

事業再生のチャンスが再拡大しつつある

サマリー

- 同社は、経営コンサルティング、M&Aアドバイザー、事業再生の三つを柱とするコンサルティング会社で、経営コンサルティングの一環として、経営執行支援も行う。
- 大西正一郎氏と松岡真宏氏など創業時メンバーは、株式会社産業再生機構の出身者が中心で、産業再生機構での数々の案件を通じ多くのノウハウやネットワークと実績を獲得。同時に、多様なバックグラウンドを持つ専門家を社員として揃え、ワンストップで多様な経営課題を解決できる体制を整えている。
- 過去数年は、経営コンサルティング事業とM&Aアドバイザー事業が、成長を牽引してきた。企業の事業の選択と集中にともない、事業ポートフォリオの見直しはこれまで以上に進むと予想され、同社の成長の機会が多い。
- 事業再生の事業機会はここ数年少なかったが、コロナウイルス禍から次のステップに向けて、足元で企業の倒産が増加し始めている。倒産増加による金融機関の不良債権の処理に伴い、事業機会は拡大すると予想される。4Qは、事業再生の売上が、対前年度比較で大幅に増加している。
- 2022/12期から、新しく投資事業セグメントを創設、子会社のフロンティア・キャピタルを経由し、金融機関から外部資金も導入して、経営支援に関連した長期投資を開始した。関連したコンサルティングの事業機会に注目したい。
- 2023/12期も、スタートから受注が順調に推移しているため、好調さが維持されている。
- 株価のバリュエーションは、高いROEを背景に、高PBRで推移しているが、同社の人的資本への継続的な投資も、株価を支え则认为。

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	27
2023/12 (会予)	10,000	26.3	1,200	32.2	1,200	30.3	700	25.9	43.9	-

出所：会社資料からSIR作成

Full Report



FRONTIER
MANAGEMENT
INC.

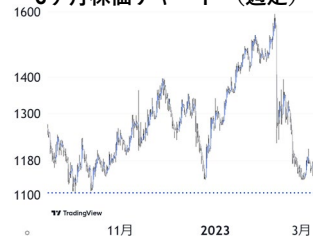
注目点：

好調が続いている経営コンサルティング及びM&Aアドバイザーに加えて、2022/12期の4Qから事業再生の売上も増加し始めた。企業倒産が増加しはじめてとことで、三つの事業全てが好調に転じる見通しとなった。また、12022/121期から開始した投資事業が本格稼働すれば、株式市場の注目も高まろう。

主要指標

株価 (3/10)	1,105
年初来高値 (2/10)	1,593
年初来安値 (3/10)	1,103
10年間高値 (20/9/30)	3,270
10年間安値 (19/6/6)	507
発行済株式数(千株)	11,471
時価総額 (十億円)	12.68
EV (十億円)	10.28
株主資本比率(22/12)	52.34%
23/12 PER (会予)	18.10x
22/12 PBR (実績)	4.88
22/12 ROE (実績)	20.57%
23/12 DY (会予)	-

6ヶ月株価チャート (週足)



出所：Trading View

アナリスト

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マーをご覧ください。

目次

サマリー	1
■ 会社概要	
(1) 概要	3
(2) 沿革	4
(3) マネジメント体制とグループ会社	5
(4) 過年度業績の推移	6
■ ビジネスモデルと経営方針、事業戦略	
(1) ビジネスモデルと経営方針	7
(2) コンサルティング・アドバイザー事業セグメント	10
(3) 投資事業セグメント	12
■ 中期経営計画	
(1) 中期経営計画	14
■ 直近の決算説明と見通し	
(1) 2022/12期決算	16
(2) 2023/12期の会社予想	17
■ 株価バリュエーションとリスク、株主還元	
(1) 株価推移とバリュエーション、リスク	18
(2) 株主還元	21
■ ガバナンス	
(1) ガバナンス体制	22
(2) 取締役リストとスキルマトリクス	22
(3) サステナビリティ経営への取り組み	23
■ 株主の状況	
(1) 大株主リスト	24
■ 財務諸表	
連結損益計算書	24
連結貸借対照表	25
キャッシュ・フロー計算書	26

■会社概要

経営コンサルティング、M&Aアドバイザリー、事業再生の三つ柱を持つ、経営コンサルティング会社で、株式会社産業再生機構出身者により設立され、そこでのノウハウと実績及び構築してきたネットワークが特徴。

設立後は、事業再生が大きな位置を占めたが、その後、企業倒産件数の減少と共に、経営コンサルティング、M&Aアドバイザリーの事業構成が高まっている。

多様な人材を揃えることを特徴するものの、提供するサービスを差別化するために、更に事業規模を拡大することを志向しており、積極的な人材採用を継続しており、2022年12月末で中期経営計画での目標である、350人を上回る391人の従業員を確保し順調に体制を拡大してる。

また、2023/12期に投資セグメントを立ち上げ、再生に関連した投資を実行する戦略。2022年12月にはフロンティア・キャピタル(FCI)の資金調達を発表し、2023/12期から本格稼働する計画。

最近の実績としては、M&Aアドバイザリーで2022年11月に、イセ食品株式会社に対する株式会社SMBCキャピタル・パートナーズによるスポンサー出資において、イセ食品側のアドバイザーを務めた例がある。



代表取締役・大西正一郎氏



代表取締役・松岡真宏氏

沿革

代表取締役である大西正一郎氏と松岡真宏氏など創業時メンバーは、株式会社産業再生機構の出身者が中心で、同社での多くの案件を通じ経営コンサルティング、事業再生及びM&Aについて多くのノウハウとネットワークと実績を獲得。

経営コンサルティング、事業再生及びM&Aの案件に、様々な課題を解決しながら円滑に業務を遂行するためには、ビジネス、金融、会計、法律等、多分野に渡る複雑で高度な専門知識やノウハウを組み合わせ「全体最適」な解を導き出す必要がある。

こうした他分野の専門家を一つの会社を集め、自社内で求められるニーズに合わせたチームを組成し、様々な経営支援サービスをワンストップで提供できると考え、2007年1月にフロンティア・マネジメントが設立された。

主な沿革

年月	項目
2007年1月	「複雑化・高度化する経営課題につき、多様な専門的手法を駆使して、総合的に解決すること」を目的として、フロンティア・マネジメント株式会社(資本金85,000千円)を東京都港区に設立
2008年1月	本店の所在地を東京都千代田区九段北三丁目2番11号に移転
2011年10月	中国企業及び中国進出を目指す日本企業に対して、経営コンサルティング、M&A等の各種経営支援サービスを提供することを目的として、中華人民共和国上海市に「頂拓投資諮詢(上海)有限公司」(連結子会社)を設立
2012年9月	当社から、ハンズオン型経営改革支援(常駐型による経営改革の実行支援)業務及びこれに関連する業務を行っていたコンサルティング部門を切り出し、より同業務を強化してゆくことを目的として、東京都千代田区に「フロンティア・ターンアラウンド株式会社」(連結子会社)を設立
2012年12月	経営コンサルティング及びクロスボーダーM&Aに関して、中国以外のアジア市場開拓のための情報拠点として、シンガポール支店を開設
2014年7月	地域密着の経営支援サービスを実現することを目的として、長野県長野市に長野支援を開設
2014年8月	地域密着の経営支援サービスを実現することを目的として、大阪府大阪市北区に大阪支店を開設
2016年5月	事業会社及び金融機関の役職員を対象とした教育研修事業として「フロンティア・ビジネススクール」を開講
2017年4月	ターンアラウンド事業を再びコア事業と位置付け、当社リソースとの連携を強固にしながら一層の成長を図るため「フロンティア・ターンアラウンド株式会社」を吸収合併
2017年6月	日本企業の北米地域への進出、当該地域における事業拡大に向けた支援体制を強化することを目的として、米国ニューヨーク州にニューヨーク支店を開設
2017年11月	顧客へ資金支援サービスを提供することを目的として、株式会社日本政策投資銀行と合併で「FCDパートナーズ株式会社」(持分法適用会社)を設立
2017年12月	FCD第1号投資事業有限責任組合に出資
2018年9月	東京証券取引所マザーズに株式を上場
2019年7月	地域密着の経営支援サービスを実現することを目的として、愛知県名古屋市に名古屋支店を開設
2019年7月	本店の所在地を東京都港区六本木三丁目2番1号に移転
2020年9月	東京証券取引所市場第一部へ市場変更
2022年12月	株式会社セレブレインと資本業務提携(出資比率60%)
2022年4月	フロンティア・キャピタル株式会社設立
2022年4月	東京証券取引所プライム市場に移行

