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）

Company Report

2026 年 11 月 16 日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳

Strategy Advisors

26/8 期決算は減収減益も、エアポートセクターが利益成長の牽引役となる可能性が高まった

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 期決算は、前期比 2.3%減収、53.9%営業減益。日中関係の悪化や航空燃料の価格高騰等に起因する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、急速な円安の進行等によるホールセールセクターの業績悪化、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、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。

27/8 期の会社計画は、売上高 65,544 百万円（前期比 5.5%増）、営業利益 1,725 百万円（同 49.9%増）。増益要因としては、復便と新規受託便の増加によるエアポートセクターの大幅な業績改善や、増収効果と AI 活用によるコスト削減等に伴う EC・TC 支援事業の利益率改善等を見込んでいる。親会社株主に帰属する当期純利益は、のれん償却額の負担軽減等に伴う法人税等の負担率の低下等を背景に、前期比 216.7%増を予想。

セブパシフィック航空からの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の受注や、米国連邦航空局からの「FAA145」認証の取得、航空貨物事業・給油事業等へ参入等に伴い、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。航空燃料問題の解消後は、エアポートセクターが同社グループの長期的な利益成長の牽引役となる可能性が高まったと言えよう。

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、2025 年 8 月上旬まで上昇基調であった。その後、株価は、26/8 期第 1 四半期以降、減益決算が続いたことや、10 月下旬以降は株式市場全体が下落した影響を受けたことから、下値模索の展開となった。現在の株価は 740～780 円のレンジで推移している。

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。航空燃料問題が解消すれば、27/8 期に続いて 28/8 期もエアポートセクターを中心とした収益回復の可能性が高まるため、株価もそれに伴って上昇局面に入ると期待される。

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(11/16)	769
52週高値(25/11/21)	1,082
52週安値(26/11/6)	739
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)	13.7
EV (十億円)	14.2
自己資本比率(26/8、%)	42.5
ROE (26/8、%)	1.0
PER (27/8 会予、倍)	25.8
PBR (26/8 実績、倍)	0.8
配当利回り (27/8 会予、%)	4.9

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)
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	**62,124**	**-2.3%**	**1,150**	**-53.9%**	**1,031**	**-58.8%**	**167**	**-80.3%**	**9.4**	**37.5**
27/8 会社予想	**65,544**	**5.5%**	**1,725**	**49.9%**	**1,585**	**53.6%**	**532**	**216.7%**	**29.8**	**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 11
1) 27/8 期会社計画 11
2) 中期経営計画 15
3. 株価の推移とバリュエーション 17
4. エクイティストーリー 21
【イニシエーションアップデート】 23
5. 安井豊明社長のプロフィールと事業・セクター強化への取組み 23
6. 沿革（MBO 以後の事業・セクター関連を除く） 26
7. 企業 DNA と模倣困難性 29
1）ポジショニング理論 29
2）企業 DNA 29
3）模倣困難性 31
4）ビジョンと存在価値 32
8. 会社概要 33
1）アウトソーシング事業 36
2）人材派遣事業 37
9. エアポートセクター 38
1）旅客事業 39
2）ランプ事業 40
3）施設運営支援・販売支援 41
10.ホールセールセクター 42
11.デジタル営業支援セクター 44
1）EC・TC 支援事業 44
2）インサイドセールス 46
3）その他（アバターオンライン接客、システム開発等） 47
12.インバウンド・ツーリズムセクター 47
13.販売営業支援セクター 48
14.パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメセクター 50
1）パブリックセクター 50
2）ワークスセクター 50
3）スポーツ・エンタメセクター 51
15.財務戦略 52
16.リスク要因 54
17.サステナビリティの方針と実践 55
1）コーポレートガバナンス体制 55
2）サステナビリティ体制 55
3）気候変動対応 55
4）人的資本経営・多様性 56

1. 26/8 期決算

1) 決算概要

26/8 期決算は、2.3%減収 53.9%営業減益

26/8 期決算は、売上高が前期比 2.3%減の 62,124 百万円、営業利益が同 53.9%減の 1,150 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 80.3%減の 167 百万円であった。

修正計画並みで着地

2026 年 7 月に減額された修正計画に対する達成率は、売上高が 99.8%、営業利益が 100.0%、親会社株主に帰属する当期純利益が 110.5%であった。

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・シィー（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、第 1 四半期（以下、Q1）より連結子会社化した。なお、その後、ティー・シィ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。

図表 1. 26/8 期業績（単位：百万円）

決算期	25/8					26/8					
	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	前期比
売上高	16,428	14,499	16,764	15,905	63,596	16,211	14,891	16,429	14,593	62,124	-2.3%
売上総利益	3,327	2,985	3,206	3,394	12,912	3,092	3,147	3,249	2,878	12,366	-4.2%
売上総利益率	20.3%	20.6%	19.1%	21.3%	20.3%	19.1%	21.1%	19.8%	19.7%	19.9%	—
販売費及び一般管理費	2,590	2,443	2,617	2,766	10,416	2,750	2,759	2,876	2,830	11,215	7.7%
販管費率	15.8%	16.8%	15.6%	17.4%	16.4%	17.0%	18.5%	17.5%	19.4%	18.1%	—
営業利益	737	541	589	628	2,495	341	388	373	48	1,150	-53.9%
営業利益率	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	3.9%	2.1%	2.6%	2.3%	0.3%	1.9%	—
経常利益	748	531	592	633	2,504	316	359	342	14	1,031	-58.8%
特別損益	-3	72	-3	-499	-433	-5	-2	0	11	4	—
税金等調整前当期(四半期)純利益	744	603	591	132	2,070	311	357	343	25	1,036	-50.0%
法人税等	403	278	264	66	1,011	188	204	213	100	705	-30.3%
当期(四半期)純利益	341	325	326	67	1,059	122	153	130	-75	330	-68.8%
非支配株主に帰属する当期(四半期)純利益	66	34	51	54	205	51	44	46	18	162	-21.0%
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	274	291	276	12	853	71	109	81	-94	167	-80.3%
EBITDA	1,065	863	902	1,001	3,833	723	837	741	525	2,826	-26.3%

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

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 における前期の決算期変更の影響（影響額 411 百万円）、3）ホールセールセクターにおける不採算取引の縮小、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（同724 百万円）、 5）デジタル営業支援セクターにおける TC 支援事業の不振が挙げられる。

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（以上、エアポートセクター）、3）ホールセールセクターにおける減収影響、円安による売上総利益率の低下、物流費の増加、4）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、5）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。

デジタル営業支援セクターにおける利益率の改善等が増益要因

全体としては減収減益を余儀なくされたものの、複数のセクターや事業において、増収要因、増益要因も存在する。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・家電分野の増収、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）デジタル営業支援セクターにおける利益率の改善、2）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（高付加価値案件）の拡大、3）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。

売上総利益率は前期比 0.4%ポイント悪化

売上総利益率は、前期比 0.4%ポイント悪化の 19.9%であった。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 の利益率が大きく低下したことに加え、円安によって、ホールセールセクターの利益率も低下したことが主因と見られる。

改善傾向にあった四半期の売上総利益率は Q4 に大きく低下

四半期ベースの売上総利益率を見ると、Q1 は、エアポートセクターの先行投資負担等の影響により、前年同期の 20.3%から 19.1%に低下した。その後、利益率の高いサービス・商品の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、各々上昇した。しかし、航空燃料価格高騰による減便の影響（エアポートセクター）や円安の影響（ホールセールセクター）が本格化した第 4 四半期（以下、Q4）は、前年同期の 21.3%から 19.7%への低下を余儀なくされた。

販管費は前期比 8%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やパブリックセクターにおける費用増等により、前期比 7.7%増加した。

営業利益は前期比 54%減益、EBITDA は同 26%減益

売上総利益は前期比 4.2%の減少にとどまったものの、販管費が増加したため、営業利益は同 53.9%減となった。一方、エアポートセクターの先行投資や、パブリックセクターにおける新規施設の開業に伴い、減価償却費が大幅に増加したため、EBITDA は同 26.3%減の 2,826 百万円であった。

営業外収支は悪化

営業外収益は、受取利息が前期の 23 百万円から 47 百万円に増加したこと等から、全体では前期の 98 百万円から 102 百万円に増加した。

一方、営業外費用は、借入金の増加や金利上昇により、支払利息が前期の 69 百万円から 122 百万円に増加したこと等により、全体では前期の 89 百万円から 220 百万円に増加した。結果、営業外収支は前期の 9 百万円の黒字から 118 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、前期の 807 百万円から 795 百万円にやや減少したものの、税金等調整前当期純利益が大幅に減少した結果、法人税等の負担率は、前期の 48.8%から 68.1%に上昇した。

財務体質の健全性に変化はない

26/8 期末の総資産は、前期末比 1,131 百万円減の 39,691 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。また、のれんが 706 百万円減、現金及び預金が同 520 百万円減、受取手形、売掛金及び契約資産が同 459 百万円減となった。一方、エアポートセクター等の設備投資に伴い、有形固定資産が同 885 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 2,534 百万円増となったものの、流動負債のその他が同 1,069 百万円減、買掛金が同 980 百万円減、未払金が同 762 百万円減となったことなどにより、負債合計は同 752 百万円減の 21,163 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 486 百万円減の 16,887 百万円となった。結果、自己資本比率は前期末の 42.6%から 42.5%にやや低下した。しかし、ネット・デット・エクイティ・レシオ（ネット D/E 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。

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 期のセクター別売上高（単位：百万円）

決算期	25/8					26/8					
	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	Q1	Q2	Q3	Q4	通期	前期比
ホールセール	4,580	3,418	4,505	4,176	16,679	4,613	3,455	4,522	3,049	15,639	-6.2%
販売系営業支援	3,588	3,727	3,751	3,700	14,766	3,698	3,853	4,039	3,940	15,530	5.2%
デジタル営業支援	3,555	2,835	2,852	2,755	11,997	2,978	2,629	2,683	2,732	11,022	-8.1%
エアポート	2,048	1,960	1,878	2,057	7,942	1,824	2,097	2,008	1,963	7,892	-0.6%
インバウンド・ツーリズム	1,500	1,396	1,721	1,160	5,777	1,484	1,389	1,415	1,190	5,478	-5.2%
スポーツ・エンタメ	742	755	1,581	1,560	4,638	1,131	946	1,275	1,234	4,586	-1.1%
パブリック	227	200	253	267	947	263	323	278	301	1,165	23.1%
ワークス	184	207	225	229	845	216	200	208	184	808	-4.4%
合計	16,428	14,499	16,764	15,905	63,596	16,211	14,891	16,429	14,593	62,124	-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

販売系営業支援とパブリックが増収セクター

増収セクターとしては、販売系営業支援（前期比 763 百万円増）、パブリック（同 218 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増収増益

販売系営業支援セクターは、事業セグメントでは、アウトソーシング事業と人材派遣事業によって構成されている。同セクターは、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ほか、家電分野も堅調に推移したため、前期比 5.2%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により、アウトソーシング事業では減益となったものの、人材派遣事業では、継続的な単価交渉の実施により、増益となった結果、同セクター全体の営業利益は増益となった模様である。

パブリックセクター

パブリックセクターは 23%増収

パブリックセクターは前期比 23.1%増と大幅な増収となった。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、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。

ホールセールやデジタル営業支援等が減収セクター

減収セクターとしては、ホールセール（前期比 1,040 百万円減）、デジタル営業支援（同 975 百万円減）、インバウンド・ツーリズム（同 299 百万円減）、スポーツ・エンタメ（同 51 百万円減）、エアポート（同 50 百万円減）、ワークス（同 37 百万円減）が挙げられる。

ホールセールセクター

ホールセールセクターは 6%減収 34%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期比 6.2%減収であった。25/8 期に急拡大した、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について、円安等による仕入価格の上昇に対して大手小売業向けで価格転嫁が進まず、下期より受注を抑制したことから減収となった。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好採算案件が増加したほか、自社ファッションブランド事業を展開する津森千里デザインスタジオの連結子会社化も貢献した。

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。加えて、好採算案件の貢献はあったものの、為替が前期比で円安となる中、大手小売業向けで価格転嫁が不十分となったことから、売上総利益率についても前期に比べて低下した模様である。結果、セグメント利益率は前期の 5.9%から 4.2%に低下し、セグメント利益は同 33.5%減となった。

津森千里デザインスタジオを除いたブランチ・アウトグループの業績は、売上高 15,248 百万円（前期比 8.6%減）、営業利益 620 百万円（同 36.9%減）であった。

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 Q1 からコンビニ向けを中心に参入した。キャラクターくじとは、人気キャラクター雑貨が当たる、はずれなしのくじである。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

ホールセールセクターの Q4 売上高（3,049 百万円）は Q3 売上高（4,522 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ことに加え、当 Q4 においては大手小売業向けの受注を大幅に抑制したことが要因である。結果、Q1 から Q3 までは、前年同期比では微増収が続いていたが、Q4 においては前年同期比 27.0%減収となった。

ホールセールセクターの Q4 のセグメント損益は大幅に悪化

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、好採算案件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。Q4 のセグメント損益は、前年同期の 308 百万円の利益から 35 百万円の損失に転じた。売上高の減少に円安等に伴う売上総利益率の悪化が重なり、大幅な損益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

ブランチ・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。１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推し活グッズ」、「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。

デジタル営業支援セクター

デジタル営業支援セクターは 8%減収

デジタル営業支援セクターは、全体では前期比 8.1%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 やフィグニーが担当するシステム開発等によって構成される EC・TC 支援事業以外は同 0.6%増収となった。 LOWCAL 等のシステム開発が減収となったものの、SALES ROBOTICS や UsideU が増収となった模様である。

一方、 EC 支援事業の大口顧客である世界的大手スポーツメーカーとのオフィシャルサイト運営に係る契約終了（2024 年 10 月）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 10.7%の減収となった。但し、EC・TC 支援事業のセグメント利益は、大口顧客案件の利益率が比較的低かったことや、外注費の効率化等による収益性改善努力が奏功しことから、同 3.7%増加した。

大口顧客との契約は大手マーケットプレイスでのサイト運営受託に移行

なお、当該大口顧客との契約は、グローバルレベルでのシステム統合に伴い、オフィシャルサイト運営では終了したものの、その後は大手マーケットプレイスでのサイト運営受託という形態に移行して存続している。当該大口顧客向けの売上高については、24/8 期は 3,334 百万円（オフィシャルサイトのみ）であったが、25/8 期においては、オフィシャルサイトが 418 百万円に減少した一方、大手マーケットプレイスは 1,084 百万円であった。26/8 期の当該大口顧客向けの大手マーケットプレイスでの売上高は 1,317 百万円であり、オフィシャルサイト運営での売上高剥落の影響は、大手マーケットプレイスでの売上増加である程度相殺されている。

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。26/8 期業績への影響は軽微であると見られるが、27/8 期以降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 5%減収

インバウンド・ツーリズムセクターは、ツアー添乗はやや増加したものの、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、前期比 5.2%減収であった。

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 1%減収も、大阪・関西万博関連を除くと 19%増収

スポーツ・エンタメセクターは前期比 1.1%減収となった。スポーツ情報ビジネスを展開するスクワッドの連結子会社化や、アジア競技大会の事前準備に係る売上高の計上、プロスポーツチーム運営支援業務の売上高の増加等が増収要因となったものの、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期比 724 百万円減少した影響を補えなかった。一方、大阪・関西万博関連を除いた増収額は 673 百万円、増収率は 18.8%であった。

一方、採算が比較的高かった大阪・関西万博関連売上高が大幅に減少した結果、同セクターの営業利益は減益となった模様である。

26/8 期は Q3 が売上高のピーク

26/8 期の売上高を四半期毎に見ると、Q1 に計上された大阪・関西万博案件の売上高 349 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う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。Q4 の売上高が 1,234 百万円と、Q3 比で若干減少したのは、ラグビーリーグワンのオフシーズン入りの影響と見られる。

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）、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（25/8 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。

ジブリパークの 2 エリアを運営

なお、ヒト・コミュニケーションズでは、テーマパーク等の施設運営を受託するエンタメ運営事業も行っているが、委託先が民間事業者の場合はスポーツ・エンタメセクターに分類されている。主な例としては、ジブリパーク（愛知県長久手市）の「ロタンダ風ヶ丘」と「魔女の谷」が挙げられる。

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 セットとなっており、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。更に、福岡空港においては、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した。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。

セブパシフィック航空からの受託便数は 2030 年には現状の 59%増加へ

セブパシフィック航空からの受託便数は、現在、フィリピン 4 都市から、新千歳、成田、中部、関西、福岡の 5 空港で年 3,328 便（1 日約 9 便）の業務を受託している。2030 年には、那覇空港を含む 6 空港で年 5,304 便（1 日約 15 便）へと、59%（売上高では 53%）増加する見通しとなっている。

全国主要 7 空港での一括受託体制を来春までに構築

今後、ランプ拠点の開設を予定している那覇空港を含め、2027 年春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、減便を取りやめる復便の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%減収だが、実質は 5%増収

エアポートセクターは前期比 0.6%減収となった。これは、前期には、FMG の決算期変更に伴い、FMG の売上高の 13 カ月分（2024 年 8 月～2025 年 8 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 百万円を前期の売上高から控除した実質ベースの比較では、同 4.8%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実質ベースで増収となったほか、空港施設運営支援・販売支援事業も増収となった。

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、Q4 が 1,963 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・使用機材の小型化等の影響を受けたことが要因と推測される。Q4 の売上高が Q3 比で減少したのは、航空燃料問題による減便の影響と見られる。但し、グランドハンドリング事業の月次売上高のボトムは 6 月であり、7 月、8 月と売上高は回復している模様である。

決算期変更の影響や先行投資、各種の減便に伴い、FMG グループは営業損失を計上

エアポートセクターの中核を占める FMG グループの売上高は 6,021 百万円（前期比 3.4%減）、営業損失 481 百万円（前期は 206 百万円の利益）であった。FMG の決算期変更による売上高の減少による利益減（影響額 15 百万円）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 26/8 期の減価償却費は前期比で大幅に増加したが、増加の中心は FMG グループにおける GSE 車両に係るものである。

エアポートセクター全体も営業損失となった模様

一方、空港施設運営支援・販売支援事業を含む、エアポートセクターの全体の損益についても、FMG の大幅減益、赤字転落に伴い、セクター全体としても営業損失になったと見られる。

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よう。

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が市場では認識されていないとみられる。

同社は減便による 26/8 期業績への影響を試算

同社は、今回、グランドハンドリング事業の業績悪化要因と今後の業績回復の可能性について説明を行った。26/8 期の業績悪化要因としては、中国便が計画比 2,636 便の減便となったことによる売上高の減少額 643 百万円、航空燃料問題に伴い、計画比 777 便の減便となったことによる売上高の減少額 329 百万円、減便によって人員効率が悪化し、延べ 510 人のスタッフの人件費が想定よりも増加したことに伴う費用の増加額 178 百万円が挙げられた。

仮に減便が無かったと仮定すると、26/8 期におけるグランドハンドリング事業の業績は、売上高が 6,993 百万円（実績比 972 百万円増）、営業利益が 669 百万円（同 1,150 百万円増）であったと試算される。

復便と新規受託便による業績回復のポテンシャル

同社は、現時点における今後の業績回復のポテンシャルとして、2,368 便の復便（復便率 69.4%）による売上高の増加額 663 百万円、新規受託便 2,913 便による売上高の増加額 786 百万円を挙げている。なお、新規受託便の想定である 2,913 便のうち、2,024 便は前述したセブパシフィック航空向けの今後の受託計画に沿ったものである。航空燃料問題の収束時期によっては、売上高が同社の想定水準まで増加するのに時間を要する可能性もあるが、復便や新規受託便の想定数値の開示は同社の営業活動が着実に成果を上げている証左として注目される。

新規受託便の積み上げなどにより、同社は FMG グループの営業利益を早期に 10 億円に引上げることを目指している。

<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、事業セグメントでも業績を開示している。前述した EC・TC 支援事業と、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 26,869 百万円（前期比 4.0%増）、セグメント損失 412 百万円（前期は 647 百万円の利益）、人材派遣事業が売上高 8,266 百万円（同 5.9%減）、セグメント利益 521 百万円（同 5.9%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 グループの損益が大幅に悪化

アウトソーシング事業の営業損益が前期比 1,059 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 グループ（エアポートセクター）の損益が大幅に悪化したことである。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。

<中核子会社グループ別動向>

中核子会社グループの業績を開示

同社は今回、ヒト・コミュニケーションズ（非連結子会社を含むグループ会社数 9 社）、ビービーエフ（同 3 社、ホールセールセクターの津森千里デザインスタジオを含む）、ブランチ・アウト（同 1 社）、FMG（同 2 社）の中核 4 子会社の資本系列グループに分けた業績数値も開示した。なお、グループ営業利益の合計と連結営業利益の差異は持株会社の費用である。

26/8 期の業績は、ヒト・コミュニケーションズグループ（アウトソーシング事業、人材派遣事業、その他）が売上高 31,140 百万円（前期比 3.6%増、1,070 百万円増）、営業利益 763 百万円（同 29.5%減、319 百万円減）であった。ビービーエフグループ（EC・TC 事業、その他）が、売上高 9,715 百万円（同 8.5%減、898 百万円減）、営業利益 362 百万円（同 3.1%増、11 百万円増）であった。

ブランチ・アウトグループ（ホールセール事業、IP ビジネス）が、売上高 15,248 百万円（同 8.6%減、1,431 百万円減）、営業利益 620 百万円（同 36.9%減、363 百万円減）であった。FMG グループ（エアポートセクター空港グランドハンドリング事業）が、売上高 6,021 百万円（同 3.4%減、213 百万円減）、営業損失 481 百万円（同 687 百万円減）であった。

2. 業績の見通し

1) 27/8 期会社計画

27/8 期計画は 6%増収 50%営業増益

27/8 期の会社計画は、売上高 65,544 百万円（前期比 5.5%増）、営業利益 1,725 百万円（同 49.9%増）、経常利益 1,585 百万円（同 53.6%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 532 百万円（同 216.7%増）である。

図表 3. 27/8 期計画（単位：百万円）

決算期	26/8	27/8	
	実績	計画	前期比
売上高	62,124	65,544	5.5%
売上総利益	12,366	13,463	8.9%
売上総利益率	19.9%	20.5%	—
販売費及び一般管理費	11,215	11,738	4.7%
販管費率	18.1%	17.9%	—
営業利益	1,150	1,725	49.9%
営業利益率	1.9%	2.6%	—
経常利益	1,031	1,585	53.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	167	532	216.7%
EBITDA	2,826	3,450	22.1%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

