

|| 企業調査レポート ||

すららネット

3998 東証マザーズ

[企業情報はこちら >>>](#)

2018年9月6日(木)

執筆：客員アナリスト

寺島 昇

FISCO Ltd. Analyst **Noboru Terashima**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 2018年12月期第2四半期（実績）：営業利益は大幅増益	01
2. 2018年12月期（予想）：営業利益は30.0%増益の見込み	01
3. 中長期の見通し：国内でのシェアアップと海外展開で成長目指す	01
■ 会社概要	02
1. 会社概要	02
2. 沿革	02
■ 事業概要	04
1. サービスの概要	04
2. サービスの対象顧客と収益構造（ビジネスモデル）	05
3. 特色、強み、競合	08
■ 業績動向	09
1. 2018年12月期第2四半期（実績）	09
2. 2018年12月期第2四半期中のトピックス	11
■ 今後の見通し	12
1. 2018年12月期の業績見通し	12
2. 中長期の展望	12
■ 株主還元策	13

■ 要約

主力事業は学校や学習塾等に対するオンライン学習教材の提供。 特に低学力生徒向けに強いのが特色

すららネット<3998>の主力事業は、主に小学生・中学生・高校生を対象としている学習塾や学校に対して、オンライン学習教材「すらら」サービスを提供することである。「すらら」を導入する顧客に対して、「すらら」を活用した教育カリキュラムの提案や独立開業の各種支援、経営支援サービス等も行っている。また、近年では独立行政法人国際協力機構（JICA）からの採択を契機にスリランカ、インドネシア等の海外でも事業展開を開始している。

契約する学習塾や学校から毎月サービス利用料を徴収すると同時に、同社のシステムを利用する生徒一人ひとりに対してIDを発行し、毎月その利用料を徴収するのが基本的なビジネスモデルとなる。したがって契約学校数と発行ID数が増加すれば収益増となる。またクラウドでサービスを提供していることから、限界利益率は高い。

1. 2018年12月期第2四半期（実績）：営業利益は大幅増益

2018年12月期第2四半期の業績は、売上高436百万円（前年同期比28.2%増）、営業利益88百万円（同57.1%増）、経常利益90百万円（同58.6%増）、四半期純利益61百万円（同57.8%増）となったが、重要な指標である契約学校数（2018年12月期第2四半期末）は866（前期末比149増）、ID数（同）は58,864（同7,886増）となり、これが順調に増加したことが増収・増益の主要因。築地本願寺と契約するなど、今までとは異なる領域にも事業基盤が広がりつつある。

2. 2018年12月期（予想）：営業利益は30.0%増益の見込み

進行中の2018年12月期の業績は、売上高908百万円（前期比24.2%増）、営業利益156百万円（同30.0%増）、経常利益155百万円（同43.5%増）、当期純利益103百万円（同32.7%増）と予想されており、期初予想と変わっていない。主要指標が順調に増加していることから、達成は十分可能と思われる。

3. 中長期の見通し：国内でのシェアアップと海外展開で成長目指す

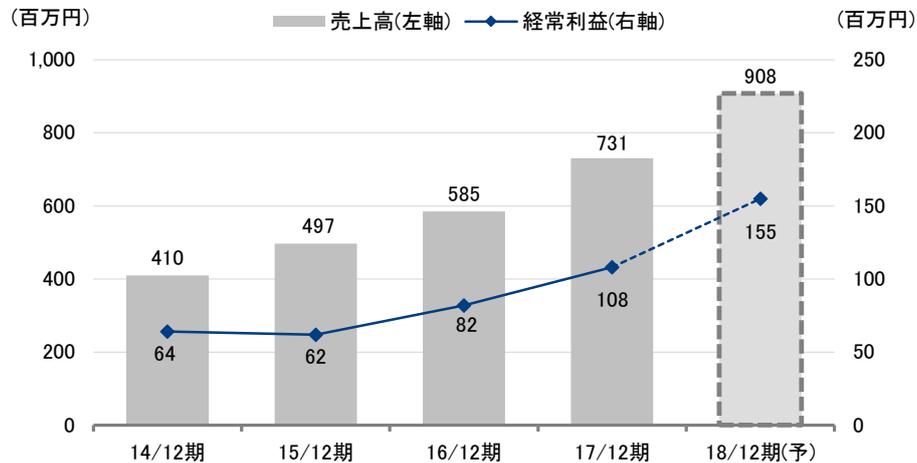
中長期の展望としては、国内市場でのシェアアップ（特に低学力生徒向けやローカル中堅大手の学習塾、学校等の大口顧客）を図る計画だが、最近では顧客基盤が大手学習塾、大手の学校法人、さらには社会問題の解決に寄与する教育機関以外の領域（放課後等デイサービス施設や寺院等）にも広がりつつある。また独自の教材や仕組みを生かした海外展開（特に発展途上国でのローカル顧客向け）も進んでおり安定した成長の可能性はありそうだ。

