

ホリスティック企業レポート

エルテス

3967 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2019年2月1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 20190126

ソーシャルリスク等のデジタルリスクに対峙するソリューションを提供する会社 積極的に先行費用をかける新規事業の立ち上がりが今後の成長を左右しよう

1. 会社概要

- ・エルテス(以下、同社)は、リスク検知に特化したビッグデータ解析ソリューションを提供する会社である。現在、ソーシャルメディアの利用に起因するリスクに対峙するソーシャルリスク関連サービスを主力としている。

2. 財務面の分析

- ・12/2 期～18/2 期の年平均成長率は、売上高は 39.5%、経常利益は 21.8%だった(事業の連続性のある旧エルテス社の数値を利用。また 18/2 期から連結決算開始)。顧客数の拡大で増収が続いた一方、15/2 期の経常損失計上や 18/2 期の経常減益など、体制強化や将来の成長のための費用が先行する局面が見られた。
- ・ソーシャルリスクに対応するサービスを展開する上場企業と比較すると、利益以外の成長性や財務の安全性には優位性があるものの、18/2 期の減益が影響して、収益性の指標は他社を下回っている。

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する「デジタルリスクに関するノウハウの蓄積」にある。関連するノウハウの蓄積によってソリューションが磨き上げられて関係資本である顧客が増え、そのフィードバックがさらにノウハウの蓄積につながるという好循環が作り上げられている。

4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、デジタルリスクに関する認知度向上と、成長持続のための増員と人材育成が挙げられる。
- ・同社は既存のソーシャルリスク関連サービスの拡大とともに、取り扱い可能なデータの種類の増加を背景に新規事業を創出し、事業領域を拡大していく戦略を描いている。

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、デジタルリスクに特化していち早く事業化できたことが競争優位性の最大の要因と評価している。しかし、既存のソーシャルリスク関連サービスでの競争環境を考慮すると、参入障壁の高いサービスを新規事業としてどれだけ展開できるかが今後の鍵を握ろう。
- ・投資事業は現時点では成果があがっておらず、今後の動向に注意を払っておきたい。

【3967 エルテス 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)
2017/2	1,379	43.7	183	35.8	170	28.9	104	17.0	23.1	309.4	0.0
2018/2	1,608	16.6	71	-60.9	71	-57.7	31	-69.3	6.3	322.5	0.0
2019/2 CE	1,800	11.9	100	39.5	100	39.1	40	25.4	7.8	—	0.0
2019/2 E	1,757	9.3	77	7.9	76	5.9	21	-34.0	4.1	323.2	0.0
2020/2 E	2,096	19.3	130	68.9	129	70.0	77	268.7	15.0	338.3	0.0
2021/2 E	2,450	16.9	192	47.5	191	48.0	114	48.0	22.2	360.6	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2018/2期より連結財務諸表を作成、2018/2期前期比は2017/2期単体比
16年11月の上場時に182,400株(株式分割後ベース348,800株)の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の32,400株(同64,800株)を含む)
17年6月1日に1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

ベーシック・レポート

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。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。

アナリスト: 藤野敬太

+81(0)3-6858-3216

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】

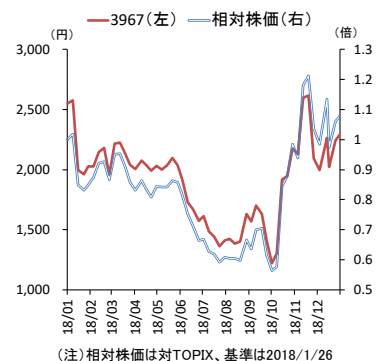
	2019/1/25
株価 (円)	2,292
発行済株式数 (株)	5,142,000
時価総額 (百万円)	11,785

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	363.8	559.0	152.8
PBR (倍)	7.1	7.1	6.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン (%)	14.8	82.0	-11.1
対TOPIX (%)	9.5	91.4	4.3

【株価チャート】



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・企業理念・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

注1) ソーシャルメディアインターネット上で不特定多数の人がコミュニケーションをとることによって、情報の共有や情報の拡散が生まれる媒体の総称。Facebook等のSNS(Social Networking Service)、Twitter等のブログ、LINE等のメッセージングアプリ、YouTube等の画像・動画共有サイト等の媒体により構成される。

注2) 炎上
インターネット上で不特定多数の人特定の人物や企業の行為、発言、書き込みに対して、インターネット上で多数の批判や誹謗中傷が行われることをいう。

◆ リスク検知に特化したビッグデータ解析ソリューションを提供

エルテス(以下、同社)は、リスク検知に特化したビッグデータ解析ソリューションを提供する会社である。

テクノロジーの発展に伴い、世の中の利便性は向上するが、それと引き換えに、従来想定しえなかったリスクが発生する。そうしたリスクを同社では「デジタルリスク」とし、その「デジタルリスク」のうち、ソーシャルメディア^{注1}に起因するインターネット上のリスクを「ソーシャルリスク」と定義している。

同社の主力サービスはそうしたソーシャルリスクに対峙するソーシャルリスク関連サービスである。具体的には、ネット上で実際に発生してしまった風評被害等の対策を行うコンサルティングサービスや、ネット上で炎上^{注2}を起こさないようにリスク検知を行うリスクモニタリングのサービスを展開している。

◆ ソーシャルリスク以外を対象とした新規分野にも領域拡大

同社は、ソーシャルメディア上のオープンなデータ以外を活用するサービスを新規事業と位置づけ、事業領域の拡大を進めている。情報漏洩等を検知する内部脅威検知サービスを開始し、リスクインテリジェンス分野への展開を強化していることがその代表例である。また、子会社を通じて、デジタル関連のベンチャー企業への投資事業も行っている。

◆ ソーシャルリスク関連サービスの売上高が90%以上を占める

同社の売上高は、ソーシャルリスクコンサルティング、ソーシャルリスクモニタリング、その他の3つのサービスに分類される(図表1)。前2つのサービスを合わせたソーシャルリスク関連サービスが全売上高の90%以上を占めるが、新規事業が含まれるその他の売上構成比も上昇傾向にある。

【図表1】サービス別売上高

(単位:百万円)

サービス別	売上高			前期比 / 前年同期比			構成比		
	17/2期単	18/2期連	19/2期上期連	17/2期単	18/2期連	19/2期上期連	17/2期単	18/2期連	19/2期上期連
ソーシャルリスクコンサルティング	894	866	437	37.0%	-3.1%	-	64.8%	53.9%	53.0%
ソーシャルリスクモニタリング	464	687	325	59.9%	48.0%	-	33.7%	42.7%	39.4%
その他	21	54	63	23.7%	158.4%	-	1.5%	3.4%	7.6%
合計	1,379	1,608	825	43.7%	16.6%	6.4%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 18/2 期第2 四半期より連結決算開示。18/2 期の前期比は17/2 期単体決算の数値との比較。また18/2 期上期のサービス別売上高の数値がないため19/2 期上期の前年同期比はなし。

(出所) エルテス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 事業ポートフォリオ

同社の事業ポートフォリオは、ソーシャルリスクコンサルティングサービスとソーシャルリスクモニタリングサービスを合わせたソーシャルリスク関連サービスを既存事業とし、それ以外のサービスを新規事業に位置づけている（図表 2）。

【 図表 2 】 エルテスの事業ポートフォリオ

対峙する デジタルリスク	利用するデータ	分野	有価証券報告書上の 売上のサービス区分	位置づけ
風評被害	SNS上のオープンデータ	ソーシャルリスク	ソーシャルリスク コンサルティング	既存事業
ネット炎上	SNS上のオープンデータ	ソーシャルリスク	ソーシャルリスク モニタリング	
情報漏洩	顧客企業のログデータ	リスクインテリジェンス	その他	新規事業
デジタル信用調査	OSINT	-----	その他	
金融犯罪	取引データや決済データ等	-----	その他	
イベント安全/テロ	OSINT	-----	その他	
-----	-----	ベンチャー投資	その他	投資事業

（出所）エルテス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 既存事業 ～ ソーシャルリスク関連サービス

現在の同社の主力事業であるソーシャルリスク関連サービスを構成するソーシャルリスクコンサルティングサービスは、同社の祖業とも位置づけられるネット上での風評被害対策の事業から進化したサービスである。ソーシャルリスクに関する危機が実際に発生した後に、リスクの鎮静化に向けた緊急対応コンサルティングや、レピュテーション回復やブランド再構築のためのサービスが提供されている。

