

# 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

ベーシック・レポート  
2023年6月30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 202300627

## Microsoft Azure を用いた基幹システム構築に強み持つクラウドインテグレーター HER-SYS 関連の落ち込みを吸収し、25 年 8 月期からの業績回復を予想

### 1. 会社概要

- ・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。
- ・22/8 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 4 顧客向けが総売上高の 91.7%を占めている。

### 2. 財務面の分析

- ・顧客数の拡大や案件の大型化等により、17/8 期から 22/8 期に掛けて、売上高は年平均 58.0%増加した。経常利益は、自動化技術の適用範囲の拡大による利益率の向上等により、同 99.7%増加した。
- ・収益性、成長性、財務の安定性の面で類似企業に比べ魅力的である。

### 3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、先端技術への対応力と若い技術者による開発体制にある。

### 4. 経営戦略の分析

- ・同社は、サービスの汎用化による顧客数の拡大や、自動化適用による利益率の向上、組織規模の拡大と人材の質の向上を成長戦略としている。

### 5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、23/8 期の業績について、第 2 四半期累計期間実績と下期の環境変化を考慮し、1.2%増収、17.3%営業減益と予想した。
- ・当センターでは、HER-SYS 関連売上高の減少を想定し、24/8 期は前期比 16.2%減収、32.0%営業減益を予想した。25/8 期は、HER-SYS 関連の減少を他の案件の拡大で吸収すると考え、同 10.5%増収、32.4%営業増益を予想している。

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】

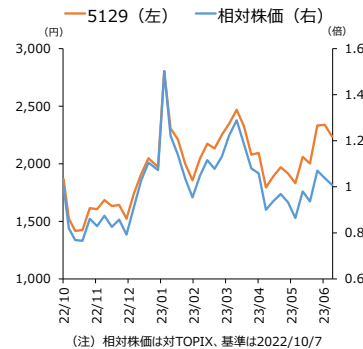
	2023/6/23
株価 (円)	2,236
発行済株式数 (株)	14,699,400
時価総額 (百万円)	32,868

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	20.4	26.5	38.6
PBR (倍)	9.5	5.9	5.1
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

#### 【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	13.6	-3.8	9.2
対TOPIX (%)	6.9	-14.9	-8.8

#### 【株価チャート】



#### 【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)
2021/8	3,606	21.8	317	-6.1	314	-4.1	196	37.4	109.4	37.3	0.0
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 CE	12,132	6.8	1,863	-22.2	1,861	-22.2	1,178	-21.2	81.2	-	0.0
2023/8 E	11,494	1.2	1,981	-17.3	1,959	-18.1	1,240	-17.1	84.4	379.0	0.0
2024/8 E	9,628	-16.2	1,347	-32.0	1,347	-31.2	852	-31.3	58.0	437.0	0.0
2025/8 E	10,636	10.5	1,784	32.4	1,785	32.5	1,130	32.6	76.9	513.8	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

## 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・経営理念・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

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

F I X E R (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等を提供する「SaaS」、「その他」に事業を分類している。

22/8 期の事業別売上高構成比は、プロジェクト型サービス 6.4%、リセール 24.7%、マネージドサービス 15.8%、SaaS53.1%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	
	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	9.0	721	6.4
リセール	405	988	1,380	38.3	2,811	24.7
マネージドサービス	180	521	1,443	40.0	1,799	15.8
SaaS	-	31	454	12.6	6,028	53.1
その他	22	49	4	0.1	-	-
合計	2,551	2,960	3,606	100.0	11,360	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。22/8 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。

22/8 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）において、パブリッククラウドベンダー別の開発案件割合は、Microsoft Azure が約 90%、Amazon の Amazon Web Services（以下、AWS）が約 10%であった。

### (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（以下、M365）、Microsoft Power Platform 等の Microsoft 関連製品となっている。

HER-SYS においては、付随するライセンスを全国の行政機関等に提供しており、22 年 7 月末時点で 8 万ライセンスを超えている。

### (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。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 型のサービスとして提供している。電話や SMS を発信する自動架電サービスとメタバース基盤を提供している。

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、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	
	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
パーソルプロセス&テクノロジー	301	10.2	868	24.1	—	—
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
合計	2,960	100.0	3,606	100.0	11,360	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。

(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 期においては、取引先上位 4 顧客向けが総売上高の 91.7%を占めている。22/8 期の契約社数 (取引があった顧客数) は 94 社であり、顧客 1 社当たり売上高は 120 百万円と算出される。しかし、主要取引先 4 顧客を除くと顧客 1 社当たり売上高は 10 百万円に過ぎない。

➤ ビジネスモデル

◆ 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

(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。

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>注</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、マネージドセールス(保守・運用)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、マネージドセールスの顧客が 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。

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、売上総利益率等を挙げている。従業員 1 人当たり売上高は、21/8 期から新卒大量採用に伴い、従業員数が増加する中、厚生労働省向け売上高の急拡大や、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
売上高(百万円)	2,012	2,551	2,960	3,606	11,360
売上総利益(百万円)	1,127	1,118	1,279	1,307	4,068
売上総利益率	56.0%	43.8%	43.2%	36.3%	35.8%
販売費及び一般管理費(百万円)	1,031	1,044	941	989	1,673
販管費率	51.3%	41.0%	31.8%	27.4%	14.7%
営業利益(百万円)	96	73	337	317	2,394
営業利益率	4.8%	2.9%	11.4%	8.8%	21.1%
経常利益(百万円)	90	58	328	314	2,391
経常利益率	4.5%	2.3%	11.1%	8.7%	21.1%
当期純利益(百万円)	24	31	142	196	1,495
期末従業員数(名)	100	130	123	147	195
従業員1人当たり売上高(万円)	2,012	1,962	2,407	2,453	5,826
同(自動架電サービスを除く、万円)	—	—	—	2,144	2,734
従業員の平均年齢(歳)	—	—	30.2	29.1	28.6
契約社数(社)	—	—	67	78	94

