

ホリスティック企業レポート

ヒューマンクリエイションホールディングス

7361 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2022年2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 20220201

**企業向け IT システム開発工程における技術者派遣とコンサル・受託を展開
高利益率のコンサル・受託の売上高比率の上昇等を想定し、増益継続を予想**

1. 会社概要

- ・ヒューマンクリエイションホールディングス(以下、同社)は、企業向け IT システム開発工程において、技術者派遣とコンサル・受託を行っている。
- ・連結子会社は、コンサル・受託領域のアセットコンサルティングフォース、ヒューマンベース、開発領域を中心とするブレンナレッジシステムズ、シー・エル・エス、保守運用領域を中心とするセイリングの 5 社である。
- ・技術者の保有人数、平均契約単価、稼働率を KPI としているほか、派遣領域よりも利益率が高いコンサル・受託領域の強化を進めている。

アナリスト: 大間知淳
+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】

	2022/1/28
株価 (円)	1,634
発行済株式数 (株)	1,926,550
時価総額 (百万円)	3,148

2. 財務面の分析

- ・17/9 期～21/9 期では、技術者の保有人数の増加や平均契約単価の上昇等を背景に、売上高は年平均 17.5%、営業利益は同 71.1%増加した。
- ・成長性と収益性の観点で類似企業に比べ魅力的である。

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	11.2	9.3	8.1
PBR (倍)	3.0	2.7	2.2
配当利回り (%)	3.0	3.1	3.7

3. 非財務面の分析

- ・知的資本の源泉は、幅広い顧客、SI 領域への対応力にある。

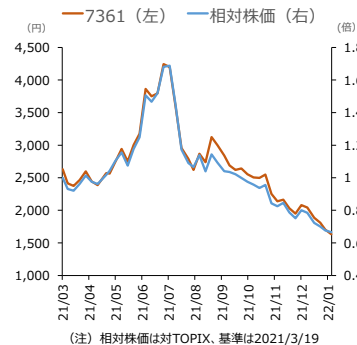
【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	6か月
リターン (%)	-20.0	-34.8	-54.5
対TOPIX (%)	-15.1	-30.5	-54.0

4. 経営戦略の分析

- ・同社は、既存事業(技術者派遣事業)の拡大、コンサル・受託領域の売上高比率の上昇、M&A・新規事業領域への進出を成長戦略としている。

【株価チャート】



5. アナリストの評価

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/9 期の業績について、期初にヒューマンベースを買収したことに伴うのれん償却額の増加等を見込む一方、技術者の増員と平均契約単価の上昇による技術者派遣事業の拡大に加え、コンサル・受託の売上高比率の上昇等を想定し、12.4%増収、13.1%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、技術者派遣事業の拡大継続に加え、コンサル・受託の売上高比率の上昇による売上総利益率の改善等を想定し、23/9 期は前期比 8.9%増収、13.1%営業増益、24/9 期は同 8.6%増収、14.2%営業増益を予想している。

【7361 ヒューマンクリエイションホールディングス 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)
2020/9	4,565	9.9	303	-9.4	303	-9.0	210	3.1	116.4	344.6	0.0
2021/9	5,035	10.3	478	57.5	464	52.9	275	31.2	146.1	552.4	49.0
2022/9 CE	5,697	13.2	530	10.9	527	13.7	312	13.4	162.4	-	50.0
2022/9 E	5,662	12.4	541	13.1	540	16.4	321	16.4	176.4	596.4	50.0
2023/9 E	6,165	8.9	612	13.1	612	13.3	369	15.0	202.7	749.2	60.0
2024/9 E	6,695	8.6	699	14.2	699	14.2	427	15.7	234.6	923.8	70.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。2020年12月15日付で1：3の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正
証券リサーチセンターのEPS予想は、2022年2月28日に実行予定の自己株式105,952株の取得を反映している

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ IT システム開発工程で技術者派遣とコンサル・受託を展開

ヒューマンクリエイションホールディングス（以下、同社）は、企業向け IT システム開発工程において、技術者派遣とコンサル・受託を行う「システムソリューションサービス事業」を展開している。

システムインテグレーター（以下、SIer）や、メーカーを経由して受注した企業向けの社内システム開発等の案件に参画し、顧客企業に常駐する技術者派遣を中心に展開している。今後は、エンドユーザーと直接契約を結び、システム開発工程の上流領域であるコンサルティングや、コンサルティングから開発、保守運用までの全工程をグループとして一気通貫で提供する案件を増やしていく方針である。

同社は、金融機関向けハードウェア販売・開発・保守運用を目的として 74 年に設立されたバンキング・システムズを前身としており、16 年 10 月にバンキング・システムズからの株式移転の方式によって設立された。同社は純粋持株会社であり、M&A を成長戦略の一つとして掲げている。21 年 12 月末時点での連結子会社は、ブレンナレッジシステムズ、シー・エル・エス、セイリング、アセットコンサルティングフォース、ヒューマンベース（21 年 10 月買収）の 5 社である。

21/9 期における子会社別売上高構成比（グループ間の内部売上高控除前）は、ブレンナレッジシステムズ 60.6%、シー・エル・エス 19.7%、セイリング 8.3%、アセットコンサルティングフォース 11.5%であった。各社の事業の特徴は以下の通りである。

(1) ブレンナレッジシステムズ（開発領域）

ブレンナレッジシステムズは、74 年に創業したバンキング・システムズを前身としており、主として、システムインテグレーション（以下、SI）におけるアプリケーションソフトウェア開発の上・中流工程（基本設計・詳細設計等）を担っている。全国に 6 拠点（札幌、仙台、東京、名古屋、大阪、福岡）を持ち、グループ最大数の技術者を擁している。派遣契約に基づく技術者派遣を中心に事業を展開しているが、21/9 期には政府系インフラ事業会社の基幹システム開発の受託案件を受注する等、今後は、受託（請負）案件の獲得にも注力する方針である。21/9 期の売上高は 3,188 百万円であった（各子会社の売上高にはグループ間の内部売上高が含まれている）。

(2) シー・エル・エス（開発領域）

シー・エル・エスは、算法設計（81 年設立）、シーピーアイ（83 年設立）、リバティーシステム（85 年設立）の 3 社が 08 年に合併して設立され、16 年 10 月の同社設立時に買収された。主として、首都圏に

において、SI における上流工程（要件定義・基本設計等）を担っている。業務分野では、アプリケーションソフトウェア開発だけでなく、サーバやネットワーク等のインフラ設計構築も手掛けている。主として、派遣契約に基づく技術者派遣を行っているが、請負業務も行っている。21/9 期の売上高は 1,035 百万円であった。

(3) セイリング（保守運用領域）

97 年に設立されたセイリングは、派遣契約に基づく技術者派遣会社であり、19 年 10 月に買収された。同社グループ内では、SI における最終工程である保守運用を中心に担当しているが、ハードウェア等の設計開発事業や研修事業（エンジニア教育）も手掛けている。21/9 期の売上高は 437 百万円であった。

(4) アセットコンサルティングフォース（コンサル・受託領域）

19 年 7 月に設立されたアセットコンサルティングフォースは、SI における最上流工程であるシステムコンサルティング、要件定義に特化した受託専門会社である。アセットコンサルティングフォースがエンドユーザーと直接契約を結び、単独または、グループ各社と共同でサービスを提供している。21/9 期の売上高は、20/9 期の 203 百万円から 604 百万円に大幅に増加した。同社が単独で提供するコンサルティングの拡大に加え、グループとして提供する開発受託も増加したためと推測される。

なお、アセットコンサルティングフォースは、21 年 6 月に、「営業先リスト自動収集 AI」等の各種ソリューションを持つグローステクノロジーの一部事業を譲受した。