一方、ソーシャルリスクモニタリングサービスは、ソーシャルリスクの発生を早期に検知、把握するもので、危機を事前に防ぐためのサービスである。24 時間 365 日、SNS やネット掲示板等のソーシャルメディア上の投稿を分析する。リスクの予兆があれば緊急通知の実施や対応方法のアドバイスを行い、予兆がなければ日報・月報での定期的な報告を行うサービスである（図表 3）。

【図表3】ソーシャルリスク関連サービスの構造



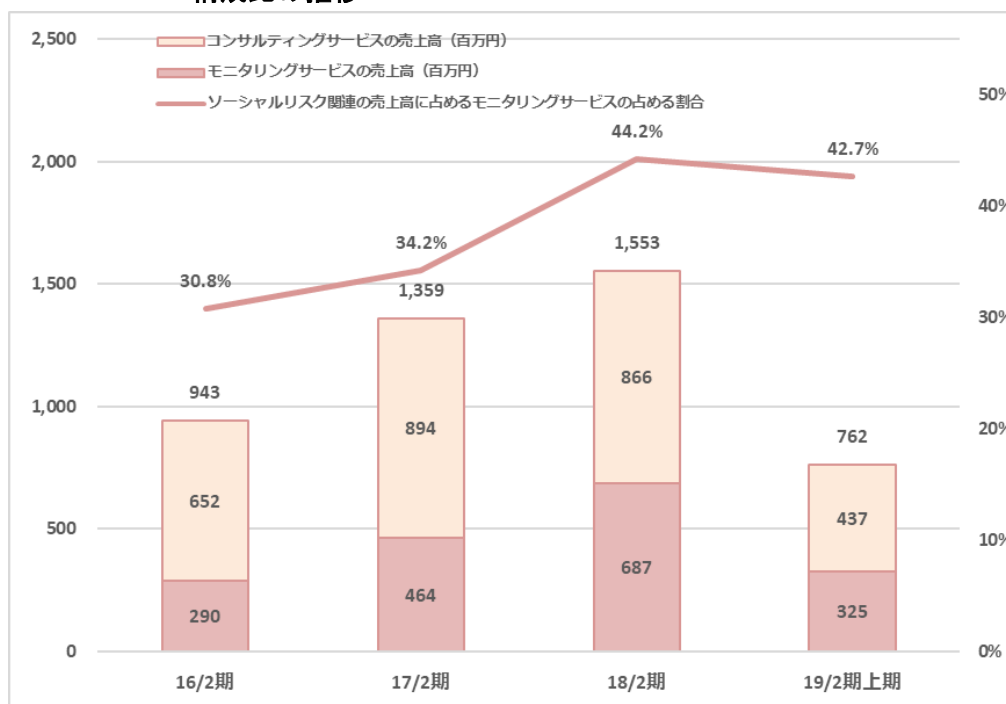
(出所) エルテス決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

同社では、コンサルティングサービスから、リスク予防型で契約継続率の高いモニタリングサービスへのシフトを進めている。ソーシャルリスク関連サービスの売上高(ソーシャルリスクコンサルティングサービスとソーシャルリスクモニタリングサービスの売上高の合計)に占める後者の割合は、40%を超える水準まで上昇している(図表4)。

同社のサービスを導入している先は600社以上あるが、その多くはソーシャルリスク関連サービスの顧客と推察される。また、リスクの予防に資金を投じることができる企業が中心であるため、同社の顧客の多くは大企業である。販売チャネル別には直販が大半を占め、一部、代理店経由の販売がある模様である。

大企業向けに直販中心にアプローチしてきた結果、大企業がリスクだと認識するジャンルにおけるデータの蓄積が進み、それが同社の強みのひとつとなっている。

【 図表 4 】 ソーシャルリスク関連の売上高に占めるモニタリングサービスの構成比の推移



(出所) エルテス有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 新規事業

世の中には、企業の内部データのような、オープンではないデータ(アクセスできる人が限られるデータ)も多く存在する。また、IoTの普及に見られるように、インターネットの利用拡大によって、データの種類も量も増え続けている。同社は、そうしたソーシャルメディア上のデータ以外を活用するサービスを開発、展開することで事業領域を拡大しようとしており、それらを新規事業と位置づけている。

同社が手掛ける新規事業では、現在、以下の4つに関するサービスの立ち上げを目指している。

- ・ 情報漏洩 (内部脅威検知サービス)
- ・ 金融犯罪
- ・ イベント安全/テロ
- ・ デジタル信用調査

◆ 新規事業 ～ 内部脅威検知サービス (リスクインテリジェンス)

情報漏洩や不正会計など、内部脅威リスクを検知するサービスであり、16/2期より本格展開が始まった。ネット掲示板やSNS等のオープンなデータを活用するソーシャルリスク関連サービスとは異なり、顧客

企業が持つ組織内部のシステムログや管理データ等の企業内部のデータを活用する点が特徴である。

これらのデータを同社独自のアルゴリズムを用いて解析し、人の行動を予測してデジタルリスクの予兆を捉えることで検知につなげるサービスである。情報漏洩の原因となる従業員等による情報持ち出し、隠れ超過残業、メンタルヘルス、社内不正といった分野での需要増に対応する。

企業側がデータを提供する必要があることから、データの内密性を考えると、過去の実績や信頼性がないと展開できないサービスと言えよう。その意味では誰もが提供できるサービスではなく、ソーシャルリスク関連サービスと比較して参入障壁が高いサービスと考えられる。

◆ 新規事業 ～ 内部脅威検知サービス以外

金融犯罪関連では、不正送金や不正アクセス等を検知するサービスが想定されている。電子政府プロジェクト関連のシステムで実績を持つエストニアのCYBERNETICA社と17年3月に業務提携したことが技術背景となっている。18年1月からは本人認証システム技術「SplitKey」を活用したアプリケーションの共同開発を開始している。

イベント安全サービスは、AIを活用して、SNS等のオープンデータから、危険行為や妨害行為の予兆をリアルタイムで検知するサービスである。17年8月に設立した連結子会社のエルテスセキュリティインテリジェンス(東京都千代田区)が担当する。第一弾のサービスとして、19年1月に、AIによって警備需要と警備員の効率的な配置を可能にするAIプラットフォーム「AIK(アイク)」を用いた警備保障サービスが開始された。

デジタル信用調査は、インターネット上の公開されているデータやSNSでの風評等のデータから取引先企業の信用情報を分析するサービスである。18年11月にそうした信用情報を可視化する「Web信用スコア」のサービスが開始された。

◆ 投資事業

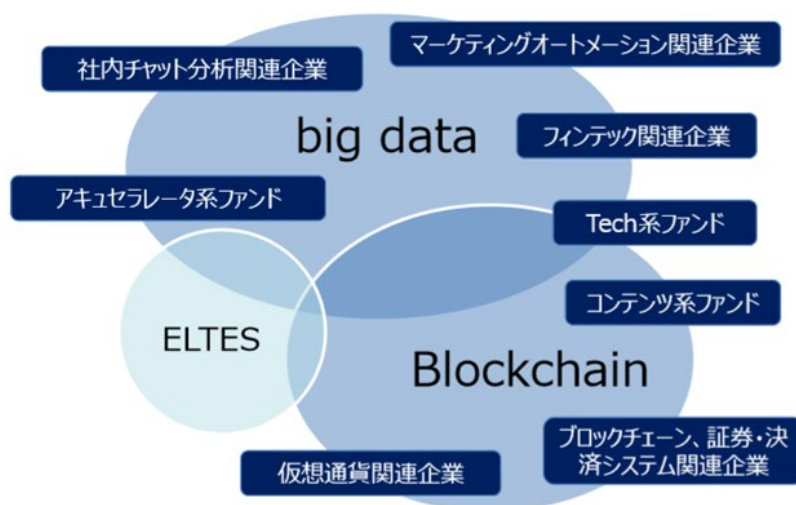
同社は、17年8月に設立した連結子会社のエルテスキャピタル(東京都千代田区)を通じて投資事業も行っている。

投資分野としては、ビッグデータ関連とブロックチェーン関連を主軸としている(図表5)。また、投資先企業の属性として、(1) 同社の事業とサービス連携できるプロダクトやソリューションを有している企業、(2) 同社のサービスの拡販に資する企業、(3) 同社にとって

の未知の分野での知見を有し、同社のサービス開発に資する可能性のある企業の3種類を挙げている。

投資件数や直近期末の投資残高の開示はないが、エルテスキャピタルは18年3月に仮想通貨関連のインロビ(東京都新宿区)と、18年6月にフィンテック関連のテコテック(東京都港区)と資本業務提携を結んだ。

