

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7月21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 202300718

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:2023/7/21

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
増収効果とコンサル・受託の売上高比率の上昇等により、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。

◆ 23 年 9 月期上期決算は 16%増収、44%営業増益

- ・23/9 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の決算は、シー・エル・エスやヒューマンベース等の増収、22 年 4 月に買収したコスモピアの貢献等により、売上高は前年同期比 15.7%増加した。
- ・増収効果に加え、費用の伸びが抑制されたことから、営業利益は前年同期比 44.3%増加した。同社は上期計画を公表していなかったが、上期の予算達成率については、売上高 100.6%、営業利益 123.7%としている。

◆ 23 年 9 月期の会社計画は 10%増収、3%営業増益を据え置き

- ・上期決算は計画を上回ったものの、積極的な採用計画を考慮し、9.5%増収、2.7%営業増益を見込む 23/9 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、23/9 期上期実績が想定を上回った子会社 4 社の売上高予想を上げたことや、経費の予想を下げたこと等により、23/9 期の売上高を 6,390 百万円→6,393 百万円(前期比 10.2%増)、営業利益を 569 百万円→597 百万円(同 9.5%増)に上方修正した。

◆ 増収効果やコンサル・受託比率の上昇等により、増益継続を予想

- ・当センターでは、経費等の費用を減額したこと等から 24/9 期以降の利益予想も増額した。増収効果と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、24/9 期は前期比 7.3%増収、7.7%営業増益、25/9 期は同 6.0%増収、7.0%営業増益と予想している。

【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)
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	6,393	10.2	597	9.5	596	9.1	364	6.1	222.2	592.0	51.0
2024/9 E	6,860	7.3	643	7.7	638	7.0	393	8.0	239.9	780.9	60.0
2025/9 E	7,272	6.0	688	7.0	684	7.2	425	8.1	259.4	980.4	65.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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.or.jp

【主要指標】

	2023/7/14
株価 (円)	2,827
発行済株式数 (株)	1,926,550
時価総額 (百万円)	5,446

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	14.9	12.7	11.8
PBR (倍)	5.4	4.8	3.6
配当利回り (%)	1.8	1.8	2.1

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	15.8	39.3	47.8
対TOPIX (%)	7.8	22.0	20.9

【株価チャート】



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、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	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	
関係資本	プラットフォーム ・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	48年 (23年1月時点)	48.5年 (23年7月時点)
		・持株会社設立(社名変更)からの経過年数	6年 (23年1月時点)	6.5年 (23年7月時点)
		・上場からの経過年数	2年 (23年1月時点)	2.5年 (23年7月時点)
関係資本	事業パートナー ・ヘキサベース「コネクテッド」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	・BKSの平均契約単価	564千円	
		・シー・エル・エスの平均契約単価	702千円	
		・セリングの平均契約単価	544千円	
	プロセス ・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	・営業利益率	9.4%	10.5%
		・技術者の稼働率	98.8%	
		・EBITDA	661百万円	392百万円
	プロセス ・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	・EBITDAマージン	11.4%	12.3%
		・コンサル・受託の売上高比率	13.5%	11.2%
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「コネクテッド」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	6年 (23年1月時点)	6.5年 (23年7月時点)
		・取締役会における社外取締役比率	33.3%	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	762名	
		・PM/PLクラス人数	134名	
		・SEクラス人数	306名	
	・従業員持株会の保有株数	110,351株 (6.4%)	113千株 (6.9%)	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は22/9期または22/9期末、今回は23/9期上期または23/9期上期末のもの。カッコ内は発行済株式数(自己株式を除く)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

◆ 23年9月期上期は16%増収、44%営業増益

23/9期第2四半期累計期間(以下、上期)の決算は、売上高3,183百万円(前年同期比15.7%増)、営業利益332百万円(同44.3%増)、経常利益335百万円(同45.3%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益219百万円(同73.6%増)であった(図表6)。

【図表6】23年9月期上期の業績

(単位: 百万円)

