



## 2338\_クオンタムソリューションズ(株) 取材メモ\_2024-01-04

執筆者：ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社 宮下修 2024年1月4日公開

ジェイ・フェニックス・リサーチ株式会社（以下「JPR」）は、東京証券取引所スタンダード市場、2338クオンタムソリューションズ（以下「QS」）の経営幹部に2023年12月下旬に取材した。本メモは、その概要やJPRの独自見解についてまとめたのである。WebLink:[こちら](#) PDF:[こちら](#)

### AI業界を支えるGPUを軸とした長期展望

- QSは1999年にインターネットコンサルティング会社として設立された。2021年、QSは上海出身の経営者を迎え、2021年8月に日本の小型EVに特化したベンチャー企業と合併契約を締結し、EVを新規事業として推進し、さらに、AI関連の事業育成にも傾注してきた。
- 2023年9月4日、QSはChatGPTのような生成AIを支える**NVIDIA製の高性能GPU**を搭載したサーバーを提供する新しい事業を発表した。この発表を受けて、同社の株価は上昇傾向に転じた。それまでの株価は1,000円を下回っていたが、上昇を続け、12月4日には3,500円の高値を記録した。しかし、その後の株価は大きく上下に変動している。
- この株価上昇の原動力は、**9月4日からのわずか二ヶ月の間に、QSが約18億円という売上を生み出す契約を結んだという驚くべき実績である**。この実績は、世界各国から集まった才能ある経営陣の力によるものだ。なお、関連する取材は全て外国籍の経営陣と英語で行われた。
- QSは、急速に成長を遂げている生成AI（AI Generated Contents、AIGC）市場において、重要な役割を果たそうとしている。QSは、この分野で、生成AIが生み出すコンテンツを支えるために不可欠な、**GPU（「脳」の役割を果たす）**だけでなく、AIのエッジコンピューティングに必要な**Armアーキテクチャ製品（「目」の役割を果たす）**や、**AI技術とゲーム技術の融合製品（「体」の役割を果たす）**など、幅広い製品ラインナップを矢継ぎ早に事業化し、発表している。これらの取り組みにより、QSはその姿を急速に変化させ、AI関連事業をリードする地位を築こうとしている。
- 本メモは、QS経営陣との取材をベースに、2025年2月期以降の株価動向を考える上で有用となる長期的かつ定性的な視点についてQSの開示情報とJPRの独自の見解をまとめたものである。
- QSからの長期的な展望について定量的な開示を待ってJPRでは、さらに取材を重ね、長期的な展望についてより詳細なレポートを2024年中に発行する予定である。本レポートは詳細レポートの導入的な位置づけとなる。

## 🎯 1~2年以内のターゲット株価 今後作成予定

### 👉 株価ターゲット

- JPRIは、2024年においてQSの1月以降の追加開示を反映する詳細な証券アナリストレポートを発行し、その中でターゲット株価を出す予定である。



## 🎯 足元では乱高下する株価とその背景

### 👉 最近の株価動向

- QSは、AIGC事業領域のリーディングカンパニーを目指して現在急激な変化の最中にある（開示資料参照）。このような時には、思惑が変動して株価が乱高下しやすい。
- QSは9月4日に、ChatGPTのような生成AIを生み出しているNVIDIA社製の高性能GPU搭載のサーバーを提供する新事業を開示した。この開示をきっかけに株価が上昇トレンドに入った。それまでは1,000円以下の株価で推移していた。
- わずか3カ月後にQSの株価は12月4日に3,500円（時価総額507億円に相当）の高値を付けた。ただ、その後、株価は大きく下落し、2023年12月26日終値では1,380円（時価総額200億円）となった。
- 一方で2023年12月27日では一時ストップ高となり、終値は前日比20.72%上昇の1,666円（時価総額242億円）となった。
- 東洋経済新報社が発行する四季報（2024年新春号、2023年12月18日発売）によると、QSの2025年2月期の会社四季報予想は売上高が13億円、営業利益が1.5億円となっている。これは、2024年2月期の会社予想である売上高21億円、営業利益0.5億円と比較して売上がほぼ半減する見通しである。四季報の発売日である12月18日以降の株価チャートを検証すると、売上半減の見通しが12月18日以降の株価のダウントレンドに影響を与えている可能性が示唆されている。
- いずれにせよ、思惑が交錯する中で激しい株価変動が続くことが予想される。

