

ODKソリューションズ | 3839 東証スタンダード

大学入試を起点に「人生伴走データプラットフォーマー」を目指す

サマリー

- 会社概要：**株式会社ODKソリューションズ（以下、同社）は、大阪に本社を構えるITサービス企業で、教育・金融・一般分野で情報処理サービスを提供している。機密性の高い大量のデータを正確に処理することに強みを持ち、特に大学入試に関わる教育分野では国内トップシェアを誇る。1963年に、大阪証券金融（現日本証券金融<8511>）グループの計算事務を行う大阪電子計算株式会社として設立された。2006年現在の社名に変更。2007年にはヘラクレス市場（現東証スタンダード市場）に上場した。2013年親会社である大阪証券金融グループの解体に伴って売上が急減する危機に直面したが、各種サービスの拡充やパートナー企業との業務・資本提携、社内の各種制度改革、コストカット等の取組みで乗り切った。今後は、既存サービスを土台としつつ、大学入試を起点としたデータビジネスの拡大を掲げ、人々に寄り添い人生を豊かにする「人生伴走データプラットフォーマー」を目指している。
- 業績動向：**会社予想によれば、2025/3期の売上高は前期比14.2%増の6,700百万円に達すると見込まれている。これは、M&Aや教育業務の入試関連システム開発の増加、価格適正化交渉の進展、証券会社向け事業の売上増が寄与している。臨床検査システム関連や機械販売の増加も増収要因だ。一方、経常利益は500百万円で同17.3%減少と予想され、特殊要因の剥落や教育事業の体制整備、新規事業の研究開発費が影響している。当期利益は同27.4%増の340百万円が見込まれ、減損損失が消失することが要因である。結果として、経常減益となるものの、同社では一時的なコスト増は成長基盤構築のための重要な投資と捉えている。
- 株価インサイト：**2021年11月以降、PBRは1倍を割り込んだ水準にある。教育業務での新規受託の未達や新サービスの立ち上げの遅れ、子会社買収に伴うコストなどにより、2021・2022年度と2期連続の業績下方修正となったことが要因と考えられる。2025/3期は、売上増加が見込まれる一方で経常利益は減少が予測される複雑な状況である。しかしこれは、中期経営計画や長期ビジョンを見据えての一時的なコスト増であり、今後同社では、成長局面・投資回収のステージに入っていくことを想定している。ROEの水準訂正を前提とすれば、PBR0.79倍は非常に魅力的な水準と言えよう。

百万円、%	売上高	YoY	営業利益	YoY	経常利益	YoY	当期利益	YoY	EPS	DPS
2021/3 連	5,412	5.0	669	27.7	695	25.7	474	29.5	57.85	10.0
2022/3 連	5,501	1.6	437	-34.7	509	-26.8	194	-59.1	23.69	10.0
2023/3 連	5,566	1.2	421	-3.7	450	-11.6	237	22.2	28.98	10.0
2024/3 連	5,867	5.4	573	36.1	604	34.2	267	12.7	32.95	10.0
2025/3 会予	6,700	14.2	470	-18.0	500	-17.2	340	27.3	41.99	10.0

出所：同社IR資料よりSIR作成

INITIATION



注目点：

収益基盤の再構築により今期は減益予想だが、中計最終年には経常利益で過去最高益を見込む。

毎年、大学入学共通テスト志願者数の半数を超える個人データにアクセスできるポジションを有効活用し、「人生伴走データプラットフォーマー」を目指している。株主還元之余地も大きい。

主要指標

株価 (11/25)	565
年初来高値 (3/25)	708
年初来安値 (10/30)	542
10年間高値 (21/5/25)	906
10年間安値 (15/9/7)	262
発行済株式数 (百万株)	8.20
時価総額 (十億円)	4.63
24/3 株主資本比率	69.6%
24/3 実績PBR	0.79x
25/3 予想PER	13.51x
24/3 実績ROE	4.49%
25/3 予想配当利回り	1.77%

株価チャート(1年)



TradingView

アナリスト 渡辺 保隆

research@sessapartners.co.jp



会社概要

■ 概要

同社は日本を拠点とするITソリューション提供企業である。1963年に大阪電子計算株式会社として、大阪証券金融（現 日本証券金融<8511>）と大阪証券代行（現 だいこう証券ビジネス<8692>）のシステム開発・運用を行うために設立された。証券ビジネス関連のシステム開発・運用を担ってきたことから、機密性の高い大量データ処理が強みである。業界でも数少ない一次請け専門（プライムベンダー）で、現在は教育・金融・一般の分野で情報処理サービスを提供している。中でも教育分野では、大学入試に関連する国内トップシェアサービスを保有している。

今後は、既存サービスを土台としつつ、データビジネスの拡大を掲げ、Web3.0^{*1}等の技術を活用し新しい価値を創造すべく、新たなサービスの研究開発に積極的に取り組んでいる。

■ 会社沿革

同社は1963年に大阪証券金融グループの計算事務センターとして創業し、親会社向けの証券金融業務に関わるシステム開発・運用をスタートした。翌年の1964年からは大学入試業務の受託を、1965年には証券業務の受託を開始した。その後2006年に株式会社ODKソリューションズに社名変更、翌2007年3月に、グループ会社だけではなく広く一般企業にも事業を拡大することを目的に、ヘラクレス市場（現東証スタンダード市場）に上場した。しかし2013年の日本証券金融と大阪証券金融の合併、グループ解体に伴って、売上高の急減と約30%に相当する安定株主を失うという危機に直面した。

同社には、他社との合併や別のグループ傘下に入る、あるいは自主独立路線を進むといった選択肢があったが、教育事業と証券・金融事業に専念し独立の道を歩むことを決断した。そして売上高の半分以上を数年で失うという逆境を事業の見直しとコストカットで乗り越え、2016/3期を底に業績を回復させることに成功した。2016年には、大学受験ポータルサイト「UCARO®（以下、ウカロ）」の提供を開始している。その後は着実に大学入試業務を中心に売上を伸ばし、2020年12月に東京証券取引所第一部（現東証プライム市場）に上場した。なお現在は、事業規模や成長戦略の観点から東証スタンダード市場に移行している。

■ 経営理念・価値観

同社は「情報サービス事業を通じて顧客の繁栄・社会の発展に貢献する」を経営理念として掲げている。経営基本方針は以下の通り。

- ・常に技術の向上を図り、優れたサービスを提供し、顧客のさらなる信頼を得る
- ・先を見据えたグローバルな視野で、未来を創造する
- ・働く喜び・生きがいを感じられる、魅力ある会社生活を実現する

出所：同社IR資料

*1：ブロックチェーン技術を活用したインターネットの次世代モデルであり、データの所有権と分散化を重視する仕組みが特徴である。資産の一形態と言えるNFTなどの新技術による経済活動や創作活動への展開に注目が集まっている。

