



東大金融研究会

株式会社シグマクシス (6088)

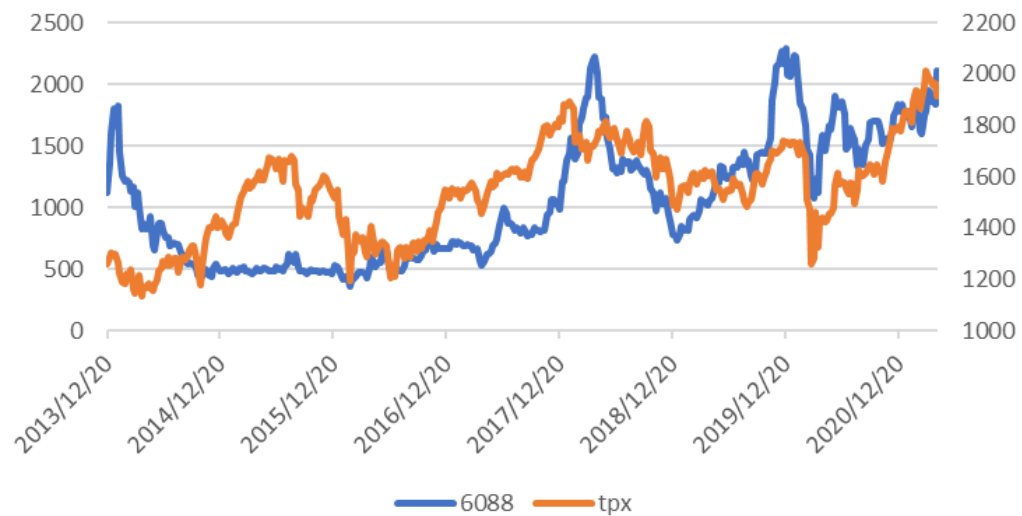


今回のポイント

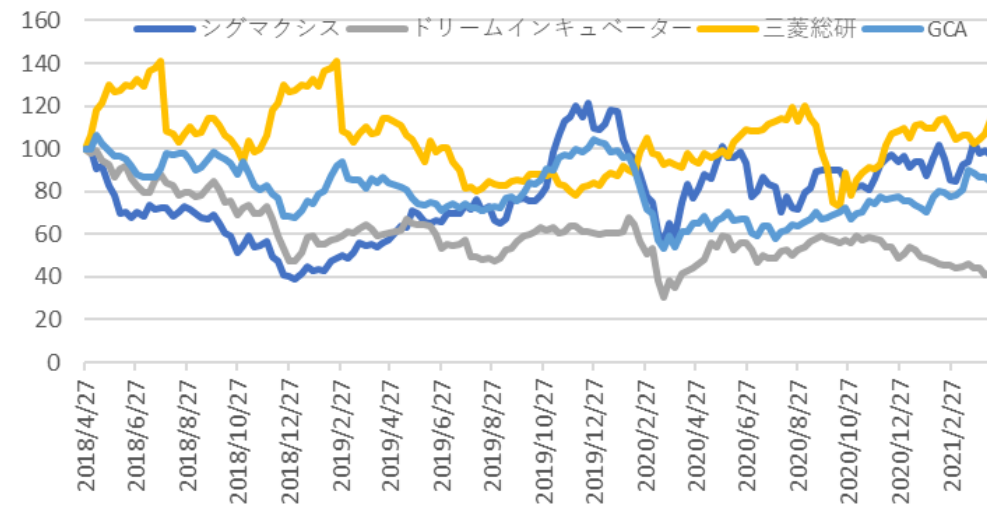
- 1 ; DX化の波の好影響もあり業績が堅調に推移。昨年度はコロナで低調ではあったが、企業としての底力は今期発揮される見込み。売上は前々期並みに戻る一方で、営業利益は同水準を上回る計画。一方で、コンサルタント数の成長はやや物足りない印象もある。。
- 2 ; コンサルティングファーム全体でバリュエーションは高い。一方で、バランスシートにキャッシュが溜まるビジネスモデル。キャッシュ調整後のPERは30倍を割る。
- 3 ; 過去5年で捉えると、資本成長率以上にバランスシートの成長率は高い。同社の事業の成長性は高い。
- 4 ; 経営陣のダイバーシティは進んでいるものの、経営陣全般にやや高齢。

過去の株価推移

過去の株価推移



対競合株価





東大金融研究会

(株) シグマクシス

株価；2,0960円（2021/4/25終値）

時価総額；386.6億円

EV；353.0億円

Valuation

FY22 EBITDA；19.7億円

FY22 EV/EBITDA；17.9x

Net Cash；33.7億円

FY22EPS；57.3円

FY21 PER；32.0x

PBR；7.3x

事業概要

2008年5月設立。独立系ビジネスコンサルティングファーム。企業のデジタル・トランスフォーメーション支援を事業のテーマに据え、事業戦略、業務変革、組織変革、ITシステム構築、デジタルテクノロジーの活用、プロジェクトマネジメント及び新規事業開発のプロフェッショナルを揃えて、社内外の能力を組み合わせたプロジェクトの実行を通して、幅広い産業および企業における価値創造に取り組んでいる。

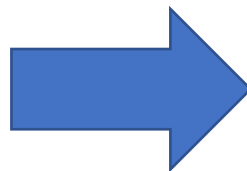
創業時は三菱商事51%、RHJインターナショナル49%のジョイントベンチャー。現在の三菱商事の保有比率は10%以下。全ての案件にハンズオンで取り組み、高いサービスデリバリーと価値の創出にこだわっている。

全てのプロジェクトに対して行われる独自のプロジェクト満足度調査委によるNSI(Net Satisfaction Index)は、過去92－95の高水準で安定していた。結果として約90%のリポート率。

収益は基本的には人員＊稼働率＊単価。現在の平均稼働率目標は65%。コンサルタントは”知恵と知識の再販サービス”であり、基本的にはフロービジネス。当面は生産性をどう上げるか、フロー型以外の収益モデルをいかに増やせるかが成長スピードを上げる鍵。AIやRPAといったテクノロジーで自社のサービスデリバリーを活用すること、コンサルタントの生産性を上げる、間接費の効率化に注力。