(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末従業員ベース。契約者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、22/8 期末において、20/8 期末の 30.2 歳から 28.6 歳に低下した。また、契約社数は、毎期、着実に増加している。

◆ 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

22/8 期において、同社の原価率は 64.2%であり、SIer やクラウドインテグレーター他社よりも売上総利益率が高い。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 50.4%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 7.7%であった。一方、外注費(変動費)は少なく、売上高外注費率は 4.3%にとどまっている。

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。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、支払手数料の負担が軽いマネージドサービスが最も高く、支払手数料の負担が大きい。サービスの開発や運用のための労務費は少ない SaaS が 2 番目となっている。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、利益率は一番低い。

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。22/8 期の売上高に対する比率は、給料及び賞与が 2.6%、賞与引当金繰入額が 0.5%、役員報酬が 1.6%、広告宣伝費が 4.1%、地代家賃が 1.5%であり、販管費率は 14.7%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 21.1%に達している。

また、22/8 期末において、同社の固定資産は総資産の 6.7%に過ぎず、総資産回転率も 2.3 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、22/8 期の総資産経常利益率は 48.7%、自己資本利益率は 60.7%と極めて高い水準となっている。

## > 業界環境と競合

### ◆ 国内パブリッククラウド市場は高成長が見込まれている

IDC Japan が 22 年 9 月に公表した国内パブリッククラウドサービス市場調査によれば、22 年の市場規模は、前年比 29.8%増の 2 兆 1,594 億円と推計されている。21 年～26 年の年平均成長率は 20.8%で推移し、26 年の市場規模は 4 兆 2,795 億円に達すると予測されている。

富士キメラ総研が 23 年 5 月に公表した「2023 クラウドコンピューティングの現状と将来展望 市場編/ベンダー戦略編」によれば、国内 SI 市場の 22 年度における市場規模は、前年度比 6.3%増の 15 兆 2,610 億円と見込まれているが、従来型が同 0.8%増の 10 兆 8,934 億円にとどまった一方、クラウド型は同 23.1%増の 4 兆 3,676 億円と推計されている。26 年度においては、従来型が 21 年度比 2.9%減の 10 兆 4,946 億円に縮小する一方、クラウド型は同 96.2%増の 6 兆 9,649 億円に拡大すると予測されている。

### ◆ 上場企業との競合状況は激しくないと見られる

世界的な大手パブリッククラウドサービス (PaaS/IaaS) としては、Azure の他に、AWS、Google の Google Cloud Platform 等が挙げられるが、日本においては Azure と AWS が優勢となっている。

Azure 等の Microsoft のクラウド製品を取扱う企業としては、富士ソフト (9749 東証プライム) や富士通 (6702 東証プライム)、インターネットイニシアティブ (3774 東証プライム)、SB テクノロジー (4726 東証プライム)、日本ビジネスシステムズ (5036 東証スタンダード) 等が挙げられる。

一方、AWS を中心に取扱う提供する企業としては、T I S (3626 東証プライム) やサーバーワークス (4434 東証プライム) 等が、SaaS の代表的なサービスの一つである Salesforce と AWS を中心にサービスを提供する企業としてはテラスカイ (3915 東証プライム) が挙げられる。

これらの企業のうち、クラウドインテグレーションサービスや、リセール、クラウドシステムの保守・運用等に特化しているのは、日本ビジネスシステムズ、サーバーワークス、テラスカイに限られる。

日本ビジネスシステムズ (90 年設立、22 年上場、22/9 期売上高 86,325 百万円) は、Microsoft のクラウド製品の導入支援、保守・運用、ライセンス販売 (リセール) を中心として IT サービスを提供するクラウドインテグレーターである。

22/9 期の事業別売上高構成比は、クラウドインテグレーション 21.3%、クラウドサービス 15.5%、ライセンス&プロダクト 63.2%である。クラウドインテグレーションでは、Azure に加え、M365 や Dynamics 365 (以下、D365) の導入を積極的に支援している。クラウドサービスでは、Azure、M365、D365 等のクラウド利活用における保守・運用・改善に係るサービスを提供している。ライセンス&プロダクトでは、Azure、M365、D365 等のクラウド製品のライセンスに加え、ハードウェアを販売している。

日本ビジネスシステムズは、元々、IBM 等の外資系企業の PC 等のハードウェアやソフトウェアの販売を中心に事業を展開していたが、14 年頃から Microsoft がクラウドシフトを鮮明にすると、その動きに追随し、事業を大きく転換した。22 年 4 月には、Azure の最上位パートナープログラムである「Azure Expert MSP」認定を取得している。

日本ビジネスシステムズは、業歴が長く、三菱総合研究所 (3636 東証プライム) の持分法適用関連会社であることから、様々な業界の大企業を顧客としているため、売上高は同社を大幅に上回っている。一方、従業員数が多く (22/9 期末 2,296 名)、利益率が低いライセンス&プロダクトの売上高構成比が高いため、営業利益率は 4.7%と同社 (22/8 期 21.1%) を大きく下回っている。

サーバーワークス(02年設立、19年上場、23/2期売上高17,295百万円)は、単体が担当するAWSと、子会社2社が担当するGoogle Cloudに関して、クラウドインテグレーション、システム運用・監視(MSP、マネージドサービスプロバイダー)、リセール(請求代行サービス)等を提供している。

23/2期のサービス別売上高構成比は、クラウドインテグレーション6.6%、リセール86.0%、MSP7.4%であった。リセールの売上高にはAWS及びGoogle Cloudの月額利用料だけでなく、自社サービスの月額利用料やサードパーティーのソフトウェア・サービスのライセンス料が含まれている。

23/2期において、サーバーワークス単体の数値は、売上高15,862百万円、営業利益率5.6%であるが、売上高に対する当期仕入高の比率が74.9%と高いことが利益率の低さに繋がっている。

