

2024年6月21日

業種 サービス業

サーキュレーション（東証グロース-7379）

～今度はCW社やPKSHA社と提携。前代表保有株処分進める～

【業績動向】

[24/7期 第3四半期（累計）]

第3四半期累計（8-4月）は売上58.1億円（前年同期比5.6%減）、営業利益2.2億円（同50.8%減）。前社長不祥事影響により一部地銀からの顧客紹介休止が継続。また想定超の退職者などで稼働プロジェクト数の減少続く。コンサルタント人員は2Q(11-1月)110名→99名に減。一方、平均請求単価は増加。FLEXYも顧客ニーズの変化で減収。粗利率41.0%→40.4%に。人件費は減少も、売上減により販管費率は上昇。

今期見通しを売上90億円→76.4億円（前期比6.2%減）、営業利益6.3億円→2億円（前期比64.9%減）にそれぞれ下方修正。不祥事影響継続や、新規社員の戦力化遅れなどが主因。四半期ベースでは1Q(8-10月)を底に回復続くが、コンサルタント及び稼働プロジェクトの減少は4Q(5-7月)も継続見込み。クラウドワークス(3900)及びPKSHA Technology(3993)と6月に資本業務提携。クラウド社からは登録人材からの送客を、PKSHA社とはシステム開発で提携効果を出す。ただ後者には1~2年の時間を要する。前社長保有株処分が進み、地銀との関係改善に期待。残り43.4万株の処分交渉も進める。

【会社概要】

外部プロ人材の知見を顧客企業に活用する「プロシェアリング」を展開。14年設立。「知見が循環（サーキュレーション）する社会の創造」が由来。支社は全国6拠点で、コワーキングスペースなどを活用。創業者の久保田氏が違法薬物所持の疑いで辞任。福田氏、山口氏の二代表体制で仕切り直し。

主要指標

7379

2024年6月20日

現在

・株価	: 707 円	・予想ROE	: - %	・発行済株式数	: 8,404 千株
・時価総額	: 59 億円	・予想配当	: - 円		
・今期予想PER	: - 倍	・予想配当利回り	: - %	・売買単位	: 100 株
・実績PBR	: 2.05 倍	・予想配当性向	: - %		

データ出所: アイフィスジャパン 予想数値はコンセンサス予想に基づく

業績推移(通期単独)

7379

単位: 百万円、円、%

サーキュレーション

決算期	売上高		営業利益		経常利益		純利益		EPS	DPS	
		前年比		前年比		前年比		前年比			
2022/07	7,104	29.0	530	9.5	528	16.3	346	17.7	42.02	0.0	
2023/07	8,146	14.7	569	7.4	569	7.8	368	6.4	44.53	0.0	
2024/07	会社予想	7,640	-6.2	200	-64.9	205	-64.0	110	-70.1	13.13	0.0
2024/07	コンセンサス予想										
2025/07	コンセンサス予想										
2026/07	コンセンサス予想										

データ(含むコンセンサス予想) 出所: アイフィスジャパン

利益相反に関する開示事項

TIWは、契約に基づき、アナリスト・レポートの提供を継続的に行うことに対する対価を契約先社より包括的に得ておりますが、本レポートに対して個別に対価を得ているものではありません。レポート対象企業の選定はTIWが独自の判断に基づき行っているものであり、第三者からの指定は一切受けておりません。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【ビジネスモデルの特徴】

世界的に就労環境が変化してきており、主流は終身雇用から転職、あるいは副業を含め1人で3社同時に働く時代に移りつつある。日本のフリーランスは労働人口の22%とアメリカの36%に比べて低く、少子高齢化で労働人口減少が見込まれる中、一段とプロシエアリングニーズは高まるとみられる。

同社はそのようなプロ人材の経験・知見を活用し、顧客企業の依頼に応じてプロジェクトを立ち上げ、登録されたプロ人材で顧客法人企業に足りない知見をサポートする。23年10月末現在、登録プロ人材は23,288人、支援してきたプロジェクト数は累計1.5万件超。顧客との契約は3ヶ月～1年の月額制。うち6～9ヶ月の案件が主流で高単価。顧客は専門的で費用対効果の高い成果を素早く実現することが可能。中小企業が多く、全国の地銀など54行との提携により開拓している。昨今はウェビナーを通じ大企業向けも伸びる。登録者はプロによる紹介が主流で、月に200人ペースで増加。同社が数を追うようなことはせず、人材のスキルデータの充実化に注力している。プロ人材側も同社では週1～2日、一日2～6時間の稼働が主流でフレキシブルな働き方が可能となっている。

