

# 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

ベーシック・レポート  
2019年12月27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 20191224

## 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 投資先行の19年12月期から20年12月期の利益回復に期待

### 1. 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。

アナリスト:藤野敬大  
+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

・「すらら」の ID 数の積み上がりに連動して、12/12 期以降、年平均 27.9% のペースで売上高が増加した。経常利益も、13/12 期に黒字転換して以降、増収により年平均 43.0% のペースで拡大してきた。

・ICT を活用して教育サービスを提供する上場企業との財務指標の比較では、安全性で同社の優位性が目立っている。19/12 期は先行投資により減益計画のため、収益性と成長性については参考程度に捉えている。

#### 【主要指標】

	2019/12/20
株価 (円)	4,725
発行済株式数 (株)	1,266,700
時価総額 (百万円)	5,985

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	43.1	176.3	40.2
PBR (倍)	7.1	6.8	5.8
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、「すらら」そのもの(組織資本)にある。常に新機能追加やバージョンアップが続けられ、eラーニングのコンテンツ及びサービスのノウハウが蓄積されてきた。さらに、代表取締役社長の前職で得た知見と合わさり、「すらら」は学習塾を中心に顧客資産を積み上げていった。現在は、顧客増が品質・サービスの強化につながり、それが再度顧客増につながるという好循環が描けるようになっている。

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	10.5	48.8	-26.3
対TOPIX (%)	8.4	36.3	-36.5

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、コンテンツ不足への対応、知名度の向上、BtoC マーケットの開拓、海外マーケットの開拓が挙げられる。

・同社は、「すらら」導入の校舎数と、「すらら」学習者を示す ID 数の増加を事業戦略の根幹に据えている。学習塾マーケットでは既存の中堅規模の学習塾へのアプローチ強化を、BtoC マーケットでは発達障がい者向けの強化を、海外では既進出の国での「すらら」の普及に注力する意向である。

#### 【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、社会課題解決型の事業でかつ固定費率の高い事業でありながら収益化を実現できている点を評価している。今後注力する BtoC マーケットや海外での事業も社会課題解決型であるため、成長余地は大きいと、収益化に想定以上に時間を要する可能性がある点には留意しておきたい。

#### 【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)
2017/12	731	24.9	120	47.5	108	32.2	78	45.4	71.1	567.2	0.0
2018/12	935	27.9	202	68.1	223	106.6	137	76.2	109.6	668.9	0.0
2019/12 CE	1,136	21.5	-1	-	-1	-	-2	-	-1.6	-	0.0
2019/12 E	1,167	24.8	46	-77.0	47	-78.7	34	-75.1	26.8	695.9	0.0
2020/12 E	1,501	28.6	206	343.8	208	336.8	149	336.8	117.6	814.2	0.0
2021/12 E	1,793	19.4	270	30.7	271	30.5	195	30.5	153.9	968.5	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、17年12月の上場時に143,700株(オーバーアロットメント分33,700株を含む)の公募増資を実施

#### ベーシック・レポート

## 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

#### ◆ 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。

#### ◆ 売上高の過半が学習塾向け

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）。

売上高は学習塾向けが中心で、売上構成比は 18/12 期で 58.6%、19/12 期第 3 四半期累計期間で 54.6%を占めている。次いで学校が 3 割程度の水準で推移している。一方、年々 BtoC 向けの売上構成比の上昇が目立つようになってきた。

【図表 1】マーケット別売上高

(単位：百万円)

	売上高			前期比 / 前年同期比			売上構成比		
	17/12期	18/12期	19/12期 3Q累計期間	17/12期	18/12期	19/12期 3Q累計期間	17/12期	18/12期	19/12期 3Q累計期間
学習塾	463	547	457	20.0%	18.1%	13.8%	63.4%	58.6%	54.6%
学校	231	294	249	32.5%	27.0%	14.8%	31.6%	31.4%	29.8%
BtoC	31	82	123	56.0%	160.6%	113.5%	4.3%	8.8%	14.8%
その他	4	11	6	6.6%	332.5%	21.8%	0.7%	1.2%	0.8%
合計	731	935	837	24.9%	27.9%	11.4%	100.0%	100.0%	100.0%

(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

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こととする。

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合わせ持つ

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

「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かず、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合わ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)。

【 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	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・先生役のキャラクターによる対話型のレクチャーでインタラクティブな授業ができる。</li> <li>・適度な緊張感のもとで楽しみながら学習を進めることができる。</li> </ul>
アダプティブラーニング機能 (ドリル機能)	できる	<ul style="list-style-type: none"> <li>・生徒の解答結果から苦手分野を分析・特定する(つまずき診断機能)。</li> <li>・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)。</li> </ul>
学習管理機能	見守る	<ul style="list-style-type: none"> <li>・先生や生徒自身(親子含む)による目標設定ができる。</li> <li>・目標の進捗状況や苦手分野を先生が管理し、生徒からの質問に答える機能。</li> <li>・適時にアドバイスすることにより生徒のモチベーションが維持できる。</li> </ul>
テストシステム 「E-te(イー・テ)」	使える	<ul style="list-style-type: none"> <li>・Webテストシステムにより生徒の理解度を測定できる。</li> <li>・単なる正誤だけでなく、具体的な推奨履修範囲が即座に提示される。</li> <li>・実際の定期試験や受験等の対応に活用できる。</li> </ul>
ゲーミフィケーション要素 を有した各種機能	続く	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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。</li> <li>・オンラインゲーム内でのライバルがいるような世界観を演出する。</li> <li>・生徒同士が応援メッセージを送り合えるソーシャル・メール機能などもある。</li> </ul>

(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グ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。現在、同社では、英語、数学/算数、国語の教材を取り揃えている。

そのLMSに乗せる形で、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	イー・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
速さ博士・割合博士	都表出版	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圈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、学習塾や学校向けの BtoBtoC の事業モデルと、個人学習者向けの BtoC の事業モデルに分かれる。

#### ◆ 収益モデル (1) ～ BtoBtoC モデル

学習塾や学校向けの 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。

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

ただし、学校向けについては、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 校舎につき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、学校に対しては「校舎課金」という形態がある。これは旧ベンチャー・リンク時代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

個人学習者向けの 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

19年9月末時点において、学習塾 817校、学校（主に私立中高）174校、海外 41校の合計 1,032校舎が「すらら」を導入している。また、ID数では、学習塾 17,575ID、学校 46,378ID（うち ID 課金 33,279ID、校舎課金 13,099ID）、海外 2,670ID、BtoC2,060ID、その他 687ID の合計 69,370ID となっている（図表 5）。

【図表 5】「すらら」導入校及び ID 数の推移

	導入校数(校)				ID数(ID)							
	学習塾	学校	海外	合計	学習塾	学校		合計	海外	BtoC	その他	合計
						ID課金	校舎課金					
10年12月末	97	47	0	144	1,242	2,283	14,182	16,465	0	49	80	17,836
11年12月末	181	55	0	236	2,112	3,755	15,579	19,334	0	26	45	21,517
12年12月末	318	57	0	375	3,533	4,521	16,825	21,346	0	44	10	24,933
13年12月末	428	60	0	488	4,861	6,244	16,428	22,672	0	112	124	27,769
14年12月末	511	72	0	583	6,436	9,011	16,728	25,739	0	127	246	32,548
15年12月末	520	86	4	610	7,017	10,779	15,098	25,877	0	186	367	33,447
16年12月末	543	111	21	675	8,878	13,700	13,614	27,314	812	218	732	37,954
17年12月末	561	133	23	717	13,181	18,912	15,790	34,702	1,810	594	691	50,978
18年12月末	757	154	29	940	15,238	29,260	12,285	41,545	2,248	1,122	657	60,810
19年9月末	817	174	41	1,032	17,575	33,279	13,099	46,378	2,670	2,060	687	69,370

