

アララ | 4015

東証グロース

INITIATION



キャッシュレス後進国における「フィンテック関連高成長企業」

サマリー

- 会社概要：**主に食品スーパーや飲食チェーンなどの小売店舗を顧客とし、SaaS型の独自Pay（キャッシュレス+マーケティング）と高速電子メール配信サービスを展開している。顧客が発行体となる独自Payサービスはニッチな領域ながら他の競合との棲み分けが一定程度あり、同社は確固としたポジションを固めつつある。2024年3月からはデジタルサイネージ関連事業も経営統合し、小売店舗の内・外両側での消費者とのつながり強化を支援するリテール・マーケティング・プラットフォーム戦略を一気に加速させる考えである。それを機に「ペイクラウドホールディングス」への社名変更と純粋持株会社化を予定している。
- 業績動向：**同社は2025/8期を最終年度とする3カ年の中期経営計画を策定している。目標は売上高70億円、EBITDA15億円である。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(CP)社を連結することから、売上高69億円、EBITDA6.5億円を計画している。ただし、現時点ではCP社ののれん代の算出根拠と償却額が未確定であるため、今期の営業利益計画値は暫定的な開示にとどめている。
- 株価インサイト：**同社は今期予想の経常利益・当期純利益・EPSを非開示としているため、同社株を評価するうえではEV/EBITDA倍率が最も有効と考えられる。同社の来期予想EBITDAに基づくと足元は約6倍の企業価値しかなく、来期以降の業績拡大が評価されていない水準ではなかろうか。しかし、事業内容をよりイメージしやすい「ペイクラウドホールディングス」に社名変更を行うのを機に、IR情報を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。
- リスク：**システム会社に共通するリスクではあるが、システム障害が起これば店舗で決済サービスが使えなくなる。一方、基本的に無記名式のキャッシュレスサービスであるため個人情報流出リスクは同社のビジネスモデル上はないと考えてよいだろう。投資上のリスクとして想定されるとすれば、将来的に大掛かりなM&Aの機会があった場合の資金調達方法としてエクイティファイナンス（株式希薄化）の可能性だが、足元の株価水準で増資して資本コストを上げるような考えはないという。

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するのを機に、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 (12/6)	569
年初来高値 (23/9/28)	967
年初来安値 (23/1/4)	283
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)	11.855
時価総額 (十億円)	6.745
23/8 株主資本比率	48.5%
23/8 実績PBR	3.16x
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

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
2024/08CE	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. 24/8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、24/8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。
2. 24/8期の「営業利益」については、クラウドポイント社との経営統合により生じるのれんの金額が未確定であり、業績予想の数値に変動が生じる可能性がある。

アナリスト 杉本 研一

research@sessapartners.co.jp



会社概要

■ 概要：独自Payサービスの国内トップ・プレイヤー

アララ株式会社（以下、同社）は、子会社であるバリューデザイン社を通じてSaaS型（Software as a Service：インターネット経由でソフトウェアを利用するクラウドサービス）で独自Pay*（キャッシュレス+マーケティング）サービスと高速電子メール配信サービスを展開している。

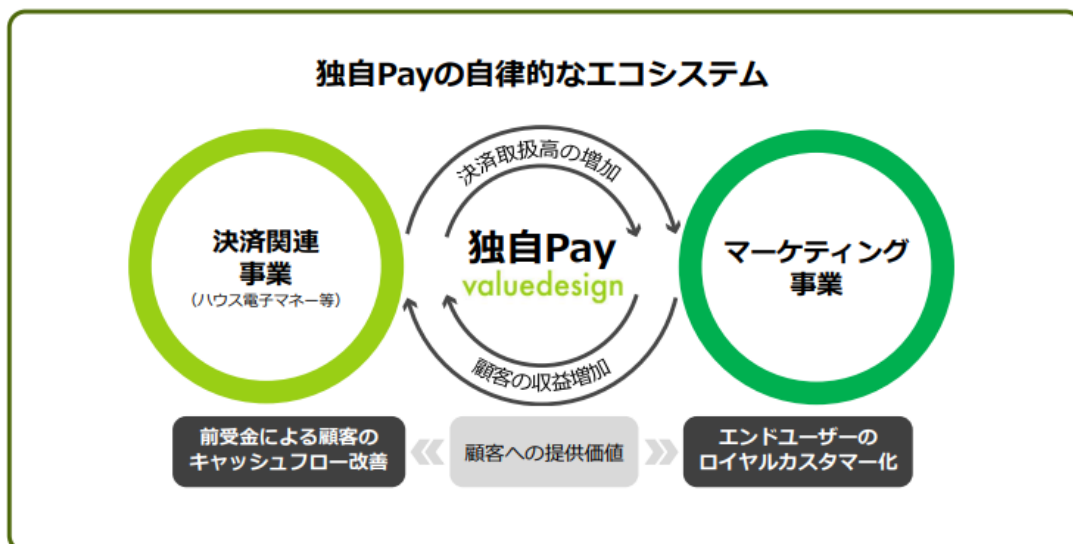
同社は、ミッションとして、「アイデアとテクノロジーで世界をもっとハッピーに」を掲げ、キャッシュレスサービス事業を2022年6月に経営統合したバリューデザイン社に集約したことで、国内の独自Pay市場でトップ・プレイヤーとしてのポジションを確立、体制を強化している。

主力事業であるキャッシュレスサービス事業では、顧客（小売店舗など）が同社のサービスを導入して「独自Pay」の決済事業者およびポイントの発行者となり、消費者に利用してもらう。来店頻度や支払金額などをもとに、電子マネーの上乗せやポイント・キャンペーンを実施するといった販促活動も行える。主要顧客はスーパーマーケット、飲食店など。年間の取扱決済額は1.2兆円を超えている。同社は「独自Pay」で利用した処理金額の一部をシステム利用料として受領する。その料率は非開示であるが、クレジットカード加盟店がカード会社へ支払う一般的な手数料率（飲食店では決済額の5%、小売店では4%、コンビニでは1%程度）よりも低く設定しているという。同社は「独自Pay」を、「決済とマーケティングが融合したサービス」と定義し、常連客の再来店促進に欠かせない販促機能やマーケティング機能をワンパッケージで提供しており、同社自体が独自Payの発行・運営および決済に直接携わることはない。独自Payの決済事業者およびポイントの発行者は同社の顧客自身である。

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。メッセージングサービスでは、大量の会員・利用者を抱える企業・団体向けに販促としてのマーケティングメールや通知などのトランザクションメールを大量かつ自動で配信するためのメール配信サービスで、メールの配信遅延や不達の可能性を低減。主要顧客は航空会社、金融機関、ネット通販サイト、地方公共団体など。

