

トラスト・テック

2154 東証 1 部

<https://www.trust-tech.jp/corporate/index.html>

2016 年 8 月 31 日 (水)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

■「地域」と「領域」の軸で成長スピード持続と高収益性を目指す

トラスト・テック<2154>は技術者・製造スタッフの派遣や開発・設計・製造の請負を中核事業とする人材派遣会社。特に技術者派遣で強みがあり、技術系の上場企業の中では、海外展開にも積極的。

同社は 2015 年 8 月に中期経営計画を策定し、「年率 20% 以上の成長スピードを維持」、「連結営業利益率 10% の達成」を「方針としての経営指標」として掲げた。2016 年 8 月には、その実現に向けて「地域」と「領域」の 2 つの軸による成長戦略を示した。具体的には、子会社の(株)フリーダムで IT・ソフト開発の領域に事業を拡大し、さらにその後の IoT や AI を見据えて体制を強化していくことや、英国の人材派遣会社 MTrec Limited (以下、MTrec) の買収などが発表されている。

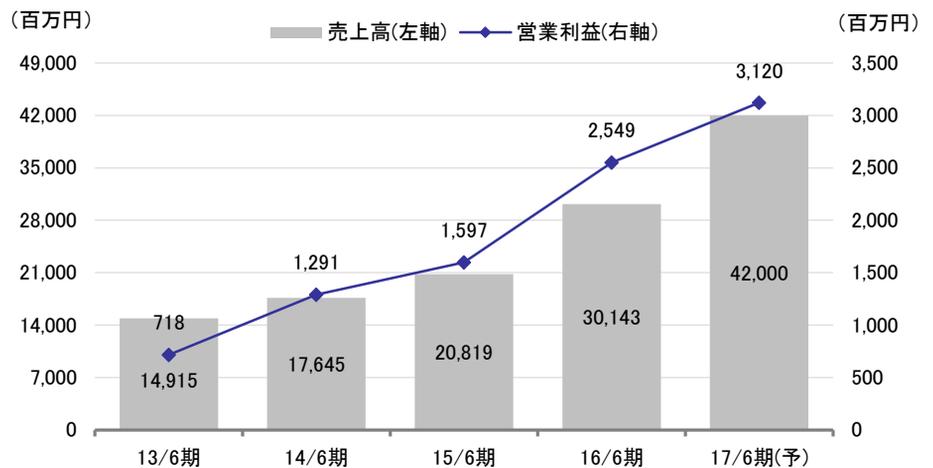
MTrec は、イングランド北東部の拠点を置く、製造派遣・請負を中核事業とする企業だ。自動車関連メーカーや家電メーカーなどを中心顧客として抱え、高い成長率を誇っている。今回の買収においては、派遣市場が成熟した英国企業であること、アーンアウト方式を採用したこと、そして創業者兼大株主の持分を残したことなどの点で、M&A の失敗リスクが低減され、次の海外 M&A の道を拓く内容となっていることから、今後に大きな期待が持てると弊社では評価している。

業績は高成長が続いている。2016 年 6 月期は期中に買収した子会社の寄与もあり、売上高 30,143 百万円 (前期比 44.8% 増)、営業利益 2,549 百万円 (同 59.6% 増) と大幅な増収増益を達成した。2017 年 6 月期もまた、オーガニックグロースと M&A 効果とを合わせて、売上高 42,000 百万円 (前期比 39.3% 増)、営業利益 3,120 百万円 (同 22.4% 増) と高い増収・増益率を計画している。国内では技術者の需給バランスがタイトな状況が続いており、MTrec もまた英国で好調が続いているため、今期予想の達成可能性は高いと期待される。

■ Check Point

- ・ここ数年は 200 人以上の新卒採用を行いつつ、高い稼働率を維持
- ・製造系領域セグメントの採算性は着実に改善しつつある
- ・16/6 期は大幅増収増益、業績予想値を上回っての着地

業績推移



■ 会社概要

事業ドメインは技術系領域と製造系領域の 2 つ

(1) 沿革

同社は 1997 年、「障害者の雇用の促進等に関する法律」に基づく特例子会社として、三栄商事(株)等により、(旧)共生産業(株)として設立された。2004 年に(株)アミューズキャピタルが同社の全株式を取得し、商号を株式会社トラストワークスサンエーへと変更するとともに、事業内容を人材サービス事業(特定労働者派遣事業)などへと拡大した。2005 年には(株)アミューズキャピタル傘下にあった(旧)(株)トラスト・テックの全株式を取得し、技術労働者派遣事業に進出した。その後、2008 年に(旧)トラスト・テックを吸収合併し、商号を株式会社トラスト・テックと変更し、今日の体制の基礎が完成した。

その後同社は、M&A を活用して成長を加速させる戦略を鮮明にし、2009 年の(株)PLM(現連結子会社(株)TTM)、2010 年の国際派就業人材資源諮詢有限公司(現連結子会社・香港虎斯科技有限公司)、2015 年のフリーダム(現連結子会社)、(株)カナモトエンジニアリング(現連結子会社・(株)トライアル)を矢継ぎ早に子会社化した。さらに 2016 年 8 月には、英国の人材派遣会社 MTrec を子会社化することを発表している。

株式市場には、2007 年 6 月にジャスダック証券取引所に株式を上場し(上場当時の商号は株式会社トラストワークス)、その後 2013 年 12 月に東証第 1 部に指定替えとなって現在に至っている。



トラスト・テック

2154 東証 1 部

<https://www.trust-tech.jp/corporate/index.html>

2016 年 8 月 31 日 (水)

沿革

1997年 8月	三栄商事(株)の「障害者の雇用の促進等に関する法律」に基づく特例子会社として、共生産業(株)として神奈川県相模原市に設立
2004年11月	(株)アミューズキャピタルが同社の全株式を取得し、商号を株式会社トラストワークスサンエーに変更
2004年12月	トラストワークスサンエーは特定労働者派遣事業の届出を行うとともに、人材サービス関連事業及びその他事業(レストラン及び映画館の事業)の営業及び一部資産を三栄商事(株)から譲り受け、同業務を開始
2005年 3月	(株)テクノアシスト相模を完全子会社化
2005年 6月	アミューズキャピタルから(株)トラスト・テックの全株式を取得し、技術労働者派遣事業を開始
2005年 7月	「障害者の雇用の促進等に関する法律」に基づく特例子会社として、共生産業(株)を設立
2006年11月	商号を株式会社トラストワークスに変更
2007年 6月	ジャスダック証券取引所に株式を上場
2008年10月	トラスト・テックを吸収合併し、商号を株式会社トラスト・テックに変更
2009年 3月	(株)PLMの全株式をラディアホールディングス・プレミア株式会社より取得し、商号を株式会社TTMに変更
2010年 4月	ジャスダック証券取引所と大阪証券取引所の合併に伴い大阪証券取引所 JASDAQ 市場に上場
2010年 6月	香港の国際派就業人材資源諮詢有限公司の全株式を取得し、商号を香港虎斯科技有限公司に変更
2012年 8月	TTM が (株)テクノアシスト(旧テクノアシスト相模)を吸収合併(存続会社はTTM)
2013年 8月	東京証券取引所 JASDAQ スタンダードから東京証券取引所第2部へ市場変更
2013年12月	東京証券取引所市場第1部へ指定替え
2015年 7月	(株)フリーダムの全株式を取得し、完全子会社化
2015年 7月	(株)テクノパワーより、IT 領域のテクニカルソリューション事業部を譲受
2015年10月	(株)カナモトより技術者派遣事業子会社の(株)カナモトエンジニアリングを株式取得により子会社化し、(株)トライアルと改称
2016年 8月	英国の人材派遣会社 MTrec Limited の株式 85% を取得し、連結子会社化
2016年10月	連結子会社トライアルを吸収合併(予定)