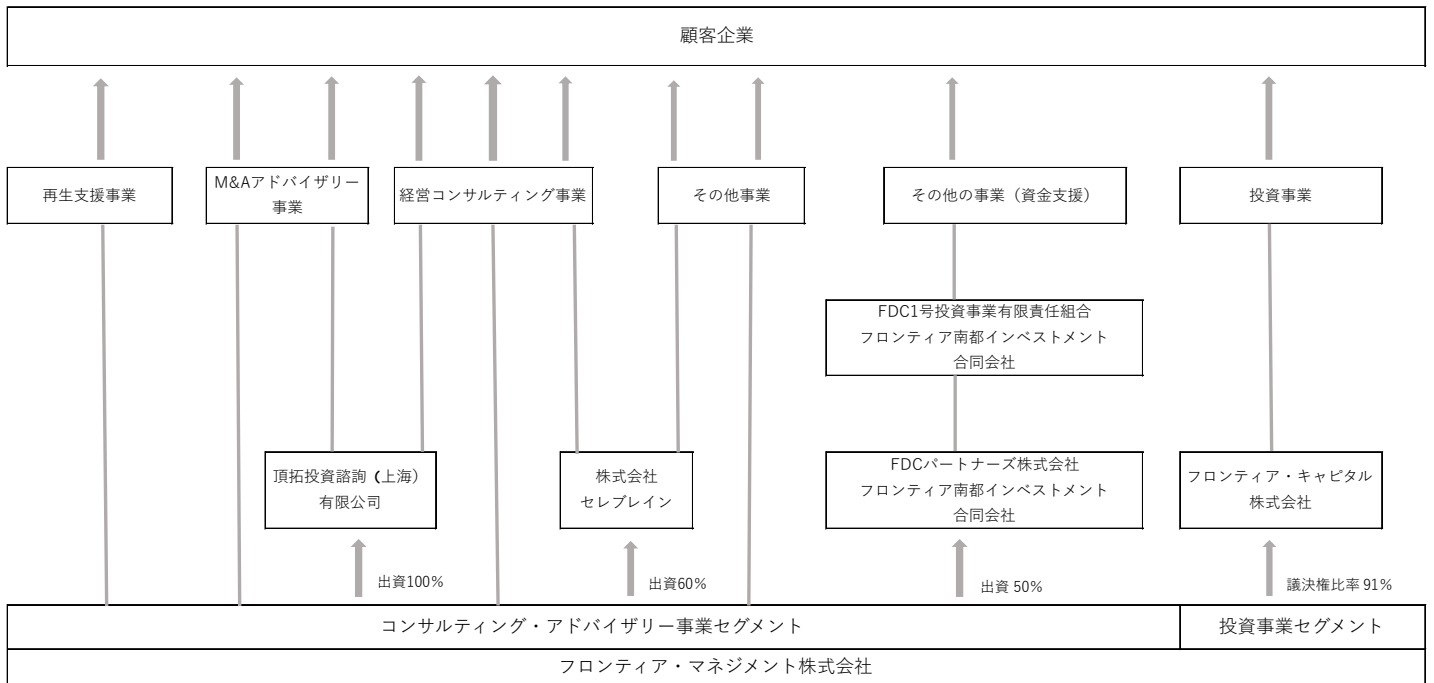
出所: 有価証券報告書及び会社資料からSIR作成

マネジメント体制

マネジメント体制は、代表取締役社長の大西正一郎氏と松岡真宏氏の二人を中心に、5名の取締役、2名の社外取締役、3名の監査役(社外3名)、そして7名の執行役員で構成されている。

グループ会社

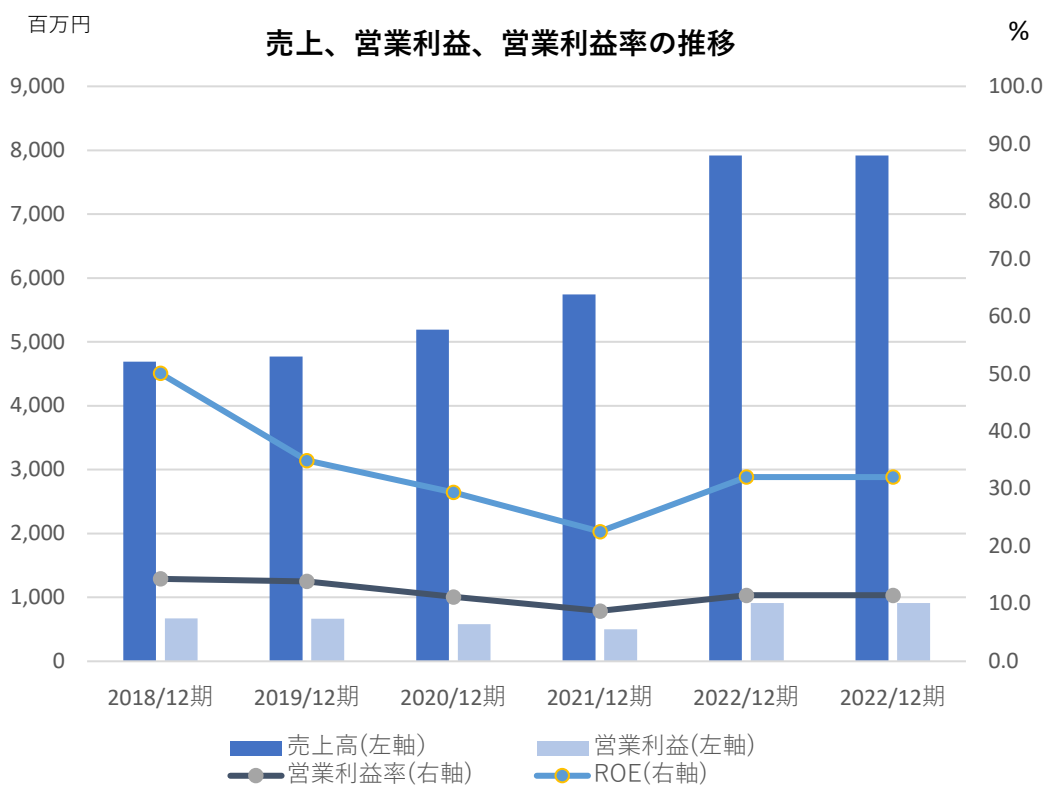
グループは2023年1月時点で、フロンティア・マネジメント株式会社と連結子会社3社(頂拓投資諮詢(上海)有限公司、株式会社セレブレイン、フロンティア・キャピタル)及び持分法適用会社1社(FDCパートナーズ株式会社)の計3社で構成されている。



出所: 会社資料からSIR作成

過去年度業績の推移

営業利益率は、積極的かつ前倒しの人材採用による人件費負担により中期経営計画よりも低い水準にあるが、売上、営業利益ともに中期計画の目標を上回るペースで成長してきている。

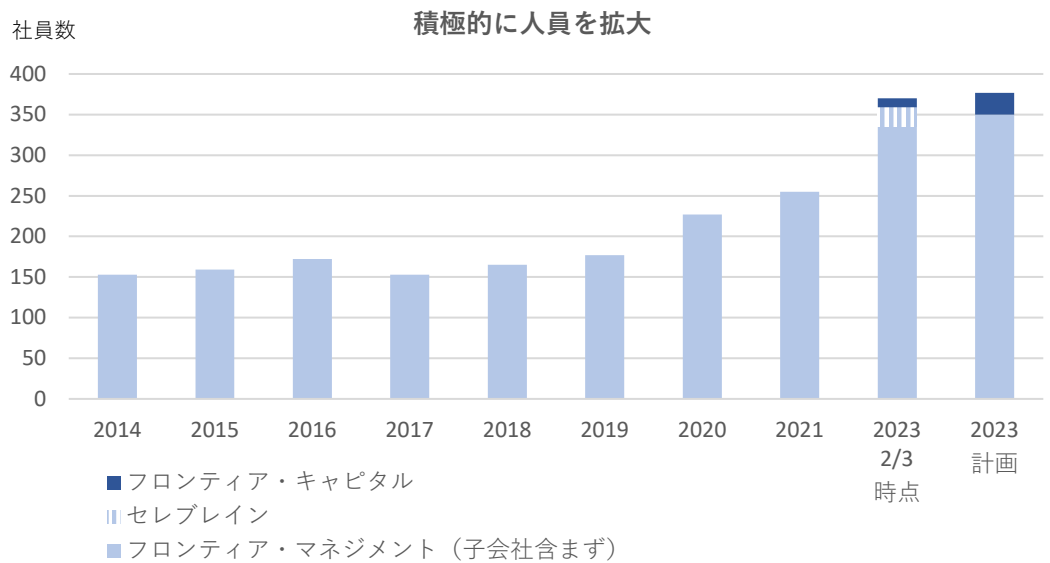


出所: 会社資料、SPEEDAからSIR作成

■ビジネスモデルと経営方針、事業戦略

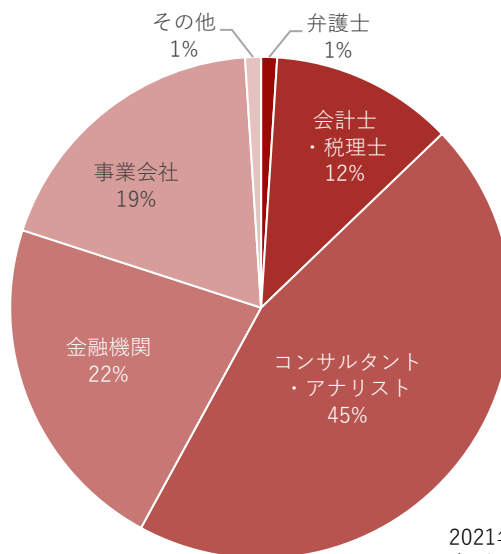
経営コンサルティング、M&Aアドバイザー、事業再生に、2022/12期には投資部門を加えた4つの部門を持つ経営コンサルティング会社で、大企業から中堅・中小企業までを顧客としてカバーし、顧客の企業価値の向上を図る経営支援サービスを提供する。

