

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 東証グロース

アップデート・レポート
2022年7月8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 20220705

ヒューマンクリエイションホールディングス(7361 東証グロース) 発行日:2022/7/8

企業向け IT システム開発工程における技術者派遣事業とコンサル・受託事業を展開
高利益率のコンサル・受託の売上高比率の想定引上げ等により、増益継続を予想

> 要旨

◆ 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

- ・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、技術者派遣事業とコンサル・受託事業を展開する情報サービス会社である。
- ・同社は、利益率が高いコンサル・受託の売上高比率の引上げと M&A を成長戦略の柱としている。また、技術者の保有人数、稼働率、平均契約単価を KPI としている。

◆ 22 年 9 月期上期決算は 10%増収、17%営業減益

- ・22/9 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、前年同期比 9.9%増収、17.2%営業減益であった。主力子会社のブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスの増収、ヒューマンベースの買収により、売上高は増加したものの、買収関連費用等の一過性費用の計上や、人件費、のれん償却額の増加により、営業利益は減益を余儀なくされた。一方、会社計画に対する達成率は、売上高 101.8%、営業利益 128.2%であった。

◆ 22 年 9 月期の会社計画は 13%増収、11%営業増益を維持

- ・22/9 期上期実績は、コンサル・受託の売上高比率の上昇等により、計画を上回ったが、下期には計画を超える人材投資を実施することから、13.2%増収、10.9%営業増益を見込む 22/9 期計画を同社は据え置いた。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、22/9 期上期実績と 4 月に実施されたコスモピアの買収等を踏まえて、22/9 期の売上高を 5,662 百万円→5,840 百万円、営業利益を 541 百万円→545 百万円にやや上方修正した。前期比では 16.0%増収、14.0%営業増益と予想した。

◆ 買収の影響やコンサル・受託の売上高比率の想定引上げ等により、23 年 9 月期以降の予想も増額し、増益継続を予想

- ・当センターでは、買収の影響やコンサル・受託の売上高比率の想定引上げ等により、23/9 期以降の予想も増額した。23/9 期は 12.3%増収、16.1%営業増益、24/9 期は 8.8%増収、17.2%営業増益と予想した。

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】

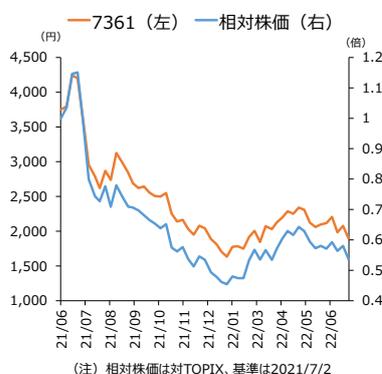
	2022/7/1
株価 (円)	1,896
発行済株式数 (株)	1,926,550
時価総額 (百万円)	3,653

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	13.0	10.5	8.9
PBR (倍)	3.4	3.4	2.6
配当利回り (%)	2.6	2.6	3.2

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-7.4	-6.3	-48.6
対TOPIX (%)	-5.3	-2.6	-46.6

【株価チャート】



【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	5,840	16.0	545	14.0	543	17.0	322	16.7	181.0	561.2	50.0
2023/9 E	6,561	12.3	633	16.1	628	15.6	377	17.1	212.0	723.1	60.0
2024/9 E	7,140	8.8	742	17.2	737	17.4	450	19.4	253.0	916.1	75.0

(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

アップデート・レポート

2/16

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

◆ 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、技術者派遣事業とコンサル・受託事業を展開する情報サービス会社である。

システムインテグレーター(以下、SIer)や、メーカーを經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。22年3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、コンサル・受託領域)
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業会社である。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604百万円となり、20/9期の203百万円から大幅に増加した。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、アドバイザー費用は36百万円、のれんの金額は304百万円、償却年数は10年である。

◆ 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 東証プライム)、富士ソフト(9749 東証プライム)、SCSK(9719 東証プライム)等のSIerや、日立製作所(6501 東証プライム)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。

➤ 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

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ていることに加え、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・受託の売上高比率が前期の 4.3%から 11.5%に上昇したことや、稼働率が前期の 96.1%から 97.7%に上昇したこと、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)。