営業利益率は、0.7%ポイントの改善を計画

売上総利益率は、FMG グループとビービーエフグループを中心とした増収効果などにより、前期比 0.6%ポイントの改善が見込まれている。販管費については、ビービーエフグループでのエンジニア増員等による人件費の増加や、ブランチ・アウトグループでの物流費の増加等により、前期比 4.7%

増と計画されている。結果として、売上総利益率と販管費率の改善により、営業利益率は同0.7%ポイント改善の 2.6%と計画されている。

EBITDA は 22%増の計画

減価償却費は、FMG グループによる GSE 車両に対する設備投資が続くことから、前期の 880 百万円から 930 百万円への増加が計画されている。のれん償却費は、前期比横ばいの 795 百万円と見込まれている。EBITDA は、同 22.1%増の 3,450 百万円と計画されている。

親会社株主に帰属する当期純利益の増益率計画が経常増益率の計画を大きく上回っている理由

27/8 期計画において、特別損益は見込まれていない。経常利益の増益率計画（前期比53.6%）に対して、親会社株主に帰属する当期純利益の増益率計画（同 216.7%）が大きく上回っているのは、以下の２つの点が主な要因である。

一つは、税金等調整前当期純利益の大幅増益予想により、税務上の損金に算入できないのれん償却額の負担が軽減することや、FMG の黒字転換を予想していることから、法人税等の負担率が低下する計画となっていることである。もう一つは、ブランチ・アウトの減益想定に基づき、当期純利益から控除される非支配株主に帰属する当期純利益の減少が見込まれていることである。

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 26/8 期には 37.5 円へと引上げてきた。

16 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、16 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 26/8 期末には 17,861 人に大きく増加している。

27/8 期の配当予想は前期比横ばいの 37.5 円

27/8 期の一株当たり配当の会社予想については、前期比横ばいの 37.5 円（配当性向125.8%）である。

<セクター別計画>

主要セクター別の売上高では、ホールセールは前期比 785 百万円増、インバウンド・ツーリズムは同 671 百万円増、スポーツ・エンタメは同 661 百万円増、エアポートは同 572 百万円増、デジタル営業支援は同 525 百万円増、販売系営業支援は同 205 百万円と、ワークスを除く各セクターで増収が見込まれている。

図表 4. 27/8 期セクター別売上高計画（単位：百万円）

決算期	26/8	27/8	
	実績	計画	前期比
ホールセール	15,639	16,425	5.0%
販売系営業支援	15,530	15,736	1.3%
デジタル営業支援	11,022	11,548	4.8%
エアポート	7,892	8,465	7.3%
インバウンド・ツーリズム	5,478	6,150	12.3%
スポーツ・エンタメ	4,586	5,248	14.4%
パブリック	1,165	1,180	1.2%
ワークス	808	792	-2.0%
合計	62,124	65,544	5.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ホールセールセクター

ホールセールセクターは 5%増収を計画

ホールセールセクターは、想定為替レートを 1 米ドル 159 円と設定し、前期比 5.0%増収の 164.2 億円を計画している。急激な円安への対応として、以下の事業ポートフォリオの見直しを予定している。コスト増に対する価格転嫁を進める結果として、大手小売業向けの売上構成比は、前期の 76.2%から 69.2%への低下を見込んでいる。一方、価格転嫁が比較的進んでいる専門店向けの売上構成比は、前期の 12.5%から 17.7%への上昇を見込んでいる。また、その他の事業別売上構成比については、自社ブランド事業が前期の 2.5%から 2.6%へ、上海現地法人による ASEAN・香港・台湾等への海外販売が前期の 1.1%から 2.4%へ、高付加価値案件が前期の 3.3%から 5.5%へ、拡大を見込んでいる。

ホールセールセクターは 2.9 億円の減益計画

高付加価値案件に対する新たな取組みとしては、音楽ライブやスポーツ、イベントマーケット等のライブ会場でのグッズ企画販売強化に加え、ガチャガチャ、クレーンゲーム等の IP 新規マーケットへの参入が挙げられる。また、商社経由から直接貿易へのシフトを通じた仕入原価の削減や、為替予約等の為替ヘッジ策の導入にも乗り出す方針である。

しかし、期を通じて円安の影響を受ける前提としていることから、同セクターの営業利益は 3.7 億円（前期比 2.9 億円減）と見込んでいる。

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 12%増収を計画

インバウンド・ツーリズムセクターは、免税カウンター事業や、リムジンサービス事業、観光系施設管理事業の増加等により、前期比 12.3%増収を見込んでいる。

リファンド方式に対応した主要 3 空港での免税カウンター業務を受託

日本では、2026 年 11 月から全国の主要空港等で消費税免税制度の「リファンド方式（空港等での出国時事後還付方式）」が導入された。これに伴い、ヒト・コミュニケーションズは、日本空港ビルディング（9706 東証プライム）及びグローリー（6457 東証プライム）が共同開発・展開する消費税セルフ還付サービス「Self Tax Refund」の現場運営並びに利用者対応業務（免税カウンター業務）を、羽田空港、成田国際空港、沖縄空港において受託し、運用を開始した。

本業務の受託に際しては、従来の免税制度下において、主要商業施設や市中免税店で免税手続きカウンターの運営受託を長年手掛け、制度変更への柔軟な対応力、高精度なパスポート・レシート照合ノウハウ、高い接客品質を確立してきたことや、主要国際空港における出入国審査周辺での動線誘導、案内業務、関係諸機関との連携オペレーションなど、厳格なセキュリティとホスピタリティが求められる空港現場での高い実務ノウハウを有していることが評価された。

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 14%増収を見込む

スポーツ・エンタメセクターは、第 20 回アジア競技大会（9 月 19 日から 10 月 4 日）や第 5 回アジアパラ競技大会（10 月 18 日から 24 日）の運営サポート業務を総勢 800 名の常勤スタッフを雇用して行ったことや、フード事業等の拡大を見込んでいることから、前期比 14.4%増収を見込んでいる。

スポーツホスピタリティ市場への取組み強化により、フード事業の拡大を目指す

ヒト・コミュニケーションズは、プロスポーツチームやエンタメ施設等の運営支援において、試合時でのオリジナルフード売店の運営やドリンクの立売り販売（プロ野球）を行っている。今後は、アリーナ内の常設販売拠点の開設や、ドリンクの立売り販売の他スポーツでの展開、ラウンジ・VIP 席でのフード&ビバレッジの提供（スポーツホスピタリティ）の取組み強化を計画している。

2026 年 1 月時点で、全国のスタジアム、アリーナにおいて、合計 76 件の新設や建替が計画されている。こうした中、スポーツ観戦とラウンジ・VIP 席などでの飲食提供をセットにした「スポーツホスピタリティ」市場が、日本においても本格的に立ち上がると期待されている。スポーツ庁のスポーツホスピタリティガイドブック（令和 7 年 3 月）によれば、グローバル市場調査・コンサルティング会社である

QY リサーチは、2022 年のスポーツホスピタリティの日本市場を 259 百万米ドルと推計しており、2029 年には 801 百万米ドル（CAGR17.5%）に拡大すると予測している。

国内スポーツホスピタリティ市場の発展が欧米に比べて遅れていた理由の一つは、スタジアム・アリーナにおけるホスピタリティ専用スペースの不足であったが、スタジアム・アリーナの新設・建替の進捗により、同市場の急拡大が期待できよう。同社は、スポーツホスピタリティ市場の取組み強化によって、スポーツ・エンタメセクターの中で手掛けているフード事業（一部はパブリックセクター）の売上高を 26/8 期の 7 億円から 5 年後には 14.5 億円に拡大させる計画を掲げている。

エアポートセクター

エアポートセクターは 7%増収を計画

エアポートセクターは、空港グランドハンドリング事業の拡大により、前期比 7.3%増収を計画している。日中関係の改善は見込んでいない一方、燃料価格の安定化に伴う国際便の離発着の増加を前提としている。

FMG グループは黒字転換を見込む

エアポートセクターの中心を占める FMG グループについては、売上高 65.7 億円（前期比 9.1%増）、営業利益 0.4 億円（同 5.2 億円増）と見込んでいる。復便や新規受託による旅客事業やランプ事業の拡大だけではなく、整備事業や機内清掃事業の本格化、新たに開始した航空貨物事業の貢献も見込まれている模様である。また、給油事業への参入や、コスト削減を目的とした GSE 整備の内製化も視野に入れている。

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や、当該認証の取得、航空貨物事業・給油事業等への参入により、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。航空燃料問題の解消後は、エアポートセクターが同社グループの長期的な利益成長の牽引役となる可能性が高まったと言えよう。

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達成に期待

今後は、ランプ事業を開始した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、冬ダイヤや来年の春ダイヤにおいて新規案件の受注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、28/8 期も大幅な増収増益が期待される。更には、中期経営計画で掲げている売上高目標（29/8 期 128 億円）の達成が見えてこよう。

スタッフアサインシステムの活用による生産性の向上を目指す

同社グループのシステム開発子会社であるフィグニーは、現在、AI で空港グランドハンドリング事業スタッフの勤務パターンを作成し、人材配置を最適化するスタッフアサインシステムを開発している。FMG は、成田空港における 2029 年 8 月の受託便数目標を 2026 年 8 月比 70%増としているが、当システムが完成すると、必要人員については同 32%増に抑えられると試算している。

デジタル営業支援セクター

デジタル営業支援セクターは 5%増収を計画

デジタル営業支援セクターの売上高は、大手マーケットプレイスを中心としたモール型 EC サイト運営受託や、大手ファッションブランドとのコラボ、津森千里ブランドの活用による EC サイト開発等により、11,548 百万円（前期比 4.8%増）を計画している。一方、SALES ROBOTICS や UsideU 等が EC・TC 支援事業以外も増収を見込んでいる。

EC・TC 支援事業は 3%増収、38%営業増益を見込む

デジタル営業支援セクターのうち、EC・TC 支援事業は、増収効果に加え、AI 活用によるコスト削減や効率化により、売上高 8,502 百万円（同 3%増）、営業利益 470 百万円（同 38%増）と見込んでいる。

販売系営業支援セクター

販売系営業支援セクターは 1%増収を計画

販売系営業支援セクターは、通信分野の受託規模の拡大や、家電・ストア分野向けの営業支援強化により、前期比 1.3%増収を計画している。

ワークスセクター

ワークスセクターは、長期的にはバスルームコーティング事業に期待

ワークスセクターは、主力事業の物流支援の不振により、前期比 2.0%減収を計画している。同セクターでは、KeePer 技研（6036 東証プライム）との提携によるバスルームコーティング事業が 27/8 期から本格的に開始されたことに期待したい。ヒト・コミュニケーションズの全国拠点網を活用し、シティホテルや、全国チェーンのビジネスホテル、地方のリゾートホテルなど、多様な宿泊施設で既に受注実績を積み上げている模様である。国内ホテル・旅館の客室数について、厚生労働省は 2024 年度において約 178 万室と推計しているが、同社は、施工室数の目標を、27/8 期が 10,000 室、31/8 期が 23,056 室に設定している。

<中核子会社グループ別計画>

FMG グループの業績改善が全体業績の回復を牽引

27/8 期の中核子会社グループ別会社計画は、ヒト・コミュニケーションズグループが売上高 33,012 百万円（前期比 6.0%増、1,872 百万円増）、営業利益 1,015 百万円（同 33.0%増、252 百万円増）である。ビービーエフグループが、売上高 9,987 百万円（同 2.8%増、272 百万円増）、営業利益 521 百万円（同 43.9%増、159 百万円増）である。

ブランチ・アウトグループが、売上高 15,975 百万円（同 4.8%増、727 百万円増）、営業利益 321 百万円（同 48.2%減、299 百万円減）である。FMG グループが、売上高 6,570 百万円（同 9.1%増、549 百万円増）、営業利益 43 百万円（同 524 百万円増）である。

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。

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、コスト効率化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。

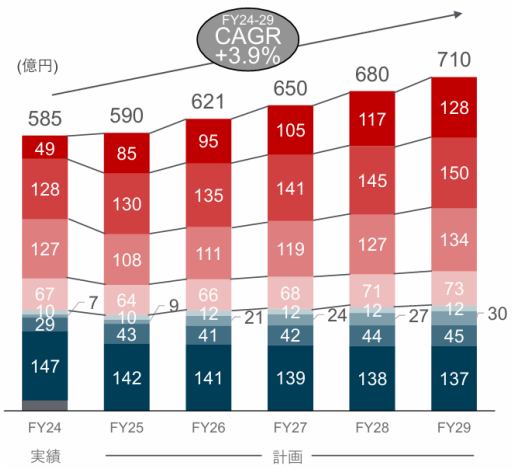
同社は、4 領域毎にメリハリをつけた経営資源の配分を行い、強固な収益基盤を確立しつつ、持続的成長が可能な事業ポートフォリオの構築を目指している。

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。

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見られるものの、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 5. 中期経営計画におけるセクター別売上高の計画



重点領域	増減額	CAGR	構成比
①エアポート	+79	21.1%	18.1%
②ホールセール	+22	3.3%	21.1%
③デジタル営業支援	+7	1.2%	19.0%
④インバウンド・ツーリズム	+6	1.7%	10.3%
パブリック	+2	4.5%	1.7%
ワークス	+23	33.8%	4.2%
スポーツ・エンタメ	+16	9.5%	6.3%
販売系営業支援	-10	-1.4%	19.4%
社会的要請(コロナ対策)		-%	-%

出所：会社資料

3. 株価の推移とバリュエーション

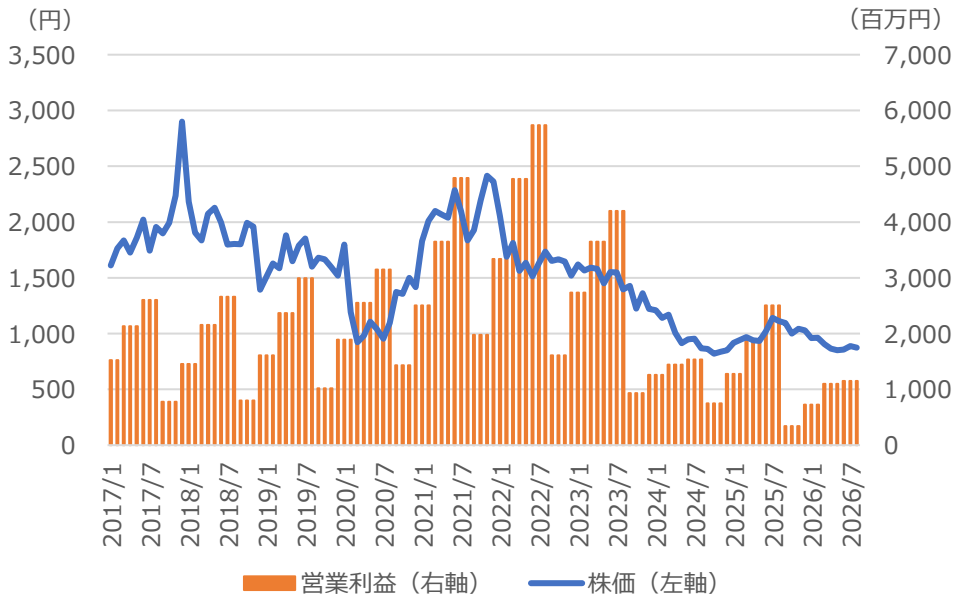
2020 年から 2024 年前半までの株価は、新型コロナウイルス感染症の業績への影響を織り込みながら、上昇後に下落した

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 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四半期別営業利益



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 月中旬から年末までの株価レンジは 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 月から 9 月までの株価レンジは 830～1,000 円

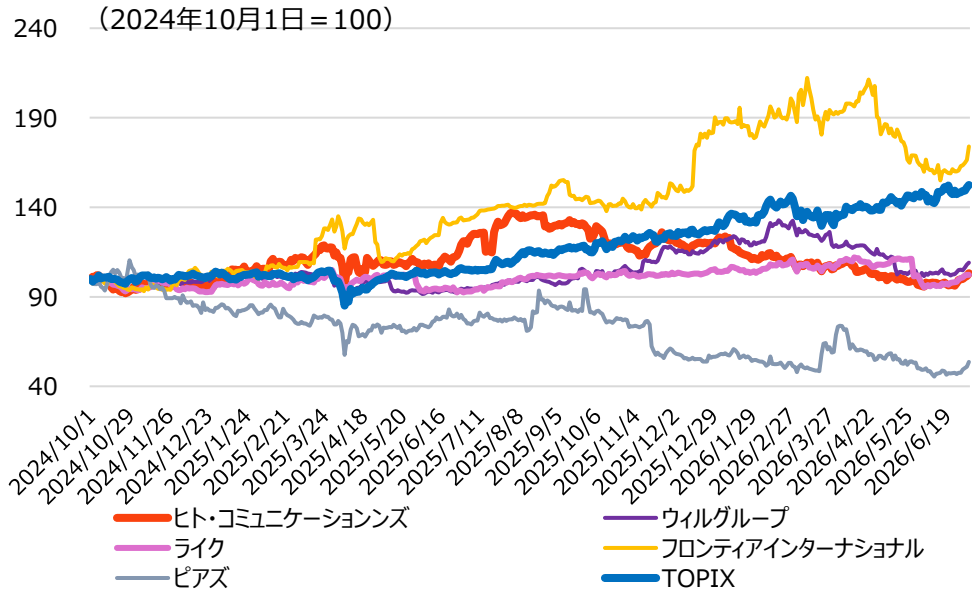
2026 年 1 月に発表された 26/8 期 Q1 決算は、会社想定並みながら、営業利益が前年同期比 53.7%減益であったため、株価レンジは、900～1,000 円に切り下がった。4 月に発表された 26/8 期中間期決算も、中国便減便の影響等により、大幅減益であったほか、イラン紛争による航空燃料問題に伴う減便影響が加わったため、その後、通期計画の下方修正懸念から、株価は下値を模索する展開となり、6 月 4 日には 821 円の安値を付けた。その後、割安なバリュエーションを評価した投資家からの買いが入ったため、株価は 900 円前後に反発した。7 月 15 日に 26/8 期 Q3 累計決算及び 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、830～910 円のレンジで推移した。

現在の株価は 740～780 円のレンジで推移

10 月 14 日に発表された 26/8 期決算は概ね修正計画並みであったものの、27/8 期の会社計画が投資家の期待をやや下回ったと見られたことや、株式市場全体が急落した影響を受けたことから、下値模索の展開となった。現在の株価は 740～780 円のレンジで推移している。

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。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 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

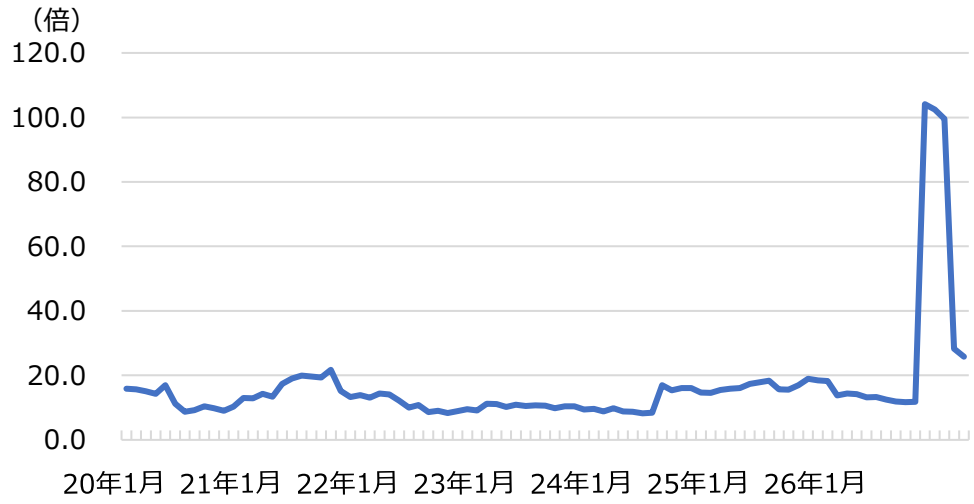


出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

2019 年 9 月から 2026 年 6 月までの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 月から 2026 年 6 月まででは、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た。当該期間において、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 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

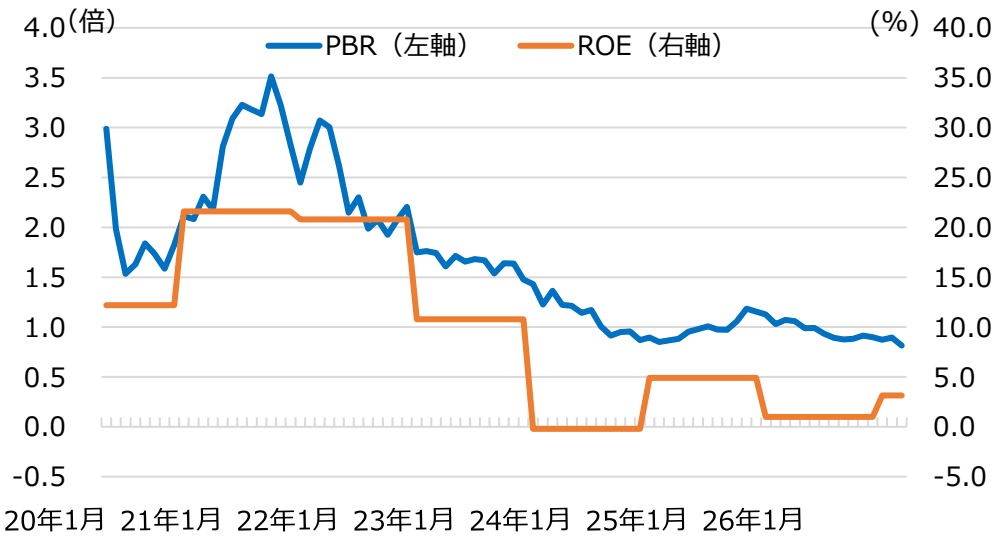
一時的に大幅に上昇していた予想 PER は、27/8 期計画を公表後、26 倍程度に低下

