

Company Report

2026年5月1日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ

大間知 淳



Strategy Advisors

H1は大幅減益も、Q2のEBITDAには業績回復の兆し。イラン紛争収束後のエアポートセクターの飛躍的成長に向けて準備は整った。

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26/8期中間期（以下、H1）決算は、前年同期比0.6%増収、42.9%営業減益。日中関係の悪化に伴う中国便減便の影響等により、H1の営業利益は会社計画を171百万円下回った。一方、第2四半期（以下、Q2）のEBITDAは前四半期比で増加し、業績回復の兆しも見られた。

売上高については、EC・TC支援事業における大口顧客との契約終了（デジタル営業支援セクター）や、FMGにおける前年同期の決算期変更による売上高の剥落（エアポートセクター）等に伴う減収を、大阪・関西万博の寄与（スポーツ・エンタメセクター）や通信キャリアからの受託拡大（販売系営業支援セクター）等に伴う増収によってカバーした。営業利益については、下期の大型案件受託に向けた先行投資に伴う費用増や、FMGの決算期変更による影響、中国便減便の影響（全てエアポートセクター）等が減益要因となった。

H1決算は、会社計画を下回る大幅減益となったものの、1) エアポートセクターの中国便減便の影響を除けば、営業利益も概ね計画通りであったこと、2) 日中関係の改善や、下期業績に影響を与える可能性がある中東情勢の平常化等の時期を見通すことが困難であることから、同社は通期計画を据え置いた。なお、FMGが3月に米国連邦航空局より「FAA145」認証を取得したことに伴い、グランドハンドリングの中核業務「旅客・ランプ・整備」の全工程を全国規模で自社完結する一気通貫モデルが完成した。

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、26/8期第1四半期以降の減益決算を受けて下落し、現在は900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。イラン紛争が収束すれば、飛躍的成長に向けた準備が整ったエアポートセクターへの注目が一気に高まると想定されるため、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(5/1)	872
52週高値(25/8/5)	1,175
52週安値(26/4/30)	865
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)	15.6
EV(十億円)	15.9
自己資本比率(25/8、%)	42.6
ROE(25/8、%)	4.9
PER(26/8 会予、倍)	12.0
PBR(25/8 実績、倍)	0.9
配当利回り(26/8 会予、%)	4.3

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)
25/8 H1	30,927	3.7%	1,278	0.3%	1,279	1.4%	565	4.0%	31.7	—
26/8 H1	31,102	0.6%	729	-42.9%	675	-47.2%	180	-68.0%	10.1	—
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. 26/8 期 H1 決算.....	3
2. 業績の見通し.....	10
1) 26/8 期会社計画.....	10
2) 中期経営計画.....	12
3. 株価の推移とバリュエーション.....	14
4. エクイティストーリー.....	18

1. 26/8 期 H1 決算

**26/8 期 H1 決算は、1%増収
43%営業減益**

26/8 期 H1 決算は、売上高が前年同期比 0.6%増の 31,102 百万円、営業利益が同 42.9%減の 729 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 68.0%減の 180 百万円であった。

図表 1. 26/8 期 H1 業績 (単位 : 百万円)

決算期	25/8						26/8			
	Q1	Q2	H1	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	H1	前年 同期比
売上高	16,428	14,499	30,927	16,764	15,905	63,596	16,211	14,891	31,102	0.6%
売上総利益	3,327	2,985	6,312	3,206	3,394	12,912	3,092	3,147	6,239	-1.2%
売上総利益率	20.3%	20.6%	20.4%	19.1%	21.3%	20.3%	19.1%	21.1%	20.1%	—
販売費及び一般管理費	2,590	2,443	5,033	2,617	2,766	10,416	2,750	2,759	5,509	9.5%
販管費率	15.8%	16.8%	16.3%	15.6%	17.4%	16.4%	17.0%	18.5%	17.7%	—
営業利益	737	541	1,278	589	628	2,495	341	388	729	-42.9%
営業利益率	4.5%	3.7%	4.1%	3.5%	3.9%	3.9%	2.1%	2.6%	2.3%	—
経常利益	748	531	1,279	592	633	2,504	316	359	675	-47.2%
特別損益	-3	72	69	-3	-499	-433	-5	-2	-7	—
税金等調整前当期 (四半期)純利益	744	603	1,347	591	132	2,070	311	357	668	-50.4%
法人税等	403	278	681	264	66	1,011	188	204	392	-42.4%
当期(四半期)純利益	341	325	666	326	67	1,059	122	153	275	-58.7%
非支配株主に帰属する当期 (四半期)純利益	66	34	100	51	54	205	51	44	95	-5.0%
親会社株主に帰属する当期 (四半期)純利益	274	291	565	276	12	853	71	109	180	-68.0%
EBITDA	1,065	863	1,928	902	1,001	3,831	723	837	1,560	-19.1%