【 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、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、新型コロナウイルス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、セイリングの買収に伴い、のれん償却額が増加したためである。

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。

> **SWOT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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】 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
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

> 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 5)。

【図表 5】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等				
		項目	数値 (前回)	数値 (今回)		
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 ・最大手顧客の売上高構成比	300社以上 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 ・持株会社設立 (社名変更) からの経過年数 ・上場からの経過年数	47年 (22年2月時点) 5年 (22年2月時点) 1年 (22年2月時点)	47.5年 (22年7月時点) 5.5年 (22年7月時点) 1.5年 (22年7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				
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、一貫通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 ・シー・エル・エスの平均契約単価 ・セインティングの平均契約単価	546千円 700千円 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 ・技術者の稼働率	9.5% 97.7%	8.4%	
		・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	・EBITDA ・EBITDAマージン	563百万円 11.2%	291百万円 10.6%	
		・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	・コンサル・受託の売上高比率	11.5%	12.9%	
	知的財産ノウハウ	・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				
	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年 (22年2月時点)	5.5年 (22年7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%	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	・保有人数 ・PM/PLクラス人数 ・SEクラス人数	721名 118名 315名		
		・インセンティブ制度	・従業員持株会の保有株数	103,851株 (5.4%)	107千株 (5.9%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 21/9 期または 21/9 期末、今回は 22/9 期上期または 22/9 期上期末のもの。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はなく、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、証券リサーチセンター(以下、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、稼働率が高い水準で推移する一方、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。

> 決算概要

◆ 22 年 9 月期上期は 10%増収、17%営業減益

22/9 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)決算は、売上高 2,752 百万円(前年同期比 9.9%増)、営業利益 230 百万円(同 17.2%減)、経常利益 230 百万円(同 13.1%減)、親会社株主に帰属する四半期純利益 126 百万円(同 27.1%減)であった(図表 6)。

会社別売上高については、ブレンナレッジシステムズは、政府系インフラ事業会社の基幹システム開発における設計工程の受託案件の売上計上等により、前年同期の 1,576 百万円から 1,694 百万円に増加した。シー・エル・エスも前年同期の 516 百万円から 557 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、大型案件の検収があった前年同期の 312 百万円から 299 百万円に減少した。セイリングは、同社グループが開発を受託した案件の運用保守は増加したものの、運用保守工程だけを担当していた案件の一部が減少したため、前年同期

比横ばいの217百万円にとどまった。期初からグループに加わったヒューマンベースは98百万円であった。

【 図表 6 】 22 年 9 月期上期の業績

(単位：百万円)

	子会社	21/9期						22/9期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	増減率	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		2,503	1,221	1,310	2,531	5,035	10.3%	1,364	1,388	2,752	9.9%
	BKS	1,576	794	818	1,612	3,188	2.2%	847	847	1,694	-
	CLS	516	259	260	519	1,035	2.0%	274	283	557	-
	SAILING	217	113	107	220	437	-	143	74	217	-
	ACF	312	123	169	292	604	-	107	192	299	-
	HB	-	-	-	-	-	-	43	55	98	-
	連結消去	-	-	-	-	-230	-	-	-	-	-
売上総利益		716	337	374	712	1,428	19.7%	413	414	827	15.5%
売上総利益率		28.6%	27.6%	28.6%	28.1%	28.4%	-	30.3%	29.8%	30.1%	-
販売費及び一般管理費		437	254	257	512	950	6.8%	327	268	596	36.2%
販管費率		17.5%	20.8%	19.7%	20.2%	18.9%	-	24.0%	19.3%	21.7%	-
営業利益		278	82	117	199	478	57.5%	85	145	230	-17.2%
営業利益率		11.1%	6.8%	8.9%	7.9%	9.5%	-	6.3%	10.5%	8.4%	-
経常利益		265	81	116	198	464	52.9%	85	144	230	-13.1%
経常利益率		10.6%	6.7%	8.9%	7.8%	9.2%	-	6.3%	10.4%	8.4%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		173	39	63	102	275	31.2%	39	86	126	-27.1%

