

エンジニアのミカタ

採用力を起点とする価値創造の好循環

エグゼクティブサマリー

2026年5月29日

本レポートは、株式会社エンジニアのミカタのエクイティ・ストーリーと主要論点を上場株式投資家の視点で分析し、ベンチャー投資家の皆様に将来のIPOを見据えた投資判断に資する情報を提供することを目的としている。

エンジニアのミカタは、日本のIT人材不足と多重下請け構造を、高還元・案件選択に加えて、独自に開発した100以上のAIエージェントを組み込んだ採用・営業・管理オペレーションを構築することにより再設計する、構造改革型スタートアップである。エンジニアへの高い還元とキャリア選択の自由を競争優位の中核に据え、採用・営業・案件マッチングをデータドリブンに運営することで、細分化されたSES市場におけるスケール型モデルの確立を目指す。

2021年8月のSES事業開始以降、同社は急速に成長している。その成長モデルは、採用力を起点とする価値創造の好循環にある。エンジニア数の増加は案件対応力を高め、案件数の増加は入社率・定着率の改善につながり、規模の拡大は商流改善や高単価案件の獲得を通じて平均単価の上昇余地を生む。さらに、AIエージェントを活用したDX化により採用・営業・管理体制を効率化することで、高還元の維持と高利益成長の実現を目指している。

同社は、創業社長である田代正義氏のリーダーシップのもと、中長期的な事業成長に向けた野心的な目標設定、目標達成に必要な重要テーマと優先順位の明確化、各重要テーマにおける緻密な戦略の策定、徹底した戦略の遂行、必要に応じた戦略の柔軟な見直しを実施しているとCGSは評価している。

本レポートでは、エクイティ・ストーリーに加えて、同社の2031年4月期目標である売上高900億円、営業利益100億円の実現に向けた主要財務指標の見直しを整理し、その主たる変数である①入社率、②退職者数、③平均単価の変動の業績への影響を試算した。また、資金調達時Valuationについて、事業価値評価の基準を主にPre Valuation 200億円に置き、DCF法、売上ARRベースPSR、総利益ARRベースGP倍率により妥当性を検証した。さらに、エクイティ・ストーリーへの理解を深めていただくため、代表取締役CEOの田代正義氏との対談記録と経営幹部5名のメッセージを掲載している。

株式会社 Capital Growth Strategies

チームリサーチ

research@capital-gs.co.jp

CGSについて

株式会社 Capital Growth Strategies (CGS) は、グローバル機関投資家・セルサイドアナリストとして数十年のキャリアを有し、複数の上場企業でも社外役員を務めてきた株式資本市場のプロフェッショナル集団です。上場株式投資家が Valuation ドライバーとして重視する中長期の成長機会と FCF 創出力を詳細に分析した投資家視点のリサーチレポートを執筆しており、GENDA、SHIFT、HENNGE、GA technologies 等のブルーチップグロース企業のリサーチで、株式市場から高い評価を得ています。

目次

エグゼクティブサマリー	01
1) 採用力を起点とする価値創造の好循環	03
2) 売上高 900 億円・営業利益 100 億円実現へのシナリオ	15
3) Valuation Analysis : Pre 200 億円を基準とした事業価値の妥当性検証	22
4) 高成長を支える経営基盤	32
5) リスク要因	34
6) CEO との対談（議事録）	36
7) 経営陣からのメッセージ	42
8) エンジニアのミカタの業績計画	46

1) 採用力を起点とする価値創造の好循環

サマリー：2021年8月にSES事業を開始して以来、エンジニアのミカタは目覚ましい成長を遂げている。同社の魅力は、採用力を起点とする価値創造の好循環にある。エンジニア数の増加は案件獲得力を高め、案件数の増加は入社率・定着率を改善し、規模の拡大は商流改善や高単価案件の獲得を通じて平均単価の上昇につながる。さらに、AIエージェントを組み込んだ採用・営業・管理オペレーションを構築し、販管費の増加を抑制することにより、エンジニアに対する高還元を維持しつつ、飛躍的な利益成長の実現を目指す。

同社は、創業社長である田代正義氏のリーダーシップのもと、中長期的な事業成長に向けた野心的な目標設定、目標達成に必要な重要テーマと優先順位の明確化、各重要テーマにおける緻密な戦略の策定、徹底した戦略の遂行、必要に応じた戦略の柔軟な見直しを実施しているとCGSは評価している。

○本レポートは、株式会社エンジニアのミカタのエクイティ・ストーリーとその主要な論点について分析し、ベンチャー投資家が将来のIPOを見据えた投資判断を行う際に参考となる情報を提供することを目的としている。レポートを作成するにあたり、CGSは同社の経営陣に対して複数回のインタビューを行ったほか、同社の顧問ならびに同社の株主である投資家に対してヒアリングを実施した。また、CGSは同社から事業計画および過去2期分の決算書類を受領し、これらを分析した。

○本章では、エンジニアのミカタの成長可能性を理解するために、まず同社を取り巻く事業環境を整理し、そのうえで同社固有のビジネスモデルと成長ストーリーを解説する。具体的には、①日本のIT人材不足とSES市場の構造、②採用力を起点として案件獲得力、入社率、定着率、平均単価、販管費効率を連動させる成長ストーリー、③SWOT分析の順で整理し、レポートする。

○SES市場は、IT人材不足という追い風を受ける一方、参入障壁が低く競争も激しい。本章では、単なる市場成長ではなく、エンジニアのミカタ固有の事業モデルがどのようにこの厳しい市場構造の中で競争優位を形成し得るのかを中心に説明する。

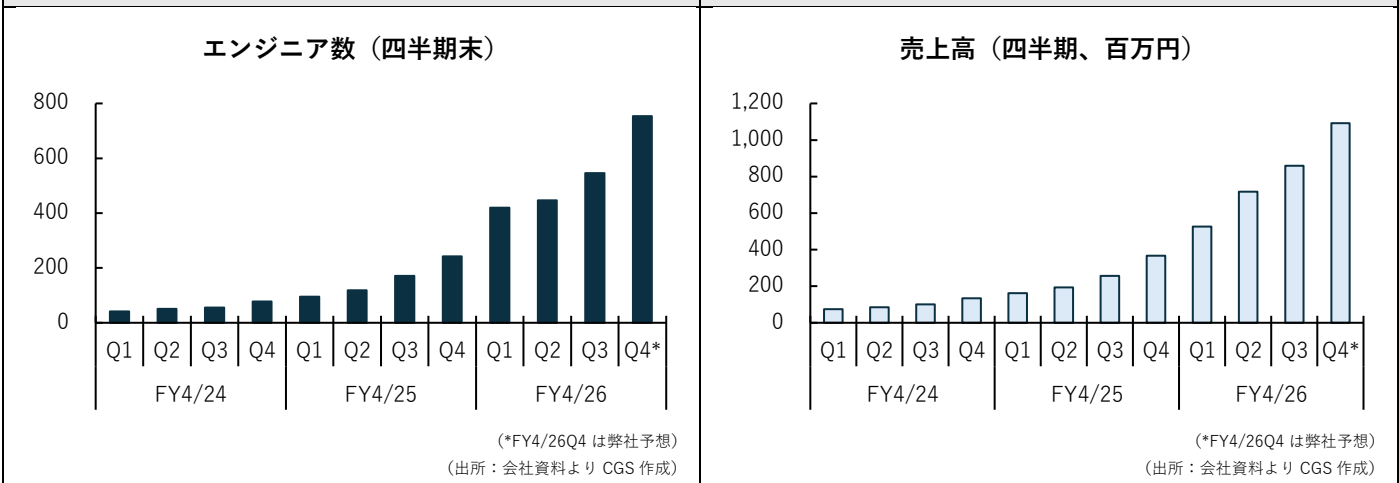
1. 本格的な拡大局面を迎えつつある

○エンジニアのミカタは、SES事業を中核とするIT人材サービス企業である。SESとは、ITエンジニアを顧客企業に派遣または常駐させ、システム開発、ITインフラ構築、PMO、ITコンサルティング等の業務を支援する事業を指す。主に自社の正社員として採用したエンジニアを案件にアサインすることで、月額課金が継続的に積み上がる仕組みである。このため、SES事業の売上高は、エンジニア数×平均単価×稼働率で規定される。

○2021年8月にSES事業を開始して以来、エンジニアのミカタは目覚ましい成長を遂げている。同社のエンジニア数の増加ペースは、2026年4月期に入り加速しつつある（図表1参照）。エンジニア数の増加に伴い、売上高も急伸している（図表2参照）。エンジニアのミカタは、本格的な成長局面を迎えている。

図表 1：過去 1 年間でエンジニア数が急増

図表 2：エンジニア数の急増に伴い売上高も急伸



○エンジニアのミカタは、2021 年 8 月の SES 事業開始以来、短期間で国内の中堅 IT 人材・SES 関連企業と比較可能な規模に成長しつつある（図表 3 参照）。現状の事業モデルとの比較では、ボードルア、ジャパニアス、ヒューマンクリエイション HD、情報戦略テクノロジー、ディ・アイ・システム、BTM 等が主な参考対象となる。事業計画によれば、今後 1 年間で同社は売上高でこれら企業に並ぶ。一方、テクノプロや SHIFT は、規模・事業内容・成熟度の点で直接比較対象とは言い難いものの、エンジニアのミカタが将来的に大規模 IT 人材サービス企業、または高付加価値 IT サービス企業へ進化する場合の上位ベンチマークとして参考になる。

図表 3：同業他社の状況

会社名	コード	設立	直近事業年度	売上高・売上収益* (百万円)	営業利益 (百万円)	期末従業員数 (名)
テクノプロ	非上場	2006 年 7 月	2025 年 6 月期	238,966	23,844	30,649
SHIFT	3697	2005 年 9 月	2025 年 8 月期	129,819	15,628	11,688
TWOSTONE&Sons	7352	2013 年 10 月	2025 年 8 月期	18,077	819	750
ボードルア	4413	2007 年 4 月	2026 年 2 月期	17,423	3,391	3,704
クルーズ	2138	2001 年 5 月	2025 年 3 月期	14,191	-1,025	712
ジャパニアス	9558	1999 年 12 月	2025 年 11 月期	12,084	982	1,805
ヒューマンクリエイション HD	7361	1974 年 10 月	2025 年 9 月期	8,945	871	914
情報戦略テクノロジー	155A	2009 年 1 月	2025 年 12 月期	8,019	553	406
ディ・アイ・システム	4421	1997 年 11 月	2025 年 9 月期	7,222	356	739
BTM	5247	2011 年 8 月	2025 年 3 月期	5,099	91	193

(*SHIFT とボードルアは IFRS 基準)
(出所：各社資料より CGS 作成)

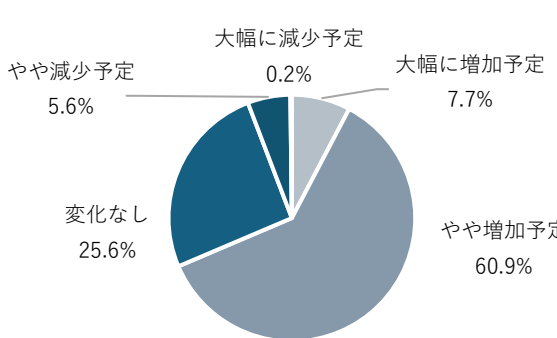
2. エンジニアのミカタを取り巻く事業環境

○日本は永らく構造的な IT 人材不足にあり、かかる状況は継続する見通しである。経済産業省の「IT 人材需給に関する調査」（2019 年）によれば、IT 人材は 2028 年時点で約 22 万人不足した状態にあり、2030 年には需要中位シナリオでは 44.9 万人、高位ケースでは 78.7 万人、低位ケースでも 16.4 万人の不足が見込まれている。背景には、IT 需要の急激な拡大、少子高齢化による人材供給制約、専門性の高さ起因する供給弾力性の低さなどがあると考えられる。

OIDC Japan の推計によれば、日本国内の IT に関連するサービス市場の規模は、2024 年に 8 兆 8,166 億円に達する。このうち、SES に関連するプロジェクトベースの市場規模は 3 兆 5,728 億円、マネージドサービスの市場は 4 兆 1,380 億円であった。この推計によれば、2029 年のサービス市場全体の市場規模は 12 兆 1,651 億円にまで拡大する見通しである。

○以下は、SES 業界に関する CGS の見解である。SES 事業者を取り巻く事業環境は、総じて厳しいと言える。

- **企業間の競争**：SES 業界には無数の中小規模の事業者が存在し、差別化も容易でないことから、競争環境は厳しいと考えられる。
- **新規参入業者の脅威**：初期投資が少なく、エンジニアと顧客企業さえいれば開業できるため、新規参入の脅威は高いと判断される。
- **代替製品・サービスの脅威**：オフショア開発や AI・ローコードツールの普及は、一部の定型的な作業において代替品の脅威が存在することを示唆する。一方、AI の導入はむしろ IT 人材採用の増加につながるとの最近の調査も確認される（図表 4 および 5 参照）。また、顧客業務理解、要件定義、設計、プロジェクト推進など、高度な専門性と判断力が必要な領域は相対的に代替されにくいと考えられる。
- **買い手の交渉力**：買い手である顧客企業や Sler は、複数の SES 企業を比較し、スキル要件、単価、稼働開始時期、契約条件を選別することができる。特に商流が深い下請け構造では、SES 事業者の価格交渉力は限定されやすい。このため、買い手の交渉力は一般的に強いと考えられる。かかる環境において、即戦力人材、高度専門人材、上流対応人材など、顧客の要望に合致するエンジニアを速やかに供給できる SES 事業者は、顧客にとって代替困難性が高まり、交渉力を確保しやすいだろう。
- **売り手の交渉力**：IT 人材不足の中で特にスキルの高いエンジニアの希少性が増していることから、エンジニアの交渉力は高いと考えられよう。エンジニアはより魅力的な年収、働き方、案件内容を求めて転職を繰り返すことが珍しくない。このため、人材獲得力は SES 事業者の競争優位性を左右する重要な要因と言える。

図表 4： AI は IT 人材の増加をもたらしている	図表 5： AI の普及が IT 人材の需要を喚起																								
<p style="text-align: center;">AI導入によるIT人材の増減予定</p>  <table border="1" style="margin-left: auto; margin-right: auto;"> <tr><td>大幅に減少予定</td><td>0.2%</td></tr> <tr><td>大幅に増加予定</td><td>7.7%</td></tr> <tr><td>やや増加予定</td><td>60.9%</td></tr> <tr><td>変化なし</td><td>25.6%</td></tr> <tr><td>やや減少予定</td><td>5.6%</td></tr> </table> <p style="text-align: center; font-size: small;">(出所：『レバテック IT 人材白書 2026』より CGS 作成)</p>	大幅に減少予定	0.2%	大幅に増加予定	7.7%	やや増加予定	60.9%	変化なし	25.6%	やや減少予定	5.6%	<p style="text-align: center;">社内の IT 人材を増加させる理由（複数回答）</p> <table border="1" style="width: 100%; border-collapse: collapse;"> <tr><td colspan="2" style="background-color: #333; color: white; text-align: center;">社内の IT 人材を増加させる理由（複数回答）</td></tr> <tr><td>セキュリティ対策を強化する必要があるから</td><td style="text-align: right;">55.8%</td></tr> <tr><td>AI を活用した新しいサービスやシステム開発を行うため</td><td style="text-align: right;">46.8%</td></tr> <tr><td>導入・運用を専門的に行う人材が必要だから</td><td style="text-align: right;">37.3%</td></tr> <tr><td>AI に関する社員からの問い合わせに対応する必要があるから</td><td style="text-align: right;">35.8%</td></tr> <tr><td>既存システムと AI の連携を円滑に進めるため</td><td style="text-align: right;">32.5%</td></tr> <tr><td>技術的な問題を解決できる人材が必要だから</td><td style="text-align: right;">21.5%</td></tr> </table> <p style="text-align: center; font-size: small;">(出所：『レバテック IT 人材白書 2026』より CGS 作成)</p>	社内の IT 人材を増加させる理由（複数回答）		セキュリティ対策を強化する必要があるから	55.8%	AI を活用した新しいサービスやシステム開発を行うため	46.8%	導入・運用を専門的に行う人材が必要だから	37.3%	AI に関する社員からの問い合わせに対応する必要があるから	35.8%	既存システムと AI の連携を円滑に進めるため	32.5%	技術的な問題を解決できる人材が必要だから	21.5%
大幅に減少予定	0.2%																								
大幅に増加予定	7.7%																								
やや増加予定	60.9%																								
変化なし	25.6%																								
やや減少予定	5.6%																								
社内の IT 人材を増加させる理由（複数回答）																									
セキュリティ対策を強化する必要があるから	55.8%																								
AI を活用した新しいサービスやシステム開発を行うため	46.8%																								
導入・運用を専門的に行う人材が必要だから	37.3%																								
AI に関する社員からの問い合わせに対応する必要があるから	35.8%																								
既存システムと AI の連携を円滑に進めるため	32.5%																								
技術的な問題を解決できる人材が必要だから	21.5%																								

3. 事業環境を踏まえた固有の成長ストーリー

○エンジニアのミカタの魅力は、採用力を起点とする価値創造の好循環にある。エンジニア数の増加は案件獲得力を高め、案件数の増加は入社率・定着率を改善し、規模の拡大は商流改善や高単価案件の獲得を通じて平均単

価の上昇につながる。さらに、同社は AI エージェントを活用した業務の効率化により販管費の増加を抑制することで、エンジニアに対する高還元を維持しつつ、飛躍的な利益成長の実現を目指している。

○この好循環の起点となるのが、エンジニアに対する明確な訴求力である。報酬の透明性、高還元率、完全案件選択制度を通じて、エンジニアの経済合理性とキャリア選択の自由を正面から捉え、多重下請け構造の中で処遇や案件選択に制約を受けてきたエンジニアに対して、明確な訴求軸を提示している。加えて、複数の子会社によるターゲット別の採用ブランド展開により、未経験者、高スキル人材、高還元志向の人材など、多様な層に対して多面的な接点を構築している。