テラスカイ(06年設立、15年上場、23/2期売上高15,440百万円)は、単体が担当するSalesforceと、子会社Beex(4270東証グロース)が担当するSAPに関する導入支援等(ソリューション事業)や、自社製品のSaaS(製品事業)を展開している。クラウド別の売上高構成比はSalesforce64%、AWS36%であった。

テラスカイの23/2期の事業別売上高構成比は、ソリューション事業91.2%、製品事業8.8%である。製品事業がセグメント損失を計上していることや、は、近年設立した子会社4社に対する先行投資に伴う営業損失合計が159百万円にのぼったこと等から、営業利益は前期比22.3%減の512百万円(利益率3.3%)に落ち込んでいる。

同社とサーバーワークスやテラスカイとは、対象とするクラウド製品が異なっており、競合先とは言えない。日本ビジネスシステムズとは、Microsoft製品を中心にサービスを展開する点では同じであるが、同社はAzure主体と推測されるのに対し、日本ビジネスシステムズは、M365とD365の売上高が多いと見られることや、ライセンス&プロダクツ事業(同社のリセールに該当)の構成比が高いことから、顧客開拓において激しく競合している状況にはないと見られる。

## > 沿革・経営理念・株主

◆ **Microsoft Azureのサービス開始前の09年から事業を開始した**  
同社は、Microsoft Azureが本格サービスを開始する前の08年9月に、実質的な創業者である松岡清一氏(現代表取締役社長)によって東京都港区に設立された。松岡氏は、野村システムズ関西(現NRI ネット)

トコム)の技術者であったが、クラウド技術の進化を受けてクラウド事業への進出を会社に提案したものの受け入れられなかった。そこで、松岡氏は、まず同社を設立し、前職の退職後の09年11月に代表取締役社長に就任すると、同社は本格的な事業活動を開始した。

#### ◆ Azure 開始後、短期間で Microsoft から高い評価を得ている

10年にMicrosoftがAzureをリリースすると、同社は、大手飲料メーカーの商業動画配信基盤や、大手ゲーム会社等の大規模コンテンツ配信案件等でパブリッククラウドの導入実績を徐々に積み重ねた。こうした取組みが評価され、13年と14年には日本マイクロソフトから「Cloud Service Vendor 最優秀賞」を受賞した。15年7月にはMicrosoft米国本社から「Microsoft Azure Cloud Solution Provider (CSP)」制度設立時のパートナーとして世界で26社が選出される中、日本企業では唯一、同社が認定された。

同社は、15年11月、三重県津市に開発拠点であるFIXERクラウドセンターを開設した(19年6月、四日市市に移転)。19年7月には、Microsoft Azureのマネージドサービスを提供するパートナーの最高位認定である「Azure Expert MSP」を取得し、更新審査を経て同認定を現在まで維持している。

#### ◆ 金融機関や公的機関の大型案件で実績を積み重ねている

19年9月には、同社が開発したMicrosoft Azureを使った国内初のインターネットバンキングサービス「北國クラウドバンキング」が稼働を開始した。20年5月には、厚生労働省が発注し、同社が構築した「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)」の稼働が始まった。21/8期下期には、HER-SYS上での自動架電サービス(SaaS)の提供が開始された。22/8期には、国立がん研究センターのクラウド移行プロジェクトが実施された。

#### ◆ 上場後も、新規サービスの提供に取り組んでいる

22年10月、同社は東京証券取引所グロース市場に上場した。23年4月には、MicrosoftのAzure OpenAI Serviceを活用した、エンタープライズGPTプラットフォーム「GaiXer(ガイザー)」の提供を開始した。

#### ◆ 経営理念

同社は、「FIXERのテクノロジーで日本中のDXを成就する」をビジョンに、「Technology to Fix your challenges.」をコーポレートステートメントに、「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」をミッションに掲げている。

◆ 株主

23/8期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表4の通りである。23年2月末時点において、創業者である松岡社長が筆頭株主であり、資産管理会社による所有分を含めて、発行済株式総数の65.7%を保有している。松岡氏の社長就任前に社長を務めた北村健氏が第2位株主であり、9.6%を保有している。その他の大株主には、機関投資家、従業員持株会、金融機関、ベンチャーキャピタル等が名を連ねているが、それらを合計した保有比率は10.0%に過ぎない。

【図表4】大株主の状況

株主(敬称略)	23年2月末時点			備考
	株数(株)	割合	順位	
松岡清一	8,970,200	61.20%	1	代表取締役社長
北村健	1,400,000	9.55%	2	前社長
株式会社mam	663,300	4.53%	3	社長の資産管理会社
株式会社SMBC信託銀行(特定運用金外信託 未来創生2号ファンド)	555,300	3.79%	4	
FIXER従業員持株会	412,900	2.82%	5	
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	167,000	1.14%	6	
GOVERNMENT OF NORWAY(常任代理人:シティバンク、エヌ・エイ 東京支店)	107,550	0.73%	7	
松井証券株式会社	79,200	0.54%	8	
NOMURA INTERNATIONAL PLC A/C JAPAN FLOW (常任代理人:野村證券株式会社)	75,000	0.51%	9	
Wing2号成長支援投資事業有限責任組合無限責任組合員 株式会社ウイング・キャピタル・パートナーズ	73,500	0.50%	10	
(大株主上位10位)	12,503,950	85.32%	-	
発行済株式総数	14,656,200	100.00%	-	

(出所) F I X E R 23/8期第2四半期報告書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

同社の業績は設立8期目となる17/8期以降の数値が開示されている。顧客数の拡大に加え、案件の大型化が進んだ結果、17/8期から22/8期に掛けて、売上高は年平均58.0%増加した(図表5)。一方、従業員数が17/8期末の72名から22/8期末の195名へと同22.1%増加したものの、自動化技術の適用範囲を徐々に広げることで費用の増加率を増収率に比べて抑制した結果、経常利益は同99.7%増加となった。

