



東大金融研究会

株式会社アトラエ
(6194)

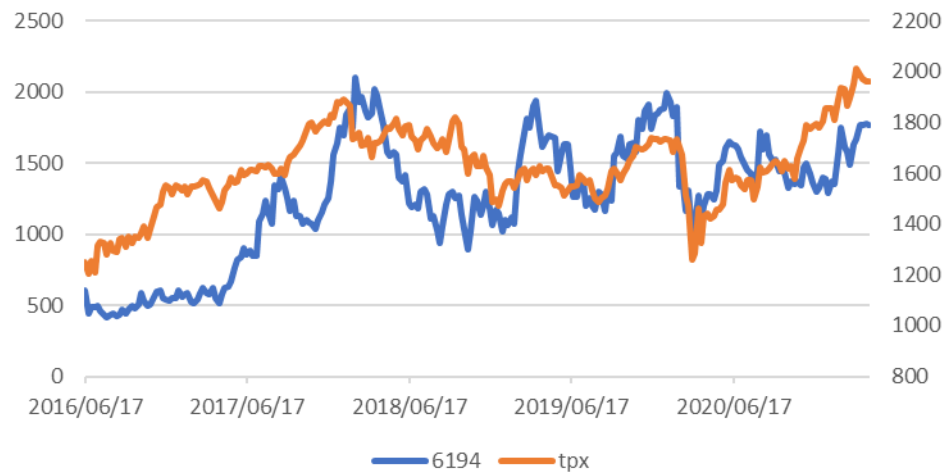
:Atrae

今回のポイント

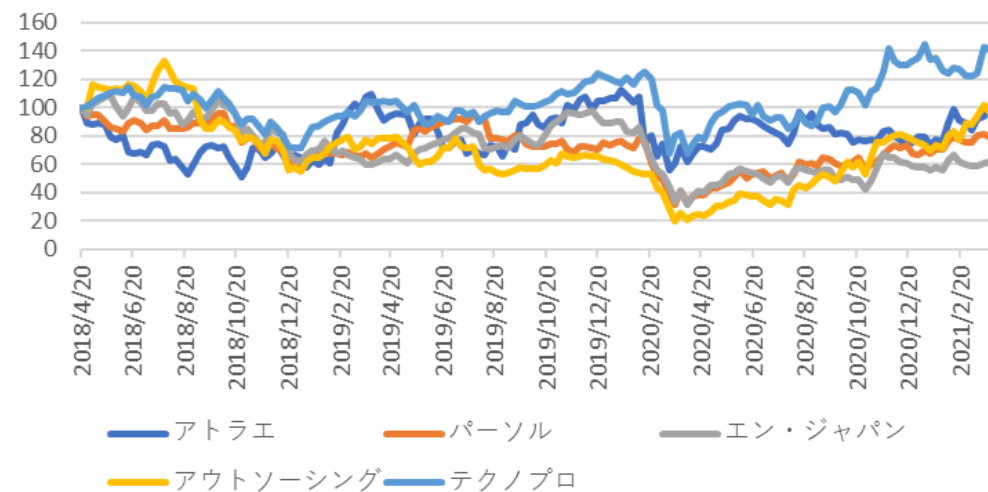
- 1 ; AIを使った成功報酬型求人メディア“Green”は着実に成長してきたが19年度の途中からトップラインの伸びに欠ける。この事業の成長戦略を今一度はっきり提示することが大切。
- 2 ; バリュエーションは割高。高利益率が反映されたと言えるが、それをもってしても肯定しにくいレベルにはある。
- 3 ; フリーキャッシュフローは他社比創出できるモデルではあるが、そもそも割高に取引されており、資本市場との対話でビジネスの見せ方を工夫する必要がある。
- 4 ; wevox事業は順調に積みあがってきており、こちらの成長戦略についても定量的な数字も含めて資本市場に提示することが必要。

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

(株) ビー・エム・エル

株価；1,766円（2021/4/16終値）
時価総額；236.0億円
EV；197.0億円

Valuation

FY21 EBITDA；5.2億円
FY21 EV/EBITDA；37.8x
Net Cash；39.0億円

FY21 EPS；24.7円
FY21 PER；71.5x

PBR；5.4x

事業概要

従来の人材紹介会社の多くは、求職者と求人企業を仲介するアドバイザーを多数雇用し、入社が決定した時に手数料を得るビジネスモデルで労働集約的であった。これに風穴を開けたのが当社である。

1；成功報酬型モデル“Green”

主力サービスである成功報酬型求人メディア“Green”はビッグデータ解析などのテクノロジーを駆使することによって、求職者と求人企業の最適なマッチングを実現するプラットフォーム。“Green”は求人会社が新規登録時に初期設定費用としてシステム利用料や掲載記事作成料が必要になるが、従来の広告型求人メディアと異なり、求人広告の掲載期間や掲載求人数の制限はなく、完全な成功報酬型の料金体系である。アドバイザーを多数雇用する必要がないので、成功報酬は年収や職種に関係なく定額制の料金モデルを採用している。

2；wevox事業

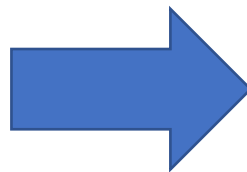
エンゲージメントを可視化することで組織を活性化し、人材の活用と定着化を促進するサービス。月額300円/人と非常に低価格なこともあり、大手企業を中心に採用が進む。