注 : EBITDA=営業利益+減価償却費+のれん償却額

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

売上高は計画をやや上回ったものの、営業利益は計画を下回った

売上高は H1 会社計画を 158 百万円上回ったものの、営業利益は計画を 171 百万円下回った。H1 会社計画に対する達成率は、売上高 100.5%、売上総利益 101.1%、販管費 104.5%、営業利益 81.1%であった。

日中関係の悪化に伴う中国便減便の影響を受けたエアポートセクターや、訪日外国人旅行者向けに観光コースの設定、移動手段・宿泊等の手配を行うランドオペレーティング事業が不振であったインバウンド・ツーリズムセクター等が計画を下回ったものの、IP 関連ビジネスが好調であったホールセールセクターや、スポーツ・エンタメセクター等が計画を上回ったため、売上高は全体として会社計画をやや超過した。

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

一方、営業利益については、中国便減便による売上総利益の減少や販管費の増加等により、会社計画を下回った。

前年同期との比較では、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でグランドハンドリング事業を担う 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中国便の減便の影響 (エアポートセクター) 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 (影響額 38 百万円)、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費用増、4) 中国便減便に伴う減収による利益減 (同 100 百万円) が挙げられる。

大阪・関西万博案件の貢献や新規自宅案件の増加等が増収増益要因

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 258 百万円)、2) エアポートセクターにおける海外エアラインからの新規受託案件の増加、3) 販売系営業支援セクターにおける通信分野の増収、4) 新規連結子会社の貢献が挙げられる。

主な増益要因としては、1) 大阪・関西万博案件の貢献、2) 海外エアラインからの新規受託案件の増加、3) ホールセールセクターにおけるキャラクターくじやコンセプトカフェ等の利益率が高い新規ビジネスの拡大が挙げられる。

FMG の損益が大幅に悪化

同社は今回、H1 決算の営業利益について、①「FMG」、②「新規連結・新規事業」、③「EC 大口顧客の解約影響」、④「販売系営業支援の通信分野の売上総利益」、⑤「その他」の利益 (④以外は営業利益) に分けて、前年同期実績、H1 計画、H1 実績の数値に関する増減益要因分析を開示した。

FMG については、前年同期の 123 百万円の利益から、先行投資負担の増加と決算期変更の影響により、27 百万円の損失に転じると計画されていたものの、中国便減便に伴う未稼働社員の増加による利益減が加わり、実績は 127 百万円の損失となった。

新規連結子会社や新規事業が損失を計上

新規連結・新規事業については、先行投資負担が重い新規連結子会社の損失や地方創生事業の立上げ費用等により、前年同期の損益 0 百万円から 90 百万円の損失になると計画されていたものの、売上高が想定を上回り、実績は 68 百万円の損失にとどまった。

EC 大口顧客からの利益が剥落

EC 大口顧客からの利益は、前年同期の 38 百万円から計画通りの損益 0 百万円となった。

販売系営業支援セクターの通信分野の売上総利益が増加

販売系営業支援セクターの通信分野の売上総利益については、市場環境の厳しさを考慮し、前年同期の 114 百万円から 68 百万円に減少すると見込まれていたものの、通信キャリアのマーケティング強化の動きが足元で強まり、売上高が想定を上回ったため、188 百万円に増加した。

その他の事業や分野の利益は大幅に減少

その他の事業や分野の利益については、物価高騰に伴う販管費の増加等により、前年同期の 1,004 百万円から 950 百万円に減少すると計画されていたものの、賃上げ等に伴い、想定以上に人件費等が増加したため、737 百万円に減少した。

H1 の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

H1 の売上総利益率は、前年同期の 20.4%から 20.1%に低下した。これは、減価償却費や労務費等の先行投資負担や中国便の減便等に伴い、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が主な要因である。

Q2 の売上総利益率は上昇に転じた

但し、四半期ベースの売上総利益率では、第 1 四半期 (以下、Q1) は前年同期の 20.3%から 19.1%に低下したものの、Q2 は前年同期の 20.6%から 21.1%に上昇した。Q2 の売上総

利益率が上昇に転じたのは、ホールセールセクターと EC・TC 支援事業において、利益率が高いサービス・商品の売上高構成比が高まったためと推測される。

販管費は前年同期比 10%増

販管費は、新規連結子会社の影響や、ホールセールセクターにおける物流コストの高騰、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 9.5%増加した。

H1 の営業利益は大幅減益であったものの、Q2 の EBITDA には業績回復の兆しも

売上総利益は前年同期比 1.2%減にとどまったものの、販管費が増加したため、H1 の営業利益は同 42.9%減となった。但し、四半期営業利益の減益率は、Q1 の同 53.7%から、Q2 には同 28.3%に縮小した。

