

# ホリスティック企業レポート

## 平山

### 7781 東証 JQS

フル・レポート

2016年5月27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 20160524

## 「設備と敷地を持たない製造業」を標榜する、構内請負と派遣が中心の人材会社 16年6月期の業績急ブレーキで露呈した課題を克服できるかに注目

### 1. 会社概要

- ・平山(以下、同社)は、製造業向けの構内請負が事業の中心であり、「設備と敷地を持たない製造業」を標榜している。
- ・長年の実績から人材育成力には一日の長があり、「製造請負優良適正事業者認定制度」を第1号で取得した事業者である。

アナリスト:藤野敬太  
+81(0)3-6858-3216  
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

- ・16/6期～15/6期は、売上高は年平均10.8%、経常利益は同17.6%の成長率で拡大してきた。この期間は5期連続増収だったが、12/6期は一部案件がうまく立ち上がらずに利益率を落とし、減益を経験した。
- ・他社との比較では、財務の安全性には優位性がある。一方、事業規模も小さく、収益性は特に優位にあるわけではない。

### 3. 非財務面の分析

- ・同社の知的資本の源泉は、四半世紀に及ぶ構内請負の経験で培われたノウハウや知見を、教育体制や従業員支援プログラム、生産現場の効率化等のプロセスとして展開している点にある。そのプロセスが機能することで、人材が輩出され、関係資本である顧客の拡大につながっている。

### 4. 経営戦略の分析

- ・対処すべき課題として、定着率の改善と、請負案件での生産量の変動への対応があげられよう。
- ・従来通り、国内での人材の採用と育成の強化を行いつつ、外国人活用や東南アジアでの拡大を目指す方針である。16/6期にタイの現地企業から派遣事業を譲受するなど、海外展開積極化の姿勢を示している。

### 5. アナリストの評価

- ・自らを「人材輩出企業」と位置づける同社は、人材の質を向上させる施策に注力してきた。これらは短期的にはコスト先行となる。しかし、中期的には受注増や生産性上昇を通じて利益増につながるものであり、長期的な視点でそうした施策を継続してきた点は評価できる。
- ・16/6期の業績の急減速は、顧客企業の需要と同社の人材の供給の間でミスマッチが生じたことによるものと言える。今回露呈した課題をどのように乗り越えていくかに注目する。

【7781 平山 精密機器】

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)
2014/6	8,250	11.2	319	19.5	325	3.6	182	18.4	133.9	937.6	32.8
2015/6	8,995	9.0	378	18.5	380	16.8	193	6.3	141.7	1,089.9	35.2
2016/6 CE	9,739	8.2	124	-67.2	94	-75.3	41	-78.8	23.5	—	38.0
2016/6 E	9,722	8.1	138	-63.5	99	-73.9	45	-76.7	26.7	1,202.3	38.0
2017/6 E	11,552	18.8	309	123.9	311	214.1	140	211.1	82.0	1,246.3	20.0
2018/6 E	14,319	24.0	475	53.7	477	53.4	214	52.9	125.7	1,334.0	31.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想 15年7月の上場時に323,000株の公募増資を実施(オーバーアロットメント分の63,000株を含む)  
15年2月13日付で1:200の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は現在の株式数を過去に遡及して修正

#### 【主要指標】

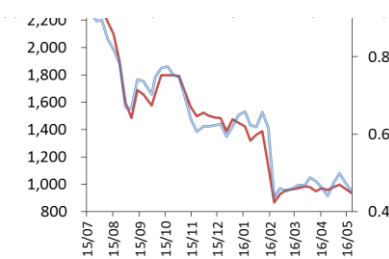
	2016/5/20
株価(円)	940
発行済株式数(株)	1,747,200
時価総額(百万円)	1,642

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	6.6	35.2	11.5
PBR(倍)	0.9	1.2	1.1
配当利回り(%)	3.7	4.0	1.5

#### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	6カ月
リターン(%)	-4.2	-13.0	-38.8
対TOPIX(%)	-4.4	-16.0	-28.0

#### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/7/10

#### フル・レポート

2/34

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。

## 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

#### ◆ 製造業向けの構内請負が事業の中心

平山(以下、同社)は、製造業向けの構内請負と人材派遣を中核事業としている。

製造業の顧客企業が、製造現場において外部の労働力を活用する方法には、労働者派遣と構内請負という2種類がある。構内請負は、労働者派遣とは異なり、労働者への指揮命令関係を同社が持ち続ける。顧客企業は、顧客企業の敷地内での生産を、同社に委託する形となる。

同社の業種がサービス業ではなく、精密機器(製造業)に分類されているのは、同社の責任の下で実際にものづくりをする構内請負の割合が高いことに由来する。そのため、同社は、「設備と敷地を持たない製造業」を標榜している。

#### ◆ 構内請負分野のフロントランナー

稼働総時間で売上高が決まる労働者派遣に対し、構内請負は作り出される成果物の生産個数で売上高が決まる。そのため、構内請負の場合は、生産性上昇が利益に直結する。生産性は人材の質に依存する部分が大きく、採用や研修等の人材育成力が、競争力を左右する。

同社は構内請負に長年携わってきた実績から、人材育成力には一日の長がある。それは、厚生労働省の下で整備された「製造請負優良適正事業者認定制度」の第1号取得であることから裏付けられよう。同社は、構内請負分野でのフロントランナーと言える。

#### ◆ アウトソーシング事業が営業利益の大半を稼ぎ出す

同社のセグメントは、製造請負や製造派遣、人材紹介を行うアウトソーシング事業と、取引先のエンジニアリング分野への技術者派遣を行う技術者派遣事業に分かれる。また、その他には現場改善コンサルティングや海外製造業管理者向け研修などの業務が分類される(図表1)。アウトソーシング事業が15/6期の売上高の88.2%を占め、営業利益の大半を稼ぎ出している。

【図表1】セグメント別売上高・営業利益

(単位:百万円)

セグメント		売上高				営業利益							
		14/6期	15/6期	16/6期 3Q	前期比		14/6期	15/6期	16/6期 3Q	前期比		営業利益率	
					15/6期	16/6期3Q				15/6期	16/6期3Q	15/6期	16/6期3Q
報告 セグメント	アウトソーシング 事業	7,236	7,933	6,137	9.6%	4.6%	837	943	612	12.6%	-13.7%	11.9%	10.0%
	技術者派遣 事業	876	914	690	4.4%	0.7%	47	54	42	15.1%	-1.6%	5.9%	6.1%
	その他	137	146	133	7.0%	28.2%	40	36	-6	-10.2%	-	24.7%	-4.5%
調整額・全社費用		0	0	0	-	-	-605	-655	-552	-	-	-	-
合計		8,250	8,995	6,961	9.0%	4.5%	319	378	96	18.5%	-67.0%	4.2%	1.4%

(出所) 平山有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

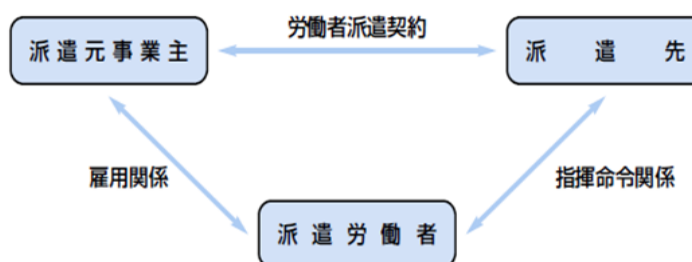
◆ 労働者派遣と請負という2つの選択肢

製造業の事業者が、製造現場において外部の労働力を活用する場合、労働者派遣と請負という2つの選択肢がある。

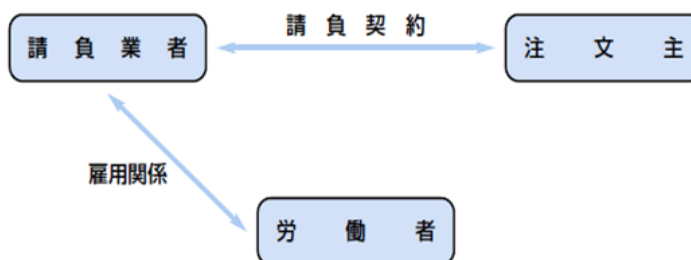
厚生労働省によると、労働者派遣は、「派遣元事業主が自己の雇用する労働者を、派遣先の指揮命令を受けて、この派遣先のために労働に従事させること」と定義されている。

一方、請負は、民法 632 条に基づき、「労働の結果としての仕事の完成を目的とするもの」と定義される。請負と労働者派遣との違いとして、「請負には注文主と労働者との間に指揮命令関係が生じない」点があげられる(図表 2)。仮に請負契約として契約されていても、指揮命令関係が存在すれば、労働関連法制上は労働者派遣契約と判断される。

