



東大金融研究会

SREホールディングス株式会社 (2980)



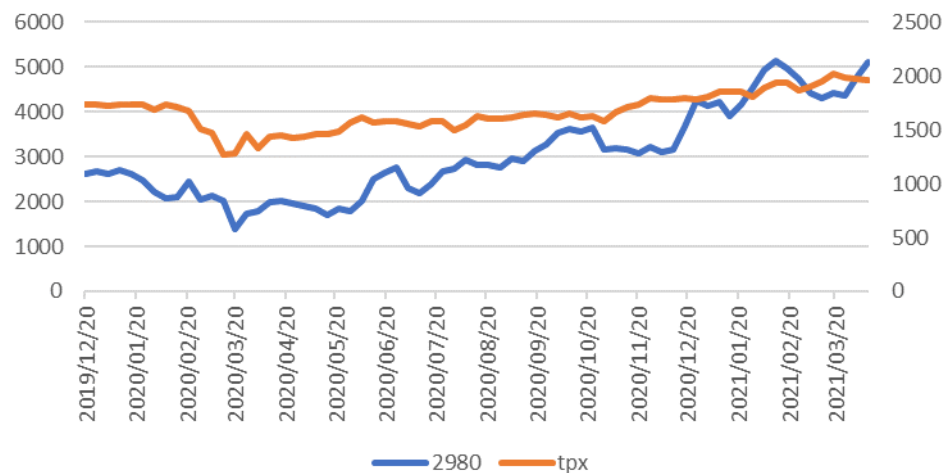
SRE Holdings

今回のポイント

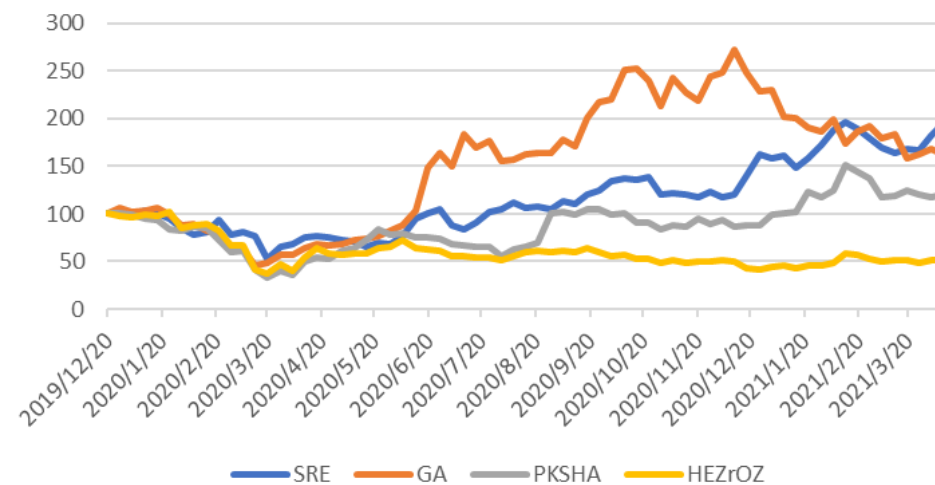
- 1 ; コロナによる影響にも負けずAI事業を中心に非常に力強い業績をあげてきている。株価は既に大きく上昇したこともあり、今後は今以上の資本市場との対話が求められる。
- 2 ; 中期戦略は非常に大切。ただし、同時に短期業績でも期待を裏切らないことが大事。
- 3 ; 事業の軸足がよりAI事業によることによって株式 β は大きく上昇するので、当社としてどうWACCを考えていくのかを投資家に提示する必要がある。その際に、大株主との中期的な関係性も見直しがあるのか、ないのかなどにも言及すべき。
- 4 ; ちょっとした成長率の低下が大きな株価調整を生む可能性が高い。AI事業をAIで評価してもらうべきか、SaaSで評価してもらうかもバリュエーション的には大きい。

過去の株価推移

過去の株価推移



競合比株価推移





東大金融研究会

SREホールディングス(株)

