

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
2023年1月20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 20230117

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:2023/1/20

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上昇等により、中期的な増益継続を予想

> 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・受託事業を子会社 6 社で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・受託事業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、平均契約単価を重要経営指標 (KPI) としている。

◆ 22 年 9 月期決算は 15%増収、14%営業増益

- ・22/9 期決算は、主力子会社のブレンナレッジシステムズとシー・エル・エスの増収に加え、ヒューマンベース(21 年 10 月)とコスモピア(22 年 4 月)の買収により、売上高は前期比 15.3%増加した。
- ・増収効果に加え、利益率が高いコンサル・受託事業の売上高比率の上昇等により、営業利益は同 14.0%増加した。会社計画に対する達成率は、売上高 101.9%、営業利益 102.8%であった。

◆ 23 年 9 月期の会社計画は 10%増収、3%営業増益

- ・23/9 期について同社は、積極的な採用に加え、従業員の待遇改善を進めることから、9.5%増収、2.7%営業増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、22/9 期実績が想定を下回った子会社 3 社の業績予想を下げたこと等により、23/9 期の売上高を 6,561 百万円→6,390 百万円(前期比 10.1%増)、営業利益を 633 百万円→569 百万円(同 4.4%増)に下方修正した。

◆ 24 年 9 月期予想も減額するが、中期的な増益継続を予想

- ・当センターでは、子会社 3 社の業績予想を下げたため、24/9 期予想も減額した。人件費や採用費等の増加を、利益率が高いコンサル・受託事業の売上高比率の上昇と増収効果で吸収し、24/9 期は 7.4%増収、7.7%営業増益、25/9 期は 6.7%増収、6.5%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】

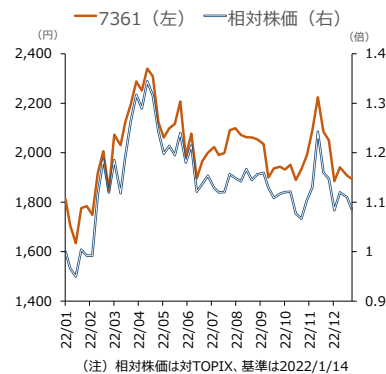
	2023/1/13
株価 (円)	1,894
発行済株式数 (株)	1,926,550
時価総額 (百万円)	3,649

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	10.0	8.9	8.2
PBR (倍)	3.6	3.2	2.5
配当利回り (%)	2.6	2.7	3.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-2.4	-1.8	11.3
対TOPIX (%)	-3.0	-0.5	10.9

【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	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2021/9	5,035	10.3	478	57.5	464	52.9	275	31.2	146.1	552.4	49.0
2022/9	5,803	15.3	545	14.0	546	17.8	343	24.3	189.2	526.5	50.0
2023/9 CE	6,353	9.5	560	2.7	566	3.7	343	0.3	199.5	—	51.0
2023/9 E	6,390	10.1	569	4.4	566	3.6	344	0.3	211.9	585.0	51.0
2024/9 E	6,861	7.4	613	7.7	611	7.9	375	9.0	230.9	764.5	58.0
2025/9 E	7,318	6.7	653	6.5	652	6.7	404	7.7	248.8	954.7	62.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。証券リサーチセンターのEPSとBPSの予想は、2023年3月末までに実施予定の自己株式100,000株の取得を反映

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・受託事業を子会社 6 社で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、BPO 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 9 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)、コスモピア (22 年 4 月買収) の 6 社である。

22/9 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 56.6%、シー・エル・エス 18.6%、セイリング 7.2%、アセットコンサルティングフォース 9.6%、ヒューマンベース 3.7%、コスモピア 4.3%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。22/9 期の売上高は 3,391 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。業務分野としては、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。22/9 期の売上高は 1,112 百万円であった。

(3) セイリング (保守運用・BPO 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。22/9 期の売上高は 429 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。22/9 期の売上高は 577 百万円であった。

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ズ (東京都港区) 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・受託領域を担っている。22/9 期の売上高は 223 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は 36 百万円 (21/9 期と 22/9 期に分割して計上)、のれんの金額は 304 百万円、償却年数は 10 年である。

(6) コスモピア (保守運用・BPO 領域)

