



東大金融研究会

# 株式会社プロレド・パートナーズ (7034)



Prored Partners

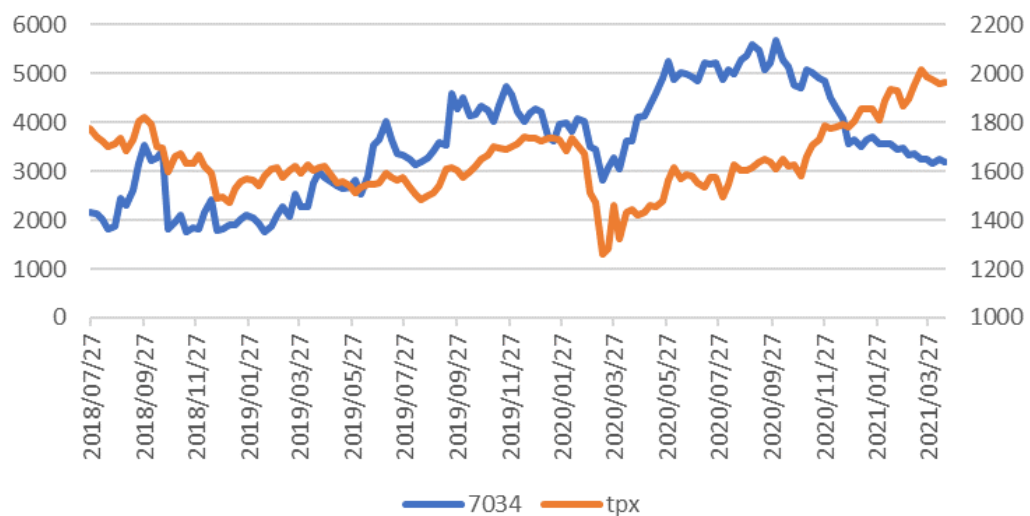
## 今回のポイント

---

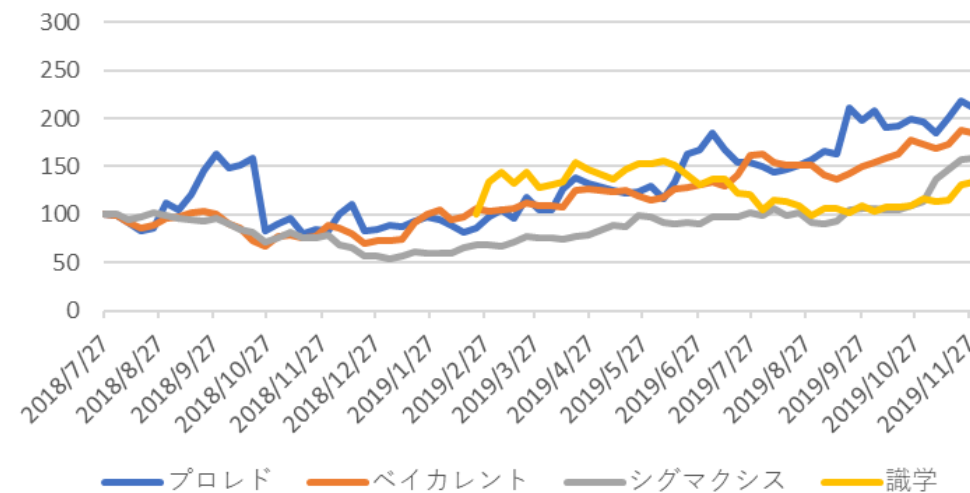
- 1 ; 成功報酬型のコンサルに対するニーズは高く業績は順調に推移している。利益水準も通常のコンサルティングの会社と比較すると非常に高水準。
- 2 ; バランスシートのキャッシュが溜まるビジネスモデルである為に、過剰資本になりやすい。コンサルタント数に売上が連動するというビジネスモデルである為に、同じようなビジネスモデルを展開するような会社を買収するというのも良い選択肢。因みに、コンサルタントの数は同業他社と比較しても非常に少ない。
- 3 ; コンサルティング会社全体でバリュエーションは高いが、その中では当社のバリュエーションは平均的ではある。
- 4 ; 経営者絡みの固定株主比率が高く、株式売買高はやや物足りない。
- 5 ; 経営陣のダイバーシティは進んでいない。

## 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) プロレド・パートナーズ

株価；3,050円 (2021/4/23終値)

時価総額；340.7億円

EV；288.7億円

### Valuation

FY21 EBITDA；12.9億円

FY21 EV/EBITDA；22.7x

Net Cash；52.0億円

FY21 EPS；80.1円

FY21 PER；38.1x

PBR；5.4x

## 事業概要

当社は戦略コンサルティングファームで提供されている主な経営コンサルティングをパッケージ化し、再生ファンドや大手・上場企業に成果報酬型のコンサルティング・サービスとして提供している、特に、成果算定に基づいて収益を収受するローコスト戦略などを主軸に成果と報酬が連動する経営コンサルティングを確立し、現在はマーケティングからコストマネジメントまで、財務に直結する成果を実現するコンサルティングを提供する。

### 1；コストマネジメント

主に間接材のコストマネジメントを提供しており、共同購入の仕組みの活用によるボリュームディスカウントや原価推計から導かれたターゲット気bb額の推定に基づく単価の削減、購買量の分析及び削減施策の立案、並びに効果検証に基づく量の削減を実現するコンサルティングを実施している。間接材は直接材以外のコスト全般を指し、多くが企業会計における勘定項目でいう”販管費”に区分される費目。

### 2；セールスマネジメント

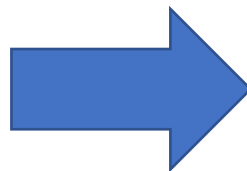
分析フェーズにおいて、商品・サービス・セグメント・法人営業の観点からビジネスデューデリジェンスを行い、短期間で売上高または利益率の改善が見込める領域を特定し、実行に向けた施策を立案。実行フェーズでは、施策の優先順位を付けた上で、クライアントの営業支援、モニタリングによる効果検証、施策の見直しを通じて成果の創出までをハンズオンで実現。

