

Company Report

2026年1月30日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ

大間知 淳



Q1 決算は大幅減益も、会社想定通り。エアポートセクターのtake offによる株価上昇に期待。

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26/8期第1四半期（以下、Q1）決算は、前年同期比1.3%減収、53.7%営業減益であった。大幅減益であったものの、売上高、営業利益共に、全体としては会社想定通りであった。

主な減収要因としては、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) エアポートセクターのFMGにおける前年同期の決算期変更の影響（影響額411百万円）が挙げられる。主な減益要因としては、1) EC・TC支援事業における大口顧客との契約終了、2) FMGの決算期変更による影響、3) エアポートセクターにおける下期の大型案件受託に向けた先行投資に伴う費用増が挙げられる。

26/8期の会計計画は、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）が据え置かれた。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、下期に海外有力エアラインから全国主要空港におけるグランドハンドリング業務の一括受託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。

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、反転した。2025年8月上旬まで上昇基調であった株価は、その後横這いとなり、現在は1,000円をやや下回って推移している。

同社のエクイティストーリーの一つは「2030年インバウンド6,000万人目標達成に向け、国内主要空港におけるグランドハンドリング業務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。全国主要空港での拠点開設がほぼ完了し、全国規模でグランドハンドリング業務の受託が可能となったことで、エアポートセクターは同社の収益構造を一気に変貌させるtake off（離陸）の局面を迎えている。株価が同セクターの中長期での利益成長への期待を織り込み、予想PERが過去1年半の上限である20倍を超えて上昇する可能性が従来よりもやや高まったと言えよう。

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)
25/8 Q1	16,428	3.8%	737	-20.5%	748	-19.7%	274	-38.7%	15.4	—
26/8 Q1	16,211	-1.3%	341	-53.7%	316	-57.7%	71	-74.2%	4.0	—
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

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(1/29)	952
52週高値(25/8/5)	1,175
52週安値(25/4/7)	823
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)	17.0
EV(十億円)	17.6
自己資本比率(25/8、%)	42.6
ROE(25/8、%)	4.9
PER(26/8会予、倍)	13.1
PBR(25/8実績、倍)	1.0
配当利回り(26/8会予、%)	3.9

出所：ストラテジー・アドバイザーズ

目次

1. 26/8 期 Q1 決算	3
2. 業績の見通し	9
1) 26/8 期会社計画	9
2) 中期経営計画	11
3. 株価の推移とバリュエーション	13
4. エクイティストーリー	17

1. 26/8期 Q1 決算

**26/8期 Q1 決算は、1%減収
54%営業減益**

26/8期 Q1 決算は、売上高が前年同期比 1.3%減の 16,211 百万円、営業利益が同 53.7%減の 341 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 74.2%減の 71 百万円であった。

図表 1. 26/8期 Q1 業績 (単位:百万円)

決算期	24/8				25/8				26/8		
	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	YoY
売上高	13,984	14,727	14,010	58,547	16,428	14,499	16,764	15,905	63,596	16,211	-1.3%
売上総利益	2,806	2,941	2,830	12,097	3,327	2,985	3,206	3,394	12,912	3,092	-7.1%
売上総利益率	20.1%	20.0%	20.2%	20.7%	20.3%	20.6%	19.1%	21.3%	20.3%	19.1%	-
販売費及び一般管理費	2,459	2,751	2,726	10,528	2,590	2,443	2,617	2,766	10,416	2,750	6.2%
販管費率	17.6%	18.7%	19.5%	18.0%	15.8%	16.8%	15.6%	17.4%	16.4%	17.0%	-
営業利益	346	190	104	1,568	737	541	589	628	2,495	341	-53.7%
営業利益率	2.5%	1.3%	0.7%	2.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	2.1%	-
経常利益	329	181	94	1,536	748	531	592	633	2,504	316	-57.7%
特別損益	-	-	-249	-249	-3	72	-3	-499	-433	-5	-
税金等調整前当期(四半期)純利益	329	181	-155	1,287	744	603	591	132	2,070	311	-58.2%
法人税等	189	259	275	1,127	403	278	264	66	1,011	188	-53.3%
当期(四半期)純利益	140	-77	-430	160	341	325	326	67	1,059	122	-64.2%
非支配株主に帰属する当期(四半期)純利益	45	49	31	204	66	34	51	54	205	51	-22.7%
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	95	-127	-459	-43	274	291	276	12	853	71	-74.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

売上高、営業利益共に、概ね会社想定通り

前年同期には、エアポートセクターにおいてグランドハンドリング事業を担う FMG の決算期変更に伴い、1ヶ月分多く売上高が計上されていた（影響額 411 百万円）ほか、デジタル営業支援セクターにおいて既に契約が終了している大口顧客向け売上高が計上されていたが、これらの売上高が剥落することは計画に織り込まれていたため、売上高は全体としては概ね会社想定通りであった。

