

ホリスティック企業レポート

VALUENEX

4422 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2019年11月29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 20191126

ビッグデータ関連の解析ツール提供とコンサルティングサービスに特化 独自アルゴリズムを武器にした付加価値追求型の事業戦略で飛躍を目指す

1. 会社概要

・VALUENEX(以下、同社)は、独自開発のアルゴリズムを基盤にしたビッグデータ解析ツールの提供とそれを用いたコンサルティングサービス及びレポート販売を行っている。また、同社グループは、同社と100%出資の米国子会社(VALUENEX, Inc.)の2社で構成されている。

アナリスト:前田吉弘
+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

2. 財務面の分析

・開示されている13/7期以降の業績をみると、売上高は概ね順調に拡大しているが、経常利益は7期中3期で赤字となり、安定性を欠いた推移となっている。一方、上場時の公募増資を受けて財務体質は強化されている。

・ビッグデータ解析関連企業との比較では、規模、収益性、成長性において総じて劣後する水準にあるが、安全性においては極めて高い健全性を示している。

【主要指標】

	2019/11/22
株価(円)	2,410
発行済株式数(株)	2,872,800
時価総額(百万円)	6,923

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	-	256.4	126.8
PBR(倍)	7.2	7.0	6.6
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、「独自の解析アルゴリズム」にあり、優れた、「顧客基盤」や「ネットワーク力」の形成につながっている。

【株価パフォーマンス】

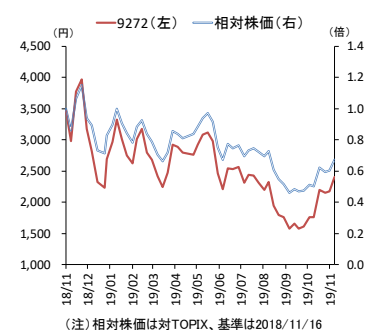
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	23.1	23.5	-36.1
対TOPIX(%)	21.3	10.4	-37.0

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、「特定人物への依存」、「人材の確保と育成」、「技術革新への対応」が挙げられる。

・今後の成長戦略としては、「サービス提供領域の深耕・拡大」と「海外展開の強化」が二本柱となる。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、自社開発の解析ツールを「意思決定ツール」に位置づけた付加価値追求型の経営戦略を高く評価している。

・一方、同社のビジネスモデルがニッチかつ補完的であることを勘案しても、人材の確保を含むビッグデータ関連業界における競争の厳しさには留意する必要があると考えている。

【4422 VALUENEX 業種: 情報・通信業】

決算期	営業収益 (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)
2018/7	507	47.8	77	-	77	-	83	-	36.9	89.5	0.0
2019/7	557	9.9	-76	-	-92	-	-108	-	-40.7	334.1	0.0
2020/7 CE	908	62.8	39	-	39	-	29	-	10.5	-	0.0
2020/7 E	905	62.4	35	-	35	-	26	-	9.4	343.5	0.0
2021/7 E	1,180	30.3	71	102.0	71	102.0	53	102.0	19.0	362.5	0.0
2022/7 E	1,463	24.0	115	61.6	115	61.6	86	61.6	30.7	393.2	0.0

(注) 1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2. 18年10月の上場時に420,000株の公募増資、18年11月に66,700株のオーバーアロットメントに伴う有償第三者割当増資を実施

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・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) アルゴリズム
コンピューター上の解を得るための具体的手順。

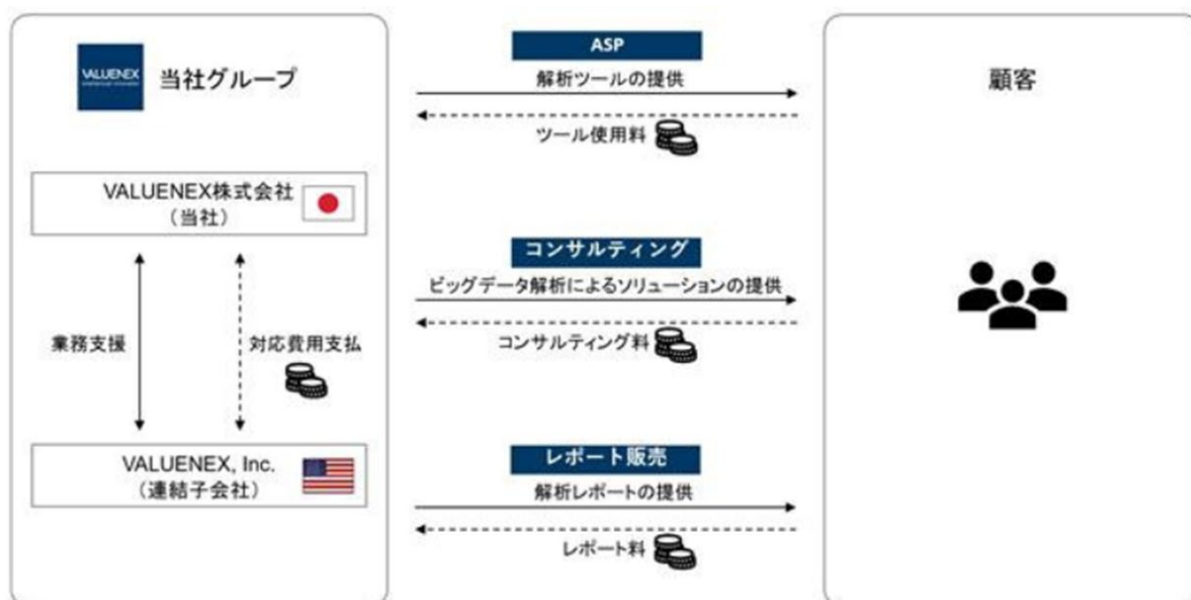
(注2) ASP
Application Service Provider の略。
アプリケーションソフト等のサービス(機能)をネットワーク経由で提供する事業者等のこと。

◆ 独自開発ツールをベースにしたサービスを提供

VALUENEX(以下、同社)は、独自開発のアルゴリズム^{注1}を基盤にしたビッグデータ解析ツールの提供(ASP^{注2}サービス)とそれを用いたコンサルティングサービス及びレポート販売を行っている。また、同社グループは、同社と100%出資の米国子会社(VALUENEX, Inc.)の2社で構成されている(図表1)。

19/7期のサービス別売上構成比は、ASPサービスが39.2%、コンサルティングサービスが60.8%となっており、レポート販売の売上高は8万円程度と僅少である(図表2)。

【図表1】事業系統図



(出所) VALUENEX有価証券報告書

【図表2】サービス区分別売上高の推移

(単位:百万円)

	2017年7月期			2018年7月期			2019年7月期		
	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率	金額	構成比	増減率
ASPサービス	116	34.0%	9.1%	161	31.8%	38.2%	218	39.2%	35.3%
コンサルティングサービス	226	65.9%	-6.6%	346	68.2%	52.9%	339	60.8%	-2.0%
レポート販売	0	0.0%	15.2%	0	0.0%	-31.7%	0	0.0%	-16.2%
合計	343	100.0%	-1.8%	507	100.0%	47.8%	557	100.0%	9.9%

(出所) VALUENEX有価証券報告書

◆ 独自開発ツールの利用ライセンスを提供する ASP サービス

ASP サービスでは、同社が独自開発した解析ツールである TechRadar® Scope (テックレーダー スコープ)、TechRadar® Vision (テックレーダー ビジョン) と DocRadar® (ドックレーダー) の利用ライセンスをクラウド経由で提供している。料金体系は月額固定料金の年間契約を基本としているが、解析対象とするデータ量と範囲(日本のみか、海外を含むか等)により、料金は異なる(図表3)。

【図表3】ASP サービスの内容

ツール名(ライセンス料)	解析対象	処理容量	想定ユーザ層	利用用途(例)
TechRadar® Scope	特許	最大1,000件まで	経営企画、マーケティング、知財部門等 (特定の特許や技術の類似特許を検索・可視化したい方)	・技術シーズの評価 ・競合分析 ・先行文献調査 ・無効資料調査
TechRadar® Vision	特許	最大10万件まで	研究開発部門、大学等 (業界・技術分野や企業の研究開発領域を俯瞰解析したい方)	・業界トレンド ・自社の技術的強み・弱み分析 ・研究開発の空白領域検索
DocRadar®	その他の文献 (論文、新聞記事、SNS、クチコミ等何でも)	最大10万件まで	経営企画、マーケティング、知財部門、商品開発、研究開発等 (特許以外のあらゆるテキストデータから全体的な構造を俯瞰解析したい方)	・会社のイメージ調査 ・関連市場調査