*独自Payとは

顧客独自の決済サービス『独自Pay』=決済+マーケティング



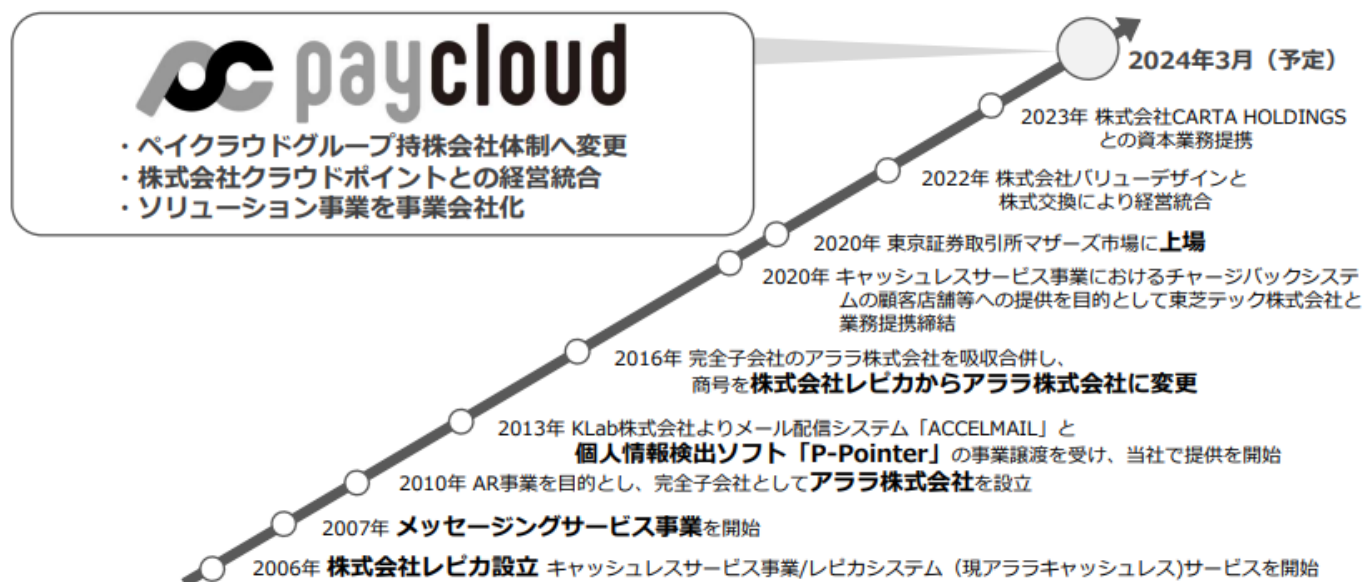
出所: 同社IR資料

■ 沿革と今後～2024年3月に社名変更と純粋持株会社化を予定

2006年、現同社代表取締役副会長の岩井陽介氏が、キャッシュレスサービス事業を目的としてレピカを設立。07年、メッセージングサービス事業を開始。16年、アララに商号変更。20年11月、東京証券取引所 マザーズ市場に上場。22年6月、現同社代表取締役社長の尾上徹氏が06年に設立したバリューデザイン社を株式交換により完全子会社化し、両社のキャッシュレスサービス事業を経営統合したことで、国内の独自Pay市場でトップ・シェアを握った。

2024年3月からクラウドポイント社の連結子会社化により、デジタルサイネージを活用したリテールメディアおよびマーケティング関連事業を強化していくことを明らかにした。

それを機に、同社は社名をペイクラウドホールディングスに変更し、純粋持株会社体制に移行する予定である。持株会社の傘下には、既存のキャッシュレスサービス事業を展開するバリューデザイン社とソリューション事業を展開するアララ社、サイネージ関連事業を展開するクラウドポイント社の3つの事業に加え、潜在的M&Aやオーガニックなビジネス創出による新規事業（ただし未知数）を有することになる。



出所: 同社IR資料

持株会社化により、経営と執行の分離を進める

2023年1月にキャッシュレスサービス
事業のみ一体化完了



出所: 同社IR資料

2024年3月から
純粋持株会社体制へ移行予定



2023/8期におけるセグメント情報

(百万円)	キャッシュレスサービス事業	ソリューション事業	計	調整額(*)	総合計
売上高	3,792	689	4,481	-5	4,476
営業利益	620	226	846	-683	163
同マージン	16.4%	32.8%	18.9%		3.6%

注*)調整額は各セグメントに含まれない全社費用などで、その大半は一般管理費。

出所: 同社IR資料

ビジネスモデル

■ ビジネスモデルと事業戦略：

バリューデザイン社の経営統合後、最初の12ヵ月決算として開示された2023/8期における同社の事業セグメントは、キャッシュレスサービス事業とソリューション事業である。キャッシュレスサービス事業は売上高の約85%、調整前営業利益の約73%を占め、全社収益の成長エンジンである。一方ソリューション事業は、調整前営業利益率が約33%と収益性が高く、比較的安定している。

■ キャッシュレスサービス事業のビジネスモデル

経営統合以前の旧アララとバリューデザイン社は、キャッシュレスサービス事業において独立系の二大巨頭として激しいシェア争奪を展開していた。しかし、両社の市場競争力を更に強化し、スケールメリットを生かして小売店などの顧客へ様々なキャッシュレス・DX サービスを効率よく提供することを通じ、決済および販促の領域で企業価値向上を目指すことで利害が一致し、バリューデザイン社普通株式1株に対し、アララ普通株式3.2株を割当てる株式交換により、2022年6月に経営統合が実現した。

具体的には、両社のキャッシュレスサービス事業をバリューデザイン社に集約し、営業・カスタマーサクセス機能の一本化を2023年1月に行った。これにより、両社の新規開拓営業の人的リソースや販売代理店網および独自Payの活用支援ノウハウを共有・拡充するだけでなく、両社間シェア争奪の弊害だった手数料の値引き合戦を終わらせた。新規顧客獲得活動が一本化・健全化したことに加え、既存顧客の独自Pay利用者獲得及び決済比率増加施策の展開による顧客の集客・売上拡大のサポートの強化が明確になった。

顧客側での「独自Pay」での取扱高に一定の手数料率を乗じた決済手数料（システム手数料）が、同社のキャッシュレスサービス事業の収入として売上計上される。経営統合以前の手数料率は顧客争奪戦を繰り返していたため比較的低めだっただけでなく、顧客ごとに微妙に異なっていたが、経営統合後の新規契約顧客向け手数料率はこのようなレガシーから改善されているという。そのため、キャッシュレスサービス事業のトップラインを拡大させるには、取扱高を伸ばすことであり、そのドライバーは新規顧客開拓と既存契約先の活性化の両方を目指すことであるとしている。では、どのようにしてその二兎を追うか。同社経営陣は、営業部隊の人員数を毎年10%をめぐりに増加させる人海戦術で対応するとしており、基本的に中期経営計画に沿った採用・育成活動を行っている。また、2024年8月期中にはシステム利用料の価格改定も計画しており、2023年11月より順次価格改定を実施する計画であるという。

■ 「独自Pay」導入のメリット

同社の「独自Pay」は、一般消費者が商品を購入する前にカードやスマートフォン・アプリへ現金をチャージして利用するプリペイド式のため、チャージされたタイミングで店舗に前受金として現金が入る。そのため、顧客である小売店舗側では①キャッシュフローの改善につながり、経営状態の改善が見込める。②「独自Pay」の手数料率がクレジットカードや汎用型QRコード決済に比べ低い点も小売店舗にとっては喜ばしい。店舗側は独自Pay発行サービスに標準装備された販促機能を活用し、③来店客属性や購入履歴をもとに独自に効果的なキャンペーンが実施可能である。④購買客に付与したポイントは自店舗だけでしか利用できないため、また様々な特典や優遇サービスを決済時に付与することで購買客の再来店を促し優良顧客を育成し、⑤結果的に「常連客」として囲い込むことを容易にしている。究極的には、「独自Pay」のエンドユーザーのロイヤルカスタマー化により、チャージ額（前受金）がさらに増加し、小売店側は銀行借入などの資金調達と同等の効果が得られる。

これに対して、クレジットカードやQRコード決済などの汎用決済の場合、発行者はカード会社やコード決済会社になるため、加盟店から徴収する数パーセントの手数料の一部から特典や優遇サービスに充てていくので、「独自Pay」に比べ特典や優遇のボリューム感に欠ける。また加盟店主導でキャンペーンを実施できないだけでなく、特典を付与しても加盟店への再来店のきっかけになるとは限らない。その意味では「独自Pay」は小売店舗にとっては「独自の再来店促進を可能とする商品」になりうる。