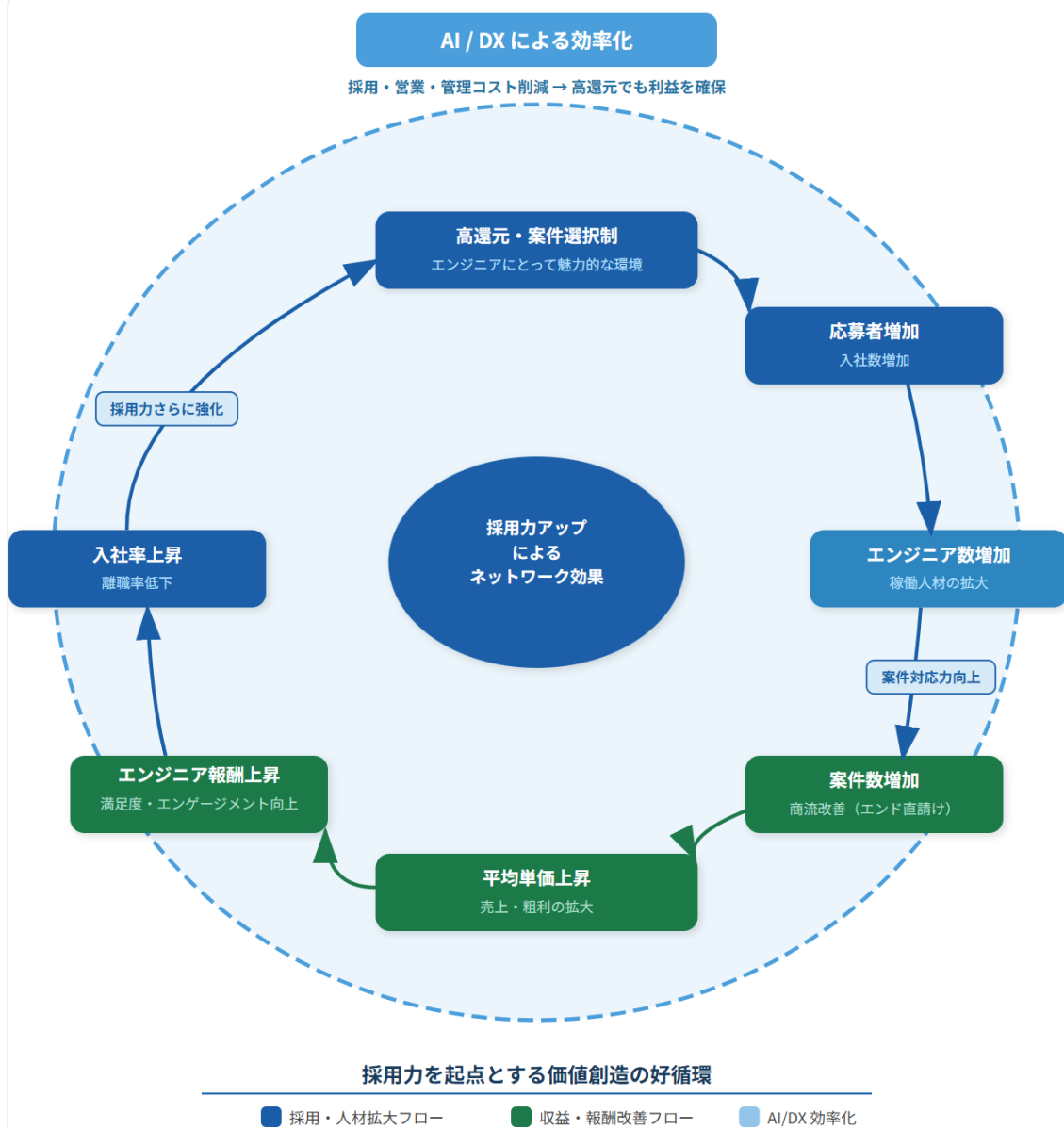
○エンジニアのミカタの成長余地は、この採用モデルを営業力と業務システムに接続することにより、一段と拡大する。エンジニア数の増加は、案件獲得力を高め、案件数の増加は入社率・定着率を改善し、規模の拡大は商流改善や高単価案件の獲得を通じて平均単価の上昇につながる。さらに、同社は独自に開発した 100 以上の AI エージェントを組み込んだ採用・営業・管理オペレーションを構築し、販管費の増加を抑制する計画である。これにより、エンジニアに対する高還元を維持しつつ、粗利益（総利益）の拡大と販管費レバレッジの両立の実現を目指している。

○通常、SES 企業は SaaS のような明確なネットワーク効果を持ちにくい。しかし、エンジニアのミカタの場合、エンジニア数、案件数、営業接点、採用ブランドの間に一定の間接ネットワーク効果が働く（図表 6 参照）。SES 業界は、参入障壁が低く競争企業が多いことに加え、顧客企業・Sler の交渉力が強く、エンジニアの獲得競争も激しい。このため、単純な人材供給だけでは差別化や高収益化が難しい。しかし、この厳しい競争環境は、採用力、案件獲得力、定着率、業務効率を同時に高められる企業にとっては、むしろ大きな成長機会を提供するだろう。エンジニアのミカタは、SES 業界の構造上の制約を固有の事業モデルとオペレーティングモデルの確立により乗り越え、スケール型プラットフォーム企業へ進化する可能性を有していると CGS は考えている。

○この好循環を実現するうえで、エンジニアのミカタが当面注力する事業上の最重要テーマは、①エンジニアの入社数、②離職率、③粗利率である。エンジニアの入社数については、2027 年 4 月期に月次入社数 200 名以上を目指し、採用部門の強化、採用チャネルの拡大、入社率の改善に集中的に取り組む方針である。離職率については、案件選択肢の拡大、稼働後フォロー、キャリア形成支援等を通じて、2028 年 4 月期に年間離職率 10%以下を目指す。粗利率については、営業体制の強化、商流改善、高単価案件の獲得、AI/DX による業務効率化を通じて、2029 年 4 月期に 23%を目標としている。

○この好循環を実現するには、採用、営業から管理体制の整備までを同時に進める必要がある。その意味で、エンジニアのミカタの成長可能性は、事業モデルの独自性だけでなく、それを実行し切る経営力に大きく依存する。社長である田代正義氏の経営スタイルは、「シンプルに考え、速く決め、すぐに実行し、結果を見て修正する」点に特徴がある。加えて、幅広い人的ネットワークから貪欲に知識を吸収し、外部の知見を自社の戦略・組織運営・採用施策に素早く取り込む柔軟性を持つ。失敗を過度に恐れず、試行回数を増やし、成功パターンを徹底的に横展開する姿勢は、同社の急成長を支える重要な組織能力である。CGS は、田代社長の高速な学習力、意思決定の速さ、徹底した実行力こそが、エンジニアのミカタの成長ストーリーを机上の計画ではなく、実現可能な事業戦略へと押し上げる重要な経営資産であると評価している。

図表 6：採用力アップによるネットワーク効果



(注：2025年3月12日～14日に実施されたエンジニア1,064人へのアンケート調査)
(出所：LAPRASの調査をもとにCGS作成)

3-1. 圧倒的な採用力を生み出す固有の戦略

○エンジニアの入社数は、エンジニアのミカタが現在取り組む最重要テーマである。同社は、当面の目標として月次入社数を2027年4月までに200名以上に引き上げる目標を掲げている。2026年4月には120名超が正社員として入社しており、目標の達成に向けてモメンタムが加速しつつある。なお、同社のエンジニアは同社に所属する正社員と、ビジネスパートナーから派遣されるエンジニアにより構成される。現在、総エンジニア数の約80%を同社の正社員が占めている。入社数の目標は、正社員が対象である。

○以下では、まず成長モデルの起点である採用力について、採用部門の体制、採用チャネル、入社率改善の観点から分析する。

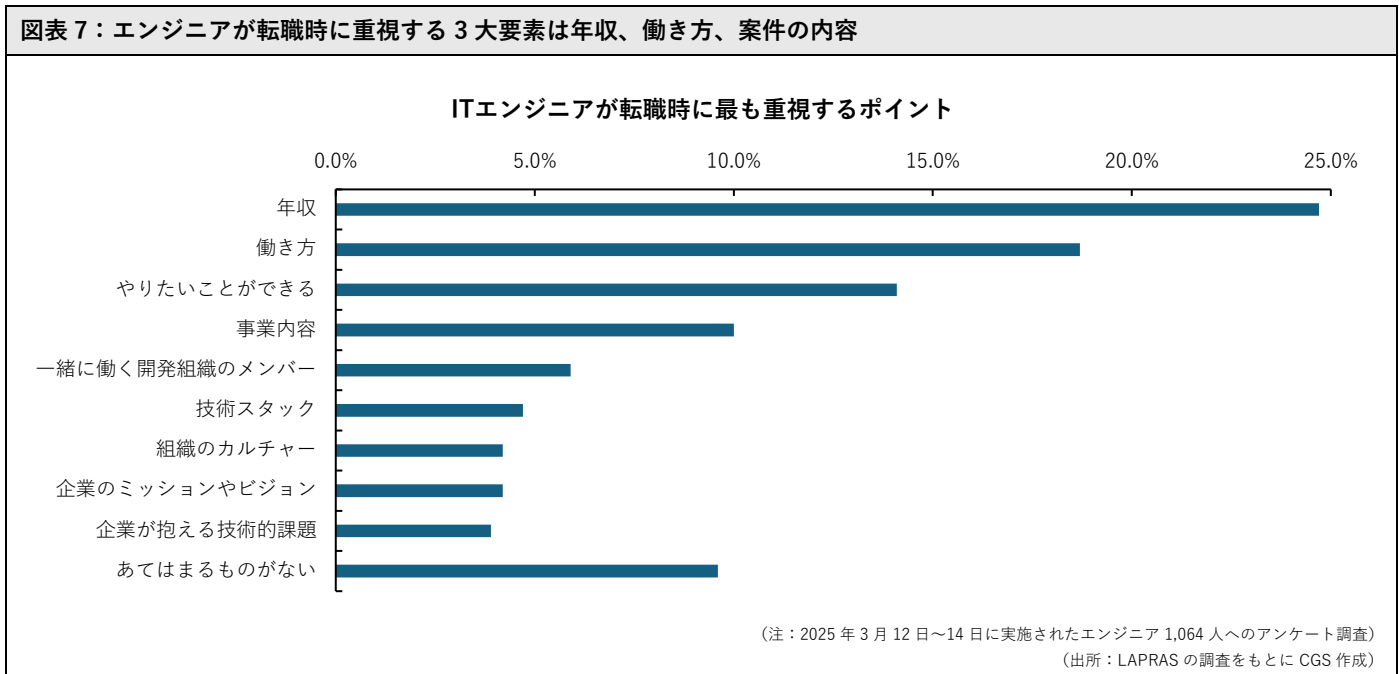
○エンジニアのミカタは、先行投資として採用部門の担当者の拡充を積極的に進めている。採用部門は 2026 年 4 月末現在で 44 名のスタッフにより構成されており、過去 6 カ月間で約 20 名増加した。同社は今後も人員の拡充を進める計画であるものの、体制が整いつつあることから、今後、拡充のペースは緩やかになると想定される。

○足元のデータは、採用部門の生産性が向上していることを示している。2026 年 4 月期の採用担当者 1 名あたりの月次内定承諾件数は、1Q が 3.2 名、2Q が 3.8 名、3Q が 3.6 名だった。これが 4Q には 5.4 名と大幅に改善している。この改善について、エンジニアのミカタは AI エージェントを活用した採用業務の DX 化の成果を指摘している。採用部門の体制が整い、部門の組織と担当者個人の経験が蓄積されるにつれて、さらなる改善が見込まれる。

○採用チャネルの確立について、エンジニアのミカタは、転職を希望するエンジニアに対して大量かつ継続的な接触を組織的に積み上げる独自の戦略を構築している。同社は、主要な転職求人サイト、SNS、リファラル等を通じて自社および 18 の子会社がそれぞれにグループが有する案件の情報を掲載し、求職者にスカウト・メールを送付する。これにより、エンジニア採用市場における同社のプレゼンスを著しく高める戦略である。

○報酬の透明性（収入の単価への連動）、高還元率（還元率 80%）、キャリア選択の自主性（エンジニアによる完全案件選択制度）は、エンジニアの処遇におけるエンジニアのミカタの大きな特徴である。エンジニアは、転職時に年収、働き方、案件の内容を重視する傾向がある（図表 7 参照）。このため、同社のエンジニアの処遇は、転職を希望するエンジニアにとって魅力的に映るだろう。

図表 7：エンジニアが転職時に重視する 3 大要素は年収、働き方、案件の内容



○子会社は、親会社の採用における特徴と魅力を共有しつつ、それぞれに特色のあるブランディングを行うことにより、エンジニアの多様な個性に訴えかける（図表 8 参照）。例えば、ケンブリッジ・コンサルティングは、高いスキルを有するエンジニアに対して高単価を訴求する。反対に、スキルアップラボは、未経験者のインフラ・エンジニアをターゲットとする。カンゲンエージェントは、エンジニアへの高還元を前面に押し出す。子会社は

採用に特化し、営業および管理部門はエンジニアのミカタが一括して行うことで、グループとしての業務効率性を確保する。子会社はお互いに競うとともに、ベスト・プラクティスは共有される。子会社1社の失敗がグループに与える影響は限定的であることから、新たな挑戦を行いやすい環境にある。

図表 8：子会社一覧

会社名	設立	事業内容
ケンブリッジ・コンサルティング	2019年2月	ITコンサルティング、システムエンジニアリングサービス、自社サービスの企画・開発・運営
エンジニアキャピタル	2022年7月	ITソリューション事業、投資事業
エンジニアファースト	2023年1月	IT Solution 事業、IT エンジニアと企業のマッチング、ソフトウェア・システムの設計・開発・保守・運用、インフラ設計構築
カンゲンエージェント	2025年1月	ITソリューション事業、ITコンサル事業
オックスフォードパートナーズ	2025年3月	ITソリューション事業、自社サービス開発事業、技術者常駐支援（SES）、Web/業務システム受託開発
AIメタバース	2025年3月	AI・メタバース領域に特化したSES事業
ITエグゼクティブ	2025年3月	ITソリューション事業、ITコンサル事業、自社サービス
Neuealle	2023年5月	SES事業、スタートアップ支援事業、スタートアップ特化型プロダクト開発支援事業、ITコンサルティング事業
インフレーション	2025年6月	SES事業、ITコンサルティング事業
AIクラウド	2025年7月	SES事業（AIマッチング）、AIデータセンター事業、AIコールセンター事業、AI開発事業、ITコンサルティング、M&A支援
NEOM	2025年8月	ITソリューション事業（SES・受託開発） 採用コンサルティング事業 研修代行事業
デジタルノマド	2025年8月	SES事業、ITソリューション事業
スキルアップラボ	2025年11月	SES事業（システムエンジニアリングサービス）、採用コンサルティング事業、技術研修事業
Ascendrix	2025年12月	ITコンサルティング
テドリアップ	2025年12月	インフラ構築支援、モバイルアプリ開発、Web・基幹系システム開発支援
タレントシステム	2026年3月	SES事業、自社開発事業、エンジニアキャリアプロデュース事業
idolシステム	2026年3月	SES事業
FDEコンサルティング	2026年3月	SES事業

(出所：会社資料および各社のHPをもとにCGS作成)

○内定承諾から実際の入社に至る入社率は、月次入社数の目標達成に向けて改善が望まれる。2026年4月期の上社率は、約40%だった。エンジニアのミカタへの取材によれば、入社を辞退した理由の約80%は入社時にエンジニアが希望する案件がないことである。入社率を引き上げるためには、エンジニアに多様な選択肢を提供することが必要であり、営業部門による案件獲得の拡大がその前提となる。換言すれば、今後、案件数の増加に伴いエンジニアの選択肢が広がれば、入社率が改善する余地は大きいと考えられる。

3-2. 2027年度より離職率低下に向けた本格的な取り組みを開始、ミックス変化も貢献へ

○離職率は、エンジニアのミカタがエンジニアの入社数に次いで取り組む重要テーマである。入社数の増加に成果が見えつつあることから、同社が持続的な成長を見通す上で離職率の相対的な重要性は高まりつつあるとCGSは考えている。2026年4月期4Qの月次離職率は、平均で2.5%であった。これは年換算で約30%となり、高水準と言える。離職率が高い理由として、①現在同社は入社数の増加に注力しており、実質的に一定数の離職者を許容していること、②一般的に離職率が特に高い入社1年未満の社員の割合が高いこと、が挙げられる。

○エンジニアのミカタは、年換算ベースの離職率を大手同業他社並みの10%以下にまで引き下げることを目指している。現在、ボードルアなどの同業他社や事業会社の離職率引き下げに関する一般的な施策の研究を進めるほか、同社独自の取り組みについて準備を進めている。すでに数十もの施策がリスト化されており、今後、順次実行に移される。取り組みの実効性を高めるため、離職率をマネジメント層のKPIに採用することが検討されている模様である。

○また、一般的に離職率が特に高い入社1年未満の社員の割合（現在およそ75%）は、エンジニアの基盤が確立するにつれて低下することが見込まれる。この結果、全社ベースの離職率は自然体でも低下すると考えられる。

3-3. 今後5年間でエンジニア14,000名体制を目指す

○以上の取り組みにより、エンジニアのミカタは今後5年間でエンジニアを約14,000名にまで拡大することを目指している。月次入社数は当面の目安である200名を達成した後も増加基調を続け、2031年には400名を超える計画である。正社員の離職率は、2028年4月期まで高水準で推移した後、徐々に低下することが想定されている。事業計画における離職率の想定は、社内KPIに比べて保守的に設定されている印象である。仮に年間離職率を同業他社並みの10%にまで着実に低下させることができる場合、エンジニア数は上振れが見込まれよう。

3-4. 粗利率は自然体で20%へ

○粗利率は、エンジニアのミカタが離職率に次いで取り組む重要テーマである。同社は、粗利率を2026年4月期の16.9%から中期的に23%にまで高めることを目標に掲げている。同社は正社員に対する還元率を80%としており、粗利率は20%となる。一方で、ビジネスパートナーの原価率はそれよりも高く、粗利率は1桁台と想定される。現在は稼働エンジニアに占めるビジネスパートナーの比率が相応に高いことから、全社ベースの粗利率は20%を下回る水準にある。今後、正社員エンジニアの大幅な増加によりビジネスパートナーの占める割合は大幅に低下する。この結果、同社の粗利率は自然体でも20%に近づくことが見込まれる。

○粗利率をビジネスモデル上の上限である20%以上に引き上げるためには、還元率80%をコミットしたSES事業以外の高収益基盤の確立、また還元率の見直しが必要となるとCGSは理解している。

3-5. 平均単価の引き上げ

○エンジニアの平均単価は、エンジニアのミカタの収益の主な変数の一つである。同社のエンジニアの月次平均単価はおよそ55万円（2026年4月期第4四半期）であり、一般的な相場水準から見れば必ずしも高いとは言えない。この背景として、現在の高成長局面において比較的単価の低い未経験者や入社1年未満の社員が占める割合が高いことが挙げられる。また、同社は稼働率（99.5%、2026年4月期実績）を高水準に保つため、必要に応じて単価の低い案件も手掛けている模様である。稼働は入社数にも直結することから、この戦略は現在の局面においては合理的な選択と考えられよう。中期的には、高稼働を維持しつつ単価を引き上げる取り組みが期待される。以下の4点は、同社の単価が今後上昇する可能性が高いことを示している。

○第一に、エンジニアは経験年数が上がるにつれてスキルが向上し、単価が上昇する傾向がある。エンジニアのミカタについても、こうした状況が確認される。このため、今後、未経験者や入社1年未満のエンジニアが経験

を積むことにより、平均単価は徐々に上昇すると考えられる。

○第二に、エンジニアのミカタは単価上昇につながるエンジニアのスキル向上に向けて、CCNA（Cisco Certified Network Associate）など、エンジニアの目指す技術領域に応じた資格取得を支援している。将来的には、エンジニアのスキル向上に向けた自前の研修制度を構築する考えである。

○第三に、エンジニアの規模が拡大するにつれて、経験・スキルの高いエンジニアの蓄積が進むことが想定される。優秀なエンジニアが一定規模に達すれば、その専門性や実績を起点とした高単価案件の獲得が可能となる。エンジニアのミカタはこうした機会を模索している模様であり、この取り組みが奏功すれば、単価の上昇に寄与することが期待される。

○第四に、単価上昇に関する重要な点として、事業の拡大に伴いエンジニアのミカタが提供可能なエンジニアの質・量が充実すれば、現在3次請けとして関与する大企業案件に2次請けとして参加することが可能となることが挙げられる。こうした動きは、単価の大幅な改善につながるだろう。

○ただし、未経験者を含めた入社数の急激な増加が今後1年程度継続することが見込まれることから、短期的には、平均単価には下方圧力がかかることが見込まれる。しかし、入社数の増加率が徐々に巡航速度に近づくと同時に、エンジニアのスキルの向上や単価の改善を伴う案件の増加により、平均単価は上昇に転じる可能性が高い。

