

# ホリスティック企業レポート

## エスネットワークス

### 5867 東証グロース

新規上場会社紹介レポート  
2023年12月26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 20231225

## CFO 領域の実務実行支援に強みを有するコンサルティングファーム 常駐型支援のスタイルが差別化の最大の要因

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

### 【 5876 エスネットワークス 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	BPS (円)	配当金
2021/12	2,334	-	133	-	164	-	122	-	44.0	400.8	39.0
2022/12	2,649	13.5	198	49.1	235	43.1	143	16.7	49.4	411.2	39.0
2023/12 予	2,718	2.6	269	35.8	248	5.8	153	7.2	52.1	-	41.0

(注) 1. 連結ベース。純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。2023/12期の予想は会社予想  
2. 2021/12期より連結業績開示のため、2021/12期の前期比はなし

【 株式情報 】	【 会社基本情報 】	【 その他 】
株価 1,820円 (2023年12月25日)	本店所在地 東京都千代田区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 3,048,100株	設立年月日 1999年10月7日	S B I 証券
時価総額 5,547百万円	代表者 高畠 義紀	【監査人】
上場初値 1,956円 (2023年12月20日)	従業員数 233人 (2023年10月)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売出価格 730円	事業年度 1月1日~12月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 毎事業年度終了後3か月以内	

## > 事業内容

(注)ハンズオン  
ファンドやコンサルティングファーム  
等が、投資先やコンサルティングサ  
ービス提供先の企業の経営に深く  
関与することを言う

◆ **企業の CFO 領域の実務実行支援のためのコンサルティングを提供**  
エスネットワークス(以下、同社)は、「CFO 機能の実務実行支援」を標榜するコンサルティングファームである。99年10月に会計コンサルティング会社として設立されたが、00年12月に受託したIPO支援案件にて常駐支援形態で実務執行支援を実施してから、ハンズオン<sup>注</sup>スタイルの常駐型の経営支援を特徴として展開してきた。

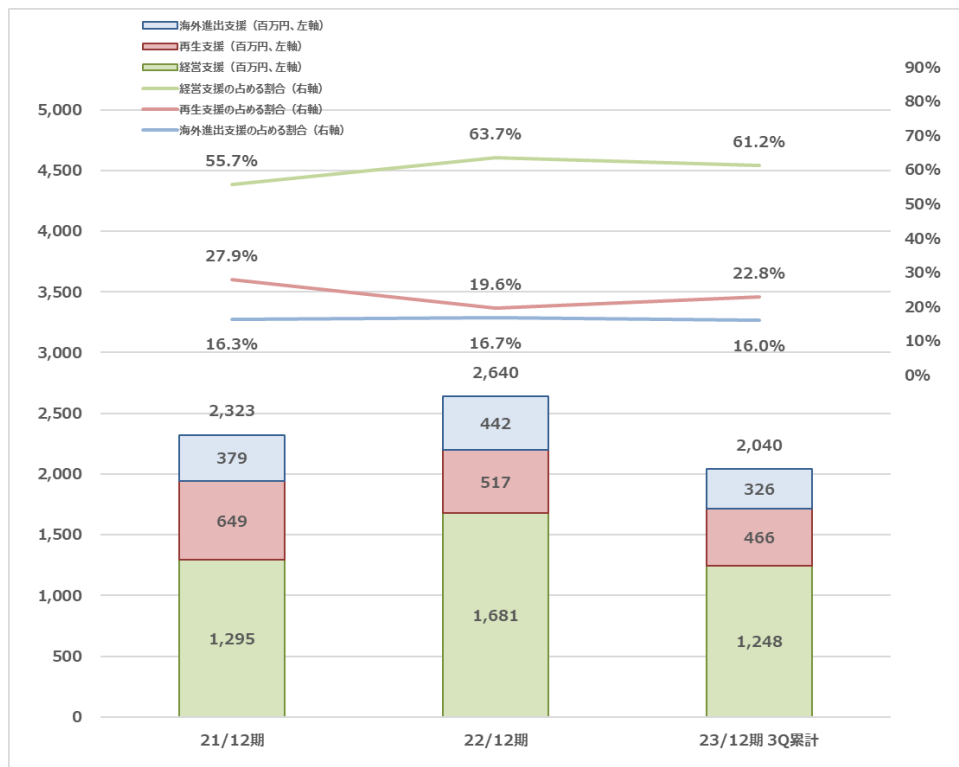
企業の財務戦略にまつわるニーズは、ライフサイクルのどのステージにいるかによって様々である。同社はサービスをフルラインナップで揃えているため、どのようなニーズにも対応し支援することができるとしている。また、経営課題に対する解決策の立案、実行に際して重要なのは経営課題の可視化であり、常駐することで経営課題やニーズの把握を適切に行い、コンサルティングの対象及び内容を柔軟に変えることが可能となる。経営課題の可視化を起点に、解決策の立案、実行というサイクルを通じて、顧客企業が自走可能な仕組みの構築までを支援していくのが、同社のコンサルティングのスタイルである。

