

SRE ホールディングス (2980 JP)

AI クラウド企業への転換期

2025年3月17日

エグゼクティブサマリー

SRE ホールディングス（以下、SRE）は、不動産サービス企業から高収益が望める AI ソリューション企業へと変革を進めており、その独自の価値創出戦略によって、様々な業界で存在感を高めていくことが予想される。特に、AI クラウド&コンサルティング（AICC）事業の成長と利益率の向上が、今後数年間のグループ収益に大きく寄与しよう。環境面では、同社が得意とする DX や AI の社会実装化の進展が、長期的な成長の追い風となるであろう。また、リカーリング収益の拡大による利益の質向上、FCF 創出力の向上もあり、同社の Valuation 拡大余地は大きいと CGS では考える。

本レポートの投資ストーリーのポイントは以下の通り。

① **ライフ&ヘルスケア（LH：ヘルスケア、金融、IT 業界向け）分野におけるクラウドソリューションの展開を通じた成長加速と事業変革の可能性**: CGS では、SRE が現在事業拡大の転換点にあり、高収益で継続的な収益基盤を持つヘルスケア向けクラウドソリューションが今後の利益成長を牽引すると考えている。特に、医療業界では労働効率化のニーズが高まっており、SRE は独自の AI ソリューションを活用することで新規顧客の獲得を進め、中期的な成長機会を確保している。

② **営業利益が 2027 年度までに年平均成長率（CAGR）32%で成長し、70 億円に到達へ**: CGS は、ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の契約社数が 27 年度までに約 3 倍へと急拡大することにより、利益成長が加速すると予想する。SRE は、広大な市場機会（TAM）を活用し、新規顧客の獲得とクロスセルによる売上拡大を図ることで、持続的な成長を実現すると考えられる。

③ **高収益で資産負担の少ない（アセットライト）事業モデルへの転換によるバリュエーションの向上**: CGS は、SRE のバリュエーションを、EV/EBITDA 成長率 1%あたりの倍率で評価し、同社を様々な業界の企業と比較した。その結果、SRE は現在の評価水準から大幅に割安であると考えられる。AI クラウド&コンサルティング（AICC）事業の成長と FCF（フリーキャッシュフロー）創出能力の向上を通じて、将来的に Valuation 向上（リレーティング）の機会があると判断している。

株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

SRE ホールディングス株式会社 (2980 JP)

株価（2025年3月13日） 2,840 円

時価総額 460 億円

年度(3月決算)	F24E	FY25E	FY26E	F27E
EPS	121	162	214	291
P/E	19.0x	17.6x	13.3x	9.8x
EV/EBITDA	14.1x	11.4x	8.9x	6.7x
P/B	3.5x	3.4x	2.9x	2.6x
配当利回り	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
ROE	15.5%	19.6%	23.5%	27.7%
FCF 転換率*	55%	52%	60%	67%
ROIC ex-cash	11.6%	14.1%	17.4%	21.9%
Incremental ROI*	43%	29%	31%	43%

*FCF 転換率 = FCF ÷ 当期純利益

**Incremental ROI = FCF 増加額 ÷ 投下資本増加額

目次

エグゼクティブサマリー	01
エクイティストーリー① ライフ&ヘルスケア分野におけるクラウドソリューションの展開を通じた成長加速と事業変革の可能性 *	03
エクイティストーリー② 営業利益が 2027 年度までに年平均成長率（CAGR）32%で成長し、70 億円に到達へ *	12
エクイティストーリー③ 高収益で資産負担の少ない（アセットライト）事業モデルへの転換によるバリュエーションの向上	20
会社概要とビジネスモデル	29
潜在市場	34
リスク要因	37
CEO との対談	38
CGS による業績予想モデル	44

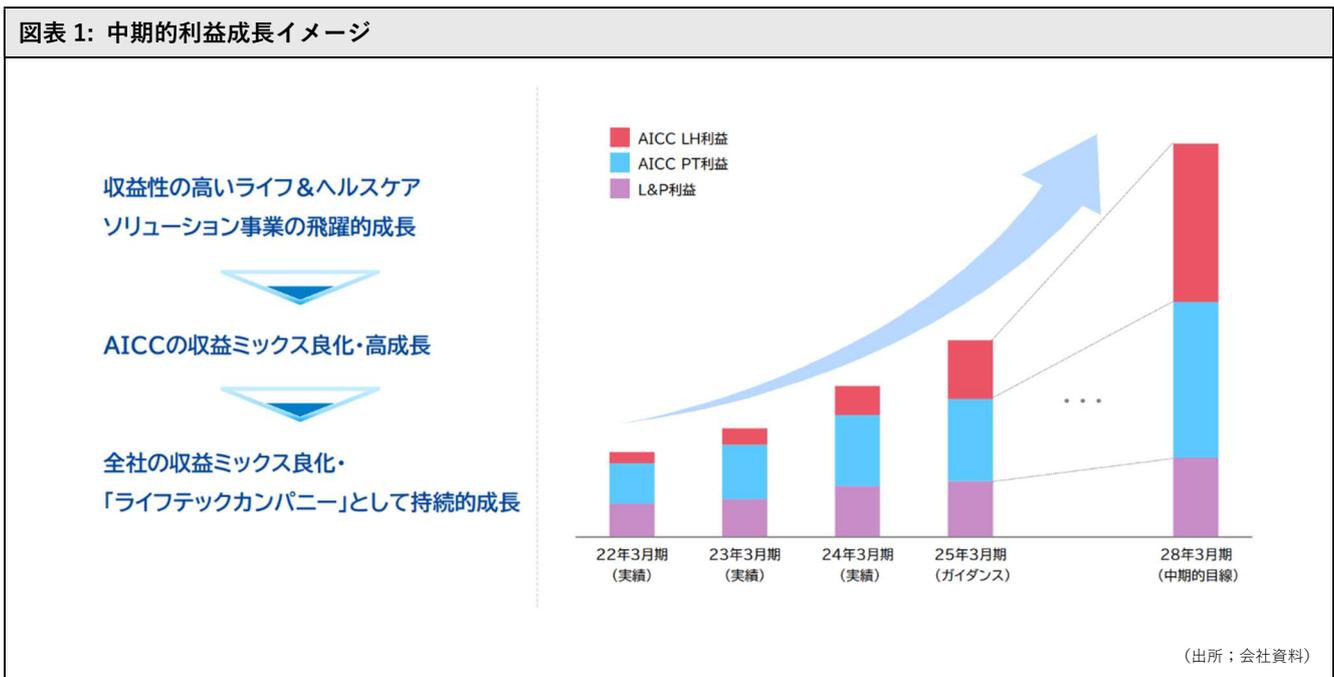
*CGS による業績予想

エクイティストーリー①：ライフ＆ヘルスケア分野におけるクラウドソリューションの展開を通じた成長加速と事業変革の可能性

サマリー：急成長中の AI クラウド＆コンサルティング（AICC）セグメントにおけるライフ＆ヘルスケアソリューション（LH）が、SRE の売上および利益の中長期成長ドライバーになると予想される。特に、医療分野において顧客の関心が高まっており、事業拡大の強力な推進力となろう。この事業は、SRE が開発した AI を活用し、BPO（ビジネスプロセスアウトソーシング）とクラウドソリューションを組み合わせることで、医療福祉施設の業務効率を大幅に向上させる可能性を持っている。

○現在、医療業界ではデジタルトランスフォーメーション（DX）の強い追い風が吹いており、SRE のソリューションには大きな市場機会があると見込まれる。同社は競争力のある製品とサービスを幅広く提供しており、この市場において優位性を発揮すると考えられる。これにより、SRE のグループ全体の売上と利益が加速し、同社は高成長・高利益率のクラウドソリューション企業へと変貌を遂げることが期待される。

図表 1: 中期的利益成長イメージ



ヘルスケアクラウド事業の概要

○SRE は、AI クラウド＆コンサルティング（AICC）とライフ＆プロパティソリューション（L&P）の2つの事業を運営している。AI クラウド＆コンサルティング（AICC）には、ライフ＆ヘルスケアソリューション（LH）とプロップテックソリューション（PT）がある。近年、SRE はAI クラウド＆コンサルティング（AICC）事業の拡大に向けて積極的に経営資源を投入している。このサービスは、業界特化型のAI クラウドソリューションとコンサルティングサービスを組み合わせたものであり、ビジネスプロセスアウトソーシング（BPO）を通じて、顧客がフロントオフィス業務に集中し、業務効率を最大化できるよう支援する。

OSRE が独自に開発した AI ソリューションの適用範囲は広く、複数の産業における様々なニーズに対応している。このサービスにより、次の効果が期待できる。①従来手作業で行われていた煩雑な業務を自動化し、必要な時間を大幅に短縮する、②人為的なミスを大幅に減少させることで、それに関連するコストの削減を可能にする、③自動化によって従業員は自身の役割に応じた最も付加価値の高い業務により多くの時間を割くことができる。企業レベルでは、これにより大きな成長機会が生まれるとともに、採用への依存度が低下し、収益性の向上につながると考えられる。

OSRE は、特にヘルスケア領域に近年注力しており、この分野での力強い市場浸透と将来的な成長機会が見込まれる。主に医療福祉施設を対象とするヘルスケアの顧客は、SRE の BPO/コンサルティングとデジタルクラウドソリューションの組み合わせによる強力な支援を高く評価している。これにより、すでに過重労働となっている医療従事者の不要な業務を削減することができる。その具体例としては、書類作成のサポートや、レギュレーション変更の追跡などが挙げられる。

○潜在顧客より強い関心を受けていることから、SRE はヘルスケア領域が中核的な成長ドライバーになると確信している。また、ライフ&プロパティソリューション (L&P) と比較すると、このビジネスは高利益率で、資本集約度が低く、キャッシュフローの創出能力が高いため、より安定した事業モデルと言える。

○ライフ&ヘルスケアソリューション (LH) には、ヘルスケア領域以外にも金融や IT などの様々なエンドマーケットが含まれているものの、経営陣は今後数年間の重点分野としてヘルスケア領域を位置付けている。収益モデルは、月額サブスクリプション料からのリカーリング収益と、コンサルティングや BPO によるフロー型収益の組み合わせで構成されている。

○ヘルスケア領域で提供されるクラウドソリューションは、医療福祉施設の運営をより効率的にし、収益性を向上させるための多様な課題に対応している。これらのソリューションは、顧客対応ツール、マーケティング、バックオフィスの自動化など、幅広い領域に及ぶ。例えば、SRE は医療福祉施設向けの AI チャットボットを開発しており、これは当初、不動産事業向けに作られたものをヘルスケア領域に改良・特化させたものである。このソリューションにより、患者との接点を増やし、定期検診のリマインドや予約管理をプラットフォーム上で行うことが可能になる。

○現在、ライフ&ヘルスケアソリューション (LH) の顧客数は 297 件 (2024 年 12 月時点) となっている。月間 ARPC (顧客あたりの平均収益) は 649,000 円と、プロップテックソリューション (PT) の水準を大きく上回っており、相対的に顧客数は少ないものの、売上への貢献度は高い。中長期的に見ても、ライフ&ヘルスケアソリューション (LH) におけるヘルスケア領域が、主要な成長ドライバーとなると考えられる。

○ヘルスケア領域の主な成長要因は、以下の 5 つと考える。

- 1) 顧客からの高い評価と優秀な人材チーム
- 2) 医療 DX への強い需要が追い風となる環境
- 3) ヘルスケア市場には大きな未開拓の機会が存在
- 4) 独自のビジネスモデルによる競争優位性
- 5) M&A を通じたさらなる成長の可能性

1) 顧客からの高い評価と優秀な人材チーム

OSRE は、AI SaaS クラウドソリューションとコンサルティングおよび BPO サービスを組み合わせることで、ヘルスケア領域で独自のアプローチを図っている。この手法により、顧客の課題に密接に対応したソリューションを提供でき、高い顧客満足度を実現している。クライアントと直接協力しながら業務効率を向上させることで、SRE は顧客が直面している現実的な課題を特定し、それをデジタルソリューションの開発に活かすことができる。この戦略により、SRE は比較的短期間でヘルスケア領域において多くの専門知識を獲得することに成功した。

OSRE は、短期間でヘルスケア領域において高い評価を確立し、新たな医療福祉施設との契約を獲得してきた。SRE が医療業界における経験豊富なビジネスプロフェッショナルやコンサルタントを採用し、優秀なチームを構築できたことが、短期間で成功に大きく貢献している。このチームには、他のヘルスケアサービス企業での勤務経験を持ち、豊富な業界知識、特定の営業ノウハウ、そして医療福祉施設の業務における重要な非効率性を特定・解決するスキルを有している人材も多い。

○医療従事者が多忙であるため、IT ソリューションベンダーとの営業ミーティングを行う時間を十分に確保できないことが医療福祉施設にとって大きな課題となっていた。SRE は、コンサルティングおよび BPO サービスを通じて、医療福祉施設の業務運営を直接支援することで具体的な課題を明確に出来る。そのため、多くの時間を費やさず最適なデジタルソリューションを共に開発することが可能となっている。

2) 医療 DX への強い需要が追い風となる環境

○日本は、高齢化による労働力人口の減少に直面しており、特に医療業界では人材不足が深刻化している。職種によっては、有効求人倍率が 2~3 倍に達しており、十分な人材を確保することが難しい。さらに、高齢化に伴い患者数の増加が見込まれており、医療機関の業務効率向上の必要性がこれまで以上に高まっている。

○こうした状況の中で、日本全体が DX（デジタルトランスフォーメーション）の推進フェーズに入っていることも、SRE にとって有利な環境であろう。医療業界は、今後の医療サービス需要の急増に備えた業務の効率化を図るため、DX の推進が最も求められる分野の一つとなっている。また、医療業界での DX の推進は、政府の優先課題ともなっており、SRE にとって追い風となる要素である。

○政府は、医療機関がより多くの IT ソリューションを導入できるように補助金を提供している。2024 年度には、厚生労働省が医療・介護業界のデジタル化を支援するために 1,447 億円の予算を計上した。この予算には、マイナンバー保険証の導入支援や電子カルテの普及促進のためのシステム導入補助が含まれている。

○こうした環境のもと、SRE のコンサルティングおよびクラウドソリューションは、業界の強いニーズに応えるものとなっている。SRE のソリューションを活用することで、医療機関は非コア業務のアウトソーシングが可能となり、SRE がクラウドソリューションとコンサルタントを通じてこれらの業務をより効率的に管理できるようになる。これにより、医療従事者はより専門的な医療業務に集中でき、医療サービスの提供能力を最大限に引き出すことが可能となる。

3) ヘルスケア市場には大きな未開拓市場が存在する

○例えば日本には10万件の医療福祉施設が存在するが、大規模な医療機関では既に独自のITシステムを導入しているケースが一般的。そのため、SREは主に小規模から中規模の医療福祉施設をターゲットと位置付けており、アプローチ可能な医療福祉施設数は約8万～9万件と見積もっている。

○ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）における業界別のARPC（顧客あたりの平均収益）は公開されていない。ただし、金融業界の大手メガバンク向けサービスを除いた場合、ARPCは月額約500,000円であると推定される。ヘルスケア領域におけるARPCもこれに準じると仮定すると、この市場のTAMは5,000億～5,500億円規模に達すると計算できる。

○ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の2024年12月末の契約数は297件であり、そのうちヘルスケア領域の契約は100件程度に留まる。これは、現在のソリューションで潜在的にアプローチ可能な8万～9万件の医療福祉施設と比較すると、極一部に過ぎない。SREの競争力のあるコンサルティングおよびクラウド製品の組み合わせを考慮すると、同社は今後も着実に市場シェアを拡大できると考えられる。さらに、新たなソリューションを提供することで、長期的にはより大きなシェアを獲得することが可能となる。

○また、CGSでは同社のARPCも、カバー業務範囲の拡張等により増加余地があると見ている。同社のコンサルティングサービスを通じて、医療従事者にとって中核業務ではない30～40種類のワークフローを特定しており、SREはその80%を担うことができると考えている。これには、日次業務だけでなく月次業務も含まれる。これらの業務は医療行為を伴わず、主に事務作業に関連するものである。具体的には、人事（HR）、顧客関係管理（CRM）、規制関連の書類作成や報告業務などが含まれる。医療業界の人手不足を踏まえると、SREはコンサルタントとデジタルソリューションを活用することでこれらの業務を効率化し、医療従事者が本来の医療業務に専念できる環境を提供できると考えている。

○この分野には、中長期的に安定した成長の追い風があると考えられる。高齢化の進行に伴い、医療インフラの需要は今後さらに増加することが予想されるため、SREは業務効率の向上を通じて価値を提供し続けることができる。

○さらに、LHは金融、IT、物流といった他の分野にも対応しており、今後数年間は主要な事業領域とはならないものの、これらの市場も大きなTAMを持つ。将来的には、こうした分野がSREの成長の柱となる可能性もあろう。

4) 独自のビジネスモデルによる競争優位性

- I) クラウド+コンサルティングの独自の提供モデルによる顧客との強固な関係
- II) 低い解約率によるリカーリング収益の確保
- III) 独自のデータエコシステム
- IV) ソニーグループとの提携による構造的なコスト優位性

I) クラウド+コンサルティングの独自の提供モデルによる顧客との強固な関係

○AI クラウド&コンサルティング (AICC) の事業モデルは、対面でのコンサルティングとクラウドソリューションを組み合わせた独自のアプローチを採用しており、いくつかの差別化要因があると考えられる。

○第一の差別化要因は、SRE はコンサルティングおよび BPO サービスを通じて、顧客の業務運営に深く関与していること。日本企業は人手不足に直面しており、SRE のコンサルタントによる効果的かつ効率的な業務支援は、慢性的な人員不足に悩む企業にとって非常に利便性が高い。この支援により、SRE は顧客との強固な関係を構築し、信頼を得ることができる。また、SRE の BPO スタッフは複数の顧客を同時に担当することが可能であり、これにより各顧客の医療従事者の生産性を最大化できるというスケールメリットもある。

○第二の差別化要因は、SRE のコンサルタントが顧客の業務に深く関与することで、顧客が抱える業務の非効率性を詳細に把握することができること。そのため、SRE のコンサルティングおよび BPO サービスは、顧客の具体的な課題を特定し、それを解決するソリューションを開発する基盤となっている。このアプローチにより、SRE は成功確率が高く、顧客満足度の高いソリューションを提供することが可能となる。さらに、この戦略は SRE の開発リソースをより効率的に配分することを可能にし、結果として AI クラウド&コンサルティング (AICC) の解約率の低さに寄与していると考えられる。

II) 低い解約率によるリカーリング収益の確保

○SRE は、リアルな対面サービスとクラウド製品を組み合わせた高品質なソリューションを提供することで、顧客にとって不可欠な存在となっており、これが低い解約率の要因になっている。2024 年 12 月時点で、AI クラウド&コンサルティング (AICC) 全体の直近 12 か月平均解約率は 0.3%となっており、過去 24 か月間にわたって着実に低下している。ヘルスケア領域の解約率もこの平均と同程度であると推定される。

