

ホリスティック企業レポート JESCOホールディングス 1434 東証二部

アップデート・レポート
2018年2月2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 20180130

JESCO ホールディングス (1434 東証二部)

発行日: 2018/2/2

**創業 47 年の独立系の電気設備・電気通信工事会社
M&A の貢献やアセアン EPC 事業の回復等により、18 年 8 月期は業績回復へ**

> 要旨

◆ 創業 47 年を誇る独立系の電気設備・電気通信工事会社

・JESCO ホールディングス(以下、同社)は、創業 47 年を誇る独立系の電気設備・電気通信工事会社である。設計 (Engineering) から、調達 (Procurement)、建設 (Construction) までを顧客に提供する EPC 事業を、国内とベトナムなどのアジアで展開するほか、LED ビジョンを利用した広告販売や、機器のレンタル、販売(総合メディア事業)も手掛けている。

◆ 17 年 8 月期決算は 6.6%減収、0.9%営業増益、9.5%経常減益

・17/8 期決算は、会社計画を大きく下回り、前期比 6.6%減収、0.9%営業増益、9.5%経常減益となった。新設された不動産事業(16/8 期までは営業外収支に計上)の貢献もあり、営業増益を確保したものの、ODA 工事の端境期となったアセアン EPC 事業の失速等から経常減益となった。

◆ 18 年 8 月期の会社計画は 24.7%増収、63.1%営業増益

・18/8 期について同社は、17 年 10 月に買収した菅谷電気工事の貢献や、アセアン EPC 事業の回復見通し等により、24.7%増収、63.1%営業増益、74.2%経常増益を計画している。

・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、買収の影響や総合メディア事業の縮小方針などを受けて 18/8 期の業績予想を見直した。売上高を 9,788 百万円→9,780 百万円(前期比 24.4%増)に、営業利益を 507 百万円→402 百万円(同 45.7%増)に減額した。

◆ 菅谷電気工事の業績貢献が予想を上回る可能性に留意したい

・当センターでは、新たにグループに加わった菅谷電気工事の業績貢献について、同社よりも保守的に業績予想に織り込んでいる。しかしながら、グループ入りによるシナジー効果などにより、当センターの業績予想を大幅に上回る可能性もあり、その業績動向に留意する必要がある。

アナリスト: 大間知 淳
+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】

	2018/1/26
株価 (円)	699
発行済株式数 (株)	6,432,700
時価総額 (百万円)	4,496

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	37.3	19.8	14.7
PBR (倍)	2.0	1.9	1.7
配当利回り (%)	1.3	1.4	1.6

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	23.1	60.3	55.7
対TOPIX (%)	19.0	50.6	26.0

【株価チャート】



【1434 JESCOホールディングス 業種: 建設業】

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)
2016/8	8,416	4.8	273	-24.0	273	-21.5	247	2.2	40.2	333.3	8.0
2017/8	7,859	-6.6	275	0.9	247	-9.5	117	-52.6	18.7	349.8	9.0
2018/8 CE	9,800	24.7	450	63.1	431	74.2	250	112.7	39.4	—	10.0
2018/8 E	9,780	24.4	402	45.7	381	53.8	227	93.4	35.3	371.3	10.0
2019/8 E	10,600	8.4	499	24.1	481	26.2	306	34.7	47.6	408.9	11.0
2020/8 E	11,440	7.9	569	14.0	554	15.2	350	14.4	54.5	452.4	12.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/18

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。

> 事業内容

(注1) 同社はアセアン EPC 事業としているものの、アセアン (東南アジア諸国連合) 加盟の 10 カ国ではない、スリランカにおいてもバンダラナイケ国際空港の電気設備工事の受注を目指すなど、アセアン内に展開地域を限定しているわけではない。

(注2) CRE (Corporate Real Estate) とは、企業が保有する不動産、または、その管理や運用に関する経営戦略を意味しており、同社においては賃貸不動産事業を示している。

◆ **アジアのインフラ需要を取り込める電気設備・電気通信工事会社**
 JESCOホールディングス (以下、同社) は、創業 47 年を誇る独立系の電気設備・電気通信工事会社である。工事の基本設計及び実施設計業務 (Engineering) から、工事に必要な資材の調達業務 (Procurement)、協力会社に委託する施工の管理業務 (Construction) までを主として元請業者である顧客に提供することから、自社の業務を EPC 事業と称して、国内とベトナムを中心とするアジアで展開している。

国内建設工事以外への事業拡大を志向する中、同社は 04 年に事業会社の分社化と持株会社の設立に踏み切った。その後、国内建設工事以外の売上高構成比が拡大しているものの、現時点における事業の中心は、日本において電気設備工事及び電気通信工事等を手掛ける連結子会社 JESCO CNS (以下、CNS) が担当する国内 EPC 事業である。

一方、近年、急拡大しているのが、ベトナムを中心としたアジアで建築工事、電気設備工事、電気通信工事及び空調衛生工事を行うアセアン EPC 事業^{注1}である。

アセアン EPC 事業は、連結子会社である JESCO ASIA JOINT STOCK COMPANY (以下、JA) によって行われていたが、14 年 4 月にベトナムの建設業界 2 位の Hoa Binh Construction & Real Estate Corporation の子会社で、電気設備工事と空調衛生設備工事を手掛ける HOA BINH MECHANICAL ELECTRICAL JOINT STOCK COMPANY (現在の JESCO HOA BINH ENGINEERING JOINT STOCK COMPANY、以下、JHE) の株式 51.2% を取得して連結子会社化し、事業基盤を強化した。

