

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

フル・レポート
2016年8月26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 20160823

創業 46 年の独立系の電気設備・電気通信工事会社 ベトナムを中心にアジアでのインフラ需要拡大の恩恵を受ける

1. 会社概要

・JESCOホールディングス(以下、同社)は、創業 46 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、国内とベトナムを中心とした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、販売も手掛けている。

2. 財務面の分析

・10/8 期～15/8 期の連結決算をみると、国内 EPC 事業の売上拡大と収益性の改善により、売上高は年平均 8.7% 増、経常利益は同 30.0% 増と順調に伸長した。

・他社との比較では、規模や安全性の指標では劣るものの、成長性では魅力的な水準にある。

3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉は、「分散」と「拡張」を目指す経営姿勢にある。結果として、企業規模は小さいものの、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。

4. 経営戦略の分析

・22/8 期にはアジアでの売上高を国内並みにすることを目標とし、ベトナム以外のアジアでの大型案件の受注拡大を目指している。

・LED ビジョン関連事業である総合メディア事業は、リニューアル需要への対応強化や、広告営業の方針変更などにより、テコ入れを図っている。

5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、アジアでの成長と総合メディア事業の収益性の向上がけん引役となって、17/8 期と 18/8 期は年率 22% 前後の営業増益を予想している。

・同社のアジア事業は現状ほぼベトナムのみに集中しており、同国の政治情勢が混乱したり、経済が大幅に悪化したりすれば、同社の株価に影響を与える可能性があり、注意が必要である。

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】

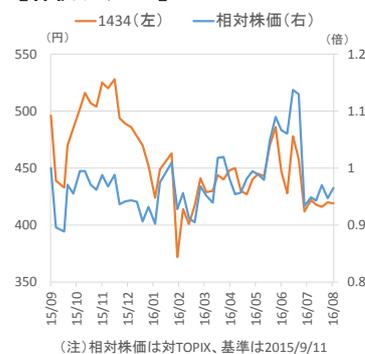
	2016/8/19
株価 (円)	419
発行済株式数 (株)	6,233,400
時価総額 (百万円)	2,612

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	7.5	10.9	6.9
PBR (倍)	1.8	1.2	1.0
配当利回り (%)	1.7	1.9	2.1

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	6 カ月
リターン (%)	0.2	-6.9	2.2
対TOPIX (%)	2.3	-0.8	2.4

【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)
2014/8	6,810	11.3	283	34.4	302	21.4	206	—	47.2	176.6	0.0
2015/8	8,034	18.0	359	26.7	348	24.9	242	17.6	55.6	236.6	7.0
2016/8 CE	9,000	12.0	454	26.2	462	32.6	337	38.9	54.7	—	8.0
2016/8 E	8,647	7.6	396	10.1	397	14.0	240	-0.9	38.6	347.0	8.0
2017/8 E	9,551	10.5	519	31.1	620	56.2	378	57.4	60.7	399.7	9.0
2018/8 E	9,905	3.7	586	12.9	693	11.8	422	11.6	67.8	458.5	10.0

(注) CE:会社予想、E:証券リサーチセンター予想

目次

1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・経営理念・株主

2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 競合他社との比較

3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

補. 本レポートの特徴

1. 会社概要

> 事業内容

◆ アジアのインフラ需要を取り込める独立系の建設工事会社

JESCOホールディングス（以下、同社または JESCOHD）は、創業46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、04年に事業会社の分社化と持株会社を設立してほぼ現在の経営体制に移行した。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国内 EPC 事業であるが、近年は、M&A の実施によって、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}の売上高比率が上昇している。

（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。

パナソニック（6752 東証一部）などが設立した東京メディアコミュニケーションズ（以下、TMC）の株式56%を07年に取得し、連結子会社化した（14年に完全子会社化）。TMC は、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手掛けており、同社では総合メディア事業と称している。

