



東大金融研究会

株式会社ベイカレント・コンサルティング **(6532)**



今回のポイント

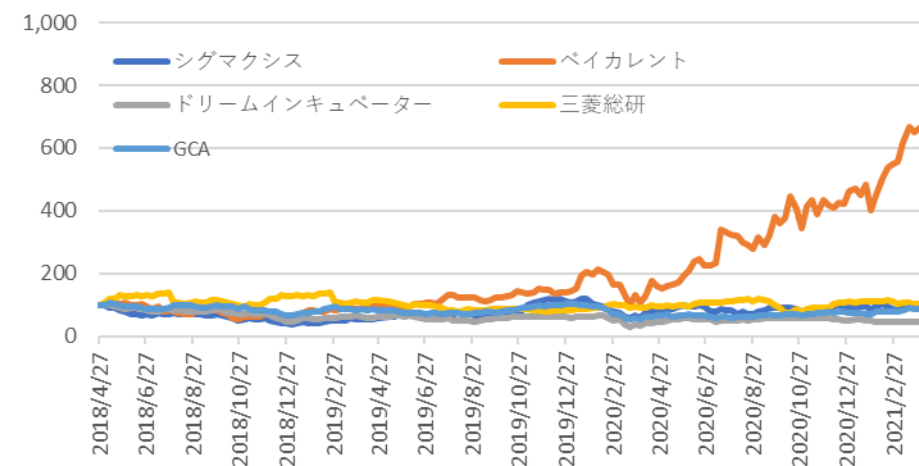
- 1 ; デジタル・トランスフォーメーション（DX）化の波の好影響もあり業績は非常に堅調。利益率も改善しており、ここにきて利益は大幅に伸長。
- 2 ; 高水準のEBITDAを生み出すのに、フリーキャッシュフローも黒字となっており、ビジネスの健全性は非常に高い。
- 3 ; 株価は昨年来大幅に上昇したこともあり、バリュエーションは割高。
- 4 ; 経営陣は若く、社外取締役の採用も進んでいるものの、女性役員がゼロでダイバーシティの観点からは課題は残る。

過去の株価推移

過去の株価推移



対競合株価





東大金融研究会

(株) ベイカレント・コンサルティング

株価；29.540円（2021/4/28終値）

時価総額；4590.8億円

EV；4497.6億円

Valuation

FY22 EBITDA；170.0億円

FY22 EV/EBITDA；26.5x

Net Cash；93.2億円

FY22EPS；740.0円

FY21 PER；39.9x

PBR；15.1x

事業概要

2014年4月に旧ベイカレント・コンサルティングをバイアウト（MBO）するために、バイロン・ホールディングスの商号で設立。同年6月に旧ベイカレントの全ての株式を取得して完全子会社化し、10月に商号をベイカレントに変更して現在に至る。

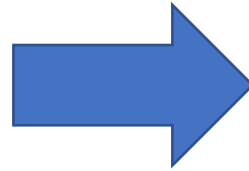
2016年9月に東証マザーズに上場し、2018年12月に東証1部に市場変更。

当社は、企業の経営・業務・ITに関する知見を有するコンサルタントを擁し、あらゆる業界の企業経営者を支援するための戦略立案からビジネスプロセス改革、そして実行までの一連のサービスをワンストップで提供している独立系の総合コンサルティングファーム。

クライアントの経営課題を確実に解決できるまで実行し、伴走していく”ハンズオン”型でサービスを提供している。

事業計画の考え方、見せ方

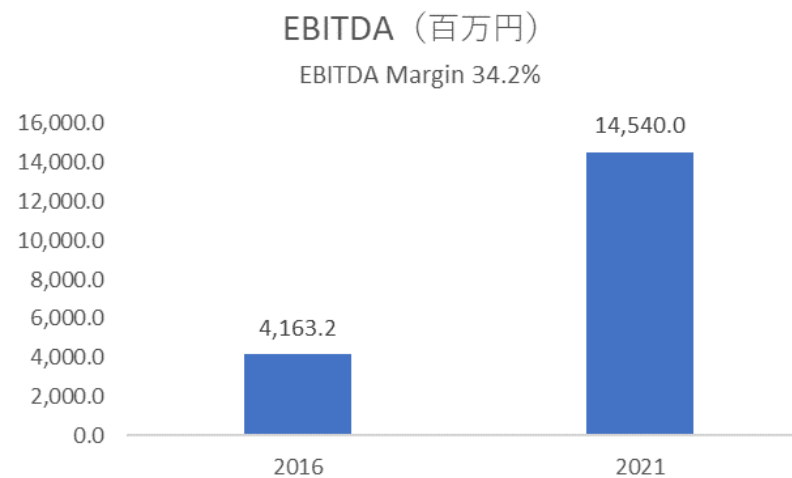
- 手元キャッシュの使途
- コスト内訳の開示
- DX関連の売上などの開示は可能か？
- コンサルタント数などの開示



- ビジネスモデル上、キャッシュは積み上がるビジネス。バランスシート上のキャッシュをどう使うかについての説明が必要。
- 有価証券報告書にあるコスト内訳では不十分。
- 株価が割高なこともあり、これをサポートする材料が欲しい。今後数年間は高い成長率が見込めるDX絡みの売上などが開示されるとバリュエーションを工程でいる可能性も。
- コンサルタント数、プロジェクト数などのKPIの開示は可能か？

