

# ホリスティック企業レポート ヒューマンテクノロジーズ 5621 東証グロース

ベーシック・レポート  
2025年1月17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 20250114

**SaaS 形態のクラウド勤怠管理システム「KING OF TIME」を提供  
勤怠管理 SaaS 市場の成長や課金方法の見直し等により、高い利益成長率を予想**

**1. 会社概要**

- ・ヒューマンテクノロジーズ(以下、同社)は、SaaS 形態のクラウド勤怠管理システム「KING OF TIME(以下、KOT)」を提供する情報サービス会社である。KOT は、25/3 期中間期末時点で 5.8 万社の 361 万人に利用されている。
- ・24/3 期のサービス別売上高構成比は、ストック収益である KOT SaaS が 87.8%、その他が 12.2%であった。

**2. 財務面の分析**

- ・単体業績については、課金 ID 数の拡大に伴う KOT SaaS 売上の増加等により、19/3 期と 24/3 期の比較では売上高は年平均 22.1%増、経常利益は同 19.8%増と、大幅な増収増益となった。
- ・収益性、財務の安全性、成長性の面で類似企業に比べ魅力的である。

**3. 非財務面の分析**

- ・知的資本の源泉は、開発継続力と販売ネットワーク力にある。

**4. 経営戦略の分析**

- ・同社は、勤怠管理 SaaS における国内市場シェアの拡大や課金対象の拡大、KOT 等の HR クラウドサービスの東南アジアへの展開、有償サポートサービスの拡販、データの自動連携を行っている提携先企業が提供する HR 関連 SaaS 製品の代理店販売の強化、KOT の有償オプションサービスの投入と拡販を経営戦略として掲げている。

**5. アナリストの評価**

- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、25/3 期の業績について、25/3 期中間期実績や同社の施策等を踏まえ、前期比 18.2%増収、52.3%営業増益と予想した。
- ・当センターでは、勤怠管理 SaaS 市場の成長、同社のシェア拡大、課金方法の見直し、先行投資の一巡等を想定し、26/3 期は前期比 21.2%増収、48.0%営業増益、27/3 期は同 13.9%増収、26.1%営業増益を予想している。

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】**

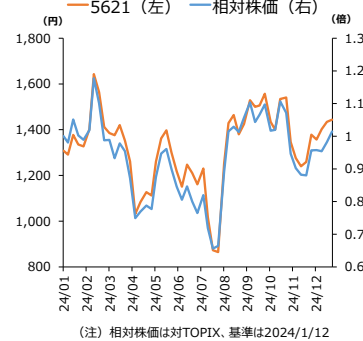
	2025/1/10
株価 (円)	1,444
発行済株式数 (株)	9,593,200
時価総額 (百万円)	13,853

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	36.5	24.1	16.2
PBR (倍)	3.6	3.2	2.8
配当利回り (%)	0.8	1.2	1.9

**【株価パフォーマンス】**

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	15.6	-4.2	6.6
対TOPIX (%)	11.3	-9.0	-9.4

**【株価チャート】**



**【5621 ヒューマンテクノロジーズ 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)
2023/3	4,223	17.8	328	-44.5	325	-44.2	237	-45.8	29.3	238.8	8.8
2024/3	5,034	19.2	519	58.3	500	53.9	335	41.2	39.6	405.7	12.0
2025/3 CE	5,981	18.8	734	41.2	734	46.6	532	58.7	55.5	-	17.0
2025/3 E	5,952	18.2	792	52.3	793	58.3	575	71.5	59.9	450.8	17.0
2026/3 E	7,213	21.2	1,172	48.0	1,173	47.9	853	48.3	88.9	522.7	27.0
2027/3 E	8,213	13.9	1,478	26.1	1,479	26.1	1,077	26.3	112.3	608.0	34.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想、2023年9月8日付で1:300の株式分割を実施、1株当たり指標は遡って修正

## 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・経営理念・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) SaaS (Software as a Service) とは、クラウド上に構築されたソフトウェアをインターネット経由で利用するサービスである。

#### ◆ クラウド勤怠管理システム「KING OF TIME」を提供

ヒューマンテクノロジーズ (以下、同社) は、SaaS<sup>注1</sup>形態のクラウド勤怠管理システム「KING OF TIME」(以下、KOT) を提供する情報サービス会社である。KOT は 25/3 期中間期 (以下、上期) 末時点で 5.8 万社の 361 万人に利用されている。

同社の事業領域は、勤怠管理 SaaS 事業の単一セグメントであるが、KOT の月額利用料である「KOT SaaS」と、勤怠状況を記録する打刻端末や、KOT の導入から運用までを有償で支援するプレミアムサポート等が含まれる「その他」に分類される (図表 1)。24/3 期のサービス別売上高構成比は、ストック収益である KOT SaaS が 87.8%、その他は 12.2%であった。

【図表 1】サービス別売上高の推移

(単位: 百万円)

	22/3期		23/3期		24/3期	
	金額	構成比	金額	構成比	金額	構成比
KOT SaaS	3,118	87.0%	3,695	87.5%	4,422	87.8%
その他	466	13.0%	528	12.5%	612	12.2%
合計	3,584	100.0%	4,223	100.0%	5,034	100.0%

(注) 端数処理の関係で、各サービスの和は合計と必ずしも一致しない  
(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

#### 1) KOT SaaS

KOT は、1ID 当たり月額 300 円で、主力機能である「KOT 勤怠管理」に加え、「KOT システムログ」、「KOT データ分析」、「KOT 人事労務」、「KOT 給与」の 4 つの機能が利用できる。これら 5 つの機能は相互にデータを連携して活用できるほか、KOT 勤怠管理は、既に各市場で多くの顧客に利用されている他社の人事管理システムや給与システムとの連携も可能となっている。各機能の特徴は以下の通りである。

##### ①KOT 勤怠管理

出退勤、残業時間、スケジュール・シフト、有給休暇の管理、各種申請承認のワークフロー作成、フレックスタイム制・在宅勤務・海外勤務等、様々な就業形態や規則、英語への対応等が可能となっている。

打刻方法については、顔認証や静脈認証等の生体認証、IC カード、PC、スマートフォン等、働き方や業務形態に応じた様々な方法から選択ができ、業界内で最も多くの方法に対応している模様である。

顧客からの要望を反映して長年バージョンアップを重ねてきた結果、豊富な機能を有する一方、利用しやすいシンプルな画面構成を採用し

ている。PC 操作が苦手なユーザーや紙のタイムカードに慣れているユーザーであってもスムーズな乗換えが可能となっている。

チャット、電話（要予約）、オンラインヘルプ、動画等のコンテンツによるサポート体制が充実しており、無料体験中から正式運用を想定して利用することが出来る。

ハードウェア・ソフトウェア両面で、社内外からのアクセスに対して最新のセキュリティシステムを採用してシステム運用を行っている。複数拠点によるバックアップ体制を構築しており、障害発生時も迅速な復旧が可能となっている。

#### ②KOT システムログ

従業員の PC にアプリケーションをインストールすることにより、ワンタイムパスワード等を用いた手軽で安全な Windows ログオンや、ログ記録等による証跡（ログ記録）管理、KOT 勤怠管理との打刻連携機能等を提供するクラウド管理型サービスである。

#### ③KOT データ分析

勤怠管理とシステムログと連携して従業員の働き方を可視化し、労務におけるリスクヘッジ策や生産性の向上策を検討できるクラウド型のデータ分析システムである。時間外労働状況や 36 協定<sup>注2</sup> 基準での残業時間の把握、分析ができるほか、労働生産性等の推移の確認や同業他社比較が可能となっている。

（注 2）36 協定とは、労働基準法第 36 条に基づき、従業員に時間外労働をさせるために必要な労使協定である。

#### ④KOT 人事労務

人事データをシンプルに分かりやすく一元管理できるクラウド型の人事労務管理システムである。入社手続きに係る人事情報の収集や、申請情報等の確認、各種帳票等の作成ができるほか、マイナンバーの管理や Web 給与明細の発行等も行える。

#### ⑤KOT 給与

KOT 勤怠管理と KOT 人事労務と自動連携して、勤怠管理から給与計算までをシームレスに一元管理できるクラウド型の給与システムである。給与の支払額、控除額の自動計算の結果に基づき、給与明細 CSV<sup>注3</sup> データを出力し、KOT 人事労務において従業員が給与明細を閲覧することができる。また、年末調整の申告書データを画面上で収集することができるため、年末調整業務の効率化が可能となっている。

（注 3）CSV（Comma Separated Values）とは、項目間がカンマで区切られたテキストデータであり、様々なアプリケーションでデータ交換する際に使用される。