	子会社	22/9期					23/9期			
		上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高		2,752	1,505	1,546	3,051	5,803	1,563	1,619	3,183	15.7%
	BKS	1,694	839	858	1,697	3,391	828	868	1,696	-
	CLS	557	267	288	555	1,112	306	338	644	-
	SAILING	217	103	109	212	429	117	116	233	-
	ACF	299	127	151	278	577	173	138	311	-
	HB	98	64	61	125	223	74	83	157	-
	コスモピア	-	130	126	256	256	134	156	290	-
	連結消去	-	-	-	-	-186	-	-	-	-
売上総利益		827	466	479	946	1,773	458	487	946	14.5%
	売上総利益率	30.1%	31.0%	31.0%	31.0%	30.6%	29.3%	30.1%	29.7%	-
販売費及び一般管理費		596	331	300	631	1,227	313	300	613	2.9%
	販管費率	21.7%	22.0%	19.4%	20.7%	21.2%	20.0%	18.6%	19.3%	-
営業利益		230	135	179	314	545	145	187	332	44.3%
	営業利益率	8.4%	9.0%	11.6%	10.3%	9.4%	9.3%	11.6%	10.5%	-
経常利益		230	135	179	315	546	145	189	335	45.3%
	経常利益率	8.4%	9.0%	11.6%	10.3%	9.4%	9.3%	11.7%	10.5%	-
親会社株主に帰属する当期(四半期)純利益		126	85	131	216	343	99	119	219	73.6%

(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、派遣売上高は増加した一方、前年同期に大型案件があった受託売上高が減少したため、前年同期の1,694百万円から1,696百万円へと、ほぼ横ばいにとどまった。シー・エル・エスは、前年同期の557百万円から644百万円に増加した。セイリングは、前年同期の217百万円から233百万円に増加した。両社ともに契約単価の上昇や派遣人員数の増加が売上高の拡大要因となったと見られる。

一方、近年、設立、買収した子会社の売上高については、コンサル・受託分野の中核子会社であるアセットコンサルティングフォースは、前年同期の299百万円から311百万円に増加した。ヒューマンベースは、グループ入りの効果から顧客層が広がったほか、受託案件の獲得もあり、前年同期の98百万円から157百万円に急拡大した。22年4月に買収したコスモピアも、グループ入りによるシナジー効果等により、22/9期下期の256百万円から290百万円に増加した。

売上総利益率は前年同期の 30.1%から 29.7%に低下した。技術者の待遇改善を進めたことや、コンサル・受託事業の売上高比率が前年同期の 12.9%から 11.2%に低下したこと等が要因と見られる。

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だけで構成されていたが、22/9 期からはブレンナレッジシステムズの受託売上高が加わり、23/9 期上期からはヒューマンベースの受託売上高も加わっている。

一方、販管費の伸びが前年同期比 2.9%と増収率を下回ったため、販管費率は前年同期の 21.7%から 19.3%に改善した。

販管費の内訳では、役員退職慰労引当金繰入額（前年同期比 15 百万円減、役員退職慰労金制度の廃止）が減少したほか、前年同期に計上した M&A 関連費用等の一過性費用約 48 百万円が剥落した一方、給料及び手当（同 45 百万円増、コスモピアの買収等）や役員報酬（同 5 百万円）等が増加した。

販管費率の改善幅が売上総利益率の悪化幅を上回ったため、営業利益率は前年同期の 8.4%から 10.5%に上昇した。なお、同社が公表している EBITDA については、営業利益は前年同期比 44.3%増加した一方、のれん償却額が同 0.6%減少したため、同 34.7%増の 392 百万円となった。また、EBITDA マージンは同 1.7%ポイント改善の 12.3%となった。

子会社が新たに受注した、主な受託案件の相手先としては、アセットコンサルティングフォースでは、エネルギー企業大手のエナリス（東京都千代田区、IT 整備業務）や大手ライフライン企業、大手通信企業（中規模法人向けインボイス対応請求業務クラウドサービス開発）が、ヒューマンベースでは無線機器大手が挙げられる。

◆ 売上高は計画並みであった一方、営業利益は計画を上回った

同社は上期計画を公表していないが、上期予算に対する達成率は、売上高 100.6%、売上総利益 100.2%、営業利益 123.7%としている。売上高及び売上総利益については、ほぼ計画並みであった一方、採用関連費用等が未消化となり、販管費が計画を下回った。