営業利益についても、決算期変更や大口顧客との契約終了による影響に加え、後述するエアポートセクターにおける先行投資に伴う費用増による影響が計画に織り込まれていたため、全体としては概ね会社想定通りであった。

但し、セクター別では、慎重な計画となっていたホールセールセクターが会社想定を上回った一方、インバウンド・ツーリズムセクター等が会社想定をやや下回ったと見られる。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス | 4433 (東証プライム)

上期計画に対する Q1 決算の進捗率は、売上高 52%、営業利益 38%であった

2025 年 10 月に公表された上期計画に対する Q1 決算の進捗率は、売上高 52.4%、売上総利益 50.1%、販管費 52.2%、営業利益 37.9% であった。

EC・TC 支援事業の大口顧客との契約終了や、FMG の決算期変更、エアポートセクターの先行投資負担が主な減益要因

主な減収要因としては、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) FMG における前年同期の決算期変更の影響（影響額 411 百万円）、3) 日中関係の悪化に伴う、エアポートセクター（中国便の一部減便、小型機への変更等）などでの減収が挙げられる。

主な減益要因としては、1) EC・TC 支援業における大口顧客との契約終了、2) FMG の決算期変更、3) エアポートセクターにおける下期の大型案件受託に向けた先行投資に伴う、人件費や地代家賃、減価償却費等の費用増、4) 日中関係悪化に伴うエアポートセクターなどでの減収による利益減が挙げられる。このうち、日中関係の悪化に伴う減収減益要因は、会社計画には織り込まれていなかったが、影響が発生したのが 11 月中旬からであったため、Q1 においては他の要因と比べて大きな影響は出なかった模様である。

大阪・関西万博案件の貢献や新規ランプ拠点の貢献拡大等が増収増益要因

一方、主な増収要因としては、1) 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（貢献額 305 百万円）、2) エアポートセクターにおける関空・新千歳等新規ランプ拠点の貢献拡大、3) 販売系営業支援セクターにおける通信分野の増収が挙げられる。

主な増益要因としては、1) 大阪・関西万博案件の貢献、2) 関空・新千歳等新規ランプ拠点の貢献拡大、3) インバウンド・ツーリズムセクターにおける好採算の海外旅行向け添乗員派遣事業の増収による利益増加が挙げられる。

売上総利益率はエアポートセクターの先行投資負担等で低下

売上総利益率は、前年同期の 20.3% から 19.1% に低下した。これは、先行投資負担に伴い、エアポートセクターの FMG の利益率が一時的に大きく低下したことや、EC・TC 支援業務において大口顧客との契約が終了したことが主な要因である。

販管費は前年同期比 6% 増

販管費は、ホールセールセクターにおける物流コストの高騰や、エアポートセクターにおける体制強化に伴う人件費等の増加等により、前年同期比 6.2% 増加した。

営業外収支は悪化

営業外収益では、その他が前年同期の 30 百万円から 8 百万円に減少したため、全体では、前年同期の 35 百万円から 14 百万円に減少した。

一方、営業外費用では、借入金の増加や金利上昇により、支払利息が前年同期の 14 百万円から 27 百万円に増加したため、全体では前年同期の 24 百万円から 39 百万円に増加した。結果、営業外収支は前年同期の 11 百万円の黒字から 25 百万円の赤字に悪化した。

大幅減益に伴い、法人税等の負担率は上昇

税務上損金に計上されないのれん償却額は、前年同期の 218 百万円から 198 百万円に減少したもの、税金等調整前四半期純利益が大幅に減少した結果、法人税等の負担率は、前年同期の 54.2% から 60.5% に上昇した。

非支配株主に帰属する四半期純利益は減少

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・アウトとビービーエフの双方が減益となつたため、非支配株主に帰属する四半期純利益は前年同期の 66 百万円から 51 百万円に減少した。

非連結子会社を連結子会社化

同社は、非連結子会社であったスクワード（スポーツ・エンタメセクター）、伊賀市にぎわいパートナーズ（パブリックセクター）、津森千里デザインスタジオ及びティー・シーについて、その重要性が増したため、Q1 より連結子会社化した。なお、その後、ティー・シーは津森千里デザインスタジオを存続会社とする吸収合併により消滅している。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス | 4433 (東証プライム)

財務体質の健全性に変化はない

26/8期 Q1末の総資産は、非連結子会社の連結子会社化に伴い、関係会社株式が前期末比 849 百万円減、関係会社長期貸付金が同 350 百万円減となった一方、受取手形、売掛金及び契約資産が同 1,687 百万円増などにより、同 1,493 百万円増の 42,316 百万円となった。

調達サイドでは、買掛金が前期末比 1,197 百万円増、短期借入金が同 1,750 百万円増、長期借入金が同 599 百万円増などにより、負債合計は同 1,796 百万円増の 23,711 百万円となった。また、配当金の支払いなどに伴い、自己資本は同 292 百万円減の 17,081 百万円となった。結果、自己資本比率は前期末の 42.6%から 40.4%に低下した。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、-0.05 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。