一方、エアポートセクターの先行投資に伴い、減価償却費が大幅に増加しているため、EBITDA を見ると、H1 においては前年同期比 19.1%減の 1,560 百万円であった。四半期別では、Q1 の 723 百万円（前年同期比 32.1%減）に対して、Q2 には 837 百万円（同 3.0%減）に増加（減益率は縮小）している。Q1 に計上されていた大阪・関西万博の利益が剥落したことを考慮すれば、Q2 の EBITDA には業績回復の兆しも見られる内容と言える。

営業外収支は悪化

営業外収益では、前年同期に 20 百万円計上された違約金収入が剥落したほか、その他が前年同期の 39 百万円から 15 百万円に減少したため、全体では、前年同期の 72 百万円から 33 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 32 百万円から 51 百万円に増加したこと等により、全体では前年同期の 71 百万円から 87 百万円に増加した。結果、営業外収支は前年同期の 1 百万円の黒字から 54 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 414 百万円から 397 百万円にやや減少したものの、税金等調整前中間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 50.6%から 58.7%に上昇した。

非支配株主に帰属する中間純利益は減少

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各々 83.5%である。ブランチ・アウトの増益額がビービーエフの減益額を下回ったため、非支配株主に帰属する中間純利益は前年同期の 100 百万円から 95 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ッド（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（ホールセールセクター）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。

財務体質の健全性に変化はない

26/8 期 H1 末の総資産は、前期末比 919 百万円増の 41,742 百万円となった。主な変動では、非連結子会社の連結子会社化に伴い、関係会社株式が同 849 百万円減、関係会社長期貸付金が同 330 百万円減となった一方、有形固定資産が同 516 百万円増、棚卸資産が同 458 百万円増、受取手形、売掛金及び契約資産が同 451 百万円増となった。

調達サイドでは、短期借入金が前期末比 2,250 百万円増、長期借入金（1 年内返済予定を含む）が同 331 百万円増となったことなどにより、負債合計は同 1,062 百万円増の 22,977 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 177 百万円減の 17,196 百万円となった。結果、自己資本比率は前期末の 42.6%から 41.2%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、 -0.07 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。

8つのセクターに事業を分類

同社は、現在、8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 H1 のセクター別売上高 (単位: 百万円)

決算期	25/8						26/8			
	Q1	Q2	H1	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	H1	前年同期比
ホールセール	4,580	3,418	7,998	4,505	4,176	16,679	4,613	3,455	8,068	0.9%
販売系営業支援	3,588	3,727	7,315	3,751	3,701	14,767	3,698	3,853	7,551	3.2%
デジタル営業支援	3,555	2,835	6,390	2,852	2,756	11,998	2,978	2,629	5,607	-12.3%
エアポート	2,048	1,960	4,008	1,878	2,057	7,943	1,824	2,097	3,921	-2.2%
インバウンド・ツーリズム	1,500	1,396	2,896	1,721	1,161	5,778	1,484	1,389	2,873	-0.8%
スポーツ・エンタメ	742	755	1,497	1,581	1,560	4,638	1,131	946	2,077	38.7%
パブリック	227	200	427	253	267	947	263	323	586	37.0%
ワークス	184	207	391	225	230	846	216	200	416	6.4%
合計	16,428	14,499	30,927	16,764	15,905	63,596	16,211	14,891	31,102	0.6%

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 580 百万円増）、販売系営業支援（同 235 百万円増）、パブリック（同 158 百万円）、ホールセール（同 69 百万円増）、ワークス（同 25 百万円増）が挙げられる。

スポーツ・エンタメセクターは 39% 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（H1 の売上高は 258 百万円）、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 38.7% 増収となった。大阪・関西万博案件の貢献が剥落した Q2 の売上高は、Q1 の 1,131 百万円から 946 百万円に減少したものの、前年同期比では 25% 増加しており、好調が継続している。

大阪・関西万博案件の貢献を除いても、H1 の売上高は前年同期の 1,497 百万円から 1,819 百万円に増加した。なお、27/8 期は日本において、第 20 回アジア競技大会（9 月 19 日から 10 月 4 日）等の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ン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）、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、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、前年同期比増収率は 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、通信キャリアによるマーケティング活動の積極化に伴い、主力の通信分野の伸びが高まったため、前年同期比 3.2%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、同セクターの利益は減益となった模様である。なお、同セクターの通信分野の四半期売上高は、21/8 期 Q2 までは 40 億円を超えていたが、コロナ禍で大きく減少し、23/8 期 Q4 以降は 20~25 億円で低迷していた。しかし、26/8 期 Q2 には久々に 25 億円を若干超過した。

H1 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、会社想定並みであった模様である。同社は、大手外資系企業から受託した、全国の家電量販店約 500 店舗での製品販売促進ラウンダー（店舗巡回員）業務を 2 月に開始したほか、今後も新サービスの提供開始を予定している。

パブリックセクターは 37%増収

パブリックセクターは前年同期比 37.0%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。Q2 の売上高は、Q1 の 263 百万円から 323 百万円（前年同期比 62%増）と順調に増加した。