株式会社産業再生機構出身者により設立され、そこで蓄積したノウハウと実績及び構築してきたネットワークを基盤としつつ、多様な人材を社内に揃えることで、顧客に対しワンストップの経営支援を提供することが差別化が戦略である。引き続き、人員の増強を進めている。



出所：同社決算資料

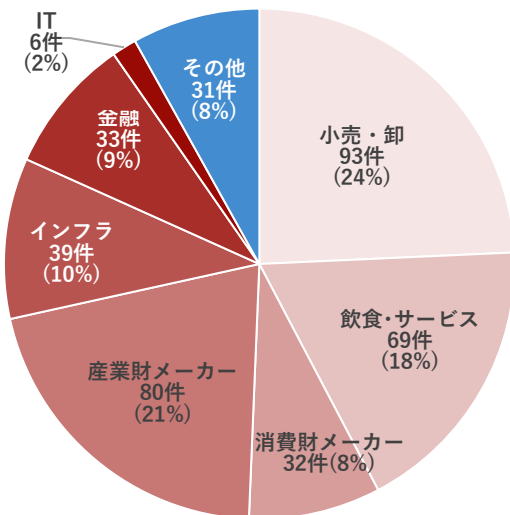
社員のバックグラウンド構成比



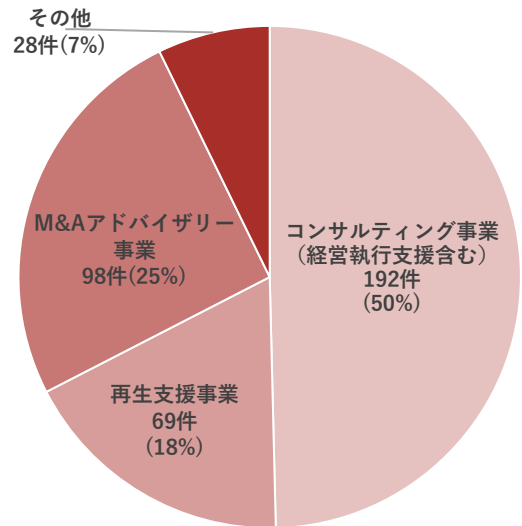
2021年12月末日時点
 出所：同社決算説明会資料よりSIR作成

また、特定の金融機関、監査法人や事業法人の資本系列に属さない独立系のコンサルティング会社であり、中立的な立場で、顧客の企業価値を向上させるためのサービスを提供することができる。

業種別案件数(2021/12)



事業別案件数(2021/12)



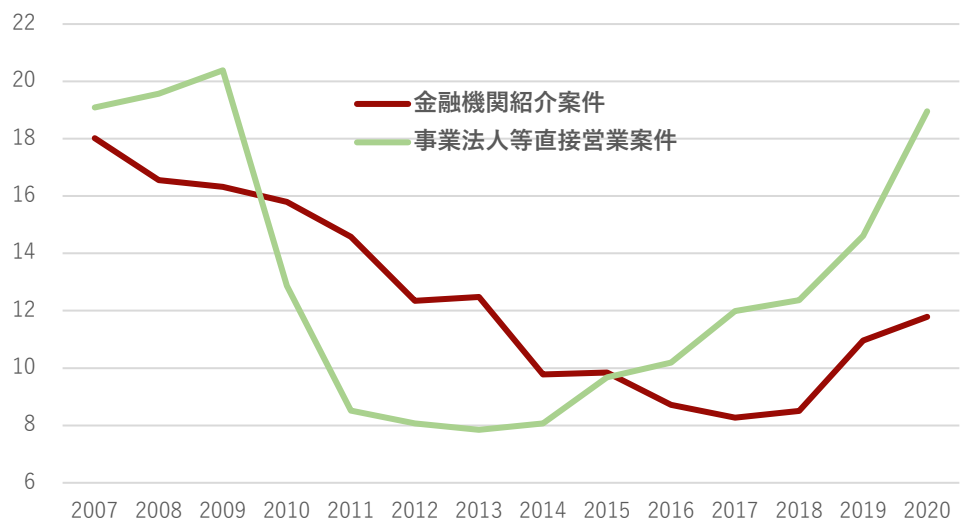
出所：同社決算資料

それと同時に、代表取締役に加え、多方面から採用してきた人員のネットワークも同社を特徴づけている。

金融機関との連携が重要な事業再生では、多様な金融機関からの紹介案件も同社の業績に貢献している。こうした案件は、一般的に案件規模が大きい。

(百万円)

事業再生案件の単価推移



出所：同社決算資料

もう一つの特徴は、同社のグローバルネットワークであり、グローバルな案件の実績もある。それは、ニューヨーク、シンガポール、上海の拠点を持つ以外に、40社以上のM&Aブティックとのネットワークを構築しているためである。欧州を中心とした約20カ国にまたがり世界展開するM&A会社団体であるCFI(Corporate Finance International)に日本から唯一加盟し、2021年には代表取締役の一人である松岡氏が理事に就任している。CFI以外に、米国の5社、ドイツ、イタリア、スペイン、スウェーデン、ポーランド、オーストラリア、シンガポール、タイ、ベトナム、インドネシア、インド、中国にそれぞれ提携先を持っている。

経営方針

経営コンサルティング事業については、まだ市場の成長余地があると考えており、M&Aアドバイザー業務については、M&A市場が、事業継承のためのケース、事業再編型、人口減少及び少子化に伴う国内市場の縮小による中堅・中小企業再編のためのM&A、海外へ進出するためのM&Aなど、市場が継続して成長する見込みであると見ている。

事業再生については、2022年は政府による持続化給付金、金融機関による無利子、無担保融資などによる中小企業の資金繰り破綻先送りなどにより企業倒産件数が低水準に抑制された経緯がある。

こうした経営環境のもと、同社は以下のような事業戦略で対応する方針。

- ①中堅・中小企業に対しては、新規事業展開のためのコンサルティングや、そのためのリスクマネーの提供のためのファンドや自己投資を通じた顧客支援、カーボンニュートラル等環境問題への対応やデジタル化等生産性向上支援を行ってゆく。同時に、地域金融機関が行う投資事業を支援するコンサルティングも継続する。また、事業継承型のM&Aの増加に対応してサービスを強化する。
- ②大企業に対しては、企業構造の転換に関する支援のための、事業ポートフォリオの見直しに関するコンサルティングやM&Aの実行、その後のポストマージャーインテグレーションまで、ワンストップで行う支援体制を強化する。
- ③ESGやサステナビリティ戦略、及びデジタルトランスフォーメーション戦略を通じたコンサルティングのニーズが高まっているため、専門人材の確保をすすめる、コンサルティング領域を拡大する。

各セグメントの状況

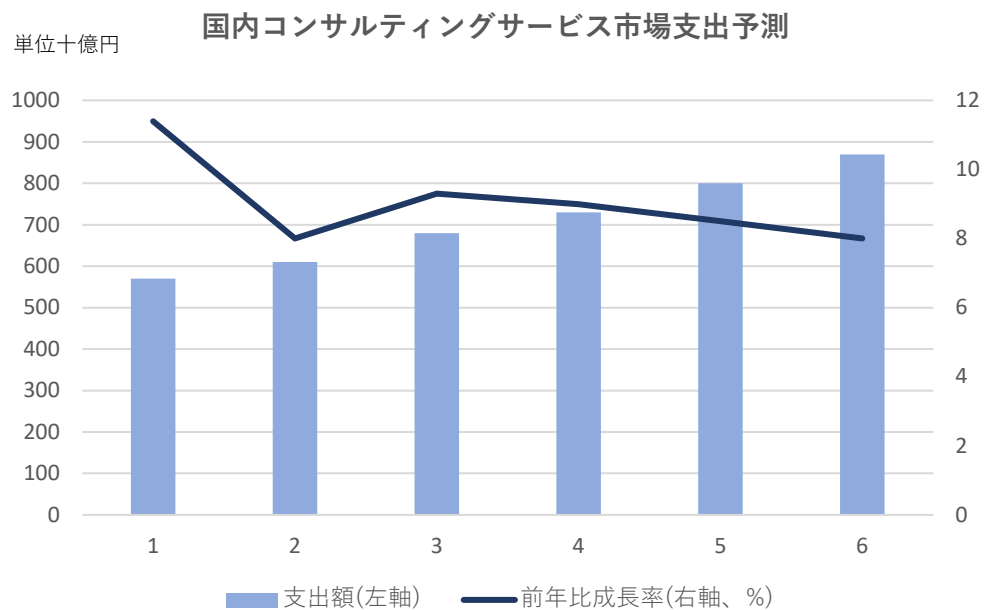
同社のセグメントは現在、コンサルティング・アドバイザー事業と投資事業の二つに分かれているが、相互の連携も強い。

投資事業では、企業に投資して、最終的には売却することになる。それまでの段階で、企業価値の向上のためにコンサルティングの実施や人材の派遣を行う見通しで、基本的にはフロンティア・キャピタルの社員が実施するが、それ以外にフロンティア・マネジメントの社員が関わるケースも出ることが想定される。そういう連携もまた同社には事業機会であろう。

