

ホリスティック企業レポート ユナイトアンドグロウ 4486 東証グロース

アップデート・レポート
2022年6月24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 20220621

ユナイテッドグロウ(4486 東証グロース)

発行日: 2022/6/24

**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
22 年 12 月期はインソーシング事業のシェアード社員の増加ペースに注目**

> 要旨

◆ 会社概要

・ユナイテッドグロウ(以下、同社)は、コーポレート IT 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。

◆ 21 年 12 月期決算

・21/12 期決算は、売上高 2,075 百万円(前期比 19.8%増)、営業利益 289 百万円(同 33.5%増)となった。主力のインソーシング事業が旺盛な需要を背景に前期比 20.1%増収と好調だった。一方、シェアード社員の新規採用が思ったようには進まず、採用予算が未消化となり、利益は期初計画を大きく超過した。

◆ 22 年 12 月期業績予想

・22/12 期業績について、同社は、売上高 2,368 百万円(前期比 14.1%増)、営業利益 307 百万円(同 6.3%増)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/12 期の業績予想を、売上高 2,398 百万円(前期比 15.6%増)、営業利益 320 百万円(同 10.6%増)とした。インソーシング事業は引き続き需要が強く、実働会員数の増加、稼働単価の上昇、シェアード社員の稼働率上昇を想定した。一方、採用費や広告宣伝費等の全社費用の増加を見込み、営業利益の増益率は増収率より低くなるものとした。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、23/12 期は前期比 12.6%増収、24/12 期は同 10.3%増収となり、売上高営業利益率は 24/12 期に 15.5%まで上昇すると予想した。
・浮上した課題は、21/12 期の前半まで思ったように進まなかったシェアード社員の採用である。同社では 21/12 期半ば頃より採用チームの強化を図り、手応えを感じている模様である。インソーシング事業のサービスに対する需要が強いことから、当面はシェアード社員の増加ペースと、質の向上を示すシェアード社員の 1 時間当たり売上高の推移等に注目していきたい。

【 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)
2020/12	1,732	6.7	216	5.5	216	13.4	159	18.9	43.8	326.1	6.0
2021/12	2,075	19.8	289	33.5	294	35.7	198	24.5	53.9	371.1	12.0
2022/12 CE	2,368	14.1	307	6.3	307	4.5	224	13.1	60.3	-	14.0
2022/12 E	2,398	15.6	320	10.6	320	8.9	233	18.0	62.7	422.1	14.0
2023/12 E	2,700	12.6	399	24.9	400	24.8	292	24.8	78.6	486.6	16.0
2024/12 E	2,979	10.3	460	15.3	461	15.3	336	15.3	90.4	561.2	18.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

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。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。

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

【主要指標】

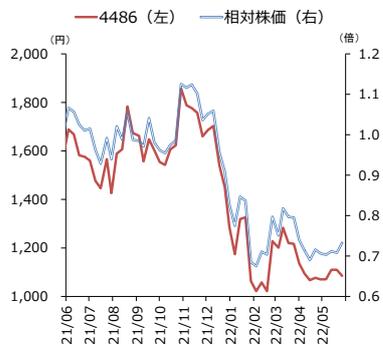
	2022/6/17
株価 (円)	1,085
発行済株式数 (株)	3,717,200
時価総額 (百万円)	4,033

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	20.1	17.3	13.8
PBR (倍)	2.9	2.6	2.2
配当利回り (%)	1.1	1.3	1.5

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	-4.6	-14.0	-38.4
対TOPIX (%)	-0.6	-8.8	-34.7

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2021/6/18

> 事業内容

注1) コーポレートIT部門
従来、顧客企業のサービス対象先の部署について「情報システム部門」と称していたが、20年12月期の決算説明会より、呼称を「コーポレートIT部門」に変更した。

注2) 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。

一般的に、「ひとり情シス」とは、社内の様々なIT関連の業務を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、従業員の数が少数の企業だけでなく、従業員の数が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、業務が集中することでの過酷な労働環境や、離職や採用難等の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、コーポレート IT 部門^{注1}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2}」という言葉があるように、コーポレート IT 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利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）								
	19/12期	20/12期	21/12期	前期比			売上構成比		
				19/12期	20/12期	21/12期	19/12期	20/12期	21/12期
インソーシング事業	1,412	1,598	1,918	19.6%	13.1%	20.1%	87.0%	92.3%	92.5%
セキュリティ事業	211	134	156	2.0%	-36.5%	16.5%	13.0%	7.7%	7.5%
合計	1,624	1,732	2,075	17.0%	6.7%	19.8%	100.0%	100.0%	100.0%

