

# ホリスティック企業レポート

## ネットスターズ

### 5590 東証グロース

ベーシック・レポート  
2024年10月4日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20241001

## マルチ QR コード決済サービス「StarPay」や DX 関連サービス等を提供 QR コード決済市場の拡大等により、大幅な利益成長を予想

### 1. 会社概要

- ネットスターズ(以下、同社)は、QR コード決済等の複数のキャッシュレス決済サービスをワンストップで提供可能にする、マルチ QR コード決済サービス「StarPay」や、決済に関連する DX 製品「StarPay-DX」等を加盟店に提供している。
- 23年4月に撤退した通信事業を除いた23/12期のサービス別売上高構成比は決済関連74.5%(決済手数料72.6%、端末販売1.9%)、DX関連21.6%、その他3.9%であった。

### 2. 財務面の分析

- 国内ブランド QR コード決済に係る決済手数料の拡大に、取組みを強化していた DX 関連の貢献等が加わり、18/12期(単体)から23/12期(連結)に掛けては、売上高は年平均41.6%増加した。一方、営業損益は、人件費等の先行投資を継続しているため、損失が続いている。
- 成長性の面で類似企業に比べ魅力的である。

### 3. 非財務面の分析

- 知的資本の源泉は、QR コードのマルチ決済サービスに関する技術力やノウハウ、経験にある。

### 4. 経営戦略の分析

- 同社は、キャッシュレス決済の拡大や、DX 商材とのクロスセル、海外展開による利益成長を経営戦略として掲げている。

### 5. アナリストの評価

- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、24/12期の業績について、24/12期中間会計期間実績や同社の施策等を踏まえ、前期比23.0%増収、営業利益103百万円と予想した。
- 当センターでは、QR コード決済市場の拡大等による決済手数料の増加を想定し、25/12期は前期比24.4%増収、営業利益5.5倍増、26/12期は同26.3%増収、75.3%営業増益を予想している。

アナリスト:大間知 淳

+81(0)3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

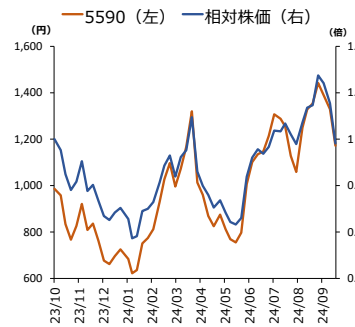
	2024/9/27
株価(円)	1,172
発行済株式数(株)	16,696,800
時価総額(百万円)	19,569

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-54.5	142.8	41.3
PBR(倍)	2.8	2.7	2.5
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-13.4	2.2	-11.2
対TOPIX(%)	-14.3	4.7	-10.3

#### 【株価チャート】



#### 【5590 ネットスターズ 業種:情報・通信業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2022/12	2,987	52.1	-554	-	-566	-	-572	-	-35.8	404.5	0.0
2023/12	3,720	24.6	-321	-	-329	-	-347	-	-21.5	423.8	0.0
2024/12 CE	4,650	25.0	101	-	201	-	150	-	9.0	-	0.0
2024/12 E	4,576	23.0	103	-	192	-	137	-	8.2	431.5	0.0
2025/12 E	5,693	24.4	567	5.5X	568	3.0X	474	3.5X	28.4	459.9	0.0
2026/12 E	7,193	26.3	994	75.3	995	75.2	836	76.3	50.1	510.0	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。2023年6月20日付で1:200の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

#### ベーシック・レポート

2/30

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ マルチ QR コード決済サービス StarPay 等を提供

ネットスターズ(以下、同社)は、QR コード決済等の複数のキャッシュレス決済サービスをワンストップで提供可能にする、マルチ QR コード決済サービス「StarPay」や、決済に関連する DX 製品「StarPay-DX」等を加盟店に提供している。同社サービスの最終的なユーザーは一般消費者であり、事業形態は BtoBtoC となっている。StarPay は 24/12 期中間会計期間(以下、上期)末時点で約 45 万のアカウント(店舗や自動販売機等)で利用されている。

同社の事業領域は、フィンテック事業の単一セグメントであるが、決済関連(決済手数料、端末販売)、DX 関連(DX 製品及びミニアプリ)、その他(プロモーション、ネットワークサービス等)に分類される。創業当時の事業である通信事業については、23 年 4 月に同事業から撤退した(図表 1)。

【図表 1】製品別売上高の推移

(単位:百万円)

	内訳	21/12期		22/12期		23/12期	
		金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
決済関連	決済手数料	1,107	74.7%	1,782	75.5%	2,502	72.6%
	端末販売	86	5.8%	46	2.0%	65	1.9%
DX関連		220	14.9%	437	18.5%	745	21.6%
その他		69	4.7%	93	4.0%	134	3.9%
小計		1,483	100.0%	2,360	100.0%	3,447	100.0%
通信事業		480	-	626	-	272	-
合計		1,963	-	2,987	-	3,720	-

(注) 端数処理の関係で、各サービスの和は小計や合計と必ずしも一致しない。  
(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

通信事業を除いた 23/12 期のサービス別売上高構成比は決済関連 74.5%(決済手数料 72.6%、端末販売 1.9%)、DX 関連 21.6%、その他 3.9%であった。

1) 決済関連

現在、多くのキャッシュレス決済ブランドがあるが、加盟店は、StarPay の導入により、多様な決済手段・ブランドを一括して契約・運用することが可能となり、また、決済事業者は、同社との提携により、自社の決済サービスをより多くの加盟店に導入してもらうことが可能になる。

主力サービスである StarPay は、利用の対価として加盟店の決済額に応じた手数料を受領する収益モデルとなっている。つまり、決済手数料の総額は、StarPay による決済取扱高(Gross Payment Volume、以下、

GPV) に平均決済手数料率を乗じた金額となる。消費者が QR コード決済を利用して、StarPay を通して加盟店に決済代金が移動するまでの基本的な流れは以下の通りである。

- ①消費者が QR コード決済事業者 (以下、事業者) のアプリ内の残高にチャージする
- ②消費者が加盟店で StarPay を利用して購買行動を行った際、加盟店から事業者に決済情報 (決済手段、決済日時、金額等) が連携される
- ③事業者は自社が受け取る手数料を控除した決済代金を同社に送金する。当該時点で同社には加盟店への支払債務が発生し、預り金として負債に計上される (資産サイドでは現金及び預金に計上される)
- ④当月中に同社が預り金から自社分の手数料を受領 (売上高に計上) した後、翌月末に手数料を控除した決済代金を加盟店に送金し、一連の決済手続きが完了する (預り金と現金及び預金を取り崩される)

このため、GPV が増えると、バランスシート上では、同社が受領する決済手数料を大きく上回る金額の預り金と現金及び預金が計上される仕組みとなっていることが財務上の大きな特徴と言える。

また、同社は、顧客の店舗に設置されているタブレットや POS システムが QR コード決済に対応できるよう、API (ソフトウェアやプログラム等を連携するための仕様) を利用した形態でも StarPay を提供しているため、顧客は StarPay 専用端末を購入しなくてもサービスの利用が可能となっている。結果として、顧客にとっては、StarPay を導入するハードルが低くなっている。なお、StarPay のサービスや専用端末に関する月次利用料等のランニング収益は徴収していない。

23/12 期末の従業員数は連結 223 名、単体 148 名と多くはない。加盟店の開拓にあたっては、自社営業に加え、金融・クレジットカード会社等の OEM 提供先や、多数の取次店等、約 300 社のセールスパートナーを通じて効率的にアカウントを増やしている。

(注1) ミニアプリとは、QR コード決済アプリ等をプラットフォームとし、その中でのみ利用できるアプリである。QR コード決済アプリが導入されていれば、新たなダウンロードは不要という特徴を持つ。

(注2) DX 製品とは、組織や企業がデジタル技術を活用して業務プロセスやビジネスモデルを改善し、競争力を向上させるための製品やソリューションを意味している。

## 2) DX 関連

同社は、収益源の多様化を目指し、20 年 9 月には「LINE Pay」での決済機能を搭載したミニアプリ<sup>注1</sup>を導入できる支援サービス「StarPay-mini for LINE ミニアプリ」を開発し、DX 製品<sup>注2</sup>「StarPay-DX」の販売を開始した。現在、提供されているミニアプリの機能としては、デジタル会員証や店舗の予約機能等が挙げられる。

