

# ホリスティック企業レポート

## ロゼッタ

### 6182 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2017年6月30日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20170627

# ロゼッタ(6182 東証マザーズ)

発行日: 2017/6/30

## 機械翻訳主体の世界の創造に邁進する翻訳サービス会社 18年2月期は開発投資増と高増益率回帰の両立を目指す

### > 要旨

#### ◆ 会社概要

- ・ロゼッタ(以下、同社)は、産業分野に特化した翻訳サービスを提供している。人間翻訳から機械翻訳までをグループ内で網羅している。
- ・10年以上機械翻訳の開発を行っており、機械翻訳主体の世界への転換をリードしている。

#### ◆ 17年2月期決算

- ・17/2期決算は、売上高 1,908 百万円(前期比 14.4%増)、営業利益 226 百万円(同 4.6%増)で、期中の子会社買収により上方修正された会社計画には届かなかった。
- ・翻訳支援ツールを活用して人間による翻訳を行う GLOZE 事業や完全に人間による翻訳を行う翻訳・通訳事業が想定以上に伸びた一方、機械翻訳をベースとしたサービスを行う MT 事業での開発前倒しや、買収した子会社での期中の計上が間に合わない案件の発生が、修正後会社計画に対する未達の要因となった。

#### ◆ 18年2月期業績予想

- ・18/2期業績について、同社は売上高 2,420 百万円(前期比 26.8%増)、営業利益 330 百万円(同 46.0%増)を予想している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、18/2期の業績予想を、売上高 2,451 百万円(同 28.4%増)、営業利益 342 百万円(同 51.4%増)へ引き下げた。「T-400」の拡販の状況から MT 事業の売上高を上方修正した一方、17/2期に大きく伸びた GLOZE 事業や翻訳・通訳事業の伸びを慎重に見たことが要因である。

#### ◆ 今後の注目点

- ・当センターでは、19/2期以降、年10%台の増収が続き、売上総利益率の漸増と販売費及び一般管理費増加の抑制により、20/2期には売上高営業利益率が20%台に乗ると予想した。
- ・自動翻訳機「T-4PO」の2022年までの完成に向けた開発投資の進捗と、機械翻訳への移行に向けた事業ポートフォリオの変化が、引き続き注目点となる。

#### 【6182 ロゼッタ 業種：サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2016/2	1,668	18.9	216	66.6	201	53.5	141	49.9	18.1	142.7	4.3
2017/2	1,908	14.4	226	4.6	234	16.6	169	19.7	17.9	219.1	4.5
2018/2 CE	2,420	26.8	330	46.0	330	40.8	200	17.8	20.1	—	5.0
2018/2 E	2,451	28.4	342	51.4	342	46.0	205	21.2	20.6	235.3	5.0
2019/2 E	2,812	14.7	509	48.8	494	44.6	319	55.2	32.1	262.9	5.0
2020/2 E	3,337	18.7	738	45.0	719	45.3	463	45.3	46.5	305.0	5.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

16年9月1日付の株式交換によるエニドアの買収により391,860株増加 15年10月1日に1:100、16年1月1日に1:2、16年9月1日に1:2の株式分割を実施

#### アップデート・レポート

2/20

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

アナリスト: 藤野敬太  
+81 (0) 3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

#### 【主要指標】

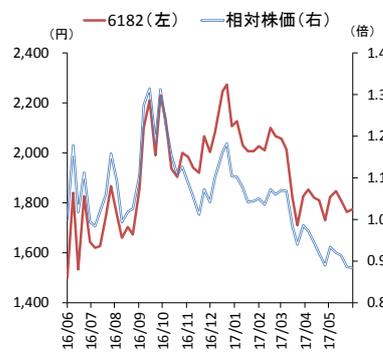
	2017/6/23
株価(円)	1,772
発行済株式数(株)	9,967,860
時価総額(百万円)	17,663

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	99.0	86.0	55.2
PBR(倍)	8.1	7.5	6.7
配当利回り(%)	0.3	0.3	0.3

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-2.0	-12.0	-1.7
対TOPIX(%)	-4.6	-17.4	-24.0

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2016/6/24

> 事業内容

◆ 機械翻訳主体の世界の創造に邁進する翻訳サービス会社

ロゼッタ(以下、同社)は、産業翻訳に特化した翻訳サービス会社である。翻訳は、誰が行うかという観点で、人間翻訳と機械翻訳に大別される。同社グループでは、子会社で人間翻訳によるサービスを、親会社で機械翻訳によるサービスを提供している。

同社の機械翻訳の技術的なベースとなっている「統計的機械翻訳」は、ウェブ検索で得られた単語の組み合わせをデータベース化して内容を把握し、正確性を向上させる点に特徴がある。翻訳エンジンのほか、構築するデータベースの量と精度が問題となる。同社は10年以上の時間と資金をかけてデータベースを構築してきた。

現在、新規事業として位置づけられているのは、SaaS<sup>注1</sup>の形式で自動翻訳のソフトウェアを提供するMT事業、同社独自開発の翻訳支援ツールを援用した機械翻訳と人間翻訳の中間形態のGLOZE事業、ウェブを活用してフリーランサーを集めて翻訳を行うクラウドソーシング事業である。同社では、全分野対応でウェアラブル端末内蔵型の新サービスを2022年までに完成させることを目指して開発を進めるなど、機械翻訳主体の世界の創造に向けて事業を進めている。同時に、人間翻訳主体から機械翻訳主体への業界転換に合わせ、事業ポートフォリオの転換を行っている。

注1) SaaS

Software as a Serviceの略。

ソフトウェアをユーザー側の機器に導入するのではなく、業者(プロバイダー)側で稼働し、必要なソフトウェアの機能をユーザーがネットワーク経由で活用する形態、またはその仕組み。

◆ 人間翻訳から機械翻訳までを網羅する5セグメントで事業を構成

人間による翻訳サービスから、機械翻訳のサービスまでをグループ内で網羅していることが同社の事業の特徴である。そのため、同社の事業は、機械翻訳をベースとした新規事業の3セグメント、人間翻訳をベースとする既存事業の2セグメントの合計5つの報告セグメントで構成されている(図表1)。新規事業の3セグメントは、17/2期の売上高の約43%、17/2期の営業利益の約29%を占めている。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