9つのセクターに事業を分類

同社は、9つのセクターに事業を分類して売上高を開示している。

図表 2. 26/8期 Q1 のセクター別売上高 (単位:百万円)

決算期	24/8				25/8					26/8	
	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	YoY
ホールセール	2,734	3,465	3,227	12,772	4,580	3,418	4,505	4,176	16,679	4,613	0.7%
販売系 営業支援	3,920	3,796	3,057	14,737	3,588	3,727	3,751	3,701	14,767	3,698	3.1%
デジタル 営業支援	3,231	3,210	2,923	12,662	3,555	2,835	2,852	2,756	11,998	2,978	-16.2%
エアポート	1,178	1,237	1,554	4,936	2,048	1,960	1,878	2,057	7,943	1,824	-11.0%
インバウンド ・ツーリズム	1,270	1,541	2,099	6,711	1,500	1,396	1,721	1,161	5,778	1,484	-1.1%
スポーツ ・エンタメ	526	905	805	2,854	742	755	1,581	1,560	4,638	1,131	52.3%
パブリック	348	208	119	954	227	200	253	267	947	263	16.0%
ワークス	156	176	223	693	184	207	225	230	846	216	17.6%
コロナ対策 関連業務	622	188	4	2,224	—	—	—	—	—	—	—
合計	13,984	14,727	14,010	58,547	16,428	14,499	16,764	15,905	63,596	16,211	-1.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

スポーツ・エンタメ、販売系営業支 援等が増収セクター

増収セクターとしては、スポーツ・エンタメ（前年同期比 388 百万円増）、販売系営業支援（同 109 百万円増）、パブリック（同 36 百万円）、ホールセール（同 32 百万円増）、ワークス（同 32 百万円増）が挙げられる。

スポーツ・エンタメセクターは 52% 増収

スポーツ・エンタメセクターは、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（売上高 305 百万円）、バスケットボールやサッカー等のプロスポーツチームの運営支援業務の売上高が増加したこと、新規連結子会社化した、スポーツ情報ビジネスを展開するスクワッドが貢献したこと等から、前年同期比 52.3% 増収となった。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス | 4433 (東証プライム)

大阪・関西万博案件の貢献を除いても、売上高は前年同期の 742 百万円から 826 百万円に増加しており、順調な出足となった。なお、来期は日本において国際的な各種イベントの開催が予定されており、同社においても好影響を受ける可能性がある。

スポーツ・エンタメセクターの 25/8 期 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・エンタメセクターは、イベントの有無や、各プロスポーツのシーズナリティの影響により、四半期売上高の変動が大きいという特性がある。25/8 期では、Q1 が 742 百万円（前年同期比 20% 増）、第 2 四半期（以下、Q2）が 755 百万円（同 44% 増）、第 3 四半期（以下、Q3）が 1,581 百万円（同 75% 増）、第 4 四半期（以下、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（下期の同案件の売上高は 1,073 百万円）。

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 3% 増収

販売系営業支援セクターは、ストア分野の不振が続いたものの、主力の通信分野の好調が継続したため、前年同期比 3.1% 増収となった。一方、スタッフの労務費等の売上原価の増加を増収効果で吸収しきれず、利益は減益であった。

Q1 の増収率は通期計画（前期比 4.6% 増）と比べてやや物足りない印象であるが、Q2 以降に通信分野の拡大が見込まれていることや、複数の新サービスの提供開始を予定していることから、会社想定であった模様である。

パブリックセクターは 16% 増収

パブリックセクターは前年同期比 16.0% 増収となった。2025 年 8 月末にオープンした伊賀流忍者体験施設「万川集海」が貢献したほか、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」も寄与した。

Q1 の増収率は通期計画（前期比 32.7% 増）に比べると低い伸びであったが、公共セクターの新年度予算の執行開始が 4 月であることや、Q1 は長期の学校休暇がなく、夏休みがある Q4 が施設の最盛期であることから、今後の挽回が期待される。

ホールセールセクターは 1% 増収 13% 減益

ブランチ・アウト等が担当するホールセールセクターは前年同期比 0.7% 増収であった。IP ライセンスを活用したアパレル商品・推し活グッズやインフルエンサーとのコラボ商品等が秋冬物を中心に大手量販店向けに大幅増収となった前年同期並みに好調であったことや、前下期から取組みを強化している、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）、キャラクターくじ等の新規展開も貢献したことが増収の要因である。

為替は前年同期比でやや円安となったと見られるものの、好採算のコンセプトカフェ等の新規展開により、売上総利益率については、前 Q1 に比べてやや上昇した模様である。一方、海外での物流コストの高騰に伴う販管費率の悪化により、同セクターのセグメント利益は同 12.6% 減となった。

