

Company Report

2026 年 7 月 24 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳



Q3 累計決算を受けて、通期計画を下方修正。
27/8 期以降は、飛躍的成長に向けて準備が整
っているエアポートセクターの利益成長に期待。

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 3 四半期累計期間（以下、Q3 累計）決算は、前年同期比 0.3%減収、40.9%営業減益。各種の減便に伴うスタッフ稼働率の低下等により、エアポートセクターで空港グランドハンドリング事業を担う連結子会社 FMG の損益が大きく悪化し、大幅減益を余儀なくされた。

その他の減益要因としては、全国主要空港での一括受注に向けた先行投資や、前期の FMG の決算期変更による減益（以上、エアポートセクター）、ランドオペレーティング事業の不振（インバウンド・ツーリズムセクター）、EC 大口顧客との契約終了（デジタル営業支援セクター）、大阪・関西万博案件の終了（スポーツ・エンタメセクター）が挙げられる。

想定を下回る Q3 累計決算の進捗状況と第 4 四半期の見通しを踏まえ、同社は通期計画について、売上高を 66,280 百万円から 62,260 百万円に、営業利益を 2,800 百万円から 1,150 百万円に、各々下方修正した。なお、FMG が 3 月に、セブパシフィック航空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案件を受注したことや、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や、通期計画の下方修正懸念などを受けて下落し、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。イラン紛争が収束し、航空燃料問題が解消すれば、飛躍的成長に向けた準備が整っている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、27/8 期以降は予想 PER が 2019 年 9 月から 2026 年 6 月までの上限である 20 倍を超えて上昇する可能性がある。

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(7/24)	881
52週高値(25/8/5)	1,175
52週安値(26/6/4)	821
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)	15.7
EV (十億円)	16.6
自己資本比率(25/8、%)	42.6
ROE (25/8、%)	4.9
PER (26/8 会予、倍)	103.4
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 Q3累計	47,691	7.1%	1,867	27.5%	1,871	29.7%	841	101.9%	47.2	—
26/8 Q3累計	47,531	-0.3%	1,102	-40.9%	1,017	-45.6%	261	-69.0%	14.6	—
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 旧会社予想	66,280	4.2%	2,800	12.2%	2,810	12.2%	1,295	51.7%	72.6	37.5
26/8 新会社予想	62,260	-2.1%	1,150	-53.9%	1,065	-57.5%	152	-82.2%	8.5	37.5

注：純利益は親会社株主に帰属する当期純利益。
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 Q3 累計決算	3
1) 決算概要	3
2) セクター別/セグメント別動向	5
2. 業績の見通し	10
1) 26/8 期会社計画	10
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 Q3 累計決算

1) 決算概要

26/8 期 Q3 累計決算は、0.3% 減収 40.9% 営業減益

26/8 期 Q3 累計決算は、売上高が前年同期比 0.3% 減の 47,531 百万円、営業利益が同 40.9% 減の 1,102 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 69.0% 減の 261 百万円であった。

図表 1. 26/8 期 Q3 累計業績 (単位 : 百万円)

決算期	25/8					26/8				
	Q1	Q2	Q3	Q3 累計	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3 累計	前年同期比
売上高	16,428	14,499	16,764	47,691	15,905	16,211	14,891	16,429	47,531	-0.3%
売上総利益	3,327	2,985	3,206	9,518	3,394	3,092	3,147	3,249	9,488	-0.3%
売上総利益率	20.3%	20.6%	19.1%	20.0%	21.3%	19.1%	21.1%	19.8%	20.0%	—
販売費及び一般管理費	2,590	2,443	2,617	7,650	2,766	2,750	2,759	2,876	8,385	9.6%
販管費率	15.8%	16.8%	15.6%	16.0%	17.4%	17.0%	18.5%	17.5%	17.6%	—
営業利益	737	541	589	1,867	628	341	388	373	1,102	-40.9%
営業利益率	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	2.1%	2.6%	2.3%	2.3%	—
経常利益	748	531	592	1,871	633	316	359	342	1,017	-45.6%
特別損益	-3	72	-3	66	-499	-5	-2	0	-7	—
税金等調整前当期 (四半期)純利益	744	603	591	1,938	132	311	357	343	1,011	-47.8%
法人税等	403	278	264	945	66	188	204	213	605	-36.0%
当期(四半期)純利益	341	325	326	992	67	122	153	130	405	-59.2%
非支配株主に帰属する 当期(四半期)純利益	66	34	51	151	54	51	44	46	144	-4.6%
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	274	291	276	841	12	71	109	81	261	-69.0%
EBITDA	1,065	863	902	2,830	1,001	723	837	741	2,301	-18.7%

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

**FMG の決算期変更や、エアポート
セクターの先行投資負担、減便によ
るスタッフ稼働率の低下などが主な
減益要因**

前年同期との比較では、主な減収要因としては、1) エアポートセクターにおける日中関係悪化及び航空燃料価格高騰に伴う減便の影響、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) デジタル営業支援セクターにおける EC 大口顧客との契約終了、4) スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博案件の終了が挙げられる。

