

# 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

新規上場会社紹介レポート  
2017年12月22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 20171221

学習塾・学校法人向けに対話型 e ラーニング学習教材「すらら」を提供  
AIを活用した技術力と導入校に対する課題解決力で利用者を拡大

アナリスト: 木村一徳 +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

【 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)
2012/12	213	-	-	-	-13	-	-13	-	-19.2	-198.5	0.0
2013/12	308	44.6	-	-	37	-	37	-	51.5	-36.6	0.0
2014/12	410	33.1	-	-	64	73.0	60	62.2	57.8	212.4	0.0
2015/12	497	21.2	63	-	62	-3.1	27	-55.0	24.9	267.1	0.0
2016/12	585	17.7	81	28.0	82	31.7	53	97.3	49.2	373.7	0.0
2017/12 予	717	22.5	103	26.9	86	5.2	57	6.9	52.3	-	0.0

(注) 1. 2017/12期の予想は会社予想  
2. 2017年9月12日付で1:1,000の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 3,355円 (2017年12月21日)	本店所在地 東京都千代田区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 1,203,000株	設立年月日 2008年8月29日	みずほ証券
時価総額 4,036百万円	代表者 湯野川 孝彦	【監査人】
上場初値 4,345円 (2017年12月19日)	従業員数 26人 (2017年10月)	太陽有限責任監査法人
公募・売価格 2,040円	事業年度 1月1日~12月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 年度末翌日から3カ月以内	

➤ 事業内容

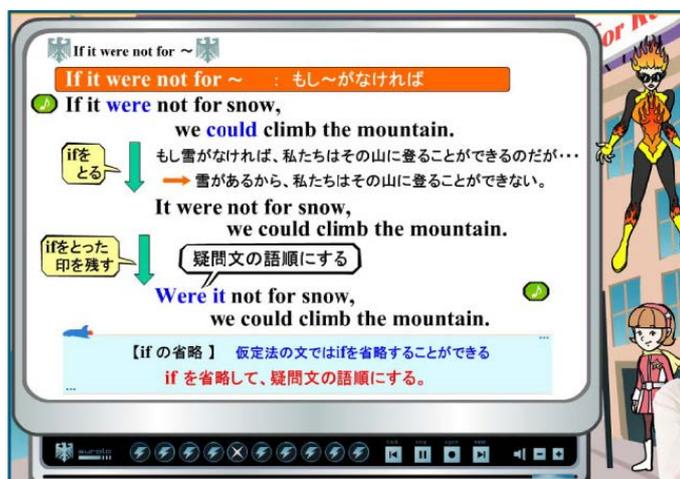
(注 1) e-ラーニング  
インターネットを通じて、時間や場所に制限されずに学ぶことができる学習形態

◆ e-ラーニングによる教育システムの提供

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 e-ラーニング<sup>注1</sup>学習教材「すらら」の提供を主要事業としている。

同社は独自開発した対話型アニメーション教材で、生徒を飽きさせず、学習意欲を促進する仕組みを作っており、従来は対象外として捉えられていた学力や意欲の低い生徒を含んだ広い利用者層を獲得している(図表 1)。

【 図表 1 】 「すらら」の教材画面



(出所) すららネット ホームページ

(注2)スモールステップ  
最初から高い目標を掲げるのではなく、目標を細分化し、小さな目標を達成する体験を積み重ねながら、最終目標に近づいていくこと

(注3)インタラクティブ  
「対話」または「双方向」といった意味で、ユーザーがパソコンの画面を見ながら、対話をするような形式で操作する形態を指す

スモールステップ<sup>注2</sup>によるゼロベース理解と先生役のキャラクターが随所で問いかけるインタラクティブ<sup>注3</sup>な授業が特徴のレクチャー機能と難易度コントロール、「つまづき診断」などにより、理解したことを定着させるドリル機能がセットになっている。これにより、生徒の学力に応じて学習することを可能にしている。また、「すらら」は生徒のログインや進捗状況をリアルタイムでモニターすることができ、導入先の先生が保護者に毎日報告することも可能にしている。具体的には図表2に示された機能を持っている。

