



東大金融研究会

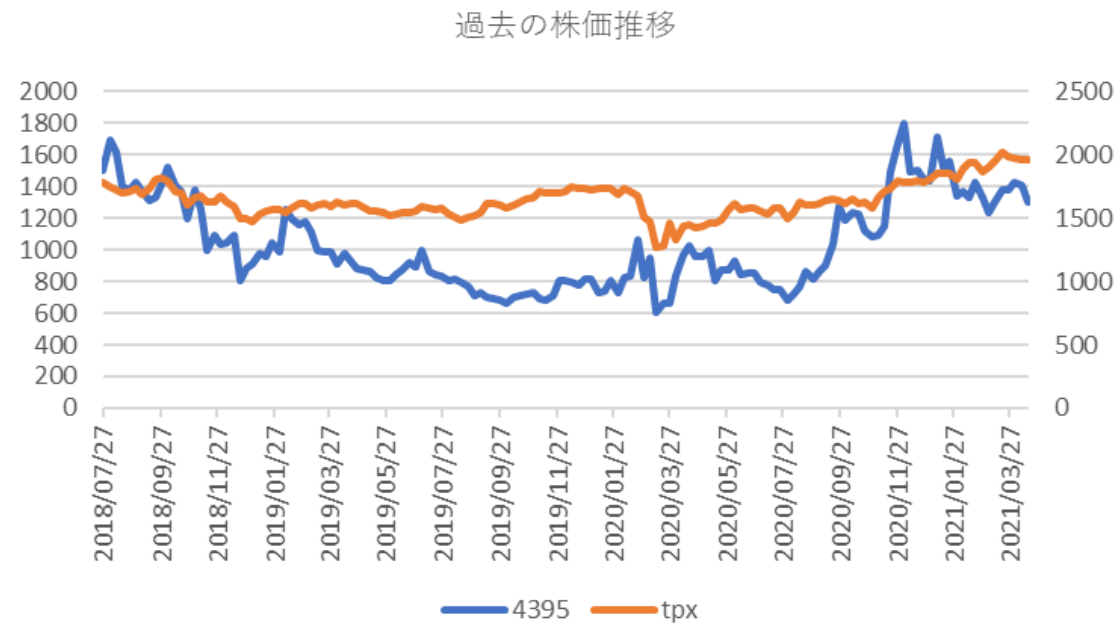
株式会社アクリート (4395)



今回のポイント

- 1 ; 国内では認証用途を中心に配信数が増加しており、今後数年はこの傾向はしばらく続くと予想される。海外でも不採算取引を見直し、一時期売上は減少していたが一巡したこともあり、ここにきて急回復。見通しは明るい。
- 2 ; 労働生産性は非常に高く、利益率は安定している。トップラインの増加が素直に利益につながる構造。
- 3 ; 大きな固定投資も予定されておらず、フリーキャッシュフローはしっかり創出されていくと考えられる。
- 4 ; バリュエーションは成長率を加味すると割安に見える。