株価；5.690円（2021/4/15終値）
時価総額；861.3億円
EV；875.1億円

Valuation

FY21 EBITDA；11.4億円
FY21 EV/EBITDA；70.6x
Net Debt；13.8億円

FY21 EPS；43.6円
FY21 PER；130.5x

PBR；12.2x

事業概要

AIのクラウド及びコンサルを中心にした事業（AICC事業）と不動産事業の2つからなる。

1；AICC事業

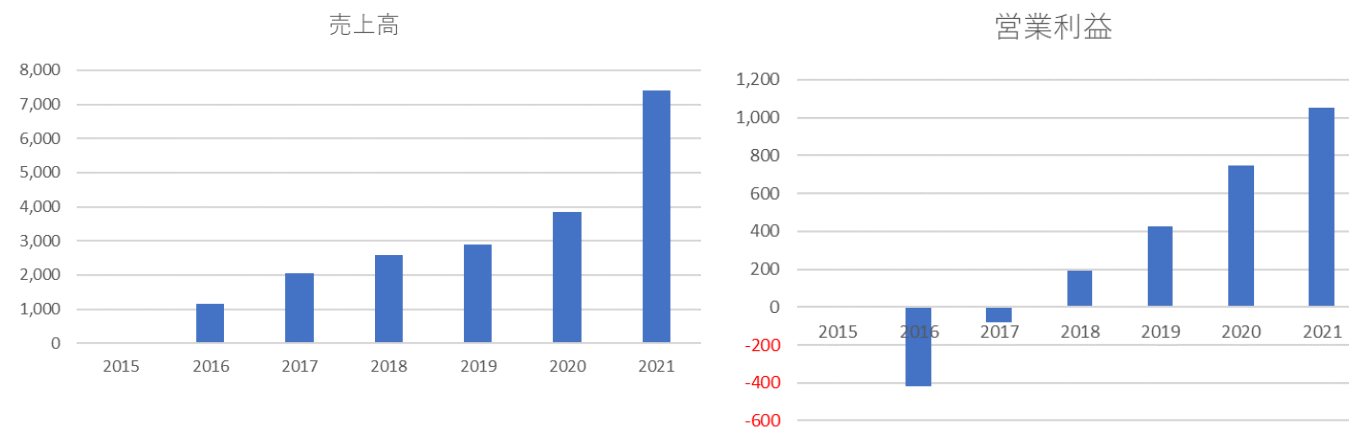
AIクラウド事業～不動産仲介事業者や金融機関向けにパッケージ化された業務支援型クラウドツールの提供、AI不動産査定ツールの提供、不動産売買契約書作成クラウドを軸とする。課金方法はツール利用料とSaaS。

AIコンサルティング事業～様々な業界向けに企業の課題や目的、予算などに応じたテーラーメイド型のシステム開発、提供を行う。課金方法はPoC、システム開発費、SaaS。

2；不動産仲介事業

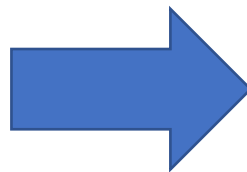
不動産仲介事業～テクノロジー活用とエージェント制を特徴とした不動産売買仲介（課金方法は仲介手数料）

スマートホーム/AIFLAT事業～IoT技術などを活用したマンションAIFLATを中心とした投資用不動産の開発、投資家向け販売を行う。（課金方法は、不動産売却益とアセットマネジメントフィーなど）



事業計画の考え方、見せ方

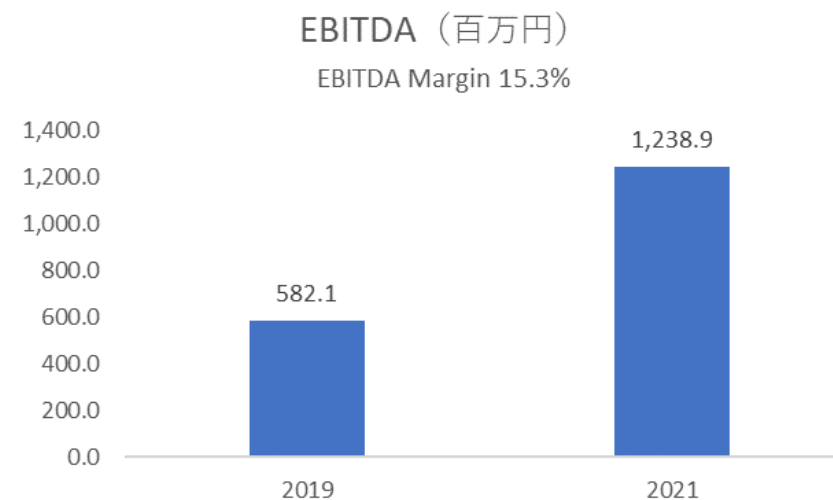
- サブセグメント別の参考値を出せないか？
- フリーキャッシュフローに対する考え方を伝えるべき
- WACCに対する考え方を。
- コスト内訳の開示は可能か？



- 積上げで業績予想を作る上でYoYは重要。ここを参考値でもだせると良い。
- 業績が飛躍的に伸びるのでバランスシートが拡大を続けることについてはポジティブ。一方で、赤字が続くフリーキャッシュフローに対する考え方を提示する必要がある。
- 今後よりAI事業が注目されると株式 β が大幅に上昇することが予想される。資本コスト、投下資本コストをどう考えるか、WACCをどう下げるかが財務戦略で大切。
- GA程度に内訳をだして、コスト面からの差別化は可能か。