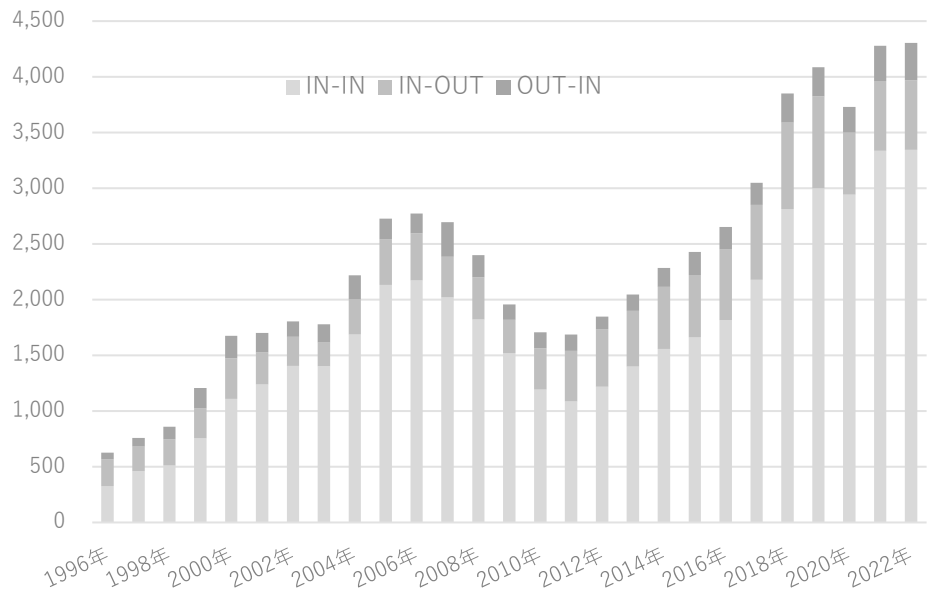
コンサルティング・アドバイザー事業セグメント

創業者を中心とした株式会社産業再生機構出身者の実績、ノウハウ、ネットワークなどを基盤に、積極的に採用している多様な専門家集団によるワンストップショッピングを差別化要因として事業機会を獲得している。

人員数の拡大と、多様なバックグラウンドは既に示した通りである。



1996年以降のマーケット別M&A件数の推移



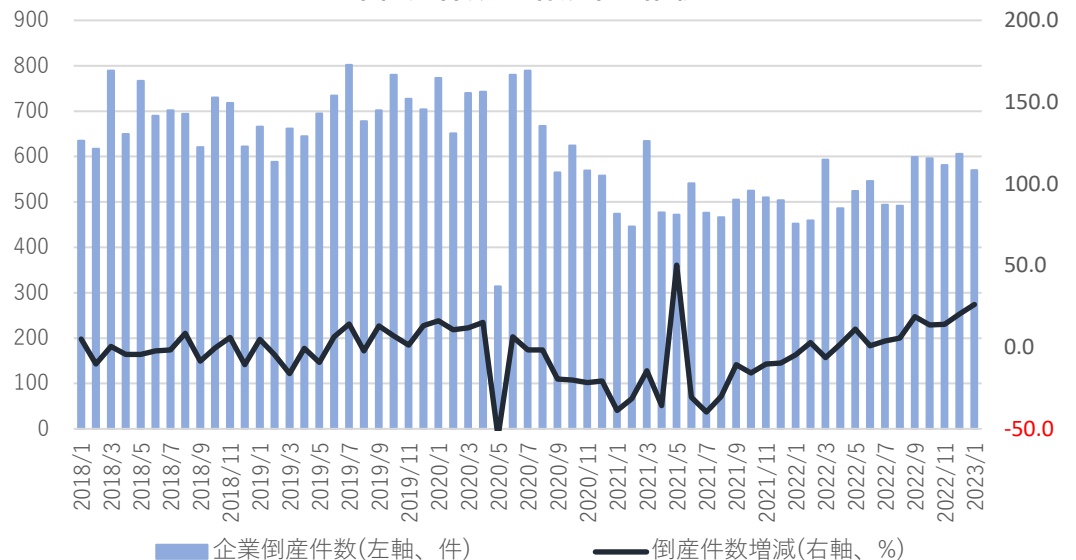
IN-IN：日本企業同士、IN-OUT：日本企業による外国企業買収、OUT-IN：外国企業による日本企業買収
出所：レフコム&AデータベースよりSIR作成

事業再生

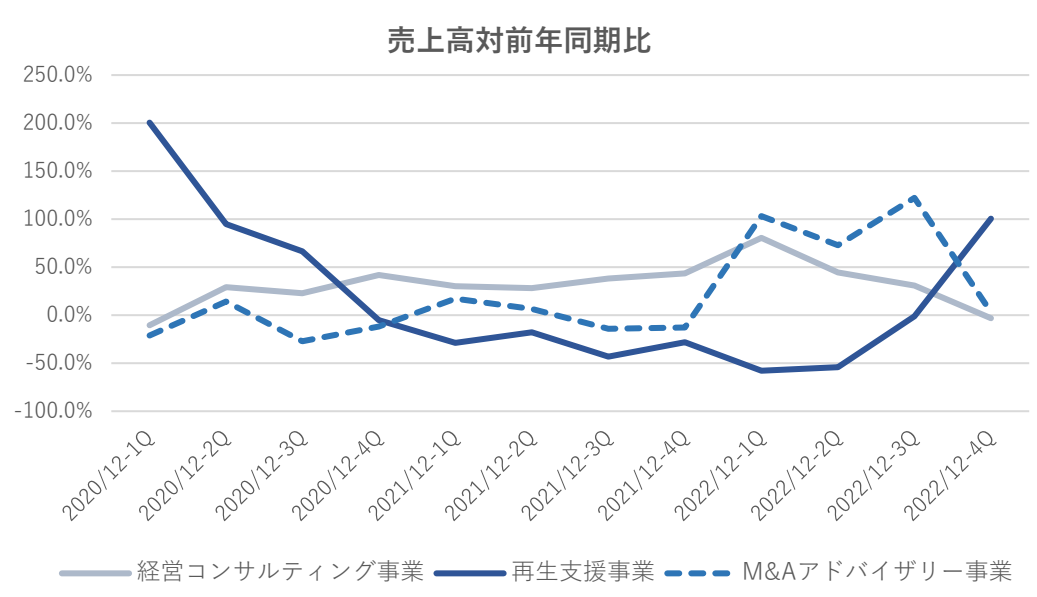
2022/12期はまだ、ニーズが顕在化していなかったため、案件は少なかった。ただし、2021年末から2022年にかけて企業倒産件数は増加に転じ、増加はその後も継続している。コロナ支援のためのゼロゼロ融資への返済も始まりつつあり、倒産件数の増加は、まだ続く可能性がある。

この企業倒産件数の増加を受けて、同社の事業再生の売上は2022/12期の4Qから増加に転じた。

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



投資事業

子会社のフロンティア・キャピタル(FCI)は、一般的なファンドと比較して、投資期間が長めで、事業価値の最大化の目標を達成するまでは保有が可能。フロンティア・マネジメントからの人材派遣も可能となっている。短期保有での売却のケースもあり得るが、投資先は子会社として連結して、企業価値の向上を図る。

FCIは2022年4月に、金融機関と共同で出資して設立されており、同社は種類株を通じて91%の議決権を保有している。

以下は、同社の上場前年からの自己資本比率の推移である。

自己資本、有利子負債、自己資本比率の推移（%、百万円）

	2018/12期	2019/12期	2020/12期	2021/12期	2022/12期	2022/12期
自己資本比率	52.4%	66.8%	64.6%	63.0%	51.7%	51.7%
有利子負債	350	0	0	0	915	915
株主資本	1,898	2,185	2,449	2,407	2,927	2,927

出所：会社資料よりSIR作成

2018年の株式上場後、有利子負債は一旦返済された後も、自己資本比率は上昇して高い水準を維持している。2022/12期には、子会社のFCIが外部から負債で資金を調達したため、自己資本比率は低下したが、それでも50%を超える水準を維持している。

投資先を連結しても、非常に大きなバランスシートでなければ財務の健全性を維持できると考える。

FCIは、2023年1月に、アンカー投資家3行(株式会社福岡銀行、株式会社ゆうちょ銀行、株式会社横浜銀行)とその他4行(株式会社埼玉りそな銀行、株式会社第四北越銀行、株式会社北陸銀行及び株式会社三井住友銀行)から合計27億円の出資が発表された。同2月17日には、株式会社常陽銀行、東海東京フィナンシャル・ホールディングス株式会社の新規出資とともに、株式会社ゆうちょ銀行の追加出資が発表された。1月、2月の調達は30億円で、その後の投資実行の進捗に応じて段階的に増資を行い、最終的に総額150億円の資金調達となる予定。

同社は、B種とC種の優先株を通じた出資で91%の議決権を保有し、金融機関はA種と一部B種の出資を通じて出資し、90%の株式を保有し優先的に配当を受け取る仕組みになっている。

