



東大金融研究会

アライド・アーキテクト株式会社 (6081)



Allied Architects

今回のポイント

- 1 ; 業績は前期、今期と堅調に推移する見込みで、ここで投資家の信認を得られるかが非常に重要。ただし、成長率については市場期待よりは低い。
- 2 ; 過去3年のバランスシート成長率は▲1.0%。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。（情報量が多い一方で必要な情報に欠ける）特に、トップラインの伸び率が過去低いことの理由を要因分析するべき。
- 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。

過去の株価推移





東大金融研究会

アライド・アーキテクツ（株）

株価；603円（2021/4/1終値）
時価総額；84.8億円
EV；75.4億円

Valuation

FY20 EBITDA；3.6億円
FY20 EV/EBITDA；21.1x
Net Cash；4.2億円

FY21 EPS；19.9円
FY21 PER；30.3x

PBR；4.9x

事業概要

1；SaaS事業

マーケティングDXを加速する自社開発のSaaSツールを提供。Letro（Instagramに投稿された写真や動画をウェブサイトや広告に活用することでCVRや引き上げ率を改善し、売上アップに貢献するツール）やLetroStudio（動画のインハウス制作を行う企業を支援する動画制作サービス。目的に応じた豊富な動画テンプレートと柔軟な編集機能により誰でも簡単に動画作成を行えるサービス）などのプロダクトを有する。

2；ソリューション事業

“SNS”や“ファン”をキーワードにマーケティングDX戦略を包括的に支援。デジタルマーケティングはより専門性が求められてきている。単発のプロモーション企画から長期的なマーケティング戦略の立案・実行まで、顧客のマーケティング課題を解決する様々なソリューションを提供。

3；中国支援事業

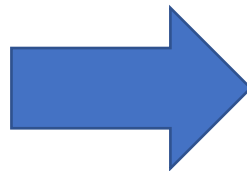
独自のインフルエンサーネットワークを活用した中国向け越境プロモーションを支援。中国の大手インターネット企業やSNS運営企業など現地のパートナー企業と連携し、中華圏へのプロモーションを安心・安全かつスピード感を持ってソリューションを提供。

4；海外SaaS事業

グローバルなデザイナーネットワークで高品質・低価格な広告クリエイティブを提供。デジタル広告を出稿する世界中の広告主に対して、独自のクリエイターネットワークと人工知能（AI）を活用し、より広告効果の高いクリエイティブを提供するプラットフォーム“Creadits”を提供。

事業計画の考え方、見せ方

- 来期は売上で+10.2%の4,620百万円、営業利益で+33.9%の400百万円を目指す計画
- 特別損益の時系列でのグラフ
- 投資有価証券686百万円



- PER評価では来期でも30.3倍と安くない。PSRで評価される為には最低でも売上20%成長が必要でパンチ不足。Kaizenプラットフォームは+30.5% (PSR13倍)、ホットリンクは+33.3% (PSR1.6倍)、サイバーバズ+17.6%。
- 下記の投資有価証券を含め、関係会社株式や貸倒引当金繰入などの状況を時系列で明確化。
- 非上場株式17銘柄540百万円、非上場株式以外の株式1銘柄17百万円のイメージ、動向。

当社のビジネスは着実な成長を遂げている

粗利率の低かった広告ビジネスを段階的に縮小してきたものの売上は過去5年平均で12.5%の成長を遂げた。ただし、SaaSを標榜する企業としては物足りない。EBITDAマージンも今期については過去にない高い水準まで回復した。

Revenue(百万円)
CAGR12.5%(Organic), xx%(M&A)