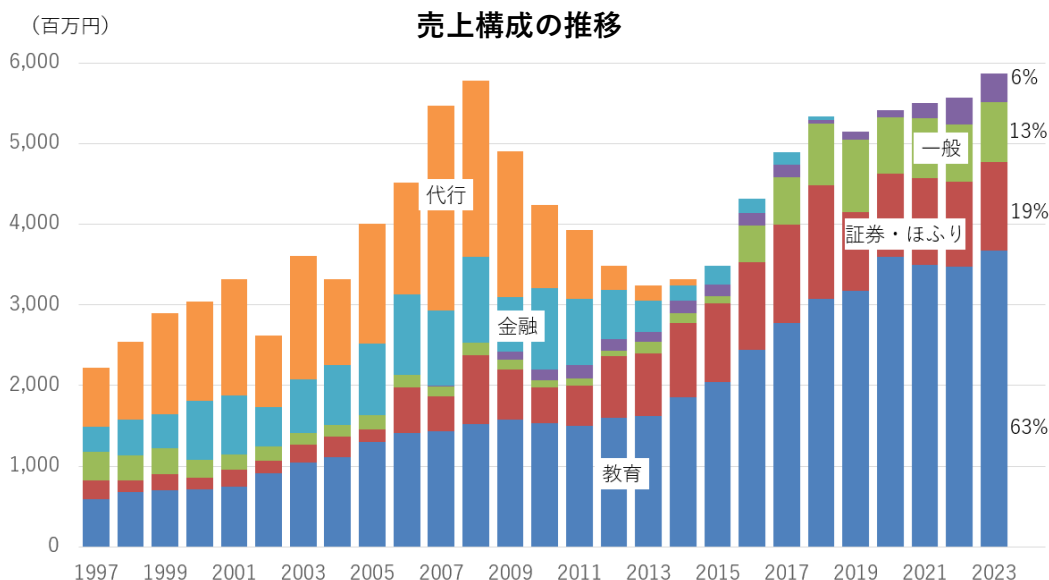
ブロックチェーンとは、暗号技術を用いて取引履歴をブロックと呼ばれる単位で記録し、それらを鎖（チェーン）のように連結してデータを保管する技術のこと。

NFTはNon-Fungible Tokenの略で、非代替性トークンとも訳される。耐改ざん性に優れたブロックチェーンをデータ基盤としており、オリジナルデータに固有のIDを発行することで、データが複製されたとしてもオリジナルがどれなのかを明確に判別できる。

ビジネスモデル

■ 事業内容

同社の事業領域*1は、大学入試に関連する教育業務（2024/3期売上高構成比63%）、証券会社のバックオフィス向けシステムや証券保管振替機構との接続システムなどの証券・ほふり業務（同 19%）、臨床検査システムを扱う医療関連や人材育成サポート事業などの一般業務（同 13%）、その他（同 6%）に分けられる。下図を見ると、かつては旧大阪証券金融グループ向けの売上高（金融・代行）が過半を占めていたが、グループ解体による経営危機を乗り越え、事業ポートフォリオを入れ替えに成功してきたことが分かる。



出所：同社IR資料よりSIR作成

この事業ポートフォリオの入れ替えは、2010年以降の積極的なアライアンスや事業買収の結果と言えよう。マイナンバー管理システム（証券・ほふり業務）と臨床検査・医療情報システム（一般業務）を除く大半の協業、業務・資本提携は、教育業務分野の強化に当てられてきたことが分かる。

2009年7月	学研ホールディングス<9470>からエフプラスの株式を取得し子会社化
2011年4月	日本システム技術<4323>と大学教務システム分野で協業
2012年1月	リクルートホールディングス<6098>と大学入試分野で協業
2013年6月	学研ホールディングス<9470>と大学入試分野で業務・資本提携
2014年11月	ナカバヤシ<7987>及び日本通信紙*2と大学入試分野で業務・資本提携
2015年9月	SBIトレードウィンテック（現SBIビジネスソリューションズ）とマイナンバー関連で協業
2016年8月	ファルコホールディングス<4671>と臨床検査・医療情報システムで業務・資本提携
2016年9月	リアルグローブと学修支援プラットフォーム分野で業務・資本提携
2021年9月	ECSの株式を取得し子会社化
2022年7月	クシム<2345>から人材育成サポート事業を譲受
2023年3月	花形と大学入試分野で業務・資本提携

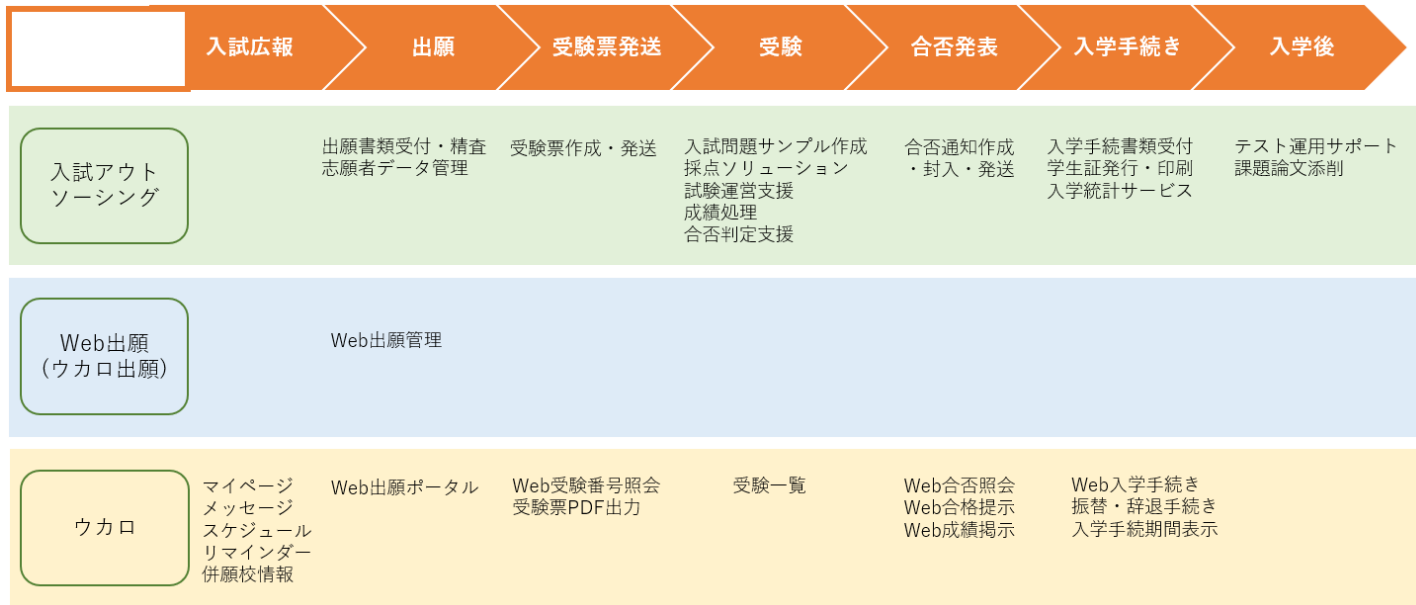
*1: 同社は情報サービスの単一セグメントであるため、セグメント情報は開示していない。その代わり、参考データとして業種別売上高（教育、証券・ほふり、一般、その他）と事業別売上高（システム運用、システム開発及び保守、機器販売）を開示している。

*2: 日本通信紙
2023年にナカバヤシが日本通信紙を完全子会社化。

(1) 教育業務 (2024/3期 売上高構成比 63%)

教育業務は、入試に関わるすべての業務（入試広報支援、出願支援、受験票発送、受験関連、合否発表支援、入学手続き支援、入学後の大学生活支援）を一括受託している。これは形態により、入試アウトソーシング・Web出願・ウカロの3つのサービスに分けることができる。

