

ホリスティック企業レポート

フィクサー
FIXER

5129 東証グロース

アップデート・レポート
2024年5月2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 20240430

FIXER(5129 東証グロース)

発行日:2024/5/2

**Microsoft Azure を用いた基幹システム構築に強みを持つクラウドインテグレーター
24年8月期は大幅減益、業績の本格回復は26年8月期からと予想**

> 要旨

◆ Microsoft Azure を中心に手掛けるクラウドインテグレーター

- ・FIXER(フィクサー、以下、同社)は、Microsoft Azure を用いた基幹システムの構築に強みを持つクラウドインテグレーターである。クラウドに特化した新規システムの開発や、既存システムのクラウド移行を行う「プロジェクト型サービス」、クラウドサービス等のライセンスを仕入販売する「リセール」、保守・運用等を行う「マネージドサービス」、自動架電サービス等の「SaaS」に事業を分類している。
- ・23/8期においては、HER-SYS 関連等の厚生労働省を中心とした取引先上位2顧客向けが売上高の77.4%を占めている。

◆ 24年8月期上期決算は39%減収、68%営業減益

- ・24/8期第2四半期累計期間(以下、上期)決算は、前年同期比39.1%減収、67.8%営業減益であった。自動架電サービスやプロジェクト型サービスの売上高の減少や、人件費等の増加等により、大幅減益となった。

◆ 24年8月期の会社計画は36%減収、72%営業減益

- ・24年4月に公表された24/8期の会社計画は、厚生労働省との取引が3月末で終了したため、前期比35.6%減収、71.5%営業減益である。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、厚生労働省向け等の売上高予想を減額した一方、費用予想も大幅に減額したため、24/8期の業績予想について、売上高を8,477百万円→7,146百万円(前期比35.3%減)、営業利益を487百万円→608百万円(同71.2%減)に修正した。

◆ リセール等の増加を見込み、26年8月期は本格回復を予想

- ・当センターでは、25/8期以降については、厚生労働省との取引終了に伴い、売上高予想を引下げたほか、利益予想も下方修正した。
- ・25/8期は、プロジェクト型サービスの増加とリセール等の減少を見込み、6.5%減収、2.1%営業増益と底這いを予想した。26/8期は、リセール等の増加を見込み、19.2%増収、65.0%営業増益と本格回復を予想した。

アナリスト:大間知 淳
+81(0)3-6812-2521
レポートについてのお問い合わせはこちら
info@stock-r.org

【主要指標】

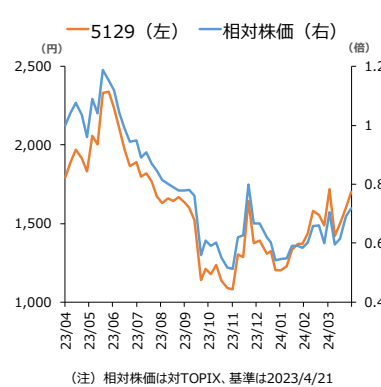
	2024/4/26
株価(円)	1,702
発行済株式数(株)	14,772,000
時価総額(百万円)	25,142

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	17.9	64.4	63.3
PBR(倍)	4.4	4.1	3.9
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-1.0	42.1	-9.9
対TOPIX(%)	2.0	34.9	-31.0

【株価チャート】



【5129 FIXER 業種:情報・通信業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2022/8	11,360	215.0	2,394	7.5X	2,391	7.6X	1,495	7.6X	109.4	235.0	0.0
2023/8	11,049	-2.7	2,110	-11.9	2,089	-12.6	1,382	-7.6	95.0	387.5	0.0
2024/8 CE	7,116	-35.6	601	-71.5	602	-71.2	386	-72.1	26.1	-	0.0
2024/8 E	7,146	-35.3	608	-71.2	609	-70.8	390	-71.8	26.4	413.8	0.0
2025/8 E	6,680	-6.5	621	2.1	621	2.0	397	1.8	26.9	440.7	0.0
2026/8 E	7,960	19.2	1,025	65.0	1,025	65.0	658	65.7	44.6	485.3	0.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/17

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ず、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。

> 事業内容

◆ Microsoft Azure を中心に手掛けるクラウドインテグレーター

FIXER（フィクサー、以下、同社）は、Microsoft Azure を用いた基幹システムの構築に強みを持つクラウドインテグレーターである。クラウドインテグレーターとは、クラウドに特化して情報システムの設計、構築、運用等の全工程を一貫して請け負う事業形態を意味している。

クラウドサービスのインフラストラクチャーは、自社でクラウド環境を構築、運用するプライベートクラウドと、クラウド事業者が提供するサービスを不特定多数のユーザーが利用するパブリッククラウドに大別される。パブリッククラウドは、サービスの利用形態によって、クラウド上にあるネットワークやサーバ等のコンピューティングリソースを利用できる IaaS（Infrastructure as a Service）、コンピューティングリソースに加えて OS やミドルウェアまでのプラットフォームを利用できる PaaS（Platform as a Service）、PaaS 領域に加えてアプリケーション・ソフトウェアも利用できる SaaS（Software as a Service）に分類されている。Microsoft Azure は、主として IaaS と PaaS 領域のパブリッククラウドサービスに該当する。

同社はクラウドサービス事業の単一セグメントであるが、クラウドに特化した新規システムの開発や、既存システムのクラウド移行を行う「プロジェクト型サービス」、システムの稼働後に、クラウドサービスのライセンスを仕入販売する「リセール」と、保守・運用等を行う「マネージドサービス」、自動架電サービスやメタバース基盤、生成 AI 技術を活用したエンタープライズ向けサービス GaiXer(ガイザー)等を提供する「SaaS」、「その他」に事業を分類している。

