

株式会社夢真ホールディングス(2362)

2019年7月23日

客員アナリスト 浅川裕之

■ 主要ポイント

- 夢真ホールディングス（以下、「同社」といいます。）は建設業界と製造業・IT業界向けに技術者派遣事業を展開している。建設業界に対する施工管理技術者の派遣では、約6,000名（2019年6月時点推定値）の在籍技術者を擁し、圧倒的なナンバーワンの地位にある。
- 2019年9月期第2四半期は増収増益で着地し、売上高は35四半期連続増収を達成する一方、営業利益は上期ベースで過去最高を更新した。主力の建設技術者派遣事業では新規採用が計画を超えて順調に進捗し、派遣単価も4%上昇して収益の押し上げに貢献した。エンジニア派遣事業は新規採用が計画に対して若干遅れ気味ながら前年同期比較では65%増加し、売上高も同46%増収となった。
- 2019年9月期通期について同社は、期初予想を維持し、売上高50,000百万円、営業利益6,000百万円を予想している。今第2四半期の進捗率が高かった建設技術者派遣事業については、通期予想達成のための今下期のハードルが低下し、上振れの可能性が出てきている。しかしエンジニア派遣事業において中長期的成長の基盤づくりに向けて先行的に費用を投下する可能性があるため、全社ベースでは、現時点では過度な上振れ期待を持つのは避けるのが安全と言えよう。
- 中長期的の成長戦略としては在籍技術者数の拡大を中核に据えている。建設技術者派遣事業では今期の2,800人の採用を皮切りに漸次年間採用数を拡大し、同時に定着率70%以上の維持に取り組む方針だ。エンジニア派遣事業では今期1,800人から年々採用数を拡大する方針で採用ターゲットとしては女性と外国人をこれまで以上に重視する方針だ。また採用増に見合った研修体制の強化にも取り組む方針だ。これらの施策を通じて、2018年9月期末で7,480人の全社ベースの技術者数を2021年9月期末には13,300人に引き上げる計画だ。
- 同社の株式は現在予想PER14.7倍、PBR4.7倍で取引されている（7月23日終値ベース）。これらの数値は技術者派遣事業を展開する同業5社との比較において、その平均を下回っている。また、直近予想（同社の場合19年9月期予想）までの過去3年間の営業利益の年平均成長率（CAGR）は35.1%で、これに基づくPE/Growthレシオは0.4倍と同業他社との比較でもトップクラスに低く、相対的に割安感が大きい状況となっている。HS証券（以下「弊社」といいます。）では目標株価を1,212円と試算している。

■ 主要なリスク要因

日本は人口減少のステージに入っているため労働需給は今後もひっ迫した状況が続くと予想される。そうした環境下では同社の成長戦略の骨格である技術者の確保が計画通りに進まない可能性があり、それが最大のリスク要因と弊社では考えている。これまでは建設技術者派遣では圧倒的No1のシェアを活かして、潤沢な派遣先の確保が新規採用希望者を惹きつける好循環を創出できており、この優位性は今後も続くと思われている。しかし、人材獲得や定着率向上のための諸費用は着実に増大しており、これが利益率の圧迫につながる可能性もあり、今後も注視する必要があると考えている。

■ 業績サマリー

表 業績サマリー

株価(7月23日終値)	発行済株式数		時価総額	ROE(実)	売買単位
808円	78,262,959株		63,236百万円	29.3%	100株
DPS(予)	配当利回り(予)	EPS(予)	PER(予)	BPS(実)	PBR(実)
35.0円	4.3%	54.98円	14.7倍	172.61円	4.7倍

(予)は2019年9月期会社予想ベース

発行済株式数は自己株式控除後、19/3末

表 連結業績推移

- 連結業績推移 -

(単位:百万円、円)

決算期	売上高	営業利益	経常利益	当期純利益	EPS	配当
2016年9月期(実績)	23,270	2,433	2,463	1,622	21.76	35.0
2017年9月期(実績)	30,510	2,361	2,423	1,426	19.12	35.0
2018年9月期(実績)	40,419	5,186	4,940	3,635	48.75	35.0
2019年9月期(会予)	50,000	6,000	6,000	4,100	54.98	35.0

(会予):会社予想

過去のEPSは短信掲載ベース

■ 会社概要

1. 沿革

同社の創業は、現代表取締役会長の佐藤真吾氏が1970年に建築設計事務所を個人創業したことに始まる。その後、1980年に設立した「有限会社佐藤建築設計事務所」を1990年10月1日に株式会社へ改組するとともに、商号を「株式会社夢真」へと変更し、現在の同社が名実ともにスタートすることとなった。

1991年3月に現在の主力事業である建設技術者派遣事業を本格的に開始し、創業事業の施工図作図事業との2本柱での展開が続いた。その間、ベトナムに海外生産拠点を設立し海外進出を果たした。

その後、建設技術者派遣事業の成長に伴い、それを主軸とした事業展開へと転換した。その効率的な遂行を目的に、2005年には純粋持株会社体制に移行し現商号へと変更するとともに、新会社の株式会社夢真に事業を移管した。

2011年に株式会社フルキャストテクノロジーを公開買付により子会社化し、株式会社夢テクノロジーに商号を変更し、現在のエンジニア派遣事業へと進出した。その後は建設技術者派遣事業(2007年に夢真を吸収合併し同社本体が担当)とエンジニア派遣事業の2つを中核にオーガニックグロース(自力成長)への取り組みに加えて、M&Aも積極的に活用しながら業容の拡大に取り組んでいる。

株式市場には 2003 年に大阪証券取引所ヘラクレス市場（当時）へ上場し、その後、市場統合により 2013 年に東京証券取引所 JASDAQ 市場に上場となり、現在に至っている。

表 沿革表

1980年	1月	施工図の作図を目的として「有限会社佐藤建築設計事務所」を設立
1990年	10月	組織を株式会社化、商号を「株式会社夢真」に変更
1991年	3月	建設技術者派遣事業を開始
2003年	9月	大阪証券取引所ヘラクレス市場に株式を上場
2005年	4月	純粋持株会社へ移行し、商号を「夢真ホールディングス」に変更。事業承継会社として新会社「株式会社夢真」を設立
2010年	10月	市場統合により、大阪証券取引所JASDAQ市場へ上場
2011年	5月	「株式会社夢テクノロジー」(旧・株式会社フルキャストテクノロジー)を子会社化
2013年	7月	市場統合により東京証券取引所JASDAQ市場へ上場
2015年	2月	子会社「株式会社夢エージェント」を設立
2017年	12月	「株式会社夢テクノロジー」が「株式会社クルンテープ」を子会社化
2018年	10月	「ネプラス株式会社」、「P3OPLE4U, Inc.」、「三立機械設計株式会社」を子会社化
2019年	4月	「株式会社インフォメーションポート」、「株式会社侍」を子会社化

出所：有価証券報告書、会社 HP より HS 証券作成

2. 事業内容

(1) 事業セグメントの概要と経営体制

現在、同社の事業は建設技術者派遣事業およびエンジニア派遣事業の 2 つの事業セグメントとその他事業の合計 3 区分から成っている。

事業セグメントの事業内容と事業会社の対応関係を下の表に掲げた。建設技術者派遣事業は、建設現場への施工管理技術者及び CAD オペレーターの派遣がその内容となっている。事業主体は同社本体となっている。

エンジニア派遣事業は、製造業・IT 業界へのエンジニアの派遣がその内容となっている。事業を担うのは国内では（株）夢テクノロジー、（株）クルンテープ、ネプラス（株）の 3 社だ。また、2018 年 10 月 1 日付で子会社化した P3OPLE4U, Inc. はフィリピンにおいて IT エンジニアの派遣事業を行っている。2019 年 4 月にはさらに（株）インフォメーションポートを子会社化した。

その他事業においては、人材紹介事業、教育関連事業、IT 関連事業の 3 つの種類の実業を展開している。

表 事業セグメントの概要と主な事業会社の一覧

セグメント	事業内容	事業会社
建設技術者派遣事業	建築現場への施工管理技術者派遣	夢真ホールディングス
	CADオペレーター派遣	
エンジニア派遣事業	製造・IT業界への派遣	夢テクノロジー
	ネットワークエンジニア派遣	クルンテープ
	フィリピンでのITエンジニア派遣	ネプラス
その他事業	建設業及び製造業への人材紹介	P3OPLE4U, Inc.
	海外現地人材への日本語教育及び人材活用ビジネス	Centurion Capital Pacific Limited
	IT関連機器の販売及びレンタル	夢エージェント
	フィリピン現地人材への日本語教育	夢グローバル
	ベトナム現地人材の採用支援業務	ネプラス
	建設関連国家資格の取得対策講座	YUMEGLOBAL Corp.
	ベトナムでのオフショア開発	YUMEGLOBAL Co., Ltd.
	建設資格推進センター	
	YUMESHIN VIETNAM CO., LTD.	
	夢真ホールディングス	

注：2019年3月末時点の主なグループ企業をベースに作成

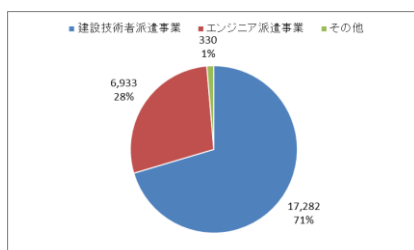
出所：2019年9月期第2四半期決算短信よりHS証券作成

なお、同社は2019年10月1日をめぐり、再度、純粋持株会社へと移行する予定を公表している（2019年5月29日付リリース。）同社本体が行っている建設技術者派遣事業は新設の株式会社夢真に分割承継されることになる。