【図表 2】労働者派遣と請負  
労働者派遣の構図



請負の構図



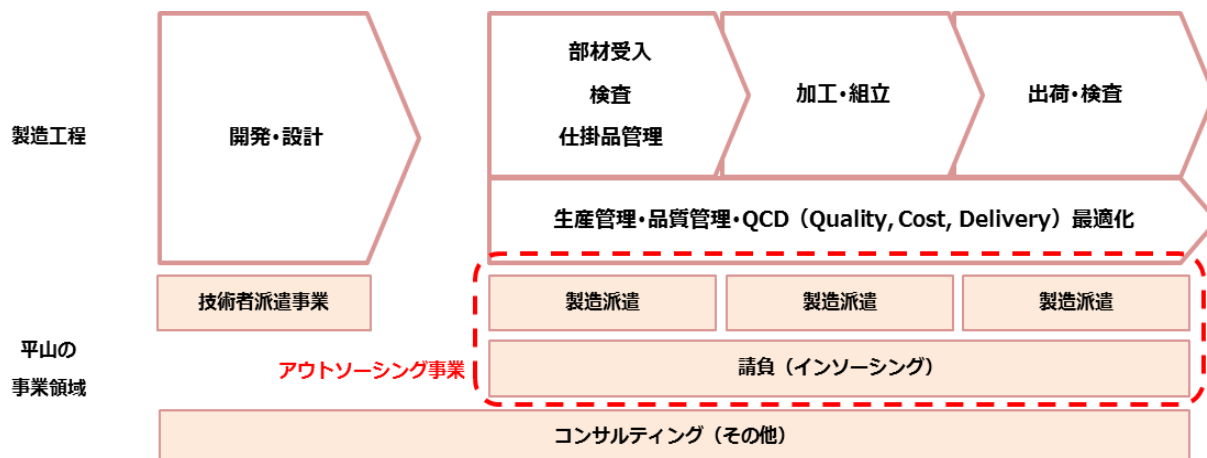
(出所) 厚生労働省「労働者派遣・請負を適正に行うためのガイド」

◆ アウトソーシング事業で製造工程向けに派遣と請負を行う

同社の主力事業であるアウトソーシング事業は、顧客企業の製造工程のうち、実際に生産を行うプロセスに対し、労働力を供給するサービスとなる(図表 3)。上述の通り、労働者派遣(以下、製造派遣)と

請負（以下、構内請負、または、インソーシング）の2つの方法があり、顧客企業の要望に合わせて対応できる体制がとられている。

【 図表 3 】 製造工程と平山の事業領域の関係



(出所) 平山決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

製造派遣とインソーシングでは契約形態が異なる。前者は稼働総時間が、後者は稼働の結果として作り出される成果物の生産高が、それぞれ重要となる。売上高を決定する公式は以下の通りとなる。

- ・製造派遣の売上高=1名あたり時間単価×労働時間×派遣人数
- ・インソーシングの売上高=成果物単価×生産個数

製造派遣の場合、上の式で導かれた派遣料金を派遣先から受け取って売上高として計上するとともに、派遣した労働者には、その労働時間に応じた給与を支払う（原価計上）。受け取る時間単価と支払う給与単価の差が、同社の売上総利益の源泉となる。

インソーシングの場合、同社にとって、製造工程の効率化も業務の範囲内となる。「100のものを製造して納品する」という契約の場合、10人で作っていたところを、8人で作れるようになったとすると、その生産効率が上がった分の大半は同社の利益となる。一方、顧客の事業環境の変化によって発生する増・減産への対応は同社の責任となるため、増・減産によって生じるリスクは同社が負うことになる。

同社のモデルケースでは、新規の顧客に対しては、まず製造派遣で受注する。この段階では、売上高の規模も小さく営業赤字である。その後、派遣人数を増やして売上高を増やしていくとともに、徐々にイン

ソーシング化を目指していく。当初は営業赤字または低採算だが、インソーシング化が進んで習熟度が高まるにつれて利益率は高くなる。同社によると、大体3年目から営業黒字化し、営業利益率は5~10%程度にまで上昇していく。

◆ 中長期的にはインソーシング化=利益水準上昇

アウトソーシング事業の売上高の内訳と利益の推移を見ると、これまではインソーシングの割合の上昇に伴って利益水準が上昇してきた傾向が見て取れる(図表4)。なお、12/6期に経常減益となっているのは、製造派遣中心の一部の案件で立ち上げがうまく進まなかったことによるものだが、立て直しによって13/6期には利益水準が回復した。

【図表4】アウトソーシング事業の売上高内訳と利益の推移

	アウトソーシング事業の 売上高に占める割合 (%)		アウトソーシング事業 セグメント利益 (百万円)	全社 経常利益 (百万円)
	製造派遣	インソーシング		
08/6期	63.6	36.4	-	-
09/6期	44.4	55.6	-	-
10/6期	25.1	74.9	-	169
11/6期	20.8	79.2	-	240
12/6期	21.9	78.1	-	96
13/6期	16.6	83.4	667	314
14/6期	15.5	84.5	837	325
15/6期	18.4	81.6	943	380

(注) 13/6期より連結決算のため、12/6期以前は単体の数値

(出所) 平山有価証券報告書および決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

上述の通り、個別の案件ごとに見れば、インソーシング化が進むことで、中長期的には同社の利益水準上昇に寄与する。しかし、案件立ち上げ時を中心に低採算の時期を経験することが多いため、その規模によっては、短期的に全体の収益性の低下につながることもある。

◆ テルモ向け売上高が多い

00年から取引が続くテルモ(4543 東証一部)が主要顧客であり、15/6期の全社売上高に占める割合は47.1%である(図表5)。

【図表5】テルモ向け売上高の推移

(単位: 百万円)

	13/6期	14/6期	15/6期
全社売上高	7,421	8,250	8,995
テルモ向け売上高	3,867	4,286	4,236
売上高構成比	52.1%	52.0%	47.1%

(出所) 平山有価証券届出書および有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

顧客分野別の売上高構成比は、医療機器・医薬品が全体の半分を占める(図表 6)。これは、テルモ向けが突出して多いことが影響している。テルモ向けを除くと、オフィス用品、食品が上位となり、顧客分野は比較的分散されているものと推察される。

【図表 6】アウトソーシング事業の顧客分野別売上高構成

	15/6期	16/6期上期
医療機器・医薬品	54%	50%
オフィス用品	16%	15%
食品	10%	12%
建設機械	7%	7%
住宅設備	7%	7%
自動車部品	4%	6%
その他	2%	8%

(出所) 平山決算説明会資料

#### ◆ 生産性を上げる取り組み

上述の通り、インソーシングの案件では、いかに早い段階から生産性を上げられるかが焦点になる。そのため、同社は以下の2点に注力している。

1. 人材育成
2. コンサルティング

#### ◆ 生産性を上げる取り組み 1 ～人材育成

同業他社も含めて、人材育成は、生産性を上げるのと同時に、人材の定着率を高めるために行われる。同社の人材育成の特徴としてあげられるのは、「ソロフライトプラン」とキャリアカウンセリングの2点である。

##### 注1) OJT

On the Job Trainingの略。

日常の業務につきながら行う教育訓練

##### 注2) OFF-JT

Off the Job Trainingの略。

通常の仕事を一時的に離れて行う教育訓練

同社の研修体系は4段階に分かれているが、その最初の段階のプログラムが「ソロフライトプラン」である。このプランは、契約社員または派遣社員として入社した社員を、最終的に同社または他社の正社員として輩出することを目的としたものである。ものづくりの基礎を習得するための配属先事業所での OJT<sup>注1</sup>と、ビジネスマナーや製造の専門知識、リーダーシップを習得する OFF-JT<sup>注2</sup>とを組み合わせて、働きながら正社員になることを目指す内容となっている。

また、カウンセリング制度も充実させている。同社では、正社員のみならず、有期雇用契約社員も、社員の家族も、全員無料で、何回でも



カウンセリングを受けられるようにしている。また、入社1カ月をめぐりにカウンセラーによる面談を受けるよう勧めている。財務上の観点では費用増の要因となるが、キャリアカウンセリングを伴う制度により、離職率の低下、労務問題の解消につながっており、間接的に同社の利益創出に寄与しているものと考えられる。

なお、社員1人あたりのカウンセリング実施件数は年0.76回となっており、一時期低下した水準から回復を見せている(図表7)。

【図表7】カウンセリング実施件数の推移

(単位:件)

	11年	12年	13年	14年	15年
全従業員数	1,420	1,640	1,781	2,220	2,230
カウンセリング実施件数	1,262	1,418	1,221	1,315	1,700
1人あたり件数	0.89	0.86	0.69	0.59	0.76

(出所) 平山会社案内をもとに証券リサーチセンター作成

#### ◆ 生産性を上げる取り組み 2 ~コンサルティング

インソーシング案件では、生産効率を上げられるかどうかは、請負側のリスクとなる。そのため、案件の利益率を上げるためには現場改善が必要不可欠であり、コンサルティング部門がそれを担当する。

コンサルティング部門の役割は拡大しており、請け負ったインソーシング案件の生産性を上げることだけにとどまらない。アウトソーシングの営業部門と連携して、顧客に提案活動を行って新規顧客開拓を進めるほか、製造派遣先の顧客企業に対するインソーシング化提案を行っている。そのため、コンサルティング部門自体が収益をあげるようになっており、固定フィーと成功報酬からなるコンサルティングフィーを売上高計上するようになっている(その他セグメントに分類される)。

#### ◆ 子会社で技術者派遣事業を展開

技術者派遣事業は、09年に100%子会社化したトップエンジニアリング(東京都港区)で展開している。機械設計・電気設計・ソフト開発や設計を行う技術者の派遣を行う。これは、生産の前段階の開発・設計のプロセスへの事業領域の拡大だけでなく、コンサルティング部門と同様、新規顧客開拓を中心に、顧客への営業活動をサポートする役割も担っている。

15/6期末の技術者派遣事業の従業員数は136名(これ以外に、契約社員等の臨時雇用者が期中平均5名)であり、この人員の大半が顧客先に派遣されている。

#### ◆ 海外展開

同社は、ベトナムとタイに、海外子会社 3 社をもつ。

ベトナム：HIRAYAMA VIETNAM Co.,Ltd. (非連結子会社)

タイ：HIRAYAMA (Thailand) Co.,Ltd. (非連結子会社)

タイ：HIRAYAMA JOB INSTITUTE (THAILAND) CO.,LTD  
(持分法非適用関連会社)

