



東大金融研究会

株式会社エルテス(3967)



今回のポイント

- 1 ; 売上は堅調に推移してきたが、これに反して利益はなかなかついてこなかった。もう一度、過去の振り返り、今後の展望を機関投資家中心に遡及していく必要がある。この場合、安定収益の積み増し動向、新規顧客数や解約率などを同時に開示すべき。
- 2 ; 過去3年のバランスシート成長率は+2.3%と非常に低い。有望な投資先はあるのか？
- 3 ; 株価の割高感是否めない。
- 4 ; 投資家層を広げる為に開示情報でやや工夫をすべき。（情報量が少ない）
- 5 ; セルサイド・アナリストのカバレッジを増やす為に積極的に働きかける必要がある。（収益の安定化が非常に大切）
- 6 ; より、本質的にはこれまでの不安定な業績イメージを払拭してストック利益が積み上げがしっかり出来てることを投資家に認知してもらう必要がある。



(株) エルテス

株価；1,328円（2021/4/5終値）
時価総額；69.4億円
EV；56.6億円

Valuation

FY20 EBITDA；2.1億円
FY20 EV/EBITDA；33.1x
Net Cash；12.8億円

FY21 EPS；-77.07円
FY21 PER；NA

PBR；4.1x

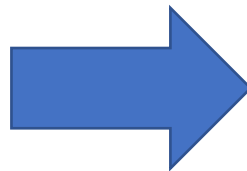
事業概要

事業内容；リスク検知に特化したビッグデータ解析ソリューション

- 1；デジタルリスク事業；主に月額課金のストックビジネス
 - ・リスクモニタリング；365日24時間体制でモニタリングし、リスクを早期検知
 - ・リスクコンサルティング；Webレピュテーションコンサルティング
 - ・内部不正検知；企業PCログなどの解析によって情報漏洩や労務リスクを検知
- 2；AIセキュリティ事業；警備事業とデータインテリジェンスを用いた警備のDX化
- 3；デジタルガバメント関連事業；エストニアのCYBERNETICA社と連携したデータ連携プラットフォーム構築
- 4；投資事業；サービス連携できるプロダクト・ソリューションを有している企業などへの投資

事業計画の考え方、見せ方

- 新たなKPIの設定
- 過去の営業利益の大きな振れをなくすような施策
- 売上向上施策

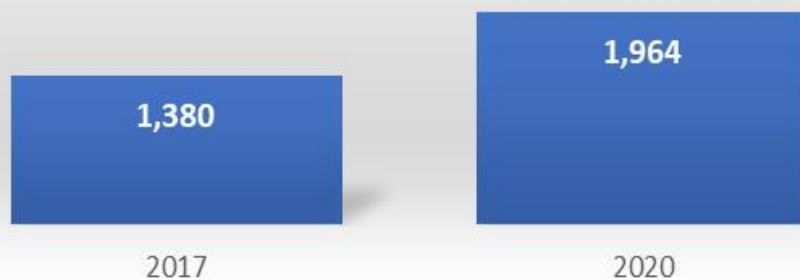


- 新規顧客数、解約率など月額課金型モデルの重要経営指標を開示することが重要。
- 売上と営業利益がリンクしないと株価の割高感はなかなか肯定できない。今後、売上増加がおこれはボトム段階での利益が増えることを明確にできるか。
- ソフトウェアのビジネスは多少の特性の差異はあっても労働集約的。どのように人を獲得していくのか、人事面での施策をみせるべき。大手との提携？

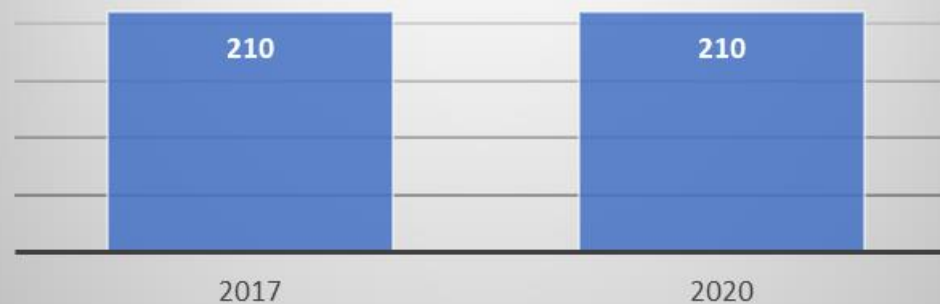
当社の利益成長が物足りない

今期はCovid-19の悪影響を受けて業績が厳しかったのは致し方ないが、少なくとも前期までの過去数年でも売上は比較的順調に成長してきているものの、営業利益は過去3年でフラットと物足りない。EBITDAマージンは2桁確保も同業他社比劣後。

Revenue(百万円)
CAGR14.1%(Organic)

