

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

kubell

4448 東証グロース市場

[企業情報はこちら >>>](#)

2025年7月24日(木)

執筆：客員アナリスト

茂木稜司

FISCO Ltd. Analyst **Ryoji Mogi**



FISCO Ltd.

<https://www.fisco.co.jp>

目次

| | |
|------------------------------|----|
| ■ 要約 | 01 |
| 1. 会社概要 | 01 |
| 2. 業績動向 | 01 |
| 3. 2025 年 12 月期の業績予想 | 02 |
| ■ 会社概要 | 03 |
| 1. 会社概要 | 03 |
| 2. 沿革 | 03 |
| ■ 事業概要 | 04 |
| 1. ビジネスチャット事業 | 05 |
| 2. BPaaS 事業 | 05 |
| 3. インキュベーション事業 | 05 |
| 4. 同社の強み | 06 |
| ■ 業績動向 | 08 |
| 1. 2025 年 12 月期第 1 四半期業績概要 | 08 |
| 2. セグメント情報の変更 | 09 |
| 3. 主要 KPI ハイライト | 10 |
| 4. AI エージェント時代における SaaS への影響 | 11 |
| 5. 財務状況 | 12 |
| ■ 今後の見通し | 13 |
| 1. 2025 年 12 月期の業績見通し | 13 |
| 2. トピックス | 14 |
| ■ 成長戦略 | 15 |
| 1. 重点戦略 | 17 |
| 2. サステナビリティ・ビジョン | 19 |
| ■ 株主還元策 | 20 |

kubell | 2025年7月24日(木)

 4448 東証グロース市場 | <https://www.kubell.com/ir/>

■ 要約

課金 ID 純増数の成長率が加速。EBITDA は業績予想を上回る進捗

1. 会社概要

kubell (クベル) <4448> は、国内最大級のビジネスチャットサービス「Chatwork」の提供や、業務のデジタルトランスフォーメーション（以下、DX）を推進し、中小企業の生産性向上を支援する業務プロセス代行サービス「Chatwork アシスタント」をはじめとする BPaaS (Business Process as a Service) を展開する企業である。同社の強みは、日本国内の労働市場が抱える構造的課題に対し、的確なソリューションを提供している点にある。少子高齢化による労働力不足や中小企業の生産性向上の必要性に対応するため、IT リテラシーが低い企業でも容易に導入・活用できるツール「Chatwork」を中核に据え、多くの中小企業に貢献している。「Chatwork」は日本国内で 91.4 万社（2025 年 3 月末時点）の導入実績を持ち、特に中小企業層に向けたサービスの提供により競合との差別化に成功している。さらに、BPaaS という新しいクラウドサービスモデルを推進しており、業務プロセスをクラウド上でアウトソーシングすることで、中小企業の DX を支援している。これにより、DX が進みづらい IT 未熟層であるマジョリティ市場に対しても、導入しやすい形で提供していることが大きな強みである。

2. 業績動向

2025 年 12 月期第 1 四半期の連結業績は、売上高 2,234 百万円（前年同期比 15.5% 増）、営業利益 76 百万円（前年同期は 13 百万円の損失）、経常利益 70 百万円（同 16 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純利益 29 百万円の損失（同 43 百万円の損失）となった。広告宣伝費や業務委託費を抑制したことにより、EBITDA は 285 百万円（前年同期比 129.2% 増）と大幅な増加を記録し、通期業績予想を上回るペースで推移している。売上高も前年同期比 15.5% 増と堅調で、進捗率は通期予想の 22.9% に達しており、想定どおりの進行状況と言える。一時的に鈍化していた課金 ID 数も足元で回復基調に転じ成長が加速。解約率の低下も続いており、価格改定の影響が 2024 年 7 月で一巡したことに加え、アクティブユーザーの増加によるサービス満足度の向上が背景にあると見られる。BPaaS 事業では、売上成長に対応したオペレーターの採用とオンボーディング体制の構築が順調に進んでおり、人的キャパシティの拡充により受注能力も高まっている。加えて、AI エージェントの導入に関する検証も進んでおり、業界トレンドを捉えた取り組みとして同社の事業戦略における重要要素となっている。これにより将来的な原価圧縮や粗利改善も期待される。2025 年 12 月期は中期経営計画の 2 年目に当たるが、EBITDA 及び営業利益の双方で大幅増を達成しており、非常に順調なペースで進捗していると弊社では見ている。

要約

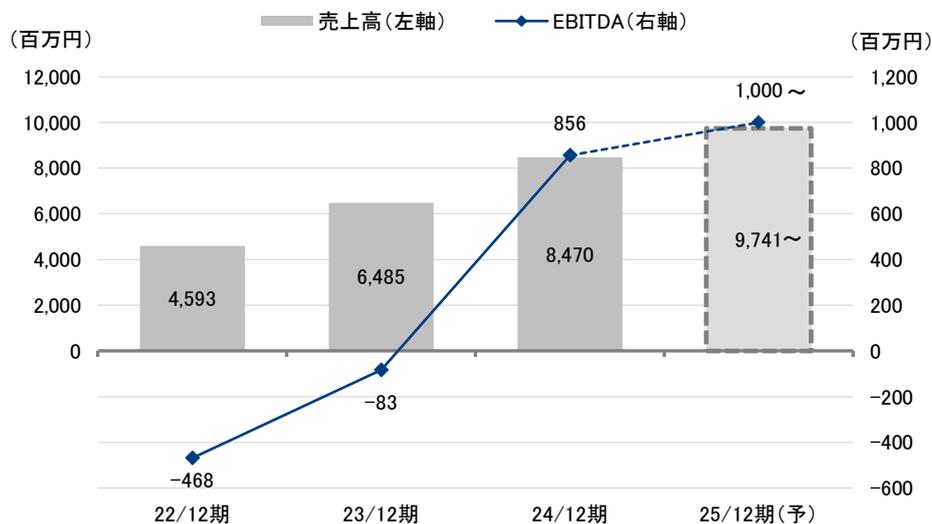
3. 2025年12月期の業績予想

2025年12月期の業績予想は、売上高9,741百万円以上(前期比15.0%増以上)、EBITDA1,000百万円以上(同16.7%増以上)としている。各事業における重点施策としては、Chatwork事業では、各KPIの詳細開示からも読み取れるように、課金ID数やARPUを着実に伸ばす施策が講じられている。セールスマーケティング部門も筋肉質な組織となっており、さらなる成長の加速が期待される。BPaaS事業は今後さらに成長へ向かうフェーズにあり、人員も増加する見通しである。同事業の売上高は、全社売上高に占める割合が大きくなるほど、業務効率の向上や利益率の改善、ほかのサービスとの連携による相乗効果が生まれやすくなるという特性があり、その結果として、事業全体の成長スピードが一段と高まる構造になっている。2025年12月期は成長率の底であり、翌期以降の加速的な成長に向けた投資フェーズであると弊社では見ている。

Key Points

- ・国内最大級のビジネスチャットサービス「Chatwork」や、業務プロセス代行サービス「Chatworkアシスタント」をはじめとするBPaaS事業により中小企業の生産性向上を支援
- ・2025年12月期第1四半期の業績は、EBITDAは前年同期比129.2%増の大幅増を記録。営業利益も再び黒字化を達成
- ・2025年12月期の業績予想は、「Chatwork」のさらなる普及とBPaaS事業への積極的な投資を成長ドライバーとして、着実な成長と収益性の改善を見込む