主な減益要因としては、1) 各種減便に伴うスタッフ稼働率の低下、2) 全国一括受託に向けた先行投資に伴う費用増、3) FMG の決算期変更の影響 (以上、エアポートセクター)、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、5) デジタル営業支援セクターにおける大口顧客との契約終了 (影響額 38 百万円)、6) スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博の終了、7) パブリックセクターにおける地方創生事業の開業コストの先行等が挙げられる。

ホールセールセクターにおける高利益率の新規ビジネスの拡大等が増益要因

一方、主な増収要因としては、1) エアポートセクターにおける、セブパシフィック航空等の海外エアラインからの新規受託案件の増加、2) 販売系営業支援セクターにおける通信分野の増収、3) 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) 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 IP ライセンスを活用した利益率が高い新規ビジネスの拡大、2) 人材派遣事業における継続的な単価交渉による収益性の改善が挙げられる。

Q3 累計の売上総利益率は前年同期と同じ 20.0%

Q3 累計の売上総利益率は、前年同期と同じ 20.0%であった。これは、減価償却費や労務費等の先行投資負担や各種の減便に伴い、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一方、ホールセールセクター等において、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である。

Q2とQ3の売上総利益率は前年同期比で上昇

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、利益率の高いサービス・商品に売上高構成比の上昇により、第 2 四半期 (以下、Q2) は前年同期の 20.6% から 21.1% に、第 3 四半期 (以下、Q3) は前年同期の 19.1% から 19.8% に、各々上昇している。

Q3 累計の販管費は前年同期比 10% 増

Q3 累計の販管費は、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 9.6% 増加した。

Q3 累計の営業利益は 41% 減益、EBITDA は 19% 減益

売上総利益は前年同期比 0.3% 減にとどまったものの、販管費が増加したため、Q3 累計の営業利益は同 40.9% 減となった。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、Q3 累計においては同 18.7% 減の 2,301 百万円であった。

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や、同じく 24 百万円計上された受取補償金が剥落したこと等から、全体では、前年同期の 101 百万円から 56 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 54 百万円から 83 百万円に増加したこと等により、全体では前年同期の 97 百万円から 142 百万円に増加した。結果、営業外収支は前年同期の 4 百万円の黒字から 86 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 611 百万円から 596 百万円にやや減少したものの、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 48.8% から 59.8% に上昇した。

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 Q3 末の総資産は、前期末比 830 百万円増の 41,652 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 百万円減となったほか、現金及び預金が同 821 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 1,565 百万円増、有形固定資産が同 959 百万円増、棚卸資産（商品及び仕掛品）が同 156 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、買掛金が同 543 百万円増となったことなどにより、負債合計は同 1,140 百万円増の 23,056 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 398 百万円減の 16,975 百万円となった。結果、自己資本比率は前期末の 42.6%から 40.8%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、-0.04 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) セクター別/セグメント別動向

<セクター別動向>

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 Q3 累計のセクター別売上高（単位：百万円）

決算期	25/8					26/8				
	Q1	Q2	Q3	Q3 累計	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3 累計	前年同期比
ホールセール	4,580	3,418	4,505	12,503	4,176	4,613	3,455	4,522	12,590	0.7%
販売系営業支援	3,588	3,727	3,751	11,066	3,701	3,698	3,853	4,039	11,590	4.7%
デジタル営業支援	3,555	2,835	2,852	9,242	2,756	2,978	2,629	2,683	8,290	-10.3%
エアポート	2,048	1,960	1,878	5,886	2,057	1,824	2,097	2,008	5,929	0.7%
インバウンド・ツーリズム	1,500	1,396	1,721	4,617	1,161	1,484	1,389	1,415	4,288	-7.1%
スポーツ・エンタメ	742	755	1,581	3,078	1,560	1,131	946	1,275	3,352	8.9%
パブリック	227	200	253	680	267	263	323	278	864	27.0%
ワークス	184	207	225	616	230	216	200	208	624	1.3%
合計	16,428	14,499	16,764	47,691	15,905	16,211	14,891	16,429	47,531	-0.3%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

販売系営業支援、スポーツ・エンタメ等が増収セクター

増収セクターとしては、販売系営業支援（前年同期比 524 百万円増）、スポーツ・エンタメ（同 274 百万円増）、パブリック（同 183 百万円）、ホールセール（同 87 百万円増）、エアポート（同 43 百万円増）、ワークス（同 8 百万円増）が挙げられる。

販売系営業支援セクター

販売系営業支援セクターは 5%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 4.7%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。