	営業利益（連結）								
	19/12期	20/12期	21/12期	前期比			売上高営業利益率 / セグメント利益率		
				19/12期	20/12期	21/12期	19/12期	20/12期	21/12期
インソーシング事業	525	599	710	32.5%	14.1%	18.5%	37.2%	37.5%	37.0%
セキュリティ事業	41	8	23	-12.9%	-79.8%	187.6%	19.4%	6.2%	15.2%
調整額（全社費用）	-361	-391	-444	—	—	—	—	—	—
合計	205	216	289	20.1%	5.5%	33.5%	12.7%	12.5%	13.9%

(出所) ユナイテッドグロウ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・中小企業のコーポレート IT 部門が脆弱という問題意識

同社のサービスが対象とする中堅・中小企業のコーポレート IT 部門は、その脆弱さが深刻化していると言われている。デル・テクノロジーズや一般社団法人ひとり情シス協会等の調査によると、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「ひとり情シス」の状態にある企業は、企業規模が小さくなるほ

どその割合が高くなる一方、全般的に増員意欲は高まっていて、中堅・中小企業にとって、コーポレート IT 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・中小企業のコーポレート IT 部門の人材不足、または、人材不足に起因するコーポレート IT 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、コーポレート IT 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）。そして、2～8 人のシェアード社員で構成される「スクラム」と呼ばれるチームが、顧客企業のコーポレート IT 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、顧客企業は以下のメリットを得ることができる。

- (1) コーポレート IT 部門の人員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) コーポレート IT 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

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、コーポレート IT 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^{注3}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3) 準委任契約

顧客の側ではなく、人材が所属する企業の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ターゲットは、本社のある東京・御茶ノ水から 50 分で行くことができる、成長志向が強い、従業員数 50~1,000 人規模の中堅・中小企業のコーポレート IT 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、21/12 期末時点で 619 社であった。うち、21/12 期のうちに取引があった顧客企業(実働会員)は 233 社であり、顧客企業数を期末会員数で割って算出される稼働率は 37.6% となった。この 233 社の顧客企業のうち、従業員数 50~1,000 人規模

の企業は、件数ベースで69%、売上高ベースで76%を占めている(図表3)。なお、50人未満の企業の場合、成長志向が強いかどうかで取引を開始するかどうかを判断している。

【図表3】従業員規模別顧客企業数の推移

(単位:社)

従業員規模	19/12期			20/12期			21/12期		
	顧客企業数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比	顧客企業数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比	顧客企業数 (実働会員数)	構成比 (件数ベース)	売上構成比
10人未満	9	5%	5%	10	5%	3%	5	2%	1%
10~50人未満	55	29%	18%	50	25%	17%	57	24%	15%
50~300人未満	95	50%	55%	112	56%	60%	135	58%	63%
300~1,000人未満	19	10%	10%	17	8%	10%	25	11%	13%
1,000~2,000人未満	11	6%	12%	10	5%	9%	10	4%	7%
2,000~5,000人未満	1	1%	0%	1	0%	0%	0	0%	0%
5,000人以上未満	-	-	-	1	0%	2%	1	0%	1%
合計	190	100%	100%	201	100%	100%	233	100%	100%

期末会員数	稼働率 (顧客企業数÷期末会員数)	期末会員数	稼働率 (顧客企業数÷期末会員数)	期末会員数	稼働率 (顧客企業数÷期末会員数)
506	37.5%	555	36.2%	619	37.6%

(出所) ユナイテッドグロウ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、21/12 期末で 162 人である。年によって増減幅の違いはあるが、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、21/12 期のシェアード社員1人当たりの平均担当社数は4.11社、顧客企業1社当たり平均担当人数は3.02人といた状況である(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	20/12期	21/12期
顧客企業数(実働会員数)	社	-	167	190	201	233
期末会員数	社	387	452	506	555	619
会員稼働率(顧客数÷期末会員数)		-	36.9%	37.5%	36.2%	37.6%
シェアード社員数	人	120	131	134	154	162
シェアード社員1人当たり担当社数	社	-	-	3.79	3.75	4.11
1社当たり担当人数	人	-	-	2.87	3.00	3.02
シェアード社員稼働1時間当たり売上高	円	-	6,405	7,056	7,620	7,745