H1 の増収率は通期計画（前期比 32.7%増）をやや上回ったが、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、夏休みがある Q4 が施設の最盛期であることから、今後、計画を上回る可能性もあり得よう。

ホールセールセクターは 1%増収 12%増益

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 0.9%増収であった。IP ライセンスを活用したアパレル商品・押し活グッズやインフルエンサーとのコラボ商品等は、生産・物流体制の強化を優先し、受注を抑制したことから、大幅増収となった前年同期に対してはやや減収となった。一方、25/8 期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事業が拡大したことや、新規連結子会社化した津森千里デザインスタジオが貢献したことから、全体では増収を確保した。

同セクターでは、海外での物流コストの高騰に伴い、販管費率が悪化した。一方、為替が前年同期比で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 H1 に比べて上昇し、販管費率の悪化をカバーした模様である。結果、セグメント利益率は前年同期の 4.6%から 5.1%に上昇し、セグメント利益は同 11.9%増となった。

ホールセールセクターは慎重な会社計画を上回った

ホールセールセクターの通期売上高計画は、前期比 5.3%減と慎重な想定であったが、新規事業や、新規連結子会社化した津森千里デザインスタジオの貢献が想定を上回り、H1 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。なお、アパレル商品の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

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 Q1 から参入した。キャラクターくじとは、人気キャラクター雑貨が当たる、はずれなしのくじである。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

ホールセールセクターの Q2 売上高（3,455 百万円）は Q1 売上高（4,613 百万円）から大幅に減少したが、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。前年同期比では Q1 と Q2 共に 1%の増加であった。

ホールセールセクターの Q2 のセグメント利益率は急上昇

ホールセールセクターの四半期セグメント利益率については、アパレル商品の需要期にあたる Q1 は、物流コストの上昇等により、前年同期の 6.5%から 5.7%に低下したものの、不需要期にあたる Q2 は、新規事業の売上高構成比の上昇が顕著となり、前年同期の 2.0%から 4.4%に急上昇した。結果、Q2 のセグメント利益は前年同期の 70 百万円から 152 百万円に急増している。

デジタル営業支援、エアポート、インバウンド・ツーリズムが減収セクター

H1のデジタル営業支援セクターは12%減収

Q2のEC・TC支援事業は8%減収ながら1%増益

UsideUの下期の売上拡大に期待

エアポートセクターは空港施設運営支援・販売支援事業とグランドハンドリング事業によって構成されている

エアポートセクターは2%減収だが、実質は9%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、中国便の減便に伴い、エアポートセクターは大幅減益

FMGのプレゼンスは急速に向上

減収セクターとしては、デジタル営業支援（前年同期比 782 百万円減）、エアポート（同 87 百万円減）、インバウンド・ツーリズム（同 23 百万円減）が挙げられる。

H1のデジタル営業支援セクターは、全体では前年同期比 12.3%減収となった。内訳では、SALES ROBOTICS が担当するインサイドセールスや、UsideU が担当するリモート接客システム等の EC・TC 支援事業以外は同 0%増収となった。一方、EC 支援事業の大口顧客との契約終了や、市場環境が悪化しているテレビ通販（TC）支援事業の不振に伴い、ビービーエフが担当する EC・TC 支援事業が同 16%減収となった。なお、EC・TC 支援事業のセグメント利益は同 22%減少しており、デジタル営業支援全体としても減益であったと見られる。

EC・TC 支援事業の四半期業績を見ると、Q1 は、売上高 2,319 百万円（前年同期比 21%減）、セグメント利益 124 百万円（同 40%減）であったが、Q2 は、売上高 1,946 百万円（同 8%減）、セグメント利益 156 百万円（同 1%増）であった。セグメント利益率については、Q1 は前年同期の 7.0%から 5.3%に低下したものの、利益率が低いと推測される TC 支援事業の縮小により、Q2 は前年同期の 7.2%から 8.0%に改善しており、セグメント利益は回復に転じている。

UsideU は、寺岡精工グループの IT 戦略会社であるデジジャパン（本社東京都港区）と 3 月に業務提携し、全国のクリーニング店にリモート接客システム「Time Rep」を活用したソリューションの提供を開始した。他の商談も併せて、UsideU は下期の売上拡大が見込まれている。

エアポートセクターは、グループの中核子会社であり、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 2.2%減収となった。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 7 カ月分（2024 年 8 月～2025 年 2 月）が計上されたという特殊要因があったためである。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 9.0%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っ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の四半期売上高の推移を見ると、25/8 期 Q4 の 2,057 百万円から 26/8 期 Q1 には 1,824 百万円減少したが、Q2 には 2,097 百万円に増加した。これは、Q4 には各空港での夏季の臨時便需要、Q2 には新千歳空港を中心とした冬季の臨時便需要が含まれていることや、26/8 期 Q2 にはランプ事業の新規受注が貢献したことが要因と推測される。