過去の株価推移





東大金融研究会

(株) アクリート

株価；1,287円（2021/4/20終値）
時価総額；71.2億円
EV；59.8億円

Valuation

FY21 EBITDA；3.9億円
FY21 EV/EBITDA；15.3x
Net Cash；12.2億円

FY21 EPS；45.6円
FY21 PER；28.2x

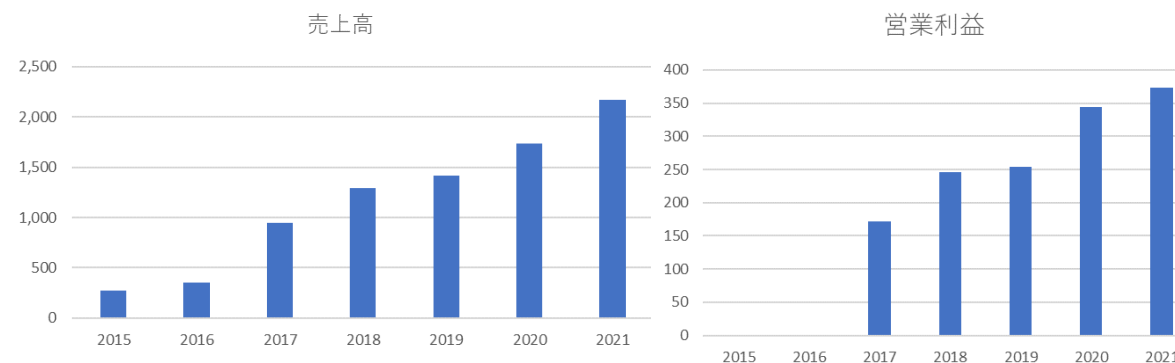
PBR；5.8x

2021/4/20

事業概要

企業から個人向けSMS配信を代行するサービスを直接販売、販社・代理店経由若しくは海外SMSアグリゲーター向けのSMPP国際ゲートウェイサービスを通して提供。主な用途としては、会員登録、端末変更、パスワード配信などを行う際の携帯電話番号を用いた個人認証手段、採用情報、期限告知、支払督促、予約確認、WEBへの誘導、問い合わせ対応、キャンペーン、CRMなどのマーケティング・コミュニケーション手段、IoT分野でのSIMを利用した遠隔操作手段などで利用されている。

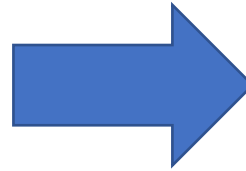
当社ではNTTドコモ、KDDI、ソフトバンク、楽天モバイルと接続先に大量配信する法人向けSMS配信サービス専用の方式による接続（直接回線接続）を行っている。



東大金融研究会

事業計画の考え方、見せ方

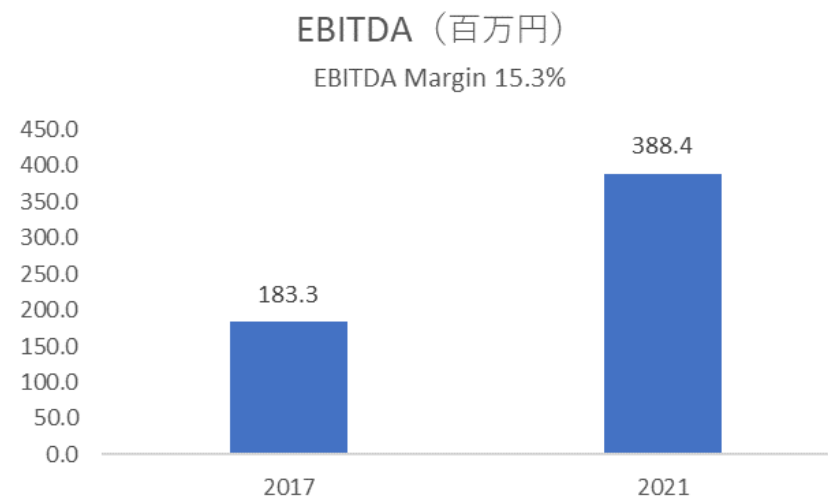
- 四半期開示がうまくない
- 事業KPIの継続的な開示



- 売上原価でSMS原価と労務費を開示しているが、開示するなら1Qの分も含めて開示すると良かった。対前年度比が四半期を通して分からないとなかなか市場は織り込みにくい。
- これまで開示されていた配信数や顧客数が20年1Qから開示終了。代替案も含めて、数字以外で事業の健全性、成長性を追っていけるデータの開示があると良い。

過去数年は非常な高成長を遂げてきた

企業と個人の間でのコミュニケーション手段として高い到達率と開封率というSMSの有用性を再認識する企業の増加に伴い、SMS配信サービスの認知度が向上。安定的に高い成長を遂げてきた。当社も、国内携帯電話事業者4社との直接回線接続、大量配信に耐えうるSMS配信システムなどから海外SMSアグリゲーター、IT企業、コールセンターなどからの支持を受け、業界のポジションを確立してきた。



