

## 日本の中小企業のデジタルシフトを応援する会社

～投資回収期入りしたSaaSビジネスの羽化を見逃すな～

### サマリー

◆ **会社概要**：スターティアホールディングス株式会社(以下、同社)は、主に中小企業向けにITソリューションを提供する企業グループである。その中核事業は①ITインフラ関連事業と、②デジタルマーケティング・ツール「Cloud CIRCUS」をSaaSにより提供するデジタルマーケティング関連事業である。前者はOA機器やネットワークサービス関連などの商材を通じて顧客企業のITに関する課題解決・DXをワンストップで対応する「守りのDX」を推進し、後者は顧客企業の顧客獲得・売上拡大という「攻めのDX」を推進することにより、顧客企業である中小企業のデジタルシフトを進めている。

◆ **強み**：1996年の創業以来一貫して中小企業向けに事務機やITサービスの提供を続けてきたことから、日本の中小企業の課題解決に資する経験値やノウハウが豊富に蓄積され、提案力が一段と向上している。それが顧客満足度向上につながり、解約率が低下⇒顧客との長期的関係の強化⇒アップセルやクロスセルの商機拡大⇒追加取引の増大⇒顧客単価の引き上げという好循環が実現できている。4万超の顧客基盤に対し、サブスクリプション・モデルなどを通じたストック売上が全体の半分を占めるため、収益のレジリエンスが高く、資金繰りも計算しやすい。

◆ **業績動向**：同社は上場来、①営業赤字が一度もない、②減配しても無配はない。また、③2022/3期末を除いてネット・キャッシュ状態、④ROEは2010年代まで15%が上限だったが、2022/3期以降は20%超と、収益性がもう一段高まった。中期経営計画の最終年度にあたる2025/3期は15%営業増益を見込む。達成されれば3期連続最高益更新となり、売上高営業利益率は12.2%、ROEも25%と、中期経営計画目標のそれぞれ10%をクリアできる見通しである。

◆ **株価インサイト**：同社の株価は上場来最高値圏にあるとはいえ、今期予想PERは12倍弱、配当利回り4.4%と、業績拡大に株価が追い付いておらず、IT・DX関連銘柄に特有のグロース株の特性よりも、バリュー株に対する市場評価のように見える。SIRでは、直近の株価水準が同社のどの程度の配当成長性を見込んで形成されているのかを、配当割引モデルを使って逆算してみた。結果は、直近株価が示唆する同社の利益(配当)成長率は2%もなく、同社のサステナブル成長率の11.25% [= 予想ROE25% × (1 - 配当性向55%)]は織り込まれていない。小型株運用者から偶に聞く「気付いたら違う動物に変わっていた」となる前の、同社株への投資機会の余地はまだ大きいと、SIRでは考える。

百万円	売上高	YoY (%)	EBITDA	YoY (%)	営業利益	YoY (%)	経常利益	YoY (%)	当期利益	YoY (%)	EPS (¥)	DPS (¥)
2022/3	16,011	20.2	662	177.0	345	1,490	554	691.0	958	N/M	100.02	14.00
2023/3	20,004	24.9	2,258	241.1	1,724	400.0	1,844	232.9	1,212	26.5	135.11	41.00
2024/3	19,572	-2.2	2,712	20.1	2,283	32.4	2,253	22.2	1,546	27.6	165.32	69.00
2025/3会予	<b>21,450</b>	<b>9.6</b>	<b>3,092</b>	<b>14.0</b>	<b>2,620</b>	<b>14.8</b>	<b>2,630</b>	<b>16.7</b>	<b>1,800</b>	<b>16.4</b>	<b>187.12</b>	<b>102.00</b>

出所：同社IR資料よりSIR作成 \*EBITDA=営業利益+のれん償却費+株式報酬費用。

SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため記載数字は会社資料と相違することがある。

### INITIATION

startiaholdings

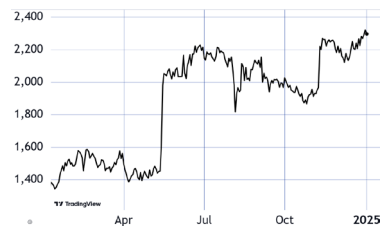
#### 注目点：

同社の「生成AIを活用したIR動画の英語翻訳サービス」をデファクト・スタンダードとして活用する上場企業が増えてくれば、外国人投資家コミュニティにおける同社の知名度と存在価値が一気に高まる可能性に注目。

#### 主要指標

株価 (24/12/30)	2,320
年初来高値(24/12/30)	2,333
年初来安値 (24/1/4)	1,318
10年間高値(24/12/30)	2,333
10年間安値(20/3/13)	360
発行済株式数 (千株)	9,614
時価総額 (百万円)	22,306
24/9 自己資本比率	56.1%
24/9 実績PBR	2.96x
25/3 予想PER	12.4x
24/3 実績ROE	24.8%
25/3 予想配当利回り	4.40%

#### 株価チャート(直近1年間：日次)



出所: TradingView

#### アナリスト 杉本 研一

research@sessapartners.co.jp



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。詳しくは巻末のディスクレームーをご覧ください。

目次

<b>会社概要</b> .....	<b>3</b>
概要：日本の中小企業のデジタルシフトを応援する会社 .....	3
沿革～ストック型とフロー型のビジネスモデルを構築 .....	4
上場来、営業赤字に転落したことがない .....	6
株主還元への強いコミットメント .....	6
ストック売上の厚みがもたらす競争優位性 .....	7
同社の特徴～強みと弱み .....	8
<b>ビジネスモデル</b> .....	<b>9</b>
アップセル&クロスセルと M&A を多用して成長する SaaS モデル .....	9
IT インフラ事業のビジネスモデル .....	10
顧客として取り込む M&A と、グループ内新戦力として取り込む M&A ....	11
デジタルマーケティング関連事業のビジネスモデル .....	12
販売戦略と組織体制をテコ入れ .....	13
<b>中期経営計画</b> .....	<b>17</b>
これまでのところ営業利益は計画値を上回って連続増益を達成 .....	18
<b>直近 2 期の決算レビュー</b> .....	<b>18</b>
2024/3 期実績：デジタルマーケティング関連事業が投資回収期入り .....	18
2025/3 期上半期実績：アップセルとクロスセルの成果が顕在化 .....	19
<b>株価インサイト</b> .....	<b>21</b>
業績拡大に株価が追いついていない .....	21
配当割引モデルと現株価から逆算した同社の潜在成長率は 2% もない .....	22
当面のカタリスト .....	23
<b>Appendix</b> .....	<b>24</b>
マネジメント体制 .....	24
連結損益計算書 .....	25
連結貸借対照表・連結キャッシュフロー計算書 .....	26

会社概要

\* **SaaS** (Software as a Service)は、ソフトウェアを利用者(クライアント)側に導入するのではなく、提供者(サーバー)側で稼働しているソフトウェアを、インターネット等のネットワーク経由で、利用者がサービスとして利用する状況を指す。

SaaS企業の特徴は

- インターネット環境があればどこからでも利用可能
- 従来のソフトウェアと異なり、サブスクリプション形式で提供されることが多く、導入コストを抑えやすい
- 契約アカウントに対して利用権利を提供するため、異なるデバイスからでもアクセスできる
- 複数のユーザーが同時にファイルを閲覧・編集でき、変更はクラウド上で保存されて最新の状態で共有される

■ 概要：日本の中小企業のデジタルシフトを応援する会社

同社は、主に中小企業向けにITソリューションを提供する企業グループである。その中核事業は①ITインフラ関連事業と、②デジタルマーケティングツール「Cloud CIRCUS」をSaaS\*により提供するデジタルマーケティング関連事業である。前者は顧客企業のITに関する課題解決・DXをワンストップで対応する「守りのDX」を推進し、後者は顧客企業の顧客獲得・売上拡大という「攻めのDX」を推進することにより、顧客企業である中小企業のデジタルシフトを進めている。また、③その他事業として、CVC(コーポレート・ベンチャー・キャピタル)関連事業と海外IR動画制作サービスがある。

**ITインフラ関連事業**は、ネットワークインテグレーションやクラウドをはじめとしたシステムインテグレーションを提供し、ビジネスフォンやMFP(複合機)などの情報通信機器の販売、LAN環境を意識したオフィスレイアウトの提案、電話回線手配などのサービスを展開している。これにより、顧客企業のニーズに応じた総合的ソリューションを提供している。下図の左欄の7つの連結子会社と右欄の2つの持分法適用関連会社で展開している。

**デジタルマーケティング関連事業**は、主に中小企業を対象とした統合型デジタルマーケティングサービス「Cloud CIRCUS」を提供している。これにより、「情報発信」、「集客・広告運用コンサルタント」、「顧客体験価値向上」、「見込み顧客育成と顧客化」、「解約防止およびリピート増」を実現する11のクラウドツール群を開発・提供している。全額出資連結子会社のクラウドサーカス株式会社が担っている。

**CVC事業**は、主に東南アジアにおいて、キャピタルゲインの獲得を目的として、革新的なテクノロジーや新しいビジネスモデルを持つIT系スタートアップ企業への投資事業を行っている。同社グループの経営資源を活用して投資先企業の成長をサポートするものである。これにより、グループ内にイノベーションを誘発し、新たな企業価値を創出することを目指している。同社とシンガポールのStartia Asia Pte. Ltd.が担っている。ただし、同事業には専属者不在で、現時点では収益寄与がほとんどないため、当レポートでは分析や評価は割愛する。

当社グループについて(連結子会社10社、持分法適用関連会社2社) ※1：連結子会社

ITインフラ関連事業 ※1	デジタルマーケティング事業 ※1	持分法適用関連会社	グループ拠点
<p><b>startia</b> スターティア株</p> <p><b>startialead</b> スターティアリード株</p> <p>株式会社ビジネスサービス 株ビジネスサービス</p> <p>システムインテグレーション、セキュリティ対策、通信システム、OA機器販売</p> <p><b>バックオフィスDX事業 ※1</b></p> <p><b>startiaraise</b> スターティアレイズ株 業務効率化ソリューション RPA、AI-OCRの提供</p>	<p><b>NOS Ltd.</b> 株エヌオーエス</p> <p><b>ECM</b> 株イーシーメディア株式会社 ピーシーメディア株</p> <p>富士フィルムBI奈良株 (当社G出資比率66.6%) ※富士フィルムビジネスイノベーション ジョンジャパン株との合併企業</p> <p>その他 ※1</p> <p><b>startiasia</b> Startia Asia Pte.Ltd. シンガポール・アジア地域の 事業統括及び投資事業</p> <p><b>startiawill</b> スターティアウィル株 スターティアグループの業務請 負・障がい者雇用のコンサル ティングなど</p>	<p><b>kubell</b> 株kubellストレージ クラウドストレージ</p> <p><b>MAC OFFICE</b> 株MACオフィス オフィスファシリティ・ オフィス移転・デザイン</p>	

出所: 同社IR資料



代表取締役社長 兼  
最高経営責任者  
本郷 秀之 氏

\*電子ブックは、デジタルブック・電子書籍・電子カタログなどとも呼ばれる、紙の資料やパンフレットをPDF化したものを電子化できるツール。

PDFに比べ、①表示スピードが速い、②閲覧ログの取得できる、③更新の手間が少ない、④資料上での導線設置が可能、などの特徴がある。

### ■ 沿革～ストック型とフロー型のビジネスモデルを構築

同社は本郷秀之氏(現同社代表取締役社長兼CEO)が1996年2月に埼玉県所沢市に設立した有限会社テレコムネットを起源としている。2004年2月に商号をスターティア株式会社に変更し、2005年12月に東京証券取引所マザーズに上場、2014年2月に東京証券取引所市場第一部に市場変更となった。2018年4月には持株会社体制に移行し、スターティアホールディングス株式会社に商号変更した。

創業時の同社取扱商材はビジネスフォンやコピー機などの事務機器であった。2000年代に入り、オフィスの中に一人一台ずつのPCが一般化し、電話機からIP電話、コピー機からMFP(Multifunction Peripheral)と呼ばれる複合機に進化するなど、オフィス内環境が大きく変化した。同社はその変化に対応する形でサービスメニューを広げ、それまで売り切りであった事務機器を、複数年契約のリースでの提供に切り替え、保守・運用やメンテナンスによって月次売上高を計上する事業構造とした。既存顧客と複数年にわたる取引関係を構築することで、収益の安定化と着実な成長を図ることができる**ストック型の事業構造を確立した**。