事業の分散と拡張を志向する同社は、07 年に東京メディアコミュニケーションズの株式 56% を取得し、大型映像装置の販売やレンタル、同装置を利用した広告事業などによって構成される総合メディア事業に乗り出した。東京メディアコミュニケーションズは、複合的な顧客ニーズへの対応と経営効率の向上を目的として、16 年 9 月に CNS と合併したため、現在では CNS が国内 EPC 事業と総合メディア事業 (18/8 期に国内 EPC 事業と統合) を担当している。

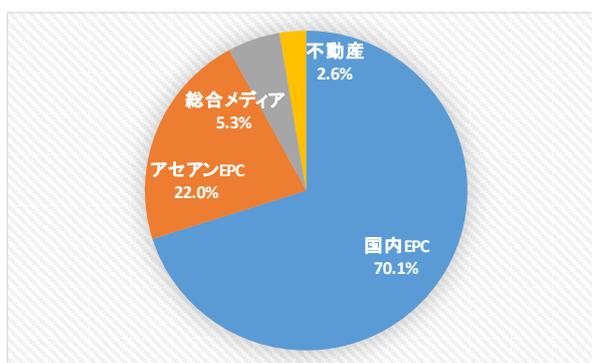
16 年 7 月から、持株会社としての同社において、オフィスビルなどの賃貸不動産事業を運営する不動産 (CRE)^{注2} 事業を本業として開始した。同社は、16 年 6 月以前においても、賃貸不動産を保有していたが、本業として位置付けられていなかったため、財務諸表における勘定科目については、貸借対照表上は、投資その他の資産の投資不動産に、損益計算書上は、営業外収支の賃貸不動産収入と賃貸不動産費用に計上されていた。

16年7月以降は、投資不動産は有形固定資産に振り替えられ、賃貸不動産収入に計上されていた収入は売上高に、賃貸不動産費用に計上されていた費用は売上原価に計上されている。

セグメント情報での扱いについて同社は、16/8期では、第4四半期分を単体の業績として「その他」セグメントに計上したが、重要性が増した17/8期からは新設された不動産セグメントに変更した。

17/8期における売上高構成比(外部顧客への売上高ベース)は、国内EPC事業70.1%、アセアンEPC事業22.0%、総合メディア事業5.3%、不動産事業2.6%であった(図表1)。

【図表1】事業別売上構成(17/8期)



(出所) 決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 国内 EPC 事業は工事種類の分散により収益の安定化を志向

国内 EPC 事業の 17/8 期の売上高を対象施設毎に分けると、ETC、防災行政無線、監視カメラの構成比が 31.5% (16/8 期は 28.6%)、移動体通信が 16.7% (同 12.4%) であり、これらを合計した電気通信工事全体では 48.2% (同 41.0%) に達する。また、アミューズメント施設、商業施設が 26.2% (同 25.1%)、太陽光発電設備が 21.9% (同 33.9%)、植物工場などのその他が 3.6% (同 0%) であり、これらを合わせた電気設備工事全体では 51.8% (同 59.0%) を占めている。

13/8 期から 17/8 期に掛けて、国内 EPC 事業の売上高は 50~60 億円で推移している。13/8 期に 1.6% であった営業利益率は、12/8 期以降は 2.7~3.3% で推移しており、国内 EPC 事業は同社の中核事業であると共に、比較的安定した収益構造を有している。

◆ **アセアン EPC 事業は成長ドライバーに位置付けられる**

17/8 期のアセアン EPC 事業の工程別の売上高構成比は工事 89% (16/8 期は 90%)、設計・積算 11% (同 7%)、調達 0% (同 3%) であった。工事の施設別構成比は、住宅などのベトナム国内インフラの 76% (同 50%) に対し、空港等の ODA インフラが 24% (同 50%) であった。

10/8 期から 13/8 期まで、アセアン EPC 事業の売上高 (セグメント間消去前) は 3 億円前後で推移していた。14/8 期に実施した JHE の買収や、JA、JHE 両社の成長により、16/8 期には、売上高 2,018 百万円、営業利益 86 百万円に急拡大した。17/8 期は ODA 工事が端境期となった影響で、売上高 1,780 百万円、営業利益 34 百万円に減少したものの、中長期的な成長ドライバーとしての位置付けに変化はない。

◆ **総合メディア事業は 5 期連続赤字を受けて国内 EPC 事業に統合**

17/8 期の総合メディア事業のサービス別の売上高構成比は、大型ビジョンのシステム企画設計・販売を行うサイネージ・ソリューションが 53%、大型ビジョンの運用サービス、レンタル、広告などを手掛けるディスプレイ・オペレーションが 47% であった。

総合メディア事業の売上高 (セグメント間消去前) は 13/8 期の 877 百万円をピークに減少し、17/8 期には 499 百万円に落ち込んだ。5 期連続の営業赤字となったことを受け、ディスプレイ・オペレーションの縮小方針と、18/8 期からの国内 EPC 事業との統合が発表された。

> **SWOT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 2 のようにまとめられる。

【 図表 2 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ワンストップサービスの提供体制を整え、高い品質やコスト競争力、納期管理能力を有していること 多くの顧客に複数の工程を提供することで国内EPC事業の安定性を高めていること ベトナムで多数の優秀なエンジニアを雇用していること リークテスト業務での経験から培われた高い品質と信用力を有していること
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> 競合企業に比した事業規模の小ささ、財務体質の弱さ 総合メディア事業の収益性が低いこと
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> アジアのインフラ需要の拡大 デジタルサイネージの新設、更新需要の増大 東京五輪に向けた首都圏での建設工事の盛り上がり
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> 国内建設投資が再び下降トレンドに入ること 世界的な金融危機の発生によるアジアでの大型プロジェクトの中止・延期 国内の太陽光発電設備工事が急減すること