事業計画の考え方、見せ方

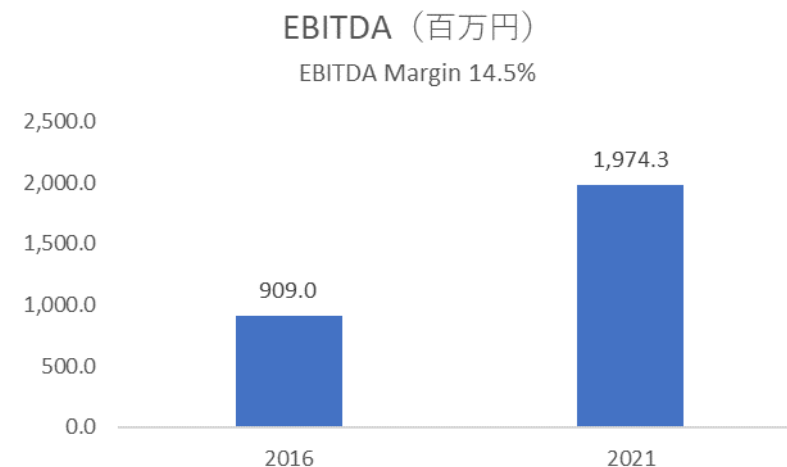
- 手元キャッシュの使途
- コスト内訳の開示
- 売上/利益の関係に対する補足的な表
- コンサルタント数の考え方の提示



- ビジネスモデル上、キャッシュは積み上がるビジネス。ランスシート上のキャッシュをどう使うかについての説明が必要。
- 有価証券報告書には年度ベースでのコスト内訳が記載されているが不十分。
- 売上と利益の相関が非常に低い。どの期間にどれだけの一時的なコストが生じたなどを確認でき参考ベースでも実力値の利益が計算できると読みやすくなる。
- 単価 * 稼働率 * コンサルタント数が基本的な成長の因数分解となるが、それぞれについての考え方が明示されると良い。

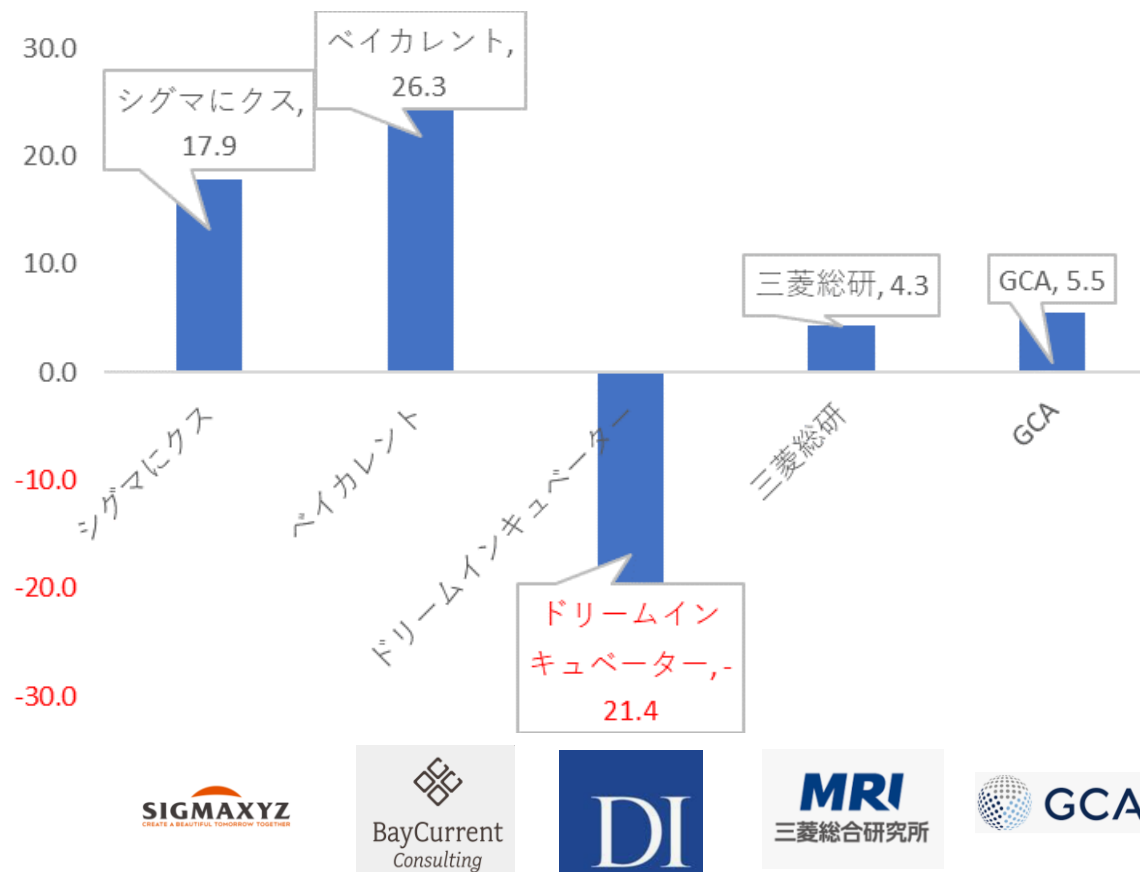
これまでは堅調な業績推移を遂げてきた

三菱商事とRHJインターナショナルとのジョイントベンチャーとして発足し、設立後5年でのスピード上場を果たした。潤沢な資本により当初より多くのコンサルタントを抱え、かつ三菱商事からのプロジェクト案件を確実に受託し、着実な事業成長を遂げてきた。