2019年9月期第2四半期におけるセグメント別売上構成比は、建設技術者派遣事業が71%、エンジニア派遣事業が28%、その他事業が1%となっている。一方利益面では、建設技術者派遣事業が2,955百万円、エンジニア派遣事業が227百万円の営業利益である一方、その他事業は17百万円の営業損失となっている。建設技術者派遣事業とエンジニア派遣事業の利益構成比は93対7となっている。

若干注意が必要なのは、2019年9月期第2四半期のエンジニア派遣事業の業績が、中長期成長に向けた先行投資（内容は人材獲得のための諸施策）により、一時的に利益水準が低下している点だ。2019年9月期第2四半期のエンジニア派遣事業の営業利益率は3.3%となっているが、過去の実績では同セグメントの営業利益率は5%超の水準にある。

グラフ 事業セグメント別売上構成比（2019年9月期第2四半期実績ベース）



出所：2019年9月期第2四半期決算短信よりHS証券作成

(2) 建設技術者派遣事業の詳細

建設技術者派遣事業は同社本体が担う事業で、上述のように同社の収益の中核を担っている。事業の内容はセグメント名が示す通り建設現場に建設技術者を派遣するものだが、技術者の具体的な中身としては、施工管理技術者と CAD オペレーターの大きく 2 つの職種がある。

施工管理技術者とは、いわゆる現場監督だ。マンションやオフィスビルの建設現場では、元請けのゼネコンから送り込まれた「所長」が現場のトップを務める（大型の現場ではその下に「副所長」が就くこともある）。所長が行うのは現場における予算や工程全般に関わるいわゆる管理業務が中心であり、実際の建設作業は、その工程や作業内容に応じて下請けの企業から様々な職種の作業技術者が送り込まれ、進められていく。現場監督は所長と作業技術者の間に立ち、現場作業が円滑に進むよう、様々な調整や手配を行うことがその仕事内容となる。具体的な仕事内容は、朝に工事現場の門を開けるところから始まり、資機材の搬入のスケジュール管理、道路の占有・使用の許可の取得等の行政対応、作業員等の昼食の手配など極めて広範囲にわたる。工事現場を一つの企業に例えると、所長が社長であり、現場監督は総務課長（あるいは庶務課長）といったイメージと言えよう。

1 つの建設現場においては、3～5 人の現場監督でチームを作り現場を動かすことが多く、そのうち 1 人～2 人が派遣社員となることが多い。したがって同社の建設技術者派遣の派遣先は 2019 年 6 月現在で約 3,000 か所に及ぶ。また派遣期間は建設現場の工事期間が最長となるため、半年から長くても 1 年半程度で次の現場へと移動することになる。

CAD オペレーターとは、CAD（computer aided design、コンピューター支援による作図）技術で作成された図面の修正作業の担当者だ。建設現場においては、部品・部材の移動やデザインの変更など、設計図の修正を迫られる場面が頻繁に発生する。設計者からもたらされるこうした修正内容を、PC と CAD ソフトを駆使して設計図へと落とし込む（設計図を修正する）のが CAD オペレーターの業務内容となる。業務内容から想像できるように、女性が就業するケースも多い。

施工管理技術者も CAD オペレーターも、特別な資格は必要ない。したがって同社が採用するうえでは経験の有無や年齢、性別を問わない。しかしながら、業務を遂行するうえで必要なスキルや資質はある。施工管理技術者であれば何よりコミュニケーション能力や対人スキルが重要であるほか、作業の全体を俯瞰して効率良く配置する能力（いわゆる“段取り”の良さ）も重要だ。また CAD オペレーターには PC 操作の技術は必須といえる。こうした点を踏まえながら同社は若年層、女性の掘り起こしによる採用増加を図っている。

上述のような業務内容から明らかなように、同社の顧客は建設工事の受注元企業となる。2017 年 9 月期の実績では、同期の顧客別売上高第 1 位から第 4 位までを大手ゼネコンが占め、その 4 社合計の割合は 13.8%に達していた。こうした状況は 2019 年 9 月期の現在も大きくは変わっていないと弊社では推測している。

(3) エンジニア派遣事業の詳細

同社のエンジニア派遣事業は子会社の夢テクノロジーを中核に、その子会社であるクルンテープ、及び 2018 年 10 月に新たに子会社化したネプラス等で国内事業を展開している。また、海外においては 2018 年 10 月に子会社化した P3OPLE4U, Inc. (及びその親会社にあたる Centurion Capital Pacific Limited) がフィリピンで事業を展開している (2019 年 6 月現在では、2019 年 4 月に子会社化したインフォメーションポートも加わっている)。

事業の具体的内容は、製造業・IT 業界への IT エンジニアの派遣事業だ。IT エンジニアと一口に言っても、その内容は幅広い。研究・開発や設計などの領域は「上流」と呼ばれる。その次の領域としては研究開発補助、品質評価、保守運用部門などがあり、「中流」と呼ばれている。さらにその次の領域には IT 周りの一般事務などを行う「下流」部門がある。同社のエンジニア派遣事業は、実質的に「中流」への派遣に特化している点が特徴的だ。「上流」については、買収した子会社などに在籍するハイスペック・エンジニアの派遣を一部行っており、今後は徐々に拡大させる方針だ。「下流」領域は一般事務派遣と競合するため技術サポート力を高めて差別化しながら拡大していく方針だ。

「中流」領域への派遣技術者について、理系大卒者といった必要な資格要件は特でない。建設技術者同様、第二新卒などの若年層、特に女性の活用を進めており、採用後に社内で研修を実施したうえで派遣先に送り出している。加えてエンジニア派遣事業においては、外国人の積極活用も進めている。テクニカルターム (専門用語) は世界共通であるため、建設技術者派遣と違って日本語の壁が低いことが背景にあると考えられる。

派遣先企業は、IT 企業にとどまらず製造業にも拡大しており、2019 年時点では顧客企業数は 800 社超に達している。同社の派遣は「中流」であり、具体的業務内容が研究開発補助、品質評価、保守運用部門で、これらのニーズは製造業系の一般企業にも幅広く存在していることが顧客企業の多様性につながっていると考えられる。

(4) その他事業の詳細

同社は建設技術者とエンジニアという技術者派遣を中核事業として展開する一方、人材紹介事業や外国人材への日本語教育、ハイクラスの IT エンジニアの育成などの事業も展開してきた。2017 年 9 月期においては教育関連事業及び IT 関連事業を独立した事業セグメントとして展開していたが、教育関連事業で▲344 百万円、IT 関連事業で▲186 百万円の大幅な営業損失を計上したため、2018 年 9 月期からは不採算事業見直しの一環で両事業を縮小し、その他事業に集約して現在に至っている。こうした経緯から、その他事業は、人材紹介事業、教育関連事業、及び IT 関連事業の 3 つのサブセグメントで構成されている。

人材紹介事業は夢エージェントが担っており、建設業及び製造業への人材紹介を行っている。

教育関連事業では、夢グローバルとその現地子会社が海外現地人材に対する日本語教育等

を行っている。具体的にはフィリピンで YUMEGLOBAL Corp. が現地人材への日本語教育を、ベトナムにおいて YUMEGLOBAL CO., LTD. が現地人材の採用支援業務を、それぞれ行っている。

IT 関連事業では、ネプラスが IT 関連機器の販売・レンタルを行っているほか、同社本体と YUMESHIN VIETNAM CO., LTD. がベトナムにおいてオフショア開発業務を行っている。

(5) 収益モデル

基本的な収益モデルはいわゆる派遣事業と変わるところはなく、1人当たりの派遣単価（時給）と派遣期間（総派遣時間）の積で1人当たりの売上高となり、派遣技術者の人数分の積み上げにより同社の売上高となる。一方、費用面では派遣技術者への給料等が売上原価に、同社本体の管理費用（営業担当者や管理者の人件費など）が販管費に、それぞれ立ち、その差額が営業利益となるという構造だ。

以上を整理すると、同社が手掛ける技術者派遣事業の KPI（重要経営評価指標）として、技術者数（期中平均）と派遣単価の2つがまず挙げられる。厳密には稼働時間が介在するが、この数値の影響度は小さいため、派遣単価と技術者数の2つの軸で売上高を分解して考えるとわかりやすいであろう。

技術者数は新規採用数と定着率の2つの要因に左右される。建設技術者派遣業界は人材の離職率が高く定着率が低い傾向にあるため、この点の対策が非常に重要となっている。派遣単価はその時々々の労働需給によって変動するが構造的な労働力不足により上昇基調が続いている。

他には稼働率（総技術者に占める派遣先がある技術者の割合）や稼働時間（1日あたり）も KPI に挙げられている。同社は未経験の新規採用者に対しては導入研修（基本は3週間）を行ってから現場に送り出すため、新規採用者が急増する局面では一時的に稼働率が落ちることがある。稼働時間については「働き方改革」の社会的要請もあり現状の水準から大きく伸びることはないと思われる。

収益モデルを理解するうえでは、法規制についても理解しておく必要がある。建設技術者の派遣は、従来の法規制のもとでは「特定派遣」に分類され、同社のような派遣事業者は建設技術者を正社員として雇用したうえで派遣しなければならなかった。この点が一般的な事務ワーク等の派遣（一般派遣、登録型派遣）と大きく異なっていた。正社員で雇用することは、社会保険料の負担などにより事業者の原価率が押し上げられることにつながる。ごく大まかに言えば、登録型派遣事業者の平均的な売上原価率が65%程度と言われているのに対し、同社の売上原価率は約70%前後の水準にあり、この約5%の差が正社員雇用に係る諸費用の分ということが出来る。しかしながら、労働者派遣法の改正で2018年10月からは特定派遣と一般派遣の区別がなくなり、現在はこの区別はない。