3-6. 顧客企業への営業力

○エンジニア数の増加は、案件獲得に向けた機会の拡大とクライアント企業に対する営業力の向上につながる。案件の獲得に向け、エンジニアのミカタは営業部門の体制強化を急いでいる。2026年4月時点の営業担当者数は75名であり、半年前に比べて倍増した。同社は、幅広い業界から優秀な営業担当者を採用している。同社は今後3年間で営業担当者数を300名にまで拡大する計画である。

○2026年4月期は、平均で29名の営業担当者が合計で約1,200件の案件を獲得した。営業担当者1名あたり2.4件/月を獲得した計算である。エンジニアのミカタは、営業担当者1名あたりの案件獲得数にさらなる改善の余地があると考えている。エンジニア数の増加による営業機会の増加と営業力の向上、営業担当者のSES業界における知見と人脈の蓄積、同社が進めるAI/DX化の取り組みが生産性改善のドライバーとなるだろう。

3-7. 高還元と高収益を両立するローコスト・オペレーション

○エンジニアのミカタは、エンジニアに対する報酬の単価連動と高還元率を掲げていることから、株主に対する高いリターンを確保するためには、ローコスト・オペレーションの構築が重要となる。

○その基盤となるのが、AI/DX化を柱としたSES業務に特化した営業・採用管理システムの自社開発である。同社は、市販の業務システムを使用するのではなく、自社のエンジニアがSESの実務に沿ったシステムを開発し、改善を重ねている。すでに100以上のAIエージェントを開発した模様である。例えば、エンジニアの採用では、スカウト・メールの送付、求人応募者対応、過去応募者の管理、ネクスト・アクションの提示などがすでに自動化されている。また、エンジニアと案件のマッチングにおいても、AIが自動で判定するとともに、各エン

エンジニアに対する案件提案の進捗管理が自動で行われている。さらに、現在、同社は案件の契約締結、契約内容のチェック、稼働管理を一括管理するシステムを構築中である。

○また、CGS はエンジニアのミカタが AI を前提とした管理業務の省人化・高度化を重視している点に注目している。同社は、本社に管理業務の経験豊富な人材を厚く配置するのではなく、AI 活用に強い人材を優先的に採用し、事業拡大に伴う管理負荷を効率的に吸収する体制づくりを進めている。

○エンジニアのミカタは、高度に自動化された業務システムの実現により、事業の急速な拡大局面においても本社機能の人員と販管費の増加を抑制する予定。2026 年 4 月期末の採用・営業・管理部門のエンジニア数に対する比率は、約 22%である。同社は、2027 年 4 月期末に同比率を約 11%、その後さらに一桁台前半にまで引き下げる計画である。同業他社における同比率は、5%を上回る。エンジニアのミカタの目標は、中期的に同業他社を大きく上回る本社機能の効率性の実現を目指している。

○この目標は、先行投資局面にある本社機能の生産性には改善余地が大きいこと、ネットワーク効果による採用力と営業力の強化が見込めること、AI/DX 化の進展による生産性の改善が期待できることを考慮すれば、一定の実現可能性を有すると考えられる。事業計画によれば、正社員エンジニア数は 2026 年 4 月期末から 2031 年 4 月期末までの 5 年間で約 22 倍に増加する一方、採用・営業・管理部門の人員数の増加は約 3.5 倍にとどまる。この計画は、採用担当者 1 名あたり内定承諾数を 2026 年 4 月期第 4 四半期の実績から約 35%、営業担当者 1 名あたり成約数を約 70%改善すれば達成可能である。

3-8. M&A による非連続的な成長の余地

○多数のプレイヤーが存在し、市場が細分化された SES 業界において、M&A は非連続的な成長をもたらす重要な戦略的オプションであろう。エンジニアのミカタは 2025 年に 2 件の小規模な M&A を実施しており、今後も良質な案件については積極的に検討する方針である。2026 年 3 月に CFO として参画した大島瑠星氏は、今後の M&A において重要な役割を担うだろう。同氏はゴールドマン・サックス証券の投資銀行部門で M&A、資金調達、大手企業 IPO 等に関わった経験を有している。その知見が案件ソーシング、バリュエーション、資金調達、PMI に活かされることが期待される。ただし、M&A による成長は同社の事業計画に織り込まれておらず、計画達成の前提条件ではない。同社は、M&A に関連するリスクの低減策として、買収候補企業が特定の KPI を達成した後に特定のバリュエーションで買収する権利（コールオプション）を購入することがある。現在、同社は SES 企業 1 社についてこうしたオプションを保有している模様である。

4. SWOT 分析

○以上の議論を踏まえ、エンジニアのミカタの事業環境と固有の成長ストーリーを踏まえた SWOT 分析を図表 9 および 10 に示す。

図表 9：エンジニアのミカタの SWOT 分析

Strengths	高還元率・報酬透明性・完全案件選択制度 複数子会社によるターゲット別採用ブランド AI エージェントを活用したローコスト・オペレーション 経営陣の高い成長コミットメントと実行スピード	Weaknesses	スケール・ハンディキャップ 入社率の低さと離職率の高さ 平均単価の低さ 労務・契約・コンプライアンス体制の成熟途上
Opportunities	構造的 IT 人材不足下における高還元モデルの訴求余地 国内 IT サービス市場拡大に伴うエンジニア需要の増加 採用・営業投資と生産性改善による成長加速余地 エンジニア数拡大に伴う商流改善・高単価案件獲得余地 細分化された SES 市場におけるシェア獲得余地 M&A による非連続成長	Threats	採用競争の激化 新規参入と企業間競争の激化 AI・ローコード・オフショアによる代替リスク 労務・契約・コンプライアンスリスク

(出所：CGS)

図表 10：エンジニアのミカタのクロス SWOT 分析

SO 戦略：強み×機会	エンジニアのミカタは、高還元率・報酬透明性・完全案件選択制度、複数子会社によるターゲット別採用ブランドを武器に、構造的 IT 人材不足と国内 IT サービス市場の拡大を取り込む方針である。これらが機能すれば、厳しい競争環境においてもエンジニア採用力の拡大、案件獲得力の向上、商流改善・高単価案件獲得につながる可能性がある。
WO 戦略：弱み×機会	同社は、入社率の低さ・離職率の高さ、平均単価の低さ、スケール・ハンディキャップに対し、採用・営業投資の拡大、案件プールの拡充、育成・資格取得支援、AI/DX による業務生産性改善に取り組んでいる。これらが進展すれば、入社率・定着率の改善、平均単価の上昇、成長スピードの加速が期待される。
ST 戦略：強み×脅威	同社は、高還元率・報酬透明性・完全案件選択制度により、エンジニアが重視する報酬水準、評価の納得感、案件選択の自由度に直接訴求している。また、複数子会社によるターゲット別採用ブランドを通じて、高スキル人材、未経験者、高還元志向の人材など多様な層に接点を持つ。これらが同社がエンジニアから選ばれる存在としての地位を確立し、採用競争の激化、新規参入、企業間競争に対する有効な差別化手段として同社の成長を支える要素となる。
WT 戦略：弱み×脅威	同社は、入社率・離職率、平均単価、労務・契約・コンプライアンス体制の成熟途上という課題に対し、案件獲得体制の強化、AI/DX による採用・営業・稼働管理の標準化、上場を見据えた管理体制整備を進めている。これらが遅れた場合は成長計画の下振れ要因となる一方、着実に実行されれば、急成長に伴うオペレーションリスクを抑制し、持続的な成長基盤の確立につながる。

(出所：CGS)

○SWOT 分析から見た最大の論点は、エンジニアのミカタの強みである採用力を、どこまで収益性を伴うスケールモデルに変換できるかである。高還元・案件選択制は、エンジニア採用において強い訴求力を持つ一方、それだけでは企業価値にはならない。採用したエンジニアを速やかに稼働させ、離職を抑え、平均単価を引き上げ、粗利と営業利益に転換できるかが、投資判断上の核心である。

○したがって、DD では採用数だけを見るべきではない。重要なのは、採用数→稼働率→定着率→単価→粗利率→営業利益率という変換プロセスが、月次 KPI として再現性を持って改善しているかである。この連鎖が確認できれば、同社は単なる高成長 SES 企業ではなく、構造的 IT 人材不足を取り込むスケール型 IT 人材プラットフォームとして評価され得る。

5. 総括：分散した SES 市場を再設計するスケール型 IT 人材プラットフォーム

○以上を踏まえると、エンジニアのミカタは、従来型 SES 企業の多重下請け構造を、①高還元・案件選択、②強力な採用・営業組織、③AI エージェントが組み込まれた高効率オペレーション、④スピード重視の優れた経営陣によって再設計する、構造改革型スタートアップと位置づけられる。

○SES 市場は、巨大な TAM を持つ一方、小規模事業者が多数存在する細分化・分散化された市場である。この非効率な市場構造は、採用、営業、案件マッチング、契約管理、稼働管理を改革し、標準化・DX化・ブランド化できる企業にとって、大きなシェア拡大余地を意味する。

○エンジニアのミカタの特徴は、エンジニアに対して単価連動型の高還元報酬と案件選択の自由を提供し、採用市場で強い訴求力を持つ点にある。さらに、複数ブランドによる採用接点、営業 DX による案件獲得、案件情報の標準化、AI/DX による管理効率化を組み合わせることで、従来型 SES で属人的・分断的になりやすかった採用、営業、案件選択、契約管理、稼働管理を、再現性あるスケールモデルへ転換しようとしている。

○このモデルが採用数の拡大にとどまらず、稼働率、定着率、平均単価、粗利率、営業利益率の改善につながるのこれからであるが、この変換プロセスが成功する可能性は十分であろう。そうすれば、エンジニアのミカタは単なる高成長 SES 企業ではなく、巨大だが分散した IT 人材市場を統合的に取り込める、スケール型 IT 人材プラットフォームとして評価され得る。エンジニアのミカタの本質は、「人を集める SES 企業」ではなく、エンジニアが選び、顧客が使いやすく、会社がスケールできる SES の新しい運営モデルを作ろうとしている点にある。つまり、ポテンシャルは大きい。

2) 売上高 900 億円・営業利益 100 億円実現へのシナリオ

サマリー：エンジニアのミカタは、2031年4月期の目標として売上高 900 億円、営業利益 100 億円を掲げている。事業計画によれば、2027年4月期は事業規模の拡大と先行投資の継続により営業損失が拡大する見通しである。2028年4月期は、先行投資局面から利益創出局面への転換点であり、営業利益はブレイク・イーブンが計画されている。2029年4月期以降は、売上高と利益の拡大が加速する局面となる。同社の売上高約 30 倍成長計画は、営業・採用組織を同じ倍率で拡大することを前提とするものではない。SES 事業が、離職率が低下すれば稼働エンジニア数が積み上がるストック性を有している点は、この計画の蓋然性を考えるうえで重要であろう。

エンジニアのミカタの業績は、成長ドライバーである正社員エンジニアの採用、退職、単価により大きく変動する。CGS の試算によれば、事業計画に対する入社率±10%の変動は営業利益を約 30%、退職者数±30%の変動は 20%強、平均単価±10%の変動は 15%変動させる。これら重要変数の影響の大きさは、事業計画に対するアップサイド・ポテンシャルとダウンサイド・リスクの双方を示唆している。しかし、同社はこれら重要変数を含む主要項目に対して、事業計画よりも厳しい社内 KPI を設定している模様である。このため、同社が社内 KPI を達成する場合、業績は事業計画に対して上振れる可能性が高いと CGS はみている。

○本章では、前章で論じたエンジニアのミカタのストーリーを踏まえ、同社が 2031 年 4 月期の目標として掲げる売上高 900 億円、営業利益 100 億円の実現に向けた主要財務指標の見通し（会社計画）を整理する（図表 11～16 参照）。本レポート作成時点では 2026 年 4 月の数値が確定していないことから FY2026（2026 年 4 月期）は見通しとしているものの、大きな変動はないと考えられる。

○図表 11 は、同社の 2031 年 4 月期に向けた成長シナリオを、3 つのフェーズに分けて整理したものである。Phase 1（FY2025-FY2027）は、先行投資フェーズ。採用・営業体制への先行投資を優先し、エンジニア入社数と案件獲得力を拡大する。Phase 2（FY2028-FY2029）は、転換フェーズ。稼働エンジニア数の増加、離職率低下、平均単価改善が業績に反映され、赤字縮小から利益創出局面へ移行する。Phase 3（FY2030-FY2031）は、利益拡大フェーズ。稼働エンジニア数の積み上がりに加え、商流改善、高単価案件の獲得、AI/DX による業務効率化等により、売上成長と営業利益率改善の両立を目指す。すなわち、同社の計画は、単なる人員拡大ではなく、採用力、営業力、定着率、単価、粗利率、販管費効率を段階的に改善させるシナリオである。

売上 30 倍成長を支える営業・採用組織のレバレッジ

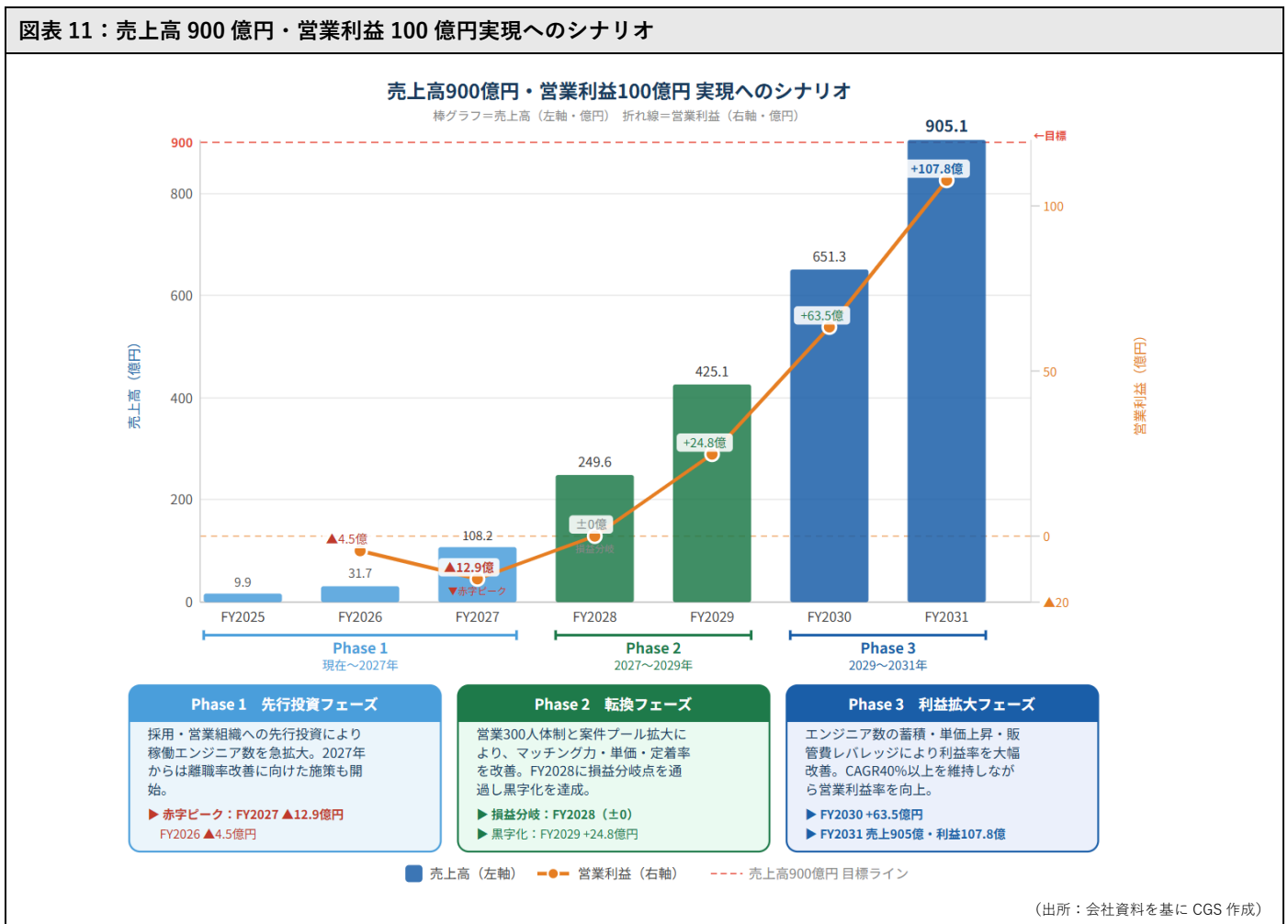
○なお、この計画の蓋然性を考えるうえで重要なのは、売上高約 30 倍成長を、営業・採用組織の人数を同じ倍率で増やして実現する計画ではない、という点である。SES 事業は、稼働エンジニア数が積み上がることで月次売上が継続的に蓄積されるストック性を有しており、売上高成長率は営業・採用組織の人数成長率を上回り得る。

○実際、同社では FY2025（2025 年 4 月期）から FY2026（2026 年 4 月期）にかけて、売上高は 247%、総利益は 283%増加した一方で、採用部人数は 43%、営業部人数は 164%の増加に留まった。これは、売上成長が単なる内勤人員数の拡大ではなく、稼働エンジニア数の累積、採用・営業プロセスの改善、組織生産性の向上によって支えられていることを示唆する。

○今後も、採用 DX、営業 DX、案件マッチングの高度化、AI/DX による管理効率化が進めば、採用・営業担当者 1 人あたりの生産性は維持・改善される可能性がある。加えて、エンジニア数の増加は案件対応力を高め、案件数の増加は入社率・定着率の改善にもつながる。

○CGS は、SES 事業のストック性、過去の売上レバレッジ実績、AI/DX によるオペレーション改善余地を踏まえると、採用組織約 3 倍、営業組織約 5 倍の拡大で売上高約 30 倍成長を目指す計画には一定の合理性があると考える。ただし、その実現には、採用担当者 1 人あたりの内定承諾数、営業担当者 1 人あたりの成約数、稼働率、離職率、平均単価、粗利率の改善が前提となる。

図表 11：売上高 900 億円・営業利益 100 億円実現へのシナリオ



図表 12：主要指標の成長性サマリー

主要指標の成長性サマリー				
	実績・見通し FY4/25 → FY4/26	計画 FY4/26 → FY4/31	示唆	
財務指標	売上高	前年比 ▲ +247%	約 30 倍	稼働エンジニア数の累積により 高成長を計画
	売上総利益	前年比 ▲ +283%	大幅拡大	売上成長に加え、粗利率改善も寄与
組織規模	採用部人数	前年比 ▲ +43%	約 3 倍	採用組織の生産性改善が前提
	営業部人数	前年比 ▲ +164%	約 5 倍	営業300人体制への拡大が前提
生産性	売上高/ 採用・営業組織	改善	改善継続 を想定	ストック型収益モデルによる レバレッジを示唆

(出所：会社資料を基に CGS 作成)

2026 年 4 月期の売上・利益見通し

○2026 年 4 月期は、売上高が 1 年前の約 9.9 億円から約 3.2 倍の 31.7 億円に急拡大する見通しである。売上高の拡大を牽引したのは、稼働エンジニア数の急速な増加である。エンジニア経験者の採用が急速に拡大していることに加え、2025 年 11 月から開始された未経験者の採用が寄与した。正社員の稼働率は引き続き高水準で推移している。なお、ビジネスパートナーは決定した案件にアサインされるため、待機数は存在せず、稼働率は計算上 100%となる。正社員の平均単価は、単価の低い新入社員や未経験者が加わったことを主因に低下し、事業基盤拡大に向けた先行投資により販管費も大幅に増加したことから、4.5 億円の営業損失となる見通しである。