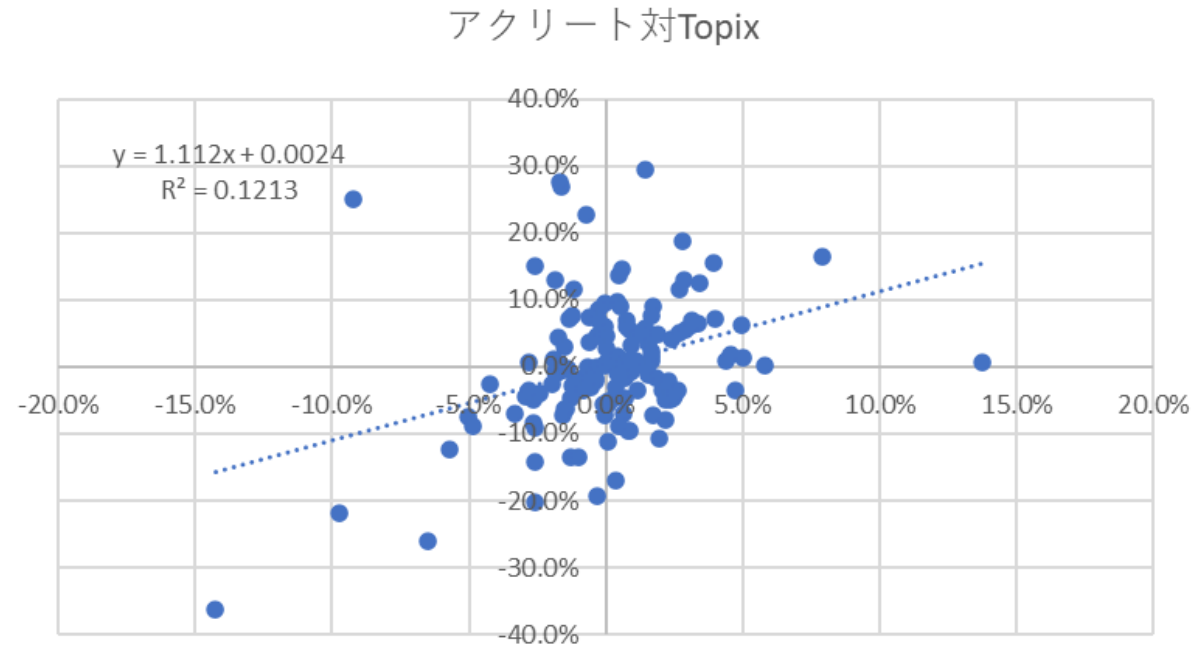
利益率・収益性は高い

利益率も収益性も高く資本市場での評価は高い。

	アクリート	
	前期(20/12)	今期計画
利益率		
売上総利益率	60.1%	
営業利益率	19.9%	17.2%
EBITDAマージン	20.8%	
当期純利益率	13.9%	11.7%
収益性		
ROIC	21.2%	18.9%
WACC	#DIV/0!	#DIV/0!
ROE	21.2%	18.9%
CAPM	6.3%	6.3%
財務安定性		
D/Eレシオ	0.27	
株主資本比率	77.8%	
自己資本比率	77.8%	
当座比率	361.0%	
流動比率	444.2%	
PBR	5.8	
投資有価証券比率	0.0%	
10%変動/OP	0.0%	