「独自の再来店促進を可能とする商品」のモデル・ケースをハンバーガー・ショップの事例で説明しよう。店頭でハンバーガーが一つ300円で売られている横で同バーガー・ショップの独自Payカードも1,000円で販売されているとする。このカードは1,000円の入金時点で1,100円分の価値となるように設計されている。来店客は、現金のみならずPayPayなどの汎用型QRコード決済やクレジットカードを使って1,000円のカードを購入すると、カードは1,100円分の価値を持つので、300円バーガーの購入機会は3回あるが、それでもまだ200円残るので、4回目の来店誘因となる。これを店舗側から見れば、4回囲い込み（販売価額は1,200円）ができる「独自Payの仕組み」をバーガー・ショップの「別の形の商品」として1,000円で販売した形になる。他の支払い手段を通じてチャージできるという点で、「独自Pay」は他のキャッシュレス決済サービスと必ずしも競合しているわけではなく、補完する部分もある。

同社が汎用的な決済サービス業者と決定的に差別化できている点は、例えば、飲食、アパレル、食品スーパーなど、様々な業種毎に異なるプロモーション・ノウハウを、これまでの顧客との共同作業経験で蓄積し、それが無形資産になっている点にあるという（例えば、食品スーパー発行の「独自Pay」にチャージした来店客にはノベルティとしてティッシュ・ボックスを持って帰ってもらい、そのチャージ・キャンペーン・イベントの光景を見かけた人に「ティッシュボックスがもらえるなら私も」と興味を持ってもらい、チャージする動機を抱かせるというもの。こういったエンブレム的なノベルティとして最適なのが、買い物袋に入り切れない大きさで露出したまま持ち歩かれているティッシュ・ボックスであるという経験と知恵の共同蓄積があるかどうか）。

■ ソリューション事業のビジネスモデル

ソリューション事業の中核は約75%の売上を占めるメッセージングサービスである。それは主に、販促としてのマーケティングメールや通知などのトランザクションメールを大量・一斉に自動で配信するためのメール配信サービスで、顧客のメールの配信遅延や不達の可能性を低減するメリットがある。マーケティングメールは、自社顧客に対する集客やロイヤルカスタマー化を促すメールで、独自Payとの親和性が高い。トランザクションメールは、商品・サービスの予約・登録など顧客のアクションに応じた自動通知メールなどで、証券会社の約定案内など基幹システムと連携したメール配信に利用されている。顧客のサービスにとって最も重要な基幹システムと高速メール配信システムの連携を容易にすることで、欠くことのできないポジションを確保している。更に、安心・安全・安定したAPIを提供することで、顧客の長期利用を実現（API連携の顧客の平均利用年数は8年近い）。

同事業の主な売上高であるサービス利用料は、月額固定の顧客単価×顧客社数である。同社では売上高を伸ばすには顧客単価を引き上げるよりも新規顧客の獲得と維持に注力している。2023/8期中の解約率は0.2%と低く、同4Q平均顧客数は254社（22/8期末220社）だった。国内のメール送信市場での同社のシェアは2%程度と推計されており、今後新規顧客の獲得が進むにつれ、広範な拡大余地が見込まれる。

経営陣からのヒアリングによると、同事業のコスト構造は主に業務委託費（サーバー費用や外注費）と人件費などの固定費が大半であるため、限界利益率が高く、損益分岐点売上高を超えた部分は利益に直結しやすい。そのため、23/8期の同事業の調整前営業利益率は約33%と、キャッシュレスサービス事業よりも収益性が高い。

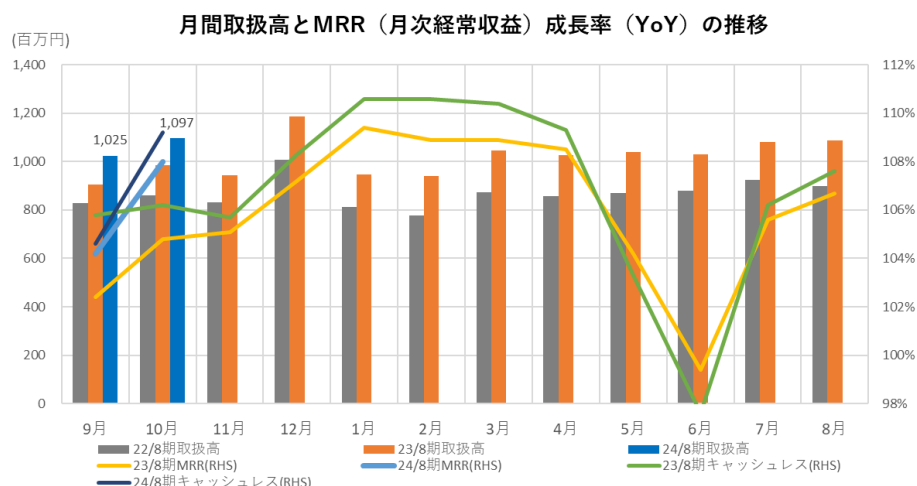
■ KPIとしてのMRR成長率と取扱高

同社では、主要業績指標（KPI）として、MRR（Monthly Recurring Revenue：月次経常収益）成長率（前年同月比）と取扱高（23/9期からオンラインチャージ・サービスを開始予定のため、決済額から呼称変更）、累計ID数、累計店舗数を2022年9月分から月次で開示している。

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。また全体の売上の85%を占めるキャッシュレスサービス事業については、重要度の観点から「キャッシュレスサービスのみ」のMRR成長率を別途開示している。ただし、留意すべきなのは、MRR成長率は当月の新規取り扱い分まで含むグロスの収入額の前年同月比の伸び率であり、新店効果を除いた既存店増収率のような概念ではない。したがって、新規取り扱い契約が続く限り、MRRと取扱高の前年同月比はプラス（100%超）の数字が算出されることは至極当然である。とはいえ、開示以来、取扱高とMRRは前年同月を上回って推移しており、前2023/8期の5～6月を除いてキャッシュレスサービスのみMRRの伸び率がMRR全体の伸び率を上回って推移していることは、同社のビジネスが順調に拡大していることを示していると考えられる。

一方、累計ID数は発行済みのIDの数であり、繰り返しチャージ可能型とギフトカードのような使い切り型の二種類がある。後者は残高がなくなった時点で不稼働になる。前者も数ヶ月間利用がない場合は稼働・不稼働の線引きが難しく、同社側でも契約先の発行体企業でも稼働・利用されているID数および不稼働ID数は正確には把握できない。閉鎖・退店に関しては、顧客が管理しているため、累計店舗数に、閉鎖・退店している店舗IDが含まれており、稼働している店舗のみの累計店舗数は把握できないという。その意味では、累計ID数と累計店舗数は、これまで同社サービスを導入したことがある消費者と契約先店舗の積み上げグロス数であり、その間の撤退やサービス停止は考慮されていない。したがって、KPIの中での重要度はMRRと取扱高に劣後する。

一方、22/8期の有価証券報告書記載のアララ単体の売上原価と販管費の明細から推測するに、主にサーバー費用と労務費および業務委託費などからなる固定費が費用全体の8割近くを占めるため、（のれん代償却前の）限界利益率が約7割と高い。したがって、今後、大幅な固定費の増加を伴うような大規模な投資が連発せず、順調なビジネス拡大が持続すれば、損益分岐点を大きく超えてくる分、同社の収益性は飛躍的に向上することが予想される。