(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「分散」と「拡張」を目指す経営姿勢にある

証券リサーチセンター（以下、当センター）は、同社の競争力を知的資本の観点から分析した結果についてアップデートした（図表3）。

【図表3】 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	・国内EPC事業の顧客は分散している。	・同事業の顧客数、売上上位10顧客の売上高構成比	200社超、5~6割程度	200社超、5~6割程度
	ブランド	・長年の取引関係を持つ顧客からの信頼は厚いが、下請け比率が高く、会社名の一般的な認知度は高いとは言えない。	・業歴	46年	47年
	事業パートナー	・施工業務の外注先となる協会社とは良好な関係を継続している。 ・国内EPC事業における主要仕入れ先であるヤマト電機との関係は強固。	・協会社数(資材の仕入れ先を含む) ・ヤマト電機からの仕入金額と仕入比率	300社超 831百万円、29.1%	300社超 792百万円、35.4%
組織資本	プロセス	・特定の元請業者者に依存しない受注姿勢を貫いている。 ・設計から、資材調達、施工管理、保守メンテナンスまでをワンストップで提供し、高い品質とコスト競争力、短い納期を実現している。 ・日本での工事の設計業務をコストの低いベトナムで行っている。	・最大顧客の売上高構成比	1割未満	1割未満
	知的財産ノウハウ	・4つの国際資格(ISO認証)を取得して向上させた工事の安全性・品質をベトナムにも移植している。			
人的資本	経営陣	・会長は建設工事業界で豊富な経営経験を持つ。 ・取締役(監査役を含む)に女性と外国人を登用。	・会長の経営経験年数 ・取締役(監査役を含む)の中の女性比率と外国人比率	46年 20%、10%	47年 20%、10%
	従業員	・優秀なベトナム人エンジニアを積極採用。 ・建設セクターの中では高い女性比率を誇る。	・ベトナム社員の構成比 ・女性従業員の構成比	63% 約2割	66% 2~3割
		・バランスの取れたインセンティブ制度	・従業員持株会 ・ストックオプション	406千株(6.5%) 267千株(4.3%)	227千株(3.6%) 393千株(6.2%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は16/8期または16/8期末、今回は17/8期または17/8期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率、ストックオプションの株数は同社及び同社子会社の取締役や監査役、社外協力者の保有分を含む。
(出所) JESCOホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングを基に証券リサーチセンター作成

同社は、下請けの案件を受注しながらも、特定の元請業者者に依存するのではなく、幅広い元請業者から小型案件でも受注することで高い稼働率を維持することを志向している。また、金額が大きい施工管理業務だけに集中するのではなく、上流工程である設計や資材調達、下流工程である保守メンテナンスにも業務工程を拡張し、1つの案件からより多くの収益を獲得することも目指している。

こうした「分散」と「拡張」を目指す経営姿勢が、同社の知的資本の源泉を形成しており、結果的に、事業の安定性と成長性の面で業界の中でもユニークなポジションを確立していると当センターでは考えている。

> 決算概要

◆ 17年8月期は6.6%減収、0.9%営業増益、9.5%経常減益

17/8 期決算は、売上高 7,859 百万円（前期比 6.6%減）、営業利益 275 百万円（同 0.9%増）、経常利益 247 百万円（同 9.5%減）、当期純利益 117 百万円（同 52.6%減）であった（図表 4）。

【 図表 4 】 17 年 8 月期の業績

(単位：百万円)

	16/8期 通期	17/8期									
		1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	8,416	1,321	1,801	3,123	-24.4%	1,918	2,817	4,735	10.5%	7,859	-6.6%
売上総利益	1,038	158	267	426	-7.5%	261	382	644	11.7%	1,071	3.2%
売上総利益率	12.3%	12.0%	14.9%	13.7%	-	13.7%	13.6%	13.6%	-	13.6%	-
販売費及び一般管理費	764	187	185	373	-2.5%	167	254	422	10.4%	795	4.0%
販管費率	9.1%	14.2%	10.3%	11.9%	-	8.7%	9.0%	8.9%	-	10.1%	-
営業利益	273	-29	82	53	-31.8%	94	127	222	14.1%	275	0.9%
営業利益率	3.2%	-2.2%	4.6%	1.7%	-	4.9%	4.5%	4.7%	-	3.5%	-
経常利益	273	-34	64	30	-43.5%	96	120	216	-1.0%	247	-9.5%
経常利益率	3.3%	-2.6%	3.6%	1.0%	-	5.1%	4.3%	4.6%	-	3.2%	-
当期（四半期）純利益	247	-28	44	16	-51.8%	68	32	100	-52.7%	117	-52.6%

(出所) JESCO ホールディングス決算短信より証券リサーチセンター作成

これを第 2 四半期累計期間（以下、上期）と下期に分けてみると、工事の端境期となった国内 EPC 事業が大きく落ち込んだ上期が、前年同期比 24.4%減収、31.8%営業減益と不振であったものの、国内工事が持ち直した下期は、同 10.5%増収、14.1%営業増益と回復に転じた。

◆ 17 年 8 月期の実態をより反映している経常利益率はやや低下した

原価率が低い不動産事業が新たに加わったことなどにより、売上総利益率が 16/8 期の 12.3%から 13.6%に改善したため、販売費及び一般管理費（以下、販管費）の増加による影響を吸収し、営業利益率は 16/8 期の 3.2%から 3.5%に上昇した。