86 年 12 月に設立されたコスモピア (東京都千代田区) は、ICT 関連ヘルプデスク運営等の BPO サービスを手掛けている。22 年 4 月のコスモピアの買収に伴い、セイリングが担当していた保守運用領域は保守運用・BPO 領域に拡張された。22/9 期の売上高 (6 カ月間) は 256

百万円であった。株式の取得金額は 285 百万円、アドバイザー費用は 29 百万円、のれんの金額は 24 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、21/9 期から 22/9 期の間での取引顧客は 395 社 (うち、上場企業 78 社、資本金 1 億円以上の企業 193 社) であった。

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、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、期末の技術者の保有人数、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技術者の保有人数であり、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	22/9期
売上高 (百万円)	2,642	3,302	4,154	4,565	5,035	5,803
期末保有人数 (名)	500	607	677	709	721	762
期中平均保有人数 (名)	-	554	642	693	715	742
1人当たり売上高 (千円)	-	5,967	6,471	6,587	7,043	7,827

(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、技術者の保有人数の拡大と、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。22/9 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 134 名、システムエンジニア (同、SE) クラス 306 名、プログラマー (同、PG) クラス 240 名、その他クラス (ハードウェアの設計、組込み等の担当者) 82 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	22/9期
ブレンナレッジシステムズ	450	467	504	527	546	564
シー・エル・エス	574	592	624	663	700	702
セイリング	-	-	-	514	541	544

(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22/9期には30.6%に上昇した。相対的に利益率が高いコンサル・受託事業の売上高比率が20/9期の4.3%から13.5%に上昇したことや、稼働率が20/9期の96.1%から98.8%に上昇したこと、各社の平均契約単価が上昇したこと、新たにグループに入ったコスモピアの利益率が高いことが要因と推測される。

22/9期の販売費及び一般管理費(以下、販管費)は1,227百万円であった。主要項目別では、給料及び手当343百万円、支払手数料192百万円、地代家賃119百万円、役員報酬113百万円、のれん償却額97百万円、役員退職慰労引当金繰入額29百万円と、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	22/9期
稼働率 (%)	95.5	98.2	99.1	96.1	97.7	98.8
営業利益率 (%)	2.1	5.3	8.1	6.7	9.5	9.4
EBITDAマージン (%)	3.8	7.4	9.4	8.5	11.2	11.4

(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) 及びのれん償却額を営業利益に加算した 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、22/9 期において 13.5%であったコンサル・受託比率を中長期的には 20%超へと引上げ、同じく 11.4%であった 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、22/9 期末の敷金は 80 百万円に過ぎず、有形固定資産も 58 百万円と僅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、640 百万円と総資産の 25.3%を占めているものの、現金及び預金が有利子負債 (546 百万円) を上回る 672 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 23.1%、自己資本利益率は 34.8%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)。

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、最大手顧客向けの売上高比率が 1 割を超えたことはない。また、22 年 9 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、公共・医療 27%、製造・流通 26%、通信・メディア 19%、金融サービス 15%、エネルギー・その他 13%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」(証券リサーチセンター注：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。

【 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	300社以上	395社 (21/9期~22/9期)		
		・うち上場企業数		78社 (同上)		
		・最大手顧客の売上高構成比	10%未満	10%未満		
関係資本	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	47.5年 (22年7月時点)	48年 (23年1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7月時点)	6年 (23年1月時点)		
		・上場からの経過年数	1.5年 (22年7月時点)	2年 (23年1月時点)		
関係資本	事業パートナー ・ヘキサバース「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 ・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 ・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 ・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	・BKSの平均契約単価	546千円	564千円		
		・シー・エル・エスの平均契約単価	700千円	702千円		
		・セリングの平均契約単価	541千円	544千円		
		・営業利益率	9.5%	9.4%		
		・技術者の稼働率	97.7%	98.8%		
		・EBITDA	563百万円	661百万円		
		・EBITDAマージン	11.2%	11.4%		
		・コンサル・受託の売上高比率	11.5%	13.5%		
		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 ・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	・代表取締役の在任年数	5.5年 (22年7月時点)	6年 (23年1月時点)		
		・取締役会における社外取締役比率	42.9%	33.3%		
	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	・技術者の保有人数	721名	762名		
		・PM/PLクラス人数	118名	134名		
		・SEクラス人数	315名	306名		
	・従業員持株会の保有株数	103,851株 (5.4%)	110,351株 (6.4%)			

(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期または22/9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

