



東大金融研究会

株式会社エスプール (2471)

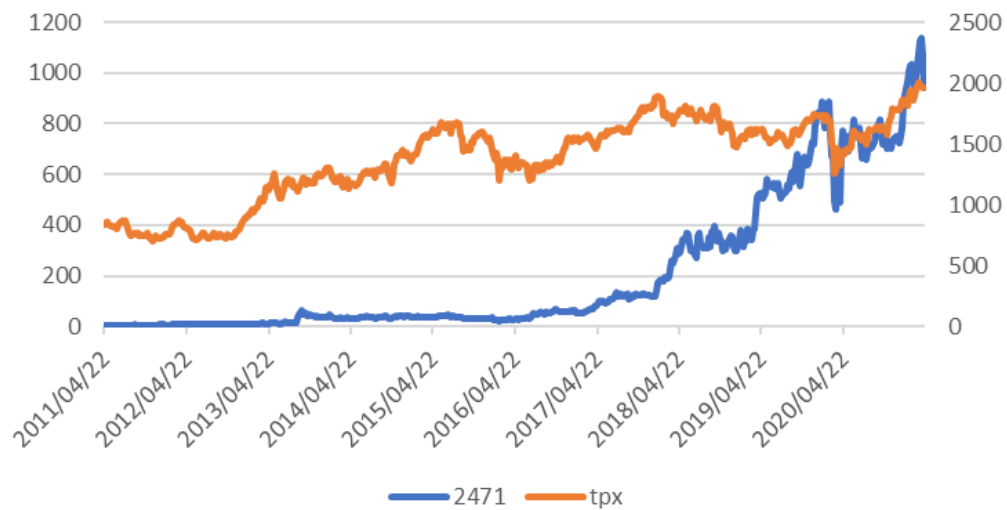


今回のポイント

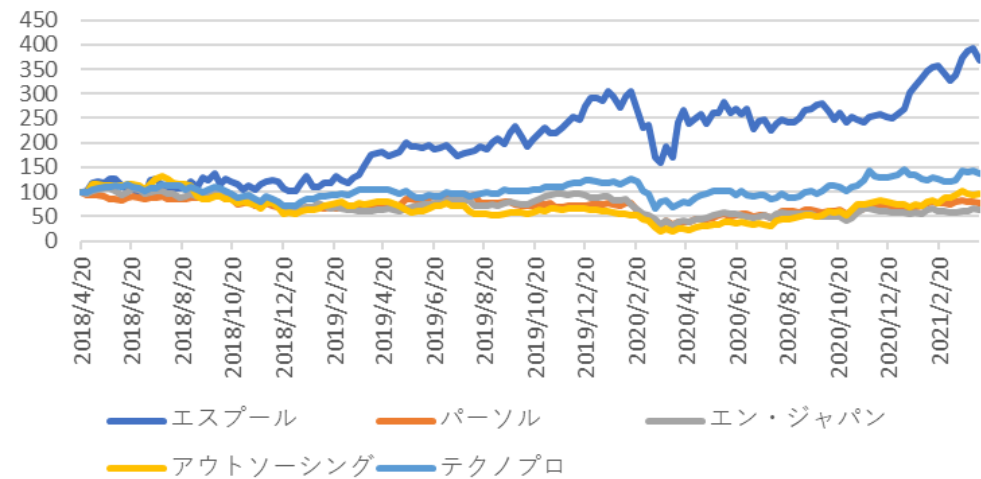
- 1 ; 人材アウトソーシング、ビジネスソリューション事業共にコロナ禍にもかかわらず堅調な業績。特に、障がい者雇用支援については法改正を控えたことで企業の対応も継続的になされ、底堅い需要をしっかりとりこんでいる。
- 2 ; 会計上の利益はしっかりでているものの、農園取得コストなどが嵩みフリーキャッシュフローの水準はかなり低い。
- 3 ; バリュエーションは割高。同業他社比較でも割高感があり、当面は業績をしっかり作っていくことが大切。主要2事業以外の比率が10%程度と低く、今後、これらの事業をどう育てていくかの青写真を示せると分かり易い。
- 4 ; 新規で証券会社のアナリストカバレッジが増えることは難しそう。しばらくは、バイサイドに焦点を当てたIR活動を継続的に行っていくことが大切。

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) エスプール

株価；952円（2021/4/16終値）
時価総額；752.1億円
EV；763.2億円

Valuation

FY21 EBITDA；30.0億円
FY21 EV/EBITDA；25.4x
Net Debt；11.0億円

FY21 EPS；20.7円
FY21 PER；46.0x

PBR；16.9x

事業概要

人材ソリューションと障がい者雇用支援の主要2事業で連結売上の90%を占める。

1；人材ソリューション事業

人材派遣サービスを主力とする株式会社エスプールヒューマンリソースが提供するサービスでコールセンターなどのオフィスサポート業務と、スマホや家電製品などの店頭販売支援業務に関する人材サービス。サービスの特徴は、フィールドコンサルタント（FC）と呼ばれる同社の従業員と派遣スタッフをチームで派遣する”

ぐるり型派遣”の形態を採用している点が特徴。

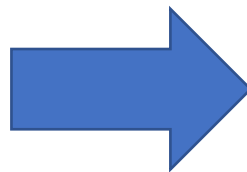
2；ビジネスソリューション事業

シニアや障がい者など潜在労働力の活用を支援するサービスや、企業の業務の一部を受託するアウトソーシングサービスを提供。前者は株式会社エスプールプラスが、障がい者雇用を希望する企業に同社が運営する農園を貸し出し、主に知的障害者を基調に直接雇用し、収穫した野菜を従業員の健康促進に役立てる福利厚生プログラムの提供を行う。

アウトソーシングサービスでは、株式会社エスプールロジスティクスが通販商品の発送を代行する物流サービスを提供。株式会社エスプールリンクでは、アルバイトやパートの求人応募の受付を代行する採用支援サービスを提供する。

