

フロンティア(4250)

レーティング：A（新規）

目標株価：1,300円

株価推移（日足）



出所：QUICKより弊社作成

■会社概要

フロンティア(4250)は、自動車のアフターパーツを主力とするファブレスメーカー。2005年から現在の主力となっているPB販売事業を開始、「サイドバイザー」「フロアマット」を主力製品とする。2011年には新城国際香港有限公司を主要拠点としてOEM/ODM事業も開始し、事業を2軸化している。

■成長余地が豊富、開拓者精神を持った新興企業

2021年11月期実績で売上高は前期比13.2%増の1,676百万円、営業利益は同12.1%増の85百万円と2桁の増収増益で着地。2022年11月期業績について会社側は、売上高が前期比11.8%増の1,875百万円、営業利益は同50.5%増の129百万円と予想している。一方、弊社は会社予想を小幅に上回る着地を予想。上期時点では各利益段階で大幅減益の会社計画となっているが、こちらは足元でも継続している自動車の供給遅れの状況が解消するのが第3四半期頃と同社では見込んでいることが主な背景であると推察され、過度に警戒する必要はないだろう。また、前期のネガティブ要因は今期も継続する部分があるため、やや強気になりにくいところである反面、値上げ等の対応も順調に進むと弊社では想定しており、成長に向けて販管費がやや増加してもそれらを全体として吸収していくことで、増収増益着地を達成すると予想。

■目標株価は1,300円、レーティング「A」を付与

弊社は、同社の目標株価を1,300円と算定、レーティングは新規「A」とする。目標株価は、22年11月期弊社予想EPS147.06円(21年11月期期末発行済株式数ベース)と妥当PER9.0倍から算出。現在株価と目標株価の乖離からレーティングは「A」とした(詳細は6ページ記載)。

代表者：山田 紀之

上場市場：Q-Board

株価：731円(2月17日終値)

時価総額：5.07億円

発行済み株式数：69.4万株

自己資本比率：31.8%

配当利回り：2.05%

株主優待の有無：無し

本レポートに対する問い合わせは、
エイチ・エス証券 経済調査室
にお願いいたします。

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	
18年7月期実	28,889	-	2,929	-	2,996	-	1,637	-	120.35
19年11月期実	1,239	16.6%	58	482.8%	59	-	63	-	101.13
20年11月期実	1,480	19.5%	76	31.0%	77	29.9%	61	-3.8%	97.30
21年11月期実	1,676	13.2%	85	12.1%	81	5.6%	65	7.5%	103.82
22年11月期会予	1,875	11.8%	129	50.5%	123	51.7%	93	41.6%	134.33
22年11月期弊予	1,900	13.4%	130	52.9%	130	60.5%	100	53.8%	147.06

■事業概要

フロンティア(4250)は、自動車のアフターパーツを主力とするファブレスメーカー。2002年に現代表取締役社長の山田紀之氏が若くして個人で創業した中古車販売が祖業。その後、2005年から現在の主力となっているPB販売事業を開始。2011年には新城国際香港有限公司を主要拠点としてOEM/ODM事業を開始し、事業を2軸化した(同年に中古車販売については事業譲渡)。2018年にTOKYO PRO Marketへの上場を果たすと、2021年に福岡証券取引所Q-Boardにステップアップした。なお、「新たな価値の創造による、新たな領域の開拓。—Be FRONTIER. 開拓者たれー」という企業理念を掲げている。

主力のPB販売事業では、「サイドバイザー」「フロアマット」を主力製品としてアフターパーツを取り扱っている。B2B部門として、自動車販売店や自動車部品卸売業者を主要顧客としているが、インターネット通販部門(個人顧客)も設けている。また、OEM/ODM事業では、顧客が要望する商品の製造を同社連結子会社もしくは同社にて受託。選定工場を通じて製品化し、顧客に納品する。現在の主な取扱商品は、タブレット端末や玩具等の電子機器製品である。

図表1(※会社説明資料より抜粋)



■ビジネスモデル

そもそも同社が採用しているOEMというビジネスモデルは「Original Equipment Manufacturing (Original Equipment Manufacturer)」の略語で、委託者のブランドで製品を生産すること(メーカー)を指す。ちなみにODMとは「Original Design Manufacturing」の略語で、こちらもOEMと類似の形態であるが、単なる生産に留まらず、設計の部分からマーケティング等まで委託することも多く、基本的には受託者側の担当領域がより広がる。ただし、近年は区分が曖昧になっていることもあり、厳密な分類をする必要性も乏しくなっている。この形態のメリットは複数あるものの、最大のポイントは(1)製品生産を高品質かつ安価に行うことができる国内外の企業などに委託することで生産コストを削減する、(2)本来生産領域に回すはずの経営資源を別の領域に割くことも可能になるという点だろう。

