

ホリスティック企業レポート プロレド・パートナーズ 7034 東証一部

ベーシック・レポート
2020年7月31日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20200728

コストマネジメント分野を中心に成果報酬型の経営コンサルティングサービスを展開 成果報酬型コンサルティング市場の先駆者として高成長を目指す

1. 会社概要

- ・プロレド・パートナーズ(以下、同社)は、成果報酬型の経営コンサルティングサービスを提供している。成果測定のノウハウ蓄積に強みがあり、コストマネジメント分野のコンサルティングで多くの実績を有している。

アナリスト:藤野敬太
+81(0)3-6858-3216
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

2. 財務面の分析

- ・成功報酬型の特性上、費用が先行する収益構造のため、新規のプロジェクトが増えた14/10~16/10期は増収ではあったものの利益は横ばいで推移した。プロジェクト終了後に数期間にわたって成功報酬を受け取る契約のため、過去の成果が積み上がってきた、17/10期以降は大幅増益となった。
- ・上場しているビジネスコンサルティング会社との比較では、他社より小規模である分成長性は高く、安全性の指標も総じて高い。収益性の指標も、一部他社を下回るものがあるが、売上高営業利益率は他社を圧倒する高さを誇る。他社が固定報酬型中心であることが要因と推察される。

【主要指標】

	2020/7/22
株価(円)	5,220
発行済株式数(株)	11,008,800
時価総額(百万円)	57,466

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	78.7	70.4	54.8
PBR(倍)	14.8	9.2	7.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、成果報酬型コンサルティングに関するナレッジ(組織資本)にある。ナレッジの蓄積により、体制を拡充すればコンサルティング件数を増やすことができるようになり、クライアント企業の増加が更なるナレッジの蓄積につながるという好循環が描かれている。

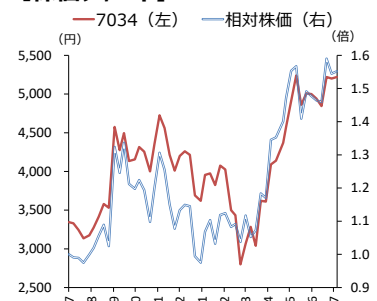
【株価パフォーマンス】

	1ヵ月	3ヵ月	12ヵ月
リターン(%)	9.0	26.7	58.4
対TOPIX(%)	8.0	17.9	57.6

4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、コンサルタントの確保と育成、成果報酬型コンサルティングの啓蒙、M&Aへの取り組みが挙げられる。
- ・同社は、「総合コンサルティングファーム」となることを目指している。そのために、既存領域では年約30%の増収を続けつつ、新事業領域の開発及びノウハウ蓄積を進めるとしている。また、M&Aを積極的に活用していく方針である。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX。基準は2019/7/19

5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンターでは、参入障壁が高い成果報酬型コンサルティングの分野において先行優位性を構築できている点を評価している。一方、同社はM&Aの活用により意欲的で今後3年間で200億円を投じることを目標としているが、今までM&Aの経験はなく、M&Aによる成長シナリオを達成できるかどうかは未知数である。まずは第一号案件としてどのような案件を手掛けるかに注目したい。

【7034 プロレド・パートナーズ 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2018/10	1,651	62.9	614	124.4	591	111.9	380	91.7	57.2	290.9	0.0
2019/10	2,641	60.0	1,065	73.2	1,046	76.8	682	79.2	66.3	353.3	0.0
2020/10 CE	3,468	31.3	1,235	16.0	1,233	17.9	766	12.2	73.7	-	0.0
2020/10 E	3,472	31.4	1,268	19.0	1,239	18.5	805	18.0	74.2	565.2	0.0
2021/10 E	4,360	25.6	1,610	27.0	1,613	30.1	1,048	30.1	95.2	660.4	0.0
2022/10 E	5,475	25.6	2,100	30.4	2,102	30.4	1,366	30.4	124.1	784.6	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、18年7月の上場時に558,000株の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の93,000株を含む)
19年6月12日に1:2、20年1月11日に1:2の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

ベーシック・レポート

2/32

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない。投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ 成果報酬型の経営コンサルティング会社

大手企業を対象とする経営コンサルティングサービスは、一般的に、プロジェクト単位で収益の管理が行われる。プロジェクトの売上高は、「投入されるコンサルタントの稼働量(稼働時間の総量)×コンサルタントの単価」で決定され、プロジェクトの成果に関係なく、固定報酬がコンサルティング会社に支払われる。

クライアント企業の間には、プロジェクトの成果が分からないのに費用が発生する従来の報酬体系であるために、コンサルティングサービスを依頼することを躊躇するケースが多く見られる。そのため、資金に余裕のある大手企業しか依頼できないものとされてきた。

プロレド・パートナーズ(以下、同社)のコンサルティングサービスは成果報酬型であり、成果が出て初めてクライアント企業に課金される。しかも、その金額は、コンサルタントの稼働量に関係なく、コンサルティングによって得られた成果(コスト削減等)に見合った金額となる。クライアント企業と成果をシェアする形をとるため、同社の成果報酬型コンサルティングは、クライアント企業にとってより受け入れられやすい課金体系と言えよう。

◆ コストマネジメントのコンサルティングが売上高の大半

同社はコンサルティング事業の単一セグメントで、詳細の開示はないが、クライアント企業のコスト削減を目指すコストマネジメントのコンサルティングが売上高の大半を占めている。他には、売上高の増加を目指すセールスマネジメントや、その他の経営コンサルティングもあるが、それらも成果報酬型で行っている。

> ビジネスモデル

◆ 成果報酬型のコンサルティングフロー

同社のコンサルティングのフローを図表1に示した。コンサルティング契約の締結後、デューデリジェンス(成果の可能性診断)を行い、成果内容にクライアント企業が興味を示して依頼が来れば、コンサルティングを実施する。コンサルティング実施後、顧客の成果が確定したタイミングで同社への報酬が発生することになる。

成果報酬型であるため、コンサルタントの稼働にかかる費用が先行し、成果が出ない場合は無報酬となる。一方、成果が確認された場合には、成果が確定した時点で契約が終了するのではなく、一定期間、継続的にサポートする契約のため、複数年にわたって成果報酬を得られる仕組みになっている。過去のプロジェクトの成果の一部が現在の売上高に貢献することから、一種のストック型収益モデルとしての性格も有している。

【図表1】コンサルティングフロー

コンサルティング契約締結	デューデリジェンス (成果の可能性診断)	コンサルティング実施	成果確定・報酬受領	サポート
・成果の可能性検証を行う際に、「コンサルティング契約」を締結 (この段階では報酬は発生せず)	・コンサルティング対象の状況把握のため、必要な情報・データを受領し、簡易デューデリジェンスを実施 ・分析結果から、成果の見込みの有無、成果額の程度を算出し、クライアント企業に提案	・提案後、クライアント企業から依頼があった場合にコンサルティングを実施 ・クライアント企業に必要な要素を確認の上、詳細なデータを収集し、分析・検証を実施 ・最適な提案を複数パターンを提示し、クライアント企業の選択後に成果確定までの実行をサポート	・クライアント企業の成果確定後にコンサルティング成果を算出 ・コンサルティングを開始する際に、あらかじめクライアント企業と協議した内容に基づき報酬を算出 ・報酬確定後に支払契約内容に基づき請求を実施	・成果確定後も成果を維持すべく契約に基づいた期間にわたってサポートを実施 ・報酬を分割收受

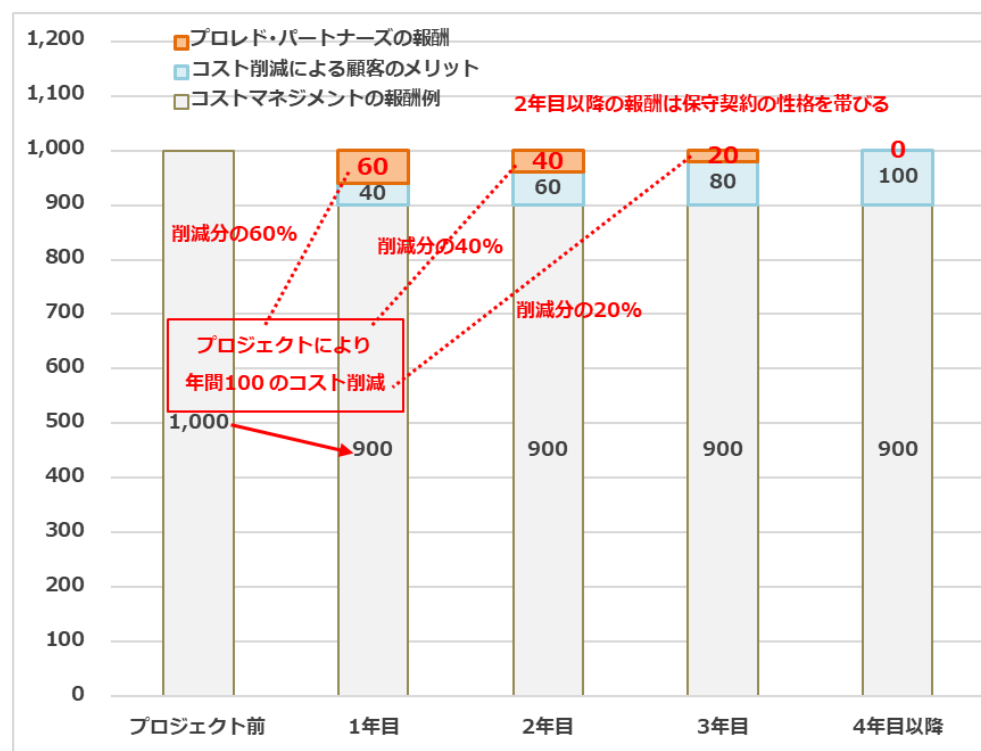
(出所) プロレド・パートナーズ有価証券報告書、成長可能性に関する説明資料より証券リサーチセンター作成