### 3；その他（株式会社知識経営研究所）

知恵域経営研究所のグループ参入により、官公庁/地方自治体を対象としたシンクタンク事業、環境/食品安全衛生領域のコンサルティングを行う。

## 事業計画の考え方、見せ方

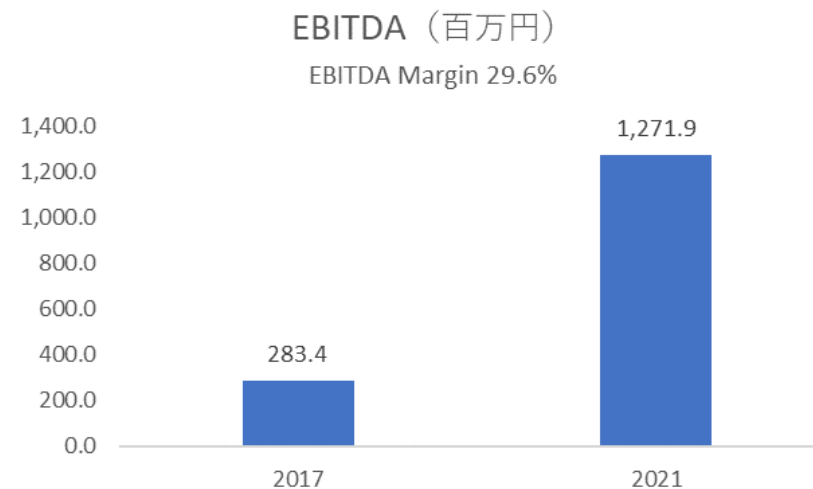
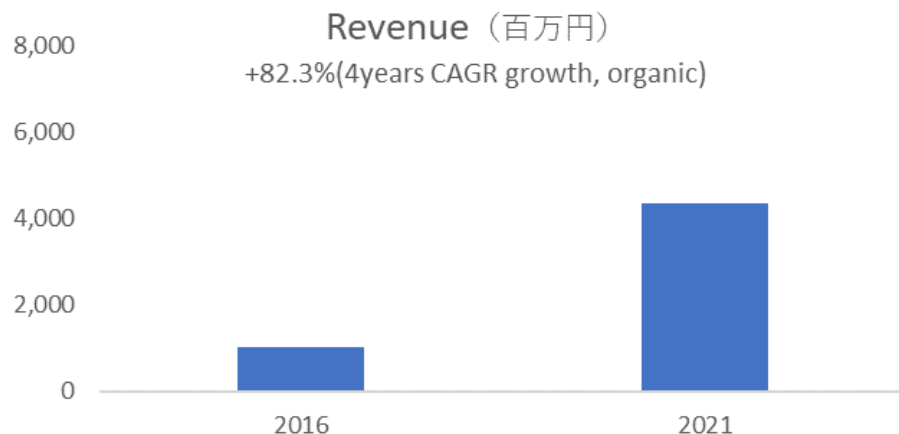
- 手元キャッシュの使途
- コスト内訳の開示
- 売上/利益の関係に対する補足的な表
- KPIの追加



- ビジネスモデル上、キャッシュは積み上がるビジネス。過剰資本になりROEが低下しやすいので、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。
- 有価証券報告書には年度ベースでのコスト内訳が記載されているが、これを四半期ベースで決算説明書に記載可能か？
- 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を確認でき参考ベースでも実力値の利益が計算できると読みやすくなる。
- コンサルタント数の他に、プロジェクト数（クライアント数）の開示は可能か？