急速な成長を遂げてきた

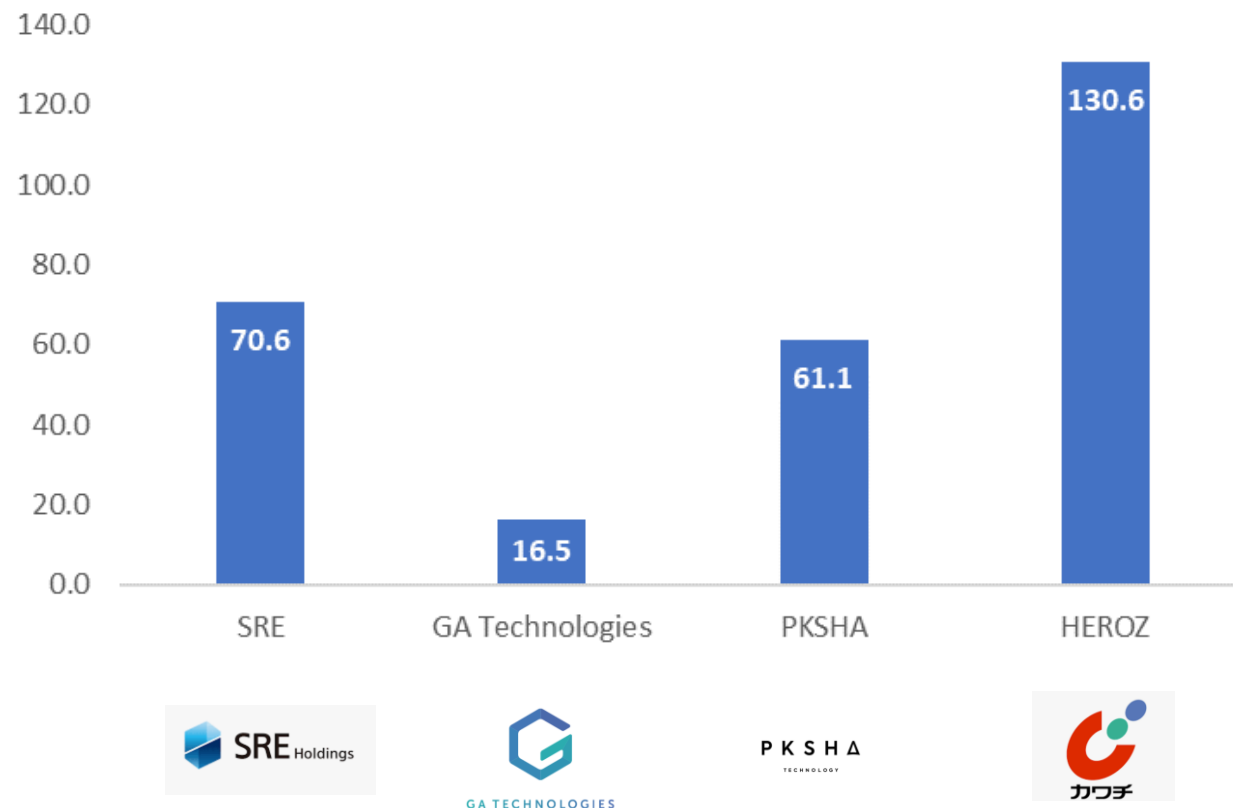
過去5年、IPOを挟み、売上、利益とも急速な成長を遂げてきた。特に、近年ではAICC（AIクラウド・コンサルティング）事業の成長が目覚ましい。ブルーオーシャンであった不動産市場のDXを皮切りに横展開を図っていく局面。



競合他社と比較して平均的な水準か

FY21 EV/EBITDAの競合比較

EV/EBITDA



リアル不動産が主な取扱いとなるGA technologiesを除くとAI関連のバリュエーションは総じて高い。

業界全体としての割高感是否めない。

資本構成の最適化は一考の余地あり

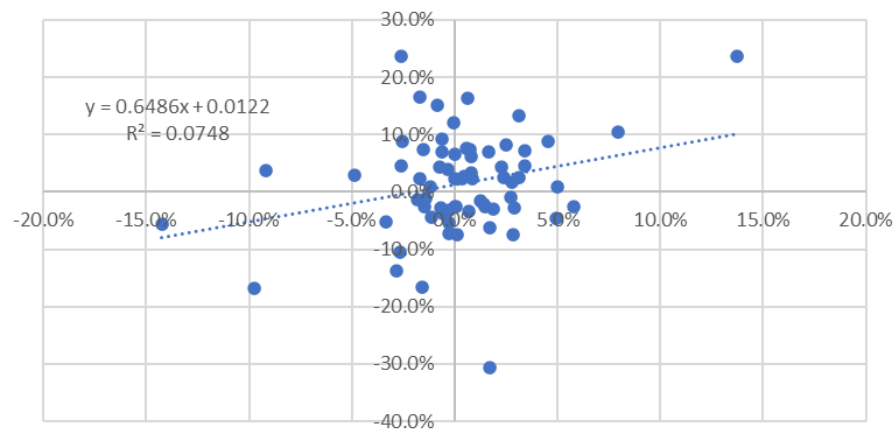
PL上の利益率は高い。ただし、投下資本収益率については最適化を考える時期に差し掛かっている。特に、今後AIのウェイトが大きくなり株式リスクが競合のAI会社の方に寄っていくと、結果として収益性が大きく見劣ってしまう可能性もある。バランスシート戦略への着手を。