こうした法制度の変更後も同社は大多数（約 95%）を従来通り正社員として雇用し、派遣を行っている。そしてこの正社員の構成比は今後も変わらないと推測される。理由は、技術者を確保するためには正社員雇用を打ち出すことが重要と考えられるためだ。この点は新規入社組に対しては特に訴求力が高いと考えられる。反対に、一定水準のスキル・技術を有するベテラン人材のなかには、自由度の高い登録型派遣を好む層が存在しており、現在の約 5%の非正社員の派遣技術者はこれらの人材で構成されている模様だ。

■ 業績動向

1. 2019年9月期第2四半期決算

(1) 決算の概要

同社の2019年9月期第2四半期決算は、売上高 24,510 百万円（前年同期比 26.7%増）、営業利益 2,683 百万円（同 3.7%増）、経常利益 2,672 百万円（同 4.5%増）、親会社株主に帰属する当期利益 1,750 百万円（同 6.5%減）と増収増益で着地した。親会社株主に帰属する当期利益の減益は、前年同期に関係会社株式売却益が計上されたことの反動によるものだ。

同社は通期ベースで業績を管理しており、第2四半予想を公表していないが、通期予想に対する進捗率から判断して、売上高、利益ともに、ほぼ計画線での推移だったと弊社では推測している。

表 2019年9月期第2四半期決算の概要

(百万円)	18/9期			19/9期			
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	前年同期比	進捗率	通期(予)
売上高	19,338	21,080	40,419	24,510	26.7%	49.0%	50,000
売上総利益	5,950	6,388	12,338	7,432	24.9%	--	--
販管費	3,363	3,789	7,152	4,748	41.2%	--	--
営業利益	2,587	2,598	5,186	2,683	3.7%	44.7%	6,000
営業利益率	13.4%	12.3%	12.8%	10.9%	--	--	12.0%
経常利益	2,557	2,383	4,940	2,672	4.5%	44.5%	6,000
親会社株主に帰属する当期利益	1,871	1,764	3,635	1,750	-6.5%	42.7%	4,100

出所：決算短信より HS 証券作成

売上高の大幅増収は、派遣人数の増加と派遣単価の上昇により、建設技術者派遣事業とエンジニア派遣事業がそれぞれ、前年同期比 20.1%増、同 45.7%増と大幅な増収となったことによる。四半期ベースで見た場合、売上高は 35 四半期連続増収（対前年同期比）と息の長い成長が続いている。これは日本が直面する労働人口の減少という構造的な問題が、同社の事業ドメインである建設業界と IT 業界では特に顕著で、それに対して同社が派遣先確保はもちろん、M&A の積極活用も含めて人材確保のための施策に注力してきたことが奏功しているためと考えられる。

一方営業利益は、上期（第2四半期累計期間）としては過去最高を更新したものの、売上

高の伸びに比べて小幅な伸び（前年同期比 3.7%増）にとどまった。この要因は、積極的な採用計画に伴う、人件費と採用費の増加だ。同社は今期、建設技術者派遣事業で 2,800 人、エンジニア派遣事業で 1,800 人の採用を計画している（退社する人材もあるので純増数ではない）。今上期はその計画にそって採用を進めたが、それに見合う形で営業及び人材管理部門でも増員したほか、採用のための広告出稿を増やした結果、販管費が前年同期比 41.2%（1,385 百万円）の大幅増となり、営業利益を圧迫した。各種費用の増加はある程度想定していたものの、採用費の増加幅については同社の想定を超えた模様で、その分だけ同社の社内計画に対して営業利益が未達だったと推測される。しかしながら、前述のように上期ベースで過去最高を更新しており、好決算とポジティブに評価して良いと弊社では考えている。

(2) 事業セグメント別動向

表 事業セグメントの詳細動向

		17/9期	18/9期		19/9期		
		(百万円) 通期	2Q累計	下期	通期	2Q累計	前年同期比
売上高	建設技術者派遣事業	22,607	14,392	15,217	29,609	17,282	20.1%
	エンジニア派遣事業	7,384	4,760	5,618	10,378	6,933	45.7%
	その他	657	224	284	508	330	47.6%
	調整前売上高合計	30,649	19,376	21,119	40,495	24,545	26.7%
	調整額	-139	-38	-38	-76	-35	--
	売上高合計	30,510	19,338	21,081	40,419	24,510	26.7%
営業利益	建設技術者派遣事業	2,877	2,707	2,273	4,980	2,955	9.1%
	エンジニア派遣事業	177	281	184	465	227	-19.1%
	その他	-561	-128	11	-116	-17	--
	調整前営業利益合計	2,493	2,860	2,469	5,329	3,165	10.7%
	調整額	-131	-273	129	-143	-482	0.0%
	営業利益合計	2,361	2,587	2,599	5,186	2,683	3.7%
営業利益率	建設技術者派遣事業	12.7%	18.8%	14.9%	16.8%	17.1%	--
	エンジニア派遣事業	2.4%	5.9%	3.3%	4.5%	3.3%	--
	その他	-85.4%	-57.1%	4.1%	-22.9%	-5.2%	--
	調整前営業利益合計	8.1%	14.8%	11.7%	13.2%	12.9%	--
	調整額	--	--	--	--	--	--
	全社営業利益率	7.7%	13.4%	12.3%	12.8%	10.9%	--

出所：決算短信より HS 証券作成

(ア) 建設技術者派遣事業の動向

建設技術者派遣事業は、売上高 17,282 百万円（前年同期比 20.1%増）、営業利益 2,955 百万円（同 9.1%増）と増収増益で着地した。このセグメント業績の元となる KPI は下の表の通りだ。期中平均技術者数と派遣単価が順調に上昇し、稼働率の低下や稼働時間の横ばいを吸収し、売上高の前年同期比 20.1%増収へとつなげた。

技術者数については、2019 年 9 月期は新規採用 2,800 人を通期計画に掲げて臨んだが、今上期の採用実績は 1,603 人となり進捗率は 57.3%となった。2019 年 3 月末の在籍者は 5,704 人で、半年前の 2018 年 9 月末から 551 人増加した。新規採用に向けては広告出稿の積極拡

大などの施策を実施した。一方、既存の社員の定着率向上に向けては、営業担当者や人材管理部門担当者によるコンタクトの密度を上げる等の施策を継続的実施した。これらの結果、今上期における定着率は 72.7%と目標の 70%を上回り、最終的に期中平均技術者数は 5,481 人（前年同期比 17.0%増）に達した。

派遣単価は大きく 2つの構成要素から成る。1つは同じレベルの派遣技術者で比較した場合の単価変動であり、もう 1つは同社の派遣技術者の構成（スキル、経験値など）の変化による変動だ。前者に関しては建設業界の人手不足を背景に上昇基調が続いており、今第 2 四半期も前年同期比 2%~3%の上昇が各年代でみられた。一方、年齢構成差についても、定着率が 70%を超えて推移したことで平均在籍年数が上がり、平均単価を押し上げた。これらの結果、派遣単価は前年同期比 4.1%上昇した。

稼働率は前年同期から 1.6%ポイント低下したが、これは新規採用が増加したことに伴うもので、特段懸念する必要はないと弊社では考えている。

稼働時間が前年同期比 0.01 時間の増加となった点についても、「働き方改革」の浸透に伴う労務管理意識の高まりで労働時間の減少トレンドが続く中での一過性の変動に過ぎず、上述の稼働率同様、労働の需給バランスの変化を示唆するものではないと考えている。

表 建設技術者派遣事業の KPI

項目	単位	18/9期2Q	19/9期2Q		
		実績	実績	増減	増減率
期中平均技術者数	人	4,686	5,481	795	17.0%
稼働率	%	94.6%	93.0%	▼1.6pt	--
稼働時間	時間	9.64	9.65	0.01	0.1%
派遣単価	円	2,859	2,977	118	4.1%

出所：2019 年 9 月期第 2 四半期決算説明会資料より HS 証券作成

利益面では、売上総利益が派遣単価上昇を主因に前年同期比 19.1%の増益となった。それに対して販管費は、管理部門の人件費や採用費の増加により同 32.7%増と売上総利益の伸びを上回る増加となったため、営業利益は同 9.1%の増益にとどまった。

販管費増加の中身は人件費と採用費の 2つで、これら 2 項目の増加分（合計で 513 百万円）で販管費全体の増加分の約 80%を占めている。

（イ）エンジニア派遣事業の動向

エンジニア派遣事業は売上高 6,933 百万円（前年同期比 45.7%増）、営業利益 227 百万円（同 19.1%減）と大幅増収ながら減益となった。

エンジニア派遣事業では今期の新規採用計画数を1,800人として臨んだが、上期実績は706人にとどまり、進捗率は39.2%となった。これだけ見ると低い数値に見えるが前年同期比では277人(64.6%)の増加となる。この結果、期中平均技術者数は2,745人(前年同期比52.3%増)となった。

派遣単価は、業務レベル(「上流」～「下流」)でそれぞれ金額の水準や伸び率が異なるが、今上期は全般に上昇した。そのなかで同社のエンジニア派遣の主力領域であるミドルエンド(「中流」)の派遣単価は前年同期比2.3%の上昇となった。一方で新規採用の増加によってスキル・単価別人員構成が悪化したため、最終的に派遣単価は前年同期比0.5%の上昇にとどまった。

稼働率は前年同期比1.3%ポイント低下したが、この要因は建設技術者派遣事業と同様、新規採用者の増加に伴う一時的なものと考えられ、特段懸念する必要はないと弊社ではみている。

表 エンジニア派遣事業のKPI

項目	単位	18/9期2Q	19/9期2Q		
		実績	実績	増減	増減率
期中平均技術者数	人	1,802	2,745	943	52.3%
稼働率	%	92.7%	91.4%	▼1.3pt	--
派遣単価	円	2,841	2,858	17	0.5%