○SRE は、顧客の課題を特定し、それに対するデジタルソリューションを開発することで、顧客の業務にさらに深く組み込まれる。この結果、顧客からの依存度が高まり、SRE のソリューションが事業運営の不可欠な要素となるため、解約率は今後も低水準で推移すると考えられる。

○さらに、リカーリング収益モデルの確立により、SRE は事業成長の予測精度を高め、リソースをより効率的に配分することが可能となる。これは、市場サイクルの影響を受けやすい従来の不動産事業と比べて、安定した成長を実現する要因となっている。

図表 2: 平均月次解約率

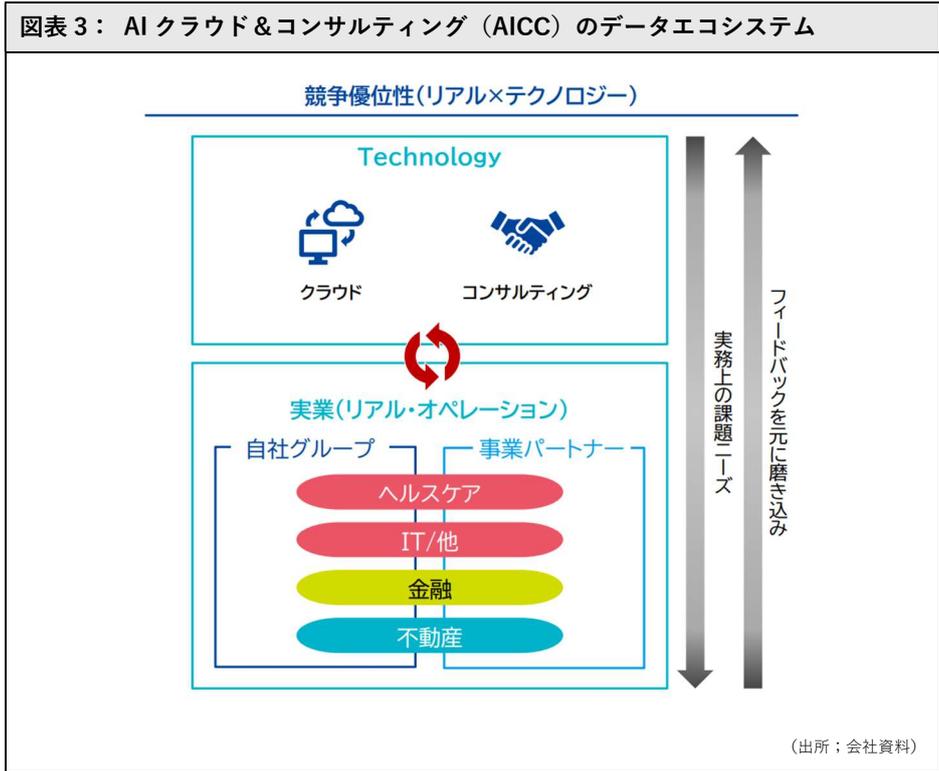


III) 独自のデータエコシステム

OSRE の強みは、実務で得られる知識やデータを AI ソリューションと結合できることであり、プロップテックソリューション (PT) における成功がそのベースにある。不動産の実務経験により、不動産売買データを含む豊富な情報と実務知識を入手。AI を活用して特定した問題点のソリューションを開発し、自社内でテスト。そのシステムを外部に提供することで、事業を拡大した。このテクノロジーは自社のライフ＆プロパティソリューション (L&P) においても差別化要因となっている。

○ヘルスケア領域においても、同様の発展が期待される。SRE はこれまでヘルスケアでの経験は少なかったが、医療福祉施設へのコンサルティングおよび BPO サービスを提供することで、成功を収め、知識を蓄積してきた。SRE のコンサルタントが医療福祉施設の業務フローに直接関与することで、貴重な知見を得ることができ、これがクラウド製品の開発の基盤となっている。これにより、SRE は独自のプロプライエタリデータにアクセスでき、これを活用することで付加価値の高いソリューションを生み出し、自社製品の差別化を図るとともに、参入障壁を築くことができる。

○さらに、SRE は他企業と提携し、ヘルスケア領域以外の分野でもソリューションを共同開発している。また、同社がより多くの契約を獲得することで、さらにデータを収集し、それをもとに製品の品質を向上させ、新たなソリューションを開発することが可能となる。最終的には、データの蓄積がさらなる顧客獲得を促進し、このデータエコシステムを通じた好循環が生み出される。



IV) ソニーグループとの提携による構造的なコスト優位性

○ソニーグループとの緊密な関係は、SREにとって大きな強みとなっている。ソニーのブランド力およびソニーのR&Dとの連携はSREに市場での高い信頼性をもたらしたが、さらに重要なのはSREがソニーのリソースを活用できる点である。

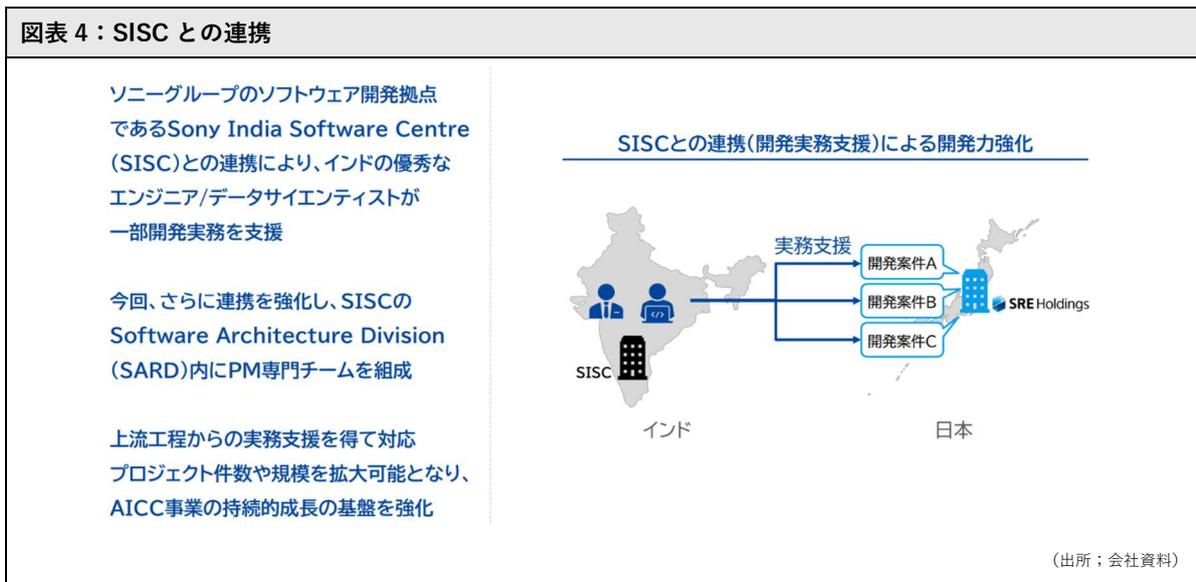
○その代表的な例が、ソニーのインドにおけるオフショア開発チームである。Sony India Software Centre (SISC)は、ソニーの主要な開発拠点の一つであり、約1,500人の優秀なエンジニアおよびデータサイエンティストを擁している。このチームは、ソニーのグローバル市場向けの競争力の高い製品を開発する中で豊富なノウハウを蓄積しており、開発からテストまでの幅広い業務を担っている。SREは、このリソースにアクセスすることで、新たなAIクラウドソリューションの開発を進めることができる。

○特に注目すべきは、SISCの活用によりSREが構造的なコスト優位性を得られる点である。外部の第三者プロバイダーに完全アウトソースする場合と比較して、開発コストを大幅に抑えることが可能となる。このコスト削減効果は決して軽視できるものではなく、SISCのエンジニアのコストは、SREが国内でエンジニアを採用する場合と比較して20%程度低い水準にある。にもかかわらず、高い品質基準を維持できる点が大きな利点である。また、第三者プロバイダーと比較した場合でも、例えば脆弱性検査等のセキュリティテスト業務の調達コストを市場価格より約20%削減することが可能である。

○このコスト優位性は、SREの成長を妨げる要因となりうるボトルネックを解消する役割も果たしている。特に、SREがコンサルティング人材の採用に注力できるようになり、開発の柔軟性を大幅に向上させることが可能となる。つまり、SREは戦略的な開発に集中し、より多くの製品開発プロジェクトを同時並行で進めること

ができる。これにより、直接雇用による人員増加に依存せず、現状の規模を維持しながら効率的な成長を実現できる。

○さらに、SISC はこれまでソニーの主要製品の開発を手掛けてきた実績を持ち、その能力は最高水準にある。そのため、SRE が提供する製品の品質基準も極めて高くなり、競合他社に対する競争優位性を確保する要因となっている。



5) M&A を通じたさらなる成長の可能性

○CGS は、ヘルスケア事業のオーガニック成長が、SRE の中長期的な成長ドライバーであると考えており、当社の予測には M&A などの非オーガニック成長は含めていない。ただし、特にヘルスケア領域において、同社が M&A を行う可能性はあると考えられる。補完的なソリューションを取り入れることで、市場での存在感を強化できるため。

○SRE は、社内に M&A 専門のチームを持ち、買収機会の発掘および PMI (ポスト・マージャー・インテグレーション：買収後の統合プロセス) を実行する体制を整えている。SRE は、多数の入札者がいる中で買収を成功させることが多いが、その理由は必ずしも価格ではない。多くの企業オーナーが自社の事業を信頼できる買収者に譲渡したいと考えており、SRE は長期的なビジョンを持ち事業を適切に管理できる企業として評価されている。さらに、SRE の M&A チームには、買収企業の 3 年間の利益目標の達成といった具体的な KPI が設定されており、戦略的な M&A の遂行が推進されている。

○SRE の買収候補企業としては、ヘルスケア領域において、補完的な業務機能を持つ企業、価値のあるデータを保有する企業、または顧客基盤を持ち SRE のシステムとソリューションを提供できる企業を想定している。

○また、SRE の M&A 戦略は資本配分の適正化を重視しており、買収価格の目安は EV/EBITDA5~10 倍の範囲内に設定されている。計画通りに低 Valuation での買収が実行されれば、SRE の Valuation が大幅なプレミア

ムで取引されているため、M&A は SRE にとって価値創出効果（Value Accretion）があると考えられる。さらに、SRE の既存事業とのシナジーを活用することで、実際の買収価格に比べてより低い Valuation となる可能性がある。M&A に関しては頻繁に行われるものではないと想定しているが、SRE は一定程度の負債を活用する可能性がある。しかし、同社は自己資本比率を約 40%以上に維持する原則を掲げており、財務リスクは抑制されると考えられる。

M&A の最新事例

○2024 年 4 月、SRE はメディックスを買収した。メディックスは、クラウドベースの療養費請求サービスおよび接骨院・鍼灸院・訪問マッサージ向けサポートサービスを提供しており、2,000 件の治療院を顧客として持つ。主なサービスには、請求業務の支援などが含まれる。

○SRE は、メディックスの顧客基盤とリアルな業務知識を活用し、自社の AI・IT 技術を組み合わせることで、強力なシナジーを生み出せると考えている。例えば、予測分析 AI や画像解析 AI を既存の製品に組み込むことで、さらなるサービス向上が期待される。また、SRE の営業・マーケティングリソースを活用することで、新規顧客獲得のスピードを加速できる可能性がある。SRE は、この市場で 5 万件以上の施設をターゲットにできると試算しており、現在のメディックスの顧客基盤 2,000 件と比較すると、市場シェアはわずかに約 4%に過ぎない。このことから、さらなる市場拡大の余地が大きいと考えられる。

図表 5: メディックス概要	図表 6: メディックスから期待できるシナジー効果												
<table border="1"> <tr><td>23年度売上高</td><td>1,255百万円</td></tr> <tr><td>23年度営業利益</td><td>74百万円</td></tr> <tr><td>23年度当期利益</td><td>50百万円</td></tr> <tr><td>買収総額</td><td>2,834百万円</td></tr> <tr><td>企業価値 (EV)</td><td>674百万円</td></tr> <tr><td>総資産額</td><td>1,455百万円</td></tr> </table> <p>(出所：会社資料より CGS 作成)</p>	23年度売上高	1,255百万円	23年度営業利益	74百万円	23年度当期利益	50百万円	買収総額	2,834百万円	企業価値 (EV)	674百万円	総資産額	1,455百万円	<p style="text-align: center;">メディックス子会社化の狙い</p> <ol style="list-style-type: none"> SREグループにおけるセールス/マーケティングのナレッジおよびリソースを活用し、顧客獲得をリブースト、マーケットリーダーのポジション確保(TAM 5万施設以上) SREの幅広い業界におけるAI/IT実装知見を活かし、メディックスの顧客に対する既存プロダクトのブラッシュアップや周辺プロダクト新規展開を行い、アップセル/クロスセルとカスタマーロックインを推進(集客/顧客管理/ナーチャリング等) <p>(出所：会社資料)</p>
23年度売上高	1,255百万円												
23年度営業利益	74百万円												
23年度当期利益	50百万円												
買収総額	2,834百万円												
企業価値 (EV)	674百万円												
総資産額	1,455百万円												

図表 7：過去の M&A の実績

企業名	買収時期	概要	買収金額
メディックス	2024年4月	治療院向けクラウドレセコン提供、レセプト業務支援	6.74億円
DORIRU (旧ギグセールス)	2022年3月	BtoBセールス支援、セールステック	4.85億円*
九州シー・アンド・シーシステムズ	2021年4月	人事ソリューションツール、営業サポートシステム	1.31億円

買収金額は現金を除く企業価値ベース
*追加取得分を含む

(出所：会社資料より CGS 作成)

エクイティストーリー② 営業利益が2027年度までに年平均成長率（CAGR）32%で成長し、70億円に到達へ

サマリー:SRE の成長のメインドライバーは、高利益率かつリカーリング収益を特長とする AI クラウド&コンサルティング(AICC)セグメントである。特にヘルスケア領域における AICC の強力な貢献により、SRE は利益成長が加速する転換点にいると考えられる。AICC の構成比は拡大し、高水準な全社利益成長を牽引しながら、2027年度に AICC はグループ全体の営業利益の 72%を占める見込みである。具体的には、売上高、営業利益、EBITDA、EPS はそれぞれ年平均成長率(CAGR)13%、32%、28%、34%で成長すると予測している。ドライバーである AICC セグメントは売上高 CAGR35%、営業利益 CAGR39%の成長を達成できる可能性があると考えている。

注: SRE は中期経営計画の業績目標を開示していない。本レポートでは、CGS が独自の仮定に基づき、2027年度までの業績を予測している。

OCGS 予測におけるオーガニック成長の前提

- **プロップテックソリューション（PT）及びライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の契約数の成長:**
2024年度12月末時点で、PTの契約数は4,450件、LHの契約数は297件。それぞれ2027年度までに7,000件および1,200件に増加すると見込む。
- **PTおよびLHのARPC（顧客あたりの平均収益）の成長:**
2023年度末のARPCはPTが67,000円、LHが615,000円であるが、2027年度までにそれぞれ67,000円および約550,000円に達すると予測。契約数の増加と相まって、AICC全体の売上高は2027年度までに年平均成長率（CAGR）35%の成長が見込まれる。
- **AICCおよびL&Pの営業利益率:**
 - AICC: PTの利益率は45%へと若干増加すると予想。LHについても、リカーリング収益の増加に伴い利益率が改善する見込み。
 - L&P: アセットマネジメント事業の貢献が増加することで、当セグメントについても利益率にアップサイドがあると考えられる。
- **ライフ&プロパティソリューション（L&P）のアセットマネジメント事業におけるAUM（運用資産残高）の成長:**
2027年度まで年間500億円の増加が見込まれ、最終的なAUMは2,600億円に達すると予測。
- **運転資本の年間増加および負債水準の安定化:**
AICCは運転資本の必要性が最小限であるため、全体の運転資本の増加は大幅に減速すると考えられる。また、L&Pの不動産開発事業は2027年度まで緩やかな増加を予想しており、有利子負債の水準も同じく僅かな増加が見込まれる。

図表 8：SRE の中期成長予想

(百万円)	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E	CAGR
売上高	24,219	28,147	30,928	34,758	40,132	13%
営業利益	2,213	3,053	3,916	5,156	6,963	32%
(売上比)	9%	11%	13%	15%	17%	
EBITDA	2,587	3,650	4,524	5,808	7,690	28%
(売上比)	11%	13%	15%	17%	19%	
当期利益	1,389	1,981	2,643	3,505	4,762	34%
(売上比)	6%	7%	9%	10%	12%	
希薄化後EPS	85	121	162	214	291	34%
BPS	750	817	832	991	1,109	11%
運転資本	17,866	19,712	22,111	25,337	27,927	
ネット有利子負債	5,075	4,793	4,278	3,100	2,738	

(出所：CGS 予想モデル)

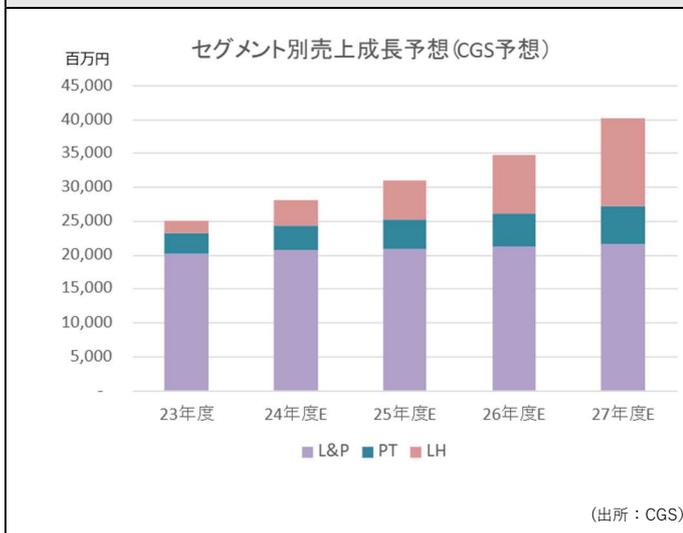
○CGS 予測モデル（上記の前提に基づくシミュレーション）の結果は、以下の通り。

- **売上高**: 2027 年度 401 億円（2024 年度から 2027 年度にかけて CAGR 13%）
- **EBITDA**: 2027 年度 77 億円（2024 年度から 2027 年度にかけて CAGR 28%）
- **営業利益**: 2027 年度 70 億円（2024 年度から 2027 年度にかけて CAGR 32%）
- **1 株当たり利益 (EPS)** : 2027 年度 291 円（2024 年度から 2027 年度にかけて CAGR 34%）