セグメント	担当する会社	事業タイプ	売上高					営業利益						
			15/2期	16/2期	17/2期	前期比		15/2期	16/2期	17/2期	前期比		売上高営業利益率	
						16/2期	17/2期				16/2期	17/2期	16/2期	17/2期
MT事業	ロゼッタ	新規事業	188	256	273	36.5%	6.5%	38	70	40	81.8%	-42.2%	27.4%	14.9%
GLOZE事業	ロゼッタ	新規事業	238	362	435	51.7%	20.2%	-12	14	48	-	241.5%	3.9%	11.1%
クラウドソーシング事業	エドニア	新規事業	-	-	112	-	-	-	-	-22	-	-	-	-19.8%
翻訳・通訳事業	グローヴァ	既存事業	777	860	928	10.6%	7.9%	77	115	170	47.7%	48.5%	13.4%	18.4%
企業研修事業	グローヴァ	既存事業	254	255	213	0.4%	-16.4%	44	48	29	10.6%	-38.8%	19.1%	14.0%
調整額	-	-	-57	-67	-55	-	-	-18	-32	-41	-	-	-	-
合計	-	-	1,402	1,668	1,908	18.9%	14.4%	129	216	226	66.6%	4.6%	13.0%	11.8%

(注) クラウドソーシング事業は17/2期から新設 企業研修事業の海外放送センターは17年3月にグローヴァと統合  
(出所) ロゼッタ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 翻訳ビジネスの中心は産業翻訳

翻訳ビジネスは、海外の文芸作品等の出版物の翻訳に代表される「出版翻訳」、映画や海外番組の字幕などに代表される「映像翻訳」、企業や官公庁等で作成される技術文書やビジネス文書を扱う「産業翻訳」の3つに分類される。このうち、「産業翻訳」が90%近くを占めると言われている。

「産業翻訳」は、特許、メディカル、コンピューター (IT) が3大分野と言われている。これらの分野の景気動向には、一般的に遅行して影響を受けると言われている。

扱われる言語は圧倒的に英語が多いとされている。英語を例にとると、翻訳には日本語から英語にする「日英翻訳」と、英語から日本語にする「英日翻訳」の2種類があるが、前者が多いと言われている。ジャンルによる差はあるものの、翻訳の需要は輸出入量との関連性が強いとされる。一方、供給面では、「日英翻訳」に対応できる翻訳者の方が少ないと言われている。

◆ 翻訳ビジネスの焦点は「人間翻訳か機械翻訳か」

現在、翻訳をサービスとして提供する主体は圧倒的に翻訳者という人間である。しかし、一部で人間を主体としない翻訳も存在する。

機械翻訳は発展途上にある。機械翻訳の精度は人間翻訳に比べて低いが、翻訳にかかる時間は短く、費用は安い(図表2)。現時点では機械翻訳だけでは完結しないため、機械翻訳は人間翻訳のサポートツールという位置づけで捉えられることが多い。しかし、精度の上昇に伴い、将来的に活用場面が増えていく可能性が高い。

【図表2】人間翻訳と機械翻訳

	人間翻訳	機械翻訳
精度	高い 行間が読める ニュアンスを汲み取れる 文脈による訳語の違いを選択できる 原文の誤字脱字に対応できる	人間翻訳よりは低い
かかる時間	長い	短い
費用	高い	安い
使用する状況	文学的な文章の翻訳 正確性を求められる文書	ある程度意味が通じれば良い 大量の文書 ある程度パターン化した文書

(出所) 証券リサーチセンター

#### ◆ 機械翻訳の大きな流れ

機械が翻訳をするものとして、以前より大手電機メーカー等が提供するパッケージによる翻訳ソフトが存在する。

パッケージの場合、いわゆる「ルールベース」でのロジックに基づく翻訳となる。「ルールベース」の翻訳では、単語ごとに逐語訳が登録されており、簡単な文法ロジックに乗せて訳を提供する。これは、一般的なレベルの翻訳なら対応できても、専門的な内容を扱う産業翻訳には対応が難しいとされている。

これに対し、「統計的機械翻訳」という、複数の単語の組み合わせで訳を決めていく手法がある。ネット検索で得られた単語の組み合わせをデータベース化していき、文章全体として内容を把握して翻訳の正確性を向上する点に特徴がある。

この「統計的機械翻訳」では、データベースの量と精度が問題となる。こうしたデータベースを構築するには時間も資金もかかる。そのため、「統計的機械翻訳」の手法を用いた機械翻訳のサービスは、一般向け翻訳では収益化しにくく、事業化は難しいと考えられている。

#### ◆ ロゼッタが描く将来像は機械翻訳主体の時代

現在は人間翻訳が主体の翻訳業界だが、同社は将来、機械翻訳主体の時代が到来するとしている。今後徐々に機械化が進む過程で、翻訳ビジネスは「労働集約型ビジネス」から「テクノロジー集約型ビジネス」へ、翻訳業界は「零細事業者乱立の業界」から「寡占化を伴う高度に産業化される業界」へ変わっていくとしている。

#### ◆ ロゼッタの事業ポートフォリオ

同社は、人間翻訳によるサービスから機械翻訳によるサービスまでをグループで網羅している。同社が描く翻訳業界の将来像に基づいて機械翻訳主体の時代への転換を主導するとともに、その流れに見合った事業構造の変化を図っていくとしている。なお、同社では、既存事業と新規事業に分類して事業ポートフォリオを構築している(図表3)。

【 図表 3 】 ロゼッタの事業ポートフォリオ

	既存事業	新規事業
機械翻訳との関係	関係なし (人間翻訳主体)	関係あり
将来性・成長性	低い	高い
成長ステージ	キャッシュカウ 安定的な収益源	R&D段階 集中的に投資
同社の事業セグメント	翻訳・通訳事業 企業研修事業	MT事業 GLOZE事業 クラウドソーシング事業
事業主体	グローヴァ (連結子会社)	ロゼッタ エニドア (連結子会社)

(出所) ロゼッタ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 翻訳のノウハウを蓄積し下支えしてきた既存事業

翻訳主体が人間であろうと、機械であろうと、翻訳ビジネスに長く携わってきたことで得られる経験やノウハウの蓄積が、コンテンツ面での競争力を下支えしている。同社グループでその役割を担っているのが、98年から業務を行っているグローヴァである。

グローヴァでは、産業翻訳を対象に、顧客企業から翻訳業務を受託している。翻訳作業自体は社外の翻訳者が行い、同社は案件管理と品質管理を行う。

グローヴァでは、翻訳の他に、通訳のサービスも提供している。通訳者は登録制であり、顧客企業から受託した案件に対し、登録された通訳者の中から適任者を選定して派遣する。