出所：有価証券報告書、会社リリース等からフィスコ作成

(2) グループ企業の状況

同社の事業ドメインは技術者派遣や開発・設計の請負などを担う技術系領域と、製造請負や製造ラインへの製造スタッフ派遣などを担う製造系領域の2つに分けられている。これらはそのまま、決算情報における報告セグメントの分類ともなっている。同社の全社ベースの収益は、これら2つの報告セグメントに、障害者雇用を担う特例子会社・共生産業(株)の収益と不動産賃貸事業から成る「その他」の収益が加わって構成されている。

同社は M&A を重ねて業容を拡大してきた。今日では、国内については同社本体のほかに、連結子会社の TTM、フリーダム(及びその子会社)、トライアルで企業グループを形成し、事業を展開している。担当領域の内訳は、TTM が製造領域を担当し、同社本体を含めた他のグループ企業は技術系領域を担うという構造だ。なお、トライアルについては、同社本体と事業内容が重なるため、経営効率化の観点から2016年10月1日付で同社本体に吸収合併されることが既に発表されている。

海外展開は同社の成長戦略において重要な一角を担っている。2016年6月末現在では香港の香港虎斯科技有限公司が技術者紹介事業などを展開している。2016年8月初旬に、英国の技術・製造スタッフの人材派遣会社である MTrec の85%持分を取得し、連結子会社化することが発表された(取得実施予定日は2016年8月30日)。これによって海外において人材サービス事業を本格展開に向けて第1歩を踏み出したことになり、2017年6月期から海外事業が実体的に収益に貢献してくる見通しとなっている。



トラスト・テック

2154 東証 1 部

<https://www.trust-tech.jp/corporate/index.html>

2016 年 8 月 31 日 (水)

同社グループ企業の概要

会社名	事業領域	事業の内容	持分	備考
同社	技術系領域	技術者派遣、請負、委託	-	
TTM	製造系領域	製造請負、受託、派遣	100%	
フリーダム	技術系領域	制御系ソフトウェア開発、設計支援等	100%	子会社あり
トライアル	技術系領域	技術者派遣、請負	100%	2016 年 10 月 1 日に吸収合併
共生産業	その他	障がい者雇用	100%	
香港虎斯科技有限公司	技術系領域	技術者紹介	100%	
MTrec Limited	製造系領域	製造スタッフ・技術者の派遣、人材紹介等	85%	2016 年 8 月 30 日付

出所：有価証券報告書、会社リリース等からフィスコ作成

※その他にもアジアに数社設立予定

■ 事業セグメント別の詳細動向

ここ数年は 200 人以上の新卒採用を行いつつ、高い稼働率を維持

(1) 技術系領域

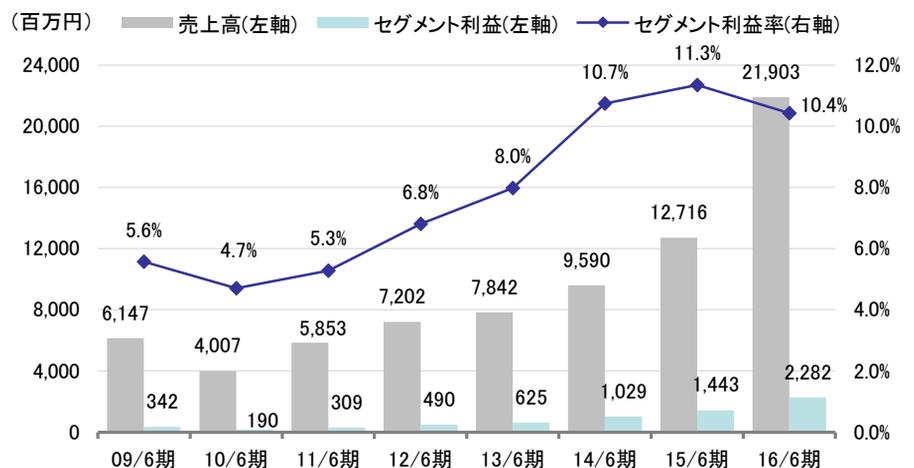
a) 業務の概要

“技術系領域”は従来の“技術者派遣・請負・委託事業”から名称変更したものだ。すなわち、顧客企業の研究開発、設計、生産技術などの技術分野に対する、派遣・請負・委託の事業を行っている。実際の業務内容は技術者の派遣と、開発・設計等の受託の 2 種類に大別されるが、2016 年 6 月期ベースでは、セグメント売上高 21,903 百万円に対して、約 16,000 百万円が技術者派遣、約 6,000 百万円が受託という構成となっている。受託の場合であっても、同社の技術者が顧客の施設において業務を行うことが基本であり、同社の自社施設において受託開発を行うようなケースは極めてまれだ。

1) 事業の収益性

技術者派遣・受託は、後述する製造スタッフの派遣や製造請負と比較して、“技術者”という付加価値があるため単価が高い。これが両セグメント間の利益率の差につながっている。また、派遣と受託で採算性を比較した場合、本来的には受託が高くなるはずだ。しかしながら現実には工数見積もりや納期など、当初の予算と比べてずれが生じやすく、結果的には派遣のほうが受託よりも採算性が高い状況もごく普通に見られるという状況だ。

技術系領域セグメントの売上高・セグメント利益・利益率の推移



出所：短信等からフィスコ作成



トラスト・テック

2154 東証 1 部

<https://www.trust-tech.jp/corporate/index.html>

2016 年 8 月 31 日 (水)