◆ 有利子負債の増加等により、自己資本比率は低下した

23/9 期上期末の総資産は、22/9 期末比 258 百万円増の 2,793 百万円となった。現金及び預金が同 177 百万円減となったほか、のれんが同 49 百万円減となった一方、貯蔵品が同 234 百万円増、売掛金が同 178

百万円増となった。

調達サイドでは、有利子負債が前期末比 332 百万円増となったこと等から、負債合計は同 312 百万円増加した。一方、自己資本は、自己株式取得等に伴い、同 54 百万円減少した。結果、自己資本比率は 22/9 期末の 35.8%から 30.5%に低下した。

> 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 期上期実績は計画を上回ったものの、積極的な採用計画を考慮し、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) を見込む 23/9 期計画を同社は据え置いた (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。

技術者1人当たり月単位の報酬単価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1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23年2月に、日鉄ソリューションズと資本業務提携契約を締結し、大株主のリサ・パートナーズが同社株式78,748株を日鉄ソリューションズに売却した。この結果、日鉄ソリューションズは議決権の4.8%を保有する第3位株主となった。また、同社はリサ・パートナーズが保有する残りの100,000株を自己株式として取得した。このことにより、リサ・パートナーズは同社株式を全て売却した。また、同社は23年4月に、アドバンスト・メディア(3773 東証グロース)とも資本業務提携契約を締結している。

◆ 証券リサーチセンターの23年9月期予想

当センターは、23/9 期上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 6,390 百万円→6,393 百万円、営業利益を 569 百万円→597 百万円、経常利益を 566 百万円→596 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益を 344 百万円→364 百万円に上方修正した(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	旧25/9期E	25/9期E
売上高	5,803	6,353	6,390	6,393	6,861	6,860	7,318	7,272
前期比	15.3%	9.5%	10.1%	10.2%	7.4%	7.3%	6.7%	6.0%
会社別	-	-	-	-	-	-	-	-
ブレンナレッジシステムズ	3,391	-	3,574	3,452	3,841	3,649	4,151	3,850
シー・エル・エス	1,112	-	1,210	1,277	1,314	1,386	1,393	1,469
アセットコンサルティングフォース	577	-	660	630	760	720	860	820
セイリング	429	-	434	462	464	533	482	571
ヒューマンベース	223	-	250	300	270	320	290	340
コスモピア	256	-	512	562	512	582	512	602
連結消去	-186	-	-250	-290	-300	-330	-370	-380
売上総利益	1,773	1,905	1,915	1,910	2,070	2,063	2,229	2,202
売上総利益率	30.6%	30.0%	30.0%	29.9%	30.2%	30.1%	30.5%	30.3%
販売費及び一般管理費	1,227	1,345	1,346	1,313	1,457	1,420	1,576	1,514
販管費率	21.2%	21.2%	21.1%	20.5%	21.2%	20.7%	21.5%	20.8%
営業利益	545	560	569	597	613	643	653	688
前期比	14.0%	2.7%	4.4%	9.5%	7.7%	7.7%	6.5%	7.0%
営業利益率	9.4%	8.8%	8.9%	9.3%	8.9%	9.4%	8.9%	9.5%
経常利益	546	566	566	596	611	638	652	684
前期比	17.8%	3.7%	3.6%	9.1%	7.9%	7.0%	6.7%	7.2%
経常利益率	9.4%	8.9%	8.9%	9.3%	8.9%	9.3%	8.9%	9.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	343	343	344	364	375	393	404	425
前期比	24.3%	0.3%	0.3%	6.1%	9.0%	8.0%	7.7%	8.1%

(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、23/9 期上期実績が想定を上回った、シー・エル・エスの予想を 67 百万円、セイリングの予想を 28 百万円、ヒューマンベースの予想を 50 百万円、コスモピアの予想を 50 百万円、各々引上げた。一方、23/9 期上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 122 百万円、アセットコンサルティングフォースの予想を 30 百万円、各々引下げた。