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べた株価の下落率が小幅であったこと、株価が 27/8 期業績を織り込み始めていたと見られることなどから、26/8 期予想基準の PER は一時的に約 100 倍に上昇した。10 月 14 日に公表された 27/8 期の会社計画を受けて株価が調整したこと、基準年度が 27/8 期会社予想に移行したことから、現在の予想 PER は 26 倍程度に低下したが、PBR や配当利回りが株価の下支え要因となっているため、以前の水準に比べると、高い水準を維持している。

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：27/8 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、26/8 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、大幅減益を受けて比較対象企業の中で同社の数値が最も低かった。27/8 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 0.8 倍と、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 1.9%と、5 社中最も低い。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。

航空燃料問題の解消後の株価の本格的な上昇に期待

関連企業と予想 PER を比較すると、同社が最も高い水準となっている。これは、予想 PER で高く評価されていると言うよりも、同社の株価が低水準となった PBR 等に基づいて評価されているためである。航空燃料問題が解消すれば、27/8 期に続いて 28/8 期もエアポートセクターを中心とした収益回復の可能性が高まるため、株価もそれに伴って上昇局面に入ると期待される。

一方、順調に業績回復が実現した場合、28/8 期頃からは、同社株価の評価基準が PBR や配当利回りから予想 PER に移行すると考えられる。その際、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 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**	**2026/08**	**62,124**	**1,150**	**1.9**	**1.0**	**42.5**	**1,560**
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	67,315	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	29,948	2,100	7.0	13.3	58.6	484
ピアズ	7066	2026/09	7,416	492	6.6	9.8	65.4	413

注：ピアズの従業員数は 2025 年 9 月末の数値。
出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 同業他社とのバリュエーション比較

会社名	証券コード	決算期	株価（11/16）（円）	時価総額（11/16）（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（25/11/14）（%）	3 年騰落率（23/11/16）（%）
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	**4433**	**2026/08**	**769**	**13,721**	**25.8**	**0.8**	**3.2**	**4.9**	**-24.5**	**-39.9**
ウィルグループ	6089	2026/03	1,228	28,281	10.1	1.4	13.4	3.6	13.7	11.8
ライク	2462	2026/05	1,466	28,133	11.0	1.5	13.7	4.1	-2.3	4.9
フロンティアインターナショナル	7050	2026/04	1,291	11,565	8.9	1.2	13.6	5.7	15.0	59.3
ピアズ	7066	2026/09	383	3,449	12.4	1.2	9.9	—	-25.0	-38.9

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。

全国主要空港でのグランドハンドリング中核 3 業務の一気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、27/8 期の売上高が 164.2 億円と計画されており、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、27/8 期の売上高が 84.6 億円と計画されており、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」の一気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、株価が上昇する可能性があろう

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、中長期での利益成長への期待を織り込み、予想 PER の大幅上昇を伴って株価が上昇する可能性があろう。

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（26/8 期実績 1.0%）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 27/8 期の ROE は 3.2%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 期末における同社のネット D/E レシオは-0.07 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。

【イニシエーションアップデート】

5. 安井豊明社長のプロフィールと事業・セクター強化への取組み

事業家の遺伝子を受け継ぐ

安井豊明社長（1965 年生まれの 61 歳）は、大分県で商売を営んでいた両親に育てられた。両親が商売で忙しかったため、子供の頃は、家族旅行をしたことがなく、サラリーマン家庭に憧れていた。しかし、商売で苦労する両親と暮らす中で、自然と事業家の遺伝子を受け継ぐこととなった。

ラグビーに明け暮れた高校・大学生活

安井氏は、元々スポーツが好きで、子供の頃は野球や水泳に夢中になった。中学ではバレーボール部に所属していたものの、折からのラグビーブームの影響を受け、地元の強豪校であり、文武両道の校風を持つ大分県立大分舞鶴高校の「黒いジャージ」に憧れ、同校に入学した。

1975 年の全国高校ラグビー大会で優勝した同校のラグビー部は、多数の部員が厳しい練習を行っていたが、安井氏はラグビー未経験者だったものの、激しいポジション競争を勝ち抜き、フランカーとして試合に出られるようになった。しかし、安井氏の代は「谷間の世代」と言われていたようで、当時、ラグビー後進県であった沖縄県立コザ高校に 3 年生の春の九州大会で敗北する等、挫折も味わった。高校最後の夏合宿では各地の大学で活躍していた OB から熱心な指導を受け、チームは急速にレベルアップした。そうした中で出場した 1984 年の第 63 回全国高校ラグビー大会では、決勝戦で奈良県の天理高校に敗れ、惜しくも準優勝であった。

安井社長はラグビーから学んだものは大きいと語っている。社員に対しても、「人間は自分の経験を超えられない。何かを知っていることと、出来ることは同じではない」と繰り返し伝えている。「練習でタックルが出来ても、本番で出来なければ意味がない。これはビジネスの世界でも同じ」と社員に語り掛けることで、後にチームで成果を追求する社風を作り上げている。

その後、安井氏は、福岡大学に入学してラグビーを続けたが、長男として実家の家業を継ぐか、地元で教員になるか、決めかねていた。3 年生の時にアメリカを旅行した経験を経て、「大きなステージで仕事をしたい」という想いが強まり、大学卒業後、1988 年に富士銀行に入行した。

金融から小売を経由して人材サービスの世界へ転身

富士銀行では、支店営業や本社のマーケティング部門等に配属され、ビジネスの実務を深く学んだ。また、金融バブルとその崩壊、3 行による経営統合を経験した。しかし、次第に銀行業務の限界も感じるようになっていた頃、誘いがあったことから、2001 年 5 月に大手家電量販店に転職した。

大手家電量販店では、店舗企画や M&A 等を担当したが、ある時、運命の出会いが訪れた。通常業務の傍ら、人材派遣子会社の経営を、最初は週に 2～3 回、各 1 時間ほど見て欲しいと上司に頼まれたのである。当時の当該子会社は、社員の教育や経営管理に問題を抱えており、経営の立て直しには相当の努力が必要だと感じたようである。しかし、様々なシチュエーションに対応して、現場でゲームをコントロールする必要があるラグビーというスポーツを経験していたため、安井氏は、社員を一人前に育てて、会社を立て直すのが自分の使命だと発想を転換した。また、ビックスタッフの社員と接するうちに、自分が何とかしたいという想いが沸き上がり、当該子会社の経営への関与を深めていった。

そうした中、突然、経営幹部数名が退社を申し出るという事件が発生し、大きく動揺したものの、安井氏に期待を寄せる社員からの励ましの言葉をきっかけに覚悟を決め、当該子会社の経営を引き受けることにした。こうしたエピソードを持つ安井社長は、「クールヘッド&ウォームハート」の持ち主であると思われる。

社長に就任し、MBO を実行（最初の大きな決断）

安井氏は、2004 年 9 月、当該子会社の代表取締役社長に 39 歳で就任した。社是やビジネスモデルをゼロから作り直したほか、寝食を共にする徹底的な研修を開始した。自ら作り上げた研修カリキュラムを基に厳しい研修を行ったため、逃げ出す社員も少なくなかったようであるが、組織としての骨格を固めることに成功した。

2005 年 12 月には、MBO によって親会社からの資本分離を主導し、新会社は独立系の人材サービス会社として新たなスタートを切った。安井社長は、組織を一つの方向に向かせるために、株式上場を会社再生の旗印にすることにした。翌年には、社名をヒト・コミュニケーションズに変更し、名実ともに独立系の会社となった。当該子会社との出会いからこれまでに、安井氏は経営上の 3 つの大きな決断をしているが、社長就任から MBO による独立までが安井社長の最初の大きな決断であった。

当時のヒト・コミュニケーションズの主力サービスは、家電量販店等で、家電や携帯電話等の接客・販売に係る人材派遣であるが、現在は販売系営業支援セクターの中に含まれている。

人材派遣からアウトソーシングへの転換を図る

独立によって旧親会社に頼れなくなったことや、単なる人材派遣事業では差別化が困難であり、顧客の指示通りに働くだけではスタッフが成長しない、ビジネスの再現性もないと感じていたことから、安井社長は、2000 年代後半以降、光回線の販売を通信キャリアから請負う契約の受託を皮切りにアウトソーシング事業へと舵を切った。人材派遣事業を縮小する一方、顧客と課題を共有し、伴走しながらその解決を図るアウトソーシング会社に生まれ変わるという目標を打ち出した。こうして課題解決への取組みが始まった。

アウトソーシング事業は、少ない人数で成果を出すことで収益性を高められるだけでなく、会社組織にノウハウを蓄積出来るという特性がある。ノウハウの蓄積によってビジネスの再現性が高まり、顧客との取引の長期化や顧客数の拡大に繋がった。その後、ヒト・コミュニケーションズは、携帯電話の販売支援や、後述するスポーツ・エンタメセクター、インバウンド・ツーリズムセクター等の他領域の顧客に対してもアウトソーシング形態での契約獲得を目指すようになった。

ラグビーとアウトソーシング事業の共通点

当時のヒト・コミュニケーションズは、優秀な人材の採用や定着で苦労していたが、「One for all, All for one」という言葉に代表されるラグビー精神から学んだ人材育成術やチームワーク等が問題の解決に役立ったそうである。

ラグビーは、スポーツの中でも 15 人と多い人数でチームが構成され、ポジションや役割が分化されている。一旦、ゲームが始まると、ヘッドコーチではなく、現場のキャプテンがリーダーとなって、組織的に攻防を統率する必要がある。

現場のキャプテンの重要性という面で、その対極にあるチームスポーツが野球である。野球においては、攻撃時は監督のサインがコーチを経由して打者に伝えられ、打者はその指示に従うことが求められる。守備においても、相手の打者や味方の投手によって、ポジション毎に守備位置を細かく指示されることが通常であるため、ゲームにおいて野球のキャプテンが果たす役割は相対的に小さい。

同社グループの中心事業であるアウトソーシング事業は、役割が異なる人材を適材適所に配置し、現場リーダーの決断の下、チームとして成果を出すことが求められるが、異なる能力を持つポジションの選手がプレーヤー主導でワンチームとして戦うラグビーと共通点が多い。

MBO 後 6 年で目標とした上場を実現

ヒト・コミュニケーションズは、2011 年 8 月、大阪証券取引所 JASDAQ（スタンダード）に株式を上場した。安井社長が MBO の際、目標に定めた上場を 6 年ほどで実現した。

社会課題を解決したいという志

上場後、安井社長は、長期的な成長を重視する観点から、M＆A も取り入れた支援対象業種（セクター）の多様化を推進した。これは、特定の業種に属する顧客に限定的な価値を提供するだけの挑戦しない企業ではなく、様々な業種に属する顧客の課題にとどまらず、社会の課題までを解決する企業に進化したいという志によるものだと考えられる。

2011 年に専門的な知識が必要な観光事業に参入し、支援対象業種（セクター）の多様化が始まった

2011 年当時、ヒト・コミュニケーションズは、販売、サービス、営業の 3 分野で顧客を支援する会社となっていたが、市場が拡大していたブロードバンド（光回線）及びモバイルと、経験が豊富な家電の 3 業種の販売支援に大きく依存していた。安井社長は、モノ消費からコト消費（サービス）に経済がシフトすることを見据えていたが、コト消費の分野でも、ヒト・コミュニケーションズが育成してきた、顧客に伴走しながら課題を解決する能力を活かせると考えていた。

安井社長は、売上高構成比が低かったサービス分野を強化するため、観光人材サービス部を設置すると共に、家電量販店で求められるような専門的な知識が必要となる観光事業（現インバウンド・ツーリズムセクター）への参入を決断した。こうして、同社グループの支援対象業種（セクター）の多様化が始まった。当時の観光事業については、旅行事務スタッフや、通訳案内士、通訳・翻訳、添乗員（国内・海外）・バスガイドの派遣が主な業務であった。

2012 年から積極的な M&A に乗り出した

安井社長は、上場を機に積極的な M&A にも乗り出した。ヒト・コミュニケーションズは、2012 年 4 月に、観光分野における海外向け添乗員派遣事業を強化するため、ボイスエンタープライズ（Voice Enterprise）を子会社化した（2016 年にヒト・コミュニケーションズが吸収合併）。

2014 年には、観光分野における国内外向けの添乗員派遣事業の強化のため、西日本エリアをカバーするティーシーエイ（TCA）と、関東・東北エリアをカバーするジャッツ（JATS）を子会社化した。また、同年に、東海地域の事業拡大等を目的に、WSS スタッフィング（現 WSS）を子会社化した。2015 年には、ティーシーエイは、訪日外国人を中心とする富裕層向けリムジンサービスの新規立上げのため、ジャパンリムジンサービス（Japan Limousine Service）を子会社化し、インバウンド事業（現インバウンド・ツーリズムセクター）に参入した。

インバウンド・ツーリズムセクターの売上高が徐々に拡大したほか、ブロードバンド・モバイル市場の急成長が追い風となり、2010 年代前半のヒト・コミュニケーションズの業績は順調に拡大した。2010 年代半ば以降は、顧客から店頭での販売支援だけでなく、EC の販売支援を求められる機会が増えていたため、安井社長は EC 分野への進出の機会を窺っていた。

2017 年の M&A により、EC 販売支援や衣料品卸売に事業領域を拡張し、収益の柱と売上成長の柱を手に入れた（二つ目の大きな決断）

2017 年 6 月、ヒト・コミュニケーションズは、ビービーエフ（BBF）と、その子会社であったブランチ・アウト（BRANCH OUT）、上海布藍綺国際貿易有限公司（BRANCH OUT Shanghai）を子会社化した。安井社長はビービーエフの代表取締役会長に就任した。

主力事業であるリアル店舗での販売系営業支援に加え、ビービーエフが担当する EC 販売支援（現デジタル営業支援セクター）をグループに取込み、オムニチャネル営業支援体制を構築した。対面販売の支援だけでなく、EC の販売支援もグループで提供できるという点は、多くの人材サービス会社とは異なる同社の強みの一つである。社会や顧客企業が持つ、様々な課題解決を目指す同社にとって、拡大する EC 市場に進出することは必然であった。また、ビービーエフは、同社グループの主力子会社の中で利益率が最も高く、同社グループにおける収益の柱となっている。

ブランチ・アウトを通じて、衣料品の企画・製造・卸売（現ホールセールセクター）にも事業領域を拡張した。ブランチ・アウトは、IP ライセンスの活用とインフルエンサーを使ったマーケティングに特徴がある。優良顧客からの信頼も厚く、今後の同社グループにおける売上成長のドライバーと言えよう。

2019 年の持株会社への移行後も、M&A で事業ポートフォリオを強化

2019 年 3 月の持株会社化に伴い、安井氏はヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの代表取締役社長グループ CEO に就任した。同年 4 月には、デジタルマーケティング分野への本格参入のため、ヒト・コミュニケーションズは、インサイドセールス事業（現デジタル営業支援セクター）を展開する SALES ROBOTICS を子会社化した。安井社長は SALES ROBOTICS の代表取締役会長に就任している。

2019 年 6 月には、ヒト・コミュニケーションズは、訪日外国人旅行者向けランドオペレーティング業務を行うトライアングル（Triangle Japan DMC）を子会社化し、インバウンド事業（インバウンド・ツーリズムセクター）を強化した。

2021 年にデジタル営業支援セクターを強化

2021 年 6 月、ヒト・コミュニケーションズは、コロナ禍で需要が高まっていたオンライン接客事業を行う UsideU を子会社化し、デジタル営業支援セクターを強化した。

2023 年に空港ビジネスを強化し、成長力が大幅に向上（三つ目の大きな決断）

ヒト・コミュニケーションズは、事業ポートフォリオの強化を目的として、2023 年 7 月に、空港内でグランドハンドリング事業等を展開する FMG を子会社化し、2010 年代半ばから参入していた空港ビジネス（現エアポートセクター）を大幅に強化した。

安井社長は 2011 年頃から、インバウンド需要の最大のタッチポイントとなる空港でのビジネスを将来、事業の柱にしたいと考えていたが、最初にサービス提供を開始した空港の制限区域外で行う施設運営支援・販売支援だけでは十分な収益が出ていなかった。グランドハンドリング事業は空港の制限区域内で行われるため、高い専門性が求められ、新規参入の機会が限定されていたが、安井社長が早期から M&A の機会を窺っていたことが買収の実現に繋がった。M&A によって空港の制限区域内外において一気通貫でサービスを提供できる、唯一無二のビジネスモデルを確立したことが、今後の同社グループの成長力を大きく引上げることに繋がった。

2011 年に EY アントレプレナー・オブ・ザ・イヤーを受賞

ここで、安井社長個人の出来事と、同社とラクビーへの関わりについても触れておきたい。安井社長は、2011 年の EY アントレプレナー・オブ・ザ・イヤー・ジャパン（EOY）において、成長段階の企業の起業家を対象とするアクセラレーティング部門の大賞を受賞した。同社のビジネスモデルである「成果追求型営業支援」が、一般的に差別化が困難とされる人材サービス領域において、優位性、高い成長性、他社との差別化の観点から評価され、セミファイナリスト 16 名の中から選出された。また、2014 年には、地元の大分県にゆかりのある著名人が任命される「豊の国かぼす特命大使」に就任した。

サンウルブズのオフィシャルスポンサー

ヒト・コミュニケーションズは、ラグビーユニオンの国際大会「スーパーラグビー」において、2016 年～2020 年に参戦した日本チーム「サンウルブズ」のオフィシャルスポンサーであった。サンウルブズの結成は、ラグビーワールドカップ日本大会に向けた日本代表の強化策の柱であった。安井社長は、ラグビーに恩返しをしたい、日本代表の強化に少しでも貢献したいとい想いからスポンサーを引き受けた。大企業ではないヒト・コミュニケーションズが支援したところ、結果的に、業種や地域、世代を超えて、会社の認知度は大きく向上した。

ラグビーワールドカップ日本大会のオフィシャルスポンサー

安井社長のラグビー体験は、社内の組織造りだけではなく、事業展開にも活かされている。ヒト・コミュニケーションズは、「ラグビーワールドカップ 2019」日本大会ではオフィシャルスポンサーとして大会をサポートしたが、同大会での実績が「東京オリンピック・パラリンピック」関連事業や、プロスポーツチーム運営支援の受託にも繋がり、スポーツ・エンタメセクターの発展に活かされている。

6. 沿革（MBO 以後の事業・セクター関連を除く）

大手家電量販店の人材派遣子会社として設立され、販売系営業支援を開始

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスは、1998 年 2 月に、大手家電量販店の子会社として東京都豊島区に設立された人材派遣会社を前身としている。同年 5 月には、一般労働者派遣事業許可を取得し、家電量販店への営業・販売支援（現在の販売系営業支援セクター）を中心とした人材派遣事業を開始した。その後、大阪市（2001 年、現関西支社）、福岡市（2002 年、現九州支社）、名古屋市（2003 年、現東海支社）に支店を開設し、展開エリアを拡大した。2004 年には携帯事業部を設立し、市場が急拡大していた携帯電話・スマートフォン等の販売支援を行うモバイルビジネスに本格参入した。

親会社から独立

2005 年 12 月、当該子会社は、更なる事業拡大のため、MBO による親会社からの資本分離を実施し、独立系の人材サービス会社となった。翌 2006 年 2 月には、社名をヒト・コミュニケーションズに変更した。

全国の主要都市に拠点を開設し、大手クライアントの信頼を獲得

ヒト・コミュニケーションズは、札幌（2006 年、現北海道支社）、仙台（2007 年、現東北支社）にも支店を開設し、全国の主要都市をカバーする体制を構築した。独立した直後であったため、新規拠点の開設当初は経営的には大変苦しかったものの、地域密着型の他社との違いが評価され、大手クライアントからの全国規模での案件の受託に成功した。その後、各拠点での 20 年近くの運営実績を積み重ねたことから、大手クライアントとの深い信頼関係を築き上げた。現在では、グループの拠点数は全国 48 カ所に広がっている。

2011 年に株式を上場

2011 年 8 月には、大阪証券取引所 JASDAQ（スタンダード）に株式を上場した。2012 年の東京証券取引所第二部への上場を経て、2013 年には同取引所第一部銘柄に指定された。

2019 年 3 月に純粋持株会社に移行

ヒト・コミュニケーションズは、グループガバナンスの強化や、意思決定の迅速化、グループ内各事業会社間の事業シナジーの最大化等を目的に、単独株式移転により、2019 年 3 月に純粋持株会社であるヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスを設立し、同社は東京証券取引所第一部に株式を上場した。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスは、同年 4 月、孫会社であったビービーエフを直接子会社化し、ヒューマン営業支援プラットフォームを担当するヒト・コミュニケーションズと、EC 支援プラットフォームを担当するビービーエフの 2 社を中核子会社とする体制に移行した。

21/8 期以降にコロナ対策関連業務が業績に大きく貢献

2020 年春以降、新型コロナウイルス感染症の感染が拡大すると、ツーリズムセクターや販売系営業支援セクター等の事業環境が大きく悪化した。一方、同社グループは、広範な事業ポートフォリオと様々な経験や能力を持つスタッフの動員力を活かすことで社会からの要請に応え、空港水際対策支援や、ワクチン接種会場運営支援、ワクチン接種受付コールセンター支援、軽症者受入ホテル支援等のコロナ対策関連事業を全国各地で大規模に受託した。結果として、コロナ対策関連業務は、21/8 期から 24/8 期まで、同社グループの業績に大きく貢献した。

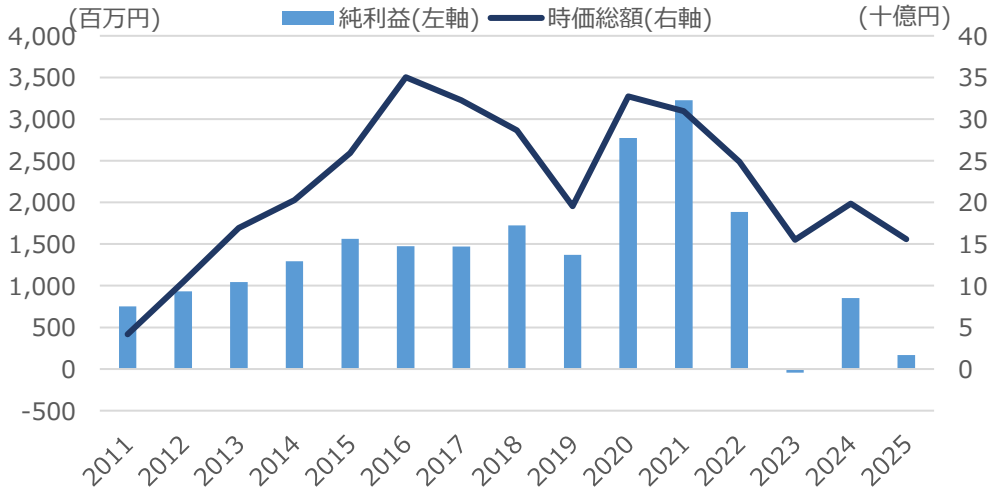
図表 12. コロナ対策関連業務の業績への影響

（億円）	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
除くコロナ影響					
売上高	493	506	483	511	563
営業利益	30.8	35.2	25.7	20.4	11.7
コロナ影響					
売上高	4.8	58.3	158.2	127.9	22.2
営業利益	0.6	12.6	31.6	21.5	3.9