(出所) VALUENEX 有価証券報告書及び開示資料を基に証券リサーチセンター作成

◆ TechRadar®は特許専用の解析ツール

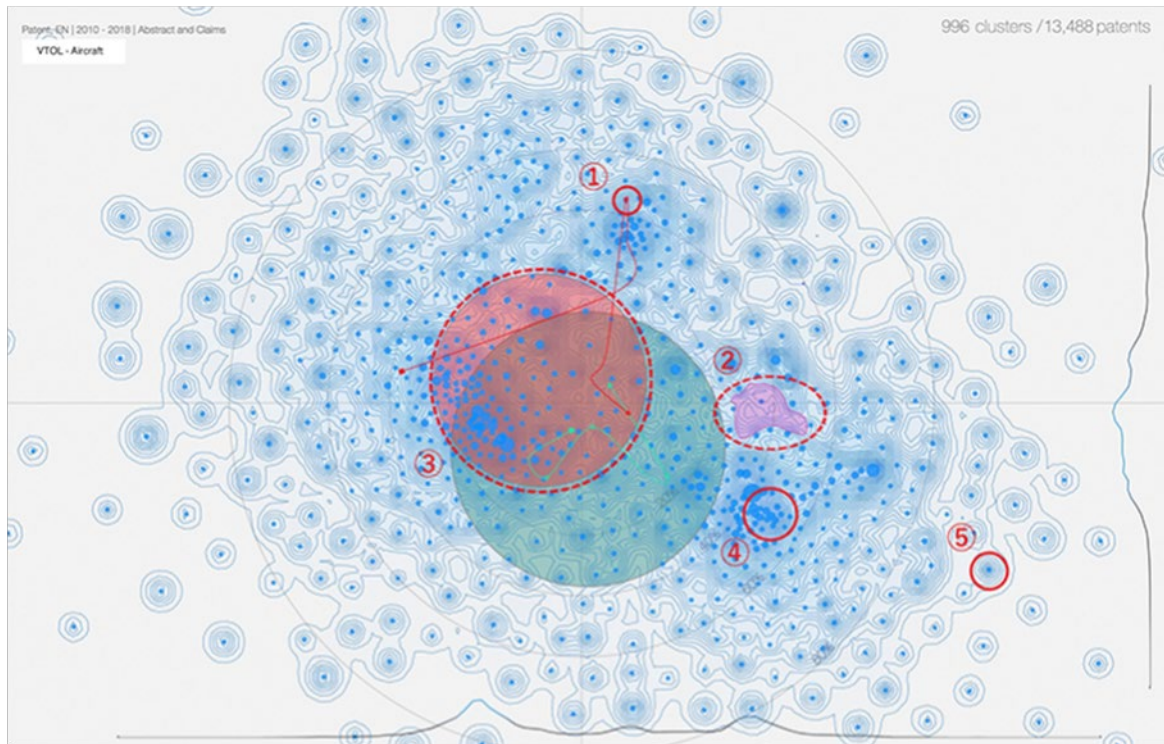
TechRadar®は、指定した技術文書をもとに特許データベース(日本、米国、欧州、その他の海外)に登録されているすべての特許文書同士を比較したうえで、最大10万件までの特許文献間の類似度を自動的に判断し、膨大な特許群を一目で認識できる俯瞰図という形で可視化する特許専用の解析ツールである。日本語、英語に対応しており、海外における特許の解析も可能である。なお、分析対象文献となる特許のデータベースが付属している。

TechRadar®には、TechRadar® Scope と TechRadar® Vision がある。前者は概念検索^{注3}で類似特許を上位最大1,000件まで表示可能であり、特許出願の有無確認や新規事業や潜在市場のアイデアを練る場合に適したツールといえる。一方、後者は最大10万件の特許データを高精度に配置、表示することが可能であり、大量の情報を分析することで、業界トレンドの把握や自社のポジション確認等が行えるツールである。

解析後の俯瞰図にある膨大な数のプロット(●)は、一定基準以上の類似度を持つ特許文献をひとまとめにしたクラスター(集合体)であり、クラスターの大きさは含まれる文献の数に比例する。また、クラスター間の距離が近い(遠い)ほど類似度は高く(低く)、等高線が密であるほど文献が密集していることを表現している(図表4)。

(注3) 概念検索
蓄積された種々のデータから、概念が類似する情報を自動的に抽出する検索手法。

【図表4】解析後の俯瞰図(イメージ)



- | | |
|--------------------|-----------------------------------------------------|
| ① トレンドグラフ | 業界全体、もしくは競合他社の取り組みの変化を捉え、今後の方向性を予測する。 |
| ② ホワイトスペース | 誰も取り組んでいない未踏の地を探索し、自社のビジネスチャンスを探る。 |
| ③ 技術シナジーエリア | 自社と協業先の技術開発の重なりを見つけ、効果的な開発テーマを探る。 |
| ④ 等高線 | 文献の集中度から等高線を描き、業界の全体像、競合他社の動向、自社のビジネスチャンスを直感的に把握する。 |
| ⑤ クラスター | 類似性の高い文献の集合体。クラスターが大きいほど、内包する文献は多くなる。 |
| 閲覧機能 | クラスター、もしくは密集箇所をクリックすることで、その中に含まれる文献等の概要情報を表示する。 |

(出所) VALUENEX決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

プロットが集合している領域は類似の特許が集中している分野(≒ある1社の特許だけ集中していれば当該企業の競争力が強い分野、複数の企業の特許が集中していれば競争が激しい分野)、空白の領域は特許が存在していない分野(≒何らかの理由で競争が緩い分野)、俯瞰図の時系列推移(トレンドグラフ)は技術トレンドの方向性を示している。このように、同社ツールのユーザーは、直接求める情報とその周辺情報へと直感的かつ瞬時に辿り着けるだけでなく、閲覧機能を利用することで文献内容の概要を把握することもできる。

結果、経営企画/マーケティング/知財/研究開発部門等の想定ユーザーは、①将来の技術開発分野の特定(自社の技術領域を確認し、進むべきブルー・オーシャン^{注4}を選定)、②買収先の技術領域の探索(強みの技術は何で、競争優位性があるのか)、③潜在的なパートナー企業の探索(自社の技術領域とシナジーのある技術領域を有している企

(注4) ブルー・オーシャン
競争のない未開拓市場のこと。

業はどこか)といった様々な情報を読み解き、将来予測や戦略立案に役立てることができるわけである。

◆ DocRadar®は多種多様なテキストデータの解析ツール

DocRadar®は、TechRadar®と同じく、最大 10 万件までのテキスト文書情報を類似度評価によって可視化する解析ツールである。従来は整理が難しくビジネスで活用しづらかった文書情報(例えばアンケートの自由記述等)を類似度評価によって整理・クラスタリング^{注5}、さらに可視化し、文書情報の定量分析を可能にするもので、日本語、英語、中国語に対応している。なお、分析対象となるテキストのデータベースは付属していないが、情報ベンダー等のデータベースとの接続が可能である。

(注5) クラスタリング
データの集合を部分集合(クラスター)に切り分けて、それぞれの部分集合に含まれるデータをある共通の特徴により、分割するデータ解析の手法。

18/7 期に DocRadar®の ASP 売上高が、TechRadar®の ASP 売上高を上回った。これまでは、先行サービスである TechRadar®のユーザーが論文等を用いた一段と深い分析のために DocRadar®を活用するケースがメインであった。こうした併用ユーザーが増え続けていることに加えて、直近では、マーケティングや金融、法務の分野で DocRadar®の単独ユーザーが増加していることが DocRadar®伸長の背景にある。

DocRadar®の具体的な活用事例としては、記述式アンケートや口コミの分析が理解しやすい。消費者相手の大規模事業では、担当者の処理能力を遥かに超える苦情や要望、商品やサービスに対する口コミが集まるが多々ある。DocRadar®では、無秩序に記述され無価値な情報を多く含む膨大なテキストデータを高い精度と客観性をもって瞬時に解析し、その結果を俯瞰的かつ直感的に把握することが可能であり、ユーザーは店舗やサイトの運営、商品の管理や開発、広告宣伝や販促活動等のマーケティング戦略の策定に役立てている。

◆ ASP 利用にも結びつくコンサルティングサービス

基本的に、TechRadar®と DocRadar®のユーザーは、解析結果が示す意味を自ら読み解く必要があるが、時にユーザーから、読み解き結果の報告や読み解き手法の指導まで要望されることがあり、その場合は TechRadar®と DocRadar®を用いたコンサルティングサービスという形で提供している。コンサルティングサービスは、その提供形態により、調査コンサルティングとコーチングの2つに大別される(図表5)。

調査コンサルティングは、顧客の課題や目標に応じて TechRadar®と DocRadar®を用いた調査・解析(ビッグデータの検索、集計、分析、洞察、判定)を同社が顧客に代わって実施するものである。また、コーチングは、顧客の人材に対し同社のコンサルタントが情報解析スキルの習得支援を目的に行うケースが多い。

コンサルティングサービスの顧客は、主として大手企業の研究開発部門や経営企画部門であり、10 年来の長期にわたる顧客も存在する。コンサルティングサービスの利用が、ASP サービスの利用へと結びつくことも多く、「ツールベンダー×コンサルタント」のビジネスモデルが同社の強みとなっている。

【 図表 5 】 コンサルティングサービスの内容

	解析対象	期間	想定ユーザ層	利用用途 (例)
調査コンサルティング	文献全般 (論文、新聞記事、 SNS、クチコミ等何でも)	1か月間から 1年間程度	経営企画、マーケティング、知財部門等 (自らデータ解析する人的、時間的経営 資源がない方)	<ul style="list-style-type: none"> ・競合分析 ・自社の技術的強み・弱み分析 ・会社のイメージ調査 ・関連市場調査 ・新規事業探索 ・技術トレンド
コーチング		随時	経営企画、マーケティング、知財部門、 商品開発、研究開発等 (組織内でデータ解析人材を育成したい方)	

(出所) VALUENEX 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 簡易な解析レポートを提供するレポート販売

レポート販売は、TechRadar®と DocRadar®を用いて同社が作成した簡易な解析レポートを提供するものである。現在は、日本経済新聞社が運営するデータベースシステム(日経テレコン)を経由して、一般顧客へ提供するものと、直販により顧客へ提供しているものの二つがある。

前者は、その時々々の時宜にかなった技術トピックスや投資トピックスを題材に同社がレポートを作成し、日経テレコンのサイトを通じ個人及び法人に販売するものである。後者は、顧客が保有する企業情報やマーケット情報を材料に同社が作成したレポートをその顧客に提供するものである。なお、いずれも1件ごとの従量料金である。