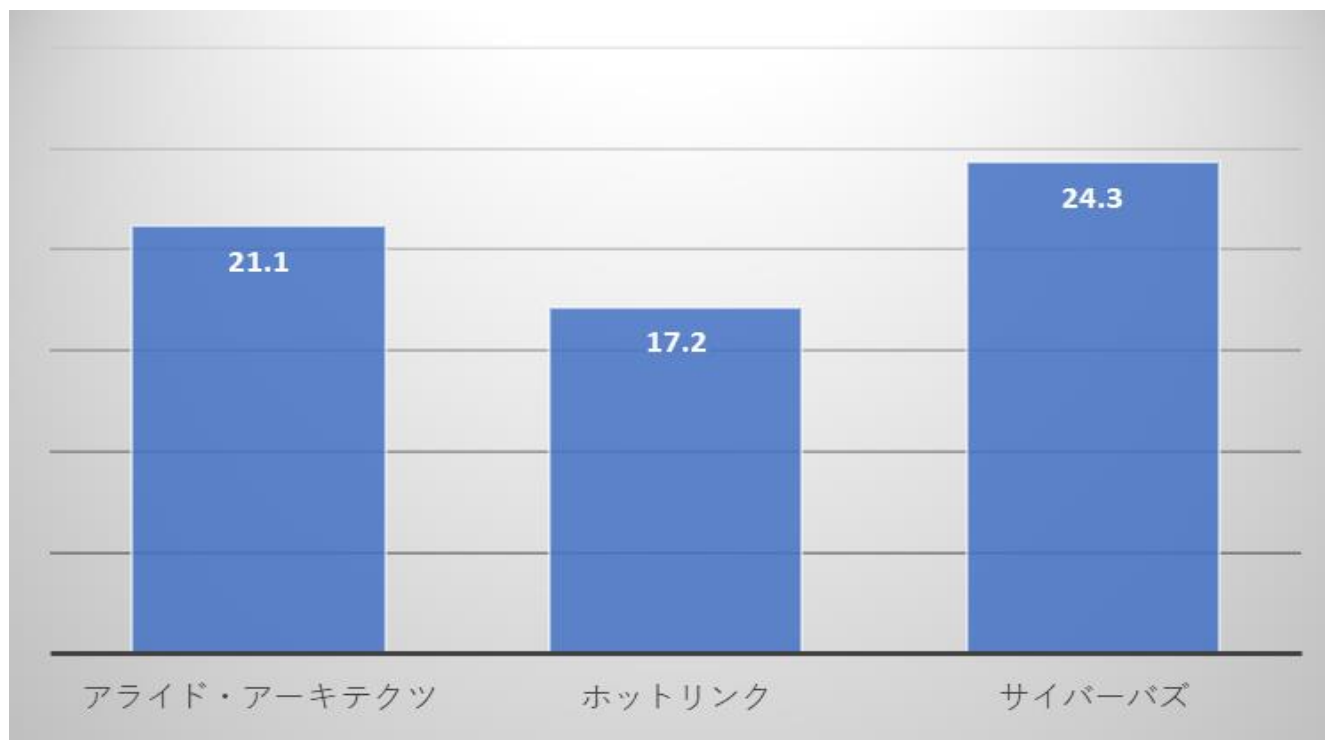


EBITDA (百万円)
EBITDA Margin 8.5%



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。



Allied Architects

2021/4/12



CyberBuzz

東大金融研究会

前期の業績回復により収益性は高水準も高コスト体質が足かせ

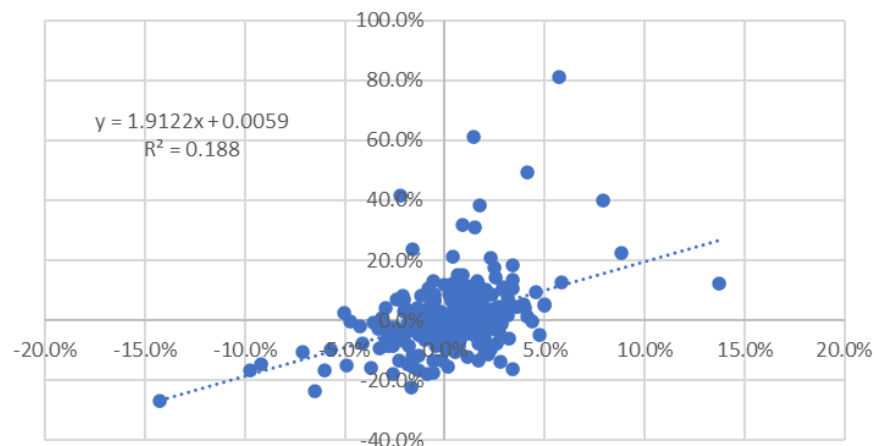
体質改善を伴う業績回復とその持続性により収益性は類似企業を上回る。しかしながら、資本コストの高さが株価の重しになる可能性も。また、投資有価証券比率が高く、この扱いをうまく資本市場と対話する必要がある。

		アライドアーキテックス		同業他社		評価
		前期(20/12)	今期計画	前期	今期計画	
利益率						
	売上総利益率	49.0%		47.7%		
	営業利益率	7.1%	8.7%	2.7%	5.0%	高水準
	EBITDAマージン	9.9%		8.3%		高水準
	当期純利益率	4.1%	4.5%	4.1%	5.2%	
収益性						
	ROIC	7.7%		4.8%		高い
	WACC	7.7%		6.3%		高い
	ROE	11.9%		5.0%		高い
	CAPM	10.8%		7.0%		高い
財務安定性						
	D/Eレシオ	0.80		0.44		高い
	株主資本比率	51.3%		73.0%		低い
	自己資本比率	54.2%		72.2%		低い
	当座比率	186.2%		613.6%		低い
	流動比率	204.1%		627.0%		低い
PBR		5.0		6.2		割安
	投資有価証券比率	21.5%		0.5%		高い
	10%変動/OP	23.0%		#DIV/0!		

