

UTグループ (UT Group)

働き方改革を担う製造業派遣大手

アナリスト 堀 篤

東証JQ 2146

株価 3230 円 (2月9日) 想定株価 3470 円~3700 円

時価総額 1313 億円

単位 100 株



株価	3230 円
PER	38.5 倍
PBR	17.01 倍
配当利回り	0%

製造業向け技術者等の派遣・請負事業大手。業界では異例の無期雇用契約による人材派遣事業を展開する。

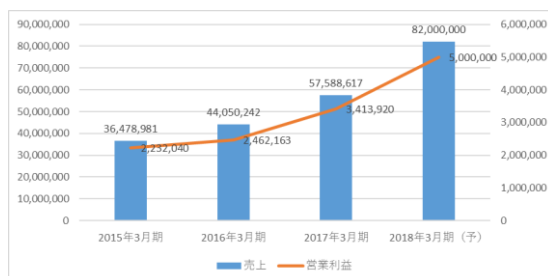
主に半導体業界、自動車業界への派遣が多く、業界のリーディングカンパニーの一つ。技術者数は約 14000 人となり、来期以降、技術者派遣事業の収益寄与が期待できる

1. 「働き方改革」の構造変化をとらえ、過去最高益更新が続く

同社は、主なクライアントである半導体、自動車業界の活況と、「働き方改革」の政策的な後押しを受け、業績は好調に推移している。

2015年以降の売上・営業利益の推移

単位：千円



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

	2015年3月期	2016年3月期	2017年3月期	2018年3月期（予）
売上	36,478,981	44,050,242	57,588,617	82,000,000
営業利益	2,232,040	2,462,163	3,413,920	5,000,000
当期純利益	1,168,338	1,497,496	2,033,027	3,400,000
EPS	29.95	40.40	57.19	89.08

一時期、半導体製造事業をグループで行っていた実績を持つ同社は、半導体業界への派遣・請負に強みを持つ。前期までは、この半導体業界の好調さが、同社業績を牽引してきたが、今期以降は、自動車業界からの受注も好調だ。

同社業績が急成長している背景には、クライアント企業業績の活況の他にも、改正労働契約法の影響と、企業の相次ぐ不祥事発覚による、コンプライアンス意識の向上がある。こういった製造業における構造変化が、クライアントの労働面、社内オペレーションに改革を迫っている。

改正労働法の施行、社内オペレーション改革の必要性により、クライアント企業は、長期契約に耐えうる能力を持った人材の確保と、信頼がおける社内システムの構築に奔走している。引続き深刻な人材不足への対応と共に、そこへ適切な労働力を安定的に提供する同社への需要は、さらに増す機会が増えることと思われる。

こういった環境が、製造業派遣業界の好調さと、勝ち組負け組の差別化を演出している。同社では、大手クライアント獲得のため、「コミット受注」と言われる、顧客に対する配属時期と人数をコミットする契約の手法により、人手不足が深刻な好調業種の企業ニーズに答えている。また、総合的な人材ソリューションサービスを提供することで、大企業との安定的な関係を構築することに成功している。

今後更に進むと思われる、日本の製造業における雇用形態等の改革において、同社のような製造業派遣会社の存在価値は非常に高いものとなるだろう。

2. 来期以降、期待される技術者派遣事業

同社の事業セグメントは、今期から3つに分けられている。

主力のマニュファクチュアリング事業（半導体・電子部品・自動車メーカー向け派遣）と、ソリューション事業（総合的な人材サービス事業）、エンジニアリング事業（技術者派遣）だ。

そのうち、今後の展開で最も注目されるのが、技術者派遣事業だ。

現在の産業界は、深刻な技術者不足に悩んでおり、この分野へのソリューション提供が、製造業派遣企業への最も重要なテーマの一つとなる。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

しかし、各大手派遣企業にとって、人材の確保は容易に解決できる状況にはない。特に、資格を持った有能な人材は、非常に限られている。そこで、同社では、昨年 1 月に、グループ内に「UT アドバンスト・キャリアセンター」を設立し、エンジニアの育成を始めている。

同社グループでは、この「キャリアセンター」を通し、同社のマニュファクチャリング事業に従事する社員をエンジニアとして再教育し、キャリアチェンジを推進するグループ内転職制度「One UT」を開始した。また、IT、Web 向けエンジニアの派遣に進出するため、昨年 4 月に、ウェブデザイン会社、「レイハウオリ」を買収している。

