

ホリスティック企業レポート ユナイトアンドグロウ 4486 東証マザーズ

ベーシック・レポート
2021年1月5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 20210104

中堅・中小企業向けに IT 人材と知識のシェアリングサービスを提供 今後事業規模拡大期に入るかどうかに着目

1. 会社概要

・ユナイテッドグロウ(以下、同社)は、情報システム部門の人材不足に悩む中堅・中小企業向けに IT 人材と知識のシェアリングサービスを提供することを主要業務としている。

アナリスト: 藤野敬太
+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

2. 財務面の分析

・主力であるインソーシング事業の売上高は 14/12 期から 19/12 期までの期間、年率 19.4%のペースで拡大してきた。社員の増加に加え、社員 1 人当たり売上高の増加も増収に貢献した。利益面では、本社の移転費用が発生した 16/12 期は減益だったが、その後は増益が続いた。

・IT 人材を顧客に提供する事業を行う上場企業との比較では、ビジネスモデルや事業構成の違い等もあり、特段の優位性は見出せなかった。なお、同社は他社より総じて規模が小さいが、逆に事業規模拡大の余地があることを示唆していよう。

【主要指標】

	2021/1/4
株価 (円)	1,399
発行済株式数 (株)	3,642,600
時価総額 (百万円)	5,095

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	30.5	33.3	27.4
PBR (倍)	4.9	4.3	3.8
配当利回り (%)	0.3	0.4	0.4

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、他社では真似できないシェアード・エンジニアリングの仕組みにある。顧客の課題解決の経験を蓄積、共有し、次の課題を解決することで、顧客(関係資本)との関係強化、シェアード社員のレベル向上につながり、また新たな成功体験として蓄積されていくという好循環を描くようになっている。

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-5.4	-30.6	-8.2
対TOPIX (%)	-8.0	-37.5	-12.4

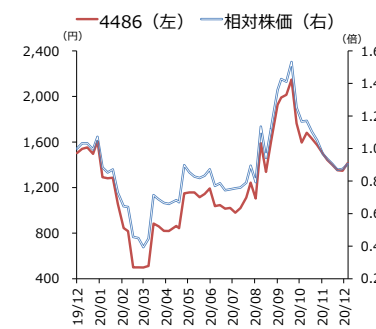
(注) 20年12月30日株価よりパフォーマンスを算出

4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、シェアード社員の採用と定着率向上及び育成、シェアード・エンジニアリングの仕組みの強化、新サービスの開発に係る形でのセキュリティ事業の育成が挙げられる。

・同社は事業規模拡大期に入ったという認識のもと、主力のインソーシング事業において、経営リソースの集中や案件対応力の強化等の成長戦略を進めていく方針である。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX。基準は2019/12/27
最終株価は2020/12/30終値

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、同社の競争力の源泉であるシェアード・エンジニアリングは仕組みの総称として捉えたが、中でも社員が自律的に動く組織風土が最大の参入障壁ポイントと評価している。今後事業規模の拡大フェーズに入る中で、この組織風土が保たれるかに着目したい。

【 4486 ユナイテッドグロウ 業種: 情報・通信業 】

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)
2018/12	1,388	18.1	171	73.9	176	69.7	123	82.5	44.2	169.8	4.0
2019/12	1,624	17.0	205	20.1	191	8.5	133	8.6	45.8	287.4	4.0
2020/12 CE	1,826	12.4	218	6.6	218	14.4	147	10.0	40.6	-	6.0
2020/12 E	1,780	9.6	227	10.6	227	18.7	153	14.2	42.0	324.8	6.0
2021/12 E	2,050	15.2	276	21.5	275	21.6	186	21.6	51.1	369.8	6.0
2022/12 E	2,316	13.0	314	14.0	314	14.0	212	14.0	58.2	422.1	6.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、19年12月の上場時に367,400株(株式分割後の734,800株に相当)の公募増資を実施
19年9月14日付で1:100、20年9月1日付で1:2の株式分割を実施、過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

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・企業理念・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

注1) ひとり情シス

「情シス」とは「情報システム」の略語で、企業の情報システム部門、またはその担当者を指す。

「ひとり情シス」とは、社内の様々なIT関連業務を1人または数人で担当せざるを得ない状況のことを言う。

起業したての企業や従業員数が少数の企業だけでなく、従業員数が100人を超える企業であっても担当者が1人ということが多く、その結果、業務集中による過酷な労働環境や離職または採用難といった問題が指摘されている。

◆ 中堅・中小企業向け IT 人材・知識のシェアリングサービスを提供

ユナイテッドグロウ（以下、同社）は、情報システム部門の人材不足に悩む中堅・中小企業向けに IT 人材と知識のシェアリングサービスを提供している。中堅・中小企業は、いわゆる「ひとり情シス^{注1}」という言葉があるように、情報システム部門の体制が脆弱であることが多い。中堅・中小企業では、外部の IT 人材をタイムシェアして活用する需要が高まっており、同社のサービスはそうした需要に対応して拡大してきた。

単に人を集め、顧客の現場に送り込むだけでは事業として成り立たない。同社は、IT 人材や知識資源をオープンかつ安全に共有するために「シェアード・エンジニアリング」と呼ばれる仕組みを確立しており、それが競争力の源泉のひとつとなっている。

◆ 売上高、利益ともインソーシング事業が大半を占める

同社の事業は、インソーシング事業と、連結子会社の f j コンサルティングが主体のセキュリティ事業の 2 つの報告セグメントに分類される（図表 1）。セキュリティ事業はまだ規模が小さく、売上高、営業利益ともインソーシング事業が大半を占めている。

【 図表 1 】 事業別売上高・営業利益

(単位：百万円)

	売上高 (連結) (外部顧客への売上高)										
	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期 3Q累計	前期比 / 前年同期比			売上構成比			
					18/12期	19/12期	20/12期 3Q累計	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期 3Q累計
インソーシング事業	991	1,181	1,412	1,152	19.1%	19.6%	12.3%	84.3%	85.1%	87.0%	92.3%
セキュリティ事業	184	207	211	96	12.5%	2.0%	-39.4%	15.7%	14.9%	13.0%	7.7%
合計	1,175	1,388	1,624	1,249	18.1%	17.0%	5.3%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益 (連結)										
	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期 3Q累計	前期比 / 前年同期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率			
					18/12期	19/12期	20/12期 3Q累計	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期 3Q累計
インソーシング事業	188	396	525	434	110.6%	32.5%	12.3%	18.3%	31.7%	35.7%	36.9%
セキュリティ事業	72	47	41	9	-34.8%	-12.9%	-72.8%	39.2%	22.8%	19.4%	10.2%
調整額 (全社費用)	-162	-272	-361	-284	-	-	-	-	-	-	-
合計	98	171	205	160	73.9%	20.1%	0.9%	8.4%	12.3%	12.7%	12.8%

(注) セグメント利益率は内部取引調整後のセグメント売上高を使用して算出している

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

◆ 中堅・中小企業の情報システム部門が脆弱という問題意識

同社のサービスの対象とする中堅・中小企業の情報システム部門は、その脆弱さが深刻化していると言われている。Dell EMC ジャパンが中堅企業を対象に実施している「中堅企業 IT 投資動向調査」によると、情報システム部門の専任者が不在のいわゆる「ゼロ情シス」、または専任者が1人のいわゆる「ひとり情シス」の状態にある企業の比率は、17年の調査で約27%、18年の調査で約31%、19年の調査で37.5%、20年の調査で37.4%となっている。比率の上昇ペースは一旦落ち着いたものの、中堅・中小企業にとって、情報システム部門の人員の確保が難しい状況が続いている。

こうした、「ゼロ情シス」や「ひとり情シス」という言葉で表現される中堅・中小企業の情報システム部門の人材不足、または、人材不足に起因する情報システム部門が必要とする知識やノウハウの不足を解消するのが、同社のインソーシング事業のサービスである。

◆ インソーシング事業のサービスの仕組み

インソーシング事業のサービスを通じて、顧客企業は、同社が持つIT人材をシェアして利活用することができ、情報システム部門を自社で設ける、または増強するのと同様かそれ以上の価値を得ることができる。なお、インソーシング事業のサービスは、会員制サービスの形態を採っている。