事業計画の考え方、見せ方

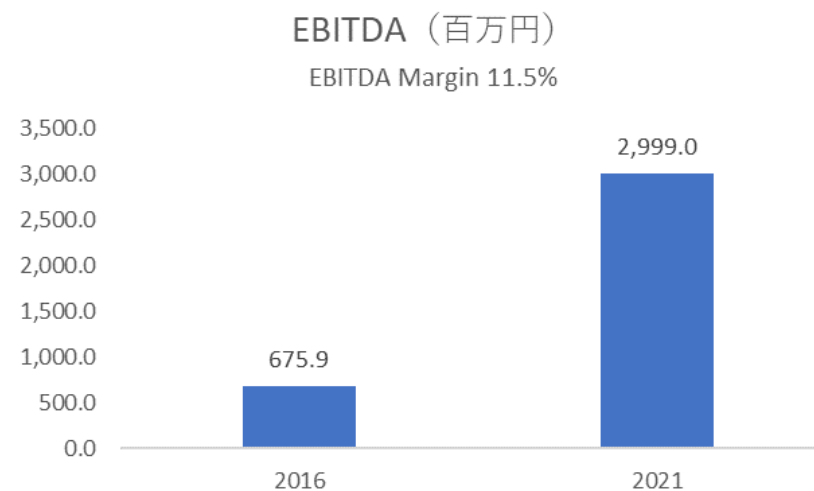
- サブセグメント別の利益の内訳
- 農園投資に伴う回収スキームを提示可能か？
- 売上/利益の関係に対する補足的な表



- セグメント毎の利益は開示されているが、主要サブセグメントの利益が開示されるとなお良い。
- 戦略的に難しいかもしれないが、固定費が大きいために、その回収の様子が分かるようなページを作れると初めて当社を見る投資家がいても分かり易い（特に外国人投資家）
- 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。

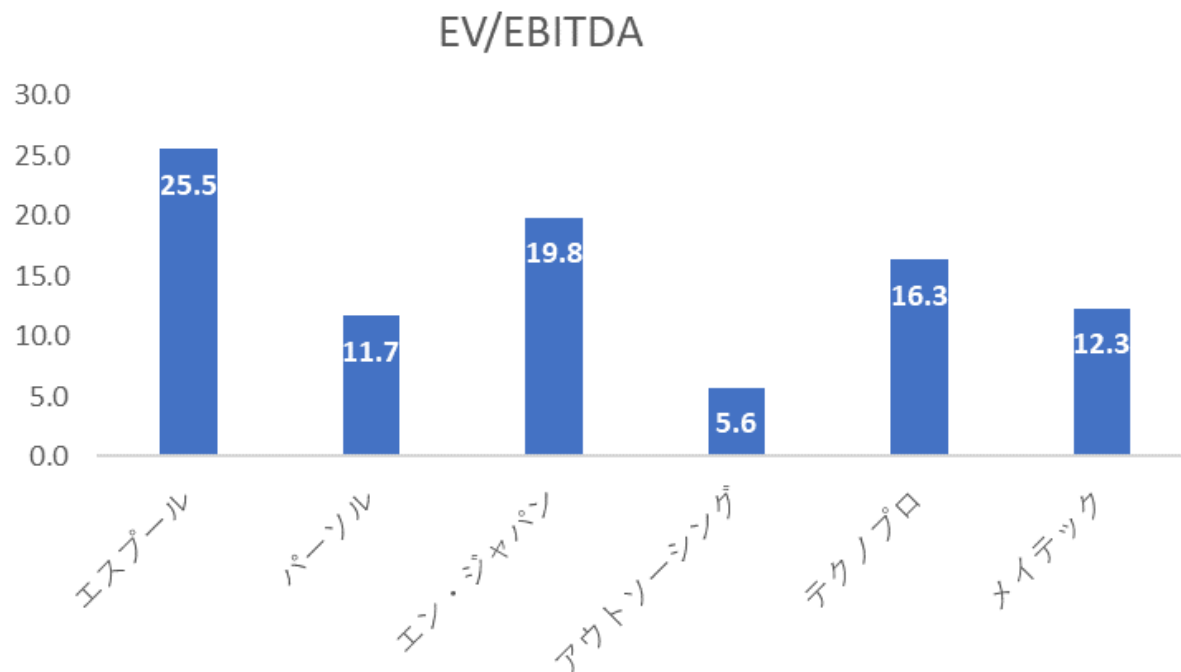
過去数年は高成長を遂げてきた

過去は非常に力強い成長を遂げてきた。特に、障がい者雇用支援事業は法改正や雇用する側の企業の意識の変化などを背景に業績を牽引してきた。人材アウトソーシングと障がい者雇用支援の主要2事業で連結売上の90%以上を稼いでいる。



