

ホリスティック企業レポート オンデック 7360 東証グロース

ベーシック・レポート
2023年6月23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 20230620

**国内の中堅・中小企業に特化して M&A 支援サービスを提供
「コンサルティング・クオリティ」を守りながら量的拡大を加速できるかに注目**

1. 会社概要

・オンデック(以下、同社)は、大阪を本拠として、国内の中堅・中小企業に特化した M&A 支援サービスを提供している。

アナリスト:藤野敬太
+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

2. 財務面の分析

・15/11 期以降、コンサルタント数と成約件数を増やししながら業績を拡大し、22/11 期までの 7 期の年平均成長率は、売上高 35.2%、経常利益が 21.7%であった。その間 18/11 期と 21/11 期に 2 度減収減益を経験した。
・財務指標では、売上規模が比較対象企業より小さいことと、売上高当期純利益率が低いために収益性指標の自己資本利益率(ROE)が最も低いことが目立つ。

【主要指標】

	2023/6/16
株価 (円)	1,030
発行済株式数 (株)	2,863,500
時価総額 (百万円)	2,949

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	19.5	19.4	11.6
PBR (倍)	2.3	2.1	1.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、サービス品質第一を追求し続けた 2 名の創業者のコミットメント(人的資本)にある。サービス品質第一の姿勢は業務プロセスや仕組み等に反映され、サービス品質に関する業界内での高い評価が案件紹介や成約実績につながるという好循環が描かれている。

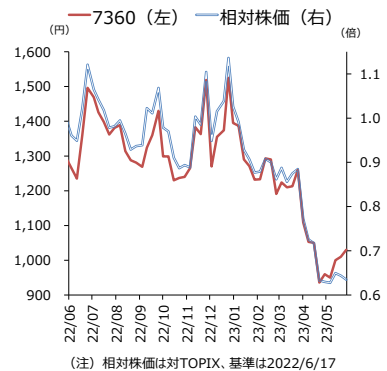
【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	5.6	-14.9	-18.9
対TOPIX (%)	-2.2	-25.9	-34.0

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、サービス品質の更なる向上、受託した案件が成約に至る成約率の向上、コンサルタントの採用と育成が挙げられる。
・同社は、コンサルティングサービスの高い品質を維持しつつ、量的な拡大を目指す方針へと転換した。そのため、従来からの強みである「好循環成長モデル」をベースに、ソーシング力及びマッチング力の強化等で量的拡大を図っていく考えである。また、中長期的な取り組みとして M&A プラットフォームの構築を進めていくことも意図している。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、業界のマッチング優先の風潮から一線を画してサービス品質重視を貫いてきた点を評価している。量的拡大に向け、コンサルタント数とコンサルタント 1 人当たり成約件数を注視したい。

【7360 オンデック 業種：サービス業】

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)
2021/11	778	-4.1	43	-71.1	36	-73.6	22	-74.5	8.1	391.2	0.0
2022/11	1,339	72.0	213	4.9×	213	5.9×	151	6.9×	52.8	444.0	0.0
2023/11 CE	1,469	9.7	215	1.1	215	1.1	153	1.2	53.5	-	0.0
2023/11 E	1,470	9.8	214	0.3	214	0.4	152	0.8	53.1	497.3	0.0
2024/11 E	1,849	25.8	358	67.5	358	67.4	255	67.4	89.1	586.5	0.0
2025/11 E	2,288	23.7	522	45.8	522	45.7	372	45.7	129.9	716.5	0.0

注 1、CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

2、2020年12月の上場時に300,000株の公募増資を実施(別途オーバーアロットメント分の第三者割当増資82,500株あり)

3、2022/11期より新収益認識基準適用。2022/11期の前期比は新基準適用前の2021/11期実績との比較

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・企業理念・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

◆ 中堅・中小企業に特化した M&A アドバイザリーサービスを提供

オンデック（以下、同社）は、大阪を本拠として、国内の中堅・中小企業を対象に M&A 支援サービスを提供している。05 年 7 月の創業、07 年 12 月の会社設立以来一貫して中堅・中小企業の M&A に特化しており、23 年 2 月までの M&A 成約数は 260 件にのぼる。

同社は、中小企業対象の M&A が売り手と買い手の単なるマッチングに終わる傾向があると分析している。そうした業界動向から一線を画し、M&A 後の事業の成功に焦点を当てた質の高い提案を行うことで差別化を図ってきた。

◆ 仲介形式による売上が中心

同社の事業セグメントは、M&A アドバイザリー事業の単一セグメントであるが、同社の M&A アドバイザリー事業には、以下の 2 種類のサービス提供形式がある。

- (1) 譲渡企業（以下、売り手）と買収企業（以下、買い手）の仲介を行う仲介形式
- (2) 売り手と買い手のどちらか一方に対してフィナンシャルアドバイザーとして助言する FA 形式

詳細の数値の開示はないが、同社の売上高の大部分は仲介形式によるものとなっている。以下、仲介形式に基づいた説明となる。

> ビジネスモデル

◆ 仲介形式の案件のサービス提供の流れ

仲介形式の案件は、以下の 3 つのフェーズをたどって進められる（図表 1）。

- (1) ソーシング・案件化フェーズ
売却を検討している売り手との相談や簡易評価等を通じて、売り手のニーズを把握し、M&A の実現可能性を検討する。売り手が具体的に買い手を探すことを決めたら、提携仲介契約を締結し、同社は買い手に提示する M&A 検討用資料を作成する。
- (2) マッチングフェーズ
買い手候補を探索、選定し、売り手と擦り合わせながら買い手候補を 1 社に絞り込む。買収の意向を固めた買い手は、買収意向表明書を作成し、同社に提出する。

- (3) エグゼキューションフェーズ
 買収意向表明書をもとに譲渡条件をまとめ、売り手と買い手との間で基本合意契約を締結する。基本合意契約を締結した後、条件調整をしながら最終契約としてまとめ、譲渡を実行する。

【 図表 1 】 サービス提供の主な流れとオンデックが得る収益

フェーズ	主な業務		オンデックの収益	
	売り手	買い手	売り手	買い手
ソーシング・案件化フェーズ	相談	—	無料	—
	簡易評価	—	無料	—
	提携仲介契約 M&A検討用資料作成	—	資料作成料 (着手金) : 30万円	—
	—	情報提供 (ノンネーム情報)	—	無料
マッチングフェーズ	—	関心表明 M&A検討用資料による 提案及び検討	—	申込手数料 : 10万円
	—	買収意向表明	—	意向表明報酬 : 10万円
	基本合意	—	基本合意報酬 : 成功報酬の10% (最低金額100万円) * 最終契約に至った場合は成功報酬に充当	基本合意報酬 : 成功報酬の10% (最低金額100万円) * 最終契約に至った場合は成功報酬に充当
エグゼキューションフェーズ	デューデリジェンス	—	—	—
	最終契約	—	成功報酬 ~ 5億円以下の部分 : 5% ~ 10億円以下の部分 : 4% ~ 50億円以下の部分 : 3% ~ 100億円以下の部分 : 2% 100億円超の部分 : 1%	成功報酬 ~ 5億円以下の部分 : 5% ~ 10億円以下の部分 : 4% ~ 50億円以下の部分 : 3% ~ 100億円以下の部分 : 2% 100億円超の部分 : 1%
	—	—	—	—

(出所) オンデック有価証券報告書、事業計画及び成長可能性に関する事項、ウェブサイトより証券リサーチセンター作成

業界平均で見ると、3つのフェーズを経て案件が成約するまでに1年弱かかると考えられる。大手M&A仲介会社の場合は、買い手候補の情報が多いためにマッチングフェーズの時間が短くて済む傾向が強くなり、業界平均より短い期間で案件が成約することが多いという。

同社の場合は、他の大手と同様に、マッチングフェーズにかかる時間は業界平均より短いものの、提案の質を高めることを重視してソーシング・案件化フェーズとエグゼキューションフェーズに時間をかけることが多い。そのため、案件成約までにかかる時間は、他の大手よりは長く、業界平均並みになることが多いと推察される。

◆ 収益構造

同社が得る収益とそのタイミングは、以下の5つになる(図表1)。

- (1) ソーシング・案件化フェーズでの、具体的に売却先を探すことを決めて提携仲介契約を締結した時の、売り手からの

資料作成料 (着手金)

- (2) マッチングフェーズでの、買い手候補が関心表明をした時の、買い手からの申込手数料
- (3) マッチングフェーズでの、検討を重ねた買い手候補が買収意向を表明した時の、買い手からの意向表明報酬
- (4) エグゼキューションフェーズでの、基本合意が締結された時の、売り手、買い手双方からの基本合意報酬
- (5) エグゼキューションフェーズでの、最終契約が締結された時の、売り手、買い手双方からの成功報酬

(1) の資料作成料 (着手金)、(2) の申込手数料、(3) の意向表明報酬は固定金額であり、収益の大半は (4) の基本合意報酬と (5) の成功報酬からとなる。

(4) の基本合意報酬は成功報酬の 10% (最低額 100 万円) とされ、最終契約に至った場合は、(5) の成功報酬に充てられる。成功報酬は時価純資産額 (譲渡額とほぼ同じ) を基準に算定されるが、規模に応じて最低手数料額が設定されている。同社の最低手数料額は他社よりも低く抑えられており、小規模な案件まで対応できるひとつの要因となっている。

費用面では、コンサルタントの労務費や経費に加え、案件の紹介元に支払う紹介手数料が原価計上される。案件規模に関係なく一定のコンサルタントの労務費がかかるため、案件規模の大型化は原価率を下げる要因となる。一方、大型案件は紹介によるものが多いと推察されるため、紹介手数料の分は原価率を上げる要因となる。

◆「コンサルティング・クオリティ」が基軸の「好循環成長モデル」

同社は「コンサルティング・クオリティ」を基軸において展開している。高品質なサービスを提供することで、品質の高さに関する評価を高め、紹介件数を増やしていく。その結果、成約件数が増えて利益が増えるのと同時に、ノウハウと実績を積み上げていくことができる。こうした実績の裏づけに、高品質なサービスを支える人材が集まってくる。

同社では、高いサービス品質から始まる一連の流れを「好循環成長モデル」と呼び、このモデルに従って事業を進めている。

◆ オンデックが考えるコンサルティングのサービス品質

サービス品質を構成する要素として、(1) 営業スキル、(2) 税務、法務、会計等の専門性、(3) ソリューションの網羅性が挙げられる。

このうち同社は(3)のソリューションの網羅性を特に重視しており、ソリューションの選択肢を網羅的に提供し、顧客に納得感を持って決めてもらうことにこだわりを持っている。

