

Company Report

2024年10月31日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
藤野 敬太



データ/AI 活用のパイオニアによる「第2の挑戦」が描く未来は、日本の弱点「ITを外部依存する産業構造」を打破する内製化支援を通じた収益拡大

ブレインパッド（以下、同社）は、データ/AI 活用のリーディングカンパニー。企業経営に最適なデータ活用を設計して経営に実装するプロフェッショナルサービス事業と、SaaSの形態でデータ活用を日常化するプロダクト事業の2つの事業を展開している。

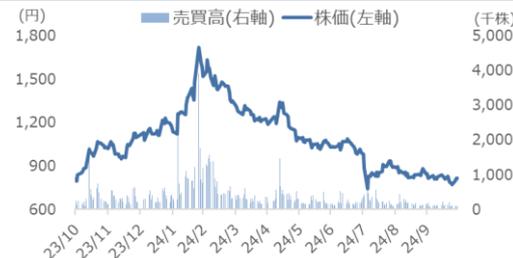
2名の創業者（高橋隆史取締役会長、佐藤清之輔取締役）が企業経営にデータを活用することに事業機会を見出し、同社を2004年に設立。2019年頃までに、データによる価値創造のバリューチェーンを一社で提供できる体制が完成した。経営コンサルティング会社出身で2017年に入社した関口朋宏氏が、2023年に代表取締役社長に就任し、経営全般を引き継いでいる。

同社の「企業のDNA」は「データに命を吹き込むためには泥臭さを厭わないプロフェッショナル精神」である。中核人材の集まりである「データサイエンティスト組織」と、「データ活用の経験の蓄積」という模倣困難性の高いリソース（経営資源）は他社の追随を許さず、「ビジネスの意思決定に資するデータ活用力」という同社の競争優位の源泉を生み出している。

24/6期を初年度とする中期経営計画での着目点は、「ワクワクする夢」と言える「顧客企業内のデータ/AI活用体制の抜本的強化＝内製化支援」へのシフトである。この新たな支援のスタイルを確立する「第2の挑戦」は、日本の顧客企業の競争力強化に寄与しない現在のIT業界のサービス提供のあり方を根本から変える可能性がある。同時に、同社も、顧客企業のIT人材の内製化の支援を通じて収益拡大の機会が得られよう。その行き着く先は、データをビジネス価値に転換できる人材（データ/AI活用人材）に関する「日本一の人材輩出企業になる」という、同社のもうひとつの「ワクワクする夢」である。

同社の株価は新型コロナ禍が始まった2020年初の水準をほとんど上回ることなく、対TOPIXでも大きく劣後してきた。今後、株価は短期業績の変動の影響を受けようが、中長期的には、「内製化支援」モデルへのシフトの浸透、「人材輩出企業」としての認知向上が、バリュエーションの上昇を通じて株価に反映されていく可能性があると考えられる。

株価・出来高



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(10/30)	815
年初来高値(2/25)	1,720
年初来安値(8/4)	743
52週間高値(24/2/25)	1,720
52週間安値(24/8/4)	743
発行済株式数(百万株)	22.3
時価総額(十億円)	17.5
EV(十億円)	19.3
自己資本比率(実績、%)	76.3
ROE(24/6実績、%)	17.43
PER(25/6会予、倍)	19.25
PBR(24/6実績、倍)	3.15
配当利回り(25/6会予、%)	0.98

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/6	7,101	7.2	851	-19.8	884	-18.1	601	-30.0	27.0	0.0
22/6 単体	8,561	20.6	1,145	34.5	1,167	32.0	803	33.6	36.5	0.0
23/6	9,798	14.4	681	-40.5	752	-35.6	515	-35.9	23.7	8.0
24/6	10,561	7.8	1,349	98.1	1,358	80.6	909	76.5	42.3	8.0
25/6 会社予想	11,800 ~12,000	11.7% ~13.6%	1,400 ~1,500	3.8 ~11.2	1,400 ~1,500	3.1 ~10.5	910 ~970	0.1 ~6.7	40.81 ~43.50	8.0

注：22/6期は単体業績開示。22/6期の前年比は21/6期の連結業績との比較。23/6期の前年比は22/6期の単体業績との比較

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. ビジネスにデータ/AI を活用するパイオニア	4
2. 関口社長から見たブレインパッドの生い立ち.....	6
3. 経営戦略論の視点からのブレインパッドの事業戦略	10
1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ	10
2) リソース・ベースト・ビュー (RBV) からのアプローチ.....	10
3) ブレインパッドが持つ模倣困難性の高い 2 つのリソース.....	11
4) 模倣困難性の高いリソースを実現する組織.....	12
4. 「データ/AI による価値創造」のバリューチェーンをカバーする 2 つの事業	13
1) 価値創造のバリューチェーンの全体像	13
2) プロフェッショナルサービス事業 (PF 事業)	14
3) プロダクト事業 (PD 事業)	15
5. 当面の業績動向.....	18
6. 中長期展望	21
1) データ量増加と IT 人材不足で需給ギャップ解消は難しい.....	21
2) ブレインパッドが考える、日本の IT 業界が直面している課題	22
3) ブレインパッドの中長期のアプローチ	22
4) 中期経営計画	24
7. 同業他社との比較	24
8. 株価動向とバリュエーション.....	26
9. リスク要因.....	30
10. ESG の取り組み	31

エグゼクティブサマリー

データ/AI 活用のパイオニア

ブレインパッド (以下、同社) は、2004 年の創業来一貫して、データによるビジネス創造と経営改善に向き合ってきた。「ビッグデータ」(2010 年代) や、「AI」(2020 年代) といった言葉が注目を浴びた頃よりはるか以前から企業経営におけるデータの重要性に着目して事業化してきた、データ/AI 活用のパイオニアである。

関口社長から見たブレインパッドの生い立ち

アクセントチュア出身で 2017 年に入社した関口朋宏氏は、2023 年に代表取締役社長に就任し、2 名の創業者 (高橋隆史取締役会長、佐藤清之輔取締役) から経営全般を引き継いだ。2 名の創業者は、企業経営にデータを活用することに事業機会を見出し、2004 年に同社を設立した。創業時よりデータ分析の受託を中心に展開していたが、2006 年には自社製のマーケティングツールの販売を開始し、同時期にデータ分析基盤やシステムを構築するエンジニアリングまで領域を広げ、2019 年頃には、上流のコンサルティングから担う価値創造のバリューチェーンを一社で提供できる体制が完成した。

同社の「企業の DNA」は、「データに命を吹き込むためには泥臭さを厭わないプロフェッショナル精神」である。中核人材であるデータサイエンティストは、泥臭い作業も厭わずに、「データの価値の転換」を追求していく。この追求によって蓄積される提供価値が、同社の持続的な成長の礎である。

経営戦略論の視点からのブレインパッドの事業戦略

マイケル・ポーターのポジショニング理論に基づくと、同社は、「データ/AI のビジネスへの活用」に特化した差別化戦略に注力している。その結果、特に顧客企業に対する提供価値の面で SI 企業や経営コンサルティングファームとは一線を画し、データ/AI 活用のリーディングカンパニーとしての地位を確立している。

模倣困難性の高い 2 つのリソース

同社が有する模倣困難性の高いリソース (経営資源) は、「業界で最大規模の人数と質を誇るデータサイエンティスト組織」と、「データ/AI 活用の経験の蓄積」である。これら 2 つのリソースが相互に作用し合っ、ビジネスの意思決定に資するデータ活用力」という同社の競争優位の源泉を生み出している。

「データ/AI による価値創造のバリューチェーン」を網羅する事業展開

同社のケイパビリティは、「一社で完結できる、データ/AI による価値創造のバリューチェーン」である。最適なデータ活用を設計して経営に実装するプロフェッショナルサービス事業と、実用的な SaaS でデータ/AI 活用を日常化するプロダクト事業を組み合わせるバリューチェーンを網羅するが、プロフェッショナルサービス事業が成長を牽引する。

業績動向

同社は創業来 20 期連続増収だが、23/6 期までの営業利益は 19/6 期の水準を超えられず、売上高営業利益率は 19/6 期以降低下傾向にあった。そのため、24/6 期を初年度とする現中期経営計画での主要テーマのひとつは、既存事業のコスト構造の見直しによる高収益化である。さっそくその効果が発現し、24/6 期の営業利益は 19/6 期の水準を超えて最高益となり、売上高営業利益率も、大きく落ち込んだ前期に比べて急速に回復した。

新たな支援のあり方の浸透が「ワクワクする夢」

26/6 期を最終年度とする現中期経営計画での最注目点は、顧客企業に対し、単なる「データ活用の成果」ではなく、「顧客企業内のデータ及び AI 活用体制の抜本的強化 = 内製化支援」に舵を切ろうとしていることにある。同社にとってこれは「第 2 の挑戦」であり、現在の同社が抱く「ワクワクする夢」である。新たな支援のあり方が浸透すれば、顧客企業は経営における IT の存在意義を根本的から見直し、事業の競争力強化につながるデータ/AI 活用の成果を得ることができる。同社も、旧来型の労働集約的なビジネスモデルから脱却し、事業規模の拡大と、課題である利益率改善の両方を果たすことができよう。そして、その行き着く先は、データ/AI 活用人材に関する「日本一の人材輩出企業になる」という、同社のもうひとつの「ワクワクする夢」である。

株価の見通し

同社の株価は新型コロナ禍が始まった 2020 年初の水準をほとんど上回ることなく、また、TOPIX に対しても大きく劣後して推移してきた。この過程で、バリュエーション面での割高感は解消されつつある。今後、短期業績の変動で株価が上下する展開はしばらく続こうが、忘れてはならないのは、中期経営計画にある「内製化支援」モデルへのシフト、「日本一の人材輩出企業」になるという目標である。これらの同社の施策は、IT 業界のサービス提供のあり方を変える可能性を秘めており、これらの施策を通じて中長期的に同社の収益性改善につながるものの確からしさが高まれば、株価の評価基準が変わる可能性がある。また、「人材輩出企業」となることで、業界全体の成長の恩恵を受けるポジションにあるという認知が高まる局面では、バリュエーションの上昇を通じて、同社の事業及びビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

1. ビジネスにデータ/AI を活用するパイオニア

データ/AI 活用のパイオニア

ブレインパッド（以下、同社）は、顧客企業のデータを活用したビジネス創造と経営改善支援を行う、データ/AI 活用の分野をリードするパイオニアである。

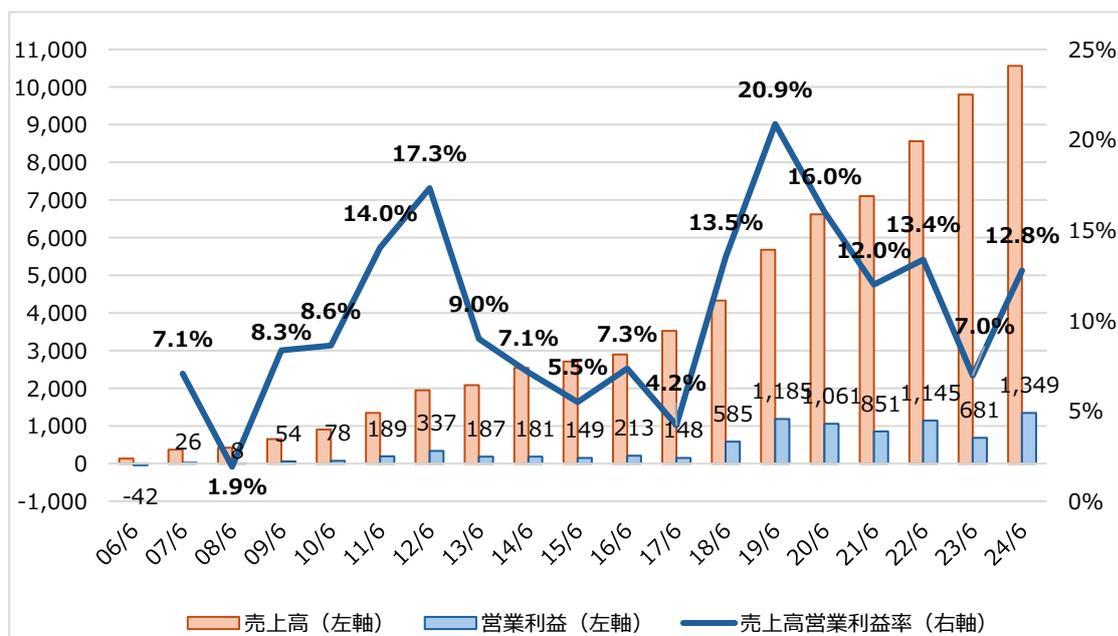
一般的に、データは、「既存の情報や知識が、より適切な用途や処理に適した形で表現、コード化されたもの」と定義され、企業活動の変化と改善のための意思決定の要素とされる。「ビッグデータ」という言葉がもてはやされた 2010 年代には、「データはデジタル経済の新しい石油」と呼ばれるようになった。データの蓄積量が増えていくに伴い、企業経営におけるデータの活用の重要性は増す一方である。

石油は発掘されて初めて価値がある。同じく、データもデータのままで役に立たない。例えば、会員サービスを持つある BtoC の企業は、以前は、会員の情報を単に蓄積しただけに留まっていたが、会員の属性データ、オンライン行動履歴や過去の接触履歴等のデータを合わせた分析を実施し、AI を活用してどの会員がどのサービスに興味を示しやすいかを予測することで、はじめてそれらのデータをマーケティング活動に効果的に活用することができたと言う。データは分析や AI を通じて活用されることによって初めて価値を発揮する。

同社は、データの活用の重要性が増す一方の世の中の潮流に先立ち、経営の意思決定におけるデータ活用に事業機会を見出して 2004 年に創業した。その後一貫して、経営支援に通じるデータ/AI 活用に向き合い続け、データ/AI 活用のリーディングカンパニーとしての地位を確立している。

2011 年 9 月に東京証券取引所マザーズ市場に上場した当時は、売上高 13.47 億円、営業利益 1.89 億円（11/6 期実績）であった。以降、24/6 期までの 13 年間に、売上高は 7.8 倍、営業利益は 7.1 倍になった。創業来 20 期連続増収と事業規模は拡大してきたが、売上高営業利益率は振れ幅が大きく、19/6 期に一度 20%を超えて以降 23/6 期までは低下傾向にあった。