	SRE		同業他社（GA Technologies）		同業他社		評価
	前期(20/6)	今期計画	前期(20/10)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	65.7%		15.6%		36.8%		高い
営業利益率	19.4%	14.2%	3.0%	2.9%	13.5%	7.8%	高い
EBITDAマージン	24.3%		4.5%		17.8%		高い
当期純利益率	12.3%	8.9%	1.4%	1.2%	13.9%	4.8%	普通
収益性							
ROIC	9.2%	7.9%	7.7%	7.1%	5.1%	6.3%	高い
WACC	#DIV/0!	#DIV/0!	3.6%	3.6%	#DIV/0!	#DIV/0!	平均的
ROE	9.2%	8.9%	14.0%	13.1%	5.6%	6.3%	平均的
CAPM	3.7%	3.7%	6.3%	6.3%	7.5%	9.2%	低い
財務安定性							
D/Eレシオ	0.14		1.59		0.40		低い
株主資本比率	88.0%		38.6%		77.6%		高い
自己資本比率	88.0%		38.6%		77.6%		高い
当座比率	387.7%		111.6%		1202.4%		普通
流動比率	853.9%		147.7%		1310.9%		普通
PBR	12.2		9.0		3.7		高い
投資有価証券比率	1.0%		2.2%		2.6%		平均的
10%変動/OP	1.1%		#DIV/0!				

現在の株式 β は低すぎ

当社の株式 β は非常にディフェンシブ。今後、GATechnologiesが意識されるのか、それを超えてPKSHAやHEROZのようなAI会社として評価されるのかが分岐点。AI会社で評価されると株式 β が急騰すること。