ホールセールセクターは慎重な会社計画を上回った

但し、ホールセールセクターの通期売上高は、前期比 5.3% 減と慎重な計画であったが、Q1 の売上高、セグメント利益は会社想定を大きく上回ったと見られる。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方針であるが、既存の生産物流体制に負荷がかからない、「キャラクターくじ」等が計画以上に貢献したほか、好調な需要に企業努力で対応したためと見られる。なお、サプライチェーンの中でも、特に喫緊の課題となっていた検品体制の拡充に関しては取組みが開始されている。

キャラクターくじに参入した

ブランチ・アウトは、近年、市場が拡大している「キャラクターくじ」に参入した。キャラクターくじとは、人気キャラクター雑貨が当たる、はずれがないくじである。ブランチ・アウトは、キャラクターくじでは後発企

業となるが、強みである IP ライセンスを活用した企画力を活かして、非アパレル商品の取組みを強化し、ホールセールセクターの更なる成長を目指す方針である。

ホールセールセクターの需要期は Q1 と Q3

Q1 のホールセールセクターの売上総利益率は 25/8 期 Q4 の水準から低下

ホールセールセクターの Q1 売上高（4,613 百万円）は 25/8 期 Q4 売上高（4,176 百万円）から大幅に増加した。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。

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、従来は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った。但し、25/8 期においては、Q4 の売上総利益率が 22% 前後と、17~18% 前後であったと推測される Q1~Q3 に比べて最も高くなった。これは、Q4 から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などによる貢献が本格化し、季節性による悪化の影響を上回ったためと思われる。

一方、26/8 期 Q1 の売上総利益率は 19~20% 前後にとどまり、25/8 期 Q4 の水準から低下した。これは、25/8 期 Q4 に対して円安が進行したほか、相対的に利益率が低いアパレル商品の売上高構成比が高まったためと推測される。今後、利益率の季節変動が変化するか注意したい。

減収セクターとしては、デジタル営業支援（前年同期比 576 百万円減）、エアポート（同 224 百万円減）、インバウンド・ツーリズム（同 15 百万円減）が挙げられる。

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 支援事業以外は前年同期比 5% 増収となったものの、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 21% 減収となつたため、全体では同 16.2% 減収となつた。なお、EC・TC 支援事業のセグメント利益は同 39.1% 減少しており、デジタル営業支援全体としても大幅減益であったと見られる。

エアポートセクターは、中核子会社であり、幅広いセクターを展開するヒト・コミュニケーションズが担う空港施設運営支援・販売支援事業と、同セクターだけに属する FMG 及びそのグループ企業が担うグランドハンドリング事業によって構成されている。更に、空港において航空機運航の地上支援を行うグランドハンドリング事業は、利用者の搭乗等を支援する旅客事業、航空機へ手荷物や貨物等の搭降載を行うランプ事業、機体等の整備、洗浄を行う整備事業等に大別される。

エアポートセクターは前年同期比 11.0% 減収となつた。これは、前年同期には、FMG の決算期変更に伴い、FMG の売上高の 4 カ月分（8~11 月）が計上されたという特殊要因があつたためである。FMG の 2024 年 8 月の売上高である 411 百万円を前年同期の売上高から控除した実質ベースの比較では、同 11.4% 増収であった。

ランプ事業の内製化と拠点の増加（2024 年 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増収となつたことが実質ベースの増収を牽引した。

エアポートセクターは 11% 減収だが、実質は 11% 増収

エアポートセクターにも Q2 と Q4 に季節需要が含まれている

決算期変更の影響や先行投資に伴い、エアポートセクターも大幅減益

エアポートセクターの Q1 売上高（1,824 百万円）は 25/8 期 Q4 売上高（2,057 百万円）からは減少した。これは、Q2 における新千歳空港を中心とした冬季の臨時便需要と同様に、Q4 においても各空港での夏季の臨時便需要が含まれているためと推測される。

エアポートセクターについても Q1 は大幅減益となつた模様である。FMG の決算期変更による売上高の減少による利益減に加え、下期の大型案件受託に向けた先行投資に伴う、人件費（主にグランドハンドリング事業のスタッフ等）や地代家賃（Ground Support Equipment(GSE) 機材を保管する倉庫や事務所の賃借料）、減価償却費等の大幅な増加が減益の要因である。なお、同社の Q1 の減価償却費は前年同期比 74 百万円増加したが、増加の中心はエアポートセクターにおける GSE 機材に係るものである。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス | 4433 (東証プライム)