投資事業では、早期売却による利益を目指すものもあるが、イグジットまで時間をかけ、子会社として連結しながら企業価値を上げる手法も想定。

非上場株、上場株、マイノリティ出資など多様な投資を行う方針。

米国の金利上昇を契機に、米国ではハイグロース企業の株価が大幅に調整した。日本でも12月の日銀のスタンス修正、来たる4月の新日銀総裁就任後、超金融緩和から出口に向かうと予想され、上場グロース株の株価調整、未上場株のバリュエーション調整は現実的になりつつあり、投資の機会は増加していると推定される。

近い将来に投資が実行される可能性はあり、投資が実施されれば、投資対象としての同社への注目は高まると考える。一方でリスクとしては、投資先企業の株式について、企業価値の向上が計画通りに進まない場合は、株式の減損リスクがある。

ただし、同社の株主には、株主還元と株価のバリュエーションに関して注意が必要。株主還元、バリュエーションについては、それぞれ後述のバリュエーション、株主還元の項で説明する。

■中期経営計画

2021年2月9日に2021～2023年度の中期経営計画を発表している。
 その中で2023年度までに達成を目指す姿として、以下の三つが挙げられている。

- 1) 量的拡大を加速し日系大手コンサルティングファームへ飛躍
- 2) 差別化されたソリューションの追求
- 3) プリンシパル投資の実施

1) の達成のため、年間約40人の純増を目標に、エネルギーや自動車などの重要セクターでの専門家、マーケティング力を有するシニアの採用を強化している。

企業を取り巻く環境が大きく変化し、その経営課題は複雑化・複層化しており、スチュワードシップコード、コーポレートガバナンスコードの制定・改定が実施され、少数株主の保護、社外取締役の資格要件や構成割合の厳格化などもあり、時代に沿った総合的なソリューションの提供のために体制を整える必要がある。

そうした中、2)のDXコンサル等ソリューションメニューの拡充を進めているが、こうした日本企業の直面する社会的な変化が、同社のビジネス機会の拡大につながると見ている。

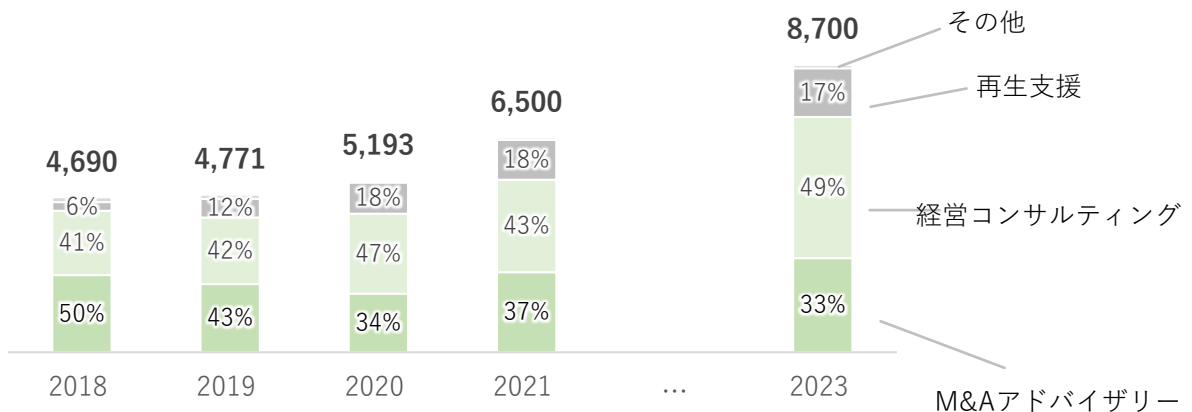
事業継承、親子上場の解消、コロナを契機とした事業ポートフォリオの見直しや事業再生などがチャンスと見られる。

同時に、3)の自社資本を投入するチャンスも拡大している。M&Aや業務提携を進めながら、プリンシパル投資の実績を積み上げる戦略である。

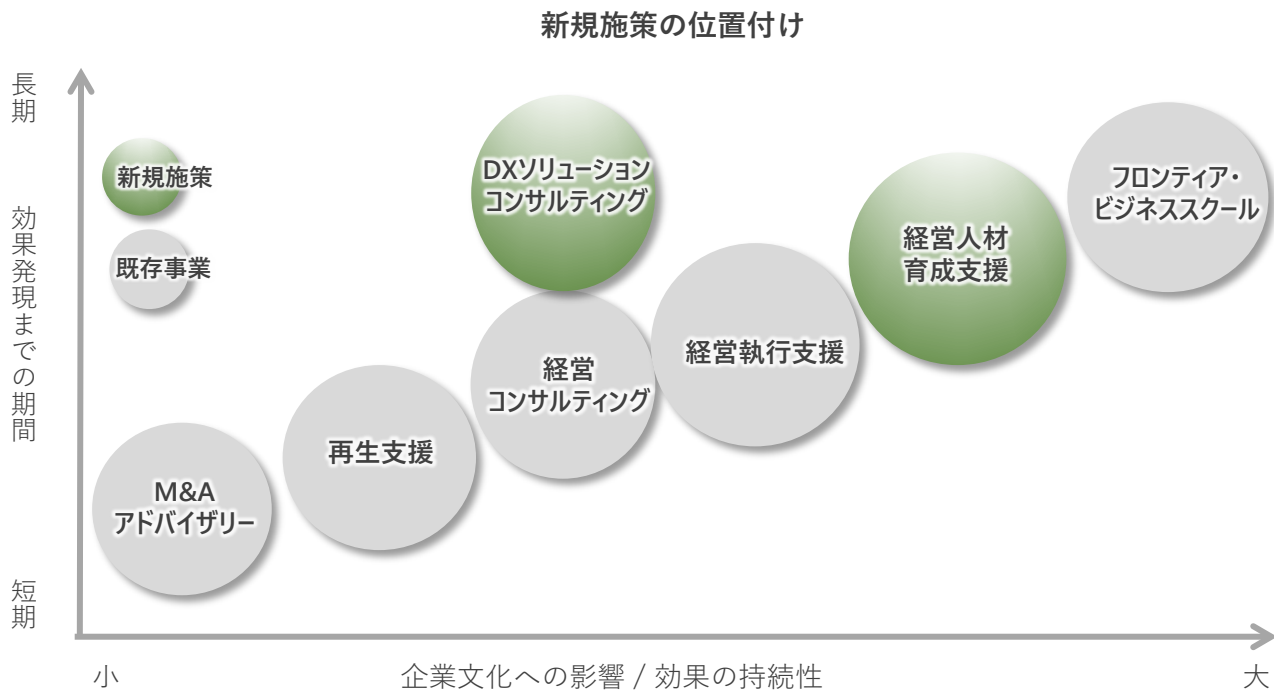
中計の利益目標は営業利益で17億円

2023年度の数値目標は、売上87億円（33%がM&Aアドバイザー、49%が経営コンサルティング、17%が再生支援）、営業利益率20%（売上からの計算では17億円）とROE20%以上である。

中期経営計画の目標と売上の推移



出所：会社中期経営計画資料より作成



出所：同社決算資料からSIR作成

2023/12期の業績予想を中期経営計画の3年目の目標と比較すると、売上は上回り、ROEはほぼ同じ、従業員数も計画を上回る。ただ、営業利益率が12%と目標の20%を下回る。この原因として同社は、FCIの先行投資によるマイナス分、従業員を前倒して増強してきた経費負担と説明、収益性の向上で埋め合わせてゆく方向。

■直近の決算説明と見通し

2012/12期決算

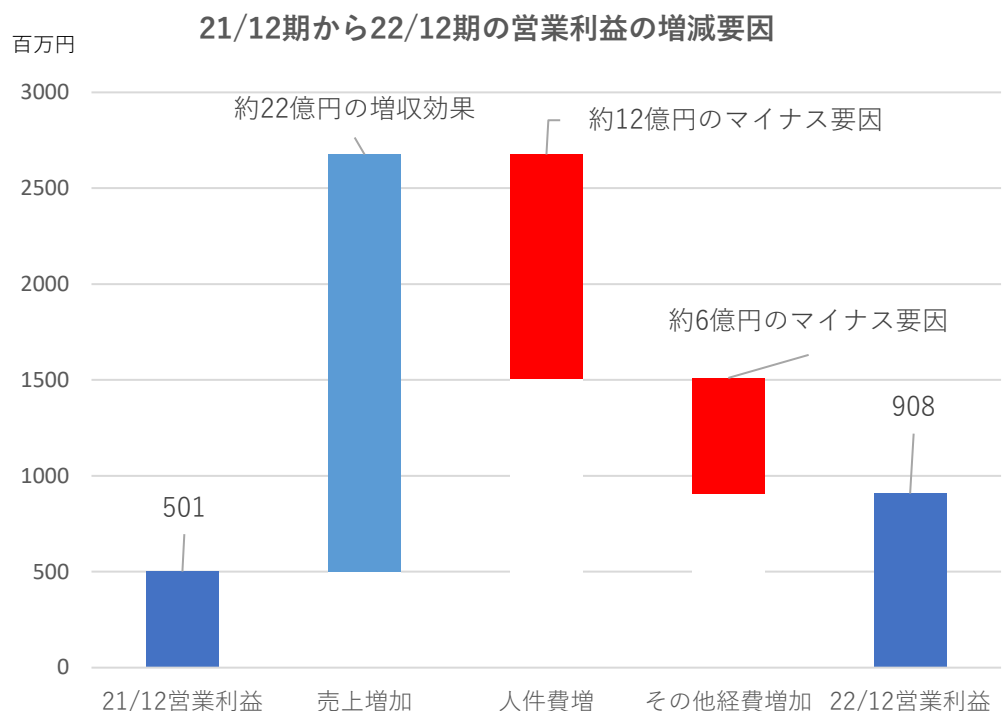
2022/12期4Q実績は、ほぼ3Q時に上方修正した水準に着地した。

経営コンサルティング事業、M&Aアドバイザリー事業ともに、4Qの売上水準は前年度並みの水準であったものの、年間では好調。経営コンサルティング事業が前年度比33%増加、M&Aアドバイザリー事業が前年度比62%増加した。それぞれ、1億円以上の大型案件数と大型案件額が増加したことが貢献した。