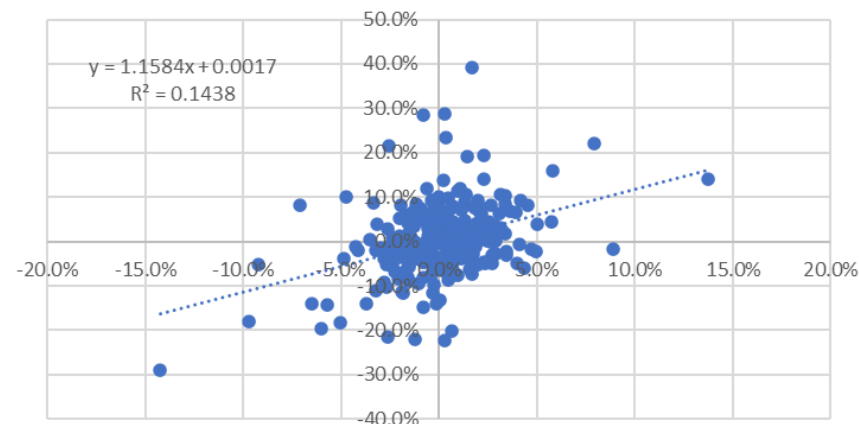
過去の株価の変動性が高いことがネックに

類似事業と比較して過去の株価変動性が非常に高い。これは低収益性に加えて、特別損益などにより利益が歪んでいたことに起因すると思われる。

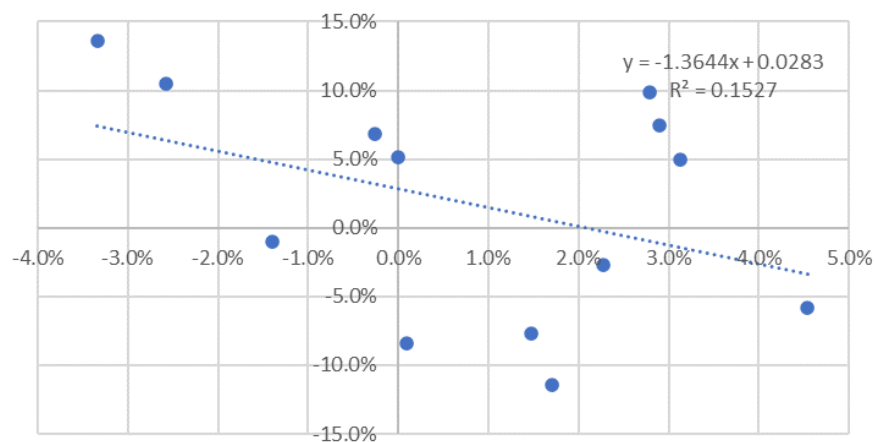
アライドアーキテツ対Topix



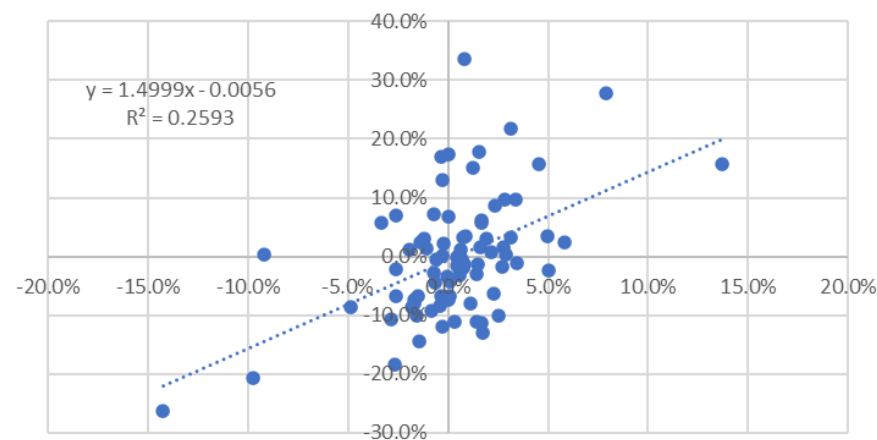
ホットリンク対Topix



Kaizenプラットフォーム対Topix

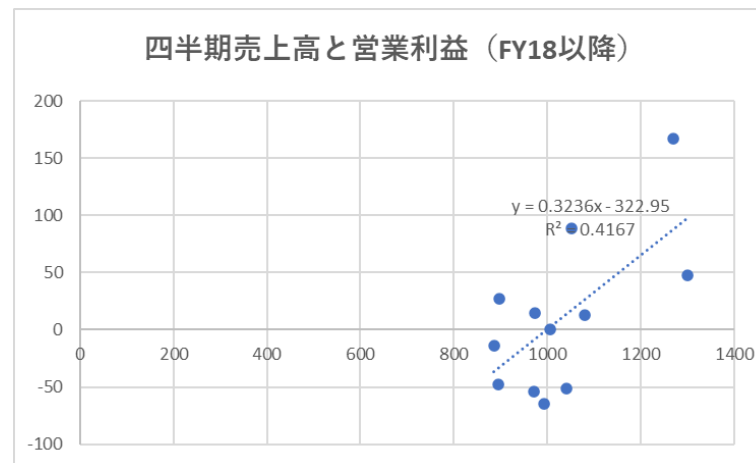
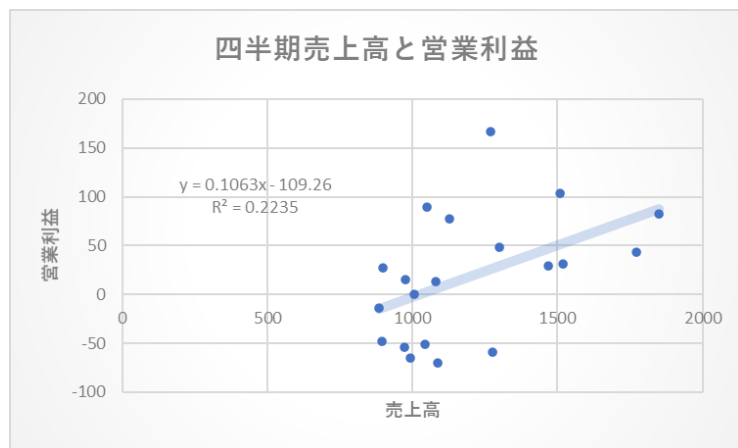