出所：2019年9月期第2四半期決算説明会資料よりHS証券作成

営業利益が前年同期比で減益となった要因は、販管費の増加によるところが大きい。エンジニア派遣事業の売上総利益は、売上総利益率が若干低下したものの、前年同期比506百万円(42.4%)増益の1,698百万円となった。しかし販管費が同560百万円(61.5%)増の1,470百万円となったため、セグメント営業利益は同53百万円の減益となった。

販管費増加の中身は建設技術者派遣事業と同じく人件費と採用費の2つが中心で、これら2項目の増加分(合計で445百万円)で販管費全体の増加分の約80%を占めている。

(ウ) その他事業の動向

その他事業は売上高330百万円(前年同期比47.6%増)、営業損失17百万円(前年同期は128百万円の営業損失)で着地した。

その他事業の中の3つの事業のうち、人材紹介事業については国内事業を本体に吸収合併したため投資フェーズにある海外展開が事業として残った形となり、減収・営業損失となった。教育関連事業は事業縮小と吸収合併の結果、売上高8百万円、営業損失7百万円と、規模が大きく縮小された。IT関連事業は、ネットワーク機器の販売・レンタルを行うネブ

ラスの収益が新規連結となり、増収・利益黒転となった。

表 その他事業のサブセグメント別内訳

		18/9期2Q		19/9期2Q	
		実績	実績	増減	
人材紹介事業	売上高	94	80	-14	
	営業利益	1	-66	-67	
教育関連事業	売上高	57	8	-49	
	営業利益	-116	-7	109	
IT関連事業	売上高	74	218	144	
	営業利益	-13	28	41	

出所：2019年9月期第2四半期決算説明会資料よりHS証券作成

2. 2019年9月期見通し

2019年9月期通期について同社は、売上高50,000百万円(前期比23.7%増)、営業利益6,000百万円(同15.7%増)、経常利益6,000百万円(同21.4%増)、親会社株主に帰属する当期利益4,100百万円(同12.8%増)を予想している。第2四半期決算を経ても通期予想の数値は期初から変更はない。

表 2019年9月期通期予想の概要

(百万円)	18/9期			19/9期				
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比	通期(予)	前期比
売上高	19,338	21,080	40,419	24,510	25,489	20.9%	50,000	23.7%
営業利益	2,587	2,598	5,186	2,683	3,316	27.6%	6,000	15.7%
営業利益率	13.4%	12.3%	12.8%	10.9%	13.0%	--	12.0%	--
経常利益	2,557	2,383	4,940	2,672	3,327	39.6%	6,000	21.4%
親会社株主に帰属する当期利益	1,871	1,764	3,635	1,750	2,349	33.2%	4,100	12.8%

出所：2019年9月期第2四半期決算短信よりHS証券作成

建設技術者派遣事業は、売上高36,000百万円(前期比21.6%増)、営業利益6,000百万円(同20.5%増)と増収増益を予想している。その前提条件としては、採用人数を2,800人(同1.3%増)、期末在籍人数5,900人(1年前との比較で16.5%増)を予想している。これらの数値は期初予想から変更はない。

今上期においては1,603人を新規に採用し、通期採用計画数2,800に対する進捗率は57.3%に達した。また、定着率向上の諸施策が奏功し、上期末の在籍者数は5,704人となった。今期末予想在籍者数5,900人に対する進捗率は96.7%となる。これらの結果、今下期の期中平均在籍者数は5,900人を超えてくと弊社では推定している。今下期の期中平均在籍者数を5,900人、稼働率、稼働時間、単価を上期実績比横ばいと仮定した場合には、期中在籍者の上期比伸び率(7.6%増)がそのまま売上高の上期比伸び率に反映され、そこから試算される今下期の売上高は18,603百万円(17,282百万円×1.076)となり、通期計画の達成に必要な18,718百万円に肉薄する形となる。これまでのトレンドや季節性にかんがみる

と、実際には派遣単価の上昇や稼働率・稼働時間の上昇が期待されるため、今下期の売上高はこの試算値を上回る可能性が高いと弊社ではみている。

利益面では、全般にコストコントロールが徹底されているものの、前述のように今上期（第2四半期累計期間）は採用費や管理部門の人件費が増加した。今下期は上期に採用が順調に進捗したことを受けて、採用費をコントロールする余力が出てくると期待している。また管理部門の人件費も、今下期は上期比横ばい圏で推移するとみている。上半期の営業利益の進捗率が49.3%だったため、通期予想を達成するのに必要な下期の営業利益は3,045百万円で、上期比3.0%増益とハードルが低い状況にあることから、営業利益でも通期予想を超過達成する可能性は十分高いとみている。

表 建設技術者派遣事業の業績計画

(百万円)	18/9期			19/9期				
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比	通期(予)	前年同期比
売上高	14,392	15,217	29,609	17,282	18,718	23.0%	36,000	21.6%
営業利益	2,707	2,273	4,980	2,955	3,045	33.9%	6,000	20.5%
採用人数	1,371	1,393	2,764	1,603	1,197	-14.1%	2,800	1.3%
期末在籍人数	4,852	--	5,066	5,704	5,900	16.5%	5,900	16.5%

出所：2019年9月期第2四半期決算説明資料よりHS証券作成

エンジニア派遣事業は、売上高13,000百万円（前期比25.2%増）、営業利益ゼロ（前期は442百万円の利益）を予想している。その前提として、新規採用人数1,800人（前期比61.0%増）、期末在籍者数3,400人（1年前との比較で40.8%増）を計画している。建設技術者派遣事業同様、エンジニア派遣事業の見通しも期初から変更はない。

売上高については、上期実績が6,933百万円となり、通期予想に対する進捗率が53.3%と高くなったため、今下期は6,067百万円の売上高で通期予想の達成が可能となる。これは、新規採用者数の増加に伴い期中平均の在籍エンジニア数も着実に積み上がっていることを考えると、上振れする可能性が高いと考えている。また同社は、今下期においてもM&Aにより新規に子会社を獲得しており、その貢献も期待できる状況にある。

利益面では、通期の営業利益予想をゼロとしている。今上期は営業利益227百万円を計上したが、一方で、新規採用者数は706人で、通期予想に対する進捗率は39.2%にとどまった。今下期はこの出遅れを補うべく、エンジニアの採用費を積み増してくる可能性があると考えられる。エンジニア派遣事業が本来有する収益力に照らせば、結果的にエンジニア派遣事業が黒字で着地する可能性も十分あるが、現時点では会社側の予想どおり営業利益はゼロみておく方がより安全だと弊社では考えている。

表 エンジニア派遣事業の業績計画

(百万円)	18/9期			19/9期				
	2Q累計	下期	通期	2Q累計	下期(予)	前年同期比	通期(予)	前年同期比
売上高	4,760	5,618	10,378	6,933	6,067	8.0%	13,000	25.2%
営業利益	281	184	465	227	-227	--	0	--
採用人数	429	689	1,118	706	1,094	58.8%	1,800	61.0%
期末在籍人数	1,934	--	2,414	2,838	3,400	40.8%	3,400	40.8%

出所：2019年9月期第2四半期決算説明資料より HS 証券作成

今下半期の連結子会社の異動としては、2019年4月2日で子会社化した株式会社インフォメーションポート（以下「IP社」といいます。株式取得比率93.2%）がある。また、子会社の夢エージェントについては、機動的な業務遂行を目的に、6月1日付で同社本体に吸収合併した。

IP社はエンジニア派遣とITシステムの受託開発が主たる業務で、100名以上のエンジニアを抱え、そのうち約3割が業界経験10年以上のハイクラスエンジニアという構成や、毎年10名前後の新卒者を採用し、その育成のための優れたノウハウを有している点に強みがある。同社はIP社の子会社化によって、1) 上流への参入機会の創出、2) 新卒者研修のノウハウの活用、3) 夢真ホールディングスグループの800社超の顧客基盤を活かしたIP社の業容拡大、などのシナジー効果を狙っている。

業績貢献という点では、IP社は2018年11月期の業績が売上高1,409百万円、営業利益41百万円で、この水準の収益が2019年9月期下半期から連結されるとみられる。しかしながらのれんの償却などもあるため、とりわけ利益面での貢献は限定的で業績見通しの変更には至らないと弊社ではみている。

その他事業においては、今下期も事業再編の動きが継続するとみられる。そんななか、今下期は4月に（株）侍を子会社化した。侍は社会人向けプログラミング学習サービス等の提供を主な事業内容とし、また、月間170万ユーザー・520万PV超を誇る自社メディア「侍エンジニア塾ブログ」の運営も行っている。同社は侍の子会社化により、1) 侍の自社メディアによる集客ノウハウを活用した、ITエンジニアの自社採用媒体の強化、2) 社会人向けプログラミングサービス受講者を対象にした新たな採用ルートの開拓、3) 侍の研修プログラムを活用した自社エンジニアのスキルアップ、などのシナジーを狙っている。

侍は2018年2月期の業績が売上高189百万円、営業利益21百万円という業容だ。2019年9月期については、損益計算書の連結が第4四半期だけの計画のため、同社の連結決算への影響は極めて限定的と言える。