シェアード社員のレベル別分布

	レベル	19/12期末	20/12期末	21/12期末
↑ 高い	L6 (A~Cの3段階)	0.7%	1.4%	1.3%
	L5 (A~Cの3段階)	1.9%	1.4%	0.6%
	L4 (A~Cの3段階)	9.0%	13.6%	12.3%
↓ 低い	L3 (A~Cの3段階)	36.1%	38.6%	39.6%
	L2 (A~Cの3段階)	33.6%	35.7%	37.7%
	L1 (A~Eの5段階)	18.7%	9.3%	8.4%
	合計	100.0%	100.0%	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コーポレートエンジニア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ィ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。加えて、「PCI DSS」に関する教育研修サービスも実施している。

> 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5のようにまとめられる。

【 図表 5 】 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コーポレートIT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

> 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6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・中小企業のコーポレートIT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することである。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 6 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI			
		項目	数値(前回)	数値(今回)	
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 555社	619社(21/12期末) 632社(22/12期1Q末)	
			・顧客企業数(稼働会員数) 201社	233社(21/12期末) 237社(22/12期1Q末)	
			・会員の稼働率(稼働会員数÷期末会員数) 36.2%	37.6%(21/12期末) 37.5%(22/12期1Q末)	
	・「Syszo」の利用	・会員数	直近の開示なし	-----	
	・「Kikzo」の利用	・利用者数	詳細の開示なし	-----	
	ブランド	・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)	-----
ネットワーク	・専門的IT分野での業務委託	・業務委託先の数	詳細の開示なし	-----	
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 154人	162人(21/12期末) 165人(22/12期1Q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 20/12期4Q94.2	19/12期1Qの稼働を100とした場合 21/12期4Q100.8	
		・シェアード社員1人当たり担当社数	3.75社	4.11社	
		・1社当たり担当人数	3.00人	3.02人	
	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	・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	-----
人的資本	経営陣	・創業社長の存在	・創業からの年数	05年2月の創業から16年経過 05年2月の創業から17年経過	
		・インセンティブ	・代表取締役社長による保有	684千株(18.76%) 資産管理会社の持分1,000千株を含めると 1,684千株(46.17%)	584千株(15.72%) 資産管理会社の持分1,000千株を含めると 1,584千株(42.62%)
			・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(3.02%)	133千株(3.59%)
			・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)	59百万円(3名)
			・従業員数	連結175名 単体172名	連結194名 単体190名
	従業員	・企業風土	・平均年齢	35.7歳(単体)	36.0歳(単体)
			・平均勤続年数	4.3年(単体)	4.6年(単体)
			・従業員持株会	あり 2.14%の保有	あり 2.02%の保有
		・インセンティブ	・ストックオプション	367,400株(10.07%)	297,200株(7.98%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は20/12期または20/12期末、今回は21/12期または21/12期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

(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、ウェブサイト、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> 決算概要

◆ 21年12月期はインソーシング事業の需要が旺盛で増収増益

21/12期業績は、売上高 2,075 百万円（前期比 19.8%増）、営業利益 289 百万円（同 33.5%増）、経常利益 294 百万円（同 35.7%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 198 百万円（同 24.5%増）となった。

期初会社計画に対する達成率は、売上高は 100.1%、営業利益は 116.0%、経常利益は 118.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は 114.6%であった。

インソーシング事業は、売上高が前期比 20.1%増、セグメント利益が同 18.5%増となった。コーポレート IT 部門で慢性的に人材不足が続いていることを背景とした新規顧客の増加が順調で、期末の会員数は前期末比 11.5%増の 619 社、実働会員数は同 15.9%増の 233 社となった。また、稼働単価も上昇し、シェアード社員 1 人当たり売上高は同 9.5%増となった。一方、21/12 期第 2 四半期頃まで新規採用が伸び悩み、社内での異動の増加とも相まって、期末のシェアード社員は 162 名と同 8 名増に留まった。費用面では、シェアード社員に対する処遇充実や期末賞与の増額等があり、セグメント利益は期初計画を若干下回り、セグメント利益率は前期比 0.5%ポイント低下の 37.0%となった。

セキュリティ事業は売上高が前期比 16.5%増、セグメント利益が同 2.9 倍となった。カード情報セキュリティの国際統一基準である「PCI DSS」の新基準適用（バージョンアップ）が 22 年に延期になったのに伴い、「PCI DSS」のコンサルティングの需要が振るわず、売上高、利益ともに計画ほどは伸びなかった。しかし、サブスクリプション型サービスの受注が堅調だったため、セグメント利益率は同 9.0%ポイント上昇の 15.2%となった。