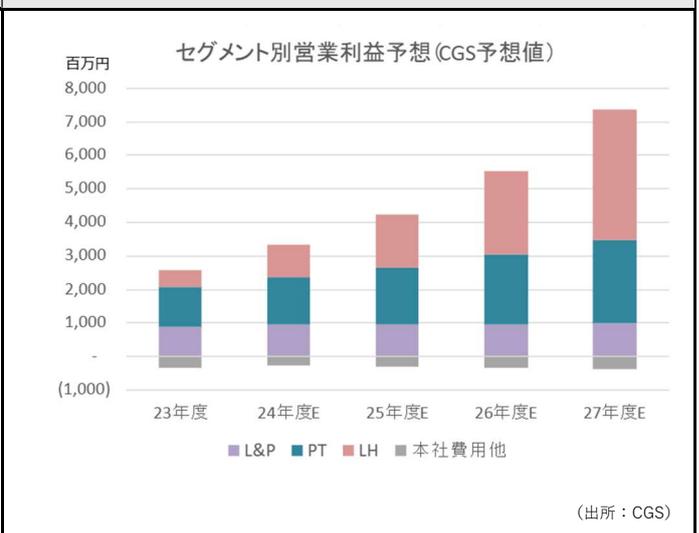
主要な成長ドライバー

○エクイティストーリー①で定性的な成長要因を述べてきた。エクイティストーリー②では定量的な説明を加えたい。AI クラウド&コンサルティング (AICC) における売上成長の主なドライバーは、契約数の増加および ARPC（顧客あたりの平均収益）の 2 つである。ARPC は、顧客契約ごとの収益を指し、リカーリング型のソフトウェアソリューション収益と、クライアントに提供されるコンサルティングサービスから構成される。

図表 9：売上成長予想と成長ドライバー



図表 10：営業利益成長予想と成長ドライバー

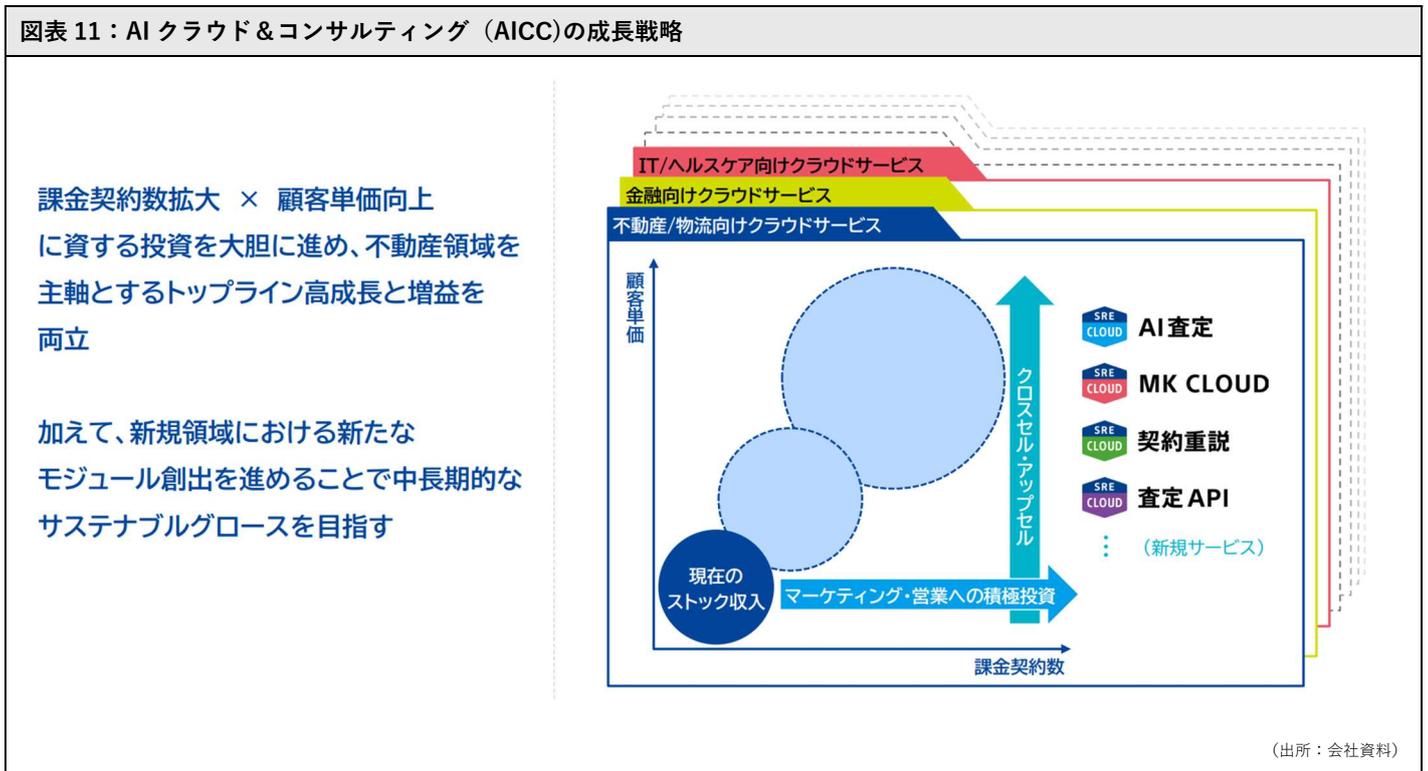


CGS では、SRE が成長を達成するために追求する主要な成長戦略は、以下の 4 つに分類できると考えている。

- 1) 既存の製品群を活用した新規顧客の獲得
- 2) 新製品の投入による既存顧客へのクロスセルおよび新規顧客の獲得
- 3) 新規分野への進出
- 4) 新たな顧客基盤の獲得および新規分野への参入を可能にする M&A

OSRE の主な成長はオーガニックなものであり、M&A は断続的に実施され则认为しているため、本レポートでは 1) ～3) に焦点を当て、M&A は前提に含めないこととする。ただし、同社は継続的に M&A の機会を模索しており、当社の予測に対して上振れ要因となる可能性がある。

図表 11：AI クラウド&コンサルティング (AICC)の成長戦略



○ AICC の成長予想シナリオを、ライフ&ヘルスケアソリューション (LH) とプロップテックソリューション (PT) とに分けて説明する。

図表 12： AI クラウド&コンサルティング（AICC）の主要 KPI と CGS 予想

	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E
プロップテック(PT)					
平均単価(円)	67,000	67,000	67,000	67,000	67,000
前同比(%)	-	0%	0%	0%	0%
契約者数	3,861	4,600	5,400	6,200	7,000
前同比(%)	-	19%	17%	15%	13%
ライフ&ヘルスケア(LH)					
平均単価(円)	615,000	598,000	581,000	564,000	550,000
前同比(%)	-	-3%	-3%	-3%	-2%
契約者数	184	360	640	920	1,200
前同比(%)	-	96%	78%	44%	30%

(出所：CGS 予想モデル)

ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）

- 契約数は 2027 年度までに年平均成長率（CAGR）49%で成長し、1,200 件に到達すると予測。
- 月間 ARPC は約 550,000 円に若干減少する見込み。
- クラウドソリューションの構成比が高まるにつれて、利益率は今後改善すると予想。

○ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）、特にヘルスケア領域からの大きな貢献が予想される。SRE はバックオフィス業務の自動化ニーズが高まっていることを背景に、顧客からの強い関心を集めており、中期的にも急成長を続けると考えられる。特筆すべき点は、契約の平均規模（ARPC）がプロップテックソリューション（PT）と比較して大幅に大きいこと。現在の月間 ARPC は 649,000 円であり、これはライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の契約にはコンサルティングや BPO サービスが含まれているためである。一方、プロップテックソリューション（PT）は主にクラウドベースのサービスであることから、契約単価が相対的に小さくなる。さらに、金融業界の顧客（主にメガバンク）の契約が大きいため、全体の ARPC が押し上げられている。金融分野を除外した場合の ARPC は、月額約 500,000 円と推定される。

○SRE にとって、コンサルティングの提供は重要な要素である。これは、実際の業務課題を特定し、それを解決するためのソリューションを開発することを可能にするだけでなく、業界に関する知見を比較的短期間で深めることにもつながる。

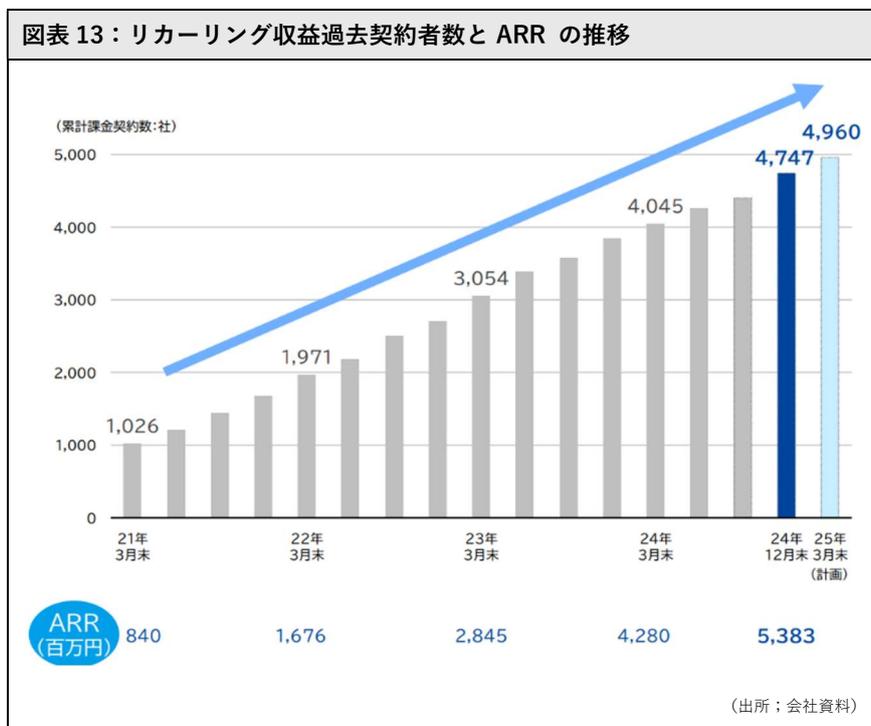
○コンサルティングサービスの提供にはクラウド製品と比較してより多くの人材が必要となるが、それでもこのビジネスモデルは十分に拡大可能である。今年度、SRE は 10 名程度の新規コンサルタントを採用し、そのうち 1 名はチームリーダーであった。この体制により、年初来で大きな成長を達成することができた。このことから、コンサルティング事業は付加価値が高く、成長のボトルネックとなるリスクは限定的であると考えられる。SRE では、1 人のチームリーダーが年間 5~6 億円の営業利益を生み出すことができると見積もっている。

○全体として、ARPC（顧客あたりの平均収益）はある程度落ち着く一方で、契約企業数の大幅な増加が成長の主要なドライバーとなると予測している。ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の ARPC は、現在非常に高い水準となっているが、今後はより小規模な顧客の増加に伴い緩やかに低下していくと CGS では想定している。

○しかし、SRE は今後の ARPC の上振れ余地を長期的な成長の追加的なドライバーとして見ており、これが今後の可能性として考えられる。具体的なドライバーとしては、① 評価の高まりとともに大型の顧客が増加すること、② 既存顧客向けのコンサルティングサービスの拡充（クロスセル）、③ 新たに開発されたクラウドソリューションサービスの追加（アップセル）、などが考えられる。

○さらに、AI クラウド&コンサルティング（AICC）全体の売上高営業利益率は、ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の成長に伴い、2027 年度までに 32%から 35%へと徐々に向上すると、CGS では予想する。プロップテックソリューション（PT）、ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）共に大幅な利益率向上ができると考えている。リカーリング収益の比率が増加するうえ、相対的に収益性の低い BPO も AI 活用や規模拡大による生産性の改善が期待できるため。

○SRE も、ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）におけるリカーリング収益の構成比は今後増加していくと見込んでおり、2024 年度には 40%に到達する目標を設定している（2023 年度の 30%から上昇）。この上昇傾向は、2027 年度まで継続すると予測している。



○AI クラウド&コンサルティング（AICC）全体のリカーリング収益の成長も期待できる。SRE は年間リカーリング収益（ARR）の指標を報告しており、2020 年度から 2024 年度第 2 四半期までの CAGR は 65.3%に達している。この成長は、今後も AI クラウド&コンサルティング（AICC）全体の成長率を上回るペースで続く可能性が高いと考えられる。その理由は、SRE が今後ますます AI を活用したクラウドソリューションの開発と販売に注力していくためである。

○リカーリング収益は、主にクラウドソリューションのライセンス料金によってもたらされるが、これらの収益はコンサルティングサービスに比べて利益率が高い。したがって、この収益構成の変化により、AI クラウド&コンサルティング（AICC）全体の利益率が向上すると予測される。2024 年度の ARR は 63 億円～65 億円に達すると、SRE は見込んでいる。

○さらに、AI クラウド&コンサルティング (AICC) のリカーリング性は実際の報告値よりも高い可能性がある点も注目できよう。SRE のコンサルティングおよび BPO サービスの収益は「消費型料金」として分類されるため、会計上は非リカーリング収益と見なされている。しかし、初回のコンサルティングプロジェクトが完了した後も、多くの顧客は今後のプロジェクトでも同じプロバイダーを継続して利用する可能性が高い。また、多くの BPO サービスは、顧客の業務運営の中核を担うことが多く、これらのサービスを解約することは顧客にとって大きな負担となる。そのため、厳密には月額ライセンス料金のようなりカーリング収益とは異なるものの、実質的にはリカーリング性の高い収益として分類できると考えられる。

日本基準 (J-GAAP) の会計処理による影響

○メディックスの買収に伴いのれん償却費が発生し、2024 年度の利益率には若干のマイナス影響がある。のれんの総額は 14.7 億円であり 13 年間の定額償却のため、年間ののれん償却費は 1.13 億円となる。しかし、この償却費はライフ & ヘルスケアソリューション (LH) の他のコストと同様に固定費であるため、売上の増加によるオペレーティング・レバレッジの効果により、利益率は拡大すると見込まれる。

プロップテックソリューション (PT)

- 契約数は 2027 年度までに年平均成長率 (CAGR) 15% で成長し、7,000 件に到達すると予測。
- 月間 ARPC は年度末ベースで、中期的に 67,000 円を維持する見込み。
- 営業利益率は 45% に拡大すると予想。

○SRE のプロップテックソリューション (PT) は今後も、顧客数で着実な成長を遂げると考えている。

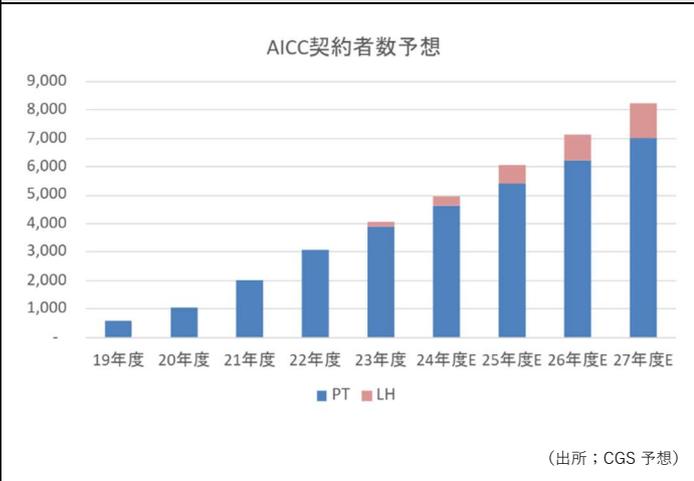
○SRE は、自社の不動産事業を通じて AI ソリューションで解決可能な実務上の課題を特定することができる。さらに、自社の子会社でこれらのソリューションを最初にテストした後、外部顧客向けに展開するため、高い導入率を誇る成功した製品群を長年にわたり市場に投入してきた。代表的な製品には「AI 査定 CLOUD」や「AI 賃料査定 CLOUD」がある。

○契約社数は、2024 年 12 月末で 4,450 件であるが、2027 年度末までに 7,000 件に達すると見込まれる。これは、SRE が不動産業界においてライフ & プロパティソリューション (L&P) 事業を通じて強いプレゼンスを持ち、潜在顧客に直接アプローチできることが大きな要因となっている。

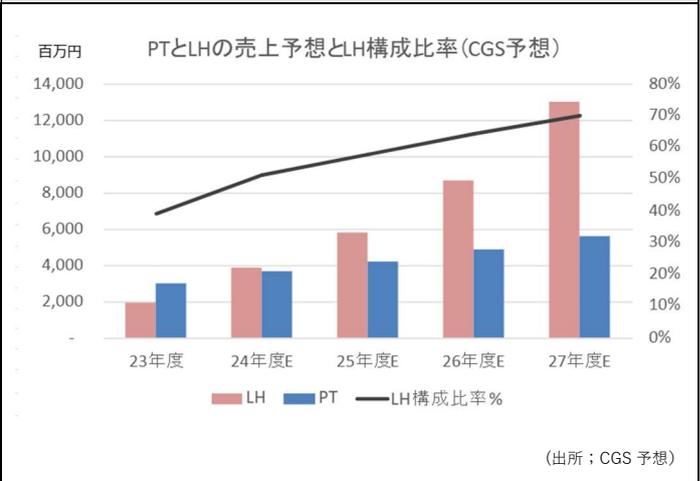
○また、本ソリューションの 2024 年度第 3 四半期時点の月間 ARPC は 51,000 円であるが、季節性があり、第 4 四半期が一番高い。そのため CGS では年度末の ARPC をベースに予想を入れている。今後成長が見込まれる「AI 賃料査定 CLOUD」の単価が低いこともあり 2027 年度まで 67,000 円を維持すると予測している。

○2024 年度第 3 四半期時点でのプロップテックソリューション (PT) の営業利益率は 45.2% であり、2024 年度通期では会社予想の 38% に達すると見込まれる。利益率は既に高いが、今後も持続可能であり、中期的にはさらに拡大する余地があると考えている。収益の大部分がクラウドサービスで占められ、追加的な人件費の増加を抑えられるため。SRE が研究開発に一部の利益を再投資するとしても、固定費が総コストに占める割合が高く、規模の拡大による利益率向上の恩恵を受けやすい。

図表 14：AI クラウド&コンサルティング (AICC)の契約者数予想



図表 15：ライフ&ヘルスケアソリューション (LH) プロップ テックソリューション (PT)の売上予想と LH の構成比率



ライフ&プロパティソリューション (L&P)

- 不動産開発事業の売上は 2027 年度まで横ばい見込み。
- 仲介事業は年平均約 3%の低成長を予測。
- アセットマネジメント事業は、2024 年度から 2027 年度にかけて不動産ファンドの AUM（運用資産残高）が年間 500 億円ずつ増加する前提のため、年平均成長率（CAGR）33%での成長を予想。