営業外収支は、前期の 0 百万円の黒字から 28 百万円の赤字にやや悪化した。上場関連費用（24 百万円）の剥落などもあったものの、16/8 期第 3 四半期累計期間までは営業外収益と同費用に計上されていた不動産賃貸収入（98 百万円）及び不動産賃貸費用（42 百万円）が売上高と営業費用に振り替わったためである。結果、営業利益率に比べ、17/8 期の実態をより反映している経常利益率は、16/8 期の 3.3%から 3.2%にやや低下した。

特別利益については、16/8 期に計上された役員退職慰労未払金戻入額（102 百万円）がなくなった。特別損失については、前期と同様に総合メディア事業の保有資産に対する減損損失が計上されたが、金額は 16/8 期の 40 百万円から 36 百万円に減少した。

法人税の負担については、特殊要因によって低水準にとどまっていた16/8期に対し、17/8期は通常の状態に回帰した。非支配株主に帰属する当期純利益については、JHEの利益増加などを受けて、前期の27百万円から34百万円に増加した。

結果、当期純利益の前期比減少率(52.6%)は経常利益の減少率(9.5%)に比べ大きなものとなった。

期初計画に対しては、売上高82.7%、営業利益55.2%、経常利益55.0%、当期純利益39.2%の達成率となった。

売上高については、太陽光発電設備工事の着工遅延(国内EPC事業)、大型ODA案件の受注遅延(アセアンEPC事業)、大型ビジョンの販売減少(総合メディア事業)などが影響した。営業利益が計画を大幅に下回ったのは、各セグメントにおける売上高の未達が主因である。

◆ セグメント別にはアセアンEPC事業の失速が目立つ

主要セグメント(セグメント間の内部売上高を含む)の業績は、国内EPC事業が前期比7.0%減収、15.9%増益、アセアンEPC事業が同11.8%減収、59.6%減益、総合メディア事業が同26.7%減収、赤字縮小(32百万円の赤字→13百万円の赤字)、新たに加わった不動産事業が売上高258百万円、セグメント利益が77百万円となった(図表5)。

【図表5】17年8月期のセグメント別業績

(単位: 百万円)

セグメント	16/8期	17/8期						17/8期					
	通期	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率		
売上高	8,416	1,321	1,801	3,123	-24.4%	1,918	5,931	5,041	10.5%	7,859	-6.6%		
国内EPC	5,969	774	1,302	2,076	-29.9%	1,477	1,997	3,475	15.6%	5,552	-7.0%		
アセアンEPC	2,018	358	363	722	-24.7%	320	738	1,058	-0.2%	1,780	-11.8%		
総合メディア	681	189	110	300	-19.7%	96	102	199	-35.2%	499	-26.7%		
不動産	-	62	66	128	-	64	66	130	-	258	-		
その他	488	105	102	207	-6.7%	103	104	208	-21.6%	416	-14.8%		
調整額	-741	-167	-144	-312	-	-143	-191	-335	-5.0%	-647	-		
営業利益	273	-29	82	53	-31.8%	94	127	222	14.1%	275	0.9%		
営業利益率	3.2%	-	4.6%	1.7%	-	3.2%	2.2%	2.9%	-	3.5%	-		
国内EPC	158	-56	18	-37	-	56	165	221	98.3%	184	15.9%		
アセアンEPC	86	3	37	40	151.3%	-1	-4	-6	-	34	-59.6%		
総合メディア	-32	5	6	11	-	0	-25	-24	-	-13	-		
不動産	-	34	33	68	-	39	-30	9	-	77	-		
その他	-3	54.9%	51.0%	52.8%	-	61.5%	-	7.1%	-	29.9%	-		
調整額	63	0	-2	-2	-	0	-2	-1	-	-3	-		

(注) セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む
 (出所) JESCOホールディングス決算短信により証券リサーチセンター作成

◆ 国内 EPC 事業は減収ながら増益に転じた

国内 EPC 事業は、下期から工事着工が回復したものの、上期の落ち込みをカバーしきれなかったため、減収を余儀なくされた。一方、収益性が高い移動体通信工事の構成比が上昇したため、16/8 期に落ち込んだセグメント利益は増加に転じた。

事業分野別売上構成比の変化から推測すると、大型案件の着工が遅れた太陽光発電設備が前期比 4 割程度の減少となった一方、16/8 期に落ち込んでいた移動体通信は同 2~3 割増加したと見られる。また、ETC・防災行政無線・監視カメラが微増、アミューズメント施設・商業施設は微減と見られる。その他、17/8 期に初めて植物工場向け電気設備工事の売上高(約 2 億円)が計上された。

◆ アセアン EPC 事業は減収減益

ベトナムの住宅向け給排水・電気設備工事を主体とする JHE の売上高は 1,345 百万円(前期比 33.7%増)と好調であったものの、ODA 工事が端境期に入っている JA の売上高が大幅に落ち込んだため、アセアン EPC 事業全体では減収となった。

JHE の経常利益は 101 百万円(同 89.0%増)と大きく伸びた一方、JA の経常損益が、売上高の減少による影響に、大型案件の受注に向けた販売促進費等のコスト増も加わり赤字となったため、事業全体としては大幅減益となった。

なお、従来、日本の顧客から設計・積算業務を受注する際は、日本で EPC 事業を展開する CNS を経由するが多かったが、17/8 期からは直接契約が大幅に増えている模様である。その結果、アセアン EPC 事業におけるセグメント間の内部売上高が前期の 130 百万円から 52 百万円に減少している一方、設計・積算の売上高は同 143 百万円から 195 百万円に増加したと同社は説明している。

◆ 総合メディア事業は赤字が継続

総合メディア事業の業績は、16/8 期に実施した人員シフトや減損処理などによって人件費や減価償却費の削減を進めたものの、大型ビジョンの販売や広告売上が共に大きく減少したため、赤字継続となった。

