

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

アップデート・レポート
2024年3月1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 20240227

オンデック(7360 東証グロース)

発行日: 2024/3/1

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
24 年 11 月期は前期の業績悪化からの回復を目指す事業基盤再強化の期

> 要旨

◆ 会社概要

・オンデック(以下、同社)は、大阪に本拠を置き、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。

◆ 23 年 11 月期決算

・23/11 期決算は、売上高 826 百万円(前期比 38.3%減)、営業損失 200 百万円(前期は 213 百万円の利益)となった。複数の大型案件で規模縮小や成約の期ずれが発生したことに加え、コンサルタントの育成が遅れたことで想定していた成約案件数に至らず、大幅減収になった。

◆ 24 年 11 月期業績予想

・24/11 期業績について、同社は、売上高 1,642 百万円(前期比 98.6%増)、営業利益 235 百万円(前期は 200 百万円の損失)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、24/11 期について売上高 1,638 百万円(前期比 98.1%増)、営業利益 237 百万円と会社計画に近い水準を予想した。成約タイミングが前期から持ち越された案件があることに加え、同社が取り組んでいる組織体制変更の効果により、コンサルタント1人当たり成約案件数等で表される生産性が改善するものと予想した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、25/11 期は前期比 31.9%増収、26/11 期は同 25.3%増収を見込み、売上高営業利益率は26/11 期には 25.6%まで上昇すると予想した。
・23/11 期の業績悪化を受け、同社は、受託から成約までの期間短縮、コンサルタントの生産性向上、新しいコンサルタントの早期育成を目指し、組織体制の変更に着手した。同社では 24/11 期を今後の成長のための事業基盤整備の期と位置づけており、まずは新しい組織体制の定着とその効果に注目したい。

【 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)
2022/11	1,339	72.0	213	393.7	213	486.9	151	563.9	52.8	444.0	0.0
2023/11	826	-38.3	-200	-	-199	-	-152	-	-55.0	331.0	0.0
2024/11 CE	1,642	98.6	235	-	235	-	165	-	63.2	-	0.0
2024/11 E	1,638	98.1	237	-	237	-	166	-	63.5	394.9	0.0
2025/11 E	2,160	31.9	468	97.1	468	97.1	329	97.1	125.9	520.8	0.0
2026/11 E	2,706	25.3	692	47.7	692	47.7	486	47.7	186.0	706.8	0.0

(注) 1. CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

2. 2022/11期より「収益認識に関する会計基準」適用、2022/11期の前期比は「収益認識に関する会計基準」適用前の2021/11期実績との比較

アップデート・レポート

2/20

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: 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

【主要指標】

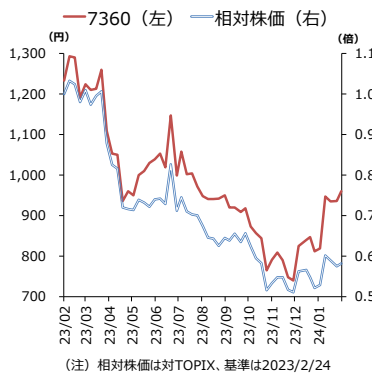
	2024/2/22
株価 (円)	960
発行済株式数 (株)	2,863,500
時価総額 (百万円)	2,748

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	-	15.1	7.6
PBR (倍)	2.9	2.4	1.8
配当利回り (%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-1.0	15.9	-24.1
対TOPIX (%)	-5.1	3.5	-43.1

【株価チャート】



> 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、大阪に本拠を置き、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、23/11 期末時点での M&A 成約案件数は累計で 284 件のぼる。

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

詳細の開示はされていないが、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面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	-	資料作成料(着手金): 30万円	-
	M&A検討用資料作成	-		
マッチングフェーズ	-	情報提供 (ノンネーム情報)	-	無料
	-	関心表明 M&A検討用資料による	-	申込手数料: 10万円
	-	提案及び検討 買収意向表明	-	意向表明報酬: 10万円
エグゼキューションフェーズ	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% *最終契約に至った場合は成功報酬に充当
	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%
備考	-		上記成功報酬率とは別に、案件ごとに 最低手数料を設定	最低手数料は2,000万円 *上記で算出した成功報酬が2,000万円未満 の場合

(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

業界平均では、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。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、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。しかし、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。売り手から受け取る資料作成料（着手金）
- (2) マッチングフェーズで買い手候補が関心表明をした時。買い手から受け取る申込手数料
- (3) マッチングフェーズで検討を重ねた買い手候補が買収意向を表明した時。買い手から受け取る意向表明報酬
- (4) エグゼキューションフェーズで基本合意が締結された時。売り手、買い手双方から受け取る基本合意報酬
- (5) エグゼキューションフェーズで最終契約が締結された時。売り手、買い手双方から受け取る成功報酬

(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%（売り手の場合は最低額 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。なお、買い手に対しては、2,000 万円が最低報酬額となる。

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コンサルタントの労務費が一定金額かかるため、案件規模の大型化は原価率を引き下げる要因となる。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、大型案件が増えると売上高に対する紹介手数料の割合が増える傾向にあり、全体の原価率を押し上げる要因となる。

◆ 「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、品質に関する評価が高まり、紹介件数も増加する。その結果、成約件数の増加につながると同時に、ノウハウと実績を積み上げていくことができる。こうしたキャリアの形成につながる案件を多く経験できる機会を求めて、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、このような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、選択しうるソリューションのオプションを網羅的に提案し、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。

網羅的にソリューションのオプションを提案しようとする、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が、同社はソリューション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としても、網羅的な提案を行うように徹底している。