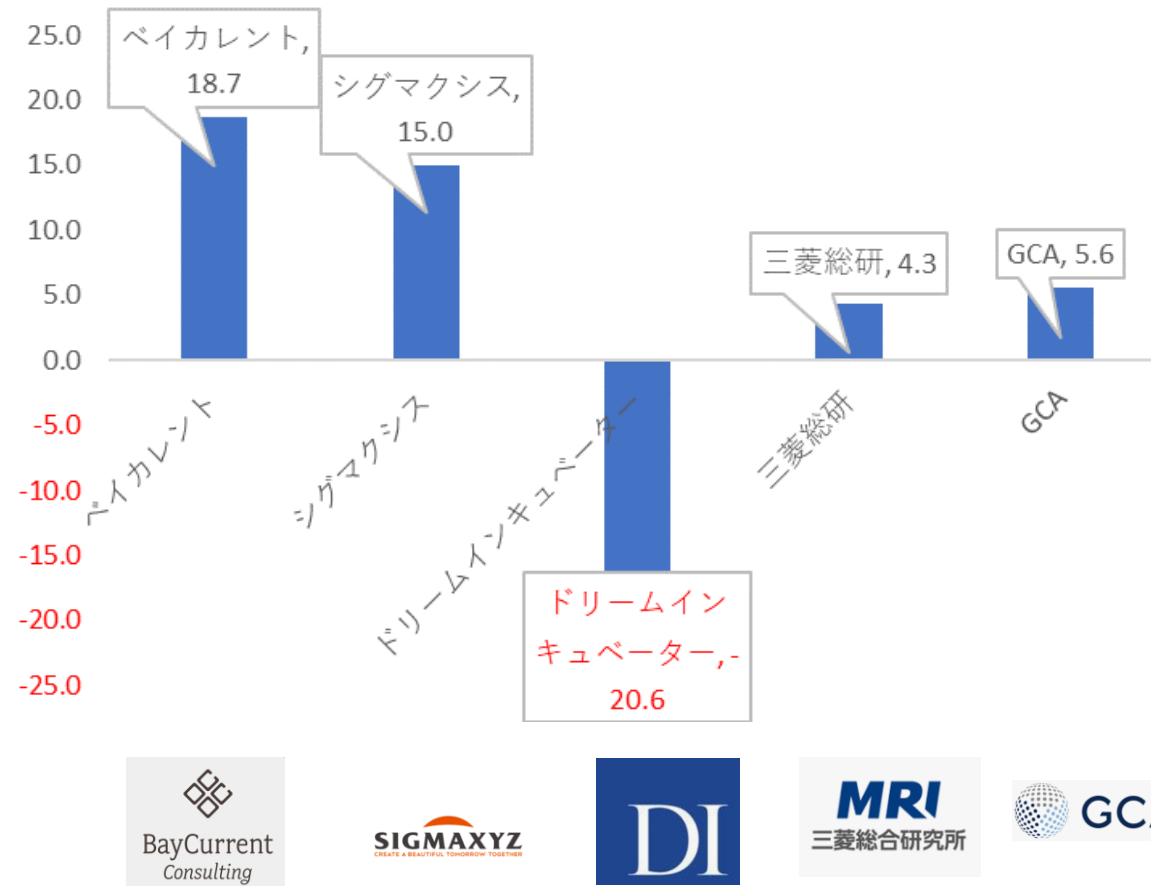
これまでは非常に堅調な業績推移を遂げてきた

独立系の総合コンサルティング・ファームとして、これまで非常に力強い成長を遂げてきた。利益率も非常に高く、過去5年の平均成長率は売上、EBITDAそれぞれ34%、50%。EBITDAマージンは足元で34%程度。デジタル・トランスフォーメーションの流れもあり、業績は非常に好調。



バリュエーションは割高か

FY21 EV/EBITDAの競合比較



DX化の波のあり、コンサルティング会社全体でバリュエーションは近年になく切りあがった。業界全体で割高感が強い。

特に、当社は昨年来の好パフォーマンスもあり、株価は割高。

経営面での死角は見当たらない

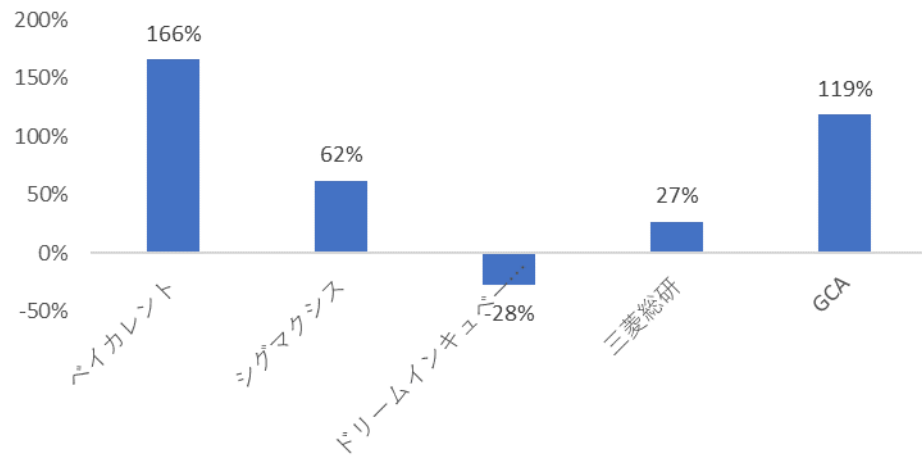
トップラインの成長も高水準で利益率は高く、業績面での懸念は低い。資本コストに対するリターンも非常に高い。