バリュエーションはやや割高か

FY21 EV/EBITDAの競合比較



DX化の波のあり、コンサルティング会社全体でバリュエーションは近年になく切りあがった。業界全体で割高感が強い。

当社もトップラインの成長はやや物足りないが、バリュエーション的にはかなり評価されている。

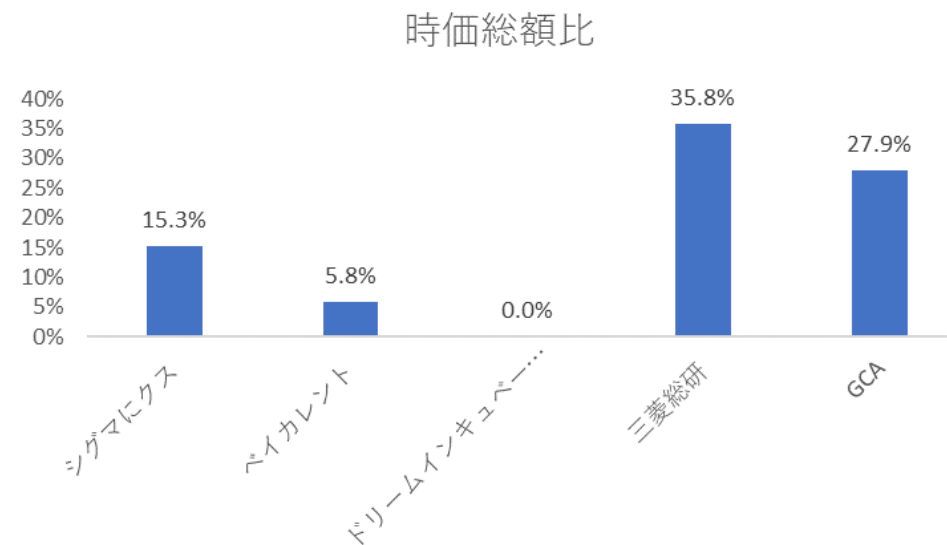
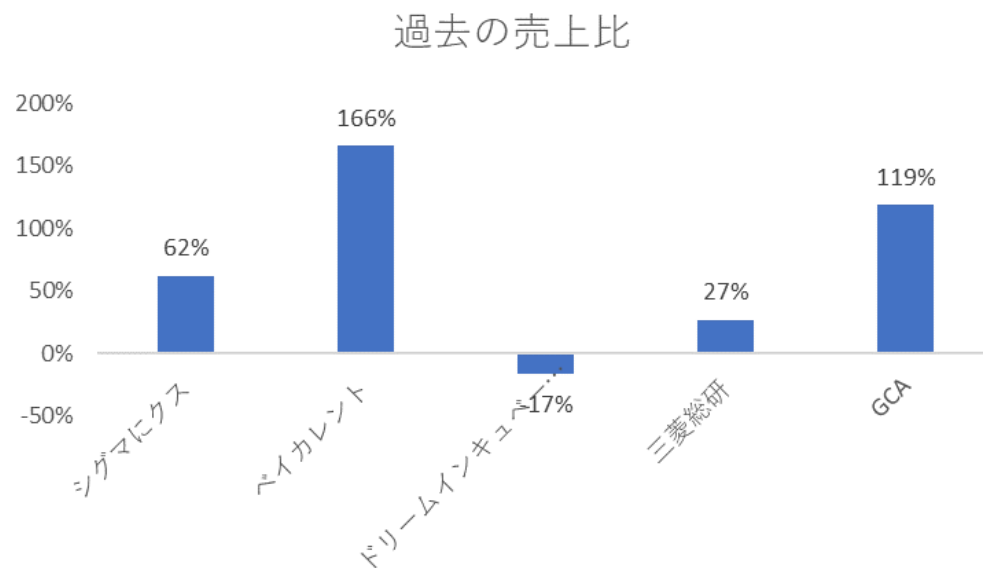
収益性は非常に高い

コンサルティング事業の収益性は、他の事業と比較して高水準。

	シグマにクス		同業他社 ベイカレント		同業他社		評価
	前期(21/3)	今期計画	前期(21/2)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	38.0%		47.2%		45.7%		低い
営業利益率	12.5%	15.6%	31.6%	31.4%	0.1%	-1.2%	平均的
EBITDAマージン	14.1%		33.9%		1.5%		平均的
当期純利益率	8.6%	9.4%	23.4%	22.5%	-0.9%	-1.7%	平均的
収益性							
ROIC	17.4%	20.4%	30.6%	27.9%	-1.5%	-3.3%	高い
WACC	5.0%	5.0%	7.2%	7.4%	5.8%	5.5%	低い
ROE	23.0%	26.1%	38.9%	33.5%	-1.8%	-4.2%	高い
CAPM	6.7%	6.7%	8.8%	8.8%	6.9%	6.9%	低い
財務安定性							
D/Eレシオ	0.88		0.53		0.94		平均的
株主資本比率	53.1%		65.3%		43.1%		平均的
自己資本比率	53.1%		65.3%		40.2%		平均的
当座比率	162.9%		153.0%		41.2%		高い
流動比率	247.5%		213.7%		134.8%		高い
PBR	7.3		15.0		0.9		平均的
投資有価証券比率	9.6%		0.0%		22.6%		平均的
10%変動/OP	5.6%		#DIV/0!				