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

国内最大級のビジネスチャットサービス「Chatwork」を提供

1. 会社概要

同社は、国内最大級のビジネスチャットサービス「Chatwork」の提供や、業務のDXを推進し、中小企業の生産性向上を支援する業務プロセス代行サービス「Chatwork アシスタント」をはじめとするBPaaS事業を展開する企業である。同社は「働くをもっと楽しく、創造的に」をミッションに、働く時間が単なる生計の手段ではなく、より楽しく創造性を発揮できる社会の実現を目指している。また、同ミッションを追求するために、社名には「働く人の心に宿る火に、薪をくべるような存在でありたい」という想いが込められている。

「Chatwork」は国内市場において業界をリードしており、ニールセンデジタル(株)が実施する「Nielsen NetView/Mobile NetView Customized Report」においてビジネスチャット国内利用者数6年連続No.1を獲得している。さらに、2025年12月期第1四半期末時点で、同サービスは91.4万社を超える企業に導入されており、顧客基盤の広さは同社の強力なプラットフォーム性を証明している。同社のビジネスモデルは、単なるSaaS提供に留まらず、SaaSを通じて企業の業務プロセスそのものをアウトソーシングするBPaaSを展開し、顧客のDXを支援するという独自のポジションにある。これにより、特に中小企業に対して、ITリテラシーが低い場合でもDXを実現するソリューションを提供している。また、今後の成長戦略として、2026年までに中小企業No.1のBPaaSカンパニーとなることを目標としており、長期的にはビジネス版スーパーアプリとしてのプラットフォーム化を目指す。このビジョンの実現に向け、同社は今後も国内市場におけるシェア拡大を続け、労働生産性を効率化する新たなサービスの開発を進める計画である。

同社は既に国内SaaS市場で強固な基盤を持ち、特に中小企業向けの市場において競争優位性が高い。この優位性を持続的に拡大するための戦略として、BPaaSやAIを活用した新サービスの展開は非常に効果的であり、今後の飛躍的な成長が期待できると弊社では見ている。

2. 沿革

同社は、もともと「Chatwork(株)」として知られていた企業であり、主に中小企業向けのビジネスチャットサービスで国内最大のシェアを誇る会社である。同社の起源は2000年7月にまで遡る。当時、企業向けのホームページ集客支援サービスの提供を目的として、大阪府吹田市で「EC studio」を山本兄弟で創業した(現 代表取締役兼 社長 上級執行役員 CEO は、弟の山本正喜氏)。2004年11月に有限会社として法人化した後、2005年12月には株式会社へと組織変更した。事業拡大に伴い、2006年には東京都世田谷区に東京オフィスを開設した。

会社概要

そして2011年3月、ビジネスチャットサービス「Chatwork」をリリースし、これが後に国内外で注目を浴びることになる。翌年の2012年4月には、社名をChatWork(株)に変更し、同年には米国カリフォルニア州にも子会社を設立している。「Chatwork」は国内だけでなく海外進出も試みたが、特にシリコンバレーでの経験は重要な転機を迎えた。グローバルの競合サービスが乱立し、世界市場での競争からは一時撤退することになった。しかしながら、国内市場においては、特に中小企業向けに焦点を当てたビジネスモデルが奏功し着実に成長していった。2018年11月に社名をChatwork(株)に再度変更、2019年9月には東京証券取引所(以下、東証)マザーズ(現グロース市場)に上場を果たした。

2024年7月には、Chatwork(株)から(株)kubellへと社名を変更し、さらなる事業の多角化と中小企業支援への取り組みを強化する意向を示している。創業以来の成長と変革を続けてきた同社は、ビジネスチャットの枠を超え、業務プロセスのDXを支援するプラットフォームへと進化している。

■ 事業概要

ビジネスチャット「Chatwork」を基盤として、BPaaSで「働く」を変えるプラットフォームを提供

同社の事業は、プラットフォーム事業という単一セグメントのもと、ビジネスチャット「Chatwork」を主とした「SaaSドメイン」と、BPaaSサービスを展開する「BPaaSドメイン」に大別される。「Chatwork」は国内の中小企業市場で圧倒的なシェアを誇り、利用者数・導入企業数ともに業界トップである。ユーザーが業務中に常時使用することから、他のSaaSと比較して顧客接点が多いため、このプラットフォーム性が同社の強みとなっている。

同社の提供するBPaaSは、SaaSよりも一歩進んだ形態のクラウドサービスであり、ソフトウェアの提供に加え、業務プロセスそのものをクラウド経由で提供することを特徴としている。このBPaaSによって、ITリテラシーが低い中小企業でもDXを推進することが可能となる。また、「Chatwork」のプラットフォームを活用し、SaaSだけでなく、顧客に代わって業務を効率化するという新しい付加価値を提供している。さらに、AI技術を活用した新しいサービス展開にも注力しており、特に「Chatwork」内でのAI対話機能や自動タスク実行など、今後の成長が期待される領域に投資している。このAI活用によって、ユーザーの生産性をさらに向上させるだけでなく、新たな顧客層の獲得にもつながると見込んでいる。

ビジネスチャット市場はまだ成長余地が大きく、現段階での普及率は低いが、今後の市場拡大が期待される。一方、BPaaS事業は、高付加価値サービスを提供することで、収益性の向上が見込まれる。同社は、これらの事業を柱として成長戦略を推進しており、中期的には安定した売上成長が予想される。また、インキュベーション事業の展開によって、新たな成長機会を獲得し、さらなる企業価値の向上が期待される。同社の事業モデルは非常に魅力的であり、特に中小企業向けのDX支援市場における成長余地は大きい。今後もBPaaSやAI技術を活用したサービスの拡大により、収益性の向上が期待されると弊社では見ている。

事業概要

1. ビジネスチャット事業

ビジネスチャット事業では、主力製品であるビジネスチャットツール「Chatwork」を提供している。日本国内において特に中小企業をターゲットとして、使いやすいUIと社外との接続が容易である点が特徴であり、中小企業のDXに貢献している。他のSaaSプロダクトと異なり、ユーザー同士の紹介によって急速にユーザー数を拡大しており、2025年12月期第1四半期末時点で91.4万社の企業に導入されている。中小企業の業務効率化への貢献により、導入社数の増加に伴う安定した売上を維持している。今後も、ビジネスチャットの機能を強化し、タスク管理や日程調整といった業務を効率化する機能を備えることで、顧客のニーズに応え続ける方針である。また、ビジネスチャットを基盤にして、後述するBPaaSとのシームレスな連携を実現することにより、さらなる事業成長を見込んでいる。

2. BPaaS 事業

BPaaS事業では、中小企業向けに特化した業務プロセスそのものをクラウド上で提供するサービスを展開している。これは単なるソフトウェアの提供に留まらず、業務の効率化とDXを促進する次世代のクラウドサービスとして位置付けられている。BPaaSは特にSaaS（Software as a Service）では対応が難しい業務全体の最適化を目指しており、企業が業務を外部にアウトソーシングできる環境を整えている。同社のBPaaS事業では、「Chatwork」との深い統合を通じて、業務代行や労務管理などのサービスを提供している。こうしたサービスは特にITリテラシーが高くない中小企業にとって大きな価値を提供しており、運用の効率化に貢献している。自社業務を外部にアウトソーシングすることに関しては、自社に業務ノウハウが蓄積されないリスクがあると捉える向きもあるが、中小企業では1人のベテラン社員により業務が属人化しているケースも少なくない。こうしたケースではベテラン社員の退職リスクのほう自社に与える影響は大きく、同社サービスにより業務を適正にアウトソーシングし、DXによる効率化を享受するメリットのほう大きいと弊社では考える。また、2024年4月には100%子会社である(株)kubellパートナーを設立し、よりスピーディーにサービスの開発と運営を進める方針である。BPaaS事業は、同社が掲げる「中小企業 No.1 BPaaSカンパニー」の実現に向けて、グループとして今後さらに事業拡大すると予測される。