この網羅性を追求しようとする、案件が成約するまでにかかる時間はどうしても長くなる。案件成約の効率性だけを考えると、網羅性は追求すべきではないと言える。しかし、同社はこの網羅性に高い付加価値を認め、案件成約の効率性やコンサルタントの生産性が多少落ちることを許容してでも、網羅性のある提案を行うように徹底している。

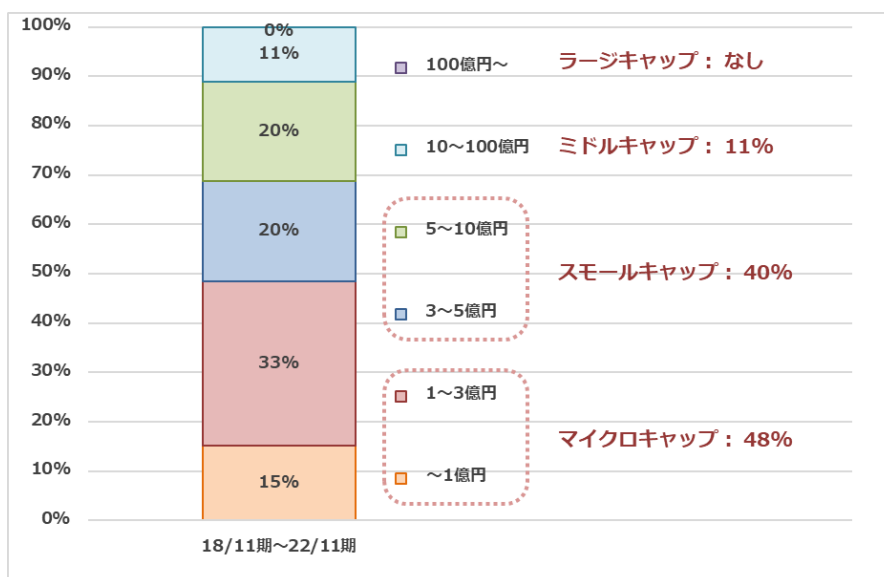
また、同社では必ず1案件を最低でも2人で担当するようにしている。これもコンサルティングのサービス品質を共有するための仕組みである。

◆ 案件規模

同社が取り扱う案件は、年商3億円以上10億円未満のいわゆるスモールキャップの企業が多いものの、年商10億円以上の企業(ミッドキャップ)や年商3億円未満の企業(マイクロキャップ)にも対応している。一方、年商数百億円以上の企業(ラージキャップ)には対応していない。

18/11期から22/11期までに成約した案件の売り手企業の売上高規模別分布を見ると、件数ベースでは、年商3億円までのマイクロキャップ案件が48%、年商3~10億円のスモールキャップ案件が40%と9割近くを占めている(図表2)。しかし、件数ベースでは11%に過ぎないミッドキャップ案件だが、同社が受け取る報酬額においては大きなウェイトを占めていると推察され、ミッドキャップ案件の多寡が同社の業績に与える影響は大きいと考えられる。

【 図表 2 】 成約案件の規模別分布



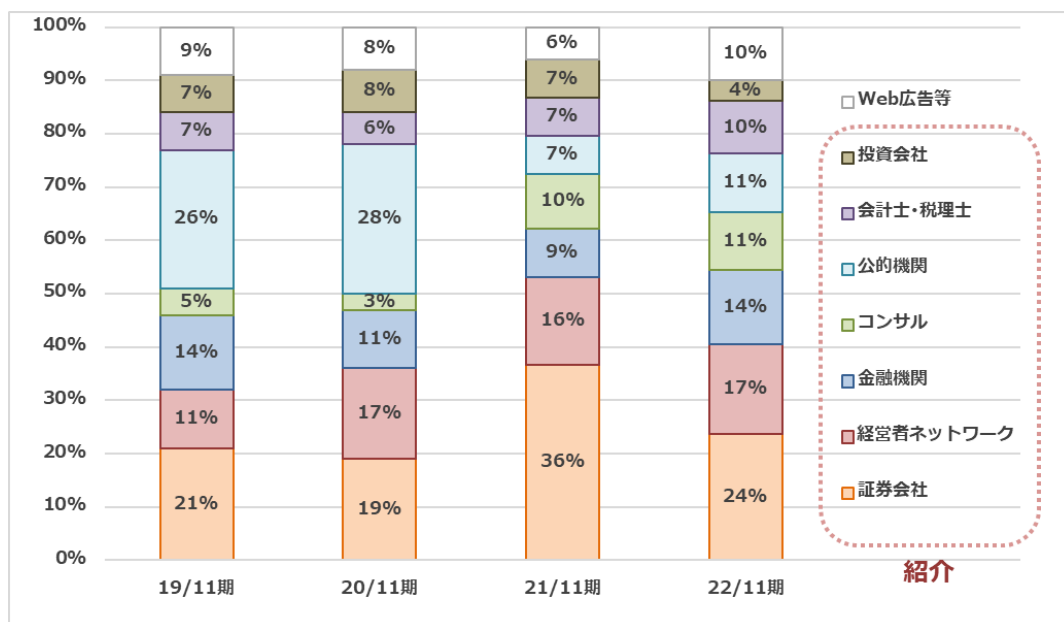
(注) 四捨五入の関係で合計が 100%にならない

(出所) オンデック事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

◆ 案件の流入

高い品質のサービスを提供したことにより得た業界内での同社への高い評価は、様々な先からの案件の紹介につながっている。同社は、公的機関や金融機関、士業など 20,000 社以上からなる連携ネットワークを持ち、新規受託案件の約 9 割が連携先からの紹介によるものとなっている (図表 3)。新規受託案件数は新型コロナウイルス禍の影響を受けた 20/11 期こそ減少したが、21/11 期以降は増加傾向にある (図表 4)。

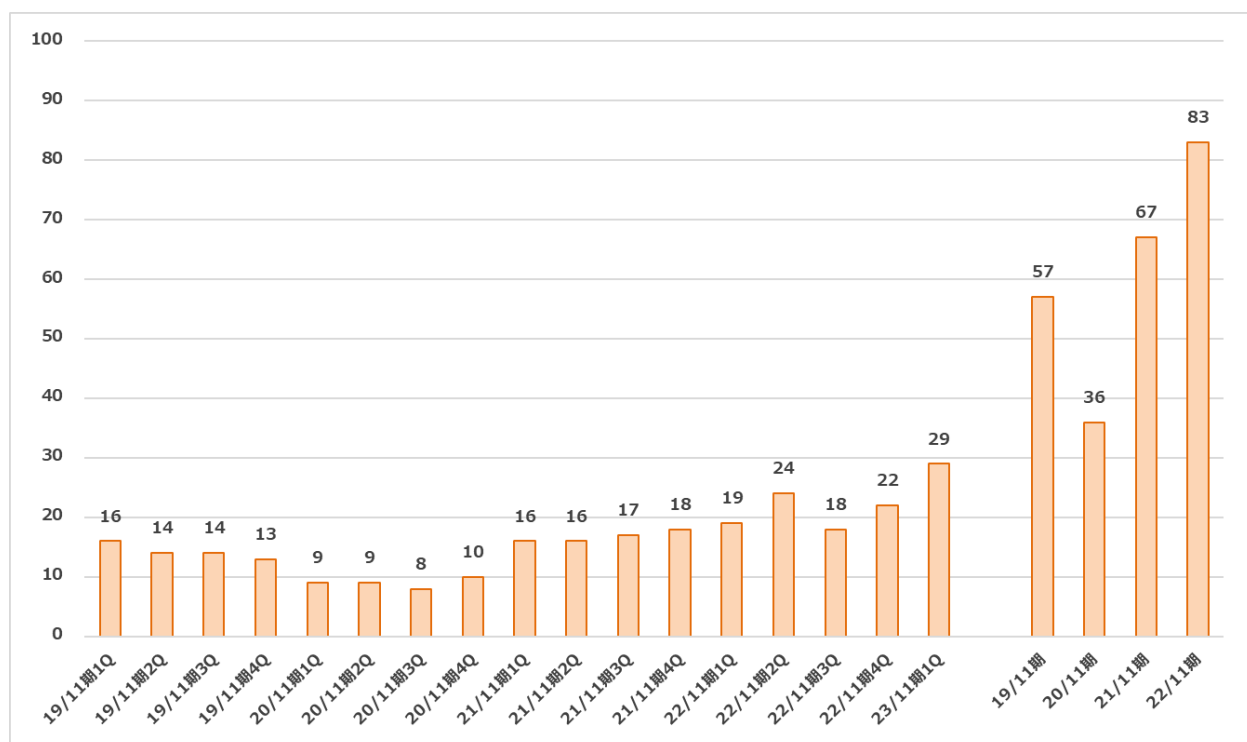
【 図表 3 】 新規受託案件の流入経路別構成比



(出所) オンデック決算説明会資料、事業計画及び成長可能性に関する事項より証券リサーチセンター作成

【 図表 4 】 新規受託件数の推移

(単位: 件)

