

GCC経営™分析によるターゲット時価総額533億円は不変

フィジカルなセキュリティ対策とデジタルリスク対策とセットにしたDX支援による高成長が本格化

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth（売上成長）、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。

デジタルリスクとの戦いのリーダー企業として高成長が本格化

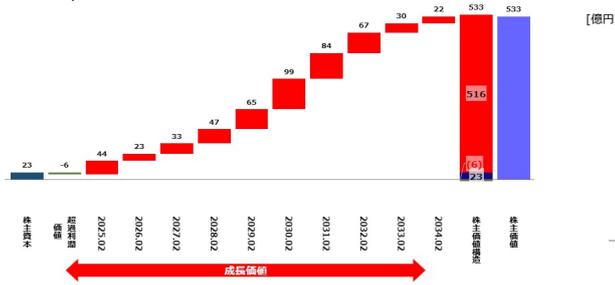
株式会社エルテス（以下、「エルテス」）は2004年に創業。SNSの発展によるネット炎上や風評被害対策など、テクノロジーの発展で新たに生じる「デジタルリスク」から社会を守る事業を展開してきた。デジタルリスクの対応と一体化したDXを企業・自治体に展開している。また、フィジカルなリスク対応との融合を図るために警備事業にもM&Aで進出している。テクノロジーの発展の支援と同時に発生するデジタルリスクへの対応を一体的に提供する独自ノウハウで高成長が本格化すると期待される。JPRとして、内部成長率15%、2024年2月期～2029年2月期にかけて、前年の売上高の10～20%の売上規模を持つ企業を毎年買収の実現が前提。

総額4～5兆円の市場領域で高成長・高収益を追求へ

前提の根拠として重視しているのが、中期計画「The Road To 2024」の内容である。この中で、エルテスは、デジタルリスク検知、AIセキュリティ、DX推進の3つの事業領域でリーダー企業のポジショニングを確立し、合計で4～5兆円市場において、M&Aも活用し高い成長を目指している。同社のビジネスモデルは、企業や自治体に対して、リスクモニタリングやコンサルティング、AIやIoTを使った警備・セキュリティ業界のDX推進、デジタルガバナメント領域での幅広い取り組みを推進する。エルテスは最先端のテクノロジーを活用し、イノベーションを生み出すことで、デジタルリスクに対処し、デジタルリスク事業において高い成長性と収益性が本格化すると予想される。その結果、財務的な持続可能性を確保し、社会の持続可能性に大きく貢献へ。

シナリオ実現で時価総額のアップサイド8.8倍の可能性

インベストメントサマリーで説明する前提が実現すると仮定し株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2.」参照）」で試算した。結果として、10年分の成長価値を織り込めば、株主価値は533億円、現状の時価総額の約8.8倍と推計された（本文「インベストメントサマリー」参照）。JPRは、3月17日にエルテスについて株主価値推計を行っているが、その値は不変であると判断している。株価換算すると、8,803円となるが、M&A資金のために株式資金調達を行うとの前提を置いているため、7,603円、希薄化のためアップサイドは7.6倍となる。



希薄化後の発行済み株式数7,006,121株

業績動向	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)	株価	
										高値(円)	安値(円)
2020年2月期通期実績	1,963	18.6%	186	378.7%	174	431.5%	86	nm	16.77	2,517	1,415
2021年2月期通期実績	1,989	1.3%	-333	nm	-357	nm	-529	nm	-102.02	1,987	1,024
2022年2月期通期実績	2,682	34.8%	80	nm	94	nm	127	nm	24.46	1,444	717
2023年2月期通期実績	4,685	74.7%	202	152.0%	143	52.8%	42	-0.7	7.28	1,175	951
2024年2月期会社計画	6,000	28.1%	300	48.1%	250	73.9%	150	3.0	24.89	-	-

*期中配当は0円

ベーシックレポート

編集・執筆
ジェイ・フェニックス・リサーチ(株)
宮下修・柏尾祐介
www.j-phoenix.com

会社概要

所在地	東京都千代田区
代表者	菅原 貴弘
設立年月	2004/4/28
資本金	1,217百万円
上場日	2016/11/29
URL	https://eltes.co.jp/
業種	情報・通信業

主要指標 2023/4/27 現在

株価	995円
52週高値	1,175円
52週安値	750円
発行済株式数	6,050,880株
売買単位	100株
時価総額	6,021百万円
会社予想配当	0円
予想当期利益 ペー入EPS	24.89円
予想PER	40.5倍
実績BPS (2023年2月末)	378.93円
実績PBR	2.63倍

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

目次

1.インベストメントサマリー	3P
2.会社概要	7P
3.GCC経営™のフレームワークによる価値創造ストーリー	9P
4. Growth : 成長ストーリー	12P
5. Connection : 経営資源のつながりストーリー	19P
6. Confidence : 持続可能性ストーリー	31P
7.比較類似会社分析	39P
8.2023年2月期決算概要	46P
9.参考資料:財務モデルの詳細	48P
巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために	50P
巻末資料2.超過利潤の説明	55P

1. インベストメントサマリー

3月17日発行
のレポートからの
評価の変更点

基本的に3月17日
発行と長期的な売
上成長の見通しは
ほぼ不変

M&Aによる投下資
本売上高比率の増
大を反映

WACCを再計算

前回のレポート発行
時点よりも株価は
10%上昇

ターゲット時価総額は不変

長期成長シナリオは不変

当社は、2023年3月17日、エルテスについてレポートを発行した。本レポートは2023年2月期の開示をうけて内容をアップデートし、さらに大幅に定性ストーリーについて加筆し、また比較類似会社分析からの示唆を加えたものである。3月17日のレポート比較して大幅な変更点は、2024年2月期の売上高、営業利益の見通しを会社計画に合わせて引き下げたことである。ただし、長期的な買収を通じた成長シナリオはほぼ不変とした。

ROICは若干低下

前回のレポートではROICは40%にまで改善するとしたが、これに対しては最新の収益性の低下を反映して、32%までに改善するとの前提にした。

WACCは多少低下

前回のレポートではWACCは6.7%としたが、長期的な社会貢献の貢献力の高まりを反映して、0.2%ポイント引き下げて6.5%とした。

ターゲット時価総額は不変だがアップサイドは若干低下

前回のレポート以降の株価増大より、ターゲット時価総額は不変であるが、アップサイドポテンシャルは若干低下した。

株主価値 分析

時価総額の最大
アップサイドは8.8
倍と試算

超過利潤法による試算

成長シナリオの実現次第で最大アップサイド8.8倍

エルテスの今後10年を展望すると、デジタルリスクとの戦いのリーダー企業として高成長が本格化すると見られる。JPRは、エルテスの事業展開に関する将来性を踏まえて、株主価値をGCC経営™のフレームワークにより「超過利潤法（「巻末資料2」参照）」で試算した。定性・定量ストーリーの骨子と試算結果を可視化したものが以下の図表である。前提の条件については次ページ以降で解説する。

株主価値の分析（億円）

定性ストーリーの骨子

Growth: デジタルリスクへの戦いにより高成長の機会拡大が本格化へ

Connection: セキュリティー体型DXが企業・自治体で本格化

Confidence : 財務安定性の向上・社会の持続性貢献が本格化

定量ストーリーの骨子

時価総額

60

バリューギャップ

時価総額の最大アップサイド = **8.8倍**

10年成長シナリオを最大限反映した株主価値¹

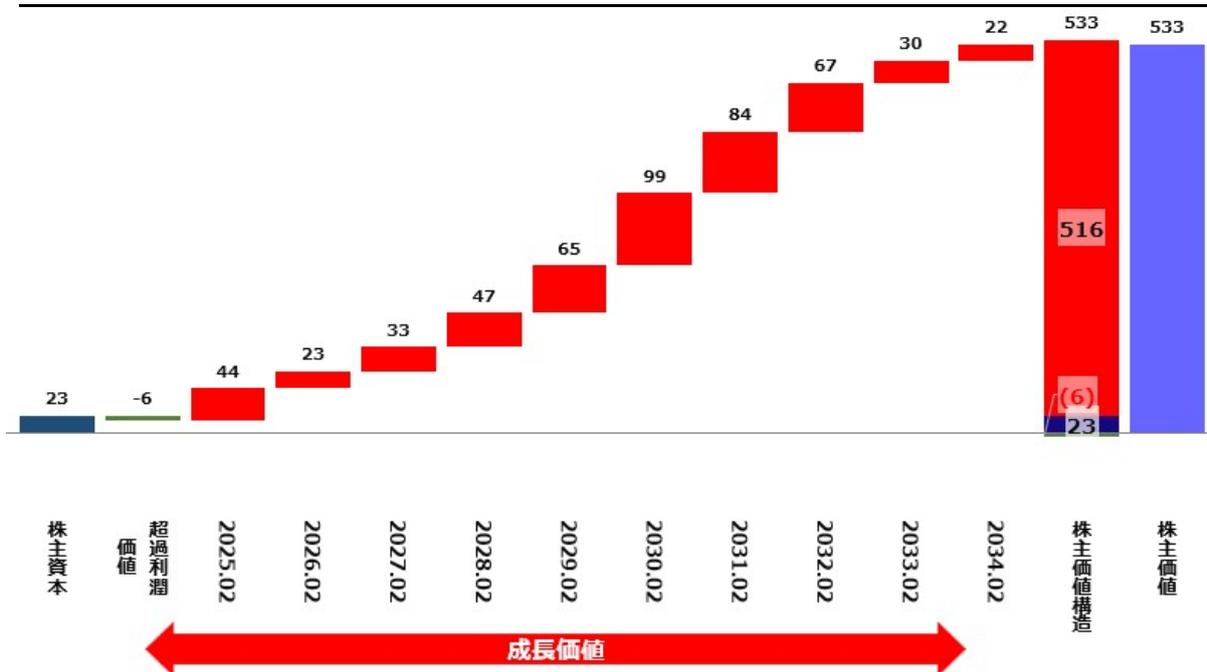
株主資本23+超過利潤価値-6+成長価値516=**533**

株主 資本	超過利潤 価値	成長価値
23	-6	516

[出所]JPR作成

1：四捨五入のため端数は一致しない。

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析 (億円)



[出所]JPR作成。時価総額は2023年4月21日終値

■ 超過利潤法による株主価値構造とバリュージェット分析 (詳細)

[億円]	今期	1年後	2年後	3年後	4年後	5年後	6年後	7年後	8年後	9年後	10年後
	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02	2034.02
売上高	60	78	108	149	205	284	392	487	535	554	563
営業利益	3	8	13	18	27	37	54	71	80	84	87
営業利益率	5.0%	10.8%	11.6%	12.2%	13.0%	13.2%	13.8%	14.5%	14.9%	15.1%	15.4%
売上高成長率	28.1%	30.0%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%	24.2%	10.0%	3.5%	1.6%
NOPATマージン	3.5%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.1%	9.5%	10.0%	10.3%	10.4%	10.7%
投下資本売上高比率	63.3%	63.3%	61.6%	58.6%	56.8%	49.8%	44.8%	45.9%	38.8%	35.4%	33.4%
WACC	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%	6.4803%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	5.5%	11.9%	13.1%	14.4%	15.8%	18.3%	21.3%	21.9%	26.5%	29.5%	31.9%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.8	¥1.8	¥2.0	¥2.2	¥2.4	¥2.8	¥3.3	¥3.4	¥4.1	¥4.5	¥4.9
NOPAT	2.07	5.85	8.66	12.59	18.42	25.80	37.35	48.90	55.11	57.82	60.03
投下資本×WACC	2.46	3.20	4.30	5.65	7.56	9.16	11.37	14.47	13.46	12.72	12.20
超過利潤	-0.39	2.65	4.3630	6.93	10.86	16.65	25.98	34.43	41.65	45.10	47.83
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-0.39	2.65	4.36	6.93	10.86	16.65	25.98	34.43	41.65	45.10	47.83
各年で創出する価値	-6	47	26	40	61	89	144	130	111	53	42
ディスカウントレート	100%	94%	88%	83%	78%	73%	69%	64%	61%	57%	53%
超過利潤の現在価値	-5.94	44	23	33	47	65	99	84	67	30	22
投下資本① 元手	38										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-6										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	54.6										
非事業資産価値④	14										
企業価値=①+②+③+④	562										
有利子負債等	-29										
株主価値	533										

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 株主価値推計のために設定した3つの定性情報と定量情報の前提*1

Growth: デジタルリスクへの戦いにより高成長の機会拡大が本格化へ

価値観・世界観	提供価値・成長性	売上高
デジタルリスク*2に戦い続ける テクノロジー発展の反動によって生まれるデジタルリスクへの対応を重要な社会課題として認識。課題解決のために「デジタルリスクと戦い続け」、健全なデジタル社会の実現に貢献する。デジタルリスク対策の先駆者の強みを活用し、①デジタルリスク領域のNo.1の企業、②AIセキュリティによる警備業界の変革企業、③行政・企業DX推進のリーディングカンパニーとなる。	4-5兆円市場で高成長へ ①～③の企業として、合計で4-5兆円の市場をターゲットに、デジタルリスクへの対応のために提供価値として、①デジタルリスクの検知、②デジタルポリス、③スマートシティ・デジタルカンパニーの構築支援、を提供。中期計画 " The Road To 2024 " を1期として、3年×3期の9年の中長期計画で、加速度的な成長サイクルの実現を目指す。	CAGR 25.0%が期待 2024.2 2034.2 60 億円 ▶ 560 億円 内部成長率15%の前提。2024年1月期～2029年1月期にかけて売上高の10-20%の売上規模を持つ企業を毎年買収。
		成長価値 516 億円

Connection: セキュリティー体型DXが企業・自治体で本格化

戦略	ビジネスモデル	ROIC
高成長が可能な領域に展開 事業構造を変革し、デジタルリスクとの戦いにおいてエルテスが強みを発揮するDXの推進領域に進出し先駆的立場を確立する。デジタルリスク事業では、No.1企業のポジショニング確立のため、サービスの進化と多様化を図り、AIセキュリティ事業では、デジタルとフィジカルの両面で、警備業界の変革をリードする。DX推進事業では、独自の視点で、行政/企業のDX推進を推進する事業を立ち上げる。	企業・自治体へ多様なサービス提供 ①は、24時間365日体制でのリスクモニタリングやコンサルティング、内部脅威検知を月額制で提供する。②は、AIやIoTを使った警備・セキュリティ業界のDX推進を行い、リアルな警備事業も運営する。③は、デジタルガバナメント領域での幅広い取り組みを推進し、デジタルPFI構想により自治体や企業のDX化を促進する。	29%ポイント改善が期待 2024.2 2034.2 5.5 % ▶ 32.0 % 規模拡大効果で大幅に拡大。買収は最近の買収のEBITDA倍率で買収できると前提。減価償却10年で推計。
		超過利潤価値 -6 億円

Confidence : 財務安定性の向上・社会の持続性貢献が本格化

財務的な持続可能性	社会の持続可能性への貢献	WACC
デジタルリスク領域で安定基盤確立へ コロナ禍やウクライナ情勢の影響で不透明な状況が続く中、社会全体でデジタル化が進み、主業務のデジタルリスク事業ではKPIクライアント数や内部脅威検知ID数が増加し、高い成長性と収益性を示している。Growth・Connectionストーリーが実現されれば、デジタルリスク領域の知名度の高いブランドの確立したリーダー企業になる可能性がある。	デジタルリスクの軽減で大きく貢献 最先端のテクノロジーを駆使し、イノベーションを生み出し続けることがデジタルリスクと戦い続けるための唯一の手段だと考えるエルテスは、デジタルリスクの軽減により社会の持続可能な発展に貢献する。最新の動向のヒアリングから見てさらにその貢献度はたかまっており、WACCは前回より0.2%ポイント引き下げた。	現状維持 6.5 % 前回レポートより0.2%低下 株主資本 23 億円

*1会社ヒアリングに基づいた会社計画以降の推測値をJPRが独自に予想して作成。*2エルテスが「テクノロジー発展の反動によって次々と生まれる新しいリスク」として定義

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

2.会社概要

概要

<2022年3月末時点>

会社名	株式会社エルテス
設立年月	2004/4/28
代表取締役	菅原 貴弘
本社所在地	東京都千代田区霞が関3-2-5霞が関ビルディング6F
資本金	1,217百万円
従業員	273名
決算期	2月
主要事業	リスク検知に特化したビッグデータ解析によるソリューションの提供
上場日	2016/11/29
上場証券取引所	東京証券取引所グロース市場

[出所]会社資料等よりJPR作成

主な連結子会社・グループ会社

事業系統	会社名	事業概要	資本金	出資比率
デジタルリスク事業	株式会社エフイーアイ	インターネットに関する総合コンサルティング	3百万円	100%
デジタルリスク事業	アクター株式会社	Web広告のデザイン、開発、運用のトータルサポートサービスの提供	5百万円	100%
デジタルリスク事業	株式会社エルテスカピタル	セキュリティ・インテリジェンス等のデジタルリスク分野を対象としたベンチャーキャピタル事業	10百万円	100%
AIセキュリティ事業	株式会社AIK	警備DXに関わるソリューションの開発・提供、警備業	114百万円	94.6%
AIセキュリティ事業	株式会社And Security	警備サービスの提供	10百万円	100%(株式会社AIK)
AIセキュリティ事業	ISA株式会社	警備サービスの提供	10百万円	100%(株式会社AIK)
AIセキュリティ事業	SSS株式会社	警備サービスの提供	0.5百万円	100%(株式会社AIK)
DX推進事業	株式会社JAPANDX	DX化ソリューション・電子政府関連のソリューション開発・提供	20百万円	100%
DX推進事業	株式会社GloLing	システム開発支援、トータルITソリューションの提供	5百万円	100%
DX推進事業	株式会社メタウン	住宅不動産のプロパティマネジメントサービスの提供	1百万円	100%(株式会社JAPANDX)