	ベিকাレント		同業他社 シグマックス		同業他社		評価
	前期(21/2)	今期計画	前期(21/3)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	47.2%		38.0%		45.7%		高い
営業利益率	31.6%	31.4%	12.5%	15.6%	0.1%	-1.2%	高い
EBITDAマージン	33.9%		14.1%		1.5%		高い
当期純利益率	23.4%	22.5%	8.6%	9.4%	-0.9%	-1.7%	高い
収益性							
ROIC	30.6%	32.5%	17.4%	19.6%	-1.5%	-3.3%	高い
WACC	7.2%	7.2%	5.0%	5.1%	5.8%	5.5%	高い
ROE	38.9%	33.5%	23.0%	26.1%	-1.8%	-4.2%	高い
CAPM	8.7%	8.7%	6.7%	6.7%	6.9%	6.9%	高い
財務安定性							
D/Eレシオ	0.53		0.88		0.94		低い
株主資本比率	65.3%		53.1%		43.1%		高い
自己資本比率	65.3%		53.1%		40.2%		高い
当座比率	153.0%		162.9%		41.2%		平均的
流動比率	213.7%		247.5%		134.8%		平均的
PBR	15.1		7.3		0.9		高い
投資有価証券比率	0.0%		9.6%		22.6%		低い
10%変動/OP	0.0%		#DIV/0!				