図表 1. ブレインパッドの売上高・営業利益の推移



注：22/6 期は単体業績のみの開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2つの事業でデータ/AIによる価値創造のバリューチェーンをカバー

同社の事業の最大の特徴は、データ/AIによる価値創造のバリューチェーンを一社で完結できる点にある。顧客企業にとって最適なデータ/AI活用を設計して経営に実装するプロフェッショナルサービス事業と、データ/AI活用を日常的に行えるようにするプロダクト事業の2つのセグメントにより、バリューチェーンをカバーしている。現時点では、プロフェッショナルサービス事業におけるデータ/AI活用のコンサルティングや分析の受託、及びデータ/AI活用のシステムのエンジニアリングが業績牽引の中心となっている。

図表 2. セグメント別売上高・営業利益

	売上高	セグメント別			
		プロフェッショナルサービス事業	売上構成比	プロダクト事業	売上構成比
20/6	6,621	4,347	65.7%	2,274	34.3%
21/6	7,101	4,868	68.6%	2,234	31.5%
22/6 単体	8,561	6,075	71.0%	2,486	29.0%
23/6	9,798	6,736	68.7%	3,062	31.3%
24/6	10,561	7,378	69.9%	3,183	30.1%

	営業利益	セグメント別				調整額
		プロフェッショナルサービス事業	利益率	プロダクト事業	利益率	
20/6	1,061	1,717	39.5%	697	30.6%	-1,353
21/6	851	1,841	37.8%	672	30.1%	-1,661
22/6 単体	1,145	2,543	41.9%	611	24.6%	-2,009
23/6	681	2,347	34.8%	444	14.5%	-2,110
24/6	1,349	2,911	39.5%	769	24.2%	-2,331

注：22/6 期は単体業績のみの開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

Purpose、Vision、Mission

同社は、創業以来「データ活用の促進を通じて持続可能な未来をつくる」を Purpose（パーパス）としている。また、Vision（ビジョン）は「息を吸うようにデータが活用される社会をつくる」であり、データ活用が日常に根付くために、必要な人材と環境を広く提供していくとしている。

上の Purpose や Vision を踏まえ、同社は、日本企業が国際競争力を取り戻すように、データに関する技術と人材を企業に提供するサービスのあり方を再構築することを Mission（ミッション）としている。具体的には、旧来の請負型の IT サービスとは異なり、技術と人材を顧客企業に根付かせることで、顧客企業を内部から強くしていく世界を描いている。

個人が多い株主構成

2011年9月に東証マザーズに上場した同社は、2013年7月に東証一部に上場した。東証一部上場の直前の2013年6月末時点では、高橋氏が35.04%（資産管理会社であるディシプリンの保有分30.19%を含む）、佐藤氏が15.69%を占める株式を保有していた。その後、保有比率を低下させており、2024年6月末時点の保有比率は、高橋氏12.18%（資産管理会社保有分を含む）、佐藤氏7.86%となっている（自己株式考慮後）。

また、24/6 期末時点の区分別保有比率（自己株式考慮後）は、個人その他44.96%、金融機関25.12%、その他の法人18.00%、外国人6.74%であり、取締役の分を除いても個人その他の保有が多い株主構成となっている。

図表 3. ブレインパッドの株主構成

区分	保有比率	
	24/6 末	(自己株式除く)
個人その他	47.27%	44.96%
外国法人等	6.49%	6.74%
金融機関	24.19%	25.12%
その他の法人	17.34%	18.00%
政府及び地方公共団体	0.00%	0.00%
その他 (金融商品取引業者)	4.70%	4.88%
取締役の保有		
関口朋宏氏	0.86%	0.89%
高橋隆史氏	11.72%	12.18%
うち、高橋氏個人	1.18%	1.23%
うち、ディシプリン (資産管理会社)	10.54%	10.95%
佐藤清之輔氏	7.56%	7.86%
上記以外 (社外取締役、監査等委員を除く)	0.14%	0.14%

注：保有比率は発行済株式数から自己株式数を除いた株数を用いて算出

単元未満株は「その他 (金融商品取引業者)」に含む

出所：会社資料

2. 関口社長から見たブレインパッドの生い立ち

現代表取締役社長はアクセンチュア出身

1977 年生まれの関口朋宏氏は、大学卒業後、2001 年にアクセンチュアに入社した。入社時には理系出身だったこともあって、システムコンサルタントとして入社した。入社後すぐにシステムコンサルティングの大型プロジェクトに携わったが、数年後には、かねてより希望していた戦略コンサルティングのチームに異動した。関口氏は 2017 年に同社に移るまでアクセンチュアに 16 年在籍したが、その大半を戦略コンサルタントとして過ごした。

アクセンチュアの戦略コンサルティングの中で、関口氏は、組織戦略・人材戦略の専門チームでの経験が長い。関口氏が関与した間に組織戦略チームの人数規模は 3 倍に拡大したが、チームの再生と拡大に貢献した経験は、その後の関口氏の経営力を支える大きな財産となった。

現代表取締役社長のブレインパッドとの出会い

アクセンチュアの大きな成長とビジネスモデルが確立するにつれ、関口氏は、新たな成長を実感できるところに身を置きたいという気持ちが強くなり、次のキャリアを模索し始めた。この時に関口氏が考えていたことは、以下の 2 点であった。

- ① 外資系コンサルティング会社の支援だと、海外の先進事例を日本に持ち込んでソリューションとして提供することが主となり、日本企業は海外を追従することに終始してしまうのではないかと？
- ② 日本独自でゼロからを生み出す力を養わなければ、日本と世界の差は広がるばかりではないかと？

日本のことが大好きで、日本のために何か貢献できることはないかと考えていた関口氏は、次のキャリアを日本企業に求めることとなった。そのような時、アクセンチュア出身でブレインパッドに在籍していた人物から連絡もらったのだという。これが、関口氏の同社との出会いである。

意気投合した創業者 2 名を中心にブレインパッドは 2004 年設立

ここで、関口氏がアクセンチュアで戦略コンサルティングに従事し始めた 2000 年代前半まで、時計の針を戻してみることにする。

創業者の 1 人である現取締役会長の高橋隆史氏は、大学院卒業後、日本サン・マイクロシステムズ (現日本オラクル) に入社した。大企業に就職したくなく、やる事が定まっていなかったという理由で大学院に進学し

ブレインパッド | 3655 (東証プライム)

たくらいの高橋氏のこと、日本サン・マイクロシステムズに入社したのも、いったん社会を見ておこうというのが主な動機だったという。その後、大学院時代の友人の誘いで、2000年代前半、フリービット・ドットコム（現フリービット 3843 東証プライム）を設立した取締役として、ネットビジネスに携わっていた。

当時は、ブロードバンドの普及期にあたり、ネットビジネスにおいても、EC やダイレクトコミュニケーションが拡大していった。当然、企業内にはデータが蓄積されていくのだが、蓄積していきだけで、有効活用するにはほど遠い状況であった。

ネットビジネスの会社を運営していく中で、データの分析がデータ量の増大に追いついていない状況を目の当たりしていた高橋氏が、2003年に、共通の知人の紹介によって出会ったのが、もう1人の創業者、現取締役の佐藤清之輔氏である。佐藤氏は当時、ワントゥワンマーケティングの最適化ソフトウェアを扱っていた米国のマーケットスイッチ社の日本法人マーケットスイッチ・ジャパンの代表取締役であり、データを活用した予測モデル構築と最適化を得意としていた。

高橋氏は、常々、「これからの日本に何が必要か」という視点をもって考える人である。ネットビジネスの会社を運営していく中で、活用されないままデータだけが蓄積され続ける状況を社会的課題として捉えていた高橋氏と、データを活用するソリューションを持っている佐藤氏が意気投合するのに、時間はかからなかった。

意気投合して話を深めていく中で、両氏は、データが持つ価値の重要性と、データを活用することによる世の中への影響度の大きさを強く認識するようになっていった。そして、誰もこれを事業として行っていなかったことから、データをビジネスに適用することに大きな事業機会があると確信を深めていったという。そして両氏は、2004年に、企業の生産性を高めるためのデータ活用を支援することに特化して事業を行うべく、同社を設立した。

なお、高橋氏は佐藤氏よりも15歳ほど年少であるが、佐藤氏は高橋氏がトップに立った方が良いと考えたようで、設立当初は、高橋氏が代表取締役となり、佐藤氏は営業部長として参画することとなった（佐藤氏は2006年に取締役就任）。

創業して間もなく受託サービスを開始

創業後間もなく、同社は、データマイニング業務の受託サービスの提供を開始した。当初より、単なるデータ処理ではなく、ビジネスへの活用という価値に転換することを意識してサービスを提供していた。

ところが、周囲からは、「データで儲けられるはずがない」と見られていたという。このことについて、関口氏は次のように推察している。「当時、ITシステムは作業を助ける、楽にする道具というイメージの方が強く、誰も、そのITシステムに蓄積されるデータを具体的なビジネス上の価値に転換するイメージが持てなかったのではないか」。

データ分析がビジネスになるという認知も、データによる経営支援というサービスコンセプトの認知もない。そのため、データを分析する人材もなかなか集まらなかった。使用するデータについても、ERPに代表される基幹システムが取り扱うデータが提供されることはなかったという。このような、ないないづくし状況のもと、当初は、フロントシステムが取り扱うマーケティングや営業の領域のデータに関係する案件を地道にこなしていった。現在でも同社の顧客企業に小売・消費者向けサービスの業種が多いのは、この当時の名残とも言えよう。

「Rtoaster」を端緒にプロダクトの提供を開始

こうした事情により、マーケティングや営業の領域での案件が多くなる。早い段階から、データの処理や分析のためにツールの必要性を感じていた同社は、マーケティング用のツールとして、2006年に、レコメンドエンジン搭載プライベートDMP「Rtoaster（アールトースター）」の提供を開始した。DMPはData Management Platformの略で、インターネット上に蓄積されたマーケティングに有用な様々なデータを一元管理できるプラットフォームのことであり、「Rtoaster」は現在でも主要プロダクトであり続けている。この後もいくつかツールの提供が開始され、現在のプロダクト事業の礎となっていた。

2011年の上場

同社は、会社設立から7年経った2011年に東京証券取引所マザーズに上場した。また、2013年には東京証券取引所東証第一部に市場変更した。

この頃より同社は、事業領域拡大の動きを見せていた。2013年には企業及び個人向け研修プログラム「ブレインパッド 教育講座」（現・データ活用人材育成サービス）を開始した。また、同年の一般社団法人データサ

ブレインパッド | 3655 (東証プライム)

イエンティスト協会の設立も主導した。同社が設立して 10 年弱、データサイエンティストが、職業として社会的に認知を得ただけでなく、データ/AI 活用の領域で同社が主導的なポジションを確立したことを象徴している。

2015 年の社長交代

この頃までの同社が扱う案件は、顧客から受領したデータを分析し、分析結果を納品するという、データ分析の受託が中心で、当然、1 件当たりの案件規模は現在に比べて小さいものが多かった。このため、売上高は拡大しても、営業利益は 1 億円台を推移する状況が続き、収益力の拡大が同社の課題であった。

そこで、2015 年に、同社は、高橋氏が代表取締役社長、佐藤氏が取締役という従来の体制を変更し、佐藤氏が代表取締役社長、高橋氏が代表取締役会長となった。

佐藤氏の社長就任を機に、これまでの分析結果の納品のみならず、上流のデータ/AI 活用コンサルティングから、分析に用いたロジックをシステム化するエンジニアリングまでを引き受けるような、総合提案を行うようになった。同時に、同社は、「アナリティクスイノベーションカンパニー」を標榜するようになった。データ分析以外にも領域を広げ、顧客企業のデータ/AI 活用を、より総合的に支援するという姿勢の表れであった。

関口氏が同社に入社した 2017 年は、佐藤氏が社長を務め、総合提案を積極的に進める時期であった。

関口氏から見た 2 名の創業者

関口氏によると、佐藤氏、高橋氏という 2 名の創業者は日本の大企業や大手コンサルティング会社にいないタイプの人間で、初対面の時から、とても魅力的に感じたそうだ。関口氏の眼には、佐藤氏は「大きなことを成し遂げたいという夢を持ち続けている人」、高橋氏は「普段はパッションをあまり表に出すタイプではないが、日本の実情に対する危機感が半端なく強く、鋭い洞察力を持つ人」と映ったとのことである。

この根っからの起業家である 2 名が追い求めるものを今後のブレインパッドで実現するためには、自分の大企業と長く向き合った経験値が役に立つのではないかと。関口氏が同社への入社を決めた理由のひとつであった。

成功パターンの確立により営業利益水準切り上げ

総合的に支援するやり方の成功パターンが確立し、19/6 期には初めて営業利益が 10 億円台に乗るまで業績が拡大した。この段階で高橋氏が代表取締役社長に復帰し、佐藤氏は代表取締役会長に就任した。

この後、2020 年代に入り、同社は、成功パターンの横展開を通じた規模の拡大を図るべく、顧客企業との提携を進めていった。2020 年 7 月の電通グループ (4324 東証プライム) との合併会社電通クロスブレインの設立、2020 年 11 月の伊藤忠商事 (8001 東証プライム) との資本業務提携、2022 年 2 月のりそなホールディングス (8308 東証プライム) との資本業務提携がそれに該当する。

もどかしさが強かった新型コロナウイルス禍の期間

しかしこの時期は、新型コロナウイルス禍の時期でもあった。AI ブームや DX 投資の加速はデータ活用の需要拡大の追い風となり、増収は続いた。同時に競争も激しくなり、特に人材の採用での競争は厳しくなっていた。そうした中、同社はコロナ禍も厭わずに今後の成長のために人材の採用を積極的に推し進めた結果、人材獲得は叶ったものの、組織が急激に拡大し、コスト構造が重たくなった。20/6 期～23/6 期中期経営計画の期間は、20/6 期、21/6 期は 2 期連続の減益となるなど、営業利益は 19/6 期の水準を超えられない、もどかしい時期であったと言える。

経営の承継

24/6 期～26/6 期の現中期経営計画を迎えるにあたり、2023 年 7 月に、関口氏が代表取締役社長 CEO に就任し、それまで代表取締役社長であった高橋氏が取締役会長 Co-Founder に、代表取締役会長であった佐藤氏が取締役 Co-Founder となった。なお、佐藤氏は、子会社である TimeTechnologies の代表取締役 CEO と兼任である。