現在の株式 β は平均的

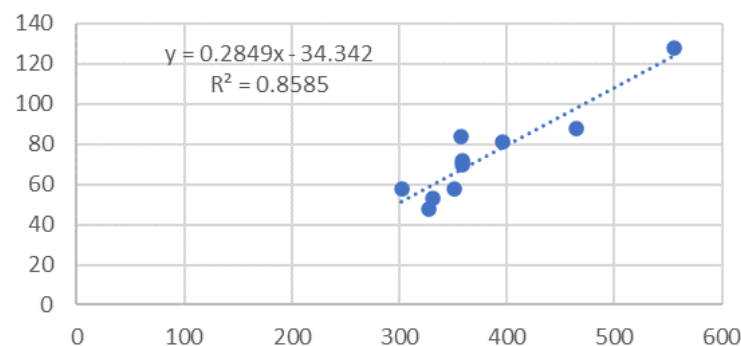
当社の株式 β は高成長の割には比較的落ち着いた数値。



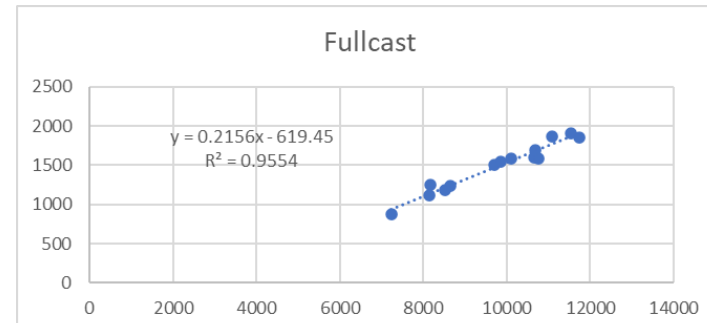
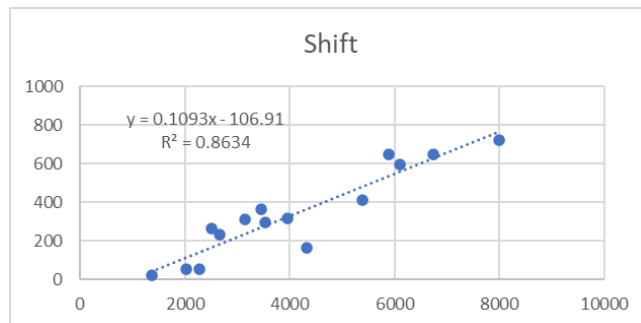
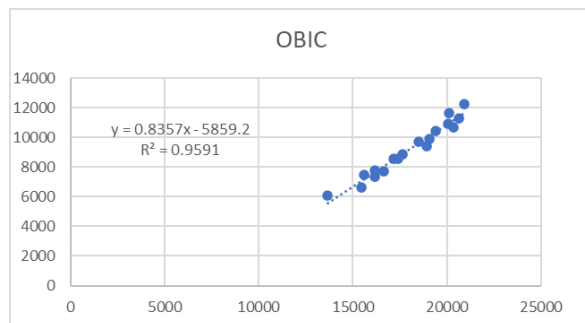
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

コストなどの投下、セグメントのバランスなどにより売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。人材会社の安定度は総体的に低い。

アクリート



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。



ROEは高水準

当社の利益率の高さが安定的なROEに結びついている。効率性（回転率）、レバレッジも良好な数字で非常にバランスの取れた収益体質。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	#DIV/0!	51.9%	20.8%	15.0%	16.9%
ROE	NA	#DIV/0!	117.3%	30.0%	18.5%	21.2%
売上高純利益率	0.0%	0.0%	11.9%	11.8%	12.1%	13.9%
回転率	NA	#DIV/0!	4.38	1.76	1.24	1.22
レバレッジ	NA	#DIV/0!	2.26	1.44	1.23	1.25