◆ 不動産事業セグメントが新設された

同社は、約 16 億円の賃貸用オフィスビルを取得するなど CRE 戦略を経営戦略の一つに位置付けたことから、従来は営業外収益に計上していた不動産賃貸収入を、16 年 7 月以降は売上高に計上している。

セグメントでは、16/8 期第 4 四半期は「その他」セグメントに、利益

的な重要性が増した 17/8 期からは「不動産」セグメントに計上している(「その他」セグメントの売上高は、持株会社が子会社から受け取る経営指導料などのセグメント間の内部売上高のみに戻っている)。

17/8 期の不動産事業の業績を半期ベースで見ると、上期が売上高 128 百万円、営業利益 68 百万円であったのに対し、修繕費が嵩んだ下期は、売上高 130 百万円、営業利益 9 百万円にとどまった。

◆ 事務所ビルの売却と借入金の返済により財務内容はやや改善

356 百万円の事務所ビルを 17 年 1 月に売却したことなどにより、総資産は 16/8 期末に比べ 408 百万円減少した。一方、16/8 期末に比べ、短期借入金 が 538 百万円、長期借入金(1 年内返済予定を含む)が 224 百万円減少したため、負債合計は 589 百万円減少した。結果、自己資本比率は 16/8 期末の 24.0%から 26.8%に改善した。

◆ 18 年 8 月期第 1 四半期は前年同期比 3.5%増収、営業損失縮小

18/8 期第 1 四半期決算は、売上高 1,368 百万円(前年同期比 3.5%増)、営業損失 22 百万円(前年同期は 29 百万円の損失)、経常損失 29 百万円(同 34 百万円の損失)、四半期純損失 31 百万円(同 28 百万円の損失)であった(図表 6)。

【図表 6】18 年 8 月期第 1 四半期の業績

(単位:百万円)

	17/8期					18/8期	
	1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	増減率
売上高	1,321	1,801	1,918	2,817	7,859	1,368	3.5%
売上総利益	158	267	261	382	1,071	209	32.2%
売上総利益率	12.0%	14.9%	13.7%	13.6%	13.6%	15.3%	—
販売費及び一般管理費	187	185	167	254	795	232	23.5%
販管費率	14.2%	10.3%	8.7%	9.0%	10.1%	17.0%	—
営業利益	-29	82	94	127	275	-22	—
営業利益率	-2.2%	4.6%	4.9%	4.5%	3.5%	—	—
経常利益	-34	64	96	120	247	-29	—
経常利益率	-2.6%	3.6%	5.1%	4.3%	3.2%	—	—
当期(四半期)純利益	-28	44	68	32	117	-31	12.9%

(出所) JESCO ホールディングス決算短信より証券リサーチセンター作成

同社グループは、事業の特性上、検収時期が 3 月から 8 月に集中する一方、販管費などの固定費は年間を通じてほぼ恒常的に発生するため、売上高の計上が最も少ない第 1 四半期は営業損失となる傾向がある。

同社は、17 年 10 月、北関東を中心に電気設備工事、電気通信設備工

事を展開する菅谷電気工事（本社：群馬県前橋市）の株式を取得し、連結子会社化した（取得額 82 百万円、取得関連費用 5 百万円）。菅谷電気工事は、従業員 52 名のうち 1 級電気工事施工管理技士などの資格を持つ技術者が 42 名にのぼるほか、同社が手掛けていない送電工事、高圧受変電工事なども展開していることから、シナジー効果を期待した買収と見られる。

菅谷電気工事は、近年、業績悪化に苦しみ、赤字基調であった（17/3 期、売上高 1,095 百万円、営業損失 25 百万円）。同社グループ入りによる信用力の回復に伴い、18/8 期の売上高は 13 億円に増加し、黒字に転換すると同社は見込んでいる。

18/8 期第 1 四半期決算には、菅谷電気工事の 17 年 9 月 1 日から同年 11 月 30 日までの損益計算書が連結されているが、その影響額は開示されていない。なお、特別利益として負ののれんの発生益が 6 百万円計上された。

◆ 国内 EPC 事業の不振をアセアン EPC 事業の回復でカバーした
主要セグメント（セグメント間の内部売上高を含む）の業績は、総合メディア事業と統合された国内 EPC 事業が前年同期比 26.6%減収、赤字拡大（51 百万円の赤字→61 百万円の赤字）、アセアン EPC 事業が同 81.4%増収、セグメント利益拡大（3 百万円→44 百万円）、不動産事業が、同 0.1%増収、40.4%セグメント利益増益となった（図表 7）。

国内 EPC 事業は、菅谷電気工事が新たに加わったものの、菅谷電気工事以外の国内工事の落ち込みや、旧総合メディア事業の不振により、大幅減収を余儀なくされた。一方、間接部門人員の配置転換や、長時間労働是正への取り組みによる残業費の削減があり、減収幅に対してセグメント損失の悪化幅は小幅にとどまった。

アセアン EPC 事業は、前年同期が落ち込んでいた反動もあるが、JHE の業績が全体をけん引し、大幅な増収増益となった。稼働現場数は前年同期の 6 現場から 13 現場に拡大した。

不動産事業は、売上高は前年同期並みであったが、修繕費が減少したことや、研修施設とゲストハウスの収益と費用（損益は若干の赤字）を「その他」セグメントに移したことから、セグメント利益は大幅に拡大した。

「その他」セグメントは、持株会社の内部売上高と費用であるため、セグメント損失の悪化（16 百万円→52 百万円）は、研修施設とゲストハウスの収益と費用の移管以外は、主として、国内 EPC（旧総合

