

# ホリスティック企業レポート セルム

## 7367 東証 JQS

新規上場会社紹介レポート  
2021年4月9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 20210408

## 大手企業向けを主とした人材開発・組織開発事業を展開 顧客毎にカスタマイズされた研修や外部講師ネットワークに強みを持つ

アナリスト: 阪東 広太郎 +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

### 【7367 セルム 業種: サービス業】

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)
2019/3	5,561	-	657	-	646	-	373	-	74.8	258.5	0.0
2020/3	5,298	-4.7	602	-8.4	588	-9.1	336	-10.0	66.8	325.1	0.0
2021/3 予	4,290	-19.0	300	-50.2	292	-50.3	133	-60.4	26.4	-	0.0

(注) 1. 連結ベース  
2. 2021/3期の予想は会社予想  
3. 普通株式について、2019年8月14日に付で1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価 1,345円 (2021年4月8日)	本店所在地 東京都渋谷区	【主幹事証券会社】
発行済株式総数 6,226,300株	設立年月日 2016年8月26日	野村證券
時価総額 8,374百万円	代表者 加島 禎二	【監査人】
上場初値 1,502円 (2021年4月6日)	従業員数 168人 (2021年1月末)	有限責任監査法人トーマツ
公募・売出価格 1,280円	事業年度 4月1日~翌年3月31日	
1単元の株式数 100株	定時株主総会 事業年度末日から3カ月以内	

### > 事業内容

#### ◆ 大手企業向けの人材開発・組織開発事業を展開

セルム(以下、同社)グループは、主に大手企業の人材開発・組織開発を支援する事業を展開している。同社グループの事業セグメントは、顧客企業における人と組織に関わるコンサルティングや人材開発・組織開発を支援する「人材開発・組織開発事業」と「その他事業」で構成される。21/3 期第3 四半期累計期間における売上構成比は、人材開発・組織開発事業 99.0%、その他事業 1.0%である(図表 1)。

【図表 1】セグメント別売上構成

セグメント名称	2020/3期			2021/3期 第3四半期累計期間	
	販売高 (千円)	構成比 (%)	前期比 (%)	販売高 (千円)	構成比 (%)
人材開発・組織開発事業	5,210,354	98.3	-4.7	3,242,647	99.0
その他事業	88,351	1.7	-8.6	31,993	1.0
合計	5,298,706	100.0	-4.7	3,274,640	100.0

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 人材開発・組織開発事業

同社グループは、主なサービスとして、①次期経営幹部人材を発掘・育成する「経営塾」、②現役員陣等への経営メンタリング(現役員、並びに次期役員候補者を対象としたマンツーマン OJT)、③ミドルマネジメントの育成、④人材開発体系の構築コンサルティング、⑤経営理念・ビジョン浸透/企

業風土改革支援、⑥ASEAN・中国における人材開発・組織開発支援、⑦ファーストキャリアの開発事業(内定期間から入社5年目までの体系的な人材開発と人材育成マインドの高い職場風土醸成)、⑧障がい者の雇用・活躍支援等を提供している。

同社グループによると、売上高の構成比は、「経営塾」及び経営メンタリングが約3割、ミドルマネジメントの育成が約4割、ファーストキャリアの開発事業が約2割、上記以外が約1割である。

「経営塾」は、次期経営幹部人材を対象に、個々の経営人材としての資質の見極め、強み弱みの把握、その後の困難な課題・役割の付与をトータルで支援する約1年間にわたる研修プログラムである。顧客企業の現経営陣、社外取締役、同社グループが選任する講師陣との真剣な対話、議論を通じて実施している。

経営メンタリングは、現役員や次期役員候補者に対して、同社グループが選任する講師が経営リーダーとしての意識、言葉、行動について実践的な指導と助言を行っている。

ミドルマネジメントの革新は、部長や課長といった管理職への昇格前後の一定期間をマネジメント育成期間と位置付け、集合研修とオンラインのグループで行うコーチング、アセスメント等を組み合わせた計画的なトレーニングを提供している。