◆ 多くの顧客に幅広いサービスを提供する国内 EPC 事業

国内 EPC 事業は、15/8 期の売上高（外部顧客ベース）の72.6%、営業利益（3事業以外の損益を除くベース）の77.4%を占める同社の中核事業である。日本国内における電気設備工事と電気通信工事を主要な事業領域として、主に商業施設や、移動体通信基地局、防災行政無線、ETC などの道路付帯設備、太陽光発電施設等を対象とした配管、配線、機器設置工事等を建設会社、通信電気機器メーカー等の元請業者や設計事務所から受注し、設計から調達、施工管理、保守メンテナンスまでのサービス工程を提供している。同事業は連結子会社の JESCO CNS 社が担当している。

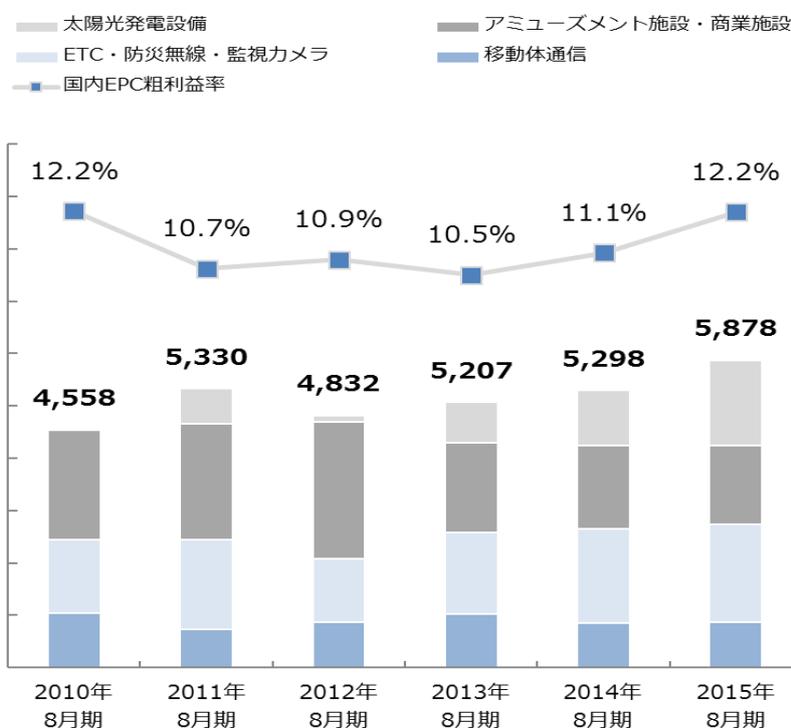
同事業の15/8期の売上高を対象施設毎に分けると、ETC、防災行政無線、監視カメラの構成比が31.9%、移動体通信が14.6%であり、これらを合計した電気通信工事全体では46.5%に達する。また、アミューズメント施設、商業施設が25.8%、太陽光発電設備が27.7%であり、これらを合わせた電気設備工事全体では53.5%を占めている。

主な施工案件としては、高速道路用 ETC システムでは、東北道、中国道、阪神高速、首都高速で実績があり、防犯カメラ設置工事では、

都内や大阪の繁華街が例として挙げられる。また、太陽光発電施設に関しては、15年2月時点において全国57箇所、合計設置量37MWを施工している。

11/8期から13/8期に掛けて、国内EPC事業の売上高は50億円前後、粗利益率(売上総利益率)は10~11%で推移していたが、その後は、比較的採算が高いETC工事や太陽光発電工事が増加したため、15/8期の売上高は約59億円に拡大すると共に、売上総利益率も12.2%に上昇した(図表1)。

【図表1】国内EPC事業の分野別売上高の推移 (単位:百万円)