### ▶ 3,500円（時価総額507億円、希薄化前）を実現する10年予想

- 短期的な思考から距離を置き、長期的な視野を持つために、JPRは株価3,500円の高値時における推定時価総額507億円を裏付ける「10年にわたる長期予測」を行った。
- その分析の結果、JPRは、2034年2月期に売上高1,281億円、営業利益171億円を達成すると時価総額507億円が妥当であるとの結論に至った。現時点ではこのような成長が実現するかは不確実であるが、もしQSがAI業界をリードする地位につけば、この規模の売上高と営業利益は十分に達成可能だろう。推計計算の詳細は[リンク先](#)を参照されたい。QSの掲げている戦略が実現すれば、実際にはそれらをはるかに上回る可能性がある。
- なお、正確な株価の上昇潜在力を評価する際には、希薄化の影響を考慮することが重要である。
- Yahooファイナンスの情報によると、2023年12月27日時点での発行済株式数は14,536,531株である。一方、2023年7月28日に公開された「第三者割当による第12回新株予約権の発行に関するお知らせ」によれば、2023年6月30日時点での発行済株式数は13,671,131株である。また、この時点での新株予約権による潜在的な発行済株式数の増加は6,560,000株だった。
- これらの情報を基に計算すると、2023年6月30日から2023年12月27日までの間に865,400株（14,536,531株 - 13,671,131株）が新たに発行されたと推測できる、潜在的な希薄化の影響を考えると、2023年12月27日時点で、未だ発行されていない新株予約権による株数は5,694,600株（6,560,000株 - 865,400株）となる。
- このデータをもと推計すると、現時点での希薄化率は約39.2%（5,694,600 ÷ 14,536,531）となる。また、この数字を考慮に入れた場合、507億円の時価総額に基づく完全希薄化後の株価は約2,510円となる。投資家はこのような情報を考慮に入れて投資判断をすることが重要である。

### 🎯 早くも実績を上げるGPUサーバー売上

#### ▶ NVIDIA 社製の高性能 GPU 搭載のサーバーの売上で実績を築く

- QSは、9月4日から2か月強の短期間で、NVIDIA 社製の高性能 GPU を搭載したサーバーの販売契約等を4つのクライアント企業と結んだ。この動きを反映し、QSは2023年10月13日に業績予測を上方修正した。
- 4 契約による上方修正幅は売上高18.5億円である。内訳は以下の開示情報が参考になる。

#### 売上計上に関する情報

- ▶ 2023-11-09開示  
国内に所在するデータセンターIT 機器等を取り扱う会社に対し  
当期の売上高は約 34 百万円
  - ▶ 2023-10-23開示  
香港に所在するIT関連機器やサービスを提供する  
FUTURANEX TECHNOLOGY CO., LIMITEDに対して、  
純額扱いで当期の売上高は約 145 百万円
  - ▶ 2023-10-12開示  
日本におけるグローバルネットサービスを提供する大手企業に対して  
当期の売上高は約 1,680 百万円
  - ▶ 2023-09-29開示  
量子ディープラーニングへの取り組みを進める IT 企業に対して  
当期の売上高は約24百万
- **取引相手名の一部は公開されていないが、それらの企業がAIの先端技術に関与していることは間違いなさであろう。**