○ライフ&プロパティソリューション (L&P) の成長貢献は、AI クラウド&コンサルティング (AICC) と比較すると限定的であると考えている。主要な成長ドライバーは、アセットマネジメント事業であり、今後の事業の主軸となる見込みである。アセットマネジメント事業は、資本負担が少なくリカーリング収益モデルに基づいているため、同セグメントの成長を牽引すると予想される。この事業の成長の鍵となるのは、不動産ファンドの運用資産規模 (AUM) の拡大である。

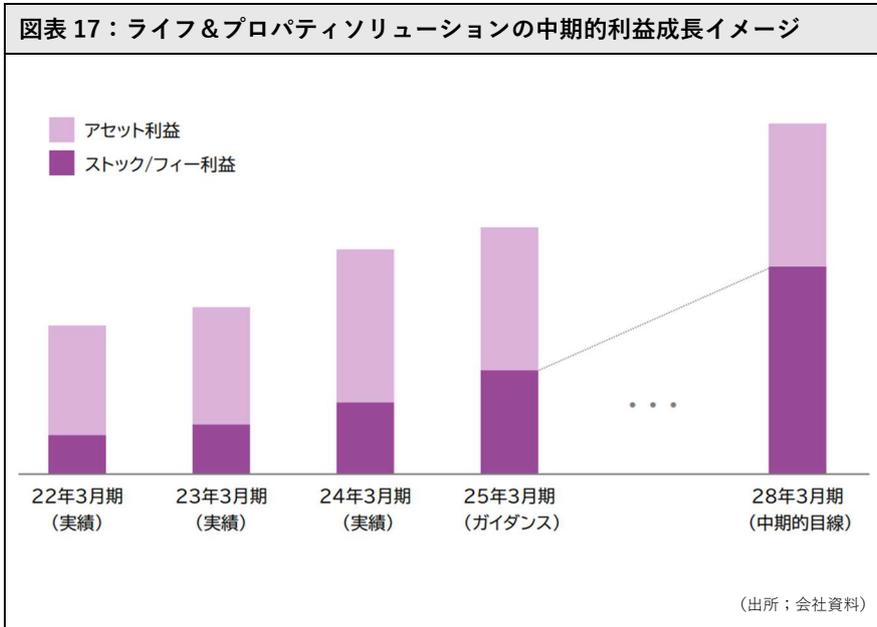
○しかし、当社の試算では、アセットマネジメント事業の収益は、現時点ではライフ&プロパティソリューション (L&P) 全体の一部に留まっていると考えられる。同社は収益構成を開示していないが、現在の AUM と管理手数料 0.5% (CGS 推定値) という安定した水準を前提にすると、アセットマネジメント事業の収益はセグメント全体の約 2%程度にすぎないと推定される。また、不動産開発事業の収益は横ばいが続くと予測される他、仲介事業の成長も今後年平均数%程度 (約 3%) の低成長に留まると考えている。このため、ライフ&プロパティソリューション (L&P) 全体の売上成長率は 2027 年度までに約 1%程度になると予想され、当面は中期的に緩やかな成長が続くと見ている。

図表 16：ライフ&プロパティソリューションの事業別売上予想

(百万円)	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E	CAGR
開発事業+仲介	19,846	19,945	20,045	20,145	20,246	0.5%
アセットマネジメント	324	550	800	1,050	1,300	33%
預かり資産額 (AUM)	65	110	160	210	260	33%
手数料率 (CGS推定)	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	0.50%	

(出所；CGS 予想)

○AUM の成長には上振れの可能性があることも注目したい。経営陣のコメントによると、強力なパイプラインを有しており、特にソニーグループとの関係を活かすことで、不動産資産を基盤とした大規模な運用案件獲得の機会があると考えられる。具体的には、年間 800 億円～1,000 億円の AUM 成長を実現するポテンシャルがあると推定され、これがライフ＆プロパティソリューション（L&P）の成長加速につながる可能性がある。



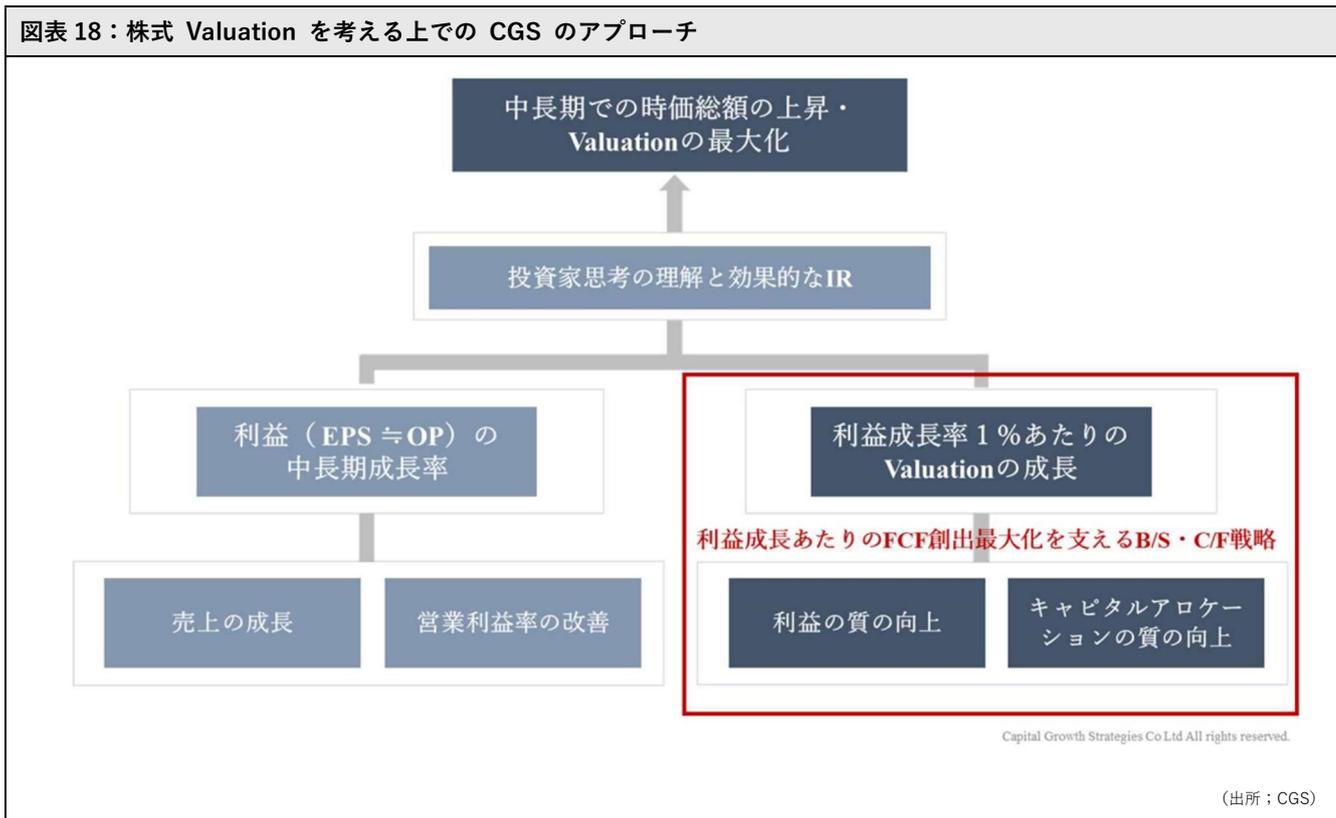
○アセットマネジメント事業は、プロジェクトごとに多額の資本を必要とする不動産開発事業とは異なり、資本負担が小さい。さらに、事業拡大を図る場合、アセットマネジメント事業は人的リソースの必要量も少なく抑えられる。そのため、この事業は利益率が高く、事業規模の拡大に伴い、若干の利益率向上が期待できると考えている。全体として、2027 年度の営業利益率で 4.5%と予測している。なお、本事業の基本的な営業利益率はすでに 7～8%の水準にあるが、本社費用や R&D 費用の売上按分の影響で、表面上の利益率は低く見えている。したがって、CGS の見通しは十分達成可能な水準であると考えている。

エクイティストーリー③高収益で資産負担の少ない（アセットライト）事業モデルへの転換によるバリュエーションの向上

サマリー：利益成長率 1%あたりの Valuation ドライバーを 4 つの指標；資本効率、CF 転換率、利益成長のポラティリティ、キャピタルアロケーションの質で分析。SRE は、AI クラウド&コンサルティング（AICC）を成長の中心に据え、ライフ&プロパティソリューション（L&P）を安定収益源として維持する方針を掲げている。これによりキャッシュフロー創出の構造が大幅に改善し、他の SaaS 企業と比較可能な水準に近づけると考えられる。今後、クラウドソリューションへの傾注が進行することで、ビジネスモデルが類似するグローバル企業と比較され、成長率 1%あたりのマルチプルもより高く評価される可能性がある。したがって、SRE がこの戦略を実行していく中で大幅な Valuation の再評価が期待できると、CGS では考えている。

○ここまで SRE の成長ストーリーを解説してきたが、ここからは株式市場がこの SRE の期待成長率に対して、将来的にどの程度のマルチプルを許容し得るかという点について考えていく。これを考える上で、CGS 経営陣がこれまで長年に渡る投資プロフェッショナル経験上重要視しているのは、利益成長率 1%あたりに株式市場が払うマルチプルである。

図表 18：株式 Valuation を考える上での CGS のアプローチ



○中長期での期待利益成長率が年率 10%の企業群をとっても、ある企業は EV/EBITDA で 15 倍の評価が許容され、また別の企業は EV/EBITDA が 7 倍しか許容されない。これは、それぞれの利益成長率 1%に対して株式市場が許容するマルチプルが異なるため、またそれが変化するためである。営業利益の期待成長率だけ見て投資検討を行うと、過去対比や競合対比で株式 Valuation のロジックが見えづらくなるのはこの利益成長率 1%あたりの Valuation が主要な要因であり、中長期投資家にとって非常に重要な分析項目となる。

○CGS では、この利益成長率 1%あたりの Valuation のドライバーを図表 19 の通りに定義している。これらは、言い換えるならば利益成長 1%あたりのフリーキャッシュフロー（FCF）創出力のドライバーであり、同じ年率 10%の利益成長でも、より FCF 創出力が高い企業が株式市場から高いマルチプルを許容される。CGS では、このアプローチを用いて、各調査対象企業の経営陣が目指す中長期成長率に対し、現金利環境下で株式市場が許容し得るマルチプルをフェアに分析する。尚、これらは CGS 独自の投資分析に基づく中長期投資家視点の見解であり、各 Valuation ドライバーや財務モデルに対する調査対象企業の意向は一切含まれていない。

図表 19：CGS が重要視する「利益成長 1%あたりの Valuation」のドライバー

利益の質：

- ① 対バランスシートでの収益性（資本効率）
- ② キャッシュフロー（CF）転換率
- ③ 利益成長のボラティリティ

キャピタルアロケーションの質：

- ④ キャッシュの使い方の変化 & 投下資本増加分に対する、CF ベースの ROI の変化

(出所：CGS)

○SRE 経営陣は、ライフ＆プロパティソリューション（L&P）における不動産開発事業がキャッシュフローに大きなボラティリティをもたらし、投資家の同社株投資に対する慎重姿勢の要因になっていたことを認識している。今後、不動産開発業は比較的安定した状態を維持することが見込まれており、それに伴い不動産の在庫水準も安定することが期待される。

○さらに同社経営陣は、ライフ＆プロパティソリューション（L&P）を景気循環の影響を受けやすい資本集約型の事業から、より予測可能で資本負担の少ない事業へと転換する機会があると考えている。そのために、ライフ＆プロパティソリューション（L&P）の成長をアセットマネジメント事業に集中させる方針を掲げている。アセットマネジメント事業は、管理手数料を通じてリカーリング収益を生み出すビジネスモデルであり、資本投下の必要性も最小限に抑えられる。SRE は、アセットマネジメント分野において強力な案件パイプラインを有しており、ライフ＆プロパティソリューション（L&P）の主要な成長ドライバーになると見込んでいる。

①対バランスシートでの収益性（資本効率）

○まず資本効率（ROIC）について見ていく。特に ROIC については、企業の期待利益を創出するために、将来の営業 CF からどの程度投下資本に投資する必要があるか（=将来 FCF をどの程度残せるか）を評価できる指標であるため、利益成長あたりの FCF 創出力の観点から CGS として非常に重要視している。

○通常、ROIC は NOPAT（税引後営業利益）を分子に計算するが、SRE の場合、日本会計基準特有ののれん償却費を調整する必要がある。CGS は、こののれん償却費調整後の税引後営業利益を Cash NOPAT と定義し、SRE の Cash ROIC（のれん償却費調整後 ROIC）を分析していく。また、経営陣は将来的な M&A の可能性を見込んでいるが、当社のモデルでは新規の M&A を織り込んでいない。これは、M&A が散発的に行われると考え

られ、同社の主要な成長ドライバーにはならないと判断しているためである。

OSRE の過去の ROIC の推移を見ると、ライフ&プロパティソリューション (L&P) の不動産開発事業がプロジェクトベースの特性を持つことから、これまで変動が大きかった。不動産開発事業は一過性のものであり、運転資本の必要性に周期的な変動をもたらし、それが投下資本の変動要因となっていた。ROIC は 2020 年度の 8% から 2022 年度に 5.9% へ低下し、2022 年度にはさらに 5.6% まで下落した。この主な要因として、不動産開発に関連する在庫の大幅な増加が挙げられる。グループ全体の在庫は、2019 年度の 27 億円から 2021 年度には 158 億円へと急増しており、これが ROIC の低下を招いた主因であると考えられる。

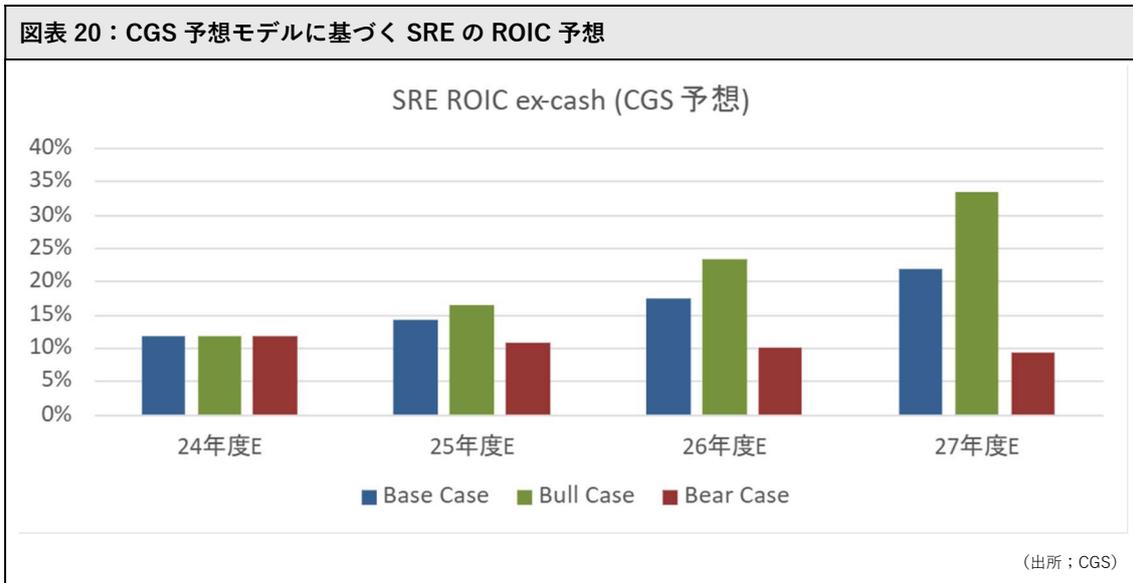
〇一見すると問題があるように見えるが、在庫増は戦略的に意味がある短期的な必要投資であった。SRE は、不動産ファンド (2022 年度開始) のアセットマネジメント事業を立ち上げるため、シードアセットとして十分な規模の不動産 (外部投資家の参加を得るには必要) を開発することが必要不可欠な投資であると判断した。在庫増は、このシードアセットの積み上げであった。なお、組成された不動産ファンドはバランスシート上のリスクが限定的であり、アセットマネジメント事業は現在より魅力的なビジネスモデルとなっている。

〇また 2023 年度から同社の ROIC の改善の兆しが見られる。これは、運転資本の増加ペースが鈍化していることによるもの。特に、不動産関連の在庫増加が減速していることが主な要因であり、不動産開発事業からのシフトが進むことで、投下資本の成長も鈍化すると予想される。その結果、過去と比較して ROIC のボラティリティが改善すると見込まれる。バランスシートの観点からも、有利子負債は 2020 年度の 116 億円から 2023 年度には 84 億円へと減少し、現在は安定化の傾向にある。これは、AI クラウド&コンサルティング (AICC) が同社の主要な成長分野となり、同時にキャッシュフローを生み出しながら負債を返済していることを示している。また、AICC の利益貢献度は、この期間を通じて着実に増加している。ネット有利子負債/EBITDA は、2022 年度に 3.4 倍でピークを迎えた後、2023 年度には 1.9 倍まで改善し、2024 年度には 1.4 倍に達する見込みである。

〇CGS の基本シナリオでは、成長は高利益率で資産負担の小さい AI クラウド&コンサルティング (AICC) からもたらされると見ている。さらに、ライフ&プロパティソリューション (L&P) も、資本集約型の不動産開発事業から、より資本負担の少ないアセットマネジメント事業へと次第にシフトする計画であるが開発事業も多少の増加を見込む。そのため、有利子負債は現在の 84 億円から緩やかな増加を予想している。また、CGS の予測では M&A を織り込んでいないため、2027 年度にはネット有利子負債/EBITDA が 0.4 倍となると見込んでいる。

〇AI クラウド&コンサルティング (AICC) の売上と利益の構成比が拡大するにつれて、キャッシュを除いた ROIC は着実に向上していくと予想される。AI クラウド&コンサルティング (AICC) は、事業の規模を拡大しやすく、主要なコスト増加はコンサルティングサービスや BPO 等を提供するための人件費や、AI クラウド製品の開発費であり、大規模な設備投資は不要である。AI クラウド&コンサルティング (AICC) は高いスケールビリティを持つ事業であり、主要なコスト要因はコンサルティングサービスや BPO などを提供するための人件費や、AI クラウド製品の開発費であり、大規模な設備投資は不要である。したがって、Incremental ROIC (増分投下資本収益率) に基づく AI クラウド&コンサルティング (AICC) の理論上の ROIC は 30% 以上になると考えられる。CGS では、キャッシュを除いた ROIC は 2023 年度の 9% から 2027 年度には 22% まで大幅に向上すると予測している。

