ホリスティック企業レポート
すららネット
3998 東証マザーズ

アップデート・レポート
2021年4月9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 20210406

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

すららネット（3998 東証マザーズ）

発行日：2021/4/9

対話型 ICT 学習教材「すらら」の開発・提供を行う社会課題解決型“EdTech”企業
将来の利用者増加に備えた先行投資で 21 年 12 月期は減益の会社計画

アナリスト：藤野敬太
+81（0）3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

＞ 要旨

◆ 会社概要

・すららネット（以下、同社）は、小学校低学年から高校生を対象とした ICT 学習（e ラーニング）教材「すらら」の開発・提供を主要事業としている。

◆ 20 年 12 月期決算

・20/12 期決算は、売上高 1,649 百万円（前期比 44.5%増）、営業利益 540 百万円（同 8.4 倍）となった。期中に 2 回、会社計画が上方修正されたが、その水準を上回った。新型コロナウイルス禍に伴う無料 ID 配布を機に公立校中心に「すらら」の導入が進んで大幅増収となった上に、広告宣伝費の減少や出張経費の削減等の効果が加わり大幅増益となった。

◆ 21 年 12 月期業績予想

・21/12 期計画について、同社は売上高 1,920 百万円（前期比 16.4%増）、営業利益 323 百万円（同 40.1%減）と予想している。
・証券リサーチセンター（以下、当センター）では、21/12 期について、売上高 1,950 百万円（前期比 18.2%増）、営業利益 346 百万円（同 35.9%減）と、会社計画をやや上回る水準を予想した。EdTech 補助金の終了で公立校での登録 ID 数が一旦減少することや、人員増等の先行投資や新型コロナウイルス禍により前期に抑制されていた出張費や教育イベントへの出展費用等の増加を予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、22/12 期は 22.8%増収、23/12 期は 22.9%増収を見込み、売上高営業利益率は 22/12 期 22.4%、23/12 期 26.0%と予想した。
・20/12 期の新型コロナウイルス禍は、「すらら」が公立校に浸透する大きな契機となり、今後も政策の後押しは続くと考えられる。21/12 期こそ今後の利用者の増加に備えた先行投資のために減益となるが、22/12 期以降は増収増益基調に戻ると予想する。ただし、自治体の予算配分や、政策等によって同社の業績が影響を受けやすくなったとも言える。今後は、そうした政策動向にも注意が必要となろう。

【主要指標】

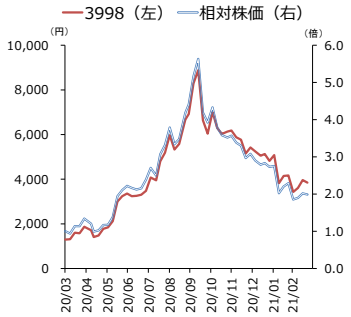
	2021/4/2
株価 （円）	3,910
発行済株式数 （株）	6,480,035
時価総額 （百万円）	25,337

	前期実績	今期予想	来期予想
PER （倍）	65.5	100.3	71.2
PBR （倍）	19.7	16.5	13.4
配当利回り（%）	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン（%）	1.4	-18.9	135.0
対TOPIX（%）	0.5	-25.6	74.5

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2020/4/3

【 3998 すららネット 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)
2019/12	1,141	22.0	64	-68.1	65	-70.6	43	-68.1	6.9	140.7	0.0
2020/12 E	1,649	44.5	540	738.0	548	734.6	379	764.2	59.7	198.2	0.0
2021/12 CE	1,920	16.4	323	-40.1	360	-34.3	239	-36.8	37.7	-	0.0
2021/12 E	1,950	18.2	346	-35.9	381	-30.5	253	-33.3	39.0	237.3	0.0
2022/12 E	2,394	22.8	535	54.5	536	40.6	356	40.6	54.9	292.3	0.0
2023/12 E	2,944	22.9	766	43.0	767	42.9	509	42.9	78.6	370.9	0.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、20年7月1日付で1：5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

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。

＞ 事業内容

◆ ICT 学習教材「すらら」を開発･提供

すららネット（以下、同社）は、ICT 学習（e ラーニング）教材「すらら」の開発･提供を行う企業である。低学力の子どもに継続して学ぶ機会を提供するために開発が始まった経緯から、「教育格差を根絶する」という社会課題解決型の要素が色濃い事業展開となっている。

例えば、同社にとって主力マーケットとなっている学習塾を取り巻く環境としては、「教える人」と「学ぶ人」を集められないという学習塾の課題と、経済的な負担から通常の塾には通い続けられないという子どもまたは家庭の課題が存在している。「すらら」はそれらの課題を解決できるように開発され、「すらら」を用いて教える仕組みとともに提案して成長してきた。

このことは、学習塾だけでなく、同社の顧客となっている学校についても同様である。

◆ 売上高が最も多いのが学習塾向け

同社の報告セグメントは e ラーニングサービス関連事業の単一セグメントだが、提供するマーケット別に、学習塾、学校、BtoC、その他の 4 つのマーケットに区分される（図表 1）。

売上高は、20/12 期の売上構成比が 43.6%の学習塾マーケットが中心だが、学校マーケットが急増し、売上構成比は 37.3%まで上昇している。また、BtoC マーケットの増加も続いており、20/12 期の売上構成比は 18.7%となった。

【 図表 1 】マーケット別売上高

（単位：百万円）

	売上高			前期比			売上構成比		
	18/12期	19/12期	20/12期	18/12期	19/12期	20/12期	18/12期	19/12期	20/12期
学習塾	547	621	719	18.1%	12.4% (注)	15.8%	58.6%	54.4%	43.6%
学校	294	336	615	27.0%	14.4%	82.9%	31.4%	29.5%	37.3%
BtoC	82	174	307	160.6%	111.3%	76.3%	8.8%	15.3%	18.7%
その他	11	8	6	332.5%	37.1% (注)	-23.0%	1.2%	0.8%	0.4%
合計	935	1,141	1,649	27.9%	22.0%	44.5%	100.0%	100.0%	100.0%