ところが、取扱商品のコモディティ化が進み粗利率が低下していく現実と、顧客側でのインターネット・サービスへの移行やオフィスの業務効率化などが 이슈になってきたとの認識から、本郷氏は事務機器の販売サービスだけでは成長に限界があるとの危機意識を持ち始めた。それを打開すべく、新たな商材を模索している中で、コンピュータ好きの若手数名が当時米国で流行り始めた**電子ブック\***を見つけてきた。2004年当初は電子ブック作成ソフトウェアを作っている会社の国内販売代理店としてスタートしたが、メーカーの実質的撤退に伴い、事業リスクを取ってでも電子ブック作成ソフトウェアを自社開発するという経営判断を行った。そして翌2005年4月から主に印刷会社や出版社向けに自社開発品の販売を開始した。2006年6月にはデジタルリンク・アクティブックと名付けられ、同社の**デジタルマーケティング関連事業の出発点**となった。

これをきっかけに同社の事業構造は、従来の中小企業向けの事務機器の提供と、印刷・出版企業向けソフトウェア開発の2本立てとなり、**ストック型とフロー型のビジネスモデルを展開する転機**となった。

#### 主な沿革

1996年	2月	有限会社テレコムネットを設立(埼玉県所沢市山口3丁目2番)
2004年	2月	商号をスターティア株式会社に変更
2005年	4月	電子ブック作成ソフトの販売開始
	12月	東京証券取引所マザーズ上場
2006年	6月	電子ブック作成ソフト「Digit@Link ActiBook(デジタルリンク アクティブック)」の提供開始
2012年	11月	ARコンテンツ作成サービス「ActiBook AR COCOAR(アクティブック エアール ココアル)」の提供開始
2014年	2月	東京証券取引所市場第一部上場
2015年	10月	株式会社エヌオーエス(現連結子会社)の株式を取得
2016年	7月	ビーシーメディア株式会社(現連結子会社)の株式を取得
2017年	11月	Startia Asia Pte.Ltd.(現連結子会社)を設立
2018年	4月	スターティア分割準備株式会社及びスターティアレイズ株式会社に吸収分割を行い、持株会社体制に移行 同社は、スターティアホールディングス株式会社に、スターティア分割準備株式会社はスターティア株式会社に商号変更
2021年	11月	株式会社Sharp Document 21yoshidaと株式会社吉田ストアのITインフラ事業を譲受し、スターティアリード株式会社として事業開始
2022年	4月	東京証券取引所プライム市場に移行
2023年	10月	スターティア株式会社が株式会社ビジネスサービス(現連結子会社)の株式を取得
2024年	1月	富士フィルムビジネスイノベーションジャパン株式会社とスターティア株式会社との合併会社富士フィルムBI奈良株式会社(現連結子会社)を新設

出所: 同社IR資料よりSIR作成

## \*ARとVRの違いとは

- **AR**は、スマホなどのカメラを通して、現実世界の映像にデジタル情報を重ね合わせることで、あたかも情報が存在しているかのように見せる技術。あくまで現実世界が主役であり、デジタルで情報を補完する役割を果たす。エンターテインメントのツールにとどまらず、医療や製造業、観光業など、さまざまな分野で活用されている。
- **VR**(Virtual Reality：仮想現実)は、完全な仮想空間を作り出す技術。ヘッドセットという専用のゴーグルを装着することで、視覚や聴覚などを使ってあたかも現実ではない場所にいる感覚を味わうことができる。

同社が次に着目したのがAR(Augmented Reality\*：拡張現実)ソフトウェアである。2010年代当時は、一部の事業者が海外(主にフランス)の技術を用いて、ARを限定的な企画・イベントに使用していただけで、日本国内で開発している企業がなかった。そこで同社は、市場参加者が少ない成長領域になると判断し、「電子ブックの二番煎じ」的な雰囲気の中で開発に着手した。同社は2012年にARコンテンツ作成サービス(ActiBook AR COCOAR：ココアル)の提供を開始した。同社のARソフトは海外の競合品と異なり、機能を絞ることにより低価格での導入が可能であった。当時、出版会社や印刷会社は印刷された本や雑誌が売れないという苦境にあり、リアルな本+ARで様々な付加価値が提供できる技術は画期的で、ARは印刷業界に浸透していった。

同社は、電子ブック作成ソフトウェアが企業の製品・商品カタログなどに用いられたこと、AR作成ツールが紙をはじめとする従来型の情報発信を上回る効果を持つこと、などに着目した。同社は、アプリケーションの開発を続けていく中で、企業のマーケティング活動を支援する機能の強化にシフトしていった。また、同社では、社内向けに開発した営業管理ツールが業績拡大に寄与したことから、この経験をもとにマーケティング専用のソフトウェア(マーケティング・オートメーション・ツール)の開発を行った。こうして、**2010年代半ば以降にリリースされたアプリケーションは、すべての企業のマーケティングを支援する性格を持つものとなった。**

2018年4月の持株会社体制への移行に伴い、同社はスターティアホールディングス株式会社に商号を変更した。その目的は、「IT業界における時代の変化に乗り遅れることなく、最新の技術動向を見据え、迅速な意思決定並びに機動力を持った経営を推進していけるように持株会社と事業会社に分離し、各事業会社はそれぞれの事業領域において責任と権限のもとで、事業規模の拡大、収益力の強化、経営人材の育成を行っていく。一方、持株会社は、スターティアグループとしての全体戦略を考え、事業ポートフォリオの最適化、グループ全体のコーポレート・ガバナンス体制の強化、経営資源の適正配分を機動的に実施することで、持続的な企業価値の向上を目指す」とある。

同社は積極的なM&A戦略を展開しており、全国に存在する小規模の非上場同業企業を対象に、採用難や事業継承の課題を解決するためのM&Aを実施している。これにより、顧客基盤の拡大と売上高・営業利益の増加を実現している。例えば、2023年10月に連結子会社化したビジネスサービス社や、富士フィルムビジネスイノベーションジャパン社との合併会社である富士フィルムBI奈良社の営業開始などが挙げられる。これらのM&Aにより、顧客数の拡大と複数商材のクロスセルによる顧客単価(ARPU)の向上を図っている。

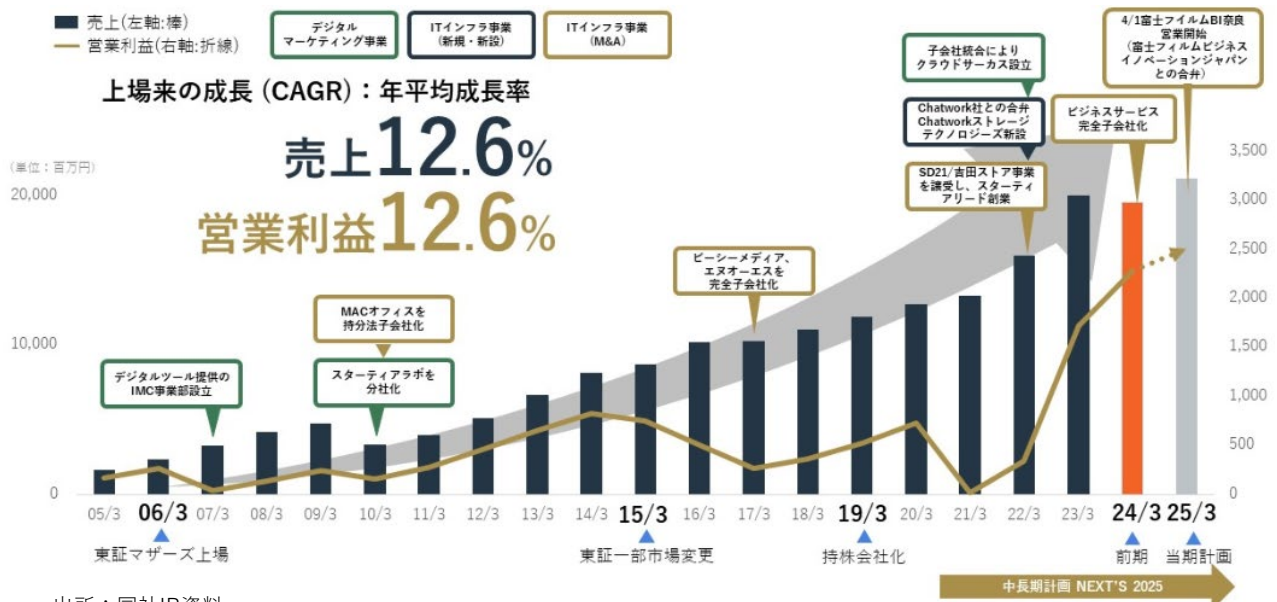
同社は、「**社会のニーズとマーケットを見極め、人と企業の未来を創造し、優れた事業と人材を輩出するリーディングカンパニーを目指す**」という経営理念の下、「**誰もが挑戦し持続進化できる世界**」をビジョンに掲げ、「自らを変革しながら、多くの人と企業が、当たり前に変化することを支えるグループ」になることを目指している。また、「**未来機会の創造**」とのミッションを掲げて、「私達は多くの人と企業に前向きな未来を実現するチャンスを提供しつづけることで挑戦に溢れた世の中を実現します」としている。

■ 上場来、営業赤字に転落したことがない

下図に示すように、同社は順調に売上高を伸ばしてきた。営業利益は、電子ブックなどの商材がヒットした2014/3期に830百万円を計上した後に低下基調をたどり、コロナ禍の2021/3期に22百万円と、上場来最低水準を記録した。同期には当期利益とEPSが赤字に転落したものの、年間10円配当を実施した。そこからのV字回復は目覚ましく、2023/3期はITインフラ事業での営業改革策が奏功するなど、営業利益が8年振りに最高益を更新した。2024/3期はデジタルマーケティング関連事業が投資回収期に入り、連続して最高益を更新した。

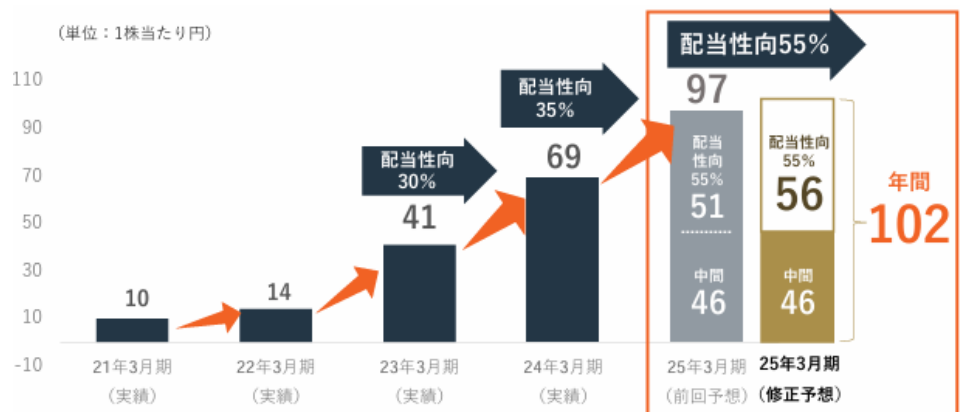
言い換えると、上場来、同社は、①営業赤字に転落したことは一度もない、②減配はあっても無配はない。また、③2022/3期末を除いてネット・キャッシュ状態、④ROEは2010年代まで15%が上限だったが、2022/3期以降は20%超と、収益性がもう一段高まった。

スターティアホールディングスの売上高と営業利益の長期推移



■ 株主還元への強いコミットメント

このような財務上の強靭さや収益力の向上に鑑み、株主還元への強いコミットメントから、同社では2025/3期から累進配当に加え配当性向55%を打ち出し、年間配当を102円に増額する意向を示した。これで5期連続増配となる見通し。

