

# 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  
2023年12月15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 20231212

# FIXER(5129 東証グロース)

発行日:2023/12/15

## 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 プロジェクト型サービスの端境期により、24年8月期は減収減益を予想

### > 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。

#### ◆ 23 年 8 月期決算は 3%減収、12%営業減益

- ・23/8 期決算は、前期比 2.7%減収、11.9%営業減益であった。自動架電サービスの売上高の減少や、人件費や外注費の増加等により、減益を余儀なくされた。

#### ◆ 24 年 8 月期上期の会社計画は 42%減収、89%営業減益

- ・同社は、現時点で 24/8 期通期の合理的な業績予想の算定が困難であると、24/8 期第 2 四半期累計期間のみの計画(前年同期比 41.8%減収、88.9%営業減益)を開示している。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、プロジェクト型サービスの売上高を中心に業績予想を引下げたため、24/8 期の業績予想について、売上高を 9,628 百万円→8,477 百万円(前期比 23.3%減)、営業利益を 1,347 百万円→487 百万円(同 76.9%減)に下方修正した。

#### ◆ プロジェクト型サービスの拡大により、25 年 8 月期は回復予想

- ・当センターでは、プロジェクト型サービスの売上高等の予想を引下げたため、25/8 期の利益予想も下方修正した。
- ・案件獲得活動の強化に伴うプロジェクト型サービスの拡大等を見込み、25/8 期は 11.9%増収、94.6%営業増益、26/8 期は 11.5%増収、52.4%営業増益を予想した。

### 【5129 FIXER 業種:情報・通信業】

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)
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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	0.0
2024/8 E	8,477	-23.3	487	-76.9	487	-76.7	310	-77.6	21.0	408.3	0.0
2025/8 E	9,490	11.9	948	94.6	948	94.6	601	93.9	40.7	449.0	0.0
2026/8 E	10,585	11.5	1,445	52.4	1,445	52.4	922	53.4	62.5	511.5	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。同社は、2024/8期の業績予想に関し、第2四半期累計期間については開示しているものの、通期については蓋然性の高い計画を開示することが困難として公表していない。

### 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。

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】

	2023/12/8
株価 (円)	1,285
発行済株式数 (株)	14,763,000
時価総額 (百万円)	18,970

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	13.5	61.2	31.6
PBR (倍)	3.3	3.1	2.9
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 (%)	13.5	-16.3	-16.2
対TOPIX (%)	7.7	-17.8	-30.0

### 【株価チャート】



> 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%、SaaS16.2%、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	
	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 (%)
プロジェクト型サービス	1,942	1,369	323	721	2,890	26.2
リセール	405	988	1,380	2,811	4,763	43.1
マネージドサービス	180	521	1,443	1,799	1,605	14.5
SaaS	-	31	454	6,028	1,786	16.2
その他	22	49	4	-	3	0.0
合計	2,551	2,960	3,606	11,360	11,049	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。23/8 期の構成比の小数点第 1 位は、証券リサーチセンターによる推定値。

(出所) F I X E R 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

### (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 期第 2 四半期累計期間（以下、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。22/8 期上期においては、売上高のほぼ 100%が Microsoft Azure、Microsoft 365、Microsoft Power Platform 等の Microsoft 関連製品となっていた。

### (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。22/8 期上期においては、売上高のほぼ 100%が Microsoft Azure 関連となっていた。

### (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。

22/8期上期において、メタバース基盤では Microsoft Azure の利用割合が100%であるが、自動架電サービスでは Microsoft Azure 上のシステムから起動するものの、Microsoft Azure の利用割合は数%にとどまり、米国のクラウドコミュニケーションプラットフォームサービスである Twilio を主に利用している。22/8期下期からは、Twilio に加え、AWS も併用している。

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) F I X E R 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る。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<sup>2)</sup>」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) F I X E R 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 期は前期比 8 社減となった。

#### ◆ 営業利益率、資産効率の高さが良好な資産利益率に繋がっている

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。

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 19.1%に達している。

また、23/8 期末において、同社の固定資産は総資産の 11.4%に過ぎず、総資産回転率も 1.5 回と良好な水準にある。営業利益率の高さと良好な資産効率の組合せにより、23/8 期の総資産経常利益率は 29.2%、自己資本利益率は 31.0%と極めて高い水準となっている。