（注）従来「その他」に分類されていた直営の塾の売上高が 19/12 期より「学習塾」に分類されるようになった。
18/12 期の数値は分類変更前の金額の表示だが、19/12 期の前期比は分類変更後の 18/12 期の金額を用いて算出した数値を表示している。
（出所）すららネット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

◆ ICT 学習（e ラーニング）とは

ICT 学習（e ラーニング）とは、「ICT を利用した教育･学習」と定義されることが一般的である。教室等の一カ所に集合して行われる教育

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。

と比べ、決まった時間や場所に集まる必要がないため、移動等のための時間や費用が省けるほか、個人の習得度や進展度に合わせた学習が可能とされている。

同社が提供する「すらら」は、小学校低学年から高校生を対象としたICT 学習（e ラーニング）のための教育システムである。以下、特段の断りがない場合は、ICT 学習（e ラーニング）は学生向けのものを指す。

また、ICT 学習（e ラーニング）は、LMS（Learning Management System）と呼ばれる学習管理システムを中心に、教材となるコンテンツの登録・更新や学習の進捗状況管理等を行う方式が一般的と言われている。

◆ 「すらら」は従来の e ラーニングシステムの長所を併せ持つ

同社によると、従来の e ラーニングシステムは、「映像配信型」、「問題集型」、「ゲーム型」の 3 種類に分類されるという。

【 図表 2 】従来の e ラーニングシステムとの比較

	理解	定着	活用
映像配信型	○	×	×
問題集型	×	○	×
ゲーム型	△	△	×
すらら	◎	◎	◎

（出所）すららネット成長可能性に関する説明資料より証券リサーチセンター作成

「映像配信型」は講師のレクチャービデオを視聴するもので、学習内容の「理解」には役立つものである。しかし、反復して視聴する仕組みがなく実力が身につきづらく、また、一方的な説明が多いため、意識の高い子どもでないと集中力が続かないという短所がある。

「問題集型」は、PC 等の画面上で、配信される問題を解くものである。「定着」には適しているものの、「理解」を深める部分が少なく、学力が高い子どもでないと一人で学習を進めることが難しいとされている。

「ゲーム型」は、携帯用ゲーム機等を用いて学習するタイプのものである。楽しく学習できる一方、体系的な学習には不向きで、単語等の反復による暗記系の学習に限られる。

それぞれのタイプには一長一短がある。「すらら」は、これら従来型の e ラーニング教材のそれぞれの長所を併せ持つ次世代型教育システムとして設計・開発されている（図表 3）。

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。

【 図表３ 】「すらら」に搭載されている主な機能

機能	生徒の効用	主な特徴
レクチャー機能	わかる	・1単元10～15分のスモールステップでの内容構成により生徒の根本的な理解を促す。 ・先生役のアニメキャラクターによる参加型のアクティビティでインタラクティブな授業ができる。 ・学校の進度に関係なくゼロから内容を理解できる。
AIドリル機能	できる	・生徒の解答結果から苦手分野を分析・特定する（特許取得の「つまずき診断機能」）。 ・理解度に合わせた解説や問題を提示できる（「難易度コントロール機能」）。 ・170,000問以上の豊富な問題数から出題できる。
テスト機能	使える	・ウェブ上で自動作問、自動採点し、一人ひとりに合わせ学習箇所の提示（専用カリキュラムの提示）までを一貫して行える。 ・小テスト、学力診断テスト、定期テストの3種類のテストを用途に応じて使い分けることができる。 ・実際の定期試験や入学試験等の対応に活用できる。
ゲーミフィケーション機能	続く	・学習の継続意欲を促進させ、目標達成へのモチベーションを高める。 ・生徒が目標を達成した時にポイント獲得ができる「アチーブ・エッグ」という機能と連動している。 - ポイントをキャラクター育成に使用できるため、ポイント獲得のために学習を継続する。 ・生徒の学習行動サイクルを確立できるという効能もある。

（出所）すららネット有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ テクノロジーの積極的活用による「すらら」の競争力の向上

テクノロジーを積極的に活用、導入しているのが、「すらら」の大きな特徴である。

「すらら」では、リアルタイムに生徒の学習データを収集、分析している。そのため、学力に応じた出題内容の調整や、人間では気づきにくい苦手分野を発見することができ、生徒のレベルに応じた個別指導の精度が向上していく。特に、集団学習に不向きで授業についていけない生徒を自律学習に向かわせ、成績向上の実績につなげていることは、「すらら」のサービスの大きな競争力になっている。

また、上記のような自律学習効果が認められるため、家庭で講義を受け、学校でその復習や応用を行う「反転授業」と呼ばれる授業形態への転換を進めようとしている学校でも活用されている。

その他、AI によるサポート対話やビックデータを活用した商品開発など、先端技術を利用した課題解決力が同社の競争力となっている。

◆ プラットフォームとしての展開

「すらら」等の自社教材は、「SuRaLaLMS」と呼ばれる自社開発の LMS を通じて提供される。これまでは英語、数学/算数、国語が提供されてきたが、20 年 3 月には小中学校の理科と社会がリリースされ、科目の取り揃えが更に充実したものとなった。

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。

その LMS に載せる形で、協業先の教材コンテンツ（コラボレーション教材）の提供も行っている。現在は、「すらら」を導入している学習塾または学校に対するオプションサービスとして、他社が開発した 7 つの教材コンテンツが提供されている（停止中のものは除く）（図表 4）。

【 図表 4 】「すらら」で提供されている協業先の教材コンテンツ（コラボレーション教材）

商品名	協業先	主な対象	オプションとして利用可		主な内容
			学習塾	学校	
マイチューター for すらら	エー・エム・アイ・キャピタル	小学校4年生以上	√	√	・マンツーマンのSkype英会話と対話型アニメーション教材のコラボレーション
計算マスターへの道	旺文社	小学校4年生～小学校6年生	√		・小数・分数の正しい計算方法をレクチャーとドリルで学べるサービス
英単語・英熟語マスターへの道	旺文社	中学生	√		・高校受験に必要な英単語・熟語がマスターできるドリル形式のサービス
速さはかせ・割合はかせ	都麦出版	小学校高学年～中学生	√		・中学校でも必須の「速さ」と「割合」の問題ごとの解き方を無理なく身につけることができる
douga pocket	東京書籍	小学校高学年～中学生		√	・映像コンテンツ（動画）を解説とともに見て学習内容の理解を深めることができるデジタル教材
スタディパーク	がくげい	小学生1年生～小学校6年生	√		・小学生のためのインターネット学習サイト ・小学校の教科書に対応した「ランドセルシリーズ」をはじめ多くの教材を使うことができる
デジタルスタディ	がくげい	中学生	√		・中学生向け理科・社会学習サービス

