

# ホリスティック企業レポート

## 平山ホールディングス

### 7781 東証 JQS

アップデート・レポート  
2017年10月20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 20171017

# 平山ホールディングス(7781 東証 JQS)

発行日:2017/10/20

「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  
18年6月期が業績回復初年度となるかに注目

## > 要旨

### ◆ 会社概要

- 平山ホールディングス(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。17年3月1日より持株会社体制に移行した。
- 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。

### ◆ 17年6月期決算

- 17/6期は、売上高11,642百万円(前期比19.4%増)、営業利益39百万円(同68.9%減)で、期初の会社計画に対する達成率は、売上高は97.3%、営業利益は16.4%、親会社株主に帰属する当期純利益は111.4%だった。
- 主力のインソーシング・派遣事業をはじめ、各事業で想定以上の費用増が発生し、利益が圧迫された。

### ◆ 18年6月期業績予想

- 18/6期業績について、同社は売上高13,100百万円(前期比12.5%増)、営業利益160百万円(同300.1%増)を予想している。
- 証券リサーチセンター(以下、当センター)では、18/6期の業績予想を、売上高13,172百万円(前期比13.1%増)、営業利益169百万円(同323.3%増)と予想した。堅調な需要動向が続くことと、採用が確保されることを前提に増収が続き、費用の増加が抑制されることによって利益が回復する展開を想定した。

### ◆ 今後の注目点

- 当センターでは、19/6期以降、年11~12%台の増収が続き、売上高営業利益率は20/6期の1.8%まで緩やかに回復すると予想している。
- 17/6期の減益要因のうち、人員採用面で先行的に費用をかけた部分があったが、それが将来利益にどのようなつながるかが重要な視点となる。その上で、国内の厳しい採用環境への対応、海外での新規案件の獲得の状況に引き続き注目する。

### 【7781 平山ホールディングス 業種：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)
2016/6	9,747	8.4	128	-66.1	64	-83.1	14	-92.6	8.5	1,247.6	38.0
2017/6	11,642	19.4	39	-68.9	87	36.7	147	917.8	86.1	1,276.8	20.0
2018/6 CE	13,100	12.5	160	300.1	160	82.0	200	36.0	117.0	—	30.0
2018/6 E	13,172	13.1	169	323.3	179	103.9	198	35.3	116.4	1,375.1	30.0
2019/6 E	14,850	12.7	238	40.6	248	38.4	171	-14.0	100.2	1,445.3	30.0
2020/6 E	16,572	11.6	293	23.1	303	22.2	212	24.0	124.1	1,539.4	30.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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

### 【主要指標】

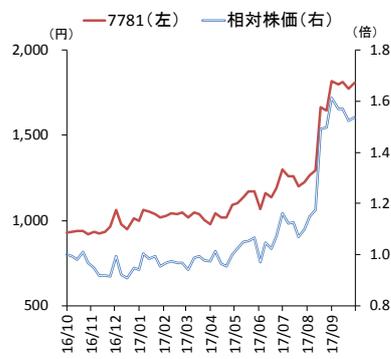
2017/10/13	
株価(円)	1,810
発行済株式数(株)	1,747,200
時価総額(百万円)	3,162

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	21.0	15.5	18.1
PBR(倍)	1.4	1.3	1.3
配当利回り(%)	1.1	1.7	1.7

### 【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-0.1	48.4	91.5
対TOPIX(%)	-2.0	40.5	56.2

### 【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2016/10/14

## アップデート・レポート

2/23

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ず、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。

> 事業内容

◆ 製造業向けの構内請負が事業の中心

平山ホールディングス(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。同社は17年3月1日付で持株会社体制に移行した。

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権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ためである。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。

◆ インソーシング・派遣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、人材紹介を行うインソーシング・派遣事業、取引先のエンジニアリング分野へ技術者派遣を行う技術者派遣事業、タイの連結子会社での人材事業を中心とする海外事業(17/6期よりその他から分離)に分かれる。その他事業は、現場改善コンサルティングやスタディーツアー等の業務がある(図表1)。

【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						
		15/6期	16/6期	17/6期	前期比		15/6期	16/6期	17/6期	前期比		売上高営業利益率	
					16/6期	17/6期				16/6期	17/6期	16/6期	17/6期
報告 セグメント	インソーシング・派遣事業 (旧アウトソーシング事業)	7,933	8,310	9,062	4.8%	9.1%	943	819	780	-13.2%	-4.7%	9.9%	8.6%
	技術者派遣事業	914	915	933	0.1%	2.0%	54	46	-3	-13.9%	-	5.1%	-
	海外事業	-	335	1,462	-	335.9%	-	-20	-33	-	-	-	-
その他		146	186	184	27.1%	-1.4%	36	24	24	-91.4%	2.5%	12.9%	13.4%
調整額・全社費用		-	-	-	-	-	-655	-740	-728	-	-	-	-
合計		8,995	9,747	11,642	8.4%	19.4%	378	128	39	-66.1%	-68.9%	1.3%	0.3%