3Qまではチャンスが少なかった再生支援事業も、第4四半期から増加の兆しが見え始めた。4Qの売上は、前年度比で100%増加した。

投資セグメントは赤字で、事業の立ち上げは2023/12期に持ち越したが、2022年12月にはフロンティア・キャピタル(FCI)の資金調達を発表し、2023/12期から本格稼働する計画。

配当は、3Q末に配当性向を引き上げたため、2021/12期の10円から28円に大きく増加した。



出所：同社決算資料からSIR作成

2023/12期の会社予想

下記の図表は、連結業績予想以外に示された除くFCIベースの予想。売上は96.5億円(+22%)、経常利益は15億円(+34%)で、投資セグメント以外は今期も好調を継続する見通し。

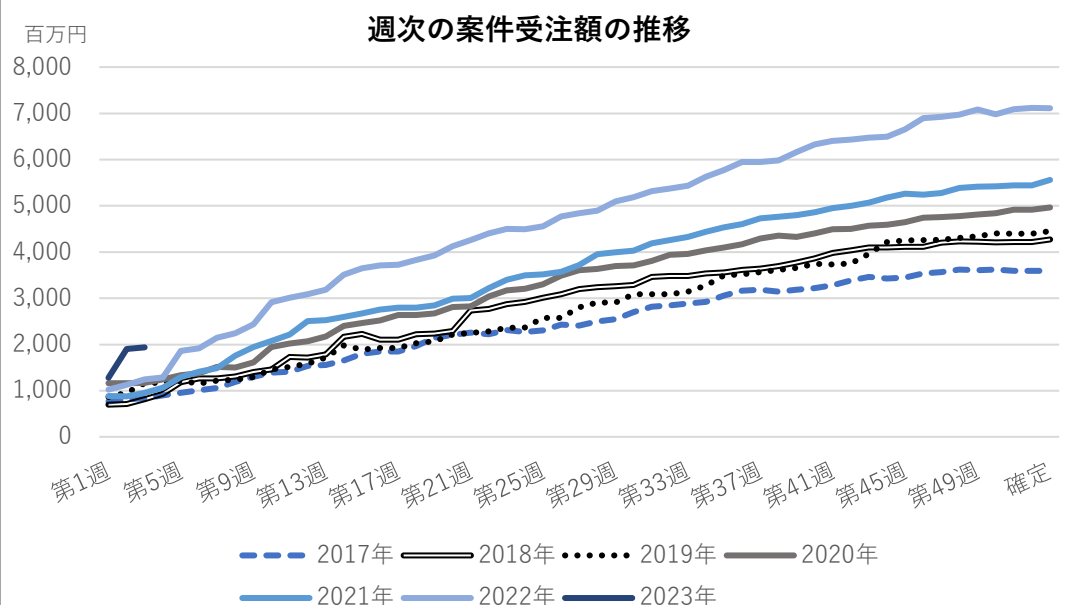
配当予想は開示していないが、FCIを除いた親会社に帰属する当期利益の40%とする方針である。連結の当期利益の予想7億円に対し、除くFCIの当期利益予想は10億円(+33%)。配当の計算から除外される投資有価証券の評価損益をゼロと仮定し、同社予想を使って推定すると約35円と推定できる。

2023/12期の業績予想を中期経営計画の3年目の目標と比較すると、売上は上回り、ROEはほぼ同じ、従業員数も計画を上回る。ただ、営業利益率が12%と目標の20%を下回る。この原因として同社は、FCIの先行投資によるマイナス分、従業員を前倒して増強してきた経費負担と説明、収益性の向上で埋め合わせてゆく方向。

	連結		連結除くFCI	
	2022/12期	2023/12期予想	2022/12期	2023/12期予想
売上高	7,915	10,000	7,898	9,650
営業利益	908	1,200	1,099	1,500
経常利益	921	1,200	1,113	1,500
当期利益	556	700	748	1,000

受注の推移

以下のグラフは、同社が決算説明資料で開示している、年度別の週次の案件受注額の推移。2023/12期は、年度初めから非常に好調に受注を伸ばしていることがわかる。今期の年間での売上の予想の伸び率は26%であるが、足元までの受注額の伸びは増収率の予想よりは少し高く見える。



出所：同社決算資料からSIR作成

■バリュエーション、リスク、株主還元

同社のPBRは、2023/12期会社予想からの推定ベースで4.1倍と、2022/12期の実績ROE20%から試算すると非常に高い水準となっている。PERも19.2倍前後。

同社のようなファイナンシャル・アドバイザーやM&A関連の企業は、金融セクターと見られることが多いが、グローバルに金融のバリュエーション、PBRはROEと高い相関関係を持つケースが多い。

ここでは、M&A関連事業などを展開する比較的、業容の近い6社とバリュエーションを比較した。

	株価	PER	PBR	営業利益 成長率	ROE
	2023/3/6	直近年度 会社予想	直近実績	会社予想	直近実績
フロンティア・マネジメント	1,172	19.2	4.6	32.2	20.87
日本M&AセンターHD	1,130	29.7	7.4	9.5	24.02
M&Aキャピタルパートナーズ	3,690	19.6	3.6	-7.0	23.25
マネジメントソリューションズ	3,490	44.9	22.4	124.3	21.24
ストライク	3,795	20.2	6.5	29.1	29.14
ドリームインキュベータ	3,105	-	3.0	黒字転換	17.18
山田コンサルティング	1,544	16.6	2.1	8.0	13.06
平均		26.8	5.6	10.6	

出所：各社決算資料及びSPEEDAからSIR作成

注)ドリームインキュベータは、会社予想を発表していない。尚、ROEは、昨年度が赤字のため3Q実績を年換算した。

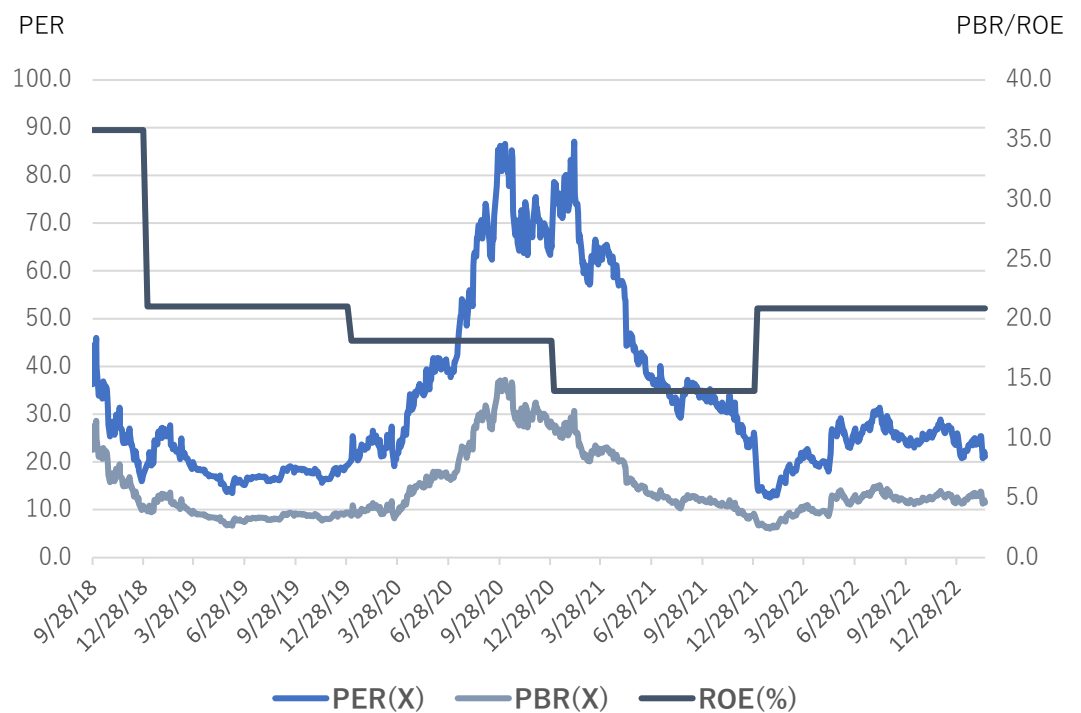
こうした比較対象の企業は、同社と同様、比較的業歴が浅く、グローストックと位置付けられている。それぞれ、コンサルティング会社らしくROEは高く、同社同様に、バリュエーションはPERでもPBRでも高い水準にある。それらは、高い利益成長率で説明できる場合もある。