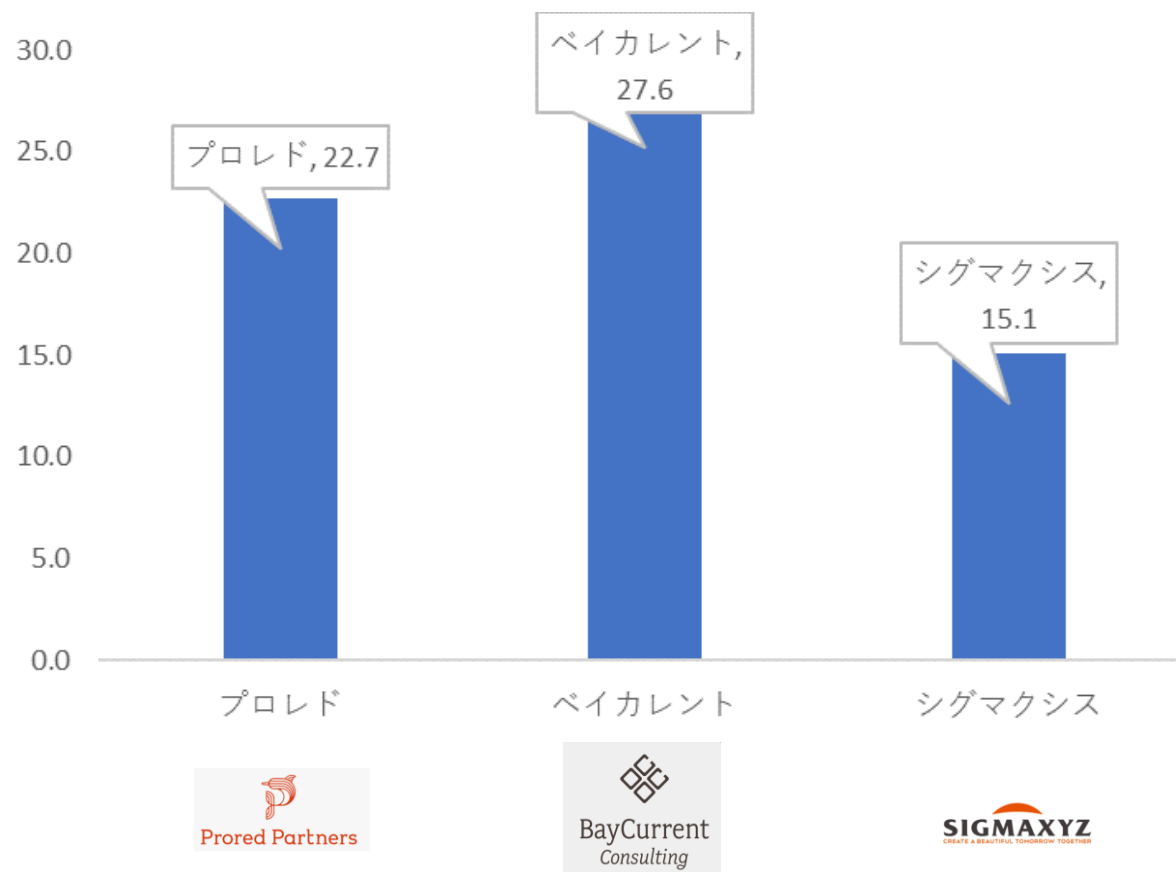
## これまでは非常に高成長を遂げてきた

従来のコンサルティング会社にあった人員数×人月の固定報酬ではなく、成果報酬型のコンサルティングを導入。中小企業などで、実際に利益に繋がった売上増加、コスト削減部分に対してののみコンサル料を払いたいというニーズをたくみに吸い取り、過去4年で売上、利益共に大幅に増加した。



# バリュエーションはやや割高か

## 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。

当社は独特な切り口での報酬体系を武器にしているが、それを加味しても現在のバリュエーションはやや割高と言わざるを得ないか。

# 収益性は非常に高い

成果報酬型を謳いながら、通常のコンサルティング会社より利益率は高い。それ故に、キャッシュが積みあがるモデルになる。手元資金の資金をどう使うかについて示唆があると良い。

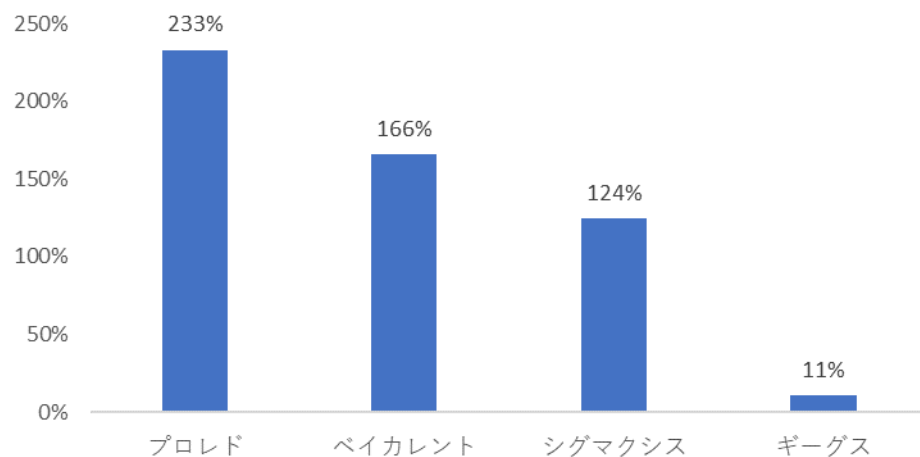
	プロレド		同業他社 ベイカレント		同業他社 シグマクシス		評価
	前期(20/3)	今期計画	前期(21/2)	今期計画	前期	今期計画	
<b>利益率</b>							
売上総利益率	71.7%		47.2%		47.8%		高い
営業利益率	37.2%	29.1%	31.6%	31.4%	15.9%	18.0%	高い
EBITDAマージン	37.4%		33.9%		17.4%		高い
当期純利益率	26.6%	20.6%	23.4%	22.5%	9.8%	10.5%	高い
<b>収益性</b>							
ROIC	16.0%	13.1%	30.6%	27.9%	14.9%	15.4%	平均的
WACC	5.8%	5.8%	7.2%	7.4%	7.6%	7.6%	低い
ROE	17.5%	13.3%	38.9%	33.5%	17.9%	18.7%	低い
CAPM	6.2%	6.2%	8.8%	8.8%	8.5%	8.5%	低い
<b>財務安定性</b>							
D/Eレシオ	0.20		0.53		0.64		低い
株主資本比率	83.3%		65.3%		62.3%		高い
自己資本比率	83.3%		65.3%		62.3%		高い
当座比率	652.2%		153.0%		181.0%		高い
流動比率	731.3%		213.7%		290.3%		高い
<b>PBR</b>	5.4		15.7		6.3		平均的
投資有価証券比率	3.5%		0.0%		5.1%		平均的
10%変動/OP	2.2%		#DIV/0!				