同社は2事業でビジネスを展開しているが、売上及び利益の構成は図表2の通りとなっており、PB販売事業が主力だ。なお、2021年11月期におけるセグメントの利益率は、PB販売事業が約16%、OEM/ODM事業が約5%程度(※セグメントに帰属しない一般管理費等の全社費用等を考慮せず)となっている。また、事業構成や規模感等、種々の観点から比較企業を置くことがやや難しい面もあるため、あくまで参考程度ではあるが、同社の全体の営業利益率は約5%となっており、類似企業のそれと比較しても特段遜色のない水準となっている。

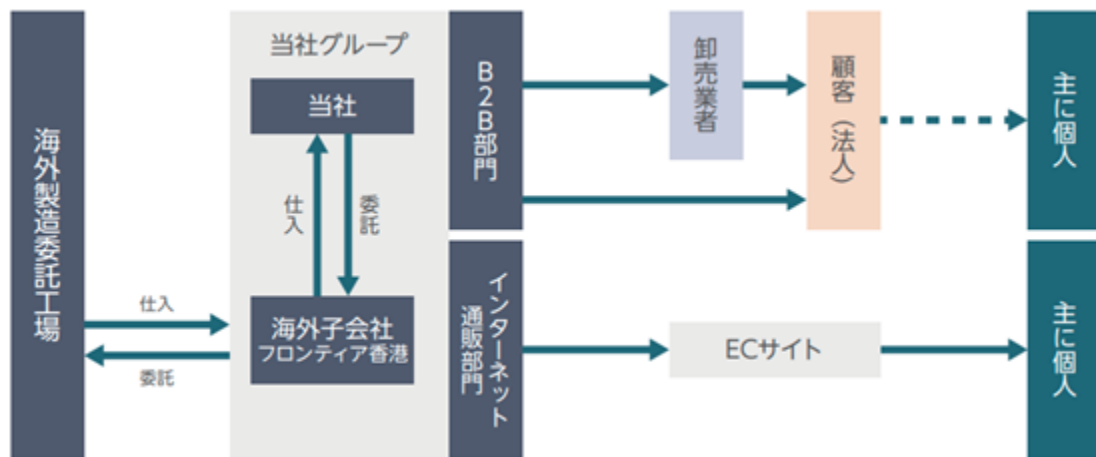
図表 2(※決算短信等から弊社作成。セグメントに帰属しない一般管理費等の全社費用等は考慮しておりません。)

単位:千円

	セグメント名	2020年11月期		2021年11月期	
		実績値	構成率	実績値	構成率
売上高	PB販売	918,765	62.0%	1,033,821	61.7%
	OEM/ODM	562,108	38.0%	642,733	38.3%
セグメント利益	PB販売	153,050	86.0%	169,008	83.6%
	OEM/ODM	24,865	14.0%	33,130	16.4%

PB 販売事業については、自動車のアフターパーツ(※自動車及び主要部品組み立て後に取付ける多種多様な自動車部品のこと)を商材としており、現在の主力製品はサイドバイザー、フロアマットとなっている。事業概要欄でも言及したが、同社はファブレスメーカーとして、製品の企画開発・品質管理・納期管理・輸入・販売までのプロセスを一貫して対応する。また、同事業はB2B 部門とインターネット通販部門に区分されている。現状については約 9 割が B2B 部門で構成されていると弊社では推察している。ただ、そもそも同社の中で、インターネット通販部門自体が戦略的に「デジタルカタログ」的な位置づけとされていることがこういった構成比を形成している重要な背景として挙げられるだろう。ただし、インターネット通販部門においては自動車のアフターパーツ以外の商材も扱っており、同社はペット関連用品、アウトドア関連用品等を「FUN LIFE ITEM」と呼称。現段階では小規模なビジネスに留まっており、全体感を考える上で影響は限定的であるものの、中長期的に広がりを見せてくる可能性はある。その背景として、自動車という単なる移動手段が自動運転の普及する未来の中で、1 つの「居住空間」へと位置づけを変容させてくると同社は考えている。実際、こうした流れは自動運転が最上級であるレベル 5、つまり完全自動運転に近づくにつれて、現実のものになってくることは間違いないと弊社も想定し、自動車を中心とした生活需要の広がりには注目している。