ファーストキャリア開発は、入社前の内定者から入社5年目までの若手社員に対して、社会人としての基礎を身につけるための研修プログラムを提供している。

同社グループは、研修やコンサルティングの提供に対して、顧客から業務委託費を受け取る。業務委託費は顧客ごとに相対で決めている。

#### ◆ その他事業

その他事業として、同社グループはコーポレートベンチャーキャピタル(CVC)事業、及び幼児(1~6歳)向けバイリンガル英語教育事業を行っている。

CVC事業では、収益機会の多様化を目的に、同社の連結子会社であるアリストテレスパートナーズを無限責任組合員とする出資規模3億円のHRテック投資事業有限責任組合を組成した。投資先は同社グループの顧客企業の人材・組織開発により高い付加価値を提供するための新しいテクノロジーや知財・人材を有する国内外のHRテックベンチャー企業である。

幼児向けバイリンガル英語教育事業では、同社の連結子会社である RISE Japan が代官山において、代官山においてバイリンガル教育によるプリスクール、アフタースクールの教室を運営している。

#### ◆ 顧客の構成と獲得経路

同社グループの顧客企業の売上規模は約 35%が 1 兆円以上、売上高 2,000 億円以上 1 兆円未満が約 25%あり、大手企業が中心である。顧客企業の業種は多岐にわたっている。顧客企業における窓口は、人事部門が大半を占めており、経営塾・経営モニタリングの窓口は人事担当役員、その以外は人事部門のミドルマネジメントが窓口となるケースが多い。

同社グループの顧客獲得経路は、顧客からの問い合わせが大半を占めている。人事部門が次世代経営陣の育成や経営理念の浸透といった人材・組織に関する経営課題を検討する際に、同社グループに問い合わせを行う顧客が多い。同社グループによると、大手企業の人事部門は横のつながりがあり、同社グループの評判が口コミで広がり、問い合わせに繋がっているようである。

### > 特色・強み

#### ◆ 顧客毎にカスタマイズされた研修、外部プロフェッショナル講師陣

20/3 期に同社グループの売上高の 76.2%を占める同社単体において、5 年以上の継続取引顧客からの売上高が約 71%を占めている。同社グループと顧客企業の取引は「経営塾」から始まる事が多い。次期経営陣の育成は経営トップの関心が強く、成果を出す事で顧客企業の経営陣からの信頼が高まり、ミドル向けや若手向けの研修も依頼され、取引が拡大するケースが多い。

継続取引顧客の割合の高さや顧客社内でのクロスセルが進む要因として、顧客企業のそれぞれの課題に応じた研修設計と研修講師を務めるプロフェッショナルタレントのネットワークが挙げられる。

同社グループは、定型の人材開発・組織開発を持たず、テラーメイド型のプログラムを提供している。同社グループは、顧客から問い合わせを受けた後、顧客企業とのディスカッションを通じて顧客課題を特定し、解決策を顧客と共に策定し、その一環として研修を提案している。

同社グループによると、大手企業は研修の選定においてコンペ形式を取るケースもあるが、同社グループは、顧客が課題を特定する際から対話を行い、要件定義を顧客と共に進めており、コンペの際も顧客から選ばれるケースが多いようである。

研修の提供においては、企業経営並びにコンサルティングファームでの経験を有する外部プロフェッショナルタレントが講師を務める点に特徴がある。同

社グループのプロフェッショナルタレントのネットワークは、1,200名を超えており、コンサルティングファーム出身者、大手企業の人事部門幹部経験者、企業経営経験者が主となっている。

プロフェッショナルタレントの顔ぶれは、トレンドに応じて入れ替わっており、顧客の新たなニーズに対応することが可能である。同社グループは、大手企業固有の経営課題に取り組める、最先端の経営テーマに関われるなど、プロフェッショナルタレントにとっても自身の価値を高める機会が多いと評価されており、口コミで新たなプロフェッショナルが応募してくるケースが多い様である。

同社グループの営業担当者は、顧客企業の課題に対して、外部プロフェッショナルタレントとの議論を通じて研修の設計を行い、研修にあたっては事前に詳細なすり合わせを行い、研修にも同席し、品質管理を行っている。