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 25/8 期 Q2 に掛けては改善傾向であった

25 年 5 月まで低下した売上総利益率は 8 月に掛けて回復した

先行投資の本格化に伴い、26/8 期 Q1 は売上総利益率が低下

グランドハンドリング事業の売上総利益率の目標は 23%

全国主要空港でのグランドハンドリング業務の一括受託体制の構築により、中期経営計画で掲げたエアポートセクターの売上高目標の上方修正に期待

インバウンド・ツーリズムセクターは 1% 減収

人材派遣事業は増益となったが、アウトソーシング事業が損失を計上

エアポートセクターの先行投資負担がアウトソーシング事業の損失に繋がった

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であった。

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。

しかし、下期の大型案件受託に向けた先行投資を本格化させたため、26/8 期 Q1 の売上総利益率は 5% 未満に低下した模様である。

同社は、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。

同社は今回、26/8 期下期からと説明していた、全国主要空港で一括受注した海外有力エアラインのグランドハンドリング業務の受託開始が 4 月からであることや、同業務に係る人材採用・教育、GSE 機材の調達が順調であることを明らかにした。加えて、開設準備中としていた中部国際空港の拠点については、26/8 期下期初に自社グループで開設することと、同じく開設準備中としていた福岡空港の拠点については、地場のグランドハンドリング会社との連携で拠点運営を開始することを公表した。また、開始時期が未定であった機内清掃については、一部空港で 2026 年 1 月に業務を開始した。

以上のことから、既に 26/8 期上期中の開設を予定している那覇空港を含め、26/8 期下期までに、成田空港、羽田空港等の全国主要 7 空港の全てにグランドハンドリング業務を一括受託できる体制が構築されることになった。今後は、那覇、中部国際、福岡の各空港での新規受注や、2 社目以降の全国主要空港でのグランドハンドリング業務の一括受注を獲得することで、中期経営計画で掲げている売上高目標（27/8 期 105 億円、29/8 期 128 億円）の上方修正が期待される。

インバウンド・ツーリズムセクターは前年同期比 1.1% 減収であった。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トオペレーティング事業の不振が続いたことや、国内旅行向け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。一方、円安の進行やコロナ禍により、近年大幅に落ち込んでいた海外旅行向け添乗業務が、日本人の出国者数の増加を受けて、高価格帯ツアーを中心に回復したため、同セクターの減収率は小幅にとどまった。

同社は、セクターだけでなく、事業セグメントでも業績を開示している。デジタル営業支援セクターの説明で触れた EC・TC 支援事業と、ホールセールセクター（ホールセール事業）を除いた報告セグメントでは、アウトソーシング事業が売上高 6,266 百万円（前年同期比 3.9% 増）、セグメント損失 180 百万円（前年同期は 140 百万円の利益）、人材派遣事業が売上高 2,258 百万円（同 2.2% 増）、セグメント利益 176 百万円（同 43.6% 増）であった。

アウトソーシング事業が損失を計上したのは、販売系営業支援の人件費の増加による影響以上に、エアポートセクターの先行投資負担の増加の影響が大きかったと推測される。一方、人材派遣事業の利益率が改善したのは、海外旅行向け添乗業務の増収効果が主因と見られる。

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。Q1 決算は前年同期比大幅減益となったものの、会社想定並みであったため、通期計画は据え置かれた。

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、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や人件費等の増加による影響が大きいためと推測される。

図表 3. 26/8期の計画（単位：百万円）

決算期	25/8 実績	26/8 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

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。

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、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。

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%
インパウンド・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

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 カ月分）から 3.5 億円（1.5 カ月分）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い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。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス | 4433 (東証プライム)

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

販売系営業支援セクターは5%増収計画

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

累進配当が配当の基本方針

15期連続増配の実績

26/8期の配当予想は0.5円増配の37.5円

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%

中期経営計画の上方修正を視野に入れる

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

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、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、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）に取組む方針である。

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期の一株当たり15.0円から25/8期には37.0円へと引上げてきた。

同社は、「ヒトコムの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。

2) 中期経営計画

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。

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。

同社は、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

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組むとしている。

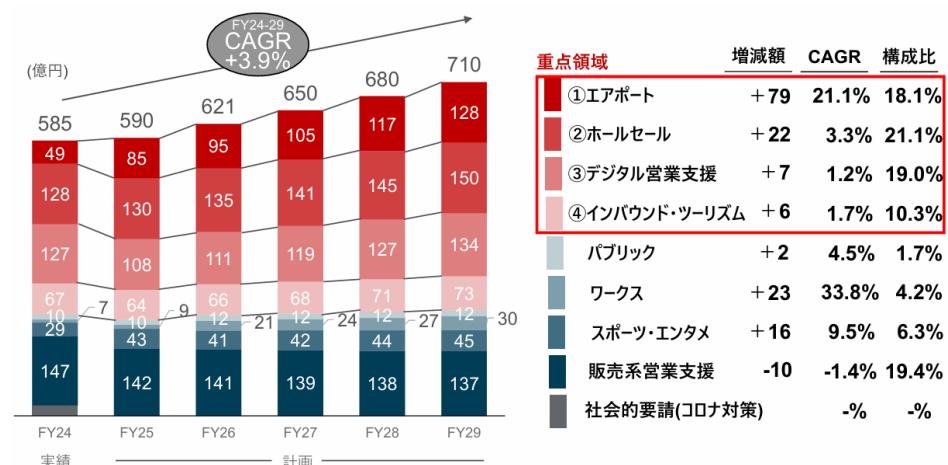
売上高の予想成長率は高いものの、付加価値率が低い「成長領域」のセクターとしては、パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメが挙げられており、新たなビジネスモデルや市場開拓の可能性を模索しながら事業を育成する方針である。なお、コロナ対策事業等の社会的要請による事業は、売上高の予想成長率と付加価値率が共に低い「再編領域」のセクターとして位置付けられている。