図表 3(会社説明資料より抜粋)

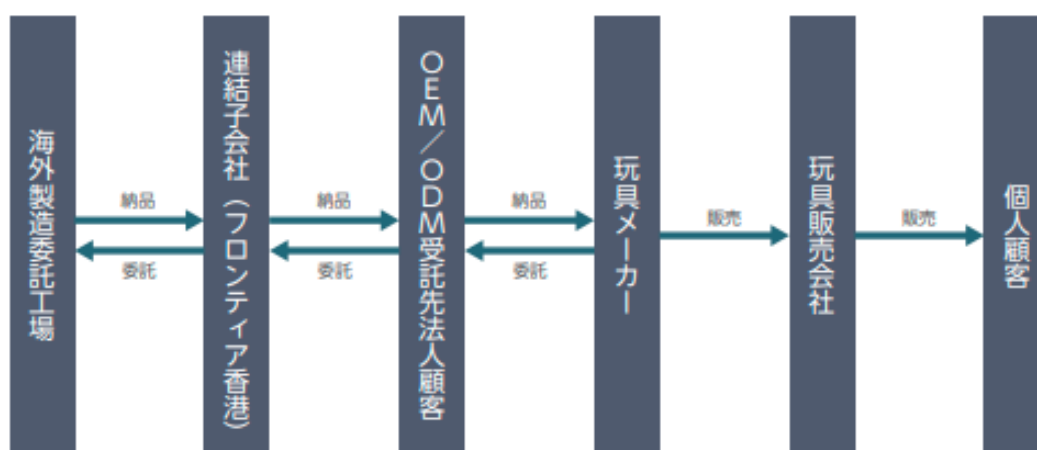


さて、自動車のアフターパーツは、自動車メーカーの純正品は国内で製造され、系列店の流通コストが販売価格に転嫁されているが、同社製品(※純正品に対して「社外品」という位置づけ)は、高い技術力を持つ中国の委託工場にて製造しており、純正品の半額程度と価格優位性が非常に強い。さらに、コストは抑えつつも、純正品と同様に射出成型(インジェクション成型)で製造を行っているため、品質や色味、取り付けの簡易さといったポイントにおいても引けを取らない点が特徴である。また、サイドバイザーはPMMA(ポリメタクリル酸メチル樹脂)、フロアマットはPP(ポリプロピレン)を素材として採用しており、リサイクルが容易で環境負荷の面も考慮がなされている。サイドバイザー、フロアマットの社外品に限定すると競合企業は日本国内で1社のみ

と会社側は説明しており、純正品市場を塗り替えていくことで明確に需要を取り込むことができる位置づけとなっている。同社を表面的に見てしまうと、競合の多い自動車用品・部品を手掛ける成長性に欠ける企業との印象を受けるだろう。しかし、実態としては市場の潮流や競合状況まで含め勝負する商材を見極め、純正品市場の切り崩しを図って、その需要を取り込むチャレンジャーであるという特質を押さえておく必要があると弊社は考えている。

OEM/ODM 事業については、エレクトロニクス総合商社の加賀電子(8154)の子会社である加賀マイクロソリューションが主要顧客だ。そもそも同社株主の一角に加賀電子が連なっていることに加え、関係性も既に 10 年程となっている。また、顧客の商品開発段階から同社も参画するという案件の進め方である他、実際に取引高も順調に拡大が続いていることを鑑みれば、目先的には 1 社依存の状況に対する過度な懸念は不要か(当然、加賀マイクロソリューション自体の業績不調などが生じた際、これに伴う発注減といった形で影響を受ける可能性はある)。とはいえ、会社側も福岡証券取引所 Q-Board への上場を機として、戦略的に「第 2 の加賀マイクロソリューション」、つまり強固な関係性が構築できる顧客開拓に注力していると見られる。事業開始当初はヘッドセットのような、昔からあり比較的技術力を要さない製品の製造を手掛けていたが、足元では児童向けパソコン玩具・タブレット型玩具等のように開発・製造工程がより複雑な製品へとシフトしており、同社及び製造工場の技術力向上の推移も感じられる。コンシューマー向け製品への偏りや第 3~4 四半期の比重が大きくなる弱点(=季節性)を解消するという意味でも、仮に産業機器需要の取り込みなどが実現すれば、事業の安定感が大きく増してくることになると弊社では今後の事業動向に期待している。