前述した通り、FMG が前年同期比 250 百万円に減益となったため、エアポートセクターについても H1 は大幅減益となった模様である。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（グランドハンドリング事業スタッフの先行教育期間は約半年）や地代家賃（Ground Support Equipment(GSE)車両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、中国便の減便に伴う未稼働社員の増加による利益減が減益の要因である。なお、同社の H1 の減価償却費は同 198 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 車両に係るものである。

FMG は、同社グループに加わった 2023 年 7 月においては、スタッフ数約 600 名、取引社数 30 社、保有 GSE 車両 0 セットであった。2026 年 2 月においては、スタッフ数 1,000 名超、取引

社数 110 社 (うち中国航空会社 7 社はほぼ取引停止中)、保有 GSE 車両 10 セットとなっており、異例のスピードで業界内のプレゼンスは向上している。

4 月から全国主要空港でセブパシフィック航空のグランドハンドリング業務が開始された

FMG は、2026 年 1 月に一部空港で機内清掃業務を開始した後、3 月には中部国際空港にランブ拠点を開設した。また、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ている。今回、4 月から開始した、全国主要空港で一括受託したグランドハンドリング業務の顧客がフィリピン LCC (Low Cost Carrier) 最大手のセブパシフィック航空であることを明らかにした。

全国主要 7 空港での一括受託体制を今秋までに構築

今後、ランブ拠点の開設を予定している那覇空港を含め、2026 年秋までに、成田空港、羽田空港等の全国主要 7 空港の全てで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見通しとなった。

イラン紛争の影響には注視が必要

但し、足元では、イラン紛争に伴い、中東便や中東を経由する欧州便の減便だけでなく、ジェット燃料の不足や価格高騰により、セブパシフィック航空等、その他の地域の海外エアラインにも減便が広がりつつあるため、同社グループのエアポートセクターへの影響には注視が必要である。

整備事業はランブ事業と並ぶ売上高の牽引役へ

FMG は、米国連邦航空局 (FAA) より、航空機整備事業の認証である「FAA145」を 2026 年 3 月に取得した。日本国内において、大手航空会社系列以外の独立系グランドハンドリング会社による本資格の取得は異例である。これをもって、グランドハンドリングの中核業務「旅客・ランブ・整備」の全工程を全国規模で自社完結する一気通貫モデルが完成したと言えよう。

FMG は、元々、旅客事業が売上高の中心を占めていたが、25/8 期には人員と設備の体制を強化したランブ事業の売上高が急拡大した。「FAA145」認証取得によって、自社のみで運航整備が完結できるようになり、航空会社スタッフの立ち合いなしで機体を送り出す「リリース業務」にも参入した。FMG の整備事業は、従来は整備補助業務にとどまり、売上高に占める比率も低かったが、今後は、ランブ事業と共に売上高の牽引役となることが期待される。

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

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の獲得、FAA145 の認証取得を受けた整備事業の受注拡大が大きな注目点となろう。このように、FMG の事業体制はここ 1 年で急速に強化されたため、イラン紛争が収束し、ジェット燃料問題が解消に向かえば、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) の上方修正が視野に入ると思われる。

インバウンド・ツーリズムセクターは 1%減収

インバウンド・ツーリズムセクターは、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等の不振が続いたことから、前年同期比 0.8%減収であった。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。

3 月からホテル向けバスルームコーティング事業を開始

H1 のインバウンド・ツーリズムセクターの売上高は会社計画を下回ったものの、3 月から KeePer 技研 (6036 東証プライム) と提携し、全国各地でホテル向けバスルームコーティング事業を開始しており、同社は下期で挽回する方針である。

人材派遣事業は増益となったが、アウトソーシング事業の損益が大幅に悪化

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 12,936 百万円 (前年同期比 7.2%増)、セグメント損失 193 百万円 (前年同期は 365 百万円の利益)、人材派遣事業が売上高 4,205 百万円 (同 1.5%減)、セグメント利益 227 百万円 (同 34.6%増) であった。人材派遣事業については、販売系営業支援セクターのストア分野の不振などにより、小幅な減収となったものの、継続的な単価交渉に伴う収益性の改善により増益となった。

FMG の減益等がアウトソーシング事業の損失に繋がった

一方、増収にも関わらず、アウトソーシング事業の損益が大きく悪化したのは、エアポートセクターの FMG が前年同期比 250 百万円の減益となったことや、販売系営業支援セクターの人件費が増加したこと等が主因である。

2. 業績の見通し

1) 26/8 期会社計画

26/8 期計画 (4%増収 12%営業増益) は据え置かれた

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。H1 決算は、会社計画を下回る大幅減益となったものの、1) エアポートセクターの中国便減便の影響を除けば、営業利益も概ね計画通りであったこと、2) 日中関係の改善や、下期業績に影響を与える可能性がある中東情勢の平常化等の時期を見通すことが困難であることから、同社は通期計画を据え置いた。

