

Company Report

2025年8月15日

株式会社ストラテジー・アドバイザーズ
大間知 淳



Q3 累計決算は、ホールセールセクターとエアポートセクターが牽引し、反転攻勢に踏み出した。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス（以下、同社）の25/8期第3四半期累計期間（以下、Q3累計）決算は、7.1%増収、27.5%営業増益。23/8期と24/8期の業績悪化という難局を乗り越え、本格的な反転攻勢に踏み出したと言える。4月に上方修正された25/8期業績予想は据え置かれた一方、一株当たり配当については、第3四半期までの業績状況を鑑みて、期初予想の36.0円から37.0円に引上げられた。

主な増収要因としては、1) ホールセールセクターにおけるIPライセンスを活用した企画商品の販売好調、2) エアポートセクターにおけるグランドハンドリング事業のランプ業務の内製化及び展開拠点の増加、3) スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博案件の受注が挙げられる。主な増益要因としては、1) ホールセールセクターの増収効果（但し、円安に伴い、売上総利益率は低下）、2) エアポートセクターの増収効果及びランプ事業の内製化による売上総利益率の上昇、3) 増収効果や固定費の抑制、貸倒引当金繰入額の減少等による販管費率の改善が挙げられる。

業績拡大の牽引役となったホールセールセクターとエアポートセクターの売上高を四半期毎に見ると、ホールセールセクターが、各四半期が全て前年同期比25%以上の増収となった一方、エアポートセクターの四半期売上高については、特殊要因と季節要因により、第3四半期が第1四半期に比べて減少した。しかし、継続的な機材の確保とスタッフの採用・育成を進めることで、ランプ事業と旅客事業において海外航空会社からの需要拡大が期待できるため、エアポートセクターの長期的な成長見通しは不変である。

中期経営計画では、29/8期の目標として、売上高710億円（24/8期を起点とした年率予想成長率3.9%）、営業利益40億円（同20.6%）を目指している。25/8期Q3累計実績からすると、ホールセールセクターを中心に目標数値は保守的と言える。

同社の株価は、2024年10月までは軟調であったが、11月に公表された新たな中期経営計画において示された、エアポートセクター等を中心とした成長シナリオが好感され、上昇に転じた。Q1決算でのエアポートセクターとホールセールセクターの急拡大や、4月の25/8期計画の上方修正を受け、株価は更に上昇した。現在は1,200円近くで推移している。

エアポートとホールセールの両セクターの成長率において、中期経営計画で示された数値を大幅に上回るという投資家の見方が強まれば、株価が中長期での利益成長への期待を織り込み、予想PERが20倍を超えて上昇する可能性があるだろう。

株価・出来高（過去1年間）



出所：ストラテジー・アドバイザーズ

主要指標

株価(8/14)	1,151
52週高値(25/8/5)	1,175
52週安値(24/10/25)	789
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)	20.5
EV(十億円)	19.6
自己資本比率(24/8、%)	43.0
ROE(25/8 会予、%)	6.2
PER(25/8 会予、倍)	19.1
PBR(24/8 実績、倍)	1.2
配当利回り(25/8 会予、%)	3.2

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)
24/8 Q3累計	44,537	-9.6%	1,464	-59.8%	1,442	-60.9%	416	-79.4%	23.4	-
25/8 Q3累計	47,691	7.1%	1,867	27.5%	1,871	29.7%	841	101.9%	47.2	-
21/8	84,225	17.8%	4,787	52.0%	5,125	52.5%	2,774	102.4%	155.5	24.5
22/8	64,130	-23.9%	5,739	19.9%	5,759	12.4%	3,227	16.3%	180.9	30.0
23/8	63,980	-0.2%	4,198	-26.8%	4,300	-25.3%	1,885	-41.6%	105.7	31.0
24/8	58,547	-8.5%	1,568	-62.6%	1,536	-64.3%	-43	—	-2.4	35.0
25/8 会社予想	62,333	6.5%	2,200	40.2%	2,205	43.5%	1,073	—	60.1	37.0

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

1.25/8 期 Q3 累計決算

**25/8 期 Q3 累計決算は、コロナ対策関連業務を除くと、13%増収
74%営業増益**

25/8 期 Q3 累計決算は、売上高が前年同期比 7.1%増の 47,691 百万円、営業利益が同 27.5%増の 1,867 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益が同 101.9%増の 841 百万円であった。前年同期には、コロナ対策関連業務として、売上高が 2,200 百万円、営業利益が 390 百万円計上されていた。コロナ対策関連業務を除いたベースでは、売上高は同 12.7%増、営業利益は同 73.8%増であった。

図表 1. 25/8 期 Q3 業績 (単位: 百万円)

決算期	24/8					25/8			
	Q1	Q2	Q3	Q3累計	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3累計
売上高	15,826	13,984	14,727	44,537	14,010	16,428	14,499	16,764	47,691
売上総利益	3,520	2,806	2,941	9,267	2,830	3,327	2,985	3,206	9,518
売上総利益率	22.2%	20.1%	20.0%	20.8%	20.2%	20.3%	20.6%	19.1%	20.0%
販売費及び一般管理費	2,592	2,459	2,751	7,802	2,726	2,590	2,443	2,617	7,650
販管費率	16.4%	17.6%	18.7%	17.5%	19.5%	15.8%	16.8%	15.6%	16.0%
営業利益	928	346	190	1,464	104	737	541	589	1,867
営業利益率	5.9%	2.5%	1.3%	3.3%	0.7%	4.5%	3.7%	3.5%	3.9%
経常利益	932	329	181	1,442	94	748	531	592	1,871
特別損益	-	-	-	-	-249	-3	72	-3	66
税金等調整前四半期純利益	932	329	181	1,442	-155	744	603	591	1,938
法人税等	404	189	259	852	275	403	278	264	945
四半期純利益	527	140	-77	590	-430	341	325	326	992
非支配株主に帰属する四半期純利益	79	45	49	173	31	66	34	51	151
親会社株主に帰属する四半期純利益	448	95	-127	416	-459	274	291	276	841

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とエアポートセクターの好調等が増収増益要因

主な増収要因としては、1) ホールセールセクターにおける IP ライセンスを活用した企画商品の販売好調、2) エアポートセクターにおけるグランドハンドリング事業のランプ業務の内製化及び展開拠点の増加、3) スポーツ・エンタメセクターにおける大阪・関西万博案件の受注が挙げられる。主な増益要因としては、1) ホールセールセクターの増収効果(但し、円安に伴い、売上総利益率は低下)、2) エアポートセクターの増収効果及びランプ事業の内製化による売上総利益率の上昇、3) 増収効果や固定費の抑制、貸倒引当金繰入額の減少等による販管費率の改善が挙げられる。

