



東大金融研究会

# ランサーズ株式会社 (4484)



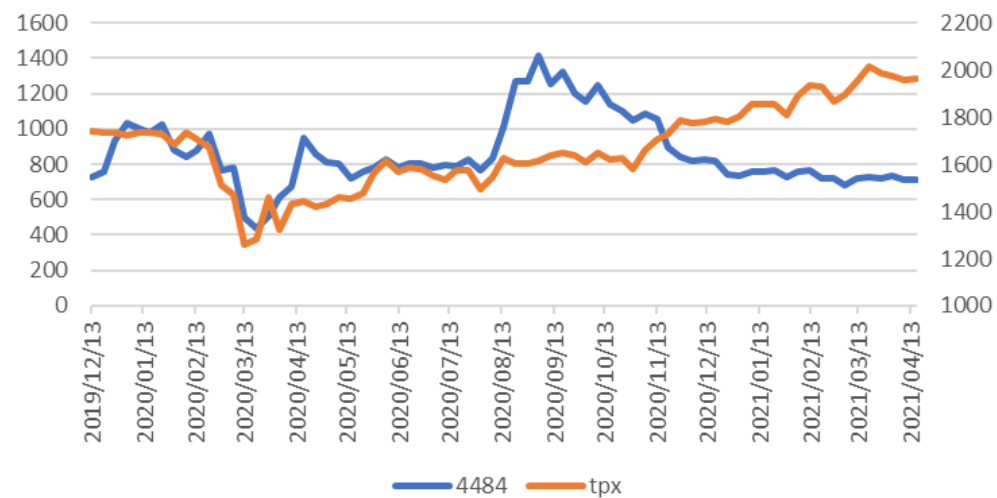
## 今回のポイント

---

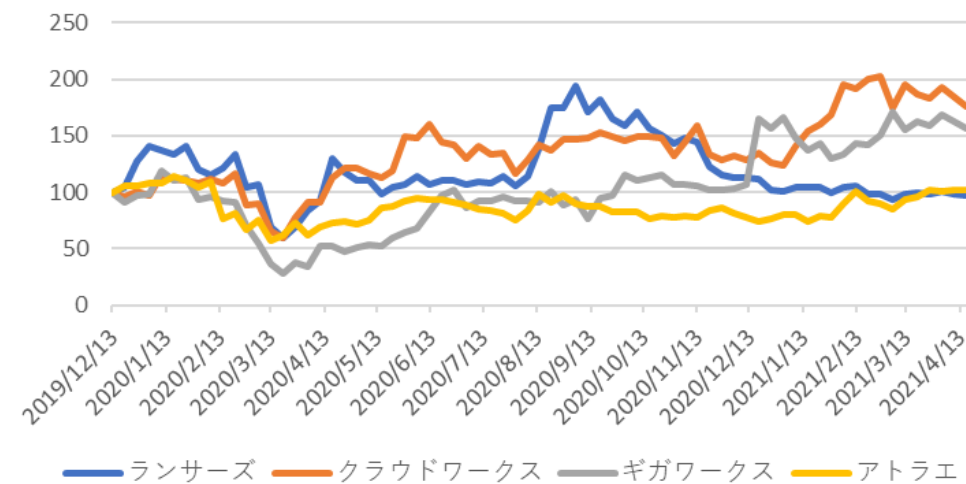
- 1 ; マッチングすべき企業とフリーランスの需要が確実にあり、かつ拡大しており、これらの外部環境に支えられて業績は順調に推移。しかしながら、トップライン成長率については高水準ではあるがやや物足りない。クライアント数の伸び率もクラウドワーク比でやや劣後。
- 2 ; 広告宣伝費を含めて先行コスト投入時期であるために、営業利益はほぼブレイクイーブンか赤字。広告宣伝費がうまくGMVに連動していないなど効果の検証とともに、実際の利益はどのくらいの時間軸で黒字化が見えてくるのか考え方を提示するのも一手か。
- 3 ; 利益がでない為、利益ベースのバリュエーションでは計測不可能。売上成長率がやや弱い為に、PSRでの計測も困難で、独自に投資家を啓蒙していく必要がある。
- 4 ; バリュエーションは非常に割高。大切にしている粗利ベースでバリュエーションでもやや割高。当面は計画通りのしっかりした業績を達成し続けることが重要。
- 5 ; 今後、大手のクライアントを獲得していく上での連携の模索は視野に入っているか？

## 過去の株価推移

過去の株価推移



対競合比株価推移





東大金融研究会

## ランサーズ(株)

株価；675円（2021/4/22終値）  
時価総額；104.7億円  
EV；85.2億円

### Valuation

FY21 EBITDA；0.5億円  
FY21 EV/EBITDA；182.6x  
Net Cash；19.5億円

FY21 EPS；0.6円  
FY21 PER；1,049.7x

PBR；6.1x

## 事業概要

当社グループのプラットフォームにて、クライアントが依頼し、ランサーが受注している仕事は270種類以上あり、その主要な仕事内容として、システム開発・運用、デザイン・クリエイティブ制作および記事作成などがある。クライアントに対しては、オンライン上で必要な時に必要な分だけ、他の手法と比較して短期間で、様々な業務の依頼ができるという価値を提供している。一方で、ランサーに対しては、オンライン上で働けることから、自分の能力を活かした仕事を選べる、好きな時間・場所で働けるという価値を提供している。

### 1；マーケットプレイス事業

Lancers。SMB中心で、主に開発・運用、及びクリエイティブ制作が主軸。オンラインで企業が直接利用する。テイクレートを18－19%。

### 2；マネージドサービス事業

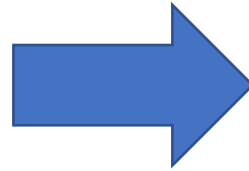
Lancers AssistantにてSMB及び大企業が顧客。当社が介在し案件を受託管理。テイクレートを35－38%。