出所: 同社IR資料よりSIR作成

■ クラウドポイント社のデジタルサイネージ関連事業の概要

同社は、2023/8期決算を発表した10月13日に、2024年3月1日付でのクラウドポイント（以下、「CP」）社との株式交換と経営統合を合わせて発表した。

1990年に三浦 巖嗣（みうらたかし）氏によって設立されたCP社は、デジタルサイネージや空間演出、広告を手がけ、商業施設や小売店舗、交通機関、屋外広告、公共施設などさまざまな場所で、映像機器を活用した販売促進や空間演出、コストダウンなどの企画・提案を行っている。

デジタルサイネージとは、屋外広告・店舗内外・公共施設・交通機関など様々な場所で、ネットワークに接続したディスプレイなどの電子的な表示機器を活用し、情報を配信するシステムの総称である。具体的な事例は、以下の通り。

- ▶ KFC社^注やサーティワン社^注の店舗ではメニューボードやPOPにデジタルサイネージを導入し、メニュー等の情報発信に加えて、時間帯に合わせた販促コンテンツを配信可能。
- ▶ メトロアド社^注では、渋谷駅地下2階コンコースに超高精細LEDビジョンを導入し、計12柱24面を活用したストーリー性のある映像や、縦型大画面を使った人物・キャラクター等の等身大表現が可能。情報発信、空間デザイン、広告・販促の全ての用途で使用。

KFC社^注

メニューボード

サーティワン社^注

メニューボード

メトロアド社^注

柱巻き広告



出所: 同社IR資料

CP社のサービスは、飲食チェーン店、ショッピングセンター、コンビニエンスストアなど、全国約2万ヵ所、48,000面へ、メニューボードや固定ディスプレイでの販売促進広告などのデジタルサイネージを提供。CP社の強みは、導入から運用にかかわるすべての業務（コンサルティング・プランニング～機器選定～システム提案～設置工事～コンテンツ制作～配信・運用～機器保守～分析・解析）をワンストップで実行できること。日本にはこれら8つの業務分野ごとに個別に強い会社もあるが、ワンストップでオールマイティにできる会社は他にないという強みを生かし、顧客の人手不足解消・業務効率化や店頭DXを推進する。

CP社のデジタルサイネージ関連事業の主な売上は、契約顧客から定期的に得られるサービス利用料や保守手数料よりも、デジタルサイネージ機器やシステム導入の物品販売や初期売上といったスポット的な一括収入のほうが多いという。その点が、経常的な売上高が期待できるキャッシュレスサービスやソリューションとは異なり、デジタルサイネージ関連事業の収益は振れやすくなると考えられる。

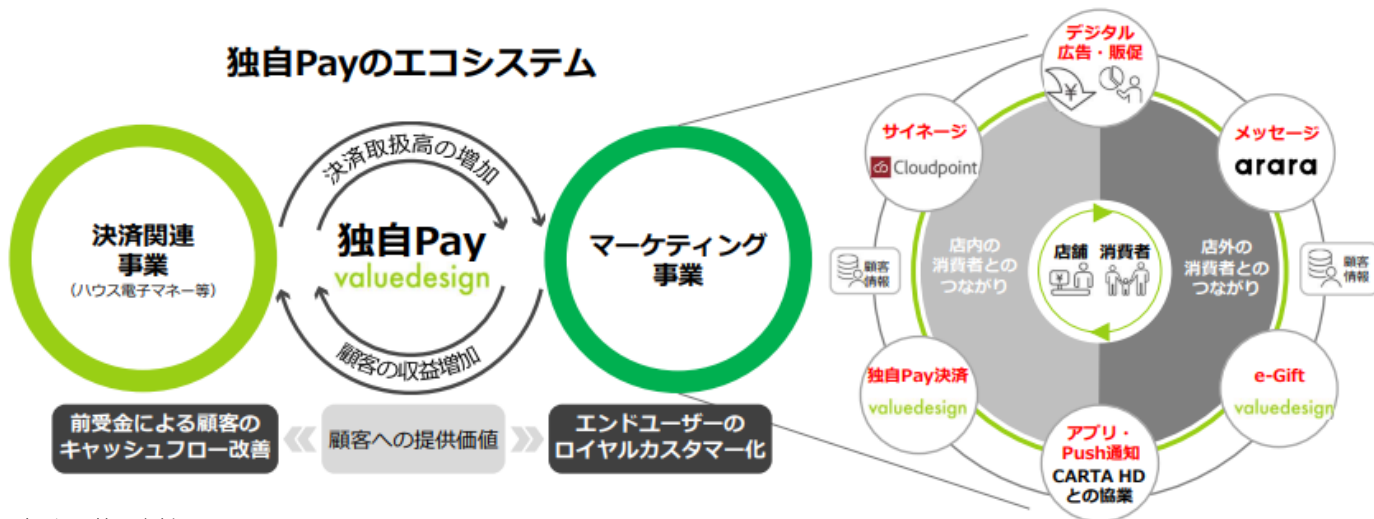
■ クラウドポイント社を経営統合することの成長戦略上の意義

デジタルサイネージの主な用途としては情報発信、広告・販促、空間デザインの3つに分類され、広告・販促や空間デザインは小売店舗や飲食店の顧客基盤を有するバリューデザイン社とのシナジーが見込めるという。

「独自Pay」のエコ・システムの加速に向け、店外の消費者とのタッチポイントとして、アプリなどを通じた店舗やメーカー提供のクーポンやお買い得情報の通知およびe-Giftによる来店促進サービス。来店した消費者は店内において、常設型ディスプレイでのデジタルサイネージを使ったお買い得情報の最終告知を受け、購買動機を得た消費者が独自Pay決済でお得な買い物を実現し、次の来店動機につながるレシート応募型販促を打ち出すなど、リテール・マーケティング・プラットフォーム戦略を展開するうえで、CP社のデジタルサイネージが不可欠なピースであった。この点で、CP社、アララ、バリューデザイン社の思惑が一致し、経営統合に至った。

今回のCP社を2024年3月から統合・連結化することによるビジネスモデルの進化の例とは、「マネタイズのポイントをマーケティング側に持つようにする」という考え。同社のキャッシュレス決済の契約先の店舗が消費者とのつながりをシームレスにできるようなソリューションを全部提供できるようにすること。具体例を挙げると、CARTA社の子会社のデジタルが展開しているLINEミニアプリに、お店の広告宣伝やキャンペーン情報（クーポンなど）を告知することで消費者の購買動機にリーチし来店を誘引する（送客機能）。店舗の店頭にはCP社が展開するデジタル・サイネージ広告が当日のイベントなどを情報発信し続け、来店した消費者のさらなる購買意欲を刺激する。消費者はLINEミニアプリに掲載されたクーポンを使ったり、そのほかの物品を購入する際にLINEマイカードの中の独自Payで支払うことができる。こういった、店外にいる潜在顧客（消費者）をそのお店に足を運ばせ、視覚的に購買意欲を刺激し、支払いは独自Payを通じることで次に使えるポイントを消費者に付与するという一連のトータル・マーケティング・ソリューション（独自Pay保有の常連客の再来店促進、キャッシュフローや業務効率の改善・良化）を繰り返し提供する。