フリーキャッシュフローは潤沢に創出

コンサルティングのビジネス特性上のキャッシュフロー創出力は高い。当社は、同業の中では平均的。



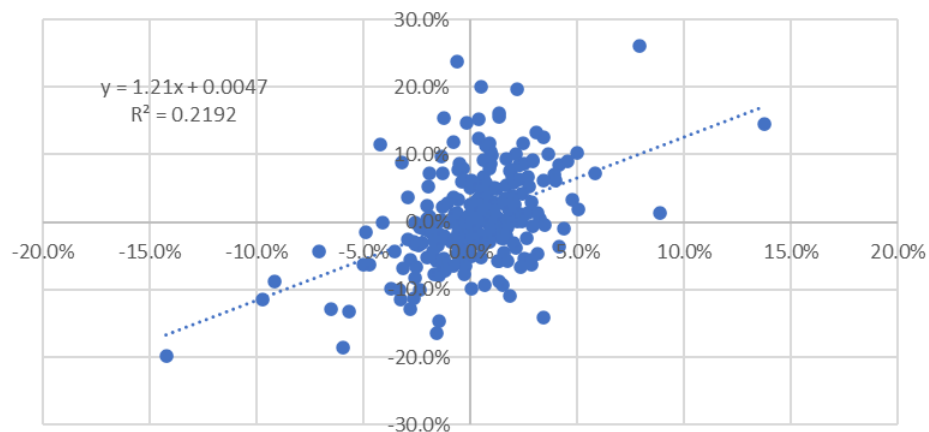


東大金融研究会

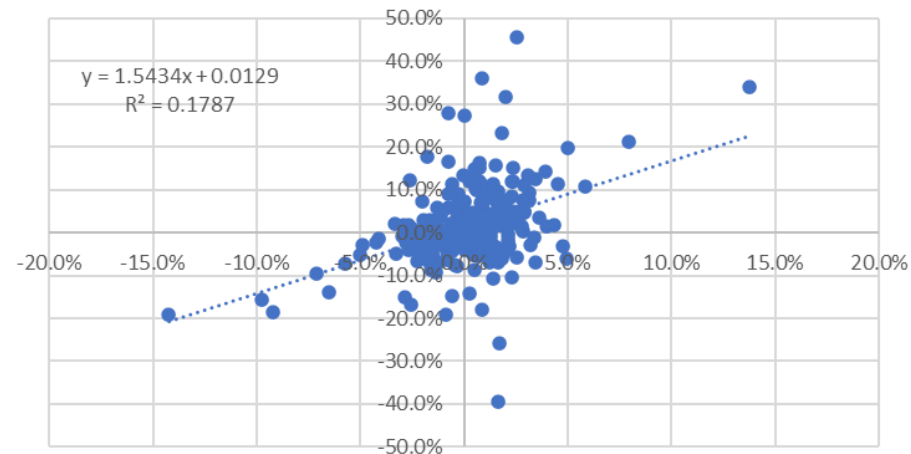
現在の株式βは平均的

当社の株式βは同業他社と比較して平均的。

シグマクス対Topix



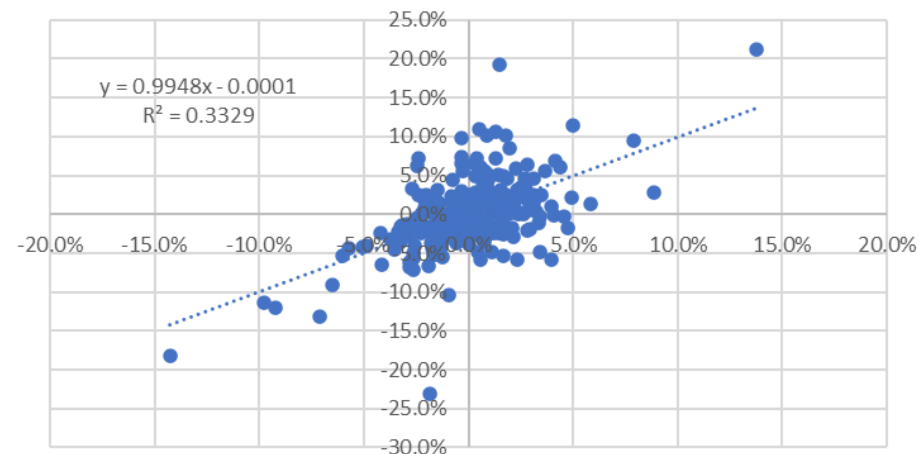
ベйкаレントvsTopix



ドリームインキュベーター対Topix



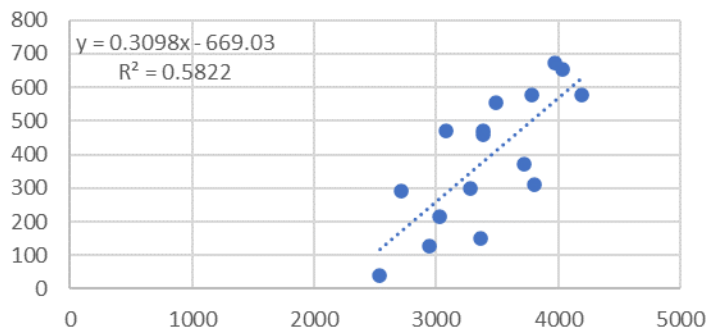
三菱総研対Topix



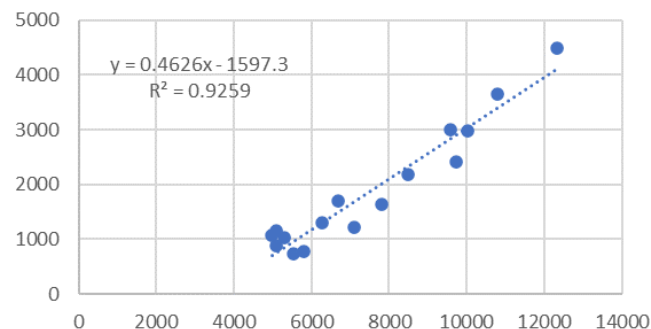
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

コストなどの投下、セグメントのバランスなどにより売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。目指すは修正営業利益ベースでの限界利益率の直線の確からしさ。人材会社の安定度は総体的に低い。