これらエンジニアリング事業への需要は大きく、同社は来期に向け、このセグメントを大きく伸ばす計画だ。

同業界の最大手であるアウトソーシング社でも、同じように技術者育成のシステムを構築しており、このような人材教育は、今後、派遣企業の成長性に直接影響するようになるだろう。アウトソーシング社では、こういった教育を新規採用者に向けて進めようとしており、UT グループのグループ内キャリアチェンジとは戦術的に異なる。アウトソーシング社が総合的なボリュームを目指している一方、UT グループでは、より集中的なターゲットに対し、利益率を高める戦術だと言えよう。

今期、エンジニアリング事業は、すでにソリューション事業の売上規模を抜き、100 億円に乗せる可能性が出てきているが、買収や人材育成などにおける戦略的投資のため、今期は、売上は大きく伸びるものの、利益はさほど大きくはならない。しかし、来期は同セグメントでの利益計上が大きく出てくる可能性は高く、同社業績を押し上げるだろう。

同社のバリュエーション判断の上で、最も重要な要素の一つが、この事業分野の利益成長をどう見るか、ということになる。

第 3 四半期におけるセグメント別業績 単位：千円

	2017年3月期3Q	2018年3月期3Q
マニュファクチャリング事業	29,926,904	44,655,729
	1,881,222	3,007,303
ソリューション事業	6,033,475	7,610,740
	482,045	557,803
エンジニアリング事業	5,559,107	7,755,830
	124,465	33,844

3. 財務諸表による業績推移

同社財務諸表は、安定した原価率や販売管理費比率が特徴だ。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

今期の同社は、買収や投資による暖簾代、減価償却費が高水準となるが、それをカバーして余りある業績が期待できる。

今年に入り、同社は従来の業績予想を上方修正したので、2018年3月期の業績予想を、修正後の会社予想とし、下記表に記載する。

UTグループ業績推移 (PL:単位:千円)

	2015/3	売上比	2016/3	伸び率	売上比	2017/3	伸び率	売上比	2018/3	伸び率	売上比
売上	36,478,981		44,050,242	20.8%		57,588,617	30.7%		82,000,000	42.4%	
売上総利益	6,760,387	18.5%	8,747,155	29.4%	19.9%	11,462,024	31.0%	19.9%	16,400,000	43.1%	20.0%
販売管理費	4,528,347	12.4%	6,284,991	38.8%	14.3%	8,048,103	28.1%	14.0%	11,400,000	41.6%	13.9%
減価償却費	51,298		68,432	33.4%		155,087	126.6%		160,000	3.2%	
暖簾償却	4,773		43,702	815.6%		83,594	91.3%		390,000	366.5%	
営業利益	2,232,040	6.1%	2,462,163	10.3%	5.6%	3,413,920	38.7%	5.9%	5,000,000	46.5%	6.1%
経常利益	2,157,210		2,421,769	12.3%		3,341,462	38.0%		4,900,000	46.6%	
当期利益	1,168,338		1,497,496	28.2%		2,033,027	35.8%		3,400,000	67.2%	
配当	0		0			0					

UTグループ業績推移 (BS:単位:千円)

	2015/3	自己資本比率	2016/3	伸び率	自己資本比率	2017/3	伸び率	自己資本比率	2018/3	自己資本比率
純資産	3,624,435		4,248,229	17.2%		5,735,642	35.0%		8,500,000	48.2%
除非支配・予約権	3,519,650	21.4%	4,096,502	16.4%	23.9%	5,607,585	36.9%	24.2%	7,800,000	39.1%
平均	3,311,751		3,808,076	15.0%		4,852,044	27.4%		6,703,793	38.2%
総資産	16,427,452		17,139,565	4.3%		23,144,935	35.0%		31,000,000	33.9%
平均	14,242,808	DEレシオ	16,783,509	17.8%	DEレシオ	20,142,250	20.0%	DEレシオ	27,072,468	34.4%
有利子負債	6,436,861	182.9%	6,639,168	3.1%	162.1%	7,472,088	12.5%	133.2%		
平均	5,759,022		6,538,015	13.5%		7,055,628	7.9%			
商品	800		659	-17.6%		998				
現預金	7,201,451		6,511,540	-9.6%		8,470,066				
売掛金	5,017,263		6,267,466	24.9%		8,846,852				
買掛金	0		0			0				
運転資金	5,018,063		6,268,125	24.9%		8,847,850				
投資額	638,333		376,190	-41.1%		1,075,773				
ROE	35.28%		39.32%	4.05%		41.90%	2.58%		50.72%	8.82%
ROA	15.15%		14.43%	-0.72%		16.59%	2.16%		18.10%	1.51%
配当性向	0.00%		0.00%			0.00%			0.00%	
発行済み株式数	39,004,000		37,118,100			35,448,200			40,656,400	
自己株	100		266,600			126,900			82,933	
平均	39,003,935		37,063,345			35,546,456			38,167,217	
EPS1(期末B)	29.95		40.40			57.19			89.08	
BPS1(期末B)	92.92		111.16			158.76			192.24	