## ▶ QSが早期に実績を上げた2つの要因

- **NVIDIA社製の高性能GPUを搭載したサーバーを提供する新事業を発表した後、わずか二か月で約18億円という高い売上の契約を締結したことは、驚くべき事実である。これは素直に評価されるべきであろう。**
- わずか二か月で高い売上を達成するには、2つの要因がある。これらの要因が株価の急騰を正当化したと考えられる。
- 第1の要因は「深刻な需給ひっ迫」であり、第2の要因は「AI先端技術関連企業を相手に提案活動ができるQSの人材力」である。

### ▶ 第1の要因：深刻な需給ひっ迫

- 第1の要因は、NVIDIA社製の高性能GPUサーバーの需給逼迫である。生成AI、特にChatGPTの急速な利用増加に伴い、これを支えるNVIDIA社の高性能GPUサーバーへの需要が激増している。この需要増加により、会社ヒアリングによれば、NVIDIA社の高性能GPUサーバーの最大納期は30か月に達する状況となっている。これに対し、QSを通じれば3か月に調達可能であり、これが短期間で大型契約締結の理由である。QSがNVIDIA社性高性能GPUサーバーを調達の販売代理店契約を結んだ（2023年9月4日開示）シンガポールのKAYTUS SINGAPORE PTE. LTDは、独自の取引関係によりNVIDIA社の高性能GPUサーバーの在庫を豊富にもっているようである。

### ▶ 第2の要因：AI先端関連企業を相手に提案活動ができるQSの人材力

- 短期間で合計約18億円の売上高を持つ4件の契約を、AI先端関連企業を相手にわずか二か月で達成するためには、強固な人材ネットワーク、優れた提案力、そして人間としての信頼性がQSの人材に備わっている必要がある。これらの能力を持つ人材がいることが、そのような成果を上げたことによって証明されていると言える。



## 📍 長期的な株価展望

### 📌 汎用人工知能(AGI)時代の鍵となるAIの「頭・目・体」を手にするQS

- QSの魅力は、AIに関するサプライチェーンで有望なグローバルプレイヤーと強固な関係を短期間で築く能力である。この能力により、GPUのみならず、さらに①AIエッジコンピューティングに欠かせないArmアーキテクチャを活用したソリューションの開発・製品化（2023年7月3日IR資料、2023年9月19日IR資料、参照）、②「ファイナルファンタジー XV」のプロデューサー、田畑氏によって設立されたゲーム開発会社、JP GAMES社と資本業務提携を進めるなど、（2023年12月25日PR資料、2023年12月22日IR資料、参照）、**世界最先端のAI技術とゲーム開発の統合**をめざした事業展開を進めている。
- この動きはやがて来る汎用人工知能（AGI）時代においてきわめて重要になる。 （参考：AGIについては、ソフトバンクの孫氏のYouTube「SoftBank World 2023 孫正義 特別講演 AGIを中心とした新たな世界へ」が参考になる。QSは、ここで紹介されるAGIを体現するパーツの全てを手に行っているわけである。）

#### ■ AIの脳：NVIDIA社の高性能GPUサーバー

- NVIDIA社の高性能GPUサーバーは、人間に例える、大量の情報を処理し、複雑な問題を解決する「脳」と見なすことができる。この「脳」は、環境からの膨大なデータを解析し、学習、推論、整理体系化することで知識を深め、価値ある、役に立つ意思決定を行う役割を果たす。まさに人間の脳が論理的思考や創造的な発想を行う中枢であるように、このGPUサーバーはAIの知性と能力の核心部分である。

#### ■ AIの目：Armアーキテクチャ

- 一方、Armアーキテクチャは、この「脳」に入力される情報を収集し、処理する「目」として機能する。目は周囲の世界を観察し、光と色、動きと形を捉えて脳に送信する。

- 同様に、Armアーキテクチャは、エッジデバイス上で効率的にデータを収集し、処理して、高性能GPUサーバーに送る。これにより、AIシステムは周囲の環境を正確に認識し、適切に反応することができるようになる。