代表権を持つのが関口氏のみとなり、関口氏が経営全般に責任を持つ体制となった。中期経営計画の中で、同社は、創業者が牽引する経営モデルから、集団経営体制へ転換することを標榜している。このように、経営体制変更を伴いながらの経営の継承が進められている。

なお、集団経営体制への転換に関連して、現在の同社の経営チームには、関口氏と同じアクセンチュアの出身者が多く含まれることにも注目したい。前述の通り、関口氏は、アクセンチュアにおいて、組織戦略チームの人数

規模を3倍に拡大することに貢献をしたが、他のアクセンチュア出身のチームメンバーもまた、在籍時には主軸を担ってきた人材である。アクセンチュアの卓越した経営モデルを身をもって経験してきたメンバーがいることは、変革を進めるに当たっては優位に働きやすい。実際、収益性改善を優先するという24/6期を初年度とする中期経営計画において、当初想定以上の利益率改善を達成するといった成果も表れている。

中期経営計画で打ち出された新たな経営支援の形を確立することが「ワクワクする夢」

2018年に同社メンバーによって発行された、「失敗しないデータ分析・AIのビジネス導入」(森北出版)という書籍がある。この中の後書きで、高橋氏は、日本のIT投資が企業の競争力につながっていないこと、業界の支援の在り方を変えていかなくてはならないことを指摘している。そして、企業側もAIによって差別化を図るのであれば、経営を巻き込む形で企業全体を変革する必要があると説いている。そして、次のように締めくくっている。

「日本企業において(中略)救いはAI技術自体のコモディティー化が急速に進んでおり、多くの業界において競争は、AI技術自体の開発よりも、データの収集から活用までを一体に捉えたビジネスモデルの実装で競われる可能性が高い」

創業者からのバトンは、高橋氏と同じく、日本を何とかしたいと常日頃考える関口氏に渡された。関口氏主導の体制となってからの、24/6期を初年度とする中期経営計画では、海外から大きく劣後し続けているという厳しい現実を生んだ、従来のIT企業やコンサルティング企業の手法を覆す新たな経営支援の形を確立していくことを明確にしている。詳細は「中長期展望」の章にて後述するが、同社が想定する新たな支援の形は、業界全体での慢性的な人材不足を乗り越え、顧客企業の競争力を復活させ、かつ、社内の人材を大きく増やさなくても同社の事業が拡大し利益率も改善するという、一挙両得の成果が得られる可能性を秘めている。「データでは儲からない」と言われながらも創業し、データ活用のパイオニアとしての道を歩み始めた頃と雰囲気似ているが、この新しい経営支援の形の確立に向けた挑戦が、同社の「ワクワクする夢」である。

企業のDNA

企業にはDNAがある。企業のDNAとは、組織や社員全体に根付く独自の価値観、経営哲学であり、それらが企業の競争力の源泉となることが少なくない。創業者が熱い想いをもって起業し、その商品やサービスが世の中に広く受け入れられた時に、企業は本格的な成長を始める。そして企業の成長過程において、創業者の想いが企業のDNAへと進化していくと考えられる。

また、途中で経営者の交代等の経営の承継が行われ、創業時の理念を進化させたり、新たな企業文化を植え付けたりするケースもある。経営者の交代は、企業にとって大きなチャンスになる可能性があることを意味している。同社で言えば、2023年の関口氏の代表取締役社長就任が該当する。

コア・コンピタンス(企業の中核的な能力)は模倣困難性の高いリソースによってもたらされるものであり、それを形成する有力な要因が企業のDNAであると考えられる。人が得意分野で勝負すれば勝てるように、企業もDNAに根差した領域で事業展開することが勝利の方程式となる。

ブレインパッドのDNAは「データに命を吹き込むためには泥臭さを厭わないプロフェッショナル精神」

同社の生い立ちから、同社の企業のDNAは、「データに命を吹き込むためには泥臭さを厭わないプロフェッショナル精神」と言えよう。

「データにフォーカスしても儲からない」と言われた創業の頃より、同社は、データというインプットから、顧客企業の行動変容というアウトプットにつなげていく「データの価値の転換」にこだわってきた。同社では、データで表現できる部分と、物事の背景のようなデータでは表現できない部分の両方がそろって初めて、現実世界で使える価値があるものとして成立すると考えている。現実世界で起きることをデータで再現することがデータ活用の肝であるならば、この再現性を高めるために追求し続けるのが、同社のデータ活用人材の中核を担うデータサイエンティストである。そして、この追求のための作業は泥臭いものである。

日本に「データサイエンティスト」という職業が普及していなかった創業当初より、同社には、「データの価値の転換」の追求のためには泥臭い作業を厭わないデータサイエンティストが集ってきた。そして、データサイエンティストたちが顧客企業の行動変容に向けて追求を続けることで、同社の提供価値を引き上げてきた。この「泥臭さを厭わないプロフェッショナル精神」が同社の持続的な成長の礎である。

3. 経営戦略論の視点からのブレインパッドの事業戦略

1) マイケル・ポーターのポジショニング理論からのアプローチ

ブレインパッドは差別化戦略に注力

マイケル・ポーターは、ある業界の中で成功を収めるためには、明確なポジションを取ることが必要と説いている。具体的なポジションの取り方、競争優位の築き方として、①コスト・リーダーシップ戦略、②集中戦略、③差別化戦略、の3つの基本戦略があると、いずれかに舵を切ることが不可欠と主張する。ポジショニング理論に則ると、同社は差別化戦略に注力していると言える。

差別化戦略は、幅広いターゲットを狙いつつも、低コストではなく、顧客が認知するユニークな付加価値を提供することで競合に対して優位に立つ戦略である。他社が提供しておらず、顧客が対価を支払いたくなるような価値を提供する戦略、とも言える。

「企業の生産性を高めるためのデータ活用を支援すること」に特化して創業して以来、同社は一貫してデータを価値に転換することを泥臭く追い求めてきた。創業者である高橋氏は、創業当時、増える一方のデータ量と、なかなか増えないデータ分析能力のギャップを埋めることに事業機会を見出した。そして、「データは儲からない」と言われていた状況を逆手にとり、「データを起点とするビジネスには、他社はしばらく参入してこない」として事業機会に確信を強めたという。

同社創業の2004年から、「データサイエンティスト」という言葉が世の中に普及し始めた2010年代前半までの間に、IT業界の中で、「データ活用のパイオニア」としての地位を確立することに成功した。同社の顧客企業への提供価値（アウトプット）は、データ活用を通じた顧客企業の行動変容と、データ活用を支える組織・人材の増強である。システム構築をアウトプットとするSI企業や、課題抽出がアウトプットの中心の経営コンサルティングファームとは、提供価値（アウトプット）、事業コンセプト、事業展開の仕方において、一線を画し続ける差別化戦略が奏功したと言える。

2) リソース・ベースド・ビュー (RBV) からのアプローチ

コア・コンピタンスは「単なる情報の集合体を、経営者の行動変容につながる価値あるものに転換するデータ/AI 活用力」

ポーターのポジショニング理論に対して、自社の経営資源（リソース）に着目する「リソース・ベースド・ビュー（RBV）」と呼ばれるアプローチがある。ゲーリー・ハメル、C.K.ブラハラードはコア・コンピタンス（他社に真似できない自社ならではの価値を提供する、企業の中核的な能力）を、ジョージ・ストークス、フィリップ・エバンス、ローレンス・シュルマンはケイパビリティ（バリューチェーン全体に及ぶ組織的能力）を、それぞれ重視する。

同社の場合、コア・コンピタンスは「単なる情報の集合体を、経営者の行動変容につながる価値あるものに転換するデータ/AI 活用力」、ケイパビリティは「一社で完結できる、データ/AI による価値創造のバリューチェーン」である。

RBVの大家であるジェイ・バーニーは、コア・コンピタンスもケイパビリティも広義のリソースに含めて論じ、その上で、自社のリソースがどのくらいの強みになるかをチェックするフレームワークとしてVRIOを提唱している。バーニーは、自社のリソースの有効活用可能性に関する評価軸として、「経済価値<Value>」、「希少性<Rarity>」、「模倣困難性<Imitability>」、「組織<Organization>」を挙げている。VRIOは、これら4つの評価軸の頭文字をとったものだが、バーニーはこの中でも特に、「模倣困難性」があり、「組織」による裏付けがあるリソースが、競争優位に資するとしている。

3) ブレインパッドが持つ模倣困難性の高い2つのリソース

リソースの模倣困難性が高いか低いかは、「模倣がそもそも不可能か」、「模倣しようとする莫大なコストが必要になるかどうか」で評価される。同社が持つ模倣困難性の高いリソースは、「業界で最大規模の人数を誇るデータサイエンティスト組織」と「データ活用の経験の蓄積」である。これら2つのリソースが相互に作用し合っ、「ビジネスまたは経営者の行動変容を促すデータ活用力」という同社の競争優位の源泉を生み出している。

1. 模倣困難性(1) : 業界で最大規模の人数を誇るデータサイエンティスト組織

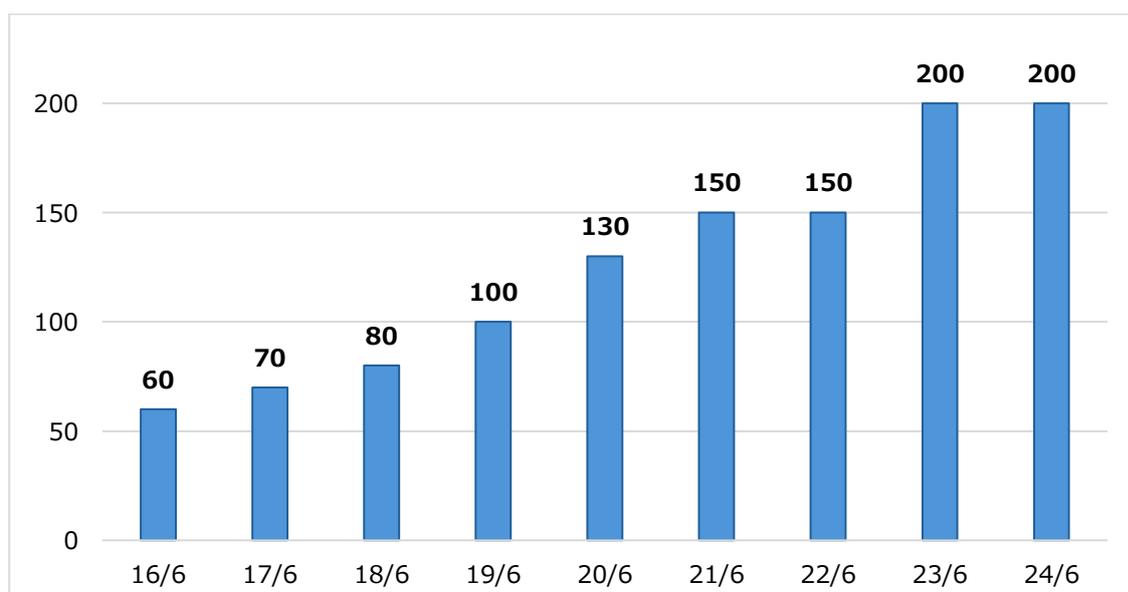
1つめの模倣困難性の高いリソースは、業界で最大規模の人数を誇るデータサイエンティスト組織

「データを活用した業務変革や新規ビジネスの実現に向けて、データを収集・解析する仕組みの設計・実装・運用を担う人材」として定義されるデータサイエンティストは、「ビッグデータ」や「AI」がもてはやされるようになったこともあり、業界全体で不足感が増していると言われている。データサイエンティストという言葉は、同社も中核メンバーとして参画するデータサイエンティスト協会が設立された2013年頃より使われるようになったが、それ以前より同社はデータサイエンティストを集い、チームとして編成してきた。同社に在籍するデータサイエンティストは、同社の従業員のうちの約3分の1を占めていて、24/6期末時点で、業界最大規模と言える約200名を超えている。また、世の中には研究開発や技術検証に多くの時間を費やすデータサイエンティストが多い中、同社の約200名のデータサイエンティストは、そのほとんどがクライアントワークに従事し、顧客企業の事業価値の向上に貢献している点にも着目したい。

なお、24/6期からの中期経営計画において明確にしている方針は、データサイエンティストを含む技術職について、以下の3つのコンピテンシーを持ち合わせる人材を育成していくということである。

- ① 同社の組織に属していることで磨き上げられるデータ分析力
- ② データ分析をベースに多面的な視点で洞察する哲学的思考力
- ③ 大手の顧客企業へのサービス提供を通じて鍛えられる実践力

図表 4. 在籍するデータサイエンティストの人数の推移 (名)



注： 各期の決算説明資料では「〇〇名以上」という表記のため、実際には図表の数値より多いと推察
出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2. 模倣困難性 (2) : データ活用の経験の蓄積

2 つめの模倣困難性の高いリソースである「データ/AI 活用の経験量」を構成する変数のどれをとっても他社を上回る

データ/AI 活用の経験量は、データサイエンティスト等のデータ/AI 活用人材が活用したデータ量に比例すると考えられる。データは顧客企業のために活用されるものであるため、組織全体のデータ/AI 活用の経験量を決定する変数は、顧客企業数、データ/AI 活用人材の人数、経験年数の 3 つと言えよう。

データ/AI 活用におけるパイオニアである同社は、経験年数は 20 年と長く、また、データサイエンティストも業界随一の規模を誇っている。そして、これまで支援してきた顧客企業数も 1,300 社を超え、3 つの変数のどれをとっても、他社を上回っている。

模倣困難性の高いリソースが競争優位性を裏付ける

以上の 2 つのリソースは、他社が一朝一夕に築くことができず、また、同社に追いつくことは不可能であり、これらの模倣困難性の高いリソースに裏付けられた競争優位性は、今後も長期にわたって維持されよう。そのため、業界一の規模のデータサイエンティスト組織の経験量はさらに蓄積されていき、少なくとも売上高については、持続的に拡大していく蓋然性が高いと考えられる。

