

ホリスティック企業レポート  
ヒューマン・アソシエイツ  
・ホールディングス  
6575 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2020年9月4日発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済 20200901

## ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(6575 東証マザーズ)

発行日: 2020/9/4

### エグゼクティブ層に特化した人材紹介事業とメンタルヘルスケア事業が主力 21年3月期は企業の採用活動停滞や集合研修の中止が業績に悪影響

#### > 要旨

#### ◆ 事業内容

・ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(以下、同社)グループは、持株会社である同社と AIMS インターナショナルジャパン、A・ヒューマン、Optia Partners、ヒューマン・フロンティア及びサイコム・ブレインズの6社で構成されており、人材紹介事業、メンタルヘルスケア事業、そして人材育成事業を行っている。

#### ◆ 20年3月期決算の概要

・20/3 期の売上高は前期比 40.4%増の 2,643 百万円、営業利益は同 86.4%減の 20 百万円であった。19 年 7 月に人材育成事業を行なうサイコム・ブレインズを子会社化したことで大幅増収となったものの、新型コロナウイルス感染症拡大による企業の採用活動停滞や集合研修中止の影響を受けて第4四半期の売上高が落ち込み、経費増を吸収できずに大幅な営業減益となった。

#### ◆ 21年3月期の業績予想

・8月14日に公表した21/3期の会社計画は、売上高2,717百万円(前期比2.8%増)、営業利益50百万円(同154.5%増)である。メンタルヘルスケア事業は集合研修の延期や中止により、減収減益を見込む一方、人材紹介事業はエグゼクティブ人材の紹介を強化することで増収増益を見込んでいる。

・第1四半期実績は、売上高が前年同期比2.4%減の477百万円、営業損失128百万円(前年同期は7百万円の利益)であった。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、事業環境及び第1四半期実績などを踏まえて会社計画を下回る業績を予想した。

#### ◆ 事業戦略

・同社は、人材紹介事業ではコンサルタントの採用と育成の強化、メンタルヘルスケア事業ではカウンセリング体制の更なる充実を図ることによる持続的な事業規模拡大を目指している。

・当センターでは、同社の持続的な事業規模拡大のためには、コンサルタントの増員と、一人当たり売上高の増加が必要と考えている。

アナリスト: 佐々木 加奈

+81(0)3-6812-2521

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

#### 【主要指標】

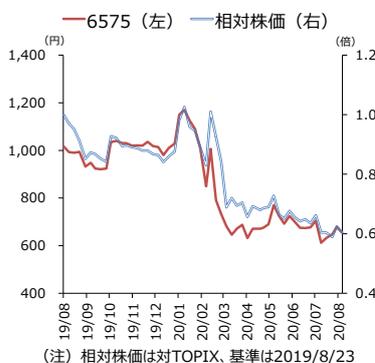
|            | 2020/8/28 |
|------------|-----------|
| 株価 (円)     | 656       |
| 発行済株式数 (株) | 3,246,937 |
| 時価総額 (百万円) | 2,130     |

|           | 前期実績 | 今期予想 | 来期予想 |
|-----------|------|------|------|
| PER (倍)   | -    | 81.9 | 30.4 |
| PBR (倍)   | 1.8  | 1.8  | 1.7  |
| 配当利回り (%) | 1.5  | 0.8  | 1.1  |

#### 【株価パフォーマンス】

|            | 1カ月  | 3カ月   | 12カ月  |
|------------|------|-------|-------|
| リターン (%)   | 7.2  | -14.8 | -33.9 |
| 対TOPIX (%) | -0.1 | -17.0 | -37.8 |

#### 【株価チャート】



#### 【6575 ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス 業種: サービス業】

| 決算期       | 売上高<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 営業利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 経常利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | 純利益<br>(百万円) | 前期比<br>(%) | EPS<br>(円) | BPS<br>(円) | 配当金<br>(円) |
|-----------|--------------|------------|---------------|------------|---------------|------------|--------------|------------|------------|------------|------------|
| 2019/3    | 1,883        | -3.3       | 147           | -42.3      | 148           | -42.5      | 182          | 3.7        | 61.6       | 352.2      | 18.4       |
| 2020/3    | 2,643        | 40.4       | 20            | -86.4      | 18            | -87.3      | -25          | -          | -8.0       | 366.2      | 10.0       |
| 2021/3 CE | 2,717        | 2.8        | 50            | 154.5      | 66            | 250.8      | 32           | -          | 10.1       | -          | 未定         |
| 2021/3 E  | 2,630        | -0.5       | 27            | 35.0       | 42            | 133.3      | 26           | -          | 8.0        | 368.0      | 5.0        |
| 2022/3 E  | 2,910        | 10.6       | 108           | 300.0      | 109           | 159.5      | 70           | 169.2      | 21.6       | 382.8      | 7.0        |
| 2023/3 E  | 3,190        | 9.6        | 165           | 52.8       | 166           | 52.3       | 107          | 52.9       | 33.0       | 405.9      | 10.0       |

(注) CE: 会社予想, E: 証券リサーチセンター予想

#### アップデート・レポート

2/15

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。

一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。

> 事業内容

注1) ストレスチェック  
労働者の心理的負担の程度を把握し、メンタルヘルスの不調を未然に防ぐための制度のこと。労働者に質問に答えてもらい、ストレスの度合いを測るのが一般的な方法。