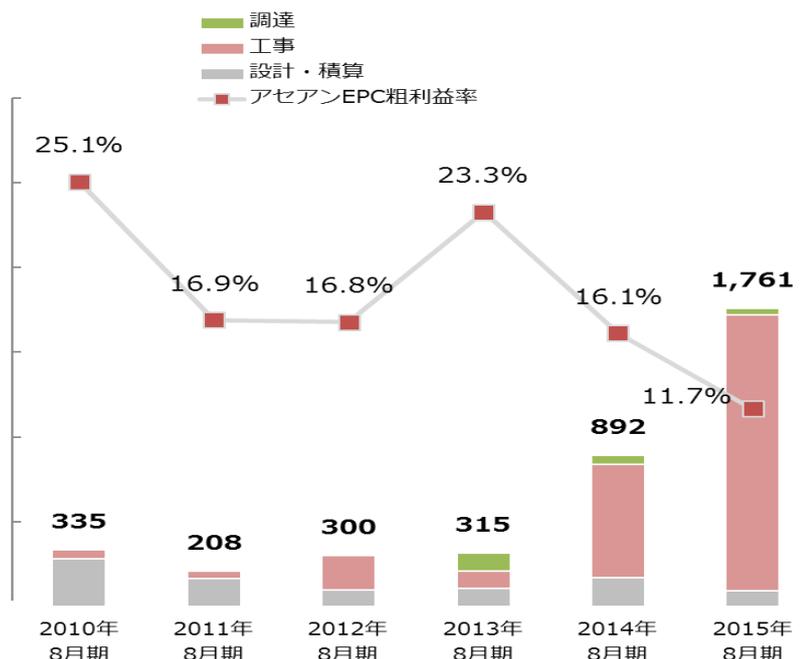


(注) 売上高はセグメント間の内部売上高を含む
(出所) JESCOホールディングス決算説明会資料

◆ M&Aによって工事売上が急拡大したアセアンEPC事業

アセアンEPC事業は、15/8期の売上高の20.4%、営業利益の22.9%を占める。同事業は設計・積算や工事、調達を行うJESCO ASIA JOINT STOCK COMPANY(以下、JA社)が単独で事業を展開していた13/8期までは年間の売上高が3億円程度で推移していた(図表2)。

【 図表 2 】 アセアン EPC 事業の分野別売上高の推移 (単位: 百万円)



(注) 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説明会資料

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 の株式 51.2%を取得して連結子会社化した上で、JESCO HOA BINH ENGINEERING JOINT STOCK COMPANY (以下、JHE 社) に社名変更した。

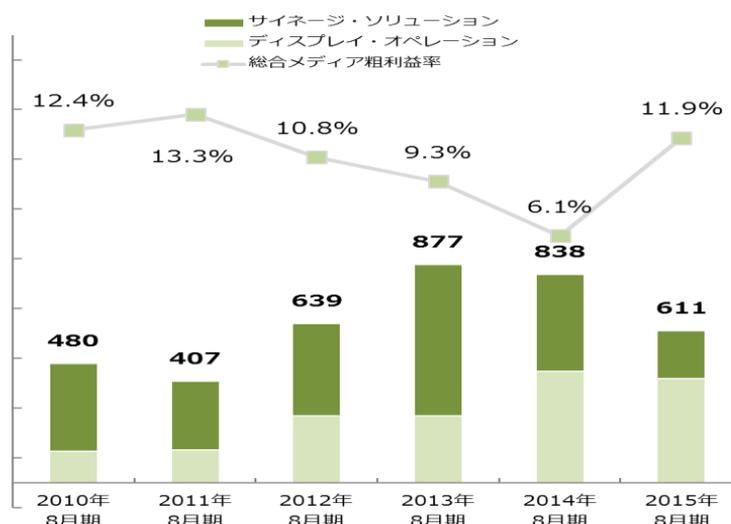
15/8 期の同事業の売上高は、JHE 社の業績がフル寄与したため、約 18 億円に達した。一方、他の分野に比べ採算が低い工事売上の構成比が上昇したため、売上総利益率は 11.7%に低下した。