メディア) 事業の内部売上高として計上されているロードサイドビジョンを利用した自社の宣伝広告費が増加したためと見られる。

しかし、この費用の増加による影響は、連結決算上、国内 EPC 事業の損益の改善要因として相殺されていることに注意が必要である。

【 図表 7 】 18 年 8 月期第 1 四半期のセグメント別業績

(単位: 百万円)

	セグメント	17/8期					18/8期	
		1Q	2Q	3Q	4Q	通期	1Q	増減率
売上高		1,321	1,801	1,918	5,931	7,859	1,368	3.5%
	国内EPC	964	1,412	1,573	2,100	6,051	707	-26.6%
	うち旧国内EPC	774	1,302	1,477	1,997	5,552	—	—
	うち旧総合メディア	189	110	96	102	499	—	—
	アセアンEPC	358	363	320	738	1,780	649	81.4%
	不動産	62	66	64	66	258	62	0.1%
	その他	105	102	103	104	416	109	4.4%
	調整額	-167	-144	-143	-191	-647	-161	-4.1%
営業利益		-29	82	94	127	275	-22	—
営業利益率		—	4.6%	3.2%	2.2%	3.5%	-1.6%	—
	国内EPC	-51	24	56	140	170	-61	—
	うち旧国内EPC	—	1.7%	3.6%	6.7%	2.8%	—	—
	うち旧総合メディア	-56	18	56	165	184	—	—
	アセアンEPC	3	37	-1	-4	34	44	—
		1.0%	10.3%	—	—	2.0%	6.9%	—
	不動産	34	33	39	-30	77	47	40.4%
		54.9%	51.0%	61.5%	—	29.9%	76.9%	—
	その他	-16	-10	0	24	-3	-52	—
	調整額	0	-2	0	-2	-3	0	—

(注) セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む、国内 EPC 事業の 17/8 期における業績は、旧国内 EPC 事業と旧総合メディア事業を合計して算出

(出所) JESCO ホールディングス決算短信により証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ JESCO ホールディングスの 18 年 8 月期予想

18/8 期業績の会社計画は、売上高 9,800 百万円 (前期比 24.7%増)、営業利益 450 百万円 (同 63.1%増)、経常利益 431 百万円 (同 74.2%増)、当期純利益 250 百万円 (同 112.7%増) である (図表 8)。

営業利益の予想増加額 (174 百万円) の内訳として、売上総利益の増加が 208 百万円 (売上総利益率は 17/8 期 13.6%→18/8 期計画 13.1%)、販管費の増加が 34 百万円と同社は想定している。販管費は、各種のコスト削減による減少要因を、菅谷電気工事の買収による増加要因が上回ると見込んでいる。

当期純利益の伸びは経常利益の伸びよりも高く見積もっている。17/8 期に発生した特別損失が減少する想定していることが主因である。

セグメント別の計画をみると、国内 EPC 事業に関しては、売上高 (セグメント間の内部売上高を含む) 8,150 百万円 (前期比 46.8%増)、セグメント利益 303 百万円 (同 64.9%増) と見込んでいる。セグメント間の内部売上高について、セグメント別の計画数字は開示されていないものの、17/8 期に 42 百万円であった国内 EPC 事業の数値が大幅に増加する計画であると当センターでは推測している。

【 図表 8 】 過去の業績と 18 年 8 月期の会社計画

(単位: 百万円)

	セグメント	14/8期 実績	15/8期 実績	16/8期 実績	17/8期 実績	18/8期 会社計画	増減率
売上高		6,810	8,034	8,416	7,859	9,800	24.7%
	国内EPC	5,298	5,878	5,969	5,552	8,150	46.8%
	アセアンEPC	892	1,761	2,018	1,780	2,230	25.3%
	総合メディア	839	611	681	499	—	—
	不動産	—	—	—	258	266	2.8%
	その他	390	442	488	416	481	15.6%
	調整額	-609	-659	-741	-647	-1,327	—
売上総利益		823	1,043	1,038	1,071	1,280	19.5%
売上総利益率		12.1%	13.0%	12.3%	13.6%	13.1%	—
販売費及び一般管理費		540	684	764	795	830	4.3%
販管費率		7.9%	8.5%	9.1%	10.1%	8.5%	—
営業利益		283	359	273	275	450	63.1%
営業利益率		4.2%	4.5%	3.2%	3.5%	4.6%	—
	国内EPC	167	174	158	184	303	64.9%
		3.2%	3.0%	2.7%	3.3%	3.7%	—
	アセアンEPC	51	51	86	34	104	199.4%
		5.8%	2.9%	4.3%	2.0%	4.7%	—
	総合メディア	-50	-0	-32	-13	—	—
		—	—	—	—	—	—
	不動産	—	—	—	77	152	96.7%
		—	—	—	29.9%	57.1%	—
	その他	56	72	-3	-3	-9	—
	調整額	57	61	63	-3	-99	—
経常利益		302	348	273	247	431	74.2%
経常利益率		4.4%	4.3%	3.3%	3.2%	4.4%	—
当期純利益		206	242	247	117	250	112.7%

(注) セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) JESCO 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

売上高の内訳は、買収した菅谷電気工事が 1,300 百万円、子会社 CNS が 6,850 百万円である。なお、CNS の金額には、ディスプレイ・オペレーションの事業縮小の方針を受けて、国内 EPC 事業に統合された総合メディア事業に関する売上高が 300~400 百万円程度含まれている模様である。

17/8 期における国内 EPC 事業の受注高は 5,703 百万円 (前期比 22.2%

減)と不振であったものの、17/8期の完工高が減少したため、受注残は4,932百万円(同4.1%増)とやや積み上がっている(受注高と受注残については、セグメント間の内部売上高は消去されている)。