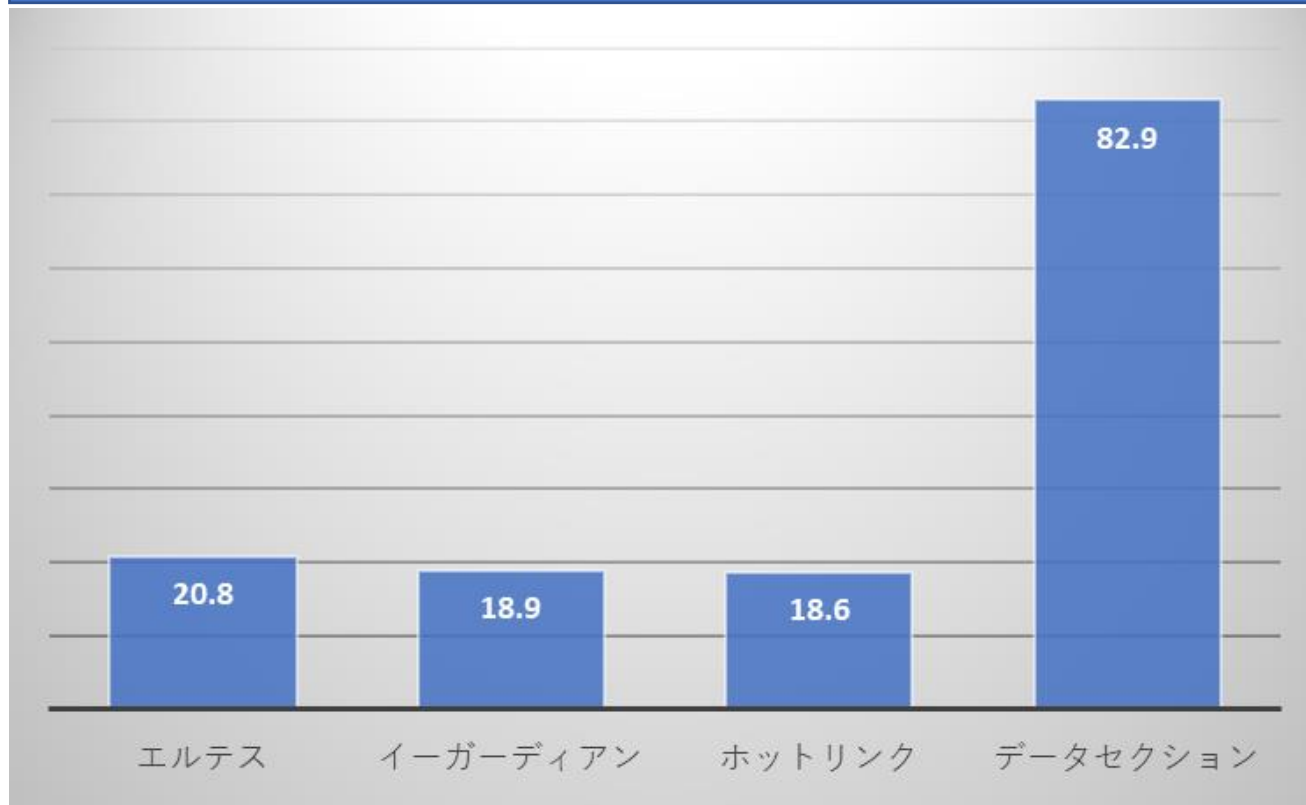


EBITDA (百万円)
EBITDA Margin 11.3%



業界全体でバリュエーションの割高感は否めない

FY20 EV/EBITDAの競合比較



グローバルのカネ余りの状況は続いており、成長率の高い産業もしくは会社への資金流入は続いている。
結果として、当社の競合もしくは類似企業においてもバリュエーションの過熱感は否めない。

収益性が低い成長加速の為の投資が求められる

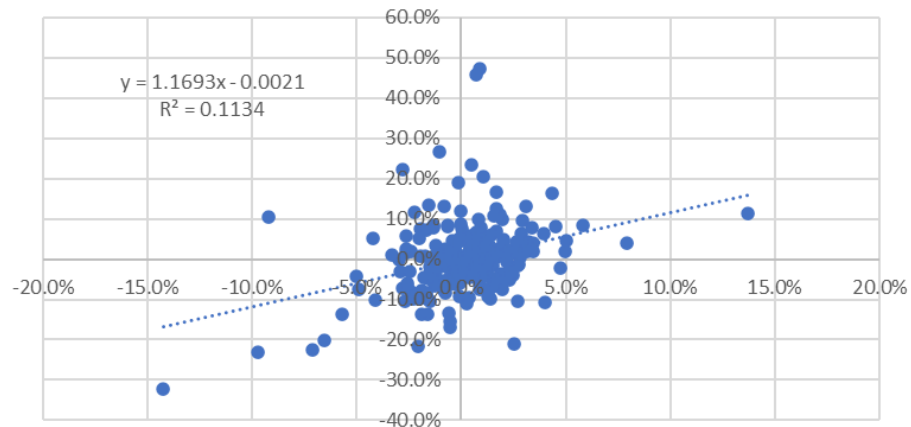
売上高は堅調に推移しているが、ボトムラインでの収益性が非常に弱い。ただし、イーガーディアンを除く競合も利益率、収益性に劣り、全体で見るとこれでも比較的良好。バランスシートは非常に健全で、成長加速の為の投資を加速させる時期か。投資有価証券の比率が高く、利益に対するインパクトが大きい。

	エルテス		イーガーディアン		同業他社（ホットリンク、データセクション）		評価
	前期(20/2)	今期計画	前期	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	58.8%		28.1%		36.0%		非常に高い
営業利益率	9.5%	-17.8%	10.7%	5.4%	0.3%	1.9%	高い
EBITDAマージン	11.3%		12.6%		10.4%		普通
当期純利益率	4.4%	-20.3%	7.6%	4.8%	-0.5%	0.1%	普通
収益性							
ROIC	5.2%		16.4%		-0.1%		普通
WACC	6.5%		6.1%		5.4%		ほぼ同水準
ROE	5.3%		17.3%		0.0%		普通
CAPM	6.7%		6.7%		7.0%		ほぼ同水準
財務安定性							
D/Eレシオ	0.21		0.59		0.70		低い
株主資本比率	80.8%		65.0%		58.2%		高い
自己資本比率	80.8%		65.0%		58.2%		高い
当座比率	449.8%		245.1%		263.0%		高い
流動比率	462.5%		270.7%		274.9%		高い
PBR	4.0		4.9		3.2		普通
投資有価証券比率	11.4%		2.7%		1.8%		高い
10%変動/OP	12.6%		#DIV/0!				