### 3；テックエージェント事業

Lancers Agent。SMB及び大企業が顧客。開発・運用、クリエイティブ制作が主軸。当社が介在しIT人材を支援。テイクレートを14－15%。

# 事業計画の考え方、見せ方

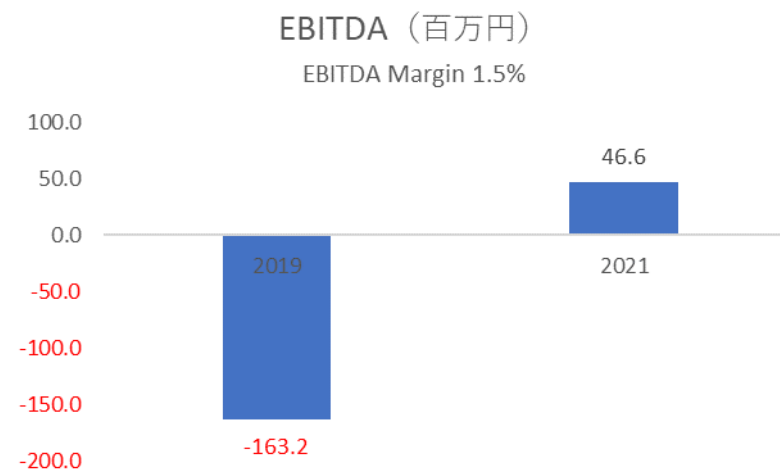
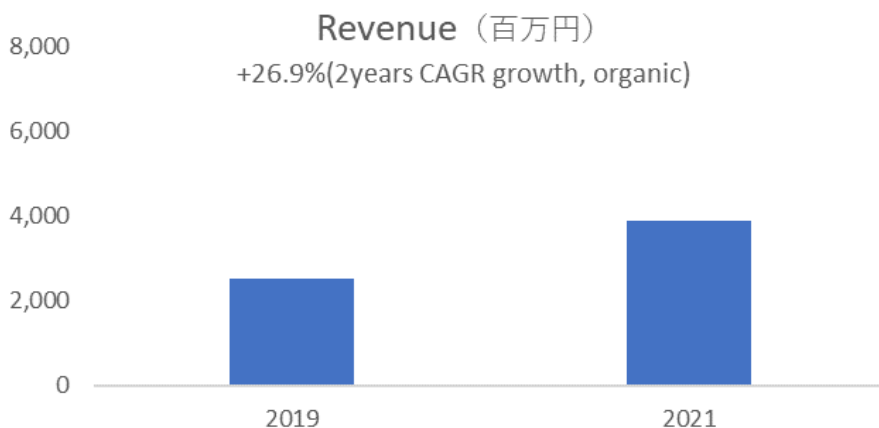
- 利益の見えるタイミングのイメージの共有化
- 一部重要な情報の開示
- 売上/利益の関係に対する補足的な表
- 対クラウドワークスでの強みの見せ方を工夫する必要がある



- コストを踏まなければどの程度利益が出るのか、若しくはこういった時間軸で利益がでてくるのかについて言及があると有難い。顧客の伸び悩みの要因分析ができているのか？
- クライアントサイド側のGMV分解あるが、ランサー受注者数サイドからの分解も開示できるか？高単価なものを受注しているというが、結果として数字で表せるものがない。
- 売上と利益の相関が非常に低い。どの期間にどれだけの一時的なコストが生じたなど過去なぜ相関が低かった際のエクストラコストの確認。
- 高単価？フリーランス獲得の伸び率？クオリティの担保？川上との連携？

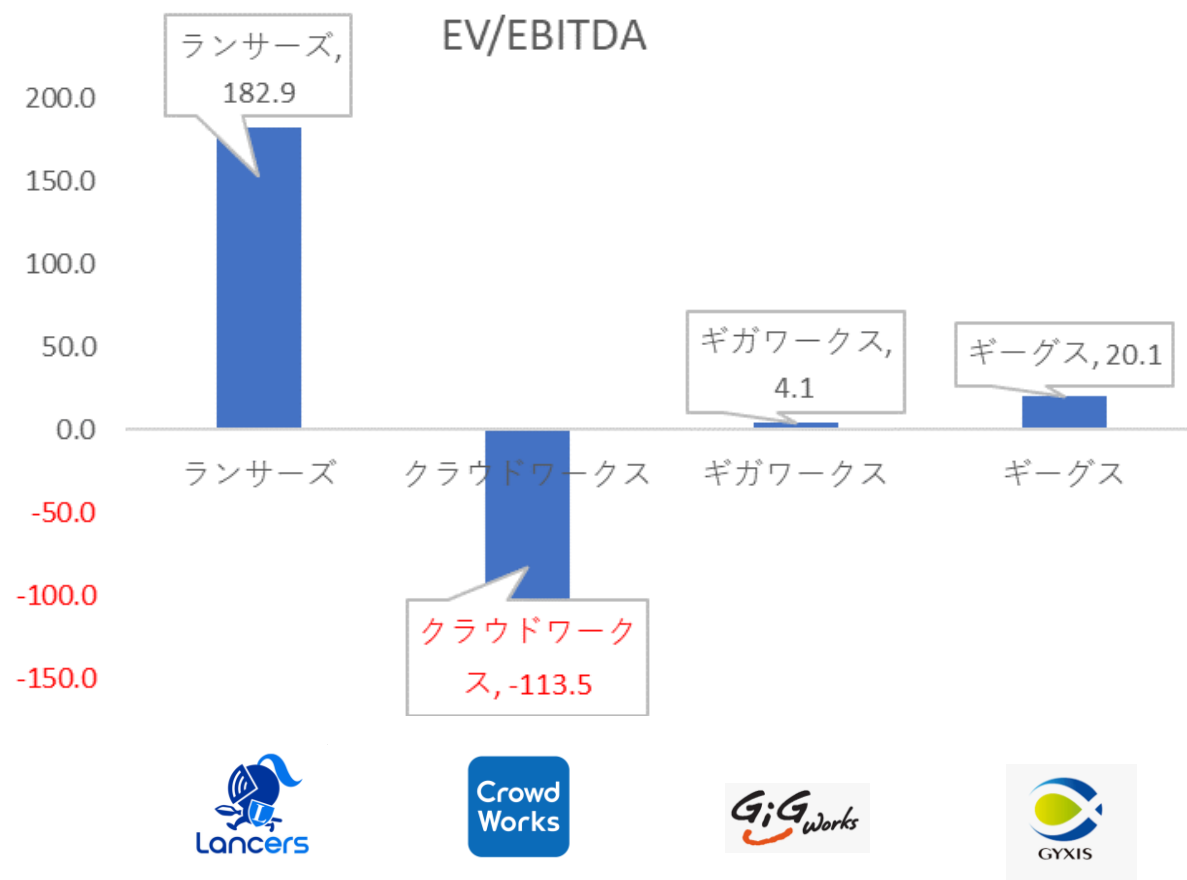
## 過去数年は高成長を遂げてきた

企業側の短期間でかつ安いコストで業務効率を上げたいニーズと、隙間時間で好きな仕事をしてお金をかせぎたいランサーとのマッチングが時代の潮流に乗り、過去非常に高い売上成長率の実現。ただし、未だにコストをかけて売上を伸ばす段階にあり、EBITDAは非常に低水準。