4) 模倣困難性の高いリソースを実現する組織

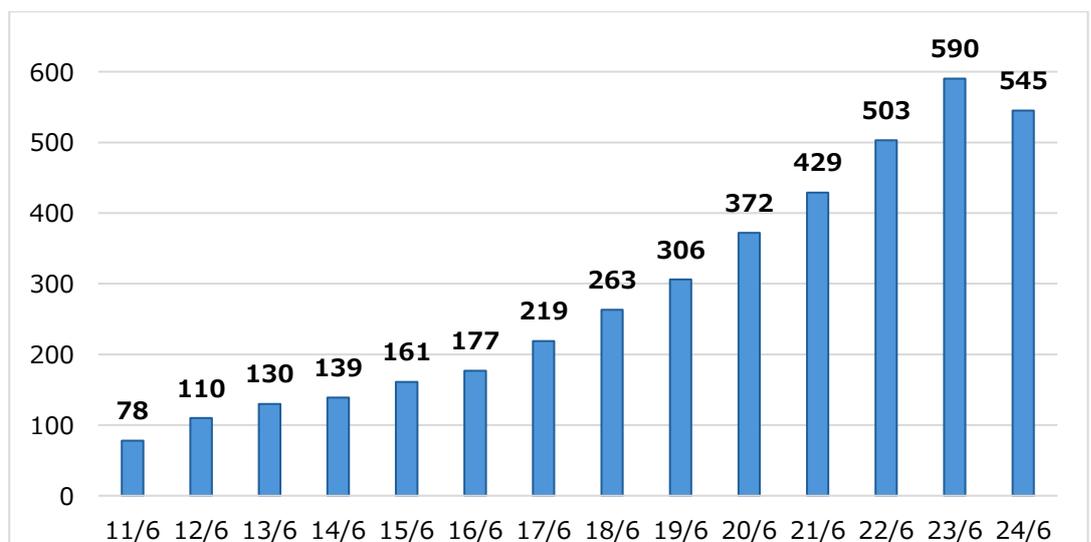
組織の拡大と経験の蓄積は相互作用的に進む

上に挙げた 2 つの模倣困難性の高いリソースは、相互作用的な関係にある。すなわち、「データサイエンティスト組織」を通じて「データ活用経験の蓄積」が進むと、何かおもしろいことができそうと魅かれて人が入ってくることで「データサイエンティスト組織」が拡大していく。データ/AI 活用の領域でのパイオニアである同社は、この相互作用の好循環を描くことができるポジションにあると言える。

また、組織はデータサイエンティストだけでは成り立たない。データサイエンティストが増加すると、連携をとるシステム構築に携わるエンジニアや、顧客企業との関係を築くコンサルタントも増え、組織全体も拡大していくことになる。全社の従業員の増加は、相互作用の好循環があってこそのもと言えよう。

なお、24/6 期末は、上場後初めて前期末比で従業員数が減少した。これは中期経営計画の初年度というタイミングで経営体制及び組織の見直しを進める過程で自然退職が発生したが、収益性改善を重視する 24/6 期の方針に基づき新規採用を厳選したためである。

図表 5. 期末従業員数の推移 (名)



注：22/6 期は単体業績のみの開示

出所：会社資料より戦略・アドバイザーズ作成

機能別組織からマトリクス型組織へ進化

同社はこれまで、技術領域及び専門性重視の体制で組織を運用してきた。たとえば、データサイエンス、コンサルティング、データエンジニアリング、といったような機能別の組織により、先進技術の研究及び取り込みと専門性の向上を図ってきた。24/6 期からの中期経営計画では、機能別組織を維持しつつ、顧客接点とソリューションの強化を担うために業界別組織を新たに設け、機能と業界の 2 軸によるマトリクス型組織の編成、定着に舵を切っている。

新中期経営計画における人事戦略「Synapse (シナプス)」

また、24/6 期からの中期経営計画に関連して、以下の 5 つの要素で構成される人事戦略ストーリーを、全社員で共有している。なお、この人事戦略は「Synapse (シナプス)」と名づけられており、模倣困難性を更に高めていくことに余念がない。

- ① 共生型キャリア開発。会社目標と自己実現目標のベクトルを確認しながら、相互に依存し合う関係性の中での自己のキャリアの形成を促していく
- ② 理系思考をベースとする経営人材の養成。データ分析力、哲学的思考力、実践力の 3 つのコンピテンシーを持ち合わせる高度な理系思考の経営人材を養成し、世の中へ輩出していく
- ③ 柔軟な人材配置とチーム組成
- ④ 理念浸透
- ⑤ 共感的なコミュニケーションの実現

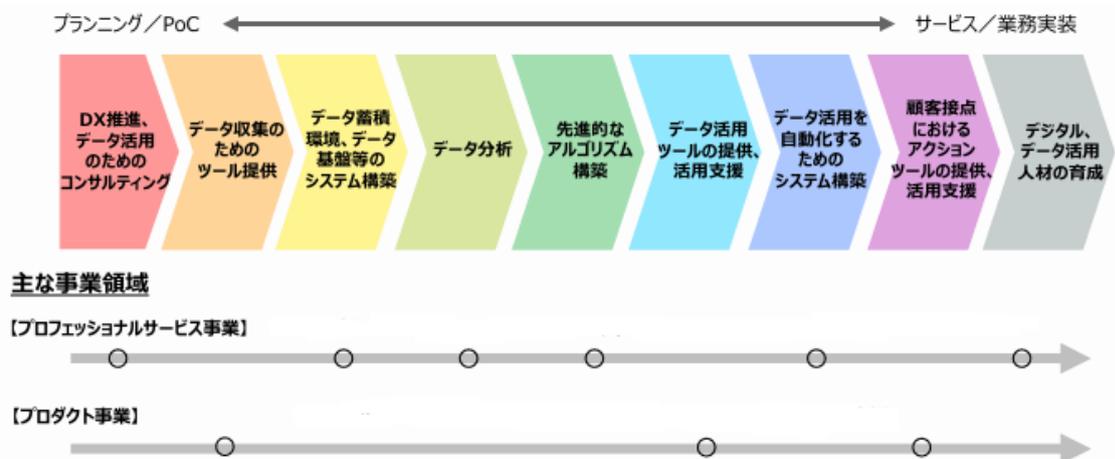
4. 「データ/AI による価値創造」のバリューチェーンをカバーする 2 つの事業

1) 価値創造のバリューチェーンの全体像

「データ/AI による価値創造」のバリューチェーン

先に、同社のケイパビリティを、「一社で完結できる、データ/AI による価値創造のバリューチェーン」とした。同社では、最適なデータや AI の活用を設計して経営に実装するとともに、データ/AI 活用を支える人材開発を支えるプロフェッショナルサービス事業と、実用的な SaaS でデータ活用を日常化するプロダクト事業を組み合わせることにより、データ/AI による価値創造のバリューチェーンを網羅し、顧客企業のデータ/AI 活用の支援を行っている。

図表 6. 「データ/AI による価値創造」のバリューチェーン



出所：会社資料

2) プロフェッショナルサービス事業 (PF 事業)

プロフェッショナルサービス事業は中核事業

プロフェッショナルサービス事業 (以下、PF 事業) は、データ/AI 活用のリーディングカンパニーを自負する同社の中核事業である。データ分析、AI 開発、システム開発を含むコンサルティング等の人的支援を通じた顧客企業のデータ/AI 活用支援に加えて、企業等に対するデータ/AI 活用人材の育成をサービスとして提供している。

プロフェッショナルサービス事業の強み

PF 事業の強みは、以下の 5 点である。

- ① 模倣困難性の高いリソースであるデータサイエンティストにより、多様な分析技術の組み合わせを通じて、顧客企業固有の経営課題に最適な対応ができる
- ② 業界でいち早く新卒採用を開始し、毎年数十名単位で新卒を育成する体制が整っている
- ③ 業種に特化しておらず、ほぼ全業種に対応できるだけの支援実績を有する
- ④ 特定のツールやシステム環境に依拠していないため、顧客企業の経営課題に合わせたツールの選定や、データや AI の特性を理解した上でのシステム開発が可能である
- ⑤ 創業より蓄積してきたデータサイエンティストを育成するノウハウを事業化した人材育成・教育サービスを有する

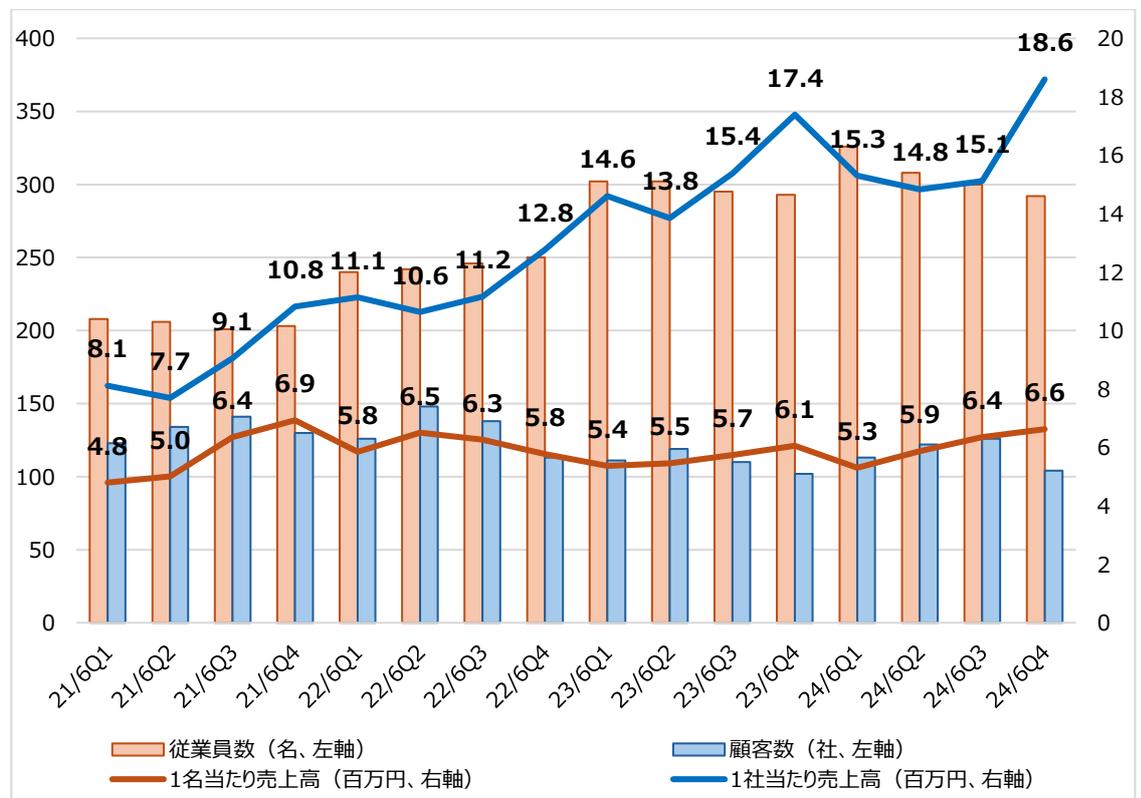
プロフェッショナルサービス事業はフロービジネス

PF 事業では、顧客企業にとって最適なデータ/AI 活用方法を設計し、経営に実装していくことになるため、顧客企業の経営課題に合わせてプロジェクト単位で受注するフロービジネスの収益モデルとなる。

プロジェクトの種類としては、大きく、コンサルティング/アナリティクスのプロジェクトと、エンジニアリングのプロジェクトに分けられる。24/6 期実績では、コンサルティング/アナリティクスのプロジェクトからの売上高の構成比は 62.9%、エンジニアリングのプロジェクトからの売上高構成比は 37.1%であった。

プロジェクトの期間は数か月～数年、プロジェクト体制も数名～数十名と、プロジェクトの業務量に応じてまちまちである。ただし、通常の IT 業界におけるプロジェクトとは異なり、数年にわたって継続的に支援するプロジェクトも多い。そのため、既存顧客の割合が高い。

図表 7. プロフェッショナルサービス事業の顧客 1 社当たり売上高及び従業員 1 名当たり売上高



出所：会社資料

PF 事業の費用の中心は従業員の人件費で、費用全体の約 6 割を占める。そのため、具体的な数値の開示はないが、データ/AI 活用人材の有償稼働率が重要指標となる。PF 事業における短期的な業績変動は有償稼働率の変動によるところが大きく、有償稼働率の変動は、売上高の増減に連動しやすい。

3) プロダクト事業 (PD 事業)

「Rtoaster」を中心とした プロダクト事業

プロダクト事業 (以下、PD 事業) は、自社製品及び他社製品の提供を通じて、顧客企業のデータ/AI 活用支援を行う事業である。中でも 2006 年に提供を開始した「Rtoaster」は、高いシェアを誇る製品となっている。

また、LINE 特化型マーケティングオートメーション「Ligla (リグラ)」は、M&A により連結子会社となった TimeTechnologies の製品である。単体との営業連携や、製品開発や運用のノウハウの移転といった M&A による効果が発現し、連結業績に加わった 23/6 期第 2 四半期以降、顧客数を増やしている。

図表 8. プロダクト事業で取り扱う製品

カテゴリ	製品名	自社製品	特徴
パーソナライズ 基盤・施策実行	Rtoaster	✓	多彩なマーケティングアクションをデータから実現する、リコメンドエンジン搭載プライベート DMP
	Ligla	✓	パーソナライズされた LINE コミュニケーションを自動化するマーケティングオートメーション 連結子会社の TimeTechnologies が提供
	Probance		BtoC 向けのマーケティングオートメールプラットフォーム
	Conomi	✓	組み込み先や利用データを選ばない柔軟なマッチングエンジン
	exQuick	✓	異なるデータベース製品やフラットファイルを統合的に管理するダイナミックセグメンテーションシステム
アナリティクス・ 予測・機械学習	Brandwatch		業界最大級のデータと AI を搭載した、次世代マーケティングリサーチプラットフォーム
	Tableau		あらゆるデータをビジュアル化するビジネス・インテリジェンスツール
	Altair Analytics		統計解析・ビッグデータ加工システム
クラウド プラットフォーム	Microsoft Azure		ビッグデータ活用に必要な一連の機能がクラウド上で提供されるプラットフォーム
	Google Cloud		Google ™ が提供するクラウドプラットフォーム
	Amazon Web Service		Amazon が提供するクラウドプラットフォーム
	Snowflake		クラウドネイティブなアーキテクチャのデータウェアハウス、データシェアリングソリューション

