

会社予想を上回る決算

コンサルティングは好調を維持し、投資事業でも期末に2件の出資契約を締結

2023/12期 通期決算サマリー

決算は下表のとおり好調な結果となり、会社計画を上回る決算となった。特に注目されるのが、M&Aアドバイザー事業である。3Qまでは売上が前年同期比で微減であったが、4Qに回復し、通期で前年比8%増まで戻した。それ以外の主な事業別売上は、経営コンサルティング事業が前年比17%増加、再生支援事業が同174%増と高い伸び率を維持した。

セグメント別では、コンサルティング・アドバイザー事業のセグメント利益は1,645百万円で、前年比49.7%増加し好調を継続した。

投資セグメントは年度内に2件の出資に関わる契約を締結できた。そのうち1件の投資は年度内に実施されたが、セグメント利益は394百万円の赤字に終わっている。

2024/12期の会社予想

今期は、連結売上高130億円、経常利益1,570百万円、当期利益1,000百万円(成長率は下表を参照)。FCI(フロンティア・キャピタル)を除くベースでは、売上高118億円(+18%)、経常利益1,860万円(+13%)、当期利益1,340百万円(+13%)の予想となっている。

投資事業では、今期は4Qに投資実行により1社が連結される前提で、FCIも年間で赤字が縮小する計画と説明された。

配当予想は未定となっている。なお、配当性向は40%が目処となっている。

新しい中期経営計画を発表

2023/12期決算と同時に、2026/12期までの3年間の中期経営計画が発表された。数値目標は、3年後の連結で売上高230億円、経常利益35億円、当期利益24億円(FCIを除くベースでは、売上高160億円、経常利益32億円、当期利益23億円)の計画。ROEが30%以上で、FCIを除くベースの経常利益率20%以上、(FCIの連結投資先を除く)連結人員数620名以上まで拡大する目標となっている。投資事業の出資件数8件(うち連結対象が2件)及び出資額150億円、CxO派遣人数年間50名以上の目標も提示されている。

| 決算期 | 売上高 百万円 | YoY % | 営業利益 百万円 | YoY % | 経常利益 百万円 | YoY % | 当期利益 百万円 | YoY % | EPS 円 | DPS 円 |
|-------------|------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|-------------|----------|----------|----------|
| 2019/12 | 4,771 | 1.7 | 663 | -1.3 | 678 | 0.3 | 429 | -9.1 | 75.3 | 23 |
| 2020/12 | 5,192 | 8.8 | 580 | -12.5 | 575 | -15.2 | 420 | -2.1 | 36.9 | 24 |
| 2021/12 | 5,741 | 10.6 | 501 | -13.6 | 514 | -10.6 | 338 | -19.5 | 29.7 | 10 |
| 2022/12 | 7,915 | 37.9 | 908 | 81.2 | 921 | 79.1 | 556 | 64.4 | 48.7 | 28 |
| 2023/12 | 10,025 | 26.6 | 1,251 | 37.8 | 1,238 | 34.4 | 780 | 40.2 | 67.5 | 41 |
| 2024/12(会予) | 13,000 | 29.7 | 1,620 | 29.4 | 1,570 | 26.8 | 1,000 | 28.1 | 85.3 | 未定 |

出所：同社資料より SIR作成

4Q Follow-up



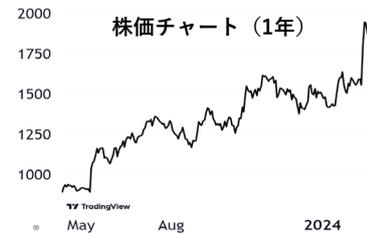
FRONTIER
MANAGEMENT
INC.