○詳細を分解すると、NOPAT はこの期間中に年率 32%で成長すると見込まれる一方、投下資本（キャッシュ除外）は 7%の成長にとどまると想定している。これは、利益成長を達成するために必要な資本が大幅に減少することを反映している。また、基本シナリオでは、不動産開発事業が今後ゆるやかな成長にとどまると仮定しているため、在庫水準も緩やかな成長となり、結果として新たな負債調達の可能性も限定的であると考えている。M&A のための資金調達が必要となる可能性はあるものの、経営陣は株主資本比率を 40%以上に維持する方針を示しているため、バランスシート上のリスクは大きくないと判断している。

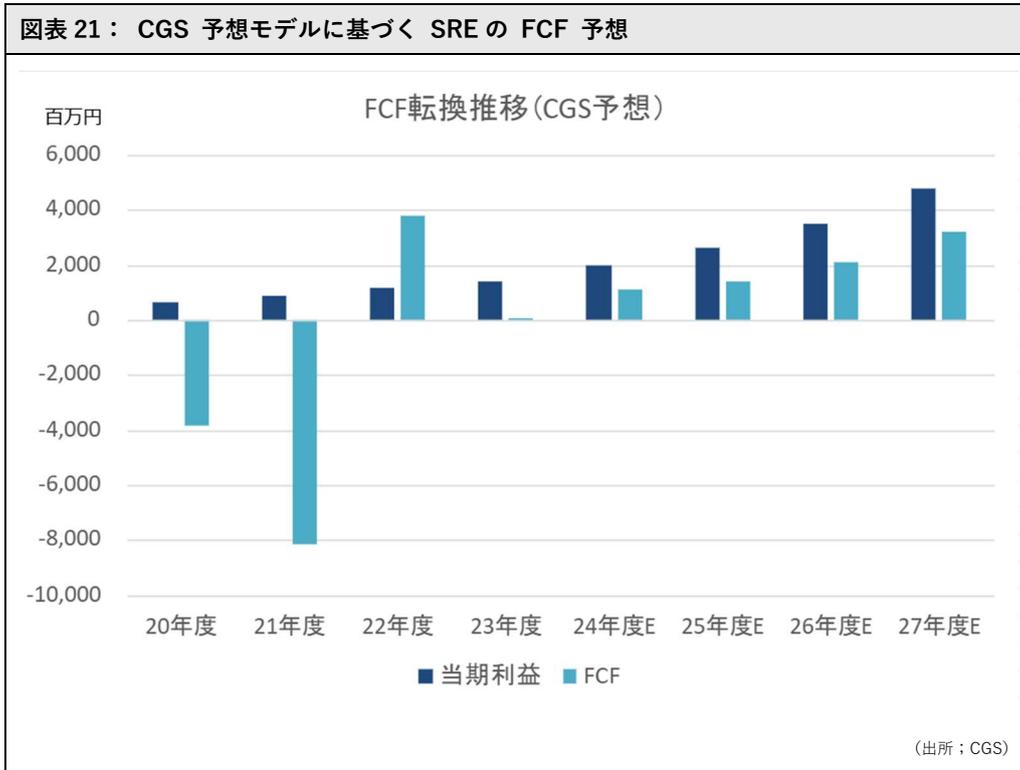


②キャッシュフロー（CF）転換率

○損益計算書の利益は、減価償却費やのれん償却費等、ノンキャッシュ項目を多く含んでいる会計上の利益であり、CF とはイコールにならない。この損益計算書上の会計利益を、いかに CF としての利益として創出できるかを評価する指標が CF 転換率であり、特に海外の中長期投資家が、利益成長あたりの FCF 創出力を計る上で重要視している。具体的には、EBITDA から営業 CF への転換率（営業 CF/EBITDA 転換率）や当期純利益から FCF への転換率（FCF 転換率）を評価し、これらの主なドライバーはキャッシュコンバージョンサイクル（CCC）である。尚、CGS では、FCF を営業 CF－設備投資と定義して分析している。

○まず、2018 年の上場以来の過去のデータを分析すると、FCF 転換率および OCF/EBITDA 転換率は非常に変動が激しく、この期間の平均値はともにマイナスだった。これは、同社が着実な利益成長を遂げていても、CF 創出力の変動が大きかったことを示している。この CF の変動の主な要因は、年度ごとの運転資本の大幅な変動、とりわけ在庫の増加による影響であった。在庫は、不動産開発プロジェクトの開発時期によって大きく左右される。不動産開発事業は、多額の前払資金が必要となるため、このような CF の変動は投資家にとって懸念材料となる可能性がある。しかし、CGS では、経営陣のコメントを踏まえ、不動産開発事業の成長は緩やかになると想定している。そのため、AI クラウド&コンサルティング（AICC）への注力によって、FCF 転換率および OCF/EBITDA 転換率は改善すると見込んでいる。AI クラウド&コンサルティング（AICC）は、不動産開発事業とは異なり、運転資本の必要性が限定的である。むしろ、顧客が月額ライセンス料を前払いするのが一般的であるため、運転資本がマイナスとなる可能性すらある。また、AI クラウド&コンサルティング（AICC）は、大規模な設備投資が不要であり、投下資本負担も少ない。こうした要素を踏まえると、SRE のフリーキャ

キャッシュフロー（FCF）創出能力は今後改善すると考えられる。その結果、FCF 転換率 67%、OCF/EBITDA 転換率 52%の達成が可能であると、CGS では予想している。



③利益成長のボラティリティ

○次は利益成長のボラティリティについてである。5年後に営業利益が2倍になる企業であっても、リニアに増益し2倍を達成する場合と、増益・減益を繰り返し、5年目のみ営業利益が2倍になって達成する場合は、同期間のFCF創出額が当然異なる（結果、業績ボラティリティの違いが資本コストに影響する）。同じ期待成長率でも、シクリカル業界のValuationが、非シクリカル業界のそれと比べてディスカウントされがちなのは主にこのためであり、利益成長率1%のFCF創出力（Valuation）にとっての重要要素である。

○CGSでは①売上高のシクリカル性、②利益率のボラティリティ、の2つの要素の変動性を分析する。売上高のシクリカル性は、業界の特性や市場サイクルの影響を受けることによって生じる。一方で、利益率のボラティリティは、事業の性質によって決まる場合がある。例えば、企業が数年ごとに大規模な投資を必要とする場合、そのタイミングによって利益率に大きな変動が生じる可能性がある。

○2018年の上場以来の業績を分析すると、同社は安定した売上および営業利益の成長を示しており、循環的な変動は限定的であることが分かる。この傾向は、AIクラウド&コンサルティング（AICC）およびライフ&プロパティソリューション（L&P）の両方に共通して見られる。しかし、営業利益率は2020年度以降低下している。ただし、これは力強い売上成長によって相殺されており、全体としての業績に大きな影響は与えていない。粗利益率の低下については、不動産開発プロジェクトにおける土地取得のための大規模な投資が主な要因であると考えられる。また、同社はこの期間にAIクラウド&コンサルティング（AICC）の成長加速を目的として積極的な投資を行っており、特にARRの拡大に向けた取り組みを進めていた。この成長機会を最大限に活か

すため、R&D（研究開発）や営業人員の増強に大規模な資金を投入した。これまでのところ、これらの投資は有益であったと判断できる。同社のクラウド製品は市場で高い評価を受けており、売上成長も順調に進んでいる。

○今後、SRE はリカーリング収益の拡大に注力することで、安定した利益成長を維持しつつ、フリーキャッシュフロー（FCF）の改善を続けると考える。AI クラウド&コンサルティング（AICC）の成長により、グループ全体の利益率は再び上昇し、利益成長の変動リスクもさらに低下すると予想される。これは、AI クラウド&コンサルティング（AICC）における年間リカーリング収益（ARR）の拡大に加え、ライフ&プロパティソリューション（L&P）におけるアセットマネジメント事業の成長によるものと考えられる。

○グループ全体の売上および利益に占めるリカーリング収益の割合が高まることで、利益の変動性は大幅に低下し、安定したキャッシュフロー創出が可能となる。これにより、成長1%あたりのマルチプルが上昇し、より高い評価を正当化できると考える。

④ キャッシュの使い方の変化 & 投下資本増加分に対する CF ベースの ROI の変化

○最後に、今後のキャピタルアロケーションの質の変化を見ていく。CGS では、今後のキャピタルアロケーションを通じて、まずキャッシュの使い方がどう変化するか、そしてその結果、追加的に増加する投下資本に対し、CF をどれだけ増加させることができそうか（Incremental ROI）に注目している。

○過去のキャッシュ使途を振り返ると、同社は主にオーガニック成長に注力しており、M&A の実施は散発的なものに留まっている。2019 年度以降のオーガニック成長に向けた資金投入は、主に不動産開発事業に集中しており、その結果として在庫水準が増加し、投下資本利益率（ROI）の伸びが限定的となった。ROI の推移を振り返ると、その値は一貫性に欠けており、不動産開発プロジェクトのタイミングに大きく左右されていることが分かる。これらの開発プロジェクトは規模が大きいため、主に負債によって資金調達されてきた点も注目すべきである。この資本制約を受け、同社は株式発行による資金調達を実施し、結果既存株主の希薄化が発生した。しかし、この資金調達により AI クラウド&コンサルティング（AICC）の拡大を加速させるための投資も行われ、結果 AI クラウド&コンサルティング（AICC）ははるかに高い投下資本利益率（ROI）を実現する事業へと成長した。

○SRE はオーガニック成長に注力する方針であり、また M&A の実施時期が不確実であることから、キャッシュの100%がオーガニック成長投資に充てられると想定する。AI クラウド&コンサルティング（AICC）における成長機会の大きさを考慮すると、この方針は中長期的にも継続されると予想される。ただし、ヘルスケア領域における M&A によって予想以上に成長できる可能性があり、CGS の予想前提は保守的かもしれない。経営陣は、M&A のパイプラインが強固であると認識しており、ヘルスケア領域での買収ポテンシャルは大きいと考えている。SRE の M&A 戦略についての詳細は、エクイティストーリー①に記載されている。さらに、ライフ&プロパティソリューション（L&P）ではアセットマネジメント事業に注力することで必要な資本が低減するため、投資配分の比重はますます AI クラウド&コンサルティング（AICC）に向かうと予想される。

○この上で投資家が注目すべきは、それらの将来投資がどれだけの追加リターンをもたらすかである。これを計るため、同社の投下資本増加分に対する、CF ベースの Incremental ROI が、過去から将来にわたってどう変

化し得るかを分析していく。

OCGS の予測では、2024 年度から 2027 年度にかけて投下資本は年平均成長率（CAGR）は 7%と見込まれる。一方で、NOPAT（税引後営業利益）は同期間に年平均 32%の成長を遂げると予想される。これにより、追加的投下資本利益率（Incremental ROI）は 40%以上に達すると試算される。この高い ROI が実現可能であると考えられる理由は、SRE がより資本負担の少ない AI クラウド&コンサルティング（AICC）の拡大に注力し、ライフ&プロパティソリューション（L&P）からのシフトを進めているためである。

○ただし、SRE が大規模な不動産開発プロジェクトを単発で手掛けた場合、一時的に在庫が増加し、追加的な資本投資が必要となり ROI が低下する可能性がある。しかし、AI クラウド&コンサルティング（AICC）は既に全体の営業利益の 70%以上を占めており、さらに拡大することでこのリスクは低減していくであろう。

図表 22: SRE の利益成長 1%あたりの Valuation (FCF 創出力) ドライバー予想

	SRE (現在)		Base Case	Bull Case	Bear Case
ROE	9%	3年後の変化	28%	38%	13%
FCF 転換率	5%		67%	79%	26%
利益成長ポラティリティ	中		低	低	高
NOPAT増加額 ÷ 投下資本増加額	5%*		43%	63%	-2%
			改善・優秀	概ね中立	悪化・弱い

*過去中央値

(出所：CGS)

○ここでは、SRE の事業が中期的にどのように変化するかを踏まえ、投資家がどの程度のマルチプルを支払う可能性があるかを検討する。具体的には、不動産サービス会社から急成長する AI SaaS プラットフォームへと変貌することで、この事業にふさわしいバリュエーションが変化すると考える。これを分析するために、AI クラウド&コンサルティング（AICC）およびライフ&プロパティソリューション（L&P）の両方において、類似のビジネスモデルを持つグローバルな同業他社と比較を行う。

○SRE のビジネスモデルは、不動産、コンサルティング、クラウドソリューションを組み合わせた独自のものであり、国内外を問わず類を見ない。そのため、本分析では、SRE の AI クラウド&コンサルティング（AICC）が主要な収益源となることを前提に、SRE が類似すると考えられる国内外の企業を選定し、ビジネスモデルの比較を行う。不動産開発会社に焦点を当てるのではなく、成長の余地が大きく、事業の拡張がしやすいソフトウェアおよびテクノロジー企業、特に SRE と同様のエンドマーケットを持つ企業を重視する。したがって、AI クラウド&コンサルティング（AICC）の比較対象としては、不動産業界およびヘルスケア業界向けの IT サービス企業を選定した。一方、ライフ&プロパティソリューション（L&P）については、継続的な不動産管理サービスを提供する企業を対象とする。これらの業種に共通する特徴として、リカーリング収益モデル

を持ち、資産を多く必要としないビジネスモデルである点が挙げられる。

○そのため、不動産向け SaaS ソリューションを提供する Appfolio、ライフサイエンス分野の SaaS 企業である Veeva、不動産管理事業を展開する First Service、ヘルスケア向けクラウドソリューションを提供する Doximity、そして国内のヘルスケアテクノロジー企業である M3 を比較対象として選定した。これらの企業は、それぞれ SRE の提供するサービスの一部と関連性を持つが、SRE のように複数の事業領域にまたがるわけではない。複数の業種と比較することで、投資家が SRE をどのように評価するか、またどのような市場バリュエーションが適用されるかを多角的に分析することができる。

図表 23：SRE の利益成長 1%あたりの FCF 創出力・Valuation 比較

	SRE (Base Case)	Veeva	Doximity	Appfolio	FirstService	M3
時価総額(\$bn)	\$311mn 2025年3月現在	\$37.9bn	\$12.1bn	\$7.6bn	\$7.4bn	\$7.9bn
EV/EBITDA	14x 2025年3月現在	25x	34x	28x	16x	13x
EBITDA CAGR (3年予想)	約28% (CGS3年予想)	約14%	約11%	約20%	約8%	約8%
EBITDA成長1%あたりのマルチプル	0.5x 2025年3月現在	1.8x	3.1x	1.4x	2.1x	1.6x
ROIC ex-cash	22% (CGS3年予想)	~56%	~85%	~9%	~9%	~23%
FCF 転換率	67% (CGS3年予想)	~168%	~125%	~71%**	~187%	~109%
利益成長ポラティリティ	中	中	低	高	低	高
営業CF増加額 ÷ 投下資本増加額	約41% (CGS3年予想)	約110%	約71%	約37%	約9%	約24%

*比較対象企業の予想値はBloomberg上のコンセンサスを使用
**変動率が高いため、過去5年の平均値を利用

SRE対比優秀 概ね同程度 SRE対比弱い

(出所: CGS)

○選定した比較対象企業について見ると、クラウド系企業は SRE と同様に主にオーガニック成長への投資を行っているのに対し、FirstService や M3 は、頻繁に M&A を実施している点が異なる。図表 23 は、EV/EBITDA を 1%の成長ごとに換算したモデルを用いて、これらの企業と SRE のバリュエーションを比較したものである。

○なお、本比較には GA Technologies (国内のプロップテック企業) は含めていない。プロップテックビジネスや FCF 転換率の点で共通点があるものの、SRE の中期的な事業モデルと比較した際、GA Technologies の利益率やキャッシュ ROIC の特性、利益の高いポラティリティなどが異なるため。加えて、GA Technologies は M&A を中心とした拡大路線を取っている点も考慮した。

○比較対象企業の成長予測を見ると、今後 3 年間の利益成長率は SRE よりも低くなっている。これは、SRE が広大な市場機会に向け成長を加速させる初期段階にあり、現在はまだ収益基盤の規模が小さいためと考えられ

る。

OSRE の事業は独自性が高いため、そのバリュエーションを評価するにあたっては複数の視点から検討することが妥当であると考え。ここでは、SRE のバリュエーションを 3 つの異なる観点から分析する。

1. クラウドソリューション企業全体と比較すると、SRE の EV/EBITDA に対する利益成長率 1%あたりのマルチプルは、予想期間中に完全なリカーリング収益型ビジネスへと移行しきらないことから、一定のディスカウントが続く可能性がある。また、SRE の事業規模が比較的小さいことや、流動性の低さがバリュエーションのディスカウント要因となる可能性も考慮する必要がある。しかし、SRE の FCF 創出能力は改善傾向にあり 2027 年度までに他社との差は更に縮むと予想される。長期的な視点では、AICC の貢献度向上による FCF 創出力と Incremental ROI の改善が続けば、バリュエーション向上の可能性があると考える。2027 年度までの FCF 創出力の改善が、比較対象会社との事業モデルの類似性を高め、同業他社との Valuation ギャップを縮小させる要因となる可能性がある。SRE の EV/EBITDA に対する利益成長率 1%あたりのマルチプルが 0.5 倍であることを踏まえると、同社は大幅に過小評価されていると考える。
2. ライフ&プロパティソリューション (L&P) について考える。FirstService の EV/EBITDA に対する利益成長率 1%あたりのマルチプルは、他の比較対象企業と比べても高い水準にある。これは、予想される EBITDA 成長率やキャッシュを除く ROIC が低いにもかかわらず、FCF 転換率が SaaS 企業よりも高く、利益のボラティリティが低いためと考えられる。この点は、ライフ&プロパティソリューション (L&P) においてアセットマネジメント事業の拡大に伴うリカーリング収益の増加が進めば、同セグメントのバリュエーションがより高く評価されるべきであることを示唆している。したがって、長期的にはライフ&プロパティソリューション (L&P) の成長がアセットマネジメント事業に牽引される形で続く限り、同業他社との比較におけるディスカウントは継続しないと考える。
3. 最後に、国内のヘルステクノロジー企業である M3 と比較する。両社はヘルスケア領域でビジネスを行い、国内市場を主な対象としている点で、共通点がある。M3 は SRE よりも成熟した企業であり、成長率は低いものの、利益率はより高い。しかし、EV/EBITDA のマルチプルは SRE よりも低い水準にある。一方で、M3 の利益成長率 1%あたりの EV/EBITDA は SRE よりも高く、1.6 倍となっている。CGS の予想モデルでは、SRE の成長率が M3 より高く FCF 創出能力が改善されると予測するため、少なくとも M3 に近いマルチプルで取引されるべきと考える。この仮説に基づけば、現在の SRE のバリュエーションには約 69%の割安感があると計算される。

