

# ホリスティック企業レポート ユナイトアンドグロウ 4486 東証マザーズ

アップデート・レポート  
2021年3月5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 20210302

# ユナイテッドグロウ(4486 東証マザーズ)

発行日: 2021/3/5

## 中堅・中小企業向けに IT 人材と知識のシェアリングサービスを提供 21 年 12 月期はシェアード社員の稼働率回復が続き増収増益の会社計画

### > 要旨

#### ◆ 会社概要

・ユナイテッドグロウ(以下、同社)は、コーポレート IT 部門の人材不足に悩む中堅・中小企業向けに IT 人材と知識のシェアリングサービスを提供することを主要業務としている。

#### ◆ 20 年 12 月期決算

・20/12 期決算は、売上高 1,732 百万円(前期比 6.7%増)、営業利益 216 百万円(同 5.5%増)となった。新型コロナウイルス禍の影響で、顧客企業にサービスを提供するシェアード社員の稼働率が低下したため、売上高は伸び悩んだ。一方、リモートワークの効率化が進み、インソーシング事業の利益率は上昇したが、オフィス増床等の成長投資を行ったことで、利益の伸びも緩やかとなった。

#### ◆ 21 年 12 月期業績予想

・21/12 期業績について、同社は、売上高 2,074 百万円(前期比 19.7%増)、営業利益 249 百万円(同 15.2%増)を計画している。  
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、21/12 期の業績予想を、売上高 2,111 百万円(前期比 21.9%増)、営業利益 271 百万円(同 25.1%増)とした。主力のインソーシング事業において、前期の新型コロナウイルス禍によって低下したシェアード社員の稼働率が回復することを想定した。またセキュリティ事業も、21/12 期から需要期に入るため、増収増益が見込まれよう。

#### ◆ 今後の注目点

・当センターでは、22/12 期は前期比 13.1%増収、23/12 期は同 12.0%増収となり、売上高営業利益率は 23/12 期に 14.2%まで上昇すると予想した。  
・短期的には、新型コロナウイルス禍によって影響を受けたシェアード社員の稼働率の回復を確認していく展開となろう。中期的には、採用の増加ペースとともに、質の向上を示すシェアード社員の 1 時間当たり売上高の推移等、組織や運営の強化の動向に注目していきたい。

#### 【 4486 ユナイテッドグロウ 業種：情報・通信業 】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2019/12	1,624	17.0	205	20.1	191	8.5	133	8.6	45.8	287.4	4.0
2020/12	1,732	6.7	216	5.5	216	13.4	159	18.9	43.8	326.1	6.0
2020/12 CE	2,074	19.7	249	15.2	249	15.0	173	8.7	47.5	-	8.0
2021/12 E	2,111	21.9	271	25.1	270	24.9	188	18.2	51.5	371.7	8.0
2022/12 E	2,387	13.1	317	17.0	317	17.0	220	17.0	60.3	424.1	10.0
2023/12 E	2,675	12.0	381	20.1	380	20.2	264	20.2	72.4	486.7	12.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想、2019年12月の上場時に367,400株(現行株価ベースで734,800株相当)の公募増資を実施  
2019年9月14日付で1：100、2020年9月1日付で1：2の株式分割を実施、過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

#### アップデート・レポート

2/19

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。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。

アナリスト: 藤野敬太  
+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】

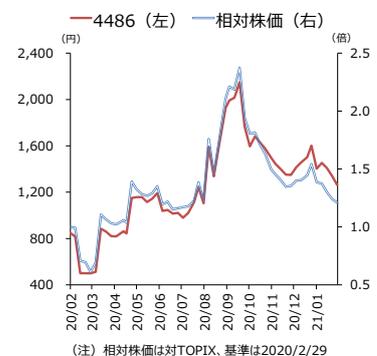
	2021/2/26
株価 (円)	1,262
発行済株式数 (株)	3,648,200
時価総額 (百万円)	4,604

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	28.8	24.5	20.9
PBR (倍)	3.9	3.4	3.0
配当利回り (%)	0.5	0.6	0.8

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-10.0	-15.5	49.3
対TOPIX (%)	-12.7	-20.5	21.0

#### 【株価チャート】



## ＞ 事業内容

注1) コーポレートIT部門

従来、顧客企業のサービス対象先部署を「情報システム部門」と称していたが、20年12月期の決算説明会より、呼称を「コーポレートIT部門」に変更した。

注2) ひとり情シス

「情シス」とは「情報システム」の略語で、企業の情報システム部門、またはその担当者を指す。

一般的に、「ひとり情シス」とは、社内の様々なIT関連業務を1人または数人で担当せざるを得ない状況のことを言う。

起業したての企業や従業員数が少数の企業だけでなく、従業員数が100人を超える企業であっても担当者が1人ということが多く、その結果、業務集中による過酷な労働環境や離職または採用難といった問題が指摘されている。

### ◆ 中堅・中小企業向け IT 人材・知識のシェアリングサービスを提供

ユナイテッドグロウ（以下、同社）は、コーポレート IT 部門<sup>注1</sup>の人材不足に悩む中堅・中小企業向けに IT 人材と知識のシェアリングサービスを提供している。中堅・中小企業は、いわゆる「ひとり情シス<sup>注2</sup>」という言葉があるように、コーポレート IT 部門の体制が脆弱であることが多い。中堅・中小企業では、外部の IT 人材をタイムシェアして利活用する需要が高まっており、同社のサービスはそうした需要に対応して拡大してきた。

単に人を集め、顧客の現場に送り込むだけでは事業として成り立たない。同社は、IT 人材や知識資源をオープンかつ安全に共有するために「シェアード・エンジニアリング」と呼ばれる仕組みを確立しており、それが競争力の源泉のひとつとなっている。

### ◆ 売上高、利益ともインソーシング事業が大半を占める

同社の事業は、インソーシング事業と、連結子会社の f j コンサルティングが主体のセキュリティ事業の 2 つの報告セグメントに分類される（図表 1）。セキュリティ事業はまだ規模が小さく、売上高、営業利益ともインソーシング事業が大半を占めている。

【 図表 1 】 事業別売上高・営業利益

(単位:百万円)

	売上高 (連結) (外部顧客への売上高)								
	18/12期	19/12期	20/12期	前期比			売上構成比		
				18/12期	19/12期	20/12期	18/12期	19/12期	20/12期
インソーシング事業	1,181	1,412	1,598	19.1%	19.6%	13.1%	85.1%	87.0%	92.3%
セキュリティ事業	207	211	134	12.5%	2.0%	-36.5%	14.9%	13.0%	7.7%
合計	1,388	1,624	1,732	18.1%	17.0%	6.7%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益 (連結)								
	18/12期	19/12期	20/12期	前期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率		
				18/12期	19/12期	20/12期	18/12期	19/12期	20/12期
インソーシング事業	396	525	599	110.6%	32.5%	14.1%	31.7%	35.7%	36.7%
セキュリティ事業	47	41	8	-34.8%	-12.9%	-79.8%	22.8%	19.4%	6.1%
調整額 (全社費用)	-272	-361	-391	—	—	—	—	—	—
合計	171	205	216	73.9%	20.1%	5.5%	12.3%	12.7%	12.5%

(注) セグメント利益率は内部取引調整後のセグメント売上高を使用して算出している

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

## ＞ ビジネスモデル

### ◆ 中堅・中小企業のコーポレート IT 部門が脆弱という問題意識

同社のサービスの対象とする中堅・中小企業のコーポレート IT 部門は、その脆弱さが深刻化していると言われている。Dell EMC ジャパンが中堅企業を対象に実施している「中堅企業 IT 投資動向調査」に

よると、情報システム部門の専任者が不在のいわゆる「ゼロ情シス」、または専任者が1人のいわゆる「ひとり情シス」の状態にある企業の比率は、17年の調査で約27%、18年の調査で約31%、19年の調査で37.5%、20年の調査で37.4%となっている。比率の上昇ペースは一旦落ち着いたものの、中堅・中小企業にとって、コーポレートIT部門の人員の確保が難しい状況が続いている。

こうした、「ゼロ情シス」や「ひとり情シス」という言葉で表現される中堅・中小企業のコーポレートIT部門の人材不足、または、人材不足に起因するコーポレートIT部門が必要とする知識やノウハウの不足を解消するのが、同社のインソーシング事業のサービスである。

#### ◆ インソーシング事業のサービスの仕組み

インソーシング事業のサービスを通じて、顧客企業は、同社が持つIT人材をシェアして利活用することができ、コーポレートIT部門を自社で設ける、または増強するのと同様かそれ以上の価値を得ることができる。なお、インソーシング事業のサービスは、会員制サービスの形態を採っている。

顧客企業の現場には、シェアード社員と呼ばれる同社の正社員が出向く(専門的なIT分野の課題に対応するために、例外として業務委託先の社員が赴くこともある)。

「スクラム」と呼ばれる、2~8人のシェアード社員で構成されるチームが、顧客企業のコーポレートIT部門が抱える課題の解決にあたる。具体的には、システム活用コンサルティングやシステム運用代行、システム担当者育成といった業務例がある。

スクラムは顧客企業ごとに編成され、また、シェアード社員は複数の顧客企業を担当するため、担当する先々でスクラムを構成するメンバーは異なる。そのため、顧客企業から見ると、同社の社員を複数の企業でシェアするような形態となる。

同社のサービスを利用することにより、顧客企業は、(1)コーポレートIT部門の人材の採用や育成コスト等の負担の削減、(2)退職リスクの低減、(3)人件費の変動費化、(4)コーポレートIT部門の人員体制の最適化、(5)他社のノウハウの間接的活用といったメリットを得ることができる。

こうした有限の人的資源や知的資源をオープンにかつ安全に共有できるようにするために、同社は「シェアード・エンジニアリング」と称する技術及びノウハウを確立し、サービスを運用している。

◆ 類似サービスとの違い

外部の IT 人材を利用するという観点から、類似するサービスとして IT コンサルティングが挙げられる。しかし、IT コンサルティングの顧客層は、その料金水準の高さから大手または準大手の企業がほとんどであり、同社が対象とする中堅・中小企業とは顧客層が完全に異なる。別の表現をすれば、大手企業を対象とする IT コンサルティングに類する提供価値を、コーポレート IT 部門の人材が乏しい中堅・中小企業にも提供できるようにしたのが、同社のインソーシング事業のサービスであるという見方もできる。

インソーシング事業での顧客企業との契約形態は、IT コンサルティングと同様、準委任契約<sup>注3</sup>であり、派遣契約の技術者派遣や、請負契約の SI とは異なる。準委任契約のもと、顧客企業ではなく、同社の指揮命令のもとで業務を遂行する。また、成果物を伴わないため、シェアード社員は時間課金の料金体系となっている。シェアード社員は受託開発を行うことはなく、ハードウェアやソフトウェア等の販売も行わない(図表 2)。

注3) 準委任契約

顧客側ではなく、人材が所属する企業側での指揮命令のもとで業務を遂行する契約のことである。

【 図表 2 】 類似サービスとの違い

項目	ユナイテッドグロウ	ITコンサルティング会社	技術者派遣会社 SESサービス会社	システムインテグレータ (SI)
	対象とする顧客	中堅・中小の成長企業	大手・準大手企業	ITの開発現場
契約形態	準委任契約		派遣契約 準委任契約	請負契約 準委任契約
稼働の粒度	時間単位		月単位	プロジェクト単位
立ち位置	システム発注者		開発受注者の立場	
コントロール役	現場担当者/コンサルタント		営業(現場担当者とは別)	
IT人材に対する教育の観点	IT全般/組織/経営		IT技術、IT技能	
成功のポイント	顧客側メンバーとの良好なコミュニケーション		要求水準を満たすスキル	出来の良い成果物

(注) SES とはシステムエンジニアリングサービス (System Engineering Service) の略である

(出所) ユナイテッドグロウ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ インソーシング事業の顧客

インソーシング事業の顧客ターゲットは、本社のある東京・御茶ノ水から 50 分で行くことができる、成長志向が強い、従業員数 50~1,000 人規模の中堅・中小企業のコーポレート IT 部門である。会員制サービスの形態を採っているため、取引が発生していない会員も存在する。以下、取引が発生した会員を、実働会員または顧客企業と称する。

インソーシング事業の会員数は、20/12 期末時点で 555 社であった。うち、20/12 期のうちに取引があった顧客企業(実働会員)は 201 社であり、顧客数を期末会員数で割って算出される稼働率は 36.2%となった。この 201 社の顧客企業のうち、従業員数 50~1,000 人規模の企

業は、件数ベースで64%、売上高ベースで70%を占めている(図表3)。なお、50人未満の企業の場合、成長志向が強いかどうかで取引を開始するかどうかを判断している。

【図表3】従業員規模別顧客数の推移

(単位:社)

従業員規模	18/12期			19/12期			20/12期		
	顧客数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比	顧客数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比	顧客数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比
10人未満	4	2%	1%	9	5%	5%	10	5%	3%
10~50人未満	47	28%	15%	55	29%	18%	50	25%	17%
50~300人未満	93	55%	47%	95	50%	55%	112	56%	60%
300~1,000人未満	15	9%	12%	19	10%	10%	17	8%	10%
1,000~2,000人未満	8	5%	21%	11	6%	12%	10	5%	9%
2,000~5,000人未満	2	1%	4%	1	1%	0%	1	0%	0%
5,000人以上未満	-	-	-	-	-	-	1	0%	2%
合計	169	100%	100%	190	100%	100%	201	100%	100%
	期末会員数 (顧客数:期末会員数)	稼働率 (顧客数:期末会員数)		期末会員数 (顧客数:期末会員数)	稼働率 (顧客数:期末会員数)		期末会員数 (顧客数:期末会員数)	稼働率 (顧客数:期末会員数)	
	452	37.4%		506	37.5%		555	36.2%	

(出所) ユナイテッドグロウ成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ インソーシング事業の収益構造

インソーシング事業の収益構造は、「シェアード社員の人数×レバレッジ要素」で表現される。

シェアード社員の人数は、20/12 期末で 154 人である。年によって増加幅の違いはあるが、基本的には増加傾向が続いている。

レバレッジ要素とは、シェアード社員の稼働や品質の状況を示すいくつかの数値であり、以下の3項目から構成されている。

- (1) シェアード社員 1 人当たり担当社数
- (2) 顧客企業 1 社当たり担当人数
- (3) シェアード社員のスキルレベル

稼働面では、20/12 期のシェアード社員 1 人当たりの平均担当社数は 3.75 社、顧客企業 1 社当たり平均担当人数は 3.00 人といった状況である(図表4)。

【 図表 4 】 インソーシング事業の主な数値

		17/12期	18/12期	19/12期	20/12期
顧客数(実働会員数)	社	-	169	190	201
期末会員数	社	387	452	506	555
会員稼働率(顧客数÷期末会員数)		-	37.4%	37.5%	36.2%
シェアード社員数	人	120	131	134	154
シェアード社員1人当たり担当社数	社	-	-	3.79	3.75
1社当たり担当人数	人	-	-	2.87	3.00
シェアード社員稼働1時間当たり売上高	円	-	6,405	7,056	7,620

シェアード社員のレベル別分布

	レベル	19/12期末	20/12期末
↑ 高い	L6(A~Cの3段階)	0.7%	1.4%
	L5(A~Cの3段階)	1.9%	1.4%
	L4(A~Cの3段階)	9.0%	13.6%
↓ 低い	L3(A~Cの3段階)	36.1%	38.6%
	L2(A~Cの3段階)	33.6%	35.7%
	L1(A~Eの5段階)	18.7%	9.3%
	合計	100.0%	100.0%

(注) レベルのアルファベットは A の方が上位

(出所) ユナイテッドグローウ成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

品質を示すスキルレベルは、IT スキル 18 項目、ビジネススキル 6 項目、シェアード社員力 3 項目で把握され、シェアード社員は L1 から L6 の 6 段階 (L1 内はさらに A~E の 5 段階、L2 以上はそれぞれ A~C の 3 段階に分かれているので、合計 20 段階) にレベル分けされている。当然、スキルレベルに応じて顧客企業に課金する時間単価が変わり、給与も変わってくるため、同社としても社員個人としても、スキルを上げることが共通の目的となりやすい。

#### ◆ 知識や経験のシェアのための仕組み

インソーシング事業では、シェアード社員をシェアするサービスに加え、知識のシェアのために、「Kikzo」と「Syszo」のサービスを提供している。

「Kikzo」は会員制の Q&A サービスであり、顧客企業は IT に関する質問を同社の「シェアード社員」に直接行うことができる。こちらは一定の利用料が発生する。

一方、「Syszo」はインターネット上で全国のコーポレートエンジニアをネットワーク化し、知識や経験をシェアするオープンナレッジサービスである。経験の蓄積が目的であるため、利用は無料である。

**◆ セキュリティ事業**

15年11月に完全子会社化した連結子会社のf j コンサルティングが担当する事業である。「PCI DSS」と呼ばれるカード情報セキュリティの国際統一基準に準拠した仕組みの構築や認証取得のための支援・コンサルティングサービスや、セキュリティ事件/事故対応支援のコンサルティングサービスを提供している。コンサルティングを実施する対価として受け取るコンサルフィーが同社の売上高となる。加えて、「PCI DSS」に関する教育研修サービスも実施している。

> 強み・弱みの評価

◆ 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

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・大企業向けITコンサルティング並みの提供価値を中堅・中小企業に提供するビジネスモデル                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 顧客企業にとってサービスを開始しやすい仕組み (スモールスタート可能、ポイントの事前購入による支払い等)</li> <li>- 他社にとっては収益化までの時間がかかる参入障壁の高さ</li> </ul> </li> <li>・権限移譲と現場主義による社員のモチベーションの高さ                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- 現場手動のオペレーションとその運用を支える組織風土の醸成</li> </ul> </li> <li>・顧客の抱える課題解決のノウハウの蓄積と社内でシェアする仕組み</li> <li>・創業社長の存在</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・サービスの知名度がまだ低い状況</li> <li>・セキュリティ事業がまだ大きく業績貢献していない状況</li> <li>・創業社長への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中堅・中小企業におけるIT人材への需要の高さ                         <ul style="list-style-type: none"> <li>- クラウドサービスの普及によるITソリューションの選択肢の増加(選択する必要性の増加)</li> <li>- IT人材の不足及び機能するコーポレートIT部門が置けない企業が多い状況</li> </ul> </li> <li>・対象とする東京都内だけでも中堅・中小企業が多く、市場開拓の余地が大きい状況</li> <li>・シェアード社員の採用増による事業規模拡大</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・中堅・中小企業の経営環境が急速に悪化する可能性</li> <li>・競争の激化の可能性(特に競合するサービスの出現)</li> <li>・東京に集中して展開していることによる、東京で有事が発生した時に影響が大きくなる可能性</li> <li>・シェアード社員の採用、育成、定着が思うように進まない可能性</li> <li>・新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による先行きの不透明さ</li> </ul>

(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、ノウハウ蓄積の起点となるシェアード・エンジニアリングの仕組みにある

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に示した。

同社の知的資本の源泉は、同社の知的資本の源泉は、組織資本の知的財産またはノウハウに属する「シェアード・エンジニアリングの仕組み」にある。中堅・中小企業のコーポレートIT部門の機能を支えるIT人材の需要が強いのに同社と同じビジネスモデルでの参入企業が見当たらないのは、シェアード・エンジニアリングの仕組みを構築するのに相当の時間がかかるためである。実際、同社も損益分岐点を越えるまでに相当の時間を費やしてきた。

シェアード・エンジニアリングの仕組みの要は、「顧客が抱える課題をいかに解決したか」という成功体験を蓄積するとともに、それを組織内でシェア（共有）して、次の課題解決につなげるという循環を作ることである。この循環が機能して、シェアされた知識やノウハウをもとに次の顧客の課題解決が進むと、関係資本である顧客との関係が強まるとともに、組織資本であるシェアード社員の経験値が増していく。そしてその成功体験はまた蓄積、シェアされていき、事業の成長が継続していくと考えられる。

【 図表 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)	
関係資本	顧客	・インソーシング事業のサービスの利用	・期末会員数	506社 (19/12期末) 543社 (20/12期3Q末)	555社
			・顧客数 (稼働会員数)	190社 (19/12期)	201社
			・会員の稼働率 (稼働会員数÷期末会員数)	37.5% (19/12期)	36.2%
		・「Syszo」の利用	・会員数	8,600名 (19/12期末)	直近の開示なし
		・「Kikzo」の利用	・利用者数	詳細の開示なし	-----
	ブランド	・会社の知名度	・書籍の発行	「ワークスタイルパラダイムシフト」(14年8月)	-----
ネットワーク	・専門的IT分野での業務委託	・業務委託先の数	詳細の開示なし	-----	
組織資本	プロセス	・インソーシング事業におけるシェアード社員	・シェアード社員の人数	134人 (19/12期末) 153人 (20/12期3Q末)	154人
			・シェアード社員の採用	開示なし	-----
			・シェアード社員の離職率	開示なし	-----
	・インソーシング事業でのシェアード社員の稼働	・シェアード社員の稼働率	19/12期1Qの稼働を100とした場合 19/12期4Q97.9 20/12期3Q88.5	19/12期1Qの稼働を100とした場合 20/12期4Q94.2	
		・シェアード社員1人当たり担当社数	3.79社 (19/12期末)	3.75社	
		・1社当たり担当人数	2.87人 (19/12期末)	3.00人	
		・インソーシング事業での集客	・チャネル別割合	口コミ (紹介) 32% ウェブ経由60% 他8%	口コミ (紹介) 34% ウェブ経由57% 他9%
	知的財産 ノウハウ	・シェアード・エンジニアリングの仕組み	・顧客の課題解決の体験の蓄積・共有	詳細の開示なし	-----
			・組織風土	「テール組織」としての組織風土	-----
			・社内の諸制度	詳細の開示なし	-----
・社内のITシステム			詳細の情報なし	-----	
人的資本	経営陣	・創業社長の存在	・創業からの年数	05年2月の創業から15年経過	05年2月の創業から16年経過
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	784千株 (27.45%) 資産管理会社の持分1,000千株を含めると 1,784千株 (48.98%)	(20/12期の有価証券報告書未発行)
			・代表取締役社長以外の 取締役の持株数 (監査役は除く)	110千株 (6.49%) (19/12期末)	(20/12期の有価証券報告書未発行)
			・監査等委員、役員報酬総額 (取締役) ・社外取締役は除く	49百万円 (3名) (19/12期)	(20/12期の有価証券報告書未発行)
	従業員	・企業風土	・従業員数	連結156名 単体153名 (19/12期末)	(20/12期の有価証券報告書未発行)
			・平均年齢	35.8歳 (単体) (19/12期末)	(20/12期の有価証券報告書未発行)
			・平均勤続年数	4.0年 (単体) (19/12期末)	(20/12期の有価証券報告書未発行)
		・インセンティブ	・従業員持株会	あり 2.08%の保有	(20/12期の有価証券報告書未発行)
			・ストックオプション	389,600株 (10.69%)	(20/12期の有価証券報告書未発行)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は20/12期上期または20/12期上期末、今回は20/12期または20/12期末のもの  
前回と変更しないものは-----と表示。

(出所) ユナイテッドグローウ有価証券報告書、決算説明会資料、ウェブサイト、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作

## > 決算概要

### ◆ 20年12月期は売上高は期初計画に未達も利益はほぼ達成

20/12 期業績は、売上高が 1,732 百万円（前期比 6.7%増）、営業利益が 216 百万円（同 5.5%増）、経常利益が 216 百万円（同 13.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益が 159 百万円（同 18.9%増）となった。

期初会社計画に対する達成率は、売上高は 94.9%、営業利益は 99.4%、経常利益は 99.5%、親会社株主に帰属する当期純利益は 108.3%であった。

インソーシング事業は、売上高が前期比 13.1%増、セグメント利益が同 14.1%増となった。コーポレート IT 部門で慢性的に人材不足が続いているところに、新型コロナウイルス禍に IT を用いて対応する需要の増加が重なったことで、期末の会員数は前期末比 9.7%増の 555 社となった。また、採用も順調で、期末のシェアード社員は 154 名と同 20 名増となった。しかし、新型コロナウイルス禍の影響で、第 2 四半期、第 3 四半期を中心にシェアード社員の稼働率が低下したため、売上高は期初計画を下回った。利益面では、稼働ロスによる原価増や、採用増による人件費の増加があった一方、リモートワークの浸透を始めとする効率化が進んだことで、期初計画水準には及ばなかったものの、セグメント利益率は前期比 1.0%ポイント上昇の 36.7%となった。

セキュリティ事業は売上高が前期比 36.5%減、セグメント利益が同 79.8%減となった。「PCI DSS」のコンサルティングは、需要の端境期に当たるために想定通り低水準で推移した。そこに、新型コロナウイルス禍の影響によって教育研修サービスが停滞したことで、大幅減収減益となり、セグメント利益率は同 3.4%ポイント低下の 19.4%となった。

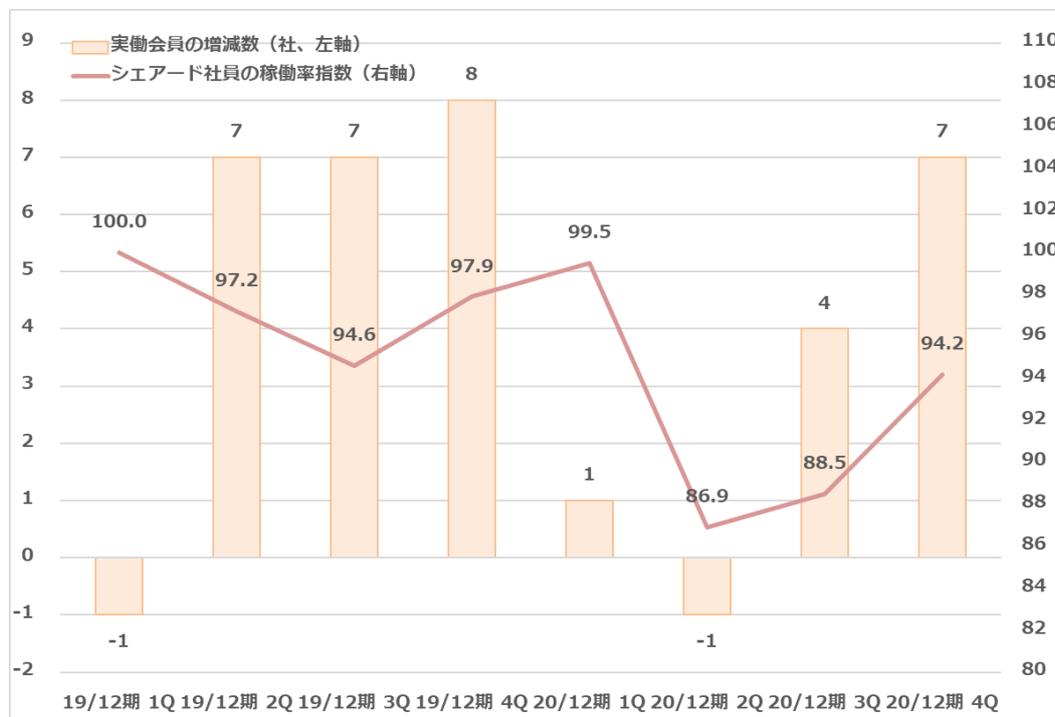
セグメント利益率が高いインソーシング事業の売上構成比の上昇と、インソーシング事業のセグメント利益率の改善が相まって、本来であれば全体の売上高営業利益率は上昇することになる。しかし、第 4 四半期に将来への布石としてオフィスの増床を実施したため、売上高営業利益率は前期比 0.2%ポイント悪化の 12.5%となった。

## > 期中の変化

### ◆ インソーシング事業でのシェアード社員の稼働率の低下

20/12 期のインソーシング事業におけるシェアード社員の稼働について、19/12 期第 1 四半期の稼働率を 100 とした稼働率指数は、20/12 期の第 2 四半期と第 3 四半期に稼働が大きく低下したことを示している（図表 7）。

【 図表 7 】 インソーシング事業におけるシェアード社員の稼働率指数と  
実働会員の増減数の四半期推移



(注) 稼働率指数は、19/12 期第 1 四半期の稼働率を 100 とした指数。実働会員の増減は前四半期との比較  
(出所) ユナイテッドグロウ決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

20 年 4 月に緊急事態宣言が発出されて経済活動が停滞すると、同社の既存顧客の中でも業績が悪化するところや、経営課題の優先順位が変わるところが出てきた。実働会員の入れ替わりは通常時であっても一定割合で発生するが、新型コロナウイルス禍により、その割合は通常よりも高くなった。

実働会員の入れ替わりが多いと、シェアード社員の配置の組み替えも多くなる。また、今回は新型コロナウイルス禍が原因であるため、新しい実働会員の稼働開始も遅くなる傾向にあったという。さらに、継続する実働会員であってもリモートワークへの急速な対応を迫られることとなった。これらがすべてシェアード社員の稼働率低下の原因となった。なお、同社によると、実働会員の入れ替わりは第 4 四半期にはおさまったとのことで、それに伴い、第 4 四半期の実働会員の増減数はプラス 7 社と、新型コロナウイルス禍が起きる前の水準に回復している。

#### ◆ 呼称の変更の意味

同社は20/12期決算を説明する際に、顧客企業のサービス対象先の部署の呼称を従来の「情報システム部門」から「コーポレート IT 部門」へ、同じくサービス対象先部署の担当者の呼称を「情報システム担当者」から「コーポレートエンジニア」へそれぞれ変更した。

同社は中堅・中小企業でも成長意欲を強く持っている先をターゲットとしている。同社によると、業種に関係なく、成長企業にはサービス開発に直接関わる IT エンジニアが多く在籍しているという。一方、「コーポレート IT 部門」や「コーポレートエンジニア」は、会社全体の経営や業務プロセスに適合させながら IT を使っていく部署または担当者である。同社は、両者が別の職種であることを明確にしていきたいという考えを以前から抱いており、今回の呼称の変更に至ったとのことである。

なお、「コーポレート IT 部門」や「コーポレートエンジニア」の呼称は、外資系企業や IT 企業等でも使われるようになってきたことで、概念や呼称の普及とともに、当分野での先行企業として同社の知名度向上に資する可能性があると考えられる。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 21年12月期会社計画

21/12期について、同社は、売上高 2,074 百万円（前期比 19.7%増）、営業利益 249 百万円（同 15.2%増）、経常利益 249 百万円（同 15.0%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 173 百万円（同 8.7%増）と計画している（図表 7）。

インソーシング事業は、売上高を前期比 19.0%増、セグメント利益を同 23.3%増と計画している。会員企業数とシェアード社員の増加を見込むと同時に、前期にいったん落ち込んだシェアード社員の稼働率が回復傾向にあることと、社内研修の強化を通じた社員のスキルアップによる単価上昇を図ることで、利益率の上昇を目指すとしている。セグメント利益率は同 2.2%ポイント上昇の 38.9%を計画している。

セキュリティ事業については売上高を前期比 28.7%増、セグメント利益を同 189.5%増と計画している。セグメント利益率は同 7.9%ポイント上昇の 14.0%を見込んでいる。カード情報セキュリティの国際統一基準である「PCI DSS」の新基準の適用が控えており、21/12 期後半から、関連するコンサルティングサービス等への需要が強まることを想定している。

両事業でセグメント利益率の上昇が見込まれる一方、採用数の増加に

伴う採用費の増加や、20年12月にオフィスを増床したことによる地代家賃の増加等が見込まれるため、同社は、売上高営業利益率を前期比0.5%ポイント低下の12.0%と予想している。

なお、21/12期の1株当たり配当金は、期初予想より2.0円増額した8.0円を計画している。21/12期の配当性向は、20/12期の13.7%に対し、16.9%まで上昇する見込みである。

【図表8】ユナイテッドグロウの21年12月期の業績計画

(単位:百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	
	実績	実績	実績	実績	会社計画	前期比
売上高	1,175	1,388	1,624	1,732	2,074	19.7%
インソーシング事業	991	1,181	1,412	1,598	1,901	19.0%
売上構成比	84.3%	85.1%	87.0%	92.3%	91.7%	-
セキュリティ事業	184	207	211	134	172	28.7%
売上構成比	15.7%	14.9%	13.0%	7.7%	8.3%	-
売上総利益	499	610	762	804	1,021	26.9%
売上総利益率	42.4%	44.0%	46.9%	46.5%	49.2%	-
営業利益	98	171	205	216	249	15.2%
売上高営業利益率	8.4%	12.3%	12.7%	12.5%	12.0%	-
インソーシング事業	188	396	525	599	739	23.3%
セグメント利益率	18.3%	31.7%	35.7%	36.7%	38.9%	-
セキュリティ事業	72	47	41	8	24	189.5%
セグメント利益率	39.2%	22.8%	19.4%	6.1%	14.0%	-
調整額	-162	-272	-361	-391	-514	-
経常利益	103	176	191	216	249	15.0%
売上高経常利益率	8.8%	12.7%	11.8%	12.5%	12.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	67	123	133	159	173	8.7%
売上高当期純利益率	5.7%	8.9%	8.2%	9.2%	8.3%	-

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ~ 21年12月期

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、20/12期業績を踏まえ、21/12期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、同社の21/12期業績について、売上高2,111百万円(前期比21.9%増)、営業利益271百万円(同25.1%増)、経常利益270百万円(同24.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益188百万円(同18.2%増)とした。売上高、利益とも会社計画を若干上回る水準を予想した(図表9)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) インソーシング事業の売上高は、顧客企業数（実働会員数）と1顧客企業当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。また、顧客企業数は、予想した期末会員数に稼働率（顧客企業数÷期末会員数）を掛けて算出した。21/12期は、期末会員数630社（前期末555社）、稼働率38.0%（前期36.2%）から、顧客企業数は239社（同201社）とし、1社当たり売上高8,100千円（同7,952千円）と掛け合わせ、同事業は前期比26.6%増収になると予想した。
- (2) セキュリティ事業の売上高は会社計画と同じ前期比189.5%増の24百万円とした。
- (3) 売上総利益率は、前期比2.7ポイント改善の49.2%と会社計画と同水準とした。インソーシング事業において、前期に新型コロナウイルス禍の影響で悪化したシェアード社員の稼働率が、21/12期は期を通して改善していく展開を想定している。
- (4) 販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比30.5%増、売上高販管費率は同2.4ポイント上昇の36.4%とした。採用増による採用費の増加や、オフィス増床による地代家賃の増加を織り込んだ。その結果、21/12期の売上高営業利益率は同0.3ポイント改善の12.8%になるものと予想した（会社計画では12.0%）。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 22年12月期以降

22/12期以降について、22/12期は前期比13.1%、23/12期は同12.0%の増収が続くと予想した。インソーシング事業が13.9%増収、12.7%増収、セキュリティ事業が4.7%増収、4.4%増収で推移するものとした。売上総利益率は毎期0.1ポイントずつ改善し、売上高販管費率は22/12期36.0%、23/12期35.2%の水準で推移するものとした結果、売上高営業利益率は22/12期13.3%、23/12期14.2%と徐々に上昇していくものと予想した。

【 図表 9 】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)

	18/12期連	19/12期連	20/12期連	21/12期連 CE	21/12期連E (今回)	21/12期連E (前回)	22/12期連E (今回)	22/12期連E (前回)	23/12期連E (今回)	23/12期連E (前回)
<b>損益計算書</b>										
売上高	1,388	1,624	1,732	2,074	2,111	2,050	2,387	2,316	2,675	2,592
前期比	18.1%	17.0%	6.7%	19.7%	21.9%	15.2%	13.1%	13.0%	12.0%	11.9%
<b>事業別 (外部顧客への売上高)</b>										
インソーシング事業	1,181	1,412	1,598	1,901	1,939	1,915	2,207	2,181	2,487	2,457
前期比	19.1%	19.6%	13.1%	19.0%	21.3%	16.4%	13.9%	13.9%	12.7%	12.7%
売上構成比	85.1%	87.0%	92.3%	91.7%	91.9%	93.4%	92.5%	94.2%	93.0%	94.8%
セキュリティ事業	207	211	134	172	172	135	180	135	188	135
前期比	12.5%	2.0%	-36.5%	28.7%	28.1%	0.0%	4.7%	0.0%	4.4%	0.0%
売上構成比	14.9%	13.0%	7.7%	8.3%	8.1%	6.6%	7.5%	5.8%	7.0%	5.2%
売上総利益	610	762	804	1,021	1,038	992	1,177	1,130	1,321	1,270
前期比	22.3%	24.9%	5.6%	26.9%	29.0%	16.1%	13.3%	13.9%	12.3%	12.4%
売上総利益率	44.0%	46.9%	46.5%	49.2%	49.2%	48.4%	49.3%	48.8%	49.4%	49.0%
販売費及び一般管理費	439	556	588	771	767	716	860	815	940	907
売上高販管費率	31.6%	34.3%	34.0%	37.2%	36.4%	34.9%	36.0%	35.2%	35.2%	35.0%
営業利益	171	205	216	249	271	276	317	314	381	363
前期比	73.9%	20.1%	5.5%	15.2%	25.1%	21.5%	17.0%	14.0%	20.1%	15.4%
売上高営業利益率	12.3%	12.7%	12.5%	12.0%	12.8%	13.5%	13.3%	13.6%	14.2%	14.0%
<b>事業別 (外部顧客への売上高)</b>										
インソーシング事業	396	525	599	739	755	769	886	883	1,013	1,004
前期比	110.6%	32.5%	14.1%	23.3%	25.9%	19.1%	17.3%	14.9%	14.4%	13.7%
セグメント利益率	31.7%	35.7%	36.7%	38.9%	38.9%	40.2%	40.1%	40.5%	40.7%	40.9%
セキュリティ事業	47	41	8	24	24	10	25	10	26	10
前期比	-34.8%	-12.9%	-79.8%	189.5%	189.5%	0.0%	4.2%	0.0%	4.0%	0.0%
セグメント利益率	22.8%	19.4%	6.1%	14.0%	14.0%	7.5%	13.9%	7.5%	13.8%	7.5%
調整額	-272	-361	-391	-514	-508	-503	-593	-578	-658	-651
経常利益	176	191	216	249	270	275	317	314	380	363
前期比	69.7%	8.5%	13.4%	15.0%	24.9%	21.6%	17.0%	14.0%	20.2%	15.5%
売上高経常利益率	12.7%	11.8%	12.5%	12.0%	12.8%	13.5%	13.3%	13.6%	14.2%	14.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	123	133	159	173	188	186	220	212	264	244
前期比	82.5%	8.6%	18.9%	8.7%	18.2%	21.6%	17.0%	14.0%	20.2%	15.5%
売上高当期純利益率	8.9%	8.2%	9.2%	8.3%	8.9%	9.1%	9.2%	9.2%	9.9%	9.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 10 】証券リサーチセンターの業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	18/12期連	19/12期連	20/12期連	21/12期連 CE	21/12期連E (今回)	21/12期連E (前回)	22/12期連E (今回)	22/12期連E (前回)	23/12期連E (今回)	23/12期連E (前回)
<b>貸借対照表</b>										
現金及び預金	654	1,394	1,566	-	1,814	1,745	2,068	1,988	2,408	2,302
売掛金	11	14	13	-	16	18	19	20	21	23
仕掛品・貯蔵品	9	6	-	-	0	8	0	9	0	10
その他	139	17	17	-	17	20	17	20	17	20
流動資産	815	1,433	1,598	-	1,849	1,791	2,105	2,039	2,448	2,356
有形固定資産	34	36	93	-	91	18	86	7	79	4
無形固定資産	33	30	19	-	43	48	63	68	43	48
投資その他の資産	33	31	59	-	59	54	59	54	59	54
固定資産	102	98	172	-	194	120	209	130	182	106
資産合計	918	1,532	1,770	-	2,043	1,912	2,315	2,169	2,630	2,463
買掛金	7	7	7	-	9	9	10	10	12	11
未払金	83	99	131	-	158	123	179	138	200	155
未払法人税等	29	41	42	-	61	49	71	56	85	65
前受金	225	258	303	-	369	328	417	370	468	414
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	11	11	7	-	0	0	0	0	0	0
その他	43	52	67	-	67	52	67	52	67	52
流動負債	400	470	559	-	665	562	746	629	834	699
長期借入金	18	7	-	-	0	0	0	0	0	0
その他	7	10	21	-	21	3	21	3	21	3
固定負債	26	18	21	-	21	3	21	3	21	3
純資産合計 (自己資本)	491	1,043	1,189	-	1,356	1,347	1,547	1,537	1,775	1,760
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>										
税金等調整前当期純利益	176	191	216	-	270	275	317	314	380	363
減価償却費	12	15	19	-	30	31	32	31	33	25
のれん償却費	4	4	4	-	0	0	0	0	0	0
売上債権の増減額 (-は増加)	6	-3	1	-	-3	-2	-2	-2	-2	-2
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-8	2	6	-	0	-1	0	-1	0	-1
仕入債務の増減額 (-は減少)	0	0	0	-	1	1	1	1	1	1
未払金の増減額 (-は減少)	-12	17	-21	-	27	16	20	15	21	16
前受金の増減額 (-は減少)	58	32	45	-	66	43	48	42	50	44
法人税等の支払額	-63	-53	-55	-	-64	-81	-86	-95	-101	-109
その他	-23	55	18	-	0	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	148	261	235	-	329	283	331	307	383	337
有形固定資産の取得による支出	0	-2	0	-	-8	-1	-7	-1	-7	-1
無形固定資産の取得による支出	-12	-11	-9	-	-44	-44	-40	-40	0	0
その他	0	-149	-28	-	0	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-13	-164	-38	-	-52	-45	-47	-41	-7	-1
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-11	-11	-11	-	-7	-7	0	0	0	0
株式の発行による収入 (上場関連費用の支出控除後)	-	394	-	-	0	0	0	0	0	0
自己株式の売却・取得による収支	38	20	0	-	0	0	0	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	-	1	-	0	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-6	-11	-14	-	-21	-21	-29	-21	-36	-21
その他	0	0	0	-	0	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	19	392	-24	-	-29	-29	-29	-21	-36	-21
換算差額	-	-	-	-	0	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	155	489	172	-	247	209	254	243	339	314
現金及び現金同等物の期首残高	569	724	1,214	-	1,386	1,355	1,634	1,564	1,888	1,808
現金及び現金同等物の期末残高	724	1,214	1,386	-	1,634	1,564	1,888	1,808	2,228	2,122