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 主なM&A

年	月	対象	目的
2019	9	株式会社エフイーアイ	エフイーアイの中堅中小企業マーケットにおけるサービス提供のノウハウと、エルテスグループの保有するリスクデータとAI基盤を用いたシステムインフラを掛け合わせ、デジタルリスクマーケットでのプレゼンス向上を目指す。
2020	11	株式会社アサヒ安全業務社（現、(株)And Security）	警備業の創出に共感を持つ伝統的な警備会社と相互に補完関係を築き、セキュリティDX領域へ本格進出を推進。
2022	3	I S A 株式会社及びその関連会社 S S S 株式会社	新時代のデジタル警備サービスを質・量ともに充実させるため
2022	3	株式会社GloLing	グループのエンジニア拡充や、各種ソリューション開発の内製化によるシナジー効果を狙う。
2022	4	アクター株式会社	デジタルマーケティング領域への進出の加速と、アクターが保有する金融機関向けサービスのノウハウ獲得により地方銀行への積極展開、グループが企図するスマートシティ構築における地域金融・経済の活性化への貢献も目指す。
2022	7	バンズ保証株式会社（現、(株)メタウン）、バンズシティ株式会社のプロパティ・マネジメント事業	住宅や不動産に関するノウハウを有する企業を取り込むことで、人々の生活空間である住宅・不動産に関する営みをDXにより効率化し、周辺リスクに対するマネジメントまで一気通貫で提供する体制の確立を目指す。

[出所]会社資料等よりJPR作成

■ 主な業務提携・資本提携

年	月	対象	目的
2020	12	株式会社Strobo	IoT活用の低価格ホームセキュリティ事業の立ち上げをサポートする警備会社向けプラットフォームを共同で開発・展開を進め、ホームセキュリティ及び警備業界のDXを推進。
2021	10	かつこ株式会社	かつこの展開するSaaS型アルゴリズム提供事業の強みを生かし、オンライン取引における幅広いセキュリティサービスの提供を目指す。
2022	4	株式会社ラック	ラックの内部不正監視サービスとエルテスのセキュリティ監視サービスを組み合わせることで、企業への提供価値向上を目指す。また、ラックが提供するインシデント対応サービスにおいてエルテスのソーシャルリスク対策を組み合わせることにより、対応範囲の拡大を図る。
2022	12	株式会社ネクスグループ	ネクスグループの持つブロックチェーン技術やトークンの取引のノウハウを活用し、トークンエコノミーに関連するセキュリティサービスの実装を進める。

[出所]会社資料等よりJPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

3.GCC経営™のフレームワークによる価値創造ストーリー

Growth

概念デザインはかなり進展

新経営体制で加速が期待

整備進捗状況:70%

社会変化に伴うイノベーション整備進捗状況:50%

実績への反映の進捗状況:30%

概念～実装デザインに基づいて実績の今後を期待

概念デザイン：デジタルリスクから守る盾となり

エルテスは社会のデジタル加速化に伴い新たに発生する多様なリスクへの対応のために「デジタルリスクと戦い続ける」という理念を持って、デジタルリスクの無い豊かな社会の実現することを目指している。この中核となるのが、①膨大なデジタルリスクデータ。デジタルリスク対策の先駆者として、長年にわたってデジタルリスクに関するデータを収集・蓄積し続けている。②デジタルリスクに対して強い分析とソリューション能力。リスク分析に関するノウハウを強みに、デジタルリスク対策へのイノベーションを生み出すことができる。

エルテスの主力事業がターゲットとするデジタルリスクサービス関連市場は、Webでの情報発信を日常的に行っている企業と個人は益々増加している。2021年度のデジタルリスクサービスの市場規模は77.4億円で、前年度比15.0%拡大した。リスクの高まりとこれに対応するサービスの多様化を背景に、2024年度には139.2億円まで成長させることが期待される。

実装デザイン：社会変化に伴うイノベーション

主力事業は、①デジタルリスク事業となり、これを中心事業とし、②AIセキュリティ事業、③DX推進事業、いずれの事業も新たな収益基盤へと成長させる。2022年2月期から2024年2月期に係る中期経営計画「The Road To 2024」では、再定義した3つの事業セグメントを基盤に企業提携等の手法を活用しながら、一層の事業体制の拡充と新領域への挑戦に取り組んでいる。こうして事業構造の革新に伴い、企業LOGOに込めた思い「デジタルリスクから守る盾になりたい」を実現し続けて、デジタルリスクの無い豊かな社会に向けて新しいテクノロジーとともに常に進化している。

実績：主力事業顕在化。これからのDX推進事業の拡充に期待

主力事業において、①デジタルリスク事業では、No.1企業のポジショニング確立のため、既存プロダクトのノウハウを活かして、新規プロダクトを継続展開している。現在、業界を問わず中小企業から大手企業まで1,000社以上の導入実績を持っている。②AIセキュリティ事業では、主要サービスである「AIK Order」の登録者数は20,000人を突破した。また、建設業や小売店を依頼者としたマッチングによる案件成約事例も増加している。③DX推進事業は、行政の住民サービスのデジタル化支援、エンジニアなどのDX人材の派遣サービスを展開し、今後の拡充が期待される。

Connection

概念デザインはかなり進展

整備進捗状況:80%

特に②の具体化に期待

整備進捗状況:50%

実績への反映の進捗状況:30%

一気通貫を実現する体制改革に期待

概念デザイン: デジタルリスク領域のナンバーワン企業

デジタルリスク領域のナンバーワン企業を目指すべく、①新プロダクトの開発、アライアンスの強化およびM&Aの実施。②新たな領域に積極的に進出し、業界での確固たるポジションを築く、が重要となる。

デジタル情報の影響力が高まり、デジタル上のレピュテーションの影響力が拡大・多様化することで、IPO検討企業や既存コンテンツへのリスク対策など、多様なニーズに対応するには様々な企業と連携を取り、継続的に新プロダクトの開発が必要である。また、サイバーセキュリティを活用できる新たな領域に進出し、業界で優位なポジションに就くことが期待される。

デジタルリスク事業の内製化や、高単価商材の拡販を通じて収益性の改善を目指し、中長期的には売上は2021.2期比で3.5倍、EBITDAは10億円の実現を目指す。

実装デザイン: M&A・提携の締結により基盤構築

①これまではSNS炎上対策というニッチ市場で先駆的立場を確立した。これからはDXの余地・可能性が高い領域へ広く事業展開を図る。2023年2月期上期において合計4件の戦略的M&A、その中で特にGloLingの完全子会社化により、システム開発力やセキュリティコンサル力を強化した。更に、2022年4月には、ラックとの間で資本業務提携することで、「加速度的な成長サイクルの実現」の基盤を構築している。

実績: 顧客層のギャップは埋まりつつあり体制改革に期待

「ソーシャルリスク対策」については、リスク検知時の初動対応コンサルティングを含むWebリスクモニタリングを主力サービスとして成長を牽引してきた。これからは営業秘密持ち出しを早期検知する内部脅威検知サービスに注力し、「働き方改革」やテレワーク普及の背景の下で、国内大手企業から中小企業まで幅広くニーズが増加し、今後大きく成長することが期待される。フィジカルな警備事業を運営しつつ、その課題解決のためにAIやIoTを組み合わせた警備業界のDXを推進している。主要サービス「AIK order」の登録企業警備員数が拡大し続けている。PMI推進本部を中心に、警備事業を提供する株式会社And Security、ISA株式会社、SSS株式会社の営業体制強化に取り組んでおり、高利益率案件の受注という成果にも繋がっている。DX推進事業は、行政の住民サービスのデジタル化支援、エンジニアなどのDX人材の派遣サービスを展開している。2022年9月には岩手県紫波町のホームページリニューアル業者に選定され、11月には奈良県田原本町と包括連携協定を締結するなど、着実に事業が前進している。

Confidence

高い成長性と収益性を示す

事業拡充への取り組み
デジタル社会の実現

社会デジタル加速に伴う多様なデジタルリスクを解決
健全にテクノロジーが発展する社会を実現

社会貢献性は高く、財務の安定化に期待

財務安定性：安定性確保の段階

Growth・Connectionストーリー実現で収益性が更に向上

コロナ禍およびウクライナ情勢の影響を受け、先見通しが不透明の一方、社会全体においてビジネスから日常生活のあらゆる場面でのデジタル化が加速する中、連結売上高・営業利益は連続増収、主業務デジタルリスク事業のKPIクライアント数と内部脅威検知ID数も増加し続け、高い成長性と収益性を示している。

前述のGrowth・Connectionストーリーが実現されれば、収益力を更に強化、デジタルリスク領域のナンバーワン企業の達成が見込まれる。

事業拡充への取り組み

健全なデジタル社会の実現へ向けて、エルテスは3つの事業セグメントを伸長させてきた。M&Aを通じて様々なデジタルリスクをカバーしていく体制となっている。主に、①全方位からのデジタル社会の安全を実現するデジタルリスク事業。②警備事業の全国展開とともにリアル社会の安全と、設備DXを実現するAIセキュリティ事業。③オンライン（デジタル）社会の実現・改善と、オフライン（リアル）社会の実現するDX推進事業。

社会貢献性：デジタルリスク対応力を軸に多様なリスク対策に貢献

デジタルデバイスやITツールに加え、SNSなどをビジネスで活用する場面が増え、多くのメリットが生み出される一方、企業の信用に関わる重大なリスクも発生している。また、DX推進によって、サイバー攻撃の対象となりやすく、情報漏洩の可能性を高めている。デジタル社会の加速することで、もたらすデジタルリスクも大きいと言える。

こうした中で、デジタルリスクの対応を特化したエルテスは、企業潜在リスクを解決、社会課題の解決に貢献していると言える。さらに、Growth・Connectionストーリーが実現すれば、多様化するリスク要因を解析し、様々な業界の顧客ニーズに合わせたサービスを提供し、健全にテクノロジーが発展する豊かなデジタル社会を実現することが可能になる。

ただデジタルリスクの対応ではなく、常に先を見据え、最先端のテクノロジーを駆使し、イノベーションを生み出し続けることこそデジタルリスクと戦い続けるための唯一の手段である。エルテスはこの理念を持って、デジタルリスクと戦う最前線にある。

4. Growth : 成長ストーリー

価値観・世界観

唯一無二の企業を
目指してデジタルリ
スクに注力

産業構造の変化を
うまくとらえた

社会のデジタル化に
合わせ、3つの事業
による強烈なシナ
ジーを目指す

エルテスの道
～成長のための取り組み～

<https://eltes.co.jp/ownedmedia/>

価値観

価値観 : 「デジタルリスクに戦い続ける」の策定の背景

エルテスがデジタルリスク事業を開始した2007年当時は、デジタルマーケティング企業が勃興した時期であるが、デジタルリスクに特化した企業はなかった。そこで、菅原社長はデジタルリスクに一点集中することで唯一無二な企業になれると考えた。

一方、当時の社会はインターネットでの情報発信がインタラクティブになるWeb2.0の概念が流行していた。誰でも情報発信する社会になれば、個人の発信により企業がリスクに晒される場面が多くなる。こうした中で、菅原社長はテクノロジー発展の反動によって次々と生まれる新しいリスクを「デジタルリスク」と定義し、エルテスが「デジタルリスク」の盾として顧客を守ることを使命と考えるにいたった。

価値観が持つ意義

エルテスがデジタルリスク事業を開始した当初は顧客にデジタルリスクに対する重要性の認知がなく、競合もいない環境であった。デジタルマーケティングの時流にあえて乗らず、その周辺分野でかつ社会的意義があるデジタルリスクに着目した視点は、産業構造の変化や社会課題を適切に見極め、独自性および競争優位の源泉として意義がある。

社会への長期的な価値提供に向けた重要課題

デジタルリスク	デジタルリスクの内容の多様化による様々なニーズへの対応が必要（デジタルリスクと内部脅威双方への対応、経済安全保障への対応）
AIセキュリティ	警備業界の抱える本質的課題、人材不足とDX化の相対的な遅れへの広域的な対応の必要性
DX推進	地方自治体におけるDX化が急速に進行する（デジタル田園都市国家構想等）

価値観の浸透の取り組み

「デジタルリスクの企業」という印象から、新たな事業領域に挑戦するエルテスを深く理解してもらえるように自社ウェブサイトにて「エルテスの道」を開設している。エルテスの事業やサービスの紹介、顧客企業へのインタビューなど様々な取り組みで浸透をはかっている。

提供価値

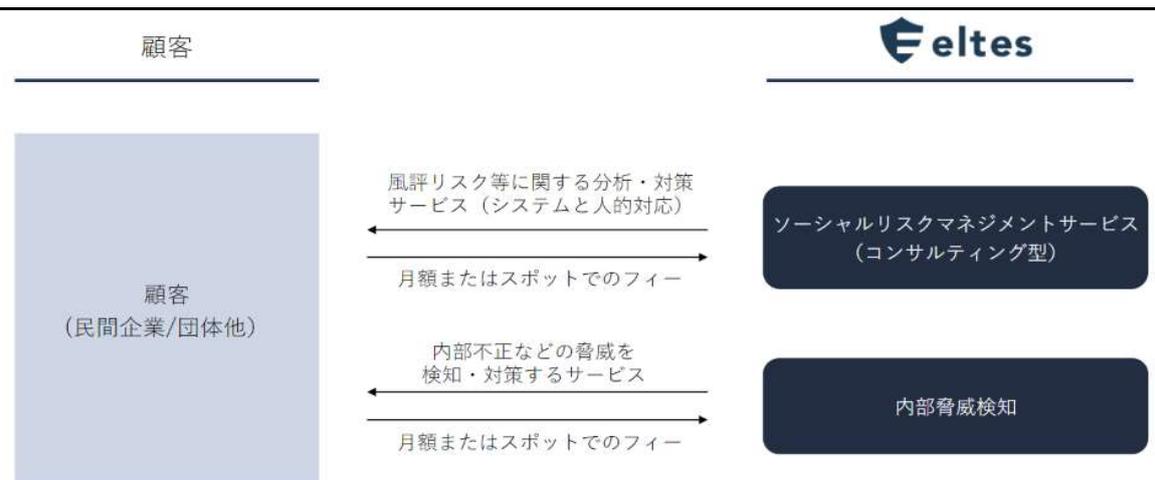
インターネットでの
リスクを防止・軽減

提供価値

デジタルリスク事業での提供価値

デジタルリスク事業ではインターネットにかかるリスクの防止・軽減を提供する。具体的にはコア事業であるSNSの炎上対策と、コロナ禍によるリモートワークでさらにリスクが増加した情報漏洩などの内部不正の脅威を検知・対策のサービスを提供する。

デジタルリスク事業のビジネスモデル



[出所]エルテス事業計画及び成長可能性に関する説明資料

デジタルリスク事業のサービス

	Webリスクモニタリング	SNSをはじめネット上のリスク投稿を24時間365日モニタリング。危険度の高い投稿は緊急通知し、その後の沈静化に向けたコンサルティングまで実施。
	SNSリスク研修	Webリスクモニタリングサービス提供や炎上分析から培ったノウハウを生かし、従業員向けのSNSリスク研修の企画・実施まで提供。
	検索エンジン評判対策	検索エンジン上に表示される事実無根のデマ情報などのネガティブ情報に対して、SEO技術を活用して、より正しい情報を上位表示させる施策を支援。
	Internal Risk Intelligence (内部脅威検知サービス)	ログデータから「ヒト」の行動を解析し、組織内に潜むリスクを検知。情報漏えいや不正行為などのセキュリティ対策はもちろん、隠れ残業など労務管理でも活用、PoCも提供。
	LINEマーケティング	LINE公式アカウントの開設から運用までのマーケティング支援。クーポンやメニューの個別対応や自動化によって、成果に繋がる運用を支援。
	デジタルマーケティング	Web広告の運用・最適化からLP作成やWeb動画作成、さらにはサイト企画・制作・運営保守までデジタルマーケティング全般を支援。

[出所]会社ウェブサイト

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

デジタルリスクが事業解決する課題例

企業のフェーズや特性に合わせて、最適なソリューションを提供

広報・マーケティング	炎上の予防や炎上被害を最小化
	公式SNS運用によるトラブルを予防
	SNSのなりすまし対策
	広告による批判・炎上を防止
	風評被害・誹謗中傷などブランドへの悪影響を防止
	自社を取り巻くWeb上のリスクを把握・検知
人事・総務	従業員のSNS炎上を防止
	人事の発言や採用活動によるSNS炎上を防止
	採用に関する自社のネット上の評判を調査・改善
	離職やハラスメントなどの内部リスクを対策
	テレワーク・在宅勤務による労務リスクを対策
経営企画・リスク管理	ネット上の自社やブランドに関する評判調査・対策
	他社のネット上の評判調査・対策
	リスクマネジメント体制を強化
	上場・IPO審査に向けたリスク対応と体制整備
	会社の重要情報の外部流出を防止
情報システム	ログ分析・調査
	情報漏えい・情報持ち出しの対策
品質管理・技術	ネットに投稿された品質不良・有害事象情報を検知
	製品の不正転売・横流しを検知
	技術・ノウハウの外部流出を防止

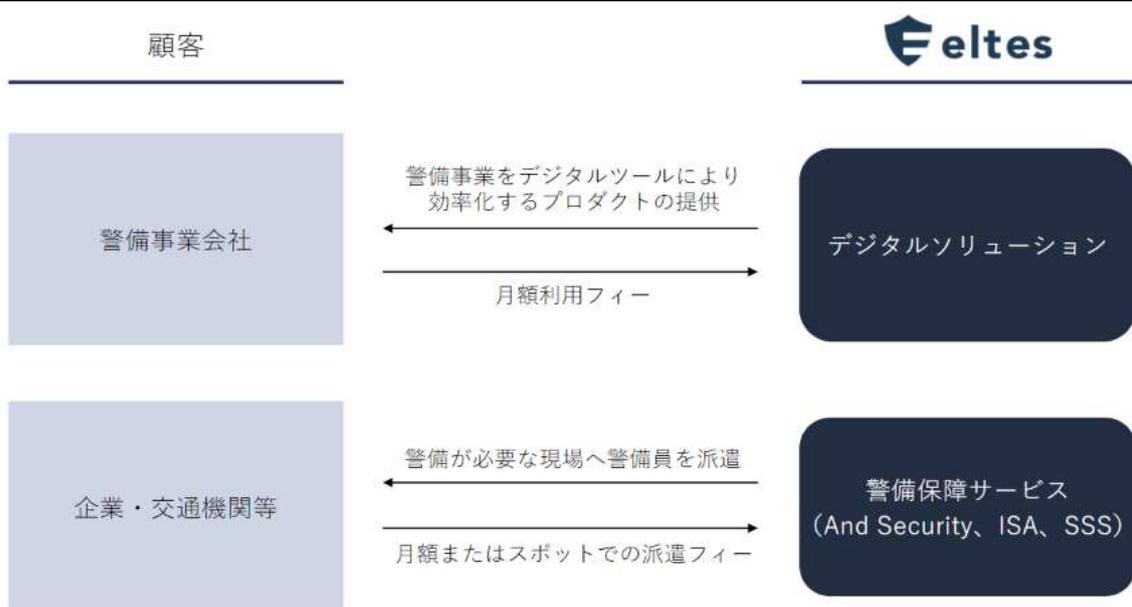
[出所]会社ウェブサイト

リアルでのリスクを
防止・軽減

AIセキュリティ事業での提供価値

AIセキュリティ事業では警備事業をデジタルツールにより効率化し、警備業界の働き手不足、人材の高齢化などの課題に対し警備DXソリューションの提供を通じて、「より良い警備体験」の提供に貢献する。他方で、警備DXソリューションを加速化させるため自ら警備事業を運営しており、デジタルとフィジカルの融合による最適化を目指す。