同社は、総還元性向30%という経営方針を打ち出しており、過去、それに見合う自社株買いを実施してきた。これまでの同社は、配当を出したことが無いので、自社株買いですべての株主還元に対応している。来期中も、当期利益が計上された額に伴い、自社株買いを決議するものと思われる。

また、買い付けた自社株は、そのほとんどを消却している。

同社のROEは、前期末でも40%を超えており、非常に高い水準にあるが、自己株買いと

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

積極的な負債の利用によって、ROE を高水準に維持するという、米国式の資本戦術を採用する、国内では珍しいケースと言えるだろう。

自己資本比率は、25%程度と、抑えた水準にあり、DE レシオは、常に 100%を超えた水準にある。

次期予想数値の推移（実績÷期初予想数値。2017年は、2018年3月期最新予想による）

	2015		2016		2017	
	次期予想	達成率	次期予想	達成率	次期予想	達成率
次期売上予想	40,000	110.1%	47840	120.4%	70,000	117.1%
営業利益予想	2,400	102.6%	2530	134.9%	4,200	119.0%
当期利益予想	1,320	113.4%	1620	125.5%	2,800	121.4%

過去3年間の業績予想の確度を見ると、いずれも会社側予想は保守的な数値であった。しかし、業種の特徴からか、各年とも、極端に予想と異なる実績にはなっていない。

4. 他社とのバリュエーション比較

製造業派遣事業の大手（上場企業）は、以下の通り。

	株価	PER	PBR	ROE	配当利回り
UTグループ	3230	38.5	17.01	41.9	0
アウトソーシング	1877	37.5	7.32	25.7	0.9
ワールドホールディングス	3225	15.4	3.54	33.54	1.95
nmsホールディングス	1649	14.1	2.87	10.13	0.42

同業他社との比較で見ると、UTグループはROEが最も高く、PER、PBRも最も高い。売上利益規模ではアウトソーシング、ワールドホールディングスが、同社よりも上の水準にあるが、PERから見ると、利益成長率の期待値は、アウトソーシング社、UTホールディングスが、他の同業他社よりも高い可能性がある。

下表で、過去3年の当期利益推移をまとめてみた。

アウトソーシング社に関しては、2016年12月期の大型M&Aによる暖簾の償却により、同年は大きく減益となったが、2017年度には、当期利益は大きく戻した、今後の評価は、M&Aの成否にかかっていると看しても良いだろう。そのアウトソーシング社を除くと、3か年の当期利益成長率平均で、UTグループは最も高いパフォーマンスを上げている。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

製造業派遣 4 社の当期利益推移と増益率平均

	2014年度当期利益	2015年度当期利益	伸び率	2016年度当期利益	伸び率	2017年度当期利益	伸び率	平均
UTグループ	1,168	1,497	28.2%	2,033	35.8%	3,400	67.2%	43.7%
アウトソーシング	1,316	1,810	37.5%	664	-63.3%	5,100	668.1%	214.1%
ワールドホールディングス	1,992	3,810	91.3%	4,192	10.0%	3,519	-16.1%	28.4%
nmsホールディングス	571	375	-34.3%	493	31.5%	1,000	102.8%	33.3%

以上の理由で、PER の配置（UT とアウトソーシングが他より割高な状態）は適正な位置にあると言えるだろう。

5. 今後の利益成長の見通し

UT グループの 2018 年度以降 3 年間の利益成長率は、約 20%程度を見込むのが妥当だろう。

同社では、2015 年に策定した中期計画があるが、これを参考に、現状の経済環境と比べた上で、新たに、2021 年までの業績予想数値を以下のように立ててみた。

2018 年 3 月期以降の業績推移予想（上段は当社予想、下 2 段は会社側中期計画）単位：百万円

	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期	平均
売上	8,200,000	10,800,000	12,500,000	14,200,000	
営業利益	500,000	650,000	750,000	850,000	
当期純利益	340,000	455,000	525,000	595,000	
増益率	0.0%	33.8%	15.4%	13.3%	20.8%
中期計画上の当期利益	2,900,000	3,500,000	4,400,000	5,500,000	
増益率		20.7%	25.7%	25.0%	23.8%

