

BPaaSで拓く中小企業DX革命

「DOE13% + 累進配当」で再評価の好機

サマリー

■ 大きな転換期を迎えている

スターティアホールディングス株式会社(以下、同社)が示した「二人三脚のサクセッション(本郷会長・北村社長体制)」、スターティアテクノスへの統合による「BPaaSへの完全ピボット」、「DOE13% + 累進配当」という驚異的な株主還元姿勢は、同社が単なる「OA機器卸売」から脱却し、**真の「ITインフラ & DXソリューションのプラットフォーマー」への進化**を裏付けていると、SIRでは評価する。

■ 2026/3期決算結果は「市場の期待の斜め上」

同社が5月15日に発表した2026/3期通期連結決算は、売上高が前期比7.1%増の23,790百万円、営業利益が同18.4%増の3,242百万円と、Q3決算発表時に修正した通期計画を上回る好調な決算結果であった。ポジティブ・サプライズは、期末配当金をQ3決算時点予想の73円から83円に引き上げ、中間配(54円)と期末記念配(8円)と合わせて年間配当を145円としたこと。

■ 2027/3期通期会社計画では5期連続最高益更新をめざす

会社側の2027/3期通期業績見通しは、売上高が同9.3%増の26,000百万円、営業利益が同9.5%増の3,550百万円、経常利益が同7.8%増の3,550百万円、当期純利益が同1.1%増の2,343百万円である。達成されれば5期連続最高益更新となり、売上高営業利益率は13.7%、ROEは約27%と、前期と同程度の高い収益性を堅持できる見通しである。2027/3期予想配当145円のDOEは16.8%と試算される。

■ 株価インサイト

同社の株価は上場来高値圏にあるとはいえ、今期予想PERは11.5倍、配当利回りは5.03%と、業績拡大と旺盛な株主還元策に株価が追いついていない。SIRの配当割引モデルからは、0%成長としても理論株価は約3,200円と試算された。約27%のROEと持続的な成長性を考慮すると、依然として再評価の余地が大きく、特に下値が配当利回りによって強力にサポートされている点は、中長期投資家にとって魅力的なリスク・リワードを提供していると、SIRでは見ている。

百万円	売上高	YoY (%)	営業利益	YoY (%)	経常利益	YoY (%)	当期利益	YoY (%)	EPS (円)	DPS (円)
2024/3	19,571	-2.2	2,282	32.4	2,253	22.2	1,546	27.6	165.32	69.00
2025/3	22,211	13.5	2,737	19.9	2,784	23.6	1,960	26.8	206.29	114.00
2026/3	23,790	7.1	3,242	18.4	3,294	18.3	2,318	18.3	247.58	145.00
2027/3会予	26,000	9.3	3,550	9.5	3,550	7.8	2,343	1.1	250.60	145.00
2026/3 H1	11,512	6.9	1,409	6.6	1,424	6.4	936	-7.6	99.91	54.00
2027/3 H1予	12,600	9.4	1,630	15.6	1,630	14.4	1,075	14.9	115.06	67.00

出所：同社IR資料よりSIR作成

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。

Q4 Follow-up

startiaholdings

注目点：

約27%の予想ROEはプライム上場の中でも屈指の高さ。

DOE13% + 累進配当の株主還元方針にアップグレード。

IT・DX関連銘柄に特有のグロース株の特性は軽視されたまま。

主要指標

株価 (6/3)	2,880
52週高値(26/2/27)	3,100
52週安値 (25/11/21)	2,545
10年間高値(26/2/27)	3,100
10年間安値(20/3/13)	360
発行済株式数 (千株)	9,350
時価総額 (百万円)	26,927
企業価値 (百万円)	22,151
26/3 自己資本比率	54.0%
26/3 実績ROE	29.0%
26/3 実績PBR	3.21x
27/3 予想PER	11.5x
27/3 予想配当利回り	5.03%

株価チャート(直近1年間：日次)



シニア・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マーをご覧ください。

BPaaSへの完全ピボット

* BPaaS(Business Process as a Service)とは、

SaaS(Software as a Service)のようなクラウドサービスに加え、運用する人材とあわせて業務プロセスそのものを外部に委託できるサービスのこと。

企業が特定の業務を外部の専門業者に委託し、そのプロセスの実行、管理、データ共有をクラウド上で実現できる。

* RPA : Robotic Process Automation

* iPaaS : Integration Platform as a Service

スターティアテクノスの組織図的な位置づけは両セグメントに跨る形で描かれている。一方、収益開示上は、テクノス社のスタッフが販売した商材にリンクしたセグメントに準じて商材売上がどちらかのセグメントに区分される仕組みをとっている。