> ビジネスモデル

◆ コアコンピタンスは独自開発のアルゴリズム

同社の強みは、解析ツール(予測分析システム)の基盤をなす独自のアルゴリズムにある。

同社のアルゴリズムは、創業者でもある代表取締役社長の中村達生氏が開発したものであり、①人間が日常的に使用している言語をコンピューターで扱うための「自然言語処理」、②情報の類似度を数値化し、膨大な文書データの類似性を自動的に判断する「類似性評価」、③情報の傾向や関連性をわかりやすくビジュアル化(距離・面積・重心・

密度・分布・重なり・空白が様々な情報を示す)し、効果的な俯瞰を実現する「2次元配置技術」、④これらの解析処理を「高速、高精度、大容量」で実行できること等を特徴としている。

(注6) 多次元データ分析
用途、素材、技術、場所、時間等々、複数の次元を切り替えて、様々な角度からデータを分析する手法。例えば、自動車関連の特許情報を、電気自動車やディーゼルエンジン、鉄やアルミ、モーターや電池、国別や企業別、年別といった複数の次元で分析することで、経営者は自社が注力すべき分野等を決定することに役立てられる。

なお、「高速、高精度、大容量」とは、1,000件までの文献処理なら30秒で完了、最大6千万次元での多次元データ分析^{注6}が可能、最大10万件の文献処理が可能というものである。また、多次元データ分析について、高精度を担保する次元数の多さだけでなく、恣意性を排除し客観性を高めるために、分析対象である文献の内容から類似度等を計るための次元を自動的に抽出する点に注目したい。

一般的な特許検索ツールは、単語による検索条件に基づき、類似の特許データを検索、集計する等の結果は出すものの、特許データ同士の関係(類似性の距離)を解析することはできない。一方、同社の解析ツールは、入力条件とした単語のみならず文書に含まれる共通性が高い単語を用いて文書間の距離を数量化できるため、対象物がはっきりしている検索にとどまらず、手掛かり条件による解析(はっきりしない探索対象を読み解く)が可能であり、大きな強みとなっている。

(注7) リバースエンジニアリング
機械の分解、製品の動作観察、ソフトウェアの動作解析などにより、製品の構造を分析し、製造方法や動作原理、仕様やソースコードを調査すること。

同社は、07年4月に特許可視化ツールサービスの提供を開始、12年11月にTechRadar®、13年11月にDocRadar®をクラウドサービスにより提供を開始しているが、今もって同社の解析ツールに匹敵する競合サービスは現れていない。そもそも、数式で表現されるアルゴリズムはリバースエンジニアリング^{注7}が困難なうえに、同社のアルゴリズムは複数のノウハウの摺合せが肝となっているためである。なお、同社は文書検索装置及び文書検索方法の特許を日米で取得している。

◆収穫逓増型のビジネスモデルを実現しつつある ASP サービス

同社 APS サービスの継続利用率は極めて高い。こうしたなかで、同社が重視しているのは、サービス継続率に相応しい顧客満足度が維持されているか、顧客満足度を一段と高められるかである。

一般的に、顧客満足度が高ければ、解約リスクを低減できるばかりか、客単価を引き上げることも可能となる。同社の実績としては、高い継続率のもとで顧客数は積み上がり、解析の対象範囲やデータ量、ライセンス当たりのID数(同時に使用可能な端末数)の拡大を通じた顧客単価の上昇が確認できる。

同社の ASP サービスは、高い顧客満足度のもとで、年を重ねるほど売上高が逓増し、収益率が向上する収穫逓増型ビジネスモデルを構築しつつあると考えてよからう。

◆ 好循環を生み出しつつある優れた顧客基盤

同社は、19年7月31日時点で220(18年1月25日時点:190超)を超える企業・団体を顧客としている。米フォーチュン紙による「フォーチュン500」にランクインする日本企業の42%、世界的な情報サービス企業である米クラリベイト・アナリティクスによる「Top100 グローバル・イノベーター」に選出された日本企業の69%が同社サービスを採用しており、優れた顧客基盤を築いている。

同社顧客の属性をみると、①東証分類の全33業種中20を超える業種に分散している、②開示されているサービス提供先は、旭化成(3407 東証一部)、本田技術研究所、LIXIL、三菱ケミカル、三菱重工業(7011 東証一部)、政策研究大学院大学、オムロン(6645 東証一部)、パナソニック(6752 東証一部)、リコー(7752 東証一部)、サッポロホールディングス(2501 東証一部)、中国電力(9504 東証一部)等であり、各界の有力企業・団体が多く含まれている、③特に電機・化学・自動車の知的財産部門やR&D企画系部門が多い、④最近では金融やマーケティング分野へと業種・用途が広がっているといった点が指摘できる。

また、顧客の広がりマーケティング局面として捉えると、認知のための啓蒙活動段階(自社によるセミナーや学会、メディア向け発表)、見込客からの問い合わせ増加段階を経て、優れた顧客基盤が媒体(直接的な紹介だけでなく、顧客が公表した同社サービスの活用事例に対する反響等)として機能する自然増殖的な段階を迎えつつあるようにみえる。

◆ 注目されるグローバル戦略

同社は、欧米では推論型人材が多く、同社が提供するタイプの解析ツールに対する反応が速いとの感触を持っており、米国拠点に加え、ジュネーブに社員を長期派遣することで、8時間毎の時差をカバーする体制を整えるなど、海外展開を積極的に推進している。

最近では、①海外イベントにおいて同社社長に対してプレゼンターの依頼がくる、②国際コンファレンス経由で海外の特許庁や大企業からコンタクトがある、③Japan-US Innovation Awards 2019にてInnovation Showcaseを受賞するといった実績に結びついている。

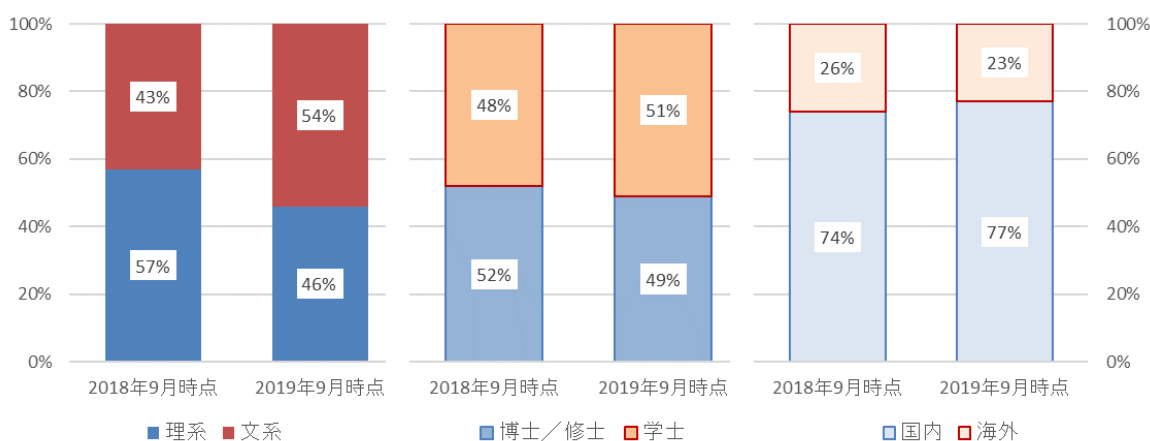
なお、Japan-US Innovation Awardsは、北カリフォルニア日米協会(1905年に設立された米国のNPO)とスタンフォード大学米国アジア技術経営研究センターの共催で日本と米国の新興企業から革新的な企業を表彰するプログラムで、グローバルで成功するための跳躍台的なアワードとして広く認識されている。このうち、Innovation Showcaseは

日本発のエキサイティングな企業に贈られるもので、16年には日本唯一のユニコーン企業(企業価値が10億ドル以上と評価される未上場ベンチャー企業)とも称されるPreferred Networks社に授与されている。

◆ 多様性と専門性を有する人的資源

理系や博士/修士の比率が半数近くを占める同社の人材構成から、その専門性の高さが見て取れる(図表6)。人材採用にあたっては、英語力を必須とするとともに自主性や自律性を重視しており、多様性と専門性を有する人的資源が同社の強みの一つとなっている。なお、ローテーションで海外勤務を経験させることにも取り組んでいる。

【図表6】VALUENEXの人的資源



(出所) VALUENEX決算説明会資料等を基に証券リサーチセンター作成

(注8) API

Application Programming Interfaceの略。異なるソフトウェア同士が機能を共有するために使用するインターフェース(境界)の仕様のこと。

◆ APIの提供で高まる新たな成長の可能性

同社は新たな取り組みとして、社外のソフトウェアとの連携を実現するためにTechRadar[SCOPE](TechRadar® Scopeの簡易版)のAPI^{注8}サービスを開始、すでに特許庁やパナソニックの子会社であるパナソニックソリューションテクノロジー、日経BPといった企業や官庁で利用されている。

APIサービスの利用拡大は、次節で述べる同社サービスの補完性の証左となるだけでなく、マーケティング上のタッチポイントを飛躍的に増加させる可能性を秘めており、今後の動向から目が離せない。

> 業界環境と競合

◆ 拡大が続くビッグデータ関連市場

IT専門調査会社であるIDC Japanによると、17年の国内ビッグデータ/アナリティクス・ソリューション市場の規模は8,849億円であり、

22年には15,617億円まで拡大する見通しである(その間の年平均成長率は12.0%)。また、IDC Japanは全世界のビッグデータ/アナリティクス・ソリューション市場が19年予想の1,891億ドルから22年には2,743億ドルまで年率13.2%のペースで拡大すると予測している。ビッグデータ解析ツールを主力とする同社の事業環境は引き続き良好といえよう。