（東大金融研究会作成）

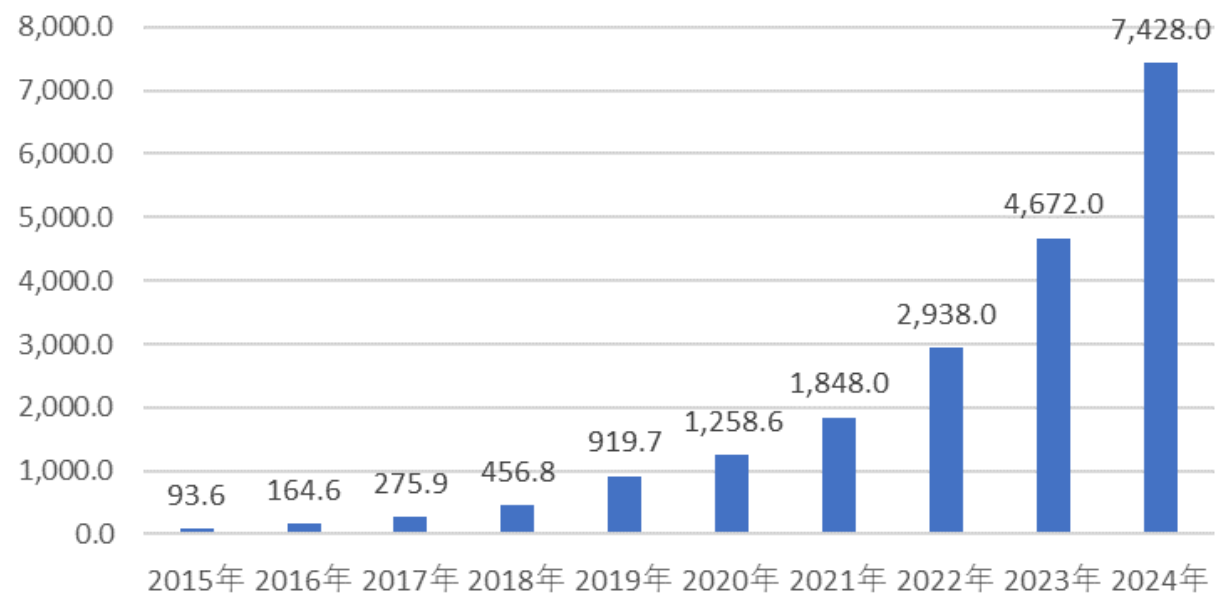


東大金融研究会

市場は安定的に高成長か

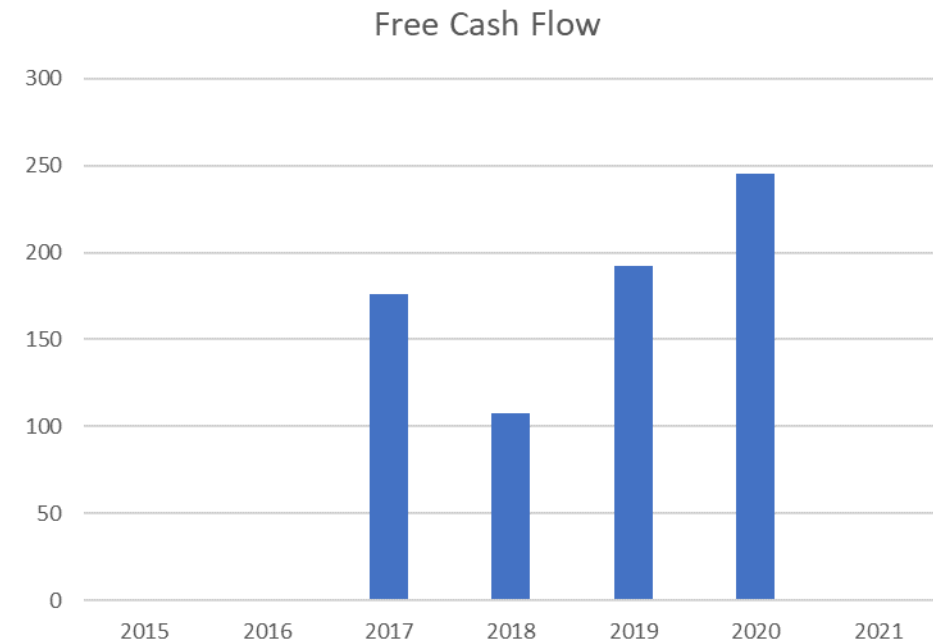
SMS市場は2024年までは急拡大は続く。

A2P-SMS市場の見通し



利益率、キャッシュフロー創出力も安定

コロナの影響も懸念されたが、営業利益率は高水準を維持。特段大きな固定資産投資もなく、フリーキャッシュフローも過去数年しっかりでている。

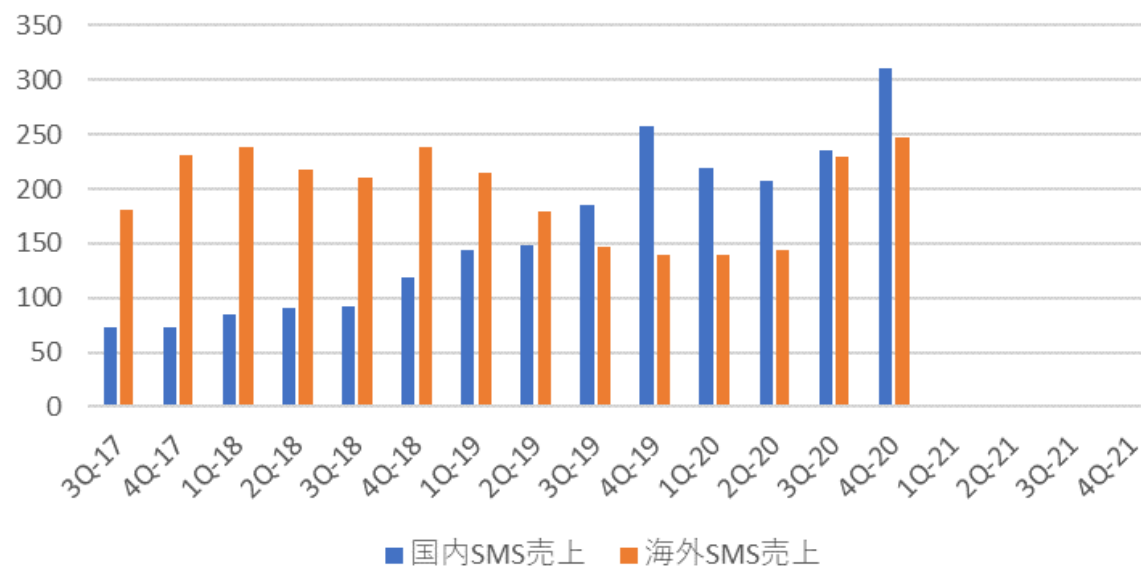


(会社資料より作成)