Key Points

- ・学校や学習塾等に対してクラウドでの学習教材・サービスの提供が主力事業
- ・主要指標が増加していることから2018年12月期も増益の可能性が高い
- ・中長期では国内でのシェアアップと海外展開で成長を目指す

要約

業績推移



出所：有価証券報告書、決算短信よりフィスコ作成

■ 会社概要

主力事業は小・中・高校生を対象とした学習塾・学校に、オンライン学習教材をクラウドで提供すること

1. 会社概要

同社の主力事業は、主に小学生・中学生・高校生を対象としている学習塾や学校に対して、オンライン学習教材「すらら」サービスを提供することである。また「すらら」を導入する顧客に対して、「すらら」を活用した教育カリキュラムの提案や独立開業の各種支援、経営支援サービス等も行っている。また、近年ではJICAからの採択を契機にスリランカ、インドネシア等の海外でも事業展開を開始している。

2. 沿革

同社の起源は、2005年に(株)C&I Holdings(旧(株)ベンチャー・リンク)グループにおいて、全国の学習塾と学校向けeラーニング事業「すらら」を開発したことに始まる。その後、2008年にeラーニング(インターネット等を利用して行う学習)による教育サービスの提供、運用支援、マーケティングプロモーション及びホームページの運営等を主な事業目的として、(株)すららネットが設立され、のちに吸収分割契約により同事業はC&I Holdings(旧ベンチャー・リンク)からすららネットへ継承された。最終的に現在の同社代表取締役社長である湯野川孝彦(ゆのかわたかひこ)氏が2010年にMBOにより全株式を取得し、現在に至っている。

株式については、2017年12月に東京証券取引所マザーズに上場した。

会社概要

沿革

2008年 8月	eラーニング（インターネット等を利用して行う学習）による教育サービスの提供、運用支援、マーケティングプロモーション及びホームページの運営等を主な事業目的として、東京都台東区寿において株式会社すららネットを設立（資本金 3,000 千円）
2010年 11月	株式会社 C&I Holdings（旧株式会社ベンチャー・リンク）から、全国の学習塾と学校向け eラーニング事業「すらら」を吸収分割契約で承継 株式会社 C&I Holdings の子会社である株式会社 FC エデュケーションから湯野川孝彦（現代表取締役）が株式会社すららネットの全株式を譲受け、MBO を実施。オフィスは東京都千代田区内神田二丁目 4 番 4 号に移転
2011年 4月	テストシステム「E-te」を提供開始
2011年 11月	すららを利用している先生方との共同開発プロジェクト「SuRaLabo」開始
2011年 12月	独立開業者向けに「すらら」を販売開始
2013年 2月	TOEIC 対策用のサービス「everyday TOEIC®TEST」400 点コースをリリース
2013年 6月	「アダプティヴラーニング」機能※ ¹ で特許取得「アダプティヴラーニング」機能※ ¹ で特許取得
2013年 10月	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 TOEIC 対策用のサービス「everyday TOEIC®TEST」500 点コースをリリース
2013年 12月	株式会社ベネッセホールディングスと資本提携
2014年 2月	本社を東京都千代田区内神田一丁目 7 番 8 号の別拠点に移転本社を東京都千代田区内神田一丁目 7 番 8 号の別拠点に移転
2014年 9月	独立行政法人国際協力機構（JICA）から採択を受け、スリランカにおいて教育格差是正プロジェクト※ ² を開始
2014年 10月	TOEIC 対策用のサービス「everyday TOEIC®TEST」600 点コースをリリース
2014年 12月	株式会社 NTT ドコモ・ベンチャーズと資本提携
2015年 4月	「すらら」がスマートデバイスへ対応 独立行政法人国際協力機構（JICA）から採択を受け、インドネシアにおいて産学連携による子どもたちの学力達成度強化事業※ ³ を開始
2016年 1月	株式会社マイナビと資本提携
2016年 4月	人工知能を用いて生徒と対話する機能「AI サポーター（株式会社 NTT ドコモと共同開発）」を「すらら」に搭載し、慶応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
2017年 3月	教育機関等と共同し学習障害児にも有用な「すらら小学生低学年版」をリリース
2017年 5月	凸版印刷株式会社と資本提携
2017年 8月	株式会社 ZE ホールディングスと業務提携
2017年 11月	世界発信コンペティション 2017 にて最優秀賞を受賞
2017年 12月	東京証券取引所マザーズ市場に上場
2018年 6月	政府の特待生「J-Startup 企業」として認定