(出所) すららネット有価証券報告書、四半期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。

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にも進出している。

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。

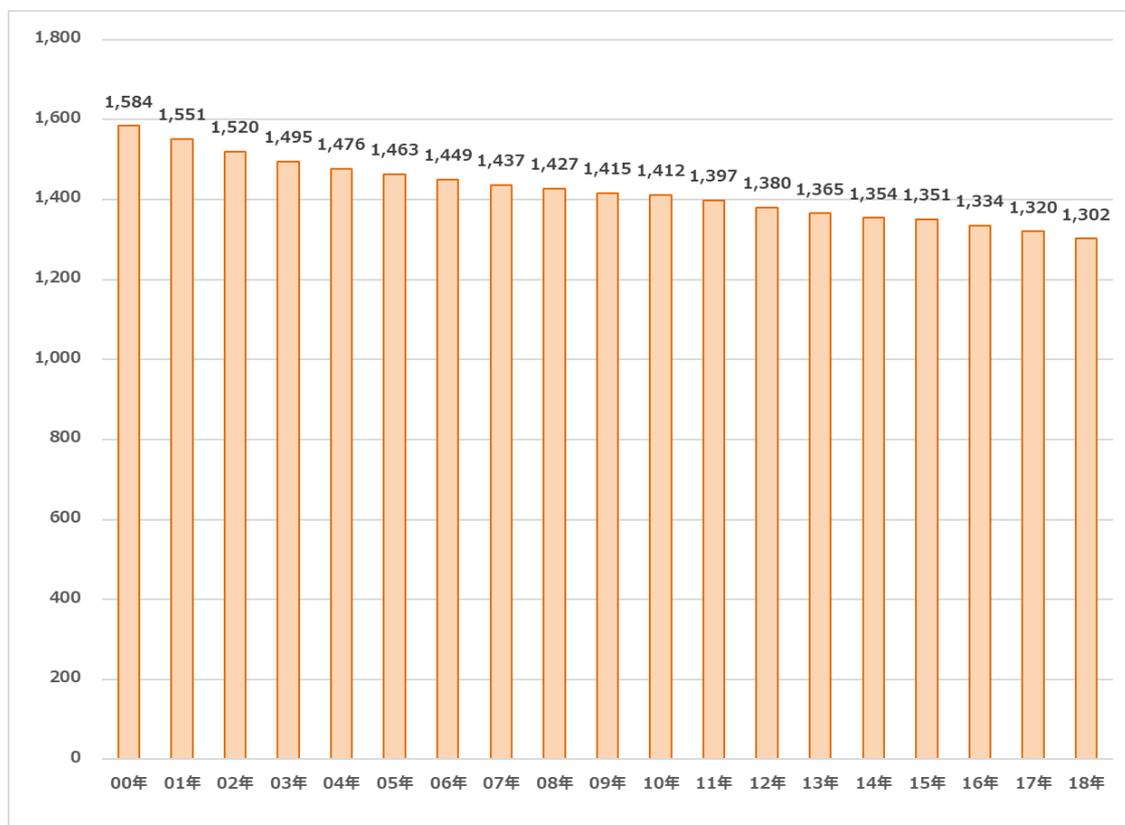
> 業界環境と競合

◆ 6歳以上18歳未満の人口の推移

総務省統計局の「人口推計」によると、「すらら」の利用者である6歳以上18歳未満の人口は18年10月1日時点で1,302万人とされている。00年以降、年平均1.1%のペースで減少が続いている（図表6）。今後も少子高齢化が進む中で、6歳以上18歳未満の人口の減少が続くことが想定される。

【 図表 6 】 6 歳以上 18 歳未満人口の推移

(単位:万人)



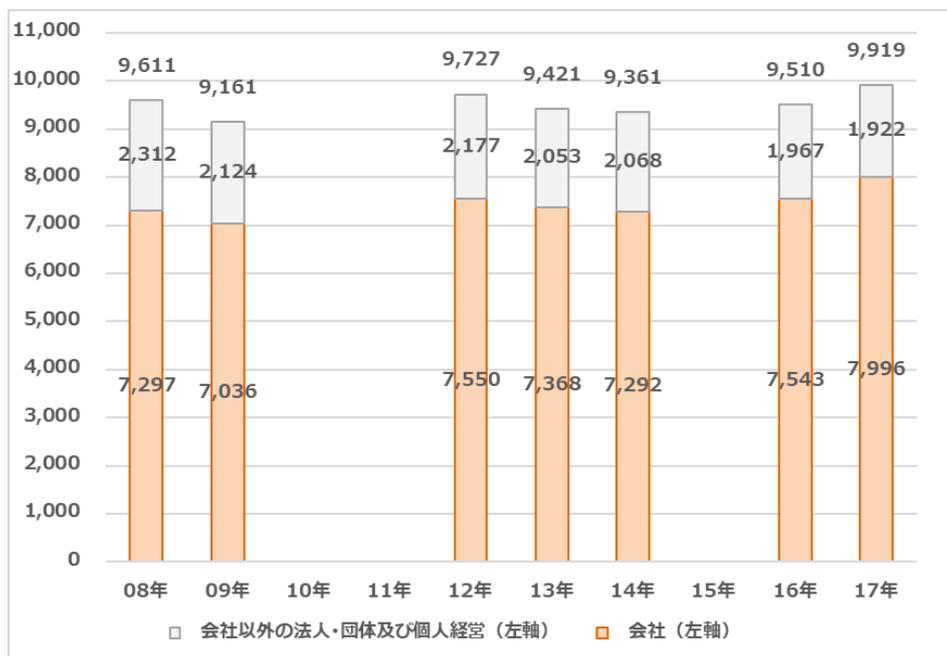
(出所) 総務省統計局「人口推計」より証券リサーチセンター作成

◆ 学習塾の市場規模及び事業所数の推移

経済産業省の「特定サービス産業実態調査報告書」によると、17年の学習塾業界の全売上高は9,919億円となり、過去10年の中で最大となっている(図表7)。そのうち、会社として経営されているものによる売上高が約8割を占め、緩やかに拡大している一方、個人経営を含む会社以外のものによる売上高の減少が続いている。

【 図表 7 】 学習塾の市場規模の推移

(単位:億円)