DX 関連サービスとしては、ミニアプリに加え、セルフオーダーシステム(スマートフォンによるモバイルオーダーや据置型のキオスク端末によるオーダー)である「StarPay-Order」、自治体向けデジタル商品券等が挙げられる。DX 関連の売上高は、製品の販売時(または開発時)に発生するイニシャル収益や、製品の利用料として発生するランニング収益(月次利用料)等によって構成されている。

### 3) その他

その他には、主にプロモーションやネットワークサービスによる収入が含まれている。プロモーションは、加盟店から受託する中国人観光客向けインバウンド販売促進の企画や運営である。ネットワークサービスについての詳細は不明である。

#### ◆ 子会社 3 社と OEM 提供先 3 カ国で海外展開している

同社は、シンガポール、ベトナム、中国に子会社を持っている。シンガポール子会社は、主に海外における StarPay の OEM 提携先を開拓しているが、ベトナム子会社と中国子会社は、主に同社が発注する開発業務を受託している。23/12 期の売上高の連単倍率は 1.0 であり、営業損失は単体 310 百万円に対して、連結 321 百万円であり、子会社の連結業績への影響は限定的である。

StarPay は、現在、モンゴル、カタール、カンボジアの金融機関に OEM で提供されているが、売上高に対する寄与はまだ軽微である。

#### ◆ 売上高、売上総利益率、決済取扱高 (GPV) を重視している

同社グループは、経済の基盤である決済をより安全に、スピーディーにすることで社会の発展の一翼を担っていくことを経営方針とし、継続的な加盟店網の拡大や世界各国の有力 QR 決済事業者とのネットワークの確立、決済のみならず加盟店を支援する DX サービスの提供を進めている。当該方針に基づき、同社グループは、売上高、売上総利益率に加え、事業規模を示す GPV を重要な経営指標 (KPI) としている。

23/12 期においては、GPV は、新規加盟店の獲得や QR コード決済市場の成長により、前期比 45.5%増の 1 兆 3,166 億円に拡大した。決済手数料の急増や、ミニアプリ等の DX 関連の増加はあったが、通信事業からの撤退による減収要因もあり、売上高は同 24.6%増の 3,720 百万円となった(図表 2)。売上総利益率は、利益率の低い通信事業からの撤退等により、同 8.1%ポイント改善の 70.5%となった。

【 図表 2 】 KPI の推移

	21/12期	22/12期	23/12期
売上高 (千円)	1,963,958	2,987,067	3,720,710
売上総利益率 (%)	52.4	62.4	70.5
通信事業を除く売上総利益率 (%)	65.0	76.0	75.1
GPV (億円)	4,657	9,047	13,166

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ PayPay や NTT ドコモを経由した売上高比率が高くなっている

同社は、各種小売店や飲食店、空港、ホテル、アミューズメント施設等、約 45 万の加盟店に StarPay を提供している。加盟店の例としては、ダイソーを展開する大創産業 (広島県東広島市) や、コーナン商事 (7516 東証プライム)、いなげや (8182 東証プライム)、藤田観光 (9722 東証プライム)、リンガーハット (8200 東証プライム)、サツドラホールディングス (3544 東証スタンダード) 等が挙げられる。

決済手数料は決済業者が取引の相手方となることや、同社の GPV は国内 QR コード決済によるものが大部分を占めることから、同市場で高いシェアを持つ大手 QR コード決済事業者向け売上高の割合が高くなっている。結果、ソフトバンク (9434 東証プライム) と LINE ヤフー (4689 東証プライム) の連結子会社であり、QR コード決済のトップ企業である PayPay や「d 払い」を提供する NTT ドコモに対する売上高比率が高くなっている (図表 3)。

【 図表 3 】 相手先別売上高の推移

相手先	21/12期		22/12期		23/12期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
PayPay	367	18.7	650	21.8	873	23.5
NTTドコモ	208	10.6	442	14.8	584	15.7
横浜銀行	169	8.6	326	10.9	281	7.6
CoITテクノロジーサービス	479	24.4	626	21.0	272	7.3

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

売上高に占める PayPay 及び NTT ドコモ向けの比率は各々、21/12 期が 18.7%、10.6%、22/12 期が 21.8%、14.8%、23/12 期が 23.5%、15.7% であり、直近の数年では両社向けの売上高比率が高い状態が継続している。

なお、後述するように、StarPay は中国のテンセントが展開する QR コード決済サービス「WeChat Pay」への対応から始まったため、コロナ禍前の 19 年までは、外国人の訪日観光客が加盟店で利用する海外 QR

コード決済ブランド向けが GPV の中心を占めていたが、20 年以降は、国内ブランドの QR コード決済の本格的な普及に伴い、日本人による PayPay 等の国内 QR コード決済ブランドによるものに短期間で置き換わっている。

Coltテクノロジーサービス向けの売上高は、海外向け通信サービスに係るシステム利用料であるが、23 年 4 月に同サービスの提供を終了している。コンコルディア・フィナンシャルグループ (7186 東証プライム) の中核子会社である横浜銀行向けの売上高については、神奈川県が主導するキャッシュレス・消費喚起事業「かながわ Pay」に係る共同企業体の代表機関として、同事業の運営業務を横浜銀行が受託している影響が大きい模様である。

## > ビジネスモデル

### ◆ GPV の拡大やクロスセル、海外展開による成長を目指している

主力サービスである StarPay の決済手数料売上は、GPV に売上高として計上できる比率であるテイクレートを乗じて算出される。23/12 期において、GPV は 1 兆 3,166 億円、決済手数料売上は 2,502 百万円であるため、テイクレートは 0.19%と算出される。手数料率は対象となる決済方法によって多少の差異がある (海外 QR コード決済ブランドは相対的に高い模様である) ため、決算期毎のテイクレートには多少の変動が見られるが、同社が主体的に手数料率を値上げすることは困難である。そのため、同社は GPV の拡大による決済手数料売上の成長を志向している。

同社は、決済手数料売上の拡大に加え、StarPay で開拓した加盟店に対して DX 関連製品を販売するクロスセルを行うことや、海外展開を行うことで、売上高の成長を目指す方針である。

### ◆ 撤退した通信事業を除いた売上総利益率は極めて高い

23/12 期において、売上総利益率は 70.5%であったが、撤退した通信事業の売上総利益率は 12.0%であり、通信事業を除けば 75.1%と極めて高い水準にある。そのうち、決済手数料の売上総利益率は 85.0%であり、DX 関連とその他が決済手数料に次いで高く、端末販売が最も低いと同社は説明している。

決済手数料の主な原価は、販売取次店経由の決済取扱高に連動する支払手数料であり、端末販売の原価は端末の仕入高である。DX 関連の原価は、製品開発や保守運用に係る工数に応じて計上される人件費と外注費である。インバウンドプロモーションサービス等のその他の原価は主に外注費である。



23/12期の売上総利益率が前期比8.1%ポイント改善したのは、利益率の高い決済手数料の売上高構成比が上昇したことや、利益率が低い通信事業から撤退したことによる。

23/12期における販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、売上総利益(2,612百万円)を上回る2,943百万円であり、販管費率は79.1%に達している。内訳としては、人件費が1,623百万円(うち、給料手当が1,079百万円、役員報酬が175百万円)、サーバー費用である管理費が379百万円、販売促進費(一部の新規加盟店の獲得時に、同社が負担する加盟店のPOS改修費用等)が86百万円等であり、固定的な費用が多いと推測される。売上総利益率は高水準であるものの、それ以上に販管費率が高いため、営業損失率は8.6%であった。

#### ◆ 自己資本比率は低いが、財務の健全性は確保されている

同社の23/12期末における自己資本比率は24.9%と低いが、有利子負債はない。負債の中心は預り金であり、負債純資産合計の73.1%にあたる20,733百万円に達している。現金及び預金は総資産の93.5%にあたる26,522百万円であった。加盟店への支払義務がある預り金を控除しても、現金及び預金の残高は、5,789百万円となっており、現金及び預金を除いた流動資産と固定資産の合計である1,833百万円との対比で高水準と言える。

また、同社は営業損失が継続しているものの、決済取扱高の拡大に連動して預り金が急増しているため、営業活動によるキャッシュ・フローは、22/12期が3,216百万円、23/12期が6,010百万円のプラスとなっている。一方、無形固定資産の取得による支出等が中心を占める投資活動によるキャッシュ・フローは、22/12期が377百万円、23/12期が187百万円の小幅のマイナスにとどまっている。結果、フリー・キャッシュ・フローは、22/12期が2,838百万円、23/12期が5,823百万円と、大幅な黒字(収入超過)となっており、営業損失からは脱却できていないものの、財務の健全性は確保されている。