#### 2) その他

その他には、勤怠状況を記録する打刻端末や、KOT の導入から運用までを有償で支援するプレミアムサポート、PC 認証強化システム

「DigitalPersona AD」等による収入が含まれている。

◆ 連結業績への子会社の貢献は限定的である

同社グループは、同社及び連結子会社 4 社で構成されている。そのうち、スリランカ子会社は、現地の経済危機の影響から、休眠会社となっている。シンガポール子会社と国内子会社は、主として開発の委託先となっている。一方、タイ子会社は、主として東南アジアの日系企業に KOT を販売している。24/3 期の連単倍率は、売上高 1.004、営業利益 0.902 であり、連結業績に対する子会社の貢献は限定的である。

◆ KOT SaaS 売上、ARR、課金 ID 数等を重視している

同社は、基幹サービスである KOT の経営成績を把握することを目的として、単体ベースの売上高、KOT SaaS 売上、営業利益、人件費、外注費、販売促進費を重要な指標と捉えている (図表 2)。KOT の状況を判断するための重要な経営指標 (KPI) としては、ARR、月次換算解約率、利用社数、利用 ID 数、課金 ID 数を挙げており、これらの数値を継続的に向上、改善させることを目指している。

【 図表 2 】 KPI の推移

(単位: 百万円)

	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高	2,473	2,914	3,498	4,160	5,016
KOT SaaS売上	1,998	2,526	3,111	3,684	4,411
営業利益	572	767	572	362	576
人件費	753	1,010	1,324	1,615	1,882
外注費	300	337	607	965	915
販売促進費	115	80	128	173	310
ARR	2,257	2,784	3,343	3,950	4,792
月次換算解約率	0.18%	0.24%	0.22%	0.25%	0.27%
利用社数 (社)	23,567	29,254	39,616	46,666	54,596
利用ID数 (千ID)	1,730	2,038	2,330	2,767	3,309
課金ID数 (千ID)	1,196	1,446	1,709	2,024	2,440

- (注) 1.ARR は対象決算期の期末月の KOT SaaS 売上を 12 倍して算出
- 2.月次換算解約率は、期中における解約企業の期末月の 1 年前の請求 ID 数 ÷ 期末月の 1 年前の全企業の請求 ID 数により算出
- 3.利用社数は期末月において直近 1 年間に打刻履歴のある企業数
- 4.利用 ID 数は期末月において直近 1 年間に打刻履歴のある ID 数
- 5.課金 ID 数は期末月において請求対象となる打刻履歴のある ID 数
- 6.単体ベース

(出所) 有価証券報告書を基に証券リサーチセンター作成

労働基準法等の労働関連法を対象にした「働き方改革関連法」が改正され、時間外労働の上限規制に関して、19 年 4 月に大企業が、20 年 4 月には中小企業が適用対象となったことや、新型コロナ禍においてリモートワークが普及したこと等を追い風として、KOT の利用社数、課金 ID 数等の KPI は継続的に増加している。

◆ OEM 先や販売代理店等の間接販売比率が高くなっている

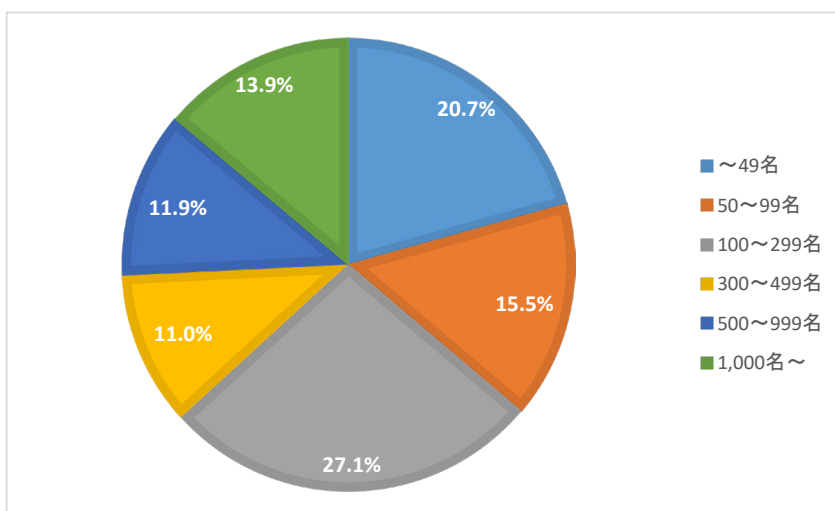
同社は、企業規模や業種業態を問わず、幅広い企業に KOT を提供しているため、売上高の 1 割以上を占める主要顧客は存在していない。

同社の販売チャネルの特徴としては、Web 経由の直販だけでなく、強固な顧客基盤を持つ販売代理店や OEM 提供先（以下、OEM 先）等、多数の販売パートナーと連携している点が挙げられる。販売代理店は販売だけを担当し、顧客サポートは同社が担当のに対して、OEM 先は顧客サポートも担当している。主要販売代理店としては、NTT ドコモや KDD I（9433 東証プライム）、ソフトバンク（9434 東証プライム）等が挙げられる。主要 OEM 先としては、東日本電信電話、西日本電信電話、デジジャパン（東京都港区）、セコム（9735 東証プライム）傘下のセコムトラストシステムズ、NEC（6701 東証プライム）、フリー（4478 東証グロース）等が挙げられる。

24 年 9 月末における課金 ID 数の販路別構成比は、直販 35.7%、販売代理店 20.1%、OEM 先 44.2%であり、間接販売が 64.3%を占めている。

24 年 9 月において請求対象となる打刻履歴があった ID 数（課金 ID 数）に対する顧客企業の従業員数規模別構成比は、従業員数 100～299 名の企業が 27.1%、同 49 名以下の企業が 20.7%を占めている一方、同 1,000 名以上の企業も 13.9%に達している（図表 3）。

【 図表 3 】 課金 ID 数における従業員数規模別構成比



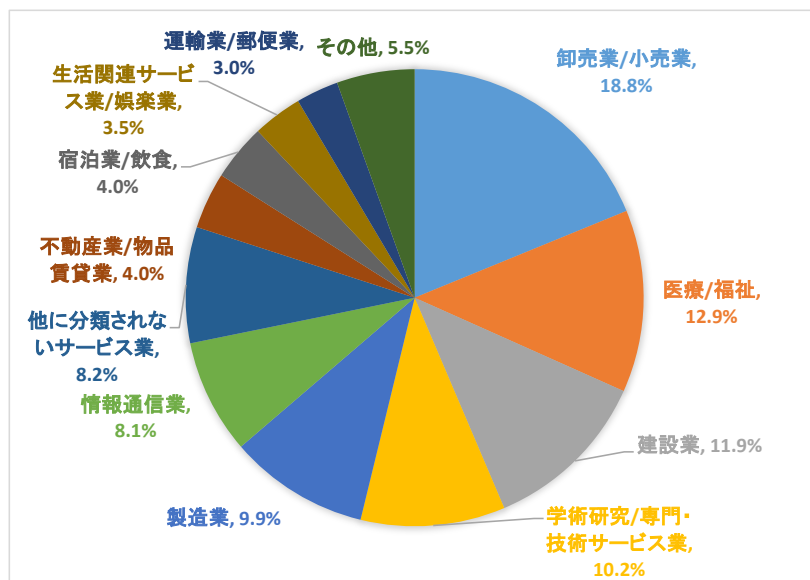
(注) 24 年 9 月末において請求対象となる打刻履歴があった ID 数（課金 ID 数 2,671 千 ID）に対する構成比

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

24 年 9 月末の課金企業数のうち、業種が判別できている企業 21 千社

の業種別利用企業構成比については、上位 3 業種である卸売業/小売業 (18.8%)、医療/福祉業 (12.9%)、建設業 (11.9%) の比率が高くなっているものの、特定の業種に偏ってはいない (図表 4)。

【 図表 4 】 課金企業数における業種別利用企業構成比



(注) 24 年 9 月末の課金企業数のうち、業種が判別できている企業 21 千社の業種別構成比

(出所) 決算説明資料を基に証券リサーチセンター作成

導入企業の例としては、オリックス (8591 東証プライム) 傘下の大京アステージ、クリーク・アンド・リバー社 (4763 東証プライム)、エスクリ (2196 東証スタンダード)、メルカリ (4385 東証プライム)、コナカ (7494 東証スタンダード) 傘下のサマンサタバサジャパンリミテッド、相鉄ホールディングス (9003 東証プライム) 傘下の相鉄ステーションリテール、Gunosy (6047 東証プライム) 等が挙げられる。

## > ビジネスモデル

### ◆ KOT の課金 ID 数の拡大や新規サービスによる成長を志向

主力サービスである KOT SaaS 売上は、月平均課金 ID 数に月平均 ID 単価を乗じて算出される。これらの 24/3 期単体数値は、月平均課金 ID 数が 2,255 千人、月平均 ID 単価が 163 円、KOT SaaS 売上が 4,411 百万円であった。月平均 ID 単価が定価の 300 円を大幅に下回っているのは、大口顧客に対して割引が実施されていると見られることや、販売代理店や OEM 先に対して卸価格でサービスを供給していることが要因である。