スポーツ・エンタメセクター

スポーツ・エンタメセクターは 9%増収

スポーツ・エンタメセクターは、2025 年 4 月 13 日から 10 月 13 日に開催された大阪・関西万博関連売上高が前年同期比で減少したものの、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や、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 8.9%増収となった。四半期毎に見ると、大阪・関西万博案件の売上高 258 百万円が剥落した 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、プロ野球のシーズン入り等に伴い、プロスポーツチームの運営支援業務の売上高の増加等により、Q3 の売上高は 1,275 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）、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、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。

パブリックセクター

パブリックセクターは 27%増収

パブリックセクターは前年同期比 27.0%増収となった。2025 年 8 月末にオープンした地方創生事業である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。なお、「万川集海」については、施設の減価償却費に加え、開業に伴うコストが発生しているため、Q3 累計における同セクターの営業損益は大幅な減益であった模様である。

ホールセールセクター

ホールセールセクターは 1%増収 2%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 0.7%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減収となったと見られる。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、前年同期に比べて上昇し、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 5.4%から 5.5%に上昇し、セグメント利益は同 2.1%増となった。

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 Q3 売上高 (4,522 百万円) は Q2 売上高 (3,455 百万円) から大幅に増加したが、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。Q1 以降、前年同期比では微増収が続いている。

ホールセールセクターの Q3 のセグメント利益率は、円安の影響により、やや低下

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 百万円に急増した。

Q3 のセグメント利益率は、円安の進行等に伴い、前年同期の 6.8% から 6.1% に低下した。結果、Q3 のセグメント利益は前年同期の 306 百万円から 276 百万円に減少している。円安等に伴うコスト上昇を販売価格に転嫁するには一定の時間を要するため、Q3 においては利益率の悪化を余儀なくされた。

ホールセールセクターにおける利益率向上施策を公表

ランチ・アウトでは、円安時においても安定的な利益計上を可能とすべく、利益率の向上に向けて、以下の 3 つの施策を掲げている。一つ目は、採算重視の選別受注である。今後は、価格転嫁が困難な案件受注は極力避け、一定の利益率を確保できる案件にリソースを集中する方針である。

2 つ目は、高付加価値領域へのシフトである。具体的には、「アパレル商品以外の押し活グッズ」、「キャラクターくじ」等の価格許容度の高いファン心理市場に係る商品ポートフォリオを拡充する方針である。3 つ目は、IP ライセンスを活用したグローバル市場への輸出の推進である。円安を追い風として、競争力の高い日本発の IP グッズを世界市場に直接供給し、収益源の多角化を目指す方針である。

エアポートセクター

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、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。

FMG のプレゼンスは急速に向上

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 7 月においては、スタッフ数 1,150 名超、取引社数 100 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 セットとなり、異例のスピードで業界内でのプレゼンスが向上している。

3 月末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プ拠点を開設した。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。また、3 月末には、フィリピン LCC (Low Cost Carrier) 最大手のセブパシフィック航空から、かねてからの念願であっ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提供を初めて開始した。

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、ランプ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をはじめとする国際定期便が就航する全国主要 7 空港全てで、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、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、航空燃料の供給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の動きが広がっていた。足元では、減便を取りやめる動きも出てきているものの、イラン紛争が同社グループのエアポートセクターに与える影響には今後も注視が必要である。

エアポートセクターは 1%増収だが、 実質は 8%増収

エアポートセクターは前年同期比 0.7%増収となった。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 10 カ月分（2024 年 8 月～2025 年 5 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 8.3%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、セブパシフィック航空等からの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にも Q2 と Q4 に 季節需要が含まれている

エアポートセクターの四半期売上高を見ると、25/8 期 Q4 は 2,057 百万円であったが、26/8 期は、Q1 が 1,824 百万円、Q2 が 2,097 百万円、Q3 が 2,008 百万円と推移した。26/8 期 Q1 の売上高が前四半期比で減少したのは、Q4 には各空港での夏季の臨時便需要が含まれていたためである。26/8 期 Q2 の売上高が Q1 比で増加したのは、日中関係の悪化に伴う中国便の減便の影響が本格化したものの、新千歳空港を中心とした冬季の臨時便需要が発生したことや、ランプ事業の新規受注が貢献したことが要因である。

26/8 期 Q3 の売上高が Q2 比で減少したのは、セブパシフィック航空向けが約 2 カ月間貢献したものの、冬季の季節需要の剥落に加え、中東情勢を起因とする航空燃料の価格高騰・供給不足に伴い、複数の顧客による減便・使用機材の小型化の影響を受けたことが要因と推測される。

決算期変更の影響や先行投資、各 種の減便に伴い、エアポートセクター は大幅減益・赤字となった模様

一方、Q3 累計におけるエアポートセクターの損益については、FMG の大幅減益、赤字転落に伴い、セクター全体としても赤字になったと見られる。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、3 月末から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、各種の減便に伴うスタッフ稼働率の低下が減益の要因である。なお、同社の Q3 累計の減価償却費は前年同期比 251 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。