注：21/8 期以前の売上高は、22/8 期から適用された収益認識に関する会計基準を遡って適用した場合の試算値
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

2022 年 4 月には、東京証券取引所の市場区分の見直しに伴い、ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスは、プライム市場に移行した。

図表 13. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの純利益と時価総額の長期推移



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. 主要子会社の業績推移

（百万円）	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8
ヒト・コミュニケーションズ					
売上高	29,492	36,011	32,271	23,733	24,071
経常利益	3,298	4,276	2,238	811	2,386
経常利益率	11.2%	11.9%	6.9%	3.4%	9.9%
当期純利益	1,866	2,742	994	-501	1,854
ビービーエフ					
売上高	38,595	9,813	10,147	10,976	9,389
経常利益	855	1,002	1,036	1,040	500
経常利益率	2.2%	10.2%	10.2%	9.5%	5.3%
当期純利益	558	662	677	632	323
ブランチ・アウト					
売上高	9,564	8,966	10,597	12,614	16,294
経常利益	774	244	622	598	967
経常利益率	8.1%	2.7%	5.9%	4.7%	5.9%
当期純利益	517	163	401	400	642

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

7. 企業 DNA と模倣困難性

1）ポジショニング理論

競合他社との違いを明確にする考え方

著名な経営学者であるマイケル・E・ポーターが提唱するポジショニング理論は、競合他社と比較して、自社の商品やサービスをどのように位置づけるかを重視する考え方である。企業が競争優位を築くための基本戦略として、①コストリーダーシップ戦略、②差別化戦略、③集中戦略、の 3 つを挙げている。

差別化戦略を採用

このうち、ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスが採っている戦略は、②差別化戦略と言えよう。差別化戦略とは、同業他社の製品・サービスとは異なる価値を顧客に提供することで競争優位性を確保する戦略である。

販売系営業支援やホールセール等で差別化戦略を実行

同社グループの差別化戦略の例としては、販売系営業支援セクターやホールセールセクター、エアポートセクターが挙げられる。

祖業である販売系営業支援セクターでは、競合他社との違いがあまり出せない人材派遣から、社員・スタッフの成長に繋がり、顧客の課題解決に貢献できるアウトソーシングに早くから事業形態をシフトした。結果として、顧客からの信頼に繋がり、20/8 期に掛けて同セクターの業績は急拡大した。

ホールセールセクターでは、IP ライセンスの活用した商品の企画・開発力や、インフルエンサーとのコラボレーションによる SNS 等を使った情報発信力を武器にして、大手量販店との取引拡大に成功した。

エアポートセクターでは、グランドハンドリング業務と施設運営支援・販売支援業務を一体で展開することにより、空港という特殊な場所で、柔軟に人材配置を行えるという点で他社にはない強みを有している。

2）企業 DNA

企業 DNA を活かした事業戦略が成功の鍵

企業 DNA とは、創業者の想いや企業の歴史の中で培われた、その組織固有の価値観や哲学、企業文化である。企業 DNA を活かした事業戦略を立案、実行することが競争に打ち勝つ確率を高めると考えられる。そのため、ストラテジー・アドバイザーズでは企業 DNA を重視している。

４つの企業 DNA

同社グループの企業 DNA としては、「ラグビー精神に基づいたチームで成果を追求する社風」に加え、顧客の課題解決のための「専門性の重視」、「拡張性」及び「変化対応力」が挙げられる。

ラグビー精神に基づいたチームで成果を追求する社風

ヒト・コミュニケーションズは、大手家電量販店傘下の人材派遣会社として創業しており、当初はチームで業務に取組むという考え方に乏しかった。2004 年 9 月、社長に就任した安井氏は、主体的に顧客の課題解決を目指すため、人材派遣からアウトソーシングへと顧客との契約形態の変更を主導した。異なる能力を持つ人材を採用、教育し、適材適所に配置することにより、顧客に伴走しながらチームで顧客の課題解決を図り、成果を追求する経営手法は、安井社長が学生時代に身に付けたラグビー精神に通じるものがあった。

ラグビー精神とは、「One for all, All for one」という言葉に代表される自己を犠牲にして他人を活かすという価値観である。こうした価値観は、ラグビーにとどまらず、アウトソーシング事業においてチームで成果を追求するヒト・コミュニケーションズにも必要不可欠なものだった。ラグビー精神に基づいたチームで成果を追求する社風が徐々に作られていった結果、ヒト・コミュニケーションズのアウトソーシング事業の売上高構成比は、上場した 11/8 期には 76.0%に上昇した。

その後、ヒト・コミュニケーションズは、販売系営業支援セクターだけでなく、スポーツ・エンタメセクターやエアポートセクターの施設運営支援等でもアウトソーシングを主体とした事業展開を進めている。アウトソーシング事業への注力は、人材派遣事業を祖業とする会社としては異例な「ラグビー精神に基づいたチームで成果を追求する社風」という企業 DNA に繋がったと言えよう。

専門性の重視

同社グループは、販売系営業支援の中でも特に詳細な商品・サービス知識が要求される携帯電話分野に注力する等、専門性の高い業務を選択して事業を展開してきた。これは、就任当初から安井社長が単純な人材サービスだけでは生き残れないという危機感を抱いていたことや、専門性を顧客の課題解決のために欠かせない能力と認識していたことによる。通信業界への依存度を下げることを目的に旅行事業に参入した際も、海外旅行向け添乗員には深い専門知識が要求される点に着目し、海外旅行向け添乗員派遣事業を展開するティーシーエイとジャッツを買収した。

また、2023 年に参入を果たした空港でのグランドハンドリング事業についても、高い専門性が必要とされる業務であることや、空港内の商業施設運営支援・販売支援とのシナジー効果が期待できることが FMG を買収する決め手となった。こうしたことから、事業領域の選択における専門性の重視が同社グループの DNA の一つとなっていると考えられる。

拡張性

同社グループは、「点・線・面」という事業戦略を掲げている。スポーツ・エンタメセクターで手掛けているアリーナ施設運営支援事業を例にとると、会場設営、チケッティング、飲食・物販支援、キッズアカデミー支援、ファンクラブ運営、EC/Web 運営受託等の同社グループが提供できる個別業務支援メニュー（「点」に該当）の中から、顧客の要望に応じて複数のメニューを組み合わせてソソリューション化して提供することが「線」に当たる。例えば、会場設営支援、チケッティング、飲食・物販支援をパッケージにして顧客に提供している。

複数のソリューションを連携させることにより、複合的な業務支援を行うことが「面」に当たる。この事業戦略においては、顧客ニーズに合わせてサービス内容を柔軟に変更することも可能であるほか、新たな要望に合わせて更なるサービスを追加する拡張性も備えている。

同社グループは、一つの事業におけるサービスを組み合わせたソリューション提供にとどまらず、既存事業とシナジーが期待できる周辺領域での事業ポートフォリオの拡充という「点・線・面」戦略にも取り組んでいる。これは、安井社長が銀行在職時代に事業ポートフォリオの重要性を学んでいたことが背景となっている。ビービーエフの買収により、リアル店舗での販売系営業支援だけでなく、EC 支援を中心とするデジタル営業支援を参入したことや、FMG の買収により、空港ビジネスを強化したこと等がその例である。同社グループは、今後、エアポートセクターの発展を、親和性の高いインバウンド・ツーリズムセクターの事業拡大に繋げる方針である。

また、同社グループは全国 48 カ所の拠点網を有しており、多岐にわたる業務メニューを同時に提供できるのは同社グループにだけある強みとなっている。

顧客が抱える課題は様々であり、顧客に伴走しながら課題解決に次々と取り組んだ結果が事業ポートフォリオの拡張に繋がった。よって、顧客の課題解決のための事業領域の拡張性も企業 DNA の構成要素と位置付けられる。

変化対応力

ヒト・コミュニケーションズは、常に現状に満足することなく、事業環境や社会情勢の変化に対して、多岐にわたる事業支援リソースを活かして顧客の課題解決に取り組んできた。同社グループは、「10 年先を見据え、半歩先を踏む」という行動方針の下、「社会課題解決プラットフォーム」になることを目指している。「半歩先を踏む」というのは、収益化が見込める段階で迅速に市場に参入することを意味している。

2010 年代に EC に対する支援ニーズが高まった際には、ビービーエフの買収によって、人的な営業支援とデジタル営業支援を併せ持つ、オムニチャンネル営業支援プラットフォームを構築するなど、同

社グループは時代の変化に対して敏感に行動してきた。こうした顧客の課題解決を目指した変化対応力も同社グループの企業 DNA の一角を占めていると言えよう。

3）模倣困難性

模倣困難性に注目

ジェイ・B・バーニーらが提唱するリソース・ベースト・ビューは、競争環境ではなく、企業内部の経営資源やケイパビリティに注目する考え方である。これを具体的に示したものが VRIO フレームワークであり、Value（経済的価値）、Rarity（希少性）、Inimitability（模倣困難性）、Organization（組織）について検討するべきとしている。ストラテジー・アドバイザーズでは、このうち模倣困難性に特に着目している。

企業 DNA を土台にして、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

同社グループは、専門性の重視及び拡張性の結果として、専門性の高い、かつ広範な事業ポートフォリオを有している。グループ会社が持つ豊富な機能を活かして、業種が様々な顧客に対して、MBO 実施後の約 20 年に亘ってサービスを提供してきた。その中で、多くの人材（正社員、契約社員）を採用、教育し、適材適所に配置する人事管理手法を培ってきた。また、ラグビー精神に基づいたチームで成果を追求する社風が出来上がった結果、幅広い業種の業務だけでなく、未知なる領域でも、顧客に伴走しながらチームで課題を解決できる現場力を磨き上げてきた。

未経験であったコロナ対策関連業務を遂行

その能力が発揮された例が新型コロナウイルス感染拡大防止対策関連事業への取組みだった。ワクチン接種受付コールセンター運営受託、大規模接種会場運営支援、空港水際対策支援、軽症者受入ホテル支援等、新型コロナ対策に係る様々な未経験業務を遂行できたのは、全国の拠点網と大規模イベントの運営業務のノウハウを応用したことや、ラグビー精神に基づいたチームで成果を追求する社風があったこと、変化対応力を発揮できたことによる。

特に、現場での高い課題解決力が求められたコロナ対策関連業務を大規模に実施できたのは、時々刻々と変化するシチュエーションに対応して、現場でゲームをコントロールする必要があるラグビーというチームスポーツの考え方が社内に根付いていたことが大きかったのではないかと思われる。そうした観点からは、同社はラグビー精神から学ぶことで、顧客に伴走しながらチームで課題を解決できる現場力を構築したと言えるだろう。

ヒト・コミュニケーションズの複数拠点を活用した大型案件に携わった経験の蓄積

コロナ対策関連業務以外でも、全国各地の複数拠点で同時に業務を遂行する大型案件を得意としていることも、ヒト・コミュニケーションズが競合他社よりも優位に立っている点である。仮に他社が拠点を大幅に拡大したとしても、その間にも、ヒト・コミュニケーションズでは複数拠点を活用した大型案件に携わった経験・ノウハウが蓄積されるため、その優位性が低下する可能性は低いであろう。

ブランチ・アウトにも根付いていたチームで成果を追求する社風や専門性を重視する方針は、グループ入り後更に強まった

ヒト・コミュニケーションズ以外の子会社の競争優位性については、ホールセールセクターを担当する衣料品企画製造卸売会社のブランチ・アウトを例として取り上げたい。1997 年に創業し、2017 年に同社グループに入ったブランチ・アウトは、IP ライセンスを活用した商品を特徴とするが、ある大手ライセンサーから最優秀賞の表彰を受けるほど評価が高い。これは、海外のファッショントレンドをいち早く取り入れながら、手頃な価格で提供できる商品の企画開発力が、顧客減少を課題とする大手衣料品小売チェーン店や衣料品も扱う総合小売チェーン店に認められているからである。

企画開発力を支える要素としては、2 次元のキャラクター・コンテンツの専門部署によるデザインの提案力が挙げられる。2 次元のアニメーション・キャラクターをプリントした洋服は、他社においても数多く取り扱われているが、洋服にプリントされたキャラクターの魅力が消費者に伝わっていないものが多いとブランチ・アウトでは説明している。

同社の専門人材が、美術大学や服飾学校を卒業したグラフィックデザイナーに対し、洋服にプリントした際のキャラクターの表情に徹底的にこだわったデザインを提案することで、ブランチ・アウトにしか作れない商品づくりを続けている。元々、ブランチ・アウトに根付いていた、チームで成果を追求する社風や専門性を重視する方針は、2017 年に同社グループに入ったことで更に強まったと見られる。

コロナ禍での苦境から、ブランチ・アウトも拡張性と変化対応力を身に付けた

ブランチ・アウトは、コロナ禍で発生した製造委託先の中国工場での生産停滞により、22/8 期に大幅減益に陥った。当時は、IP ライセンスを活用した衣料品を中国で製造し、輸入販売するビジネスだけを行っていたため、迅速な対応が出来なかった。

当時のグループ経営会議では、安井社長を始めとしたヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの経営陣から、ブランチ・アウトの強みである企画開発力を活かした商品ラインナップの強化が提案されたことを契機に、ブランチ・アウトは、中国以外でも、低コストで製造可能なアクリルスタンド等の「推し活グッズ」の販売等の周辺ビジネスへの挑戦を開始し、苦境を乗り越えた。こうして、ブランチ・アウトは、同社グループに加わったことで拡張性と変化対応力というグループの DNA を獲得した。このことは、同社の PMI 能力の高さを示すエピソードとしても評価できよう。

ブランチ・アウトも 29 年に亘って課題解決に取り組んできた

こうした商品づくりが評価され、主要顧客であるドン・キホーテでは、ブランチ・アウトとのコラボ商品売場を積極的に展開している。ブランチ・アウトは、異なる分野の専門家がワンチームで共通の目標に向かって切磋琢磨し、29 年に亘って、厳しい業界の中で勝ち残った。こうして地道に磨き上げてき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は模倣困難と思われる。

また、同社グループは、顧客のパートナーとして、計画の立案からスタッフの労務管理、トラブル・不正対応に至るまでを一気通貫で請負うことで、部分的なアウトソーシング機能を提供する競合企業に比べ、顧客に対して高い成果を提供した結果、顧客との深い信頼関係を構築している。

個別の業種であれば、部分的には同社グループと同じ業務を遂行できる競合企業は複数、存在するが、これらの企業の多くは一般的に、効率性を重視する観点から、対象とする業種や業務範囲、展開地域を広げることに慎重である。仮に、ある業種での競合企業が、同社グループが対象とする別の業種に参入してきたとしても、同社グループにとって脅威となる地位を確立するためには膨大な時間、費用及び労力が必要になると考えられる。

「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」は模倣が困難

同社グループの人事管理手法や顧客に伴走しながらチームで課題を解決できる現場力は全国の拠点とグループ各社に浸透しているが、こうしたノウハウは競合企業が組織的に身に付けにくいものであるため、持続的な競争優位の源泉となり得る。特に、人手不足の環境下、未経験者を教育して短期間で戦力化できるという同社グループの強みは今後、ますます価値が高まると考えられる。よって、「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」が同社グループの模倣困難性と言えよう。

4）ビジョンと存在価値

同社グループは、「世の中の解決すべき課題に向き合い、営業支援を通じて『無限のつながり』を生み出す企業」であることを目指している。また、同社グループの存在価値として、「誰ひとり取りこぼしのない『絆』社会の創造と貢献」を掲げている。チームで成果を追求する社風を持つ同社グループに相応しい内容と言えよう。

8. 会社概要

純粋持株会社

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスは、2019 年 3 月に、ヒト・コミュニケーションズの完全親会社として設立された純粋持株会社である。同社グループは、26/8 期末時点において、ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス、中核子会社であるヒト・コミュニケーションズ及びビービーエフ、並びに、その他関係会社 18 社（うち、連結子会社 16 社、非連結子会社 2 社）によって構成されている。これは、事業ポートフォリオの強化を目的に、積極的に M&A を実施してきたためである。

大株主上位

同社の大株主上位は図表 15 の通りである。株主順位第 1 位である野村信託銀行株式会社の信託口、第 3 位のみずほ信託銀行株式会社の有価証券管理信託、第 4 位の管理信託（A001）受託者の株式会社 SMBC 信託銀行、第 5 位株主の三井住友信託銀行株式会社の（信託口甲 1 号）は、何れも元親会社の創業者である新井隆二氏が信託したものである。

図表 15. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの大株主上位(2026 年 8 月末)

	氏名又は名称	所有株式数（株）	保有比率（%）
1	野村信託銀行株式会社（信託口 2052116）	4,535,000	25.34%
2	株式会社ダッチパートナーズ	2,120,000	11.84%
3	みずほ信託銀行株式会社 有価証券管理信託 0700026	1,748,000	9.77%
4	管理信託（A001)受託者 株式会社 SMBC 信託銀行	1,428,400	7.98%
5	三井住友信託銀行株式会社（信託口甲 1 号）	1,400,000	7.82%
6	BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG (FE-AC)	716,985	4.01%
7	日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	579,900	3.24%
8	安井豊明	212,000	1.18%
9	JP モルガン証券株式会社	83,990	0.47%
10	野村證券株式会社	81,029	0.45%
	合計	12,905,304	72.10%

注：持株比率は自己株式 133 株を控除。なお、自己株式には、「株式給付信託（BBT）」の信託財産として株式会社日本カストディ銀行が所有する株式 56,800 株は含まれていない。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

セグメントとセクターの 2 体系で事業を分類している

同社は、多岐に亘る事業を展開しているため、事業活動の特徴や法的規制等を考慮した分類であるセグメントと、事業対象に基づいた分類であるセクターの 2 体系で事業の状況を説明している。ストラテジー・アドバイザーズでは、当第 8 章で、各子会社とセグメント・セクターの関係並びに複数のセクターが含まれているアウトソーシング事業及び人材派遣事業について簡潔に説明する。セクターについては、第 9 章から第 14 章において詳しく説明する。

アウトソーシング等によって構成される事業セグメント

事業セグメントは、アウトソーシング、人材派遣、EC・TC 支援、ホールセール、その他に分けられている。アウトソーシング事業では、メーカーや通信キャリア等からの一連の業務（販売戦略の企画立案、人員の手配、接客販売業務等）全体を受託している。人材派遣事業では、メーカー、通信キャリア及びスーパー・GMS 等の顧客のニーズに応じたスタッフを派遣している。EC・TC 支援事業では、E コマースやテレビショッピングを利用した販売を支援している。ホールセール事業では、主に衣料品の製造・卸売を行っている。

図表 16. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスのセグメント別業績の推移(百万円)

決算期	24/8	25/8	26/8	
売上高	金額	金額	金額	構成比
アウトソーシング	23,205	25,831	26,869	43.3%
人材派遣	8,870	8,786	8,266	13.3%
EC・TC 支援	10,776	9,253	8,261	13.3%
ホールセール	12,772	16,679	15,639	25.2%
その他	2,921	3,044	3,086	5.0%
合計	58,547	63,596	62,124	100.0%
営業（セグメント）利益	金額	金額	金額	構成比
アウトソーシング	-258	647	-412	-35.8%
人材派遣	373	492	521	45.3%
EC・TC 支援	898	328	340	29.6%
ホールセール	540	983	654	56.9%
その他	33	62	72	6.3%
調整額	-18	-18	-26	-2.3%
合計	1,568	2,495	1,150	100.0%

注：売上高は外部顧客ベース
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

人材派遣事業は売上高の 2 割を下回った

26/8 期におけるセグメント別売上高構成比（外部顧客ベース）は、アウトソーシング 43.3%、人材派遣 13.3%、EC・TC 支援 13.3%、ホールセール 25.2%、その他 5.0%であった。オーガニックな事業強化と M&A によって拡大したアウトソーシング事業が売上高の約 4 割を占めている一方、祖業である人材派遣事業の売上高構成比は 1 割近くに低下した。こうしたことから、同社グループを人材派遣会社と捉えるべきではないと言えよう。

連結子会社の事業内容と所属セグメントは図表 17 のようにまとめられる。

図表 17. 連結子会社の主要事業と所属セグメント

	子会社化・設立時期	主要事業	セグメント				
			EC・TC支援	ホールセール	アウトソーシング	人材派遣	その他
ヒト・コミュニケーションズ	98 年 2 月	販売系営業支援等			○	○	○
WSS	14 年 8 月	販売系営業支援等			○	○	
ティーシーエイ	14 年 4 月	国内外向け添乗員派遣				○	
ジャッツ	14 年 10 月	国内外向け添乗員派遣				○	
ジャパンリムジンサービス	15 年 11 月	富裕層向けリムジンサービス					○
トライアングル	19 年 6 月	ランドオペレーション					○
FMG	23 年 7 月	空港旅客、ランプ、整備			○		
FMG Ramp Solutions	24 年 6 月	空港ランプ			○		
ブランチ・アウト	17 年 6 月	衣料品雑貨企画製造卸売		○			
上海布藍綺国際貿易	17 年 6 月	衣料品雑貨企画製造卸売		○			
ビービーエフ	17 年 6 月	E コマース営業支援	○				
LOWCAL	18 年 12 月	システム開発					○
SALES ROBOTICS	19 年 4 月	インサイドセールス			○		
UsideU	21 年 6 月	オンライン接客					○
フィグニー	23/8 期	VR/AR 開発					○
スクワッド	26/8 期	スポーツ情報ビジネス					○
伊賀市にぎわいパートナーズ	26/8 期	地方創生事業					○
津森千里デザインスタジオ	26/8 期	自社ファッションブランド		○			