一方、17/8期の総合メディア事業の受注高は178百万円(前期比67.3%減)と大きく落ち込み、受注残は計上されていない。

セグメント利益の増加は、CNSの増収効果と菅谷電気工事の利益貢献によるものである。

アセアンEPC事業については、売上高2,230百万円(前期比25.3%)、セグメント利益104百万円(同199.4%増)と見込んでいる。

売上高の内訳は、JHEが約17億円、JAが約5億円である。

バンダラナイケ国際空港(スリランカ)の電気設備工事などの大型ODA案件の受注が遅れていることから、17/8期における同事業全体の受注は1,435百万円(前期比37.2%減)、受注残は1,737百万円(同14.4%減)と低迷したものの、集合住宅工事の受注が好調なJHEは増収増益が継続すると予想している。

18/8期に受注予定の大型プロジェクト(工事進行基準を適用)の売上高への貢献を見込んでいることや、17年9月にダナン支店(ベトナム)を開設し、設計積算業務を強化したことを背景に、JAについては、業績回復を想定している。

不動産事業については、売上高266百万円(前期比2.8%増)、セグメント利益152百万円(同96.7%増)と見込んでいる。セグメント利益が大幅に増えるのは、修繕費が大幅減となるためである。

その他事業の売上高については、17/8期の416百万円から481百万円に拡大する計画となっているが、子会社からの受取配当金が増加要因となっている模様である。

調整額の売上高については、国内EPC事業、アセアンEPC事業、その他事業の内部売上高の拡大を見込み、前期比1,327百万円の増加と見積もっている。

調整額の損益については、損失額が17/8期の3百万円から99百万円に拡大すると見込んでいるが、その要因は不明である。

◆ 証券リサーチセンターの 18 年 8 月期予想

当センターは、17/8 期実績と同社の施策を踏まえて 18/8 期予想を見直した結果、売上高を 9,788 百万円→9,780 百万円、営業利益を 507 百万円→402 百万円、経常利益を 465 百万円→381 百万円、当期純利益を 290 百万円→227 百万円に減額修正した。前期比では 8.1%増収、25.2%営業増益から、24.4%増収、45.7%営業増益へと修正した。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである（各セグメントの売上高は、セグメント間の内部売上高又は振替高を含むベース）。

(1) 国内 EPC 事業

国内 EPC 事業は、買収した菅谷電気工事の売上高を 1,200 百万円、CNS の売上高を総合メディア事業からの移管分も含めて 6,250 百万円（17/8 期の同一の数値は 6,051 百万円）と予想したことから、売上高を 900 百万円増額した。営業利益は、主として菅谷電気工事の貢献を考慮し 35 百万円増額した。

一方、業績が回復するとして見込んでいた総合メディア事業の金額（売上高 730 百万円、営業利益 74 百万円）がなくなるため、両事業を合計すると、売上高は 170 百万円の増額、営業利益は 39 百万円の減額となった。

(2) アセアン EPC 事業

アセアン EPC 事業は、17/8 期下期の業績悪化と、大型 ODA 案件の受注遅延による影響を考慮し、売上高を 240 百万円、営業利益を 62 百万円減額した。

(3) 不動産事業

不動産事業は、17/8 期実績がほぼ会社計画通りであったことや、不動産賃貸はビジネスとして安定していることを考慮し、会社計画と同額とした。結果、売上高を 1 百万円、営業利益を 3 百万円増額した。

(4) その他事業（単体）、調整額

その他事業（単体）については、外部から通期計画の妥当性を検証することは困難であると判断したことから、売上高が 481 百万円、営業損失が 9 百万円と、同社の計画と同額と予想した。

売上高の調整額については、総合メディア事業の縮小方針と、国内 EPC 事業との統合により、国内 EPC 事業による総合メディア事業への内部売上高が計上されなくなることや、総合

メディア事業によるその他事業(単体)への内部売上高が減少すると見込まれることを受けて、前予想の693百万円から627百万円に減額した。

営業損益については、外部から通期計画の妥当性を検証することは困難であると判断したことから、同社の計画と同額とした。結果、損失額を79百万円から99百万円に修正した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターは17/8期実績や同社の施策を踏まえ、前回の19/8期予想を見直すと共に、20/8期予想を新たに策定した(図表9)。

【図表9】中期業績予想

(単位: 百万円)

	17/8期	18/8期CE	旧18/8期E	18/8期E	旧19/8期E	19/8期E	20/8期E
売上高	7,859	9,800	9,788	9,780	10,538	10,600	11,440
前期比	-6.6%	24.7%	8.1%	24.4%	7.7%	8.4%	7.9%
セグメント別	—	—	—	—	—	—	—
国内EPC	5,552	8,150	6,550	7,450	6,700	7,650	7,950
アセアンEPC	1,780	2,230	2,450	2,210	3,000	2,820	3,370
総合メディア	499	—	730	—	780	—	—
不動産	258	266	265	266	265	266	266
その他(単体)	416	481	486	481	486	481	481
調整額	-647	-1,327	-693	-627	-693	-617	-627
営業利益	275	450	507	402	597	499	569
前期比	0.9%	63.1%	25.2%	45.7%	17.8%	24.1%	14.0%
営業利益率	3.5%	4.6%	5.2%	4.1%	5.7%	4.7%	5.0%
セグメント別	—	—	—	—	—	—	—
国内EPC	184	303	225	260	230	280	300
アセアンEPC	34	104	160	98	230	175	225
総合メディア	-13	—	74	—	89	—	—
不動産	77	152	149	152	149	152	152
その他(単体)	-3	-9	-22	-9	-22	-9	-9
調整額	-3	-99	-79	-99	-79	-99	-99
経常利益	247	431	465	381	558	481	554
前期比	-9.5%	74.2%	30.3%	53.8%	20.0%	26.2%	15.2%
経常利益率	3.2%	4.4%	4.8%	3.9%	5.3%	4.5%	4.8%
当期純利益	117	250	290	227	340	306	350
前期比	-52.6%	112.7%	27.6%	93.4%	17.3%	34.7%	14.4%