国内外ともに底堅く推移

国内では認証用途を中心の配信が明らかに増加傾向。海外は収益性を重視した不採算取引先の整理、プライシングスキームの変更などにより一時売上は落ち込んでいたが、それも一巡し、ここに来て再加速の展開。

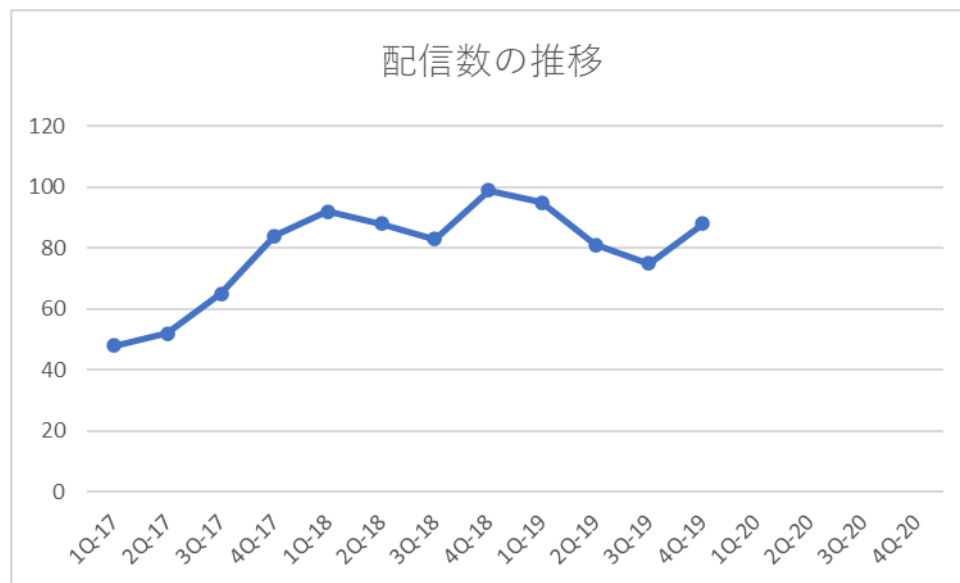
国内、海外売上





配信数や顧客数の開示は？

これまで四半期ごとに発表されていた配信数や顧客数の開示が20年に入ってなくなった。これらの復活が望まれる。



これまでの業績推移

売上高は安定的に高成長を続けており、利益率、キャッシュフローともに安定。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	-197	-269	-988	-1,218	-1,218
発行済み株式数（百万株）			5	5	6	6	6
株価				884	810	1,438	1,287
時価総額	0	0	0	4,807	4,473	8,017	7,175
EV	0	0	-197	4,538	3,485	6,799	5,957
EBITDA	0	0	183	233	259	360	378
EBITDA margin	0.0%	0.0%	19.3%	18.0%	18.3%	20.8%	17.4%
EV/EBITDA(pre-tax based)	▶ #DIV/0!	▶ #DIV/0!	-1.1	19.5	13.5	18.9	15.7
EBITDA	0	0	183	256	264	360	388
EV/EBITDA(OP based)	▶ #DIV/0!	▶ #DIV/0!	-1.1	17.8	13.2	18.9	15.3
EPS	▶ #DIV/0!	▶ #DIV/0!	23.4	28.0	30.9	43.2	45.6
PER	▶ #DIV/0!	▶ #DIV/0!	0.0	31.5	26.2	33.3	28.2
流動資産			402	998	1,197	1,498	
現金			223	269	988	1,218	1,218
受取手形							
売掛金			142	176	184	255	
棚卸資産							
投資有価証券							0
流動負債			225	208	217	337	
買掛金			143	156	150	227	
短期借入金							
1年以内返済長期借入			10	0			
長期借入			16	0			
株主資本			192	825	1,022	1,248	1,446
その他包括利益			0	0	0	0	0
自己資本	0	0	192	825	1,022	1,248	1,446
純資産			193	826	1,027	1,266	
総資産			434	1,034	1,244	1,604	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	276	351	949	1,291	1,414	1,732	2,171
粗利売上			170.4%	36.0%	9.5%	22.5%	25.4%
売上総利益			340	451	513	691	
	0.0%	0.0%	35.8%	34.9%	36.3%	39.9%	
営業利益			171	246	254	344	373
	0.0%	0.0%	18.1%	19.1%	18.0%	19.9%	17.2%
支払利息			1	0	0	0	0
特別利益			0	0	0	0	
特別損失			0	0	0	0	
税前当期利益			171	223	249	345	363
親会社に帰属する利益			113	152	171	241	254
減価償却費			11	9	10	15	15
のれん償却							0
金利	▶ #DIV/0!	▶ #DIV/0!	4.4%	2.4%	▶ #DIV/0!	▶ #DIV/0!	
営業CF			171	124	211	316	
投資CF			6	-16	-19	-71	
FCF	0	0	176	108	192	245	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		9	11	11	13	19	
					18.2%	46.2%	
1名当たり売上		39	86	117	109	91	