(5) ヒューマンベース（コンサル・受託領域）

90 年 4 月に設立されたヒューマンベース（大阪府大阪市）は、ERP 分野のコンサルティングやシステム設計・開発を手掛けており、21 年 10 月に完全子会社化された。グループ内では、アセットコンサルティングフォースと共に、コンサル・受託領域を担うことになる。買収前の 20/9 期業績は、売上高 170 百万円、営業利益 16 百万円であった。株式の取得金額は 370 百万円、アドバイザリー費用の概算額は 37 百万円であったが、買収に伴って発生したのれんの金額や償却年数（20 年以内）は開示されていない。

◆ 特定の顧客や業種に依存しない方針を採っている

同社の主要顧客は、日鉄ソリューションズ（2327 東証一部）、富士ソフト（9749 東証一部）、SCSK（9719 東証一部）等の SIer や、日立製作所（6501 東証一部）等のメーカーの SI 部門である。特定の顧客や業種に依存しない方針を採っており、取引中の顧客は常時 300

社を超えている模様である。開示されている 19/9 期以降で、売上高の 1 割を超えた取引先は存在していない。ブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスにおいては、主要取引先上位 5 社との契約継続年数は 10 年以上であり、大手顧客との取引関係は安定している模様である。

また、20 年 11 月末におけるエンドユーザー業種別の派遣人員数の割合は、製造・流通 31%、通信・メディア 22%、金融サービス 20%、公共・医療 12%、エネルギー・その他 15%となっており、幅広い業種に分散している。

◇ ビジネスモデル

◆ 保有人数、稼働率、平均契約単価を KPI としている

同社の派遣事業の売上高は、稼働人数（技術者の「保有人数」×「稼働率」）×技術者 1 人当たりの月当たり単価である「平均契約単価」×12 で算出される。同社は、重要経営指標（KPI）として、期末の保有人数、年度の稼働率、派遣事業を中心とする子会社 3 社における年度の平均契約単価を開示している。売上高に最も大きく影響するのは保有人数であり、その推移は図表 1 の通りである。

【 図表 1 】売上高と技術者の保有人数の推移

	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期
売上高（百万円）	2,642	3,302	4,154	4,565	5,035
期末保有人数（名）	500	607	677	709	721
期中平均保有人数（名）	—	554	642	693	715
1人当たり売上高（千円）	—	5,967	6,471	6,587	7,043

（注）18/9 期までの売上高は未監査

（出所）ヒューマンクリエーションホールディングス有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

同社の売上高は、保有人数の拡大と、期中平均保有人数 1 人当たり売上高の増加によって、順調に拡大している。21/9 期末における技術者の階層別構成は、プロジェクトマネージャー及びプロジェクトリーダー（以下、PM/PL）クラス 118 名、システムエンジニア（同、SE）クラス 315 名、プログラマー（同、PG）クラス 243 名、その他クラス（ハードウェアの設計、組込み等の担当者）45 名であった。

1 人当たり売上高の拡大は、平均契約単価の上昇によって概ね説明できる。子会社別平均契約単価の推移は図表 2 の通りである。

開発工程を担うブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスの間で単価に差があるのは、シー・エル・エスは、展開エリアが首都圏に

限定されることに加え、開発工程の中でも上流工程を中心に担っているため、PGクラスの人員構成比が低いことによる。一方、ブレンナレッジシステムズは、地方拠点を持っていることや、中流工程までをカバーするため、PGクラスの人員構成比がシー・エル・エスよりも高くなっていることが、単価に影響を与えている。

【 図表 2 】 子会社別平均契約単価の推移

会社	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期
ブレンナレッジシステムズ	450	467	504	527	546
シー・エル・エス	574	592	624	663	700
セイリング	-	-	-	514	541

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

◆ コンサル・受託比率の引上げによる利益率上昇を目指している

同社は、基本的に正社員技術者だけでサービスを提供しており、外注費がほぼないことから、売上原価は、技術者に支払う労務費(固定費)が大半を占めていると推測される。

売上総利益率は、20/9期の26.1%から21/9期には28.4%に上昇した。相対的に利益率が高いコンサル・受託の売上高構成比が前期の4.3%から11.5%に上昇したことに加え、稼働率が前期の96.1%から97.7%に上昇したことや、各社の平均契約単価が上昇したことが要因と推測される。

21/9期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は950百万円であった。主要項目別では、給料及び手当297百万円、地代家賃112百万円、役員報酬83百万円、のれん償却額62百万円、役員退職慰労引当金繰入額14百万円と、固定費が主体となっている。

変動費である外注費がほとんどないということは、限界利益率が極めて高い収益構造であることを意味しており、技術者の稼働率を高く維持することが経営上のポイントになっている。

実際、同社の営業利益率及びEBITDAマージンは、概ね稼働率に連動しながら変動しているが、17/9期以降の稼働率は95%以上の高水準を維持しており、適切にコントロールされている(図表3)。

同社は、成長戦略としてM&Aを重視しており、減価償却費(敷金償却費を含む)及びのれん償却額が営業利益に加算されるEBITDA(EBITDAマージン)の数値を開示している。20/9期は、新型コロナ

感染症の影響から稼働率が低下し、営業利益率並びに EBITDA マージンの低下を余儀なくされた。20/9 期の営業利益率の前期比低下幅が EBITDA マージンの低下幅を上回ったのは、セリングの買収に伴うのれん償却額の増加の影響を受けたためである。

【 図表 3 】 利益率と稼働率の推移

	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期
稼働率 (%)	95.5	98.2	99.1	96.1	97.7
営業利益率 (%)	2.1	5.3	8.1	6.7	9.5
EBITDAマージン (%)	3.8	7.4	9.4	8.5	11.2

(注) 18/9 期までは未監査、EBITDA は敷金償却費を含む
(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、21/9 期においては、ほぼアセットコンサルティングフォースのグループ内売上高比率と同じ水準 (11.5%) であるコンサル・受託比率を中長期的には 20%超へと引上げ、EBITDA マージンを 15%程度に向上させることを目指している。

◆ 良好な資産効率が資産利益率の高さに繋がっている

同社グループは、本社に加え、地方にも開発拠点を持っている。これらは全て賃借設備であるものの、21/9 期末の敷金は 86 百万円に過ぎず、有形固定資産も 67 百万円とわずかな金額にとどまっている。M&A に伴うのれんの金額については、423 百万円と総資産の 19.3% を占めているものの、現金及び預金が 846 百万円であることや、有利子負債が 266 百万円であることから、財務体質は強固ではないが、健全とは言えよう。

のれんが過度には膨らんでいないため、総資産回転率 (売上高÷期中平均総資産) は 2.5 回と良好な資産効率を示している。結果、総資産経常利益率が 22.9%、自己資本利益率は 32.4%に達しており、極めて高い資産利益率を誇っている。

> 業界環境と競合

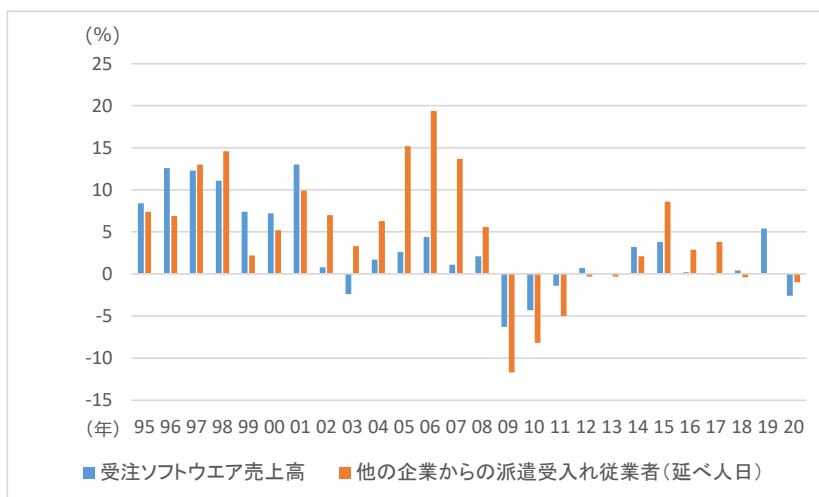
◆ IT システム向け技術者派遣市場は受注ソフトウェア市場に比べ、変動率が高い傾向にある