(注) 16/6期までのアウトソーシング事業は、17/6期よりインソーシング・派遣事業に改称された

16/6期まで「その他」に分類されていた「海外事業」は17/6期より報告セグメントとして記載されることとなった

(出所) 平山ホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

インソーシング・派遣事業が 17/6 期の売上高の 77.8%を占め、営業利益の大半を稼ぎ出している。

> ビジネスモデル

◆ 労働者派遣と請負という 2つの選択肢

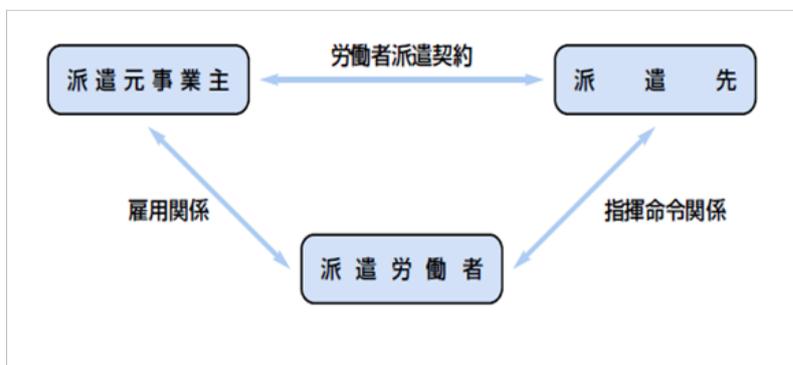
製造業の事業者が、製造現場において外部の労働力を活用する場合、労働者派遣と請負という 2つの選択肢がある。

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。

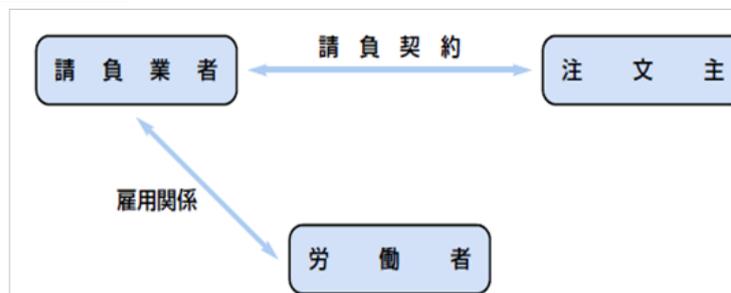
一方、請負は、民法 632 条に基づき、「労働の結果としての仕事の完成を目的とするもの」と定義される。請負と労働者派遣との違いとして、「請負には注文主と労働者との間に指揮命令関係が生じない」点があげられる(図表 2)。仮に請負契約として契約されていても、指揮命令関係が存在すれば、労働関連法制上は労働者派遣契約と判断される。

【図表 2】労働者派遣と請負

労働者派遣の構図



請負の構図

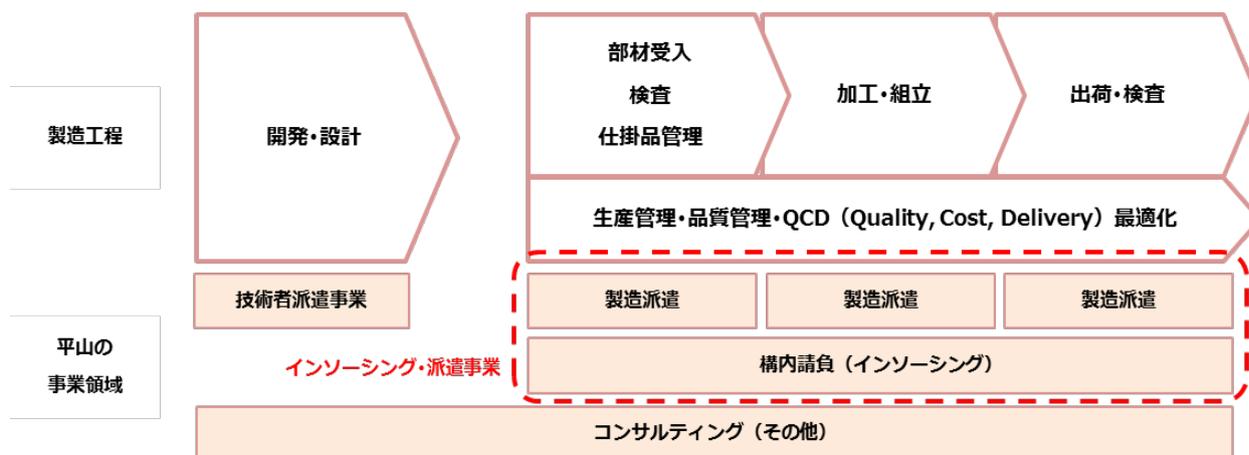


(出所) 厚生労働省「労働者派遣・請負を適正に行うためのガイド」

◆ インソーシング・派遣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インソーシング・派遣事業（16/6 期まで「アウトソーシング事業」と呼んでいた）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 】 製造工程と平山ホールディングスの事業領域の関係



(出所) 平山ホールディングス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名当たり時間単価×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、上の計算式で導かれた売上高を計上するとともに、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

インソーシング・派遣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。また、16/6期の経常減益については、インソーシングを受注している大手顧客からの減産要請に対応するための費用が増加したことがひとつの要因となっている。

【図表4】インソーシング・派遣事業の売上高内訳と利益の推移

	インソーシング・派遣事業の 売上高に占める割合 (%)		インソーシング・派遣事業 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
16/6期	15/6期より 若干上昇	15/6期より 若干低下	819	64
17/6期	上昇傾向が続く	低下傾向が続く	780	87

(注) 13/6期より連結決算。12/6期以前は単体の数値

(出所) 平山ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより  
証券リサーチセンター作成

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は、中長期的には同社の利益水準の上昇に寄与する。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。