## > 業界環境と競合

◆ キャッシュレス決済、特にQRコード決済市場は急拡大している  
経済産業省が24年3月に公表した調査結果によれば、キャッシュレス決済額の合計は、17年の64.7兆円から23年には126.7兆円に増加し、キャッシュレス決済額を民間最終消費支出で除したキャッシュレス比率は、同期間で21.3%から39.3%に急上昇した(図表4)。

中でも、同社が強みとしているコード決済(QRコード及びバーコード)による決済額及びキャッシュレス決済額全体に占める割合は、ス

スマートフォンの普及や、事業者及び行政による各種キャンペーン等の実施により、利用店舗やアクティブユーザーが急増した結果、18年の0.2兆円、0.2%から23年には10.9兆円、8.6%に急拡大し、各種キャッシュレス決済手段のなかでも、最も成長率が高い決済手段となっている。

【 図表 4 】 種類別キャッシュレス決済額と民間最終消費支出の推移 (単位:兆円)

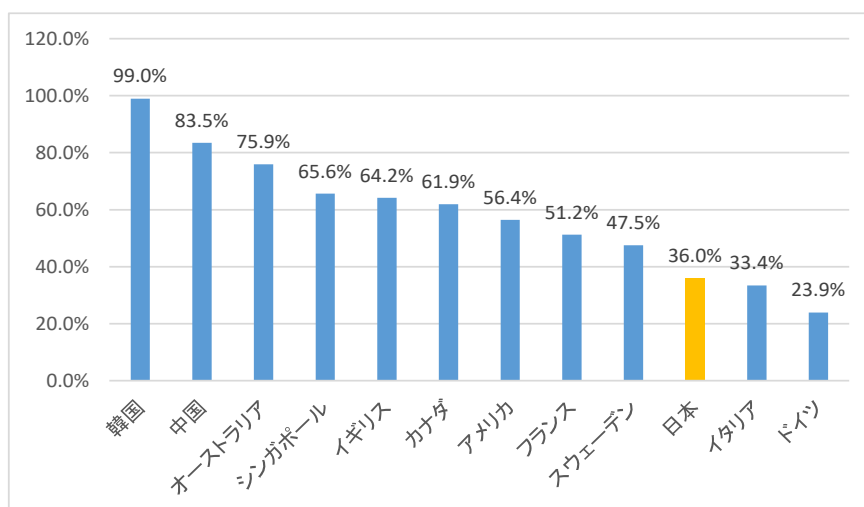
	暦年	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
①クレジット	決済額	58.4	66.7	73.4	74.5	81.0	93.8	105.7
	CL内割合	90.2%	90.7%	89.7%	86.8%	85.3%	84.5%	83.5%
②デビット	決済額	1.1	1.3	1.7	2.2	2.7	3.2	3.7
	CL内割合	1.7%	1.8%	2.1%	2.5%	2.8%	2.9%	2.9%
③電子マネー	決済額	5.2	5.5	5.8	6.0	6.0	6.1	6.4
	CL内割合	8.0%	7.5%	7.0%	7.0%	6.3%	5.5%	5.1%
④コード決済	決済額	-	0.2	1.0	3.2	5.3	7.9	10.9
	CL内割合	-	0.2%	1.2%	3.7%	5.6%	7.1%	8.6%
キャッシュレス (CL) 合計 (①+②+③+④)	決済額	64.7	73.5	81.9	85.8	95.0	111.0	126.7
	比率	21.3%	24.1%	26.8%	29.7%	32.5%	36.0%	39.3%
民間最終消費支出	金額	303.3	305.2	305.8	288.6	292.0	308.5	322.4

(注) 比率は、各決済手段による決済額を民間最終消費支出(名目値)で除して算出

(出所) 経済産業省による24年3月の調査結果を基に証券リサーチセンター作成。デビットと電子マネーは日本銀行、クレジットは一般社団法人日本クレジット協会、コード決済は一般社団法人キャッシュレス推進協議会、民間最終消費支出は内閣府の公表資料に基づく。

一般社団法人キャッシュレス推進協議会の調査によれば、日本のキャッシュレス決済比率は世界の主要国の中でも低い水準となっている(図表5)。経済産業省は、キャッシュレス決済比率の目標値を25年に40%、将来80%としていることから、キャッシュレス決済比率には大きな上昇余地があると考えられる。

【 図表 5 】 世界主要国のキャッシュレス決済比率(2022年)



(出所) 一般社団法人キャッシュレス推進協議会の調査を基に証券リサーチセンター作成

**◆ 競合**

QRコードやクレジットカード、電子マネー等の多様なキャッシュレス決済手段に対応した決済代行サービスは、オンライン決済領域(物販EC及びサービス分野やデジタル分野等の非物販EC)とリアル店舗等の対面決済領域に大別される。オンライン決済領域のキャッシュレス決済代行サービスを主力事業とする上場企業としては、GMOインターネットグループ(9449 東証プライム)の子会社であるGMOペイメントゲートウェイ(3769 東証プライム)が挙げられる。

一方、対面決済領域のキャッシュレス決済代行サービスを主力事業とする上場企業とそのグループ企業としては、同社のほか、GMOフィナンシャルゲート(4051 東証グロース)やトランザクション・メディア・ネットワークス(5258 東証グロース)、リクルートホールディングス(6098 東証プライム)の中核子会社であるリクルート(サービス名「Airペイ」)等が挙げられる。

しかし、GMOフィナンシャルゲートやトランザクション・メディア・ネットワークスは、決済端末販売による売上高への依存度が高いことや、市場の成長率が高いQRコード決済に関連した売上高の比率は同社よりも低いと見られることから、同社とはビジネスモデルや得意分野が異なっている。また、GMOフィナンシャルゲートは、GMOペイメントゲートウェイの子会社(GMOインターネットグループの孫会社)であるほか、トランザクション・メディア・ネットワークスは、三菱商事(8058 東証プライム)等の複数の大手企業が大株主となっており、独立系ではない点が同社との違いとなっている。

**> 沿革・経営理念・株主****◆ 09年にIT事業等を目的として設立された**

同社は、中国吉林省にある吉林大学で物理学を学んだ後に来日した李剛氏によって、IT事業等を目的として09年2月に設立された。李社長は、SCSK(9719 東証プライム)の前身会社であるCSKや、新日鉄ソリューションズ(現 日鉄ソリューションズ 2327 東証プライム)でエンジニアとして勤務した経験を持つ。

11年7月に、中国テンセント、KDDI(9433 東証プライム)と同社は共同でスマートフォン向けチャットアプリ「モバイルQQ日本版」をリリースした。テンセントとの関係を築いた同社は、15年に訪日中国人観光客を主な対象として、テンセントが展開するQRコード決済サービス「WeChat Pay」の日本における代理店として契約を締結した。

**◆ 15年にQRコード決済事業を開始した**

WeChat Payの日本における本格導入が始まると、同社は、WeChat Pay決済専用アプリとしてStarPayを開発し、15年7月から加盟店への提供を開始した。17年1月には、1台の端末で、各社のスマートフォンでのQRコード決済に対応可能なStarPay端末の販売を開始した。

**◆ 18年からマルチQRコード決済の本格展開に舵を切った**

同社は、17年10月にLINEの子会社であるLINE Payと、モバイル決済・送金サービスLINE Payの加盟店開拓・管理業務に関する業務で提携し、StarPay端末でのLINE Pay決済が可能となった。両社の関係は、18年2月には資本業務提携に発展し、同社は、マルチQRコード決済サービスの本格展開に舵を切った。

その後、StarPay決済サービスに、中国アリババグループが展開するAlipay(18年4月)、PayPay、楽天ペイ(18年10月)等が追加された。なお、クレジットカード決済は23年2月、電子マネー決済は同年7月から対応を開始している。

**◆ 20年からDX製品の提供を開始した**

同社は、収益源の多様化を目指し、20年9月にLINE Payでの決済機能を搭載したミニアプリを導入できる支援サービスStarPay-mini for LINEミニアプリを開発し、DX製品StarPay-DXの販売を開始した。

**◆ マルチQRコード決済の海外展開を目指している**

同社は、アジアを中心とした海外展開を目的として、エヌ・ティ・ティ・ベトナム(現NTTイーアジア)と17年12月に資本業務提携を結ぶ等、早くから海外へのマルチQRコード決済の展開を視野に入れた経営をしている。18年11月にシンガポール、20年1月にベトナムに子会社を設立したほか、20年4月には中国企業を子会社化した。