■ 中小企業DXの「ラストワンマイル」を埋めるBPaaS*への進化

同社は2026年4月1日付で、連結子会社スターティアレイズ社の商号をスターティアテクノス社に変更しただけでなく、人員を移管して組織再編を行い、「ワンストップのBPaaS提供」をその事業領域として再設定した。

レイズ社は、主に総務や経理などのバックオフィス業務を自動化する業務自動化ツール(RPA*)「RoboTANGO」や、クラウドサービス同士を連携させるツール(iPaaS*)「JENKA」などを提供し、顧客企業の業務全体効率化・生産性向上を支援していた。レイズ社の約20名を母体に、ITインフラ事業区分のスターティア社から「従業員数50名以上の中小企業」を担当する部隊約40名、およびDXソリューション事業区分のクラウドサーカス社から約10名を結集させ、合計約70名体制で始動した。

テクノス社の具体的な事業領域は、従業員数30~50名以上の中小企業を顧客対象として、「ネットワーク構築・セキュリティ強化(ITインフラ)+デジタルマーケ/業務自動化(DX)+BPaaS/BPO伴走」などのサービスを一通り提供するというもの。

■ 中小企業が直面する構造変化への対応として重点施策を見直し

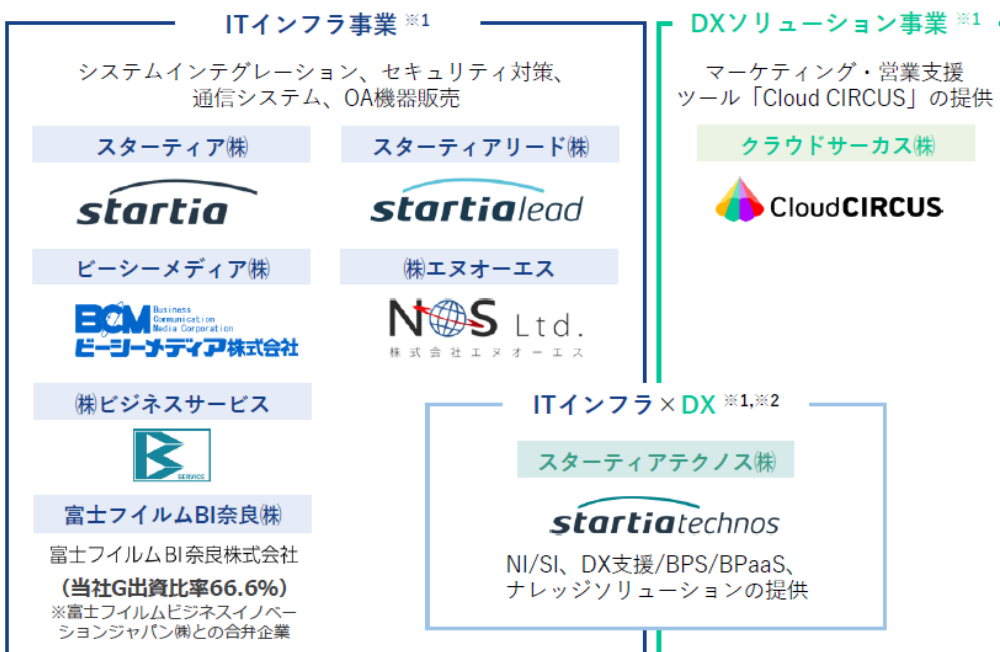
同社経営陣が組織再編を伴う戦略強化・進化に踏み切った背景には、日本の中小企業が直面する深刻な構造変化がある。

日本の全企業数の99.7%を占める中小企業において、労働人口の減少に伴うIT人材不足は深刻である。多くの中小企業には情報システム部門やセキュリティの専任者が存在せず、生成AIや高度化するセキュリティ対策を「自社で内製する」ことは極めて困難である。

同社がこれまで提供してきた複合機などのITインフラや、Web制作・マーケティング・オートメーション(MA)などの自社開発SaaS「Cloud CIRCUS」だけでは、中小企業におけるDXの「ラストワンマイル」を埋めきれなかった。米国のようにITリテラシーが高く内製化が進む市場とは異なり、日本の中小企業は「ツール(SaaS)だけを渡されても使いこなせない」という現実の壁に突き当たるためである。