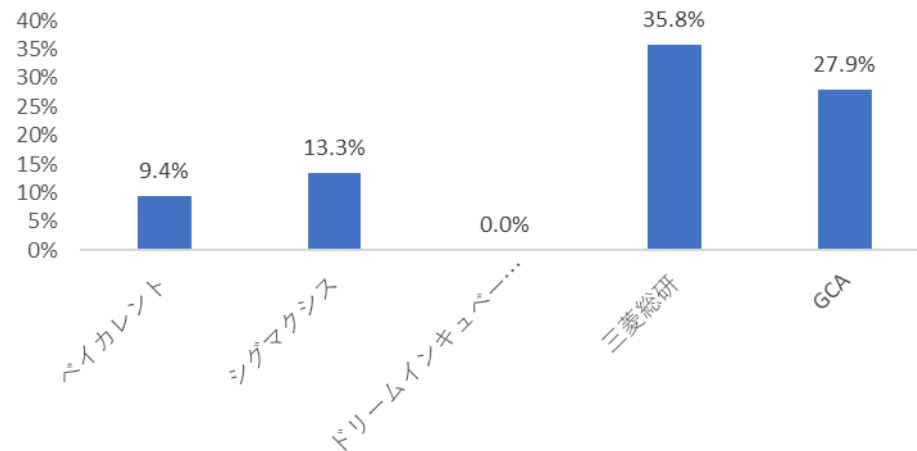
フリーキャッシュフローは潤沢に創出

コンサルティングのビジネス特性上のキャッシュフロー創出力は高い。当社は、同業の中でのトップクラス。

過去の売上比



時価総額比



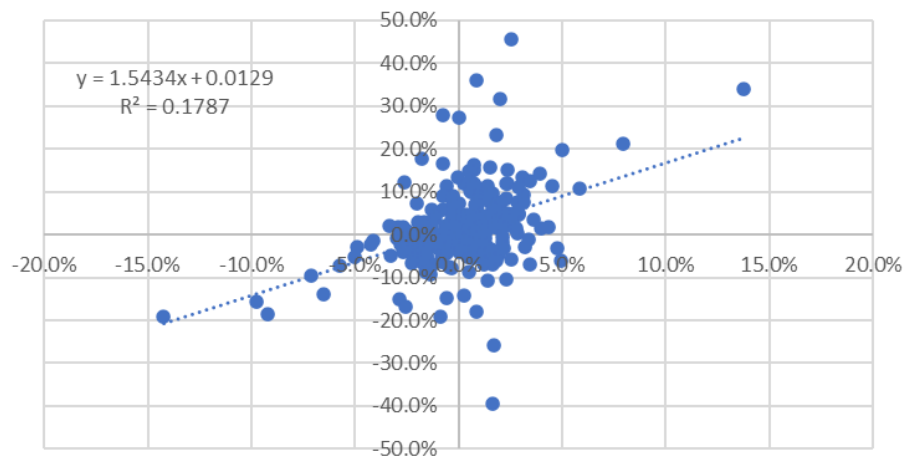


東大金融研究会

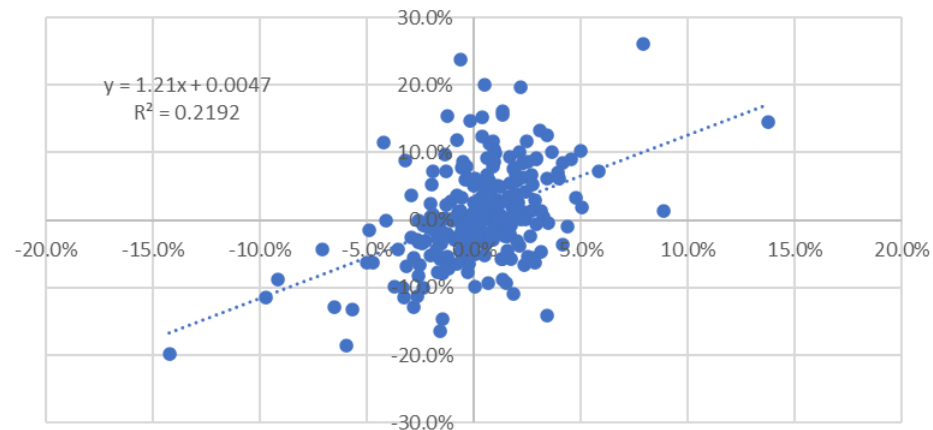
現在の株式βは平均的

当社の株式βは同業他社と比較して平均的。

ベйкаレントvsTopix



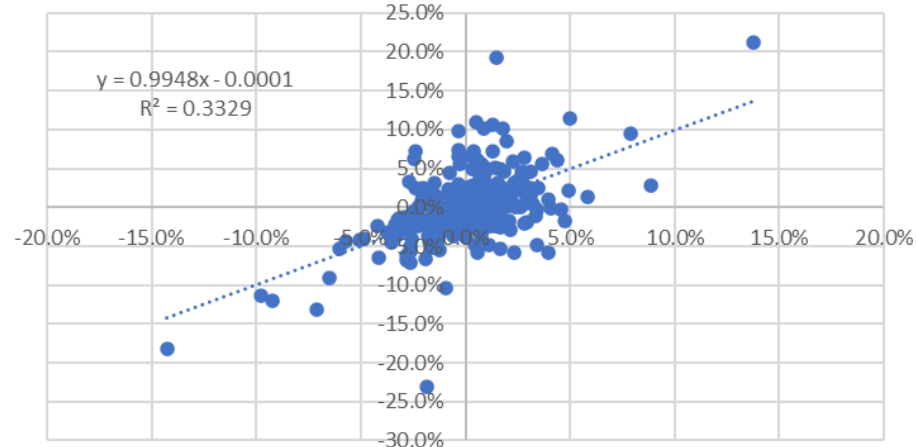
シグマクス対Topix



ドリームインキュベーター対Topix



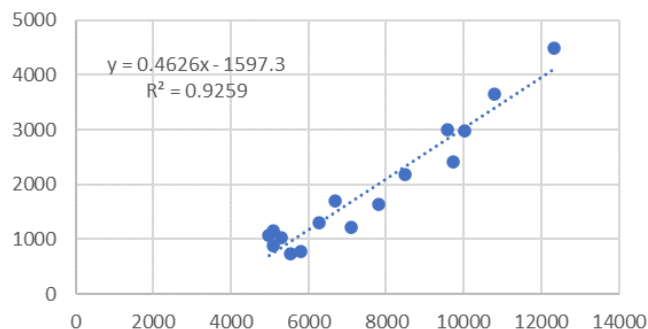
三菱総研対Topix



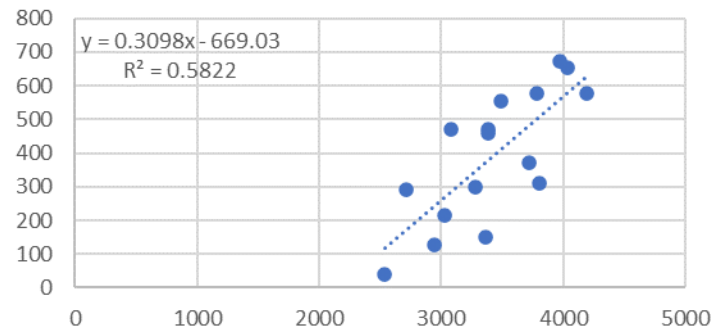
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。

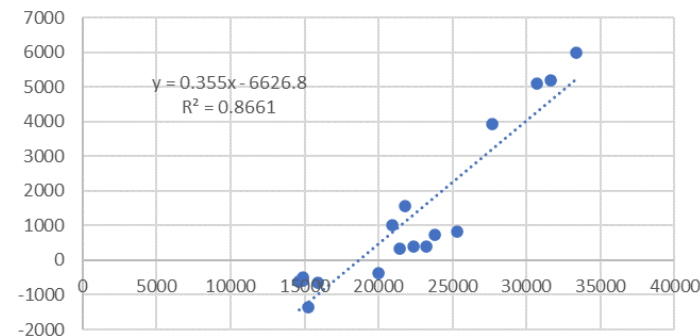
ベйкаレント



シグマクス

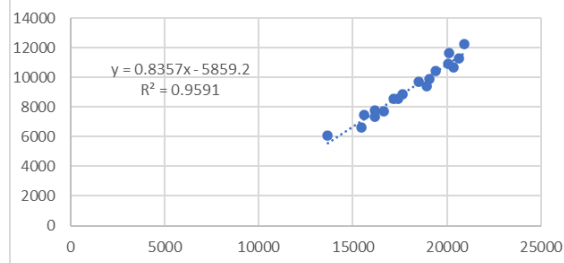


三菱総研

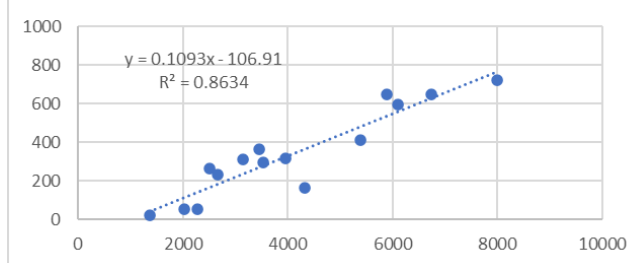


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

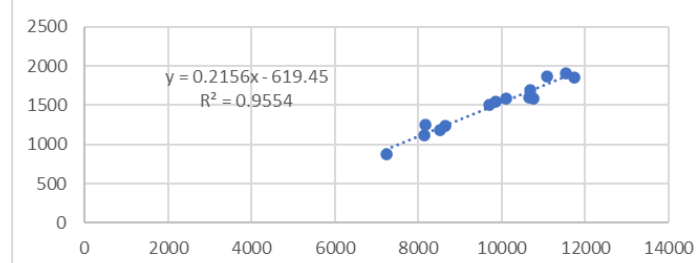
OBIC



Shift



Fullcast



ROEは高水準で申し分ない

ROEは時系列で非常に高く安定感がある。デュポン分解からは当社の利益率が高ROEの源泉となっている。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	12.2%	8.2%	10.9%	11.3%	18.7%	24.7%
ROE	28.3%	17.4%	20.4%	19.7%	31.1%	38.9%
売上高純利益率	9.8%	12.2%	14.0%	12.8%	17.9%	23.4%
回転率	1.25	0.67	0.78	0.88	1.04	1.06
レバレッジ	2.31	2.11	1.88	1.75	1.66	1.58