同社は経営支援のテーマとして早い段階から顧客企業の海外進出支援に着目し、実施してきた。そのための拠点として、ベトナムに2社の子会社、フィリピンに1社の子会社と2社の孫会社を保有している。また、コンサルティングサービスの提供先への投資も行っており、投資事業を行うパラダイムシフトグループとその子会社であるイーエスピーシーワンも連結対象としている。

このように、同社はコンサルティング事業と投資事業を営んでいるが、22/12期では投資事業の売上高が計上されていないため、コンサルティング事業

の単一セグメントとして業績を開示している。コンサルティング事業は、コンサルティングの種類によって、経営支援コンサルティング、再生支援コンサルティング、海外進出支援コンサルティングに区分されている(図表 1)。

【 図表 1 】 コンサルティングサービス別売上高の推移



- (注) 1. コンサルティングサービス別売上高は連結修正仕訳前のものであるため、連結損益計算書上の売上高とは一致しない  
 2. 21/12 期の再生支援の売上高には、現在は実施していない公益社団法人関連サービスの売上高 95 百万円が含まれている  
 3. 22/12 期の経営支援の売上高には、M&A 案件による成功報酬型の売上高 132 百万円が含まれている  
 4. タイとシンガポールの現地法人を譲渡したため、23/12 期第 3 四半期以降は当該 2 社が連結対象から除外されている  
 (出所) 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

◆ 3つのコンサルティング(1)：経営支援コンサルティング

22/12 期の全売上高の約 64%を占めるコンサルティングサービスで、M&A や IPO 等を行うような成長フェーズの転換期にある企業を対象としている。経営状況の可視化やオペレーションの仕組化を通じて企業の中長期的な企業価値向上に向けた支援を行う。幅広い CFO 機能のうち顧客企業に必要なものを、常駐型実行支援という形で提供する。

短期間で大きな変革が必要なプライベート・エクイティ・ファンド投資後の企業価値向上を目的とする管理体制全般の構築の需要が高まっている。

◆ 3つのコンサルティング(2) : 再生支援コンサルティング

22/12期の全売上高の約20%を占めるコンサルティングサービスで、過剰債務に陥った企業を対象としている。過剰債務に至った原因を分析し、再生計画の策定や実行の支援を行う。

◆ 3つのコンサルティング(3) : 海外進出支援コンサルティング

22/12期の全売上高の約17%を占めるコンサルティングサービスで、アジアを中心とした海外で事業展開を行う企業を対象としている。海外進出時の市場調査、現地法人設立支援、営業開始後の会計、税務、労務業務等をアウトソーシングする案件を受託している。