# 大手2社はバリュエーションでは判断不能

## FY21 EV/EBITDAの競合比較



先行投資の負担が大きく利益はでておらず、現段階では利益を使ったベースでのバリュエーションを用いることはできない。

時価総額/売上総利益でも、クラウドワークスの7.2倍に対して当社は10.1倍と割高感はある。

パイがまだ小さく成長余地があるのに伸び率も高くなく、まずは業績をしっかり作り、強みを明確にしたい。

# 収益性は同業他社に劣る

売上総利益率以下の利益率が低い。

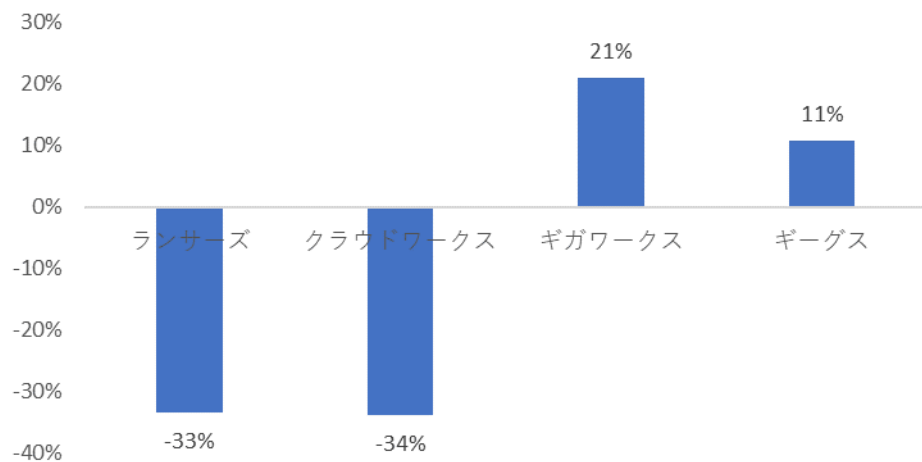
	ランサーズ		同業他社 クラウドワークス		同業他社 ギガワークス		評価
	前期(20/3)	今期計画	前期(20/9)	今期計画	前期	今期計画	
<b>利益率</b>							
売上総利益率	51.7%		38.1%		41.0%		高い
営業利益率	-8.8%	0.3%	-3.4%	-3.4%	12.2%	12.6%	低い
EBITDAマージン	-7.8%		-2.1%		13.6%		低い
当期純利益率	-10.2%	0.3%	-0.6%	-0.6%	7.2%	7.3%	低い
<b>収益性</b>							
ROIC	-24.7%	0.6%	-1.4%	-1.7%	11.9%	10.7%	低い
WACC	6.7%	6.7%	7.3%	7.3%	5.6%	5.6%	平均的
ROE	-26.1%	0.6%	-1.7%	-1.7%	15.7%	14.0%	低い
CAPM	6.7%	6.7%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	低い
<b>財務安定性</b>							
D/Eレシオ	0.83		0.63		1.02		平均的
株主資本比率	54.5%		60.8%		54.0%		平均的
自己資本比率	54.5%		61.2%		54.2%		平均的
当座比率	142.7%		175.2%		143.0%		平均的
流動比率	194.9%		244.2%		248.9%		やや低い
<b>PBR</b>	6.1		7.7		3.5		平均的
投資有価証券比率	0.0%		1.0%		1.0%		平均的
10%変動/OP	0.0%		#DIV/0!				