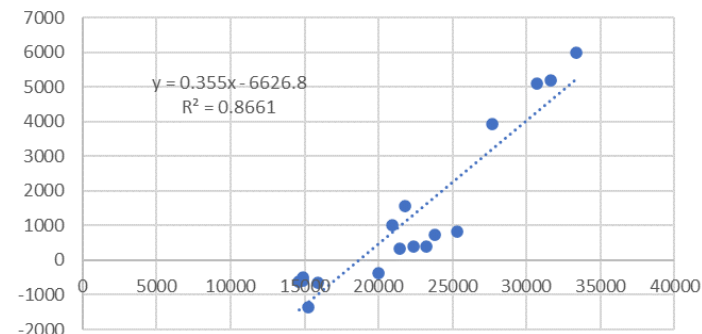
シングマックス



ベйкаレント

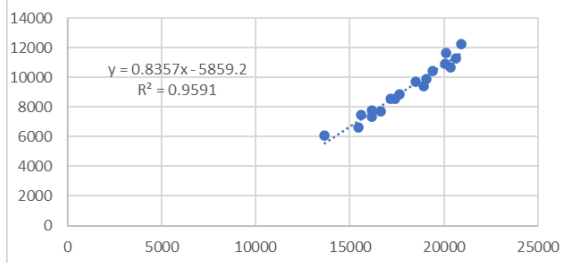


三菱総研

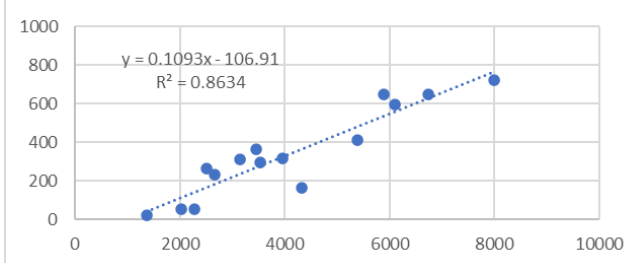


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

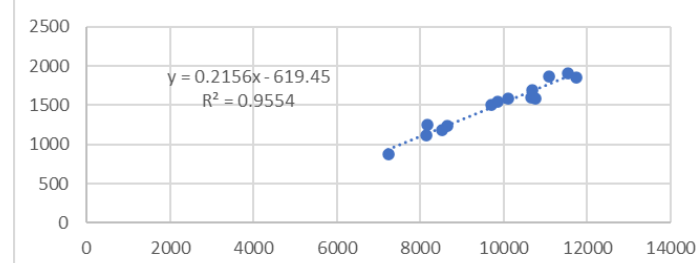
OBIC



Shift



Fullcast



ROEは高水準

ROEは時系列で非常に高く安定感があるものの、対ベイカレントでは利益率の差異が大きい。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
ROA	NA	6.9%	10.4%	11.5%	14.3%	12.1%	29.2%
ROE	NA	8.9%	13.8%	16.1%	21.5%	23.0%	26.1%
売上高純利益率	-3.9%	3.6%	4.9%	5.5%	6.8%	8.8%	8.6%
回転率	NA	1.93	2.12	2.09	2.10	1.92	1.41
レバレッジ	NA	1.29	1.32	1.41	1.50	1.74	1.90

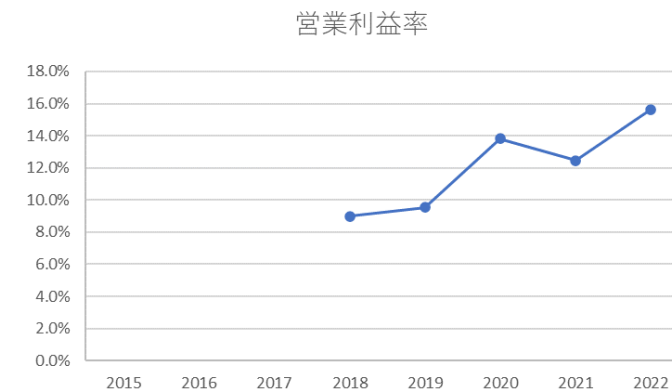
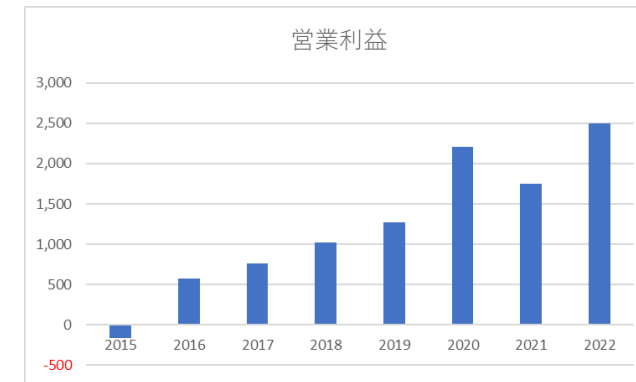
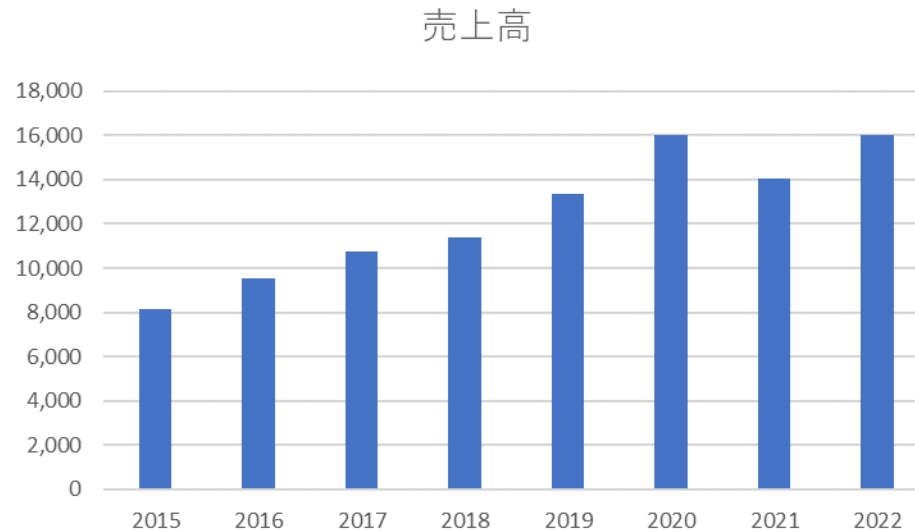
ベイカレントのROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	12.2%	8.2%	10.9%	11.3%	18.7%	24.7%
ROE	28.3%	17.4%	20.4%	19.7%	31.1%	38.9%
売上高純利益率	9.8%	12.2%	14.0%	12.8%	17.9%	23.4%
回転率	1.25	0.67	0.78	0.88	1.04	1.06
レバレッジ	2.31	2.11	1.88	1.75	1.66	1.58