同社グループの人員の約6割が営業である。営業1人当たりの顧客企業数は4、5社程度であり、営業が個々の顧客との対話・研修に割く時間を増やすことで、顧客課題の理解と関係性の強化を図っている。営業は1チーム3名程度のチーム制を取ることで、繁閑のコントロールや営業の離職に伴う顧客離脱のリスクを低減している。

## > 事業環境

### ◆ 企業向け研修サービス市場の事業環境

矢野経済研究所が20年9月17日に公表した「2020 企業向け研修サービス市場の実態と展望」によると、企業向け研修サービスの市場規模は11年度の4,520億円から19年度の5,270億円まで年率1.9%で成長した。人材採用難が続く中で、企業の社員教育・人材育成に対する投資意欲が高まったことが背景にある。20年度は、新型コロナウイルス感染症の感染拡大を受けて、研修のキャンセル・延期が発生したことで、前期比1.3%減の5,200億円が予想されている。

経営層向けやミドルマネジメント向けの研修を提供する主要な企業としては、グロービス(東京都千代田区)やリクルートマネジメントソリューションズ(東京都品川区)、リンクアンドモチベーション(2170 東証一部)等が挙げられる。

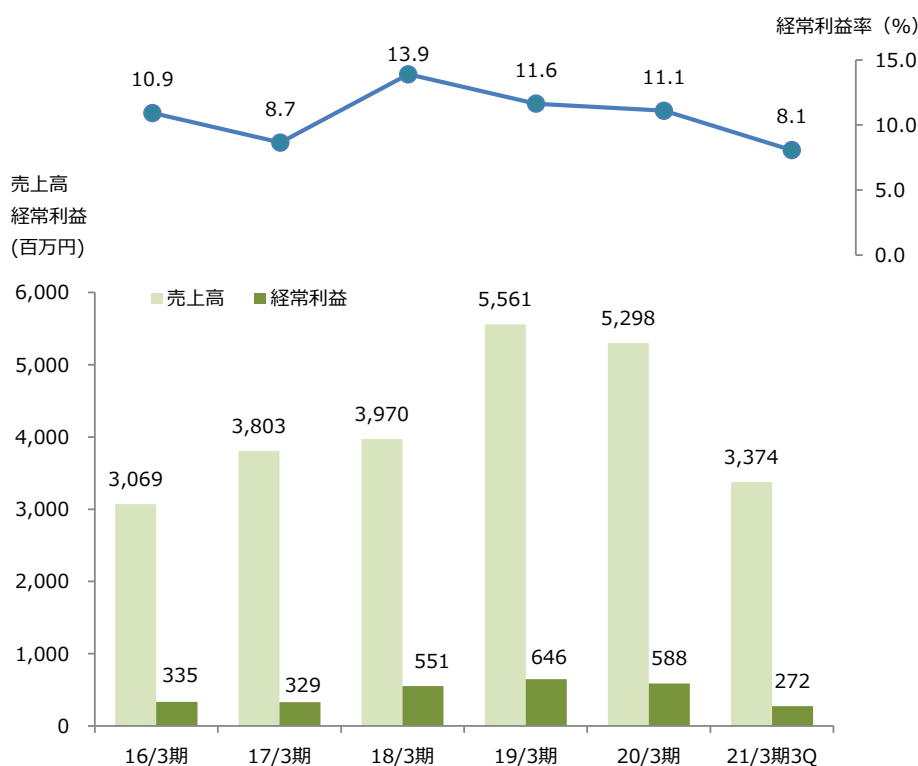
グロービスやリクルートマネジメントソリューションズら競合先が汎用的な研修プログラムを提供することに対して、同社グループは顧客ごとにカスタマイズしたプログラムを提供する点に違いがある。同社グループによると、グロービス等の汎用的な研修プログラムを活用していたが、自社独自の研修プログラムを構築・運用したいという大手企業から、同社グループは選ばれる傾向があるとのことである。

> 業績

◆ 過去の業績

届出目論見書には、16/3 期から 17/3 期までの同社の前身企業である旧セルムの業績、17/3 期以降の同社の単体業績、19/3 期以降の連結業績が記載されている(図表 2)。16/3 期から 19/3 期にかけては、大手企業を中心に新規顧客の獲得が進み、売上高が拡大したが、20/3 期は新型コロナウイルス感染症の拡大感染を受けて、研修のキャンセル・延期によって、売上高が減少した。経常利益率は 19/3 期以降、減収に伴い低下している。