2) 人材獲得策

この事業の成長のカギは、優秀な技術者をいかに多く確保するかにあることは、議論の余地はない。とりわけ、現在のようなタイトな労働需給下にあつては、派遣先を見つけること以上に技術者を確保することが先決という状況だ。同社はかねてより、即戦力社員が得られるキャリア採用（いわゆる中途採用）を通じた人材獲得に注力してきた。しかし 2 年ほど前からは新卒採用も積極化させ、2015 年 4 月に約 260 人、2016 年 4 月に約 200 人と、ここ数年は 200 人～300 人規模の新卒採用を行っている（数値はトラスト・テック本体のみ）。

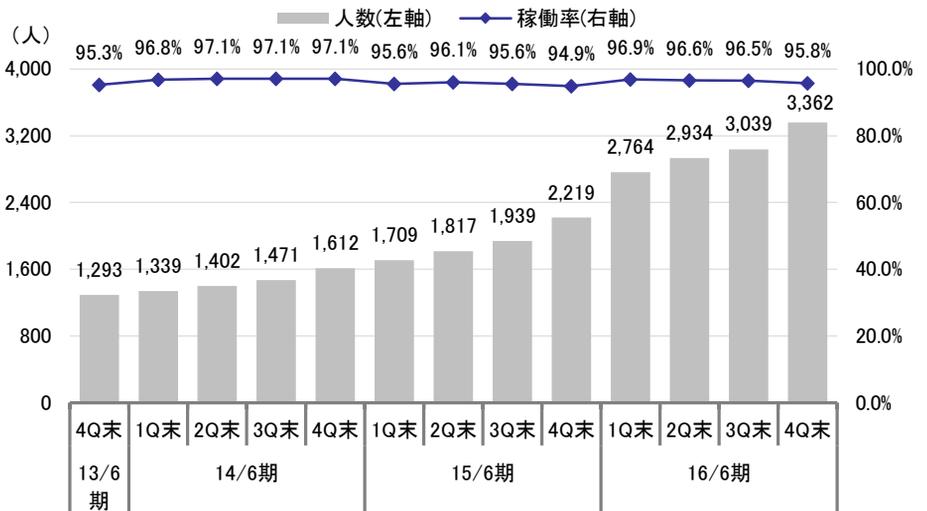
キャリア採用では、現状、月間当たり 1,000 人前後の応募に対して 80 人～90 人程度のペースで採用を続けている。同社を始めとして人材派遣業界がキャリア採用で人材が獲得できるようになっている背景には、派遣技術者自身のジョブ・モビリティ（流動性）が高いという状況がある。派遣技術者は、身分上は同社のような人材派遣企業（派遣元）の社員であるが、実際に勤務するのは顧客企業だ。そうした顧客企業やそこでの労働環境、待遇など、派遣技術者が転職する動機は多種多様で、それが業界全体での活発なキャリア採用につながっている。

b) 足元の動向

技術系領域では 2016 年 6 月末現在、3,362 名の技術社員を抱えている。採用した技術者を自社内に確保するべく、派遣先の多様化や配属先変更希望に対する柔軟性を高めるなどの工夫をしている。そうした努力と積極的な人員獲得策、及び M&A などの施策が奏功し、技術社員数は右肩上がりで着実に増加してきている。

社員数と並ぶ一般的な人材派遣会社の重要な指標として稼働率がある。これは派遣対象の技術社員のうち、現実に派遣・受託業務に従事している社員の割合だ。ここ数年は 95%～97% 前後の高い水準が続いている。この数値は同社の技術者派遣・受託事業が実質フル稼働の状態にあることを示している。稼働率の高さは、派遣単価の交渉においても、派遣単価の上昇という形で同社の業績押し上げに貢献している。

技術領域セグメントの社員数と稼働率の推移



出所：短信等からフィスコ作成

同社の技術者派遣・受託先顧客数は、事業所ベースで 600 を超えている。その業種は多岐にわたるが、現状、ニーズが強いのは輸送用機器や半導体及び半導体製造装置メーカーなどの業種となっている。

2016 年 8 月 31 日 (水)

当面の技術系領域セグメントの成長戦略として、1) 人材獲得と派遣先企業への営業の全国展開、2) 連結子会社のフリーダムとのシナジー追求、3) 事業効率の改善、などが掲げられている。同社は 2016 年 10 月に現連結子会社のトライアルを本体に吸収合併するが、これは事業効率追求の一環だ。また、技術者派遣は派遣単価が高いため、社員のロジスティクス面での費用削減以上に、派遣者数を増やして売上高の増大を図るほうが収益拡大に結び付くという特徴がある。それが事業の全国展開策へとつながっている。M&A についても業容拡大に貢献が期待できる案件は積極的に取り込む方針だ。

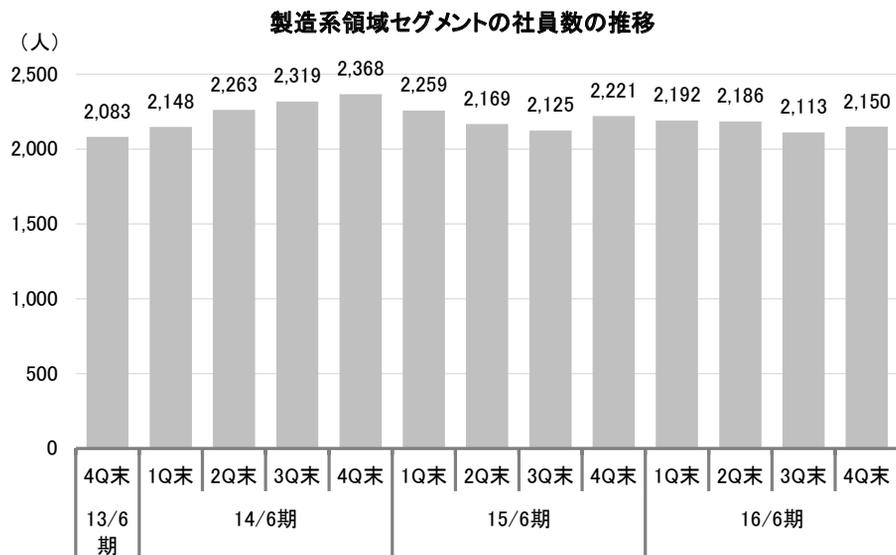
製造系領域セグメントの採算性は着実に改善しつつある

(2) 製造系領域

a) 業務の概要

“製造系領域”は従来の“製造請負・受託・派遣事業”から名称変更したものだ。すなわち、顧客企業の製造ラインの操業に関する請負や、製造スタッフの派遣を行う事業だ。具体的な業務内容は、構内請負と製造スタッフ派遣の 2 つに大別される。その内訳は時々により 40% ~ 60% の範囲で変動するが、2016 年 6 月期はおおむね構内請負 40%、製造スタッフ派遣 60% という構成だったもようだ。