図表 4(会社説明資料より抜粋)



■市場規模

自動車自体が裾野の非常に広い産業ということもあり、当然ながらアフターパーツに限っても、タイヤをはじめ多数の商材がある。そのため、会社側の資料によると国内市場規模は約 48,000 億円(2019 年度)と 5 兆円近い水準となっており、玩具やゲーム、コンビニ業界に次ぐ巨大なマーケットとなっている。なお、同社の主力製品であるサイドバイザー、フロアマットだけに限定しても市場規模は 1,700 億円程度(2019 年度)となっているもよう。今後、コロナ禍の収束や半導体の供給状況などが改善されていく中で、同社は現状からさらに取扱い商材を拡大していくことになると弊社では予想。同社が対象とする市場規模もそれに伴って一段と広がっていくだろう。

一方、OEM/ODM 事業については業界が細分化されて語られることが多いため、全体の市場規模は把握しにくい部分がある。しかし、例えば化粧品や健康食品等、個々に数千億円規模の市場があるとの調査が散見されている。また、中国の電子機器

OEM 製造市場の規模は 2020 年に約 3,463 億米ドルに達したとの調査(株式会社グローバルインフォメーション 中国国内のエレクトロニクス OEM 製造 (2021 年版))もあり、こちらの事業については市場の成長性や規模に対する懸念は目的的には不要で、むしろ前述した通り「第 2 の加賀マイクロソリューション」を早期に獲得していくことが課題であると同時に期待すべき点であろう。

■業績概要

■2021 年 11 月期業績

2021 年 11 月期実績は、売上高が 1,676 百万円、営業利益は 85 百万円、経常利益は 81 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は 65 百万円だった(会社計画は、売上高 1,688 百万円、営業利益 104 百万円、経常利益 103 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益 79 百万円(2021 年 11 月 1 日「会社説明資料」より))。PB 販売事業は、既存取引先からの大口受注やエリア制導入、Face to Face での訪問営業によって新規顧客の獲得を図り、好調に推移していたが、21 年 9 月頃から半導体不足の影響で新車の納車が遅れる事態となり、これに連動する形で勢いが削がれる格好に。OEM/ODM 事業も、当然ながら半導体不足の影響を受けたものの、人気キャラクターの児童向け電子玩具の大ヒットにより、別の人気キャラクターの児童向け電子玩具の製造も受託するなど好調だった。為替の円安推移や海上運賃の高騰等の損益面でのネガティブ要因もあったが、それらを吸収し、結果的に会社予想はやや下回ったとはいえ増収増益での着地を達成した。

■2022 年 11 月期業績見通し

2022 年 11 月期業績について弊社では、売上高が前期比 13.4%増の 1,900 百万円、営業利益は同 52.9%増の 130 百万円、経常利益は同 60.5%増の 130 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 53.8%増の 100 百万円と予想(会社予想は、売上高が前期比 11.8%増の 1,875 百万円、営業利益は同 50.5%増の 129 百万円、経常利益は同 51.7%増の 123 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益は同 41.6%増の 93 百万円)。上期時点では各利益段階で大幅減益の会社計画となっているが、こちらは足元でも継続している自動車の供給遅れの状況が解消するのが第 3 四半期頃と当社では見込んでいることが主な背景であると推察され、過度に警戒する必要はないだろう。また、前期のネガティブ要因は今期も継続する部分があるため、やや強気になりにくいところである反面、値上げ等の対応も順調に進むと弊社では想定しており、成長に向けて販管費がやや増加してもそれらを全体として吸収していくことで、増収増益着地を達成すると予想。