※¹「アダプティヴラーニング」機能とは、オンライン学習教材「すらら」のシステムにおいて、生徒の解答結果から苦手部分を分析・特定し、生徒の理解度に合わせて学習すべき解説や問題を提示することで、学習者が苦手を自分で克服できるよう設計された機能を指す。

※²スリランカの BOP ※⁴層の子どもたちに、教師のレベルに左右されることが少ない、効率の良い数学教育を広めるビジネスモデルの構築を目指すプロジェクトであります。このプロジェクトの目的は主に次の 2 つ。

- 1) 発展途上国の重要課題の一つである教育の質的向上を図るために、数学達成度の改善を短期間で達成すること
- 2) 現地の協力機関と協力し、一定教育を受けた BOP 層の女性を促進者とした eラーニング塾の独立開業を支援することで、BOP 層の女性たちの雇用拡大・自立支援を行うこと

※³持続発展可能な産学連携の体系を構築し、学校・塾・家庭での eラーニングの活用に関する実証、普及活動を行い、将来的にはビジネス活動に繋げる事業。eラーニングにより、教員の質や教材の問題等に左右されることなく、子どもたちの学力達成度を向上させることを目的としている。

※⁴「Base of the Pyramid」の略。世界の所得別人口構成の中で、最も収入が低い所得層を指す言葉で、約 40 億人がここに該当すると言われている（参照：Wisdom ビジネス用語辞典）。

出所：有価証券報告書、ホームページよりフィスコ作成

■ 事業概要

契約する塾や学校数、利用する生徒数（発行 ID 数）が増えることが 収益増となるビジネスモデル

1. サービスの概要

正式に開示されている事業セグメントは「e ラーニング事業」だけであるが、提供されているサービスの内容は以下のようなものがある。

(1) 「すらら」サービスの提供

「すらら」サービスとは、小学校低学年から高校生の子どもたちが国語・数学・英語の3教科を、インターネットを通じてコンピューターやタブレットで学ぶことができる「対話型アニメーション教材」である。スモールステップで理解を助けるレクチャー機能と、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おり、子どもたち個々の学力に応じて、学習することが可能となっていることが特色だ。

「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。随所で先生役のキャラクターが問いかけ、問題に答えていくインタラクティブな授業により、生徒に適度な緊張感を持たせつつ、楽しみながら学習を進めていくことが可能。
アダプティヴラーニング機能	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、生徒が苦手分野を自分で克服できる機能。
学習管理機能	先生や生徒自身による目標設定や、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ための機能。同機能を用いて適時にアドバイスをすることで、生徒のモチベーションの維持が可能。
テストシステム 「E-te (イー・テ)」	生徒の理解度を測定できる Web テストシステム。テスト結果から正誤だけではなく、具体的な推奨履修範囲が即座に提示されることにより、すららを実際の定期試験、受験等の対応に活用することが可能。
ゲーミフィケーション※ 要素を有した各種機能	生徒に対して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ための機能。生徒の学習時間やクリアした単元数に応じて、すらら内でのレベルの上昇、アイテムの収集、同じ地域で学習している生徒のランキングを表示。その他にも、生徒同士が応援メッセージをお互いに送り合える「SuRaLabo」プロジェクトから生まれた「ソーシャル・エール機能」、ある一定の条件を満たすことで開始される各種「シークレット・イベント機能」等がある。
everyday TOEIC®TEST	TOEIC 対策コンテンツ。文法や語彙、Listening、Reading を総合的に学習し、確実に TOEIC のスコアを伸ばすだけでなく、英語の底力をつけることができる。400点、500点、600点コースがある。

※ゲーミフィケーション：ゲームの要素をゲーム以外の分野に応用することで、楽しく続けることができ、サービスの継続率やロイヤリティを高める仕組みをつくること。

出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

事業概要

(2) 「すらら」を導入する顧客に対する経営支援

学習塾や学校等に対して、すららを現場で活用した教育カリキュラムの提案や成功事例・各種ノウハウの提供等の経営支援サービスを提供する。また、同社のサービスを使って学習塾の独立開業を検討している顧客に対して、物件探索や資金調達・販売促進活動・その他塾経営に必要な情報等を提供する開業支援サービスも行っている。エリアマネジメント制※を運用することにより、すらら導入塾同士の競争が起こらないように配慮されている。