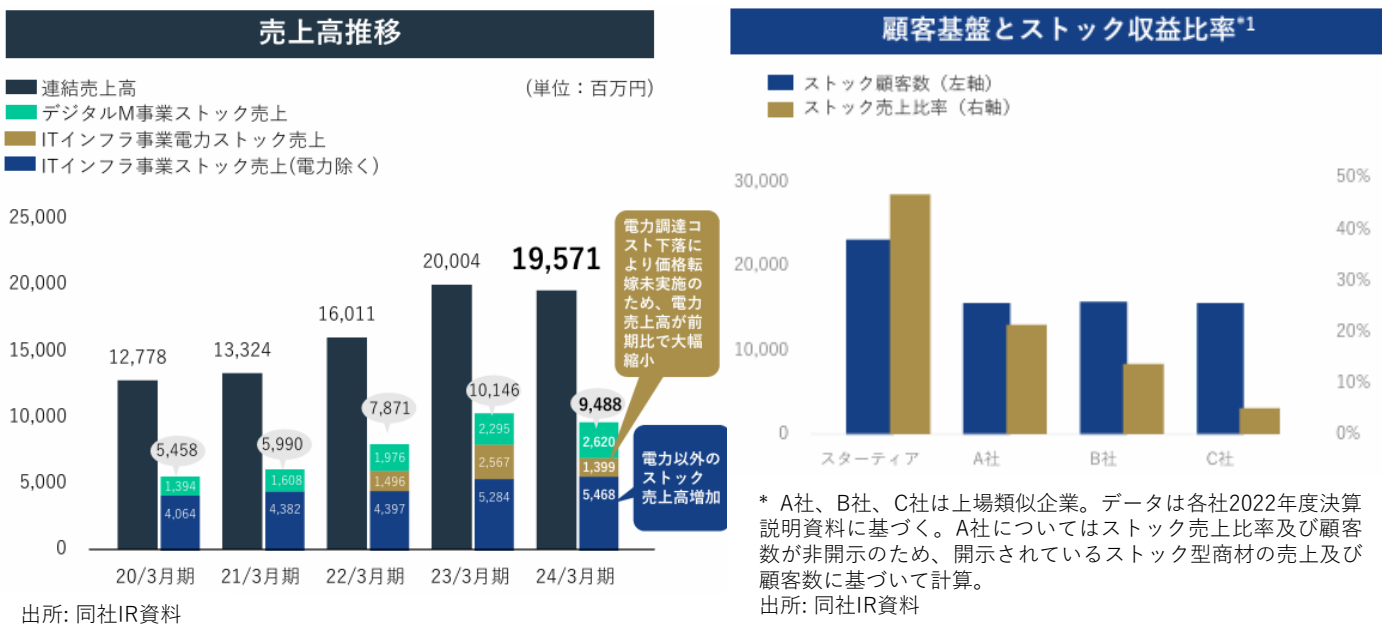


■ **ストック売上の厚みもたらす競争優位性**

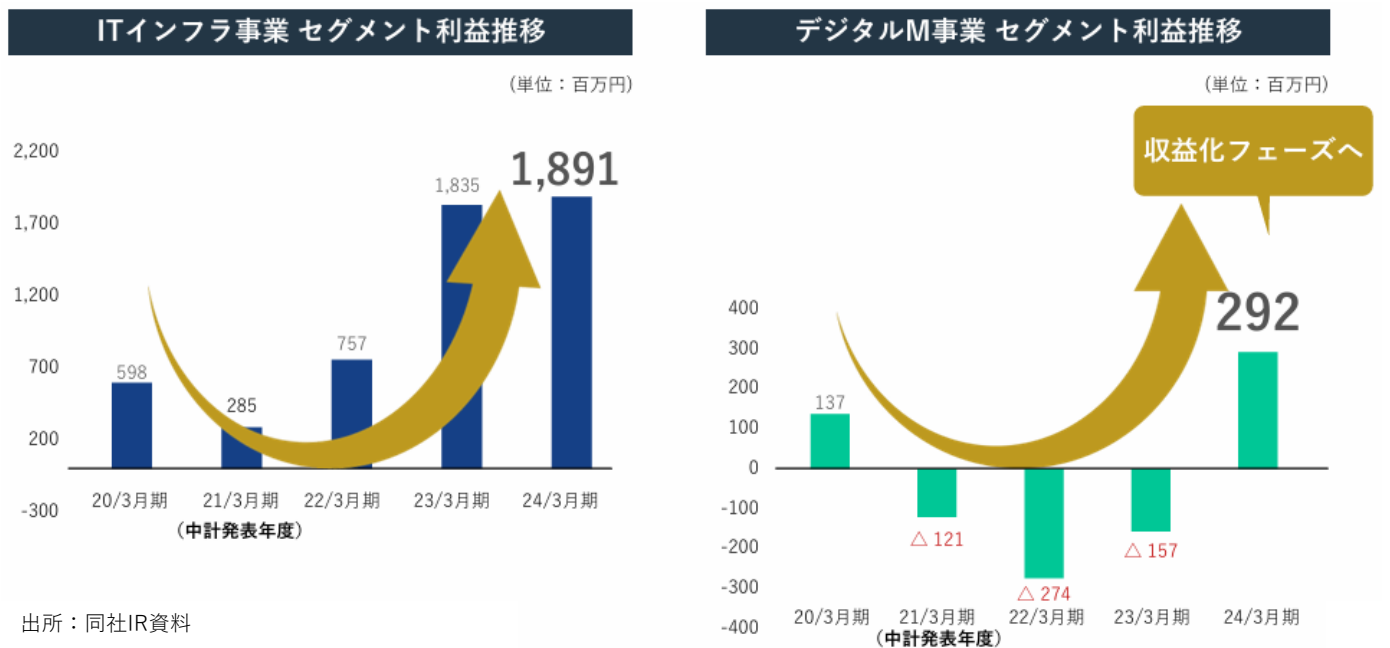
下右図は同社のITインフラ事業におけるストック商材取引社数(約23,000社)およびストック売上の構成比(約47%)を上場類似企業のそれらと比較したものである。ストック売上が50%近くあることは、期初において年間売上高見通しの約半分が見えていることを意味し、資金繰りも計算しやすい。収益のビジビリティが他社に比べ高いため、同社の競争優位性は構造的に一層強まる可能性があるとしてSIRは考える。

デジタルマーケティング事業でも、先行投資が終了し、ストック売上が積み上げるサブスクリプション・モデルの浸透により顧客基盤と体制構築が整ったことで2023/3期Q4からは四半期利益の黒字化が定着している。

**ストック売上の構成比が中期経営計画前の20/3期43%から50%近くに向上**



**直近5期のセグメント業績推移**



## ■ 同社の特徴～強みと弱み

同社HP(<https://www.startiaholdings.com/company/about.html>)の中で同社は「4つの強み」を掲げている。

- ①43,000社超(2024年4月時点)の中堅中小企業の顧客との強固なリレーションシップ
- ②SaaSサブスクリプションモデルの拡大で高成長高収益ビジネスの確立
- ③事業相互のクロスシナジー創出
- ④新卒採用を主軸とした人財創出力

これらをさらに深掘りすると、以下3点が同社の強みの源泉であるとSIRは考える。

まず、1) 同社は創業以来一貫して中小企業向けに事務機やITサービスの提供を続けてきたことから、日本の中小企業が抱える課題や難問に対処するソリューションを経験値・暗黙知として社内に蓄積し、それらを事業展開に活用できるノウハウが豊富である点。この結果、同社は、中小企業向けに、無料版(フリーミアム)も揃えたデジタルマーケティング・ツールを複数展開し、有料版へのアップセル\*のほか、デジタルマーケティングSaaS事業の自社開発サービス群を、事業会社を越えてクロスセル\*させることができる「高いポテンシャル」を有する。

次に、2) 同社は中小企業のIT格差解消や生産性向上に取り組むために「人」によるサポートが提供できる点。これは上記④が原動力になっているとも言える。この「ラストワンマイル」の訪問やオンラインによる技術サポートは、中小企業にとって必要不可欠であり、同社グループは顧客の課題解決を支援し、直接提案を行うことで顧客と密接な関係を築いている。特に、関東、東北、関西、九州、中部、北海道の各エリアの政令指定都市を中心に、営業拠点から1時間半以内に直接訪問・サポートを展開する体制を整えているため、迅速かつ効率的なサービス提供が可能である。

そして、3) 同社は、顧客企業の収益増に貢献するデジタルマーケティング事業という「攻めのDX」と、経費抑制・効率化を実現するITインフラ事業という「守りのDX」を持ち、両睨みで顧客の多様なニーズに応えることができる点。特に、システムインテグレーション、セキュリティ対策、通信システム機器の販売・設計・施工・保守メンテナンス、事務機器の販売・設計・施工・保守メンテナンスなど、幅広いサービスを、ワンストップで提供している。「攻め」と「守り」の両面を同時に備えたような競合他社が少ないこともあり、同社は顧客から好まれやすく、顧客との長期継続的かつ強固なリレーションシップを維持しやすい。このことは同社主力のマーケティング・オートメーション(MA)ツールの解約率が1.6%と低い点に象徴されており、顧客企業とのWin-Winの関係が構築されていると言えよう。

一方、同社の弱みを挙げるとすれば、まず、同社の業績は中小企業向けのITインフラおよびデジタルマーケティング・サービスに大きく依存しているため、対象顧客である中小企業の経営環境や景気動向に大きく左右される点であろう。次に急速な技術革新に対応する必要があるため、人材確保を含めて継続的な投資が求められることが挙げられる。ただしこれら2点は、中小企業向けにITサービスを展開する企業に共通したものであり、同社固有のものではない。固有のものがあると言えれば、同社は多様なサービスを提供し事業ポートフォリオが複雑化しているため、傍目からは「同社の正体はわかりにくい」と、言われがちな点であろうか。

\* **アップセル**とは、現在ある商品を検討している顧客や以前商品を購入した顧客に対しより高額な上位モデルに乗り換えてもらうこと。

\* **クロスセル**とは、ある顧客が購入しようとしている商材に関連する別商材を提案し、一緒に購入してもらうこと。



ビジネスモデル

■ アップセル&クロスセルとM&Aを多用して成長するSaaSモデル

同社のITインフラ関連事業では、中小企業の経営効率化(経費削減)を促す事務機器管理サービスや基幹業務システム構築サービスを提供している。主な商材は、①複合機関連(MFP)を中心としたOA機器、②ネットワークサービス関連(UTM:クラウドサービス導入、ネットワークセキュリティ対策など)、③インターネット回線や電話回線の構築・関連通信機(ビジネスフォン)の調達など、である。OA・IT機器は償却が終わる3~5年毎に必ずリプレイス(更新・入れ替え)が起こる。ここにアップセルの事業機会が生じる。それを行いつつ、顧客企業と人間関係が構築できたら、セキュリティ機器やネットワーク(NW)機器の導入・購入も進みやすくなる。また、Wi-Fiのスピードも上がっていくので、Wi-Fi環境も入れ替えたいとのニーズも上がっていく。アップセルとクロスセルを随時行っていくことによって、顧客数の増大と一社当たりのLTV(Life Time Value:顧客生涯価値)といったストック売上も上がっていく。顧客企業は月次の経費(電話代、コピー機のリース代、インターネット回線代など)の支払いをワンストップ(請求書1枚)で完結できる。このアップセルとクロスセルの両軸で同社のITインフラ事業の売上も成長していく。

\* デジタルマーケティングとは、

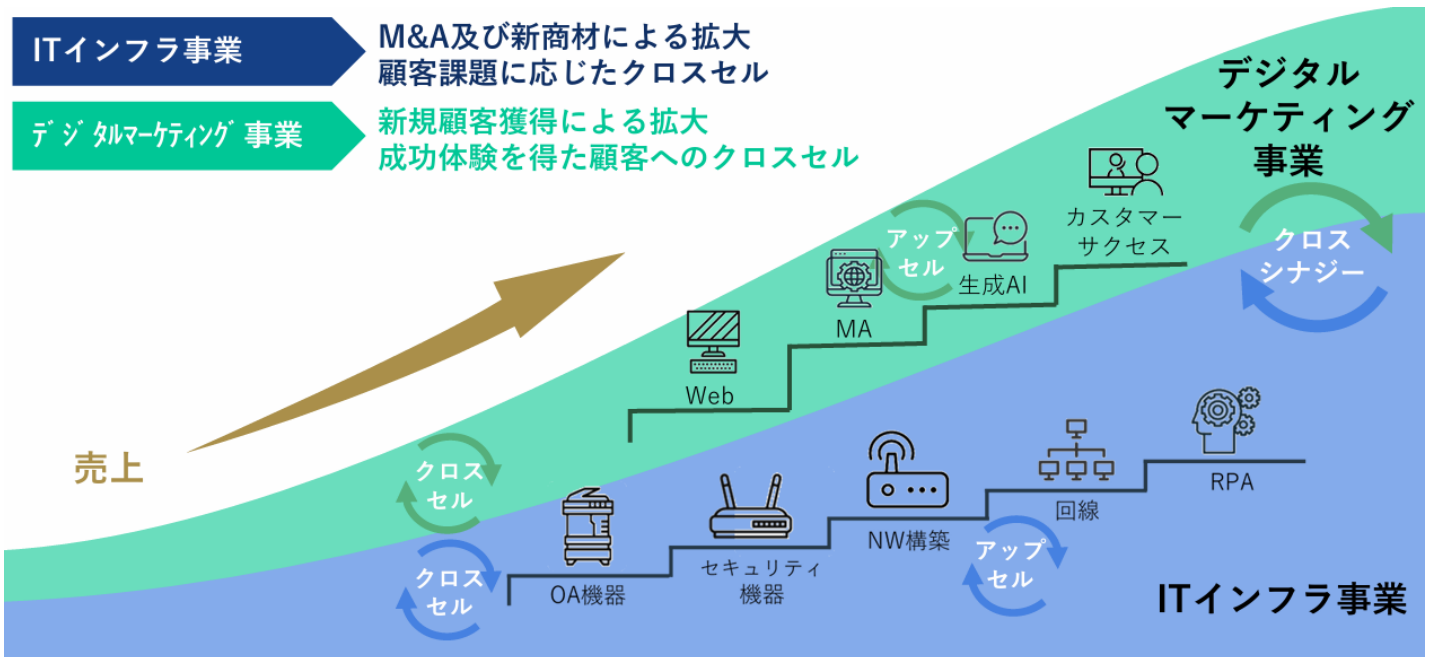
インターネットやIT技術などのデジタル技術を活用して顧客の行動データを収集・分析し、商品やサービスの認知向上や集客、販売促進活動を行うマーケティング手法。