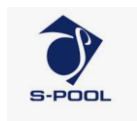
競合他社と比較してバリュエーションは割高

FY21 EV/EBITDAの競合比較



当社の事業は堅調も既に株価は割高な水準となっている。

当面は主要2事業でしっかり稼ぐことが期待されてるが、中長期的にはこれに続く事業の育成が待たれる。



OutSourcing

TECHNOPRO

MEITEC
Engineering Firm at The Core

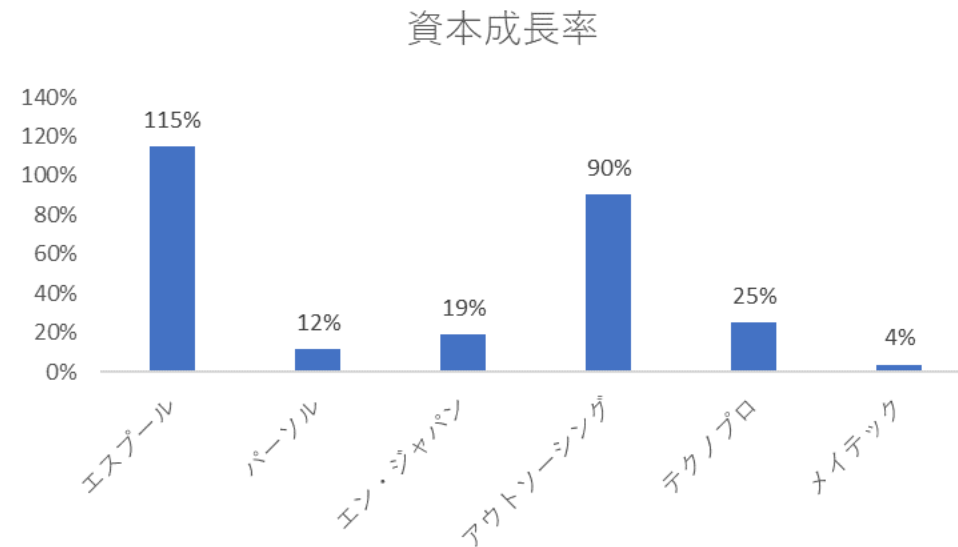
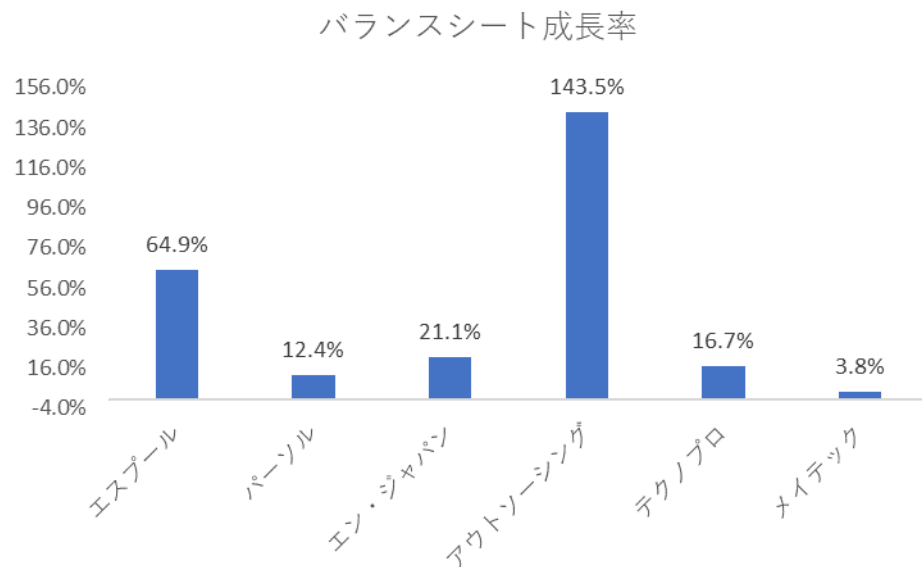
収益性は高い

金融資本を急速に積み上げるも、未だに財務安定性は競合比劣る。ただし、現在のペースで利益を稼いで行ければ早晩過小資本の問題は解決されるだろう。

		エスプール		同業他社 パーソル		同業他社		評価
		前期(20/11)	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	30.4%		22.0%		42.1%		平均的
	営業利益率	10.6%	10.1%	4.0%	2.7%	11.1%	10.1%	平均的
	EBITDAマージン	13.0%		5.0%		13.8%		平均的
	当期純利益率	7.5%	6.6%	0.8%	1.5%	6.8%	6.3%	高い
収益性								
	ROIC	25.4%	21.2%	3.4%	6.5%	12.9%	10.4%	高い
	WACC	4.1%	4.1%	5.9%	6.2%	4.5%	4.3%	平均的
	ROE	42.2%	32.0%	5.0%	9.3%	15.7%	14.8%	高い
	CAPM	6.3%	6.3%	8.5%	8.5%	5.1%	5.1%	平均的
財務安定性								
	D/Eレシオ	1.53		1.26		1.16		高い
	株主資本比率	39.4%		41.7%		49.9%		低い
	自己資本比率	39.4%		39.9%		50.1%		低い
	当座比率	44.3%		147.7%		115.1%		低い
	流動比率	101.1%		159.6%		179.9%		低い
PBR		16.9		3.4		4.8		高い
	投資有価証券比率	0.5%		2.2%		1.9%		平均的
	10%変動/OP	0.3%		#DIV/0!				

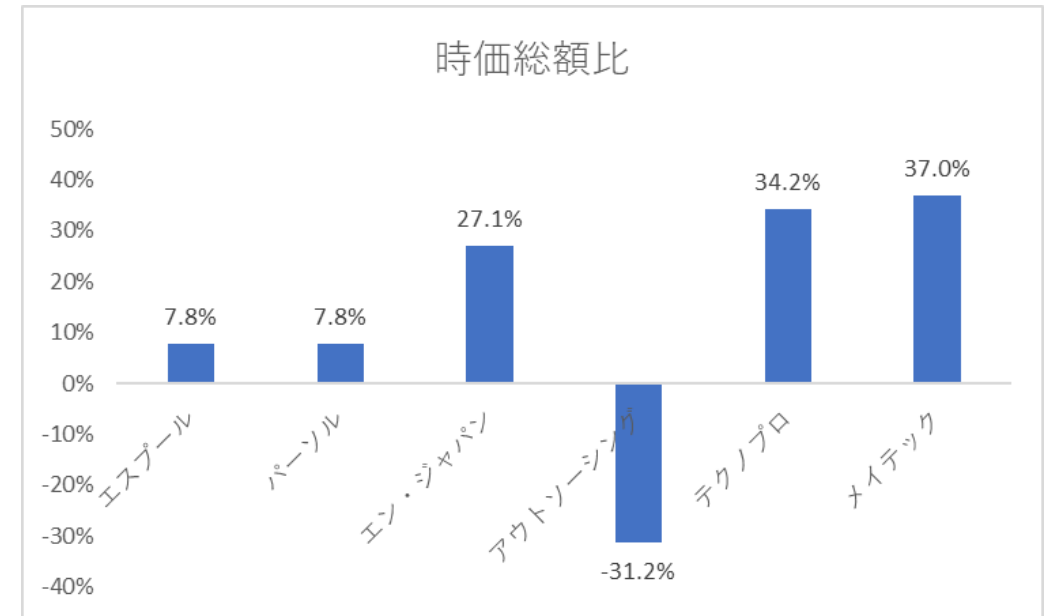
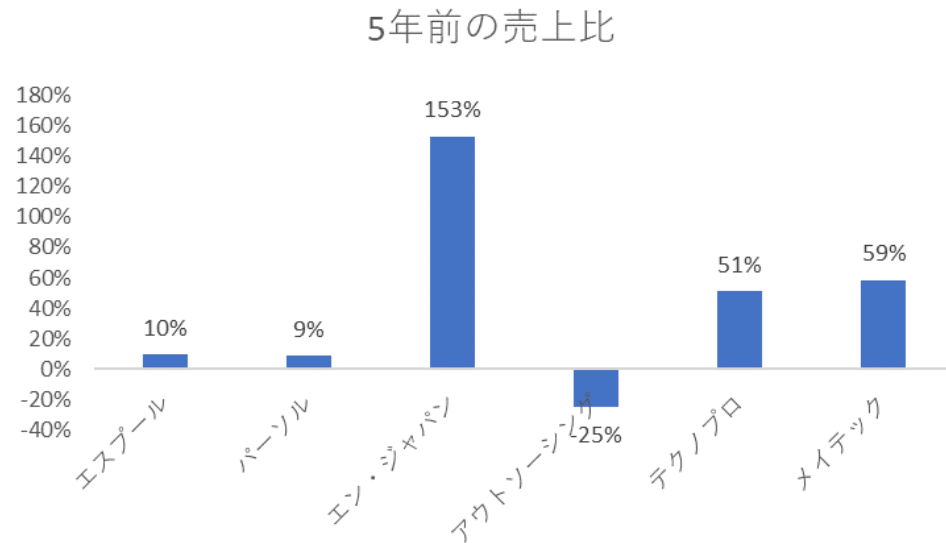
投下資本収益率は安定的に高い