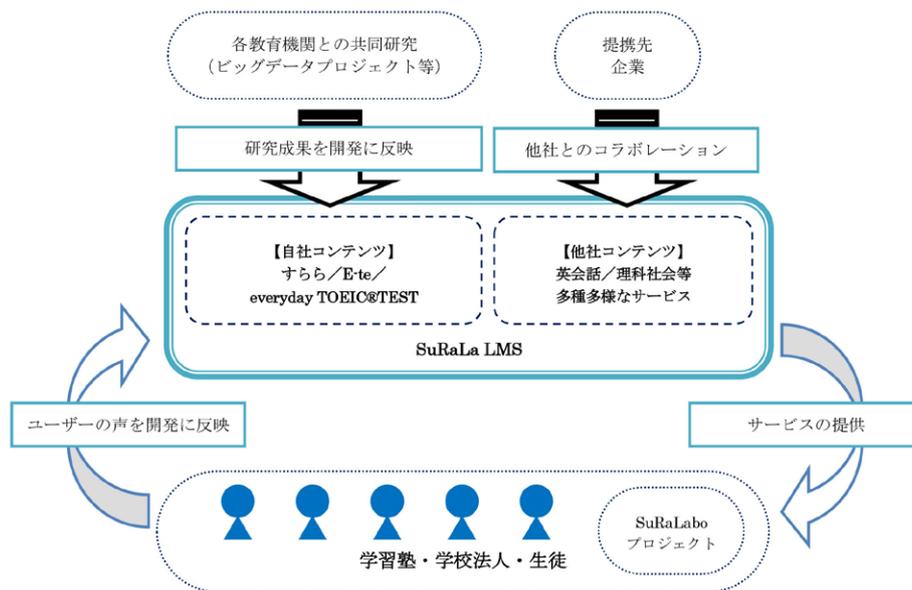
※ エリアマネジメント制：すらら導入塾の所在地の一定距離内において、他の塾の導入を制限する制度。

(3) 他社とのコラボレーションによるコンテンツサービスの提供

「すらら」を始めとする自社教材に加え、各社とコラボレートしたコンテンツを、同社のシステムである SuRaLa LMS (Learning Management System) ※を通じて提供する「プラットフォーム戦略」を取っている。他社コンテンツを同社の LMS 上にて申し込み・受講を可能とすることで、サービスの品ぞろえを拡充し、顧客満足とユーザーの拡大を目指している。他社とのコラボレーションにより、英会話、理科・社会教科等のコンテンツを提供している。

※ LMS (学習管理システム：Learning Management System)：eラーニングの実施に必要な、学習教材の配信や成績等を統合して管理するシステムのこと。

商品開発・プラットフォーム戦略のイメージ



出所：有価証券報告書より掲載

2. サービスの対象顧客と収益構造 (ビジネスモデル)

同社は、オンライン学習教材の「すらら」サービスを、主に全国の学習塾、学校法人等の「すらら」導入校、個人学習者に対して提供している。主な収益源は、「すらら」サービスを導入校や個人学習者に対して提供することによるサービス利用料収入等となっている。

事業概要

(1) 学習塾・学校向け (BtoBtoC) の事業モデル

学習塾や学校法人等の BtoBtoC マーケットでは、導入校に対して「すらら」を利用するための管理者用 ID (先生用 ID) を無料で発行し、各導入校はそれぞれの導入校に通う生徒向けに生徒用 ID (有料) を発行している。導入校に通う生徒は導入校を介して「すらら」を利用することになり、導入校は「すらら」の各種機能を使って、生徒に対する受講フォローを実施することになるので、人件費・各種管理コストの発生を抑制することが可能となっている。

さらに「すらら」は同社のサービスを使って独立開業しようとする顧客や、従来より塾を経営している個人顧客に加えて、複数の校舎や生徒を有する学習塾や学校等の法人顧客にも利用されており、法人顧客においては、「すらら」を活用した反転授業*等により利用されている。また、同社サービスを使って学習塾を独立開業する顧客に対しては、「すらら」サービスを提供することに加えて、「物件や資金調達、内装や生徒募集に関するサポート」、「無料勉強会の定期開催による成功事例・塾経営ノウハウの共有」、「販売促進チラシ等の無償提供」等の各種経営支援なども実施している。