顧客企業の現場には、シェアード社員と呼ばれる同社の正社員が出向く(専門的なIT分野の課題に対応するために、例外として業務委託先の社員が赴くこともある)。

シェアード社員は、「スクラム」と呼ばれる2~8人のチームで連携し、顧客企業の情報システム部門が抱える課題の解決にあたる。具体的には、システム活用コンサルティングやシステム運用代行、システム担当者育成といった業務例がある。

スクラムは顧客企業ごとに編成され、また、シェアード社員は複数の顧客企業を担当するため、担当する先々でスクラムを構成するメンバーは異なる。そのため、顧客企業から見ると、同社の社員を複数の企業でシェアするような形態となる。

同社のサービスを利用することにより、顧客企業は、(1)情報システム部門の人材の採用や育成コスト等の負担の削減、(2)退職リスクの低減、(3)人件費の変動費化、(4)情報システム部門の人員体制の最適化、(5)他社のノウハウの間接的活用といったメリットを得ることができる。

こうした有限の人的資源や知的資源をオープンにかつ安全に共有できるようにするために、同社は「シェアード・エンジニアリング」と称する技術及びノウハウを確立し、サービスを運用している。

◆ 類似サービスとの違い

外部の IT 人材を利用するという観点から、類似するサービスとして IT コンサルティングが挙げられる。しかし、IT コンサルティングの顧客層は、その料金水準の高さから大手または準大手の企業がほとんどであり、同社が対象とする中堅・中小企業とは顧客層が完全に異なる。別の表現をすれば、大手企業を対象とする IT コンサルティングに類する提供価値を、情報システム部門の人材が乏しい中堅・中小企業にも提供できるようにしたのが、同社のインソーシング事業のサービスであるという見方もできる。

インソーシング事業での顧客企業との契約形態は、IT コンサルティングと同様、準委任契約^{※2}であり、派遣契約の技術者派遣や、請負契約の SI とは異なる。準委任契約のもと、顧客企業ではなく、同社の指揮命令のもとで業務を遂行する。また、成果物を伴わないため、シェアード社員は時間課金の料金体系となっている。シェアード社員は受託開発を行うことはなく、ハードウェアやソフトウェア等の販売も行わない(図表 2)。

注2) 準委任契約

顧客側ではなく、人材が所属する企業側での指揮命令のもとで業務を遂行する契約のことである。

【 図表 2 】 類似サービスとの違い

項目	ユナイテッドグロウ	ITコンサルティング会社	技術者派遣会社 SESサービス会社	システムインテグレータ (SI)
対象とする顧客	中堅・中小の成長企業	大手・準大手企業	ITの開発現場	大手~中堅企業
契約形態	準委任契約		派遣契約 準委任契約	請負契約 準委任契約
稼働の粒度	時間単位		月単位	プロジェクト単位
立ち位置	システム発注者		開発受注者の立場	
コントロール役	現場担当者/コンサルタント		営業(現場担当者とは別)	
IT人材に対する教育の観点	IT全般/組織/経営		IT技術、IT技能	
成功のポイント	顧客側メンバーとの良好なコミュニケーション		要求水準を満たすスキル	出来の良い成果物

(注) SES とはシステムエンジニアリングサービス (System Engineering Service) の略である

(出所) ユナイテッドグロウ決算説明会資料に証券リサーチセンター加筆

◆ インソーシング事業の顧客

インソーシング事業の顧客は、本社のある東京・御茶ノ水から 50 分で行くことができる従業員数 50~1,000 人規模の中堅・中小企業の情報システム部門である。会員制サービスの形態を採っているため、取引が発生していない会員も存在する。以下、取引が発生した会員を、実働会員または顧客企業と称する。

インソーシング事業の会員数は、19/12 期末時点で 506 社であった。うち、19/12 期のうちに取引があった顧客企業（実働会員）は 190 社であり、顧客数を期末会員数で割って算出される稼働率は 37.5%となった。この 190 社の顧客企業のうち、従業員数 300 人未満の企業が 84%を占めている（図表 3）。

【図表 3】従業員規模別顧客数の推移

(単位:社)

従業員規模	18/12期			19/12期		
	顧客数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比	顧客数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比
10人未満	4	2%	1%	9	5%	5%
10~50人未満	47	28%	15%	55	29%	18%
50~300人未満	93	55%	47%	95	50%	55%
300~1,000人未満	15	9%	12%	19	10%	10%
1,000~2,000人未満	8	5%	21%	11	6%	12%
2,000~5,000人未満	2	1%	4%	1	1%	0%
5,000人以上未満	-	-	-	-	-	-
合計	169	100%	100%	190	100%	100%
	期末会員数	稼働率 (顧客数÷期末会員数)		期末会員数	稼働率 (顧客数÷期末会員数)	
	452	37.4%		506	37.5%	

(出所) ユナイテッドグロウ成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ インソーシング事業の収益構造

インソーシング事業の収益構造は、「シェアード社員の人数×レバレッジ要素」で表現される。

シェアード社員の人数は、19/12 期末で 134 人、20/12 期第 3 四半期末で 153 人である。年によって増加幅の違いはあるが、基本的には増加傾向が続いている。

レバレッジ要素とは、シェアード社員の稼働や品質の状況を示すいくつかの数値であり、以下の 3 項目から構成されている。

- (1) シェアード社員 1 人当たり担当社数
- (2) 顧客企業 1 社当たり担当人数
- (3) シェアード社員のスキルレベル

稼働面では、シェアード社員 1 人当たりの平均担当社数は 3.79 社、顧客企業 1 社に配置される平均担当人数は 2.87 人といった状況である（図表 4）。

【 図表 4 】 インソーシング事業の主な数値

		17/12期	18/12期	19/12期
顧客数(実働会員数)	社	-	169	190
期末会員数	社	387	452	506
会員稼働率(顧客数÷期末会員数)		-	37.4%	37.5%
シェアード社員数	人	120	131	134
1人当たり担当社数	社	-	-	3.79
1社当たり担当人数	人	-	-	2.87

シェアード社員のレベル別分布

	レベル	19/12期末
↑ 高い	L6 (A~Cの3段階)	0.7%
	L5 (A~Cの3段階)	1.9%
	L4 (A~Cの3段階)	9.0%
	L3 (A~Cの3段階)	36.1%
↓ 低い	L2 (A~Cの3段階)	33.6%
	L1 (A~Eの5段階)	18.7%
	合計	100.0%

(注) レベルのアルファベットはAの方が上位

(出所) ユナイテッドグロウ成長可能性に関する説明資料、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

品質を示すスキルレベルは、IT スキル 18 項目、ビジネススキル 6 項目、シェアード社員力 3 項目で把握され、シェアード社員は L1 から L6 の 6 段階 (L1 内はさらに A~E の 5 段階、L2 以上はそれぞれ A~C の 3 段階に分かれているので、合計 20 段階) にレベル分けされている。当然、スキルレベルに応じて顧客企業に課金する時間単価が変わり、給与も変わってくるため、同社としても社員個人としても、スキルを上げることが共通の目的となりやすい。

◆ 知識や経験のシェアのための仕組み

インソーシング事業では、シェアード社員をシェアするサービスに加え、知識のシェアのために、「Kikzo」と「Syszo」のサービスを提供している。

「Kikzo」は会員制の Q&A サービスであり、顧客企業は IT に関する質問を同社の「シェアード社員」に直接行うことができる。こちらは一定の利用料が発生する。

一方、「Syszo」はインターネット上で全国の情報システム担当者をネットワーク化し、知識や経験をシェアするオープンナレッジサービスである。経験の蓄積が目的であるため、利用は無料である。

◆ セキュリティ事業

15年11月に完全子会社化した連結子会社の f j コンサルティングが担当する事業である。「PCI DSS」と呼ばれるカード情報セキュリテ

の国際統一基準に準拠した仕組みの構築や認証取得のための支援・コンサルティングサービスや、セキュリティ事件/事故対応支援のコンサルティングサービスを提供している。コンサルティングを実施する対価として受け取るコンサルフィーが同社の売上高となる。