◆ コストマネジメントのコンサルティングの報酬の例

同社の主力であるコストマネジメントのコンサルティングでは、コンサルティングによって策定された戦略を実行したことによって削減されたコスト(=成果)の一定割合を複数年、成功報酬として受け取っている。

例えば、ある項目に年間1,000万円かかっていたコストが、プロジェクトを実行することで年間100万円の削減が見込まれる場合、削減見込み分の60%を1年目の報酬として受け取る(厳密には、策定された戦略に則ったスキームが採用された月に報酬が発生する)。2年目は削減分の40%を、3年目は削減分の20%を受け取る。2年目以降の報酬を得るためには削減効果を維持することが求められ、同社はその維持のために必要に応じて追加作業(サポート)を行う。そのため、2年目以降の報酬は保守契約の性格も有しているとも言える(図表2)。多少のばらつきはあるが、平均的には、3年分の成果のうちの約3分の1が同社の報酬となる。

【 図表 2 】 コストマネジメントのコンサルティングの報酬例



(出所) プロレド・パートナーズ決算説明会資料に証券リサーチセンター追加

なお、コストマネジメントの中のBPO^{注1}／BPR^{注2}のコンサルティングや、セールスマネジメントのコンサルティングは、実際に策定された戦略を完全に実行してみないと成果が測定できない。従って、報酬を受け取るタイミングはコストマネジメントの場合よりも遅くなるが、基準として設定された指標に対する成果額の40～80%が同社の報酬となり、コストマネジメントよりも成果報酬率が高くなる傾向にある。

注1) BPO

BPOは、Business Process

Outsourcingの略。

企業運営上の業務やビジネス

プロセスを専門企業に外部委託する

ことを指す。

注2) BPR

BPRは、Business Process

Re-engineeringの略。

企業における既存の管理方法や

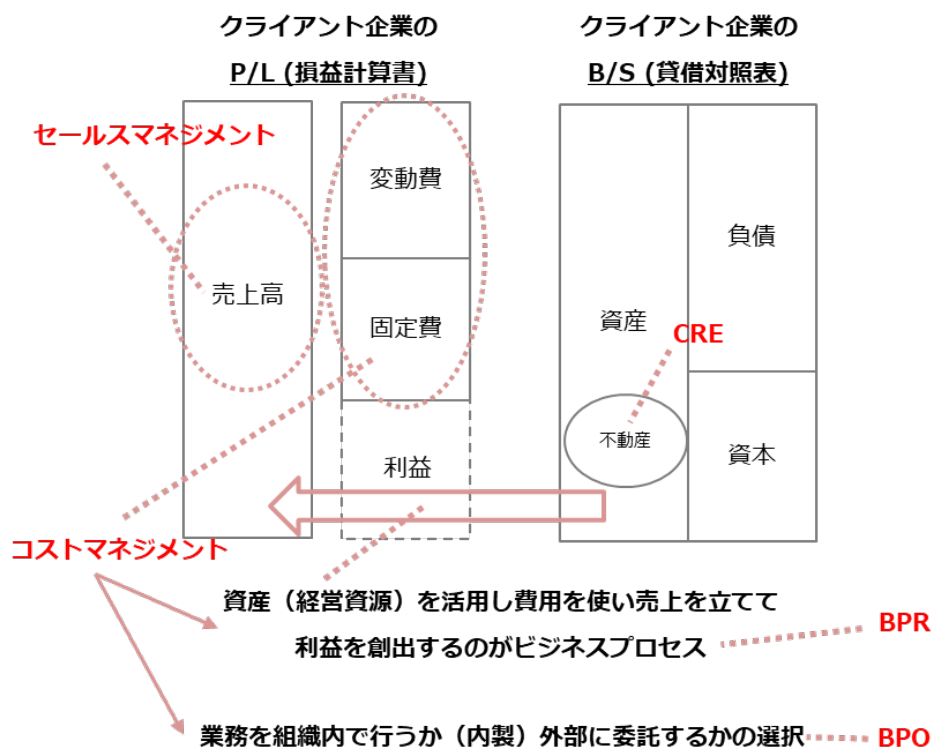
ビジネスプロセスを抜本的に

見直し、変更することを指す。

◆ コンサルティングサービスの種類

同社のコンサルティングサービスは、クライアント企業の財務諸表のどの部分に手を入れるかによって分類することができよう(図表3)。

【 図表 3 】 クライアント企業の財務諸表の観点で見たコンサルティングサービスの種類



(出所) 証券リサーチセンター作成

◆ コンサルティングサービスの種類 (1) : コストマネジメント

成果報酬型コンサルティングは、成果測定のしやすい分野で特に威力を発揮する。その意味では、クライアント企業のコスト削減を目指すコストマネジメントのコンサルティングは成果報酬型という報酬体系に馴染みやすい。

中でも、損益計算書の販売費及び一般管理費（以下、販管費）に関わる「間接材マネジメント」や、売上原価を左右する「直接材コストマネジメント」のプロジェクトで同社は多くの実績を有している。

なお、成果測定が難しいことや、売上高変動により受ける影響度が大きいことから、一般的に「間接材コストマネジメント」よりも「直接材コストマネジメント」の方が難易度は高いとされている。

◆ プロジェクトの種類 (2) : BPO/BPR

コストマネジメントのコンサルティングの中には、クライアント企業の業務プロセスの改善にまで踏み込んでいくものもある。

例えば、BPRのコンサルティングの場合、生産拠点や店舗、バックオフィス（経理、人事、総務等）、調達、製造ライン等の業務プロセスについて、財務データ分析や現場実態調査を通じた継続的なコスト削減の可能性を検討し、業務改善を行っていく。

また、業務プロセスの改善のためのひとつの手法として、一部の業務プロセスをアウトソーシングするBPOのソリューションを提供することもある。なお、同社の場合、購買部門のBPO／BPRの実績が多い模様である。

◆ コンサルティングサービスの種類（3）：セールスマネジメント

セールスマネジメントはクライアント企業の売上高拡大を目的としたコンサルティングであり、「マーケティング戦略」と「営業戦略」に分類される。成果報酬型であることはコストマネジメントのコンサルティングと同じだが、同社の実績としてはBtoBのビジネスモデルで展開する企業での実績が多い模様である。

「マーケティング戦略」は、対象とする商品の市場価格を算出し、商取引の価格を再設定することにより、売上高の増加を図るコンサルティングである。一方、「営業戦略」は、法人営業を対象とするコンサルティングである。法人営業で発生しうる、「見込み客を集められない」、「良い提案ができない」、「営業プロセスを管理できていない」といった諸問題への対応力の強化を図るものである。

セールスマネジメントのコンサルティングが提供できるようになったことは、単なるサービスメニューが増えたということだけではなく、もうひとつの意味合いが生まれている。

コストマネジメントの場合、「削減前のコスト×削減率」が報酬対象となるが、そもそも削減率には限度があるという問題がある。さらに、同社にとっては、削減前のコストが大きければ大きいほど報酬が多くなるため、削減前のコストがそもそも小さい中小企業のプロジェクトでは期待できる報酬額が少なく、採算性の観点から、プロジェクトとして成立しづらいという問題があった。

一方、セールスマネジメントでは、「売上高の増加分」が報酬対象となる。100億円の売上高を110億円に増やしても、10億円の売上高を20億円に増やしても、報酬対象の金額は10億円で同じである。そのため、コンサルティングの内容次第では、売上高が小さい中小企業でもプロジェクトとして成立しうる。セールスマネジメントのコンサルティングが提供できるようになったことで、同社の潜在顧客層は大きく広がったと言える。