翻訳も通訳も、グローヴァにとっては業務委託料が売上高となり、社外の翻訳者や通訳者への報酬が主な原価となる。また、企業に対する研修サービスも、同様のビジネスモデルとなる(従来は連結子会社の海外放送センターが担当していたが、17年3月にグローヴァと合併した)。

#### ◆ 新規事業1: MT (Machine Translation) 事業

統計的機械翻訳の技術を用いた自動翻訳のサービスを担うのが、MT (Machine Translation) 事業である。MT 事業の基礎となっているのが、06年から開始している「熟考」という自動翻訳サービスである。「人間の翻訳者の精度には及ばないが、従来の自動翻訳よりは精度が高く、速度が速く、コストが低い」をコンセプトとしている。

## 注2) AI

Artificial Intelligence (人工知能) の略。人工的にコンピューター上で人間と同様の知能を実現させるための一連の基礎技術のことである。

自動翻訳の精度の要となるデータベースの部分は、AI<sup>注2</sup>によりインターネット上の膨大な情報をビッグデータとして統計解析を行って蓄積していく。常に情報が更新されていく関係上、パッケージではなく、SaaS の形態でサービス提供されている。そのため、導入時の初期費用と定額制の年間利用料が収益として計上される。

「熟考」に翻訳支援ツールを搭載したものが、12年に開始した「熟考Z」である。翻訳支援ツールは、自動翻訳の結果に対してユーザーが自ら修正を施せる機能を持っている。社内での独特の言い回し等を、ユーザー自らデータベースに登録することができるため、翻訳の精度がさらに高まることになる。特に、日本語から他言語へ翻訳して文書を作成する場合に活用されることが多いようである。

なお、「熟考Z」の後継サービスという位置づけで、17年1月に、「御社専用の自動翻訳」というコンセプトで、「T-400 (Translation for Onsha Only ティー・フォー・オー・オーと読む)」がリリースされた。

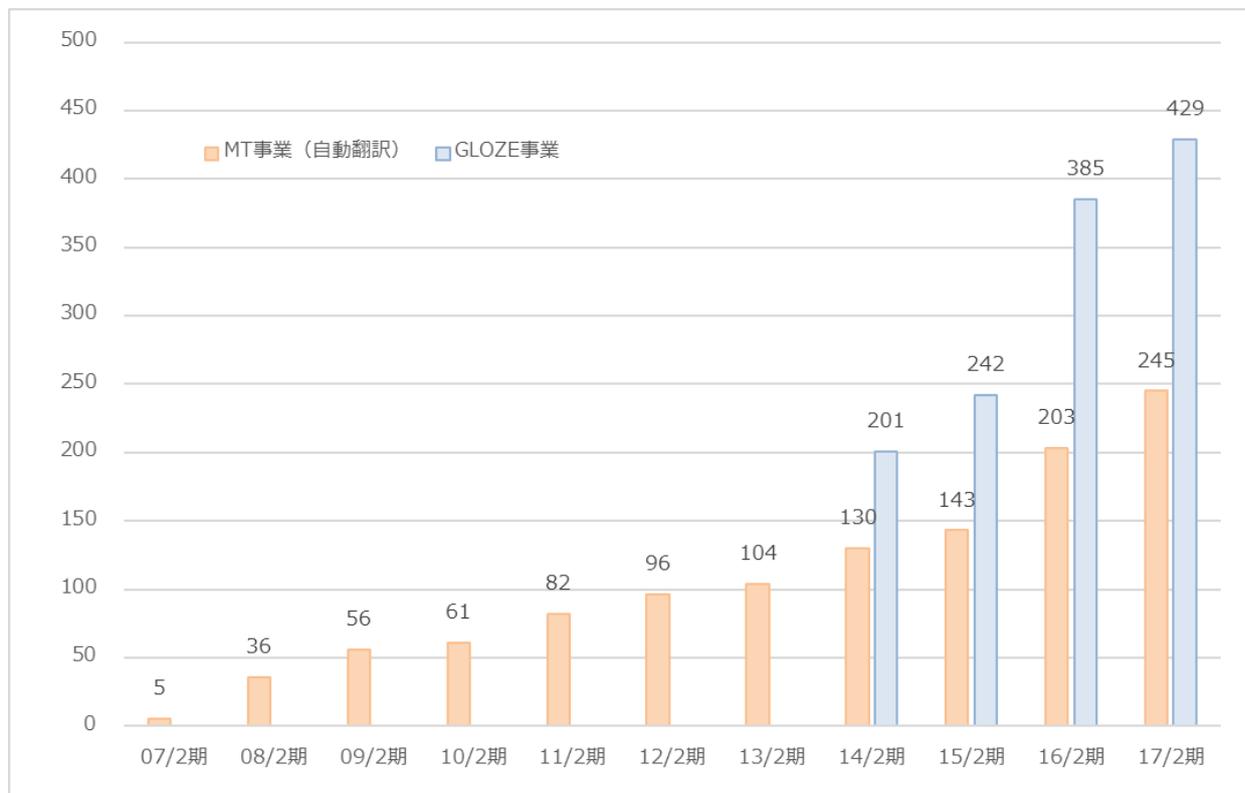
「T-400」は、2,000分野に細分化された専門分野データベースと、顧客企業の保有文書を登録することで構築した顧客ごとのデータベースを組み合わせることで、テイラーメイド型の翻訳を行うサービスである。18/2期になって、翻訳支援ツールを搭載した自動翻訳のサービスは「T-400」に集約され、「熟考Z」の名称でのサービス提供は行われなくなった。

MT事業で重要なのは、技術面では翻訳精度を高めること、事業展開面では研究開発に投資し続けることができるよう収益を上げることである。そのため、同社では、一般向け翻訳を対象とせず、専門性の高い産業翻訳に特化している。また、日本語と外国語の翻訳に絞り込み、外国語間の翻訳は事業の対象にはしていない。

前述の通り、MT事業の収益の中心は、導入時の初期費用と定額制の年間利用料である。サービス開始以来、受注金額は増加を続けている(図表4)。

【 図表 4 】 MT 事業と GLOZE 事業の受注金額の推移

(単位:百万円)