* 反転授業：これまで教室で一律講義していた新たな学習内容を、オンライン学習教材等を用いて自宅で予習することで教室では講義を行わず、その代わりに教室では従来宿題としていた課題について講師が個々の生徒の特性に合わせた指導を行ったり、生徒同士での協働学習を行う形態の授業。

同社への収入としては、「すらら」サービス提供の対価として、学習塾では、「すらら」サービスを契約した1校舎につき課金する月額「サービス利用料」と、導入校がすららシステムに登録した生徒用 ID1 つにつき課金する月額「ID 利用料」を得ている。また、学校法人においては、契約時に発生する「初期導入料」と、導入校がすららシステムに登録した生徒用 ID1 つにつき課金する「月額 ID 利用料」を主な収益として得ている。ただし、学校法人においては、学習塾と比較して生徒数が多い傾向にあることから、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生徒用 ID を利用することができ、当該 ID 数を越えた場合に、超過分の生徒用 ID1 つにつき追加で ID 利用料が発生する契約内容となっている。

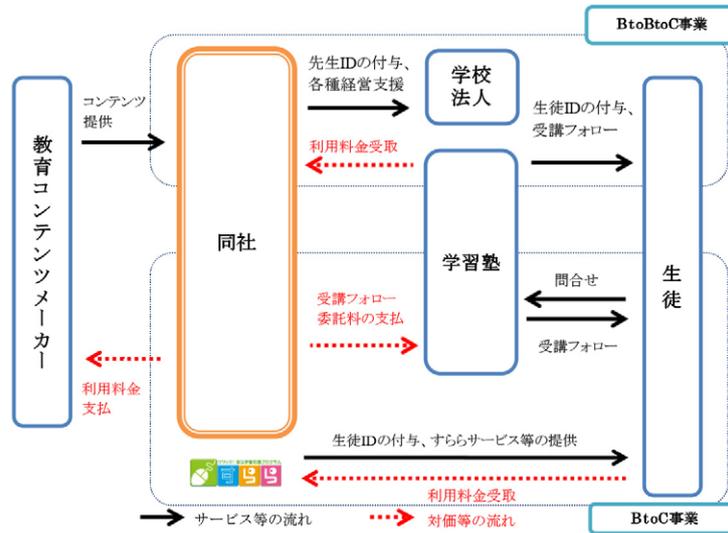
(2) 個人学習者向け (BtoC) の事業モデル

同社のサービスを利用して個人で学習しようとする個人学習者向けの BtoC マーケットでは、個人学習者に対して「すらら」を利用するための生徒 ID を発行している。ID を持つ生徒には、同社と業務協力関係にある「すらら」導入塾の講師から、いつまでにどこまで学習するかといった「月1回の目標設定」や、つまづいていないか「週1回程度の電話やメールでの進捗確認」等の受講フォローが行われている。個人学習者に対しては、生徒用 ID1 つにつき月額「ID 利用料」を課金している。また、これらの個人受講者に対するフォローを行う導入塾の講師に対しては、受講フォロー業務委託料を支払うことにより、エンドユーザーの数が増える度に導入塾の収益も増えるといった同社と Win-Win の関係になる事業モデルを構築している。

以上のようなビジネスモデルから、契約する学習塾や学校数が増え、さらにそれらの導入校で同社サービスを利用する生徒数 (発行 ID 数) が増えることが同社の売上高・利益を増加させる。特に同社のサービスは、後述するようにクラウド型であることから固定費が限られており、一度損益分岐点を越えれば、契約数の増加が即座に利益の増加につながる構造となっている。

事業概要

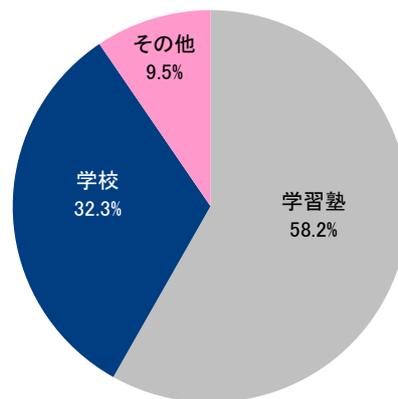
事業系統図



出所：有価証券報告書よりフィスコ作成

2018年6月末時点でのすらら導入校数は866校、すらら利用ID数は58,864IDとなっている。また2018年12月期第2四半期末の各サービス（市場別）の売上高比率は、学習塾58.2%、学校32.3%、その他9.5%となっている。