【図表5】FIXERの業績推移

(単位:百万円)

	17/8期	18/8期	19/8期	20/8期	21/8期	22/8期
売上高	1,152	2,012	2,551	2,960	3,606	11,360
売上総利益	—	—	—	1,279	1,307	4,068
売上総利益率	—	—	—	43.2%	36.3%	35.8%
販売費及び一般管理費	—	—	—	941	989	1,673
販管費率	—	—	—	31.8%	27.4%	14.7%
営業利益	—	—	—	337	317	2,394
営業利益率	—	—	—	11.4%	8.8%	21.1%
経常利益	75	90	58	328	314	2,391
経常利益率	6.5%	4.5%	2.3%	11.1%	8.7%	21.1%
当期純利益	22	24	31	142	196	1,495
従業員数(期末、人)	72	100	130	123	147	195

(注) 17/8期から19/8期までは未監査

(出所) FIXER有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 22年8月期決算は前期比215%増収、営業利益7.5倍

22/8期決算は、売上高が前期比215.0%増の11,360百万円、営業利益が同7.5倍の2,394百万円、経常利益が同7.6倍の2,391百万円、当期純利益が同7.6倍の1,495百万円となった(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、国立がん研究センターのクラウド移行プロジェクトの開始に伴い、前期比3.9億円増加した。リセールは、HER-SYS関連が牽引役となり、同14.3億円増加した。マネージドサービスについても、HER-SYS関連を中心に同3.5億円増加した。SaaSについても、HER-SYSの自動架電サービスの利用が急拡大したため、同55.7億円増加した。

22/8期末の従業員数は、前期末比48名増の195名となった。KPIとしている一人当たり売上高(期末従業員ベース)は、前期の2,453万円から5,826万円(自動架電を除くと2,734万円)に増加した。取引契約社数は、前期比16社増の94社であった。

売上総利益率は前期の36.3%から35.8%に若干低下した。増収効果に伴い、売上高労務費率は前期の16.4%から7.7%に低下したものの、

SaaS の売上高構成比の上昇に伴い、売上高支払手数料率が前期の35.0%から50.4%に上昇した。

【 図表 6 】 22 年 8 月期業績

(単位：百万円)

	内訳	21/8期	22/8期							
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率
売上高		3,606	938	2,882	3,820	2,950	4,589	7,540	11,360	215.0%
	プロジェクト型サービス	323	108	301	410	270	41	311	721	-
	リセール	1,380	410	571	981	744	1,085	1,829	2,811	-
	マネージドサービス	1,443	316	555	871	489	438	928	1,799	-
	SaaS	454	102	1,454	1,557	1,446	3,023	4,470	6,028	-
	その他	4	-	-	-	-	-	-	-	-
売上総利益		1,307	230	1,291	1,522	1,069	1,476	2,545	4,068	211.2%
	売上総利益率	36.3%	24.6%	44.8%	39.9%	36.2%	32.2%	33.8%	35.8%	-
販売費及び一般管理費		989	268	306	574	402	696	1,099	1,673	69.1%
	販管費率	27.4%	28.6%	10.6%	15.0%	13.6%	15.2%	14.6%	14.7%	-
営業利益		317	-37	985	947	666	779	1,446	2,394	7.5X
	営業利益率	8.8%	-	34.2%	24.8%	22.6%	17.0%	19.2%	21.1%	-
経常利益		314	-38	984	946	665	778	1,444	2,391	7.6X
	経常利益率	8.7%	-	34.2%	24.8%	22.6%	17.0%	19.2%	21.1%	-
当期(四半期)純利益		196	-28	613	584	413	496	910	1,495	7.6X

(出所) F I X E R 有価証券届出書、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

一方、広告宣伝費(前期比460百万円増)、給料及び賞与(同41百万円増)、賞与引当金繰入額(同39百万円増)、地代家賃(同37百万円増)等の増加により、販管費は前期比69.1%増加した。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は前期の27.4%から14.7%に低下した。結果、営業利益率は前期比12.3%ポイント改善した。

◆ 23 年 8 月期上期決算は 70%増収、63%営業増益

23/8 期上期の決算は、売上高が前年同期比 69.6%増の 6,479 百万円、営業利益が同 63.1%増の 1,545 百万円、経常利益が同 61.0%増の 1,524 百万円、四半期純利益が同 63.5%増の 956 百万円となった(図表 7)。

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、前年同期比 11.6 億円増加した。リセールは、22/8 期第 4 四半期以降、ライセンスの利用が高水準で推移しており、同 13.7 億円増加した。マネージドサービスは、22/8 期第 2 四半期から拡大していた既存顧客からの追加開発が一服し、同 0.3 億円減となった。

一方、SaaS については、HER-SYS の自動架電サービスの利用増により、前年同期比では 1.6 億円増となった。しかし、22 年 9 月に HER-SYS

の利用基準が見直された影響と感染者数が減少した影響で、前下期比では27.5億円減少した。

【 図表 7 】 23 年 8 月 期 上 期 の 業 績

(単位：百万円)

	内訳	22/8期			23/8期			増減率
		上期	下期	通期	1Q	2Q	上期	
売上高		3,820	7,540	11,360	3,475	3,003	6,479	69.6%
	プロジェクト型サービス	410	311	721	866	705	1,571	282.9%
	リセール	981	1,829	2,811	1,198	1,156	2,355	139.9%
	マネージドサービス	871	928	1,799	385	445	831	-4.5%
	SaaS	1,557	4,470	6,028	1,021	695	1,717	10.3%
	その他	-	-	-	2	-	2	-
売上総利益		1,522	2,545	4,068	1,262	1,060	2,323	52.6%
	売上総利益率	39.9%	33.8%	35.8%	36.3%	35.3%	35.9%	-
販売費及び一般管理費		574	1,099	1,673	396	380	777	35.3%
	販管費率	15.0%	14.6%	14.7%	11.4%	12.7%	12.0%	-
営業利益		947	1,446	2,394	865	680	1,545	63.1%
	営業利益率	24.8%	19.2%	21.1%	24.9%	22.7%	23.9%	-
経常利益		946	1,444	2,391	843	680	1,524	61.0%
	経常利益率	24.8%	19.2%	21.1%	24.3%	22.6%	23.5%	-
当期（四半期）純利益		584	910	1,495	537	418	956	63.5%