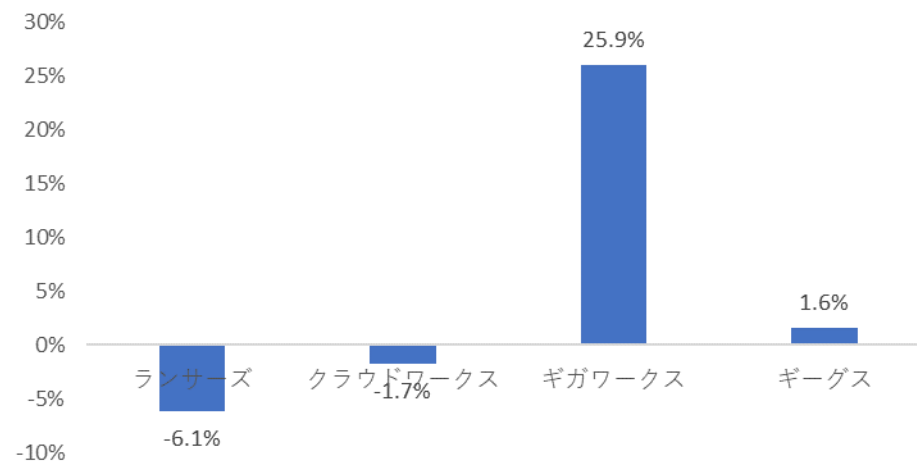
# フリーキャッシュフローはステージによる

当社はランサーズなど成長を追い求める企業はフリーキャッシュフロー（FCF）は赤字になる。安定的な黒字化を目指すタイミングのイメージが湧くと良い。

過去の売上比



時価総額比



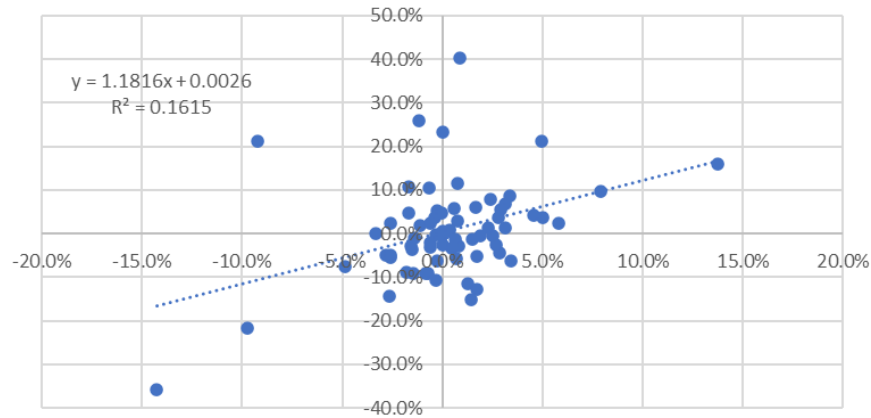


東大金融研究会

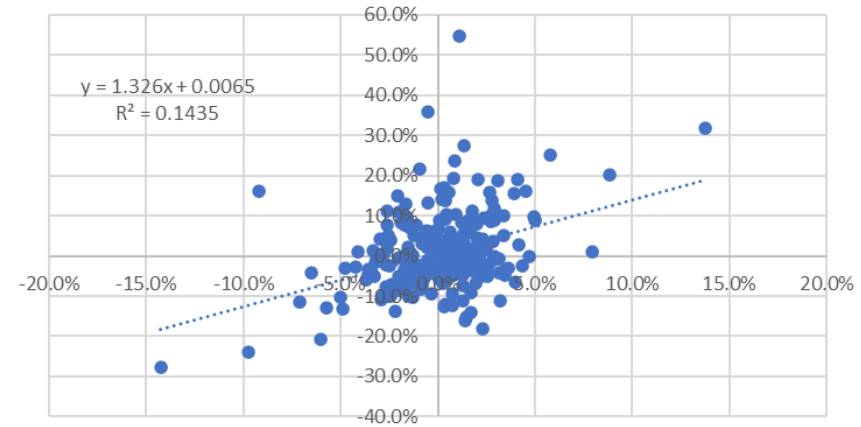
# 現在の株式 $\beta$ は相対的に低い

当社の株式 $\beta$ は同業他社と比較するとやや低い。

ランサーズ対Topix



クラウドワークスvsTopix



ギガワークス対Topix



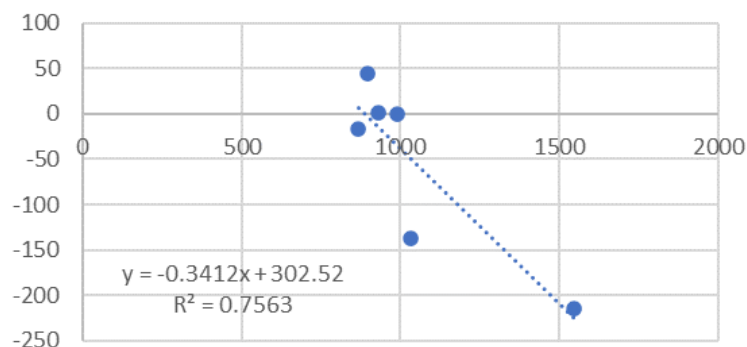
ギーグス対Topix



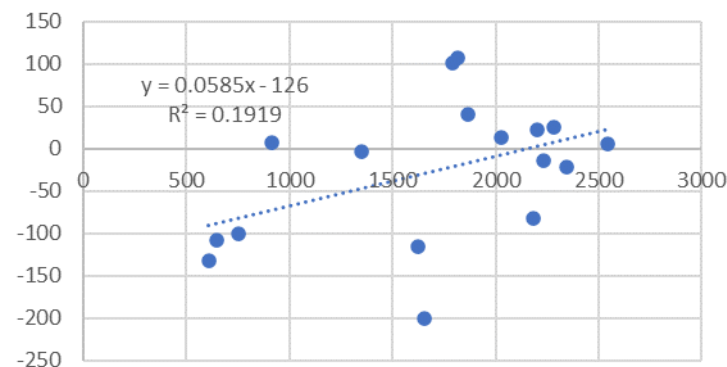
# 限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。人材会社の安定度は総体的に低い。

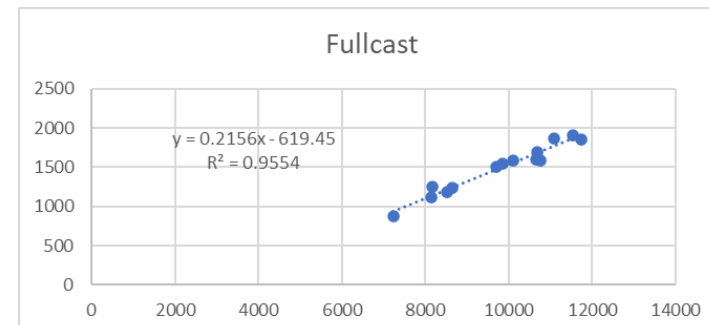
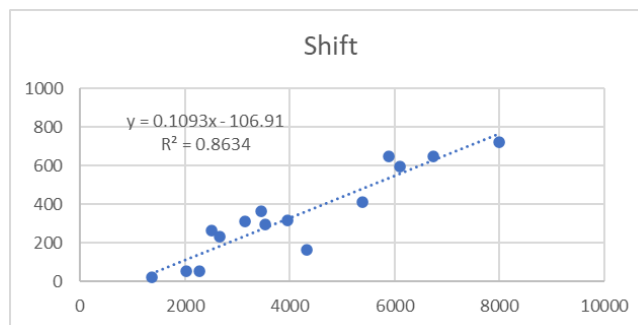
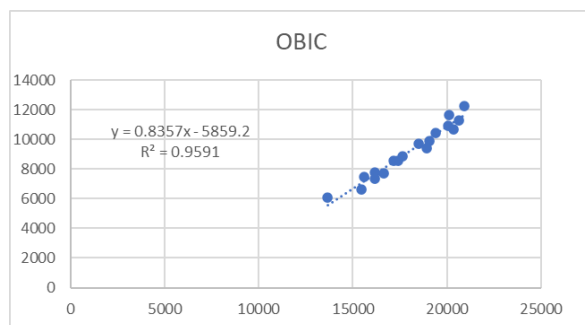
ランサーズ



クラウドワークス



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。



# 利益がでておらずROEでの評価は不能

当社のROEは9.3%とまずまずではあるが、高成長を遂げているアンビスの利益率が高く、競合他社比較で大きく見劣りする。

## 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!	na	-1.5%	-12.9%
ROE	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	na	-3.5%	-26.1%
売上高純利益率	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-18.5%	-0.7%	-10.2%
回転率	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	2.15	1.26
レバレッジ	NA	#DIV/0!	#DIV/0!	na	2.36	2.03

## クラウドワークスのROEとデュポン分解

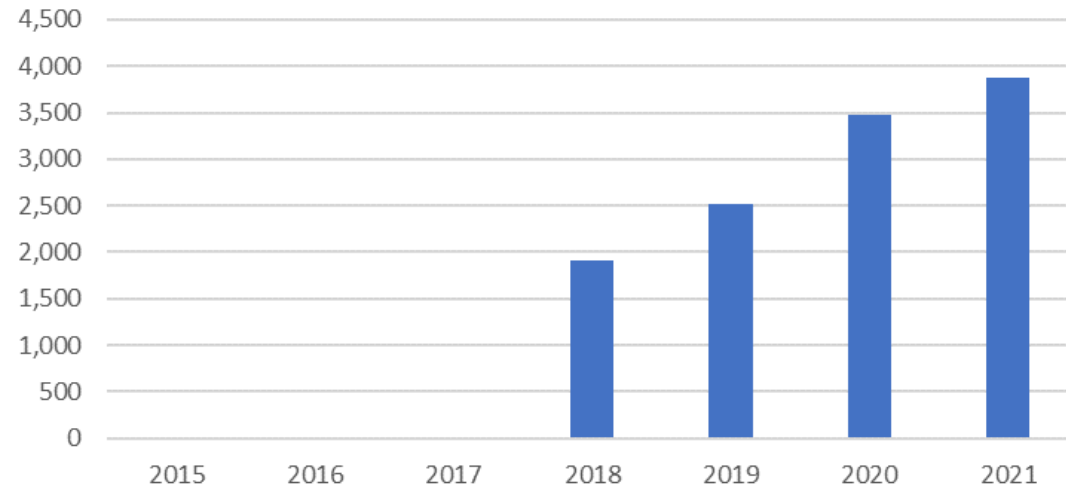
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	#DIV/0!	-44.5%	-12.5%	-1.9%	-2.1%	-0.9%
ROE	#DIV/0!	-73.8%	-21.4%	-4.4%	-4.8%	-1.7%
売上高純利益率	#DIV/0!	-52.7%	-12.1%	-1.2%	-1.5%	-0.6%
回転率	#DIV/0!	0.84	1.03	1.52	1.42	1.53
レバレッジ	#DIV/0!	1.66	1.72	2.37	2.31	1.81

(東大金融研究会作成)