バランスシートの成長は主に金融資本の積み上がり。これまでやや過小資本であったので、そこが解決されると企業として安定感が増す。



キャッシュフロー創出力は弱い

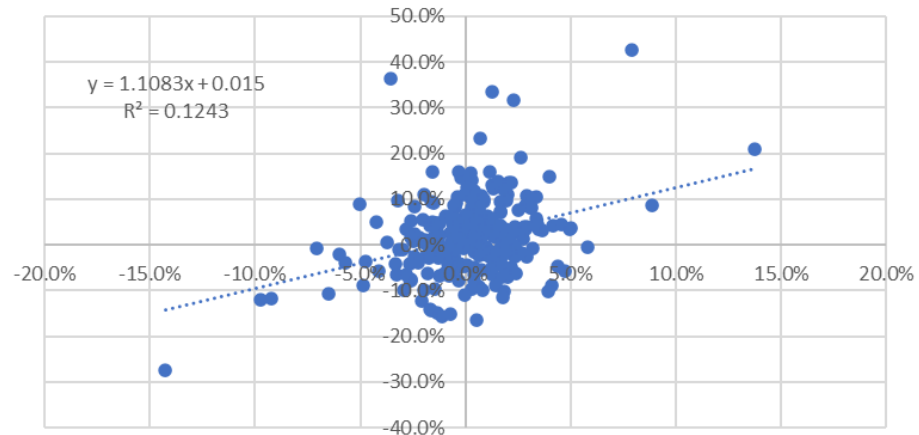
過去5年間の累積フリーキャッシュフローは、5年前の売上比較でも、対時価総額（5年前）でも低い。利益がフリーキャッシュフローの創出につながっていない。



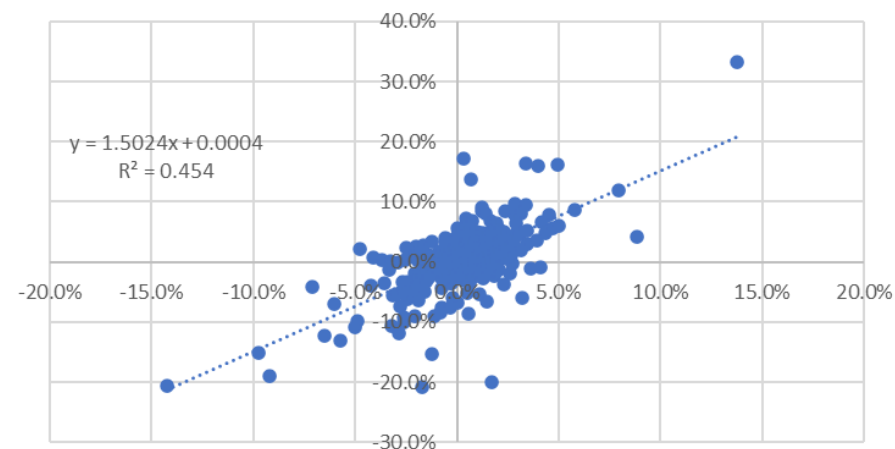
現在の株式 β は相対的に低い

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。

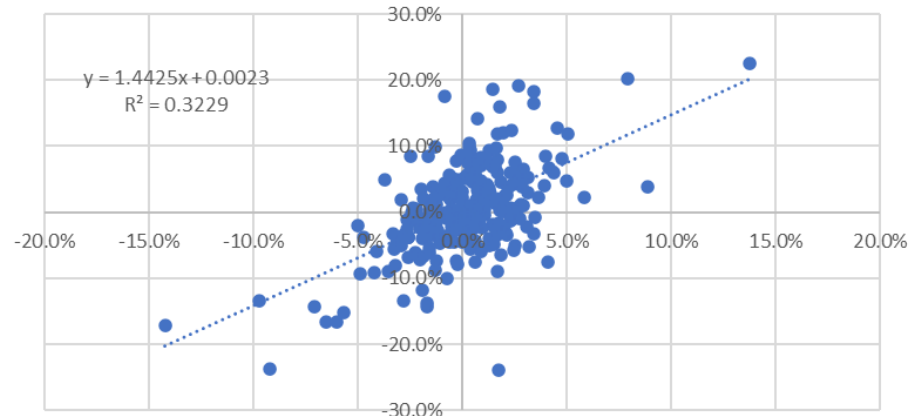
エスプール対Topix



パーソルvsTopix



エン・ジャパン対Topix



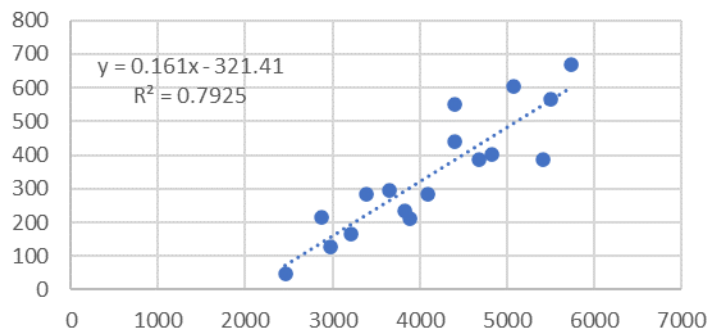
アウトソーシング対Topix



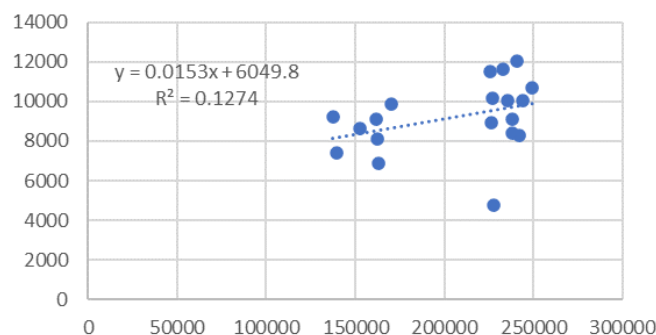
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。