3. インキュベーション事業

インキュベーション事業では、同社のこれまでの事業運営で蓄積してきた知見とデータを活用し、従来の事業領域を超えた新たなビジネスを創出することを目的としている。この事業の中心には、ビジネスチャットとBPaaS事業で培った「テクノロジーと人を融合させた大規模なオペレーションエンジン」がある。同社は、このプラットフォームを基盤に、AIや他の最新テクノロジーを活用した新規事業を展開する計画である。例えば、AIによる業務の自動化や、データを活用した新たなサービスの提供などが挙げられる。また、他社とのアライアンスを強化し、インキュベーション事業を通じて新たな収益源を確保することも目指している。こうした取り組みは、ビジネスチャットやBPaaSに次ぐ新たな成長の柱となり、非連続的な成長を実現する可能性を秘めている。

事業概要

4. 同社の強み

同社は、国内最大級のビジネスチャット「Chatwork」を中核に据えた企業であり、日本の中小企業を主なターゲットとした独自のビジネスモデルを構築している。その強みは、日本の労働市場が抱える構造的課題、すなわち、少子高齢化による労働力不足や中小企業の労働生産性の低さといった問題に対して、的確に対応できるソリューションを提供している点にある。特に、ITリテラシーの低い中小企業層でも導入・活用が容易なツールを提供することで、同社は社会的使命を果たしていると評価できる。

「Chatwork」は、日本国内の中小企業を中心とした広範な顧客基盤を背景に、強固な市場シェアを獲得している。フリーミアムモデルを採用することで導入ハードルを下げ、加えて、簡潔なUIや社外との接続が容易であるという特徴を持ち、既存ユーザーの紹介を通じて自然な形で導入が拡大する構造が確立されている。こうしたネットワーク効果が高く評価され、現在では91.4万社という業界トップクラスの導入社数を実現している。これは同社の競争力の証左であり、特に中小企業にフォーカスしたことで、エンタープライズ市場を狙う競合他社との差別化にも成功している点は特筆に値する。

日本の中小企業市場における構造的特徴として、1社当たりの規模が極めて小さく、従業員数が5～30人未満の企業が大半を占めるという点が挙げられる。このような市場においては、個別営業のコスト効率が悪く、大多数のSaaSベンダーはエンタープライズ市場に注力せざるを得ないのが実情である。その結果、高度化・高価格化されたプロダクトは中小企業には適合せず、真にニーズを満たすサービスが不足している現状がある。加えて、ITリテラシーが低いためにSaaSやAIの導入・活用が進まないという課題も顕在化している。日本の労働人口の約70%を占めるにもかかわらず、こうした市場は参入障壁が高いため、いまだ開拓が進んでおらず、「ブラックオーシャン」とも称されている。

この難易度の高い市場において、同社は「Chatwork」のネットワーク効果、BPaaSによる業務プロセスの代行、そして中小企業というターゲットに特化した一貫性あるビジネスモデルという三位一体の競争優位性を確立している。まずネットワーク効果においては、Chatworkの口コミを通じた導入拡大の仕組みが定着しており、「みんなが使っているから自社も導入する」という循環が生まれやすい。このことは、マーケティングコストを抑えながらも継続的な成長を可能とする構造的強みに直結している。

次に、BPaaSによるサービス提供において、同社は単なるチャットツールの提供に留まらず、業務プロセスそのものをクラウド上で代行・効率化する仕組みを整備している。これは、SaaSを利用する前段階でつまづきがちなIT未熟層の企業に対し、業務プロセスそのものを含めてDXを支援するアプローチであり、従来のSaaSベンダーにはない価値提供を実現している。さらに、Chatworkの既存ユーザー基盤に自然にBPaaSをクロスセルできる点も戦略上の優位性となっており、ブランド認知や信頼の蓄積を生かしてLTV（ライフタイムバリュー）を向上させることができる構造が確立されている。

事業概要

このように、同社の構築するビジネス構造は、採算性と成長性の両立を可能とするものであり、特に「ブラックオーシャン市場」において独自のポジションを確立している点は高く評価される。また、同社の「Chatwork」は、社外との連携が容易であるというプロダクト特性により、大企業においても、社内は「Teams」、社外とのやり取りは「Chatwork」というように、補完的に利用されるケースが少なくない。これは、ターゲット市場である中小企業以外にも、プロダクトの汎用性によって大企業ニーズにも対応できる点を示しており、さらなる成長余地を有していることを意味する。

加えて、AI技術の進展によって同社の提供価値はさらに拡張されつつある。Chatworkでは、大規模言語モデル(LLM)を活用した高度なAI機能の実装が進んでおり、過去のメッセージを学習した文章生成、要約、タスクの自動化といった新たな機能が検討されている。これらの技術が実用化されれば、ユーザーの業務効率は飛躍的に向上し、BPaaS領域においてもAIによる業務プロセスのさらなる代替が可能となる。結果として、中小企業のDXがより強力に推進されることとなり、同社がターゲットとするマジョリティ市場において、圧倒的な価値を提供する存在としての地位をより一層高めると見込まれる。

以上のような構造的優位性と将来展望を踏まえると、同社は今後の成長ポテンシャルが極めて高い企業であると弊社では考える。特に、42.4兆円とされるBPaaS市場の規模を鑑みれば、中小企業に特化した同社のアプローチが今後のSaaS市場の成長に大きく寄与する可能性は高い。さらに、Chatworkが持つ顧客接点の多さは、PLG(Product-Led Growth)モデルとも親和性が高く、顧客の利用データをもとにしたマーケティングや営業活動の高度化により、売上の持続的拡大が期待できる。

競合環境においては、「Microsoft Teams」や「Slack」など、グローバルプレイヤーが存在するものの、これらは主にエンタープライズ領域を中心とした展開であり、同社のように中小企業に特化した戦略を採るプレイヤーは限定的である。また、BPaaS領域においても、大企業向けBPOサービスは存在するものの、中小企業に焦点を当て、業務そのものを請け負いつつ適切なSaaSを選択し提供するという同社のサービスは、他に類を見ない優位性を持っている。今後も日本の中小企業市場における確固たるポジションを築き続けるとともに、技術革新に柔軟に対応し、成長機会を的確に捉えることが同社のさらなる飛躍の鍵となると弊社では見ている。

業績動向

課金 ID 数の成長率が加速し増収増益、EBITDA は通期業績予想を上回るペースで進捗

1. 2025年12月期第1四半期業績概要

2025年12月期第1四半期の連結業績は、売上高 2,234 百万円（前年同期比 15.5% 増）、営業利益 76 百万円（前年同期は 13 百万円の損失）、経常利益 70 百万円（同 16 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純利益 29 百万円の損失（同 43 百万円の損失）となった。

広告宣伝費や業務委託費を抑制したことにより、EBITDA は 285 百万円（前年同期比 129.2%）と大幅に増加し、通期業績予想を上回るペースで推移している。売上高についても前年同期比で 15.5% の増加を記録しており、堅調な推移を示している。通期の業績予想として掲げている売上高の下限 9,741 百万円に対する進捗率も、22.9% と想定どおりの進捗が確認されている状況である。また、一時的に成長が鈍化していた課金 ID 数は、足元では回復基調に転じており、成長率も加速している。課金 ID 数については、今後数クォーターにわたり回復基調が続く見通しであり、加えて課金 ID 解約率についても下落が続いている。これは、利用料金の値上げの影響が 2024 年 7 月で一巡していることに加え、アクティブユーザーが増加していることから、サービス満足度の向上も寄与しているのではないかと弊社では考える。