各国ごとに労働法制が異なるため、労働者派遣やインソーシングなど、日本と同じビジネスモデルをそのまま適用するのは難しい面がある。従って、顧客企業に対する現場改善のためのコンサルティング、海外の製造業管理者に日本の製造現場を見学させるスタディツアーなどを、その他の事業として行っている。

また、技術者派遣事業で外国人技術者の積極採用も進めている。

> 業界環境と競合

◆ 需要と供給の両視点

製造派遣やインソーシングといった製造現場向けの人材サービスの業界環境を需要側と供給側の両方の視点で分析してみた。

◆ 需要側の視点 1 ~ 製造業従事者数

需要側の視点として、まず、製造業でどれだけの人が働いているかを見てみた。厚生労働省の「労働力調査」によると、製造業における雇用者数は 984 万人であり 10 年前と比較すると約 7%減少している。また、雇用形態別で見ると、非正規の職員・従業員が 27~28%を占める構造となっている(図表 8)。

14 年以降の 2 年の数値しかないが、「役員を除いた雇用者数」の正規が増加する一方で非正規が横ばいという状況から、正規雇用で将来の人材を確保しつつ、目先の生産増は見込んでいないことがうかがえる。

【図表 8】 製造業の雇用者数の推移

(単位：万人)

	雇用者数 (年平均)	役員を除いた雇用者数(職員・従業員) (年末)	正規		非正規	
						(構成比)
05年	1,059	-	-	-	-	-
06年	1,084	-	-	-	-	-
07年	1,095	-	-	-	-	-
08年	1,084	-	-	-	-	-
09年	1,024	-	-	-	-	-
10年	1,008	-	-	-	-	-
11年	997	-	-	-	-	-
12年	980	-	-	-	-	-
13年	989	-	-	-	-	-
14年	987	927	668	259	27.9%	
15年	984	943	684	259	27.5%	

(注) 11 年は東日本大震災の影響で、一部厚生労働省により補完推計が行われている  
(出所) 厚生労働省「労働力調査」より証券リサーチセンター作成

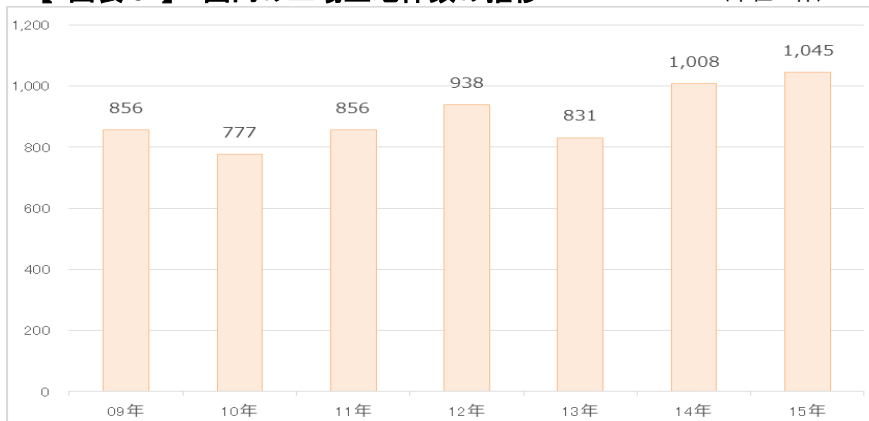
◆ 需要側の視点 2 ~ 工場立地件数の推移

国内の製造業の現場の数について、経済産業省の「工場立地動向調査」によると、国内の工場立地件数(太陽光発電の影響を受ける電気業を除く)は 15 年 1,045 件となり、2 年連続で増加している(図表 9)。

正規雇用と工場立地の状況を踏まえると、国内での生産能力は緩やかに拡大していることがうかがえる。

【図表9】 国内の工場立地件数の推移

(単位：件)



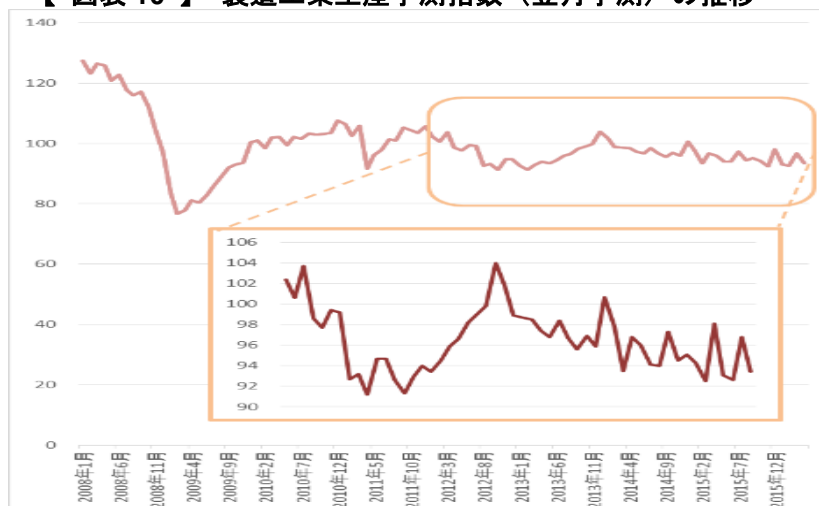
(注) 調査の対象は工場立地法の届出対象者を中心とした1,000㎡以上の用地の工場である  
(出所) 経済産業省「工場立地動向調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 需要側の視点3～ 製造工業生産予測指数

構内請負においては、顧客からの受注量が売上高に大きな影響を与えるため、需要側が生産に対してどのような見通しを持っているかを示す経済産業省の「製造工業生産予測指数」は重要な指標のひとつである(図表10)。

13年12月に104をつけた後は、月ごとに上下に振れつつも、下降傾向にあることが読み取れる。あくまで短期的な動向を示す指標であるが、製造業の事業者は、少なくとも強気の見通しを持っていないものと考えられる。

【図表10】 製造工業生産予測指数(翌月予測)の推移



(注) 製造工業生産予測指数(翌月予測)は、製造工業に属する主要品目の翌月の生産計画を指数化したもので、経済産業省が主要企業を対象に毎月実施する調査の結果をもとに作成される。数値が高いほど、生産計画が強いことを示す。

(注) 拡大した部分は12年1月～16年4月の部分

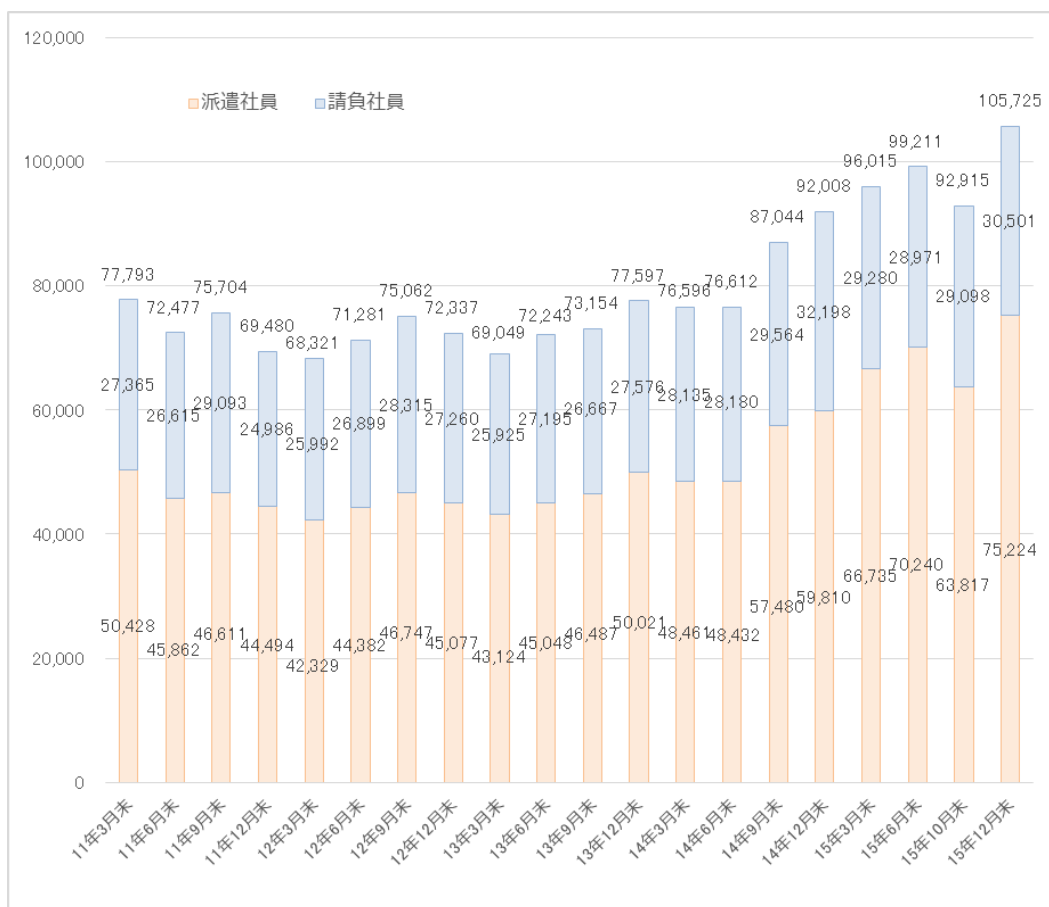
(出所) 経済産業省「製造工業生産予測指数」より証券リサーチセンター作成

◆ 供給側の視点 1 ～ 製造請負・派遣業界の雇用人員推移

一般社団法人日本生産技能労働協会の「製造請負・派遣事業動向調査」によると、製造請負・派遣業界の雇用人員は15年12月末で10万人を突破した(協会の会員を対象とした調査のため、厚生労働省の「労働力調査」とは一致しない)。派遣社員が約70%、請負社員が約30%という構成だが、請負社員だけを見ると、直近5年間は2.5~3万人の範囲で推移しており、相対的に変動が小さい状況である(図表11)。

