



ペアキャピタル(9559)

レーティング：RS

目標株価：-円

■会社概要

ペアキャピタル(9559)は、業界経験豊富なボードメンバーが揃った、中堅・中小企業を対象とする独立系の新興 M&A アドバイザー。創業は 2020 年 10 月、その後 TOKYO PRO Market に創業 1 年 11 カ月という同市場最速(※執筆時点)での上場を果たし、スピード感をもって成長している。社名の「ペア」は 2 つが 1 組になる「Pair」と、「愛」の花言葉を持つ「Pear(なし)」が語源。

■驚異的に成長する「愛」の独立系新興 M&A アドバイザー

2022 年 9 月期業績は、売上高が 642 百万円、営業利益は 135 百万円、経常利益は 134 百万円、当期純利益は 92 百万円で着地(※2020 年 10 月 14 日に同社は設立されたため、2021 年 9 月期との対前期比の増減率については記載なし)。積極的な人材採用戦略により総勢 36 名の体制となり、案件の開拓及び成約に注力した結果、16 件の案件が成約。

2023 年 9 月期業績について弊社では、売上高が前期比 32.4%増の 850 百万円、営業利益は同 33.3%減の 90 百万円を予想している(会社予想は、771 百万円、営業利益は 61 百万円)。創業から日が浅く、拡大期にあたるため、人材採用や各種体制整備コストが利益面での重しとなっており、2023 年 9 月期も同様の構造となる公算。ただし、事業環境等も踏まえて会社予想はかなり保守的だと弊社では考えている。採用人材の戦力化の早さも同社の特徴の 1 つであり、前期採用人材も含め、問題なく戦力化が進めば会社予想はもとより弊社予想を上回る大幅な増収、増益着地も十分見える可能性があるポテンシャルを持っているだろう。とはいえ、会社経営および会社ステージという観点から同社を改めて見れば、人材採用の前倒し等が可能であれば、そちらを優先させることも十分首肯できることから、原価および販管費を保守的に見て、会社予想を踏まえた控えめな見通しとした。

代表者：田中 哲

上場市場：TOKYO PRO Market

株価：580 円

時価総額：11.6 億円

発行済み株式数：2,000,000 株

自己資本比率：27.0%

配当利回り：-%

株主優待の有無：無し

本レポートに対する問い合わせは、
Jトラストグローバル証券
経済調査室
をお願いいたします。

※同社は 2020 年 10 月 14 日に設立されたため、2021 年 9 月期、2022 年 9 月期の対前期比増減率の記載なし。

決算期	売上高		営業利益		経常利益		当期利益		EPS
	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	百万円	前年比	
21年9月期実	291	-	61	-	61	-	40	-	20.42
22年9月期実	642	-	135	-	134	-	92	-	46.07
23年9月期会予	771	20.1%	61	-54.5%	59	-55.4%	39	-57.0%	19.78
23年9月期弊予	850	32.4%	90	-33.3%	90	-32.8%	60	-34.8%	30.00

■事業概要

業界経験豊富なボードメンバーが揃った、中堅・中小企業を対象とする独立系の新興 M&A アドバイザリー（※M&A = Mergers(合併) and Acquisitions(買収)の略。企業間の合併や企業買収、事業売買など）。創業は2020年10月、その後 TOKYO PRO Market に創業1年11カ月という同市場最速（※執筆時点）での上場を果たし、スピード感をもって成長している。社名の「ペア」は2つが1組になる「Pair」と、「愛」の花言葉を持つ「Pear(なし)」が語源。