◆ ニッチで補完的な業界ポジション

成長するビッグデータ関連市場にあって、現時点では同社が提供するサービスと直接競合するような類似サービスは現れていない。それだけでなく、同社が提供する俯瞰図によるビッグデータの可視化という機能は極めてニッチであるがゆえ、他のビッグデータ関連事業者の目には、独自開発するよりも自社サービスを補完・強化する機能として取り込む(協業する)方が効率的に映る可能性がある。

実際、前述したパナソニックソリューションテクノロジーは、国内の大手製造業に特許調査支援/知財戦略支援で豊富な実績を持ち、提供するサービス内容を一見すると同社の競合相手といっておかしくない企業である。両社が協業に至った経緯は、同社の顧客からパナソニックソリューションテクノロジーに対し「PatentSQUARE(パナソニックソリューションテクノロジーの特許検索ツール)と連携させたい分析ツールがある」という話があったことがきっかけであった。現在、パナソニックソリューションテクノロジーとの関係はTechRadar®/DocRadar®の販売代理店にまで発展しており、同社の補完的な業界ポジションを示す好例といえよう。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革

同社の沿革は図表7の通りであり、独自テクノロジーの磨き上げと海外展開に注力してきた軌跡が読み取れる。

06年8月、同社は現代表取締役社長CEOの中村達生氏によって「世界に氾濫する大量の情報を俯瞰的に可視化できないか」という視点に基づく独自の解析テクノロジーを事業化するために設立された。07年4月、独自の解析テクノロジーは特許可視化ツールサービスとして事業化され、その後、クラウド対応や利便性・操作性の向上、機能の強化が継続的に行われ、現在のTechRadar®/DocRadar®へと進化している。

また、14年2月に設立された米国子会社は、16年1月の100%子会社化を経て、18年11月には資本増強が図られている。同社は株式上場の目的の一つとして海外展開の強化を掲げ、中長期事業方針では海

外売上が国内売上を上回ることを目指している。

【 図表 7 】 VALUENEXの沿革

2006年8月	東京都港区赤坂において株式会社創知を設立
2007年4月	特許可視化ツールサービスを提供開始
2008年5月	東京都港区六本木へ本店移転
2009年6月	東京都文京区小石川へ本店移転
2012年11月	TechRadar®をクラウドサービスにより提供開始
2013年7月	東京都文京区小日向へ本店移転
2013年11月	DocRadar®をクラウドサービスにより提供開始
2014年1月	社名をVALUENEXコンサルティング株式会社に変更
2014年2月	VALUENEX, Inc. (米国) を設立
2014年11月	TechRadar®/DocRadar®にダッシュボード機能 ^注 を追加
2015年7月	社名をVALUENEX株式会社に変更
2016年1月	VALUENEX, Inc. (米国) の全株式を取得し、100%連結子会社化
2016年9月	TechRadar®/DocRadar®のUXバージョンを提供開始
2017年7月	TechRadar®/DocRadar®のユーザーインターフェース2.0バージョンを提供開始
2018年10月	東京証券取引所マザーズ市場に株式を上場
2018年11月	VALUENEX, Inc. (米国) の資本金を150千米ドルから1,000千米ドルに引き上げ

(注) ダッシュボード機能とは複数の分析データを一覧表示する機能を指す
 (出所) VALUENEX 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ 企業理念

同社は、自らのミッションを『VALUENEXは世界に氾濫する情報から「知」を創造していく企業です』としている。そして、『我々は世界中に氾濫する大量の情報を「信頼性」、「俯瞰性」、「客観性」、「正確性」、「最適性」の5つの独自の視点で融合し価値を創造する』、『我々は、世界に認知される企業を目指します』、『我々は、自ら考え、自ら行動する企業を目指します』、『我々は、「知」を求める全ての人に価値を提供します』をビジョンとして掲げている。

◆ 株主

有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表8の通りである。19年7月末時点の筆頭株主は早稲田1号投資事業有限責任組合(早稲田大学に關係するベンチャー企業に投資する専門ファンド)で所有割合は39.47%となっている。また、同組合の無限責任組合員で早稲田大学認定ベンチャーキャピタルであるウエルインベストメント株

式会社が第4位の株主として4.46%保有している。

大株主上位10名の所有割合は81.53%と高い。その内訳をみると、前述した2社のほか、同社代表取締役社長、金融機関4社、元取締役を含む個人3名となっている。

【 図表 8 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	18年7月末時点 (上場前)			19年7月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
早稲田1号投資事業有限責任組合	1,106	48.68%	1	1,106	39.47%	1	
中村 達生	685	30.18%	2	661	23.58%	2	代表取締役社長
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	181	6.46%	3	
ウエルインバストメント株式会社	125	5.51%	3	125	4.46%	4	
工藤 郁哉	9	0.44%	9	50	1.79%	5	元取締役
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	-	-	-	50	1.79%	6	
平澤 創	120	5.28%	4	50	1.78%	7	
長谷川 智彦	60	2.64%	6	30	1.07%	8	
BANQUE PICTET AND CIE SA	-	-	-	16	0.58%	9	
資産管理サービス信託銀行株式会社 (証券投資信託口)	-	-	-	15	0.54%	10	
日本アジア投資株式会社	97	4.26%	5				
K I Z U N A 投資事業組合	22	0.99%	7				
石井 正純	21	0.92%	8				
C h o i J i y o u n g	6	0.26%	10				
(大株主上位10名)	2,253	99.29%	-	2,285	81.53%	-	
発行済株式総数 (自己株式を含む)	2,326	100.00%	-	2,856	100.00%	-	

(出所) VALUENEX 有価証券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

開示されている 13/7 期以降の業績をみると、売上高が概ね順調に拡大する一方で、経常利益は 7 期中 3 期で赤字となり安定性を欠いた推移となっている (図表 9)。

3 期連続経常黒字後の 17/7 期に経常損失となったのは、業容拡大を目指した先行投資負担 (人件費や研究開発費、業務委託費) が高むなかで、本部制導入に伴う一時的な機会損失が発生し減収となったためである。18/7 期には一時的要因が解消に向かい、47.8%増の大幅増収のもとで経常利益率は 15.3%となった。

【図表 9】売上高、経常利益、経常利益率の推移



(出所) VALUENEX 届出目論見書及び有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 19年7月期は会社計画を下回る

19/7 期は、売上高 557 百万円 (前期比 9.9%増)、営業損失 76 百万円、経常損失 92 百万円、親会社株主に帰属する当期純損失 108 百万円となり、赤字に転落するとともに、18 年 10 月の上場時会社計画 (売上高 690 百万円、営業利益 107 百万円、経常利益 106 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 121 百万円) を大幅に下回った。

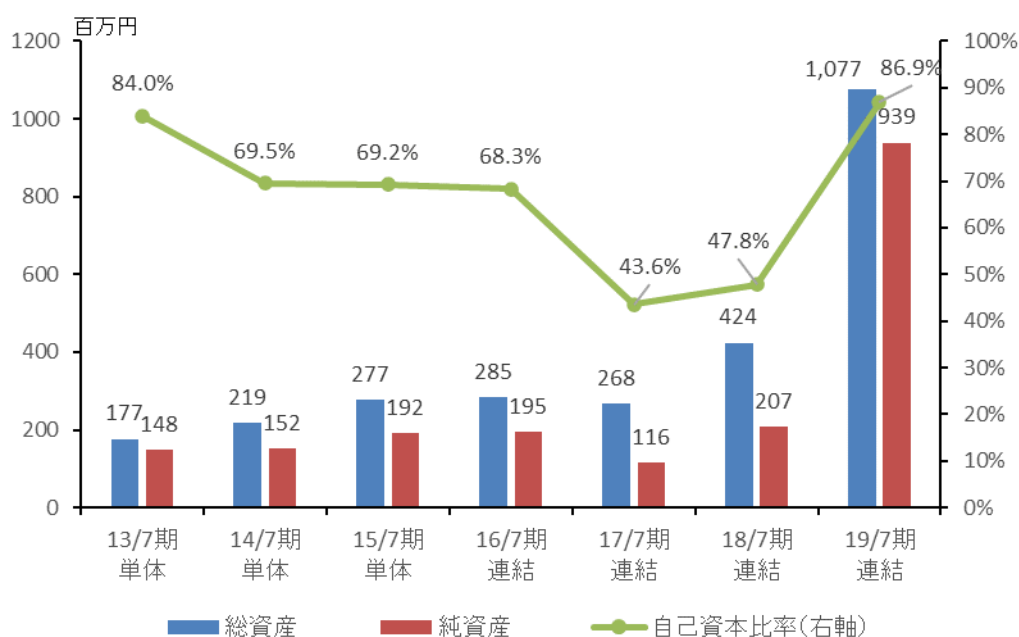
計画未達となった主因としては、①新たに採用した営業要員の立ち上がり手間取り新規顧客に対するアプローチが不十分となったこと、

②複数の大型商談が成約に至らなかったこと、③営業要員や開発要員等を前倒し採用したことによる人件費・採用費等の上振れやシステム運用安定化のための一時的コスト増があったことが挙げられる。

◆上場時の公募増資により財務体質は改善

18年10月上場時の公募増資等を受けて、同社の自己資本比率は18/7期末の47.8%から19/7期末は86.9%へと上昇し、財務体質は強化されている(図表10)。

【図表10】総資産、純資産、自己資本比率の推移



(出所) VALUENEX届出目論見書及び有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> 他社との比較

◆ビッグデータ解析関連の上場企業との財務指標比較

同社が展開する事業と類似性を持つ事業内容の上場企業と財務指標を比較した。具体的には、情報・通信関連企業のなかでも特にビッグデータ解析関連を事業の柱とするブレインパッド(3655 東証一部)、ALBERT(3906 東証マザーズ)、ユーザーローカル(3984 東証マザーズ)を比較対象とした(図表11)。