3；yenta事業

人工知能を活用し、ビジネスパーソン同士の出会いを創造するマッチングアプリ。

事業計画の考え方、見せ方

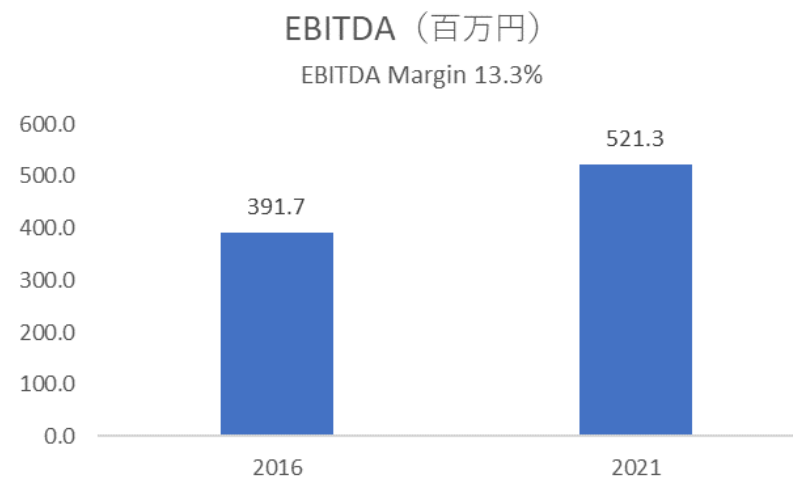
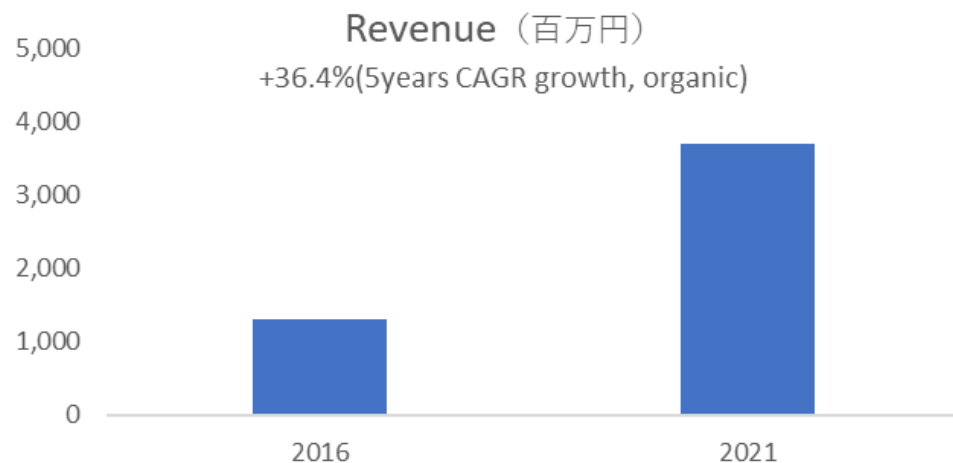
- サブセグメント別の今後の動向の示唆
- KPIに対する説明
- 売上/利益の関係に対する補足的な表



- “Green”は成長事業であるはずなのに実態は19年度から売上はほぼ横ばいで厳しい状況。これまでの状況の整理、今後の動向について一段と踏み込んだものを提示して欲しい。
- Wevox事業はいよいよ軌道に乗りそうで、この成長戦略も加えて提示すると良い。
- 掲載企業数が増加する一方で、アクティブユーザー数が減少している。この辺の乖離についての分析はもう少し丁寧に説明する必要がある。
- 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かについての分析のページが欲しい。

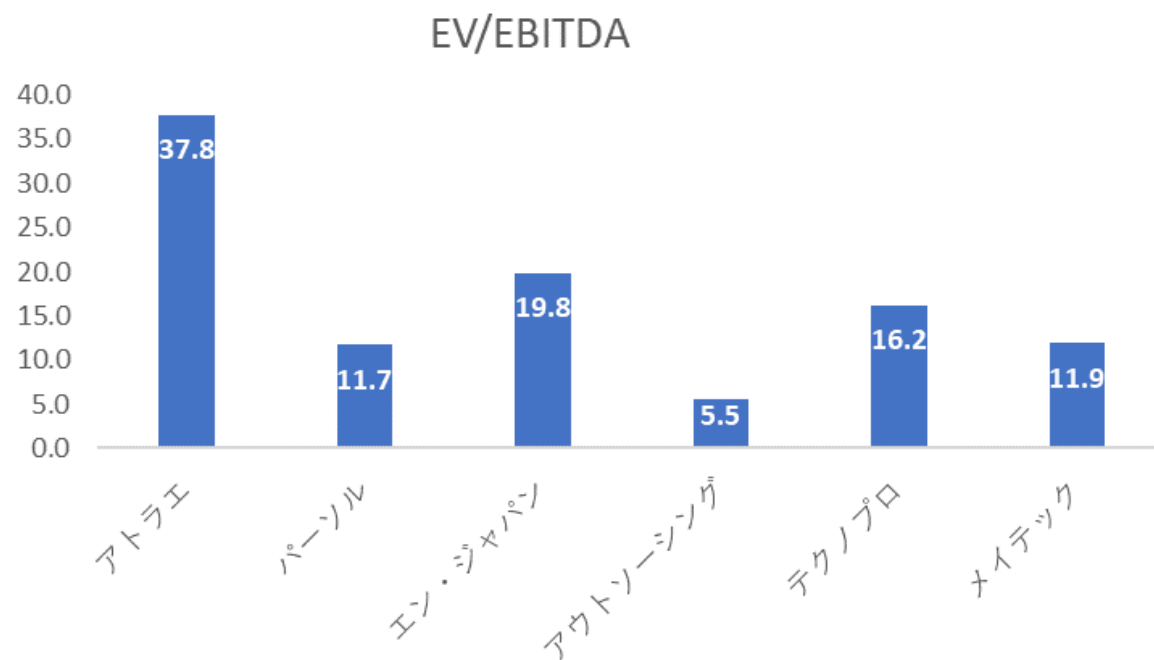
過去数年は高成長を遂げてきた

今期はコロナによる悪影響は免れなかったものの、過去5年は非常に高成長を示してきた。売上高成長率は年率平均で36.4%と高成長。2020年までのEBITDA成長率はなんと136%の年率成長。（今期を含めると成長率は落ちる）フリーキャッシュフローの継続的な黒字を伴いながらの、この躍進は非常に力強い業績成長であると判断できる。