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

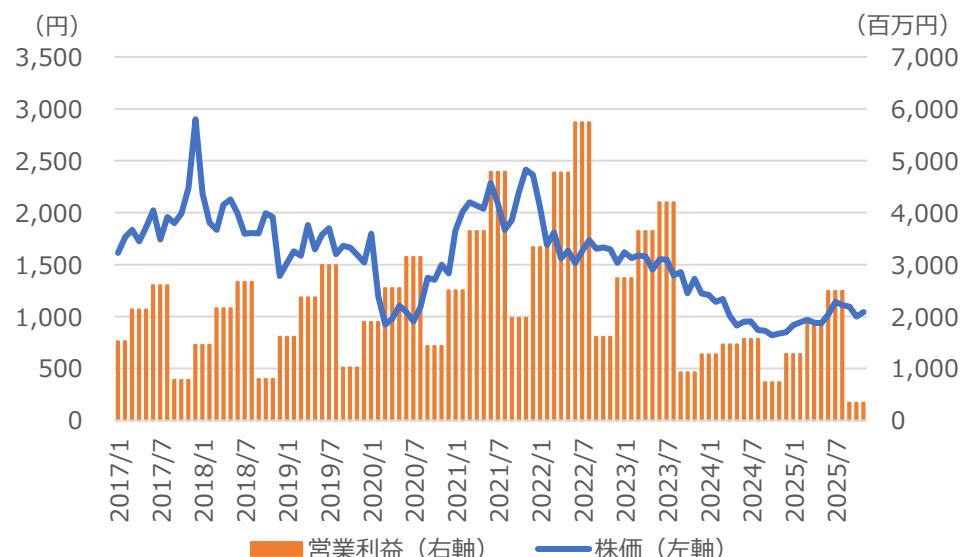
2020 年から 2024 年前半までの株価は、新型コロナウイルス感染症の業績への影響を織り込みながら、上昇後に下落した

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たかった。

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

2024 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、2025 年 8 月上旬までは上昇基調で推移

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25/8期Q2決算の発表と同時に25/8期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25/8期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。

2025年11月以降の株価は概ね横這いで推移

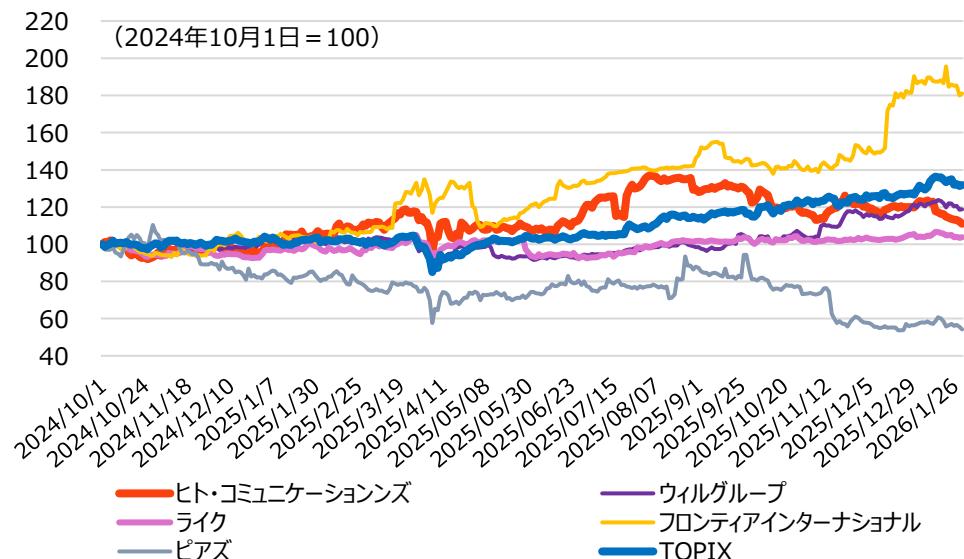
10月14日に発表された25/8期決算において、営業利益が会社計画を上回る59%増益となった一方、特別損失の計上により、親会社株主に帰属する当期純利益が会社計画を下回ったことや、26/8期の営業利益が12%増益と前期の伸びからは大幅に鈍化する見通しが示されたこと等から、株価は一旦、1,000円を下回った。その後は、中長期的な成長性に期待する投資家による押し目買いが入り、11月中旬以降は1,000～1,100円のレンジに回帰した。

26/8期Q1決算発表後の株価はやや下落して推移

2026年1月14日に発表された26/8期Q1決算は、会社想定並みであったものの、営業利益が前年同期比53.7%減益であったため、株価はやや下落し、現在は1,000円をやや下回って推移している。

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年半のレンジでの下限に近い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22/8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。

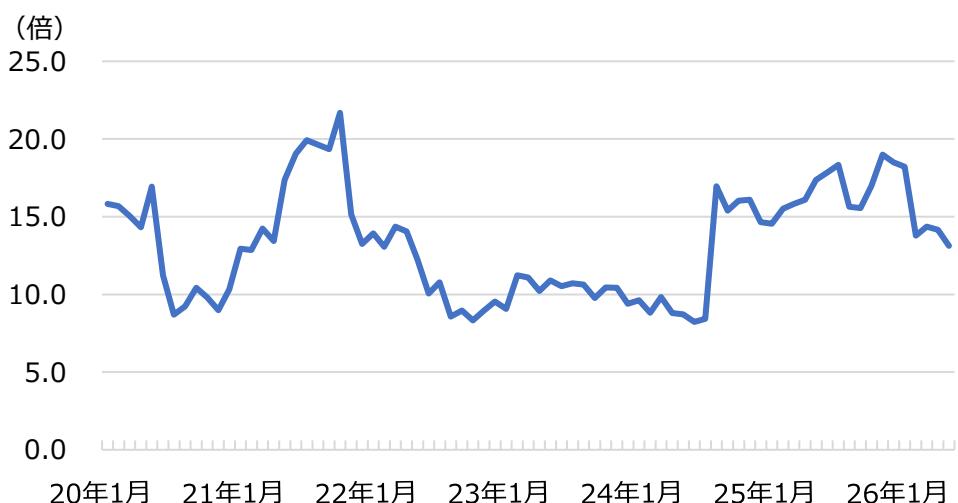
2021年10月に、堅調な22/8期業績予想が公表されると、株価上昇を受けて予想PERもやや上昇し、同年11月には14.4倍を付けた。しかし、2022年4月に22/8期業績予想の上

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つたため、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 年半では、予想 PER は 13~20 倍のレンジに切り上がって推移している。

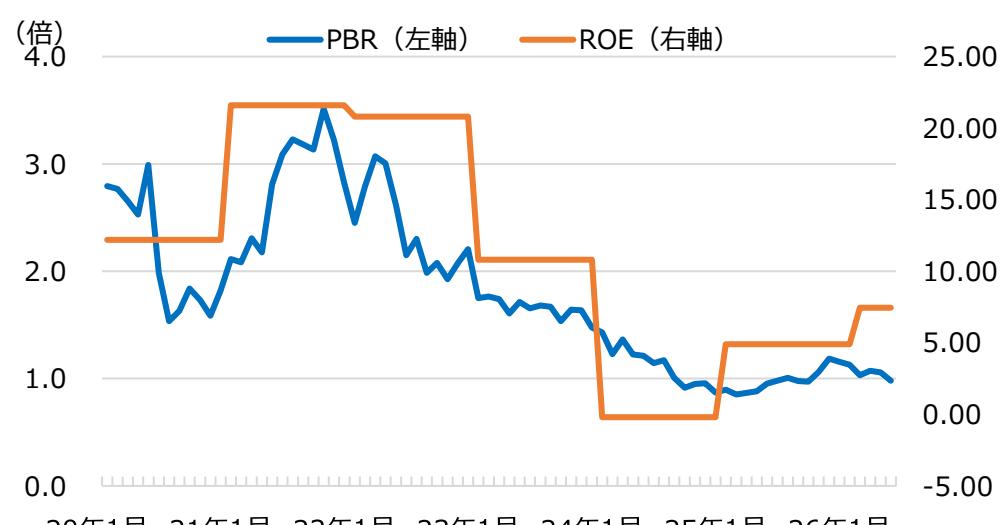
2025 年 10 月に 26/8 期の親会社株主に帰属する当期純利益が前期比 52% 増益となるという予想が公表されたものの、株価が反応薄であったため、現在の予想 PER は、過去 1 年半のレンジの下限である 13 倍に低下している。

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

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス | 4433 (東証プライム)

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 3 番目に低く、絶対値でも 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
UIL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	2025/09	6,103	559	9.2	15.4	61.9	413

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	時価総額	PER 会社予想	PBR 直近実績	ROE 会社予想	配当利回り	1年騰落率	3年騰落率
			(1/29)	(1/29)				会社予想	会社予想	(25/1/29)
			(円)	(百万円)				(%)	(%)	(%)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2025/08	952	16,986	13.1	1.0	7.6	3.9	6.1	-43.3
UILグループ	6089	2025/03	1,172	26,854	13.4	1.5	11.1	3.8	16.0	-4.6
ライク	2462	2025/05	1,520	29,169	10.6	1.6	15.4	3.9	4.2	-30.1
フロンティアインターナショナル	7050	2025/04	1,448	12,887	11.6	1.4	12.1	4.4	73.6	31.0
ピアズ	7066	2025/09	444	4,006	20.0	1.5	7.3	-	-36.5	69.8