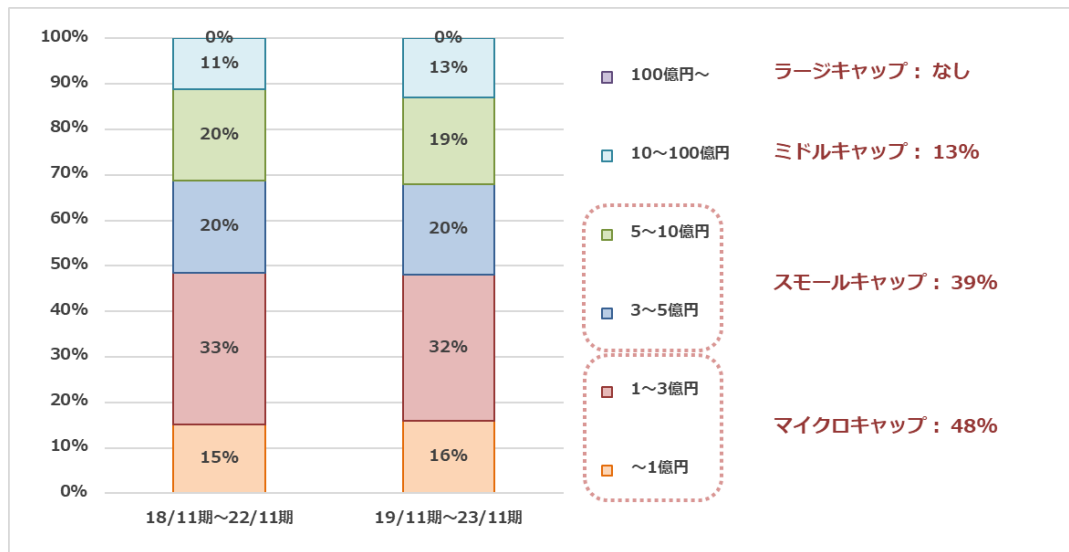
また、同社では必ず1案件を通常2人で担当するようにしている。これも、経験年数の異なるコンサルタント間でのノウハウの共有を促進することで、コンサルタントによって品質の差が生じないようにして、会社全体としてコンサルティングのサービス品質を維持、向上させるための仕組みである。

◆ 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が、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。ただし、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。

19/11期から23/11期までに成約した案件の売り手企業の年商規模別分布を見ると、件数ベースでは、年商3億円未満のマイクロキャップ案件が48%、年商3億円以上10億円未満のスモールキャップ案件が39%、年商10億円以上のミッドキャップ案件が13%を占めている(図表2)。ただし、報酬額については、件数ベースでは13%に過ぎないミッドキャップ案件が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 】 成約案件の年商規模別分布



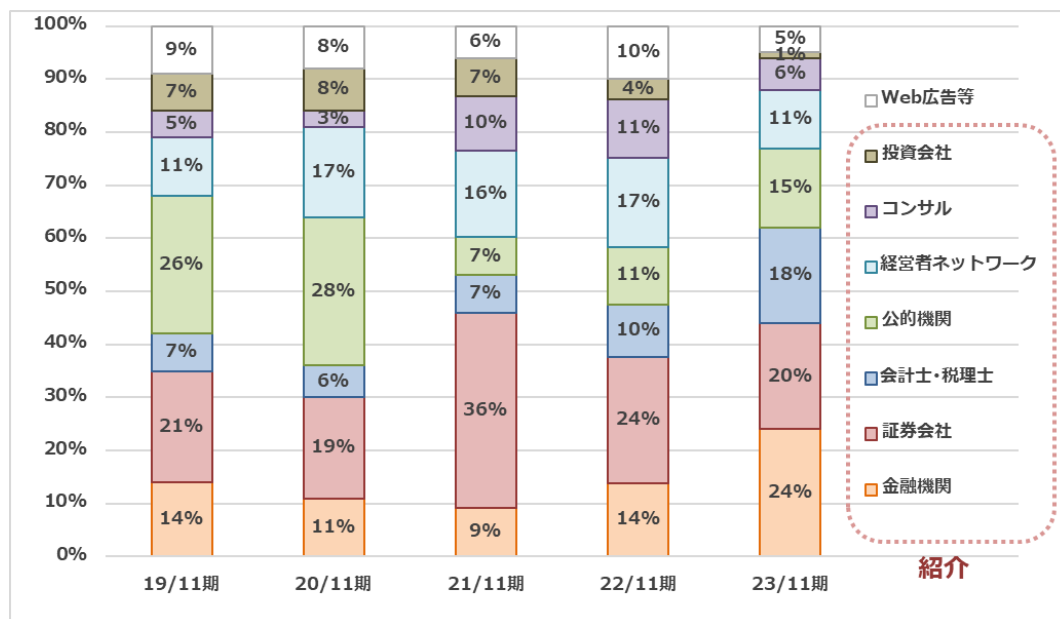
(注) 四捨五入の関係で合計が 100%にならない

(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ているという同社への評価は、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、士業等など 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 9 割以上が連携先からの紹介によるものとなっている(図表 3)。また、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)。