(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、BKSはブレンナレッジシステムズ、CLSはシー・エル・エス、SAILINGはセイリング、ACFはアセットコンサルティングフォース、HBはヒューマンベース
(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、決算短信より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は前年同期の28.6%から30.1%に上昇した。コンサル・受託の売上高比率が前年同期の11.9%から12.9%に上昇したこと等が貢献した。

なお、コンサル・受託の売上高比率は、21/9期まではアセットコンサルティングフォースの売上高によって構成されていたが、22/9期上期からアセットコンサルティングフォースの売上高とブレンナレッジシステムズの受託案件の売上高の合計によって構成されている。同社がコンサル・受託領域の子会社としているヒューマンベースについては、準委任契約を中心としているため、コンサル・受託の売上高の対象に含めていないことには注意が必要である。

一方、販管費の伸びが前年同期比36.2%と増収率を上回ったため、販管費率は前年同期の17.5%から21.7%に悪化した。

販管費の内訳では、ヒューマンベースの買収に伴い、のれん償却額が前年同期比20百万円増加したほか、給料及び手当が同16百万円、役員報酬が同12百万円、役員退職慰労引当金繰入額が同12百万円、各々増加した。また、第1四半期における一過性費用として、ヒューマンベースの買収に伴う仲介手数料の一部とストックオプション制度の

導入に関わるコンサルティング費用約 48 百万円が計上された。

販管費率の悪化幅が売上総利益率の改善幅を上回ったため、営業利益率は前年同期の 11.1%から 8.4%に低下した。なお、同社が公表している EBITDA は前年同期比 8.6%減の 291 百万円、EBITDA マージンは 10.6%であった。

なお、同社は、アセットコンサルティングフォースがエヌ・ティ・ティ・データ (9613 東証プライム) と業務提携し、金融機関向けのデジタル接客・営業ソリューションの提供や、自治体向けオンライン窓口サービスの実証実験を進めると公表した。また、ブレンナレッジシステムズが担当する政府系インフラ事業会社の基幹システム開発において、設計工程に続き、開発・製造工程についても受託契約を締結したと公表した。同契約は、同社グループ最大規模となる数億円の受注額としている。

◆ 売上高、営業利益は上期計画を上回った

上期計画に対する達成率は、売上高 101.8%、営業利益 128.2%であった。売上高については、ブレンナレッジシステムズやヒューマンベースが好調であったと見られる。営業利益については、売上高が計画を上回ったことに加え、コンサル・受託の売上高比率の上昇に伴い、売上総利益率が計画を上回ったことや、販管費が計画をやや下回ったことが計画超過の要因となった。

通期計画に対する上期の進捗率は、売上高 48.3%、営業利益 43.5%であった。営業利益の進捗率がやや低いが、第 1 四半期の一過性の費用の影響を除くと、数値は 52.6%に上昇する。

◆ 借入金の増加や自己株式の取得により自己資本比率は低下

22/9 期上期末の総資産は、21/9 期末比 4 百万円減の 2,187 百万円となった。ヒューマンベースの買収に伴い、のれんが前期末比 254 百万円増となったものの、現金及び預金が同 330 百万円減少した。

調達サイドでは、買収資金を借入金で調達したことに伴い、有利子負債が前期末比 153 百万円増となったこと等から、負債合計は同 184 百万円増加した。一方、資本合計は、自己株式取得等に伴い、同 196 百万円減少した。結果、自己資本比率は 21/9 期末の 48.5%から 39.7%に低下した。

◆ 4 月にコスモピアを完全子会社化した

同社は、中央官庁や大手企業等に対して、システムサポートやサポートデスクの運営受託等の BPO サービスを提供するコスモピア（東京

都千代田区)を4月1日に完全子会社化した。コスモピアの21/9期業績は、売上高424百万円、営業利益47百万円、経常利益47百万円、当期純利益32百万円、21/9期末の総資産は297百万円、純資産は208百万円と公表されている(図表7)。

同社はコスモピアの株式の100%を285百万円で取得した。株式取得関連費用の概算額は31百万円である。発生したのれんの金額や償却年数等については未確定としている。

【図表7】コスモピアの業績推移 (単位:百万円)

	19/9期	20/9期	21/9期
売上高	434	459	424
営業利益	40	58	47
経常利益	80	53	47
当期純利益	49	40	32
純資産	138	176	208
総資産	255	287	297