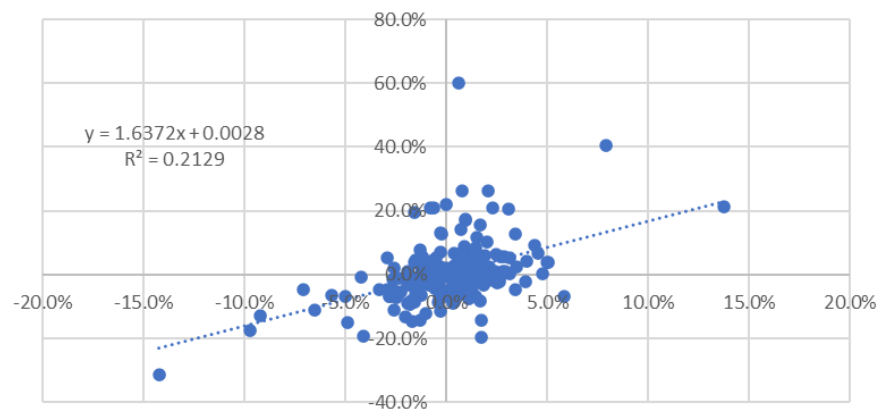
SRE対Topix



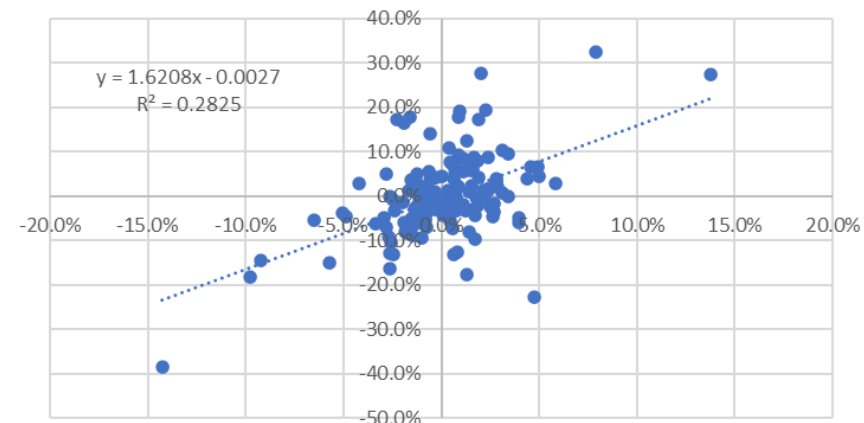
GAテクノロジーズ対Topix



PKSHA対Topix

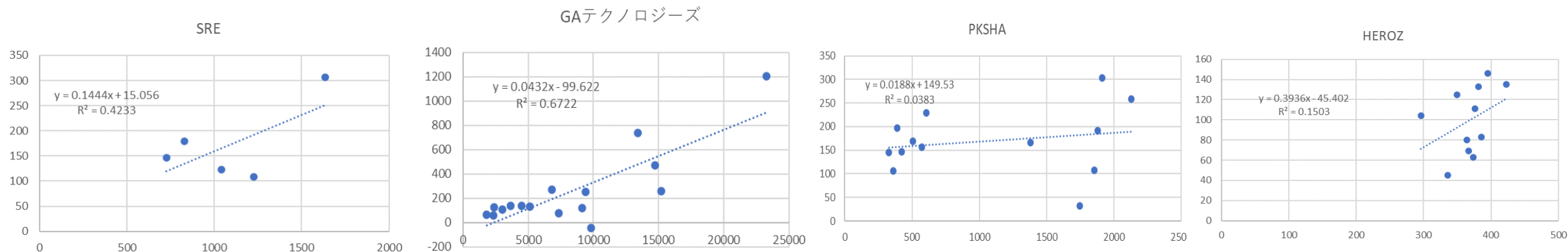


HEROZ対Topix

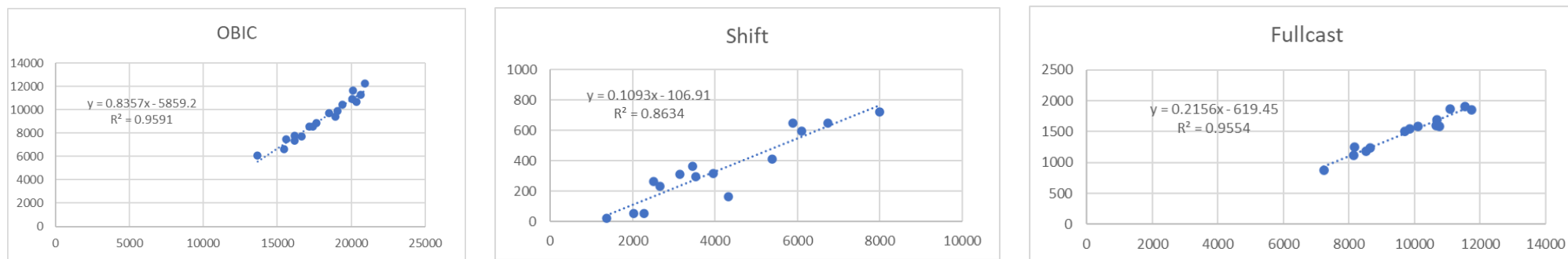


限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。



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は居心地の良い水準ではある

競合のGA Technologiesは効率性とレバレッジで低利益率を十分カバーする資本利益率を達成している。

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!	#DIV/0!	#DIV/0!	12.6%	7.8%
ROE	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	16.3%	9.2%
売上高純利益率	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%	9.0%	12.3%
回転率	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.41	0.63
レバレッジ	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.30	1.19

GA TechnologiesのROEとデュポン分解

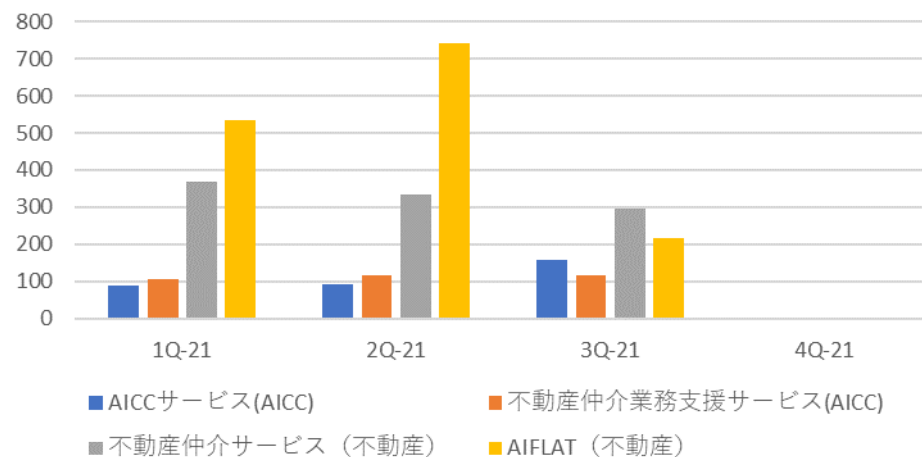
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	#DIV/0!	#DIV/0!	51.9%	14.8%	6.3%	6.0%
ROE	#DIV/0!	#DIV/0!	154.2%	28.8%	12.5%	14.0%
売上高純利益率	#DIV/0!	#DIV/0!	2.7%	2.0%	1.3%	1.4%
回転率	#DIV/0!	#DIV/0!	19.15	7.44	4.83	4.16
レバレッジ	#DIV/0!	#DIV/0!	2.97	1.95	1.98	2.35

(東大金融研究会作成)

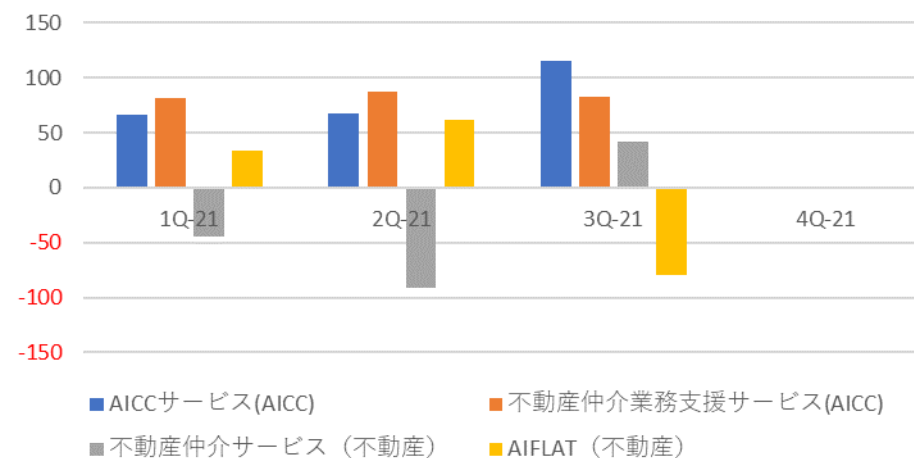
既に利益の構成はAI事業へ成長へ

売上ベースでは依然として不動産の占める割合が大きいが、利益ベースではAICC事業が牽引役となっている。今後のバリュエーションを考える上ではAI事業のトップライン成長が最も大切だと考える。