またドリームインキュベーターのような特殊事例で高い企業もある。会社予想を発表していないドリームインキュベーターは、2023/3期3Q決算で発表したように、投資先のアイペットホールディングスが、第一生命にTOBされることになり、4Qにキャピタルゲインが想定されること、その利益を原資に株主還元と人的資本への投資を実施すると発表したこと、その前の2022年11月7日に発表されたTOBへの賛同を受けて、11月8日から株価が急上昇している。

PBRで1倍を上回る部分の評価は、非財務資産を評価していると言われるケースがある。ただしその場合、財務上の資本価値に毀損なく、会計上の株主資本が正しいという前提条件が必要となる。その上で、企業が資本コストを上回るリターンを確保できている場合、その資本コストを上回る高いROEに対する評価分を差し引いた上で、それでも説明できない価値があるとする。高いPBRで、資本コストを上回るROEで説明できない部分が、将来キャッシュフローの現在価値、もしくは現時点で会計上の財務資産に反映されていないが将来に反映される「プレ財務資産」、及び非財務資産と仮定できる。

以下の図表は、同社のPER、PBRとROEの推移。2000年の4月からROEの低下基調にも関わらず、株価は大きく上昇している。その後2021年2月に再度上昇した後、下落してきた。この間の株価変動の背景を考えると、当時、マザーズに上場していた同社はグロース株の範疇にあり、株価は決算などのニュースフローで大きく変動したと考えられる。2020年5月に発表された同社の2020年12月期の1Q決算では、営業利益が対前年で33%増加し、続いて8月に発表された2Qの6ヶ月では、営業利益は対前年で約6.1倍と急増した。この変化率を受けて、大きく上昇したと推定される。2021年2月に発表された2020/12期決算と同時に2021/12期の業績見通しで、営業利益が前年度比で72%増加する予想が示されたため、再度株価は上昇したが、その後発表された1Q2Q決算では前年比での減少が続き、11月12日には業績予想の下方修正が発表され、バリュエーション水準は修正されたように見える。

フロンティア・マネジメント PER、PBR、ROEの推移



出所：各社決算資料及びSPEEDAからSIR作成

以下の図表は、20ページでバリュエーション比較した7社の、平均のバリュエーション推移。フロンティア・マネジメントと似たようなチャートとなっているが、2020年の後半にバリュエーションが上昇しているのは、バリュエーション水準を市場相対で見ると上昇がかなり抑制されるので、主に市場の上昇に伴う水準上昇と考えられる。市場全体が上昇したタイミングで、バリュエーションの水準も上昇する傾向にあった。

7社平均のPER及びPBR推移



出所：各社決算資料及びSPEEDAからSIR作成

今後のバリュエーションを考える上で、一つ、注意点があると考えている。同社の投資セグメントに関連したポイントである。

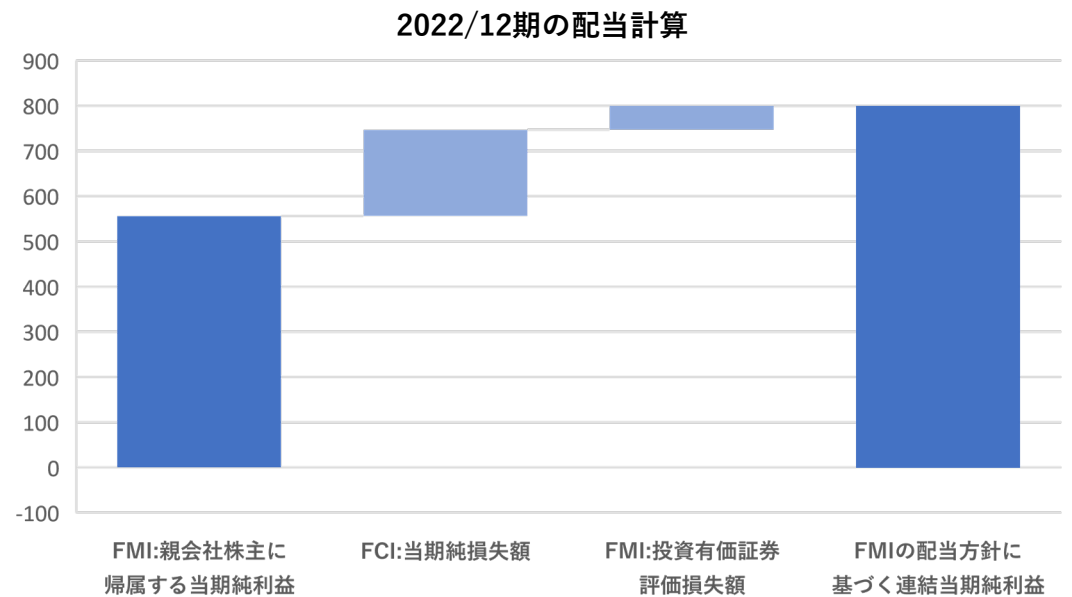
上記でバリュエーションを比較した、ドリームインキュベーターは今期、4Qに投資先であるアイペット保険からイグジットし、利益が大幅に増加する見通しであることが公表され、株価もそれを反映し、大幅に上昇した。ドリームインキュベーターの場合は、投資先からのイグジットによる売却益を株主還元と人材への投資に使う方針であるため、株価が反応した。

ただし、フロンティア・マネジメントについては、投資セグメントの項で説明したように、フロンティア・キャピタルには外部資金を導入しており、株主還元の計算に含まれない。FCIの利益も優先株主への配当として外部流出するため、正確にバリュエーションを行うなら、投資先からのイグジットで連結利益が増加しても、株価への影響が限定されることを想定する必要がある。

株主還元

2022/12期3Q発表時に、配当性向をそれまでの30%から40%に引き上げることを発表した。

配当の計算根拠となる当期利益は連結決算上の当期利益ではなく、子会社のフロンティア・キャピタルを除いた当期利益の40%である。



出所：同社決算資料

同社は配当予想は開示していないが、2023/12期について推定すると以下のようなになる。

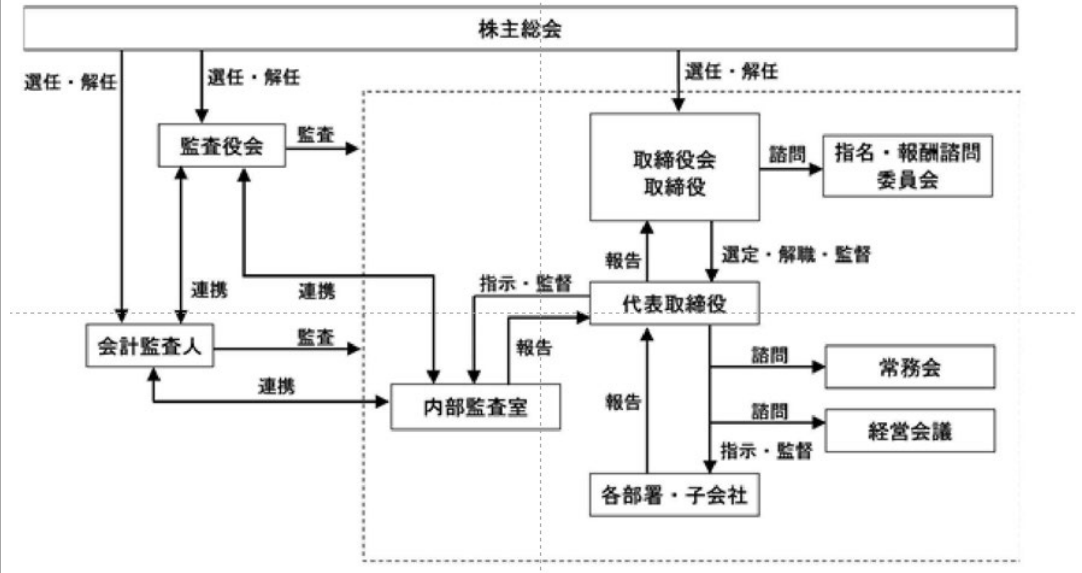
FCIを除いた親会社に帰属する当期利益の40%とする方針である。連結の当期利益の予想7億円に対し、除くFCIの当期利益予想は10億円 (+33%)。配当の計算から除外される投資有価証券の評価損益をゼロと仮定し、同社予想を使って推定すると約35円と推定できる。ここで、FCIの配当を確認したい。

配当は、まずA種株式の出資額までA種株主に配当し、その後C種株式の出資額までC種株主に配当。それ以降は、毎期、仮にA種株主に支払うべき配当があれば支払った後に、A種株主とC種株主に規定に従い配当することとなっている。

FCIからのフロンティア・マネジメント社株主への配当総額は、会社法上の分配可能及び必要となる手元現預金水準を維持して、FCIの当期利益(FCI単体の投資有価証券売却益は、50%を控除)の半分が配当可能額となる見込みであるが、C種株主である同社への配当には時間を要するため、当面は株主への配当の計算には含まれない。バリュエーションのページでも説明した内容と同じであるが、同社の株主配当を考えると、今後、投資セグメントで投資からのイグジットがあり大きなキャピタルゲインが予想される場合は注目されると予想されるが、配当の計算には当面、含まれないことに注意が必要である。当面は、投資セグメントの利益貢献は、FCI以外のフロンティア・マネジメントの人材が、投資先に関連して経営支援やコンサルティングを実施する場合の収入になる。