同社は、海外子会社と連携し、海外の金融機関にStarPayのゲートウェイシステムを提供している。22年にモンゴル、23年にはカタールとカンボジアの金融機関への提供を開始した。

**◆ 上場後も提供サービスや機能の拡張に取り組んでいる**

23年9月、同社は東京証券取引所グロース市場に上場した。23年11月には、ホテル向け決済プラットフォームStarPay-Biz for Hotelを開始した。12月には、企業間の請求・支払い業務の専用システムStarPay-Biz(B to B送金)の提供を開始したほか、StarPayにおいて、新たに3つの国と地域(イタリア、モンゴル、マカオ)のQRコード決済ブランドへの対応を開始し、対応する地域が13の国と地域に拡充された。

◆ 経営理念

同社は、「お金の流れを、もっと円(まる)く」というミッションを掲げ、世界規模で急速に進むデジタル化により生活様式が大きく変わりつつある時代において、経済の基盤である決済をより安全に、スピーディーにすることで社会の発展の一翼を担っていきたいと考えている。

◆ 株主

24/12 期半期報告書に記載されている株主の状況は図表 6 の通りである。24 年 6 月末時点において、李社長が発行済株式総数の 19.9%を保有する筆頭株主となっている。吉田興佳取締役と王鯤取締役は、各々 3.6%の株式を保有している。業務資本提携先である NTT イーアジアと S B I 新生銀行は、各々 4.2%と 3.6%の株式を保有している。その他の大株主には、国内外の機関投資家や金融機関が名を連ねており、それらを合計した保有比率は 33.2%に達している。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	24年6月末時点			備考	
	株数 (株)	割合	順位		
李剛	3,317,000	19.9%	1	代表取締役社長CEO	
KJP2 L.P. (常任代理人 香港上海銀行東京支店 カストディ業務部)	2,051,200	12.3%	2		
株式会社日本カストディ銀行 (信託口) MLPFS CUSTODY ACCOUNT (常任代理人 BOFA証券株式会社)	1,039,800	6.2%	3		
957,600	5.7%	4			
楽天証券株式会社	818,100	4.9%	5		
NTTイーアジア株式会社	700,000	4.2%	6		業務提携先
PHILLIP SECURITIES(HONG KONG) LIMITED (常任代理人 フリップ証券株式会社)	667,200	4.0%	7		
吉田興佳	600,000	3.6%	8		取締役
王鯤	600,000	3.6%	9		取締役
株式会社 S B I 新生銀行	592,400	3.6%	10		業務提携先
(大株主上位10位)	11,343,300	68.0%	-		
発行済株式総数	16,676,800	100.0%	-		

(出所) 24/12 期半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

同社の業績は設立 10 期目にあたる 18/12 期以降の数値が開示されている。売上高については、19/12 期は、中国人観光客の増加に伴う海外 QR コード決済ブランドに係る決済手数料の拡大等により、前期比 113.1%増加した。20/12 期は、新型コロナウイルス感染症の影響から訪日観光客が激減し、海外 QR コード決済ブランドに係る決済手数料は落ち込んだものの、国内 QR コード決済ブランドに係る決済手数料が急増したため、前期比微減にとどまった。

21/12 期から 23/12 期においては、国内 QR コード決済ブランドに係る決済手数料の拡大に、取組みを強化していた DX 関連の貢献等が加わり、大幅増収が継続した。結果、18/12 期 (単体) から 23/12 期 (連結) に掛けては、売上高は年平均 41.6%増加した (図表 7)。

【 図表 7 】 業績推移

(単位: 百万円)

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期	23/12期
売上高	652	1,390	1,387	1,963	2,987	3,720
売上総利益	—	—	—	1,029	1,864	2,621
売上総利益率 (全体)	67.5%	53.6%	46.3%	52.4%	62.4%	70.5%
売上総利益率 (除く通信事業)	58.9%	55.4%	54.0%	65.0%	76.0%	75.1%
販売費及び一般管理費	—	—	—	2,042	2,419	2,943
販管費率	—	—	—	104.0%	81.0%	79.1%
営業利益	—	—	—	-1,013	-554	-321
営業利益率	—	—	—	-51.6%	-18.6%	-8.6%
経常利益	-182	-1,289	-1,190	-1,013	-566	-329
経常利益率	-28.0%	-92.7%	-85.8%	-51.6%	-19.0%	-8.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	-183	763	724	-1,017	-572	-347
GPV (億円)	—	—	—	4,657	9,047	13,166
期末従業員数 (名)	35	102	124	184	217	223

(注) 18/12 期から 20/12 期までは未監査。21/12 期以降は連結決算  
(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

経常損益については、サービス開発や加盟店の拡大を優先し、人件費や販売促進費等に関して、積極的に先行投資を継続したため、19/12 期を底に改善しているものの、損失が継続している。なお、23/12 期末の従業員数については、単体は 18/12 期末の 35 名から 148 名に増加した。連結は 21/12 期末の 184 名から 223 名に増加している。

売上総利益率については、利益率が低い通信事業と利益率が高い決済関連の売上高構成比の変動等に伴い、20/12 期までは低下し、21/12 期以降は上昇した。通信事業を除いた売上総利益率については、利益率が低い端末販売の売上高構成比が高かった 20/12 期までは 60%を下回っていたが、端末販売の売上高構成比の低下に伴い、21/12 期以降は上昇している。

◆ 23年12月期決算は前期比25%増収ながら営業損失が継続

23/12月期決算は、売上高が前期比24.6%増の3,720百万円、営業損失が321百万円(前期は554百万円の損失)、経常損失が329百万円(同566百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益が347百万円(同572百万円の損失)となった(図表8)。

【図表8】23年12月期の業績

(単位:百万円)

	22/12期 通期	23/12期							増減率
		1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高	2,987	847	951	1,798	1,033	888	1,921	3,720	24.6%
通信事業	626	205	66	272	-	-	-	272	-56.5%
除く通信事業	2,360	641	884	1,526	1,033	888	1,921	3,447	46.1%
決済関連	1,829	503	559	1,063	819	685	1,504	2,567	40.4%
DX関連	437	99	267	367	200	177	378	745	70.6%
その他	93	38	57	95	14	24	38	134	-
売上総利益	1,864	504	646	1,151	799	671	1,470	2,621	40.6%
売上総利益率	62.4%	59.5%	68.0%	64.0%	77.3%	75.6%	76.5%	70.5%	-
通信事業	71	-	-	32	-	-	-	32	-54.0%
除く通信事業	1,793	-	-	1,118	799	671	1,470	2,588	44.3%
減価償却費	76.0%	-	-	73.3%	77.3%	75.6%	76.5%	75.1%	-
販売費及び一般管理費	2,419	628	666	1,295	813	834	1,648	2,943	21.6%
販管費率	81.0%	74.2%	70.1%	72.0%	78.7%	94.0%	85.8%	79.1%	-
人件費	1,170	345	372	717	427	479	906	1,623	38.7%
減価償却費	118	46	50	96	47	64	111	208	75.8%
営業利益	-554	-124	-19	-143	-14	-163	-177	-321	-42.0%
営業利益率	-18.6%	-14.6%	-2.1%	-8.0%	-1.4%	-18.4%	-9.3%	-8.6%	-
経常利益	-566	-126	-24	-151	-18	-158	-177	-329	-41.9%
経常利益率	-19.0%	-14.9%	-2.6%	-8.4%	-1.8%	-17.9%	-9.2%	-8.8%	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	-572	-127	-26	-154	-154	-168	-193	-347	-39.3%
GPV	9,047	2,555	2,951	5,506	4,073	3,586	7,660	13,166	45.5%

(注) 下期の販管費の内訳は証券リサーチセンターによる推計値

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

サービス別売上高については、23年4月末に事業を終了した通信事業は272百万円(前期比56.5%減)であった。通信事業を除くと、売上高は前期比46.1%増加した。決済関連は2,567百万円(同40.4%増)であった。そのうち、決済手数料は、GPVが1.3兆円(同45.5%増)となったことから、2,502百万円(同40.4%増)となった一方、端末販売は65百万円(前期は46百万円)であった。DX関連は、かながわPay第3弾等の複数の大型案件が寄与したため、745百万円(同70.6%増)となった。その他は前期の93百万円から134百万円に増加した。