リテールマーケティング・プラットフォーム戦略



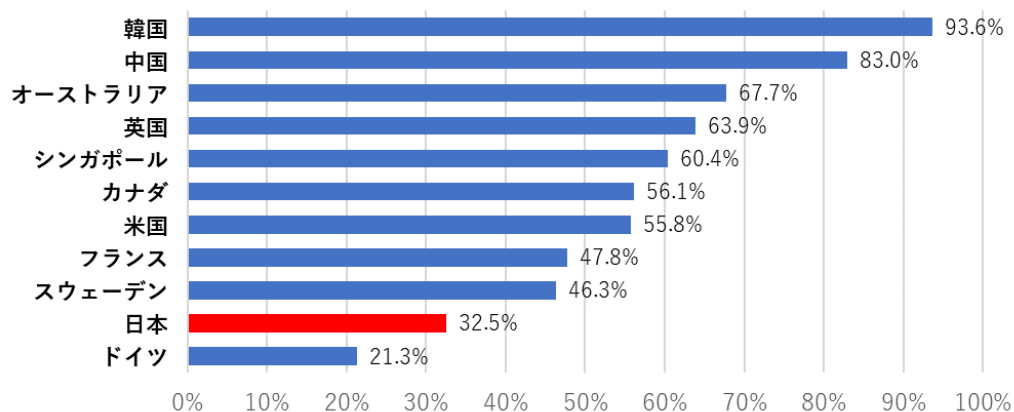
出所: 同社IR資料

事業機会とリスク ■ キャッシュレス後進国ゆえの大きな「伸び代」

経済産業省 商務・サービスグループ キャッシュレス推進室が2023年3月に作成した『キャッシュレス将来像の検討会』資料によると、2021年時点での日本のキャッシュレス取扱高は95兆円で、民間最終消費支出の32.5%がいわゆるキャッシュレス決済比率である。2022年にはキャッシュレス決済比率は36.0%（111兆円）で、その内訳はクレジットカードが30.4%（93.8兆円）、デビットカードが1.0%（3.2兆円）、電子マネーが2.0%（6.1兆円）、コード決済が2.6%（7.9兆円）と経済産業省は発表している。各国比較すると、日本はキャッシュレス後進国である分、拡大余地は大きいと言える。

同検討会が2018年4月に策定した「キャッシュレス・ビジョン」では、「大阪・関西万博（2025年）に向けて、『支払い方改革宣言』として『未来投資戦略2017』で設定したキャッシュレス決済比率40%の目標を前倒し、高いキャッシュレス決済比率の実現を宣言する。さらに将来的には、世界最高水準の80%を目指していく。」と、キャッシュレス化の政策的推進が明示された。

各国のキャッシュレス決済比率比較(2020年)



出所：経済産業省 商務・サービスグループ キャッシュレス推進室『キャッシュレス将来像の検討会』
2023年3月からSIR作成

同社では、株式会社矢野経済研究所「2022年版 国内キャッシュレス決済市場の実態と将来予測」などのデータに基づき、プリペイドの市場規模23兆円をSAM（Serviceable Available Market：獲得しうる最大の市場規模）、うち独自Payの市場規模5.2兆円をSOM（Serviceable Obtainable Market：実際にアプローチできる顧客の市場規模）として想定し、その数字を起点にキャッシュレスサービス事業の成長戦略を策定している。

■ ニッチ・ポジションを固めつつ、様々な事業機会にチャレンジ

広義のキャッシュレスサービス市場におけるプレイヤーは、クレジット、デビット、QR/バーコード決済、交通・流通系の汎用型電子マネーなどの汎用キャッシュレス提供事業者が非常に多く目立つ。前述したように「独自Pay」は汎用キャッシュレス決済サービスと必ずしも競合しているわけではなく、補完する部分もある。

一方、同社の「独自Pay」のようにSaaS型で小売店舗にシステムを提供する事業者は数社しかない。このうちの一つがCGCグループ（全国の中堅・中小スーパーマーケットで構成するコーペラティブチェーン）が展開するキャッシュレスサービスで、CGCの加盟店208社（総店舗数4,436店）のうち約100社が導入済みという。ただし、CGCはCGC加盟店にしか展開しないので、CGC加盟店以外の全国の食品スーパー約800社にはCGCと競合することはないという。独自Payシステムを導入済みの食品スーパーは半分にも満たない状況であり、開拓の余地がある。同社の食品スーパーの顧客は約250社であり、食品スーパー全体の約25%の企業に導入されている。飲食チェーンの分野（ファミレス、和洋中レストラン、ファーストフードなど）で同社と競合しているシステム会社がある。この会社は、事業規模が小さい飲食チェーンには進出しておらず、同社と一定程度棲み分けがあるという。このように、ニッチな事業領域で同社は確固としたポジションを固めつつあると言える。

同社は自治体への取り組みも活発化させている。自治体の中に同社の既存顧客である食品スーパーがあれば、同自治体を同社の新規顧客としやすい。現状の自治体が展開している地元ペイは国からの補助金をしているため、季節性がある。同社では、国からの補助金を原資にしないようなスキームで通年展開できるようにしようと、自治体に提案営業を行っている。NTTドコモと共同して取り組んでいるiDスキームがそれで、これも将来的な事業機会になりうる。

NTTドコモが提供する電子マネーiDのライセンスを取得し、バリューデザイン社の提供する独自Payサービスが全国200万ヶ所超のiD加盟店でも利用可能となる環境が整った。独自Payの各発行事業者にとっても、独自Payの利用者（消費者）の利便性が向上するだけでなく、事業者が受け取る手数料収入の増加と利用データの取得が期待できるというメリットが想定される。また同社にとっての新たな事業機会はいDのサービスを、同社がこれまで取れてこなかった自治体が展開するような地域通貨へ展開できる素地が生まれたことを意味する。

■ キャッシュレスサービスの国際展開も将来有望な事業機会か

同社は海外市場においてもキャッシュレスサービスを展開している。インド市場ではデジタルギフト、タイ市場ではCRM・ポイントサービスを中心にサービスを提供している。

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。インドの約5億人の消費者へアプローチする態勢を整え始めた。

なお、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かつ重要性に欠けるため、非開示であるとしている。

■ 想定されるビジネス・リスク

同社のビジネス・リスクとして、その影響度が最も大きいと想定されるのが、システム障害であろう。システムがダウンすると店舗で決済サービスが使えなくなる。ただしこれは、一般的なシステム運用会社には共通して付随するリスクであり、同社固有のものではない。同社では、それを回避するためにシステムの冗長化（redundancy）を行っているが、その残高管理を完全に一つで行うと全クライアントがダウンするので分散化している。

同社のデータベースの中では個人情報にかかわる顧客情報は基本的に保有していないので、基本的に無記名式のキャッシュレスサービスにおいては個人情報流出リスクは同社のビジネスモデル上はないと考えてよいだろう。一方、ソリューション事業では、顧客が一時的にサーバーに個人情報をアップロードすることがある。

新たな競合の出現の可能性もあまり想定しづらい。なぜなら、参入障壁という点で、キャッシュレスサービス活用のキャンペーンおよびプロモーションに関するノウハウの有無が重要になっているため、システムがあるということだけで、他のカード会社にスイッチするのは容易ではない。大手がターゲットとするのは汎用決済ビジネスであるが、同社の得意領域は個別店舗に対するB to Bであり、ニッチな市場である。そのため、この領域への新規参入はかなり少ない。