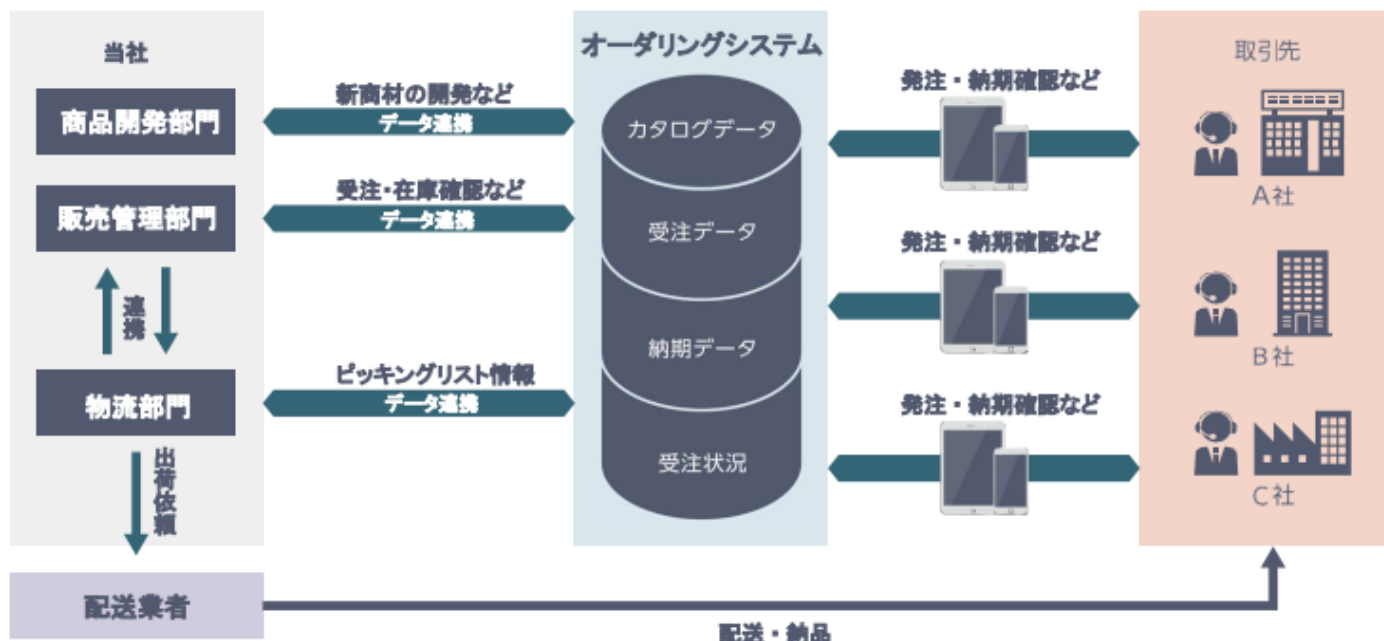
■利益成長に向けた施策

同社は、自動車業界の動向(主に新車販売動向)や消費者動向を含む社会情勢や当社グループの業績、部門別課題、内部管理体制の整備等を考慮した 3 ヶ年中期経営計画(以下「中計」)を作成している(2021 年 11 月期～2023 年 11 月期)。中計の対外的な開示をしていないため、目標値等については把握することはできないものの、基本方針として以下 5 つを示している。(1) TOKYO PRO Market から一般市場上場のためのステップアップ(2) 事業ドメイン、営業エリアの拡大とそれに伴うシステム導入(3) 自社生産を含めた供給体制の強化(4) 自動車アフターパーツ市場の新商材の開発(5) 業務効率化及び人材育成と人材確保。このうち最も重要なのは(2)と(4)となる。

まず、システムの部分については図表 5 の通り「オーダーリングシステム」という形で開発を進めている。自社と取引先の相互リアルタイムデータ共有によって、双方の受発注業務を効率化。これによって、リピート営業を自動的に行っていく他、欠品等による販

売機会の逸失を防止することが可能となる。

図表 5



会社説明資料より抜粋

新商材の開発については、特段現時点で会社側から情報開示が出ていないため、会社側の動向を待つより他ないが、基本的にアフターパーツの市場自体は広く、同社の新規商材となり得る対象は数多く存在している。当然ながら、商材拡充が成長のカギを握る重要なポイントの1つである以上、Q-Boardへのステップアップにあわせて社内でも検討を加速させていたと弊社では推察している。全ての業界に共通するが、半導体の需給ひっ迫といったネガティブ要因もあるため、開発がスムーズにいかない部分もあるとはいえ、今後の情報開示を楽しみに待ちたい。また、商材開発とは毛色が異なるものの、同社には「カーリース・レンタカー・カーシェアリング」という新規開拓可能な市場が存在しており、会社側も同市場を積極的に捉えにいく方針を示している。節約志向の高まり、効率性の追求や「物の保有」に対する価値観の変化等を背景に、シェアリングエコノミーの拡大は疑いようのないところとなっている。自動車もその例に漏れず、同社製品の採用が決まれば、非常に巨大な需要を取り込むことになるため、こちらも価格訴求力の強い社外品のアフターパーツを手掛けている同社だからこそその成長ポイントとして押さえておきたい。