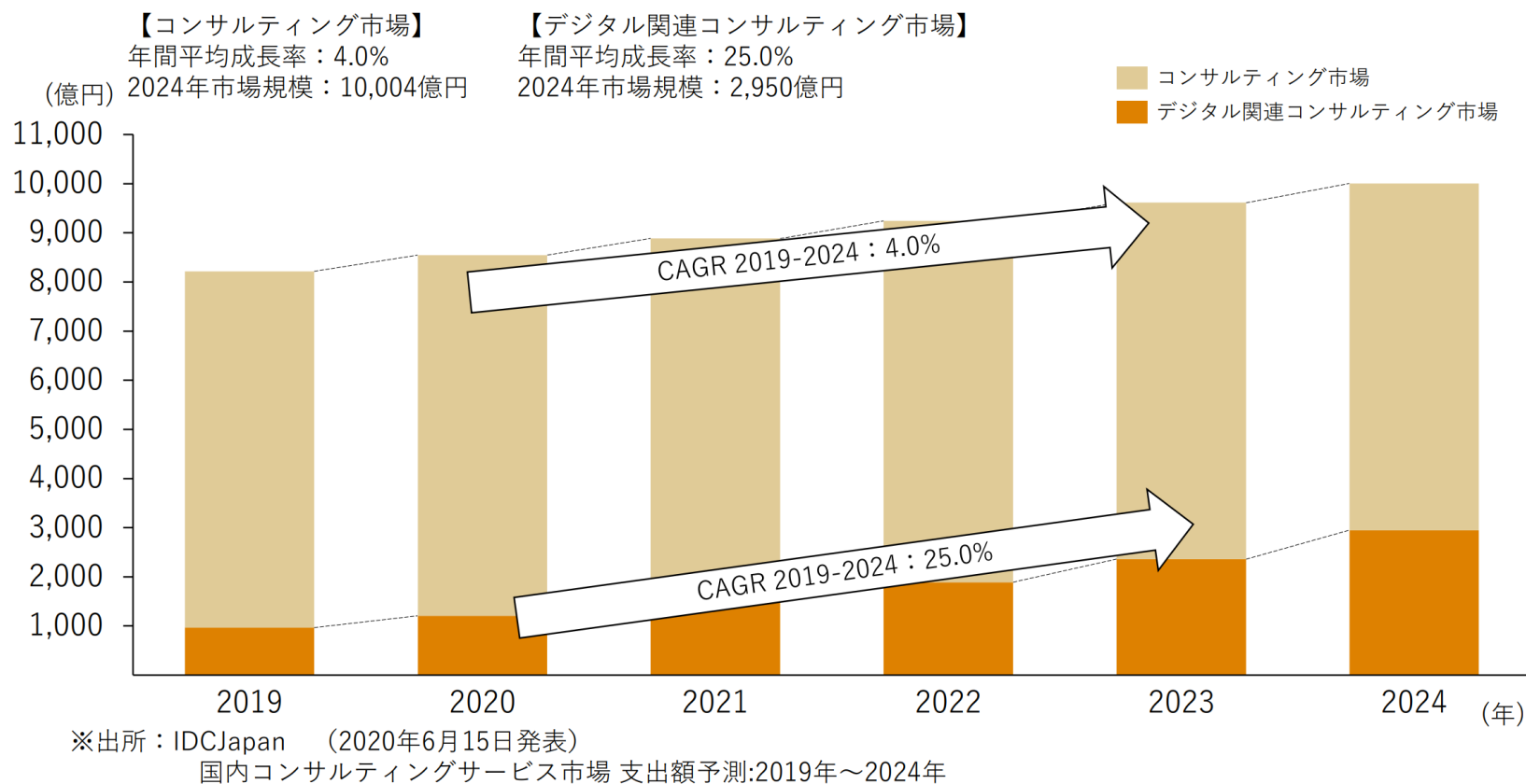
シグマクシスのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	NA	6.9%	10.4%	11.5%	14.3%	12.1%	29.2%
ROE	NA	8.9%	13.8%	16.1%	21.5%	23.0%	26.1%
売上高純利益率	-3.9%	3.6%	4.9%	5.5%	6.8%	8.8%	8.6%
回転率	NA	1.93	2.12	2.09	2.10	1.92	1.41
レバレッジ	NA	1.29	1.32	1.41	1.50	1.74	1.90

(東大金融研究会作成)