23/8 期の事業別売上高構成比は、プロジェクト型サービス 26.2%、リセール 43.1%、マネージドサービス 14.5%、SaaS 16.2%、その他 0.0%であった（図表 1）。

【 図表 1 】 事業別売上高の推移

事業別売上高	19/8期	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期		24/8期上期	
	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	金額 (百万円)	構成比 (%)	金額 (百万円)	構成比 (%)
プロジェクト型サービス	1,942	1,369	323	721	2,890	26.2	838	21.3
リセール	405	988	1,380	2,811	4,763	43.1	2,418	61.3
マネージドサービス	180	521	1,443	1,799	1,605	14.5	658	16.7
SaaS	-	31	454	6,028	1,786	16.2	27	0.7
その他	22	49	4	-	3	0.0	1	0.0
合計	2,551	2,960	3,606	11,360	11,049	100.0	3,943	100.0

(注) 端数処理の関係で事業別数値の和は、必ずしも合計と一致しない。構成比の小数点第 1 位は、証券リサーチセンターによる推定値。

(出所) 決算説明資料、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

24/8 期第 2 四半期累計期間 (以下、上期) については、プロジェクト型サービスが案件の端境期となったことや、大口顧客向け自動架電サービスの大幅減少により、SaaS が急減したことから、プロジェクト型サービス 21.3%、リセール 61.3%、マネージドサービス 16.7%、SaaS0.7%、その他 0.0%となった。

(1) プロジェクト型サービス

プロジェクト型サービスでは、顧客の要件・要望に基づくシステムを新たに開発したり、既存のオンプレミスのシステムをクラウドに移行 (マイグレーション) したりするサービスを行っている。

プロジェクト型サービスの事例としては、北國フィナンシャルホールディングス (7381 東証プライム) の中核子会社である北國銀行の「北國クラウドバンキング」の Microsoft Azure 上でのクラウド移行 (稼働開始 19 年 9 月) や、厚生労働省の「新型コロナウイルス感染者等情報把握・管理支援システム (HER-SYS) の新規システム開発 (同 20 年 5 月)、国立がん研究センターの「全国がん登録」システムのクラウド移行 (同 22 年 4 月) が挙げられる。

パブリッククラウドベンダー別の開発案件割合は、22/8 期上期においては、Microsoft Azure が約 90%、Amazon の Amazon Web Services (以下、AWS) が約 10%であった。23/8 期においては、大型の AWS 移行案件の貢献により、AWS の構成比が大幅に上昇したと見られる。

(2) リセール

リセールでは、パブリッククラウドベンダーや、各種ソフトウェアベンダーから、クラウドやソフトウェアのライセンスを仕入れ、顧客に販売している。Microsoft Azure、Microsoft 365、Microsoft Power Platform 等の Microsoft 関連製品が中心となっている模様である。

(3) マネージドサービス

同社は、一般的な保守・運用サービスに加え、クラウド環境で発生する課題の解決 (追加開発) にも対応するマネージドサービスを「cloud.config」のブランドで展開している。Microsoft Azure 関連が中心となっている模様である。

(4) SaaS

同社は、プロジェクト型サービスで開発したシステムや、マネージドサービスの保守・運用で把握した顧客ニーズの高い機能を汎用化し、SaaS 型サービスとして提供している。従来からのサービスである自動架電サービスとメタバース基盤に加え、23/8 期下期より生成 AI 技術を活用したエンタープライズサービス「GaiXer」の提供を開始した。

GaiXer は、Microsoft Azure や AWS 上のセキュアなネットワーク環境で駆動し、「テナント」と呼ばれる顧客内の専用環境で学習・生成を行うため、情報漏洩リスクが低いほか、21 年 9 月以降の最新情報にも対応することができる等、安全性と実用性を兼ね備えたサービスとなっている。24 年 4 月時点において、3 つの AI プラットフォーム (Azure OpenAI Service、Amazon Bedrock、Vertex AI) を通じて提供が可能となっているほか、多数の大規模言語モデル (LLM) や学習データを選択して利用することができる。24 年 4 月には、NTT グループが開発した LLM 「tsuzumi」を搭載した「tsuzumi on GaiXer」の提供を開始した。

自動架電サービスは、マネージドサービスで使用していた障害検知時の電話・SMS 通知を汎用化したもので、厚生労働省の HER-SYS において、保健所による新型コロナウイルス感染症療養者の健康観察で採用された。一方、メタバース基盤は、日本マイクロソフトと共同で開発したものであり、バーチャル空間上でイベントを実施する時に必要な機能を SaaS で提供している。

◆ 厚生労働省等の大手顧客への依存度が極めて高い

同社の主要顧客としては、厚生労働省、公益社団法人国民健康保険中央会、国立がん研究センター、ヤマトホールディングス (9064 東証プライム) の情報システム子会社であるヤマトシステム開発、北國銀行が挙げられる (図表 2)。

【 図表 2 】 相手先別の売上高の推移

相手先	20/8期		21/8期		22/8期		23/8期	
	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)	金額 (百万円)	割合 (%)
厚生労働省	-	-	801	22.2	8,764	77.1	6,214	56.2
パーソルプロセス&テクノロジー	301	10.2	868	24.1	-	-	-	-
公益社団法人国民健康保険中央会	-	-	-	-	-	-	2,339	21.2
国立がん研究センター	-	-	-	-	645	5.7	-	-
ヤマトシステム開発	528	17.9	624	17.3	597	5.3	-	-
北國銀行	1,603	54.2	471	13.1	413	3.6	-	-
その他	527	17.8	840	23.3	940	8.3	2,495	22.6
合計	2,960	100.0	3,606	100.0	11,360	100.0	11,049	100.0