コストコントロールは安定している

4395アクリート	FY2018	FY2019	FY2020
売上	1,291	1,414	1,732
売上原価	840	901	1,041
仕入高	789	848	972
労務費	24	32	41
経費	43	40	47
粗利益	451	513	691
	34.9%	36.3%	39.9%
販管費	205	259	346
広告宣伝費			
人件費	101	94	139
役員報酬	49	49	69
給与手当	52	45	70
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
賞与引当			
地代家賃	8	9	17
支払手数料	52	40	44
減価償却費	1	1	7
のれん			
研究開発費			
営業利益	246	254	344
	19.1%	18.0%	19.9%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	65	64	60
仕入高	61	60	56
労務費	2	2	2
経費	3	3	3
粗利益	35	36	40
0			
販管費	16	18	20
広告宣伝費	0	0	0
人件費	8	7	8
役員報酬	4	3	4
給与手当	4	3	4
福利厚生	0	0	0
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
賞与引当	0	0	0
地代家賃	1	1	1
支払手数料	4	3	3
減価償却費	0	0	0
のれん	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	19	18	20

ガバナンスの独立性は許容範囲

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は44%。田中社長に対する株主の信頼度は非常に高い。

役職名		氏名
代表取締役	社長	田中優成
専務取締役		池田祐太
取締役		上川佳一
取締役		池田泰裕
取締役		日置健二
取締役		トビー・バートレット
常勤監査役		奥井武史
監査役		金子和弘
監査役		望月明人

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
4395	アクリート	99.6%
4193	ファブリカ	NA

株式売買高は低い水準

株式売買高は非常に低い水準。直近IPOしたファブリカはIPO直後の出来高が効いている状況。いずれにしても、着実に利益をあげて時価総額をあげていくことが今は必要。

SMS配信	売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
4395 jt equi アクリート	2.1%	150	116,907	5,635,200
4193 jt equi ファブリカ	38.9%	5,678	847,410	2,175,800

（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

機関投資家の浸透率は高水準。このペースを続けたい。

		保有比率	保有額	株数
BANA 1 GO LLP	VC	29.4%	2,133,846,000	1,658,000
NSL DTT Client Account	機関投資家	5.0%	360,360,000	280,000 ↑
Nomura PB Nominees	機関投資家	3.7%	271,170,900	210,700 ↑
MSCO Customer Securities	機関投資家	3.2%	234,620,100	182,300 ↑
Interactive Brokers	機関投資家	3.0%	219,433,500	170,500 ↑
BNY GCM Client	機関投資家	2.0%	146,975,400	114,200 ↓
新沼吾史	個人	1.8%	128,700,000	100,000 ↑
三菱UFJフィナンシャル	機関投資家	1.7%	125,611,200	97,600 ↑
モルガン・スタンレー	機関投資家	-1.6%	-116,988,300	-90,900
MSIP Client Securities	機関投資家	1.5%	106,306,200	82,600 ↑
ゴールドマンサックス	機関投資家	1.5%	105,754,077	82,171
楽天グループ	政策	1.5%	105,276,600	81,800 ↓
モルガン・スタンレー	機関投資家	1.1%	80,308,800	62,400 ↓
Kondo Shigeki	個人	0.9%	64,350,000	50,000 ↑

(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。