月平均 ID 単価は、販売チャネル別課金 ID 数の構成比の変化によっ



て変動するが、19/3 期から 24/3 期においては 163 円から 168 円で推移しており、比較的安定している。また、同社は、現時点では KOT SaaS について 300 円の定価を変更することを考えておらず、課金 ID 数の拡大による KOT SaaS 売上の成長を志向している。

また、同社は、KOT SaaS の拡大に加え、KOT のプレミアムサポートの拡大や、新規サービスである「KOT 電子契約（入社手続きに必要な雇用契約書の電子化サービス）」及び「給与計算 BPO サービス（KOT を集計エンジンとして給与計算関連の集計作業を業務受託するサービス）」の提供開始、パートナーサービスの代理店販売の本格展開等により、顧客当たり売上高の成長を目指す方針である。同社は勤怠管理システムと親和性の高い HR 関連 SaaS を提供する会社とデータの自動連携を行っているが、パートナーサービスとは、同社が代理店として連携会社の SaaS を販売するサービスである。

#### ◆ 高水準の売上総利益率により、10%の営業利益率を確保している

24/3 期において、売上総利益率は連結ベースで 67.9%、単体ベースで 67.2%と高い水準にある。24/3 期の連単倍率は、売上高 1.004、売上原価 0.982 であり、連結と単体の数値に大きな差はない。

売上原価の主要科目は、保守運用部門エンジニアの的人件費や、新規サービス等の開発に係る外注費、サーバー費用等の通信費、打刻端末等の商品仕入高等である。開示されている単体の売上原価の内訳をみると、24/3 期において、売上高人件費率が 10.4%、売上高外注費率が 11.4%、売上高通信費率が 4.0%、売上高当期商品仕入高比率が 6.6%であった。

24/3 期における連結の販売費及び一般管理費（以下、販管費）は、2,897 百万円であり、販管費率は 57.6%に達している。内訳としては、給料及び手当が 968 百万円、外注費が 320 百万円、販売促進費（広告宣伝費を含む）が 313 百万円、システム利用料が 240 百万円等である。販売代理店や OEM 先を通じて効率的に利用企業を増やしているため、広告宣伝費（販売促進費）の負担が大きくないことが特徴となっている。高水準の売上総利益率で販管費率の高さを吸収した結果、営業利益率は 10.3%であった。

#### ◆ 自己資本比率が高く、財務体質は強固である

同社の 24/3 期末における自己資本比率は 79.6%と高く、有利子負債は 26 百万円と少ない。負債科目はどれも少額だが、最も大きい未払費用でも負債純資産合計の 6.6%にあたる 322 百万円に過ぎない。一方、現金及び預金は総資産の 68.0%にあたる 3,324 百万円であり、財務体質は強固である。

## > 業界環境と競合

### ◆ 企業向け SaaS 市場や勤怠管理システム市場は拡大している

富士キメラ総研が 24 年 8 月に公表した「ソフトウェアビジネス新市場 2024 年版」についてのプレスリリースによれば、企業向けソフトウェアの国内市場は、24 年度の見込額 2 兆 8,072 億円から 28 年度には 3 兆 6,638 億円へ年率 6.9%で拡大すると予測されている。提供形態では、パッケージが 24 年度見込額の 7,854 億円から 28 年度には 7,560 億円への減少が見込まれている一方、低コスト、短期間での利用が可能な SaaS/PaaS は、24 年度見込額の 2 兆 218 億円から 28 年度には 2 兆 9,078 億円へ年率 9.5%で拡大すると予測されている。

また、富士キメラ総研が 23 年 8 月に公表した 23 年版のプレスリリースによれば、企業向けソフトウェアのうち、勤怠管理システム等が含まれる業務システム市場は、23 年度の見込額 4,989 億円から 27 年度には 6,737 億円へ年率 7.8%で拡大すると予測されている。

### ◆ 競合

勤怠管理システムは、自社施設内にハードウェアやソフトウェアを設置して利用するオンプレミス型と、インターネット経由でサービスを利用するクラウド型に大別される。オンプレミス型サービスについては、クラウド形態でも提供可能なサービスが多くなっている。こうしたサービスとしては、アマノ(6436 東証プライム)の TimePro-VG や、勤次郎(4013 東証グロース)の Universal 勤次郎、WorkVision(東京都品川区)の TimeWorks 等が挙げられる。

一方、クラウド型サービスとしては、KOT の他に、アマノ傘下のアマノビジネスソリューションズの CLOUZA や、チームスピリット(4397 東証グロース)のチムスピ勤怠、ビジョナル(4194 東証プライム)の連結子会社であるビズリーチの HRMOS(ハーモス)勤怠、DONUTS(東京都渋谷区)のジョブカン勤怠、jinjer(東京都新宿区)のジンジャー勤怠等が挙げられる。

上場企業の開示情報を見てみると、アマノは、主力事業がパーキングシステム(24/3 期売上高構成比 51.3%)であり、TimePro-VG や CLOUZA が含まれる情報システム(同 23.4%)におけるサービス別内訳等は不明である。また、ビジョナルは、主力事業がビズリーチ事業(24/7 期売上高構成比 87.3%)であり、HRMOS 事業(同 5.8%)における HRMOS 勤怠の割合等の開示はない。なお、24/7 期における HRMOS 事業の売上高は 3,844 百万円、管理部門経費配賦前の営業損失は 1,021 百万円であった。

一方、勤次郎は、就業管理システム関連が売上高の 8 割以上を占める主力事業となっている。23/12 期の事業別売上高(外部顧客ベース)

については、クラウド事業が 2,474 百万円 (売上高構成比 63.1%)、オンプレミス事業が 1,255 百万円 (同 32.0%)、不動産賃貸事業が 193 百万円 (同 4.9%) であった。クラウド事業について、23/12 期末の契約社数は 2,031 社、契約ライセンス数 (就業・勤怠管理、健康経営等の複数サービスでの利用があった場合も 1 人として集計) は 507,331 人であった。また、オンプレミス事業の 23/12 期末の契約ユーザー数は 107 万人であった。

チームスピリットは、勤怠管理、工数管理、経費精算、電子稟議等の社内業務システムのクラウドサービス「チームスピリット」を主力サービスとしているが、勤怠管理サービスの割合が高いと推測される。24/8 期の形態別売上高については、ライセンスが 3,588 百万円 (売上高構成比 81.2%)、コンサルタントが導入支援を行うプロフェッショナルサービスが 833 百万円 (同 18.8%) であった。24/8 期末において、「チームスピリット」等の累計契約ライセンス数は 545,519 ライセンス、契約社数は 1,967 社であった。

なお、アイティクラウド (東京都港区) が運営する IT 製品のレビュープラットフォーム「IT review」による GRID AWARD の勤怠管理システム部門で KOT は Leader 賞を 20 期連続で受賞している。また、スマートキャンプ (東京都港区) が運営する SaaS 比較サイト「BOXIL SaaS」による BOXIL SaaS AWARD Autumn 2024 の勤怠管理システム部門で、「Good Service」、「サポートの品質 No.1」、「営業担当の印象 No.1」、「サービスの安定性 No.1」の 4 つの賞を受賞している。

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 03 年にクラウド勤怠管理システムの外販を開始した

同社の前身企業は、01 年に設立された携帯電話販売事業を行うエス・エヌ・シーである。エス・エヌ・シーは、03 年 12 月に、自社従業員の勤怠管理を厳格に行うため、クラウド勤怠管理システム KOT を開発すると共に、KOT の外部販売を目的としてヒューマンテクノロジーズ (旧ヒューマンテクノロジーズ①) を子会社として設立した。

エス・エヌ・シーは、KOT の開発・販売に注力するため、携帯電話販売事業を売却すると共に、旧ヒューマンテクノロジーズ①を 07 年 8 月に吸収合併し、ヒューマンテクノロジーズ (旧ヒューマンテクノロジーズ②) に商号変更した。

旧ヒューマンテクノロジーズ②は、KOT の開発・販売事業に集中したものの、経常損失を計上する等、業績不振が続き、筆頭株主が何度か交代していた。こうした中、日本アイ・ビー・エムや伊藤忠テクノサイエンス等での勤務経験を持ち、クラウドサービスの知見を有する恵志章夫氏 (現代表取締役会長) が、08 年 6 月に旧ヒューマンテ