(注) 厚生労働省 HER-SYS の契約先であったパーソルプロセス&テクノロジーは、21 年 4 月より同システムの保守・運用が同省との直接契約となったことから 22/8 期では売上を計上していない。端数処理の関係で、各期の数値の和は必ずしも合計と一致しない。売上高比率が 1 割未満の場合は、記載が省略されていることもある。
(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

22/8 期では上位 4 顧客向け売上高構成比が 91.7%であったが、23/8 期でも上位 2 顧客向け売上高構成比は 77.4%に達しており、厚生労働省

等の大手顧客への依存度が高い状況が継続していた。23/8 期の契約社数（取引があった顧客数）は前期比 8 社減の 86 社であり、顧客 1 社当たり売上高は 128 百万円（22/8 期は 120 百万円）と算出される。しかし、主要取引先 2 顧客を除くと顧客 1 社当たり売上高は 29 百万円にとどまっており、顧客基盤の強化が求められている。

> ビジネスモデル

（注）ウォーターフォール型とは、顧客の要求の分析から一連のテストまで、前の段階に戻らないことを前提にした開発プロセスを言う。

◆ 異なるビジネスモデルである 4 事業は相互に関連している

顧客との取引は、多くの場合、「プロジェクト型サービス」というフロー型（期間限定の売上計上）の開発サービスから始まる。システム開発業界においては、SIer の多くは、開発期間の初期に要件定義書や設計書等の文書作成に多大な工数（費用、時間）を投入し、顧客の要求水準に到達する前に予算や納期の限界に達することもある「ウォーターフォール型^注」開発手法を採用し、期日までの成果物完成をコミットする「請負」契約を締結している。

一方、同社は、「アジャイル+フロントローディング型」開発手法を採用すると共に、顧客との共同責任モデル形態となる、成果物の完成に対しては責任を負わない「準委任」のプライム（元請）契約の締結を基本方針としている（一部の案件は請負契約や下請契約となっている）。アジャイル+フロントローディング型とは、要件定義書や設計書の完成前に、コーディング（プログラミング言語でコンピューターが理解できるコードを作成すること）を開始し、システム開発の着手を早める開発方式である。まずプロトタイプを作り、顧客と仕様調整を開発の序盤から繰り返すことで、終盤での手戻りを回避し、結果として予算や納期の計画超過を起こしにくい仕組みとなっている。

システム開発が完了すると、Microsoft Azure 等の製品・サービスを仕入れて顧客に提供する「リセール」と、Microsoft Azure 上の顧客システムの保守・運用、技術支援を行う「マネージドサービス」を組み合わせ、顧客に提供している。マネージドサービスでは、自動化技術を積極的に導入しており、工数削減（生産性の向上）と運用品質の向上を目指している。

両サービスの料金体系については、リセールは、クラウドの利用量やライセンス数による従量課金制、マネージドサービスも、クラウドの利用量や利用時間による従量課金制であるが、既存顧客の利用状況は比較的安定している模様である。リセールとマネージドサービスは、基本的には、システムが稼働する限り契約（売上計上）が継続するストック型のサービスであるが、マネージドサービスで提供する追加開発業務についてはフロー型のビジネスである。

同社が提供する「SaaS」は、マネージドサービス等で培ったツールやソフトウェアを汎用化したものであるが、マネージドサービスの顧客が SaaS (自動架電サービス) も利用する場合がある。自動架電サービスは、利用量や情報量による従量課金制、メタバース基盤はユーザー数や同時接続数による従量課金制となっている。両サービスともに、利用状況は、短期で大幅に変動している模様であり、フロー型のサービスと位置付けられる。

一方、GaiXer は月額ユーザー数によるサブスクリプション課金制 (一部プランでは定額制+従量制) をとっており、ストック型のサービスに分類されている。

このように、同社が展開する 4 事業のビジネスモデルは異なっているものの、相互に関連しており、ワンストップで提供することで、顧客 1 社当たり売上高の拡大に繋がるため、優れた事業構成と言える。

同社は KPI として、従業員 1 人当たり売上高、従業員の平均年齢、契約社数、売上総利益率を挙げている。従業員 1 人当たり売上高は、21/8 期からの新卒大量採用に伴い、従業員が増加する中、厚生労働省向け売上高の拡大や、自動化技術の導入による成果等により、変動が大きい自動架電サービスを除くベースで増加基調にある (図表 3)。

【 図表 3 】 業績と KPI 等の推移

	18/8期	19/8期	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期
売上高 (百万円)	2,012	2,551	2,960	3,606	11,360	11,049
売上総利益 (百万円)	1,127	1,118	1,279	1,307	4,068	4,047
売上総利益率	56.0%	43.8%	43.2%	36.3%	35.8%	36.6%
販売費及び一般管理費 (百万円)	1,031	1,044	941	989	1,673	1,936
販管費率	51.3%	41.0%	31.8%	27.4%	14.7%	17.5%
営業利益 (百万円)	96	73	337	317	2,394	2,110
営業利益率	4.8%	2.9%	11.4%	8.8%	21.1%	19.1%
経常利益 (百万円)	90	58	328	314	2,391	2,089
経常利益率	4.5%	2.3%	11.1%	8.7%	21.1%	18.9%
当期純利益 (百万円)	24	31	142	196	1,495	1,382
期末従業員数 (名)	100	130	123	147	195	269
従業員1人当たり売上高 (万円)			2,471	2,741	6,739	4,865
同 (自動架電サービスを除く、万円)	—	—	2,471	2,669	3,242	4,087
従業員の平均年齢 (歳)	—	—	30.2	29.1	28.6	28.4
契約社数 (社)	—	—	67	78	94	86