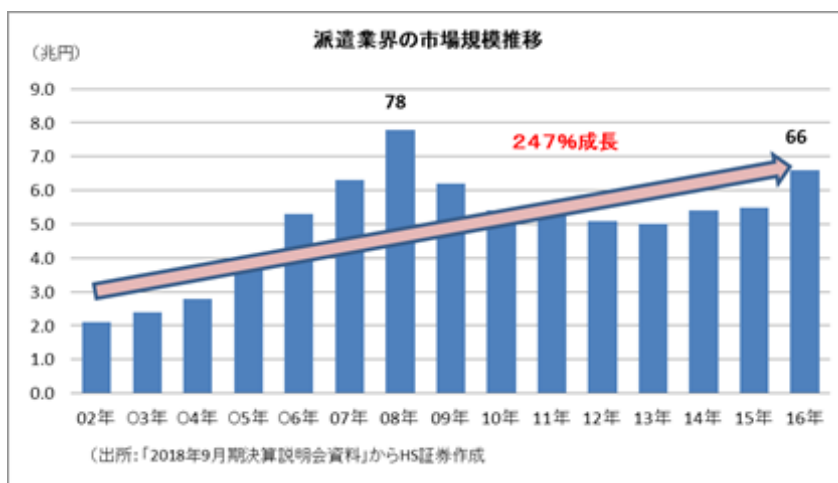
■ 中長期の成長戦略

1. 派遣事業の事業環境と投資視点

派遣事業の市場環境や成長性に関し、同社は「派遣業界はまだまだ成長産業である」との認識を有しており、これが後述する技術者の積極採用を通じた在籍技術者数の拡大を中核とする成長戦略へとつながっている。

派遣業界の市場規模については、業界団体や厚労省の統計などをもとに、2016年において約6.6兆円市場と推定されている。過去の推移を振り返ると、2001年の時点では約2兆円だった市場規模が2008年には7.8兆円へと急成長を遂げた。しかしこれをピークに翌2009年はリーマンショックの影響などから急激に縮小し、その後も低迷が続いた。現在は、2013年を直近の底に、拡大基調が続いている状況にあるとみられる。

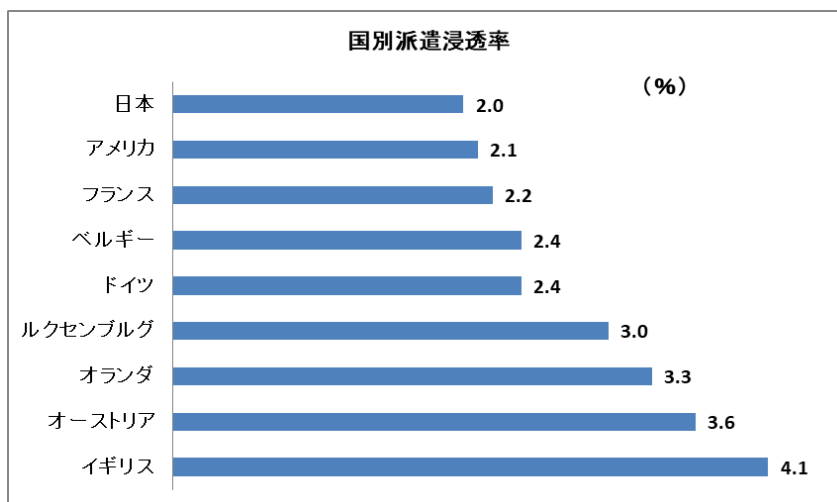
グラフ 派遣業界の市場規模推移



出所：中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）よりHS証券作成

同社はこの派遣市場の成長が今後も続くとの見方を有している。同社が着目するのは日本の派遣浸透率（労働人口に占める派遣労働者の割合）だ。日本の派遣浸透率は2%で主要先進国の中では最も低い水準にある。最高はイギリスの4.1%で、欧州諸国の多くは2%台後半から3%台という状況にある。日本では、終身雇用を軸にした日本型雇用型慣行から脱却する方向で個々人の意識変革や法制度の改正が進む流れにあり、働き方の多様化も着実に進んでいる状況にあり、こうした現状の動きから、同社は日本の派遣浸透率が欧州諸国並みに上昇すると予想している。

グラフ 派遣浸透率の国別比較



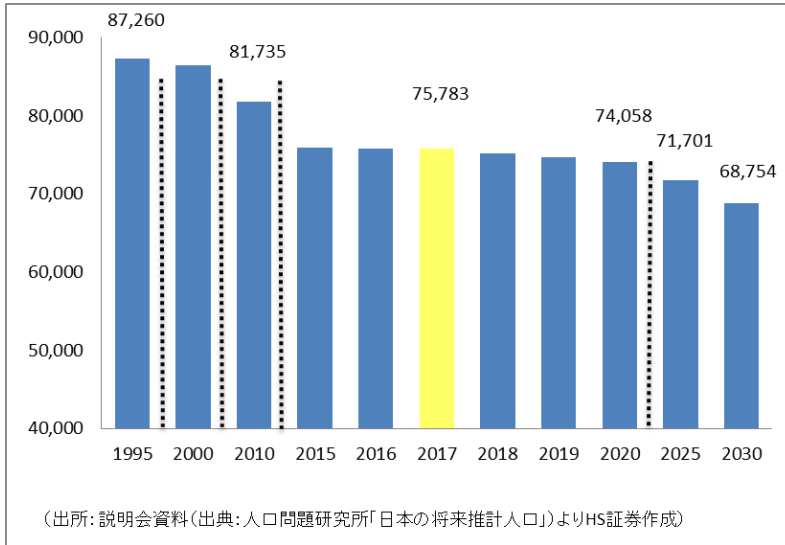
出所: 中期経営計画説明資料(2018年9月7日開示)より HS 証券作成(原典は World Economic Confederation 「エコノミックレポート 2018年版」)

一方、日本の労働人口は右肩下がりの状況にある。この点は広く認識されており、多くの説明を要しないであろう。

労働人口の減少は、同社のような派遣事業者にとっても技術者や労働者の確保するうえでは逆風になるはずだ。しかし同社は、派遣浸透率が上昇することで、労働人口が減少する環境下にあっても派遣労働者の数、すなわち派遣市場のベースは拡大するとの見方を示している。具体的な試算は以下のようなものだ。2017年における推定派遣労働者数は1,895千人とされている。同年の日本の労働人口は75,782千人であるため、派遣浸透率は2.5%となる(上述の World Economic Confederation がまとめた値とは異なる)。2030年の段階で派遣浸透率が3.5%(現在のオランダ、オーストラリアの水準)に高まると仮定すると、その時点での派遣労働者数は2,406千人(2030年の労働人口68,574千人×3.5%)となり、2017年対比で27%の増加となる。13年間の年平均成長率は1.9%だ。同社は派遣労働者人口が240万人へと拡大した状況では派遣市場の市場規模は9兆円市場へと拡大すると想定している。

このように、労働人口の総数は現在からさらに減少が予想されるものの、派遣労働者としての働き方が現在よりも拡大することで派遣浸透率が上昇し、結果的に派遣市場が拡大するというのが同社の見方であり、それが同社の成長戦略のベースとなっている。

グラフ 日本の労働人口推計



出所：中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）よりHS証券作成（原典は人口問題研究所「日本の将来人口推計」）

弊社では、同社のそうした見方には一定の説得力はあると考えているが、一方で、日本全体で見た場合には、労働人口の減少に伴い正社員雇用の動きが再び加速し、派遣浸透率が高まらない状況も十分ありうると考えている。派遣浸透率の上昇を軸にした論理展開にはリスクもまた一定程度あるということだ。

しかしながら、このことは同社の成長シナリオを否定するものではない。弊社では、同社の中長期の成長可能性については、日本の労働人口や派遣浸透率といったマクロ的な視点から離れても、同社が建設技術者とITエンジニアの2つの事業ドメインに集中していることや、そこで相対的な競争優位性に注目することで、十分正当化できると考えている。

別な言い方をすれば、“派遣市場全体の成長に期待する”のではなく、“派遣市場内での競争を勝ち抜く競争力に注目する”という視点がより重要だと弊社では考えている。そしてその観点で見た場合、同社は有力な投資対象として選好される存在になりうると考えている。仮に同社が期待するような形で派遣市場全体の成長が実現すれば、それは同社にとって更なる追い風となろう。

2. 中期経営計画の概要と長期経営戦略

同社は向こう3か年の中期経営計画と5年から10年先を見据えた長期目標を策定し、それらをマイルストーン（道標）としながら中長期の持続的成長の実現に取り組んでいる。

(1) 中期経営計画

中期経営計画はいわゆるローリング中計に近い形式もので、毎年、向こう3か年の業績計画とその前提となるKPIの数値目標を更新している。現在は2019年9月期～2021年9月期の3か年中期経営計画に取り組んでいる。

現行中計は、主力事業である建設技術者派遣事業に加えて、エンジニア派遣事業においても積極的な人材採用に取り組むことで業容の拡大と収益の成長を図ることを骨子としている。同社がこうした量的拡大に軸足を置いた成長戦略を採用する背景には、建設業界と製造・IT業界の双方において技術者派遣ニーズが極めて旺盛なことがある。

業績目標としては、3か年の最終年度にあたる2021年9月期において、売上高76,200百万円、営業利益10,000百万円、親会社株主に帰属する当期利益6,800百万円を掲げている。2018年9月期実績を起点に、2021年9月期までの3年間の年平均成長率は、売上高が23.5%、営業利益が24.5%となる。

この業績計画のベースとなる技術者数については、建設技術者とエンジニアを合わせたグループ全体で、2019年9月期に4,600人を採用することを手始めに、漸次採用数を増加させ、2021年9月期には5,200人を採用する計画だ。この間の退職者数を、年間約2,800人～3,100人の範囲に抑えることで、期末の技術者数を2021年9月末には13,300人にまで拡大するとしている。

表 2019年9月期～2021年9月期3か年中計の業績計画

	18/9期 実績	FY19-21中計		
		19/9期 計画	20/9期 計画	21/9期 計画
(百万円、人)				
売上高	40,419	50,000	65,500	76,200
営業利益	5,186	6,000	8,000	10,000
営業利益率	12.8%	12.0%	12.2%	13.1%
親会社株主に帰属する 当期利益	3,635	4,100	5,400	6,800
グループ年間採用数	3,882	4,600	4,900	5,200
グループ期末技術者数	7,480	9,300	11,200	13,300