同社が展開する IT システム向け技術者派遣事業は、主に受注ソフトウェア市場に内包されていると考えられるが、公的な統計が整備されていない。一方、経済産業省の特定サービス産業動態統計調査では、情報サービス業の調査対象企業における「他の企業からの派遣受入れ従業者」の延べ人日 (人数と日数を掛け合わせたもの、以下、派遣人数) 及びその前年比伸び率を公表している。そこで、証券リサーチセ

ンター（以下、当センター）では、受注ソフトウェア売上高と派遣人数の前年比増減率を比較することで、受注ソフトウェア市場と IT システム向け技術者派遣市場の関係を分析してみた。

受注ソフトウェア市場の前年比増減率は 95 年から公表されている。95 年から 96 年の市場回復期においては、派遣者の受入れ先である SIer が、94 年までの不況期に低下した自社 SE の稼働率向上を優先させたため、派遣人数の伸びが受注ソフトウェア市場の伸びを下回った。97 年から 98 年に掛けては、自社 SE の不足により、派遣人数の伸びが受注ソフトウェア市場の伸びを上回った。その後、01 年までは、自社 SE の増員により、市場の拡大にある程度対応できたため、派遣人数の伸びは受注ソフトウェア市場の伸びを下回った（図表 4）。

【 図表 4 】受注ソフトウェア市場と IT システム向け技術者派遣人数の前年比増減率の推移



(出所) 経済産業省特定サービス産業動態統計調査を基に証券リサーチセンター作成

02 年以降、受注ソフトウェア市場の成長鈍化を受けて、コストが低い技術者派遣の利用を拡大する動きが強まると、市場が回復した 04 以降も技術者派遣を増やして市場の拡大に対応する動きが強まり、08 年に掛けて、派遣人数の伸びが受注ソフトウェア市場の伸びを大きく上回った。

しかし、リーマンショック後の国内企業による IT 投資の削減を受けて、受注ソフトウェア市場が落ち込むと、技術者の派遣契約を打ち切る動きが強まり、09 年から 11 年に掛けては、派遣人数の減少率が受注ソフトウェア市場の減少率を大幅に上回った。

14 年から 17 年に掛けては、受注ソフトウェア市場の回復にやや遅行

して、技術者派遣が回復しており、累計すると派遣人数の伸びは受注ソフトウェア市場の伸びを上回った。しかし、18年以降の派遣人数の伸びは停滞している。新型コロナウイルス感染症の影響から受注ソフトウェア市場が調整局面を迎えた20年は、派遣人数も小幅ながら減少した。こうした推移からは、ITシステム向け技術者派遣市場は受注ソフトウェア市場に比べ、変動率が高い傾向にあると言えるだろう。

◆ 国内 IT 人材の不足感は長期的に高まると予想されている

ITシステム向け技術者派遣事業は、受注ソフトウェア市場の動向だけでなく、IT人材の需給状況の影響も受けている。経済産業省が19年4月に公表した「IT人材需給に関する調査(概要)」によれば、需要の伸びを年平均2.7%、労働生産性の伸びを年平均0.7%と仮定したIT人材の需給ギャップ(供給不足)は、18年の22万人から、20年に30万人、30年には45万人に拡大すると試算されている。

◆ 技術者派遣会社の多くは、常用型派遣形態を採用している

労働者派遣制度では、派遣の形態を常用型派遣と登録型派遣に分類している。常用型派遣とは、派遣される労働者が派遣元に常時雇用されている形態であり、登録型派遣とは、派遣労働を希望する労働者が事前に派遣元に登録しておき、派遣元が派遣時に一定の期間を定めて派遣労働者を雇用する形態である。

一般的な登録型派遣市場では、パーソルホールディングス(2181 東証一部)の主力子会社であるパーソルテンプスタッフや、パソナグループ(2168 東証一部)、リクルートホールディングス(6098 東証一部)の主力子会社であるリクルートスタッフィング等の総合型人材派遣大手が高い地位を占めている。

一方、技術者派遣事業を展開する企業の多くは、正社員を中心とした常用型派遣形態を採用しており、代表的な上場企業としては、テクノプロ・ホールディングス(6028 東証一部)や、メイテック(9744 東証一部)、アルプス技研(4641 東証一部)等が挙げられる。但し、技術者派遣会社大手においては、機械、電気・電子、半導体、自動車等のハードウェアや回路基板、制御ソフト等の設計・開発を主力分野としている企業が多く、同社のようにITシステム開発向けの技術者派遣を中心に事業を展開する企業は比較的少ない。

また、各社の売上高を見ると、テクノプロ・ホールディングスが1,613億円(21/6期)、メイテックが966億円(21/3期)、アルプス技研が357億円(20/12期)となっており、同社とは規模の違いも大きい。

◆ **事業規模が近い上場企業には有力な競合先は見当たらない**

技術者派遣事業を中心に展開する上場企業の中で、同社と事業規模が近い会社としては、エスユーエス (6554 東証マザーズ) とアルトナー (2163 東証一部) が挙げられる。

エスユーエス (99 年設立、17 年上場、21/9 期売上高 9,419 百万円) は、技術者派遣事業 (売上高構成比 91.7%)、コンサルティング事業 (同 6.2%) 等を展開している。技術者派遣事業における分野別売上高比率は、ソフトウェア開発等の IT 分野 69%、製造分野 31% (うち、機械分野 19%、電気・電子分野 10%等) となっている。また、技術者派遣事業では、派遣だけでなく請負も行っており、その構成比は、派遣 90.9%、請負 9.1% (製造分野を含む) であった。

アルトナー (62 年設立、07 年上場、21/1 期売上高 7,174 百万円) は、技術者派遣事業 (売上高構成比 93.6%)、請負・受託事業 (同 6.2%)、その他の事業 (同 0.2%) を展開している。業種別売上高比率では、情報・通信の 9.7%に対して、輸送用機器 37.0%、電気機器 27.7%、精密機器 11.2%、機械 7.2%、鉄鋼・非鉄・金属 5.2%、その他 2.0%と、製造業主体の構成となっている。分野別の期末技術者数構成比を見ても、機械 33.5%、制御ソフト 28.8%、電気・電子 (回路基板の設計等) 25.2%に対して、情報処理 (IT システム向けソフトウェア開発等) は 12.5%に過ぎない。顧客別売上高構成比を見ると、本田技術研究所向けが 12.6%を占めるほか、上位 10 社 (全て製造業) では 47.4%に達している。

以上のことから、アルトナーと同社は競合状況にはほぼないと見られる。また、同社によれば、エスユーエスとの間でも、個別の案件で競合したことはないようであり、事業規模が近い上場企業に有力な競合先は見当たらない。なお、事業規模が近い上場 SIer の中には、技術者派遣の売上高比率が高い企業も存在するが、技術者派遣事業という事業セグメントにしていけない場合は売上高や売上高比率が不明であることが多く、今回の比較対象とはしていない。

