

株式会社エスプール (2471 JP)

売上ミックスの改善に伴い、中期経営計画の営業利益目標数字の上振れも視野に

FY21 通期決算

エスプールが発表した FY21 (11 月期) 決算は、売上高 24,862 百万円 (前年同期比 18.3% 増)、営業利益 2,668 百万円 (同 19.7% 増) となった。事業ポートフォリオを多様化することで、新型コロナウイルス感染症の影響を上手く分散した結果、売上高は概ね同社計画通り、営業利益は想定を 6.7% 上回った。営業利益率約 80% の障がい者雇用支援サービスにおける設備販売区画数が想定以上に伸び貢献した。第 4 四半期単独では、売上高 6,831 百万円 (前年同期比 19.0% 増/前四半期比 6.9% 増)、営業利益 736 百万円 (同 9.9% 増/同 1.6% 減) であった。人材ソリューション [HRS] 事業では、主力のコールセンター派遣事業において、四半期売上高 3,911 百万円 (同 22.1% 増/同 1.0% 増) と過去最高を更新したものの、新型コロナの影響により販売支援事業の業績回復が遅れた。一方、ビジネスソリューション [BS] 事業は、1) 設備区画販売の想定以上の増加、2) 新規事業の寄与により、第 4 四半期の売上高が 2,352 百万円 (同 32.8% 増/同 24.7% 増) と堅調に推移した。

エグゼクティブサマリー

- エスプールが発表した FY21 (11 月期) 決算は、売上高 24,862 百万円 (前期比 18.3% 増) で 2,668 百万円 (同 19.7% 増) となった。営業利益は、主に障がい者雇用支援サービスにおける設備販売が大幅に伸長したことにより、同社の見通しを上回った。更なるサプライズは、2 つの新規事業が同社計画を上回ったことである。
- ビジネスソリューション [BS] 事業では、高収益の区画販売が堅調に推移したことにより、セグメント利益率が人材ソリューション [HRS] 事業を初めて上回った。
- FY22 通期業績予想は、売上高 28,770 百万円 (前期比 15.7% 増)、営業利益 3,200 百万円 (同 19.9% 増) とし、7 期連続で売上記録を更新する見込み。
- FY22 の増益の主な要因は、1) コールセンター業務での派遣業務の推進、2) 更なる過去最多の区画販売及び約 6,000 区画に及び区画からの運営管理収入の増加、3) 環境経営支援での TCFD 関連コンサルティングサービスの増加、4) 広域行政シェア型 BPO サービス 7 拠点の増設、である。
- FY25 までの中期計画が見直されたが、売上高、営業利益の目標に変更はない。しかしながら売上ミックスの改善による営業利益の上振れ要因を反映した数値に修正された。
- 同社は、FY25 までに配当性向を 30% に引き上げることを約束しているが、これは FY22 にほぼ達成される見通しである。

エスプール (2471 JP): 実績・計画 (累計)

(百万円 / 11 月期)	FY20		FY21				
	1H	FY	1H	FY	会社予	YoY (%)	対会社予 (%)
売上高	9,759	21,009	11,641	24,862	24,800	18.3	0.3
売上総利益	2,874	6,377	3,361	7,530	7,106	18.1	6.0
GPM (%)	29.4	30.4	28.9	30.3	28.7	-0.1pp	+1.6pp
販管費	1,883	4,148	2,177	4,862	4,606	17.2	5.6
販管費率 (%)	19.3	19.7	18.7	19.6	18.6	-1.1pp	+1.0pp
営業利益	991	2,228	1,184	2,668	2,500	19.7	6.7
OPM (%)	10.2	10.6	10.2	10.7	10.1	+0.1pp	+0.6pp
経常利益	989	2,229	1,197	2,673	2,488	19.9	7.5
親会社株主に帰属する当期利益	688	1,580	780	1,881	1,635	19.0	15.0
EPS (¥)	8.71	20.00	9.88	23.81	20.70	19.1	15.0
配当 (¥)	n/a	3.30	n/a	6.00	4.10	81.8	46.3
配当性向 (%)	n/a	16.5	n/a	25.2	19.8	n/a	n/a