図表1（※発行者情報及び会社HPより弊社作成）

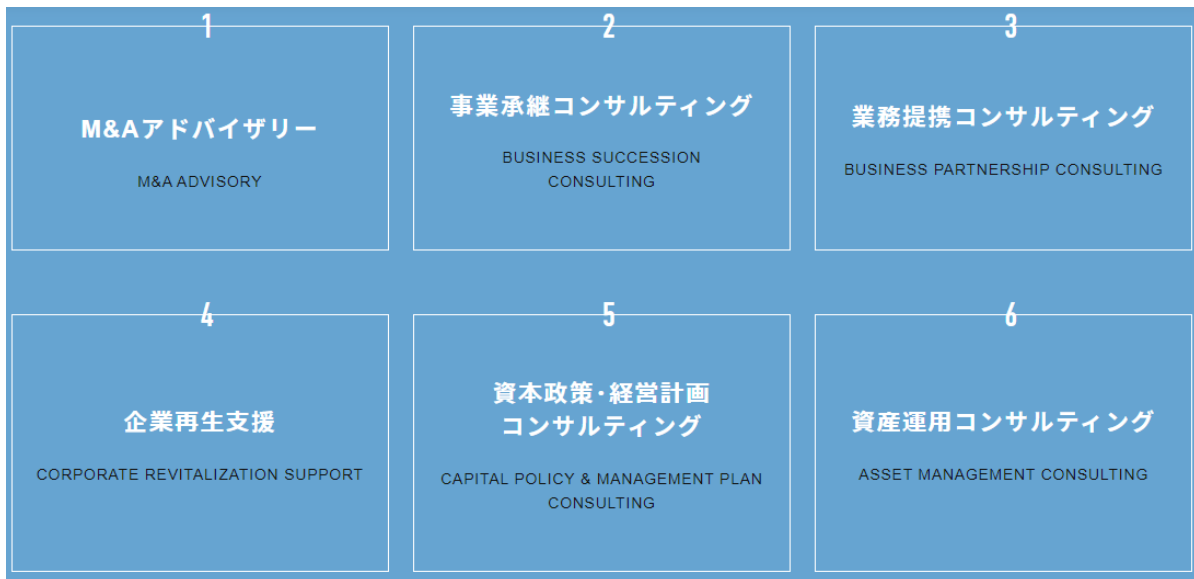
年月	沿革
2020年10月	東京都渋谷区において設立、M&A仲介事業を開始
2021年3月	ベストベンチャー100に選出される
2021年5月	取締役会・監査役設置会社へ移行
2021年10月	中小企業庁「M&A支援機関登録制度」のM&A支援機関に登録（法人番号 8011001136477）
2021年10月	事業拡大に伴い、東京都渋谷区の恵比寿ガーデンプレイスタワーに本社移転
2022年9月	東京証券取引所 TOKYO PRO Market へ上場
2022年10月	監査役会設置会社へ移行

■ビジネスモデル

もちろん細かい差異はあるが、そもそも M&A 仲介自体が複雑なビジネスモデルではないため、同社についても大枠として大手である日本 M&A センターHD<2127>などと差異はない。そういった意味で最大の強みは、ボードメンバーが軒並みメガバンクや M&A アドバイザリー会社において豊富な経験を有している点にあるだろう。市場環境等の項目で後述するが、同社が属する M&A 仲介の業界は整地が十分になされていないまま、種々の要因が追い風となり、早いスピードで成長を遂げてきている。実際、大手の日本 M&A センターHD ですら 2022 年にガバナンス面での問題が明らかとなった。ボードメンバー各自が M&A アドバイザリー会社の成功と失敗を目の当たりにしており、同じ轍を踏まないように企業設計を行っている点は同社の見えざる資産となる。

その他、同社の特徴としては上場までの道のりからも明らかだが、スピード感があげられる。良くも悪くもという面はあるが、M&A については大手企業では案件成約までに1年以上かかるケースも多いなか、同社では M&A アドバイザーとテクニカルサポーター（事務）が明確に分業することで、交渉と事務作業を同時進行。加えて、創業間もない小規模組織ながら既に M&A アドバイザーがセクター毎に専門化する業界特化型体制を構築しており、ナレッジを蓄積。現在は「IT」「製造業」「建設業」がセクター別では大きな柱となっており、「小売」「web マーケティング」「調剤」などが次点に位置付けられているようだ。その結果、最短で48日での成約実績があるなど、実務を従来よりも適切な形でスピードアップしている。ビジネスの素早さはコスト抑制にもつながり、顧客への還元につながっている。ちなみに、M&A 検討のハードルを下げるためアドバイザー契約時点では手数料不要の構造となっており、譲渡契約締結で成功報酬の大半（成約手数料の90%）を受領する（※基本合意時に成約手数料の10%が発生）。なお、提供サービスは図表2の通りだが、現状では M&A アドバイザリー、つまり仲介による収入が売上高のほぼ全てとなる。