コロナ対策関連業務の終了と、販売系営業支援セクターと EC・TC 支援事業の不振が主な減益要因

一方、主な減収要因としては、1) 販売系営業支援セクターにおける家電分野の需要減少、2) コロナ対策関連業務の終了が挙げられる。主な減益要因としては、1) デジタル営業支援セクターの EC・TC 支援事業における大口顧客との契約終了、2) コロナ対策関連業務の終了が挙げられる。

本格的な反転攻勢に踏み出した

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

しかし、23/8期と24/8期においては、コロナ対策関連業務の落ち込み等により、業績悪化を余儀なくされた。25/8期Q3累計決算においては、コロナ対策関連業務の減少による影響を吸収して大幅な増益となっており、難局を乗り越え、本格的な反転攻勢に踏み出したと言えよう。

特別損益が計上された

特別利益には、投資有価証券売却益 87 百万円が計上された。一方、特別損失には、投資有価証券評価損 21 百万円が計上された。

非支配株主に帰属する四半期純利益は減少

ビービーエフとランチ・アウトに対する同社グループの出資比率はいずれも 83.5%である。ランチ・アウトの利益増加額よりもビービーエフの利益減少額が上回ったため、非支配株主に帰属する四半期純利益は前年同期の 173 百万円から 151 百万円に減少した。

図表 2. 25/8 期 Q3 のセクター別売上高 (単位 : 百万円)

決算期	24/8					25/8				
	Q1	Q2	Q3	Q3累計	Q4	Q1	Q2	Q3	Q3累計	YoY
ホールセール	3,346	2,734	3,465	9,545	3,227	4,580	3,418	4,505	12,503	31.0%
販売系営業支援	3,964	3,920	3,796	11,680	3,057	3,588	3,727	3,751	11,066	-5.3%
デジタル営業支援	3,298	3,231	3,210	9,739	2,923	3,555	2,835	2,852	9,242	-5.1%
エアポート	967	1,178	1,237	3,382	1,554	2,048	1,960	1,878	5,886	74.0%
インバウンド・ツーリズム	1,801	1,270	1,541	4,612	2,099	1,500	1,396	1,721	4,617	0.1%
スポーツ・エンタメ	618	526	905	2,049	805	742	755	1,581	3,078	50.2%
パブリック	279	348	208	835	119	227	200	253	680	-18.5%
ワークス	138	156	176	470	223	184	207	225	616	31.0%
コロナ対策関連業務	1,410	622	188	2,220	4	—	—	—	—	—
合計	15,826	13,984	14,727	44,537	14,010	16,428	14,499	16,764	47,691	7.1%

出所 : 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

ホールセール、エアポート、スポーツ・エンタメ等が増収セクター

増収セクターとしては、ホールセールセクター（前年同期比 2,958 百万円増）、エアポートセクター（同 2,503 百万円増）、スポーツ・エンタメセクター（同 1,028 百万円増）、ワークスセクター（同 145 百万円増）、インバウンド・ツーリズムセクター（同 5 百万円増）が挙げられる。

ホールセールセクターは 31%増収 35%増益

ランチ・アウト等が担当するホールセールセクターは、IP ライセンスを活用した商品やインフルエンサーとのコラボ商品等が大手量販店向けに好調であったため、前年同期比 31.0%増となった。円安に伴う売上総利益率の低下を増収効果による販管費率の改善で補い、営業利益の増加率は増収率を上回る 34.8%となった。

ホールセールは 3 四半期共に 25%以上の増収を継続

ホールセールの四半期売上高を見ると、Q1 の 4,580 百万円から Q2 に 3,418 百万円に減少したが、Q3 には 4,505 百万円に急回復した。これは、秋物と春物の立ち上がり時期にあたる Q1 と Q3 が需要期となっているためである。前年同期比増収率では、Q1（36.9%）、Q3（30.0%）だけでなく、Q2 でも 25.0%と高い伸びを継続しており、ホールセールの好調は一時的なヒット商品によるものではないと言えよう。

円安により低下していたホールセールの売上総利益率が 25/8 期 Q3 にはやや回復

ホールセールの四半期売上総利益率についても、売上高が拡大する傾向にある Q1 と Q3 の水準が Q2 と Q4 に比べてやや高くなる季節性がある。但し、売上総利益率の長期的な推移を見ると、21/8 期 Q1 には 25%近くにあったが、その後は、円安の進行に伴い、20%前後に向けて低下傾向にあった。24/8 期 Q4 から 20%を割り込んだが、25/8 期 Q3 においては、季節性に加え、Q2 に比べてやや円高となったことから、20%前後に回復している。

エアポートセクターは 74%増収

エアポートセクターは前年同期比 74.0%増収となった。ランブ事業の内製化と拠点の増加（2024年6月に成田空港、9月に関西国際空港、10月に新千歳空港）に伴う新規受注の拡大により、グランドハンドリング事業が大幅増となったほか、空港内施設運営・販売支援事業についても、全国各地の主要空港で売上高が拡大した。

エアポートの Q1 と Q2 の売上高には特殊要因と季節要因も含まれていた

エアポートの Q3 累計増収率は高水準であったものの、四半期売上高を見ると、Q1 の 2,048 百万円から Q3 には 1,878 百万円に減少した。これは、Q1 においては、fmg の決算期変更に伴い、fmg の売上高の 4 カ月分が計上されたという特殊要因と、Q2 においては、グランドハンドリング事業に関して、新千歳空港における冬季の臨時便による需要増加という季節要因も含まれていたためである。

エアポートの長期的な成長見通しは不変

継続的な機材の確保とスタッフの採用・育成を進めることで、ランブ事業と旅客事業において海外航空会社からの需要拡大が期待できるため、エアポートの長期的な成長見通しは不変であるとストラテジー・アドバイザーズは考えている。

売上高の拡大とランブ事業の内製化により、エアポートの売上総利益率は改善傾向

エアポートのグランドハンドリング事業の売上総利益率は、24/8 期上期は概ね 5~10%で推移していたが、新規顧客の獲得や成田空港でのランブ事業の内製化等により、同下期には概ね 10~15%に上昇した。ランブ事業と旅客事業が急拡大した 2025 年 1 月には 20%を突破した。売上高がやや減少した 2 月から 3 月においても 15~20%を確保し、売上総利益率は基調としては改善傾向にある。但し、冬の臨時便需要の剥落等による売上高の減少と、今後の新規契約に備えたスタッフの採用費、人件費の増加により、4 月と 5 月には 10%を割り込んだ。

エアポートのグランドハンドリング事業の売上総利益率の目標は 23%

同社は、那覇空港等の未進出の主要空港へのランブ業務の展開、新規顧客の獲得による売上高の拡大と、スタッフの採用・育成に伴う外注費の削減により、売上総利益率を 23%へと高めることを目標として掲げている。なお、那覇空港においては進出が内定した模様である。