(注) 18/8 期と 19/8 期は未監査。従業員 1 人当たり売上高は期中平均従業員数ベース。契約社数は各期に取引があった法人顧客数

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

従業員の平均年齢は、クラウドに慣れ親しんだ世代の採用を強化しているため、23/8 期末において、20/8 期末の 30.2 歳から 28.4 歳に低下した。契約社数は、22/8 期までは每期、着実に増加していたが、コロナ禍で実施が増えていたオンライン・イベントの減少を受けて、メタバース基盤の顧客が減った結果、23/8 期末には前期末比 8 社減となった。

◆ 高かった営業利益率は低下傾向にある

23/8 期において、同社の原価率は 63.4%であり、SIer やクラウドインテグレーター他社よりも低い。最も大きい原価項目は、クラウドやソフトウェアのライセンス仕入費用である支払手数料(変動費)であり、売上高支払手数料率は 43.0%であった。次に大きい原価項目は、社員技術者に支払う労務費(固定費)であり、売上高労務費率は 9.7%であった。一方、外注費(変動費)は 22/8 期までは少なかったが、大型の AWS 移行案件の影響を受けた 23/8 期の売上高外注費率は前期比 4.2%ポイント上昇の 8.5%となった。

売上総利益率は、22/8 期が 35.8%、23/8 期が 36.6%であった。22/8 期における事業別売上総利益率は、プロジェクト型サービス 36.3%、リセール 24.3%、マネージドサービス 43.4%、SaaS38.8%であったが、23/8 期の数値は開示されていない。同社が目安として掲げている事業別売上総利益率は、プロジェクト型サービス約 40%、リセール約 20%、マネージドサービス約 50%、SaaS 約 20~40%である。

事業別の主要原価と収益性の特徴をみると、最も利益率が高いマネージドサービスは、保守・運用等のための労務費や外注費の負担はあるものの、支払手数料の負担は軽いと見られる。SaaS は、支払手数料の負担が大きいですが、サービスの開発や運用のための労務費は抑制されていると思われる。プロジェクト型サービスは、支払手数料は少ないが、開発のための労務費や外注費が必要となり、プロジェクトの難易度等によって採算が変動すると見られる。リセールは、労務費や外注費は不要であるが、支払手数料の負担が嵩むため、利益率は低い。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、管理部門等の給料及び賞与や、賞与引当金繰入額、役員報酬、広告宣伝費、地代家賃等、主に固定費によって構成されている。23/8 期の売上高に対する比率は、給料及び賞与が 4.3%、地代家賃が 2.7%、広告宣伝費が 1.5%、役員報酬が 1.0%、賞与引当金繰入額が 0.5%であり、販管費率は 17.5%であった。結果、売上総利益率の高さが要因となり、営業利益率は、22/8 期が 21.1%、23/8 期が 19.1%に達していた。

しかし、24/8 期上期においては、売上高減少に伴う固定費負担の増加等により、売上総利益率が 35.7%、販管費率が 23.1%に悪化したため、営業利益率は 12.6%に低下した。

> SWOT分析

◆ 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・クラウドへの特化や大規模な開発案件実績によって培われた高い専門性 ・官公庁や金融機関等のシステム構築実績によって、業歴が浅い中で、顧客の信頼を得ていること ・システムの設計から、構築、運用保守、SaaSに至るまでワンストップでサービスを提供していること ・Microsoftと強固な取引関係を構築していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・特定顧客に対する依存度の高さ ・SaaS売上高において、ストック型の構成比が低いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・国内クラウド市場の拡大 ・人管理体制の強化や、上場に伴う知名度の向上等による顧客数の増加や市場シェアの上昇 ・新サービスGaiXerの拡販による顧客基盤の拡充 ・自動化の適用範囲の拡大による営業利益率の向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・サイバー攻撃やシステム障害、自然災害等によるサービス提供の停止 ・国内景気の急速な悪化や、大手顧客による契約解除 ・人手不足の深刻化による採用競争の激化と従業員の退職増加

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は先端技術への対応力等にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、先端技術への対応力と若い技術者による開発体制に関係している（図表 5）。

同社は、ミッションとする「日本のエンタープライズシステムにグローバル品質のクラウドパワーを」にあるように、日本におけるクラウドサービスの黎明期から Microsoft Azure の普及の一翼を担っている。同社の過去 5 年ほどの実績は、業歴の浅さや独立系であることを考慮すれば特筆すべき成果であったが、大手企業がクラウドサービスに積極的ではなかった時期に創業し、リスクを承知で、先端技術に積極的に対応し続けた結果と言えよう。

同社は、クラウドに慣れ親しんだ世代の採用を強化し、常に先端技術を導入することを競争力の源泉としている。21/8 期以降、新卒技術者の大量採用の実施により、開発体制を強化したことが、大企業や公的機関からプライム契約を獲得する上で重要な施策となった。また、新卒の採用強化により、同社従業員の平均年齢は 20/8 期末の 30.2 歳から 23/8 期末には 28.4 歳に若返っているほか、クラウド関連の上場企業との比較でも同社の「若さ」が際立っている。