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 車両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	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

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

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 26/8 期に、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		
	実績	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：会社資料より戦略・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 ヶ月分) から 3.5 億円 (1.5 ヶ月分) 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、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、機内清掃業務への参入が挙げられる。

会社計画には織り込まれていなかった中国便の減便やイラン紛争による影響が懸念されるものの、セブパシフィック航空からのグランドハンドリング事業の一括受託等により、26/8 期においては上期に比べて下期の売上高が拡大すると見られることから、今後は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。

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 期の一株当たり 15.0 円から 25/8 期には 37.0 円へと上げてきた。

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」という安井社長の思いから、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。

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、これま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

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、現状の8セクターに社会的要請による事業を加えた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る。

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。

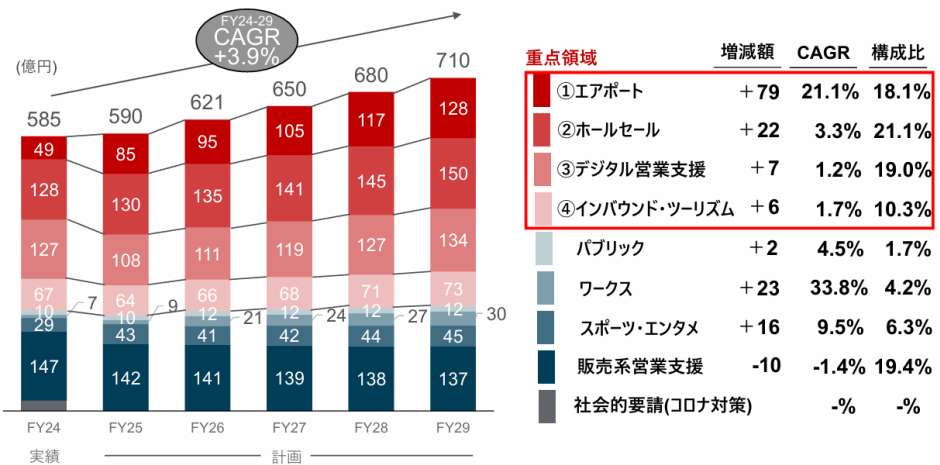
売上高の予想成長率は高いものの、付加価値率が低い「成長領域」のセクターとしては、パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメが挙げられており、新たなビジネスモデルや市場開拓の可能性を模索しながら事業を育成する方針である。なお、コロナ対策事業等の社会的要請による事業は、売上高の予想成長率と付加価値率が共に低い「再編領域」のセクターとして位置付けられている。

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

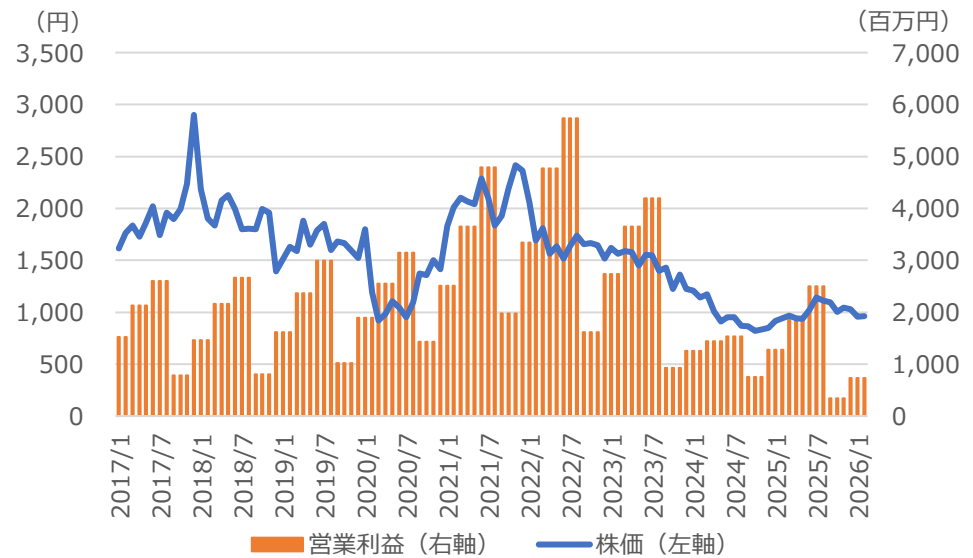
2020年から2024年前半までの株価は、新型コロナウイルス感染症の業績への影響を織り込みながら、上昇後に下落した

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・アドバイザーズ作成

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4月の25/8期Q2決算発表と同時に25/8期通期計画が上方修正されると、一時は900円割れとなっていた株価は900～950円のレンジに移行した。その後、株価は、6月30日に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。株価は暫く1,000円を挟んだ動きであったが、8月5日には過去1年間の高値とな