製造系領域の社員数の推移を見ると、前述の技術系領域のそれとは若干様相が異なることに気付く。製造系領域の社員数は、2,000 人から 2,500 人のレンジで変動している。これは、製造請負・派遣の需要変動への対応のためだ。また製造請負・派遣の需要は、顧客企業における労務費削減需要に根差している。こうした背景があるため、同社も製造系領域の社員は正社員と非正規雇用社員とを組み合わせた構成としている。これらが同社の製造系領域セグメントの人員の変動として表れている。



出所：短信からフィスコ作成

2016 年 8 月 31 日 (水)

1) 事業の収益性

製造スタッフの派遣・請負は、一般的に、技術者のそれらに比べて単価が約 30% 低い。また需要の繁閑に左右されるため、単価の変動も激しく、加えて契約期間も短い傾向がある。このような要因から、製造請負・派遣は収益性がそもそも低いという状況にある。また、製造請負と製造スタッフ派遣とを比較した場合、現状は両者とも同程度とみられる。事業の本質から言えば、請負の場合は自助努力による生産性向上などにより収益性を高める余地が生まれるため、派遣よりも高い収益性を獲得できる。しかし現実には、顧客から提示される単価や条件が厳しいため、請負で余剰の利潤を獲得するのは難しい状況だ。

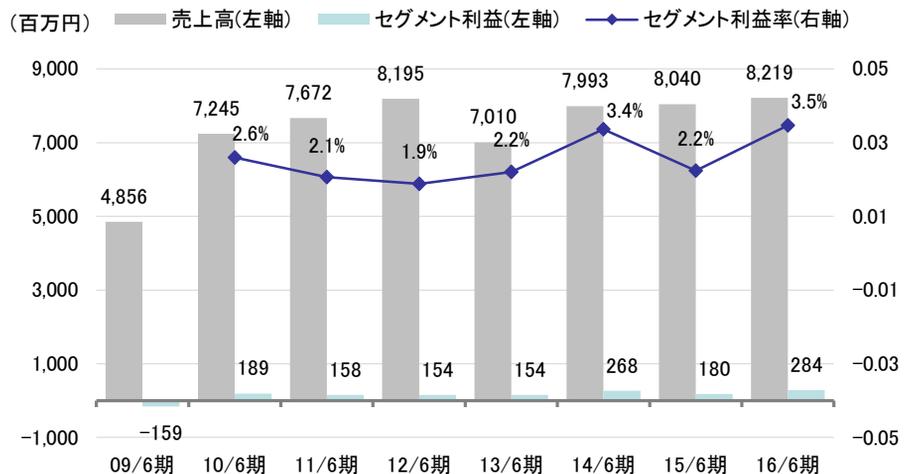
製造請負・派遣事業の収益性を考える場合、後述する人材獲得における工夫によって、事業の採算性の底上げを図ることがむしろ優先度の高い課題と言える。

2) 人材獲得策

製造請負・派遣事業においても人材の獲得とその効率的な運用が収益拡大のポイントであることは同じだ。しかしながら、技術者派遣と比べた場合、単価や契約期間などの点で大きな違いがあるため、事業戦略も変わってくる。製造請負・派遣における“効率的な人材運用”というのは、地域性と切り離しては考えられない。北海道にある工場から製造請負を受注して、そこに関東在住の製造スタッフを送り込むことを考えればわかりやすい。製造スタッフの宿泊施設の確保などを考えれば収益性が圧迫されるのは明白だ。反対に、工場近在の製造スタッフを集めることができれば、大きな経費節減につながる。

こうした製造請負・派遣事業の特質を踏まえ、同社では顧客企業の開拓は全国を対象としつつ、人材獲得に際しては“地元採用・地元就職”をキーワードに活動を行っている。すなわち採用マッチングの効率化だ。こうした地道な努力が奏功して、同社の製造系領域セグメントの採算性は着実に改善しつつある。

製造系領域セグメントの売上高・セグメント利益・利益率の推移



出所：短信等からフィスコ作成

b) 足元の動向

製造系領域セグメントにおける需要は、やはり好調が続いている。引き合いは輸送用機器メーカーや電気機器メーカー等を中心に増加基調にある。そうしたなかで同社は、利益確保と採算性を重視する経営方針に基づき、採用マッチングの効率化や案件ごとの利益確保を重視した受注姿勢の徹底を実践している状況だ。

そうした施策が奏功し、2016 年 6 月期の製造系領域セグメントの利益率は 3.5% に改善した。製造請負業界にあっては、3.5% という利益率は十分合格点が与えられる水準とされている。しかしながら、同社では、製造系領域セグメントの利益率目標を 5% に掲げており、今後も地元採用・地元就職に象徴される採用マッチングの効率化や地域性を踏まえた顧客開拓などを通じて、製造系領域事業全体の効率化を図り、5% の利益率を目指す方針だ。

■ 中期経営計画と成長戦略

「地域」と「領域」の 2 つの軸で事業を拡大

(1) 中期経営計画の経緯と概要

同社は 2015 年 8 月に中期経営計画を策定・発表した。そこでは、“自立成長と M&A を両輪とし、「年率 20% 以上の成長スピードを維持」、「連結営業利益率 10% の達成」を目指す”ということが『方針とする経営指標』として掲げられた。

その後 2016 年 8 月には、2015 年 8 月発表の内容を維持しつつ、その実現に向けた成長戦略をアップデートした中期経営計画を発表した。具体的には、「地域」と「領域」の 2 つの軸において、同社の「独自のポジション」を確立することで、成長・拡大を実現し、「年率 20% 以上の成長スピードを維持」、「連結営業利益率 10% の達成」の 2 つを実現しようというものだ。

中期経営計画における業績計画について、具体的な業績数値は 2017 年 6 月期の業績予想にとどまっているが、『方針とする経営指標』に沿って考えた場合、2018 年 6 月期の売上高は 500 億円超、2019 年 6 月期の売上高は 600 億円超という水準が浮かび上がってくることになる。営業利益率については 2019 年 6 月期において 10% という目標値達成を目指して行くものとなっている。

(2) 中期成長戦略の詳細

同社の中期成長戦略の骨格は「地域」と「領域」の 2 つの軸で事業を拡大し、その結果として同社の成長を実現するというものだ。そして、成長実現をより確実なものとするために、2 つの軸のそれぞれにおいて、目指すべき同社独自のポジションを掲げている。

a) 「地域」

地域とは、文字どおり同社が事業を展開する地理的な場所のことだ。同社は国内市場については成長スピードの維持が困難になるとの認識を有している。また、国内市場においては今後、競合が激化すると認識も有している。他方、世界市場については、全世界の人材派遣市場が約 42.4 兆円規模に達し、日本の人材派遣市場（約 6 兆円）の 7 倍の規模があることに注目している。この世界市場規模と、同社の顧客企業が設計・開発・製造の現場を海外展開している現況を踏まえれば、同社が世界展開に成長余地を見出そうというのは、ごく自然なことと言える。また、同社が国内市場で培った事業・経営ノウハウは、世界市場、特に先進国・成熟市場においては有効活用が可能だと期待される。