同社は、KPIとして、技術者の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月期は15%増収、14%営業増益

22/9期決算は、売上高 5,803 百万円 (前期比 15.3%増)、営業利益 545 百万円 (同 14.0%増)、経常利益 546 百万円 (同 17.8%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 343 百万円 (同 24.3%増)であった(図表 6)。

【図表 6】22年9月期の業績

(単位: 百万円)

	子会社	21/9期	22/9期									
		通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高		5,035	1,364	1,388	2,752	9.9%	1,505	1,546	3,051	20.5%	5,803	15.3%
	BKS	3,188	847	847	1,694	-	839	858	1,697	-	3,391	5.3%
	CLS	1,035	274	283	557	-	267	288	555	-	1,112	7.0%
	SAILING	437	143	74	217	-	103	109	212	-	429	-
	ACF	604	107	192	299	-	127	151	278	-	577	-
	HB	-	43	55	98	-	64	61	125	-	223	-
	コスモピア	-	-	-	-	-	130	126	256	-	256	-
	連結消去	-230	-	-	-	-	-	-	-	-	-186	-
売上総利益		1,428	413	414	827	15.5%	466	479	946	32.9%	1,773	24.1%
	売上総利益率	28.4%	30.3%	29.8%	30.1%	-	31.0%	31.0%	31.0%	-	30.6%	-
販売費及び一般管理費		950	327	268	596	36.2%	331	300	631	23.3%	1,227	29.2%
	販管費率	18.9%	24.0%	19.3%	21.7%	-	22.0%	19.4%	20.7%	-	21.2%	-
営業利益		478	85	145	230	-17.2%	135	179	314	57.5%	545	14.0%
	営業利益率	9.5%	6.3%	10.5%	8.4%	-	9.0%	11.6%	10.3%	-	9.4%	-
経常利益		464	85	144	230	-13.1%	135	179	315	59.1%	546	17.8%
	経常利益率	9.2%	6.3%	10.4%	8.4%	-	9.0%	11.6%	10.3%	-	9.4%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		275	39	86	126	-27.1%	85	131	216	111.5%	343	24.3%

(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

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、前期の3,188百万円から3,391百万円に増加した。シー・エル・エスは、派遣人月数の増加により、前期の1,035百万円から1,112百万円に増加した。

一方、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期の604百万円から577百万円に減少した。セイリングは、派遣人月数の減少により、前期の437百万円から429百万円に減少した。

21年10月に買収したヒューマンベースの公表されている買収前の売上高は20/9期には170百万円であったが、グループ入りのシナジー効果により、22/9期には223百万円となった。22年4月から加わったコスモピアの売上高は256百万円(6カ月間、買収前の21/9期は424百万円)であった。

売上総利益率は前期の28.4%から30.6%に上昇した。コンサル・受託

事業の売上高比率が前期の 11.5%から 13.5%に上昇したこと、相対的に利益率が高いと見られるコスモピアが第 3 四半期から加わったこと等が要因である。

なお、コンサル・受託事業の売上高比率は、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るものであったが、22/9 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・受託事業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、販管費の伸びが前期比 29.2%と増収率を上回ったため、販管費率は前期の 18.9%から 21.2%に悪化した。

販管費の内訳では、支払手数料（前期比 93 百万円増、うち、ヒューマンベースの株式取得費用の一部及びストックオプション制度導入に関わるコンサルティング費用、コスモピアの株式取得費用等、合計約 79 百万円）、給料及び手当（同 45 百万円増、コスモピアの買収等）、のれん償却額（同 34 百万円増、ヒューマンベースの買収等）、役員報酬（同 29 百万円）、役員退職慰労引当金繰入額（同 15 百万円増）等が増加した。

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、営業利益率は前期の 9.5%から 9.4%にやや低下した。なお、同社が公表している EBITDA は、営業利益の増加に加え、のれん償却額が前期比 54.6%増となったため、同 17.4%増の 661 百万円となった。また、EBITDA マージンは同 0.2%ポイント改善の 11.4%となった。

◆ 売上高、営業利益は計画をやや上回った

会社計画に対する達成率は、売上高 101.9%、営業利益 102.8%であった。売上高については、受託案件の売上計上が想定を下回ったため、既存子会社の合計では計画未達となったものの、期初計画には含まれていなかったコスモピアの貢献分（256 百万円、6 カ月分）によって計画をやや超過した。営業利益が計画をやや超過したのは、既存子会社において、22/9 期末の技術者数が想定ほどには増えず、労務費等が計画を下回ったことが主な要因と見られる。