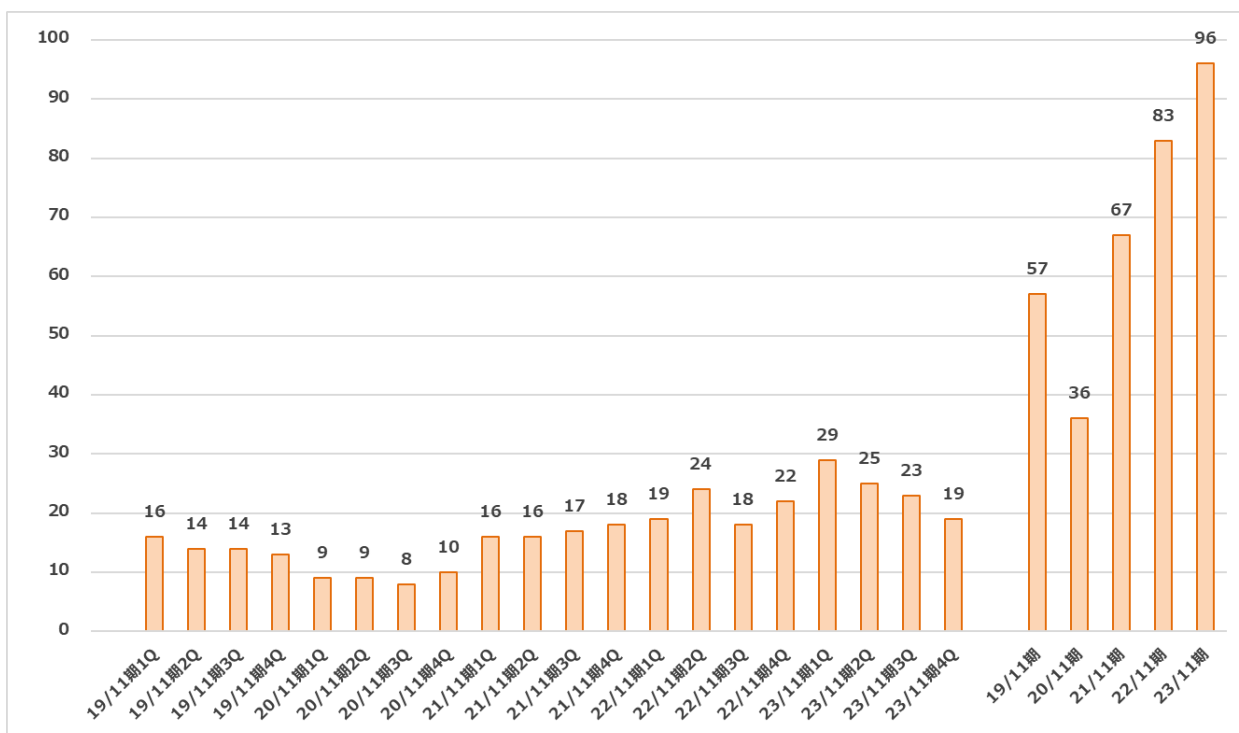
【 図表 3 】 新規受託案件の流入経路別構成比



(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 】 新規受託案件数の推移

(単位: 件)

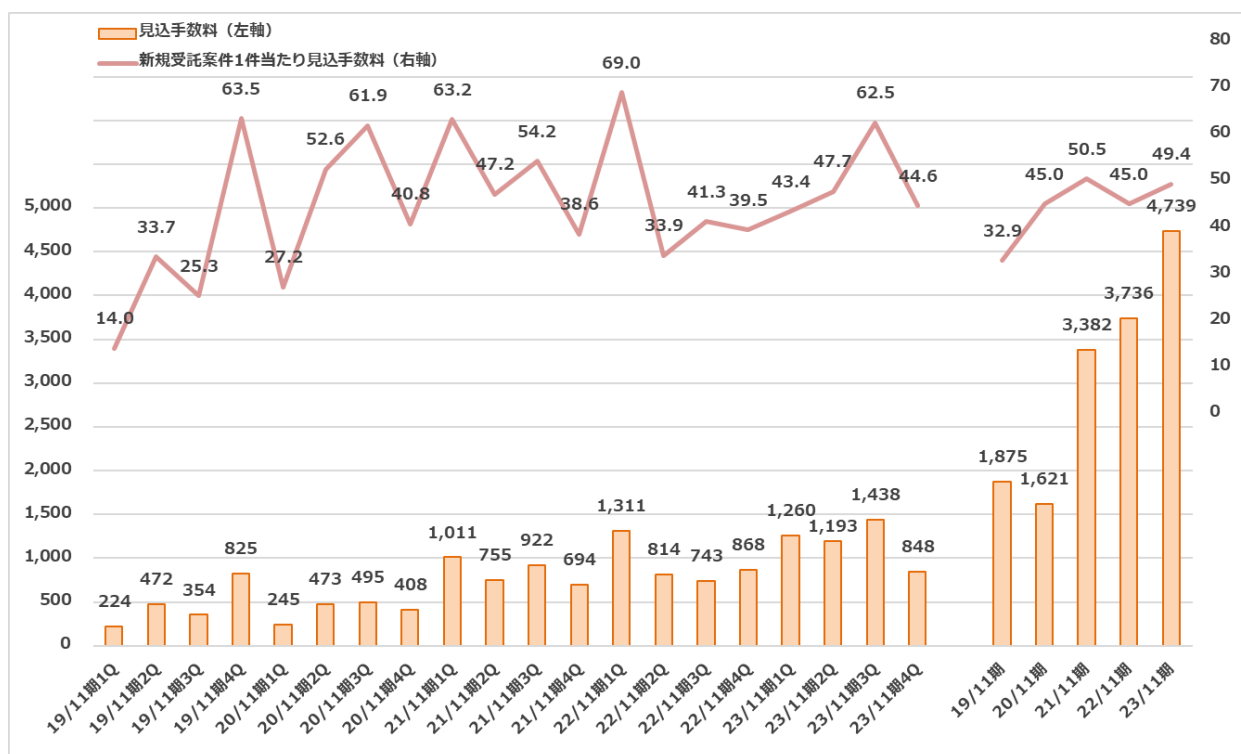


(出所) オンデック決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

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1件当たりの見込手数料は個別の案件規模に影響されるため、四半期ごとの変動は大きい。通期でも、21/11期までは個別の大型案件が牽引する形で上昇していたが、案件数が増えたものの大型案件の受託が少なかった22/11期はいったん低下した。23/11期は再度個別の大型案件が牽引して、21/11期に近い水準まで戻ってきた(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)