> **沿革・経営理念・株主**

◆ **74 年に金融機関向けのハード販売等を目的として設立された**

同社の前身であるバンキング・システムズは金融機関向けハードウェア販売・開発・運用保守を目的に 74 年 10 月に設立されたが、設立後まもなく、技術者派遣事業を開始し、主力事業となった。

◆ **15 年にリサ・パートナーズが株式を取得した**

15 年 2 月、当時の経営陣は、事業承継のため、NEC キャピタルソリューション (8793 東証一部) の連結子会社であるリサ・パートナ

ーズに株式を売却した(実際には、リサ・パートナーズによって組成された投資ファンドが同社株式を保有する目的で設立した法人が株式を取得した)。リサ・パートナーズは、同社株式への投資に関する出口戦略を上場とすることに方針を定め、組織体制の変更・経営陣の強化に乗り出した。

◆ 16年に持株会社に移行し、富永氏が社長に就任した

16年10月、M&Aによる成長を志向し、バンキング・システムズからの株式移転の方式により、純粋持株会社である同社(ヒューマンクリエイションホールディングス)が設立された。また、同月、技術者派遣を行うシーピーアイ・リバティ・算法の全株式を取得した(17年にシー・エル・エスに商号変更)。

16年11月、ポーラ・オルビスホールディングス(4927 東証一部)の中核子会社であるポーラ及びその前身会社であるポーラ化粧品本舗において、M&A、経営管理、IPO等の業務に関し、幅広い経験を積んだ富永邦昭氏が同社の代表取締役社長に就任した。

◆ ブレーンナレッジシステムズを中核とする体制に移行した

同社は、18年6月にブレーンナレッジシステムズを設立した後、19年4月にはバンキング・システムズが営む一切の事業に関する権利義務の全てをブレーンナレッジシステムズに承継する吸収分割を実施し、バンキング・システムズの全株式を譲渡した。結果、同社は、ブレーンナレッジシステムズを中核子会社とする体制に移行した。

◆ 新規設立とM&Aによってグループ体制を強化している

19年7月には、システムコンサルティングと受託開発に特化した事業を展開するため、アセットコンサルティングフォースを設立した。同年10月にはシステムの保守運用を手掛けるセイリングの全株式を取得した。

21年3月、同社は東京証券取引所マザーズ市場に上場した。21年6月にはアセットコンサルティングフォースが、「営業先リスト自動収集 AI」等の各種ソリューションを持つグローステクノロジーズの一部の事業を譲受したほか、10月には同社がERP領域におけるコンサルティングとシステム設計・開発を展開するヒューマンベースの全株式を取得した。

◆ 経営理念

同社グループは、企業理念「Technology × Human = Future Creation (ITと人財で未来を創造する)」に基づき、主に人財を育成し、拡充することによってシステムソリューションサービス事業を拡大させ、発展

し続けていくことを目指している。

長期ビジョン（10年後のありたい姿）としては、「技術力・規模ともにシステムソリューションサービス業界の首位グループ」を掲げている。その実現のためには、「業界有数の人財数」、「業界有数の技術力」、「オリジナルの制度に基づく人財育成力」のすべてを充足させることが必要と考えており、今後もこれらの指標の向上に努める方針である。

◆ 株主

21/9 期株主総会招集通知に記載されている株主の状況は図表 5 の通りである。21 年 9 月末時点において、筆頭株主であるリサ・パートナーズが発行済株式総数の 14.8%を保有している（22 年 2 月末に一部を同社に売却予定）。リサ・パートナーズは上場前、ファンドを通じて、同社株式の 94.2%を保有していたが、上場時の売出し（オーバーアロットメントを含む）で保有株式の全てを売却する一方、自己投資として売出し株の一部を取得した。その他の大株主には、金融機関、従業員持株会、富永社長、個人投資家等が名を連ね、大株主上位 10 名の保有比率は 41.9%となっている。

【 図表 5 】 大株主の状況

株主（敬称略）	21年9月末時点			備考
	株数（株）	割合	順位	
株式会社リサ・パートナーズ	284,700	14.8%	1	代表取締役社長
株式会社 S B I 証券	125,800	6.5%	2	
H C H グループ従業員持株会	103,851	5.4%	3	
楽天証券株式会社	81,400	4.2%	4	
畦地徹	47,000	2.4%	5	
富永邦昭	43,050	2.2%	6	
S M B C 日興証券株式会社	36,400	1.9%	7	
三菱 U F J モルガン・スタンレー証券株式会社	30,000	1.6%	8	
加藤幹正	29,100	1.5%	9	
堀江豊	25,000	1.3%	10	
(大株主上位10位)	806,301	41.9%	-	
発行済株式総数	1,926,550	100.0%	-	

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス 21/9 期株主総会招集通知より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は設立1期目となる17/9期以降の数値が開示されている。売上高については、新規顧客の拡大や、保有人数の増加、平均契約単価の上昇、19年10月のセイリングの買収等を背景に、21/9期に掛けての4期間で年平均17.5%増加した(図表6)。

【図表6】ヒューマンクリエーションホールディングスの業績推移 (単位: 百万円)

	17/9期	18/9期	19/9期	20/9期	21/9期
売上高	2,642	3,302	4,154	4,565	5,035
売上総利益	—	—	1,158	1,193	1,428
売上総利益率	—	—	27.9%	26.1%	28.4%
販売費及び一般管理費	—	—	823	890	950
販管費率	—	—	19.8%	19.5%	18.9%
営業利益	55	173	335	303	478
営業利益率	2.1%	5.3%	8.1%	6.7%	9.5%
経常利益	49	171	333	303	464
経常利益率	1.9%	5.2%	8.0%	6.6%	9.2%
親会社株主に帰属する当期純利益	10	115	203	210	275
EBITDA	99	245	390	386	563
EBITDAマージン	3.8%	7.4%	9.4%	8.5%	11.2%
従業員数(期末、名)	551	660	733	764	777

(注) 18/9期までは未監査

(出所) ヒューマンクリエーションホールディングス有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

平均契約単価の上昇は利益率の改善にも寄与したことや、稼働率が上昇したこと、減価償却費・のれん償却額等が売上高ほどには増えなかったことから、17/9期以降の4期間で、営業利益は年平均71.1%増加した。

◆ 21年9月期決算は前期比10%増収、58%営業増益

21/9期決算は、売上高が前期比10.3%増の5,035百万円、営業利益が同57.5%増の478百万円、経常利益が同52.9%増の464百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同31.2%増の275百万円となった(図表7)。

会社別売上高については、ブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスは、コロナ禍において、年度前半の技術者派遣需要が停滞したため、共に前期比2%増収と伸び悩んだ。セイリングは、契約増加に伴い、前期の401百万円から437百万円に増加した。

アセットコンサルティングフォースは、1) 大手生保、大手通信会社、政府系金融機関案件等、既存案件が順調に進行したことや、2) グル

ープ初の自社製品であるデジタル接客・営業ソリューション「コネク
トフォース TM」の拡販を開始したこと、3) 6月に事業譲受したグロ
ーステクノロジーズを活用し、医療系分野でネットワーク構築案件を
獲得したこと等により、前期の203百万円から604百万円に増加した。
なお、グローステクノロジーズの事業譲受による業績全体への影響は
軽微であった模様である。

【 図表 7 】 21 年 9 月期業績

(単位：百万円)