【図表5】エルテスの投資事業の投資領域



(出所) エルテス決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

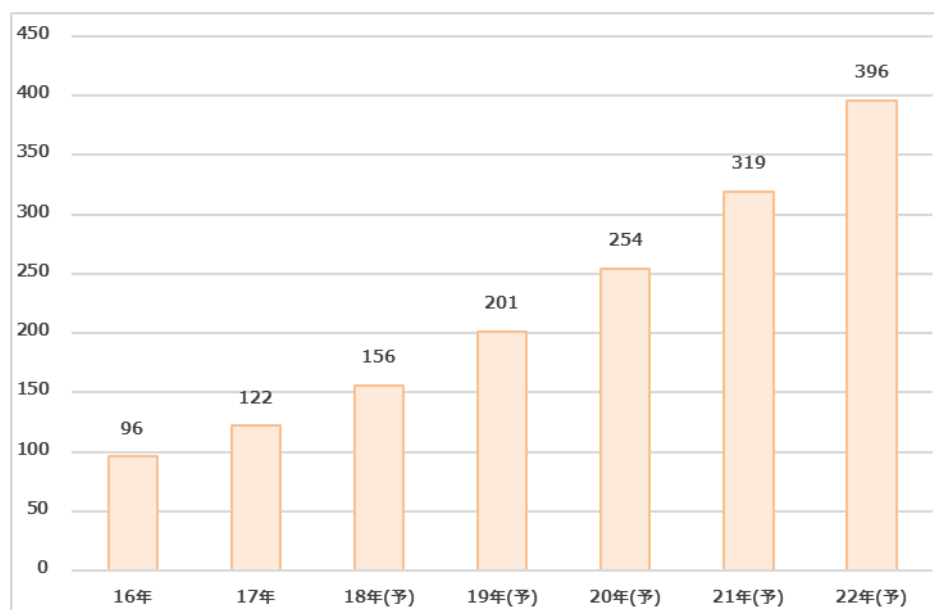
> 業界環境と競合

◆ 世界の IP トラフィック量の拡大

デジタルリスクと IP トラフィックとの間には相応の相関があると考えられる。Cisco の「Cisco Visual Networking Index (VNI)」算出時の調査によると、17 年の全世界の IP トラフィック量(1 カ月当たり)は 122 エクサバイト(EB)となり、前年比 27.1%増となった。さらに今後、22 年まで年平均 26.6%の伸びを示すと予測されている(図表 6)。

【図表 6】世界の IP トラフィック量(1 カ月当たり)の推移と予測

(単位:エクサバイト)



(出所) Cisco 「Visual Networking Index (VNI) 予測」より証券リサーチセンター作成

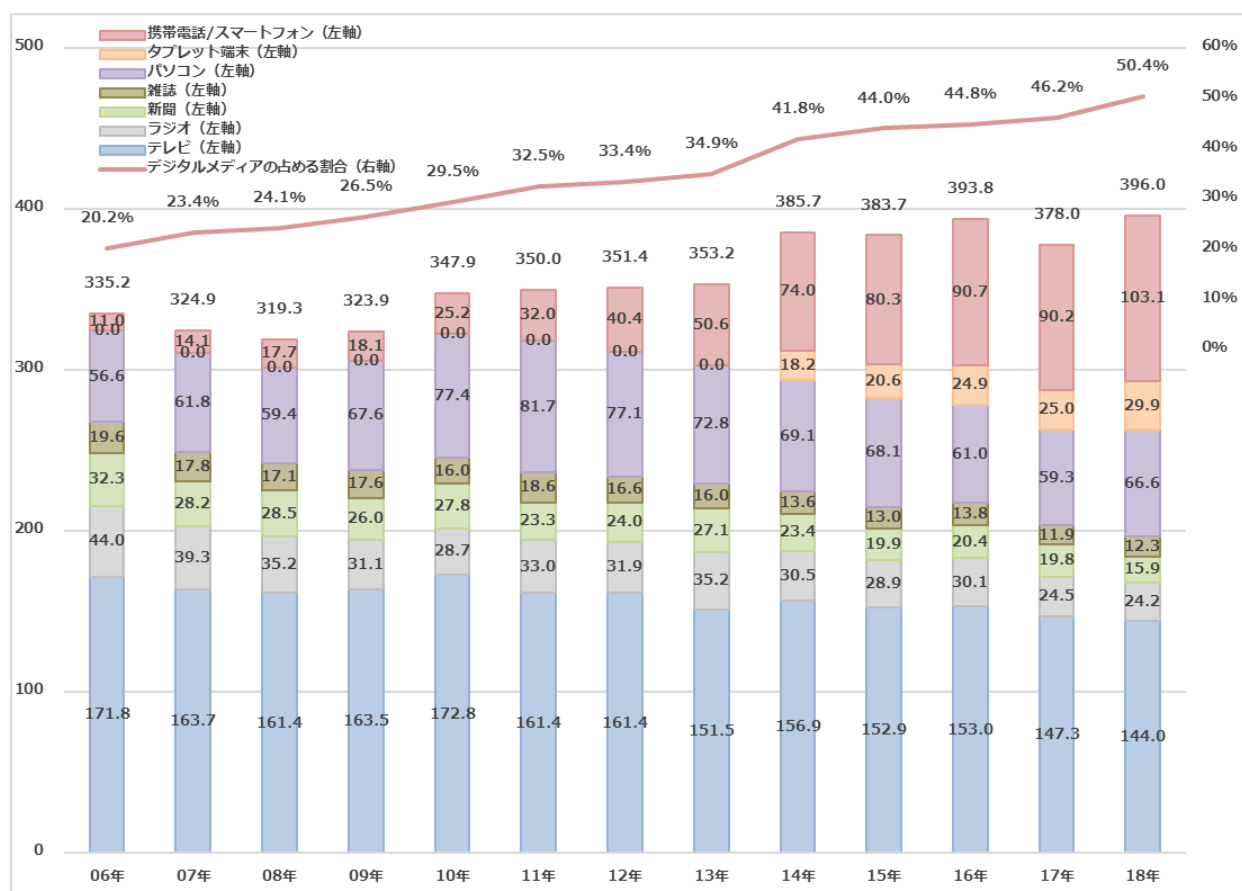
◆ デジタルメディアへの接触時間の増加

博報堂 DY メディアパートナーズのメディア環境研究所が実施する「メディア定点調査」によると、18 年の東京地区におけるメディアの総接触時間は週平均 1 日当たり 396.0 分と過去最高となったが、そのうちの 50.4%がデジタルメディア(パソコン、タブレット、携帯電話/スマートフォン)との接触だったとのことである(図表 7)。

総接触時間に占めるデジタルメディアの割合は 06 年の 20.2%から上昇を続けて 18 年に初めて 50%を超え、日常生活の中でのデジタルメディアの存在感が大きくなってきた状況がうかがえる。

【図表7】メディアの接触時間(1日当たり/週平均 東京地区)の推移

(単位:分)