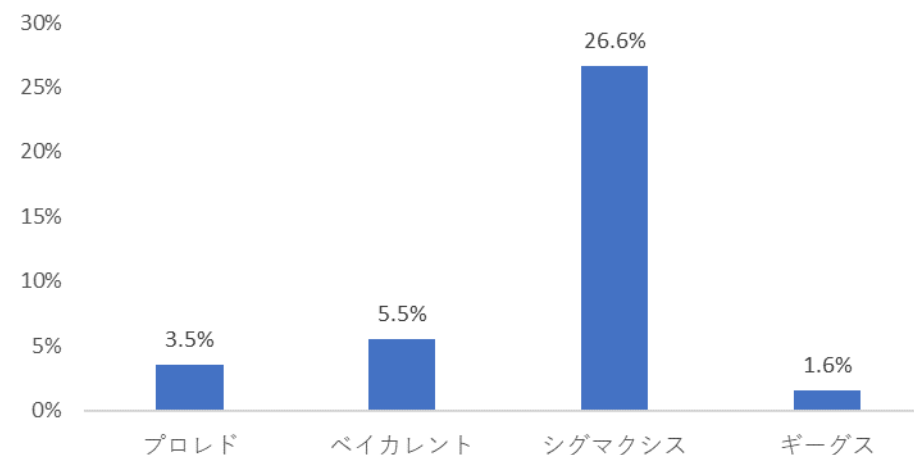
# フリーキャッシュフローは潤沢に創出

当社は競合と比較しても利益率が高くキャッシュ創出力が高いビジネスモデルを持つ。その為、キャッシュ調整後のPERで捉えるとやや割安にも見える。

過去の売上比



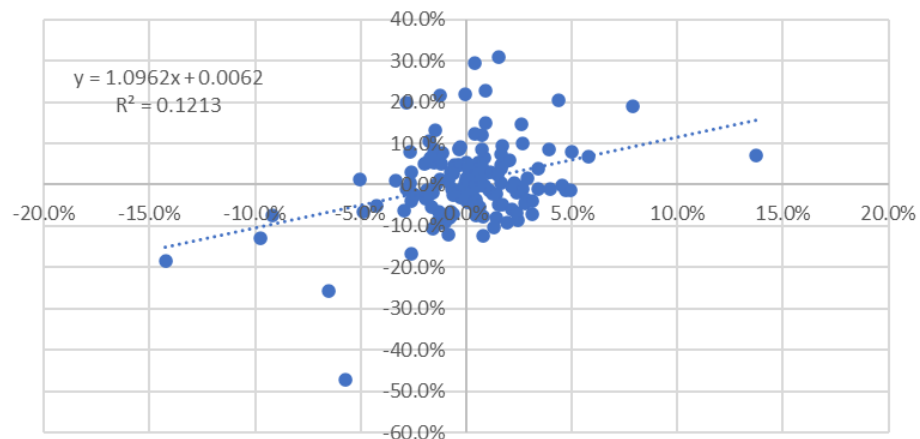
時価総額比



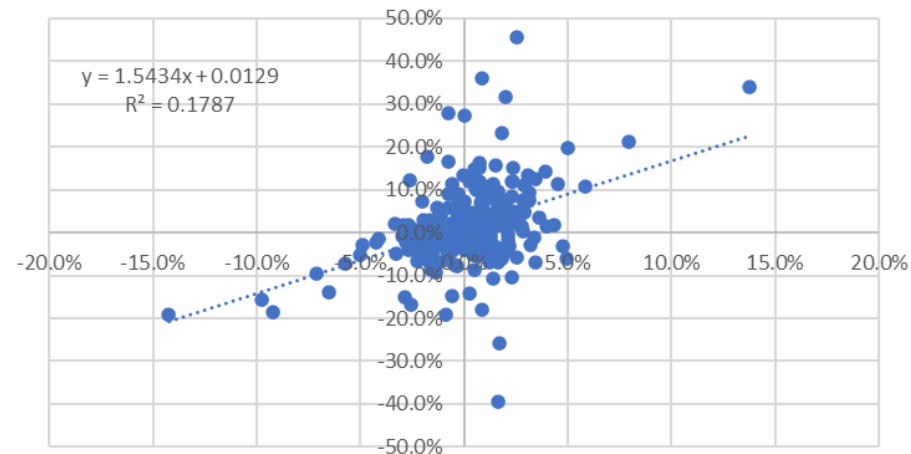
# 現在の株式 $\beta$ は相対的に低い

当社の株式 $\beta$ は同業他社と比較すると低い。利益率が高く事業リスクが相対的に低いことが反映されている。

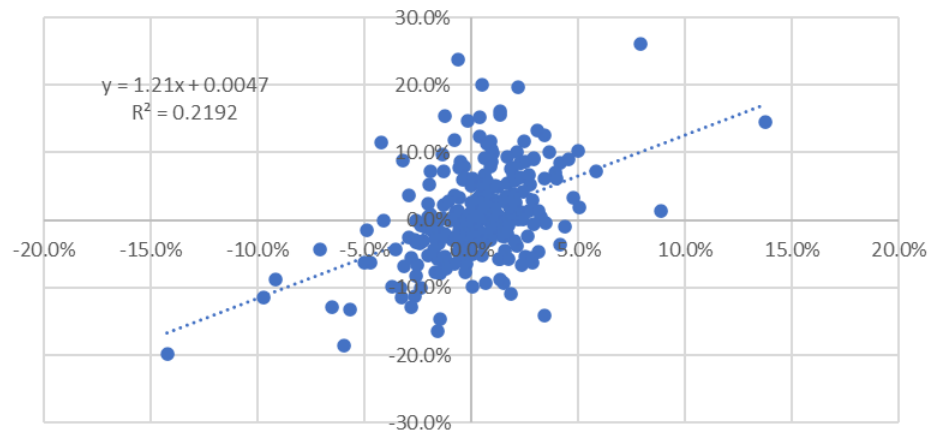
プロレド対Topix



ベイカレントvsTopix



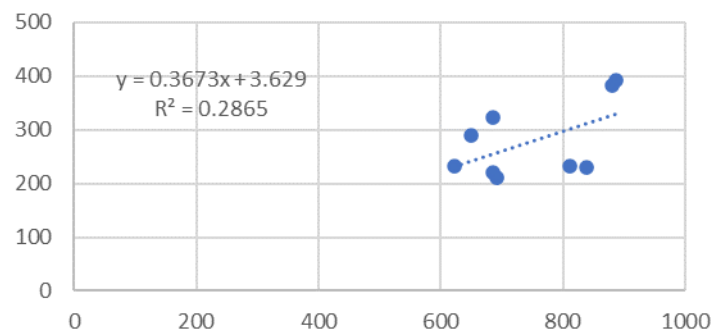
シグマクス対Topix



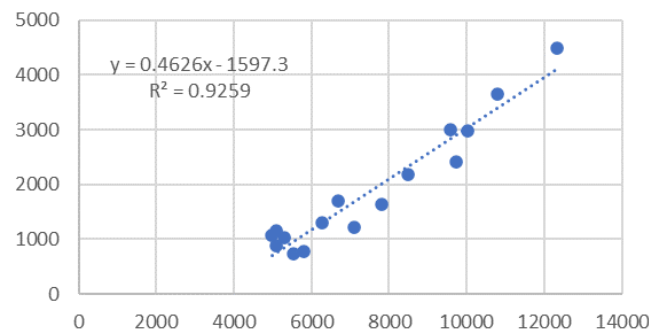
# 限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