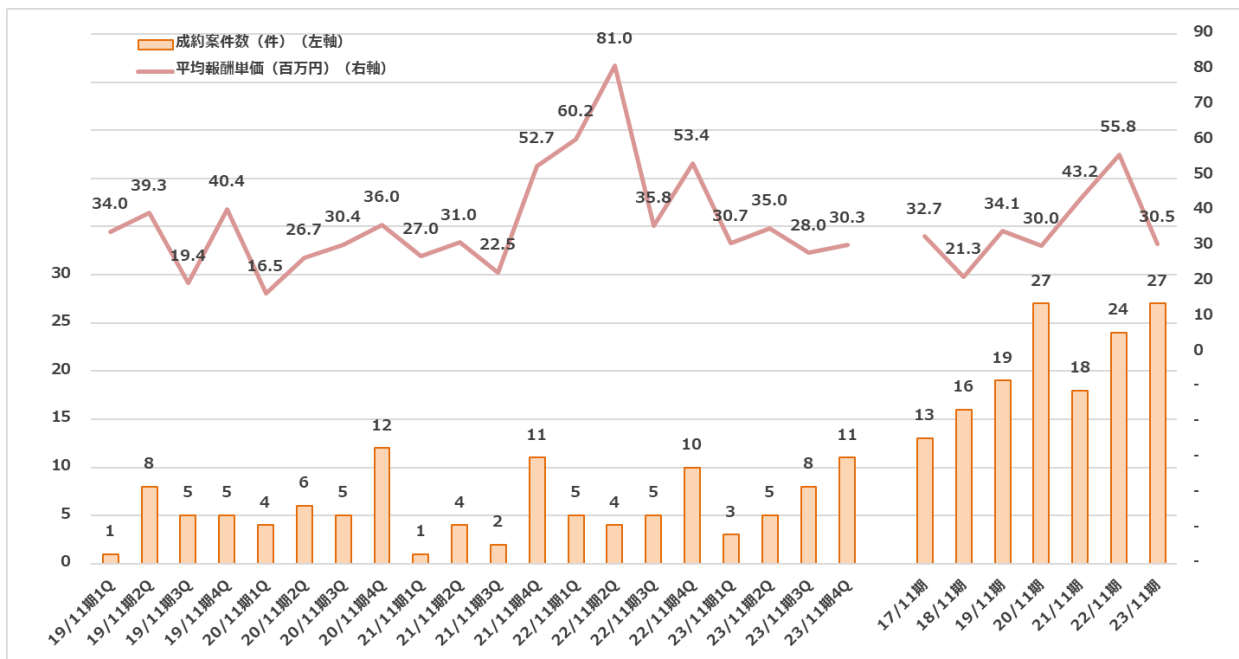


(出所) オンデック決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 成約案件数と平均報酬単価

成約案件数は21/11期は前期比9件減の18件となったが、22/11期は同6件増の24件、23/11期は同3件増の27件まで回復した。一方、平均報酬単価(成約案件1件当たり売上高)は、21/11期43.2百万円、22/11期55.8百万円と上昇が続いたが、大型案件の成約の期ずれ等があった23/11期は30.5百万円となり20/11期の水準まで大きく低下した(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

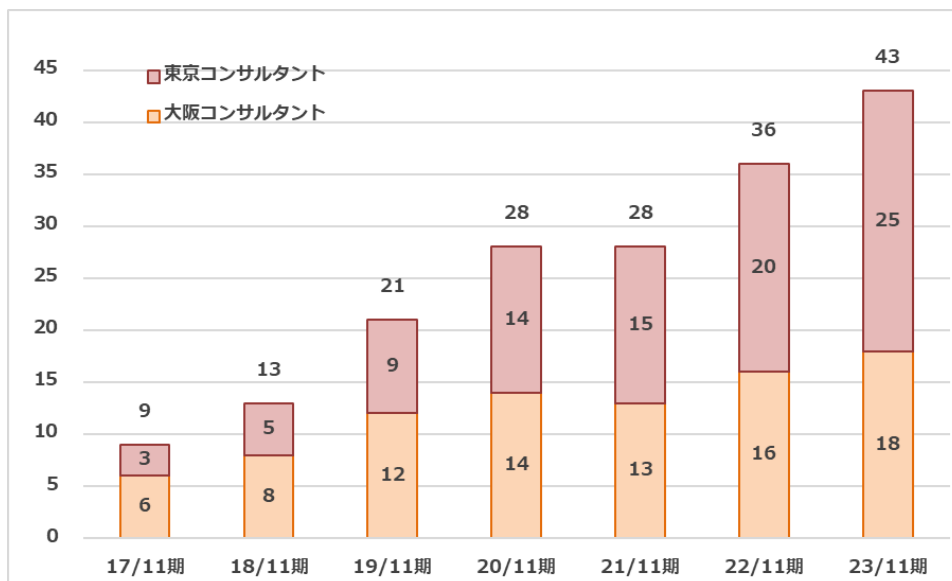
◆ コンサルタント

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36人、23/11 期末43人と増加基調にある(図表7)。なお、コンサルタントは大阪か東京のオフィスに所属しているが、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。