(出所) ロゼッタ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 新規事業 2 : GLOZE 事業

同社独自開発の統計型翻訳の支援ツールである「究極 Z」を活用する人間(翻訳者)による翻訳サービスである。人間翻訳をベースとするものの、支援ツールを用いることで、品質の標準化、コストダウン、納期短縮を図ることができる。事業名が、機械翻訳ベースの事業を行うロゼッタ(ROZETTA)と、人間翻訳ベースの事業を行う子会社グローヴァ(GLOVA)の両社名を合わせたものであることから分かる通り、GLOZE 事業は人間翻訳と機械翻訳の中間的なサービスと位置づけられている。

翻訳を行うのは、社外の翻訳者である。あくまで人間翻訳をベースとしており、業務受託の収益モデルとして、納品時に受け取る業務委託料が売上高となり、社外の翻訳者への報酬が主な原価となる。翻訳作業のうち人間が行う割合が少なくなるため、純粋な人間翻訳よりも原価は低くなる。

なお、既存事業が子会社であるグローヴァが行っているのに対し、

GLOZE 事業は親会社が運営する事業である。案件獲得のための営業や外部の翻訳者の手配は、各々が独立して行っており、協業体制を採っていない。

### ◆ 新規事業 3 : クラウドソーシング事業

同社は株式交換により、16年9月1日付で、エニドア（東京都千代田区）を完全子会社化した。

エニドアは、約 85,000 人が登録するクラウドソーシング<sup>注3</sup>サービス「Conyac」を運営している。登録者は、プロの翻訳者ではないバイリンガルが中心であり、機械翻訳では精度に難があり、だからと言って、膨大な量のために人間翻訳では費用がかかりすぎるものに向いているサービスである。そのため、インバウンドを中心とした一般会話や外国人向け観光情報等の、高い専門性を必要としない分野に特化している。既に 1,000 社以上の法人企業で利用実績がある。同社では、MT 事業と GLOZE 事業の中間の事業と位置づけている。

なお、エニドアを連結子会社化した 2 カ月後の 16 年 11 月に「ConyacDATA」という人工知能向けの多言語学習データを作成するサービスの提供を開始した。バイリンガルの翻訳による集合知を人工知能に活用するというもので、クラウドソーシングと人工知能の活用エニドアの連結子会社化によるシナジー効果が期待されるサービスである。

注3) クラウドソーシング  
Crowd（群衆）とSourcing（業務委託）から作られた言葉。  
不特定多数の人の寄与を募り、必要とするサービス、アイデア、またはコンテンツを取得するプロセスのことを言う。このプロセスは、多くの場合、細分化された面倒な作業の遂行や、スタートアップ企業・チャリティの資金調達のために使われる。

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、及び外部環境（機会、脅威）は、図表5のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・子会社のグローヴァを含めた翻訳業界における業歴の長さ</li> <li>・機械翻訳の開発の実績（翻訳エンジンやデータベース等）</li> <li>・MT事業で構築・蓄積してきた機械翻訳のデータベース</li> <li>・人間翻訳から機械翻訳までを自社グループで取り扱える網羅性</li> <li>・事業ポートフォリオの構築能力</li> <li>・10年以上にわたって開発を継続してきた仕組み</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・機械翻訳以外の参入障壁の低さ</li> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・現CEO、現COOへの依存度の高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・機械翻訳の浸透と普及</li> <li>・企業のセキュリティ意識の向上（無料サービスに対する差別化）</li> <li>・MT事業での機械翻訳の開発の進展</li> <li>・エニドア買収によるクラウドソーシング事業への参入</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・開発担当者の退社が発生する可能性、または増員が思うように進まない可能性</li> <li>・開発費用が想定よりも大きくぶれる可能性</li> <li>・競争の激化                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 人間翻訳と機械翻訳の中間的なサービス（同社のGLOZE事業に該当するサービス）</li> <li>- 大手ポータルサイトが無償提供する自動翻訳サービス</li> </ul> </li> <li>・同社が想定しない方向またはスピードで翻訳の技術革新が起きる可能性</li> <li>・国際交流の促進が損なわれる事態の発生</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は長年の開発による機械翻訳技術の蓄積にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表6に示し、KPIの数値をアップデートした。

同社の知的資本の源泉は、組織資本に属する、長年の開発による機械翻訳の技術の蓄積にある。統計的機械翻訳の技術を決定するのは、翻訳エンジンとデータベースである。特にデータベースの構築には時間も資金もかかるため、大きな参入障壁となる。同社は、04年のMT事業開始以降、10年以上にわたって機械翻訳の開発を続けてきたため、データベースの情報量は他社製品の数倍の規模となり、競争優位性の源泉となっている。

このように技術が蓄積された結果、開発効率の向上のみならず、翻訳精度の上昇による高い顧客満足度を通じての顧客基盤の拡大につながっている。

【 図表 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・「T-400」等の自動翻訳の導入実績	1,500社以上	1,500社以上 今回より「熟考Z」から「T-400」へ変更	
		・「熟考Z」等の自動翻訳の継続率	開示なし	開示なし 今回より「熟考Z」から「T-400」へ変更	
		・GLOZE事業の顧客	・利用企業数	開示なし	-----
		・翻訳・通訳事業の顧客 (子会社のグローヴァ)	・2000年来的顧客実績	官公庁や大手企業等8,000社以上	-----
		・企業研修事業の顧客 (子会社のグローヴァ)	・1978年以来的企業向け英語研修の実績	大手企業1,000社以上	大手企業1,000社以上 海外放送センターはグローヴァと統合
	ブランド	・なし	・特になし	・特になし	-----
	ネットワーク	・社外の翻訳者	・翻訳・通訳事業での社外の翻訳・通訳者	開示なし	-----
			・GLOZE事業での翻訳者	開示なし	-----
			・クラウドソーシング事業での翻訳者 (エニドアの「Conyac」の バイリンガルの登録者数)	8万人以上	85,000人 (17年6月)
			・専門分野翻訳のサポートサイト 「産業翻訳だよ!全員集合」の登録者	開示なし	-----
・営業		・MT事業の販売代理店数	開示なし	-----	
組織資本	プロセス	・開発力	・自動翻訳の開発人員	内訳の具体的な開示はないが MT事業の人員は12人 (16/2期末)	内訳の具体的な開示はないが MT事業の人員は15人
		・営業力	・営業人員	開示なし	-----
			・MT事業の販売代理店数	開示なし	-----
			・イベント・展示会への出展	開示なし	-----
	・事業ポートフォリオの構築	・営業利益における新規事業の構成比	17/2期上期: 37% 17/2期3Q累計期間: 33%	約29%	
	知的財産 ノウハウ	・蓄積されたノウハウ	・「熟考」のデータベース構築期間	04年のMT事業開始から13年 06年の「熟考」のサービス開始から11年	-----
			・「熟考」のデータベースの搭載用語数	2,200万以上	-----
人的資本	経営陣	・現社長の存在	・特になし	・特になし	-----
		・インセンティブ	・代表取締役CEOによる保有	2,468,000株 (25.62%) (16年9月1日時点)	2,541,600株 (25.55%)
			・代表取締役社長以外の 取締役による保有	1,112,400株 (11.55%) (16年9月1日時点)	1,212,800株 (12.19%)
			・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	直近の開示なし	-----
			・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	56百万円 (4名) (16/2期)	79百万円 (5名)
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結70名 単体36名 (16/2期末)	連結87名 単体38名
			・平均年齢	36.5歳 (単体) (16/2期末)	39.4歳 (単体)
			・平均勤続年数	4.4年 (単体) (16/2期末)	3.7年 (単体)
			・従業員持株会	あり	-----
		・インセンティブ	・ストックオプション	935,200株 (9.71%) (16年9月1日時点) *取締役保有分も含む	679,100株 (6.83%) *取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は17/2期上期または17/2期上期末、今回は17/2期または17/2期末のもの  
前回と変更しないものは-----と表示