#### ■ AIの体：AI技術とアバターやゲーム技術の統合

- さらに、AI技術とアバターやゲーム技術の統合は「体」として機能し、AIに物理的な動作やバーチャルな表現を可能にする。この「体」は、AIの判断や感覚を実世界の行動に変換し、人間のようにバーチャルな環境と相互作用する。ロボットに应用された場合、この「体」は物理的な形態を取り、物を動かすことや、特定のタスクの実行が可能になる。
- AGIは、自ら勝手に何でも学習していくAIである。このためには、「脳」に加えて、「目」と「体」が必要である。情報は「目」や「体」の五感から「脳」に伝えられ、そこで勝手に学習し推論ロジックを作成する。作成された推論は「体」を通じて実行され、その結果は再び「目」と「体」の五感によってフィードバックされる。このサイクル、「目」「体」の五感からの情報収集→「脳」での学習・推論→「体」での実行→結果の「目」「体」の五感でのフィードバック→「脳」での再学習・推論、をAGIは繰り返していく。QSは、このAGIの学習・推論プロセスの全てのキーパーツを事業化している。

#### ▶ グローバル人材ネットワークで日本と世界先端AI技術の架け橋へ

- QSはAIの「脳・目・体」の製品・サービスを事業化し、それらをつ結びつけるグローバルネットワークを築くことで、日本企業における、世界最先端のAI技術の統合、進化と普及を推進し、未来の様々な可能性を開拓しようとしている。



#### ▶ 米中冷戦時代の日本の地政学的地位を活かすQSのハイブリッド経営陣

- 米中冷戦時代の中で、日本は独特の地政学的優位性を有している。その背景には、アジア太平洋地域の経済的および政治的な中心地としての日本の地理的位置、先進的な技術と製造能力、そして強固な経済関係がある。

- この時代における日本の地政学的な役割は、日本、中国系、アングロサクソン系など多様な国籍文化を持つハイブリッド経営陣を通じて最大限に活用される。QSの経営陣はまさに日本、中国系、アングロサクソン系のハイブリッド経営陣となっている（[クオンタムソリューションズ\(株\)の経営陣](#)）。
- ハイブリッド経営陣とは、異なる文化的背景や専門知識を持つリーダーたちが一堂に会し、多角的な視点から戦略を練り、実行する経営スタイルを指す。このような経営陣は、米中冷戦時代という不透明で動的な国際環境の中で、日本の地政学的優位性を活かす重要な要素となる。QSはその力を発揮して驚くべき速さでAI関連事業を構築し、実績をあげている。日本人だけの経営陣ではなかなかこのスピードは難しいのではないだろうか？
- 日本はアメリカとの強固な安全保障関係を背景に、西側陣営の重要な一員としての役割を担っている。一方で、地理的に中国に近く、歴史的・経済的なつながりも深いため、中国との関係も強い。このような立場は、日本にとって独特の経済的、外交的バランスを保つ必要があり、複雑な国際関係を管理するために多様な視点を持つ経営陣が求められました。
- ハイブリッド経営陣は、次のような方法で日本の地政学的優位性を活かすできる。
  1. **多角的な外交戦略:**
    - 米国との強固な同盟関係を維持しつつ、中国や他のアジア諸国との経済的・文化的関係を発展させる。
    - 国際的な緊張を緩和し、経済的利益を追求するための柔軟な事業戦略を策定する。
  2. **技術と経済のイノベーション:**
    - 先進的な技術と製造能力を生かし、国際市場での競争力を強化する。
    - 新興市場への進出を図り、地政学的リスクを分散する。
  3. **文化的・知識的架け橋:**
    - 異なる文化的背景を持つ経営陣が、国際的な理解と協力を促進する。
    - グローバルな視点と地域的な専門知識を組み合わせ、より効果的な国際戦略を展開する。
  4. **危機管理:**
    - 動的な国際環境の中で発生するさまざまな危機に迅速かつ効果的に対応する。
    - 長期的な視点を持ちながら、短期的な挑戦を管理する。