（注）停止中のサービスはリストに含めていない
（出所）すららネット有価証券報告書、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

◆ 学習塾の開業支援サービスで導入校を増やしてきたのが特徴

11 年に同社は学習塾の独立開業者向けに「すらら」の販売を開始した。以降、学習塾に対する経営支援や独立開業支援を導入校拡大の手法としてきた。

同社の独立開業支援のサービスでは、通常のフランチャイズチェーンにあるような加盟金やシステム導入費等のロイヤリティが不要である。同社に対して支払われるのは「すらら」の教材利用料のみであり、それでいて開業、集客、チラシ制作といった学習塾経営に必要なサービスを受けることができる。

また、同社ではエリアマネジメント制を採っており、経営支援のほか、支援先の学習塾の商圏が重ならないように調整を行っている。

◆ 収益モデル

同社の収益モデルは、学習塾や学校に向けた BtoBtoC の事業モデルと、個人学習者に向けた BtoC の事業モデルに分かれる。

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。

◆ 収益モデル（1）～ BtoBtoC モデル

学習塾や学校を対象とする BtoBtoC モデルでは、導入校に対し、「すらら」を管理するための「先生 ID」を発行し、その上で、導入校は通う生徒に「生徒 ID」を発行・登録する。導入校は「すらら」の各機能を使って、生徒に対する受講フォローを行うことにより、生徒の学習レベルを高めるとともに、人件費や管理コストを抑制することが可能になる。

BtoBtoC モデルにおいて同社が受け取る対価（売上）は、学習塾と学校とではいくらか異なる。

学習塾に対しては、以下の 2 種類の利用料が発生する。

（1） 1 校舎について課金する月額サービス利用料
（2） 「生徒 ID」ひとつに対して課金する月額 ID 利用料

学校に対しては、以下の 2 種類の利用料が発生する。

（1） 契約時の初期導入料
（2） 「生徒 ID」ひとつにつき課金する月額 ID 利用料

ただし、学校は、学習塾よりも生徒数が多いことから、一定の「生徒 ID」数までは人数に関係なく 1 校舎当たりの固定額の利用料金を支払うことで利用でき、一定の「生徒 ID」数を超えた場合に、超過分の「生徒 ID」ひとつにつき追加で ID 利用料が発生する形態になっている。

なお、学校については「校舎課金」という形態がある。これは過去に採用していた課金形態であり、ID 数が増加しても収益増にはつながらない。現在はこの課金形態での新規の募集は行われていない。

◆ 収益モデル（2）～ BtoC モデル

個人学習者を対象とする BtoC モデルでは、個人学習者に対して「生徒 ID」を発行する。ID を持つ生徒に対しては、業務提携塾の先生からの受講フォローが遠隔で行われ、業務提携塾の先生には受講フォロー業務委託料が支払われる。

BtoC モデルでは「生徒 ID」ひとつに対して課金される月額 ID 利用料が同社の収益源になる。

◆ 校舎数と ID 数の推移

20 年 12 月末時点において、学習塾 1,075 校、学校 1,096 校（うち公立校 860 校）、海外 55 校の合計 2,226 校で「すらら」が導入されている。また、ID 数では、学習塾 24,866ID、学校 343,151ID（ID 課金

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。

334,566ID（うち公立校 289,576ID）、校舎課金 8,585ID）、海外 1,936ID、BtoC3,416ID、その他 414ID で、合計 373,783ID となった（図表 5）。

新型コロナウイルス感染症の感染拡大を防ぐために 20 年 2 月に全国の学校に休校要請が発出された際に、同社は「すらら」の無償 ID を配布した。その結果、これまでほとんどアプローチできていなかった公立校で「すらら」の導入が進み、導入校数と ID 数の急増につながった。そのため、20/12 期より、公立校の導入校数と ID 数が開示されるようになった。

【 図表 5 】「すらら」導入校及び ID 数の推移

	導入校数（校）					
	学習塾	学校			海外	合計
			公立校	公立校以外		
10年12月末	97	47	—	—	0	144
11年12月末	181	55	—	—	0	236
12年12月末	318	57	—	—	0	375
13年12月末	428	60	—	—	0	488
14年12月末	511	72	—	—	0	583
15年12月末	520	86	—	—	4	610
16年12月末	543	111	—	—	21	675
17年12月末	561	133	—	—	23	717
18年12月末	757	154	—	—	29	940
19年12月末	831	183	—	—	42	1,056
20年12月末	1,075	1,096	860	236	55	2,226

	ID数（ID）									
	学習塾	学校					海外	BtoC	その他	合計
			ID課金			校舎課金				
				公立校	公立校以外					
10年12月末	1,242	16,465	2,283	—	—	14,182	0	49	80	17,836
11年12月末	2,112	19,334	3,755	—	—	15,579	0	26	45	21,517
12年12月末	3,533	21,346	4,521	—	—	16,825	0	44	10	24,933
13年12月末	4,861	22,672	6,244	—	—	16,428	0	112	124	27,769
14年12月末	6,436	25,739	9,011	—	—	16,728	0	127	246	32,548
15年12月末	7,017	25,877	10,779	—	—	15,098	0	186	367	33,447
16年12月末	8,878	27,314	13,700	—	—	13,614	812	218	732	37,954
17年12月末	13,181	34,702	18,912	—	—	15,790	1,810	594	691	50,978
18年12月末	15,238	41,545	29,260	—	—	12,285	2,248	1,122	657	60,810
19年12月末	18,149	46,580	33,476	—	—	13,104	2,401	2,349	488	69,967
20年12月末	24,866	343,151	334,566	289,576	44,990	8,585	1,936	3,416	414	373,783