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人当たり成約案件数の推移を図表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人当たり成約案件数は21/11 期まで低下が続き、21/11 期以降は0.6~0.7件台で推移している。コンサルタント1人当たり成約案件数は、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に直結する、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。

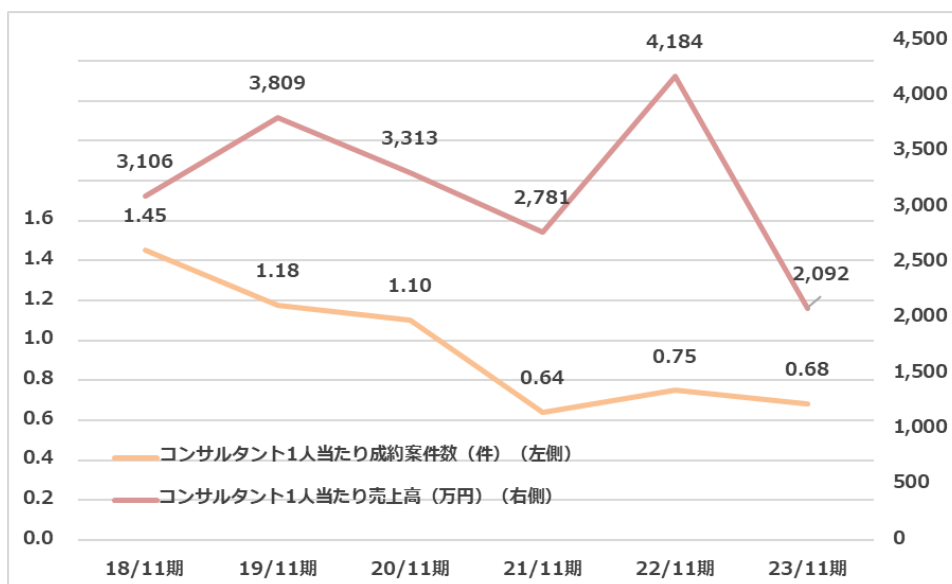
【 図表 7 】 期末コンサルタント数の推移

(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

> 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 9 のようにまとめられる。

【 図表 9 】 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業界のパ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（創業来の累計成約案件数）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 ・創業者でもある2名の代表取締役のコミットメント
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
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

> 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 10 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る。また、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。

人的資本に属するサービス品質第一の姿勢と、それを支える組織資本に属する業務プロセスや案件管理の仕組みは、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。こうして関係資本である顧客基盤が強化されていったが、成約実績の増加に伴い品質第一のサービスのノウハウの蓄積がさらに進み、同社の「好循環成長モデル」が構築されている。

【 図表 10 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値(前回)	数値(今回)
関係資本	顧客 ・サービスの利用実績	・新規受託案件数(売り手の動向)	22/11期83件 23/11期1Q29件	23/11期96件
		・成約案件数	22/11期24件 23/11期1Q3件	23/11期27件
		・創業からの累計成約件数	260件(07年11月~23年2月)	284件(07年11月~23年11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	約95%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人	-----
	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)	全株式売却(23年7月) 帝国データバンク (3.10%) (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)	43人(大阪18人 東京25人)
		・管理部門の人数	18人(23/11期第1四半期末)	20人
		・オフィス	大阪と東京の2カ所	-----
	案件管理	・コンサルタント1人当たり売上高	4,184万円	2,092万円
		・コンサルタント1人当たり成約案件数	0.75件	0.68件
	知的財産 ノウハウ ・サービス品質を基とする好循環成長モデル のノウハウ	・創業以来の年数	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	05年7月の創業より18年経過 07年12月の会社設立より16年経過
・創業からの累計成約案件数	260件(07年11月~23年2月)	284件(07年11月~23年11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	-----
		・創業以来の年数	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	05年7月の創業より18年経過 07年12月の会社設立より16年経過
	従業員 ・企業風土	・従業員数	単体50人	単体59人
		・平均年齢	35.87歳(単体)	35.77歳(単体)
		・平均勤続年数	2.56年(単体)	2.94年(単体)
		・平均年間給与	906万円(単体)	703万円(単体)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は22/11期または22/11期末、今回は23/11期または23/11期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

(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

> 決算概要

◆ 23年11月期は期初会社計画を大きく下回り赤字転落

23/11期業績は、売上高826百万円(前期比38.3%減)、営業損失200百万円(前期は213百万円の利益)、経常損失199百万円(同213百万円の利益)、当期純損失152百万円(同151百万円の利益)となった。期初に公表された会社計画は、売上高1,469百万円(同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)であったが、売上高及び利益ともに計画に対して大幅な未達となった。

売上高の計画未達の要因は大きく2つに分類される。ひとつは案件の成功報酬額や収益の認識タイミングに関するものである。想定よりも成功報酬が少なくなったものや、条件調整に時間を要して契約が翌期にずれ込んだものが発生した。これらは比較的大型の案件であったため、売上高への影響が大きかった。平均報酬単価は、前期の55.8百万円に対し、期初計画では41.9百万円としていたが、実績は30.6百万円となった(図表6)。

もうひとつは、成約件数に関するものである。コンサルタントの採用ペースが遅れたことに加え、育成が思うように進まなかったために、計画していた成約案件数に至らなかった。期末コンサルタント数は、期初計画では46人を想定していたが、実績では43人に留まった。このため、成約案件数は期初計画の35件に対し、実績は前期比3件増の27件に留まった。