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、「2030 年インバウンド 6,000 万人目標達成に向け、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、「今後更なる拡大が見込まれる IP ビジネス市場において、コンスタントに「売れる企画」を生み出すノウハウを有す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。

全国主要空港での拠点開設予定が明らかになったことで、エアポートセクターは take off の局面を迎えた

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 期実績が会社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、既に公表されていた那覇空港（26/8 期 Q2 開設予定）に続き、今回、中部国際空港と福岡空港においても 26/8 期下期に拠点が開設されることになった結果、全国規模でグランドハンドリング業務の受託が可能になったことに注目すべきであるとストラテジー・アドバイザーズは考えている。

4 月に開始される海外有力エアライン案件に続き、今後、2 社目、3 社目の全国主要空港でのグランドハンドリング業務の一括受注を獲得できれば、近い将来、エアポートセクターにおいても中期経営計画で掲げた売上高目標の上方修正が視野に入ってこよう。また、大型一括受注の獲得が進めば、人員効率や設備効率の改善によって、26/8 期 Q1 では損失を計上していると推測されるエアポートセクターの利益率の急上昇が期待できる。そうした観点から見ると、現在のエアポートセクターは、同社の収益構造を一気に変貌させる take off（離陸）の局面を迎えていると言えよう。

エアポートセクターの中長期での利益成長への期待を織り込み、予想 PER が上昇する可能性が従来よりもやや高まった

今回のエアポートセクターにおける拠点開設については、先行投資負担もあることから 26/8 期の利益に大きく貢献することはないだろう。しかし、29/8 期の利益目標の上方修正への期待に繋がるものであるため、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 が過去 1 年半の上限である 20 倍を超えて上昇する可能性が従来よりもやや高まったと言えよう。

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 の改善が求められよう。

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、株価が前倒しで織り込む可能性がある。

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 -0.05 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 Q2	24/8 Q3	24/8 Q4	25/8 Q1	25/8 Q2	25/8 Q3	25/8 Q4	26/8 Q1
売上高								
アウトソーシング	5,574	5,565	5,501	6,032	6,032	6,922	6,845	6,266
(YoY)	-34.6%	-24.3%	-15.6%	-8.1%	8.2%	24.2%	24.4%	3.9%
人材派遣	2,178	2,180	2,147	2,208	2,060	2,269	2,249	2,258
(YoY)	-7.4%	-4.6%	-11.7%	-6.6%	-5.4%	4.1%	4.8%	2.2%
EC・TC 支援	2,700	2,699	2,633	2,926	2,125	2,153	2,049	2,319
(YoY)	16.1%	20.2%	1.0%	6.6%	-21.3%	-20.2%	-22.2%	-20.8%
ホールセール	2,734	3,465	3,227	4,580	3,418	4,505	4,176	4,613
(YoY)	18.0%	11.5%	28.7%	36.9%	25.0%	30.0%	29.4%	0.7%
その他事業	798	818	501	680	864	916	586	754
(YoY)	9.8%	1.9%	-24.0%	-15.4%	8.3%	12.0%	16.6%	10.9%
合計	13,984	14,727	14,010	16,428	14,499	16,764	15,905	16,211
(YoY)	-13.9%	-6.8%	-4.8%	3.8%	3.7%	13.8%	13.5%	-1.3%
営業利益								
アウトソーシング	-52	-273	-76	140	225	112	170	-180
(営業利益率)	-0.9%	-4.9%	-1.4%	2.3%	3.7%	1.6%	2.5%	-2.9%
人材派遣	26	93	29	122	47	145	178	176
(営業利益率)	1.2%	4.3%	1.4%	5.5%	2.3%	6.4%	7.9%	7.8%
EC・TC 支援	234	141	198	205	154	-7	-24	124
(営業利益率)	8.7%	5.2%	7.5%	7.0%	7.2%	-0.3%	-1.2%	5.3%
ホールセール	81	195	39	299	70	306	308	261
(営業利益率)	3.0%	5.6%	1.2%	6.5%	2.0%	6.8%	7.4%	5.7%
その他事業	63	39	-81	-25	48	39	0	-33
(営業利益率)	7.9%	4.8%	-16.2%	-3.7%	5.6%	4.3%	0.0%	-4.4%
調整額	-5	-5	-4	-4	-5	-5	-4	-7
合計	347	190	104	737	541	589	628	341
(YoY)	-69.2%	-79.1%	-81.2%	-20.5%	55.9%	210.0%	6.0x	-53.7%
(営業利益率)	2.5%	1.3%	0.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	2.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

图表 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