(出所)ヒューマンクリエイションホールディングス
IRニュースより証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ ヒューマンクリエイションホールディングスの22年9月期予想
22/9期上期実績は計画を上回ったが、下期には計画を超える人材投資を実施することから、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)を見込む22/9期計画を同社は据え置いた(図表8)。

なお、以下の計画の詳細には、コスモピアの買収の影響は反映されていない。

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う関連コストの増加や、ヒューマンベースの買収に伴うのれん償却額の増加により、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。

【 図表 8 】 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

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 9)。

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 9 】 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

◆ 証券リサーチセンターの22年9月期予想

当センターは、22/9 期上期実績とコスモピアの買収等を踏まえて 22/9 期予想を見直した結果、売上高を 5,662 百万円→5,840 百万円、営業利益を 541 百万円→545 百万円、経常利益を 540 百万円→543 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 321 百万円→322 百万円にやや上方修正した (図表 10)。

【 図表 10 】中期業績予想

(単位:百万円)

	21/9期	22/9期CE	旧22/9期E	22/9期E	旧23/9期E	23/9期E	旧24/9期E	24/9期E
売上高	5,035	5,697	5,662	5,840	6,165	6,561	6,695	7,140
前期比	10.3%	13.2%	12.4%	16.0%	8.9%	12.3%	8.6%	8.8%
会社別	-	-	-	-	-	-	-	-
ブレンナレッジシステムズ	3,188	-	3,497	3,497	3,765	3,765	4,063	4,063
シー・エル・エス	1,035	-	1,108	1,108	1,210	1,210	1,314	1,314
アセットコンサルティングフォース	604	-	725	655	920	840	1,150	1,060
セイリング	437	-	462	438	500	462	538	499
ヒューマンベース	-	-	170	180	170	180	170	180
コスモピア	-	-	-	212	-	424	-	424
連結消去	-230	-	-300	-250	-400	-320	-540	-400
売上総利益	1,428	-	1,645	1,772	1,814	2,016	1,998	2,238
売上総利益率	28.4%	-	29.1%	30.3%	29.4%	30.7%	29.8%	31.3%
販売費及び一般管理費	950	-	1,104	1,227	1,202	1,383	1,299	1,496
販管費率	18.9%	-	19.5%	21.0%	19.5%	21.1%	19.4%	21.0%
営業利益	478	530	541	545	612	633	699	742
前期比	57.5%	10.9%	13.1%	14.0%	13.1%	16.1%	14.2%	17.2%
営業利益率	9.5%	9.3%	9.6%	9.3%	9.9%	9.6%	10.4%	10.4%
経常利益	464	527	540	543	612	628	699	737
前期比	52.9%	13.7%	16.4%	17.0%	13.3%	15.6%	14.2%	17.4%
経常利益率	9.2%	9.3%	9.5%	9.3%	9.9%	9.6%	10.4%	10.3%
親会社株主に帰属する当期純利益	275	312	321	322	369	377	427	450
前期比	31.2%	13.4%	16.4%	16.7%	15.0%	17.1%	15.7%	19.4%

(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

前回予想からの主な修正点は、次の通りである。

会社別売上高については、22/9 期上期実績がほぼ想定通りであったブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスの予想を据え置いたほか、想定を上回ったヒューマンベースの予想を 10 百万円引上げた。

一方、22/9 期上期実績が想定を下回った、アセットコンサルティングフォースの予想を 70 百万円、セイリングの予想を 24 百万円、各々引下げた。4 月に買収したコスモピアについては、21/9 期の売上高の半分に相当する 212 百万円を新たに織り込んだ。

売上総利益率については、22/9 期上期実績を踏まえて、ブレンナレ

ッジシステムズの受託案件を中心に、コンサル・受託の売上高比率を見直したため、前回予想の29.1%から30.3%に上げた。前期比では1.9%ポイントの改善を見込んだ。

販管費については、22/9 期上期実績が想定を上回っていたことや、コスモピアの買収による影響を織込んだことから、123 百万円増額した。なお、コスモピアののれんの金額や償却年数は未確定であるが、同社の開示情報を基に一定の仮定を置き、当センターでは、のれんを 61 百万円、償却年数を 5 年と想定して業績予想を策定した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは、22/9 期上期実績等を踏まえ、23/9 期以降についても前回予想を見直した。