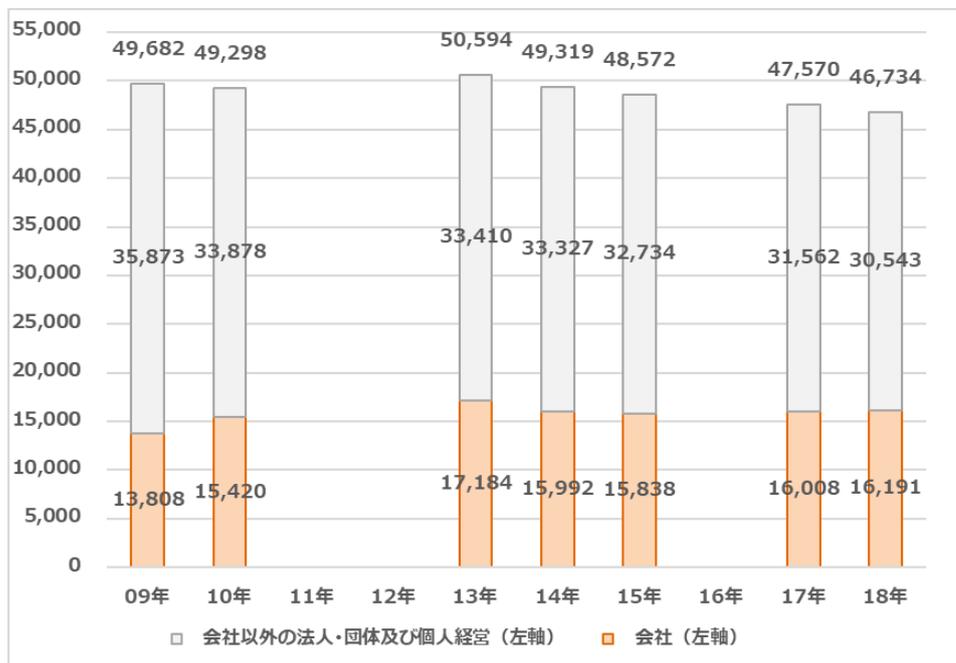
(注) 10年、11年、15年の分は調査が実施されていない

(出所) 経済産業省「特定サービス産業実態調査報告書」より証券リサーチセンター作成

同じ「特定サービス産業実態調査報告書」によると、18年7月1日時点の学習塾の事業所数は46,734カ所であり、13年をピークに緩やかな減少傾向にある(図表8)。そのうち、会社として経営されているものが約35%を占め増加傾向にある一方、個人経営を含む会社以外のものによる事業所は減少傾向にあり、大手への集約が進みつつある状況がうかがえよう。

【 図表 8 】 学習塾の事業所数の推移

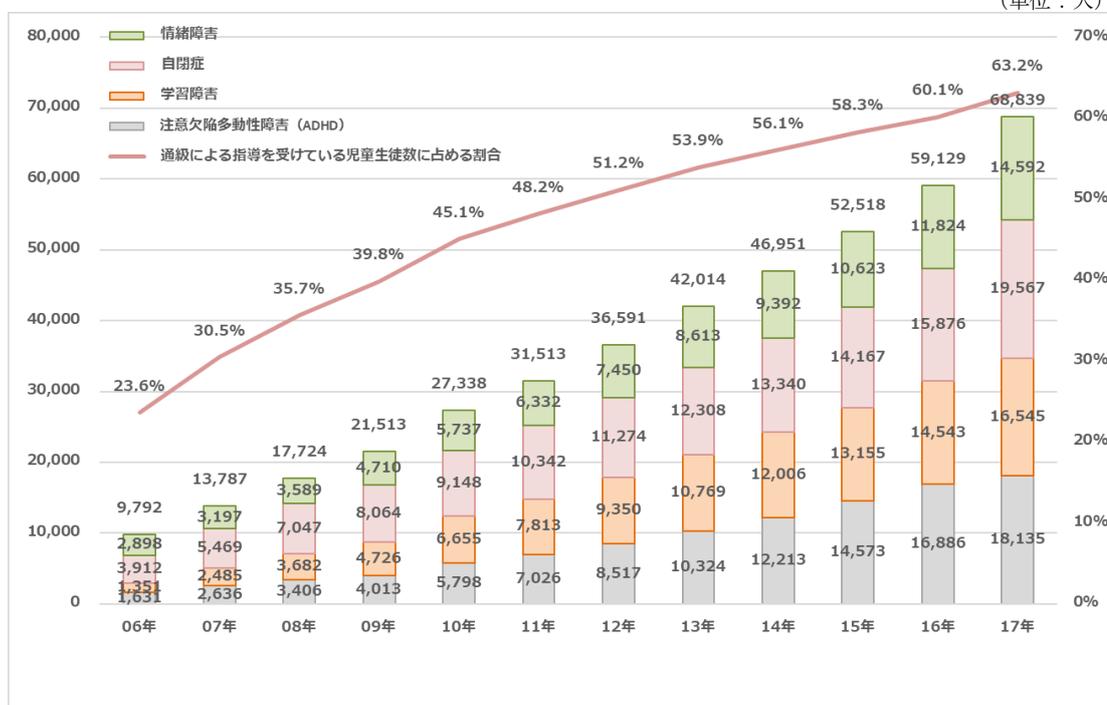
(単位:カ所)



(注) 各年の7月1日時点の数値。11年、12年、16年は調査が実施されていない  
 (出所) 経済産業省「特定サービス産業実態調査報告書」より証券リサーチセンター作成

【 図表 9 】 通級による指導における発達障害に関する児童生徒数の推移

(単位:人)



(出所) 文部科学省「平成 29 年度通級による指導実施状況調査」より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 競合

小学校から高校生を対象としたオンラインでの学習サービスとしては、ソフトバンク（東京都港区）とベネッセホールディングス（9783 東証一部）との合弁会社である Classi（東京都新宿区）が運営する「Classi（クラッシー）」、リクルートホールディングス（6098 東証一部）のグループ会社のリクルート（東京都千代田区）が展開する「スタディサプリ」、Z 会ホールディングス（静岡県三島市）傘下で ICT 事業を行う葵（東京都千代田区）が運営する「アオイゼミ」等が挙げられる。

### > 沿革・経営理念・株主

#### ◆ 沿革 1 ～ 理想的な e ラーニング教材「すらら」の開発に着手

現代表取締役社長の湯野川孝彦氏は、ベンチャー・リンク（現 C&I Holdings）に在籍していた時に、個別指導の学習塾のフランチャイズチェーンの支援を行っていた。個別指導の学習塾の事業は、先生を務める学生アルバイトの労働原価がかかるために収益性が上がりにくく、また、先生の質に依存するために教務品質が安定しないといった課題を抱えていた。

一方、学力と家庭の所得の間に強い相関性があり、低所得の家庭の子どもに対する教育機会の提供が社会課題の解決につながると湯野川氏は考えていた。そこで、個別指導の学習塾ではなく、理想的な e ラーニング教材「すらら」の開発に着手した。なお、着手当初より、国語の教科の指導ノウハウを持っていた現取締役の柿内美樹氏が参画している。

#### ◆ 沿革 2 ～ すららネット設立

当初は、05 年 12 月創業のベンチャー・リンクのグループ会社のキャッチオンで企画・開発が進められた。その後、08 年 5 月に、開発の効率性向上のため、キャッチオンはベンチャー・リンクと合併し、「すらら」の事業はベンチャー・リンクに承継された。

また、08 年 8 月に、ベンチャー・リンクの子会社の FC エデュケーションの 100%子会社として、すららネットが設立された。この会社が後に現在の同社につながるのだが、設立当初は「すらら」の Web サイトの制作やプロモーション等を行う、「すらら」の開発とは別の目的の会社であった。

#### ◆ 沿革 3 ～ 現代表取締役社長による MBO で現在の体制へ

10 年 11 月に、「すらら」の事業は、吸収分割の形で、すららネットに事業承継された。この事業承継に合わせ、湯野川氏は MBO によって FC エデュケーションが保有していたすららネットの全株式を譲り受けることとなった。