一方、技術革新の想定以上の進展やそれに伴う商習慣および消費者の購買行動に急速な変化が起こった場合、SaaS型サービスに依存している同社の対応が遅れ、成長戦略の大きな見直しを迫られるリスクが、長期的に見て、全く想定されないこともない。これは、顕在化するとしても、短期的なリスクではないものの、現時点で思い付くのが、特に米国のオンラインショッピングの決済方法として話題になっているBNPL（Buy Now Pay Later：後払い決済）で、クレジットカードの非保有者でも分割手数料無料で分割での後払いも可能で、その決済手数料は加盟店が負担するというサービスである。高額な商品でも分割して支払えることから、欧米ではZ世代を含む若年層を中心に人気を集めているという。BNPL関連の企業として、米Affirmは株式上場しており、オーストラリアAfterPay（米Blockの傘下）、スウェーデンKlarna（未上場）が業績を伸ばしている。日本では、既に米PayPal傘下に入ったPaidy（ペイディ）がオンラインショップ向けの後払い決済サービスを提供しているが、同社の22/12期の決算公告によると採算が取れていない。もっとも、現時点でのBNPLのビジネス領域はネットショッピングであり非対面であることから、同社の「独自Pay」が顧客とする有人接触型の小売店舗がBNPLを導入するメリットは極めて薄く、同社のビジネスモデルとは真逆の立ち位置にあり、直接競合することはないように思われる。しかしながら、同社のエンドユーザーの中核となってくるであろうZ世代が後払いに慣れてしまいプリペイド・チャージを嫌い始めると、どうなるだろうか。とはいえ、最終的には、エンドユーザーが様々な決済方法の中から、最もお得感があると感じられる決済サービスが競争を勝ち抜くのではないかとと思われる。

中期経営計画

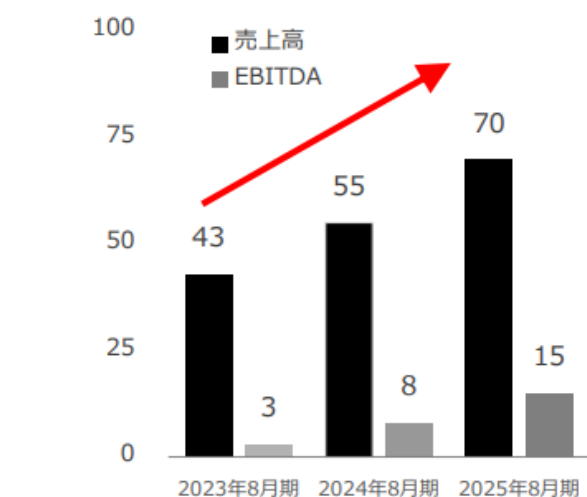
EBITDA = 営業利益と減価償却費 [無形固定資産に係る償却費を含む] の合計額)

■ 2025/8期業績目標～売上高70億円、EBITDA15億円

2022年3月に同社は、2025/8期を最終年度とする3カ年の中期経営計画を策定した。その骨子は、「アララとバリューデザイン社の統合による経営資源の集中・業務効率化により収益性を高め、独自Payの国内トップシェアのポジションを生かした事業展開により収益拡大を目指す」というものである。

その業績目標として、2025/8期に売上高70億円と経営戦略上の重要指標であると捉えているEBITDA15億円を掲げている。この業績目標には、既存事業のオーガニック・グロースだけでなく、潜在的なM&Aからの収益寄与も一定程度想定されていると、同社は説明している。また、この業績目標は（累計ID数や累計店舗数などの）KPIに基づいてボトムアップで策定した業績値というわけでもなく、中長期にわたる成長ステージの中継地点や通過点での大まかな業績水準的な取り扱いに過ぎないとの説明も加味している。なお、同社が営業利益目標を開示していないのは、今後もM&Aを成長の一つの柱と位置づけており、バリューデザイン社の買収に伴って発生した「のれん代」の計上が見通せないためであり、「のれん代」償却計上後の営業利益が同社の業績実態を必ずしも正確に反映しているとは限らないと、同社では考えている。

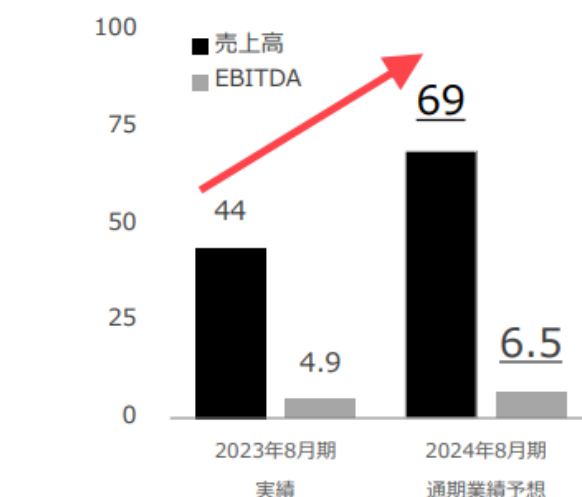
中期経営計画



(注) 2024年8月期の通期予想には、クラウドポイント社の業績予想値を経営統合の効力発生予定日である3月1日(下期)から合算した通期業績予想の数値を記載

出所: 同社IR資料

2023年8月期実績および
2024年8月期通期業績予想



決算概況

■ 2023/8期実績は期初計画を上回った

中期経営計画の初年度にあたる2023/8期の業績は、売上高4,476百万円、EBITDA497百万円、営業利益163百万円、経常利益133百万円、親会社株主に帰属する当期純利益（以下、純利益）114百万円となり、中計目標の売上高4,300百万円およびEBITDA300百万円をともに上回った（2022年8月期の決算短信上で開示されていた23年8月期営業利益予想の100百万円赤字も上回った）。

2023/8期実績EBITDAが会社計画を上回ってきたことの最大のポイントは、独自Payの取扱高の計画1.2兆円を上回る1.22兆円を達成するなどの想定以上の増収効果だけでなく、もとより100百万円以上のコスト削減を目標にしていたが、かつて新規顧客の争奪戦を展開していたアララとバリューデザイン社が値引き合戦を止め健全な形での新規顧客開拓を共同で進めるなどの経営統合をしっかりと行ってきたことで、目標以上の経営統合効果が顕在化した模様であると、同社では説明している。

財務面でも健全化が進んだ。みずほ銀行をアレンジャーとするシンジケートローン(総額10億円、今後5年間の亘り毎年2億円の元金均等返済)の実行により、同行からの14億円の借入金の借り換えを実行したことで、有利子負債の短期・長期バランスが改善し、流動比率を中心に財務状況が健全化した。