四半期別GPVについては、第1四半期2,555億円、第2四半期2,951

億円、第3四半期4,073億円、第4四半期3,586億円であった。かながわPayを除いた第3四半期のGPVは3,211億円であった。

売上総利益については、通信事業は前期比38百万円減少したものの、通信事業以外では同795百万円増加したため、全体では同756百万円増加した。売上総利益率については、利益率が高い決済手数料の売上高比率が前期の75.5%（通信事業を除くベース）から72.6%に低下したものの、利益率が低い通信事業から撤退したため、前期比8.1ポイント改善の70.5%となった。

販管費は前期比21.6%増の2,943百万円となった。人員増加や、円安に伴う海外子会社の費用の為替換算額の増加等により、人件費が同38.7%増の1,623百万円となったほか、円安に伴い、ドル建て費用である管理費（サーバー費）が同38.0%増の379百万円となった。減価償却費（のれん償却額や敷金償却を含む）も同75.8%増の208百万円となった。一方、販売促進費は、新規加盟店の獲得時に同社が負担するPOS改修費用が減少したため、同66.1%減の86百万円となった。なお、23/12期末の連結従業員数は前期末比6名増の223名であった。

販管費が前期比523百万円増加したものの、売上総利益が同756百万円増加したため、営業損失は同233百万円減少し321百万円となった。特別損失は、固定資産除却損の増加や商品廃棄損の計上により、前期の2百万円から14百万円に増加した。

上場日である23年9月26日に公表した通期計画に対する達成状況は、売上高は計画比4百万円減、営業損失は同333百万円減（計画654百万円、実績321百万円）であった。売上総利益が同20百万円増、販管費は同312百万円減であった。販管費の主要科目については、販売促進費や広告宣伝費が計画を大幅に下回った模様である。

#### ◆ 24年12月期上期は前年同期比5%減収、営業損失拡大

24/12期上期決算は、売上高が前年同期比4.5%減の1,718百万円、営業損失が258百万円（前年同期は143百万円の損失）、経常損失が203百万円（同151百万円の損失）、親会社株主に帰属する中間純利益が215百万円（同154百万円の損失）となった（図表9）。

23年4月末で終了した通信事業を除くと、売上高は前年同期比12.6%増加した。サービス別売上高については、決済関連は1,459百万円（前年同期比33.8%増）であった。その内、決済手数料は、GPVが7,356億円（同33.6%増）となったことから、1,430百万円（同34.5%増）であった一方、端末販売は28百万円（前年同期は27百万円）であった。GPVに対するテイクレイトは、0.194%（同0.193%）であった。



DX 関連は、複数の大型案件で期ずれがあり、165 百万円（前年同期比 55.0%減）となった。その他は 93 百万円（同 37.5%増）となった。

【 図表 9 】 24 年 12 月期上期の業績

(単位：百万円)

	23/12期			24/12期			
	上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	1,798	1,921	3,720	826	891	1,718	-4.5%
通信事業	272	-	272	-	-	-	-
除く通信事業	1,526	1,921	3,447	826	891	1,718	12.6%
決済関連	1,090	1,477	2,567	705	754	1,459	33.8%
DX関連	367	378	745	61	104	165	-55.0%
その他	67	66	134	59	33	93	37.5%
売上総利益	1,151	1,470	2,621	621	694	1,315	14.3%
売上総利益率	64.0%	76.5%	70.5%	75.1%	77.9%	76.6%	-
通信事業	32	-	32	-	-	-	-
除く通信事業	1,118	1,470	2,588	621	694	1,315	17.6%
	73.3%	76.5%	75.1%	75.1%	77.9%	76.6%	-
販売費及び一般管理費	1,295	1,648	2,943	779	794	1,574	21.6%
販管費率	72.0%	85.8%	79.1%	94.3%	89.1%	91.6%	-
人件費	717	906	1,623	426	424	850	18.6%
減価償却費	96	111	208	55	57	112	16.2%
営業利益	-143	-177	-321	-158	-100	-258	-
営業利益率	-8.0%	-9.3%	-8.6%	-19.2%	-11.2%	-15.1%	-
経常利益	-151	-177	-329	-163	-39	-203	-
経常利益率	-8.4%	-9.2%	-8.8%	-19.8%	-4.5%	-11.9%	-
親会社株主に帰属する 当期（四半期）純利益	-154	-193	-347	-165	-50	-215	-
GPV	5,506	7,660	13,166	3,611	3,745	7,356	33.6%

(注) 23/12 期下期の販管費の内訳は証券リサーチセンターによる推定値  
(出所) 決算短信、四半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

四半期別 GPV については、第 1 四半期 3,611 億円（前年同期比 41.3% 増）、第 2 四半期 2,951 億円（同 26.9%増）であった。例年と比べ 5 月の連休中のレジャー関連消費がやや伸び悩んだが、下期に大型の新規案件が予定されており、同社は通期計画 1 兆 7,442 億円（前期比 32.5% 増）の達成に自信を示している。

売上総利益については、撤退した通信事業は前年同期比 32 百万円減少したものの、通信事業以外では同 197 百万円増加したため、全体では同 164 百万円増加した。売上総利益率については、利益率が低い通信事業から撤退したことや、利益率が高い決済手数料の売上高比率が前年同期の 69.7%（通信事業を除くベース）から 83.3%に上昇したことから、前年同期比 12.6%ポイント改善の 76.6%となった。

一方、販管費は前年同期比 21.6%増の 1,574 百万円となった。人員増

加や、円安に伴う海外子会社の費用の為替換算額の増加等により、人件費が同 18.6%増の 850 百万円となったほか、円安に伴い、ドル建て費用である管理費（サーバー費）が同 12.2%増の 180 百万円、減価償却費（のれん償却額や敷金償却を含む）が同 16.2%増の 112 百万円となった。一方、販売促進費は同 53 百万円減となった。なお、24/12 期上期末の連結従業員数は前期末比 7 名増の 230 名であった。

売上総利益は前年同期比 164 百万円増加したものの、販管費が同 279 百万円増加したため、営業損失は同 114 百万円増加の 258 百万円となった。特別損失は、固定資産除却損が 9 百万円計上された。

> 他社との比較

◆ 決済代行サービスを主力事業として展開する企業と比較

決済代行サービスを主力事業として展開する上場企業である GMO ペイメントゲートウェイ、GMO フィナンシャルゲート及びトランザクション・メディア・ネットワークスを類似企業として選定した（図表 10）。

【 図表 11 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	ネットスターズ	GMOペイメント ゲートウェイ	GMOフィナンシャル ゲート	トランザクション・ メディア・ネットワークス
	コード 直近決算期	5590 23/12期	3769 23/9期	4051 23/9期	5258 24/3期
売上高	百万円	3,720	63,119	15,909	10,370
規模 経常利益	百万円	-329	20,636	1,114	765
総資産	百万円	28,355	292,346	9,262	25,530
収益性 自己資本利益率	%	-5.1	15.0	15.9	7.4
総資産経常利益率	%	-1.3	7.3	14.0	4.3
売上高営業利益率	%	-8.7	32.2	7.0	7.5
成長性 売上高（3年平均成長率）	%	38.9	24.1	62.7	17.1
経常利益（同上）	%	-34.9	23.4	37.5	69.0
総資産（同上）	%	58.8	15.0	14.8	38.3
安全性 自己資本比率	%	24.9	31.6	53.0	42.3
流動比率	%	127.9	158.3	288.1	128.8
固定長期適合率	%	16.1	26.8	27.2	72.3

(注) 数値は直近決算期実績、GMO ペイメントゲートウェイは国際会計基準であるため、国内会計基準に類似した勘定科目を用いて算出、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出（同社とトランザクション・メディア・ネットワークスの 3 期前は単体数値）、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出（トランザクション・メディア・ネットワークスの期初は単体数値）、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本+固定負債）

各社を比較すると、規模では、GMO フィナンシャルゲート等の多くの連結子会社を持ち、決済代行以外の事業も展開する GMO ペイメントゲートウェイが全ての項目で首位に立っている。同社は、多額の預り金の存在により、総資産では 2 位に位置しているものの、売上高等については他社を大きく下回る水準にある。

収益性では、自己資本利益率と総資産経常利益で首位に立つ GMO フ

インファンシャルゲートが総合的に最も良好である。同社は、売上総利益率は高いものの、販管費の負担の重さから現時点で営業損失を計上しており、収益性の各項目の順位は全て4位となっている。