サイバーバズ対Topix

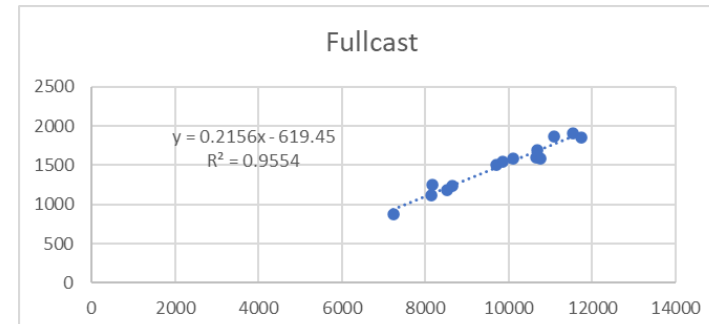
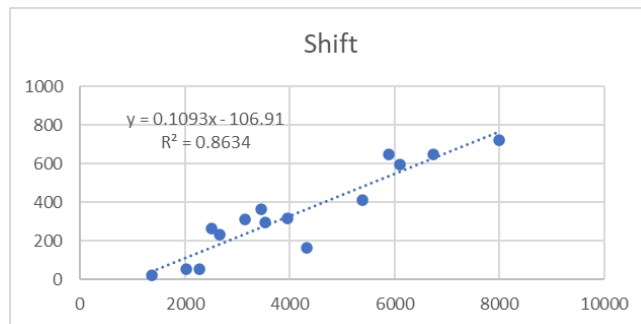
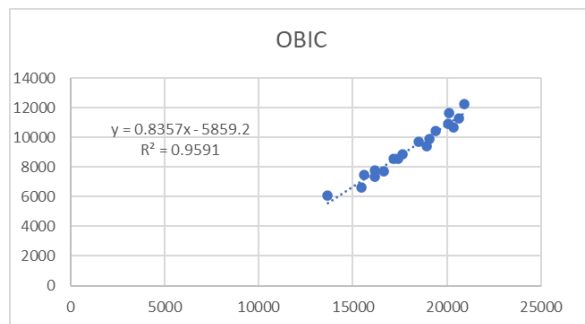


限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

16年以降のマクロベースでの限界利益率は10.6%とはいえ、決定係数は0.22と非常に説明力が低い。18年以降に絞ると限界利益率は32.4%に上昇し、決定係数も0.42まで上昇した。ただし、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。



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。



縮小事業の影響もあり回転率は低下したものの利益率の改善がROEを押し上げ

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	-24.4%	10.1%	0.0%	-11.6%	-10.0%	6.0%
ROE	-32.1%	20.0%	-0.1%	-23.3%	-21.9%	11.9%
売上高純利益率	-16.2%	4.1%	0.0%	-9.0%	-6.9%	4.1%
回転率	1.51	2.47	1.69	1.29	1.45	1.44
レバレッジ	1.32	1.98	2.10	2.00	2.20	1.99

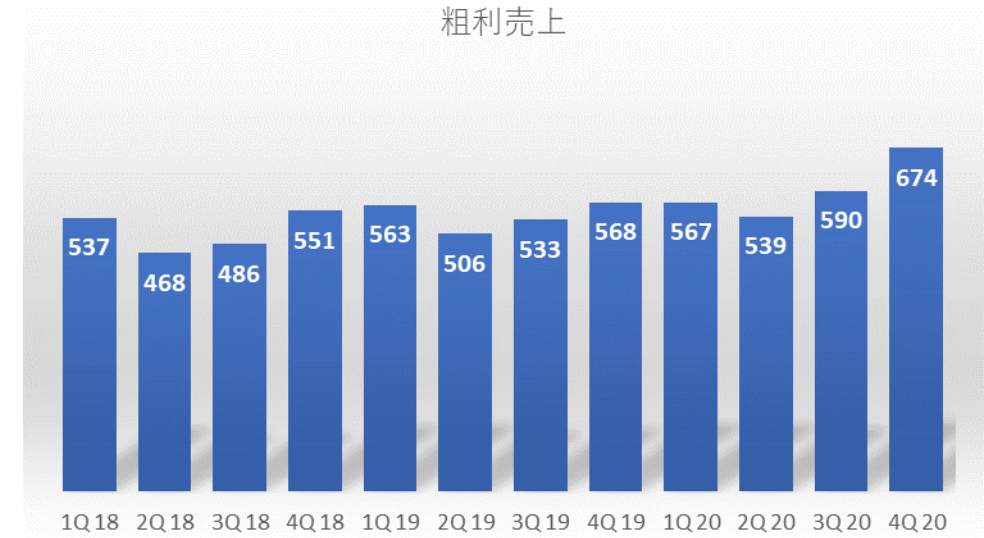
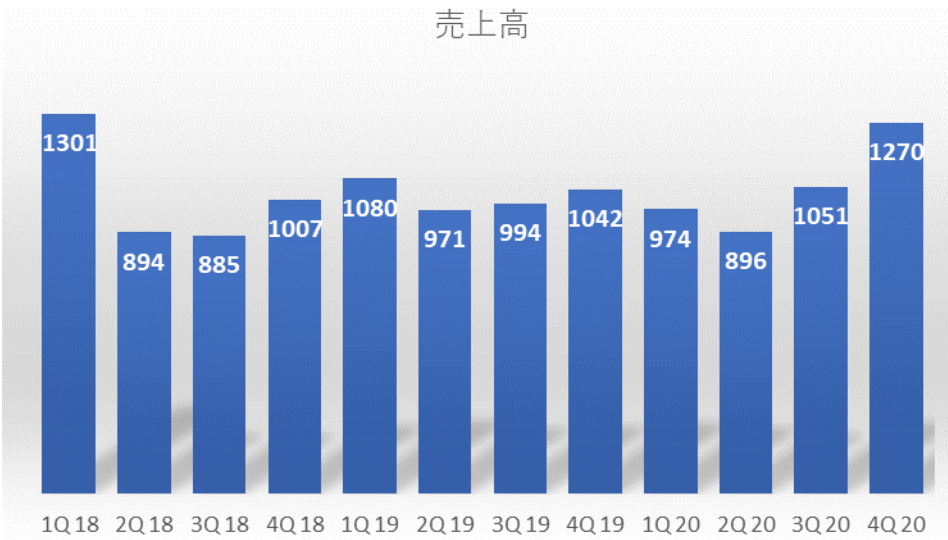
ホットリンクのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	0.5%	-14.1%	3.2%	2.1%	-29.2%	0.3%
ROE	1.3%	-38.2%	6.3%	3.1%	-42.5%	0.6%
売上高純利益率	0.8%	-29.3%	5.5%	3.4%	-44.2%	0.4%
回転率	0.61	0.48	0.58	0.62	0.66	0.79
レバレッジ	2.82	2.71	1.98	1.44	1.46	1.85