市場別売上高比率
(2018年12月期第2四半期売上高:436百万円)



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業概要

3. 特色、強み、競合

(1) クラウドでサービス提供

同社の教育サービスはすべてクラウドで提供されており、オンプレミス（システム・ソフト等の一括売り切り）は行っていない。そのため、ハードウェア等の固定費負担が少なく、安価でサービスを提供できるのが特色であり強みだ。収益面では、一度損益分岐点を越えると増収の大部分が利益となる構造になっており、限界利益率は非常に高い。

また同社の販売は約98%が直接販売だが、マーケティング（営業）に携わっているのはわずか18名（2018年6月末全従業員数29名）だけである。これらの営業社員はWeb会議システムを駆使して全国的に営業活動を行っており、販売経費を極力抑えている。

このように、サービスの提供及び販売、両方をインターネット（クラウド及びWeb）で行っているのが同社の特色であり、収益面では強みと言えるだろう。

(2) 独自のコンテンツ：低学力生徒に強み

教育事業でもう1つ重要な要素はコンテンツであるが、既述のように同社は10年以上前からeラーニングに特化し、様々な教材やノウハウを蓄積してきた。同じeラーニングと言っても大手予備校や学習塾などは、著名な講師陣の授業を衛星やネットを使って単に映像として流す場合が多いが、同社の教材は以下のような特色がある。

a) アダプティブ

生徒個人に合わせて異なる教材を提供することで、生徒が苦手な分野を克服できる。

b) スモールステップ

1単元を細かく10～15分単位で構成することで、生徒の根本的な理解を促す。これをインタラクティブで行うことで、ゼロからの理解を深めることが可能である。

c) 反転授業

これまで教室で一律講義していた新たな学習内容を、オンライン学習教材等を用いて自宅で予習することで教室では講義を行わず、その代わりに教室では従来宿題としていた課題について講師が個々の生徒の特性に合わせた指導を行ったり、生徒同士での協働学習を行う形態の授業を提供している。

d) ゲーミフィケーション

教師と生徒とのインタラクティブなやり取りを、生徒が興味を持つようにゲームの要素を取り入れたりゲーミフィケーションで行っている。

このように同社の教育コンテンツは長い間に蓄積した細かなカリキュラムであり、それを独自の方法で教えている。そのため、まったく基本が理解できていない生徒に基礎を理解させるなど、どちらかと言えば低学力の生徒のレベルアップに適しているのが特色である。このことが、教育レベルの低い発展途上国（例えばスリランカ等）での事業展開に適していると言える。

事業概要

(3) 競合等

同社とまったく同じようなサービスを提供する企業は少ないが、似たような競合サービスとしては(株)ベネッセコーポレーションが運営する「Classi(クラッシー)」や(株)リクルートマーケティングパートナーズが提供するスタディサプリなどがある。また広義では、大手予備校や学習塾が運営・提供する衛星授業も競合と言えるかもしれない。

しかしながら、これらの競合サービスはどちらかと言えば中・高学力の生徒を対象としているのに対して、同社のサービスは低学力生徒に適しているという点では、ターゲットとする市場は異なるとも言えそうだ。

業績動向

2018年12月期第2四半期の営業利益は前年同期比57.1%増

1. 2018年12月期第2四半期(実績)

(1) 損益状況

2018年12月期第2四半期の業績は売上高436百万円(前年同期比28.2%増)、営業利益88百万円(同57.1%増)、経常利益90百万円(同58.6%増)、四半期純利益61百万円(同57.8%増)となった。市場別売上高は、学習塾が254百万円(同15.5%増)、学校が141百万円(同31.8%増)、BtoC・その他が41百万円(同241.7%増)となった。

2018年12月期第2四半期業績

(単位:百万円)

	17/12期2Q		18/12期2Q		増減率
	実績	構成比	実績	構成比	
売上高	340	100.0%	436	100.0%	28.2%
学習塾	220	64.7%	254	58.2%	15.5%
学校	107	31.5%	141	32.3%	31.8%
BtoC・その他	12	3.5%	41	9.5%	241.7%
売上総利益	263	77.4%	334	76.7%	27.0%
販管費	207	60.9%	246	56.5%	18.8%
営業利益	56	16.5%	88	20.2%	57.1%
経常利益	57	16.8%	90	20.7%	58.6%
四半期純利益	39	11.5%	61	14.1%	57.8%