同社の数値は、規模、収益性、成長性において総じて比較対象に劣後する水準にある。一方、安全性については、固定長期適合率が1番手、自己資本比率と流動比率はユーザーローカルに次いで2番手ながら絶対水準はそれぞれ極めて高い健全性を示している。

赤字決算を基にした今回の財務指標比較では、「同社の稼ぐ力はビッグデータ解析関連業界のなかで見劣りする」と結論づけざるを得ないものの、売上高が順調に成長するなかで強固な財務体質を活かして先行投資も着実に実行されており、今後の数値改善度合いに注目したい。

【 図表 11 】 財務指標比較：ビッグデータ解析関連の上場企業

項目	銘柄	コード	VALUENEX	ブレインパッド	A L B E R T	ユーザーローカル
		直近決算期	4422	3655	3906	3984
			19/7期	19/6期	18/12期	19/6期
規模	売上高	百万円	557	5,676	1,630	1,333
	経常利益	百万円	-92	1,213	199	529
	総資産	百万円	1,077	3,867	3,779	2,739
収益性	自己資本利益率	%	-19.0	39.3	17.2	14.2
	総資産経常利益率	%	-12.3	37.0	5.9	20.4
	売上高営業利益率	%	-13.7	20.9	12.3	39.7
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	16.8	25.1	19.3	19.4
	経常利益（同上）	%	-318.5	74.1	黒字転換	17.4
	総資産（同上）	%	55.6	28.3	57.2	30.5
安全性	自己資本比率	%	86.9	69.4	54.1	88.5
	流動比率	%	761.1	290.9	193.7	818.5
	固定長期適合率	%	3.9	23.1	20.8	6.9

(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）

(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、独自の解析アルゴリズム

同社の知的資本を、顧客や取引先等の社外との関係で形成される「関係資本」、価値創出能力の基盤となる「組織資本」と「人的資本」に落とし込んで整理・分析した(図表 12)。

まず、知的資本の最も深層にある「人的資本」の項目をみると、06年8月の創業時から代表取締役社長を務める中村達生氏の存在が極めて大きい。中村氏は同社のコアコンピタンスである独自アルゴリズムの開発者であるばかりでなく、強いリーダーシップと長期的な視点をもって、経営戦略を推進してきた。

とりわけ注目したい経営戦略は、①自社の解析アルゴリズムを単なる便利ツールではなく「意思決定ツール」と位置づけたこと、②自社ASPサービスを活用したコンサルティングサービスをマーケティング戦略の核に据えたこと、③早くから海外展開を視野にいたした人材採用を進めてきたことの3つである。これらは、同社の「人的資本」、「組織資本」、「関係資本」の形成に大きな影響を与えている。

「組織資本」については、同社のコアコンピタンスである独自の解析アルゴリズムが、「ケンタッキーフライドチキンやコココーラのレシピ」のような形式知として「知財ノウハウ」へと完全に転化されている点が特筆できる。また、コンサルティングサービスは一般的に属人性が高く「人的資本≒組織資本」となりがちだが、同社の場合は、①「組織資本」である自社ASPサービスを活用していること、②顧客がASPサービスを導入する誘因となっていることが特徴的であり、「事業プロセス」として「組織資本」への転化を実現している。

「関係資本」の形成も順調である。優良な「顧客基盤」は顧客が顧客を呼ぶ段階に入っており、「ネットワーク基盤」の形成にも寄与している。また、日米でのアワード受賞に続き、同社の米国子会社がスタンフォード大学で開催される採用イベント“Data Science Night!”にフェイスブックやグーグル、ウーバー等と並ぶ約20社の一つとして参加が認められる等、「ブランド認知度」の高まりには加速感がみられる。

同社の知的資本の源泉が「独自の解析アルゴリズム」であることは明確であるが、ベンチャー企業の段階から「組織資本」への転化が進みつつあることは高く評価できよう。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客 ・各界を代表する有力企業・団体をコアとする顧客基盤を構築。顧客満足度の高さが継続率の高さや顧客単価の上昇に反映されている。	・顧客数	220団体超(増加傾向)	
		・業種分散	東証33業種中20業種超(拡大傾向)	
		・ASPサービスの継続率	極めて高い水準で安定推移	
関係資本	ブランド ・ブランド認知度は高まっている。	・顧客単価	上昇傾向	
		・売上高営業利益率	-13.7%(18/7期:15.2%)	
		・アワード等	スタンフォード大学で開催される採用イベント“Data Science Night!”に米国子会社が出席(19年11月)、Japan-US Innovation Awards 2019 -Innovation Showcase受賞(19年7月)、中村社長が特許情報普及活動功労者表彰において一般財団法人日本特許情報機構理事賞を受賞(19年3月)	
関係資本	ネットワーク ・同社の解析ツールの強みを活かしたパートナー戦略を推進。同社が持つ選ばれる力(技術力、提案力、顧客基盤等)は高い。	・マスメディア、検索結果等での露出度	新聞記事等に掲載された場合はHPで開示	
		・パートナー企業(販売代理店、サービス開発等)	パナソニックソリューションテクノロジー、日経BP等	
		・APIサービスの提供先	特許庁等	
組織資本	プロセス ・独自の解析アルゴリズムを単なる便利ツール、閲覧ツールではなく、「意思決定ツール」との位置づけで事業戦略を推進。研究開発本部やソリューション推進本部等を設置し、事業プロセスへと転化している。	・業務提携(独自サービスを共同で開発・提供)	三菱UFJモルガン・スタンレー証券	
		・自社解析ツールを活用する同社のコンサルティングサービスは、ASPサービス導入への誘因や様々な業種におけるソリューション開発への貢献等、事業プロセスとして重要な意味を持つ。	・ミッション別アサイン状況や部門別人員構成の詳細	非開示(管理部門が1/3程度)
		・海外展開は、3極24時間体制のサポート体制で積極的に取り組んでいる。	・ASPサービス活用のあり方	多数のレポートが公表されている
組織資本	知的財産ノウハウ ・コアとなる解析アルゴリズムは07年4月の事業化から12年超経過した今も模倣されていない。	・ASPサービス導入につながった実績	開示はないが多数	
		・「意思決定ツール」として、アルゴリズムやインターフェースが進化している。	・ソリューション開発につながった実績	開示はないが多数
		・ASP/コンサルティングの両サービスにおいて、様々な業種におけるソリューションが蓄積されている。	・海外要員数	米国4名、スイス1名
人的資本	知的財産ノウハウ ・ASP/コンサルティングの両サービスにおいて、様々な業種におけるソリューションが蓄積されている。	・特許	文書検索装置及び文書検索方法の特許を日米で取得	
		・数式の背景にある考え方	非開示	
		・複数のノウハウの組み合わせ	非開示	
人的資本	創業 ・創業者で代表取締役社長の中村達生氏は、同社のコアコンピタンスである独自アルゴリズムの開発者であるとともに、長期的な視点を持った経営戦略を推進し、知的資本の形成に大きな影響を与えている。	・アルゴリズムの追加・改良等	コア・アルゴリズムは不変ながら、周辺アルゴリズムの追加・改良への取り組みは日々行われている。	
		・上述した顧客の項目に準ずる	同左	
		・代表取締役社長の在任期間	13年3ヵ月(19年11月時点)	
人的資本	従業員 ・同社が求めているのは「複数のミッションがこなせ、海外対応も含めOne Teamの一員として業務を遂行できる人材」である。	・代表取締役社長による保有	660,800株(23.58%)	
		・代表取締役社長以外の取締役による保有(監査役は除く)	5,200株(0.18%)	
		・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査役は除く	39百万円(4名)	
人的資本	従業員 ・理系や博士/修士の比率が半数近くを占める人材構成から、スキルの高さが見て取れる。	・ストックオプション制度	あり	
		・サクセッションプラン	特になし	
		・従業員数	28名(前期末比11名増)	
人的資本	従業員 ・19/7期における離職率が高い点が気になる。上場を巡る特殊事情によるものとは考えるが、今後の動向を見守りたい	・平均年齢	35.8歳(前期:35.1歳)	
		・平均勤続年数	1.5年(前期:1.9年)	
		・平均年間給与	6,847千円(前期比6.3%増)	
人的資本	従業員 ・理系出身者の構成比	・臨時従業員数	8名(前期比3名減)	
		・従業員離職率(年間退職者/期初従業員数)	58.8%(前期:非開示)	
		・博士/修士取得者の構成比(MBA含む)	49%(19年9月末)	
人的資本	従業員 ・理系出身者の構成比	・従業員持株会	あり	
		・ストックオプション制度	あり	
		・従業員持株会	あり	

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は19/7期、または19/7期末のものとする

(出所) VALUENEX 有価証券報告書、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、「世界に氾濫する情報から“知”を創造していく企業」をミッションとし、「ビジネスでの成功をめざすお客様をサポートする新たなアルゴリズムの創出に尽力するとともに、さまざまなステークホルダーの皆様のご期待に応え、企業の事業発展と産業の活性化、ひいては広く社会に対する価値創造に貢献していく」としている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社は、監査役設置会社である。

同社の取締役会は6名で構成され、うち1名が社外取締役である。監査役を含めて、女性役員はいない。16年10月に社外取締役に就任した鈴木理晶氏は弁護士であり、早稲田大学インキュベーション推進室法務コンサルタント及び、一般財団法人ベンチャーエンタープライズセンター理事、ターナー法律事務所所長弁護士を兼任している。また、鈴木氏は独立役員に指定されている。