出所：会社資料をもとにストラテジー・アドバイザーズ作成

プロダクト事業の強み

PD 事業の強みは、以下の 3 点である。

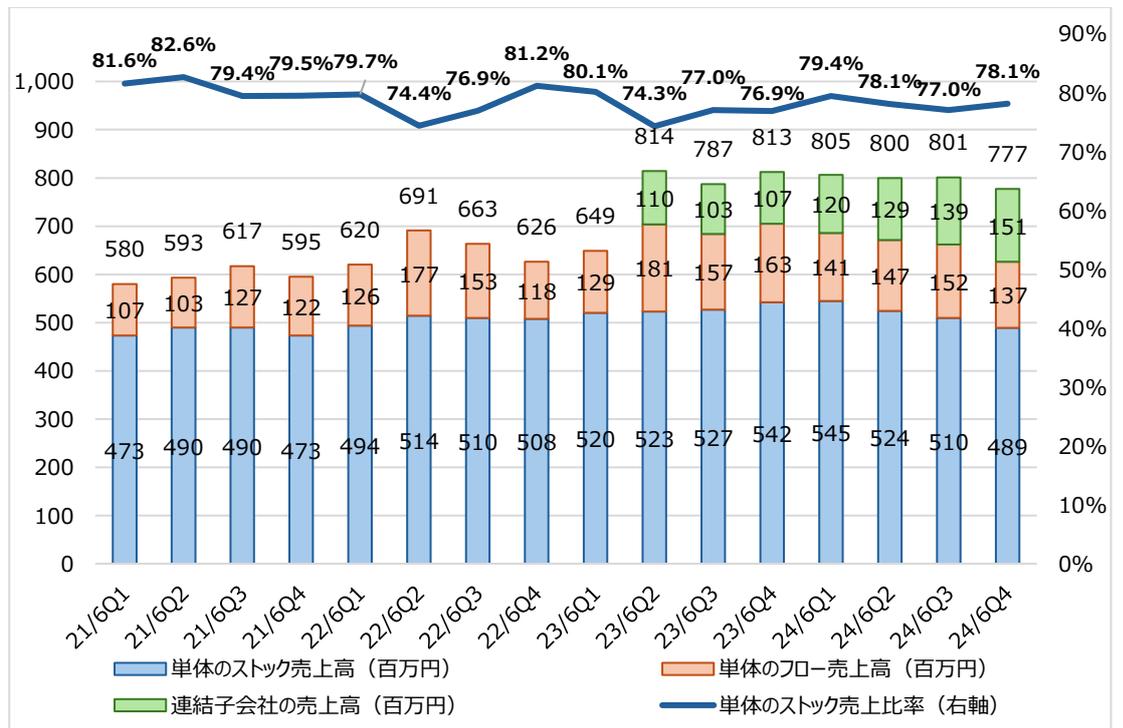
- ① 製品価値の根幹となる高精度なアルゴリズムまでを自社開発することができる
- ② 「Rtoaster」に代表されるような、業界トップシェアを誇る自社開発製品を有している
- ③ 先進的な他社製品の目利きに優れている

プロダクト事業はストックビジネスが中心

PD 事業の売上高の中心はストック型の月額課金のライセンス収入によるものであり、単体の PD 事業の収益の 8 割弱がストック売上高で占められている。

なお、図表 9 にある通り、単体の PD 事業のストック売上高は 24/6 期第 1 四半期以降減少している。これは、構造改革の一環で、利益率が低下傾向にあったプロダクトの提供を終了したことによるものである。

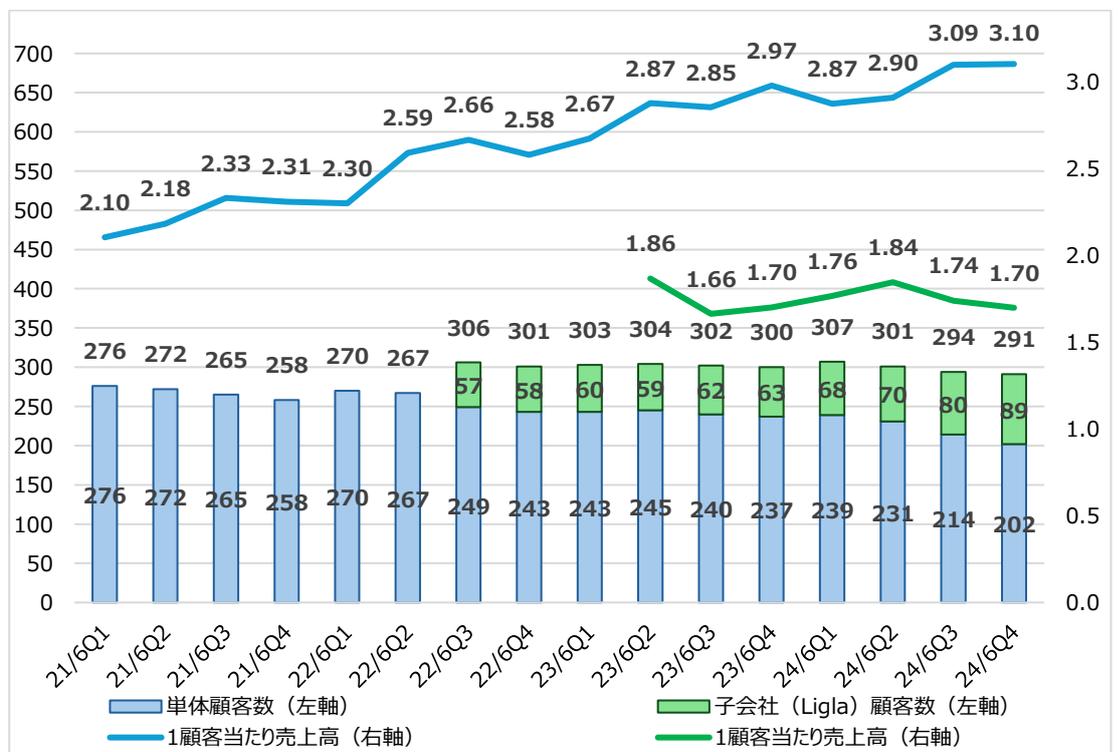
図表 9. プロダクト事業の内訳 (単体のストック売上高、同フロア売上高、連結子会社の売上高)



注：単体のストック売上比率の算出には連結子会社の売上高を含めていない

出所：会社資料

図表 10. プロダクト事業の顧客数及び 1 社当たり売上高



出所：会社資料

5. 当面の業績動向

24/6 期は大幅増益が目立った

24/6 期の業績は大幅増益になった点が目立った。売上高は前期比 7.8%増の 105.6 億円、営業利益は同 98.2%増の 13.4 億円となった。大幅増益になったのは、PF 事業におけるプロジェクト収支の改善と、前期に発生していた一過性費用（契約損失引当金、M&A にかかる経営統合費用）がなくなったことが要因である。

期初の会社計画の売上高 110.0 億円、営業利益 11.0 億円に対し、売上高こそ約 4%の未達となったが、営業利益は約 23%超過した。

後述する通り、同社は、中期経営計画において 24/6 期～26/6 期を構造改革期と位置づけ、従来の「組織拡大による成長」より、「利益重視のマネジメント」に重点を置く方針を打ち出していた。その方針に沿って 24/6 期が始まったが、利益率改善施策や新組織体制の安定化を優先させたことが下期の受注に影響し、期初計画に対して売上高が下振れた。一方、利益が期初計画を超過したのは、期初より継続している諸施策の効果が想定以上に発現したほか、PF 事業の有償稼働率が上昇したためである。

セグメント別では、PF 事業は、売上高が前期比 9.5%増、セグメント利益が同 24.0%増となった。PF 事業の業績は、有償稼働率の変動によるところが大きいが、受注拡大による有償稼働率の回復のほか、プロジェクト管理方法の見直し等の施策の実行、既存プロジェクトの規模拡大が貢献して、セグメント利益率は同 4.7%ポイント改善の 39.5%となった。

PD 事業は、売上高が前期比 4.0%増、セグメント利益が同 73.3%増となった。TimeTechnologies の M&A による売上高の押し上げ効果が第 1 四半期で一巡した後は、単体の売上高の伸び悩みにより、売上高は期初計画をやや下回った。一方、利益は大幅に回復した。「Ligla」の増収により、TimeTechnologies の買収によってかかる費用（のれん償却額、顧客関連資産償却額）を上回る利益が出るようになったことのほか、利益率が低下傾向にあったプロダクトを構造改革の一環として提供終了したことが要因である。

これらの結果、24/6 期の売上高営業利益率は前期比 5.9%ポイント上昇の 12.8%となった。

25/6 期会社計画は利益よりも売上の増加を重視する内容

25/6 期の会社計画は、売上高 118～120 億円（前期比 11.7%～13.6%増）、営業利益 14.0～15.0 億円（同 3.8%～11.2%増）である。

前述の通り、24/6 期～26/6 期の中期経営計画では「利益重視のマネジメント」を重視しているが、24/6 期に想定以上に利益体質への転換を果たせたとの判断のもと、25/6 期においては、当初の構造改革プランを前倒しつつ、売上成長に対する投資を加速させる方針を採ることとなった。

図表 11. 売上高・利益動向

(百万円)	21/6	22/6	23/6	24/6	25/6 CoE
売上高	7,101	8,561	9,798	10,561	11,800 ~12,000
前期比	7.2%	20.6%	14.4%	7.8%	11.7%~13.6%
営業利益	851	1,145	681	1,349	1,400~1,500
前期比	-19.8%	34.5%	-40.5%	98.1%	3.8%~11.2%
売上高営業利益率	16.0%	12.0%	13.4%	7.0%	11.9%~12.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	601	803	515	909	910~970
前期比	-30.0%	33.6%	-35.9%	76.5%	0.1%~6.7%
売上高当期純利益率	8.5%	9.4%	5.3%	8.6%	7.6%~8.1%

注： 22/06 期は単体決算。22/06 期の前期比は 21/06 期の連結業績との比較

23/06 期の前期比は 22/06 期の単体業績との比較

出所： 会社資料

図表 12. 半期/四半期業績動向

(百万円)	23/6		24/6	
	H1	H2	H1	H2
損益計算書				
売上高	4,732	5,066	5,145	5,416
売上原価	2,806	3,061	2,956	2,901
売上総利益	1,926	2,005	2,189	2,515
売上総利益率	40.7%	39.6%	42.5%	46.4%
販売管理費	1,498	1,752	1,572	1,783
売上高販売管理費率	31.7%	34.6%	30.6%	32.9%
営業利益	428	253	617	732
売上高営業利益率	9.0%	5.0%	12.0%	13.5%
営業外収支	-51	-20	-40	31
経常利益	479	273	657	701
売上高経常利益率	10.1%	5.4%	12.8%	12.9%
特別損益	0	0	-19	-1
税前利益	479	307	638	755
法人税等合計	156	115	227	257
(法人税率)	32.6%	37.5%	35.6%	34.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	323	192	411	498
売上高当期純利益率	6.8%	3.8%	8.0%	9.2%

(百万円)	23/6				24/6			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
損益計算書								
売上高	2,270	2,462	2,479	2,587	2,534	2,611	2,706	2,710
売上原価	1,367	1,438	1,528	1,534	1,503	1,453	1,389	1,512
売上総利益	903	1,023	952	1,053	1,030	1,159	1,317	1,198
売上総利益率	39.8%	41.6%	38.4%	40.7%	40.6%	44.4%	48.7%	44.2%
販売管理費	712	786	819	933	748	824	787	996
売上高販売管理費率	31.4%	31.9%	33.0%	36.1%	29.5%	31.6%	29.1%	36.8%
営業利益	191	237	133	120	282	335	530	202
売上高営業利益率	8.4%	9.6%	5.4%	4.6%	11.1%	12.8%	19.6%	7.5%
営業外収支	26	24	10	11	31	9	-34	3
経常利益	217	262	142	131	313	344	496	205
売上高経常利益率	9.6%	10.6%	5.7%	5.1%	12.4%	13.2%	18.3%	7.6%
特別損益	0	0	0	-5	-2	-17	0	-1
税前利益	217	262	180	127	311	327	551	204
法人税等合計	68	88	64	51	113	114	189	68
(法人税率)	31.3%	33.6%	35.6%	40.2%	36.3%	34.9%	34.3%	33.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	149	174	116	76	198	213	362	136
売上高当期純利益率	6.6%	7.1%	4.7%	2.9%	7.8%	8.2%	13.4%	5.0%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

6. 中長期展望

1) データ量増加と IT 人材不足で需給ギャップ解消は難しい

同社を取り巻く外部環境に関連して、データ量と IT 人材の 2 つの側面から考察する。

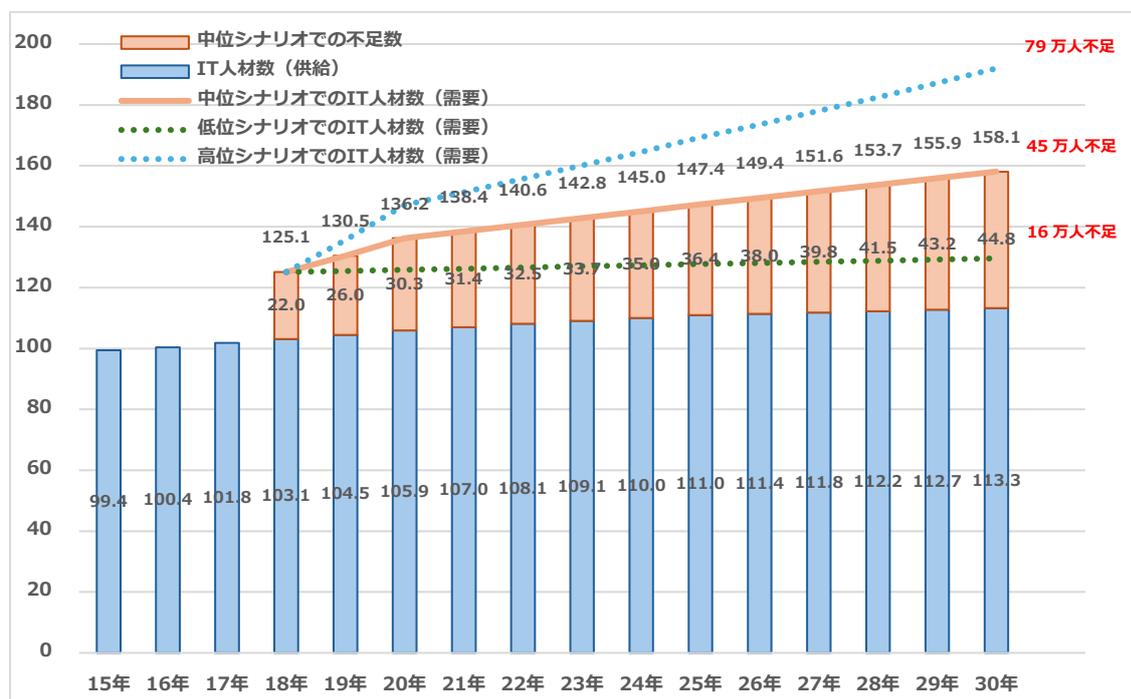
指数関数的に増加するデータ量

総務省の「情報通信白書」によると、日本のインターネットトラフィックは、新型コロナウイルス感染症の感染拡大直前の 2019 年 11 月から 2021 年 11 月までの 2 年の間に約 2 倍に増加したとされている。また、「世界の IP トラフィックが現在 (2019 年) と比べて 2030 年には 30 倍以上、2050 年には 4,000 倍に達する」という予測があることも紹介されており、社会経済のデジタル化等を背景に IP トラフィックの増加が続く見通しとしている。そして、データ量もまた、トラフィックの増加に連動する形で指数関数的に増加することが見込まれる。