【 図表 2 】 「すらら」の機能

機能	内容
レクチャー機能	1単元を10～15分程度のスモールステップで構成することで生徒の根本理解を促す機能
アダプティブラーニング機能	生徒の解答結果から苦手分野を分析・特定し、理解度に合わせた解説や問題を提示することで苦手分野を自分で克服できる機能
学習管理機能	目標設定や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
テストシステム機能	生徒の理解度を測定できるWebテストシステム。学習時間やクリアした単元数に応じて「すらら」内でのレベルの上昇、アイテムの収集、生徒のランキングなどを表示
ゲーミフィケーション要素を有した各種機能	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機能。生徒の学習時間やクリアした単元数に応じて、すらら内のレベルの上昇、アイテムの収集、ランキングを表示
everyday TOEIC®L&R TEST	TOEIC対策コンテンツ

(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

### ◆すららネットの事業モデル

同社の事業モデルは学習塾・学校法人向けの 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(図表3)。

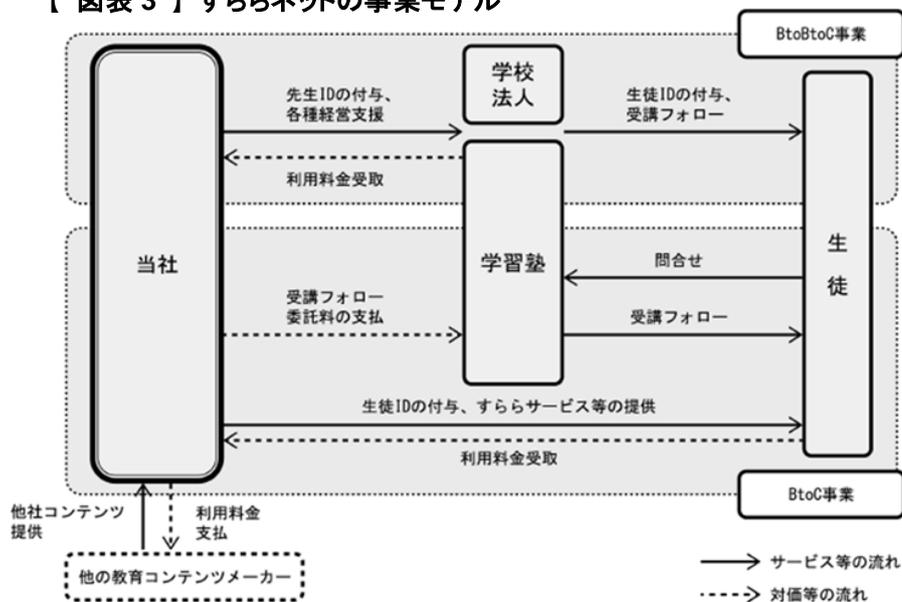
学習塾・学校法人向けは、導入校に対して「すらら」を利用するための「先生ID」を発行し導入校は生徒に「生徒ID」を発行する(BtoBtoC)。導入校は「すらら」の各機能を使って、生徒に対する受講フォローを行うことにより、生徒の学習レベルを高めるとともに人件費や管理コストを抑制することが可能になる。

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。

BtoBtoC モデルで同社の受け取る対価は、学習塾に対しては1校舎につき課金する月額サービス利用料と導入校が登録した「生徒ID」ひとつに応じて課金する月額ID利用料から成る。学校法人に対しては、契約時の初期導入料と「生徒ID」ひとつにつき課金する月額ID利用料を受け取るが、一

定の ID 数までは 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、一定数を超えると追加で ID 利用料を請求する形態である。BtoC モデルは「生徒 ID」ひとつに対して課金する月額 ID 利用料が収益源になる。