ノロジーズ②の社外取締役役に就任した。当時の筆頭株主からの要請を受けて、恵志氏は10年6月に旧ヒューマンテクノロジーズ②の代表取締役役に就任した。

#### ◆ 12年にLBOを実施した

10年当時の筆頭株主は株式の長期保有意向に乏しく、旧ヒューマンテクノロジーズ②は株式の買い手を探していたが、業績見通しが不透明であったため、買い手探しは難航した。最終的に、経営陣の出資によって11年12月に設立されたSPC(特別目的会社)であるH&Tホールディングスが、12年5月に旧ヒューマンテクノロジーズ②の株主から100%の株式を買い取って子会社化した後、12年9月に旧ヒューマンテクノロジーズ②を吸収合併すると共に、商号をヒューマンテクノロジーズ(同社)に変更した。買収によって発生した借入金を同社の営業キャッシュ・フローから返済するというLBOスキームを選択したが、LBOに伴うのれんは計上されておらず、LBOで生じた借入金は既に全額返済されている。

#### ◆ 15年に人事労務管理関連のクラウドサービスに領域を拡張した

同社は、15年3月に「クラウド人事管理システム(現KOT人事労務)」の提供を開始し、勤怠管理システムの周辺領域にある人事労務管理関連のバックオフィス業務を効率化するクラウドサービスの拡充に乗り出した。また、同年4月にはシンガポールに開発拠点子会社であるHUUBAP.PTE.LTD.(22年9月、Human Technologies Singapore PTE.LTD.に商号変更)を設立した。17年10月には、クラウド型PC認証管理システム「KOTセキュアログイン(現KOTシステムログ)」の提供を開始した。18年10月には、勤怠データ等を可視化して分析するKOTデータ分析の提供を開始した。

20年4月には、料金は1ユーザー月額300円のままで、KOTに、クラウド人事管理システム、KOTセキュアログイン、KOTデータ分析の3サービスを統合した。従来、これらのフルサービスを受けるには1ユーザー当たり月額600円を支払う必要があったが、顧客企業はより低コストで幅広い人事労務管理サービスを利用できるようになった。

21年11月に、同社はクラウドサービスの卸販売を行うITエージェントを子会社化した。22年8月には、タイに営業拠点子会社であるHuman Technologies(Thailand) Co., Ltd.を設立した。23年2月には、給与計算等を行えるKOT給与の提供を開始した。

#### ◆ 上場後も機能の追加や連携サービスの拡充等に取り組んでいる

23年12月、同社は東京証券取引所グロース市場に上場した。同社は

その後も機能の追加や改善を進めるほか、連携サービスの拡充にも取り組んでいる。また、24年10月には、KOTを契約した顧客に対して、設定代行等の有償導入支援を行うパートナーである社会保険労務士を支援する無償サービスである「就業規則ナビ」をリリースした。

◆ 経営理念

同社は、「オペレーションから解放し、創造的業務への後押し」をミッションとして掲げている。勤怠管理システムによって、企業にとって最も重要な経営資源である「ヒト(人材)」の時間「人時」を管理し、「人時生産性<sup>注4)</sup>」を向上させることを使命としている。

(注4) 人時生産性とは、従業員一人が1時間でどれだけ利益を生み出しているかを表す指標である。

◆ 株主

25/3期半期報告書に記載されている上位10位の大株主の状況は図表5の通りである。24年9月末時点において、恵志会長が、資産管理会社を通して保有している分を含めて発行済株式総数の49.5%を保有する筆頭株主となっている。その他は、国内外の機関投資家等の保有分と推定されるもの、従業員や個人投資家の保有分が上位を占めており、合計した保有比率は31.5%に達している。

【図表5】大株主の状況

株主(敬称略)	24年9月末時点			備考
	株数(千株)	割合	順位	
ニューホライズン株式会社	3,600	37.5%	1	代表取締役会長の資産管理会社
恵志章夫	1,150	12.0%	2	代表取締役会長
株式会社日本カストディ銀行(信託口)	746	7.8%	3	
飯泉満	450	4.7%	4	従業員
OKUHATA KAZUYUKI (常任代理人みずほ証券株式会社)	450	4.7%	4	
平井康博	432	4.5%	6	
株式会社SBI証券	302	3.1%	7	
NOMURA PB NOMINEES LIMITED OMNIBUS-MARGIN(CASHPB) (常任代理人野村證券株式会社)	267	2.8%	8	
BNY GCM CLIENT ACCOUNT JPRD AC ISG(FE-AC) (常任代理人株式会社三菱UFJ銀行)	207	2.2%	9	
MSIP CLIENT SECURITIES (常任代理人モルガン・スタンレーMUFJ証券株式会社)	168	1.8%	10	
(大株主上位10位)	7,775	81.0%	-	
発行済株式総数	9,593	100.0%	-	

(出所) 25/3期半期報告書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

同社の業績は設立 8 期目にあたる 19/3 期以降の数値が開示されている。単体業績については、月平均課金 ID 数の拡大に伴う KOT SaaS 売上の増加等により、19/3 期と 24/3 期の比較では年平均 22.1%増収、19.8%経常増益と、大幅な増収増益となった(図表 6)。

【図表 6】業績推移

(単位: 百万円)

		19/3期	20/3期	21/3期	22/3期	23/3期	24/3期
売上高		—	—	—	3,584	4,223	5,034
	単体	1,847	2,473	2,914	3,498	4,160	5,016
売上総利益		—	—	—	2,634	2,999	3,417
	売上総利益率	—	—	—	73.5%	71.0%	67.9%
販売費及び一般管理費		—	—	—	2,042	2,670	2,897
	販管費率	—	—	—	57.0%	63.2%	57.6%
営業利益		—	—	—	591	328	519
	営業利益率	—	—	—	16.5%	7.8%	10.3%
	単体	223	572	767	572	362	576
経常利益		—	—	—	583	325	500
	経常利益率	—	—	—	16.3%	7.7%	9.9%
	単体	224	570	766	572	363	553
親会社株主に帰属する当期純利益		—	—	—	438	237	335
	単体	155	395	548	427	275	316
KOT SaaS 月平均課金ID数 (千ID)		731	1,014	1,266	1,545	1,874	2,255
KOT SaaS ID単価 (円)		163	164	166	168	164	163
期末従業員数 (名)		—	—	—	262	281	306
	単体	113	147	178	229	267	292

(注) 19/3 期から 21/3 期までは未監査。22/3 期以降は連結ベース

(出所) 有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

但し、単体の経常利益については、19/3 期の 224 百万円から 21/3 期には 766 百万円に急拡大したものの、22/3 期から KOT の機能拡張を目的とした先行投資を開始し、人件費や外注費が大幅に増加したため、23/3 期には 363 百万円に落ち込んだ。24/3 期の利益は回復しているものの、同社は 25/3 期までを先行投資フェーズと位置付けている。

連結業績については、23/3 期は増収ながら営業減益となり、24/3 期は増収増益ながら、営業利益率は 22/3 期の 16.5%を下回る 10.3%にとどまった。24/3 期末の従業員数については、単体は 19/3 期末の 113 名から 292 名に、連結は 22/3 期末の 262 名から 306 名に増加した。

#### ◆ 24 年 3 月期決算は前期比 19%増収 58%営業増益

24/3 期決算は、売上高が前期比 19.2%増の 5,034 百万円、営業利益が同 58.3%増の 519 百万円、経常利益が同 53.9%増の 500 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が同 41.2%増の 335 百万円であった(図表 7)。

【 図表 7 】 24 年 3 月期の業績

(単位: 百万円)

	23/3期 通期	24/3期				24/3期 通期	増減率	
		1Q	2Q	3Q	4Q			
売上高	4,223	1,182	1,212	1,272	1,367	5,034	19.2%	
	KOT SaaS	3,695	1,034	1,079	1,130	1,177	4,422	19.7%
	その他	528	148	133	141	190	612	16.0%
売上総利益	2,999	—	—	885	955	3,417	13.9%	
売上総利益率	71.0%	—	—	69.6%	69.9%	67.9%	—	
販売費及び一般管理費	2,670	—	—	707	833	2,897	8.5%	
販管費率	63.2%	—	—	55.6%	61.0%	57.6%	—	
営業利益	328	79	140	178	121	519	58.3%	
営業利益率	7.8%	6.7%	11.6%	14.0%	8.9%	10.3%	—	
経常利益	325	83	133	161	122	500	53.9%	
経常利益率	7.7%	7.1%	11.0%	12.7%	9.0%	9.9%	—	
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	237	54	78	91	111	335	41.2%	
人件費(売上原価と販管費の合計)	1,752	—	—	—	—	2,003	14.3%	
外注費(売上原価と販管費の合計)	863	—	—	—	—	812	-5.9%	
販売促進費	174	—	—	—	—	313	79.7%	
ARR(百万円)	3,950	4,189	4,365	4,589	4,792	4,792	21.3%	
利用社数(万社)	4.7	4.8	5.1	5.2	5.4	5.4	17.0%	
利用ID数(万ID)	277	293	306	320	330	330	19.6%	
課金ID数(万ID)	202	214	223	235	244	244	20.6%	
月次換算解約率	0.25%	0.23%	0.24%	0.27%	0.27%	0.27%	—	