(注) 接触時間は調査対象者のメディアへの接触時間の合計 メディア総接触時間は各メディア接触者の接触時間の合計
14年より「タブレット端末」が追加された

(出所) 博報堂 DY メディアパートナーズ メディア環境研究所「メディア定点調査 2017」より証券リサーチセンター作成

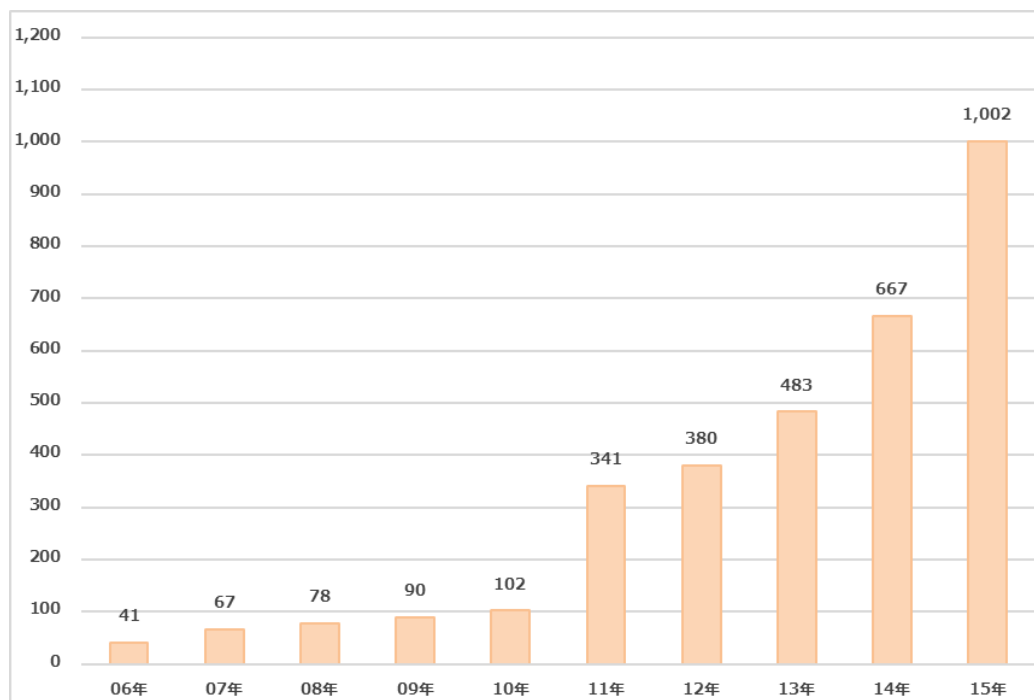
◆ ソーシャルメディアの普及に伴い国内のネット炎上も増加

インターネット上で短時間のうちに多数の批判や誹謗中傷が行われる「炎上」は、04年に無料のブログやSNSのサービスが始まったことに端を発したと言われている。同社によると、04年に年間41件だった炎上の件数は、スマートフォンの普及を背景にFacebookやTwitterが一般的に使われるようになった11年から急増し、15年には1,002件になったとしている(図表8)。

なお、同社による件数の公表は15年までしか確認できないが、ジェルコミュニケーションズ(東京都渋谷区)が運営する、レピュテーションリスクを研究するレピュ研の調査では、17年度(17年4月から18年3月まで)の炎上の件数は1,086件とされており、依然高い水準で炎上が発生している。

【 図表 8 】 インターネット上で起きた炎上の件数の推移(国内)

(単位: 件)



(出所) エルテスウェブサイト

◆ 競合 ～ ソーシャルリスク関連サービス

ソーシャルリスクに対応するサービスを行う企業は多い。大手情報サービス企業がサービスのひとつとして展開するものと、ビッグデータ解析のソリューションを持つ独立系企業が提供するものに大別されよう。

大手情報サービス企業が展開するものとしては、日立システムズ(東京都品川区)の「ソーシャルリスクモニタリングサービス」や、NTTコムオンライン・マーケティング・ソリューション(東京都品川区)の「ソーシャルリスク対策ソリューション with BuzzFinder」が挙げられる。

関連するサービスを提供する独立系の上場企業には、SNSや掲示板の投稿データを監視・活用するクラウドサービスを提供するホットリンク(3680 東証マザーズ)や掲示板投稿監視事業を行うイー・ガーディアン(6050 東証一部)がある。なお、ホットリンクは、この分野においては日立システムズと協力関係にある。

また、風評被害や誹謗中傷対策コンサルティングを行うシエンプレ(東京都中央区)、ガイアックス(3775 名証セントレックス)のグループ会社で、コミュニティサイト等のユーザーコメントや書き込みの

投稿監視を行うアディッシュ（東京都品川区）、インターネットコンテンツのモニタリングを行うピットクルー（東京都千代田区）といった未上場企業もある。

◆ 競合 ～ ソーシャルリスク関連サービス以外

ソーシャルリスク関連サービス以外では、リスクインテリジェンスの分野での会計系コンサルティングファームや、情報漏洩の分野でのIT 資産管理と情報漏洩対策のソリューション「SKYSEA」を展開するSky（東京都港区）といった企業が、広い意味で競合先になりうると考えられる。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 風評被害対策の事業の確立

代表取締役社長の菅原貴弘氏は、大学在学中に起業し、04 年に旧エルテスを設立した。この旧エルテスが同社の前身となる。

旧エルテスでは、インターネット関連の分野を中心に、複数の事業を手掛けていた。数年が経過した頃に、世の中で興隆の兆しが表れていた「ウェブ 2.0」の世界に触れた。菅原氏は、「ウェブ 2.0」の盛り上がりとともに、風評被害が多発する状況を予測し、ネット上での風評被害対策事業を立ち上げた。これが 07 年に開始した、検索エンジン向けのソーシャルリスクコンサルティングサービスである。

翌 08 年にリーマンショックが起きたが、そうした経済が混乱した局面においても需要が増え続けていった状況を見て、菅原氏は風評被害対策の市場の可能性を確信し、事業を拡大していった。

◆ 沿革 2 ～ SNS の普及を受けてモニタリングサービスを開始

10 年代に差し掛かる頃、日本でも Facebook や Twitter 等の SNS が急速に普及した。当然、そうしたソーシャルメディアにまつわるリスクが高まることが予想され、同社は 11 年に、Facebook や Twitter 向けのソーシャルリスクモニタリングサービスを開始した。これにより、現在の主力のソーシャルリスク事業を構成する 2 つのサービスがそろったことになる。

また、2 年後の 13 年にはソーシャルリスクマネジメント・クラウドサービス「エルテスクラウド」がリリースされ、サービスの充実が図られていった。

◆ 沿革 3 ～ 2 社統合により現在の体制が確立

12 年に菅原氏が設立したエヌアールピーは、ウェブのモニタリングシステムの開発等を行っていた会社だが、同時に、ソーシャルリスクに関する業界全体の事例を集めて体系的な対応手法を構築することに注力していた。

この頃より、ソーシャルリスクの啓蒙のための知名度向上の手段として上場を目指すことになり、株式公開とその後の継続的な成長に向けた事業体制強化の一環として、エヌアールピーと旧エルテスが統合された。形としてはエヌアールピーが存続会社となって旧エルテスを吸収合併した上で、商号をエルテスに変更した。こうして、現在の体制が整った。

さらに、14年に電通(4324 東証一部)等と資本業務提携を結ぶとともに、翌15年には産業革新機構等からの出資を受け、資本の増強が図られた。

◆ 沿革4 ～ 新規事業の展開を通じた事業領域の拡大

16年に開始したリスクインテリジェンスサービスは、同社の事業領域を広げる契機となった。

従来のソーシャルリスク事業は、基本的にはビッグデータという誰もが入手できるデータを分析・活用するサービスである。一方、リスクインテリジェンスサービスは、顧客の社内データを分析・活用するサービスである。顧客の持つデータは誰もがアクセスできるデータではない。そうしたデータを取り扱うサービスを展開できることの意味は大きく、同社の信用度の高さを証明するだけでなく、今後の新規事業の対象を格段に広げる契機となった。実際、リスクインテリジェンスサービスの提供開始以降、現在に至るまで、新たに3つの新規事業が立ち上げられている。

また、リスクインテリジェンスサービス開始と時を同じくして、デジタルリスクに関する調査・提言を行うデジタルリスク総合研究所という社内シンクタンクを設立するなど、事業領域の拡大と深掘りが進められてきた。

こうした状況の中で、16年11月に、東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場した。上場の翌年には、エルテスセキュリティインテリジェンスとエルテスキャピタルの連結子会社2社を設立するなど、拡大が続いている。

◆ 企業理念

同社はミッションとして「リスクを解決する社会インフラの創出」掲げている。リスク検知に特化したビッグデータ解析技術をベースとしたソリューション提供を通じてリスクの盾となり、健全なデジタル社会とテクノロジーの自由な発展に貢献していくとしている。

◆ 株主

有価証券届出書と 18/2 期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表 9 の通りである。

19/2 期第 2 四半期末時点での筆頭株主は、21.79%を保有する、代表取締役社長の菅原貴弘氏の資産管理会社である TS パートナーズである。第 2 位が 10.69%を保有する代表取締役社長本人で、両者合計で 32.48%の保有となる。

第 3 位は 3.24%を保有する三井住友信託銀行であり、市場外取引で取得したものである。続いて、上場前より保有のある電通の 2.43%、NTT コム オンライン・マーケティング・ソリューションの 2.33%、マイナビの 1.62%といった、事業で関係する事業会社が名を連ねている。代表取締役社長以外の役員による保有としては、第 7 位に松林篤樹氏の名前が確認できる。