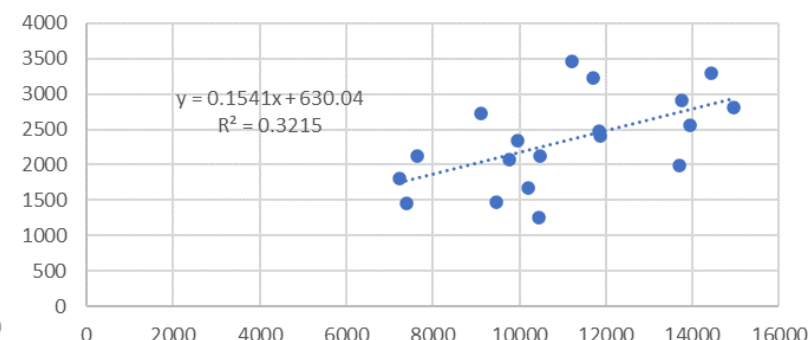
エスプール



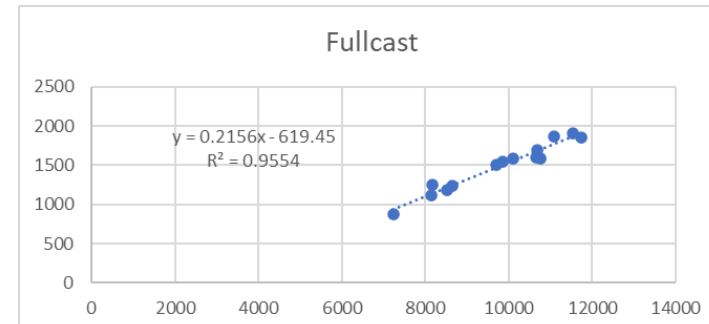
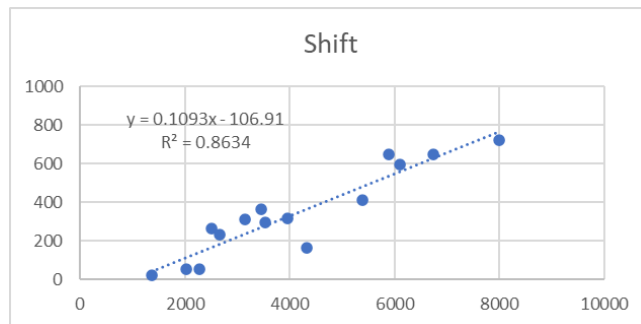
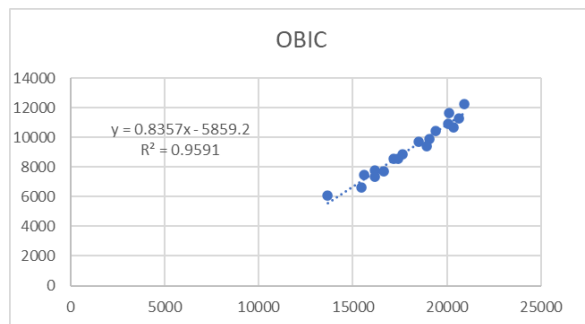
パーソル



エン・ジャパン



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。



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	12.8%	10.3%	12.0%	15.0%	15.8%
ROE	NA	48.3%	33.9%	35.5%	42.8%	42.2%
売上高純利益率	-0.9%	4.4%	3.6%	4.2%	6.2%	7.5%
回転率	NA	2.89	2.85	2.87	2.42	2.10
レバレッジ	NA	3.77	3.29	2.96	2.86	2.66

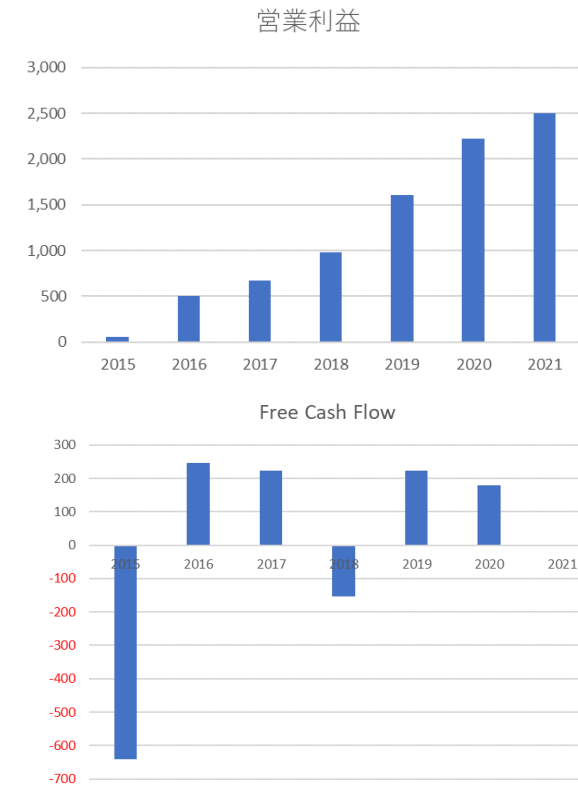
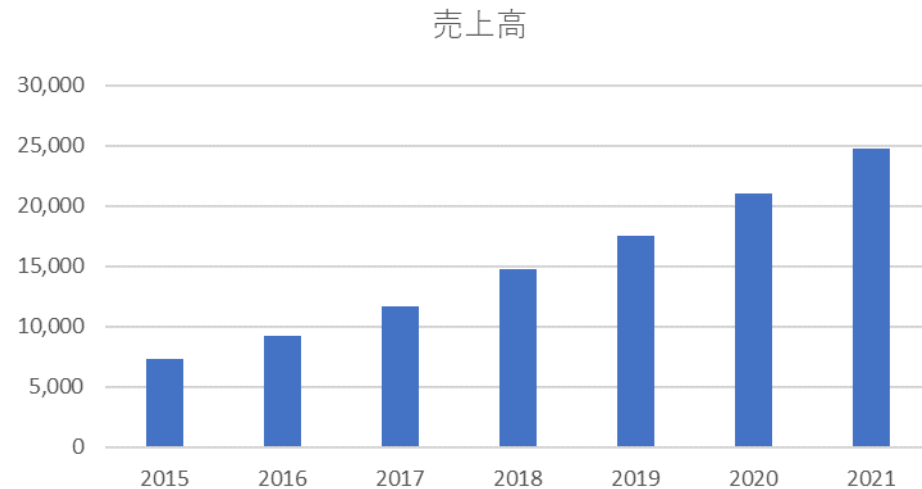
パーソルのROEとデュポン分解