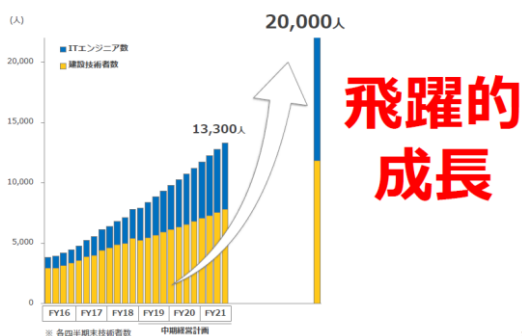
出所：中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）、会社HPよりHS証券作成

(2) 長期経営目標

以上のような中期経営計画の延長線上にある長期経営目標として、同社はグループ（建設技術者派遣事業とエンジニア派遣事業、および管理部門の合計）の採用規模を年間10,000人に拡大することを掲げている。2021年9月期の採用計画数5,500人（両派遣事業の採用数5,200人と管理部門の300人の合計）から倍増近い規模となる。この実現時期については明らかにされていないが、7年～10年後を想定しているとみられる。

この実現に向けた具体的な施策の一例としては、建設技術者については経験者・ベテランの採用強化を挙げている。建設技術者派遣事業においては若手・未経験者の採用がメインであることは変わらないとみられるが、現就業者ベースでは約60%を40代・50代が占めており、この層の獲得を目指す考えだ。また、エンジニア派遣事業では女性エンジニアと外国人採用を採用数拡大（及び在籍者数の拡大）の主エンジンに位置付けている、

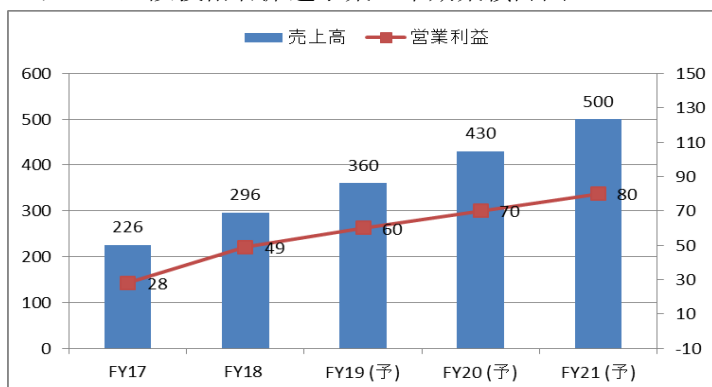
図 グループ技術者数の長期計画



出所：中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）より掲載

3. 建設技術者派遣事業の成長戦略

グラフ 建設技術者派遣事業の中期業績計画



出所：決算短信、中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）よりHS証券作成

建設技術者派遣事業については、2021年9月期において売上高50,000百万円、営業利益8,000百万円を予想している。2018年9月期実績を起点とした3年間の年平均成長率は、売上高が19.1%、営業利益が17.1%となる。また営業利益率は、2018年9月期実績の12.8%から2021年9月期には16.0%に上昇する計画だ。

こうした建設技術者派遣事業の高い収益成長シナリオの根幹は、前述のように技術者数の増加だ。問題は、日本の労働力人口の減少が続く中で、どのようにして建設技術者を確保するかだ。これについて弊社では、同社の相対的な競争優位性は高く、それを活かして中長期の成長シナリオを実現することは十分可能だと考えている。

同社の強みの第 1 のポイントは、同社がこの分野で圧倒的なナンバーワン企業であるということだ。同社は 2019 年 6 月時点で約 6,000 人の建設技術者（2019 年 3 月末時点の実績値 5,704 人をふまえ、その後の新規採用の動向等からの推定値）を擁し、第 2 位のテクノプロ・コンストラクション（テクノプロ・ホールディングス（6028）の子会社で 2019 年 3 月末時点の建設技術者数は 2,236 名）の 3 倍近い規模を有している。こうした状況は、就業先の確保と建設技術者の採用の両面で好循環を生み出すことにつながると期待される。

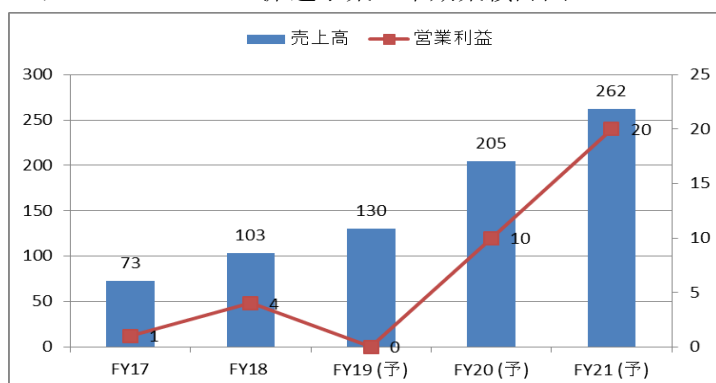
第 2 のポイントとしては同社の派遣職種が施工管理者（いわゆる“現場監督”）と CAD オペレーターという 2 つに特化しており、両方とも採用において特段の資格を要しないことだ。すなわち、人材獲得を目指す同社と就業を目指す求職者の双方にとって求人・求職のハードルが低いということだ。技術者の質の確保が重要な要素ではあるの言うまでもないが、その点については、同社は入社後の研修でそれを担保する体制を採用している。

第 3 のポイントは、定着率の上昇による建設技術者数の拡大余地が大きいということだ。どんな職種であれ一定割合の退職者がでることは不可避であるが、建設技術者の現状の定着率は 70%を若干超えた水準にとどまっている。定着率の向上については同社自身、重要な経営課題と認識しており、改善に向けた様々な施策を進めている。福利厚生充実といった施策に加えて近年では建設技術者の精神面でのケアにも注力している。具体的には直接の管理者となる営業担当者による接触頻度の上昇や、管理専従者の拡充によるきめ細やかなフォローの充実などだ。こうした物心両面での支援が奏功し、現状は定着率が目標ラインの 70%を安定的に上回る状況が続いている。2019 年 9 月期については、採用計画数と予想期末在籍者数から計算すると 75%の定着率を計画していることになる。仮に定着率が 5%上昇すると期末の在籍者数は約 400 人増加することになり、労働人口減少下における在籍技術者数の確保という点では極めて効果が大きいことがわかる。

第 4 のポイントは、外国人の採用による成長ポテンシャルだ。同社は外国人材についてはエンジニア派遣事業で先行して進めており、建設技術者については計画していない。理由は建設現場の施工管理においては建設作業員等とのコミュニケーションなどで高度の日本語力が必要なためだ。しかしながら建設作業員の分野でも外国人の就業が一段と増加することが想定され、そうなると、むしろ外国人の施工管理者の存在も重要になってくると考えられる。これは今中計を超えた中長期的なストーリーではあるものの、いずれ、同社の人材採用において存在感のある分野として浮上してくることが想定される。

4. エンジニア派遣事業の成長戦略

グラフ エンジニア派遣事業の中期業績計画

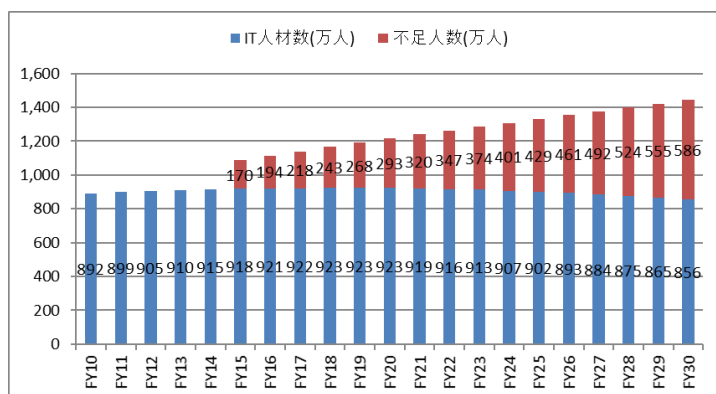


出所：決算短信、中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）よりHS証券作成

エンジニア派遣事業の過去の業績と中計の業績計画をグラフに掲げた。2021年9月期においては売上高26,200百万円、営業利益2,000百万円を予想している。しかしながら若干注意が必要だ。中計説明資料（2018年9月7日開示）においては“エンジニア派遣事業”の業績としてこれらの数値が掲げられているが、ここには「その他事業」に係る売上高、利益も織り込まれている可能性が高い。

エンジニア派遣事業においても成長戦略の根幹は採用拡大による在籍技術者の増大だ。その前提となる事業環境については、国内における研究開発投資の増大基調が続いていることや、中長期にわたるIT人材の需給ギャップ拡大の見通しなどを背景に、追い風の状況が続くと想定されている。

グラフ IT人材の需給見通し



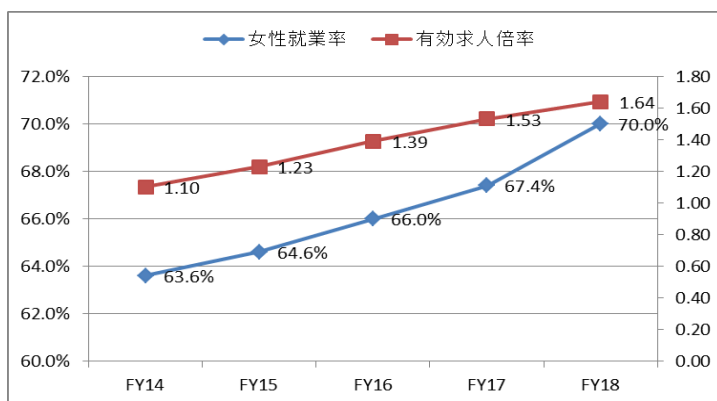
出所：中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）よりHS証券作成（原典は経産省「IT人材の最新動向と将来推計に関する調査結果」2016年6月10日）