> 業界環境と競合

◆ ユーザー企業における IT 人材の過不足感

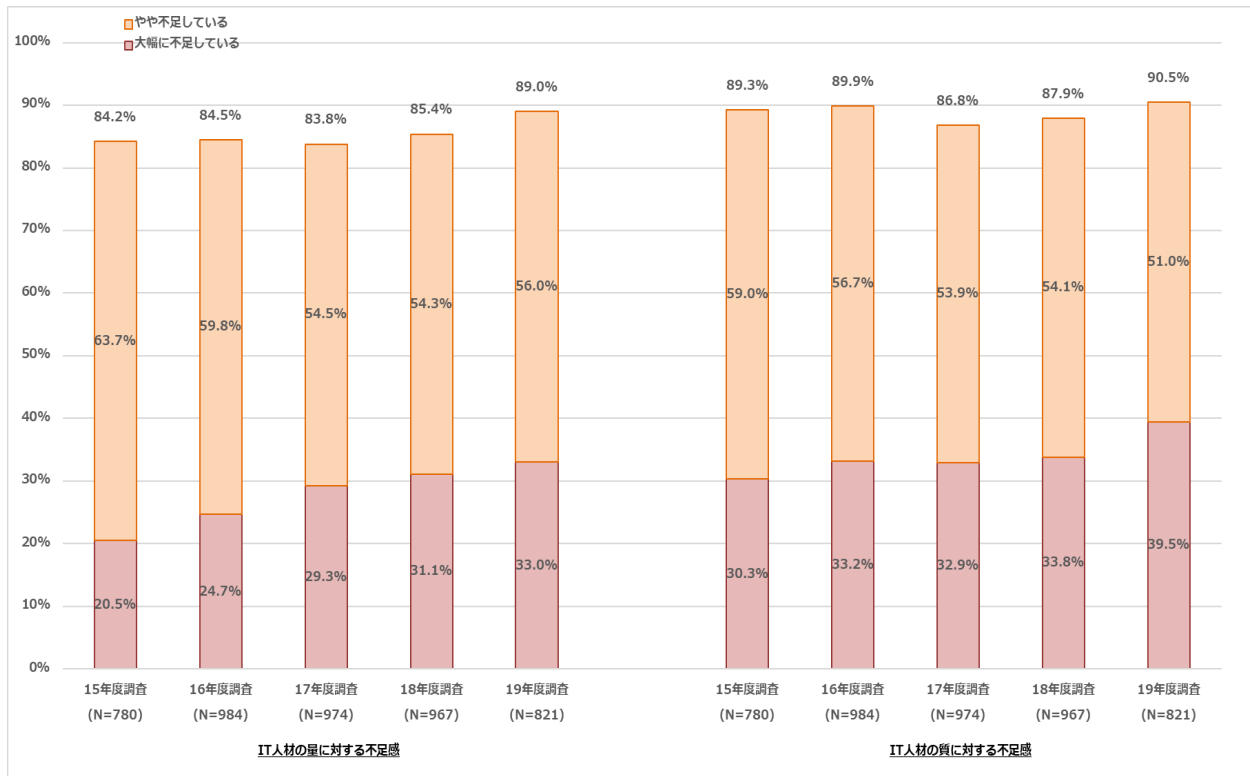
「ビジネスモデル」の項で既述した、Dell EMC ジャパンによる「中堅企業 IT 投資動向調査」のほかにも、IT 人材が不足している状況を示す調査がある。

独立行政法人情報処理推進機構の「IT 人材白書 2020」によると、ユーザー企業における IT 人材の量に対する過不足感は、19 年度調査において、「大幅に不足している」が 33.0%、「やや不足している」が 56.0%であり、合計で 89.0%が不足感を持っているとしている(図表 5)。15 年度調査以降 83~85%台で推移してきたが、その水準から一段と上昇していることから、さらに不足感が強まっている状況にあると言える。

また、同調査で、ユーザー企業における IT 人材の質に対する過不足感は、19 年度において、「大幅に不足している」が 39.5%、「やや不足している」が 51.0%であり、合計で 90.5%が不足感を持っているとしている。ユーザー企業にとっては、人材の量以上に、人材の質に対して強い不足感を持っている状況にある。

Dell EMC ジャパンの「中堅企業 IT 投資動向調査」の内容と合わせて考えると、中堅・中小企業を対象に必要な IT 人材を提供する同社のインソーシング事業の仕組みに対する需要がさらに高まっていくと予想される。

【 図表 5 】 ユーザー企業の IT 人材に対する不足感



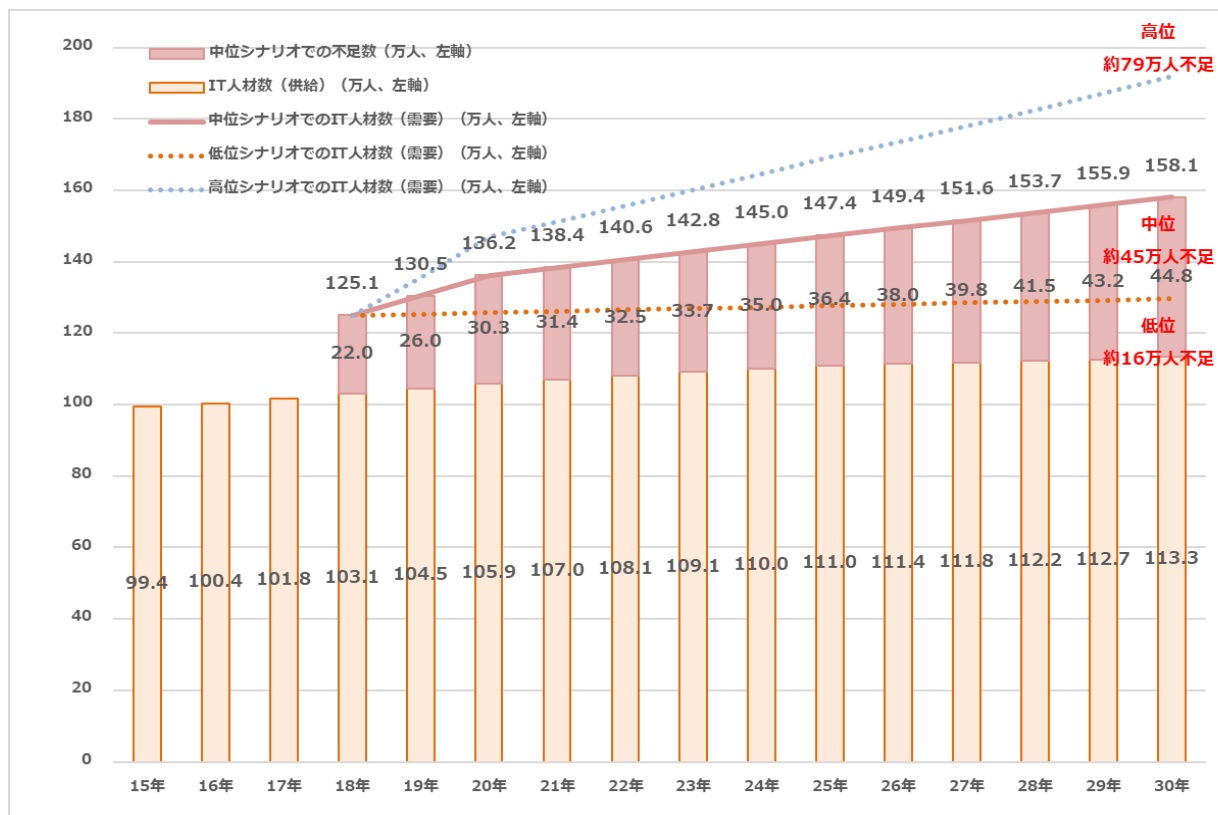
(出所) 独立行政法人情報処理推進機構社会基盤センター (IPA) 「IT 人材白書 2020」 より証券リサーチセンター作成