出所:決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

業績動向

(2) 主要指標の動向

また2018年第2四半期末の各市場での主要指標は、学校数は866（前期末比149増）となったが、内訳は、学習塾が694（同133増）、学校が148（同15増）、海外が24（同1増）であった。また最も重要な指標であるID数は、58,864（同7,886増）となったが、内訳は学習塾が13,590（同409増）、学校（ID課金）が25,156（同6,244増）、学校（校舎課金）が16,817（同1,027増）、海外が1,882（同72増）、BtoCが780（同186増）、その他が639（同52減）であった。

市場別の主要指標

(単位：校、ID)

	17/12 期末		18/12 期 2Q 末		増減
	数	構成比	数	構成比	
学校数	717	100.0%	866	100.0%	149
学習塾	561	78.2%	694	80.1%	133
学校	133	18.5%	148	17.1%	15
海外	23	3.2%	24	2.8%	1
ID数	50,978	100.0%	58,864	100.0%	7,886
学習塾	13,181	25.9%	13,590	23.1%	409
学校 (ID 課金)	18,912	37.1%	25,156	42.7%	6,244
学校 (校舎課金)	15,790	31.0%	16,817	28.6%	1,027
海外	1,810	3.6%	1,882	3.2%	72
BtoC	594	1.2%	780	1.3%	186
その他	691	1.4%	639	1.1%	-52

出所：決算短信よりフィスコ作成

(3) 財務状況とキャッシュ・フローの状況

2018年12月期第2四半期末の財務状況は以下ようになった。総資産は前期末比79百万円増の925百万円となったが、主に現金及び預金の増加46百万円、ソフトウェア等への投資による無形固定資産の増加18百万円による。負債は同10百万円増の155百万円となったが主に前受金の増加15百万円などによる。純資産は同68百万円増の770百万円となったが、主に四半期純利益の計上による。

2018年12月期第2四半期末の財務状況

(単位：百万円)

	17/12 期末	18/12 期 2Q 末	増減額
現金及び預金	436	483	46
売掛金	91	104	12
流動資産計	562	624	61
有形固定資産	1	1	-0
無形固定資産	275	294	18
投資その他の資産	5	4	-0
固定資産計	282	300	17
資産合計	845	925	79
未払金等	88	81	-7
流動負債計	144	155	10
負債合計	144	155	10
純資産合計	701	770	68

出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

業績動向

また、2018年12月期第2四半期の営業活動によるキャッシュ・フローは107百万円の収入となったが、主に税引前四半期純利益の計上90百万円、減価償却費47百万円による。投資活動によるキャッシュ・フローは68百万円の支出であったが、主にソフトウェアを中心とした無形固定資産の取得による支出68百万円による。財務活動によるキャッシュ・フローは6百万円の収入であったが、主に新株予約権の行使による株式の発行による収入7百万円による。

この結果、2018年12月期第2四半期の現金及び現金同等物は46百万円の増加となり、四半期末残高は483百万円となった。

2018年12月期第2四半期キャッシュ・フローの状況

(単位：百万円)

	17/12 期 2Q	18/12 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	67	107
投資活動によるキャッシュ・フロー	-66	-68
財務活動によるキャッシュ・フロー	-19	6
現金及び現金同等物の増減額	-19	46
現金及び現金同等物の四半期末残高	121	483

出所：決算短信、有価証券報告書よりフィスコ作成

2. 2018年12月期第2四半期中のトピックス

同社の2018年12月期第2四半期中のトピックスは、以下が挙げられる。

(1) インド大手私学グループが「Surala Ninja!」を採用

インドのハイデラバードで10校を運営する大手私学グループ「ギタンジャリ」が「Surala Ninja!」を採用し、1校において小学生を対象に2018年7月から正式な運用を開始した。

(2) 築地本願寺と契約

築地本願寺が同社の「すらら」を導入し、お寺の中で小学生が学べる「デジタル寺子屋」のサービスを2018年7月から開始した。まず分院である慈光院（東京都墨田区）で同サービスを開始、その後都内全域の系列寺院に広げる計画だ。同社ではこれを契機に、今までの塾や学校以外の領域へも事業展開を図っていく計画だ。

(3) 「すらら」導入

学校法人桐蔭学園が2018年4月から中学生・中等教育学校前期課程全員に同社の「すらら」を導入した。また、近畿大学付属小学校が2018年4月から4・5・6年生の希望者を対象に「すらら」を導入した。小学校での導入は全国初となる。さらに、東海の手学習塾「野田塾（愛知県全域51校舎）」が2018年3月から「すらら」を導入した。