【 図表 2 】 業績推移



(注) 16/3 期は旧セルムの業績、17/3 期は旧セルムと同社の合算、19/3 期以降は連結ベース

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 21 年 3 月期会社計画

21/3 期の会社計画は、売上高 4,290 百万円(前期比 19.0%減)、営業利益 300 百万円(同 50.2%減)、経常利益 292 百万円(同 50.3%減)、親会社株主に帰属する当期純利益 133 百万円(同 60.4%減)である。同社グループの 21/3 期計画は、20 年 4 月から 9 月までの実績に 10 月以降の予測値を加算したものである。

21/3 期第 3 四半期累計期間の業績は、売上高 3,274 百万円、営業利益 268 百万円、経常利益 272 百万円、親会社株主に帰属する四半期純利益 127 百



万円であり、通期計画に対する進捗率は売上高 76.3%、営業利益 89.3%、経常利益 93.2%、親会社株主に対する四半期純利益 95.5%となっている。

売上高は、新型コロナウイルス感染症の感染拡大により、第 2 四半期累計期間に、多数の案件で延期やキャンセルが発生したことによって、前期比 19.0%減の 4,290 百万円を計画している。

主に研修案件やコンサルティング案件で稼働する外部コンサルタントへの報酬で構成される売上原価は、案件数の減少に伴い、前期比 21.7%減の 1,943 百万円が見込まれている。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は、主に人件費で構成されている。人員数および人件費は前期と同水準の 1,251 百万円を計画している。その他の販管費に関しては、営業活動や打ち合わせがオンライン実施になることに伴い、旅費交通費や交際費等の減少を計画している。以上の結果、販管費は同 7.5%減の 2,047 百万円、営業利益は同 50.2%減の 300 百万円が見込まれている。

営業外収支が 8 百万円のマイナスになるのは、支払利息と株式上場関連費用が主たる要因である。特別損益については、見込んでいない。

#### ◆ 成長戦略

同社グループは、1) 現業の強みを軸とした事業開発、2) 投資先を軸とした事業開発を成長戦略としている。

現業の強みを軸とした事業開発については、新規顧客の開拓と既存顧客の深耕を進めるとしている。

新規顧客の開拓については、引き続き売上高 1 兆円以上の大手企業を開拓することに加えて、これまでに培ってきた知見を活かして、売上高 2,000 億円以上 1 兆円未満の準大手企業の開拓を積極化する方針である。新規顧客向けのセミナーなどを通じて顧客候補と接点を作り、同社グループの営業が顧客企業の人事担当者と顧客課題について対話をする中で案件を創出してゆく方針である。

既存顧客の深耕については、既存顧客社内における、本社人事部門が行う全社共通の人材開発に加えて、社内カンパニーや事業部、及び各機能部門における人材・組織開発を開拓してゆく方針である。同社グループによると、売上高 1 兆円を超える大手企業を中心に、事業戦略を加速させるための人材開発、ビジョン浸透、組織間連携を強化するチームビルディングなどに、本社人事部門と各部門が連携する動きが広がっているようである。同社グループは、既存顧客における本社人事部門からの紹介で他部門での取引を広げ

てゆきたいとしている。

投資先を軸とした事業開発については、同社グループの顧客である大手企業や準大手企業の人事部門に対して提供可能な製品・サービスを、それらの製品・サービスを持つスタートアップ企業に対する CVC からの投資を通じて拡充してゆく方針である。

同社グループは、成長戦略の実現に向けて、基幹システムへの投資や人材確保のための採用費および人件費、マーケティング活動に対する支出、プロフェッショナルタレントへの報酬の支払いを含む運転資金に上場時の調達資金を充当していく考えである。

## > 経営課題/リスク

### ◆ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大

同社グループは、研修やコンサルティングのオンライン化を進めることで、新型コロナウイルス感染症の感染拡大が同社グループの事業活動に及ぼす影響を最小限に抑える事を目指している。しかし、今後さらなる感染拡大により、顧客の企業活動が停滞した場合、または、予期できない経済または社会活動の行動変容が起こった場合、同社グループの経営成績及び財政状態に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 少数の取引先への依存