図表 2(※会社 HP より抜粋)



M&A 仲介の業務フローについては以下の通り。

(1) M&A ニーズの把握

セミナーやダイレクトメール、金融機関といった外部連携機関を通じて、全国の企業経営者から買収希望・譲渡希望の M&A ニーズ・相談を募る。それらのニーズに応じて具体的な M&A 手法や主な課題把握、想定しうる M&A 先等の初期見解を企業経営者に提示することによって、M&A ニーズ・相談案件の受託を進める。

(2) 案件化

譲渡希望の企業経営者と提携仲介契約を締結し、事業内容・特性、財務状況や譲渡条件の詳細を検討し、企業概要などの M&A 検討資料を作成し、M&A ニーズ・相談を具体的に M&A 案件化する。

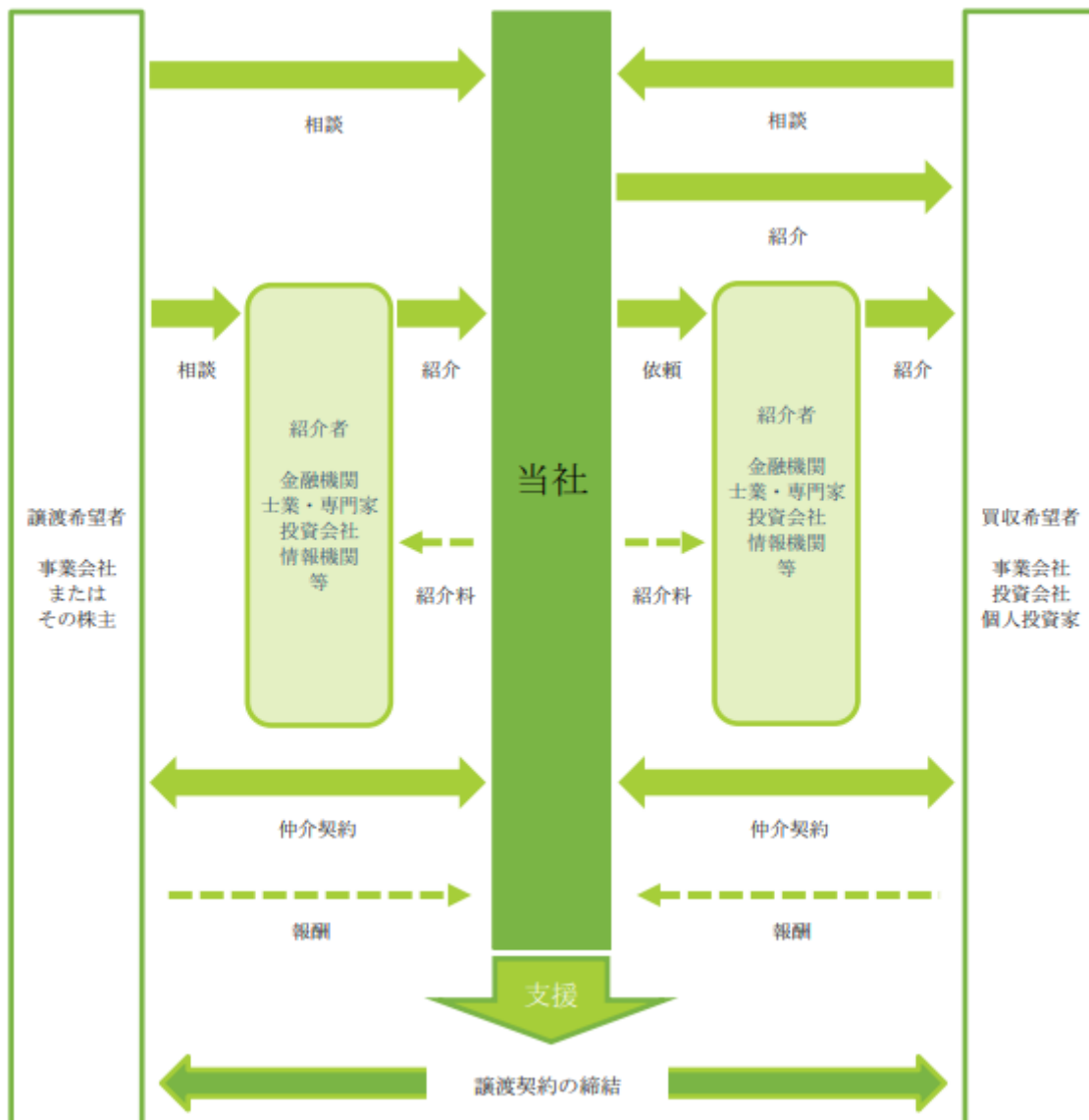
(3) M&A 案件のマッチング業務

譲渡希望の希望条件等を整理したうえで、同社のデータベースなどに蓄積された買収希望企業情報や外部連携機関と連携して買収候補者を抽出し、匿名化した譲渡案件情報をもとに買収ニーズとのマッチ状況を確認。そこで、買収ニーズとマッチし、具体的な案件検討を顧客が希望する場合には、買収候補者と秘密保持契約を締結し、具体的な M&A 検討資料の提示を行う。また、買収検討のための初期的な質疑応答や譲渡案件の視察、経営者間の面談といった譲渡案件の理解活動を行い、買収の基本条件の合理性などを検討してもらう。これらの検討を経て、譲渡企業と買収候補者のそれぞれの基本的な条件が一致した場合、同社支援のもとで「基本合意書」を締結、この際に基本合意時の報酬(成約手数料の 10%)を受領する。