注3) CRE

CREは、Corporate Real Estateの略。
企業がその事業活動において、
所有や賃貸借等により関わって
いる不動産を指す。

注4) KPI

KPIは、Key Performance Indicator
の略。
企業等の組織において、個人や
部門の業績を定量的に
評価するための指標を指す。

◆ プロジェクトの種類 (4) : CRE マネジメント

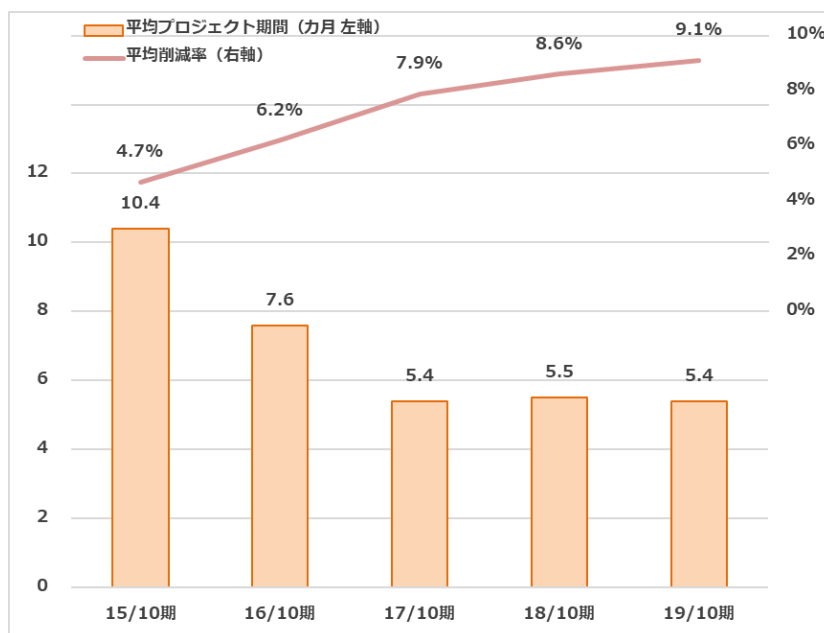
CRE^{注3)} マネジメントは、企業が所有または管理する不動産の最適運用を図る方法を提案するコンサルティングである。特に、プライベートエクイティファンドが関与するプロジェクトで成果を上げている模様である。

◆ 成果測定に基づくプロジェクト標準化と品質の平準化が要諦

成果報酬型であるが故に、プロジェクトを実施した際の適切な成果測定が必要不可欠となる。成果測定の巧拙は、(1) 定量的に測定できるかどうか、(2) 測定内容をクライアント企業と共有できるか(クライアント企業が納得できるか) が鍵を握る。

例えば、コストマネジメントのプロジェクトの場合、コストの平均削減率(「削減できたコスト」÷「削減前に支払っていた商品やサービスのコスト」)や、コンサルティングの平均プロジェクト期間(キックオフから成果確定までの期間)を KPI^{注4)}として管理している。これを見ると、平均削減率は15/10期の4.7%から19/10期の9.1%へ上昇が続き、平均プロジェクト期間は15/10期の10.4カ月に対して17/10期以降は5.4~5.5カ月で推移しており、大幅に短縮している(図表4)。

【図表4】コストマネジメントのプロジェクトの KPI



(出所) プロレド・パートナーズ有価証券届出書及び有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

同社は創業来、全プロジェクトの成果測定を続けて、たゆまなくデータを蓄積し、成果測定の精度向上につなげてきた。同時に、それらの

蓄積を活かして、コンサルティングフローをはじめとする業務の標準化及び品質の平準化を進めてきた。その結果、個々のコンサルタントの能力に過度に依存しない体制が構築されてきた。

◆ クライアント企業

主力のコストマネジメントのコンサルティングの主なターゲットは、売上高が 100 億円～5,000 億円の中堅企業である。業種は特に問うものではないが、実績を見る限りでは、利益率が低い業種である小売・飲食業のクライアント企業が多い(図表 5)。また、過去、全売上高の 10%以上の売上高を計上したクライアント企業を見ても、その業種は小売業またはサービス業となっている(図表 6)。

【図表 5】クライアント企業の属性

(単位:社)

企業規模と業種		企業数			売上高営業利益率 (国内平均 18年度)
		クライアント 企業数	全企業数	クライアント企業数 が占める割合	
大企業	製造業	5	100	5.0%	-
	小売・飲食業	1	19	5.3%	-
	サービス業	0	34	0.0%	-
	その他	5	415	1.2%	-
	小計	11	568	1.9%	-
中堅企業	製造業	69	3,780	1.8%	-
	小売・飲食業	105	1,809	5.8%	-
	サービス業	41	2,943	1.4%	-
	その他	67	7,044	1.0%	-
	小計	282	15,576	1.8%	-
合計	製造業	74	3,880	1.9%	4.81%
	小売・飲食業	106	1,828	5.8%	2.79% (小売業) 3.74% (飲食サービス業)
	サービス業	41	2,977	1.4%	6.67% (サービス業)
	その他	72	7,459	1.0%	8.52% (その他サービス業)
		293	16,144	1.8%	- 3.93%

(出所) プロレド・パートナーズ決算説明会資料、経済産業省「企業活動基本調査」より証券リサーチセンター作成

【図表6】全売上高の10%以上の売上高を計上したクライアント企業

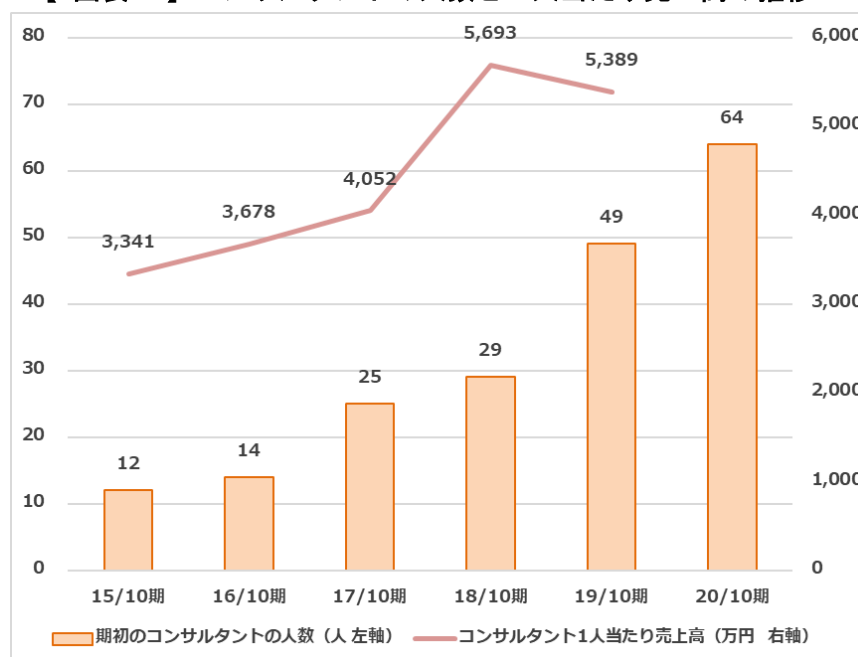
クライアント企業	業種	売上高（上段は金額（百万円） 下段は売上構成比）			
		16/10期	17/10期	18/10期	19/10期
テイクアンドギヴ・ニーズ	サービス業	116	－	－	－
		22.6%	－	－	－
マックスバリュ東海	小売業	88	－	－	－
		17.2%	－	－	－
コジマ	小売業	51	－	－	－
		10.1%	－	－	－
HITOWAホールディングス	サービス業	－	123	－	－
		－	12.2%	－	－
キタムラ	小売業	－	106	－	－
		－	10.6%	－	－
DCMホールディングス	小売業	－	－	356	－
		－	－	21.6%	－
全社売上高（百万円）		515	1,013	1,651	2,641

(出所) プロレド・パートナーズ有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ コンサルタントの体制

クライアント企業にサービスを提供するのはコンサルタントであり、同社の全従業員の約60%がコンサルタントである。20/10期初は64人のコンサルタントが在籍し、サービス別にチーム編成している。売上高を期初のコンサルタントの人数で割って算出されるコンサルタント1人当たり売上高は、19/10期は5,389万円であった(図表7)。

【図表7】コンサルタントの人数と1人当たり売上高の推移



(出所) プロレド・パートナーズ決算説明会資料

◆ 営業

同社では、コンサルタントと営業の機能を分離しており、営業部門がプロジェクトの契約前の提案を行っている。

注5) プライベートエクイティ
ファンド

複数の機関投資家や個人投資家
から集めた資金をもとに事業会社
の未公開株式を取得し、同時に
その企業の経営に深く関与して、
企業価値を高めた後に売却する
ことで高い収益を獲得することを
目的とした投資ファンドのことを
言う。