15/8 期のアセアン EPC 事業の工程別の売上構成比は工事 92.6%、設計・積算 5.2%、調達 2.2%であった。工事の施設別構成比は、住宅関連の 54.3%に対し、空港や ETC 等のインフラ関連が 45.7%であった。

◆ **映像装置の販売・レンタルや広告事業を営む総合メディア事業**
大型映像装置の販売・レンタルや広告事業を展開する総合メディア事業は、15/8 期の売上高の 7.0%を占めるに過ぎず、営業損益は赤字(構成比は-0.3%)である。しかしながら、大型映像装置の販売は好不調の波が大きく、レンタルや広告は限界利益率が高いビジネスであるため、部門の損益が変動しやすい点に注意が必要な事業と言える。

同事業は、大型ビジョンを中心としたデジタルサイネージ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 (15/8 期の事業内売上高構成比 31.4%) と、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 (同 68.6%) に分けられる (図表 3)。

【 図表 3 】 総合メディア事業の分野別売上高の推移 (単位：百万円)



(注) 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説明会資料

10/8 期から 15/8 期までのサイネージ・ソリューションの売上高は概ね 2~4 億円で推移しているが、横浜スタジアムなどの大型案件が集中した 13/8 期の売上高は 6 億円と高水準だった。一方、ディスプレイ・オペレーションの売上高は 13/8 期までは 1~3 億円で推移していたが、首都高速沿いの 7 カ所での大型ビジョンを使用した広告サービスが開始された 14/8 期の売上高は約 4.5 億円で急増した。

ディスプレイ・オペレーションに比べて売上総利益率が低いサイネージ・ソリューションの売上比率が上昇したため、事業全体の売上総利益率は 13/8 期に掛けて低下した。14/8 期はディスプレイ・オペレーションの売上比率が上昇したものの、減価償却費等の固定費が増加したため、事業全体の売上総利益率は更に低下した。

> ビジネスモデル

◆ **国内 EPC 事業は顧客と工事種類の分散による安定収益化を志向**
 同社のビジネスの中核を占める国内 EPC 事業は、多数の元請会社から受注を受けることで高い稼働率を維持し、同社が施工業務を外注する協力会社にも安定した仕事量を配分することを目指している。

また、工事の一連の工程において、現地調査から、設計・積算、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する体制を整えており、一体として受注した場合は、工程間の調整コストを抑制できるだけにとどまらず、納期の短縮や品質の安定化が期待できるとしている。

工程毎の売上比率は、設計 5～10%、調達 30～40%、施工管理 40～60%、保守・メンテナンス・その他 0～10%程度となっている。

同事業の直接の顧客は、エンドユーザーから工事・設計を受注した建設会社や設計事務所、機器の設置を請け負った電気通信機器メーカーであり、その数は 15/8 期において 200～300 社に上る。同事業の上位 10 社顧客への売上依存度は同 50～60%と分散している。

通信工事において同社は、コムシスホールディングス (1721 東証一部、以下、コムシス HD) の子会社である日本コムシスやサンワコムシスエンジニアリング、京セラ (6971 東証一部) 子会社の京セラコミュニケーションシステムから工事を受注しており、移動体通信工事の多くはこれら 3 社を通じた NTT ドコモ (9437 東証一部) と KDDI (9433 東証一部) の発注工事と推測される。

その他の分野の主な取引先としては、電気工事では住友電設 (1949 東証一部)、プラント工事では東芝プラントシステム (1983 東証一部)、防災行政無線工事では日本無線 (6751 東証一部) などが挙げられる。

15/8 期の資材の仕入先は 100 社前後、外注先の協力会社は 200 社前後に分散しているが、電気工事事業・電気通信工事事業資材の仕入先であるヤマト電機からは同事業の仕入金額全体の 54.5%を調達しており、依存度は高い。