主力サービスは経営課題解決支援の「プロシエアリングコンサルティング」で売上の約6割を占める。また企業のDX化を支援する「FLEXY」も、企業が必要に応じてフレキシブルに活用できる業務委託型サービスで売上の4割を占める。ネット業界のTech領域で著名なプロ人材も登録されており、彼らのようなCTO(最高技術責任者)、またサイトやソフトの使いやすいデザインを構築できるデザイナーも重宝される。これらのプロジェクトは一度終了したら終わりではなく、次の課題が浮き彫りになって改めて、あるいは同時に次のプロジェクトが芽づる式に発生するケースが多い。

その他、プロ人材が新規事業立ち上げを支援する「Open Idea」や、中小企業の大きな課題になっているM&A「人が繋ぐ事業承継」も提供。21年8月にはフリーランスとの業務検収などをクラウドで一元管理できる「PROBASE」も提供開始し、Webサービスにも進出。

【リスク要因】

プロ人材が意図せず守秘義務を漏洩するリスク、個人情報流出リスク、競合他社拡大による競争力低下リスク、情報を全て格納しているSalesforceプラットフォームのシステムトラブルリスクなど。

【セグメント情報】

プロシエアリング事業の単一セグメントであるため、短信への記載が省略されている。

【Fモデルによる理論株価推計】（Fモデルの定義および説明は4ページを参照）

サーキュレーション		7379	2024年6月20日		
実績PBR	:	2.05 倍	現株価	:	707 円
Fモデルによる妥当PBR	:	na 倍	Fモデルによる理論株価	:	na 円
			現株価との乖離	:	na %

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【四半期決算データ】

四半期決算データ										
単位：百万円										
7379										
サーキュレーション	2023年7月					2024年7月				
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	2Q	3Q	4Q	累計
売上高	1,943	2,037	2,172	1,994	8,146	1,877	1,906	2,025		5,808
前年同期比	16.6%	19.3%	18.0%	5.5%	14.7%	-3.4%	-6.4%	-6.8%		-5.6%
営業利益	120	160	174	115	569	7	60	156		223
前年同期比	-38.8%	10.3%	4.2%	422.7%	7.4%	-94.2%	-62.5%	-10.3%		-50.9%
経常利益	120	160	174	115	569	7	60	163		230
前年同期比	-38.5%	10.3%	4.2%	447.6%	7.8%	-94.2%	-62.5%	-6.3%		-49.3%
純利益	75	102	109	82	368	1	40	104		145
前年同期比	-41.4%	13.3%	-2.7%	412.5%	6.4%	-98.7%	-60.8%	-4.6%		-49.3%
売上高営業利益率	6.2%	7.9%	8.0%	5.8%	7.0%	0.4%	3.1%	7.7%		3.8%
自己資本比率	75.0%	72.7%	73.6%	72.2%	-	77.2%	76.8%	78.9%		-
純資産	2,402	2,511	2,621	2,705	-	2,713	2,787	2,892		-
総資産	3,201	3,455	3,560	3,747	-	3,514	3,629	3,667		-

データ出所：アイフィスジャパン

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

【過去の業績動向】

[24/7期 第2四半期]

第2四半期は売上37.8億円(前年同期比4.9%減)、営業利益0.7億円(同75.8%減)。計画を下回っての着地に。前代表退任に伴う悪影響で、提携地銀からの紹介件数が2割減。一方、平均請求単価は微増。コンサルタント人員は想定以上の退職者発生で1Q(8-10月)121名→110名に減。ただ離職は若手中心であり、一人当たりの生産性は増加した。FLEXYもコロナ明けにより顧客ニーズが変化し成長鈍化。粗利率は40.7%→39.2%に低下。新卒入社者に絡む費用や、システム関連費用増で販管費が高んだ。

今期見通しに変更無し。昨年入社の人材が戦力化してきていることで、下半期以降の生産性向上を想定。前社長の保有株をシンプレクスHDが買い取り25.2%保有の筆頭株主に。FLEXYに登録されているプロ人材をシンプレクス社に提供し稼働率を高め、同事業を立て直す。山口FG(8418)子会社のプロシエアリング内製化を支援。銀行員のリスクリングに寄与。離職者発生の主因は同社の成長性に対する疑念にあるとみられ、しっかりと業績を立て直すことで成長の道を再構築する。

[24/7期 第1四半期]

第1四半期は売上18.8億円(前年同期比3.4%減)、営業利益700万円(同93.5%減)。前代表退任に伴う影響により、一部で継続契約がなされず。新規受注も想定以下。提携地銀のうち10数行からの紹介停止続き、紹介件数も15%減。一方、平均請求単価は微増。コンサルタント人員は108名→121名に増員。プロジェクト数の減少に加え、1Q(8-10月)は時期的に新卒が前線配置されるタイミングにあることから一人当たりの生産性は減。M&A事業も成約案件が想定以下。粗利率は40.6%→39.0%に低下。新卒入社者に絡む費用や、社員数増に伴うシステム関連費用増で販管費が高んだ。