【 図表 9 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前 (16年11月)			18年8月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社TSパートナーズ	94,200	3.93%	4	1,118千	21.79%	1	代表取締役社長の資産管理会社
菅原 貴弘	711,600	29.68%	1	548千	10.69%	2	代表取締役社長
三井住友信託銀行株式会社	0	0.00%	-	166千	3.24%	3	市場外取引で取得
株式会社電通	62,500	2.61%	8	125千	2.43%	4	14年3月に資本業務提携
NTTコム オンライン・マーケティング・ソリューション株式会社	60,000	2.50%	9	120千	2.33%	5	14年3月に資本参加した NTTドコモ・ベンチャーズから移管 (16年10月)
株式会社マイナビ	41,600	1.73%	-	83千	1.62%	6	15年10月に資本参加
松林 篤樹	20,000	0.83%	-	43千	0.85%	7	取締役
楽天証券株式会社	0	0.00%	-	41千	0.81%	8	
松井証券株式会社	0	0.00%	-	41千	0.80%	9	
モルガン・スタンレーMUF G証券株式会社	0	0.00%	-	40千	0.78%	10	
株式会社産業革新機構	250,000	10.43%	2	-	-	-	15年10月に資本参加
宮前 幸央	100,000	4.17%	3	-	-	-	
NTTインベストメント・パートナーズ ファンド投資事業組合	83,300	3.47%	5	-	-	-	15年11月に資本参加
瓜生 健太郎	75,900	3.17%	6	-	-	-	
みずほ成長支援投資事業有限責任組合	50,000	2.09%	10	-	-	-	14年12月に資本参加
株式会社アドベンチャー	50,000	2.09%	10	-	-	-	15年3月に資本参加
小林 稔忠	36,700	1.53%	7*	-	-	-	*株式会社小林の持ち分と合わせて上位7位
株式会社小林	36,200	1.51%	7*	-	-	-	*小林稔忠氏の持ち分と合わせて上位7位
(大株主上位10名)	1,610,400	67.16%	-	2,328千	45.39%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	218,000	9.09%	-	457,000	8.91%	-	
発行済株式総数	2,397,800	100.00%	-	5,130,000	100.00%	-	

(注) 17 年 6 月 1 日に 1:2 の株式分割を実施

(出所) エルテス有価証券届出書、四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

同社は、エヌアールピーが存続会社となって旧エルテスを吸収合併し、商号をエルテスに変更したという経緯を辿ったが、事業自体は旧エルテスのものを継承している。そのため、過去の業績については、旧エルテスと連続性があると言える。

数値の開示のある旧エルテス時代の 12/2 期以降 18/2 期まで、売上高は実質的には年平均 39.5%のペースで拡大してきた。主に顧客数の拡大によるものである。

当該期間において、経常利益は年平均 21.8%で拡大したが、15/2 期には経常損失を計上した。株式上場を見据えた選択と集中により、低採算のプロジェクトを整理したことと、集中した事業に注力するためにマネジメントを含めた人員の拡充を行ったことで、費用が先行したためである。ただし、その効果は翌 16/2 期に現れ、売上高経常利益率は 13%台にまで回復した。

なお、後述する通り、連結業績の開示が始まった 18/2 期は経常減益となり、売上高経常利益率は 4.5%まで低下した。これは、今後の成長に向けた先行投資が膨らんだためと捉えられよう。

◆ 期中に連結業績開示に移行した 18 年 2 月期は前期比増収減益

18/2 期は、売上高が前期比 16.6%増の 1,608 百万円、営業利益が同 60.9%減の 71 百万円、経常利益が同 57.7%減の 71 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 69.3%減の 31 百万円となった（18/2 期第 2 四半期より連結業績開示に移行したため、前期比は 17/2 期単体決算の数値との比較）。

連結業績開示へ移行後の会社計画は、売上高 1,800 百万円、営業利益 50 百万円、経常利益 50 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 30 百万円であった。計画に対する 18/2 期実績の達成率は、売上高が 89.3%、営業利益が 143.4%、経常利益が 143.8%、親会社株主に帰属する当期純利益が 106.4%となった。

サービス別の売上高は、ソーシャルリスクコンサルティングサービスが前期比 3.1%減、ソーシャルリスクモニタリングサービスが同 48.0%増、その他が同 158.4%増となった。戦略的にコンサルティングサービスからモニタリングサービスへの移行を進めていることもあってコンサルティングサービスが減収となった一方、モニタリングサービスは既存顧客からの継続受注と新規顧客の獲得により大幅増収となった。その他は売上構成比が低いが、新規事業の内部脅威検知サービスが顧客増を伴って成長軌道に乗ってきている。

売上高が好調であったものの、会社計画に未達となったのは、営業組織体制の変更に伴い、一時的に営業活動が停滞したことが響いたためである。一方、営業利益の高い達成率は売上債権回収状況の改善による貸倒引当金繰入額の減少や、自社利用ソフトウェアの投資額の抑制による減価償却費の減少によるものである。

しかし、営業利益については、会社計画の達成度合いよりも、前期比大幅減益であった点に留意する必要がある。減益となったのは、成長継続のための新規事業関連費用や、会計システムやオフィス等の経営基盤強化費用をかけたことによる。その結果、全体の売上高営業利益率は4.5%と、前期比8.8%ポイントの低下となった。

> 他社との比較

◆ ソーシャルリスクに対応するサービスを展開する企業と比較

ソーシャルメディア関連のデータを活用してソーシャルリスクに対応するサービスを展開する上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、「競合」の項でも取り上げたホットリンクやイー・ガーディアンのほか、ソーシャルメディア分析のサービスを中核にリスクモニタリングも行うデータセクション(3905 東証マザーズ)とした(図表10)。

比較対象企業に比べ、安全性及び売上高と総資産の成長率には優位性があるものの、収益性には特段の優位性はなく、経常利益の成長率は他社を大きく下回っている。新規事業関連費用や経営基盤強化費用をかけたことにより、同社の18/2期の業績が大幅減益となったことが影響した。

【図表 10】財務指標比較：ソーシャルリスクに対応するサービスを展開する企業

項目	銘柄	コード	エルテス 3967	イー・ガーディアン 6050	ホットリンク 3680	データセクション 3905
		直近決算期	18/2期	18/9期	17/12期	18/3期
規模	売上高	百万円	1,608	5,902	2,583	721
	経常利益	百万円	71	1,049	94	45
	総資産	百万円	1,801	3,781	4,591	2,066
収益性	自己資本利益率	%	2.0	28.9	6.2	1.1
	総資産経常利益率	%	4.0	30.1	2.1	2.8
	売上高営業利益率	%	4.5	17.6	4.9	6.2
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	35.3	25.0	35.9	24.2
	経常利益（同上）	%	-177.7	44.2	-16.7	-19.0
	総資産（同上）	%	70.9	27.1	12.3	25.8
安全性	自己資本比率	%	89.1	75.3	55.8	87.7
	流動比率	%	935.0	353.3	98.0	781.0
	固定長期適合率	%	21.3	24.7	102.6	26.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出（前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）
 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
 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）
 エルテスは18/2期より連結決算のため、1期前と3期前は単体の数値
 ホットリンクはIFRSを適用して業績開示を行っているため、経常利益は税前利益を代用
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、組織資本に属する「デジタルリスクに関するノウハウの蓄積」にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する「デジタルリスクに関するノウハウの蓄積」にある。同社は「ウェブ 2.0」が盛り上がった時に、いち早くネット上での風評被害対策の事業を立ち上げた。大学との共同研究を通じた基礎研究の蓄積によって強化されたデータベースシステムを構築し、その精度を高めていくことで、他社に先行してデジタルリスクの一部であるソーシャルリスク関連のノウハウを蓄積していった。