【図表11】 製造請負・派遣業界の雇用人員推移

(単位:人)



(注)協会の会員に対するアンケート調査をもとに作成されたもののため、調査のたびに回答社数が若干異なる。そのため、回答社数の増減が各項目の数値の増減に多少の影響を与えている可能性がある。

(注)15年は9月末ではなく10月末の数値が公表されている。

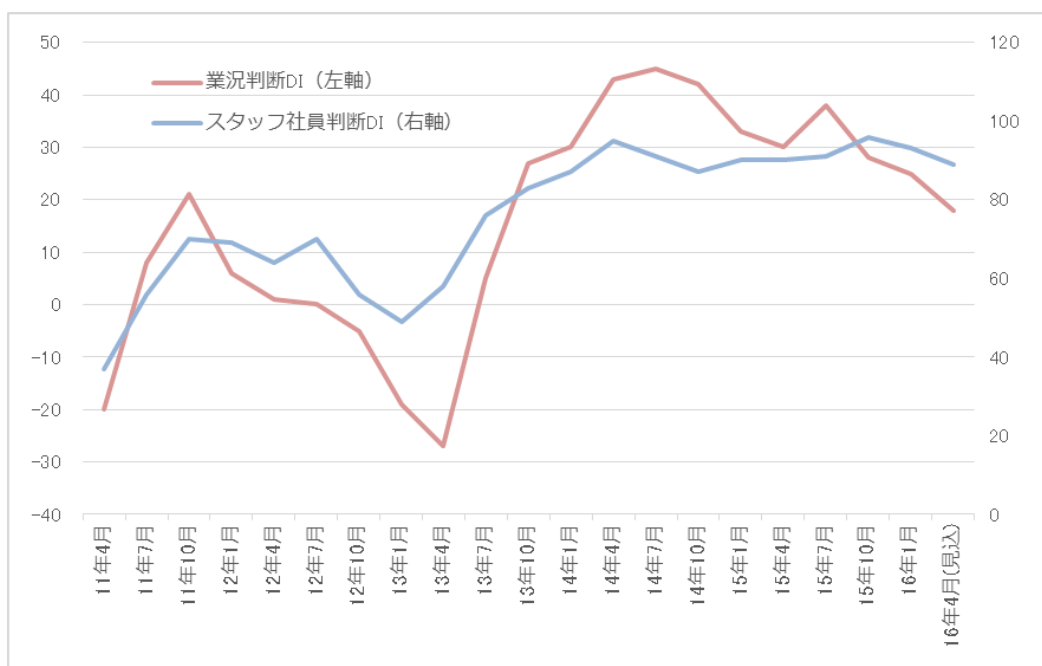
(出所)一般社団法人日本生産技能労働協会「製造請負・派遣事業動向調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 供給側の視点 2 ～ 業況判断 DI およびスタッフ社員判断 DI

「製造請負・派遣事業動向調査」では、業況判断 DI (「良い」と回答した企業の割合 - 「悪い」と回答した企業の割合) や、スタッフ社員判断 DI (「不足」と回答した企業の割合 - 「過剰」と回答した企業の割合) を公表している(図表12)。

15 年後半になると、業況判断 DI は低下傾向となっている。またスタッフ社員判断 DI は高位安定に推移しており、慢性的な人材不足感が続いているものと考えられる。

【 図表 12 】 製造請負・派遣業況判断 DI およびスタッフ社員判断 DI



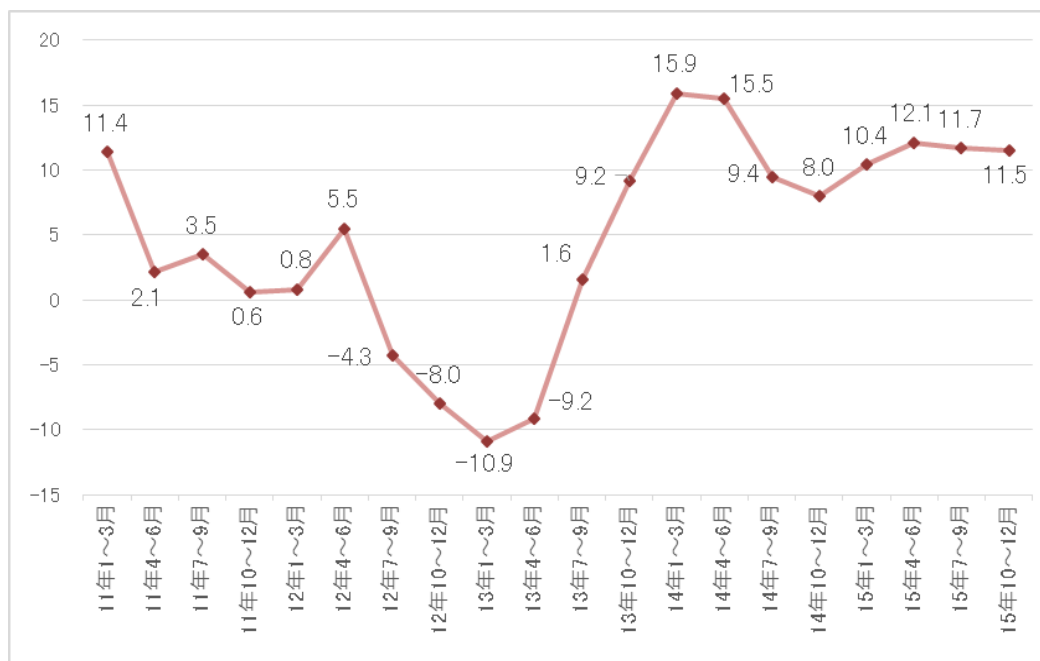
(注)業況判断 DI は、業況が「良い」と回答した企業の割合－「悪い」と回答した企業の割合  
 スタッフ社員判断 DI は、人材が「不足」と回答した企業の割合－「過剰」と回答した企業の割合  
 (出所)一般社団法人日本生産技能労働協会「製造請負・派遣事業動向調査」より証券リサーチセンター作成

◆ 供給側の視点 3 ～ 製造請負・派遣業界の売上高前年同期比

「製造請負・派遣事業動向調査」では、調査対象企業の製造請負・派遣業界の四半期売上高の前年同期比を公表している (図表 13)。これによると、15 年は、業界全体では前年同期比 10%程度の伸びが続いていたことが分かる。

【 図表 13 】 製造請負・派遣業界の売上高前年同期比 (四半期)

(単位: %)



(出所) 一般社団法人日本生産技能労働協会「製造請負・派遣事業動向調査」より証券リサーチセンター作成

### ◆ 競合

厚生労働省は、製造請負事業の適正化と雇用管理改善の推進と、製造請負業界の市場競争の健全化を目的に、製造請負優良適正事業者認定制度を設け、10年度より事業者を認定している。「経営方針」、「ものづくり力」、「ひとづくり力」、「労働者保護」の4つの要素から審査を受け、3年に1度、更新を必要とする。

構内請負を事業とする場合、認定の取得義務はない。しかし、顧客企業側が構内請負事業者を選定する場合、大企業であるほど、認定の有無を考慮していると考えられることから、製造請負業界は、この認定を受けた事業者が中心となって構成されている業界と言える。認定制度が始まって6年が経過したが、新規の認定数は年6社程度にとどまっており、請負業界は、既存の認定事業者を中心に展開されるものと考えられる(図表14)。

なお、認定事業者の中には、日本マニュファクチャリングサービス(2162 東証JQS)、UTグループ(2146 東証JQS)子会社のUTエイム、ワールドホールディングス(2429 東証二部)子会社のワールドインテック、ウィルグループ(6089 東証一部)子会社のエフエージェイなどが名を連ねる。

【 図表 14 】 製造請負優良適正事業者数の推移 (単位: 社)

	新規認定数	更新認定数	認定事業者数 合計
10年度	13	0	13
11年度	14	0	27
12年度	8	0	35
13年度	6	12	40
14年度	6	14	46
15年度	6	7	51

(注) 事業者は3年に1度審査を受けて更新をしなければならない  
認定事業者合計は、その該当年度に認定を受けている事業者数の合計  
(出所) 厚生労働省「製造請負優良適正事業者一覧」より証券リサーチセンター作成

## > 沿革・経営理念・株主

### ◆ 沿革 1 ～ 前身は山口県下関の卸売業

代表取締役社長の平山善一氏の父である平山上一氏が、荒物雑貨食器の卸売業として1955年に山口県下関で創業した個人事業が同社の前身である。業務用に食器等を海外から輸入して販売するのが、当時の主な事業だった。業容が拡大し、67年に有限会社平山商店が設立された(77年に有限会社平山に商号変更)。

### ◆ 沿革 2 ～ 構内請負の事業化

89年に現社長の平山善一氏の主導で構内請負の業務が始まった。輸入の取引先で縁があった人を、地元山口のメーカーで働けるよう紹介したのがきっかけで事業化するに至り、山口県など中国地方で展開していた。93年に平山善一氏が代表取締役に就任し、その翌94年には宇都宮支店を開設して関東に進出し、北関東の顧客に対して構内請負を行うようになった。

### ◆ 沿革 3 ～ 04年までに現在の事業構成の礎を構築

北関東で大手製造業の顧客を増やして実績を積み上げていった中で、同社に着目したのがテルモであり、2000年から取引が開始された。それ以降、テルモは同社の主要顧客となり、15/6期も同社の売上高の約47%を占めている。