◆ 低下傾向にあるが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)は同社の主要顧客であり、17/6期の全社売上高に占める割合は32.7%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	16/6期	17/6期
全社売上高	7,421	8,250	8,995	9,747	11,642
テルモ向け売上高	3,867	4,286	4,236	4,023	3,803
売上高構成比	52.1%	52.0%	47.1%	41.3%	32.7%

(出所) 平山ホールディングス有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

顧客分野別の売上高構成比は、医療機器・医薬品が全体の43%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と言える。

【図表6】インソーシング・派遣事業の顧客分野別売上高構成

	15/6期	16/6期	17/6期
医療機器・医薬品	54%	49%	43%
オフィス用品	16%	14%	13%
食品	10%	12%	12%
自動車部品	4%	7%	12%
建設機器	7%	7%	8%
住宅設備	7%	8%	7%
その他	2%	3%	5%

(出所) 平山ホールディングス決算説明会資料

◆ 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、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カ月をめど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。

#### ◆ 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。インソーシング・派遣事業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年に買収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。

17/6 期末の技術者派遣事業の従業員数は 155 名（これ以外に、契約社員等の臨時雇用者が期中平均 14 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、17/6 期末時点で、タイとベトナムに、4 社の海外子会社を有する（図表 7）。

【 図表 7 】 平山ホールディングスの海外子会社（17/6 期末時点）

国	社名	親会社との関係	出資比率	業務
タイ	HIRAYAMA (Thailand) Co.,Ltd.	連結子会社	49%	製造派遣 コンサルティング セミナー
タイ	JOB SUPPLY HUMAN RESOURCES Co.,Ltd.	連結子会社 (孫会社)	95%	製造派遣
タイ	HIRAYAMA JOB INSTITUTE (Thailand) Co.,Ltd.	持分法適用関連会社	49%	コンサルティング セミナー
ベトナム	HIRAYAMA VIETNAM Co.,Ltd.	連結子会社	100%	コンサルティング セミナー

(出所) 平山ホールディングス有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

海外については、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ーツアーなどを、その他の事業として展開してきた。また、技術者派遣事業では、外国人技術者の積極採用も進めている。

16/6 期に、孫会社にあたる JOB SUPPLY HUMAN RESOURCES Co.,Ltd. が、タイの人材派遣会社の JOB SUPPLY から、主力の人材派遣事業を事業譲受した。これは、タイでの展開を本格化させたい同社と、人材派遣から製造請負に事業内容を転換させたい JOB SUPPLY の意向が合致したために実現したと考えられる。

この結果、海外においては、17/6 期末に 2,978 名の人員を抱えるに至っている。また、従来、「その他」に含まれていた「海外事業」は、17/6 期からは「海外事業」の独立した報告セグメントでの開示が始まった。

> 強み・弱みの分析

◆ 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 8 のようにまとめられる。

【 図表 8 】 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

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は経営陣のサービス構築力にある

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 9 に示し、KPI の数値をアップデートした。

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 9 】 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	アウトソーシング事業取引先	・取引社数 137社 (国内118社、海外19社)	224社 (国内140社、海外84社)	
		・テルモ社からの売上高	上期の開示はなし	3,803百万円 (全売上高の32.7%)	
		・構内請負の受注量	開示なし	-----	
		技術者派遣事業の取引先	・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	-----
		・スタディーツアーの取引社数	開示なし	-----	
	ブランド	・構内請負の実績	・製造請負優良適正事業者認定制度	取得第1号 (11年)	-----
	ネットワーク	・国内拠点	・国内の支店・営業所数・出張所	本社、支店8カ所、営業所7カ所 出張所: 1カ所	-----
		・海外拠点	・ベトナム	子会社1社	-----
		・タイ	子会社3社	-----	
組織資本	・人材確保・人員の適正配置	・稼働人員数 *16/6期までは稼働人員数 *17/6期上期からは期末人員数	4,768人 (国内2,571人、海外2,197人)	5,713人 (国内2,735人、海外2,978人)	
		・従業員数	1,176人 別途、臨時雇用者3,601人 (16/6期末)	1,333人 別途、臨時雇用者4,380人	
		・人材の定着率	開示なし	-----	
		・退職者数	開示なし	-----	
	プロセス	・生産現場の効率化	・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3カ所 (富士宮、豊田、北関東) (16年4月)	-----
	・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)	-----	
	・営業体制	・1従業員あたりカウンセリング回数 (年間)	年0.76回 (15年)	-----	
		・国内の支店・営業所数	15カ所 (本社含むと16カ所)	-----	
知的財産 ノウハウ	・構内請負に関するノウハウ	・社長・経営陣の知見	特になし	-----	
		・構内請負の経験年数	28年	-----	
人的資本	経営陣	・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%) (16/6期末)	-----	
		・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 329,200株 (18.83%) (16/6期末)	-----	
		・ストックオプション (取締役) *社外取締役は除く	開示なし	-----	
		・役員報酬総額 (取締役) *社外取締役は除く	134百万円 (4名) (16/6期)	91百万円 (4名)	
	従業員	・企業風土	・従業員数	1,176人 別途、臨時雇用者3,601人 (16/6期末)	1,333人 別途、臨時雇用者4,380人
			・平均年齢	27.83歳 (単体) (16/6期末)	52.55歳 (単体3人のみについての開示)
			・平均勤続年数	4.08年 (単体) (16/6期末)	1.97年 (単体3人のみについての開示)
		・インセンティブ	・従業員持株会	37,100株 (2.12%)	40,500株 (2.31%)
			・ストックオプション	160,400株 (9.18%) *取締役保有分も含む	153,600株 (8.79%) *取締役保有分も含む