(4) デューデリジェンス、クロージング業務

基本合意書を締結した後に、買収候補者が譲渡案件へのデューデリジェンス業務を行い、譲渡契約締結に向けた調査・リスク分析、シナジー効果等の検討業務を行う。この際、同社はこれらの検討業務環境の整備と最終的な条件等の支援を行う。その結果、買収候補者と譲渡企業間で最終的な条件合意がなされ、「譲渡契約」が締結された際に同社の業務は完了し、買収候補者と譲渡企業の双方から成功報酬(成約手数料の 90%)を受領する。

図表 3(※発行者情報より抜粋)



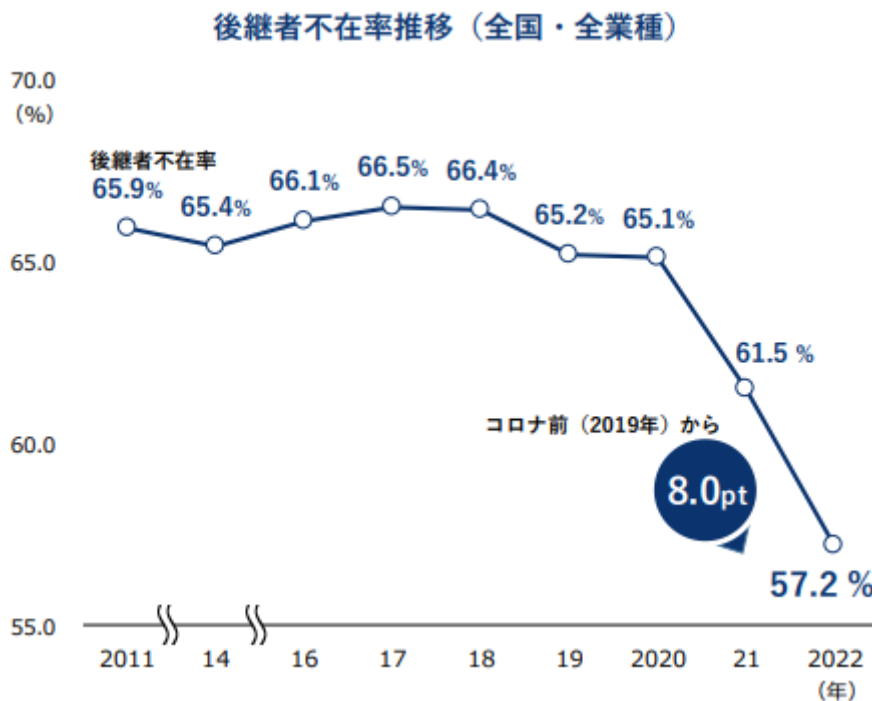
最後に念のため付言しておく、同社の2021年9月期の営業利益率は約21%、2022年9月期も約21%となっている。一方、上場している同業他社の直近3期の営業利益率を参照すると平均で40%超の水準となる。これは同社のビジネスモデルが劣後しているわけではなく、創業から日が浅く、拡大型にあたるため、人材採用や各種体制整備コストが利益面での重しとなっていることが背景にある。人材拡充、体制整備等が一段落すれば、利益率も自ずと水準が引きあがってくると弊社では見ており、その時期に注目しておきたいところ。