以上のような現状認識に立ち、同社は、地域軸について「技術・製造派遣において世界複数国の事業基盤を持つ」ことを独自ポジションとして目指すことを掲げている。

b) 「領域」

領域とは、同社が展開する事業ドメインのことだ。同社は技術派遣・製造派遣という領域で事業を展開しているが、このうち、製造派遣・請負は、顧客はメーカーであり、生産品目が何であれ“製造”に関する派遣・請負を行っている。一方、技術派遣は現状、同社本体を通じて主として機械・電気系領域の顧客に対してサービスを提供している。さらに、子会社のフリーダムにおいて IT・ソフト領域をカバーしている。今後は IT・ソフト領域を一段と強化するとともに、大きな市場が期待されている「IoT」や「AI」の領域にも進出することを目指すというのが、領域軸の目標であり、目指す独自ポジションの内容となっている。

c) まとめ

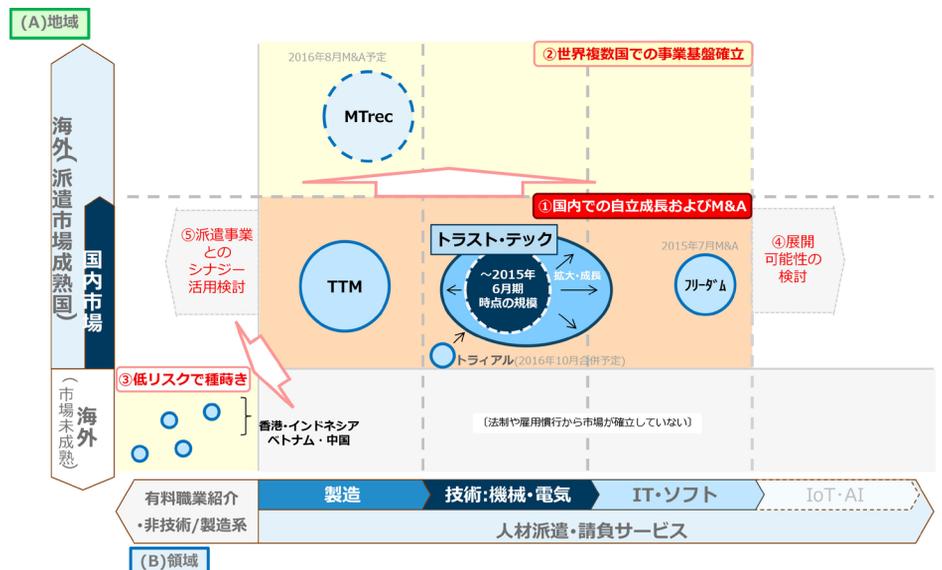
今中期経営計画における同社の成長戦略をまとめると、領域軸では、現状は国内市場で、製造派遣・請負と、機械・電気領域及び IT・ソフト開発領域における技術派遣・請負を展開している。

地域軸については、国内市場は前述のとおりだが、海外市場ではこれまで香港子会社が人材紹介事業を展開するにとどまっていた。香港は人材派遣市場の観点では未成熟国であり、事業拡大における制約は不可避の状況だった。したがって本格的な海外展開を行う上では、派遣市場が成熟した国・地域での展開が不可欠であるとの認識を有していた。そこに MTrec の M&A 案件が持ち込まれ、内容や買収スキームを精査した結果として、買収を決断し、本格的海外展開に一步を踏み出したというのが 2016 年 8 月現在の同社の状況だ。

同社は「今期からの実施・検討施策」の中で、国内では技術系領域（機械・電気・IT・ソフト）における M&A の実施と、欧米等の成熟した派遣市場での新たな M&A の検討を掲げている。また、未成熟なアジア市場では、現地法人設立や中国での現地企業との協業などを検討課題としている。

弊社では、地域と領域の 2 つの軸による成長戦略は、同社が経営上の意思決定を行う上で、明確な指針となり得るものと評価している。また、過去の M&A や各種施策の評価を行う上でも 2 つの軸を切り口とすることで、正確な評価が可能になり、過去の成功・失敗の体験を積み重ねて将来の成功に結びつけていくことが可能になると考えている。

「地域」軸と「領域」軸による成長・拡大のイメージ図



出所：中期経営計画説明資料から転載

2016 年 8 月 31 日 (水)

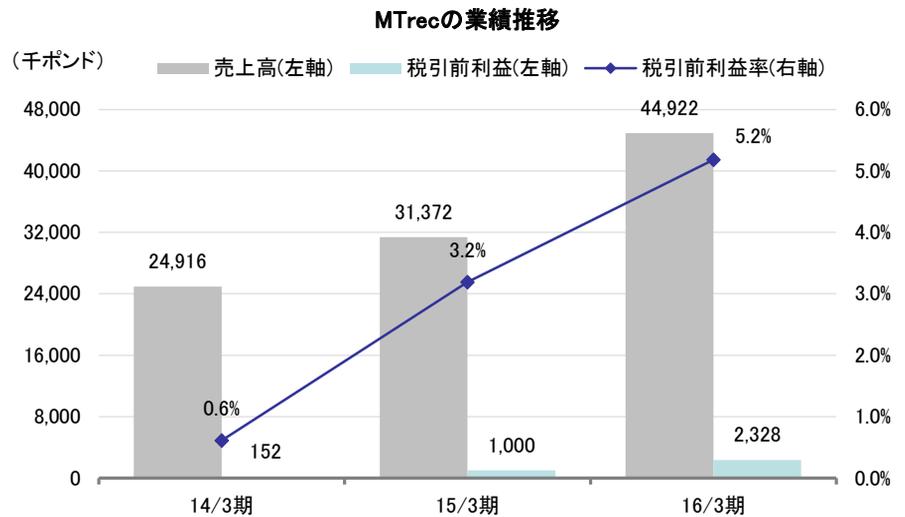
MTrec の買収は高い可能性を秘めた魅力的な案件であると評価

(3) 英国 MTrec の買収について

同社は 2016 年 8 月に、英国の人材派遣会社である MTrec を買収することを発表した。弊社では、今回の買収案件は高い可能性を秘めた魅力的な案件であると評価している。そのように考える理由は、MTrec が前述の「地域」と「領域」の 2 つの軸による成長戦略に沿った存在であることと、MTrec 買収のスキームが財務リスクや経営リスクを極力抑えるように工夫されていることの 2 つだ。

a) MTrec の概要

MTrec は 2006 年、Robin Armstrong と David Musgrave 両氏によって設立された人材派遣企業だ。イングランド北東部の Newcastle Upon Tyne に本拠を置き、MTrec 本体では製造スタッフや技術者の派遣業及び人材紹介業を手掛けるほか、子会社の MTrec Care においては看護師やヘルパー等のケア人材サービスを行っている。2016 年 3 月期は売上高 44.9 百万ポンド、税引前利益 2.3 百万ポンドを計上している。