通期業績見通し

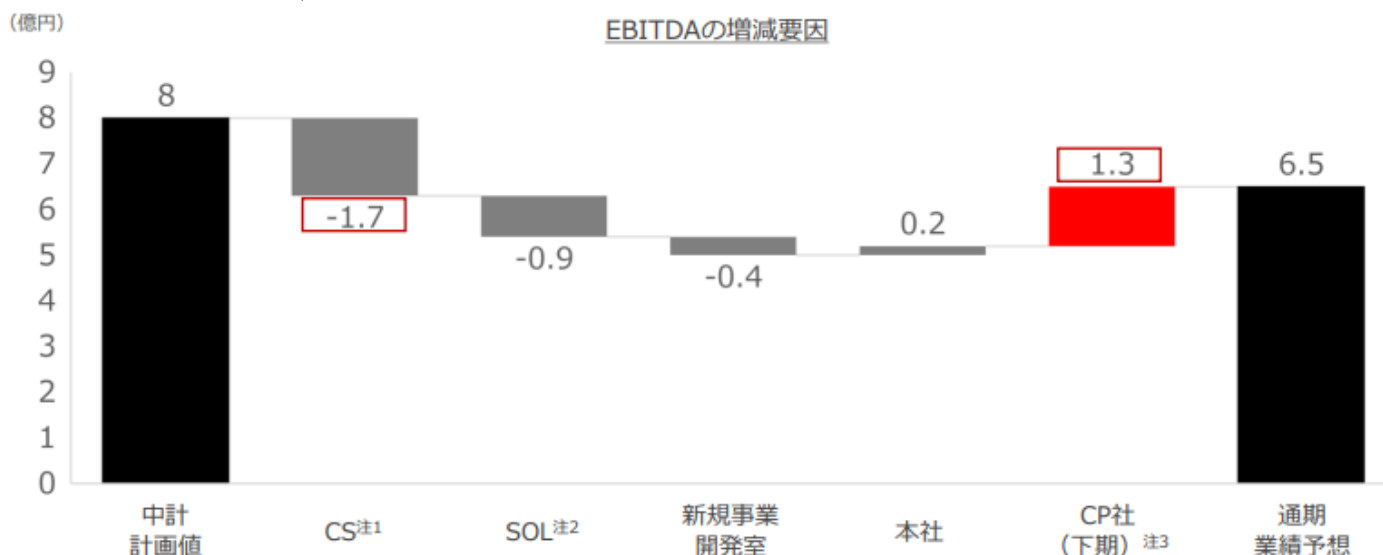
■ 2024/8期の会社側計画～売上高69億円、EBITDA6.5億円

2024年3月(すなわち2024/8期下期)からクラウドポイント社の業績を連結する予定。それにより、2024/8期の売上高は計画最終年度の7,000百万円に近い6,900百万円、EBITDAは中期経営計画で発表した800百万円に対して650百万円を計画している。なお、2025/8期の中期経営計画は当初計画から変更せず、達成に向けて事業を推進する予定であるとしている。

EBITDAが中期経営計画策定時の800百万円から下方修正されているように見える。同社の説明によると、この内訳は、①バリューデザイン社が展開するキャッシュレス・サービス事業において、本来なら2024/8期に計上予定だった大型案件の納品時期が2023/8期に前倒しされた分、キャッシュレスサービス事業の収益が今期は平準化されることが見えていることが一部影響し170百万円の減額要因。②ソリューション事業の当初見込みよりも伸び悩みが見えてきたことで90百万円の減額修正要因。③新規事業開発への先行投資負担の加味で40百万円の減額修正要因。一方で、④本社経費の削減を計画以上に進めることで20百万円の増額修正要因が生じ、⑤下期からクラウドポイント(CP)社の利益を連結することで半期130百万円の増額修正効果を期待している。その結果、期初計画比150百万円が減額修正されたという。

中期経営計画上での同社の営業人員は毎年10%をめどに増加する方針である。既存契約先のプロモーション企画が増えると、その契約先や店舗に同社のサポート人員を張り付ける必要が出てくるため、営業関連の人的資源は新規顧客開拓よりも既存契約先向けに振り向けられることが多い。

2024/8期の投資計画は、システム投資として、キャッシュレスサービス事業で約160百万円とソリューション事業で約30百万円、マーケティング費用としてコーポレートサイトの改修に約3百万円の、合計約190百万円を充てるとしている。同社の2024/8期EBITDA650百万円および短期借入金の返済額約200百万円の範囲内であることから、同社のバランスシートを痛めることは想定しがたい。



出所: 同社IR資料

主力のキャッシュレスサービス事業の2024/8期年間取扱高目標を1兆5,000億円としている。「Value Card」へのクレジットカード・チャージを可能にするクレカ決済サービスを開始した。従前は、中小事業者はクレジットカード会社との個別契約が必要で、大規模事業者よりも高めの手数料支払いが設定されていた。ここに、独自Payを提供する事業者とクレジットカード会社の間を同社グループが取り持ち、独自Payの導入店舗の取扱高の大規模化が見込まれることから、個別契約に比べディスカウントされた（対大規模事業者に近い）手数料率でクレジットカード・チャージを提供できるように同社グループが包括的一括契約するサービスを開始した。このサービスを独自Payの既存店舗に広げることにより、クレジットカードでチャージされた独自Payの取扱高が増えるだけでなく、クレジットカード会社から同社へのプリペイド取扱手数料も得られるようになった。なお、同社では、決済手数料率を引き上げる方向で見直す時機に来ていると認識している。

同社から開示されたCP社の業績は、2023/8期実績が売上高3,160百万円、営業利益220百万円、2024/8期会社予想は売上高3,370百万円、営業利益220百万円となっており、単純計算ではCP社の下期6ヵ月分の収益（売上高約1,700百万円、営業利益約110百万円）が同社業績に連結されることになる。

なお、同社の2024/8期営業利益は決算短信上で200百万円と開示されているものの、その達成可能性を論じてあまり意味がない。なぜなら、2024/8期3Q（2024年3月～同5月末）に計上されるCP社ののれん代の算出根拠が未確定であるため。CP社の全株式を同社の株式交換（CP社普通株式1株に対して同社普通株式3.47株を割当交付）で得たので、CP社の買収総額は2024年3月1日の同社株終値が基準になる予定であり、かつパーチェス・プライス・アロケーションを行う必要がある。同社の株価水準も不確定要素であるため、現時点でのれん代を見積もることが不可能になっている。ちなみに、新持株会社の発行済株式数は、2023年8月末の11,848,563株から、15,604,348株に、31.7%増加（＝希薄化）する見込みである。

株価インサイト

■ 「情報の非対称性」が著しい株価水準

同社の株価バリュエーションを考えるうえで、的確と思われるマルチプルの判断材料となる「一株当たり業績水準」の開示情報が他の上場企業に比べ少ないため、非常に難しい。また、同業他社比較も、プリペイドのキャッシュレスサービスを手掛ける株式公開の競合会社が存在しなくなったため、これも指標にはなりにくい。直接的な比較企業ではないが、あえて挙げるとすれば、SaaS型POSレジアプリを展開するスマレジ（4431：東証グロース）、インターネット決済サービスの収納代行を手掛けるピリングシステム（3623：東証グロース）、商品・サービスと交換できる電子チケット・eギフト発券・流通を展開するギフトィ（4449：東証プライム）などであろう。

同社は今期予想の経常利益・当期純利益・EPSを非開示としている。そのため、少ない情報から、4社の株価バリュエーションを比較するうえで最も有効と考えられるマルチプルはEV/EBITDA倍率であろう。下表に示すように、今期の会社側予想のEV/EBITDAは同社の13倍、ピリングシステムの10倍、ギフトィは30倍超、スマレジは約50倍となっており、株式市場はギフトィやスマレジに対して比較的高い評価を与えているようである。同倍率が10倍を超える時点で高成長期待を株式市場が持っていることになるが、注目すべきは、同社の来期会社側予想EBITDA1,500百万円に基づくEV/EBITDAが、CP社連結後の新株発行を考慮した希薄化後（2024年3月1日付でのCP社との株式交換と経営統合を発表した直後に31.7%の株数増加が同社株価に織り込まれと想定）で約6倍と、ゼロ・グロース企業程度の評価にしかになっていない点である。