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は17/6期上期または17/6期上期末、今回は17/6期または17/6期末のもの  
前回と変更ないものは-----と表示

(出所) 平山ホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

**> 決算概要****◆ 17年6月期は各事業での費用増により収益を圧迫**

17/6期は、売上高が11,642百万円(前期比19.4%増)、営業利益が39百万円(同68.9%減)、経常利益が87百万円(同36.7%増)、親会社株主に帰属する当期純利益が147百万円(同917.8%増)となった。

期初発表の17/6期の会社計画に対する達成率は、売上高は97.3%、営業利益は16.4%、経常利益は36.0%、親会社株主に帰属する当期純利益は111.4%となった。

主力のインソーシング・派遣事業は、売上高が前期比9.1%増、セグメント利益が同4.7%減となった。インソーシング・派遣に対する需要は堅調で、特に、食品、自動車関連、住宅設備等の顧客からの受注が増加した。一方、人員配置や研修で想定以上に費用が増加した案件があったことや、採用広告費やスタッフの定着率向上のための人件費が全社的に増加したことが、利益を圧迫した。

技術者派遣事業は、売上高が前期比2.0%増、セグメント損失は3百万円(前期は46百万円の黒字)となった。需要が旺盛で稼働率は高水準を維持した一方、業界全体として技術者の採用意欲が強く、採用費の増加が利益を圧迫した。さらに、技術センターの開設等、生産技術領域への拡大に向けた先行投資も費用の増加につながり、セグメント利益は赤字に転じた。

17/6期よりその他事業より独立して開示されるようになった海外事業は、売上高が前期比335.9%増、セグメント損失は33百万円(前期は20百万円の赤字)となった。海外事業の中心であるタイにおいて、新規案件の獲得のため、先行して人員をそろえておく必要から人件費が先行し、セグメント損失が続いている。

その他事業は、売上高が前期比1.4%減、セグメント利益が同2.5%増となった。現場改善コンサルティングは堅調だったが、スタディーツアーでは欧米からのツアー件数が減少し、売上高と利益の両面で足を引っ張った。

17/6期の売上総利益率は13.8%となり、16/6期の15.8%に比べ2.0%ポイント低下した。以下の2つの要因があった。

- (1) 16/6期下期にタイの連結子会社が加わって以来、相対的に売上総利益率が低い海外事業の売上高構成比の上昇が続いた
- (2) インソーシングの一部案件で、人員配置や研修で想定以上に費用が増加した案件があった

販売費及び一般管理費（以下、販管費）は増加したものの、売上高に対する比率は前期より 1.0%ポイント低下し 13.4%に抑えられた。これらの結果、17/6 期の売上高営業利益率は 0.3%となり、16/6 期の 1.3%から 1.0%ポイントの低下に留まった。

一方、16/6 期の 48 百万円の為替差損に対し、17/6 期は 37 百万円の為替差益が発生したため、経常利益は前期比 36.7%増となった。さらに、特別利益として消費税等簡易課税差額収入 112 百万円が計上されたため、親会社株主に帰属する当期純利益は、会社計画を上回る水準まで大幅に増加した。