BPaaS 事業においては、売上の増加とともにオペレーターの採用も順調に進展しており、オンボーディング等の体制構築に関しても、現在の採用ペースに応じて順調に進んでいる。人的キャパシティの拡充によって受注能力が可視化され、売上高の成長に対する蓋然性が高まっていると弊社では見ている。さらに、同事業では AI エージェントの導入に関する検証が進んでいる。AI エージェントは新しい概念ではあるが、業界全体で注目されているトレンドであり、同社でもこれを積極的に活用する方向で動いている。BPaaS 領域での AI の活用は、今後の成長戦略においても重要な KPI と位置付けられており、同社の事業戦略の中核を成す要素となっていることが窺える。同事業における人件費は原価に直結するため、AI エージェントの導入によって将来的な原価圧縮と粗利率の改善が期待される。2025 年 12 月期は中期経営計画の 2 年目に当たるが、EBITDA 及び営業利益の双方で大幅増を達成しており、非常に順調なペースで進捗していると弊社では見ている。

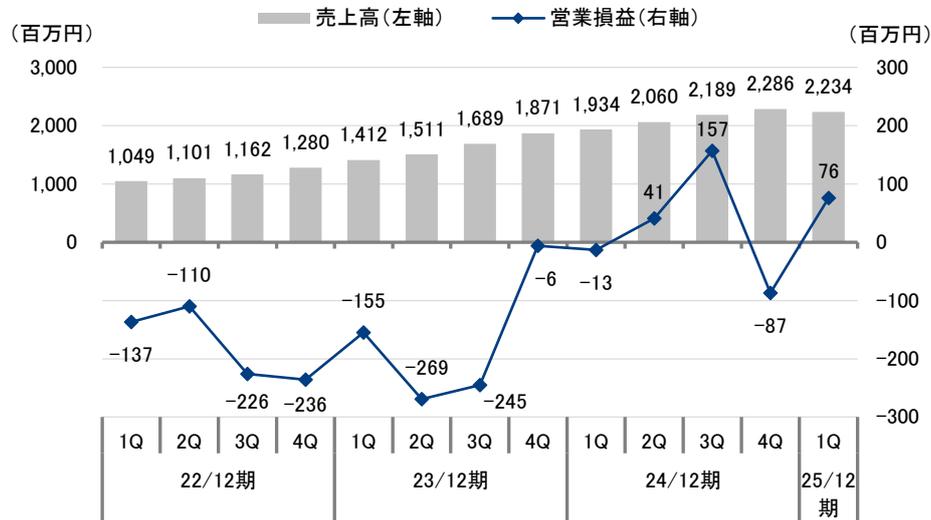
2025年12月期第1四半期の連結業績

（単位：百万円）

| | 24/12 期 1Q | | 25/12 期 1Q | | 増減額 | 前年同期比 |
|----------------------|------------|-----|------------|------|------|-------|
| | 実績 | 売上比 | 実績 | 売上比 | | |
| 売上高 | 1,934 | - | 2,234 | - | 299 | 15.5% |
| 営業利益 | -13 | - | 76 | 3.4% | 89 | - |
| 経常利益 | -16 | - | 70 | 3.2% | 87 | - |
| 親会社株主に帰属する 四半期純利益 | -43 | - | -29 | - | 14 | - |
| 1 株当たり四半期純利益 (円) | -1.07 | - | -0.70 | - | 0.37 | - |

出所：決算短信よりフィスコ作成

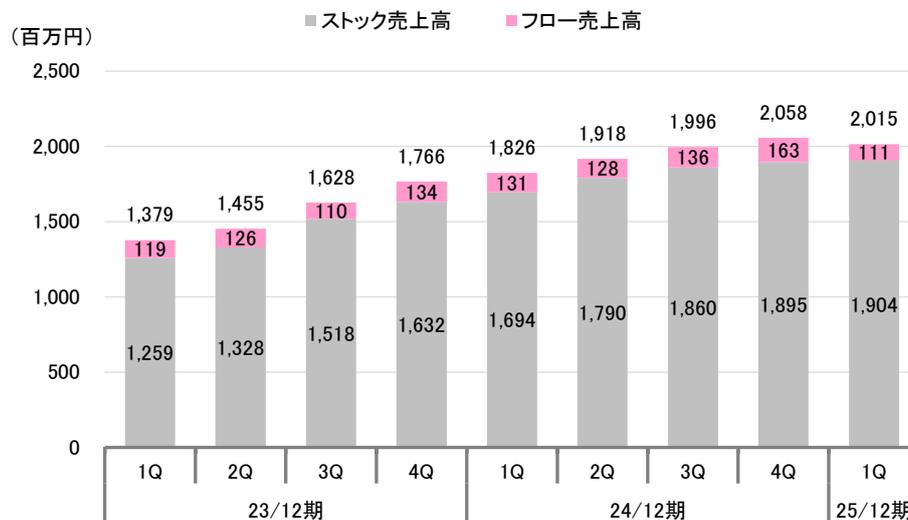
業績動向

売上高・営業損益の推移


出所：決算短信よりフィスコ作成

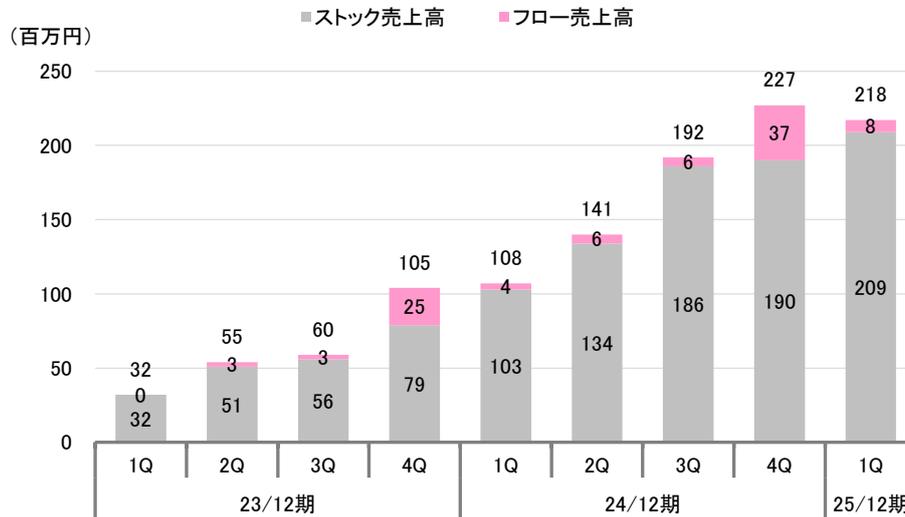
2. セグメント情報の変更

同社事業のセグメントは、2024年12月期におけるセキュリティセグメントの廃止を背景として、現在は「プラットフォーム事業」という単一セグメントに再編されており、このセグメントの中に SaaS ドメインと成長著しい BPaaS ドメインの2領域を含んでいる。同社では、各サービスが同一のターゲットユーザーを持ち、クロスセルを通じて顧客開拓を進めるビジネスモデルであることから、こうした単一セグメントでの運用が合理的であると位置付けている。そして、それぞれのドメインに対してストック・フローの収益区分を加えることで、収益構造の可視化が一層進んでいる。

SaaSドメイン売上高の推移


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

業績動向

BPaaSドメイン売上高の推移


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

SaaS 及び BPaaS の各ドメインにおける売上高推移を見ても、ストック収益は安定して成長しており、収益の基盤としての役割を果たしていることが窺える。特に BPaaS ドメインについては、前年同期比で 101.4% の伸びを見せており、高成長領域としてのポテンシャルが明確に現れていると弊社では見ている。