AIセキュリティ事業のビジネスモデル



[出所]エルテス事業計画及び成長可能性に関する説明資料

強みを活かして課
題解決へ

警備業界に進出した理由

「デジタルとフィジカル両方の視点を持たないと、本当の意味でのリスクマネジメントができないのではないか」「フィジカルリスクも含めて包括的なリスク対応ができる会社になれないか」、こうした視点の元、アナログ環境が多々残り、中小企業も数多く、さらに3.5兆円と市場が大きい警備業界に注目した。

AIセキュリティ事業のサービス

	AIKシリーズ（警備DXソリューションサービス）	警備の依頼プラットフォーム、警備会社向けのe-ラーニングサービスなど、警備業界のDX化を支援するサービスを提供
	首都圏警備サービス	首都圏を中心に、列車見張業務、雑踏・交通誘導警備業務、施設警備・常駐保安警備業務を提供
	北海道警備サービス	北海道地域にて、交通誘導警備業務、交通誘導コンサルティング、施設警備業務、列車見張業務、巡回警備業務を提供

[出所]会社ウェブサイト

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

DX推進事業での提供価値

DX推進事業では、行政機関のデジタルガバメント化や企業のデジタル化をサポートする。

DX推進事業のビジネスモデル



[出所]エルテス事業計画及び成長可能性に関する説明資料

DX推進事業のサービス

	地方公共団体の DX 支援	住民総合ポータルアプリ「スーパーアプリ」の提供や、DX人材の派遣を通じたDX戦略の立案から施策実行までを支援
	DX人材派遣	エンジニアなどの派遣を通じて、企業のシステム開発を支援
	プロパティマネジメントサービス	不動産の売買、仲介、賃貸及び管理を中心に、人々が快適に暮らす街づくりをサポートできるサービスを提供

[出所]会社ウェブサイト

**TAM/SAM
/SOM**

**成長性4-5兆円
市場で高成長へ**

TAM/SAM/SOM

エルテスが狙う市場

SNS炎上・内部脅威対策市場

くら寿司での炎上騒ぎによりSNS炎上対策の重要性がより広まり、一方で経済安全保障の対応により機密情報の持ち出しについてメーカーで内部脅威に対する対策の必要性が高まり、エルテスの想定以上に市場が拡大しつつある。

情報銀行市場

情報銀行は世界でGAFAsが情報でマネタイズしていく中で、個人情報保護法の壁で遅れていた日本で生まれた概念である。2019年より事業者認定が始まり今後の成長が期待されている。

デジタルガバメント・デジタルGRD市場

政府の2023年度デジタル関連予算は総額1兆2200億円。その内、デジタル田園都市国家構想関連は1,200億円+事項要求（1,000億円）となっている。以前はデジタル化の予算は政令指定都市など一部の都市しか充実していなかったが、2021年9月1日にデジタル庁が発足し、岸田政権では地方自治体全般でデジタル化が活発となっている。

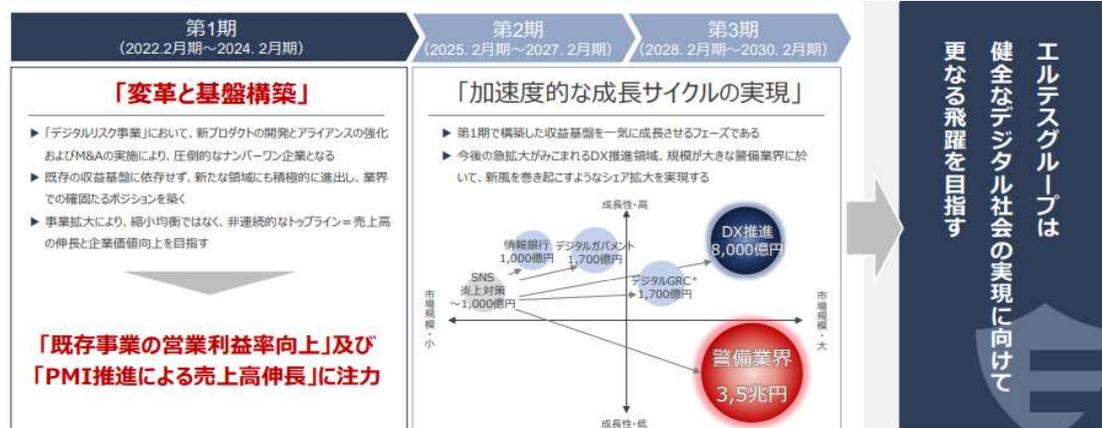
DX推進

矢野経済による自治体向けソリューション市場に関する調査（2023年）によると、2022年度の自治体向けソリューション市場は7,002億5,000万円と予測されている。

警備業界

NIKKEI COMPASSによる2023/03/20調査では、警備・セキュリティ市場は家庭向け需要拡大、3兆4500億円市場となっている。

中計で狙う成長イメージ



[出所]エルテス事業計画及び成長可能性に関する説明資料

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

売上高の10年展望

基盤事業の構築

基盤事業に加えM&Aで成長を加速

売上予測の前提

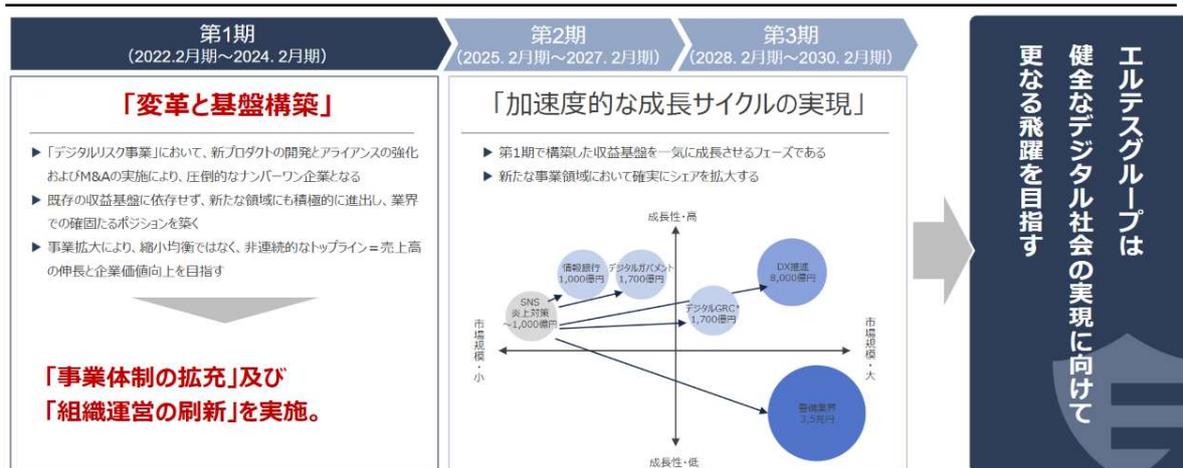
前提1:変革と収益基盤の構築

エルテスは2030年2月期までの3年x3期の中期計画で目標を設定している。現在進行中の2022年2月期からの中計では「変革と基盤構築」とし、中核事業のデジタルリスク事業にて新プロダクトの開発やM&Aにより圧倒的なナンバーワンを目指している。また、AIセキュリティ、DX推進いずれの事業も新たな収益基盤への成長を目指す。

前提2:加速度的な成長サイクルを実現

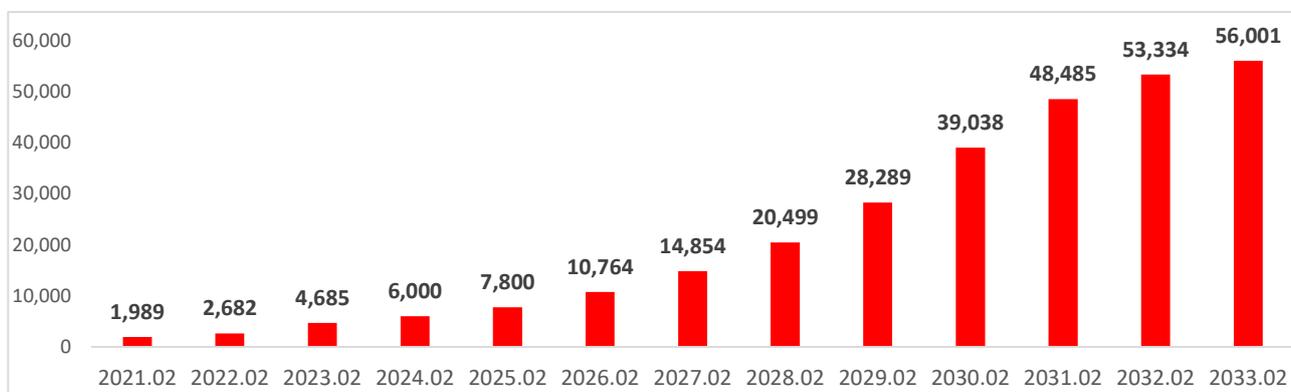
2025年2月期以降はそれまで構築した収益基盤を成長させる。オーガニックな成長に加え、M&Aも活用し加速度的な成長を目指す。

過去5年及び10年予想の売上成長グラフ (再掲) (単位: 百万円)



[出所]エルテス事業計画及び成長可能性に関する説明資料

過去3年及び10年予想の売上成長 (単位: 百万円)



[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 (以下、JPR) が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

5. Connection : 経営資源のつながりストーリー

5フォース分析

市場勢力図における位置づけ

■ 競合企業の一例

■ 情報銀行認定一覧

5フォース分析

業界内の競合の脅威

デジタルリスク市場

ICT市場コンサルティングのMM総研がまとめた「デジタルリスクサービスに関する利用動向調査（2022年6月時点）」によると、2021年度の「デジタルリスクサービス」の市場規模は、前年度比15.0%増の77億4000万円とあり、売上高23億円のエルテスを単純に当てはめるとシェア約30%程度を占めている。上場企業でSNS炎上対策を手掛けている企業の一例を以下に記す。

社名	証券番号	特色
イー・ガーディアン(株)	6050	動画や掲示板など投稿監視に強み。ゲーム顧客対応、広告審査も。サイバーセキュリティ育成
アディッシュ(株)	7093	顧客サポート代行とネット監視が柱。学校向けネット監視やコンサル、SNS運用代行も

[出所]JPR作成

情報銀行市場

総務省・経済産業省「情報信託機能の認定スキームの在り方に関する検討会」が制定した「情報信託機能の認定に係る指針」に準拠し、日本IT団体連盟が情報銀行として認定された企業とサービスを列挙する。2019年より認定が開始されたが、まだ各サービスの詳細な動向は不明な状況であり、各社手探り状態な様子が見え始める。

認定公表日	事業者名	サービス名	認定種別
2019/6/26	三井住友信託銀行(株)	「データ信託」サービス（仮称）	P認定
2019/6/26	フェリカポケットマーケティング(株)	ワタシポスト ※2021年2月にサービスを開始	P認定
2019/12/25	(株)J. Score	情報提供サービス（仮称） ※今後、情報銀行サービスを開始	P認定
2020/2/17	中部電力(株)	MINLY（メインリー） ※2020年3月サービス実証開始	P認定
2020/3/12	(株)DataSign	paspit（パスピット）	通常認定
2021/1/18	(株)マイデータ・インテリジェンス	マイデータ・バンク「MEY」	通常認定
2021/3/29	(株)MILIZE（ミライズ）	保険データバンクサービス（仮称） ※今後、情報銀行サービスを開始	P認定

[出所]総務省資料より

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依頼したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

市場勢力図に
おける位置づけ
(前項から続き)

デジタルガバメント・デジタルGRC市場

日本においてデジタルガバメント、デジタルGRCのビジネスを展開している企業の一例として、日立製作所、NEC、NTTデータ、富士通、アクセンチュア、デロイトトーマツコンサルティング、PwCコンサルティング等、大手電気機器メーカーやコンサルタント企業が挙げられる。

DX推進

DX推進をビジネス展開している企業は数多くあるが、大手のソフトバンク、日本IBM、富士通、NEC等を中心に数多くの企業が事業を展開している。

警備市場

警察庁の「令和3年における警備業の概況」によると、2021年の警備業界の売上は約3兆4,500億。シェアはセコムが約1兆円、総合警備保障(ALSOK)が約5千億円など大手6社で過半を占める。一方で同年の業者数は1万359社と残りのパイは中小の業者がひしめいている。

新規参入のハードルは低い

ただし、デジタルリスクへの対応など専門的見地が必要

付加価値連鎖（バリューチェーン）における位置づけ

新規参入の脅威

デジタルリスク市場

ITテクノロジーとしては参入は容易であるが、リスク対応したノウハウなどのデータが重要になると想定される。また、SNS炎上対策のような限定される市場規模において後発での参入は障壁となりえる。ただし、市場の拡大期待から競争環境は激しくなると想定される。

情報銀行市場

新規参入には認定が障壁となる。また、始まったばかりの市場で将来の見通しの難しさが障壁となる。いずれにおいても参入した場合はデジタルリスクの管理は必須となりリスク管理市場の成長を牽引する。

デジタルガバメント・デジタルGRC市場

参入障壁は特にないが、全国数多くある自治体に対する営業体制と1年前後かかる案件受注に耐えうる経営体力が必要なため大手IT企業が参入の中心となっている。

DX推進

上記自治体を除く企業向けのDX推進は参入障壁も無くレッドオーシャンである。一方で、中小企業を含めると市場ポテンシャルは膨大で、それに対するエンジニアのマンパワーが不足している状況のため、マンパワー確保が売上拡大の障壁となり得る。

警備市場

参入障壁が低いいため既に中小企業を中心とした1万社超の企業が参入している。一方でデジタル化への対応は資本力で差がつくため、リアル・デジタル融合の警備が浸透すればデジタル力が参入障壁となりえる。

供給企業の交渉力

エルテスの事業領域はソフトウェア部分が中核のため、経営に大きな影響を及ぼす調達企業は存在しない。

買い手の交渉力

エルテスの事業領域は競争が激しいが、リスク対策は単純なコストパフォーマンスより成果が重要なため、エルテスがこれまで構築してきた信頼と実績が優位に働くと想定する。

代替品の脅威

エルテスのサービス領域はマンパワーからデジタル化へと移行するサービスが全般を占め、ITサービスにおいては様々な可能性が考えられるが、リスク対策を目的とする範疇においては代替品が考えづらい。

戦略 ビジネスモデル

経営資源を活用し
た成長サイクル

エルテスの基盤であ
り未来でもある技
術

重大なインシデント
を未然に防止

テクノロジーで警備
業界を革新

高成長が可能な領域に展開

競争優位を確保するために不可欠な要素

エルテスの競争優位性は、基盤事業であるデジタルリスクへの対応をはじめとする技術力・サービス力が第一にある。次に、社会環境の変化に合わせた事業拡大を狙い、M&Aや提携を活用して基盤事業を拡張してDX推進や警備事業への事業拡大を果たした。さらに、これらサービスにより顧客企業や自治体との関係を深め、特に近年では地方自治体のデジタル化において着実に信頼と実績を構築した。これらのサイクル継続がエルテスの成長にとって不可欠な要素である。

競争優位の源泉となる経営資源・知的財産を含む無形資産

Webリスクモニタリング

エルテスがWEBリスクモニタリングをサービスとして確立させたのは2011年であるが、社会の急速なデジタル化に対応して、2007年の時点でWebリスク対策サービスを立ち上げ、2010年にはSNS関連のリスクデータの収集をはじめた。サービスの中身は、TwitterをはじめとするSNS、ブログ、ネット掲示板などに投稿された情報のなかで、クライアントのブランドや商品、サービスに関する風評や情報漏洩のリスクを24時間365日AIと専門スタッフが監視する。

内部脅威検知サービス「Internal Risk Intelligence」

企業内にある各種ログを組み合わせて、従業員の異常行動を把握・分析、異常な行動を検知すると、アラートが出るサービス。これにより、情報漏えい・隠れ残業・不労対策など不正が発生する予兆や可能性を検知することが可能である。多くの企業に採用されており、より精度の高い内部脅威を検知すべく、深化し続けている。

AIK (アイク) シリーズ

AIKはAIと警備の頭文字Kを合わせ、「AIやデジタルの要素を組み込んだ警備を提供する」意味が込められている。シリーズには、警備会社探しかから、契約、実施報告までがオンラインで完結できる「AIK order」、法人向けセキュリティの常識を変えるリーズナブルなサービス「AIK sense」、*“給与前払いシステム”*の採用で、従業員の満足度向上に寄与する「AIK prepaid」があり、現在も新たな機能・サービスを検討中である。

地方都市DXのプラットフォームへ

エストニアは行政サービスの99%を電子化したデジタルガバメント国家

創業者の故郷で地方都市DXを推進

スーパーアプリの原型「しわなび」の開発

後述する紫波町との連携で開発した住民向け総合ポータルアプリ「しわなび」は紫波町民が受けられるさまざまなデジタルサービスをナビゲートする「バーチャル町役場」を目指して開発された。町からのお知らせ、防災情報、町民支援情報、乗り合いバス「しわまる号」などのサービスにアクセスが可能で「スーパーアプリ構想」のモデルケースとして注目された。