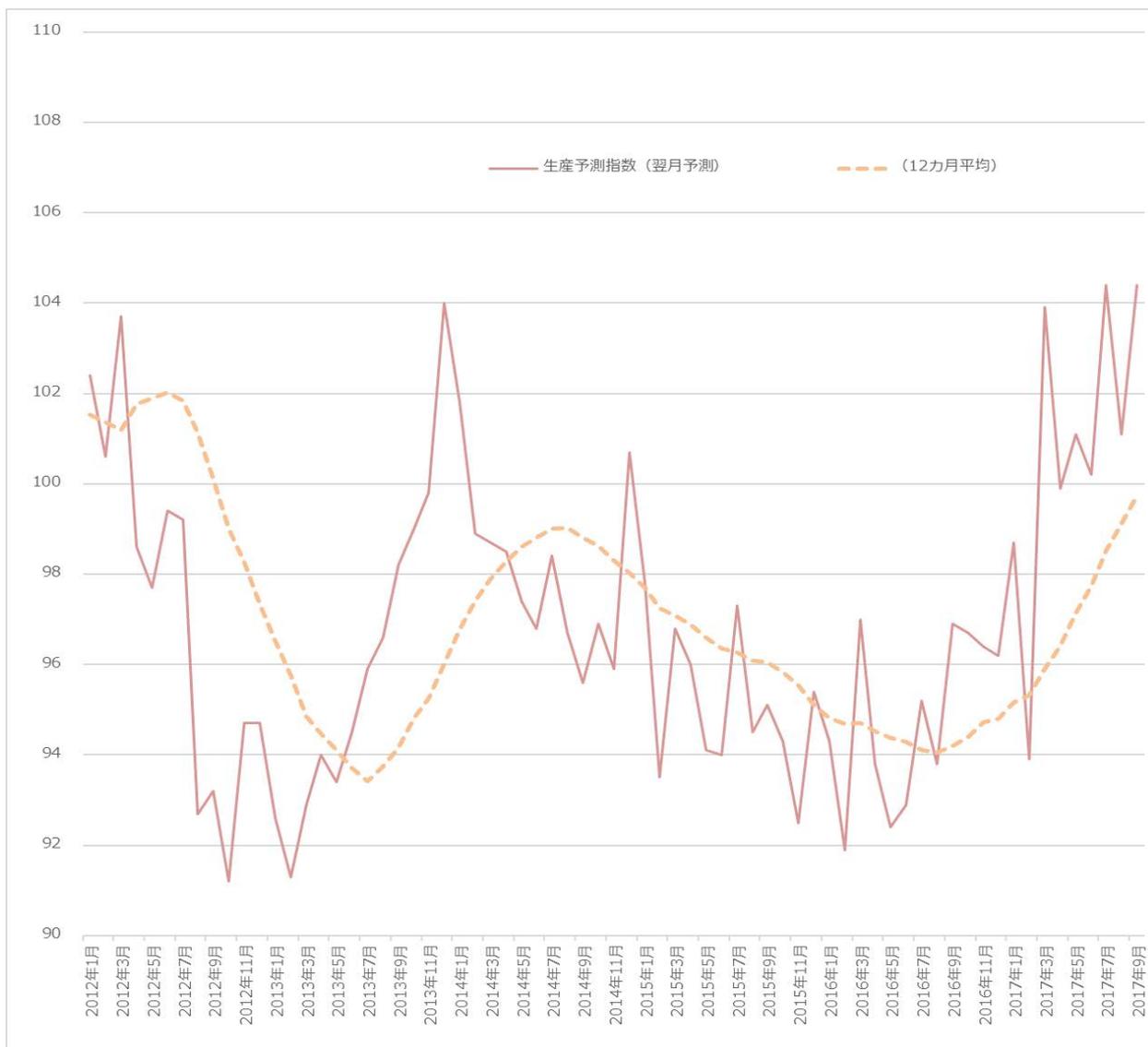
## > 期中の変化

### ◆ 業界動向 ～ 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）。

トレンドを把握するために 12 カ月平均で見ると、14 年 7 月と 8 月の 99 をピークに下降傾向にあったが、16 年 7～9 月に底打ちし、その後反転上昇し、17 年 8 月以降は、14 年 7 月と 8 月の水準を超えて推移している。

【 図表 10 】 製造工業生産予測指数（翌月予測）の推移



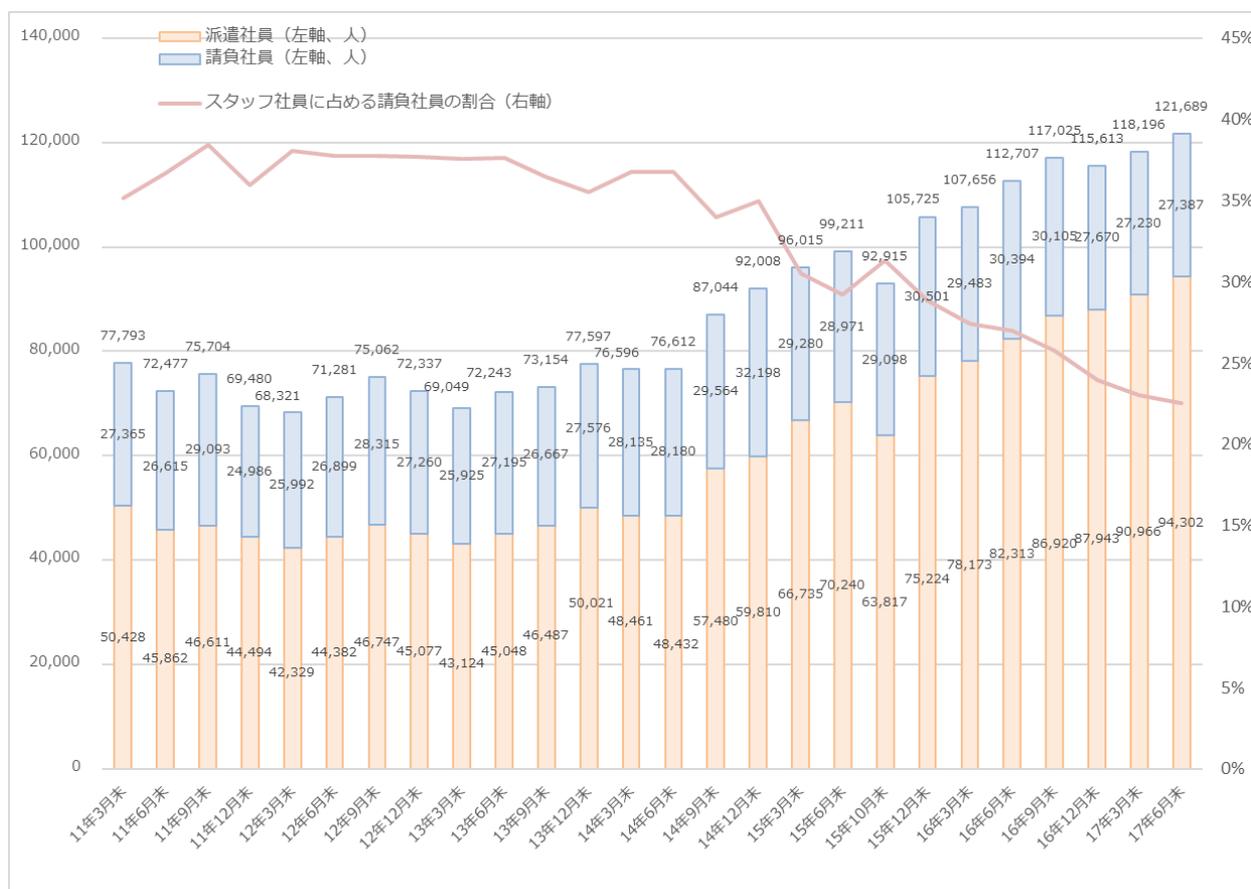
(注) 製造工業生産予測指数（翌月予測）は、製造工業に属する主要品目の翌月の生産計画を指数化したもので、経済産業省が主要企業を対象に毎月実施する調査の結果より作成される。数値が高いほど生産計画が強いことを示す。  
 (出所) 経済産業省「製造工業生産予測指数」より証券リサーチセンター作成