復便や新規受注が本来の収益力の 回復に向けた鍵

グランドハンドリング事業は、各拠点において、一定の受託便数までは人件費や GSE の減価償却費等の固定費によって構成される売上原価は概ね不変となる、限界利益率が極めて高いビジネスである。大型案件の開始に伴い、スタッフと GSE の増強を進めていたタイミングで、日中関係の悪化や、中東情勢の悪化による航空燃料の価格高騰等に伴う減便が急増し、スタッフや機材等のリソースが一時的に大幅に過剰となったことが、グランドハンドリング事業の損失計上の要因である。つまり、地政学リスクの顕在化を起因とする、エアポートセクターにおける現在の損益は、本来の姿からは大きく下方に乖離している状況と言える。

FMG は、現在は本格的な投資回収（受託便数の増加）に向けた「我慢の時期」と認識している。日中関係の改善を待ちつつも、ASEAN の航空会社等の他国便受託に向けた営業を進めており、一部で新規受注を獲得した模様である。

今後に見込まれる減便の取り止め（復便）や新規受注によって受託便数とリソースの適正化が進み、損益分岐点売上高を超えてくると、利益率が一気に上昇し、本来の収益力が表面化することを、投資家は念頭に置く必要があるだろう。

整備事業はランプ事業と並ぶ増収の 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。セブパシフィック航空からの全国主要空港での一括受託案件の獲得と当該認証の取得により、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と言える。

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プ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、ランプ事業と共に増収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。なお、足元では、ASEAN 諸国の航空会社を中心とした復便や、新規案件の商談が徐々に増加している模様である。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、航空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（29/8 期 128 億円）の上方修正が視野に入ると思われる。

デジタル営業支援、インバウンド・ツーリズムが減収セクター

減収セクターとしては、デジタル営業支援（前年同期比 951 百万円減）、インバウンド・ツーリズム（同 329 百万円減）が挙げられる。

デジタル営業支援セクター

Q3 累計のデジタル営業支援セクターは 10%減収

Q3 累計のデジタル営業支援セクターは、全体では前年同期比 10.3%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、LOWCAL が担当するシステム開発等の EC・TC 支援事業以外は同 0.5%減収となった。SALES ROBOTICS は増収となったものの、LOWCAL が減収となった模様である。

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 支援事業は同 13.1%の減収となった。但し、EC・TC 支援事業のセグメント利益は、外注費の効率化等による収益性改善努力が奏功し、同 4.2%増加した。

UsideU は新規案件の貢献に期待

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。現時点での業績への影響は軽微であると見られるが、今後の貢献に期待したい。

インバウンド・ツーリズムセクター

インバウンド・ツーリズムセクターは 7%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 7.1%減収であった。

<セグメント別動向>

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 19,979 百万円（前年同期比 5.2%増）、セグメント損失 324 百万円（前年同期は 477 百万円の利益）、人材派遣事業が売上高 6,246 百万円（同 4.4%減）、セグメント利益 369 百万円（同 17.5%増）であった。

人材派遣事業

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。

アウトソーシング事業

アウトソーシング事業の中では、FMGの損益が大幅に悪化

Q3 累計におけるアウトソーシング事業の営業損益が前年同期比 801 百万円の減益となった要因としては、主に以下の 3 つの点が挙げられる。

最も大きな減益要因は、地政学リスクの顕在化による各種の減便等に伴い、FMG の損益が大幅に悪化したことである。決算期変更による影響や、大型案件の開始に伴う、人件費や減価償却費の増加は期初計画に織り込まれていたが、各種の減便による売上高と売上総利益の減少は期初計画に織り込まれていなかった。

2 つ目の減益要因は、パブリックセクターにおける伊賀市の地方創生事業の開業コストの先行である。3 つ目の減益要因は、スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博の終了による減益である。なお、2 つ目、3 つ目の減益要因は期初計画に織り込まれていた。

2. 業績の見通し

1) 26/8 期会社計画

26/8 期計画は下方修正された

26/8 期の期初計画は、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）であった。同社は、想定を下回る Q3 累計決算の進捗状況と Q4 の見通しを踏まえ、Q3 決算発表時に通期業績予想を下方修正した。

修正計画は、売上高 62,260 百万円（前期比 2.1%減）、営業利益 1,150 百万円（同 53.9%減）、経常利益 1,065 百万円（同 57.5%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 152 百万円（同 82.2%減）である。

図表 3. 26/8 期の計画（単位：百万円）

決算期	25/8 実績	26/8		26/8	
		旧予想	前期比	新予想	前期比
売上高	63,596	66,280	4.2%	62,260	-2.1%
売上総利益	12,912	13,527	4.8%	12,206	-5.5%
売上総利益率	20.3%	20.4%	—	19.6%	—
販売費及び一般管理費	10,416	10,727	3.0%	11,056	6.1%
販管費率	16.4%	16.2%	—	17.8%	—
営業利益	2,495	2,800	12.2%	1,150	-53.9%
営業利益率	3.9%	4.2%	—	1.8%	—
経常利益	2,504	2,810	12.2%	1,065	-57.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	853	1,295	51.7%	152	-82.2%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業利益率の予想は、4.2%から1.8%に引下げられた