この課題に対し、同社経営陣が導き出した進化の答えが「BPaaS(SaaS + 人的運用の融合)」の強化・進化である。

単に月額数万円のSaaSプロダクトを提供するモデルから、RoboTANGOやJENKAなどのデジタル技術と、人的なBPO(業務プロセス代行)を一体化させたパッケージ(月額20万~25万円規模)へと踏み込んだ。これにより「使いこなせるまで」顧客に伴走提供し、顧客である中小企業側の実装ギャップを埋めることと、自社のMRRの安定化を図ることの狙いがある。



出所：同社IR資料

顧客にとっては、月額数十万円規模の採用・教育コストをかけることなく、専門的なIT・セキュリティ運用を外部に委託できるため、本業に集中しながら生産性を向上させることが可能となる。これは同社が一時代前の「OA機器販売代理店」から「中小企業向けITインフラ&DXソリューションのプラットフォーマー」へ、さらには「業務プロセスそのものを支援するBPaaS提供企業」へと持続進化するための、経営陣の必然的な戦略的選択であったと、SIRは考える。

加えて、同社のセグメント間で顧客窓口が異なることがクロスセルを行う上で最大の障壁であったとの社内認識もある。例えばITインフラの営業スタッフが接する顧客窓口の中心は業務合理化・効率化策に関心がある総務部などであるが、そこにDXソリューション・サービスを紹介してもつながりにくく、逆にSaaS商材に関心がある顧客窓口の中心は営業部門やマーケティング部門であるため、ここにITインフラ商材をクロスセルすることは困難であった。

こういったセグメント横断のクロスセル難易度(窓口差異)を解消するため、ITインフラとDXの双方を扱える組織を社内に新設・再編し、担当者を移動させて窓口を統合した。担当窓口の一本化により提案の断絶を防ぎ、業務領域を横断したクロスセルを実現する狙いである。

論点	2025年3月期までの重点施策	2026年3月期からの重点施策
① 企業 ポジショニング	複合機を中心とした「OA機器販売代理店」に加え、「デジタルマーケティングSaaS」の強化・収益化。	高収益かつ高付加価値な「ITインフラ&DXソリューションのプラットフォーマー」。
② 営業スタイル と販売体制	個人の資質や営業力に依存する「属人的なアプローチ」。新卒の早期戦力化に一定の時間を要した。	営業プロセスの高度な「標準化・型化」。インサイドセールスBPOとナーチャリング(顧客育成)を組織的に定着。
③ 顧客取引 構造	複合機など「単一商材導入顧客」が多く、競合によるリプレース(解約)のリスクに晒されていた。	「複数商材(マルチプロダクト)導入」の推進による顧客グリップ強化。1社当たりARPUとLTVの最大化。
④ 収益モデル	ハードウェアやスポットのWebサイト制作等の「フロー売上」からの脱却による、SaaSツールなどの「ストック売上の強化」。	「ストック型収益(MRR/ARR)」への質的転換。DXソリューション事業のストック比率は82%を突破。ITインフラでも保守料金の10%値上げを順次適用。
⑤ 技術・AI 対峙スタンス	従来の個別ITツールの切り売り(プロダクトアウト型)。	「AIファースト」戦略と「BPaaS」の融合。IZANAI(AIチャットボット)やAIO(AI検索最適化)対策など「旬」のニーズをいち早く商材化し顧客をリード。
⑥ 組織・事業 体制	ITインフラとDXソリューション、各事業会社が個別にソリューションを供給する縦割り構造。	スターティアテクノス(旧スターティアレイズ)の統合・始動。インフラ技術者とDX・RPA人材を融合し、一気通貫でBPaaS(SaaS+人的運用)を提供。
⑦ M&A(イン オーガニック戦略)	自社のソーシング(案件創出)および仲介会社経由でのネットワーク提携をはじめとする「インフラと仕組みの構築フェーズ」。	構築した強固なパイプライン(年間リード368件)を武器に、厳格な規律を保ちつつ「具体的なM&A成約と利益貢献(目標8億円)を実現する実行フェーズ」。
⑧ 資本政策と 株主還元	最終利益の変動に左右される「配当性向55%+累進配当」。	利益変動に影響されない安定的かつ高水準な「DOE 13%+累進配当」への転換。年間配当145円を「実質的な下限(減配回避)」としてコミット。
⑨ 経営体制と ガバナンス	創業者・本郷秀之社長の強力なリーダーシップに依存するトップダウン経営。	本郷会長・北村健一新社長(2026年6月就任予定)の二人三脚体制への円滑なサクセッション。監査等委員会設置会社への移行を伴うガバナンスの充実。