類似企業のバリュエーション比較

東証コード			4015	4431	3623	4449
社名			アララ	スマレジ	ピリングシステム	ギフトィ
直近実績年度			2023/8	2023/4	2022/12	2022/12
株価	円	2023/12/5終値	576	2,847	902	1,867
発行済株式数	千株	直近年度	11,856	19,659	6,564	29,255
		完全希薄化後	15,604			
時価総額	百万円	直近年度	6,829	55,969	5,921	54,620
		完全希薄化後	8,988			
企業価値（EV）	百万円	直近年度	6,594	50,632	4,611	52,923
		完全希薄化後	8,753			
PER	倍	直近年度	59.9	61.5	17.6	5,462
		会社予想（当期）	N.A.	85.8	23.1	N.A.
		コンセンサス予想（次期）	N.A.	59.2	N.A.	N.A.
PBR	倍	直近年度	3.16	11.66	2.51	6.75
PSR	倍	直近年度	1.53	9.23	1.65	11.56
		会社予想（当期）	0.99	7.10	1.60	7.85
PCFR	倍	直近年度	12.2	55.4	-5.0	128.8
EV/EBITDA	倍	直近年度	14.0	50.8	8.6	79.2
		会社予想（当期）	13.0	48.9	10.1	35.8
		コンセンサス予想（次期）	4.4	32.5	N.A.	N.A.
		同（完全希薄化後）	5.8			
EBITDA	百万円	直近年度	497	1,048	536	668
		会社予想（当期）	650	1,083	455	1,462
		コンセンサス予想（次期）	1,500	1,551	N.A.	N.A.
ROE	%	直近年度	6.3	20.0	15.1	0.1

（注）アララのEBITDAのコンセンサス予想（次期）は会社側中期経営計画目標値を使用。

ピリングシステムの企業価値は、預り金を一種の有利子負債とみなして調整。

出所：SPEEDAよりSIR作成

同社は、英文でのIR情報開示が極めて少ない。同社によれば、株主名簿に外国人投資家が散見されているとのことだが、その持株比率は未開示である。ビリングシステムは英文でのIR情報の提供は見当たらないものの、2022年12月末時点での外国人持株比率が12.9%とホームページ上に開示されている。これに対しスマレジは、直近の東洋経済四季報によると、外国人持株比率が14.3%となっており、スマレジのホームページでは複数のセルサイド・アナリストのカバレッジが示されていることに加え、IR情報が英文でも開示されている。ギフトィは投資家主体別持株比率は開示されていないものの、ホームページ上に複数のセルサイド・アナリスト・カバレッジと英文でのIR情報が開示されている。

推測するに、スマレジとギフトィの評価の高さは知名度が比較的高い点と関連しているのではなかろうか。いわゆる「情報の非対称性」がアララ株のバリュエーション・ディスカウントを生じさせている可能性が高い。

■ 社名変更がバリュエーション見直しの好機となるか

しかし、アララが、社名から事業内容をよりイメージしやすい「ペイクラウドホールディングス」に社名変更を行うのを機に、IR情報をより洗練されたものにしていく過程で「情報の非対称性」が改善され、2025/8期のEBITDA1,500百万円の達成可能性や上方修正の余地および2026/8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ものと予想される。

ただ、同社は、今後の成長戦略の一つにM&Aなどを通じた新規事業の創出を挙げており、株式公開以来、株式交換や新株発行を通じたエクイティファイナンスをたびたび行い、その都度、株式が希薄化してきた。将来的に大掛かりなM&Aの機会があった場合の資金調達方法として、エクイティファイナンスも選択肢の一つになるであろうが、現在の600円前後の株価水準で増資して資本コストを上げるような考えはないことを同社経営陣は明らかにしている。

損益計算書

百万円、%	2019/8期	2020/8期	2021/8期	2022/8期	2023/8期	2024/08(会予)	2025/08(会予)
売上高合計	1,043	1,201	1,461	1,165	4,476	6,900	7,000
売上原価	396	428	435	418	2,180		
売上総利益	647	773	1,027	748	2,297		
売上総利益率(%)	62.03	64.36	70.29	64.21	51.32		
販売費及び一般管理費	541	637	721	908	2,133		
営業利益	106	137	306	-161	164	200	
営業利益率(%)	10.2	11.4	20.9	-13.8	3.7	2.9	
営業外収益	9	9	10	0	14		
受取利息配当金	0	0	0	0	1		
営業外費用	3	3	36	1,346	44		
支払利息割引料	1	1	2	19	24		
持分法投資損益- 営業外				-1,325	5		
経常利益	112	142	280	-1,506	133		
経常利益率(%)	10.7	11.8	19.2	-129.3	3.0		
特別損益	-12	0	-1	-295	2		
特別利益		1		10	14		
特別損失	12	1	1	305	12		
税金等調整前当期純利益	100	142	279	-1,801	136		
税引前利益率(%)	9.6	11.8	19.1	-154.6	3.0		
法人税等	-15	-2	50	33	22		
法人税等 - 当期分	13	16	35	2	73		
法人税等調整額 - 繰延分	-28	-18	16	31	-51		
親会社株主に帰属する当期純利益	115	144	229	-1,834	114		
当期純利益				-1,834	114		
親会社株主に帰属する当期純利益率(%)	11.0	12.0	15.7	-157.4	2.5		
調整後EBITDA					497	650	1,500
調整後EBITDA マージン(%)					11.1	9.4	21.4

出所：SPEEDAよりSIR作成
注：2021/8期までは単独決算

バランスシート・キャッシュフロー計算書

百万円	2019/8期	2020/8期	2021/8期	2022/8期	2023/8期
資産合計	556	1,055	3,387	3,856	4,402
流動資産	383	844	707	1,777	2,350
現金同等物及び短期性有価証券	252	700	561	1,094	1,491
売上債権	117	133	134	441	699
棚卸資産	4	1		150	88
固定資産	172	211	2,680	2,080	2,052
有形固定資産	26	22	25	92	68
無形固定資産	78	103	250	1,878	1,897
のれん				1,601	1,045
投資その他の資産	68	86	2,404	110	87
投資有価証券(関係会社含む)	2	0	2,333	0	0
繰延税金資産 - 固定	28	47	31		30
流動負債	273	634	577	2,162	1,135
買入債務	30	21	52	134	349
未払金・未払費用	71	44	47	155	127
短期借入債務	20	100	300	1,664	317
短期借入金(リース債務含む)		100	100	50	5
一年以内返済の長期借入債務	20		200	1,614	312
前受金	111	118	106	151	188
固定負債	6		1,500	263	1,104
長期借入金(リース債務含む)	6		1,500	194	903
社債				68	36
繰延税金負債 - 固定					163
株主資本等合計	277	421	1,310	1,431	2,163
資本金	332	332	662	695	1,002
資本剰余金	332	332	662	2,559	2,866
利益剰余金	-387	-243	-13	-1,848	-1,733
新株予約権				25	30

百万円	2019/8期	2020/8期	2021/8期	2022/8期	2023/8期
営業活動によるキャッシュフロー	146	417	47	-218	562
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	32	28	33	37	334
投資活動によるキャッシュフロー	-63	-43	-2,511	-194	-88
有価証券及び投資有価証券の売却		2			5
関係会社株式の取得・売却			-2,333		
有形固定資産の取得及び売却	-2	-4	-9	-9	-20
無形固定資産の取得及び売却	-53	-44	-170	-181	-111
財務活動によるキャッシュフロー	-43	74	2,324	-97	-81
短期借入金の収入・返済	-15	100		-50	-50
長期借入による収入			1,683		984
社債の発行				100	
長期借入金の返済	-28	-26		-200	-1,593
社債の償還					-32
株式の発行			660	54	613
現金及び現金同等物の増加額	40	448	-140	534	397
現金及び現金同等物期首残高	212	252	700	561	1,094
現金及び現金同等物期末残高	252	700	561	1,094	1,491
フリーキャッシュフロー	83	374	-2,464	-412	474

出所：SPEEDAよりSIR作成
注：2021/8期までは単独決算

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