(東大金融研究会作成)

売上高、利益は順調に成長

コロナの影響もあった昨年は業績は落ち込んだものの、今期は前々期並みの売上水準は確保できる計画。一方、コストコントロールの効いた営業利益率は更に上昇しそうで、営業利益では2020年3月期の水準を上回る見込み。

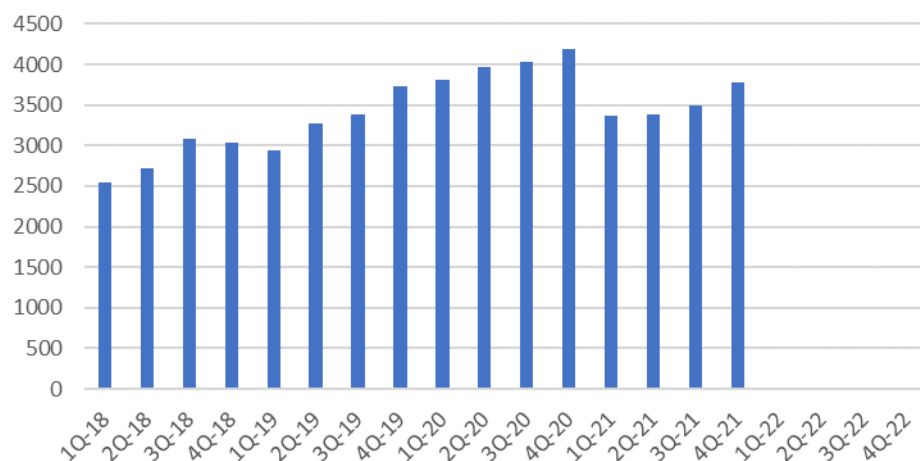


(会社資料より作成)

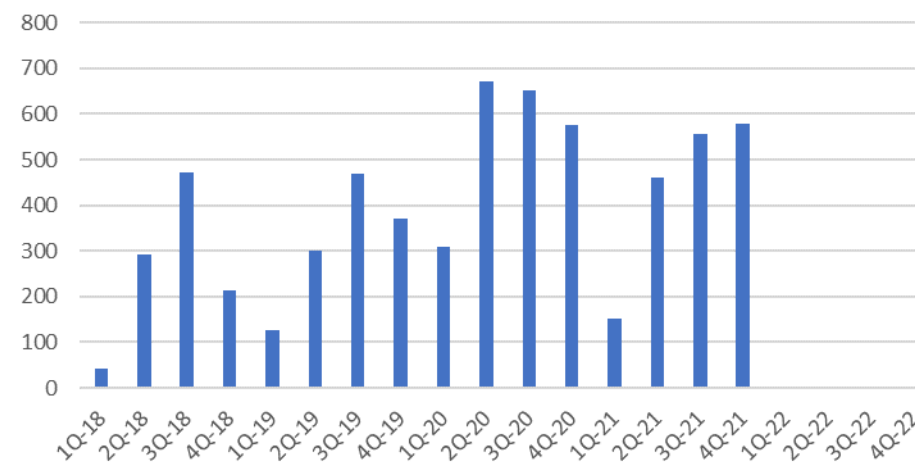
四半期売上は順調に推移

1Qは季節的に利益率が低い。コロナの影響もあったが、前期は尻上がりに利益率は上昇した。

四半期別売上高



四半期別営業利益



10%以上の大口先

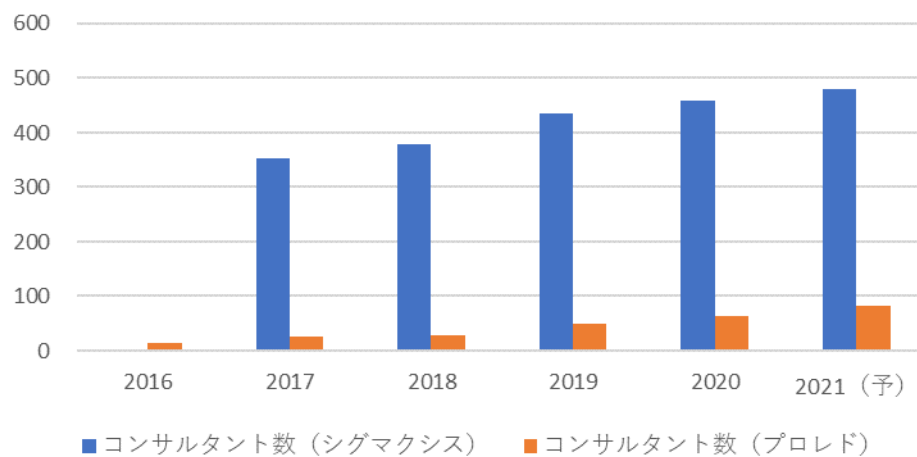
かつて資本的にも業務的にも結びつきの強かった三菱商事は今や10%の以上の大口顧客先には挙がってこない。

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
三菱商事	13.6%	12.5%					
イオンクレジット	12.7%	19.1%	18.2%	14.8%			
JAL			11.4%	13.0%	12.1%	10.7%	10.7%