Source: Nippon-IBR based on S-Pool Inc. earnings presentation materials

FY21 セグメント別業績

人材ソリューション [HRS] 事業

人材ソリューション [HRS] 事業における、FY21 通期売上高は前年同期比 13.0% 増の 17,234 百万円、営業利益は同 8.7% 増の 1,910 百万円となった。第 4 四半期単独では、売上高 4,503 百万円 (前年同期比 12.9% 増/前四半期比 0.5% 減)、営業利益 421 百万円 (同 0.5% 減/同 24.6% 減) であった。

コールセンター派遣に対する需要は、新型コロナ関連の案件により好調に推移した。通常、同社のコールセンター派遣は、8 割が継続案件、2 割がスポット案件であるが、FY21 はその比率が 7 対 3 となり、セールスマックスの改善に寄与した。スポット案件の大半は新型コロナウイルス感染症関連であった。コールセンター派遣事業に加え、コールセンター事業者からの受託需要が増加した。高い固定費にもかかわらず、人材派遣よりも利益率が高いため、同社ではコールセンター受託サービスを積極的に推進している。

ビジネスソリューション [BS] 事業

ビジネスソリューション [BS] 事業における FY21 通期売上高は 7,696 百万円 (前年同期比 32.1%増)、営業利益は 2,121 百万円 (同 31.0%増) となり、会社計画の売上高 7,408 百万円、営業利益 1,873 百万円をそれぞれ上回った。通期営業利益率は 27.6%と FY20 並みの水準となったが、第 4 四半期に区画販売が伸びたことで、同四半期単独の同事業営業利益率は 31.2%に改善し、初めて HRS 事業の利益水準を上回った。また、今期に入り同社が開始した環境経営支援サービス (ブルドットグリーン社) や広域行政シェア型 BPO サービスなど、新規事業が急拡大したことも収益の押し上げ要因となった。

障がい者雇用支援サービス

FY21 の障がい者雇用支援サービスの売上高は、4,577 百万円 (前年同期比 37.2%増) となった。第 4 四半期単独で過去最多の 492 区画を販売し、これで管理区画数は合計 4,951 区画となった。四半期売上高は 1,590 百万円 (前年同期比 41.8%増/ 前四半期比 60.3%増)、累計販売区画数は 1,188 区画で、FY20 の販売数 936 区画に比べて増加した。通期の区画販売数も会社計画の 1,100 区画を上回った。農園開設も、当初予定から一つ増え 7 設備の開設となった。FY21 は設備販売だけで、売上高 1,903 百万円 (前年同期比 39.2%増) を稼いだ。区画販売が予想を上回った理由として、1) 多くの国内企業がコロナ収束後の潜在的な労働力不足に備えて従業員を増やしている。その結果、障がい者の法定雇用率の義務化に対応した障がい者雇用へのニーズが高まっている、2) 従来の対面型マーケティングに比べて、ターゲット広告を導入することで集客力が向上、3) 既存顧客の約 30%がレポートで区画を契約している、ことを挙げている。また、解約率が低い (第 4 四半期は 0.2%) ことから、運営管理からのストック収入も着実に増加している。管理事業からのストック収入による売上高は 2,174 百万円 (前年同期比 40.6%増) となった。第 4 四半期だけで見ると、ストック収入は 609 百万円 (前年同期比 43.6%増 / 前四半期比 8.0%増) となり、四半期ベースで過去最高を更新した。

イスプール (2471 JP): 障がい者雇用支援事業:売上高構成比 (四半期ベース)