◆ 人材紹介事業、メンタルヘルスケア事業などを行う

ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス(以下、同社)グループは、持株会社である同社と、子会社の AIMS インターナショナルジャパン(以下、エームス)、A・ヒューマン、Optia Partners、ヒューマン・フロンティア、サイコム・ブレインズで構成されている。主にエグゼクティブ層やグローバル人材の紹介を行う人材紹介事業、法人契約を締結した契約先企業の社員に対するカウンセリングやストレスチェック<sup>注1</sup>及びその後のフォローアップサービスなどを行うメンタルヘルスケア事業、企業向け研修サービスを提供する人材育成事業を手掛け、企業の人材に対するソリューションをワンストップで提供している。

エームス、A・ヒューマン、Optia Partners が人材紹介事業、ヒューマン・フロンティアがメンタルヘルスケア事業、サイコム・ブレインズが人材育成事業を行っている(図表1)。

【図表1】グループ各社と事業内容

| 事業区分        | 事業の内容                               | 対応する子会社           |
|-------------|-------------------------------------|-------------------|
| 人材紹介事業      | 会社経営層や高度スペシャリストのエグゼクティブサーチ          | AIMSインターナショナルジャパン |
|             | ミドルマネジメントのキャリア開発の手助けをする登録型人材紹介会社    | A・ヒューマン           |
|             | 外資系企業を中心にグローバル人材を紹介                 | Optia Partners    |
| メンタルヘルスケア事業 | 組織人材のカウンセリングを行い問題解決のサポートや職場環境の改善を支援 | ヒューマン・フロンティア      |
| 人材育成事業      | 各種研修や公開講座の企画・運営・実施により人材育成を支援        | サイコム・ブレインズ        |

(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス有価証券報告書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 人材紹介事業が20年3月期売上高の43.0%を占める

20/3期の売上構成比は人材紹介事業43.0%、メンタルヘルスケア事業32.7%、人材育成事業24.3%である(図表2)。19年7月にサイコム・ブレインズを子会社化したことにより、新しく加わった人材育成事業の売上高は19年7月から20年3月の9カ月間の実績である。

【図表2】セグメント情報

(単位:百万円)

| セグメント | 売上高         |       |       |       | セグメント利益 |       |       |        |          |       |
|-------|-------------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|--------|----------|-------|
|       | 18/3期       | 19/3期 | 20/3期 | 前期比   | 18/3期   | 19/3期 | 20/3期 | 前期比    | セグメント利益率 |       |
| 報告    |             |       |       |       |         |       |       |        |          |       |
| セグメント | 人材紹介事業      | 1,121 | 1,014 | 1,137 | 12.2%   | 218   | 143   | 139    | -2.8%    | 12.2% |
|       | メンタルヘルスケア事業 | 826   | 869   | 864   | -0.5%   | 245   | 260   | 192    | -25.9%   | 22.3% |
|       | 人材育成事業      | -     | -     | 641   | -       | -     | -     | 6      | -        | 1.0%  |
| 合計    | 1,948       | 1,883 | 2,643 | 40.4% | 464     | 403   | 338   | -16.2% | 12.8%    |       |

(注) セグメント利益合計は全社費用控除前

前期比は19/3期と20/3期との比較、セグメント利益率は20/3期のもの

(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス決算短信、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

1) 人材紹介事業

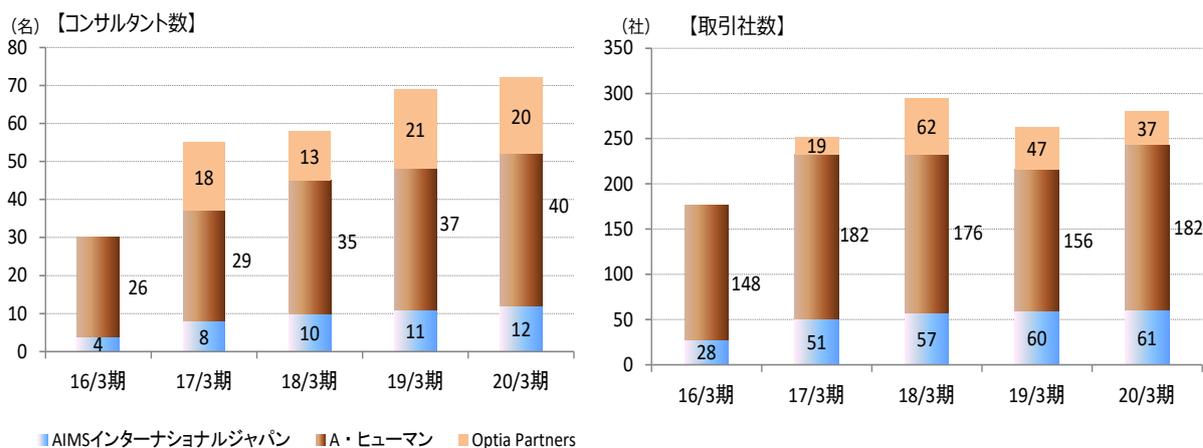
エームス、A・ヒューマン、Optia Partners は、「職業安定法」に基づく厚生労働大臣の「有料職業紹介」の許可を受け、人材紹介事業を行っている。求職者が企業に入社した時点で企業から報酬を受け取る成功報酬型契約と、契約時や求職者の紹介時など、契約により定められたサービス提供の都度収益を受け取るリテナー契約(エグゼクティブ層向けの独占契約)があり、20/3 期の同事業売上高に占める成功報酬型契約の割合は約 85%、リテナー契約の割合は約 15%である。