（出所）すららネット有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 海外展開

14 年 9 月に独立行政法人国際協力機構（JICA）から採択を受け、スリランカにて「教育格差是正プロジェクト」を開始したことから、同社の海外展開は始まった。このプロジェクトは、教師のレベルに左右されることなく効率の良い数学教育を広める仕組みの構築を目指すものであった。このプロジェクトを通じてスリランカでの足場を築き、プロジェクト終了後も同社が展開を続けている。

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。

同様のパターンで 15 年 4 月にはインドネシアにて、「産学連携による子どもたちの学力達成度強化事業」が開始された。現在は、スリランカとインドネシアの他に、インドとフィリピンでトライアル展開を進めている。また、JICA のプロジェクトを通じて、エジプトでの調査を行っている。

なお、国によって細かい部分の違いはあるものの、海外展開の場合も、現地の教育機関等を介在しての BtoBtoC モデルでの展開が基本である。

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。

＞ 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 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】SWOT 分析

強み (Strength)	・「すらら」のコンテンツ及び機能 - 最先端技術による商品力 （インタラクティブレクチャーやアダプティブラーニング等） - 「無学年式」というコンセプト ・「すらら」の使用により学習塾や学校を課題解決する仕組みの提供 ・「すらら」のサービスとしての高い評価 - 「日本e-Learning大賞文部科学大臣賞」の受賞等 ・海外展開の実績 ・安全性の高い財務の状況（無借金）
弱み (Weakness)	・BtoC市場での知名度がまだ高くない状況 ・事業規模の小ささ ・代表取締役社長への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	・学習塾や学校における集団指導から個別指導/少人数指導へのシフトの動き - 教員や塾講師の慢性的な不足 ・学習塾で独立開業を目指す人の増加 ・中規模以上の学習塾の取り込みの余地 ・学校への導入が進むこと ・学習塾や学校以外への本格展開の余地（放課後等デイサービスなど） ・行政による教育ICTの推進による後押し - GIGAスクール構想（文部科学省）やEdTech導入補助金（経済産業省） ・BtoCの増加余地 - 発達障がいや学習障がい、不登校の子どもへの浸透 ・海外展開の拡大（既進出先での深耕及び進出先の国・地域の増加） ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・少子化の進行による生徒の減少 ・競争の激化（特に学校向け） ・教育制度や入試制度の変更の可能性 ・「すらら」の使用と学力向上の関連性が希薄になる可能性 ・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

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。

＞ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、開発開始以降 15 年超にわたって「すらら」に蓄積・集約されてきたノウハウにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 7 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の知的財産またはノウハウに属する「すらら」そのものにあると考えられる。05 年 12 月の前身会社の創業及び開発の開始以来 15 年超にわたって、新機能の追加やバージョンアップが絶え間なく続けられ、e ラーニングのコンテンツ及びサービスに関するノウハウが蓄積され続けてきた。これは、代表取締役社長と創業来「すらら」の開発に携わってきた取締役の 2 名の人的資本によって主導されてきた。

単に「すらら」の商品・サービス力だけが強みではない。現在の同社の主力顧客となっている独立開業の学習塾へのアプローチは、代表取締役社長が前職で得た知見が大いに活用されたものである。つまり提供するサービスと提供する方法がうまく合致した結果である。

このように知的財産を活用することで、学習塾を中心に顧客資産を積み上げていった。また、社会課題解決型の事業であることを標榜してきた結果、早い段階から海外展開を行うことができ、海外での顧客資産も蓄積されつつある。「すらら」は利用者からフィードバックを受ける形で改善が進められる仕組みになっているため、顧客増が品質・サービスの強化につながり、それが更なる顧客増につながるという循環が描けるようになっている。

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。

【 図表７ 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値（前回）	KPI 数値（今回）
関係資本	顧客	・学習塾経由のユーザーの拡大	・導入校数	993校	1,075校
			・すららID数	23,268ID	24,866ID
		・学校経由のユーザーの拡大	・導入校数	402校	1,096校
			・すららID数（ID課金のみ）	72,087ID	334,566ID
		・BtoC向けのユーザーの拡大	・すららID数	3,572ID	3,416ID
		・海外のユーザーの拡大	・導入校数	52校	55校
			・すららID数	2,131ID	1,936ID
			・展開している国・地域	4カ国 スリランカ インドネシア インド フィリピン	-----
	ブランド	・外部からの評価	・主な受賞歴	第9回日本e-Learning大賞文部科学大臣賞 第2回日本ベンチャー大賞社会課題解決賞	-----
	ネットワーク	・事業会社との提携	・提携先の事業会社	凸版印刷 NTTドコモ Z会 チエル	凸版印刷 NTTドコモ Z会 チエル アイード
			・上記以外の大株主の事業会社	マイナビ	-----
		・開発及びサービスの向上のための外部リソース	・ビッグデータ分析の研究のパートナー	東京大学等	-----
			・システムやコンテンツの改善のチーム	SuRaLaboプロジェクト（利用する先生方）	-----
		・海外展開	・海外展開の契機となる案件のオーナー	国際協力機構（JICA）	-----
組織資本	プロセス	・開発	・企画開発グループ	8名（19年12月末）	10名
		・コンテンツ及びサービスの向上	・システムやコンテンツの改善のチーム	SuRaLaboプロジェクト	-----
		・営業・マーケティング	・マーケティンググループ	25名（19年12月末）	30名
		・全社管理	・経営管理グループ	9名（19年12月末）	8名
	知的財産 ノウハウ	・特許	・保有特許数	1件	-----
		・蓄積されたノウハウ	・「すらら」の開発コンセプト	「教育格差をなくす」など	-----
			・「すらら」の開発開始以来の年数	05年12月より14年経過	05年12月より15年経過
		・ビジネス展開についての知見	・学習塾のフランチャイズ経営の知見	代表取締役社長の前職の経験	-----
		・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア	254百万円	400百万円
			・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定	101百万円	12百万円
人的資本	経営陣	・湯野川孝彦氏（代表取締役社長）と 柿内美樹氏（取締役）の存在	・「すらら」の開発開始以来の年数	05年12月より14年経過	05年12月より15年経過
			・すららネットが現体制になって以来の年数	10年11月のMBOより9年経過	10年11月のMBOより10年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	1,172,855株（18.50%） （株数は20年7月1日付の株式分割後ベース）	1,122,855株（17.33%）
			・代表取締役社長以外の 取締役（監査等委員除く）による保有	360,000株（5.68%）（19/12期末） （株数は20年7月1日付の株式分割後ベース換算）	406,710株（6.28%）
			・役員報酬総額（取締役） *社外取締役、監査等委員は除く	40百万円（3名）（19/12期）	40百万円（2名）
	従業員	・企業風土	・従業員数	42名（19年12月末）	49名
			・平均年齢	36.6歳（19年12月末）	35.8歳
			・平均勤続年数	3.0年（19年12月末）	2.9年
		・インセンティブ	・従業員持株会	なし	-----
			・ストックオプション	350,000株（5.52%）*取締役保有分も含む （株数は20年7月1日付の株式分割後ベース）	210,000株（3.24%）*取締役保有分も含む