同社の監査役会は、常勤監査役1名を含む3名で構成されている。3名全員が社外監査役であり、独立役員に指定されている。

15年7月から務める常勤監査役の松田均氏は、三井物産(8031 東証一部)等を経て、ニッコー(5343 名証二部)並びにクオリプスの非常勤監査役を兼任している。

14年2月から社外監査役を務める花堂靖仁氏は、國學院大學経済学部教授、早稲田大学大学院教授等を歴任し、現在は株式会社ファルコン・コンサルティング上席顧問、早稲田大学知的資本研究会上級顧問、國學院大學名誉教授、日本ナレッジマネジメント学会会長との兼任である。15年7月に社外監査役に就任した宮内宏氏は、弁護士であり、現在は宮内・水町 IT 法律事務所所長と株式会社トウスイの監査役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 特定の人物への依存について

同社の創業者であり代表取締役社長である中村達生氏は、経営方針や事業戦略の決定、開発、サービスラインナップ、製品コンセプト等に関してリーダーシップを発揮しており、経営・事業活動の全般において極めて重要な役割を果たしている。各事業部門のリーダーへの権限委譲を進めることで、同氏に過度に依存しない経営体制の構築に取り組んでいるものの、同氏に不測の事態が生じた場合には、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 人材の確保と育成について

同社において、最も重要な経営資源は人材である。同社は、知名度向上と安定的な財務基盤の確立を通じ、主として即戦力の人材確保に努めており、現在のところ採用活動は順調に進んでいる。しかしながら、人材獲得競争が激化し、優秀な人材の採用が困難となる場合や人材の社外流出が大量発生した場合には、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

◆ 技術革新について

同社は独自の解析技術に基づいて事業を展開しているが、当該分野は新技術の開発が相次いで行われ、非常に変化の激しい業界である。このため、同社はエンジニアの採用・育成や職場環境の整備、ビッグデータ分析に関する技術、知見、ノウハウの取得に注力している。しかしながら、事業展開上必要となる知見やノウハウの獲得に困難が生じた場合、また技術革新への対応が遅れた場合、さらに新技術への対応コストが増大する場合、同社業績に大きな影響を与える可能性がある。

> 今後の事業戦略

◆ 領域の深耕・拡大と海外展開の強化が中長期事業方針の二本柱

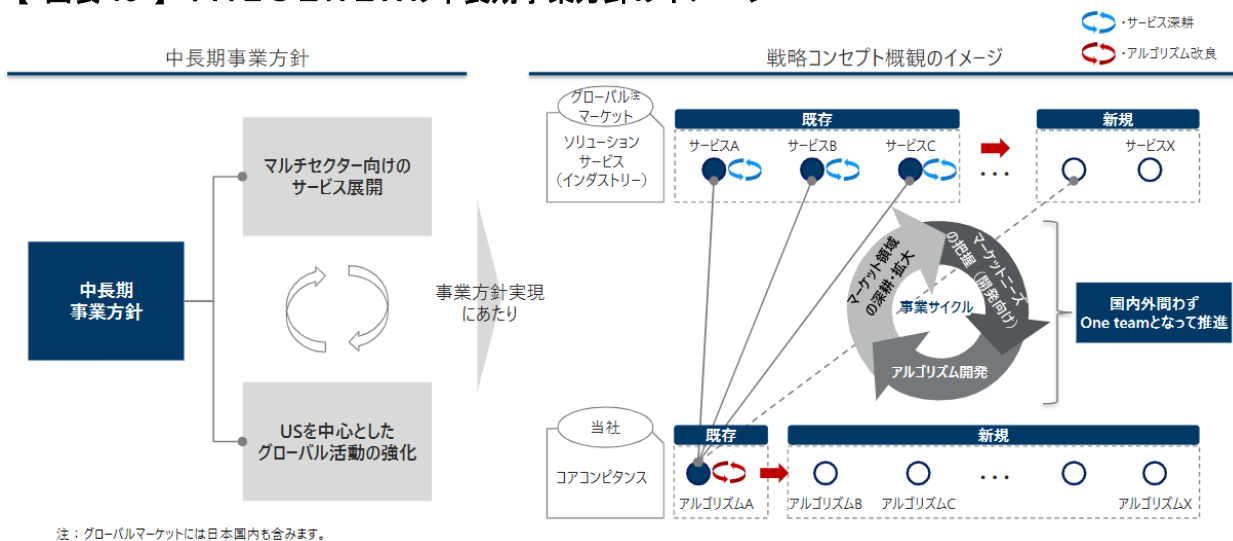
同社は中長期事業方針の二本柱に、①マルチセクター向けのサービス展開、②米国を中心としたグローバル活動の強化を据えている。また、その実現のために「市場ニーズの把握→アルゴリズムの開発→市場領域の深耕・拡大」という事業サイクルを高速で回していくとしている(図表 13)。

◆ 市場領域拡大のリード役を務めるコンサルティングサービス

同社が掲げるマルチセクター向けのサービス展開とは、製造業と官公庁向けを中心とする既存のサービス提供領域を深耕しつつ、チャレンジ領域に位置づけるファイナンス/ヘルスケア/法曹界等の業界向けにもサービス提供を拡大することであり、現在の ASP サービスとコンサルティングサービスに加え、次世代技術を利用した新規サービスの提供も目指している。

図表 14 は、同社サービスの提供先を既存領域とチャレンジ領域に分けてまとめたものであり、セルの濃淡は売上実績の大小を示している。その濃淡分布からは、チャレンジ領域においてコンサルティングサービスの売上実績が積み上がりつつあることが読み取れる。同サービスは、これまで市場領域の深耕・拡大のリード役を務めてきただけに、ASP サービス提供への広がり等、好循環の実現が期待されよう。

【 図表 13 】 VALUENEX の中長期事業方針のイメージ



(出所) VALUENEX 決算説明会資料

【 図表 14 】 VALUENEX の市場領域マップ

売上実績: 大 中 小 無	既存領域			チャレンジ領域		
	製造業	官公庁	その他産業	ファイナンス	ヘルスケア	その他(法曹界等)
ASP系	従来型ASP ^{注1}					
	業界特化型ASP	コンサル案件から各種ASP/API/アルゴリズムの改善・改良・開発へ				製造業/官公庁以外の業種にも積極的に展開
	API ^{注2} /システム開発系					
コンサルティング系	現状分析型 (技術評価、技術ポートフォリオ分析、技術動向調査等)			(前期実績) 三菱UFJモルガン・スタンレー証券株式会社との提携		社会動態を鑑みたマクロ動向分析や、新規事業探索は特にホットトピック
	現状分析に基づく 未来予測型 (R&D戦略策定、新規事業探索、ファイナンス先探索/ネットワーク分析、マーケティング分析等)					
新規系	新規サービス/ 次世代技術を利用した解析	コンサル案件から新規サービス開発へ				(前期実績) 当社解析サービスを利用した社外研修講師

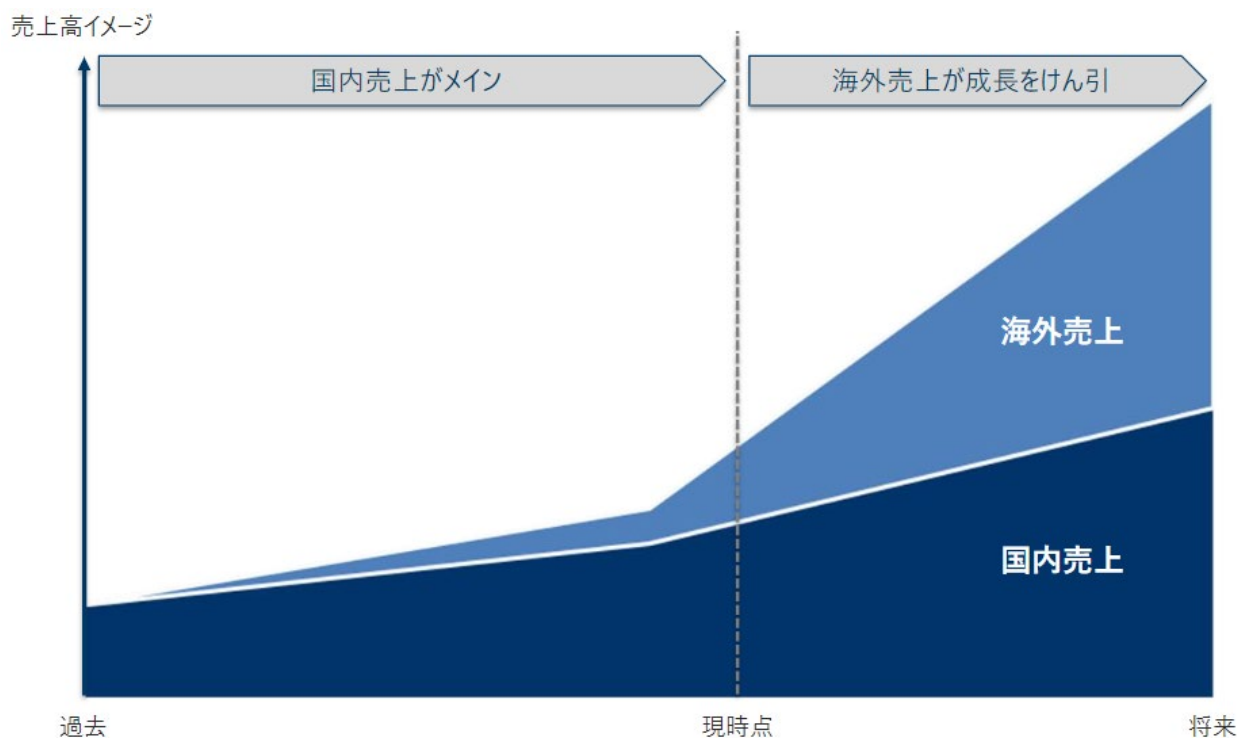
(出所) VALUENEX 決算説明会資料

◆ 中長期的には海外売上が成長の牽引役に

同社は、市場規模が大きく、同社サービスにマッチしやすい推論型人材が多い欧米市場が中長期的にはグループ全体の成長を牽引していくと考えている(図表 15)。

とはいえ、国内市場における成長を確実に取り込んでいく必要があるため、海外展開強化のために国内人材をシフトしていく余裕はないと思われる。当面、グローバル活動の強化は、①国内外を問わない One team での対応、②事業レバレッジを生み出せる人材の採用・登用、③コマーシャル効果が期待できる象徴的な案件の獲得等を通じてなされる可能性が大きいと考えるが、早くから海外展開を視野に入れていた同社だけに、次に打ち出される一手に注目したい。