何の紹介もなく持ち込まれて成約するプロジェクトもあるが、多くは、
業務委託契約を締結した営業パートナー（ビジネスパートナー）経由
で紹介されるものと推察される。営業パートナーは個人と法人の両方
が存在する。

また、同社はプライベートエクイティファンド^{注5}に出資しており、
そのファンドの投資先がクライアント企業になるケースもあるとい
う。

> 業界環境と競合

◆ 国内コンサルティングサービス市場

IDC Japan（東京都千代田区）の調査によると、19年の国内コンサル
ティングサービス市場は前年比 7.3%増の 8,217 億円とされている。
中でも、企業におけるデジタルトランスフォーメーションへの取り組
みの拡大が見られたビジネスコンサルティングが市場の拡大を牽引
したとしている。

IDC Japan では、19年～24年の5年間は、引き続きデジタル関連の
コンサルティングを中心に、平均成長率 4.0%のペースで拡大し、24
年の国内コンサルティングサービスの市場規模は1兆4億円に達する
と予測している。

◆ コストマネジメント分野のコンサルティングサービス市場

一方、コストマネジメントの分野のコンサルティングサービス市場に
ついては明確な統計資料はない。2年前の上場時において、同社は、
コストマネジメントに関する固定報酬型のコンサルティング市場の
規模を 1,273 億円と見ており、それに対し、同分野での成果報酬型の
コンサルティング市場は僅少という認識であった。

一方で、大企業の売上高や平均販管費率、削減対象費用比率、平均削
減率から、同社は、コストマネジメント分野における成果報酬型の市
場の開拓余地を約 9,700 億円と試算していた。成果報酬型コンサルテ
ィングを主体に展開している企業が少ない中で、開拓余地の大きい市
場であるというのが同社の認識である。

◆ 競合

同社のクライアント企業は、売上 100～5,000 億円の企業が中心だが、
この規模の企業に対しては、マッキンゼー・アンド・カンパニーや A.T.

カーニー等の外資系経営コンサルティング会社もプロジェクト獲得に努めている。プロジェクト獲得に向けて、こうした外資系経営コンサルティング会社が競合先となろう。しかし、外資系経営コンサルティング会社が提案するものの多くはプロジェクトの成果に連動しない固定報酬型のものであり、同社のような成果報酬型のコンサルティングモデルで提案してくる競合先は少ない模様である。

なお、コスト削減のコンサルティングの分野で、成果報酬型を前面に出してサービスを提供している先としては、A.T.カーニーの出身者が設立したイコール・パートナーズ(東京都千代田区)や、ITベンチャーの元代表取締役が設立したウィザーズプラス(東京都千代田区)などいくつかの会社が存在している。

同社によると、上記のような成果報酬型コンサルティング会社は昔から存在していたが、現場ではあまり競合していないとのことである。同社がフルラインナップでサービスを取り揃えているのに対し、他社の多くは、一分野または少数分野に特化してサービスを提供していることを理由に挙げている。分野を限定することで、安価な報酬でも収益が上がるため、報酬の価格帯の違いが発生し、ターゲット顧客の重複が少なくなるということのようである。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ～ 現代表取締役は外資系経営コンサルティング会社出身

現代表取締役の佐谷進氏は、外資系経営コンサルティング会社のジェミニ・コンサルティング・ジャパン・インクに入社し、ジェミニ社の編入先のブーズ・アレン・アンド・ハミルトン(現PwCコンサルティング)も含め、大手企業向けの経営コンサルティングのプロジェクトに従事していた。

佐谷氏は、コンサルティングの成果の有無に関係なく高額な固定報酬を受け取る大手経営コンサルティング会社の報酬体系に疑問を感じていた。高額な固定報酬であるために、結果として支払能力のある大手企業しかプロジェクトを依頼することができず、本当にサービスが必要としている企業へ価値を提供できていないと考えたためである。この疑問が、後の同社の創業へとつながっていく。

◆ 沿革 2 ～ REIT のファンドマネージャーを経て同社を設立

その後、佐谷氏は、ジャパン・リート・アドバイザーズ(東京都港区)に移り、ファンドマネージャーとしてREITの運用に携わった。

この頃、後のリーマンショックへとつながるサブプライムショックが米国で起こり、日本の不動産運用業界にも大きな動揺を与えていた。

佐谷氏は、ファンドマネージャーとして投資先のクライアントに深く関わりつつも、クライアントに対して適切なソリューションを直接提供できない状況にもどかしさを感じていた。

経営コンサルティング会社で感じた疑問と、REIT のファンドマネージャーの時に感じたもどかしさをもとに、大手企業以外に対して、効果が目に見える形でソリューション提供ができるコンサルティングサービスの確立を志向し、リーマンショックが発生する直前の 08 年 4 月に同社を設立した。

なお、同社の社名の「プロレド」は、専門家を示す「プロ」と、情熱を表す色の「赤色 (レッド)」からつくられたという。

◆ 沿革 3 ～ 第 1 号案件は CRE 戦略の成果報酬型のプロジェクト
会社設立後、リーマンショックによる社会的な混乱の影響もあったが、サービス開始の準備を進め、09 年 12 月に実際の創業となった。なお、この創業のタイミングで、現専務取締役の山本卓司氏が参画している。

創業の翌月の 10 年 1 月には、成果報酬型としての最初のプロジェクトを手掛けることになった。佐谷氏の REIT のファンドマネージャーとしての経験があったことで実現したもので、CRE 戦略を成果報酬型で行うプロジェクトであった。これが、現在の「CRE マネジメント」サービスへとつながっていく。

◆ 沿革 4 ～ 現在の主力サービスの開始

11 年 5 月に、間接材のコスト削減を成果報酬型で行う「間接材マネジメント」サービスが、12 年 8 月に直接材コスト削減を成果報酬型で行う「直接材マネジメント」と、クライアントの業務プロセスまで踏み込む「BPO/BPR」サービスを順次開始した。これらは、当初より同社が手掛けようとしていたサービスであるが、実際のプロジェクトとして成立するまでに、創業から数年の時間がかかったことになる。成果報酬型コンサルティングというのは、参入するのにそれだけの時間と手間を要するというを示していることになるが、ノウハウを蓄積していくことで収益化がしやすくなり、同社の主力サービスへと育っていくことになる。

◆ 沿革 5 ～ サービス領域と展開エリアの拡大

成果報酬型コンサルティングサービスでは、適切な成果測定が必要不可欠であるが、コンサルティングサービスの種類によって成果測定の難易度は当然違ってくる。費用削減の分野は比較的成果測定がしやすいが、売上高に関する分野は費用削減の分野ほど成果測定が容易ではない。

それでも、同社は成果測定等のノウハウの蓄積を続けていき、15 年 12 月に、営業戦略やマーケティング戦略を行う「プライスマネジメント」サービスを開始した。これは、19 年 6 月開始の、売上増に伴う収益向上支援を行う「SALES GROWTH (売上アップ)」サービスとともに、売上高に関する分野へのサービス領域の拡大に貢献していくことになる。

また、これまで東京を中心にサービスを提供してきたが、16 年 6 月に名古屋オフィスを開設し、展開エリアも拡大していった。

このように事業を拡大していき、18 年 7 月に東京証券取引所マザーズに上場し、20 年 4 月には東京証券取引所市場一部への市場変更を果たし、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、企業理念に代わって、「私たちは何ものか」を示す Identity として「THINK OUT」を掲げている。クライアント企業や社会に対してどのような価値を提供できるのか、現状のままで良いのか、求めている以上の価値を生み出せないかということを誰よりも考え抜く集団であることを志向している。

◆ 株主

有価証券届出書と 20/10 期第 2 四半期報告書に記載されている上位株主の状況は図表 8 の通りである。

20 年 4 月末時点で、代表取締役社長の佐谷進氏の資産管理会社である株式会社 SHINK インベストメントが筆頭株主で 43.77%を保有している。第 2 位の佐谷進氏の 9.58%と合わせると、53.35%の保有となる。

第 3 位には専務取締役の山本卓司氏の資産管理会社である株式会社 カプセルコーポレーションの 6.57%の保有が続く。山本卓司氏本人も 3.79%を保有し第 5 位に名を連ねており、合わせると 10.36%の保有となる。