言い換えると「ヒットを介さずに売上を上げていくようなシステム」を言う。

デジタルマーケティング\*関連事業は、Web制作を基本に、Web制作の価値を上げるうえでARや電子ブック制作ソフト、マーケティング・オートメーション(MA)ツールなどの複数商材を提供している。Webの導入後、メンテナンスやアフターフォローをきっちりと行い、4~5年の作り替えの時期にアップセルができる。それを行いながら、MAツールや次サービスとしての生成AIなどをクロスセルしていく。

この両軸で最終的にはデジタルマーケティングの顧客の商品・サービスをITインフラ関連の顧客へ、またITインフラ関連の顧客の商品・サービスをデジタルマーケティングの顧客へ、という、事業部を跨ぐクロスシナジーも拡大していくことによって、同社全体の売上・利益を拡大していく戦略を取っている。

スターティアグループの成長戦略



出所: 同社IR資料

■ ITインフラ事業のビジネスモデル

ITインフラ事業の売上拡大は、顧客単価の引き上げと顧客数の増加による。そのためには営業スタッフの生産性向上とスタッフ増員で対応する考えである。

同社では、ITインフラ事業のKPIとして、営業スタッフ一人当たり付加価値で管理している。それは、総商談時間×生産性からなり、生産性は商談数×成約率×LTV÷総商談時間で算出している。LTVは、顧客との長期的な関係のなかで得られる利益であることから、同社では成約単価と取引継続期間(解約率の逆数)が拡大することで高まると考える。

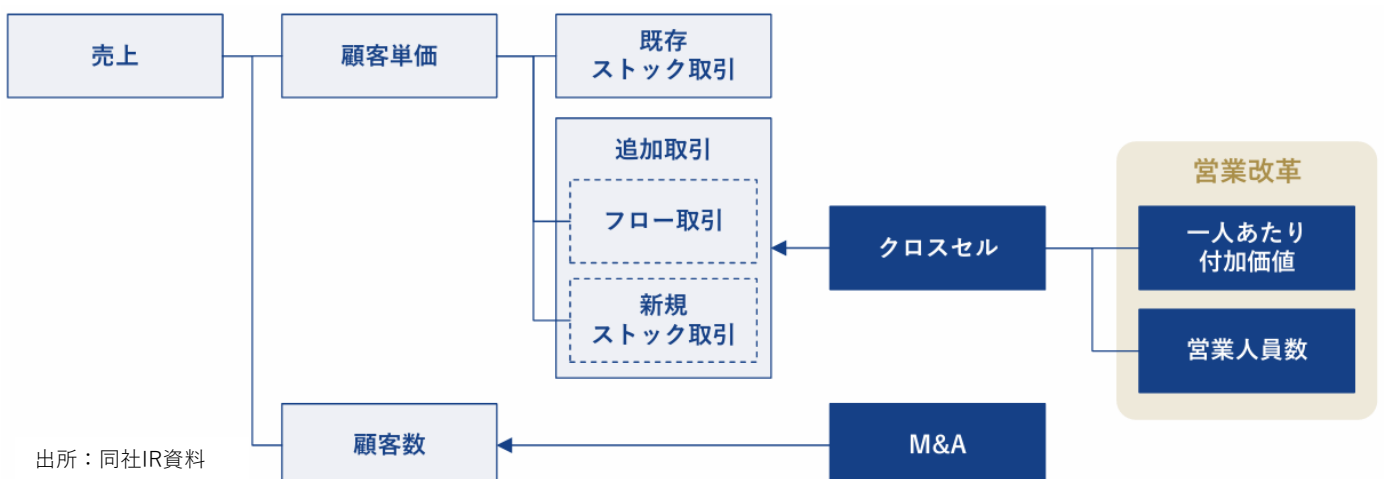
同社では、2022/3期までは、営業スタッフが一人で全プロセス(顧客管理からアポ入れ、訪問商談・契約、納品、アフターフォローなど)を行っていた。そのため、総商談時間と生産性の双方に課題が多く、同社全体の業績は伸び悩んでいた。

そこで同社経営陣は、同社内の新規IT基盤導入が完了した2022年4月から、ITインフラ事業の営業改革に取り組んだ。自社のこれまでの営業プロセスを見直し、商談工程の前後のプロセスは営業以外のスタッフに分担し、営業スタッフは商談(資料作成・訪問・契約)だけに特化するという分業体制に変えた。その結果、経営陣の目論見通り、総商談時間と生産性の両方で成果が上がり、一人当たり付加価値が増加し、2023/3期からの同社全体の業績拡大基調にスイッチが入った。

営業改革により、顧客ニーズに寄り添ったきめ細かなサービスをワンストップで提供する体制がさらに充実したことで顧客満足度が上がり、解約率の低下と追加取引の増加につながった。そして、もう一つの効果は、営業改革から生まれる利益増を、従業員の待遇改善と教育・研修に投資したことで、社員の定着率と採用力が向上したという。社員が定着したことでノウハウが蓄積され、提案力が一段と向上し、顧客満足度向上につながり、解約率が低下し、顧客との長期的関係が強化され、アップセルやクロスセルの商機拡大⇒追加取引の増大⇒顧客単価(ワンストップの請求書1枚)の引き上げという好循環が実現できている。

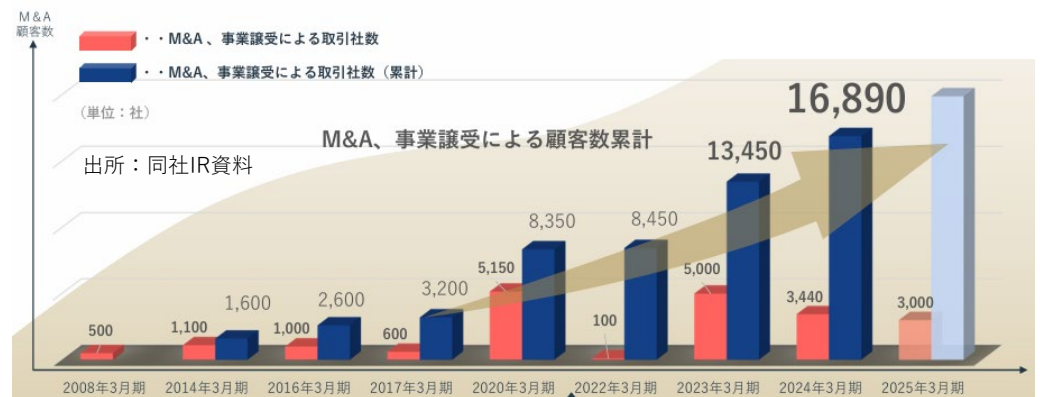
同社のITインフラ事業での顧客数は累計で約43,000社(2024/3末時点)。新規開拓だけでなく、M&Aを通じて積み上げてきた。同社の顧客ターゲットは、従業員数が300名未満の、IT環境が十分整っていないような中小企業で、同社では全国に204万社あると推定している。IT・DX活用を進めたいが、躊躇や不安のある経営者に寄り添うことが需要開拓には必要と考え、顧客数を伸ばして行く考えである。

ITインフラ事業の売上拡大戦略の分解図



■ 顧客として取り込むM&Aと、グループ内新戦力として取り込むM&A

帝国データバンク調べによる日本の中小企業の経営者の平均年齢は2023年時点で60.5歳である。高齢化していく中小企業の多くが直面している採用難や事業承継といった課題は、同社の顧客に限らず、主に単一商材の事務用機械器具を取り扱っている卸売業者(≒同社の同業者)にも共通している。同社は事業承継やM&Aを通じて、全体の4割近い16,890社(2024年3月末時点)を顧客として取り込んでいる。



一方、顧客としてではなく、マーケティング・パートナーとして、同業社とその従業員と販路・顧客をM&Aでそのまま同社グループ内に取り込み、同社の経営ノウハウ導入による業務改善や、複数商材のクロスセル手法で顧客単価引き上げを通じて営業力を強化してきた実績に自信を持っている。開示されている代表的なM&A実績は、株式会社エヌオーエスの株式取得(2015年10月)、ピーシーメディア株式会社の株式取得(2016年7月)、株式会社Sharp Document 21yoshidaと株式会社吉田ストアのITインフラ事業を譲受(2021年11月)、ビジネスサービス社の株式取得(2023年10月)などである。

同社ではM&Aの諸条件でスクリーニングを行い約700社をターゲットとしてリストアップし、同社からアプローチを進めているという。引き続きM&Aなどを通じて営業ネットワークを広げる機会を探している。

また、2024年1月に同社のITインフラ事業の中核子会社スターティア社が富士フイルムビジネスイノベーションジャパン株式会社と合弁会社「富士フイルムBI奈良株式会社」(資本金50百万円：同社側66.6%出資)を設立したことは、数億円規模の資金異動やのれんが生じるM&A形式とは違って、低コストで短期間に効率よく営業テリトリーの拡大を推進できるという点で画期的な顧客開拓手法であると考えられる。これは、奈良県内の旧ゼロックス社の約3,000社の顧客を、合弁会社が合弁先の従業員とともに引き受け、合弁先の販路や同社既存のネットワークを通じて、旧ゼロックス社の商材だけでなく、同社取り扱いの複数商材をアップセル・クロスセルしていくというもの。顧客満足度向上の果実としての利益は、出資比率に応じて配分されるため、同社・合弁相手・顧客がWin-Win-Win関係を享受できる。同合弁事業は2024年4月から始動したばかりで、収益寄与はまだ小さい。今後、成功が確認されていけば、他の地域などでも同様のアライアンス・モデルを順次展開し事業拡大戦略を加速させていくことは、経営陣の視野に入っていると容易に想像できよう。

### ■ デジタルマーケティング関連事業のビジネスモデル

同社の連結子会社のクラウドサーカス社は、「働くに楽を。」を企業パーパスとし、専任担当や専門知識がなくても使いこなせる、中小企業にちょうど良いプロダクトというコンセプトのもと、11の商材からなるSaaSツール群を展開している。それが、「顧客を増やす・育てる」を実現するデジタルマーケティング・ツール「Cloud CIRCUS」で、サブスクリプション・モデル(継続課金型)として提供している。

ターゲットとしている企業像は、売上を伸ばしたい中小企業(1,000名以下の従業員規模)で、BtoB/BtoC/代理店業まで、業種は問わない。

多くのSaaS企業はエンタープライズ(大企業)向けに多機能・高単価でARR\*を伸ばしやすい特性がある半面、競争が激しい。

これに対しCloud CIRCUSは、中小企業向けに安価で使いやすいシンプルなサービス形態をとっており、「中小企業が頼れる」マーケティングSaaSポジションを確立している。11の商材(ツール)を持っているのが強みで、対象顧客に単一商材だけを導入して終わりではなく、追加的に複数の商材をクロスセルすることによって、一社当たりのARPUを大きくしていきARRを成長させていく戦略である。

同社では、顧客を増やす5つの課題領域として「情報発信」、「集客・広告運用コンサルタント」、「顧客体験価値向上」、「見込み顧客育成と顧客化」、「解約防止およびリピート増」を挙げている。

下表に示すように、各課題領域に対応する形でCloud CIRCUSの11種類のツールが開発・展開されている。「集客・広告運用コンサルタント」の領域にはツールの適用がないものの、同社内の広告運用やサイト構築のノウハウを基に、マーケティング・コンサルティングや運用のサポートも提供しているという。

同社では2020/3期までパッケージソフトの形式で販売していたが、2020年4月からサブスクリプション・モデルに完全移行した。

\* ARR(Annual Recurring Revenue: 年間経常収益)とは、毎年決まって得られる収益を意味する。ARRには一時的な売上や初期費用を含まず、主にサブスクリプションサービス(月額・年額制)から得られる年間売上が該当する。

### Cloud CIRCUSの11種類のツール

課題領域	提供ツール	サービス内容	無料版
情報発信	ActiBook (アクティブック)	電子ブック 制作ソフト、動画共有	有
	BlueMonkey (ブルーモンキー)	WebCMS & オウンドメディア構築	
	Plusdb(プラスディービー)	データベース構築	
集客・広告運用コンサル	(適用なし)		
顧客体験価値向上	COCOAR (ココアル)	ARアプリ 作成ソフト	有
	LESSAR (レッサー)	ウェブブラウザ用AR制作ソフト	有
	IZANAI (イザナイ)	チャットボット	有
顧客育成・顧客化	BowNow (バウナウ)	マーケティングオートメーション(MA)	有
解約防止・リピート増	Fullstar (フルスタ)	カスタマーサクセスマネジメント (CMS)	有
その他	CMP	同意管理ツール	
	LP Builder	ノーコードWebページ作成	有
	Metabadge(メタバッジ)	次世代ファンコミュニティサービス(NFT)	