◆ 業界全体での IT 人材の不足

経済産業省の「IT 人材の最新動向と将来推計に関する調査結果 (2019 年版)」によると、18 年時点で国内の IT 人材は約 22 万人不足しているとされている。今後、若年層の労働人口の減少が続くことにより、30 年時点で、低位シナリオ (需要の伸びが 1% の人材不足の影響が緩やかなシナリオ) でも約 16 万人、中位シナリオでは約 45 万人 (需要の伸びが約 2~5% のシナリオ)、高位シナリオ (需要の伸びが約 3~9% の人材不足の影響が深刻なシナリオ) だと約 79 万人の IT 人材の不足が予測されており、IT 人材不足の状況が解消されない、または一層深刻化する公算が大きい。

このことは、同社のインソーシング事業に対する需要が中期的に続く可能性が高いことを示すのと同時に、同社の採用の難易度が今後上昇していく可能性があることも示唆している。

【 図表 6 】 IT 人材不足の予測



(出所) 経済産業省「IT人材の最新動向と将来推計に関する調査結果(2019年版)」より証券リサーチセンター作成

◆ 競合

同社のような、IT人材を正社員として抱え、それを顧客企業がシェアするというビジネスモデルで展開している企業は他には見当たらない。

ビジネスモデルは異なるが、顧客企業にIT人材を提供するという観点では、技術者派遣会社、システムエンジニアリングサービス会社、システムインテグレータ(SI会社)が存在する。しかし、図表2で示した通り、そもそものコンセプトが異なっているために、顧客企業が求めるものも異なり、競合になっていないものと考えられる。

また、中堅・中小企業がIT関連の課題を解決する際にアクセスする先という観点では、大塚商会(4768 東証一部)も競合先と考えられるが、ハードウェアやソフトウェアの販売が前提にあるため、提供価値が大きく異なっている。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 沿革 1 ~ 現代表取締役社長の一度目の創業

創業者で現代表取締役社長の須田騎一郎氏の一度目の創業は、97年7月に設立したキューアンドエーであった。キューアンドエーは、通信やPC販売といった大手IT企業に対し、個人ユーザー向けのサポート業務を請け負っていた。請け負った業務の中には、PCの設置等のために個人宅に訪問してサポートを行うものもあった。この訪問サポートのために抱えていた多くのスタッフを活用し、一時期、中小企業向けのIT環境整備を支援するサービスを新規事業として行った時もあったという。この新規事業は収益につながらずに撤退したが、この時の経験が後の同社の創業につながっていくことになる。

その後キューアンドエーは、2000年代のITバブル崩壊の影響を受けて業績が悪化した。数年かかって業績を立て直した後、須田氏はキューアンドエーでの職を退任した。

◆ 沿革 2 ~ 二度目の創業でユナイテッドグロウを設立

キューアンドエーで上記のコンシューマー向けサービスを手掛けてきて得たノウハウに加え、新規事業として中小企業向けのサービス展開を経験したこと踏まえ、05年2月に、中堅・中小企業の情報システム部門の支援を行う同社を設立した。須田氏にとって二度目の創業である。設立時はテクネットという商号だったが、14年に現在のユナイテッドグロウへ商号を変更した。

現在の同社の主力であるインソーシング事業は設立来の事業であり、その特徴のひとつである会員制サービスも、05年8月に開始した。また、現在のコミュニティサイト「Syszo」の前身となる「シス蔵」も07年3月にオープンし、早い段階で現在のインソーシング事業に関係するサービスが確立していった。

インソーシング事業の開始以降08年まで、サービスを提供するスタッフ数の増加に伴い事業規模は拡大した。しかし、サービスを提供するスタッフの稼働量が損益分岐点を超える水準に至らず、何年も赤字の状態が続いていた。

◆ 沿革 3 ~ リーマンショック後に黒字化

転機となったのは、08年に発生したリーマンショックである。08年時点で従業員は63人まで増えていたが、リーマンショックを機にまとまった退職があり、従業員は09年には48人まで減少した。人数こそ減少したが、組織はかえって筋肉質なものとなり、10年には黒字に転換した。

黒字化した後の数年は、従業員数はほとんど増加しなかったが、スタ

ツの稼働率のコントロールやサービス品質の向上が進み、利益が出やすい体質に変わっていった。そして、13年からは従業員数も増加し、規模の拡大に舵を切っていった。

◆ 沿革4 ～ 東京での市場開拓に注力

同社は11年7月には大阪オフィスを、14年7月にシンガポール支店を開設したものの、シンガポール支店は開設時に設定した撤退基準に基づいて16年8月に、大阪オフィスは東京市場の深耕に注力するために18年7月に、各々閉鎖した。現在は東京での市場開拓に注力している。

◆ 沿革5 ～ セキュリティ事業を立ち上げて事業領域を拡大

一方、15年11月に、セキュリティ領域のサービスを提供する f j コンサルティングの全株式を取得して完全子会社とし、セキュリティ事業を立ち上げた。また、17年6月には会員制 Q&A サービス「kikzo」を開始し、インソーシング事業のサービスを拡充した。

そして、19年12月に東京証券取引所マザーズへの上場を果たし、現在に至っている。

◆ 企業理念

同社は、ミッションとして、「中堅・中小企業を強くする。働き方を革新する。」を、ビジョンとして「中堅・中小企業の情報システム部門に最も影響力のある会社となる。」を掲げている。

◆ 株主

有価証券届出書と20/12期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表7の通りである。

20年6月末時点で、創業者で代表取締役社長の須田騎一郎氏の資産管理会社であるエス・アセットマネジメントが27.45%を保有する筆頭株主である。第2位には須田騎一郎氏本人の21.53%の保有があり、合計すると、48.98%となる。また、第7位には配偶者の須田愛子氏の1.65%の保有がある。

第3位は2.20%を保有する取締役の岡美恵子氏、第10位に1.10%を保有する監査役の藤森肇氏といった役員が名を連ねている。大株主上位10名には入ってこないが、現在の取締役も19/12期末時点では株式を保有しており、役員の保有が多い。また、第5位には2.08%を保有するユナイテッドグロウ従業員持株会がいる。

外部の保有としては、第4位で2.20%保有の横河レンタ・リース、第9位で1.50%保有のYSアセットマネジメントが確認できる。なお、上場前には、大株主上位10名に2つのベンチャーキャピタルファンドが入っていたが、直近は上位には入っていない。

【図表7】大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			20年6月末時点			20年6月末時点 (株式分割後株数ベース)			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
エス・アセットマネジメント株式会社	500,000	34.53%	1	500	27.45%	1	1,000	27.45%	1	代表取締役社長の資産管理会社
須田 騎一郎	499,600	34.50%	2	392	21.53%	2	784	21.53%	2	代表取締役社長 上場時に37,000株売り出し (株式分割後株数ベースで74,000株相当)
岡 美恵子	40,000	2.76%	5	40	2.20%	3	80	2.20%	3	取締役
横河レンタ・リース株式会社	80,000	5.52%	3	40	2.20%	4	80	2.20%	4	上場時に40,000株売り出し (株式分割後株数ベースで80,000株相当)
ユナイテッドグロウ従業員持株会	31,800	2.20%	6	37	2.08%	5	74	2.08%	5	
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	36	2.01%	6	72	2.01%	6	
須田 愛子	30,000	2.07%	7	30	1.65%	7	60	1.65%	7	代表取締役社長の配偶者
松井証券株式会社	0	0.00%	-	27	1.52%	8	54	1.52%	8	
YSアセットマネジメント株式会社	27,300	1.89%	8	27	1.50%	9	54	1.50%	9	
藤森 肇	20,000	1.38%	9	20	1.10%	10	40	1.10%	10	監査役
ニッセイ・キャピタル5号投資事業有限責任組合	60,000	4.14%	4	-	-	-	-	-	-	
グローバル・タイガー・ファンド3号 投資事業有限責任組合	17,000	1.17%	10	-	-	-	-	-	-	
(大株主上位10名)	1,305,700	90.17%	-	1,151	63.24%	-	2,302	63.24%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	200,600	13.85%	-	194	10.69%	-	389	10.69%	-	
発行済株式総数(自己株式数含まず)	1,448,100	100.00%	-	1,821	100.00%	-	3,642	100.00%	-	
発行済株式総数(自己株式数含む)	1,466,000	-	-	1,821	-	-	3,642	-	-	
参考:自己株式数	17,900	1.22%	-	0	0.00%	-	0	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合										