	子会社	20/9期 通期	21/9期							増減率
			1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		4,565	1,210	1,293	2,503	1,221	1,310	2,531	5,035	10.3%
	BKS	3,120	767	809	1,576	794	818	1,612	3,188	2.2%
	CLS	1,015	255	261	516	259	260	519	1,035	2.0%
	SAILING	401	107	110	217	113	107	220	437	—
	ACF	203	138	174	312	123	169	292	604	—
	連結消去	-174	—	—	—	—	—	—	-230	—
売上総利益		1,193	341	374	716	337	374	712	1,428	19.7%
	売上総利益率	26.1%	28.2%	29.0%	28.6%	27.6%	28.6%	28.1%	28.4%	—
販売費及び一般管理費		890	220	217	437	254	257	512	950	6.8%
	販管費率	19.5%	18.2%	16.8%	17.5%	20.8%	19.7%	20.2%	18.9%	—
営業利益		303	120	157	278	82	117	199	478	57.5%
	営業利益率	6.7%	10.0%	12.2%	11.1%	6.8%	8.9%	7.9%	9.5%	—
経常利益		303	120	144	265	81	116	198	464	52.9%
	経常利益率	6.6%	10.0%	11.2%	10.6%	6.7%	8.9%	7.8%	9.2%	—
親会社株主に帰属する当期（四半期）純利益		210	79	93	173	39	63	102	275	31.2%

(注) 連結消去の数値は証券リサーチセンターによる推定値

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書、決算短信を基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前期の26.1%から28.4%に上昇した。コンサル・受託の売上高比率が前期の4.3%から11.5%に上昇したことや、技術力の向上に伴い、平均契約単価が上昇したこと、採用の一時的な抑制により、稼働率が前期の96.1%から97.7%に改善したことが貢献した。なお、同社の稼働率は開発工程の季節性から第2四半期と第4四半期にやや上昇する傾向があるため、21/9期第2四半期及び第4四半期の売上高、売上総利益率は、前四半期比で小幅ながら増加、上昇している。

一方、給料及び手当（前期比23百万円増）や役員報酬（同17百万円増）等の増加や買収関連費用の計上により、販管費は前期比60百万円増加した。販管費の伸びが増収率を下回ったため、販管費率は前期の19.5%から18.9%に低下した。結果、営業利益率は前期の6.7%から9.5%に上昇した。また、上場関連費用13百万円が営業外費用として計上された。

◆ 売上高と営業利益は小幅ながら計画を下回った

上場日である21年3月16日に公表された21/9期計画に対する達成率は、売上高が99.0%、営業利益は95.0%であった。

子会社各社の平均契約単価は計画を上回ったものの、コロナ禍による人材の非稼働リスクを警戒して、採用を抑制したため、期末保有人数が計画を下回った。結果、売上高は小幅ながら計画を下回った。営業利益についても、売上高の計画未達に加え、想定ほどには売上総利益率が改善しなかったことや、買収関連費用を計上したことから、小幅ながら計画を下回った。

> 他社との比較

◆ 規模が近く、技術者派遣を中核事業とする企業と比較

当センターでは、事業規模が同社と比較的近く、技術者派遣を中核事業として展開する企業を比較対象として選定した。具体的には、エスユーエス、アルトナーである(図表8)。

【図表8】類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	ヒューマンクリエーション ホールディングス	エスユーエス	アルトナー
	コード 直近決算期	7361 21/9期	6554 21/9期	2163 21/1期
売上高	百万円	5,035	9,419	7,174
規模 経常利益	百万円	464	648	910
総資産	百万円	2,192	4,237	4,432
自己資本利益率	%	32.4	17.3	21.5
収益性 総資産経常利益率	%	22.9	15.8	22.1
売上高営業利益率	%	9.5	2.1	12.4
成長性 売上高(3年平均成長率)	%	15.1	9.8	7.6
経常利益(同上)	%	39.4	4.3	9.7
総資産(同上)	%	19.5	7.0	17.1
自己資本比率	%	48.5	65.6	70.5
安全性 流動比率	%	183.6	266.5	492.2
固定長期適合率	%	50.3	22.6	12.9

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出、自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出、流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)、ヒューマンクリエーションホールディングスの3期前は未監査

(出所) ヒューマンクリエーションホールディングス及び各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、同社がほとんど手掛けていない非IT分野(機械、電気・電子等)にも事業を展開しているエスユーエスとアルトナーの数値が全ての項目で同社を上回っている。但し、エスユーエスの21/9期経常利益には、雇用調整助成金465百万円が営業外収益として計上されており、営業利益は同社の478百万円(21/9期)を大幅に下回る195百万円であった。

同社の数値は全ての項目で3位である。営業利益はエスユーエスを上回るが、総合的には比較対象企業に比べ小規模と言えるだろう。

財務の安全性に関しては、現金及び預金が総資産の約7割を占めているアルトナーが全ての項目で最も良好である。エスユーエスは全ての項目で2位となっている。エスユーエスは、現金及び預金が総資産の約5割を占めているが、近年の利益蓄積に加え、新規上場時の資金調達規模が比較的大きかったことが要因である。同社は、全ての項目で3位となっている。しかし、同社についても、各項目の絶対的な水準で見れば、財務体質は健全であると言える。

一方、収益性では、同社が最も良好である。売上高営業利益率では2位であるものの、資産規模が小さいことがプラスに働き、自己資本利益率と総資産経常利益率では1位に位置している。

成長性では、全ての項目で同社が他社を上回っている。同社は、対象期間に含まれる19年10月にセイリングを買収しているが、セイリングの寄与を除いて計算しても、売上高の成長率は同社が1位となっている。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、規模と財務の健全性では劣るものの、成長性と収益性で魅力的な水準にあると言える。

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は幅広い顧客、SI 領域への対応力にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、幅広い顧客、SI 領域に対応可能な体制を構築していることに関係している (図表 9)。

【図表 9】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・特定の企業や業界に依存せず、全方位で取引関係を構築している	取引クライアント数	300社以上
			・最大手顧客の売上高構成比	10%未満
	ブランド	・前身会社の創業は74年と歴史がある会社ではあるが、持株会社設立(社名変更)や上場から日が浅く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない	・前身会社の創業からの経過年数	47年(22年2月時点)
			・持株会社設立(社名変更)からの経過年数	5.5年(22年2月時点)
事業パートナー	・ヘキサベースと「コネクトフォースTM」に関わる共同事業を展開している ・外注をほとんど使わず、正社員技術者で対応していることから、技術力が評価され、多くの大手SIerと長期的な取引関係を構築している	・上場からの経過年数	1年(22年2月時点)	
組織資本	プロセス	・企画提案・コンサルティングから、開発、保守運用までを、外注をほとんど使わずに、一気通貫でグループ内で提供している		
		・プロジェクトへの参画や独自の教育プログラム「スキルアッププロジェクト」による学習を通じて人材の技術力を強化し、平均契約単価の向上を目指している	・BKSの平均契約単価	546千円
			・シー・エル・エスの平均契約単価	700千円
			・セイリングの平均契約単価	541千円
		・コンサル・システム受託開発とIT技術者派遣との間で技術者を融通することで、高い利益率と稼働率を享受している	・営業利益率	9.5%
		・技術者の増員やコンサル・受託領域の拡大によるオーガニック成長とM&Aによって、EBITDAの拡大やEBITDAマージンの上昇を目指している	・技術者の稼働率	97.7%
	知的財産ノウハウ	・収益性が高いコンサル・受託分野の売上高比率の上昇を目指している ・地方拠点を活用した開発体制により、受注力・収益力の向上を目指している ・経験値の低い技術者を経験豊富な技術者と一緒にレベルの高い現場に配置することで、本人のスキルを向上させる教育体制を構築している ・自社製品であるデジタル接客・営業ソリューション「コネクトフォースTM」を提供している	・EBITDA	563百万円
			・EBITDAマージン	11.2%
			・コンサル・受託の売上高比率	11.5%
人的資本	経営陣	・富永社長はM&Aや経営管理等で長年の経験があり、持株会社設立直後から同社を経営している	代表取締役の在任年数	5.5年(22年2月時点)
		・社外取締役と社内取締役のバランスに配慮したガバナンス体制	取締役会における社外取締役比率	42.9%
	従業員	・売上高の継続的な拡大に向けて、技術者の保有人数の拡大(特にPM/PLクラスとSEクラスの増員)を目指している ・インセンティブ制度	・保有人数	721名
			・PM/PLクラス人数	118名
			・SEクラス人数	315名
			・従業員持株会の保有株数	103,851株(5.4%)