また、04年には本社を東京に移したほか、富士宮支店、豊田支店、豊田研修センターを立て続けに開設し、拠点網を拡大した。同年、製造業に特化した派遣事業に本格参入し、現在の事業構成の礎が築かれた。

### ◆ 沿革 4 ～ 質の向上と製造請負優良適正事業者認定第1号

その後、06年にはコンサルティング事業立ち上げ、請負現場の質の



向上や生産性の向上が加速した。また、09年には、技術者派遣事業を本格的に展開し、製造工程の前段階である開発・設計段階への技術者の派遣を行うようになった。これは業務領域の拡大とともに、顧客との関係性強化という効果を目指すものであった。

こうした取り組みによって質の向上が図られた結果、製造請負優良適正事業者認定制度が発足した11年に、同社がその認定第1号となった。

#### ◆ 沿革5 ～ 海外展開

海外に目を向けたのは、10年代に入ってからである。11年 HIRAYAMA VIETNAM Co.,Ltd.を、14年には HIRAYAMA (Thailand) Co.,Ltd.をそれぞれ設立し、東南アジアへの進出に注力している。

#### ◆ 経営理念

同社は、「全社員の一心同体経営」および「仕事から得られる心の利益を大切にする」の2点を経営理念として掲げている。

その上で、以下の3項目を経営目標としている。

1. 日本の製造業を支え、製造立国日本の繁栄に貢献する。
2. お客様の利益増大に貢献し、社員の生活の安定を大切にする。
3. 製造支援企業として、独自のサービスを常に開発するグローバルオンリー1企業を目指す。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と16/6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15の通りである。

15年12月末時点で、代表取締役社長の平山善一氏の資産管理会社である株式会社スリーアローズが筆頭株主で24.38%を保有する。第2位の平山善一氏本人名義での所有分と合わせると、41.16%の保有となる。その後は、平山善一氏の二親等内の血族や、役員により保有される会社の保有が続く。これらを合計すると、27.36%にのぼる(社長および社長の資産管理会社を除く)。なお、自社株が38,400株(2.19%)存在する。

【 図表 15 】 大株主の状況

株主(敬称略)	上場前			15年12月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	株数 (株)	割合	順位	
株式会社スリーアローズ	426,000	30.10%	1	426,000	24.38%	1	平山善一氏の資産管理会社
平山善一	393,200	27.78%	2	293,200	16.78%	2	代表取締役社長 上場時に100,000株売り出し
平山恵一	201,400	14.23%	3	201,400	11.52%	3	専務取締役 代表取締役社長の弟
ハクトコーポレーション株式会社	177,800	12.56%	4	117,800	6.74%	4	平山恵一氏の資産管理会社 上場時に60,000株売り出し
平山智一	81,400	5.75%	5	76,400	4.37%	5	代表取締役社長の二親等内の血族
日本マスタートラスト信託銀行株式会社	0	0.00%	-	52,200	2.98%	6	取締役
有限会社平寛堂	42,000	2.97%	6	42,000	2.40%	7	役員等により総株主の議決権の過半数が所有されている会社
平山上一	40,400	2.85%	7	40,400	2.31%	8	創業者 代表取締役社長の二親等内の血族
株式会社平山	38,400	2.71%	-	38,400	2.19%	-	自社株
山田裕一	0	0.00%	-	26,200	1.49%	9	
平山従業員持株会	14,600	1.03%	8	-	-	-	
(大株主上位10名)	1,376,800	97.29%	-	1,275,600	73.01%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	172,600	12.20%	-	162,200	9.28%	-	
発行済株式総数	1,415,200	100.00%	-	1,747,200	100.00%	-	

(注) 自社株を記載しているが、大株主上位10名株数合計からは除外している。

そのため、当図表では事実上、大株主上位9名の記載となる。

(出所) 平山有価証券届出書および有価証券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、10/6 期以降の分が開示されているが、10/6 期～15/6 期まで年平均 10.8% 増のペースで売上高が拡大してきた。また、経常利益は同 17.6% 増のペースで成長してきた(13/6 期より連結決算開始のため、10/6 期は単体の数字を用いて算出)。

10/6 期～15/6 期の 5 期の間、売上高は増収を続けてきたが、経常利益および当期純利益は、12/6 期に大幅減益を経験している。12/6 期はテルモ向けが好調だったことで増収となったものの、製造派遣が中心だった一部の案件がうまく立ち上がらずに利益率を落としたことが要因である。

#### ◆ 15 年 6 月期は製造業の需要が旺盛で前期比増収増益

15/6 期は、売上高が前期比 9.0% 増の 8,995 百万円、営業利益が同 18.5% 増の 378 百万円、経常利益が同 16.8% 増の 380 百万円、当期純利益が同 6.3% 増の 193 百万円と、前期比増収増益となった。

主力のアウトソーシング事業では、稼働人員数が前期比 13.8% 増、取引先数は同 17.1% 増となった。既存取引先については、円安を背景に輸出産業を中心とした増産傾向が続き、既存取引先での請負化が進んだほか、新規の引き合いも堅調に推移した。技術者派遣事業でも、収益性の高い取引先への配置転換を進めるのと同時に、既存取引先へのコンサルティングサービスの提供が増加した。これらの結果、15/6 期の営業利益率は 4.2% となり、14/6 期の 3.9% から 0.3% ポイント上昇した。

#### ◆ 東証ジャスダック上場時の公募増資により自己資本増強

15 年 7 月の東証ジャスダック上場時に公募増資及び第三者割当増資を行った結果、15 年 6 月末に 36.8% だった同社の自己資本比率は、15 年 12 月末には 46.8% まで上昇し、財務の安全性が高まったと言える。

### > 他社との比較

#### ◆ 製造業の製造現場に人材を供給する企業と比較

労働者派遣や請負など、製造業の製造現場に人材を供給する上場企業と比較した。具体的には、東海や関東を基盤とするアウトソーシング(2427 東証一部)、半導体業界向けに強い UT グループ、受託生産サービスを特徴とする日本マニュファクチャリングサービス、製造派遣や業務請負のほか不動産事業も展開するワールドホールディングスと比較した(図表 16)。

【 図表 16 】 財務指標比較：製造業の製造現場に人材を供給する企業

項目	銘柄	コード	平山	アウトソーシング	UTグループ	日本 マニファクチャリング サービス	ワールド ホールディングス
			7781	2427	2146	2162	2429
		直近決算期	15/6期	15/12期	16/3期	16/3期	15/12期
規模	売上高	百万円	8,995	80,860	44,050	62,179	87,984
	経常利益	百万円	380	3,224	2,421	1,350	5,133
	総資産	百万円	4,073	37,042	17,139	26,234	56,329
収益性	自己資本利益率	%	14.0	19.5	39.3	7.6	41.8
	総資産経常利益率	%	9.4	10.5	14.4	5.0	10.0
	売上高営業利益率	%	4.2	3.9	5.6	3.1	5.8
成長性	売上高（3年平均成長率）	%	15.8	24.3	16.5	17.0	18.4
	経常利益（同上）	%	58.0	40.9	20.4	33.8	58.5
	総資産（同上）	%	17.9	38.8	21.7	11.2	33.3
安全性	自己資本比率	%	36.8	31.5	23.9	19.5	19.2
	流動比率	%	253.7	122.3	176.9	116.8	153.1
	固定長期適合率	%	12.6	76.5	35.8	70.2	26.6

(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）

平山は13/6期より連結決算のため3期前は単体の数値。また、15年7月に上場のため、数値は上場前のものとなる。

(出所) 平山有価証券報告書および有価証券届出書、各社有価証券報告書および決算短信より証券リサーチセンター作成

同社は15年7月に上場したため、図表16のデータは、上場に伴う資金調達前の数値となる。それでも、財務の安全性については他社に比べて優位性があると言える。特に自己資本比率は、15/6期末の時点でも他社を上回っているが、上場によって、15年12月末には46.8%にまで上昇し、他社との差を広げている。

比較対象企業の中には事業を多角化している企業もあり、事業構成にはばらつきがある。その点を考慮しても、売上高、経常利益、総資産のどれで見ても、同社は他社に比べて規模が小さい。特に、総資産の小ささは目立つ。規模が小さい分、資産効率が高くなって、収益性で他社に優位に立っているというわけでもない。後述の通り、16/6期は大幅減益が見込まれるため、収益性については他社より劣後することが想定される。

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 知的資本の源泉は長年の知見を実現するプロセスの拡充にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 17 に示した。同社の知的資本の源泉は組織資本にある。四半世紀に及ぶ構内請負の経験で培われたノウハウや知見を、人材の適正配置や生産現場の効率化、人材育成につながる教育体制や従業員支援プログラムといったプロセスとして展開している点にある。そうしたプロセスが機能することで、競争力のある人材が輩出され、関係資本である顧客の拡大につながっている。