(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

売上総利益率は前年同期の39.9%から35.9%に低下した。プロジェクト型サービスのAWS移行プロジェクトにおいて、外注費が高んだ影響が大きかった模様である。

一方、販管費は、前年同期の574百万円から777百万円に増加した。増加額の内訳は不明であるが、人件費の増加や上場関連費用の計上等が増加要因と推測される。

なお、23/8期上期末時点の従業員数は前年同期末比44名増の195名となった。

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高53.4%、営業利益83.0%であった。

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8の通りである。22/8期第3四半期においては、新卒社員41名が加わったため、人件費が大幅に増加した。22/8期第4四半期においては、認知度向上と採用強化を目的としたブランディングに取り組んだため、広告宣伝費が一時的に急増している。なお、23年4月には83名の新卒社員が入社し、従業員数は270名となっている。



【 図表 8 】 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
地代家賃	67	63	78	79	78	108
人件費	305	344	410	425	405	404
外注費	99	109	130	155	215	317
旅費交通費	11	12	15	14	16	16
広告宣伝費	16	27	74	345	50	11
その他	174	214	254	281	297	325
四半期末従業員数(名)	149	151	194	195	196	195

(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

> 他社との比較

◆ パブリッククラウドの導入等を主力事業とする企業と比較

パブリッククラウドの導入やリセールを主要事業として展開する企業を比較対象として選定した。具体的には、日本ビジネスシステムズ、サーバーワークス、テラスカイである(図表9)。

【 図表 9 】 類似企業との財務指標比較

項目	銘柄 コード 直近決算期	F I X E R	日本ビジネス システムズ	サーバーワークス	テラスカイ
		5129 22/8期	5036 22/9期	4434 23/2期	3915 23/2期
規模	売上高 百万円	11,360	86,325	17,295	15,440
	経常利益 百万円	2,391	4,252	624	610
	総資産 百万円	7,188	38,788	14,743	15,523
収益性	自己資本利益率 %	60.7	16.0	4.9	3.8
	総資産経常利益率 %	48.7	12.5	4.7	4.2
	売上高営業利益率 %	21.1	4.7	3.2	3.3
成長性	売上高(3年平均成長率) %	64.5	12.7	36.4	18.4
	経常利益(同上) %	243.6	19.9	14.0	-7.1
	総資産(同上) %	67.3	9.0	48.8	0.2
安全性	自己資本比率 %	44.7	50.8	65.5	61.7
	流動比率 %	170.3	162.7	225.0	275.2
	固定長期適合率 %	14.9	66.9	39.5	52.1

(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、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)、サーバーワークスの成長性の計算で使用した3期前は単体数値

(出所) F I X E R 及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、Microsoft 製品において、Azure 以外にも M365 や D365 の導入支援、保守・運用、リセールを手掛け、ハードウェアのリセールにも注力している日本ビジネスシステムズが全ての項目で他社を大きく上回る。同社の数値は、経常利益は2位であるが、売上高と総資産では4位であり、比較対象企業に比べ小規模である。

財務の安全性に関しては、各社の本決算期末時点の比較では、現金及び預金が総資産の 38.3%を占めるサーバーワークスが相対的に最も良好な数値であり、同社の数値は相対的に劣後している。しかし、上場時の資金調達が反映された 23/8 期第 2 四半期末時点での同社の数値は、自己資本比率 73.8%、流動比率 347.4%、固定長期適合率 13.4%であり、全ての項目で最も優位となっており、現状での比較では優位と評価できる。

収益性では、極めて高い営業利益率と良好な総資産回転率を背景に、同社が全ての項目で 1 位となっている。成長性についても、全ての項目で 1 位となっている同社が最も優位であると評価できる。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、小規模ではあるが、収益性、成長性、財務の安定性で魅力的な水準にあると言える。

### 3. 非財務面の分析

#### > 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 10）。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
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
		・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%
	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）
			・「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）
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）	
	・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	プロセス	・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
			・マネージドサービスの売上高	1,799百万円
		・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）	2,734万円
		・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	35.8%
		・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）
		・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）
	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
		・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
	・インセンティブ制度	・従業員持株会	372,300株（2.7%）	
		・ストックオプション	1,336,200株（9.8%）	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、22/8 期または 22/8 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や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、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

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、業歴の短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 22/8 期末には 28.6 歳に若返っている一方、当レポートで比較対象としたクラウド関連企業については、従業員の平均年齢が概ね 35～37 歳となっており、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当センターは考えている。

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

現時点では、同社の環境対応について特筆すべきものはない。

### ◆ 社会的責任 (Society)

現時点では、同社の CSR に関して、開示されている情報はない。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役 4 名(うち社外取締役 2 名)で構成されている。社外取締役の名古屋聡介氏は、弁護士であり、18 年 8 月に同社の監査役に就任した後、21 年 11 月に取締役となった。名古屋氏は同社新株予約権 15,000 株を所有している。もう一人の社外取締役である竹鶴孝太郎氏は、複数の会社で経営を担った後、20 年 10 月に同社の取締役に就任した。竹鶴氏は、ニッカウキスキー(東京都墨田区)やアマナ(2402 東証グロース)等の顧問を兼務している。