■市場環境等

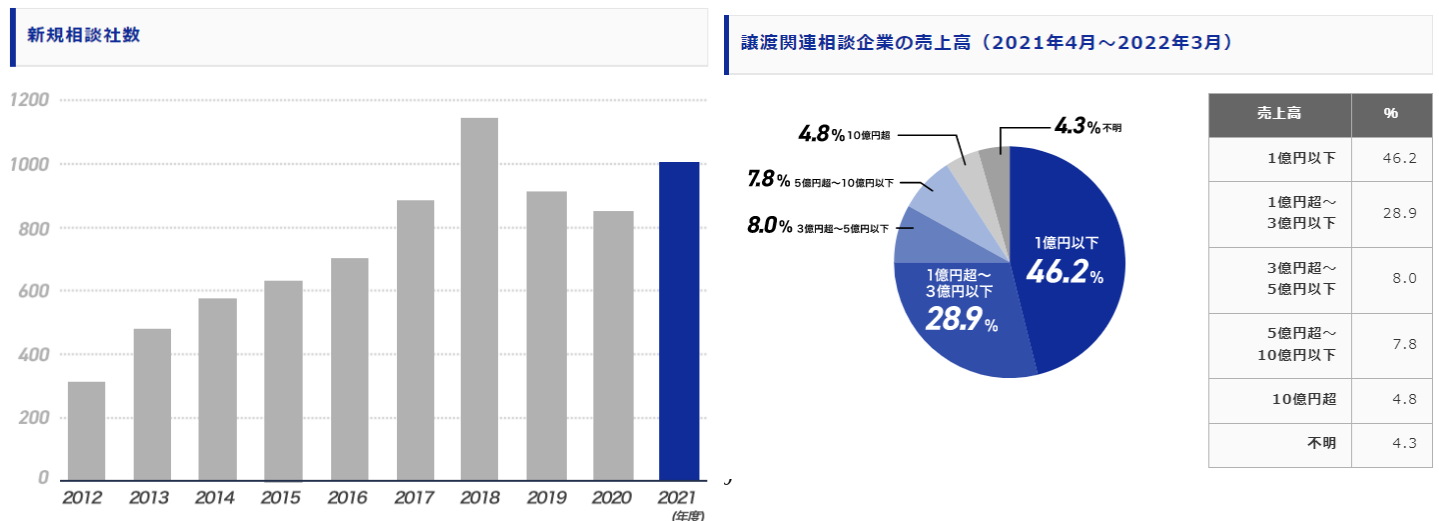
総務省と経済産業省が発表した経済センサス活動調査(速報)によると、2021年6月時点の全国の企業数は約367万社となっている(※速報値ベース)。調査手法の変更に加え、コロナ禍が与えた影響も大きいとみられるが、単純比較では前回調査から

5%程度減少。日本は人口構造の面では、既に超少子高齢社会に突入しており、中小零細経営者の高齢化も著しいため、引き続き M&A ニーズ自体は長期的にも旺盛な状態が続くことは半ば必然だろう。他方で、帝国データバンクが公表した調査によれば、2022 年の全国・全業種約 27 万社の後継者不在率は 57.2%となり、コロナ前の 2019 年の不在率 65.2%からは 8.0pt、21 年の不在率 61.5%からも 4.3pt 低下し、5 年連続で不在率が低減。また、調査を開始した 11 年以降、後継者不在率は初めて 60%を下回った(※図表 4 全国企業「後継者不在率」動向調査(2022)」より)。旺盛な需要を背景に近年、小規模 M&A アドバイザーが乱立している他、各種制度拡充等を含めた政策的な追い風やコロナ禍による事業環境の悪化、経営者の先行き不安等が複合的に作用し、M&A を通じた事業承継が増加していることがわかる。なお、東京都事業引継ぎ支援センターが公表しているデータ(※図表 5・6)を見ても、相談件数が増加傾向にあることは明らかで、特に売上高 3 億円以下の規模感の企業案件が多いようだ。