(注) CE: JESCOホールディングス予想、E: 証券リサーチセンター予想、セグメントの売上高はセグメント間の内部売上高を含む

(出所) JESCO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

19/8 期予想においては、売上高を 62 百万円増額した一方、営業利益を 98 百万円減額し、前期比 8.4%増収、24.1%営業増益と予想した。

国内 EPC 事業については、18/8 期と同様の理由により、売上高を 950 百万円、営業利益を 50 百万円増額した。総合メディア事業との統合したベースでは、売上高を 170 百万円増額した一方、営業利益を 39 百万円減額した。

アセアン EPC 事業については、18/8 期よりも増収率が高まるとの見方は維持するものの、大型案件の受注が想定よりも遅れているため、工事の着工も従来期の想定よりも遅延すると考え、売上高を 180 百万円、営業利益を 55 百万円減額した。

新たに策定した 20/8 期予想においては、前期比 7.9%増収、14.0%営業増益と予想した。

国内 EPC 事業は、太陽光発電設備工事の減少を見込むものの、次世代の超高速無線通信である 5G 通信への投資が本格化してくると想定しているため、売上高 7,950 百万円 (前期比 3.9%増)、営業利益 300 百万円 (同 7.1%増) と予想した。

アセアン EPC 事業は、大型 ODA 案件の業績貢献が本格化してくると想定し、売上高 3,370 百万円 (前期比 19.5%増)、営業利益 225 百万円 (同 28.6%増) と予想した。

なお、ローリング方式で作成している 20/8 期中期計画について、同社は、売上高 13,000 百万円、営業利益 670 百万円(営業利益率 5.2%)、アセアン EPC 事業の売上高 4,300 百万円 (海外売上比率 33%) と公表した。

前回の開示では、19/8 期において、売上高 13,000 百万円、海外売上比率 32%となっており、M&A による売上高への寄与によって、総合メディア事業の縮小及び大型 ODA 案件の業績貢献の遅れによる影響をカバーし、1 期先での前回計画の達成を目指す内容となっている。

同社の中期計画は、アセアン EPC 事業の売上高を除いて、セグメント別での詳細な開示はないものの、当センターの 20/8 期予想との乖離は、主にアセアン EPC 事業と国内 EPC 事業の売上高予想の差異から生じているものと当センターでは推測している。

> 投資に際しての留意点

◆ 菅谷電気工事の業績貢献が予想以上に大きくなる可能性を追加

当センターでは、過去に発行したレポートで、1) 太陽光発電設備工事が想定以上に急減する可能性、2) ベトナムの政治情勢や景気の悪化が株価に影響を与える可能性、3) 国内 EPC 事業において特定の四半期に収益が偏重する可能性、4) アセアン各国の大型インフラ投資が想定ほど拡大しない可能性、5) インフラ整備に対するベトナムの外資活用政策の進展を投資に際しての留意点として指摘した。

創業 67 年を誇る菅谷電気工事は、高圧受変電工事や送電工事も展開することから、同じ電気工事会社とは言え、同社と補完関係にある。また、国内の技術者不足への対応に迫られていた同社にとって、技術者を大幅に増強できた点も買収を決断した要因であったと見られる。

当センターでは、同社の連結決算に菅谷電気工事の業績がまだ反映されていない段階であることを考慮し、菅谷電気工事の寄与について、18/8 期においては、同社の計画よりも保守的に予想に織り込んでおり、19/8 期以降も大幅な伸びは予想していない。

しかしながら、同社グループ入りによるシナジー効果などにより、菅谷電気工事の業容が大幅に拡大し、当センターの業績予想を大幅に上回る可能性も否定は出来ない。また、過去の業績低迷によって税務上の繰越損失を抱えていると推測されるため、菅谷電気工事の利益貢献が大きくなると、グループの税負担が軽減されるものと考えられる。

よって、今回、菅谷電気工事の業績貢献が予想以上に大きくなる可能性を投資に際しての留意点に加えることにしたい。

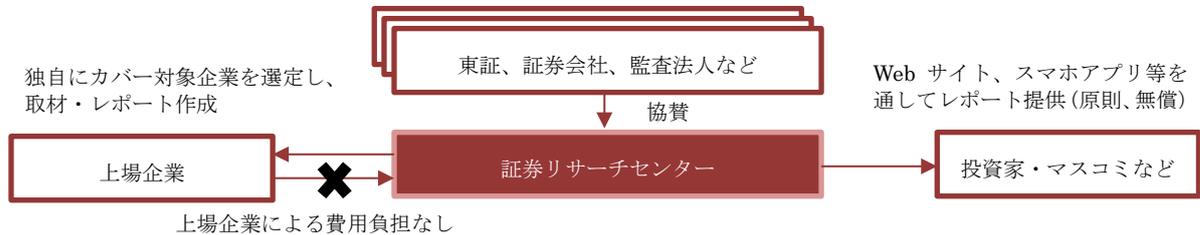
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 16 年 8 月 26 日より開始いたしました。

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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所

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

株式会社 ICMG

(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

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

宝印刷株式会社

株式会社プロネクサス

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・間接的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、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。