監査役会は、常勤監査役 1 名と非常勤監査役 2 名の 3 名(全て社外監査役)で構成されている。常勤監査役の本田泰章氏は、野村證券の執行役員や朝日火災海上保険(現楽天損害保険)の専務取締役等を歴任し、20 年 3 月に同社の監査役に就任した。非常勤監査役の梅本麻衣氏は、弁護士であり、21 年 3 月に同社の監査役に就任した。もう 1 人の非常勤監査役である山本敬二郎氏は、公認会計士であり、21 年 3 月に同社の監査役に就任した。

22/8 期に開催された取締役会には、2 人の社外取締役及び 3 人の監査役が全てに出席した。14 回開催された監査役会には、全監査役が全てに出席した。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 優秀な人材の確保と育成による開発体制の強化

同社は現在、若手技術者の積極採用により、業績を伸ばしているものの、継続的な事業拡大のためには、優秀な人材の確保と育成による開発体制の更なる強化を経営課題として認識している。今後も積極的な採用の継続と技術者のスキル向上に取り組む方針である。

#### ◆ 事業ポートフォリオの拡大と安定した収益基盤の強化

同社は、フロー型収入であるプロジェクト型サービスで構築した顧客システムに対して、ストック型収入であるリセール、マネージドサービスを提供するほか、SaaS も手掛けている。22/8 期に急拡大した SaaS は、現在、フロー型収入が大半を占めており、22/8 期第 4 四半期をピークに、23/8 期に入って売上高は急減している。同社は、SaaS におけるストック型収入の拡大や、その他のストック型事業の強化を通じて、安定した収益基盤の強化に取り組む方針である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 顧客数の増加や自動化による利益率の向上等による成長を志向

同社は、サービスの汎用化による顧客数の増加や、自動化による利益率の向上、それを支える組織規模の拡大と人材の質の向上を成長戦略として掲げている。

#### ◆ サービスの汎用化による顧客数の拡大

同社は、大規模システムの開発や保守・運用によって得られた知見やノウハウを基に、中小規模案件の開発や保守・運用の汎用化を進めると共に、業種別サービス等を SaaS 形態で提供することにより、22/8 期において 94 社であった顧客数(契約社数)の拡大を目指している。

#### ◆ 自動化適用による利益率の向上

同社は、大規模プロジェクトに様々な自動化技術を適用し、工数を削減しつつ、サービス品質を向上させている。今後も自動化の適用範囲を広げることで、22/8 期に 35.8%であった売上総利益率を中長期において向上させる方針である。

#### ◆ 組織規模の拡大と人材の質の向上

同社は、採用拡大による組織規模の拡大を掲げており、23/8 期の新卒採用人数は前期比 42 名増の 83 名であった。クラウド資格取得支援制度の充実等により、クラウド資格保有者の継続的な増加(人材の質の向上)を図る方針である。

## 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 11 のようにまとめられる。

【 図表 11 】 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>・人身体制の強化や、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>・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

### > 経営戦略の評価

#### ◆ サービスの汎用化による顧客数の拡大に期待したい

同社は、19/8 期以降、先端技術を取り入れた大規模プロジェクトを次々と受注し、売上高が急拡大する中、高水準の売上総利益率を確保している。SIer の例では、大型案件や先端技術を利用した案件は、しばしば不採算化することもあり、当センターでは同社の大型案件での実績を評価している。

一方、契約社数は、売上高が前期比 3.2 倍の 11,360 百万円となった 22/8 期においても 94 社にとどまっており、顧客基盤は盤石とは言えない。同社のプロジェクト型サービス、リセール、マネージドサービスは特定少数の顧客への依存度が高い。SaaS についても、現状は特定顧客に大きく依存するフロー型収入となっている。通常の SaaS ビジネスとは異なり、多数の顧客から継続的、安定的に収入を得るストック型収入となっていない。

こうしたことから、当センターでは、サービスの汎用化によって、プロジェクト型サービス、リセール、マネージドサービスにおいて顧客数を拡大させるだけでなく、業種別サービス等の SaaS 形態での提供により、SaaS においても顧客数が大幅に増加することを通じて、業績変動リスクの軽減と業績の拡大が達成されることを期待している。

> 今後の業績見通し

◆ 23年8月期会社計画は7%増収、22%営業減益

23/8期の会社計画は、売上高 12,132 百万円（前期比 6.8%増）、営業利益 1,863 百万円（同 22.2%減）、経常利益 1,861 百万円（同 22.2%減）、当期純利益 1,178 百万円（同 21.2%減）である（図表 12）。

【図表 12】FIXERの過去の業績と 23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		増減率
		実績	実績	実績	期初計画	修正計画	
売上高		2,960	3,606	11,360	7,718	12,132	6.8%
	プロジェクト型サービス	1,369	323	721	2,517	3,165	339.0%
	リセール	988	1,380	2,811	3,058	4,761	69.4%
	マネージドサービス	521	1,443	1,799	1,500	1,912	6.3%
	SaaS	31	454	6,028	643	2,290	-62.0%
	その他	49	4	-	-	2	-
売上総利益		1,279	1,307	4,068	3,113	3,749	-7.9%
	売上総利益率	43.2%	36.3%	35.8%	40.3%	30.9%	-
販売費及び一般管理費		941	989	1,673	1,698	1,885	12.6%
	販管費率	31.8%	27.4%	14.7%	22.0%	15.5%	-
営業利益		337	317	2,394	1,415	1,863	-22.2%
	営業利益率	11.4%	8.8%	21.1%	18.3%	15.4%	-
経常利益		328	314	2,391	1,414	1,861	-22.2%
	経常利益率	11.1%	8.7%	21.1%	18.3%	15.3%	-
当期純利益		142	196	1,495	932	1,178	-21.2%

(出所) FIXER 有価証券届出書、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

期初計画は、売上高 7,718 百万円（前期比 32.1%減）、営業利益 1,415 百万円（同 40.9%減）、経常利益 1,414 百万円（同 40.9%減）、当期純利益 932 百万円（同 37.6%減）であったが、保守的に予想していた HER-SYS 関連を始め、複数の案件で 11 月までの実績が計画を上回っていたことや、その後の見通しも好転していたことから、22 年 12 月に同社は計画を上方修正した。