入試関連業務



出所：同社IR資料よりSIR作成

・入試アウトソーシングサービス

1963年のサービス開始時から提供しているのが、受託開発型サービスの入試アウトソーシングだ。受験生の増加で入試業務の効率化を迫られた大学の一部から入試業務に伴うデータ処理のアウトソーシングを受けてスタートした。当時、汎用コンピューターを保有し、学生の個人情報を扱うだけの高い信頼性を有した情報処理会社は少なく、証券関係の情報サービスを提供し機密性の高いデータの扱いに長けていた同社が受託することとなった。2021年以降は開示されなくなったが、2020年当時の顧客（大学）数は42校で、現在も業界最大手と見られる。競合企業は日本電子計算*1やKEIアドバンス*2、京都電子計算*3などである。

大学にとって入試業務のアウトソーシングがペイするためには、一校当たり千人強の受験者数が必要であるとSIRでは推測している。よって、国内には約800校の大学があるが、同サービスを利用しているのは学生数上位校（百数十校）に止まるのではないかとSIRでは考えている。同様の理由で、中高や専門学校向けのマーケットも限定的とみている。同サービスを利用していない学校は、人海戦術によって入試業務を乗り切っているものと推測される。よって契約大学数の拡大余地は限られるものの、同社では大規模校を中心として受託金額を増加させていく計画だ。

*1：日本電子計算
1962年に日本証券金融グループのシステム子会社として設立。2012年にTOBによりNTTデータ傘下。日本電子計算HPによれば、入試アウトソーシング顧客数は41校。

*2：KEIアドバンス
2000年河合塾グループの一員としてスタート。

*3：京都電子計算
1964年京都新聞社が全額出資。2023年4月京都新聞ホールディングスからMBOにより独立。

このサービスの価格体系は、大学の規模及び入試形態に応じた基本料金とデータ処理量に応じた追加料金から成る。入試業務は、①個人情報絡みトラブルは許されないことから、シェアの急変がない安定したビジネスである、②前頁の図にあるように、非常に多岐にわたる業務があってノウハウの固まりとなっていることから、キャッシュカウ的位置付けである。

・Web出願

その後、インターネットの拡大で、それまで紙による郵送がほとんどだった出願方法がWeb経由との併用になっていく。そこで登場したのがWeb出願サービスである。郵送出願は大学が自前に対応できても、Web出願はシステム会社に依頼せざるを得ず、こちらは利用校・サービス提供会社ともに多くなっている。

同社はリクルートHDと協業し、スタディサプリと連動する形でサービスをスタートした。現在は、後述のウカロのメニューの一つ「ウカロ出願」として運営している。

・ウカロ

ウカロは、2016年からサービスをスタートしている。ウカロ以前は、受験生は入試情報の収集から始まって、出願やスケジュール管理、受験票の管理、合否の確認なども大学ごとに対応しなければならず、非効率で記入ミスなどのリスクも高かった。しかし、ウカロの登場によって、一度の個人情報の入力^{*1}で複数の大学への出願が可能になり、スケジュールや合否確認などもマイページでの一括確認が可能となり、受験生の利便性は格段に向上することとなった^{*2}。

2024年9月時点で、ウカロ導入校は111校、重複を除くと登録者数は大学入学共通テスト志願者数^{*3}の半数以上に相当する。入試アウトソーシングの契約校はすべてウカロを導入している。同社では、併願校のほとんどを網羅すると見込まれる学生数上位200校を当面の契約数目標としている。

現在、ウカロと同様のサービスを提供している企業はない。同社がウカロを開発したのは入試アウトソーシングの顧客（大学）からの相談がきっかけで、米国の大学で利用されているCommon Application（大学入試の出願プロセスを簡素化・効率化するために開発されたオンラインプラットフォーム）と同じようなプラットフォームを開発できないか？というものだった。新たなサービスの創出につながったこの顧客ニーズとの邂逅は、同社にとって単なる幸運ではなく、顧客とのコミュニケーション能力や大学入試業務に精通していることの帰結と言えるだろう。一般的に大学は未知のサービスに対しては非常に保守的であり、ウカロの場合、相談者の大学が大規模校で率先して導入したため、急速に普及した経緯がある。米国ではCommon Application以外にもオンラインプラットフォームは複数提供されており、日本でもウカロ以外のサービスが始まる可能性はゼロではない。しかし、上記の理由（大学の保守性）により、競合サービスが脅威となる状況は想定しづらいとSIRでは考えている。

*1： 受験生によるウカロへの登録
ウカロ導入校（大学）に出願する際、受験生は必ずウカロへの登録を求められる（登録・利用ともに無料）。既に別の大学で登録している場合は、IDを入力するだけで済む。

*2： ウカロについて
登録した受験生はオープンキャンパスや入試情報などが閲覧できるが、それはウカロ導入校に限られる。よって併願校がウカロを導入した場合、当該校にもウカロを導入するインセンティブが働く。

*3： 2024年度 49万1,914名

Web出願、ウカロともに価格体系は「基本料金+従量課金」となっている。入試アウトソーシングに比べて価格は低く抑えられており、ウカロを足掛かりに、より収益性の高い入試アウトソーシングに繋げたい意向のようだ。

(2) 証券・ほふり業務 (同19%)

証券・ほふり^{*1}業務は、証券会社や金融機関向けのバックオフィス業務を支援するシステムサービスである。同社の設立目的である証券金融向けシステム開発・運用を横展開する形で、1965年にサービスを開始している。同サービスは売上高の大きい順に、証券総合システム「WITH-X[®] (以下、ウィズクロス)」、証券保管振替機構への制度参加^{*2}を可能にするほふり接続システム「COMBI-X[®] (以下、コンビクロス)」、顧客企業の従業員のマイナンバーを収集・保管・利用・破棄するなどの作業を一元管理できるマイナンバー収集管理システム「mynaone[®] (以下、マイナワン)」などのほか、IFA向けWeb取引システム「KIZUNA-X[®] (以下、キズナクロス)」や不公正売買監視システム「FOR-X[®] (以下、フォークロス)」などで構成されている。

同ビジネスに関しては、主要顧客である証券業界では競争が激化しているものの、外資系やスマホ証券の台頭により、事業展開の余地は広がりつつあるようだ。そこで同社では、主力であるウィズクロスにコンビクロスやキズナクロス、フォークロスなどを加え、「SAKIX (サキガケ)」という名称でブランド展開し、周辺サービスも含め取り込みを狙っている。案件はシステム開発の後、3~5年は運用サービスを行うという契約になっており、ストックビジネス的側面がある。

・証券総合システム「ウィズクロス」

ウィズクロスは、口座開設、注文・約定、証券管理、精算 (決済)、会計業務などの証券バックオフィス業務をサポートするシステムサービスである。証券・ほふり業務参入時には、大阪の地場証券会社向けに受託開発サービスとして提供していた。2004年にはSENS21という名称でパッケージ化し、当時勃興していた中小証券会社向けに展開、2023年にはウィズクロスとしてブランドを刷新した。

*1: ほふり
ほふりとは、証券保管振替機構 (ほふり) が運営する証券の保管振替制度。証券会社や銀行が預かった株式や社債、投資信託などを同機構が集中管理し、口座振替により受け渡しを行う。

*2: 証券保管振替機構への制度参加
1992年のほふり制度開始以来、日本の証券ビジネスでは、証券保管振替機構が定める各種制度 (下) への参加が必要不可欠で、制度変更に伴う対応も必要となっている。