出所：同社IR資料よりSIR作成

二人三脚の
サクセッション

■ 北村新社長体制が始動

SIRは同社固有の弱点について、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」と指摘した。一方、同社内でも「ITインフラとDXソリューションのクロスが中々見いだせない」と自己評価しているという。また、経営陣によると、同社の株価バリュエーションがディスカウントされている要因の一つとして、この点を指摘する声もあるという。

そこで同社は、クロスするところに適切な商品サービスが提供できていない点を課題と捉え、両セグメントから提供できるサービスを拡充していくことが本質的には重要と考え、その課題解決策として「SaaSツール+ (同社の強みとしての)人」のBPaaSセットで顧客の業務フローを提供することに軸足を転換した。このアイデアを発想し、イニシアティブを発揮したのが北村健一副社長であったという。

同社の経営体制は、6月18日の定時株主総会で承認されれば、代表取締役社長本郷秀之氏が代表取締役会長に、執行役員副社長の北村氏が代表取締役社長に就任する予定である。7人で構成される取締役会のうち、社内取締役は本郷氏と北村氏のみで、意思決定は社外取締役中心の体制でガバナンスを強化し、業務執行と経営の分離を明確化する。体制移行後も本郷氏と北村氏の二人三脚で収益拡大と企業価値向上に引き続きコミットしていくという。

M&Aの進捗状況

■ 「顧客を買うM&A戦略」が前進

5月20日、同社はITインフラ事業連結子会社による事業譲受を2件開示した。1)昭文堂事務機は東京都内中心に約500社の顧客基盤を有し、各種OA機器及び消耗品類、事務用品等の販売並びにOA機器の保守メンテナンスを展開している。2)電通システムは福島県を中心に約500社の顧客基盤を有し、複合機事業を中心とするITインフラ関連事業を展開している。事業譲受はともに7月1日付で、譲受金額は非開示。同社連結業績に与える影響は軽微であるという。

とはいえ、合計約1,000社の基盤増強を通じて、新規顧客の獲得やクロスセルによる既存事業のスケールメリット享受が期待される。加えて、新・中期経営計画で打ち出された「顧客を買うM&A戦略」が、同社の厳格なM&Aクライテリアに照らして実現したことは朗報と言えよう。

株主還元強化

■ 2027/3期予想年間配当145円のDOEは16.8%に達する見通し

同社が株主還元方針を、前期までの「配当性向55% + 累進配当」を2027/3期から「DOE13% + 累進配当」へとアップグレードしたことは、東証プライム上場企業として極めて強い資本効率・株主価値意識の表れである。

前期実績ROEが29.0%という驚異的な高効率の自己資本収益性を維持しながら、将来的な減配を明確に否定し「配当水準の実質的下限(145円)」を明示したことは、同社株の下値を極めて強固にサポートするものであると、SIRでは考える。

* DOE(Dividend on Equity ratio: 連結株主資本配当率)とは、企業が株主資本に対してどの程度の配当を支払っているかを示す指標。

同社では、年間配当総額 ÷ 期中平均株主資本 × 100 にて算出している。

但し、株主資本の算定にあたっては、同社が判断する一過性の利益(特別利益等)の影響を除外して算出している。

2026/3期
決算レビュー

■ 営業革新が高成長と高収益を両立させた

2026/3期は、堅調なITインフラ需要(特にセキュリティ関連)とDXソリューション事業でのストック化が進み、加えてQ4における駆け込み需要が顕著に寄与した。結果的に営業利益は前期比18.4%増の3,242百万円と、同社がQ3決算発表時に上方修正した通期計画(3,150百万円)を上回り、過去最高益で着地した。実績ROEも29.0%と、新・中期経営計画で掲げている目標値の20%以上を大幅に超過した。

好業績の深層にあるのは、その時々に必要な「旬」の技術をいち早く商材化し、それらを高度に標準化した営業プロセスに乗せて顧客に届ける営業革新が同社内で進行している点にあると、SIRでは考える。また、会社側は、「2025年4月に迎えた新卒社員の早期戦力化が着実に進展すると共に、引き続き既存顧客との関係構築を軸としたアップセル、クロスセルに取り組んだことで、一人当たりの生産性が向上した」と説明している。

フリー・キャッシュフローは同1,034百万円増の3,393百万円に拡大した。現預金残高は同1,105百万円増の7,671百万円に積み上がり、有利子負債残高は同210百万円減少し、自己資本比率は54.0%に高まった。財務健全性は維持できている。