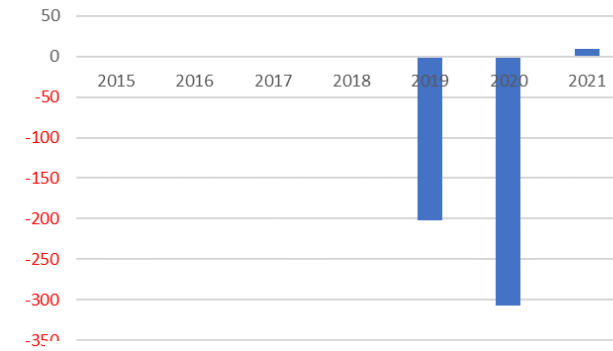
## 売上高、利益は順調に成長

コロナの影響も懸念されたが、業績は堅調に推移。この機会に定額固定サービスなども積極的に導入しており、次世代への布石は着々と進める。

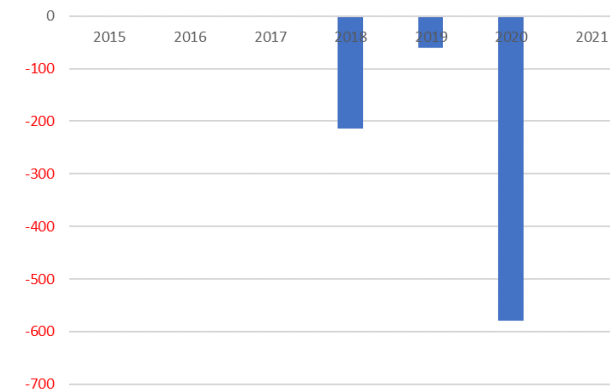
売上高



営業利益



Free Cash Flow

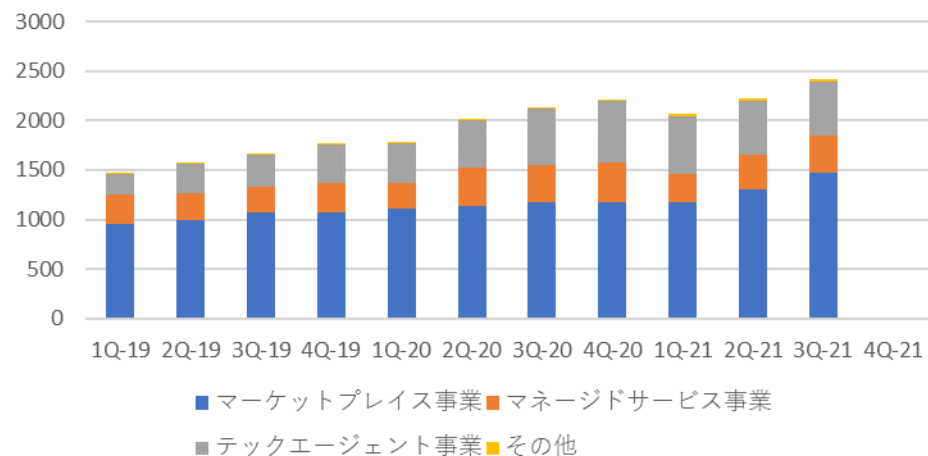


(会社資料より作成)