(東大金融研究会作成)

KPIである粗利売上は緩やかに上昇

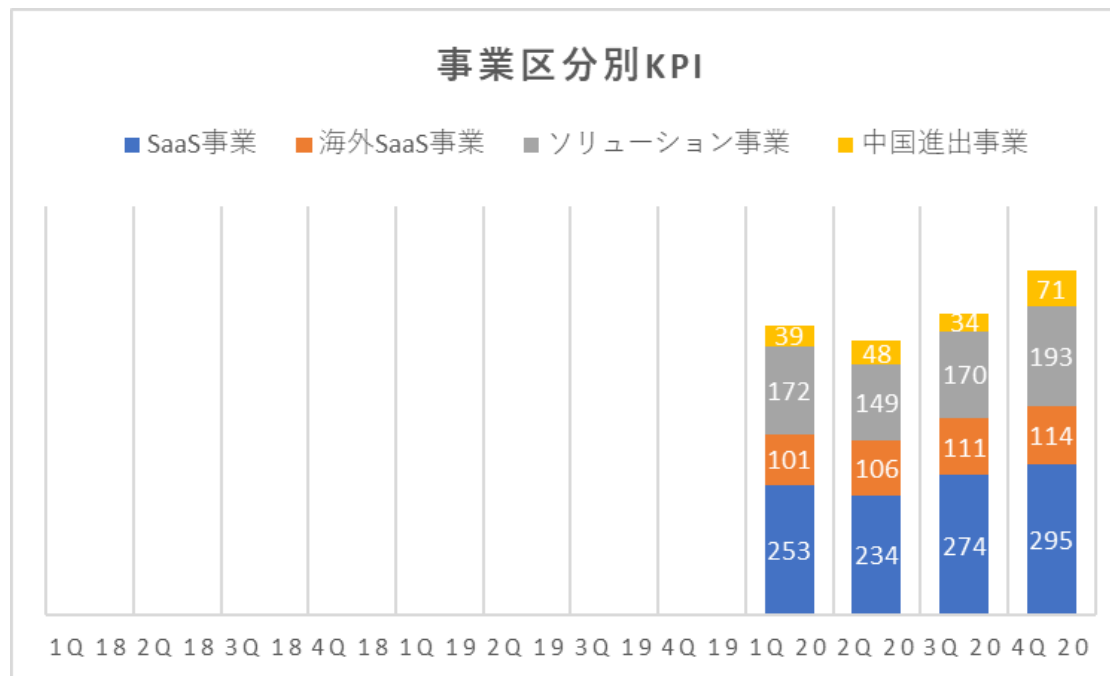
コア事業に付随して発生する広告売上（広告運用代行）は利益率が極端に低い。当社では粗利売上（単体売上高-直接原価+連結子会社粗利）をKPIにしている。直接原価の大半は広告出稿費用。



（会社資料より東大金融研究会作成）

事業区分別KPIを公表へ

新しい事業区分別KPIを開示したものの、今後、前年度比較が可能になるので、ここからそれぞれの事業の伸び率をトレースする動きになる。可能であれば19年度の数字も発表すべきであった。市場は、前年度比較をベースの分析することが多く、単年度での発表であると織り込むまでに相応の時間を有することになる。



SaaS事業やDX事業はもう少し伸びていても良いのですが、新規獲得が少ないのか、解約率が高いのかを明確にして成長戦略を示す必要がある。

(会社資料より作成)