財務の安全性に関しては、同社は、固定長期適合率で1位であるものの、流動比率で2位と厘差の3位、自己資本比率で4位であり、相対的にはやや見劣りする。

成長性については、経常損失が継続しているものの、3期前と比較して大幅に損失が縮小しているほか、総資産の増加率で1位、売上高の増加率でも2位であり、相対的に高く評価できる。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、小規模かつ収益性が低いが、成長性で魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は QR コードのマルチ決済サービスに関する技術力等にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、QR コードのマルチ決済サービスに関する技術力やノウハウ、経験に関係している(図表 11)。

【図表 11】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・各種小売店や飲食店、空港、ホテル等、多数の加盟店にサービスを提供している	・導入済みアカウント数	約45万アカウント
		・加盟店は分散しているが、決済事業者となる金融・クレジットカード会社、通信会社、地方銀行等、特定企業を通じた取引の割合が高くなっている	・PayPay経由の売上高構成比	23.5%
		・モンゴル、カタール、カンボジアの金融機関にも「StarPay」を提供している	・NTTドコモ経由の売上高構成比	15.7%
	ブランド	・QRコード決済サービス「StarPay」の業界内での知名度は高いものの、上場から日が浅く、会社の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	15.5年(24年9月時点)
			・「StarPay」開始からの経過年数	9年(24年9月時点)
			・上場からの経過年数	1年(24年9月時点)
事業パートナー	・取次店(OEM/パートナーを含む)、システム等協業・導入支援企業等のセールspartnerを通じて間接販売が、21/12期~23/12期の決済取扱高の約3分の2を占めている ・マルチキャッシュレス決済サービス「StarPay」におけるQRコード決済のブランドカバレッジ数は国内事業者として最大級である	・セールspartner数	約300社	
		・QRブランドカバレッジ数	約40社	
組織資本	プロセス	・同社は、経営指標として、売上高、売上総利益率(通信事業を除く)、決済取扱高を重視している。決済取扱高の拡大等による売上高の高成長が続いているほか、高水準の売上総利益率を維持している	・売上高	3,720百万円
			・売上総利益率(通信事業除く)	75.1%
			・売上総利益率(決済手数料のみ)	85.0%
		・高度な技術を用いて自社開発したシステムにより、大量の決済を安全に、また、低コストかつ高スピードで処理している	・決済取扱高	1.3兆円
			・決済処理成功率	99.99%
			・決済処理速度	50ミリ秒/トランザクション
	知的財産 ノウハウ	・同社は、経済産業省の「統一QRコード決済の相互運用に係るシステム構築事業」に係る補助事業者に採択され、日本のQRコード決済の統一規格(JPQR)と東南アジアのQRコード決済の統一規格の相互運用の実現に取り組んでいる ・自社で開発したQRコード決済システムに関して特許を取得している	・1秒当たりトランザクション数(TPS)	500回超
			・トランザクション当たりコスト	0.17円
			・DX関連売上高	745百万円
			・DX関連売上高比率	20.0%
人的資本	経営陣	・李社長は、創業来、同社の経営に従事している	・李社長の在任年数	15.5年(24年9月時点)
		・李社長による高い経営へのコミットメント	・李社長の保有株数	3,317千株(19.9%、24年6月末)
	従業員	・新規加盟店の獲得や決済総額の増加を目的とした開発人員及び営業人員の採用を進めており、従業員が増加している	・連結従業員数	223名
			・単体従業員数	148名
		・インセンティブ制度	・平均年齢(単体)	37.2歳
			・ストックオプション	2,343千株(14.1%)
・従業員持株会	24年4月設立			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、23/12期または23/12期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は、取締役や監査役等の保有分も含まれている。

(出所) 決算短信、有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、クレジットカードを中心に発展したキャッシュレス決済サービス業者としては後発ながら、QRコードのマルチ決済サービスにつ

いては先駆者として市場に参入した。キャッシュレス化の推進は日本政府の重要な政策課題であるが、近年、QRコード決済は最も成長率が高いキャッシュレス決済手段となっており、QRコードのマルチ決済サービスに関する技術力やノウハウ、経験が同社に一気に蓄積された。結果、StarPayにおけるQRコード決済のブランドカバレッジ数は業界最大級の約40社となり、13の国と地域のQRコード決済ブランドに対応している。

また、同社は、経済産業省から「統一QRコード決済の相互運用に係るシステム構築事業」の補助事業者(海外向け開発パートナー)に採択される等、海外展開においても視界が開けてきている。以上のことから、QRコードのマルチ決済サービスに関する技術力やノウハウ、経験が同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社は、現時点においては気候変動が自社の事業に直接的に大きな影響を及ぼすことは少ないと考えており、気候変動に関する指標や目標を設定していない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、人的資本の活用及び多様性の向上への取組みに関して、以下の点を挙げている。

- ① 人種、年齢、性別、勤続年数等に関係なく、能力や実績に応じた昇給・昇格等の処遇を行う。
- ② 従業員が就業生活と家庭生活を両立し活躍できる就業環境を整えるため、フレックス労働制、在宅勤務制度、時短勤務制度を設けている。
- ③ 女性管理職比率について、23/12期末の5.6%から25/12期末には10%以上への引上げを目指している。
- ④ 男性労働者の育児休業取得率について、23/12期の0%から25/12期には10%以上への引上げを目指している。
- ⑤ 生産性の向上や離職率を抑えるため、熱意や意欲をもって働けるよう、有益な人事制度の立案、策定、運用を図る。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役10名(うち社外取締役3名)で構成されている。社外取締役の長橋賢吾氏は、IT業界における長年の経験と企業経営の経験を有しており、20年3月に同社の取締役に就任した。長橋氏は、フューチャーブリッジパートナーズ(東京都千代田区)の代

表取締役であり、ジオコード (7357 東証スタンダード) の社外取締役や野原ホールディングス (東京都新宿区) の取締役を兼務している。

また、社外取締役の江月楓氏は、同社の株主であるファンド LUN Partners Japan Investment 及び LUN Partners Capital Limited を運用する LUN Partners Group のパートナーであり、20 年 6 月に同社の取締役に就任した。

もう一人の社外取締役である谷田川英治氏は、同社の株主であるファンド KJP2 L.P.を運用する KKR ジャパンのパートナーであり、21 年 4 月に同社の取締役に就任した。谷田川氏は、PHCホールディングス (6523 東証プライム) の社外取締役をはじめ、多くの企業の社外取締役等を兼務している。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名の 3 名で構成されており、3 名とも社外監査役である。

常勤監査役の徳川必要互安氏は、上場企業を含む数社の監査役を歴任した後、20 年 3 月に同社の監査役に就任した。非常勤監査役の小澤幹人氏は、20 年 3 月に同社の監査役に就任した。小澤氏は弁護士で、エイトレッド (3969 東証スタンダード) の監査役を兼務している。もう 1 人の非常勤監査役である木佐木之恵氏は 23 年 1 月に同社の監査役に就任した。木佐木氏は、監査法人での勤務経験があり、アビックス (7836 東証スタンダード) の社外取締役を兼務している。

23/12 期に 19 回開催された取締役会には、長橋取締役、江月取締役、谷田川取締役、徳川監査役、小澤監査役及び木佐木監査役は全てに出席した。16 回開催された監査役会には、3 人の社外監査役は全てに出席した。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 新規加盟店の獲得及び決済取扱高 (GPV) の拡大

同社は、売上高の拡大及び収益性の向上に向け、新規加盟店の獲得や GPV の拡大が重要な課題であると認識している。更なる加盟店網の拡大のためには、自社での営業活動に加え、セールスパートナー (OEM 先等) を通じた加盟店の獲得が鍵になると考えている。

#### ◆ 当期純損益の黒字化

同社は、新規加盟店の獲得に向けた開発人員及び営業人員の採用や、販売促進活動等の先行投資によって当期純損失が継続しており、当期純損益の黒字化が重要な課題となっている。今後も加盟店の獲得に注力する方針であるものの、増収効果によって、24/12 期からの当期純利益の計上が計画されている。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ キャッシュレス決済の拡大や DX 商材とのクロスセル等を志向

同社は、キャッシュレス決済サービスの拡大や、DX 商材とのクロスセル、海外展開による売上高の拡大に加え、高水準にある売上総利益率を維持すること、年度の販管費の増加率を 10%前後に抑制することにより、将来的な黒字の維持と営業利益率の上昇を目指す経営方針を掲げている。