以上のことから、先端技術への対応力と若い技術者による開発体制が同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター(以下、当センター)は考えている。

【 図表 5 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等				
		項目	数値(前回)	数値(今回)		
関係資本	顧客	・各期に取り引があった契約社数は着実に増加している	・年度の契約社数	86社		
		・厚生労働省等、特定顧客への依存度が高い傾向にある	・厚生労働省向け売上高構成比	56.2%		
	ブランド	・Microsoft Azureによる国内初のインターネットバンキングサービスである「北國クラウドバンキング」を開発する等、クラウド業界では知られた存在ではあるものの、上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・会社設立からの経過年数	15年(23年12月時点)	15.5年(24年5月時点)	
			・「北國クラウドバンキング」稼働開始からの経過年数	4年(23年12月時点)	4.5年(24年5月時点)	
			・上場からの経過年数	1年(23年12月時点)	1.5年(24年5月時点)	
	事業パートナー	・リセールやマネージドサービスではほとんどがMicrosoft製品を対象としている				
・プロジェクト型サービスとSaaSでは、Microsoftに加え、AmazonやTwilioのサービスも使っており提供している						
組織資本	プロセス	・フロー型の「プロジェクト型サービス」で新規開発・クラウド移行したシステムに対し、ストック型である「リセール」や「マネージドサービス」を継続的に提供することで売上高の拡大を目指している	・リセールの売上高	4,763百万円	2,418百万円	
			・マネージドサービスの売上高	1,605百万円	658百万円	
		・フロントローディング型開発、自動化技術等による付加価値の高いサービスを提供することで、1人当たり売上高の拡大を目指している	・1人当たり売上高(自動架電売上高を除く、期中平均従業員数ベース)	4,087万円		
		・顧客との間で準委任のプライム契約を締結することで、仕様変更にも臨機応変に対応する共同責任モデルを採用し、赤字リスクを抑制しているため、高い売上総利益率を確保している	・売上総利益率	36.6%	35.7%	
		・アジャイル+フロントローディング型のプロジェクト進行により、予算内で短期間の開発に成功している				
	知的財産ノウハウ	・Microsoft米国本社や日本マイクロソフトから、数多くの受賞歴がある				
		・金融機関や公的機関のフルクラウドシステムで実績を積み重ねている				
		・短期間での対応が求められた「HER-SYS」の開発において、約3週間で初回リリースを実施した				
	人的資本	経営陣	・松岡社長は、09年11月の社長就任以来、同社を経営している	・松岡社長の社長在任年数	14年(23年12月時点)	14.5年(24年5月時点)
			・松岡社長による高い経営へのコミットメント	・松岡社長による保有株数(資産管理会社を含む)	9,633,500株(65.3%)	9,633,500株(65.2%)
従業員		・積極的な新卒採用、中途採用により、従業員が増加している	・期末従業員数	269名	250名	
		・最新技術の導入を重視し、若いエンジニアが開発を支える体制づくりに取り組んでいる	・平均年齢	28.4歳		
		・インセンティブ制度	・従業員持株会	334,929株(2.3%)	309,931株(2.1%)	
		・ストックオプション	1,116,600株(7.6%)			

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は23/8期または23/8期末、今回は24/8期上期または24/8期上期末のもの。

カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は取締役、監査役等の保有分を含む

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、IRニュースを基に証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 24年8月期上期決算は39%減収、68%営業減益

24/8期上期決算は、売上高3,943百万円(前年同期比39.1%減)、営業利益498百万円(同67.8%減)、経常利益498百万円(同67.3%減)、四半期純利益314百万円(同67.1%減)であった(図表6)。

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは前年同期比

46.7%減の 838 百万円となった。デジタル庁から受注した生成 AI 技術検証の環境整備プロジェクト等の貢献はあったものの、前期に始まった AWS 移行プロジェクトの大型案件が開発の山を越えたこと等により、端境期となった。リセールは、ライセンスの利用が高水準で推移したため、同微増の 2,418 百万円となった。

【 図表 6 】 24 年 8 月期上期業績

(単位: 百万円)

	内訳	23/8期					24/8期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		6,479	2,416	2,154	4,570	11,049	1,966	1,977	3,943	-39.1%
	プロジェクト型サービス	1,571	754	563	1,318	2,890	416	421	838	-46.7%
	リセール	2,355	1,177	1,231	2,408	4,763	1,206	1,212	2,418	2.7%
	マネージドサービス	831	430	342	772	1,605	327	330	658	-20.9%
	SaaS	1,717	53	16	69	1,786	14	12	27	-98.4%
	その他	2	0	0	1	3	1	-	1	-
売上総利益		2,323	909	813	1,723	4,047	600	808	1,408	-39.4%
	売上総利益率	35.9%	37.7%	37.8%	37.7%	36.6%	30.5%	40.9%	35.7%	-
販売費及び一般管理費		777	578	580	1,158	1,936	474	435	910	17.1%
	販管費率	12.0%	23.9%	26.9%	25.4%	17.5%	24.2%	22.0%	23.1%	-
営業利益		1,545	331	233	564	2,110	125	373	498	-67.8%
	営業利益率	23.9%	13.7%	10.9%	12.4%	19.1%	6.4%	18.9%	12.6%	-
経常利益		1,524	331	233	565	2,089	125	373	498	-67.3%
	経常利益率	23.5%	13.7%	10.9%	12.4%	18.9%	6.4%	18.9%	12.7%	-
当期(四半期)純利益		956	212	213	426	1,382	81	232	314	-67.1%