注：26/8 期末時点。各子会社の所属セグメントは主要事業を対象とする
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

人材分野に留まらない法人サービス企業グループへの進化

セクターについては、26/8 期においては、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、パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメ、販売系営業支援の 8 セクターに分類されている。同社グループは、チームで課題を解決できる現場力と積極的な M&A により、人材分野に留まらない法人サービス企業グループに進化したと言えよう。

26/8 期における売上高最大のセクターはホールセール

26/8 期のセクター別売上高（構成比）は、ホールセール 15,639 百万円（25.2%）、販売系営業支援 15,530 百万円（25.0%）、デジタル営業支援 11,022 百万円（17.7%）、エアポート 7,892 百万円（12.7%）、インバウンド・ツーリズム 5,478 百万円（8.8%）、スポーツ・エンタメ 4,586 百万円（7.4%）、パブリック 1,165 百万円（1.9%）、ワークス 808 百万円（1.3%）であった。

連結子会社の所属セクターは図表 18 のようにまとめられる。

図表 18. 連結子会社の主要事業と所属セクター

	セクター							
	デジタル営業支援	ホールセール	販売系営業支援	エアポート	インバウンド・ツーリズム	パブリック	ワークス	スポーツ・エンタメ
開始年	2017	2017	1998	2023	2011	2021	2023	2013
ヒト・コミュニケーションズ			○	○	○	○	○	○
WSS			○				○	
ティーシーエイ					○			
ジャッツ					○			
ジャパンリムジンサービス					○			
トライアングル					○			
FMG				○				
fmg				○				
FMG Ramp Solutions				○				
ブランチ・アウト		○						
上海布藍綺国際貿易		○						
ビービーエフ	○							
LOWCAL	○							
SALES ROBOTICS	○		○					
UsideU	○							
フィグニー	○							
スクワッド								○
伊賀市にぎわいパートナーズ						○		
津森千里デザインスタジオ		○						

注：26/8 期末時点。各子会社の所属セクターは主要事業を対象とする。開始年は、会社ではなく、グループでの開始時期。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1）アウトソーシング事業

業務委託契約に基づく業務請負

アウトソーシング事業では、顧客となる委託会社との間で業務委託契約を締結して、契約で定められた受託業務を遂行（業務請負）している。後述する人材派遣との違いは、委託会社と労働者（スタッフ）の間に指揮命令関係が生じない点にある。

アウトソーシング事業を展開するヒト・コミュニケーションズ及びその他の関係会社は、業務委託契約に基づき、見積工数より積算した金額を委託会社に提示し、交渉によって決定した請負料金を受領している。主な費用は、雇用契約に基づいてスタッフに支払う人件費や、外注費、減価償却費等である。

顧客に伴走する成果追求型営業支援を志向

アウトソーシング事業においては、主として、通信キャリアや通信機器メーカー、家電メーカー、空港施設運営会社、航空会社、旅行会社等の販売・サービス・営業の業務を支援している。同社グループは、契約に基づいた義務の履行だけを目指すのではなく、顧客に伴走しながら、顧客の業績向上に貢献することを目的として顧客の販売業務を支援しており、そのようなアウトソーシングの手法を「成果追求型営業支援」と呼んでいる。

成果追求型営業支援においては、販売の企画立案から販売体制の構築、販売後の消費者ニーズのフィードバッグまでの一連の営業サポート業務に加え、研修によって専門知識を備えたスタッフによる接客販売業務を行っている。

「業務運営事務局」を顧客毎に設置

成果追求型営業支援を支える体制としては、「業務運営事務局」の設置と、充実した教育・研修制度が挙げられる。

ヒト・コミュニケーションズ及び関係会社は、アウトソーシング事業において販売等のサービスを提供する際に、顧客の課題・施策を共有し、解決するための「業務運営事務局」を顧客毎に設置している。当該事務局は、顧客との交渉窓口や販売等のサービス提供に関する施策の立案等を行う事務局長の下、各就業現場においてスタッフに指示命令を行うディレクターを配置し、販売等のサービス提供に精通したスタッフによって構成されている。

事務総長を中心として適材適所にスタッフを配置して、現場で自走可能なアウトソーシング事業のチームオペレーションは、キャプテンを中心に異なる能力を持つ選手がコーチの指示を仰がずに自ら考えてプレーするラグビーと通じるものがある。

顧客との Win-Win の関係を構築

各運営事務局は、スタッフの採用、研修制度の構築、販売等のカリキュラムの作成、就業現場のラウンディング（巡回）、顧客への販売等のサービス提供状況のフィードバッグ等、商品の販売やサービスの提供に関する一連の業務を行っている。顧客であるメーカーや通信キャリア等は、運営事務局に多くの業務をアウトソースすることにより、スタッフの管理や教育の負担から解放されており、同社グループでは、顧客運営事務局の設置は顧客の業績向上に貢献していると考えている。

一方、人材派遣事業とは異なり、アウトソーシング事業では、顧客ニーズの具現化、オペレーションノウハウ及び人材育成等のノウハウは業務を受託する会社に蓄積されるため、顧客や商材・サービスの違いを超えて、持続的に展開できるという特性がある。同社グループは、顧客に伴走するアウトソーシング事業を通じて、顧客との Win-Win の関係を作り上げたと言えよう。

充実した教育・研修制度

ヒト・コミュニケーションズ及び関係会社は、オリジナルの販売カリキュラムの作成や販売研修の実施等、スタッフに対する教育・研修制度の充実に取り組んでいる。標準化された就業前研修を受けることにより、販売や営業の経験がない人材が、実践に近い経験を積めるようになっている。また、就業後においても、販売不振に陥りやすい 1 カ月目及び 3 カ月目にフォローアップ研修を実施することで、離職率の抑制に繋がっている。結果として、顧客の販売や業績の安定化にも貢献していると同社グループは認識している。

2）人材派遣事業

人材派遣契約に基づくスタッフの派遣

人材派遣事業では、通信キャリアや通信機器メーカー、家電メーカー、スーパー・GMS、旅行会社等の派遣先との間で人材派遣契約を締結して、派遣先のニーズに応じたスタッフを派遣している。スタッフとは雇用契約を結んでいる。アウトソーシングとの違いは、派遣先と労働者（スタッフ）の間に指揮命令関係が生じる点にある。

アウトソーシング事業を展開するヒト・コミュニケーションズ及びその他の関係会社は、人材派遣契約に基づき、スタッフの経験や能力に基づいた人材派遣単価にスタッフの稼働時間を乗じて算出された派遣料金を派遣先から受領している。主な費用は、雇用契約に基づいてスタッフに支払う人件費である。

ホールセール事業はホールセールセクターと同一である。EC・TC 支援事業はデジタル営業支援セクターの中核事業である。よって、ホールセール事業と EC・TC 支援事業の事業内容については、セクター別の事業内容の章で説明する。

9. エアポートセクター

エアポートセクターは成長の牽引役として期待されている

24/8 期にインバウンド・空港・ツーリズムセクターから分離されたエアポートセクターは、26/8 期の売上高構成比も 12.7%に過ぎないが、中期経営計画において同社グループの成長の牽引役を担う重要なセクターとなっている。同セクターは、FMG（1996 年設立。FMG のグループ会社であった fmg を 26/8 期に吸収合併）及び FMG Ramp Solutions（2024 年 6 月設立、25/8 期に連結子会社化）が空港の保安検査場通過後の制限区域内で行う旅客事業、ランプ事業及び整備事業（26/8 期のセクター内売上高構成比 7～8 割）と、ヒト・コミュニケーションズが空港の制限区域外で行う施設運営・販売支援（同 2～3 割）によって構成される。

2023 年 7 月に FMG を傘下に収め、事業基盤を強化

FMG、FMG Ramp Solutions（連結子会社）及び BLUE HANDLING（非連結子会社）（以下、3 社を FMG グループとする）は、成田、羽田、新千歳、関西国際、那覇、中部国際、福岡において、各種空港関連事業を展開している。FMG では、2020 年からのコロナ禍では多くのスタッフが退職した。そのため、2022 年以降にはインバウンド需要が急速に回復する中、人手不足の影響を受け、雇用の確保で苦戦していた。

一方、同社グループは、海外向け添乗員派遣事業（ティーシーエイ、ジャッツ）やリムジンサービス事業（ジャパンリムジンサービス）等の空港周辺サービスと、空港での施設運営・販売支援（ヒト・コミュニケーションズ）を行っていたことや、コロナ禍においては空港等での検疫業務や感染者の療養施設の運営等も行ったことから、空港関連事業のノウハウが蓄積されたため、事業拡大の機会を狙っていた。しかし、制限区域内で行われる業務の多くは、事実上、新規参入が困難であったため、手をこまねいていた。

人材の採用や育成に強く、空港関連事業の拡大を目指すヒト・コミュニケーションズと、人材確保に悩んでいた FMG は、雇用面で高いシナジー効果が見込めることや、日本政府が掲げる 2030 年の訪日外国人旅行者数 6,000 万人目標を見据え、エアポートセクターをグループの成長ドライバーと位置付けたことから、2023 年 7 月にヒト・コミュニケーションズが FMG 及びそのグループ会社であった fmg を完全子会社化した。

この M&A を同社の事業戦略である「点・線・面戦略」の観点で評価すると、空港の制限区域内で事業を行う FMG グループ、制限区域外で事業を行うヒト・コミュニケーションズ、空港周辺で事業を行うティーシーエイ及びジャッツという点が線で結ばれ、エアポートセクターとインバウンド・ツーリズムセクターが一体化した面で事業を展開することが可能となった。つまり、長年、新規参入の機会を窺っていたグランドハンドリング事業への進出は、同社グループの空港ビジネスとインバウンド・ツーリズムビジネスにおける最後のピースが揃った瞬間だったと言えよう。

M&A を評価する際に重要なのは、既存子会社とのシナジー効果がどの程度期待できるかという点である。言い換えると、同社が持つ課題解決力の向上にどの程度寄与するかということである。空港でのグランドハンドリング事業を展開する FMG を買収した際は、ヒト・コミュニケーションズが展開していた空港の施設運営支援・販売支援事業との雇用面でのシナジー効果が直ちに発揮されたことから、航空会社の課題解決に直結し、FMG グループの業績拡大に繋がった。

旅客事業とランプ事業の売上高は業務を受託した航空会社の発着便数に連動

旅客事業とランプ事業はアウトソーシング事業の収益モデルに該当する。その売上高は受託範囲に応じた 1 便当たりの単価に発着便数を乗じて算出される。一方、主要なコストは人件費、外注費、減価償却費である。同社の単価は同業他社に比べ低いと推測されるが、当面は受託便数の拡大に注力すると見られる。コストについては、後述するランプ事業の受託拡大と業務の内製化に伴い、人件費や減価償却費が増加する見通しであるが、売上高外注費率の改善により、利益率の向上を目指している。

FMG 等の買収時に発生したのれんは 46 億円、のれん償却額は年 2.6 億円

FMG 等の買収に伴う株式の取得価額は 7,500 百万円であった。買収時に発生したのれんは 4,597 百万円、償却年数は 18 年であるため、のれん償却額は年 255 百万円である。

1）旅客事業

FMG グループの主力サービスは旅客事業とランプ事業

FMG グループの主力サービスは旅客事業とランプ事業である。また、整備事業等については、今後、拡大を目指しているが、現時点での売上高は小規模である。

旅客事業は、航空機の機体や搭載物の取扱い等に関する業務であるグランドハンドリングの中心業務の一つであり、旅客ターミナル内における手荷物預りや、手荷物の仕分け作業、手荷物のコンテナへの搭載等をアウトソーシング形態で行っている。グランドハンドリングのもう一つの中心業務であるランプ事業は、駐機場への飛行機の誘導や、航空機への燃料給油、飛行機内のフロア清掃等の業務からなる。

海外航空会社を主力顧客とするスイスポートジャパンが最大の競合先

制限区域内で行われるグランドハンドリング業務は、ライセンスが必要であるほか、高い専門性が求められることから、日本各地の空港に拠点を持つグランドハンドリング会社は全国で約 400 社にとどまっている。その多くは、日本航空（9201 東証プライム）と ANA ホールディングス（9202 東証プライム）の地域別グループ会社であるが、特定地域を中心に展開する会社や地元の交通会社等も存在している。グランドハンドリング会社の顧客は航空会社であるため、国内グランドハンドリング市場においては、日本航空と ANA ホールディングスのグループ会社が高い便数シェアを誇っている。但し、FMG グループと ANA ホールディングスは部分的には協力関係にある。

日本航空グループと ANA ホールディングスグループ以外の主要なグランドハンドリング会社としては、鴻池運輸（9025 東証プライム）グループや、独立系で世界最大規模のグランドハンドリング会社であるスイスポート・インターナショナルと丸紅（8002 東証プライム）の合弁企業であるスイスポートジャパンが挙げられる。中でも、スイスポートジャパンは、成田、羽田、中部国際、関西国際、福岡、那覇に拠点を持ち、多くの海外航空会社に対して各種グランドハンドリング業務を総合的に提供しており、FMG グループの最大の競合先となっている。

FMG グループの主要顧客は ASEAN の航空会社

日本発着の国際旅客定期便数の約 84%はアジア・オセアニア航路である。FMG グループは、アジアアトランティック航空（タイ）、セブパシフィック航空（フィリピン）、タイ・ベトジェットエア等の ASEAN の航空会社を主要顧客としている。 ASEAN の航空会社は、日本や欧米の会社と比べ、グループ力に乏しく、日本への航空便における業務委託先の確保を課題としているため、FMG グループにおける市場シェアの拡大余地は大きいと見られる。

図表 19 は、日本に就航する国際線定期便について、半期毎の便数の推移を方面別に見たものである。

2025 年夏の国際線定期便の便数は 2019 年冬の水準を上回った

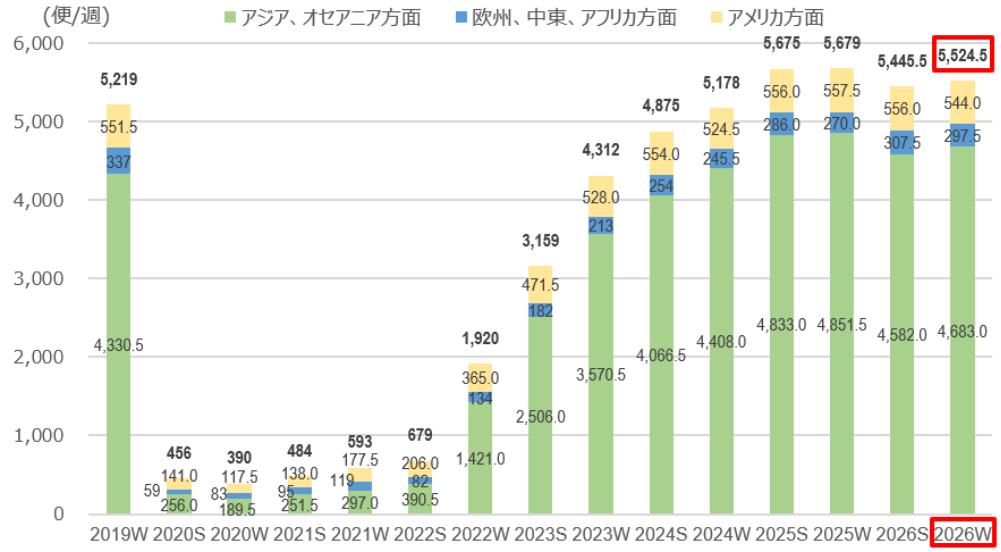
新型コロナウイルス感染症の感染拡大を受け、日本に就航する国際線定期便は 2020 年夏から急減し、2022 年夏までは低水準での推移を余儀なくされた。しかし、2022 年冬からは急回復しており、2025 年夏は 2019 年冬の水準を上回った。中でも、アジア、オセアニア方面は 2019 年の週 4,330.5 便から 2025 年夏には週 4,833 便と、2019 年水準を大きく上回った。エアポートセクターにおいては、感染症リスクが高いものの、インバウンド需要の拡大は長期的なトレンドと見られるため、市場の拡大が続くと予想される。

2026 年夏の便数は減少も、燃料価格高騰収束後の市場拡大を期待

その後、日中関係の悪化に伴う中国便の大幅な減便や、中東での紛争に起因する航空燃料の価格高騰等に伴うその他の地域の航空会社による減便の影響を受け、2026 年夏の国際線定期便の便数は 2025 年冬と比較して減少した。足元ではアジア、オセアニア方面での復便の動きが出てきており、2026 年冬の便数はやや回復したが、2025 年冬の水準には届いていない。しか

し、世界各国の景気は比較的堅調に推移しているため、航空燃料の価格高騰が収束すれば、インバウンド需要は再び拡大すると見られる。

図表 19. 方面別国際線定期便の便数の推移



注：W は冬ダイヤ（10 月末から翌年 3 月末）、S は夏ダイヤ（3 月末から 10 月末）。いずれも各期の当初時点での第 1 週目の国際線定期便の便数。
出所：国土交通省 「2026 年冬期スケジュール 国際線定期便の概要」

2）ランプ事業

グループ入りを契機にランプ事業の内製化と、旅客事業とランプ事業の一括受託に乗り出した

ランプとは、空港内で飛行機が駐機するエリアであり、飛行機の牽引、貨物室への貨物等の搬入等が行われる場所である。ランプ事業は、GSE（Ground Support Equipment）と呼ばれる航空機地上支援車両や車両オペレーター等が必要な専門性の高い業務である。

FMG は、元々、ランプ事業については、顧客から業務をアウトソーシング形態で受託しても、GSE 機材や車両オペレーターを十分に確保できていなかったため、業務の多くは外注を使っていた。自社グループでは 2018 年 8 月に設立したグループ会社の BLUE HANDLING が成田空港で小規模に行うだけであった。

新型コロナ問題の収束に伴い、訪日外国人旅行客が急回復に転じると、海外航空会社は日本就航便の新設や増便を検討したものの、FMG グループに限らず、国内グランドハンドリング会社の多くでは、ランプ事業の人材や GSE 機材がボトルネックとなって、要請に応えきれずにいた。

図表 20 は、日本に就航する国際線定期便について、半期毎の便数の推移を空港別に見たものである。

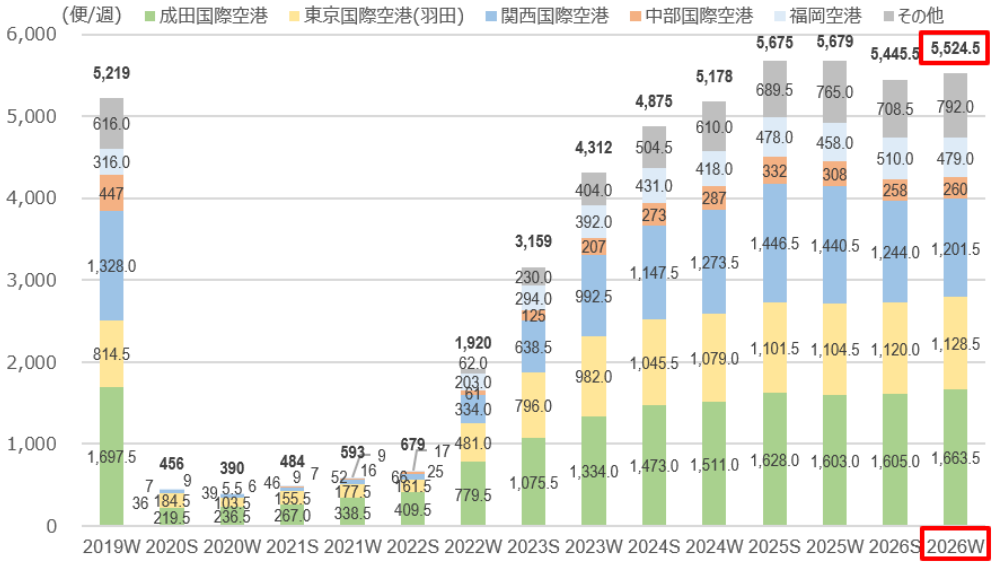
旅客事業とランプ事業の一括受託に乗り出した

FMG の同社グループ入りを契機に、同社グループは、2024 年 6 月にランプ事業の内製化を目的として FMG Ramp Solutions を設立すると共に、成田空港にランプ事業の拠点を開設し、旅客事業とランプ事業の一括受託によるエアポートセクターの拡大方針を打ち出した。同年 9 月には関西国際空港、10 月には新千歳空港にもランプ事業の拠点を開設し、国内 7 大空港の中において、3 空港で事業を開始した。26/8 期においては、中部国際、福岡の 2 空港でも事業を開始している。

旅客事業とランプ事業を一括受託した主要な例としては、セブパシフィック航空（成田空港、2024 年 8 月開始、関西国際空港、同年 10 月開始）や、新千歳空港での Aero K（韓国、同年 11 月開始）、タイ・ベトジェットエア（同年 12 月開始）が挙げられる。

なお、26/8 期のエアポートセクターの主要な設備投資に関しては、ランプ事業における GSE 機材購入（987 百万円）が実施された。

図表 20. 空港別の国際線旅客定期便の便数の推移



注：W は冬ダイヤ（10 月末から翌年 3 月末）、S は夏ダイヤ（3 月末から 10 月末）。いずれも各期の当初時点での第 1 週目の国際線定期便の便数。
出所：国土交通省 「2026 年冬期スケジュール 国際線定期便の概要」

グランドハンドリング業界の能力不足は国家的な社会課題の一つ

日本政府は 2030 年に訪日外国人観光客 6,000 万人という目標を掲げている。一方、全国の空港ではグランドハンドリング業務を行う人材や GSE 機材の不足により、受入能力が不十分となっている。国土交通省では、2023 年 2 月から 2025 年 3 月まで 11 回に亘り、「持続的な発展に向けた空港業務のあり方検討会」を開催し、グランドハンドリング事業の発展を支援している。しかし、問題の解決には至っておらず、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は、国家的な社会課題の一つとなっている。

全国の主要空港で欠かせない存在になることを目指す

FMG グループは、ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの傘下に入ったことから、課題であった人材力と資金力が大きく向上し、矢継ぎ早に主要空港でランプ事業の拠点を開設した。今後は、「全国の主要空港で欠かせない存在」となることを目指している。