2027 年 4 月期の売上・利益計画

○2027 年 4 月期は、売上高の急拡大と販管費の大幅な増加が継続し、営業損失が拡大する予定である。しかし、営業損失は本年度がピークとなる見通し。売上高は前年度比 3.4 倍の 108.1 億円を計画している。エンジニア数は、経験者、未経験者ともに大幅に増加する。経営陣は主要 KPI である「月次入社数 200 名以上」を本年度半ばに実現することを目指している。前年度に続き、単価の低い新入社員や未経験者が増加することから、平均単価は低下する見通しである。一方で、相対的に粗利率の低いビジネスパートナーの寄与度が低下することから、全社ベースの粗利率は反転し、今後は改善が見込まれる。先行投資による販管費の大幅な増加が継続することから、営業損失は 12.9 億円となる計画である。

2028 年 4 月期の売上・利益計画

○2028 年 4 月期は、先行投資局面から利益創出局面への転換点となる年度である。売上高は前年度比 2.3 倍の 249.6 億円の計画である。ビジネスパートナーを含む期末エンジニア数は、5,000 名を超える見通しである。エンジニア数の大幅な増加が継続する一方で、経験年数の上昇に伴うスキルの向上、エンジニア数の増加による高

付加価値案件の獲得、2次請けの増加などを背景に、平均単価は上昇に転じよう。同時に、先行投資による販管費の拡大が鈍化する局面を迎える。以上の結果、営業損益はブレイク・イーブンを計画している。

2029年4月期以降の売上・利益計画

○2029年4月期以降は、売上高と利益の拡大が加速する局面となる計画である。2028年4月期から2031年4月期までの3年間の売上高の年平均成長率は+54%を見込む。期末エンジニア数と平均単価はそれぞれ年平均+40%、+6%増加する前提である。粗利率は平均で20%を見込む。販管費の年平均増加率は+17%であり、売上高の増加に比べて緩やかなものに留まることを目指す。この結果、営業利益は2029年4月期に24.8億円、2030年4月期に63.5億円、2031年4月期に107.8億円に達する計画である。

図表 13：事業計画における主要 PL 項目

(単位：百万円)	FY4/24	FY4/25	FY4/26E	FY4/27E	FY4/28E	FY4/29E	FY4/30E	FY4/31E
売上高	382	987	3,172	10,816	24,961	42,507	65,125	90,511
yoy	-	158.6%	221.4%	241.0%	130.8%	70.3%	53.2%	39.0%
売上原価	296	820	2,658	8,904	20,216	34,163	51,997	72,085
総利益	86	167	514	1,912	4,745	8,344	13,128	18,426
販管費	104	295	966	3,205	4,778	5,859	6,773	7,645
営業利益	-19	-129	-452	-1,293	-34	2,485	6,355	10,782
OPM (%)	-4.9%	-13.0%	-14.3%	-12.0%	-0.1%	5.8%	9.8%	11.9%
経常利益	-18	-105	-457	-1,247	-20	2,464	6,150	10,875
当期純利益	-21	-105	-458	-1,248	-21	2,249	3,998	7,069

(出所：会社資料)

図表 14：事業計画における主要経営指標

	FY4/24	FY4/25	FY4/26E	FY4/27E	FY4/28E	FY4/29E	FY4/30E	FY4/31E
期末エンジニア数 (人)	78	242	754	2,789	5,214	7,882	10,911	14,297
yoy	-	210.3%	211.5%	270.0%	86.9%	51.2%	38.4%	31.0%
正社員	55	173	609	2,501	4,871	7,492	10,371	13,593
経験者	-	-	512	1,553	3,110	4,915	6,863	8,941
未経験者	-	-	97	948	1,761	2,577	3,508	4,652
ビジネスパートナー	20	69	145	289	343	390	540	705
期中平均単価 (円/月)	603,471	591,704	547,935	502,760	511,954	541,945	576,942	602,003
yoy	-	-1.9%	-7.4%	-8.2%	1.8%	5.9%	6.5%	4.3%
正社員	594,155	584,838	547,725	485,166	500,689	535,732	571,593	596,846
経験者	-	-	-	579,340	592,617	617,639	648,641	672,978
未経験者	-	-	-	320,179	343,746	383,982	421,889	448,953
ビジネスパートナー	658,610	597,594	564,230	620,000	640,000	660,000	678,575	700,000
稼働率 (正社員)	96.2%	100.0%	99.5%	99.5%	99.5%	99.0%	99.0%	98.5%

(注：主要経営指標は一部会社資料に基づく CGS 試算値)

(出所：会社資料)

キャッシュ・フロー (CF) とバランス・シート (BS) の見通し

○事業計画における営業 CF の見通しは、利益と連動している。2026年4月期から2027年4月期に営業 CF のマイナスは拡大が見込まれる一方、2028年4月期に反転し、その後は大幅な拡大が見込まれる。大幅な設備投資は計画されていない。財務 CF では、2026年4月期に社債および短期・長期の借入を行うとともに、リード投

資家である X&KSK をはじめ SMBC ベンチャーキャピタル、Dawn Capital、ボードルア代表の藤井和也氏を含む複数の投資家からシリーズ A ラウンドとして 4.5 億円を調達した。エンジニアのミカタは、事業計画において 2027 年 4 月期にエクイティ・ファイナンスによる 50 億円の調達を織り込んでいる。

○エンジニアのミカタの BS は、SES 事業の特性を反映し、流動性の高い資産と負債を中心に構成されている。固定資産は最低限の規模にとどまる。事業計画では、2027 年 4 月期に計画する 50 億円のエクイティ・ファイナンスを除き、新たな資金調達は想定されていない。今後、事業の拡大とそれに伴う資産の拡大は、営業 CF により賄われる計画である。

図表 15：事業計画における主要 CF 項目

(単位：百万円)	FY4/24	FY4/25	FY4/26E	FY4/27E	FY4/28E	FY4/29E	FY4/30E	FY4/31E
営業 CF	-	109	-528	-1,093	471	3,101	6,415	9,452
投資 CF	-	0	-5	0	0	0	0	0
財務 CF	-	-145	1,227	4,635	-111	-44	-16	-15
CF 増減	-	-35	695	3,542	360	3,056	6,399	9,438

(出所：会社資料)

図表 16：事業計画における主要 BS 項目

(単位：百万円)	FY4/24	FY4/25	FY4/26E	FY4/27E	FY4/28E	FY4/29E	FY4/30E	FY4/31E
流動資産	148	351	1,530	6,644	9,181	14,930	24,662	37,742
現預金	47	12	707	4,249	4,610	7,666	14,065	23,502
売掛金	83	261	652	2,225	4,401	7,093	10,427	14,069
固定資産	2	30	35	29	23	17	11	5
資産合計	150	380	1,565	6,673	9,204	14,946	24,673	37,746
流動負債	86	313	1,117	2,571	5,020	8,602	14,290	20,123
買掛金	21	61	134	276	336	391	559	752
未払金	16	127	155	325	395	459	510	542
未払費用	23	81	326	1,111	2,188	3,501	5,034	6,717
短期借入金	6	0	292	61	28	0	9	0
固定負債	20	52	481	372	313	304	287	287
社債	0	0	150	50	0	0	0	0
長期借入金	20	52	331	322	313	304	287	287
純資産	44	15	-33	3,731	3,870	6,040	10,096	17,337

(出所：会社資料)

正社員エンジニアに関する重要変数の感応度分析

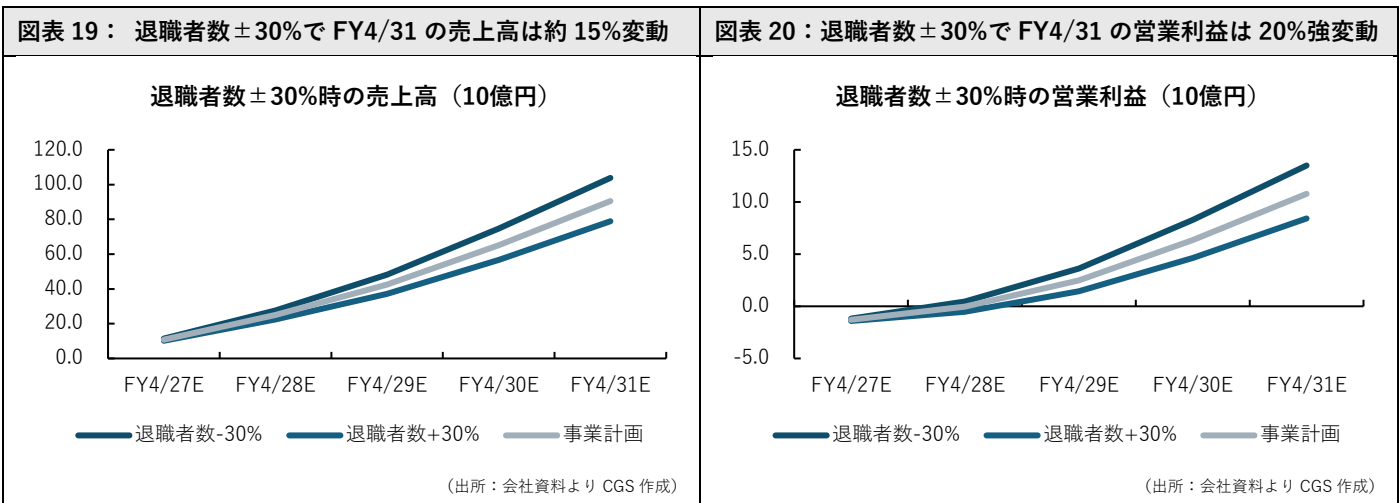
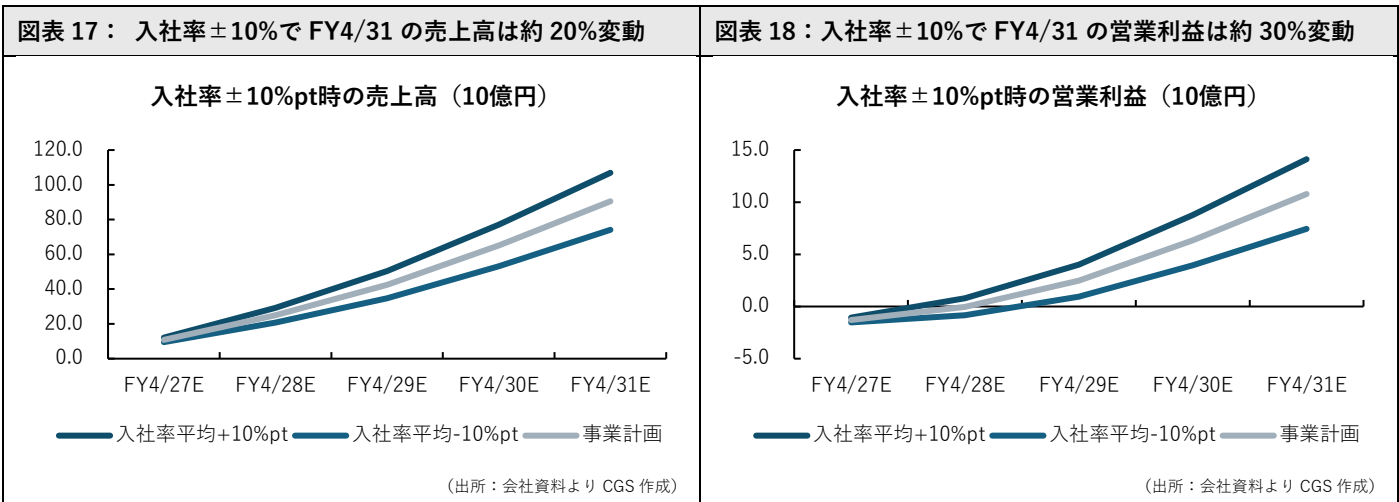
○エンジニアのミカタの業績は、成長ドライバーである正社員エンジニアの採用、退職、単価により大きく変動する。そこで、CGS は①入社率、②退職者数、③平均単価の変動により、同社の業績がどの程度影響を受けるかを試算した。試算は年度ベースの事業計画に基づき、一部に CGS の推計が含まれている点に留意されたい。

○内定承諾から実際の入社に至る入社率は、現在約 40%である (2026 年 4 月期ベース)。エンジニアのミカタは、同比率を 2031 年 4 月期には 50%半ばにまで引き上げることを目指している。入社率の改善は、採用にかかるコストを上昇させることなく、エンジニア数を拡大することができる。CGS の試算によれば、正社員の入社率が事業計画に対して ±10%pt 変動することにより、2031 年 4 月期の売上高は約 20%、営業利益は約 30%変動す

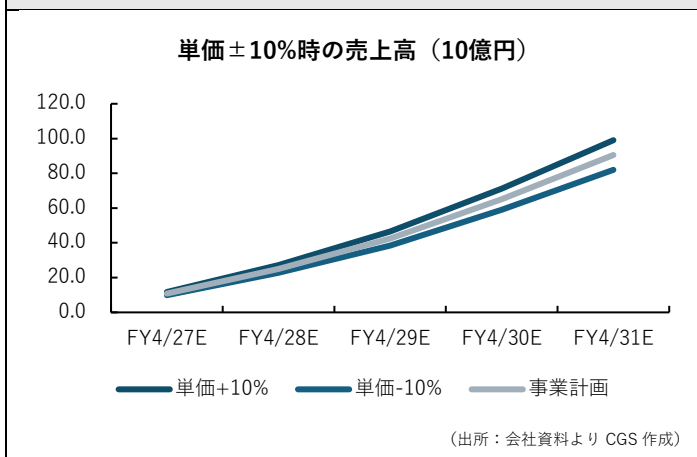
る（図表 17 および 18 参照）。入社率の変動はエンジニア数に累積的に寄与することから、その差が業績に与える影響は事業計画の前半よりも後半に大きくなる。

○退職者数もまた、エンジニア数に大きな影響を及ぼす重要変数である。エンジニアのミカタは、年間離職率 10% 以下を目標に、2028 年 4 月期に集中的に取り組む方針である。CGS の試算によれば、正社員の退職者数が事業計画に対して ±30% 変動することにより、2031 年 4 月期の売上高は約 15%、営業利益は 20% 強変動する（図表 19 および 20 参照）。入社率と同様に、退職者数の変動はエンジニア数に累積的に寄与することから、その差が業績に与える影響は事業計画の前半よりも後半に大きくなる。

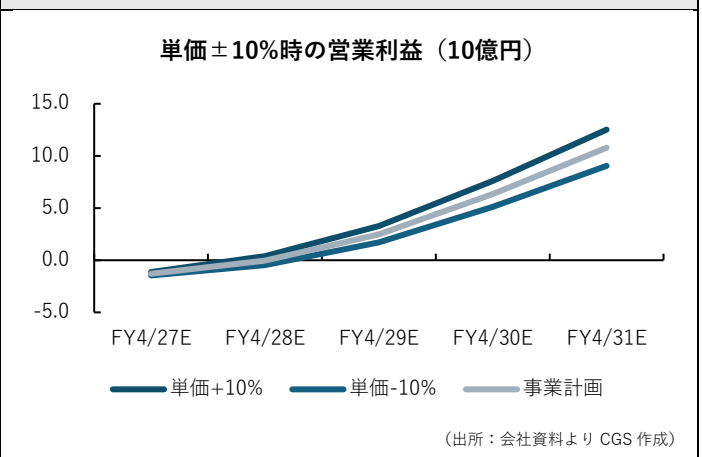
○エンジニアの平均単価は、未経験者や入社 1 年未満の社員が増加することにより、当面は下方圧力を受ける。しかし、中期的には入社後のスキル向上、商流の改善、高単価案件の獲得などにより徐々に上昇することが見込まれる。CGS の試算によれば、正社員エンジニアの平均単価が ±10% 変動することにより、2031 年 4 月期の売上高は約 10%、営業利益は約 15% 変動する（図表 21 および 22 参照）。入社率や退職者数とは異なり、平均単価はその変化がそのまま単年度業績に影響を及ぼすことから、事業計画期間を通じて同程度の影響を及ぼす。



図表 21：単価±10%で FY4/31 の売上高は約 10%変動



図表 22：単価±10%で FY4/31 の営業利益は約 15%変動



図表 23：感応度分析サマリー

重要変数	変動幅	FY4/31 売上高影響	FY4/31 営業利益影響	影響の特徴
入社率	±10%pt	約±20%	約±30%	エンジニア数に累積的に影響し、計画後半ほど差が拡大
退職者数	±30%	約±15%	20%強	離職抑制は売上のストック性を高め、累積的に業績へ影響
平均単価	±10%	約±10%	約±15%	単価変動は単年度業績に直接影響し、期間を通じて安定的に効く

(出所：会社資料より CGS 作成)

○3つの変数のうち、FY4/31の営業利益への影響が最も大きいのは入社率である（図表 23 参照）。入社率は採用コストを大きく増やさずにエンジニア数を拡大できるため、売上高・営業利益の双方に大きく寄与する。退職者数は売上のストック性を左右し、平均単価は単年度の売上・粗利に直接影響する。

○成長ドライバーである正社員エンジニアの採用、退職、単価はエンジニアのミカタの業績見通しに大きく影響を及ぼすことから、これら重要変数の変動は、事業計画に対するアップサイド・ポテンシャルとダウンサイド・リスクの双方を示唆している。しかし、同社はこれらの重要変数を含む主要項目に対して、事業計画よりも厳しい社内 KPI を設定している模様である。このため、同社が社内 KPI を達成する場合は、業績は事業計画に対して上振れる可能性が高いと CGS はみている。

3) Valuation Analysis : Pre 200 億円を基準とした事業価値の妥当性検証

サマリー：エンジニアのミカタの資金調達時 Valuation について、事業価値評価の基準を主に Pre Valuation 200 億円に置き、DCF 法、売上 ARR ベース PSR、総利益 ARR ベース GP 倍率により妥当性を検証する。一般的なベンチャーファイナンスでは Post Valuation を基準に評価することが多いが、同社の場合、調達資金 50 億円は当面の成長投資・赤字補填に使われる一方、大型設備投資を必要とするモデルではなく、一定時期以降は FCF の範囲内で成長投資を賄える計画である。そのため、事業そのものの価値を見るうえでは、Pre Valuation 200 億円を中心に評価することに一定の合理性がある。

DCF 標準ケース (WACC12.0%、永久成長率 1.0%) の理論株式価値は 319 億円。WACC15.0%、永久成長率 0% とより保守的な前提でも 210 億円と、Pre Valuation 200 億円を上回る。売上 ARR ベース PSR 法でも、1 年後の 2027 年 4 月時点で 199~248 億円となり、Pre Valuation 200 億円は概ね説明可能な水準となる。ただし、総利益 ARR ベースでは、同時点の評価レンジは 92~153 億円にとどまり、Pre Valuation 200 億円を十分には説明しにくい。粗利益の拡大、単価改善、販管費レバレッジの発現には一定の時間を要するため、総利益 ARR ベースでは 2028 年 4 月までのレンジも併せて確認する。この場合、2028 年 4 月基準では 189~315 億円となり、Pre 200 億円は概ねレンジ内に入る。また、営業利益 30% 下振れの DCF ケースでは 182 億円となり、保守的評価では Pre 200 億円を下回るケースも確認される。

したがって、Pre Valuation 200 億円は標準ケースおよび売上ランレート基準では一定の妥当性を有する。一方、Post Valuation 250 億円は投資家の希薄化後リターンを検証するための基準であり、その納得感は今後 2~3 年における採用力、離職率低下、平均単価上昇、稼働率維持、販管費率低下の達成可能性に依存する。