地方都市DXを推進するスーパーアプリの開発

市が行政サービスとして提供するアプリやウェブサービスの機能をポータルアプリ上で一元化、実装済の「のべおかCOIN」「のべおか健康マイレージ」「防災のべおか」といったアプリとAPI連携、スーパーアプリにログインすれば、個別のアプリへのログインは必要のないシングルサインオンで設計。さらに、ユーザーインターフェースを充実させ利用者にとって不要なアプリを削除したり表示順を変更できる機能や、アプリ間を横断したプッシュ通知の統合も実装。これにより、一人ひとりに必要な情報を集約した、本当の意味での住民向け総合ポータルアプリが完成した。

競争優位を支えるステークホルダーとの関係

電子国家エストニアとの関係

2016年に金融犯罪調査ツールである『VizKey（エストニアで電子政府プロジェクトに大きく貢献したリアルシステムズ社が開発したビッグデータ解析ツール）』に関しリアルシステムズ社と業務提携を行った。また、2018年にはエストニアで電子政府の基盤となるシステムの開発で、もっとも実績のある企業のひとつであるサイバネティカ社と連携し「情報銀行」向けのソリューションを提供開始した。

紫波町とのパートナーシップ

2020年岩手県の紫波町と「デジタルの力で町を活性化させる」ことを目的とした包括連携協定を締結した。紫波町は過疎化や高齢者対策などの問題に対して先進的な取り組みを行うことでも知られており、民間の資金や能力を導入して、地域の課題解決や活性化を推進するオガールプロジェクトは、PPP（パブリック・プライベート・パートナーシップ）の成功例として、全国の自治体から視察が絶えないほど注目を集めていた。紫波町は創業者の故郷でもあることから連携へと進んだ。

■ **これまで締結した「地域のデジタル化推進に関する包括連携協定」**

年月	自治体名
2020年12月	岩手県紫波町
2022年3月	岩手県矢巾町
2022年8月	岩手県釜石市
2022年11月	奈良県田原本町
2023年1月	熊本県長洲町
2023年3月	静岡県熱海市

■ **スーパーシティ構想の事業者選定の状況**

年月	概要
2021年2月	香川県「高松市スーパーシティ構想」の主要な事業者の候補に選定
2021年2月	和歌山県「南紀熊野スーパーシティ構想」の連携事業者に選定
2021年3月	宮崎県「延岡市スーパーシティ構想」の主要な事業者の候補に選定
2021年4月	兵庫県「養父市スーパーシティ構想」の主要な事業者の候補に選定
2021年4月	12地方公共団体の「スーパーシティ構想」 ■ 12地方公共団体（五十音順） 岩手県矢巾町・大阪府河内長野市・香川県高松市・神奈川県鎌倉市・熊本県人吉市・群馬県前橋市・京都府いはいはんな学研都市・長野県茅野市・兵庫県養父市・宮崎県延岡市・山口県山口市・和歌山県すさみ町」において、主要事業者に選定

■ **自治体との連携の成果**

年月	概要
2021年6月	岩手県在住者を対象とした採用プログラム「IWATE1000」スタート
2021年9月	岩手県紫波町との公民連携プロジェクトの第一弾、住民総合ポータルアプリ「しわなび」をリリース
2021年10月	岩手県紫波町でお散歩アプリ「よりみちしわ」をリリース
2021年11月	岩手県紫波町、PCデポ、エルテス子会社のJAPANDX、地域デジタル化推進に関する包括連携協定を締結
2021年12月	エルテス子会社のJAPANDXとLSI、岩手県紫波町で展開する住民総合ポータルアプリ「しわなび」と 地域密着型ポイントカードをデジタル連携
2021年12月	紫波町で、地域経済活動活性化のための 新型コロナワクチン接種証明クーポン「ワクボ™」をスタート
2022年3月	岩手県紫波町、ウリドキ、エルテス、包括連携協定を締結
2022年6月	岩手県矢巾町、ウリドキ、エルテス、公民連携のリユース事業を実施
2022年7月	JAPANDXのスーパーアプリ、宮崎県延岡市へ導入
2022年9月	岩手県紫波町ホームページリニューアル事業者に選定
2022年10月	宮崎県延岡市へ寄付及び企業版ふるさと納税（人材派遣型）を実施

デジタルリスク協会との連携

デジタルリスク協会と、エルテス子会社のJAPANDX、連携協定を締結し、地方公共団体への「誰一人取り残されない社会を実現する住民向けDXソリューションサービス」の普及啓発を共同で推進する。

デジタルリスクの予防・対策を啓蒙

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

プラットフォーム化
が進展すればストック
収入が高まる

収益構造・牽引要素（ドライバー）

デジタルリスク事業

コンサル型のソーシャルリスクマネジメントサービスと内部脅威の検知サービスの二つがあり、ともに基本はスポットフィーであったが、2021年よりSaaS型の月額サービスを開発した。

AIセキュリティ事業：

フィジカルで警備員を派遣するサービスは月額の契約もしくはスポットの派遣によるフィーの二種類ある。デジタルソリューションはAIKシリーズなどを警備会社に提供し月額の利用フィーを徴収する。

DXソリューション事業：

DXソリューションは自治体向けも企業向けも開発受注によるスポットフィーと、開発後または開発済サービスの月額フィーに分かれる。DXプラットフォームが拡大すると後者の比率が高まる。

実装デザインの骨子

骨子1：デジタルリスク対応のNo.1企業へ

サービスの進化と多様化

くら寿司でのSNS炎上により対策ニーズがさらに高まり、また経済安全保障対策では内部脅威検知のニーズも高まった。これらの背景により当初エルテスが想定していたよりもデジタルリスク対応の市場は拡大している。このニーズをとらえるためにサービスの進化と多様化を継続する。

2023年2月期はソーシャルリスク商材の用途開発によって、IPO検討企業のレピュテーション対策、景品表示法厳格化によるリスクモニタリング支援などの受注が増加した。

内部脅威検知サービス（IRI）のパートナーセールス体制構築

営業秘密などの情報持ち出しを早期検知するIRIサービスについて、パートナーシップ制度を構築。現在エルテスのウェブサイトで公開されているパートナーは8社。これらパートナーによる案件の創出、受注が加速した。

骨子2：規模が大きい警備市場をデジタルで攻略

AIセキュリティ事業：警備業界のDX推進

デジタルリスク対策の市場は拡大しているとはいえ、エルテスの見立てで1,000億円とまだまだ小さい。そのため、エルテスは次なる市場進出を狙っていたが、そこで目を付けたのが3.5兆円の警備市場。AIやIoTを活用し、警備・セキュリティ業界のDX推進を狙う。

年月	概要
2017/8/1	エルテスセキュリティインテリジェンス（現AIK）を設立
2020/12/1	伝統的な警備会社である(株)アサヒ安全業務社（現And Security）を完全子会社化
2022/8/1	AIK、北海道の警備業界において高い競争力を有するISA及びSSSの全株式取得、完全子会社化

[出所]JPR作成

アサヒ安全業務社の傘下にフィジカルリスク対応のプロ

子会社アサヒ安全業務社は傘下に身辺警護や自然災害対策、海外安全対策、テロ対策など、幅広いリスクに対応できるグループ会社S&T OUTCOMESを擁する。S&T OUTCOMESは一般的な警備事業のほか、プロテクション（身辺警護）や自然災害対策、海外での安全対策、テロ対策に特化した事業を展開。プロテクションには事前準備となるリサーチ（情報収集・調査）が必須であり、デジタルリスクのプロであるエルテスの親和性があった。両者のシナジーの一例として、自然災害対策を手掛けており、自治体や団体を対象に自然災害対策のセミナーを行っている。

デジタルリスクに対するニーズは高い

販路の多様化

莫大な市場への進出を果たす

■ AIセキュリティ事業のこれまでの展開の流れ

フィジカルリスク対策のプロ×デジタルリスク対策のプロ

企業・自治体のDX
を推進

ICTを活用して行
政サービスを向上、
地域課題を解決

骨子3 : DX推進事業

DX推進は企業と自治体の両面で既に展開しているが、特に成果が表面化しているのが自治体との取り組み。詳細は「競争優位の源泉となる経営資源・知的財産を含む無形資産」の項でスーパーアプリの開発、「競争優位を支えるステークホルダーとの関係」の項では各自治体との連携等について説明したが、さらなる発展として目指す活動について解説する。

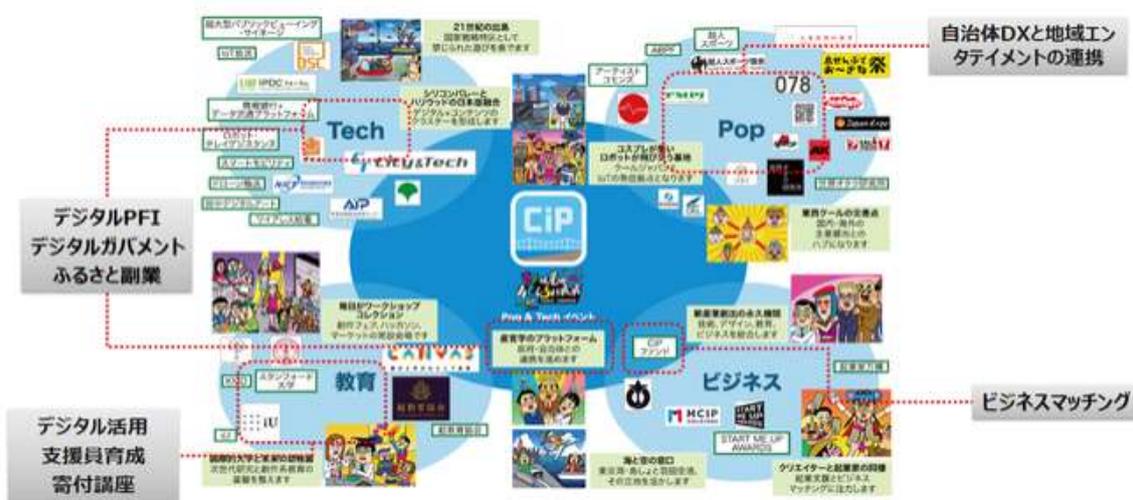
デジタルPFI構想

2021年1月に子会社JAPANDXと「コンテンツ×デジタル」産業の拠点を形成する活動母体である一般社団法人CiP協議会とで包括連携協定を締結した。包括連携協定の主な内容を以下に示す。

- ◆ デジタルPFI構想推進にかかわる相互連携
- ◆ デジタルガバメント推進にかかわる相互連携
- ◆ デジタル活用支援員育成にかかわる教育メニューの共同開発
- ◆ 「ふるさと副業」の取り組み推進
- ◆ ベンチャー企業、大企業とのビジネスマッチングの推進に関する連携

デジタルPFI構想は、民間企業が有するサービスやテクノロジーを集結し、地方自治体に効果的に還元することで、市民生活の向上ならびに自治体のDXを強力に後押しすることを目的とした構想。ICTを活用した地域課題解決型サービスの導入を推進し、住民・自治体・民間企業団が相互にメリットを得ながら機動的な推進を目指す。

■ CiP協議会との本格連携予想図



[出所]エルテス開示資料

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

ICTを活用して行政サービスを向上、地域課題を解決

メタバース×スマートシティ メタシティ構想

2022年5月にエルテスは2023年2月期からの中計での取り組み「健全なデジタル社会の実現に向けて。」を公表したが、その中心に据えたのがメタバースを活用したスマートシティ。

エルテスが地方自治体のDX推進を事業化したきっかけはエストニアとの出会いにある。欧州で随一の電子政府国家であるエストニアはロシアによる領土の危機にさらされていた。そこで、領土に危機があった場合でも電子政府のデータをバックアップしていればいつでも再出発可能なように電子化を急いだ。エルテスはこうした思想に影響を受け、「仮想空間に立ち上げたスマートシティを現実世界の街づくりに役立てる」というコンセプトで地方のDX推進に取り組んできた。なお、エルテスは広く世の中に浸透しているスマートシティとは少し違うと考えているため、メタバースとスマートシティを掛け合わせてメタシティ構想と呼んでいる。

メタシティ構想では、メタバース上に構築したデジタルツイン上で「セキュリティ」をはじめ「コミュニケーション」「エネルギー」「エコロジー」といった領域での実証実験をおこなう。

エルテスが構想するメタバース×スマートシティ



[出所]エルテス開示資料

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

ROICの10年 展望

NOPATマージンは
3%から10%へ改
善へ

M&A影響による投
下資本比率の上昇
は逡減へ

NOPAT

規模のメリットで改善へ

EBITDAマージンが2024年2月期会社予想10%から規模の拡大による効果から2024年2月期には17%に増大すると仮定した。M & Aによる償却費の増加により、営業利益率は2024年2月期は5%にとどまり、EBITDAマージンと5%ポイントの乖離があるが、長期的には償却がすすむことで2%ポイントほどの乖離で15%に改善するとした。これでNOPATマージンは10%程度になる。(次ページグラフ参照、以下同様)

投下資本売上高比率

60%台の比率が33%台へ

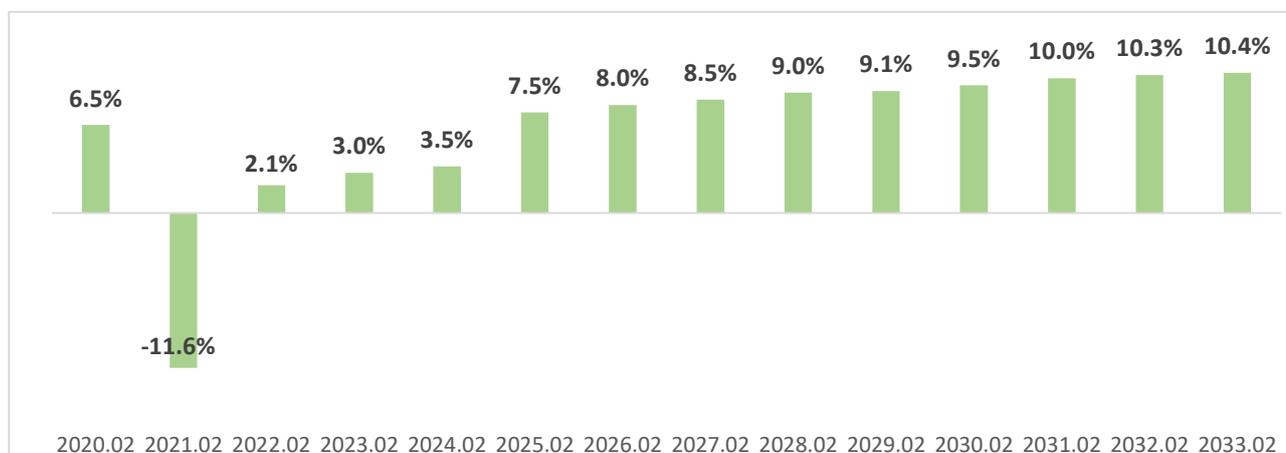
M&Aによるのれんにより投下資本売上高比率は2024年2月期は60%超とアセットライトなIT業界の企業としては大きくなるが、長期的には償却が進み33%程度に低下するとした。

ROIC

33%へ長期的は改善へ

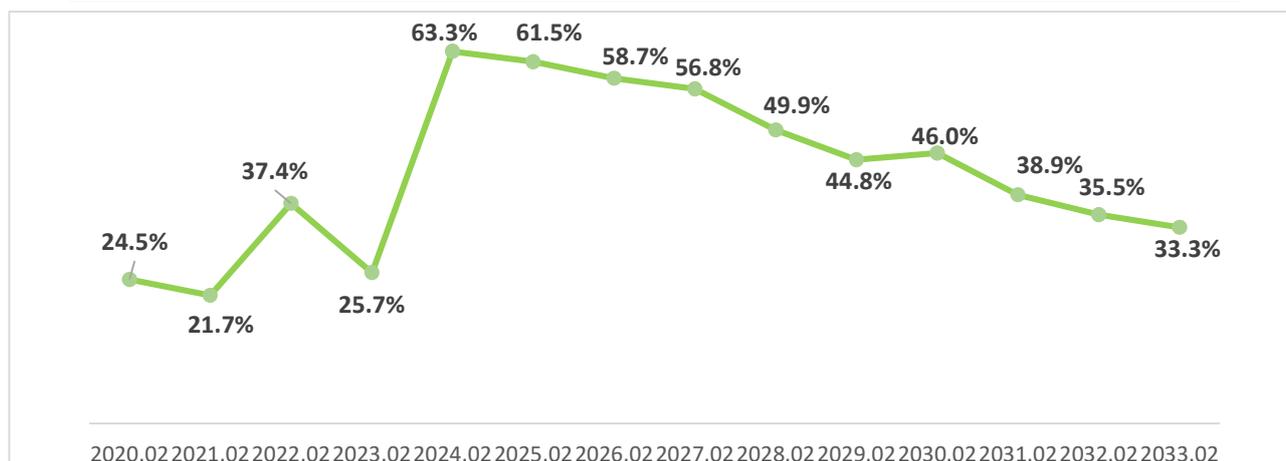
$\text{NOPATマージン} \div \text{投下資本売上高比}$ で計算可能なROICはこの結果長期的には33%へと改善すると予測した。