注目点：

M&Aアドバイザー事業が再度拡大しつつ、同時に投資事業では案件の実行が始まった。中期経営計画の3年間で、投資事業セグメント黒字化の目標を達成する可能性は高いと見られ、利益率の向上が期待される。

主要指標

| | |
|------------------|--------|
| 株価 (2/27) | 1,864 |
| 52週高値 (24/2/19) | 1,985 |
| 52週安値 (23/4/7) | 904 |
| 10年間高値 (20/10/8) | 3,185 |
| 10年間安値 (22/1/28) | 608 |
| 発行済株式数(百万株) | 11.726 |
| 時価総額 (十億円) | 21.86 |
| EV (十億円) | 17.79 |
| 自己資本比率(23/12) | 34.0% |
| 24/12 PER (会予) | 22.03 |
| 23/12 PBR (実績) | 5.82 |
| 23/12 ROE (実績) | 23.6% |
| 24/12 DY (会予) | 未定 |



山中 威人

research@sessapartners.co.jp



本レポートは当該企業からの委託を受けてSESSAパートナーズが作成しました。詳しくは巻末のディスクレームーをご覧ください。

2023/12期の実績

2023/12期通期決算は、会社計画を上回る決算となった。

特に注目されるのが、M&Aアドバイザリー事業である。3Qまでは売上が前年同期比で微減であったが、4Qに回復し年間では前年比8%増まで回復した。大型、中型の案件が着実に増加している。

セグメント全般に、増員効果が効いている模様。また、経営コンサルティングでは、SR/IR・ESG支援、モノづくり改革支援、DXコンサルティングに関するソリューションなど、新規サービスの貢献も大きかった。

それ以外の主な事業別売上は、経営コンサルティング事業が前年比17%増加、再生支援事業が174%増と高い伸び率を維持した。

セグメント別では、コンサルティング・アドバイザリー事業のセグメント利益は1,645百万円で、前年比49.7%増加し好調を継続。

投資セグメントは年度内に、株式会社 ZOO LABOと三立土建株式会社の2件の出資に関わる契約を締結できた。どちらもマイノリティ出資であるが、三立土建株式会社には代表取締役をはじめとする複数名の役員、株式会社 ZOO LABOにも複数名の役員を派遣している。

株式会社 ZOO LABOの投資は年度内に実施、三立土建株式会社は2024年3月に投資予定である。収益への貢献はまだ小さく、セグメント利益は394百万円の赤字に終わっている。

四半期の実績

| 百万円 | FY2022/12 | | | | FY2023/12 | | | | FY2023/12 | YoY |
|------------|-----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-----------|------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 通期 | |
| 経営コンサルティング | 1,137 | 1,051 | 1,173 | 991 | 1,293 | 1,252 | 1,216 | 1,323 | 5,084 | 17% |
| 再生支援 | 89 | 76 | 129 | 307 | 379 | 370 | 530 | 369 | 1,648 | 174% |
| M&Aアドバイザリー | 958 | 579 | 576 | 680 | 903 | 663 | 476 | 981 | 3,023 | 8% |
| 投資 | - | 0 | 0 | 3 | 3 | 15 | 0 | 3 | 21 | 600% |
| その他 | 41 | 41 | 38 | 46 | 76 | 37 | 53 | 78 | 248 | 50% |
| 売上高 | 2,225 | 1,748 | 1,917 | 2,026 | 2,654 | 2,338 | 2,276 | 2,754 | 10,025 | 27% |
| 売上総利益 | 1,427 | 1,007 | 1,095 | 1,157 | 1,571 | 1,259 | 1,118 | 1,579 | 5,527 | 18% |
| 販売費及び一般管理費 | 1,019 | 872 | 959 | 928 | 1,090 | 1,044 | 960 | 1,182 | 4,275 | 13% |
| 営業利益 | 408 | 135 | 136 | 229 | 480 | 215 | 159 | 397 | 1,251 | 38% |