(百万円)	FY20					FY21								
	Q1	Q2	Q3	Q4	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	YoY (%)	QoQ (%)	FY	会社予	YoY (%)
施設売却 (フロー収入)	242	369	237	519	1,367	219	545	346	793	52.8	129.2	1,903	1,645	39.2
運営管理費(ストック収入)	345	371	406	424	1,546	484	517	564	609	43.6	8.0	2,174	2,247	40.6
人材紹介料	66	107	67	181	421	68	158	81	188	3.9	132.1	495	352	17.6
障がい者雇用支援事業合計	654	848	712	1,121	3,335	772	1,222	992	1,590	41.8	60.3	4,577	4,240	37.2

Source: S-Pool Inc. FY20 and FY21 Earnings Results Presentation Materials

イスプール (2471 JP): セグメント別売上高・営業利益推移 (四半期)

(百万円)		FY20				FY21					
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	YoY (%)	QoQ (%)
HRS セグメント	コールセンター	2,708	2,916	3,373	3,203	3,188	3,536	3,871	3,911	22.1	1.0
	販売支援	576	556	507	523	494	462	372	341	-34.8	-8.3
	その他	178	208	239	263	261	264	282	251	-4.6	-11.0
	セグメント売上合計	3,462	3,680	4,119	3,988	3,943	4,262	4,525	4,503	12.9	-0.5
	セグメント営業利益	352	434	548	423	414	517	558	421	-0.5	-24.6
	セグメント利益率 (%)	10.2	11.8	13.3	10.6	10.5	12.1	12.3	9.3	-1.3pp	-3.0pp
BS セグメント	障がい者雇用支援	654	848	712	1,121	772	1,222	992	1,590	41.8	60.3
	ロジスティクス	252	310	303	307	287	312	328	333	8.5	1.5
	販売支援	140	57	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	採用支援 OMUSUBI	123	154	139	148	155	187	137	137	-7.4	0.0
	プロ人材バンク	53	40	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	セグメント売上合計	1,222	1,422	1,410	1,771	1,477	1,981	1,886	2,352	32.8	24.7
	セグメント営業利益	307	433	285	594	274	606	507	734	23.6	44.8
	セグメント OPM (%)	25.1	30.5	20.2	33.5	18.6	30.6	26.9	31.2	-1.8pp	4.8pp
合計	売上高	4,684	5,102	5,529	5,760	5,420	6,243	6,411	6,855	19.0	6.9
	OP	659	867	833	1,017	688	1,123	1,065	1,155	13.7	8.5
調整額	OP	-272	-264	-265	-347	-302	-326	-316	-419	n/a	n/a
PL 上合計額	売上高	4,675	5,085	5,508	5,741	5,410	6,231	6,390	6,831	19.0	6.9
	OP	386	605	568	670	387	797	748	736	9.9	-1.6
	営業利益率 (%)	8.3	11.9	10.3	11.7	7.2	12.8	11.7	10.8	-0.9pp	-0.9pp

Source: Nippon-IBR based on S-Pool Inc.'s earnings presentation materials

新規事業

FY21に2つの新規事業で販売が急拡大した。

1) ブルートグリーン社による環境経営支援サービス

同社は2020年にカーボン・オフセット・ソリューションを提供するブルドットグリーン社を子会社化した。ブルドットグリーン社の現時点での中核事業は、ネットゼロカーボンエミッションを目指す企業とのカーボンプレジット取引である。上期は排出権価格高騰のため、排出権を勝ち取ることができず、売上高は計画を大幅に下回る結果となった。しかしながら、第3四半期以降、カーボン・ディスクロージャー・プロジェクト(CDP)の環境対策の開示を求められた国内上場企業からのコンサルティングサービス需要が急増した。CDPは主にESGファンド向けに世界的上場企業による温室効果ガスの排出量など気候変動への取組み状況を調査・評価する英国の非営利団体である。日本では上場企業500社がCDPの調査対象となっている。そのなかには、ブルドットグリーン社が温室効果ガスの排出量のコンサルティングサービスを提供する企業も含まれる。その結果、FY21の売上高は258百万円(前年同期比115.7%増)となり、損益分岐点である通期目標売上高235百万円を上回る結果となった。また、コンサルティング事業によって売上構成が改善し、売上高の約40%を占めるまでになった。