こうして、すららネットのもとで「すらら」の開発から提供までを行う現在の体制となった。

#### ◆ 沿革4 ～ 新たな販売チャネルの開拓

07年に中学校版、08年に高校版が開始され、既存の学習塾や学校へ提供されていった「すらら」だが、11年12月には、学習塾の独立開業者を対象とした「すらら」の販売が始まった。新しい販売チャネルが開拓された格好となり、「すらら」の導入校の特徴のひとつとなった。

#### ◆ 沿革5 ～ 海外展開

同社の海外展開は、国際協力機構（JICA）から採択を受ける形で始まった。14年にはスリランカでの「教育格差是正プロジェクト」（教師の質に左右されない効率の良い数学教育を広めるプロジェクト）、15年にはインドネシアでの「産学連携による子どもたちの学力達成度強化事業」（学校、塾、家庭でのeラーニング活用に関する実証・普及の事業）に参画した。現在は、採択プロジェクトそのものは終了しているが、上記2カ国に橋頭保を築くことができ、現地への定着を進めている。また、上記2カ国以外に、インドとフィリピンでも展開を始めている。

また、18年9月には、海外の小学生向け算数eラーニングシステム「Surala Ninja!」が「EDU-Port ニッポン」（官民協働のオールジャパンで日本の教育を海外展開していくための取り組み）の公認プロジェクトとして採択されるなど、高い評価を受けている。

#### ◆ 沿革6 ～ 産学連携で先進IT技術を取り込み

「すらら」の開発及び機能強化に際し、同社は先進技術の取り込みに余念がない。13年10月には、行動経済学者の田中知美氏と東京大学と共同で、「すらら」を用いたビッグデータ分析研究プロジェクトを開始した。また、16年4月には、NTTドコモと共同開発した人工知能を用いて生徒と対話する「AIサポーター」の機能を「すらら」に搭載し、慶應義塾大学と共同で生徒のモチベーションへの影響を研究するプロジェクトを開始した。

これらのプロジェクトで得られた知見はサービス開発にもつながり、17年3月には、発達障がいや学習障がいの子どもにも有用な「すらら小学生低学年版」の販売が開始された。

こうして事業を拡大していった結果、17年12月に東京証券取引所マザーズへの上場を果たし、現在に至っている。

#### ◆ 企業理念

同社は、企業理念として「教育に変革を、子どもたちに生きる力を。」を掲げている。貧困や障がい苦しむ子どもや低学力の生徒がおり、世界中で教育格差が存在しているという社会課題を、最先端技術で解決することを使命としている。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と19/12期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表10の通りである。

19年6月末時点で、代表取締役社長の湯野川孝彦氏が筆頭株主で18.47%を保有している。また、創業メンバーの取締役の柿内美樹氏は第4位で5.68%を保有している。

上場前は、MBOによって現在の体制で出発した同社に出資したグロービス・キャピタル・パートナーズ(東京都千代田区)のファンドが筆頭株主であった。当初は大半の持分を保有していたため、その持分比率を下げるために、一部の株式が事業会社に譲渡されていた。その結果、現在でも大株主となっているのが、第3位で5.92%保有のマイナビ(東京都千代田区)、第5位で4.89%保有の凸版印刷(7911 東証一部)、第8位で2.84%保有のベネッセホールディングスである。これらの事業会社とは、今後、事業上のシナジーの追求を模索していくとしている。

【 図表 10 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前 (17年11月)			19年6月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
湯野川 孝彦	234,000	21.41%	2	234,000	18.47%	1	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	0	-	-	101,200	7.99%	2	
株式会社マイナビ	75,000	6.86%	4	75,000	5.92%	3	
柿内 美樹	72,000	6.59%	5	72,000	5.68%	4	取締役
凸版印刷株式会社	62,000	5.67%	7	62,000	4.89%	5	
野村證券株式会社	0	-	-	52,800	4.17%	6	
MSIP CLIENT SECURITIES	0	-	-	42,200	3.33%	7	
株式会社ベネッセホールディングス	72,000	6.59%	5	36,000	2.84%	8	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB)	0	-	-	29,600	2.34%	9	
J.P. MORGAN BANK LUXEMBOURG S.A. 1300000	0	-	-	28,355	2.24%	10	
Globis Fund III, L.P.	360,000	32.94%	1	-	-	-	上場時に89,800株売出し
Globis Fund III(B), L.P.	101,000	9.24%	3	-	-	-	上場時に25,200株売出し
ドコモ・イノベーションファンド投資事業組合	53,000	4.85%	8	-	-	-	
山下 梢	14,000	1.28%	9	-	-	-	従業員
竹内 淳子	14,000	1.28%	9	-	-	-	従業員
藤岡 一紀	14,000	1.28%	9	-	-	-	従業員
(大株主上位10名)	1,071,000	97.99%	-	733,155	57.88%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	100,000	3.78%	-	70,000	5.53%	-	
発行済株式総数	1,093,000	100.00%	-	1,266,700	100.00%	-	

(出所) すららネット有価証券届出書、有価証券報告書、会社ヒアリング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

同社の業績は、12/12 期以降の数値が開示されており、18/12 期までの 6 期間で、売上高は年平均 27.9%のペースで拡大した。増収のペースは、「すらら」の ID 数の増加ペースと連動しており、課金対象の ID 数の積み上がりが増収の大きな要因となっている。同じく 18/12 期までの期間において、「すらら」の ID 数は、学習塾が年平均 27.6%、学校の ID 課金が同 33.6%のペースでそれぞれ拡大してきた。

経常利益は創業以降 12/12 期までは赤字だった。先行投資や開発投資の負担を売上高ではカバーできなかったためである。しかし、13/12 期に黒字転換して以降は増益が続き、18/12 期までの 5 期間では年平均 43.0%のペースで拡大した。

#### ◆ 18 年 12 月期は利益が期初会社計画を大幅超過

18/12 期は、売上高が前期比 27.9%増の 935 百万円、営業利益が同 68.1%増の 202 百万円、経常利益が同 106.6%増の 223 百万円、当期純利益が同 76.2%増の 137 百万円となった。

期初の会社計画に対する達成率は、売上高は 103.1%、営業利益は 129.7%、経常利益は 144.5%、当期純利益は 133.7%であった。

マーケット別の売上高は、学習塾が前期比 18.1%増、学校が同 27.0%増、BtoC が同 160.6%増、その他が同 138.9%増となった。どのマーケットでも導入校数及び ID 数の増加が増収を牽引した。

学習塾は、導入校数は前期末比 34.9%増、ID 数は同 15.6%増となった。独立開業や塾経営者等の個人事業に近い形態の顧客の増加に加え、複数の校舎や一定規模の生徒を有する中堅規模の顧客も増加した。

学校は、導入校数は前期末比 15.8%増、ID 課金対象の ID 数は同 54.7%増となった。大規模私立学校への導入が進展したことで、ID 数の伸びが目立った。

BtoC は、ID 数は同 88.9%増となった。Web マーケティング活用の効果が出て、発達障がいや学習障がい、不登校層への認知の拡大が進んだことで大幅な増加となった。

海外は、導入校数は前期末比 26.1%増、ID 数は同 24.2%増となった。スリランカやインドネシア、インドにおける展開が進んだほか、フィリピンの学校での利用が始まった。