出所：同社資料より SIR作成

連結およびFCI除くベースの実績

| 百万円、% | 2021/12 | | 2022/12 | | 2023/12 | | YOY | |
|-------|---------|--------|---------|--------|---------|--------|------|--------|
| | 連結 | 除FCI連結 | 連結 | 除FCI連結 | 連結 | 除FCI連結 | 連結 | 除FCI連結 |
| 売上高 | 5,741 | 5,741 | 7,915 | 7,898 | 10,025 | 10,003 | 27% | 27% |
| 営業費用 | 5,240 | 5,240 | 7,007 | 6,798 | 8,773 | 8,364 | 25% | 23% |
| 外注費等 | 194 | 194 | 364 | 364 | 1,039 | 1,060 | 185% | 191% |
| 人件費 | 3,841 | 3,841 | 4,770 | 4,639 | 5,639 | 5,363 | 18% | 16% |
| 採用費 | 231 | 231 | 469 | 450 | 406 | 396 | -13% | -12% |
| その他費用 | 971 | 971 | 1,403 | 1,345 | 1,688 | 1,543 | 20% | 15% |
| 営業利益 | 501 | 501 | 908 | 1,099 | 1,251 | 1,639 | 38% | 49% |
| 経常利益 | 514 | 514 | 921 | 1,112 | 1,238 | 1,641 | 34% | 48% |
| 税前利益 | 514 | 514 | 868 | 1,059 | 1,240 | 1,643 | 43% | 55% |
| 当期利益 | 338 | 338 | 556 | 748 | 780 | 1,184 | 40% | 58% |

出所：同社資料より SIR作成

2024/12期の見通し

今期は、連結で売上高130億円(前期比+29.7%)、経常利益1,570百万円(+26.8%)、当期利益1,000百万円(+28.1%)を予想。FCI(フロンティア・キャピタル)を除くベースでは、売上高118億円(+18%)、経常利益1,860万円(+13%)、当期利益1,340百万円(+13%) (下表を参照)。

投資事業では、今期は4Qに投資実行により1社が連結される前提で計画されている。FCIは、年間でまだ赤字決算の計画ではあるが、前年度よりは赤字は縮小する計画となっている。

人員の拡大は続ける方針で、2023/12期末で369人を2024/12期末には439人まで増員する計画。これまでと同様に経営コンサルティングを増員すると同時に、再生支援事業、M&Aアドバイザー事業の増員に注力し、拡大している事業機会に対応する。

再生支援ニーズの拡大に対応するため、東京および大阪の営業人材の拡充の他、日本全国の金融機関との連携を強化する戦略である。

なお、株主還元については特に情報の提示はなく、配当予想も例年通り、期初は未定とされている。ただ、同社の配当性向は40%が目処となっているので、会社予想通りの利益が確保されるなら、年間で45~46円程度の配当実施が推定される。