スポーツ・エンタメセクターは 50%増収

スポーツ・エンタメセクターは、バスケットボール等の新規プロチームの運営支援業務を獲得したことや、大阪・関西万博（4 月 13 日から 10 月 13 日）において、主催者や出展国・企業等から各種業務の受託したことから、前年同期比 50.2%増となった。

スポーツ・エンタメの Q3 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・エンタメの四半期売上高を見ると、Q1 が 742 百万円（前年同期比 20%増）、Q2 が 755 百万円（同 44%増）、Q3 が 1,581 百万円（同 75%増）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。なお、大阪・関西万博での同社スタッフの稼働人数は、4 月時点の約 700 名から 7 月時点では約 800 名に増加している。

インバウンド・ツーリズムセクターは微増収

インバウンド・ツーリズムセクターは前年同期比 0.1%増であった。

四半期毎の状況を見ると、Q1 は、中国政府による外国人の入国に対するビザ免除政策の影響を受けてランドオペレーティング事業が落ち込んだことや、主力サービスである添乗業務も不振であったことから、前年同期比 17%減収となった。しかし、添乗業務が回復したため、Q2 が同 10%増収、Q3 が同 12%増収となり、Q1 の不振をカバーした。

コロナ対策関連業務、販売系営業支援セクター等が減収セクター

減収セクターとしては、コロナ対策関連業務（前年同期比 2,220 百万円減）、販売系営業支援セクター（同 614 百万円減）、デジタル営業支援セクター（同 497 百万円減）、パブリックセクター（同 154 百万円減）が挙げられる。

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

コロナ対策関連業務は、25/8 期からは売上計上がなくなったが、24/8 期上期においては、売上高が 2,032 百万円、営業利益が 356 百万円に達しており、同社の業績に大きく貢献していた。24/8 期下期には、売上高 192 百万円、営業利益 36 百万円と、影響額は大幅に縮小した。

ていたが、Q3 累計では、前年同期比で 2,200 百万円の減収要因、390 百万円の営業減益要因となった。

販売系営業支援セクターは 5%減収

販売系営業支援セクターについては、主力の通信分野向けは前年同期を上回ったものの、家電・ストア分野向けやセールスビジネス支援が落ち込んだため、前年同期比 5.3%減となった。

四半期毎の状況を見ると、Q1 は前年同期比 10%減であったが、Q2 が同 5%減、Q3 が同 1%減と、減収率は縮小傾向にある。

デジタル営業支援セクターは 5%減収

ビービーエフ等が担当するデジタル営業支援セクターは、SALES ROBOTICS が担当するインサイドセールス等は好調であったものの、EC・TC 支援事業において、大口顧客との契約が終了したため、前年同期比 5.1%減となった。デジタル営業支援の中心を占める EC・TC 支援事業だけで見ると、同 11.5%減収、49.8%営業減益であった。

パブリックセクターは 19%減収

パブリックセクターは、地方自治体から受託しているマイナンバーカード発行関連業務の減少により、前年同期比 18.5%減となった。

四半期毎の状況を見ると、Q1 が前年同期比 19%減、Q2 が同 43%減と不振であったが、Q3 は同 22%増となった。これは、地方自治体から受託した、複数の一般競争入札案件に加え、和歌山県串本町から受託した「宇宙ふれあいホール Sora-Miru」(ソラミル)の指定管理業務が 4 月から貢献しているためである。

2.業績の見通し

1) 25/8 期会社計画

通期計画の再修正は行われず

第 3 四半期までの状況は、全体として、25/8 期修正計画で想定した水準をやや上回っている模様であるが、通期計画の修正は行われなかった。

25/8 期の期初計画は 1%増収 28%営業増益だった

25/8 期の期初計画については、売上高 59,000 百万円 (前期比 0.8%増)、営業利益 2,000 百万円 (同 27.5%増)、経常利益 2,000 百万円 (同 30.2%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 943 百万円 (前期は 43 百万円の損失) であった。

図表 3. 25/8 期のセクター別売上高の期初計画 (単位: 百万円)

決算期	24/8	25/8 期初計画	前期比
ホールセール	12,772	13,000	1.8%
販売系営業支援	14,737	14,215	-3.5%
デジタル営業支援	12,662	10,677	-15.7%
エアポート	4,936	8,522	72.6%
インバウンド・ツーリズム	6,711	6,411	-4.5%
スポーツ・エンタメ	2,854	4,278	49.9%
パブリック	954	1,025	7.4%
ワークス	693	869	25.4%
コロナ対策関連業務	2,224	—	—
合計	58,547	59,000	0.8%

出所: 会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

中間決算時に、通期計画は 7%増収 40%営業増益に上方修正された

セクター別売上高では、エアポートセクターが前期比 3,586 百万円増、スポーツ・エンタメセクターが同 1,424 百万円増、と大幅増収が見込まれていた一方、デジタル営業支援セクターは同 1,985 百万円減、販売系営業支援セクターは同 522 百万円減、インバウンド・ツーリズムセクターは同 300 百万円減と、減収が見込まれていた。

中間期決算を発表した 2025 年 4 月 14 日に、同社は、売上高 62,333 百万円（前期比 6.5%増）、営業利益 2,200 百万円（同 40.2%増）、経常利益 2,205 百万円（同 43.5%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,073 百万円に通期計画を上方修正した。

図表 4. 25/8 期修正計画 (単位：百万円)

決算期	24/8 実績	25/8		前期比
		期初計画	修正計画	
売上高	58,547	59,000	62,333	6.5%
売上総利益	12,097	12,410	12,171	0.6%
売上総利益率	20.7%	21.0%	19.5%	—
販売費及び一般管理費	10,528	10,410	9,971	-5.3%
販管費率	18.0%	17.6%	16.0%	—
営業利益	1,568	2,000	2,200	40.2%
営業利益率	2.7%	3.4%	3.5%	—
経常利益	1,536	2,000	2,205	43.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-43	943	1,073	—

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の計画上げが会社計画の上方修正の中心と推測

セクター別売上高の修正計画は開示されていないものの、会社計画の上方修正はホールセールセクターが中心と推測される。中間期は計画を上回ったエアポートセクターについては、主要空港での航空燃料やオペレーション人材の不足が新規受注に対するボトルネックとなっている現状を踏まえ、通期計画については大きな修正は行われていない模様である。

スポーツ・エンタメセクターは大阪・関西万博の貢献を見込み、大幅増収計画

スポーツ・エンタメセクターについては、期初計画で大幅増収が見込まれている。これは、2025 年 4 月 13 日から 10 月 13 日に開催される大阪・関西万博において、各国パビリオンや企業ブース等の運営受託や、来場者サービス業務受託等を見込んでいるためである。

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 24/8 期には 35.0 円へと上げてきた。

14 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、14 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 24/8 期末には 13,978 人に大きく増加している。