■ 過去3年及び10年予想のNOPATマージン



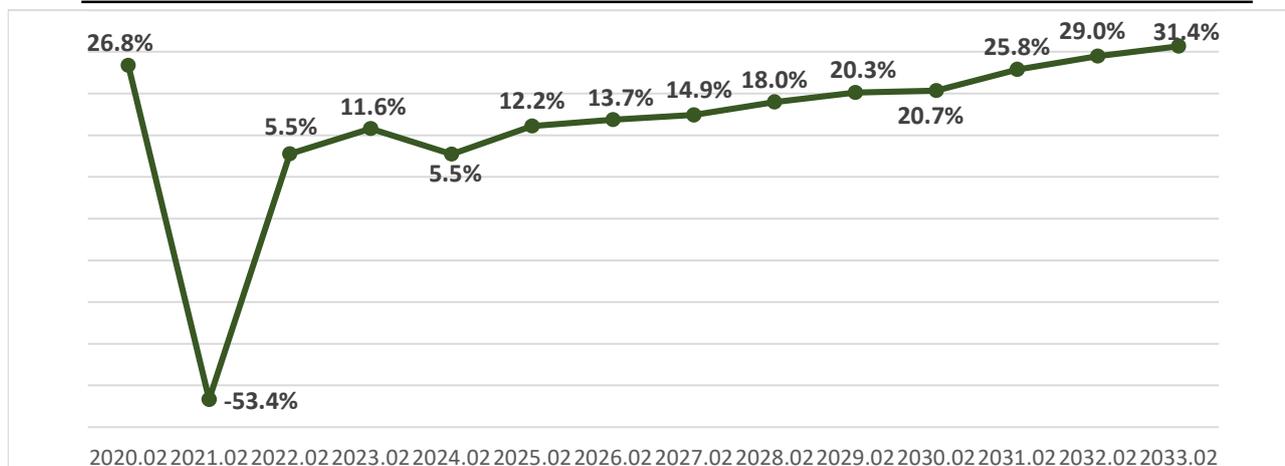
[出所]JPR作成

■ 過去3年及び10年予想の投下資本売上高比率



[出所]JPR作成

■ 過去3年及び10年予想のROIC



[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

6. Confidence : 持続可能性ストーリー

財務的な持続可能性

短期的にも長期的にも大きな問題なし

資本調達にエクイティを活用

売上高は大きく伸長
利益率も改善

財務的な持続可能性

安全性指標

2023年2月期における流動比率は177.9%、当座比率は151.8%であり、流動比率、当座比率ともに100%を大きく上回っており、短期的な安全性は全く問題ないと考えられる。また、固定長期適合率は74.9%と100%を下回っている。自己資本比率は37.1%と50%を下回っているものの、最低限の30%を上回っているため、長期的な安全性も大きな問題ではないと考えられる。

資金調達

M&Aを成長手段として活用しており、その資金調達は主に第三者割当が用いられており財務安定性は保たれている。今後も、資本バランスと足元の損益に注視しつつも、成長のために同様な資金調達とM&Aが想定される。

足元の業績

2023年2月期の売上高は前期比+74%、EBITDAは+80%、営業利益は+152%と大きな成長を遂げた。売上高は5社のM&Aによる増加もあったものの、既存事業の特にデジタルリスク事業がM&Aと関係なく順調に成長したことで、伸長した。利益率はM&Aの諸費用の影響を受けたものの、PMIの推進による体制強化や徹底したコストダウンにより、こちらも成長した。

社会の持続可能性への貢献

デジタルリスク 解決に貢献

行政のデジタル化に 貢献

社会貢献に対応する 高い成長性

提供価値

デジタル社会への提供価値

デジタルデバイスやITツールに加え、SNSなどをビジネスで活用する場面が増え、多くのメリットが生み出される一方、企業の信用に関わる重大なリスクも発生している。また、DX推進によって、サイバー攻撃の対象となりやすく、情報漏洩の可能性を高めている。デジタル社会が加速することで、もたらずデジタルリスクも大きいと言える。こうした中で、デジタルリスクの対応を特化したエルテスは、企業潜在リスクを解決、社会課題の解決に貢献していると言える。

デジタル・ガバメントへの提供価値

日本では近年、少子高齢化や地方経済の低迷などの社会問題を解決するために、ITを積極的に活用することで効率的な電子政府・電子自治体を目指すというデジタル・ガバメントへの取り組みが加速している。しかし、このデジタル・ガバメントを推進する上で、データの相互運用、流通、機能拡張、更新が困難であることが障壁となり社会問題となっている。そこでエルテスは、これらの課題解決のために民間企業が保有するデータと自治体が保有するデータの相互連携を可能にする技術、各行政組織や行政サービスを安全かつ容易につなぐ都市OSの構築に取り組んでいる。また、デジタル・ガバメントが進めば、行政におけるデジタルリスクも上がるだろう。その際にも、デジタルリスクの対応に特化しているエルテスは大きく貢献できると考えられる。

成長性

このようにデジタルリスク解決やデジタル・ガバメントに貢献し続けるには常に先を見据え、最先端のテクノロジーを駆使してイノベーションを生み出し続けなければならない。その点、エルテスはデジタルリスクの無い豊かな社会に向けて新しいテクノロジーとともに常に進化し、デジタル社会にとってなくてはならない存在を目指すことを企業理念に挙げている。また、実際、積極的なM&Aを行い、大きく成長し続けている。

リスクと機会

リスクと機会

PEST分析

政治 (Politics)

総務省「インターネット上の誹謗中傷への対策」

インターネット上での誹謗中傷による被害が深刻化していた中、2020年5月にプロレスラーの木村花さんの死亡を機に総務省ではSNSの中傷対策の有識者による議論がなされ、SNSの運営事業者などに中傷対応の指針や削除実績を自主的に公表させることを決めた。特に炎上のような短期間で大量になされる中傷投稿への対応を求めた。2020年9月1日には「インターネット上の誹謗中傷への対応に関する政策パッケージ」が公表され、以下の取り組みが推進されている。

- (1) ユーザーに対する情報モラル及びリテラシー向上のための啓発活動
- (2) プラットフォーム事業者の取組支援と透明性・アカウントビリティ向上
- (3) 発信者情報開示に関する制度整備
- (4) 相談対応の充実にに向けた体制整備

「スーパーシティ」構想

スーパーシティとはAIやビッグデータ等を活用することで、より良い未来社会を実現することを目指し、データの利活用と規制・制度改革を推進し、様々な最先端サービスを地域に社会実装していく取組みである。政府は2020年にスーパーシティ型国家戦略特区の対象区域の公募・選定を行い、データ連携基盤の整備、関係府省庁の事業の集中投資、大胆な規制改革を検討している。

デジタル田園都市構想

政府は2021年に「心ゆたかな暮らし」と「持続可能な環境・社会・経済」を実現すべく「デジタル田園都市国家構想」を公表。「デジタル田園都市国家構想」は、「新しい資本主義」の重要な柱の一つで、デジタル技術の活用により、地域の個性を活かしながら、地方の社会課題を解決する。国は、基本方針を通じて、構想が目指すべき中長期的な方向性を提示し、地方の取組を支援する。地方は、自らが目指す社会の姿を描き、自主的・主体的に構想の実現に向けた取組を推進し、「全国どこでも誰もが便利で快適に暮らせる社会」を目指す。

経済安全保障推進法

2021年10月、岸田内閣において、経済安全保障担当大臣が置かれ、岸田総理は所信表明演説において、経済安全保障を推進するための法案の策定を表明した。有識者会議等を経て、経済安全保障推進法が2022年5月18日に公布された。この法律では、(1)重要物資の安定的な供給の確保、(2)基幹インフラ役務の安定的な提供の確保、(3)先端的な重要技術の開発支援、(4)特許出願の非公開に関する4つの制度が創設された。なお、情報漏洩やサイバー攻撃に対する対応は(2)のインフラの安全確保に含まれる。

<p>経済 (Economy)</p>	<p>コロナ禍により進展した新しい経済活動</p> <p>コロナ禍により、テレワークや在宅勤務が推奨され、経済活動におけるデジタル化が一気に加速した。一方で、従業員の長時間労働や不就業の実態といった労務上の問題を管理することが難しくなった他、従業員やその家族による情報漏洩やSNSへの不適切な投稿等のリスクも高くなり、それらの課題に対する解決策が求められている。</p>
<p>社会 (Society)</p>	<p>コロナ禍による新しい生活様式</p> <p>コロナ禍により非接触・非対面による活動、オンライン消費等、消費者の消費行動に大きな変化が見られた。オンラインを利用した支出は、幅広い年齢層で増加しており、また情報収集や動画閲覧、SNSなどのコミュニケーションツールとしてインターネットを利用する時間も増加した。一方で、個人情報漏洩、悪用、キャッシュレス決済に対するセキュリティ対策に対する消費者の不安も高まっている。</p> <p>頻発するバイトテロ・顧客テロ</p> <p>アルバイト従業員や顧客等による不適切な行為がSNS上で拡散し、その企業がイメージ低下や風評被害を被る事例が後を絶たない。未然に防ぐための意識改革を含めた研修、モニタリング、また発生してしまった後はスピード感のある対応策が必要であり、あらゆる問題解決能力が求められる。</p> <p>警備業界における警備員構成比の高齢化、慢性的な人手不足</p> <p>警察庁の「令和3年における警備業の概況」によれば、60歳以上の警備員の割合は45%と高齢化が進んでいる。加えて野外勤務、夜間勤務といった就業環境や給与水準の低さにより慢性的な人手不足の問題を抱えている。また、警備業界ではいまだアナログ管理が一般化しており、デジタル化推進が遅延していることも生産性が停滞している一つの要因である。</p>
<p>技術 (Technology)</p>	<p>スーパーアプリ</p> <p>スーパーアプリとは、プラットフォームとなる一つのスマホアプリの中に、さまざまな機能をもつアプリを統合して、日常生活のあらゆる場面で活用シーンをもつ統合的なアプリを指す。2022年10月にはデジタル田園都市国家構想推進交付金（TYPE3）として採択された「フリーアドレスシティたかまつ（FACT）」の中の1つの先端的サービスである「わたしのデジタル財布」にて、「My Digital Wallet、以下「マイデジ」という。」を利用して、令和4年10月13日より高松市プレミアム付デジタル商品券事業を第一弾として開始された。</p>

SWOT分析

クロスSWOT分析

		強み	弱み
		<ul style="list-style-type: none"> デジタルリスク分野における先駆者 これまで構築した顧客からの信頼 	<ul style="list-style-type: none"> ITの発展に伴い常に技術開発が必要 開発には人材が必要 参入障壁の低さによる競争環境の激しさ
機 会	<ul style="list-style-type: none"> ニュース騒動によりSNS炎上対策の必要性の認識が向上 経済安全保障推進法の制定 デジタル庁の発足等、政府・自治体でのデジタル化の活発化 	<ul style="list-style-type: none"> エルテスの狙いと時流が合致し、デジタルリスクへの対応と地方自治体のDX化の2本柱が推進可能な環境が整っている。 DX化をするとデジタルリスクへの対応が必要となり、相互作用で成長の加速化が可能。 	<ul style="list-style-type: none"> 成長にはマンパワー等の経営資源が不可欠。加速度的な成長には今後もM&Aの活用は必須で、これまで十分にPMIを対処してきたが、将来については、M&Aの適切な機会が訪れるか、またPMIがうまくいくかについては不透明な部分は残る。
	<ul style="list-style-type: none"> ビッグデータに対する規制 SNSからの情報取得に関する運営側の方針変更 	<ul style="list-style-type: none"> デジタルリスク対策は政府民間企業いずれも求める方向性であり、何らかの規制が生じたとしてエルテスの事業方針と合致する可能性がむしろ高い。 	<ul style="list-style-type: none"> 規制やSNS運営の方針変更に対しては受動的にならざるを得ず、コスト上昇やサービスの低下の可能性もある。

[出所]JPR作成

ガバナンス

実効性は担保されている

再投資優先

コーポレート・ガバナンスに関する基本方針

コーポレートガバナンス・コードへの対応

エルテスは基本原則のすべてを実施している。

コーポレートガバナンス体制

監査役会設置会社で、取締役7名（社外1名）、監査役3名（社外2名）で構成されている。取締役のメンバーはエルテスの成長戦略を実行するに資する多様な経歴と知見を持つ者で構成されている。また、監査役のメンバーも監査に資する適切な構成がされている。

経営委員会

効果的、効率的な経営の確保を狙い、経営委員会を設置している。経営委員会では、取締役会の決定した経営の基本方針に基づき、重要な事項を迅速かつ適時に審議・決裁する。社外取締役を除く取締役および執行役員から構成され、原則として毎週開催。

内部監査

代表取締役直轄の独立専任組織である内部監査室（専任担当者1名）が、事業の適正性を検証し、業務の有効性及び効率性を担保することを目的として、リスク評価に基づき内部監査計画を作成、監査を実施し、監査結果を代表取締役へ報告するとともに、監査の対象となった各部門に対して業務改善等のための指摘を行い、後日フォローアップにて、改善が行われ、定着の確認に努めている。

インセンティブ関係

社内取締役、社外監査役においてストックオプション制度を導入しており、株主価値向上に向けたインセンティブを付与している。ストックオプションの付与に当たっては、取締役報酬等の限度額内で算定、取締役会において業績等に対する貢献度を考慮し、総合的に決定される。

利益配分および再投資の考え方

成長過程にあり、配当よりも再投資を当面は優先

エルテスは、成長過程にあり、事業・業容の拡大による中長期的な企業価値の向上が株主へ対する最大の利益還元につながるものと考えている。当面は内部留保の拡充を図る方針で成長のための再投資される。ただし、将来的には経営成績及び財務内容を勘案しながら株主の皆様への利益還元を検討していくと考えられる。

実質的な対話

事業展開の状況を適切に開示

決算状況の説明

毎四半期決算説明会を実施しており、決算説明会資料では適切な情報開示を実施している。

その他の開示状況

ニュース及びIRニュースにより、経営状況に直結する新サービスのリリースや展開状況、また、提携やM&A、自治体との連携状況など適切な開示を実施している。

エルテスの道

ニュースとは別に、インタビューを中心としたコラム形式で「成長のための取り組み」を副題であるようにサービスや事業展開の意図を詳細に説明するウェブサイトを整備している。これにより、社内外のステークホルダーに対する理解浸透を深めている。

資本コスト
(WACC)

比較類似会社の業
界平均を利用して
推計

比較類似会社の業界平均から推計

算出の説明

WACCの計算の過程を示したのが以下の表である。JPRでは、過去5年のTOPIX、個別株の日次リターンをベースに、どれだけ株価変動がTOPIXと連動しているのかを示す値「β」を計算し、WACCを計算している。ただし、推計の際の一時回帰の「決定係数（が0.3以下の場合には、業界平均のβをつかっている。JPRでは、業界を約80に分類している。なお、業界平均では負債効果がない「無負債β」を計算している。業界の無負債βに個別株の負債効果係数をかけて個別株のβ（レバードβ）を推計している。そのほかの前提は以下の表でしめしている。これらの計算により6.5%のWACC推計した。なおリスクプレミアムは最大9%、最初5%のレンジを時価総額で上位5%～下位25%で1億円単位で刻んだ値を適用している。

エルテスのWACCの推計

比較類似会社の業界	通信・インターネット, 営業支援サービス, 家電・情報機器販売店, 情報処理サービス・コンサルティング	
比較類似会社の業界平均無負債ベータ	0.80	[1]
負債効果係数	1.34	[2]
エルテスのレバードβ	1.07	[3]
時価総額傾斜配分リスクプレミアム	8.7%	[4]
国債10年物過去5年平均利回り	0.05%	[5]
コストオブエクイティ	9.4%	[6]=[3]×[4]+[5]
税引き後支払い利率推計	0.6%	[7]
時価総額÷ (時価総額+期末有利子負債残高)	67.0%	[8]
期末有利子負債残高 ÷ (時価総額+期末有利子負債残高)	33.0%	[9]
WACC	6.5%	[10]=[6]×[8]+[7]×[9]

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

7.比較類似会社分析

自然言語解析
の類似度の高い
11社を分析

類似会社の成長期
待を基準から見て
エルテスの10年間
のCAGR25%の
達成可能性は株主
から見て評価可能
な水準

リスク対策&DX支援関連企業を分析

11社中4社で10年間の売上高CAGRが20%近くで期待形成

FactSetで入手可能な企業概要において自然言語解析で類似性の指標（コサイン類似度）を計算し、会社ヒアリングを踏まえて、以下表の11社の10年予測をおこなった。詳細は次ページ以降に記載した。10年間の売上高において、年率平均成長率（CAGR）が約20%のアップサイドが、時価総額に織り込まれている企業（時価総額比アップサイド1、黄色いハイライトの企業）が4社あった。M & Aを積極的に行うエルテスはについてJPRは今後20年売上高CAGR25%としているが、類似会社から見て十分達成可能な水準といえる。

エルテスと比較類似会社の概要

社名	code	コサイン類似度	会社概要
(株)エルテス	3967	1.000	デジタルリスク対策のリーダー企業であり、DXソリューションも提供
(株)GRCS	9250	0.292	企業リスク管理ソリューション提供、GRC・セキュリティ領域で活用
データセクション(株)	3905	0.227	ロコミ分析ツールやコンサル、ソーシャルデータ活用、AI事業開発
(株)メンバーズ	2130	0.188	デジタルマーケティング支援、大手企業・ベンチャー支援
(株)ブラップジャパン	2449	0.166	広報活動支援、デジタルプロモーションサービス、国内外展開
セコム(株)	9735	0.164	国内最大手警備請負サービス、総合セキュリティ事業展開
(株)スマートバリュー	9417	0.163	IT企業、デジタルガバメント・モビリティサービス事業展開
(株)エフ・コード	9211	0.161	DX事業、デジタルマーケティングナレッジ提供。CXデータ解析をコア
(株)エル・ティー・エス かっこ(株)	6560 4166	0.160 0.154	コンサルティング・プロセスマネジメント・デジタル活用サービス
イー・ガーディアン(株)	6050	0.150	24時間365日ソーシャルメディア監視、ゲームサポート、広告審査
アディッシュ(株)	7093	0.100	カスタマーサポート代行、SNS投稿監視、ネットいじめ対策提供

[単位：億円]

社名	会社計画			現状の推計値				将来の推計値		時価総額比アップサイド
	対象年度	売上高	営業利益	直近時価総額	推計ROIC	ROIC/WACC	WACC	10年後ROIC	今後10年間CAGR	
(株)エルテス	24/2	60	3	55	5.5%	0.84	6.5%	32.1%	25.1%	8.8
(株)GRCS	23/11	33	2	34	21.3%	1.85	11.5%	14.2%	18.3%	1.0
データセクション(株)	23/3	20	-2	39	-4.8%	-0.60	8.0%	8.9%	19.7%	1.0
(株)メンバーズ	23/3	173	12	164	23.6%	2.16	10.9%	15.5%	10.7%	1.0
(株)ブラップジャパン	23/8	65	5	48	15.5%	2.79	5.6%	17.6%	3.8%	2.0
セコム(株)	23/3	10,594	1,340	19,898	11.3%	3.89	2.9%	21.8%	0.8%	1.8
(株)スマートバリュー	23/6	45	0	45	2.1%	0.25	8.3%	15.1%	7.7%	1.0
(株)エフ・コード	23/12	17	3	85	11.2%	1.47	7.6%	28.6%	19.8%	1.0
(株)エル・ティー・エス かっこ(株)	23/12 23/12	127 11	10 2	116 32	26.1% 25.1%	3.19 3.37	8.2% 7.4%	25.8% 25.6%	19.0% 6.1%	1.0
イー・ガーディアン(株)	23/9	129	25	227	49.4%	5.89	8.4%	43.0%	13.0%	2.6
アディッシュ(株)	23/12	39	1	23	6.1%	0.73	8.4%	20.9%	10.7%	2.6