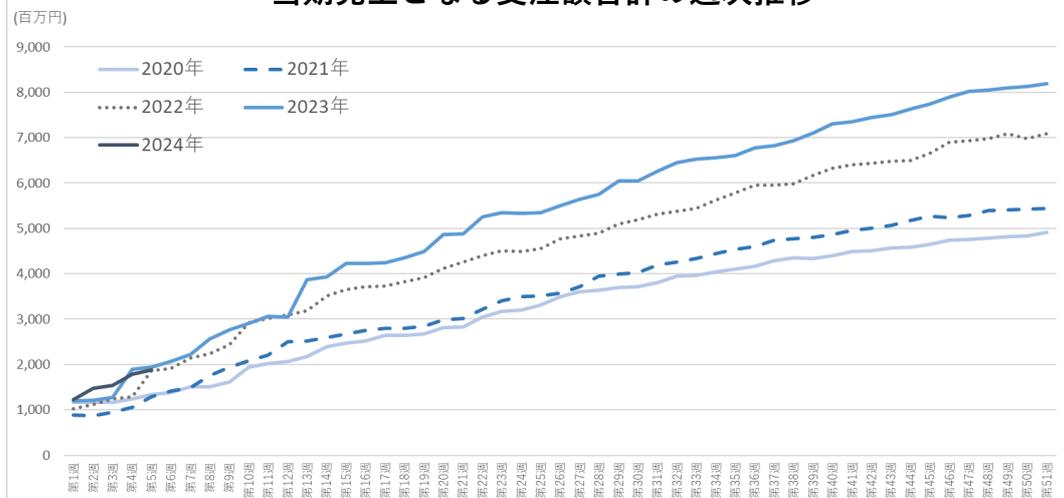
連結およびFCI除くベースの今期の会社予想

| | 23/12期 | | 24/12期予想 | |
|------|--------|---------|----------|---------|
| | ALL連結 | 連結除くFCI | ALL連結 | 連結除くFCI |
| 売上高 | 10,025 | 10,003 | 13,000 | 11,800 |
| 営業利益 | 1,251 | 1,639 | 1,620 | 1,870 |
| 経常利益 | 1,238 | 1,641 | 1,570 | 1,860 |
| 当期利益 | 780 | 1,184 | 1,000 | 1,340 |

出所：同社資料より SIR作成

下図で示す通り、当期売上となる受注額の週次の推移では、足元は2023/12期を少し上回ってスタートしたと考えられる。

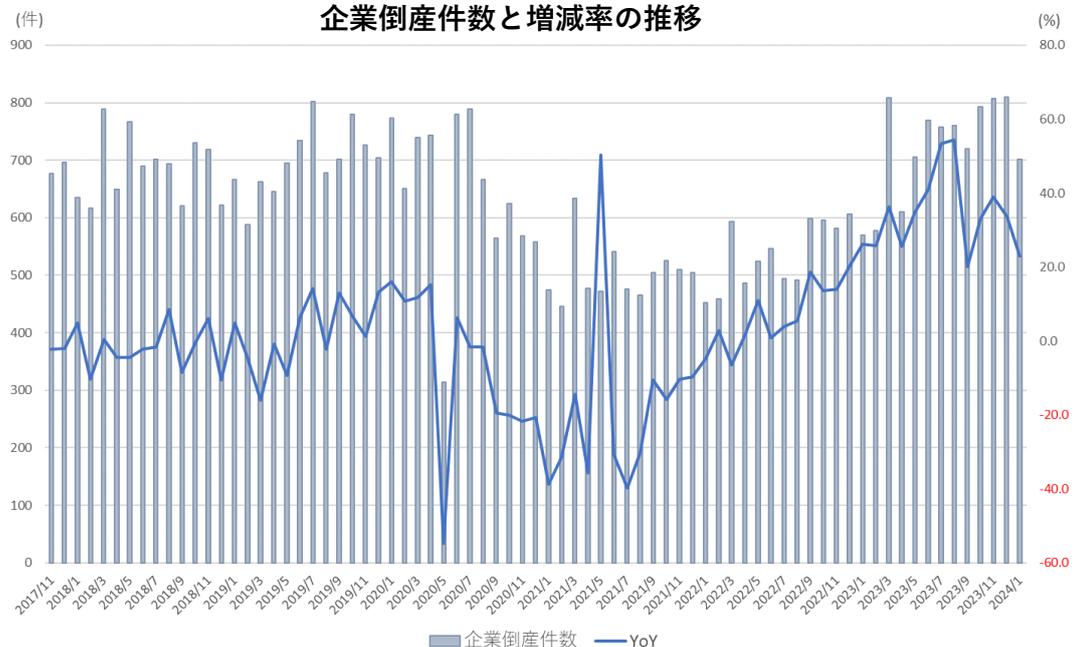
当期売上となる受注額合計の週次推移



出所：同社資料より SIR作成

また、急激に回復している再生支援事業でも、同社にとってポジティブな事業環境が続いている。下図のように、国内の企業倒産件数は高水準が続いているので、同社にも事業機会が豊富にあると推定される。再生支援事業の機会が増加すれば、それに関連したコンサルティングやアドバイザリー事業にも結びつくと考えられ、セグメント全体にポジティブに働く状況が続くと考えられる。