このように、ハイブリッド経営陣は、日本の地政学的優位性を最大限に活かすために、外交、経済、文化、そして危機管理の各面でバランスの取れたアプローチを提供する。米中冷戦時代という困難な時期を通じて、このような経営スタイルは日本が国際的な影響力を維持し、経済的繁栄を追求する上で重要な役割を果たすと考えられる。

### ▶ 長期的成長には日本人の営業陣・ソフトエンジニアの採用が鍵

- QSが日本および世界の最先端AI技術の架け橋となるためには、日本に特化した営業体制の構築と、NVIDIA関連製品やArm関連製品を実践的にカスタマイズするための日本人ソフトウェアエンジニアの採用が不可欠である。経営陣の迅速な意思決定も重要だが、実行部隊として優秀な日本人の存在が欠かせず、その迅速な採用が長期的な展望の実現には不可欠である。
- 会社ヒアリングによれば、ハイブリッド経営陣はこの点を深く理解しており、現在、日本人の営業マンやソフトウェアエンジニアの採用を積極的に進めているようである。実際、複数言語に対応可能な人事担当者を雇い、採用活動を強化しているとのことである。
- 日本の労働市場は、転職に関しては一般的に世界と比べ流動性が低いが、半導体関連の営業マンやソフトウェアエンジニアの中には外資系企業に務める者が多く、比較的流動性が高いと考えられる。そのような日本人がQSの持つ成長ポテンシャルに魅力を感じるにより、採用が進む可能性は十分にある。
- 例えば人材採用の動きについては、2023年12月28日公開された動画「[クオンタムソリューションズが目指す未来](#)」が参考になろう。

### ▶ ビジネスモデルが軌道に乗れば希薄化リスクは少ない

- 開示内容からみて、急拡大が期待されるGPUサーバーの販売からの利益率は非常に高く、投資資金は十分に内部留保で賄えると思われる。

- QSの大株主は香港系の投資家が多いが、それらの投資家は、会社ヒアリングによれば、現時点で明らかになっている希薄化をさらに拡大するような資金調達には反対する可能性が高いと感じた。

## 時価総額507億円を説明する財務予測の概要

### 10年後1,281億円、営業利益171億円の達成が前提

- ROIC-WACCをベースにした超過利潤法で推計した。計算方法は「ROICと企業価値」を参照されたい。QSが進めている事業戦略が実現されれば十分達成可能と考えられる規模である。

[単位：億円]

	2024年2月期	2034年2月期
売上高	20.7	1,281.8
売上高年率平均成長率	51.1%	
営業利益	0.5	171.1
営業利益率	2.2%	13.4%
NOPATマージン	1.5%	9.2%
投下資本/売上高	25.5%	25.5%
ROIC	5.9%	36.2%
WACC	9.5%	9.5%
ROIC-WACC	-3.6%	26.7%
ROIC/WACC	0.62	3.81