サブセグメント別売上高



サブセグメント別営業利益

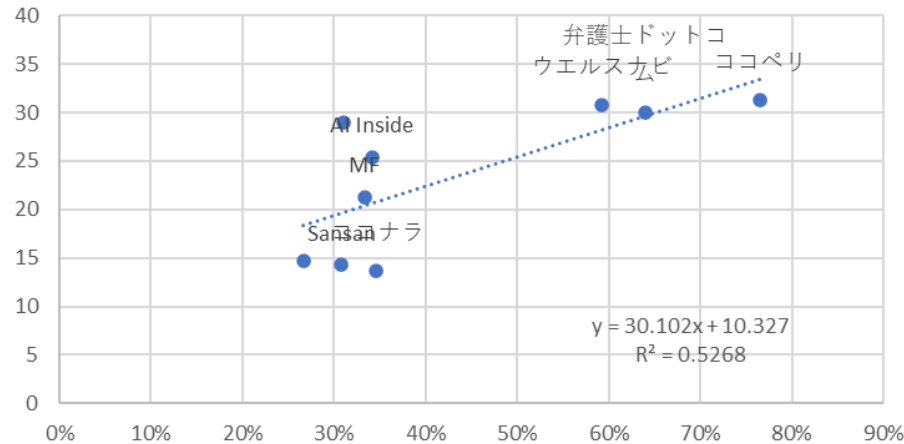


(会社資料より作成)

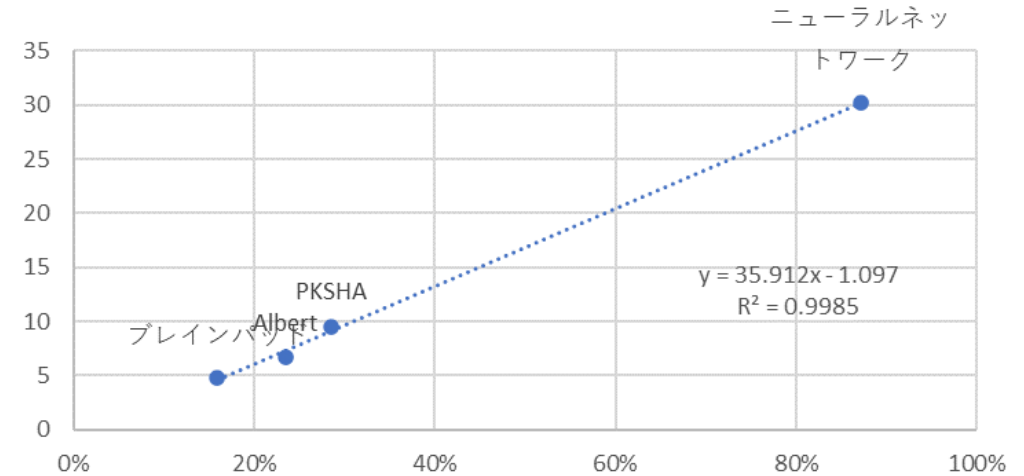
バリュエーションをどう考えるか

SaaS関連を中心にコストをかけてでもトップライン成長が求められる銘柄群を左図に、AI関連会社を右図においた。回帰直線の説明力は高く、例えば50%成長を示す場合は、ARRベースではPSR23-24倍で、AI会社として評価されるなら16倍前後がバリュエーションとして居心地の良い水準になると考えて良いか。

ARR成長率のPSR



AI会社の増収率のPSR



(会社資料より東大金融研究会作成)

バリュエーションをどう考えるか

今期着地予想ベースで考えると現在の時価総額861億円は肯定できない。

					評価時価総額	全社評価
AICC事業						
売上	1,130		PSR	30 x	33,900	38,625
OP	700		PER	50 x	35,000	39,725
不動産事業						
売上	6,600					
OP	450		PER	15 x	4,725	
opm	6.8%					

仮に来期がAI事業で100%成長だと仮定すると、PSR40倍は付けることが可能。この場合、全社評価ベースでの時価総額が965億円程度になる。

					評価時価総額	全社評価
AICC						
売上	2260	100%	PSR	40 x	90,400	96,543
OP	910	30%				
不動産						
売上	8,580	30%				
OP	585		PER	15 x	6,143	

仮に来期がAI事業で50%成長だと仮定すると、PSR25倍は付けることが可能。この場合、全社評価ベースでの時価総額が485億円程度になる。

					評価時価総額	全社評価
AICC						
売上	1695	50%	PSR	25 x	42,375	48,518
OP	910	30%				
不動産						
売上	8,580	30%				
OP	585		PER	15 x	6,143	