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 月中旬以降の株価レンジは 1,000~1,100 円

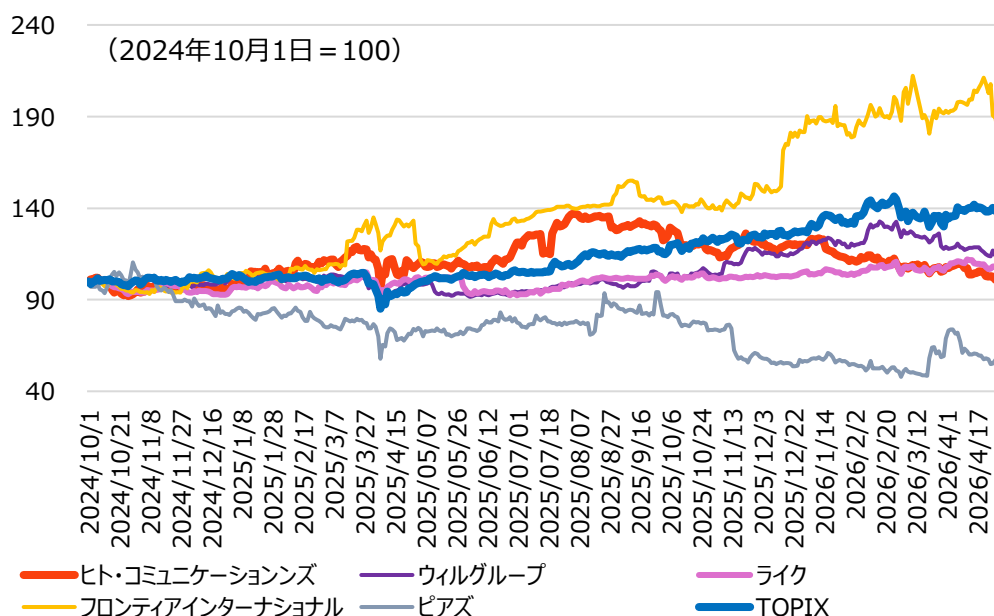
10 月 14 日に発表された 25/8 期決算において、営業利益が会社計画を上回る 59%増益となった一方、特別損失の計上により、親会社株主に帰属する当期純利益が会社計画を下回ったことや、26/8 期の営業利益が 12%増益と前期の伸びからは大幅に鈍化する見通しが示されたこと等から、株価は一旦、1,000 円を下回った。その後は、中長期的な成長性に期待する投資家による押し目買いが入り、11 月中旬以降は 1,000~1,100 円のレンジに回帰した。

26/8 期 H1 決算発表後の株価は 900 円をやや下回る水準で推移

2026 年 1 月に発表された 26/8 期 Q1 決算は、会社想定並みながら、営業利益が前年同期比 53.7%減益であったため、株価レンジは、900~1,000 円に切り下がった。4 月 14 日に発表された 26/8 期 H1 決算は大幅減益であったため、株価はやや下落し、現在は 900 円をやや下回る水準で推移している。

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高まり、同社の株価は相対的に堅調な推移となっていた。その後、26/8 期 Q1 決算が発表された 2026 年 1 月以降、同社株は TOPIX や類似企業の株価をアンダーパフォームしている。

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 12 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。

堅調な 22/8 期業績予想を受けて、2021 年 11 月には予想 PER は 14.4 倍を付けた。翌年 4 月に 22/8 期業績予想が上方修正されたが、翌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。同年4月に24/8期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業績回復期待が高まったことから、同年10月から2026年1月までは、予想PERは13~20倍のレンジに切り上がった。

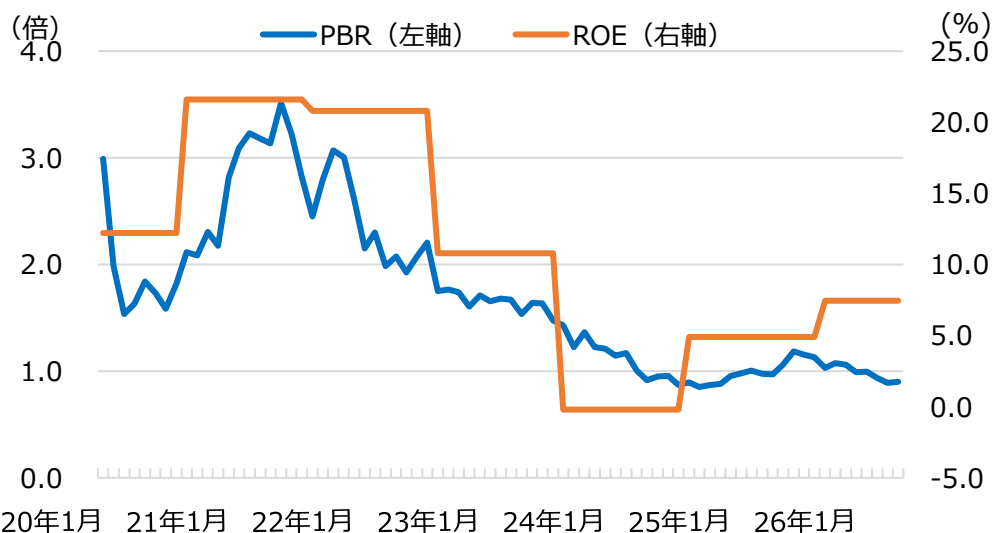
26/8期Q1決算及びH1決算が大幅減益であったことを受けて、株価が下落したため、現在の予想PERは12倍に低下している。

