

DEALWATCH

IPO of the Year 2019

SaaS 企業評価法に先鞭を付ける

Sansan

野村證券

名刺管理アプリを展開する Sansan の新規上場案件（オファリング総額 388 億 6425 万円）が 2019 年度の IPO of the Year を受賞した。赤字上場や大型案件への警戒感が投資家に根強く残るタイミングでの上場となったが、想定仮条件のレンジでの提示や本邦市場初となる EV/Sales を用いたバリュエーションなど戦略的なマーケティングを展開し、高い成長可能性のある SaaS（クラウド型アプリケーションサービス）企業への投資家の理解を深めるディールとなった。

同社は名刺を画像認識技術と AI、そして人力による手入力で 99.9%の正確性でデータ化し、クラウドで管理するサービスを提供する。ユーザーは名刺をスキャンするだけで、パソコンやスマートフォンから瞬時に再アクセスすることができる。法人向けで社内の名刺情報を簡単に共有できる「Sansan」、SNS の仕組みを取り入れた個人向けの「Eight」の両事業が主力。同社はビジネスにおいて重要な情報を含んでいながら、いまだ紙のまま日常的に使用されている名刺をデジタル化し、管理するという名刺管理サービス市場を開拓したパイオニアであり、8 割以上のシェアを有して市場を牽引している。

一方で、開発費や広告費が先行する SaaS 企業の特徴もあり、19 年 5 月期は 9 億 4553 万円の純損失を計上。前期から 20 億円以上改善しているが、大きな赤字が予想されるなかでの上場だった。このため赤字企業への警戒感を持つ投資家と、高成長を続けるユニークな事業性を評価する投資家で価格への目線が二分することが想定された。そこで、主幹事はプレロードショーで SaaS 銘柄に投資経験のある海外投資家や大型投資が可能な投資家を事前にターゲティング。通常 1 本値の想定仮条件を 3650~4500 円のレンジで設定し、興味を持つ投資家を取りこぼさないように注力した。ロードショーでは、事前に好感触を得ていた投資家からの支持でモメンタムを作り、他の投資家の目線も上限に引き上げていった。

プライシングでは、米国で SaaS 企業の評価法として定着し始めている、企業事業価値の売上高に対する倍率を用いた EV/Sales を本邦市場で初導入。サブスクリプション型のサービスを提供する企業は、先行投資費用とその売上が生じる時期にタイムラグがあり、初期段階では利益率が低く、場合によっては赤字となることが多い。同社のような成長の初期段階にある SaaS 企業は指数関数的な利益成長が見込まれるため、単純な利益の倍率である PER 等の指標では正確な企業価値を計れないという判断だった。米国や日本の主要 SaaS 企業を EV/Sales で試算し、売上高成長率と EV/Sales の相関が高いことを示す資料を作成するなどして評価法の正当性を丁寧に説明した。「働き方改革銘柄で、顧客に改革用資金があるのはポジティブ」（国内投資家）、「成長ストーリーを企業として描けている」（海外投資家）という高い評価を得て旺盛な需要を獲得。結果として、EV/Sales で 10 倍に当たる仮条件の上限に支持を得た。特に海外投資家からの関心は高く、旧

DEALWATCH

臨時報告書方式の案件では過去最大の 37.7%を配分した。EV/Sales での評価法は、同じ SaaS 企業でグローバル IPO を実施したフリーの案件でも採用され、後進に道を作る形となった。

初値は公開価格を上回り、その後の価格推移も新型コロナウイルス感染拡大の影響で市場全体が冷え込むまでは堅調だった。時価総額 1000 億円を超える日本発のユニコーン企業として、上場前から注目されていた Sansan。18 年のソフトバンク以来の大型 IPO で、慎重姿勢を崩さない投資家も少なくなかったが、先進的かつ柔軟な案件運営で、19 年度最大の IPO としての責務を果たした。

(小澤 亮介 DealWatch / Refinitiv)

※ディールウォッチのコンテンツは Refinitiv (リフィニティブ) から直接提供するという方法でのみ配信いたしております。従いまして提供されましたお客様限りでご使用ください。コンテンツのいかなる部分も一切の権利は Refinitiv に帰属しており、電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、無断で複製、翻訳または転送を行わないようお願いいたします。

記事の内容や利用等に関するお問い合わせおよび照会は TEL:03-6441-1119 または、
markets.dwsales.jp@refinitiv.com
までお問い合わせ下さい。