東大金融研究会

これまでの業績推移

セグメントの数字の開示がでこぼこしており、一貫した姿勢が望まれる。特別損益が利益に及ぼす影響が大きく、保有資産の状況については何らかの開示若しくは言及が必要。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-657,754	-704,449	-468,636	-114,433	234,941	-419,330	-419,330
発行済み株式数（百万株）	13	13	14	14	14	14	14
株価	182	755	960	398	395	565	606
時価総額	2,402,256	9,977,889	13,352,640	5,585,134	5,546,590	7,961,415	8,539,146
EV	1,744,502	9,273,440	12,884,004	5,470,701	5,781,531	7,542,085	8,119,816
EBITDA	-341,245	298,706	-116,864	-209,811	-72,028	356,826	
EBITDA margin	-13.2%	5.0%	-2.1%	-5.1%	-1.8%	8.5%	
EV/EBITDA(pre-tax based)	-5.1	31.0	-110.2	-26.1	-80.3	21.1	
EBITDA	-331,239	317,741	-29,783	22,276	-44,112	416,978	516,400
EV/EBITDA(OP based)	-5.3	29.2	-432.6	245.6	-131.1	18.1	15.7
EPS	-31.7	17.9	-0.1	-26.3	-20.0	12.3	19.9
PER	-5.7	42.2	-8,477.9	-15.1	-19.7	45.9	30.5
流動資産	1,282,219	2,733,960	2,058,810	2,128,749	1,534,832	2,204,755	
現金	657,754	1,702,858	1,244,257	1,360,600	656,346	1,170,897	
受取手形	505,619	947,640	688,402	634,865	700,332	841,050	
投資有価証券	101,578	418,793	1,053,995	717,186	766,451	686,818	
流動負債	432,809	1,195,347	952,771	760,470	844,046	1,080,432	
買掛金	244,631	618,191	419,488	172,050	211,976	284,490	
短期借入金	0	0	0	0	0	100,000	
1年以内返済長期借入	0	226,954	226,954	354,880	329,580	308,629	
長期借入	0	771,455	548,667	891,287	561,707	342,938	
株主資本	1,092,364	1,335,461	1,768,782	1,415,256	1,135,147	1,639,890	
その他包括利益	6,189	12,504	23,296	-36,621	52,653	94,821	
自己資本	1,098,553	1,347,965	1,792,078	1,378,635	1,187,800	1,734,711	
純資産	1,098,940	1,348,320	1,797,031	1,387,860	1,201,348	1,775,973	
総資産	1,534,251	3,315,123	3,300,154	3,039,617	2,611,219	3,199,344	
売上高	2,583,729	6,004,576	5,606,774	4,088,683	4,087,447	4,192,590	4,620,000
粗利売上						2,371,000	
売上総利益	1,073,429	1,583,788	1,663,254	1,725,737	1,854,339	2,056,421	
営業利益	-354,946	294,959	-57,445	-14,673	-157,057	298,640	400,000
支払利息	152	1,946	5,924	4,399	7,751	7,000	
特別利益	16	31	269,986	94	21,953	126,281	
特別損失	5,714	28,895	12,088	32,311	62,225	52,084	
税前当期利益	-370,802	245,114	107,448	-283,376	-232,996	305,685	
親会社に帰属する利益	-418,779	236,339	-1,575	-369,488	-281,476	173,286	280,000
減価償却費	23,707	22,782	27,662	36,949	112,945	116,926	115,000
のれん償却	0	0	0	0	0	1,412	
金利	#DIV/0!	0.4%	0.7%	0.4%	0.7%	0.9%	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
受注高							
マーケティングサービス	2,751,741	6,093,692	5,399,807	3,510,854	3,550,001	3,600,409	
SNS関連サービス		1,681,389	1,745,164	1,723,862			
SNS広告サービス		4,412,303	3,654,643	1,786,992			
CREASITSサービス		195,004	254,609	253,892	452,631	581,174	
受注残高							
マーケティングサービス	526,971	774,970	815,624	497,792	390,541	367,117	
SNS関連サービス		414,272	452,381	481,344			
SNS広告サービス		360,698	363,243	16,448			
CREASITSサービス		20,288	27,278	21,175	43,613	56,029	
販売実績	2,583,729	6,004,574	5,606,772	4,088,682	4,087,446	4,192,590	
マーケティングサービス	0	5,818,087	5,359,153	3,828,686	3,657,253	3,623,833	
SNS関連サービス		1,588,137	1,707,055	1,694,899			
SNS広告サービス		4,229,950	3,652,098	2,133,787			
CREASITSサービス		186,487	247,619	259,996	430,193	568,757	
大口							
オイシックス					520,294		
Dyisy Group				794,357			
Finaya		391,282	1,403,880				
LeadsGen			612,188	13,905			
売上高							
マーケティングサービス					3,649,153		
CREASITSサービス					455,145		
粗利益							
マーケティングサービス					1,509,340		
CREASITSサービス					351,800		
営業利益							
マーケティングサービス					202,725		
CREASITSサービス					-359,684		