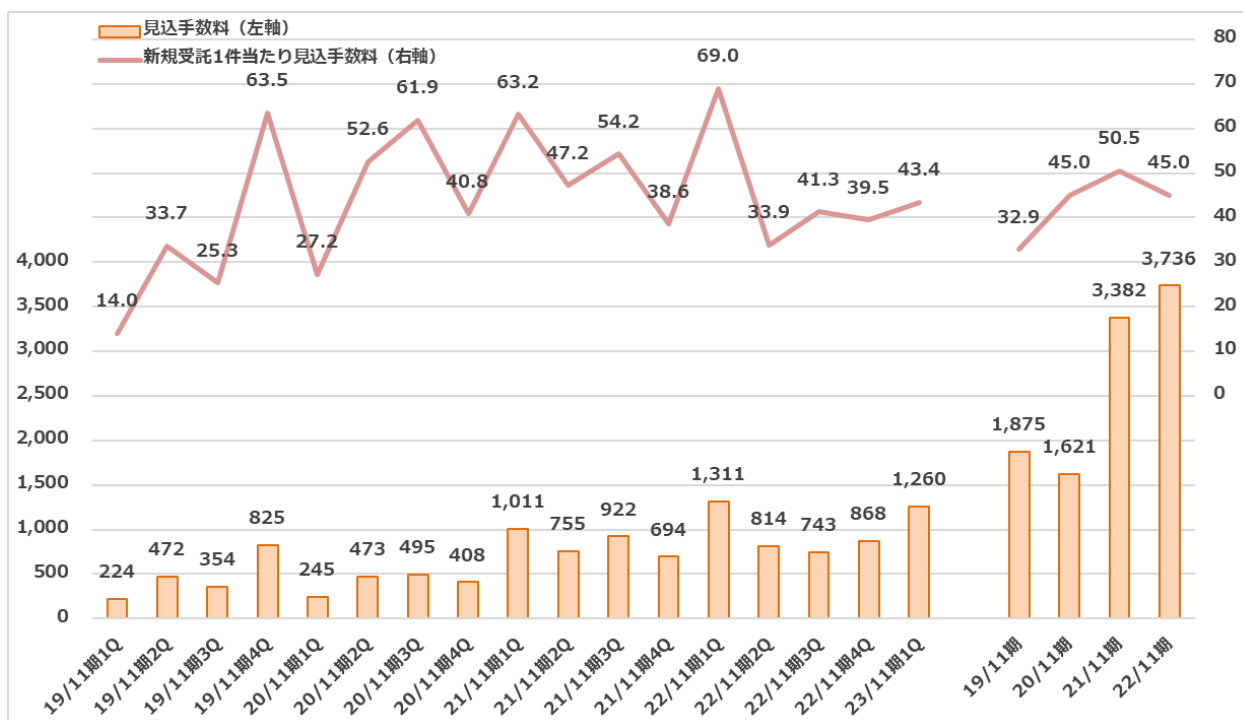


(出所) オンデック決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、同社は、新規受託案件から得られる可能性がある収益を見込手数料として管理している。新規受託案件の見込手数料は案件規模に依存するため、新規受託1件当たり見込手数料は、四半期ごとでは変動は大きいですが、年間で見ると21/11期まで上昇したが、特に大型の案件の受託がなく、案件数が多かった22/11期は前期より低下した(図表5)。

【図表5】新規受託案件の見込手数料の推移

(単位:百万円)

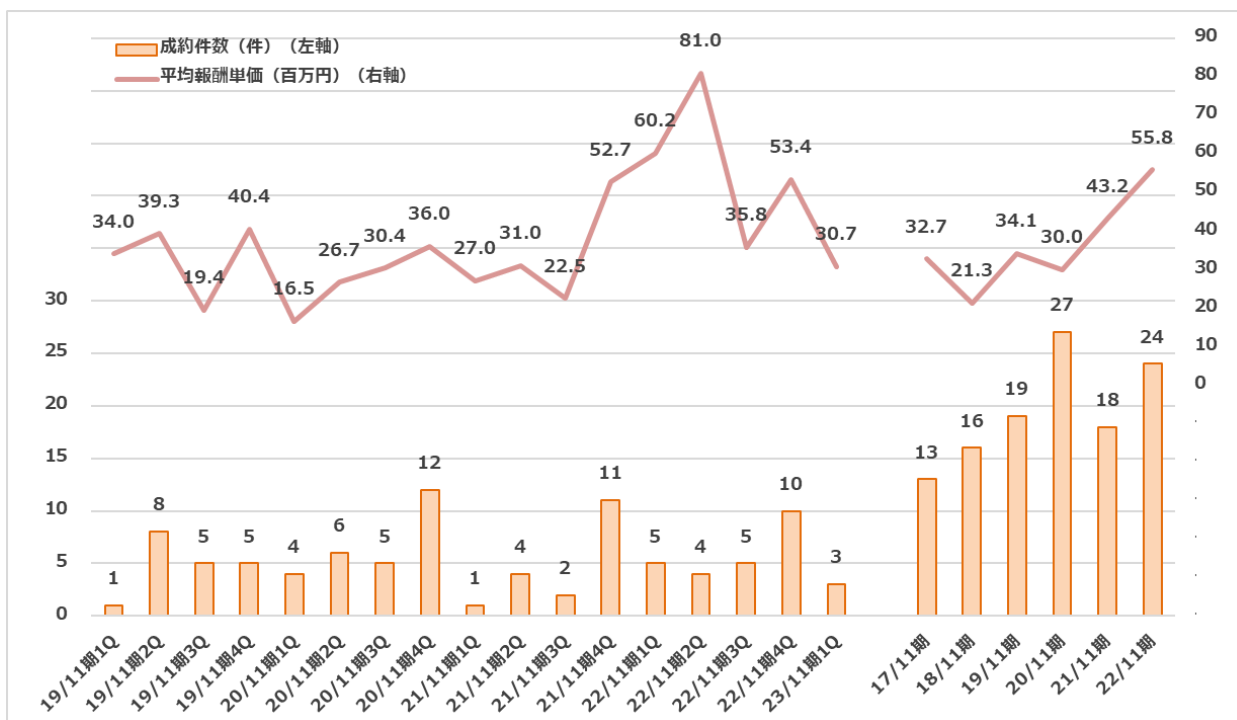


(出所) オンデック決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 成約件数と平均報酬単価

成約件数は21/11期こそ前期比9件減の18件となったが、22/11期は同6件増の24件まで回復した。一方、売上高を成約件数で割った平均報酬単価は、20/11期30.0百万円、21/11期43.2百万円、22/11期55.8百万円と上昇が続いている(図表6)。

【 図表 6 】 成約案件数と平均報酬単価の推移



(出所) オンデック決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

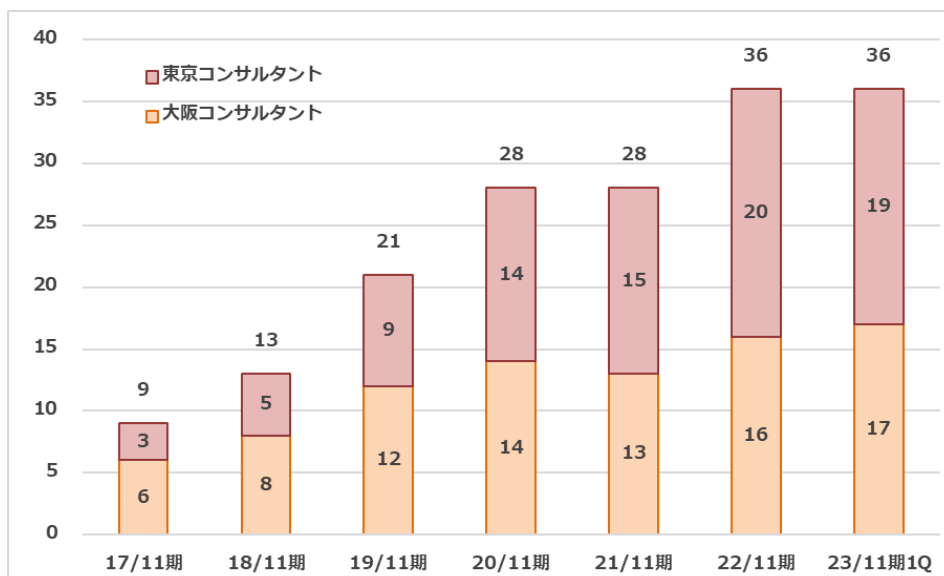
◆ コンサルタント

サービスの質を重視する同社は、通常は1つの案件に対して2~3人のコンサルタントで対応している。売上高の拡大には、コンサルタントの増員が不可欠である。コンサルタント数は21/11期末こそ28人と前期末から横這いであったが、22/11期末には36人へと増加し、過去5期間を見ると増加基調にある(図表7)。なお、コンサルタントは大阪と東京のどちらかのオフィスに属するが、首都圏でのシェア拡大を目指し、21/11期以降は東京オフィスのコンサルタントの人数の方が多くなっている。

また、期中平均のコンサルタント数で除して算出した、コンサルタント1人当たり売上高とコンサルタント1人当たり成約件数の推移を図表8に示した。コンサルタント1人当たり売上高は案件規模によって増減するが、コンサルタント1人当たり成約件数は21/11期まで低下が続き、22/11期に若干上向いている。コンサルタント1人当たり成約件数は、売り手から受託した案件が成約に至る割合を示す成約率、コンサルタントの生産性を示す指標であるため、その動向を注視したい。

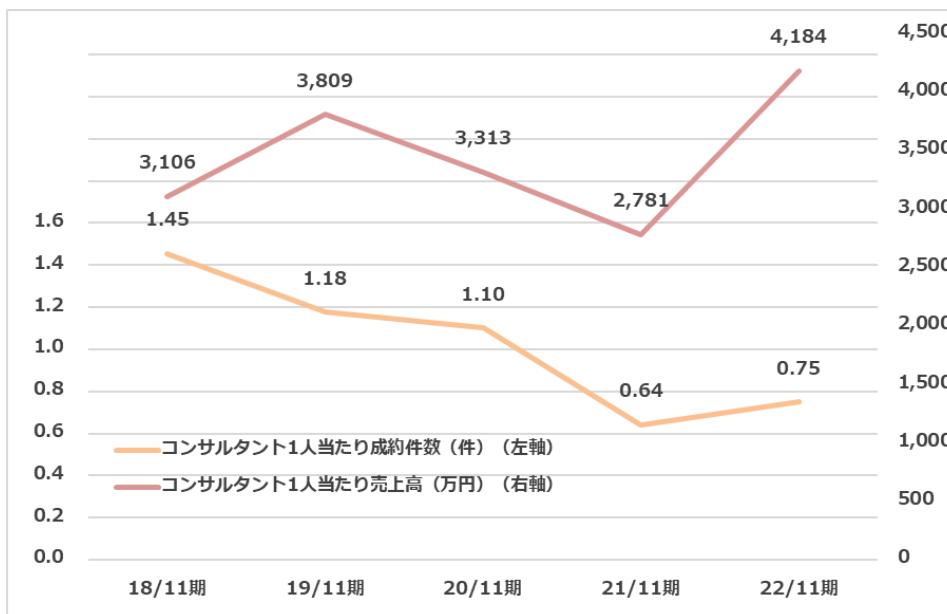
【 図表 7 】 期末コンサルタント数の推移

(単位:人)



(注) 1. 22/11 第3 四半期より従業員数の集計方法及び集計区分を変更
 2. 従業員数は在籍者数(同社から社外への出向者、休職者を含み、社外から同社への出向者を除く)を集計しているため、有価証券報告書等とは合計数が異なる
 (出所) オンデック決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 8 】 コンサルタント1人当たり指標の推移