不足感が強まる IT 人材

供給面に関して、経済産業省の「IT 人材の最新動向と将来推計に関する調査結果 (2019 年版)」によると、2018 年時点で既に国内の IT 人材は約 22 万人不足しているとされている。今後、若年層の労働人口の減少が続くことにより、30 年時点で、低位シナリオ (影響が緩やかなシナリオ) でも約 16 万人、中位シナリオでは約 41 万人、高位シナリオ (深刻なシナリオ) だと約 79 万人の IT 人材の不足が予測されており、IT 人材不足の状況が解消されない、または一層深刻化する公算が大きい。

図表 13. IT 人材の不足



出所：経済産業省の「IT 人材の最新動向と将来推計に関する調査結果 (2019 年版)」

将来の業界の拡大ペースは IT 人材の供給量で決まる

活用される可能性があるデータを需要、データを活用できる形にする人材を供給とした場合、需要 (データ) の伸びが供給 (IT 人材) の伸びをはるかに上回ることは想像に難くない。つまり、需給ギャップが今後拡大する可能性が高いということであり、活用されないデータがただただ増えるだけの世界となることが考えられる。この人材不足というボトルネックをいかに減らすかが、業界の拡大のペースを決定すると言っても過言ではない。

2) ブレインパッドが考える、日本の IT 業界が直面している課題

日本の IT 投資は成長に貢献してこなかった

同社は、1990 年代以降の日本の IT 業界を振り返り、日本の IT 投資が顧客企業の成長に貢献してこなかったことが、日本全体の国際競争力の低下につながった要因のひとつと認識している。

日本の IT 投資は、その費用対効果が見通しやすいコスト削減を主目的とした「守りの IT」が中心であった。そのため、結果は見通しにくいものの売上成長という大きな果実を狙う「攻めの IT」を採る米国と、大きく差がついてしまったとしている。

顧客企業の内部人材不足が課題

また、構築するシステムに現状のプロセスを合わせる志向が強い米国に対し、現状のプロセスに合わせてシステムを構築する日本では、過剰とも言えるアドオン開発や、カスタマイズ開発によって、余計な費用がかさむことになった。その分、IT 投資の効率が低下することになり、投資効率の上昇のために、開発リソースをベンダー企業等の外部人材に求めるようになった。

その結果、日本においては、顧客企業の内部の人や組織に、IT に関する経験や知識が蓄積されることがなかった。さらに、内部人材の補強が進まず、IT 投資が競争力向上につながらない状況に陥ることになった。同社ではこの構造的な問題を「内製化の壁」と称している。

なお、2019 年に公開された経済産業省の「DX レポート」でも、ベンダー依存の業界構造や内部人材不足に関して警鐘が鳴らされている。変革のスピードは遅いかもかもしれないが、中長期的には、顧客企業側も、競争力の維持・向上のために、内製化に大きく舵を切らざるを得なくなると考えられる。

(https://www.meti.go.jp/shingikai/mono_info_service/digital_transformation/pdf/20180907_01.pdf)

3) ブレインパッドの中長期のアプローチ

IT 業界側の企業支援のあり方自体の見直しが必要

デジタルとデータを顧客企業の競争力の強化に活かすためには、IT 業界側の企業支援の在り方自体を根本的に見直す必要がある、というのが同社の考えである。

上述の通り、業界の拡大ペースは、IT 人材の供給量で決まる。すなわち、データ/AI 活用の領域では、活用されるデータ量の増加に対応するためには、データ/AI 活用ができる人を増やすことが必要不可欠である。一方、日本の IT 業界では、IT 人材の不足感が慢性化し、限られた人材を各社で取り合っている状況にある。

「内製化支援」モデル

こうした状況に対し、同社では、顧客企業側にデータ/AI 活用人材を増やすことによる過剰な外部依存からの脱却を価値とした「内製化支援」のモデルにより、顧客企業の競争力向上と業界全体の成長を両立させていく戦略を採ることにした。

「魚を食べたい人」に何を提供するか

ここで、たとえ話として、「魚を食べたい人」を考えてみたい。

魚を食べたい人を満足させるためには、「魚そのもの」を提供する方法と、「魚の釣り方」を提供する方法が考えられる。

「魚そのもの」を提供する場合、食べたい時に食べただけ提供することになる。魚を釣ってくるのは提供側、魚を釣るための道具や設備を用意するのも、魚を得るための費用や手間をかけるのも、提供側である。

一方、「魚の釣り方」を提供する場合、魚を食べなければ、魚を釣るために、釣る人や釣り道具を取り揃える必要がある。釣り方も習得しなくてはならない。「魚の釣り方」は、一度習えば終わりということにはならない。釣りたい魚や釣りを行う状況が変わるたびに、繰り返し経験し、模索しながら習得していかねばならない。

ブレインパッド | 3655 (東証プライム)

ここで言う「魚を食べたい人」とは、顧客企業のことである。そして、「魚そのもの」を提供するのは従来の IT 企業、「魚の釣り方」を提供するのは今後の同社である。なお、同社が顧客企業に適した「魚の釣り方」を提供できると言えるのは、「業界で最大規模の人数を誇るデータサイエンティスト組織」と「データ/AI 活用の経験の蓄積」という模倣困難性を 20 年間かけて自ら構築してきたという歴史の裏打ちがあるためである。

「魚の釣り方」を提供される顧客企業のメリット

顧客企業にとって、「魚の釣り方」を提供されても、すぐには魚にはありつけない（成果が出ない）かもしれない。しかし、「魚そのもの」が提供される場合に比べて、顧客企業側には人やツール、ノウハウが蓄積されていく。

同社は、顧客企業側の蓄積の過程に伴走していくことになる。「魚の釣り方」を伝えることもあれば、「魚を釣るための道具」を提供することもある。現場で一緒に「魚を釣る」ことで、行動変容を促すこともある。そして、上の例にもあげたように、「魚の釣り方」は、顧客企業に一度伝えれば終わりということにはならず、釣りたい魚の種類や量が常に変わっていくことに対応する形で、同社とは長期的な関係を構築することになる。

「内製化支援」モデルの本格化は労働集約的なビジネスモデルから脱却による収益性改善の機会

この「内製化支援」モデルが本格化していくと、人的リソースを増やすのは顧客企業側になる。それにより、さほど技術難易度が高くない労働集約型の分析サービスは需要の減少により淘汰され、より高度な専門性と、顧客企業の人材を支えるソフトウェアを提供できる企業が優位になる。これは、これまでの IT 業界が創り上げてきた労働集約型の事業モデルを覆す新しい形であり、慢性化した IT 人材不足の環境下においては理にかなった戦略である。

こうして、業界随一の専門家集団である同社は、量的拡大を目的とする人的リソースの獲得競争とは異なる形で、顧客企業におけるデータ/AI 活用の成果の最大化を追求することができるようになる。これは、事業規模の拡大のためには増員をしなくてはならないという、人材獲得がボトルネックとなる労働集約的なビジネスモデルから脱却できる可能性があることを示している。

日本企業に蔓延する高い外部依存からの脱却には技術と人材のサプライチェーンの再構築が必要

また、データ/AI 活用の局面の要所に収益ポイントを設けることができ、かつ、収益を得られる期間が長期間にわたることになるため、顧客企業から得られるトータルの収益が従来よりも多くなる可能性が高く、同社の事業規模の拡大と収益性の改善に貢献する。

「魚の釣り方」を提供するという事は、データ/AI 活用にまつわる技術や人材を、顧客企業側で実用可能な形にして提供することを意味する。提供するものが変われば、サプライチェーンも変わる。同社は、データ/AI 活用に必要な技術と人材のサプライチェーンの再構築を進めていくことを方針として掲げており、経済産業省の「DX レポート」を端緒に指摘されてきた、旧来型の IT 企業によってもたらされた、顧客企業側の高い外部依存からの脱却を支えている。

サプライチェーンの再構築の先に目指す姿は「日本一の人材輩出企業」

顧客企業側に人材を増やしていくことがポイントであるため、「内製化支援」モデル及びサプライチェーン再構築の先にある姿として、同社は、データ/AI 活用を理解し、データ/AI 活用に適した組織改革まで実行できる経営人材を世の中に輩出していく「日本一の人材輩出企業」になることを目指している。同社に関わった、または同社を通じてデータ/AI 活用の領域に関係する人が、同社はもちろん、顧客企業側にも、業界にも広く活躍するのが、同社が描く将来像である。

「人材輩出企業」になる片鱗は人材育成サービス

「人材輩出企業」になるための有力なリソースのひとつは、データ活用人材育成サービスである。2013 年開始で既に 10 年超の実績があり、2024 年には、企業研修と公開講座の合計受講者が累計で 8 万人を超過した。既に実績がある人材育成サービスがあることも、「内製化支援」モデルの支えになり、「人材輩出企業」になる可能性を高める要因となる。

他の業界の例から言えば「人材輩出企業」は業界の成長の恩恵を受けやすい

なお、IT 業界における IBM、情報産業におけるリクルート（6098 東証プライム）、コンサルティング業界におけるマッキンゼーやアクセンチュア、エレクトロニクス業界におけるソニーグループ（6758 東証プライム）、インターネット業界におけるサイバーエージェント（4751 東証プライム）等の例から言っても、人材を多く輩出する企業こそが、業界の成長の恩恵を中長期にわたって受ける企業になる可能性が高いことは、容易に想像できよう。

前中期経営計画期間の振り返り

4) 中期経営計画

同社は、2023年5月に、26/6期を最終年度とする3カ年の中期経営計画を公表した。この中期経営計画に先立ち、前中期経営計画（20/6期～23/6期）を振り返った。データ/AI活用のパイオニアとしての地位を確立してDX及びデータ/AI活用の需要を取り込めたものの、以下の課題が表出したと総括した。

- ① 急激な組織拡大と、新型コロナウイルス禍であっても積極的な人材採用を継続したため、コスト構造が重くなった
- ② DX投資にまつわる市場環境やニーズの変化で競争が激化したとともに、同社のサービスの進捗が遅れた
- ③ 新型コロナウイルス禍という状況で短期的な収益改善を優先し、中長期的な視野に立った投資が限られてしまった

前中期経営計画で表出したこれらの課題を踏まえ、同社では、24/6期～26/6期の中期経営計画期間を構造改革期として、27/6期～30/6期の再成長期に向けた準備期間と位置付けている。

図表 14. 中期経営計画（億円）

財務項目	23/6 (実績)	24/6 (実績)	25/6 (会社計画)	26/6 (中期計画)	30/6 (長期目標)
売上高	97.9	105.6	118～120	140～150	280～300
営業利益	6.8	13.4	14.0～15.0	—	—
EBITDA マージン	11.0%	16.7%	15.1% ～15.6%	16.0%超	17.0%超
ROE	10.6%	17.4%	—	20.0%	20.0%

出所： 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

そして、24/6期～26/6期の構造改革期においては、以下の成長戦略を進めていくとしている。

- ① 高利益体質への構造転換と、そのためのLTV（顧客の生涯価値）重視のマネジメントへの移行。具体的には、SaaSビジネスの利益率向上、有償稼働率の向上、営業・マーケティング投資の選択と集中を行っていく
- ② 提供価値とサービス体制の再構築
- ③ 産業ポートフォリオの見直し。現在の小売・消費者向けサービス業界偏重の状況からの脱却に向けて、製造・流通業界や金融業界を拡大させていく
- ④ サービス・ポートフォリオの拡大。教育サービスや人材サービスの拡充、及び海外市場へのチャレンジを進めていく

構造改革期の4つの成長戦略

7. 同業他社との比較

データ/AI活用を標榜する企業は存在するものの、独立系で、かつデータ/AI活用に特化している企業は他には見当たらない。以前、ALBERTという上場企業があったものの、アクセンチュアに買収された。

ブレインパッド | 3655 (東証プライム)

データ分析や AI を通じて 企業の経営課題の解決を 行う上場企業と比較

そこで、データ分析や AI を通じて企業の経営課題に対する解決策を提供する事業を展開している以下の上場企業 4 社を比較対象とした。

- ・ TDSE (7046 東証グロース) : AI 技術によるデータ解析で経営診断サービスを提供
- ・ データセクション (3905 東証グロース) : AI を活用したグローバルでの小売店販促支援
- ・ Laboro.AI (5586 東証グロース) : 顧客企業の成長戦略や事業課題に対応する AI 導入・事業変革のコンサルティングと、オーダーメイドの AI 開発を行うカスタム AI サービスを提供
- ・ エクサウィザーズ (4259 東証グロース) : AI・DX 導入支援でコンサルから実装、運営まで実施

ROE は他社より高い

収益性に関しては、同社の売上高営業利益率は 24/6 期実績で 12.8%となり、Laboro.AI に次ぐ高さとなっている。加えて、ROE は 17.4%と他社より高い。これは利益率が高いことに加え、財務レバレッジが他の営業黒字企業より高めであることと、効率性が高いことが要因である。

同社のベータは、週次 5 年間で 1.27 (週次 2 年間で 1.25) である。リスクフリーレートを 0.6%、株式市場の超過リターンを 6%と置くと、株式資本コストは 8.2%となり、ROE の超過リターンは 9.2%と計算される。

