラウドポイント社とのシナジー効果が経営統合された3Qから本格的に顕在化してくることに、同社経営陣はかなりの自信を深めている。

クラウドポイント社の顧客の中には大手コンビニエンスストアや大規模商業施設、大手ファーストフード・チェーンが名を連ねており、ここはバリューデザイン社の顧客と重なっている。そのため、クロスセルでクラウドポイントのサイネージをバリューデザインの既存・新規の顧客に売り込み、またクラウドポイントも独自 Pay を追加で売り込むという良いスパイラルが既にできているという。共通顧客基盤に対し、各事業会社が機動的に連携してアプローチしていく考えを明らかにしている。また、統合前までクラウドポイントが持っていたコーポレート機能の一部をペイクラウド側で吸収することによって、コスト削減を実現していくことも見えている。

■ 期初予想から変更なしだが、計画比上振れ含みで推移

同社は2025/8期を最終年度とする3ヵ年の中期経営計画を策定している。目標は売上高7,000百万円、EBITDA1,500百万円である。その中間年度にあたる2024/8期は、主力のキャッシュレスサービス事業の年間取扱高が2023/8期の1.2兆円から1.5兆円に拡大することを見込み、また下期にデジタルサイネージ関連事業を展開するクラウドポイント社を連結することから、売上高6,900百万円、調整後EBITDA650百万円、営業利益200百万円を計画している。

2Q累計の調整後EBITDAが会社側期初想定を上回っているだけでなく、3Qから連結されるクラウドポイント社の業績上振れの確度が高いにもかかわらず、2Q決算発表後でも、同社はこの期初計画から業績見通しを据え置いた。SIRでは、同社の業績先行きに不安要素は少ないと考えており、直近3月次のKPIが急角度で上向していることから、上方修正が行われる可能性が高いと予想する。その場合、株式市場の注目点は、中期経営計画の最終年度2025/8期業績目標水準の上方修正規模および2026/8期から始まる次期中期経営計画の内容にシフトしていくと考えられる。

**国内外での
新たな取り組み**

■ 国内：地域活性・自治体支援を目的に「ふるまちPay」の提供を開始

バリューデザイン社は、旅先ですぐにふるさと納税ができるサービスを開発した。旅行先の店舗や施設に設置されたQRコードをスマホで読み込むと、その場でその自治体に寄付ができ、その返礼品としてeギフト（デジタルクーポン）がその場で寄付者のスマホにダウンロードされるという「ふるまちPay」サービスで、同社は決済システムを展開しているだけで、ふるさと納税代行事業には関わっていない。

具体的な仕組みは、旅行先の地域に魅力を感じその自治体を応援したい動機から1万円をスマホで寄付（決済）すると同時に、返礼品として3,000円相当分のeギフトがその場でスマホにダウンロードされる。寄付とは別に、旅先で2万円のお土産を買い物をする際に、先に3,000円分をeギフトで支払い、差額の17,000円は他の方法で支払うという流れになる。この場合、①自治体では寄付の機会が増加する、②加盟店では客単価・全体売上が増加する、③一般消費者（寄付者）は節税効果を通じた「お得」を受けられ、ワンストップ特例制度が活用できるという利点がある。また同社のeギフトは1円単位で残高管理ができるという、使い勝手の良さもある。

4月から開始したばかりで、自治体にQRコードを設置してもらう活動を積極推進中であるが、将来性は未知数である。このサービスは「ふるまちPay」で実現したが、今後は地域通貨などでの活用もすでに交渉しているところもあり、今後拡張していく予定であるという。



* Open Network for Digital Commerce とは、インド国内におけるEコマースの普及率を高めるため、2021年12月からインド政府が主導し開始したデジタルインフラで、オープンソースを前提としたインド国内統合型Eコマースネットワークである。

小規模事業者がONDCに接続することで、大規模なグローバル・eコマース・プラットフォームと対等に競争することができるとしている。

■ 海外：インド政府主導のONDCを介したギフトカードの販売を開始

インド市場において、現地大手のレストラン予約サービスを展開するEasyDinerと連携し、12,000店舗以上の連携レストランで利用可能なデジタルギフトのディストリビュータービジネスを拡大中である。直近ではアマゾンと契約を締結し、Amazon Pay eGift Card等の取り扱いを開始した。

新たに、バリューデザイン社のインド子会社Valuedesign Services Private Limitedが Earnest Data Analytics Pvt Ltd. と連携し、インド政府が主導する電子商取引ネットワーク「ONDC (Open Network for Digital Commerce) *」を介したデジタルギフトの販売を開始する。これにより、バリューデザイン インドが取り扱う顧客のデジタルギフト販売先が 47,000 社以上の E コマース事業者へ拡大するだけでなく、バリューデザインで取り扱うギフトカードは既存の自社ブランドに加え、1,000 種類以上のONDC経由ブランドのデジタルギフトも取り扱い可能になる。

従来は、自社ブランドのギフトカードの残高管理のプロセッシング業務と一部顧客のギフトカードの仕入れ取り扱い業務に事業範囲が限定されていたが、ONDCを介してバリューデザイン インドがディストリビューターとして多種類のギフトカードを仕入れ販売して新たな手数料収入を得るビジネスがインドでスタートした。

ただ、これもスタートしたばかりで、将来性は未知数であり、同社の全体規模から見れば、海外収益の額や規模はまだ軽微であるため具体的に開示されていない。とはいえ、どこかのタイミングで情報開示することを検討しているという。

株価インサイト

■ PBR1.4倍弱のフィンテック関連高成長株

同社株は、2024年3月1日付でのクラウドポイント社との株式交換と経営統合および持株会社化と社名変更並びに2024/8期会社計画などが発表された2023年10月13日終値725円から軟調に推移し、直近までほぼ半減している。とりわけ四半期決算発表のたび、「失望決算」的なニュース・ヘッドラインに過剰反応的に売られるパターンが続いている。同社は今期予想の経常利益・当期純利益・EPSを開示していないため、決算数値・内容に「情報の非対称性」が生じやすいことは所与であろう。とはいえ、会社計画を上振れる可能性が高いファンダメンタルズ実態に照らしても、約31%の株式希薄化の影響以上に下落している株価水準を正当化するネガティブ要因は見当たらないとSIRでは考える。

同社の来期予想EBITDA (1,500百万円) に基づくと直近株価 (4/25 : 367円) は3~4倍の企業価値と、ゼロ・グロス企業程度の評価にしかになっていないだけでなく、株式希薄化後の直近BPS (263円) に基づくPBRは1.39倍と、小型バリュー株に対する評価尺度で測っても稀有な割安評価となっている。

同社経営陣は、動画配信やSNSを活用した情報発信に積極的である。ただ、日本語のみの対応にとどまっており、今後は、英文での情報発信を優先課題として取り組む姿勢も見せている。情報発信を含めたIR対応を量的にも質的にも、より洗練化していく過程で「情報の非対称性」が改善され、来期以降の業績拡大の道筋に株式市場の確信度が高まっていけば、「フィンテック関連の高成長企業」としての評価が付いてくるのではないだろうか。

* 2024/2期末時点(百万円)	
有利子負債	+ 1,090
現預金	- 1,919
ネットデット合計	- 829

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレームー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp