

Company Report

2025 年 11 月 10 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳



25/8 期決算は、ホールセール、エアポート、スポーツ・エンタメが牽引し、大幅増益。難局を乗り越え、本格的な攻勢に転じた。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス（以下、同社）の 25/8 期決算は、8.6%増収、59.1%営業増益、親会社株主に帰属する当期純損益が黒字転換となった。23/8 期と 24/8 期の業績悪化という難局を乗り越え、同社は本格的な攻勢に転じたと言える。

主な増収要因としては、1）ホールセールセクターにおける IP ライセンスを活用した企画商品の販売好調、2）エアポートセクターにおけるグランドハンドリング事業のランプ業務の内製化及び展開拠点の拡大、3）スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博案件の貢献及びプロスポーツチーム運営支援の増加が挙げられる。主な増益要因としては、1）ホールセールセクターの増収効果及びコンセプトカフェ等による利益貢献、2）エアポートセクターの増収効果及びランプ事業の内製化による売上総利益率の上昇、3）上記の増収効果に加え、固定費の抑制、貸倒引当金繰入額の減少等による販管費率の改善が挙げられる。

26/8 期の会社計画は、売上高 66,280 百万円（前期比 4.2%増）、営業利益 2,800 百万円（同 12.2%増）。生産・物流体制の強化を優先して、受注を抑制するホールセールセクターは減収を見込んでいるものの、那覇空港の拠点開設効果等を見込むエアポートセクター等が増収計画となっている。前期に膨らんだ特別損失の減少を背景に、親会社株主に帰属する当期純利益は前期比 51.7%増を予想。

中期経営計画では、29/8 期の目標として、売上高 710 億円（24/8 期を起点とした年率予想成長率 3.9%）、営業利益 40 億円（同 20.6%）を目指している。ホールセールセクターの牽引により、好調であった 25/8 期実績（期初計画比、売上高 7.8%増、営業利益 24.7%増。）を受けて、同社は計画の上方修正を視野に入れている模様である。

同社の株価は、2024 年 11 月に公表された新たな中期経営計画において示された、エアポートセクター等を中心とした成長シナリオが好感され、上昇に転じた。その後も、各四半期の決算発表後に株価は更に上昇した。現在は 950～1,050 円で推移している。

「国内主要空港におけるグランドハンドリング業界の能力不足という国家的な社会課題の解決を通じたエアポートセクターの飛躍的成長」と「国内衣料品小売業の課題解決への貢献及び海外販売の拡大による、ホールセールセクターの成長加速」という同社のエクイティストーリーの実現可能性が高まれば、株価が中長期での利益成長への期待を織り込み、予想 PER が 20 倍を超えて上昇する可能性があるだろう。

株価・出来高（過去 1 年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(11/10)	979
52週高値(25/8/5)	1,175
52週安値(24/12/18)	814
上場来高値(21/12/14)	2,789
上場来安値(20/3/19)	603
発行済株式数(百万株)	17.8
時価総額(十億円)	17.5
EV (十億円)	15.1
自己資本比率(25/8、%)	42.6
ROE (25/8、%)	4.9
PER (26/8 会予、倍)	13.5
PBR (25/8 実績、倍)	1.0
配当利回り (26/8 会予、%)	3.8

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

日本基準-連結

決算期	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)	DPS (円)
21/8	84,225	17.8%	4,787	52.0%	5,125	52.5%	2,774	102.4%	155.5	24.5
22/8	64,130	-23.9%	5,739	19.9%	5,759	12.4%	3,227	16.3%	180.9	30.0
23/8	63,980	-0.2%	4,198	-26.8%	4,300	-25.3%	1,885	-41.6%	105.7	31.0
24/8	58,547	-8.5%	1,568	-62.6%	1,536	-64.3%	-43	—	-2.4	35.0
25/8	63,596	8.6%	2,495	59.1%	2,504	63.0%	853	—	47.9	37.0
26/8 会社予想	66,280	4.2%	2,800	12.2%	2,810	12.2%	1,295	51.7%	72.6	37.5

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

目次

1. 25/8 期決算	3
2. 業績の見通し	7
1) 26/8 期会社計画	7
2) 中期経営計画	10
3. 株価の推移とバリュエーション	11
4. エクイティストーリー	15

1. 25/8 期決算

25/8 期決算は、コロナ対策関連業務を除くと、13%増収 112%営業増益

25/8 期決算は、売上高が前期比 8.6%増の 63,596 百万円、営業利益が同 59.1%増の 2,495 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が 853 百万円（前期は 43 百万円の損失）であった。今期にはなかったが、前期にはコロナ対策関連業務として、売上高が 2,224 百万円、営業利益が 392 百万円計上されていた。コロナ対策関連業務を除いたベースでは、売上高は同 12.9%増、営業利益は同 112.2%増であった。

図表 1. 25/8 期業績（単位：百万円）

決算期	24/8					25/8					
	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	前期比
売上高	15,826	13,984	14,727	14,010	58,547	16,428	14,499	16,764	15,905	63,596	8.6%
売上総利益	3,520	2,806	2,941	2,830	12,097	3,327	2,985	3,206	3,394	12,912	6.7%
売上総利益率	22.2%	20.1%	20.0%	20.2%	20.7%	20.3%	20.6%	19.1%	21.3%	20.3%	－
販売費及び一般管理費	2,592	2,459	2,751	2,726	10,528	2,590	2,443	2,617	2,766	10,416	-1.1%
販管費率	16.4%	17.6%	18.7%	19.5%	18.0%	15.8%	16.8%	15.6%	17.4%	16.4%	－
営業利益	928	346	190	104	1,568	737	541	589	628	2,495	59.1%
営業利益率	5.9%	2.5%	1.3%	0.7%	2.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	－
経常利益	932	329	181	94	1,536	748	531	592	633	2,504	63.0%
特別損益	－	－	－	-249	-249	-3	72	-3	-499	-433	－
税金等調整前当期 (四半期)純利益	932	329	181	-155	1,287	744	603	591	132	2,070	60.8%
法人税等	404	189	259	275	1,127	403	278	264	66	1,011	-10.3%
当期(四半期)純利益	527	140	-77	-430	160	341	325	326	67	1,059	6.6X
非支配株主に帰属する 当期(四半期)純利益	79	45	49	31	204	66	34	51	54	205	0.5%
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	448	95	-127	-459	-43	274	291	276	12	853	－

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ホールセールとエアポート、スポーツ・エンタメの好調等が増収増益要因

主な増収要因としては、1) ホールセールセクターにおける IP ライセンスを活用した企画商品の販売好調、2) エアポートセクターにおけるグランドハンドリング事業のランプ業務の内製化及び展開拠点の拡大、3) スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博案件の貢献及びプロスポーツチーム運営支援の増加、が挙げられる。主な増益要因としては、1) ホールセールセクターの増収効果及びコンセプトカフェ等による利益貢献、2) エアポートセクターの増収効果及びランプ事業の内製化による売上総利益率の上昇、3) 上記の増収効果に加え、固定費の抑制、貸倒引当金繰入額の減少等による販管費率の改善、が挙げられる。

コロナ対策関連業務の終了と、EC・TC 支援事業の不振が主な減益要因

一方、主な減収要因としては、1) コロナ対策関連業務の終了、2) デジタル営業支援セクターの EC・TC 支援事業における大口顧客との契約終了、3) 販売系営業支援セクターにおける家電・ストア分野の需要減少、4) インバウンド・ツーリズムセクターにおけるランドオペレーティング事業の不振、が挙げられる。主な減益要因としては、1) デジタル営業支援セクターの EC・TC 支援事業における大口顧客との契約終了、2) コロナ対策関連業務の終了、が挙げられる。

本格的な攻勢に転じた

同社は、21/8 期と 22/8 期において、新型コロナウイルス感染症の影響を受け、ツーリズムセクターや販売系営業支援セクター等の事業環境が大きく悪化した一方、コロナ対策関連業務が大きく業績に貢献したため、大幅増益となった。

しかし、23/8 期と 24/8 期においては、コロナ対策関連業務の落ち込み等により、業績悪化を余儀なくされた。25/8 期決算においては、コロナ対策関連業務の減少による影響を吸収して大幅な増益となっており、難局を乗り越え、本格的な攻勢に転じたと言える。

特別損失が大幅に膨らんだ

特別利益は、前期の 6 百万円から 107 百万円（投資有価証券売却益 87 百万円等）に増加した。一方、特別損失も、前期の 255 百万円から 540 百万円（関係会社株式評価損 200 百万円、別の関係会社への長期貸付金に係る貸倒引当金繰入額 272 百万円等）へと大幅に膨らんだ。

非支配株主に帰属する当期純利益は僅かに増加

ビービーエフ（EC・TC 支援事業）とブランチ・アウト（ホールセールセクター）に対する同社グループの出資比率はいずれも 83.5%である。ブランチ・アウトの利益増加額がビービーエフの利益減少額を若干上回ったため、非支配株主に帰属する当期純利益は前期の 204 百万円から 205 百万円へと僅かに増加した。

図表 2. 25/8 期のセクター別売上高（単位：百万円）

決算期	24/8					25/8					
	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	YoY
ホールセール	3,346	2,734	3,465	3,227	12,772	4,580	3,418	4,505	4,176	16,679	30.5%
販売系 営業支援	3,964	3,920	3,796	3,057	14,737	3,588	3,727	3,751	3,701	14,767	0.2%
デジタル 営業支援	3,298	3,231	3,210	2,923	12,662	3,555	2,835	2,852	2,756	11,998	-5.3%
エアポート	967	1,178	1,237	1,554	4,936	2,048	1,960	1,878	2,057	7,943	60.8%
インバウンド ・ツーリズム	1,801	1,270	1,541	2,099	6,711	1,500	1,396	1,721	1,161	5,778	-14.0%
スポーツ ・エンタメ	618	526	905	805	2,854	742	755	1,581	1,560	4,638	62.5%
パブリック	279	348	208	119	954	227	200	253	267	947	-0.7%
ワークス	138	156	176	223	693	184	207	225	230	846	22.1%
コロナ対策 関連業務	1,410	622	188	4	2,224	—	—	—	—	—	—
合計	15,826	13,984	14,727	14,010	58,547	16,428	14,499	16,764	15,905	63,596	8.6%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ホールセール、エアポート、スポーツ・エンタメ等が増収セクター

ホールセールセクターは 31%増収 82%増益

ホールセールセクターは全ての四半期で 25%以上の増収を継続

円安により低下していたホールセールセクターの売上総利益率が 25/8 期 Q4 には 22%前後に回復

エアポートセクターは 61%増収

エアポートセクターの Q1 と Q2 の売上高には特殊要因と季節要因も含まれていた

売上高の拡大とランプ事業の内製化により、グランドハンドリング事業の売上総利益率は改善傾向

増収セクターとしては、ホールセール（前期比 3,907 百万円増）、エアポート（同 3,006 百万円増）、スポーツ・エンタメ（同 1,783 百万円）、ワークス（同 153 百万円増）、販売系営業支援（同 30 百万円増）が挙げられる。

ランチ・アウト等が担当するホールセールセクターは、IP ライセンスを活用した商品やインフルエンサーとのコラボ商品等が大手量販店向けに好調であったため、前期比 30.5%増となった。円安を受けて上期に低下した売上総利益率については、円高に転じた下期は、上期比で大きく改善した。また、有力 IP を活用したコンセプトカフェやポップアップショップ（期間限定で開設される店舗）の展開も下期の利益率の改善に繋がった模様である。増収効果による販管費率の改善もあり、同セクターのセグメント利益の増加率は増収率を大幅に上回る 82.0%となった。

ホールセールセクターの四半期売上高を見ると、第 1 四半期（以下、Q1）の 4,580 百万円から第 2 四半期（以下、Q2）に 3,418 百万円に減少したが、第 3 四半期（以下、Q3）は 4,505 百万円、第 4 四半期（以下、Q4）は 4,176 百万円と推移した。これは、秋物と春物の立ち上がり時期にあたる Q1 と Q3 が需要期となっているためである。前年同期比増収率は、Q1 が 36.9%、Q2 が 25.0%、Q3 が 30.0%、Q4 が 29.4%と高い伸びを継続しており、ホールセールセクターの好調は一時的なヒット商品によるものではないと言える。

ホールセールセクターの四半期売上総利益率についても、売上高が拡大する傾向にある Q1 と Q3 の水準が Q2 と Q4 に比べてやや高くなる季節性がある。但し、売上総利益率の長期的な推移を見ると、20/8 期には 25%近くにあったが、その後は、円安の進行に伴い、低下を続け、24/8 期 Q4 から 25/8 期 Q2 までは 20%を割り込んでいた。しかし、25/8 期 Q3 には、季節性に加え、Q2 に比べてやや円高となったことから、20%前後に上昇した。25/8 期 Q4 には、利益率が高いと推測されるコンセプトカフェやポップアップショップによる貢献などによる影響が、季節性による悪化の影響を上回り、22%前後に回復している。

エアポートセクターは前期比 60.8%増収となった。ランプ事業の内製化と拠点の増加（2024 年 6 月に成田空港、9 月に関西国際空港、10 月に新千歳空港）に伴う新規受注の拡大により、グランドハンドリング事業が大幅増となったほか、空港内施設運営・販売支援事業についても、全国各地の主要空港で売上高が拡大した。

エアポートセクターの 25/8 期通期の増収率は高水準であったものの、四半期売上高については、Q1 が 2,048 百万円、Q2 が 1,960 百万円、Q3 が 1,878 百万円、Q4 が 2,057 百万円と、不規則な変動が見られた。これは、Q1 においては、fmg の決算期変更に伴い、fmg の売上高の 4 カ月分が計上されたという特殊要因と、Q2 においては、グランドハンドリング事業に関して、新千歳空港における冬季の臨時便による需要増加という季節要因も含まれていたためである。Q4 は、新規契約の増加に伴い、売上高が Q3 に比べて大幅に増加した。

エアポートセクターのグランドハンドリング事業の売上総利益率は、24/8 期上期は概ね 5~10%で推移していたが、新規顧客の獲得や成田空港でのランプ事業の内製化等により、同下期には概ね 10~15%に上昇した。ランプ事業と旅客事業が急拡大した 2025 年 1 月には 20%を突破した。売上高がやや減少した 2 月から 3 月においても 15~20%を確保し、売上総利益率は基調としては改善傾向にある。

その後、冬の臨時便需要の剥落等による売上高の減少と、今後の新規契約に備えたスタッフの採用費、人件費の増加により、同事業の売上総利益率は 4 月と 5 月には 10%を割り込んだものの、売上高の回復や外注費の削減に伴い、8 月には 15%を上回った。

グランドハンドリング事業の売上総利益率の目標は 23%

同社は、那覇空港等の未進出の主要空港へのランプ業務の展開、新規顧客の獲得による売上高の拡大と、スタッフの採用・育成に伴う外注費の削減により、売上総利益率を 23% へと高めることを目標として掲げている。

スポーツ・エンタメセクターは 63% 増収

スポーツ・エンタメセクターは、バスケットボール等のプロスポーツチームの運営支援業務を新規に獲得したことや、大阪・関西万博（4 月 13 日から 10 月 13 日）において、主催者や出展国・企業等から各種業務を受託したことから、前期比 62.5% 増となった。

スポーツ・エンタメセクターの Q3 と Q4 の売上高拡大は季節性と大阪・関西万博の貢献が要因

スポーツ・エンタメセクターの四半期売上高を見ると、Q1 が 742 百万円（前年同期比 20% 増）、Q2 が 755 百万円（同 44% 増）、Q3 が 1,581 百万円（同 75% 増）、Q4 が 1,560 百万円（同 94% 増）と、下期の売上高の拡大が顕著であった。Q3 の売上高拡大は、プロ野球のシーズンに当たる Q3 と Q4 は、Q2 よりも売上高が拡大する季節性があることと、大阪・関西万博が大きく貢献したことによる。

Q4 については、増収率は 25/8 期の四半期で一番高かったが、売上高は Q3 を若干下回った。大阪・関西万博の売上高は開催日数の関係で Q3 よりも拡大したと見られるが、シーズンオフにあたるリーグワン（ラグビー）関連の売上高が Q3 よりも減少したことが要因と推測される。

販売系営業支援セクターは通期では微増収だが、Q4 は高い伸び

販売系営業支援セクターについては、Q3 累計期間では、家電・ストア分野向けやセールスビジネス支援の落ち込みにより、前年同期比減収であったが、主力の通信分野向けが下期に大幅に増加したため、通期では前期比 0.2% 増と、微増収となった。

四半期毎の状況を見ると、Q1 が前年同期比 10% 減、Q2 が同 5% 減、Q3 が同 1% 減と減収が継続していたが、Q4 は同 21% 増と、久々に高い伸びとなった。

コロナ対策関連業務、インバウンド・ツーリズム、デジタル営業支援等が減収セクター

減収セクターとしては、コロナ対策関連業務（前期比 2,224 百万円減）、インバウンド・ツーリズム（同 934 百万円減）、デジタル営業支援（同 665 百万円減）、パブリック（同 7 百万円減）が挙げられる。

前期まで計上があったコロナ対策関連業務の売上高は 25/8 期からなくなり大幅な減収減益となった

コロナ対策関連業務は、25/8 期からは売上計上がなくなったが、24/8 期上期においては、売上高が 2,032 百万円、営業利益が 356 百万円に達しており、同社の業績に大きく貢献していた。24/8 期下期には、売上高 192 百万円、営業利益 36 百万円と、影響額は大幅に縮小していたが、通期では前期比 2,224 百万円の減収要因、392 百万円の営業減収要因となった。なお、コロナ対策関連業務の売上高は、中期経営計画においては全く見込まれていない。

インバウンド・ツーリズムセクターは 14% 減収

インバウンド・ツーリズムセクターは前期比 14.0% 減であった。中国政府による外国人の入国に対するビザ免除政策の影響を受けてランドオペレーティング事業が落ち込んだことや、主力サービスである添乗業務も不振であったことが減収要因となった模様である。

デジタル営業支援セクターは 5% 減収

デジタル営業支援セクターは、SALES ROBOTICS が担当するインサイドセールス等の EC・TC 支援事業以外は前期比 45% 増と急拡大したものの、ビービーエフが担当する EC・TC 支援事業が、大口顧客との契約終了に伴い、同 14% 減となったため、全体では前期比 5.3% 減収となった。なお、EC・TC 支援事業の営業利益は 63% 減少した。

パブリックセクターは微減収

パブリックセクターは、地方自治体から受託しているマイナンバーカード発行関連業務の減少により、前期比 0.7% 減となった。

四半期毎の状況を見ると、Q1 と Q2 は各々前年同期比 19% 減、同 43% 減と不振であったが、Q3 と Q4 は各々同 22% 増、同 124% 増と急拡大した。これは、4 月以降、地方自治体から受託した、複数の一般競争入札案件の売上高が拡大したほか、和歌山県串本町から受託した「宇宙ふれあいホール Sora-Miru」（ソラミル）の指定管理業務が 4 月から始まったためである。

修正計画に対しては、売上高は
2%、営業利益は 13% 上回った

2025 年 4 月に公表した修正計画に対する達成率は、売上高 102.0%、売上総利益 106.0%、販管費 104.4%、営業利益 113.4%であった。

期初計画に対する達成率は、売上高 107.8%、売上総利益 104.0%、販管費 100.1%、営業利益 124.8%であった。売上高計画を超過した主なセクターとしては、ホールセール（達成率 128.3%）、デジタル営業支援（同 112.4%）、スポーツ・エンタメ（108.4%）、販売系営業支援（103.9%）が挙げられる。一方、計画を下回った主なセクターとしては、インバウンド・ツーリズム（90.1%）、エアポート（93.2%）が挙げられる。

財務体質の健全性に変化はない

25/8 期末の総資産は、現金及び預金が前期末比 2,118 百万円減、のれんが同 735 百万円減となった一方、機械装置及び運搬具（主としてエアポートセクターの Ground Support Equipment (GSE) 機材）が同 1,217 百万円増、建物及び構築物（主として伊賀市に建設した忍者体験施設「万川集海」）が同 986 百万円増、受取手形、売掛金及び契約資産が同 516 百万円増となったことなどにより、同 719 百万円増の 40,822 百万円となった。

調達サイドでは、買掛金が前期末比 1,703 百万円減、長期借入金が同 958 百万円減、1 年内返済予定の長期借入金が同 386 百万円減となった一方、前受金が同 1,420 百万円増、未払金が同 950 百万円増となったことなどにより、負債合計は同 427 百万円増の 21,915 百万円となった。また、利益蓄積などに伴い、自己資本は同 136 百万円増の 17,373 百万円となった。負債合計の増加率が自己資本の増加率を上回ったため、自己資本比率は前期末の 43.0%から 42.6%に若干低下した。しかし、ネット・デット・エクイティ・レシオ（ネット DE レシオ）は、-0.23 とマイナスを維持しており、財務体質の健全性に変化はない。

2. 業績の見通し

1) 26/8 期会社計画

26/8 期の計画は 4%増収 12%
営業増益

26/8 期の会社計画は、売上高 66,280 百万円（前期比 4.2%増）、営業利益 2,800 百万円（同 12.2%増）、経常利益 2,810 百万円（同 12.2%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,295 百万円（同 51.7%増）である。

図表 3. 26/8 期の計画（単位：百万円）

決算期	25/8	26/8	
	実績	計画	前期比
売上高	63,596	66,280	4.2%
売上総利益	12,912	13,527	4.8%
売上総利益率	20.3%	20.4%	—
販売費及び一般管理費	10,416	10,727	3.0%
販管費率	16.4%	16.2%	—
営業利益	2,495	2,800	12.2%
営業利益率	3.9%	4.2%	—
経常利益	2,504	2,810	12.2%
親会社株主に帰属する 当期純利益	853	1,295	51.7%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業利益率は 0.3%ポイントの改善を計画

増収効果などにより、売上総利益率は前期比 0.1%ポイント、販管費率は同 0.2%ポイントの改善が見込まれており、営業利益率は同 0.3%ポイント改善の 4.2%と計画されている。

なお、二桁増収を見込んでいるにもかかわらず売上総利益率の改善幅が小さいのは、エアポートセクターにおける GSE 機材への投資に伴う減価償却費の増加による影響が大きいと推測される。

エアポートセクター等が増収計画

セクター別売上高では、ホールセールは前期比 879 百万円減、スポーツ・エンタメは同 547 百万円減と、減収が見込まれている一方、エアポートは同 1,490 百万円増、デジタル営業支援は同 905 百万円増、販売系営業支援は同 680 百万円増、ワークスは同 394 百万円増、インバウンド・ツーリズムは同 330 百万円増、パブリックは同 309 百万円増と、多くのセクターで増収が見込まれている。

図表 4. 26/8 期セクター別売上高計画 (単位 : 百万円)

決算期	25/8	26/8 計画	前期比
ホールセール	16,679	15,800	-5.3%
販売系営業支援	14,767	15,447	4.6%
デジタル営業支援	11,998	12,903	7.5%
エアポート	7,943	9,433	18.8%
インバウンド・ツーリズム	5,778	6,108	5.7%
スポーツ・エンタメ	4,638	4,091	-11.8%
万博除く	3,565	3,746	5.1%
万博	1,073	345	-67.8%
パブリック	947	1,256	32.7%
ワークス	846	1,240	46.6%
合計	63,596	66,280	4.2%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ホールセールセクターは、中期経営計画の計画値を大幅に上回るものの、前期比では 5%減収を計画

ホールセールセクターは、好調な 25/8 期実績を受けて中期経営計画の計画値である 135 億円を大幅に上回る 158 億円を見込んでいるものの、前期比では 5.3%の減収計画となった。これは、需要面では好調が続いているものの、生産・物流体制などの供給面に大きな負荷がかかっていることを踏まえ、26/8 期上期は受注を抑制して生産・物流体制の強化を優先するという決断を行ったためである。

26/8 期の計画値は中期経営計画で示された 29/8 期の計画値である 150 億円を上回っており、同社グループがこのタイミングで、更なる受注拡大に対応できる生産拠点の開拓や物流網の整備等、強固なサプライチェーン体制の構築に乗り出したことは評価できる。生産・物流体制を強化することで 27/8 期以降の成長力が高まり、29/8 期の計画値が大幅に上方修正されることを期待したい。

スポーツ・エンタメセクターは万博売上高の減少により、12%の減収を計画

スポーツ・エンタメセクターは、中期経営計画の計画値 (41 億円) と同じ 41 億円 (前期比 11.8%減) を計画している。プロスポーツチームの運営支援業務などの万博以外の売上高は 37.5 億円と、前期比 5.1%の増加を見込むものの、万博の売上高については前期の 10.7 億円 (4.5 か月分) から 3.5 億円 (1.5 か月分) への減少を予想しているためである。

なお、万博で雇用した人材の一部を、施設運営に関与している他地域のテーマパークや国際イベント等で再雇用するなど、採用面での万博効果はイベント終了後も継続している模様である。

エアポートセクターは那覇空港での拠点開設等により、19%増収を計画

エアポートセクターは、中期経営計画の計画値（95 億円）並みの 94 億円（前期比 18.8% 増）を計画している。増収要因としては、那覇空港でのグランドハンドリング事業の拠点開設（26/8 期上期）、海外有力エアラインから一括受注した全国主要空港ハンドリング業務の一斉開始（26/8 期下期）、機内清掃業務への参入（開始時期不明）が挙げられる。

増収要因毎の開始時期については予定よりも遅延するリスクがあるため、26/8 期計画は保守的に策定されている模様である。しかし、26/8 期においては上期に比べて下期の売上高が大きく拡大すると見られることから、一旦弱くなっていたエアポートセクターに対する投資家の期待が再び高まってくるのではないかと考えられる。

デジタル営業支援セクターはインサイドセールス等の拡大により、8%増収の計画

デジタル営業支援セクターは、中期経営計画の計画値（111 億円）を大幅に上回る 129 億円（前期比 7.5% 増）を計画している。中核事業である EC・TC 支援事業の売上高は、大口顧客との契約終了の影響が残り、90 億円（同 2.3% 減）が見込まれているものの、インサイドセールス等の EC・TC 支援事業以外の売上高については、39 億円（同 40.5% 増）と大幅な拡大が計画されているためである。

同社グループでは、26/8 期における同セクターの主要アクションプランとして、既存顧客に対する Amazon や楽天市場等のモール型 EC への出店支援の強化や、AI 活用によるインサイドセールスの高度化を挙げている。

なお、SALES Robotics は、社内での高い生成 AI 利用率等が評価され、2025 年 10 月に生成 AI 活用普及協会が主催する GenAI HR Awards 2025 企業セクター（中小企業）においてグランプリを受賞した。

インバウンド・ツーリズムセクターはリムジンサービス等の拡大により、6%増収計画

インバウンド・ツーリズムセクターは、中期経営計画の計画値（66 億円）を下回る 61 億円（前期比 5.7% 増）を計画している。増収要因としては、前期に好調であった富裕層インバウンド向けのリムジンサービスの拡充や、インバウンド向けの宿泊施設での業務受託の拡大等が挙げられる。

販売系営業支援セクターは 5%増収計画

販売系営業支援セクターは、中期経営計画の計画値（141 億円）を上回る 154 億円（前期比 4.6% 増）を計画している。25/8 期下期から回復している通信向け（特に外資系メーカー）の増加を予想している模様である。

パブリックセクターは 2 つのプロジェクトの貢献などにより、33%増収の計画

パブリックセクターは、中期経営計画の計画値（12 億円）をやや上回る 13 億円（前期比 32.7% 増）を計画している。2025 年 8 月にオープンした伊賀流忍者体験施設「万川集海」が貢献するほか、2025 年 4 月に運営が開始された和歌山県串本町の「宇宙ふれあいホール Sora-Miru」が通期で寄与するため、大幅な増収が見込まれている。同社グループは、今後も、パブリックセクターに加えて、スポーツ・エンタメセクターで手掛けている全国各地のプロスポーツチームの支援等を通じて、顧客に伴走しながら持続可能な地域社会の実現（地方創生）に取り組む方針である。

累進配当が配当の基本方針

同社は、配当の基本方針として、毎期の業績、財政状況を勘案しつつ、将来の事業拡大のために必要な内部留保とのバランスを図りながら、安定的かつ継続的に実施する累進配当を掲げている。また、配当性向については安定的に 30% を目指すとしている。業容の拡大に伴い、同社は配当を 18/8 期一株当たり 15.0 円から 25/8 期には 37.0 円へと引き上げてきた。

15 期連続増配の実績

同社は、「ヒトコムファンを増やしたい」という安井社長の想いから、2011 年の上場以降、15 期連続で増配を実施している。実際、同社の議決権保有株主数は、17/8 期末の 3,065 人から 25/8 期末には 15,964 人に大きく増加している。

26/8 期の配当予想は 0.5 円増配の 37.5 円

26/8 期の一株当たり配当の会社予想は、前期比 0.5 円増配の 37.5 円（配当性向 51.7%）である。健全な財務内容と良好な業績見通しを背景に、今後も増配が続く可能性は高いと見られる。

流通株式時価総額の基準に適合した

なお、同社は 24/8 期末時点では東証プライム市場の上場維持基準の流通株式時価総額（100 億円以上）について不適合であったが、25/8 期末時点では同基準を満たし、全ての基準に適合したと、10 月 21 日に公表した。

2) 中期経営計画

目標年率成長率は、売上高 4%、営業利益 21%だが、コロナ対策関連業務を除くと、売上高 5%、営業利益 28%

2024 年 11 月に発表された 5 カ年の中期経営計画では、29/8 期の業績数値目標として、売上高 710 億円（24/8 期を起点とした年率予想成長率 3.9%）、営業利益 40 億円（同 20.6%）、EBITDA50.2 億円（同 13.8%）を目指している。24/8 期業績には、コロナ対策関連業務で、売上高 22.2 億円、営業利益 3.9 億円、EBITDA3.9 億円が含まれていた。コロナ対策関連業務を除くベースで 24/8 期を起点とした年率成長率を計算すると、売上高は 4.7%増、営業利益は 27.9%増、EBITDA は 17.5%増と算出されている。

中期経営計画の上方修正を視野に入れる

25/8 期実績からすると、ホールセールセクターを中心に、中期経営計画の目標数値は保守的と言えよう。他のセクターにおいても、大型案件の獲得などをあまり見込んでいないものと想定され、計画の超過達成が期待される。

なお、同社は、今回のタイミングでは中期経営計画を見直さなかったものの、ホールセールセクターの牽引により、好調であった 25/8 期実績（期初計画比、売上高 7.8%増、営業利益 24.7%増）を受けて、近い将来、同セクターを中心とした計画の上方修正を視野に入れている模様である。

エアポート、ホールセール、デジタル営業支援、インバウンド・ツーリズムが重点領域セクター

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスは、売上高の年率予想成長率と付加価値率（売上総利益率）の 2 軸で、9 つのセクターを 4 つの領域に区分している。予想成長率と付加価値率が共に高い「重点領域」のセクターとしては、エアポート、ホールセール、デジタル営業支援、インバウンド・ツーリズムが挙げられており、高い専門性が要求される、これら 4 セクターに経営資源を集中的に投下する方針である。重点領域セクターにおいては、「様々な業種の顧客ニーズに応じて、人材を採用、教育して、適材適所に配置する人事管理手法と、全国の拠点を活用し、20 年に亘って磨き上げた、顧客に伴走しながらチームで課題を解決できる現場力」という同社グループの模倣困難性をより強固なものにすることが求められよう。

売上高の予想成長率は低いものの、付加価値率（売上総利益率）を高めることで利益の増加を目指す「深化領域」のセクターとしては販売系営業支援が挙げられており、コスト効率やオペレーションの改善に取り組むとしている。

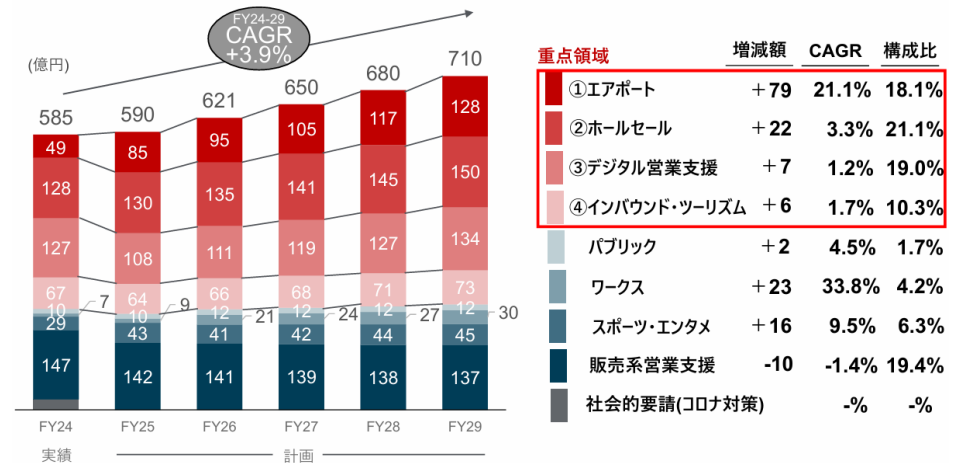
売上高の予想成長率が高いものの、付加価値率が低い「成長領域」のセクターとしては、パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメが挙げられており、新たなビジネスモデルや市場開拓の可能性を模索しながら事業を育成する方針である。なお、コロナ対策事業等の社会的要請による事業は、売上高の予想成長率と付加価値率が共に低い「再編領域」のセクターとして位置付けられている。

同社は、4 領域毎にメリハリをつけた経営資源の配分を行い、強固な収益基盤を確立しつつ、持続的成長が可能な事業ポートフォリオの構築を目指している。

29/8 期の重点領域セクターの売上高構成比は 7 割弱へ

セクター別売上高の計画は図表 5 の通りである。売上拡大の牽引役としては、エアポート、ワークス、ホールセール、スポーツ・エンタメが挙げられている。重点領域セクターの売上高構成比は、24/8 期の 65.9%（コロナ対策関連を除く）から 29/8 期には 68.5%に上昇すると見込まれている。

図表 5. 中期経営計画におけるセクター別売上高の計画



出所：会社資料

29/8 期会社計画における各セクターの売上総利益率のイメージは、エアポート、ホールセール、デジタル営業支援及びパブリックが 20%超、インバウンド・ツーリズム及び販売系営業支援が 20%程度、ワークス及びスポーツ・エンタメが 20%未満である。前述したように、現時点の売上総利益率は、エアポートが 10%前後、ホールセールが 20%前後である。売上高拡大の牽引役である両セクターの売上総利益率が 20%を超えて上昇すれば、同社の利益成長力は飛躍的に向上すると期待される。

3. 株価の推移とバリュエーション

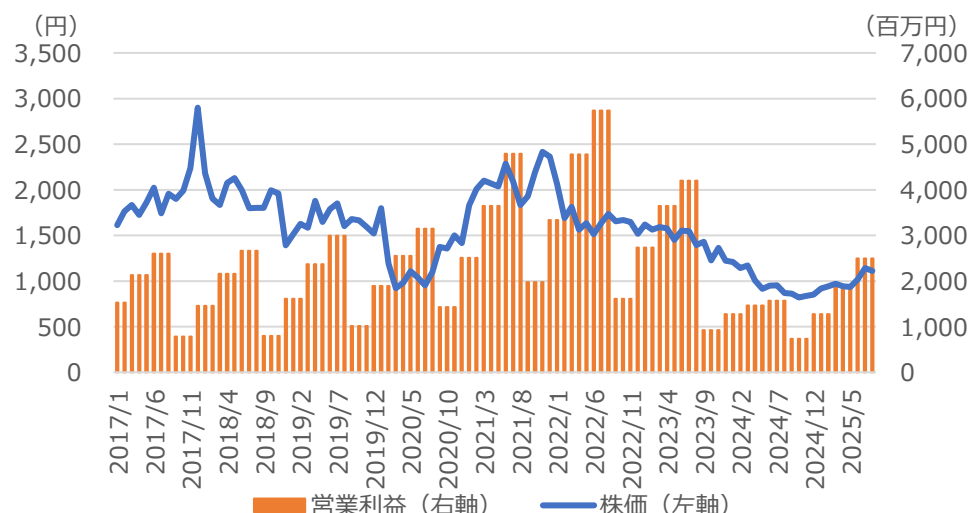
2020 年から 2024 年前半までの株価は、新型コロナウイルス感染症の業績への影響を織り込みながら、上昇後に下落した

同社の株価は、2019 年は 1,600～1,900 円を中心としたレンジで推移していたが、新型コロナウイルス感染症が国内で発生した 2020 年春に、市場全体と連動して大きく下落し、概ね 900～1,200 円を中心とするレンジに移行した。しかし、EC・TC 支援や通信分野の販売系営業支援等の好調により、20/8 期業績が堅調に推移したため、同年 9 月から同社株は上昇に転じた。

コロナ対策関連業務やデジタル営業支援セクター、ホールセールセクターによる業績拡大を受け、21/8 期の営業利益が前期比 52.0%増の 4,787 百万円に達すると、同社の株価は 2021 年 12 月には一時 2,800 円を突破した。しかし、2022 年に入ると、通信分野の販売系営業支援の不振や、拡大していたコロナ対策関連業務の先行きに対する警戒感が強まり、2022 年 3 月から同社の株価は 1,400～1,700 円を中心とするレンジに移行した。22/8 期の営業利益は前期比 19.9%増の 5,739 百万円と好調であったが、株価に大きな影響を与えなかった。

2023 年 10 月に公表された 23/8 期決算においても業績の先行きに対する市場の懸念は払拭されず、同社の株価は下落基調となった。大幅減益となった 24/8 期 Q2 決算を受けて、同社の株価は 1,000 円を割り込んだ。

図表 6. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの株価と営業利益



注：17年1月～19年2月の株価と17/8期～19/8期上期の営業利益はヒト・コミュニケーションズの数値
出所：ストラテジー・アドバイザーズ

24年11月公表の中期経営計画を受けて上昇に転じた株価は、各四半期の決算発表後に更に上昇

2024年10月に公表された24/8期決算において、同社から25/8期の業績回復見通しが表示されたが、10月末には770円の安値を付けた。同年11月5日に新たな中期経営計画が公表され、エアポートセクター等の重点領域を中心とした成長シナリオが表示されると、業績回復への期待が高まり、同社の株価は上昇に転じた。

2025年1月に発表された25/8期Q1決算では、全体としては概ね計画通りであったものの、重点領域であるエアポートセクターとホールセールセクターの好調が確認されたことから、株価は上昇し、3月後半には1,000円を回復した。しかし、その後は株式市場の調整を受けて、4月には一時900円を割り込んだ。

4月15日のQ2決算の発表と同時に通期計画が上方修正されると、株価は900～950円のレンジに移行した。6月下旬になると株価は950円を上回って推移していたが、6月30日に再び1,000円を突破し、7月15日には1,080円の高値を付けた。

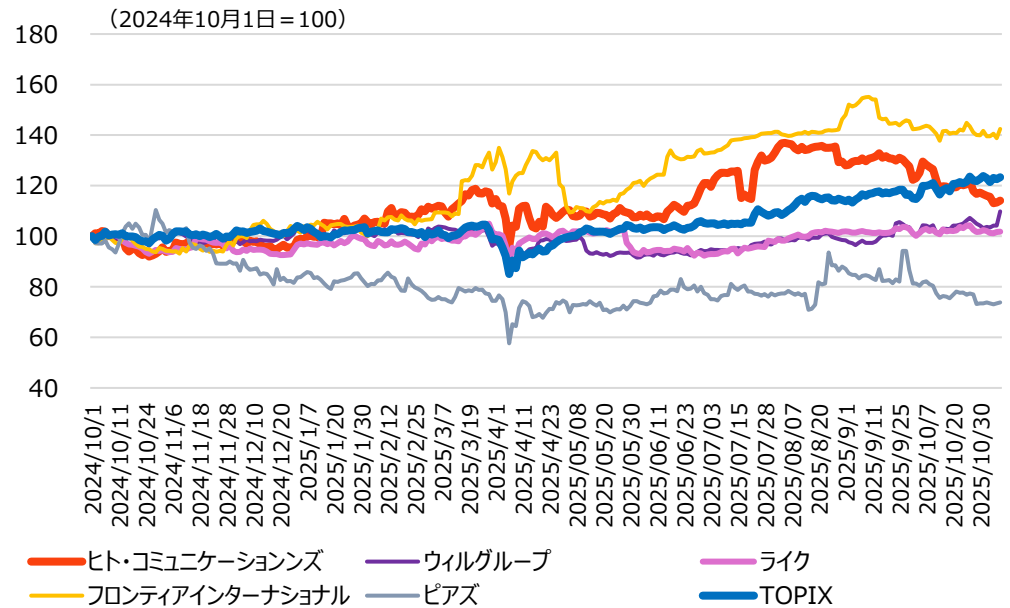
7月15日に発表されたQ3累計決算は、前年同期比7%増収28%営業増益と好調であったものの、市場の一部に期待されていた通期計画の上方修正がなかったこと等から、翌16日の株価は1,000円を割り込んだ。しかし、株価はすぐに1,000円台を回復し、8月5日には期中の高値となる1,175円を付けた。その後、25/8期決算発表を控えて株価は上値が重い展開となり、9月以降は1,000～1,150円のレンジに移行した。

25/8期決算発表後の株価はやや下落して推移

10月14日に発表された25/8期決算において、営業利益が会社計画を上回る59%増益となった一方、特別損失の計上により、親会社株主に帰属する当期純利益が会社計画を下回ったことや、26/8期の営業利益が12%増益と前期の伸びからは大幅に鈍化する見通しが表示されたこと等から、株価はやや下落し、現在は950～1,050円で推移している。

2024年10月からの類似企業やTOPIXとの株価比較は図表7の通りである。業績悪化懸念を受けて、24/8期の決算発表までは、同社の株価はTOPIXや類似企業の株価をアンダーパフォームしてきた。しかし、2024年11月の中期経営計画の発表以降は、業績回復への期待が徐々に高まり、同社の株価は相対的に堅調な推移となっている。

図表 7. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスと類似企業の株価比較



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

現在の予想 PER は過去 1 年のレンジでの下限となる 13 倍に低下

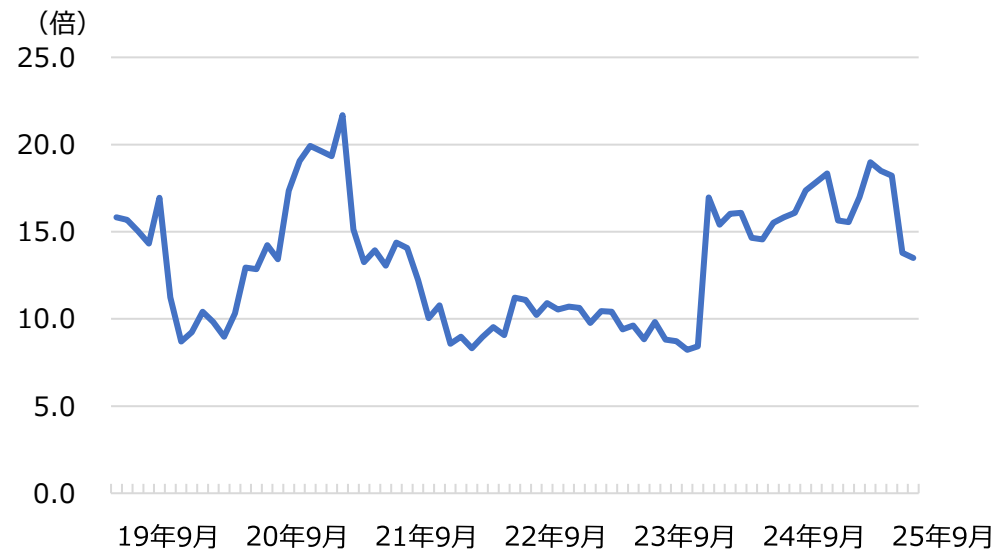
同社の会社予想 PER は、2019 年 9 月以降では概ね 8~20 倍のレンジで推移している。予想 PER が最も上昇したのは、コロナ禍で EC・TC 支援事業やコロナ対策関連業務が拡大し、業績予想の上方修正期待が高まった 2021 年 6 月の 21.7 倍であった。実際、同年 7 月に 21/8 期業績予想の上方修正が発表されると予想 PER は一旦低下し、8 月には 13.3 倍となった。

2021 年 10 月に、堅調な 22/8 期業績予想が公表されると、株価上昇を受けて予想 PER もやや上昇し、同年 11 月には 14.4 倍を付けた。しかし、2022 年 4 月に 22/8 期業績予想の上方修正が発表されたが、23/8 期におけるコロナ対策関連業務の縮小懸念や東京オリンピック・パラリンピック関連業務の剥落が意識され、予想 PER は 10 倍を割り込んだ。

2022 年 10 月から 2024 年 3 月までは、業績悪化を受けて、株価が下落する展開となったため、予想 PER は 8~12 倍で推移した。2024 年 4 月に 24/8 期の業績予想が大幅に下方修正されると、株価は更に下落した。しかし、PBR が 1 倍前後に低下したことや成長期待が高まったことから、過去 1 年では、予想 PER は 13~20 倍のレンジに切り上がって推移している。

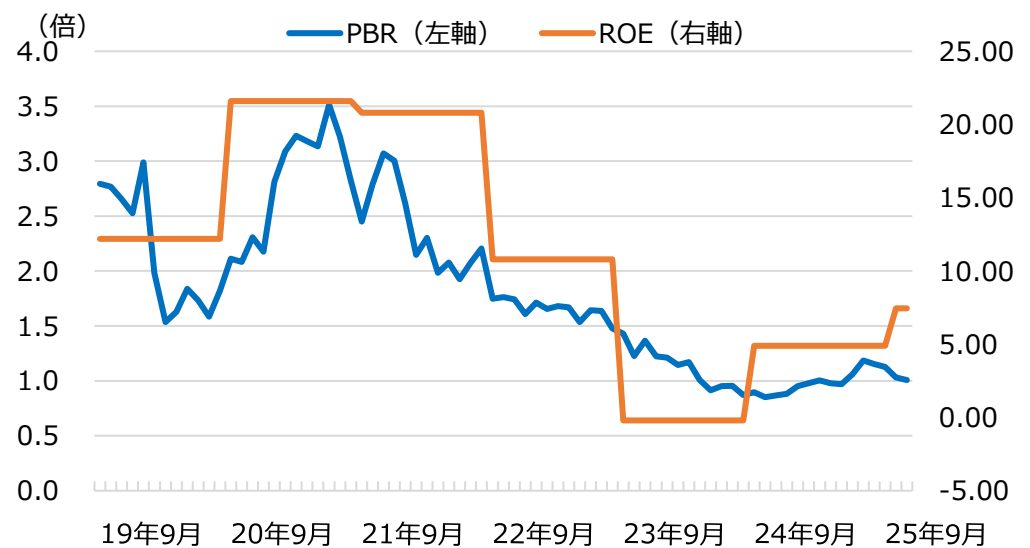
26/8 期において、親会社株主に帰属する当期純利益が前期比 52%増益となる予想が公表されたものの、株価がやや下落したため、現在の予想 PER は、過去 1 年のレンジの下限となる 13 倍に低下している。

図表 8. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの予想 PER 推移



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 9. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの ROE と PBR 推移



注：26/8 期の ROE は、ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの予想利益と、25/8 期末の自己資本を用いて算出した予想値。

出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

収益性の改善が課題であるが、中期経営計画の目標値は実現可能と思われる

同社グループの中心セクターの一つである販売系営業支援の関連企業と同社の収益性やバリュエーションを比較したものが図表 10、図表 11 である。

直近実績の ROE は、前期よりも大幅に向上したものの、税務上損金不算入となるのれん償却額の負担が他社よりも重いことや、高水準の特別損失を計上したことから、比較対象企業の中で同社の数値が最も低かった。経常利益の増加や特別損失の減少が見込まれる 26/8 期の予想 ROE で見ても、他社比較では低位にとどまる見通しである。結果、同社の PBR は比較対象企業の中で最も低い水準にある。

直近本決算の営業利益率については、同社は 3.9%と、5 社中 2 番目に低い。エアポートセクターが先行投資段階にあることや、のれん償却負担があることが主な要因である。しかし、これらの要因については長期的には改善が見込まれるため、営業利益率や ROE の向上の余地は大きい。

同社の中期経営計画で示された 29/8 期の予想営業利益率は 5.6%である。22/8 期から適用を開始した収益認識に関する会計基準を過去から適用したと仮定すると共に、コロナ対策関連業務を除いて算出した営業利益率は、19/8 期から 21/8 期において 6～7%で推移しており、29/8 期の予想営業利益率 5.6%は十分に実現可能な水準と思われる。

関連企業とのバリュエーション比較では、同社の予想 PER は 5 社中 2 番目に高いが、絶対値では 13 倍と、高い評価は受けていない。今後、予想 PER が現在のレンジの上限である 20 倍を上回るためには、以下のエクイティストーリーの実現が求められよう。

図表 10. 同業他社との収益性比較

会社名	証券コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	営業利益率 (%)	ROE (%)	自己資本比率 (%)	従業員数 (人)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2025/08	63,596	2,495	3.9	4.9	42.6	1,411
ウィルグループ	6089	2025/03	139,705	2,338	1.7	6.6	34.8	7,929
ライク	2462	2025/05	62,336	2,951	4.7	12.1	44.0	5,367
フロンティアインターナショナル	7050	2025/04	20,335	1,278	6.3	10.2	61.4	432
ピアズ	7066	2024/09	6,209	480	7.7	22.4	63.6	537

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 同業他社とのバリュエーション比較

会社名	証券コード	決算期	株価 (11/10) (円)	時価総額 (11/10) (百万円)	PER 会社予想 (倍)	PBR 直近実績 (倍)	ROE 会社予想 (%)	配当 利回り 会社予想 (%)	1 年 騰落率 (24/11/11) (%)	3 年 騰落率 (22/11/10) (%)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2025/08	979	17,468	13.5	1.0	7.5	3.8	17.8	-41.8
ウィルグループ	6089	2025/03	1,084	24,838	12.4	1.4	11.1	4.1	8.9	-20.0
ライク	2462	2025/05	1,491	28,612	10.4	1.6	15.7	4.0	7.2	-29.7
フロンティアインターナショナル	7050	2025/04	2,280	10,146	10.1	1.1	11.6	5.0	49.5	-9.5
ピアズ	7066	2024/09	605	5,451	16.2	2.0	13.0	2.6	-27.4	65.5

注：ROE（会社予想）は進行期の会社予想純利益を直近四半期決算期末の自己資本で割って算出。

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

4. エクイティストーリー

2つのエクイティストーリー

ストラテジー・アドバイザーズが考えるエクイティストーリーは 2 つある。一つ目は、「国内主要空港におけるグランドハンドリング業界の能力不足という国家的な社会課題の解決を通じたエアポートセクターの飛躍的成長」である。もう一つは、「国内衣料品小売業の課題解決への貢献及び海外販売の拡大による、ホールセールセクターの成長加速」である。両セクターは、中期経営計画において重点領域となっている。2 つのストーリーの実現可能性が高まれば、同社を単なる人材サービス会社と見ている投資家の評価が変わり、バリュエーションの上昇が期待出来よう。

中長期での利益成長への期待を織り込んで予想 PER が上昇する可能性

ホールセールセクターについては、25/8 期実績の売上高が 167 億円に達し、中期経営計画の目標数値（29/8 期売上高 150 億円）が上方修正される可能性が強くなった一方、エアポートセクターについては、25/8 期実績が計画をやや下回ったため、現時点では中期経営計画の目標数値（同 128 億円）が上方修正されるという期待は高まっていない。

しかし、那覇空港等、未進出の国内主要空港でのランプ事業の拠点開設が進み、新規受注の獲得がペースアップすれば、近い将来、エアポートセクターにおいても目標数値の上方修正が視野に入ってくる。重点領域である両セクターの成長率において、中期経営計画で示された目標数値を大幅に上回るという投資家の見方が強まれば、株価が当年度の予想利益ではなく、中長期での利益成長への期待を織り込み、予想 PER が 20 倍を超えて上昇する可能性があるだろう。

換言すれば、時代の変化に応じて M&A によって拡張した、エアポートセクターと IP ライセンスを活用したホールセールセクターを柱とする成長戦略を投資家が今後どう評価するかがポイントとなる。

PBR の上昇には ROE の改善が不可欠

また、ROE の改善を通じた PBR の上昇余地も大きいと考えられる。同社の PBR の低さは、ROE（25/8 期実績 4.9%）が低水準であることが要因と思われる。同社の ROE が 12%～22%で推移していた 19/8 期～22/8 期においては、PBR は 1.5 倍～3.5 倍で推移していた。

会社予想の当期純利益から想定される 26/8 期の ROE は 7.5%程度と推定される。また、中期経営計画で示された 29/8 期における ROE の会社目標は 10%以上である。PBR の本格的な上昇には、10%を超える ROE の改善が求められる。

ROE 改善シナリオ（1）EBITDA マージンの改善

ROE の改善シナリオとして、以下の 3 点が挙げられる。

第 1 は、各事業・セクターにおける売上拡大やコストダウン、高付加価値サービスの拡充等による EBITDA マージンの改善である。特に、連結業績へのインパクトが大きい、ホールセールセクター、販売系営業支援及びデジタル営業支援における EBITDA マージンの改善に期待したい。

ROE 改善シナリオ（2）減価償却費の軽減やのれん償却額の減少による利益率の改善

第 2 に、先行投資の一巡やのれん償却の終了による営業利益率・当期純利益率の上昇である。エアポートセクターは現在、ランプ事業の内製化の強化を進めており、人件費だけでなく、減価償却費の負担が重くなっている。同セクターにおいては、設備投資が一巡してくると、減価償却費の軽減に伴い、営業利益率の改善が期待できる。

また、ビービーエフ、ブランチ・アウト及び SALES ROBOTICS ののれん償却が 2029 年中に完了する予定であり、30/8 期に掛けての営業利益の増加要因が存在する。注意すべきは、のれん償却については、税法上、費用に含まれないため、のれん償却額の減少額は、同額の当期純利益の増加要因となることである。同社においては、のれん償却額の減少に伴う売上高当期純利益率の改善効果は無視できない水準であるため、30/8 期に向けた ROE の上昇を、株価が前倒して織り込む可能性があるだろう。

ROE 改善シナリオ（3）より一層の株主還元の可能性

第 3 に、株主還元の拡充を通じた自己資本の増加抑制である。同社のネット D/E レシオは -0.23 と健全な水準にある一方、29/8 期を最終年度とする中期経営計画で示された株主還元に関する基本方針は、還元額 30 億円以上、配当性向 30%以上及び累進配当である。より一層の株主還元の実施により、自己資本の増加を抑制出来れば、当期純利益の増加が ROE の向上に大きく寄与すると思われる。

図表 12. セグメント動向(四半期ベース)

(百万円)	24/8 Q1	24/8 Q2	24/8 Q3	24/8 Q4	25/8 Q1	25/8 Q2	25/8 Q3	25/8 Q4
売上高								
アウトソーシング	6,565	5,574	5,565	5,501	6,032	6,032	6,922	6,845
(YoY)	-22.6%	-34.6%	-24.3%	-15.6%	-8.1%	8.2%	24.2%	24.4%
人材派遣	2,365	2,178	2,180	2,147	2,208	2,060	2,269	2,249
(YoY)	-4.1%	-7.4%	-4.6%	-11.7%	-6.6%	-5.4%	4.1%	4.8%
EC・TC 支援	2,744	2,700	2,699	2,633	2,926	2,125	2,153	2,049
(YoY)	-1.6%	16.1%	20.2%	1.0%	6.6%	-21.3%	-20.2%	-22.2%
ホールセール	3,346	2,734	3,465	3,227	4,580	3,418	4,505	4,176
(YoY)	12.1%	18.0%	11.5%	28.7%	36.9%	25.0%	30.0%	29.4%
その他事業	804	798	818	501	680	864	916	586
(YoY)	64.4%	9.8%	1.9%	-24.0%	-15.4%	8.3%	12.0%	16.6%
合計	15,826	13,984	14,727	14,010	16,428	14,499	16,764	15,905
(YoY)	-8.1%	-13.9%	-6.8%	-4.8%	3.8%	3.7%	13.8%	13.5%
営業利益								
アウトソーシング	143	-52	-273	-76	140	225	112	170
(営業利益率)	2.2%	-0.9%	-4.9%	-1.4%	2.3%	3.7%	1.6%	2.5%
人材派遣	225	26	93	29	122	47	145	178
(営業利益率)	9.5%	1.2%	4.3%	1.4%	5.5%	2.3%	6.4%	7.9%
EC・TC 支援	325	234	141	198	205	154	-7	-24
(営業利益率)	11.8%	8.7%	5.2%	7.5%	7.0%	7.2%	-0.3%	-1.2%
ホールセール	225	81	195	39	299	70	306	308
(営業利益率)	6.7%	3.0%	5.6%	1.2%	6.5%	2.0%	6.8%	7.4%
その他事業	12	63	39	-81	-25	48	39	0
(営業利益率)	1.5%	7.9%	4.8%	-16.2%	-3.7%	5.6%	4.3%	0.0%
調整額	-4	-5	-5	-4	-4	-5	-5	-4
合計	927	347	190	104	737	541	589	628
(YoY)	-42.5%	-69.2%	-79.1%	-81.2%	-20.5%	55.9%	210.0%	6.0x
(営業利益率)	5.9%	2.5%	1.3%	0.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 損益計算書

(百万円)	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8 CoE
売上高	62,322	63,819	71,499	84,225	64,130	63,980	58,547	63,596	66,280
(前期比)	79.2%	—	12.0%	17.8%	-23.9%	-0.2%	-8.5%	8.6%	4.2%
売上原価	51,759	52,619	58,891	69,507	48,902	49,742	46,449	50,684	52,753
売上総利益	10,563	11,200	12,607	14,718	15,227	14,238	12,097	12,912	13,527
(売上総利益率)	16.9%	17.5%	17.6%	17.5%	23.7%	22.3%	20.7%	20.3%	20.4%
販売費及び一般管理費	7,900	8,209	9,457	9,931	9,487	10,039	10,528	10,416	10,727
営業利益	2,663	2,991	3,149	4,787	5,739	4,198	1,568	2,495	2,800
(前期比)	2.4%	—	5.3%	52.0%	19.9%	-26.9%	-62.6%	59.1%	12.2%
(売上高営業利益率)	4.3%	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%	3.9%	4.2%
営業外収益	26	29	699	691	108	229	42	98	
受取利息配当金	11	7	7	6	9	9	14	23	
営業外費用	10	15	487	353	88	127	75	89	
支払利息割引料	7	11	16	12	10	10	38	69	
経常利益	2,679	3,004	3,361	5,125	5,759	4,300	1,536	2,504	2,810
(前期比)	5.6%	—	11.9%	52.5%	12.4%	-25.3%	-64.3%	63.0%	12.2%
(売上高経常利益率)	4.3%	4.7%	4.7%	6.1%	9.0%	6.7%	2.6%	3.9%	4.2%
特別利益	24	0	0	0	0	4	6	107	
特別損失	5	4	419	321	99	537	255	540	
税金等調整前当期純利益	2,698	3,000	2,941	4,803	5,660	3,767	1,287	2,070	
(前期比)	6.3%	11.2%	-2.0%	63.3%	17.8%	-33.4%	-65.8%	60.8%	
(売上高税引前利益率)	4.3%	4.7%	4.1%	5.7%	8.8%	5.9%	2.2%	3.3%	
法人税等	1,036	1,150	1,450	1,808	2,245	1,629	1,127	1,011	
(法人税等の負担率)	38.4%	38.4%	49.3%	37.7%	39.7%	43.2%	87.6%	95.7%	
当期純利益(非支配株主分含む)	1,661	1,849	1,490	2,995	3,415	2,137	160	1,059	
非支配株主に帰属する当期純利益	193	125	119	220	187	251	204	205	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,468	1,723	1,370	2,774	3,227	1,885	-43	853	1,295
(前期比)	-0.5%	—	-20.5%	102.4%	16.3%	-41.6%	—	—	51.7%
(売上高当期純利益率)	2.4%	2.7%	1.9%	3.3%	5.0%	2.9%	-0.1%	1.3%	2.0%
EPS (円)	82.1	96.3	76.7	155.5	180.9	105.7	-2.4	47.9	72.6

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. 貸借対照表

(百万円)	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
流動資産	13,306	14,967	18,679	22,179	25,693	29,048	27,247	25,939
現金及び預金	6,130	6,888	8,890	9,815	13,430	16,462	14,251	12,133
売上債権	6,242	6,916	8,875	10,760	10,594	10,877	10,355	10,871
棚卸資産	605	922	640	1,032	531	589	471	562
繰延税金資産 - 流動	159	—	—	—	—	—	—	—
貸倒引当金 - 流動	-32	-31	-50	-23	-23	-17	-8	-9
その他流動資産	200	272	324	595	1,161	1,137	2,176	2,381
固定資産	6,084	9,562	8,795	8,997	8,531	13,505	12,855	14,883
有形固定資産	2,017	2,045	1,967	2,228	2,205	2,282	2,515	4,712
無形固定資産	3,100	5,355	5,365	4,872	4,286	8,681	7,983	7,116
投資その他資産	966	2,161	1,462	1,896	2,039	2,541	2,357	3,054
投資有価証券	441	444	655	501	434	675	672	600
繰延税金資産	158	289	377	482	525	681	475	556
その他	367	1,428	430	913	1,080	1,185	1,210	1,898
資産合計	19,391	24,529	27,475	31,177	34,225	42,554	40,103	40,822
流動負債	6,159	7,794	10,547	11,948	12,584	13,220	12,763	13,880
買入債務	2,635	2,866	4,535	4,619	5,050	5,445	6,246	4,543
未払金・未払費用	2,061	2,477	2,697	3,806	3,581	3,493	3,099	4,049
有利子負債	522	1,049	1,195	1,040	1,004	1,528	1,792	1,411
その他	939	1,402	2,120	2,483	2,949	2,754	1,626	3,877
固定負債	3,367	5,312	4,518	4,295	3,720	10,248	8,725	8,034
有利子負債	3,101	5,002	4,193	3,752	3,146	9,361	7,738	6,793
繰延税金負債	—	29	0	46	12	—	1	5
その他	265	281	325	497	562	887	986	1,236
純資産	9,864	11,423	12,408	14,932	17,920	19,085	18,614	18,907
株主資本	9,335	10,773	11,653	14,052	16,809	17,778	17,144	17,344
資本金	737	450	450	450	450	450	450	450
資本剰余金	0	287	287	287	287	91	91	91
利益剰余金	8,598	10,035	11,016	13,415	16,172	17,336	16,702	16,903
自己株式	0	—	-99	-99	-100	-100	-100	-100
その他の包括利益累計額	-2	-6	-15	29	111	91	92	28
非支配株主持分	531	656	770	850	998	1,216	1,377	1,533
負債純資産合計	19,391	24,529	27,475	31,177	34,225	42,554	40,103	40,822
自己資本	9,333	10,766	11,638	14,082	16,921	17,869	17,237	17,373
BPS(円)	521.4	601.5	652.3	789.3	948.4	1,001.5	966.1	973.7

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. キャッシュ・フロー計算書

(百万円)	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
営業活動によるキャッシュ・フロー								
税金等調整前当期純利益	2,698	3,000	2,941	4,803	5,660	3,767	1,287	2,070
減価償却費・のれん償却額	434	529	920	895	918	1,012	1,252	1,336
売上債権の増減額	-211	-475	-1,708	-2,095	162	32	525	-486
仕入債務の増減額	203	598	1,582	1,122	260	-124	268	-1,988
棚卸資産の増減額	53	-317	286	-391	149	-57	118	-84
減損損失	—	—	419	—	92	5	170	—
法人税等の支払額	-1,291	-1,019	-1,217	-1,691	-2,135	-2,600	-2,806	87
その他営業キャッシュ・フロー	-285	143	440	422	226	490	166	2,471
合計	1,600	2,459	3,663	3,065	5,332	2,525	980	3,406
投資活動によるキャッシュ・フロー								
有形固定資産の取得による支出	-61	-67	-71	-364	-127	-184	-507	-2,027
無形固定資産の取得による支出	-154	-198	-184	-338	-343	-509	-447	-356
投資有価証券の取得による支出	0	-10	-210	0	-51	-300	-101	-53
投資有価証券の売却・償還による収入	104	0	0	196	200	34	—	114
関係会社株式の取得による支出	—	-876	—	-353	-200	-392	-50	-844
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	—	-2,148	—	0	0	-3,603	—	—
その他投資キャッシュ・フロー	-73	-125	-66	-354	-123	-309	-128	-434
合計	-184	-3,424	-531	-1,213	-644	-5,263	-1,233	-3,600
財務活動によるキャッシュ・フロー								
短期借入金の増減額	0	—	265	-200	—	—	—	—
長期借入金の増減額	1,110	2,085	-1,074	-376	-629	6,538	-1,371	-1,343
自己株式の取得による支出	—	—	-99	0	0	—	—	—
配当金の支払額	-250	-286	-362	-375	-470	-590	-590	-635
その他財務活動キャッシュ・フロー	-1,758	-18	-27	-54	-56	-245	-63	-55
合計	-897	1,781	-1,297	-1,005	-1,155	5,703	-2,024	-2,033
現金及び現金同等物に係る換算差額	-2	-6	-8	16	19	-1	15	-4
現金及び現金同等物の増加額	516	810	1,825	862	3,552	2,964	-2,261	-2,232
現金及び現金同等物期首残高	5,436	5,985	6,796	8,734	9,596	13,149	16,121	13,859
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	33	—	112	—	—	7	—	54
現金及び現金同等物期末残高	5,985	6,796	8,734	9,596	13,149	16,121	13,859	11,681
フリー・キャッシュ・フロー	1,416	-965	3,132	1,852	4,688	-2,738	-253	-194

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. 主要指標

	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
EPS (円)	82.1	96.3	76.7	155.5	180.9	105.7	-2.4	47.9
BPS (円)	521.4	601.5	652.3	789.3	948.4	1,001.5	966.1	973.7
DPS (円)	15.0	18.5	20.5	24.5	30.0	31.0	35.0	37.0
配当性向	18.3%	19.2%	26.7%	15.8%	16.6%	29.3%	—	77.3%
期末発行済株式数 (千株)	17,900	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899
自己株式数 (株)	584	—	56,830	56,858	56,933	56,933	56,933	56,933
自己株控除株式数 (千株)	17,899	17,899	17,843	17,842	17,842	17,842	17,842	17,482
期中平均発行済株式数 (千株)	17,899	17,899	17,866	17,842	17,842	17,842	17,842	17,842
自己資本比率	48.1%	43.9%	42.4%	45.2%	49.4%	42.0%	43.0%	42.6%
有利子負債残高 (百万円)	3,623	6,051	5,388	4,792	4,150	10,889	9,530	8,204
ネット有利子負債残高(百万円)	-2,507	-837	-3,502	-5,023	-9,280	-5,573	-4,721	-3,929
D/E レシオ	0.39	0.56	0.46	0.34	0.25	0.61	0.55	0.47
ネット D/E レシオ	-0.27	-0.08	-0.30	-0.36	-0.55	-0.31	-0.27	-0.23
売上高営業利益率	4.3%	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%	3.9%
EBITDA (百万円)	3,097	3,520	4,069	5,682	6,657	5,210	2,820	3,831
EBITDA マージン	5.0%	5.5%	5.7%	6.7%	10.4%	8.1%	4.8%	6.0%
ROE	15.8%	17.2%	12.2%	21.6%	20.8%	10.8%	-0.2%	4.9%
ROIC (投下資本)	12.4%	10.5%	9.6%	15.9%	16.7%	9.9%	1.5%	5.4%
ROIC (事業資産)	17.2%	14.9%	13.8%	22.4%	26.0%	17.4%	2.8%	8.8%
従業員数 (人)	503	704	827	859	821	1,274	1,405	1,411

注：ROIC(事業資産)はNOPAT/(運転資本及び有形・無形固定資産の合計値の期中平均)で計算。ROIC(投下資本)はNOPAT/(有利子負債残高及び純資産の合計値の期中平均)で計算

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ディスクレイマー

本レポートは、株式会社ストラテジー・アドバイザーズ（以下、発行者）が発行するレポートであり、外部の提携会社及びアナリストを主な執筆者として作成されたものです。

本レポートにおいては、対象となる企業について従来とは違ったアプローチによる紹介や解説を目的としております。発行者は原則、レポートに記載された内容に関してレビューならびに承認を行っておりません（しかし、明らかな誤りや適切ではない表現がある場合に限り、執筆者に対して指摘を行っております）。

発行者は、本レポートを発行するための企画提案およびインフラストラクチャーの提供に関して対価を直接的または間接的に対象企業より得ている場合があります。

執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは、本レポートを作成する以外にも対象会社より直接的または間接的に対価を得ている場合があります。また、執筆者となる外部の提携会社及びアナリストは対象会社の有価証券に対して何らかの取引を行っている可能性あるいは将来行う可能性があります。

本レポートは、投資判断の参考となる情報提供のみを目的として作成されたものであり、有価証券取引及びその他の取引の勧誘を目的とするものではありません。有価証券およびその他の取引に関する最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行ってください。

本レポートの作成に当たり、執筆者は対象企業への取材等を通じて情報提供を受けておりますが、当レポートに記載された仮説や見解は当該企業によるものではなく、執筆者による分析・評価によるものです。

本レポートは、執筆者が信頼できると判断した情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性または適時性を保証するものではありません。本レポートに記載された見解や予測は、本レポート発行時における執筆者の判断であり、予告無しに変更されることがあります。

本レポートに記載された情報もしくは分析に、投資家が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害に対して、発行者ならびに執筆者が何ら責任を負うものではありません。

本レポートの著作権は、原則として発行者に帰属します。本レポートにおいて提供される情報に関して、発行者の承諾を得ずに、当該情報の複製、販売、表示、配布、公表、修正、頒布または営利目的での利用を行うことは法律で禁じられております。



Strategy Advisors

〒104-0061 東京都中央区銀座一丁目 27 番 8 号セントラルビル 703 号