◆ 業界動向 ～ 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（協会の会員企業に属する人員）は17年6月末で12.1万人に達した。派遣社員が77.5%、請負社員が22.5%という構成で、スタッフ社員全体に対する請負社員の比率の低下傾向が続いている（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

◆ 業界動向 ～ 業況判断 DI 及びスタッフ社員判断 DI

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」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) が公表されている (図表 12)。

15 年後半以降、業況判断 DI は低下傾向にあったが、16 年 4 月に一旦底を打った後は回復傾向が続いている。しかし、17 年 10 月は低下が見込まれており、トレンドの転換につながるかどうか焦点となろう。またスタッフ社員判断 DI は高位安定で推移しており、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 及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

◆ 業界動向 ～ 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が公表されている(図表 13)。これによると、15 年以降は、業界全体では前年同期比 10%程度の伸びが続き、直近は伸びが加速していることが分かる。

【 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

#### ◆ 持株会社体制への移行

同社は17年3月1日をもって、持株会社体制へ移行した。その結果、国内のインソーシング・派遣事業は平山、技術者派遣事業はトップエンジニアリング、海外事業はタイ3社、ベトナム1社がそれぞれ担当する(図表7)。

### > 今後の業績見通し

#### ◆ 18年6月期会社計画

18/6期の会社計画は、売上高13,100百万円(前期比12.5%増)、営業利益160百万円(同300.1%増)、経常利益160百万円(同82.0%増)、親会社株主に帰属する当期純利益200百万円(同36.0%増)である(図表14)。

【 図表 14 】平山ホールディングスの18年6月期の業績計画

(単位:百万円)

	15/6期 実績	16/6期 実績	17/6期 実績	18/6期 会社計画	前期比
売上高	8,995	9,747	11,642	13,100	12.5%
インソーシング・派遣事業 (旧アウトソーシング事業)	7,933	8,310	9,062	10,100	11.4%
技術者派遣事業	914	915	933	1,140	22.1%
海外事業 (17/6期以降)	-	-	1,462	1,650	12.8%
その他事業 (17/6期以降)	-	-	184	210	14.0%
その他事業 (16/6期まで)	146	522	1,646	1,860	13.0%
売上総利益	1,565	1,535	1,603	1,900	18.5%
売上総利益率	17.4%	15.8%	13.8%	14.5%	-
営業利益	378	128	39	160	300.1%
売上高営業利益率	4.2%	1.3%	0.3%	1.2%	-
インソーシング・派遣事業 (旧アウトソーシング事業)	943	819	780	1,042	33.5%
技術者派遣事業	54	46	-3	41	黒字化
海外事業 (17/6期以降)	-	-	-33	8	黒字化
その他事業 (17/6期以降)	-	-	24	29	17.3%
その他事業 (16/6期まで)	36	3	-8	37	黒字化
調整額	-655	-740	-728	-960	-
経常利益	380	64	87	160	82.0%
売上高経常利益率	4.2%	0.7%	0.8%	1.2%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	193	14	147	200	36.0%
売上高当期純利益率	2.2%	0.1%	1.3%	1.5%	-

(注)「海外事業」は17/6期より独立した報告セグメントとして開示が開始された  
(出所) 平山ホールディングス決算短信、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

主力のインソーシング・派遣事業は、売上高を前期比 11.4%増、セグメント利益を同 33.5%増としている。既存取引先の増産対応や新規顧客については主に製造派遣案件の開拓により増収を目指すほか、17/6期の利益を圧迫した人員配置に伴って発生した想定以上の費用が剥落することにより、同社は大幅増益を予想している。

技術者派遣事業は、売上高が同 22.1%増、セグメント利益は黒字転換すると同社は予想している。需要を強く見ており、17/6期に採用した人材の稼働による利益が想定されている。

17/6期より開示を始めた海外事業は、売上高が前期比 12.8%増、セグメント利益は黒字転換すると同社は予想している。新規案件の獲得により、先行的に確保していた人員が稼働する展開が見込まれている。

18/6 期の売上総利益率は 14.5%と、前期比 0.7%ポイントの改善を同社は予想している。生産効率の向上と 17/6 期に主に人員採用という先行投資的な費用が増加したが、その費用負担が軽減することが、利益率改善の要因とされている。また、同社は販管費について、引き続き人件費や採用関連の費用の増加を見込んでいるものの、増収効果と売上総利益率の改善により、売上高営業利益率は前期の 0.3%から 1.2%へ 0.9%ポイントの改善を見込んでいる。

営業外損益を見込まず、営業利益と経常利益を同額としている。また、17/6 期にあった消費税等簡易課税差額収入が 18/6 期にも計上されることで、経常利益より親会社株主に属する当期純利益の方が上回ると見込んでいる。