競合他社と比較してバリュエーションは割高

FY21 EV/EBITDAの競合比較



当社の粗利率は非常に高く、ここはバリュエーションで評価されている要因か。

新しいビジネスモデルでどの程度のスピード感で今後とも既存の市場シェアをとっていけるかが重要。

:Atrae

 PERSOL

 エン・ジャパン

 OutSourcing

 TECHNOPRO

 MEITEC
Engineering Firm at The Core

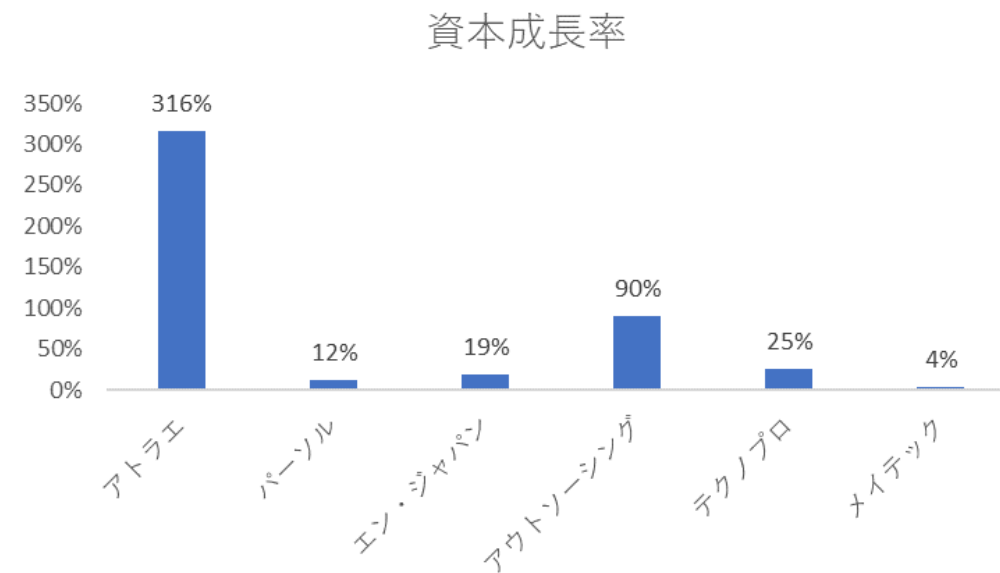
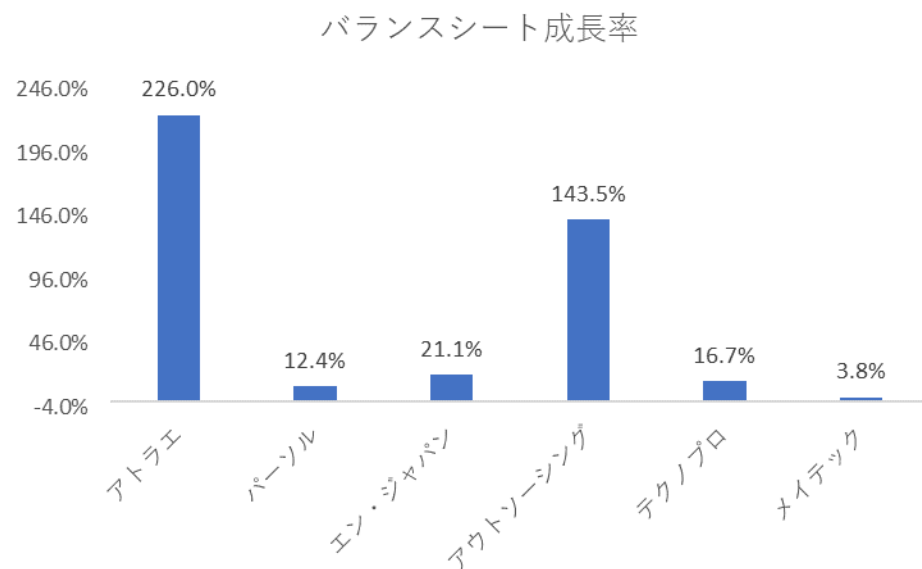
利益率は非常に高い堅固なビジネス

事業利益、資本収益性とも高く安定的なビジネス。トップラインの成長性とそのビジビリティが今後大きく注目されると考える。

	アトラエ		同業他社 パーソル		同業他社		評価
	前期(20/9)	今期計画	前期(20/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	98.5%		22.0%		42.1%		高い
営業利益率	21.3%	13.5%	4.0%	2.7%	11.1%	10.1%	高い
EBITDAマージン	22.0%		5.0%		13.8%		高い
当期純利益率	12.6%	8.9%	0.8%	1.5%	6.8%	6.3%	高い
収益性							
ROIC	10.5%	7.2%	3.4%	6.5%	12.9%	1.6%	やや高い
WACC	#DIV/0!	#DIV/0!	5.9%	5.9%	4.5%	2.1%	平均的
ROE	10.5%	7.2%	5.0%	9.3%	15.7%	4.1%	高い
CAPM	4.6%	4.6%	8.5%	8.5%	5.1%	3.9%	低い
財務安定性							
D/Eレシオ	0.12		1.26		1.16		低い
株主資本比率	89.7%		41.7%		49.9%		高い
自己資本比率	89.7%		39.9%		50.1%		高い
当座比率	763.4%		147.7%		115.1%		高い
流動比率	825765.4%		159.6%		179.9%		高い
PBR	5.4		3.4		4.7		高い
投資有価証券比率	4.2%		2.2%		1.9%		平均的
10%変動/OP	2.8%		#DIV/0!				

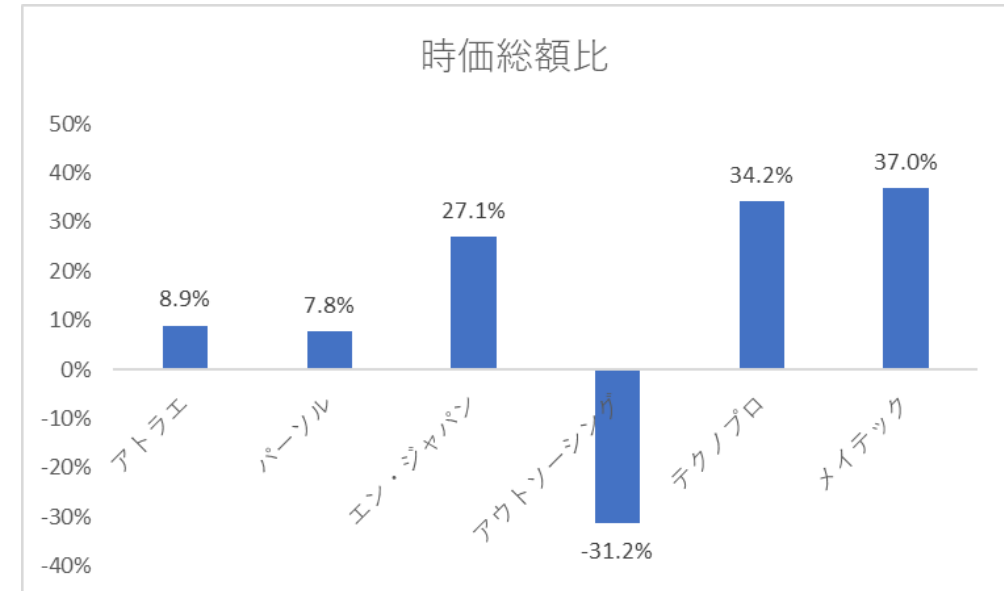
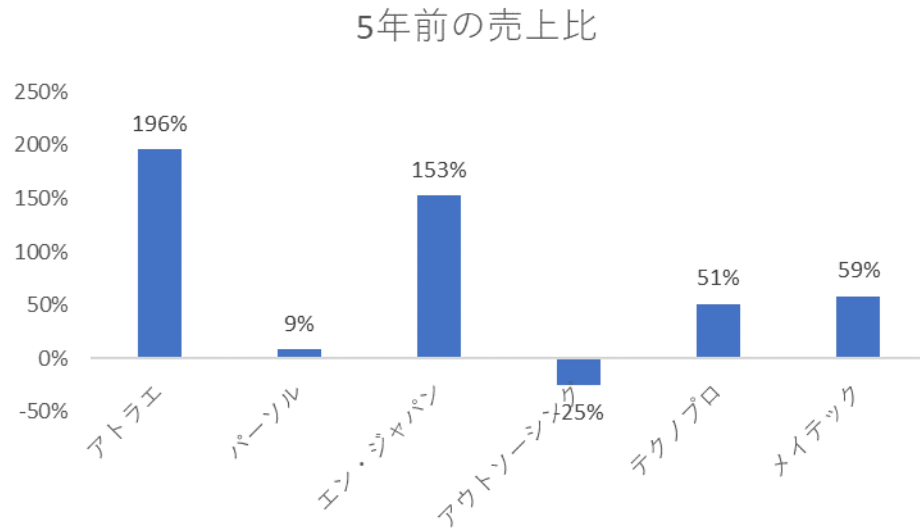
投下資本収益率は安定的に高い