今期見通しに変更無し。1Qの売上進捗率は21%に止まるが会社計画通り。2Q(11-1月)のプロジェクト数が前期並に回復することが前提。前代表退任による悪影響はピークを過ぎた認識。社員の生産性向上でカバーも、「FLEXY」に関わる教育は遅延。直接的な収益には結びつかないが、ウェビナーや「PROBASE」はユーザー順調増。ガバナンス強化にウィルG(6089)前社長の大原氏を社外取締役を招聘。

[23/7期 通期]

23年7月期は売上81.5億円(前期比14.7%増)、営業利益5.7億円(同7.4%増)。4Q(5-7月)は前代表退任に伴う混乱により、3Q(2-4月)との比較では8.2%減収。稼働中プロジェクトの一時休止や、継続契約停止、また地銀などからの紹介も減少した。新規顧客への営業活動も影響。一方、コンサルタント人員は88名→115名に増員。混乱に伴う離職、内定辞退などは若干あったが、想定通りの着地。コスト面では4Qの混乱に合わせマーケティング費用を抑制。結果的に人材コスト増加分と相殺。

24年7月期は売上90億円(前期比10.5%増)、営業利益6.3億円(同10.7%増)を計画。地銀などからの紹介は前4Qの混乱引きずる。ただ6月に特別調査委員会の調査結果で会社側には問題が無かったことから、以後顧客は徐々に戻り、下半期から再度成長軌道に入る。これまでの積極採用を一時的に見直し、既存社員の生産性向上を最優先。育成プログラムを全社展開し、底上げを図る。期末コンサルタント数は118名を想定。また社内DX投資やウェビナーなどを中心としたマーケティング投資は一段と拡大。

【Fモデル】について

「Fモデル」(Fertilize Fundamental Framework)は、「理論上では株価は、自己資本配当率(ROEと配当性向の積)、EPS成長率、無リスク証券の利回り(=国債利回り)、リスクプレミアムの4要素で決定される」という考え方を土台に、ROE値と成長性を一定の数値(インプライドの要求リターン)で割引き財務価値を加減することによって妥当PBR水準を算出するものである。

具体的には下記の算式によって求める。

$$\text{妥当PBR} = [\text{今期予想ROE} \times (1 + \text{来期EPS成長率}) \div \text{割引率}] - \text{ネットD/Eレシオ} \times (\text{負債コスト} \div \text{割引率})$$

割引率は、来期ベースの日経平均の要求リターン(10年国債利回り+インプライド・リスクプレミアム)を一律用いている。負債コストは暫定的に2%を適用する。ネットD/Eレシオがマイナスの場合(実質無借金)は、(負債コスト÷割引率)は1を適用する。

本レポートに掲載された情報・意見は、信頼にたると判断した情報源に基づき作成したものでありますが、完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は投資家ご自身の判断と責任で行って下さい。注意事項の詳細については最終ページをご参照ください。

本レポートについて

1) 本レポートは、情報提供を目的としてのみ作成されたものであり、有価証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引等に関する最終決定は投資家様ご自身の判断と責任でなされるようお願いいたします。

2) 本レポートは、「TIW」が信頼できると判断した情報源から入手した情報に基づいて作成しておりますが、これらの情報の正確性と、完全性、適時性を保証するものではありません。情報が不完全または要約されている場合もあります。本レポートに記載された価格、数値等は、過去の実績値、概算値あるいは将来の予測値であり、実際とは異なる場合があります。また、本レポートに記載された見解や予測は、本レポート作成時における「TIW」の判断であり、予告なしに変更されることがあります。

3) 本レポートは将来の結果を約束するものではなく、また、本レポートにある情報はいかなる目的で使用される場合においても、投資家様ご自身の判断と責任において使用されるものです。本レポートにおいて提供されるいかなる情報もしくは分析に、投資家様が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、その他の損害に関して、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者が責任を負うものではありません。

4) 本レポートに掲載された内容の著作権は、「TIW」または「TIW」にデータや情報を提供している提供者に帰属します。事前の承諾を得ずに、本レポートのすべてまたは一部を複製、販売、表示、配布、公表、修正、翻訳、頒布または営利目的での利用を行うことはできません。

「TIW」レポートは、株式会社アイフィスジャパンが発行しています。

株式会社アイフィスジャパン

東京都港区六本木 1-8-7 MFPR 六本木麻布台ビル 9 階

URL <https://www.ifis.co.jp/>