(出所) オンデック有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

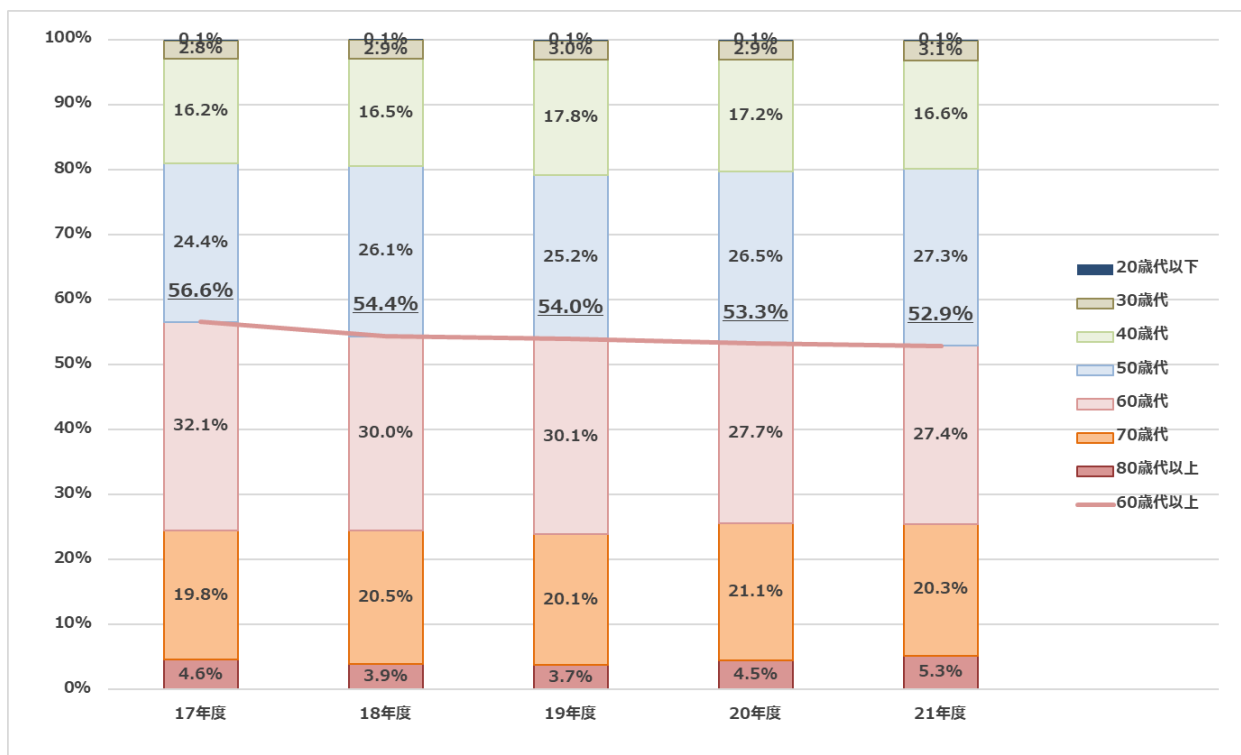
➤ 業界環境と競合

◆ 事業承継問題から見る M&A 市場の動向

少子化と経営者の高齢化が事業承継問題を引き起こしており、後継者が見つからない企業の増加が社会問題となっている。

中小企業庁の「中小企業実態基本調査」によると、個人事業主を除く法人企業の社長の年齢が 60 歳以上の企業の割合は、17 年度以降緩やかながら低下傾向にあるものの、21 年度の調査でも同 52.9%と過半を占めている (図表 9)。

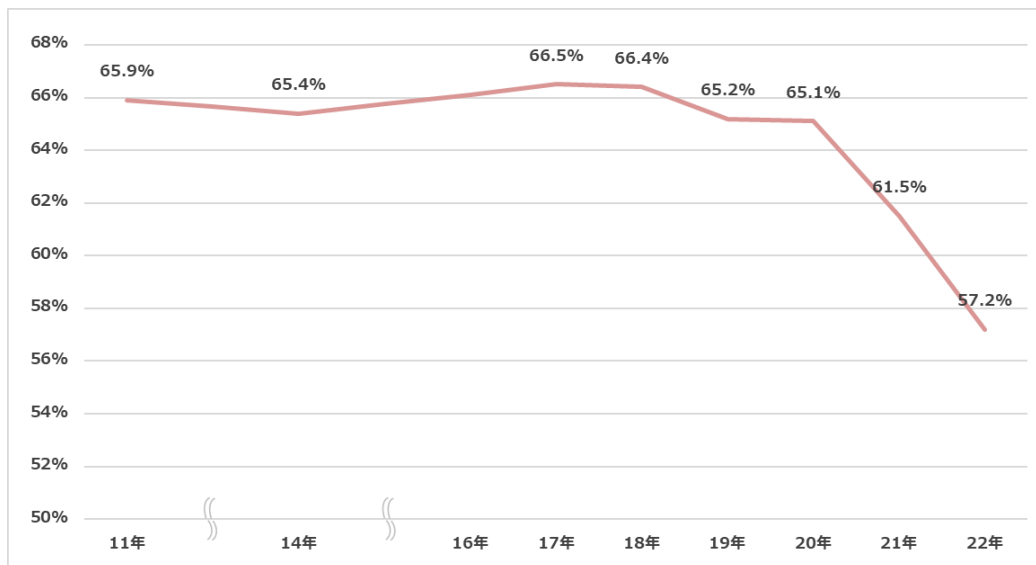
【 図表 9 】 経営者の年齢別の企業数の割合



(出所) 中小企業庁「中小企業実態基本調査」より証券リサーチセンター作成

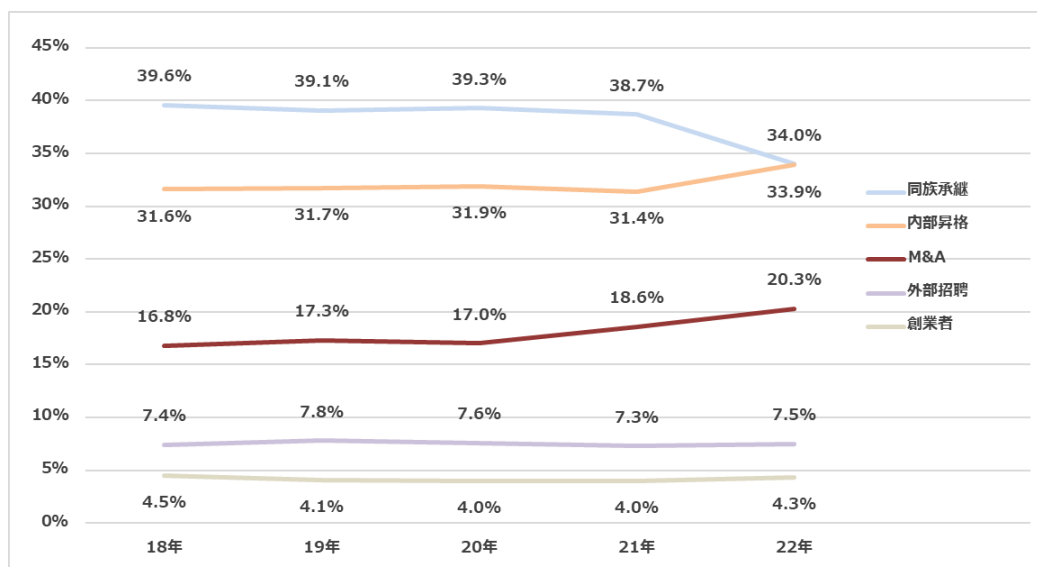
一方、帝国データバンクの「全国企業『後継者不在率』動向調査」によると、後継者不在率は 20 年までは 65~66%台で推移していたが、21 年は 61.5%、22 年は 57.2%と低下傾向が顕著になってきた (図表 10)。図表 9 に示された、法人企業の社長の年齢が 60 歳以上の企業の割合が低下傾向にあることと合わせて考えると、後継者不在が社会問題化するなかで、M&A を含む支援メニューが整備され、事業承継が進みつつあることが要因と考えられる。実際、「全国企業『後継者不在率』動向調査」によると、社長の就任経緯に占める M&A の割合が上昇しており、M&A の存在感が増している状況がうかがえる (図表 11)。

【 図表 10 】 後継者不在率の推移



(出所) 帝国データバンク「全国企業『後継者不在率』動向調査」より証券リサーチセンター作成

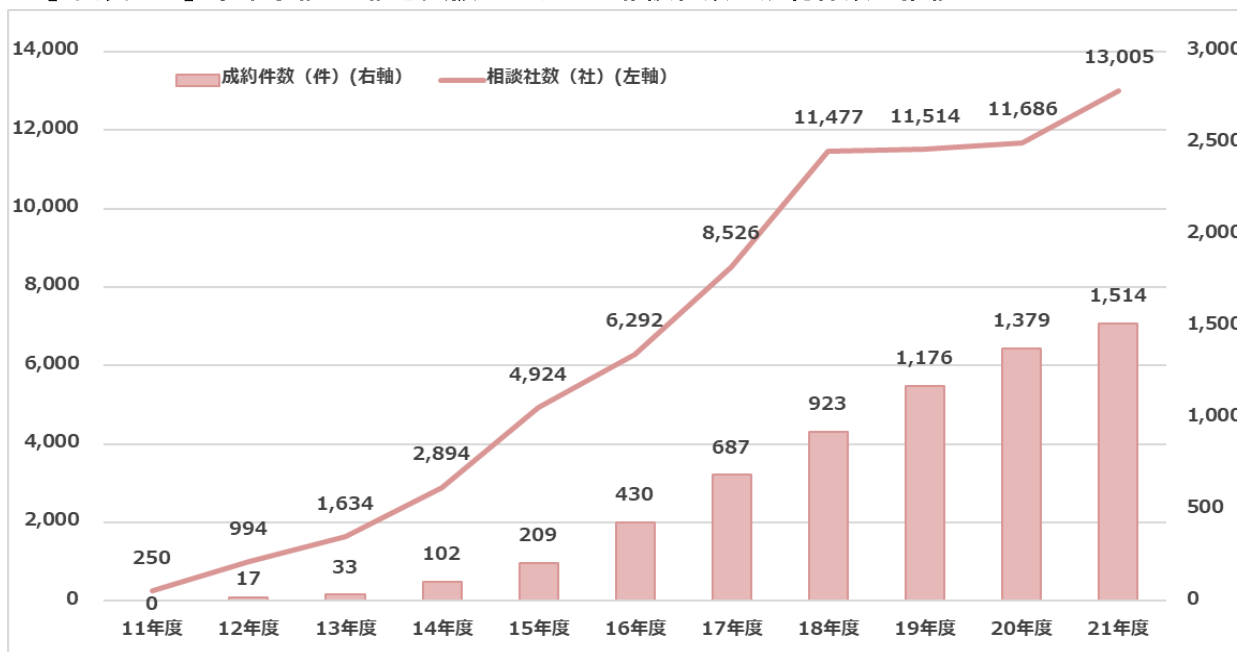
【 図表 11 】 就任経緯の推移



(出所) 帝国データバンク「全国企業『後継者不在率』動向調査」より証券リサーチセンター作成

中小企業庁等の後押しにより、第三者に事業を引き継ぐ意向がある中小企業者と、他社から事業を譲り受けて事業の拡大を目指す中小企業者等からの相談を受けつけ、マッチングの支援等を行う事業承継・引継ぎ支援センターが全都道府県に設置されている。事業承継・引継ぎ支援センターの相談社数と第三者承継に関する成約件数はともに増加傾向が続いており、中小企業における M&A が浸透してきている状況がうかがえる (図表 12)。