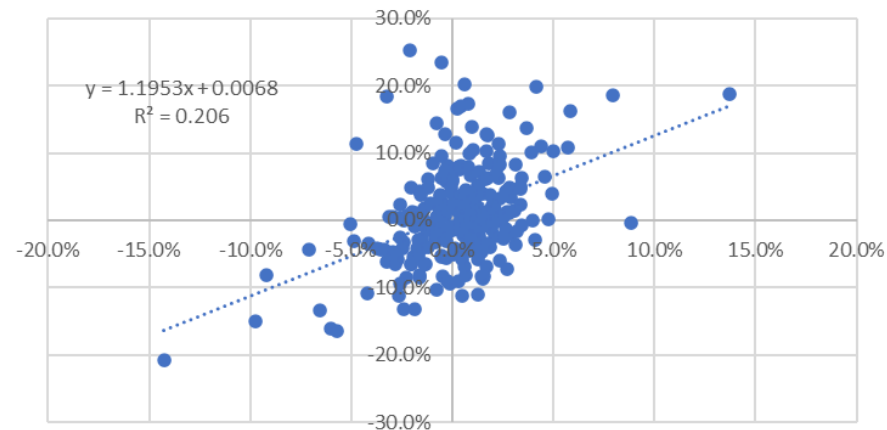
株式βは類似企業と同等

類似事業と比較して過去の株価変動性は同等程度。業績の変動性が高かった割には、株価の変動はそこまで大きくなかったことが挙げられる。

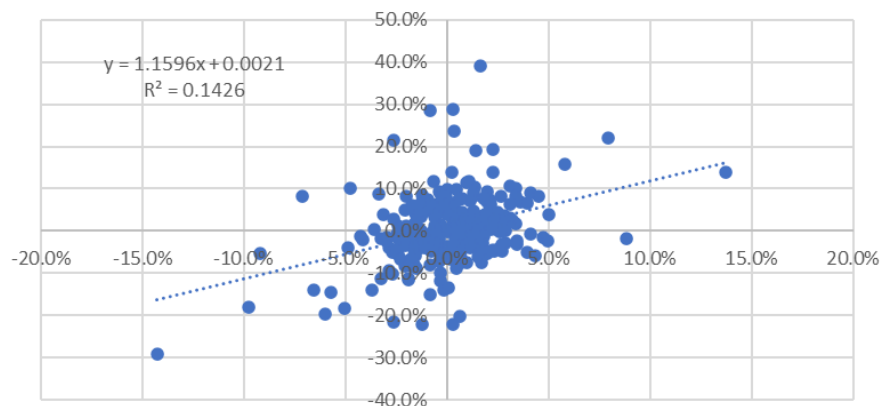
エルテス対Topix



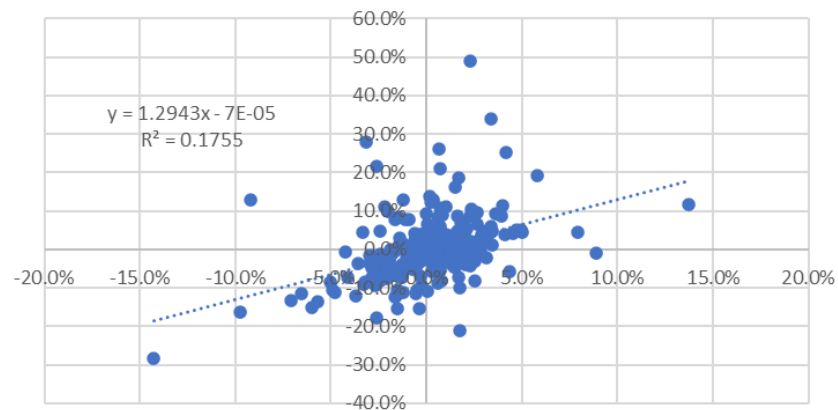
イーガーディアン対Topix



ホットリンク対Topix



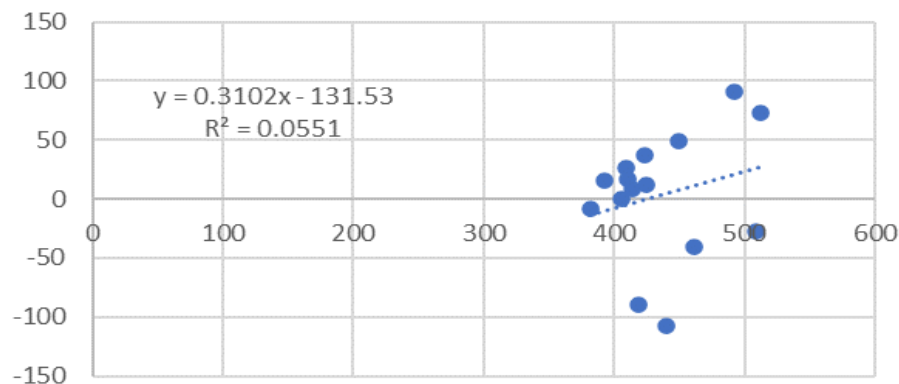
データセクション対Topix



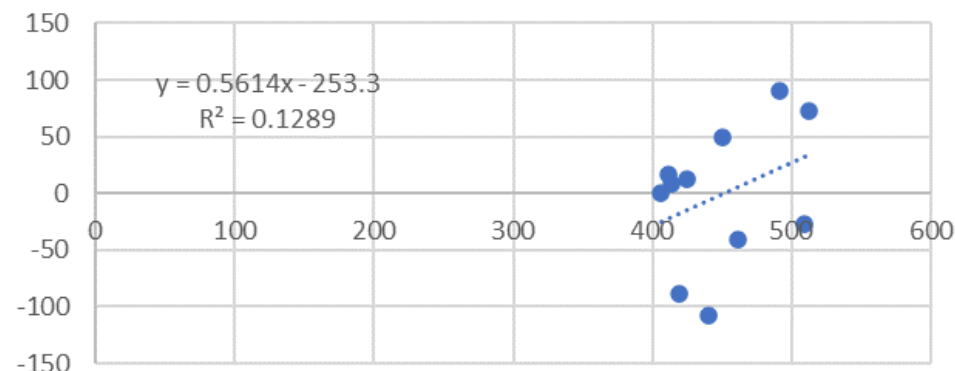
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

マクロベースでの限界利益率は31-56%と高い。とはいえ、決定係数は0.15以下と非常に説明力が低い。19年以降に絞ると限界利益率は56.1%に上昇しており、安定性が高まると中長期的に評価されやすいと思われる。参考程度に、市場での評価が高くバリュエーションが高止まるには0.7-0.9程度の決定係数が必要。