3）施設運営支援・販売支援

施設運営支援・販売支援は人材供給力が強み

2010 年代半ば頃から、ヒト・コミュニケーションズは、空港内旅客ターミナル等の制限区域外エリアにおいて、日本空港ビルディング（9706 東証プライム）等の空港施設管理会社やテナント企業に対して、ラウンジ運営や物販店・飲食店スタッフの採用代行、レンタル Wifi カウンター運営等をアウトソーシングと人材派遣の両形態でサービスを提供している。現在では、インフォメーションカウンター運営や送迎カウンター運営、小売店・メーカーの販売支援、飲食店運営受託等も手掛けている。

施設運営支援・販売支援業務においては、参入障壁が低く、多くの競合企業が存在するが、ヒト・コミュニケーションズは、人手不足の環境下においても、外国人人材を含めて、必要とするスタッフを早朝から深夜まで確保できる人材供給力を強みとしている。 FMG グループを買収したことにより、

同社グループにおいては、空港で働きたい人を適材適所で働いてもらう選択肢が増えたため、雇用面でのシナジー効果が発現している。

施設運営支援・販売支援の売上高は空港の利用客数に連動する傾向

施設運営支援・販売支援の売上高は、訪日外国人観光客の増加を背景に、2019 年までは堅調に推移していたが、コロナ禍では急減した。新型コロナ問題の収束に伴い、23/8 期に売上高は回復に転じた。

施設運営支援・販売支援の売上高は、顧客が航空会社ではないため、国際線定期便数の変動に直接連動するわけではない。しかし、担当する空港の利用客数等によって、アウトソーシングの受託案件数や業務範囲、派遣人数が変動するため、施設運営支援・販売支援の売上高も国際線定期便数の影響を受けると推測される。

10. ホールセールセクター

ホールセールセクターは収益の柱の一つ

ホールセールセクターは、26/8 期の売上高構成比が 25.2%と販売系営業支援セクターを上回るグループ最大のセクターであり、セグメント別利益では 56.9%を占める最重要セクターである（セグメント利益構成比第 2 位は人材派遣事業の 45.3%）。

ホールセールセクターは、ブランチ・アウト（1997 年設立）、上海布藍綺国際貿易有限公司（ブランチ・アウト上海、ブランチ・アウトが子会社として 2013 年に設立）及び津森千里デザインスタジオ（26/8 期連結子会社化）が担当しており、国内外の大手小売店に対し、衣料品・雑貨等の企画、デザイン、製造、生産管理、卸売などの一連の業務を行っている。ブランチ・アウトは 2012 年にビービーエフの子会社となったが、2017 年 6 月にヒト・コミュニケーションズがビービーエフ株式の 60.0%を取得したため、ブランチ・アウトとブランチ・アウト上海もヒト・コミュニケーションズの連結子会社となった。

ブランチ・アウトとブランチ・アウト上海の株式の 83.5%を間接保有

ヒト・コミュニケーションズは、2017 年 12 月と 2018 年 7 月に合わせて 23.5%のビービーエフ株式を追加取得したため、同社は現時点においてブランチ・アウトとブランチ・アウト上海の株式の 83.5%を間接保有している。なお、ビービーエフ株式の 16.5%は三井物産（8031 東証プライム）が所有している。

業績は概ね拡大基調であるが、海外生産の影響により、利益はある程度変動している

ホールセールセクターの業績は、同社グループ入り後、概ね拡大基調で推移している。しかし、コロナ禍の巣ごもり消費が盛り上がった 21/8 期は大幅な増収増益となったものの、翌 22/8 期は需要の減少や主要製造地の中国での生産停滞の影響を受け、大幅減益となった。24/8 期は大幅増収となったが、円安の影響に伴う海外生産における製造原価の高騰により、若干の減益であった。

ホールセールセクターの売上高の 9 割以上は衣料品

ホールセールセクターの売上高の 9 割以上は衣料品であるが、コートやダウンジャケット等のアウターは手掛けていない。主力商品は薄手のカットソー等であり、春物と秋物が動く第 1 四半期と第 3 四半期の売上高が大きくなる季節性がある。冬場となる第 2 四半期の売上高は第 4 四半期より売上高が低調となるため、半期ベースでは上期より下期に売上高がやや偏重する傾向にある。

EBITDA マージンは良好

20/8 期以降のホールセールセクターの EBITDA マージンは、22/8 期を除くと、5.2%～8.3%で推移している。変化が激しいファッション産業において、利幅が薄い春物、秋物を主力する衣料品企画製造卸売会社としては相対的に高い利益率を確保している。29 年に亘って磨き上げたブランチ・アウトの企画開発力が良好な収益性を支えているものと思われる。

図表 21. ホールセールセクターの収益動向

（百万円）

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
売上高	**7,706**	**9,795**	**9,367**	**10,917**	**12,772**	**16,679**	**15,639**
営業利益	**319**	**691**	**137**	**549**	**540**	**983**	**654**
営業利益率	**4.1%**	**7.1%**	**1.5%**	**5.0%**	**4.2%**	**5.9%**	**4.2%**
減価償却費	8	9	9	9	10	19	28
のれん償却額	115	115	115	115	115	115	124
EBITDA	442	815	261	673	665	1,117	806
EBITDA マージン	5.7%	8.3%	2.8%	6.2%	5.2%	6.7%	5.2%

注：EBITDA は営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算して算出。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

優れた商品の企画開発力やサプライチェーンの最適化ノウハウ、SNS 等を活用した情報発信力が強み

商品の多くは、サブカルチャー系の IP ライセンスを活用し、自社で企画、開発されている。ライセンス商品の企画開発は、サンリオ（8136 東証プライム）と「ハローキティ」のライセンス契約を締結した 2008 年以降、本格化した。現在では、「Disney」や「Batman」、「呪術廻戦」、「ハイキュー!!」「鬼滅の刃」、「刀剣乱舞」等、200 件超のライセンス契約を有している。

商品の企画を顧客企業に提案した後、商品が発注されると、中国やバングラデシュの協力工場で製造が行われる。ブランチ・アウトは、価格・品質・納期のバランスを考慮して生産工場や物流等のサプライチェーンの最適化を行っている。また、販売面においては、インフルエンサーとのコラボによる SNS 等を活用した情報発信を行っており、「売れる」商品を仕掛けるノウハウが蓄積されている。

図表 22. IP ライセンスを活用した商品開発スキーム



出所：会社資料

主要顧客は大手量販店

ブランチ・アウトの主要顧客としては、しまむら（8227 東証プライム）やドン・キホーテ等を傘下に持つパン・パシフィック・インターナショナルホールディングス（7532 東証プライム）が挙げられる。単なるキャラクター商品ではなく、海外のファッショントレンドを採り入れた商品を低価格で供給できることが

顧客に評価され、商品企画だけの依頼も顧客から求められることもある。ホールセールセクターの競合としてはクロスプラス（3320 東証スタンダード）が挙げられる。事業規模ではクロスプラスがブランチ・アウトを大きく上回るものの、ブランチ・アウトは強みとする企画開発力を更に磨いて顧客の期待に応える方針である。

自社 EC サイトや海外向け輸出等の販路拡大にも取り組んでいる

また、ブランチ・アウトは、2021 年からアニメ・漫画・ゲーム版権に特化したファッションオンラインサイト「HICUL（ハイカル）」の運営を開始した。また、ブランチ・アウト上海を通じて、顧客の海外店舗への商品供給も行っている。

11. デジタル営業支援セクター

デジタル営業支援セクターは、ET・TC 支援、インサイドセールス、その他に分類される

デジタル営業支援セクターは、26/8 期の売上高構成比が 17.7%と 3 番目に大きいセクターである。同セクターは、ビービーエフが行う EC・TC 支援（26/8 期のセクター内売上高構成比約 75%）、SALES ROBOTICS（2019 年 4 月子会社化）が行うインサイドセールス（同 16%）、LOWCAL（2018 年 12 月子会社化）、U side U（2021 年 6 月子会社化）及びフィグニー（23/8 期に子会社化、25/8 期から連結子会社化）が行うその他（同約 9%）によって構成される。デジタル営業支援セクターは、2017 年 6 月に実施されたビービーエフの子会社化に伴って 17/8 期から新設されたが、過去において構成事業の組み換えが行われており、売上高の数値には連続性がない。

1）EC・TC 支援事業

EC サイト運営受託とテレビ通販支援を行っている

EC・TC 支援事業は、E コマース（EC）サイト運営受託業務とテレビ通販（TC）支援業務の総称である。EC 支援業務では、スポーツ用品やアパレル、食品などのブランドを中心に 130 以上のオフィシャル EC サイトの運営を受託している。サイトの企画・開発にとどまらず、商品の受注管理、商品手配、梱包、配送、代金回収に至るまで、EC で必要になる一連の業務運営全体をフルフィルメントサービスとしてプラットフォーム化している点に特徴がある。各ブランドの EC 売上を継続して向上させるため、ブランド独自の世界観を表現できるよう顧客の要望に柔軟に応えると共に、レベニューシェアによる成功報酬型の事業モデルを採用することで強固なパートナーシップ関係を構築している。

テレビ通販支援業務では、QVC ジャパン等のテレビ通販会社とアパレルメーカーとの間に入り、ブランドの構築から、商品企画、生産管理、タレントのアレンジ、オンエアの際のプレゼンテーションに至るまで、テレビ通販に関する一連の業務を支援している。テレビ通販用のブランディングとスタジオでの収録経験豊富なスタッフを強みとしている。

26/8 期の EC・TC 支援別売上高構成比は、EC 支援 6～7 割、TC 支援 3～4 割であった。

22/8 期から収益認識に関する会計基準を適用

EC・TC 支援の売上高は、収益認識に関する会計基準の適用に伴い、21/8 期までは EC サイトの商品売上高総額であったが、22/8 期から商品売上高から仕入高を控除した純額（手数料部分）を計上する方式に移行した（顧客と契約により、一部で別の形態もある）。

EC・TC 支援の位置づけは低下

EC・TC 支援の業績推移を見てみると、23/8 期及び 24/8 期においては、小幅ながら増収増益を続けていた。22/8 期から 24/8 期の利益率を見ると、営業利益率は 8.3%～8.6%、EBITDA マージンも 11.5%～12.3%と、同社グループのセクターの中で最も高い利益率を確保していた。しかし、その後は大口顧客のオフィシャルサイト運営の終了等により、売上高、営業利益が減少した結果、グループ内での位置づけは低下している。一方、26/8 期の営業利益率は 4.1%、EBITDA マージンは 8.8%であり、相対的に高収益な事業であることに変わりはない。

売上原価は、サイト運営に係る労務費とサイト開発に係る外注費が中心を占めるが、広告宣伝が契約に入っている顧客においては広告宣伝費も含まれている。販管費は、物流費や決済手数料等が主体である。

図表 23. EC･TC 支援事業の収益動向

（百万円）

決算期	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
売上高	**9,749**	**9,968**	**10,776**	**9,253**	**8,261**
営業利益	**818**	**860**	**898**	**328**	**340**
営業利益率	**8.4%**	**8.6%**	**8.3%**	**3.5%**	**4.1%**
減価償却費	176	235	249	221	259
のれん償却額	129	129	129	129	129
EBITDA	1,123	1,224	1,276	678	728
EBITDA マージン	11.5%	12.3%	11.8%	7.3%	8.8%

注：セグメント情報に基づく。EBITDA は営業利益に減価償却費とのれん償却額を加算して算出。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

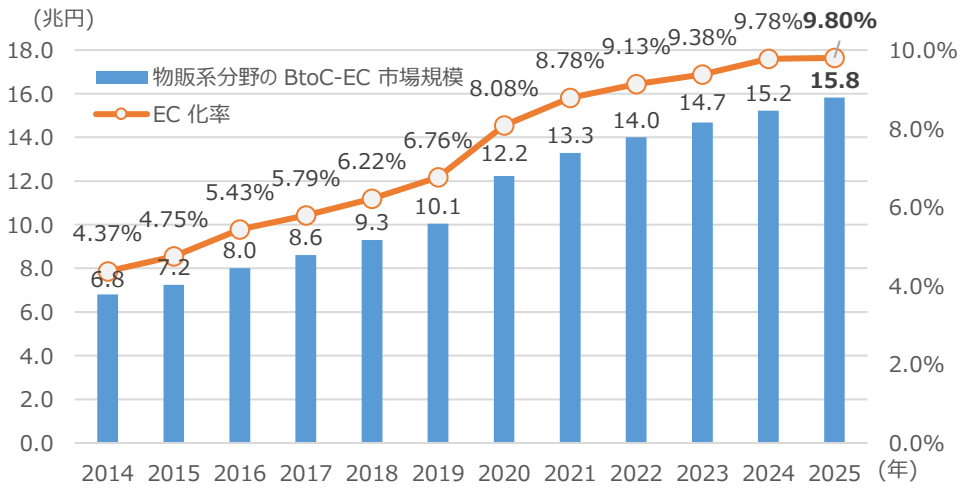
四半期売上高は第 2 四半期にピークを付ける季節性がある

四半期別売上高では、スポーツ用品やアパレルブランドのクリスマスセール需要により、第 2 四半期にピークが来て、第 3 四半期にボトムを付ける季節性がある。しかし、新型コロナウイルス感染症に伴う巣ごもり需要が発生した 20/8 期から 21/8 期に掛けては、20/8 期第 3 四半期の売上高が前四半期比で増加し、その後の四半期売上高も 21/8 期第 2 四半期まで増加が続くという例外的な推移を見せた。

2025 年の物販系分野の国内 BtoC EC 市場における EC 化率は 9.80%

経済産業省の電子商取引に関する市場調査によれば、物販系分野の BtoC EC 市場規模は、2014 年の 6 兆 8,043 億円から 2025 年には 15 兆 8,233 億円に拡大し、EC 化率も同期間で 4.37%から 9.80%に上昇した。2020 年の巣ごもり消費で大幅に上昇した EC 化率は、その後、上昇幅が縮小傾向にあるものの、国内の EC 化率は主要国の中では依然として低水準にとどまっており、更なる市場の拡大が見込まれている。

図表 24. 物販系分野 BtoC EC 市場規模及び EC 化率の推移



出所：経済産業省「令和 7 年度電子商取引に関する市場調査報告書」

ビービーエフが扱っている主要分野に絞ると、2025 年において、衣料・服飾雑貨等の BtoC EC 市場規模は前年比 3.4%増の 2 兆 8,941 億円（EC 化率 24.08%）となった。衣料・服飾雑貨等の EC 化率は相対的に高い水準となってきたが、EC 化率の上昇によって、同市場の成長率は物販系分野全体の平均並みを維持している。

図表 25. 物販系分野の商品毎の BtoC EC 市場規模及び EC 化率（単位:億円）

分類		2024 年 市場規模 下段：前年比	2024 年 EC 化率	2025 年 市場規模 下段：前年比	2025 年 EC 化率
①	**食品、飲料、酒類**	**31,163 (6.36%増)**	**4.52%**	**33,332 (6.96%増)**	**4.66%**
②	生活家電、AV 機器、PC・周辺機器等	27,443 (2.26%増)	43.03%	28,829 (5.05%増)	43.08%
③	書籍、映像・音楽ソフト	18,708 (▲0.84%)	56.45%	18,495 (▲1.14%)	57.93%
④	化粧品、医薬品	10,150 (4.54%増)	8.82%	10,647 (4.90%増)	9.11%
⑤	生活雑貨、家具、インテリア	25,616 (3.62%増)	32.58%	26,258 (2.51%増)	31.73%
⑥	**衣類・服装雑貨等**	**27,980 (4.74%増)**	**23.38%**	**28,941 (3.43%増)**	**24.08%**
⑦	自動車、自動二輪車、パーツ等	3,336 (3.50%増)	4.16%	3,742 (12.18%増)	3.89%
⑧	その他	7,797 (5.49%増)	2.08%	7,989 (2.47%増)	2.08%
	合計	152,194 (3.70%増)	9.78%	158,233 (3.97%増)	9.80%

出所：経済産業省 「令和 7 年度電子商取引に関する市場調査報告書」

もう一方の食品・飲料・酒類については、2025 年の BtoC EC 市場規模は前年比 7.0%増の 3 兆 3,332 億円（EC 化率 4.66%）となった。食品・飲料・種類の EC 化率はこれまで相対的に低い水準であったが、近年、EC 化率の拡大ペースが速まってきたことに注目したい。

EC・TC 支援の競合先としては、自社 EC プラットフォーム「BOEM3.0」を提供するジェイドグループ（3558 東証グロース）や、ソフトクリエイトホールディングス（3371 東証プライム）の連結子会社 ecbeing 等が挙げられる。

2）インサイドセールス

電話等で見込客を創出する

インサイドセールスは、自社開発データベースソフトに蓄積された約 400 万社の企業データから、クライアントの条件に沿った企業群を抽出してターゲットリストを作成し、自社コンタクトセンターから専門スタッフが電話等で見込客に接触し、商談を創出する法人向け営業サービスである。

25/8 期と 26/8 期は好調

インサイドセールスは、デジタル営業支援セクター内でアウトソーシング事業に分類されている。売上高は、22/8 期 1,048 百万円、23/8 期 1,195 百万円、24/8 期 1,158 百万円とやや伸び

悩んでいた。しかし、25/8 期は 1,604 百万円、26/8 期は 1,743 百万円（前期比 8.7%増）と好調であった。同社グループでは、ヒト・コミュニケーションズが提供している外訪型営業支援であるセールスビジネス支援とインサイドセールスを組み合わせてクライアントに提案する等、サービスの強化に取組んでいる。

SALES ROBOTICS については、のれんの償却年数は 10 年、償却額は年約 2 億円と推測

2019 年 4 月に買収された SALES ROBOTICS の株式の取得価額は 2,250 百万円、買収時に発生したのれんは 2,008 百万円であった。その償却年数は開示されていない。しかし、アウトソーシング事業ののれん金額とのれん償却額の推移から、償却年数は 10 年、のれん償却額は年約 2 億円と推測される。

インサイドセールスの競合先としては、ブリッジインターナショナル（7039 東証グロース）やアイドマ・ホールディングス（7373 東証グロース）が挙げられる。

3）その他（アバターオンライン接客、システム開発等）

アバターオンライン接客

UsideU が担当するアバターオンライン接客サービスは、スタッフと AI アバターの協働による非対面、非接触で接客する事業者向けクラウドサービスである。主な活用例としては、地方公共団体での窓口業務や自動車メーカー等の無人ショールームでの応対業務、空港や病院等のインフォメーションカウンター案内業務等が挙げられる。多言語対応も可能であるため、インバウンド対応での商談も増加している。

アバターオンライン接客の売上高は開示されていないが、コロナ禍では拡大したものの、現時点では低迷しているようである。

システム開発など

システム開発は、主に LOWCAL とフィグニーがビービーエフと外部顧客にサービスを提供している。LOWCAL の顧客別売上高構成比は、外部顧客向けが 4～5 割、連結決算上、消去対象となるビービーエフ向けが 5～6 割となっている。

12. インバウンド・ツーリズムセクター

重点領域の一つ

インバウンド・ツーリズムセクターは、24/8 期にインバウンド・空港・ツーリズムセクターからエアポートが分離されて誕生したセクターである。売上高構成比は 8.8%と、5 番目に大きい。中期経営計画においては、成長率の見通しは低いものの、エアポート、ホールセール、デジタル営業支援と共に、重点領域に挙げられている。同セクターは、トライアングルが担当するランドオペレーティング事業、ティーシーエイやジャッツ、ヒト・コミュニケーションズが担当するツアー添乗事業、ヒト・コミュニケーションズが担当する商業施設対応（免税カウンター運営受託等）及びホテル等宿泊施設業務受託、ジャパンリムジンサービスが担当する富裕層向けリムジンサービス等によって構成される。

同社グループは、エアポートセクターとインバウンド・ツーリズムセクターの多くの子会社が、訪日外国人旅行者に対し、入国から移動、宿泊、買物・飲食、出国までの全ての領域でサービスを提供できる体制を構築している。

インバウンド・ツーリズムセクターの名称と事業範囲は数回変更されている

ヒト・コミュニケーションズは、11/8 期に観光事業に、13/8 期にスポーツ事業に、16/8 期にインバウンド事業に参入した。インバウンド・ツーリズムセクターは、2014 年 4 月のティーシーエイの子会社化を契機として 14/8 期から区分開示された観光セクターを起源としている。その後、スポーツ・MICE（企業等の会議、研修旅行、国際会議、展示会やイベント等）事業やインバウンド事業への取組み強化を背景に 19/8 期よりインバウンド・ツーリズムセクターに改称、対象範囲を拡大した。

20/8 期までは拡大

遡って開示された同セクターの売上高は、17/8 期 4,209 百万円、18/8 期 4,613 百万円であった。19/8 期は、クルージングなどの海外・国内添乗業務が好調だったほか、スポーツ支援や、空港、免税店等でのインバウンド営業支援が拡大し、5,290 百万円であった。ツーリズム・スポーツに改称された 20/8 期の売上高については、上期はラグビーW 杯 2019 等によるスポーツ事業の拡大や、空港、ホテル等の訪日外国人向けアウトソーシング事業やランドオペレーティング事業の好調により、4,499 百万円（前年同期比 79.1%増）と急増した。しかし、コロナ禍の影響により、下期は 1,137 百万円（同 59.1%減）となり、通期では 5,637 百万円（同 6.6%増）にとどまった。

21/8 期と 22/8 期は低迷

21/8 期の売上高は、空港事業、国内・海外旅行、インバウンド等の低迷が続き、4,434 百万円（前期比 21.3%減）にとどまった。事業の対象範囲が変更された 22/8 期の売上高は、無観客実施に伴い、事業規模が想定より大幅に縮小したオリンピック・パラリンピックが上期に寄与したものの、コロナ禍の影響が続いたため、前期の 3,904 百万円から 3,848 百万円（上期 2,504 百万円、下期 1,344 百万円）にやや減少した。

23/8 期から 24/8 期までは再拡大も、その後は減収

対象からインバウンドセクターを分離した 23/8 期のツーリズム・スポーツの売上高は、前期の 3,530 百万円から 3,689 百万円にやや増加した。インバウンドセクターの売上高は、空港事業やランドオペレーティング事業の急回復により、前期の 317 百万円から 3,689 百万円に増加した。