出所：同社IR資料よりSIR作成

■ 販売戦略と組織体制をテコ入れ

同社の販売戦略は、フリーミアム戦略\*で顧客開拓の先鞭をつけ、営業部隊の手厚い対応で有料顧客を獲得するという、営業主導のSLG\*戦略を展開していた。2022/3期は先行的な広告宣伝投資の効果もあり、事業基盤の拡大は一定程度で実現したものの、収益性に課題が残ったと経営陣は判断した。その反省もあり、2023/3期は、マーケティング費用や人手等の投入リソース量に比例しない成長の道筋としてPLG\*を導入し、PLGに重点シフトしながら従来のSLGを掛け合わせていくことで一社当たりのARPUを引き上げていく戦略に方針転換した。これは、抑制的なCAC(顧客獲得費用)での見込み顧客の獲得手法が確立できたと評された半面、社内リソースの分散や顧客層との親和性等の課題から、成果は不十分だったと経営陣は判断した。

一方、販売組織体制は、BtoB企業/BtoC企業/パートナー企業といった顧客タイプ別に分かれ、一顧客に集中して全てのツール・プロダクトをアピールしてクロスセルに結びつけることを重視した顧客軸中心だった。この体制では、営業スタッフは全てのプロダクトについて一定以上均等に習熟する負担が重く、成約率や単価は同社経営陣が期待したほど上がりにくかったという。

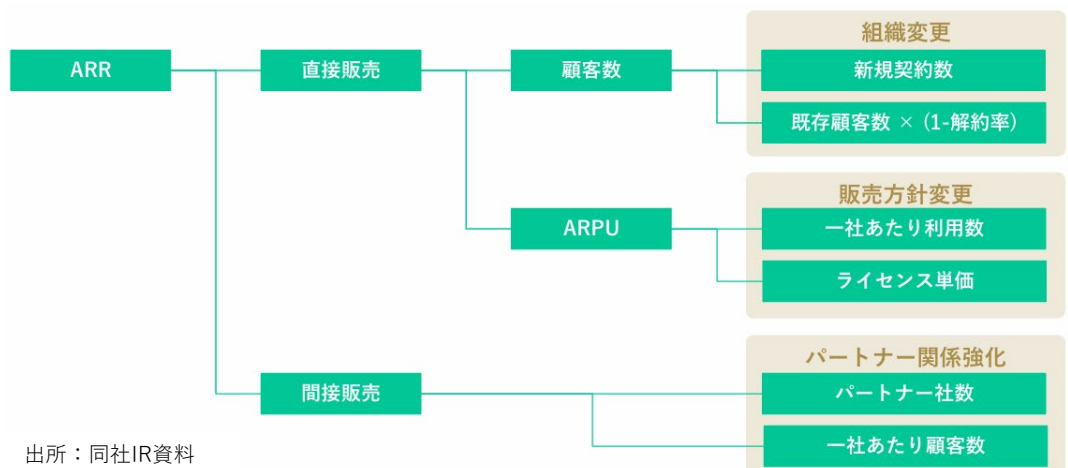
その結果は、デジタルマーケティング関連事業のセグメント利益が2021/3期Q3から2023/3期Q3までの8四半期連続赤字という形で表れた。もっとも、2023/3期までの約2年間、計約60億円規模の開発投資を行っていたことが大きいのだが、販売戦略と組織体制を抜本的に見直すきっかけになった。

テコ入れ策として同社は、2024/3期からSLG主体の体制に再変更した。そしてSLGの下で、収益性を改善しつつ、成長を継続/加速するための方策として、①組織体制の変更、②販売戦略の修正、③パートナー販売(間接販売)への注力、を実施した。組織体制は以下の5つの注力プロダクト別の事業部に変更された。

**\*フリーミアム戦略**とは、ツールを無料で使えることによって顧客側担当者がデジタル化に挑戦するハードルを下げ、「お試し」期間中に導入の成果や効果を実感したら、有料版に徐々に切り替えていけるようにしている。

**\* SLG(Sales-Led Growth)**とは、営業部隊が人海戦術的に顧客課題にマッチした提案営業で商材を組み合わせて高単価な受注を得るという同社が得意とする営業スタイルである半面、CAC(顧客獲得費用)が高みがちという特徴がある。

**\* PLG(Product-Led Growth)**とは、CACを抑えるために無料版を配布し、潜在顧客にそのプロダクト機能やその価値を体験してもらい有料化に導き顧客化していく営業スタイル。



出所：同社IR資料

販売戦略の修正では、「使ってもらうこと重視」の低価格プランを停止し、代わってプレミアムサポート付きでの販売に注力し、顧客属性に適した関連製品のパッケージ販売を開始するなど、顧客の成果実現と顧客単価向上を目指した。これは実質的な値上げであるが、同社では提供価値に見合う価格設定としている。

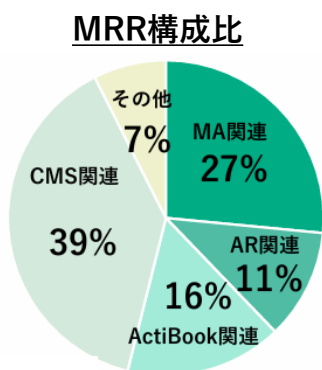
従来、同社は直接販売をメインに展開していたが、間接販売(パートナー販売)も取り入れて拡販を進めることを打ち出した。大手ディストリビュータや「ローカルキング」と呼ばれる地場大手有名企業をパートナーとして取り込み、パートナー企業には同社取扱商材を販売してもらうことで、直販では困難な、地方の潜在需要の顕在化をパートナーとともに実現するというもの。要するに、M&Aではなく、販売チャンネルをノンオーガニックに拡大するアライアンス戦略である。

その第一弾が、2023年2月発表のクラウドサーカス社とSB C&S株式会社とのディストリビューター契約で、SB C&S社の全国12,000社の販売ネットワークを活用し、「Cloud CIRCUS」の11ツールの活用提案販売などを進める。同年9月にはクラウドサーカス社は鹿児島県を拠点とする総合商社、南国殖産株式会社と顧客紹介取次契約を締結し、地方のDX化推進の切り札としても注目されるデジタルマーケティングを、「Cloud CIRCUS」を拡販することで進めている。これと同様に、クラウドサーカス社は、2024年1月に、株式会社福島銀行、東北コピー販売株式会社と、東北地方・栃木県・茨城県・埼玉県における中小企業へのデジタルトランスフォーメーション支援を目的に、「中小企業DX支援に係る3社間業務提携」を締結した。直近では8月に、クラウドサーカス社は株式会社識学とセールspartner契約を締結した。内容は、クラウドサーカス社のMAツール「BowNow」と、識学社のマーケティング組織のマネジメント・ノウハウを生かし、統合的な導入・活用支援を行い、これにより効率的かつ効果的なマーケティング活動を実現し、日本の中小企業の発展を支援するというもの。

同社経営陣は、パートナー販売で同社のMAツールを導入した顧客に対して、同社やパートナーが同社のWebやAR、電子ブックなどのツールをクロスセルすることも視野に入れており、同時にパートナーの成長の可能性も期待しているという。

前頁で述べたように、販売組織体制が注力プロダクト別に変更されたこともあり、パートナーとの重点ツールも明確になった。Web制作・CMS中心のBlueMonkey、AR中心のCOCOARとLESSAR、電子ブック中心のActiBook、CSM\*中心のFullstar、そして全体を束ねるMAツールを中心としたBowNowである。左図は、2025/3期上半期における主要プロダクト別のMRR構成比である。

\* CSMは、カスタマーサクセスの担当者やチームをマネジメントし、「顧客の成功」の実現を目指すうえで、解約防止・リピート増をサポートする。



出所：同社IR資料

**BowNow(バウナウ)**：導入先企業のWebサイトにアクセスしてきた見込み客の育成から顧客化までのプロセスにおいて、見込み客情報を一元管理し、閲覧ログから判断して購買意欲の高い見込み客(ホットリード)の絞り込みまでを自動的に行うという**マーケティング・オートメーション(MA)ツール**。そこから先の商談などの営業活動や顧客化の実現を後方支援する。

2016年1月リリースのBowNowは、2024年7月時点での累計導入実績が14,000件超、国内MAツール導入市場でのシェア(件数ベース)は22.7%でトップである。米系HubSpot社が2位(15.9%)、3位は米系Salesforce社のAccount Management(15.1%)、国産ではSATORI株式会社のSATORIがシェア5.8%で5位である。

BowNowが最も受け入れられている差別化要因は、無料版を展開している点と競争力のある安価な料金体系である。HubSpot以外の他社は無料版の展開がない。HubSpotの有料版の月額料金は低い順に1,800円(Starter)、96,000円(Professional)、432,000円(Enterprise)となっている。これに対しBowNowは低い順に15,000円(エントリー)、36,000円(スタンダード)、60,000円(ビジネス)、100,000円(プレミアム)となっており、導入する中小企業の経営者から見れば、総じて「過度の負担感のないリーズナブル」な水準に映るのではないだろうか。

低価格を実現できている理由は、継続的に使ってもらうことを念頭に、中小企業には過分もしくは使いこなすのが難しい機能を削除し、必要最低限の機能だけに絞って提供していることによる。シンプル設定・簡単操作にこだわったプロダクトと手厚いカスタマーサクセスをパッケージとして提供しているため、中小企業経営者からすれば不安なく導入できる。

**各社MAツールの価格比較(年額)\***



\*： 同社調べ。価格の同社比については、中間プランがある場合は中間プラン同士を、ミニマムプランのみの場合は同社の中間プランとミニマムプランを比較。  
出所：同社IR資料

**BlueMonkey(ブルーモンキー)**：一般的にCMS(Contents Management System)と呼ばれる、自社ウェブサイトのコンテンツ制作・更新を簡単にする**情報発信ツール**。プログラミングなどの専門知識なしでも簡単に操作できる。BtoB企業がホームページから商談を作るための戦略・構築・ツール支援を一気通貫で提供する。アクセス数をより増やしたり、アクセスしてきた顧客に的確な情報をスピーディに提供・対応することができる。2024年7月時点での累計導入実績は2,300件超。

**LESSAR(レッサー)**：アプリなしでスマホのカメラから手軽で直感的な**AR体験**を可能にするWeb AR作成ツール。2012年から同社では**COCOAR(ココアル)**という、アプリをダウンロードして使う形のARサービスを提供している(ダウンロード数は累計440万超)。一方で、アプリをダウンロードすることに消極的なユーザーのAR体験ニーズに応えるため、Webブラウザで簡単にARを体験できるLESSARを提供している。LESSARは、顔認識ARや空間認識ARといった様々な技術に対応したARの種類・機能が豊富で、イベントなどで手軽に活用できる点が特徴である。2024年7月時点での累計導入件数はCOCOARの7,300件を超える8,200件となっている。

LESSARを使って消費者に追加的**価値**を提供するという事例として、11月にプレスリリースされたコクヨ株式会社の新商品「キャンパス 肉球ソフトリングノート」の発売を記念したプロモーション『肉球ソフトリングAR』が興味深い。『肉球ソフトリングAR』は、スマートフォンで専用サイトにアクセスし、LESSARを起動してノートにかざすだけで簡単にAR体験が可能。ノートの裏表紙にデザインされた犬や猫のシルエットが画面上で動き出す。また、スマートフォンを通じて、周囲の景色に犬や猫のシルエットを映し込みながら撮影を楽しむこともできるという。このユニークなAR体験を通じて、新商品に込められたユニークなデザインや魅力をさらに引き立て、消費者に新しい楽しみ方を提案するとしている。



出所：<https://www.startiaholdings.com/media/press-release/a966>

**ActiBook(アクティブック)**：3ステップで作成から配信までできる電子ブック作成ツール。PDFファイルを簡単に電子カタログにできるため、修正・更新の度に発生する印刷・物流費用を減らすことができる。ActiBookに変更することで、PDFでは不可能だった閲覧数や閲覧時間などを計測することも可能となる。また営業資料を電子ブック化しActiBookで管理すると、閲覧ログ機能で資料の顧客閲覧状況を確認することができる。2024年7月時点での累計導入実績は18,000件超。

**Fullstar(フルスタ)**：サブスクリプション型の顧客がいかにサービスを継続的に利用しているか、どの顧客が不満や負担・課題を抱えているかなどを可視化して、サービス解約の可能性が高い顧客をピックアップでき、その顧客に合ったフォローをしていくことで**解約防止とリピート増**をサポートするツール。2021年4月リリースで、2024年7月時点での累計導入実績は1,500件超。