25/8 期の配当予想は上方修正

25/8 期の一株当たり配当については、第 3 四半期までの業績状況を鑑みて、期初予想の 36.0 円から 37.0 円に上げられた。健全な財務内容と良好な業績見通しを背景に、今後も増配が続く可能性は高いと見られる。

2) 中期経営計画

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

目標数値は保守的な印象

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

29/8 期の重点領域セクターの売上高構成比は 7 割弱へ

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%、営業利益は 27.9%、EBITDA は 17.5%と算出されている。

25/8 期 Q3 累計実績からすると、ホールセールセクターを中心に、中期経営計画の目標数値は保守的と言えよう。他のセクターにおいても、大型案件の獲得などをあまり見込んでいないものと想定され、計画の超過達成が期待される。なお、同社は、適切な時期に中期経営計画を見直す意向を示している。

ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスは、売上高の年率予想成長率と付加価値率 (売上総利益率) の 2 軸で、9 つのセクターを 4 つの領域に区分している。予想成長率と付加価値率が共に高い「重点領域」のセクターとしては、エアポート、ホールセール、デジタル営業支援、インバウンド・ツーリズムが挙げられており、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。

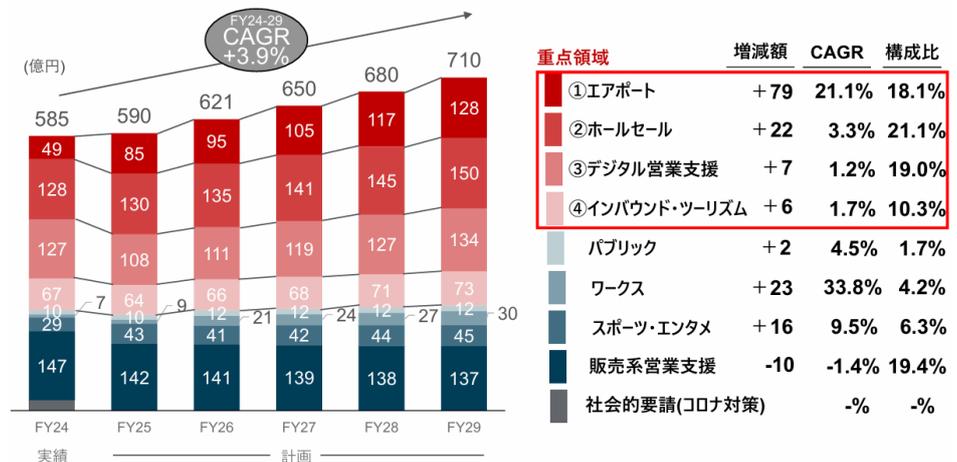
予想成長率は低いものの、付加価値率 (売上総利益率) を高めることで利益の増加を目指す「深化領域」のセクターとしては販売系営業支援が挙げられており、コスト効率やオペレーションの改善に取り組むとしている。

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

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

図表 5. 中期経営計画におけるセクター別売上高の計画



出所：会社資料

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

3) 26/8 期に向けたトピックス

26/8 期のスポーツ・エンタメセクターは複数のイベントやアリーナ関連サービスに期待

大阪・関西万博は、現在、好調な入場者数を記録しており、25/8 期の業績に貢献する見通しである。しかし、契約月数が 25/8 期の 4.5 ヶ月から 1.5 ヶ月に減少するため、26/8 期においては万博関連売上高の反動減が懸念される。これに対して、同社は、育成した約 800 名の万博スタッフに、26/8 期実施される複数のエンターテインメント・イベントやスポーツ・イベントにおいて、多数の働く場を提供する意向を示しており、イベント向け売上高全体としては大きな落ち込みは回避できると思われる。

また、全国各地で多数の新設計画が動き出しているアリーナ関連サービスについても、商談が活発化しているため、スポーツ・エンタメセクター全体の事業環境に自信を深めているようである。

パブリックセクターは 26/8 期に大幅増収が見込まれている

同社は、ヒト・コミュニケーションズが SPC の代表企業として参画する「株式会社伊賀市にぎわいパートナーズ」を通じて、三重県伊賀市に観光・文化・体験・宿泊が融合した複合施設である「伊賀流忍者体験施設～万川集海～」を 2025 年 8 月 27 日に開業すると発表した。同施設は、PFI 事業として、2022 年 9 月からの開業準備期間が終了した後、2043 年 3 月までの期間にわたり運営され、「伊賀流忍者」の歴史文化を世界に発信する拠点となる。修学旅行等を含めた国内観光客と外国人観光客を誘致し、年間 12 万人の利用を目指している。

26/8 期のパブリックセクターにおいては、「万川集海」が貢献するほか、2025 年 4 月に運営が開始された和歌山県串本町の「宇宙ふれあいホール Sora-Miru」が通期で寄与するため、大幅な増収が見込まれている。同社グループは、今後も、パブリックセクターに加えて、スポーツ・エンタメセクターで手掛けている全国各地のプロスポーツチームの支援等を通じて、顧客に伴走しながら持続可能な地域社会の実現（地方創生）に取り組む方針である。

3. 株価の推移とバリュエーション

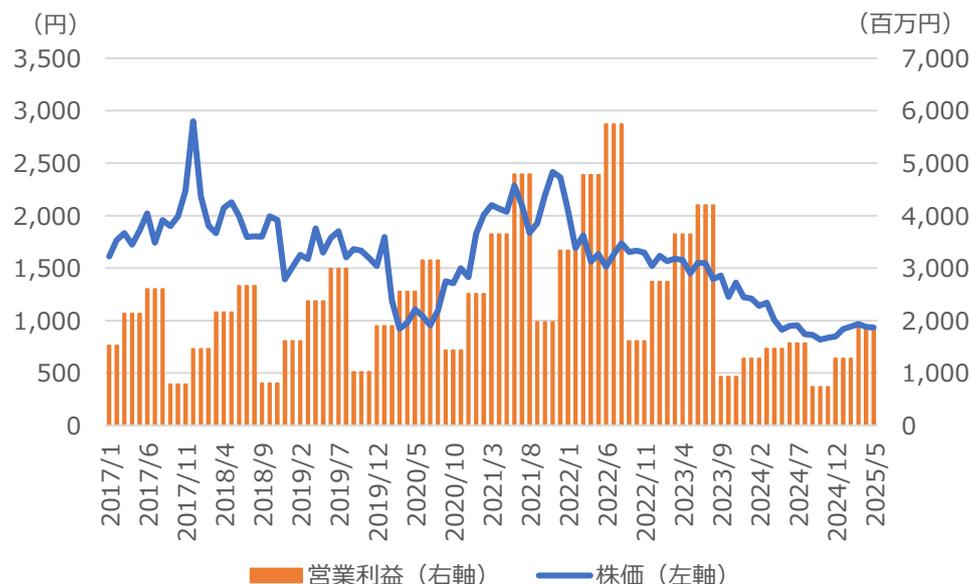
2020 年から 2024 年前半までの株価は、新型コロナウイルス感染症の業績への影響を織り込みながら、上昇後に下落した