こうしたなか、同社はエンジニアの採用拡大に向けて、国内人材については“エンジニアの自社創造”を、海外人材については理系エンジニアの積極採用を打ち出している。

(1) 国内人材の獲得への取り組み

国内人材の獲得においては、若手・未経験者という大枠を基本とするのは従来どおりながら、特に女性の獲得に注力する方針だ。国内では有効求人倍率の上昇にあるように労働需給のタイト化が続いているが、それに応じて女性の就業率もまた上昇している。しかしながら、女性の就業先はまだ事務職がメインとなっており、これをエンジニア職に取り込むことで積極的な採用計画の達成を測る方針だ。

グラフ 女性の就業率と有効求人倍率の関係



出所：中期経営計画説明資料（2018年9月7日開示）よりHS証券作成（原典は総務省統計局「労働力調査年報」）

女性エンジニアに限らず、同社はエンジニアの採用においては特段の技能、経験を要求していない。これは建設技術者派遣事業同様、社内の研修によって新たなエンジニアを育成し、拡大する需要に対応する方針であるためだ。この基本的なスタンスは従来から一貫しているが、人手不足感の強まりで採用の難易度が一段と高まるなか、エンジニアの社内育成についても一段ギアアップして取り組みを強化する方針だ。

(2) 海外人材の獲得への取り組み

海外人材については、外国人技能実習生ではなく、理系エンジニアを採用し、コアなエンジニア領域に派遣する戦略で臨む方針だ。

同社のエンジニア派遣の主力派遣先は前述のように、テクニカルスタッフなどの「中流」だ。しかし外国人の採用においては国内人材のように市場のボリュームゾーンに大量に人材を送り込む戦略は難しいと判断し、優秀な精鋭人材を単価の高いコア領域（「上流」の領域）へと送り込む戦略を採用したものと考えられる。この領域への派遣単価はテクニカルスタッフとしての派遣に比べて単価が約25%高く、高単価戦略による効率性追求ともいえる。

2019年度は外国人の理系エンジニアを200人採用予定で進んでいる。後述する日本語学校増設のシナジーにより、来年度以降、この数を急速に拡大させる方針だ。

5. 外国人活用ビジネス

同社は建設とITの2つの領域における技術者派遣事業につづく第3の事業として、外国人活用ビジネスを打ち出している。これは出入国管理法が改正されて2019年4月から外国人労働者の受け入れが緩和されたことに象徴されるように、日本全体として外国人労働者を受け入れ・活用しようという大きな潮流をビジネスに結び付ける取り組みだ。

具体的な事業内容は、現状では日本語教育が中心だ。現地法人があるベトナムとフィリピンではすでに事業がスタートしており、日本語テスト合格者を輩出しているほか日本へも生徒を送り出している。これに加えて、ロシア、韓国、台湾に日本語学校を開設済みであるほか、メキシコ、インド、ポーランドで開設を予定している。これらの日本語学校を拠点に、数年後に年間10,000人の外国人技術者を日本に供給する計画だ。

事業モデルとしては、一定水準の日本語力とビジネススキルを習得した外国人労働者を日本で雇用し、顧客企業へと派遣する形態が中心になると考えられる。派遣先の領域としては、ITエンジニア領域でまずはスタートしていくとみられる。

2019年9月期の時点では、まだ基盤づくりのステージにあるが、日本語学校の研修生の数は着実に拡大しており、2020年9月期には1,000人規模の外国人労働者を供給することを計画している。ただしこの1,000人については同社のエンジニア派遣事業で吸収することになると弊社では推測している。サードパーティに対する外国人材の供給がビジネスとして軌道に乗ってくるのは年間の派遣者数が数千人単位になってからと考えられるが、それには3~5年程度の時間を要するのではないかと弊社ではみている。

■ 株価バリュエーションと目標株価

同社の株式は予想PER14.7倍、PBR4.7倍の水準で取引されている（2019年7月23日終値ベース）。技術者派遣を手掛ける同業他社との株価バリュエーション比較を下の表に掲げた。予想PER14.7倍は、同社も含めた6社の取引レンジ8.9倍~24.7倍の中間に位置している。また、PBRでも、同社の4.7倍は2.4倍~8.0倍のレンジの中間にある。同社を除いた同業5社の予想PER及びPBRの単純平均はそれぞれ、16.3倍、4.6倍であり、同社の予想PER及びPBRはいずれもそれを下回っている。

また、同社を含めた技術者派遣事業者は、労働人口の減少や雇用形態の変化、働き方の多様化といった事業環境の追い風を受けて、成長・拡大期にあると考えられる。過去3年間（直近予想決算期をゴールとし、それに至るまでの過去3年間（夢真ホールディングスを例にとると2016年9月期を起点に2019年9月期予想までの3年間）の営業利益の年平均成長率（Compound Annual Growth Rate, CAGR）をみると、同社のそれは35.1%で、UTグループに次いで2番目に高い。予想PERとの相対関係を見るPE/Growthレシオ（PERを3年間CAGRで割った値）は0.4倍（ $14.7 \div 35.1$ ）となり、トラスト・テック、UTグループと並んで技術者派遣事業者6社の中で最も低い水準にある。

また、前述のように同社は3か年中計を策定している。2018年9月期実績を起点にした今後3年間の営業利益の年平均成長率は24.5%となる。これに基づくPE/Growthレシオは0.60倍(14.7÷24.5)となり、1倍を大きく下回っている。

以上の点から同社の現在の株価水準には割安感があると弊社では判断している。

表 株価バリュエーション比較表

コード		夢真HD 2362	UTグループ 2146	トラスト・テック 2154	アルプス技研 4641	テクノプロHD 6028	メイテック 9744	同業5社平均(注4)
予想決算期		19/9期	20/3期	19/6期	19/12期	19/6期	20/3期	
株価(注1)	円	808	2,568	1,557	1,663	6,070	5,670	--
予想PER	倍	14.7	16.7	8.9	13.0	24.7	18.2	16.3
実績PBR	倍	4.7	8.0	2.4	3.3	5.3	3.7	4.6
予想配当利回り	%	4.3%	2.4%	4.5%	3.8%	2.0%	3.3%	3.2%
営業利益CAGR(注2)	%	35.1%	43.1%	34.6%	9.8%	16.7%	4.7%	17.6%
PE/Growthレシオ	倍	0.4	0.4	0.3	1.3	1.5	3.8	1.5
予想EPS	円	54.98	153.61	174.70	128.14	245.49	311.77	--
実績BPS	円	172.61	319.26	641.30	506.54	1,150.04	1,518.42	--
予想年間配当(注3)	円	35.00	61.93	70.00	63.82	123.00	188.50	--

注1:219年7月23日終値

注2:予想決算期までの過去3年間の年平均成長率(夢真HDの場合、16/9期実績を起点に19/9期予想までの3年間で計算)

注3:UTグループは配当予想非開示のため20/3期実績値

注4:予想PER、PBR、予想配当利回り、PE/Growthレシオは各社の数値の単純平均。営業利益CAGRは各年の5社合計値から年平均成長率を計算

出所:各社の決算短信よりHS証券作成

同社の目標株価を考える上では、上述のPER、PE/Growthレシオ、及び配当利回りを軸に判断するのが妥当と考えている。その比較対象を同業他社5社の平均に置いた場合、PERが5社平均並みの16.3倍まで上昇すると仮定すれば目標株価は896円となる。しかしこれは同社の高い利益成長性を十分に反映していない。

そこでPE/Growthレシオに着目すると、同業5社平均が1.5倍となっている。しかしこれはメイテック数値(3.8倍)が押し上げているのは明白だ。これを除いた4社平均のPE/Growthレシオは0.9倍となる。これを同社に当てはめると妥当PERは31.6倍(CAGR35.1×0.9)となり、そこから求められる目標株価は1,759円となる。一方、同社の中期経営計画に基づく予想ベースの営業利益CAGRは上述のように24.5%だ。これを用いたPE/Growthレシオからの試算では適用PERは22.1倍となり目標株価は1,212円となる。一般にPE/Growthレシオの議論は将来の成長率が基本であることを踏まえれば、予想CAGRに基づく1,212円が当面の目標株価として適切と弊社では考えている。

上記の目標株価を配当利回りの面から検討すると、同社の予想配当利回りは4.4%に対して同業5社平均の3.1%となっている。同社の予想配当利回りが同業5社平均並みの3.1%となる株価水準は1,129円となることから、上述の目標株価1,212円は、配当利回りの点でも無理のない水準にあると判断している。

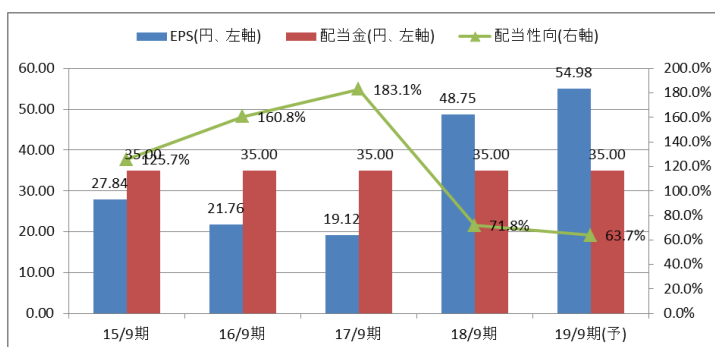
■ 株主還元

同社は株主還元を重要な経営課題と位置づけており、株主還元の実施にあたっては現金配当によることを基本としている。配当は中間配と期末配の年 2 回実施するとしている。配当金額については財務の健全性の確保や成長投資のための内部留保などを総合的に勘案して判断するとしているが、不確実な将来の投資に向けて内部留保を積み増すのではなく、積極的に株主還元を行うことを基本スタンスとして臨んでいる。