(注) KPI等の数値は、特に記載がない限り、21/9期または21/9期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。
(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

技術者派遣業は、景気動向の影響を受けるだけでなく、派遣先である顧客の動向にも左右されやすい業態である。そのため、同社は、特定の業界や顧客、開発領域に依存せず、幅広い業界、顧客、SI領域に対応可能な体制を構築することで、不測の経済環境の変化や、顧客の方針変更等にも対処可能な経営基盤の整備に努めている。

一般的に、技術者派遣会社は、機械、自動車、電機分野を中心としたハードウェアや回路基板等の設計・開発業務の売上高比率や、特定顧客への依存度が高い傾向がある。一方、同社の取引中の顧客は、SIer

を中心に常時 300 社以上に達しており、開示されている 19/9 期以降で、最大手顧客の売上高比率が 1 割を超えたことはない。また、20 年 11 月末におけるエンドユーザー業種別の派遣人員数の割合は、製造・流通 31%、通信・メディア 22%、金融サービス 20%、公共・医療 12%、エネルギー・その他 15%となっており、幅広い業種に分散している。

同社は、幅広い顧客や業種の案件に対応するため、技術者の採用、教育に注力しているが、「成果ではなく成果を生み出す行動」(当センター注:より高いレベルの仕事に取り組む姿勢や、学習状況)を重視した人事制度を整備している。結果、従業員の定着率は、IT 業界の平均を上回っている模様である。

また、同社は、システムの開発や保守運用での技術者派遣にとどまらず、コンサルティングや受託開発を拡大させることを目指している。特に、コンサルティングから開発、運用保守までの請負契約をグループとして一気通貫で受託できれば、売上規模の拡大だけでなく、利益率の向上にも繋がるため、当センターではその動向に注目している。

同社は、KPI として、保有人数という量だけでなく、平均契約単価や稼働率という質も重視している。幅広い顧客・業種、SI 領域に対応することで、近年、稼働率が高い水準を維持する一方、技術力の強化によって、平均契約単価は着実に上昇している。高い稼働率の維持と平均契約単価の上昇は、営業利益率の改善に繋がっている。以上のことから、幅広い顧客、SI 領域への対応力が同社の知的資本の源泉を形成していると当センターは考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

現時点では、同社の開示資料には、環境対応への取組みについて、特筆すべき事項は見当たらない。

◆ 社会的責任 (Society)

現時点では、同社の CSR に関して、開示されている情報はない。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は取締役7名(うち社外取締役3名)で構成されている。社外取締役の滝澤康之氏は公認会計士であり、同社の筆頭株主でもあるリサ・パートナーズのソリューション部長で、16年10月に同社の取締役に就任した。滝澤氏は同社以外の4社の社外取締役を兼務している。二人目の社外取締役の島田容男氏は、公認会計士及び税理士であり、17年4月に就任した同社の監査役を経て、20年4月に同社取

締役に転じた。島田氏は、GRCS (9250 東証マザーズ) 等の 2 社の社外監査役、東京インフラ・エネルギー投資法人 (9285 東証) の監督委員等を兼務している。3 人目の社外取締役である仁井見達樹氏は、マッキンゼー・アンド・カンパニー等を経て、20 年 12 月に同社の取締役役に就任した。仁井見氏はデジタル・コネクトの取締役を兼務している。

監査役会は、常勤監査役 1 名と、社外監査役である非常勤監査役 2 名の 3 名で構成されている。社外監査役である喜多村洋子氏は、税理士であり、19 年 12 月に同社の監査役に就任した。もう 1 人の社外監査役である大下良仁氏は、弁護士であり、20 年 4 月に同社の監査役に就任した。

22/5 期に 24 回開催された取締役会には、滝澤氏、島田氏、喜多村氏及び大下氏は全てに、仁井見氏は就任後に開催された 21 回全てに出席した。24 回開催された監査役会には、喜多村氏及び大下氏が全てに出席した。

滝澤氏や島田氏の取締役及び監査役の兼務社数の多さが気にはなるものの、取締役会への出席率を見る限り、経営の監督体制は機能しているものと思われる。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ 技術者の確保及び育成

同社は、技術者の確保及び育成、定着率の維持を経営課題として認識している。「成果を生み出す行動」を重視した人事制度の改善や、管理監督者を対象としたマネジメント研修の継続実施、独自の階層別eラーニングカリキュラム「スキルアッププロジェクト」による教育等により、課題に対処する方針である。

> 今後の事業戦略

◆ 3つの戦略軸で成長を目指している

同社は、長期ビジョン（10年後のありたい姿）としては、「技術力・規模ともにシステムソリューションサービス業界の首位グループ」を掲げている。そのための成長戦略として、保有人数の増加と平均契約単価による既存事業（技術者派遣事業）の拡大、コンサル・受託領域の売上高比率の上昇、M&A・新規事業領域への進出という3つの戦略軸を掲げている。

◆ 既存事業（技術者派遣事業）の拡大

同社は、上場時に調達した資金を、23/9期までの技術者の採用費及び人件費の一部に充当する方針を示している。保有人数の着実な増加と、技術力の向上による平均契約単価の上昇により、既存事業（技術者派遣事業）においても、一定の拡大を目指している。

◆ コンサル・受託領域の売上高比率の上昇

同社は、開発、保守運用工程の技術者派遣事業と比べて、利益率が高いコンサル領域や、エンドユーザーとの直接契約により、コンサルから開発、保守運用までを一気通貫で提供する受託領域の拡大に注力している。21/9期では11.5%であったコンサル・受託領域の売上高比率を、将来的には20%超の水準へ上昇させ、利益率の向上を図る方針である。

◆ M&A・新規事業領域への進出

同社は、22/9期から24/9期に掛けてM&Aを積極的に実施し、25/9期以降においてはその成果を業績に反映させる方針を示している。また、25/9期以降においては新規事業領域への進出を検討するとしているが、現時点で対象事業等に関する具体的な言及はない。

5. アナリストの評価

> 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 10 のようにまとめられる。

【 図表 10 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・ コンサル・受託、開発、運用保守を外注に依存せず、グループ内で一気通貫で提供できる体制を構築していること ・ 大手SIerと長期的な取引関係を持っている ・ コンサル・システム受託開発とIT技術者派遣の間で技術者を融通することで、高い利益率と稼働率を確保していること ・ 資産効率に優れ、高い資産利益率を誇ること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 事業規模の小ささ ・ 取引が安定している保守運用の売上高構成比が低いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国内IT市場の拡大 ・ IT技術者の不足による大手SIerからの取引拡大要求の高まり ・ コンサル・受託領域の拡大による売上高と利益率の向上 ・ M&Aによる事業規模の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・ 国内外の経済環境の悪化や、派遣先となる大手SIerの業績悪化に伴う契約規模の縮小 ・ 人手不足の深刻化による採用競争の激化と技術者の退職増加

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ コンサル・受託領域の売上高比率の上昇に期待したい

同社は、コンサル領域や、エンドユーザーとの直接契約により、コンサルから開発、保守運用までを一気通貫で提供する受託領域の拡大を目指している。コンサル・受託領域の拡大は、不採算案件の発生というリスクを伴うものの、利益率の上昇や、開発に比べて安定度が高い保守運用の拡大が見込まれることから、当センターでは、コンサル・受託領域の売上高比率の上昇を目指す同社の方針に期待している。