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 期第 2 四半期決算を受けて、同社の株価は 1,000 円を割り込んだ。

図表 6. ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングスの株価と営業利益



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

24年11月公表の中期経営計画を受けて上昇に転じた株価は、25/8期Q1及びQ2決算発表後に更に上昇

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

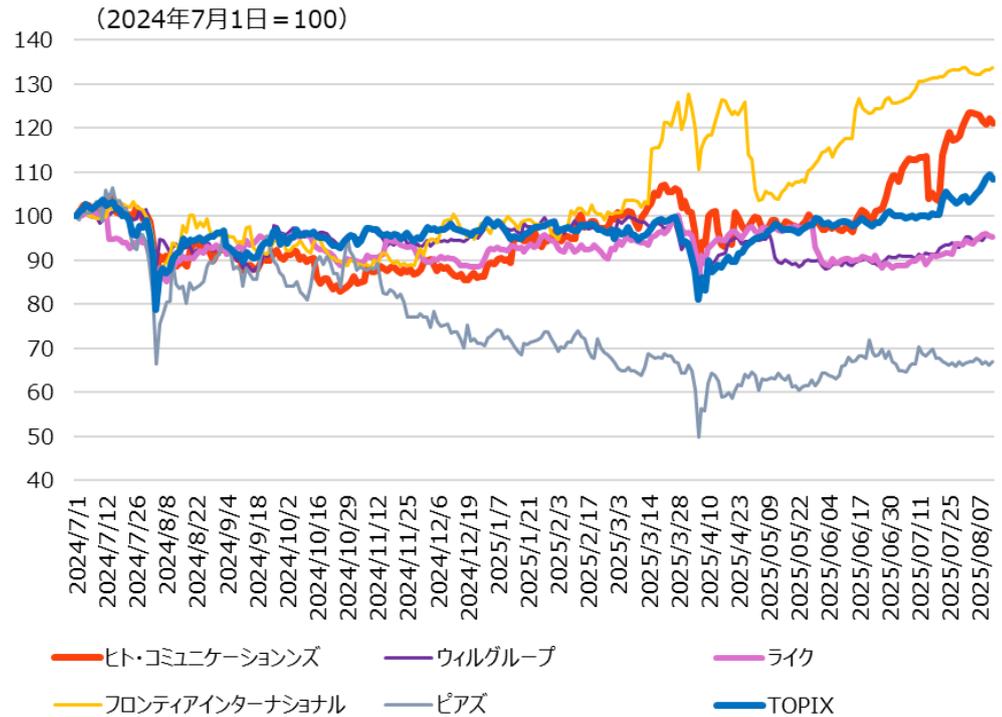
2025年1月に公表された25/8期第1四半期決算では、全体としては概ね計画通りであったものの、重点領域であるエアポートセクターとホールセールセクターの好調が確認されたことから、株価は上昇し、3月後半には1,000円を回復した。しかし、その後は株式市場の調整を受けて、4月には一時900円を割り込んだ。

4月15日の第2四半期決算の公表と同時に通期計画が上方修正されると、株価は900～950円のレンジに移行した。6月下旬になると株価は950円を上回って推移していたが、6月30日に再び1,000円を突破し、7月15日には1,080円の高値を付けた。

7月15日に公表されたQ3累計決算は、前年同期比7%増収28%営業増益と好調であったものの、市場の一部に期待されていた通期計画の上方修正がなかったこと等から、翌16日の株価は1,000円を割り込んだ。しかし、株価はすぐに1,000円台を回復し、現在は1,200円近くで推移している。