<株式等振替制度> 上場会社の株式や社債、投資信託などの株券等を廃止し、電子的に管理する制度。ほふりでは、売買が行われるたびに口座振替により株式等の受け渡しを行う。

<一般債振替制度> 社債、地方債、特別法人債、外債などの権利移転を完全ペーパーレスで行う決済制度。

競争環境という点では、野村総合研究所<4307>の証券総合システムTHE STARが中堅・準大手の証券会社を中心に約7割の圧倒的シェア（国内口座数ベースでは約5割）を占める寡占市場である。ただし、THE STARは非常に高額なサービスであり、同社としては①コストメリットの訴求、②周辺サービスの取り込み、により、ビジネス拡大を狙っている。ターゲットは、独立系証券会社やネット証券、スマホ証券、短資会社である。

2024年10月、同社は東証コンピュータシステム（以下、TCS）と協業に関する基本合意に至った。証券総合システムは注文・約定などのフロントシステムと口座開設・保管・報告書作成などのバックオフィスシステムで構成されるが、これまで同社は一部フロントシステムも手掛けるものの、バックオフィスサービスをメインで提供してきた。今回のTCSのフロントシステムとの連携は、同社にとって、証券業務全体をカバーするトータルソリューションの提供という非常に重要な戦略的意味を持つと言える。

・ほふり接続システム「コンビクロス」

旧大阪証券金融グループの大阪証券代行から引き継いだサービスで、ほふり制度のノウハウが蓄積しており、これまで延べ50社以上の支援実績を有する。

・IFA向けWeb取引システム「キズナクロス」

IFA^{*1}によるWebから注文処理や口座開設申請を可能とするシステム。顧客（証券会社）が利用しているバックオフィスシステムと自動接続し、注文送信、夜間には顧客情報、取引情報などを受信する。

・不正売買監視システム「フォークロス」

金融犯罪を防止するため、膨大な取引情報の中から短時間で効率よく、抽出・分析及び審査業務を進めることができる監視システム。証券会社や商品先物業者向け。

・マイナンバー収集管理システム「マイナワン」

マイナンバーに関する業務^{*2}をワンストップでサポートするサービスで、収集から登録・保管・削除・事務代行業務までマイナンバー管理に必要な全ての業務のアウトソーシングが可能。地銀とのつながりの深いSBIビジネス・ソリューションズ（旧SBIトレードウィンテック）が営業を、システム開発・運用は同社が担当している。

*1： IFA（Independent Financial Advisor）
独立系ファイナンシャルアドバイザーや資産運用アドバイザーとも呼ばれる。特定の金融機関に所属せず、顧客の資産運用やライフプランをアドバイスし、金融商品の売買を仲介する職業。

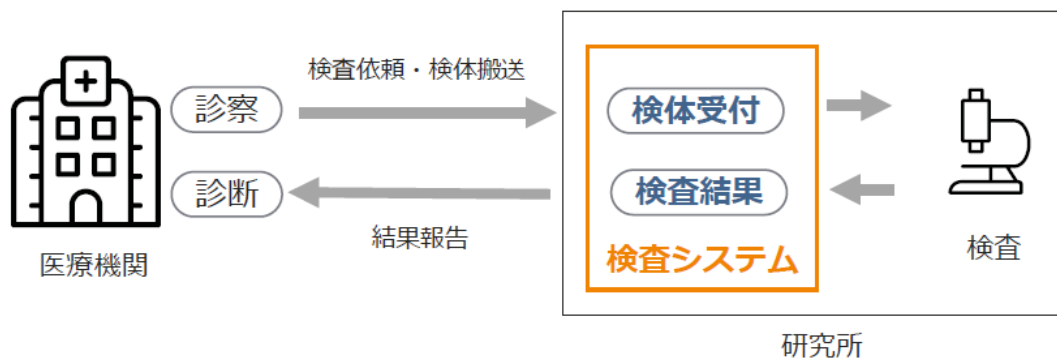
*2： マイナンバーに関する業務
マイナンバー（個人番号）とは、行政を効率化し国民の利便性を高めるために導入された個人識別用の番号で、日本の全住民へ付番されている。マイナンバー制度の施行によって、源泉徴収票や支払調書の発行、雇用保険の手続、税の手続きなどに際して、企業と従業員の間でマイナンバーのやりとりが必要となり、企業はマイナンバーの管理が必要になった。同社はそのマイナンバーの収集・管理業務向けシステムを開発・運用している。

(3) 一般業務 (同 13%)

この事業は上場前から大手電機メーカー向けのデータ処理業務など一般事業法人向けの情報処理サービスを受託してきたが、教育や金融に比べ売上の規模は小さかった。しかし、事業の立て直しの目途が立ちつつあった2016年に、ファルコホールディングス<4671>（以下、ファルコHD）との資本・業務提携により医療向け業務が加わり、3本目の柱として育ちつつあるところだ。ファルコHD向けの売上高は500百万円強*1と見られるため、一般業務の大半が医療関連と言える。次に大きいのが、学研向けビジネス、そしてeラーニングシステムなどの人材育成サポート、最後にカスタマーサポートツールのZendesk（ゼンデスク）などである。

・ 医療向けサービス

この部門のメインは、臨床検査システムのデータ処理サービスである。臨床検査とは、血液・尿・便などを調べたり、脳波・心電図などを測定したりする検査のことで、病院から送られてきた検査データを一元管理するファルコHDの自社システムの開発・運用を行っている。ファルコHDが戦う臨床検査市場はある意味コモディティであり、規模の経済性が効きやすい。大手のH.U.グループホールディングス<4544>とビー・エム・エル<4694>が再編を繰り返し、今ではファルコHDを加えた3社に絞られた寡占市場となっている。その中で、開業医のカバー率が高いことが特徴のファルコHDは約10%の市場シェアを占めている。



出所：同社IR資料

同部門のもう一つのビジネスは、ファルコHDが医療機関向けに提供している、検査依頼や検査結果の参照が可能なタブレット製品の機器販売やそのアプリ開発である。

これら医療向けサービスは、提供先がファルコHDに限定されているため、事業リスクは大きくないものの、ビジネスの成長はファルコHDに依存する部分が多い。同社では、ファルコHDが成長領域と位置付けるゲノム事業（DNA検査）や電子カルテなどのICT事業に期待しているようだ。

*1：2023/3期有報ではファルコバイオシステムズ向け販売実績は198百万円となっており、前年の552百万円から急減したように見える。これはグループ内での向け先が変更になったためであり、全体の販売実績に大きな変化はないとのこと。

・学研向けビジネス

①学研ホールディングスが運営する看護師国試合格チャレンジテスト（看護師国家試験対策模擬試験）のシステム開発・運用、②幼児向け学習アプリの開発。

・人材育成サポート

2022年にクシム<2345>から譲り受けた法人向け学習管理システム（「SLAP」及び「iStudy LMS」）とeラーニング事業で、ウカロとのシナジー創出を企図している。同社が目指す「人生伴走データプラットフォーム」の実現には欠かせないパーツの一つと考えられる。

・カスタマーサポートツール「Zendesk」

Zendesk（ゼンデスク）は、企業が顧客とのコミュニケーションを効率化し、顧客満足度を向上させるためのクラウドベースのカスタマーサポートツールで、同社は米ゼンデスク社の公認パートナーの一社である。Zendeskの主な機能は、問い合わせの一元管理、FAQの作成、顧客データと問い合わせの連携、顧客の購入履歴情報の表示などで、メールや電話など様々なチャネルからの問い合わせをシームレスに共有・継続することができる。