企業倒産件数と増減率の推移



出所：東京商工リサーチ資料より SIR作成

中期経営計画と今後の注目点 保守的に見える中期経営計画の目標

2023/12期決算と同時に、2026/12期までの3年の中期経営計画が発表された。

数値目標は、下表の通り。

なお、計画の前提として次の2点を示している。

①FCIは、2024/12期に投資後に連結対象となる投資を1件実施するが、その後の可能性は計画に反映していない、②40%出資するAthena社について、20%の追加取得オプションを持つが、このオプションを行使する前の損益を計画としている。

中期経営計画の主な目標数値

| (百万円) | | 21/12期 | 22/12期 | 23/12期 | 24/12期 (会予) | 26/12期 (目標) | 平均成長率 (23/12期-26/12期) |
|----------|-------|--------|--------|--------|----------------|----------------|--------------------------|
| 売上高 | 連結 | 5,741 | 7,915 | 10,025 | 13,000 | 23,000 | 31.9% |
| | 除くFCI | 5,741 | 7,898 | 10,003 | 11,800 | 16,000 | 16.9% |
| | 差引 | 0 | 17 | 22 | 1,200 | 7,000 | - |
| 経常利益 | 連結 | 514 | 921 | 1,238 | 1,570 | 3,500 | 41.4% |
| | 除くFCI | 514 | 1,112 | 1,641 | 1,860 | 3,200 | 24.9% |
| | 差引 | 0 | -191 | -403 | -290 | 300 | - |
| 当期利益 | 連結 | 338 | 556 | 780 | 1,000 | 2,400 | 45.4% |
| | 除くFCI | 338 | 780 | 1,184 | 1,340 | 2,300 | 24.8% |
| | 差引 | 0 | -224 | -404 | -340 | 100 | - |
| 経常利益/売上高 | 連結 | 8.95% | 11.64% | 12.35% | 12.08% | 15.22% | |
| | 除くFCI | 8.95% | 14.08% | 16.41% | 15.76% | 20.00% | |

出所：同社資料より SIR作成

コンサルティング・アドバイザー部門の計画は、23/12期から26/12期までの3年間で、当期利益の平均成長率が24.8%と比較的低く設定されていることが推察される。過去数年の実績や今の非常に良好な事業環境と比較すると、保守的に策定されているように見えることは注目できる。

決算説明会では、2024/12期の計画は保守的に設定しているとコメントがあった。勿論、事業環境が急に悪化するリスクが全くないと断定はできないが、アップサイド、ダウンサイド、両方が存在する計画となっている。

上記の表以外の目標としては、ROEが30%以上、FCIを除くベースの経常利益率20%以上、(FCIの連結投資先を除く)連結人員数620名以上まで拡大する目標となっている。

投資事業では、2026/12期で黒字化の目標であるが、その背景として出資件数8件(うち連結対象が2件)及び出資額150億円が示されている。

CxO派遣人数年間50名以上の目標も提示されている。

今後の注目点

新しく発表された、2026/12期までの中期経営計画を受けて、今後当面は、以下の3点に注目したい。

- ① **コンサルティング・アドバイザー事業セグメントの好調の継続性**
- ② **投資事業セグメントの貢献**
- ③ **積極的な人材採用以外に、内部の人材育成がどの程度、利益に貢献するか**

① コンサルティング・アドバイザー事業セグメント

経営コンサルティング事業や再生支援事業は、具体的な案件実績が開示されていない。ただし、M&Aアドバイザー事業は、同社のウェブ上で実績が時系列で開示されている。以下の表が、最近の案件実績をまとめたものである。