【 図表 3 】すららネットの事業モデル



(出所) 届出目論見書

また同社では「すらら」導入の学習塾を対象に経営支援、独立開業支援を行いサービス拡大の手法としている。導入校数、ID 数は継続して増加しており、17 年 9 月末時点において 693 校が導入、売上構成比としては、学習塾向けが 66.0%、学校(主に私立中高)向けが 29.8%、個人向け(BtoC)や海外向けで 4.2%となっている(図表 4)。

【 図表 4 】「すらら」導入先別売上高構成と導入校推移

マーケット区分	売上高 (百万円)	2016/12 構成比 (%)	前期比 (%)
学習塾	386	66.0	11.5
学校	174	29.7	32.3
BtoC	20	3.4	27.6
その他	4	0.7	39.0
合計	585	100.0	17.7



(注) すらら導入校は期末時点でサービス利用料が発生する校舎数を対象としている。海外についてはサービス利用料の課金行っていないが参考値として記載。ID 数は、学習塾、学校、BtoC、その他の合計値、右側図表は期末、月末ベース  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

**> 特色・強み****◆ テクノロジーの積極的活用によるソリューション**

「すらら」はリアルタイムに生徒の学習データを収集、分析しており学力に応じた出題内容の調整や人間では気付きづらい苦手分野を発見することができる。その結果、生徒のレベルに応じた個別指導を実現している。特に集団学習に不向きな授業についてゆけない生徒を自律学習に向かわせ、成績向上の実績を上げていることが、同社の競争力になっている。

また上記のような自律学習効果により、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転換を行っている学校法人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強みである。

**> 事業環境****◆ 市場は安定的に推移しているが競争は激化**

少子化による学齢人口の減少により、教育業界における企業間競争が激しさを増してきており、消費者による選別段階にある。一方で、e ラーニング市場は、モバイル端末の普及や、情報通信技術の向上など利用環境の整備を背景に拡大傾向にある。保護者や学校でのデジタル教材に対する抵抗感が払拭されたことも、e ラーニング市場拡大の要因となっている。

同社の「すらら」は競争の激しい難関校への合格を目標とする高学力生徒を対象とした学習塾との競合は少なく、授業についてゆけない生徒の成績向上実績をもとに導入先を増やしている。不登校児や学習障がい児等の教育にも「すらら」は利用され始めている。同社は、この分野での競合先は限定的との認識である。

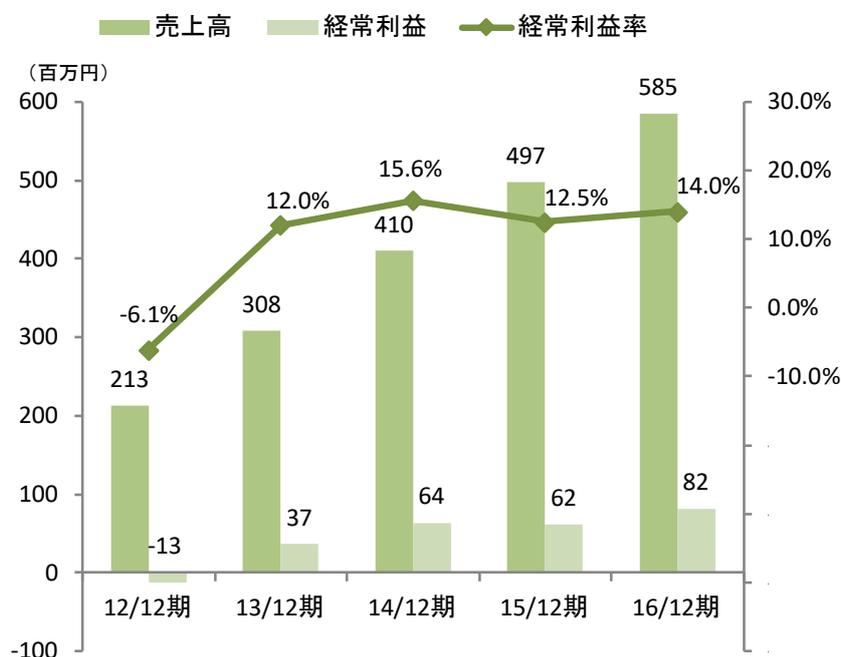
**> 業績****◆ 過去の業績推移**

届出目論見書には 12/12 期からの業績が記載されているが、16/9 期までの 5 期間の売上高は年間 1 億円程度の伸びで推移している(図表 5)。同社によれば 12/12 期の経常損失は創業直後の先行投資や開発投資の負担が大きかったためであり、13/12 期からは収益性は改善している。