資材費の上昇によって、採算が多少悪化する場合もあるようだが、3 事業の中では売上総利益率の変動は小さく、工事種類や顧客の分散も考慮すると、同社の事業の中では収益が比較的安定していると証券リサーチセンター (以下、当センター) では判断している。

◆ アセアン EPC 事業は成長ドライバーに位置付けられている

アセアン EPC 事業は、設計・積算、調達、工事をバランス良く手掛けている JA 社と、工事主体の JHE 社によって担当されている。

設計・積算の売上高は年間 1 億円前後であるが、そのほとんどは CNS 社が日本企業から受注した案件であり、連結決算においてはアセアン EPC 事業の内部売上高として計上されている。ベトナムでの設計は JA 社に在籍する約 100 人の設計人員が行っており、日本で行うのに比べ 3 分の 1 程度のコストとなっている模様である。

工事と調達では、60 社程度の協力会社、仕入先を使って行っている。

JA 社は、日系の大手ゼネコンなどの元請会社が受注する ODA 案件を主要な受注対象としており、海外企業や政府と直接取引するリスクを回避している。一方、JHE 社のエンドユーザーはベトナムの現地企業や官公庁であるが、ほとんどの案件において合弁パートナーのホアビン社を経由して受注することで与信リスクを抑制している。

15/8 期のアセアン EPC 事業の顧客数は約 50 社であり、上位 10 社への売上依存度は 80~90%に達する。

主な実績としては、タンソンニャット国際空港の電気設備工事の施工管理、ノイバイ国際空港の電気設計、施工管理、電気設備工事、ギソン火力発電所の灰処理システムの設計、資材調達などが挙げられる(いずれもベトナム国内)。

工事売上の種類別構成比は、建築工事 60%、電気工事 20%、電気通信工事 5%、空調衛生工事 15%程度となっている。

JHE 社の子会社化によって工事比率が上昇したため、15/8 期に掛けて売上総利益率は低下したが、これ以上の工事比率の上昇余地は限られるため、今後の売上総利益率は安定化すると当センターでは見ている。

同社は、低コストと日本並みの高品質を両立させ、アセアンのインフラ需要の成長を取り込み、同事業の売上高を大幅に拡大させることを目指している。

◆ 総合メディア事業は増収効果による収益性の改善に期待

総合メディア事業のうち、サイネージ・ソリューションは大型案件の有無によって売上高が大きく変動するものの、コストの中心は変動費であるため収益性は比較的安定していると推測される。

一方、ディスプレイ・オペレーションの中には大型ビジョンの運用サービスや長期契約の広告販売のようにストック型の収入も含まれているため、サイネージ・ソリューションよりも売上高の安定度は高いものの、スポット的な広告や、レンタル収入が減少する局面では、保有する設備の減価償却費(15/8期107百万円)が負担となり、収益性が悪化する傾向がある。

15/8期のディスプレイ・オペレーション中のサービス別内訳は、広告55~65%、運用サービス20~30%、レンタル10~20%となっている。

15/8期の総合メディア事業の顧客数は約60社であり、上位10社への売上依存度は70~80%に達する。

デジタルサイネージは、今後、更新需要の顕在化が見込まれているのに加え、東京オリンピックに向けて訪日外国人向けの施設・観光案内としての新設需要も期待されており、市場の拡大が予想されている。