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

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



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

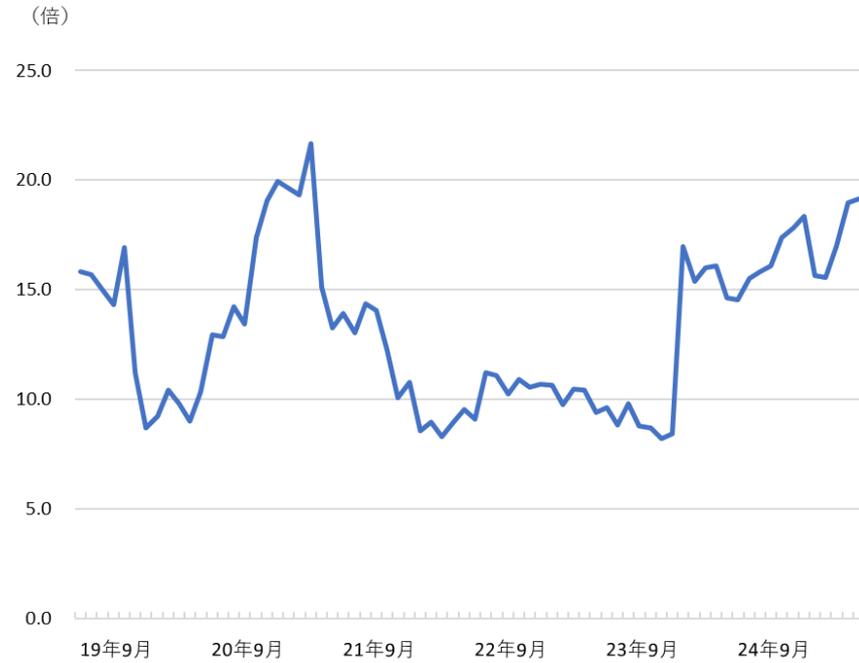
予想 PER は概ね 8~20 倍で推移

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

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

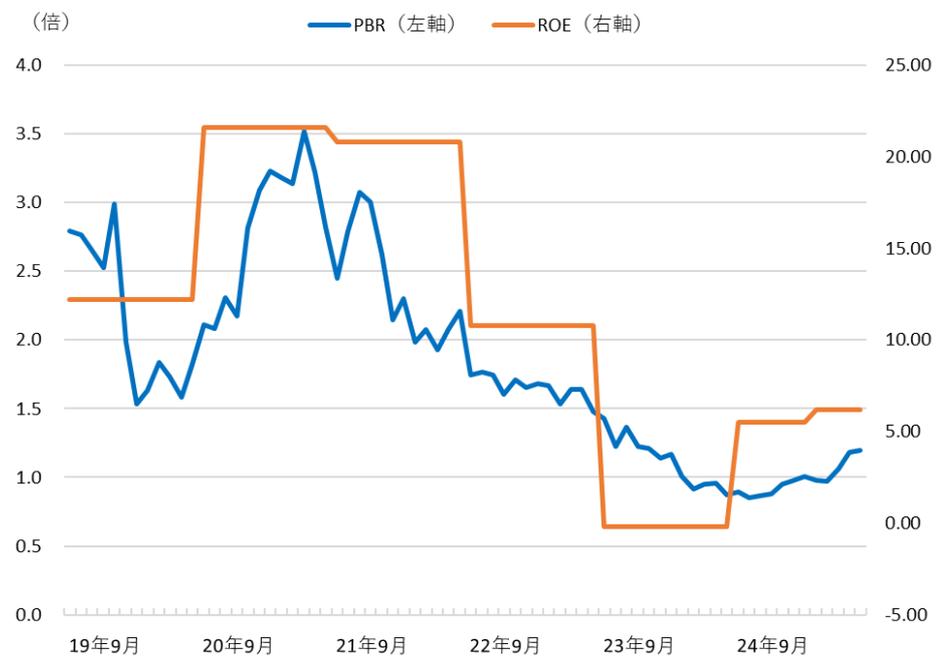
2022 年 10 月から 2024 年 3 月までは、業績悪化を受けて、株価が下落する展開となったため、予想 PER は 8~12 倍で推移した。2024 年 4 月に 24/8 期の業績予想が大幅に下方修正されると、株価は更に下落した。しかし、PBR が 1 倍前後に低下したことや成長期待が高まったことから、過去 1 年では、予想 PER は 14~20 倍のレンジに切り上がって推移している。

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



出所：ストラテジー・アドバイザーズ作成

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



注：25/8 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、24/8 期末と 25/8 期の各四半期末の自己資本の平均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

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。

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

直近実績の ROE は、営業利益の落込みと特別損失の計上により、比較対象企業の中で同社の数値が最も悪かった。利益の回復が見込まれる 25/8 期の予想 ROE で見ても、他社比較では低位である。結果、同社の PBR は、過去最高益との比較で近年の利益水準が低いフロンティアインターナショナルに次いで低い水準にある。

営業利益率については、同社の直近本決算の実績値は 2.7%と、5 社中 2 番目に低い。利益率が低いホールセール事業の売上高構成比が高いことや、エアポートセクターが先行投資段階にあること、のれん償却負担があることが主な要因である。2 番目と 3 番目の要因については、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 期の売上高と営業利益を基に算出される営業利益率は 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、中期経営計画で掲げた営業利益率 5.6% (29/8 期) は十分に実現可能な水準と思われる。

関連企業とのバリュエーション比較では、予想 PER は高い水準にあるものの、現時点では、成長期待が相対的に高いとは言い難い。むしろ、株価下落に伴い、PBR が 1.2 倍前後に低下したことや、配当利回りが 3.2%と比較的高い水準に上昇したことが予想 PER の相対的な高さに繋がったと言えよう。

今後、予想 PER が現在のレンジの上限である 20 倍を上回るためには、以下のエクイティストーリーの実現が求められよう。

図表 10. 同業他社との収益性比較

会社名	証券コード	決算期	売上高 (百万円)	営業利益 (百万円)	営業利益率 (%)	ROE (%)	自己資本比率 (%)	従業員数 (人)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2024/08	58,547	1,568	2.7	-0.2	43.0	1,405
ウィルグループ	6089	2025/03	139,705	2,338	1.7	6.6	34.8	7,929
ライク	2462	2025/05	62,336	2,951	4.7	12.1	44.0	5,367
フロンティアインターナショナル	7050	2025/04	20,335	1,278	6.3	10.2	61.4	432
ピアズ	7066	2024/09	6,209	480	7.7	22.4	63.6	537

出所：各社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 11. 同業他社とのバリュエーション比較

会社名	証券コード	決算期	株価 (8/14) (円)	時価総額 (8/14) (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 (8/5) (%)	3年 騰落率 (8/5) (%)
ヒト・コミュニケーションズ・ホールディングス	4433	2024/08	1,151	20,537	19.1	1.2	6.2	3.2	36.4	-34.4
ウィルグループ	6089	2025/03	980	22,455	14.4	1.3	9.0	4.5	1.8	-29.5
ライク	2462	2025/05	1,461	28,037	10.2	1.6	15.5	4.1	6.5	-32.2
フロンティアインターナショナル	7050	2025/04	2,262	10,066	10.0	1.1	11.3	5.0	43.2	-44.4
ピアズ	7066	2024/09	633	5,807	17.0	2.1	12.4	-	-21.0	56.9

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、「国家的な社会課題である国内主要空港におけるグランドハンドリング業界の能力不足への貢献を通じたエアポートセクターの飛躍的成長」である。もう一つは、「国内衣料品小売業の課題解決への貢献や、海外販売の拡大によるホールセールセクターの成長加速」である。両セクターは、中期経営計画において重点領域となっている。2つのストーリーの片方でも実現した場合は、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、業績の拡大に加えてバリュエーションの上昇が期待出来よう。

中長期での利益成長への期待を織り込んで予想 PER が上昇する可能性

ホールセールセクターについては、第3四半期までの状況から、中期経営計画の目標数値が上方修正される可能性が強くなった一方、エアポートセクターについては、空港側での国際線の新規就航におけるボトルネックの解消の遅れに伴い、同社グループでも新規受注に影響が生じているため、現時点では中期経営計画の目標数値が上方修正されるという期待は高まっていない。

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

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

PBR の上昇には ROE の改善が不可欠

また、ROE の改善を通じた PBR の上昇余地も大きいと考えられる。同社の PBR の低さは、ROE (24/8 期実績-0.2%) が低水準であることが要因と思われる。同社の ROE が 12%~22% で推移していた 19/8 期~22/8 期においては、PBR は 1.5 倍~3.5 倍で推移していた。

会社予想の当期純利益から想定される 25/8 期の ROE は 6.2% 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。

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。

減価償却費の軽減やのれん償却額の減少による利益率の改善

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

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

より一層の株主還元の可能性

第3に、株主還元の拡充を通じた自己資本の増加抑制である。同社のネット D/E レシオは -0.27 と健全な水準にある一方、29/8 期を最終年度とする中期経営計画で示された株主還元

に関する基本方針は、還元額 30 億円以上、配当性向 30%以上及び累進配当である。より一層の株主還元の実施により、自己資本の増加を抑制出来れば、当期純利益の増加が ROE の向上に大きく寄与すると思われる。

図表 12. セグメント動向(四半期ベース)