2) 広域行政シェアード型BPOサービス

同社は、第3四半期の決算発表とともに、広域行政シェアード型BPO(Business Process Outsourcing)事業に特化した新たな100%子会社の立ち上げを発表し、BPO事業を移管した。同社は近隣の自治体群がシェアード型BPOセンターを利用して、各種申請、防災、子育て、医療、生活インフラなどの業務を共有するBPOサービスの構想を打ち出し、5,000~10万人の人口を抱える市町村約100都市でのBPO共同利用を目指している。広域行政シェアード型BPO事業は、すでにFY21に通期売上高130百万円を獲得しており、採用支援OMUSUBI事業の設備利用サービスや未稼働人材の活用により、営業利益率は40%と高水準に達している。同社は採用支援OMUSUBIリソースを活用せずとも、今後は20~30%の営業利益率を達成できると考えている。シェアード型BPOセンター1か所あたりの年間を通じた収入は、約1から1.5億円を見込んでいる。

S-POOL (2471 JP): セグメント別売上高・営業利益 (累計)

(百万円)		FY19		FY20		FY21			FY22		
		Q4	1H	FY	1H	FY	会社予	前期比 (%)	予想比 (%)	通期会社予	前期比 (%)
HRS	コールセンター	9,518	5,624	12,200	6,724	14,507	13,800	18.9	5.1	16,450	13.4
	販売支援	2,492	1,132	2,162	956	1,670	2,500	-22.8	-33.2	1,830	9.6
	その他	505	386	887	525	1,058	1,200	19.3	-11.8	960	-9.3
	セグメント合計	12,516	7,142	15,250	8,205	17,234	17,500	13.0	-1.5	19,240	11.6
	セグメント営業利益	1,182	786	1,757	931	1,910	1,930	8.7	-1.0	2,137	11.9
	セグメントOPM (%)	9.5	11.0	11.5	11.3	11.1	11.0	-0.4pp	+0.1pp	11.1	-0.4pp
BS	障がい者雇用支援	2,766	1,503	3,335	1,994	4,577	4,240	37.2	7.9	5,500	20.2
	ロジスティクス	1,095	562	1,172	599	1,261	1,400	7.6	-9.9	1,427	13.2
	セールスサポート	517	197	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	採用支援 OMUSUBI	437	277	564	342	616	690	9.2	-10.7	641	4.1
	プロ人材バンク	235	93	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
	ブルドットグリーン	n/a	n/a	n/a	81	258	235	n/a	9.8	384	48.8
	広域行政 BPO サービス	n/a	n/a	n/a	n/a	130	n/a	n/a	n/a	665	n/a
	セグメント合計	5,043	2,644	5,825	3,458	7,696	7,408	32.1	3.9	9,650	25.4
	セグメント営業利益	1,514	740	1,619	880	2,121	1,873	31.0	13.2	2,592	22.2
セグメントOPM (%)	30.0	28.0	27.8	25.4	27.6	25.3	-0.1pp	+2.4pp	26.9	-0.1pp	
合計	売上	17,559	9,787	21,075	11,641	24,930	24,908	18.3	0.1	28,890	15.9
	営業利益	2,696	1,527	3,376	1,811	4,032	3,803	19.4	6.0	4,730	17.3
調整額	売上	-37	-27	-65	-22	-67	-108	n/a	n/a	-120	n/a
	営業利益	-1,093	-536	-1,148	-628	-1,363	-1,303	n/a	n/a	-1,530	n/a
PL 上合計額	売上	17,522	9,759	21,009	11,641	24,862	24,800	18.3	0.2	28,770	15.7
	営業利益	1,604	991	2,228	1,184	2,668	2,500	19.7	6.7	3,200	19.9
	OPM (%)	9.2	10.2	10.6	10.2	10.7	10.1	+0.1pp	+0.6pp	11.1	+0.1pp

Source: Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd based on publicly available information on S-Pool Inc.