(注) 月次換算解約率は、各四半期末時点において、解約企業の四半期末月の1年前の請求ID数を四半期末月の1年前の全企業の請求ID数で除して算出。人件費、外注費、販売促進費は連結ベース。ARR、月次換算解約率、利用社数、利用ID数、課金ID数は単体ベースで、小数点第1位を四捨五入して算出  
(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

サービス別売上高については、KOT SaaSは、利用社数の拡大に伴う課金ID数の伸長により、4,422百万円(前期比19.7%増)であった。打刻端末販売等のその他は、612百万円(同16.0%増)であった。

単体における24/3期末の利用社数は5.4万社(前期末比17.0%増)、利用ID数は330万ID(同19.6%増)、課金ID数244万ID(同20.6%増)、月次換算解約率は0.27%、ARRは4,792百万円(同21.3%増)であった。なお、23年10月より直販の新規顧客に対して、課金方法を打刻ベースから登録ベースに変更している。

売上総利益率は、前期の71.0%から67.9%に低下した。保守運用部門の人件費、外注費、通信費等が大幅に増加した。

販管費は前期比8.5%増の2,897百万円となった。人員増加等により、人件費が増加したほか、販売促進費が同79.7%増の313百万円、システム利用料が同45.1%増の240百万円となった。一方、外注費は同30.2%減の320百万円となった。

売上原価と販管費に計上されている人件費の合計は2,003百万円(前期比251百万円増)、同じく売上原価と販管費に計上されている外注費の合計は812百万円(同51百万円減)であった。なお、24/3期末の連結従業員数は前期末比25名増加した。

販管費の増加率は増収率を下回ったため、販管費率は前期の63.2%から57.6%に低下した。販管費率の改善が売上総利益率の悪化を補ったため、営業利益率は前期比2.5%ポイント改善の10.3%となった。

雑収入等が増加したため、営業外収益は前期の9百万円から16百万円に増加したものの、株式交付費15百万円や上場関連費用14百万円を計上したため、営業外費用は前期の13百万円から35百万円に増加した。

上場時の公募増資に伴い、資本金が1億円を超え、外形標準課税が適用されたため、法定実効税率が前期の34.6%から30.6%に低下した。しかし、税率変更による期末繰延税金資産の減額修正の影響等により、法人税等の負担率は前期の27.0%から33.0%に上昇した。

上場日である23年12月22日に公表した通期計画に対する達成率は、売上高102.3%、営業利益103.6%であった。売上総利益は計画に対して26百万円の未達となったが、販管費が計画を44百万円下回ったことから、営業利益は計画を超過達成した。売上原価と販管費を合計した人件費と外注費は、各々、計画を116百万円、70百万円下回った。一方、販売促進費は計画を49百万円上回った。

#### ◆ 25年3月期上期は前年同期比22%増収、営業利益2.7倍

25/3期上期決算は、売上高が前年同期比21.6%増の2,912百万円、営業利益が同2.7倍の603百万円、経常利益が同2.8倍の604百万円、親会社株主に帰属する中間純利益が同3.4倍の445百万円であった(図表8)。

サービス別売上高については、KOT SaaSは、利用社数の拡大に伴う課金ID数の伸長により、2,571百万円(前年同期比21.6%増)であった。その他は、打刻端末販売、有償サポートの増加により、341百万円(同21.5%増)であった。

単体における25/3期第2四半期末の利用社数は5.8万社(前年同期末比12.4%増)、利用ID数は361万ID(同17.7%増)、課金ID数267万ID(同19.6%増)、月次換算解約率は0.25%、ARRは5,280百万円(同21.1%増)であった。なお、24年4月より販売代理店経由の新規顧客に対して、課金方法を打刻ベースから登録ベースに変更している。



【 図表 8 】 25 年 3 月期上期の業績

(単位: 百万円)

	24/3期				25/3期			
	上期	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	2,395	1,272	1,367	5,034	1,445	1,467	2,912	21.6%
KOT SaaS	2,114	1,130	1,177	4,422	1,259	1,311	2,571	21.6%
その他	281	141	190	612	185	156	341	21.5%
売上総利益	1,576	885	955	3,417	1,006	1,065	2,071	31.4%
売上総利益率	65.8%	69.6%	69.9%	67.9%	69.6%	72.6%	71.1%	-
販売費及び一般管理費	1,356	707	833	2,897	721	746	1,468	8.3%
販管費率	56.6%	55.6%	61.0%	57.6%	49.9%	50.9%	50.4%	-
営業利益	219	178	121	519	284	319	603	2.7x
営業利益率	9.2%	14.0%	8.9%	10.3%	19.7%	21.7%	20.7%	-
経常利益	216	161	122	500	282	321	604	2.8x
経常利益率	9.0%	12.7%	9.0%	9.9%	19.5%	21.9%	20.7%	-
親会社株主に帰属する 当期(四半期)純利益	132	91	111	335	210	234	445	3.4x
人件費(売上原価と販管費の合計)	-	-	-	2,003	512	535	1,047	9.7%
外注費(売上原価と販管費の合計)	-	-	-	812	182	190	372	-17.8%
販売促進費	-	-	-	313	76	73	149	24.0%
ARR(百万円)	4,365	4,589	4,792	4,792	5,120	5,280	5,280	21.1%
利用社数(万社)	5.1	5.2	5.4	5.4	5.6	5.8	5.8	12.4%
利用ID数(万ID)	306	320	330	330	349	361	361	17.7%
課金ID数(万ID)	223	235	244	244	259	267	267	19.6%
月次換算解約率	0.24%	0.27%	0.27%	0.27%	0.25%	0.25%	0.25%	-

(注) 月次換算解約率は、各四半期末時点において、解約企業の調査対象月の1年前の請求ID数を調査対象月の1年前の全企業の請求ID数で除して算出

(出所) 有価証券報告書、四半期報告書、半期報告書、決算説明資料より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、前年同期の 65.8%から 71.1%に上昇した。売上高人件費率が改善したほか、その他売上高の利益率が改善した模様である。

販管費は前年同期比 8.3%増の 1,468 百万円となった。人員増加等により、人件費が増加したほか、販売促進費が同 24.0%増の 149 百万円となった。一方、外注費は同 37.1%減の 113 百万円となった。

売上原価と販管費を合計した人件費と外注費は、各々、1,047 百万円(前年同期比 9.7%増)、372 百万円(同 17.8%減)であった。なお、24/3 期上期末の連結従業員数は前期末比 6 名増の 312 名であった。

販管費の増加率は増収率を下回ったため、販管費率は前年同期の 56.6%から 50.4%に低下した。売上総利益率と販管費率が共に改善したため、営業利益率は前年同期比 11.5%ポイント改善の 20.7%となった。

法定実効税率が前年同期の 34.6%から 30.6%に低下したこと等から、法人税等の負担率は前年同期の 38.9%から 26.3%に改善した。

> 他社との比較

◆ クラウド勤怠管理システムを提供する情報・通信企業と比較

クラウド勤怠管理システムを提供する情報・通信業の上場企業であるビジョナル、チームスピリット及び勤次郎を類似企業として選定した(図表9)。

【図表9】類似企業との財務指標比較

項目	銘柄	ヒューマン テクノロジーズ	チームスピリット	勤次郎
	コード 直近決算期	5621 24/3期	4397 24/8期	4013 23/12期
規模	売上高	5,034	4,421	3,923
	経常利益	500	-89	563
	総資産	4,887	3,692	12,787
収益性	自己資本利益率	11.5	-13.7	4.2
	総資産経常利益率	12.7	-2.5	4.4
	売上高営業利益率	10.3	-2.0	14.6
成長性	売上高(2年平均成長率)	18.5	16.4	8.6
	経常利益(同上)	-7.4	-	51.9
	総資産(同上)	37.3	4.8	14.4
安全性	自己資本比率	79.6	33.3	70.4
	流動比率	422.9	126.8	425.1
	固定長期適合率	17.4	46.3	64.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出、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)

(出所) 各社の決算短信、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

各社を比較すると、規模では、オンプレミス事業や不動産賃貸事業も展開する勤次郎が、売上高では3位ながら、経常利益と総資産では1位であり、相対的に優位である。同社は、売上高では1位に位置しているものの、経常利益と総資産については2位であり、総合的には中位にある。

収益性では、同社は、営業利益率では2位となっているものの、自己資本利益率と総資産経常利益率で1位に位置しており、相対的に優位である。

財務の安全性に関しては、同社は、自己資本比率と固定長期適合率で1位、流動比率では1位とは僅かの差の2位であり、相対的に良好である。

成長性については、先行投資の影響により、経常利益の増加率では2位ながら、売上高の増加率と総資産の増加率で1位であり、相対的にはやや優位と評価できる。なお、チームスピリットは比較対象となる2期前並びに前期についても経常損失を計上した。

全体的には、同社は比較対象会社に比べ、収益性、財務の安全性、成長性で魅力的な水準にあると言えよう。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は開発継続力と販売ネットワーク力にある

同社の知的資本を構成する多くの項目は、顧客ニーズに対応して多機能化を実現した開発継続力と強固な販売ネットワーク力に関係している(図表10)。

【図表10】知的資本の分析

項目	分析結果	KPI等		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・企業規模や業種業態を問わず、幅広い顧客にサービスを提供している	・KOT利用社数	5.8万社(24年9月末)
		・販売代理店、OEM先等の外部リソースを最大限に活用し、効率的に顧客を獲得している	・直販・Web経由の課金ID数構成比	35.7%(25/3期上期末)
			・販売代理店経由の課金ID数構成比	20.1%(25/3期上期末)
		・OEM先経由の課金ID数構成比	44.2%(25/3期上期末)	
	・タイやシンガポール等、海外の日系企業にもサービスを提供している			
	ブランド	・勤怠管理システム「KING OF TIME」の業界内での認知度は高いものの、上場から日が浅く、会社の一般的な認知度は高いとは言えない	・実質上の存続会社の設立からの経過年数	23年(24年12月時点)
			・「KING OF TIME」提供開始からの経過年数	21年(24年12月時点)
			・上場からの経過年数	1年(24年12月時点)
	事業パートナー	・膨大な顧客基盤を持つ大手携帯キャリア等の販売代理店や、サポート業務も担当するOEM先を販売パートナーとしている	・販売代理店数	非開示
			・OEM先数	8社(24年9月末)
・勤怠管理サービスと親和性が高いHR関連SaaSの他社サービスとデータの自動連携を行っている		・連携サービス数	205件(24年9月末)	
組織資本	プロセス	・単体売上高	5,016百万円	
		・KOT SaaS売上	4,411百万円	
		・単体営業利益	576百万円	
		・単体人件費	1,882百万円	
		・単体外注費	915百万円	
		・単体販売促進費	310百万円	
	・同社は、基幹サービスであるKING OF TIMEの経営成績を把握することを目的として、単体売上高、KOT SaaS売上、営業利益、人件費、外注費、販売促進費を重要な客観的指標と捉えている。	・ARR	5,280百万円(24年9月末)	
		・月次換算解約率	0.25%(24年9月末)	
		・利用ID数	361万ID(24年9月末)	
		・課金ID数	267万ID(24年9月末)	
知的財産ノウハウ	・顔認証や静脈認証等の生体認証、ICカード認証等、多種多様な打刻方法に対応しており、顧客は働き方や業務形態に応じた最適な方法を選択できる			
	・顧客からの要望を反映して長年バージョンアップを重ねてきた結果、顧客は自社特有の就業規則に応じた勤怠管理を実現できる			
人的資本	経営陣	・恵志会長は、2010年から同社の代表取締役を務めている	・恵志会長の代表取締役在任年数	14.5年(24年12月時点)
		・恵志会長による高い経営へのコミットメント	・恵志会長の保有株数(資産管理会社保有分を含む)	4,750千株(49.5%、24年9月末)
	従業員	・運用・サポート人員及び管理人員の採用を進めており、従業員が増加している	・連結従業員数	306名
			・単体従業員数	292名
		・平均年齢(単体)	36.9歳	

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、24/3期または24/3期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。

(出所) 有価証券報告書、決算説明資料、ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、KOTをリリースした03年12月から21年間に亘り、継続的に様々な顧客のニーズに応じて数々の機能改善を行った結果、KOT

は業種・業態、企業規模を問わず、幅広い企業に利用されるサービスとなっている。豊富な機能や競争力のある価格設定は、エンドユーザーである企業だけでなく、膨大な顧客基盤を持つ大手携帯キャリア等の販売代理店やOEM先にも評価され、強固な販売ネットワークの構築に成功した。効率的な顧客開拓の結果、24年9月末において、利用社数は5.8万社、課金ID数は267万IDに達している。

また、同社が先行投資フェーズと位置付けている23/3期から25/3期における営業利益率は、人件費や外注費等の増加に伴い、22/3期よりも低下しているが、先行投資の一巡や利用社数の増加、有償オプションサービス等の拡販により、26/3期以降は利益率の急上昇を見込んでいる。以上のことから、顧客ニーズに対応して多機能化を実現した開発継続力と強固な販売ネットワーク力が同社の知的資本の源泉を形成していると証券リサーチセンター（以下、当センター）は考えている。

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

現時点では、同社の環境対応について特筆すべきものはない。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、サステナビリティに関する取組みとして、人的資本のダイバーシティとインクルージョンを推進することが重要と考えており、図表11の指標を重視している。

【図表11】サステナビリティ関連指標

区分	指標	23/3期	24/3期
多様性	女性の管理職割合	14%	15%
	女性従業員比率	45%	45%
	外国人比率	4%	3%
	男性の育休取得率	75%	88%
	産休育休復帰率	100%	100%
継続性	退職率	6%	7%
	リモートワーク比率	86%	81%
	地方居住者率	29%	29%
	有給消化率	85%	90%
	健康診断受診率	95%	95%

(注) 単体ベース。地方居住者率は一都三県外に居住する社員の割合(出所) 有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役5名（うち社外取締役2名）で構成されている。社外取締役の青島矢一氏は、一橋大学イノベーション研究セン

ター教授であり、23年4月に同社の取締役就任した。青島氏は、テックポイント・インク(6697 東証グロース外国株)の社外取締役を兼務している。

もう一人の社外取締役の滝澤美帆氏は、学習院大学教授であり、23年4月に同社の取締役就任した。取締役就任前の21年10月から23年3月まで、企画・開発に関する生産性向上を支援するサービスに対する助言を受けるため、同社は滝澤氏と顧問契約を締結していたが、取締役就任日以降、役員報酬以外で同社からの金銭その他の財産の供与は発生していない。

監査役会は、常勤監査役1名と非常勤監査役2名の3名で構成されており、3名とも社外監査役である。

常勤監査役の若林孝俊氏は、大和証券グループ本社(8601 東証プライム)の取締役等を歴任した後、21年6月に同社の監査役に就任した。非常勤監査役の蓑毛誠子氏は、22年8月に同社の監査役に就任した。蓑毛氏は弁護士で、ミマキエンジニアリング(6638 東証プライム)の社外取締役(監査等委員)等を兼務している。もう1人の非常勤監査役である秋山政徳氏は、スカパーJ S A Tホールディングス(9412 東証プライム)の代表取締役社長等を歴任した後、13年7月からはNHG(東京都港区)の取締役会長を務めている。秋山氏は23年6月に同社の監査役に就任したが、イマクリエ(東京都港区)の社外取締役も兼務している。

24/3期に18回開催された取締役会には、青島取締役、滝澤取締役、若林監査役、蓑毛監査役は全てに出席した。秋山監査役は、就任後に開催された14回中13回に出席した。11回開催された監査役会には、3人の社外監査役は全てに出席した。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 新規事業展開による収益源の多様化

現在、同社グループの収益の大半は KOT SaaS によるものであり、特定サービスへの依存度の高さを課題として認識している。有償のプレミアムサポート、有償オプションの KOT 電子契約、パートナーサービス、給与計算 BPO サービス等の新規事業の展開により、収益源を多様化しつつ、更なる成長を目指す方針である。

#### ◆ 先行投資一巡後の営業利益率の向上

同社の営業利益率は、21/3 期(単体)は 26.3%であったが、先行投資に伴う人件費や外注費等の増加により、23/3 期(連結)には 7.8%に低下した。先行投資が一巡する 26/3 期以降の営業利益率の向上が重要な課題となっている。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 顧客当たり売上高の拡大による成長と収益性の向上を志向

勤怠管理 SaaS における国内市場シェアの拡大や課金対象の拡大、KOT 等の HR クラウドサービスの東南アジアへの展開、プレミアムサポートの拡販、パートナーサービスの販売強化、KOT の有償オプションサービスの投入と拡販により、同社は売上高の成長と営業利益率の向上を目指す方針である。

同社は、26/3 期から収益拡大フェーズに移行する見通しを示しており、KOT の成長及び上記の付加価値サービスの拡販による毎期 20%の増収と、先行投資の一巡により、28/3 期における営業利益率の目標を 30%程度に据えている。

#### ◆ 勤怠管理 SaaS における国内市場シェアの拡大

同社は、販売代理店や OEM 先の開拓と育成、関係強化に加え、直販の顧客に対して KOT の設定代行等の導入を支援する導入支援パートナーを増やすことで新規顧客の開拓を進め、勤怠管理 SaaS の国内市場シェアの拡大を目指している。25/3 期上期末の導入支援パートナーは 117 社であるが、うち 74 社は社会保険労務士事務所等の士業事務所である。24 年 10 月には、社会保険労務士が顧客企業の就業規則の作成や就業規則に即した KOT の推奨設定ガイドを作成できる無償サービス「就業規則ナビ」がリリースされている。