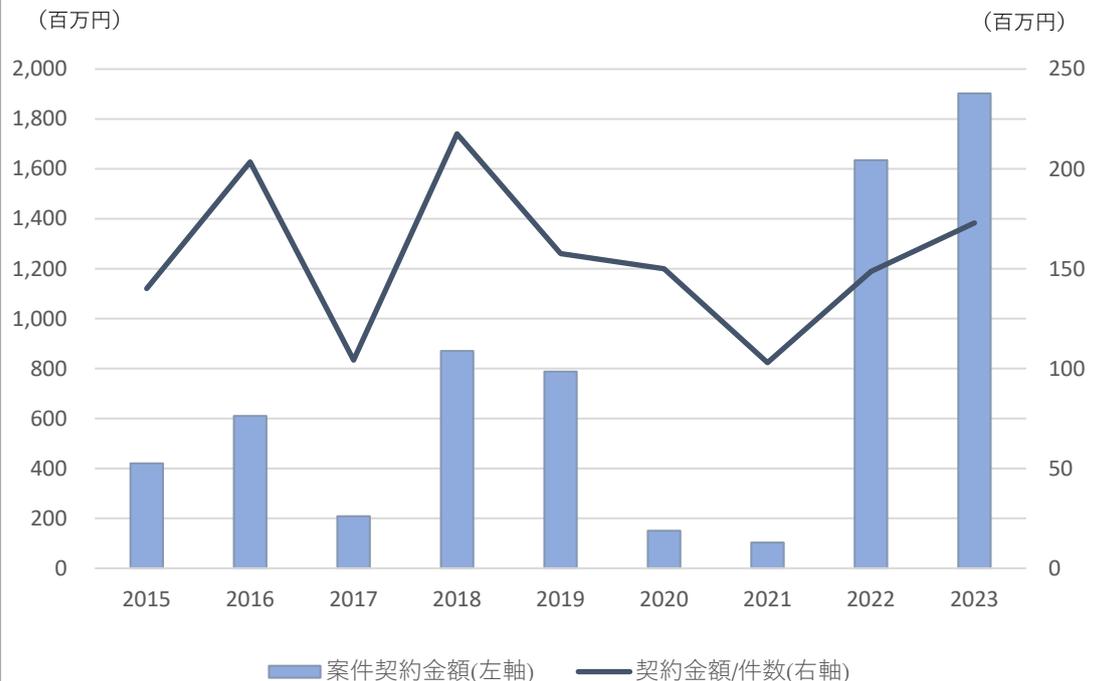
同社の最近の主なM&A案件

| 公開日 | 買い手 | 売り手/対象企業 | 概要(同社の役割) |
|----------|------------------------------------|---|---|
| 2023年10月 | ジャパン・インダストリアル・ソリューション(株)、三豊電子工業(株) | 日本ケミコン(株) | 日本ケミコンによるジャパン・インダストリアル・ソリューションズに対する種類株式及び三豊電子工業に対する普通株式の第三者割当増資に関するFA業務 日本ケミコンのアドバイザー |
| 2023年10月 | 三井物産(株) | PT.Pangan Lestari (インドネシア) | 三井物産によるインドネシアの食品卸事業会社PT.Pangan Lestari への出資に関するFA業務 PT.Pangan Lestari のアドバイザー |
| 2023年10月 | (株)Infinity brand capital | (株)アマナ | アマナによるInfinity brand capital に対する第三者割当増資に関するFA業務 アマナのアドバイザー |
| 2023年10月 | ヤマエグループホールディングス(株) | ティーキャピタルパートナーズ(株) コンフェックスホールディングス(株) | ティーキャピタルパートナーズによるコンフェックスホールディングス株式のヤマエグループホールディングスへの譲渡に関するFA業務 ティーキャピタルパートナーズのアドバイザー |
| 2023年10月 | TOPPAN エッジ(株) | (株)電算 | TOPPANエッジによる電算との資本提携に関するFA業務 TOPPANエッジのアドバイザー |
| 2023年11月 | 双日(株) | DaiTanViet Joint Stock Company (ベトナム) | 双日によるDaiTanVietの買収に関するFA業務 双日のアドバイザー |
| 2023年12月 | インフロニア・ホールディングス(株) | Bain Capital Private Equity LP/JWD ホールディングス3(株) | インフロニア・ホールディングスによるベインキャピタル傘下のJWDホールディングス3の株式取得を通じた日本風力開発株式会社の買収に関するFA業務 インフロニア・ホールディングスのアドバイザー |
| 2024年2月 | ミネバアミツミ(株) | (株)ツバキ・ナカシマ | ミネバアミツミによるツバキ・ナカシマのボールねじ及びボールウェイ事業を承継する新設会社の買収に関するFA業務 ミネバアミツミのアドバイザー |