一方、M&A・新規事業領域への進出による成長を目指す方針については、過去に同社が実施した M&A の規模が小さかったことや、M&A 前後での対象会社の業績の変化が開示されていないことから、当センターは現時点においては積極的には評価していない。

M&A による影響について、当センターは、21 年 10 月に買収したヒューマンベースが買収前の業績を継続し、一定のれん償却額が計上されるという前提で業績予想に織り込んでおり、買収後のシナジー効果による業績の向上や、新たな買収案件による貢献等は想定していない。ヒューマンベースは、同社が今後、実施する M&A を評価する上での試金石となると見られるため、今後の業績動向に注目したい。

> 今後の業績見通し

◆ 22 年 9 月期の会社計画は 13%増収、11%営業増益

22/9 期の会社計画は、売上高 5,697 百万円（前期比 13.2%増）、営業利益 530 百万円（同 10.9%増）、経常利益 527 百万円（同 13.7%増）、

親会社株主に帰属する当期純利益 312 百万円(同 13.4%増)である(図表 11)。

【 図表 11 】 同社の過去の業績と 22 年 9 月期の計画

(単位:百万円)

	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	
	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高	4,154	4,565	5,035	5,697	13.2%
売上総利益	1,158	1,193	1,428	—	—
売上総利益率	27.9%	26.1%	28.4%	—	—
販売費及び一般管理費	823	890	950	—	—
販管費率	19.8%	19.5%	18.9%	—	—
営業利益	335	303	478	530	10.9%
営業利益率	8.1%	6.7%	9.5%	9.3%	—
経常利益	333	303	464	527	13.7%
経常利益率	8.0%	6.6%	9.2%	9.3%	—
親会社株主に帰属する当期純利益	203	210	275	312	13.4%
EBITDA	390	386	563	655	16.4%
EBITDA マージン	9.4%	8.5%	11.2%	11.5%	—

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス有価証券届出書、決算短信、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

営業利益率は前期の 9.5%から 9.3%への低下を予想している。売上総利益率は上昇を見込んでいる模様であるが、技術者の採用の積極化に伴い、関連コストの増加を見込むほか、ヒューマンベースの子会社化に伴うのれん償却額の増加を見込んでいるため、販管費率の上昇を想定していると見られる。

一方、のれん償却額が含まれている EBITDA は前期比 16.4%増と予想されており、EBITDA マージンは前期の 11.2%から 11.5%への改善が見込まれている。なお、同社は、新型コロナウイルス感染症の拡大による影響は限定的と仮定して 22/9 期計画を策定している。

KPI である平均契約単価については、ブレンナレッジシステムズ 547 千円(前期比 1 千円増)、シー・エル・エス 705 千円(同 5 千円増)、セイリング 543 千円(同 2 千円増)と、いずれも小幅な上昇を見込んでいる(図表 12)。

クラス別の期末保有人数は、PM/PL クラス 128 名(前期末比 10 名増)、SE クラス 335 名(同 20 名増)、PG クラス 253 名(同 10 名増)と、SE クラスを中心とした増員を計画している。稼働率は前期の 97.7%から 98.6%への改善を計画している。

【 図表 12 】 KPI の過去の推移と 22 年 9 月期の会社計画

経営指標	内訳	20/9期 実績	21/9期 実績	22/9期 計画
平均契約単価 (千円)	ブレンナレッジシステムズ	527	546	547
	シー・エル・エス	663	700	705
	セイリング	514	541	543
保有人数 (名)		709	721	—
	PM/PLクラス	114	118	128
	SEクラス	277	315	335
	PGクラス	272	243	253
稼働率 (%)		96.1	97.7	98.6

(注) 平均契約単価は技術者一人当たり月単位の報酬単価、保有人数にはハード関連の技術者を含む

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス有価証券報告書、決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

同社は、12月17日に、大株主であるリサ・パートナーズが保有する株式の一部(105,952株、自己株式を除く発行済株式総数の5.5%)を1,936円で取得する契約を締結したと公表した。取得の実行予定日は22年2月28日である。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の22/9期業績を、売上高5,662百万円(前期比12.4%増)、営業利益541百万円(同13.1%増)、経常利益540百万円(同16.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益321百万円(同16.4%増)と予想する(図表13)。

会社別売上高については、ブレンナレッジシステムズは、技術者の増員や平均契約単価の上昇による技術者派遣の拡大に加え、前期に受注した政府系インフラ事業会社の受託案件の売上計上等を織込み、3,497百万円(前期比9.7%増)と予想した。シー・エル・エスは、技術者の増員や平均契約単価の上昇による技術者派遣の拡大を想定し、1,108百万円(同7.0%増)と予想した。

アセットコンサルティングフォースは、前期に受注した大手生保、大手通信会社、政府系金融機関案件の売上計上の本格化や、コネクトフォースTMの拡販を想定し、725百万円(前期比19.9%増)と予想した。セイリングは、技術者の増員や平均契約単価の上昇による技術者派遣の拡大を想定し、462百万円(同5.7%増)と予想した。ヒューマンベースは、買収前の20/9期実績と同額の170百万円と予想した。連結決算上消去される内部売上高は、アセットコンサルティングフォースが受注した受託案件に関わる開発売上の拡大を想定し、前期の230百万円から300百万円への増加を予想した。

【 図表 13 】 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)

	20/9期	21/9期	22/9期CE	22/9期E	23/9期E	24/9期E
売上高	4,565	5,035	5,697	5,662	6,165	6,695
前期比	9.9%	10.3%	13.2%	12.4%	8.9%	8.6%
会社別	-	-	-	-	-	-
ブレーンナレッジシステムズ	3,120	3,188	-	3,497	3,765	4,063
シー・エル・エス	1,015	1,035	-	1,108	1,210	1,314
アセットコンサルティングフォース	203	604	-	725	920	1,150
セイリング	401	437	-	462	500	538
ヒューマンベース	-	-	-	170	170	170
連結消去	-174	-230	-	-300	-400	-540
売上総利益	1,193	1,428	-	1,645	1,814	1,998
売上総利益率	26.1%	28.4%	-	29.1%	29.4%	29.8%
販売費及び一般管理費	890	950	-	1,104	1,202	1,299
販管費率	19.5%	18.9%	-	19.5%	19.5%	19.4%
営業利益	303	478	530	541	612	699
前期比	-9.4%	57.5%	10.9%	13.1%	13.1%	14.2%
営業利益率	6.7%	9.5%	9.3%	9.6%	9.9%	10.4%
経常利益	303	464	527	540	612	699
前期比	-9.0%	52.9%	13.7%	16.4%	13.3%	14.2%
経常利益率	6.6%	9.2%	9.3%	9.5%	9.9%	10.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	210	275	312	321	369	427
前期比	3.1%	31.2%	13.4%	16.4%	15.0%	15.7%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス決算短信、会社リリースを基に証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、前期の28.4%から29.1%への改善を予想した。技術者派遣の稼働率の改善に加え、アセットコンサルティングフォースを中心としたコンサル・受託の売上高比率の上昇が利益率の向上に寄与すると考えた。

一方、販管費は、管理体制強化に伴う人件費の増加や採用関連費(技術者の採用積極化)に加え、ヒューマンベースとしての費用計上及び、のれん償却額等の増加を見込み、1,104百万円(前期比16.2%増)と予想した。現時点で、ヒューマンベースののれんの金額と償却年数は不明であるが、EBITDAの会社計画を踏まえ、のれん償却額は前期の62百万円から102百万円へ増加すると予想した。