[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	21	61	94	146	227	353	509	690	885	1,085	1,282
営業利益	0	6	13	20	30	47	68	92	118	145	171
営業利益率	2.2%	10.0%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%	13.4%
売上高成長率	683.2%	193.2%	55.3%	55.3%	55.3%	55.3%	44.2%	35.4%	28.3%	22.7%	18.1%
NOPATマージン	1.5%	6.9%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%	9.2%
投下資本売上高比率	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%	25.5%
WACC	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%	9.5%
ROIC=NOPATマージン×投下資本売上高比率	5.9%	27.1%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%	36.2%
ROIC/WACC (1円の元手で創出する価値)	¥0.6	¥2.9	¥3.8	¥3.8	¥3.8	¥3.8	¥3.8	¥3.8	¥3.8	¥3.8	¥3.8
NOPAT	0.31	4.19	8.68	13.49	20.94	32.52	46.91	63.52	81.50	99.96	118.07
投下資本×WACC	0.50	1.47	2.28	3.54	5.50	8.55	12.33	16.69	21.41	26.26	31.02
超過利潤	-0.19	2.72	6.4020	9.94	15.44	23.98	34.59	46.83	60.09	73.70	87.05
超過利潤=NOPAT-投下資本×WACC	-0.19	2.72	6.40	9.94	15.44	23.98	34.59	46.83	60.09	73.70	87.05
各年で創出する価値	-2	31	39	37	58	90	112	129	139	143	140
ディスカウントレート	100%	91%	83%	76%	70%	64%	58%	53%	48%	44%	40%
超過利潤の現在価値	-2,004	28	32	28	40	57	65	68	67	63	57
投下資本① 元手	5										
超過利潤価値 (今期の超過利潤の永久価値) ②	-2										
成長価値 (超過利潤の増加分の現在価値) ③	506										
非事業資産価値④	-1										
企業価値=①+②+③+④	508										
有利子負債等	0										
直前四半期末と年度期末の株主資本簿価の増分	-1										
株主価値	507										

[ROIC-WACC]×投下資本 = 価値創造額 (超過利潤額)、今期会社計画ベースの超過利潤額の永久価値の現在価値 = 超過利潤価値、翌年から10年後の超過利潤増分の永久価値の現在価値の合計値 = 成長価値、10年成長を織り込んだ株主価値 = 株主資本簿価 + 超過利潤価値 + 成長価値

J-Phoenix Research Inc. All Rights Reserved. © 2023





## ★ リスクファクター

1. **市場の需給バランス:** QSが提供するNVIDIA製の高性能GPUサーバーへの需要は急増しているが、その供給が需給逼迫状態にある。需給逼迫は、短期的にはQSに有利に働かもしないが、長期的には供給不足が続けばビジネス機会の損失につながるリスクがある。需給状態に変動を与える経済的、政治的、技術的要因があれば現状の需給状態が大きく変化しQSの優位性が短期的に崩れる予期せぬリスクとなる可能性がある。
2. **株価の変動性:** QSは長期的な展望を示しているが、その実現可能性には大きな不確実性がある。その影響を反映し、QSの株価は大きく上下に変動しており、特に四季報の発売日以降、株価が下落傾向にある。投資家にとって高いリスクを意味する。
3. **将来の業績予想:** 四季報によると、QSの将来の売上は下降すると予想されている。これは、同社の収益性や成長性に対する懸念を引き起こす可能性がある。



4. **希薄化のリスク:** リスクは少ないと思われるが、予期せぬ新株予約権の追加発行により、株式の希薄化が進む可能性がある。これにより、株主価値が低下する恐れがある。
5. **ハイブリッド経営陣の実効性:** 異なる文化的背景を持つハイブリッド経営陣の有効性について、市場の疑問が残る。多様な視点が有益であると同時に、経営方針の一貫性や決定プロセスの複雑化などのリスクが伴う。
6. **人材採用の課題:** 日本の労働市場の流動性の低さはリスクである。特に、日本人営業マンやソフトウェアエンジニアの確保が長期的な成功に不可欠であるため、人材獲得の難易度はビジネス展開に影響を与える可能性がある。
7. **地政学的リスク:** 米中冷戦時代における日本の地政学的地位を利用する戦略は、国際関係の変動によるリスクを内包しています。国際的な緊張の高まりや政治的变化がQSの事業展開に予期せぬ影響を与える可能性があります。

## 参考情報

-  [クオインタムソリューションズ\(株\)の経営陣](#)
-  [汎用人工知能 \(AGI\) とは？](#)
-  [NVIDIA製GPUに関する販売の開示情報リスト](#)
-  [Arm アーキテクチャ](#)

## 免責事項

本資料は、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。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。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。執筆者の会社及び執筆者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。本資料の作成に当たり、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。ただし、本資料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。本資料に記載された見解や予測は、本メモ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。本資料の著作権は、執筆者に帰属します。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。