(注) 20年9月1日付で1:2の株式分割を実施

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券届出書、四半期報告書、会社ヒアリング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

有価証券届出書及び有価証券報告書では14/12期以降の業績数値が開示されている。17/12期から連結業績の開示となっている。

主力であるインソーシング事業の売上高は、単体業績のみ開示の14/12期～16/12期、連結業績開示が始まった17/12期以降はインソーシング事業の報告セグメントの売上高で推移を捉えることができる。14/12期から19/12期まで年平均19.4%のペースで連続して増収を続けてきた。インソーシング事業の増収要因として、同期間で単体の従業員数が年平均14.7%のペースで増加したことが挙げられるが、増員だけでなく1人当たり売上高の増加も増収に寄与した。

一方、利益面では16/12期に経常減益を経験している。これは、本社の移転費用の影響が大きく、一時的な要因によるものである。そのため、17/12期以降は利益率の上昇と相まって増益が続いている。

◆ 19年12月期は上場時会社計画を超過して増収増益

19/12期は、売上高1,624百万円(前期比17.0%増)、営業利益205百万円(同20.1%増)、経常利益191百万円(同8.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益133百万円(同8.6%増)となった。

上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は101.1%、営業利益は103.9%、経常利益は104.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は108.0%であった。

インソーシング事業は、売上高が前期比19.6%増、セグメント利益が同32.5%増となった。期末のシェアード社員は134名で前期末比3名増に留まったが、高い稼働率が維持されたことと、社員のスキルアップによる単価上昇等により、業績が拡大した。セグメント利益率は同4.0%ポイント上昇の35.7%となった。

セキュリティ事業は売上高が前期比2.0%増、セグメント利益が同12.9%減となった。18/12期にクレジットカード関連のセキュリティサービスで発生した特需がなくなった分を教育研修サービスの増収でカバーしてセキュリティ事業全体では増収を確保したが、教育研修サービスの利益率が相対的に低いために減益となった。セグメント利益率は同3.4%ポイント低下の19.4%となった。

セグメント利益率が高いインソーシング事業の売上構成比の上昇と、インソーシング事業のセグメント利益率の改善が相まって、全体の売上高営業利益率は前期比0.4%ポイント改善の12.7%となった。

◆ 上場時の公募増資により自己資本は増強

19年12月の上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、18/12期末に53.6%であった同社の自己資本比率は19/12期末に68.1%となり、上場前に比べてその水準を切り上げている。

> 他社との比較

◆ IT人材を顧客企業に提供する事業を行う企業と比較

自社で抱えるIT人材をシェアする形で顧客企業に提供するビジネスモデルを持つ企業は他には見当たらない。そこで、方法は異なるものの、IT人材を顧客企業に提供する事業を行う上場企業と財務指標を比較した。

比較対象企業は、自社やフリーのIT技術者の派遣を中核事業とするBranding Engineer(7352 東証マザーズ)、フリーランスIT人材紹介を主要事業とするギークス(7060 東証一部)、フリーのコンサルタントと企業とのマッチングサービスを主要事業とするみらいワークス(6563 東証マザーズ)とした(図表8)。

ビジネスモデル自体の違いに加え、主力サービス以外の事業の有無、決算期の違いで新型コロナウイルス禍による影響の有無といった様々な違いがあるため、単純比較は難しい。明確なのは、同社が他社より規模が小さいことである。また、収益性指標の総資産経常利益率で他社を上回っている以外で、特段優位性がある指標はなかった。

【 図表 8 】 財務指標比較 : IT 人材を顧客企業に提供する企業

項目	銘柄	コード	ユナイテッドグロウ 4486		Branding Engineer 7352		ギークス 7060	みらいワークス 6563
			直近決算期 19/12期	(参考)	20/8期	(参考)	20/3期	20/9期
規模	売上高	百万円	1,624	-	3,110	-	3,544	4,155
	経常利益	百万円	191	-	116	-	675	79
	総資産	百万円	1,532	-	1,137	-	4,700	1,545
収益性	自己資本利益率	%	17.5	12.8	20.5	16.1	12.8	5.3
	総資産経常利益率	%	15.6	12.5	11.5	10.3	14.7	5.4
	売上高営業利益率	%	12.7	-	3.3	-	19.3	1.9
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	25.0	-	47.2	-	23.3	22.3
	経常利益(同上)	%	137.5	-	-	-	860.6	-14.1
	総資産(同上)	%	38.4	-	42.7	-	31.4	31.3
安全性	自己資本比率	%	68.1	-	44.0	-	71.4	52.7
	流動比率	%	304.5	-	223.6	-	333.1	191.6
	固定長期適合率	%	9.3	-	14.1	-	12.3	17.7

(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(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)
 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)
 Branding Engineerは3期前が経常損失のため、経常利益の成長性の数値はなし
 ユナイテッドグロウは17/12期より連結決算のため成長性の指標は3期前の単体の数値との比較
 ユナイテッドグロウと Branding Engineerは期中の上場により資金調達を行っている。期初の数値が資金調達前の数値のため、実体より高めの数値となる可能性がある指標については、参考情報として、期初と期末の平均値ではなく、期末の数値を用いて算出した数値も表記している
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は、ノウハウ蓄積の起点となるシェアード・エンジニアリングの仕組みにある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 9 に示した。

同社の知的資本の源泉は、組織資本の知的財産またはノウハウに属する「シェアード・エンジニアリングの仕組み」にある。中堅・中小企業の情報システム部門の機能を支える IT 人材の需要が強いのに同社と同じビジネスモデルでの参入企業が見当たらないのは、シェアード・エンジニアリングの仕組みを構築するのに相当の時間がかかるためである。実際、同社も損益分岐点を越えるまでに相当の時間を費やしてきた。

シェアード・エンジニアリングの仕組みの要は、「顧客が抱える課題をいかに解決したか」という成功体験を蓄積するとともに、それを組織内でシェア（共有）して、次の課題解決につなげるという循環を作ることである。この循環が機能して、シェアされた知識やノウハウをもとに次の顧客の課題解決が進むと、関係資本である顧客との関係が強まるとともに、組織資本であるシェアード社員の経験値が増していく。そしてその成功体験はまた蓄積、シェアされていき、事業の成長が継続していくと考えられる。

【 図表 9 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・インソーシング事業のサービスの利用	・期末会員数 506社 (19/12期末) 543社 (20/12期3Q末)	
			・顧客数 (稼働会員数) 190社 (19/12期)	
			・会員の稼働率 (稼働会員数÷期末会員数) 37.5% (19/12期)	
	ブランド	・「Syszo」の利用	・会員数 8,600名 (19/12期末)	
		・「Kikzo」の利用	・利用者数 詳細の開示なし	
	ネットワーク	・会社の知名度	・書籍の発行 「ワークスタイル・パラダイムシフト」(14年8月)	
組織資本	プロセス	・インソーシング事業におけるシェアード社員	・シェアード社員の人数 134社 (19/12期末) 153社 (20/12期3Q末)	
			・シェアード社員の採用 開示なし	
			・シェアード社員の離職率 開示なし	
		・インソーシング事業でのシェアード社員の稼働	・シェアード社員の稼働率 19/12期1Qの稼働を100とした場合 19/12期4Q97.9 20/12期3Q88.5	
	知的財産 ノウハウ	・シェアード・エンジニアリングの仕組み	・シェアード社員1人当たり担当社数 3.79社 (19/12期末)	
			・1社当たり担当人数 2.87人 (19/12期末)	
		・インソーシング事業での集客	・チャネル別割合 口コミ(紹介) 32% ウェブ経由60% 他8%	
	人的資本	経営陣	・創業社長の存在	・顧客の課題解決の体験の蓄積・共有 詳細の開示なし
				・組織風土 「ティール組織」としての組織風土
				・社内の諸制度 詳細の開示なし
			・社内のITシステム 詳細の情報なし	
従業員		・インセンティブ	・創業からの年数 05年2月の創業から15年経過	
			・代表取締役社長による保有 784千株 (27.45%) 資産管理会社の持分1,000千株を含めると 1,784千株 (48.98%)	
			・代表取締役社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く) 110千株 (6.49%) (19/12期末)	
			・監査等委員、役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く 49百万円 (3名) (19/12期)	
		・企業風土	・従業員数 連結156名 単体153名 (19/12期末)	
		・インセンティブ	・平均年齢 35.8歳 (単体) (19/12期末)	
	・平均勤続年数 4.0年 (単体) (19/12期末)			
	・従業員持株会 あり 2.54%の保有			
	・ストックオプション 389,600株 (10.69%)			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は20/12期上期、または20/12期上期末のものとする