◆ 自己資本比率は低下した一方、自己資本利益率は上昇した

22/9 期末の総資産は、21/9 期末比 343 百万円増の 2,535 百万円となった。ヒューマンベースとコスモピアの買収に伴い、のれんが同 216 百万円増となったほか、新収益会計基準の適用及び受託案件の増加に

に伴い、契約資産が 203 百万円、新たに計上された。

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 279 百万円増となったことや、未払法人税等が同 62 百万円増となったこと等から、負債合計は同 491 百万円増加した。一方、自己資本は、405 百万円の自己株式取得等に伴い、同 156 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 35.8%に低下した。

同社は、株式報酬制度の導入によって発行される新株予約権の行使に伴う希薄化を防ぐ観点から、筆頭株主であるリサ・パートナーズから 22 年 2 月 28 日に 105,952 株の自己株式を取得した。また、株主還元の実と資本効率の向上を図るため、22 年 3 月から 9 月までに、市場から 96,400 株の自己株式を取得した。自己資本の減少と親会社株主に帰属する当期純利益の増加により、22/9 期の自己資本利益率は前期比 2.4%ポイント改善し、34.8%と極めて高い水準に達している。

> 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 23 年 9 月期予想
23/9 期の会社計画は、売上高 6,353 百万円 (前期比 9.5%増)、営業利益 560 百万円 (同 2.7%増)、経常利益 566 百万円 (同 3.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 343 百万円 (同 0.3%増) である (図表 7)。

【 図表 7 】 同社の過去の業績と 23 年 9 月期の計画

(単位: 百万円)

	19/9期	20/9期	21/9期	22/9期	23/9期	
	実績	実績	実績	実績	計画	増減率
売上高	4,154	4,565	5,035	5,803	6,353	9.5%
売上総利益	1,158	1,193	1,428	1,773	1,905	7.5%
売上総利益率	27.9%	26.1%	28.4%	30.6%	30.0%	-
販売費及び一般管理費	823	890	950	1,227	1,345	9.6%
販管費率	19.8%	19.5%	18.9%	21.2%	21.2%	-
営業利益	335	303	478	545	560	2.7%
営業利益率	8.1%	6.7%	9.5%	9.4%	8.8%	-
経常利益	333	303	464	546	566	3.7%
経常利益率	8.0%	6.6%	9.2%	9.4%	8.9%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	203	210	275	343	343	0.3%
EBITDA	390	386	563	661	681	3.0%
EBITDAマージン	9.4%	8.5%	11.2%	11.4%	10.7%	-

(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

売上高については、コスモピアの通期での寄与を見込む一方、派遣売上とコンサル・受託売上の伸びは保守的に想定している模様である。

売上総利益率については、前期比 0.6%ポイントの悪化を予想している。前期末の技術者数が計画未達となったことを受け、SE クラスと PM/PL クラスの人員を積極採用する計画であることや、技術者の待遇改善に取り組むことが主な理由である。

販管費については、支払手数料のうち、一過性の費用が剥落するものの、コスモピア従業員の給料及び手当等が通期で計上されることや、採用費やシステム関連費用等が増加することから、前期比 9.6%増と見込んでいる。結果、営業利益率については、売上総利益率の悪化により、前期の 9.4%から 8.8%への低下を予想している。

EBITDA マージンについても前期の 11.4%から 10.7%への悪化が見込まれている。なお、同社は、新型コロナウイルス感染症による影響は限定的と仮定して 23/9 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は 573 千円 (前期比 9 千円増)、シー・エル・エスは 708 千円 (同 6 千円増) と小幅な上昇を見込んでいる一方、セイリングは、新卒入社採用増により、540 千円 (同 4 千円減) と小幅な低下を見込んでいる (図表 8)。

【 図表 8 】 KPI の過去の推移と 23 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 実績	23/9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	564	573
	シー・エル・エス	663	700	702	708
	セイリング	514	541	544	540
保有人数 (名)		709	721	762	-
	PM/PLクラス	114	118	134	146
	SEクラス	277	315	306	330
	PGクラス	272	243	240	243
稼働率 (%)		96.1	97.7	98.8	98.7