【 図表 12 】 事業承継・引継ぎ支援センターの相談社数と成約件数の推移



(出所) 中小企業庁「中小企業白書」より証券リサーチセンター作成

事業承継問題の解消に向けての動きはあるものの、後継者不在の問題を抱える企業の絶対数は大きく、社会全体においてこの問題が解決されるまでには相当の時間を要すると考えられる。このため、後継者不在問題の解決策のひとつである M&A への需要は今後も強いと考えられる。

なお、古い資料となるが、中小企業庁の「中小 M&A ガイドライン概要資料」によると、18年に4,773件だった中小企業の M&A の成約件数(官民合計)に対して、29年に60,000件の M&A の成約を目標に据えており、政策的な後押しも続く可能性が高いと考えられる。

◆ 競合

M&A 関連サービスを提供するにあたっては特に許認可は必要ではないため、中堅・中小企業の M&A に関しては、M&A 専門業者のほか、会計事務所や地域金融機関等が参入している。案件によっては同社と直接競合することもある。

中小企業庁が運用する M&A 支援機関登録制度のウェブサイトには、登録支援機関が掲載されている。「M&A 専門業者(仲介)」に分類され、M&A 専従者の従業員数が10人以上499人以下の法人としては49社が登録されている。M&A 支援業務専従者の従業員数が500人を超える日本 M&A センターホールディングス(2127 東証プライム)

を加えると、50社となる(23年6月16日時点)。

同社もこの50社のうちの1社で、M&A支援業務専従者の従業員数36人と登録されている。M&A支援業務専従者の従業員数でみると、519人の日本M&Aセンターホールディングスを筆頭に、同177人のストライク(6196東証プライム)、同159人のM&Aキャピタルパートナーズ(6080東証プライム)、同89人のM&A総研ホールディングス(9552東証グロース)、同41人の明南M&A(7076名証メイン)等がある。

この50社とは別に、M&A専従者の従業員数が10人以上の「M&A専門業者(フィナンシャルアドバイザー(FA))」に分類される法人は9社が登録されている。この中には、M&A支援業務専従者の従業員数が100人の山田コンサルティンググループ(4792東証プライム)や、同60人のフロンティア・マネジメント(7038東証プライム)がある。仲介で競合することはほとんどないと考えられるが、コンサルタントの人材確保の面で競合する可能性はある。

また、M&Aクラウド(東京都新宿区)や、日本M&Aセンターホールディングスも出資するバトンズ(東京都中央区)といった、オンライン上での買い手と売り手のマッチングサービスを提供するM&Aプラットフォームを運営する法人も22社登録されている。

> 沿革・企業理念・株主

◆ 沿革1：現代表取締役2名が創業

現代表取締役社長の久保良介氏と代表取締役副社長の船戸雅夫氏は1999年にジェーシービー(東京都港区)に入社した同期で、将来起業することを志していた。その後、両氏はそれぞれ別の中堅商社に転職し、業務プロセスをひと通り経験するなどの起業の準備を進めていた。

様々なビジネスプランを検討する中で両氏が着目したのがM&Aの分野であった。この分野で先行する米国では、当時、M&A支援の対象が大企業だけではなく、中堅・中小企業の領域まで広がっていた。この流れが日本でも起きると確信した両氏は、05年7月に中小企業のM&A支援を目的に創業した。

06年8月には、京都商工会議所が運営する京商M&A市場の立ち上げに参画して、京商M&A市場における認定アドバイザーとしての承認を受けるなど足掛かりを築き、07年12月に同社を設立した。

◆ 沿革 2： 中堅・中小企業向けに特化して M&A 支援の品質にこだわった展開

同社が設立された頃から注目され始めた後継者不在問題も追い風となり、M&A 支援の分野には、様々な業界からの参入が相次いでいた。しかし、買い手と売り手のマッチングに重きを置くビジネスモデルに傾倒した先が多く、収益を増やすために案件の数と規模を追い求める傾向が業界全体に広がっていった。同社のように、中堅・中小企業を対象とした M&A のプロセス支援にこだわり、その品質の向上を追求する企業は少なかった。

07年のサブプライム・ショックと翌08年のリーマン・ショックで金融市場全体が委縮すると、M&A の取引も減少に転じた。M&A 支援の市場は11年まで縮小局面にあり、他社の撤退も相次いだ。その局面でも、同社はサービスの品質を磨き上げながら成約実績を積み上げていった。

◆ 沿革 3： 規模拡大志向へのシフト

11年に起きた東日本大震災からの復興と、12年の政権交代によるアベノミクスの発動により、M&A 支援の市場は再度拡大局面を迎え、18年頃からは新規参入が急増した

同社の支援サービスの品質への評価は非常に高かったが、参入企業が増加する中で同社の存在が埋没してしまうおそれがあった。この点に危機感を感じた同社は、15年頃から規模拡大志向に転じていった。

◆ 沿革 4： 2つの提携

同社が目指すのは高い品質を維持しながらの規模拡大であり、単にコンサルタントを増やすだけでは不十分である。そこで、品質と量の両面での成長を満たすため、同社は18年5月に2つの提携を実施した。

ひとつは、帝国データバンクの親会社であるタケオホールディングス（東京都港区）を引受先とする増資である。資本増強に加え、帝国データバンクが持つデータベースをはじめとした広範なリソースを有するタケオホールディングスと連携することで、案件の発掘及びマッチングの効率及び精度の向上を目指した。

もうひとつは、Angel Bridge（東京都千代田区）との資本業務提携である。Angel Bridgeにはバイアウトファンドや投資銀行の出身者が多い。提携を通じて、資本増強だけでなく、特にファイナンス分野でのコンサルティングスキルの向上が図られ、品質の強化につながっていった。

このように事業規模を拡大していった同社は、20年12月に東京証券取引所マザーズ市場への上場を果たした(市場区分の変更に伴い22年4月からはグロース市場)。

◆ 企業理念

同社は「企業の成長と変革の触媒となり、道徳ある経済的価値を創出する。」を企業理念として掲げている。また、「企業の生産性を飛躍的に高める。その機会を提供するインベストメント・バンクとして、その実行を促進するアドバイザー・ファームとして、比類なき存在を目指す。」を企業ビジョンとしている。

企業理念と企業ビジョンをもとに「ONDECK WAY」として行動指針がまとめられており、これらを通じて、M&A市場の健全な発展に尽力し、M&Aを活用する企業とそのステークホルダーに確かな価値を提供していくとしている。

◆ 株主：上場時及び22年11月末時点

有価証券届出書と22/11期有価証券報告書に記載されている株主の状況は図表13の通りである。

22年11月末時点で、筆頭株主は創業者で代表取締役社長の久保良介氏と、同じく創業者で代表取締役副社長の船戸雅夫氏で、それぞれ27.20%を保有している。

代表取締役以外の役員関係では、社外取締役の谷井等氏が代表取締役を務める株式会社ペイフォワードが5.24%を保有し、第4位に入っている。

資本提携先としては、第3位にAngel Bridgeが運営するAngel Bridge Deal-by-Deal Fund 9号株式会社の8.72%が、第6位に帝国データバンクの持株会社である株式会社タケオホールディングスの2.83%がある。

それ以外では、1.76%を保有する従業員持株会が第7位に入っている。

【 図表 13 】 大株主の状況： 上場前及び 22 年 11 月末時点

株主 (敬称略)	上場前			22年11月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
久保 良介	903,900	36.43%	1	778,900	27.20%	1	代表取締役社長 創業者 上場時に125,000株売り出し
船戸 雅夫	903,900	36.43%	2	778,900	27.20%	2	代表取締役副社長 創業者 上場時に125,000株売り出し
Angel Bridge Deal-by-Deal Fund 9号 株式会社	366,000	14.75%	3	249,800	8.72%	3	18年5月の資本業務提携先
株式会社バイフォワード	150,000	6.05%	4	150,000	5.24%	4	社外取締役の谷井等氏が代表取締役を務める企業
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN (CASHPB)	0	0.00%	-	134,100	4.68%	5	
株式会社タケオホールディングス	81,000	3.26%	5	81,000	2.83%	6	帝国データバンクグループ 18年5月の第三者割当増資の引受先
オンデック従業員持株会	64,440	2.60%	6	50,387	1.76%	7	
8G HOLDINGS株式会社	0	0.00%	-	32,500	1.13%	8	
株式会社 S B I 証券	0	0.00%	-	20,500	0.72%	9	
楽天証券株式会社	0	0.00%	-	14,400	0.50%	10	
大西 宏樹	11,160	0.45%	7	11,160	0.39%	-	取締役
村田 健一郎	600	0.02%	8	1,600	0.06%	-	常勤監査役
(大株主上位10名)	2,481,000	100.00%	-	2,290,487	79.99%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	99,180	4.00%	-	99,180	3.46%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含まず)	2,481,000	100.00%	-	2,863,465	100.00%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含む)	2,481,000	-	-	2,863,500	-	-	
参考：自己株式数	0	0.00%	-	35	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) オンデック 有価証券届出書、有価証券報告書、会社ヒアリング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

同社は15/11期からの業績を開示している。コンサルタント数と成約件数を増やしながら業績を拡大し、22/11期までの年平均成長率は、売上高が35.2%、経常利益が21.7%となった。

15/11期以降、2度の減収減益を経験した。18/11期の減収減益は、予定していた大型案件が成約できなかったことに加え、上場に向けた体制強化のために間接部門スタッフを増員して費用が増加したことが要因である。そのため、売上高経常利益率も9.9%と、前期までの水準より大きく低下した。ただ、その翌19/11期は大型案件の貢献もあって増収増益に転じ、売上高経常利益率は18.8%まで回復した。