バランスシートの成長は主に金融資本の積み上がり。営業資産でバランスシートを拡大してきた会社が今後どう収益を上げてくるかで相対バリュエーションが変わってくると予想。



フリーキャッシュフローは潤沢に創出

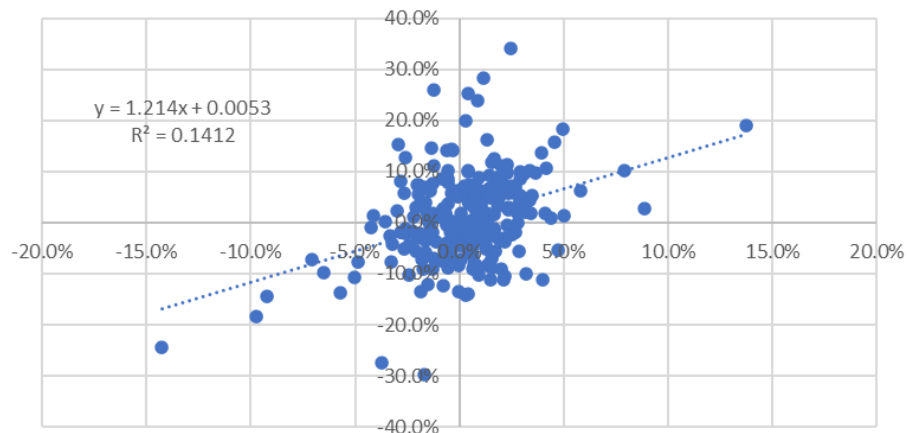
過去5年間の累積フリーキャッシュフローは対時価総額（5年前；当社は4年前）でメイテック、テクノプロとの比較では低位にとどまる。



現在の株式 β は相対的に低い

当社の株式 β は同業他社と比較すると低い。負債も帯びずに、事業リスクが相対的に低いことを織り込んでいるか。

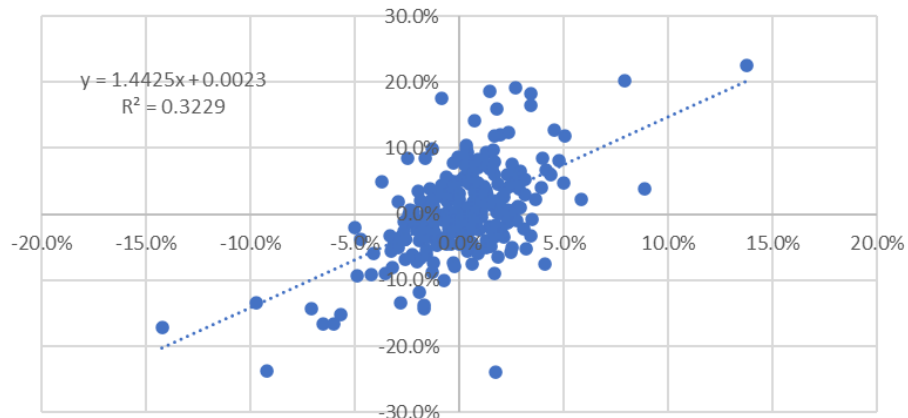
アトラエ対Topix



パーソルvsTopix



エン・ジャパン対Topix



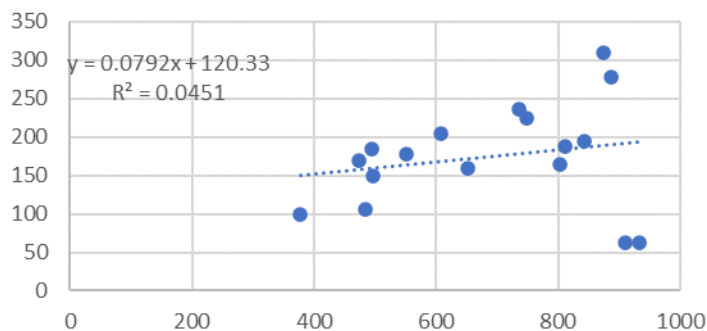
アウトソーシング対Topix



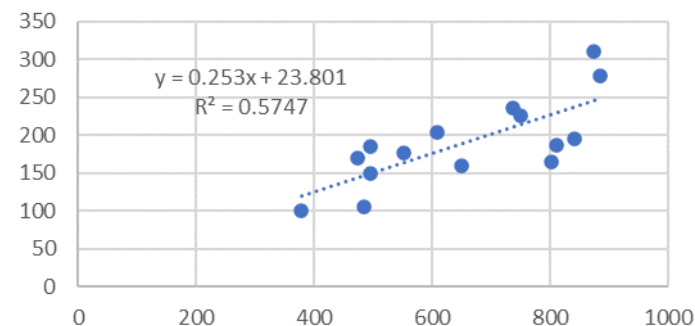
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。