■ 強み

➤ 機密性の高い大量データを安全に処理する技術力

同社は大阪証券金融グループの計算事務センターとして1963年に創業した老舗のITサービス企業であり、機密性の高い大量データを安全に処理する技術力を有する。これにより、他社への業務委託には非常に慎重な大学や証券会社などの金融機関から、長年にわたりシステム開発・運用を受注してきた。近年においても、マイナンバー関連のように新しいビジネスが生まれたときに必ず声がかかるといった、有利なポジションにあるようだ。

➤ 教育業務（大学入試）における実績と顧客基盤

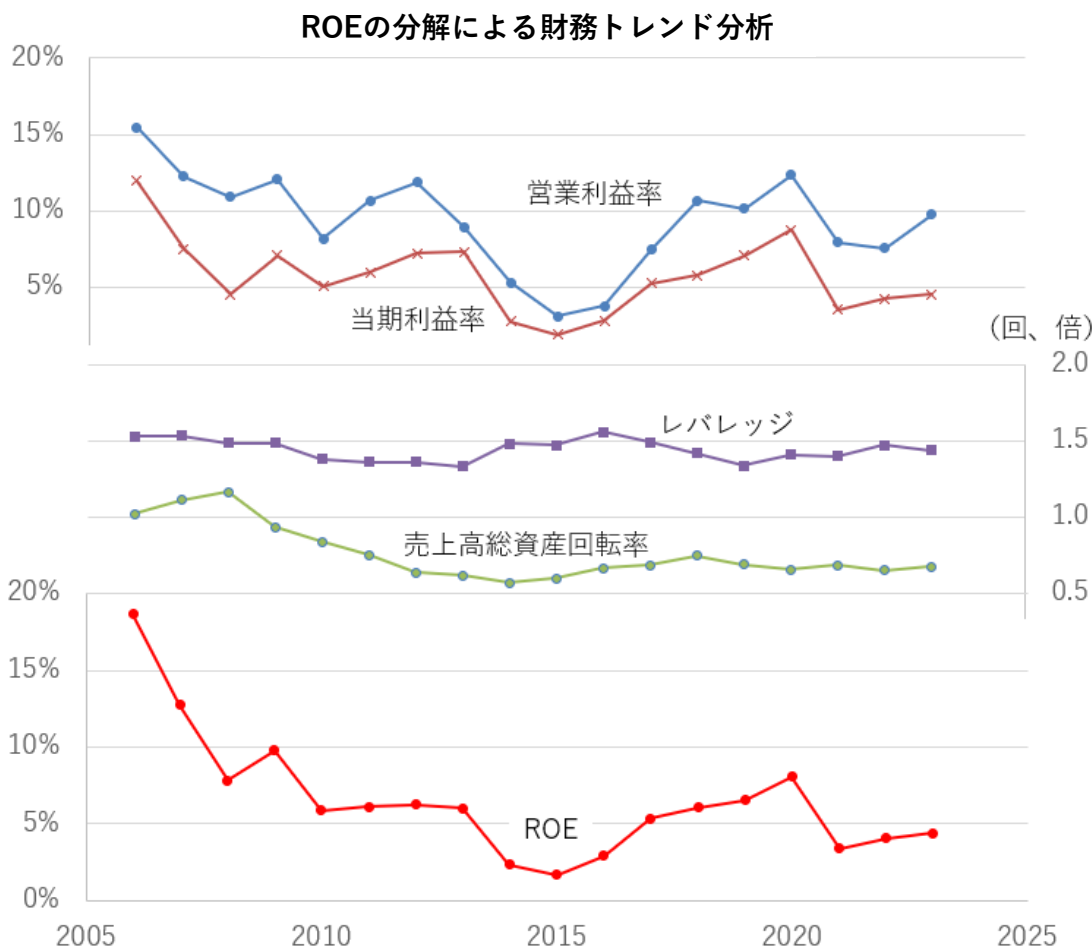
大学入試関連サービスにおいては60年以上の実績を誇り、業界大手の顧客基盤を持つ。アウトソーシングを始めとした同社の大学入試関連業務は、大学経営の効率化や大学が提供する教育内容の付加価値アップにつながっている。よって、こうしたサービスを受けることを決断した大学はむしろ、少子化を好機とすることにつながる可能性がある。さらに、大学入学共通テスト志願者数の半数を上回る登録規模に成長したウカロは大学側にとって必要不可欠なサービスになっており、大学入試関連のビジネスにおいて、同社は非常に有利なポジションにあると言えよう。

財務分析

■ 財務トレンド分析

上場した2007/3期から、同社のROEを分解してその財務トレンドを見たものが、下のグラフである。

2000年代中盤からの約10年間、旧大阪証券金融グループ解体に伴う売上高の急減で同社のROEは水準を大きく切り下げた。その後、事業ポートフォリオの見直しとコスト削減により、2016/3期1.7%を底に上昇傾向に転じたものの、2022/3期の減益以降、ROEは5%を割る水準で推移している。



出所：同社有価証券報告書よりSIR作成

注：ROEの分解 (ROE = 当期利益/純資産 = 当期利益/売上高 × 売上高/総資産 × 総資産/純資産)

同社を取り巻く経営環境が大きく変動した2015年前後を除けば、営業利益率は約10%前後で推移しており、情報サービス企業^{*1}の中では遜色ない水準を挙げている。堅固な顧客基盤を有し、小規模ながらもプライム案件が取れるポジションにあることの証左と言えよう。

*1：比較対象は、SPEEDAの業種分類：広告・情報通信サービス>システム開発>各種受託システム開発のうち、過去10年間の営業利益率が算出できる企業85社。上記85社の過去10年間の平均営業利益率の中央値は7.0%（同社は7.8%）

過去10年間のROEの平均4.5%を構成要素に分解してみると、当期利益率4.7%、売上高総資産回転率0.66回、レバレッジ（総資産/純資産）1.45倍となっている。情報サービス他社*1との比較では、すべての指標においてROEの水準を見劣りさせる要因となっている。中でも回転率とレバレッジが極端に低い水準となっており、資産・資本効率を高めるための対策が急務となっている。

情報サービス企業のROE指標

	ROE	=当期利益率	×回転率	×レバレッジ
3839 ODKソリューションズ	4.5%	4.7%	0.66	1.45
3626 TIS	10.9%	6.2%	1.09	1.64
4323 日本システム技術	8.6%	3.8%	1.34	1.80
4752 昭和システムエンジニアリング	10.1%	5.5%	1.02	1.88

出所：SPEEDAよりSIR作成 注：過去10年間の平均値

● 財務構造・収益構造上の特徴

一般的にソフトウェアの開発・運用を行っている企業は、そのソフトウェアの使用目的によって会計処理が異なる*2。個別のユーザーや特定の企業から依頼を受けて制作する受注制作のソフトウェア（いわゆる受託開発）は、収益や費用を認識するタイミングの違いによって2通りの方式*3があるものの、基本的には成果物を収益（売上高）や費用という形で一括計上する。これに対し、不特定多数のユーザーに向けて広く市場販売する目的でソフトウェア（いわゆるパッケージ*4）を制作した場合の会計処理は、開発にかかったコストを無形固定資産（ソフトウェア）に計上し、複数年にわたって減価償却、収益は利用料などの名目で同期間で回収する。