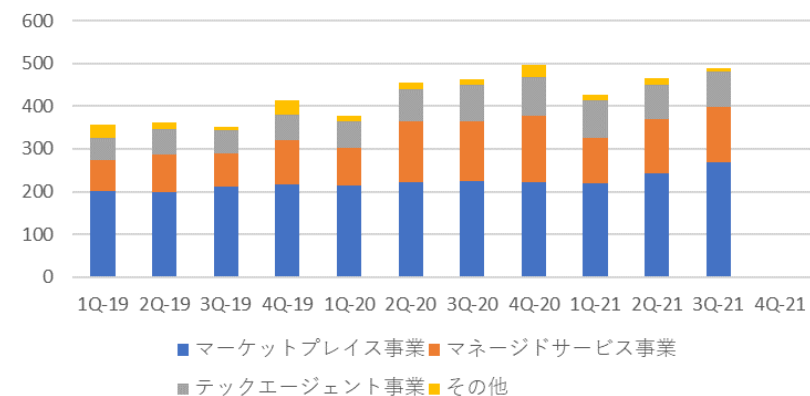
## 売上は順調に推移

マーケットプレイス事業のGMVは順調に拡大。一方で、コロナにより、マネージドサービス事業やテックエージェント事業は悪影響を受けた。

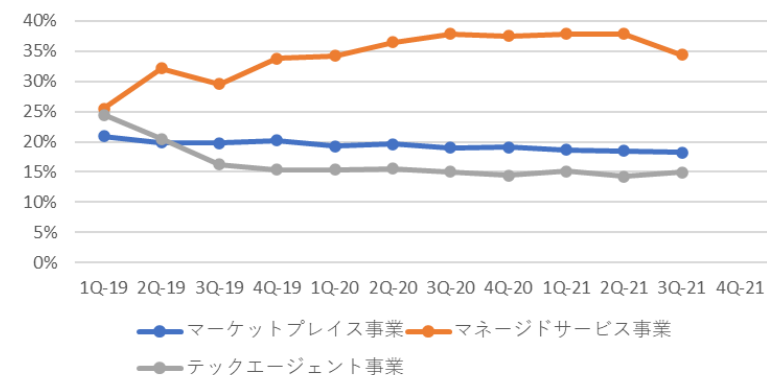
流通総額 (GMV)の内訳



売上総利益の内訳

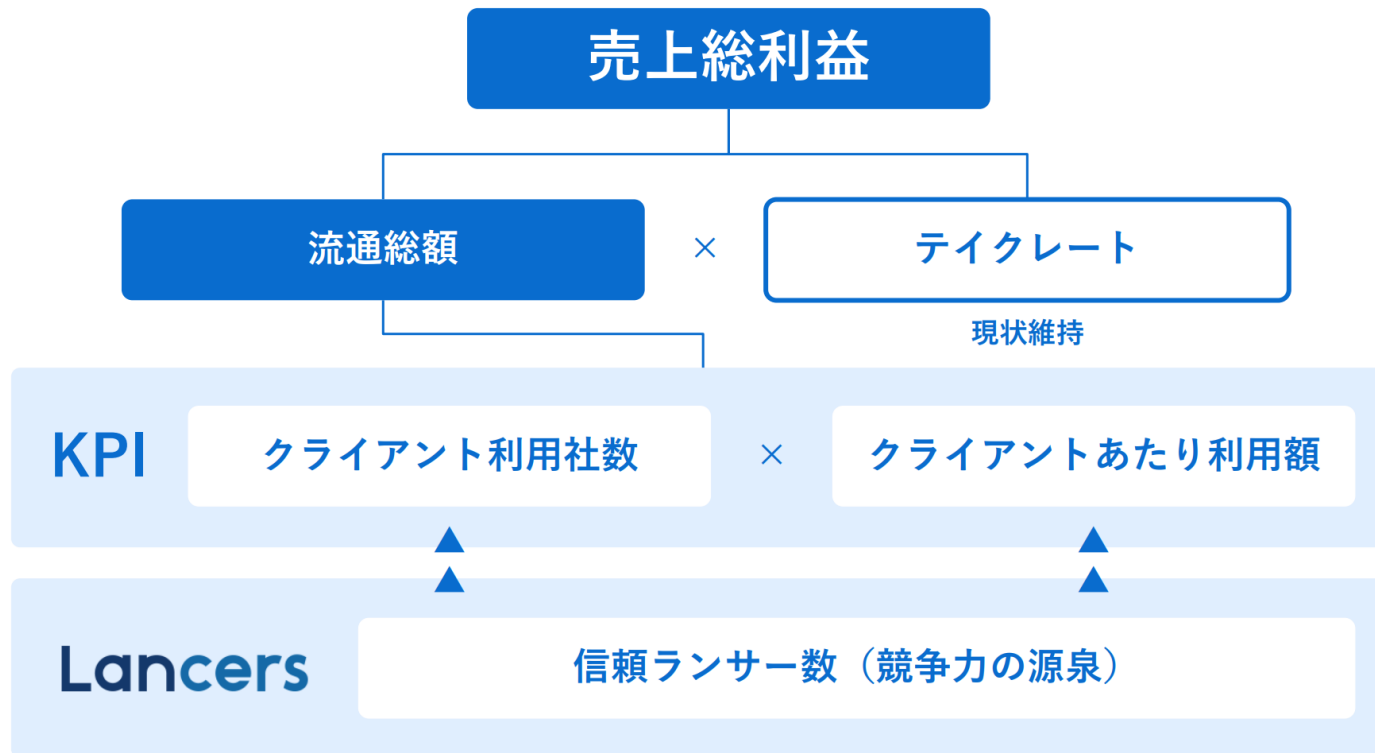


GMV売上総利益率



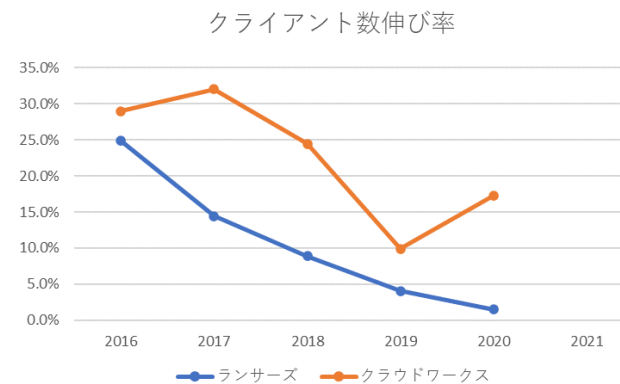
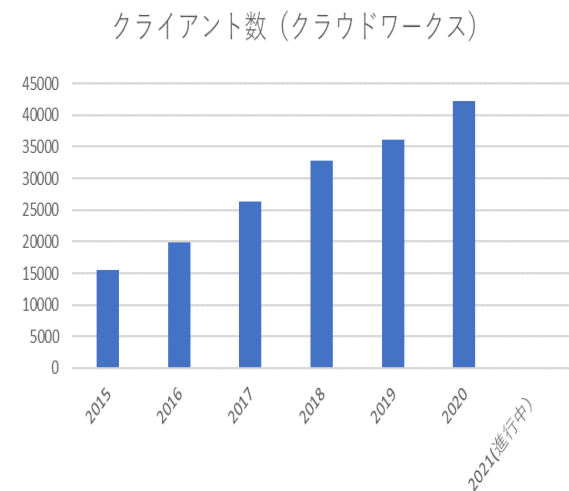
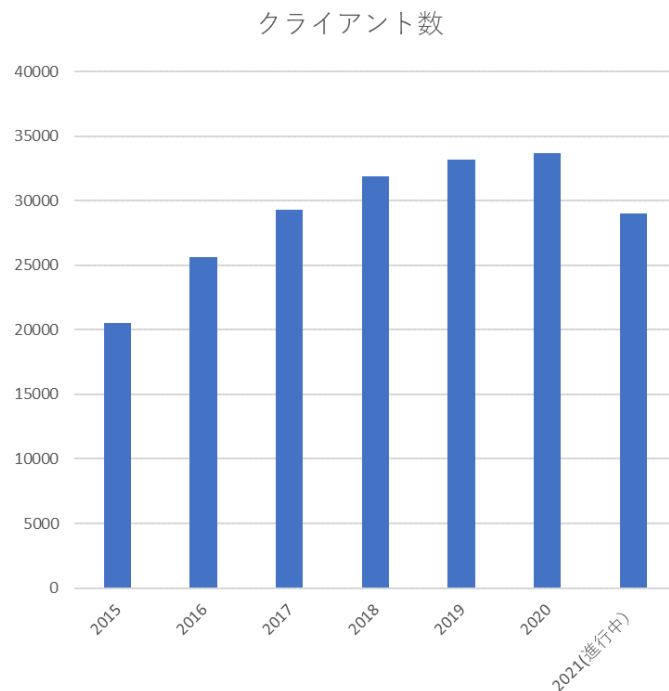
# 企業価値の源泉とKPI

ユーザーへ提供される付加価値は売上総利益で計測される。ここを最大化することが当社が狙うところ。



## KPI；顧客数

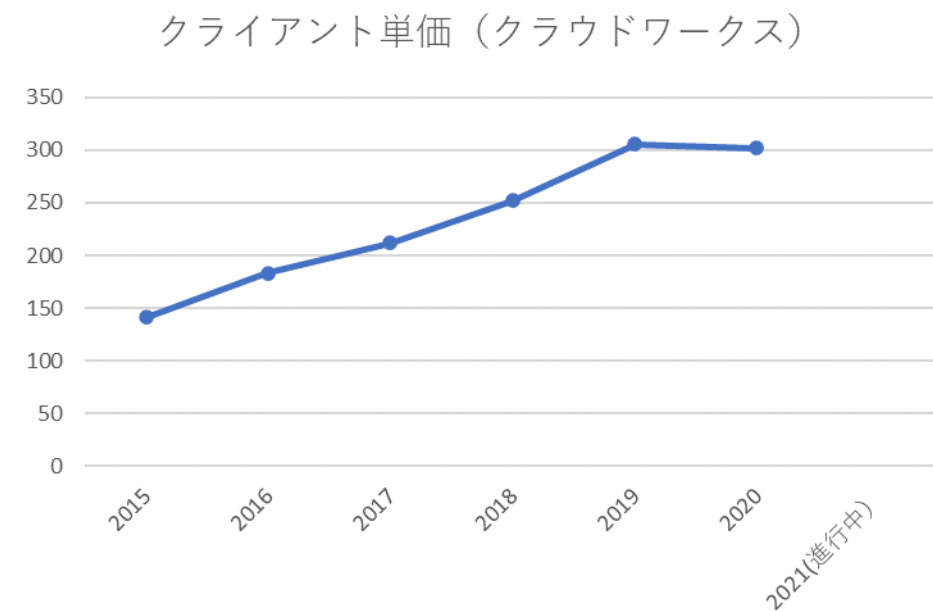
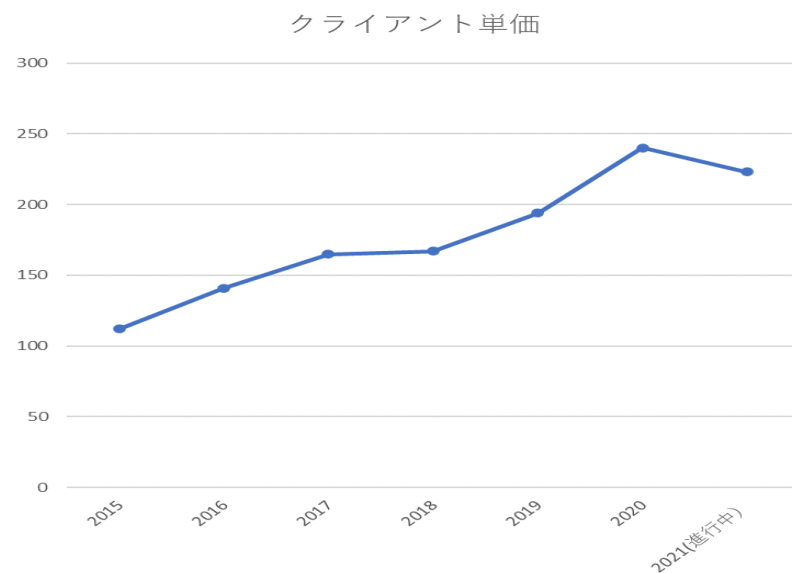
クライアント数は順調に増えているものの、その伸び率はクラウドワークスと比較すると緩やか。