2021/4/12

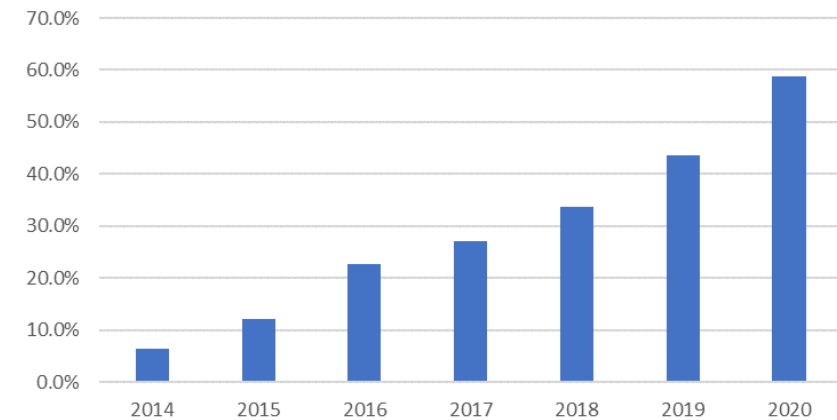
東大金融研究会

ガバナンス体制は良好

独立した社外取締役比率は42.9%。経済産業省やISSが定める独立した社外取締役の比率についてのガイドラインを上回る。

役職名		氏名
代表取締役	社長	中村壮秀
取締役		松井裕美
取締役		村岡弥真人
取締役		原田潤
社外取締役		小副川俊朗
社外取締役		大村健
社外取締役		市川祐子

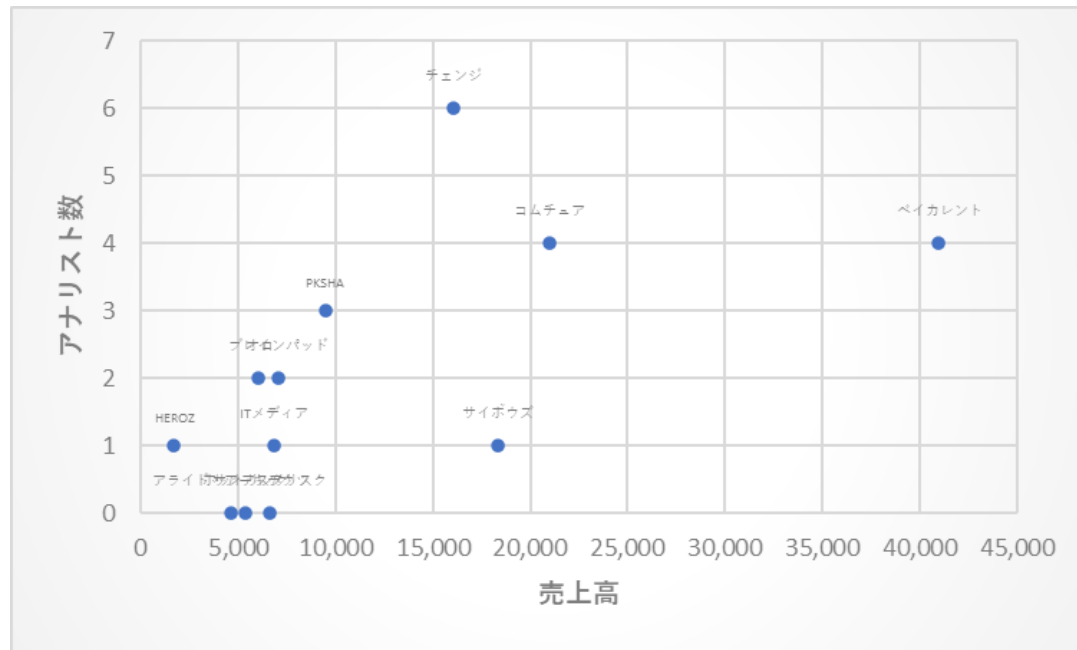
1/3以上の社外取締役を選任する会社比率



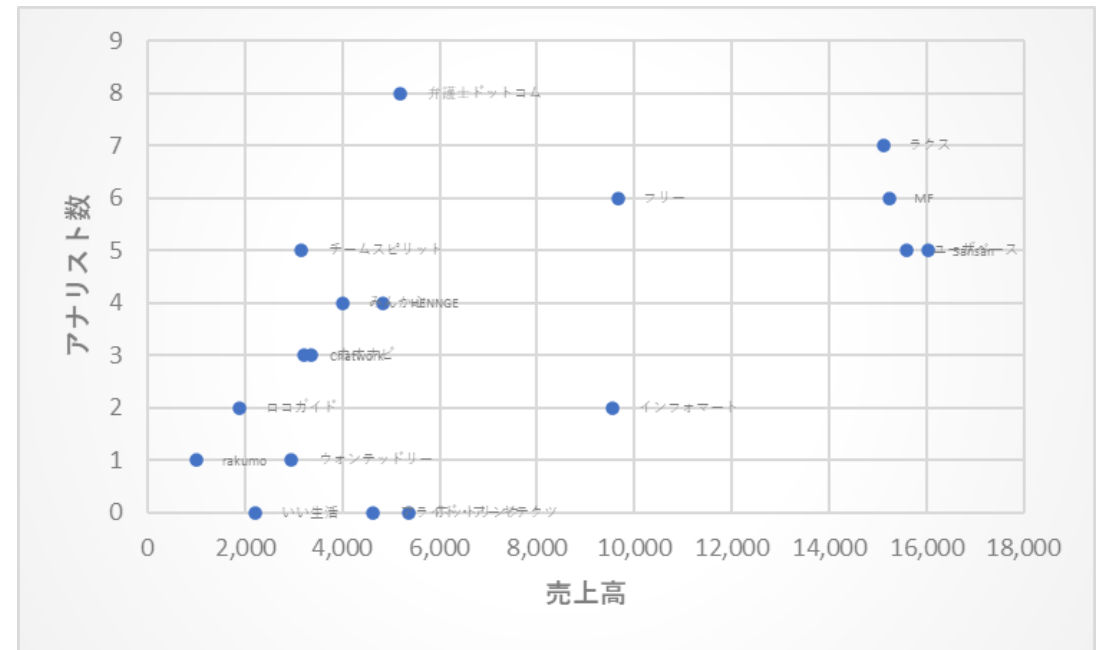
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