24/8 期においては、インバウンドセクターにツーリズムセクターが加わり、インバウンド・空港・ツーリズムセクターと改称されたほか、ツーリズムが分離されたツーリズム・スポーツセクターがスポーツ・エンタメセクターに改称された。24/8 期のインバウンド・空港・ツーリズムの売上高は、FMG グループの子会社化に伴い、前期の 5,428 百万円から 11,647 百万円に急拡大したが、エアポートセクターを分離したインバウンド・ツーリズムセクターとしての売上高は 6,711 百万円であった。

その後、インバウンド・ツーリズムセクターの売上高は、ツアー添乗やランドオペレーティング事業等の低迷により、25/8 期が 5,777 百万円、26/8 期が 5,478 百万円と減少した。

ランドオペレーティングとツアー添乗が主力サービス

インバウンド・ツーリズムセクター内の事業別売上高では、その他の事業に該当するランドオペレーティング事業が最も大きく、主に人材派遣事業に該当するツアー添乗が 2 番目に大きい。その他の事業に該当するリムジンサービスが 3 番目に大きく、主にアウトソーシング事業に該当する商業施設対応及びホテル等宿泊施設業務受託が最も小さい。

海外旅行向けツアー添乗は円安が逆風

ツアー添乗は、国内旅行会社を顧客として、日本人旅行者の国内旅行と海外旅行をサービス対象としているため、コロナ禍では売上高が急減した。23/8 期以降では、25/8 期を除いて、ツアー添乗の売上高は回復傾向にあるものの、相対的に回復度合いが強い国内旅行向けでもコロナ前のピークに戻っていないほか、円安等の影響により、海外旅行向けの回復が遅れているようである。

円安で好調だったランドオペレーティング事業は中国のビザ免除政策の影響を受けている

ランドオペレーティング事業は、主にシンガポール等の ASEAN の旅行会社を顧客として、国内ツアーの企画、宿泊・交通機関等の手配を行っている。売上高は、コロナ禍では急減したものの、円安に伴うインバウンド需要の回復を受け、23/8 期、24/8 期には急回復した。しかし、25/8 期以降は、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、シンガポールの顧客からの受注が落ち込んだため、売上高の減少が継続している。

13. 販売営業支援セクター

人材派遣事業からアウトソーシング事業へシフト

販売営業支援セクターは、同社グループの祖業であり、26/8 期の売上高構成比が 25.0%と同社グループで 2 番目に大きいセクターである。売上高の大部分はヒト・コミュニケーションズによるものであるが、 SALES ROBOTICS（コールセンター業務）と WSS も同セクターの一部を担当している。販売営業支援は、通信・家電等の販売支援業務と、スポーツ関連施設、GMS、ドラッグスト

ア等でのラウンダー業務（メーカーの営業担当者に替わって、取引先店舗を巡回し、顧客や営業担当者をフォローする業務）、外訪によるプッシュ型営業支援（セールスビジネス支援）業務等に大別される。売上高では販売支援業務が過半を占めており、ラウンダー業務等の比率は低い。事業形態別では、アウトソーシングが約 7 割、人材派遣が約 3 割を占めている。

ヒト・コミュニケーションズは 1998 年に人材派遣から事業を開始したが、2000 年代半ば頃に通信会社から光回線販売のアウトソーシング受託をしたのを皮切りに、より少ない人数で成果を出すことで収益性の向上が期待できるアウトソーシングに事業の重点を移していった。07/8 期頃にはアウトソーシング事業が売上高の過半を占めるようになった。

成果追求型営業支援

メーカーへの販売支援業務を例にとると、以前はメーカーが担当していた、販売計画立案、代理店・量販店交渉、イベント・販売企画、販売員への研修、派遣会社との契約、販売員の労務管理、トラブル・不正対応を一括受託することでクライアントに成果を提供し、自社の利益を拡大することを目指している。同社グループは、こうした取組みを「成果追求型営業支援」と呼んでいる。

このような成果追求型営業支援体制を支えるため、同社グループは、「業務運営事務局」や「仮想店舗等を通じた教育・研修制度」を導入している。業務運営事務局とは、スタッフの採用、研修制度の構築、販売等のカリキュラムの作成、就業現場の巡回、クライアントへのフィードバック、商品の販売、サービスの提供等に関する一連の業務を実施するスタッフの組織体制である。同組織は、一般スタッフ、スーパーバイザー、ディレクター、事務局長によって構成されているが、優秀な人材は上位の階層に昇格する仕組みが整備されており、事務局長は正社員に登用される道も開かれている。同社グループの独自のノウハウを活かした先進的な実践研修により、未経験者をチームで育成する体制が構築されている。

06/8 期から 20/8 期までは拡大

販売営業支援セクターの業績は、06/8 期以降、20/8 期までは順調に拡大した。20/8 期には、楽天モバイルの新規参入や 5G 需要の高まりを受け、売上高は前期比 6.1%増の 22,140 百万円となった。

21/8 期から低迷

しかし、コロナ禍で非対面の営業活動が求められる中、通信分野等の一部クライアントで店頭活動の規模が縮小され、21/8 期の売上高は同 6.3%減少した。

25/8 期 Q4 以降は増収基調

22/8 期以降も、販売拡大よりもコスト削減に軸足を移した通信キャリア向けの取引減少が続き、24/8 期の売上高は前期比 12.2%減の 14,737 百万円となった。しかし、通信分野の売上高が 24/8 期 Q2 を底に回復基調に入ったことを受けて、販売系営業支援セクター全体も 25/8 期 Q4 以降は前年同期比で増収となっている。

図表 26. 販売営業支援セクターの売上高推移

（百万円）

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
売上高	**22,140**	**20,743**	**18,834**	**16,788**	**14,737**	**14,766**	**15,530**
うちアウトソーシング	–	–	15,017	12,494	10,232	9,983	11,181
うち人材派遣	–	–	3,674	3,806	4,288	4,190	4,278

注：決算説明会資料及び有価証券報告書の収益認識関係に基づく。
出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

悪化した売上総利益率の改善を目指す

販売系営業支援の売上総利益率に関しては、20/8 期では全社平均（17.6%）を上回る 20%超を確保していたが、24/8 期には全社平均（20.7%）を下回り、その後も 20%を下回っている模様である。ヒト・コミュニケーションズでは、単価交渉やスタッフの自社化等を推進し、改善を目指す方針である。

通信向けが売上高の約 6 割

主力である通信分野の顧客は、通信キャリアと外資系端末メーカーであり、主に家電量販店の売り場においてアウトソーシング形態でサービスを提供している。顧客業種別売上高構成比では、通信キャリア向けの比率が約 6 割と高くなっている。

販売営業支援の競合先としては、ウィルグループ（6089 東証プライム）やライク（2462 東証プライム）、ピアズ（7066 東証グロース）、フロンティアインターナショナル（7050 東証グロース）に加え、リクルートホールディングス（6098 東証プライム）やパーソルホールディングス（2181 東証プライム）のグループ会社等が挙げられる。同社グループは、強みとするアウトソーシング事業のオペレーション力を武器に競合先に対抗する方針である。

14. パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメセクター

成長領域の 3 セクター

パブリック、ワークス、スポーツ・エンタメの 3 セクターは、26/8 期の売上高が各々50 億円に満たないが、市場の拡大が見込まれるため、中期経営計画において成長領域として位置付けられている。

1）パブリックセクター

地方自治体向けが中心

ヒト・コミュニケーションズと伊賀市にぎわいパートナーズ（26/8 期連結子会社化）が担当するパブリックセクターは、21/8 期から売上高の開示が開始された新しいセクターである。地方自治体から主に入札で獲得した観光施設等の業務受託が業務の中心であり、事業形態は概ねアウトソーシング事業に該当する。売上高は、21/8 期 122 百万円、22/8 期 691 百万円、23/8 期 1,648 百万円、24/8 期 954 百万円、25/8 期 947 百万円、26/8 期 1,165 百万円と推移している。

サステナブル地方創生受託案件の獲得を目指す

パブリックセクターでは、全国各地の地方自治体にある観光資源を活用し、観光客や教育旅行客の誘客や関連商品の開発、施設運営までを一括受託する「サステナブル地方創生受託案件」の随意契約での獲得を目指している。同社グループで蓄積してきた施設・イベント運営のノウハウや、人材サービスや EC サイト受託、衣料品・雑貨等の販売（ホールセール）等の事業リソースを活かして、地方自治体のニーズの具現化や課題解決に取組む方針である。

「伊賀市にぎわい忍者回廊」と「宇宙ふれあいホール Sora-Miru」の管理業務を受託

ヒト・コミュニケーションズは 2022 年に政府や地方自治体が実施する PFI（Private Finance Initiative）案件に参入した。同年 9 月には「サステナブル地方創生受託案件」の第 1 弾となる「伊賀市にぎわい忍者回廊に関する PFI 事業」（三重県）の主幹事企業となった。同事業の中心となる伊賀流忍者体験施設「万川集海」は 2025 年 8 月末に開設された。

また、2024 年 3 月には「サステナブル地方創生受託案件」の第 2 弾となる「宇宙ふれあいホール Sora-Miru」（ソラミル）の指定管理業務を公募型プロポーザルに応募して和歌山県串本町から受託した。Sora-Miru は 2025 年 4 月に開館した。

2）ワークスセクター

物流業界の人材ニーズに対応

ヒト・コミュニケーションズと WSS が担当するワークスセクターは、23/8 期から売上高の開示が開始された新しいセクターである。EC の普及に伴って拡大する物流業界の人材ニーズに応えるため、同社グループは 21/8 期から同セクターに参入した。同セクターでは、荷主メーカーや倉庫会社、運送会社から配送センターや商品センターでの庫内業務や、店舗への配送業務を人材派遣またはアウトソーシングでサービスを提供している。なお、KeePer 技研（6036 東証プライム）との提携によるバスルームコーティング事業が 27/8 期から本格的に開始された。

セクター間の連携強化に取り組む

売上高は、23/8 期の 569 百万円から 24/8 期が 693 百万円、25/8 期が 845 百万円と拡大したが、26/8 期 808 百万円と伸び悩んだ。現時点では、他のセクターとの連携度合いは小さい

が、今後は、EC・TC 支援のフルフィルメントサービスやホールセールで取引している顧客の物流業務を取込む等、セクター間の連携を強化し、売上高の拡大を目指している。

売上総利益率の改善を目指す

24/8 期において、同セクターの売上総利益率は全社平均を大きく下回っていた。事業形態は現在では人材派遣事業が中心だが、今後はアウトソーシングに軸足を移して収益性の改善を図る方針である。

3）スポーツ・エンタメセクター

プロスポーツチーム運営支援が主力サービス

ヒト・コミュニケーションズが担当するスポーツ・エンタメセクターは、スポーツ大会や万博等の国際イベントの運営受託や、プロ野球、Jリーグ（サッカー）、リーグワン（ラグビー）等のプロスポーツチーム運営支援、Bリーグ（バスケットボール）のアリーナ運営受託、各種アリーナでのスポーツ・音楽に係る単発イベントの運営受託等を行っている。大型国際イベントの運営受託がない限り、スポーツ事業が同セクターの売上高の中心を占めている。また、大型国際スポーツイベントの運営受託がない限り、継続的な収入を得られるプロスポーツチーム運営支援が同セクターの中核業務となっている。26/8 期においては、スポーツ情報ビジネスを展開するスクワッドを連結子会社化した。

2026 年のスポーツ観戦市場は大幅に拡大

調査会社の三菱 UFJ リサーチ＆コンサルティングとマクロミルによる共同調査によれば、2026 年の国内スタジアム観戦市場は前年比 13.9%増の 8,743 億円と推計されている。過去 1 年にスタジアム・競技場でスポーツ観戦したと回答した人の割合は、前年から 0.4%ポイント増加し、20%となった。観戦者 1 人当たりの観戦回数は前年の 4.2 回から 4.7 回に増加した。観戦 1 回当たりの飲食費及びグッズ費が、各々、前年比 15.7%、21.9%増えたことが市場拡大を牽引した。

ラグビーワールドカップ日本大会や東京オリンピック・パラリンピックが業績に大きく貢献

ヒト・コミュニケーションズは、スポーツ事業に 13/8 期から参入しているが、スポーツ事業の売上高については、観光セクターや、その後改称されたインバウンド・ツーリズムセクター、ツーリズム・スポーツセクターの内数として計上されていたため、22/8 期までの推移は不明である。なお、20/8 期には、ラグビーワールドカップ 2019 の運営業務受託が売上高に大きく貢献した。22/8 期には東京オリンピック・パラリンピックの運営業務売上高が 1,196 百万円に達した。

現在のスポーツ・エンタメセクターに変更された 23/8 期の売上高は 2,459 百万円であった。その後、売上高は 24/8 期が 2,855 百万円、25/8 期 4,638 百万円、26/8 期が 4,586 百万円と推移した。大阪・関西万博の各種業務受託に係る売上高は、25/8 期に 1,073 百万円、26/8 期に 349 百万円計上された。

利益率の向上は見込みにくい

同セクターでは、施設警備等で外注先に依存する割合が大きく、好採算の大型案件がなければ、売上総利益率は全社平均を下回る傾向にあると見られる。

全国各地で計画されているアリーナの建替え、新設に伴い、ヒト・コミュニケーションズの顧客数も増加が見込まれる。しかし、売上高の拡大による利益率の向上が見込みにくい事業特性を考慮し、同社は同セクターの利益率向上には慎重な見解を示している。

15. 財務戦略

業容の拡大と M&A により、総資産は過去 8 期で大幅に拡大したが、財務の健全性は維持

同社の総資産は、業容拡大に伴い、現預金、売上債権を中心に拡大している。18/8 期末においては、総資産 193.9 億円、現預金 61.3 億円、売上債権 62.4 億円であったが、26/8 期末には、総資産 396.9 億円、現預金 116.1 億円、売上債権 104.1 億円へと大幅に増加した。

もう一つ、大きく増加した資産科目は、M&A に伴うのれんであり、18/8 期末の 28.9 億円から 24/8 期末には 68.1 億円に急増した。しかし、定期償却に伴い、26/8 期末には 53.9 億円に減少した。26/8 期末ののれんの残高は、総資産の 13.6%、自己資本の 32.0%にとどまっており、リスクは抑制されている。M&A に伴い、有利子負債も増加したものの、26/8 期末のネット D/E レシオは-0.07 と財務の健全性は維持されている。

累進配当、配当性向 30%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。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 26/8 期には 37.5 円へと引上げた。

16 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、16 期連続で増配を実施している。27/8 期は前期比横ばいの配当予想としているものの、健全な財務内容に加え、累進配当を基本方針としていることから、将来的には再び増配を目指す可能性が高いと見られる。

図表 27. 財務指標の推移

(百万円)

決算期	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
【キャッシュ・フロー】							
当期純利益	1,370	2,774	3,227	1,885	-43	853	167
減価償却費	334	376	399	493	473	529	880
のれん償却額	586	519	519	519	779	807	795
資本的支出	-465	-1,055	-721	-1,385	-1,105	-3,280	-2,130
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得	0	0	0	-3,603	0	0	0
配当金の支払額	-362	-375	-470	-590	-590	-635	-662
【B/S】							
現預金	8,890	9,815	13,430	16,462	14,251	12,133	11,612
売上債権	8,875	10,760	10,594	10,877	10,355	10,871	10,412
のれん	4,611	3,984	3,465	7,543	6,841	6,106	5,399
総資産	27,475	31,177	34,225	42,554	40,103	40,822	39,691
有利子負債	5,388	4,792	4,150	10,889	9,530	8,204	10,479
自己資本	11,638	14,081	16,920	17,869	17,236	17,373	16,887
【主要指標】							
EBITDA	4,069	5,682	6,657	5,210	2,820	3,833	2,826
ROE	12.2%	21.6%	20.8%	10.8%	-0.2%	4.9%	1.0%
ROIC（投下資本）	9.6%	15.9%	16.7%	9.9%	1.5%	5.4%	1.6%
自己資本比率	42.4%	45.2%	49.4%	42.0%	43.0%	42.6%	42.5%
D/E レシオ	0.46	0.34	0.25	0.61	0.55	0.47	0.62
ネット D/E レシオ	-0.30	-0.36	-0.55	-0.31	-0.27	-0.23	-0.07
1 株当たり配当(円)	20.5	24.5	30.0	31.0	35.0	37.0	37.5
配当性向	26.7%	15.8%	16.6%	29.3%	—	77.3%	398.4%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

新中期経営計画を 2024 年 11 月に公表した

2024 年 11 月に公表された 25/8 期から 29/8 期までの新中期経営計画で同社は、持続的な成長の実現、資本効率の改善及び株主還元の向上を目指し、以下の財務基準を設定した。

効率性や健全性にも配慮した成長を目指している

●成長性　EBITDA 50.2 億円（29/8 期）

●効率性　ROE 10%以上（25/8 期～29/8 期）

ROIC 10%以上（25/8 期～29/8 期）

WACC 自社だけでなく、投資家との対話による把握に努める

●健全性　ネット D/E レシオ　1 倍以下（25/8 期～29/8 期）

同社は、2023 年 10 月に「中期経営計画 2024-2028」を公表したが、最終年度の ROE の目標値は開示していたものの、期間全体を通した目標値や、ROIC 及びネット D/E レシオの目標値は開示されていなかった。今回の基準には、こうした点が改善され、効率性や健全性にも配慮した成長を目指していることが示され、同社の財務戦略が明確になった。

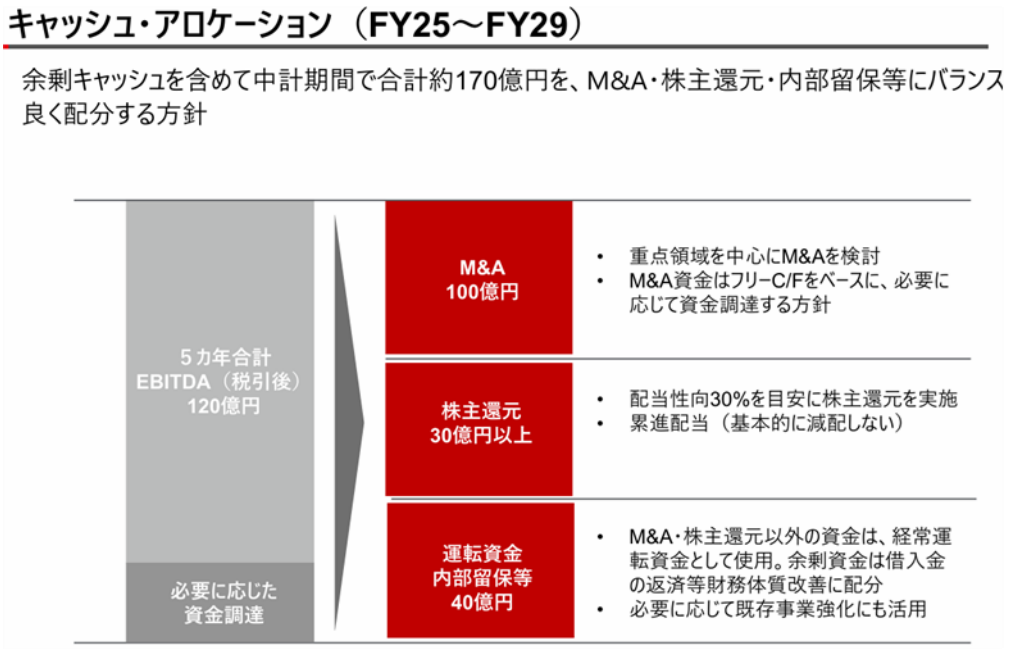
ROE や ROIC、ネット D/E レシオは達成可能な目標を設定している

同社のネット D/E レシオは、20/8 期末以降、-0.07 から-0.55 とマイナス圏で推移しており、1 倍以下としている基準に抵触する恐れはないとみられる。一方、ROE については、売上高の落込みや一過性の損失計上などにより、24/8 期がマイナスとなっているが、18/8 期から 23/8 期までを見ると、10.8%～21.6%で推移しており、妥当な目標と言える。ROIC についても、24/8 期は 10%を下回ったものの、18/8 期から 23/8 期においては概ね 10%～20%のレンジに収まっており、現実的な目標となっている。

M&A に 100 億円を配分する計画

新中期経営計画では、キャッシュ・アロケーションの方針も開示されている。同社は、25/8 期～29/8 期の 5 カ年合計の税引後 EBITDA を 120 億円と想定し、余剰キャッシュ 50 億円を加算した約 170 億円を、M&A に 100 億円、配当を主体とした株主還元に 30 億円以上、運転資金や設備投資、内部留保等その他に 40 億円を配分するとしている。

図表 28. 中期経営計画の中でのキャッシュ・アロケーション方針



出所：会社資料

M&A による業績貢献は中期経営計画には織り込まれていない

同社は、中期経営計画で重点領域に定めた 4 セクター（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）を中心に、事業拡大を確かなものとするため、今後も積極的に M&A を実施する方針である。100 億円の投資枠を用いて、中期経営計画の期間内に 100 億円の売上規模の創出を目指しているが、中期経営計画の売上高には M&A による貢献は含まれていない。

シナジー効果が高い M&A による企業価値の向上に期待

M&A を評価する際の重要なのは、グループでのシナジー効果がどの程度期待できるかという点である。空港グランドハンドリング事業を展開する FMG を買収した際は、ヒト・コミュニケーションズが空港の施設運営支援・販売支援事業を展開していたことから、雇用面でのシナジー効果が直ぐに発揮され、FMG グループの業績拡大に繋がった。このようなシナジー効果の高い M&A が実施出来れば、売上高の規模拡大にとどまらず、長期的には利益率の改善を通じた企業価値の向上が期待できる。

ビービーエフやブランチ・アウト、FMG 等の買収を通じて獲得した、M&A の実施可否に関する判断力や、PMI のノウハウは、今後の大型 M&A でも大いに活かされると考えられる。

16. リスク要因

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの業績や株価の動向に与えるリスクとしては、以下の点が挙げられよう。

販売系営業支援セクターにおける通信分野への依存度の高さ

一つ目のリスクとしては、販売系営業支援セクターにおける通信分野のクライアントへの依存度の高さが挙げられる。販売系営業支援セクターの売上高が 20/8 期をピークに減少してきたのは、通信分野向けの売上高が大幅に落ち込んだためである。しかし、足元では通信分野向け売上高に底打ち感が出てきたことや、ホールセールセクターやデジタル営業支援セクター、エアポートセクター等の強化によって、過去数年で事業ポートフォリオを拡充してきたことから、当該リスクの重要性はかなり低下している。