[出所]FactSetなどのデータ等にもとずきJPR作成。10年後の推計値は、エルテスはJPR推計。他は時価総額と一致する株主価値

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

(株)GRCS_9250

[単位: 億円]

20%近くの成長期待が時価総額に織り込み済み



年度	会社計画 2023.11	予測 2024.11	予測 2025.11	予測 2026.11	予測 2027.11	予測 2028.11	予測 2029.11	予測 2030.11	予測 2031.11	予測 2032.11	予測 2033.11
売上高	32.8	40.6	50.4	62.5	77.5	96.1	114.5	132.1	148.3	162.9	175.7
成長率	36.6%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	24.0%	19.2%	15.4%	12.3%	9.8%	7.9%
営業利益	1.9	2.4	3.0	3.7	4.5	5.6	6.7	7.7	8.7	9.5	10.3
営業利益率	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
NOPATマージン	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
投下資本/売上高	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
ROIC	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%	14.2%
WACC	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%	7.7%
超過利潤	0.6	0.8	0.9	1.2	1.4	1.8	2.1	2.5	2.8	3.0	3.3
超過利潤価値・成長価値	8.0	1.8	2.1	2.4	2.7	3.1	1.9	1.6	1.2	-0.2	-0.5

[出所]JPR

データセクション(株)_3905

[単位: 億円]

20%近くの成長期待が時価総額に織り込み済み



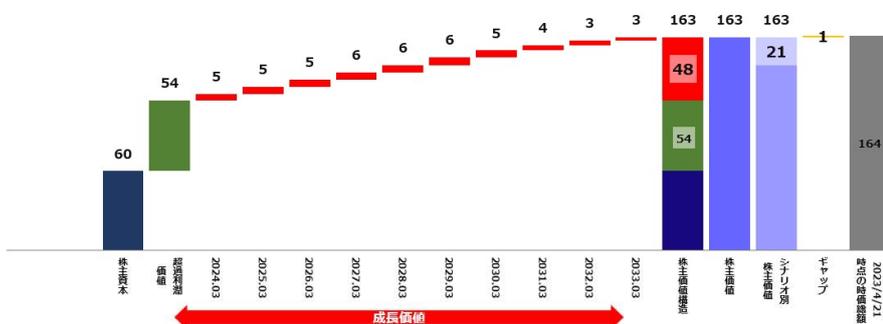
年度	会社計画 2023.03	予測 2024.03	予測 2025.03	予測 2026.03	予測 2027.03	予測 2028.03	予測 2029.03	予測 2030.03	予測 2031.03	予測 2032.03	予測 2033.03
売上高	20.0	28.0	34.7	43.0	53.3	66.1	78.7	90.8	101.9	111.9	120.7
成長率	18.2%	40.0%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	19.2%	15.3%	12.3%	9.8%	7.8%
営業利益	-2.0	1.0	1.6	2.7	4.4	7.1	8.5	9.8	11.0	12.1	13.0
営業利益率	-10.0%	3.6%	4.7%	6.2%	8.2%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
NOPATマージン	-6.9%	2.5%	3.3%	4.3%	5.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
投下資本/売上高	173.6%	173.6%	163.6%	153.6%	143.6%	133.6%	123.6%	113.6%	103.6%	93.6%	83.6%
ROIC	-4.0%	1.4%	2.0%	2.8%	3.9%	5.6%	6.0%	6.6%	7.2%	8.0%	8.9%
WACC	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
超過利潤	-3.7	-2.5	-2.6	-2.5	-2.0	-0.9	-0.5	-0.0	0.7	1.5	2.4
超過利潤価値・成長価値	-55.7	16.5	-1.3	1.3	5.7	12.6	2.6	4.0	5.1	4.9	5.3

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ (株)メンバーズ_2130

[単位：億円]

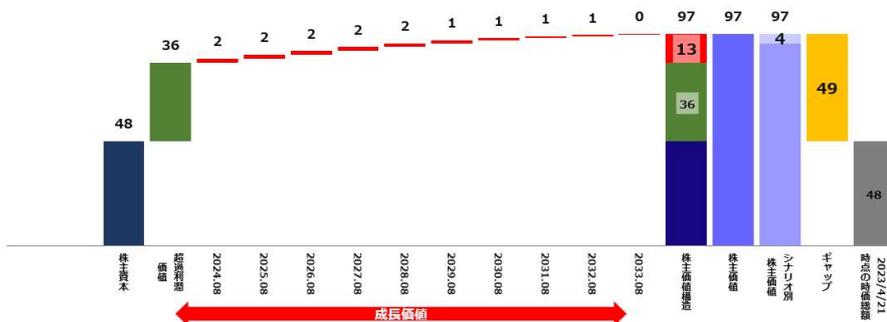


年度	会社計画	予測									
	2023.03	2024.03	2025.03	2026.03	2027.03	2028.03	2029.03	2030.03	2031.03	2032.03	2033.03
売上高	173.0	197.2	224.8	256.3	292.2	333.1	370.4	403.6	432.5	457.3	478.3
成長率	15.8%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	11.2%	9.0%	7.2%	5.7%	4.6%
営業利益	12.0	13.5	15.1	16.9	19.0	21.3	23.7	25.8	27.7	29.3	30.6
営業利益率	6.9%	6.8%	6.7%	6.6%	6.5%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
NOPATマージン	4.8%	4.7%	4.6%	4.6%	4.5%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
投下資本/売上高	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%	28.5%
ROIC	16.8%	16.5%	16.3%	16.0%	15.8%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
WACC	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
超過利潤	4.3	4.8	5.3	5.8	6.4	7.1	7.9	8.6	9.2	9.7	10.2
超過利潤価値・成長価値	53.8	5.2	5.3	5.4	5.5	5.6	5.2	4.1	3.1	1.3	0.6

[出所]JPR

■ (株)プラップジャパン_2449

[単位：億円]



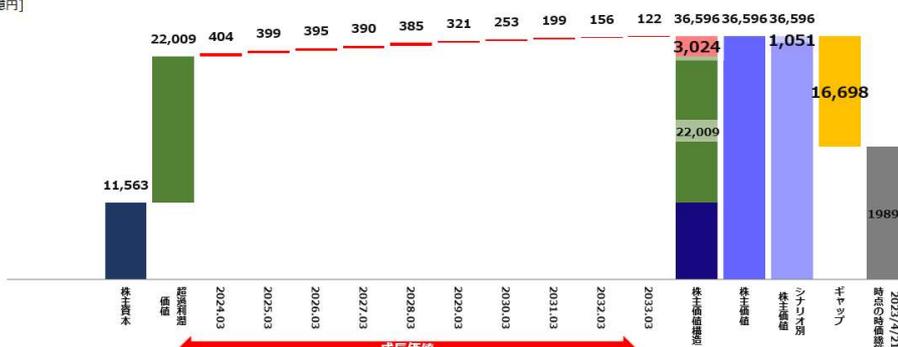
年度	会社計画	予測									
	2023.08	2024.08	2025.08	2026.08	2027.08	2028.08	2029.08	2030.08	2031.08	2032.08	2033.08
売上高	65.0	68.3	71.7	75.2	79.0	83.0	86.3	89.0	91.3	93.2	94.7
成長率	3.6%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	3.2%	2.6%	2.0%	1.6%
営業利益	5.0	5.3	5.5	5.8	6.1	6.5	6.7	6.9	7.1	7.3	7.4
営業利益率	7.7%	7.7%	7.7%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%	7.8%
NOPATマージン	5.3%	5.3%	5.3%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%
投下資本/売上高	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%	30.6%
ROIC	17.4%	17.4%	17.5%	17.5%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%	17.6%
WACC	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%	6.2%
超過利潤	2.2	2.3	2.5	2.6	2.7	2.9	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3
超過利潤価値・成長価値	35.7	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8	0.3	0.0	-0.2	-1.4	-1.5

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ セコム(株)_9735

[単位：億円]

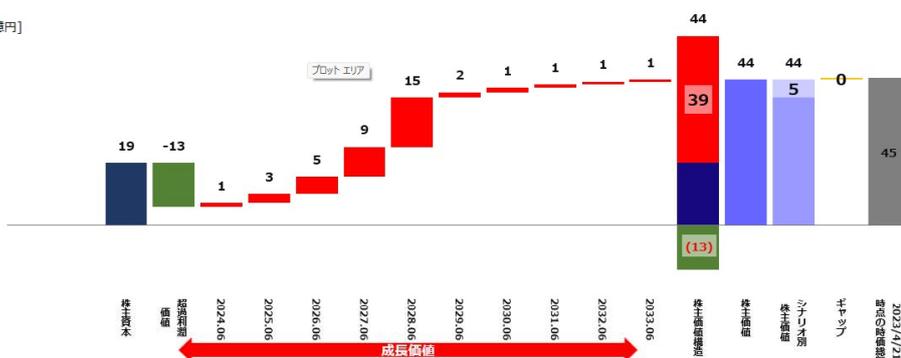


年度	会社計画 2023.03	予測 2024.03	予測 2025.03	予測 2026.03	予測 2027.03	予測 2028.03	予測 2029.03	予測 2030.03	予測 2031.03	予測 2032.03	予測 2033.03
売上高	10,594.0	10,805.9	11,022.0	11,242.4	11,467.3	11,696.6	11,883.8	12,035.9	12,159.1	12,258.7	12,339.1
成長率	0.9%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.6%	1.3%	1.0%	0.8%	0.7%
営業利益	1,340.0	1,365.7	1,392.0	1,418.7	1,446.0	1,473.8	1,497.4	1,516.5	1,532.1	1,544.6	1,554.7
営業利益率	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.6%
NOPATマージン	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
投下資本/売上高	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%	70.4%
ROIC	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%	12.4%
WACC	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
超過利益	692.0	705.1	718.5	732.1	745.9	760.1	772.2	782.1	790.1	796.6	801.8
超過利益価値・成長価値	22,008.9	404.3	399.4	394.6	389.8	385.0	320.2	252.1	197.8	153.8	119.8

[出所]JPR

■ (株)スマートバリュー_9417

[単位：億円]



年度	会社計画 2023.06	予測 2024.06	予測 2025.06	予測 2026.06	予測 2027.06	予測 2028.06	予測 2029.06	予測 2030.06	予測 2031.06	予測 2032.06	予測 2033.06
売上高	45.4	49.9	54.9	60.4	66.5	73.1	78.9	84.0	88.3	91.9	94.9
成長率	19.3%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	8.0%	6.4%	5.1%	4.1%	3.3%
営業利益	0.5	0.8	1.3	2.2	3.8	6.3	6.8	7.2	7.6	7.9	8.2
営業利益率	1.1%	1.6%	2.4%	3.7%	5.7%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
NOPATマージン	0.7%	1.1%	1.7%	2.6%	3.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%	5.9%
投下資本/売上高	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%	39.4%
ROIC	1.9%	2.8%	4.3%	6.5%	9.9%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
WACC	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
超過利益	-1.0	-0.9	-0.6	-0.2	0.7	2.2	2.4	2.6	2.7	2.8	2.9
超過利益価値・成長価値	-13.3	1.2	2.7	5.2	9.0	15.0	0.6	0.3	0.0	-1.2	-1.4

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ (株)エフ・コード_9211

[単位: 億円]

20%近くの成長期待が時価総額に織り込み済み



年度	会社計画 2023.12	予測 2024.12	予測 2025.12	予測 2026.12	予測 2027.12	予測 2028.12	予測 2029.12	予測 2030.12	予測 2031.12	予測 2032.12	予測 2033.12
売上高	16.5	20.8	26.2	33.0	41.6	52.4	63.3	73.8	83.7	92.6	100.5
成長率	53.9%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	26.0%	20.8%	16.6%	13.3%	10.6%	8.5%
営業利益	3.0	3.7	4.7	5.8	7.3	9.1	11.0	12.8	14.6	16.1	17.5
営業利益率	18.2%	18.0%	17.9%	17.7%	17.6%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
NOPATマージン	12.6%	12.5%	12.4%	12.2%	12.1%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%	12.0%
投下資本/売上高	112.1%	112.1%	102.1%	92.1%	82.1%	72.1%	62.1%	52.1%	42.1%	42.1%	42.1%
ROIC	11.2%	11.1%	12.1%	13.3%	14.8%	16.7%	19.4%	23.1%	28.6%	28.6%	28.6%
WACC	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%	7.6%
超過利潤	0.7	0.8	1.2	1.7	2.5	3.4	4.6	6.0	7.4	8.2	8.9
超過利潤価値・成長価値	8.8	1.9	4.4	5.6	7.1	9.0	9.1	9.5	9.5	3.4	2.4

[出所]JPR

■ (株)エル・ティー・エス_6560

[単位: 億円]

20%近くの成長期待が時価総額に織り込み済み



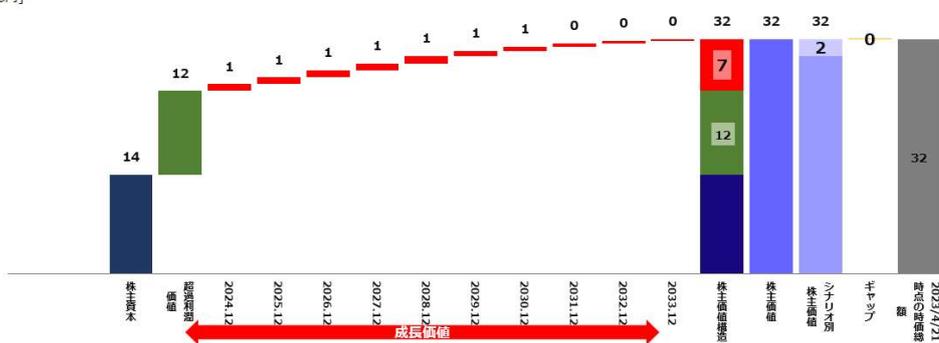
年度	会社計画 2023.03	予測 2024.03	予測 2025.03	予測 2026.03	予測 2027.03	予測 2028.03	予測 2029.03	予測 2030.03	予測 2031.03	予測 2032.03	予測 2033.03
売上高	20.0	28.0	34.7	43.0	53.3	66.1	78.7	90.8	101.9	111.9	120.7
成長率	18.2%	40.0%	23.9%	23.9%	23.9%	23.9%	19.2%	15.3%	12.3%	9.8%	7.8%
営業利益	-2.0	1.0	1.6	2.7	4.4	7.1	8.5	9.8	11.0	12.1	13.0
営業利益率	-10.0%	3.6%	4.7%	6.2%	8.2%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%	10.8%
NOPATマージン	-6.9%	2.5%	3.3%	4.3%	5.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
投下資本/売上高	173.6%	173.6%	163.6%	153.6%	143.6%	133.6%	123.6%	113.6%	103.6%	93.6%	83.6%
ROIC	-4.0%	1.4%	2.0%	2.8%	3.9%	5.6%	6.0%	6.6%	7.2%	8.0%	8.9%
WACC	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%	6.6%
超過利潤	-3.7	-2.5	-2.6	-2.5	-2.0	-0.9	-0.5	-0.0	0.7	1.5	2.4
超過利潤価値・成長価値	-55.7	16.5	-1.3	1.3	5.7	12.6	2.6	4.0	5.1	4.9	5.3

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ かつこ(株)_4166

[単位: 億円]

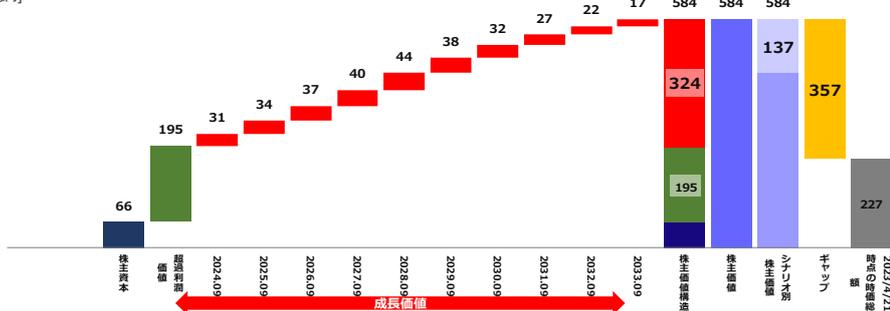


年度	会社計画 2023.12	予測 2024.12	予測 2025.12	予測 2026.12	予測 2027.12	予測 2028.12	予測 2029.12	予測 2030.12	予測 2031.12	予測 2032.12	予測 2033.12
売上高	10.8	11.6	12.6	13.6	14.6	15.8	16.8	17.7	18.4	19.0	19.5
成長率	0.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	6.4%	5.1%	4.1%	3.3%	2.6%
営業利益	1.8	1.9	2.1	2.3	2.4	2.7	2.8	3.0	3.1	3.2	3.3
営業利益率	16.4%	16.5%	16.6%	16.6%	16.7%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
NOPATマージン	11.3%	11.4%	11.5%	11.5%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%	11.6%
投下資本/売上高	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%	45.4%
ROIC	25.0%	25.1%	25.2%	25.4%	25.5%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%
WACC	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%	7.4%
超過利益	0.9	0.9	1.0	1.1	1.2	1.3	1.4	1.5	1.5	1.6	1.6
超過利益価値・成長価値	11.6	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0	-0.3	-0.4	-0.5	-1.6	-1.7

[出所]JPR

■ イー・ガーディアン(株)_6050

[単位: 億円]