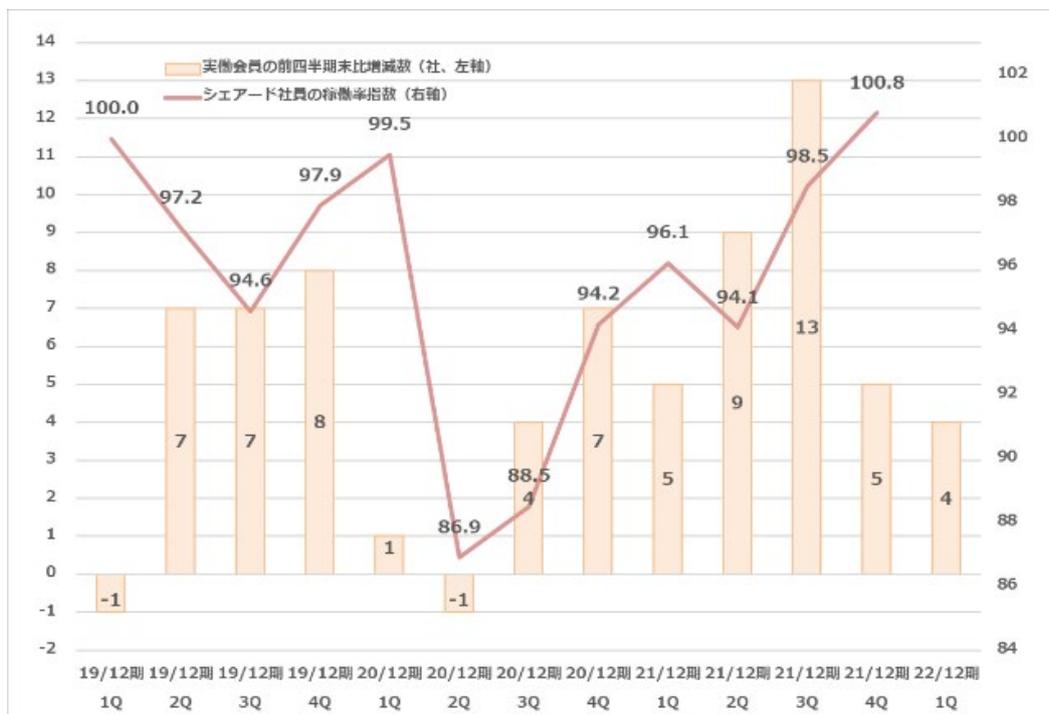
セグメント利益率が高いインソーシング事業の売上構成比の上昇と、セキュリティ事業のセグメント利益率の上昇に加え、採用関連予算の未消化が相まって、売上高営業利益率は前期比 1.4%ポイント上昇の 13.9%となった。

> 最近の変化

◆ インソーシング事業でのシェアード社員の状況

インソーシング事業におけるシェアード社員の稼働について、19/12 期第 1 四半期の稼働率を 100 とした稼働率指数は、新型コロナウイルス禍の影響で 20/12 期の第 2 四半期と第 3 四半期に大きく低下したが、その後盛り返し、21/12 期第 4 四半期には 100 を超える水準まで回復した（図表 7）。それに伴い、実働会員数も純増しており、サービスに対する需要が旺盛なことを示している。

【 図表 7 】 インソーシング事業におけるシェアード社員の稼働率指数と
実働会員の増減数の四半期推移

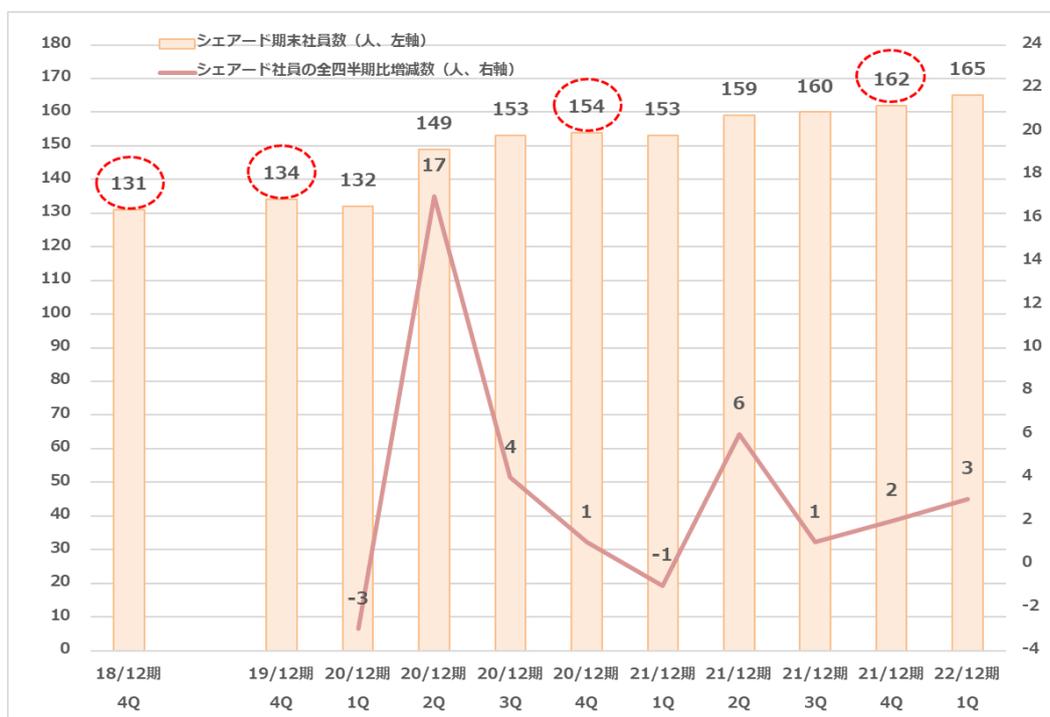


(注) 稼働率指数は、19/12 期第 1 四半期の稼働率を 100 とした指数。22/12 期第 1 四半期の開示はなし
(出所) ユナイテッドグロウ四半期報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

一方、サービスを提供するシェアード社員の人数は伸び悩み、21/12 期末は前期末 8 人の増員に留まった。シェアード社員の確保については、21/12 期第 2 四半期まで苦戦をしていたようで、書き入れ時とされる第 2 四半期でも 6 人の増員に留まった(図表 8)。苦戦の理由は、採用しようとする人材の質が上がり、人材を取り合う先が大手 IT 企業やコンサルティング会社に変った結果、他社に取られてしまうことが増えたためとしている。

同社では、その対応として、採用プロセスの見直しを行ったほか、一部シェアード社員を専属させて採用チームを強化した。同社では手応えを感じているようで、まずは書き入れ時の 22/12 期第 2 四半期の増加数に注目したい。

【 図表 8 】 シェアード社員数の四半期推移



(出所) ユナイテッドグロウ四半期報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 今後の業績見通し

◆ 22年12月期会社計画

22/12期について、同社は、売上高 2,368 百万円 (前期比 14.1%増)、営業利益 307 百万円 (同 6.3%増)、経常利益 307 百万円 (同 4.5%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 224 百万円 (同 13.1%増) と計画している (図表 9)。同社は 22/12 期より新収益認識基準を適用しているが、適用による収益認識の方法等の変更はないとしている。

インソーシング事業は、売上高を前期比 14.2%増、セグメント利益を同 28.4%増と計画している。旺盛な需要を背景とした実働会員数の増加、採用強化によるシェアード社員の増加に加え、シェアード社員のスキル向上による稼働単価の上昇、シェアード社員の配置等のノウハウの蓄積が進むことによる稼働率上昇を想定している。稼働単価と稼働率の上昇は利益率改善にも寄与するため、セグメント利益率は同 4.6%ポイント上昇の 41.6%を計画している。

セキュリティ事業は、売上高を前期比 13.6%増、セグメント利益を同 0.3%増、セグメント利益率は同 1.7%ポイント低下の 13.5%を計画している。「PCI DSS」の新基準の適用を控えて、22/12 期後半から、関

連するコンサルティングサービス等への需要が強まることを想定している。一方で、需要の増加に向けた人員の増加及び育成のための費用増で利益はほぼ横ばいで計画している。

インソーシング事業でのセグメント利益率の上昇は、全体の利益率上昇要因となる一方、採用費や広告宣伝費等の全社費用の増加が見込まれるため、同社は、売上高営業利益率を前期比 0.9%ポイント低下の13.0%と予想している。

なお、22/12 期の 1 株当たり配当金は、期初予想より 2.0 円増額した 14.0 円を計画している。22/12 期の配当性向は、21/12 期の 22.3%に対し、23.5%になる見込みである。