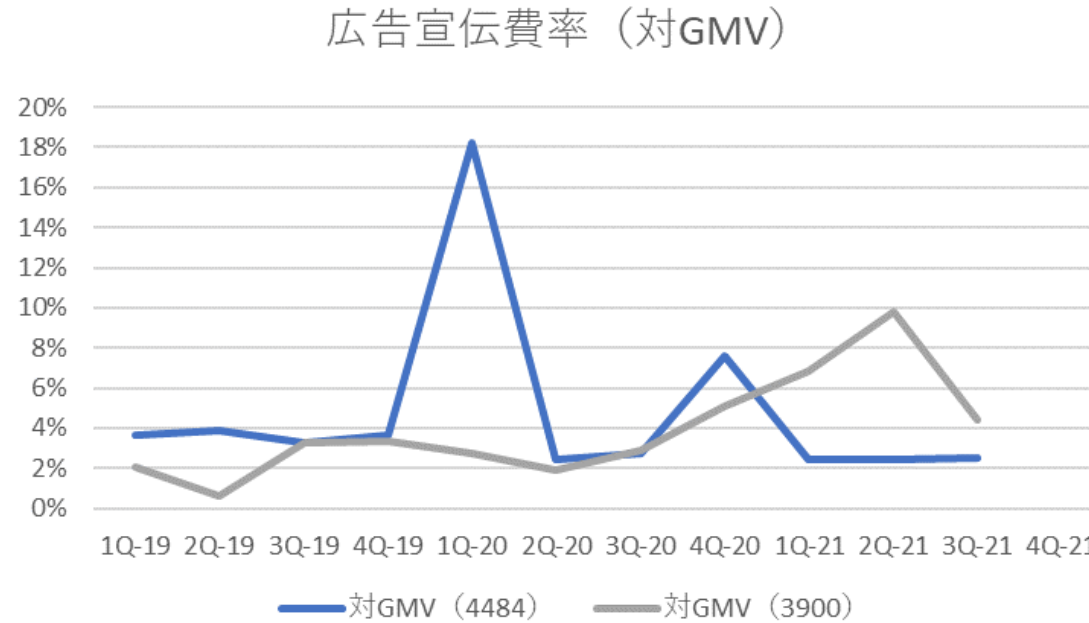
## KPI；顧客単価

コロナの影響もあり顧客単価は伸び悩んだ。クラウドワークス比では20%程度低い。



## 顧客獲得施策は？

広告宣伝費の投下がどの程度顧客獲得に結び付いたのかは数字を見る限りでは判断が難しい。今後のフリーランス獲得手段を含めて施策か効果の見直しが必要か？



## これまでの業績推移

今期以降は施設数を増加させていく方針の為、キャッシュフローは悪化していく局面化。レバレッジが高く、株式調達のリスクは付きまとう。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	0	0	-1,559	-2,033	-1,949
発行済み株式数（百万株）					9	16	16
株価					1,030	799	676
時価総額	0	0	0	0	9,270	12,388	10,481
EV	0	0	0	0	7,711	10,356	8,532
EBITDA	0	0	0	0	-54	-286	57
EBITDA margin	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.0%	-2.1%	-8.2%	1.5%
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-142.5	-36.1	151.0
EBITDA	0	0	0	0	-163	-271	47
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-47.2	-38.3	182.9
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-2.0	-22.8	0.6
PER	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-525.8	-35.1	1,048.1
流動資産					2,242	2,777	
現金					1,709	2,033	1,949
受取手形							
売掛金					292	451	
棚卸資産							
投資有価証券					10		
流動負債					1,355	1,425	34,681
買掛金					105	203	
短期借入金					150		
1年以内返済長期借入							
長期借入							
株主資本					994	1,715	1,725
その他包括利益					-1	-1	0
自己資本	0	0	0	0	993	1,715	1,725
純資産					993	1,715	
総資産					2,348	3,145	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高				1,911	2,522	3,475	3,880
粗利売上				#DIV/0!	32.0%	37.7%	11.7%
売上総利益					1,486	1,795	
				0.0%	58.9%	51.7%	
営業利益					-202	-307	10
				0.0%	-8.0%	-8.8%	0.3%
支払利息					0	6	6
特別利益					320	0	
特別損失					215	10	
税前当期利益					12	-339	14
親会社に帰属する利益			-60	-354	-18	-353	10
減価償却費					16	12	12
のれん償却					23	24	24
金利		#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.5%	7.4%	
営業CF				-100	-156	-353	
投資CF				-113	96	-225	
FCF	0	0	0	-213	-60	-578	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数				141	129	154	
					-8.5%	19.4%	
1名当たり売上		#DIV/0!	#DIV/0!	14	20	23	

## コストの詳細は言及可能か

競合会社であるアンビスとの利益率の差が著しいので明確なコスト構造に関する説明が必要。

7061日本ホスピス	FY2018	FY2019	FY2020
<b>売上</b>	<b>3,015</b>	<b>4,194</b>	<b>4,917</b>
売上原価	2,374	3,204	4,057
人件費			
労務費			
経費			
粗利益	642	990	860
	21.3%	23.6%	17.5%
<b>販管費</b>	<b>399</b>	<b>489</b>	<b>502</b>
広告宣伝費			
<b>人件費</b>	<b>228</b>	<b>291</b>	<b>321</b>
役員報酬	73	90	65
給与手当	77	88	118
福利厚生	20	21	24
租税公課	58	92	114
退職給付費用			
賞与引当			
地代家賃			
業務委託費			
減価償却費			
のれん	56	56	56
研究開発費			
<b>営業利益</b>	<b>243</b>	<b>501</b>	<b>359</b>
	8.1%	12.0%	7.3%