1) 評価手法：DCF、売上 ARR、総利益 ARR の 3 軸で検証

○本章では、エンジニアのミカタの資金調達時 Valuation について、Pre Valuation 200 億円を事業価値評価の主たる基準としつつ、投資家の希薄化後リターンを確認する観点から Post Valuation 250 億円も併せて検証する。分析にあたり、DCF 法、売上 ARR ベース PSR、総利益 ARR ベース GP 倍率の 3 つの手法を用いる。なお、粗利益とは、他の章で使用した総利益と同義。

○一般的なベンチャーファイナンスでは、調達資金が将来の赤字補填、設備投資、M&A 等に充当され、将来収益の創出に不可欠な資金となるため、Post Valuation を基準に評価することが多い。一方、同社の場合、今回調達する 50 億円は当面の成長投資および赤字補填には用いられるものの、設備投資負担は限定的であり、一定時期以降は FCF の範囲内で事業拡大を賄える計画である。そのため、事業そのものの価値を検証するうえでは、Pre Valuation 200 億円を中心にすることに一定の合理性がある。

○結論として、Pre Valuation 200 億円は、標準ケース DCF、2027 年 4 月以降の売上 ARR ベース PSR、および 2028 年 10 月基準の総利益 ARR ベース GP 倍率では、概ね説明可能な水準である。一方、営業利益の大幅下振れ、WACC 上昇、または粗利益ベースでの保守的評価では、Pre Valuation 200 億円を下回るケースも確認される。したがって、同社の Valuation の妥当性は、今後 2~3 年における採用力、離職率、平均単価、稼働率、販管費率、OPM 改善の蓋然性に依存する。

○PER 法も有用な補助的評価手法であるが、同社は現時点では赤字または低利益の投資フェーズにあり、足元利益に PER を適用しても企業価値を適切に表現しにくい。また、2029 年以降の利益を用いた PER 法は、成長計画達成への依存度が高い。そのため、本章では DCF 法と ARR ベース PSR を主軸とし、PER 法は将来利益水準が見えた段階での補助的確認手法と位置づける。

○同社は急成長投資フェーズにあり、足元利益だけで評価することは適切ではない。一方で、SES/IT 人材供給モデルである以上、SaaS 企業のような高 PSR を無条件に適用することも難しい。そこで本章では、国内類似企業比較を通じて、売上 PSR および総利益ベース GP 倍率の妥当レンジを確認し、同社の Valuation を検証する。

○ROIC や投下資本対比の CF 創出力による評価も考えられるが、SES 事業は設備投資や固定資産が限定的であり、黒字化後には高い ROIC が自然に算出されやすい。そのため、ROIC は同社の差別化要因を評価する指標としては有効性が限定的である。本章では、投資家ごとの事業計画に対する信頼度や要求 IRR の違いを踏まえ、WACC、永久成長率、営業利益の下振れ、ARR の参照時点を変えた感応度分析を行い、Valuation のレンジをできる限り客観的に示す。

図表 24：DCF 法および PSR 法を使用した企業価値算出のまとめ（単位：100 万円）

評価手法	倍率・前提	評価額		Pre 200億円との関係	Post 250億円との関係
DCF標準ケース	WACC 12.0%、永久成長率 1.0%	319億円	—	大きく上回る	上回る
DCF感応度ケース①	WACC 15.0%、永久成長率 0.0%	210億円	—	やや上回る	下回るが乖離は限定的
DCF感応度ケース②	営業利益30%下振れ、WACC 12.0%	182億円	—	下回る	下回る
		2027年4月基準	2028年4月基準		
売上ARR × PSR	PSR 1.2~1.5倍	199~248億円	390~487億円	大きく上回る	上回る
総利益ARR × GP倍率	GP倍率 3~5倍	92~153億円	189~315億円	レンジ内だが下限は下回る	2028年4月基準では上限側で上回る

(出所：CGS)

2) DCF 法：理論株式価値 319 億円と感応度分析

○DCF 法では、事業計画の標準ケースに基づき、将来フリー・キャッシュ・フローを現在価値に割り引いて理論株式価値を算定する。会社資料では、WACC12.0%、ターミナル成長率 1.0%、実効税率 35.0%を前提として、理論株式価値は 318 億円と算定されている。この水準は、Pre Valuation 200 億円を上回っている。標準ケースが達成される前提では、200 億円は DCF 上高い水準ではない。

○ただし、DCF 価値の大部分は 2031 年以降のターミナルバリューに依存している。したがって、DCF の妥当性は、2031 年 4 月期に売上 900 億円、営業利益率 12%、NOPAT70 億円に到達できるかに大きく左右される。投資家に対しては、DCF の結果そのものよりも、その前提となる採用数、離職率、平均単価、販管費率の蓋然性を説明する必要があるだろう。

図表 25：DCF 法による理論株式価値（単位：100 万円）

	2027/4期	2028/4期	2029/4期	2030/4期	2031/4期	
営業利益	(1,293)	(34)	2,485	6,355	10,782	
(-) みなし税金	-	-	(870)	(2,224)		(3,774)
NOPAT	(1,293)	(34)	1,615	4,130	7,008	12.0%
(+) 減価償却	6	6	6	6	6	1.0%
(+/-) 運転資本増減	(475)	(970)	(1,259)	(1,582)	(1,734)	35.0%
フリーキャッシュフロー (FCF)	(1,762)	(998)	362	2,555	5,280	
割引年数	0.500	1.500	2.500	3.500	4.500	
割引係数	0.9449	0.8437	0.7533	0.6726	0.6005	
FCF現在価値	(1,665)	(842)	272	1,718	3,171	
ターミナルバリュー (TV) - 永久成長法						
最終年度FCF	5,280					
TV = FCF × (1+g) / (WACC - g)	48,479					
TV現在価値	29,112					
企業価値 (EV) → 株主価値						
Σ FCF現在価値	2,654					
TV現在価値	29,112					
企業価値 (EV)	31,766					
(-) 純有利子負債 (2026/4期末時点)	(84)					
理論株式価値	31,850					

(出所：CGS)

○投資家によって、未上場企業に求める WACC は異なるであろう。ベースモデルは動かさず、WACC とエターナルグロースが変化した場合の企業価値を算出したものが、図表 26 である。この表からもわかるように、WACC の影響が大きく、エターナルグロースのインパクトは限定的である。仮に、WACC15%、エターナルグロース 0% が妥当とすれば、企業価値は 210 億円となる。

図表 26：WACC、エターナルグロースを変数とした企業価値の算出（単位：100 万円）

g \ WACC	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
-0.5%	40,807	35,675	31,473	27,976	25,026	22,509	20,339
0.0%	43,090	37,476	32,922	29,160	26,007	23,331	21,035
0.5%	45,643	39,467	34,508	30,447	27,066	24,214	21,779
1.0%	48,514	41,679	36,253	31,850	28,213	25,165	22,577
1.5%	51,768	44,151	38,182	33,387	29,461	26,192	23,433
2.0%	55,487	46,932	40,324	35,078	30,821	27,304	24,355
2.5%	59,778	50,084	42,719	36,947	32,311	28,514	25,351

(出所：CGS)

○また、業績計画が未達となるリスク、上振れとなる可能性もある。営業利益が 10%から 30%下振れるケース、上振れるケースを想定した企業価値の算出も行った。業績が 30%下振れした場合、WACC が 12%のままならば企業価値は 182 億円、WACC15%ならば 126 億円となる。

図表 27：営業利益、WACC を変数とした企業価値の算出（単位：100 万円）

業績 \ WACC	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
▲30%	28,150	24,054	20,805	18,172	15,999	14,180	12,637
▲20%	34,938	29,929	25,955	22,732	20,071	17,842	15,950
▲10%	41,726	35,804	31,104	27,291	24,142	21,503	19,264
0% (ベース)	48,514	41,679	36,253	31,850	28,213	25,165	22,577
+10%	55,302	47,554	41,402	36,410	32,285	28,826	25,890
+20%	62,090	53,429	46,551	40,969	36,356	32,488	29,203
+30%	68,878	59,304	51,700	45,528	40,427	36,149	32,516

(参考) vs ベースケース乖離率

業績 \ WACC	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%	14.0%	15.0%
▲30%	-11.6%	-24.5%	-34.7%	-42.9%	-49.8%	-55.5%	-60.3%
▲20%	+9.7%	-6.0%	-18.5%	-28.6%	-37.0%	-44.0%	-49.9%
▲10%	+31.0%	+12.4%	-2.3%	-14.3%	-24.2%	-32.5%	-39.5%
0% (ベース)	+52.3%	+30.9%	+13.8%	-	-11.4%	-21.0%	-29.1%
+10%	+73.6%	+49.3%	+30.0%	+14.3%	+1.4%	-9.5%	-18.7%
+20%	+94.9%	+67.7%	+46.2%	+28.6%	+14.1%	+2.0%	-8.3%
+30%	+116.3%	+86.2%	+62.3%	+42.9%	+26.9%	+13.5%	+2.1%

(出所：CGS)

3) ARR ベース PSR 分析

○PSR 分析の前提は、①月次売上高を 12 倍した ARR を使用、②PSR 倍率は 1.2~1.5 倍を想定、③想定 PSR 倍率は同業他社比較と将来の OPM で算出。また、ARR の代わりに月次総利益の 12 倍である総利益 ARR による分析も行った。同社は、エンジニアへの高還元を優位性としているため、粗利率が 20%前後と同業他社に比較し低い。単純な売上 PSR 比較だけでは、高還元モデルにおける価値創出力を十分に説明しにくい、と考える投資家もいよう。総利益ベース ARR による分析も加えることで、投資家の判断基準を広げられると、CGS では考える。

○なお、本章でいう ARR は、SaaS 企業における契約 ARR ではなく、月次稼働売上を 12 倍した年換算ランレート売上を意味する。SES 事業は契約期間や稼働継続性により売上のストック性を有する一方、SaaS ほどの契約拘束力はないため、以下では「売上 ARR」または「ランレート売上」として扱う。

○分析結果は、図表 28 の通り。売上 ARR では、1 年後の 2027 年 4 月基準で 199~248 億円、2 年後の 2028 年 4 月基準で 390~487 億円。総利益 ARR では、1 年後の 2027 年 4 月基準で 92~153 億円、2 年後の 2028 年 4 月基準で 189~315 億円。

図表 28：PSR と ARR、総利益 ARR を使用した企業価値分析の結果（単位：100 万円）

項目	2027/4	2027/10	2028/4	2029/2 (末)	備考
売上ARR (月次売上×12)	166億	242億	325億	485億	計画ベースの売上規模
売上ARR ×1.2倍	199億	290億	390億	582億	PSR 1.2x 適用ライン
売上ARR ×1.5倍	248億	363億	487億	728億	PSR 1.5x 適用ライン
総利益ARR (月次総利益×12)	31億	46億	63億	96億	計画ベースの粗利規模 (粗利率約20%)
総利益ARR ×3.0倍	92億	137億	189億	288億	EV/Gross Profit 3.0x 適用ライン
総利益ARR ×5.0倍	153億	228億	315億	480億	EV/Gross Profit 5.0x 適用ライン

今回ラウンド Pre Valuation 200億円との対比					
指標	2027/4 vs 200億	2027/10 vs 200億	2028/4 vs 200億	2029/2 vs 200億	Pre 200億の位置づけ
売上ARR ×1.2倍	-1億	+90億	+190億	+382億	2027/4に概ね到達
売上ARR ×1.5倍	+48億	+153億	+287億	+528億	2027/4で上回る (先取り1年)
総利益ARR ×3.0倍	-108億	-63億	-11億	+88億	2028/4と2029/2の中間に到達
総利益ARR ×5.0倍	-47億	+28億	+115億	+280億	2027/4と2027/10の中間に到達

(出所：CGS)

① 売上 ARR×PSR：売上ランレートから見た評価レンジ

○ARR を採用した理由は、採用者数の加速により今後月次売上は急速に拡大する可能性が高いため。年度売上よりも、月次売上を 12 倍した ARR で判断した方が PSR 分析には相応しいと、CGS では考える。

○OPSR の想定レンジに関しては、同業他社比較分析をベースに設定した。比較対象企業は、ボードルア、SHIFT、テクノプロ、TWOSTONE & Sons、ジャパニクス、情報戦略テクノロジーの 6 社。テクノプロに関しては、プレミアムが付与された MBO 時の買付け株価ではなく、MBO 観測報道直前（2025 年 5 月 15 日の立会時間終了後に Mergermarket による憶測報道があった）の株価 3,389 円を使用。

○図表 31 にあるように、PSR と OPM の相関性が他の項目より高い。PSR と OPM の関係については、国内類似企業を対象に簡易的な回帰分析を行った。各相関図には回帰線に加えて決定係数 R² を記載し、OPM が PSR のばらつきをどの程度説明しているかを確認した。ただし、サンプル数は限定的であり、本分析は統計的な厳密性を主張するものではない。あくまで、国内 SES・IT 人材関連企業において、営業利益率が Valuation にどの程度反映されているかを把握するための補助的分析である。また、テクノプロについては MBO 買付価格ではなく、MBO 観測報道前の株価を用いているが、同社は規模、収益安定性、市場認知度の点で他社と異なるため、回帰分析上の影響力が相対的に大きい可能性がある。そのため、テクノプロを含む 6 社ベースに加え、同社を除外した 5 社ベースの相関係数および R² も確認し、結論の頑健性を検証する。

○また、同社は 2030 年 4 月期の OPM を 10%、2031 年 4 月期の OPM を 12% と計画している。相関図において、OPM10%~12%に相当する PSR が 1.2~1.5 倍であることから、このレンジを採用した。なお、6 社の単純平均 PSR (図表 29 ベース) は 1.3 倍であり、この点からも、PSR1.2~1.5 倍のレンジは、国内類似企業比較上、一定の妥当性を有すると考えられる。

○将来の NOPAT 利益率、足元の ARR、同業他社比較の PER を使用した企業価値算定の方法もあろうが、基本 PSR と同じ定義であるため、割愛する。なお、6 社平均の PER は 19 倍。

○どの時点の ARR を参照すべきかは、投資家が同社の成長計画にどの程度の確信を持つかによって異なる。ただし、類似上場企業の PSR が FY1 ベースで参照されることが多い点を踏まえると、売上 ARR ベース PSR では、FY1 に相当する 2027 年 4 月の売上 ARR を標準ケースとして用いるのが比較上は自然である。

○一方、エンジニアのミカタは、月次入社数、営業組織、稼働エンジニア数が急速に拡大する成長初期段階にある。そのため、FY1 ARR だけでは、足元の採用・営業投資の成果や成長モメンタムを十分に反映しきれない可能性がある。したがって、本分析では、2027 年 4 月の売上 ARR を標準ケースとしつつ、2027 年 10 月および 2028 年 4 月の売上 ARR も、成長モメンタムを確認する補助ケースとして併記する。

②総利益 ARR ベース GP 倍率：高還元モデルを踏まえた保守的評価

○PSR（総利益ベース）に関しても、OPM との相関が相対的に高い。以下では便宜上「総利益ベース PSR」と呼ぶが、厳密には売上倍率ではなく、Gross Profit Multiple である。相関図において、OPM10%~12%に相当する PSR（総利益ベース）は 4~5 倍。6 社の平均（図表 29 ベース）は 4 倍である。ただし、売上 PSR よりもバラつきが大きいこと（例えば、テクノプロと SHIFT）から、広めの 3~5 倍のレンジを採用した。ボードルアを除く平均は 3 倍強。

○また、総利益 ARR ベースの評価については、売上 ARR よりも参照時点をやや広めに見る必要がある。エンジニアのミカタは高還元 SES モデルであり、急成長初期には採用・営業投資が先行し、粗利益の拡大、平均単価改善には一定の時間を要する。そのため、2027 年 4 月時点の総利益 ARR だけで Pre Valuation 200 億円を評価すると、同社の将来収益力を過度に保守的に見る可能性がある。総利益 ARR についても、2027 年 10 月および 2028 年 4 月の数字も併記する。

図表 29：類似企業 Valuation 比較（テクノプロ以外の株価は 5 月 1 日付け終値を使用）

国内IT人材・SES類似企業 バリュエーション比較												
会社名	コード	株価(5月1日)	時価総額	EV	PSR	時価総額/GP	PER	EV/EBITDA	売上伸び率	OPM	GPM	
		(円)	(100万円)	(100万円)	(倍)	(倍)	(倍)	(倍)	(%)	(%)	(%)	
ボードルア	4413	2,006	62,577	60,724	2.7	7.8	20.5	12.8	35%	19%	34%	
テクノプロ (MBO報道前)	6028	3,389	353,100	328,048	1.5	5.4	21.9	12.2	9%	10%	27%	
テクノプロ (MBO価格)	6028	4,870	507,405	482,353	2.1	7.8	31.4	17.9				
SHIFT	3697	650	166,143	161,761	1.1	3.1	15.3	7.8	20%	12%	34%	
TWOSTONE&Sons	7352	419	18,583	17,802	0.8	2.2	28.2	9.9	34%	5%	35%	
ジャパニクス	9558	2,158	8,555	5,283	0.7	2.7	10.9	5.0	9%	8%	24%	
情報戦略テクノロジー	155A	801	8,200	7,482	0.8	3.0	19.0	9.0	33%	7%	26%	
上位3社平均					1.8x	5.4x	19.2x	10.9x	21%	14%	32%	
6社平均					1.3x	4.0x	19.3x	9.5x	23%	10%	30%	

*上位3社は、ボードルア、テクノプロ、SHIFT

(注) ボードルア、SHIFT の業績は、ブルンバーク社の市場コンセンサスを使用。テクノプロは 2024 年度の業績、他は会社予想ベース。いずれも、進行年度の予想を使用した。EV を計算するベースの BS は、直近の四半期のデータを使用。株価は、2026 年 5 月 1 日付けの数値を使用（テクノプロ除く）