21/11期は、新型コロナウイルス禍の影響で、複数の大型案件で延期や一時中断が発生したために成約件数が減少して減収となった。さらに、プラットフォームや広告宣伝、オフィス移転等の中長期の成長に向けた投資を実施して販管費が増加したことで大幅減益となった。売上高経常利益率は前期比12.2%ポイント低下の4.7%となった。

◆ 22年11月期は期初会社計画を大幅に超過して増収増益

22/11期業績は、売上高1,339百万円(前期比72.0%増)、営業利益213百万円(同393.7%増)、経常利益213百万円(同486.9%増)、当期純利益151百万円(同563.9%増)となった(22/11期から新収益認識基準を適用しており、前期比は旧基準の21/11期との比較)。減収減益となった前期との比較ということもあり、大幅増収増益となった。期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は115.5%、営業利益は134.4%、経常利益は134.4%、当期純利益は140.2%であった。

22/11期は複数の大型案件の成約が貢献した。成約件数は前期比6件増の24件、平均報酬単価は同29.2%増の55.8百万円となった(図表6)。

売上総利益率は前期比2.5%ポイント上昇の52.7%となった。原価に含まれる案件成約に対する案件紹介料が増加し、売上高案件紹介料率が同5.0%ポイント上昇の20.3%となった。一方、原価に含まれるコンサルタントの人件費も増加したものの、売上高人件費率は同7.3%ポイント低下の26.1%となり、全体の売上総利益率上昇に貢献した。販売費及び一般管理費(以下、販管費)も、広告宣伝費の増加や、間接部門の人員増による人件費の増加等により同41.9%増となったが、増収効果により売上高販管費率は同7.8%ポイント低下の36.8%となった。これらの結果、売上高営業利益率は同10.4%ポイント上昇の15.9%となった。

◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は改善

20年12月の上場時に公募増資を行った結果、20/11期末に62.7%であった同社の自己資本比率は21/11期末には84.2%へ改善した。22/11期末は、未払金等の流動負債の増加で自己資本比率は71.6%まで低下したが、上場前の水準は上回っている。

> 他社との比較

◆ M&Aの支援を行う企業と比較

仲介をはじめ、M&Aの支援を行う上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、日本M&Aセンターホールディングス、M&Aキャピタルパートナーズ、ストライク、名南M&A、M&A総合研究所ホールディングスのほか、経営コンサルティング大手でM&A仲介も強化している山田コンサルティンググループとした(図表14)。

最も目立つのは、同社の売上規模が他社よりも小さい点である。売上高では名南M&Aと同規模で、次に小さいM&A総合研究所ホールディングスと比べても3分の1程度である。

また、収益性の指標である自己資本利益率(ROE)も比較対象企業の中で最も低い。ROEの低さは売上高当期純利益率の低さに由来している。売上高経常利益で見ても、売上高当期純利益率で見ても、利益率は、売上高が同規模で仲介主体の名南M&Aと比べても差は大きく、最も近いのは、アドバイザーサービス中心の山田コンサルティンググループである。これは、同社がコンサルティングサービスの品質を高めることに注力してきた結果と考えられる。後述の通り、同社は規模の拡大を加速させる方針であるため、売上高拡大による利益率改善が見られるかどうか注目点となる。

【 図表 14 】 財務指標比較 : M&A の支援を行う企業

項目	銘柄	コード 直近決算期	オンデック	日本M&Aセンター	M&Aキャピタル パートナーズ	ストライク
			7360 22/11期	2127 23/3期	6080 22/9期	6196 22/9期
規模	売上高	百万円	1,339	41,315	20,706	10,727
	経常利益	百万円	213	15,472	9,766	4,226
	総資産	百万円	1,774	65,765	39,913	12,809
収益性	自己資本利益率	%	12.7	18.7	23.5	29.2
	売上高当期純利益率	%	11.3	23.8	32.8	27.6
	総資産回転率	回	0.9	0.7	0.6	0.9
	財務レバレッジ	倍	1.4	1.2	1.2	1.1
	総資産経常利益率	%	13.7	24.8	27.6	35.6
	売上高営業利益率	%	15.9	37.0	46.9	39.4
	成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	27.4	8.9	18.0
	経常利益 (同上)	%	20.5	2.3	18.6	30.8
	総資産 (同上)	%	41.2	14.1	23.6	25.8
安全性	自己資本比率	%	71.6	82.8	81.0	87.8
	流動比率	%	334.6	496.3	571.7	695.6
	固定長期適合率	%	9.6	23.3	9.6	17.4

項目	銘柄	コード 直近決算期	オンデック	名南M&A	M&A総合研究所 ホールディングス	山田コンサルティング グループ
			7360 22/11期	7076 22/9期	9552 22/9期	4792 23/3期
規模	売上高	百万円	1,339	1,382	3,911	16,450
	経常利益	百万円	213	349	2,082	2,920
	総資産	百万円	1,774	1,739	4,228	20,200
収益性	自己資本利益率	%	12.7	17.3	71.6	14.9
	売上高当期純利益率	%	11.3	16.7	33.9	12.9
	総資産回転率	回	0.9	0.9	1.4	0.9
	財務レバレッジ	倍	1.4	1.2	1.4	1.4
	総資産経常利益率	%	13.7	22.7	74.6	15.1
	売上高営業利益率	%	15.9	25.5	53.8	17.5
	成長性	売上高 (3年平均成長率)	%	27.4	20.0	169.2
	経常利益 (同上)	%	20.5	13.9	209.1	10.0
	総資産 (同上)	%	41.2	52.3	199.1	10.4
安全性	自己資本比率	%	71.6	83.1	69.3	73.4
	流動比率	%	334.6	527.0	334.7	340.0
	固定長期適合率	%	9.6	13.0	6.4	19.5

(注) 1. 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(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 2. 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
 3. 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)
 4. ストライクは21/9期より9月決算。3年平均成長率は19/8期の数値を使って算出
 5. M&A 総合研究所ホールディングスは23/9期中に持株会社化。22/9期は持株会社化する前の業績
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ サービス品質第一を徹底してきた2名の創業者のコミットメントが知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 15 に示した。

同社の知的資本の源泉は、人的資本の経営陣に分類される「2名の創業者のコミットメント」にある。

同社は創業来一貫してサービス品質第一に事業を進めてきた。今までの業界動向からすると、同社も早い段階から規模拡大を目指すこともできたと考えられる。それでも、サービス品質第一を追求し続けたのは、創業者の強いコミットメントがあったためであり、知的資本の源泉そのものである。

創業来のサービス品質第一の姿勢は組織資本に表れ、同社の業務プロセスや案件管理の仕組みはすべて、サービス品質を高めることを第一義に構築されている。その結果、サービス品質に関する業界内での評価の向上とそれに伴う案件の紹介の増加につながり、成約実績が積み上がっていった。これらの関係資本が強化されていくにつれて、品質第一のサービスのノウハウの蓄積が進み、同社の「好循環成長モデル」が構築されている。「好循環成長モデル」は、高いサービス品質を基点として、組織資本と関係資本が相互に拡大の要因となるものとなっている。

【 図表 15 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・サービスの利用実績	・新規受託件数(売り手の動向)	22/11期83件 23/11期1Q29件
		・成約案件数	22/11期24件 23/11期1Q3件
		・創業からの累計成約件数	260件(07年11月~23年2月)
	ブランド ・業界における評判及び知名度	・新規受託案件の流入経路	90%が紹介による案件
		・業界団体での活動	代表取締役社長がM&A仲介協会の理事の一員
	ネットワーク ・案件のオリジネーション ・資本関係を伴う協業	・案件の紹介元となる連携ネットワーク	20,000社以上
・資本業務提携先		Angel Bridge (8.72%) (Angel Bridge Deal-by-Deal Fund 9号が保有) 帝国データバンク (2.83%) (タケオホールディングスが保有)	
組織資本	プロセス ・サービス提供の体制	・コンサルタントの人数	36人(大阪17人 東京19人) (23/11期第1四半期末)
		・管理部門の人数	18人(23/11期第1四半期末)
		・オフィス	大阪と東京の2カ所
	知的財産 ノウハウ ・サービス品質を基点とする好循環成長モデル のノウハウ	・コンサルタント1人当たり売上高	4,184万円
		・コンサルタント1人当たり成約件数	0.75件
	・創業からの累計成約件数	260件(07年11月~23年2月)	
人的資本	経営陣 ・2名の創業者のコミットメント	・現職の役員	代表取締役社長 代表取締役副社長
		・創業からの年数	05年7月の創業より17年経過 07年12月の会社設立より15年経過
	従業員 ・企業風土	・従業員数	単体50人
		・平均年齢	35.87歳(単体)
		・平均勤続年数	2.56年(単体)
		・平均年間給与	906万円(単体)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は22/11期または22/11期末のものとする

(出所) オンデック有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のIR資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、企業理念に「企業の成長と変革の触媒となり、道徳ある経済的価値を創出する。」を、企業ビジョンに「企業の生産性を飛躍的に高める。その機会を提供するインベストメント・バンクとして、その実行を促進するアドバイザー・ファームとして、比類なき存在を目指す。」を、それぞれ定めている。これらをもとに、事業を通じて、M&A市場の健全な発展に貢献することで、社会的責任を果たしていく方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名の取締役で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の谷井等氏は、1990年代後半から2000年代前半にかけて、合資会社デジタルネットワークサービス、インフォキャスト、インデックスデジタル、シナジーマーケティングを設立した経験を持っている。シナジーマーケティングは上場していた時期もある。現在は、ペイフォワードの代表取締役、シナジーマーケティングの取締役会長、ハッピーPRの代表取締役を務めている。また、マーケットエンタープライズ(3135 東証プライム)の社外取締役、スペースエンジンの社外取締役、エニキャリアの社外取締役、国立大学法人神戸大学客員教授、マンダム(4917 東証プライム)の社外取締役を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の社外監査役で構成されている。

常勤監査役の村田健一郎氏は、日本興業銀行(現みずほ銀行)勤務の後、第一化成の取締役、すみや(現カルチュア・コンビニエンス・クラブ)の取締役、オプトレックス(現京セラ(6971 東証プライム))の取締役を経て、エルナーに入社した。エルナーでは、エルナーエナジーの代表取締役社長を経た後、エルナーの取締役を務めた。

非常勤監査役の森山弘毅氏は、野村綜合法律事務所の弁護士である。

非常勤監査役の野村政市氏は、誠光監査法人の代表社員、朝日税理士法人の代表社員を務める公認会計士、税理士である。現在は、ナード研究所の監査役を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ サービス品質の更なる向上