(百万円)	23/8 Q4	24/8 Q1	24/8 Q2	24/8 Q3	24/8 Q4	25/8 Q1	25/8 Q2	25/8 Q3
売上高								
アウトソーシング	6,517	6,565	5,574	5,565	5,501	6,032	6,032	6,922
(YoY)	-23.9%	-22.6%	-34.6%	-24.3%	-15.6%	-8.1%	8.2%	24.2%
人材派遣	2,432	2,365	2,178	2,180	2,147	2,208	2,060	2,269
(YoY)	8.2%	-4.1%	-7.4%	-4.6%	-11.7%	-6.6%	-5.4%	4.1%
EC・TC 支援	2,607	2,744	2,700	2,699	2,633	2,926	2,125	2,153
(YoY)	11.0%	-1.6%	16.1%	20.2%	1.0%	6.6%	-21.3%	-20.2%
ホールセール	2,508	3,346	2,734	3,465	3,227	4,580	3,418	4,505
(YoY)	6.4%	12.1%	18.0%	11.5%	28.7%	36.9%	25.0%	30.0%
その他事業	659	804	798	818	501	680	864	916
(YoY)	134.5%	64.4%	9.8%	1.9%	-24.0%	-15.4%	8.3%	12.0%
合計	14,724	15,826	13,984	14,727	14,010	16,428	14,499	16,764
(YoY)	-6.8%	-8.1%	-13.9%	-6.8%	-4.8%	3.8%	3.7%	13.8%
営業利益								
アウトソーシング	-145	143	-52	-273	-76	140	225	112
(営業利益率)	-2.2%	2.2%	-0.9%	-4.9%	-1.4%	2.3%	3.7%	1.6%
人材派遣	335	225	26	93	29	122	47	145
(営業利益率)	13.8%	9.5%	1.2%	4.3%	1.4%	5.5%	2.3%	6.4%
EC・TC 支援	273	325	234	141	198	205	154	-7
(営業利益率)	10.5%	11.8%	8.7%	5.2%	7.5%	7.0%	7.2%	-0.3%
ホールセール	84	225	81	195	39	299	70	306
(営業利益率)	3.3%	6.7%	3.0%	5.6%	1.2%	6.5%	2.0%	6.8%
その他事業	11	12	63	39	-81	-25	48	39
(営業利益率)	1.7%	1.5%	7.9%	4.8%	-16.2%	-3.7%	5.6%	4.3%
調整額	-4	-4	-5	-5	-4	-4	-5	-5
合計	552	927	347	190	104	737	541	589
(YoY)	-42.9%	-42.5%	-69.2%	-79.1%	-81.2%	-20.5%	55.9%	210.0%
(営業利益率)	3.7%	5.9%	2.5%	1.3%	0.7%	4.5%	3.7%	3.5%

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 13. 損益計算書

(百万円)	17/8	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8	25/8 CoE
売上高	34,779	62,322	63,819	71,499	84,225	64,130	63,980	58,547	62,333
(前期比)	20.7%	79.2%	—	12.0%	17.8%	-23.9%	-0.2%	-8.5%	6.5%
売上原価	27,251	51,759	52,619	58,891	69,507	48,902	49,742	46,449	
売上総利益	7,527	10,563	11,200	12,607	14,718	15,227	14,238	12,097	
(売上総利益率)	21.6%	16.9%	17.5%	17.6%	17.5%	23.7%	22.3%	20.7%	
販売費及び一般管理費	4,926	7,900	8,209	9,457	9,931	9,487	10,039	10,528	
営業利益	2,601	2,663	2,991	3,149	4,787	5,739	4,198	1,568	2,200
(前期比)	-7.2%	2.4%	—	5.3%	52.0%	19.9%	-26.9%	-62.6%	40.2%
(売上高営業利益率)	7.5%	4.3%	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%	3.5%
営業外収益	19	26	29	699	691	108	229	42	
受取利息配当金	6	11	7	7	6	9	9	14	
営業外費用	82	10	15	487	353	88	127	75	
支払利息割引料	2	7	11	16	12	10	10	38	
経常利益	2,537	2,679	3,004	3,361	5,125	5,759	4,300	1,536	2,205
(前期比)	-9.7%	5.6%	—	11.9%	52.5%	12.4%	-25.3%	-64.3%	43.5%
(売上高経常利益率)	7.3%	4.3%	4.7%	4.7%	6.1%	9.0%	6.7%	2.6%	3.5%
特別利益	0	24	0	0	0	0	4	6	
特別損失	0	5	4	419	321	99	537	255	
税金等調整前当期純利益	2,537	2,698	3,000	2,941	4,803	5,660	3,767	1,287	
(前期比)	-5.5%	6.3%	11.2%	-2.0%	63.3%	17.8%	-33.4%	-65.8%	
(売上高税引前利益率)	7.3%	4.3%	4.7%	4.1%	5.7%	8.8%	5.9%	2.2%	
法人税等	1,024	1,036	1,150	1,450	1,808	2,245	1,629	1,127	
(実効税率)	40.4%	38.4%	38.4%	49.3%	37.7%	39.7%	43.2%	87.5%	
当期純利益(非支配株主分含む)	1,512	1,661	1,849	1,490	2,995	3,415	2,137	160	
非支配株主に帰属する当期純利益	37	193	125	119	220	187	251	204	
親会社株主に帰属する当期純利益	1,475	1,468	1,723	1,370	2,774	3,227	1,885	-43	1,073
(前期比)	-5.6%	-0.5%	—	-20.5%	102.4%	16.3%	-41.6%	—	—
(売上高当期純利益率)	4.2%	2.4%	2.7%	1.9%	3.3%	5.0%	2.9%	-0.1%	1.7%
EPS (円)	82.4	82.1	96.3	76.7	155.5	180.9	105.7	-2.4	60.1