売上総利益率は 78.1%となった。減価償却費の増加等により前期比 0.3%ポイントの低下となったが、ほぼ前期の水準を維持したと捉えられよう。販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、期末比で 5名の増員があったことによる人件費の増加等により、前期比 16.4%増となった。しかし、増収効果により、18/12 期の売上高販管費率は同 5.6%ポイント低下の 56.4%となった。

これらの結果、18/12 期の売上高営業利益率は 21.6%と、前期比 5.1%ポイントの上昇となるとともに、期初計画を 4.4%ポイント上回った。

#### ◆ 上場時の公募増資により自己資本は若干増強

17 年 12 月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、16/12 期末に 72.5%であった自己資本比率は、17/12 期末には 83.0%まで上昇した。

## > 他社との比較

#### ◆ ICT を活用して教育サービスを提供する企業と比較

ICT を活用した教育サービスの提供を主力業務とする上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、学校教育向けの ICT 事業に特化し、小学校～大学を対象に、授業・講義支援システムやデジタル教材を提供しているチエル (3933 東証 JQS)、「英ナビ・スタディギア」をはじめとする英語学習を支援するインターネットサービスを開発、提供するとともに、英検等のテスト運営・受託事業を行う E d u L a b (4427 東証マザーズ) とした (図表 11)。

売上高の規模や事業構成の違いがあっても単純比較が難しい部分はあるが、特に同社に優位性があるのは安全性の高さである。有利子負債がないことがその背景のひとつと言えよう。また、総資産経常利益率や売上高成長率等の収益性や成長性の項目でも、優位性が目立つものもあり、18/12 期は総じてきれいにまとまった財務状況と言えよう。

しかし、19/12 期は将来に向けた先行投資を実施するため、期初計画では赤字を計画していた。収益性や成長性の項目で優位性が毀損する項目もありうることから、収益性や成長性については参考程度に捉えておきたい。

【 図表 11 】 財務指標比較 : ICT を活用して教育サービスを提供する企業

項目	銘柄	コード	すららネット 3998	チエル 3933	EduLab 4427
		直近決算期	18/12期	19/3期	19/9期
規模	売上高	百万円	935	2,030	6,272
	経常利益	百万円	223	61	1,190
	総資産	百万円	1,027	2,408	12,853
収益性	自己資本利益率	%	17.8	0.7	17.0
	総資産経常利益率	%	23.9	2.5	11.5
	売上高営業利益率	%	21.6	3.8	23.3
成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	23.4	5.5	6.8
	経常利益 (同上)	%	53.2	-30.8	65.6
	総資産 (同上)	%	33.4	5.2	44.5
安全性	自己資本比率	%	82.4	61.4	52.4
	流動比率	%	408.0	180.4	203.6
	固定長期適合率	%	34.4	57.4	44.5

(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)  
 チエルは17/3期より連結決算のため3期前は単体の数値  
 (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、開発開始以降約 14 年にわたって「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 12 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約 14 年にわたって、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てきており、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」は利用者の利用状況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、それが再度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。

【 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	・導入校数	757校 (18年12月末) 817校 (19年9月末)	
		・すららID数	15,238ID (18年12月末) 17,575ID (19年9月末)	
		・導入校数	154校 (18年12月末) 174校 (19年9月末)	
		・すららID数 (ID課金のみ)	29,260ID (18年12月末) 33,279ID (19年9月末)	
		・すららID数	1,122ID (18年12月末) 2,060ID (19年9月末)	
		・導入校数	29校 (18年12月末) 41校 (19年9月末)	
	海外のユーザーの拡大	・すららID数	2,248ID (18年12月末) 2,670ID (19年9月末)	
		・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	
		・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	・提携先の事業会社	凸版印刷 NTTドコモ Z会 チエル	
		・上記以外の大株主の事業会社	マイナビ ベネッセホールディングス	
		・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)		
組織資本	プロセス	・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)	
		・開発	・企画開発グループ 5名 (18/12期末)	
		・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 21名 (18/12期末)	
	知的財産 ノウハウ	・全社管理	・経営管理グループ 6名 (18/12期末)	
		・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	
		・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	
	人的資本	経営陣	・ソフトウェア	・貸借対照表上のソフトウェア 208百万円 (19/12期3Q末) ・貸借対照表上のソフトウェア仮勘定 81百万円 (19/12期3Q末)
			・湯野川孝彦氏 (代表取締役社長) と 榎内美樹氏 (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 ・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
			・インセンティブ	・代表取締役社長による保有 234,000株 (18.47%) ・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 72,000株 (5.68%) (18/12期末) ・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役、監査等委員は除く 47百万円 (5名) (18/12期)
			・従業員	・従業員数 32名 (18/12期末) ・平均年齢 36.4歳 (18/12期末) ・平均勤続年数 3.0年 (18/12期末)
従業員		・インセンティブ	・従業員持株会 なし ・ストックオプション 70,000株 (5.53%) *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19/12期第2四半期累計期間、または19/12期第2四半期末のものとする  
(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

> 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、「教育に変革を、子どもたちに生きる力を」を企業理念に掲げている。貧困や障がいによる苦しむ子どもや低学力の生徒に学習する機

会を提供し、世界の教育格差をなくすという社会課題の解決を通じて、社会に貢献する方針を採っている。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社は監査等委員会設置会社である。同社の取締役会は6名の取締役で構成され、1名の取締役及び3名の監査等委員の取締役の合計4名が社外取締役である。

取締役の佐藤昌宏氏は、日本電信電話(9432 東証一部)でキャリアを開始し、デジタルハリウwoodsの執行役員を経験した。現在は、グローナビの代表取締役、デジタルハリウwoods大学大学院専任教授、一般社団法人教育イノベーション協議会代表理事との兼任である。

監査等委員会の委員長で社外取締役の小林洋光氏は、現在は、西栗倉・森の学校の監査役、トビムシの取締役、上海愛宜食食品貿易有限公司の監事、ユニリーバ・ジャパン・ホールディングスのシニアリーガルマネージャー、eumoの監査役との兼任である。

監査等委員で社外取締役の藤本知哉氏は弁護士であり、TMI 総合法律事務所等の法律事務所を経て、ウォルト・ディズニー・ジャパンに在籍したことや、ブロード・キャスト・サテライト・ディズニーの取締役に就任した経験もある。

監査等委員で社外取締役の加藤慶氏は、ベンチャー・リンクに入社した後、新日本監査法人(現 EY 新日本有限責任監査法人)に移った。現在は、MAYA ホールディングス取締役 CFO 管理本部長との兼任である。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ コンテンツ不足への対応

学習塾を主なターゲットとしているため、塾を利用している生徒が学習対象とすることが多い国語、算数・数学、英語を中心に自社コンテンツを増やしてきた。一方で理科や社会等の自社コンテンツが不足している。これに対して、同社では、他社との協業を進めて、理科コンテンツ及び新サービスの拡大を図るとしている。

#### ◆ 知名度の向上

「すらら」は低学力の子ども向けの教材という評価は確立していると思われるが、該当する学年の子どもまたはその家庭の大半が知っているというほどの知名度を得ているわけではない。今後の導入校や ID の増加を進めるためには、知名度の向上が必要となつてこよう。

#### ◆ BtoC マーケットの開拓

これまで同社は学習塾や学校を対象とした BtoBtoC モデルでの展開が中心だったが、今後は BtoC モデルでの展開にも力を入れていく。そのために、19/12 期は広告宣伝費を投じてテレビ広告を実施し、利用者獲得を目指した。ID は増えたものの、想定ほどの獲得数には至らなかった模様であり、アプローチ方法の試行錯誤が続くことが予想される。