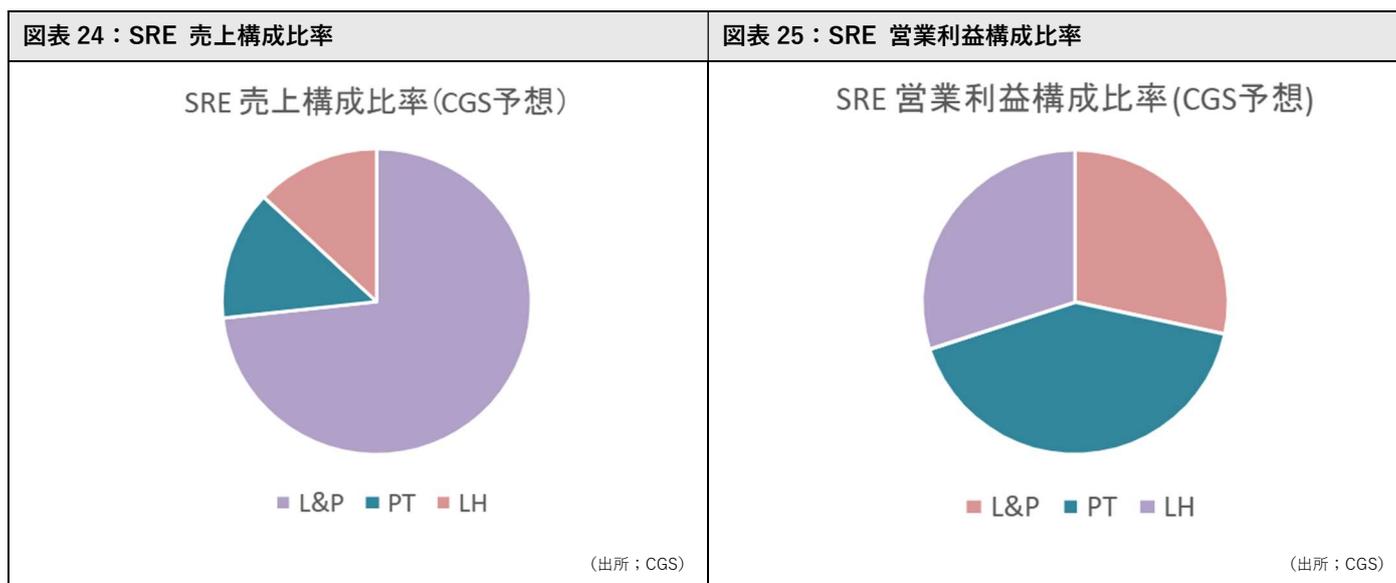
○総合的に見て、SRE をその各事業セグメントと関連性のある複数の企業と比較した結果、利益成長率 1%あたりの EV/EBITDA の観点から、SRE はあらゆる面で大幅に割安であると考え。高利益率の AI クラウド&コンサルティング (AICC) をドライバーとした力強い利益成長が、同業他社との Valuation ギャップを縮小させるカタリストとなる。

会社概要とビジネスモデル

○SRE は 2014 年にソニーグループの一部門の「Sony Real Estate」として設立された。不動産サービスを提供するとともに、テクノロジーを活用して事業を強化する不動産テック企業としてスタートした。2015 年には AI を活用した不動産評価エンジン（Real Estate Valuation Engine）を社内向けに開発。その後、この技術力を活かして、新たな AI ソリューションを開発し、2018 年から SaaS 製品として商業化を開始した。2019 年 12 月にマザーズ市場（現：グロース市場）に上場し、2020 年 12 月には東証一部（現在のプライム市場）に市場変更。現在もプライム市場に上場している。

○ソニーグループは現在も SRE の株式を 21% 保有（2025 年 3 月売り出し後）しているが、取締役会にソニーグループの代表者は含まれていない。しかし、SRE はソニーとのビジネス関係を継続しており、ソニーグループのリソースを活用することで、効率的な事業拡大を可能にしている。

○SRE は、2018 年度の IPO から 2023 年度までの間に、売上高を年平均成長率（CAGR）50.4% で成長させ、営業利益も CAGR 38.6% で拡大させた。これは、AI クラウド&コンサルティング（AICC）事業の急成長によるものであり、その成長力は大いに評価できる。



ビジネスモデル

○SRE のビジネスモデルは、大きく「AI クラウド&コンサルティング（AICC）」と「ライフ&プロパティソリューション（L&P）」の 2 つのセグメントに分類される。これらはそれぞれ異なるビジネスモデルを持ち、以下で詳しく説明する。

図表 26：各事業の概要とビジネスモデル

		事業概要	収益モデル
AIクラウド & コンサルティング (AICC)	ライフ&ヘルスケアソリューション (LH)	<ul style="list-style-type: none"> ▶ヘルスケア/IT/金融領域を主な対象に、業務支援型クラウドツールやDXソリューションを提供 <ul style="list-style-type: none"> - クリニック業務支援ツール(生成AIチャットボット等) - 金融機関業務支援ツール(AI査定 CLOUD) 等 	<ul style="list-style-type: none"> 月額ツール利用料/システム保守運用費 コンサルティングフィー
	プロップテックソリューション (PT)	<ul style="list-style-type: none"> ▶不動産領域を主な対象に、業務支援型クラウドツールやDXソリューションを提供 <ul style="list-style-type: none"> - 不動産業務支援ツール (AI査定 CLOUD、MK CLOUD、等) 	<ul style="list-style-type: none"> 月額ツール利用料/システム保守運用費 コンサルティングフィー
	ライフ & プロパティソリューション (L&P)	<ul style="list-style-type: none"> ▶テクノロジーを活用し、業務革新や効率化を進めるアセットマネジメント・売買仲介 ▶ファンドAUM拡大に向けたディベロップメント、コンストラクションコンサルティング 	<ul style="list-style-type: none"> アセットマネジメントフィー キャピタルゲイン/仲介手数料

(出所：会社資料)

AI クラウド & コンサルティング (AICC)

○AI クラウド & コンサルティング (AICC) は、SRE が展開する比較的新しい事業セグメントであり、様々な業界向けに AI ソリューションを提供することに特化している。もともとは不動産市場を中心に事業を展開していたが、現在ではヘルスケアや金融などの他の分野にも拡大している。このセグメントでは、AI クラウドソリューションとコンサルティングサービスを組み合わせたソリューションを提供しており、業務プロセスアウトソーシング (BPO) の要素を含む場合もある。AI クラウド & コンサルティング (AICC) は、さらにプロップテックソリューション (PT) とライフ & ヘルスケアソリューション (LH) の2つのセグメントに分類される。

図表 27： AICC の製品ラインナップ

ライフ&ヘルスケアソリューションプロダクト		プロップテックソリューションプロダクト	
クリニック向け生成AIチャットボット	常時、自然な対話での問合せ対応を実現することで手厚い顧客対応を支援するとともに、再診/再訪の促進等ナーチャリングが可能な生成AIチャットボット	SRE AI査定 CLOUD	豊富な実取引データを基に、AIが不動産価格を査定、類似事例等含む査定書を自動生成。プロ以上の査定精度と作業時間削減(180分⇒5分)を実現
デジタルマーケティングソリューション	AIやナーチャリング機能を具備し、クリニックにおける新規集患強化やブランディングを支援するデジタルマーケティングソリューション	SRE マーケティング CLOUD	AI査定機能やナーチャリング機能を具備したデジタルマーケティング支援サービス。サイト構築・集客・顧客管理まで一貫対応したワンストップソリューション
クリニック経営支援ツール	クリニックの経営や煩雑なバックオフィス業務の効率化/整流化を支援するクラウドツール	SRE 契約重説 CLOUD	売買契約書/重要事項説明書の作成を過去データやテンプレート引用により半自動化。従来7~8時間要した作業時間を6割削減、記載漏れリスクも低減
セールスデスクツール	インサイドセールスにおけるターゲット企業分析/リスト抽出およびKPI可視化・分析が可能なクラウドツール	SRE 査定API CLOUD	企業のシステム/Webサイトと当社の不動産価格推定エンジンをAPI連携し、高精度のAI査定を希望の用途に応じて活用できるサービス
金融機関向けAI査定 CLOUD	AI査定 CLOUDを金融機関向けに調整し、不動産担保評価等を高度化/効率化するツール	査定組込型AIチャットボット	不動産業界初の査定機能を組み込み、専門的内容の対応も可能な生成AIチャットボット

(出所：会社資料)

ライフ&ヘルスケアソリューション (LH)

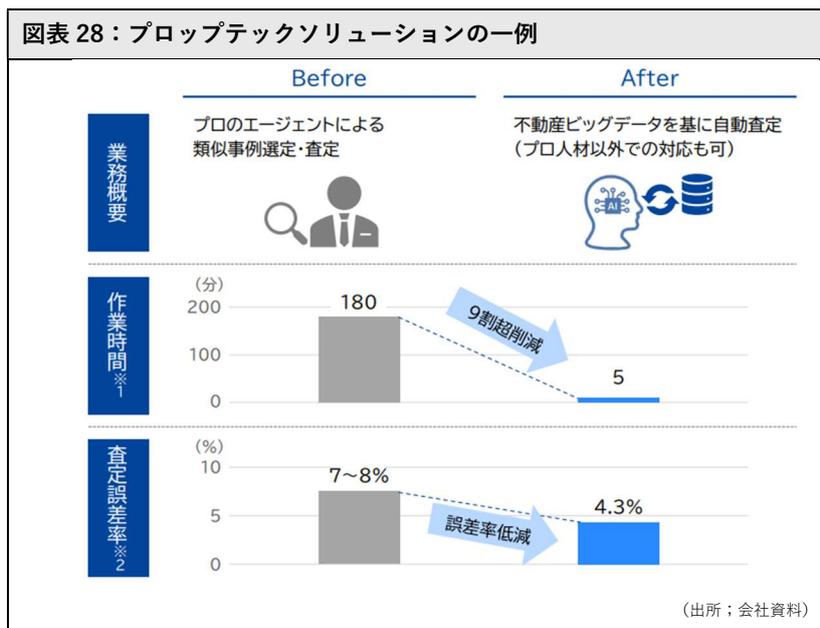
OSRE は、ヘルスケア、金融、IT 分野を中心に、業務支援クラウドツールとコンサルティングサービスを提供している。このセグメントでは、業界特化型のクラウドソリューションをパッケージ化し、顧客の業務効率化を支援する。SRE はポートフォリオアプローチを採用し、複数の分野に事業展開することで、特定市場の変動や技術の陳腐化リスクを回避する戦略をとっており、これはソニーの事業戦略と共通する考え方である。収益モデルとしては、保守・サポートおよび月額サブスクリプションによるリカーリング収益と、コンサルティングサービスに基づくフロー型収益の 2 つの要素を組み合わせた形となっている。

プロップテックソリューション (PT)

OSRE は、不動産業界向けに業務支援クラウドツールのパッケージ提供とコンサルティングサービスを提供している。このサブセグメントの収益モデルは、保守・月額サブスクリプションによるリカーリング収益と、コンサルティングサービスによるフロー型収益の組み合わせとなっている。

○現在、このサブセグメントには 4,450 社の顧客が存在し、AI クラウド & コンサルティング (AICC) 全体の顧客基盤の大部分を占めている。月間 ARPC (顧客あたりの平均収益) は 24 年度第 3 四半期で 51000 円である。

○代表的なプロップテックソリューションの一例として、「SRE AI 査定 Cloud」が挙げられる。これは AI を活用した不動産評価ソリューションで、過去の取引データを大規模に活用することで、精度の高い自動不動産査定レポートを作成する。従来は専門家が手作業で査定を行っていたが、このソリューションを活用することで、査定にかかる時間を 90%以上短縮し、さらに誤差率を 7~8%から 4.3%へと大幅に低減することが可能となった。これにより、顧客にとって実用的な価値を提供している。



ライフ&プロパティソリューション (L&P)

OSRE のこの分野での主要な目的は、テクノロジーを活用して従来の不動産サービスを高度化することである。これには、IoT (モノのインターネット)、ESG 対応、AI ソリューションなどの技術活用が含まれる。以下の3つの事業部門で構成されている。

A) スマートプロパティ (開発事業)

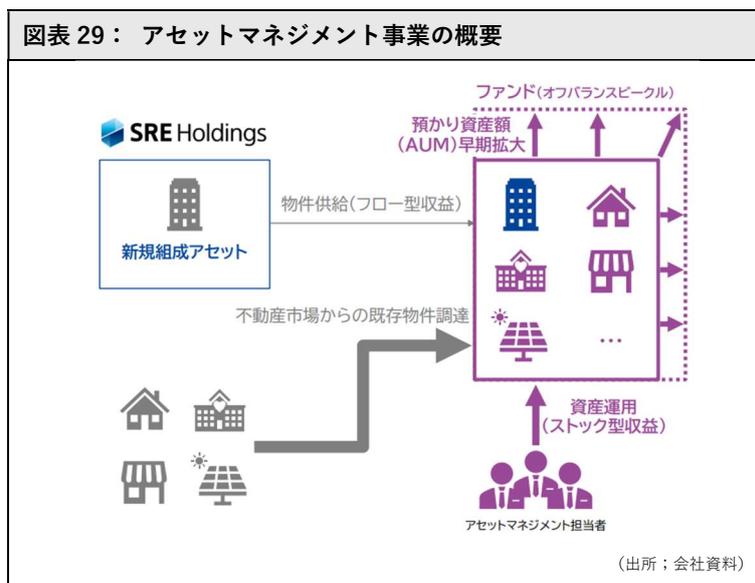
OSRE は、従来型の不動産開発サービスに加え、デジタルソリューションを活用した付加価値の提供を行っている。この事業の収益は、資産売却益 (キャピタルゲイン) によって生み出される。

B) 不動産仲介事業

○不動産の売買仲介やコンサルティングを行う事業であり、取引の成立に応じて仲介手数料を収益として得る。手数料率は概ね3%。

C) アセットマネジメント事業

OSRE は、ファンドストラクチャーを活用して不動産資産の運用管理を行っている。この事業における管理対象物件は、住宅、オフィス、ショッピングセンターなど多岐にわたる。収益モデルは、AUM (運用資産残高) に対する管理手数料によるリカーリング収益が中心であり、業界基準に沿った1%未満の管理手数料率が適用されている。加えて、資産の売却や新規取得による一時的な収益が発生することもある。ライフ&プロパティソリューション (L&P) の収益は、アセットマネジメント手数料 (リカーリング収益)、キャピタルゲイン (不動産売却益)、仲介手数料 (トランザクションベースの収益) の組み合わせで構成されている。



株主還元方針

OSRE は 25 年 3 月に株主に対する配当を開始する予定であり、配当利回りは 0.5%となる。経営陣は、同社が依然として成長初期段階にあり、資本の最適な活用方法は、特に AI クラウド&コンサルティング (AICC) への再投資であると考えている。AI クラウド&コンサルティング (AICC) は構造的な追い風を受ける分野であり、利益率も高いことから、事業成長に向けた資金の再投資が、長期的な株主価値を最大化する最良の選択肢であると判断している。この方針には当社も賛同しており、合理的な決定であると考えている。一方で、ライフ&プロパティソリューション (L&P) ではアセットマネジメント事業の拡大によるストック収益が増加したことにより、以前の開発モデルと比較し安定的に収益が得られる段階にあり、配当による利益還元が継続的に行える状況にあると同社は見ている。従って、今回の配当開始についてはライフ&プロパティソリューション (L&P) に関しては引き続きストック型ビジネスに注力することにコミットすることを示唆していると考えている。具体的に会社側では配当性向は ライフ&プロパティソリューション (L&P) セグメントのみなし純利益のうち 35%としている。

○また、SRE は 2024 年 4 月に約 5 億円の自社株買いを実施した。経営陣は機会を捉えた自社株買いを戦略的に実施する意向を示している。今回の自社株買いは、株式報酬 (SBC) による希薄化を相殺する目的が主であった。当社の見解では、現在の SRE の株価は過小評価されている可能性が高く、この買い戻しは株主にとって価値を増加させる (アクレティブ) 施策であると考えている。

OSRE は今後、オーガニック成長への再投資および M&A の機会を活用することに引き続き重点を置く方針であり、これは長期的な株主価値を最大化するための最適な選択肢である。AI クラウド&コンサルティング (AICC) 単体で見ると、事業のスケラビリティ (拡張性) とオペレーティングレバレッジ (規模の経済) により、30%以上の ROIC (投下資本利益率) を生み出す可能性が高い。

潜在市場（TAM：Total Addressable Market）

○SRE の AI クラウド&コンサルティング（AICC）の総潜在市場（TAM）は非常に大きいと考えられる。これは、エンドマーケットの適用範囲が極めて広域であるためである。日本国内では、企業規模を問わず、デジタル・トランスフォーメーション（DX）を推進する余地が依然として大きい。日本の労働人口は減少傾向にあり、ほぼすべての業界で人手不足による業務効率の制約が生じている。こうした課題に対し、AI を活用した業務自動化や生産性向上は、全国規模での解決策となり得る。SRE の AI クラウド&コンサルティング（AICC）は、各業界の業務課題を特定し、それに適した AI ソリューションを開発することで、生産性向上を実現することが可能である。

○SRE は、AI クラウド&コンサルティング（AICC）の中でスケーラブルな AI ソリューションを開発し、顧客の業務効率化を支援できる領域が多数あると見ている。

- プロップテック領域の TAM は 1.2 兆円
- ヘルスケア、IT/その他領域の TAM は 3 兆円
- フィンテック（金融テクノロジー）領域の TAM は 3.9 兆円