FY22 業績予想

同社は FY22 の通期予想を売上高 28,770 百万円（前年同期比 15.7%増）、営業利益 3,200 百万円（同 19.9%増）とし、7 期連続の記録更新を見込んでいる。半期の業績見通しは以下の通りである：

エスプール (2471 JP) : 通期ガイダンス						
(百万円)	FY21			FY22		
	1H	2H	FY	1H	2H	FY
売上	11,641	13,221	24,862	13,522	15,247	28,770
売上総利益	3,361	4,168	7,530	4,063	4,582	8,646
GPM (%)	28.9	31.5	30.3	30.1	30.1	30.1
販管費	2,177	2,684	4,862	2,677	2,768	5,446
販管费率 (%)	18.7	20.3	19.6	19.8	18.2	18.9
営業利益	1,184	1,483	2,668	1,385	1,814	3,200
OPM (%)	10.2	11.2	10.7	10.2	11.9	11.1
経常利益	1,197	1,475	2,673	1,373	1,802	3,176
親会社株主に帰属する当期利益	780	1,100	1,881	943	1,190	2,133

Source: Nippon-IBR based on S-Pool Inc.'s FY21 earnings presentation materials

FY22 通期セグメント別予想**人材ソリューション [HRS] 事業**

FY22 人材ソリューション[HRS]事業では、売上高 19,240 百万円（前年同期比 11.6%増）、営業利益 2,137 百万円（同 11.9%増）を見込んでいる。コールセンター派遣サービスでは、1) 2 つの自社コールセンターによる受託サービスの推進、2) 業界トップ 5 社のコールセンター事業者へのコールセンター派遣のシェアを高めることで、通期売上高は前年同期比 13.4%増の 16,450 百万円を見込んでいる。

ビジネスソリューション [BS] 事業

ビジネスソリューション [BS] 事業では、通期売上高 9,650 百万円（前年同期比 25.4%増）、営業利益 2,592 百万円（同 22.2%増）を見込む。

障がい者雇用支援サービス

障がい者雇用支援サービスでは、FY22 通期売上高 5,500 百万円（前年同期比 20.1%増）を予想している。同社は、FY22 中に横浜市に新立地 1 カ所を含む 8 カ所の水耕栽培農園を開設し、記録更新となる 1,250 区画の売却につなげる計画で、売上は 2,041 百万円（前年同期比 7.2%増）を見込んでいる。同社は上期に 550~650 区画の販売を予定しているが、FY21 末時点ですでに約 300 区画の受注残を有する。追加区画の販売があれば、営業利益率は 80%と大幅に向上するため、業績は更に拡大する。

設備管理事業からのストック収入は、区画運営件数の着実な増加により、前年同期比 41.5%増の 3,078 百万円を見込んでいる。FY22 に 1,250 区画を販売すると仮定した場合、FY22 末時点で 6,000 以上の区画が稼働する見込みである。繰り返しになるが、区画販売の上振れにより、ストック収入の更なる拡大につながる。

新規事業- ブルートットグリーン社による環境経営支援サービス

環境経営支援サービスの売上予想は 384 百万円（前年同期比 48.8%増）である。同事業の成長は、カーボンクレジット取引販売よりも利益率の高いコンサルティングサービスの増加が牽引する見通しである。前述の CPD の環境対策のディスクロージャー支援同様に、TCFD に対するコンサルティングサービスは、利益率の改善に貢献する。

新規事業 - 広域行政シェア型 BPO サービス

広域行政シェア型 BPO サービス事業では、売上 665 百万円（前年同期比 411.5%増）を見込む。FY22 に更に 7 カ所を開設し、全部で 10 カ所のセンターを開設することを目指している。1 つの BPO 拠点で約 100-150 百万円を売上げる前提で、売上が大幅に伸長すると予想している。FY22 以降、BPO センターをおおよそ毎月 1 カ所のペースで開設する予定である。