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)

売上高、利益は順調に成長

コロナの影響も懸念されたが法改正を控えて障がい者雇用支援事業が牽引して業績は堅調。ただし、利益の積み上がり
と比して、農園投資負担などが嵩みキャッシュフローは低水準。

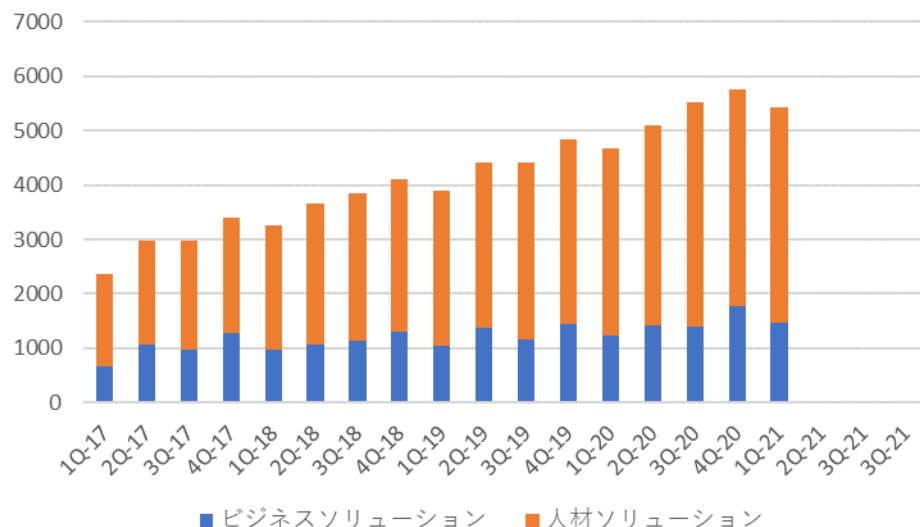


(会社資料より作成)

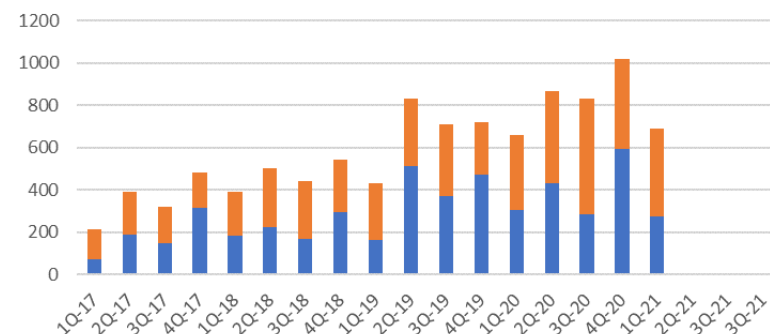
両事業との底堅く推移

利益率の高いビジネスソリューション、売上貢献度の高い人材ソリューションともに堅調に推移。屋外型農園は敷地面積5000坪、ビニルハウス6棟を標準的な農園としており、今後数年間は少なくとも年4農園以上建設する予定でこれがコストを圧迫。また、都心の近郊では屋内農園（年2000－2400万円程度）を板橋区で解説。今後も年2農園程度の開設予定。

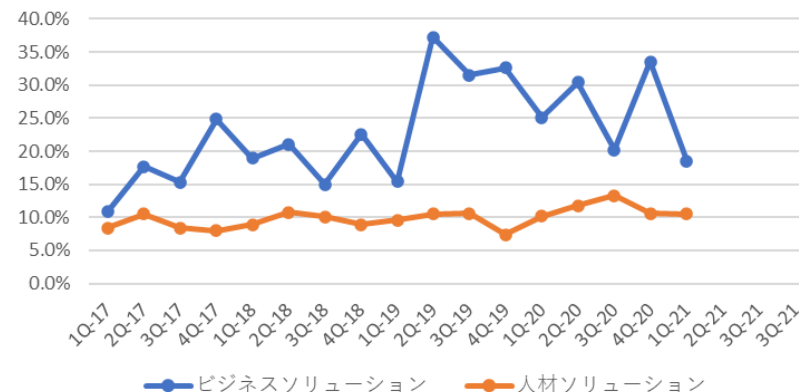
セグメント別売上高



セグメント別営業利益



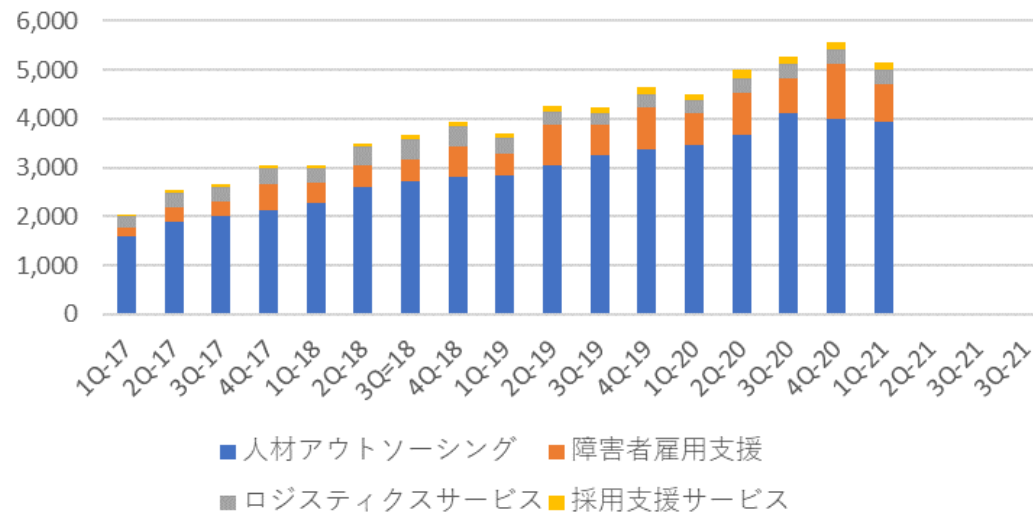
セグメント別OPM



障がい者雇用支援は徐々に拡張へ

コロナの影響も残る中で人材アウトソーシングも比較的高水準の売上を確保。一方で、障がい者雇用支援は社会ニーズの高まりもあり着実に拡大へ。今後は、これらの事業に次ぐ柱を育てたい。