1 株当たりの配当金は、17/6 期の 20 円（配当性向 23.2%）に対し、18/6 期は 30 円（同 25.6%）と 10 円の増配を予定している。同社は、安定した配当の継続という観点から、配当性向 25%を基本方針とすると表明している。

#### ◆ 証券リサーチセンターの業績予想

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、17/6 期の実績を踏まえて、18/6 期以降の業績予想を見直すとともに、20/6 期の業績予想を新たに策定した。

18/6 期は、売上高 13,172 百万円（前期比 13.1%増）、営業利益 169 百万円（同 323.3%増）、経常利益 179 百万円（同 103.9%増）、親会社株主に帰属する当期純利益 198 百万円（同 35.3%増）へ予想を修正した（図表 15）。

当センターでは、18/6 期の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・派遣事業と海外事業の売上高については、期末人員数から算出される期中平均人員数と、1 人員当たり売上高を考慮して予想を組み立てた。17/6 期の期末人員数 5,713 名（国内 2,735 名、海外 2,978 名）に対し、18/6 期の期末人員数は 6,350 名（国内 3,050 名、海外 3,300 名）と予想した。その結果、インソーシング・派遣事業は前期比 10.1%、海外事業は同 28.8%の増収を予想した。

(2) 技術者派遣事業は前期比 17.8%の増収を予想した。会社計画と同様、17/6 期に採用した人員の戦力化を想定した。

(3) 売上総利益率は、17/6期の13.8%に対し、18/6期は会社計画と同じ14.5%まで回復するものとした。インソーシング・派遣事業での費用効率の改善、技術者派遣事業と海外事業での人員の稼働率上昇が、売上総利益率の上昇の要因である。

(4) 採用費や研修費などの人材開発関連の費用の増加が見込まれるものの、販管費は前期比11.4%増になると予想した。増収効果と売上総利益率の改善、販管費の伸びの抑制により、売上高営業利益率は17/6期の0.3%から1.3%まで1.0%ポイント上昇すると予想した。

(5) 為替差損益は想定せず、17/6期に計上された消費税等簡易課税差額収入が特別利益として計上されることを予想に組み入れた。その結果、経常利益より親会社株主に属する当期純利益の方が上回るものとした。

19/6期は前期比12.7%、20/6期は11.6%と10%台の増収が続くと予想した。その前提となっている期末人員数は、インソーシング・派遣事業は年約300名、海外事業は年約400名、それぞれ増加していくものと想定した。

売上総利益率は17/6期で底打ちした後に徐々に回復していくものと思われる。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で、インソーシング案件の黒字化が進むと予想するためである。その結果、売上高営業利益率は19/6期は1.6%、20/6期は1.8%と緩やかに回復していくものと予想した。なお、19/6期で親会社株主に帰属する当期純利益が減益となっているのは、消費税等簡易課税差額収入が19/6期以降は計上されないと予想したためである。

【 図表 15 】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)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期CE	18/6期E (今回)	18/6期E (前回)	19/6期E (今回)	19/6期E (前回)	20/6期E
<b>損益計算書</b>									
売上高	8,995	9,747	11,642	13,100	13,172	13,090	14,850	14,837	16,572
前期比	9.0%	8.4%	19.4%	12.5%	13.1%	12.0%	12.7%	13.3%	11.6%
セグメント別									
インソーシング・派遣事業 (旧アウトソーシング事業)	7,933	8,310	9,062	10,100	9,979	10,026	11,120	11,198	12,250
技術者派遣事業	914	915	933	1,140	1,100	950	1,250	980	1,400
海外事業 (17/6期より開示)	-	-	1,462	1,650	1,883	1,863	2,240	2,338	2,652
その他事業 (17/6期より 海外事業含まず)	-	-	184	210	210	250	240	320	270
海外事業+その他事業 (16/6期までのその他事業)	146	522	1,646	1,860	2,093	2,113	2,480	2,658	2,922
売上総利益	1,565	1,535	1,603	1,900	1,910	2,015	2,197	2,314	2,485
前期比	11.0%	-1.9%	4.4%	18.5%	19.1%	13.5%	15.1%	14.8%	13.1%
売上総利益率	17.4%	15.8%	13.8%	14.5%	14.5%	15.4%	14.8%	15.6%	15.0%
販売費及び一般管理費	1,186	1,407	1,563	1,740	1,740	1,724	1,959	1,928	2,192
売上高販管費率	13.2%	14.4%	13.4%	13.3%	13.2%	13.2%	13.2%	13.0%	13.2%
営業利益	378	128	39	160	169	291	238	385	293
前期比	18.5%	-66.1%	-68.9%	300.1%	323.3%	24.6%	40.6%	32.2%	23.1%
売上高営業利益率	4.2%	1.3%	0.3%	1.2%	1.3%	2.2%	1.6%	2.6%	1.8%
セグメント別									
インソーシング・派遣事業 (旧アウトソーシング事業)	943	819	780	1,042	1,027	1,042	1,178	1,187	1,335
技術者派遣事業	54	46	-3	41	38	40	47	43	56
海外事業 (17/6期より開示)	-	-	-33	8	15	44	28	70	42
その他事業 (17/6期より 海外事業含まず)	-	-	24	29	5	37	6	48	6
海外事業+その他事業 (16/6期までのその他事業)	36	3	-8	37	20	80	34	111	49
調整額	-655	-740	-728	-960	-917	-872	-1,022	-956	-1,147
経常利益	380	64	87	160	179	287	248	379	303
前期比	16.8%	-83.1%	36.7%	82.0%	103.9%	25.0%	38.4%	31.9%	22.2%
売上高経常利益率	4.2%	0.7%	0.8%	1.2%	1.4%	2.2%	1.7%	2.6%	1.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	193	14	147	200	198	155	171	205	212
前期比	6.3%	-92.6%	917.8%	36.0%	35.3%	25.0%	-14.0%	31.9%	24.0%
売上高当期純利益率	2.2%	0.1%	1.3%	1.5%	1.5%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 平山ホールディングス有価証券報告書、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 16 】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)