> 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"> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・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</li> <li>・Microsoftと強固な取引関係を構築していること</li> <li>・資産効率や生産性の高さを背景に資産利益率が高いこと</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・特定顧客に対する依存度の高さ</li> <li>・SaaS売上高において、ストック型の構成比が低いこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・国内クラウド市場の拡大</li> <li>・人人体制の強化や、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</li> <li>・新サービスGaiXerの拡販による顧客基盤の拡充</li> <li>・自動化の適用範囲の拡大による営業利益率の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・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</li> <li>・国内景気の急速な悪化や、大手顧客の固有な事情等によるフロー型ビジネスの大幅な落込み</li> <li>・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</li> </ul>

(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	94社	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	77.1%	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	14.5年 (23年6月時点)	15年 (23年12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	3.5年 (23年6月時点)	4年 (23年12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	・上場からの経過年数	0.5年 (23年6月時点)	1年 (23年12月時点)	
	・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サービスを提供している				
組織資本	・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	2,811百万円	4,763百万円	
	・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	・マネージドサービスの売上高	1,799百万円	1,605百万円	
	・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	・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)	3,242万円	4,087万円	
	・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、予算内で短納期の開発に成功している	・売上総利益率	35.8%	36.6%	
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	13.5年 (23年6月時点)	14年 (23年12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 (65.7%、23年2月末時点)	9,633,500株 (65.3%)
	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	195名	269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	28.6歳	28.4歳
・インセンティブ制度		・従業員持株会	372,300株 (2.7%)	334,929株 (2.3%)	
		・ストックオプション	1,336,200株 (9.8%)	1,116,600株 (7.6%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/8期または22/8期末、今回は23/8期または23/8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) F I X E R 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

◆ 23年8月期決算は3%減収、12%営業減益

23/8期決算は、売上高11,049百万円(前期比2.7%減)、営業利益2,110百万円(同11.9%減)、経常利益2,089百万円(同12.6%減)、当期純利益1,382百万円(同7.6%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、AWS移行プロジェクトの大型案件の貢献により、前期比21.6億円増加した。リセールは、22/8期第4四半期以降、HER-SYS向けのライセンスの利用が高水準で推移しており、同19.5億円増加した。

【 図表 6 】 23 年 8 月期業績

(単位：百万円)

	内訳	22/8期	23/8期							増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		11,360	3,475	3,003	6,479	2,416	2,154	4,570	11,049	-2.7%
	プロジェクト型サービス	721	866	705	1,571	754	563	1,318	2,890	299.8%
	リセール	2,811	1,198	1,156	2,355	1,177	1,231	2,408	4,763	69.4%
	マネージドサービス	1,799	385	445	831	430	342	772	1,605	-10.8%
	SaaS	6,028	1,021	695	1,717	53	16	69	1,786	-70.4%
	その他	-	2	0	2	0	0	1	3	-
売上総利益		4,068	1,262	1,060	2,323	909	813	1,723	4,047	-0.5%
売上総利益率		35.8%	36.3%	35.3%	35.9%	37.7%	37.8%	37.7%	36.6%	-
販売費及び一般管理費		1,673	396	380	777	578	580	1,158	1,936	15.7%
販管費率		14.7%	11.4%	12.7%	12.0%	23.9%	26.9%	25.4%	17.5%	-
営業利益		2,394	865	680	1,545	331	233	564	2,110	-11.9%
営業利益率		21.1%	24.9%	22.7%	23.9%	13.7%	10.9%	12.4%	19.1%	-
経常利益		2,391	843	680	1,524	331	233	565	2,089	-12.6%
経常利益率		21.1%	24.3%	22.6%	23.5%	13.7%	10.9%	12.4%	18.9%	-
当期(四半期)純利益		1,495	537	418	956	212	213	426	1,382	-7.6%

(出所) F I X E R 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、22/8 期第 2 四半期から同第 4 四半期に膨らんだ既存顧客からの追加開発が減少したため、前期比 1.9 億円減となった。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、感染症法上の分類が 5 類に変更されたこと等から、同 42.4 億円減少した。

23/8 期末の従業員数は、前期末比 74 名増の 269 名となった。国立高等専門学校や大学等から 83 名の新卒社員（エンジニア中心）を採用した。KPI としている 1 人当たり売上高(期中平均従業員ベース)は、前期の 6,739 万円から 4,865 万円に減少したが、自動架電サービスを除くベースでは、前期の 3,242 万円から 4,087 万円に増加した。契約社数は、前期比 8 社減の 86 社であった。