【 図表 9 】 ユナイテッドグローウの 22 年 12 月期の業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」 適用前				「収益認識に関する会計基準」 適用後	
	18/12期	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期 会社計画	前期比
	実績	実績	実績	実績		
売上高	1,388	1,624	1,732	2,075	2,368	14.1%
インソーシング事業	1,181	1,412	1,598	1,918	2,190	14.2%
売上構成比	85.1%	87.0%	92.3%	92.5%	92.5%	-
セキュリティ事業	207	211	134	156	177	13.6%
売上構成比	14.9%	13.0%	7.7%	7.5%	7.5%	-
売上総利益	610	762	804	1,014	1,172	15.6%
売上総利益率	44.0%	46.9%	46.5%	48.9%	49.5%	-
販売費及び一般管理費	439	556	588	724	864	19.3%
売上高販管費率	31.6%	34.3%	34.0%	34.9%	36.5%	-
営業利益	171	205	216	289	307	6.3%
売上高営業利益率	12.3%	12.7%	12.5%	13.9%	12.0%	-
インソーシング事業	396	525	599	710	911	28.4%
セグメント利益率	33.6%	37.2%	37.5%	37.0%	41.6%	-
セキュリティ事業	47	41	8	23	23	0.3%
セグメント利益率	22.8%	19.4%	6.2%	15.2%	13.0%	-
調整額	-272	-361	-391	-444	-627	-
経常利益	176	191	216	294	307	4.5%
売上高経常利益率	12.7%	11.8%	12.5%	14.2%	12.0%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	123	133	159	198	224	13.1%
売上高当期純利益率	8.9%	8.2%	9.2%	9.6%	9.5%	-

(注) 22/12 期より新収益認識基準適用。22/12 期の前期比は新基準適用前の 21/12 期実績値との比較
(出所) ユナイテッドグローウ有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 22 年 12 月期第 1 四半期

22/12 期第 1 四半期は、売上高 565 百万円 (前年同期比 15.7%増)、営業利益 90 百万円 (同 27.7%増)、経常利益 90 百万円 (同 27.9%増)、

親会社株主に帰属する四半期純利益 66 百万円 (同 33.3%増) であった。22/12 期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は旧基準の前年同期の数値との比較となるが、適用に伴う財務諸表への影響はない。通期計画に対する進捗率は、売上高が 23.9%、営業利益が 29.3%である。

インソーシング事業は、売上高は前年同期比 17.3%増、セグメント利益は同 29.1%増、セグメント利益率は同 3.8%ポイント上昇の 41.9%となった。旺盛な需要環境が続き、会員数は同 10.9%増の 632 社、実働会員数は同 15.0%増の 237 社、シェアード社員数は同 7.8%増の 165 人、シェアード社員のスキル向上による稼働 1 時間当たり売上高は同 5.4%増の 8,127 円となった。

セキュリティ事業は、売上高は前年同期比 1.9%減、セグメント利益は同 17.0%減、セグメント利益率は同 2.8%ポイント低下の 15.3%となった。サブスクリプション型サービスは堅調だったものの、目立ったコンサルティング案件がなかった。

これらの結果、インソーシング事業でのセグメント利益率の上昇が牽引し、また、大きな全社費用もなかったため、売上高営業利益率は前年同期期比 1.5%ポイント上昇の 16.0%となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 22 年 12 月期

証券リサーチセンター (以下、当センター) では、21/12 期及び 22/12 期第 1 四半期の業績を踏まえ、22/12 期以降の業績予想を見直した。

当センターでは、同社の 22/12 期業績について、売上高 2,398 百万円 (前期比 15.6%増)、営業利益 320 百万円 (同 10.6%増)、経常利益 320 百万円 (同 8.9%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 233 百万円 (同 18.0%増) とした。売上高、利益とも会社計画を若干上回る水準を予想した (図表 10)。

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。22/12 期は、期末会員数 690 社 (前期末 619 社)、稼働率 38.5% (前期 37.6%) から、顧客企業数は 266 社 (同 233 社) とし、1 社当たり売上高 8,350 千円 (同 8,236 千円) と掛け合わせ、

同事業は前期比 15.6%増収になると予想した。

- (2) セキュリティ事業の売上高は会社計画とほぼ同額の 180 百万円（前期比 15.0%増）とした。
- (3) 売上総利益率は、前期比 0.6%ポイント改善の 49.5%と会社計画と同水準とした。インソーシング事業における稼働単価と稼働率の上昇が全体の売上総利益率改善につながっていく展開を想定している。
- (4) 販売費及び一般管理費（以下、販管費）は前期比 19.6%増、売上高販管費率は同 1.2%ポイント上昇の 36.1%とした。全社費用として計上される採用費や広告宣伝費等の増加を織り込んだ。その結果、22/12 期の売上高営業利益率は同 0.5%ポイント低下の 13.4%になるものと予想した（会社計画では 13.0%）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23年12月期以降