同時にコンサルティングノウハウも蓄積されたことで顧客のニーズに応えられる体制が整っていき、顧客の増加という形で関係資本が積み上がっていった。

その結果、データを収集・解析し、ソリューションを顧客に提供し、そのフィードバックをノウハウとしてさらに蓄積するという好循環が構築されていった。さらに、顧客との信頼関係のもと、顧客の持つデータを利用するインテリジェンス分野のサービスを立ち上げるなど、提供するサービス領域の幅を広げることもつながっている。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・大手企業中心の顧客層	・取引社数	サービス導入600社以上
	ブランド	・シェア	・特になし	特になし
		・有名イベントのリスク対策に関与した実績	・話題となる大型イベント	伊勢志摩サミット三重県県民会議 (16年5月)
	ネットワーク	・大手企業の資本参加	・大株主10位に入る事業会社	三井住友信託銀行 (3位 3.24%) 電通 (4位 2.43%) NTTコム オンライン・マーケティング・ソリューション (5位 2.33%) マイナビ (6位 1.62%)
		・大学との共同研究	・ウェブサイトやプレスリリースに掲載の実績	東京大学 (13年6月公表) 神戸大学 徳島大学
		・企業との共同研究	・プレスリリースに掲載の実績	リネットジャパングループ
		・業務提携	・プレスリリースのあった業務提携の件数 (事業子会社の分を含む)	17/2期3件 18/2期7件 19/2期3Q0件
組織資本	プロセス	・ソーシャルリスクモニタリングサービス	・情報収集先のメディア数	120メディア以上
			・モニタリングの体制	24時間体制 通常時4時間毎+書込件数急増時のモニタリング モニタリングに従事する人数は開示なし
		・ソーシャルリスクコンサルティングサービス	・コンサルタントの数	開示ないが顧客と会う担当者の多くが コンサルタント
		・サービス開発	・プレスリリースのあったサービス開始の件数 (事業子会社の分を含む)	17/2期3件 18/2期1件 19/2期3Q5件
	知的財産 ノウハウ	・デジタルリスクに関するノウハウの蓄積	・直販の比率	開示ないが相当高い (直販以外は代理店経由)
			・営業担当の人数	開示なし
			・基礎研究 (大学との共同研究) の量	特になし
			・データベースシステム	独自データベースとデータ分析アルゴリズム
			・コンサルティングノウハウ	特になし
			・研究機能	デジタルリスク総研
			・研究開発費	8百万円
人的資本	経営陣	・創業者 (現社長) の存在	リスクコンサルティングサービス 開始以来の年数	07年より11年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	1,666千株 (32.48%) *資産管理会社の持分を含む
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有	43千株 (0.85%)
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査役は除く	53百万円 (4名) (18/2期)
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結90名 単体85名 (18/2期末)
			・平均年齢	30.6歳 (単体) (18/2期末)
			・平均勤続年数	2.5年 (単体) (18/2期末)
		・インセンティブ	・従業員持株会	直近の株数は不明だが存在する
			・ストックオプション	445,000株 (8.65%) (19/2期3Q末) *取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は19/2期上期、または19/2期上期末のものとする

(出所) エルテス有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社の IR 資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社はミッションとして「リスクを解決する社会インフラの創出」掲げており、ソーシャルリスクに対する盾となり、健全なデジタル社会とテクノロジーの自由な発展に貢献していくという方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の小関誠氏は、三井造船(現三井E & Sホールディングス、7003 東証一部)を経て、A I U保険会社に移り、常務執行役員に就任した。その後、A I Gスター生命の専務取締役、チューリッヒ・インシュアランス・カンパニーの日本における代表者、チャーティス・ファー・イースト・ホールディングス(現A I Gジャパン・ホールディングス)の取締役専務執行役員、A I U損害保険の代表取締役社長及び代表取締役副会長を歴任した。

同社は監査役会設置会社であり、監査役会は常勤監査役1名、非常勤監査役2名で構成されている。3名とも社外監査役である。

常勤監査役の奥山成美氏は、三菱電機情報ネットワーク(現三菱電機インフォメーションネットワーク)を経て、あずさ監査法人(現有限責任あずさ監査法人)に入所した。その後、奥山成美公認会計士事務所を設立して所長に就任した。現在は、同所所長と兼任である。

監査役の本橋広行氏は、朝日監査法人(現有限責任あずさ監査法人)を経て、本橋公認会計士事務所を設立して所長に就任した。その後、みんなのウェディングの監査役、旧エルテスの監査役を歴任した。現在は本橋公認会計士事務所の所長、ステイト・オブ・マインドの取締役との兼任である。

監査役の高橋宜治氏は、日本リクルートセンター(現リクルートホールディングス、6098 東証一部)、セガ・エンタープライゼス(現セガゲームス)を経て、ワイズ・ステージを設立して代表取締役に就任した。その後、ニッセン(現ニッセンホールディングス)の監査役、旧エルテスの監査役を歴任した。現在は、ワイズ・ステージの会長との兼任である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ デジタルリスクに関する認知度向上への取り組み

ソーシャルリスク関連を含むデジタルリスク対応のサービスが普及するためには、リスクの存在と、リスクに対応するサービスが存在することが世間で正しく理解されていることが必要である。

同社では、16年2月に社内シンクタンクとしてデジタルリスク総研(設立時はソーシャルリスク総研)を設立してソーシャルリスク分野やリスクインテリジェンス分野の研究を行い、定期的に情報を発信してきた。今後も、通常の営業活動とは別にこうした啓蒙活動を続けていくとしている。

◆ 増員と人材育成

事業規模の拡大のために人材の強化が必要である。既存サービスにおいては、顧客拡大のための営業や、危機が発生した後に対応するコンサルティングサービスの部分で人員を多く必要とする。

また、同社の場合、収集したデータをソリューションに仕立てる一連の流れの中で人が介在しており、その部分が付加価値となっている。そのため、新規サービスの拡充のためには、ノウハウを有する人材が必要となる。

このように、既存、新規の両方において、成長のためには増員と人材育成が欠かせない。

> 今後の事業戦略

◆ 既存事業のソーシャルリスク関連サービスの拡大

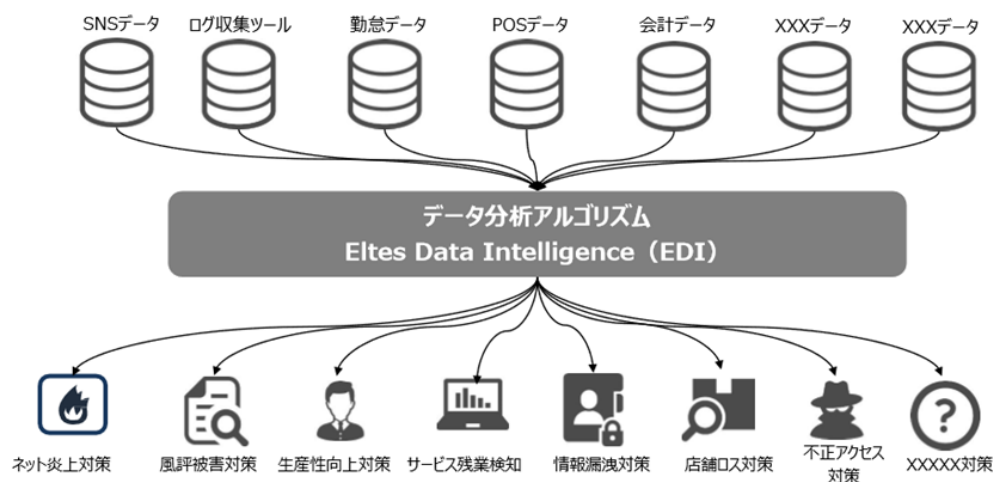
現在の中核事業となっているソーシャルリスク関連サービスは、顧客数の増加を通じて継続的な拡大を目指すとしている。なお、当サービスはコンサルティングサービスとモニタリングサービスに分類されるが、継続率が高く顧客との中長期的な関係を構築できるモニタリングサービスへシフトし続けていくとしている。

◆ 取り扱うデータの種類の増加を背景に事業領域を拡大

同社のソーシャルリスク関連サービスは、SNS上のオープンデータを活用して風評ダメージの回復や炎上対策等を行うサービスである。新規事業であるリスクインテリジェンス分野の情報漏洩対策は、オープンデータに加えて顧客企業の持つログデータを活用するサービスである。顧客企業からのデータ提供は、リスク対策の実績の蓄積と顧客企業との信頼関係の構築が背景にある。従来入手できなかった顧客企業のデータが入手できるようになり、取り扱うデータの種類が増加し、新規事業として新しいサービスが開発されるという流れが生じている。

その延長線上にあるのが、「Eltes Data Intelligence 構想」である。あらゆるデータを、形態を問わずに収集し、同社独自のリスク分析アルゴリズムをベースに活用して、各ソリューションを提供していくというものである(図表 12)。

【図表 12】Eltes Data Intelligence 構想



(出所) エルテス決算説明会資料

同社が目指すところはデジタルリスク関連に留まらず、デジタルリスクから派生する社会課題にも目が向けられている。テロ対策や金融犯罪対策がその代表例である。

最終的に、デジタルリスクマネジメントの専門家として、日本社会の C.D.R.O (Chief Digital Risk Officer、チーフデジタルリスクオフィサー) が目指す姿としている。