（注）KPI の数値は、特に記載がない場合、前回は 20/12 期上期または 20/12 期上期末、今回は 20/12 期または 20/12 期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示。
（出所）すららネット有価証券報告書、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

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。

＞ 決算概要

◆ 20年12月期は学校マーケットとBtoCマーケットへの「すらら」の浸透が進み大幅増収増益

20/12期業績は、売上高が1,649百万円（前期比44.5%増）、営業利益が540百万円（同738.0%増）、経常利益が548百万円（同734.6%増）、当期純利益が379百万円（同764.2%増）となった。

20/12期中、会社計画は、第2四半期決算公表時と第3四半期決算公表時の2度にわたって上方修正された。2度目の上方修正後の会社計画に対する達成率は、売上高が101.5%、営業利益が115.5%であった。

マーケット別の売上高は、学習塾マーケットが前期比15.8%増、学校マーケットが同82.9%増、BtoCマーケットが同76.3%増、その他が同23.0%減となった。

学習塾マーケットでは、導入校数が前期末比 29.4%増、ID 数が同37.0%増となった。期初に大手学習塾での新規の導入があったほか、新型コロナウイルス感染症の感染拡大を受けて、「すらら」を導入してオンライン化を進めるという既存学習塾の動きが加速したことが追い風となった。一方、これから独立開業で塾経営を始めるために「すらら」を導入するという需要については、独立開業の見送りや、セミナーの中止等による営業活動の停滞があり、伸び悩んだ模様である。

学校マーケットでは、導入校数が前期末比6.0倍、ID課金対象のID数が同10.0倍となった。新型コロナウイルス禍の影響で、20年2月に政府から全国の小中高等学校に対して臨時休校要請が出されたが、その直後に同社は「すらら」のIDの無償提供を実施した。無償期間終了後に有償で継続した学校があり、導入校数やID数の増加につながった。また、EdTech導入補助金も追い風となった。今回のIDの無償提供は、これまでほとんど手つかずであった公立校へのアプローチの契機となった上に、メディアに掲載される機会が増加したことによる認知度向上もあり、非常に有効な施策であった。

BtoCマーケットでは、ID数が前期末比45.4%増となった。臨時休校要請等により在宅学習需要が高まったことと、在宅学習用のオンライン教材としてメディアに多数紹介されて認知度が大きく向上したことにより、新規申し込みが大幅に増加した。

その他に含まれる海外マーケットは、導入校数が前期末比 31.0%増、ID 数が同 19.4%減となった。新型コロナウイルス禍により、スリランカやインドネシアでの休校が続き、いったんIDの利用を解除する動きがあったほか、新規案件のための営業活動も進まなかった。

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。

売上総利益率は、他よりも原価率が高い BtoC マーケットの売上構成比の上昇により、前期比 0.5%ポイント低下の 78.3%となった。BtoC マーケットの原価率が他よりも高いのは、サービス提供にあたって、必ずコーチをつけなくてはならず、その分の費用が発生するためである。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、人員の増加による人件費の増加はあったものの、前期に行ったテレビ CM を実施しなかったことによる広告宣伝費の減少や、緊急事態宣言等に伴う移動の制限による旅費交通費の減少によって前期比 9.9%減となり、売上高販管費率は同 27.5%ポイント低下の 45.6%となった。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比 27.1%ポイント上昇の 32.8%となった。

＞ 最近の変化

◆ 「すらら」導入を後押しする政府の事業

20/12 期に入って、「すらら」の導入を後押しする政府の事業が本格化し始めてきた。経済産業省のもとで進められている EdTech 導入補助金（先端的教育ソフトウェア導入実証事業）と、文部科学省のもとで進められている GIGA スクール構想である。

どちらも、これまで「すらら」の浸透が進んでいなかった公立校への導入が進む契機となった。

◆ 「すらら」導入を後押しする政府の事業 ～ EdTech 導入補助金

EdTech 導入補助金は、教育現場の ICT 活用を推進するための事業である。20 年 3 月に発表されたが、緊急事態宣言の発出等により、対象範囲を拡大して前倒しで実施された。EdTech のソフトウェア・サービスの導入を希望する学校と連携しながら、サービス事業者が補助金の申請を行い、受給した補助金をもとにサービス事業者がサービスを提供する。

EdTech 導入補助金は、ID 利用料と、導入時の研修サービスへの対価という形で同社の売上高として計上され、20/12 期の増収に貢献した。なお、EdTech 導入補助金は 21 年 3 月までとなり、4 月以降は、各地方自治体の予算で ID 利用が続けられる。そのため、サービス利用が続くかどうかは、予算も含め、各地方自治体の判断に委ねられることになる。