同社は、競争優位性を築く最大の要因をコンサルティングのサービス品質の高さに求めており、サービス品質の高さを基点とする「好循環成長モデル」を構築してきた。量的拡大に舵を切るとしても、「好循環成長モデル」は今後も成長のベースであり続けるため、サービス品質の維持及び更なる向上は不可欠である。

◆ 受託した案件が成約に至る成約率の向上

コンサルティングのサービス品質の高さは、業界内での評価の向上を通じて案件紹介の増加につながっている。新規受託件数の増加はそのことを物語っている。

一方、受託した案件が成約に至る成約率は改善の余地が大きく、今後目指していく量的拡大に向けての課題のひとつと同社は認識している。より成約の可能性が高い案件を受託するためにソーシング力を高め、同時に、買い手側への効果的な情報提供やコンサルタントの生産性向上等を通じてマッチング力を高めていく方針である。

また、同社は、受託から成約までの時間を短くする余地があるとしており、コンサルタントの生産性の向上に加え、案件管理体制の構築、強化も進めていく必要があると認識している。

◆ コンサルタントの採用と育成

量的拡大を目指す同社としては、コンサルタントの生産性向上を進めるのと同時に、増員を図ることも不可欠である。現在のところ、コンサルタントの採用に問題があるわけではないが、競争力の源泉であるサービス品質を維持、向上していくためにも、コンサルタントの人数を増やししながらコンサルタントの専門性を高めていくことが求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 高いサービス品質を維持しながら量的拡大に舵を切る成長戦略

同社は、同社の競争力を支えるエグゼクティブフェーズにおけるコンサルティングの高いサービス品質を維持、強化しつつ、量的な拡大を加速していくことを今後の成長に向けての基本方針としている。

そのために、以下の施策を進めていく考えである。

- (1) 高いサービス品質を基点に構築してきた「好循環成長モデル」による成長を続けていく。そのために、案件紹介の獲得のための連携ネットワークをさらに強化していく

- (2) ソーシング力及びマッチング力の強化や案件管理体制の強化を通じて成約率を高めることにより、量的拡大につなげていく
- (3) 近畿圏以外の地域での拡大を目指し、東京オフィスの陣容強化による首都圏でのシェアの拡大と、近畿圏と首都圏以外への対応地域の拡大を進めていく
- (4) 中長期的な取り組みとして、M&A プラットフォームの構築を進めていく。AI やビッグデータを活用したマッチングシステムの構築や、多様な M&A や資金調達ニーズを収集、蓄積する仕組みの構築が想定されているが、まずは、効果的な M&A の提案活動や現行のマッチング業務の効率化への活用が当面の目標となる

これらを通じて、中堅・中小企業向け M&A の分野において、質と量を兼ね備えた存在となることを目指している。

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 16 のようにまとめられる。

【 図表 16 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・高いサービス品質追求の姿勢の一貫性 ・M&A業界のバイオニアの一角としてのポジション ・サービス品質を起点とする「好循環成長モデル」 <ul style="list-style-type: none"> - 案件の紹介元となる20,000社以上の連携ネットワーク - 成約実績（創業来の累計成約件数）の積み上がり - 高い専門性を持つコンサルタントチームの拡大 ・小規模な案件に対応できる仕組み <ul style="list-style-type: none"> - 同業の大手に比べてリーズナブルな料金体系 ・代表取締役2名の創業者のコミットメント
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> ・同業の上場企業と比べて事業規模が大きい状況 ・大型案件の多寡により業績変動が大きくなる状況 ・創業者2名への依存度の高さ
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・社会におけるM&Aの需要拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 事業承継問題という社会的課題を解決する手段としての活用 - 若手起業家のイグジット手段としての活用 ・M&Aに対する政策面での後押し ・体制の拡大による需要取り込み <ul style="list-style-type: none"> - コンサルタントの増加と業務効率の向上 ・対応地域の拡大 <ul style="list-style-type: none"> - 需要の多い首都圏地域でのシェア拡大余地 - 近畿、首都圏以外の対応 ・独自のM&Aプラットフォーム構築 ・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> ・新規参入の増加等、業界における競争の激化 ・M&Aの業務に関する法的規制の変化 ・M&A業界で不祥事等が発生して、業界のイメージが悪化する可能性 ・M&Aに対する需要が伸び悩む可能性 ・人材（主にコンサルタント）の増員が思ったように進まない可能性 <ul style="list-style-type: none"> - 思ったように採用が進まなくなる可能性 - コンサルタントが短期間に退職する可能性 ・想定外の理由でサービス品質が低下する可能性（トラブルの発生等） ・案件の遅延や不成立等による業績のぶれが大きくなる可能性（特に大型案件） ・独自のM&Aプラットフォーム構築が思ったように進まない、または成果をあげない可能性 ・自然災害やパンデミック等の発生による悪影響の可能性

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ マッチング重視の風潮から一線を画してきたサービス品質重視の展開を評価

同社をマッチング重視の M&A 仲介会社と捉えると、同社の本質を見誤る可能性がある。今までの M&A 業界の動向を考えると、同社も早い段階からマッチング重視で規模拡大を追求することも可能であったであろう。それでも、やみくもな規模拡大に走らずにサービス品質第一を追求し続けたのは、同社がコンサルティング会社としての要素を強く持っているからである。

これはポリシーまたは経営姿勢の問題であり、良いか悪いかを一概に論じることはできない。しかし、同社の高いサービス品質が業界内で評価されていることと、高いサービス品質が同業他社に対する差別化要因となっていることは確かであり、マッチング重視の風潮から一線を画してきた賜物だと評価している。

◆ 量的拡大へのシフトの戦略でどこを見るか

そうした同社もまた、業界への新規参入が急増した 18 年頃には規模拡大志向を強めていった。20 年の上場もその流れの一環と言えるが、背景には、一定以上の規模を持たないと、業界内で埋没してしまうという危機感があった模様である。

新型コロナウイルス禍による混乱もあって時間を要したものの、ここに来て、質的向上を図りつつ量的拡大を加速する方向に本格的に舵を切ったと考えられる。

サービス品質を定量的に評価することは難しいが、量的拡大については、同社が経営上重視している、コンサルタント数、コンサルタント 1 人当たり成約件数、平均報酬単価といった売上高を構成する 3 要素の動向で把握することができる。3 要素のうち、平均報酬単価は短期的にはコントロールしづらいため、当面は、コンサルタント数とコンサルタント 1 人当たり成約件数の推移を注視したい。コンサルタントの質の低下につながらずにコンサルタントを増員できるか、業務プロセスの改善やコンサルタントの生産性向上がコンサルタント 1 人当たり成約件数にどのように反映されるかに注目していきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 23 年 11 月期会社計画

23/11 期の会社計画は、売上高 1,469 百万円 (前期比 9.7%増)、営業利益 215 百万円 (同 1.1%増)、経常利益 215 百万円 (同 1.1%増)、当期純利益 153 百万円 (同 1.2%増) である (図表 17)。

23/11 期の成約件数は前期比 11 件増の 35 件、コンサルタント数は前

期末比 10 人増の 46 人を計画している。以上から、コンサルタント 1 人当たり成約件数は前期比 13.8%増の 0.85 件、コンサルタント 1 人当たり売上高は同 14.4%減の 35.8 百万円、平均報酬単価（成約 1 件当たり売上高）は同 24.8%減の 41.9 百万円と計算される（コンサルタント 1 人当たりの指標は期中平均のコンサルタント数を用いて算出。以下同じ）。22/11 期にあったような大型な案件を想定しない一方、コンサルタントの生産性向上によりコンサルタント 1 人当たり成約件数が上向き前提となっている。

原価及び販管費の内訳の開示はないが、東京オフィスの移転やマッチングシステムの構築のための費用増により、販管費の増加を想定している。これらより、23/11 期の営業利益は微増、売上高営業利益率は同 1.3%ポイント低下の 14.6%と同社は計画している。

【 図表 17 】オンデックの 23 年 11 月期の単体業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後		前期比
	19/11期 実績	20/11期 実績	21/11期 実績	22/11期 実績	23/11期会社計画	
売上高	647	811	778	1,339	1,469	9.7%
成約件数 (件)	19	27	18	24	35	45.8%
コンサルタント数 (人)	20	28	28	36	46	27.8%
コンサルタント1人当たり成約件数 (件)	1.25	1.15	0.64	0.75	0.85	13.8%
コンサルタント1人当たり売上高	40.4	34.5	27.8	41.8	35.8	-14.4%
平均報酬単価 (成約1件当たり売上高)	32.3	30.0	43.2	55.7	41.9	-24.8%
売上総利益	374	409	390	706	-	-
売上総利益率	57.8%	50.4%	50.2%	52.7%	-	-
販売費及び一般管理費	252	260	347	492	-	-
売上高販管費率	39.0%	32.0%	44.6%	36.8%	-	-
営業利益	121	149	43	213	215	1.1%
売上高営業利益率	18.8%	18.4%	5.5%	15.9%	14.6%	-
経常利益	122	137	36	213	215	1.1%
売上高経常利益率	18.8%	16.9%	4.7%	15.9%	14.6%	-
当期純利益	78	89	22	151	153	1.2%
売上高当期純利益率	12.1%	11.0%	2.9%	11.3%	10.4%	-

(注) 1. 22/11 期より新収益認識基準適用

2. 「コンサルタント 1 人当たり成約件数」「コンサルタント 1 人当たり売上高」の算出には期中平均コンサルタント数を使用

(出所) オンデック有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 23 年 11 月期第 1 四半期業績

23/11 期第 1 四半期は、売上高 92 百万円（前年同期比 69.2%減）、営業損失 111 百万円（前年同期は 61 百万円の利益）、経常損失 111 百万円（同 61 百万円の利益）、四半期純損失 76 百万円（同 42 百万円の利益）であった。売上高の通期計画に対する進捗率は 6.3%に留まっている。

第1四半期は複数の案件で延期や中止が生じ、成約が前年同期比2件減の3件に留まった。また、前年同期にあったような大型案件がなく、平均報酬単価は同49.0%減の30.9百万円となった。