(4) 「新型個別指導コース」開始

北海道の手学習塾「練成会」が「すらら」を活用した「新型個別指導コース」を2018年3月から開始した。

■ 今後の見通し

海外市場と低学力生徒向けの市場は拡大余地あり

1. 2018年12月期の業績見通し

進行中の2018年12月期の業績は、売上高908百万円(前期比24.2%増)、営業利益156百万円(同30.0%増)、経常利益155百万円(同43.5%増)、当期純利益103百万円(同32.7%増)と予想されており、期初予想と変わっていない。主要指標が順調に増加していることから、達成は十分可能と思われる。

2018年12月期業績予想

(単位：百万円)

	17/12期		18/12期		
	実績	構成比	予想	構成比	増減率
売上高	731	100.0%	908	100.0%	24.2%
営業利益	120	16.5%	156	17.2%	30.0%
経常利益	108	14.8%	155	17.1%	43.5%
当期純利益	78	10.7%	103	11.3%	32.7%

出所：決算短信よりフィスコ作成

2. 中長期の展望

現時点で同社は、特に中期の経営計画や数値目標を発表していない。しかしながら、以下のような点から、今後同社の事業が拡大、成長する可能性はあると弊社では見ている。

(1) 国内市場でのシェアアップ：特に低学力生徒向け

現在、同社の顧客対象と成り得る学習塾の数は全国で約40,000、私立中学校及び高等学校等は約2,000と推定されている。これに対して実際に同社が契約を行っているのは、2018年6月末で学習塾が694、学校が148にとどまっている。したがって、数的にはまだまだ拡大の余地はあると言える。

実際にすべての学習塾や学校が同社の顧客対象となるわけではないが、同社が同業他社に比較して有利と考えられるのは、低学力生徒に適した教材・カリキュラム・教育方法を有している点だろう。今後も日本全体で少子化が進むのは明らかで、多くの学習塾や学校が生き残りをかけて生徒の囲い込みを図らざるを得ない。しかし、以前のように、高学力生徒の難関校突破や中程度学力生徒のレベルアップだけで生徒数を増やすのは容易ではない。ある程度、低学力生徒を囲い込み、さらに結果を残さなければならないだろう。そうした環境下では、同社の提供する教材やサービスが受け入れられる可能性は高いと思われる。

(2) 多くの企業との業務提携

前述のように同社は限られたリソースで効率的な営業活動を行っているが、更なる拡大のためには限界がある。これを補うために、以下のように様々な企業と業務提携を行っている。今後は、これらの業務提携の効果が徐々に具現化し、業績拡大に寄与してくるものと思われる。

a) NTT 西日本

睡眠改善及び学習パフォーマンス向上を目指した「眠育」プログラムに関する共同トライアルをスタートしている。同社は生徒の行動習慣・学習習慣を変えることを開発コンセプトの1つとして「すらら」を開発しているが、本件は行動習慣の内、睡眠習慣を変えるという先進的なプログラムである。

b) 凸版印刷 <7911>

新たな教科として「理科」教材の新規開発を共同で進めている。リリースはまだ先のようなのだが、当商品ラインナップの拡大は、同社の売上及びユーザー数の増加が見込める。その他、インドやアジア地域を始めとする海外での販売協力、コンテンツの相互利用、学習ビッグデータの解析など、多岐にわたるテーマで連携に関する協議を開始している。

c) NTT 西日本、NTT ドコモ <9437>、チエル <3933> (販売関連)

学校法人市場に対する販売代理業務を行っている。販売代理をスタートして2年未満だが、既に何校か契約に至っており、着実に効果が出ている。

d) NTT ドコモ (開発関連)

人工知能を用いて生徒と対話する機能 (AI サポーター) を共同で開発し、リリースした。

(3) 海外での事業展開：特に発展途上国

既述のように同社の教材・サービスの特色の1つは、「まったく理解していないゼロからのレベルでも理解できる教材」を作っている点である。このような「ゼロからの教材」が海外市場、特に教育レベルの低い発展途上国では大いに生かされるのである。したがって同社が海外市場で対象とするのは、現地で日本の駐在員子弟向けに受験用の講義を行う学習塾ではなく、現地の生徒のレベルアップを図るローカルの塾になる。そのため、市場のポテンシャルは非常に大きいと言える。

株主還元策

同社は2017年12月期まで配当を行っておらず、現時点では2018年12月期も配当については未定である。当面は投資及び内部留保優先の方針だが、今後の業績動向によっては株主還元策が発表される可能性もありそうだ。

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは堅く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは堅く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