#### ◆ 海外マーケットの開拓

既にスリランカ、インドネシア、インド、フィリピンでの展開が始まっている。社会課題解決を前面に事業を展開する同社にとっては、競争が少ない海外マーケットは、成長可能性が高い領域と言えよう。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 「すらら」導入の校舎数と ID 数を増やすことが事業戦略の根幹

業績の拡大のためには、「すらら」を導入する校舎数と、「すらら」を使って学習する人数を意味する ID 数の増加が必要不可欠である。同社の事業戦略の根幹は、校舎数と ID 数の両方をいかに増やすかという点にあり、マーケット別に今後の戦略を打ち出している。

#### ◆ 独立開業と既存の中堅規模の学習塾へのアプローチの継続

学習塾については、個別指導の学習塾のフランチャイズとは異なる仕組みを提案する形で、主に独立開業を計画する人を対象に市場を広げてきた。また、少し前から、地域に根差した中堅規模の既存の学習塾にもアプローチを進めてきた。学習塾業界でも競争が厳しくなり、他の学習塾に対して差別化を図る必要が高まってきたという需要に応えてのものである。

同社は、これらの独立開業と中堅規模の既存の学習塾の両方に対する浸透をさらに進めていくとしている。その上で、放課後等デイサービスといった周辺分野にも踏み込み、新たな市場を拡大していく方針である。

#### ◆ 学校に対しては運用ノウハウの提供を重視

学校について、競合する企業の参入が増えているという認識のもと、学校に対して運用ノウハウと学力向上の成果を提供することを重視する戦略をとる方針である。それにより競合に打ち勝つとともに、大規模な学校への導入を推し進めるとしている。また、販路や商品ラインナップで強化すべき部分については、積極的に他社との提携を進めていく。

#### ◆ BtoC に対しては発達障がいの子どもの向けを前面に打ち出す戦略

BtoC について、発達障がい、学習障がい、不登校といった問題を抱えている子どもに適したサービスとしての差別化ポイントを明確にアピールし、潜在需要を顕在化させながらユーザーの獲得を進めていく方針である。

#### ◆ 海外は既に進出済みの国での浸透に注力

海外については、デジタル化による教育への期待が高まっていることを受け、既に展開しているインドネシアやスリランカでの浸透に注力していく。同時に、展開する国・地域を増やしていくとしている。具体的には、19年のJICAの「中小企業・SDGs ビジネス支援事業」における案件化調査としてエジプトでの調査や、ウガンダでのトライアル開始といった動きが見られている。

## 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）、および外部環境（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)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・「すらら」のコンテンツ及び機能                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 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)</li> </ul> </li> <li>・「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</li> <li>・「すらら」のサービスとしての高い評価                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 「日本e-Learning大賞文部科学大臣賞」の受賞等</li> </ul> </li> <li>・海外展開の実績</li> <li>・安全性の高い財務の状況（無借金）</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・BtoC市場での知名度がまだ高い状況</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・代表取締役社長への依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 教員や塾講師の慢性的な不足</li> </ul> </li> <li>・学習塾で独立開業を目指す人の増加</li> <li>・中規模以上の学習塾の取り込みの余地</li> <li>・学校への導入が進むこと</li> <li>・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）</li> <li>・行政による教育ICTの推進による後押し</li> <li>・BtoCの増加余地                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 発達障がいや学習障がい、不登校の子どもへの浸透</li> </ul> </li> <li>・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）</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・少子化の進行による生徒の減少</li> <li>・競争の激化（特に学校向け）</li> <li>・教育制度や入試制度の変更の可能性</li> <li>・「すらら」の使用と学力向上の関連性が希薄になる可能性</li> <li>・必要とする人材が集まらない状況</li> </ul>

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 社会課題解決型の事業でありながら収益化できている点を評価

低学力の子どもに継続して学ぶ機会を提供するために、同社は、個人指導の学習塾の代替として「すらら」を生み出し、成長してきた。こうした経緯から、「教育格差を根絶する」という社会課題解決型の事業であるという自負が強い。

一般的に、社会課題解決型の事業は利益につながらずに終わることが多い。そのため、どんなに意義深い事業であっても、長く続かないということがよく見られる。

また、eラーニングの事業には常に開発し続けなくてはならないという特性もあり、固定費負担が大きい。そのため、新規参入は容易でないものの、損益分岐点を超えると大きく利益が出るビジネスモデルである。

こうした中、同社は、社会課題解決型の事業でありながら収益化ができており、それが後続してくる他社に対する参入障壁となっている。この点を高く評価したい。

#### ◆ 今後伸ばそうとしている BtoC や海外展開も、社会課題解決型

学習塾向けや学校向けといった既存の分野に加え、BtoC や海外でも拡大しようというのが同社の戦略である。BtoC は、集合学習には馴染まない発達障がいや学習障がいの子どもに学ぶ機会を提供するという性格が強く、海外も発展途上国においても、貧困によって生じる教育格差をなくすことを前面に出して展開しており、社会課題解決型事業の性格が色濃い。

特に海外については競合がほとんどいないため、同社にとっては、進出した国・地域で一定の導入数に達すれば、新たな収益源となる可能性を秘めている。

#### ◆ 社会課題解決型の事業ゆえ収益化までに想定以上に時間を要する可能性には留意

社会課題解決型の事業が一般的に利益を上げることができずに終わることが多いという点を考えると、収益化出来たとしても想定以上の時間を要する可能性があると言える。また、19/12 期に実施した BtoC の利用者の獲得を目的としたテレビ CM のように、先行投資として大きな費用を伴うことも考えられる。効果の有無もさることながら、全体業績に影響が及ぶ可能性があることも念頭に置いておく必要がある。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 19 年 12 月期会社計画

19/12 期の会社計画は、売上高 1,136 百万円（前期比 21.5%増）、営業損失 1 百万円（前期は 202 百万円の黒字）、経常損失 1 百万円（同 223 百万円の黒字）、当期純損失 2 百万円（同 137 百万円の黒字）である（図表 14）。

売上高 1,273 百万円（前期比 36.1%増）、営業損失 72 百万円、経常損失 74 百万円、当期純損失 77 百万円という期初計画より、売上高は下

方修正されたが、赤字幅は縮小している。

マーケット別の売上高は、学習塾が前期比 10.4%増、学校が同 18.0%増、BtoC が同 105.7%増、その他が同 8.2%増となっている。学習塾と学校は導入校数及び ID 数の増加によって期初計画より引き上げられたが、BtoC とその他は期初計画より引き下げられている。BtoC の売上計画の引き下げは、BtoC のユーザー獲得を目的として 19 年 3 月に実施したテレビ CM の効果が、想定していた水準に達しなかったためである。

同社は、19/12 期は積極的に投資を行う期と位置づけていた。詳細の開示はないが、BtoC のユーザー獲得を目的としたテレビ CM に広告宣伝費を使うことと、将来の成長のために増員をすることで販管費が増加し、営業損失になる計画となっている。広告宣伝費は予定通りに使われ、従業員数も 18/12 期末の 32 人に対し 19/12 期第 3 四半期末には 45 人まで増員が進んだが、それ以外の費用の抑制が効き、直近の会社計画ではほぼ収支均衡に近い水準まで営業損失は縮小している。