株数に關係する項目は、20年9月1日付1:2の株式分割後の株数に直している

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のIR資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、ミッションとして、「中堅・中小企業を強くする。働き方を革新する。」を、ビジョンとして「中堅・中小企業の情報システム部門に最も影響力のある会社となる。」を掲げており、事業を通じて社会に貢献していく方針を採っている。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は4名の取締役で構成され、うち1名が社外取締役である。

社外取締役の土井明史氏は、シティア公認会計士共同事務所のパートナーである。自身で設立したエイゾン・パートナーズの代表パートナー、Mマート(4380 東証マザーズ)の監査役との兼任である。過去、連結子会社のf j コンサルティングの監査役を務めていたこともある。

同社の監査役会は常勤監査役1名を含む3名の社外監査役で構成される。

常勤監査役の肥後一雄氏は、住友信託銀行(現三井住友信託銀行)で長くキャリアを積んだ後、パソナ(現パソナグループ、2168 東証一部)の取締役、日本アウトソーシングの代表取締役社長を経て、パソナの常勤監査役等を務めた。現在は連結子会社のf j コンサルティングの監査役との兼任である。

監査役の藤森肇氏は、富士通(6702 東証一部)を経て、松下情報システム(現パナソニックシステムデザイン)の常務取締役を務めた。

監査役の依田修一氏は、田宮・堤法律事務所(現田宮法律事務所)の弁護士で、桐蔭横浜大学法学部客員教授を兼任している。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ シェアード社員の採用と定着率向上及び育成

今後事業規模を拡大していくために、シェアード社員の増員は欠かせない。採用力を強化するとともに、定着率を高めるために、業務効率化のほか、働きやすい環境のための制度整備を進めていく必要がある。

また、シェアード社員のレベル向上のための機会をさらに充実させることで、量の拡大と質の向上を同時に実現する体制強化を図っていくことが必要となる。それがシェアード・エンジニアリングの仕組みの強化につながっていく。

◆ シェアード・エンジニアリングの仕組みの強化

シェアード・エンジニアリングの仕組みは同社の競争力の源泉である。顧客課題解決のノウハウの蓄積をさらに進めていくと同時に、社内制度、人事制度、社内 IT システムの改良等を行い、絶えず仕組みを磨き上げていくことが必要である。

◆ 新サービスの開発に関係する形でのセキュリティ事業の育成

同社は、既存のシェアード・エンジニアリングの仕組みを基盤に、新しいサービスの開発を行っていくことを検討している。IT の中でも専門性の高い分野に特化するサービスが想定されているが、既存のセキュリティ事業も、そのひとつとして考えられている。ところが、現時点では、セキュリティという専門分野の人材育成の場という位置づけに留まっているとみられ、シェアード・エンジニアリングの仕組みとつながった形での展開を図ることが求められる。

> 今後の事業戦略

◆ 事業規模拡大期に入ったという認識のもとでの成長戦略

同社は、上場以前を「ビジネス確立期」、これからは「事業規模拡大期」と位置づけている。事業規模拡大を今後の成長戦略の根幹に据え、主力のインソーシング事業において、以下の4つを念頭に置いて事業展開をしていくとしている。

- (1) 顧客ターゲットの選択と集中。従業員数 50~1,000 人規模の、首都圏エリアの成長企業にターゲットを絞り込み、経営リソースを集中する。
- (2) 分割と増殖。現在約 130 人で 1 チームのインソーシング事業を 2 チーム体制にして案件対応力を強化する。
- (3) ノウハウの深化。課題解決の経験を社内で蓄積していくとともに、社内研修の仕組みである「UG アカデミー」を通じて、蓄積された経験の社内シェアを更に進めていく。
- (4) グループの総合力の強化の一環として、高い専門性を必要と

する特化型サービスを開発する。その第一弾としてセキュリティ事業が位置づけられている。

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"> 大企業向けITコンサルティング並みの提供価値を中堅・中小企業に提供するビジネスモデル <ul style="list-style-type: none"> - 顧客企業にとってサービスを開始しやすい仕組み (スモールスタート可能、ポイントの事前購入による支払い等) - 他社にとっては収益化までの時間がかかる参入障壁の高さ 権限移譲と現場主義による社員のモチベーションの高さ <ul style="list-style-type: none"> - 現場手動のオペレーションとその運用を支える組織風土の醸成 顧客の抱える課題解決のノウハウの蓄積と社内でシェアする仕組み 創業社長の存在
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> サービスの知名度がまだ低い状況 セキュリティ事業がまだ大きく業績貢献していない状況 創業社長への依存度の高さ
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> 中堅・中小企業におけるIT人材への需要の高さ <ul style="list-style-type: none"> - クラウドサービスの普及によるITソリューションの選択肢の増加（選択する必要性の増加） - IT人材の不足及び機能する情報システム部門が置けない企業が多い状況 対象とする東京都内だけでも中堅・中小企業が多く、市場開拓の余地が大きい状況 シェアード社員の採用増による事業規模拡大 上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 中堅・中小企業の経営環境が急速に悪化する可能性 競争の激化の可能性（特に競合するサービスの出現） 東京に集中して展開していることによる、東京で有事が発生した時に影響が大きくなる可能性 シェアード社員の採用、育成、定着が思うように進まない可能性 新型コロナウイルス感染症の感染拡大の影響による先行きの不透明さ

(出所) 証券リサーチセンター

> 経営戦略の評価

◆ 「ティール組織」としての組織風土を醸成できている点が競争力の源泉と評価

同社の競争力の源泉であるシェアード・エンジニアリングは、単なるシステム上の技術の話に留まらず、事業スキーム、人事・評価制度、情報をシェアする場といったものの総称と捉えた方が理解しやすい。そのため、証券リサーチセンター（以下、当センター）では、シェアード・エンジニアリングを仕組みとして捉えている。

その仕組みの中で重要なのは、シェアード社員がどのように活動するのかという観点である。この点について同社は、いわゆる「ピラミッド型」の組織で管理する部分は最小限に抑え、顧客に対してサービス提供するオペレーション部分は、現場（顧客企業）が主役の「逆ピラミッド型」の組織で運営する方法を採っている。実際には、1人のシェアード社員が複数の顧客企業を担当し、逆に、1社に複数のシェア

ード社員が関与する形で日々のオペレーションが回っているため、固定的な組織では運用上限界がある。さらに、顧客の課題解決の成功体験を自律的にシェアすることで競争力を強化することを重視しているため、同社では早い段階から、いわゆる「ティール組織」の風土を醸成してきた。

「ティール組織」とは、お互いのつながりを深める取り組みや支援を通じて構成されるネットワーク型の組織、または組織運営の手法のことである。極力フラットな組織で、指図命令がほとんどないのが特徴である。同社では、「仕事は自分で見つけるもの」としている。また、半数以上のシェアード社員が、社内の仕事を兼任しており、その仕事をする中で、「つながり」を維持発展させているのだという。

同社は長く試行錯誤をしながら、この「ティール組織」の風土を醸成してきたという。現在の形が完成形ではないかもしれないが、同社と同じサービスを提供する場合は、この「ティール組織」の風土醸成は避けられないと考えられることから、参入障壁は予想以上に高いものと考えられる。