(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等の技術者を含む (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

クラス別の期末保有人数は、PM/PLクラス 146名(前期末比 12名増)、SEクラス 330名 (同 24名増)、PGクラス 243名 (同 3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 98.8%から 98.7%への若干の低下を計画している。

なお、同社は 22 年 12 月に、筆頭株主であるリサ・パートナーズから 100,000 株の自己株式を 23 年 3 月 31 日までに取得する予定であると

公表した。株式取得後、リサ・パートナーズは同社の第3位の株主となる見込みである。

◆ 証券リサーチセンターの23年9月期予想

当センターは、22/9期実績と同社の施策等を踏まえて23/9期予想を見直した結果、売上高を6,561百万円→6,390百万円、営業利益を633百万円→569百万円、経常利益を628百万円→566百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を377百万円→344百万円に下方修正した(図表9)。

【図表9】中期業績予想

(単位: 百万円)

	22/9期	23/9期CE	旧23/9期E	23/9期E	旧24/9期E	24/9期E	25/9期E
売上高	5,803	6,353	6,561	6,390	7,140	6,861	7,318
前期比	15.3%	9.5%	12.3%	10.1%	8.8%	7.4%	6.7%
会社別	-	-	-	-	-	-	-
ブレンナレッジシステムズ	3,391	-	3,765	3,574	4,063	3,841	4,151
シー・エル・エス	1,112	-	1,210	1,210	1,314	1,314	1,393
アセットコンサルティングフォース	577	-	840	660	1,060	760	860
セイリング	429	-	462	434	499	464	482
ヒューマンベース	223	-	180	250	180	270	290
コスモピア	256	-	424	512	424	512	512
連結消去	-186	-	-320	-250	-400	-300	-370
売上総利益	1,773	1,905	2,016	1,915	2,238	2,070	2,229
売上総利益率	30.6%	30.0%	30.7%	30.0%	31.3%	30.2%	30.5%
販売費及び一般管理費	1,227	1,345	1,383	1,346	1,496	1,457	1,576
販管費率	21.2%	21.2%	21.1%	21.1%	21.0%	21.2%	21.5%
営業利益	545	560	633	569	742	613	653
前期比	14.0%	2.7%	16.1%	4.4%	17.2%	7.7%	6.5%
営業利益率	9.4%	8.8%	9.6%	8.9%	10.4%	8.9%	8.9%
経常利益	546	566	628	566	737	611	652
前期比	17.8%	3.7%	15.6%	3.6%	17.4%	7.9%	6.7%
経常利益率	9.4%	8.9%	9.6%	8.9%	10.3%	8.9%	8.9%
親会社株主に帰属する当期純利益	343	343	377	344	450	375	404
前期比	24.3%	0.3%	17.1%	0.3%	19.4%	9.0%	7.7%

(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期実績がほぼ想定通りであったシー・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70百万円、コスモピアの予想を88百万円、各々上げた。一方、22/9期実績が想定を下回った、ブレンナレッジシステムズの予想を191百万円、アセットコンサルティングフォースの予想を180百万円、セイリングの予想を28百万円、各々引下げた。

売上総利益率については、22/9 期実績は想定を上回ったものの、従来
の予想以上に技術者の待遇改善を進める方針が示されたことから、前
回予想の 30.7%から 30.0%に引下げた。待遇改善と人員増により、前
期比では 0.6%ポイントの悪化を見込んだ。

販管費については、22/9 期実績が想定通りであったものの、コスモピ
アののれんの金額が想定よりも少なく、償却年数も想定した 5 年の倍
となる 10 年であったことや、売上高予想の引下げに伴い、従来想定
よりも費用の抑制を見込んだことから、37 百万円減額した。

> 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 期実績等を踏まえ、24/9 期予想を見直すと共に、
25/9 期予想を新たに策定した。

24/9 期予想については、売上高を 279 百万円、営業利益を 129 百万
円減額した。

会社別売上高については、22/9 期実績がほぼ想定通りであったシー・
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 90 百万円、コスモピアの予想を 88 百万円、各々上げた。
一方、22/9 期実績が想定を下回った、ブレンナレッジシステム
ズの予想を 222 百万円、アセットコンサルティングフォースの予想を
300 百万円、セイリングの予想を 35 百万円、各々引下げた。