同社の場合、入試アウトソーシングや医療向けサービスは受託開発に当たるが、ウカロや証券業務、学研アプリなどはパッケージとして計上している。よって、貸借対照表上のソフトウェア資産が大きな数字となっている。またソフトウェア資産は減価償却する必要があり、減価償却費の水準も受託開発をメインとする企業に比べ高くなっている（その分、労務費や外注費の水準は低くなっている）。

*1： ROE指標の比較対象として、情報サービス大手からTIS<3626>、大学向け教務システムに強く同社協業先の日本システム技術<4323>、証券会社向けサービスに強みを持つ昭和システムエンジニアリング<4752>を選択した。

*2： 会計制度委員会「ソフトウェア実務指針」

*3： 工事進行基準と工事完成基準

*4： 特定の業務に必要な機能をまとめ汎用的に利用することができるものはパッケージで、フルカスタマイズが求められるものは受託開発で計上するのがルール。

▶ 資産効率（売上高総資産回転率）

売上高総資産回転率が低く抑えられている背景は3つある。1つ目はソフトウェアの資産計上というビジネスモデルに起因するもの、2つ目は2010年以降の資本提携により投資有価証券の水準が膨らんでいること、3つ目は手許流動性が高くなっていることである。それぞれが0.1回転程度の寄与度となっている。先の2つは構造的な要因であるが故に改善には時間がかかるかもしれない。しかし、3つ目に関しては、同社の事業運営に対する慎重な姿勢が影響していると推察されるため、比較的早期の改善が見込めるとSIRでは判断している。

▶ 資本効率（レバレッジ）

2007年の上場による資本調達後、レバレッジは1.45倍前後で推移している。同社に確認したところ、「過度に負債のリスクを取らないような財務戦略を取ってきた」とのことであった。ただし、同社はストックビジネス中心のビジネスモデルであり、戦略的に負債リスクを負担することで資本効率を高める余地が十分あるとSIRでは判断している。

現中計の経常利益の目標値から推測される当期利益率7.4%と前述の施策（手許流動性とレバレッジの適正化）の実行により、同社のROEは、

$$\text{当期利益率}7.4\% \times \text{売上高資産回転率}0.77 \times \text{レバレッジ}1.86 = \text{ROE}10.6\%$$

まで高められる可能性があるとしてSIRでは考えている。

業績動向

2025/3期の会社予想について、売上高は前期比で14.2%増加し、6,700百万円に達する見込みである。この増収の背景には、M&Aの実施や教育業務における入試関連システムの開発増加、既存顧客との価格適正化の実現、証券・ほぶり業務のウィズクロスの売上増加などが主な要因となっている。また、臨床検査システム関連の受注増や機械販売の増加も増収に寄与すると見込んでいる。

一方で、経常利益は500百万円と、同17.3%減少する見込みだ。これは、2024/3期に発生した特殊要因による増益影響の剥落と、教育業務の体制整備費用の発生や新規事業創出に伴う研究開発費の増加など、先行投資によるものが大きい。

親会社株主に帰属する当期純利益は同27.4%増加し、340百万円に達すると同社では見込んでいる。これは、2024/3期に計上したAI主体性評価システムの減損損失の影響がなくなるためである。

ちなみに同社の事業は、売上高がQ4にかけて増加する傾向^{*1}にある。しかし、人件費等の固定費は四半期ごとに変動する性質ではないため、結果として同社は、Q4の利益が他の四半期に比べ相当程度大きくなるという特性を有する。加えて、教育事業の売上高は大学入試受験者数による従量課金部分が一定割合あり、これがQ4の売上高に大きな影響を与える。よって同社の場合、業績予想に対する進捗確認がしづらいことを指摘しておきたい。

*1：2020/3期～2024/3期の5期間の平均で見た各四半期ごとの売上高寄与率は、Q1=13%、Q2=14%、Q3=20%、Q4=53%である。

中期経営計画

経営環境の変化を迅速に反映するため、同社では年1回の見直しを行うローリング方式を採用している。現在は、2027/3期を最終年度とする新中期経営計画（2024年4月30日発表）が進行中である。

2025/3期～2027/3期中期経営計画 業績目標（連結）

売上高	8,500	経常利益	900	ROIC	7.0%
	百万円		百万円	配当	年10円



中期経営計画の方針

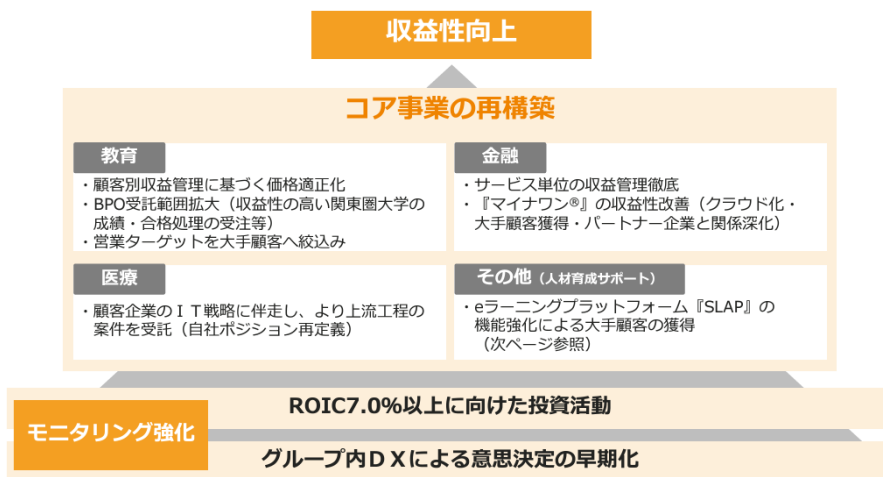
- ①当面は、国内市場での成長を目指し、各事業領域の専門性の強化を行う
- ②グループ内再編等連結ベースでのコスト削減や既存事業再構築による収益性の向上
- ③上記②を原資に、新規サービスやM&A等への成長投資を実行する

出所：同社中期経営計画よりSIR作成

現在同社では、後述するように、企業変革のための千載一遇のチャンスと捉え、新規事業の種蒔きに尽力している。現中計は、そのための基盤固めの位置付けだ。よって、上記「中期経営計画の方針」の中でも②収益力の向上を達成できるかどうか、今後の同社の成長にとって非常に重要になってくるとSIRでは見ている。

下図によれば、顧客・サービス単位別の収益管理を徹底する他、大手顧客への絞込みによる営業効率アップ、子会社間の合併による重複コストの削減などを見込んでいる。

- コア事業の再構築に向け、事業全体のモニタリングを強化
- 適正価格での提供・収益性の高いサービスの受託・コスト削減をすすめる



出所：同社中期経営計画より抜粋

長期ビジョン

同社は、「データに、物語を。」というコーポレートメッセージの下、夢に向かって挑戦する人の人生をより素晴らしい方向へリードしていく世界観の実現を目指している。この長期ビジョンが生まれた背景には、スタートから約8年で多くの大学受験生が利用するサービスに成長したウカロの存在が大きい。同社は、ウカロを介して大学入学共通テスト志願者数の半数を超える膨大な個人情報にアクセスすることが可能となった。ただし未だ「点」でしかないウカロのサービスを、新たな価値を生み出す「面」にバリューアップしていく手段が、個人のキャリア形成を支援するサービスの開発である。