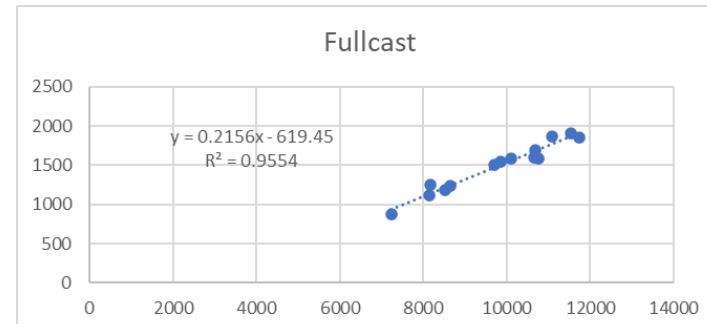
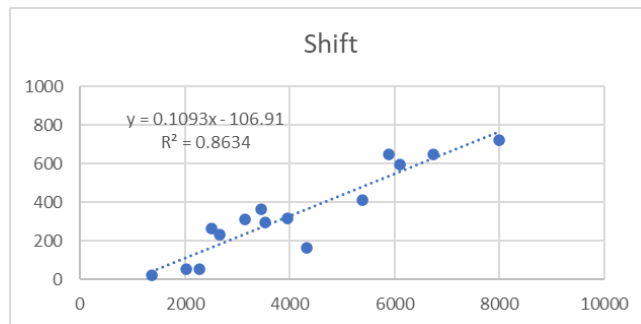
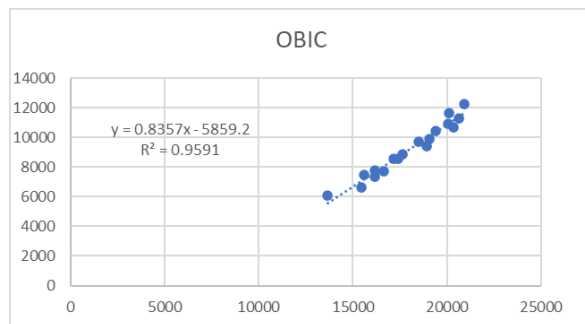
エルテス



エルテス(FY19以降)

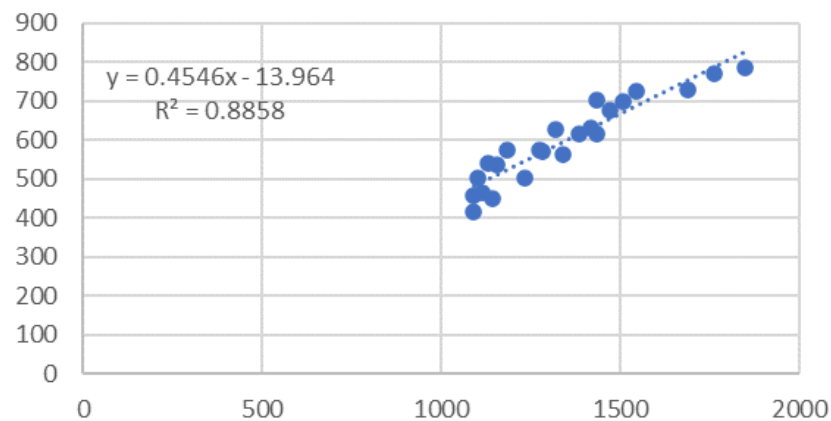


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

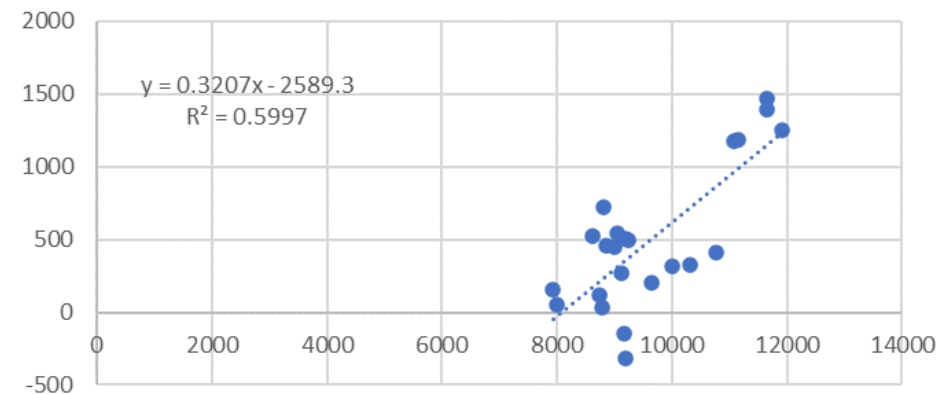


限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

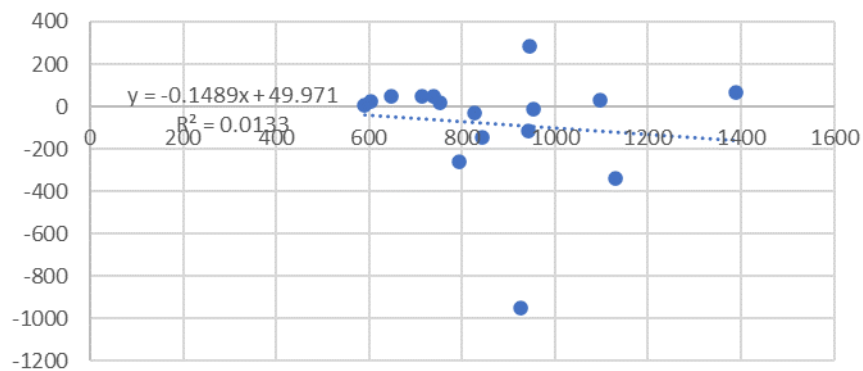
イーギャランティ



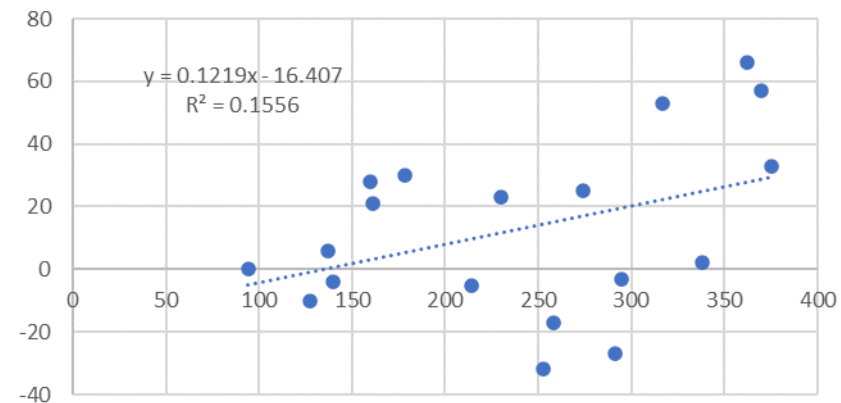
ラック



ホットリンク



データセクション



同業他社比ROEは劣後

利益率が恒常的に低いことに加えて、回転率、レバレッジともに物足りなさが残る。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	#VALUE!	#VALUE!	6.7%	1.7%	-3.5%	4.4%
ROE	#VALUE!	#VALUE!	8.2%	2.0%	-4.0%	5.3%
売上高純利益率	#VALUE!	9.3%	7.5%	2.0%	-3.8%	4.4%
回転率	#VALUE!	#VALUE!	0.89	0.86	0.91	0.95
レバレッジ	#VALUE!	#VALUE!	1.22	1.17	1.14	1.24