図表 4(※「全国企業『後継者不在率』動向調査(2022)」より抜粋)



図表5・6(※東京都事業引継ぎ支援センター 相談受付状況より抜粋)



ただし、高い手数料目当ての粗悪な小規模 M&A アドバイザーが乱立している状況の変化、つまりそういった企業の淘汰は遅かれ早かれ進んでいくことになると思料している。大臣職の経験者でもある国会議員の河野太郎氏も過去には M&A ビジネスに対する懸念を表明したこともあったが、比較的短い期間で急速に業界が成長してきただけに、今後整地の局面が訪れるのは必然だ。そうした中、上場企業の持つ知名度と相対的な信頼感は想像以上に大きなアドバンテージとなり得るだろう。また、国内スタートアップに対するベンチャーキャピタル投資は、2021 年に過去最高を記録したものの、2022 年下期にかけて世界的にそうした資金の減少が足元では顕著となっており、ある種バブル化してしまっていたテック系企業の評価額も大きく落ち込んでいるようだ。これに連動する形で起業の EXIT 戦略も、IPO(新規上場)から M&A にシフトしているもよう。税制改正大綱が公表されるのが 12 月中旬のため、本稿執筆時点では最終的な姿について言及はできないものの、オープンイノベーション促進税制を拡充することが議論されているようであり、EXIT 戦略の変化と税制支援の両面からも M&A 市場には追い風の状況が続きそうだ。

■業績概要

■2022年9月期実績

2022 年 9 月期業績は、売上高が 642 百万円、営業利益は 135 百万円、経常利益は 134 百万円、当期純利益は 92 百万円で着地(※2020 年 10 月 14 日に同社は設立されたため、2021 年 9 月期との対前期比の増減率については記載なし)。積極的な人材採用戦略により総勢 36 名の体制となり、案件の開拓及び成約に注力した結果、16 件の案件が成約。そのうち主な案件は、買手先 H の 105,587 千円(売上高の 35.5%)、買手先 I の 69,036 千円(同 23.2%)、売手先 J の 31,400 千円(同 10.6%)となっている。

■2023年9月期業績見通し

2023 年 9 月期業績について弊社では、売上高が前期比 32.4%増の 850 百万円、営業利益は同 33.3%減の 90 百万円、経常利益は同 32.8%減の 90 百万円、当期純利益は同 34.8%減の 60 百万円を予想している(会社予想は、771 百万円、営業利益は 61 百万円、経常利益は 59 百万円、当期純利益は 39 百万円)。創業から日が浅く、拡大期にあたるため、人材採用や各種体制整備コストが利益面での重しとなっており、2023 年 9 月期も同様の構造となる公算。ただし、事業環境等も踏まえて会社予想はかなり保守的だと弊社では考えている。採用人材の戦力化の早さも同社の特徴の 1 つであり、前期採用人材も含め、問題なく戦力化が進めば会社予想はもとより弊社予想を上回る大幅な増収、増益着地も十分見える可能性があるポテンシャルを持っているだろう。とはいえ、会社経営および会社ステージという観点から同社を改めて見れば、人材採用の前倒し等が可能であれば、そちらを優先させることも十分首肯できることから、原価および販管費を保守的に見て、会社予想を踏まえた控えめな見通しとした。

■利益成長に向けた施策

M&A アドバイザーについては、シンプルなビジネスモデルである分、人材における差が著しく表面化すると言える。同社はその点も踏まえて、アドバイザーのインセンティブ設計を一般的な業界水準(10%~20%程度)よりも高めに設定している。いくつかの社内指標をクリアする必要があるとはいえ、成約金額のインセンティブ率を最大 50%に置いているのは大きな魅力となるだろう。また、M&A 市場が十分な整備のないまま急成長していることはこれまで再三述べてきたが、ある程度高い給与をもらえるということは、それに伴って一定のハードワークが要求される。加えて、小規模事業者が乱立している状態ということもあって、業界