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。

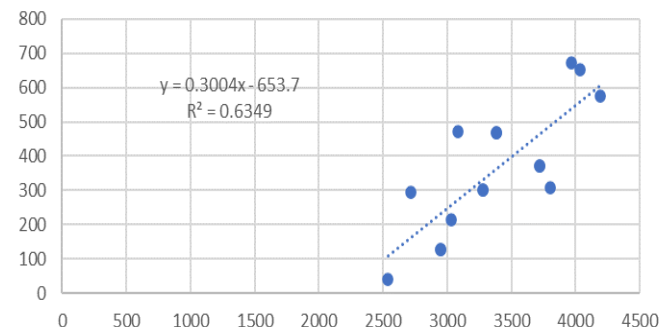
プロレド



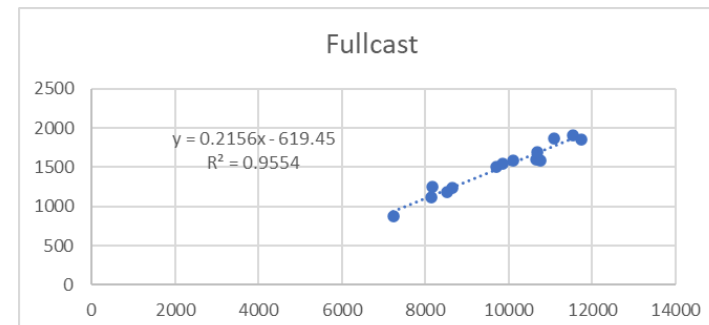
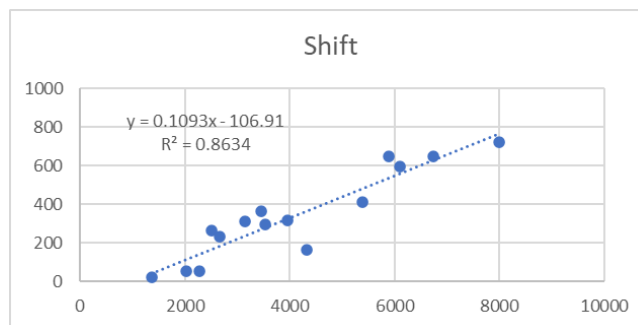
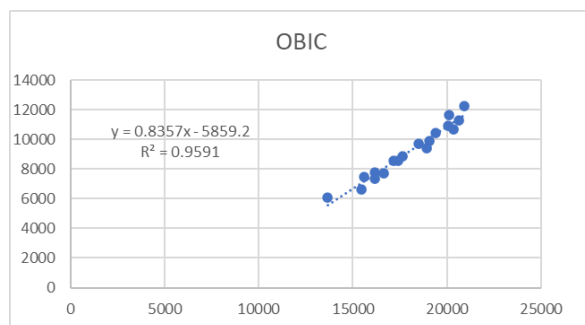
ベイカレント



シグマクシス



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は高水準も同業他社に劣る

ROEは時系列で非常に高く安定感があるものの、同業他社と比較すると見劣る。ひとえに、過剰資本が要因。

## 当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	#DIV/0!	54.9%	18.4%	16.8%	14.2%
ROE	NA	#DIV/0!	114.8%	22.9%	20.5%	17.5%
売上高純利益率	#DIV/0!	6.4%	19.6%	23.1%	25.8%	26.6%
回転率	NA	#DIV/0!	2.80	0.80	0.65	0.53
レバレッジ	NA	#DIV/0!	2.09	1.25	1.23	1.23

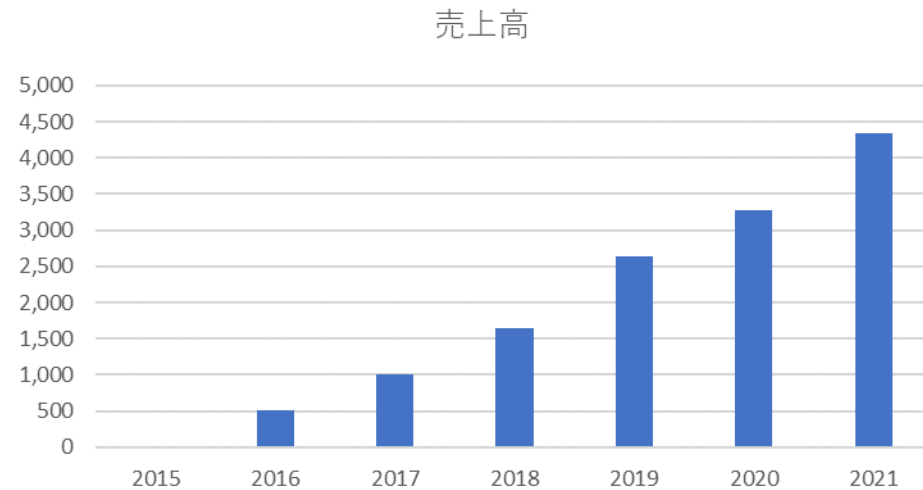
## ベйкаレントのROEとデュポン分解

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

(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、業績は堅調に推移。企業サイドの成果の可視化に対するニーズ、成果に対する報酬を払いたいという中小企業の需要をしっかりと吸収している。

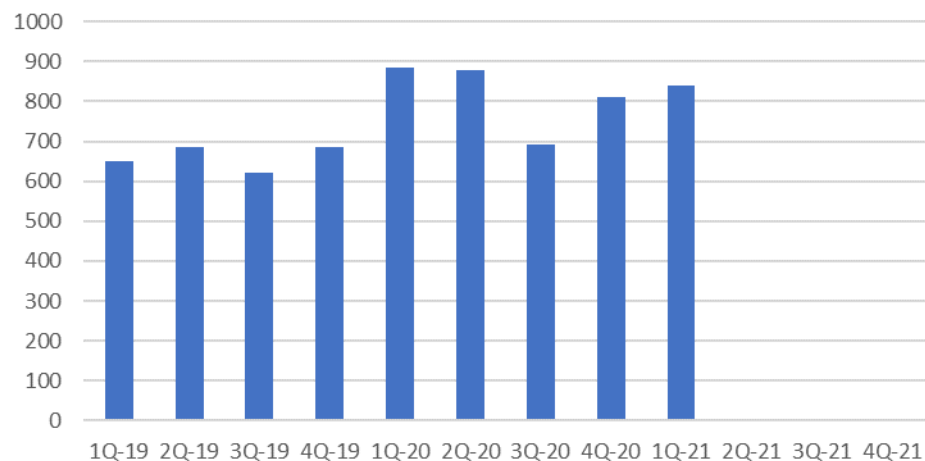


(会社資料より作成)