【 図表 17 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
関係資本	顧客	・取引社数	96社 (15/6期末) 84社 (16/6期上期末)	
		・アウトソーシング事業取引先	・テルモ社からの売上高 4,236百万円 (全売上高の47.1%) (15/6期)	
		・技術者派遣事業の取引先	・構内請負の受注量 開示なし	
	ブランド	・取引社数	開示なし	
		・その他事業の取引先	・コンサルティングの取引社数 開示なし	
	ネットワーク	・構内請負の実績	・スタディーツアーの取引社数 開示なし	
・国内拠点		・製造請負優良適正事業者認定制度 取得第1号 (11年)		
・海外拠点		・国内の支店・営業所数 13カ所 (本社含むと14カ所)		
組織資本	プロセス	・ベトナム	子会社1社	
		・タイ	子会社2社	
		・人材確保・人員の適正配置	・稼働人員数 2,812人 (15/6期末) 2,600人 (16/6期上期末)	
		・従業員数	1,048人 別途、臨時雇用者1,339人 (15/6期末)	
	生産現場の効率化	・人材の定着率	開示なし	
		・退職者数	開示なし	
		・コンサルティング部門の コンサルタント人数	開示なし	
	教育体制および従業員支援 (EAP) プログラム	・研修施設	国内2カ所	
		・資格取得支援による資格取得者数	延べ704名 (15年末)	
		・カウンセリング活動の年間件数	1,700回 (15年)	
知的財産 ノウハウ	・1従業員あたりカウンセリング回数 (年間)	年0.76回 (15年)		
	・営業体制	・国内の支店・営業所数 13カ所 (本社含むと14カ所)		
	・構内請負に関するノウハウ	・社長・経営陣の知見 特になし		
人的資本	経営陣	・インセンティブ	・構内請負の経験年数 27年	
		・代表取締役社長による保有	293,200株 (16.78%) 資産管理会社の持分を含めると 719,200株 (41.16%)	
		・社長以外の取締役の持株数 (監査役は除く)	201,400株 (11.52%) 役員の資産管理会社の持分を含めると 319,200株 (18.26%)	
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	86,000株 (4.92%) (15/6期末)	
	従業員	・従業員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	136百万円 (4名) (15/6期)	
		・企業風土	・従業員数 1,048人 別途、臨時雇用者1,339人 (15/6期末)	
		インセンティブ	・平均年齢	27.83歳 (単体) (15/6期末)
			・平均勤続年数	4.08年 (単体) (15/6期末)
・従業員持株会	14,600株 (1.03%) (上期前) 16/6期上期末は開示なし			
・ストックオプション	162,200株 (9.28%) *取締役保有分も含む			

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は16/6期上期、または16/6期上期末のものとする

(出所) 平山有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

## > ESG活動の分析

### ◆ 環境対応 (Environment)

同社の業態は精密機器に属し、ファクトリーアウトソーシングを主要事業としている。そのため、作業現場の安全衛生管理体制の向上を常に目指し、健康的な職場形成を通じて、労働災害の防止に積極的に取り組んでいる。これが同社の環境対応へとつながっている。

### ◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「全社員の一心同体経営」および「仕事から得られる心の利益を大切にする」の2点を経営理念として掲げ、日本の製造業を支え、製造立国日本の繁栄に貢献することを経営目標の1つにしている。

その目標達成の過程で、人材育成と製造技術・ノウハウの結集による新たな高付加価値のサービスを提供することと、人材会社から製造支援会社、人材教育会社へ転換することを通じて、社会に貢献する方針をとっている。

その一環として、「日本製造業のノウハウを持った人材で70歳まで働ける職場を作る」ことも掲げている。

### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は7名で構成され、うち2名が社外取締役である。

社外取締役の小牟礼義人氏は、住友商事(8053 東証一部)でキャリアを開始し、住商パイプアンドスチールの代表取締役社長を経験した。その後、インタープロジェクトを経て、現在はシェーンコーポレーションの勤務との兼任である。

社外取締役の村上伸一氏は、小松製作所(6301 東証一部)でキャリアを開始し、経営企画部門や開発部門の部長を経験した。その後、大阪大学大学院工学研究科社会連携室産学連携推進教授に就任した。現在は、Kaizen パートナーの代表との兼任である。

監査役会は監査役4名(うち2名が社外監査役)で構成されている。内訳は、常勤監査役1名、非常勤監査役3名である。

常勤監査役の住友千良氏は、新日本商品を経て、パナソニックテレコムで長くキャリアを積んだ後、06年に同社に入社し、経理部経理課長を務め、14年より監査役を務めている。

非常勤監査役の露木忠晴氏は、ソニー(6758 東証一部)でキャリアを開始し、ソニー長崎取締役、ソニー国分常務取締役、ソニーセミコ

ンダクタ九州執行役員、エスティモバイルディスプレイ代表取締役社長を歴任した。その後、07年に同社の営業顧問に就任し、14年より同社の監査役を務めている。

非常勤監査役で社外監査役の福永隆明氏は、KPMG センチュリー監査法人（現 有限責任あずさ監査法人）を経て、福永公認会計士事務所を設立した。その後、グローバル・ソリューションズ・コンサルティング代表取締役、みらい取締役、いちご不動産投資法人監督役員、グリーンオーク・インベストメント・マネジメント社外監査役、チケットガード少額短期保険社外監査役を歴任した。現在は、福永公認会計士事務所代表との兼任のほか、上記のうち、みらい取締役以外との兼任である。

非常勤監査役で社外監査役の玉野淳氏は、尼崎信用金庫でキャリアを開始し、三恵工業を経て、岡村忠弘税理士事務所に入所した。その後、岡村・玉野税理士法人を設立して代表社員に就任した。現在は、岡村・玉野税理士法人代表社員との兼任である。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 定着率の改善

インソーシング案件で利益率を低下させる要因のひとつに、定着率の低下があげられる。同社のビジネスモデルでは、人材の戦力化のために採用費や研修費などのコストがどうしても先行する。そのため、戦力化した人材が短期間で辞めることは、異なる人員を何度も投入することを意味し、現場改善効果が出ず、先行投資の回収が遠のくことになりかねない。

同社としては、キャリアカウンセリングの制度を整備するなど、定着率を上げるための取り組みを既に行っており、今後も注力していくとしている。

#### ◆ インソーシング案件での生産量の変動への対応

インソーシング案件では、同社の売上高は「成果物単価×生産個数」で算出される。顧客の生産計画の変更による生産個数変動のリスクは同社が負うことになる。

例えば、顧客の生産計画の変更によって生産個数が減少する場合は、そのまま同社の売上高の減少となる。また、何かしらの事情で人材の供給が間に合わない場合、外注を使ってでも納期までに生産しなくてはならず、その時の追加コストは同社の負担となる。

個々の案件では、顧客の事情による生産量変動による売上高や利益への影響は避けられない部分があるが、全体で見ると、顧客、または顧客業種を分散させることは、全体業績への影響を緩和する効果がある。そのためにも、顧客の拡大を進めていく方針である。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 国内での人材の採用と育成の強化

労働契約法施行(13年4月1日)により、有期労働契約者の契約で、5年を超えて更新した場合、期限の定めのない雇用(正社員雇用)へ転換しなくてはならなくなった。これは、製造業の事業者が自前での雇用を維持しづらくなることを意味する。こうした流れを踏まえ、既存のアウトソーシング事業においては、差別化と顧客囲い込みを強化していく。

そのためには、生産性の高い人材をどれだけ供給できるかが鍵を握るため、同社は、国内においては正社員採用を強化していく方針をとる。具体的には、専門学校や高校の卒業生を中心に年500名の新卒社員の採用、月200名の中途社員採用を目標に、採用と育成の体制を強化する。



**◆ 外国人の活用**

供給力の強化に向けて、外国人の採用を加速する。そのため、外国人の技能実習制度の活用を積極化する。その背景には、技能実習制度が改正となり、技能実習の対象業種が拡大する動きがある。現在は約50名を受け入れているが、短期的に100名、中期的に300名の受け入れを可能とする体制とする。これにより、採用コストの減少を図っていく。

また、技術者派遣事業のエンジニア不足の解消を目的に、外国人エンジニアの採用も拡大していく。中期的には50名の採用を目指す。

**◆ 国内の展開エリアの拡大**

国内においては、労働者派遣法改正後の動きを踏まえ、営業と採用を強化するために拠点新設を加速する。中部東海、上信越、東北が重点エリアとなる。また、未開拓のエリアへの展開にあたっては、M&Aの選択肢も検討する方針である。

**◆ 海外での拡大**

海外においては、既にベトナムとタイに現地法人を設け、東南アジアへの展開を開始している。今後、インドネシアとフィリピンでの拠点展開を予定している。また、タイ、ベトナム、インドネシアではコンサルティング事業の拡大を目指す。

なお、東南アジアの中で製造業の集積度が最も高いとされているのは、自動車産業を多く抱えるタイである。そのため、タイでの採用・育成機能の強化を図る。

タイには、非連結子会社の HIRAYAMA (Thailand) Co.,Ltd. がある。その子会社(同社にとっての孫会社)である JOB SUPPLY HUMAN RESOURCE (以下、JSHR) が、タイの現地企業で人材派遣事業を展開する JOB SUPPLY 社から人材派遣事業を譲受することとなった。約1,700人の人材を受け入れ、JSHRは16/6期末2,000名となるとともに、16/6期中に連結子会社へ移行する予定である。JSHRは、中期的に4,000名の稼働を目指すとしている。

**◆ 新しいビジネスモデルへの取り組み**

労働者派遣法の改正(15年9月30日施行)により、無期雇用の派遣社員は、派遣期間の制限がなくなった。これにより、新しいビジネスモデルが可能になった。

管理責任者、工程リーダー、一般スタッフで構成される製造現場では、従来のインソーシングの場合、管理責任者も請負契約としなくてはな

らなかった。しかし、請負であるため、顧客企業は指揮命令をすることができなかった。また、派遣契約だと3年間しか働けなかった。

法改正に基づいた新しいビジネスモデルでは、同社が無期雇用する人材を派遣契約で充てれば、派遣期間の制限なく働くことができ、さらに、顧客企業が指揮命令系統を持つことができるようになる。派遣と請負のメリットを同時に享受できるサービスとなる。