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは AWS 移行案件（契約金額 2,288 百万円、契約期間 22 年 9 月から 24 年 3 月）等の貢献で大幅な拡大を見込んでいる。リセールは HER-SYS 関連等の増加を見込んでいる。マネージドサービスは 22 年 4 月に稼働を開始した国立がん研究センター向け等の増加を計画している。SaaS は、前期に急拡大した HER-SYS 関連の減少を計画している。

売上原価の増加額の中心は支払手数料と外注費と推測される。販管費の増加額の中心は中途採用の強化に伴う人件費や採用費と見られる。

期初計画と修正計画の差額に関して、事業別売上高のうち、HER-SYS 関連が占める金額は、リセールが 1,502 百万円、マネージドセールスが 222 百万円、SaaS が 1,857 百万円となっている（図表 13）。

【 図表 13 】 23 年 8 月期の HER-SYS 関連売上高の期初計画と修正計画 (単位: 百万円)

	事業別	22/8期		23/8期			
		計画	実績	期初計画	修正計画	増減額	増減率
HER-SYS関連売上高		8,143	8,764	3,162	6,743	3,581	113.3%
	プロジェクト型サービス	-	-	-	-	-	-
	リセール	1,433	-	1,716	3,218	1,502	87.5%
	マネージドサービス	1,447	-	1,028	1,250	222	21.6%
	SaaS	5,262	-	418	2,275	1,857	5.4X
	その他	-	-	-	-	-	-
総売上高に占めるHER-SYS関連の比率		77%	77%	41%	56%	-	-

(出所) F I X E R 有価証券報告書、IR ニュースを基に証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、上期実績と下期の環境変化を考慮し、同社の 23/8 期業績を、売上高 11,494 百万円 (前期比 1.2%増)、営業利益 1,981 百万円 (同 17.3%減)、経常利益 1,959 百万円 (同 18.1%減)、当期純利益 1,240 百万円 (同 17.1%減) と予想する (図表 14)。

【 図表 14 】 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)

	21/8期	22/8期	23/8期CE	23/8期E	24/8期E	25/8期E
売上高	3,606	11,360	12,132	11,494	9,628	10,636
前期比	21.8%	215.0%	6.8%	1.2%	-16.2%	10.5%
事業別	-	-	-	-	-	-
プロジェクト型サービス	323	721	3,165	2,900	2,500	3,500
リセール	1,380	2,811	4,761	4,762	5,102	5,070
マネージドサービス	1,443	1,799	1,912	1,903	2,010	2,050
SaaS	454	6,028	2,290	1,926	16	16
その他	4	-	2	2	0	0
売上総利益	1,307	4,068	3,749	3,700	3,105	3,673
売上総利益率	36.3%	35.8%	30.9%	32.2%	32.3%	34.5%
販売費及び一般管理費	989	1,673	1,885	1,719	1,758	1,889
販管費率	27.4%	14.7%	15.5%	15.0%	18.3%	17.8%
営業利益	317	2,394	1,863	1,981	1,347	1,784
前期比	-6.1%	7.5X	-22.2%	-17.3%	-32.0%	32.4%
営業利益率	8.8%	21.1%	15.4%	17.2%	14.0%	16.8%
経常利益	314	2,391	1,861	1,959	1,347	1,785
前期比	-4.1%	7.6X	-22.2%	-18.1%	-31.2%	32.5%
経常利益率	8.7%	21.1%	15.3%	17.0%	14.0%	16.8%
当期純利益	196	1,495	1,178	1,240	852	1,130
前期比	37.4%	7.6X	-21.2%	-17.1%	-31.3%	32.6%

(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

事業別売上高については、プロジェクト型サービスは、大型の AWS 移行案件等の貢献により、前期比 4.0 倍増の 2,900 百万円と予想した。

リセールは、HER-SYS 関連を中心とした増加により、同 69.4%増の



4,762 百万円と予想した。マネージドサービスは、国立がん研究センター向け等の増加により、同 5.8%増の 1,903 百万円と予想した。SaaS は、HER-SYS 関連の減少により、同 68.1%減の 1,926 百万円と予想した。

売上総利益率は、前期比 3.6%ポイント悪化の 32.2%と予想した。上期実績が前年同期比 4.0%ポイント悪化の 35.9%となったことや、下期も新卒社員の入社や外注費の増加が想定されることを考慮した。

販管費は、人件費、地代家賃、採用費等の増加を見込む一方、22/8 期に急増した広告宣伝費が大幅に減少すると想定し、前期比 2.7%増と予想した。

24/8 期は、売上高 9,628 百万円（前期比 16.2%減）、営業利益 1,347 百万円（同 32.0%減）、経常利益 1,347 百万円（同 31.2%減）、当期純利益 852 百万円（同 31.3%減）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、23/8 期の大型案件の反動減を想定し、前期比 13.8%減の 2,500 百万円と予想した。リセールは、HER-SYS 関連が減少に転じると見込んだものの、プロジェクト型サービスで稼働を開始した案件向けの拡大でカバーすると想定し、同 7.1%増の 5,102 百万円と予想した。マネージドサービスも、HER-SYS 関連が減少に転じると見込んだものの、プロジェクト型サービスで稼働を開始した案件向けの拡大でカバーすると想定し、同 5.6%増の 2,010 百万円と予想した。SaaS は、新型コロナウイルス感染症療養者に対する健康観察の終了に伴い、HER-SYS 関連の売上計上が完全になくなると想定し、同 99.2%減の 16 百万円と予想した。