エームスは、世界 50 カ国以上に 90 カ所以上の拠点を構え、経営層、シニアマネジメント層、上級専門職に特化した人材紹介を行っている AIMS International と業務提携しており、求人企業の海外進出に合わせ、海外における経営層及びマネジメント層に関する人材市場データを提供している。20/3 期末時点のコンサルタント数は 12 名、取引社数は 61 社である(図表 3)。

A・ヒューマンは、30 歳代~40 歳代を中心としたミドルマネジメント層を主な対象としている。ホームページや転職媒体等のネットを利用した情報収集と個人脈を活かしたスカウトを併用し、求人企業のニーズに合わせた人材紹介を行っている。20/3 期末時点のコンサルタント数は 40 名、取引社数は 182 社である。

Optia Partners は、外資企業や海外進出企業のニーズに応じた国際人材の紹介を中心としており、対象とする求職者は多言語話者に特化している。20/3 期末時点のコンサルタント数は 20 名、取引社数は 37 社である。

【 図表 3 】 コンサルタント数、取引社数の推移



(注) 期末時点のコンサルタント数、取引社数  
(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

注2) EAP

Employee Assistance Program の略で、従業員支援プログラムのこと。企業の社員及び家族が抱える社内外の様々な悩みを、カウンセリングを通じて支援するプログラムのこと。

2)メンタルヘルスケア事業

メンタルヘルスケア事業を行うヒューマン・フロンティアは、大企業を中心に約 500 社と年間契約しており、87 名(20 年 3 月末時点)のカウンセラーが顧客企業に赴いて EAP<sup>注2</sup>を提供する現場出張型カウンセリングを中心に行っている。

EAP のステップは、一次予防(不調者発生予防)、二次予防(早期発見・早期対応)、三次予防(復職後の再発防止)に分類される(図表 4)。

【 図表 4 】メンタルヘルスケアの概要



(注) CISM とは Critical Incident Stress Management の略で、緊急事態ストレスマネジメントのこと  
(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス決算説明会資料

一次予防として、事業会社を対象に従業員のストレスへの対処や管理職に向けたチームメンバーのメンタルケアに関する研修などを行っている。二次予防としては、職場や指定された場所へ専属カウンセラーが出向き、直接面談を行っている。三次予防としては、カウンセラーが休職中及び復職後の従業員に対してカウンセリングを実施している。

3)人材育成事業

サイコム・ブレインズが、大企業向けに経営リーダー育成、グローバル人材育成、生産性向上プログラムなどの幅広い研修メニューを提供している。顧客企業ごとにカスタマイズした研修メニューを提供するとともに、オンラインで学べる映像教材なども提供し、学習効果の最大化を図っている。

#### ◆ 付加価値の高いサービス提供などが特徴

同社の特徴は以下の3点である。

1. エグゼクティブ層を中心とした付加価値の高いサービス提供  
 人材紹介事業における成約求職者の年収を見てみると、海外における経営層や上級専門職などに特化した人材市場データを提供しているエームスでは、11.5 百万円(18/3 期から 20/3 期の平均)と高水準である。また、Optia Partners においては多言語を扱える優秀な求職者を厳選しているために 10.2 百万円(同)、A・ヒューマンはミドルマネジメント層が中心で 7.2 百万円(同)となっている。高い年収は、複数の求人登録サイトから優秀な人材のデータ提供を受けながら、同社自らも求人企業の上層部に直接コンタクトを取り、より上位のポジション、高額案件の受注を獲得することにより実現している。

2. 業界知識の豊富なコンサルタントを確保  
 各業界で 15~20 年の勤務経験を持つ、業界知識が豊富なコンサルタントを確保している点が同社の特徴となっている。エームス及び A・ヒューマンのコンサルタントの平均年齢は 50 歳超で、金融、機械製造、IT、消費流通など幅広い分野の出身者が揃っている。このため、各業界の経営層に対して踏み込んだアドバイスをすることが可能となり、高い成約率につながっている。

3. カウンセラーによる質の高いサービスを実現  
 ヒューマン・フロンティアは全国に 87 名の専属カウンセラーを擁している。カウンセラーは、臨床心理士や産業カウンセラー等の資格を保有していることに加え、企業での勤務経験も採用条件の一つとなっている。これは、実際に組織で働く社員の気持ちを理解することが必要との考えに基づいている。

また、カウンセラーは原則として月 1 回の集合研修を受講することが義務付けられており、常に高い水準の知識を維持できる体制を敷いている。カウンセラーの知識と経験を活かした質の高いサービスを、一次予防から三次予防までトータルで提供することで、EAP 契約(1 年契約)の継続率は高い水準を維持している。

#### ◆ 販管費の約 7 割を占める人件費

同社の売上原価は、人材紹介事業における候補者情報の入手費用、メンタルヘルスケア事業における専属カウンセラーへの報酬及びストレスチェックに係る外注費用が主で、20/3 期の原価率は 20.9%である。販売費及び一般管理費(以下、販管費)の約 7 割を人件費(給料及び手当、賞与、福利厚生費等を含む)が占めており、販管費率は 78.4%である。新型コロナウイルス感染症拡大の影響により売上高の伸びが

鈍化したことで、人件費を含む固定費負担が増し、原価率、販管費率ともに 19/3 期より悪化している。

> 強み・弱みの分析

◆ SWOT 分析

同社の内部資源（強み、弱み）、および外部環境（機会、脅威）は、図表 5 のようにまとめられる。

【 図表 5 】 SWOT 分析

|                            |   |
|----------------------------|---|
| <b>強み</b><br>(Strength)    | ・経験を積んだコンサルタント、カウンセラーを多数擁していること<br>・エグゼクティブ層やグローバル人材に特化しているため、成約求職者の年収が高いこと<br>・ストレスチェックにおいて自社システムを開発して運用していること<br>・EAP事業者としてISO9001認証を取得していること |
| <b>弱み</b><br>(Weakness)    | ・特定人物（代表取締役社長）への依存度が高い事業運営<br>・事業規模が小さいこと<br>・コンサルタントの能力で成約率が左右されること  |
| <b>機会</b><br>(Opportunity) | ・人材紹介市場の中期的な拡大基調が見込まれること<br>・メンタルヘルスケア市場の成長余地が大きいこと<br>・上場による人材確保の容易化や知名度向上による求職者獲得の容易化   |
| <b>脅威</b><br>(Threat)      | ・事業モデルを模倣される可能性があること<br>・競合先 の増加による事業環境の悪化<br>・景気の悪化により企業が採用を縮小する可能性があること   |

(出所) 証券リサーチセンター

知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は経験豊富なコンサルタントやカウンセラー  
 同社の競争力を、知的資本の観点で分析した結果を図表6に示し、  
 KPIの数値をアップデートした。

知的資本の源泉は、創業以来蓄積したノウハウと、経験豊富なコンサル  
 タントやカウンセラーを活かした事業展開をしていることなどに  
 ある。

【 図表 6 】 知的資本の分析

| 項目   | 分析結果            | KPI  |   |  |                      |
|------|-----------------|--|---|--|----------------------|
|      |                 | 項目   | 数値  |  |                      |
| 関係資本 | ユーザー            | ・求職者   | ・年間成約求職者数                                 | 非開示  |                      |
|      |                 | ・企業で働く従業員  | ・EAPカウンセリング受診者数                           | 非開示  |                      |
|      | クライアント          | ・求人企業  | ・求人企業の業種                                  | 金融、精密機器、食品など多業種                                  |                      |
|      |                 | ・EAP導入企業   | ・取引企業数(人材紹介事業3社合計)                        | 280社   |                      |
|      | ブランド            | ・実績を持つ人材紹介事業<br>(AIMSジャパンのエグゼクティブサーチなど)                            | ・EAP導入企業数                                 | 500社以上   |                      |
|      |                 | ・ヒューマン・フロンティアのEPA事業<br>(日本で初めてISO9001取得)                           | ・事業開始からの年数                                | 24年  |                      |
|      | ネットワーク          | ・連結子会社   | ・事業開始からの年数                                | 20年  |                      |
|      |                 | ・複数の求人情報サイト  | ・子会社数                                     | 5社   |                      |
|      |                 | ・AIMS Internationalとの提携  | ・ビスリーチャエン・ジャパンなど                          | 特になし   |                      |
|      |                 |  | ・AIMS Internationalの拠点                    | 世界50カ国以上、90カ所以上                                  |                      |
| 組織資本 | プロセス            | ・AIMS Internationalのコンサルタント数                                       | 350名以上                                    |  |                      |
|      |                 | ・経験豊富なコンサルタントがエグゼクティブ求人<br>にきめ細かく対応                                | ・ユーザー及びクライアントの高い満足度<br>を実現し、高い年収での成約実績を持つ | 成約求職者の年収<br>エームス11.5百万円<br>Optia Partners10.2百万円 |                      |
|      | 知的財産<br>ノウハウ    | ・一次予防から三次予防までワンストップでメン<br>タルヘルスクアサービを提供(カウンセリング<br>、ストレスチェック、研修など) | ・ユーザー及びクライアントの高い満足度<br>を実現                | 特になし   |                      |
|      |                 | ・蓄積されたノウハウ   | ・各種研修を実施                                  | 年間約1,000回  |                      |
|      | 人的資本            | 経営陣  | ・96年の事業開始以来蓄積したノウハウ                       | ・24年   |                      |
|      |                 |  | ・経験豊富なコンサルタント                             | ・コンサルタント数  | 72名(人材紹介事業3社合計)      |
|      |                 | 従業員  | ・知識と経験豊富なカウンセラー                           | ・平均年齢  | エームス約53歳、A・ヒューマン約52歳 |
|      |                 |  | ・現代表取締役社長下での体制                            | ・カウンセラー数   | 87名                  |
|      | 人的資本            | 経営陣  | ・在任期間                                     | 13年  |                      |
|      |                 |  | ・代表取締役社長の保有                               | 446千株(13.8%)                                     |                      |
| 従業員  |                 | ・代表取締役社長以外の取締役の保有  | 370千株(11.5%)                              |  |                      |
|      |                 | ・インセンティブ   | *監査等委員は除く<br>・役員報酬総額(取締役)<br>*社外取締役は除く    | 47百万円(6名)  |                      |
|      |                 | ・企業風土<br>(経験豊富な人材を積極採用)  | ・従業員数                                     | 162名(グループ計、正社員数)                                 |                      |
|      |                 | ・インセンティブ   | ・平均年齢                                     | 43.9歳(20年3月末単体24名平均)                             |                      |
|      | ・平均勤続年数         | 3.0年(20年3月末単体24名平均)  |   |  |                      |
|      | ・成果給を導入         | 特になし   |   |  |                      |
|      | ・ストックオプション制度を導入 | 217千株(取締役保有分を含む)   |   |  |                      |

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/3期か20/3期末のもの

(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料、株主総会招集通知  
 書、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

## > 決算概要

### ◆ 20年3月期決算概要

20/3期の売上高は前期比40.4%増の2,643百万円、営業利益は同86.4%減の20百万円、経常利益は同87.3%減の18百万円、親会社株主に帰属する当期純損失25百万円(19/3期は182百万円の利益)であった。

同社は、第3四半期決算発表時点には19年8月8日の第1四半期決算発表時に公表した計画(売上高2,936百万円、営業利益170百万円、経常利益171百万円、親会社株主に帰属する当期純利益100百万円)を維持していたが、20年3月25日に減額修正している。新型コロナウイルス感染症拡大の影響で、第4四半期において業績が急激に悪化したためである。人材紹介事業では、顧客企業における採用活動の遅延が発生し、メンタルヘルスケア事業及び人材育成事業では、対面による集合研修の中止や延期が相次ぎ、各事業の売上高が計画を下回った。

事業セグメント別の実績は、人材紹介事業は売上高1,137百万円(前期比12.2%増)、セグメント利益139百万円(同2.8%減)であった。19/3期に採用したコンサルタント(3社合計で11名の純増)及び20/3期に採用したコンサルタント(3社合計で3名の純増)の寄与で増収となったものの、コンサルタント一人当たりの売上高が減少して収益性が低下し、小幅な減益となった。

メンタルヘルスケア事業は売上高864百万円(同0.5%減)、セグメント利益192百万円(同25.9%減)であった。EAP契約数は安定的に増加したものの、第4四半期に集合研修の中止や延期が発生した影響で減収減益となった。

人材育成事業は売上高641百万円、セグメント利益6百万円であった(19年7月から20年3月の9カ月実績)。同事業も第4四半期に集合研修の中止や延期が発生した影響を受け、19年8月に公表した計画の売上高788百万円、セグメント利益109百万円を下回った。

親会社株主に帰属する当期純損失を計上したのは、関係会社出資金評価損17百万円を含む18百万円の特別損失発生と税負担のためである。税金等調整前当期純利益が128千円にとどまった一方、利益の有無にかかわらず発生する住民税の均等割分などの税負担25百万円があった。

尚、配当については、19年8月に公表した1株当たり10.00円を実施した。

## > 事業戦略の進捗

### ◆ 人材紹介事業の取り組み

人材紹介事業の成長戦略として、1) コンサルタントの採用・人材育成、2) 地域拡大などを掲げている。

#### 1) コンサルタントの採用・人材育成

同社はコンサルタントの採用を継続的に行う考えを持っているが、20/3 期については3 社合計で7 名程度の純増を計画していたものの、3 名の純増にとどまった。

人材育成については、各コンサルタントが成約数の目標を設定し、達成率を月単位で管理して目標達成を促す指導を徹底し、コンサルタント一人当たり売上高の拡大を図っている。20/3 期は経験の浅いコンサルタントの成約数が目標に届かなかったことや、大阪支店の本格稼働が遅れたことなどが要因で、コンサルタント一人当たり売上高は19/3 期より減少したが、21/3 期も引き続き取り組みを強化していく考えである。

#### 2) 地域拡大

同社は現在、東京都港区の2 カ所及び大阪市北区の合計3 カ所の拠点で、全国の企業の求人に対応している。20/3 期は、関西地区における知名度が低かったことも影響し、19 年3 月に開設した大阪支店での契約者獲得は会社計画通りに進まなかった。21/3 期は関西地区での新規求人企業の開拓を推進し、契約者数の増加を図っていく考えである。その後は、東海地区やその他の地域への支店開設も視野に入れている。

### ◆ メンタルヘルスケア事業の取り組み

メンタルヘルスケア事業の成長戦略として、1) 全国を一律及び均質にカバーするカウンセリング体制の維持構築及び更なる充実、2) パワーハラスメント防止法施行を踏まえたサービスの提供などを掲げている。

#### 1) 全国を一律及び均質にカバーするカウンセリング体制の維持構築及び更なる充実

メンタルヘルスケア事業の現在の拠点は、東京支店と大阪支店の2 カ所である。20/3 期は新規地域への進出や既存拠点の増設などは行っていないが、同社はEAP に対するニーズは全国規模であると考えており、この先は適切な時期に名古屋支店を新設して3 拠点体制とする考えである。

#### 2) パワーハラスメント防止法施行を踏まえたサービスの提供

職場におけるハラスメント対策の強化を企業に義務付けるパワーハラスメント防止法が20 年6 月1 日から大企業向けに施行されている。中小企業向けには22 年4 月1 日から施行される予定である。

同社は、これを踏まえたサービスの提供を強化する考えで、ハラスメント対策強化に関する研修メニューの提供、相談(通報)窓口の設置、カウンセリングによるケアの提供などを開始している。

#### ◆ 人材育成事業に参入

同社は、高付加価値な人事機能サービスを一括して提供する「ソリューション提供型人材サービスのワンストップショッピング」の実現を目指し、既存事業とのシナジー効果が期待できる新規事業への取り組みを強化している。

19年7月にサイコム・ブレインズを子会社化して人材育成事業に参入した。サイコム・ブレインズは、大企業向けに経営リーダー育成、グローバル人材育成、生産性向上プログラムなど、幅広い研修メニューを提供している。今後は企業の経営戦略や組織課題に対応した多様な研修メニューの開発や、各国での研修実績を活かしたグローバル案件の受注などに注力し、事業拡大を図っていく考えである。また、新型コロナウイルス感染症拡大によりニーズが高まっているオンライン研修や自立学習のための動画などの新商品開発にも注力する考えを持っている。

### > 業績予想

#### ◆ 21年3月期は増収増益を見込む

8月14日に第1四半期決算を発表したが、同時に公表された21/3期の会社計画は、売上高2,717百万円(前期比2.8%増)、営業利益50百万円(同154.5%増)、経常利益66百万円(同250.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益32百万円(20/3期は25百万円の損失)である(図表7)。

【図表7】21年3月期の会社計画

(単位:百万円)

|                 | 18/3期 | 19/3期 | 20/3期 | 21/3期 |        |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|--------|
|                 | 実績    | 実績    | 実績    | 会社計画  | 前期比    |
| 売上高             | 1,948 | 1,883 | 2,643 | 2,717 | 2.8%   |
| 人材紹介事業          | 1,121 | 1,014 | 1,137 | 1,174 | 3.2%   |
| メンタルヘルスクエア事業    | 826   | 869   | 864   | 807   | -6.5%  |
| 人材育成事業          | -     | -     | 641   | 735   | 14.6%  |
| 売上総利益           | 1,608 | 1,538 | 2,092 | -     | -      |
| 売上総利益率          | 82.6% | 81.7% | 79.1% | -     | -      |
| 営業利益            | 255   | 147   | 20    | 50    | 154.5% |
| 営業利益率           | 13.1% | 7.8%  | 0.8%  | 1.9%  | -      |
| 経常利益            | 257   | 148   | 18    | 66    | 250.8% |
| 経常利益率           | 13.2% | 7.9%  | 0.7%  | 2.4%  | -      |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 176   | 182   | -25   | 32    | -      |

(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス決算短信、会社説明会資料より証券リサーチセンター作成

人材紹介事業の売上高は、上期は新型コロナウイルス感染症拡大による採用延期の影響を見込むものの、同社が得意とするエグゼクティブ人材の紹介を強化することでカバーし前期比 3.2%増の 1,174 百万円を見込んでいる。メンタルヘルスケア事業の売上高は、企業の業績悪化による契約解除や集合研修の延期及び中止が増加していることを踏まえ、同 6.5%減の 807 百万円を見込んでいる。人材育成事業の売上高は、通期寄与することで 20/3 期の 641 百万円(9 カ月累計)を上回る 735 百万円を見込んでいる。

営業利益率が改善するのは、経費の抑制に注力し、全社費用を 20/3 期並みに抑えるためである。20/3 期には関係会社出資金評価損 17 百万円を含む 18 百万円を特別損失に計上したが、21/3 期は特別損失の計上は見込んでいない。

配当については、20/3 期は 1 株当たり期末配当金 10.00 円を実施したが、21/3 期は未定としている。

#### ◆ 21 年 3 月期第 1 四半期決算

21/3 期第 1 四半期の業績は、売上高 477 百万円(前年同期比 2.4%減)、営業損失 128 百万円(前年同期は 7 百万円の利益)、経常損失 126 百万円(同 7 百万円の利益)、親会社株主に帰属する四半期純損失 83 百万円(同 4 百万円の利益)である。

事業セグメント別の実績は、人材紹介事業は売上高 249 百万円(前年同期比 22.6%減)、セグメント利益 20 百万円(同 74.2%減)、メンタルヘルスケア事業は売上高 145 百万円(同 12.6%減)、セグメント利益 14 百万円(同 246.6%増)、人材育成事業は売上高 82 百万円、セグメント損失 72 百万円(人材育成事業は 19 年 7 月に開始したため前年同期比較なし)である。

売上総利益率は、前年同期比 0.6%ポイント低下の 82.6%となった。減収により原価に含まれる固定費負担が上昇したことが要因である。

販管費は、人材育成事業を行うサイコム・ブレインズの子会社化に伴う人件費などの増加により前年同期の 398 百万円から 522 百万円に増加し、営業損失を計上した。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/3 期第 1 四半期実績及び事業環境などを踏まえ、21/3 期の業績予想を減額修正した。売上高は前期比 0.5%減の 2,630 百万円、営業利益は同 35.0%増の 27 百万円、経常利益は同 133.3%増の 42 百万円、親会社株主に帰属する当

期純利益は 26 百万円 (20/3 期は 25 百万円の損失) と、会社計画を下回る水準を予想する (図表 8)。

【図表 8】証券リサーチセンターの業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

|                 | 19/3   | 20/3   | 21/3CE | 21/3E<br>(前回) | 21/3E  | 22/3E<br>(前回) | 22/3E  | 23/3E |
|-----------------|--------|--------|--------|---------------|--------|---------------|--------|-------|
| <b>損益計算書</b>    |        |        |        |               |        |               |        |       |
| 売上高             | 1,883  | 2,643  | 2,717  | 3,210         | 2,630  | 3,460         | 2,910  | 3,190 |
| 前期比             | -3.3%  | 40.4%  | 2.8%   | 9.6%          | -0.5%  | 7.8%          | 10.6%  | 9.6%  |
| 人材紹介事業          | 1,014  | 1,137  | 1,174  | 1,400         | 1,110  | 1,550         | 1,230  | 1,340 |
| メンタルヘルスケア事業     | 869    | 864    | 807    | 960           | 808    | 1,000         | 900    | 1,000 |
| 人材育成事業          | -      | 641    | 735    | 850           | 712    | 910           | 780    | 850   |
| 売上総利益           | 1,538  | 2,092  | -      | 2,628         | 2,130  | 2,840         | 2,386  | 2,631 |
| 前期比             | -4.3%  | 36.0%  | -      | 9.8%          | 1.8%   | 8.1%          | 12.0%  | 10.3% |
| 売上総利益率          | 81.7%  | 79.1%  | -      | 81.9%         | 81.0%  | 82.1%         | 82.0%  | 82.5% |
| 販売費及び一般管理費      | 1,391  | 2,072  | -      | 2,407         | 2,103  | 2,560         | 2,278  | 2,466 |
| 販管費率            | 73.9%  | 78.4%  | -      | 75.0%         | 80.0%  | 74.0%         | 78.3%  | 77.3% |
| 営業利益            | 147    | 20     | 50     | 221           | 27     | 280           | 108    | 165   |
| 前期比             | -42.3% | -86.4% | 154.5% | 31.5%         | 35.0%  | 26.7%         | 300.0% | 52.8% |
| 営業利益率           | 7.8%   | 0.8%   | 1.9%   | 6.9%          | 1.0%   | 8.1%          | 3.7%   | 5.2%  |
| 経常利益            | 148    | 18     | 66     | 222           | 42     | 281           | 109    | 166   |
| 前期比             | -42.5% | -87.3% | 250.8% | 31.4%         | 133.3% | 26.6%         | 159.5% | 52.3% |
| 経常利益率           | 7.9%   | 0.7%   | 2.4%   | 6.9%          | 1.6%   | 8.1%          | 3.7%   | 5.2%  |
| 親会社株主に帰属する当期純利益 | 182    | -25    | 32     | 146           | 26     | 185           | 70     | 107   |
| 前期比             | 3.7%   | -      | -      | 44.6%         | -      | 26.7%         | 169.2% | 52.9% |

◆セグメント利益の予想

|             | 売上高          |              |              | セグメント利益      |              |              |              |              |              |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|             | 21/3期<br>(予) | 22/3期<br>(予) | 23/3期<br>(予) | 21/3期<br>(予) | セグメント<br>利益率 | 22/3期<br>(予) | セグメント<br>利益率 | 23/3期<br>(予) | セグメント<br>利益率 |
| 人材紹介事業      | 1,110        | 1,230        | 1,340        | 180          | 16.2%        | 195          | 15.9%        | 215          | 16.0%        |
| メンタルヘルスケア事業 | 808          | 900          | 1,000        | 164          | 20.3%        | 198          | 22.0%        | 225          | 22.5%        |
| 人材育成事業      | 712          | 780          | 850          | 3            | 0.4%         | 55           | 7.1%         | 85           | 10.0%        |
| 全社費用        | -            | -            | -            | -320         | -            | -340         | -            | -360         | -            |
| 合計          | 2,630        | 2,910        | 3,190        | 27           | 1.0%         | 108          | 3.7%         | 165          | 5.2%         |

(注) CE: : 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ヒューマン・アソシエイツ・ホールディングス決算短信、決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の想定をした。

1) 人材紹介事業の売上高は前期比 2.4%減の 1,110 百万円、セグメント利益は同 29.5%増の 180 百万円と予想した。売上高については会社計画より若干低い水準を予想したものの、エグゼクティブ人材に注力することによりコンサルタント一人当たりの売上高が増加し、増益に寄与すると想定した。

2) メンタルヘルスケア事業の売上高は前期比 6.5%減の 808 百万円、セグメント利益は同 14.6%減の 164 百万円と予想した。新型コロナウイルス感染症拡大の影響により契約企業数は微増にとどまると想定し、契約企業の集合研修の中止や遅延の発生による減収減益を予想した。

3) 人材育成事業は期を通じて寄与することにより売上高は712百万円(20/3期は9カ月分の641百万円)を予想するが、セグメント利益は、集合研修のキャンセル発生の影響で3百万円(同6百万円)にとどまると予想した。

4) 21/3期の売上総利益率は、メンタルヘルスケア事業におけるストレスチェックに係る外注費用の抑制効果などで前期比0.9%ポイント改善の81.0%と予想した。

5) 販管費率は、人件費や地代家賃の増加は小幅にとどまる一方、売上高が伸びないことで前期比1.6%ポイントの悪化の80.0%を予想した。社員数は20/3期末の162名より10名増加を見込み、これに伴い人件費(給料及び手当)は20/3期より75百万円増の887百万円と予想した。