エスプール (2471 JP): セグメント別売上、営業利益 (累計ベース)					
(百万円)		FY20	FY21	FY22	
		通期	通期	通期予想	YoY (%)
HRS	コールセンター	12,200	14,507	16,450	13.4
	販売支援	2,162	1,670	1,830	9.6
	その他	887	1,058	960	-9.3
	セグメント合計	15,250	17,234	19,240	11.6
	セグメント営業利益	1,757	1,910	2,137	11.9
	セグメント OPM (%)	11.5	11.1	11.1	0.0pp
BS	障がい者雇用支援	3,335	4,577	5,500	20.2
	ロジスティクス	1,172	1,261	1,427	13.2
	セールスサポート	n/a	n/a	n/a	n/a
	採用支援 OMUSUBI	564	616	641	4.1
	プロ人材バンク	n/a	n/a	n/a	n/a
	ブルドットグリーン	n/a	258	384	48.8
	広域行政 BPO サービス	n/a	133	665	n/a
	セグメント合計	5,825	7,663	9,650	25.9
	セグメント営業利益	1,619	2,121	2,592	22.2
	セグメント OPM (%)	27.8	27.7	26.9	-0.8pp
合計	売上	21,075	24,930	28,890	15.9
	営業利益	3,376	4,032	4,730	17.3
調整額	売上	-65	-67	-120	n/a
	営業利益	-1,148	-1,363	-1,530	n/a
PL 上合計額	売上	21,009	24,862	28,770	15.7
	営業利益	2,228	2,668	3,200	19.9
	OPM (%)	10.6	10.7	11.1	+0.4pp

Source: Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd based on S-Pool Inc.'s FY21 earnings presentation material

中期経営計画

エスプールは FY21 から FY25 までの新中期経営計画を発表した。同計画の最終年度で、売上高 41,000 百万円（年平均成長率 14.3%）、営業利益 5,000 百万円（同 17.5%）を目指す。同社は売上高、営業利益ともに計画を据え置いているが、売上高の内訳を以下のように変更した。ビジネスソリューション [BS] 事業の占める割合の増加による売上構成の変化が収益率の改善を牽引することになる。中期的な営業利益の上振れ要因は、1) 設備販売区画数の達成度、2) 新規事業の進捗と連結業績への貢献スピードである。

人材ソリューションセグメントの売上目標値は、前回の 27,500 百万円から 25,200 百万円へ下方修正された。人材派遣に関しては、コールセンター業務を中心に毎年約 2,000 百万円売上が増加すると見込む。一方、ビジネスソリューションセグメントの売上は 13,500 百万円から 15,800 百万円へ上方修正された。中でも新規事業に含まれる広域 BPO サービスの成長が最も貢献するとみている。また好調な障がい者雇用支援に関しては設備区画販売が毎年約 1,200~1,300 区画のペースと想定すると、中計最終年度の管理区画数目標約 1 万区画が前倒しで達成する。