出所：同社WEB資料よりSIR作成

前頁の表で示したように上場企業に関連した案件が増加し、大型化していることが注目される。東証が進めている、「市場区分の見直しのフォローアップ」と、「資本コストや株価を意識した経営の実現に向けた対応」、が間接的に同社の事業環境を支えている可能性がある。

1億円以上のM&A案件の契約金額と平均単価の推移



出所：同社資料より SIR作成

企業倒産件数は、引き続き増加基調にあり（4頁の図参照）、再生支援事業は少なくとも高水準を継続すると考えられるが、どの程度のアップサイドがあるか、他の部門への事業の波及効果に注目したい。

② 投資事業セグメントの貢献

2023/12期の決算説明資料で、出資に関わる契約を締結した2件が説明されている。2023年12月に出資実行済みの株式会社ZOO LABOと、2024年3月に出資予定の、三立土建株式会社である。株式会社ZOO LABOには、複数名の役員を派遣した模様である。

同社の投資事業は、2種類が想定されている。2023/12期のように、出資によるケース。もう一つは、投資後に同社の連結対象となり比較的長い時間をかける案件である。

2024/12期の会社予想には、4Qから1社、新しい契約が成立し、連結対象となることが前提になっていると説明された。売上高で12億円が4Qの予想に入っている。

中期経営計画の数値目標には、この2024/12期計画に入っている案件しか反映されていないが、契約が更に増加すれば、中期計画の利益目標に上乗せされることになる。

③ 積極的な人材採用と、人材育成がどの程度、利益に貢献するか

これまで積極的に人材を採用してきた同社は、中期経営計画の3年間でも2023/12期末時点で369人の従業員を2026/12期末に620人まで拡大する計画である（FCI出資により連結対象となる予定の企業の人材は含まない）。

同社がこれまで積極的に説明してきた人材の採用は、どちらかというも既に実績のある人材のヘッドハントによる採用が多かった。もともと、創業時から、取締役社長の大西正一郎氏と、今回、決算と同時に退任が発表された前共同社長の松岡真宏氏の産業再生機構時の実績や経験、人脈が同社事業の基盤となってきた経緯もある。ただし、採用してきた人材がもちろん、全て大きな実績を持っていたわけではあるまい。

2023/12期の決算説明会で、松岡氏の退任の影響を問われて同社は、その影響をカバーすることは可能であり、また仮に大西氏が退任してもその影響をカバーできるまでに社内の人材育成は進んだと説明した。株式市場は、今後、この人材育成の成果を確認していくことになるだろう。

ディスクレーマー／免責事項

本レポートは対象企業についての情報を提供することを目的としており投資の勧誘や推奨を意図したものではありません。本レポートに掲載されたデータ・情報は弊社が信頼できると判断したのですが、その信憑性、正確性等について一切保証するものではありません。

本レポートは当該企業からの委託に基づきSESSAパートナーズが作成し、対価として報酬を得ています。SESSAパートナーズの役員・従業員は当該企業の発行する有価証券について売買等の取引を行っているか、または将来行う可能性があります。そのため当レポートに記載された予想や分析は客観性を伴わないことがあります。本レポートの使用に基づいた商取引からの損失についてSESSAパートナーズは一切の責任を負いません。当レポートの著作権はSESSAパートナーズに帰属します。当レポートを修正・加工したり複製物の配布・転送は著作権の侵害に該当し固く禁じられています。



SESSAパートナーズ株式会社

東京都港区麻布十番2-8-14 i-o Azabu 5a
info@sesspartners.co.jp