アトラエ

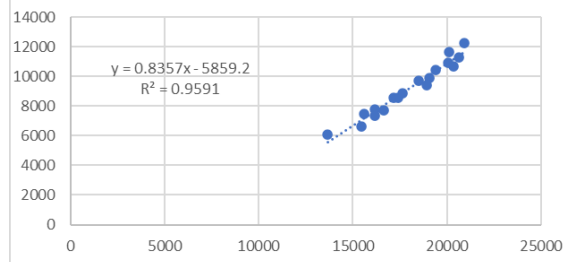


アトラエ修正後

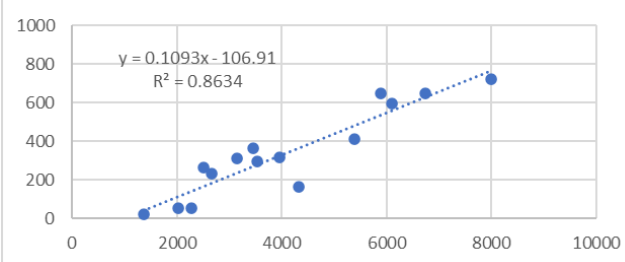


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

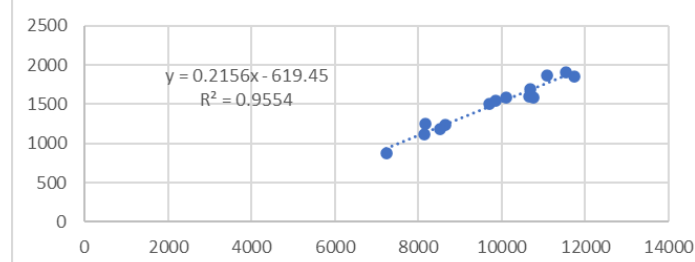
OBIC



Shift



Fullcast



ROEは居心地の良い水準ではある

ROEの水準が徐々に切り下がってきている。主に利益率の低下要因が大きい。流動性の低さが問題ではあるが、レバレッジにも改善余地は大いにあるので中長期的にはこの辺も視野に入れるべきか。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	28.0%	24.0%	16.4%	12.1%	9.1%
ROE	NA	35.7%	28.9%	18.8%	13.8%	10.5%
売上高純利益率	7.7%	19.3%	21.6%	20.1%	15.6%	12.6%
回転率	NA	1.45	1.11	0.82	0.77	0.72
レバレッジ	NA	1.28	1.21	1.14	1.15	1.14

パーソルのROEとデュポン分解

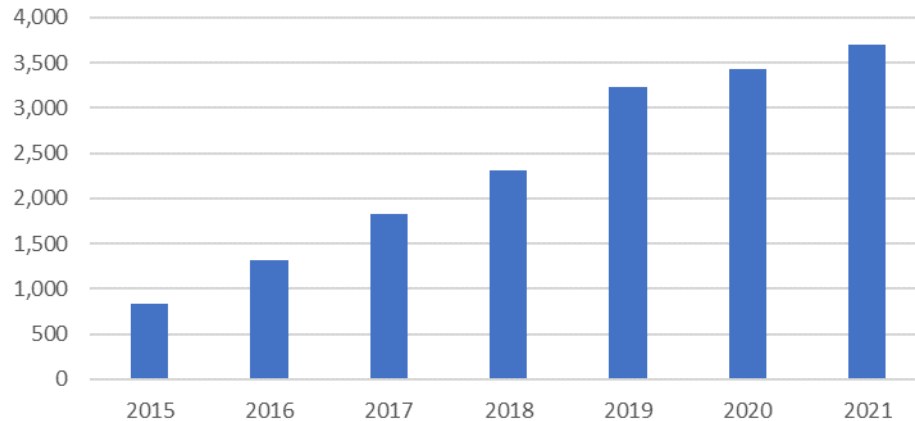
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	11.7%	7.5%	7.1%	2.3%	6.3%	2.1%
ROE	27.2%	15.4%	13.4%	5.5%	16.2%	5.0%
売上高純利益率	3.3%	3.4%	3.0%	1.1%	2.6%	0.8%
回転率	3.51	2.23	2.35	2.15	2.39	2.62
レバレッジ	2.32	2.06	1.89	2.36	2.57	2.44

(東大金融研究会作成)

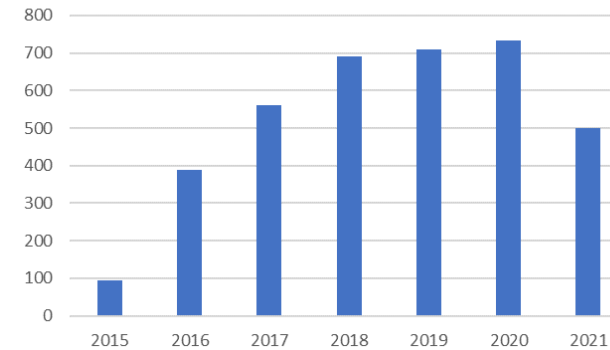
AIの活用により人材業界の効率化に動く

コロナで影響を受けた今期は減益、かつフリーキャッシュフローは赤字になる見込み。しかしながら、当社による業界構造の変革は緒に就いたばかり。市場規模としては人材業界は3,030億円（矢野経済研究所調べ、2019年）Green換算市場規模で1,818億円と試算。