2018 年 9 月期は中間配 15 円、期末配 20 円の合計 35 円の配当を実施し、配当性向は 71.8% となった。2019 年 9 月期については前期比横ばいの 35 円配（中間配 15 円、期末配 20 円）の配当予想を公表している。予想一株当たり利益 54.98 円に基づく配当性向は 63.7% となる。

同社は現行中計期間（2019 年 9 月期～2021 年 9 月期）については、年間 35 円を配当の下限とし、業績成長に応じて増益分を 1) M&A などの再投資、2) 自己株式取得、3) 増配の 3 つに機動的に活用する方針を掲げている。

グラフ 一株当たり利益、配当金及び配当性向の推移



出所：決算短信より HS 証券作成

同社は 2018 年 12 月 19 日に自己株式の取得計画を発表済みだ。それによれば、2018 年 12 月 20 日～2019 年 6 月 19 日の半年間で最大 270 万株・20 億円の自己株式を取得するとしている。これを織り込んだ総還元性向（配当金総額と自己株式取得額の和を親会社株主に帰属する当期利益で除したもの）は 115.7% となる。

今回の自社株買いでは 270 万株・20 億円としていることから、同社が自社株買いの目安とした株価が 741 円であったことがわかる。その時点での市場環境や同社の業績動向、事業環境にもよるが、将来的にこの辺りを一つの目安として自社株買いが検討される可能性があると言えよう。

■ リスク要因

同社への投資を考える上で考慮すべきリスク要因としては以下のようなものが挙げられる。

1) 建設業界への依存度の高さ：同社の売上高の 71%、営業利益の 93%（いずれも 2019 年 9 月期第 2 四半期実績ベース。ただし営業利益構成比は建設技術者派遣事業とエンジニア派遣事業の利益合計に対する割合）は建設技術者派遣事業からもたらされている。したがって建設業界の事業環境が急変すれば同社もその影響を免れないと考えられる。

2) 人材確保：収益モデルの項で説明したように、同社のトップライングロス（売上高の成長）には技術者数の成長が極めて重要な要素となる。労働人口が減少トレンドにあるなかで、労働需給は一段とひっ迫する方向にあり、採用が計画通りに進まない可能性がある。その場合には同社の業績計画も影響を受ける可能性がある。

3) 法令・制度の変更リスク：同社の事業は、労働者派遣法や労働基準法はじめとして各種法令の影響を大きく受ける。これら法令の改正の内容次第では、同社の事業遂行が重大な制約を受け、業績に影響が及ぶ可能性がある。

4) 顧客企業の海外進出：エンジニア派遣事業の顧客である製造業・IT 業界は、安価な労働力などを求めて海外に拠点を移転する可能性がある。その場合、同社は派遣先を失うことになり、業績に影響が及ぶ可能性がある。

同社を取り巻くリスク要因は他にもいろいろあるが、全ての企業に当てはまるような一般的なものも多い。そうしたなかで、目下の経済環境や事業環境に照らして特に注視すべきは上記の“2) 人材確保”であろう。建設業界や製造業・IT 業界という同社の取引先業界における、“固定費の変動費化”、“人材を含めた生産財のアウトソーシング”といった動きが同社の成長の源泉となってきた。しかしながら、労働人口の減少基調が強まる中、より長期的な視点から、そうした動きが逆回転する可能性もある。また、その点は変わらないにしても、技術者派遣事業間で人材の争奪競争が一段と激化する可能性があることは容易に想像できる。これまでは建設技術者派遣では圧倒的 No1 のシェアを活かして、潤沢な派遣先の確保が新規採用希望者を惹きつける好循環を創出できているが、潮目の変化には注意が必要だ。

損益計算書

(百万円)	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期	
					2Q累計	通期(予)
売上高	21,115	23,270	30,510	40,419	24,510	50,000
前期比	28.1%	10.2%	31.1%	32.5%	26.7%	23.7%
売上総利益	5,149	6,563	8,780	12,338	7,432	0.0%
売上高売上総利益率	24.4%	28.2%	28.8%	30.5%	30.3%	0.0%
販管費	3,422	4,129	6,418	7,152	4,748	0.0%
売上高販管費率	16.2%	17.7%	21.0%	17.7%	19.4%	0.0%
営業利益	1,726	2,433	2,361	5,186	2,683	6,000
前期比	-7.0%	40.9%	-2.9%	119.6%	3.7%	15.7%
売上高営業利益率	8.2%	10.5%	7.7%	12.8%	10.9%	12.0%
経常利益	1,959	2,463	2,423	4,940	2,672	6,000
前期比	-33.6%	25.7%	-1.6%	103.8%	4.5%	21.4%
親会社株主に帰属する当	1,881	1,622	1,426	3,635	1,750	4,100
前期比	-16.2%	-13.7%	-12.1%	154.9%	-6.5%	12.8%
EPS(円)	27.84	21.76	19.12	48.75	23.09	54.98
配当	35.00	35.00	35.00	35.00	15.00	35.00
一株当たり純資産(円)	181.77	168.55	160.67	172.61	--	--

注：予想は会社予想

貸借対照表

(百万円)	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期	19/9期2Q
流動資産	15,209	13,333	14,839	18,886	18,972
現預金	11,460	8,723	8,555	11,300	10,537
売上債権	2,747	3,642	4,862	5,982	7,125
その他	1,002	968	1,422	1,604	1,310
固定資産	4,587	5,766	5,588	4,677	7,986
有形固定資産	940	1,352	1,080	938	1,274
無形固定資産	348	1,220	1,059	744	2,765
投資等	3,299	3,193	3,447	2,995	3,947
繰延資産	0	17	33	7	1
資産合計	19,797	19,117	20,461	23,571	26,959
流動負債	4,031	3,551	5,848	6,646	8,743
支払債務	8	11	25	9	97
短期借入金等	1,105	891	1,733	1,308	3,311
その他	5,144	4,453	7,606	7,963	12,151
固定負債	1,649	2,054	1,532	2,952	4,018
長期借入金等	1,218	1,644	1,045	2,538	3,552
その他	431	410	487	414	466
株主資本	13,638	12,674	11,823	12,789	14,015
資本金	805	805	805	805	805
資本剰余金	9,345	9,554	9,700	9,717	10,751
利益剰余金	3,488	2,314	1,317	2,266	2,525
その他包括的利益類型額	-83	-105	158	82	111
純資産合計	14,116	13,511	13,080	13,972	14,197
負債・純資産合計	19,797	19,117	20,461	23,571	26,959

キャッシュフロー計算書

(百万円)	15/9期	16/9期	17/9期	18/9期
営業活動によるキャッシュフロー	712	726	1,535	3,929
投資活動によるキャッシュフロー	-177	-1,118	417	415
財務活動によるキャッシュフロー	5,272	-2,172	-2,026	-1,591
現預金換算差額等(注)	78	-68	4	0
現預金増減	5,885	-2,632	-70	2,753
期首現預金残高	5,764	11,649	9,017	8,947
期末現預金残高	11,649	9,017	8,947	11,700

【ご投資にあたって】

当社にてお取引をされる場合、店舗における国内の金融商品取引所に上場する株式(売買単位未満を除く)の場合は約定代金に対して最大1.0476%(税抜き)(ただし約定代金の1.0476%に相当する額が3,000円(税抜き)に満たない場合は3,000円(税抜き))の委託手数料をご負担いただきます。

また、株式相場、金利水準、為替相場等の価格の変動及び有価証券の発行者の信用状況の悪化等、それらに関する外部評価の変化等により損失が生じるおそれがあります。

なお、信用取引などを行う場合は、対象となる株式等または指標等の価格変動により損失の額がおお客様の差し入れた委託保証金などの額を上回るおそれがあります。なお、商品毎に手数料及びリスクは異なりますので、当該商品の契約締結前交付書面や目論見書をよくお読みください。

【免責事項】

■当社は当該会社の募集及び売り出しの主幹事会社です。

■本レポートは、当社と作成者であるアナリストとの契約に基づき、アナリストよりレポートの提供を受けることに対して個別に対価を支払っています。

■本レポートは当社がアナリストに対象会社を指定して作成を依頼したものです。

■本レポートに記載された意見及び予想は、作成日時点におけるアナリストの判断であり、これらは予告なく変更される場合があります。

■本レポートは、信頼できると考えられる情報に基づいて作成されたものですが、当社はその正確性、完全性、適時性を保証するものではありません。

■本レポートに基づき投資を行った結果、お客様に何らかの損害が発生した場合でも、当社は理由の如何を問わず責任を負いません。

■本レポートは、お客様への情報提供のみを目的としたものであり、投資に関する最終決定はお客様自身の判断でなされるようお願いいたします。なお、当社の事前の承諾なく、本レポートの全部もしくは一部を引用または複製、転送等により使用することを禁じます。

【利益相反情報について】

■当社は当該会社の募集並びに売り出しの主幹事会社であります。

■当社および関係会社又はその役職員は、本資料に記載された証券についてポジションを保有している場合があります。また、本資料に記載された会社に対して、引受等の投資銀行業務、その他のサービス提供の勧誘を行う場合があります。

■当社の役員(会社法に規定する取締役、監査役又はこれに準ずる者をいう。)が、以下の会社の役員を兼務しております。

:澤田ホールディングス、エイチ・アイ・エス、クリーク・アンド・リバー社

(商号等) エイチ・エス証券株式会社金融商品取引業者関東財務局長(金商)第35号
(加入協会) 日本証券業協会