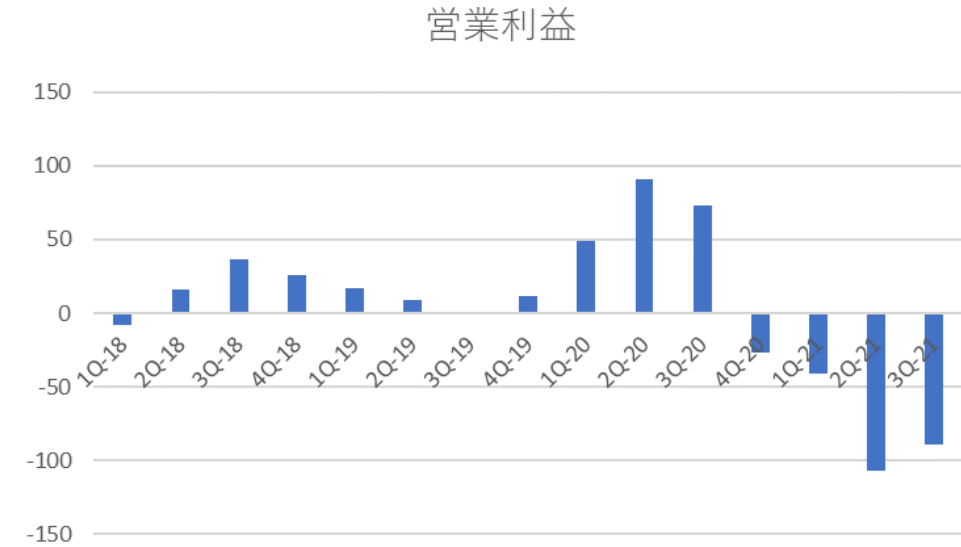
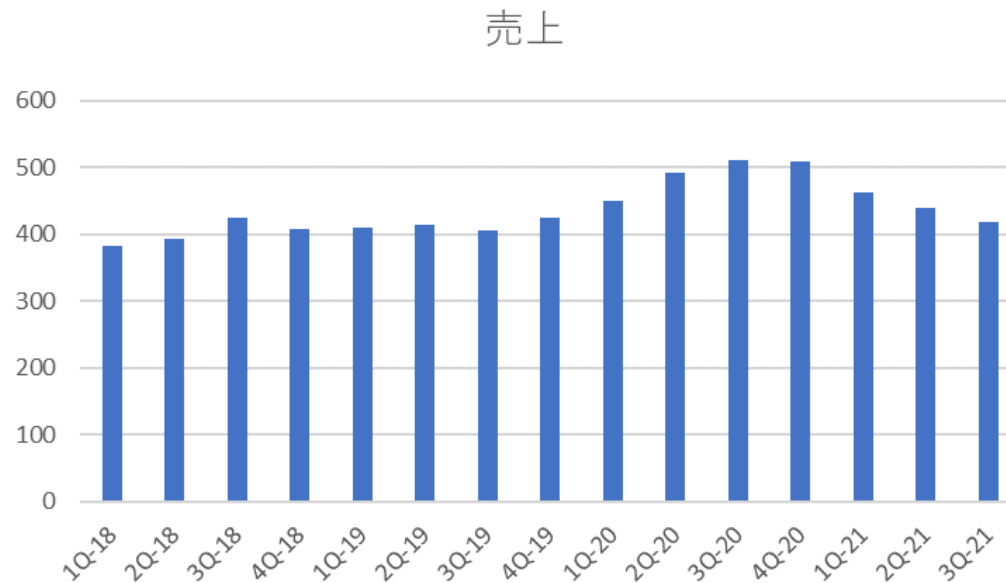
イーギャランティのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	11.8%	16.7%	5.1%	3.2%	20.1%	19.1%
ROE	15.9%	23.3%	7.2%	4.4%	26.8%	25.3%
売上高純利益率	6.4%	9.2%	5.5%	3.4%	12.9%	12.5%
回転率	1.85	1.82	0.93	0.93	1.56	1.53
レバレッジ	1.35	1.40	1.41	1.37	1.34	1.32

(東大金融研究会作成)

業界特性とは反し利益のブレが大きい

四半期で売上4億円の水準からいかに売上が積んでいくかが今後の重要課題。売上に対して利益もリンクしておらず、コスト配分の見直しも検討の余地あり。



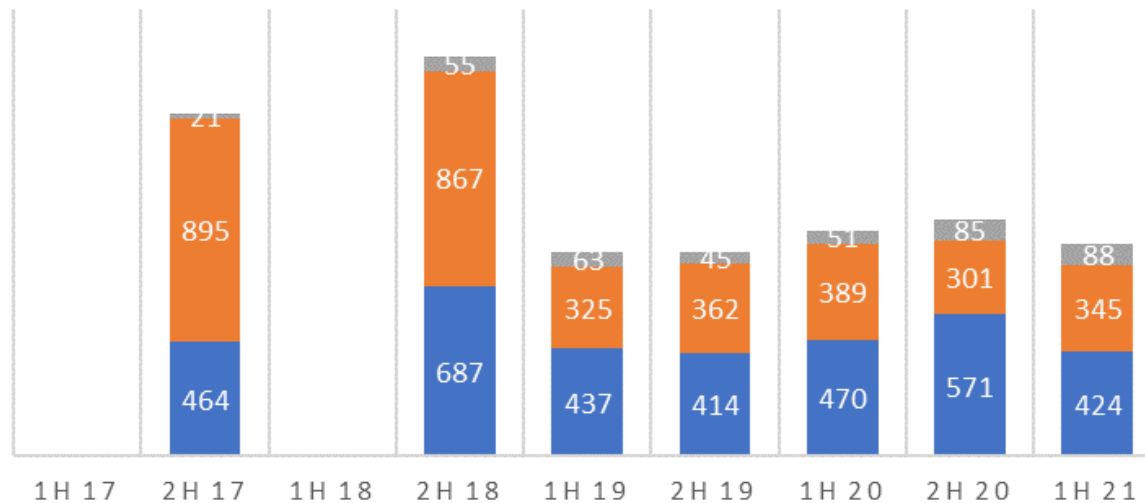
(会社資料より東大金融研究会作成)