残りの上位株主は金融機関となっている。

なお、上場前の株主は、代表取締役社長と専務取締役と、それぞれの資産管理会社のみであった。

【 図表 8 】 大株主の状況

	上場前(18年6月)			20年4月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
株式会社SHINKインベストメント	1,200,000	60.00%	1	4,800	43.77%	1	代表取締役の資産管理会社
佐谷 進	450,000	22.50%	2	1,050	9.58%	2	代表取締役 上場時に193,000株(現行772,000株相当)の売出し (オーバーアロットメントによる売出し分を含む)
株式会社カプセルコーポレーション	180,000	9.00%	3	720	6.57%	3	専務取締役の資産管理会社
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	437	3.99%	4	
山本 卓司	170,000	8.50%	4	415	3.79%	5	専務取締役 上場時に55,000株(現行220,000株相当)の売出し
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口9)	0	0.00%	-	372	3.40%	6	
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	240	2.19%	7	
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	186	1.70%	8	
野村信託銀行株式会社(投信口)	0	0.00%	-	180	1.64%	9	
ML PRO SEGREGATION ACCOUNT	0	0.00%	-	160	1.46%	10	
(大株主上位10名)	2,000,000	100.00%	-	8,562	78.09%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	118,400	5.92%	-	232	2.12%	-	
発行済株式総数	2,000,000	100.00%	-	10,966	100.00%	-	

(出所) プロレド・パートナーズ有価証券届出書、四半期報告書、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社のコンサルティングサービスは、プロジェクト完了後の継続サポート期間にも成果報酬を受け取る契約になっている。過去のプロジェクトの成果の積み上がりによって、13/10 期以降増収が続いていたが、17/10 期以降は増収ペースが加速した。

一方、成功報酬型である特性上、同社のプロジェクトはどうしても費用が先行する収益構造になっている。新規のプロジェクトが増加した14/10～16/10 期の間は、利益はほぼ横ばいで推移してきた。17/10 期以降は、過去のプロジェクトの成果の積み上がりが収益に反映されていったことで大幅増益が続いている。

◆ 19 年 10 月期は過去のプロジェクトの成果の反映で大幅増収増益

19/10 期は、売上高が 2,641 百万円(前期比 60.0%増)、営業利益が 1,065 百万円(同 73.2%増)、経常利益が 1,046 百万円(同 76.8%増)、当期純利益が 682 百万円(同 79.2%増)となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 114.6%、営業利益は 143.5%、経常利益は 140.9%、当期純利益は 147.2%であった。

過去のプロジェクトの成果が収益に反映される形で大幅増収となり、それに応じて、売上総利益率は前期比 0.5%ポイント改善の 77.5%となった。

販管費は人件費や採用費の増加、営業案件獲得に関する販売手数料の増加、新規事業開発のための業務委託費の増加等により前期比 49.2%増となったが、増収率の方が上回り、売上高販管費率は同 2.7%ポイントの低下の 37.1%となった。売上総利益率と売上高販管費率の改善により、売上高営業利益率は同 3.1%ポイント改善の 40.3%となった。

◆ 上場時の公募増資とその後の利益成長等で自己資本は改善

18 年 7 月の上場時の公募増資とその後の利益成長等により、上場前の 17/10 期末に 47.8%であった自己資本比率は、19/10 期末には 77.8%まで改善した。

> 他社との比較

◆ 上場しているビジネスコンサルティング会社と比較

上場しているビジネスコンサルティング会社と財務指標を比較した。比較対象企業は、中小企業向け成長支援型コンサルティングに特徴がある船井総研ホールディングス(9757 東証一部)、事業再生や事業承継に強みを持つ山田コンサルティンググループ(4792 東証一部)、シ

システム導入支援に関するコンサルティング案件を多く手掛けるシグマックス（6088 東証一部）とした（図表 9）。

同社は、規模は他社より小さいが、その分成長性は高く、また、安全性の指標も総じて他社より高い。収益性においては、自己資本利益率や総資産経常利益率はシグマックスを下回るものの、売上高営業利益率は他社を圧倒する高さを誇る。他社のコンサルティングサービスのほとんどが固定報酬型であるのに対して、同社は成果報酬型であり、しかも 19/10 期は 2 年目以降を迎えるプロジェクトによる成果報酬が多く計上されたことで、利益率が上昇したことが要因と推察される。

【 図表 9 】 財務指標比較：ビジネスコンサルティング会社

項目	銘柄	コード	プロレド・ パートナーズ 7034	船井総研 ホールディングス 9757	山田コンサルティング グループ 4792	シグマックス 6088
		直近決算期	19/10期	19/12期	20/3期	20/3期
規模	売上高	百万円	2,641	25,752	13,576	16,003
	経常利益	百万円	1,046	5,755	2,193	2,164
	総資産	百万円	4,718	28,419	15,010	9,669
収益性	自己資本利益率	%	20.5	17.4	10.5	29.3
	総資産経常利益率	%	25.7	20.9	15.5	26.0
	売上高営業利益率	%	40.3	22.2	16.3	13.8
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	72.4	16.2	7.9	14.3
	経常利益（同上）	%	216.4	14.2	-1.6	44.0
	総資産（同上）	%	133.1	7.5	8.6	23.0
安全性	自己資本比率	%	77.8	79.4	78.9	52.1
	流動比率	%	648.5	338.5	415.0	202.7
	固定長期適合率	%	6.1	51.2	24.0	43.7

（注）数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその 3 期前との対比で算出（前期または 3 期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出）
自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷（自己資本+固定負債）

（出所）各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

直近期の売上高を期中平均従業員数で除した 1 人当たり売上高を見ると、シグマックスには及ばないものの、船井総研ホールディングスや山田コンサルティンググループを大きく上回っており、生産性の高さがうかがえる（図表 10）。

【 図表 10 】 1 人当たり売上高の比較

銘柄	コード	プロレド・ パートナーズ 7034	船井総研 ホールディングス 9757	山田コンサルティング グループ 4792	シグマクシス 6088
	直近決算期	19/10期	19/12期	20/3期	20/3期
売上高	百万円	2,641	25,752	13,576	16,003
従業員数(前期末)	人	79	1,105	770	494
従業員数(当期末)	人	104	1,209	790	524
期中平均従業員数	人	92	1,157	780	509
1人当たり売上高	百万円	28.8	22.2	17.4	31.4

(出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

➤ 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、成果報酬型コンサルティングに関するナレッジにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 11 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の「知的財産 ノウハウ」に属する、成果報酬型コンサルティングに関するナレッジにあると考えられる。同社は創業当初より成果報酬型のコンサルティングをベースとした事業展開を志向し、プロジェクトの経験を積み上げていながら、ナレッジを蓄積していった。そのナレッジにはコンサルティングフローも含まれ、現在ではそのフローに沿って進めていけば、品質や効率性を維持しながらコンサルティングを実施できるようになっている。

その結果、コンサルタントの体制を拡充さえすればコンサルティングの実施数を増やすことができるようになった。それはクライアント企業の増加につながっていき、クライアント企業の増加は更なるナレッジの蓄積につながるという好循環が描かれるようになっている。

【 図表 11 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	・成果報酬型コンサルティングのクライアント企業	・コストマネジメント分野のコンサルティングのクライアント企業数(累計)	売上5,000億円以上の大企業:11社 売上100~5,000億円の中堅企業:282社
			・コストマネジメント分野以外のクライアント企業数	開示なし
	ブランド	・コンサルティング業界内での知名度	・成果報酬型コンサルティングの先駆者としてのポジション	特になし
	ネットワーク	・クライアント企業開拓のためのネットワーク	・営業パートナー(ビジネスパートナー) ・出資先のプライベートエクイティファンド	詳細の開示なし 投資事業有限責任組合インフレクションⅡ号SP
組織資本	プロセス	・プロジェクトを遂行する体制	・コンサルタントのチーム体制	サービス別のチーム編成
			・コンサルタントの人数	65人(20/10期初)
			・コンサルタント1人当たりの売上高	5,389万円(19/10期)
			・年間のプロジェクト数	開示なし
			・コストマネジメントのコンサルティングの生産性	平均プロジェクト期間:5.4カ月 平均削減率:9.1%
	プロジェクトを獲得する仕組み	・プロジェクトを獲得する仕組み	・営業体制	コンサルタントチームとは別
			・営業担当の人数	開示なし
			・営業パートナー(ビジネスパートナー)	詳細の開示なし
			・創業からのプロジェクト経験数	開示なし
			・確立したコンサルティングフロー	特になし
人的資本	知的財産ノウハウ	・成果報酬型コンサルティングに関するナレッジ	・成果測定の手法	特になし
			・BtoBの取引を中心とした価格等のデータベース	特になし
	経営陣	・代表取締役の存在 ・インセンティブ	・創業以来の年数	会社設立の08年4月より12年経過 創業の09年12月より10年経過
			・代表取締役による保有	1,050千株(9.58%) *資産管理会社の持分を含めると 5,850千株(53.35%)
			・専務取締役による保有	415千株(3.79%) *資産管理会社の持分を含めると 1,135千株(10.36%)
	従業員	・企業風土 ・インセンティブ	・代表取締役と専務取締役以外の取締役による保有 *社外取締役は除く	65千株(0.59%)(19/10期末)
			・役員報酬総額(取締役) *社外取締役、監査等委員は除く	70百万円(3名)(19/10期)
			・従業員数	単体104名(19/10期末)
			・平均年齢	31.7歳(単体)(19/10期末)
			・平均勤続年数	2.2年(単体)(19/10期末)
			・従業員持株会	あり(株数は不明)
			・ストックオプション	232,000株(2.12%)*取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/10期上期、または20/10期上期末のものとする