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）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・デジタルリスクに特化したデータ解析技術 - 大学との共同研究に裏付けられた基礎研究の蓄積 - AIテクノロジーとビッグデータ解析技術で仕組み化されたデータベースシステム - 人による分析 ・コンサルティングチームによるソリューション提供力 - サービス開始から10年以上の豊富な実績 ・大手企業を中心とした顧客層の厚さ ・顧客からの高い信頼感 ・他社との豊富な協業実績
弱み (Weakness)	・事業規模の小ささ ・投資事業で減損や売却損が発生するなど思ったような成果があがっていないこと ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	・ソーシャルメディアの多様化や伝播力の拡大の継続 - ソーシャルリスク拡大の可能性 ・企業等によるソーシャルマーケティング活性化及びリスクマネジメント意識の高まり ・テクノロジーの発展に伴う新しいデジタルリスク領域の発生及び多様化 ・新規事業の立ち上がり及び本格的な業績貢献の可能性 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・ソーシャルリスク関連サービスにおける競争が激化する可能性 ・大規模なシステム障害や不具合が発生する可能性 ・何らかの理由で会社のレピュテーションが低下する可能性 ・コンサルタントや技術者が短期間に大量に離職する可能性 ・新規事業が思ったように立ち上がらない可能性 ・投資事業が業績の足を引っ張る可能性 ・必要とする人材が集まらない状況

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ デジタルリスクに特化していち早く事業化したことが競争優位性の最大の要因と評価

同社の競争優位性の要因の最たるものは、デジタルリスクが拡大する状況を予見し、いち早く事業化することができた先行性にあると考える。その際、共同研究という形で大学等の研究機関を巻き込み、また、顧客が大企業中心である状況を活かしてデータベースやノウハウの蓄積を進めてきた結果、技術面及びソリューション提供面での優位性を確立することができたと言える。

ただし、類似のサービスを提供する企業が散見されることを考えると、ソーシャルリスク関連の分野での競争が激しくなっている可能性が高い。同社は大企業中心に展開してきた分、顧客単価は他社に比べて高めと推察される。一方、類似企業の中には、途中のプロセスを自動化することによって価格を低めに設定し、対象を中堅・中小企業に求めるところもあるようである。中堅・中小企業向けへのアプローチをどうするかが今後の注目点の一つとなろう。

また、炎上等の危機は発生しないに越したことはない。また、そうした危機はいつどこでどのくらい発生するかは見通しきれないものではない。その観点でいくと、同社が現在行っている、危機発生後に活躍するコンサルティングサービスから、予防を目的とするモニタリングサービスへのシフトは、業績の安定性や顧客との長期の関係性の構築の観点からも、妥当な方策と評価する。

◆ オープンでないデータを活用する新規サービスの展開が今後の鍵

同社が取り組む新規事業には、オープンでないデータを用いて提供するものが含まれてこよう。既に開始されている情報漏洩(内部脅威検知サービス)はその代表例であり、そうしたデータを取り扱えるだけで、他社に対する大きな参入障壁となろう。

今後、同社は新規事業としていろいろなサービスを投入してこようが、オープンでないデータを活用するサービスかどうか、顧客との信頼関係を含めての一つの注目点になると考える。

◆ 業績に影響を与えうる投資事業の動向にも注意

同社は最新の技術習得等を目的に、関連するベンチャー企業への投資事業を行っている。ただし、短期間で評価損や売却損が発生している状況を見ると、現時点では期待する成果を上げているとはいいがたい。投資事業が業績に影響を与えうる可能性もあるため、今後、投資方針の変更等が行われるかどうかに注意を払っておきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 19年2月期会社計画

19/2期の会社計画は、売上高 1,800 百万円(前期比 11.9%増)、営業利益 100 百万円(同 39.5%増)、経常利益 100 百万円(同 39.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 40 百万円(同 25.4%増)である(図表 14)。

期初の会社計画は、売上高、営業利益、経常利益は現行の会社計画と同じだが、親会社株主に帰属する当期純利益は 60 百万円(同 88.1%増)であった。投資有価証券の減損処理による特別損失 19 百万円を計上したことで、第1四半期決算の公表時点で下方修正されている。

【 図表 14 】 エルテスの 19 年 2 月期の業績計画

(単位: 百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期	19/2期連結		
	単体実績	単体実績	連結実績	期初会社計画	1Q決算時修正	前期比
売上高	960	1,379	1,608	1,800	1,800	11.9%
ソーシャルリスクコンサルティングサービス	652	894	866	—	—	—
ソーシャルリスクモニタリングサービス	290	464	687	—	—	—
その他	17	21	54	—	—	—
売上総利益	639	871	982	—	—	—
売上総利益率	66.6%	63.1%	61.1%	—	—	—
営業利益	135	183	71	100	100	39.5%
売上高営業利益率	14.1%	13.3%	4.5%	5.6%	5.6%	—
経常利益	131	170	71	100	100	39.1%
売上高経常利益率	13.7%	12.3%	4.5%	5.6%	5.6%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	88	104	31	60	40	25.4%
売上高当期純利益率	9.3%	7.5%	2.0%	3.3%	2.2%	—

(出所) エルテス有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

売上高は 18/2 期に引き続き、ソーシャルリスクモニタリングサービスでの顧客数の積み上がりで 1 顧客当たり売上高の増加が増収を牽引する展開が予想されている。また、18/2 期に一時揺らいだ営業体制も元に戻ったことで、提案力の強化を通じた新規顧客開拓を進めていくとしている。

新規事業のうち、情報漏洩リスク関連については、デジタルリスク解析のためのデータソースの拡充を進めるとともに、検知したリスクの可視化による利便性の向上を図り、サービスを充実させ、売上増につなげていく計画である。一方、情報漏洩リスク関連以外の新規事業についてはサービスや体制の強化を進める段階にあり、業績貢献は織り込まれていない模様である。

一方、費用に関しては、新規事業への先行費用が継続する計画である。しかし、増収効果により、売上高営業利益率は 5.6%と前期比 1.1%ポイントの改善を想定している。

なお、前述の通り、第 1 四半期に投資有価証券の減損処理による特別損失 19 百万円を計上したが、それとは別に、投資有価証券売却損 21 百万円が発生し、第 4 四半期に特別損失として計上されることになっている。

配当に関しては、内部留保の蓄積による経営基盤の強化を優先して、19/2 期も無配を継続する予定である。

◆ 19 年 2 月期第 3 四半期累計期間決算

19/2 期第 3 四半期累計期間業績は、売上高 1,231 百万円（前年同期比 2.7%増）、営業利益 26 百万円（同 41.5%減）、経常利益 23 百万円（同 49.0%減）、親会社株主に帰属する四半期純損失は 34 百万円（前年同期は 19 百万円の利益）であった。

修正後の通期会社計画に対する進捗率は、売上高が 68.4%、営業利益は 26.0%、経常利益は 23.0%となった。また、親会社株主に帰属する四半期純利益は、計画の 40 百万円に対して 74 百万円下回っている。

第 3 四半期の 3 カ月だけで見ると、売上高は前年同期比 4.1%減、売上総利益は同 8.0%減となった。売上のサービス区分ごとの開示がないため詳細は不明だが、第 2 四半期累計期間の売上高が同 6.4%増、売上総利益が同 16.3%増であったことを考えると、第 3 四半期になって売上高と売上総利益が減収減益に転じている点はやや気がかりと言えよう。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の 19/2 期業績について、会社計画を下回る水準の売上高 1,757 百万円（前期比 9.3%増）、営業利益 77 百万円（同 7.9%増）、経常利益 76 百万円（同 5.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 21 百万円（同 34.0%減）を予想する（図表 15）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) サービスごとの計画の開示がないため、期中平均従業員数と 1 人当たり売上高から全体の売上高を予想することとした。期中平均従業員数は各期末従業員数から算出したが、期末従業員数は、17/2 期末（単体）80 人、18/2 期末 85 人に対し、19/2 期末 100 人とした。また、1 人当たり売上高は、17/2 期 1,943 万円、18/2 期 1,949 万円に対し、19/2 期 1,900 万円へ低下するものとした。増員のペースを考慮したものである。

(2) サービス別には、ソーシャルリスクコンサルティングサービスが前期比 3.3%増、ソーシャルリスクモニタリングサービスが同 6.6%増、その他が同 138.2%増とした。その他の伸びを大きく見たのは、内部脅威検知サービスの拡販の貢献を予想したためである。

(3) その結果、サービス別の売上構成比は、ソーシャルリスクコンサルティングサービスが前期比 3.0%ポイント低下の 50.9%、ソーシャルリスクモニタリングサービスが同 1.0%ポイント低下の 41.7%、その他が同 4.0%ポイント上昇の 7.4%になるものと予想した。

(4) 19/2 期の売上総利益率は、前期比 2.1%ポイント上昇の 63.2%と予想した。既存のソーシャルリスク関連サービスにおける生産性向上の取り組みの効果を考慮した。