◆ 顧客企業の属性

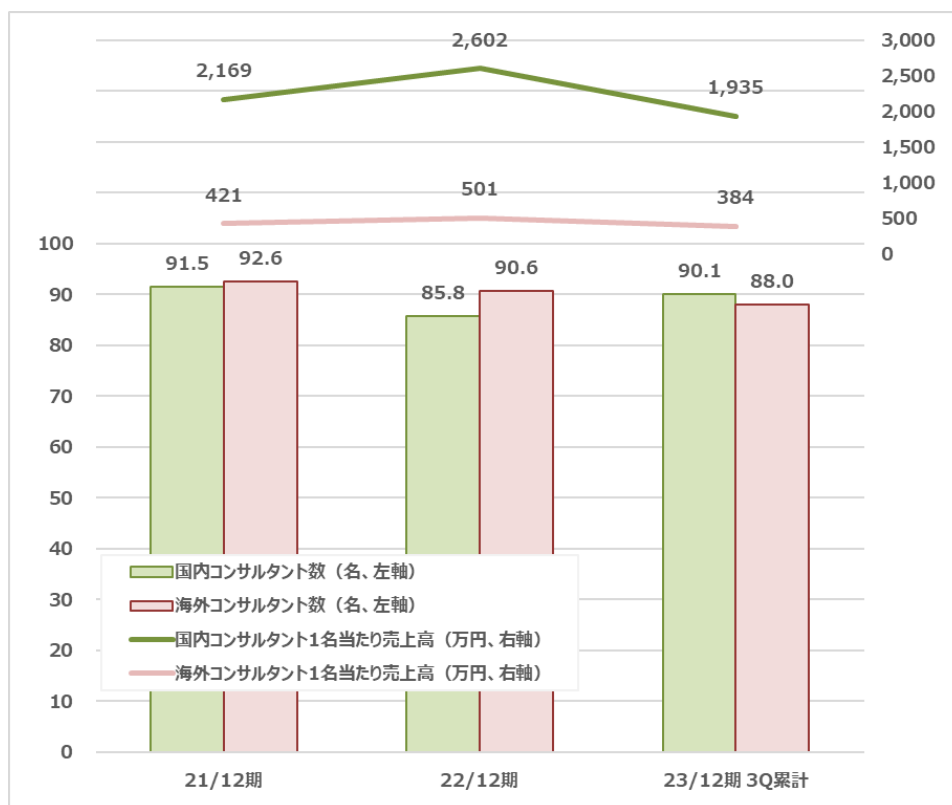
同社は特定の業種に特化しておらず、国内売上高における顧客企業の業種別売上構成比は小売業・サービス業28%、製造業27%、エネルギー・インフラ16%、情報通信・IT10%、金融保険業8%、官公庁・地方公共団体3%、その他9%となっており、顧客業種は分散されている。また、国内売上高の顧客企業の売上規模別構成比は、10億円未満7%、10億円以上100億円未満32%、100億円以上1,000億円未満39%、1,000億円以上19%、官公庁・地方公共団体3%となっている。

また、案件の流入経路は、同社の国内売上高の36%が未上場企業への投資を行うプライベート・エクイティ・ファンド経由となっている。

◆ 収益構造

同社の事業はコンサルティングサービス主体であることから、売上高の大半は、コンサルタントの1人当たり売上高とコンサルタントの人数の掛け算で説明がつく。この売上高に対し、コンサルタントの人件費が原価として計上される。

【 図表 2 】 コンサルタント数及びコンサルタント 1 人当たり売上高の推移



(注) コンサルタント数はコンサルタントの各月末人数の合計を会計期間の月数で割って算出  
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 特色・強み

### ◆ エスネットワークスの強み

同社の特色及び強みとして以下の点が挙げられる。

- (1) CFO がカバーする領域のコンサルティングサービスを常駐型で提供する企業が他にはほとんどなく、あったとしても非常に小規模な企業に限られる
- (2) 常駐型の形態をとることで、顧客企業の経営課題の把握が容易となっている。そのため、顧客企業へ深く入り込むことができ、顧客満足度の向上につなげやすく、また、次のコンサルティング案件の発掘等がしやすくなっている
- (3) 実務実行支援ができるコンサルタントを育成する仕組みが確立されている

## 事業環境

### ◆ 国内のビジネスコンサルティング市場

IDC Japan の「国内ビジネスコンサルティング市場予測、2023 年～2027 年」によると、22 年のコンサルティング領域の市場規模は 4,303 億円とされており、これに比べて同社の売上高は 26.5 億円と僅少である。また、今後年平均 9.9%のペースで成長し、27 年には 6,897 億円の市場規模になると予測され