売上規模から判断するに、DX関連としてでもSaaS関連としてでも、アナリストのカバレッジの可能性は十分。ただし、アナリストの厚みとしてはSaaS関連として捉えられる方がカバレッジが将来的に膨らむ可能性もある。SMBC日興でAI専用のアナリストを雇用する可能性もあり、この辺が1つのトリガーか。どちらにせよ、どういう軸で会社を見てもらうべきかと明確にする必要がある。

DX関連銘柄のアナリストカバレッジ



SaaS関連銘柄のアナリストカバレッジ





東大金融研究会

株式売買高は高水準

株式売買高はかなり多く流動性の観点では魅力的ではある。ただし、これは逆の観点で言えば、借株を調達できるのであればショートの対象になり得るということでもある。

DX支援		売買高/発行済株式数	90日平均出来高	発行済株式数
3962 jt equi	チェンジ	1.7%	1,255,603	72,591,560
3983 jt equi	オロ	0.4%	65,527	16,606,450
3993 jt equi	PKSHA	1.5%	466,816	30,824,400
4053 jt equi	サンアスタリスク	0.4%	163,280	36,840,000
4382 jt equi	HEROZ	0.5%	82,126	15,021,580
2148 jt equi	ITメディア	0.9%	181,744	20,532,600
3655 jt equi	ブレインパッド	1.1%	78,226	7,433,530
3844 jt equi	コムチュア	0.3%	110,206	32,241,600
6081 jt equi	アライド・アーキテクト	4.9%	690,344	14,091,900
3680 jt equi	ホットリンク	3.3%	517,670	15,670,200
4776 jt equi	サイボウズ	0.9%	480,521	52,757,800
6532 jt equi	ペイカレント	1.4%	215,968	15,541,140

SaaS関連		売買高/発行済株式数	90日平均出来高	発行済株式数
6081 jt equi	アライド・アーキテクト	4.9%	690,344	14,091,900
3680 jt equi	ホットリンク	3.3%	517,670	15,670,200
3994 jt equi	MF	0.6%	303,677	47,812,200
3923 jt equi	ラクス	0.8%	1,412,214	181,216,000
4397 jt equi	チームスピリット	1.2%	190,363	16,227,600
3991 jt equi	ウォンテッドリー	0.2%	16,352	9,378,700
4060 jt equi	rakumo	2.7%	148,799	5,529,000
2492 jt equi	インフォマート	0.3%	802,518	259,431,200
3796 jt equi	いい生活	0.8%	55,952	7,280,700
3966 jt equi	ユーザベース	0.4%	149,661	36,579,770
4435 jt equi	カオナビ	0.5%	51,070	11,338,800
4443 jt equi	Sansan	0.8%	253,469	31,165,230
4448 jt equi	Chatwork	2.2%	805,160	37,002,790
4475 jt equi	HENNGE	2.1%	334,899	16,176,200
4478 jt equi	フリー	0.8%	388,821	49,709,250
4497 jt equi	ロコガイド	0.9%	90,421	9,710,500
6028 jt equi	弁護士ドットコム	0.4%	150,972	36,140,390

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

浮動株は多いものの、その流動性ゆえにヘッジファンドからのショートポジションが散見される。機関投資家が保有しやすいような利益構造変化をアピールする必要がある。

		保有比率	保有額	株数	
中村壮秀	経営者	34.8%	3,034,028,500	4,901,500	↓
ちばぎんアセットマネジメント	機関投資家	4.2%	368,057,400	594,600	↓
BNY GCM Client Account	機関投資家	3.7%	321,694,300	519,700	↑
JPモルガンチェース	機関投資家	2.4%	207,426,900	335,100	
楽天グループ	政策	2.2%	196,346,800	317,200	↑
MN COMPANY GK	政策？	1.8%	154,750,000	250,000	↑
ゴールドマンサックス	ショート	-1.5%	-134,384,900	-217,100	
SBIホールディングス	政策	1.2%	108,696,400	175,600	↑
ソーシャルワイヤー		0.9%	78,055,900	126,100	↑
クレディスイス	機関投資家	0.8%	73,661,000	119,000	↑
Fukuoka Anzu	個人	0.8%	69,947,000	113,000	↑
Mori Hiroshi	個人	0.8%	68,956,600	111,400	
モルガン・スタンレー	ショート	-0.7%	-64,871,200	-104,800	
東京海上	政策	0.7%	60,600,100	97,900	
メリル・リンチ	ショート	-0.6%	-50,943,700	-82,300	
JPモルガンチェース	ショート	-0.6%	-49,272,400	-79,600	
量増貴久	個人	0.5%	43,949,000	71,000	
ドイツ銀行	機関投資家	0.4%	38,873,200	62,800	
アライド・アーキテクツ	会社	0.2%	14,546,500	23,500	

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。