2027/3期
会社計画

■ 5期連続最高益更新をめざす

2027/3期は同9.3%増収(26,000百万円)、人件費増やM&A関連費用を織り込んだうえで同9.5%営業増益(3,550百万円)を計画している。達成されれば5期連続最高益更新となり、売上高営業利益率は13.7%、ROEは約27%と、前期と同程度の高い収益性を堅持できる見通しである。

なお、昨年5月開示の新・中期経営計画時点では、2027/3期業績計画は売上高27,200百万円、営業利益3,500百万円だった。直近での売上高予想の引き下げは主にMFP(複合機)の代理店販売見込みが高過ぎたことの修正、営業利益予想の引き上げは主にストック売上の厚みの手応えからであると説明している。一方で、スターティアテクノスの立ち上がりと提供サービスの早期拡充、および今後のM&A案件動向が最終着地点を探る鍵を握るといふ。

事業セグメント区分変更後の四半期別の業績推移

セグメント	(百万円)	2025/3				2026/3				2026/3 前年同期比 %			
		4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3	4-6	7-9	10-12	1-3
ITインフラ	売上高	4,223	4,426	4,297	4,812	4,458	4,675	4,587	5,175	5.6%	5.6%	6.7%	7.5%
	フロー売上	2,591	2,623	2,569	3,067	2,755	2,827	2,795	3,301	6.3%	7.8%	8.8%	7.6%
	ストック売上	1,632	1,802	1,727	1,746	1,702	1,848	1,791	1,873	4.3%	2.6%	3.7%	7.3%
	セグメント利益	398	600	373	592	374	556	445	802	-6.0%	-7.3%	19.3%	35.5%
	同利益率	9.4%	13.6%	8.7%	12.3%	8.4%	11.9%	9.7%	15.5%				
	EBITDA	434	634	406	627	410	587	473	831	-5.5%	-7.4%	16.5%	32.5%
DX ソリューション	売上高	1,034	1,085	1,110	1,216	1,174	1,196	1,210	1,296	13.5%	10.2%	8.9%	6.6%
	フロー売上	176	212	197	266	197	200	192	257	11.9%	-5.7%	-2.7%	-3.3%
	ストック売上	858	872	913	949	976	996	1,017	1,039	13.8%	14.2%	11.4%	9.5%
	セグメント利益	97	190	136	231	176	242	222	305	81.4%	27.4%	63.5%	31.9%
	同利益率	9.4%	17.5%	12.2%	19.0%	15.0%	20.2%	18.4%	23.5%				
	EBITDA	164	259	210	307	256	320	300	382	56.1%	23.6%	42.9%	24.4%
合計	売上高	5,258	5,512	5,408	6,031	5,636	5,876	5,801	6,477	7.2%	6.6%	7.3%	7.4%
	営業利益	533	788	580	836	593	816	709	1,124	11.3%	3.6%	22.2%	34.6%
	営業利益率	10.1%	14.3%	10.7%	13.9%	10.5%	13.9%	12.2%	17.4%				
	EBITDA	654	911	705	965	725	942	833	1,248	10.9%	3.4%	18.2%	29.3%

注) セグメント利益は本部経費控除前。

出所: 同社IR資料よりSIR作成

各セグメントの現状

■ ITインフラ事業で強力なセキュリティ・ソリューションを提供

ITインフラ事業は、MFP(複合機)やビジネスホンなどのOA機器の販売・設置・保守をはじめ、ネットワークやクラウドを活用したITインフラの構築、セキュリティ対策を提供。また、ISPや電話回線の加入受付代行、電力小売やLED照明などの環境機器の提供も行い、オフィスのITインフラをトータルで支援している。

2026/3期Q4(1-3月期)は、顧客企業の年度末の駆け込み投資が例年以上に多かったという。特に、ランサムウェア被害を背景に中小企業の危機意識が顕在化し、セキュリティ・ニーズの高まりによりネットワーク(NW)関連機器の伸長が増収に貢献し、フロー売上は前年同期比7.6%増となった。光コラボ、電力小売りと法人向けトータル・サポート・サービス「ビジ助」の受注などのストック売上も同7.3%増と順調に積み上がった。新卒社員の早期育成により営業1人当たりの生産性が向上し、人件費増を吸収して、同セグメント利益は同35.5%増益の802百万円と、四半期利益としての過去最高を更新した。