売上総利益率は前期比16.4%ポイント低下の36.3%となった。売上高が大きく減少した一方で、原価に含まれるコンサルタントの人件費が前期比1.8%増となったため、売上高人件費率が同16.9%ポイント上昇の43.0%となり、売上総利益率の大幅低下につながった。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、東京オフィスの移転や間接部門の人員増があったものの、前期比1.6%増に留まった。しかし、減収の影響が大きく、売上高販管費率は同23.8%ポイント上昇の60.6%となった。以上の結果、営業損失200万円となった。

> 最近の変化

◆ 新しい組織体制

23/11期の減収のひとつの大きな要因は、受託から成約までの期間が長期化したことにある。この課題の解決に向け、同社は受託から成約までの期間を短縮するために、組織体制の変更を実施した。

これまで同社では、コンサルタントは、ソーシング、マッチング、エグゼキューションの全工程に携わって案件を進めていた。これを新た

に、工程別のチーム編成とした。その結果、あるコンサルタントはソーシング工程に、別のコンサルタントはマッチング工程に集中する、という体制で案件を進めていくこととなった。こうすることで、コンサルタントの生産性の向上を図るとともに、いったんひとつの工程に集中して作業をすることで、新しいコンサルタントの育成を早めることも意図している。

24/11 期はこの新組織体制が定着し、コンサルタントの生産性向上、受託から成約までの時間短縮、コンサルタントの育成スピードの向上といった狙った効果が得られるかどうかが焦点となる。

◇ 今後の業績見通し

◆ 24 年 11 月期会社計画

24/11 期の会社計画は、売上高 1,642 百万円（前期比 98.6%増）、営業利益 235 百万円（前期は 200 百万円の損失）、経常利益 235 百万円（同 199 百万円の損失）、当期純利益 165 百万円（同 152 百万円の損失）である（図表 11）。

24/11 期の成約案件数は前期比 15 件増の 42 件、コンサルタント数は前期末比 4 人増の 47 人を計画している。以上から、コンサルタント 1 人当たり成約案件数は前期の 0.68 件に対して 0.93 件、コンサルタント 1 人当たり売上高は同 74.2%増の 36.4 百万円、平均報酬単価は同 27.5%増の 39.0 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）。上述の新組織体制の定着を優先して、コンサルタントの増員は小幅に抑え、コンサルタント 1 人当たり成約案件数に表れるコンサルタントの生産性向上に重きを置いた前提となっている。

原価及び販管費の内訳の開示はないが、大幅増収による売上総利益率の改善を見込んでいるようである。また、東京オフィスの移転によるオフィス賃料の増加が通年にわたることや、間接部門が増員されることから、販管費の増加を計画していると見られる。しかし大幅増収により、売上高販管費率の低下が見込まれよう。売上総利益率の改善と売上高販管費率の低下により、24/11 期は営業黒字を回復し、売上高営業利益率は同 38.6%ポイント上昇の 14.3%と同社は計画している。

【 図表 11 】 オンデックの 24 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			
	19/11期 実績	20/11期 実績	21/11期 実績	22/11期 実績	23/11期 実績	24/11期会社計画	
							前期比
売上高	647	811	778	1,339	826	1,642	98.6%
成約案件数 (件)	19	27	18	24	27	42	55.6%
コンサルタント数 (人)	20	28	28	36	43	47	9.3%
コンサルタント1人当たり成約案件数 (件)	1.25	1.15	0.64	0.75	0.68	0.93	36.5%
コンサルタント1人当たり売上高	40.4	34.5	27.8	41.8	20.9	36.4	74.2%
平均報酬単価 (成約案件1件当たり売上高)	32.3	30.0	43.2	55.7	30.6	39.0	27.5%
売上総利益	374	409	390	706	299	-	-
売上総利益率	57.8%	50.4%	50.2%	52.7%	36.3%	-	-
販売費及び一般管理費	252	260	347	492	500	-	-
売上高販管費率	39.0%	32.0%	44.6%	36.8%	60.6%	-	-
営業利益	121	149	43	213	-200	235	-
売上高営業利益率	18.8%	18.4%	5.5%	15.9%	-24.3%	14.3%	-
経常利益	122	137	36	213	-199	235	-
売上高経常利益率	18.8%	16.9%	4.7%	15.9%	-24.1%	14.3%	-
当期純利益	78	89	22	151	-152	165	-
売上高当期純利益率	12.1%	11.0%	2.9%	11.3%	-18.5%	10.0%	-

(注) 1. 22/11 期より「収益認識に関する会計基準」適用

2. 「コンサルタント1人当たり成約案件数」「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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年11月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、23/11 期の実績を踏まえ、24/11 期以降の業績予想を見直すとともに、26/11 期の業績予想を新たに策定した。

同社の 24/11 期業績について、売上高 1,638 百万円(前期比 98.1%増)、営業利益 237 百万円(前期は 200 百万円の損失)、経常利益 237 百万円(同 199 百万円の損失)、当期純利益 166 百万円(同 152 百万円の損失)と、会社計画と同水準を予想した(図表 12)。

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) 成約案件数は、新規受託案件数と期末受託残案件数を考慮して予想した。新規受託案件数は前期比 15 件増の 111 件、成約案件数は同 15 件増の 42 件とした(会社計画も 42 件)。期末コンサルタント数は会社計画と同じ前期末比 4 人増の 47 人とした。これらより、期中平均コンサルタント数 45 人、コンサルタント 1 人当たり成約案件数 0.93 件(前期は 0.68 件)とした。