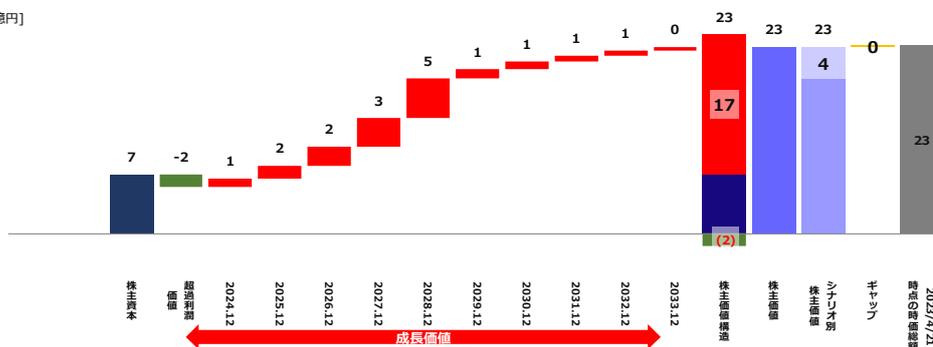
年度	会社計画 2023.09	予測 2024.09	予測 2025.09	予測 2026.09	予測 2027.09	予測 2028.09	予測 2029.09	予測 2030.09	予測 2031.09	予測 2032.09	予測 2033.09
売上高	128.7	150.6	176.2	206.1	241.2	282.2	320.5	355.4	386.4	413.3	436.3
成長率	9.5%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	13.6%	10.9%	8.7%	7.0%	5.6%
営業利益	24.6	28.8	33.7	39.5	46.3	54.2	61.5	68.2	74.2	79.3	83.8
営業利益率	19.1%	19.1%	19.1%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%	19.2%
NOPATマージン	13.2%	13.2%	13.2%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%
投下資本/売上高	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%
ROIC	42.8%	42.9%	42.9%	42.9%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
WACC	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%	7.3%
超過利益	14.1	16.5	19.4	22.7	26.6	31.1	35.4	39.2	42.6	45.6	48.1
超過利益価値・成長価値	194.6	31.1	33.9	37.1	40.5	44.2	37.3	31.5	25.9	19.8	15.4

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ アディッシュ(株)_7093

[単位：億円]



年度	会社計画 2023.12	予測 2024.12	予測 2025.12	予測 2026.12	予測 2027.12	予測 2028.12	予測 2029.12	予測 2030.12	予測 2031.12	予測 2032.12	予測 2033.12
売上高	39.0	44.5	50.7	57.8	65.9	75.1	83.5	91.0	97.5	103.1	107.8
成長率	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	14.0%	11.2%	9.0%	7.2%	5.7%	4.6%
営業利益	0.5	0.7	1.1	1.6	2.3	3.3	3.7	4.0	4.3	4.5	4.7
営業利益率	1.3%	1.6%	2.1%	2.7%	3.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%	4.4%
NOPAT マージン	0.9%	1.1%	1.5%	1.9%	2.4%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
投下資本/売上高	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%
ROIC	6.1%	7.8%	10.0%	12.8%	16.3%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%	20.9%
WACC	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%	8.3%
超過利潤	-0.1	-0.0	0.1	0.4	0.8	1.4	1.5	1.7	1.8	1.9	2.0
超過利潤価値・成長価値	-1.5	1.0	1.6	2.4	3.4	4.9	0.1	-0.1	-0.2	-1.4	-1.5

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

8.2023年2月期決算概要

損益概要

過去最大の売上高
と売上成長率積極投資をしつつ
利益を確保売上高・営業利益
ともに大幅成長より多様かつ高精度な
リスク分析の実現を目指す

損益概要

全社業績

売上高

2023年2月期の売上高は4,685百万円(前期比+74.7%)となり、過去最大の売上高、過去最大の売上高成長率となった。また、業績予想の4,500百万円も上回った。これには既存事業の伸長や5社のM&Aが大きく寄与している。

損益

EBITDAは446百万円(前期比+80.1%)、営業利益は202百万円(前期比+152.0%)、経常利益は143百万円(+52.8%)、親会社株主に帰属する当期純利益は37百万円(前期比-90百万円)となった。営業利益などはM&A諸費用(72百万円)の影響を受けたものの、グループ参画企業のPMI推進による体制強化やコストダウンの徹底により利益を確保し、EBITDAや営業利益は過去最大となった。また、親会社株主に帰属する当期純利益にはM&A諸費用の他、有価証券評価損が影響している。

デジタルリスク事業

売上及び損益

上期より強化しているターゲットセールスチームの取り組みが奏功し、大型PoC案件を多数受注。また、ソーシャルリスク商材の用途開発によって、IPO検討企業のレピュテーション対策、景品表示法厳格化によるリスクモニタリング支援などの受注が増加。内部脅威検知サービスについては、インテック社、CTCシステムマネジメント社(伊藤忠テクノソリューションズ子会社)、テクバン社、丸紅情報システムズ社など8社が参加するパートナーセールス体制の運用を開始。

以上の結果、2023年2月期におけるデジタルリスク事業の売上高は2,374百万円(前期比+23.4%)、セグメント利益は883百万円(前期比+23.0%)となった。

今後の取り組み

- ・PoC案件の正式導入(来期の売上高への貢献)
- ・営業秘密持ち込みリスクの検知に繋がる、内部脅威検知サービスの自然言語処理機能追加
- ・頻発するバイトテロのリスク対策需要を確実に取り込む

売上大幅増加
先行投資の影響が
出るも
営業利益も改善

・警備サービスの営
業体制強化
・「AIK order」の
さらなる展開

M&Aにより売上高
伸長、
営業利益悪化

政府施策に即した
取り組み

AIセキュリティ事業

売上及び損益

株式会社AIKの主要サービスである「AIK order」の登録者数拡大エリア別に警備会社からの登録が増加し全国の警備員の3%程度が登録するサービスにまで成長。また、建設業や小売店を依頼者としたマッチングによる案件成約事例の増加、警備事業を提供する株式会社And Security、ISA株式会社、SSS 株式会社の営業体制強化による高利益率案件の受注に成功。

以上の結果から、2023年2月期における売上高は1,334百万円(前期比+84.5%)、営業利益は-34百万円(前期比+18百万円)となった。AIK社における先行投資、のれん償却が営業利益に影響を与えたものの、前期と比較して改善。

今後の取り組み

- ・警備サービスの売上高拡大に向けた、再現性のある強力な営業体制の推進
- ・「AIK order」のカスタマーサクセス体制強化と47都道府県で警備会社登録を推進
- ・「AIK order」の仕組みを異業種へ横展開

DX推進事業

売上及び損益

岩手県紫波町のホームページリニューアル業者への選定、奈良県田原本町との包括連携協定の締結など行政サービスのDX支援を進めた。また、メタウン社を連結子会社化し、計画通りの売上高、営業利益を計上した。GloLing社によるエンジニアへの教育体制の強化や採用への強化が奏功し、高単価の上流案件の獲得が進んだ。

以上の結果、2023年2月期におけるDX推進事業の売上高は大幅に増加し1,037百万円(前期比+999百万円)となったが、株式会社メタウンのM&Aなどの諸費用の影響で、セグメント損失は-84百万円(前期比-19百万円)となった。

今後の取り組み

- ・メタウン社のPMIの実施とメタシティ構想に向けた具体的取り組みの加速
- ・マイナンバーとの連携を目的としたスーパーアプリのさらなる機能拡充
- ・第4四半期に宮崎県延岡市、四国1自治体でのスーパーアプリのリリースを予定

9. 参考資料: 財務モデルの詳細

■ 実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細

[単位:百万円]	実績	会社計画 JPR予想	JPR予想									
FY	2023.02	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02	2034.02
PL												
売上高	4,686	6,000	7,800	10,772	14,876	20,544	28,371	39,180	48,661	53,528	55,401	56,287
売上原価	2,747	3,518	4,574	6,316	8,723	12,046	16,636	22,974	28,534	31,387	32,486	33,005
販売管理費	1,736	2,182	2,380	3,203	4,333	5,833	8,003	10,804	13,055	14,170	14,552	14,600
EBITDA	446	600	1,287	1,831	2,529	3,492	4,823	6,661	8,272	9,100	9,418	9,569
減価償却費合計	299	300	441	578	708	828	1,091	1,259	1,200	1,129	1,055	886
営業利益	203	300	846	1,253	1,820	2,665	3,732	5,401	7,073	7,971	8,363	8,682
支払利息	15	36	32	38	48	62	98	122	108	95	87	58
その他営業外収益	▲ 43	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
経常利益	144	264	814	1,215	1,772	2,603	3,634	5,279	6,965	7,876	8,276	8,625
特別損益	11	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
法人税等	90	81	251	375	548	804	1,123	1,631	2,152	2,434	2,557	2,665
親会社株主に係る包括利益	43	182	562	839	1,224	1,799	2,511	3,648	4,813	5,443	5,719	5,960
期首発行済株式数(千株)	5,226	6,051	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006
発行株式数(千株)	825	955	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
期末発行済株式数(千株)	6,051	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006	7,006
EPS(円)	7.0	26.0	80.3	119.8	174.8	256.7	358.4	520.7	686.9	776.8	816.2	850.6
配当	0	0	0	0	0	540	1,004	2,189	3,369	5,443	5,719	5,960
内部留保	43	182	562	839	1,224	1,259	1,507	1,459	1,444	0	0	0
BS												
手元流動性	750	975	1,346	1,859	2,568	3,546	4,897	6,083	6,691	6,925	7,036	7,036
運転資本	1,015	860	1,188	1,640	2,265	3,128	4,319	5,365	5,901	6,108	6,205	0
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
償却対象有形固定資産	40	57	79	109	150	207	286	356	391	405	411	411
のれん	2,577	3,220	4,141	5,442	6,081	6,970	10,061	9,054	8,149	7,334	6,601	5,941
ソフトウェア	52	68	94	129	179	247	341	424	466	482	490	0
投資有価証券	511	511	511	511	511	511	511	511	511	511	511	511
その他資産	307	202	280	386	533	736	1,017	1,263	1,389	1,438	1,461	0
総資産	6,157	7,322	8,117	10,076	12,287	15,345	21,432	23,055	23,498	23,203	22,715	19,272
有利子負債以外の流動負債	946	577	810	1,119	1,545	2,133	2,946	3,659	4,025	4,166	4,232	4,232
短期借入金	555	0	0	811	1,371	2,582	6,350	5,800	4,434	3,997	3,443	0
長期借入金	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157	2,157
その他固定負債	169	169	169	169	169	169	169	169	169	169	169	169
資本金等	2,542	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448	4,448
内部留保等	▲ 211	▲ 29	533	1,372	2,597	3,856	5,362	6,822	8,265	8,265	8,265	8,265
純資産・負債	6,157	7,322	8,117	10,076	12,287	15,345	21,432	23,055	23,498	23,203	22,715	19,272
CF												
手元流動性	▲ 164	▲ 225	▲ 371	▲ 513	▲ 708	▲ 978	▲ 1,351	▲ 1,185	▲ 608	▲ 234	▲ 111	0
運転資本	▲ 498	155	▲ 328	▲ 452	▲ 625	▲ 863	▲ 1,192	▲ 1,045	▲ 536	▲ 207	▲ 98	6,205
有利子負債以外の流動負債	607	▲ 369	233	309	426	589	813	713	366	141	67	0
有形固定資産投資	▲ 17	▲ 32	▲ 43	▲ 59	▲ 82	▲ 113	▲ 156	▲ 169	▲ 152	▲ 138	▲ 134	▲ 128
有形固定資産償却	12	15	21	29	40	56	77	100	117	124	127	128
ソフトウェア投資	▲ 21	▲ 40	▲ 58	▲ 80	▲ 111	▲ 153	▲ 212	▲ 235	▲ 220	▲ 206	▲ 202	392
ソフトウェア償却	21	24	32	45	62	85	118	153	178	190	194	98
のれん投資	▲ 2,464	▲ 948	▲ 1,308	▲ 1,805	▲ 1,246	▲ 1,576	▲ 3,987	0	0	0	0	0
のれん償却	118	305	387	504	606	687	896	1,006	905	815	733	660
短期有価証券	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投資有価証券	▲ 262	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他資産	▲ 185	104	▲ 77	▲ 107	▲ 147	▲ 203	▲ 281	▲ 246	▲ 126	▲ 49	▲ 23	1,461
内部留保等	▲ 5	182	562	839	1,224	1,259	1,507	1,459	1,444	0	0	0
営業CF	▲ 2,859	▲ 828	▲ 949	▲ 1,291	▲ 560	▲ 1,211	▲ 3,768	550	1,366	436	554	8,816
短期借入金	462	▲ 555	0	811	560	1,211	3,768	▲ 550	▲ 1,366	▲ 436	▲ 554	▲ 3,443
長期借入金	1,519	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
その他固定負債	169	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
株式調達	935	1,907	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
金融CF	3,085	1,351	0	811	560	1,211	3,768	▲ 550	▲ 1,366	▲ 436	▲ 554	▲ 3,443
余剰現金増減	225	523	▲ 949	▲ 480	0	▲ 0	0	▲ 0	0	▲ 0	▲ 0	5,373

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

■ 実績、会社計画及びJPR予想10年間予想の財務モデルの詳細（続き）

[単位:百万円]		会社計画 JPR予想	JPR予想										
FY		2023.02	2024.02	2025.02	2026.02	2027.02	2028.02	2029.02	2030.02	2031.02	2032.02	2033.02	2034.02
KPI	期首投下資本売上高比	25.7%	63.3%	61.6%	58.6%	56.8%	49.8%	44.8%	45.9%	38.8%	35.4%	33.4%	33.4%
	期首投下資本	1,202	3,795	4,805	6,317	8,447	10,231	12,701	17,975	18,885	18,962	18,526	17,972
	売上高成長率	74.7%	28.1%	30.0%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%	38.1%	24.2%	10.0%	3.5%	1.6%
	EBITDAマージン	9.5%	10.0%	16.5%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%	17.0%
	営業利益率	4.3%	5.0%	10.8%	11.6%	12.2%	13.0%	13.2%	13.8%	14.5%	14.9%	15.1%	15.4%
	NOPAT	140	207	585	866	1,258	1,841	2,579	3,732	4,887	5,508	5,779	6,000
	NOPATマージン	3.0%	3.5%	7.5%	8.0%	8.5%	9.0%	9.1%	9.5%	10.0%	10.3%	10.4%	10.7%
	ROIC	11.6%	5.5%	12.2%	13.7%	14.9%	18.0%	20.3%	20.8%	25.9%	29.0%	31.2%	33.4%
	運転資本日商比(日)	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40	40
	売上原価率	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%	59%
	有利子負債以外の流動負債日商比(日)	26	58	27	27	27	27	27	27	27	27	27	27
	手元流動性月商比(カ月)	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5
	短期借入金金利	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%	1.48%
	長期借入金金利	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%	1.50%
	実効税率	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	30.9%	31%
	配当性向	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	30.0%	40.0%	60.0%	70.0%	100.0%	100.0%	100.0%
	グロスDELシオ	116.4%	48.8%	43.3%	51.0%	50.1%	57.1%	86.7%	70.6%	51.8%	48.4%	44.0%	
	ネットDELシオ	45.3%	-5.6%	6.6%	19.1%	13.6%	14.4%	36.8%	16.6%	-0.8%	-6.1%	-11.3%	
	有形固定資産減価償却費率	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%	27.0%
	のれん償却率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
	ソフトウェア償却率	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%	33.3%
	WACC	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
	ROIC-WACC	5.1%	-1.0%	5.7%	7.2%	8.4%	11.5%	13.8%	14.3%	19.4%	22.6%	24.7%	26.9%
	超過利潤 = (ROIC-WACC) × 期首投下資本	62	-39	273	456	709	1,177	1,754	2,565	3,661	4,276	4,576	4,832
	超過利潤の永久価値	953	-603	4,198	7,015	10,922	18,121	27,008	39,497	56,368	65,850	70,457	74,411
	成長価値の各年度末時点での推計値		-1,556	4,801	2,817	3,907	7,198	8,888	12,488	16,872	9,481	4,608	3,953
	現在価値ファクター	94%	88%	83%	78%	73%	69%	64%	60%	57%	53%	50%	47%
織り込まれた成長価値の年度別の推定時価総額 = 超過利潤価値 + 成長価値の推計時点での現在価値													
	2024.02	1,822	8,049	11,512	15,874	23,223	32,518	44,858	60,965	74,464	81,019	85,150	87,124
	2025.02	6,055	10,382	14,550	21,129	29,316	40,557	55,057	66,347	76,920	82,998	83,171	87,124
	2026.02	8,388	13,420	19,805	27,222	37,355	50,756	60,439	68,803	78,898	78,563	83,171	87,124
	2027.02	11,426	18,675	25,898	35,261	47,554	56,138	62,895	70,782	69,082	78,563	83,171	87,124
	2028.02	16,681	24,768	33,937	45,460	52,935	58,593	64,874	50,767	69,082	78,563	83,171	87,124
	2029.02	22,774	32,807	44,136	50,842	55,391	60,572	36,819	50,767	69,082	78,563	83,171	87,124
	2030.02	30,813	43,006	49,518	53,298	57,370	26,425	36,819	50,767	69,082	78,563	83,171	87,124
	2031.02	41,012	48,388	51,974	55,276	17,967	26,425	36,819	50,767	69,082	78,563	83,171	87,124
	2032.02	46,394	50,844	53,952	12,836	17,967	26,425	36,819	50,767	69,082	78,563	83,171	87,124
	2033.02	48,850	52,822	9,179	12,836	17,967	26,425	36,819	50,767	69,082	78,563	83,171	87,124
	成長価値の株価織り込み年数	3	3	3	3	3	3	3	3	3	3	2	1
	推計時価総額	8,388	13,420	19,805	27,222	37,355	50,756	60,439	68,803	78,898	78,563	83,171	87,124
	ファイナンス	15.8%	15.8%										
	ファイナンス前株価		2,218										
	ファイナンス株価ディスカウント		10.0%										
	発行価格		1,996										
	発行株式数(千株)		955,241										
	資金調達額		1,907										