23/9期は、売上高6,165百万円(前期比8.9%増)、営業利益612百万円(同13.1%増)、経常利益612百万円(同13.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益369百万円(同15.0%増)と予想した。

会社別売上高については、ブレンナレッジシステムズは、技術者の増員や平均契約単価の上昇による技術者派遣の拡大に加え、アセットコンサルティングフォース経由の受託案件の売上拡大等を織込み、3,765 百万円（前期比 7.7%増）と予想した。シー・エル・エスは、技術者の増員や平均契約単価の上昇による技術者派遣の拡大に加え、アセットコンサルティングフォース経由の受託案件の売上拡大等を織込み、1,210 百万円（同 9.2%増）と予想した。

アセットコンサルティングフォースは、コンサルティング、受託共に新規案件の拡大を想定し、920 百万円（前期比 26.9%増）と予想した。セイリングは、技術者の増員や平均契約単価の上昇による技術者派遣の拡大に加え、グループで開発を受託したシステムの保守運用の増加を想定し、500 百万円（同 8.2%増）と予想した。ヒューマンベースは、前期比横ばいの 170 百万円と予想した。内部売上高は、アセットコンサルティングフォースが受注した受託案件に関わる開発売上の拡大を想定し、前期の 300 百万円から 400 百万円への増加を予想した。

売上総利益率は、前期の 29.1%から 29.4%への改善を予想した。アセットコンサルティングフォースを中心としたコンサル・受託の売上高比率の上昇が利益率の向上に寄与すると考えた。一方、販管費は、管理体制強化に伴う人件費の増加に加え、採用関連費（技術者の採用積極化）等の増加を想定し、1,202 百万円（前期比 8.9%増）と予想した。

24/9 期は、売上高 6,695 百万円（前期比 8.6%増）、営業利益 699 百万円（同 14.2%増）と予想した。

会社別売上高については、ブレンナレッジシステムズは 4,063 百万円（前期比 7.9%増）、シー・エル・エスは 1,314 百万円（同 8.6%増）、アセットコンサルティングフォースは 1,150 百万円（同 25.0%増）、セイリングは 538 百万円（同 7.6%増）ヒューマンベースは 170 百万円（同横ばい）、内部売上高は 540 百万円（同 140 百万円増）と予想した。理由は 23/9 期予想と同じである。

売上総利益率は、前期の 29.4%から 29.8%への改善を予想した。アセットコンサルティングフォースを中心としたコンサル・受託の売上高比率の上昇が利益率の向上に寄与すると考えた。一方、販管費は、管理体制強化に伴う人件費の増加に加え、採用関連費（技術者の採用積極化）等の増加を想定し、1,299 百万円（前期比 8.1%増）と予想した。

同社は、連結配当性向 30%を目途に継続的な配当を実施する方針を示しており、21/9 期は年 48.98 円の配当を実施した（配当性向は

33.5%)。22/9期については50.0円を予想している。当センターでは、同社の目標配当性向と当センターの業績予想を前提に、22/9期は50.0円、23/9期は60.0円、24/9期は70.0円と予想した。

【 図表 14 】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)

	20/9期	21/9期	22/9期CE	22/9期E	23/9期E	24/9期E
貸借対照表						
現金及び預金	586	846		491	782	1,121
売掛金	511	632		710	770	840
その他	30	22		22	22	22
流動資産	1,128	1,501		1,224	1,575	1,984
有形固定資産	69	67		68	69	70
無形固定資産	444	427		672	565	458
投資その他の資産	213	195		198	202	207
固定資産	726	691		939	837	736
資産合計	1,855	2,192		2,163	2,413	2,720
買掛金	2	34		3	3	3
1年内返済予定長期借入金	93	93		93	80	0
未払法人税等	44	94		120	133	149
その他	712	595		606	620	634
流動負債	853	817		823	837	787
長期借入金	266	173		80	0	0
その他	98	137		173	211	251
固定負債	364	310		253	211	251
純資産合計	637	1,064		1,085	1,363	1,681
(自己資本)	637	1,064		1,085	1,363	1,681
(非支配株主持分+新株予約権)	—	—		0	0	0
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	303	464		540	612	699
減価償却費	15	16		16	15	15
のれん償却額	59	62		102	102	102
売上債権の増減額(－は増加)	26	-120		-77	-60	-70
その他	84	-36		14	47	48
法人税等の支払額	-150	-119		-192	-229	-256
営業活動によるキャッシュ・フロー	338	267		403	487	539
有形固定資産の取得による支出	-18	-10		-12	-12	-12
無形固定資産の取得による支出	—	—		-20	0	0
その他	—	-5		-333	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-269	-51		-365	-12	-12
短期借入金の純増減額(－は減少)	-45	—		0	0	0
長期借入れによる収入	400	—		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-235	-93		-93	-93	-80
株式発行による収入	—	151		0	0	0
配当金の支払額	—	—		-94	-91	-109
その他	0	-14		-205	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	118	44		-392	-184	-189
現金及び現金同等物の増減額(－は減少)	187	260		-354	291	338
現金及び現金同等物の期首残高	398	586		846	491	782
現金及び現金同等物の期末残高	586	846		491	782	1,121

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ヒューマンクリエイションホールディングス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ 経済や景気動向の影響によるリスク

同社グループの事業は、国内外の経済、景気動向の影響を受けている。国内外の景気が大幅に悪化した場合、顧客各社からの受注が減少し、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

◆ 派遣先の業績動向や開発方針に関するリスク

同社グループが展開する技術者派遣事業は、エンドユーザーとなる大手企業や派遣先となる IT 関連企業等の業績動向や開発方針の影響を強く受ける構造にある。同社は、業種や顧客を分散させることでリスクの低減に努めているが、複数の大手顧客において、業績悪化や開発方針の変更等が生じた場合には、同社グループの経営成績に影響を与える可能性がある。

◆ のれんに関するリスク

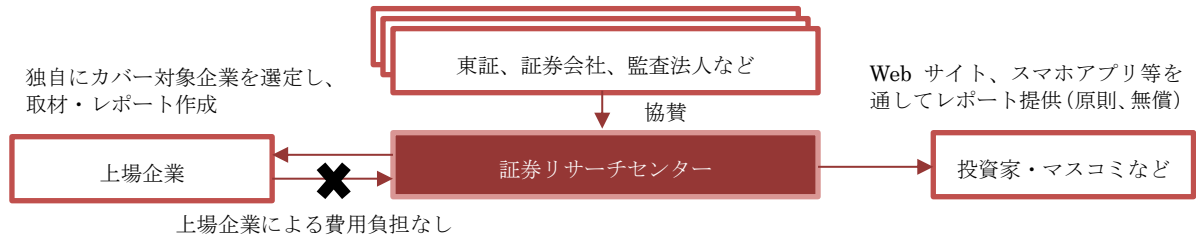
同社は、M&A を積極的に実施しており、21/9 期末時点で 423 百万円のものれんを計上している (21 年 10 月に買収したヒューマンベースのものれんは、この時点では計上されていない)。のれんの金額は、総資産の 19.3%を占めているが、自己資本との比較では 39.8%と高い水準に達している。

のれんの対象会社・事業 (シー・エル・エス、セイリング、アセットコンサルティングフォースが事業譲受したグローステクノロジーズの事業、ヒューマンベース) の経営成績が悪化し、回収可能価額がのれんの帳簿価額を下回る事態が発生した場合は、のれんの減損処理を行う必要が生じる可能性がある。その際には、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。

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
監査法人 A&A パートナーズ

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
宝印刷株式会社

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
エイチ・エス証券株式会社
株式会社プロネクサス

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。