売上総利益率は、高採算プロジェクトの売上高構成比が高まったため、前期の 35.8%から 36.6%に上昇した。主要原価別では、新卒エンジニアの積極採用に伴い、売上高労務費率が前期の 7.7%から 9.7%に上昇したほか、大型の AWS 移行案件の影響に伴い、売上高外注費率も前期の 4.3%から 8.5%に上昇したものの、SaaS の売上高構成比の低下に伴い、売上高支払手数料率が前期の 50.4%から 43.0%に低下した。

一方、広告宣伝費(前期比 302 百万円減)や役員報酬(同 70 百万円減)、賞与引当金繰入額(同 11 百万円減)は減少したものの、給料及び賞与(同 172 百万円増)、地代家賃(同 128 百万円増)、支払報酬料(同 72 百万円増)等の増加により、販管費は前期比 262 百万円(同

15.7%増)増加した。売上高が減った一方、販管費が増加したため、販管費率は前期の14.7%から17.5%に上昇した。結果、営業利益率は前期比2.0%ポイント低下の19.1%となった。

四半期毎の費用(売上原価及び販管費、売上原価の支払手数料を除く)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。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、第3四半期からは減少に転じている。その他費用は、オフィス増床等に伴う一時的な費用の計上により、23/8期第3四半期に大幅に膨らんだ。

【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			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q
地代家賃	67	63	78	79	78	108	125	124
人件費	305	344	410	425	405	404	477	521
外注費	99	109	130	155	215	317	245	189
旅費交通費	11	12	15	14	16	16	23	26
広告宣伝費	16	27	74	345	50	11	40	59
その他	174	214	254	281	297	325	409	352
四半期末従業員数(名)	149	151	194	195	196	195	269	269

(出所) F I X E R 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143.2%、営業利益149.1%であった。事業別売上高計画の達成率は、SaaS 277.8%、リセール 155.8%、プロジェクト型サービス 114.8%、マネージドサービス 106.9%であった。主として、HER-SYS 関連と大型 AWS 移行案件が計画を上回った模様である。営業利益については、販管費は計画を14.0%上回ったものの、売上総利益が計画を30.0%超過したことから、計画を上回った。

22年12月15日に公表した修正計画に対する達成率は、売上高91.1%、営業利益113.3%であった。事業別売上高計画の達成率は、SaaS 78.0%、マネージドサービス 83.9%、プロジェクト型サービス 91.3%、リセール 100.1%であった。営業利益については、販管費は計画を2.7%上回った一方、売上総利益が計画を7.9%超過したため、計画を上回った。

#### ◆ 買掛金の減少や利益蓄積等により自己資本比率は急上昇した

23/8期末の総資産は22/8期末の7,188百万円から7,140百万円に若干減少した。現金及び預金(前期末比1,149百万円増)、敷金(同180百万円増)、有形固定資産(同177百万円増)が増加したものの、四半期売上高が22/8期第4四半期の4,589百万円から23/8期第4四半期には2,154百万円に減少したため、売掛金及び契約資産が前期末比1,536百万円減少した。

調達サイドでは、買掛金が前期末比 1,552 百万円減、未払法人税等が同 705 百万円減となったため、負債合計は同 2,554 百万円減少した。一方、自己資本は、公募増資と利益蓄積等により、同 2,507 百万円増加した。結果として、自己資本比率は 22/8 期末の 44.7%から 80.1%に急上昇した。

> 業績見通し

◆ F I X E R の 24 年 8 月 期 上 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 月以降は未定であるため、23 年 10 月時点では通期計画を示すことが困難であるとし、24/8 期上期計画だけを公表した。

24/8 期上期の会社計画は、売上高 3,767 百万円(前年同期比 41.8%減)、営業利益 171 百万円(同 88.9%減)、経常利益 173 百万円(同 88.6%減)、四半期純利益 110 百万円(同 88.4%減)である(図表 8)。

【 図 表 8 】 F I X E R の 過 去 の 業 績 と 24 年 8 月 期 上 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	
		通期	通期	通期	上期	通期	上期計画	増減率
売上高		2,960	3,606	11,360	7,718	11,049	3,767	-41.8%
	プロジェクト型サービス	1,369	323	721	1,571	2,890	689	-56.1%
	リセール	988	1,380	2,811	2,355	4,763	2,299	-2.4%
	マネージドサービス	521	1,443	1,799	831	1,605	735	-11.6%
	SaaS	31	454	6,028	1,717	1,786	43	-97.5%
	その他	49	4	-	2	3	-	-
売上総利益		1,279	1,307	4,068	2,323	4,047	1,185	-49.0%
	売上総利益率	43.2%	36.3%	35.8%	35.9%	36.6%	31.5%	-
販売費及び一般管理費		941	989	1,673	777	1,936	1,014	30.5%
	販管費率	31.8%	27.4%	14.7%	12.0%	17.5%	26.9%	-
営業利益		337	317	2,394	1,415	2,110	171	-88.9%
	営業利益率	11.4%	8.8%	21.1%	23.9%	19.1%	4.5%	-
経常利益		328	314	2,391	1,414	2,089	173	-88.6%
	経常利益率	11.1%	8.7%	21.1%	23.5%	18.9%	4.6%	-
当期(四半期)純利益		142	196	1,495	932	1,382	110	-88.4%