【 図表 15 】 VALUENEXの売上高成長イメージ



(出所) VALUENEX決算説明会資料

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 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 解読が困難な独自の解析アルゴリズム ・ 自社ツールを「意思決定ツール」に位置づけた付加価値戦略 ・ 「ツールベンダー×コンサルタント」のビジネスモデル ・ 様々な業種の有力企業を核に構築され媒体効果を発揮する優れた顧客基盤 ・ 自社ツールの独自性と補完性の高さに裏打ちされた優れたネットワーク力
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 大きくない事業規模 ・ 自身がビッグデータ保有者ではないこと ・ 人材獲得において厳しい競争に晒されていること
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 収穫逓増型サービスの積み上がり ・ サービス提供領域の深耕・拡大の実現 ・ 海外展開の加速
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ サービス料金の低下 ・ 技術者の不足 ・ 技術革新への対応が遅れること

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 付加価値追求型の経営戦略を高く評価

知的資本分析の節において、同社の経営戦略で注目すべきは、①自社の解析アルゴリズムを単なる便利ツールではなく「意思決定ツール」と位置づけたこと、②自社 ASP サービスを活用したコンサルティングサービスをマーケティング戦略の核に据えたこと、③早くから海外展開を視野にいれた人材採用を進めてきたことの3つとした。

ここで、評価したいのは、「ビッグデータを客観的かつ正確に分析した結果を直感的に読み取れる俯瞰図で示せば経営戦略等の重要な意思決定シーンで利用できる」ことを「付加価値追求型の経営戦略」に結びつけた点である。同社は中長期事業方針の副題として「ビッグデータ解析業界の Ferrari を目指して」を掲げており、そのことから、同社自身の「高付加価値」に対する強い思いが読み取れよう。

同社は、自社サービスの利用料設定に際しては、「顧客が意思決定を

通じて創造可能な付加価値」に見合った対価を得ることを基本としている。例えば、TechRadar®の利用料は単純な特許検索サービスに比べると桁違いに高い設定となっており、特許データベースが付属しない DocRadar®については分析対象が限定されず活用範囲が広がっていることを勘案した利用料設定となっている。また、同社はボリュームディスカウントを一部サービスに導入しているものの、継続利用時においてすらサービス料金の値下げ交渉には基本的に応じていない。顧客満足度の維持・向上は、表面的な価格ではなく、アルゴリズムやユーザーインターフェースの改良・追加やソリューションの開発等による顧客からみた費用対効果の向上を通じて実現するとのスタンスを貫いている。

競争が厳しく技術革新も著しいビッグデータ関連業界にあつて、同社がサービス料金の引下げを行うことなく、顧客満足度の維持・向上やサービス提供領域の拡大に成功していることは高く評価できる。そして、サービス料金の引下げがない場合、同社が提供する ASP サービスは典型的な収獲逡増型ビジネスモデルとなるだけに、今後の飛躍が期待されよう。

> 今後の業績見通し

◆ 20年7月期会社計画

20/7 期の会社計画は、売上高 908 百万円（前期比 62.8%増）、営業利益 39 百万円（前期は 76 百万円の損失）、経常利益 39 百万円（同 92 百万円の損失）、親会社株主に帰属する当期純利益 29 百万円（同 108 百万円の損失）である（図表 17）。

サービス区分別・国別の売上高見通しは、以下の通りである。

- ① 国内 ASP サービス（302 百万円、前期比 46.5%増）：増収の主因としては新規顧客への営業活動強化効果を見込む
- ② 国内コンサルティングサービス（382 百万円、同 57.2%増）：増収の主因としては新規顧客への営業活動強化効果を見込む
- ③ 米国子会社の ASP サービス（80 百万円、同 586.1%増）：増収の主因としては 19/7 期末から 2 名の増員を計画しており、その効果を見込む
- ④ 米国子会社のコンサルティングサービス（141 百万円、同 49.6%増）：増収の主因としては小中規模クラスに加え、大規模クラスの受注拡大を見込む

一方、コスト面の前提は、

- ① 売上原価（152 百万円、同 27.7%増）：コンサルテーションに掛かる労務費等の直接原価やサービス管理費及びシステム管理費が揃って増加する

- ② 販管費 (716 百万円、同 39.0%増) : 営業体制強化等のため、19/7 期末から 9 名の増員を計画、構成比の大きい人件費は 408 百万円 (同 52.2%増) を見込む
 となっており、いずれの増加率も増収率を下回る見通しである。

また同社は、「株主に対する利益還元を重要な経営課題と認識しており、企業体質の強化と将来の事業展開のために内部留保を確保しつつ、安定的かつ継続的に業績の成長に見合った成果を配当することを基本方針」としているが、19/7 期末における単体ベースの利益剰余金は 114 百万円の欠損となっており、今後の配当実施の可能性及び実施時期についても未定としている。

【 図表 17 】 VALUENEX の 20 年 7 月期の業績計画

(百万円)

	17/7期	18/7期	19/7期	20/7期連結	
	連結実績	連結実績	連結実績	会社計画	前期比
売上高	343	507	557	908	62.8%
ASPサービス	116	161	218	382	73.2%
コンサルティングサービス	226	346	339	523	54.2%
レポート販売	0	0	0	0	-
売上原価	97	100	119	152	27.7%
うち労務費等の直接原価	-	-	-	65	41.1%
販売費及び一般管理費	301	330	515	716	39.0%
うち人件費	-	-	-	408	52.2%
営業利益	-56	77	-76	39	黒字転換
営業利益率	-16.4%	15.2%	-13.7%	4.3%	-
経常利益	-53	77	-92	39	黒字転換
経常利益率	-15.5%	15.3%	-16.5%	4.3%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	-54	83	-108	29	黒字転換
当期純利益率	-15.8%	16.5%	-19.4%	3.2%	-

(出所) VALUENEX 有価証券報告書及び IR リリースより証券リサーチセンター作成

◆ 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では、同社の 20/7 期業績を売上高 905 百万円 (前期比 62.4%増)、営業利益 35 百万円 (同黒字転換)、経常利益 35 百万円 (同黒字転換)、親会社株主に帰属する当期純利益 26 百万円 (同黒字転換) と予想した (図表 18)。ほぼ会社計画並みとしたのは、同社が示す業績予想の前提条件等を精査した結果、外部分析者として明確な異論を持ち合わせなかったためである。

売上高は、サービス区分別・国内外別に過去の傾向分析と同社の事業方針等を踏まえて予想した。

20/7 期のサービス区分別・国別の売上高見通しは、以下の通りであり、予想前提等は会社計画に準じている。

- ① 国内 ASP サービス：302 百万円、前期比 47.0%増
- ② 国内コンサルティングサービス：381 百万円、同 57.0%増
- ③ 海外 ASP サービス：75 百万円、同 590.0%増
- ④ 海外コンサルティングサービス：142 百万円、同 50.0%増

20/7 期の売上原価は 154 百万円（前期比 29.5%増）と予想した。売上原価は、労務費等の直接原価とサーバー管理費、システム管理費、その他に分解して予想したが、当期については会社前提をほぼ踏襲している。このため、売上総利益率は 83.0%（同 4.3%ポイント上昇）へと改善する見通しである。

販管費は 716 百万円（前期比 39.0%増）と会社計画と同額を予想とした。販管費率は 79.1%と前期比 13.2%ポイント低下する見通しである。販管費の予想にあたっては、人件費、業務委託費、広告宣伝費、採用費、地代家賃、減価償却費、その他等に細分化し予想した。

以上の結果、20/7 期の営業利益率は 3.9%と会社計画の 4.3%を下回る見通しである。

21/7 期は、売上高 1,180 百万円（前期比 30.3%増）、営業利益 71 百万円（同 102.0%増）と予想した。

売上高の予想手順は 20/7 期と同様であり、サービス区分別・国内外別の予想前提は、国内 ASP サービスが前期比 35.0%増、国内コンサルティングサービスが同 25.0%増、海外 ASP サービスが同 40.0%増、海外コンサルティングサービスが同 30.0%増である。全ての区分で、良好な事業環境が続くと想定するも、特に労働集約型の色彩を有するコンサルティングサービスについては 20/7 期のような高い成長率を維持することは難しいと考えた。

コスト面の予想手順も 20/7 期と同様である。売上原価は、前期比 27.8%増の 197 百万円と予想するが、限界利益率が高いと推察される ASP サービスの売上構成比の高まりを予想することから売上総利益率は 83.3%と同 0.3%ポイント上昇する見通しである。販管費は、20/7 期末から 7 名の人員増を前提に同 27.3%増となる 911 百万円と予想、販管費率は 77.2%と同 1.9%ポイント低下する見込みである。結果、21/7 期の営業利益率は 6.1%と同 2.2%ポイントの上昇を予想している。