#### ◆ キャッシュレス決済サービスの拡大

同社端末の利用に関係なく StarPay が導入できることや、国内最大級の QR コード決済ブランドをカバーしているという同社の強みを活かして、既存の決済代行会社や決済端末会社、POS ベンダー等のセールスパートナーを更に拡充し、新規加盟店の増加を通じて QR コード決済市場でのシェアを拡大する方針である。特に、海外 QR コード決済ブランドの取扱いの多さを武器に、インバウンド関連 (小売・流通、観光、エンタメ業界等) の加盟店獲得に注力している。

また、決済サービスの周辺分野である B to B 送金 (StarPay-biz) や、EC 等のオンライン決済領域での StarPay の拡販等も強化しており、複合的な展開によって、キャッシュレス決済サービスの拡大を目指している。

#### ◆ DX 商材とのクロスセル

同社は、StarPay 既存加盟店に対して、DX 商材のクロスセルを行い、収益源の多様化や顧客当たりの収益最大化、解約抑制を目指している。DX 商材の中でも、特に、ホテル、アミューズメント施設、飲食店、小売店等に対して、レジ業務を無人化、省力化できる StarPay-Order の導入を加速させる方針である。

#### ◆ 海外展開

同社は、現在、対応している海外 QR コード決済ブランドは 23 種類だが、これを更に拡大すると共に、現在、3 カ国となっている StarPay の OEM 提供地域を拡大することにより、StarPay と StarPay-DX の海外展開を推進する方針である。

また、同社は、経済産業省の「統一 QR コード決済の相互利用に係るシステム構築事業」に係る補助事業者に採択され、日本の QR コード決済の統一規格 (JPQR) と東南アジアの QR コード決済の統一規格の相互運用の実現にも取り組んでいる。



5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源(強み、弱み)、および外部環境(機会、脅威)は、図表 12 のようにまとめられる。

【図表 12】SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>高い技術力を基に開発したシステムにより、大量の決済を安全に、また、低コストかつ高スピードで処理していること</li> <li>国内最大級のQRコード決済ブランドカバレッジ数を誇る点</li> <li>幅広い業態にわたり、強固な加盟店網を構築していること</li> <li>独立系であるため、広範なパートナー基盤を有していること</li> <li>撤退した通信事業を除くと、売上総利益率が高いこと</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業規模が小さいこと</li> <li>国内QRコード決済サービス以外の収益源が少ないこと</li> <li>先行投資負担が理由とは言え、当期純損益がまだ赤字であること</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内キャッシュレス決済市場、特に国内QRコード決済市場の拡大</li> <li>国内QRコード決済市場における市場シェアの拡大</li> <li>加盟店へのDX商材のクロスセルによる顧客当たり売上高の拡大</li> <li>海外キャッシュレス決済市場への本格的な進出</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>技術革新により、新しい決済サービスが登場し、QRコード決済の成長が鈍化すること</li> <li>政府のキャッシュレス推進方針が転換され、キャッシュレス決済比率の上昇が頭打ちとなること</li> <li>主要QRコード決済事業者の方針変更等により、業績に悪影響が生じること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ DX 商材とのクロスセルの推進に最も期待したい

23/12 期において、DX 関連の売上高構成比は 21.6%と、決済手数料(72.6%)を大きく下回る。売上総利益率も決済手数料よりも低いため、売上総利益に与える影響は小さい。また、決済手数料が不特定多数の一般消費者による小口決済から得られる収入であるため、比較的安定しているのに対し、DX 関連は特定の企業による導入時の収入が売上高の中心となっているため、案件数や案件規模の多寡によって、変動が大きいという特性がある。実際、24/12 期上期においては、DX 関連における大型案件の売上計上が計画より後ろ倒しとなり、前年同期比で減収減益、売上高と営業損益は計画を下回った。

しかしながら、国内 QR コード決済サービス以外の収益源の少なさという同社の弱みを考えると、既存加盟店への DX 商材とのクロスセルの推進は必要不可欠の戦略と言えよう。また、DX とのクロスセルによって、顧客当たりの収益最大化や、顧客エンゲージメントの向上を通じた解約抑制効果も期待できる。よって、当センターでは、同社の戦略の中でも、DX 商材とのクロスセルの推進に最も期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 24 年 12 月期会社計画は 25%増収、営業損益黒字転換

24/12 期の会社計画は、売上高 4,650 百万円(前期比 25.0%増)、営業利益 101 百万円(前期は 321 百万円の損失)、経常利益 201 百万円(同 329 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益 150 百万円(同 347 百万円の損失)である(図表 13)。

【 図表 13 】 ネットスターズの過去の業績と 24 年 12 月期の会社計画 (単位:百万円)

	内訳	21/12期	22/12期	23/12期	24/12期	
		実績	実績	実績	計画	増減率
売上高		1,963	2,987	3,720	4,650	25.0%
	決済関連	1,193	1,829	2,567	3,346	30.3%
	DX関連	220	437	745	904	21.2%
	その他	69	93	134	400	198.0%
	通信事業	480	626	272	—	—
売上総利益		1,029	1,864	2,621	3,388	29.3%
	売上総利益率	52.4%	62.4%	70.5%	72.9%	—
販売費及び一般管理費		2,042	2,419	2,943	3,287	11.7%
	販管費率	104.0%	81.0%	79.1%	70.7%	—
	人件費	—	1,170	1,623	1,805	11.2%
	減価償却費等	—	118	208	254	21.7%
営業利益		-1,013	-554	-321	101	—
	営業利益率	-51.6%	-18.6%	-8.6%	2.2%	—
経常利益		-1,013	-566	-329	201	—
	経常利益率	-51.6%	-19.0%	-8.8%	4.3%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		-1,017	-572	-347	150	—

(注) 21/12 期と 22/12 期の決済関連の数値は証券リサーチセンターによる推定値。減価償却費等は減価償却費、のれん償却額、敷金償却の合計。

(出所) 有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上高については、決済関連は、GPV が前期比 32.5%増となるという前提を置き、同 30.3%増と見込んでいる。DX 関連は、複数の大型案件を見込み、同 21.2%増と見込んでいる。その他は、案件数の増加等により、同 198.0%増と見込んでいる。通信事業を除いた増収率は 34.9%を予想している。

売上総利益率は、利益率が低い通信事業からの撤退等により、前期比 2.4%ポイント改善の 72.9%を見込んでいる。一方、販管費は、前期に計上した上場関連費用 50 百万円が剥落するものの、人件費が同 182 百万円増、減価償却費等が同 46 百万円増、販売促進費が同 175 百万円増と見込み、同 344 百万円増と予想している。結果、売上総利益が販管費を上回り、営業損益は黒字転換を見込んでいる。

営業外収益では、「統一 QR コード決済の相互運用に係るシステム構築事業」の補助金収入 100 百万円を見込んでいる。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、24/12 期上期実績と同社の施策等を考慮し、同社の 24/12 期業績を、売上高 4,576 百万円 (前期比 23.0%増)、営業利益 103 百万円 (前期は 321 百万円の損失)、経常利益 192 百万円 (同 329 百万円の損失)、親会社株主に帰属する当期純利益 137 百万円 (同 347 百万円の損失) と予想する (図表 14)。

【 図表 14 】 証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	22/12期	23/12期	24/12期CE	24/12期E	25/12期E	26/12期E
<b>損益計算書</b>						
売上高	2,987	3,720	4,650	4,576	5,693	7,193
前期比	52.1%	24.6%	25.0%	23.0%	24.4%	26.3%
サービス別	-	-	-	-	-	-
決済関連	1,829	2,567	3,346	3,420	4,520	5,927
DX関連	437	745	904	816	830	920
その他	93	134	400	340	343	346
通信事業	626	272	-	-	-	-
売上総利益	1,864	2,621	3,388	3,470	4,424	5,690
売上総利益率	62.4%	70.5%	72.9%	75.8%	77.7%	79.1%
販売費及び一般管理費	2,419	2,943	3,287	3,367	3,857	4,696
販管費率	81.0%	79.1%	70.7%	73.6%	67.7%	65.3%
営業利益	-554	-321	101	103	567	994
前期比	-	-	-	-	5.5X	75.3%
営業利益率	-18.5%	-8.6%	2.2%	2.3%	10.0%	13.8%
経常利益	-566	-329	201	192	568	995
前期比	-	-	-	-	3.0X	75.2%
経常利益率	-18.9%	-8.8%	4.3%	4.2%	10.0%	13.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	-572	-347	150	137	474	836
前期比	-	-	-	-	3.5X	76.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