(出所) ロゼッタ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

## > 決算概要

### ◆ 17年2月期は期中に上方修正と下方修正の両方が行われた

17/2 期決算は、売上高が 1,908 百万円（前期比 14.4%増）、営業利益が 226 百万円（同 4.6%増）、経常利益が 234 百万円（同 16.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 169 百万円（同 19.7%増）となった。

16年9月に買収したエニドアの業績を織り込む形で、17/2 期第2 四半期決算公表の際、同社は 17/2 期会社計画を、売上高 2,076 百万円、営業利益 301 百万円へ引き上げた。この修正後の会社計画は結果的に過大な計画となり、第3 四半期決算公表時には、同社は、会社計画の引き下げを余儀なくされた。結局、第2 四半期決算公表時の会社計画に対する達成率は、売上高が 91.9%、営業利益が 75.1%に留まった。

未達となったのは、エニドアにおいて、第4 四半期に見込んでいた大口案件が、商談の長期化により、17/2 期中での計上ができなくなったためである。また、エニドアの子会社化に伴うのれんの償却費が加わるようになり、さらに利益を圧迫した。

セグメント別には、以下の通りである。

新規事業のうち、好調だったのは GLOZE 事業で、売上高は前期比 20.2%増、セグメント利益は同 241.5%増であった。一方、MT 事業は、「T-400」の販売好調が牽引して売上高は同 6.5%増となったものの、後述する先行開発費用が増加したために、セグメント利益は同 42.2%減と大幅減益となった。また、エニドアの買収により第3 四半期から加わったクラウドソーシング事業は、売上高 112 百万円、セグメント利益 22 百万円の赤字となった（のれん償却費はセグメント利益には含まれない）。

既存事業では、翻訳・通訳事業は、大口案件の貢献もあり、売上高が前期比 7.9%増、セグメント利益は同 48.5%増と好調だった。一方、企業研修事業は、集合研修型の語学研修自体の需要が軟調で、売上高が同 16.4%減、セグメント利益は同 38.8%減と振るわなかった。

営業利益に占める新規事業の割合は約 29%となり、前期の約 39%より 10%ポイント低下した。上述の通り、MT 事業において先行開発費用の追加によって減益になったことと、クラウドソーシング事業の赤字が影響した。さらに、エニドアの買収に伴うのれん償却費の発生も加わった結果、全体の売上高営業利益率は 11.8%と、前期比 1.2%ポイントの低下となった。

> 期中の変化

注4) AR  
Augmented Reality (拡張現実) の略。  
人が知覚する現実環境をコンピューターにより拡張する技術。

◆ 22年の「T-4PO」完成までの開発スケジュール

同社が事業戦略の根幹に据えているのは、22年までに人間翻訳と同等の機械翻訳を実現することである。その目的達成に向け、22年の完成を目指しているのが、「T-4PO (完成形)」によるサービス開始である。

「T-4PO」は、AR<sup>注4)</sup>技術を用いて画像や音声のデータを認識し、インターネット経由でサーバーに送り、ビッグデータを用いて高速処理した内容を端末に戻すという翻訳機である。訳文精度は95%を目標としている。

06年の「熟考」のサービス開始以降、同社は自動翻訳の精度を上げながら、自動翻訳のサービスを投入し、17年1月時点で、「T-400」までがサービス開始となった。今後は、22年の「T-4PO」の完成までの間、ニューラルネットワークの技術を活用したサービスの開発が行われることが想定されている(図表7)。

【図表7】ロゼッタの自動翻訳の流れと目標



(出所) ロゼッタ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ ニューラルネットワークを利用した機械翻訳の進化の加速

17/2期の開発投資の増加は、「ニューラルネットワークを利用した機械翻訳 (Neural Machine Translation、以下、NMT)」の技術の進化に対応するためのものであった。

「ニューラルネットワーク」を直訳すると、脳の神経回路網のことである。人間の脳は、神経細胞（ニューロン）の間での信号のやり取りで様々な処理を実現する。神経細胞が多くつながっているほど、情報処理能力が加速的に上昇する。こうした人間の脳の構造に倣い、1つのインプットに対し、それまでにネットワークに蓄積されていた他のデータと結び付け、新しくインプットされたものを認識しようとするのがニューラルネットワークであり、それを機械翻訳の精度向上に用いようというのが NMT のコンセプトである。

NMT の理論そのものは、かなり以前から存在していたが、高精度の結果を得るためには大量のデータを取得することと、大量のデータの計算を重ねることが必要であった。最近になって、ネットワークの処理能力が一気に向上し、NMT による翻訳の精度が飛躍的に上昇してきたと言われている。

同社では、17/2 期初めの頃より NMT の実験を行ってきたが、その実験は順調に進んだようだ。18/2 期は、本格的な実用化に向けての開発に移るため、開発投資規模を大幅に拡大する方針を打ち出している。