[出所]JPR作成

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

巻末資料1.JPRのレポートを初めて見る方のために

GCC経営™ 分析の概要

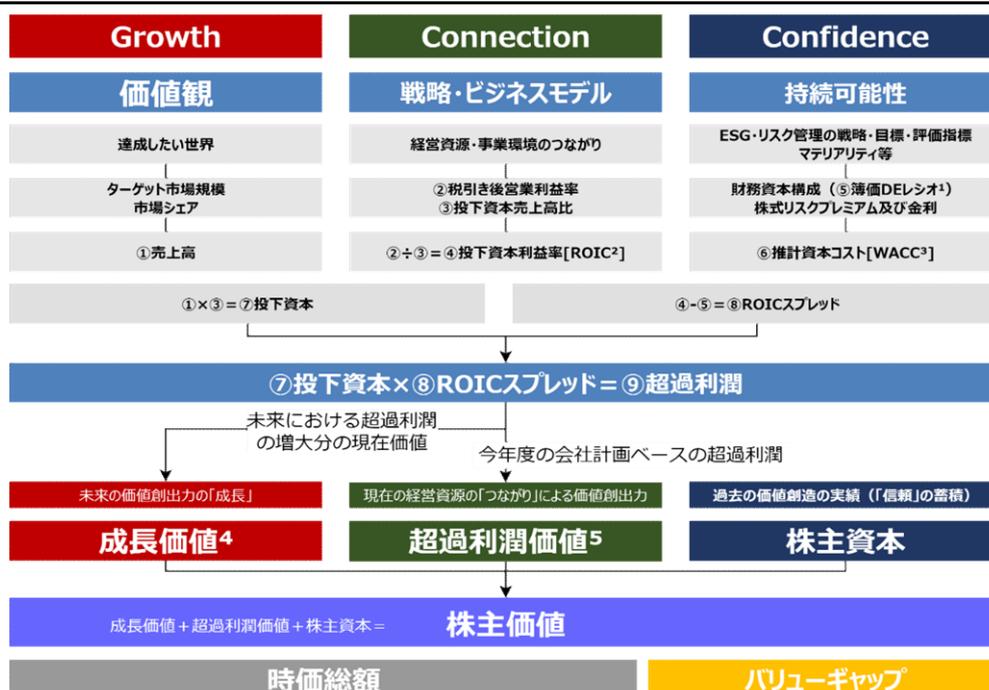
理論的な株主価値
と時価総額のバ
リュエギャップを可
視化

Growth・Connection・Confidenceの3要素で分析

定性ストーリーを株主価値に直結させるフレームワーク

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）が開発したフレームワーク、Growth(売上成長)、Connection（人・事業のつながりの改善＝資本の利益率向上）、Confidence（信頼向上＝事業リスク低下）の3要素を重視する「GCC経営™」の視点で企業価値分析を行う。以下がその全体像を示した図である。定性的な未来ストーリーを財務指標に結びつけ、最終的にそれらを統合し株主価値を推計する。超過利潤法（「巻末資料2.」参照）により、最終的な理論的株主価値を推計し、時価総額と比較してバリュエギャップを可視化する。

GCC経営™分析のフレームワーク



【出所】JPR【注】1. 簿価DELシオ：有利負債と株主資本の割合。2. ROIC：Return on Invested Capital。投下資本利益率。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。3. WACC: Weighted Cost of Capital。加重平均資本コスト。JPRが採用している算出方法の定義は、巻末「2. 参考資料」参照。4. 成長価値＝X年までの超過利潤増分の永久価値の累積現在価値。永久価値は、超過利潤の増分÷WACCで算出。その金額の現在価値をWACCで割り引いて算出。成長シナリオが想定するX年までの未来累積価値。5. 超過利潤価値＝今年度会社計画に基づく超過利潤の永久価値。今年度会社計画、及び期首投下資本から算出した超過利潤をWACCで割って試算。

【出所】JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいていますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

GCC経営™ の評価体系

価値創造プロセス のGrowth・ Connection入 トリーの実現可 能性を3つの視点 で評価

GrowthとConnectionの評価

定性ストーリーの実現可能性を3つの視点で評価

JPRでは、GCC分析による価値創造プロセスにどの程度の実現可能性があるのか、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の3つの視点で評価する。「概念デザイン」は「価値創造プロセスの概念を構想すること」、「実装デザイン」は「価値創造プロセスの概念を実現するために必要な経営資源を体系化して実践する仕組みを作り、運用すること」と定義する。「概念デザイン」が「実装デザイン」されて初めて価値創造が「実績」となる。JPRとしては、「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」に関して評価を主観的におこない、それを90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

■ 「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
「概念デザイン」	概念デザインが、非常にロジカルに体系化されている	概念デザインが、おおそロジカルに体系化されている	概念デザインが、半分程度は体系化されている	概念デザインが、一定程度体系化されている	概念デザインが、ほとんど体系化されていない
「実装デザイン」	概念デザインが、ほぼ実装されている	概念デザインが、おおそ実装されている	概念デザインが、半分程度実装されている	概念デザインが、一定程度実装されている	概念デザインが、わずかだが実装されている
「実績」	ターゲットの成果が、ほぼ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、おおそ概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、半分程度概念デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、一定程度、デザインの意図通りに実績として観察される	ターゲットの成果が、概念デザインの意図通りにわずかだが実績として観察される

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

Confidenceの評価

財務安定性と社会貢献性について評価

JPRでは、GCC分析におけるConfidenceを、「財務安定性」と「社会貢献性」に2分して評価する。「財務安定性」については、収益構造に基づく現在から将来にかけての収益安定性と、現状の財務状況により評価する。「社会貢献性」については、ESG経営の推進状況や、SDGsを含む社会課題解決への貢献性を評価する。このそれぞれについて、90%、70%、50%、30%、10%でわかりやすく評価する。具体的には以下に記載している。

価値創造プロセス の信頼性を

「概念デザイン」「実装デザイン」「実績」の評価フレームワーク

%表示	90%	70%	50%	30%	10%
財務安定性 価値創造プロセスの実績が十分であり、模倣困難な他社との差別化された価値創造力と、ストック化などによる、景気変動や季節変動などの変動リスクが少なく、資本負債構成が最適化されているという視点で5段階で評価。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる
社会貢献性 取り組んでいる社会課題が一般的に社会から重要でかつ課題解決の道筋が見えず、概念さえも新たにつくる必要があるような難易度の高い課題に取り組んでおり、またその実行のために最適なガバナンス構造を体系的に作り上げている。	非常に高く評価できる	高く評価できる	上場企業として平均的に評価できる	一定程度評価できる	一部評価できる

[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりましたが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご確認ください。

10年成長シナリオ分析によるバリューギャップ^oの可視化

年度別の株主価値の増大分と時価総額の比較

未来ストーリーに基づく10年成長シナリオが生み出す潜在的な株主価値の増大分を年度ごとに可視化し、時価総額を比較する。これによって未来ストーリーの何年分が時価総額に反映されているのかを可視化する。10年の未来ストーリーの達成可能性に対する期待が高まると10年分の株主価値が時価総額に反映されと考えられる。最大10年の未来ストーリーが反映された株主価値の推計値と時価総額の差がアップサイドポテンシャルの推計値となる。未来ストーリーの達成可能性に対する投資家の期待が、足元の具体的な実績により高まることで、そのバリューギャップの実現可能性が高まる。

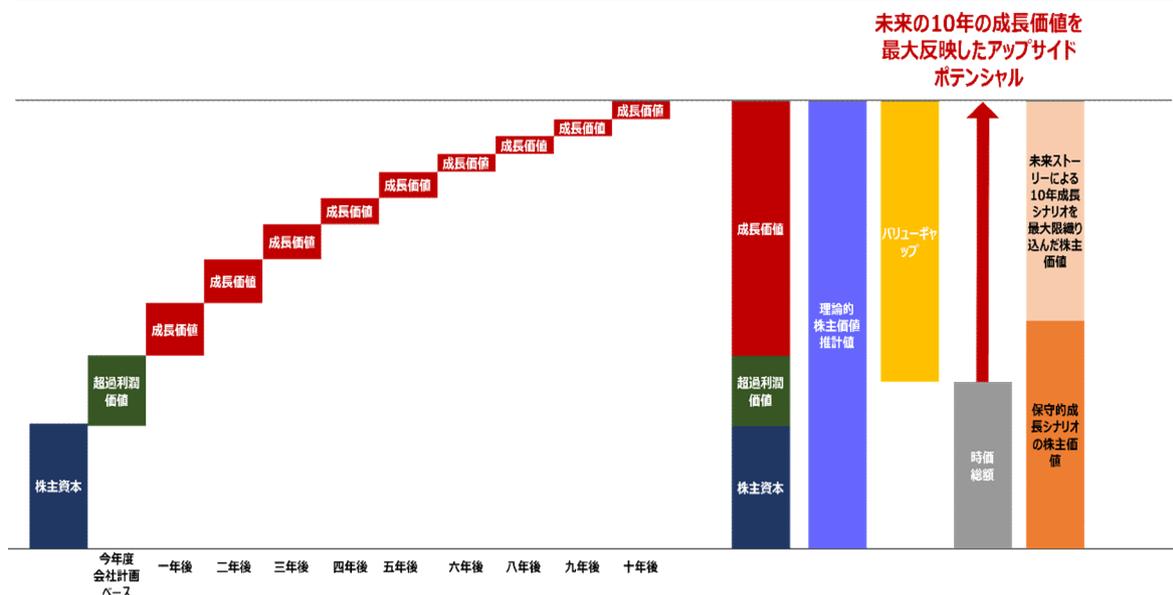
何年分の未来ストーリーが時価総額に反映されているのかを可視化

多様なシナリオ分析の可視化

保守的成長シナリオと未来ストーリーにおける変化を反映したシナリオ

この分析は、会社の戦略が大きく変化するとき有用である。以下の図で示したように保守的シナリオによる成長可能性、変革による成長可能性を分けて可視化することも可能となる。変化を織り込まない場合の株主価値は保守的な金額を示す。

バリューギャップ^oの可視化



[出所]JPR

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

価値協創 ガイドンス 準拠

価値協創
ガイドンスの内容を
すべて網羅

経済産業省が作成した企業と投資家を繋ぐ「共通言語」

GCCのフレームワークで価値協創ガイドンスをストーリー化

「価値協創ガイドンス」は、企業と投資家の対話の質を高める、経済産業省が作成したフレームワークである。2022年8月には、「価値協創ガイドンス2.0」へ改訂し、サステナビリティ・トランスフォーメーション実現に向けた経営強化・効果的な情報開示が求められる。

GCC経営™レポートと価値協創ガイドンスの対照表

GCC大項目	GCC中項目	価値共創ガイドンス
表紙		
1. インベストメントサマリー	株主価値分析	4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況 4.2. 企業価値創造と独自KPIの接続による価値創造設計 4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
2. 会社概要		3.2. 経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略
3. GCC経営™のフレームワークによる価値創造ストーリー		4.5. 企業価値創造の達成度評価
4. Growth：成長ストーリー	価値観・世界観	1. 価値観 1.1. 価値観を定める意義 1.2. 社会への長期的な価値提供に向けた重要課題・マテリアリティの特定
	提供価値・成長性	2. 長期戦略 2-1. 長期ビジョン 2-1.1. 社会への長期的な価値提供の目指す姿
	売上高の10年展望	4. 成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI） 4.1. 財務パフォーマンス 4.1.1. 財政状態及び経営成績の分析（MD&A） 4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
5. Connection：経営資源のつながりストーリー	5フォース分析	4.2. 企業価値創造と独自 KPI の接続による価値創造設計 4.3. 戦略の進捗を示す独自 KPI の設定（社会に提供する価値に関する KPI を含） 2-2.1. 市場勢力図における位置づけ 2-2.1.1. 付加価値連鎖（バリューチェーン）における位置づけ 2-2.1.2. 差別化要素及びその持続性 2-2.2. 競争優位を確保するために不可欠な要素 2-2.2.1. 競争優位の源泉となる経営資源・知的財産を含む無形資産 2-2.2.2. 競争優位を支えるステークホルターとの関係 2-2.2.3. 収益構造・牽引要素（ドライバー） 3. 実行戦略（中期経営戦略など） 3.1. ESG やグローバルな社会課題（SDGs 等）の戦略への組込 3.2. 経営資源・資本配分（キャピタル・アロケーション）戦略 3.3. 事業売却・撤退戦略を含む事業ポートフォリオマネジメント戦略 3.4. バリューチェーンにおける影響力強化、事業ポジションの改善、DX 推進 3.5. イノベーション実現のための組織的なプロセスと支援体制の確立・推進 3.6. 人的資本への投資・人材戦略
	戦略ビジネスモデル	4. 成果（パフォーマンス）と重要な成果指標（KPI） 4.1. 財務パフォーマンス 4.1.1. 財政状態及び経営成績の分析（MD&A） 4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
	ROICの10年展望	4.2. 企業価値創造と独自 KPI の接続による価値創造設計 4.3. 戦略の進捗を示す独自 KPI の設定（社会に提供する価値に関する KPI を含） 4.1.1. 財政状態及び経営成績の分析（MD&A）
6. Confidence：持続可能性ストーリー	財務的な持続可能性 社会の持続可能性への	2-1. 長期ビジョン 2-1.1. 社会への長期的な価値提供の目指す姿
	リスクと機会	2-3. リスクと機会 2-3.1. 気候変動等の ESG に関するリスクと機会の認 2-3.2. 主要なステークホルターとの関係性の維持
	ガバナンス	5. ガバナンス 5.1. 取締役会と経営陣の役割・機能分担 5.2. 経営課題解決にふさわしい取締役会の持続性 5.3. 社長、経営陣のスキル及び多様性 5.4. 社外役員とのスキル及び多様性 5.5. 戦略的意思決定の監督・評価 5.6. 利益配分及び再投資の方針 5.7. 役員報酬制度の設計と結果 5.8. 取締役会の実効性評価のプロセスと経営課題 6. 実質的な対話・エンゲージメント 6.1. 実質的な対話等の原則 6.2. 実質的な対話等の内容 6.3. 実質的な対話等の手法 6.4. 実質的な対話等の後のアクション
	資本コスト（WACC）	4.4. 資本コストに対する認識 2-2.1. 市場勢力図における位置づけ 4.1.1. 財政状態及び経営成績の分析（MD&A） 4.1.2. 経済的価値・株主価値の創出状況
7. 比較類似会社分析		
8. 2023年2月期決算概要		
9. 参考資料：財務モデルの詳細		

[出所]経済産業省WEBサイト、<https://www.meti.go.jp/policy/economy/keiei>などからJPR作成。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

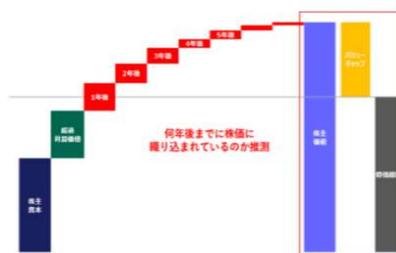
巻末資料2.超過利潤の説明

超過利潤による 企業価値評価

超過利潤分析のフレームワーク

超過利潤もしくは、経済付加価値は、東京証券取引所の第5回企業価値向上表彰で大賞となった花王株式会社が導入するなど、世界的に企業価値を推計する指標として普及している。超過利潤による計算では、企業価値を投下資本、超過利潤価値、成長価値、非事業資産の4つに分解し、より深く企業価値の創出構造を理解することが可能となる。時価総額が理論的な株主価値より大きければ、割高の可能性、低くければ割安の可能性を示唆する。各年度別の企業価値への貢献を次の図のようにビジュアル化することが可能である。次の図では株主資本＝投下資本＋非事業資産－有利子負債等として試算し、よりシンプルに示している。このようにすると何年後までの成長が株価に織り込まれているのかも推測可能である。

超過利潤による企業価値分解



[出所] JPR

超過利潤は、利用している投下資本に対して、投資家の満足するリターンを超えた利益を推計する。その現在価値が「超過利潤価値」となり、超過利潤が成長していく場合は、「成長価値」となる。また、事業に利用されていない資産を非事業資産価値として加算し、理論的な企業価値を推計する。理論的にはディスカウントキャッシュフロー法（DCF法）と超過利潤による企業価値推計値は同じになる。本レポートでは、簡易的に次のように計算した数値を用いて超過利潤を計算し

超過利潤 = 税引き後営業利益(NOPAT) - 投下資本 × 加重平均資本コスト
 税引き後営業利益 (Net Operating Profit After Tax: NOPAT) = 営業利益 × (1 - 実効税率)
 投下資本 = 総資産 - 非事業資産価値 - (余剰資金の合計 + 有利子負債以外の流動負債の金額)
 非事業資産価値 = 繰り延べヘッジ損益 + 土地再評価額金 + 為替調整勘定
 余剰資金の合計 = 売上高の月商1.5カ月を超える現預金 + 短期有価証券 + 投資有価証券
 加重平均資本コスト = 税引き後有利子負債利率 × (D / (E + D)) + 株主資本コスト × (E / (D + E)) 株主資本コスト = 国債利回り + リスクプレミアム × β
 β = TOPIXと対象企業株価の5年間の日次リターンの一重回帰式の傾き
 E = 計算時点での時価総額
 D = 計算時点での直近決算の短期有利子負債 + 固定負債 + 少数株主持ち分
 リスクプレミアムは全上場企業で時価総額上位5%は5%、下位25%は9%として傾斜配分

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいており、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

免責事項

本レポートは、株式会社ティー・アイ・ダヴリュ/株式会社アイフィスジャパン（以下、発行者）が、「ANALYST NET」のブランド名（登録商標）で発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

- 「ANALYST NET」のブランド名で発行されるレポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。
- 発行者は、本レポートを発行するための企画提案及びインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。
- 執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。
- 本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券及びその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。
- 本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。
- 本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。
- 本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。
- 本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。

本レポートは、ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下、JPR）が、投資家への情報提供を目的として作成したものであり、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。JPRが信頼できると判断した情報・資料に基づいておりますが、掲載された内容の正確性・信頼性・完全性・適合性・適時性をなんら保証するものではありません。JPRは本レポートを利用したことまたは依拠したことによる直接的・間接的な損害を含むいかなる結果に対しても一切の責任を負いません。有価証券並びにその他の取引に関する責任は投資家自身にあります。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。