ている。

#### ◆ 競合

同社が主戦場とする CFO 機能の領域では、PwC アドバイザー(東京都千代田区)、デロイトトーマツ ファイナンシャルアドバイザー(東京都千代田区)、KPMG FAS(東京都千代田区)といった大手会計コンサルティングファームが競合先となる。ただし、その多くが非常駐型でのサービス提供と言われており、同社は常駐型でのサービス提供により、競合先との差別化を図っている。

常駐型であることは実行支援に重きを置いていることを意味する。その観点で言えば、実行支援を特徴としてコンサルティングサービスを提供する企業としては、ライズ・コンサルティング・グループ(9168 東証グロース)が挙げられる。ただし、ライズ・コンサルティング・グループは戦略策定、業務改革、IT/DX 推進を扱うことが多く、コンサルティングの分野は同社とは重複することは少ないとされる。

## > 業績

#### ◆ 過去の業績推移

同社は 18/12 期からの業績を開示している(図表 3)。21/12 期からは連結業績を開示している。

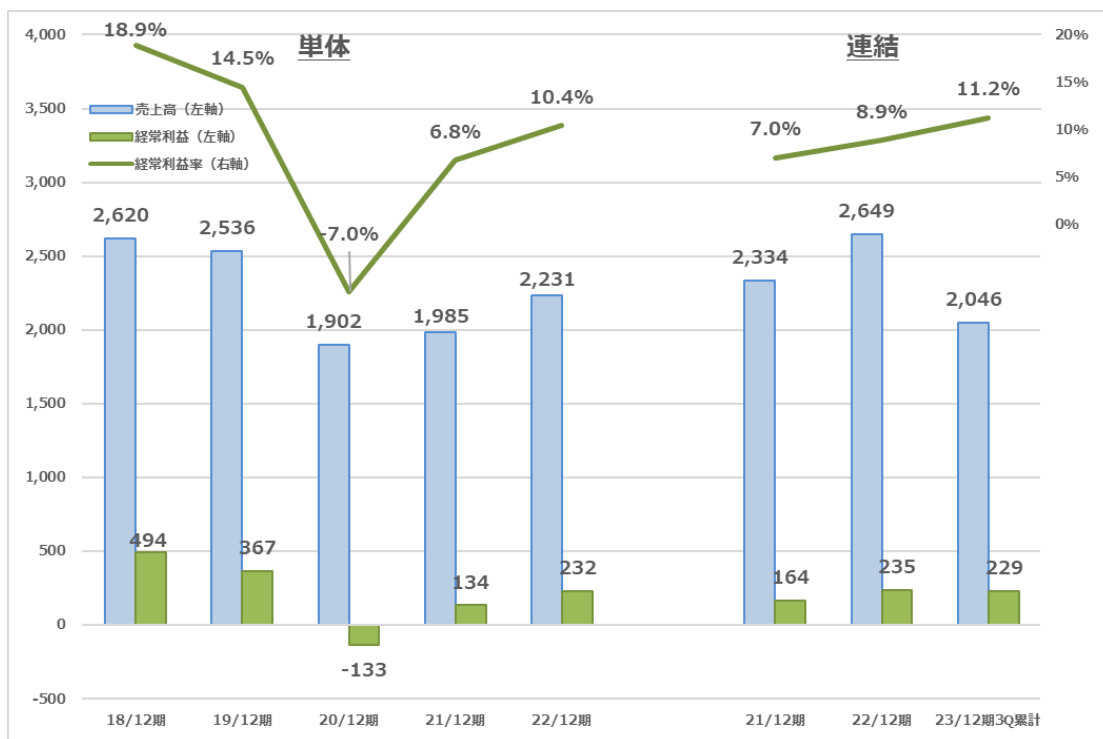
20/12 期より前は M&A のマッチングサービスによる成功報酬型の収益があり、その多寡により業績が変動していた。そのため、成功報酬型の収益が少なかった 19/12 期は前期に比べて減収減益となった。

20/12 期は、新型コロナウイルス禍により常駐型のコンサルティングの実施が難しくなったために減収になったことに加え、計画していた M&A 案件が延期になったために費用が先行したことが響き、経常赤字となった。