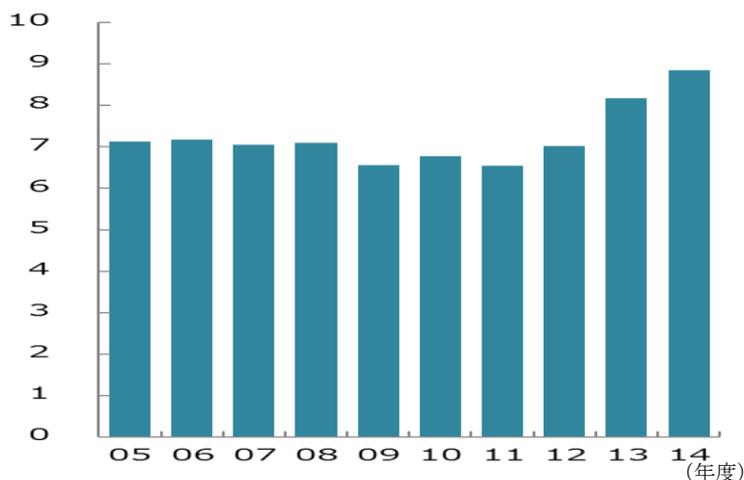
ディスプレイ・オペレーションの増収局面では事業全体の収益性は大きく改善することが予想され、売上比率は低いものの、同社の中期的な業績を予想する上では軽視できない事業であると当センターでは考えている。

> 業界環境と競合

◆ 国内電気工事業は8兆円市場

国内EPC事業の事業領域は、電気工事と電気通信工事から構成されるが、国内市場の規模では圧倒的に電気工事が大きくなっている。国内電気工事業の市場規模は、国土交通省の建設工事施工統計調査によれば、14年度で8兆8,441億円(前年度比8.1%増)に達している(図表4)。

【図表4】国内電気工事市場規模の推移 (単位:兆円)



(出所) 国土交通省建設工事施工統計調査

国内電気工事市場は、01年度にIT投資の拡大を受けて9兆7,666億円のピークをつけたものの、企業業績の悪化を背景に設備投資が減少したため、03年度から08年度までは7兆円程度で推移していた。リーマンショック後の09年度から11年度は6.5兆円前後で低迷していたものの、12年度からは国内建設需要の回復を受けて、電気工事市場も大幅に持ち直した。

電気工事業は、電気通信工事業や空調工事業などと共に設備工事業に含まれているが、日本電設工業協会の調べによれば、14年度の完成工事高において、設備工事業の41.8%、建設業全体の10.4%を占めている。また、同協会の正会員のうち、198社を対象とした調査によれば、電気工事完成工事高に占める内線工事(電力工事や鉄道電気工事を除いた、ビルや工場等での構内電気工事)の比率(14年度)は74.6%であった。

国内電気工事業界は、電力会社の出資や電力工事に対する取り組みの有無により、電力会社系と非電力会社系に大別される。きんでん(1944東証一部)や関電工(1942東証一部)などが前者の代表であり、日本電設工業(1950東証一部)や住友電設(1949東証一部)が後者の代表である。

非電力会社系の中でも、住友電設は住友電気工業(5802東証一部)の子会社であり、日本電設工業も東日本旅客鉄道(9020東証一部)のグループ企業であるなど、規模が大きい会社は大企業グループに属しているケースが多い。他方、同社はサンテック(1960東証二部)などと共に独立系に位置付けられる。

◆ 国内電気通信工事業は2兆円市場

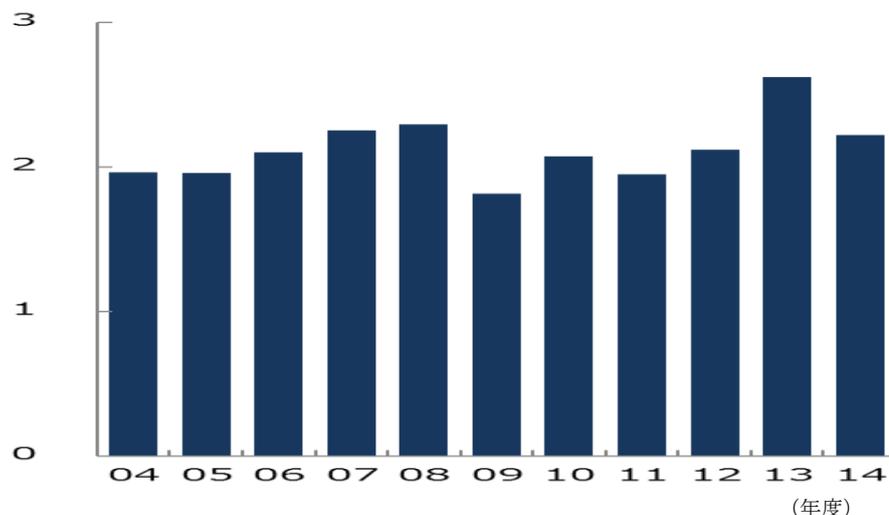
国内電気通信工事業の市場規模は、国土交通省の建設工事施工統計調査によれば、14年度で2兆2,195億円(前年度比15.4%減)であった(図表5)。