## > 中期業績予想

### ◆ 証券リサーチセンターの中期業績予想

当センターでは、22/3期の業績予想を見直すとともに、23/3期の業績予想を新たに策定した。22/3期の売上高は前期比10.6%増の2,910百万円、営業利益は同300.0%増の108百万円、23/3期の売上高は同9.6%増の3,190百万円、営業利益は同52.8%増の165百万円と予想する。予想の前提は以下の通りである。

1) 人材紹介事業は、22/3期の売上高1,230百万円(前期比10.8%増)、セグメント利益195百万円(同8.3%増)、23/3期の売上高1,340百万円(同8.9%増)、セグメント利益215百万円(同10.3%増)と予想した。成約平均単価は年率5%程度の上昇、成約数は同4~5%程度の増加を想定した。コンサルタントは7名ずつの増加、一名当たりの売上高は横ばい程度を見込むため、収益性の大きな改善は想定せず、売上高と同程度のセグメント利益の伸びを予想した。

2) メンタルヘルスケア事業は、22/3期の売上高900百万円(同11.4%増)、セグメント利益198百万円(同20.7%増)、23/3期の売上高1,000百万円(同11.1%増)、セグメント利益225百万円(同13.6%増)と予想した。カウンセラー及び営業人員の増員が寄与して取引先企業数が安定的に増加し、集合研修の開催数も増加に転じると想定した。外注費の抑制によりセグメント利益率は21/3期に前期比1.7%ポイント、22/3期に同0.5%ポイントの改善を予想した。

3) 人材育成事業は、22/3期の売上高780百万円(同9.6%増)、セグメント利益55百万円(21/3期は3百万円)、23/3期の売上高850百万円(同9.0%増)、セグメント利益85百万円(同54.5%増)と予想した。

営業体制の強化により研修の導入企業数が増加すると想定した。子会社化に伴い各種経費の効率化を進めた効果が現れ、セグメント利益率は改善が続くと予想した。

4) 売上総利益率は増収効果により 22/3 期に前期比 1.0%ポイント、23/3 期に同 0.5%ポイントの改善を予想した。

5) 従業員数は 10 名ずつ増加し、それに伴い人件費（給料及び手当）は毎期 75 百万円の増加を見込むが、売上増で吸収して販管費率は 22/3 期に前期比 1.7%ポイント、23/3 期に同 1.0 %ポイントの改善を予想した。

6) 配当については、同社の配当政策である連結配当性向 30%を踏まえ、22/3 期の 1 株当たり期末配当金 7.00 円、23/3 期は 10.00 円と予想した。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 個人情報の管理について

同社は、求職者の個人情報を保有している。個人情報保護については、社内でのアクセス権限の設定や、システムのセキュリティ強化などを実施している。しかし、個人情報の管理に関しては一定のリスクがつきまとうことに留意する必要がある。

### ◆ 筆頭株主の株式保有について

大和 PI パートナース<sup>注3</sup>が 20 年 3 月末時点の発行済株式の 33.3%を保有する筆頭株主であり、同社の株主総会決議の結果に重要な影響を及ぼす可能性がある。また、大和 PI パートナースが短期間に大量の株式を売却した場合には、同社株式の需給バランスが悪化し、株価が不安定となる可能性がある。

### ◆ 事業運営に必要な許可について

同社グループの人材紹介事業は、職業安定法に基づき、有料職業紹介事業者としての許可を厚生労働大臣から受けている。有料職業紹介事業者の許可の取り消しについては、職業安定法第 32 条に欠格事項が定められており、何らかの理由により抵触して許可の取り消し等が発生した場合には、事業運営に支障が生じる可能性がある。

### ◆ 新型コロナウイルス感染症拡大の影響について

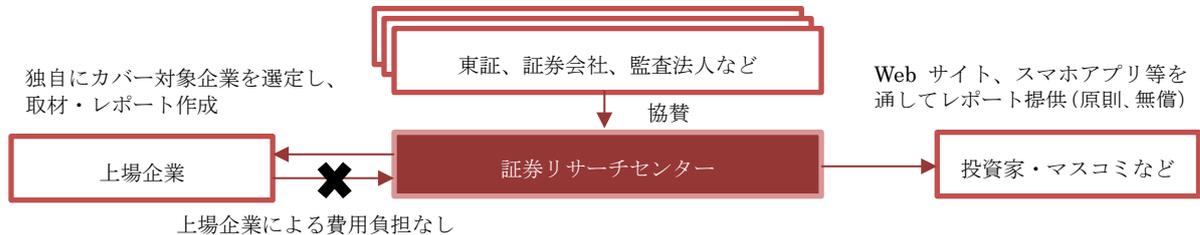
新型コロナウイルスの感染症拡大の影響が長引いた場合や緊急事態宣言が再度発令された場合には、企業の人材採用活動の遅れ、事業縮小や採用人数の減少などにより同社の人材紹介事業への悪影響が大きくなる可能性がある。また、メンタルヘルスケア事業、人材育成事業においては、対面による集合研修の中止や遅延による悪影響が大きくなる可能性がある。

注3) 大和 PI パートナース  
大和証券グループ本社（8601 東証一部）の投資子会社。

## 証券リサーチセンターについて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 日興証券株式会社

大和証券株式会社

野村證券株式会社

みずほ証券株式会社

有限責任あずさ監査法人

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 免責事項

- ・本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- ・本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- ・本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。
- ・本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- ・一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならない、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- ・本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。