(出所) F I X E R 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、689 百万円(前年同期比 56.1%減)を見込んでいる。リセールは、若干の解約を想定し、2,299 百万円(同 2.4%減)を見込んでいる。マネージドサービスは、既存顧客からの追加開発の減少を想定し、735 百万円(同 11.6%減)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、43 百万円(同 97.5%減)を見込んでいる。

売上総利益率は前年同期の35.9%から31.5%への低下を計画している。外注費や支払手数料は減少を想定していると見られるが、エンジニアが増える中、減収計画であるため、売上高労務費率が大幅に上昇する計画となっている模様である。

販管費については、将来のリセールやマネージドサービスの売上拡大に繋がるプロジェクト型サービスの案件獲得活動を強化することや、GaiXerの営業体制強化及び積極的なマーケティング活動に取り組むことから、前年同期比237百万円の増加を見込んでいる。

◆ 証券リサーチセンターの24年8月期予想

当センターは、23/8期実績や同社の施策を踏まえて24/8期予想を見直した結果、売上高を9,628百万円→8,477百万円、営業利益を1,347百万円→487百万円、経常利益を1,347百万円→487百万円、当期純利益を852百万円→310百万円に下方修正した(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	26/8期E
売上高	11,049	-	9,628	8,477	10,636	9,490	10,585
前期比	-2.7%	-	-16.2%	-23.3%	10.5%	11.9%	11.5%
事業別	-	-	-	-	-	-	-
プロジェクト型サービス	2,890	-	2,500	1,950	3,500	2,750	3,500
リセール	4,763	-	5,102	4,752	5,070	4,710	4,790
マネージドサービス	1,605	-	2,010	1,650	2,050	1,800	1,950
SaaS	1,786	-	16	125	16	230	345
その他	3	-	0	0	0	0	0
売上総利益	4,047	-	3,105	2,780	3,673	3,410	4,106
売上総利益率	36.6%	-	32.3%	32.8%	34.5%	35.9%	38.8%
販売費及び一般管理費	1,936	-	1,758	2,293	1,889	2,462	2,661
販管費率	17.5%	-	18.3%	27.1%	17.8%	25.9%	25.1%
営業利益	2,110	-	1,347	487	1,784	948	1,445
前期比	-11.9%	-	-32.0%	-76.9%	32.4%	94.6%	52.4%
営業利益率	19.1%	-	14.0%	5.7%	16.8%	10.0%	13.7%
経常利益	2,089	-	1,347	487	1,785	948	1,445
前期比	-12.6%	-	-31.2%	-76.7%	32.5%	94.6%	52.4%
経常利益率	18.9%	-	14.0%	5.7%	16.8%	10.0%	13.7%
当期純利益	1,382	-	852	310	1,130	601	922
前期比	-7.6%	-	-31.3%	-77.6%	32.6%	93.9%	53.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) F I X E R 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、23年8月に受注した大阪・関西万博アプリ・万博ポータル開発保守運用案件の貢献等を織込んだものの、大型AWS移行案件のピークアウトの影響を

補えないと考え、550 百万円減額した。リセールは、新規顧客による積上げが従来想定を下回ると考え、350 百万円減額した。

マネージドサービスは、23/8 期実績が想定を下回ったことや、新規顧客による積上げが従来想定を下回ると考えたことから、360 百万円減額した。SaaS は、GaiXer の貢献を見込み、109 百万円増額した。

売上総利益率は、23/8 期において、労務費及び外注費が想定を下回り、想定を 4.4%ポイント上回ったことを受けて、前回予想の 32.3%から 32.8%に上げた。ただし、前期比では 3.8%ポイントの低下と予想した。売上高外注費率や売上高支払手数料率は改善を見込んだものの、24 年の新卒採用を前年並みの約 80 名と想定し、売上高労務費率の大幅な上昇を予想したためである。