◆ 規模が拡大しても「ティール組織」であることのメリットが保たれるかに注目

「成長戦略」のところで既述の通り、同社は今からを「事業規模拡大期」と位置づけている。そのため、シェアード社員の増員は避けて通れない。

「ティール組織」は明確な指示系統がほとんど存在しないため、メンバーの自己マネジメント力が求められる組織とも言える。また、その組織風土に慣れるのにある程度時間がかかることも考えられる。「ティール組織」であることのデメリットが生じないか、また、規模が拡大しても「ティール組織」であることのメリットが保たれるかに注意を払っていきたい。

> 今後の業績見通し

◆ 20年12月期会社計画

20/12期の会社計画は、売上高1,826百万円(前期比12.4%増)、営業利益218百万円(同6.6%増)、経常利益218百万円(同14.4%増)、親会社株主に帰属する当期純利益147百万円(同10.0%増)である(図表11)。第3四半期終了時点で、期初計画は据え置かれている。

インソーシング事業は、売上高が前期比19.0%増、セグメント利益が同30.5%増を計画している。会員企業数とシェアード社員の増加を見込むと同時に、稼働率を高い水準で維持することと、社内研修を強化

し社員のスキルアップを図ることで、単価上昇につなげ、利益率上昇を目指している。セグメント利益率は同 3.6%ポイント上昇の 40.8%を計画している。

セキュリティ事業については売上高が前期比 31.9%減、セグメント利益が同 87.8%減と計画している。18/12 期にクレジットカード関連のセキュリティサービスで発生した特需がなくなった影響が続くことを想定している。

セグメント利益率が高いインソーシング事業の売上構成比の上昇と、インソーシング事業のセグメント利益率の改善が進む一方、システム投資やインソーシング事業でのシェアード社員のチーム再編のための費用増を見込み、売上高営業利益率は前期比 0.7%ポイント低下の 12.0%を予想している。

なお、20/12 期の 1 株当たり配当金は、期初予想より 1.0 円増額修正の 6.0 円を計画している。前期より 2.0 円の増配となる (20 年 9 月 1 日付の 1:2 の株式分割の調整後)。20/12 期の配当性向は、19/12 期の 8.7%に対し、14.8%まで上昇する見込みである。

【 図表 11 】 ユナイテッドグロウの 20 年 12 月期の業績計画 (単位:百万円)

	17/12期	18/12期	19/12期	20/12期	
	実績	実績	実績	会社計画 (期初)	前期比
売上高	1,175	1,388	1,624	1,826	12.4%
インソーシング事業	991	1,181	1,412	1,682	19.0%
売上構成比		85.1%	87.0%	92.1%	-
セキュリティ事業	184	207	211	144	-31.9%
売上構成比		14.9%	13.0%	7.9%	-
売上総利益	499	610	762	893	17.2%
売上総利益率	42.4%	44.0%	46.9%	48.9%	-
営業利益	98	171	205	218	6.6%
売上高営業利益率	8.4%	12.3%	12.7%	12.0%	-
インソーシング事業	188	396	525	686	-
セグメント利益率	18.3%	31.7%	35.7%	40.8%	-
セキュリティ事業	72	47	41	5	-
セグメント利益率	39.2%	22.8%	19.4%	3.5%	-
調整額	-162	-272	-361	-473	-
経常利益	103	176	191	218	14.4%
売上高経常利益率	8.8%	12.7%	11.8%	12.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	67	123	133	147	10.0%
売上高当期純利益率	5.7%	8.9%	8.2%	8.1%	-

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 20 年 12 月期第 3 四半期累計期間決算

20/12 期第 3 四半期累計期間は、売上高 1,249 百万円(前年同期比 5.3%増)、営業利益 160 百万円(同 0.9%増)、経常利益 160 百万円(同 2.2%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益 109 百万円(同 1.8%減)であった。通期計画に対する進捗率は、売上高が 68.4%、営業利益が 73.3%である。

インソーシング事業は、売上高、セグメント利益とも前年同期比 12.3%増となった。期末シェアード社員数は 153 名で 19/12 期末比 19 名増となった。セグメント利益率は前年同期比 0.7%ポイント上昇の 36.9%となった。

セキュリティ事業は売上高が前年同期比 39.4%減、セグメント利益が同 72.8%減となった。緊急事態宣言以降、教育研修サービスを中心にサービス停滞の影響を受けた。セグメント利益率は同 12.6%ポイント低下の 10.2%となった。

これらの結果、全体の売上高営業利益率は前年同期比 0.6%ポイント低下の 12.8%となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 20年12月期

当センターでは、同社の20/12期業績について、第3四半期までの状況を踏まえながら、売上高1,780百万円(前期比9.6%増)、営業利益227百万円(同10.6%増)、経常利益227百万円(同18.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益153百万円(同14.2%増)とした。売上高は会社計画水準には届かないものの、利益は会社計画をいくらか上回る水準を予想した(図表12)。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) インソーシング事業の売上高は、顧客企業数(実働会員数)と1顧客企業当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。また、顧客企業数は、予想した期末会員数に稼働率(顧客企業数÷期末会員数)を掛けて算出した。20/12期は、期末会員数555社(第3四半期末543社)、稼働率38.0%(19/12期37.5%)から、顧客企業数は211社(19/12期190社)とし、1社当たり売上高7,800千円(同7,437千円)と掛け合わせ、同事業は前期比16.4%増収になると予想した。
- (2) セキュリティ事業の売上高は前期比36.1%減の135百万円とした(20/12期第3四半期累計期間96百万円)。
- (3) 売上総利益率は、前期比1.1ポイント改善の48.0%(第3四半期累計期間は45.8%)とした。会社計画の48.9%より低い想定としたのは、緊急事態宣言の発出等によるシェアード社員の稼働率の低下によって第2四半期43.8%、第3四半期45.2%と低下したことを反映させたためである。なお、第4四半期の売上総利益率は、稼働率改善により第2～3四半期よりも改善するものとして予想としている。
- (4) 販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比12.6%増、売上高販管費率は同0.9%ポイント上昇の35.2%とした。その結果、20/12期の売上高営業利益率は同0.1%ポイント改善の12.8%になるものと予想した(会社計画では12.0%、第3四半期累計期間実績では12.8%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 21年12月期

21/12期業績について、売上高2,050百万円(前期比15.2%増)、営業利益276百万円(同21.5%増)、経常利益275百万円(同21.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益186百万円(同21.6%増)とした。

- (1) インソーシング事業の売上高は、期末会員数630社(前期比75社増)、稼働率(顧客企業数÷期末会員数)38.0%(前

期と同じ)、顧客企業数 239 社(前期比 28 社増)、1 顧客企業当たり売上高 8,000 千円(前期は 7,800 千円)と予想し、前期比 16.4%増収になると予想した。1 顧客企業当たり売上高は、シェアード社員のレベルアップによる単価上昇を想定している。

- (2) セキュリティ事業の売上高は前期と同じ 135 百万円とした。
- (3) 売上総利益率は、前期比 0.4%ポイント改善の 48.4%とした。インソーシング事業において、20/12 期に悪化したシェアード社員の稼働率改善を想定している。
- (4) 販管費は前期比 14.2%増、売上高販管費率は同 0.3%ポイント低下の 34.9%とした。その結果、21/12 期の売上高営業利益率は同 0.7%ポイント改善の 13.5%になるものと予想した。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想 ～ 22 年 12 月期以降

22/12 期以降について、22/12 期は前期比 13.0%、23/12 期は同 11.9%の増収が続くと予想した。インソーシング事業が 13.9%増収、12.7%増収と続き、セキュリティ事業の売上高は横ばいで推移するものとした。売上総利益率は 22/12 期が 0.4%ポイント上昇、23/12 期が 0.2%ポイント上昇し、売上高販管費率は 22/12 期 35.2%、23/12 期 35.0%の水準で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 22/12 期 13.6%、23/12 期 14.0%と徐々に上昇していくものと予想した。

【 図表 12 】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)