◆ 「すらら」導入を後押しする政府の事業 ～ GIGA スクール構想

GIGA スクール構想は、全国の学校で義務教育を受ける児童・生徒の

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。

ために、1 人 1 台の学習用 PC や、クラウド活用を前提とした高速大容量ネットワーク環境等を整備する事業である。ハードウェアの提供が中心の事業だが、そのハードウェアを活用するためにコンテンツもあわせて提供していくという方針で運用されている。

GIGA スクール構想でのハードウェアの提供は、ＮＥＣ（6701 東証一部）や大塚商会（4768 東証一部）といった SI 企業が担当する。こうした SI 企業がハードウェアを提供する際に、「すららドリル」をあわせて提供する予定である。従って、ハードウェアを提供する SI 企業は、同社にとっての販売代理店となる。卸価格が同社の売上高になるため、直販の場合よりも単価は低くなるが、販売費がかからないため、従来と比べて収益性が落ちるということにはならないと推測される。

なお、SI 企業が無料キャンペーン等を行うと、同社にも収益が上がってこない。そのため、GIGA スクール構想からの収益貢献は 20/12 期にはなく、21/12 期からと考えられる。

＞ 今後の業績見通し

◆ 21 年 12 月期会社計画

21/12 期の会社計画は、売上高 1,920 百万円（前期比 16.4%増）、営業利益 323 百万円（同 40.1%減）、経常利益 360 百万円（同 34.3%減）、当期純利益 239 百万円（同 36.8%減）である（図表 8）。

マーケット別売上高は、学習塾マーケットが前期比 8.0%増、学校マーケットが同 24.5%増、BtoC マーケットが同 18.2%増、その他が同 62.1%増を計画している。マーケット別の概要は以下の通りである。

（1） 学習塾マーケットは、教育現場の ICT 化のほか、放課後等デイサービスでの導入が進むことを想定している。

（2） 学校マーケットは、21 年 3 月末に公立小中学校での PC 導入が一定水準まで進むことを前提に、公立学校での導入が進むとしているが、EdTech 補助金が 3 月までのため、4 月以降、公立学校の ID 数はいったん減少するものと想定している。

（3） BtoC マーケットは、不登校や発達障がいの生徒にも対応した教材という認知が進み、ID 数が堅調に推移すると想定している。

売上総利益率は、前期比 8.1%ポイント低下の 70.2%を計画している。コンテンツの拡充やシステム開発強化による減価償却費の増加と、将

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。

来のユーザー数の増加に備え、サーバー等のインフラの増強を行うことによる費用増を織り込んでいる。

販管費は前期比 36.3%増の 1,025 百万円、売上高販管費率は同 7.8%ポイント上昇の 53.4%を予定している。正社員を 49 人から 66 人まで増員することによる人件費の増加、新型コロナウイルス禍で 20/12 期に抑制されていた出張費の増加、教育系イベントへの出展による費用増を見込んでいる。

これらの結果、同社は、21/12 期の売上高営業利益率を同 16.0%ポイント低下の 16.8%としている。

【 図表 8 】すららネットの 21 年 12 月期の単体業績計画 （単位：百万円）

	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期 会社計画	
	実績	実績	実績	期初計画	前期比
売上高	935	1,141	1,649	1,920	16.4%
学習塾	547	621	719	777	8.0%
学校	294	336	615	766	24.5%
BtoC	82	174	307	364	18.2%
その他	11	8	6	11	62.1%
売上総利益	730	899	1,292	1,348	4.3%
売上総利益率	78.1%	78.8%	78.3%	70.2%	–
営業利益	202	64	540	323	-40.1%
売上高営業利益率	21.6%	5.7%	32.8%	16.8%	–
経常利益	223	65	548	360	-34.3%
売上高経常利益率	23.9%	5.8%	33.3%	18.8%	–
当期純利益	137	43	379	239	-36.8%
売上高当期純利益率	14.7%	3.9%	23.0%	12.4%	–

（注）18/12 期まで「その他」に分類されていた直営の塾の売上高が 19/12 期より「学習塾」に分類されるようになった。
18/12 期の数値は分類変更前の金額を、19/12 期の数値は分類変更後の金額をそれぞれ表示している。
（出所）すららネット有価証券報告書、決算短信及び決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 中長期経営計画

同社は中長期経営計画を更新し、21/12 期～23/12 期までの中長期計画を公表した（図表 9）。売上高は 21/12 期は前期比 16.4%増の計画だが、22/12 期以降は、GIGA スクール構想を追い風とした教育現場の ICT 化の進展を背景に、年平均 20%増収を目指すとしている。

利益面では、投資を積極的に行うために 21/12 期の売上高営業利益率は 16.8%まで低下するが、その後は投資の一巡や増収等により、22/12 期 23.8%、23/12 期 30.3%へと上昇していくと同社は想定している。

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。

【 図表 9 】すららネットの中長期経営計画（単体業績）

（単位：百万円）

	20/12期	21/12期			22/12期			23/12期	
	実績	会社計画	前期比	中計(前回)	中計(今回)	前期比	中計(前回)	中計	前期比
売上高	1,649	1,920	16.4%	1,600	2,400	25.0%	2,000	3,100	29.2%
学習塾	719	777	8.0%	–	–	–	–	–	–
学校	615	766	24.5%	–	–	–	–	–	–
BtoC	307	364	18.2%	–	–	–	–	–	–
その他	6	11	62.1%	–	–	–	–	–	–
売上総利益	1,292	1,348	–	–	–	–	–	–	–
売上総利益率	78.3%	70.2%	–	–	–	–	–	–	–
営業利益	540	323	-40.1%	220	570	76.5%	310	940	64.9%
売上高営業利益率	32.8%	16.8%	–	13.8%	23.8%	–	15.5%	30.3%	–
経常利益	548	360	-34.3%	–	–	–	–	–	–
売上高経常利益率	33.3%	18.8%	–	–	–	–	–	–	–
当期純利益	379	239	-36.8%	–	–	–	–	–	–
売上高当期純利益率	23.0%	12.4%	–	–	–	–	–	–	–