売上総利益率は前期比47.4%ポイント低下の1.4%となった。原価に含まれるコンサルタントの人件費の負担が重く、売上総利益率低下につながった。販管費も間接部門の人員増による人件費の増加等により同32.1%増の112百万円となり、当四半期の売上高92百万円、売上総利益1百万円ではまかないきれず、111百万円の営業損失となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年11月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、同社の23/11期業績について、売上高1,470百万円（前期比9.8%増）、営業利益214百万円（同0.3%増）、経常利益214百万円（同0.4%増）、当期純利益152百万円（同0.8%増）と、ほぼ会社計画と同水準を予想した（図表18）。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は、成約件数と平均報酬単価（成約1件当たり売上高）を予想して算出した。
- (2) 成約件数は、新規受託件数と期末受託残件数を考慮して予想した。新規受託件数は前期比15件増の98件、期末受託残件数は前期末比24件増の143件として、成約件数は前期比11件増の35件とした（会社計画も35件）。期末コンサルタント数は前期末比10人増の46人と予想しており、期中平均コンサルタント数41人、コンサルタント1人当たり成約件数0.85件（前期は0.75件）となる。
- (3) 平均報酬単価は、大型案件が複数あった前期の55.7百万円に対し、42.0百万円と予想した（会社計画は41.9百万円）。
- (4) 売上総利益率は前期比2.1%ポイント低下の50.6%とした。原価については、コンサルタント1人当たり人件費は前期とほぼ同額とし、案件紹介料の売上高に対する割合も、前期ほどの大型案件がないことを想定して同2.3%ポイント低下の18.0%として予想した。
- (5) 販管費は、人員増による人件費の増加や東京オフィス移転等を織り込んで前期比7.5%増としたが、売上高販管費率

は同 0.8%ポイント低下の 36.0%と予想した。

- (6) これらの結果、23/11 期の売上高営業利益率は、会社計画と同じ前期比 1.3%ポイント低下の 14.6%と予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年11月期以降

24/11 期以降について、24/11 期は前期比 25.8%、25/11 期は同 23.7%の増収を予想した。成約件数は 24/11 期は同 8 件増の 43 件、25/11 期は同 9 件増の 52 件、平均報酬単価は、每期 1.0 百万円ずつ上昇するものとして、24/11 期 43.0 百万円、25/11 期 44.0 百万円とした。なお、サービスを提供するコンサルタントは 24/11 期末 56 人、25/11 期末 66 人とした。

コンサルタント 1 人当たり売上高の増加率は、原価に含まれるコンサルタント 1 人当たり人件費の伸び率を上回るとしたものの、案件紹介料が増える想定としたことから、売上総利益率は 24/11 期、25/11 期とも 50.2%で推移するものとした。また、販管費は人件費の増加等を想定して、24/11 期が前期比 7.4%増、25/11 期が同 9.9%増とし、売上高販管費率は 24/11 期 30.8%、25/11 期 27.3%とした。

これらの結果、売上高営業利益率は 24/11 期 19.4%、25/11 期 22.8%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 18 】証券リサーチセンターの単体業績予想 (損益計算書)

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後			
	19/11期	20/11期	21/11期	22/11期	23/11期CE	23/11期E	24/11期E	25/11期E
損益計算書								
売上高	647	811	778	1,339	1,469	1,470	1,849	2,288
前期比	89.5%	25.4%	-4.1%	72.0%	9.7%	9.8%	25.8%	23.7%
収益別								
基本合意報酬	-	-	-	73	-	108	133	161
構成比	-	-	-	5.5%	-	7.4%	7.2%	7.0%
成功報酬	-	-	-	1,224	-	1,316	1,668	2,080
構成比	-	-	-	91.4%	-	89.5%	90.2%	90.9%
その他	-	-	-	41	-	45	47	46
構成比	-	-	-	3.1%	-	3.1%	2.6%	2.0%
主要KPI								
新規受託件数(件)	-	36	67	83	-	98	113	128
期末受託残件数(件)	-	0	93	119	-	143	166	187
成約件数(件)	20	27	18	24	35	35	43	52
前期比増減数(件)	4	7	-9	6	11	11	8	9
コンサルタント数(期末)(人)	19	28	28	36	46	46	56	66
前期末比純増数(人)	6	9	0	8	10	10	10	10
コンサルタント1人当たり成約件数(件)	1.25	1.15	0.64	0.75	0.85	0.85	0.84	0.85
コンサルタント1人当たり売上高	40.4	34.5	27.8	41.8	35.8	35.8	36.2	37.5
平均報酬単価(成約1件当たり売上高)	32.3	30.0	43.2	55.7	41.9	42.0	43.0	44.0
売上総利益	374	409	390	706	-	743	927	1,147
前期比	104.2%	9.5%	-4.6%	80.8%	-	5.3%	24.7%	23.8%
売上総利益率	57.8%	50.4%	50.2%	52.7%	-	50.6%	50.2%	50.2%
販売費及び一般管理費	252	260	347	492	-	529	568	625
前期比	68.9%	2.9%	33.6%	41.9%	-	7.5%	7.4%	9.9%
売上高販管費率	39.0%	32.0%	44.6%	36.8%	-	36.0%	30.8%	27.3%
営業利益	121	149	43	213	215	214	358	522
前期比	260.9%	23.1%	-71.1%	393.7%	1.1%	0.3%	67.5%	45.8%
売上高営業利益率	18.8%	18.4%	5.5%	15.9%	14.6%	14.6%	19.4%	22.8%
経常利益	122	137	36	213	215	214	358	522
前期比	260.2%	12.7%	-73.6%	486.9%	1.1%	0.4%	67.4%	45.7%
売上高経常利益率	18.8%	16.9%	4.7%	15.9%	14.6%	14.6%	19.4%	22.9%
当期純利益	78	89	22	151	153	152	255	372
前期比	246.7%	14.6%	-74.5%	563.9%	1.2%	0.8%	67.4%	45.7%
売上高当期純利益率	12.1%	11.0%	5.6%	11.3%	10.4%	10.4%	13.8%	16.3%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/11期より新収益認識基準適用。22/11期の前期比は新基準適用前の21/11期実績値との比較

3. 「コンサルタント1人当たり成約件数」「コンサルタント1人当たり売上高」の算出には期中平均コンサルタント数を使用(出所) オンデック有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 19 】証券リサーチセンターの単体業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前				「収益認識に関する会計基準」適用後			
	20/11期	20/11期	21/11期	22/11期	23/11期CE	23/11期E	24/11期E	25/11期E
貸借対照表								
現金及び預金	586	594	1,067	1,376	-	1,448	1,729	2,144
売掛金	2	191	128	241	-	264	332	411
棚卸資産	-	-	-	-	-	0	0	0
その他	10	15	33	34	-	34	34	34
流動資産	598	801	1,229	1,651	-	1,746	2,096	2,590
有形固定資産	9	7	28	28	-	26	24	22
無形固定資産	5	4	2	1	-	1	1	1
投資その他の資産	17	65	68	93	-	93	93	93
固定資産	32	78	100	123	-	121	119	117
資産合計	630	879	1,330	1,774	-	1,868	2,215	2,708
買掛金	-	-	-	-	-	0	0	0
未払金	74	136	114	286	-	294	369	457
未払費用	15	31	20	29	-	29	36	45
未払法人税等	42	41	-	94	-	43	51	75
短期借入金	-	-	-	-	-	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	7	35	34	14	-	0	0	0
その他	21	28	15	67	-	67	67	67
流動負債	161	273	185	493	-	434	526	646
長期借入金	1	48	14	-	-	0	0	0
その他	5	5	10	10	-	10	10	10
固定負債	6	53	24	10	-	10	10	10
純資産合計	462	551	1,120	1,271	-	1,423	1,679	2,051
(自己資本)	462	551	1,120	1,271	-	1,423	1,679	2,051
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	122	137	36	213	-	214	358	522
減価償却費	7	3	8	7	-	6	6	6
売上債権の増減額 (-は増加)	46	-189	62	-112	-	-23	-68	-79
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-	-	-	-	-	0	0	0
仕入債権の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	0	0	0
未払金の増減額 (-は減少)	21	61	-24	175	-	7	75	87
法人税等の支払額	18	-62	-73	18	-	-113	-94	-126
その他	22	23	-18	45	-	0	7	8
営業活動によるキャッシュ・フロー	238	-25	-7	347	-	90	285	419
有形固定資産の取得による支出	-4	0	-15	-9	-	-1	-1	-1
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	0	-1	-	-	-	-3	-3	-3
無形固定資産の売却による支出	-	-	-	-	-	0	0	0
差入保証金の差入・回収による収支	-7	-	-28	3	-	0	0	0
その他	-	-40	21	2	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-12	-41	-23	-4	-	-4	-4	-4
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-19	75	-35	-34	-	-14	0	0
株式の発行による収支	-	-	539	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	0	0	0
その他	0	0	-	0	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-20	75	503	-34	-	-14	0	0
換算差額	-	-	-	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	205	8	473	308	-	72	281	415
現金及び現金同等物の期首残高	380	586	594	1,067	-	1,376	1,448	1,729
現金及び現金同等物の期末残高	586	594	1,067	1,376	-	1,448	1,729	2,144

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 22/11期より新収益認識基準適用

(出所) オンデック有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 大型案件の多寡による業績変動

同社の年間の成約案件がまだ 20 件強程度であることと、総じて大型案件の方が高利益率と推察されることから、大型案件の多寡によって売上高及び利益率の変動が大きくなる傾向がある。また、こうした大型案件に遅延や中止が生じても、短期業績がぶれる要因となる。

◆ コンサルタントの採用が進まない可能性

規模拡大に向けて対応する案件を増やすためにも、コンサルタントの増員は欠かせない。現在は採用面では特に問題はないが、今後何かしらの事情でコンサルタントの採用が滞った場合、想定する成長ができない可能性がある。

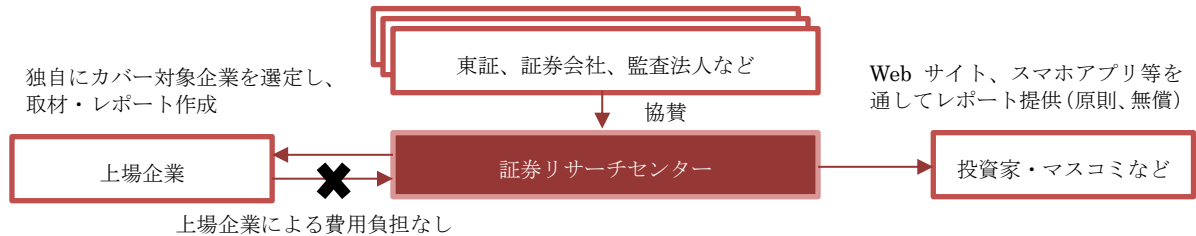
◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定としている。

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
みずほ証券株式会社
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

SMB 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SBI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ICMG
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。