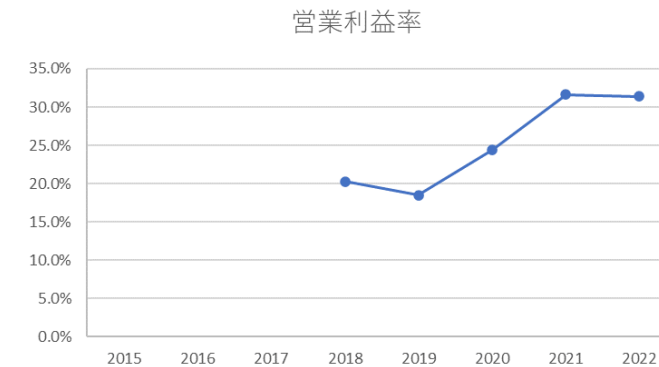
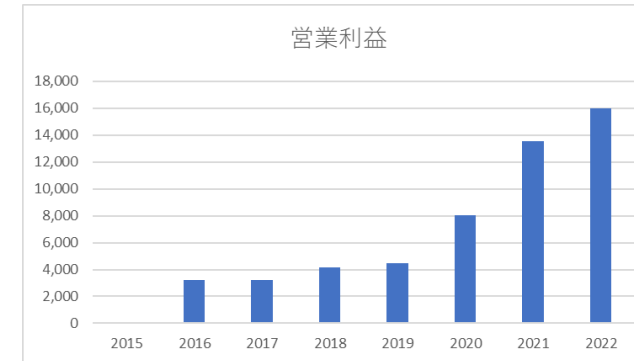
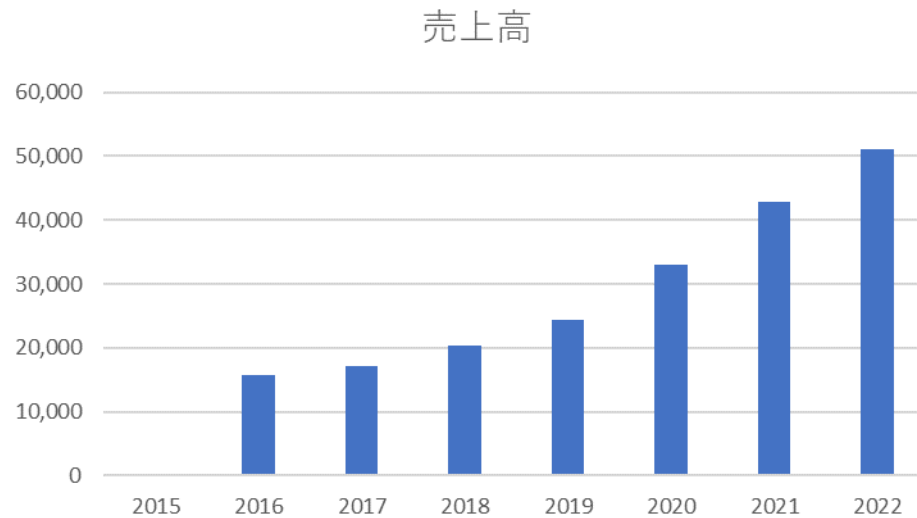
外部環境は有望

コンサルティング市場全体の伸びをはるかに凌駕するデジタル関連コンサルティングの伸び。この成長をいかに刈り取るかが、コンサルティング会社の非常に重要な経営課題。



売上高、利益は順調に成長

コロナの影響をとろともせず売上は好調。利益率の改善を伴った為に、営業利益は大幅に上昇した。

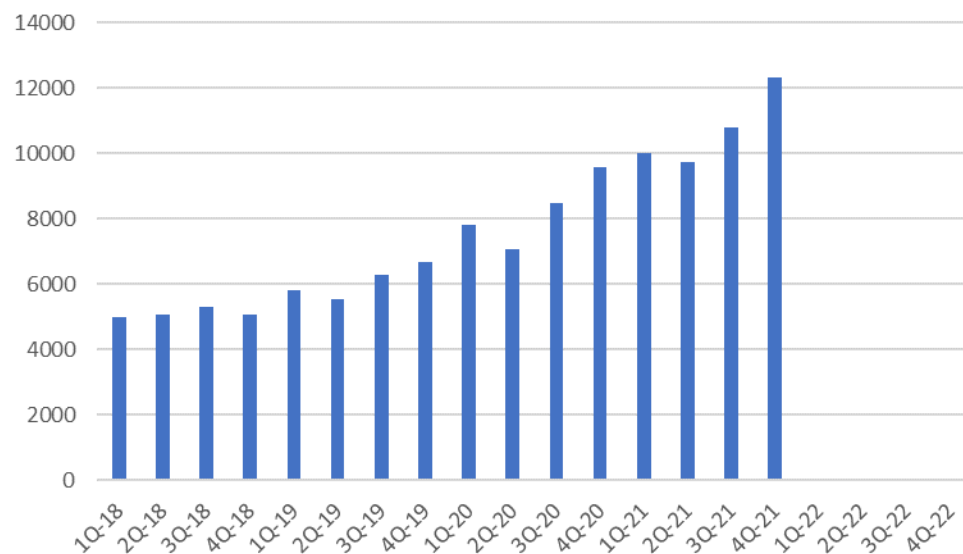


(会社資料より作成)