（出所）すららネット有価証券報告書、決算短信及び決算説明会資料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～ 21 年 12 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、20/12 期の実績を踏まえて、21/12 期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、21/12 期業績について、売上高 1,950 百万円（前期比 18.2%増）、営業利益 346 百万円（同 35.9%減）、経常利益 381 百万円（同 30.5%減）、当期純利益 253 百万円（同 33.3%減）と、売上高、利益とも会社計画を若干上回る水準を予想した（図表 10）。

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） 売上高は、その他（海外を含む）以外は、マーケット別に、期末 ID 数、期中平均 ID 数、期中平均 1ID 当たり売上高を予想して算出した。その結果、学習塾マーケットは前期比 11.0%増収、学校マーケットは同 21.6%増収、BtoC マーケットは同 26.6%増収、その他は同 106.3%増収とした。

期末 ID 数は、学習塾マーケットは前期末比 10.6%増、学校マーケット（課金 ID 数）は同 21.1%減、BtoC マーケットは同 11.2%増とした。学校マーケットの期末 ID 数の減少は、EdTech 補助金が終了したのを受けて、利用を継続しない公立校が生じることを想定したものである。それでも期中平均で見ると前期比 62.6%増となるが、公立校の割合の上昇により 1 課金 ID 当たり売上高が同約 25%低下し、増収率が抑えられると予想した。

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。

（2） 売上総利益率は、前期比 7.8%ポイント低下の 70.5%とした（会社計画は前期比 8.1%ポイント低下の 70.2%）。減価償却費の増加と、インフラ増強のための費用増、原価率の高い BtoC マーケットの売上構成比の上昇を想定した。

コンテンツの拡充やシステム開発強化による減価償却費の増加と、将来のユーザー数の増加に備え、サーバー等のインフラの増強を行うことによる費用増を織り込んでいる。

（3） 販管費は、20/12 期の 751 百万円に対し、21/12 期は 36.8%増の 1,028 百万円とした。会社計画とほぼ同額である。人員増による人件費の増加、人の移動の増加による旅費交通費やマーケティング関連費用の増加を想定した。これらの結果、21/12 期の売上高営業利益率は前期比 15.0%ポイント低下の 17.8%と予想した（会社計画は 16.8%）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想～ 22 年 12 月期以降

22/12 期以降について、22/12 期は前期比 22.8%、23/12 期は同 22.9%の増収を予想した。どのマーケットも ID の増加が増収の牽引役となろう。売上総利益率について、22/12 期は同 2.5%ポイント上昇の 73.0%としたが、23/12 期は再度、21/12 期のようなインフラ増強を行うと予想し、22/12 期比横ばいに留まるものとした。販管費は 22/12 期は同 17.9%増、23/12 期は同 14.1%増で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 22/12 期 22.4%、23/12 期 26.0%と上昇していくものと予想した。

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。

【 図表 10 】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）

	18/12期単	19/12期単	20/12期単	21/12期単CE	22/12期単CE（中計）	23/12期単CE（中計）	21/12期単E（今回）	21/12期単E（前回）	22/12期単E（今回）	22/12期単E（前回）	23/12期単E
損益計算書											
売上高	935	1,141	1,649	1,920	2,400	3,100	1,950	2,121	2,394	2,477	2,944
前期比	27.9%	22.0%	44.5%	16.4%	25.0%	29.2%	18.2%	36.3%	22.8%	16.8%	22.9%
学習塾	547	621	719	777	–	–	798	983	899	1,130	1,021
前期比	18.1%	12.4%(注)	15.8%	8.0%	–	–	11.0%	27.3%	12.7%	15.0%	13.6%
売上構成比	58.6%	54.4%	43.6%	40.5%	–	–	40.9%	46.4%	37.6%	45.6%	34.7%
学校	294	336	615	766	–	–	748	684	1,002	800	1,309
前期比	27.0%	14.4%	82.9%	24.5%	–	–	21.6%	49.0%	33.9%	17.1%	30.7%
売上構成比	31.4%	29.5%	37.3%	39.9%	–	–	38.4%	32.2%	41.8%	32.3%	44.5%
BtoC	82	174	307	364	–	–	389	440	473	525	588
前期比	160.6%	111.3%	76.3%	18.2%	–	–	26.6%	38.6%	21.4%	19.3%	24.3%
売上構成比	8.8%	15.3%	18.7%	19.0%	–	–	20.0%	20.7%	19.8%	21.2%	20.0%
その他	11	8	6	11	–	–	14	14	20	21	25
前期比	138.9%	37.1%(注)	-23.0%	62.1%	–	–	106.3%	100.0%	42.9%	50.0%	25.0%
売上構成比	1.2%	0.8%	0.4%	0.6%	–	–	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
売上総利益	730	899	1,292	1,348	–	–	1,375	1,671	1,748	1,952	2,149
前期比	27.3%	23.1%	43.7%	4.3%	–	–	6.4%	36.3%	27.1%	16.8%	22.9%
売上総利益率	78.1%	78.8%	78.3%	70.2%	–	–	70.5%	78.8%	73.0%	78.8%	73.0%
販売費及び一般管理費	528	834	751	1,025	–	–	1,028	1,085	1,212	1,268	1,383
売上高販管費率	56.4%	73.1%	45.6%	53.4%	–	–	52.7%	51.2%	50.6%	51.2%	47.0%
営業利益	202	64	540	323	570	940	346	585	535	683	766
前期比	68.1%	-68.1%	738.0%	-40.1%	136.2%	136.2%	-35.9%	73.4%	54.5%	16.6%	43.0%
売上高営業利益率	21.6%	5.7%	32.8%	16.8%	23.8%	30.3%	17.8%	27.6%	22.4%	27.6%	26.0%
経常利益	223	65	548	360	–	–	381	586	536	684	767
前期比	106.6%	-70.6%	734.6%	-34.3%	–	–	-30.5%	69.2%	40.6%	16.6%	42.9%
売上高経常利益率	23.9%	5.8%	33.3%	18.8%	–	–	19.6%	27.7%	22.4%	27.6%	26.1%
当期純利益	137	43	379	239	–	–	253	399	356	465	509
前期比	76.2%	-68.1%	764.2%	-36.8%	–	–	-33.3%	69.2%	40.6%	16.6%	42.9%
売上高当期純利益率	14.7%	3.9%	23.0%	12.4%	–	–	13.0%	18.8%	14.9%	18.8%	17.3%