21/12 期は新型コロナウイルス禍の影響でリモートワークの活用が進み、コンサルタントの稼働の回復のほか、移動の減少による費用抑制もあって、経常黒字を回復した。一方、単体の売上高の増加が小幅にとどまったのは、リモートワークの浸透で入社機会が少なくなったことが影響してコンサルタントの離職が増えたこと、業界全体でコンサルタントの取り合いが激しくなり採用が進みにくかったこと、M&A 仲介事業から撤退したことが影響したためである。同社の業績において新型コロナウイルス禍の影響が軽微になったと言えるのは 22/12 期であり、単体では売上高経常利益率は 10%台を回復した。

【 図表 3 】 業績推移

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 22年12月期決算

22/12期業績は、売上高2,649百万円(前期比13.5%増)、営業利益198百万円(同49.1%増)、経常利益235百万円(同43.1%増)、親会社株主に帰属する当期純利益143百万円(同16.7%増)となった。

連結修正仕訳前の数値であるが、コンサルティングの区別売上高は、経営支援コンサルティングは前期比約30%増、再生支援コンサルティングは同約20%減、海外進出支援コンサルティング同約17%増となった。経営支援コンサルティングの増収は、新型コロナウイルス禍の影響からの回復に加え、非中核事業であるM&A仲介事業から撤退して実行支援サービスへの選択と集中を進めたことによるものである。

売上総利益率は前期比4.3%ポイント上昇の46.7%となった。人員の増加及びベースアップ等による労務費の増加があったものの、増収率を下回る伸びに留まったためである。また、販売費及び一般管理費(以下、販管費)は同21.3%増となり、売上高販管費率は同2.5%ポイント上昇の39.2%となった。人材採用及び育成のための採用教育費の増加が主な要因である。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比1.8%ポイント上昇の7.5%となった。

なお、経常利益が営業利益を上回っているのは、提携法人からの紹介手数料や為替差益が営業外収益として計上されたためである。

#### ◆ 23年12月期第3四半期累計期間決算

23/12期第3四半期累計期間業績は、売上高2,046百万円、営業利益225百万円、経常利益229百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益138百万円となった(前年同期比の開示はなし)。23/12期会社計画に対する進捗率は、売上高75.3%、営業利益83.7%となっている。

コンサルティングの区分別売上高の開示はないが、再生支援コンサルティングの売上高が増加した。

売上総利益率は47.3%となり、22/12期通期の46.7%より0.6%ポイント上昇した。また、売上高販管費率は36.3%と、22/12期通期の39.2%より2.9%ポイント低下した。人員増に関連する費用の増加が続いているものの、全体的に費用が抑制された。これらの結果、売上高営業利益率は11.0%となった。

#### ◆ 23年12月期会社計画

23/12期の会社計画は、売上高2,718百万円(前期比2.6%増)、営業利益269百万円(同35.8%増)、経常利益248百万円(同5.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益153百万円(同7.2%増)である。

コンサルティングの区分別売上高は、経営支援コンサルティングは前期比0.7%減、再生支援コンサルティングは同20.4%増、海外進出支援コンサルティング同4.6%減を計画している。経営コンサルティングの減収は、前期に成功報酬型のM&A案件が計上されていたが当期には相当するものがないためである。また、海外進出支援コンサルティングの減収は、23年7月に海外子会社を譲渡した影響を織り込んだためである。

売上総利益率は前期比1.0%ポイント低下の45.7%を想定している。主に人員増により、原価に含まれる労務費の増加が要因である。また、販管費は同6.4%減となり、売上高販管費率は同3.4%ポイント低下の35.8%を計画している。人員増に関連する費用の増加が続いているものの、全体的に費用が抑制されることを想定している。

これらの結果、売上高営業利益率は前期比2.4%ポイント上昇の9.9%を計画している。

なお、営業利益の増益率に比べて経常利益の増益率が低くなっているのは、22/12期と23/12期の営業外損益の差異が大きいためである。具体的には、以下の3点を要因としている。



- (1) 22/12 期に計上された提携法人からの紹介手数料に相当するものが 23/12 期にはない
- (2) 為替差益を 22/12 期ほどには見込んでいない
- (3) 上場に伴い 22/12 期にはなかった上場関連費用が 23/12 期に営業外費用として計上される