具体的な仕掛けは3つある。1つは、連結子会社であるポトスが運営するキャリア体験プラットフォームとしてのキャリアポートだ。独自開発プログラムによるインターン等のリアルイベントと、SNSや動画を活用したメディア施策を通じて、企業の新卒採用活動における採用広報支援を行っている。2つ目は2024年10月に子会社化したNINJAPANの「Abuild®就活（アビルドしゅうかつ）」で、即戦力内定の実現を謳った就職活動支援サービスである。このサービスでは、応募書類の作成や面接対策といった就活に必要な実務的スキルの指導だけでなく、コーチングやトレーニング講座の履修による社会人力の訓練・養成といったカリキュラムが提供されている。3つ目が、様々な体験をNFTなどのテクノロジーを使って証明し価値化する実証実験を主催するアップデミーだ。もちろんこれまでも、様々な体験～例えば、留学、部活動、ボランティアといった体験やそれに付随する能力～の重要性は認識されていた。しかし、それを証明する手段は限られていたし、個人情報の観点からも安全に持ち運べるものではなかった。そこにブロックチェーン技術やNFTが登場したことで、秘匿性を担保しながら体験や能力を証明し価値化することができるようになった。アップデミーがやろうとしていることは、学歴や資格に加え、体験や能力、特性などのデジタル履歴書化と言えるかもしれない。

同社が描く未来イメージ

➤ 従来

表面的なデータしか取得できず、データが上手く活用されない



個人、組織（企業）、モノが点在する世界

◇ データ活用の失敗

企業はスキルや成功要因を分析して、個人とのマッチングを試みてきた（例：コアコンピテンシー診断・ハイパフォーマー分析）。

◇ 表面的なデータの取得

しかしながら、「個人」や「組織」に関するデータは、表面的なデータの取得しかできないため、「確からしさ」の証明ができず、暗示的な活用にとどまり、上手く活用できていない。

➤ 未来

トレーサビリティでデータ移動を追跡し、データ活用の幅が広がる



個人⇄組織（企業）、個人⇄個人、個人⇄モノが有機的につながる世界

◇ 深いレベルでの価値観や共感、アイデンティティの共有

データのトレーサビリティによって、深いレベルで有機的につながる。個人と組織が相互に補完することで、データの“確からしさ”が高まる。

◇ 特徴の明示化

個人や組織（企業）の特徴を、エビデンスを持って証明することができる。例えば、企業は、ビジネス戦略に不可欠な人材と能力を定量化し、“確からしさ”を持って、マーケティングや採用活動に活用できる。

出所：同社中期経営計画より抜粋

このキャリア形成支援サービスは、優秀な学生をミスマッチなく採用したい企業のニーズと合致すると同社では考えている。マネタイズの方法はまだ模索中のようだが、イベント・研修の企画・運営から始まって就職活動やマーケティング支援に向けた母集団データの活用などのアイデアが出ているようだ。体験価値の顕在化が個人にも企業にも広く認識されるようになれば、同社は「人生伴走データプラットフォーマー」として大きな飛躍の時を迎えるだろう。

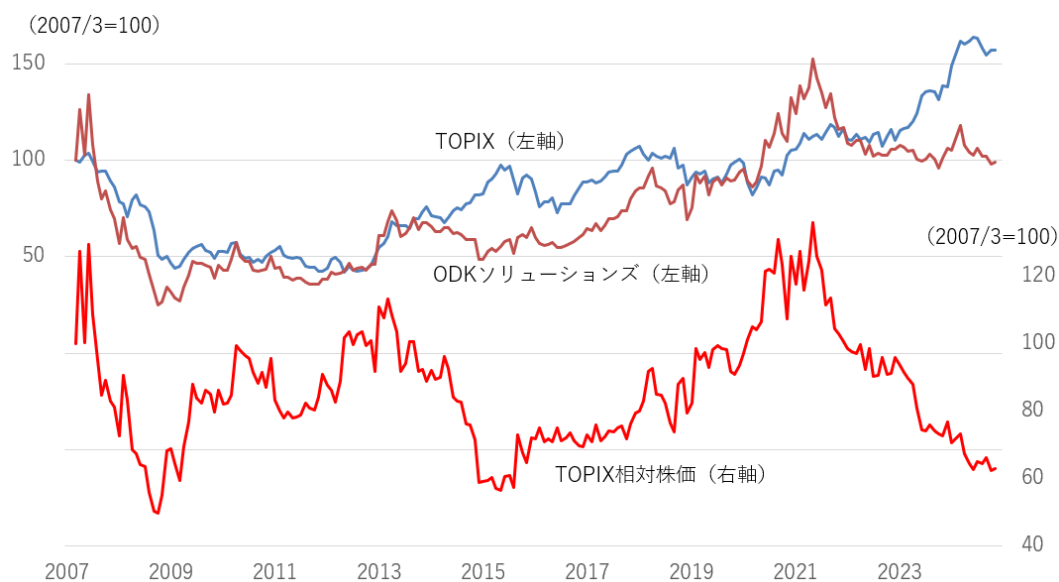
採用広報支援サービス『キャリアポート®』 : <https://career-port.jp/>

キャリア 構築サービス『Abuild®就活』 : <https://abuild-c.com/>

株価インサイト

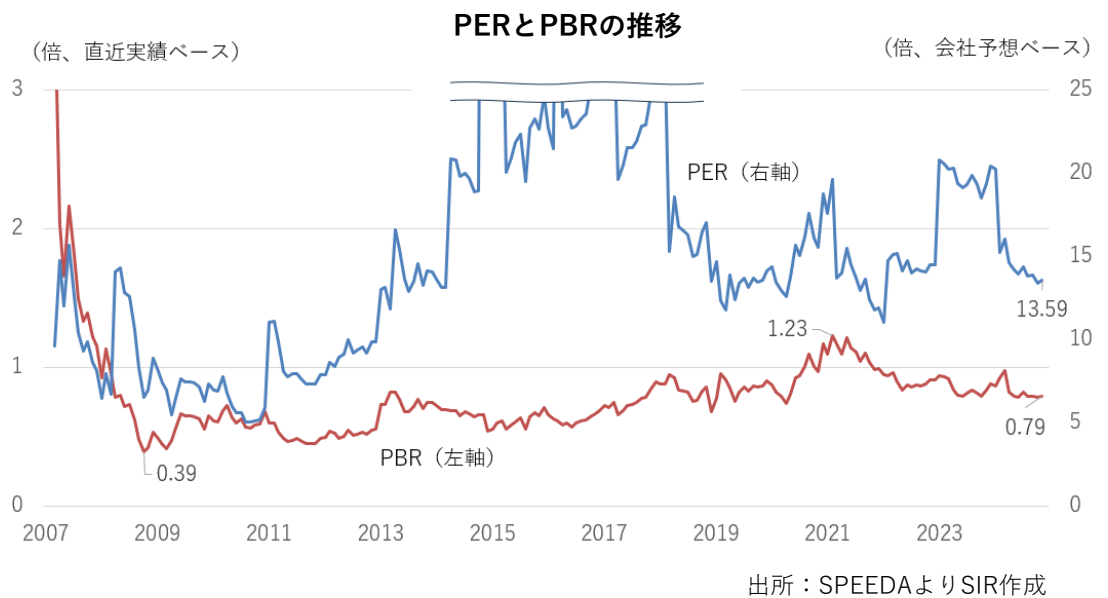
対TOPIXで見た同社の上場来株価パフォーマンスは、数年単位での上下動を経て、現在は過去のレンジの中の最低水準にある。財務トレンド分析で見てきたように、同社の2010年以降のROEの平均は約5%であり、8%前後とみられるTOPIXの平均ROEに比べ劣後する水準にある。その意味では、過去の株価パフォーマンスの低迷は総合的と言えるかもしれない。