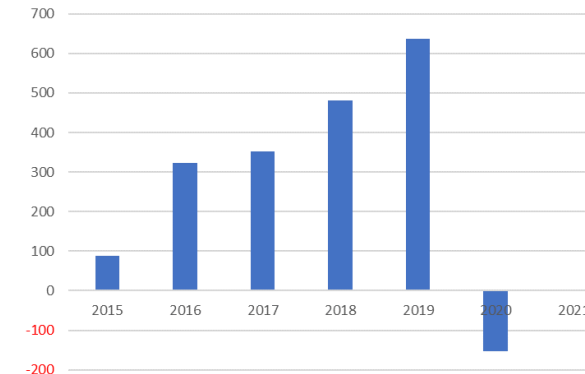
売上高



営業利益



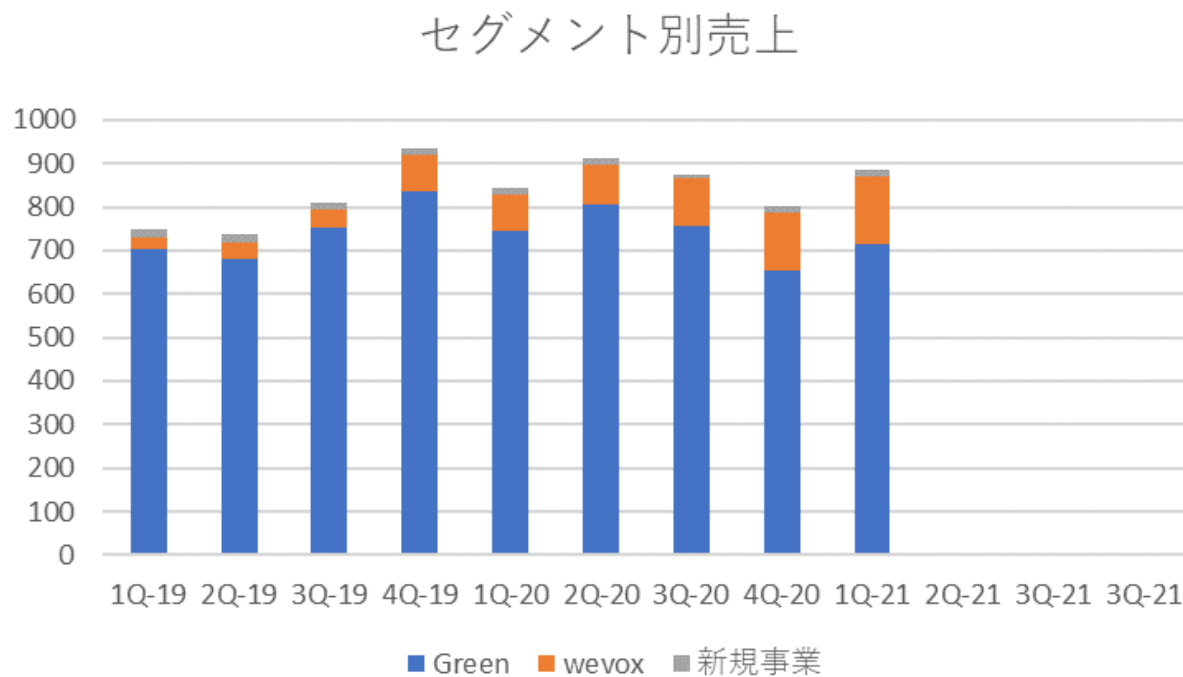
Free Cash Flow



（会社資料より作成）

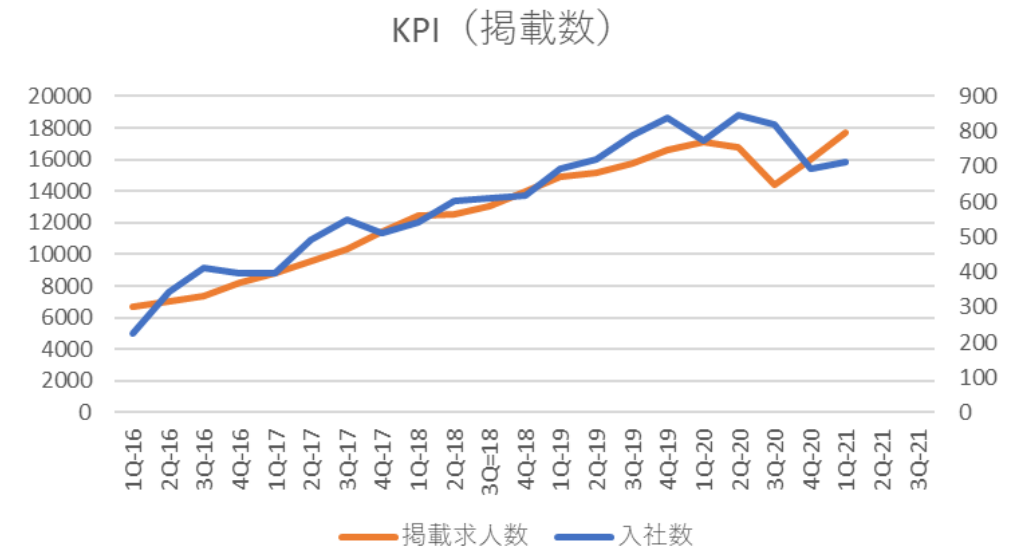
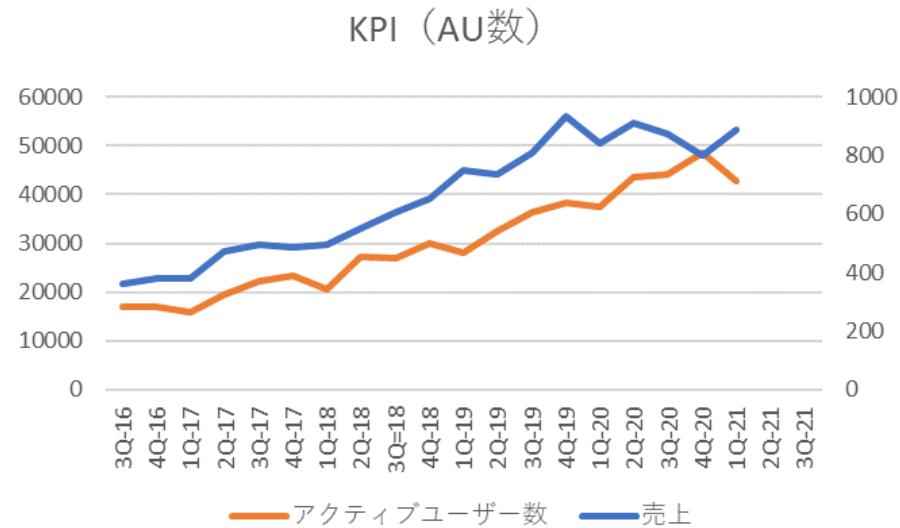
AIの活用により人材業界の効率化に動く