**◆ 16 年 12 月期**

ID 数が 15/12 期末の 33,447 から 16/12 期末には 37,954 へと増加したことに伴い、16/12 期の売上高は前期比 17.7% 増となった。コンテンツ・システムへの開発投資や広告宣伝を積極的におこない、売上原価は前期比 4.5% 増、販売費及び一般管理費は同 21.8% 増となり、営業利益は同 28.0% 増となった。

【 図表 5 】 業績推移



(注) 経常利益率は千円単位で表示された売上高、経常利益に基づき算出  
(出所) 届出目論見書を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 17年9月期第3四半期

17/12期第3四半期累計期間の売上高は531百万円、営業利益は93百万円となった。四半期決算は17/9期からのため前年同期の比較はないが、同社の通期計画に対しての第3四半期累計実績の進捗状況は、ID数が既に通期計画を2,068件上回り、売上高の進捗率は101.7%、営業利益は123.3%となっており、こちらも通期計画を既に上回っている。利益ベースで高い進捗率となっているのは17/12期第3四半期を経過した時点で、人材獲得のための採用費や、セールスプロモーション費用が未消化となっているためである。

#### ◆ 17年12月期の会社計画

17/12期の会社計画は、売上高717百万円(前期比22.5%増)、営業利益103百万円(同26.9%増)、経常利益86百万円(同5.2%増)、当期純利益57百万円(同6.9%増)である。マーケット別の売上高は学習塾向け457百万円(同18.5%増)、学校法人向け232百万円(同32.8%増)、BtoC及びその他向け27百万円(同12.8%増)という計画である。

通期計画は第3四半期累計期間の実績から達成可能と思われる。

(注4)放課後デイサービス  
 学校通学中の障がい児に対して、放課後や夏休み等の長期休暇中において、生活能力向上のための訓練等を継続的に提供する施設。

(注5)マイクロファイナンス  
 貧しい人々向けに小口の融資や貯蓄などの金融サービスを提供すること

> 経営課題/リスク

◆ 中長期の展望

同社は中長期ビジョンとしてBtoC及び海外市場への一層の進出や大手企業との提携によるコンテンツの拡充を挙げている。

BtoCの事業モデルでは、放課後デイサービス<sup>注4</sup>への導入を推進している。専門家の監修のもと、発達障がいや学習障がいを持つ子どもの利用も考慮し制作された「すらら」小学校低学年版を学習支援教材として提供していく計画である。17年9月時点で10校が導入している。

コンテンツの拡充に向けては、同社の資本提携先である凸版印刷(7911 東証一部)やNTTドコモ(9437 東証一部)等との共同開発を推進しており、サービスを拡大していく意向である。

海外市場へは、教育格差の根絶という同社の企業理念をキーとして、途上国・新興国に向けて、マイクロファイナンス<sup>注5</sup>や現地国立大学との連携により事業展開を進めている。

◆ コンテンツ不足の解消

同社では、塾利用の多い国語・数学・英語を中心にコンテンツを拡大してきた為、理科・社会コンテンツの拡充が優先課題となっている。既にコンテンツを所持している企業との業務提携による拡充を進めている。

◆ 開発の継続投資

同社は持続的な成長を図るためにはコンテンツ開発、インターネット技術への継続的投資が必須である。16/12期におけるコンテンツ・システムの新規開発・機能強化に関する投資は93百万円、17/12期第3四半期累計期間では107百万円と増加傾向にある。新技術への対応の遅れは競争力の低下を招き、同社の業績に影響を及ぼす可能性には留意が必要である。