売上総利益率については、23/9 期上期実績が想定を下回ったため、前回予想の 30.0%から 29.9%に引下げた。待遇改善と人員増により、前期比では 0.7%ポイントの悪化を見込んだ。一方、販管費については、

23/9 期上期実績が想定を下回ったため、経費等を 33 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、23/9 期上期実績等を踏まえ、24/9 期以降についても予想を見直した。

24/9 期予想については、売上高を 1 百万円減額した一方、営業利益を 30 百万円増額した。

会社別売上高については、23/9 期上期実績が想定を上回った、シー・エル・エスの予想を 72 百万円、セイリングの予想を 69 百万円、ヒューマンベースの予想を 50 百万円、コスモピアの予想を 70 百万円、各々引上げた。一方、23/9 期上期実績が想定を下回った、ブレーンナレッジシステムズの予想を 192 百万円、アセットコンサルティングフォースの予想を 40 百万円、各々引下げた。

売上総利益率については、23/9 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 30.2%から 30.1%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 期予想の見直しと同じ理由により、経費等を 37 百万円減額した。

25/9 期については、売上高を 46 百万円減額した一方、営業利益を 35 百万円増額した。

会社別売上高については、23/9 期上期実績が想定を上回った、シー・エル・エスの予想を 76 百万円、セイリングの予想を 89 百万円、ヒューマンベースの予想を 50 百万円、コスモピアの予想を 90 百万円、各々引上げた。一方、23/9 期上期実績が想定を下回った、ブレーンナレッジシステムズの予想を 301 百万円、アセットコンサルティングフォースの予想を 40 百万円、各々引下げた。

売上総利益率については、23/9 期予想の見直しと同じ理由により、前回予想の 30.5%から 30.3%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 期予想の見直しと同じ理由により、経費等を 62 百万円減額した。

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、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 51.0 円予想を据え置いた。24/9 期は 58.0 円から 60.0 円に、25/9 期は 62.0 円から 65.0 円に各々引上げた。

> 投資に際しての留意点

◆ 日鉄ソリューションズ等との提携に伴う影響を追加した

当センターでは、これまでのレポートで、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、5) 採用競争激化に伴う業績の伸び悩みを投資に際しての留意点として指摘した。

同社は、23 年 2 月に日鉄ソリューションズと、4 月にはアドバンスト・メディアと資本業務提携契約を締結した。日鉄ソリューションズに対しては、同社グループの技術者を大量に派遣する方針であるほか、アドバンスト・メディアとは、技術面での協力や、両社グループのサービス面での連携を進める方針である。

両提携に関して、同社は 23/9 期業績に与える影響を精査中としており、現時点では業績予想は修正されていない。当センターでは、両提携に関する具体的な数値計画が開示されていないため、両提携による影響を今回の業績予想に織り込んでいないが、資本提携も含まれているため、中長期的には業績に貢献する可能性はあると考えている。

よって、日鉄ソリューションズ及びアドバンスト・メディアとの業務資本提携に伴う影響を新たに投資に際しての留意点に追加すると共に、今後の展開に注意すべきと考えた。

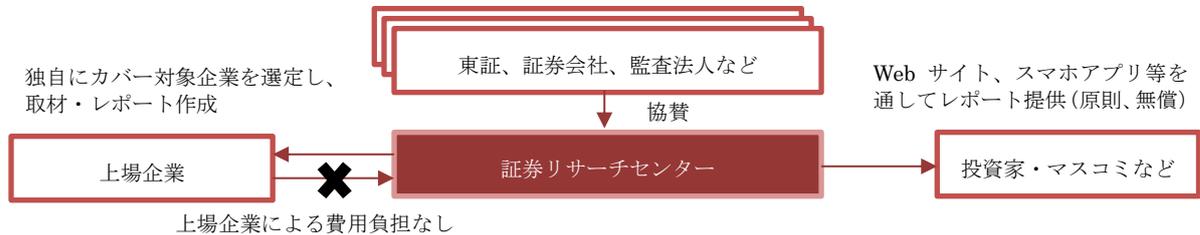
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 21 年 3 月 19 日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介していくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回をもって終了とさせていただきます。

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
いちよし証券株式会社
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
J トラストグローバル証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村証券株式会社
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。