	FY2018	FY2019	FY2020
<b>売上</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
売上原価	79	76	83
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	21	24	17
<b>販管費</b>	<b>13</b>	<b>12</b>	<b>10</b>
広告宣伝費	0	0	0
<b>人件費</b>	<b>8</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
役員報酬	2	2	1
給与手当	3	2	2
福利厚生	1	1	0
租税公課	2	2	2
退職給付費用			
賞与引当	0	0	0
地代家賃	0	0	0
業務委託費	0	0	0
減価償却費	0	0	0
のれん	2	1	1
研究開発費	0	0	0
<b>営業利益</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>7</b>

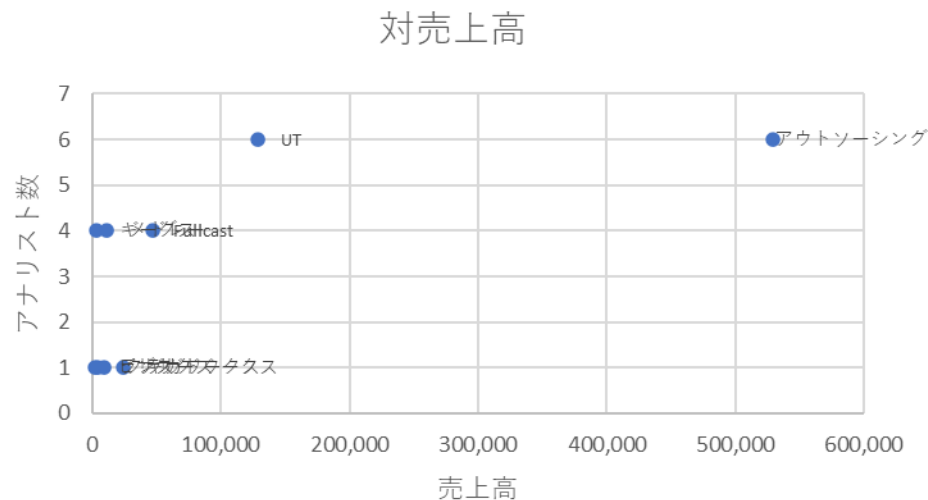


東大金融研究会

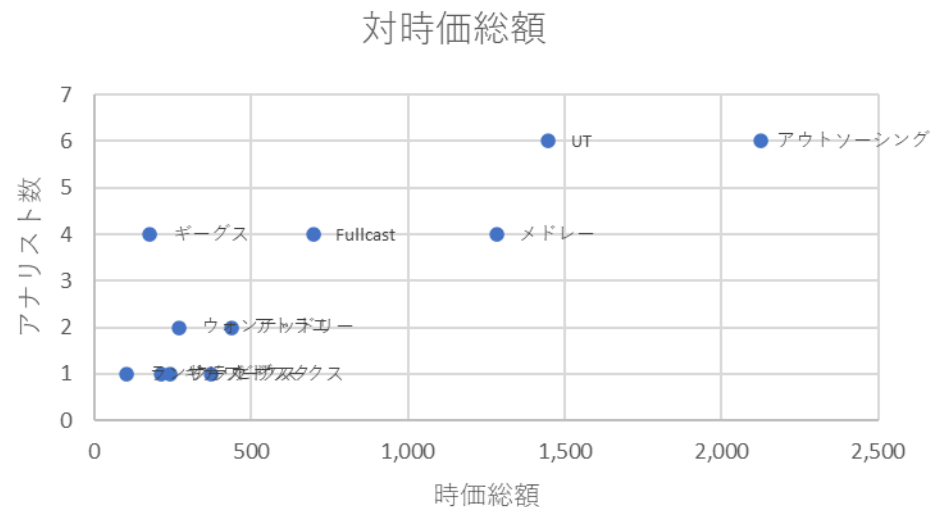
## セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

成長産業であることに疑いの余地はないので、まずはしっかり業績を作って定期的なセルサイド及びバイサイドとの対話が必要。

(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)



## 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71%にのぼる。

役職名		氏名
代表取締役	社長	秋好陽介
取締役		曾根秀晶
取締役		岡島悦子
取締役		加藤丈幸
常勤監査役		村田恭介
監査役		平田幸一郎
監査役		永沼徹

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
4484	ランサーズ	98.7%
3900	クラウドワークス	87.0%
2375	ギガワークス	NA
7050	ギーグス	NA

秋好社長への信認は厚い。

## 株式売買高はかなり低水準

株式売買高は同業他社と比較しても低く、現在の中小型株活況の中での1日売買高が1億円割れというのは非常に薄い。流動性対策には限界があり、地道にIR活動を行うことが必要。

人材		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
4484 jt equit	ランサーズ	0.9%	97	143,161	15,650,000
3900 jt equit	クラウドワークス	0.4%	108	68,480	15,255,160
2375 jt equit	ギガワークス	2.9%	630	643,191	21,863,760
7060 jt equit	ギーグス	0.5%	82	48,081	10,513,440
4848 jt equit	Fullcast	0.3%	235	123,413	37,486,400
2146 jt equit	UT	0.5%	767	212,438	40,363,070
2427 jt equit	アウトソーシング	0.9%	1,862	1,071,601	125,909,300
4480 jt equit	メドレー	1.5%	1,892	451,588	31,068,000
4490 jt equit	ビザスク	1.3%	500	116,018	8,820,300
3991 jt equit	ウォンテッドリー	0.3%	75	26,306	9,378,700
6194 jt equit	アトラエ	0.3%	128	76,507	26,725,200

（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

経営者とパーソル関連の持ち株比率が過半数を超える。

		保有比率	保有額	株数
秋好陽介	経営者	47.4%	5,019,502,800	7,425,300
パーソルホールディングス	政策	4.8%	506,188,800	748,800
NOMURA PB NOMINEES	機関投資家	3.9%	411,278,400	608,400 ↑
Credit Suisse Fund	機関投資家	3.7%	392,958,800	581,300 ↑
グロービス4号ファンド	VC	3.0%	316,165,200	467,700 ↓
JPモルガンチェース	機関投資家	1.8%	191,105,200	282,700 ↑
Globis FundIV	VC	1.7%	184,683,200	273,200 ↓
住友生命保険	機関投資家	1.5%	163,524,400	241,900 ↑
野村ホールディングス	機関投資家	1.4%	153,316,800	226,800 ↑
BNY GCM Client	機関投資家	1.4%	148,855,200	220,200 ↑
ゴールドマン・サックス	機関投資家	-1.3%	-134,862,000	-199,500
AT-I 投資事業有限責任	VC	1.1%	111,810,400	165,400 ↑
MSIP Client	機関投資家	0.8%	89,434,800	132,300 ↑
パーソルキャリア	政策	0.8%	89,434,800	132,300 ↑

(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。