19年4QからGreen事業が伸び悩んでいるようにも見える。Wevox事業は堅調であるが、今後の両事業の方向性などに関する示唆があると良い。



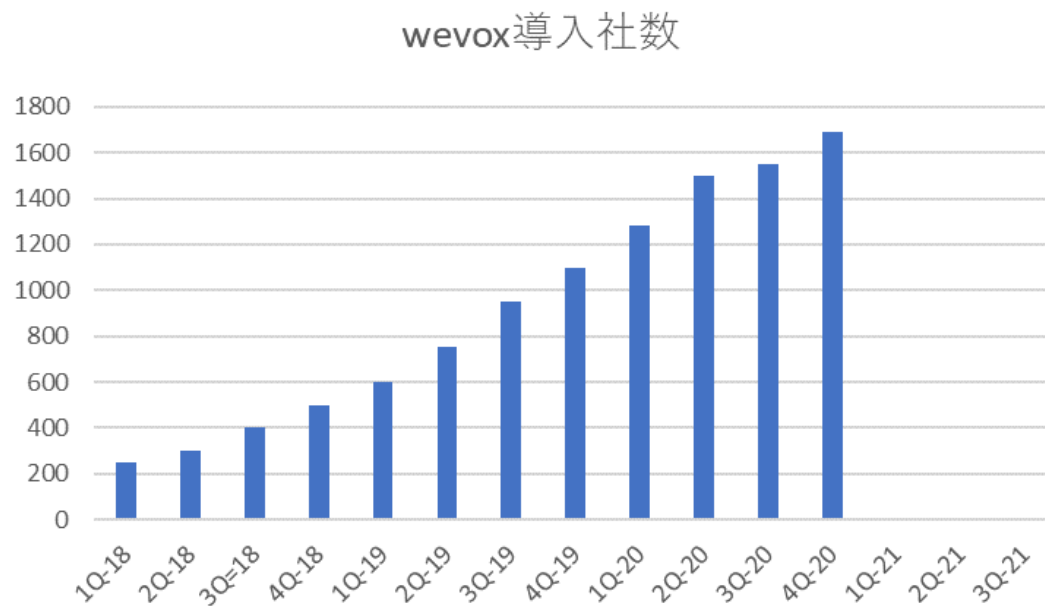
KPIは爬行色

アクティブユーザー数の減少は懸念材料。一方、掲載求人数は増えており、入社数のリバウンドは期待できる。両社合わせると、掲載求人数の増加がアクティブユーザー数の増加につながる施策が必要。



KPIは爬行色

導入社数が大手企業を中心に順調に増加している。引き続き高い伸びを見込める。Churn Rateは1%未満で非常に良質なカスタマーベースとなっている。



これまでの業績推移

業界構造を変え得る存在として高成長ペースで成長してきたが、投資が必要なエリアもなくフリーキャッシュフローは黒字を続けてきた。しかしながら、前期は固定投資と有価証券取得でフリーキャッシュフローは近年で初めて赤字に転落。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-315	-1,264	-1,617	-3,378	-4,019	-3,867	-3,896
発行済み株式数（百万株）	4	3	12	13	13	13	13
株価		549	1,562	1,170	1,878	1,393	1,766
時価総額	0	1,919	18,412	15,239	24,928	18,613	23,597
EV	-315	655	16,795	11,861	20,909	14,747	19,701
EBITDA	96	378	565	685	730	755	493
EBITDA margin	11.5%	28.8%	30.9%	29.7%	22.6%	22.0%	13.3%
EV/EBITDA(pre-tax based)	-3.3	1.7	29.7	17.3	28.6	19.5	40.0
EBITDA	96	392	569	717	727	754	521
EV/EBITDA(OP based)	-3.3	1.7	29.5	16.5	28.8	19.6	37.8
EPS	16.6	72.4	33.5	35.6	37.9	32.5	24.7
PER	0.0	7.6	46.6	32.8	49.6	42.9	71.5
流動資産	367	1,357	1,723	3,578	4,362	4,182	
現金	315	1,264	1,617	3,378	4,019	3,867	3,896
受取手形							
売掛金	49	75	86	167	275	261	
棚卸資産							183
投資有価証券					10	203	0
流動負債	137	256	307	396	677	506	34,681
買掛金	1	2	2	3	3	3	
短期借入金							
1年以内返済長期借入							
長期借入							
株主資本	262	1,153	1,584	3,358	3,907	4,391	4,721
その他包括利益	0		0	0	0	0	0
自己資本	262	1,153	1,584	3,358	3,907	4,391	4,721
純資産	262	1,153	1,584	3,358	3,907	4,391	
総資産	398	1,409	1,891	3,753	4,584	4,898	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	838	1,313	1,831	2,306	3,229	3,431	3,700
粗利売上			39.5%	26.0%	40.0%	6.2%	7.8%
売上総利益	727	1,290	1,797	2,266	3,172	3,379	
	86.8%	98.3%	98.2%	98.3%	98.2%	98.5%	
営業利益	94	390	560	691	711	732	500
	11.3%	29.7%	30.6%	30.0%	22.0%	21.3%	13.5%
支払利息	0	0	0	0	0	0	0
特別利益	0	0	0	0	0	0	
特別損失	0	8	0	0	0	110	
税前当期利益	94	368	556	660	714	623	471
親会社に帰属する利益	64	253	395	464	503	434	330
減価償却費	2	2	9	26	17	21	21
のれん償却	0	0	0	0	0	0	
金利	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	
営業CF	92	348	451	507	665	401	
投資CF	-3	-25	-99	-25	-29	-554	
FCF	88	324	352	482	637	-153	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		33	38	43	56	63	
					30.2%	12.5%	
1名当たり売上		40	48	54	58	54	