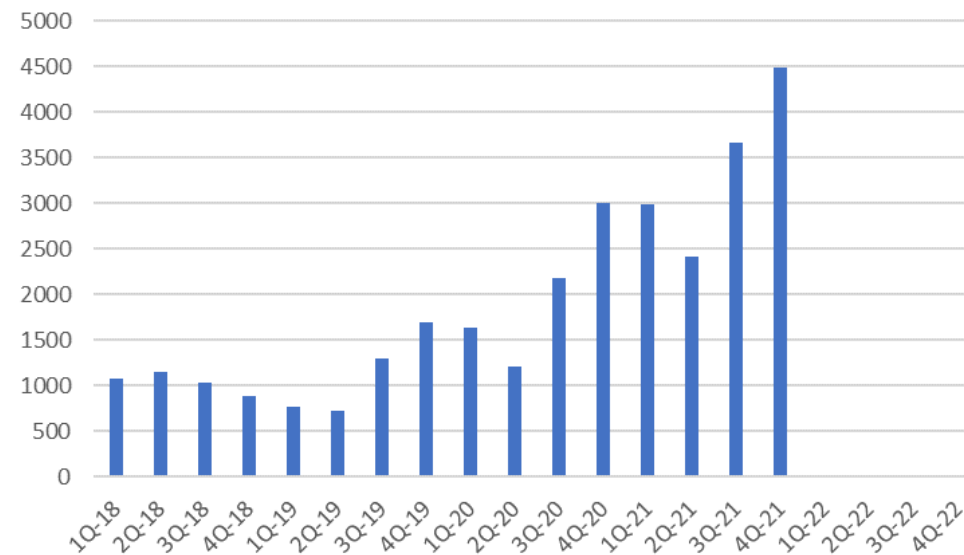
四半期売上は順調に推移

19年度以降、利益は飛躍的に伸び始めた。

四半期別売上高



四半期別営業利益



これまでの業績推移

大きなフリーキャッシュフローの黒字を伴いながら高水準の利益を創出。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Net Debt	0	8,812	7,393	5,706	4,734	-962	-9,318	-9,318
発行済み株式数（百万株）	15	15	16	16	16	16	16	16
株価		838	3,255	2,305	5,580	18,090		29,540
時価総額	0	0	12,964	50,586	35,822	86,719	281,137	459,081
EV	0	8,812	20,357	56,292	40,556	85,757	271,819	449,763
EBITDA	0	4,163	4,388	5,324	5,670	9,224	14,540	17,418
EBITDA margin	#DIV/0!	26.3%	25.5%	26.0%	23.3%	28.0%	33.9%	34.2%
EV/EBITDA(pre-tax based)	2.1	4.6	10.6	7.2	9.3	18.7	25.8	
EBITDA	0	4,376	4,388	5,324	5,670	9,224	14,540	16,989
EV/EBITDA(OP based)	2.0	4.6	10.6	7.2	9.3	18.7	26.5	
EPS	#DIV/0!	100.4	135.5	184.4	199.7	380.4	644.4	740.0
PER	#DIV/0!	0.0	6.2	17.7	11.5	14.7	28.1	39.9
流動資産		4,445	4,943	5,933	6,874	13,337	22,764	
現金		2,209	2,478	3,136	2,985	8,028	16,295	16,295
受取手形								
売掛金		2,156	2,206	2,397	3,505	4,901	5,801	
棚卸資産								
投資有価証券								
流動負債		4,512	3,845	4,441	4,825	7,984	10,653	
買掛金								
短期借入金		1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050	1,050
1年以内返済長期借入		131	205	204	173	308	733	733
長期借入		9,841	8,616	7,588	6,496	5,708	5,194	5,194
株主資本		10,973	13,182	14,906	16,582	21,448	30,018	38,565
その他包括利益		0	0	0	0	0	0	0
自己資本	0	10,973	13,182	14,906	16,582	21,448	30,018	38,565
純資産		10,973	13,182	14,906	16,582	21,448	30,018	
総資産		25,381	25,699	27,025	28,003	35,241	46,003	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高		15,834	17,188	20,438	24,294	32,978	42,873	51,000
粗利売上	#VALUE!	#DIV/0!	8.6%	18.9%	18.9%	35.7%	30.0%	
売上総利益		6,438	6,876	8,795	10,126	14,307	20,225	
	#DIV/0!	40.7%	40.0%	43.0%	41.7%	43.4%		
営業利益		3,215	3,222	4,150	4,489	8,038	13,551	16,000
	#DIV/0!	20.3%	18.7%	20.3%	18.5%	24.4%	31.6%	
支払利息		421	124	97	103	62	74	
特別利益								
特別損失								
税前当期利益		2,582	3,098	4,053	4,386	7,976	13,477	16,429
親会社に帰属する利益		1,551	2,097	2,866	3,103	5,912	10,014	11,500
							有報でチェック（のれんが）	
減価償却費		217	223	231	238	243	989	989
のれん償却		943	943	943	943	943		0
金利		7.6%	1.2%	1.0%	1.2%	0.8%	1.1%	0.0%
営業CF		2,372	1,471	3,230	2,509	7,976	12,135	
投資CF		-60	-50	-372	-117	-107	-364	
FCF	0	2,312	1,420	2,858	2,392	7,869	11,771	0
従業員数		1,096	1,194	1,358	1,531	1,839		
			8.9%	13.7%	12.7%	20.1%	-100.0%	
1名当たり売上		14	14	15	16	18	#DIV/0!	

コストの内訳の開示は可能か

有価証券報告書にはコスト内訳では不十分。

6532ペイカレント	2019	2020	2021
売上	24,294	32,978	42,873
売上原価	14,168	18,671	22,648
経費	1,033	1,200	
労務費	13,014	17,154	
外注費			
粗利益	10,126	14,307	20,225
	41.7%	43.4%	47.2%
販管費	5,637	6,269	6,674
広告宣伝費			
人件費	2,865	3,120	0
役員報酬	1,816	1,745	
給与手当			
福利厚生	1,049	1,375	
租税公課			
退職給付費用			
賞与引当			
業務委託費			
交際費	189	191	
減価償却費	943	943	
のれん			
研究開発費			
営業利益	4,489	8,038	13,551
	18.5%	24.4%	31.6%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	58	57	53
原材料費	4	4	0
労務費	54	52	0
減価償却費	0	0	0
粗利益	42	43	47
販管費	23	19	16
広告宣伝費	0	0	0
人件費	12	9	0
役員報酬	7	5	0
給与手当	0	0	0
福利厚生	4	4	0
租税公課	0	0	0
退職給付費用			
賞与引当	0	0	0
業務委託費	0	0	0
交際費	1	1	0
減価償却費	4	3	0
のれん	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	18	24	32