23/12 期以降について、23/12 期は前期比 12.6%、24/12 期は同 10.3%の増収が続くと予想した。インソーシング事業が同じく 13.2%増収、10.8%増収、セキュリティ事業が 5.6%増収、4.2%増収で推移するものとした。売上総利益率は 23/12 期は前期比 0.3%ポイント、24/12 期は同 0.2%ポイントと緩やかに改善していき、売上高販管費率は 23/12 期 34.9%、24/12 期 34.5%の水準で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 23/12 期 14.8%、24/12 期 15.5%と徐々に上昇していくものと予想した。

【 図表 10 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後					
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期 CE	22/12期E (今回)	22/12期E (前回)	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E
損益計算書									
売上高	1,624	1,732	2,075	2,368	2,398	2,387	2,700	2,675	2,979
前期比	17.0%	6.7%	19.8%	14.1%	15.6%	13.1%	12.6%	12.0%	10.3%
事業別 (外部顧客への売上高)									
インソーシング事業	1,412	1,598	1,918	2,190	2,218	2,207	2,510	2,487	2,781
前期比	19.6%	13.1%	20.1%	14.1%	15.6%	13.9%	13.2%	12.7%	10.8%
売上構成比	87.0%	92.3%	92.5%	92.5%	92.5%	92.5%	93.0%	93.0%	93.4%
セキュリティ事業	211	134	156	177	180	180	190	188	198
前期比	2.0%	-36.5%	16.5%	13.1%	15.0%	4.7%	5.6%	4.4%	4.2%
売上構成比	13.0%	7.7%	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%	7.0%	7.0%	6.6%
売上総利益	762	804	1,014	1,172	1,187	1,177	1,343	1,321	1,489
前期比	24.9%	5.6%	26.0%	15.6%	17.0%	13.3%	13.2%	12.3%	10.9%
売上総利益率	46.9%	46.5%	48.9%	49.5%	49.5%	49.3%	49.8%	49.4%	50.0%
販売費及び一般管理費	556	588	724	864	866	860	943	940	1,028
売上高販管費率	34.3%	34.0%	34.9%	36.5%	36.1%	36.0%	34.9%	35.2%	34.5%
営業利益	205	216	289	307	320	317	399	381	460
前期比	20.1%	5.5%	33.5%	6.1%	10.6%	17.0%	24.9%	20.1%	15.3%
売上高営業利益率	12.7%	12.5%	13.9%	13.0%	13.4%	13.3%	14.8%	14.2%	15.5%
事業別									
インソーシング事業	525	599	710	911	931	886	1,060	1,013	1,177
前期比	32.5%	14.1%	18.5%	28.2%	31.1%	17.3%	13.9%	14.4%	11.0%
セグメント利益率	37.2%	37.5%	37.0%	41.6%	42.0%	40.1%	42.3%	40.7%	42.3%
セキュリティ事業	41	8	23	23	24	25	26	26	28
前期比	-12.9%	-79.8%	187.6%	-3.5%	0.7%	4.2%	8.3%	4.0%	7.7%
セグメント利益率	19.4%	6.2%	15.2%	13.0%	13.3%	13.9%	13.7%	13.8%	14.1%
調整額	-361	-391	-444	-627	-635	-593	-687	-658	-744
経常利益	191	216	294	307	320	317	400	380	461
前期比	8.5%	13.4%	35.7%	4.3%	8.9%	17.0%	24.8%	20.2%	15.3%
売上高経常利益率	11.8%	12.5%	14.2%	13.0%	13.4%	13.3%	14.8%	14.2%	15.5%
親会社株主に帰属する当期純利益	133	159	198	224	233	220	292	264	336
前期比	8.6%	18.9%	24.5%	12.9%	18.0%	17.0%	24.8%	20.2%	15.3%
売上高当期純利益率	8.2%	9.2%	9.6%	9.5%	9.8%	9.2%	10.8%	9.9%	11.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/12 期より新収益認識基準適用。22/12 期の前期比は新基準適用前の 21/12 期実績値との比較