直近の安全性指標は前期 末より改善

24/6 期末の同社の安全性指標は、自己資本比率 76.3%である。23/6 期末の自己資本比率 75.1%と比較して 1.2%ポイント改善している。24/6 期になって、中期経営計画の方針に沿って、収益性改善の施策を展開している効果が出てきている。同社の安全性に関しては特段の問題はなく、コントロールされていると判断できる。

図表 15. 同業他社との収益性比較

企業名	コード	決算期	売上高 (百万円)	売上高 成長率 (%)	営業利益 (百万円)	営業利益 成長率 (%)	売上高 営業利益率 (%)	ROE (%)	ROIC (%)	自己資本 比率 (%)
ブレインパッド	3655	24/6	10,561	13.2	1,349	2.6	12.8	17.4	16.6	76.3
TDSE	7046	24/3	2,521	13.3	272	6.9	10.8	10.1	9.9	85.0
データセクション	3905	24/3	2,229	15.4	-216	-	-9.7	-	-	51.6
Laboro.AI	5586	23/9	1,369	-	206	-	15.0	8.2	8.7	90.2
エクサウィザーズ	4259	24/3	8,384	-	-305	-	-3.6	-	-	49.7

注：成長率は過去 5 期の平均。Laboro.AI とエクサウィザーズは 5 期前がないため適用なし

注：当期赤字の企業は ROE 及び ROIC の適用なし

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

8. 株価動向とバリュエーション

同社のこれまでの株価推移をみるために、データ分析や AI を通じて企業の経営課題の解決を行う上場企業と TOPIX (東証株価指数) の株価推移を指数で表した。今回の比較対象は上場歴が浅い企業が多いため、図表 16 では 2019 年末の株価を 100 とした時の、図表 17 では 2022 年末の株価を 100 とした時の推移を示している。

2020 年以降の株価は TOPIX に劣後して推移

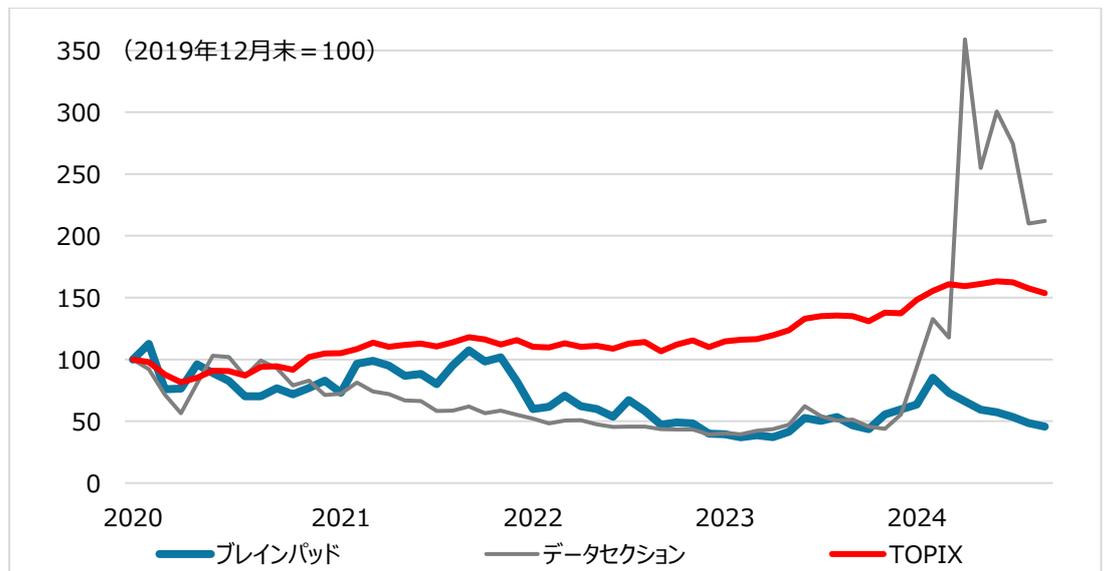
2020 年以降の株価推移を示した図表 16 によると、新型コロナ禍が始まった 2020 年は株式市場全体が下落したが、2020 年後半より回復に向かうと、TOPIX は 2023 年後半から上昇が加速していった。一方、同社の株価は、軒並み TOPIX に劣後して推移し、特に 2023 年前半は、低調な 23/6 期業績を反映して下落に拍車がかかった。2023 年後半から 2024 年にかけては業績回復の期待から戻りを試す局面もあったが、24/6 期において売上高が期初計画に届かないという見方が広まると、株価は下落傾向に転じ、TOPIX との差が拡大した。

業績期待による株価の変動は大きい

2023 年以降の株価推移を示した図表 17 で詳細を見ても、23/6 期の減益が見込まれていた 2023 年前半は、同社の株価は TOPIX に劣後していた。その後、業績回復期待から相対株価で見て TOPIX を上回った時期もあったが、24/6 期の売上高が伸び悩むと、2024 年 5 月から再度 TOPIX を下回って推移するようになった。

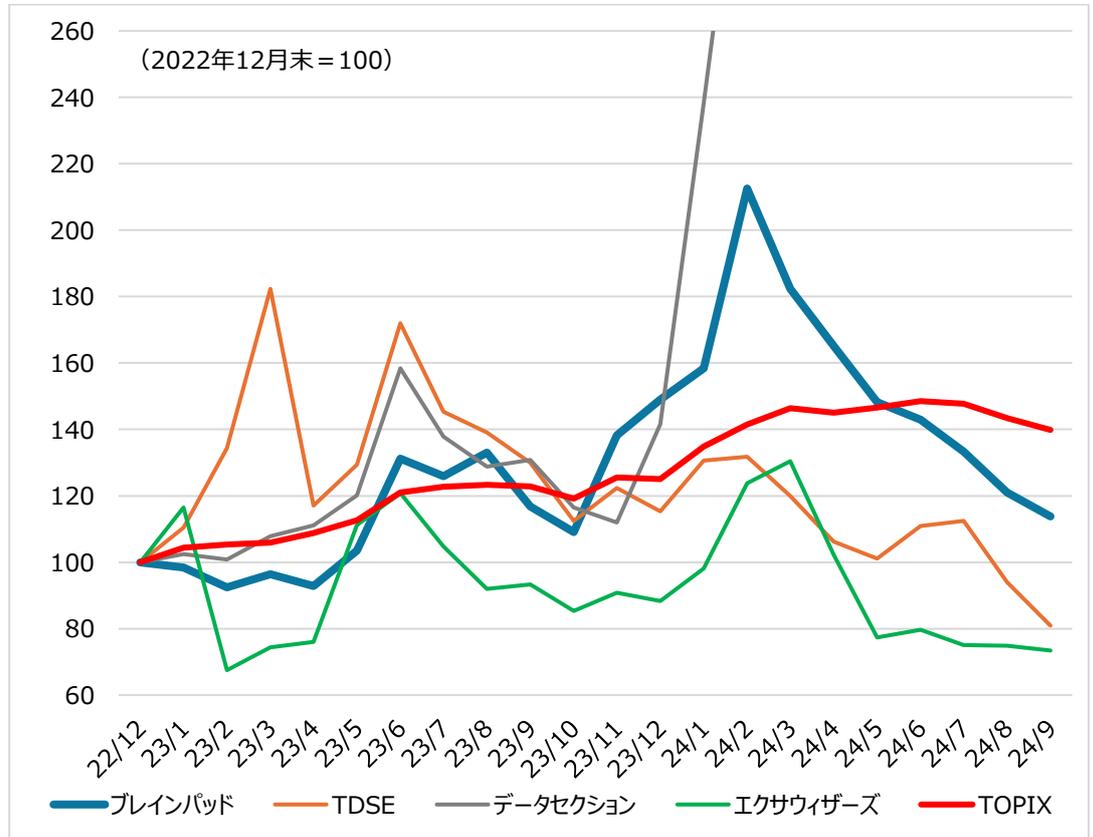
なお、2024 年になって比較対象企業のひとつであるデータセクションの株価が急騰しているのは、業績不振による経営陣の交代からの 25/3 期の黒字回復期待や、先端 AI データイノベーションの設立による収益拡大期待が高まったことによるもので、個別要因によるところが大きい。

図表 16. データ分析や AI を通じて企業の経営課題の解決を行う上場企業の株価推移 (2020 年以降)



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 17. データ分析や AI を通じて企業の経営課題の解決を行う上場企業の株価推移
(2023 年以降)



注：データセクションは 300 を超過して図表におさまりきれないため、2024 年 2 月以降は省略

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

5 年前と比べバリュエーション面の割高感は解消しつつある

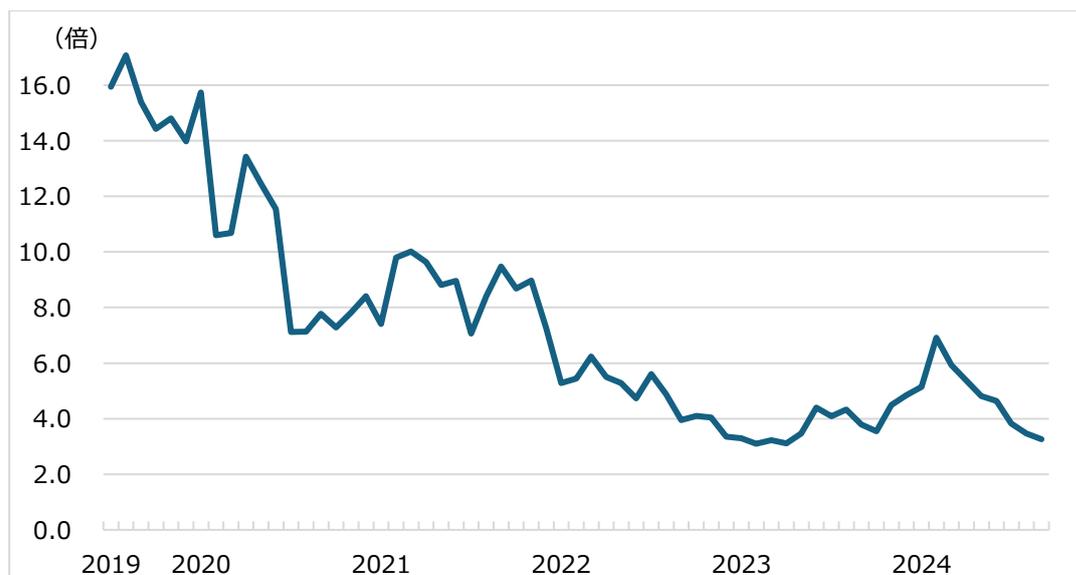
バリュエーション面では、2021 年頃まで PER、PBR とも高い水準にあったが、2022 年以降の株価下落局面で PER、PBR とも低下し、割高感は解消されつつある。そのため、PER、PBR ともに同社より低いのは TDSE くらいとなっている。

図表 18. PER の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 19. PBR の推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 20. 同業他社とのバリュエーション比較

企業名	コード	決算期	株価 (10/30)	時価総額 (百万円)	PER	PBR	配当利回り	ROE
					会社予想 (倍)	直近実績 (倍)	会社予想 (%)	直近実績 (%)
ブレインパッド	3655	24/6	815	17,453	19.3	3.2	1.0	17.4
TDSE	7046	24/3	1,448	3,006	15.3	1.4	0.7	10.1
データセクション	3905	24/3	1,181	20,241	96.3	10.6	0.0	-
Laboro.AI	5586	23/9	976	15,486	107.6	6.9	0.0	8.2
エクサウィザーズ	4259	24/3	336	27,622	-	5.6	0.0	-

注：直近決算期が赤字の企業は ROE の適用なし

エクサウィザーズの会社予想は売上高及び営業利益のみで、当期純利益や EPS の予想はない。そのため会社予想ベースの PER は算出できず

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

業績が株価に反映されやすい相場環境へ。バリュエーション面での割高感は過去5年で解消されつつある

2024 年前半の日本の株式市場は、2024 年 3 月に日経平均株価が 40,000 円をつけたことに代表されるように、円安の進行等を背景に、外国人買いが主導する大型株中心の流動株相場により上昇してきた。4 月以降は、TOPIX 等の全体の指数の上昇が止まり、一時期 1 ドル 160 円をつけた為替レートは 1 ドル 140 円台まで調整した後、1 ドル 150 円台前半で推移している。このように、全体要因主導での株価上昇局面がいったん終わり、業績やコーポレートアクションといった個別要因に反応しやすくなっている状況にあると考えられる。

一方、同社の現在のバリュエーションは PER で 19.3 倍、PBR で 3.2 倍と、新型コロナ禍が始まる直前の 2019 年末頃に比べて、割高感は解消されつつあり、この水準からのバリュエーションの更なる低下は限定的であると考えられる。

「内製化支援」や「人材輩出企業」のキーワードは株価の評価基準を変える可能性がある

業績面では、中期経営計画最終年度の 26/6 期の売上高 140~150 億円、EBITDA 比率 16.0% 超を目安に進捗を見ていくことになる。24/6 期は売上高こそ期初計画未達となったが、利益率の改善は想定以上に進んだ。この状況を受け、25/6 期は利益率の改善よりも売上拡大を優先する内容となっており、計画通りに売上高を増やせるかどうか焦点となる。

短期的な業績動向や、中期経営計画における定量的な目標以上に大切なことは、同社が、顧客企業への支援のあり方を変えようとしていることにある。すなわち、業界全体の課題認識に基づき、顧客企業に単なる「データ/AI 活用の成果」ではなく、「顧客企業内に構築されるデータ/AI 活用の体制の提供 = 内製化の支援」に舵を切り、行き着く先として、データ/AI 活用人材に関する「日本一の人材輩出企業になる」ことを明確な目標にしていることに注目しておくべきと考える。

これらの施策や目標は、同社が IT 業界のサービス提供のあり方を変える可能性を秘めていることを示唆している。内製化を支援するサービスが本格化していくことや、中長期的に同社の収益拡大につながるこの確からしさが高まれば、株価の評価基準が変わる可能性がある。また、「人材輩出企業」となることで、業界全体の成長の恩恵を受けるポジションにあるという認知が高まって、同社に対する見方が変わることも想定される。