23/9 期予想については、売上高を 396 百万円、営業利益を 21 百万円増額した。

会社別売上高については、22/9 期上期実績がほぼ想定通りであったブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスの予想を据え置いたほか、想定を上回ったヒューマンベースの予想を 10 百万円上げた。

一方、22/9 期上期実績が想定を下回った、アセットコンサルティングフォースの予想を 80 百万円、セイリングの予想を 38 百万円、各々引下げた。コスモピアについては、21/9 期の売上高と同額の 424 百万円を新たに織り込んだ。

売上総利益率については、ブレンナレッジシステムズの受託案件を中心に、コンサル・受託の売上高比率を見直し、前回予想の 29.4%から 30.7%に上げた。前期比では 0.4%ポイントの改善を見込んだ。

販管費については、22/9 期上期実績が想定を上回っていたことや、コスモピアの買収による影響を織込んだことから、181 百万円増額した。

24/9 期については、売上高を 445 百万円、営業利益を 43 百万円増額した。

会社別売上高については、22/9 期上期実績がほぼ想定通りであったブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスの予想を据え置いたほか、想定を上回ったヒューマンベースの予想を 10 百万円上げた。

一方、22/9 期上期実績が想定を下回った、アセットコンサルティング

フォースの予想を 90 百万円、セイリングの予想を 39 百万円、各々引下げた。コスモピアについては、21/9 期の売上高と同額の 424 百万円を新たに織り込んだ。

売上総利益率については、ブレンナレッジシステムズ、コンサル・受託の売上高比率を見直し、前回予想の 29.8%から 31.3%に上げた。前期比では 0.6%ポイントの改善を見込んだ。

販管費については、22/9 期上期実績が想定を上回っていたことや、コスモピアの買収による影響を織り込んだことから、197 百万円増額した。

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 円の予想を据え置いた。24/9 期予想については、70.0 円から 75.0 円に予想を上げた。

> 投資に際しての留意点

◆ コンサル・受託領域の拡大に伴う業績変動リスクを追加した

当センターでは、前回に発行したレポートで、1) 経済や景気動向の影響によるリスク、2) 派遣先の業績動向や開発方針に関するリスク、3) のれんに関するリスクを投資に際しての留意点として指摘した。

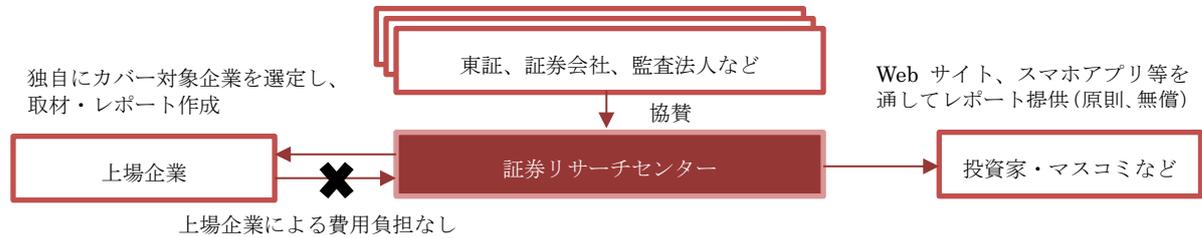
同社は、利益率が高いコンサル・受託の売上高比率の上昇を目指しており、当センターでは、同社の方針を基本的には評価している。22/9 期上期決算で見られた、コンサル・受託の売上高比率の上昇に伴う売上総利益率の改善を受けて、当センターでは、24/9 期までの売上総利益率の予想を上げた。

しかしながら、コンサル・受託領域の拡大は、利益率の向上が期待できる一方、検収の遅延や、不採算案件の発生等、業績変動リスクに繋がる可能性もある。よって、コンサル・受託領域の拡大に伴う業績変動リスクを新たに投資に際しての留意点に追加すると共に、今後の大型案件の状況に注意しながら、適宜、業績予想を見直していくことにしたい。

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
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
エイチ・エス証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 S B I 証券
いちよし証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 I C M G
三優監査法人
宝印刷株式会社

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。