(出所) プロレド・パートナーズ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のコストマネジメントのコンサルティングの実績の中には、CO2の削減につながる電気料金削減プロジェクトや、廃棄物処理量の削減につながる廃棄物処理コスト削減プロジェクトがある。他にも、同社は、環境資源保全につながるコンサルティングサービスを多く展開している。

また、社内においては、特任改善チームを立ち上げ、ペーパーレス化と複合機の利用見直しの取り組みを進めており、印刷物の量は、取り組み前と比較して約3分の2まで減少している。

◆ 社会的責任 (Society)

社内においては、ダイバーシティへの取り組み、出産・育児・介護支援、働き方改革の取り組み、健康経営の取り組み、人材育成を実施している。

また、自治体等の行政機関が民間事業者の資金とノウハウを活用し、社会的な課題の解決を目指す仕組みであるソーシャル・インパクト・ボンド (SIB) についての取り組みも行っており、19年10月には、神奈川県鎌倉市の本庁舎の管理業務等に係るコスト削減支援業務 (SIBにおける経営コンサルティング分野では日本初) を受注した実績がある。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名の取締役で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の安藤一郎氏はキャノン (7751 東証一部) からキャリアを開始し、外資系コンサルティング企業を経て、アメリカン・エクスプレス・インターナショナルの副社長や、DHL ジャパンの取締役、日本マクドナルドの上級執行役員、レックス・ホールディングス (現レイズインターナショナル) の代表取締役など、多くの企業の取締役を歴任した。現在は、自ら設立したハノーバー・アソシエイツの代表取締役のほか、FiNC Technologies の取締役を兼任している。

社外取締役の若杉忠弘氏は、外資系経営コンサルティング会社のジェミニ・コンサルティング・ジャパン・インク及びジェミニ社の編入先のブーズ・アレン・アンド・ハミルトン (現PwCコンサルティング)、Dagosa Consulting, Ltd.にてコンサルティング業に従事してきた。現在は、一般社団法人ポジティブ心理学協会の理事、グロービスのディレクター、学校法人グロービス経営大学院の教授、一般社団法人人生100年生き方塾の理事を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の監査役で構成されており、3名とも社外監査役である。

常勤監査役の細田和典氏は、コーポレート・ディレクション、ジェミニ・コンサルティング・ジャパン・インク及びジェミニ社の編入先のブーズ・アレン・アンド・ハミルトン（現PwCコンサルティング）のコンサルタントであった。原子力損害賠償・廃炉等支援機構の参与に就任した経験も持っており、他にも数社の監査役や顧問を歴任してきた。

渡辺喜宏氏は東京銀行（現三菱UFJ銀行）に入行後、東京三菱銀行（同上）の取締役、三菱信託銀行（現三菱UFJ信託銀行）の取締役、三菱東京フィナンシャル・グループ（現三菱UFJフィナンシャル・グループ）の専務取締役、三菱UFJ証券（現三菱UFJ証券ホールディングス）の監査役等を歴任してきた。現在は、公益財団法人中東調査会の評議員、Bryan Cave Leighton Paisner LLP UKの上級顧問、一般社団法人日本百賢アジア研究院の理事長、自ら設立した地山の代表取締役、公益財団法人国際通貨研究所の名誉顧問、AIC秋津州の顧問、学校法人AICJ鷗州AICJ中学・高等学校の理事長、公益財団法人アジア学生文化協会の評議員を兼任している。

大毅氏は、大総合法律事務所の所長であり、スリー・ディー・マトリックス（7777 東証JQG）の監査役、JITSUBOの監査役、オロ（3983 東証一部）の監査役、スコヒアファーマの監査役、リログループ（8876 東証一部）の監査役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ コンサルタントの確保と育成

主力のコストマネジメントのコンサルティングについては、コンサルタントを投入した分が増収につながる状況にある。逆に言えば、コンサルタントの確保と育成こそが当面の成長を支える最大のポイントと言える。同社では、このコンサルティングを実行する体制の量的拡大と質的向上を両立させることの重要性を認識しており、働きやすい環境や待遇の整備にも踏み込んで対応していく方針である。

◆ 成果報酬型コンサルティングの啓蒙

今後の市場開拓余地は大きいものの、成果報酬型コンサルティングは、従来から存在する固定報酬型ほど浸透しているわけではない。同社のように成果報酬型に特化したコンサルティング会社は多くなく、同社自身が成果報酬型コンサルティングの啓蒙を本格的に行っていくことが求められよう。

◆ M&A への対応の取り組み

後述する通り、同社は事業投資として M&A を積極的に活用する方針を打ち出している。だが、同社はまだ M&A を経験したことがない。M&A は実施そのものよりも、実施後にその効果を最大化することの方が重要であり、体制の整備も含め、中期にわたる取り組みが必要となろう。

> 今後の事業戦略

◆ 中長期で目指す姿は「総合コンサルティングファーム」

同社が中長期的に目指す姿は「売上高 100～5,000 億円規模の中堅企業等を支えるアウトソーサー」である。その意味は、クライアント企業がコア業務に専念できるよう、(1) 戦略立案して実行するコンサルティングの領域、(2) 仕組み化を担うシステムの領域、(3) クライアント企業との長期的な関係を築くアウトソーシングの領域に係るサービスをワンストップで提供できる体制を構築することである。

◆ 間接材のコストマネジメントの領域では年 30%増収が目標

コストマネジメントに関する成果報酬型コンサルティング市場の開拓余地は大きいという認識のもと、中核となっている間接材のコストマネジメントの領域では、年約 30%増収を続けていくことを目標としている。コンサルタントの生産性の向上を図りつつ、コンサルタントの人数も相応に増やし、需要に対応していく方針である。

◆ 新事業領域では新規サービスの開発とノウハウの蓄積

間接材以外の直接材や BPO/BPR といったコストマネジメントの領域や、セールスマネジメントの領域を同社では新事業領域に定め

ている。新事業領域では、新規サービスを開発して投入しつつ、プロジェクトの遂行を通じて経験を積み、ノウハウ等を蓄積していく方針である。19/10 期の新事業領域の売上高は僅少だが、22/10 期までに売上高を 10 億円規模にしていくことを目標としている。

◆ M&A の積極的な活用

同社は M&A の活用に意欲的である。20/10 期～22/10 期の 3 年間で総額 200 億円規模の M&A を実行することを目標としている。上述のシステムの領域とアウトソーシングの領域に関する企業が M&A の主な対象となる。

なお、M&A の対象の選定にあたって、M&A によって同社が得ることを期待するものとして、6 つの項目を挙げている（図表 12）。

【 図表 12 】 M&A の対象に求める項目

M&Aの目的となる項目	詳細
顧客基盤	・ 顧客の売上規模がプロレド・パートナーズのターゲットと同じ 100～5,000億円 ・ 法人営業の難易度が比較的高い顧客層
顧客データベース	・ 市場に出回っていないデータを保有 (購買調達、営業顧客、人事労務データ)
商品・サービス	・ コストマネジメントやセールスマネジメントの領域との親和性
ITエンジニア	・ サービスのDX化の実績を保有 ・ 自社開発のスキルを有するITエンジニアが多く在籍
サブスクリプション型サービス	・ BtoB向けのクラウド型システムを保有 (SFAやCRMといった活動データが蓄積されるシステム)
既存事業の強化	・ プロレド・パートナーズのコンサルティングを強化する サービスやデータを保有