## > 今後の業績見通し

### ◆ 18 年 2 月期会社計画

18/2 期の会社計画は、売上高 2,420 百万円（前期比 26.8%増）、営業利益 330 百万円（同 46.0%増）、経常利益 330 百万円（同 40.8%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 200 百万円（同 17.8%増）である（図表 8）。

新規事業のうち、GLOZE 事業は、前期に大きく伸びたこともあり、前期比 7.2%増の緩やかな増収を見込むのと同時に、固定費的な人件費の増加を想定して、セグメント利益は同 38.0%減を見込んでいる。

一方、MT 事業は、「T-400」が牽引する形で、前期比 29.0%増収を見込む。増益率も同 120.9%と高く見えるが、17/2 期のセグメント利益が低かったことも影響しており、NMT への先行開発費用は高い水準を維持する予定である。クラウドソーシング事業は、18/2 期から通年での計上となるために増収となり、増収が牽引してセグメント利益が黒字化する見込みである。

既存事業では、翻訳・通訳事業は、前期が好調過ぎたこともあり、減収減益を見込んでいる。企業研修事業は、売上高が底打ちすることを前提に、費用削減の効果とも相まって、セグメント利益の回復を見込んでいる。

これらの結果、全体の売上高営業利益率は 13.6%と、前期比 1.8%ポイントの上昇を予定している。

1株あたりの配当金は、17/2期の4.5円(配当性向5.1%)に対し、18/2期は5.0円(同24.9%)を予定している。

【図表8】ロゼッタの18年2月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期	
	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,402	1,668	1,908	2,420	26.8%
MT事業	188	256	273	353	29.0%
GLOZE事業	238	362	435	467	7.2%
クラウドソーシング事業	-	-	112	535	376.0%
翻訳・通訳事業	777	860	928	835	-10.0%
企業研修事業	254	255	213	228	6.6%
調整額	-57	-67	-55	2	-
売上総利益	717	884	1,054	-	-
売上総利益率	51.2%	53.0%	55.3%	-	-
営業利益	129	216	226	330	46.0%
売上高営業利益率	9.3%	13.0%	11.8%	13.6%	-
MT事業	38	70	40	90	120.9%
GLOZE事業	-12	14	48	30	-38.0%
クラウドソーシング事業	-	-	-22	86	-
翻訳・通訳事業	77	115	170	136	-20.5%
企業研修事業	44	48	29	44	47.1%
調整額	-18	-32	-41	-56	-
経常利益	131	201	234	330	40.8%
売上高経常利益率	9.3%	12.1%	12.3%	13.6%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	94	141	169	200	17.8%
売上高当期純利益率	6.7%	8.5%	8.9%	8.3%	-

(出所) ロゼッタ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 19年2月期以降の中期計画

同社は、17/2期に19/2期までの業績ベースラインを公表していたが、今回、20/2期までの中期計画を公表した(図表9)。前回までの業績ベースラインは、今後の大きな技術的なブレイクスルー、業務提携、M&A等を考慮せず、現在の体制で事業を展開するという前提での業績の目安という意味合いが強かった。今回、中期計画にすることにより、同社のコミットメントを伴う数値として扱われることとなる。

【 図表 9 】 ロゼッタの 20 年 2 月期までの中期計画

(単位:百万円)

	16/2期	17/2期	18/2期	18/2期	19/2期	19/2期	20/2期	前期比			
	実績	実績	会社計画	ベースライン (前回)	中期計画	ベースライン (前回)	中期計画	17/2期 実績	18/2期 会社計画	19/2期 中期計画	20/2期 中期計画
売上高	1,668	1,908	2,420	2,680	2,984	2,957	3,676	14.4%	26.8%	10.3%	23.2%
MT事業	214	273	353	-	-	-	-	6.5%	29.0%	-	-
GLOZE事業	362	435	467	-	-	-	-	20.2%	7.2%	-	-
クラウドソーシング事業	-	112	535	-	-	-	-	-	376.0%	-	-
翻訳・通訳事業	835	928	835	-	-	-	-	7.9%	-10.0%	-	-
企業研修事業	255	213	228	-	-	-	-	-16.4%	6.6%	-	-
売上総利益	884	1,054	-	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益率	53.0%	55.3%	-	-	-	-	-	-	-	-	-
営業利益	216	226	330	393	540	540	901	4.6%	46.0%	37.4%	66.9%
売上高営業利益率	13.0%	11.8%	13.6%	14.7%	18.1%	18.3%	24.5%	-	-	-	-
経常利益	201	234	330	388	511	514	900	16.6%	40.8%	32.5%	76.1%
売上高経常利益率	12.1%	12.3%	13.6%	14.5%	17.1%	17.4%	24.5%	-	-	-	-
親会社株主に帰属する当期純利益	141	169	200	233	315	331	585	19.7%	17.8%	42.1%	85.7%
売上高当期純利益率	8.5%	8.9%	8.3%	8.7%	10.6%	11.2%	15.9%	-	-	-	-

(出所) ロゼッタ決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

中期計画によると、20/2 期に利益が急増することが想定されている。MT 事業で現在続く開発投資が 19/2 期に峠を越すことと、クラウドソーシング事業の規模拡大によって収益性が高まることの 2 点が要因と推察される。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、17/2 期の実績を踏まえて、18/2 期以降の業績予想を見直した。

18/2 期は、売上高 2,451 百万円(前期比 28.4%増)、営業利益 342 百万円(同 51.4%増)、経常利益 342 百万円(同 46.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 205 百万円(同 21.2%増)と予想した(図表 10)。17/2 期までのセグメント別の状況を踏まえて、売上高は前回予想より引き下げたが、営業利益は微調整程度の引き下げに留まった。なお、売上高、利益とも、会社計画を若干上回る水準となった。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 新規事業では、「T-400」の拡販の状況から MT 事業の増収幅を大きくした一方、17/2 期に大きく伸びた GLOZE 事業の伸びを緩やかなものとした。その結果、MT 事業は前期比 29.7%増収、GLOZE 事業は同 8.0%増収と予想した。また、17/2 期に半期分の業績貢献だっ

たクラウドソーシング事業は、通年寄与することで大きな増収幅としている。

(2) 既存事業のうち、大口案件もあって前期好調だった翻訳・通訳事業は、その反動減を想定して同 7.9%減収と予想した。逆に、前期減収だった企業研修事業は、同 3.3%増収とした。