- (2) 平均報酬単価は、前期の 30.6 百万円に対し、前期に予定されていた比較的大型の案件の成約が当期にずれ込むこともあり、前期を上回る 39.0 百万円と予想した。
- (3) 売上総利益率は前期比 13.8%ポイント上昇の 50.1%とした。原価の中で大きなウェイトを占める人件費については、コンサルタント 1 人当たり人件費(期中平均ベース)を、22/11 期 10.9 百万円、23/11 期 8.9 百万円の実績に対し、24/11 期は 22/11 期の水準に近い 10.5 百万円にまで戻ると想定したが、増収率の方がはるかに高いため、原価に含まれる人件費負担は大きく低下するものとした。また、案件紹介料の売上高に対する割合は、大型案件が増える想定のため、22/11 期 20.3%、23/11 期 18.7%に対し、24/11 期は前期並みの 19.0%と予想した。
- (4) 販管費は、人員増による人件費の増加等を織り込んで前期比 16.3%増としたが、増収効果により売上高販管費率は同 25.1%ポイント低下の 35.5%と予想した。
- (5) これらの結果、24/11 期の売上高営業利益率は前期比 38.8%ポイント上昇の 14.5%と予想した(会社計画は 14.3%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：25 年 11 月期以降

25/11 期は前期比 31.9%増収、26/11 期は同 25.3%増収を予想した。成約案件数は 25/11 期は同 12 件増の 54 件、26/11 期は同 12 件増の 66 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、25/11 期 40.0 百万円、26/11 期 41.0 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 25/11 期末 55 人、26/11 期末 65 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 25/11 期 51.2%、26/11 期 51.3%とした。また、販管費は人件費の増加等を想定して、25/11 期が前期比 9.7%増、26/11 期が同 9.0%増とし、売上高販管費率は 25/11 期 29.6%、26/11 期 25.7%とした。

これらの結果、売上高営業利益率は 25/11 期 21.7%、26/11 期 25.6%へと上昇していくものと予想した。

【 図表 12 】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					
	20/11期	21/11期	22/11期	23/11期	24/11期CE	24/11期E	24/11期E	25/11期E	25/11期E	26/11期E
					(今回)	(今回)	(前回)	(今回)	(前回)	(今回)
損益計算書										
売上高	811	778	1,339	826	1,642	1,638	1,849	2,160	2,288	2,706
前期比	25.4%	-4.1%	72.0%	-38.3%	98.6%	98.1%	25.8%	31.9%	23.7%	25.3%
収益別										
基本合意報酬	-	-	73	83	-	147	133	189	161	231
構成比	-	-	5.5%	10.1%	-	9.0%	7.2%	8.8%	7.0%	8.5%
成功報酬	-	-	1,224	670	-	1,386	1,668	1,863	2,080	2,376
構成比	-	-	91.4%	81.1%	-	84.6%	90.2%	86.3%	90.9%	87.8%
その他	-	-	41	72	-	105	47	108	46	99
構成比	-	-	3.1%	8.7%	-	6.4%	2.6%	5.0%	2.0%	3.7%
主要KPI										
新規受託件数(件)	36	67	83	96	-	111	113	128	128	147
期末受託残件数(件)	0	93	119	開示なし	-	-	166	-	187	-
成約件数(件)	27	18	24	27	42	42	43	54	52	66
前期比増減数(件)	7	-9	6	3	15	15	8	12	9	12
コンサルタント数(期末)(人)	28	28	36	43	47	47	56	55	66	65
前期末比純増数(人)	9	0	8	7	4	4	10	8	10	10
コンサルタント1人当たり成約件数(件)	1.15	0.64	0.75	0.68	0.93	0.93	0.84	1.06	0.85	1.10
コンサルタント1人当たり売上高	34.5	27.8	41.8	20.9	36.4	36.4	36.2	42.3	37.5	45.1
平均報酬単価(成約1件当たり売上高)	30.0	43.2	55.7	30.6	39.0	39.0	43.0	40.0	44.0	41.0
売上総利益	409	390	706	299	-	819	927	1,106	1,147	1,387
前期比	9.5%	-4.6%	80.8%	-57.5%	-	173.3%	24.7%	35.0%	23.8%	25.4%
売上総利益率	50.4%	50.2%	52.7%	36.3%	-	50.1%	50.2%	51.2%	50.2%	51.3%
販売費及び一般管理費	260	347	492	500	-	582	568	638	625	695
前期比	2.9%	33.6%	41.9%	1.6%	-	16.3%	7.4%	9.7%	9.9%	9.0%
売上高販管費率	32.0%	44.6%	36.8%	60.6%	-	35.5%	30.8%	29.6%	27.3%	25.7%
営業利益	149	43	213	-200	235	237	358	468	522	692
前期比	23.1%	-71.1%	393.7%	-	-	-	67.5%	97.1%	45.8%	47.7%
売上高営業利益率	18.4%	5.5%	15.9%	-24.3%	14.3%	14.5%	19.4%	21.7%	22.8%	25.6%
経常利益	137	36	213	-199	235	237	358	468	522	692
前期比	12.7%	-73.6%	486.9%	-	-	-	67.4%	97.1%	45.7%	47.7%
売上高経常利益率	16.9%	4.7%	15.9%	-24.1%	14.3%	14.5%	19.4%	21.7%	22.9%	25.6%
当期純利益	89	22	151	-152	165	166	255	329	372	486
前期比	14.6%	-74.5%	563.9%	-	-	-	67.4%	97.1%	45.7%	47.7%
売上高当期純利益率	11.0%	5.6%	11.3%	-18.5%	10.0%	10.2%	13.8%	15.2%	16.3%	18.0%