(注) リセールとマネージドセールスの増減率は証券リサーチセンターによる推定値

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

一方、マネージドサービスは、既存顧客からの追加開発が減少したため、前年同期比 2 割減の 658 百万円となった。SaaS は、HER-SYS の自動架電サービスが、新型コロナウイルス感染症の発生届の対象が変更されたことや、23 年 5 月に感染症法上の分類が 5 類に変更されたこと等から利用が急減し、同 98.4%減の 27 百万円と大幅に落ち込んだ。なお、GaiXer の貢献はまだ限定的な模様である。

売上総利益率は 35.7%であった。売上高の大幅な減少や、新卒エンジニアの増加に伴う労務費の増加、利益率が低いリセールの売上高構成比の上昇等があったものの、自動化適用及び生成 AI 活用による開発工数の削減や、外注費の減少等により、売上総利益率の悪化幅は前年同期比 0.2%ポイントにとどまった。

一方、人件費や広告宣伝費、地代家賃、研究開発費等が増加したため、販管費は前年同期比 17.1%増となり、販管費率は同 11.1%ポイント悪化の 23.1%に上昇した。

四半期毎の主要費用（売上原価及び販管費、売上原価の支払手数料等を除く）の内訳は、図表7の通りである。人件費は、新卒社員83名が加わった23/8期第3四半期に大幅に増加した。その後、同第4四半期をピークに減少したのは、賞与や残業代の変動、退職による従業員数の減少（23/8期末269名→24/8期第2四半期末250名）によるものと見られる。なお、24年4月1日時点の従業員数は、新卒社員79名の入社により、327名となった。外注費は、大型プロジェクトの影響で23/8期第2四半期に掛けて増加したが、同第3四半期からは減少傾向で推移している。地代家賃は、オフィス増床に伴って増加した23/8期第3四半期の水準から横ばいで推移している。

【図表7】四半期毎の費用の推移

(単位: 百万円)

内訳	22/8期				23/8期				24/8期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q
人件費	305	344	410	425	405	404	477	521	482	465
外注費	99	109	130	155	215	317	245	189	163	132
地代家賃	67	63	78	79	78	108	125	124	125	125
広告宣伝費	16	27	74	345	50	11	40	59	63	20
四半期末従業員数(名)	149	151	194	195	196	195	269	269	260	250

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

期初計画に対する達成率は、売上高104.7%、営業利益290.7%であった。事業別売上高計画の達成率は、SaaS64.7%、リセール105.2%、プロジェクト型サービス121.5%、マネージドサービス89.6%であった。デジタル庁案件が貢献したプロジェクト型サービスと、顧客の利用量が想定以上であったリセールが計画を上回った、一方、複数の案件で追加開発の時期変更があったマネージドサービスと、メタバースイベントの開催時期の変更があったSaaSは計画を下回った。

売上高の増加と売上総利益率改善が想定以上であったことから、売上総利益は計画を18.8%上回った。加えて、販管費が外注費や広告宣伝費等を中心に計画を10.3%下回ったことから、営業利益は計画を大きく超過した。

◆ 買掛金等の減少や利益蓄積等により自己資本比率は上昇した

24/8期上期末の総資産は、23/8期末の7,140百万円から7,024百万円に若干減少した。売掛金及び契約資産が前期末比595百万円増となったものの、現金及び預金が同633百万円減、投資その他の資産が同32百万円減、有形固定資産が同23百万円減となったことによるものである。

調達サイドでは、流動負債のその他が前期末比 267 百万円減、買掛金が同 89 百万円減となったため、負債合計は同 431 百万円減少した。一方、自己資本は、利益蓄積等により、同 315 百万円増加した。結果として、自己資本比率は 23/8 期末の 80.1%から 85.9%に上昇した。

> 業績見通し

◆ F I X E R の 24 年 8 月 期 計 画

同社は、23/8 期売上高の 56.2%を占める厚生労働省との契約が 24 年 4 月以降は未定であったため、通期計画については 23 年 10 月時点では公表を控えていたが、上期決算発表と同時に公表した。

24/8 期の会社計画は、売上高 7,116 百万円 (前期比 35.6%減)、営業利益 601 百万円 (同 71.5%減)、経常利益 602 百万円 (同 71.2%減)、当期純利益 386 百万円 (同 72.1%減) である (図表 8)。大幅な減収減益計画ではあるものの、上期よりも売上高が更に落ち込むと想定する下期においても、黒字を確保する計画となっている。

【 図表 8 】 F I X E R の 過 去 の 業 績 と 24 年 8 月 期 の 計 画

(単位: 百万円)

	内訳	20/8期	21/8期	22/8期	23/8期		24/8期			増減率
		通期	通期	通期	上期	通期	上期	下期計画	通期計画	
売上高		2,960	3,606	11,360	7,718	11,049	3,943	3,172	7,116	-35.6%
	プロジェクト型サービス	1,369	323	721	1,571	2,890	838	1,763	2,601	-10.0%
	リセール	988	1,380	2,811	2,355	4,763	2,419	947	3,366	-29.3%
	マネージドサービス	521	1,443	1,799	831	1,605	658	440	1,098	-31.6%
	SaaS	31	454	6,028	1,717	1,786	27	22	49	-97.2%
	その他	49	4	-	2	3	1	0	1	-
売上総利益		1,279	1,307	4,068	2,323	4,047	1,408	1,262	2,671	-34.0%
	売上総利益率	43.2%	36.3%	35.8%	35.9%	36.6%	35.7%	39.8%	37.5%	-
販売費及び一般管理費		941	989	1,673	777	1,936	910	1,158	2,069	6.9%
	販管費率	31.8%	27.4%	14.7%	12.0%	17.5%	23.1%	36.5%	29.1%	-
営業利益		337	317	2,394	1,415	2,110	498	103	601	-71.5%
	営業利益率	11.4%	8.8%	21.1%	23.9%	19.1%	12.6%	3.3%	8.4%	-
経常利益		328	314	2,391	1,414	2,089	498	103	602	-71.2%
	経常利益率	11.1%	8.7%	21.1%	23.5%	18.9%	12.7%	3.2%	8.5%	-
当期 (四半期) 純利益		142	196	1,495	932	1,382	314	71	386	-72.1%