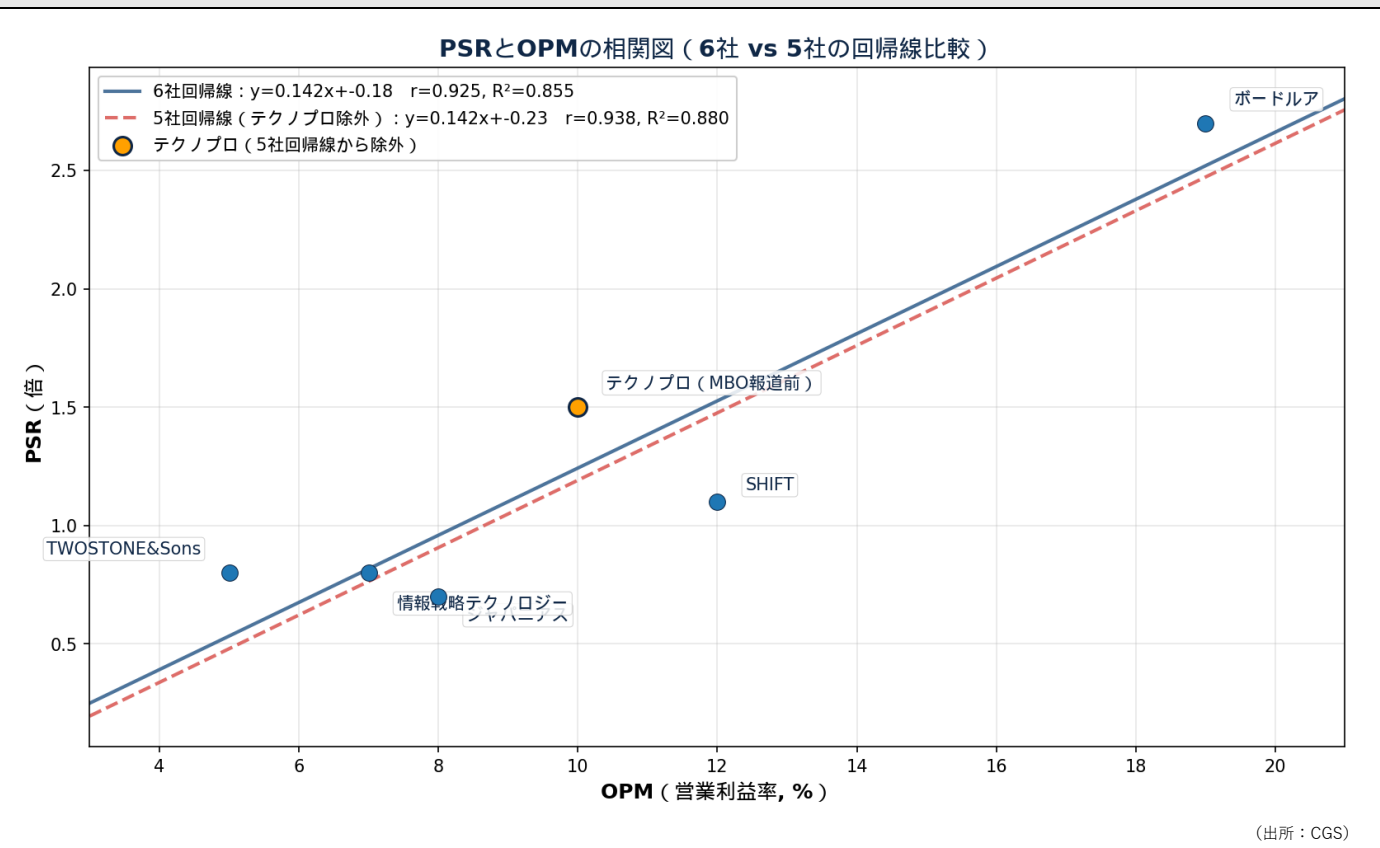
(出所：CGS)

図表 30：PSR と各指標の相関係数

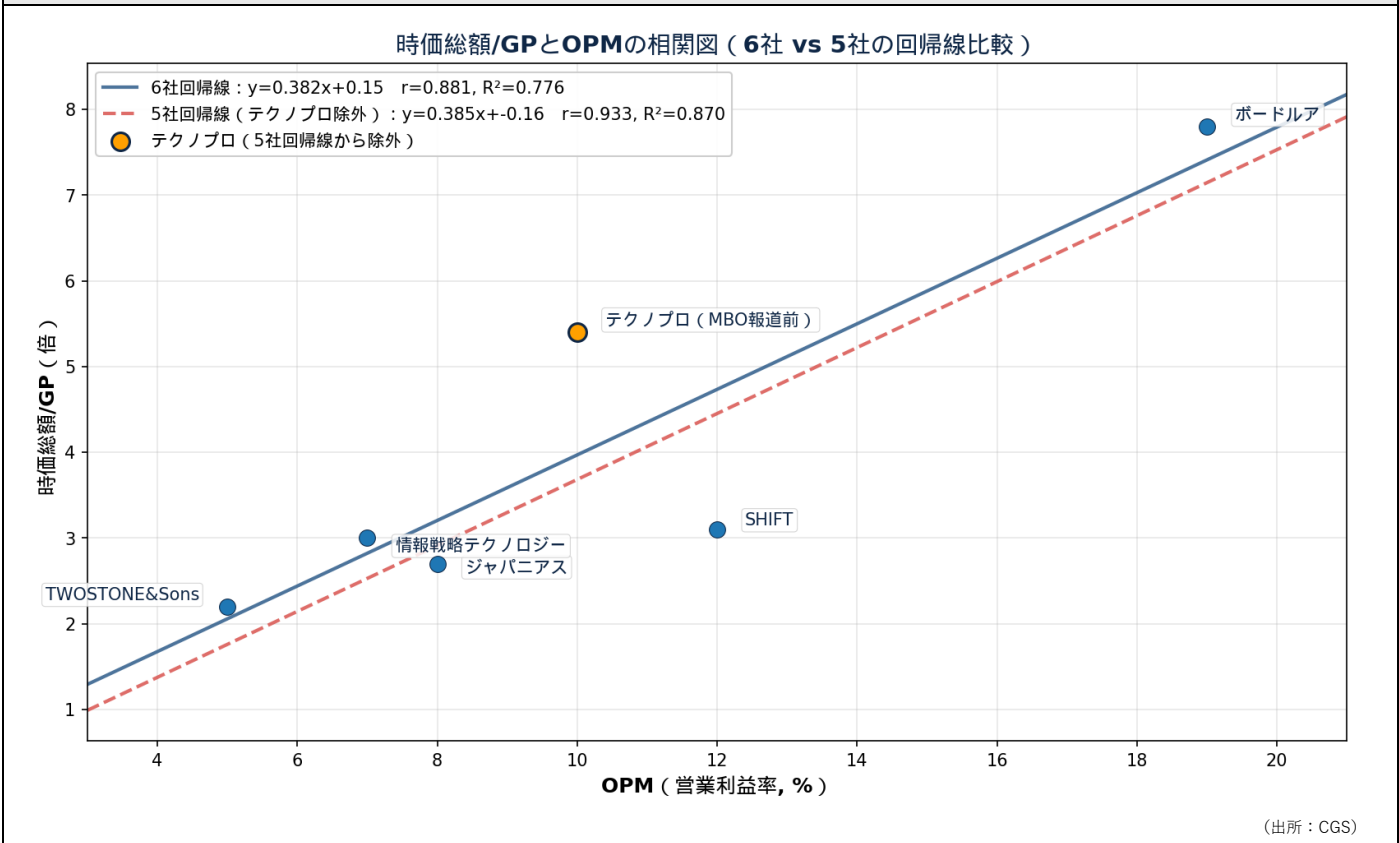
順位	指標	相関係数 r	R ² (決定係数)	説明力評価	サンプル数
1	時価総額/GP	0.974	0.948	極めて強い	6
2	OPM	0.925	0.855	極めて強い	6
3	EV/EBITDA	0.750	0.563	強い	6
4	GPM	0.395	0.156	弱い	6
5	売上伸び率	0.267	0.071	ほぼ無相関	6
6	PER	0.167	0.028	ほぼ無相関	6

(出所：CGS)

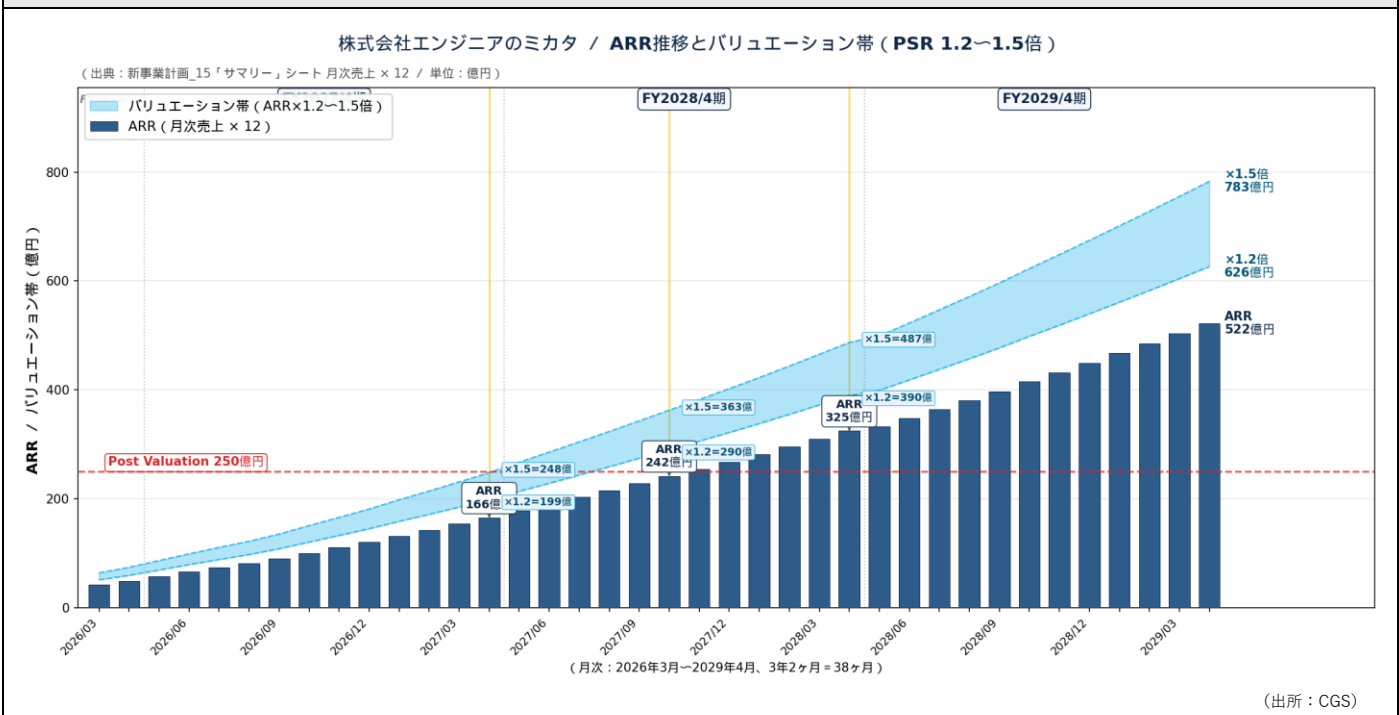
図表 31：PSR と OPM の相関図



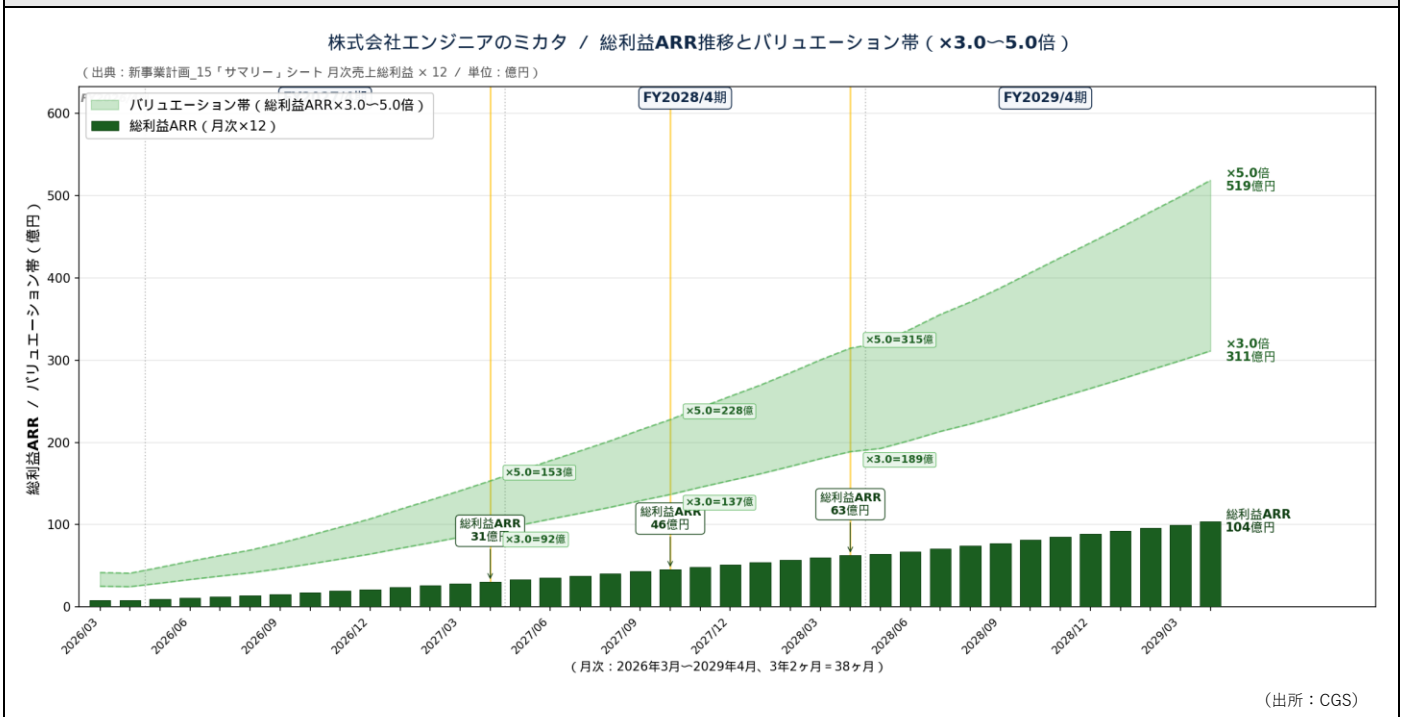
図表 32：PSR（時価総額/GP）と OPM の相関図



図表 33：売上 ARR 推移と PSR1.2～1.5 倍の企業価値



図表 34：粗利益 ARR 推移と PSR（総利益ベース）3-5 倍の企業価値



4) 結論：200 億円は説明可能性が高く、Post Valuation 250 億円の納得感は今後 2~3 年の KPI 実績に依存

○以上を総合すると、Pre Valuation 200 億円は、標準ケース DCF、2027 年 4 月の売上 ARR ベース PSR、および 2028 年 4 月の総利益 ARR ベース GP 倍率において、概ね説明可能な水準である。DCF 標準ケースでは理論株式価値が 319 億円となり、Pre Valuation 200 億円を大きく上回る。また、売上 ARR ベース PSR でも、2027 年 10 月基準で 290~363 億円、2028 年 10 月基準で 390~487 億円の評価レンジとなり、Pre Valuation 200 億円に対して一定のアップサイドが確認される。

○一方で、保守的なケースでは下方リスクも存在する。例えば、営業利益 30% 下振れケースでは企業価値が 182 億円 (WACC15% の場合 126 億円) となり、Pre Valuation 200 億円を下回る。また、総利益 ARR ベースの 2027 年 4 月基準では 92~153 億円と Pre Valuation 200 億円には届かない。2027 年 10 月基準でも 137~228 億円の評価レンジとなり、Pre Valuation 200 億円はレンジ内に位置するものの、十分な余裕があるとは言い切れない。したがって、Pre Valuation 200 億円は標準ケースでは妥当性が高い一方、業績未達や粗利益ベースでの保守的評価では説明力が低下する可能性がある。

○なお、Post Valuation 250 億円は、事業価値そのものの評価というより、投資家の希薄化後リターンや次回ラウンド・Exit 時のアップサイドを検証するための基準として位置づけるべきである。Post Valuation 250 億円についても、DCF 標準ケースや売上 ARR ベース PSR では説明可能であるが、WACC15%・永久成長率 0% の DCF ケース、営業利益下振れケース、総利益 ARR ベースの保守的評価では 250 億円を下回るレンジも確認される。

○したがって、同社の Valuation は現時点の実績値だけで完結するものではなく、今後 2~3 年における採用力、離職率低下、平均単価上昇、稼働率維持、販管費率低下、OPM 改善の達成可能性に大きく依存する。投資家向けには、これらの KPI 進捗を月次または四半期で継続的に開示・説明することが、Pre 200 億円の妥当性を補強し、

Post 250 億円の納得感を高めるうえで重要である。

図表 35 : KPI 進捗と Valuation への影響

KPI 進捗	投資家の見方	Valuation への影響
入社数計画達成	売上 ARR 拡大の蓋然性向上	PSR 評価が維持されやすい
離職率低下	売上のストック性向上	WACC 低下、DCF 改善
平均単価上昇	粗利益増加	GP 倍率改善
OPM 改善	収益化の確認	PSR・PER 双方で再評価
月次黒字化	Downside risk 低下	次ラウンド交渉力向上

(出所：CGS)

4) 高成長を支える経営基盤

沿革

○株式会社エンジニアのミカタは、2020年5月に代表取締役 CEO の田代正義氏により設立された。IT 業界の多重下請け構造が生み出すエンジニアの低年収と過酷な労働環境の是正を目指し、2021年8月に SES 事業を開始。当初はフリーランスのエンジニアを中心に事業を展開し、2023年2月より正社員の中途採用を開始、2025年11月に未経験者の採用を本格的に開始した。

企業理念

○エンジニアのミカタは、「社会的インパクトの最大化」をミッションとし、日本全体の所得水準の最大化、株主価値の最大化、成長が当たり前の社会の実現を目指す。同社は、「2040年までに実現すること」をビジョンとして掲げ、雇用者数 30 万人、利益 3,000 億円、時価総額 10 兆円を目指すとしている。同社が「大切にすること」とするバリューは、「シンプル」「スピーディー」「わかりやすい」である。IT 業界の多重下請け構造が生み出すエンジニアの低年収と過酷な労働環境の是正を体現する報酬体系、野心的な成長目標、緻密な戦略、強力な業務遂行力は、これらの企業理念を体現するものであると CGS は考えている。

リーダーシップ

○創業社長である田代正義氏は、2020年4月に早稲田大学基幹理工学部に入學、同年5月にエンジニアのミカタを創業した。エンジニアである父親の影響から自身もエンジニアとしてのキャリアを考える中で、日本の IT 産業における多重下請け構造やエンジニアの処遇に関する課題を認識し、SES 事業を開始した。田代氏の強みは、IT 業界の構造的課題を事業機会として捉える構想力に加え、目標を具体的な KPI に分解し、組織を巻き込みながら短期間で事業拡大を実現してきた強力な推進力にあると CGS は評価している。外部の投資家からも、大きな野望、目標達成へのコミットメント、人を巻き込む力、重要指標を着実に達成していく実行力が評価されており、ビジョンと実行力を併せ持つ創業経営者として高く評価されている。

○エンジニアのミカタの経営陣は、創業者である田代正義代表取締役 CEO を筆頭に、営業、人材採用、技術、財務・M&A、管理・内部統制といった成長局面で重要性の高い機能を、それぞれ関連実務の経験を有する人材が担う構成である（図表 36 参照）。SES 事業の拡大に必要な営業力と採用力に加え、DX 推進、財務戦略、管理体制整備に対応しうる人材を経営体制に組み込んでおり、事業拡大と組織基盤整備を並行して進める布陣と評価される。加えて、上場支援、監査、ベンチャー経営、事業開発などの知見を持つ人材を顧問として招聘しており、機動的な意思決定を維持しながら、管理水準の向上や成長戦略の精緻化を図る体制であることがうかがえる。

○エンジニアのミカタは、さらなる経営基盤の強化に向けて、2026 年中に経験豊かな法務担当者を採用する計画である。また、上場申請期の目標である 2031 年 4 月期の直前々期（2029 年 4 月期）までに監査役と社外監査役を選任する方針である。