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 14. 貸借対照表

(百万円)	17/8	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
流動資産	12,463	13,306	14,967	18,679	22,179	25,693	29,048	27,247
現金及び預金	5,521	6,130	6,888	8,890	9,815	13,430	16,462	14,251
売上債権	6,022	6,242	6,916	8,875	10,760	10,594	10,877	10,355
棚卸資産	657	605	922	640	1,032	531	589	471
繰延税金資産 - 流動	155	159	—	—	—	—	—	—
貸倒引当金 - 流動	-31	-32	-31	-50	-23	-23	-17	-8
その他流動資産	137	200	272	324	595	1,161	1,137	2,178
固定資産	6,230	6,084	9,562	8,795	8,997	8,531	13,505	12,855
有形固定資産	1,977	2,017	2,045	1,967	2,228	2,205	2,282	2,515
無形固定資産	3,224	3,100	5,355	5,365	4,872	4,286	8,681	7,983
投資その他資産	1,029	966	2,161	1,462	1,896	2,039	2,541	2,357
投資有価証券	526	441	444	655	501	434	675	672
繰延税金資産	1659	158	289	377	482	525	681	475
その他	342	367	1,428	430	913	1,080	1,185	1,210
資産合計	18,694	19,391	24,529	27,475	31,177	34,225	42,554	40,103
流動負債	6,002	6,159	7,794	10,547	11,948	12,584	13,220	12,763
買入債務	2,529	2,635	2,866	4,535	4,619	5,050	5,445	6,246
未払金・未払費用	1,962	2,061	2,477	2,697	3,806	3,581	3,493	3,099
有利子負債	300	522	1,049	1,195	1,040	1,004	1,528	1,792
その他	1,209	939	1,402	2,120	2,483	2,949	2,754	1,626
固定負債	2,389	3,367	5,312	4,518	4,295	3,720	10,248	8,725
有利子負債	2,150	3,101	5,002	4,193	3,752	3,146	9,361	7,738
繰延税金負債	—	—	29	0	46	12	—	1
その他	229	265	281	325	497	562	887	986
純資産	10,301	9,864	11,423	12,408	14,932	17,920	19,085	18,614
株主資本	9,300	9,335	10,773	11,653	14,052	16,809	17,778	17,144
資本金	737	737	450	450	450	450	450	450
資本剰余金	609	0	287	287	287	287	91	91
利益剰余金	7,952	8,598	10,035	11,016	13,415	16,172	17,336	16,702
自己株式	0	0	—	-99	-99	-100	-100	-100
その他の包括利益累計額	4	-2	-6	-15	29	111	91	92
非支配株主持分	997	531	656	770	850	998	1,216	1,377
負債純資産合計	18,694	19,391	24,529	27,475	31,177	34,225	42,554	40,103
自己資本	9,304	9,333	10,766	11,638	14,082	16,921	17,869	17,237
BPS(円)	519.8	521.4	601.5	652.3	789.3	948.4	1,001.5	966.1

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 15. キャッシュ・フロー計算書

(百万円)	17/8	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
営業活動によるキャッシュ・フロー								
税金等調整前当期純利益	2,537	2,698	3,000	2,941	4,803	5,660	3,767	1,287
減価償却費・のれん償却額	189	434	529	920	895	918	1,012	1,252
売上債権の増減額	1,108	-211	-475	-1,708	-2,095	162	32	525
仕入債務の増減額	-903	203	598	1,582	1,122	260	-124	268
棚卸資産の増減額	19	53	-317	286	-391	149	-57	118
減損損失	—	—	—	419	—	92	5	170
法人税等の支払額	-1,460	-1,291	-1,019	-1,217	-1,691	-2,135	-2,600	-2,806
その他営業キャッシュ・フロー	124	-285	143	440	422	226	490	166
合計	1,614	1,600	2,459	3,663	3,065	5,332	2,525	980
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	-21	-61	-67	-71	-364	-127	-184	-507
無形固定資産の取得による支出	-40	-154	-198	-184	-338	-343	-509	-447
投資有価証券の取得による支出	-200	0	-10	-210	0	-51	-300	-101
投資有価証券の売却・償還による収入	0	104	0	0	196	200	34	—
関係会社株式の取得による支出	—	—	-876	—	-353	-200	-392	-50
連結の範囲の変更を伴う子会社株式の取得による支出	-2,222	—	-2,148	—	0	0	-3,603	—
その他投資キャッシュ・フロー	-115	-73	-125	-66	-354	-123	-309	-128
合計	-2,599	-184	-3,424	-531	-1,213	-644	-5,263	-1,233
財務活動によるキャッシュ・フロー								
短期借入金の増減額	-100	0	—	265	-200	—	—	—
長期借入金の増減額	1,850	1,110	2,085	-1,074	-376	-629	6,538	-1,371
自己株式の取得による支出	—	—	—	-99	0	0	—	—
配当金の支払額	-241	-250	-286	-362	-375	-470	-590	-590
その他財務活動キャッシュ・フロー	0	-1,758	-18	-27	-54	-56	-245	-63
合計	1,507	-897	1,781	-1,297	-1,005	-1,155	5,703	-2,024
現金及び現金同等物に係る換算差額	2	-2	-6	-8	16	19	-1	15
現金及び現金同等物の増加額	525	516	810	1,825	862	3,552	2,964	-2,261
現金及び現金同等物期首残高	4,910	5,436	5,985	6,796	8,734	9,596	13,149	16,121
新規連結に伴う現金及び現金同等物の増加額	—	33	—	112	—	—	7	—
現金及び現金同等物期末残高	5,436	5,985	6,796	8,734	9,596	13,149	16,121	13,859
フリー・キャッシュ・フロー	-985	1,416	-965	3,132	1,852	4,688	-2,738	-253

出所：会社資料よりストラテジー・アドバイザーズ作成

図表 16. 主要指標

	17/8	18/8	19/8	20/8	21/8	22/8	23/8	24/8
EPS (円)	82.4	82.1	96.3	76.7	155.5	180.9	105.7	-2.4
BPS (円)	519.8	521.4	601.5	652.3	789.3	948.4	1,001.5	966.1
DPS (円)	13.0	15.0	18.5	20.5	24.5	30.0	31.0	35.0
配当性向	15.8%	18.3%	19.2%	26.7%	15.8%	16.6%	29.3%	—
期末発行済株式数 (千株)	17,900	17,900	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899	17,899
自己株式数 (株)	663	584	—	56,830	56,858	56,933	56,933	56,933
自己株控除株式数 (千株)	17,899	17,899	17,899	17,843	17,842	17,842	17,842	17,842
期中平均発行済株式数 (千株)	17,899	17,899	17,899	17,866	17,842	17,842	17,842	17,842
自己資本比率	49.8%	48.1%	43.9%	42.4%	45.2%	49.4%	42.0%	43.0%
有利子負債残高 (百万円)	2,450	3,623	6,051	5,388	4,792	4,150	10,889	9,530
ネット有利子負債残高 (百万円)	-3,071	-2,507	-837	-3,502	-5,023	-9,280	-5,573	-4,721
D/E レシオ	0.26	0.39	0.56	0.46	0.34	0.25	0.61	0.55
ネット D/E レシオ	-0.33	-0.27	-0.08	-0.30	-0.36	-0.55	-0.31	-0.27
売上高営業利益率	7.5%	4.3%	4.7%	4.4%	5.7%	9.0%	6.6%	2.7%
EBITDA (百万円)	2,790	3,097	3,520	4,069	5,682	6,657	5,210	2,820
EBITDA マージン	8.0%	5.0%	5.5%	5.7%	6.7%	10.4%	8.1%	4.8%
ROE	17.0%	15.8%	17.2%	12.2%	21.6%	20.8%	10.8%	-0.2%
ROIC (投下資本)	15.1%	12.4%	10.5%	9.6%	15.9%	16.7%	9.9%	1.5%
ROIC (事業資産)	20.5%	17.2%	14.9%	13.8%	22.4%	26.0%	17.4%	2.8%
従業員数 (人)	468	503	704	827	859	821	1,274	1,405

注：ROIC は NOPAT/(事業資産の期中平均)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