出所：会社リリースからフィスコ作成

MTrec の取引先は、本社を置くイングランド北東部にある各種メーカーだ。同地域には自動車関連メーカー等の製造業が集積しており、英国日産自動車製造会社の工場（サンダーランド）や日立レールヨーロッパ社の鉄道車両工場（ニュートン・エイクリフ）などの日系企業も多数進出している。そうした市場環境もあり、同社は自動車関連企業や家電企業、機械企業などを主要顧客として順調に業績を拡大させている。

b) MTrec の買収スキーム

今回の買収案件で注目されるのは、その買収スキームだ。ポイントは 2 つあって、1 つは創業者の 1 人である David Musgrave 氏が 15% の持分を継続保有し、現経営陣とともに今後の成長の一翼を担うということだ。もう 1 つはアーンアウト方式の採用による投資リスクの軽減だ。アーンアウトとは、取得価額の一部について、将来の業績成長の実現まで、支払の一部を繰り延べる方式をいう。米国などでは広く利用されているが、日本では、認知度も利用頻度も、まだ低い買収方式だ。



トラスト・テック

2154 東証 1 部

<https://www.trust-tech.jp/corporate/index.html>

2016 年 8 月 31 日 (水)

今回のケースでは、MTrec の 2017 年 3 月期と 2018 年 3 月期の 2 期間の業績をアーンアウト条項の評価指標としている。条件が達成された場合の支払額は 2,309 百万円 (17,104 千ポンド / 1 ポンド = 135 円で換算) とされているが初回支払額は 1,440 百万円だけだ。差額の 869 百万円については、上述の 2 期間の業績達成度に応じて 0 百万円 ~ 869 百万円の間で決定され、2 年後の 2018 年 5 月に一括で支払われる予定となっている。

なお、2018 年 3 月期の業績目標値については公表されていない。弊社では、同社が中期経営計画で掲げる売上高の年率 20% 成長、営業利益率 10% という目標に沿った線で設定されているのではないかと推測している

MTrec の株式取得の概要

取得株式	MTrecの株式	1,700株
取得後の株主構成	同社	1,700株 (85.0%)
	David Musgrave (創業者・Director)	300株 (15.0%)
取得対価	約1,440 ~ 2,309百万円 (約 £ 10,664k ~ 17,104k)	
初回支払額 (2016年8月30日)	約1,440百万円 (約 £ 10,664k)	
繰延支払額 (2018年5月予定)	約0 ~ 869百万円 (約 £ 0~6,440k) ※株式売買契約書に基づき、取得後のMTrecの業績達成度合いに応じて支払額を決定致します。	

(参考レート：£ 1 = 135.00円)

出所：決算説明資料から転載

弊社では、今回の MTrec の買収は様々な点で非常に優れたディール (取引) だったと評価している。一部は前述した内容とも重なるが、第 1 に、英国という人材派遣市場が成熟した国の企業である点だ。英国の人材派遣市場は世界市場の 12% を占め、13% を占める日本市場と肩を並べている。両国の人口の差を考えれば、英国の派遣市場の成熟度は日本をしのいでいると言える。本格的海外展開の第 1 歩として、派遣市場成熟国に拠点を確保できた意義は大きいと考えている。

2 つ目は創業者が株主として残った点だ。過去の M&A では 100% の持分を取得することを基本としてきたが、今回は同社の意向もあって創業者の 1 人である Musgrave 氏が株主として残った模様だ。株主として同社と同じ利害関係を有する英国人 (しかも創業者) を確保することは、経営リスク軽減に有効だと弊社では考えている。

3 つ目はアーンアウト方式の採用だ。一般に M&A では買収価格が折り合うかどうか、すなわち、オールオアナッシング的に判断が下されることが多い。これはどちらの決断を下すにしてもリスクが大きい。それに対してアーンアウト方式は買収リスクを減らす有効な手法として欧米では広く活用されている。日本企業の活用例はあまり認知されていないが、採用の実例は決して多くはないとみられる。同社はアーンアウト方式の採用で、MTrec の成長スピードが同社の期待に沿う・沿わないにかかわらず投資資金の回収期間は同じとしている。

今回の買収については、他にも様々な意義を見いだせるが、まずは MTrec の業績成長の推移を、期待を持って見守りたいと考えている。

■業績動向

16/6 期は大幅増収増益、業績予想値を上回っての着地

(1) 2016 年 6 月期決算

2016 年 6 月期決算は、売上高 30,143 百万円（前期比 44.8% 増）、営業利益 2,549 百万円（同 59.6% 増）、経常利益 2,528 百万円（同 55.8% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,523 百万円（同 48.7% 増）と大幅増収増益となった。同社は 2016 年 2 月に業績予想の上方修正を発表したが、実績はそこで示された業績予想値を売上高、利益ともに上回っての着地となった。

2016 年 6 月期決算の概要

(単位：百万円)

	15/6 期	16/6 期					
		期初予想	実績	前期比		計画比	
				差額	伸び率	差額	伸び率
売上高	20,819	28,500	30,143	9,324	44.8%	1,643	5.8%
営業利益	1,597	2,300	2,549	951	59.6%	249	10.8%
経常利益	1,623	2,300	2,528	905	55.8%	228	9.9%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,024	1,450	1,523	499	48.7%	73	5.1%

出所：短信等からフィスコ作成

事業セグメント別に見ると、技術系領域セグメントは売上高 21,903 百万円（前期比 72.3% 増）、セグメント経常利益 2,282 百万円（同 58.2% 増）と大幅増収増益となった。自動車業界や半導体メーカー等からの人材ニーズが引き続き堅調に推移したこと、期中に子会社化したトライアル、フリーダム両社及びテクノパワーから事業譲受した IT 領域事業部門がいずれも好調な業績であったことの 2 つの要因から、業績を大きく伸ばした。セグメント経常利益率は、前期の 11.3% から 2016 年 6 月期は 10.4% に低下したが、この理由は M&A にかかる一時費用によるものだ。実体的な収益性を示す派遣単価はタイトな労働需給環境を反映して、上昇基調が続いている。