中期経営計画

■ これまでのところ営業利益は計画値を上回って連続増益を達成

同社は2020年5月に、2021/3期から2025/3期までの5ヵ年「中期経営計画 NEXT'S 2025」を策定。その骨子は「デジタルマーケティング事業への戦略的投資によるブランド強化並びに、サブスクリプションモデル(継続課金型)への完全転換を実行し、ITインフラ事業においては商材と販売エリアの継続拡張を行うことで、変革と成長の2軸による更なる進化を目指し、企業価値向上に努める」というものだった。業績目標は、最終年度の2025/3期に売上高25,000百万円、営業利益3,300百万円、年間配当額は50円(配当性向30%)、またROE10%以上と時価総額500億円を定量目標に掲げていた。

興味深いことに、計画初年度の2021/3期は、営業利益の期初計画は200百万円の赤字であったが、最終的に21百万円の黒字で着地。2022/3期と2023/3期は売上高が計画値に未達だったが、営業利益は計画値を上回って連続増益を達成していた。またROEも2022/3期21.7%、2023/3期24.4%と目標をクリアし、30%の配当性向も当初目標の2024/3期を1年前倒して2023/3期から実施した。

2023/3期決算発表時に、同社は2024/3期と2025/3期の計画変更を併せて発表した。それは、想定より長引いたコロナ禍や電力取引価格高騰、半導体不足など、計画策定時の想定前提条件が大きく変わったことに加え、ITインフラ事業での営業改革やデジタルマーケティング事業での販売戦略・組織体制の見直しなどで、売上高の伸びに鈍化傾向が見られていたため、売上高計画を下方修正した。しかし営業利益計画は2024/3期2,000百万円に小幅上方修正、2025/3期は2,500百万円に引き下げた。一方、当初計画時には年率20%以上の増収率目標を挙げていたが、全社的に収益化フェーズに移行したとの判断から、10%以上の営業利益率に置き換えた。配当性向の見通しも、2024/3期以降35%に引き上げると発表した。

注：下表の2025/3期の売上高・営業利益・年間配当の会社予想値は2024年11月の上方修正後の数値。

ただし、各セグメントの会社予想値は修正値が開示されていないため、期初計画値を表示している。

直近5期の業績推移

セグメント	(百万円)	2020/3	2021/3	2022/3	2023/3	2024/3	2025/3会予
		中期経営計画「NEXT'S 2025」					
ITインフラ	売上高	10,395	10,641	13,135	16,807	16,057	17,330
	フロー売上	6,331	6,259	7,241	8,957	9,190	
	ストック売上	4,064	4,382	5,894	7,850	6,867	
	ストック売上(電力除く)	4,064	4,382	4,397	5,284	5,468	
	セグメント利益	598	285	757	1,835	1,891	1,749
	同利益率	5.8%	2.7%	5.8%	10.9%	11.8%	10.1%
	EBITDA	704	377	871	1,986	2,031	
デジタルマーケティング	売上高	2,257	2,580	2,804	3,195	3,510	3,870
	フロー売上	863	972	828	900	889	
	ストック売上	1,394	1,608	1,976	2,295	2,620	
	セグメント利益	137	-121	-274	-157	292	690
	同利益率	6.1%	-4.7%	-9.8%	-4.9%	8.3%	17.8%
	EBITDA	191	-88	-124	177	510	
合計	売上高	12,778	13,324	16,011	20,004	19,571	21,450
	YoY	7.3%	4.3%	20.2%	24.9%	-2.2%	9.6%
	営業利益	732	21	344	1,724	2,282	2,620
	営業利益率	5.7%	0.2%	2.1%	8.6%	11.7%	12.2%
	EBITDA	993	239	662	2,258	2,712	
	年間配当(¥)	9.00	10.00	14.00	41.00	69.00	102.00
	配当性向	40.1%	-75.5%	14.0%	30.3%	41.7%	54.5%
	ROE	4.7%	-2.8%	21.7%	24.4%	24.8%	

出所：同社の各種開示資料よりSIR作成

直近2期の  
決算レビュー

■ 2024/3期実績：デジタルマーケティング関連事業が投資回収期入り

売上高は前期比2.2%減の19,571百万円、営業利益は同32.4%増の2,282百万円、営業利益率は11.7%、ROEは24.8%となった。

売上高は微減収となったが、各利益段階は期中に上方修正された予想値を上回り、中期経営計画通りに過去最高益を更新した。ITインフラ事業におけるパートナー販売経由でのMFP(複合機)、ネットワーク機器、ビジネスフォンなどの販売が堅調に推移し、デジタルマーケティング関連事業ではCloud CIRCUSの売上が想定以上に増加したことなどが、期中修正計画値を上回った要因である。

ただし、MFPなどの主要商材に2023年10月開始のインボイス制度の影響による特需が生じたことや、2022/3期から始めた電力販売における電力調達コストの下落に伴う販売採算の想定以上の増加など、一過性的要素が重なった。なお、電力販売に関して、年間を通して新規の営業活動は行わなかったため、解約が進んだという。

ITインフラ事業では、電力を除くストック売上が前期比3.5%増、フロー売上もメイン商材が堅調に伸びたことで同2.6%増と、概ね計画通りにしっかりと売上を伸ばせたことでセグメント利益を安定的に伸ばすことができた。

先行投資が終了したデジタルマーケティング関連事業では、2022年12月と2024年3月にCloud CIRCUSの一部プランの月額料金の値上げに加え、サブスクリプション・モデルの順調な積み上がりに伴ってMRR(月次経常収益)が増加し、ストック売上が同14.2%増となり、フロー売上の微減収を補った。その結果、セグメント利益は期初計画を上回る292百万円の黒字となり、投資回収フェーズに入ってきた。

ちなみに、同事業におけるフロー売上活動とは、SaaSツールを伸ばす上でのWeb制作費あるいはSaaSツールにおける受託開発の一部ニーズとして付随的に発生する売上との解釈から、同社では積極拡販する意向はなく、每期概ね横ばいで推移するとの見通しを持っているという。

直近10四半期の業績推移

セグメント	(百万円)	2023/3				2024/3				2025/3	
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9
ITインフラ	売上高	3,941	4,401	4,126	4,339	4,092	4,119	3,693	4,153	4,363	4,569
	フロー売上	2,090	2,276	2,141	2,450	2,379	2,365	1,999	2,447	2,600	2,636
	ストック売上	1,851	2,124	1,986	1,889	1,713	1,754	1,694	1,706	1,736	1,960
	ストック売上(電力除く)	1,313	1,307	1,339	1,325	1,354	1,343	1,397	1,374	1,464	1,456
	セグメント利益	277	656	406	496	554	602	236	499	381	590
	同利益率	7.0%	14.9%	9.8%	11.4%	13.5%	14.6%	6.4%	12.0%	8.7%	12.9%
	EBITDA	317	692	443	534	587	633	275	536	417	625
デジタル	売上高	693	760	814	928	841	851	823	995	894	942
マーケティング	フロー売上	134	199	240	327	212	203	166	308	167	200
	ストック売上	559	561	574	601	629	647	658	886	727	742
	セグメント利益	-95	-56	-35	29	32	51	62	147	114	173
	同利益率	-13.7%	-7.4%	-4.3%	3.1%	3.8%	6.0%	7.5%	14.8%	12.8%	18.4%
	EBITDA	-38	7	36	172	89	111	127	183	181	242
合計	売上高	4,635	5,432	4,939	5,268	4,934	4,973	4,516	5,147	5,258	5,512
	YoY	35.0%	52.7%	27.2%	2.6%	6.5%	-8.4%	-8.6%	-2.3%	6.6%	10.8%
	営業利益	192	632	388	512	634	654	353	639	533	788
	営業利益率	4.1%	11.6%	7.9%	9.7%	12.8%	13.2%	7.8%	12.4%	10.1%	14.3%
	EBITDA	298	747	498	715	730	759	465	758	654	911

出所：同社の各種開示資料よりSIR作成

■ 2025/3期上半期実績：アップセルとクロスセルの成果が顕在化

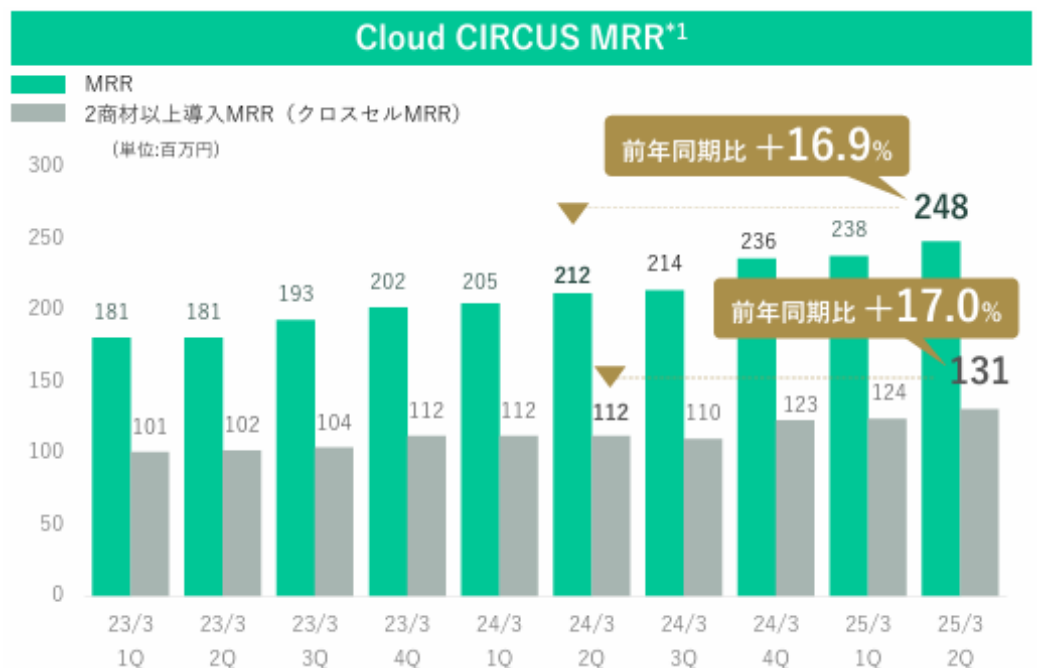
11月8日、2025/3期上半期決算が発表された。売上高は前年同期比8.7%増の10,770百万円、営業利益は同2.5%増の1,322百万円、経常利益は同2.2%増の1,338百万円、当期利益は株式給付引当金取り崩しによる課税所得減少により同19.1%増の1,013百万円となった。

売上・利益とも上半期の期初計画値を上回った分が、期初の通期計画に上乗せされる形で通期見通しが上方修正された。同日発表の修正会社計画は、売上高が同9.6%増の21,450百万円、営業利益が同14.8%増の2,620百万円、経常利益が同16.7%増の2,630百万円、当期利益が同16.4%増の1,800百万円である。また、年間102円への増配も併せて発表された。

ITインフラ事業では、ランサムウェアなどの脅威から守るサイバーセキュリティへの対応ニーズの高まりによりネットワーク関連機器の販売が好調だったこと、ビジネスフォンのリプレイスが好調だったことなどで、フロー売上が好調に推移した。また、光コラボレーション(光回線サービス)などのストック商材の拡販に注力したことで、ストック売上も好調に積み上げることができた。新パートナーとして加わったビジネスサービス社と富士フイルムBI奈良社の期初からの貢献も増収に寄与した。セグメント利益は、新卒入社や昇給等による人材関連費のコスト増と前年上半期の特需の反動などから期初時点では減益計画であったが、想定以上の増収効果によりそれらを吸収して前年同期比16%減にとどめた。

デジタルマーケティング関連事業では、パートナー販売などの継続的な販売チャネルの強化やブランド力向上などにより、下図のようにCloud CIRCUSの順調な積み上がりに伴ってMRRがQ2は248百万円に増加し、ストック売上が同15.1%増となり、同事業全体の売上の80%を構成するまでに大きくなってきた。その結果、セグメント利益は同246%増の287百万円となった。