◆ 教育制度の変化

教育制度の急激な変化は同社の業績に大きな影響を与える。また、教育制度の急激な変更による、追加の設備投資や費用負担は同社の業績に影響を与える点に留意が必要である。

◆ 個人情報の管理

同社は、サービスを利用する生徒に関わる個人情報を有している。何らかの事情により個人情報が外部へ流出した場合は、同社の社会的信用の失墜により、事業へ影響を及ぼす可能性には留意すべきである。

◆ ベンチャーキャピタルの高い持株比率

上場承認された11月13日時点において、同社の発行済株式数は1,093千株であり、うち514千株(所有割合47.0%)をベンチャーキャピタル及びベンチ

ベンチャーキャピタルが組成した投資事業組合が保有している。株式上場後、ベンチャーキャピタル等が株式を売却する可能性があり、同社の株価形成に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 配当について

同社は、安定的かつ継続的な配当を維持することを基本方針としているものの、現在は成長過程にあり、内部留保の充実を図るために配当を行っていない。17/12 期についても配当は行わない予定である。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2015/12		2016/12		2017/12/3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	497	100.0	585	100.0	531	100.0
売上原価	141	28.4	148	25.3	116	21.8
売上総利益	356	71.6	437	74.7	414	78.0
販売費及び一般管理費	292	58.8	356	60.9	320	60.3
営業利益	63	12.7	81	13.8	93	17.5
営業外収益	0		1	0.2	1	0.2
営業外費用	2	0.4	0		2	0.4
経常利益	62	12.5	82	14.0	92	17.3
税引前当期純利益	41	8.2	82	14.0	92	17.3
当期純利益	27	5.4	53	9.1	63	11.9

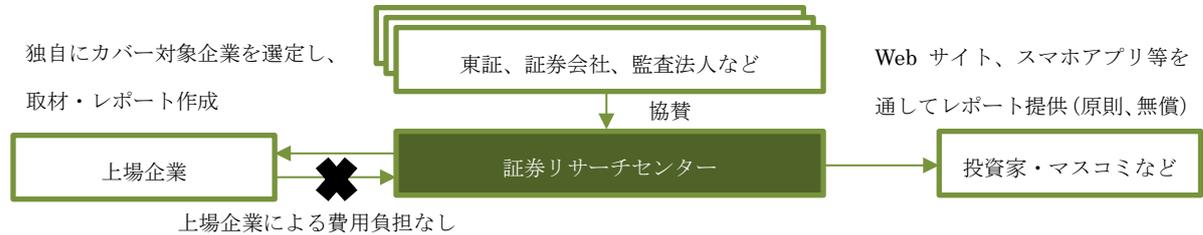
貸借対照表	2015/12		2016/12		2017/12/3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	213	49.2	232	47.6	229	44.0
現金及び預金	150	34.6	141	29.0	86	16.5
売上債権	46	10.6	66	13.6	118	22.7
棚卸資産	-		-		-	
固定資産	219	50.6	254	52.2	290	55.8
有形固定資産	1	0.2	1	0.2	1	0.2
無形固定資産	213	49.2	248	50.9	284	54.6
投資その他の資産	4	0.9	4	0.8	4	0.8
総資産	433	100.0	487	100.0	520	100.0
流動負債	106	24.5	133	27.3	103	19.8
買入債務	-		-		-	
固定負債	26	6.0	-		-	
純資産	299	69.1	353	72.5	416	80.0
自己資本	299	69.1	353	72.5	416	80.0

キャッシュ・フロー計算書	2015/12	2016/12
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	75	120
減価償却費	42	60
投資キャッシュ・フロー	-145	-93
財務キャッシュ・フロー	-36	-36
配当金の支払額	-	-
現金及び現金同等物の増減額	-106	-9
現金及び現金同等物の期末残高	150	141

(出所) 届出目論見書を基に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。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、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。