同社グループの顧客企業には大手日本企業が多く、20/3 期において取引額上位 20%の顧客企業との取引が同社グループの売上高の 70%超を超えている。取引額上位 20%の顧客企業との取引が、何らかの事情により減少した場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 組織体制

人材の確保が想定通りに進まない場合や、優秀人材の社外流出等が発生した場合、同社グループの事業活動に影響を及ぼし、業績に影響を与える可能性がある。また、社員の育成が想定以上に遅れた場合には、上記同様に同社グループの事業活動に影響を及ぼす可能性がある。



【 図表 3 】 財務諸表

損益計算書	2019/3		2020/3		2021/3 3Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	5,561	100.0	5,298	100.0	3,274	100.0
売上原価	2,671	48.0	2,483	46.9	1,545	47.2
売上総利益	2,889	52.0	2,814	53.1	1,728	52.8
販売費及び一般管理費	2,232	40.1	2,212	41.8	1,460	44.6
営業利益	657	11.8	602	11.4	268	8.2
営業外収益	13	-	9	-	37	-
営業外費用	24	-	24	-	33	-
経常利益	646	11.6	588	11.1	272	8.3
税引前当期(四半期)純利益	644	11.6	568	10.7	272	8.3
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益	373	6.7	336	6.4	127	3.9

貸借対照表	2019/3		2020/3		2021/3 3Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	1,376	33.7	1,063	28.4	1,726	40.6
現金及び預金	899	22.0	705	18.8	1,152	27.1
売上債権	409	10.0	281	7.5	511	12.0
棚卸資産	17	0.4	5	0.1	17	0.4
固定資産	2,711	66.3	2,682	71.6	2,522	59.4
有形固定資産	82	2.0	117	3.1	98	2.3
無形固定資産	2,360	57.7	2,189	58.4	2,042	48.1
投資その他の資産	268	6.6	375	10.0	381	9.0
総資産	4,087	100.0	3,745	100.0	4,248	100.0
流動負債	1,390	34.0	1,160	31.0	1,827	43.0
買入債務	345	8.4	254	6.8	485	11.4
短期借入金	-	-	100	2.7	-	-
1年内返済予定の長期借入金	455	11.2	454	12.1	401	9.5
固定負債	1,392	34.1	945	25.2	658	15.5
長期借入金	1,349	33.0	894	23.9	607	14.3
純資産	1,304	31.9	1,639	43.8	1,762	41.5
自己資本	1,303	31.9	1,638	43.8	1,761	41.5

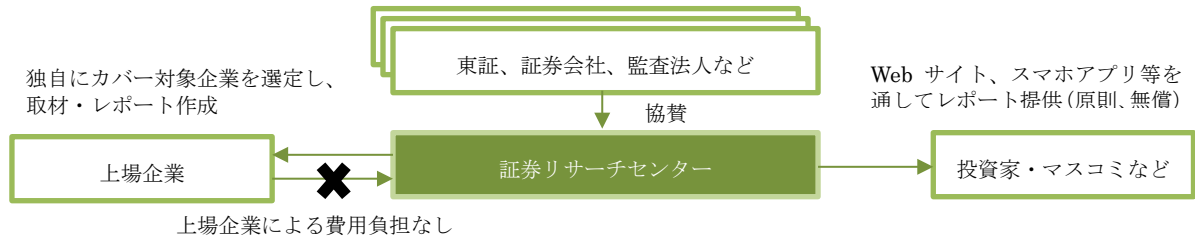
キャッシュ・フロー計算書	2019/3	2020/3
	(百万円)	(百万円)
営業キャッシュ・フロー	568	381
減価償却費	28	38
投資キャッシュ・フロー	-41	-201
財務キャッシュ・フロー	-519	-374
配当金の支払額	-3	-
現金及び現金同等物の増減額	1	-194
現金及び現金同等物の期末残高	869	675

(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

## 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

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
宝印刷株式会社

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
監査法人 A&A パートナーズ

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### 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・間接的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。