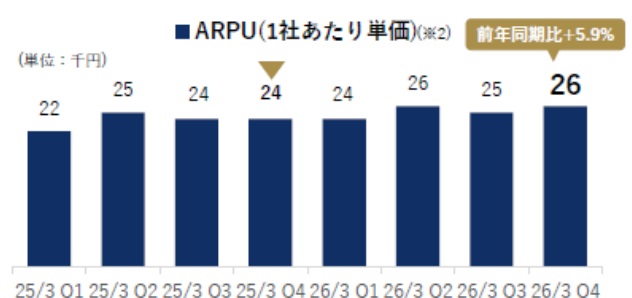
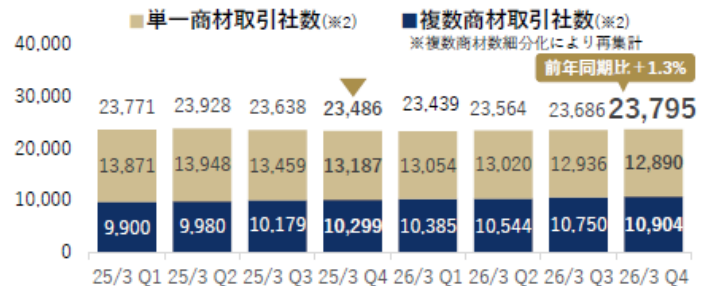
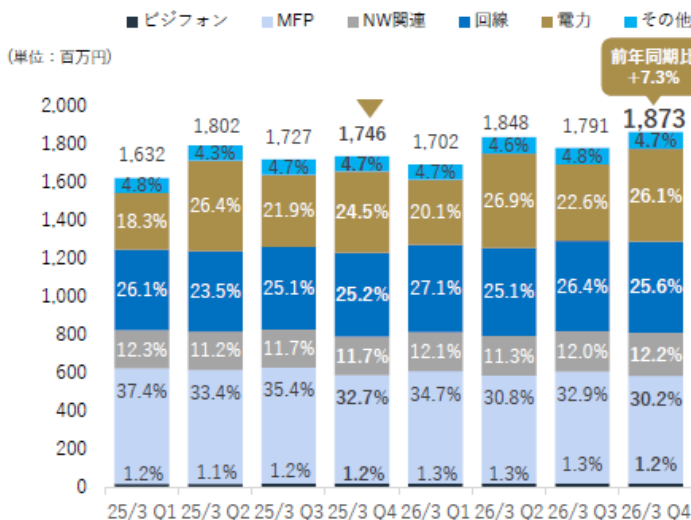
同社は、新卒社員を育成専任の「キャリアプロデュース部」に一括配属し、半年程度の現場重視の営業研修で実践経験を積ませる。教育担当者が個人の適性に応じて育成速度を調整し、蓄積したノウハウをマニュアル化して標準化することで、早期に顧客訪問・受注活動ができる人材を継続的に輩出している。結果として営業1人当たりの稼働開始時点の生産性が向上し、短期的な戦力化と長期的な生産性維持が両立されている。

下図の中のストック売上に関連したKPIの中での注目点もやはり、アップセル・クロスセルに注力した結果、それまでの単一商材取引顧客に新たな商材を追加納入できたことで、複数商材取引先に振り替わる顧客が増加していることであろう。複数商材取引社数は期を追って右肩上がりに増加を続け、Q4末時点での10,904社に拡大している(右上図参照)。それに伴って、ARPUも月額約26,000円と、前年同期比では5.9%増加した。

ITインフラ関連事業のストック売上とKPIの推移

ストック型サービス	リカーリングモデル (継続的に利用量に応じて課金)	サブスクリプションモデル (継続利用における定額課金)
ITインフラ関連事業	コピーカウンター、新電力、光回線、クラウドPBXなど	ビジ助、ゲートケア、光回線、ISP、クラウドPBXなど

ストック売上高(※1)



出所: 同社IR資料 ※1: 四半期累計 ※2: 3ヵ月平均

■ IZANAI・Fullstarの成長がDXソリューション事業を後押し

DXソリューション事業は、クロスセル・アップセルの強化によりCloud CIRCUSが更に積み上がり、ARPU(1社あたりの単価)が同9.2%増加し、同セグメント売上高に占めるサブスクリプションモデルによるストック売上割合は80%台を維持した。2026年3月末の商材取扱社数は1年前からほぼ変わらずだが、うち複数商材取引社数は同7.2%増の1,000に順調に増加した。その結果、セグメント売上高は同6.6%増の1,296百万円、セグメント利益は同31.9%増の305百万円と大きく伸長した。