(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「収益認識に関する会計基準」適用。22/11期の前期比は「収益認識に関する会計基準」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 13 】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	21/11期	22/11期	23/11期	24/11期CE	24/11期E	24/11期E	25/11期E	25/11期E	26/11期E
					(今回)	(前回)	(今回)	(前回)		
貸借対照表										
現金及び預金	594	1,067	1,376	520	-	608	1,729	931	2,144	1,408
売掛金	191	128	241	141	-	280	332	369	411	462
棚卸資産	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	15	33	34	136	-	136	34	136	34	136
流動資産	801	1,229	1,651	799	-	1,024	2,096	1,437	2,590	2,007
有形固定資産	7	28	28	59	-	57	24	55	22	53
無形固定資産	4	2	1	0	-	0	1	0	1	0
投資その他の資産	65	68	93	164	-	164	93	164	93	164
固定資産	78	100	123	225	-	223	119	221	117	219
資産合計	879	1,330	1,774	1,024	-	1,248	2,215	1,658	2,708	2,226
買掛金	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金	136	114	286	93	-	114	369	151	457	189
未払費用	31	20	29	30	-	32	36	43	45	54
未払法人税等	41	-	94	2	-	35	51	69	75	103
短期借入金	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	35	34	14	-	-	0	0	0	0	0
その他	28	15	67	10	-	10	67	10	67	10
流動負債	273	185	493	136	-	193	526	274	646	357
長期借入金	48	14	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	5	10	10	22	-	22	10	22	10	22
固定負債	53	24	10	22	-	22	10	22	10	22
純資産合計	551	1,120	1,271	865	-	1,032	1,679	1,361	2,051	1,847
(自己資本)	551	1,120	1,271	865	-	1,032	1,679	1,361	2,051	1,847
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	137	36	213	-199	-	237	358	468	522	692
減価償却費	3	8	7	18	-	6	6	6	6	6
売上債権の増減額 (-は増加)	-189	62	-112	99	-	-138	-68	-89	-79	-93
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金の増減額 (-は減少)	61	-24	175	-191	-	20	75	36	87	38
法人税等の支払額	-62	-73	18	-133	-	-37	-94	-105	-126	-172
その他	23	-18	45	-102	-	2	7	10	8	10
営業活動によるキャッシュ・フロー	-25	-7	347	-509	-	91	285	327	419	481
有形固定資産の取得による支出	0	-15	-9	-26	-	-1	-1	-1	-1	-1
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-1	-	-	-	-	-3	-3	-3	-3	-3
無形固定資産の売却による支出	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
差入保証金の差入/回収による収支	-	-28	3	-46	-	0	0	0	0	0
その他	-40	21	2	-5	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-41	-23	-4	-77	-	-4	-4	-4	-4	-4
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	75	-35	-34	-14	-	0	0	0	0	0
株式の発行による収支	-	539	-	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の取得による支出	-	-	0	-253	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-	-	-	-	-	0	0	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	75	503	-34	-268	-	0	0	0	0	0
換算差額	-	-	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	8	473	308	-855	-	87	281	323	415	477
現金及び現金同等物の期首残高	586	594	1,067	1,376	-	520	1,448	608	1,729	931
現金及び現金同等物の期末残高	594	1,067	1,376	520	-	608	1,729	931	2,144	1,408

(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「収益認識に関する会計基準」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、短期業績が変動する要因となる。

◆ 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、案件数を増やすためにも、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。

◆ 流通株式時価総額で上場維持基準に抵触する可能性について

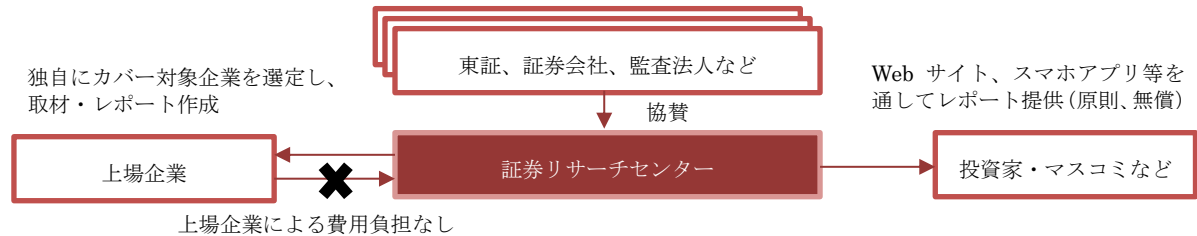
同社が上場する東京証券取引所グロース市場の上場維持基準のひとつとして、所有が固定的でほとんど流通可能性が認められない株式を除いて算出される流通株式の比率が 25.0%以上でなければならないが、23 年 11 月末における同社の流通株式比率は 23.6%と基準を満たしていない。

24 年 11 月末をもって、上場維持基準に係る審査が行われるが、その後 1 年以内にこの上場維持基準に適合しなければ、上場廃止基準に該当する点には留意が必要である。同社では、(1) 株式保有比率が 1% を超える非流通株式の保有者に対して保有株式の一部売却を促す、(2) 既発行のストックオプションの行使を促進することにより、流通株式比率の引き上げを図っていく方針である。

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 Japan 有限責任監査法人	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	公益社団法人日本証券アナリスト協会	

■後援

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

アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。