(3) 売上総利益率は、17/2 期の 55.3%に対し、18/2 期は 54.5%へ低下するものと予想した。17/2 期実績が想定以上に高かったために低下する予想のように見えるが、今回の予想水準は、前回の当センター予想とは変わっていない。相対的に利益率の高い新規事業の売上構成比の上昇が、全体の売上総利益率の上昇につながるものとした。なお、全体の売上高に対する新規事業の割合は、17/2 期の約 41%に対し、18/2 期は約 56%まで上昇するものと予想した。

(4) 販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、前期比約 165 百万円増の 993 百万円(前期比 19.9%増)と予想した。MT 事業での開発投資、人員増に関係する人件費、広告宣伝費の増加に加え、エニドアののれん償却費を考慮した。それでも増収効果が上回り、18/2 期の売上高営業利益率は 14.0%(会社計画では 13.6%)と、前期比 2.2%ポイントの上昇を予想した。

19/2 期以降は全体で年 10%台の増収が続くものと予想した。MT 事業が年 40~50%の増収、GLOZE 事業の年約 12%の増収、クラウドソーシング事業の年 20%台の増収が続く一方、翻訳・通訳事業が年 1~2%の増収、企業研修事業は横ばいが続く想定とした。全体の増収のほか、売上総利益率の年 0.5%~1.0%ポイント程度の改善と販管費の増加の抑制により、売上高営業利益率は、18/2 期の 14.0%に対し、19/2 期は 18.1%、20/2 期は 22.1%へと上昇していくものと予想した。なお、当センターの営業利益の予想は、同社が公表している中期計画より低い水準に留めている。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績等の予想

(損益計算書)

(単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期CE	19/2期CE	20/2期CE	18/2期CE	19/2期CE	18/2期E	18/2期E	19/2期E	19/2期E	20/2期E	20/2期E
				(中計)	(中計)	(中計)	(A*E)	(A*E)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)
<b>損益計算書</b>														
売上高	1,402	1,668	1,908	2,420	2,984	3,676	2,680	2,957	2,451	2,601	2,812	2,944	3,337	3,260
前期比	5.6%	18.9%	14.4%	26.8%	23.3%	23.2%	39.6%	10.3%	28.4%	33.9%	14.7%	13.2%	18.7%	10.7%
<b>セグメント別</b>														
MT事業	188	256	273	353	-	-	-	-	354	270	496	324	745	389
GLOZE事業	238	362	435	467	-	-	-	-	470	588	526	721	589	865
クラウドソーシング事業	-	-	112	535	-	-	-	-	550	650	700	800	900	900
翻訳・通訳事業	777	860	928	835	-	-	-	-	855	868	868	881	881	895
企業研修事業	254	255	213	228	-	-	-	-	220	223	220	216	220	210
調整額	-57	-67	-55	0	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
売上総利益	717	884	1,054	-	-	-	-	-	1,335	1,417	1,560	1,634	1,868	1,825
前期比	9.9%	23.2%	19.2%	-	-	-	-	-	26.7%	35.1%	16.8%	15.3%	19.7%	11.7%
売上総利益率	51.2%	53.0%	55.3%	-	-	-	-	-	54.5%	54.5%	55.5%	55.5%	56.0%	56.0%
販売費及び一般管理費	588	668	828	-	-	-	-	-	993	1,052	1,051	1,125	1,130	1,198
売上高販管費率	41.9%	40.1%	43.4%	-	-	-	-	-	40.5%	40.4%	37.4%	38.2%	33.9%	36.8%
営業利益	129	216	226	330	540	901	393	540	342	365	509	508	738	627
前期比	22.0%	66.6%	4.6%	46.0%	63.6%	66.9%	78.6%	37.4%	51.4%	64.0%	48.8%	39.0%	45.0%	23.5%
売上高営業利益率	9.3%	13.0%	11.8%	13.6%	18.1%	24.5%	14.7%	18.3%	14.0%	14.1%	18.1%	17.3%	22.1%	19.2%
<b>セグメント別</b>														
MT事業	38	70	40	90	-	-	-	-	88	48	99	64	163	85
GLOZE事業	-12	14	48	30	-	-	-	-	37	94	94	129	117	173
クラウドソーシング事業	-	-	-22	86	-	-	-	-	88	162	192	220	270	270
翻訳・通訳事業	77	115	170	136	-	-	-	-	136	139	138	141	141	143
企業研修事業	44	48	29	44	-	-	-	-	37	33	33	32	33	31
調整額	-18	-32	-41	-56	-	-	-	-	-46	-112	-49	-80	12	-76
経常利益	131	201	234	330	511	900	388	514	342	365	494	493	719	608
前期比	25.2%	53.5%	16.6%	40.8%	54.8%	76.1%	76.4%	32.5%	46.0%	65.3%	44.6%	35.1%	45.3%	23.1%
売上高経常利益率	9.3%	12.1%	12.3%	13.6%	17.1%	24.5%	14.5%	17.4%	14.0%	14.1%	17.6%	16.8%	21.6%	18.6%
親会社に株主に帰属する当期純利益	94	141	169	200	315	585	233	331	205	219	319	318	463	392
前期比	31.4%	49.9%	19.7%	17.8%	57.5%	85.7%	60.7%	42.1%	21.2%	54.1%	55.2%	45.0%	45.3%	23.1%
売上高当期純利益率	6.7%	8.5%	8.9%	8.3%	10.6%	15.9%	8.7%	11.2%	8.4%	8.4%	11.4%	10.8%	13.9%	12.0%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ロゼッタ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 11 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	15/2期	16/2期	17/2期	18/2期CE	19/2期CE	20/2期CE	18/2期CE	19/2期CE	18/2期E	18/2期E	19/2期E	19/2期E	20/2期E	20/2期E
				(中計)	(中計)	(A'-A'6)	(A'-A'6)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)	(今回)	(前回)
<b>貸借対照表</b>														
現金及び預金	688	1,091	1,005	-	-	-	-	-	812	79	955	414	1,342	794
受取手形及び売掛金	175	194	223	-	-	-	-	-	260	292	294	287	363	355
棚卸資産	28	25	23	-	-	-	-	-	30	47	31	49	41	57
その他	36	55	77	-	-	-	-	-	77	84	77	84	77	84
流動資産	930	1,366	1,329	-	-	-	-	-	1,180	503	1,358	836	1,825	1,291
有形固定資産	31	43	78	-	-	-	-	-	78	58	78	58	78	58
無形固定資産	222	217	1,423	-	-	-	-	-	1,689	1,454	1,716	1,407	1,672	1,359
投資その他の資産	70	45	18	-	-	-	-	-	18	122	18	122	18	122
固定資産	323	306	1,520	-	-	-	-	-	1,786	1,635	1,813	1,588	1,769	1,540
資産合計	1,253	1,673	2,850	-	-	-	-	-	2,967	2,139	3,172	2,424	3,595	2,831
支払手形及び買掛金	95	66	84	-	-	-	-	-	103	117	111	108	144	141
短期借入金	0	0	4	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	33	12	108	-	-	-	-	-	106	6	80	5	6	6
リース債務	0	0	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
未払法人税等	17	47	37	-	-	-	-	-	81	87	105	105	153	129
賞与引当金	14	14	15	-	-	-	-	-	20	25	25	30	30	35
その他	191	195	206	-	-	-	-	-	206	195	206	195	206	195
流動負債	352	336	456	-	-	-	-	-	518	431	530	445	540	508
長期借入金	43	27	214	-	-	-	-	-	108	27	27	22	20	15
その他	0	0	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
固定負債	44	27	214	-	-	-	-	-	108	28	27	22	20	16
純資産合計	856	1,308	2,179	-	-	-	-	-	2,340	1,679	2,614	1,956	3,033	2,307
(自己資本)	856	1,308	2,179	-	-	-	-	-	2,339	1,590	2,614	1,867	3,033	2,218
(少数株主持分及び新株予約権)	0	0	0	-	-	-	-	-	0	89	0	89	0	89
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>														
税金等調整前当期純利益	136	214	230	-	-	-	-	-	342	365	494	493	719	608
減価償却費	54	64	81	-	-	-	-	-	45	45	45	45	45	45
のれん償却費	6	6	37	-	-	-	-	-	63	67	63	67	63	67
売上債権の増減額 (-は増加)	-12	-19	-23	-	-	-	-	-	-37	-72	-34	4	-69	-67
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-5	3	2	-	-	-	-	-	-7	-8	0	-2	-10	-7
仕入債務の増減額 (-は減少)	44	-28	0	-	-	-	-	-	19	34	8	-8	32	32
法人税等の支払額	-11	-44	-95	-	-	-	-	-	-92	-103	-152	-157	-207	-191
その他	80	-22	-17	-	-	-	-	-	5	5	5	5	5	5
営業活動によるキャッシュ・フロー	293	173	214	-	-	-	-	-	339	333	429	447	577	491
有形固定資産の取得による支出	-10	-29	-54	-	-	-	-	-	-15	-15	-15	-15	-15	-15
無形固定資産の取得による支出	-55	-47	-68	-	-	-	-	-	-360	-80	-120	-50	-50	-50
その他	-2	44	-454	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-68	-32	-578	-	-	-	-	-	-375	-95	-135	-65	-65	-65
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-24	-	-	-	-	-	-4	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-38	-36	262	-	-	-	-	-	-108	-8	-106	-6	-80	-5
株式の発行による収入 (上場費用控除後)	50	181	-	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
新株予約権の行使による収入	2	71	71	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-17	-18	-38	-	-	-	-	-	-44	-41	-44	-41	-44	-41
リース債の増減額 (-は減少)	0	0	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	0	0	0	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-4	271	270	-	-	-	-	-	-157	-49	-151	-47	-125	-47
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	221	412	-93	-	-	-	-	-	-193	188	143	334	386	379
現金及び現金同等物の期首残高	457	678	1,091	-	-	-	-	-	997	-108	804	79	947	414
現金及び現金同等物の期末残高	678	1,091	997	-	-	-	-	-	804	79	947	414	1,334	794