(5) 販管費は、前期比 13.5%増の 1,033 百万円と予想した。増員による人件費の増加のほか、新規事業への投資にかかる費用を織り込んだ。販管費の伸び率が売上高の伸び率を上回るため、19/2 期の売上高営業利益率は 4.4%と、18/2 期の 4.5%より 0.1%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 5.6%)。

【図表 15】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)

	16/2期単	17/2期単	18/2期連	19/2期連CE	19/2期連E	20/2期連E	21/2期連E	22/2期連E
損益計算書								
売上高	960	1,379	1,608	1,800	1,757	2,096	2,450	2,818
前期比	48.0%	43.7%	16.6%	11.9%	9.3%	19.3%	16.9%	15.1%
ソーシャルリスクコンサルティング	652	894	866	-	895	995	1,050	1,113
前期比	24.1%	37.0%	-3.1%	-	3.3%	11.2%	5.5%	6.0%
売上構成比	68.0%	64.8%	53.9%	-	50.9%	47.5%	42.9%	39.5%
ソーシャルリスクモニタリング	290	464	687	-	732	900	1,050	1,205
前期比	143.6%	60.1%	47.9%	-	6.6%	23.0%	16.6%	14.8%
売上構成比	30.2%	33.7%	42.7%	-	41.7%	43.0%	42.9%	42.8%
その他	17	21	54	-	130	200	350	500
前期比	330.1%	23.7%	158.4%	-	138.2%	53.8%	75.0%	42.9%
売上構成比	1.8%	1.5%	3.4%	-	7.4%	9.5%	14.3%	17.7%
売上総利益	639	871	982	-	1,110	1,326	1,550	1,784
前期比	75.1%	36.2%	12.7%	-	13.1%	19.5%	16.9%	15.1%
売上総利益率	66.6%	63.1%	61.1%	-	63.2%	63.3%	63.3%	63.3%
販売費及び一般管理費	504	687	910	-	1,033	1,196	1,358	1,529
前期比	-2.3%	36.3%	32.4%	-	13.5%	15.8%	13.5%	12.6%
売上高販管費率	52.5%	49.8%	56.6%	-	58.8%	57.1%	55.4%	54.2%
営業利益	135	183	71	100	77	130	192	255
前期比	-	35.8%	-60.9%	39.5%	7.9%	68.9%	47.5%	32.5%
売上高営業利益率	14.1%	13.3%	4.5%	5.6%	4.4%	6.2%	7.9%	9.1%
経常利益	131	170	71	100	76	129	191	253
前期比	-	28.9%	-57.7%	39.1%	5.9%	70.0%	48.0%	32.7%
売上高経常利益率	13.7%	12.3%	4.5%	5.6%	4.3%	6.2%	7.8%	9.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	88	104	31	40	21	77	114	152
前期比	-	17.0%	-69.3%	25.4%	-34.0%	268.7%	48.0%	32.7%
売上高当期純利益率	9.3%	7.5%	2.0%	2.2%	1.2%	3.7%	4.7%	5.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) エルテス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

20/2 期以降の売上高は、20/2 期が前期比 19.3%増、21/2 期が同 16.9%増、22/2 期が同 15.1%増と予想した。ソーシャルリスク関連ではコンサルティングからモニタリングへのシフトがさらに進むことと、その他に分類される内部脅威検知サービスの拡販が継続することを予想した。

売上総利益率はほぼ横ばいで推移し、増収効果によって、販管費の増加(20/2期は前期比15.8%増、21/2期は同13.5%増、22/2期は同12.6%増)を吸収し、売上高営業利益率は22/2期の9.1%まで回復していくものと予想した。

【 図表 16 】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)

	16/2期単	17/2期単	18/2期連	19/2期連CE	19/2期連E	20/2期連E	21/2期連E	22/2期連E
貸借対照表								
現金及び預金	937	1,448	1,228	-	1,160	1,129	1,164	1,211
受取手形及び売掛金	139	164	176	-	198	249	274	327
その他	17	36	52	-	52	52	52	52
流動資産	1,094	1,648	1,458	-	1,412	1,431	1,492	1,592
有形固定資産	20	91	71	-	71	71	71	71
無形固定資産	13	18	87	-	97	107	117	127
投資その他の資産	57	168	183	-	267	317	367	417
固定資産	92	278	342	-	436	496	556	616
繰延資産	-	-	0	-	0	0	0	0
資産合計	1,187	1,927	1,801	-	1,849	1,928	2,049	2,209
買掛金	8	14	13	-	17	19	23	26
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	20	16	9	-	20	10	7	0
未払法人税等	17	73	6	-	7	25	38	50
その他	130	223	125	-	125	125	125	125
流動負債	175	328	155	-	169	181	194	202
長期借入金	33	25	5	-	17	7	0	0
その他	-	-	-	-	0	0	0	0
固定負債	33	25	5	-	17	7	0	0
純資産合計	977	1,574	1,640	-	1,662	1,739	1,854	2,006
(自己資本)	977	1,574	1,606	-	1,627	1,704	1,819	1,971
(少数株主持分及び新株予約権)	-	-	34	-	34	34	34	34
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	131	167	72	-	35	129	191	253
減価償却費	18	39	31	-	45	45	45	45
売上債権の増減額 (ーは増加)	-47	-22	-18	-	-22	-50	-25	-53
棚卸資産の増減額 (ーは増加)	-	-	-	-	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (ーは減少)	0	6	-1	-	3	2	3	2
法人税等の支払額	2	-20	-102	-	-13	-32	-64	-89
その他	45	15	-23	-	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	150	185	-41	-	47	93	150	159
有形固定資産の取得による支出	-3	-15	-79	-	-15	-15	-15	-15
有形固定資産の売却による収入	-	-	3	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-2	-12	-83	-	-40	-40	-40	-40
無形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0	0
投資有価証券の取得・売却による収支	-20	-	-44	-	-87	-50	-50	-50
敷金及び保証金の差入・返戻による収支	-3	-114	16	-	4	0	0	0
その他	-	0	0	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-29	-142	-186	-	-138	-105	-105	-105
短期借入金の増減額 (ーは減少)	0	0	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (ーは減少)	-16	-11	-26	-	22	-20	-10	-7
株式の発行による収入 (公開費用控除後)	631	287	-	-	0	0	0	0
新株予約権の発行による収入	-	-	34	-	0	0	0	0
新株予約権の行使による株式発行による収入	45	192	-	-	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	0	0	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	661	467	8	-	22	-20	-10	-7
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (ーは減少)	782	510	-219	-	-68	-31	35	46
現金及び現金同等物の期首残高	155	937	1,448	-	1,228	1,160	1,129	1,164
現金及び現金同等物の期末残高	937	1,448	1,228	-	1,160	1,129	1,164	1,211

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

(出所) エルテス有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 費用のかけ方について

現在は積極的に新規事業の開発を行う局面であり、新規事業のために先行費用を多くかける傾向が強い。こうした先行費用を優先する期間が長くなる可能性もあり、その場合、短期業績において利益が計上されにくい局面が続く可能性がある。

◆ 投資事業について

同社では投資事業として、デジタルリスクに関連するベンチャー企業への投資を行っている。これまでは評価損や売却損を出しており、今後もそうした損失計上により、業績の足を引っ張る可能性がある。

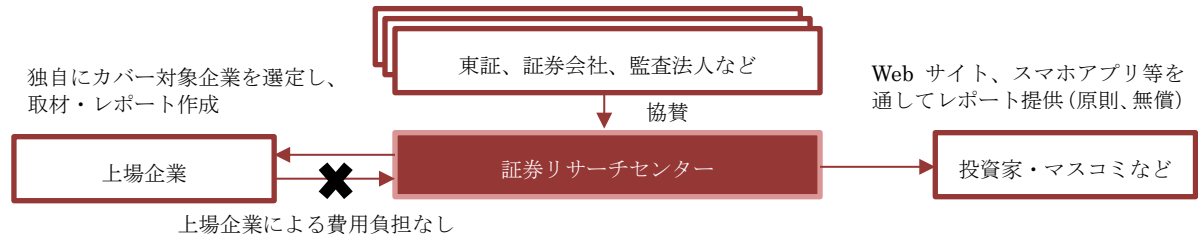
◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施およびその時期については現時点では未定である。

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

（協賛）

株式会社東京証券取引所

みずほ証券株式会社

株式会社 ICMG

（準協賛）

三優監査法人

（賛助）

日本証券業協会

宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

太陽有限責任監査法人

日本証券アナリスト協会

株式会社プロネクサス

大和証券株式会社

有限責任監査法人トーマツ

株式会社 SBI 証券

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

いちよし証券株式会社

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。