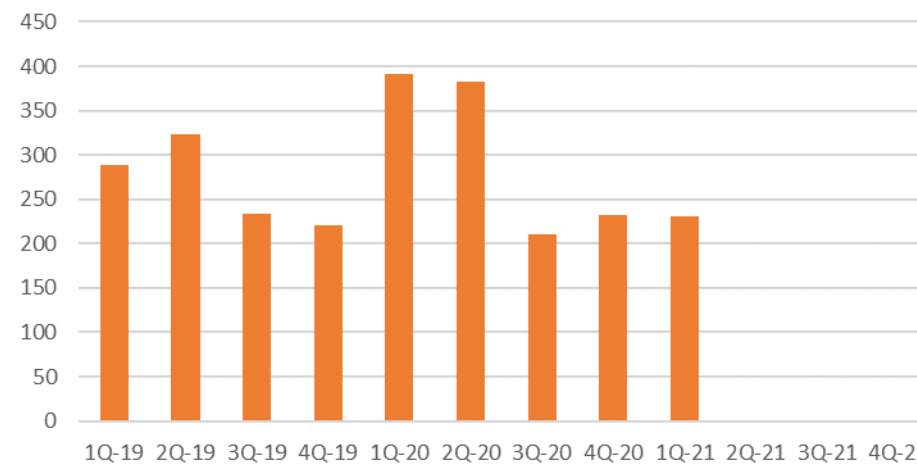
## 四半期売上は順調に推移

売上はコロナ禍でも横ばいを維持しているものの利益水準が低い。この利益水準の要因が一時的なものなのかしっかり説明する必要がある。

四半期売上推移



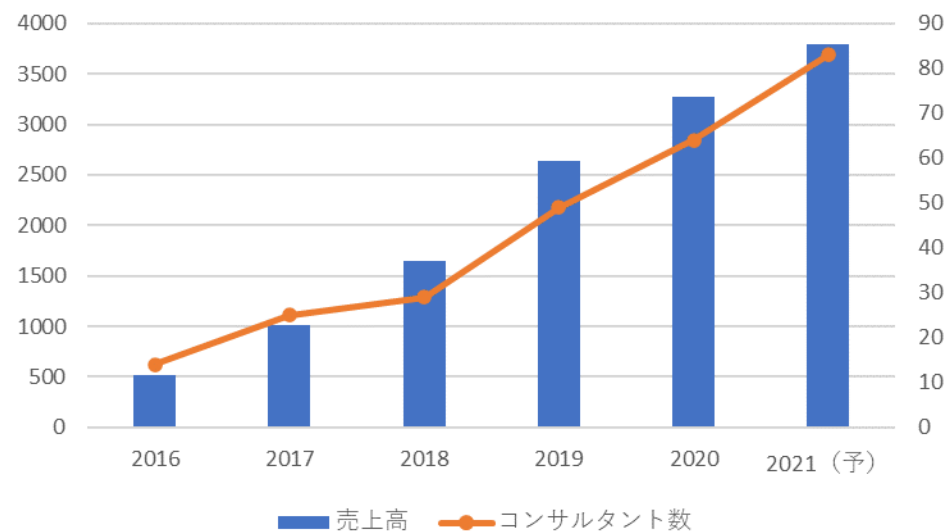
四半期営業利益推移



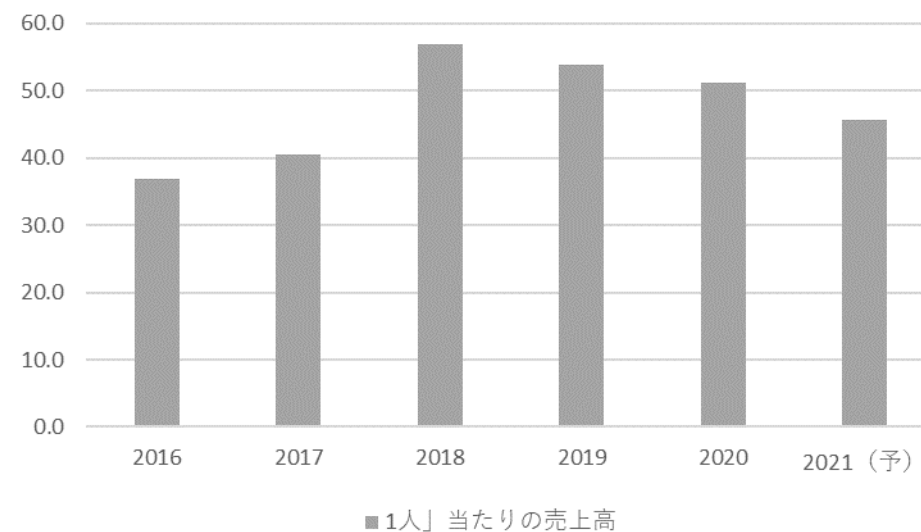
## KPI；コンサルタント数

ある意味、労働集約的なビジネスモデル。コンサルタントの数が売上高を牽引するのは間違いない。

コンサルタント数と売上高



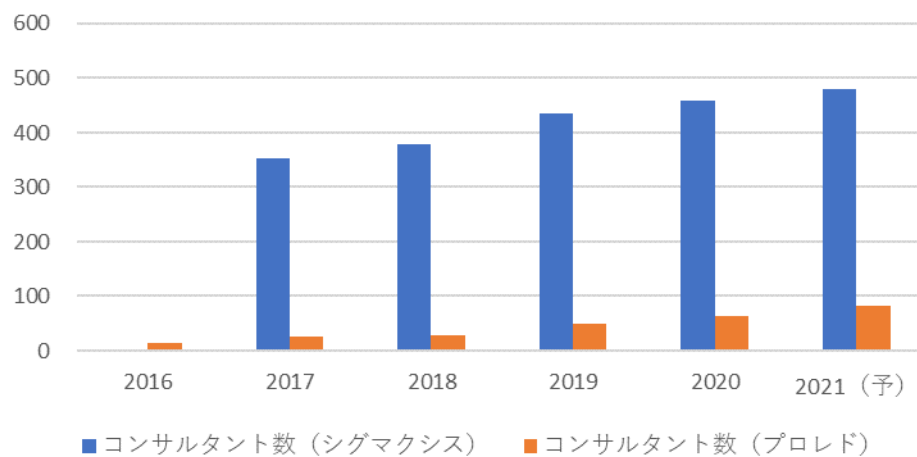
1人当たりの売上高



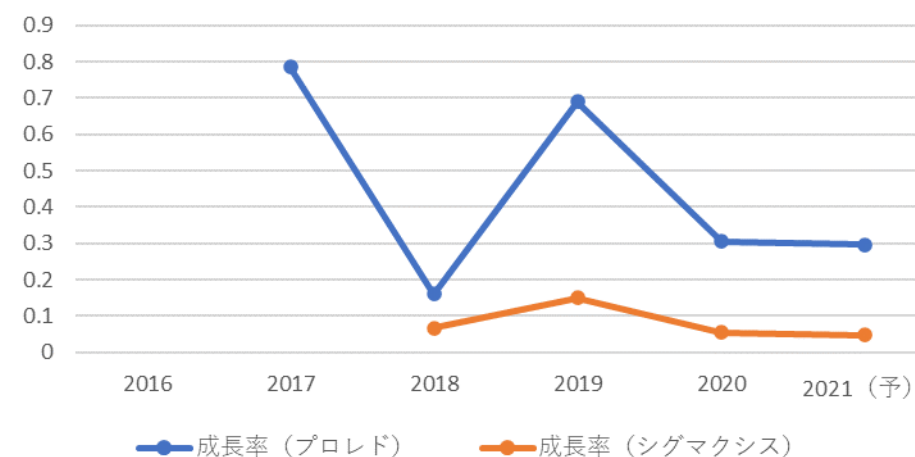
## KPI ; コンサルタント数

シグマクスと比較するとコンサルタントの規模は未だ圧倒的に少ないが、毎年の採用は高水準で進んでいる。

コンサルタント数



コンサルタント数成長率





# これまでの業績推移

売上高も堅調に伸び利益率も高く、非常に堅固なビジネスモデル。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	0	0	-516	-2,673	-3,755	-5,457	-5,201
発行済み株式数（百万株）			10	10	11		11
株価				1,815	4,215	3,650	3,050
時価総額	0	0	0	18,571	43,790	40,767	34,065
EV	0	0	-516	15,899	40,035	35,310	28,865
EBITDA	0	0	283	596	1,054	1,198	1,287
EBITDA margin	#DIV/0!	0.0%	28.0%	36.1%	39.9%	36.6%	29.6%
EV/EBITDA(pre-tax based)	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.8	26.7	38.0	29.5	22.4
EBITDA	0	0	278	619	1,073	1,224	1,272
EV/EBITDA(OP based)	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.9	25.7	37.3	28.8	22.7
EPS	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	37.2	65.7	77.8	80.1
PER	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	48.7	64.1	46.9	38.1
流動資産			666	3,272	4,471	6,675	
現金			564	2,723	4,155	5,953	5,690
受取手形							
売掛金			92	114	278	629	
棚卸資産							
投資有価証券					95	263	
流動負債			326	418	689	913	
買掛金			25	4	18	28	