3. 主要 KPI ハイライト

全社ベースの ARR（年間経常収益）は 84.5 億円（前年同期比 17.6% 増）に達しており、同社のビジネス全体が安定した成長軌道にあることが確認できる。また、導入社数は 91.5 万社（同 13.7% 増）に達している。導入社数については定義変更が行われており、従来はビジネスチャットサービス「Chatwork」の契約企業のみを導入社数としてカウントしていたが、この定義では BPaaS やその他のサービスを利用している企業が含まれておらず、同社全体の顧客基盤を正確に反映しているとは言い難い状況であった。そこで、今回の定義変更により、その他のサービスを利用する企業も導入社数として含めることとした。また、これまでは外部データベースとの照合によって法人確認ができた企業のみを集計していたが、「@」以降が企業ドメインのメールアドレスや、営業・カスタマーサービス部門にて企業であることを確認できた場合も集計に含める方針に改められた。

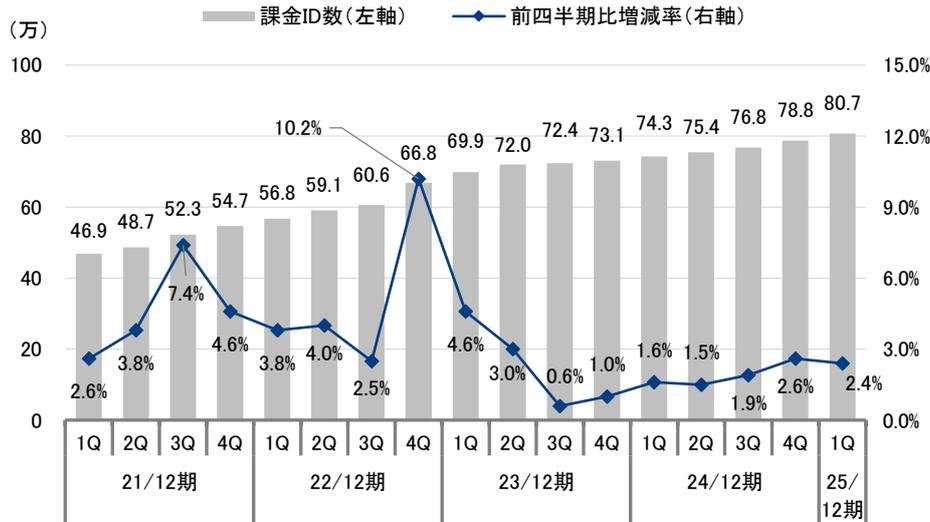
SaaS ドメインに関しては、ARR が 76.1 億円（前年同期比 12.4% 増）であり、登録 ID 数は 754.4 万 ID（同 10.1% 増）とされている。DAU（Daily Active User：1 日当たりのサービス利用者数）も 119.7 万（同 6.5% 増）と、機能改善やコミュニケーション強化によるアクティブ率向上施策が奏功している。さらに、課金 ID 数は 80.7 万 ID（同 8.6% 増）に達している。

1 課金 ID 当たりの平均単価である ARPU は 719.5 円（前年同期比 4.7% 増）となっており、価格改定の影響も見られる。これらのデータは、SaaS ドメインが依然として同社の収益源として強固な基盤を持っていることを示している。

業績動向

一方で、今回初めて開示された BPaaS ドメインにおいては、ARR が 8.3 億円（前年同期比 102.5% 増）と急成長を記録しており、新たな事業領域としての可能性が強く示唆されている。売上高は 2 億 1,800 万円（同 101.4% 増）であり、今後の成長に向けた基盤構築が着実に進んでいることがわかる。

課金IDの推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

4. AI エージェント時代における SaaS への影響

AI 技術の急速な進化を背景として、「AI エージェント時代」の到来が注目されている。これは複数の LLM（大規模言語モデル）が協調して作業を行い、高度な成果物を生み出す新しい仕組みである。従来の生成 AI は単一の入力に対して単一の応答を返す構造であったが、AI エージェントはプロンプトを受け取ると自動的にワークフローを構築し、複数の AI が連携してタスクを遂行する点に大きな違いがある。代表的な事例として「Deep Research」や営業支援、開発エージェントなどが挙げられている。

このような技術の進化により、今後はユーザーが SaaS の画面を直接操作するのではなく、AI エージェントが API 経由で SaaS を操作する構造にシフトしていくと考えられている。その結果、SaaS ベンダーがユーザーとの直接的な接点を失い、「SaaS is Dead」といった議論が広がりつつある。これに対して同社の Chatwork は、コミュニケーション SaaS という特性上、ユーザー同士の直接対話自体に価値があるため、AI エージェントによる代替が非効率であるという独自のポジションを有している。さらに、Chatwork はチャット形式で構成されており、プロンプト入力との親和性も高いため、将来的には Chatwork 上でプロンプトを通じて AI エージェントが稼働するという世界観の構築も視野に入っている。これにより、AI エージェント時代においても、Chatwork は引き続き高い有用性を保ちつつ進化するポテンシャルを持っている。

また、AI エージェントの登場は、BPaaS 領域の進化を大きく加速させる契機になると見込まれている。日本国内における中小企業向けの BPO 市場は約 42 兆円規模という巨大市場であるが、従来は労働集約型であったため、利益率が低いという課題を抱えていた。今後は AI の進化により、AI ワーカーが登場し、この構造が大きく変化すると予想されている。

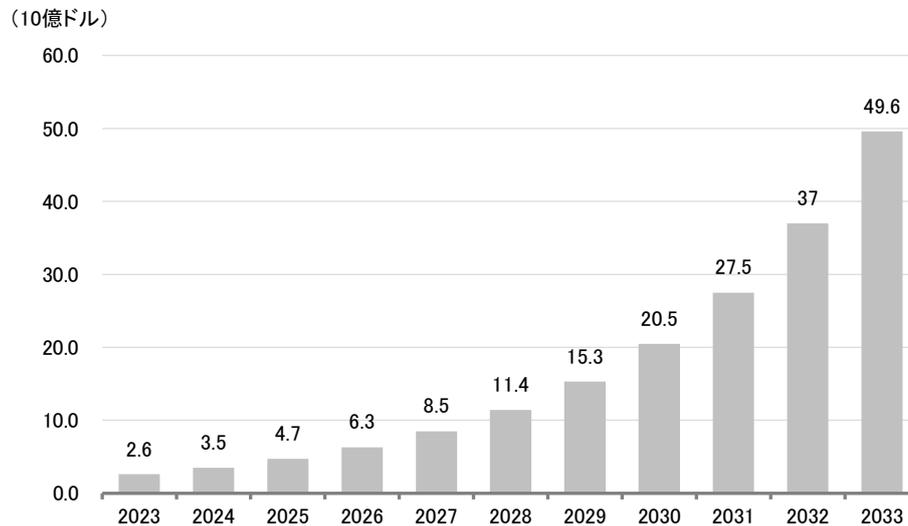
kubell | 2025年7月24日(木)

 4448 東証グロース市場 | <https://www.kubell.com/ir/>

業績動向

McKinsey & Company, Inc. のレポート「Beyond the hype: Capturing the potential of AI and gen AI in tech, media, and telecom」においても、BPOはAIによる再定義が進む分野として挙げられており、グローバル市場においても、Market.U.sが公表する「AI In BPO Market」によれば、AIを活用したBPOは2024年から2033年にかけて年平均成長率34.3%という高成長が見込まれている。これまでの同社におけるBPaaSでは、チャットを通じてオペレーターがSaaSを運用代行してきたが、今後はAIエージェントがその中心となっていく。オペレーターは、AIエージェントの活用と運用にシフトし、そのための教育コストも大幅に削減可能となる。この構造変化により、BPaaSの提供コストは下がりつつ、スケーラビリティは飛躍的な向上が期待される。