22/12 期以降の業績予想は、今回は新基準適用後、前回は新基準適用前によるもの

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

【 図表 11 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前			「収益認識に関する会計基準」適用後					
	19/12期	20/12期	21/12期	22/12期 CE	22/12期E (今回)	22/12期E (前回)	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E
貸借対照表									
現金及び預金	1,394	1,566	1,914	-	2,104	2,068	2,379	2,408	2,772
売掛金	14	13	14	-	16	19	18	21	20
仕掛品・貯蔵品	6	-	0	-	0	0	0	0	0
その他	17	17	16	-	20	17	20	17	20
流動資産	1,433	1,598	1,946	-	2,142	2,105	2,419	2,448	2,815
有形固定資産	36	93	86	-	88	86	88	79	87
無形固定資産	30	19	11	-	76	63	136	43	106
投資その他の資産	31	59	64	-	57	59	57	59	57
固定資産	98	172	162	-	222	209	283	182	251
資産合計	1,532	1,770	2,109	-	2,365	2,315	2,703	2,630	3,067
買掛金	7	7	7	-	9	10	10	12	11
未払金	99	131	129	-	148	179	167	200	184
未払法人税等	41	42	79	-	75	71	93	85	108
前受金(21/12期まで)	258	303	404	-	-	417	-	468	-
契約負債(22/12期から)	-	-	-	-	467	-	526	-	580
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	11	7	-	-	0	0	0	0	0
その他	52	67	89	-	75	67	75	67	75
流動負債	470	559	709	-	776	746	874	834	961
長期借入金	7	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	10	21	20	-	19	21	19	21	19
固定負債	18	21	20	-	19	21	19	21	19
純資産合計	1,043	1,189	1,379	-	1,568	1,547	1,808	1,775	2,086
(自己資本)	1,043	1,189	1,379	-	1,568	1,547	1,808	1,775	2,086
キャッシュ・フロー計算書									
税金等調整前当期純利益	191	216	288	-	320	317	400	380	461
減価償却費	15	19	19	-	30	32	37	33	38
のれん償却費	4	4	-	-	0	0	0	0	0
売上債権の増減額(ーは増加)	-3	1	0	-	-2	-2	-2	-2	-1
たな卸資産の増減額(ーは増加)	2	6	0	-	0	0	0	0	0
仕入債務の増減額(ーは減少)	0	0	0	-	1	1	1	1	1
未払金の増減額(ーは減少)	17	-21	60	-	19	20	18	21	17
前受金の増減額(ーは減少)	32	45	100	-	-	48	-	50	-
契約負債の増減額(ーは減少)	-	-	-	-	63	-	59	-	54
法人税等の支払額	-53	-55	-57	-	-90	-86	-89	-101	-110
その他	55	18	22	-	-18	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	261	235	432	-	324	331	424	383	460
有形固定資産の取得による支出	-2	0	-52	-	-7	-7	-7	-7	-7
無形固定資産の取得による支出	-11	-9	-13	-	-90	-40	-90	0	0
その他	-149	-28	0	-	6	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-164	-38	-66	-	-90	-47	-97	-7	-7
短期借入金の増減額(ーは減少)	-	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(ーは減少)	-11	-11	-7	-	0	0	0	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	0
自己株式の売却・取得による収支	20	0	-	-	0	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	13	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-11	-14	-21	-	-44	-29	-52	-36	-59
その他	0	0	-2	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	392	-24	-18	-	-44	-29	-52	-36	-59
換算差額	-	-	-	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	489	172	348	-	189	254	275	339	393
現金及び現金同等物の期首残高	724	1,214	1,386	-	1,734	1,634	1,923	1,888	2,199
現金及び現金同等物の期末残高	1,214	1,386	1,734	-	1,923	1,888	2,199	2,228	2,592

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/12期より新収益認識基準適用。22/12期以降の業績予想は、今回は新基準、前回は旧基準による(出所) ユナイテッドグロウ有価証券報告書、決算短信、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

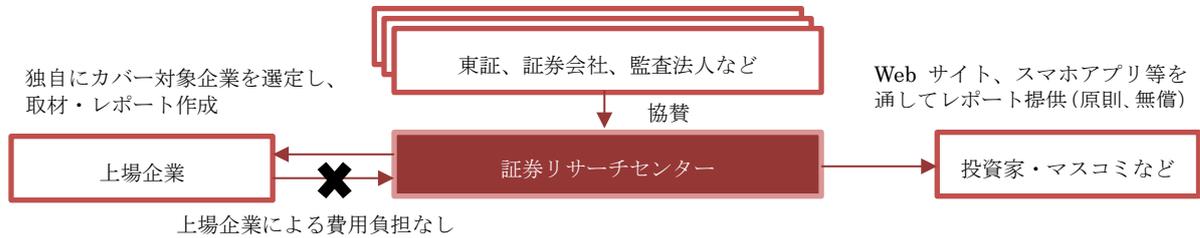
◆ インソーシング事業のシェアード社員の確保について

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。

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。