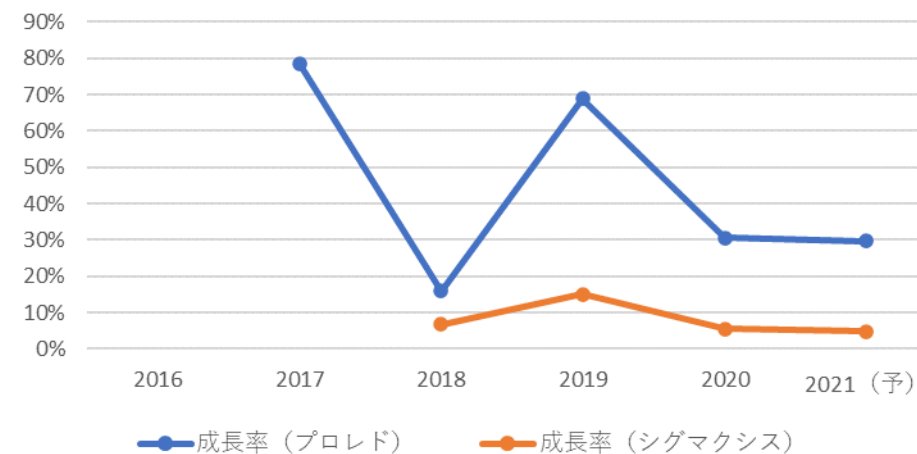
KPI；コンサルタント数

コンサルタントの成長率はやや低調。

コンサルタント数



コンサルタント数成長率



これまでの業績推移

売上高も堅調に伸び利益率も高く、非常に堅固なビジネスモデル。キャッシュフロー創出力が高い。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Net Debt	-819	-1,437	-1,315	-1,852	-1,797	-2,659	-3,365	-3,345
発行済み株式数（百万株）	20	20	20	20	21	21	21	21
株価	492	519	663	1,216	766	2,066	1,832	2,096
時価総額	9,814	10,493	13,437	24,844	16,061	43,526	38,663	44,234
EV	8,996	9,055	12,122	22,992	14,264	40,867	35,297	40,889
EBITDA	20	909	990	1,193	1,465	2,403	2,030	2,369
EBITDA margin	0.2%	9.6%	9.2%	10.5%	11.0%	15.0%	14.5%	14.8%
EV/EBITDA(pre-tax based)		10.0	12.2	19.3	9.7	17.0	17.4	17.3
EBITDA	-6	891	1,023	1,167	1,412	2,449	1,974	2,726
EV/EBITDA(OP based)		10.2	11.9	19.7	10.1	16.7	17.9	15.0
EPS	-16.1	16.8	26.0	30.5	43.4	66.8	57.3	71.1
PER	-30.6	30.8	25.5	39.9	17.7	30.9	32.0	29.5
流動資産	3,625	3,173	3,641	3,502	4,124	6,943	8,016	
現金	845	1,458	1,330	1,868	1,805	4,176	5,276	5,276
受取手形								
売掛金	1,290	1,135	1,339	1,273	1,652	1,912	1,787	
棚卸資産								
投資有価証券	274	770	798	1,314	1,690	1,347	986	
流動負債	1,108	987	1,148	1,324	1,684	3,425	3,239	
買掛金	161	353	409	277	351	356	221	
短期借入金						1,200	1,600	1,600
1年以内返済長期借入								
長期借入	26	20	15	15	8	316	311	331
株主資本	3,830	3,827	3,833	3,902	4,556	5,037	5,463	
その他包括利益	1	4	0	0	0	0	0	
自己資本	3,831	3,831	3,833	3,902	4,556	5,037	5,463	
純資産	3,831	3,831	3,830	3,902	4,556	5,037	5,463	
総資産	4,964	4,903	5,193	5,687	6,998	9,669	10,284	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
売上高	8,156	9,507	10,724	11,369	13,330	16,003	14,024	16,000
粗利売上	#VALUE!	16.6%	12.8%	6.0%	17.2%	20.1%	-12.4%	
売上総利益	2,183	3,095	3,395	4,022	4,713	6,173	5,324	
	26.8%	32.6%	31.7%	35.4%	35.4%	38.6%		
営業利益	-159	574	759	1,021	1,269	2,212	1,748	2,500
	-1.9%	6.0%	7.1%	9.0%	9.5%	13.8%	12.5%	
支払利息	1	1	1	1	1	2	6	
特別利益	0	69	32	0	0	89	147	
特別損失	0	85	119	0	14	77	0	
税前当期利益	-133	574	639	1,047	1,308	2,177	1,945	2,143
親会社に帰属する利益	-321	340	527	623	909	1,407	1,210	1,500
減価償却費	152	316	262	144	141	236	226	226
のれん償却	1	1	1	1	1	1	0	0
金利		4.1%	4.5%	5.9%	6.1%	0.2%	0.3%	0.0%
営業CF	-262	950	1,074	1,245	941	2,336	1,598	
投資CF	-632	-891	-72	-810	-677	-3	285	
FCF	-895	60	1,002	434	264	2,333	1,883	0
従業員数		345	401	434	494	524		
			16.2%	8.2%	13.8%	6.1%	-100.0%	
1名当たり売上		28	27	26	27	31	#DIV/0!	

コストの内訳の開示は可能か

有価証券報告書にはコスト内訳記載されているが十分ではない。

6088シグマにクス	2019	2020	2021
売上	13,330	16,003	14,024
売上原価	8,617	9,830	8,700
経費			
労務費			
外注費			
粗利益	4,713	6,173	5,324
	35.4%	38.6%	38.0%
販管費	3,444	3,961	3,576
広告宣伝費			
人件費	1,070	1,154	0
役員報酬	572	619	
給与手当	485	525	
福利厚生			
租税公課			
退職給付費用			
賞与引当	12	10	
業務委託費	251	397	
交際費	361	377	
減価償却費			
のれん			
研究開発費			
営業利益	1,269	2,212	1,748
	9.5%	13.8%	12.5%

	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	65	61	62
原材料費	0	0	0
労務費	0	0	0
減価償却費	0	0	0
粗利益	35	39	38
販管費	26	25	26
広告宣伝費	0	0	0
人件費	8	7	0
役員報酬	4	4	0
給与手当	4	3	0
福利厚生	0	0	0
租税公課	0	0	0
退職給付費用			
賞与引当	0	0	0
業務委託費	2	2	0
交際費	3	2	0
減価償却費	0	0	0
のれん	0	0	0
研究開発費	0	0	0
営業利益	10	14	12