【 図表 14 】すららネットの 19 年 12 月期の業績計画

(単位:百万円)

	16/12期	17/12期	18/12期	19/12期単体 会社計画			
	単体実績	単体実績	単体実績	3Q時修正	前期比	2Q時修正	期初計画
売上高	585	731	935	1,136	21.4%	1,136	1,273
学習塾	386	463	547	605	10.4%	605	589
学校	174	231	294	347	18.0%	347	337
BtoC	20	31	82	170	105.7%	170	333
その他	4	4	11	12	8.2%	12	14
売上総利益	437	573	730	-	-	-	-
売上総利益率	74.7%	78.4%	78.1%	-	-	-	-
営業利益	81	120	202	-1	-	-29	-72
売上高営業利益率	13.9%	16.5%	21.6%	-0.1%	-	-	-
経常利益	82	108	223	-1	-	-30	-74
売上高経常利益率	14.0%	14.8%	23.9%	-0.1%	-	-	-
当期純利益	53	78	137	-2	-	-22	-77
売上高当期純利益率	9.2%	10.7%	14.7%	-0.2%	-	-	-

(出所)すららネット有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 19 年 12 月期第 3 四半期累計期間決算

19/12 期第 3 四半期累計期間は、売上高 837 百万円(前年同期比 22.7%増)、営業損失 10 百万円(前年同期は 150 百万円の黒字)、経常損失 9 百万円(同 171 百万円の黒字)、四半期純損失 6 百万円(同 117 百万円の黒字)であった。売上高の通期計画に対する進捗率は 73.8%である。

マーケット別売上高は、学習塾が前年同期比 13.8%増、学校が同 14.8%増、BtoC が同 111.1%増、その他が同 24.4%減となった。

学習塾は、導入校数は前年同期末比 13.2%増、ID 数は同 15.8%増となった。従来からの独立開業や塾経営者等の個人事業に近い形態の顧客の増加に加え、地方の大手塾や放課後等デイサービス施設への導入も進んでいる模様である。

学校は、導入校数は前年同期末比 17.6%増、ID 課金対象の ID 数は同 31.5%増となった。私立校への導入のほか、通信制高校や地方の公立校への導入が進み、ID 数が増加した。

BtoC は、ID 数は前年同期末比 107.2%増となった。期初の会社計画ほどの伸びではなかったとは言え、第 1 四半期に実施したテレビ CM の効果により、大幅に増加した。

海外は、導入校数は前年同期末比 36.7%増、ID 数は同 17.3%増となった。スリランカのテロ発生により、19 年 6 月末の ID 数は一時的に減少したが、19 年 9 月末にかけて回復した。

売上総利益率は、前年同期比 0.3%ポイント上昇の 78.1%となり、大きな変動はなかった。一方、BtoC のユーザー獲得の目的で第 1 四半期に実施したテレビ CM によって広告宣伝費が増加したことで、販管費は同 74.9%増となり、売上高販管費率は同 23.6%ポイント上昇の 79.3%となった。

これらの結果、19/12 期第 3 四半期累計期間の売上高営業利益率はマイナス 1.2%となり、同 23.3%ポイントの大幅低下となった。ただし、四半期別にみると、売上高営業利益率は第 1 四半期こそマイナス 35.2%だったが、第 2 四半期は 12.1%、第 3 四半期は 16.3%と黒字を回復した。第 2 四半期以降は費用が抑制されたことが要因であり、その結果、会社計画の利益は第 2 四半期と第 3 四半期と四半期を追うごとに上方に修正されてきた。

#### ◆ 中期見通し

19/12 期第 2 四半期決算公表時に、同社は 21/12 期までの業績見通しを開示した(図表 15)。マーケット別の内訳はないが、売上高は 19/12 期~21/12 期で年平均 25.9%の成長を見込んでいる。営業段階では 20/12 期に黒字を回復し、21/12 期には売上高営業利益率が 17/12 期の水準に近い 16.1%まで回復する見通しとしている。

【 図表 15 】すららネットの 20 年 12 月期以降の業績見通し

(単位:)

	17/12期	18/12期	19/12期		20/12期		21/12期	
	単体実績	単体実績	会社計画	前期比	会社見通し	前期比	会社見通し	前期比
売上高	731	935	1,136	21.4%	1,600	40.8%	1,800	12.5%
学習塾	463	547	605	10.4%	-	-	-	-
学校	231	294	347	18.0%	-	-	-	-
BtoC	31	82	170	105.7%	-	-	-	-
その他	4	11	12	8.2%	-	-	-	-
売上総利益	573	730	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	78.4%	78.1%	-	-	-	-	-	-
営業利益	120	202	-1	-	200	-	290	45.0%
売上高営業利益率	16.5%	21.6%	-0.1%	-	12.5%	-	16.1%	-
経常利益	108	223	-1	-	-	-	-	-
売上高経常利益率	14.8%	23.9%	-0.1%	-	-	-	-	-
当期純利益	78	137	-2	-	-	-	-	-
売上高当期純利益率	10.7%	14.7%	-0.2%	-	-	-	-	-

(出所)すららネット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

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の19/12期業績について、売上高1,167百万円(前期比24.8%増)、営業利益46百万円(同77.0%減)、経常利益47百万円(同78.7%減)、当期純利益34百万円(同75.1%減)とした。赤字を想定している会社計画に対し、黒字になるものと予想した(図表16)。

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、ID数と1ID当たり売上高を予想して算出した。その結果、学習塾は前期比14.2%増、学校は同22.3%増、BtoCは同107.7%増と予想した。また海外を含むその他は同0.8%減とした。

(2) 売上総利益率は、18/12期及び19/12期第3四半期累計期間と同じ78.1%とした。増収による効率改善の効果と減価償却費の増加の影響がほぼ同等と予想した。

(3) 販管費は、18/12期の528百万円に対し、19/12期は前期比63.9%増の865百万円とした。第1四半期に実施したテレビCMのためにかけた広告宣伝費と、人員増による人件費の増加を織り込んだ。ただし、第2四半期以降の広告宣伝費を含めて費用抑制が進み、最終的には営業利益は黒字で着地するものと予想した。19/12期の売上高営業利益率は4.0%と予想した(会社計画は1百万円の赤字)。

20/12 期は、売上高 1,501 百万円（前期比 28.6%増）、営業利益 206 百万円（同 343.8%増）、経常利益 208 百万円（同 336.8%増）、当期純利益 149 百万円（同 336.8%増）とした（前期比は 19/12 期の証券リサーチセンター予想との比較）。

マーケット別売上高については、学習塾は前期比 20.1%増、学校は同 29.6%増、BtoC は同 56.6%増と予想した。また海外を含むその他は同 45.5%増とした。どのマーケットも ID 数の増加が増収を牽引するものとしたが、学習塾の 1ID 当たり売上高、学校の 1 課金 ID 当たり売上高は低下するものとした。大規模導入によるディスカウント発生の可能性を考慮したためである。

20/12 期の売上総利益率は、19/12 期の 78.1%と同水準を見込んだ。19/12 期の予想と同様に、増収による効率改善の効果と減価償却費の増加の影響がほぼ同等と予想した。20/12 期の販管費は前期比 11.6%増とした。19/12 期でいったん先行投資の目途がつくという想定にもとづいている。その結果、20/12 期の売上高営業利益率は 13.8%まで上昇するものと予想した。