#### ◆ KOT の課金対象の拡大

同社は、23 年 9 月までは同業他社と異なり、サービスの利用に応じた課金という考え方にに基づき、打刻数をベースにした課金方法を採用していた。23 年 2 月の給与計算機能の追加により、KOT の機能拡張が進んだことから、新たに求職者や短期アルバイト等を含む全登録徒

業員に課金対象を段階的に変更(拡大)する方針を掲げ、23年10月に直販の新規顧客、24年4月には販売代理店経由の新規顧客の課金方法を登録ベースに変更した。

同社は、今後の登録ベースへの変更予定時期を、直販と販売代理店経由の既存顧客は25年4月、OEM先経由の新規・既存顧客は25年10月頃としている。同社は従来、課金方法の変更に伴い、25年度下期以降において、平均的な顧客企業の課金ID数が2割程度増加すると見込んでいたが、現在、その数値を見直している。

#### ◆ KOT等のHRクラウドサービスの東南アジアへの展開

同社は、現在、タイ子会社から東南アジアや中近東の日系企業にKOTを提供している。今後は、現地企業への拡販や、KOT周辺のHRクラウドサービスへの事業領域の拡張により、将来的には、東南アジア事業を日本と同等以上の事業規模に育成することを目指している。

#### ◆ プレミアムサポートの拡販

同社は、KOTの顧客に対して、個社毎の複雑な要望や継続的なコンサルティングニーズに対応するプレミアムサポートを有償で提供している。当該サービスについては、打刻端末の販売と共に売上区分のその他に計上されているが、現時点の売上高比率は低い水準にとどまっている。後述するパートナーサービスや給与計算BPOサービスを提供する足掛かりとして、今後はプレミアムサポートの拡販に取組む方針である。

#### ◆ パートナーサービスの販売強化

同社は、勤怠管理システムと親和性の高いHR関連SaaSを提供する会社とデータの自動連携を行っており、24年9月末時点の連携サービス数は205件、うち実績のあるサービスは67件にのぼっている。同社は連携パートナーが提供しているSaaSの一部について販売代理店となっているものの、現時点での販売実績は少ない模様である。今後は、KOTの顧客に対してパートナーサービスの販売を強化し、収益の柱の一つにする方針である。

#### ◆ KOTの有償オプションサービスの投入と拡販

同社は、25年2月に提供を開始する予定のKOT電子契約や、提供準備中の給与計算BPOサービス等、KOTの有償オプションサービスの投入と拡販を計画している。

## 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 12 のようにまとめられる。

【 図表 12 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>多くの打刻方法や豊富な機能を持つ勤怠管理サービスと周辺サービスを低価格で提供していること</li> <li>膨大な顧客基盤を持つ販売代理店やOEM先を販売パートナーとしていること</li> <li>業種や企業規模を問わず、幅広い顧客にサービスを提供していること</li> <li>低価格でサービスを提供しているものの、売上総利益率が高いこと</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>事業規模が小さいこと</li> <li>国内KOT以外の収益源が少ないこと</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>国内勤怠管理システムSaaS市場の拡大</li> <li>電子契約サービスや給与計算BPOサービス等の有償オプションサービスの拡販による顧客当たり売上高の拡大</li> <li>パートナーサービスの拡販</li> <li>KOT等のHRクラウドサービスの東南アジアへの展開</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>サイバー攻撃やソフトウェアの不具合等によるシステムトラブルの発生</li> <li>勤怠管理を必要としない成果管理主義的な働き方が浸透し、勤怠管理SaaS市場の成長が鈍化すること</li> <li>勤怠管理に加え、人事管理や給与計算等のサービスを一括提供する他社との競争が激化すること</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ KOT の有償オプションサービスの拡販に最も期待したい

24/3 期において、KOT SaaS 以外のその他の売上高構成比は 12.2% となっているが、この中には打刻端末の販売が含まれており、プレミアムサポートの収入やパートナーサービスの販売手数料が占める割合はまだ小さいと推測される。また、その他の売上高には、新規顧客に対する販売が第 1 四半期に偏重する傾向がある打刻端末以外にもスポット取引が含まれているため、四半期売上高の変動が大きいという特性がある。

しかしながら、国内 KOT 以外の収益源の少なさという同社の弱みを考えると、既存顧客への新たなサービスの提供、拡販は必要不可欠と言えよう。中でも、これから提供を開始する KOT の有償オプションサービスは、販売パートナーの営業力を活かすことで顧客当たり売上高の向上に繋がる可能性が高いと考えられる。よって、当センターでは、同社の戦略の中でも、KOT の有償オプションサービスの拡販に最も期待している。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 25 年 3 月期会社計画は 19%増収、41%営業増益

25/3 期の期初計画は、売上高 5,981 百万円（前期比 18.8%増）、営業利益 628 百万円（同 20.8%増）、経常利益 628 百万円（同 25.4%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 455 百万円（同 35.6%増）であった。開発中の新サービス KOT 電子契約のリリースが予定よりも遅延したため、減価償却費等の費用計上が計画を下回る見込みとなり、11 月 14 日に同社は、営業利益を 734 百万円（同 41.2%増）、経常利益を 734



百万円 (同 46.6%増)、親会社株主に帰属する当期純利益を 532 百万円 (同 58.7%増) に上方修正した (図表 13)。

【 図表 13 】 ヒューマンテクノロジーズの過去の業績と 25 年 3 月期の会社計画 (単位: 百万円)

	内訳	22/3期	23/3期	24/3期	25/3期		増減率
		実績	実績	実績	期初計画	修正計画	
売上高		3,584	4,223	5,034	5,981	5,981	18.8%
	KOT-SaaS	3,118	3,695	4,422	5,307	5,307	20.0%
	その他	466	528	612	674	674	10.1%
売上総利益		2,634	2,999	3,417	—	—	—
売上総利益率		73.5%	71.0%	67.9%	—	—	—
販売費及び一般管理費		2,042	2,670	2,897	—	—	—
販管費率		57.0%	63.2%	57.6%	—	—	—
営業利益		591	328	519	628	734	41.2%
営業利益率		16.5%	7.8%	10.3%	10.5%	12.3%	—
経常利益		583	325	500	628	734	46.6%
経常利益率		16.3%	7.7%	9.9%	10.5%	12.3%	—
親会社株主に帰属する当期純利益		438	237	335	455	532	58.7%

(出所) 有価証券届出書、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

サービス別売上高については、課金 ID 数の拡大を想定し、KOT SaaS は、5,307 百万円 (前期比 20.0%増) と見込んでいる。その他は、674 百万円 (同 10.1%増) と見込んでいる。

なお、下期に実施する投資的項目として、当社は、販売促進、システム開発の前倒しとセキュリティの強化 (外注費の増加)、決算賞与の支給 (人件費の増加) 等を挙げている。

同社は、開発投資額からソフトウェア資産計上額を控除した金額を先行投資額と定義している。先行投資額は、23/3 期が 325 百万円、24/3 期が 266 百万円、25/3 期予想が 274 百万円となっている。同社は、先行投資の一巡を想定する 26/3 期から収益拡大フェーズとしており、毎期 20%の増収を維持し、営業利益率を 24/3 期の 10.2%から 28/3 期には 30%程度に引上げることを目標に据えている。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、25/3 期上期実績と同社の施策等を考慮し、同社の 25/3 期業績を、売上高 5,952 百万円 (前期比 18.2%増)、営業利益 792 百万円 (同 52.3%増)、経常利益 793 百万円 (同 58.3%増)、親会社株主に帰属する当期純利益 575 百万円 (同 71.5%増) と予想する (図表 14)。

サービス別売上高については、KOT SaaS は 5,298 百万円 (前期比 19.8%増)、その他は 654 百万円 (同 6.7%増) と予想した。25/3 期末の課金

ID数(単体)は、勤怠管理 SaaS 市場の成長と同社のシェア拡大を見込み、2,830 千 ID(前期末比 16.0%増)と想定している。なお、25 年 2 月に提供開始予定の KOT 電子契約については、料金体系等の詳細が不明であるため、業績予想には織り込んでいない。

【 図表 14 】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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
<b>損益計算書</b>						
売上高	4,223	5,034	5,981	5,952	7,213	8,213
前期比	17.8%	19.2%	18.8%	18.2%	21.2%	13.9%
サービス別	-	-	-	-	-	-
KOT SaaS	3,695	4,422	5,307	5,298	6,533	7,503
その他	528	612	674	654	680	710
売上総利益	2,999	3,417	-	4,068	5,000	5,777
売上総利益率	71.0%	67.9%	-	68.3%	69.3%	70.3%
販売費及び一般管理費	2,670	2,897	-	3,276	3,828	4,299
販管費率	63.2%	57.6%	-	55.0%	53.1%	52.3%
営業利益	328	519	734	792	1,172	1,478
前期比	-44.5%	58.3%	41.2%	52.3%	48.0%	26.1%
営業利益率	7.8%	10.3%	12.3%	13.3%	16.2%	18.0%
経常利益	325	500	734	793	1,173	1,479
前期比	-44.2%	53.9%	46.6%	58.3%	47.9%	26.1%
経常利益率	7.7%	9.9%	12.3%	13.3%	16.3%	18.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	237	335	532	575	853	1,077
前期比	-45.8%	41.2%	58.7%	71.5%	48.3%	26.3%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 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