内の離職率の高さは従前から問題視されているところだ。そうした状況の中で、M&A 仲介会社の中で平均勤続年数 No.1 になることも同社は目標として掲げている。ビジネスモデルの欄にて、M&A アドバイザリー会社の成功と失敗を各ボードメンバーが目の当たりにしており、同じ轍を踏まないように企業設計を行っている旨言及したが、いわゆるブラック企業と呼ばれることに繋がる企業文化をつくらないように経営陣が同じ方向を向いていることは、人材の集積にも中長期的に効いてくるとみられる。弊社としても一定の厳しさと人材を大事にすることのバランス感覚を同社経営陣に期待して、今後も人材面の推移(結果)に注目していきたい。なお、業界内では数が少ない女性アドバイザーの活躍にも同社は早くから意識を割いているようであり、同人数の推移などもバロメーターの1つとなり得るかもしれない。

さらに、同社は2022年11月14日付けで本社を東京都渋谷区の恵比寿ガーデンプレイスタワー31階に移転したため、目先のある程度までの人員増には耐えられる。利益成長に向けた施策として同社が明示的に取り組んでいるわけではないものの、営業エリアの拡大が同社の成長を加速させる要因になることは間違いないと弊社は考えている。現在はいわゆる1都3県をメイン市場として注力しているが、今後は関東圏という目線でさらに需要を掘り下げていく方向性、もしくは大阪や福岡、名古屋といった地方の主要都市を中心とした需要を取り込む方向性の2パターンがあり得るだろう。いずれにせよ、そうした方向に向かう前準備という意味においても、人材の拡充・確保(定着も含め)が重要となるため、同社の油断のない取り組みに期待している。

■カタリスト&リスク

事業のカタリストは、サービスの多角化及びその収益化、ハイレベル人材の採用加速、事業エリアの拡大、本則市場への上場による知名度および信頼感の一段の向上、強固なコンプライアンス体制の構築による信頼感醸成等。一方、事業リスクは、競合先の増加継続による競争環境の一段の激化、M&A および仲介に対する新規規制の実現による収益性の低下、単一事業への依存性、採用人材のミスマッチによる離職等。

※単位は千円、正確な数値は会社側資料をご覧ください。

損益計算書	-	-	21年9月期実	22年9月期実	23年9月期弊予
売上高	-	-	291,211	642,013	850,000
売上原価	-	-	69,673	239,984	400,000
売上総利益	-	-	221,538	402,029	450,000
販売費及び一般管理費	-	-	160,434	266,316	360,000
営業利益	-	-	61,103	135,712	90,000
経常利益	-	-	61,027	134,692	90,000
当期純利益	-	-	40,842	92,130	60,000

貸借対照表	-	-	21年9月期実	22年9月期実	-
流動資産	-	-	197,234	493,367	-
現預金	-	-	94,636	482,939	-
売掛金	-	-	99,332	-	-
貯蔵品	-	-	124	125	-
前払費用	-	-	3,089	9,948	-
その他流動資産	-	-	50	354	-
固定資産	-	-	26,649	36,753	-
有形固定資産	-	-	253	12,512	-
無形固定資産	-	-	-	-	-
投資・その他の資産	-	-	26,396	24,240	-
資産合計	-	-	223,883	530,120	-

流動負債	-	-	100,973	205,413	-
短期借入金	-	-	-	22,500	-
1年内返済予定の長期借入金	-	-	13,545	32,872	-
未払金	-	-	7,687	9,153	-
未払費用	-	-	50,068	28,542	-
未払法人税等	-	-	27,643	29,631	-
未払消費税等	-	-	-	51,419	-
預り金	-	-	2,028	10,917	-
資産除去債務	-	-	-	20,011	-
その他	-	-	-	364	-
固定負債	-	-	72,068	181,734	-
長期借入金	-	-	72,068	181,734	-
負債合計	-	-	173,041	387,147	-

純資産合計	-	-	50,842	142,973	-
株主資本	-	-	50,842	142,973	-
資本金	-	-	9,900	9,900	-
資本剰余金	-	-	100	100	-
利益剰余金	-	-	40,842	132,973	-
負債・純資産合計	-	-	223,883	530,120	-