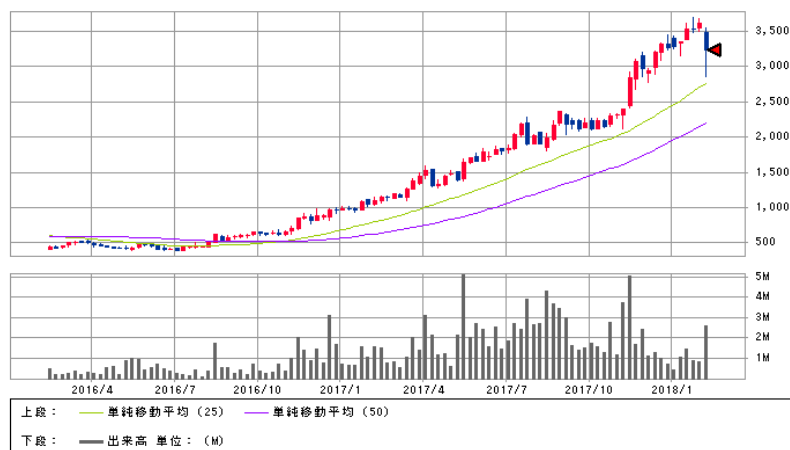
セグメント別業績予想

	2018年3月期	2019年3月期	2020年3月期	2021年3月期
マニュファクチュアリング事業	4,000	5,000	5,600	6,100
ソリューション事業	940	1,050	1,140	1,290
エンジニアリング事業	150	550	880	1,260
調整額	90	100	120	150
連結営業利益	5,000	6,500	7,500	8,500

同社の中期計画では、2018 年 3 月期の当期利益は 29 億円となっているが、すでに現状の予想では、2018 年 3 月期の当期利益は 34 億円となっており、中期計画を大きく上回っている。こういった情勢により、売上利益の総額は、中期計画を前倒しで達成する可能性がある。しかしこのことにより、2018 年以降 3 か年の平均当期利益成長率は、当初予定の 23.8%から、20.8%へと低下することになるだろう。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

6. テクニカル分析



同社株価は安定した上昇基調にあったが、2月の米国株式急落に伴い、一旦、大きな下髭をつけた。

下髭の位置は、75日移動平均線に達する直前で戻りに入っており、テクニカル的には、この移動平均線上が下値の目処となっている。75日線は、現在3000円近辺にあり、この水準に近づいた場合には、買いやすい状態だと言える。

高値の見通しは、3700円から2850円までの下落に対する3分の2戻しの水準、3400円近辺を第一目標、全値戻しの3700円を第二目標、新値を抜ければ2850円に対する50%の上昇値4275円が当面の目標値となるだろう。

また、短期的には、三角持ち合いに入る可能性があり、その場合は、2850円とその後の高値3470円の間値、3160円へ収束する動きをする可能性もある。

7. 株価想定

同業他社とのバリュエーション比較、と市場環境全体の情勢から、「働き方改革」というテーマに、プレミアムが付与される時期はまだ継続されると思われる。

従って、PEG (PER÷中期成長率) には、1.75~2.0を想定してプライシングされるだろう。また、5で検討したように、利益成長率は平均20.8%を想定する。

PEG=1.75とした場合の株価は

予想EPS=89.08

中期成長率=20.8%

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

$1.75 \times 20.8 \times 89.08 = 3243$ 円

PEG=2 とした場合は、

$2.00 \times 20.8 \times 89.08 = 3705$ 円

テクニカル的な調整を含め、想定される株価ゾーンは、以下の通りとする。

市場リスクが高い状態・・・3160 円～3240 円

市場リスクが低い状態・・・3705 円～4200 円

ミディアムゾーン： 3240 円～3705 円 中間値：3472 円

現状では市場全体のボラティリティが極端に高いが、引続き、株式市場のファンダメンタルは悪くなく、ミディアムゾーンの上部、3472 円～3705 円を想定株価帯とする。

本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。

2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。

3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。