AIを活用したBPO市場(グローバル)の成長率



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

5. 財務状況

2025年12月期第1四半期末の資産合計は、前期末比548百万円減の5,565百万円となった。流動資産は、同471百万円減の3,554百万円となった。主な要因としては、売掛金が72百万円増加した一方で、現金及び預金が424百万円減少した。固定資産では、同76百万円減の2,011百万円となった。主に、ソフトウェアが81百万円減少した。負債合計は同529百万円減の3,986百万円となった。流動負債は、同326百万円減の3,499百万円となった。主に、1年内返済予定の長期借入金が120百万円増加した一方で、未払法人税等が156百万円、契約負債が111百万円減少した。固定負債は、同202百万円減の486百万円となった。主に、長期借入金が188百万円減少した。純資産合計は同19百万円減の1,579百万円となった。主に、資本金が13百万円、資本剰余金が13百万円増加した一方で、利益剰余金が29百万円減少した。自己資本比率は同2.3ポイント上昇の28.4%となった。EBITDAや営業利益の黒字化により、財務基盤の改善が進んでいると弊社では見ている。

■ 今後の見通し

ビジネスチャットのさらなる普及と BPaaS 事業への投資により、 飛躍的な高成長と利益創出の両立を実現する

1. 2025年12月期の業績見通し

2025年12月期の業績予想は、売上高9,741百万円以上（前期比15.0%増以上）、EBITDA1,000百万円以上（同16.7%増以上）としている。ビジネスチャットツール「Chatwork」のさらなる普及とBPaaS事業への積極的な投資を成長ドライバーとして、高成長と利益創出の両立を実現する。売上高とEBITDAによる開示を採用した経緯には、BPaaS事業が急成長している状況下において、蓋然性の高い数値を示すのが困難であるという理由が挙げられる。2024年12月期においても同様の形式を採用しており、第2四半期末決算において各段階利益の追加開示を行っていることから、蓋然性の高い見通しが算出できた段階で追加開示もあり得ると弊社では考える。

2025年12月期は、中期経営計画における「売上高の年平均成長率(CAGR)30%以上」という目標を踏まえると、将来の成長に向けた準備期という印象である。各事業における重点施策としては、Chatwork事業では、各KPIの詳細開示からも読み取れるように、課金ID数やARPUを着実に伸ばす施策が講じられている。セールスマーケティング部門も筋肉質な組織となっており、さらなる成長の加速が期待される。BPaaS事業は今後さらに成長へ向かうフェーズにあり、人員も増加する見通しである。同事業の売上高は、全社売上高に占める割合が大きくなるほど、業務効率の向上や利益率の改善、他サービスとの連携による相乗効果が生まれやすくなるという特性があり、その結果として、事業全体の成長スピードが一段と高まる構造になっている。2025年12月期は成長率の底であり、翌期以降の加速的な成長に向けた投資フェーズであると弊社では見ている。

2025年12月期業績予想

(単位：百万円)

| | 24/12期 | | 予想 | 25/12期 | |
|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| | 実績 | 売上比 | | 売上比 | 増減率 |
| 売上高 | 8,470 | - | 9,741～ | - | 15.0%～ |
| EBITDA | 856 | 10.1% | 1,000～ | 10.3%～ | 16.7%～ |

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. トピックス

足元のトピックスは以下のとおりである。

(1) 4 象限による分類開示

同社は、単一セグメントであるプラットフォーム事業のもと、「SaaS ドメイン」と「BPaaS ドメイン」という2つの事業領域を軸に事業展開を行ってきたが、2025年12月期第1四半期からは、それぞれのドメインに対して「ストック収益」と「フロー収益」の2種類の収益形態を加えた4象限での分類開示を導入した。これにより、SaaS ドメインの中でも継続的に発生するストック型の売上と、一時的または都度発生するフロー型の売上を明確に区分し、同様に BPaaS ドメインについてもこの区分を適用している。今後の業績分析においては、この新たな開示区分を前提とすることで、事業ごとの収益構造の違いや成長性、収益安定性の理解が一層明瞭になることが期待される。

4 象限による分類開示

| | | ストック | フロー |
|------------|---|--|---|
| プラットフォーム事業 | SaaS ドメイン ソフトウェアを通じた月額課金モデルに関わる事業・サービス、その他事業 | <ul style="list-style-type: none"> Chatwork Chatwork ストレージ Chatwork 勤怠管理システム Chatwork 人事評価システム | <ul style="list-style-type: none"> Chatwork その他 Chatwork 広告・送客 SaaS その他 (初期費用、請求発行手数料、機器販売) Chatwork 人事評価構築・運用 (初期費用、制度構築・コンサル) |
| | BPaaS ドメイン BPOをオンラインで実現するモデルに関わる事業・サービス | <ul style="list-style-type: none"> Chatwork アシスタント Chatwork 労務管理 | <ul style="list-style-type: none"> Chatwork 労務管理 (初期費用、年末調整) |

出所：決算説明資料より掲載

(2) BPaaS における AI エージェントの活用を検証

BPaaS 領域においては、AI エージェントの導入と活用が急速に進展している。従来、人的リソースによって担われていた経費精算や請求書処理といった業務が、AI によって代替される動きが顕著となっており、既に想定していた業務量の50%から65%がAI エージェントによって処理可能な水準に到達している。これは、業務効率化とコスト削減の観点から極めて大きなインパクトを持つ施策であり、今後さらに活用範囲の拡大が見込まれている。AI の適用領域が広がることで、BPaaS 事業の収益構造や業務プロセス自体が根本的に変革される可能性があり、今後の進捗状況についても継続的な開示が予定されている。

(3) コーポレートベンチャーキャピタル (CVC) 活動報告

同社は、コーポレートベンチャーキャピタル (CVC) を通じた戦略的投資活動を展開し、現時点で4社への出資を実行している。これらの出資先では事業展開や事業提携が順調に進行しており、協業によるシナジー創出や将来的な成長支援といったCVCの目的が着実に実現されつつある。Exit 事例としては、出資先のGVA TECH(株)が東証グロース市場への上場を果たしている。これは同社の投資活動が実際に資本リターンへとつながった初のケースであり、今後のCVC運営における重要なマイルストーンとなった。こうしたCVC活動の成果は、今後の財務戦略や成長戦略においても一定の役割を果たしていくと見られる。

kubell | 2025年7月24日(木)
4448 東証グロース市場 | https://www.kubell.com/ir/

今後の見通し

コーポレートベンチャーキャピタルの出資先

| | D Digital Hack 株式会社デジタルハック | プレイブ 少額短期保険株式会社 | YZ 株式会社YZ | miive 株式会社miive |
|--------|-------------------------------------|------------------------------------|--|------------------------------------|
| 出資時期 | 2023年6月 | 2024年3月 | 2024年7月 | 2024年10月 |
| 出資形態 | マイノリティ出資 | マイノリティ出資 | マイノリティ出資 | マイノリティ出資 |
| 事業内容 | 法人向けデジタル化・DX支援サービス事業 | 事後型弁護士保険事業 | 小規模事業者向けビジネスマッチングプラットフォームの開発・運営、営業代行事業 | ブランドフリビッド事業、福利厚生事業 |
| 送客売上実績 | Chatworkユーザー向けサービスを準備中 完了しだい本格稼働 | サービスリリースイベントに協業パートナーとして参加、まもなく本格稼働 | 送客は想定通り好調 | 協業サービス「Chatwork福利厚生」をリリース、立ち上がりは好調 |