売上総利益率については、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減便による採算悪化や、ホールセールセクターにおける円安の影響などを織り込み、前回予想の 20.4%から 19.6%に引下げられた。販管費率については、売上高の減額や、ホールセールセクターにおける売上高物

流費率の悪化などを織り込み、前回予想の 16.2%から 17.8%に上げられた。結果として、営業利益率は前回予想の 4.2%から 1.8%に下げられた。

エアポートセクター等の売上高計画を 下方修正

セクター別売上高の修正計画は公表されていないが、売上高が下方修正されたセクターとしては、エアポート（グランドハンドリング事業）、デジタル営業支援（TC 事業、システム開発事業）、ホールセールセクター、インバウンド・ツーリズム（ランドオペレーティング事業）等が挙げられている。

当期純利益の計画が低水準となっ ている理由

なお、26/8 期の修正計画において、大きな特別損失は見込まれていない。経常利益計画の 1,065 百万円（前期比 57.5%減）に対して、親会社株主に帰属する当期純利益の計画が 152 百万円（同 82.2%減）と低水準となっているのは、以下の 2 つの点が主な要因である。

一つは、税引等調整前当期純利益の水準に対して、税務上の損金に算入できないのれん償却額の水準が高いことである。のれん償却額の計画は 8 億円弱と推測される。もう一つは、FMG 等、複数の連結子会社において損失が見込まれるため、税引等調整前当期純利益の水準に対して、法人税等の負担が重くなっていることである。

27/8 期については、FMG 等の損失を計上している連結子会社の損益改善により、営業利益の増益率よりも、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率が高くなることが期待される。

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 期の配当予想は 37.5 円を 据え置き

26/8 期の業績予想は下方修正されたものの、一株当たり配当の会社予想については、前期比 0.5 円増配の 37.5 円（配当性向 440.1%）が据え置かれた。

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。

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。

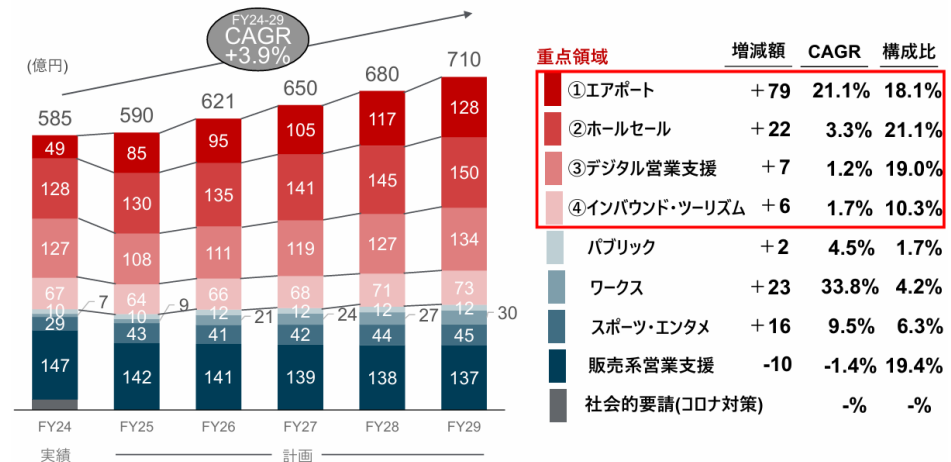
同社は、4 領域毎にメリハリをつけた経営資源の配分を行い、強固な収益基盤を確立しつつ、持続的成長が可能な事業ポートフォリオの構築を目指している。

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 4 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。

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。現時点の売上総利益率については、ホールセールは 20%前後を確保していると思われるものの、エアポートセクターは 20%を大きく下回っていると推測される。将来的な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。