(注) 24/8 期下期計画と 24/8 期通期の事業別売上高の増減率は証券リサーチセンターによる推定値

(出所) 決算短信、決算説明資料、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは、大型 AWS 移行案件のピークアウトを想定し、2,601 百万円 (前期は 2,890 百万円) を見込んでいる。下期については、新規案件の貢献により、上期を大幅に上回る 17.6 億円を予想している。

リセールは、厚生労働省の HER-SYS 関連が 3 月で終了したため、通期では 3,366 百万円 (前期は 4,763 百万円)、下期では 9.4 億円を見込んでいる。マネージドサービスも、HER-SYS 関連の終了により、通

期では1,098百万円(同1,605百万円)、下期では4.4億円を見込んでいる。SaaSは、GaiXerが徐々に貢献し始めるものの、HER-SYSの自動架電サービスが大幅減となるため、49百万円(同1,786百万円)を見込んでいる。

売上総利益率は前期の36.6%から37.5%への上昇を計画している。エンジニアが増える中、減収計画であるため、売上高労務費率が上昇する計画となっていると見られるが、自動化適用及び生成AI活用による開発工数の削減や、外注費の抑制等による採算改善を想定している模様である。

販管費は、前期比6.9%増の2,069百万円を計画している。計画の詳細は不明であるが、人件費や地代家賃等の増加を想定していると思われる。なお、上期と比べ下期に増加が見込まれているのは、主として、人件費において、新卒社員エンジニアの入社から約3カ月の人件費等が販管費で計上されるためである。

また、下期の四半期別売上高計画では、第3四半期の1,411百万円を底に、第4四半期には1,761百万円への反転を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの24年8月期予想

当センターは、24/8期上期実績や厚生労働省との取引終了等を踏まえて24/8期予想を見直した結果、売上高を8,477百万円→7,146百万円、営業利益を487百万円→608百万円、経常利益を487百万円→609百万円、当期純利益を310百万円→390百万円に修正した(図表9)。

【図表9】中期業績予想

(単位:百万円)

	23/8期	24/8期CE	旧24/8期E	24/8期E	旧25/8期E	25/8期E	旧26/8期E	26/8期E
売上高	11,049	7,116	8,477	7,146	9,490	6,680	10,585	7,960
前期比	-2.7%	-35.6%	-23.3%	-35.3%	11.9%	-6.5%	11.5%	19.2%
事業別	-	-	-	-	-	-	-	-
プロジェクト型サービス	2,890	2,601	1,950	2,630	2,750	3,600	3,500	4,200
リセール	4,764	3,366	4,752	3,375	4,710	2,040	4,790	2,470
マネージドサービス	1,604	1,098	1,650	1,090	1,800	950	1,950	1,150
SaaS	1,786	49	125	50	230	90	345	140
その他	3	1	0	1	0	0	0	0
売上総利益	4,047	2,671	2,780	2,676	3,410	2,901	4,106	3,541
売上総利益率	36.6%	37.5%	32.8%	37.5%	35.9%	43.4%	38.8%	44.5%
販売費及び一般管理費	1,936	2,069	2,293	2,068	2,462	2,280	2,661	2,516
販管費率	17.5%	29.1%	27.1%	28.9%	25.9%	34.1%	25.1%	31.6%
営業利益	2,110	601	487	608	948	621	1,445	1,025
前期比	-11.9%	-71.5%	-76.9%	-71.2%	94.6%	2.1%	52.4%	65.0%
営業利益率	19.1%	8.4%	5.7%	8.5%	10.0%	9.3%	13.7%	12.9%
経常利益	2,089	602	487	609	948	621	1,445	1,025
前期比	-12.6%	-71.2%	-76.7%	-70.8%	94.6%	2.0%	52.4%	65.0%
経常利益率	18.9%	8.5%	5.7%	8.5%	10.0%	9.3%	13.7%	12.9%
当期純利益	1,382	386	310	390	601	397	922	658
前期比	-7.6%	-72.1%	-77.6%	-71.8%	93.9%	1.8%	53.4%	65.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは、上期実績が想定を上回ったことや、下期から急回復するとの見通しが会社から示されたことを受けて、680 百万円増額した。リセールは、HER-SYS 関連の取引終了を踏まえ、1,377 百万円減額した。マネージドサービスは、上期実績が想定を下回ったことや、HER-SYS 関連の取引が終了したことから、560 百万円減額した。SaaS は、上期実績が想定を下回ったことを受けて GaiXer の売上高の想定を引下げたことから、75 百万円減額した。

売上総利益率は、上期実績が想定を上回ったことや、前回予想に比べ、利益率が低いリセールの売上高構成比が低下し、利益率が高いプロジェクト型サービスの売上高構成比が上昇すると想定したことから、前回予想の 32.8%から 37.5%に上げた。