GVA TECH
GVA TECH株式会社

2024年12月
東証グロース市場
に上場

- 2022年9月に出資
- AIを活用したリーガルテックサービスの開発・運用

出所：決算説明資料より掲載

成長戦略

2026年12月期に売上高15,000百万円を達成し、「中小企業 No.1 BPaaS カンパニー」のポジションを確立する

同社では「中小企業 No.1 BPaaS カンパニー」のポジション確立を目指し、中期経営計画を策定している。2024年12月期から2026年12月期にかけて、連結売上高の年平均成長率(CAGR)を30%以上とし、最終年度には連結売上高150億円、EBITDAを15～22.5億円、EBITDAマージンを10～15%とする財務目標を掲げており、これらは計画発表時から変更なく維持されている。150億円の売上高目標の内訳については、Chatworkを中心としたSaaSドメインで100～110億円、BPaaSドメインで20～25億円、新規事業及びM&Aで15～30億円としている。また、当初はオーガニックグロース(自然成長)を前提としていたが、特にBPaaS領域においては、ミナジンのような中小企業向けBPOサービスを提供する比較的小規模な企業を連続的に取得するロールアップ戦略の実行可能性が高まり、現在では戦略的にM&Aを成長手段として取り込む方向へと方針を転換している。

中期経営計画の柱は、ビジネスチャットの売上成長を維持しつつ、次の成長エンジンとなるBPaaS事業を拡大することであり、併せて新規事業の収益寄与も見込まれている。戦略的には、ビジネスチャットを中核とするコミュニケーションプラットフォームの価値を高め、その上に様々なビジネスを展開できるBPaaS戦略を推進しており、さらにグループのアセットを生かしたAIを用いた研究開発や新規事業のインキュベーションを通じて、将来のコア事業の創出と非連続的な成長を狙う。

成長戦略

中期経営計画の全体像



出所：決算説明資料より掲載

経営数値目標

(単位：百万円)

| | 23/12期 | 24/12期 | 25/12期(予想) | 26/12期(目標) |
|-------------|--------|--------|------------|---------------|
| 売上高 | 6,485 | 8,470 | 9,741 ~ | 15,000 |
| EBITDA | -83 | 856 | 1,000 ~ | 1,500 ~ 2,250 |
| EBITDA マージン | - | 10.1% | 10.3% ~ | 10.0 ~ 15.0% |

出所：決算短信、決算説明資料よりフィスコ作成

また、2025年12月期第1四半期で新たに開示された中長期の財務ターゲットでは、Direct Cost（原価）、限界利益率、S&M（販売及びマーケティング費用）、R&D（研究開発費）、G&A（一般管理費）、EBITDA マージンといった主要指標が明示されており、その背景には、BPaaS 事業は人員集約型ビジネスである側面が強いため、利益率への影響が注目されている点がある。2024年12月期の実績と中長期ターゲットとの乖離を踏まえ、S&Mは現在の32%から15~20%まで引き下げることが目標とされており、これはマーケティングとセールスの共通化、プロダクトの成長促進、クロスセルによるBPaaS誘導によって達成を目指すという。R&Dはプロダクト及びAI領域への継続的な投資方針が示される一方、G&Aについては現状高い比率であることから、今後はコスト管理の徹底を進める。長期的には「ビジネス版スーパーアプリ」としてのプラットフォーム化を進めることで、中小企業市場における圧倒的なシェアを背景に、あらゆるビジネスの起点となることを目指しており、最終的なEBITDA マージンは25~40%を中長期的に目標として掲げている。BPaaS市場は中小企業の非コア業務における潜在規模が42.4兆円、既に顕在化しているコアターゲットだけでも2,983億円規模に達しており、中長期的な成長と安定的な収益性の両立が期待されると弊社では見ている。

成長戦略

中長期の財務ターゲット

| | 24/12期 | 25/12期(計画) | 26/12期(計画) | 中長期ターゲット |
|----------------|--------|------------|------------|----------|
| Direct Cost ※1 | 18% | 20% | 20% | 20-25% |
| 限界利益率 | 82% | 80% | 80% | 75-80% |
| S&M ※2 | 32% | 26-28% | 24-28% | 15-20% |
| R&D ※3 | 17% | 16-18% | 16-18% | 15-20% |
| G&A ※4 | 23% | 22-24% | 20-24% | 10-15% |
| EBITDA マージン | 10% | 10-12% | 10-15% | 25-40% |
| 償却費 | 9% | 9-10% | 9-10% | 10% 前後 |
| 営業利益率 | 1% | 1-3% | 1-5% | 15-30% |

※1 サーバー費用、支払手数料、BPaaSオペレーター及びカスタマーサポートに関わる人件費など償却費用を除いた管理会計上の売上原価の合計。

※2 Sales and Marketing 比率の略称。販売促進に係る広告宣伝費やセールス人員の人件費、関連費用など償却費用を除いた管理会計上の費用合計。

※3 Research and Development 比率の略称。サービス開発に係るエンジニアの人件費、関連費用など償却費用を除いた管理会計上の費用合計。

※4 General and Administrative 比率の略称。コーポレート部門の人件費、関連費用など償却費用を除いた管理会計上の費用合計。

出所：決算説明資料よりフィスコ作成

1. 重点戦略

(1) コミュニケーションプラットフォーム戦略

コミュニケーションプラットフォーム戦略の中心には「Product-Led Growth (PLG)」というアプローチがある。この戦略は、プロダクトそのものを通じて顧客を獲得し、成長を促進するという考え方であり、従来の「Sales-Led Growth (SLG)」モデルとは異なる。具体的には、PLGモデルにおいては、まず無料で使いやすいサービスを提供し、その利用データを活用して潜在的な有料顧客を特定し、商談へとつなげる。同社では、チャットを用いた高効率な顧客対応を重視し、業界ごとのニーズに対応したビジネスチャットの型化を進めている。これは、国内市場における同社の競争優位性を生かすとともに、マーケティングとセールスプロセスの質を高める狙いがある。また、業務プロセスにおける深い業界理解を強みとして、国内市場において圧倒的な市場シェアの獲得を目指している。PLGモデルを推進することで、AIを活用したデータ分析を進め、広告宣伝費を抑えつつも大規模なユーザー拡大を可能にしている。この戦略により、「Chatwork」はビジネスチャット市場において次世代のBPaaSに最も適したプロダクトとして進化を遂げようとしている。