#### ◆ 成長戦略

同社は、国内でのコンサルティングの拡大を継続させていくことに加え、海外でのコンサルティング及び投資事業を本格化させていくことを、中長期の成長戦略の根幹に据えている。

国内においては、コンサルティング需要が継続的に拡大していくという想定のもと、コンサルタント人員数の増加と、コンサルタント 1 人当たり売上高の増加の両方を図っていくとしている。

海外においては、アウトソーシング業務の拡大を図りつつ、国内で実施しているような経営支援コンサルティングや再生支援コンサルティングを実施していく。また、自前主義にとらわれず、資本提携や業務提携を活用しながらネットワークを構築し、サービス提供エリアを広げていく方針である。

また、コンサルティングサービスの提供先に投資することによって、投資事業としての収益も得ていくことも視野に入れている。

#### > 経営課題/リスク

#### ◆ 採用が思ったように進まない可能性

今後の事業拡大のため、同社はコンサルタントの増員を続けていく方針である。しかし、計画している人員が採用できない場合、想定した成長ができない可能性も考えられる。

【 図表 4 】 財務諸表

損益計算書	2021/12		2022/12		2023/12 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	2,334	100.0	2,649	100.0	2,046	100.0
売上原価	1,344	57.6	1,412	53.3	1,077	52.7
売上総利益	989	42.4	1,237	46.7	969	47.3
販売費及び一般管理費	856	36.7	1,038	39.2	743	36.3
営業利益	133	5.7	198	7.5	225	11.0
営業外収益	39	-	52	-	33	-
営業外費用	8	-	16	-	28	-
経常利益	164	7.0	235	8.9	229	11.2
税引前当期(四半期)純利益	199	8.6	216	8.2	181	8.9
当期(四半期)純利益	122	5.3	143	5.4	138	6.8

貸借対照表	2021/12		2022/12		2023/12 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	1,972	82.2	1,730	72.7	1,542	68.3
現金及び預金	1,671	69.6	1,333	56.0	1,046	46.4
売上債権	202	8.4	273	11.5	273	12.1
棚卸資産	23	1.0	11	0.5	13	0.6
固定資産	427	17.8	649	27.3	714	31.7
有形固定資産	63	2.6	42	1.8	187	8.3
無形固定資産	3	0.1	1	0.1	1	0.1
投資その他の資産	361	15.0	605	25.4	526	23.3
総資産	2,400	100.0	2,379	100.0	2,256	100.0
流動負債	757	31.6	700	29.4	593	26.3
買入債務	-	-	-	-	-	-
固定負債	450	18.8	420	17.7	276	12.3
純資産	1,192	49.7	1,259	52.9	1,386	61.4
自己資本	1,160	48.3	1,210	50.9	1,319	58.5

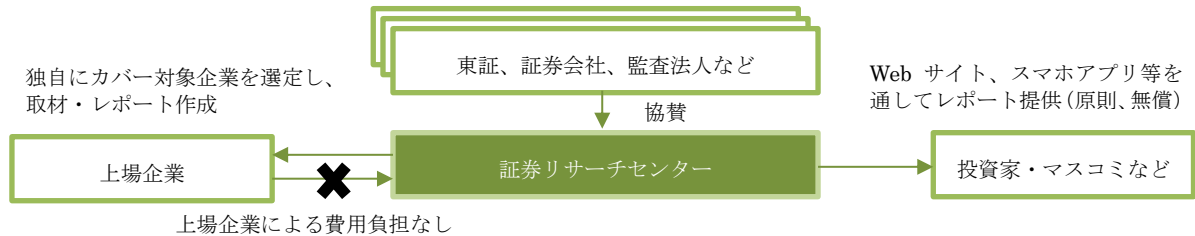
キャッシュ・フロー計算書	2021/12	2022/12
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	218	132
減価償却費	15	23
投資キャッシュ・フロー	149	-315
財務キャッシュ・フロー	-195	-178
配当金の支払額	-119	-112
現金及び現金同等物の増減額	175	-338
現金及び現金同等物の期末残高	1,671	1,333

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 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

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。