(出所) プロレド・パートナーズ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆・変更

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 SWOT 分析

強み (Strength)	・成果報酬型コンサルティングの事業基盤 ・成果報酬型コンサルティングの経験量に裏付けされたナレッジの蓄積 - 確立したコンサルティングフロー - 成果測定のノウハウ - クライアント企業を納得させるノウハウ - BtoBの商流に関する情報（価格情報等）のデータベース ・コンサルタント個人の能力に依存しすぎないプロジェクト運営の体制 ・クライアント企業を紹介する営業パートナーやプライベートエクイティファンドの存在
弱み (Weakness)	・実施の意欲を見せるM&Aについて経験がない状況 ・小規模な組織 ・代表取締役への依存度の高い事業運営
機会 (Opportunity)	・コンサルティング業界全体の市場規模の拡大 ・成果報酬型コンサルティングの潜在市場の大きさ ・成果報酬型コンサルティングの大企業への浸透の余地 ・サービスメニューの増加 - 既存のクライアント企業へのクロスセルの機会の増加 - ターゲット層の拡大 ・コンサルタントの増員及び生産性が更に向上する余地 ・新型コロナウイルス禍によるポジティブな影響 - クライアント企業の需要の変化（コスト削減、業務効率化の需要増等） - 法人営業の効率化 ・M&Aによるグループ強化 ・上場による知名度の向上
脅威 (Threat)	・競争が激化する可能性 - 大手コンサルティング会社の成果報酬型コンサルティングへの本格参入等 - 成果報酬型を前面に出すコンサルティング会社でのノウハウの蓄積の進行 ・既存のコンサルティングサービスで成果が出にくくなる可能性 ・クライアント企業とのトラブルが発生する可能性 ・新規サービスの開発が思ったように進まない可能性 ・M&Aにおいて期待した効果が得られない可能性 ・必要とする人材が集まらない可能性 ・コンサルタントの離職が急増する可能性 ・新型コロナウイルス禍の影響が長期化する可能性 - 営業活動への影響が生じて新規契約数が増やせない可能性 - 成果確定のタイミングの確定のコントロールが難しくなる状況

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 成果報酬型コンサルティングの分野での先行優位性を評価

成果報酬型コンサルティングは、クライアント企業にとってはメリットしかないため、今後急速に普及していくと考えられるが、サービスを提供する側からすると、普及に向けてはクリアしなくてはならない課題が多いことも事実である。

成果報酬額を提示するためには、成果を定量的に測定することが必要不可欠であり、そのノウハウはプロジェクトの経験量がものをいう。さらに、クライアント企業の納得を得られるようにすることが重要である。同社でも過去、成果を出しているにも関わらずクライアント企業から報酬を得られないということを何度も経験し、その度に契約形態や提案手法等の改善を続けてきた。コストマネジメントの領域で現在のように安定的に事業を行えるようになるのに 7 年ほどかかったというのが同社の認識である。

こうした点を踏まえると、成果報酬型コンサルティングの参入障壁は高く、既に安定的に運営できるようになった先行優位性は評価できよう。

◆ M&A による成長シナリオの効果は未知数

収益化の仕組みが出来上がっているため、コンサルタンの人数を増やした分の増収は十分に可能であり、加えて生産性の向上や、サービスメニューの増加による売上増を上乗せすることも期待できよう。

一方で、同社は非連続的な成長を目指し、M&A を積極的に活用する方針を打ち出している。コンサルティングによって描いた戦略を、システム化またはアウトソーシング化することで提供するサービスを付加していくことは、グローバルに展開するコンサルティング企業でも行われていることであり、方向性としては正しい。

しかし、同社はこれまで M&A を実行した経験がなく、当然、M&A の効果の最大化のためのグループ経営の経験もない。そうした状況で、3 年間で 200 億円規模の資金を投じて複数件の M&A を実行するという方針は、やや意欲的過ぎるという印象は拭えず、その戦略の効果も未知数である。証券リサーチセンター（以下、当センター）では、M&A の第一号案件としてどのような企業を選択するか、そして、そのグループ化をどのように推し進めていくかという点に注目したい。

> 今後の業績見通し

◆ 20 年 10 月期会社計画

20/10 期の会社計画は、売上高 3,468 百万円（前期比 31.3%増）、営業利益 1,235 百万円（同 16.0%増）、経常利益 1,233 百万円（同 17.9%増）、当期純利益 766 百万円（同 12.2%増）である（図表 14）。第 2 四半期

決算公表時点で期初の計画は修正されていない。

同社の売上高予想は、(1) 完了済みのプロジェクトによるもの、(2) 進行中のプロジェクトによるもの、(3) 未着手のプロジェクトによるもののそれぞれの売上見込み額に基づいて策定されている。内訳の開示はないが、成果実績のある完了済みプロジェクトと、成果が見えつつある進行中のプロジェクトの収益貢献は見通しやすいため、予想の達成可能性はプロジェクトに至っていない未着手のプロジェクトからの売上高にかかっている。未着手のプロジェクトからの売上高は平均削減率や平均プロジェクト期間といった生産性に関する項目を考慮して予想されているが、これらの項目は前期並みという想定になっている模様である。

以上を勘案し、前期初比 30.6%増の 64 人という 20/10 期初のコンサルタントの人数に対し、コンサルタント 1 人当たり売上高は前期比 0.5%増の 5,418 万円を同社は見込んでいる。特段の生産性の改善を見込まず、コンサルタントの増員がそのまま増収につながるという内容となっている。

20/10 期は、将来の事業成長に向け、新事業領域への投資を積極的に行う計画である。新規の領域では、成果が出るまでに一定の時間を要するため、一時的に費用が先行することが想定され、20/10 期の売上高営業利益率は前期比 4.7%ポイント低下の 35.6%と同社は予想している。

【 図表 14 】プロレド・パートナーズの 20 年 10 月期の業績計画

(単位: 百万円)

	17/10期 実績	18/10期 実績	19/10期 実績	20/10期 会社計画	前期比
売上高	1,013	1,651	2,641	3,468	31.3%
売上総利益	716	1,272	2,046	—	—
売上総利益率	70.7%	77.0%	77.5%	—	—
営業利益	274	614	1,065	1,235	16.0%
売上高営業利益率	27.0%	37.2%	40.3%	35.6%	—
経常利益	279	591	1,046	1,233	17.9%
売上高経常利益率	27.6%	35.8%	39.6%	35.6%	—
当期純利益	198	380	682	766	12.2%
売上高当期純利益率	19.6%	23.1%	25.8%	22.1%	—

(出所) プロレド・パートナーズ有価証券報告書、決算短信より証券リサーチセンター作成

◆ 20 年 10 月期第 2 四半期決算

20/10 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)は、売上高 1,766 百万円(前年同期比 32.3%増)、営業利益 774 百万円(同 26.3%増)、経常利

益 745 百万円(同 25.2%増)、四半期純利益 516 百万円(同 25.2%増)であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 50.9%、営業利益が 62.7%となった。

19/10 期に採用したコンサルタントの戦力化が進み、各プロジェクトのコンサルティングの精度も向上し、予定していたプロジェクトはスケジュール通りに進捗した模様である。

売上総利益率は前年同期比 4.1%ポイント低下の 75.6%となった。また、一方、積極的な人員拡大を進め、また、営業強化のために販売手数料が増加したため、販管費は同 24.3%増となった。しかし、増収効果により、売上高販管費率は同 2.1%ポイント低下の 31.7%となった。それでも、売上総利益率の低下の影響を補いきれず、売上高営業利益率は同 2.1%ポイント低下の 43.8%となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 20/10 期業績について、売上高 3,472 百万円(前期比 31.4%増)、営業利益 1,268 百万円(同 19.0%増)、経常利益 1,239 百万円(同 18.5%増)、当期純利益 805 百万円(同 18.0%増)と予想した。売上高はほぼ会社計画通り、利益は会社計画をいくらか上回る水準を予想した(図表 15)。

当センターでは、20/10 期の業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

(1) 売上高は、期初のコンサルタント数と 1 人当たり売上高(期中売上高÷期初コンサルタント数)の掛け算により算出する方法を採った。期初のコンサルタント数は 64 人であり、1 人当たり売上高は 19/10 期の 5,389 万円に対し、20/10 期は 5,425 万円(会社計画は 5,418 万円)と、ほぼ会社計画通りの水準を予想した。

(2) 売上総利益率は前期比 1.9%ポイント低下の 75.6%と予想した。案件の増加に伴う外注費の増加を想定した。

(3) 20/10 期の販管費は、前期比 38.2%増の 1,355 百万円とした。人員増による人件費の増加のほか、プロジェクトの増加に伴う販売手数料の増加、M&A の検討に伴う支払報酬の増加、新サービスのプロジェクトの遂行に係る先行費用の増加等を織り込み、売上高販管費率は同 1.9%ポイント上昇の 39.0%になるものとした。売上総利益率の低下と売上高販管費率の上昇により、20/10 期の売上高営業利益率は 36.5%と同 3.8%ポイント低下するものと予想した(会社計画は 35.6%)。

21/10 期以降について、21/10 期、22/10 期とも前期比 25.6%の増収が続くと予想した。期初コンサルタント数は年 25%増(21/10 期 80 人、22/10 期 100 人)、1 人当たり売上高は年 0.5%増(21/10 期 5,450 万円、22/10 期 5,475 万円)として売上高を予想した。生産性の向上により、年 0.2%ポイントずつ売上総利益率が上昇するとともに、販管費の増加率は 21/10 期は同 24.9%増、22/10 期は同 21.6%増と増収率を下回る水準で推移するものとした。これらの結果、売上高営業利益率は 21/10 期に 36.9%、22/10 期に 38.4%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 15 】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