Q4におけるCloud CIRCUSのMRR*は同6.6%増の287百万円、うち複数商材導入顧客のMRRは同6.1%増と高い伸びを見せている。その結果、複数商材導入顧客のARPU*は同2.3%増の月額約140,000円と、単一商材導入顧客の同5.3%増の約70,000円の約2倍に高まり、全体のARPUミックスが上向いている。過去12ヵ月平均の顧客解約率*は1.4%と、前年同期と同水準に抑えられている。これは、カスタマーサクセス(CS)人員を増強し、低稼働顧客へのアプローチを強化した結果、ツールの利用定着化(アクティブユーザー化)が進んだことを示している。

*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、年間ストック売上上の近似値となる。

*ARPU=各四半期末時点のMRR/契約社数

*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。

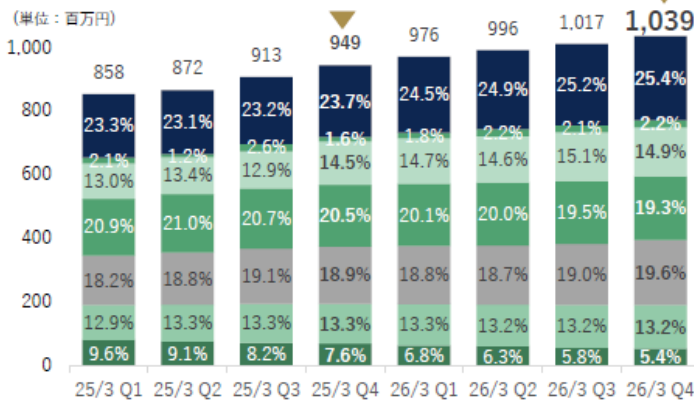
DXソリューション事業のストック売上とKPIの推移

ストック型サービス	リカーリングモデル (継続的に利用量に応じて課金)	サブスクリプションモデル (継続利用における定額課金)
DXソリューション関連事業	広告運用など	Cloud CIRCUSツール、RPA、JENKAなど

商材別ストック売上高(※1)

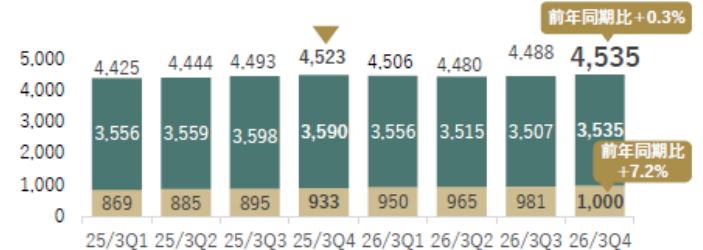
■ AR関連 ■ ActiBook関連 ■ MA関連 ■ CMS関連
■ コンサル関連 ■ 広告関連 ■ その他

※1: 四半期累計 ※2: 3ヵ月平均

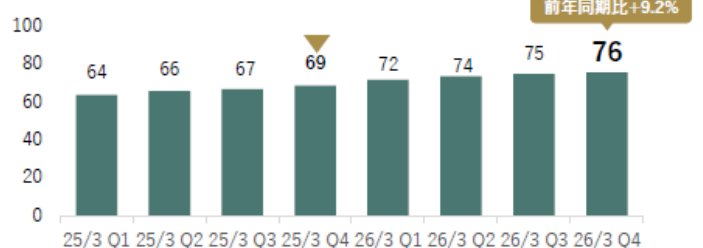


■ 単一商材取引社数(※2) ■ 複数商材取引社数(※2)

※複数商材数細分化により再集計

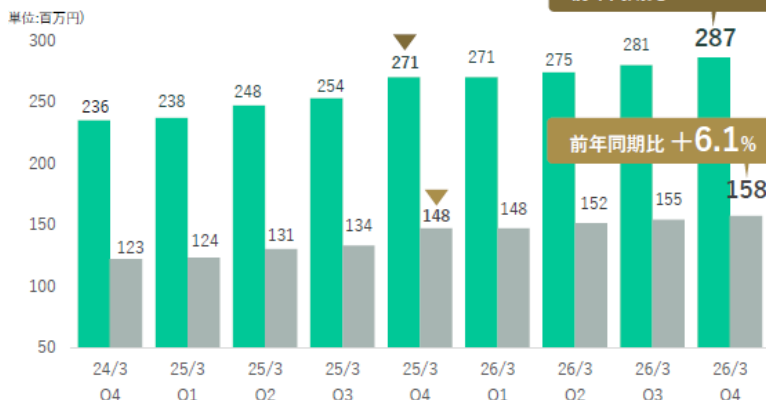


■ ARPU(1社あたりの単価)(※2)