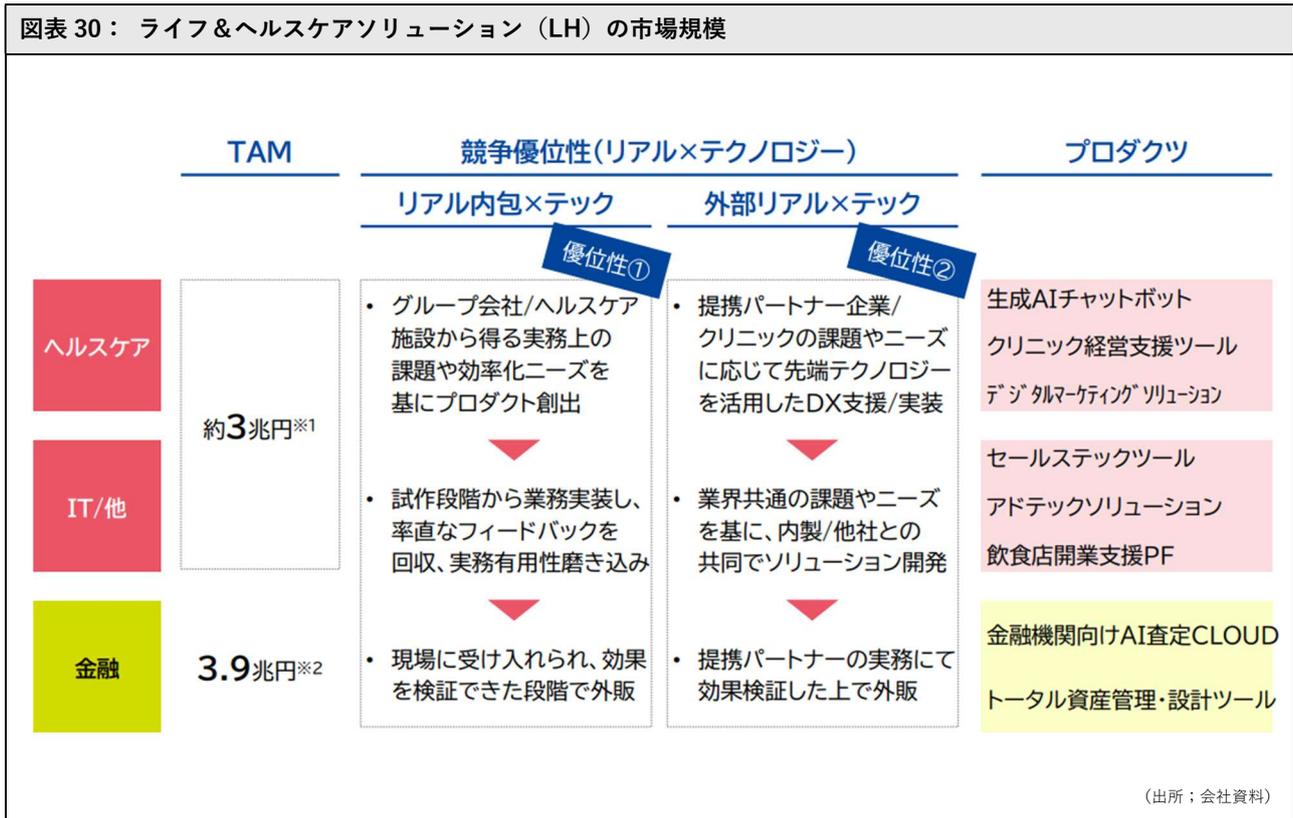
○SRE は、まず AI コンサルティングサービスを提供することで新たな業界に参入し、そこから特定業界向けの AI SaaS ソリューションを開発することで、さらに市場を拡大する機会を見出している。

ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）

○総潜在市場（TAM）を定量的に評価する際、考慮すべき要素がある。SRE の主な成長領域はヘルスケアにあるが、他の業界への拡張機会も模索していること。現在、SRE は金融、IT、小売、製造などの分野においてもクライアント向けのプロジェクトを進行中であり、新規コンサルティング顧客の獲得を通じて、AI ソリューションの新たな活用機会を創出する可能性がある。さらに、SRE は外部企業との提携を通じて新たな分野への進出も視野に入れている。その一例が、霞ヶ関キャピタルとの提携による「COLD X NETWORK」の開発であり、日本全国でオンデマンド型の冷凍倉庫プラットフォームを構築するプロジェクトである。

○同様に、金融業界の TAM は約 3.9 兆円と見積もられており、DX の適用範囲が広く、多くの未開拓領域が存在する。SRE は既にメガバンクをクライアントとして抱えており、今後は地方銀行への導入拡大も見込まれる。

図表 30： ライフ&ヘルスケアソリューション（LH）の市場規模

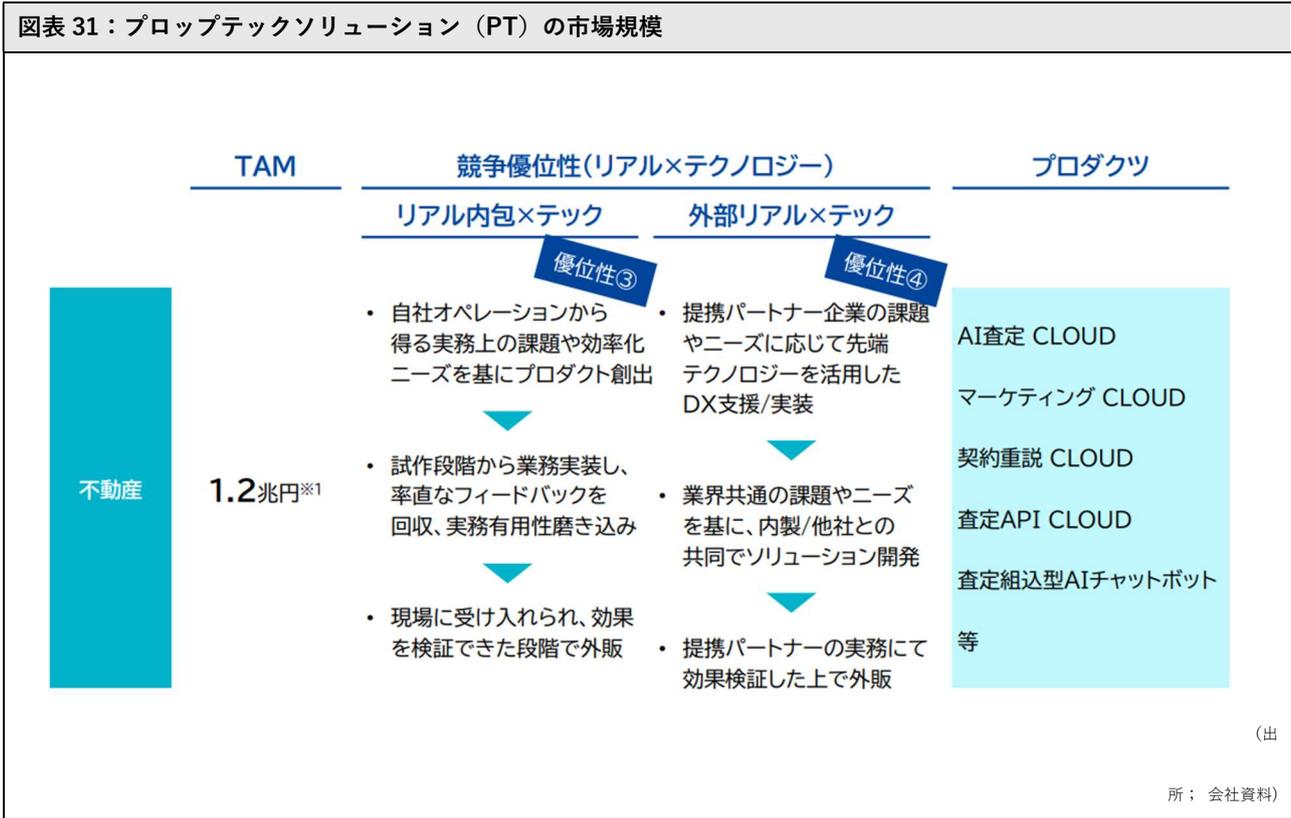


プロップテックソリューション（PT）

○プロップテックソリューション（PT）の総潜在市場（TAM）は約 1.2 兆円と見積もられている。この市場は非常に大きく、SRE が新規顧客を獲得し、新たなソリューションを開発できるかどうか大きく依存している。現在、不動産業界では多くの業務が依然として手作業や紙ベースで行われており、SRE が提供するような自動化・デジタルソリューションの導入余地は大きい。

○具体的な市場機会を示すために、SRE の「AI 賃料査定 CLOUD」を例に考える。このソリューションは、AI エンジンを活用して不動産の賃料評価レポートを作成するものである。従来、SRE のプロップテックソリューション（PT）は、例えば日本国内に約 130,000 ある不動産仲介業者を主なターゲットとしていたが、「AI 賃料査定 CLOUD」の開発により、ターゲット顧客の範囲が拡大した。現在、SRE は新たに 賃貸管理関連の事業者約 000 社をターゲット市場として見込んでおり、既存の不動産仲介業者以外の顧客層にもアプローチ可能となった。また、2024 年 12 月時点でプロップテックソリューション（PT）には 4,450 社の顧客が存在している。これを踏まえると、SRE には新規顧客の獲得を通じて、大きな未開拓市場（グリーンフィールド）の機会があると考えられる。

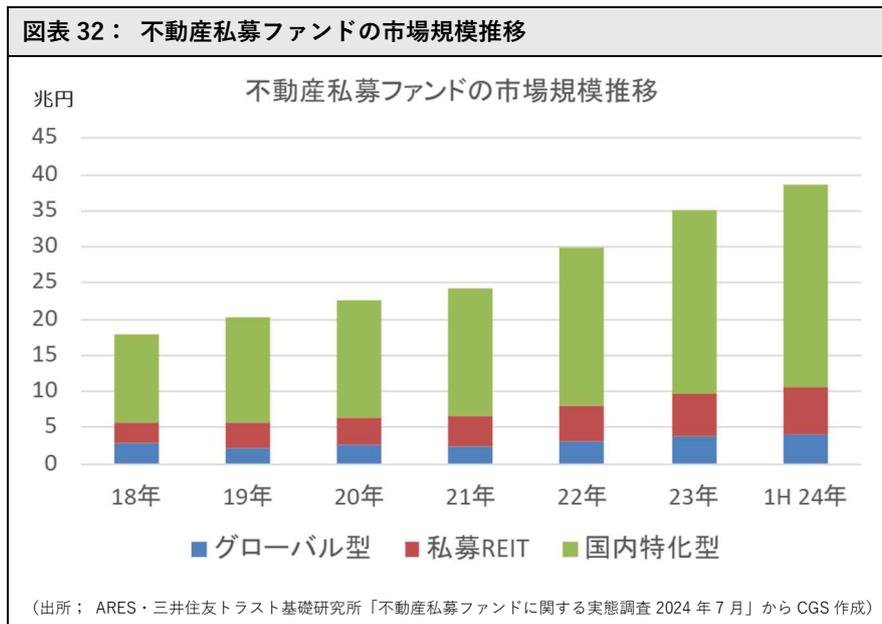
図表 31：プロップテックソリューション（PT）の市場規模



ライフ&プロパティソリューション (L&P)

OSRE が展開する3つの事業ライン（不動産開発、仲介、アセットマネジメント）のうち、今後の成長ドライバーとして特に注目されるのがアセットマネジメント事業である。この分野の市場規模については、三井住友信託銀行総合研究所およびARES（不動産証券化協会）によると、日本のプライベート不動産ファンド（AUMベース）の市場規模は約38.6兆円と推定されている。また、同市場は2019年以降、年平均成長率（CAGR）15%で急成長を遂げており、今後も引き続き拡大が見込まれる。

図表 32：不動産私募ファンドの市場規模推移



リスク要因

○**不動産市場の低迷リスク**：SRE は、ライフ＆プロパティソリューション（L&P）をより予測可能なリカーリング収益モデルへと転換することに注力している。しかし、ライフ＆プロパティソリューション（L&P）には依然として「フロー型」の取引収益が残っており、それには仲介業務や不動産開発事業が含まれる。そのため、景気後退が発生した場合、これらの事業が影響を受け、会社全体の収益に悪影響を及ぼす可能性がある。

○**OPMI（ポスト・マージャー・インテグレーション;M&A 後の統合作業）のコスト増加リスク**：CGS の予想では今後の M&A を想定していないが、M&A の機会を通じて、PMI のコストが当初の見積もりを上回る可能性がある。その結果、価値創出や ROIC に悪影響を及ぼすリスクとなる。最近のメディックスの買収においても、同様な懸念が発生する可能性はあろう。ただし、経営陣は買収価格に慎重であり、通常 5～10 倍の EV/EBITDA を目安に取引を行っているため、仮に PMI が想定以下となっても全体への業績リスクは一定程度抑えられると考えている。

○**プロダクトの陳腐化リスク**：人工知能（AI）やテクノロジー市場は変化が激しく、ダイナミックな分野であるため、SRE の AI クラウド&コンサルティング（AICC）の一部が将来的に市場での競争力を失う可能性がある。このリスクは、SRE がクライアントとの緊密な関係を構築し、コンサルティングや BPO サービスを併せて提供している点である程度緩和される。また、SRE は「ポートフォリオ・アプローチ」を採用しており、製品ラインナップやターゲット市場を分散させることで、こうしたリスクの軽減を図っている。同様の議論は、他の市場や技術分野においても適用可能である。

○**ソニーとの関係**：SRE は親会社であるソニーと緊密な関係を持ち、これにより貴重なリソースを活用することで効率的な事業拡大が可能となっており、競争優位性を確保している。しかし、この関係が変化した場合、SRE の株価に悪影響を及ぼす可能性がある。ただし、その可能性は現状低いと考えられる。2025 年 3 月の売り出し後も 21% 保有しており、両社の利害が一致していると判断できる。

○**金利環境**：不動産市場は債務資本市場への依存度が高い。今後、金利が上昇し続けた場合、需要の観点から SRE の事業に影響を与える可能性がある。

CEO との対談（議事録）

*後日、バフェットコードにて対談の動画を掲載予定

サマリー：

OSRE ホールディングスは、実業に関わりながら、AI や DX を使ってソリューションを提供するライフテックカンパニー。不動産領域からスタートしたが、現在はヘルスケア領域が成長のドライバーとなっている。このインパクトは大きい。また、同分野で成功の方程式を作り上げ、その後様々な産業や海外に対象を広げることで中長期的に飛躍できると考えている。

○現時点でのヘルスケア向けソリューションの TAM は 10 万件と大きい。おそらく 5 年後ぐらいで、今の 5 倍から 8 倍ぐらいの契約数をイメージしている。ARPU も、対象施設の大型化などが寄与するため上昇が見込める。クラウドサービス、コンサルティングサービス、BPO が三位一体となったサービスのため収益性も非常によく、解約もし難い構造である。AI や海外の活用等で BPO の収益性の引き上げは可能。

○キャピタルアロケーションは重要な論点であると認識している。不動産ファンド立ち上げのためのシードアセットとして不動産在庫が一時期増加したが、今後は不動産在庫に投下していく資本の割合は下がり、CF も改善し、ROIC も上がっていく。M&A に関しては、安いバリュエーションで実行できている。値段ではなく、SRE の支援によって AI などのテクノロジーの導入や生産性の向上を望むオーナー企業を候補にしているため。

CGS 信実： 本日は、SRE ホールディングス株式会社代表取締役社長兼 CEO 西山様をお招きし、中長期投資家が投資検討時に気になる可能性の高いトピックに関して、我々のレポートに加えて経営陣の生の声を反映させるため、対談の時間を頂いております。



対談時の写真；右から SRE ホールディングス 西山社長、CGS 信実

CGS 信実：最初に、全体戦略についてお伺いします。御社は、2020 年の上場以来、不動産価格の AI 査定など不動産向けのクラウドサービス事業を中心に高成長を遂げてきました。一方で、2 年前から成長戦略の新たな軸として、ライフ&ヘルスケアソリューション、特にヘルスケア領域でのクラウドサービスや BPO サービスに注力し、同領域の M&A も実施されています。この戦略的な変化は大きいと思いますが、この背景について伺います。なぜヘルスケア領域なのか、ヘルスケア領域においてなぜ御社が勝機を見いだせたのか、この 2 点について教えて頂けますでしょうか。

西山社長：SRE ホールディングスは、当初から不動産テックのみをやることを目的としておらず、「社会的なインパクトを出す」、「社会や世界を良くしたい」、「そのために先進的なことをやっていく」、「今の取り組みが 10 年後の当たり前を作る」、このようなコンセプトでやってきました。最初に取り組んだのが、不動産テックです。不動産は非常に市場が大きく、社会的なインパクトもあります。一方で、デジタル化や AI の導入が遅れている業界だと思っています。そのポテンシャルに対して、リアルな事業を大切にしながら、実務を理解した上でプロダクトを作り、実務の現場で使い易いと言って頂けるソリューションが実現できたと思っています。

同時に、不動産ファンドの中に老人ホームや病院などを含めることによって、ヘルスケア領域にも関わってきました。少子高齢化が加速していく中、単に病気の治療だけでなく、健康寿命を伸ばしていく、予防医療をやっていく、そういった医療のニーズの高まりは大きいと考えました。一方で、サービスを提供する医師や看護婦の数は少なくなり、患者となる高齢者は増えていきます。この需給ギャップは年々増幅しており、不動産と同じくこの産業には DX や AI を活用して生産性を上げていく必然性があります。我々には、不動産でリアルな現場に関わっていた経験や、ソニーグループの中でソニー生命やソニー・ライフケアとの関わりがありました。現場を見てしっかりしたソリューションを出していく我々の力と、潜在ニーズの高まりを合致させたいとの思いで、ヘルスケア領域に参入しました。このような志に共鳴して良い人材が数多く入社してくれています。ケーパビリティの拡充とともに、アウトプットが増えている状況です。

この領域は大きく伸びていく余地がありますし、グローバルに展開できる業界だと思っています。また、不動産、金融に留まらず、ヘルスケア、その後様々な産業に対象を広げることで、我々はライフテックカンパニーとして飛躍できていると思っています。そのための方程式を作り上げるという意味で、ヘルスケア領域への挑戦は重要です。採用できる人材や外からの見え方も一段階レベルアップしていけるのではないのでしょうか。

CGS 信実：ヘルスケア領域の成長戦略についてお伺いします。売上を数量と単価に分け、まず数量に関してお伺いします。日本国内に約 10 万件の医療福祉施設があると言われていますが、御社のヘルスケア領域の契約社数は今期目標で 360 件です。約 10 万件の TAM を考えればアップサイドは非常に大きいと考えます。一方で、御社の事業には BPO 事業、いわゆるマンパワーを必要とする事業が含まれています。採用がドライバーにもなり、逆に上手くいかなかったときの制約となる可能性もあると思います。BPO 事業を含めたヘルスケア事業を、今後どのように伸ばしていくのか、お話頂けますでしょうか。

西山社長：我々は、サステナブルに成長していくことが非常に重要だと思っています。人材が枯渇してしまうと成長が制約されてしまうのではないかと、というご懸念に関しては、長期戦略を考えています。ヘルスケア領域に関わっている方達は、必ずしもヘルスケア産業で長年働いていた方たちだけではなく、もともと戦略コン

サルや IT コンサルで働いていた人材もいらっしゃいます。一方で、発展著しい生成 AI の活用等により、資料作りなど単純作業はこの 2、3 年で大幅に簡素化されていくと予想しています。①ヘルスケア産業からの人材、②異業種から獲得した人材とその育成、③生成 AI の活用、④私業の方々のような外部の専門家の協力、これらのピースを組み合わせることによって、我々が見ている 5 年から 10 年のスパンのビジネスボリュームに関しては、人的な制約が発生するリスクを心配していません。

CGS 信実：今後 3 年から 5 年を考えたとき、具体的にヘルスケア領域の契約社数はどれぐらいまで伸ばせるのか、また伸ばすための人材やチームの採用、パフォーマンスをどのように管理していくのか、この 2 点についてお伺い出来ますでしょうか。