図表 36：経営陣と顧問の状況

役職	氏名	主な職歴
代表取締役 CEO	田代 正義	2020 年 5 月、エンジニアのミカタ創業。多重下請け構造を中心とした IT 業界の課題解決のため SES 事業を開始。
取締役 COO	市川 秋音	スタートアップ企業にて BtoB SaaS、SES 事業の立ち上げに従事。2024 年 6 月、エンジニアのミカタに参画。営業本部長として営業部門を統括する。
取締役 CHRO	堀江 昂汰	キーエンスにて技術・営業職に従事した後、独立系 M&A 仲介会社にて IT/マーケティング領域の M&A に携わる。2025 年 5 月、エンジニアのミカタに参画。グループのエンジニア採用を統括する。
取締役 CFO	大島 瑠星	ゴールドマン・サックス証券の投資銀行部門にて M&A、資金調達、IPO のアドバイザー業務に従事。2026 年 3 月、エンジニアのミカタに参画。ファイナンスおよび M&A を統括する。
CTO	加藤 愛斗	大学在籍時に株式会社 Ribura を共同創業。CTO として AI/DX ソリューションの開発に携わるとともに、プログラミング教育事業の立ち上げに携わる。2025 年 11 月、エンジニアのミカタに参画。CTO として DX を主導する。
管理部長	橋本 健郎	公認会計士。PwC Japan にて会計・内部統制監査に従事。その後、上場企業の管理部門を経て、株式会社 GA technologies にて CAO、株式会社 Gaudiy にて CFO。2025 年 10 月、エンジニアのミカタに参画。管理部長として管理部門を管掌する。
顧問	荻野 光	公認会計士。梓監査法人にてベンチャー企業を中心に法定監査および株式上場支援業務に従事。2020 年、M&A 総合研究所取締役管理本部長。2025 年 11 月、エンジニアのミカタ顧問に就任。
顧問	黒田 雄三	2021 年に株式会社試案 WEB メディア事業部門 事業部長就任。2023 年に株式会社 Optix 創業、2025 年に HARE を創業。2026 年 2 月、エンジニアのミカタ顧問に就任。
顧問	山田 浩輝	大学在籍時に株式会社 ROXX を共同創業。COO として東証グロース市場への上場を主導。2026 年 1 月、エンジニアのミカタ顧問に就任。

(出所：会社資料より CGS 作成)

上場に向けた体制整備

○CGS は、エンジニアのミカタがすでに上場に向けた本格的な体制整備に向けて着手しつつあることを評価している。2026 年 4 月期より、上場準備企業の支援に知見を有する ES ネクスト監査法人による監査が開始されている。また、2025 年 5 月にボードルアと上場準備体制構築に向けたコンサルティング契約を締結し、業務オペレーションの構築についてボードルアの上場経験に基づく実務的な助言を仰いでいる。さらに、監査法人にて上場支援業務に従事した荻野光氏を 2025 年 11 月、COO として上場を主導した山田浩輝氏を 2026 年 1 月に顧問として招聘している。上場経験者の招聘が内部管理体制強化への取り組みを後押しすることが期待される。

株主によるモニタリング

○豊富な知見を有する VC ファンドによる経営監視は、エンジニアのミカタの持続的な成長を支える重要な要素であると CGS は考えている。同社の株主には、霞が関キャピタル、SMBC ベンチャーキャピタル、Dawn Capital、X&KSK、THE SEED、タクミキャピタルなどの VC ファンドのほか、複数の上場企業の創業者が名を連ねる。同社は、株主に対する定期的な報告のほか、適時面談を通じて同社の経営に関する意見交換や相談を行っている模様である。CGS が面談した VC ファンドは、同社を深く理解し、重要事項について深度ある対話を継続的に行うとともに、建設的な助言を行っていることが確認された。

5) リスク要因

エンジニアのミカタの事業に対する主なリスクは、以下の通りである。CGS は、採用拡大と定着率改善が想定を下回るリスク、および案件獲得力と入社率改善が想定を下回るリスクの重要度が特に高いと考えている。同社の成長モデルは、正社員エンジニアの採用拡大、案件選択肢の拡充、入社率・定着率の改善、稼働率維持、平均単価向上が相互に連動する構造にある。そのため、採用、案件獲得、定着のいずれかが想定を下回る場合、エンジニア数の増加だけでなく、売上成長、粗利率、販管費比率、利益成長にも波及する可能性がある。

○**採用拡大と定着率改善が想定を下回るリスク**。同社の事業計画は、正社員エンジニアの採用拡大と離職率の低下を前提としている。IT 人材不足を背景に採用競争は厳しく、競合他社が報酬水準や働き方を改善した場合、同社の採用上の魅力が低下する可能性がある。また、案件内容、報酬、キャリア形成等に対するエンジニアの満足度が十分に高まらない場合、離職率が想定通りに低下せず、業績が事業計画を下回る可能性がある。

○**経験者採用が想定を下回り、未経験者採用への依存度が高まるリスク**。同社の事業計画では、一定の経験・スキルを有するエンジニアの採用拡大が、稼働率維持、平均単価改善、収益性向上の前提となっている。経験者採用が想定通りに進まず、未経験者や経験年数の短いエンジニアの構成比が高まる場合、商流改善の遅れ、高単価案件獲得の停滞、教育研修・人事サポート費用の増加、案件マッチングの難度上昇等により、平均単価や粗利率の改善が遅れ、販売管理費比率が計画を上回る可能性がある。

○**案件獲得力と入社率改善が想定を下回るリスク**。同社では、入社辞退の主要因として入社時にエンジニアが希望する案件がないことが挙げられる。営業部門による案件獲得が採用拡大に追いつかない場合、案件選択肢が十分に広がらず、入社率や定着率の改善が遅れる可能性がある。また、顧客企業や Sler による選別が厳しくなる場合、十分な案件数を確保できず、稼働率、売上高、利益率に影響を及ぼす可能性がある。

○**平均単価および粗利率が想定通りに改善しないリスク**。同社の事業計画では、エンジニアの経験蓄積、スキル向上、商流改善、高単価案件の獲得により、平均単価の改善が見込まれている。しかし、未経験者や経験年数の短いエンジニアの構成比が高い状態が続く場合、または商流改善や高単価案件獲得が想定通りに進まない場合、平均単価や粗利率は計画を下回る可能性がある。

○**労務・契約・コンプライアンスを含む内部管理体制の整備が遅れるリスク**。SES 事業では、労働時間管理、雇用管理、派遣・請負・準委任契約の区分、偽装請負の防止、情報管理、顧客先での業務管理など、高い管理水準が求められる。同社は急速な拡大局面にあるため、管理体制の整備が成長スピードに追いつかない場合、顧客からの信頼低下、採用力の低下、行政対応、上場準備の遅延等につながる可能性がある。

○**AI/DX によるローコスト・オペレーションの構築が想定通りに進まないリスク**。同社の利益成長には、採用、営業、案件マッチング、契約管理、稼働管理等の業務効率化により、販管費の増加を抑制することが重要である。自社開発システムの開発遅延、運用上の不具合、現場への浸透不足、サイバーセキュリティ上の問題等が発生した場合、高還元モデルと高い利益率の両立が難しくなる可能性がある。

○**M&Aに関するリスク**。SES業界は細分化されており、M&Aは同社にとって非連続成長の選択肢となる。一方で、M&Aには、買収先エンジニアの離職、顧客契約の継続性、報酬・案件選択制度との整合性、PMIの負荷、買収価格の過熱、労務・コンプライアンス水準の確認不足などのリスクがある。これらが顕在化した場合、期待したシナジーが発現しない可能性がある。

○**市場環境および技術変化に関するリスク**。国内ITサービス市場は中長期的な拡大が見込まれる一方、景気後退、IT投資抑制、顧客企業の内製化、AI・ローコードツールの普及、オフショア開発の拡大等により、一部のSES需要が下振れる可能性がある。同社が高度な専門性を要する案件や上流工程への展開を十分に進められない場合、平均単価や案件獲得力に影響を及ぼす可能性がある。

6) CEO との対談（議事録）

サマリー：

○**SES 業界における事業機会**：エンジニアのミカタの飛躍的な成長は、SES 業界の競争環境は必ずしも厳しくないことを示唆している。同社は、事業規模の拡大により、同業他社が模倣困難な数々の差別化要因を形成しつつある。同社は、特定の SaaS 業界に比べて市場規模が大きく資本効率性が高いにもかかわらず大型の資本が不在の SES 業界に多大な事業機会があると考えている。IT 業界の多重下請け構造を単層的な構造に置き換える同社の取り組みは、経済価値と社会価値の最大化を目指すものである。

○**月次入社数と離職率低下への取り組み**：月次入社数は 2026 年 4 月に 100 名に達している。ファイナンスにより採用力をさらに強化することで、最重要 KPI である 200 名以上を 2027 年 4 月期中に実現することを確実なものとする計画である。2027 年は、採用者の質の向上、内部オペレーションの強化、スキルアップ・キャリアアップにより、離職率の低下を実現する方針である。

○**AI 脅威論への見解**：AI の進化は SES 業界に影響を及ぼすものの、エンジニア数を減少させるものではない。エンジニアのミカタは IT サポートやヘルプデスクから IT コンサルまで幅広く派遣する会社である。今後、ヒューマンスキル、顧客理解、コンサルティング能力を備えたエンジニアの需要拡大が見込まれる。

○**エクイティ・ファイナンスの狙い**：今回調達する 50 億円は、時価総額 2,000 億円を実現するために必要な資金と位置付けられる。成長を加速させる運転資金の確保に加え、今後必要に応じて銀行借入れを行う際にその裏付けとなる財務健全性を確保することがその目的である。

CGS：本日は株式会社エンジニアのミカタの田代正義代表取締役 CEO をお招きし、ベンチャー投資家が投資を検討する際に関心を有する可能性の高いトピックに対して、我々のレポートに加えて経営陣の声を反映させるため、対談のお時間をいただいております。



CGS：貴社は2021年8月にSES事業を開始して以来、飛躍的な成長を遂げています。SES業界はIT人材不足を背景に市場規模の拡大が見込まれる一方、競合相手も多く、競争環境は厳しいと考えられます。田代社長はこの業界のどのような点に事業機会を見出したのでしょうか。

田代社長：まず前提として、競争環境が厳しいと考えられることが多いですが、実はそこまで厳しくないと認識しています。SESはあまりにもフラグメントな市場です。SES事業を開始してから4年数カ月で、当社の営業担当者は既に85名規模にまで拡大しました。営業担当者数で業界内でもトップ10に入るのではないかとという規模まで来られたのは、我々の能力というより、競争環境が緩かったからではないかと考えています。例えば、エンジニアの採用において、当社は365日土日祝日でも応募が来たら1分以内に架電する体制を取っています。これをやっているプレイヤーが全くいない。コンビニエンスストアが出てくる前の小売業界に近く、365日開いている店舗があれば伸びるのは当たり前です。

業界構造については、少し比喩的ですが、中世の荘園制に近いと考えています。荘園制は私有地というより、多重支配構造でした。上位の権利者、中間的な権利者、現地の支配者がいて、実際に管理している人と収益を得ている人が分かれ、収奪だけが進み、再投資が進みにくい構造でした。結果として、生産性が上がらない。そこに戦国大名が現れ、多重構造を崩したことにより、より単一的な支配構造へと変わり、生産性が上がった。我々がやっていることもそれに近いと思います。我々の事業はSESですが、それ以外の労働集約型産業も含めて、日本の分散・多重型の中小企業経済システムは、再投資して成長するシステムではなく、単に収奪するシステムになりやすい。IT業界の多重下請け構造を中央集権的で単層的な構造に置き換えることで、収奪型から再投資型へ切り替えていく。それは社会的意義もありますし、自社の成長にもつながります。

この業界では、これまで大型のエクイティ・ファイナンスがほとんど行われていませんでした。しかし、市場規模は特定のパーティカル SaaS やホリゾンタル SaaS よりも大きく、資本効率も SaaS より高い可能性がある。にもかかわらず、資本が入っていない。ここに市場に歪みがあり、明確なアルファが取れると考えています。

CGS：エンジニアのミカタがエンジニアと顧客企業から選ばれる理由を教えてください。

田代社長：エンジニアから選ばれる理由は3つあります。1つ目は、案件選択制です。エンジニアが自ら案件を選べる仕組みです。もちろん一定以上のスキルセットは必要ですが、他社では選択肢が限られる会社が多いので、ここは明確な差別化になります。2つ目は、単価連動型の報酬体系です。一般的なSES会社は年功序列型の報酬体系が多いですが、当社は単価連動型で成果報酬に近い。単価が上がれば給与も還元されるので、若手エンジニアも、スキルセットが高いエンジニアも、年収が上がりやすい。3つ目は、高年収です。現時点では高還元により他社よりも高い年収を実現できています。今後は、営業リソースの拡充による顧客開拓の最大化と商流の向上による単価上昇を進めることで、高還元がなくても年収が高い状況を実現できると考えています。

企業側から選ばれる理由も3つあります。1つ目は、エンジニアの規模です。毎月数十人規模で採用できる会社はほとんど存在しません。入社数が当社の10分の1程度という上場会社もあります。圧倒的に採用できる会社は我々しかないという状況なので、当然、選ばれます。2つ目は、営業の質です。正直、エンジニアの質で差

別化することは難しい。しかし、当社は万が一トラブルが発生した場合のアフターサービスで選ばれています。当社はトラブルが起きれば必ずオフラインで謝罪に行き、欠員が出た場合には交代要員を必ず提案します。そうした営業での差別化を徹底しています。3つ目は、SES 業界構造におけるマーケット支配力です。営業担当者が大量にいることで、協力会社の要員も多く集められます。協力会社のエンジニアを派遣する場合、当社の正社員ほど収益性は高くありませんが、1件でも成約すれば2件目、3件目の案件が来やすくなります。ここは収益性だけでなく、顧客との関係性と案件獲得力を重視しています。

CGS：これらは同業他社に模倣される可能性があります。そのリスクをどう考えていますか。

田代社長：一定程度は模倣される可能性はあると思います。しかし、当社以前は誰も採用の365日対応をやっていませんでした。誰にでもできたにもかかわらず誰もやっていなかったという事実があるので、今後も簡単には模倣されないのではないかと考えています。より根本的には、あらゆる点で10%の改善を積み重ねれば勝てると思っています。その取り組みを組織カルチャー、採用力、AI/DX化で担保していきます。

ここで重要なのは、事業の拡大により規模の経済が働き、それが差別化になる点です。例えば、案件と人材のマッチングシステムはただ作ればよいわけではありません。他社では案件数とエンジニア数が少ないので、システムを作ってもその効果は限られます。当社は案件も人材も大量に集めるので、データセットが大きくなります。たとえアルゴリズムが最適でも、案件がなければマッチングできません。当社のように案件数とエンジニア数が両方あるからこそ、マッチング精度が上がります。エンジニアの通勤時間も同じです。通勤時間3時間の案件にアサインすれば離職率が大幅に上がる。案件とエンジニアが十分にあれば、過不足なくマッチングでき、エンジニアに好条件を提示できる。後発プレイヤーが同じ生産性に追いつくには、規模を作る必要があります。それは簡単ではありません。同様に、採用媒体でも規模の経済が効いています。当社は定価から70~80%程度ディスカウントされることがあります。さらに、365日体制もシフト制を維持できる人数がいないと成立しません。規模があるからこそ、模倣しづらい差別化要因が生まれるのです。

さらに、顧客面でも排他性があります。SESは、Slerで5人足りないという枠に対し、複数のSES会社はその枠をどれだけ取れるかというゲームです。当社はその枠に入り込み、後発が入りづらい関係性を営業側で作り切ることに注力しています。

CGS：貴社は現在、最重要KPIとして2027年4月期中に月次入社数200名以上の実現を掲げています。現在の状況と達成に向けた手応えを教えてください。

田代社長：すでに4月時点で100名入社は達成できています。2027年4月期中の月次200名以上については、ファイナンスが実現すれば確定できると思っています。お金で解決できるものも多く、必達目標は必ず達成させるという考え方です。

CGS：資金的な制約があるということでしょうか。

田代社長：今の採用単価のままで200名入社を実現することがベストですが、必要であれば追加でコストをかけ

て採用する、という考え方です。エンジニアに対する投資 IRR は、採用単価が一定程度上がっても 100%を超える状況が実現できると考えています。であれば、投資した方が合理的です。

CGS：離職率の低下に向けてはどのような施策を考えていますか。

田代社長：2027 年からは離職率を下げることに集中します。施策は 3 つあります。1 つ目は、採用者の質を上げることです。現状は入社数を増やすためにバーを下げている部分もありますが、投資が回収できるために採用しています。今後、エクイティ・ファイナンスで予算が潤沢になり、採用オペレーションも改善すれば、採用基準を上げて採用数を担保できます。結果として、離職率は下がると考えています。2 つ目は、エンジニアのコミュニティ化を中心とした内部オペレーションの強化です。エンジニア同士が仲良くなれば、そのコミュニティが会社にいる理由になります。部活動やイベントを活用しますが、重要なのは低予算で長期に効果があることです。単発のイベントはその月や翌月にしか効きません。しかし、例えば梅酒を漬けるイベントならば完成まで半年から 10 カ月あり、その期間ずっと効果がある。優勝者の旅行を年末に設定すれば、その日まで効果が続く。施策あたりの離職率低下期間を最大化することが重要です。3 つ目は、スキルアップ・キャリアアップです。営業力が強化されれば、本人が行きたい案件やキャリアアップしたい案件にアサインできる。社内でリーダーを務めることもできる。自己肯定感が上がり、将来年収が上がる認識を持てれば、会社に所属し続ける理由になります。

また、中期的に成長率が巡航速度になれば、2 年目以降のエンジニアの割合が上がり、構造的に離職率は下がります。現状では、1 年目の月次離職率は 2.5%、2 年目は 2.0%です。3 年目以降は、母集団が増えれば 1.0~1.5%程度になると見えています。

CGS：スキルアップについて、社内での研修制度について教えてください。

田代社長：研修は 2 つの目的で実施しています。1 つ目は、研修によってスキルアップを実現し、単価アップにつなげること。2 つ目は、会社が支援してくれるという感覚を持ってもらい、離職率を下げることです。現在は未経験者向けに CCNA 取得に関する研修を行っています。研修は座学中心で、講義やテストを行う形式です。研修中のエンジニアが収益を生まない構造は避けたいので、土日や業務後、または入社前のエンジニアを対象に行っています。今後は、インフラ系を中心に、AWS、GCP、Azure、LPIC などの資格取得体制を作ろうと考えています。未経験者向けには MOS、Excel、Word の資格取得支援も検討しています。

CGS：今後、エンジニア数や案件が増加し、研修や離職率低下施策などが増えると、本社の人員が想定以上に膨らむ可能性はありませんか。

田代社長：例えば、ボードルアは 4,000 人規模のエンジニア稼働者数がある一方で、本社の管理部門は 20 人程度と聞いています。こうした他社の実例があるので、当社でも非常に少人数で管理体制を作ることは可能だと考えています。

スリムな本社機能を作る施策は 3 つあります。1 つ目は、管理部門全員を AI・ソフトウェアを扱える人材にすることです。管理部門の仕事を調べると、データ入力、転記、ラベル付け、突合が中心です。つまり、データを扱

っているだけです。であれば、エンジニア経験がある人がいい。総務、経理、財務、労務の担当者は、経理責任者以外はエンジニア経験のある 20 代中心にする方針で既に動いています。2 つ目は、年収レンジを上げることです。マルチタスクできる人材を集めれば、管理部門の人数を減らせます。年収 600 万円で 1 つの施策しかできない人より、年収 1,000 万円で 3 つできる人の方が 1 タスク当たりのコストは低い。管理部門の平均年収も 1,000 万円以上を目指す考えです。3 つ目は、AI/DX 化です。当社にはすでに AI/DX 化の部隊があります。クリック数、リンク数、タブ数、テキスト入力数、画面遷移数といった定量的な DX 目標を置いて DX 化を進めています。DX 化とは何かと聞かれたら、当社は「クリック数を減らすこと」と答えられる。これは管理部門だけでなく、営業や採用でも同じです。他社より工数を削減できると考えています。