短期借入金						100	100
1年以内返済長期借入			19	50	80	105	105
長期借入			30	0	320	291	285
株主資本			346	2,977	3,670	6,267	7,162
その他包括利益			0	0	-0	0	0
自己資本	0	0	346	2,977	3,670	6,267	7,162
純資産			347	2,978	3,671	6,267	
総資産			724	3,425	4,719	7,523	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高		515	1,014	1,652	2,642	3,271	4,349
粗利売上				62.9%	60.0%	23.8%	33.0%
売上総利益			716	1,272	2,046	2,346	
				77.0%	77.5%	71.7%	
営業利益			274	615	1,065	1,216	1,264
				37.2%	40.3%	37.2%	29.1%
支払利息			0	0	0	0	0
特別利益			8	0	0	0	
特別損失			0	0	0	0	
税前当期利益			287	592	1,047	1,190	1,279
親会社に帰属する利益		33	199	381	683	869	895
減価償却費			4	5	7	8	8
のれん償却							0
金利		#DIV/0!	1.4%	0.2%	0.0%	0.1%	
営業CF			360	449	747	597	
投資CF			4	-492	297	-761	
FCF	0	0	365	-43	1,044	-164	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		42	52	79	104	163	
					31.6%	56.7%	
1名当たり売上		12	19	21	25	20	

## 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記載されているが、これを四半期ベースの決算説明書で報告可能か？

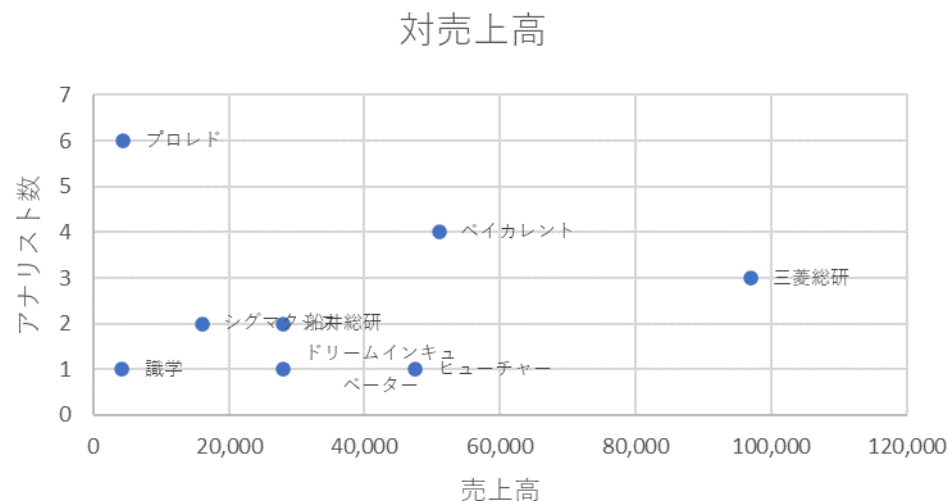
7034プロレド	FY2018	FY2019	FY2020
<b>売上</b>	<b>1,652</b>	<b>2,642</b>	<b>3,271</b>
売上原価	379	596	924
経費	106	139	
労務費	385	549	
外注費	105	237	
粗利益	1,272	2,046	2,346
	77.0%	77.5%	71.7%
<b>販管費</b>	<b>657</b>	<b>981</b>	<b>1,130</b>
広告宣伝費			
<b>人件費</b>	<b>273</b>	<b>336</b>	<b>0</b>
役員報酬	89	89	
給与手当	184	247	
福利厚生			
租税公課			
退職給付費用			
賞与引当			
販売手数料	193	230	
支払報酬	74	73	
減価償却費	6	9	
のれん			
研究開発費			
<b>営業利益</b>	<b>615</b>	<b>1,065</b>	<b>1,216</b>
	37.2%	40.3%	37.2%