	17/12期連	18/12期連	19/12期連	20/12期連	20/12期連E	21/12期連E	22/12期連E	23/12期連E
CE								
損益計算書								
売上高	1,175	1,388	1,624	1,826	1,780	2,050	2,316	2,592
前期比	41.2%	18.1%	17.0%	12.4%	9.6%	15.2%	13.0%	11.9%
事業別 (外部顧客への売上高)								
インソーシング事業	991	1,181	1,412	1,682	1,645	1,915	2,181	2,457
前期比	-	19.1%	19.6%	19.0%	16.4%	16.4%	13.9%	12.7%
売上構成比	84.3%	85.1%	87.0%	92.1%	92.4%	93.4%	94.2%	94.8%
セキュリティ事業	184	207	211	144	135	135	135	135
前期比	-	12.5%	2.0%	-31.9%	-36.1%	0.0%	0.0%	0.0%
売上構成比	15.7%	14.9%	13.0%	7.9%	7.6%	6.6%	5.8%	5.2%
売上総利益	499	610	762	893	854	992	1,130	1,270
前期比	-	22.3%	24.9%	17.2%	12.1%	16.1%	13.9%	12.4%
売上総利益率	42.4%	44.0%	46.9%	48.9%	48.0%	48.4%	48.8%	49.0%
販売費及び一般管理費	400	439	556	674	627	716	815	907
売上高販管費率	34.1%	31.6%	34.3%	37.0%	35.2%	34.9%	35.2%	35.0%
営業利益	98	171	205	218	227	276	314	363
前期比	-	73.9%	20.1%	6.6%	10.6%	21.5%	14.0%	15.4%
売上高営業利益率	8.4%	12.3%	12.7%	12.0%	12.8%	13.5%	13.6%	14.0%
事業別 (外部顧客への売上高)								
インソーシング事業	188	396	525	686	646	769	883	1,004
前期比	-	110.6%	32.5%	30.5%	22.9%	19.1%	14.9%	13.7%
セグメント利益率	18.3%	31.7%	35.7%	40.8%	39.3%	40.2%	40.5%	40.9%
セキュリティ事業	72	47	41	5	10	10	10	10
前期比	-	-34.8%	-12.9%	-87.8%	-75.4%	0.0%	0.0%	0.0%
セグメント利益率	39.2%	22.8%	19.4%	3.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
調整額	-162	-272	-361	-473	-428	-503	-578	-651
経常利益	103	176	191	218	227	275	314	363
前期比	626.9%	69.7%	8.5%	14.4%	18.7%	21.6%	14.0%	15.5%
売上高経常利益率	8.8%	12.7%	11.8%	12.0%	12.8%	13.5%	13.6%	14.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	67	123	133	147	153	186	212	244
前期比	551.8%	82.5%	8.6%	10.0%	14.2%	21.6%	14.0%	15.5%
売上高当期純利益率	5.7%	8.9%	8.2%	8.1%	8.6%	9.1%	9.2%	9.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) ユナイテッドグロウ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【 図表 13 】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)

	17/12期連	18/12期連	19/12期連	20/12期連	20/12期連E	21/12期連E	22/12期連E	23/12期連E
CE								
貸借対照表								
現金及び預金	499	654	1,394	-	1,535	1,745	1,988	2,302
売掛金	18	11	14	-	16	18	20	23
仕掛品・貯蔵品	0	9	6	-	7	8	9	10
その他	126	139	17	-	20	20	20	20
流動資産	645	815	1,433	-	1,579	1,791	2,039	2,356
有形固定資産	37	34	36	-	28	18	7	4
無形固定資産	42	33	30	-	24	48	68	48
投資その他の資産	25	33	31	-	54	54	54	54
固定資産	106	102	98	-	107	120	130	106
資産合計	751	918	1,532	-	1,686	1,912	2,169	2,463
買掛金	7	7	7	-	8	9	10	11
未払金	104	83	99	-	106	123	138	155
未払法人税等	37	29	41	-	40	49	56	65
前受金	166	225	258	-	284	328	370	414
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	11	11	11	-	7	0	0	0
その他	48	43	52	-	52	52	52	52
流動負債	376	400	470	-	500	562	629	699
長期借入金	29	18	7	-	0	0	0	0
その他	9	7	10	-	3	3	3	3
固定負債	38	26	18	-	3	3	3	3
純資産合計	336	491	1,043	-	1,183	1,347	1,537	1,760
(自己資本)	336	491	1,043	-	1,183	1,347	1,537	1,760
キャッシュ・フロー計算書								
税金等調整前当期純利益	97	176	191	-	227	275	314	363
減価償却費	11	12	15	-	26	31	31	25
のれん償却費	4	4	4	-	4	0	0	0
売上債権の増減額 (-は増加)	-13	6	-3	-	-1	-2	-2	-2
たな卸資産の増減額 (-は増加)	0	-8	2	-	0	-1	-1	-1
仕入債務の増減額 (-は減少)	0	0	0	-	0	1	1	1
未払金の増減額 (-は減少)	53	-12	17	-	6	16	15	16
前受金の増減額 (-は減少)	4	58	32	-	26	43	42	44
法人税等の支払額	-9	-63	-53	-	-74	-81	-95	-109
その他	15	-23	55	-	-10	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	163	148	261	-	205	283	307	337
有形固定資産の取得による支出	-1	0	-2	-	0	-1	-1	-1
無形固定資産の取得による支出	-13	-12	-11	-	-16	-44	-40	0
その他	0	0	-149	-	-22	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-14	-13	-164	-	-39	-45	-41	-1
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	-	-	-	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-17	-11	-11	-	-11	-7	0	0
株式の発行による収入 (上場関連費用の支出控除後)	-	-	394	-	0	0	0	0
自己株式の売却・取得による収支	-	38	20	-	0	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	-	-	-	1	0	0	0
配当金の支払額	-	-6	-11	-	-14	-21	-21	-21
その他	-	0	0	-	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-17	19	392	-	-24	-29	-21	-21
換算差額	-	-	-	-	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	131	155	489	-	141	209	243	314
現金及び現金同等物の期首残高	438	569	724	-	1,214	1,355	1,564	1,808
現金及び現金同等物の期末残高	569	724	1,214	-	1,355	1,564	1,808	2,122

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) ユナイテッドグローウ有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 投資に際しての留意点

◆ インソーシング事業のシェアード社員の確保について

インソーシング事業の売上高の決定要因のひとつはシェアード社員の人数である。そのため、同事業において、どのようなペースで採用をしていくかが成長速度を見る上での大きな鍵を握る。同時に、離職の抑制もひとつの課題であり、離職が増加しないかどうかにも注意を払っておきたい。

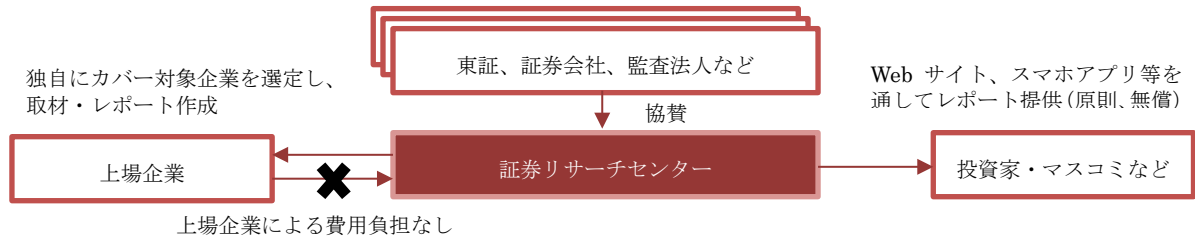
◆ 新型コロナウイルス感染症の感染拡大による影響の可能性

新型コロナウイルス感染症の感染拡大について、現在、第3波が到来しているとされている。同社にとっての集中エリアの東京でも陽性者数の増加傾向が続いている。今後、感染拡大が長期化または深刻化した場合、同社の顧客企業の事業活動の停滞やIT投資意欲の減退等により、同社の業績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

(協賛)

株式会社東京証券取引所

SMBC 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

有限責任あずさ監査法人

EY 新日本有限責任監査法人

株式会社 ICMG

(準協賛)

有限責任監査法人トーマツ

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会

日本証券アナリスト協会

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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。