このサービスのかなめは管理責任者を務めることができる人材をどれだけ抱えているかという点にある。同社は早くからこの法改正を見越して人材育成を進めてきたが、まずは実績をつくることを急いでしている。

## 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 18 のようにまとめられる。

【 図表 18 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・製造請負優良適正事業者認定制度第1号取得が裏付ける実績と品質</li> <li>・四半世紀にわたる構内請負の経験による知見・ノウハウの蓄積</li> <li>・研修制度やカウンセリング制度などの人材育成の体制</li> <li>・コンサルティング部門を中心とした現場改善力</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・事業規模の小ささ</li> <li>・売上高における特定顧客への依存度の高さ</li> <li>・製造業を取り巻くマクロ環境に影響を受けやすい業績動向</li> <li>・現社長への依存度が高い事業運営</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客の製造現場でのインソーシング化（請負化）の進行</li> <li>・労働契約法施行や労働者派遣法改正等による、顧客企業側での需要拡大</li> <li>・東南アジアへの展開</li> <li>・上場による知名度の向上</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人材確保・育成が思うように進まない可能性（人材獲得競争の激化など）</li> <li>・採用コストの上昇</li> <li>・人材の定着率低下（離職率上昇）の可能性</li> <li>・顧客の生産計画が短期間に大きく変動する可能性</li> <li>・労働行政における法律・規制の変化</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ 自社を「人材輩出企業」と位置づけていることを評価

同社は自らを「人材輩出企業」と位置づけている。そのため、入社した人材には、どこの製造現場でも使える知識と経験を在職中につけてもらうことに注力している。その結果、同社では、同社で就業した人材の将来のキャリアとして、主に、(1) そのまま同社で働き続ける、(2) 顧客企業に転籍する、(3) 他の会社へ転職する、を想定している。(2)や(3)という将来のキャリアが選択されることを前提に、教育コストをかける企業は多くないと考えられる。

同様に、人材育成の目玉となっているカウンセリング制度も、どうしてもコスト先行となる性格のものである。そのため、他社ではなかなか導入できるものではないと考えられる。

「人材輩出企業」を目指す施策は、短期的にはどうしてもコスト持ち出しとなるように見える。しかし、人材の質は、同社が顧客企業から

選ばれるポイントとなるため、人材の定着率の上昇と相まって、最終的には、受注拡大から売上高拡大へ、請け負った製造現場の生産性の上昇から利益拡大へ、それぞれ業績に貢献していくものと考えられる。

#### ◆ 16年6月期の急減速で噴出した課題をどう乗り越えるかに注目

16/6期第2四半期累計期間(以下、上期)は業績に急ブレーキがかかったような内容であり、構内請負のビジネスの課題が噴出した形となった。詳細は後述するが、顧客企業の需要(生産量)と、同社の人材の供給の間でミスマッチングが生じたと言える。

構内請負のビジネスでは、顧客企業の事情による生産量の急な変動は、常に生じうるリスクである。また、人材獲得の競争が激しくなっていることで、人材確保も容易でなくなっている。以前に増して需給のマッチングが難しくなる環境にある。来期以降の業績回復は、この環境下で、需給のミスマッチングをどれだけ緩和できるかにかかっていると断言しても過言ではない。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 下方修正となった16年6月期会社計画

16年2月に公表された16/6期の修正会社計画は、売上高9,739百万円(前期比8.2%増)、営業利益124百万円(同67.2%減)、経常利益94百万円(同75.3%減)、当期純利益41百万円(同78.8%減)である(図表19)。

上場時に公表された会社計画は、売上高10,017百万円(前期比11.4%増)、営業利益430百万円(同13.6%増)、経常利益432百万円(同13.6%増)、当期純利益253百万円(同30.9%増)であった。上場時公表の計画に対し、売上高は2.8%、営業利益は71.2%、それぞれ引き下げられ、増益計画から一転して減益計画となった。

【 図表 19 】 平山の 16 年 6 月期の業績計画

(単位：百万円)

	14/6期 実績	15/6期 実績	16/6期 会社計画		前期比	
			修正後	期初	(修正後)	(期初)
売上高	8,250	8,995	9,739	10,017	8.2%	11.4%
アウトソーシング事業	7,236	7,933	8,326	8,875	5.0%	11.9%
技術者派遣事業	876	914	908	950	-0.7%	3.9%
その他	137	146	505	192	245.9%	31.5%
売上総利益	1,410	1,565	1,541	1,794	-1.5%	14.6%
売上総利益率	17.1%	17.4%	15.8%	17.9%	-	-
営業利益	319	378	124	430	-67.2%	13.6%
営業利益率	3.9%	4.2%	1.3%	4.3%	-	-
アウトソーシング事業	837	943	779	1,043	-17.4%	10.6%
技術者派遣事業	47	54	46	59	-14.8%	9.3%
その他	40	36	24	52	-33.3%	44.4%
調整額	-605	-655	-725	-724	-	-
経常利益	325	380	94	432	-75.3%	13.6%
経常利益率	3.9%	4.2%	1.0%	4.3%	-	-
当期純利益	182	193	41	253	-78.8%	30.9%
当期純利益率	2.2%	2.2%	0.4%	2.5%	-	-

(出所) 平山決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

後述する通り、16/6 期上期の利益の減速が会社計画の下方修正につながった。

アウトソーシング事業においては、医療機器・医薬品分野の受注量が期初計画比で 5%減、精密機械分野の受注量が同 15%減となったほか、受注に対する適正な人材配置が遅れたことにより、生産量が伸び悩むことが織り込まれた。加えて、技術者派遣事業においては、技術者の採用が停滞し、派遣人員の増加に遅れが生じている。

株主還元に関して、1 株あたりの配当金は、15/6 期の 35.22 円 (配当性向 24.9%) に対し、16/6 期は 38.00 円 (同 161.9%) を予定している。期初の段階では 37.34 円で配当性向 25.0%を予定していたが、業績が下方修正となった一方で配当金をほぼ据え置いたことで、予定配当性向が大幅に上昇する格好となった。なお、38.00 円のうち、32.00 円は上場記念配当という扱いとなった。

#### ◆ 16 年 6 月期上期は採用コストと外注コストがかさみ大幅減益

16/6 期上期は、売上高が 4,625 百万円 (前年同期比 3.9%増)、営業利益が 66 百万円 (同 69.0%減)、経常利益が 42 百万円 (同 80.4%減)、四半期純利益は 20 百万円 (同 83.3%減) となった (前年同期は上場前のため参考数値)。

上期の会社計画は公表されていなかったため、計画との比較はできない。期初の通期計画に対する進捗率は、売上高は 46.2%、営業利益は 15.5%、経常利益は 9.8%、純利益は 8.3%であり、利益の進捗率が低かった。

精密機器分野の主要取引先において、一部製品の減産が発生した。それ以上に、全体的に、受注に対応するのに必要な人材採用が足りず、外注を使わざるを得ない状況が発生したことが、アウトソーシング事業の減益につながった。つまり、需給のミスマッチにより、需要に対応するため、採用コストと外注コストが膨らみ、利益を圧迫した。

◆ 16年6月期第3四半期累計期間

16/6期第3四半期累計期間の売上高は 6,961 百万円(前年同期比 4.5%増)、営業利益が 96 百万円(同 67.0%減)、経常利益が 59 百万円(同 79.9%減)、四半期純利益は 16 百万円(同 89.4%減)となった(図表 20)。

総じて、16/6期上期時点で修正された会社計画に沿った進捗となった。

【 図表 20 】 平山の 16 年 6 月期の四半期業績推移

(単位：百万円)

	15/6期			16/6期					
	第3四半期 累計期間	第4四半期	通期	第3四半期累計期間			第4四半期 (計画)	通期会社計画(修正後)	
				(実績)	前年同期比	対通期計画		前期比	前期比
売上高	6,659	2,336	8,995	6,961	4.5%	71.5%	2,777	9,739	8.2%
アウトソーシング事業	5,868	2,065	7,933	6,137	4.6%	-	2,188	8,326	5.0%
技術者派遣事業	685	228	914	690	0.7%	-	217	908	-0.7%
その他	104	42	146	134	28.2%	-	370	505	245.9%
売上総利益	1,174	390	1,565	1,132	-3.6%	73.5%	408	1,541	-1.5%
売上総利益率	17.6%	16.7%	17.4%	16.3%	-	-	14.7%	15.8%	-
営業利益	292	86	378	96	-67.0%	77.8%	27	124	-67.2%
営業利益率	4.4%	3.7%	4.2%	1.4%	-	-	1.0%	1.3%	-
経常利益	293	87	380	59	-79.9%	62.8%	34	94	-75.3%
経常利益率	4.4%	3.7%	4.2%	0.8%	-	-	1.2%	1.0%	-
当期純利益/四半期純利益	156	37	193	16	-89.4%	40.6%	24	41	-78.8%
純利益率	2.3%	1.6%	2.1%	0.2%	-	-	0.9%	0.4%	-

(注) 16/6期の第4四半期(計画)は、通期会社計画と第3四半期累計期間実績の差から算出

(出所) 平山決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想**

当センターでは、同社の16/6期業績を、売上高9,722百万円(前期比8.1%増)、営業利益138百万円(同63.5%減)、経常利益99百万円(同73.9%減)、当期純利益45百万円(同76.7%減)と、修正後の会社計画にほぼ沿った水準を予想する(図表21)。

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) 売上高は、期末のスタッフの人数(従業員の期中平均人数と平均臨時雇用者数の合計)から算出される期中の稼働人員数と、1稼働人員あたり売上高を考慮して予想を組み立てている。15/6期の稼働人員数2,812人、1稼働人員あたり売上高約320万円に対し、16/6期の稼働人員数は3,042人、1稼働人員あたり売上高はほぼ横ばいになると予想した。アウトソーシング事業の売上高におけるテルモ向けの売上高が占める割合は43.2%(前期は47.1%)と3.9%ポイント低下するものとした。