販管費は、23/8 期実績が計画を上回ったことに加え、同社がプロジェクト型サービスの案件獲得活動や、GaiXer の営業体制及びマーケティング活動を強化することから、535 百万円増額した。

## > 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、23/8 期実績や同社の施策を踏まえ、25/8 期予想を見直すと共に、26/8 期予想を新たに策定した。

25/8 期予想については、売上高を 1,146 百万円、営業利益を 836 百万円減額した。前期比では、主としてプロジェクト型サービスの拡大により、11.9%増収、94.6%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、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等を想定し、前期比では 41.0%増収を想定したものの、24/8 期予想の引下げを考慮し、前回予想に対し 750 百万円減額した。リセールは、プロジェクト型サービスの予想の引下げに伴い、新規顧客による積上げ分を引下げたことから、360 百万円減額した。

マネージドサービスも、プロジェクト型サービスの予想の減額に伴い、新規顧客による積上げ分を引下げたことから、250 百万円減額した。SaaS は、GaiXer の貢献を見込み、214 百万円増額した。

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 34.5%から 35.9%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、3.1%ポイントの上昇と予想した。なお、25 年の新卒採用は約 40 名と想定して

いる。

販管費は、24/8 期予想の引上げに伴い、573 百万円増額した。前期比では、人件費等の増加を想定し 7.4%増と予想した。

26/8 期については、売上高 10,585 百万円（前期比 11.5%増）、営業利益 1,445 百万円（同 52.4%増）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等を想定し、前期比 27.3%増と予想した。リセールは、新規顧客による積上げにより、同 1.7%増と予想した。マネージドサービスも、新規顧客による積上げにより、同 8.3%増と予想した。SaaS は、GaiXer の貢献により、同 50%増と予想した。

売上総利益率は、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影響を考慮し、前期比 2.9%ポイント改善の 38.8%と予想した。なお、26 年も新卒採用は約 40 名と想定している。

販管費は、人件費等の増加を想定し、前期比 8.1%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

### ◆ プロジェクト型サービスの変動リスクを追加する

当センターでは、前回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、同社の業績予想をプロジェクト型サービスの売上高を中心に下方修正した。主要顧客である厚生労働省向けの売上高に関しては、自動架電サービスの急減リスクや、リセール、マネージドサービスの規模縮小の可能性を前回予想に織り込んでいたものの、厚生労働省向けが含まれていなかったプロジェクト型サービスの変動リスクに対する認識が不十分であったためである。

プロジェクト型サービスの売上高は、19/8 期 1,942 百万円、20/8 期 1,369 百万円、21/8 期 323 百万円、22/8 期 721 百万円、23/8 期 2,890

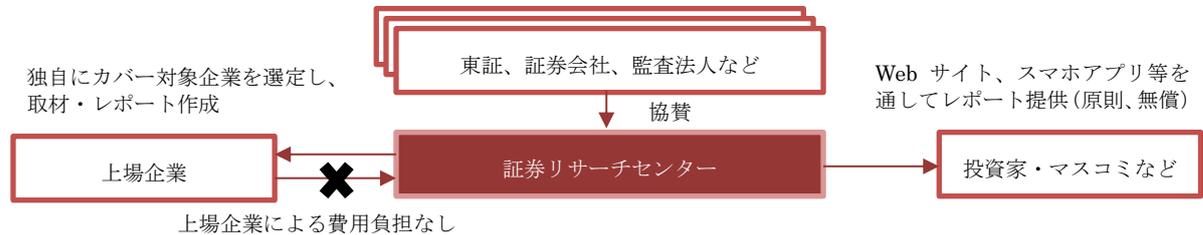
百万円と推移しており、大型案件の有無によって大きく変動している。

上場による知名度向上により、今後はプロジェクト型サービスの顧客開拓や大型案件の継続的な確保が進むものと期待されるが、24/8 期は端境期となる可能性が高いと判断した。よって、大型案件の有無による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に加え、今後の状況に注意することにした。

## 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

みずほ証券株式会社

太陽有限責任監査法人

PwC Japan 有限責任監査法人

監査法人 A&A パートナーズ

株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社

EY 新日本有限責任監査法人

有限責任監査法人トーマツ

いちよし証券株式会社

仰星監査法人

日本証券業協会

大和証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

株式会社 S B I 証券

J トラストグローバル証券株式会社

監査法人アヴァンティア

日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社

株式会社 I C M G

三優監査法人

宝印刷株式会社

### 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。