図表 4. 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

3. 株価の推移とバリュエーション

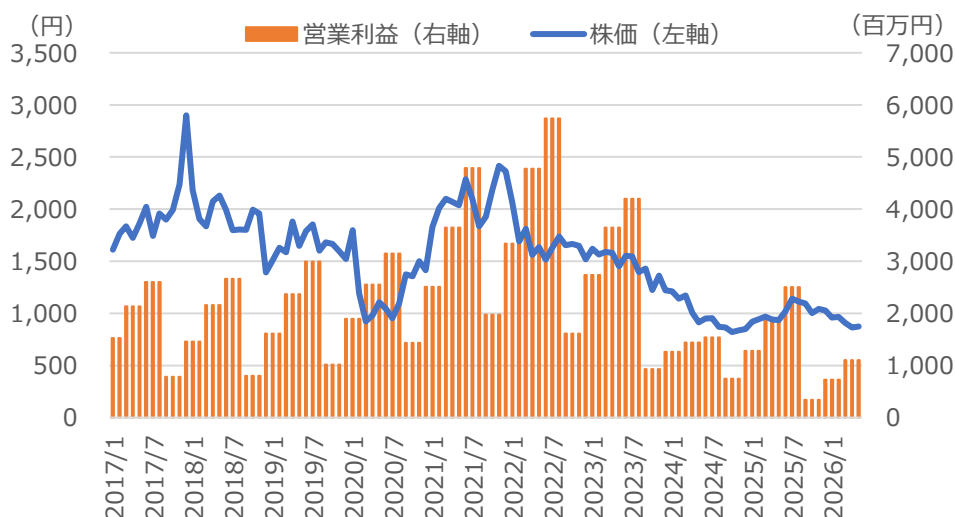
2020 年から 2024 年前半までの株価は、新型コロナウイルス感染症の業績への影響を織り込みながら、上昇後に下落した

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 5. 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 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 月中旬から年末までの
株価レンジは 1,000～1,100 円**

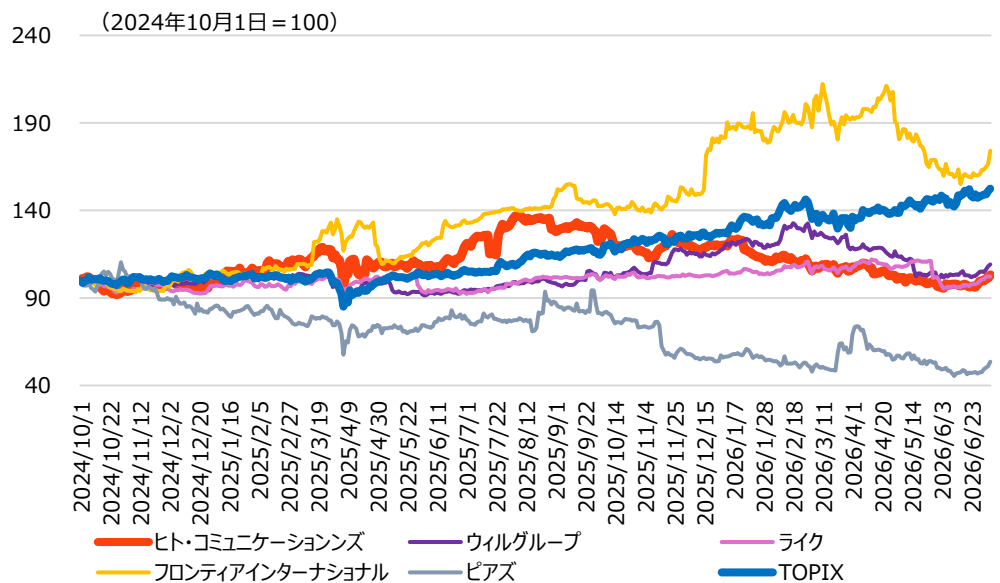
**26/8 期 Q3 累計決算発表後の株
価は 900 円をやや下回る水準で推
移**

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買いが入り、11 月中旬から 2025 年末までは 1,000～1,100 円のレンジに回帰した。

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 月に発表された 26/8 期中間期決算も大幅減益であったため、その後、通期計画の下方修正懸念から、株価は下値を模索する展開となり、6 月 4 日には 821 円の安値を付けた。その後、割安なバリュエーションを評価した投資家からの買いが入ったため、株価は 900 円前後に反発した。7 月 15 日に 26/8 期 Q3 累計決算及び 26/8 期通期計画の下方修正が公表されると、株価はやや下落した。しかし、通期計画の下方修正懸念を一定程度織り込んでいたことや、低い PBR と高い配当利回りが下支え要因となったことから、6 月に付けた安値をうかがう動きにはならず、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 6 の通りである。2024 年 11 月の中期経営計画の発表から 2025 年末までは、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。しかし、26/8 期 Q1 決算が発表された 2026 年 1 月後半以降、同社の株価は TOPIX や類似企業の株価に対するアンダーパフォーム傾向が続いている。