また、同社は FY25 までに配当性向を 30%以上に引き上げるとしている。FY22 の配当予想は、一株当たり 8 円としており、配当性向は 29.6%となる。

エスプール (2471 JP) : 5カ年中期経営計画目標値

(百万円)	FY20	FY21	FY22	前期比 (%)	FY25 計画(旧)	FY25 計画(新)	修正幅 (%)	5-yr CAGR (%)
HRS セグメント	15,250	17,234	19,240	11.6	27,500	25,200	-8.4	10.5
コールセンター	12,201	14,507	16,450	18.9	n/a	n/a	n/a	n/a
販売支援	2,162	1,670	1,830	-22.8	n/a	n/a	n/a	n/a
その他	887	1,057	960	19.2	n/a	n/a	n/a	n/a
セグメント利益	1,757	1,910	2,137	11.9	3,000	2,685	-10.5	9.3
セグメント OPM (%)	11.5	11.1	11.1	0.0pp	10.9	10.7	-0.2pp	n/a
BS セグメント	5,825	7,663	9,650	25.4	13,500	15,800	17.0	22.1
障がい者雇用支援	3,335	4,577	5,500	20.1	7,760	8,100	4.4	19.4
その他既存サービス	1,736	1,877	2,068	10.2	5,398	4,340	-19.6	20.1
ロジスティクス	1,172	1,261	1,427	13.1	2,500	2,000	-20.0	11.3
販売支援 OMUSUBI	564	616	641	4.0	1,500	1,000	-33.3	12.1
新規事業	0	365	1,049	187.4	500	3,500	600.0	n/a
ブルードットグリーン	n/a	235	384	48.8	500	500	0.0	n/a
広域行政 BPO サービス	n/a	130	665	411.5	n/a	3,000	n/a	n/a
セグメント利益	1,619	2,121	2,592	15.7	3,900	4,534	16.3	20.7
セグメント OPM (%)	27.8	27.7	26.9	-0.8pp	28.9	28.7	-0.2pp	n/a
売上高合計	21,009	24,800	28,770	18.0	41,000	41,000	0.0	14.3
本社コスト	1,148	1,363	1,530	13.5	1,900	2,000	0.0	n/a
営業利益	2,228	2,668	3,200	12.2	5,000	5,000	0.0	17.5
OPM (%)	10.6	10.8	11.1	+0.3pp	12.2	12.2	+0.0pp	n/a

Source: Nippon-IBR based on S-Pool Inc.'s presentation materials

GENERAL DISCLAIMER AND COPYRIGHT

This report has been commissioned by S-Pool Inc. (The Sponsor) and prepared and issued by Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (Nippon-IBR), in consideration of a fee payable by S-Pool Inc. Fees are paid on delivery of the report in cash without recourse. Nippon-IBR may seek additional fees for the provision of follow-up research reports and associated IR services for the client but does not get remunerated for any investment banking services. We never take payment in stock, options, or warrants for any of our services.

Accuracy of content: *All information used in the publication of this report has been compiled from publicly available sources that are believed to be reliable, however Nippon-IBR does not guarantee the accuracy or completeness of this report and has not sought for this information to be independently verified. Opinions contained in this report represent those of the Nippon-IBR analyst at the time of publication. Forward-looking information or statements in this report contain information that is based on assumptions, forecasts of future results, estimates of amounts not yet determinable, and therefore involve known and unknown risks, uncertainties and other factors which may cause the actual results, performance, or achievements of their subject matter to be materially different from current expectations.*

Exclusion of Liability: *To the fullest extent allowed by law, Nippon-IBR shall not be liable for any direct, indirect, or consequential losses, loss of profits, damages, costs, or expenses incurred or suffered by you arising out of or in connection with the access to, use of or reliance on any information contained on this note.*

No personalised advice: *The information that we provide should not be construed in any manner whatsoever as, personalised advice. Also, the information provided by us should not be construed by any subscriber or prospective subscriber as Nippon-IBR's solicitation to effect, or attempt to effect, any transaction in a security. The securities described in the report may not be eligible for sale in all jurisdictions or to certain categories of investors.*

Investment in securities mentioned: *Nippon-IBR has a restrictive policy relating to personal dealing and conflicts of interest. It does not conduct any investment business and, accordingly, does not itself hold any positions in the securities mentioned in this report. However, the respective directors, officers, employees, and contractors of Nippon-IBR may have a position in any or related securities mentioned in this report, subject to its policies on personal dealing and conflicts of interest.*

Copyright: Copyright 2021 Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd.

For further enquiry, please contact:

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd
118 Pall Mall
London SW1Y 5EA
TEL: +44 (0)20 7993 2583
Email: enquiries@nippon-ibr.com



Research Beyond Horizons
Japanese Equity Specialist

Nippon Investment Bespoke Research UK Ltd (formerly known as NIB Research UK Ltd.) is registered in England and Wales (9100028) and is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FRN: : 928332).