売上総利益率は、前期比 0.1%ポイント改善の 32.3%と予想した。労務費の増加を、外注費や支払手数料の減少でほぼ相殺すると考えた。

販管費は、人件費、地代家賃等の増加を想定し、前期比 2.3%増と予想した。

25/8 期は、売上高 10,636 百万円（前期比 10.5%増）、営業利益 1,784 百万円（同 32.4%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 40.0%増の 3,500 百万円と予想した。リセールは、HER-SYS 関連の減少を見込む一方、プロジェクト型サービスで稼働を開始した案件向けの拡大も、同 0.6%減の

5,070 百万円と予想した。マネージドサービスも、HER-SYS 関連の減少を見込んだものの、プロジェクト型サービスで稼働を開始した案件向けの拡大でカバーすると想定し、同 2.0%増の 2,050 百万円と予想した。SaaS は同横ばいの 16 百万円と予想した。

売上総利益率は、前期比 2.2%ポイント改善の 34.5%と予想した。増収効果に加え、リセールの上高構成比の低下に伴い、売上高支払手数料率が改善すると考えた。

販管費は、人件費、地代家賃等の増加を想定し、前期比 7.5%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、23/8 期から 25/8 期においても無配が続くと予想している。

【 図表 15 】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)

	21/8期	22/8期	23/8期CE	23/8期E	24/8期E	25/8期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	1,466	3,688		4,233	5,507	6,639
売上債権	723	2,874		2,350	2,480	2,730
その他	85	142		142	142	142
流動資産	2,276	6,705		6,726	8,129	9,512
有形固定資産	85	99		160	160	156
無形固定資産	2	-		0	0	0
投資その他の資産	268	383		592	600	613
固定資産	355	482		753	761	770
資産合計	2,631	7,188		7,479	8,891	10,282
買掛金	348	2,143		770	1,124	1,170
1年内返済予定長期借入金	155	80		20	7	7
未払法人税等	85	934		107	247	327
その他	206	779		992	1,079	1,222
流動負債	796	3,938		1,891	2,458	2,727
長期借入金	118	38		17	10	2
固定負債	118	38		17	10	2
純資産合計	1,716	3,211		5,572	6,424	7,554
(自己資本)	1,715	3,210		5,570	6,422	7,553
(非支配株主持分+新株予約権)	1	1		1	1	1
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	314	2,385		1,959	1,347	1,785
減価償却費	26	30		38	39	44
売上債権の増減額 (-は増加)	-255	-2,151		524	-130	-250
その他	50	2,349		-1,162	432	175
法人税等の支払額	-139	-136		-1,545	-355	-575
営業活動によるキャッシュ・フロー	-3	2,478		-185	1,334	1,180
有形固定資産の取得による支出	-29	-45		-100	-40	-40
その他	207	-55		-189	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	177	-101		-289	-40	-40
長期借入金の返済による支出	-204	-155		-80	-20	-7
株式発行による収入	-	-		1,120	0	0
配当金の支払額	-	-		-	-	-
その他	-	-		-19	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-204	-155		1,020	-20	-7
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-29	2,221		545	1,273	1,132
現金及び現金同等物の期首残高	1,493	1,463		3,685	4,230	5,504
現金及び現金同等物の期末残高	1,463	3,685		4,230	5,504	6,636

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想  
(出所) FIXER決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 特定のクラウドへの依存度の高さと Microsoft との関係

同社のサービスは、その 90%以上が Microsoft Azure を用いて開発されているが、同社は日本マイクロソフトと強固な関係を構築している。同社は、AWS の活用を進める等、Microsoft Azure だけに依存しない方針を打ち出しているが、Microsoft Azure の競争力の低下や、

Microsoft 本社や日本マイクロソフトの経営戦略の変更等があった場合は、同社の業績や財政状態に悪影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 主要顧客への依存度の高さ

22/8 期において、同社は、取引先上位 4 顧客に売上高の 91.7%を依存している。各社の売上高構成比は、厚生労働省 77.1%、国立がん研究センター5.7%、ヤマトシステム開発 5.3%、北國銀行 3.6%であった。同社は、当該 4 顧客との良好な関係の維持に努めつつ、自動架電サービス等、SaaS の他業界への展開や、他省庁の入札案件への参画等により、顧客基盤の拡大を目指す方針である。しかし、4 顧客との取引関係の変化等により、取引が中止、または縮小した場合、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 景気変動や業界動向の変化によるリスク

同社が事業を展開するクラウド市場は成長が見込まれているものの、国内外の経済情勢や景気動向の変化に伴い、顧客における IT 投資の縮小や、クラウドの成長鈍化が生じた場合は、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 大株主の株式売却リスク

松岡社長は、資産管理会社での保有分を合わせて、23/8 期第 2 四半期末において、同社の発行済株式数の 65.7%を保有する大株主である。松岡社長が、同社株式の全部、または、一部を売却した場合、同社の株価に影響を及ぼす可能性がある。

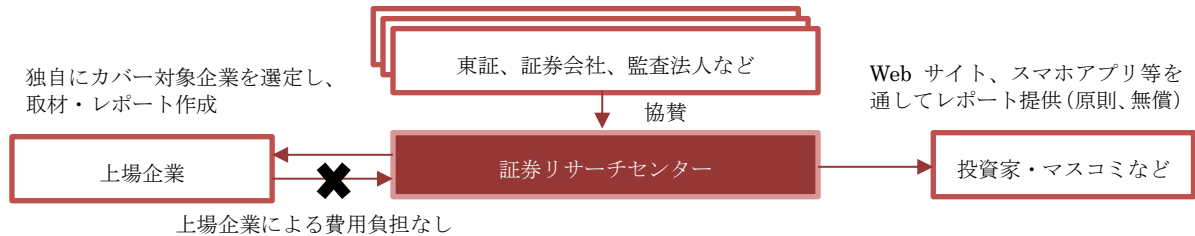
#### ◆ 当面は無配が続く可能性

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。将来的には、株主への配当を目指す方針を示しているが、現時点では実施時期等については未定としており、しばらくは無配が続く可能性がある。

## 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 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
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	日本証券アナリスト協会	

### 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ため、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。