図表 6. 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

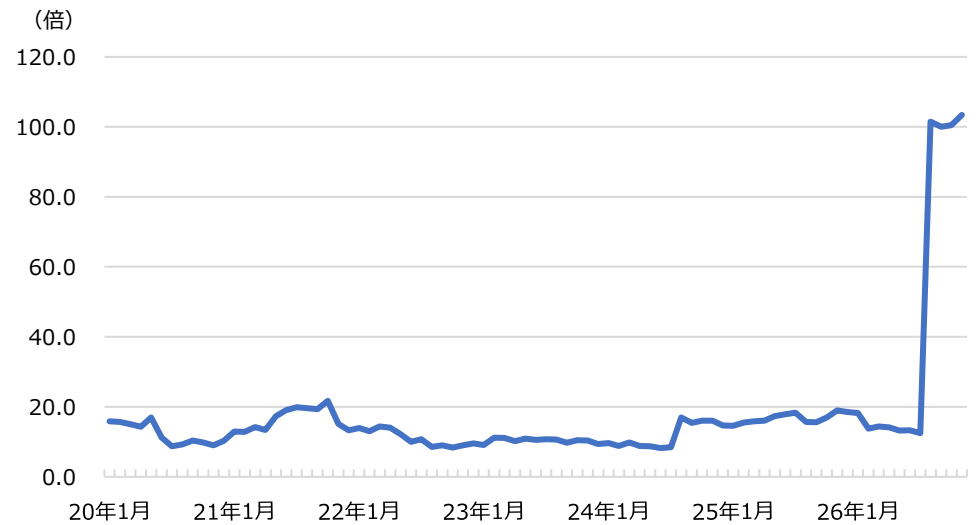


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

**一時的な変動を除いた会社予想
PER は概ね 8～20 倍**

同社の会社予想 PER は、2019 年 9 月以降では、一時的な変動を除くと、概ね 8～20 倍のレンジで推移している。一時的な変動を除いて予想 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、同年 8 月には 13.3 倍となった。

図表 7. 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

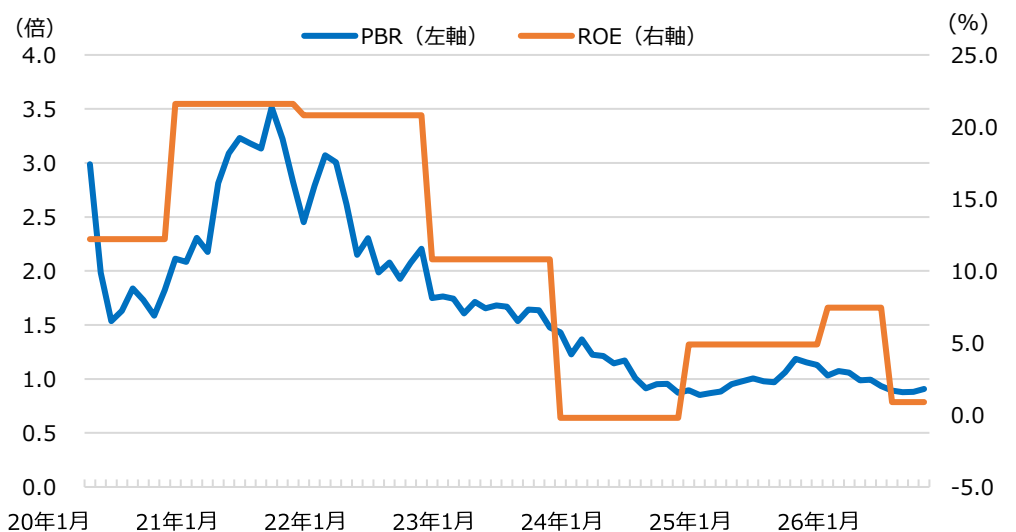
現在の予想 PER は 103 倍に上昇

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、2024 年 10 月から 2026 年 6 月までは、予想 PER は 13~20 倍に切り上がった。

2026 年 7 月 15 日に公表された 26/8 期会社計画の下方修正を受けて株価は下落したものの、利益の下方修正率に比した株価の下落率が小幅であったため、現在の予想 PER は 103 倍に上昇している。

図表 8. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの 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 9、図表 10 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。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。

関連企業とバリュエーションを比較する際、業績予想の下方修正に伴い、現時点で異常値となっている同社の予想 PER は参考にはならない。そのため、期初計画の EPS (72.6 円) に基づいた予想 PER を算出すると、12 倍となっている。期初計画 EPS に基づいた予想 PER は相対的にはやや高い水準であるものの、予想 PER で高く評価されていると言うよりも、同社の株価は、低水準となった PBR に基づいて評価されていると考えられる。今後、同社株価の評価基準が予想 PER に移行し、2019 年 9 月から 2026 年 6 月まで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 9. 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	2026/03	146,856	3,279	2.2	12.3	35.8	9,005
ライク	2462	2026/05	67,316	2,981	4.4	12.7	46.1	5,482
フロンティアインターナショナル	7050	2026/04	29,949	2,100	7.0	13.3	58.6	484
ピアズ	7066	2025/09	6,104	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 10. 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 (7/24) (円)	時価総額 (7/24) (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 (25/7/24) (%)	3 年 騰落率 (23/7/24) (%)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2025/08	881	15,719	103.4	0.9	0.9	4.3	-20.6	-42.7
ウィルグループ	6089	2026/03	1,097	25,135	11.4	1.2	10.9	4.0	14.4	-1.4
ライク	2462	2026/05	1,512	29,015	11.4	1.5	13.4	4.0	7.5	-12.7
フロンティアインターナショナル	7050	2026/04	1,376	12,326	9.5	1.3	13.2	5.3	23.1	34.2
ピアズ	7066	2025/09	431	3,941	14.5	1.4	9.4	-	-31.8	-49.4