	15/6期	16/6期	17/6期	18/6期CE	18/6期E (今回)	18/6期E (今回)	19/6期E (今回)	19/6期E (今回)	20/6期E
<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	2,675	2,768	3,362	-	3,301	2,552	3,146	2,645	3,147
売掛金	944	1,159	1,315	-	1,319	1,343	1,528	1,501	1,649
その他	125	153	290	-	290	185	290	200	290
流動資産	3,745	4,080	4,968	-	4,911	4,080	4,966	4,347	5,087
有形固定資産	102	94	90	-	96	100	102	99	108
無形固定資産	2	78	63	-	48	70	33	66	18
投資その他の資産	222	236	308	-	303	237	300	237	300
固定資産	327	409	462	-	448	407	436	403	427
資産合計	4,073	4,490	5,430	-	5,360	4,488	5,403	4,750	5,515
買掛金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
未払金	726	781	926	-	1,053	1,021	1,188	1,142	1,325
未払法人税等	84	41	78	-	74	-	63	-	77
短期借入金	-	-	-	-	0	0	0	0	0
1年以内返済予定の長期借入金	250	233	357	-	199	0	199	0	199
その他	415	372	336	-	336	413	336	413	336
流動負債	1,476	1,429	1,699	-	1,664	1,434	1,787	1,556	1,939
長期借入金	391	157	796	-	596	0	396	0	196
その他	698	759	749	-	749	759	749	759	749
固定負債	1,089	917	1,545	-	1,345	759	1,145	759	945
純資産合計	1,507	2,144	2,185	-	2,349	2,294	2,469	2,434	2,630
(自己資本)	1,500	2,105	2,181	-	2,346	2,281	2,466	2,421	2,627
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>									
税金等調整前当期純利益	359	68	200	-	291	287	248	379	303
減価償却費	15	17	24	-	19	15	19	14	19
売上債権の増減額 (-は増加)	-90	-226	-146	-	-4	-69	-209	-157	-120
法人税等の支払額	-202	-165	-78	-	-92	-132	-85	-174	-76
その他	235	144	-30	-	126	82	134	106	137
営業活動によるキャッシュ・フロー	317	-160	-31	-	340	183	106	168	262
有形固定資産の取得による支出	-15	-	-	-	-10	-10	-10	-10	-10
無形固定資産の取得による支出	-	-	-17	-	0	0	0	0	0
投資有価証券の取得による支出	-	-	-	-	0	0	0	0	0
投資有価証券の売却による収入	-	-	-	-	0	0	0	0	0
その他	-86	159	-74	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-102	159	-92	-	-10	-10	-10	-10	-10
短期借入金の増減額 (-は減少)	-100	-	-	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	-191	-250	763	-	-357	-157	-199	0	-199
株式の発行による収入 (株式公開費用を控除後)	13	632	-	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-44	-48	-64	-	-34	-64	-51	-64	-51
その他	2	9	-1	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	-320	343	697	-	-391	-222	-251	-64	-251
現金及び現金同等物に係る換算価額	-	-9	-2	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	-105	332	570	-	-60	-49	-154	93	0
現金及び現金同等物の期首残高	2,102	1,997	2,334	-	2,928	2,166	2,867	2,117	2,712
現金及び現金同等物の期末残高	1,997	2,334	2,928	-	2,867	2,117	2,712	2,211	2,713

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) 平山ホールディングス有価証券報告書、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

### ◆ 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

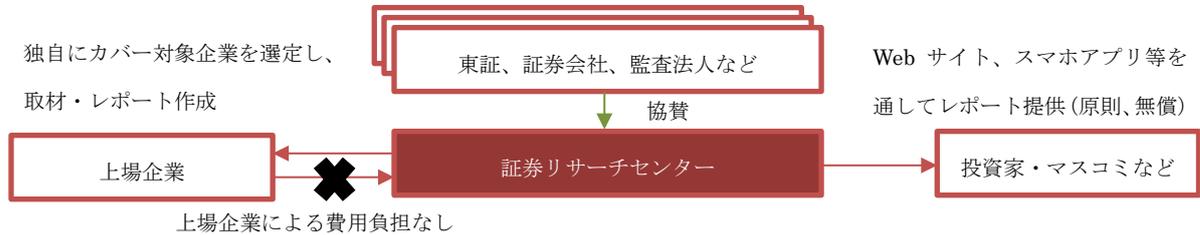
同社の場合は、顧客企業の敷地にて構内請負を行うことが多いが、現在のように各所で自然災害が起きていることを考えると、思わぬところで自然災害による影響を受ける可能性がある。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を16年5月27日より開始いたしました。

新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

## 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)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

優成監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

### 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。