これまでの業績推移

急成長局面でフリーキャッシュフローが赤字になる傾向が今後ともあり得る。不動産のオフバランス化などが進むと財務はより健全になる。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	0	0	-349	-3,182	1,378
発行済み株式数（百万株）					14	15	15
株価					2,605	2,605	5,690
時価総額	0	0	0	0	35,761	39,434	86,135
EV	0	0	0	0	35,413	36,252	87,514
EBITDA	0	0	0	0	582	909	1,135
EBITDA margin	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%	20.1%	23.6%	15.3%
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	60.8	39.9	77.1
EBITDA	0	-420	-80	190	573	936	1,239
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	0.0	0.0	0.0	61.8	38.7	70.6
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	18.9	31.3	43.6
PER	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	137.8	83.3	130.5
流動資産					3,269	7,009	
現金					349	3,182	2,301
受取手形							
売掛金					57	79	130
棚卸資産					600	2,678	7,363
投資有価証券						80	0
流動負債					812	821	
買掛金					198	9	38
短期借入金							1,850
1年以内返済長期借入							
長期借入							1,830
株主資本					3,177	7,086	7,746
その他包括利益					0	0	0
自己資本	0	0	0	0	3,177	7,086	7,746
純資産					3,179	7,091	
総資産					4,116	8,055	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高		1,160	2,060	2,590	2,896	3,850	7,400
粗利売上			77.6%	25.7%	11.8%	32.9%	92.2%
売上総利益					2,194	2,529	
	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%	75.7%	65.7%	
営業利益	#DIV/0!	-420	-80	190	426	747	1,050
	#DIV/0!	-36.2%	-3.9%	7.3%	14.7%	19.4%	14.2%
支払利息					0	3	3
特別利益					0	0	
特別損失					51	11	
税前当期利益					384	706	943
親会社に帰属する利益					260	473	660
減価償却費					147	189	189
のれん償却					0	0	
金利	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	
営業CF					314	-2,348	
投資CF					-207	-351	
FCF					107	-2,700	0
従業員数					121	114	
					#DIV/0!	-5.8%	
1名当たり売上	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		24	34	
売上高							
AICC						646	677
不動産						3,205	2,419
営業利益							
AICC						609	503
不動産						138	-76

コストの詳細は言及可能か

2980SRE	FY2018	FY2019	FY2020
売上	2,590	2,896	3,850
売上原価		703	1,321
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	0	2,194	2,529
	0.0%	75.7%	65.7%
販管費		1,768	1,783
物流費			
人件費	0	606	555
役員報酬			
給与手当		606	555
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
ポイント引当金			
地代家賃			
業務委託料		152	206
減価償却費		147	163
支払手数料			
倉庫委託料			
営業利益	190	426	747
	7.3%	14.7%	19.4%

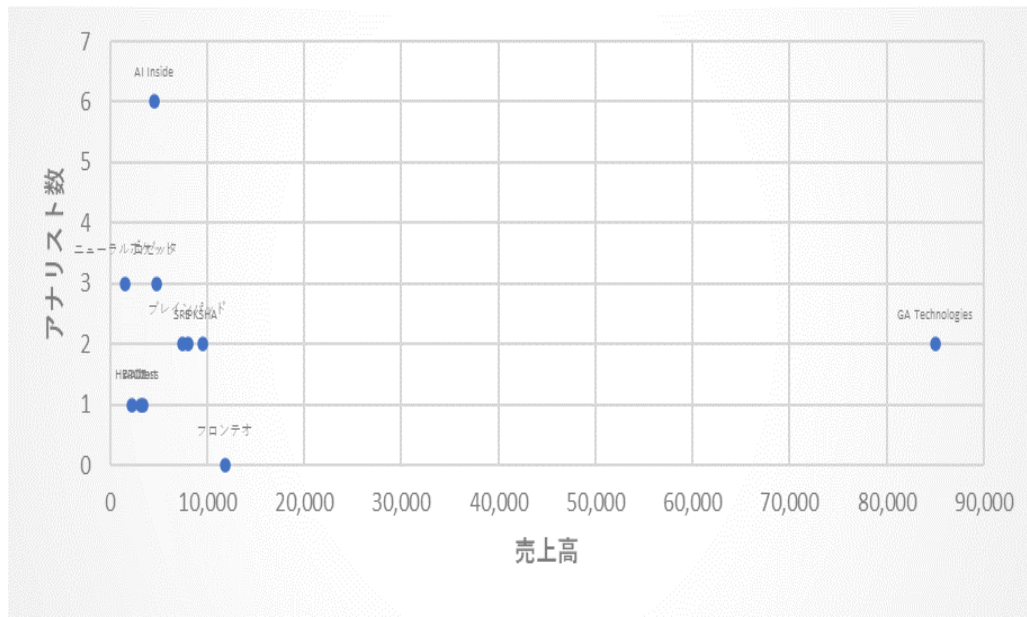
	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	0	24	34
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	0	76	66
販管費	0	61	46
広告宣伝費	0	0	0
人件費	0	21	14
役員報酬	0	0	0
給与手当	0	21	14
福利厚生	0	0	0
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
ポイント引当金	0	0	0
地代家賃	0	0	0
業務委託料	0	5	5
減価償却費	0	5	4
支払手数料	0	0	0
倉庫委託料	0	0	0
営業利益	7	15	19