人材サービスにおけるスタッフの確保

二つ目のリスクとしては、人材サービスにおけるスタッフの確保が挙げられる。人手不足や賃金上昇が続く環境下、事業の拡大のためにはスタッフの確保がますます重要になってきている。同社グループでは、友人紹介キャンペーン等のインセンティブ支払い等の各種施策を実施して、スタッフの確保に努めている。人材サービスを展開する他社と比べると、スタッフが希望する条件に合う仕事を提案できる可能性が高い点が同社グループの優位性と言えよう。専門知識の有無や、接客業務の有無、勤務地・職場環境の違い等の職務上の条件に関して、幅広い業種、業態にサービスを提供する同社グループは、スタッフに多くの選択肢を提示できるため、人材の採用や定着において、競合他社よりも苦労は少ないと見られる。

感染症リスク

三つ目のリスクとしては、新型の感染症の発生・世界的な感染拡大リスクが挙げられる。当該リスクが発生した場合、販売系営業支援セクターやエアポートセクター、スポーツ・エンタメセクター、インバウンド・ツーリズムセクターに悪影響を与えると想定される。一方、巣ごもり消費が盛り上がった場合、デジタル営業支援セクターやワークスセクターに好影響を与えると想定される。また、新型コロナウイルス感染症の感染拡大時のように、感染症対策関連業務を受注する可能性もある。同社グループでは、グループとして感染症リスクをヘッジすべく、事業ポートフォリオが分散されているため、現時点では大きなリスクでは無いと考えられる。

為替リスク

四つ目のリスクとしては、為替リスクが挙げられる。ホールセールセクターでは、多くの商品を輸入して販売しているため、円安がデメリットとなる。一方、インバウンド・ツーリズムセクターでは、訪日旅行客向けの依存度が高いため、円高がデメリットになる。エアポートセクターでは、本来は円安時にメリット、デメリットの両面があるが、現在は円安メリットが円安デメリットを上回る状況にある。結果として、円安が同社グループにとって大きなデメリットにはなっていないと思われる。

大型イベントの有無

長期的な企業価値にとっては大きなリスクとは言えないが、大型イベントの有無も、同社グループの業績と同社の株価に対して短期的な変動要因となる可能性がある。2019 年のラグビーワールドカップ日本大会や、2021 年の東京オリンピック・パラリンピックがその例として挙げられる。

17. サステナビリティの方針と実践

1) コーポレートガバナンス体制

監査役会設置会社

同社グループは、26/8 期末時点で、ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス、中核子会社であるヒト・コミュニケーションズ、ビービーエフ、その他関係会社 18 社（うち、連結子会社 16 社、非連結子会社 2 社）で構成されており、組織形態は、監査役会設置会社である。取締役会については、取締役 8 名（うち、女性 1 名）、監査役 3 名（うち、女性 1 名）で構成される。11 月 27 日開催予定の株主総会で会社提案が可決されると、取締役は 9 名（うち、女性 1 名）に増加する見通しである。監査役 3 名は全員社外監査役である。

指名委員会と報酬委員会を設置

取締役会の諮問機関として、指名委員会と報酬委員会を設置している。両委員会とも独立社外取締役が委員の過半数を占める（3 名中 2 名）任意の諮問委員会である。

社外取締役比率は 37.5%

取締役 8 名中、社外取締役は 3 名であり、構成比は 37.5%である。会社提案が可決されると、社外取締役比率は 33.3%となる見通しである。コーポレートガバナンス・コード原則 4-8 により、プライム市場上場の会社には、少なくとも 3 分の 1 の独立社外取締役を選任することを求めており、当該基準を満たしている。社外取締役は 3 名とも独立性の基準を満たしており、エイチ・ツー・オーリテイリング元取締役、環境アセスメント分野のコンサルタント、通信業界出身者で構成される。また、執行役員制度を導入しているほか、安井社長及び子会社の代表取締役で構成されるグループ社長会議を原則毎月一回開催している。

2) サステナビリティ体制

「誰ひとり取りこぼしのない『絆』社会の創造と貢献」を目指す

同社グループは、「誰ひとり取りこぼしのない『絆』社会の創造と貢献」の実現を自社グループの存在価値と位置付けている。サステナビリティに関する考え方としては、事業ポートフォリオの見直しによる、既存事業やグループ会社の枠組みに捉われない新たな価値創造に加え、気候変動対応や人的資本経営・多様性への取組みを通じて、持続可能な企業価値の向上を目指すことを掲げている。

サステナビリティ委員会を設置

サステナビリティのガバナンス体制として、取締役会による監督に加え、安井社長を委員長とし、主要な事業子会社のサステナビリティ担当者等がメンバーとして参画するサステナビリティ委員会が設置されている。同委員会では、グループ全体のサステナビリティに関する方向性の検討と提示、事業子会社に関連する取組みの取りまとめ、新規事業開発等に係る事業子会社の取組みに対する支援を行っている。

3) 気候変動対応

事業機会の観点からも気候変動への対応に取り組む

同社は、気候変動を地球環境問題の中で最も緊急性が高いものの一つと認識している。気候変動による事業環境の変化への対応という事業リスクの観点だけでなく、同社グループが持つ「デジタル営業支援」機能を活用することにより、顧客企業の温室効果ガス(GHG)排出量削減に貢献するサービス・ソリューションの提供を強化し、事業機会の観点からも取組みを進める方針である。

TCFD 提言に基づくシナリオ分析

同社は、気候関連財務情報開示タスクフォース（TCFD）提言に基づいた気候変動についてのシナリオ分析を開示している。移行リスク（2℃/1.5℃シナリオを選択）については、非製造業であるため、炭素税等の政策・規制強化による費用増加の影響は限定的であるものの、エネルギーコスト

の上昇による費用増加や、省エネルギー化、再生エネルギー活用に向けた投資負担が財務面に影響を与えると評価した。一方、物理リスク（4℃シナリオを選択）については、長期的には、自然災害リスクが自社グループにとって大きな事業インパクトをもたらす課題になると評価している。

2030 年に GHG 排出実質ゼロを目指す

また、同社は、「2030 年度に Scope1、2 及び 3 を含めたバリューチェーン全体の GHG 排出実質ゼロ、再生エネルギー比率 100%」、「2050 年度にカーボンネガティブ（企業が排出する GHG よりも吸収する GHG が多い状態）による貢献」を目標としている。

4) 人的資本経営・多様性

多様性を重視

人材育成方針としては、即戦力となる人材や専門性の高い人材等、現場力の強化に貢献するスタッフの確保に注力することや、デジタル営業支援分野にも対応できる、優秀な人材を新卒・既卒を問わずに採用し、社内外での研修やグループ内での人事交流等を積極的に実施することを掲げている。

社内環境整備方針としては、多様性を尊重し、同社社員やその関係者にとってより良い職場環境や働き方の実現に向け、継続的な職場環境の改善に取組むことで、社員一人一人が生き生きと働くことができる環境を実現するとことを掲げている。

管理職女性比率と外国籍正社員比率を開示

人的資本に関する指標としては、グループの管理職に占める女性比率と外国籍正社員比率を開示している。25/8 期末におけるグループの管理職に占める女性比率は 13.1%（うち、ヒト・コミュニケーションズ 17.7%、fmg16.7%）であるが、管理職手前のリーダー的な存在・役職・ポジションでは女性が 47.4%となっている。外国籍正社員比率は 20%を超えており、今後も外国人人材の雇用と育成に積極的に取組み、労働力不足という社会問題の解消に貢献する方針である。

男女賃金の格差は相対的に小さい

男性を 100%としてみた男女賃金の差異は、25/8 期において、ヒト・コミュニケーションズが全労働者 86.2%、うち正社員 75.2%、うちパート・有期労働者 87.9%であった。一方、fmg が全労働者 93.3%、うち正社員 79.5%、うちパート・有期労働者 82.0%であった。

日本生産性本部によると、25/3 期の東証プライム市場上場企業の男女賃金格差は全体平均が 72.0%、サービス業が 73.9%である。同社は全体、業界平均よりも格差が小さいと言える。

図表 29. セグメント動向(四半期ベース)

(百万円)	25/8				26/8			
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
売上高								
アウトソーシング	**6,032**	**6,032**	**6,922**	**6,845**	**6,266**	**6,670**	**7,043**	**6,890**
（YoY）	-8.1%	8.2%	24.2%	24.4%	3.9%	10.6%	1.7%	0.7%
人材派遣	**2,208**	**2,060**	**2,269**	**2,249**	**2,258**	**1,947**	**2,041**	**2,020**
（YoY）	-6.6%	-5.4%	4.1%	4.8%	2.2%	-5.5%	-10.0%	-10.2%
EC･TC 支援	**2,926**	**2,125**	**2,153**	**2,049**	**2,319**	**1,946**	**1,997**	**1,999**
（YoY）	6.6%	-21.3%	-20.2%	-22.2%	-20.8%	-8.4%	-7.2%	-2.4%
ホールセール	**4,580**	**3,418**	**4,505**	**4,176**	**4,613**	**3,455**	**4,522**	**3,049**
（YoY）	36.9%	25.0%	30.0%	29.4%	0.7%	1.1%	0.4%	-27.0%
その他事業	**680**	**864**	**916**	**586**	**754**	**873**	**826**	**633**
（YoY）	-15.4%	8.3%	12.0%	16.6%	10.9%	1.0%	-9.8%	8.4%
合計	**16,428**	**14,499**	**16,764**	**15,905**	**16,211**	**14,891**	**16,429**	**14,593**
（YoY）	3.8%	3.7%	13.8%	13.5%	-1.3%	2.7%	-2.0%	-8.2%
営業利益								
アウトソーシング	**140**	**225**	**112**	**170**	**-180**	**-13**	**-131**	**-88**
（営業利益率）	2.3%	3.7%	1.6%	2.5%	-2.9%	-0.2%	-1.9%	-1.3%
人材派遣	**122**	**47**	**145**	**178**	**176**	**51**	**142**	**152**
（営業利益率）	5.5%	2.3%	6.4%	7.9%	7.8%	2.6%	7.0%	7.5%
EC･TC 支援	**205**	**154**	**-7**	**-24**	**124**	**156**	**86**	**-26**
（営業利益率）	7.0%	7.2%	-0.3%	-1.2%	5.3%	8.0%	4.3%	-1.3%
ホールセール	**299**	**70**	**306**	**308**	**261**	**152**	**276**	**-35**
（営業利益率）	6.5%	2.0%	6.8%	7.4%	5.7%	4.4%	6.1%	-1.1%
その他事業	**-25**	**48**	**39**	**0**	**-33**	**48**	**8**	**49**
（営業利益率）	-3.7%	5.6%	4.3%	0.0%	-4.4%	5.5%	1.0%	7.7%
調整額	**-4**	**-5**	**-5**	**-4**	**-7**	**-7**	**-7**	**-5**
合計	**737**	**541**	**589**	**628**	**341**	**388**	**373**	**48**
（YoY）	-20.5%	55.9%	210.0%	6.0x	-53.7%	-28.3%	-36.7%	-92.4%
（営業利益率）	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%	2.1%	2.6%	2.3%	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

図表 30. 損益計算書

(百万円)	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8	27/8 会社予想
売上高	**63,819**	**71,499**	**84,225**	**64,130**	**63,980**	**58,547**	**63,596**	**62,124**	**65,544**
(前期比)	—	12.0%	17.8%	-23.9%	-0.2%	-8.5%	8.6%	-2.3%	5.5%
売上原価	52,619	58,891	69,507	48,902	49,742	46,449	50,684	49,758	52,081
売上総利益	11,200	12,607	14,718	15,227	14,238	12,097	12,912	12,366	13,463
(売上総利益率)	17.5%	17.6%	17.5%	23.7%	22.3%	20.7%	20.3%	19.9%	20.5%
販売費及び一般管理費	8,209	9,457	9,931	9,487	10,039	10,528	10,416	11,215	11,738
営業利益	**2,991**	**3,149**	**4,787**	**5,739**	**4,198**	**1,568**	**2,495**	**1,150**	**1,725**
(前期比)	—	5.3%	52.0%	19.9%	-26.9%	-62.6%	59.1%	-53.9%	49.9%
(売上高営業利益率)	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%	3.9%	1.9%	2.6%
営業外収益	29	699	691	108	229	42	98	102	—
受取利息配当金	7	7	6	9	9	14	23	47	—
営業外費用	15	487	353	88	127	75	89	220	—
支払利息割引料	11	16	12	10	10	38	69	122	—
経常利益	**3,004**	**3,361**	**5,125**	**5,759**	**4,300**	**1,536**	**2,504**	**1,031**	**1,585**
(前期比)	—	11.9%	52.5%	12.4%	-25.3%	-64.3%	63.0%	-58.8%	53.6%
(売上高経常利益率)	4.7%	4.7%	6.1%	9.0%	6.7%	2.6%	3.9%	1.7%	2.4%
特別利益	—	—	—	—	4	6	107	12	—
特別損失	4	419	321	99	537	255	540	8	—
税金等調整前当期純利益	3,000	2,941	4,803	5,660	3,767	1,287	2,070	1,036	—
(前期比)	11.2%	-2.0%	63.3%	17.8%	-33.4%	-65.8%	60.8%	-50.0%	—
(売上高税引前利益率)	4.7%	4.1%	5.7%	8.8%	5.9%	2.2%	3.3%	1.7%	—
法人税等	1,150	1,450	1,808	2,245	1,629	1,127	1,011	705	—
(法人税等の負担率)	38.4%	49.3%	37.7%	39.7%	43.2%	87.5%	48.8%	68.1%	—
当期純利益(非支配株主分含む)	1,849	1,490	2,995	3,415	2,137	160	1,059	330	—
非支配株主に帰属する当期純利益	125	119	220	187	251	204	205	162	—
親会社株主に帰属する当期純利益	**1,723**	**1,370**	**2,774**	**3,227**	**1,885**	**-43**	**853**	**167**	**532**
(前期比)	—	-20.5%	102.4%	16.3%	-41.6%	—	—	-80.3%	216.7%
(売上高当期純利益率)	2.7%	1.9%	3.3%	5.0%	2.9%	-0.1%	1.3%	0.3%	0.8%
EPS (円)	**96.3**	**76.7**	**155.5**	**180.9**	**105.7**	**-2.4**	**47.9**	**9.4**	**29.8**

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 31. 貸借対照表

（百万円）	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
流動資産	**14,967**	**18,679**	**22,179**	**25,693**	**29,048**	**27,247**	**25,939**	**24,270**
現金及び預金	6,888	8,890	9,815	13,430	16,462	14,251	12,133	11,612
売上債権	6,916	8,875	10,760	10,594	10,877	10,355	10,871	10,412
棚卸資産	922	640	1,032	531	589	471	562	570
繰延税金資産 - 流動	—	—	—	—	—	—	—	—
貸倒引当金 - 流動	-31	-50	-23	-23	-17	-8	-9	-8
その他流動資産	272	324	595	1,161	1,137	2,176	2,381	1,681
固定資産	**9,562**	**8,795**	**8,997**	**8,531**	**13,505**	**12,855**	**14,883**	**15,421**
有形固定資産	2,045	1,967	2,228	2,205	2,282	2,515	4,712	5,597
無形固定資産	5,355	5,365	4,872	4,286	8,681	7,983	7,116	6,589
投資その他資産	2,161	1,462	1,896	2,039	2,541	2,357	3,054	3,233
投資有価証券	444	655	501	434	675	672	600	410
繰延税金資産	289	377	482	525	681	475	556	628
その他	1,428	430	913	1,080	1,185	1,210	1,898	2,195
資産合計	**24,529**	**27,475**	**31,177**	**34,225**	**42,554**	**40,103**	**40,822**	**39,691**
流動負債	**7,794**	**10,547**	**11,948**	**12,584**	**13,220**	**12,763**	**13,880**	**13,368**
買入債務	2,866	4,535	4,619	5,050	5,445	6,246	4,543	3,563
未払金・未払費用	2,477	2,697	3,806	3,581	3,493	3,099	4,049	3,286
有利子負債	1,049	1,195	1,040	1,004	1,528	1,792	1,411	4,010
その他	1,402	2,120	2,483	2,949	2,754	1,626	3,877	2,509
固定負債	**5,312**	**4,518**	**4,295**	**3,720**	**10,248**	**8,725**	**8,034**	**7,794**
有利子負債	5,002	4,193	3,752	3,146	9,361	7,738	6,793	6,469
繰延税金負債	29	0	46	12	—	1	5	53
その他	281	325	497	562	887	986	1,236	1,272
純資産	**11,423**	**12,408**	**14,932**	**17,920**	**19,085**	**18,614**	**18,907**	**18,528**
株主資本	10,773	11,653	14,052	16,809	17,778	17,144	17,344	16,813
資本金	450	450	450	450	450	450	450	450
資本剰余金	287	287	287	287	91	91	91	91
利益剰余金	10,035	11,016	13,415	16,172	17,336	16,702	16,903	16,372
自己株式	—	-99	-99	-100	-100	-100	-100	-100
その他の包括利益累計額	-6	-15	29	111	91	92	28	73
非支配株主持分	656	770	850	998	1,216	1,377	1,533	1,640
負債純資産合計	**24,529**	**27,475**	**31,177**	**34,225**	**42,554**	**40,103**	**40,822**	**39,691**
自己資本	**10,766**	**11,638**	**14,082**	**16,921**	**17,869**	**17,237**	**17,373**	**16,887**
BPS(円)	**601.5**	**652.3**	**789.3**	**948.4**	**1,001.5**	**966.1**	**973.7**	**946.5**

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 32. キャッシュ・フロー計算書

（百万円）	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
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	3,000	2,941	4,803	5,660	3,767	1,287	2,070	1,036
減価償却費・のれん償却額	529	920	895	918	1,012	1,252	1,336	1,675
売上債権の増減額	-475	-1,708	-2,095	162	32	525	-486	672
仕入債務の増減額	598	1,582	1,122	260	-124	268	-1,988	-486
棚卸資産の増減額	-317	286	-391	149	-57	118	-84	78
減損損失	—	419	—	92	5	170	—	—
法人税等の支払額	-1,019	-1,217	-1,691	-2,135	-2,600	-2,806	87	-1,189
その他営業キャッシュ・フロー	143	440	422	226	490	166	2,471	-2,070
合計	**2,459**	**3,663**	**3,065**	**5,332**	**2,525**	**980**	**3,406**	**-284**
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	-67	-71	-364	-127	-184	-507	-2,027	-1,769
無形固定資産の取得による支出	-198	-184	-338	-343	-509	-447	-356	-361
投資有価証券の取得による支出	-10	-210	-0	-51	-300	-101	-53	-0
投資有価証券の売却・償還による収入	—	—	196	200	34	—	114	194
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	—	—	—	-3,603	—	—	—
その他投資キャッシュ・フロー	-125	-66	-354	-123	-309	-128	-434	-179
合計	**-3,424**	**-531**	**-1,213**	**-644**	**-5,263**	**-1,233**	**-3,600**	**-2,115**
財務活動によるキャッシュ・フロー								
短期借入金の増減額	—	265	-200	—	—	—	—	2,534
長期借入金の増減額	2,085	-1,074	-376	-629	6,538	-1,371	-1,343	-397
自己株式の取得による支出	—	-99	-0	-0	—	—	—	—
配当金の支払額	-286	-362	-375	-470	-590	-590	-635	-662
その他財務活動キャッシュ・フロー	-18	-27	-54	-56	-245	-63	-55	64
合計	**1,781**	**-1,297**	**-1,005**	**-1,155**	**5,703**	**-2,024**	**-2,033**	**1,539**
現金及び現金同等物に係る換算差額	-6	-8	16	19	-1	15	-4	49
現金及び現金同等物の増加額	810	1,825	862	3,552	2,964	-2,261	-2,232	-810
現金及び現金同等物期首残高	5,985	6,796	8,734	9,596	13,149	16,121	13,859	11,681
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	—	112	—	—	7	—	54	228
現金及び現金同等物期末残高	6,796	8,734	9,596	13,149	16,121	13,859	11,681	11,099
フリー・キャッシュ・フロー	**-965**	**3,132**	**1,852**	**4,688**	**-2,738**	**-253**	**-194**	**-2,399**

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 33. 主要指標

	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8	26/8
EPS (円)	96.3	76.7	155.5	180.9	105.7	-2.4	47.9	9.4
BPS (円)	601.5	652.3	789.3	948.4	1,001.5	966.1	973.7	946.5
DPS (円)	18.5	20.5	24.5	30.0	31.0	35.0	37.0	37.5
配当性向	19.2%	26.7%	15.8%	16.6%	29.3%	—	77.3%	398.4%
期末発行済株式数 (千株)	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899
自己株式数（株）	—	56,830	56,858	56,933	56,933	56,933	56,933	56,933
自己株控除株式数（千株）	17,899	17,843	17,842	17,842	17,842	17,842	17,842	17,842
期中平均発行済株式数 (千株)	17,899	17,866	17,842	17,842	17,842	17,842	17,842	17,842
自己資本比率	43.9%	42.4%	45.2%	49.4%	42.0%	43.0%	42.6%	42.5%
有利子負債残高 (百万円)	6,051	5,388	4,792	4,150	10,889	9,530	8,204	10,479
ネット有利子負債残高(百万円)	-837	-3,502	-5,023	-9,280	-5,573	-4,721	-3,929	-1,133
D/E レシオ	0.56	0.46	0.34	0.25	0.61	0.55	0.47	0.62
ネット D/E レシオ	-0.08	-0.30	-0.36	-0.55	-0.31	-0.27	-0.23	-0.07
売上高営業利益率	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%	3.9%	1.9%
EBITDA (百万円)	3,520	4,069	5,682	6,657	5,210	2,820	3,833	2,826
EBITDA マージン	5.5%	5.7%	6.7%	10.4%	8.1%	4.8%	6.0%	4.5%
ROE	17.2%	12.2%	21.6%	20.8%	10.8%	-0.2%	4.9%	1.0%
ROIC（投下資本）	10.5%	9.6%	15.9%	16.7%	9.9%	1.5%	5.4%	1.6%
ROIC（事業資産）	14.9%	13.8%	22.4%	26.0%	17.4%	2.8%	8.8%	2.3%
従業員数 (人)	704	827	859	821	1,274	1,405	1,411	1,560

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