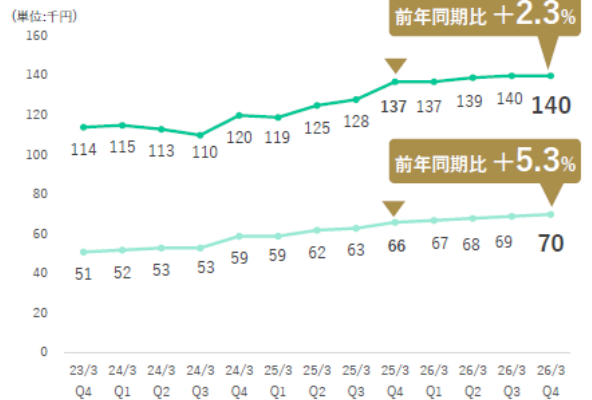
Cloud CIRCUS MRR*1

■ MRR ■ 2商材以上導入MRR (クロスセルMRR)



ツール単価(ARPU)*1

■ 2商材以上導入顧客ARPU ■ 単一商材導入顧客ARPU



出所: 同社IR資料

株価インサイト

■ 配当割引モデルと現株価から逆算した同社の期待成長率は0%未満？

同社株は増配発表のたびにボックス取引の下値と上値が切り上がる、階段状の株価チャートを描く傾向がある。増配が好感されて相場高値圏にあるが、それでも直近株価(6月3日終値：2,880円)は今期会社予想PERで11.5倍、配当利回り5.03%、直近期末基準のPBR3.2倍、予想EV/EBITDAは5.4倍である。小型株の銘柄特性があるとはいえ、増配発表だけに関心が集まり、IT・DX関連銘柄に特有のグロース株の特性は軽視されたまま、業績拡大と旺盛な株主還元策に株価が追いついていない。

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¹⁾から10年債の2.58%、インプライド市場リスクプレミアムは「株式マーケットデータ²⁾」のHPから3.00%、同社ベータ値はSPEEDAのデータから、同社株の日次3年分の0.700を用いて算出した。その結果、株主資本コストは4.68%と計算された。次に配当は2027/3期の145円を起点として永久成長率を2028/3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(2,880円)に近くなるように配当の永久成長率の調整を試みたが、マイナス圏の永久成長率でなければ直近株価は正当化できない結果になった。累進配当である以上、最低でも1%成長ならば理論株価は4,066円と試算される。下表の感応度分析は、インプライド市場リスクプレミアムと配当の永久成長率を変数とし、直近株価水準(水色ハイライト部分)から逆算される市場リスクプレミアム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、同社のキャッシュ創出力や旺盛な株主還元意欲は株価にほとんど反映されていない。いわんや同社のサステナブル成長率(≒BPSの予想年率成長率)の9%以上[=今後3年間予想ROE20%以上×(1-配当性向55%)]までは株式市場から期待されていないこと、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

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				
	2027/3	2028/3	2029/3	2030/3	2030/3
一株年間配当(円)	145.00	146.45	147.91	149.39	150.89
同成長率(永久成長率と同じ)		1.00%	1.00%	1.00%	1.00%

資本コストの計算

負債コストの計算 (2025/3期末)		
支払利息	23	百万円
平均有利子負債残高	3,000	百万円
税引前負債コスト	0.77%	
税率	29.8%	
税引後負債コスト	0.54%	

資本コストの計算 (CAPMモデル)		
リスクフリーレート	2.58%	
ベータ	0.700	
市場リスクプレミアム	3.00%	
株主資本コスト	4.68%	

有利子負債(2026/3末)	2,895	9.7%
時価総額(2026/6/3)	26,927	90.3%
合計	29,822	100.0%
加重平均資本コスト	4.28%	

DDM評価(円)	
5年分の配当金の現在価値	665
永久成長率	1.00%
最終年度の配当金×永久成長率	152
ターミナルバリュー	4,145
ターミナルバリューの現在価値	3,401
一株当たり理論価値	4,066

感応度分析		永久成長率				
		0.0%	0.25%	0.5%	1.0%	1.5%
市場リスクプレミアム	2.50%	3,447	3,659	3,898	4,484	5,277
	2.75%	3,317	3,512	3,732	4,264	4,975
	3.00%	3,196	3,377	3,579	4,066	4,706
	3.50%	2,981	3,137	3,310	3,721	4,248
	4.00%	2,793	2,929	3,079	3,431	3,873
	4.50%	2,628	2,748	2,879	3,184	3,560
	5.00%	2,482	2,588	2,704	2,971	3,295

出所: 同社財務諸表からSIR作成

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