CGS：AI の脅威についてはどのように考えていますか。

田代社長：AI の影響はあると思っています。ただし、日本全体の IT エンジニア数は減らないと思います。技術変化による影響はこれまでもありましたし、これからもあるでしょう。しかし、IT エンジニアまたは IT 関連職の総数が減ったという事実は存在しない。OpenAI のサム・アルトマン氏も増えるだろうと予測しています。当社も、今後もエンジニアの需要は増えると考えています。

ただし、必要とされるスキルセットは常に変わります。プログラミング能力の重要性は以前に比べて低下する一方で、IT コンサルの需要は伸びています。当社は、プログラミングを行う優秀なソフトウェアエンジニアだけを派遣する会社ではなく、IT サポートやヘルプデスクから IT コンサルまで幅広く派遣する会社です。AI の影響下では、ヒューマンスキル、顧客理解、コンサルティング的な能力への需要が伸びると見えています。

CGS：M&A についての考え方と取り組みについて教えてください。

田代社長：まず前提として、M&A に頼らず時価総額 2,000 億円を達成できる体制を作っていきます。ただし、2030 年の上場タイミング以降も含めた長期で考えれば、M&A は絶対にすると思います。早めに M&A で実績を積むことは当社の経験値になります。初手の M&A を失敗すると、その後の大型 M&A に大きなマイナスになります。そのため、絶対に失敗しない構造を作りたい。具体的には、事前にコールオプション契約を結び、一定の業績達成または決められた価格で M&A をする権利を当社が取得する。その権利を行使するまでの間に、当社がコンサルに入り、その会社の業績を伸ばしていく方式です。現在、この方法を 2 社で実施中です。2 社合計で売上高は 8 億円、来期は 10 億円程度になると見えています。初動の案件は基本的にこの方式を進める方がよいと考えています。また、EV/EBITDA マルチプルは基本的に 5 倍以下に抑えることが重要と考えています。

CGS：エンジニアのミカタの組織カルチャーと経営幹部およびスタッフに期待することをお聞かせください。

田代社長：カルチャー面では、徹底的に数字を追い切ることと、圧倒的スピードで進めること。この 2 つが最も重要です。リスクを考えすぎる人はなるべく採用しません。根本的に、キャッシュ・フロー以外はリスクではないと思っているくらいです。失敗してもそれ以外はリスクではないと思えるくらい、リスク強度が高い人たちの採用し、圧倒的なスピードでマネジメントしていきます。

経営幹部やスタッフには、さらなるスピードを期待しています。また、中長期で絶対勝てる戦いをする考え方をしてほしい。すなわち、自分の周りでコミュニティを作り、利他的であり、俯瞰的に中長期で戦えると非常に良いと思います。

CGS：ご自身のリーダーシップ像について教えてください。

田代社長：経営で重要なのは、代表が先頭に立っていることです。常に代表がフロンティアにいる状況を作る。当社の場合、労働集約型で、付加価値の源泉はエンジニア一人当たりの付加価値です。その源泉は採用や営業のあるオフィスにあります。だから私はいかなる時もオフィスにいて、最前線で指揮を執ることにしています。付加価値の源泉に社長がいることが重要だと思っています。

CGS：ここまで成長戦略に関わる主要なトピックについて幅広く伺いましたが、最後に投資家の皆様へのメッセージをお願いします。

田代社長：投資家のなかには、今回のファイナンスはバリュエーションが高いと思われる方もいらっしゃるかもしれませんが、しかし、本源的な事業の利回り、つまりエンジニアを獲得して得られる総利益を考えると、IRRは年間で100%を超える状況にあります。この高いリターンは今後も持続すると見込んでいます。この利回りで考えると、今回のエクイティ・ファイナンスは明確な企業価値向上につながります。金額自体が本質的な競争優位につながるからこそ、大型のファイナンスをしたい。投資家の方々と一緒にこの事業を伸ばしていくなかで、結果として「あのタイミングなら圧倒的に割安だった」と思われる会社になりたいと考えています。

今回調達する50億円は、上場時の時価総額2,000億円を必達するためのものです。運転資金として必要な金額は10~20億円なので、30億円程度はすぐに必要ではありません。ただ、純資産がなければ多くの借入もできませんし、一定の純資産は必要です。時価総額2,000億円を目指す時に、投資額や純資産規模を考えると、これくらいの調達ができると十分に行けるという桁感もあります。当社は、時価総額2,000億円は絶対に必達目標だと考えています。

ファイナンス後のダウンサイド・リスクは、売上ベースでは基本的になく、採用単価が上がるというイメージです。採用単価が上がることを許容すれば、最終的なトップラインは必ず達成できると思っています。その結果、利益額も最大化できると考えています。だからこそその50億円のファイナンスだにご理解ください。

CGS：本日は株式会社エンジニアのミカタの田代正義代表取締役 CEO をお招きし、ベンチャー投資家が投資を検討する際に興味を有する可能性の高いトピックに関してディスカッションをさせていただきました。本日はありがとうございました。

7) 経営陣からのメッセージ

市川 秋音 取締役 COO

私は 2024 年 6 月にエンジニアのミカタへ参画し、現在は COO として法人開拓とエンジニアの入社に関わる数値に責任を負っています。参画当時は一定の稼働人数はあるものの、6 次請け、7 次請けとなる案件もあり、顧客名が分からず単価が低い案件も少なくありませんでした。そこで商流を一つずつ上げていく取り組みを進めてきました。その結果、現在では 2.5 次請け程度まで商流の改善が進み、Sler との直契約も増え、多重構造ピラミッドの上部から入ることができるようになりつつあります。

今後は、単にエンジニアの稼働時間を提供するのではなく、5 人、10 人といった体制で顧客のプロジェクトに入り、成果物に対して責任を持つ形で価値を提供できる状態を目指しています。そのためには、手を動かせる技術者に加えて、顧客と接しながらベンダー・コントロールを行い、プロジェクトに入り込めるエンジニアが必要です。採用とも連携し、単価が高く、顧客の中で横展開できる人材の採用を進めながら、営業側でもその開拓活動を進めています。単に人を出すだけの派遣モデルではいずれ限界が来ます。私たちは求人を作りに行く営業へ変わりつつあり、手応えを感じています。

エンジニアのミカタの魅力は、田代社長を中心に、高い目標に対して本気で取り組む組織であることです。田代社長とは 2021 年頃から交流がありますが、当時から現在まで、目指していることや言っていることが一貫して変わっていません。また、現場のメンバーも、田代が掲げる目標を各チームで咀嚼し、「いける」と信じて動くカルチャーがあります。

私自身は、前職のスタートアップでの営業、カスタマーサクセス、SES 事業の立ち上げ経験を活かし、エンジニアのミカタの法人開拓と採用をさらに前進させていくことにコミットしています。田代社長の一貫したビジョンと、それを本気で実現しようとする組織の力を、事業成長という形で示していきたいと考えています。

堀江 昴汰 取締役 CHRO

エンジニアのミカタが事業成長を加速させる上で、エンジニア採用力は最も重要な基盤の一つです。当社は、採用したエンジニアに顧客企業のプロジェクトへ参画していただく派遣・SES 事業を展開しており、継続的に人を採れる組織をつくるのが、成長の再現性を高める上で不可欠です。

私が参画した 1 年の間に、当社の組織は大きく拡大しました。私自身も入社後約 3 カ月で部署を束ねる立場となり、1 年足らずで取締役 CHRO を担うことになりました。事業と組織の成長に伴い、自らの責任領域も大きく広がっています。

採用面では、参画当時に月間 50 名程度だった入社数が、直近では 100 名を超える水準まで拡大しました。月次 200 名以上の入社という目標も高い水準ではありますが、これまでの変化を踏まえると、達成可能な領域に近づいてきたという手応えがあります。この成果は、仕組みの改善に加え、メンバー一人ひとりの成長によって実現してきたものです。

今後は、求人媒体に登録している顕在層だけでなく、潜在層のエンジニアへのアプローチが重要になります。求人媒体経由の母数には限りがあるため、SNS での発信、リファラル、オフラインでの接点づくりを通じて、転職を考えていなかった方にも「この会社の話を聞いてみたい」と思ってもらえる状態をつくっていきます。

当社のカルチャーを一言で表すなら、スピードです。ストレスのかかる意思決定であっても素早く判断し、失敗を恐れずに動き、効果的な失敗を積み上げながら最善策に早くたどり着く。その姿勢が組織全体に根付いています。田代社長が2030年の上場を必達目標として掲げ、事業に向き合う姿勢を背中を示していることも、従業員が同じ温度感で目標に向かう大きな力になっています。

私はCHROとして、人を採れる組織をさらに強化し、エンジニア採用の拡大に責任を持ちます。採用組織の成長を通じて、エンジニアのミカタの事業成長と2030年上場という目標の実現に貢献していきます。

大島 瑠星 取締役 CFO

当社は、2030年のIPOを目指すとともに、その時点で時価総額2,000億円を実現できる企業へ成長することを目標にしています。その実現に向けて、必要な成長資金を遅滞なく確保し、資本市場に対して当社の成長可能性をファクトに基づいて伝えていくことが、CFOの重要な責務です。当社にとってファイナンスは、単なる資金調達ではなく、成長を支える重要なドライバーです。私は、エクイティ・ファイナンス、エクイティ・ストーリーの構築、投資家対応、DD対応、バリュエーション、事業計画の策定をリードしています。

当社の特徴は、意思決定と実行のサイクルが非常に速い一方で、経営判断は常に数値に基づいていることです。入社数、離職率、粗利率といった主要KPIを軸に、KPIドリブンで事業を推進しています。採用においても、応募、有効応募、初期面談設定、面談実施、内定、入社といった各ステージの転換率を定量的に把握し、各アクションを改善しています。このようなデータに基づく経営管理が、これまでの高成長を支えてきた要因だと考えています。

当社は常に高い目標を掲げ、それを本気で追い切ることで成長してきました。目標水準が高いからこそ未達となる局面もありますが、それによって社内のモメンタムが落ちることはありません。今後は、この成長意欲と熱量を維持しながら、投資家に対しても納得感のある予算策定と進捗管理を強化していきます。

投資家との対話では、AIによるエンジニア需要への影響や、入社数、離職率、粗利率の改善可能性について慎重な見方があることも認識しています。現在は入社数の拡大に注力している段階ですが、今後は離職率、粗利率の改善にも順次取り組み、成長の質を高めていきます。事業の実態、改善の兆し、成長シナリオをファクトに基づいて丁寧に示し、社外からの見え方とのギャップを埋めていくことを心掛けています。

2030年に向けて、当社は高い目標を掲げながらも、資本市場から信頼される成長企業へ進化していく必要があります。私は、スピードと熱量を損なうことなく、予算策定、進捗管理、投資家コミュニケーションの精度を高め、IPO準備に必要な社内体制の整備を着実に進めていきます。

加藤 愛斗 CTO

当社が2030年に向けて目指す成長を実現するためには、採用、営業、管理を支える基幹システムを、自社の事業思想に即して作り込むことが不可欠です。私はCTOとして、採用部、営業部、管理部に導入する基幹システムの内製化を主導し、仕様検討、要件定義から実装までを一貫して管掌しています。

当社のDXは、外部のサービスを導入して終わりにするものではありません。当社が目指すDXは、クリック数、画面数、入力数、ペースト数など、価値を生まない作業そのものを徹底的に削減することにあります。採用、営

業、管理が密接に連動する当社の事業においては、案件と要員のマッチング、単価判定、稼働管理などを一体的に最適化する必要があります。そのため、外部サービスに業務を合わせるのではなく、自社の思想に即したシステムをスクラッチで開発しています。

この思想を実装することは容易ではありません。ソフトウェア開発では、データモデルの設計、エラーやバグへの対応など、失敗を恐れたくなる局面もあります。それでも当社では、Fail Fast の考え方のもと、失敗を許容しながら改善を重ねています。まだ構想に対して 100%到達しているわけではありませんが、現場で試し、修正し、前に進めるサイクルを回し続けています。

現在開発している基幹システムでは、採用部と営業部におけるデータ入力、複雑なツール操作、反復作業を省き、採用・営業メンバーが本来注力すべき業務に集中できる環境をつくっています。今後は、案件と要員の AI マッチングや単価の自動判定にも取り組み、当社が蓄積してきたデータを事業成長に活かしていきます。2030 年に 1 万名のエンジニアが稼働する規模を見据え、バックオフィスを少人数で運営できる仕組みづくりに取り組んでいます。

私自身、過去に SES エンジニアとして働き、多重下請け構造の中で、エンドの単価と手元に届く報酬とのギャップを実感してきました。だからこそ、田代社長が掲げる「エンジニアの生涯所得 1 億円」という理念に強く共感しています。私は CTO として、技術の力で人が本来価値を発揮できる業務環境をつくり、当社の成長と理念の実現にコミットしていきます。

橋本 健郎 管理部長

エンジニアのミカタが現在の高い成長スピードを維持し、将来的な上場を見据えた経営基盤を整えていくためには、成長に見合う管理体制の構築が不可欠です。当社は売上や組織規模が急速に拡大しており、経営陣の事業成長に対するコミットメントが非常に強い会社です。だからこそ、法務・経理・コンプライアンス・内部統制といった守りの機能を、事業の拡大に合わせて強化していく必要があります。

私は、管理部長として、経理、財務、労務、総務、法務を含む管理部門全体の構築を担っています。具体的には、管理部門の採用、ワークフローや承認権限の整備、経理体制の強化、法務・コンプライアンス体制の構築、内部統制の整備に取り組んでいます。今後の成長過程でコンプライアンスや内部統制上の問題が生じないように、先回りして体制を整えている段階です。これらは、事業領域の拡大、M&A、子会社展開が進む際に、PMI やシナジー創出をより円滑に進める基盤にもなります。

当社の良い点は、成長スピードに合わせた管理体制強化の必要性を経営陣の間で共有できていることです。攻撃力のある会社だからこそ強固な守備基盤が必要との認識のもと、管理部門の強化を事業成長に必要な取り組みとして進めています。

また、当社の強みとして、管理部門でも本格的に DX を進めていることが挙げられます。DX 化を掲げる企業のなかには、管理部門に DX 人材を配置せず、既存の人員と業務プロセスの延長で対応しようとするケースが少なくありません。しかし、エンジニアのミカタは、管理部門でも DX 人材を本格的に活用し、業務を標準化・仕組み化することで、最小人数でも拡張性に耐えられる管理組織を目指しています。管理部門の DX を徹底的に進めている点は、当社らしい強みだと考えています。

管理部門は、サッカーで言えばディフェンスのような存在です。点を取られないことが当たり前に求められます。

事業が攻め続けるためには、守りの安定性が欠かせません。私は、上場企業に必要な管理体制を整え、コンプライアンスと内部統制を強化しながら、エンジニアのミカタが持続的に成長を続けられる土台づくりに貢献していきます。

8) エンジニアのミカタの事業計画（会社計画）

(百万円)	25年4月期	26年4月期E	27年4月期E	28年4月期E	29年4月期E	30年4月期E	31年4月期E
損益計算書:							
売上高	987	3,172	10,816	24,961	42,507	65,125	90,511
売上原価	820	2,658	8,904	20,216	34,163	51,997	72,085
総利益	167	514	1,912	4,745	8,344	13,128	18,426
販売管理費	295	966	3,205	4,778	5,859	6,773	7,645
営業利益	-129	-452	-1,293	-34	2,485	6,355	10,782
税前利益	-105	-457	-1,247	-20	2,464	6,150	10,875
税金	0	0	0	0	215	2,153	3,806
当期利益	-105	-458	-1,248	-21	2,249	3,998	7,069
売上高原価比率	83%	84%	82%	81%	80%	80%	80%
売上高総利益率	17%	16%	18%	19%	20%	20%	20%
売上高販売管理費比率	30%	30%	30%	19%	14%	10%	8%
売上高営業利益率	-13%	-14%	-12%	0%	6%	10%	12%
当期純利益率	-11%	-14%	-12%	0%	5%	6%	8%
キャッシュフロー表:							
営業CF	109	-528	-1,093	471	3,101	6,415	9,452
減価償却費・のれん代償却	1	2	6	6	6	6	6
投資CF	0	-5	0	0	0	0	0
財務活動CF	-145	1,227	4,635	-111	-44	-16	-15
FCF(営業CF-設備投資)	109	-532	-1,093	471	3,101	6,415	9,452
期初現預金残高	47	12	707	4,249	4,610	7,666	14,065
CFの増減	-35	695	3,542	360	3,056	6,399	9,438
期末現預金残高	12	707	4,249	4,610	7,666	14,065	23,502
CF転換率							
営業CF/EBITDA	-86%	117%	85%	-1699%	124%	101%	88%
FCF/当期利益	-86%	118%	85%	-1699%	124%	101%	88%
貸借対照表:							
現預金	12	707	4,249	4,610	7,666	14,065	23,502
売掛金	261	652	2,225	4,401	7,093	10,427	14,069
その他流動資産	77	170	170	170	170	170	170
流動資産	351	1,530	6,644	9,181	14,930	24,662	37,742
固定資産	30	35	29	23	17	11	5
資産合計	380	1,565	6,673	9,204	14,946	24,673	37,746
買掛金	61	134	276	336	391	559	752
未払金	127	155	325	395	459	510	542
未払費用	81	326	1,111	2,188	3,501	5,034	6,717
短期借入金	0	292	61	28	0	9	0
その他流動負債	44	210	797	2,074	4,251	8,178	12,112
流動負債	313	1,117	2,571	5,020	8,602	14,290	20,123
社債	0	150	50	0	0	0	0
長期借入金	52	331	322	313	304	287	287
その他固定負債	0	0	0	0	0	0	0
固定負債	52	481	372	313	304	287	287
負債合計	365	1,597	2,942	5,333	8,907	14,577	20,410
資本金	13	114	2,614	2,614	2,614	2,614	2,614
資本準備金	9	456	2,956	2,956	2,956	2,956	2,956
利益剰余金	-129	-616	-1,852	-1,713	457	4,513	11,754
新株予約権	123	13	13	13	13	13	13
純資産	15	-33	3,731	3,870	6,040	10,096	17,337

Disclaimer

本レポートは、対象となる企業（以下「対象企業」といいます。）の依頼を受けて株式会社 Capital Growth Strategies（以下「株式会社 CGS」といいます。）が作成したものです。株式会社 CGS は、レポート作成以外の業務で対象企業から報酬を得る可能性があります（株式会社 CGS は、対象企業から、本レポートの作成に係る業務の報酬を得ています）。

本レポートは、対象企業に関して参考となる情報提供を目的として作成されており、投資の勧誘・推奨・助言を行うものではなく、またそれらを意図したものではありません。投資に関する決定は、投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。本レポートに記載されている仮説、見解、分析、業績予想等は、公表資料や取材等を通じた情報をもとに株式会社 CGS が作成したものであり、当該企業によるものではありません。株式会社 CGS は、本レポートに記載された情報の正確性、完全性を保証するものではありません。本レポート記載の情報をいかなる目的で使用する場合においても、お客様の判断と責任において使用するものであり、使用の結果としてお客様に何らかの損害が発生した場合においても、株式会社 CGS はいかなる責任も負いません。

本レポートの著作権を含む知的財産権は、株式会社 CGS に帰属しており、株式会社 CGS の事前の書面による承認なしに複製、修正・加工、販売、表示、送信、配布することは固く禁止されます。株式会社 CGS の取締役、従業員は、対象企業の証券を保有している場合があります。本レポートの内容は、今後予告なしで変更される場合があります。