（注）CE：会社予想 E：証券リサーチセンター予想
18/12 期まで「その他」に分類されていた直営の塾の売上高が 19/12 期より「学習塾」に分類されるようになった。
表中では「学習塾」と「その他」について、18/12 期は分類変更前の、19/12 期の金額は分類変更後の金額を表示し、
19/12 期の前期比は、18/12 期の分類変更後の金額に対する変化率を表示している。
（出所）すららネット有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。

【 図表 11 】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）

	18/12期単	19/12期単	20/12期単	21/12期単CE	22/12期単CE (中計)	23/12期単CE (中計)	21/12期単E (今回)	21/12期単E (前回)	22/12期単E (今回)	22/12期単E (前回)	23/12期単E
貸借対照表											
現金及び預金	613	533	953	-	-	-	1,330	837	1,554	1,271	2,360
売掛金	111	133	363	-	-	-	222	252	496	268	386
商品・貯蔵品	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	11	26	9	-	-	-	9	26	9	26	9
流動資産	736	692	1,326	-	-	-	1,562	1,115	2,061	1,565	2,756
有形固定資産	1	7	7	-	-	-	7	8	7	8	7
無形固定資産	257	311	412	-	-	-	382	656	342	716	292
投資その他の資産	32	21	34	-	-	-	34	21	34	21	34
固定資産	291	340	454	-	-	-	424	686	384	746	334
資産合計	1,027	1,033	1,780	-	-	-	1,987	1,801	2,445	2,311	3,091
買掛金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
短期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金・未払費用	54	85	167	-	-	-	195	159	239	185	294
未払法人税等	53	1	186	-	-	-	102	18	144	21	206
前受金	39	48	60	-	-	-	70	91	86	106	105
その他	32	6	82	-	-	-	82	6	82	6	82
流動負債	180	142	496	-	-	-	450	275	552	320	688
長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
固定負債	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
純資産合計	847	891	1,284	-	-	-	1,537	1,526	1,893	1,991	2,403
(自己資本)	847	891	1,284	-	-	-	1,537	1,526	1,893	1,991	2,403
(新株予約権)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書											
税引前当期純利益	193	64	548	-	-	-	381	586	536	684	767
減価償却費	96	92	105	-	-	-	130	130	140	140	150
売上債権の増減額（－は増加）	-20	-21	-229	-	-	-	140	-58	-274	-16	109
棚卸資産の増減額（－は増加）	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額（－は減少）	-11	4	59	-	-	-	23	36	37	22	46
前受金の増減額（－は減少）	8	8	11	-	-	-	10	24	15	15	19
法人税等の支払額・還付額	-36	-81	14	-	-	-	-212	-180	-138	-215	-195
その他	60	-17	90	-	-	-	4	6	6	4	8
営業活動によるキャッシュ・フロー	291	50	600	-	-	-	478	545	325	635	906
有形固定資産の取得による支出	0	-8	-	-	-	-	-1	-1	-1	-1	-1
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-110	-122	-187	-	-	-	-100	-200	-100	-200	-100
その他	-13	-	0	-	-	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-123	-130	-187	-	-	-	-101	-201	-101	-201	-101
短期借入金の増減額（－は減少）	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額（－は減少）	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
株式の発行による収入（公開費用控除後）	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	8	0	7	-	-	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	8	0	7	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物に係る換算価額	0	0	0	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	176	-79	419	-	-	-	377	344	224	434	805
現金及び現金同等物の期首残高	436	613	533	-	-	-	953	492	1,330	837	1,554
現金及び現金同等物の期末残高	613	533	953	-	-	-	1,330	837	1,554	1,271	2,360

（注）CE：会社予想　E：証券リサーチセンター予想
（出所）すららネット有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

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。

＞ 投資に際しての留意点

◆ 教育制度の変化

最近は入試制度の変更や、教育のあり方等についての議論が多くなされている。そのため、教育制度が大きく変わると、その変更に対応しようとする動きが出るため、学校及び学習塾において、教える内容や方法が変化することになる。その結果、「すらら」に対する顧客の需要に変化が生じ、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

◆ 政策に根差す需要動向の変動

教育の ICT 化を推進する政策は「すらら」の浸透に追い風となることには間違いない。しかし、同社のコントロールできない部分での動きによって、業績に大きな影響が及ぶ可能性が通常より高いことも否めない。EdTech 導入補助金終了後の各地方自治体での予算のつき方、GIGA スクール構想での SI 企業の販売意欲等がそれに該当する。

◆ 配当

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。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

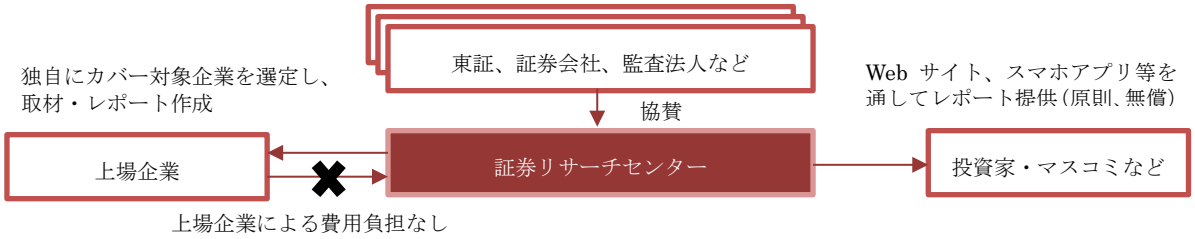
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 19 年 12 月 27 日より開始いたしました。
新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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。

証券リサーチセンターについて

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

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



■協賛会員

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社
有限責任監査法人トーマツ
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
三優監査法人
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
EY 新日本有限責任監査法人
太陽有限責任監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
野村證券株式会社
株式会社 ICMG
株式会社 SBI 証券
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。
- 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。