こうした認知が浸透する局面では、バリュエーションの上昇を通じて、同社の事業及びビジネスモデルの優位性が株価に反映されていくと考えられる。

配当性向は 17.7%~18.8%の見通し

同社は、25/6 期の 1 株当たり予想配当金を前期と同じ 8.0 円（期末のみ）で計画している。配当性向は 24/6 期では 18.9%であったが、25/6 期は 17.7%~18.8%の想定となっている。

9. リスク要因

現時点では事業遂行や業績の面で注視すべき大きなリスクはないとみられるが、リスクを挙げるとすれば、以下の 3 点が指摘できよう。

一つ目は、短期的な業績動向である。特に 25/6 期は売上高の増加を重視した内容になっており、売上高の進捗が弱いと見られた場合など、株価が反応する可能性がある。

二つ目は、今も小売等の BtoC 業態の顧客企業が多く、これらの業界の外部環境の変化の影響を受けやすいことである。同社としては、顧客企業の業種の多様化を進めているが、小売等への依存度の高さはすぐには解消されるものではないと考えられる。

三つ目は、人材に関するものである。データサイエンティストを始めとする日本におけるデータ/AI 活用人材の不足感は慢性化しているため、予定している採用ができない場合、または予期せぬ退職が増加した場合は、中期経営計画で予定している施策の進捗が遅れる可能性がある。

10. ESG の取り組み

コーポレート・ガバナンス体制

同社は、連結子会社 TimeTechnologies、関連会社電通クロスブレインを有する。共同創業者の高橋隆史取締役会長は、資産管理会社分を含め 12.18%の株式を、共同創業者の佐藤清之輔取締役（前会長）は 7.86%の株式をそれぞれ保有する。また、社内取締役が合計約 21%の株式を保有する（いずれも 2024 年 6 月末現在）。

組織形態は、監査等委員会設置会社である。取締役 8 名のうち、5 名が独立社外取締役（構成比 62.5%）である（2024 年 9 月末時点）。取締役 8 名のうち、女性取締役 1 名（構成比 12.5%）である。

東証のコーポレートガバナンス・コードのうち、実施していないのは、原則 3-1 (iv) 「取締役会が経営陣幹部の選解任と取締役・監査役候補の指名を行うに当たっての方針と手続」である。取締役の解任の方針・手続については、現時点では明確に定めていないため、指名報酬委員会の重要検討課題と認識し、対応していくという。

同様に、CEO の後継者計画を求める補充原則 4-1③、CEO の選解任に関する補充原則 4-3②を実施していない。これまで、共同創業者でもある前・代表取締役 2 名を中心に、後継者が検討されてきたが、今後は、関口社長が率いる体制のもとで、後継者計画、選解任が指名報酬委員会で議論されていく見込みである。

補充原則 4-2①では、経営陣の健全なインセンティブ報酬制度の設計を求めている。同社の経営陣の報酬は、現金報酬と譲渡制限付株式報酬により構成されていたが、25/6 期からは業績に連動する役員賞与及び事後交付型業績連動型株式報酬を導入した。

原則 4-11 で、取締役会の多様性が求められるが、外国人取締役は選任されていないため、国際性の面を含む多様な取締役会構成を今後の課題と認識し、検討を進めていく。

サステナビリティの取り組み

同社は、ESG のうち、当面、S（社会）と G（ガバナンス）に力点を置く。特に、S は、企業価値を創造していくうえで最上無二の資産である「人材」への投資、つまり、人的資本の投資が最も重要な取り組みであると認識している。

サステナビリティ体制は、取締役会の諮問機関として、任意の委員会であるサステナビリティ委員会を設置している。サステナビリティ経営、サステナビリティ投資を適切に実行するために必要な方向性（マテリアリティ）と具体策、およびその実行状況に関する評価を行う。取締役会長が議長を務め、サステナビリティに知見のある社外取締役も委員として参画する。定期的に取り締りに活動内容が報告される。

コーポレートガバナンス・コード 3-1③では、プライム市場上場企業に対し、「気候変動に係るリスク及び収益機会が自社の事業活動や収益等に与える影響について、必要なデータの収集と分析を行い、国際的に確立された開示の枠組みである TCFD またはそれと同等の枠組みに基づく開示の質と量の充実を進めるべきである」とする。

気候変動に関連して、2024 年 6 月期の有価証券報告書では、気候変動に関する言及はない。気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）またはそれと同等の枠組みに基づいた開示もなされていない。なお、同社のウェブサイトの IR 情報の中に、サステナビリティの項目があり、環境関連では、温室効果ガス排出量、電気使用量、期末従業員数、一人あたり排出量のデータが開示されている

（ <https://www.brainpad.co.jp/ir/sustainability.html> ）。

日本取引所グループによると、2023年4月1日から2023年10月31日までに有価証券報告書を提出したプライム市場上場企業（1,088社）のうち、TCFD提言に沿った開示のない企業は、16社にすぎない。今後の対応が待たれるところである。

ブレインパッドの人的資本

同社の女性管理職比率は6.9%、男性育児休業取得率は81.3%、男女賃金格差は81.3%（正規雇用労働者82.0%、有期雇用労働者パートタイマー121.1%）である。同一役職における同一等級では、男女賃金格差はないという。女性従業員比率20.5%に対し、女性管理職比率6.9%であるため、男女賃金格差が生じている。

公益財団法人日本生産性本部の調査によると、2024年3月末決算の東証プライム上場企業1,130社の女性管理職比率は8.5%、男性育児休業取得率は61.5%、男女賃金格差は71.4%であった¹。同社が属する情報・通信業に限ると、男性育児休業取得率は63.6%、女性管理職比率は12.5%、男女賃金格差は全セクターで最も小さい76.4%であった。

同社の男女賃金格差は、東証プライム上場企業の平均よりも10%ポイント程度小さい。情報・通信業に限っても5%ポイント程度小さい。女性管理職比率は、東証プライム上場企業平均、セクター平均を下回っている。

26/6期に向けた目標として、女性管理職比率10%以上、男性育児休業取得率100%を掲げる。男女賃金格差は、女性管理職比率の向上を推進することで、差異縮小を目指す。

図表 21. 人的資本に関する指標と目標（実績は単体）

指標	24/6期（実績）	26/6期目標（連結）
①管理職に占める女性労働者の割合	6.9%	10%以上
②正規労働者の男女の賃金の差異	82.0%	上記①を推進することで差異を縮小する
③男性労働者の育児休業取得率	81.3%	100%

出所：会社資料

サステナビリティの取り組み

中期経営計画（24/6期～26/6期）によると、高度な人材が同社の変わらない競争力の源泉であり、「日本一の人材輩出企業」として、これまで以上に人材の育成や高い成果を発揮できる環境の整備を積極的に展開する。「データ・テクノロジーとビジネスの融合」が価値創造や差別化の源泉となる組織と人材開発を推進していく。

理系人材から経営人材を生み出すため、技術とビジネスのハイブリッド人材を養成し、産業のデジタル化に貢献する。具体的には、人材マネジメントの再構築、複線型の多様なキャリア設計、次世代経営人材育成プログラムの立ち上げ、デジタル・ネイティブ世代の積極登用を挙げる。

今後、中期経営計画と新人事戦略をつなぎ込み、経営戦略と連動した人材戦略、独自指標、その目標を設定していく予定である。

¹ 公益財団法人日本生産性本部「2024年3月末決算企業の有価証券報告書「人的資本開示」状況（速報版）」（2024年8月1日）

図表 22. 連結損益計算書

(百万円)	18/6	19/6	20/6	21/6	22/6	23/6	24/6	25/6CoE
売上高	4,332	5,677	6,621	7,101	8,561	9,798	10,561	11,800 ~12,000
売上原価	2,318	2,855	3,605	3,922	4,680	5,867	5,857	
売上総利益	2,014	2,822	3,017	3,179	3,881	3,931	4,704	
売上総利益率	46.5%	49.7%	45.6%	44.8%	45.3%	40.1%	44.5%	
販売管理費	1,429	1,637	1,956	2,328	2,736	3,250	3,355	
営業利益	585	1,185	1,061	851	1,145	681	1,349	1,400 ~1,500
売上高営業利益率	13.5%	20.9%	16.0%	12.0%	13.4%	7.0%	12.8%	11.9% ~12.5%
営業外収益	13	30	23	45	42	88	57	
営業外費用	1	1	6	13	20	17	48	
経常利益	596	1,214	1,079	884	1,167	752	1,358	1,400 ~1,500
売上高経常利益率	13.8%	21.4%	16.3%	12.4%	13.6%	7.7%	12.9%	11.9% ~12.5%
特別利益	1	0	98	0	1	41	55	
特別損失	0	14	0	26	109	8	20	
税前利益	597	1,200	1,176	857	1,058	786	1,393	
法人税・住民税・事業税	190	319	319	256	255	271	484	
法人税等調整額	245	365	303	312	231	314	481	
法人税等合計	-54	-45	15	-56	24	-43	2	
(法人税率)	-9.0%	-3.8%	1.3%	-6.5%	2.3%	-5.5%	0.1%	
親会社株主に帰属する当期純利益	407	881	858	601	803	515	909	910 ~970
売上高当期純利益率	9.4%	15.5%	13.0%	8.5%	9.4%	5.3%	8.6%	7.6% ~8.1%
EPS (円)	20.06	43.43	40.15	27.00	36.53	23.72	42.25	40.81 ~43.50
有形・無形固定資産投資	151	169	228	237	519	161	99	
減価償却費・のれん償却額	184	191	208	234	399	413	413	
キャッシュ・フロー	610	1,065	1,049	809	1,037	914	1,322	
CFPS (円)	30.1	52.5	47.5	36.3	46.5	41.0	59.3	
ROE	25.4%	39.2%	25.5%	13.8%	16.9%	10.6%	17.4%	
ROIC (投下資本)	24.3%	38.5%	22.1%	13.7%	-	-	16.6%	
ROIC (事業資産)	45.5%	82.7%	64.6%	46.1%	-	-	31.6%	
配当金 (円)	-	-	-	-	-	8.00	8.00	8.00
期中平均株式数 (百万株)	6.0	6.0	7.0	7.0	21.0	21.0	21.0	
期末株式数 (百万株)	6.7	6.7	7.3	7.4	22.3	22.3	22.3	

注：22/6 期は単体業績のみの開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 23. 連結貸借対照表

(百万円)	18/6	19/6	20/6	21/6	22/6	23/6	24/6
流動資産	2,161	3,232	4,109	4,938	4,438	4,141	5,040
現金及び預金	1,267	2,077	2,985	3,431	2,908	2,507	3,355
売上債権	698	885	867	1,033	953	1,286	1,239
棚卸資産	28	65	25	39	92	29	15
その他	120	190	228	222	274	319	425
固定資産	531	636	875	841	1,711	2,375	2,218
有形固定資産	95	83	134	87	608	535	476
無形固定資産	233	203	237	296	254	1,019	768
投資その他の資産	203	350	505	457	849	820	973
投資有価証券	11	16	75	203	352	279	443
繰延税金資産	88	173	157	213	188	221	197
その他	104	161	273	41	309	320	333
総資産	2,692	3,868	4,984	5,779	6,149	6,516	7,258
流動負債	827	1,111	873	1,104	1,151	1,382	1,506
買入債務	28	83	93	98	118	131	116
未払金・未払費用	193	209	236	246	451	398	549
有利子負債	-	-	-	-	-	-	-
短期借入金	-	-	-	-	-	-	-
1年内返済予定の長期借入金	-	-	-	-	-	-	-
繰延税金負債	167	228	216	182	0	0	0
その他	439	591	328	578	582	853	841
固定負債	56	67	82	0	149	239	217
有利子負債	-	-	-	-	-	-	-
長期借入金	-	-	-	-	-	-	-
繰延税金負債	-	-	-	-	-	90	69
その他	56	67	82	0	149	149	148
純資産	1,808	2,689	4,029	4,674	4,848	4,896	5,535
株主資本	1,808	2,689	4,029	4,674	4,848	4,896	5,535
資本金・剰余金	642	642	1,127	1,173	1,177	1,173	1,173
利益剰余金	1,162	2,043	2,901	3,502	4,314	4,801	5,487
自己株式	-	-	-	-	-656	-1,079	-1,128
その他包括利益累計額	-	-	-	-	13	1	3
新株予約権	5	4	1	-	-	-	-
非支配株主持分	-	-	-	-	-	-	-
総負債	2,692	3,868	4,984	5,779	6,149	6,516	7,258
有利子負債	-	-	-	-	-	-	-
自己資本比率	67.0%	69.4%	80.8%	80.9%	78.8%	75.1%	76.3%
D/E レシオ	0.49	0.44	0.24	0.24	0.27	0.33	0.31

注：22/6 期は単体業績のみの開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 24. 連結キャッシュ・フロー計算書

(百万円)	18/6	19/6	20/6	21/6	22/6	23/6	24/6
営業活動によるキャッシュ・フロー							
税引前利益	597	1,200	1,176	857	1,058	786	1,393
減価償却費	203	184	191	208	234	399	413
運転資本	-284	-163	65	-176	55	-197	44
その他	245	-183	-671	-109	-222	-98	-312
合計	761	1,038	761	780	1,125	890	1,538
投資活動によるキャッシュ・フロー							
有形固定資産の取得及び売却による収支	-42	-40	-95	-29	-408	-105	-55
無形固定資産の取得及び売却による収支	-109	-129	-133	-208	-111	-56	-44
その他	-	-60	-15	-141	-430	-627	-219
合計	-151	-229	-243	-378	-949	-788	-318
財務活動によるキャッシュ・フロー							
短期借入金の純増減額	-	-	-	-	-	-	-
長期借入金の純増減額	-45	-	-	-	-	-	-
株式の発行	-	-	390	44	-	-	-
自己株式の取得による支出	0	-	-	-	-699	-503	-201
配当金の支払額	-	-	-	-	-	-	-171
その他	-	-	0	-	-	0	0
合計	-45	-	389	44	-699	-503	-372
キャッシュに係る換算差額	-	-	-	-	-	-	-
キャッシュ増減額	564	810	908	446	-482	-402	849
キャッシュ期首残高	703	1,267	2,077	2,985	3,390	2,908	2,507
キャッシュ期末残高	1,267	2,077	2,985	3,431	2,908	2,507	3,355

注：22/6 期は単体業績のみの開示

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ(以下、発行者)が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。

本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およ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があります。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。有価証券およ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。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号