製造系領域セグメントは売上高 8,220 百万円（前期比 2.2% 増）、セグメント経常利益 284 百万円（同 58.1% 増）となった。自動車部品メーカーなど輸送機器業界や電気機器メーカーからの受注が強含みで推移するなか、採用マッチングの効率化や案件ごとの利益確保、固定費削減に努め、利益体質の強化を図った。その結果、セグメント経常利益率は、前期の 2.2% から 2016 年 6 月期は 3.5% に改善した。これはリーマンショック以降の 8 年間（2009 年 6 月期から 2016 年 6 月期）の中で最も高い値となった。

その他の収益は障がい者雇用の共生産業と不動産賃貸事業の収益からなっている。2016 年 6 月期において収益が大きく悪化したのは、2015 年 9 月末をもって賃貸用不動産を売却し、不動産賃貸事業を終了させた影響が大きい。

2016 年 6 月期事業セグメント別業績の概要

(単位：百万円)

	15/6 期	16/6 期			
		実績	前期比	構成比	
売上高	技術系領域	12,716	21,903	72.3%	72.6%
	製造系領域	8,040	8,220	2.2%	27.3%
	その他	85	37	-56.5%	0.1%
	調整前売上高合計	20,842	30,161	44.7%	100.0%
	調整額	-23	-18	-	-
	売上高合計	20,819	30,143	44.8%	-
経常利益	技術系領域	1,443	2,282	58.2%	90.3%
	製造系領域	180	284	58.1%	11.3%
	その他	-0	-39	-	-1.6%
	調整前経常利益合計	1,623	2,528	55.8%	100.0%
	調整額	-	-	-	-
	経常利益合計	1,623	2,528	55.8%	-

出所：短信からフィスコ作成

全体としては、好調な雇用環境が続いて人手不足感が強まるなか、積極的に新卒採用及びキャリア採用（中途採用）を進めて人材確保に努めたことと、事業承継やシナジー追求を求めて市場に出てくる M&A 案件をうまく取り込んだことが大幅増収増益につながったと言える。また、同社にとって課題の 1 つであった製造系領域の利益率改善について、2016 年 6 月期はリーマンショック後の最高値を更新した点は、経営努力の成果として大いに評価できるポイントだと弊社では考えている。

(2) 2017 年 6 月期見通し

2017 年 6 月期について同社は、売上高 42,000 百万円（前期比 39.3% 増）、営業利益 3,120 百万円（同 22.4% 増）、経常利益 3,100 百万円（同 22.6% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 1,870 百万円（同 22.7% 増）を予想している。

2017 年 6 月期の業績予想では、通期の営業利益予想に対する第 2 四半期累計の営業利益以下の各利益項目の進捗率が低くなっている。これは MTrec の買収関連費用と前年同期に比較して営業日数が減少していることが主たる原因だ。のれんについては年間約 1.4 億円の償却費が 10 年間にわたり続くが、初年度の 2017 年 6 月期は 1 億円程度の見込みだ。また一時費用は約 2 億円と見込まれている。これらの費用は第 2 四半期累計期間に計上されるため、第 2 四半期累計の営業利益が圧縮されて、低い進捗率見通しとなっている。また営業日数の減少は同社の収入（売上高）減少に直接結び付く。一方で、同社から社員に対する支払い（費用）は月給制であるため、営業日数に関係なく一定額が支払われることになる。この差が営業利益圧縮要因となる。

こうした一時的要因をこなしただけでなく、2017 年 6 月期の通期営業利益は前期比 22.4% 増と高い伸びが予想されている点こそが注目・評価されるべきであると弊社では考えている。

2017 年 6 月期業績見通しの概要

(単位：百万円)

	16/6 期		17/6 期 (予)				
	実績	前期比	2Q 累計			通期	
			伸び率	期初予想	前年同期比	進捗率	期初予想
売上高	30,143	44.8%	19,800	36.1%	47.1%	42,000	39.3%
営業利益	2,549	59.6%	1,142	3.1%	36.6%	3,120	22.4%
経常利益	2,528	55.8%	1,119	1.4%	36.1%	3,100	22.6%
親会社株主に帰属する 当期純利益	1,523	48.7%	660	2.6%	35.3%	1,870	22.7%

出所：短信からフィスコ作成

※ 同社からの公表値は億円単位のため当レポートもそれに倣った

セグメント別内訳に関して同社は、2016 年 8 月に MTrec を子会社化したことに伴い、報告セグメントの変更を予定している。その詳細は固まっていないが、同社は 2017 年 6 月期の業績予想に関し、2016 年 6 月期までの報告セグメント（技術系領域と製造系領域の 2 セグメント）から香港事業を取り出し、MTrec と合わせて“海外事業”として加えたうえで、技術系領域、製造系領域、及び海外事業の 3 セグメント体制で収益予想の内訳を示している。

2017 年 6 月期業績予想の内訳

(単位：億円)

		17/6 期 (予)		
		金額	前期比増減	前期比伸び率
売上高	技術系領域	257.7	39.7	-
	製造系領域	88.0	5.4	-
	海外事業	75.2	74.1	-
	売上高合計	420.0	118.5	39.3%
営業利益	技術系領域	29.1	2.6	-
	製造系領域	3.8	1.1	-
	海外事業	4.2	4.2	-
	調整前営業利益	37.3	7.9	25.4%

出所：会社説明会資料からフィスコ作成

技術系領域について同社は、売上高 257.7 億円（前期比 39.7 億円増）、営業利益 29.1 億円（同 2.6 億円増）と予想している※。これらに基づく営業利益率は 11.3% となる。弊社ではこの業績見通しは十分実現性が高いと考えている。2016 年 6 月期に引き続き、輸送用機器業界や半導体・半導体製造装置業界からの人材ニーズはタイトな状況が続くと予想される。そうした状況のなか、同社は積極的な採用を進めて需要に応じた配属を推進する方針だ。派遣・請負単価は引き続き上昇トレンドが続くと見込まれるため、営業利益率も拡大基調が続くと期待している

製造系領域について同社は、売上高 88.0 億円（前期比 5.4 億円増）、営業利益 3.8 億円（同 1.1 億円増）と予想している。これらに基づく営業利益率は 4.3% となる。製造系領域の事業である製造スタッフの派遣や製造請負は、技術系領域に比較して派遣・請負単価が低いいため、本質的に利益率が低いという性質を有している。これに対して同社は地域密着営業を強化することで、製造スタッフのロジスティクス面での費用を削減し、利益率の拡大を目指す戦略だ。弊社では、4.3% という営業利益率の実現は決して簡単な目標ではないと考えているが、労働需給がタイトな現況において、需要地での採用が順調に進めば達成は十分可能であり、期待を持って見守りたいと考えている。