	FY2018	FY2019	FY2020
<b>売上</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
売上原価	23	23	28
原材料費	6	5	0
労務費	23	21	0
減価償却費	6	9	0
粗利益	77	77	72
<b>販管費</b>	<b>40</b>	<b>37</b>	<b>35</b>
広告宣伝費	0	0	0
<b>人件費</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>0</b>
役員報酬	5	3	0
給与手当	11	9	0
福利厚生	0	0	0
租税公課	0	0	0
退職給付費用			
賞与引当	0	0	0
販売手数料	12	9	0
支払報酬	4	3	0
減価償却費	0	0	0
のれん	0	0	0
研究開発費	0	0	0
<b>営業利益</b>	<b>37</b>	<b>40</b>	<b>37</b>

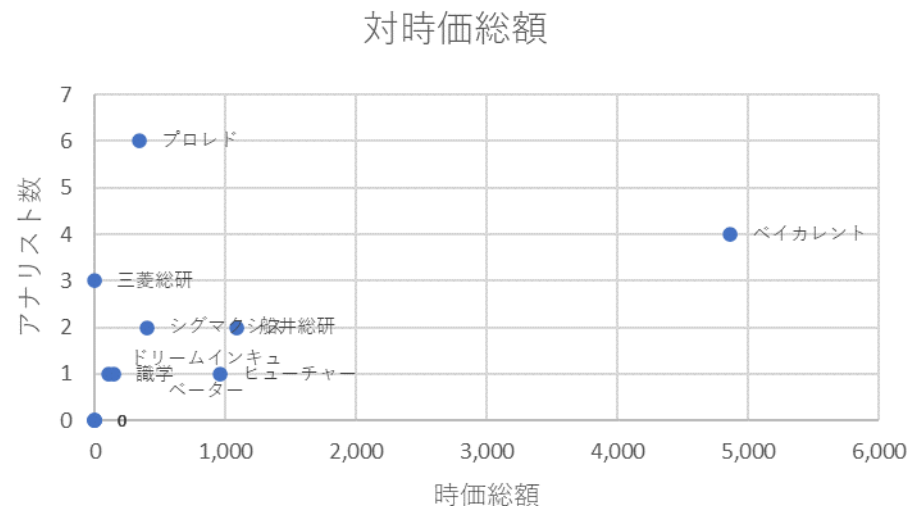
# セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

上場企業では珍しいビジネスモデルを有することも有り、売上高や時価総額との比較では既に高水準なセルサイド・カバレッジがついている。

(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。ただし、女性役員比率はゼロでダイバーシティの観点からは遅れている。一方で、取締役の平均年齢は51.5歳で比較的若い。

(社長選任の株主投票賛成率)

役職名	氏名		
代表取締役	佐谷進	45	男性
専務取締役	山本卓司	42	男性
取締役	遠藤昌矢	44	男性
社外取締役	安藤一郎	61	男性
社外取締役	若杉忠弘	44	男性
常勤監査役	細田和典	58	男性
社外監査役	渡邊喜宏	74	男性
社外取締役	大毅	45	男性

	会社名	株主賛成率
7034	プロレド	97.9%
6532	ペイカレント	88.0%
6088	シグマクシス	99.9%

## 株式売買高は許容範囲

株式売買高は同業他社と比較して平均的。現在の中小型株活況であること、セルサイドアナリストのカバレッジが多いことから、本来はもう少しあると望ましい。

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
7034 jt equi プロレド	0.7%	235	76,999	11,195,600
6532 jt equi ベイカレント	1.4%	6,742	218,902	15,541,140
6088 jt equi シグマクシス	0.5%	238	113,093	21,104,300
7049 jt equi 識学	2.2%	298	166,294	7,539,600
3636 jt equi 三菱総研	0.2%	101	25,196	16,424,080
4310 jt equi ドリームインキュベーター	0.2%	26	25,827	10,421,600
4722 jt equi ヒューチャー	0.3%	239	119,607	47,664,000
9757 jt equi 船井総研	0.2%	179	88,249	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

経営者と及び彼らの資産会社の持ち株比率が高過ぎる。

		保有比率	保有額	株数
SHINKインベストメント	資産管理会社	42.9%	14,640,000,000	4,800,000
カプセルコーポレーション	資産管理会社	6.4%	2,196,000,000	720,000
佐谷進	経営者	5.2%	1,778,150,000	583,000
みずほフィナンシャル	機関投資家	3.8%	1,292,590,000	423,800 ↓
年金積立金管理運用	機関投資家	3.3%	1,133,075,000	371,500
山本卓司	経営者	3.2%	1,085,800,000	356,000 ↓
ML Pro Segregation	機関投資家	2.2%	747,250,000	245,000 ↑
楽天グループ	政策	1.8%	606,950,000	199,000 ↑
東京海上ホールディングス	機関投資家	1.6%	542,900,000	178,000 ↑
SBI Ventures	VC	1.5%	503,250,000	165,000 ↑
三菱UFJフィナンシャル	機関投資家	1.3%	456,585,000	149,700 ↓
三井住友トラスト	機関投資家	1.3%	440,725,000	144,500
大和証券グループ	機関投資家	1.2%	417,850,000	137,000 ↑
ゴールドマンサックスグループ	機関投資家	1.2%	402,600,000	132,000 ↓

(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。