サービス別売上高については、決済関連は、決済手数料 3,340 百万円 (前期比 33.5%増)、端末販売 80 百万円 (同 22.2%増) と予想した。決済手数料に関する数値としては、GPV を 1 兆 7,100 億円 (同 29.9%増)、テイクレートは 0.195% (前期は 0.190%) と想定している。GPV については、QR コード決済市場の拡大や加盟店数の増加を見込んでいる。

DX 関連は 816 百万円 (前期比 9.4%増) と予想した。上期に期ずれを起こした案件は下期に売上計上されると見込んだものの、下期に売上計上を見込んでいた案件の一部が 25/12 期に期ずれすると想定した。その他は、上期実績の通期計画に対する進捗率の低さから、会社計画を下回る 340 百万円 (同 153.3%増) と予想した。

売上総利益率は、利益率が高い決済手数料の売上高比率の上昇を想定し、前期比 5.3%ポイント上昇の 75.8%と予想した。一方、販管費は、人件費や減価償却費、販売促進費等の増加を見込み、3,367 百万円 (同 14.4%増) と予想した。

25/12 期は、売上高 5,693 百万円 (前期比 24.4%増)、営業利益 567 百万円 (同 5.5 倍) と予想した。

サービス別売上高については、決済関連は、決済手数料 4,440 百万円（前期比 32.9%増）、端末販売 80 百万円（同横ばい）と予想した。決済手数料に係る数値としては、GPV を 2 兆 2,450 億円（同 31.3%増）、テイクレートを 0.198%（前期予想は 0.195%）と想定している。GPV については、QR コード決済市場の拡大や加盟店数の増加に加え、会場内はキャッシュレス決済だけで実施される 2025 年日本国際博覧会（大阪・関西万博）による影響を若干見込んでいる。テイクレートの上昇については、中国人観光客の増加等により、利益率が高い海外 QR コード決済ブランドの構成比の上昇を見込んでいる。

DX 関連は 830 百万円（前期比 1.7%増）、その他は 343 百万円（同 0.9%増）と予想した。いずれも、24/12 期予想が 21/12 期との比較で大幅に拡大した水準を見込んでいるため、25/12 期は伸びが鈍化すると考えた。

売上総利益率は、利益率が高い決済手数料の売上高比率の上昇を想定し、前期比 1.9%ポイント上昇の 77.7%と予想した。一方、販管費は、人件費や減価償却費、販売促進費等の増加を見込み、3,857 百万円（同 14.6%増）と予想した。

26/12 期は、売上高 7,193 百万円（前期比 26.3%増）、営業利益 994 百万円（同 75.3%増）と予想した。

サービス別売上高については、決済関連は、決済手数料 5,847 百万円（前期比 31.7%増）、端末販売 80 百万円（同横ばい）と予想した。決済手数料に係る数値としては、GPV を 2 兆 9,000 億円（同 29.2%増）、テイクレートを 0.202%（前期予想は 0.198%）と想定している。テイクレートの上昇については、中国人観光客の増加等により、利益率が高い海外 QR コード決済ブランドの構成比の上昇を見込んでいる。GPV については、QR コード決済市場の拡大や加盟店数の増加を見込んでいる。DX 関連は、加盟店数の拡大により、920 百万円（同 10.8%増）と予想した。その他は 346 百万円（同 0.9%増）と予想した。

売上総利益率は、利益率が高い決済手数料の売上高比率の上昇を想定し、前期比 1.4%ポイント上昇の 79.1%と予想した。一方、販管費は、人件費や減価償却費、販売促進費等の増加を見込み、4,696 百万円（前期比 21.8%増）と予想した。

同社は、将来の事業展開と財務体質強化のための内部留保の確保を優先し、設立以来、配当を実施していない。配当の実施の可能性や時期等については現時点で未定としている。こうしたことから、当センターでは、24/12 期から 26/12 期においても無配が続くと予想している。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	22/12期	23/12期	24/12期CE	24/12期E	25/12期E	26/12期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	19,746	26,522		33,227	42,355	53,767
売上債権	494	510		628	635	682
その他	165	183		183	183	183
流動資産	20,406	27,217		34,039	43,174	54,633
有形固定資産	30	34		35	37	39
無形固定資産	755	726		715	641	533
投資その他の資産	386	378		445	445	445
固定資産	1,172	1,138		1,197	1,125	1,018
資産合計	21,578	28,355		35,236	44,299	55,652
買掛金	224	105		210	211	213
未払法人税等	42	47		25	51	87
預り金	14,419	20,733		27,360	35,920	46,400
その他	429	401		437	437	437
流動負債	15,115	21,288		28,032	36,620	47,137
純資産合計	6,462	7,067		7,204	7,678	8,514
(自己資本)	6,462	7,067		7,204	7,678	8,514
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	-568	-343		182	568	995
減価償却費	109	197		228	284	321
売上債権の増減額 (ーは増加)	-43	-15		-117	-7	-47
仕入債務の増減額 (ーは減少)	-1	-118		104	1	1
預り金の増減額 (ーは減少)	3,520	6,313		6,626	8,560	10,480
その他	202	-18		10	2	0
法人税等の支払額	-3	-3		-68	-67	-123
営業活動によるキャッシュ・フロー	3,216	6,010		6,967	9,342	11,627
有形固定資産の取得による支出	-31	-16		-15	-15	-15
無形固定資産の取得による支出	-371	-166		-180	-200	-200
その他	24	-4		-67	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-377	-187		-262	-215	-215
株式の発行による収入	-	933		0	0	0
配当金の支払額	-	-		0	0	0
その他	0	0		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	0	933		0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	2,861	6,775		6,705	9,127	11,412
現金及び現金同等物の期首残高	16,885	19,746		26,522	33,227	42,355
現金及び現金同等物の期末残高	19,746	26,522		33,227	42,355	53,767

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想  
(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

**> 投資に際しての留意点****◆ 競争激化に伴うリスク**

同社グループは、マルチ QR コード決済サービス市場の黎明期から他社に先駆けてサービスを開発した技術力と、クレジットカード会社等へのシステムの OEM 提供及び多数の取次店との提携関係により、加盟店の獲得競争で優位に立っていると認識している。しかし、競合他社が同社グループに追随して差別化が困難になり、手数料率競争による収益性の悪化や、加盟店の獲得件数の鈍化、大口加盟店の他社への流出等が発生した場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

**◆ 特定の QR コード決済業者に対する依存**

同社グループは、QR コード決済事業者と連携して事業を展開しており、特定の QR コード決済事業者に対する売上高の比率が高くなっている。万が一、主要な QR コード決済事業者から契約解除や条件変更等がなされた場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

**◆ 大株主の株式売却リスク**

李剛代表取締役社長 CEO は、24/12 期上期末時点において、同社株式の 19.9%を保有している。同氏は、安定株主として同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

**◆ 新株予約権行使による株式価値の希薄化リスク**

同社はストックオプション制度を採用している。23/12 期末における発行済株式総数に対する潜在株式数の割合は 14.1%に相当している。これらの新株予約権が権利行使されたり、発行された株式が売却されたりした場合、同社の株価形成に影響を与える可能性がある。

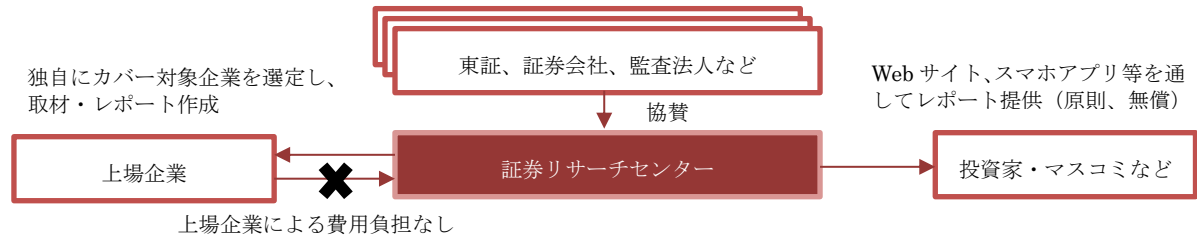
**◆ 当面は無配が続く可能性**

同社は、株式価値の向上に向けた最適な資本配分の観点から、創業以来、配当を実施していない。中長期的には、安定的かつ継続的な配当を実施する方針であるが、現時点において配当実施の可能性や実施時期等については未定としている。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

### ■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。