22/7 期は、売上高 1,463 百万円（前期比 24.0%増）、営業利益 115 百万円（同 61.6%増）と予想した。予想手前は、20/6 期、21/6 期と同様である。サービス区分別・国内外別の予想前提は、国内 ASP サービスが前期比 30.0%増、国内コンサルティングサービスが同 20.0%増、海外 ASP サービスが同 40.0%増、海外コンサルティングサービスが同 25.0%増である。全ての区分で増収が可能と考えるが、同社が求めるハイスpek人材の確保が容易でないことを勘案し、コンサルティングサービスの増収鈍化を織り込んだ。また、国内 ASP サービスについて若干の成長鈍化を見込んだ理由は、サービス提供領域拡大に対する難易度が期を追うごとに高まる可能性に配慮したためである。

売上原価は 237 百万円（前期比 20.5%増）、販管費は 21/7 期末から 5 名の人員増を前提に 1,109 百万円（同 21.8%増）と予想した。結果、売上総利益率は 83.8%（同 0.5%ポイント上昇）、販管費率は 75.9%（同 1.3%ポイント低下）、営業利益率は 7.9%（同 1.8%ポイント上昇）と、いずれも改善傾向が続くことを見込んでいる。

【 図表 18 】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)

	17/7期 連結	18/7期 連結	19/7期 連結	20/7期(CE) 連結	20/7期(E) 連結	21/7期(E) 連結	22/7期(E) 連結
損益計算書							
売上高	343	507	557	908	905	1,180	1,463
前期比	-1.8%	47.8%	9.9%	62.8%	62.4%	30.3%	24.0%
ASPサービス	116	161	218	382	378	515	680
コンサルティングサービス	226	346	339	523	524	662	779
レポート販売	0	0	0	0	0	0	0
売上原価	97	100	119	152	154	197	237
前期比	3.6%	2.3%	18.9%	27.7%	29.5%	27.8%	20.5%
原価率	28.5%	19.7%	21.3%	16.7%	17.0%	16.7%	16.2%
売上総利益	245	407	438	755	751	983	1,225
前期比	-3.8%	66.0%	7.6%	66.7%	71.3%	30.8%	24.7%
総利益率	71.5%	80.3%	78.7%	83.1%	83.0%	83.3%	83.8%
販売費及び一般管理費	301	330	515	716	716	911	1,109
前期比	21.9%	9.6%	55.8%	39.0%	39.0%	27.3%	21.8%
販管費率	87.9%	65.1%	92.3%	78.9%	79.1%	77.2%	75.9%
営業利益	-56	77	-76	39	35	71	115
前期比	-	-	-	-	-	102.0%	61.6%
営業利益率	-16.4%	15.2%	-13.7%	4.3%	3.9%	6.1%	7.9%
経常利益	-53	77	-92	39	35	71	115
前期比	-	-	-	-	-	102.0%	61.6%
経常利益率	-15.5%	15.3%	-16.5%	4.3%	3.9%	6.1%	7.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	-54	83	-108	29	26	53	86
前期比	-	-	-	-	-	102.0%	61.6%
当期純利益率	-15.8%	16.5%	-19.4%	3.2%	2.9%	4.5%	5.9%

(注) CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想

(出所) VALUENEX 有価証券報告書、決算説明会資料等より証券リサーチセンター作成

【 図表 19 】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)

	17/7期 連結	18/7期 連結	19/7期 連結	20/7期(CE) 連結	20/7期(E) 連結	21/7期(E) 連結	22/7期(E) 連結
貸借対照表							
現金及び預金	197	310	958	-	1,023	1,110	1,230
売掛金	27	55	62	-	101	131	163
棚卸資産	2	0	1	-	1	2	3
その他	12	17	19	-	20	21	20
流動資産	238	382	1,040	-	1,145	1,264	1,416
有形固定資産	19	16	15	-	13	11	10
無形固定資産	1	0	0	-	0	0	0
投資その他の資産	8	25	20	-	20	20	20
固定資産	29	42	36	-	33	31	30
資産合計	268	424	1,077	-	1,178	1,294	1,445
買掛金	7	6	6	-	9	12	15
短期借入金	50	80	-	-	0	0	0
賞与引当金	2	2	2	-	3	4	5
前受金	71	94	88	-	144	188	234
その他	18	33	40	-	56	72	87
流動負債	148	215	136	-	212	276	341
リース債務	2	1	1	-	0	0	-1
固定負債	2	1	1	-	0	0	-1
純資産合計	116	207	939	-	965	1,019	1,105
(自己資本)	116	203	936	-	962	1,015	1,101
(少数株主持分及び新株予約権)	-	3	3	-	3	3	3
キャッシュ・フロー計算書							
税金等調整前当期純利益	-53	77	-92	-	35	71	115
減価償却費	4	4	3	-	2	1	1
売上債権の増減額 (-は増加)	11	-27	-7	-	-38	-30	-31
仕入債務の増減額 (-は減少)	-1	0	0	-	3	2	2
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-1	1	0	-	0	0	0
法人税等の支払額	-3	-7	0	-	-9	-18	-29
その他	7	30	9	-	72	61	62
営業活動によるキャッシュ・フロー	-36	78	-87	-	65	87	120
有形固定資産の取得による支出	-1	0	-2	-	0	0	0
その他	-1	0	-9	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-2	0	-11	-	0	0	0
短期借入金の増減額 (-は減少)	50	30	-80	-	0	0	0
株式の発行による収入	-	-	830	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	0	0	0
その他	-26	5	-1	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	24	35	749	-	0	0	0
現金及び現金同等物に係る換算価額	0	0	-3	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-13	113	647	-	65	87	120
現金及び現金同等物の期首残高	210	197	310	-	958	1,023	1,110
現金及び現金同等物の期末残高	197	310	958	-	1,023	1,110	1,230

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) VALUENEX 有価証券報告書、決算説明会資料等より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 情報セキュリティに関するリスクについて

同社のコンサルティングサービスはその事業性質上、顧客の重要な情報を入手する機会が多く、これらの顧客情報の漏洩は事業展開にとって大きなリスクとなる。また、ASP サービスの成長加速や新規サービス開発を目指したパートナー戦略においても、同様のリスクを抱えている点には留意が必要である。

◆ ビッグデータ関連業界の競争環境について

同社が属するビッグデータ関連業界は、成長が期待される有望分野だけに、大企業にベンチャー企業を交えた厳しい競争に晒され、絶え間ない技術進化や全く新しいパラダイム・シフトにも対応していく必要がある。現在のところ、同社の業界ポジションはニッチかつ十分に差別化されていると考えるが、人材の確保・育成を含めて当該業界の競争環境については、十分に留意しておく必要がある。

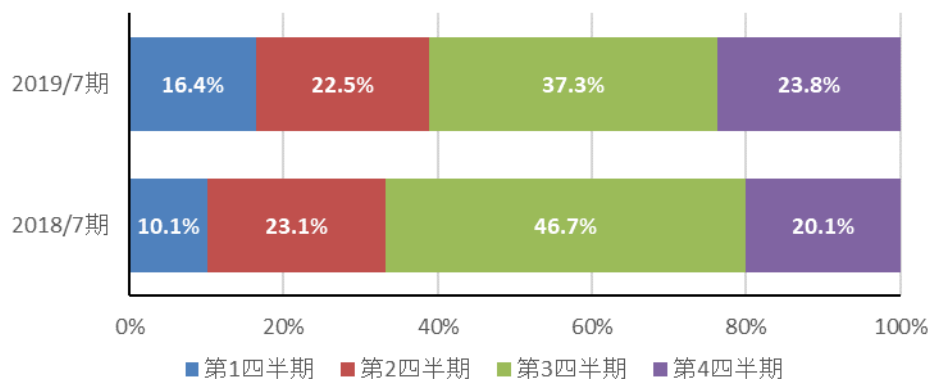
◆ 19年7月期にみられた離職率の上昇について

同社は18/7期末の従業員数17名に対し、19/7期における採用者数が21名、退職者数が10名であったことを開示している。過去の年間退職者数は2~3名で推移しており、19/7期にみられた離職率上昇は上場時固有の例外的な動きと考えられる。とはいえ、人材の育成・定着は重要な経営課題であり、今後の推移には留意しておく必要がある。

◆ VALUENEXの収益構造に伴う業績の季節性について

同社の主要顧客である大手企業や官公庁の会計年度の関係により、3月にコンサルティングサービスの売上高が集中する傾向がある(図表20)。このため、同社の業績は第3四半期偏重型となるが、他の四半期では営業損失となることもある。今後は、ASPサービスの成長により、こうした季節性は緩和傾向にあると考えられるものの、当面は留意しておく必要がある。

【 図表 20 】 VALUENEXの四半期別売上高構成比

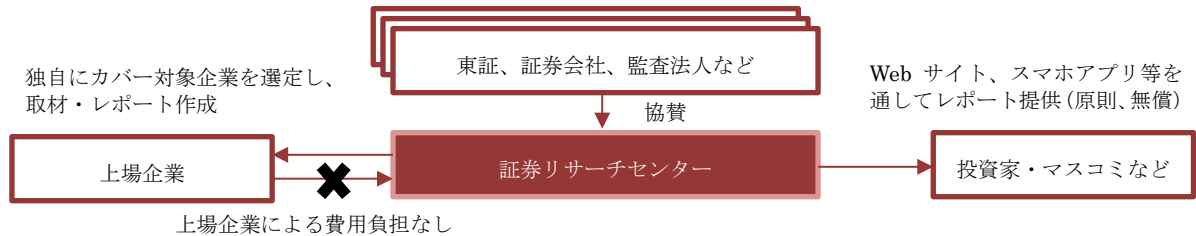


(出所) VALUENEX 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

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

SMBC 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

有限責任あずさ監査法人

有限責任監査法人トーマツ

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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・間接的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。