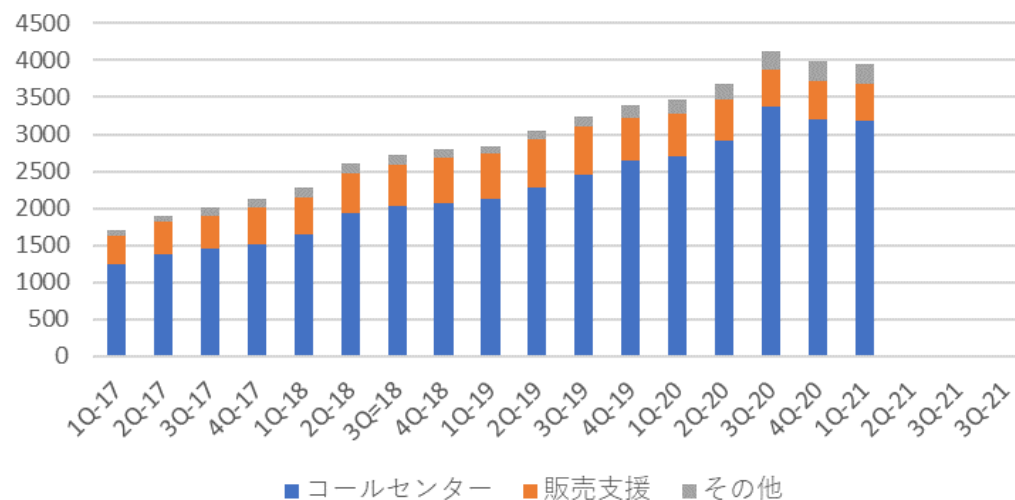
サブセグメント別売上



人材アウトソーシングの内訳

独特のフィールドコンサルタント（FC）制度を導入し、派遣社員の早期戦力化を図ることで営業効果を発揮しており、コロナ禍にもかかわらず販売支援は思ったより落ち込まなかった。アフターコロナを比較的強気に見れる材料は整っている。

人材アウトソーシングの内訳



これまでの業績推移

社会構造の変化の追い風を受けて高成長ペースで成長してきたが、これまではフリーキャッシュフローは弱かった。屋外型農園への平均的な投資額は219百円でこれが重し。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	347	2,131	-96	116	-28	349	1,104
発行済み株式数（百万株）	15	15	79	79	79	79	79
株価	34	60	117	298	845	752	955
時価総額	506	901	9,208	23,512	66,761	59,413	75,452
EV	853	3,032	9,112	23,628	66,733	59,762	76,556
EBITDA	146	674	912	1,286	2,005	2,750	2,857
EBITDA margin	2.0%	7.3%	7.8%	8.7%	11.4%	13.1%	11.5%
EV/EBITDA(pre-tax based)	5.8	4.5	10.0	18.4	33.3	21.7	26.8
EBITDA	146	676	894	1,256	1,972	2,727	2,999
EV/EBITDA(OP based)	5.8	4.5	10.2	18.8	33.8	21.9	25.5
EPS	-4.6	27.2	5.4	7.8	13.7	20.0	20.7
PER	-7.4	2.2	21.8	38.0	61.7	37.6	46.1
流動資産	1,912	2,542	2,969	3,381	5,034	5,735	
現金	691	1,075	1,240	1,087	2,119	2,514	2,238
受取手形							
売掛金	1,032	1,265	1,565	2,094	2,628	2,958	
棚卸資産							
投資有価証券	1	17	15	15	14	60	0
流動負債	1,516	2,277	2,695	3,364	4,605	5,674	34,681
買掛金	111	133	106	90	178	205	
短期借入金	470	800	900	1,100	1,450	2,350	2,850
1年以内返済長期借入	162	160	141	62	127	85	85
長期借入	406	2,246	103	41	514	428	407
株主資本	656	1,034	1,459	2,024	3,035	4,458	5,769
その他包括利益	0	0	0	0	0	0	0
自己資本	656	1,034	1,459	2,024	3,035	4,458	5,769
純資産	664	1,042	1,473	2,032	3,035	4,468	
総資産	2,664	3,717	4,493	5,801	8,659	11,305	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	7,268	9,236	11,696	14,797	17,522	21,009	24,800
粗利売上			26.6%	26.5%	18.4%	19.9%	18.0%
売上総利益	1,837	2,685	3,239	4,022	5,214	6,377	
	25.3%	29.1%	27.7%	27.2%	29.8%	30.4%	
営業利益	60	508	674	983	1,604	2,228	2,500
	0.8%	5.5%	5.8%	6.6%	9.2%	10.6%	10.1%
支払利息	10	9	6	6	12	22	22
特別利益	0	0	27	37	158	146	
特別損失	43	12	52	45	103	171	
税前当期利益	7	485	661	999	1,680	2,204	2,336
親会社に帰属する利益	-69	408	423	619	1,082	1,580	1,635
減価償却費	87	168	220	273	368	499	499
のれん償却	0	0	0	0	0	0	
金利		0.4%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	
営業CF	-254	726	801	724	1,696	2,234	
投資CF	-388	-480	-577	-878	-1,474	-2,054	
FCF	-642	246	224	-154	222	180	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		205	312	419	505	625	
					20.5%	23.8%	
1名当たり売上		45	37	35	35	34	