■ガバナンス

ガバナンス体制



出所：同社有価証券報告書より抜粋

取締役リストとスキルマトリクス

氏名	大西 正一郎	松岡 真宏	小森 忠明	大杉 和人	鷗静 恵子	梅本 武	下河邊 和彦	服部 暢達
現在の役職	代表取締役	代表取締役	副社長 執行役員	取締役	取締役	監査役	監査役	監査役
属性				社外・独立	社外・独立	社外・独立	社外・独立	社外・独立
企業経営	●	●					●	
経済		●		●	●	●	●	●
財務・計			●	●		●		●
金融・資	●	●	●	●		●		●
法務管理	●				●		●	
営業マーケティング	●	●	●					
グローバル		●	●	●				●
環境・社会	●				●			

出所：株主総会招集通知から抜粋

サステナビリティ経営への取り組み

同社は、2022年11月11日に「サステナビリティ基本方針及び重要課題（マテリアリティ）」の制定並びにサステナビリティ推進委員会の設置に関するお知らせを発表し、以下を示した。

1)サステナビリティ基本方針

フロンティア・マネジメントグループは、創業以来、「クライアントの利益への貢献」、「ステークホルダーの利益への貢献」、「社会への貢献」という経営理念を掲げて経営をしてきております。当社グループは、多様性に富むプロフェッショナルの叡智を集め、顧客の経営課題解決の支援を通じて、豊かな地球環境と持続可能な社会への貢献を果たすとともに、当社グループの持続的な成長と発展を実現してまいります。

2)サステナビリティ重要課題（マテリアリティ）

同社は、グループの経営資源の中核は“人的資本”であることに鑑みて、三つのテーマに則してマテリアリティを制定したとし、これらに対する取り組みを通じ、持続可能な地球環境と社会への貢献とともに、同社の一層の成長に努めるとし、それが同社グループの人的資本の充実にポジティブな効果を発揮するとした。以下の表に、具体的なマテリアリティを示す。

重要テーマ	重要課題（マテリアリティ）
人材の多様化と専門性の確立	①多様性と受容の深化 ②人的資本への投資継続 ③経営人材の育成と輩出 ④人々が個性を生かし活躍する社会への貢献
「社会・ビジネスの在り方」の転換への貢献	⑤ビジネス倫理観の醸成 ⑥脱炭素・循環型社会への転換推進 ⑦地方創生への貢献
企業の成長力とレジリエンスの強化	⑧顧客企業の長期的価値向上 ⑨健全なガバナンス体制の追及

出所:同社プレスリリースからSIR作成

株主の状況

以下は、2022年6月30日時点の大株主で、2Qの四半期報告書からの抜粋である。

持株順位	株主名	所有株数(株)	持株割合(%)
1	大西正一郎	2,169,974	18.95
1	松岡真宏	2,169,974	18.95
3	株式会社日本カストディ銀行(信託口)	840,900	7.34
4	日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	801,400	7.00
5	矢島政也	614,880	5.37
6	山口貴弘	494,200	4.32
7	株式会社SBI証券	276,915	2.42
8	村田朋博	266,880	2.33
9	光澤利幸	146,000	1.27
10	野村信託銀行株式会社(投信口)	114,200	1.00
	合計	7,895,323	68.94

出所: 同社四半期報告書

損益計算書

百万円、%	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12	2023/12 CE
事業別売上高								
経営コンサルティング	1,420	1,809	1,944	2,016	2,416	3,280	4,352	
再生支援	199	251	268	567	945	663	601	
M&Aアドバイザー	1,551	1,670	2,336	2,065	1,777	1,725	2,793	
投資事業	0	0	0	0	0	0	3	
その他	167	151	142	123	55	74	166	
売上高	3,337	3,880	4,690	4,771	5,193	5,742	7,916	10,000
売上総利益	1,941	2,360	2,890	2,976	3,109	3,494	4,686	
販売費及び一般管理費	1,930	2,108	2,218	2,312	2,528	2,992	3,777	
営業利益	11	252	672	663	581	501	908	1,200
営業外収益	3	5	17	28	13	18	21	
持分法投資利益	0	0	13	13	7	7	8	
その他営業外収益	3	5	4	15	6	11	13	
営業外費用	7	2	13	13	19	4	8	
経常利益	6	254	677	679	576	515	922	1,200
特別利益	0	0	40	0	0	0	0	
特別損失	0	5	0	43	0	0	54	
税金等調整前当期純利益	6	249	717	636	576	515	868	
親会社株主に帰属する当期純利益	-22	144	472	429	421	339	566	700

貸借対照表

百万円	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12
流動資産	1,278	1,723	3,360	2,585	2,994	2,998	4,276
現金同等物及び短期性有価証券	691	861	2,172	1,789	1,900	1,794	3,223
現金及び現金同等物	691	861	2,116	1,733	1,899	1,784	3,199
短期性有価証券			56	56	1	10	24
売上債権	295	633	876	695	963	1,073	913
繰延税金資産-流動	166	175	238				
貸倒引当金-流動		-11	-15	-14	-16	-17	-24
固定資産	292	247	263	684	798	821	1,375
有形固定資産	38	29	20	247	219	208	314
無形固定資産	12	7	9	15	11	11	94
のれん	0	0	0	0	0	0	265
投資その他の資産	242	212	235	422	569	601	767
投資有価証券(関係会社含む)		0			57	57	4
投資有価証券		0			57	57	4
長期営業債権		24					
繰延税金資産-固定	65	22	9	175	224	277	
貸倒引当金-固定		-22					
資産合計	1,570	1,971	3,624	3,269	3,793	3,819	5,659
流動負債	933	1,191	1,723	1,002	1,262	1,283	1,869
買入債務	12	116	167	19	59	45	71
未払金・未払費用	62	89	119	93	148	95	129
短期借入債務	375	200	175				138
短期借入金（リース債務含む）	375	200	175				138
一年内返済の長期借入債務							
一年内返済の長期借入金							
固定負債	38	38	3	82	82	82	774
長期借入債務							639
長期借入金（リース債務含む）							639
資産除去債務-固定	38	38	3	82	82	82	135
負債合計	971	1,229	1,726	1,084	1,344	1,365	2,643
純資産合計	599	742	1,898	2,185	2,449	2,454	3,016
株主資本等合計	599	742	1,898	2,185	2,449	2,454	2,962
株主資本	590	734	1,887	2,173	2,437	2,398	2,919
資本金	158	158	158	158	164	179	210
資本剰余金	158	158	809	809	835	559	578
利益剰余金	346	491	920	1,207	1,496	1,697	2,140
自己株式	-73	-73	0	-1	-58	-37	-8
評価・換算差額	9	8	11	12	12	9	8
為替換算調整	9	8	11	12	12	9	8
新株予約権						47	35
非支配株主持分						0	54

出所：同社有価証券報告書及びSPEEDAよりSIR作成

キャッシュフロー計算書

百万円	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/12	2021/12	2022/12
営業活動によるキャッシュフロー	-276	358	629	138	456	317	1,250
税前当期利益	6	249	717	636	576	515	868
減価償却費及び正ののれん償却費	36	20	22	34	39	36	47
持分法投資損益	0	0	-13	-13	-7	-7	-8
株式報酬費用	0	0	0	0	0	102	88
売上債権の増減	124	-338	-243	181	-267	-110	216
営業投資有価証券の増減	-3	0	-56	0	55	-8	-14
その他	-371	0	-634	-1,094	-467	-1,409	53
利息及び配当金の受取額 - 営業CF	0	0	0	0	0	0	0
利息の支払額 - 営業CF	-2	-2	-1	-1	-1	-1	-8
法人税支払い	0	18	-102	-258	-134	-205	-343
投資活動によるキャッシュフロー	-37	-14	-22	-203	-59	-32	-487
有価証券及び投資有価証券の取得	7	0	0	0	-57	0	0
関係会社株式の取得	0	-3	0	0	0	0	0
有形固定資産の取得及び売却	-38	-4	-3	-180	-2	-26	-87
有形固定資産の取得	-38	-4	-3	-180	-2	-26	-87
有形固定資産の売却		0	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得及び売却	-5	0	-5	-11	-1	-5	-3
無形固定資産の取得	-5	0	-5	-11	-1	-5	-3
財務活動によるキャッシュフロー	163	-175	649	-318	-231	-405	647
自己株式の取得による支出	0	-175	0	0	-127	-270	0
支払配当金	-37	0	-43	-143	-129	-138	-125
長期借入による収入	0	0	0	0	0	0	860
長期借入金の返済	0	0	0	0	0	0	-90
短期借入による収入	200	0	0	0	0	0	0
短期借入金の返済	0	-175	-25	-175	0	0	0
株式の発行	0	0	724	0	11	3	2
現金及び現金同等物に係る換算差額	-1	0	-1	0	0	5	5
現金及び現金同等物の増加額	-150	170	1,256	-383	166	-115	1,415
現金及び現金同等物期首残高	842	691	861	2,116	1,733	1,899	1,784
現金及び現金同等物期末残高	691	861	2,116	1,733	1,899	1,784	3,199

出所：同社有価証券報告書及びSPEEDAよりSIR作成

LEGAL DISCLAIMER

ディスクレイマー／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情報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@sessapartners.co.jp