PLGモデルとSLGモデルの違い



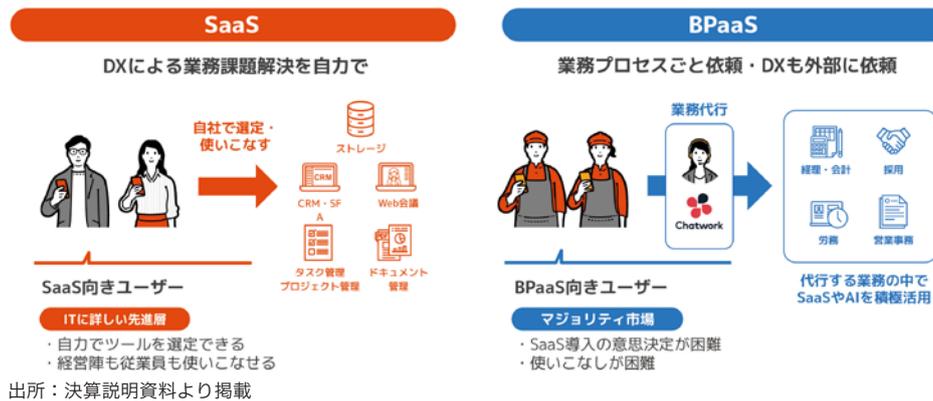
出所：決算説明資料より掲載

成長戦略

(2) BPaaS 戦略

BPaaS 戦略は、ビジネスプロセスそのものをクラウドサービスとして提供し、顧客の業務効率を劇的に向上させることを目指している。BPaaS は従来の BPO とは異なり、SaaS を活用した高度な業務自動化を提供する点が特徴である。SaaS が主に先進的な IT ユーザー向けに展開される一方、BPaaS は多くの中小企業にとって利便性が高いソリューションであり、業務プロセスそのものを DX することで、管理コストを大幅に削減できる。同社のビジネスチャットを中心としたプラットフォームにおいて、API 連携を通じた業務自動化エンジンを構築し、オペレーション工数を最小化することで、より効率的なサービス提供を可能としている。また同社は、「Chatwork」を 90 万社以上の企業が使用していることを背景に、顧客基盤の圧倒的規模を生かして、BPaaS の展開を進めている。同社の BPaaS は、社内の DX 人材が不足している企業に対しても有効であり、DX の推進が進まない企業に対して、クラウド経由での業務プロセス提供という形でサポートしている。さらに、非専門的な業務から高度な専門業務に至るまで、幅広いサービスをワンストップで提供することを目指しており、これにより同社は、BPaaS 市場における競争優位性を確保しつつ、収益を拡大する方針である。

SaaS と BPaaS の違い

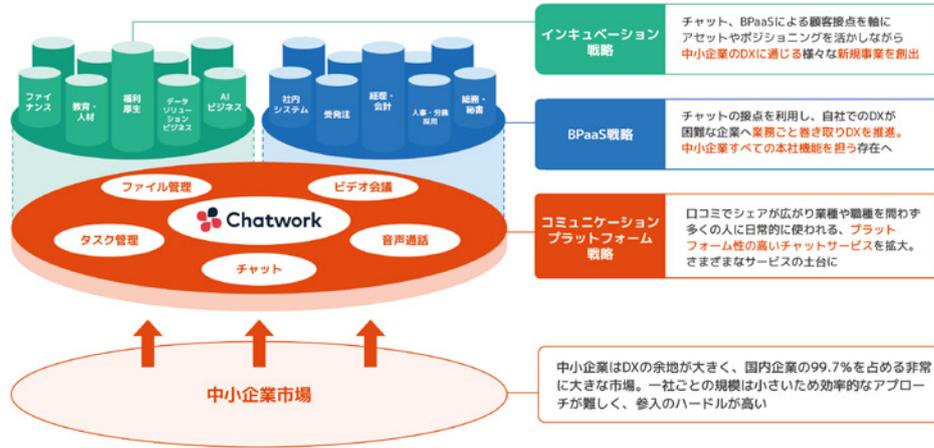


(3) インキュベーション戦略

インキュベーション戦略は、ビジネスチャットや BPaaS に次ぐ第 3 の成長の柱を創出することを目的としている。この戦略は、同社が保有する圧倒的な顧客アセットとプラットフォームを最大限に活用し、AI 技術を組み合わせることで、さらなる価値創造を目指す。顧客データの質的・量的拡大を図り、これをもとにしたマーケティング効率の向上を目指すとともに、AI を用いた新規事業の創出を推進している。例えば、ビジネスチャットに蓄積されたテキストデータを分析し、AI を活用したパーソナライズドなサービスを展開することで、顧客のニーズに応じた新しいサービスを提供している。また、同社は 2021 年度より「kubell BPaaS ファンド」を設立し、CVC（コーポレートベンチャーキャピタル）としての役割も果たしている。このファンドを通じて、出資先企業の成長を促進するとともに、シナジー効果を狙った提携関係を強化している。特に 2023 年 1 月にミナジンを完全子会社化したことで、人事労務領域における BPaaS の提供が可能となり、今後さらなる投資機会の拡大が期待されている。このように、インキュベーション戦略は、既存事業の強化に加え、非連続な成長の柱を創出し、同社の将来的な収益基盤を強固なものとする重要な施策となっている。直近では、2024 年 11 月に福利厚生プラットフォームを提供する（株）miive との資本業務提携を公表しており、インキュベーション戦略の柱の 1 つである福利厚生分野での取り組みの加速が期待される。

成長戦略

3つの戦略の関係性・つながり



出所：決算説明資料より掲載

2. サステナビリティ・ビジョン

同社では、「働くをもっと楽しく、創造的に」というミッションの下、サステナビリティ・ビジョンを掲げている。人々が働く時間を単なる生活の糧を得る手段に留めず、夢や志の実現に向けて創造性を発揮し、楽しみながら働ける社会の実現を目指す。これにより、働く人々の人生を豊かにし、その結果生み出される価値が社会全体をより豊かで持続可能なものへと変えるという考えを持っている。ビジョンを実現するために、ステークホルダーとの協力を重視しており、共創によって持続可能な社会の実現を目指す。

サステナビリティ・ビジョンに基づく価値創造プロセス



出所：決算説明資料より掲載

■ 株主還元策

事業拡大中につき、当面は利益を必要投資に充当する方針

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題と位置付けており、配当に関しては内部留保とのバランスを考慮しつつ、適切な配当を行うことを基本方針としている。ただし、現時点では同社は成長過程にあると認識しており、内部留保を充実させ、収益力の強化や事業基盤の整備を目的とした投資に重点を置いている。このような投資によって、将来的に安定した継続的な利益還元が実現できると考えているため、配当の実施については現時点では未定である。

一方で、株主優待制度においては、同社の有償提供サービスであるパーソナルプランを1ID無料で提供する特典があり、株式保有期間中はその月額料金が無償となる。より多くの株主に同社のサービスを利用してもらい、同社への理解を深めてもらうことを目的として、毎年6月30日及び12月31日時点で株主名簿に連続して6ヶ月以上記載されている株主を対象に、1単元（100株）以上を保有している場合に適用される。なお、パーソナルプランは既にビジネスプランへと統合されているが、株主優待としては引き続き提供されている。

同社の株主還元策は、現段階では直接的な配当を行わず、成長に向けた投資を優先する一方で、株主優待を通じて株主の長期的な支援を促し、同社への理解と支持を深める施策を展開している。この戦略は、将来的に安定的な利益還元につながるという考えに基づいている。当面は先行投資に資金が必要な状況であることから、投下資金に対する将来のリターンに着目すべきと弊社では考えている。

重要事項（ディスクレマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行為および行動を勧誘するものではありません。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したのですが、フィスコは本レポートの内容および当該情報の正確性、完全性、的確性、信頼性等について、いかなる保証をするものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業への電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受け、企業から報酬を受け取って作成されています。本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。

本レポートに掲載されている発行体の有価証券、通貨、商品、有価証券その他の金融商品は、企業の活動内容、経済政策や世界情勢などの影響により、その価値を増大または減少することもあり、価値を失う場合があります。本レポートは将来のいかなる結果をお約束するものでもありません。お客様が本レポートおよび本レポートに記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果として、お客様になんらかの損害が発生した場合でも、フィスコは、理由のいかなを問わず、いかなる責任も負いません。

本レポートに記載された内容は、本レポート作成時点におけるものであり、予告なく変更される場合があります。フィスコは本レポートを更新する義務を負いません。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、フィスコに無断で本レポートおよびその複製物を修正・加工、複製、送信、配布等することは堅く禁じられています。

フィスコおよび関連会社ならびにそれらの取締役、役員、従業員は、本レポートに掲載されている金融商品または発行体の証券について、売買等の取引、保有を行っているまたは行う場合があります。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

■お問い合わせ■

〒107-0062 東京都港区南青山 5-13-3

株式会社フィスコ

電話：03-5774-2443（IR コンサルティング事業本部）

メールアドレス：support@fisco.co.jp