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期実績が会社計画をやや下回ったことや、26/8期Q3累計実績が伸び悩んでいることから、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。

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や、整備事業の大型受注を獲得し、航空燃料問題が解消すれば、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Q3累計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変させるtake off（離陸）の局面を迎えていると言える。

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

航空燃料問題の原因であるイラン紛争の行方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、イラン紛争が収束し、航空燃料問題が解消すれば、飛躍的成長に向けた準備が整っている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、27/8期以降においては、予想PERが2019年9月から2026年6月までの上限である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。

下方修正された会社予想の当期純利益から想定される26/8期のROEは0.9%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。26/8 期 Q3 末における同社のネット D/E レシオは-0.04 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 11. セグメント動向(四半期ベース)

(百万円)	24/8	25/8				26/8		
	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3
売上高								
アウトソーシング	5,501	6,032	6,032	6,922	6,845	6,266	6,670	7,043
(YoY)	-15.6%	-8.1%	8.2%	24.2%	24.4%	3.9%	10.6%	1.7%
人材派遣	2,147	2,208	2,060	2,269	2,249	2,258	1,947	2,041
(YoY)	-11.7%	-6.6%	-5.4%	4.1%	4.8%	2.2%	-5.5%	-10.0%
EC・TC 支援	2,633	2,926	2,125	2,153	2,049	2,319	1,946	1,997
(YoY)	1.0%	6.6%	-21.3%	-20.2%	-22.2%	-20.8%	-8.4%	-7.2%
ホールセール	3,227	4,580	3,418	4,505	4,176	4,613	3,455	4,522
(YoY)	28.7%	36.9%	25.0%	30.0%	29.4%	0.7%	1.1%	0.4%
その他事業	501	680	864	916	586	754	873	826
(YoY)	-24.0%	-15.4%	8.3%	12.0%	16.6%	10.9%	1.0%	-9.8%
合計	14,010	16,428	14,499	16,764	15,905	16,211	14,891	16,429
(YoY)	-4.8%	3.8%	3.7%	13.8%	13.5%	-1.3%	2.7%	-2.0%
営業利益								
アウトソーシング	-76	140	225	112	170	-180	-13	-131
(営業利益率)	-1.4%	2.3%	3.7%	1.6%	2.5%	-2.9%	-0.2%	-1.9%
人材派遣	29	122	47	145	178	176	51	142
(営業利益率)	1.4%	5.5%	2.3%	6.4%	7.9%	7.8%	2.6%	7.0%
EC・TC 支援	198	205	154	-7	-24	124	156	86
(営業利益率)	7.5%	7.0%	7.2%	-0.3%	-1.2%	5.3%	8.0%	4.3%
ホールセール	39	299	70	306	308	261	152	276
(営業利益率)	1.2%	6.5%	2.0%	6.8%	7.4%	5.7%	4.4%	6.1%
その他事業	-81	-25	48	39	0	-33	48	8
(営業利益率)	-16.2%	-3.7%	5.6%	4.3%	0.0%	-4.4%	5.5%	1.0%
調整額	-4	-4	-5	-5	-4	-7	-7	-7
合計	104	737	541	589	628	341	388	373
(YoY)	-81.2%	-20.5%	55.9%	210.0%	6.0x	-53.7%	-28.3%	-36.7%
(営業利益率)	0.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	2.1%	2.6%	2.3%

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 12. 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	62,260
(前期比)	79.2%	—	12.0%	17.8%	-23.9%	-0.2%	-8.5%	8.6%	-2.1%
売上原価	51,759	52,619	58,891	69,507	48,902	49,742	46,449	50,684	50,054
売上総利益	10,563	11,200	12,607	14,718	15,227	14,238	12,097	12,912	12,206
(売上総利益率)	16.9%	17.5%	17.6%	17.5%	23.7%	22.3%	20.7%	20.3%	19.6%
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	11,056
営業利益	2,663	2,991	3,149	4,787	5,739	4,198	1,568	2,495	1,150
(前期比)	2.4%	—	5.3%	52.0%	19.9%	-26.9%	-62.6%	59.1%	-53.9%
(売上高営業利益率)	4.3%	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%	3.9%	1.8%
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	1,065
(前期比)	5.6%	—	11.9%	52.5%	12.4%	-25.3%	-64.3%	63.0%	-57.5%
(売上高経常利益率)	4.3%	4.7%	4.7%	6.1%	9.0%	6.7%	2.6%	3.9%	1.7%
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	152
(前期比)	-0.5%	—	-20.5%	102.4%	16.3%	-41.6%	—	—	-82.2%
(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%	0.2%
EPS (円)	82.1	96.3	76.7	155.5	180.9	105.7	-2.4	47.9	8.5

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. 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 14. 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 15. 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	17,842
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