売上総利益率については、従来予想以上に技術者の待遇改善を進め
る方針が示されたことから、前回予想の 31.3%から 30.2%に引下げた。
コンサル・受託事業の売上高比率の上昇を想定し、前期比では 0.2%
ポイントの改善を見込んだ。一方、販管費については、23/9 期予想と
同じ理由により、39 万円減額した。

25/9 期については、売上高 7,318 百万円（前期比 6.7%増）、営業利益
653 百万円（同 6.5%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、派遣と受
託の双方での拡大を見込み、4,151 百万円（前期比 6.7%増）と予想し
た。シー・エル・エスは、人員増による派遣の拡大を見込み、1,393
百万円（同 6.0%増）と予想した。アセットコンサルティングフォ
ースは、コンサルティングの拡大を見込み、同 860 百万円（同 13.2%増）
と予想した。

一方、セイリングは、人員増による派遣の拡大を見込み、482 百万円（前期比 3.9%増）と予想した。ヒューマンベースは、人員増によるコンサルティング等の拡大を見込み、290 百万円（同 7.4%増）と予想した。コスモピアは前期比横ばいの 512 百万円と予想した。

売上総利益率は、コンサル・受託事業の売上高比率の上昇を想定し、前期比 0.3%ポイント改善の 30.5%と予想した。一方、販管費は、管理体制強化に伴う人件費の増加や、技術者の増員による採用費の増加等を想定し、1,576 百万円（前期比 8.2%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、22/9 期は年 50 円の配当を実施した(配当性向は 26.4%)。23/9 期については 51.0 円を予想している。当センターでは、同社の配当計画と当センターの業績予想を前提に、23/9 期は 60.0 円から 51.0 円に、24/9 期は 75.0 円から 58.0 円に各々引下げた。25/9 期については新たに 62.0 円と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 採用競争の激化に伴う業績の伸び悩みを追加した

当センターでは、過去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、4) コンサル・受託領域の拡大に伴う業績変動リスクを投資に際しての留意点として指摘した。

22/9 期末における連結従業員数は、前期末比 28 名増加したものの、ヒューマンベースとコスモピアの従業員が期中に加わったことを考慮すると、既存会社ベースでは純減したと推測される。IT 業界の採用競争が激化したため、新規採用が計画未達となった上に、退職者も例年以上の人数となったと見られる。

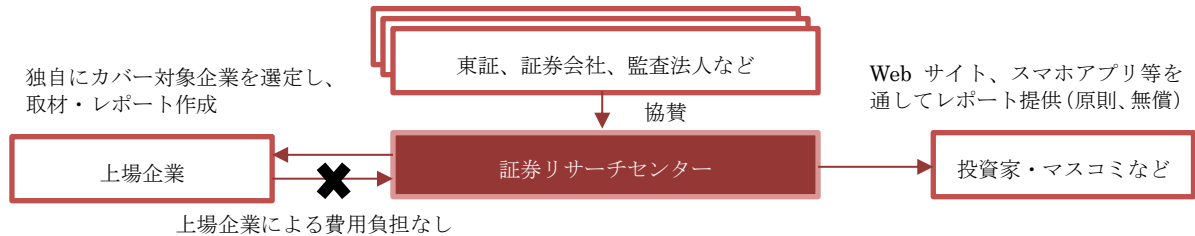
同社は、中長期的な成長を目指して、23/9 期においては従来以上の採用強化と技術者の待遇改善に取り組む方針を示しているが、同時に、労務費や採用費等の増加による営業利益率の低下を予想している。

当センターでは、同社の取組みが一定の成果を上げ、既存会社ベースの売上高成長率は、24/9 期には 23/9 期よりもやや高まると予想しているが、想定よりも技術者が増えずに売上高が伸び悩み可能性も否定できない。よって、採用競争の激化に伴う業績の伸び悩みを新たに投資に際しての留意点に追加すると共に、採用・退職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	S M B C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	EY 新日本有限責任監査法人	有限責任あずさ監査法人	株式会社 I C M G
太陽有限責任監査法人	有限責任監査法人トーマツ	株式会社 S B I 証券	三優監査法人
PwC 京都監査法人	いちよし証券株式会社	J トラストグローバル証券株式会社	
監査法人 A&A パートナーズ	仰星監査法人	監査法人アヴァンティア	宝印刷株式会社
株式会社プロネクサス	日本証券業協会	日本証券アナリスト協会	

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。