21/12 期以降について、21/12 期は前期比 19.4%、22/12 期は同 15.3%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。売上総利益率は大きな変動はなく、販管費は同 13%~17%増で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 21/12 期 15.1%、22/12 期 16.0%になると予想した。

【 図表 16 】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)

	16/12期単	17/12期単	18/12期単	19/12期単CE	20/12期単E	21/12期単E	19/12期単E	20/12期単E	21/12期単E	22/12期単E
<b>損益計算書</b>										
売上高	585	731	935	1,136	1,600	1,800	1,167	1,501	1,793	2,067
前期比	17.7%	24.9%	27.9%	21.4%	40.8%	12.5%	24.8%	28.6%	19.4%	15.3%
学習塾	386	463	547	605	-	-	625	750	875	978
前期比	-	20.0%	18.1%	10.4%	-	-	14.2%	20.1%	16.6%	11.8%
売上構成比	66.0%	63.4%	58.6%	53.3%	-	-	53.6%	50.0%	48.8%	47.3%
学校	174	231	294	347	-	-	359	466	543	611
前期比	-	32.5%	27.0%	18.0%	-	-	22.3%	29.6%	16.7%	12.4%
売上構成比	29.8%	31.6%	31.4%	30.5%	-	-	30.8%	31.0%	30.3%	29.6%
BtoC	20	31	82	170	-	-	171	268	354	453
前期比	-	56.0%	160.6%	105.7%	-	-	107.7%	56.6%	31.8%	28.0%
売上構成比	3.5%	4.3%	8.8%	15.0%	-	-	14.7%	17.9%	19.7%	21.9%
その他	4	4	11	12	-	-	11	16	20	24
前期比	-	6.6%	138.9%	8.2%	-	-	-0.8%	45.5%	25.0%	20.0%
売上構成比	0.7%	0.6%	1.2%	1.1%	-	-	0.9%	1.1%	1.1%	1.2%
売上総利益	437	573	730	-	-	-	912	1,173	1,400	1,614
前期比	22.9%	31.1%	27.3%	-	-	-	24.9%	28.6%	19.4%	15.3%
売上総利益率	74.7%	78.4%	78.1%	-	-	-	78.1%	78.1%	78.1%	78.1%
販売費及び一般管理費	356	453	528	-	-	-	865	966	1,130	1,284
売上高販管費率	60.8%	62.0%	56.4%	-	-	-	74.1%	64.3%	63.0%	62.1%
営業利益	81	120	202	-1	200	290	46	206	270	330
前期比	28.0%	47.5%	68.1%	-	-	45.0%	-77.0%	343.8%	30.7%	22.3%
売上高営業利益率	13.9%	16.5%	21.6%	-0.1%	12.5%	16.1%	4.0%	13.8%	15.1%	16.0%
経常利益	82	108	223	-1	-	-	47	208	271	331
前期比	31.7%	32.2%	106.6%	-	-	-	-78.7%	336.8%	30.5%	22.2%
売上高経常利益率	14.0%	14.8%	23.9%	-0.1%	-	-	4.1%	13.9%	15.1%	16.1%
当期純利益	53	78	137	-2	-	-	34	149	195	238
前期比	97.3%	45.4%	76.2%	-	-	-	-75.1%	336.8%	30.5%	22.2%
売上高当期純利益率	9.2%	10.7%	14.7%	-0.2%	-	-	2.9%	10.0%	10.9%	11.6%

(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

【 図表 17 】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)

	16/12期連	17/12期連	18/12期連	19/12期連CE	20/12期単CE	21/12期単CE	19/12期連E	20/12期連E	21/12期連E	22/12期連E
<b>貸借対照表</b>										
現金及び預金	141	436	613	-	-	-	541	712	924	1,169
売掛金	66	91	111	-	-	-	145	185	209	245
商品・貯蔵品	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	25	34	11	-	-	-	11	11	11	11
流動資産	232	562	736	-	-	-	698	909	1,144	1,426
有形固定資産	1	1	1	-	-	-	7	7	6	5
無形固定資産	248	275	257	-	-	-	306	316	321	321
投資その他の資産	4	5	32	-	-	-	32	32	32	32
固定資産	254	282	291	-	-	-	346	355	360	359
資産合計	487	845	1,027	-	-	-	1,045	1,265	1,504	1,785
買掛金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
短期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	26	-	-	-	-	-	0	0	0	0
未払金・未払費用	43	64	54	-	-	-	70	90	107	124
未払法人税等	24	24	53	-	-	-	10	46	60	74
前受金	21	30	39	-	-	-	50	64	77	88
その他	17	24	32	-	-	-	32	32	32	32
流動負債	133	144	180	-	-	-	163	233	278	319
長期借入金	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
固定負債	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
純資産合計	353	701	847	-	-	-	881	1,031	1,226	1,465
(自己資本)	353	701	847	-	-	-	881	1,031	1,226	1,465
(新株予約権)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>										
税引前当期純利益	82	108	193	-	-	-	47	208	271	331
減価償却費	60	81	96	-	-	-	105	111	116	121
売上債権の増減額 (-は増加)	-20	-25	-20	-	-	-	-33	-40	-24	-36
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	1	18	-11	-	-	-	12	17	14	13
前受金の増減額 (-は減少)	3	9	8	-	-	-	10	14	12	11
法人税等の支払額・還付額	-15	-40	-36	-	-	-	-55	-22	-61	-79
その他	9	14	60	-	-	-	2	3	2	2
営業活動によるキャッシュ・フロー	120	166	291	-	-	-	89	291	331	365
有形固定資産の取得による支出	0	0	0	-	-	-	-8	0	0	0
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-92	-113	-110	-	-	-	-151	-120	-120	-120
その他	0	0	-13	-	-	-	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-93	-113	-123	-	-	-	-160	-120	-120	-120
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-36	-26	-	-	-	-	0	0	0	0
株式の発行による収入 (公開費用控除後)	-	265	-	-	-	-	0	0	0	0
配当金の支払額	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0
その他	0	4	8	-	-	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-36	243	8	-	-	-	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
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-9	295	176	-	-	-	-71	170	211	245
現金及び現金同等物の期首残高	150	141	436	-	-	-	613	541	712	924
現金及び現金同等物の期末残高	141	436	613	-	-	-	541	712	924	1,169

(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

### ◆ 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。

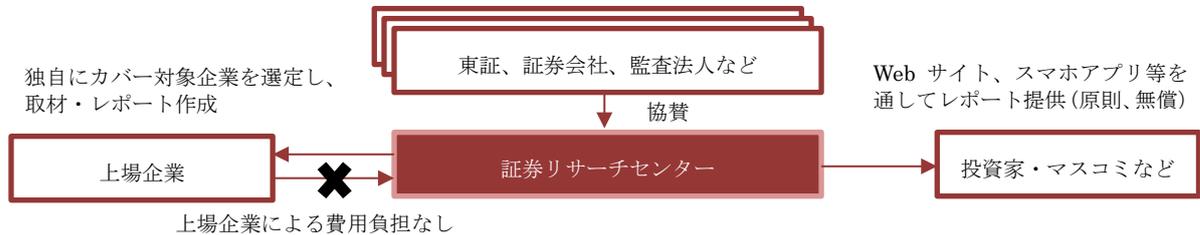
### ◆ 配当

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

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。