販管費は、上期実績が想定を下回ったことに加え、売上高の減少を受けて、費用対効果を重視して費用を支出する方針が会社から示されたことから、225 百万円減額した。

▶ 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、24/8 期上期実績や厚生労働省との取引終了等を踏まえ、25/8 期以降も予想を見直した。

25/8 期予想については、売上高を 2,810 百万円、営業利益を 327 百万円減額した。前期比では、厚生労働省との取引終了による影響が、プロジェクト型サービスの売上高の拡大による影響を上回ると考え、6.5%減収と予想した。一方、営業利益は、利益率が高いプロジェクト型サービスの売上高構成比の上昇等により、2.1%増益と予想した。

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは、案件獲得活動の強化に伴う顧客数の増加や大型案件の貢献、GaiXer 利用に伴う案件の獲得等を想定し、前期比では 36.9%増収を予想し、前回予想比 850 百万円増額した。リセールは、HER-SYS 関連の取引終了を受けて、前期比では 39.6%減収を予想し、前回予想比 2,670 百万円減額した。

マネージドサービスも、HER-SYS 関連の取引終了を受けて、前期比では 12.8%減収を予想し、前回予想比 850 百万円減額した。SaaS は、GaiXer の貢献を見込み、前期比では 80.0%増収を予想したものの、24/8 期予想の引下げを踏まえ、140 百万円減額した。

売上総利益率は、24/8 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 35.9%から 43.4%に上げた。前期比では、利益率が相対的に高いプロジェクト型サービスの売上高構成比が上昇すると考え、5.9%ポイントの上昇と予想した。なお、25 年の新卒採用は約 60 名と想定している。

販管費は、24/8 期予想の引下げに伴い、182 百万円減額した。前期比では、人件費等の増加を想定し 10.3%増と予想した。

26/8 期については、主として、HER-SYS 関連の取引終了を踏まえ、売上高を 2,625 百万円、営業利益を 420 百万円減額した。前期比では、25/8 期以降のプロジェクト型サービスの拡大に、リセールとマネージドサービスの回復が加わると考え、19.2%増収、65.0%営業増益と予想した。

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは、顧客数の増加や大型案件の貢献、GaiXer 関連案件の増加等を想定し、前期比 16.7%増と予想し、前回予想比では 700 百万円増額した。リセールは、プロジェクト型サービスの増加に伴う新規顧客の積上げにより、前期比 21.1%増と予想したが、前回予想比では 2,320 百万円減額した。マネージドサービスも、新規顧客の積上げにより、前期比 21.1%増と予想したが、前回予想比では 800 百万円減額した。SaaS は、GaiXer の貢献により、前期比 55.6%増と予想したが、前回予想比では 205 百万円減額した。

売上総利益率は、24/8 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 38.8%から 44.5%に上げた。前期比では、増収に伴う固定費負担の軽減を見込み、1.1%ポイントの改善を予想した。なお、26 年の新卒採用は約 40 名と想定している。一方、販管費は、24/8 期予想の引下げに伴い、145 百万円減額した。前期比では、人件費やマーケティング費用等の増加を想定し、10.4%増と予想した。

同社は、将来の事業展開と組織体制強化のために必要な内部留保の確保を優先し、創業以来、配当を実施していない。実施時期等については現時点で未定である。こうしたことから、当センターでは、24/8 期から 26/8 期においても無配が続くと予想している。

> 投資に際しての留意点

◆ 主要顧客への依存度の高さに対する注意を継続したい

当センターでは、これまでに発行したレポートで、1) 特定クラウドへの依存度の高さと Microsoft との関係、2) 主要顧客への依存度の高

さ、3) 景気変動や業界動向の変化によるリスク、4) 大株主の株式売却リスク、5) 当面は無配が続く可能性、6) プロジェクト型サービスの変動リスクを投資に際しての留意点として指摘した。

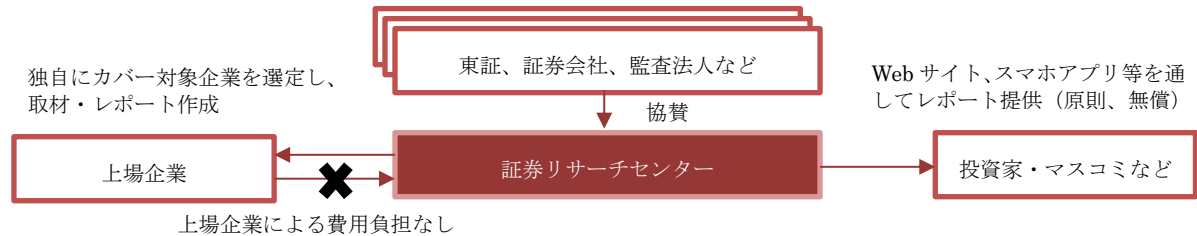
当センターは、今回、厚生労働省との取引終了を受けて、業績予想を大幅に見直した。前回予想において、厚生労働省向けのリセールとマネージドサービスの売上高に関しては、每期、規模が縮小すると見込んでいたが、取引終了リスクに対する認識が不十分であった。

取引終了に伴い、24年4月以降、厚生労働省向けの売上高は無くなったものの、その他の主要顧客に対する依存度の高さに大きな変化はないものと思われる。よって、当センターは、主要顧客への依存度の高さに対する注意を継続する必要があると考えている。

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

株式会社東京証券取引所	S M B C 日興証券株式会社	大和証券株式会社	野村證券株式会社
みずほ証券株式会社	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人 トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人
監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス	日本証券業協会
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会

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。