西山社長：数量目標に関しては、おそらく 5 年後ぐらいで、今の 5 倍から 8 倍ぐらいの規模感をイメージしています。ケーパビリティの確保のための施策に関し、前述した内容をもう少し具体的に説明します。我々が考えているやり方としては、医療に関わる非常に高度な専門性を持った方だけではなくて、コンサルタントや DX 関連など他業種の人材を採用し、当社で半年程度トレーニングすることで活躍出来るようになる試みを行っています。また、生成 AI の性能が著しく向上しており、簡単なホワイトワーカーの事務作業や資料作成のような仕事は生成 AI に取って代られると予想されます。我々はクライアントに対して AI を導入していくことを生業としている会社なので、生成 AI を自社のオペレーションに組み込むことによって、自社の生産性を高めたいと思っています。AI のような難しい技術をクライアント企業や医療の現場に持っていく場合、受け手側に一定の能力が必要です。しかし、BPO として当社側に仕事と人を集め、そこに AI を入れて省人化することは、自社内の作業なので比較的ハードルが低くなります。これを使えば省人化できますと提案をしていくより、業務を巻き取って自社の中で AI を使って省人化する流れが、これから大きいトレンドになると考えています。

CGS 信実：次に、単価について質問をさせていただきます。ヘルスケア領域の平均単価（ARPU）に関して、①AI チャットボックスを中心としたデジタルによるクラウド型のストック収入、②マンパワーを必要とする BPO サービスの収入、の 2 つの構成要素があると思います。この 2 つの和によって作られる ARPU の今後の推移に関して、お考えを伺えますでしょうか。

西山社長：今年度は、期初から期末に対して ARPU が若干下がり傾向に見えると思います。ライフ&ヘルスケアソリューションのサブセグメントには、ヘルスケア領域だけでなくメガバンクなど金融機関に提供しているような高い ARPU のサービスも含まれています。そのため、期初数字が少し高めでした。期中で段階的にヘルスケア領域の比重が大きくなっていますので、ミックスの関係で今期末に向けて ARPU が下がります。来期以降は、ヘルスケア領域の対象施設の大型化などが寄与すると想定しているため、さらに ARPU が下がっていくことは考えていません。我々の強みは、単なるクラウドソリューションの提案だけでなく、コンサルティングや BPO も行い、リアルビジネスのマネジメントも出来る総合提供力だと思っています。クラウドサービスのみ提供している方が、高い純度に見えるかもしれませんが、しかし、医療の現場は診療や治療行為に専念したいと思っています。様々なクラウドベンダー、コンサルベンダー、BPO ベンダーとお付き合いするよりは、一気通貫でソリューションを提供してくれる企業の方が、有難い訳です。我々は、上記 3 つのサービスをしっかりと提供することによって、高収益性と高い ARPU を確立出来ているのです。

また、解約されにくいという利点もあります。クラウドサービスのみ提供している場合、不動産業界でも同様ですが、解約され易い。コンサルティングや、業務のBPO、雑務の引き受けみたいな部分も含めて当社が提供していることで、顧客も解約しづらい構造になります。業務そのものを引き受けるため、解約されにくいだけでなく、単価も上げられるメリットもあります。これはヘルスケア業界だけではなく、今後横展開していく他の業界にも当てはまると思いますので、非常に重要な戦略になると考えています。

CGS 信実：ヘルスケア領域のARPUが来期以降順調に回復していく場合、例えばクラウドサービスの新サービス投入が簡単に思い付くシナリオですが、どのような成長ドライバーをお考えでしょうか。

西山社長：いくつか方法があると思います。勿論新サービスを作っていきますので、ピュアにテックを使ってARPUを上げることが出来ると思います。また、実績を積み上げることで、我々が提供する施設の規模の大型化も多分実現出来ると思っていますので、そのことでARPUを上げていけるでしょう。不動産のように何千社も契約してきた業界と異なり、ヘルスケア業界ではまだ数百社にしかサービスを提供できていません。クライアントから実績がありますかという質問を、今までよく聞かれてきました。提供先のヘルスケア施設の実績も積み上がってきており、SREは良いサービスを提供しますねという高評価が増え、我々の価値も認められてきています。その成果で、徐々に大きい施設からもお声掛け頂けるようになってきました。我々がサービスを提供できている施設は比較的規模の小さい医療福祉施設のようなところが多く、大規模医療福祉施設や大型病院にシフトしていけるチャンスはあると思います。長期的かもしれませんが、グローバル展開も視野に入れていきたいと考えています。

CGS 信実：次に、ヘルスケア領域の利益率について質問します。この事業の収益性を考えたとき、AIチャットボット等のクラウドサービスについては、限界利益率が非常に高いビジネスのため、増収が高利益率に結び付きやすいイメージがあります。一方で、BPO事業は、原価がかかるビジネスになっており、こちらは効率化が非常に重要な要素だと思います。ヘルスケア領域の収益性やBPO事業の効率化に関して、お考えを伺えますでしょうか。

西山社長：クラウドサービス、コンサルティングサービス、BPOが三位一体となっていますが、前2つのサービスの付加価値が高いため、現状の利益率は非常に高い状況です。ヘルスケア領域のLTVは、全社の中でも突出して高い状態です。現状出来過ぎなくらいの粗利益率が取れているので、これで十分ではないかと思っています。一方で、今後の人的リソースへの対応は、前述した通りで、AIや海外の活用により成長や収益性のリスクにはならないと考えています。生成AI等によって単純な事務作業を減らしていくことは、我々の得意なところですが、さらに、医療現場で事務作業を行っている方々の人手不足度は、医師やAIエンジニアと比べるとかなり余裕がある状況です。言語の問題がAIで一定程度リカバーされることで、海外人材も貢献できると思います。エンジニアリング領域で当社もインドのオフショアセンターに仕事を出していることを考えれば、おそらくBPO事業でも海外の活用は可能ではないか、と思います。

CGS 信実：次に、キャピタルアロケーションいわゆる営業キャッシュフローをどのように分配して企業価値を上げていくのか、その結果資本効率がどのように変わっていくのか、この2点について質問させていただきます。弊社ではキャピタルアロケーションが企業価値、特に株式バリュエーションに非常に重要な影響を及ぼすと考

えています。特に、このキャピタルアロケーションの結果、全体のビジネスモデルの資本効率と言われている ROIC がどのように変化していくかが、株式バリュエーションの大きなドライバーになるという前提を持って分析を進めています。御社の ROIC を拝見しますと、2020 年の上場当時、約 15% と非常に高い ROIC を維持していました。その後、運転資本、特に不動産のアセットマネジメントや売買仲介を行うライフ&プロパティソリューション（L&P）向けの在庫の拡大で、投下資本が 4 倍に拡大し ROIC も一桁半ばまで減少しました。ここ 1、2 年は投下資本が拡大することなく利益を積み上げておられて、ROIC も改善基調に戻ってきています。今後この投下資本、特に運転資本の積み上げの考え方や ROIC がどのように変わっていくかという点に関し、経営としてどのようにお考えでしょうか。

西山社長：これは、非常に重要な論点であり、機関投資家からも注目されているポイントだと認識しています。上場時から、不動産を 1 つのセグメントに持ちながら、金融やヘルスケアなど多方面でテックソリューションを提供するライフテックカンパニーとして成長していく姿を目指していました。そのため、出来るだけ不動産在庫を寝かしたくないという考えがありましたが、一方で不動産に関わり続けるときに、オフバランス不動産ファンドが重要な戦略になると思っていました。不動産ファンドを最初に組成するときには、一定のサイズとなる不動産がファンドの中に入っていないと、投資家は投資してくれません。1 億や 2 億円のファンドでも投資する価値がありませんから、規模も必要です。オフバランス化のための私募不動産ファンドを作り、これらのファンドのシードアセットとして不動産を一定量在庫として貯める必要があった、という流れが、一時期在庫が増えて ROIC が悪化していた要因です。

この 1-2 年間キャッシュローや ROIC がなぜ良くなってきましたかを、説明します。不動産ファンドが 2 年前にスタートし、そこに不動産在庫を順次移しています。自社で不動産を開発するビジネスから、我々は不動産ファンドを運用し、運用報酬をメインの売上にするプレイヤーに変わっていています。そのため、在庫やキャッシュフローは一定程度きれいになる方向に向かっており、我々の投資戦略は、テックソリューションへの投資やそれを下支えする M&A にキャッシュを使っていくステージに切り替えています。このような推移を、投資家の方々には是非理解して頂きたいと思います。不動産の在庫を持ちたくないから、不動産ファンドを作る必要があった。ファンドを作る必要があったので、シードアセットを積み上げる一定期間があった。この一定期間を過ぎたので、不動産在庫は軽減できる。質問に対する答えとしては、不動産在庫に投下していく資本の割合は下がり、キャッシュフローも改善し、ROIC も上がっていくという基調が継続すると思っています。

CGS 信実：最後に、営業キャッシュフローの使い方の一つである M&A 戦略についてお伺いします。御社は、ヘルスケア領域拡大のため、昨年 3 月に接骨院などの治療院向けのクラウドや BPO サービスを展開するメディックスを買収されました。今後もヘルスケア領域での買収を模索されていく前提に立てば、SaaS ビジネスは高成長・高資本効率の業界のため Valuation が割高になり易い、という懸念があります。割高すぎる買収により資本効率が悪化するリスクを回避するために、どのような Valuation 規律をお持ちでしょうか。

西山社長：米国会計基準ではないため、のれん代償却が PL の費用に計上されます。ROIC など様々な指標を向上させていくことが我々の役割であり、M&A をする資金も必要ですので、買収時の Valuation はかなり厳しく見えています。具体的な投資基準は開示していませんが、高過ぎない Valuation、むしろ安い Valuation を心掛けています。良い会社が売りに出るときは、買い手は 7~8 社となるケースが多くなります。我々は、1 番目か

2 番目ぐらいに安い値段でしか買わない方法をとっています。値段で追いかけていくことを、当社はしていません。売り手側の企業に売却を考えた理由を伺うと、このようなお話をされます。「伝統ある企業で、クライアントも多く、一定程度のクラウドサービスも作った。一方で、生成 AI の導入や、高度なプロダクトを作るというチャレンジをしたいが、自社の力では、AI エンジニアや高度なテクノロジースキルを持つ人材を採用出来ない。売却先の方で取り込んで頂いて、テクノロジーの導入や生産性の向上などにより既存のクライアントにより高い価値を提供したい」。こういうオーナーの方々と、我々は相性が良い。彼らは値段で買い手を決めていないため、当社の提示する値段が最も低くても、買える状態になります。このような企業を選んで M&A をしている状況です。逆に、デジタル化が既に進み、利益率も高く、非常に高い Valuation でエグジットしたい、という企業は、M&A の対象にしていません。リアルを大事にしなが現場をしっかりと見て実運用性の高い AI 技術を入れていく手法をとっているからこそ、このような M&A が実現出来ていると思います。経済面でも非常に合理性のある方法だと考えていますし、今後も同様な手法で M&A を行いたいと思っています。

CGS 信実：以上、中長期投資家視点で気になるポイントについて、ディスカッションさせて頂きました。最後に何か経営陣として投資家に対してメッセージがございましたら、よろしくお願い致します。

西山社長：最近、国内の投資家だけではなく海外の投資家とお話をしていると、「SRE ホールディングスは不動産のリアル事業が中心の会社だと思っていたが、これだけ多岐にわたり AI 関連事業をやっていたのですね」と驚かれることが何度かあり、弊社株への投資を即断して頂くこともありました。これは良いことではなく、IR や会社説明の活動がまだまだ不足していると考えていますので、今回のインタビューを良い切掛けにしたいと思っています。「不動産や金融・ヘルスケアの実業に関わりながら、そこで本当の課題は何かを見出すことにより、自社もしくは他社に対して DX を行い、少子高齢化や生成 AI の登場による働き方改革の流れに対してインパクトを出せるテックソリューションカンパニーになりたい」、という我々の思いをステークホルダーと共有していきたいと思っています。我々は、総称としてライフテックカンパニーと呼んでいます。その試金石は、今我々が今取り組んでいるヘルスケア領域です。今年度、来年度をかけてしっかり土台を作ることが出来ると思っています。非常に順調に進展していますので、我々のライフテックカンパニーへの昇華と中長期の成長を、投資家皆さんの視点で是非継続的にウォッチして頂き、ご支援頂けると大変有難いと思っております。

CGS による業績予想モデル

	(百万円)	21年度	22年度	23年度	24年度E	25年度E	26年度E	27年度E	27年度E		
									Base Case	Bull Case	Bear Case
損益計算書:											
売上高		13,573	18,542	24,219	28,147	30,928	34,758	40,132	40,132	43,983	26,323
売上原価		9,403	12,764	16,759	18,478	19,206	20,351	22,072	22,072	21,991	18,426
総利益		4,170	5,778	7,460	9,669	11,722	14,408	18,059	18,059	21,991	7,897
販売管理費		2,778	4,092	5,248	6,616	7,807	9,252	11,096	11,096	11,454	5,000
営業利益		1,392	1,686	2,213	3,053	3,916	5,156	6,963	6,963	10,538	2,897
税前利益		1,247	1,619	2,057	2,922	3,776	5,006	6,803	6,803	10,378	2,736
税金		354	450	604	877	1,133	1,502	2,041	2,041	3,113	821
少数株持ち分		0	21	65	65	0	0	0	0	0	0
当期利益		892	1,148	1,389	1,981	2,643	3,505	4,762	4,762	7,264	1,916
EBIT		1,392	1,686	2,213	3,053	3,916	5,156	6,963	6,963	10,538	2,897
減価償却費・のれん代償却		272	318	374	597	608	652	727	727	426	770
EBITDA		1,664	2,004	2,587	3,650	4,524	5,808	7,690	7,690	10,963	3,667
希薄化後期末株式数		16	16	16	16	16	16	16	16	16	16
GAAP EPS		56	71	85	121	162	214	291	291	444	117
配当金		0	0	0	14	14	14	14	14	18	7
売上高原価比率		69.3%	68.8%	69.2%	65.6%	62.1%	58.5%	55.0%	55.0%	50.0%	70.0%
売上高総利益率		30.7%	31.2%	30.8%	34.4%	37.9%	41.5%	45.0%	45.0%	50.0%	30.0%
売上高販売管理費比率		20.5%	22.1%	21.7%	23.5%	26.6%	27.6%	27.6%	27.6%	26.0%	19.0%
売上高営業利益率		10.3%	9.1%	9.1%	10.8%	12.7%	14.8%	17.4%	17.4%	24.0%	11.0%
売上高EBITDA比率		12.3%	10.8%	10.7%	13.0%	14.6%	16.7%	19.2%	19.2%	24.9%	13.9%
キャッシュフロー表:											
当期利益		892	1,148	1,389	1,981	2,643	3,505	4,762	4,762	7,264	1,916
減価償却費・のれん代償却		272	318	374	597	608	652	727	727	426	770
運転資金増減		-8,469	2,981	-1,604	-981	-1,255	-1,367	-1,495	-1,495	-1,539	-1,402
営業CF		-7,306	4,360	453	1,597	1,996	2,789	3,994	3,994	6,151	1,284
設備投資		-850	-579	-379	-500	-619	-695	-803	-803	-440	-790
FCF(営業CF-設備投資)		-8,156	3,781	74	1,097	1,378	2,094	3,192	3,192	5,711	494
買収資金		-556	317	61	0	0	0	0	0	0	0
配当金支払い		0	0	0	-232	-234	-235	-237	-237	-294	-110
FCF(営業CF-投資CF-配当金)		-8,944	3,933	76	865	1,144	1,859	2,954	2,954	5,417	384
自社株買い		888	76	-170	0	0	0	0	0	0	0
有利子負債増減		8,420	-3,216	-298	0	0	0	0	0	0	0
現預金増減		362	808	-478	865	1,144	1,859	2,954	2,954	5,417	384
CF転換率											
営業CF/EBITDA		-439.1%	217.6%	17.5%	43.8%	44.1%	48.0%	51.9%	51.9%	56.1%	35.0%
FCF/当期利益		-913.9%	329.3%	5.3%	55.4%	52.1%	59.7%	67.0%	67.0%	78.6%	25.8%
貸借対照表:											
現預金		2,999	3,838	3,360	4,225	5,369	7,227	8,323	8,323	11,311	5,137
売掛債権		411	635	1,002	694	763	857	990	990	1,085	649
在庫		15,814	12,201	13,940	15,055	16,259	17,560	18,965	18,965	18,965	18,965
流動資産		20,264	18,611	20,607	22,280	24,697	27,950	30,583	30,583	33,667	27,056
有形固定資産		615	686	694	597	608	652	727	727	426	770
長期投資		250	280	289	289	289	289	289	289	289	289
無形固定資産		786	1,440	1,535	1,535	1,535	1,535	1,535	0	1,535	1,535
固定資産		2,755	3,345	3,410	3,313	1,789	1,832	1,908	1,908	1,606	1,951
総資産		23,019	21,956	24,017	25,593	26,485	29,783	32,491	32,491	35,273	29,007
短期有利子負債		3,797	4,282	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148	1,148
買掛債務		119	94	629	456	474	502	544	544	542	454
その他流動負債		1,225	1,587	2,112	2,112	2,112	2,112	2,112	2,112	2,112	2,112
流動負債		5,141	5,963	3,889	3,716	3,734	3,762	3,805	3,805	3,803	3,715
長期有利子負債		7,844	4,391	7,286	7,869	8,499	9,179	9,913	9,913	9,913	9,913
固定負債		8,079	4,677	7,667	8,250	8,880	9,560	10,294	10,294	10,294	10,294
総負債		13,221	10,640	11,557	11,966	12,614	13,322	14,099	14,099	14,097	14,009
純資産		9,798	11,316	12,460	13,627	13,871	16,461	18,393	18,393	21,176	14,999
負債純資産合計		23,019	21,956	24,017	25,593	26,485	29,783	32,491	32,491	35,273	29,007
CCC											
売上債権回転日数		8	10	12	9	9	9	9	9	9	9
在庫回転日数		448	401	285	280	280	280	280	280	250	300
買掛債務回転日数		3	3	8	9	9	9	9	9	9	9
運転資金日数(CCC)		452	408	289	280	280	280	280	280	250	300
ROE		10.1%	11.0%	11.9%	15.5%	19.6%	23.5%	27.7%	27.7%	37.6%	13.3%
ROIC (incl. Cash)		5.9%	5.6%	7.5%	9.6%	11.3%	13.3%	16.2%	16.2%	22.9%	7.4%
ROIC (ex. Cash)		7.1%	6.7%	9.0%	11.6%	14.1%	17.4%	21.9%	21.9%	33.4%	9.2%
ネット有利子負債/EBITDA		2.8	3.4	1.9	1.4	1.0	0.6	0.4	0.4	0.1	1.5
1株当たりネットキャッシュ		-542	-297	-310	-293	-262	-189	-167	-167	15	-362

Disclaimer

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものではありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も追いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。