キャッシュフロー計算書	-	-	21年9月期実	22年9月期実	-
営業活動	-	-	19,830	237,653	-
投資活動	-	-	△20,355	△31,566	-
財務活動	-	-	95,161	152,215	-
現金及び現金同等物の期末残高	-	-	94,636	452,939	-

※同社は2020年10月14日に設立されました。このため、第1期事業年度は2020年10月14日から2021年9月30日の期間。

図表7(※発行者情報より弊社作成)

氏名又は名称	所有株式数(株)	株式総数に対する 所有株式数の割合(%)
合同会社田中 ※1 ※4	942,000	44.90
合同会社MK ※1 ※4	240,000	11.44
合同会社NJ ※1 ※4	240,000	11.44
合同会社NHS ※1 ※4	240,000	11.44
松本 将和 ※1	98,000	4.67
田中 哲 ※1 ※2	80,000 (20,000)	3.81 (0.95)
西園 直記 ※1 ※3	80,000 (20,000)	3.81 (0.95)
西塚 淳 ※1 ※3	80,000 (20,000)	3.81 (0.95)
新井 裕己 ※1 ※3	80,000 (20,000)	3.81 (0.95)
小林 留奈 ※1 ※5	2,000 (2,000)	0.10 (0.10)
合計	2,082,000 (82,000)	99.23 (3.90)

出所：発行者情報（2022年8月10日現在）

- ※1. 特別利害関係者等(大株主上位10名)
- ※2. 特別利害関係者等(代表取締役)
- ※3. 特別利害関係者等(取締役)
- ※4. 特別利害関係者等(役員等により総株主の議決権の過半数が所有されている会社)
- ※5. 従業員
- ※6. 株式総数に対する所有株式数の割合は、小数点以下第3位を四捨五入。
- ※7. ()内は、新株予約権による潜在株式数及びその割合であり、内数。

【レーティングの定義】

※目標株価は、今後6カ月程度の期間に弊社経済調査室が達すると予想している株価水準です。

※レーティングは、弊社経済調査室が算出した目標株価を基準とする、3段階の絶対評価です。

- A: 算出した目標株価が現在株価(レポート執筆時点)を15%以上上回ると判断する銘柄
- B: 算出した目標株価が現在株価(レポート執筆時点)を±15%未満の範囲内にあると判断する
- C: 算出した目標株価が現在株価(レポート執筆時点)を15%以上下回ると判断する銘柄
- RS: レーティング及び目標株価を一時的に付与しない銘柄

【ご投資にあたって】

本レポートの記載の内容を参考にして国内金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)を営業店でお取引をされる場合、約定代金に対して最大 1.1524%(税込)(ただし約定代金の1.1524%に相当する額が 3,300 円に満たない場合は 3,300 円(税込)。手数料率等は取引チャネルにより異なります。)の委託手数料をご負担いただきます。

また、株式相場、金利水準、不動産相場、商品相場等の価格の変動等及び有価証券の発行者の信用状況(財務・経営状況含む)の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれ(元本欠損リスク)があります。信用取引などを行う場合には、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額がおお客様の差し入れた委託保証金などの額を上回るおそれ(元本超過損リスク)があります。なお、商品毎に手数料及びリスク等は異なりますので、当該商品の目論見書及び契約締結前交付書面をよくお読みください。

【免責事項】

■本レポートは、当社と作成者であるアナリストとの契約に基づき、アナリストよりレポートの提供を受けることに対して個別に対価を支払っています。

■本レポートは当社がアナリストに対象会社を指定して作成を依頼したものです。

■本レポートに記載された意見及び予想は、作成日時点におけるアナリストの判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。

■本レポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されたものですが、当社はその正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

■本レポートに基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社は理由の如何を問わず責任を負いません。

■本レポートは、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定はお客様自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、当社の事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

【利益相反情報について】

■当社および関係会社又はその役職員は、本資料に記載された証券についてポジションを保有している場合があります。また、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他のサービス提供の勧誘を行う場合があります。

■当社の役員(会社法に規定する取締役、監査役又はこれに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼務しております。

:Jトラスト株式会社、株式会社 KeyHolder、株式会社ミライノベート

(商号等) Jトラストグローバル証券株式会社/金融商品取引業者/関東財務局長(金商)第35号
(加入協会) 日本証券業協会