\*MRRは、各四半期末時点のサブスクリプション売上の月額。  
これを12倍したものが年換算のARRで、年間ストック売上の近似値となる。



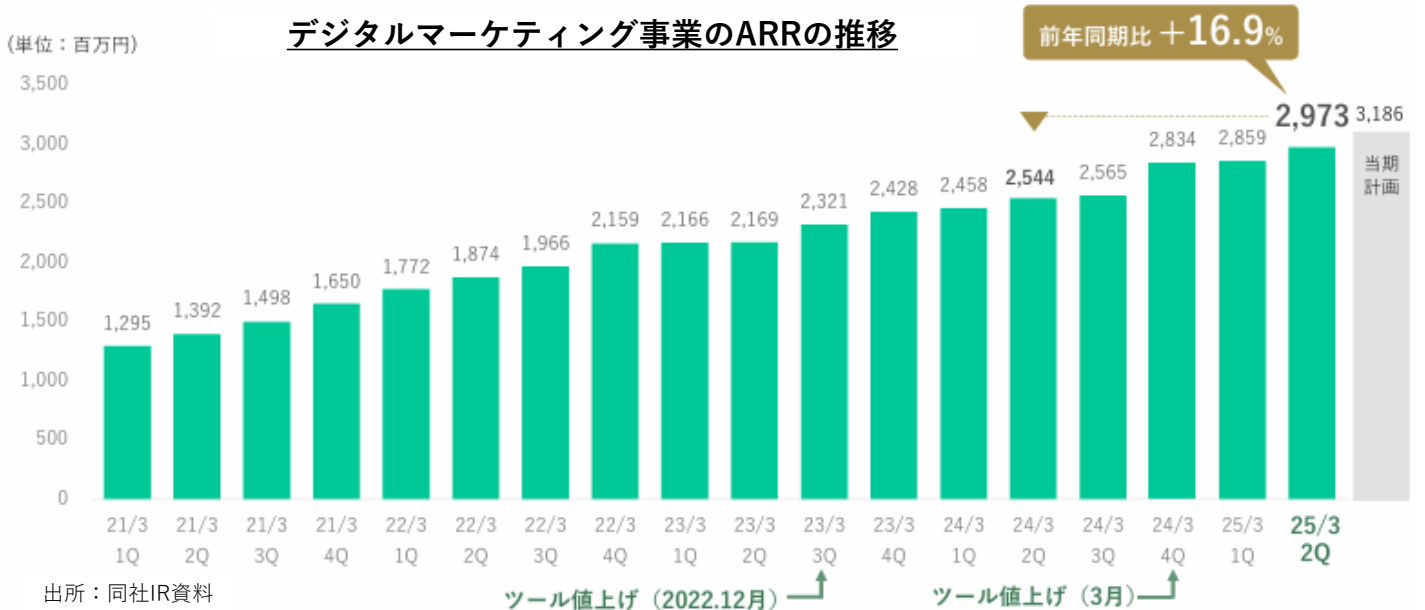
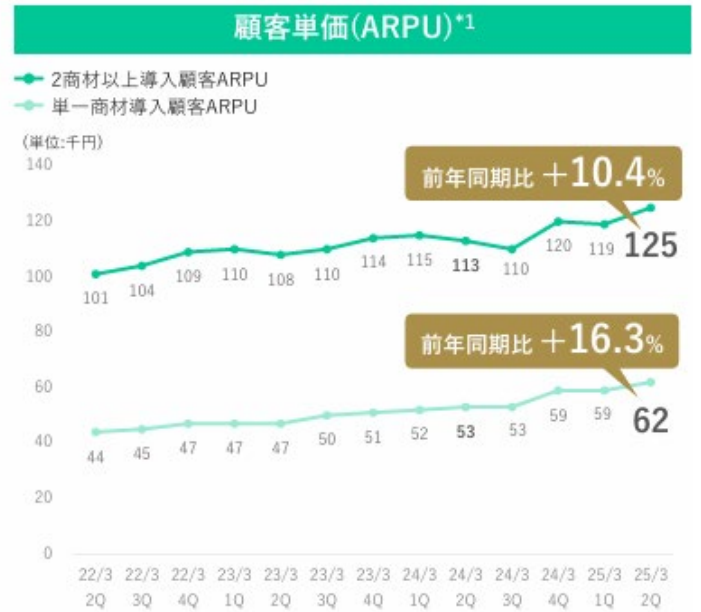
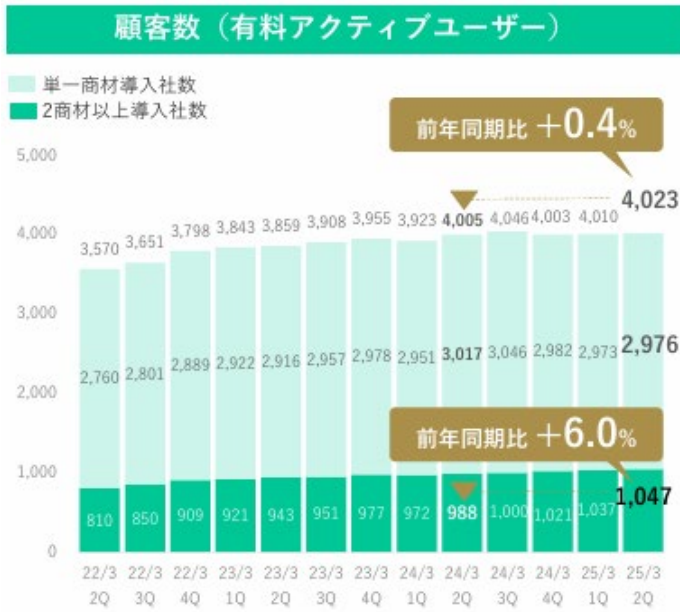
出所：同社IR資料

\*過去12ヵ月平均顧客解約率は、直近12ヵ月間における各月の「月中に解約となったライセンス数÷前月末時点でのライセンス数」の平均値。

\*ARPU=各四半期末時点のMRR/契約社数

同社では、料金改定はカスタマーサービスがより充実している高位プランへのアップグレードを促すのが目的で、長期利用を通じたクロスセルとアップセルの機会も視野に入れている。ところが、2024年3月の低価格プランの値上げを嫌ったユーザーからの解約がQ1(4-6月期)に集中した。その後は一段落し、過去12ヵ月平均顧客解約率\*は2024年9月末時点で1.6%と、前年同期と同水準および概ね同社の想定範囲で収まっているという。

一部解約は、有料アクティブユーザーのうち単一商材導入社数が2024/3期Q3末の3,046社から2025/3Q1末に2,973社に後退した点に表れている。一方で2商材以上導入社数が順調に増加している点は注目し値する。また、2商材以上導入顧客のARPU\*が月額125,000円と、単一商材導入顧客の同62,000円の2倍に増加し、全体のARPUミックスが上向いている。これがアップセルとクロスセルの成果であると言える。なお経営陣は、追加値上げの可能性は当面ないことを明らかにしている。



株価インサイト

■ 業績拡大に株価が追い付いていない

2025/3期は同社の「中期経営計画 NEXT'S 2025」の最終年度にあたる。最直近の会社計画は、売上高が前期比9.6%増の21,450百万円、営業利益が同14.8%増の2,620百万円、経常利益が同16.7%増の2,630百万円、当期利益が同16.4%増の1,800百万円、EPSは187.12円、DPSは102円である。同社のビジネスモデルは、サブスクリプション・モデルによるストック売上が全体の約半分を占めることから、業績のレジリエンスが高い。通期会社計画に対する上半期業績の進捗率は50%を超えていることも踏まえると、上記の通期見通しの達成可能性は非常に高いと考えるのは自然であろう。そうなれば、3期連続最高益更新となり、売上高営業利益率は12.2%、ROEも25%と、中期経営計画目標のそれぞれ10.0%をクリアできる見通しである。

同社の株価は、2024/3期決算と2025/3期会社計画および増配方針が発表された5月半ばに急上昇し、約3年振りに上場来最高値を更新した。また11月8日発表の2025/3期上半期決算と通期見通しおよび期末配当額の上方修正が好感され上伸し、足元では史上最高値圏にある。

一方、株価バリュエーションは、今期会社予想PERは12倍弱、EV/EBITDAは6.2倍、配当利回りが4.4%、直近四半期末基準のPBRが約3倍である。小型株の銘柄特性があるとはいえ、単年度ファンダメンタル・バリュエーションの観点からは、IT・DX関連銘柄に特有のグロース株の特性よりも、バリュー株に対する市場評価のように見える。

もっとも、同社は、株主還元積極姿勢を示してきたことから、配当利回りの高さに市場の関心が集まってきた。今後は配当の長期的な成長性を議論することで再評価される余地はあろう。

スターティアホールディングスの直近5年の株価チャート (週足)



出所: TradingViewよりSIR作成

■ 配当割引モデルと現株価から逆算した同社の潜在成長率は2%もない

同社では、中期経営計画とともに累進配当と配当性向を明確化し、今期の配当性向を55%に引き上げた。EPSが赤字に転落した2021/3期でも10円に増配した実績から、たとえ減益になっても、来期以降も増配を続ける可能性が高いとSIRでは考える。

SIRでは、直近の株価水準は同社のどの程度の配当成長性を見込んで形成されているのかを、配当割引モデルを使って逆算してみた。同社の株主資本コストを算定するにあたり、リスクフリー・レートは財務省の金利情報<sup>1)</sup>から1.103%、市場リスクプレミアムは「株式マーケットデータ<sup>2)</sup>」のHPから5.04%、同社ベータ値はSPEEDAのデータから、同社株の日次3年分の1.062を用いて算出した。その結果、株主資本コストは6.46%と計算された。次に配当は2025/3期の102円を起点として永久成長率を2026/3期以降も同じとした。そのうえで、一株当たり理論株価が直近株価2,320円に近くなるように永久成長率を調整すると、概ね1.5%で一株当たり理論株価が2,273円となった。下表の感応度分析は、ベータ値と永久成長率を変数とするデータテーブルで、直近株価レンジ(水色ハイライト部分)から逆算されるベータ水準と永久成長率水準がどの辺りかをインプライしている。

すなわち、直近の株価(2,320円)が示唆する同社の利益(配当)成長率は2%もなく、いわゆる同社のサステナブル成長率の11.25% [= 予想ROE25% × (1 - 配当性向55%)]までは期待していないこと、および逆に利益成長性の確度が高まれば、その分の上値余地が非常に大きいことを意味していると、SIRでは考える。

1)財務省の金利情報

[https://www.mof.go.jp/jgb/reference/interest\\_rate/index.htm](https://www.mof.go.jp/jgb/reference/interest_rate/index.htm)

2)「株式マーケットデータ」の市場リスクプレミアム

<https://stock-marketdata.com/riskpremium-japan.html>

配当割引モデルから示唆された直近株価の成長性ポジション

	予測				
	2025/3	2026/3	2027/3	2028/3	2029/3

一株年間配当(円)	102.00	103.53	105.08	106.66	108.26
同成長率(永久成長率と同じ)		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%

資本コストの計算

負債コストの計算 (2024/3期末)

支払利息	13	百万円
平均有利子負債残高	3,646	百万円
税引前負債コスト	0.36%	
税率	32.7%	
税引後負債コスト	0.25%	

資本コストの計算 (CAPMモデル)

リスクフリーレート	1.103%
ベータ	1.062
市場リスクプレミアム	5.04%
株主資本コスト	6.46%

有利子負債(2024/9末)	2,984	11.8%
時価総額(2024/12/30)	22,306	88.2%
合計	25,290	100.0%
加重平均資本コスト	5.73%	

DDM評価(円)

5年分の配当金の現在価値	475
永久成長率	1.50%
最終年度の配当金 × 永久成長率	110
ターミナルバリュー	2,216
ターミナルバリューの現在価値	1,798
一株当たり理論価値	2,273

感応度分析

	永久成長率					
	0.0%	1.0%	2.0%	3.0%	4.0%	
ベータ	0.70	2,367	3,020	4,169	6,724	17,344
	0.80	2,150	2,672	3,525	5,177	9,732
	0.90	1,973	2,399	3,060	4,221	6,795
	1.00	1,824	2,180	2,708	3,571	5,238
	1.10	1,698	2,000	2,432	3,100	4,273
	1.20	1,589	1,849	2,210	2,744	3,616
1.30	1,495	1,721	2,027	2,464	3,140	

出所: 同社財務諸表からSIR作成

## ■ 当面のカタリスト

同社は2024年6月21日に「上場維持基準の適合に向けた計画に基づく進捗状況について」を開示している。これによると、2024年3月31日時点において、プライム市場の上場維持基準のうち流通株式時価総額が不適合であったため、2025年1月から3月末までの期間中に継続して流通株式時価総額が100億円を上回る各種取り組みを進めるとしていた。この基準を達成するための同社株価の日次平均終値は1,565円(≒100億円÷流通株式数6,390,978株)と試算される。しかし、2024/3期決算と2025/3期見通しが開示された2024年5月15日以降、同社株価は一度もこの水準(当期会社予想基準PER8.4倍)を下回っていない。したがって、直近の株価水準はファンダメンタル的に十分サポートされていると考えるのは自然であり、この問題が今後ネガティブ視される可能性は極めて低いとSIRでは考える。

では、ポジティブ・カタリストとして次に期待されるものは何が考えられようか。

ファンダメンタル面では、5月半ばに発表されるであろう次期中期経営計画の内容に関心が集まろう。またその頃に、流通株式時価総額問題もクリアになれば、同社のキャッシュリッチな財務力と旺盛な株主還元意欲から、配当政策と併せて自社株買いの動向もカタリスト視される可能性がある。