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ロゼッタ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 開発の進捗具合に関するニュースフロー

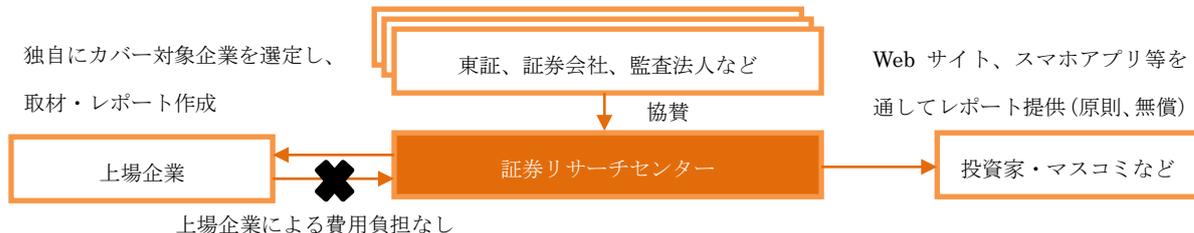
同社の株価形成には、22年のサービス開始を目標として掲げる「T-4PO」に対する期待感が影響を及ぼしていると考えられる。「T-4PO」の開発の進捗具合に関するニュースフローには、十分に注意を払っておく必要がある。

### ◆ 規模の大きいのれんの存在

17/2 期末時点で、1,238 百万円のものれんが資産に計上されており、そのほとんどがエニドアの買収に伴うものである。これに対し、総資産が 2,850 百万円、純資産が 2,179 百万円であり、資産に占めるのれんの額の大きさが窺える。同社によると、エニドアのものれんは 20 年で償却することのことだが、エニドアの収益性が大きく低下した場合にはのれんの減損損失が発生し、同社グループの業績に影響を与える可能性がある。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



■ 協賛会員

(協賛)

東京証券取引所	SMBC 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	有限責任あずさ監査法人	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	株式会社 SBI 証券	
(賛助)			
日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	監査法人 A&A パートナーズ	いちよし証券株式会社
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

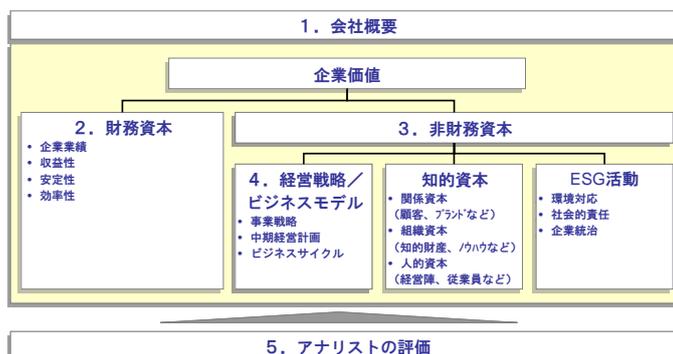
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。