売上総利益率は、25/3 期上期に大きく改善したものの、同社が下期に外注費等を増やす方針を示したことを踏まえ、前期比 0.4%ポイント上昇の 68.3%と予想した。販管費については、人件費や販売促進費等の増加を見込み、3,276 百万円(同 13.1%増)と予想した。

26/3 期は、売上高 7,213 百万円(前期比 21.2%増)、営業利益 1,172 百万円(同 48.0%増)と予想した。

サービス別売上高については、KOT SaaS は 6,533 百万円(前期比 23.3%増)、その他は、プレミアムサポートの増加を見込み、680 百万円(同 4.0%増)と予想した。26/3 期末の課金 ID 数(単体)は、勤怠管理 SaaS 市場の成長と同社のシェア拡大を見込んだほか、25 年 4 月の直販、販売代理店経由の既存顧客の課金方法の見直しと、25 年 10 月からの OEM 先経由の既存顧客・新規顧客の課金方法見直しを前提に、3,548 千 ID(前期末比 25.4%増)と想定している。

売上総利益率は、KOT 電子契約のソフトウェア償却費が大幅に増加すると見込む一方、先行投資の一巡に伴い、人件費や外注費の伸びは増収率を下回ると想定したため、前期比 1.0%ポイント上昇の 69.3%

と予想した。販管費は、人件費や販売促進費等の増加を見込み、3,828百万円(同16.8%増)と予想した。

27/3期は、売上高8,213百万円(前期比13.9%増)、営業利益1,478百万円(同26.1%増)と予想した。

サービス別売上高については、KOT SaaSは7,503百万円(前期比14.8%増)、その他は、プレミアムサポートの増加を見込み、710百万円(同4.4%増)と予想した。27/3期末の課金ID数(単体)は、勤怠管理SaaS市場の成長と同社のシェア拡大を見込み、4,031千ID(前期末比13.6%増)と想定している。

売上総利益率は、先行投資の一巡に伴う人件費や外注費の伸び鈍化を想定したため、前期比1.0%ポイント上昇の70.3%と予想した。販管費は、人件費や販売促進費等の増加を見込み、4,299百万円(同12.3%増)と予想した。

同社は、連結配当性向30%を目途に配当を実施する方針を掲げている。24/3期については12.0円(配当性向30.3%)の配当を実施し、25/3期の配当予想については、利益計画の上方修正に伴い、期初計画の14.5円から17.0円(同30.6%)に上げた。こうした同社の方針を踏まえ、当センターでは配当金について、25/3期は17.0円、26/3期は27.0円、27/3期は34.0円と予想した。

【 図表 15 】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)

	23/3期	24/3期	25/3期CE	25/3期E	26/3期E	27/3期E
<b>貸借対照表</b>						
現金及び預金	1,843	3,324		3,630	4,311	5,091
売上債権	615	719		700	840	940
その他	132	166		216	214	213
流動資産	2,592	4,209		4,546	5,366	6,245
有形固定資産	99	91		85	85	85
無形固定資産	18	303		419	440	437
投資その他の資産	270	281		303	286	278
固定資産	388	677		808	812	800
資産合計	2,980	4,887		5,355	6,178	7,045
買掛金	96	117		128	140	151
短期借入金	180	-		0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	49	26		0	0	0
未払法人税等	110	110		43	176	221
その他	587	740		859	848	840
流動負債	1,024	995		1,030	1,164	1,212
長期借入金	21	-		0	0	0
固定負債	21	-		0	0	0
純資産合計	1,934	3,891		4,324	5,014	5,832
(自己資本)	1,934	3,891		4,324	5,014	5,832
(非支配株主持分+新株予約権)	0	0		0	0	0
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>						
税金等調整前当期純利益	325	500		793	1,173	1,479
減価償却費	32	31		45	126	150
売上債権の増減額 (-は増加)	-74	-99		19	-140	-100
仕入債務の増減額 (-は減少)	55	20		10	12	11
その他	84	93		24	5	0
法人税等の支払額	-165	-149		-285	-187	-356
営業活動によるキャッシュ・フロー	257	398		607	989	1,183
有形固定資産の取得による支出	-29	-19		-26	-25	-25
無形固定資産の取得による支出	-13	-267		-135	-120	-120
その他	0	0		2	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-41	-285		-158	-145	-145
短期借入金の増減額 (-は減少)	180	-180		0	0	0
長期借入金の返済による支出	-68	-44		-26	0	0
株式の発行による収入	-	1,666		0	0	0
配当金の支払額	-128	-71		-115	-163	-259
その他	-	-14		0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-17	1,356		-142	-163	-259
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	209	1,480		306	681	779
現金及び現金同等物の期首残高	1,634	1,843		3,324	3,630	4,311
現金及び現金同等物の期末残高	1,843	3,324		3,630	4,311	5,091

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想  
(出所) 決算短信を基に証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ システムトラブルの発生

同社グループは、クラウド上の汎用 IaaS (Infrastructure as a Service) 上に各種サービスのソフトウェアを構築し、SaaS 形態でサービスを提供している。顧客へのサービス提供が妨げられるような障害を回避するため、定期的なバックアップやシステムの多重化等の防止策を実施している。また、運用するシステムの脆弱性診断テストを実施し、品質チェックを行っている。しかし、当該 IaaS 及び各種サービスのソフトウェアにおいて、災害やサイバー攻撃、ソフトウェアの不具合等により、システムトラブルが発生し、顧客へのサービス提供に障害が生じた場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 勤怠管理を必要としない働き方の浸透や勤怠管理手法の変化

同社グループは、勤怠管理システム KOT に売上高の大半を依存している。勤怠管理システムの SaaS サービスは、国内外の景気変動の影響を受けにくく、解約率も低いため、需要が安定しているという特徴がある。しかし、勤怠管理を必要としない成果管理主義的な働き方が浸透した場合や、高性能 AI 等を活用した、従来とは全く異なる勤怠管理手法が出現した場合、現状の勤怠管理 SaaS 市場が成長鈍化、または落ち込むことで、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

### ◆ 人事管理や給与計算等のサービスを一括提供する会社との競合

同社グループが提供する勤怠管理 SaaS 等の HR 関連クラウドサービスは、基礎的なシステム開発がさほど難しくなく、特段の許認可を要しない等の理由から、新規参入が比較的容易な分野である。また、同社の様に勤怠管理から人事管理や給与計算にシステム機能を拡張している会社だけでなく、人事管理や給与計算、会計等のシステムを中心に勤怠管理システムを含めてサービスを一括提供している会社も存在している。勤怠管理システム以外に強みを持ち、HR 関連クラウドサービスを一括提供する会社との競合が激化した場合、同社グループの業績に影響を及ぼす可能性がある。

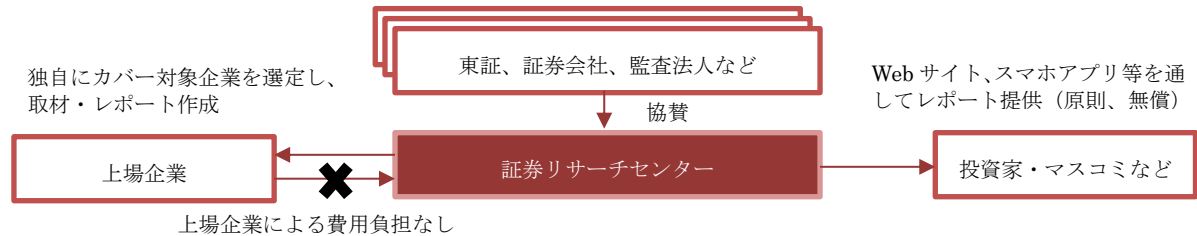
### ◆ 大株主の株式売却リスク

恵志章夫代表取締役会長は、資産管理会社を通じた保有分も含めて、25/3 期上期末時点において同社株式の 49.5%を保有している。同氏は、安定株主として同社株式の保有を継続すると見られるが、将来、同社株式の全部、または、一部を売却する場合、同社の株価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

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 Japan 有限責任監査法人	いちよし証券株式会社	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
公益社団法人日本証券アナリスト協会			

### ■後援

株式会社名古屋証券取引所	証券会員制法人札幌証券取引所
一般社団法人日本ベンチャーキャピタル協会	一般社団法人日本 IR 協議会
一般社団法人スチュワードシップ研究会	一般社団法人機関投資家協働対話フォーラム

### 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。