トピック的な面では、様々な企業とのパートナー契約や業務提携などでの新展開を、どのようにマネタイズしていくかが注目されよう。

なかでも、2024年7月7日に発表された「生成AIを活用したIR動画の英語翻訳サービス\*」は、中堅・中小企業を中心だった同社の顧客層を、規模の大小にかかわらず様々な業種の上場企業に広げる事業機会をもたらし、加えて外国人投資家コミュニティに同社の存在価値を広く周知することも可能な、画期的なサービスではないかとSIRでは考える。これは、IRリリース動画配信サービス「IRTV」を運営する株式会社IR Roboticsとの業務提携により実現したもので、「IRTV」を利用する企業のIRTV動画を、生成AIを活用し、声そのままネイティブ英語に変換、追加の撮影を行うことなく、海外投資家向けの英語版IRTV動画を制作できる。時代背景として、東京証券取引所が国際的な投資環境整備を目指し、2025年4月からプライム市場上場企業に対し、決算情報等の英文開示を義務付けている。これを追い風に、IRTV利用企業だけでなく、英語版IRコンテンツを安価で効率的かつスピーディーに制作・展開したい上場企業を、IR Robotics社をパートナーにして新たな顧客として取り込む姿勢を見せている。

これに続き、8月14日付で同社は、株主管理プラットフォームを提供する株式会社ウィルズと、生成AIを活用した海外IR動画の制作サービスの共同商品化および販売協力に関する業務提携契約を締結した。これにより、同社とウィルズ社が共同で、生成AIを活用した上場企業の海外向けIR動画コンテンツの制作およびその動画の海外機関投資家への配信を一気通貫で行える仕組みづくりを目指すとしている。

海外IR動画制作サービスは、ITインフラ事業とデジタルマーケティング関連事業に次ぐ同社の第3の収益源に育つ可能性を秘めていると、SIRでは見ている。

一方、ネガティブ・カタリストがあるとするれば、四半期決算ごとで開示されるMRRや顧客数などが伸び悩み・頭打ちとなって表れ、グロース株としてのイメージが薄れていくことであろう。

### \*動画メディア「IRTV」と提携

<https://www.startiaholdings-ai.com/>

本郷社長のアバターによる2025/3期事業計画についての英語プレゼンのIR動画は必見である。

<https://www.youtube.com/watch?v=iu6prgMJQoQ>

Appendix

■ マネジメント体制

同社経営陣は、創業者で代表取締役社長兼最高経営責任者の本郷秀之氏を筆頭に、No.2の笠井充同社取締役兼スターティア株式会社代表取締役、グループCFOの植松崇夫取締役、クラウドサーカス株式会社代表取締役CEOの北村健一取締役に加え、2名の社外取締役(中本哲宏氏と古市優子氏)からなる。また、同社取締役ではないものの、スターティアレイズ代表取締役社長の古川征且氏は1996年の同社創業メンバーの一人。笠井氏も本郷氏が同社の起源である有限会社テレコムネットを創業する前に勤めていた会社の先輩社員で、同社創業メンバーの実質的な一人という。

本郷氏は同社の筆頭株主であるが、持株比率は25.88%(2024年9月末時点)と、創業社長が保有する特定株の割合が目立って高いという訳ではない。

スターティアホールディングスの株主情報 (2024年9月末)

株主名称	保有株式数 (千株)	保有株式 割合(%)
本郷秀之	2,650	25.88
財賀明	505	4.93
日本カストディ銀行(信託E口)	447	4.37
スターティアホールディングス従業員持株会	377	3.68
吉田知広	306	2.99
古川征且	275	2.69
源内悟	255	2.49
光通信(株)	166	1.62
岡三証券(株)	165	1.61
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNYM GCM CLIENT ACCTS M ILM FE	145	1.41
<外国>12.3% <投信>0.3% <特定株>57.7% <浮動株>17.1%		

出所：SPEEDAよりSIR作成

同社取締役及び監査役のスキルマトリクス (2024年6月)

役員名	性別	経営	財務	人事	法務	IT(DX)	マーケティング	サステナビリティ	海外
本郷 秀之	男	●		●			●		
笠井 充	男	●		●			●		
植松 崇夫	男	●	●		●				
北村 健一	男	●				●	●		
中本 哲宏	男	●	●			●			
古市 優子	女						●	●	●
荒井 道夫	男	●	●				●		
郷農 潤子	女				●			●	●
松永 暁太	男			●	●			●	

出所：同社「第29回定時株主総会招集ご通知」より引用



連結損益計算書

百万円、%	2019/3期	2020/3期	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2024/3期	2025/3期 (会予)	YoY
売上高合計	11,907	12,779	13,325	16,011	20,004	19,572	21,450	9.6
売上原価	6,582	7,063	7,508	9,171	11,550	10,395		
売上総利益	5,325	5,716	5,816	6,840	8,455	9,177		
売上総利益率	44.7	44.7	43.6	42.7	42.3	46.9		
販売費及び一般管理費	4,808	4,983	5,795	6,495	6,731	6,894		
<b>営業利益</b>	<b>518</b>	<b>733</b>	<b>22</b>	<b>345</b>	<b>1,724</b>	<b>2,283</b>	<b>2,620</b>	<b>14.8</b>
<b>営業利益率</b>	<b>4.3</b>	<b>5.7</b>	<b>0.2</b>	<b>2.2</b>	<b>8.6</b>	<b>11.7</b>	<b>12.2</b>	
営業外収益	73	53	59	223	139	64		
受取利息配当金	35	10	13	52	3	19		
営業外費用	17	14	11	14	19	93		
支払利息割引料	2	3	4	8	12	13		
持分法投資損益- 営業外	30	24	1	68	21	-32		
<b>経常利益</b>	<b>574</b>	<b>771</b>	<b>70</b>	<b>554</b>	<b>1,844</b>	<b>2,253</b>	<b>2,630</b>	<b>16.7</b>
<b>経常利益率</b>	<b>4.8</b>	<b>6.0</b>	<b>0.5</b>	<b>3.5</b>	<b>9.2</b>	<b>11.5</b>	<b>12.3</b>	
特別損益	25	-112	-8	760	94	42		
特別利益	55	43	12	760	453	73		
特別損失	30	155	20		359	31		
<b>税金等調整前当期純利益</b>	<b>599</b>	<b>660</b>	<b>62</b>	<b>1,314</b>	<b>1,938</b>	<b>2,296</b>		
税引前利益率	5.0	5.2	0.5	8.2	9.7	11.7		
法人税等	289	441	193	355	725	751		
法人税等 - 当期分	280	369	192	665	927	717		
法人税等調整額 - 繰延分	9	72	1	-310	-202	34		
非支配株主に帰属する当期純損失(-)	-14	-2				-1		
<b>親会社株主に帰属する当期純利益</b>	<b>323</b>	<b>220</b>	<b>-131</b>	<b>958</b>	<b>1,212</b>	<b>1,546</b>	<b>1,800</b>	<b>16.4</b>
<b>親会社株主に帰属する当期純利益率</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>6.0</b>	<b>6.1</b>	<b>7.9</b>	<b>8.4</b>	
<b>EBITDA</b>	<b>744</b>	<b>993</b>	<b>239</b>	<b>662</b>	<b>2,258</b>	<b>2,712</b>	<b>3,092</b>	<b>14.0</b>
<b>EBITDA マージン</b>	<b>6.2</b>	<b>7.8</b>	<b>1.8</b>	<b>4.1</b>	<b>11.3</b>	<b>13.9</b>	<b>14.4</b>	
<b>EPS (¥)</b>	<b>32.15</b>	<b>22.45</b>	<b>-13.25</b>	<b>100.02</b>	<b>135.11</b>	<b>165.32</b>	<b>187.12</b>	<b>13.2</b>
<b>DPS (¥)</b>	<b>9.00</b>	<b>9.00</b>	<b>10.00</b>	<b>14.00</b>	<b>41.00</b>	<b>69.00</b>	<b>102.00</b>	<b>47.8</b>
配当性向	28.0	40.1	-75.5	14.0	30.3	41.7	54.5	
<b>BPS (¥)</b>	<b>474</b>	<b>478</b>	<b>463</b>	<b>484</b>	<b>610</b>	<b>724</b>		
ROE	6.83	4.72	-2.82	21.75	24.42	24.78		

出所：SPEEDAよりSIR作成 注：SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため記載数字は会社資料と相違することがある。

連結貸借対照表・連結キャッシュフロー計算書

百万円	2019/3期	2020/3期	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2024/3期
<b>資産合計</b>	<b>8,218</b>	<b>7,910</b>	<b>8,790</b>	<b>11,379</b>	<b>12,913</b>	<b>14,690</b>
<b>流動資産</b>	<b>6,120</b>	<b>6,187</b>	<b>6,470</b>	<b>7,766</b>	<b>9,897</b>	<b>11,560</b>
現金同等物及び短期性有価証券	3,480	3,547	3,366	3,164	4,988	7,511
売上債権	1,919	2,079	2,331	3,366	3,329	2,964
棚卸資産	106	203	169	585	768	367
<b>固定資産</b>	<b>2,098</b>	<b>1,723</b>	<b>2,321</b>	<b>3,613</b>	<b>3,016</b>	<b>3,129</b>
有形固定資産	117	113	138	233	226	232
無形固定資産	499	360	838	1,590	1,353	1,470
のれん	119	66	38	451	392	464
投資その他の資産	1,482	1,249	1,345	1,790	1,437	1,427
<b>投資有価証券(関係会社含む)</b>	<b>908</b>	<b>785</b>	<b>864</b>	<b>1,003</b>	<b>366</b>	<b>388</b>
繰延税金資産 - 固定	233	147	154	380	642	614
<b>流動負債</b>	<b>2,743</b>	<b>2,644</b>	<b>3,076</b>	<b>6,226</b>	<b>5,954</b>	<b>6,135</b>
買入債務	810	763	902	1,503	1,610	1,394
未払金・未払費用	552	492	678	790	799	984
短期借入債務	470	603	858	2,714	1,987	2,438
短期借入金(リース債務含む)				1,847	900	1,100
一年以内返済の長期借入債務	470	603	858	867	1,087	1,338
前受金	92	148	147	157	156	126
<b>固定負債</b>	<b>845</b>	<b>564</b>	<b>1,137</b>	<b>919</b>	<b>1,267</b>	<b>1,736</b>
長期借入金(リース債務含む)	756	514	1,032	819	1,155	1,717
社債						
繰延税金負債 - 固定	73	18	55	21	4	18
純資産合計	4,630	4,702	4,577	4,233	5,692	6,818
<b>株主資本等合計</b>	<b>4,628</b>	<b>4,702</b>	<b>4,577</b>	<b>4,233</b>	<b>5,692</b>	<b>6,786</b>
株主資本	4,431	4,608	4,419	3,985	5,617	6,644
資本金	824	824	824	824	824	824
資本剰余金	936	903	903	903	906	1,163
利益剰余金	2,975	3,107	2,880	3,725	4,689	5,676
自己株式	-304	-227	-189	-1,469	-802	-1,020
新株予約権				6		
非支配株主持分	2					32
百万円	2019/3期	2020/3期	2021/3期	2022/3期	2023/3期	2024/3期
<b>営業活動によるキャッシュフロー</b>	<b>194</b>	<b>526</b>	<b>-190</b>	<b>-119</b>	<b>1,662</b>	<b>2,523</b>
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	226	260	217	317	534	429
<b>投資活動によるキャッシュフロー</b>	<b>-537</b>	<b>-231</b>	<b>-703</b>	<b>-359</b>	<b>0</b>	<b>-496</b>
有価証券及び投資有価証券の売却・取得	-235	47	11	473	493	91
関係会社株式の売却・取得	38	0	0	0	230	-51
有形固定資産の取得	-273	-271	-667	-734	-687	-444
無形固定資産の取得・売却	0	0	0	0	0	0
<b>財務活動によるキャッシュフロー</b>	<b>-74</b>	<b>-163</b>	<b>722</b>	<b>277</b>	<b>135</b>	<b>447</b>
短期借入金の収入・返済	0	0	0	1,847	-947	200
長期借入による収入	821	400	1,550	650	1,500	1,900
社債の発行	0	0	0	0	0	0
長期借入金の返済	-469	-506	-774	-856	-943	-1,126
社債の償還	0	0	0	0	0	0
株式の発行	21	210	41	40	666	729
株式の償還及び消却	-321	-171	0	-1,300	0	-696
現金及び現金同等物の増加額	-425	122	-170	-190	1,813	2,498
現金及び現金同等物期首残高	3,719	3,293	3,415	3,245	3,055	4,869
現金及び現金同等物期末残高	3,293	3,415	3,245	3,055	4,869	7,367
<b>フリーキャッシュフロー</b>	<b>-343</b>	<b>295</b>	<b>-893</b>	<b>-478</b>	<b>1,662</b>	<b>2,027</b>

出所：SPEEDAよりSIR作成 注：SIRでの財務データ処理は短信規定と異なるため記載数字は会社資料と相違することがある。

## ディスクレーマー／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](mailto:info@sessapartners.co.jp)