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ インソーシング事業のシェアード社員の確保について

インソーシング事業の売上高の決定要因のひとつはシェアード社員の人数である。そのため、同事業において、どのようなペースで採用をしていくかが成長速度を見る上での大きな鍵を握る。同時に、離職の抑制もひとつの課題であり、離職が増加しないかどうかにも注意を払っておきたい。

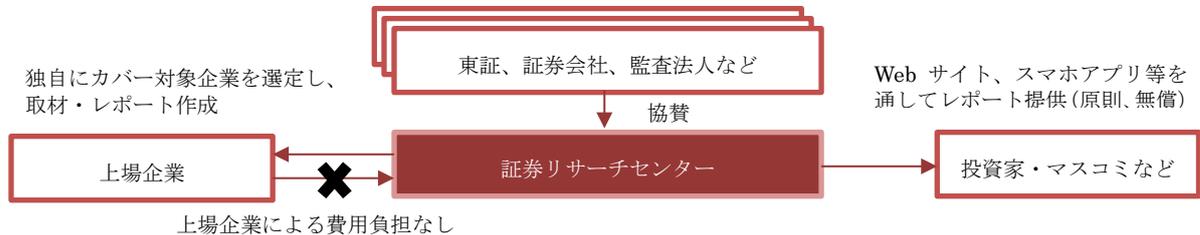
### ◆ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響の可能性

現在、新型コロナウイルス感染症の感染拡大の第3波を抑え込もうとしている段階にある。今後、ワクチン接種が進み、集団免疫を獲得していくことで収束に向かうと考えられる一方、新たな変異株の発生や蔓延の可能性もあり、再度感染が拡大することも考えられる。同社の顧客が集中している東京では陽性者数は減少傾向にあるが、下げ止まりを懸念する声もある。今後、感染状況次第では、同社の顧客企業の事業活動の停滞やIT投資意欲の減退等により、同社の業績に影響を及ぼす可能性がある。

## 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ため、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。