サブセグメント別売上高

サブセグメント別売上高をトレースするのが難しく一括で表示することが望まれる。17年度、18年度についても少なくとも半期ごとに出して欲しい。四半期ごとの開示になれば尚分かり易い。

サブセグメント別売上高

■ リスクモニタリング ■ リスクコンサルティング ■ 内部脅威検知サービス



月額課金サービスが積みあがる絵が見せられておらず、これを見せられるかが重要。

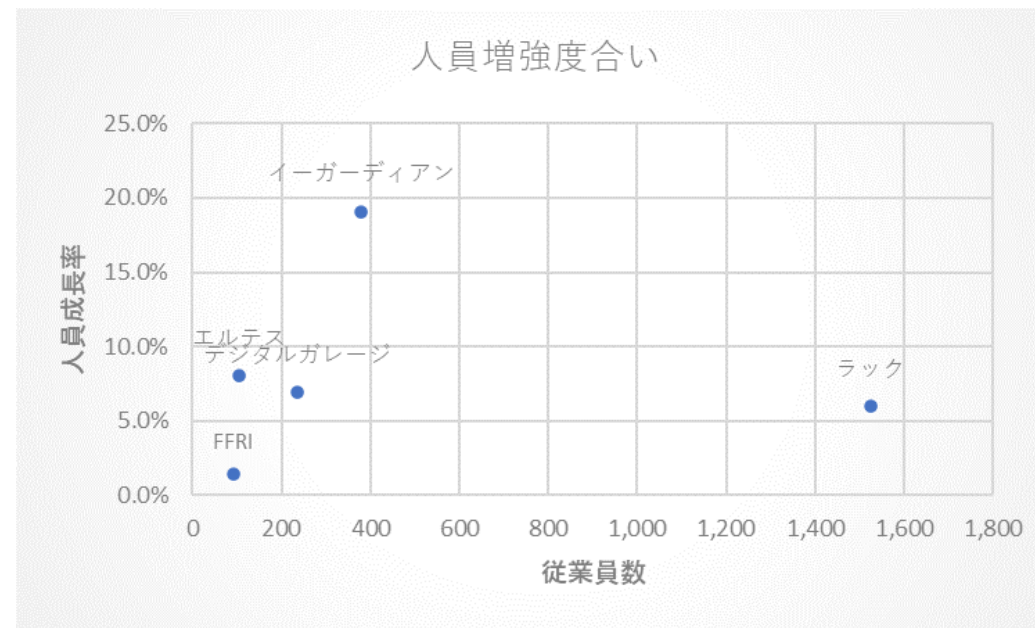
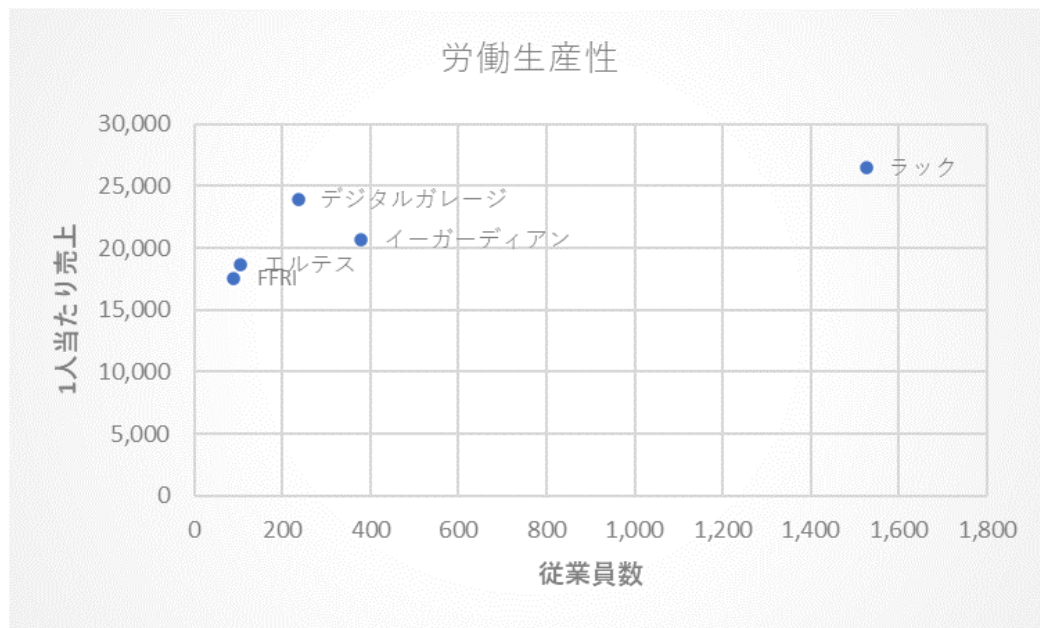
売上が増えてこないのは単価の問題か若しくは顧客数の問題か。

新たなKPIの設定など考えられるか？

(会社資料より作成)