■バリュエーション

目標株価(1,300円)は、22年11月期弊社予想EPS 147.06円(21年11月期期末発行済株式数ベース)と妥当PER9.0倍から算出する。妥当PERは、同業他社(※トヨタ紡織(3116)、セーレン(3569)、TSテック(7313)、八千代工業(7298)、盟和産業(7284)の5社)の週次の実績PER及び予想PER推移も参考に算出し、9.0倍としている。

同社の事業規模及び特徴等から、比較対象の設定がやや難しい部分もあるとはいえ、採用した同業他社の進行期含む3期分のPER推移の平均は約11倍となっている。個社平均では8.9倍が最小値だが、これは同社の足元のPER推移を勘案しても当然ながら違和感のない水準である。地方市場の銘柄である点を加味して、最小値に近い9.0倍を現段階で

は採用するが、業績の成長可能性と需給要素を加味すれば、適用する妥当 PER を全体平均の約 11 倍に見直す余地は十分あろう。今後の PB 販売事業における商材拡大、もしくは OEM/ODM 事業での新規顧客開拓の行方を注視したい。

■カタリスト&リスク

株価の上昇に影響するカタリストは、新型コロナウイルスの早期感染収束、PB 販売事業における商材拡充、OEM/ODM 事業における強固な新規顧客獲得、カーリース・レンタカー・カーシェアリング周辺の需要取り込み、取引先数の拡大や他社との業務提携、DX 化の推進等。一方、株価の下落に影響するリスクは、新型コロナウイルスの収束遅れに伴う自動車産業への影響、為替の円安推移、中国における人件費(生産コスト)増加、海上運賃等の高止まり、半導体不足、取引先の事業苦戦に伴う OEM/ODM 事業の業績落ち込み、競合の増加、株式市場での認知度が高まらない等。

※単位は百万円、切り捨て表示のため誤差が生じる可能性があります。正確な数値は会社側資料をご覧ください。

連結損益計算書	19年11月期実	20年11月期実	21年11月期実	22年11月期会予	22年11月期弊予
売上高	1,239	1,480	1,676	1,875	1,900
売上原価	777	967	1,118	-	1,270
売上総利益	461	513	558	-	630
販売費及び一般管理費	403	436	472	-	500
営業利益	58	76	85	129	130
経常利益	59	77	81	123	130
当期純利益	63	61	65	93	100
連結貸借対照表	19年11月期実	20年11月期実	21年11月期実	-	-
流動資産	566	775	905	-	-
現預金	220	448	435	-	-
売掛金	146	153	243	-	-
商品	178	167	167	-	-
前渡金	16	0	54	-	-
その他流動資産	4	4	4	-	-
固定資産	38	12	40	-	-
有形固定資産	7	7	34	-	-
無形固定資産	-	1	1	-	-
投資・その他の資産	31	3	5	-	-
資産合計	605	787	946	-	-
流動負債	407	411	475	-	-
買掛金	30	39	74	-	-
短期借入金	302	295	304	-	-
1年内返済予定の長期借入金	28	22	21	-	-
未払法人税等	3	1	15	-	-
未払消費税等	2	11	5	-	-
その他	39	40	52	-	-
固定負債	71	190	169	-	-
長期借入金	68	186	164	-	-
リース債務	0	2	2	-	-
資産除去債務	2	2	2	-	-
負債合計	478	602	644	-	-
純資産合計	127	185	301	-	-
株主資本	121	183	291	-	-
資本金	30	30	51	-	-
資本剰余金	9	9	31	-	-
利益剰余金	82	143	209	-	-
その他の包括利益累計額	5	2	10	-	-
負債・純資産合計	605	787	946	-	-
キャッシュフロー計算書	19年11月期実	20年11月期実	21年11月期実	-	-
営業活動	△18	114	△20	-	-
投資活動	△1	10	△18	-	-
財務活動	54	110	12	-	-
現金及び現金同等物の期末残高	220	448	435	-	-

【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。
:澤田ホールディングス、エイチ・アイ・エス、クリーク・アンド・リバー社

(商号等) エイチ・エス証券株式会社／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