上場来の株価パフォーマンス



出所：SPEEDAよりSIR作成

バリュエーションの観点では、同社の株価はPBRによる説明力が高いとSIRでは考えている（下図）。上場時の期待がその後の減益により剥落し、2008年10月に過去最低の0.39倍までPBRは低下した。その後、経営環境が激変する中で利益水準は落ち込みPERは上昇していくが、株価はPBRによって下支えされたことが読み取れる。そして経営改革が実を結び始めた頃（これはウカロの2016年のサービス開始と重なるのだが）を起点に、PBRはゆっくりと上昇に転じ、2021年2月には1.23倍に達している。



この局面で、マーケットはウカロによるビジネスモデルの変革を織り込みに行ったものと思われる。ただ残念ながら、PBRはその後低下を続け、2021年11月以降は1を割り込んだ水準にある。これは、その後2期に渡って業績下方修正が続いたことが影響している。教育業務における既存業務の受託範囲拡大や新規受託の未達に加え、大学事務向けサービス「iiscore-U（イースコア・ユー）」といった新サービスの立ち上がりの遅れがその背景である。また、子会社買収に伴うコストが生じたことも利益を抑える要因となった。

足許の2025/3期の業績予想は、売上高の増加が見込まれる一方で、経常利益の減少が予測されるという複雑な状況だ。しかしながら、中期経営計画や長期ビジョンを見据えての一時的なコスト増が主因であり、今後同社が想定する成長局面においては投資回収のステージに入ってくることが期待される。現時点で長期ビジョンの実現を織り込みに行くことは時期尚早ではあるが、ROEが水準訂正される確度は高まっているとSIRでは見ている。そんな状況下、PBR0.79倍は非常に魅力的な水準ではないだろうか。

Appendix

損益計算書

決算期 百万円、%	2021/03期 通期	2022/03期 通期	2023/03期 通期	2024/03期 通期	2025/03期 会社予想
売上高合計	5,412	5,501	5,566	5,867	6,700
売上原価合計	3,732	3,891	3,895	4,014	
売上総利益	1,680	1,610	1,671	1,853	
売上総利益率	31.0	29.3	30.0	31.6	
販売費及び一般管理費	1,011	1,173	1,251	1,281	
営業利益	669	437	421	573	470
営業利益率	12.4	7.9	7.6	9.8	7.0
営業外収益	40	81	42	44	
受取利息配当金	26	49	26	33	
営業外費用	14	8	12	12	
支払利息割引料	5	6	6	5	
経常利益	695	509	450	604	500
経常利益率	12.8	9.3	8.1	10.3	7.5
特別損益	-1	-204	-53	-201	
特別利益					
特別損失	1	204	53	201	
税金等調整前当期純利益	694	305	396	404	
税引前利益率	12.8	5.5	7.1	6.9	
法人税等	220	111	166	137	
親会社株主に帰属する当期純利益	474	194	237	267	340
当期純利益	474	194	230	267	
非支配株主に帰属する当期純利益		0	-6		
親会社株主に帰属する当期純利益率	8.8	3.5	4.3	4.6	5.1
その他の包括利益合計	-122	-248	-31	72	
その他有価証券評価差額金 - 包括利益 計算書	-122	-248	-31	72	
包括利益	352	-53	199	339	
親会社株主に係る包括利益	352	-53	205	339	

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

貸借対照表

決算期	百万円、%	2021/03期	2022/03期	2023/03期	2024/03期
資産合計		8,276	8,030	8,538	8,694
流動資産		4,996	4,969	5,229	5,443
現金同等物及び短期性有価証券		2,565	2,628	2,811	2,856
短期性有価証券		1	101		
売上債権		2,325	2,235	2,254	2,436
棚卸資産		40	10	48	30
前払費用		66	81	72	72
貸倒引当金 - 流動		-14	-13	-2	-2
固定資産		3,280	3,061	3,309	3,251
有形固定資産		574	475	338	265
無形固定資産		845	970	1,468	1,373
のれん			51	84	74
投資その他の資産		1,861	1,617	1,503	1,614
投資有価証券(関係会社含む)		1,482	1,029	979	1,065
長期前払費用		18	33	18	7
繰延税金資産 - 固定		75	239	231	264
負債合計		2,409	2,295	2,741	2,639
流動負債		1,325	1,311	1,434	1,704
買入債務		235	314	235	258
未払金・未払費用		190	165	216	209
短期借入債務		317	244	377	371
前受金			40	135	253
固定負債		1,085	983	1,307	935
長期借入債務		659	493	878	507
繰延税金負債 - 固定			9		0
退職給付/給与引当金		426	452	429	428
資産除去債務 - 固定				56	56
純資産合計		5,867	5,735	5,797	6,055
株主資本等合計		5,867	5,734	5,797	6,055
株主資本		5,466	5,581	5,675	5,861
資本金		637	637	637	637
資本剰余金		693	695	695	695
利益剰余金		4,137	4,249	4,404	4,589
自己株式		-1	0	-61	-61
評価・換算差額		401	153	122	194
非支配株主持分			1		

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

キャッシュフロー計算書

決算期 百万円、%	2021/03期	2022/03期	2023/03期	2024/03期
営業活動によるキャッシュフロー	715	917	539	1,078
減価償却費及び正ののれん償却費 - CF	440	442	427	536
減価償却費 - CF	440	439	419	526
正ののれん償却費 - CF		3	8	10
有価証券及び投資有価証券評価損益				7
有形固定資産売却損益	1	8	3	1
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	27	29	27	32
利息の支払額 - 営業CF	-5	-6	-6	-5
投資活動によるキャッシュフロー	-622	-533	-634	-575
有価証券及び投資有価証券の取得		0	-4	-1
投資有価証券の取得		0	-4	-1
有形固定資産の取得及び売却	-105	-106	-12	-37
有形固定資産の取得	-105	-106	-12	-37
無形固定資産の取得及び売却	-496	-485	-597	-545
無形固定資産の取得	-496	-485	-597	-545
財務活動によるキャッシュフロー	235	-422	380	-458
長期債務の増加	600		900	
長期借入による収入	600		900	
長期債務の返済	-180	-229	-285	-316
長期借入金の返済	-180	-229	-285	-316
株式の発行		1	5	
株式の償還及び消却		0	-61	
支払配当金	-82	-82	-82	-81
現金及び現金同等物の増加額	328	-38	285	44
現金及び現金同等物期首残高	2,086	2,414	2,376	2,661
現金及び現金同等物期末残高	2,414	2,376	2,661	2,706
フリーキャッシュフロー	93	384	-95	503

出所：SPEEDAよりSIR作成

注：会計基準の異なる企業との比較を容易にするため、ユーザベース社作成の標準化データを記載している。
そのため、項目名と数値データが会社開示のものと異なることがある。

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレーム／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sessapartners.co.jp