持続可能な開示可能コストに触れても良いかなと思う。

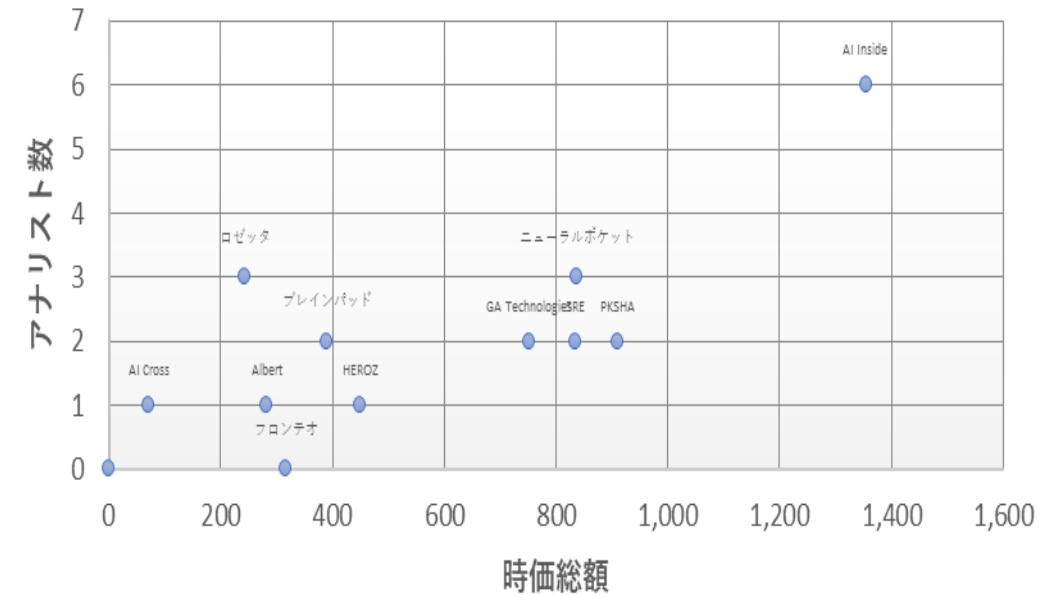
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

引き続きセルサイドアナリストとの対話は重要。ただし、あと1-2名か。その後は、中長期的な目指すべき姿を提示できると良い。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)

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33%にのぼる。許容範囲ではある。

役職名		氏名
代表取締役	社長	西山和良
取締役		河合通恵
取締役		角田智弘
取締役	監査等委員	久々湊暁夫
取締役	監査等委員	原田潤
取締役	監査等委員	本澤豊

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
2980	SRE	90.4%
3491	GA Technologies	93.8%
3993	PKSHA	94.5%
4382	HEROZ	97.3%
6182	ロゼッタ	96.4%

株式売買高は高水準

東証1部にシフトしたこともあり、株式売買高は非常に高水準で流動性の観点では魅力的ではある。足元では日本株式及び小型株にも資金流入が続ていることから問題はないが、今のうちに流動性をしっかり担保することができると良い。

AI関連		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
2980 jt equit	SRE	1.0%	895	157,226	15,336,150
3491 jt equit	GA Technologies	0.9%	716	325,936	34,440,020
3993 jt equit	PKSHA	1.6%	1,416	479,856	30,824,400
4382 jt equit	HEROZ	0.5%	239	80,718	15,021,580
6182 jt equit	ロゼッタ	3.2%	833	340,024	10,657,660
2158 jt equit	フロンテオ	1.3%	407	519,419	39,207,860
3655 jt equit	ブレインパッド	0.9%	361	68,182	7,433,530
3906 jt equit	Albert	1.2%	324	51,296	4,452,500
4488 jt equit	AI Inside	3.2%	4,462	125,329	3,913,000
4476 jt equit	AI Cross	1.4%	94	54,392	3,995,050
4056 jt equit	ニューラルポケット	2.1%	1,727	291,689	14,132,200

（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は申し分ない。大株主をどう捉えるか。

		保有比率	保有額	株数
ソニーグループ	会社	38.4%	33,522,066,000	5,891,400
Zホールディングス	会社	21.8%	19,047,275,000	3,347,500 ↓
Capital Group	機関投資家	5.9%	5,121,000,000	900,000 ↑
三井住友トラスト	機関投資家	5.0%	4,357,402,000	765,800 ↑
りそなアセットマネジメント	機関投資家	3.7%	3,188,676,000	560,400 ↓
Nomura PB	機関投資家	2.7%	2,389,800,000	420,000 ↑
インベスコ	機関投資家	1.4%	1,178,968,000	207,200 ↑
野村ホールディングス	機関投資家	1.1%	944,540,000	166,000 ↑
明治安田生命保険	機関投資家	1.0%	914,383,000	160,700
BNY GCM Client	機関投資家	0.9%	768,150,000	135,000 ↑
クレディスイスグループ	機関投資家	0.7%	614,520,000	108,000 ↑
メリルリンチ	機関投資家	0.7%	603,140,000	106,000 ↑
三菱UFJフィナンシャル	機関投資家	0.6%	483,650,000	85,000
エスピーアイ・アセット	機関投資家	0.4%	392,041,000	68,900 ↑

(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。