なお、16年2月に公表された、タイにおける派遣事業の譲受について、16/6期中の連結子会社化を予定している。譲受時の稼働人員数が約1,700人であるが、16/6期末に連結化されるものとし、16/6期の収益には影響を与えないものとした。

(2) 売上総利益率は、15/6期の17.4%に対し、16/6期は、修正後の会社計画と同水準の15.8%まで低下し、売上総利益は前期比1.9%減になると予想した。受注をこなすために外注スタッフを使うことで、外注費がかさむ展開を想定した。

(3) 採用費や研修費などの人材開発関連の費用が増加すると思われ、販売費および一般管理費(以下、販管費)は前期比17.8%増になると予想する。前期比増収も、売上総利益の減益と販管費の増加により、営業利益率は15/6期の4.2%から1.4%まで2.8%ポイント低下するものとした。

17/6期以降は、売上高は前期比約20%~25%の増収が続くと予想した。既存のアウトソーシング事業は、国内の稼働人員が毎年300人ほど増加する一方、タイで連結化する予定の会社の稼働人員(譲受時1,700人、17/6期末に2,200人)が上乗せされると予想した。

売上総利益率は16/6期で底打ちするものとする。国内の採用増によって人員が戦力化し、外注を使う割合が少なくなることと、インソーシング案件の黒字化が進むことが要因である。その結果、営業利益率は17/6期は2.7%、18/6期は3.3%まで回復するものとした。

【 図表 21 】 証券リサーチセンターの業績等の予想 (損益計算書) (単位: 百万円)

	14/6期	15/6期	16/6期CE (修正)	(期初)	16/6期E	17/6期E	18/6期E
<b>損益計算書</b>							
売上高	8,250	8,995	9,739	10,017	9,722	11,552	14,319
前期比	11.2%	9.0%	8.2%	11.4%	8.1%	18.8%	24.0%
セグメント別							
アウトソーシング事業	7,236	7,933	8,326	8,875	8,325	10,028	12,369
技術者派遣事業	876	914	908	950	891	888	1,091
その他	137	146	505	192	505	635	859
調整額	0	0	0	0	0	0	0
売上総利益	1,410	1,565	1,541	1,794	1,536	1,871	2,362
前期比	16.2%	11.0%	-1.5%	14.6%	-1.9%	21.8%	26.2%
売上総利益率	17.1%	17.4%	15.8%	17.9%	15.8%	16.2%	16.5%
販売費および一般管理費	1,090	1,186	1,417	1,364	1,397	1,562	1,887
販管費率	13.2%	13.2%	14.5%	13.6%	14.4%	13.5%	13.2%
営業利益	319	378	124	430	138	309	475
前期比	19.5%	18.5%	-67.2%	13.6%	-63.5%	123.9%	53.7%
営業利益率	3.9%	4.2%	1.3%	4.3%	1.4%	2.7%	3.3%
セグメント別							
アウトソーシング事業	837	943	779	1,043	799	1,002	1,298
技術者派遣事業	47	54	46	59	44	46	60
その他	40	36	24	52	24	33	48
調整額	-605	-655	-725	-724	-729	-773	-931
経常利益	325	380	94	432	99	311	477
前期比	3.6%	16.8%	-75.3%	13.6%	-73.9%	214.1%	53.4%
経常利益率	3.9%	4.2%	1.0%	4.3%	1.0%	2.7%	3.3%
当期純利益	182	193	41	253	45	140	214
前期比	18.4%	6.3%	-78.8%	30.9%	-76.7%	211.1%	52.9%
当期純利益率	2.2%	2.2%	0.4%	2.5%	0.5%	1.2%	1.5%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 平山有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成



【 図表 22 】証券リサーチセンターの業績等の予想 (貸借対照表・キャッシュフロー計算書) (単位:百万円)

	14/6期	15/6期	16/6期CE (修正)	(期初)	16/6期E	17/6期E	18/6期E
<b>貸借対照表</b>							
現金及び預金	2,721	2,675	-	-	2,957	2,927	2,907
売掛金	853	944	-	-	989	1,289	1,550
その他	108	125	-	-	180	200	220
流動資産	3,684	3,745	-	-	4,127	4,417	4,678
有形固定資産	106	102	-	-	101	100	100
無形固定資産	2	2	-	-	2	2	2
投資その他の資産	245	222	-	-	224	224	224
固定資産	354	327	-	-	327	327	326
資産合計	4,039	4,073	-	-	4,454	4,745	5,005
買掛金	-	-	-	-	0	0	0
未払金等(未払法人税等以外の未払い項目)	865	1,014	-	-	1,009	1,332	1,492
未払法人税等	117	0	-	-	49	145	223
短期借入金	100	0	-	-	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	266	250	-	-	233	157	0
その他	231	211	-	-	220	220	220
流動負債	1,464	1,476	-	-	1,512	1,855	1,935
長期借入金	566	391	-	-	157	0	0
その他	724	698	-	-	730	760	790
固定負債	1,291	1,089	-	-	887	760	790
純資産合計 (自己資本)	1,283	1,507	-	-	2,054	2,129	2,279
1,277	1,500	-	-	2,047	2,123	2,272	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>							
税金等調整前当期純利益	319	359	-	-	103	311	477
減価償却費	10	15	-	-	10	10	10
売上債権の増減額(-は増加)	-75	-90	-	-	-44	-300	-260
法人税等の支払額	-181	-202	-	-	-93	-75	-184
その他	185	235	-	-	-19	332	170
営業活動によるキャッシュ・フロー	258	317	-	-	-42	278	212
有形固定資産の取得による支出	-24	-15	-	-	-9	-10	-10
有形固定資産の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-	-	-	-	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-	-	-	-	-2	0	0
投資有価証券の売却による収入	30	-	-	-	0	0	0
その他	55	-86	-	-	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	61	-102	-	-	-11	-10	-10
短期借入金の増減額(-は減少)	-150	-100	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額(-は減少)	666	-191	-	-	-250	-233	-157
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	-	13	-	-	632	0	0
配当金の支払額	-27	-44	-	-	-64	-64	-64
その他	-2	2	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	487	-320	-	-	317	-298	-222
現金及び現金同等物の増減額(-は減少)	807	-105	-	-	263	-29	-20
現金及び現金同等物の期首残高	1,295	2,102	-	-	1,997	2,261	2,231
現金及び現金同等物の期末残高	2,102	1,997	-	-	2,261	2,231	2,210

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 平山有価証券届出書および有価証券報告書、決算短信、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 会社の評判に係るリスク

人材サービスの会社に共通して言えることだが、会社の評判に係るリスクには注意が必要である。何かしらの事案により会社の評判が損なわれると（特にマスコミが報道するような場合）、人材の採用状況の悪化や人材定着率の低下（離職率の上昇）を招き、業績悪化につながる恐れがあるためである。

### ◆ 自然災害の影響

同社の場合は、顧客企業の敷地にて構内請負を行うことが多いが、現在のように各所で自然災害が起きていることを考えると、思わぬところで自然災害による影響を受ける可能性がある。

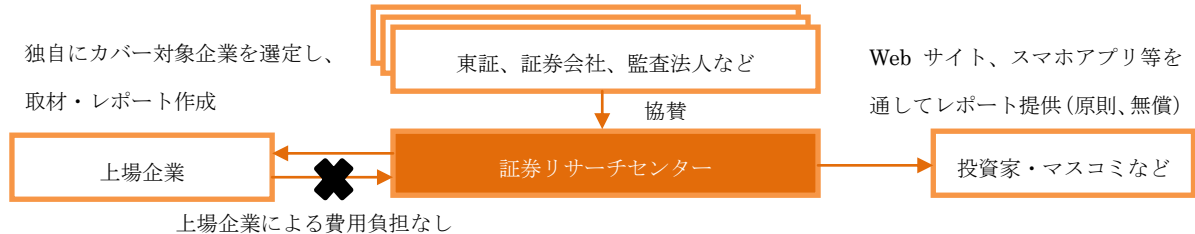
### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけ、配当性向 25%を基本方針としている。16/6 期は期初の段階では 1 株あたり配当を 37.34 円（配当性向 25%）としていたが、期中に会社計画を大幅に下方修正した結果、38 円とした上で、内訳を普通配当 6 円、上場記念配当を 32 円とした。

17/6 期以降は、配当性向 25%の普通配当のみに戻ると考えれば、当期純利益の会社計画の水準次第では、減配と認識される可能性が拭えず、短期的な株価変動要因となる可能性がある。

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。



■ 協賛会員

(協賛)

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	有限責任監査法人トーマツ	新日本有限責任監査法人
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
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

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

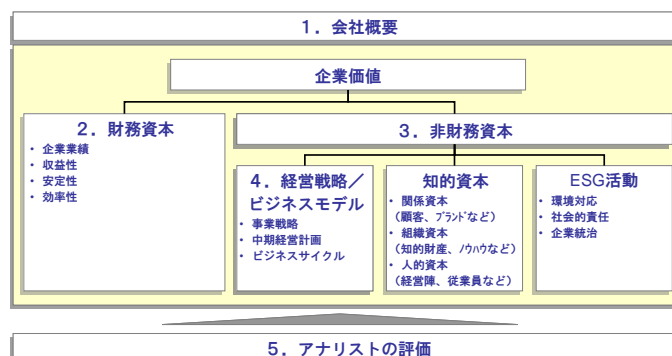
本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならないため、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。