人的リソースをどう考えるか

人的布陣をどう整えるのが課題。大手との連携もありか。また、エンジニアと販売などどう配分していくかというのが課題。



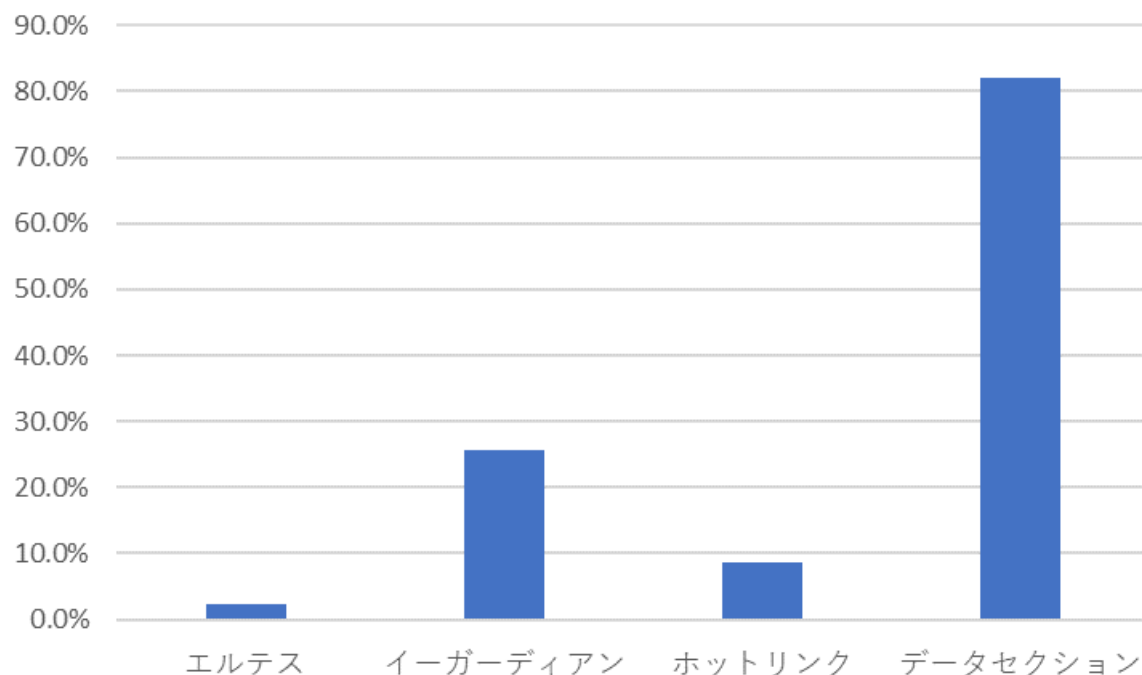
従業員数を増強することによって売上を拡大へ

従業員数はほぼ売上が同水準のFFRIと同等レベル。従業員の積極採用による売上拡大が望まれる。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数				90	95	105	
					5.6%	10.5%	
1名当たり売上		#DIV/0!	#DIV/0!	17,871	17,437	18,705	
イーガーディアン		164	230	325	353	379	
			40.2%	41.3%	8.6%	7.4%	
1名当たり売上		23,256	22,034	18,163	18,515	20,700	
ラック		1,737	1,809	2,114	2,167	2,260	
			4.1%	16.9%	2.5%	4.3%	
1名当たり売上		21,241	20,514	18,180	17,868	17,905	
デジタルアーツ		192	194	207	207	236	
			1.0%	6.7%	0.0%	14.0%	
1名当たり売上		20,837	26,076	24,961	28,219	23,906	
FFRI				89	97	91	
		#DIV/0!	#DIV/0!		9.0%	-6.2%	
1名当たり売上				18,805	17,025	17,605	

バランスシート成長率が見劣り

過去3年のバランスシート成長率は同業他社比で大きく劣る。企業の成長が順調なら営業資産か金融資産が膨らむのが自然なので、見落とされがちではあるが、何に資金を投入してたのか、その見返りは何だったのか説明する必要はある。



これまでの業績推移

売上は増収基調を維持しているものの利益の伸び悩みがむ。投資有価証券の投資先、属性などのポートフォリオ情報を開示するのもありか。

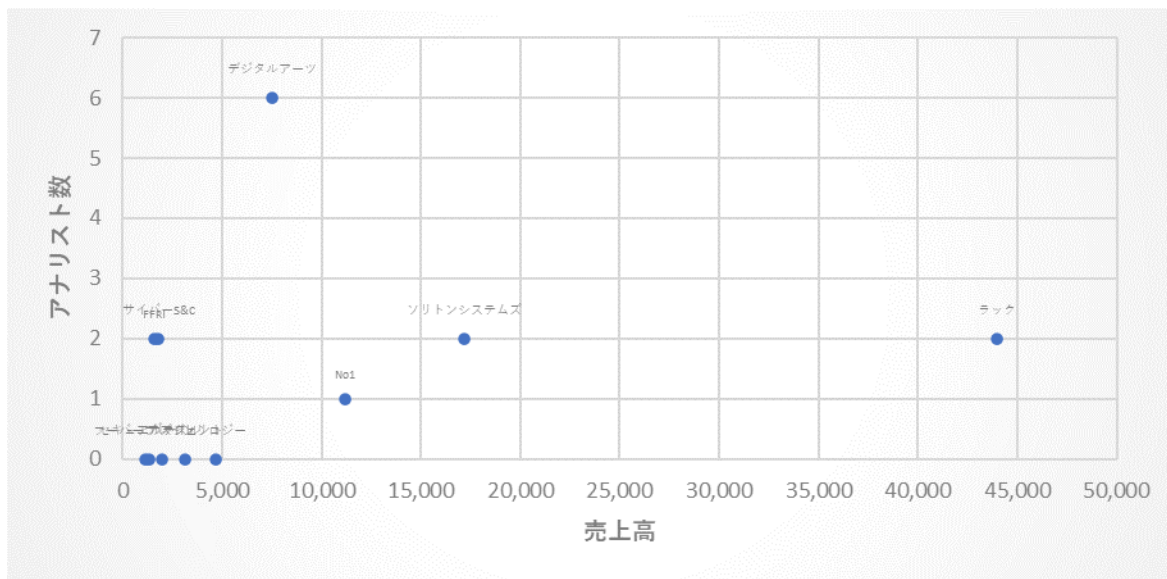
3967エルテス	非連結	非連結	非連結				
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	-884,321	-1,406,963	-1,213,814	-1,170,107	-1,284,714	-1,284,714
発行済み株式数（百万株）		2	3	5	5	5	5
株価		3,270	1,963	1,996	1,909	1,126	1,299
時価総額	0	7,199,232	4,993,872	10,155,648	9,833,259	5,884,341	6,788,418
EV	0	6,314,911	3,586,909	8,941,834	8,663,152	4,599,627	5,503,704
EBITDA	0	150,803	209,737	104,027	122,740	209,600	
EBITDA margin	#DIV/0!	15.7%	15.2%	6.5%	7.4%	10.7%	
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	41.9	17.1	86.0	70.6	21.9	
EBITDA	0	153,351	222,963	103,642	128,618	221,162	0
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	41.2	16.1	86.3	67.4	20.8	#DIV/0!
EPS	#DIV/0!	40.4	40.9	6.3	-12.3	16.5	0.0
PER	#DIV/0!	81.0	48.0	318.3	-154.7	68.2	#DIV/0!
流動資産		1,094,760	1,648,926	1,458,295	1,403,194	1,578,744	
現金		937,665	1,448,635	1,228,820	1,197,620	1,323,050	
受取手形		32,498	17,347	176,710	180,613	212,347	
投資有価証券		20,000	20,000	64,176	205,416	235,241	
流動負債		175,807	328,302	155,967	209,395	341,360	
買掛金		8,149	14,896	13,724	13,065	22,273	
短期借入金							
1年以内返済長期借入		20,004	16,656	9,996	15,006	20,004	
長期借入		33,340	25,016	5,010	12,507	18,332	
株主資本		977,859	1,574,263	1,606,167	1,574,845	1,666,386	
その他包括利益				0	0	2,314	
自己資本		977,859	1,574,263	1,606,167	1,574,845	1,668,700	
純資産		977,859	1,574,263	1,640,967	1,609,645	1,703,501	
総資産		1,187,006	1,927,582	1,801,944	1,831,547	2,063,194	
売上高		960,386	1,379,977	1,608,416	1,656,560	1,963,995	
粗利売上			43.7%	16.6%	3.0%	18.6%	-100.0%
売上総利益		639,668	871,410	982,275	1,020,572	1,153,984	
営業利益		135,144	183,588	71,694	38,974	186,550	
支払利息		656	348	202	223	284	
特別利益				856			
特別損失		120	2,368		60,788	26,448	
税前当期利益		131,820	167,646	72,733	-27,915	148,256	
親会社に帰属する利益		88,925	104,027	31,904	-63,552	86,277	
減価償却費		18,207	39,375	31,948	30,643	32,751	
のれん償却					0	1,861	
金利	#DIV/0!	2.5%	0.7%	0.7%	1.0%	0.9%	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数				90	95	105	
					5.6%	10.5%	
1名当たり売上		#DIV/0!	#DIV/0!	17,871	17,437	18,705	
デジタル事業売上				1,606,663	1,645,659	1,886,059	
デジタル事業					69	78	
						13.0%	
1名当たりデジタル事業売上		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	23,850	24,180	

セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

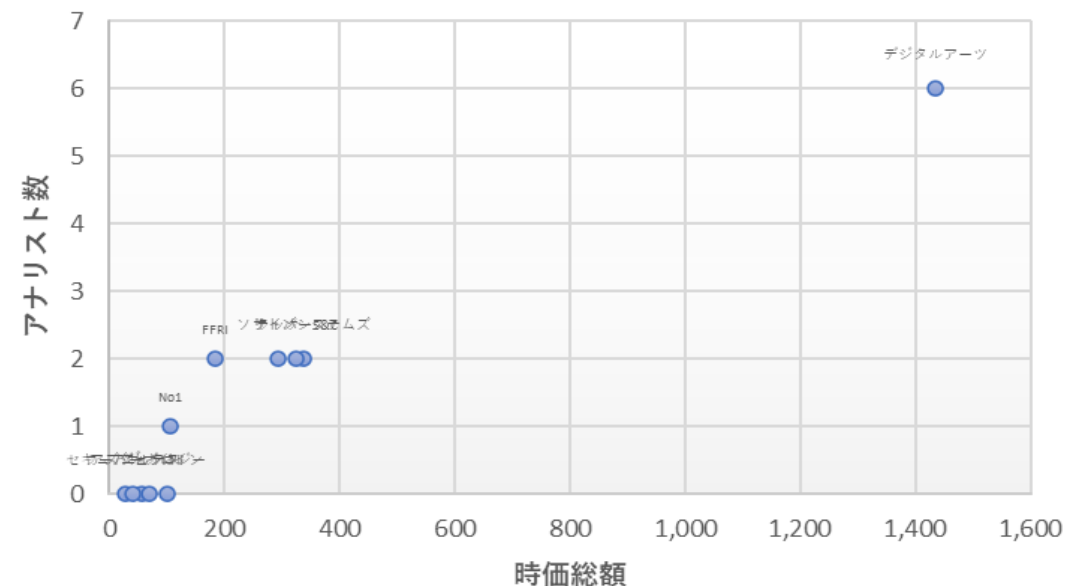
セキュリティ分野はソフトウェア担当のアナリストの傘下にいるジュニア・アナリストが担当するケースが多い。売上というよりは、時価総額100億円が証券会社のアナリストがカバレッジを始める可能性がでてくる1つの基準となりそう。

売上高とアナリストカバレッジ



(東大金融研究会作成)

時価総額とアナリストカバレッジ



(東大金融研究会作成)



株式売買高は高水準

株式売買高は平均よりはやや少なめも許容の範囲内。

セキュリティ	売買高/発行済株式数	90日平均出来高	発行済株式数
2326 jt equit デジタルアーツ	0.8%	111,748	14,133,000
3040 jt equit ソリトンシステムズ	0.6%	123,128	19,738,890
3042 jt equit セキュアヴァイル	0.7%	55,752	7,690,000
3356 jt equit テリロジー	1.6%	260,017	16,580,000
3562 jt equit No1	3.5%	231,664	6,704,560
3692 jt equit FFRI	0.7%	58,897	8,190,000
3857 jt equit ラック	0.4%	106,112	26,683,120
3927 jt equit フーバーブレイン	2.9%	163,931	5,600,200
3967 jt equit エルテス	0.7%	33,990	5,225,880
4288 jt equit アズジェント	0.2%	8,351	3,815,730
4493 jt equit サイバーセキュリティクラ	1.3%	122,076	9,313,200
4704 jt equit トrendマイクロ	0.5%	649,819	140,677,900

(東大金融研究会作成)



流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

機関投資家の持ち株比率がかなり低い。株主構成の見直しにそろそろ着手すべき。

		保有比率	保有額	株数	
TS Partners KK	経営者	19.6%	1,351,284,000	1,023,700	↑
菅原貴弘	経営者	10.5%	724,020,000	548,500	↑
BNY GCM Client Account	機関投資家	3.3%	231,000,000	175,000	↑
三井住友トラスト	機関投資家	3.2%	219,120,000	166,000	
電通グループ	政策	2.4%	165,000,000	125,000	
マイナビ	政策	1.6%	109,560,000	83,000	
SBIホールディングス	VC	1.5%	102,960,000	78,000	↓
NTTCOM Online Marketing	政策	1.3%	88,440,000	67,000	↓
楽天グループ	政策	1.0%	66,000,000	50,000	
Motohashi Hiroyuki	個人	0.2%	13,200,000	10,000	
Takahashi Yoshiharu	個人	0.2%	10,560,000	8,000	
松林篤樹	経営者	0.1%	5,148,000	3,900	
エルテス	会社	0.0%	241,560	183	

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。