コストの詳細は言及可能か

2471エスプール	FY2018	FY2019	FY2020
売上	14,797	17,522	21,009
売上原価	10,775	12,308	14,632
外注費			
労務費			
経費			
粗利益	4,022	5,214	6,377
	27.2%	29.8%	30.4%
販管費	3,039	3,610	4,149
広告宣伝費			
人件費	1,656	2,039	2,430
役員報酬			
給与手当	1,656	2,039	2,430
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	194	262	316
登録スタッフ募集	252	293	280
減価償却費	51	55	60
支払手数料			
研究開発費			
営業利益	983	1,604	2,228
	6.6%	9.2%	10.6%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	73	70	70
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	27	30	30
販管費	21	21	20
広告宣伝費	0	0	0
人件費	11	12	12
役員報酬	0	0	0
給与手当	11	12	12
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	1	1	2
登録スタッフ募集	2	2	1
減価償却費	0	0	0
支払手数料	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	7	9	11

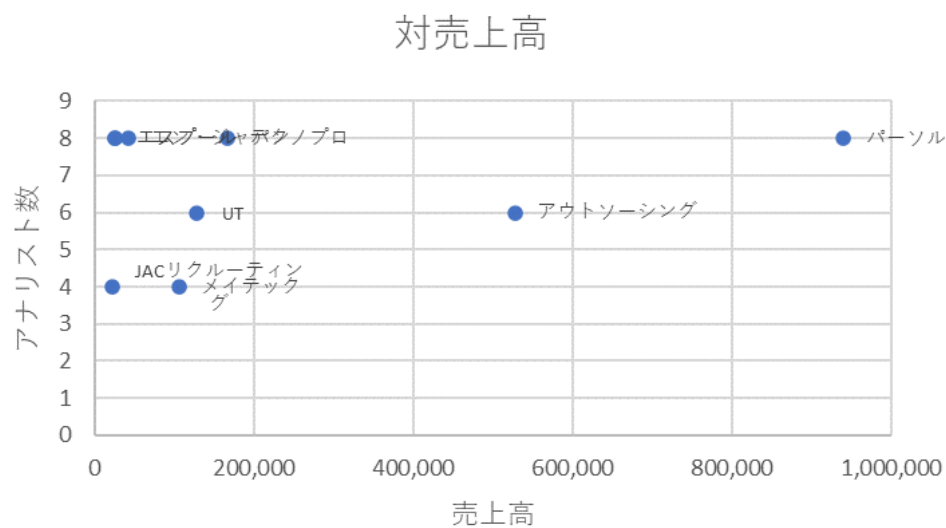


東大金融研究会

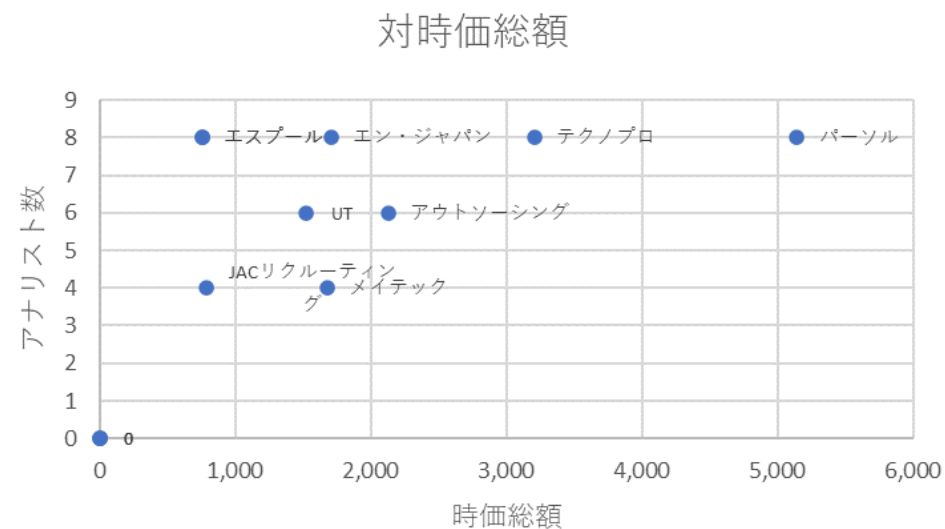
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

セルサイドのカバレッジは限界的か。

(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67%にのぼる。許容範囲ではある。

役職名		氏名
代表取締役	社長	浦上 荘平
取締役		佐藤 英朗
取締役		荒井 直
取締役		赤浦 徹
取締役		宮沢 奈央
取締役		仲井 一彦
常勤監査役		徐 進
監査役		畑中 裕
監査役		吉岡 勇

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
2471	エスプール	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%

かなり高い浦上社長の賛成率

株式売買高は高水準

株式売買高は人材関連の中では非常に高水準。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
2471 jt equi	エスプール	1.1%	833	872,174	79,007,500
2181 jt equi	パーソル	0.2%	1,028	473,237	236,704,900
4849 jt equi	エン・ジャパン	0.3%	593	172,319	49,716,000
2427 jt equi	アウトソーシング	0.9%	1,852	1,081,104	125,909,300
6028 jt equi	テクノプロ	0.4%	1,172	131,119	36,140,390
9744 jt equi	メイテック	0.2%	405	67,566	28,600,000
2146 jt equi	UT	0.5%	812	214,979	40,363,070
2471 jt equi	エスプール	1.1%	833	872,174	79,007,500
2124 jt equi	JACリクルーティング	0.3%	198	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
浦上荘平	経営者	13.0%	9,825,144,100	10,309,700
みずほフィナンシャル	機関投資家	8.0%	6,003,518,800	6,299,600 ↑
クーブランド・カーディフ	機関投資家	7.6%	5,684,835,600	5,965,200
年金積立管理運用	機関投資家	6.7%	5,052,043,600	5,301,200
ノーザントラスト	機関投資家	5.5%	4,140,785,000	4,345,000 ↓
三井住友トラスト	機関投資家	5.1%	3,838,112,200	4,027,400 ↑
レオス・キャピタル	機関投資家	3.5%	2,653,533,200	2,784,400
赤浦徹	経営者	3.5%	2,605,692,600	2,734,200
佐藤英朗	経営者	2.5%	1,874,741,600	1,967,200
Takehara Sohmitsu	個人	2.4%	1,804,029,000	1,893,000
エスピーアイ・アセット	機関投資家	2.2%	1,674,897,500	1,757,500
明治安田生命	機関投資家	2.2%	1,629,630,000	1,710,000 ↓
野村ホールディングス	機関投資家	2.1%	1,605,709,700	1,684,900 ↓
大和証券グループ	機関投資家	2.0%	1,524,132,900	1,599,300 ↓

(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。