海外事業は英 MTrec とアジアの子会社数社の業績から構成される。MTrec の業績は、2017 年 3 月期分がフルに連結されることになる。海外事業について同社は、売上高 75.2 億円（前期比 74.1 億円増）、営業利益 4.2 億円（同 4.2 億円増）と予想している。香港等のアジアでは収益規模は売上高 100 百万円前後、営業利益は 10 百万円前後の営業損失とみられ、前期比増減相当額が MTrec の収益貢献と考えられる。前述のように、MTrec はイングランド北東部に集積する自動車関連メーカーや家電メーカーなどを顧客に抱え、高成長が続いている。英国の EU 離脱問題は潜在的リスク要因と考えるべきであるが、2017 年 6 月期においてはそのリスクが一気に顕在化する可能性は低いと弊社では考えている。

簡略化損益計算書及び主要指標

(単位：百万円)

	13/6 期	14/6 期	15/6 期	16/6 期	17/6 期(予)
売上高	14,915	17,645	20,819	30,143	42,000
前期比	-3.5%	18.3%	18.0%	44.8%	39.3%
売上総利益	3,320	4,288	4,868	7,192	-
売上高比率	22.3%	24.3%	23.4%	23.9%	-
販管費	2,602	2,996	3,271	4,643	-
売上高比率	17.4%	17.0%	15.7%	15.4%	-
営業利益	718	1,291	1,597	2,549	3,120
前期比	14.0%	79.9%	23.7%	59.6%	22.4%
売上高営業利益率	4.8%	7.3%	7.7%	8.5%	7.4%
経常利益	804	1,319	1,623	2,528	3,100
前期比	20.6%	63.9%	23.1%	55.8%	22.6%
親会社株主に帰属する当期純利益	460	797	1,024	1,523	1,870
前期比	29.9%	73.2%	28.5%	48.7%	22.7%
分割調整後 EPS(円)	24.19	41.87	53.39	78.91	96.63
分割調整後配当金(円)	15.00	25.00	30.00	40.00	45.00
分割調整後 BPS(円)	182.84	200.47	228.22	274.80	-

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	12/6 期末	13/6 期末	14/6 期末	15/6 期末	16/6 期末
流動資産	4,136	4,487	5,283	6,551	8,984
現金及び預金	1,747	2,175	2,429	3,038	3,930
売上債権	2,122	1,931	2,388	2,954	4,060
固定資産	1,073	1,056	1,172	1,174	2,929
有形固定資産	184	192	193	221	256
無形固定資産	140	130	145	130	2,202
投資等	749	733	832	821	471
資産合計	5,209	5,544	6,455	7,725	11,914
流動負債	1,877	2,019	2,584	3,287	6,531
未払費用	1,371	1,327	1,447	1,754	2,394
固定負債	42	44	38	31	60
株主資本	3,288	3,484	3,837	4,409	5,323
資本金	1,476	1,476	1,492	1,529	1,538
資本剰余金	633	634	650	687	696
利益剰余金	1,179	1,373	1,694	2,193	3,089
その他の包括利益累計額	1	-4	-5	-3	-5
純資産合計	3,289	3,479	3,832	4,406	5,322
負債・純資産合計	5,209	5,544	6,455	7,725	11,914

キャッシュフロー計算書

(単位：百万円)

	12/6 期	13/6 期	14/6 期	15/6 期	16/6 期
営業活動によるキャッシュフロー	477	777	861	1,209	1,418
投資活動によるキャッシュフロー	-85	-75	-154	-147	-1,807
財務活動によるキャッシュフロー	-270	-275	-451	-459	1,287
現金及び現金同等物に係る換算差額	-0	1	-1	6	-7
現金及び現金同等物の増減額	120	427	254	609	891
現金及び現金同等物の期首残高	1,626	1,747	2,175	2,429	3,038
現金及び現金同等物の期末残高	1,747	2,175	2,429	3,038	3,930

■ 株主還元

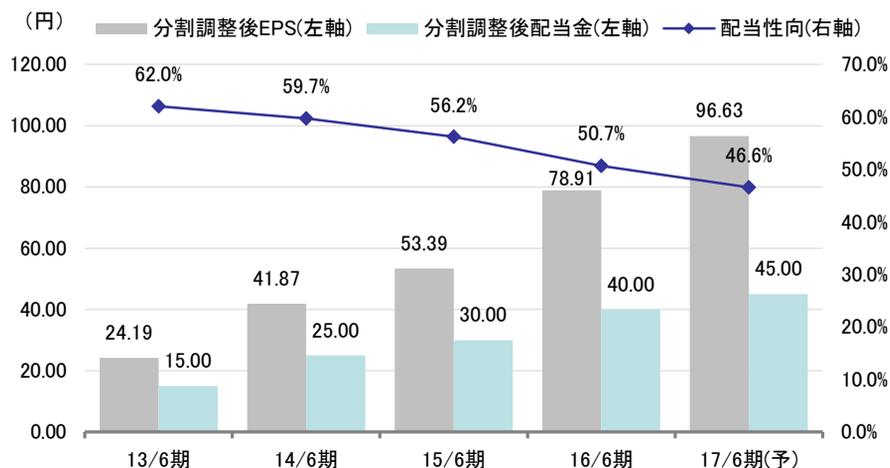
17/6 期は 5 円の増配を予想

同社は株主還元を重要な経営課題と認識しており、その手段としては配当によることを基本としている。配当額の決定に際しては、配当の安定性を重視しながら、業容拡大と体質強化のための内部留保を行いつつ、業績に応じた配当を加味するとしている。こうした基本方針の下、現在は具体的な配当の目安として、配当性向 50% を基準にしている。

2016 年 6 月期は中間配当 30 円、期末配当 25 円の 55 円配を行った。ただし同社は 2016 年 4 月 1 日付で 1 株につき 2 株の割合で株式分割を行った。この株式分割を調整すると 2016 年 6 月期の配当は、中間配当 15 円、期末配当 25 円、年間 40 円となる。2016 年 6 月期の配当性向は 50.7% であった。

2017 年 6 月期については、中間配当 15 円、期末配当 30 円、年間 45 円の配当予想を公表している。予想 1 株当たり利益は 96.63 円であり、これに基づく配当性向は 46.6% となる。前述のように、同社は配当性向 50% を目安として業績に応じた配当を行うことを基本方針としているため、今後利益の上積みがあれば、それに応じた配当の拡大は十分期待できると弊社では考えている。

1株当たり利益、配当及び配当性向の推移



出所：短信からフィスコ作成

※ 2016 年 4 月 1 日付で 1 : 2 の株式分割を実施

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