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 3 番目に低く、絶対値でも 12 倍と、高い評価は受けていない。今後、予想 PER が過去 1 年半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
ウイルグループ	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	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 (5/1) (円)	時価総額 (5/1) (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 (25/5/1) (%)	3年 騰落率 (23/5/1) (%)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2025/08	872	15,559	12.0	0.9	7.5	4.3	-8.1	-45.1
ウイルグループ	6089	2025/03	1,121	25,685	12.8	1.5	10.2	3.9	15.7	4.3
ライク	2462	2025/05	1,582	30,359	11.0	1.7	15.6	3.8	6.7	-16.2
フロンティアインターナショナル	7050	2025/04	1,446	12,869	11.3	1.4	11.7	4.5	61.4	34.2
ピアズ	7066	2025/09	467	4,214	21.1	1.5	7.4	-	-22.8	-12.0

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るよう。

全国主要空港でのグランドハンドリング中核3業務の一气通貫モデルの完成により、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)が上方修正される公算が強くなった。一方、エアポートセクターについては、25/8期実績及び26/8期H1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、全国規模でグランドハンドリングの中核業務である「旅客・ランプ・整備」の一气通貫モデルがほぼ完成し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月に開始されたセブパシフィック航空に続き、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、イラン紛争収束後には、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くる。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H1では損失を計上してい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。

イラン紛争収束後には、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ある

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期の利益に貢献することはないだろう。また、イラン紛争の影響はまだ不透明であり、当面は株価の上値を抑える要因として残ると思われる。しかし、イラン紛争が収束すれば、飛躍的成長に向けた準備が整ったエアポートセクターへの注目が一気に高まると想定されるため、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ある。

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		25/8		26/8			
	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2
売上高								
アウトソーシング	5,565	5,501	6,032	6,032	6,922	6,845	6,266	6,670
(YoY)	-24.3%	-15.6%	-8.1%	8.2%	24.2%	24.4%	3.9%	10.6%
人材派遣	2,180	2,147	2,208	2,060	2,269	2,249	2,258	1,947
(YoY)	-4.6%	-11.7%	-6.6%	-5.4%	4.1%	4.8%	2.2%	-5.5%
EC・TC 支援	2,699	2,633	2,926	2,125	2,153	2,049	2,319	1,946
(YoY)	20.2%	1.0%	6.6%	-21.3%	-20.2%	-22.2%	-20.8%	-8.4%
ホールセール	3,465	3,227	4,580	3,418	4,505	4,176	4,613	3,455
(YoY)	11.5%	28.7%	36.9%	25.0%	30.0%	29.4%	0.7%	1.1%
その他事業	818	501	680	864	916	586	754	873
(YoY)	1.9%	-24.0%	-15.4%	8.3%	12.0%	16.6%	10.9%	1.0%
合計	14,727	14,010	16,428	14,499	16,764	15,905	16,211	14,891
(YoY)	-6.8%	-4.8%	3.8%	3.7%	13.8%	13.5%	-1.3%	2.7%
営業利益								
アウトソーシング	-273	-76	140	225	112	170	-180	-13
(営業利益率)	-4.9%	-1.4%	2.3%	3.7%	1.6%	2.5%	-2.9%	-0.2%
人材派遣	93	29	122	47	145	178	176	51
(営業利益率)	4.3%	1.4%	5.5%	2.3%	6.4%	7.9%	7.8%	2.6%
EC・TC 支援	141	198	205	154	-7	-24	124	156
(営業利益率)	5.2%	7.5%	7.0%	7.2%	-0.3%	-1.2%	5.3%	8.0%
ホールセール	195	39	299	70	306	308	261	152
(営業利益率)	5.6%	1.2%	6.5%	2.0%	6.8%	7.4%	5.7%	4.4%
その他事業	39	-81	-25	48	39	0	-33	48
(営業利益率)	4.8%	-16.2%	-3.7%	5.6%	4.3%	0.0%	-4.4%	5.5%
調整額	-5	-4	-4	-5	-5	-4	-7	-7
合計	190	104	737	541	589	628	341	388
(YoY)	-79.1%	-81.2%	-20.5%	55.9%	210.0%	6.0x	-53.7%	-28.3%
(営業利益率)	1.3%	0.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	2.1%	2.6%

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 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%	87.5%	48.8%	
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