コストの詳細は言及可能か

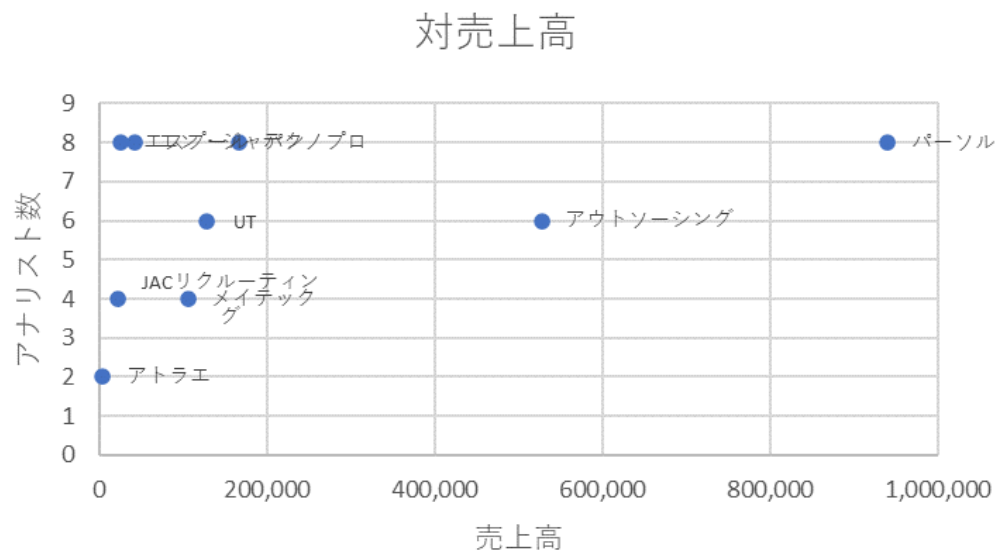
6194アトラエ	FY2018	FY2019	FY2020
売上	2,306	3,229	3,431
売上原価	40	57	52
外注費	22	32	26
労務費			
経費	18	25	26
粗利益	2,266	3,172	3,379
	98.3%	98.2%	98.5%
販管費	1,575	2,462	2,646
広告宣伝費	971	1,605	1,646
人件費	216	296	349
役員報酬			
給与手当	216	296	349
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
ポイント引当金			
地代家賃			
消耗品			
減価償却費	26	17	21
支払手数料			
研究開発費			
営業利益	691	711	732
	30.0%	22.0%	21.3%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	2	2	2
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	98	98	98
販管費	68	76	77
広告宣伝費	42	50	48
人件費	9	9	10
役員報酬	0	0	0
給与手当	9	9	10
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
消耗品	0	0	0
減価償却費	1	1	1
支払手数料	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	30	22	21

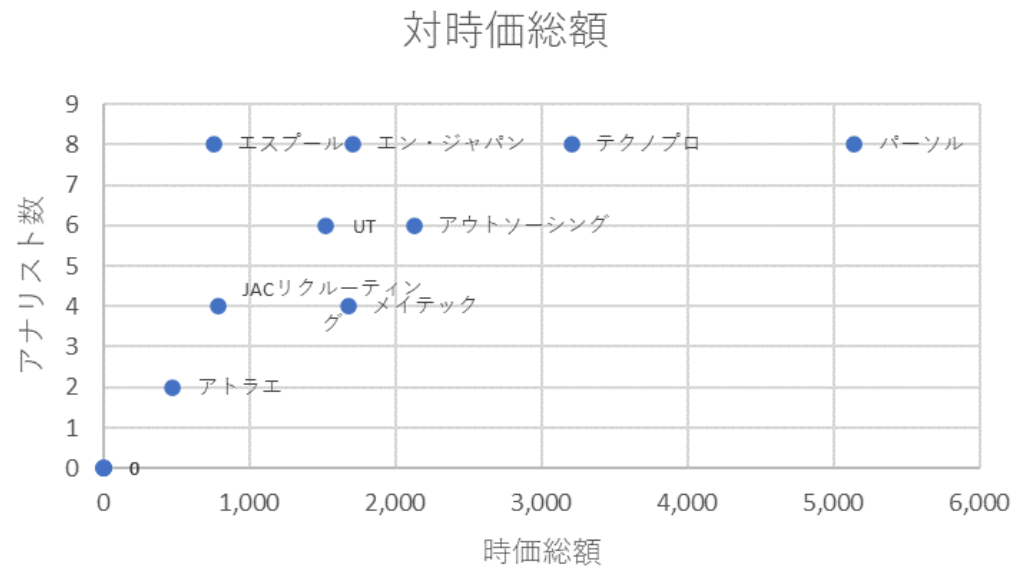
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

引き続きセルサイドアナリストとの対話は重要。新規カバレッジは十分に増える可能性ある。見せるべきものを作り出すのが良い。

(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50%にのぼる。許容範囲ではある。

役職名		氏名
代表取締役	CEO	新居佳英
取締役	CTO	岡利幸
取締役	CFO	鈴木秀和
取締役		小笹留美子
取締役		戸塚隆将
取締役		雪丸真吾

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
6194	アトラエ	99.8%
2181	パーソル	99.0%
4849	エン・ジャパン	96.1%
2427	アウトソーシング	98.9%
6028	テクノプロ	95.5%

かなり高い新居社長の賛成率

株式売買高は低水準

株式売買高は人材関連の中では非常に低水準で改善の余地がある。足元では日本株式及び小型株にも資金流入が続い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。

人材派遣	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
6194 jt equit アトラエ	0.3%	137	77,711	26,725,200
2181 jt equit パーソル	0.2%	1,027	473,237	236,704,900
4849 jt equit エン・ジャパン	0.3%	592	172,319	49,716,000
2427 jt equit アウトソーシング	0.9%	1,828	1,081,104	125,909,300
6028 jt equit テクノプロ	0.4%	1,164	131,119	36,140,390
9744 jt equit メイテック	0.2%	396	67,566	28,600,000
2146 jt equit UT	0.5%	813	214,979	40,363,070
2471 jt equit エスプール	1.1%	830	872,174	79,007,500
2124 jt equit JACリクルーティング	0.3%	202	107,978	42,265,000

（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

機関投資家の浸透率は高水準。このペースを続けたい。

		保有比率	保有額	株数
Laulea Co	ファンド	25.6%	12,079,440,000	6,840,000
新居佳英	経営者	10.6%	5,023,916,800	2,844,800
Bank of New York	機関投資家	9.5%	4,498,708,400	2,547,400
みずほフィナンシャル	機関投資家	9.4%	4,442,196,400	2,515,400 ↑
クーブランド・カーディフ	機関投資家	7.1%	3,364,936,400	1,905,400 ↑
野村ホールディングス	機関投資家	6.9%	3,243,082,400	1,836,400 ↓
JP Morgan	機関投資家	6.0%	2,839,509,016	1,607,876 ↓
年金積立管理運用	機関投資家	4.7%	2,220,568,400	1,257,400
ノーザントラスト	機関投資家	4.6%	2,176,418,400	1,232,400 ↓
Wasatch Advisors	機関投資家	4.0%	1,896,666,340	1,073,990 ↓
ノルウェー中央銀行	機関投資家	2.9%	1,370,062,800	775,800
三井住友トラスト	機関投資家	2.7%	1,292,535,400	731,900
Credit Suisse Fund	機関投資家	2.4%	1,130,240,000	640,000
ステートストリート	機関投資家	1.9%	918,673,200	520,200 ↑

(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。