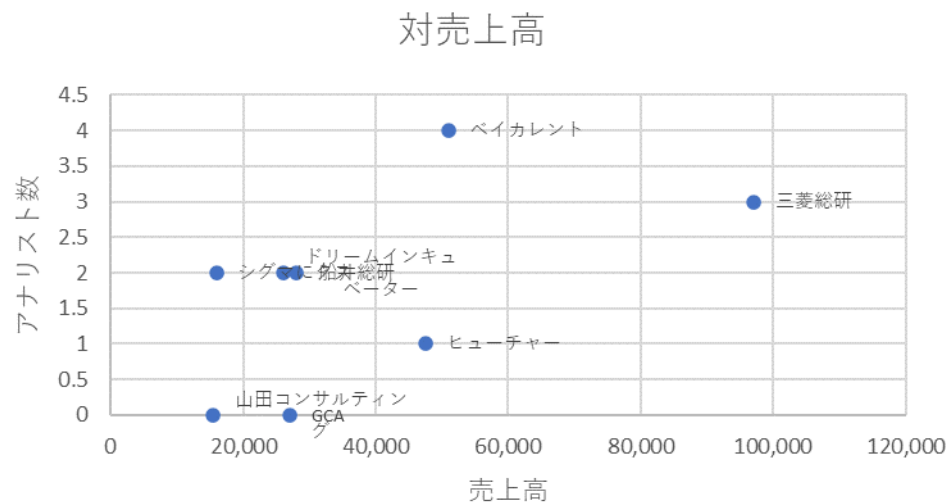


東大金融研究会

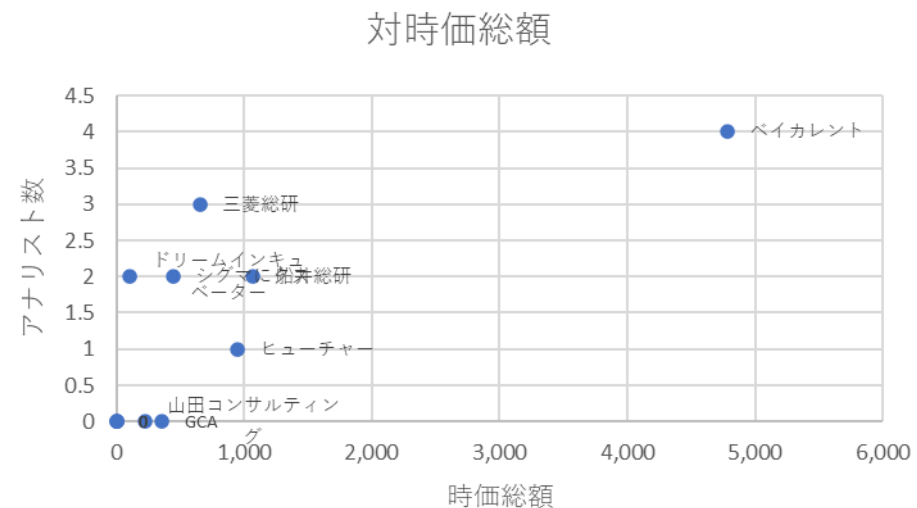
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

これ以上のセルサイド・アナリスト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)



ガバナンスの独立性は確保している

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44％。ただし、女性役員はおらずダイバーシティの観点からは課題は残る。一方で、取締役の平均年齢は47.1歳と若い。

役職名		氏名		
代表取締役	社長	阿部義之	55	男性
取締役		池平謙太郎	44	男性
取締役		中村公亮	39	男性
取締役		関口論	43	男性
取締役		小路敏宗	37	男性
取締役		佐藤真太郎	47	男性
常勤監査役		奥山芳貴	71	男性
監査役		糟谷祐一郎	41	男性
監査役		藤本哲也	35	男性

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
6088	シグマにクス	99.9%
6532	ベイカレント	88.0%
4310	ドリームインキュベーター	96.7%
3636	三菱総研	95.8%
2174	GCA	88.3%

株式売買高は魅力的

株式売買高は同業他社と比較して非常に高い。

コンサルティング	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
6532 jt equity ベイカレント	1.4%	6,472	219,104	15,541,140
6088 jt equity シグマクシス	0.6%	261	124,519	21,104,300
4310 jt equity ドリームインキュベーター	0.3%	26	26,116	10,421,600
3636 jt equity 三菱総研	0.2%	98	25,067	16,424,080
2174 jt equity GCA	0.5%	182	225,197	44,713,900
4792 jt equity 山田コンサルティング	0.3%	67	58,798	19,896,000
4722 jt equity ヒューチャー	0.2%	235	119,050	47,664,000
9757 jt equity 船井総研	0.2%	174	87,663	52,500,000

（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

株価が大幅に上昇したこともあり、機関投資家の売り買いは交錯している。

		保有比率	保有額	株数
Capital Group	機関投資家	12.9%	59,041,598,000	1,998,700
江口新	個人	10.0%	45,955,791,560	1,555,714
ラザード	機関投資家	6.3%	29,126,440,000	986,000 ↑
年金積立金管理運用	機関投資家	5.9%	27,117,720,000	918,000
FMR	機関投資家	4.2%	19,067,331,500	645,475 ↓
野村ホールディングス	機関投資家	3.9%	17,830,344,000	603,600
みずほフィナンシャル	機関投資家	3.8%	17,464,048,000	591,200 ↓
JPモルガンチェース	機関投資家	3.7%	16,867,340,000	571,000 ↓
ステート・ストリート	機関投資家	3.4%	15,576,589,700	527,305 ↑
Bank of New York	機関投資家	3.3%	15,025,166,520	508,638 ↑
いちよしアセットマネジメント	機関投資家	3.0%	13,910,386,000	470,900
アメリプライズ・ファイナンシャル	機関投資家	2.6%	11,978,470,000	405,500
Oberweits Asset Management	機関投資家	2.5%	11,455,612,000	387,800 ↑
ノルウェー中央銀行	機関投資家	2.2%	10,129,266,000	342,900 ↑

(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。