	16/10期単	17/10期単	18/10期単	19/10期単	20/10期単CE	20/10期単E	21/10期単E	22/10期単E
	1Q時修正							
損益計算書								
売上高	515	1,013	1,651	2,641	3,468	3,472	4,360	5,475
前期比	28.5%	96.7%	62.9%	60.0%	31.3%	31.4%	25.6%	25.6%
コンサルタントの人数(人)(期初)*注	14	25	29	49	64	64	80	100
前期比	16.7%	78.6%	16.0%	69.0%	30.6%	25.0%	25.0%	25.0%
1人当たり売上高(万円)(期末ベース)	3,678	4,052	5,693	5,389	5,418	5,425	5,450	5,475
前期比	10.1%	10.2%	40.5%	-5.3%	0.5%	0.7%	0.5%	0.5%
売上総利益	266	716	1,272	2,046	-	2,624	3,304	4,160
前期比	-	169.1%	77.6%	60.8%	-	28.2%	25.9%	25.9%
売上総利益率	51.7%	70.7%	77.0%	77.5%	-	75.6%	75.8%	76.0%
販売費及び一般管理費	222	442	657	980	-	1,355	1,693	2,059
売上高販管費率	43.2%	43.6%	39.8%	37.1%	-	39.0%	38.8%	37.6%
営業利益	43	274	614	1,065	1,235	1,268	1,610	2,100
前期比	-	526.4%	124.4%	73.2%	16.0%	19.0%	27.0%	30.4%
売上高営業利益率	8.5%	27.0%	37.2%	40.3%	35.6%	36.5%	36.9%	38.4%
経常利益	45	279	591	1,046	1,233	1,239	1,613	2,102
前期比	-16.2%	510.8%	111.9%	76.8%	17.9%	18.5%	30.1%	30.4%
売上高経常利益率	8.9%	27.6%	35.8%	39.6%	35.6%	35.7%	37.0%	38.4%
当期純利益	33	198	380	682	766	805	1,048	1,366
前期比	-27.8%	501.3%	91.7%	79.2%	12.2%	18.0%	30.1%	30.4%
売上高当期純利益率	6.4%	19.6%	23.1%	25.8%	22.1%	23.2%	24.1%	25.0%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) プロレド・パートナーズ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 16 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表／キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	16/10期単	17/10期単	18/10期単	19/10期単	20/10期単CE	20/10期単E	21/10期単E	22/10期単E
	1Q時修正							
貸借対照表								
現金及び預金	248	564	2,722	4,154	－	6,603	7,626	9,003
売掛金	64	91	113	277	－	347	436	547
有価証券	－	－	399	－	－	0	0	0
仕掛品、貯蔵品	－	0	7	2	－	3	4	5
その他	13	9	28	36	－	36	36	36
流動資産	326	665	3,272	4,471	－	6,990	8,103	9,592
有形固定資産	23	20	32	50	－	49	82	81
無形固定資産	0	4	5	5	－	6	7	8
投資その他の資産	22	34	114	191	－	255	255	255
固定資産	46	58	152	247	－	311	345	345
資産合計	372	724	3,424	4,718	－	7,302	8,449	9,938
買掛金	6	25	4	17	－	20	26	32
短期借入金	30	－	－	－	－	0	0	0
1年内償還予定の社債	16	16	18	80	－	80	80	80
1年内返済予定の長期借入金	2	2	－	－	－	0	0	0
未払金、未払費用	69	151	141	222	－	277	348	410
未払法人税等	2	87	186	285	－	338	440	574
その他	26	43	67	84	－	84	84	84
流動負債	155	326	418	689	－	801	979	1,181
社債	34	18	－	320	－	240	160	80
長期借入金	14	11	－	－	－	0	0	0
その他	21	21	29	38	－	38	38	38
固定負債	69	51	29	358	－	278	198	118
純資産合計	147	346	2,977	3,670	－	6,221	7,270	8,637
(自己資本)	147	346	2,976	3,670	－	6,221	7,270	8,637
(新株予約権)	－	0	0	0	－	0	0	0
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	45	287	591	1,046	－	1,239	1,613	2,102
減価償却費	3	3	4	7	－	6	7	7
売上債権の増減額（－は増加）	-21	-27	-21	-164	－	-69	-88	-111
たな卸資産の増減額（－は増加）	－	0	-6	5	－	-1	0	-1
買掛金の増減額（－は減少）	6	18	-21	13	－	3	5	6
未払金及び未払費用の増減額（－は減少）	-4	80	-8	80	－	55	71	61
法人税等の支払額・還付額	-21	-9	-112	-272	－	-380	-462	-602
その他	-30	7	23	30	－	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-21	360	448	747	－	853	1,144	1,464
有形固定資産の取得による支出	－	－	-9	-14	－	-5	-40	-5
有形固定資産の売却による収入	－	－	－	－	－	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	－	-3	-3	-1	－	-2	-2	-2
無形固定資産の売却による収入	－	－	－	－	－	0	0	0
投資有価証券の取得・払戻による収支	－	－	-26	-85	－	-63	0	0
有価証券の取得・償還による収支	－	－	-400	400	－	0	0	0
敷金の差入による支出	－	－	-53	-1	－	0	0	0
その他	6	8	0	－	－	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	6	4	-491	297	－	-70	-42	-7
短期借入金の増減額（－は減少）	30	-30	－	－	－	0	0	0
長期借入金の増減額（－は減少）	17	-2	-14	－	－	0	0	0
社債の増減額（－は減少）	48	-16	-16	377	－	-80	-80	-80
株式の発行による収入	－	－	2,231	－	－	0	0	0
自己株式の取得・処分による収支	－	－	－	0	－	0	0	0
新株予約権の行使による収入	－	0	0	10	－	1,745	0	0
配当金の支払額	－	－	－	－	－	0	0	0
その他	－	－	－	－	－	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	95	-48	2,201	387	－	1,665	-80	-80
現金及び現金同等物に係る換算価額	－	0	－	－	－	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額（－は減少）	80	315	2,158	1,431	－	2,448	1,022	1,377
現金及び現金同等物の期首残高	167	248	564	2,722	－	4,154	6,603	7,626
現金及び現金同等物の期末残高	248	564	2,722	4,154	－	6,603	7,626	9,003

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) プロレド・パートナーズ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ M&A の不確実性

同社は今後3年間で総額200億円をM&Aに投じる方針を打ち出している。複数件のM&Aが想定されている模様であり、M&Aに関する開示が続くことも予想される。また、同社はこれまでM&Aを行った経験がなく、期待する効果が得られるかどうかについて未知数の部分が多い。

総額200億円規模のM&Aを実行できるかどうか、開示に対して市場がどのように反応するか、M&Aの戦略的効果がどのくらい得られるか等、不確実な要素が多いことに留意しておきたい。

◆ 配当

同社は、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

◆ 新型コロナウイルス禍の影響

20/10期上期まで、新型コロナウイルス感染症拡大による業績への影響が多少発生した模様である。コンサルティングサービスの提供自体への影響はほぼなかったものの、外出自粛要請等による受注活動の機会の減少、クライアント企業側での社内決裁や調整に時間を要することによる成果報酬のタイミング確定の遅延といった影響が生じている模様である。

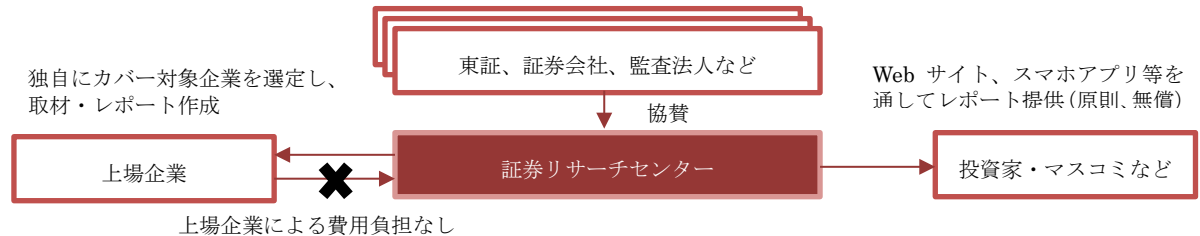
一方で、ウェブ面談の浸透等による営業の効率化も進んでおり、マイナス面ばかりではないというのが同社の見立てである。

今後、新型コロナウイルス感染症拡大の影響が続いた場合、コンサルタントをはじめとするスタッフの罹患の可能性も含め、業績に影響を及ぼす可能性があることには留意しておきたい。

証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所
みずほ証券株式会社

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

(賛助)

日本証券業協会
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社
有限責任あずさ監査法人

三優監査法人

日本証券アナリスト協会
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人

太陽有限責任監査法人

監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社
株式会社 ICMG

株式会社 SBI 証券

いちよし証券株式会社

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。