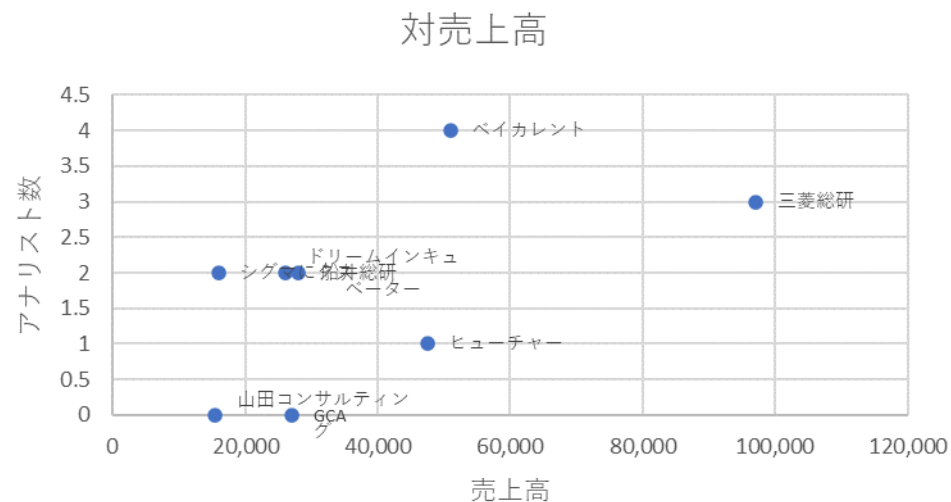


東大金融研究会

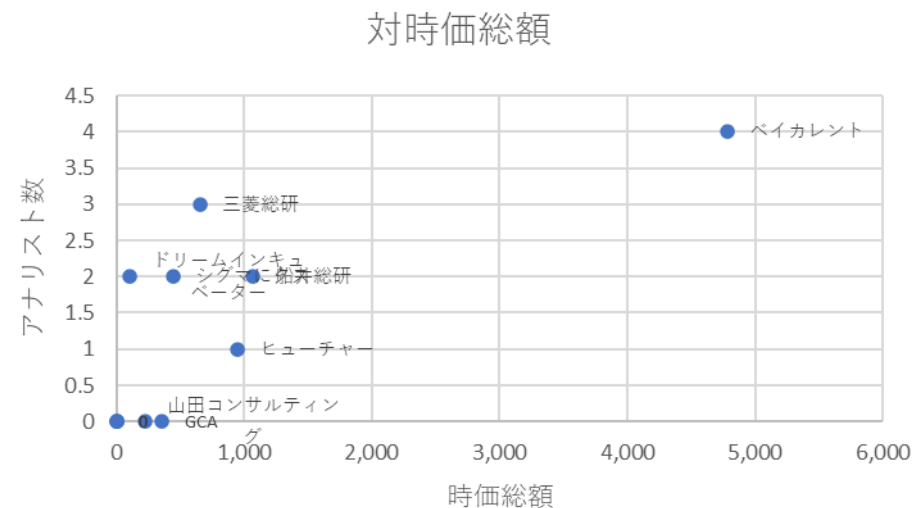
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

セルサイド・アナリストのカバレッジは限界的か。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



ガバナンスの独立性は許容範囲

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は58%にのぼる。ただし、女性役員比率も17%とダイバーシティは進んでいる。一方で、取締役の平均年齢は64.0歳でかなり高い。

役職名		氏名		
代表取締役	会長	倉重英樹	79	男性
取締役	副会長 & COO	鍋島英幸	71	男性
代表取締役	社長	富村隆一	62	男性
常務取締役	CFO	田端信也	58	男性
取締役		柴田憲一	57	男性
取締役		中原広	63	男性
取締役		網谷充弘	65	男性
取締役		疋田秀三	57	男性
取締役		山本麻記子	50	女性
取締役	監査等委員	角南文夫	72	男性
取締役	監査等委員	畑伸郎	65	男性
取締役	監査等委員	大久保丈二	74	男性

(社長選任の株主投票賛成率)

	会社名	株主賛成率
6088	シグマにクス	99.9%
6532	ベイカレント	88.0%
4310	ドリームインキュベーター	96.7%
3636	三菱総研	95.8%
2174	GCA	88.3%

株式売買高は許容範囲

株式売買高は同業他社と比較して平均的。現在の中小型株活況であることから、本来はもう少しあると望ましい。

コンサルティング	売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
6088 jt equi シグマにクス	0.6%	253	120,711	21,104,300
6532 jt equi ベイカレント	1.4%	6,402	218,333	15,541,140
4310 jt equi ドリームインキュベーター	0.2%	26	25,629	10,421,600
3636 jt equi 三菱総研	0.2%	99	25,196	16,424,080
2174 jt equi GCA	0.5%	185	232,282	44,713,900
4792 jt equi 山田コンサルティング	0.3%	70	60,940	19,896,000
4722 jt equi ヒューチャー	0.2%	232	119,019	47,664,000
9757 jt equi 船井総研	0.2%	176	87,936	52,500,000

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

機関投資家の保有は進む。

		保有比率	保有額	株数
みずほフィナンシャル	機関投資家	9.7%	4,292,188,800	2,047,800 ↓
年金積立金管理運用	機関投資家	9.5%	4,187,179,200	1,997,700
インテック	政策	9.4%	4,150,080,000	1,980,000
インターネットイニシアティブ	政策	9.4%	4,150,080,000	1,980,000
有限会社東京共同会計	政策	5.3%	2,328,111,040	1,110,740
Sigmaxyz Inc BIP	会社	5.3%	2,328,111,040	1,110,740 ↑
ハイクレア・インターナショナル	機関投資家	5.1%	2,235,174,400	1,066,400 ↑
ノーザントラスト	機関投資家	4.8%	2,106,689,600	1,005,100 ↑
大和証券グループ本社	機関投資家	4.8%	2,102,078,400	1,002,900 ↓
JPモルガンチェース	機関投資家	4.2%	1,873,054,768	893,633 ↑
りそなアセットマネジメント	機関投資家	4.0%	1,790,403,200	854,200
三井住友トラスト	機関投資家	4.0%	1,773,216,000	846,000 ↓
明治安田生命保険	機関投資家	3.7%	1,622,304,000	774,000 ↓
シグマクシス	会社	2.8%	1,237,528,704	590,424 ↑

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。