04年度以降、電気通信工事市場は2兆円前後で比較的安定していたが、携帯キャリアの設備投資が一巡したため、13年度の2兆6,249億円をピークに減少傾向に入ったと見られる。

国内電気通信工事業界は、コムシスHD、協和エクシオ(1951東証一部)、ミライト・ホールディングス(1417東証一部、以下、ミライトHD)の3社が大きな市場シェアを有している。

【 図表 5 】 国内電気通信工事市場規模の推移

(単位:兆円)



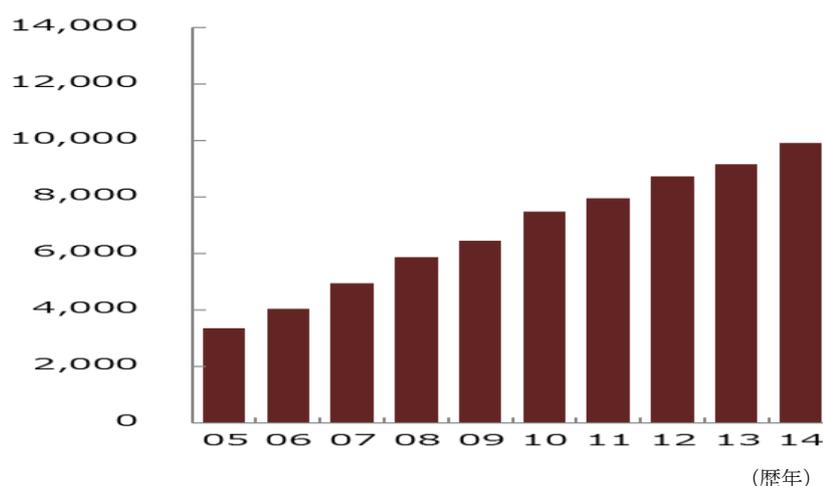
(出所) 国土交通省建設工事施工統計調査

◆ アジアのインフラ需要の成長は継続する見通し

同社が EPC 事業を展開する東南アジアから南アジアにおいては、人口増加や経済成長に伴って、空港や高速道路、鉄道、発電所といったインフラ整備の需要が拡大している。同社が拠点を置くベトナムの建設業の名目 GDP は 05 年以降、右肩上がり成長を続けている (図表 6)。

【 図表 6 】 ベトナム建設業の名目 GDP の推移

(単位:百万ドル)



(出所) 国連統計部「National Accounts Main Aggregates Database」

(注2) ITS (Intelligent Transport System) とは、電子料金収受システム (ETC)、交通管制システム、設備監視システムなどから構成される高度道路交通システムである。

今後も、23 年に開港が予定されているベトナム・ロンタイン新国際空港工事や、ベトナム・カンボジア間的高速道路 ITS ^{注2} 工事、マレーシア・ジマ火力発電所工事など同社が受注を目指している大型プロジェクトが数多く存在しており、事業環境は良好である。

同社は、アジアでのインフラ・プロジェクトに関し、日本政府の ODA 案件を中心に、日本のコンサルタント会社やゼネコンとグループと組んで受注することを基本としているため、同事業の競合企業は日系企業となる。

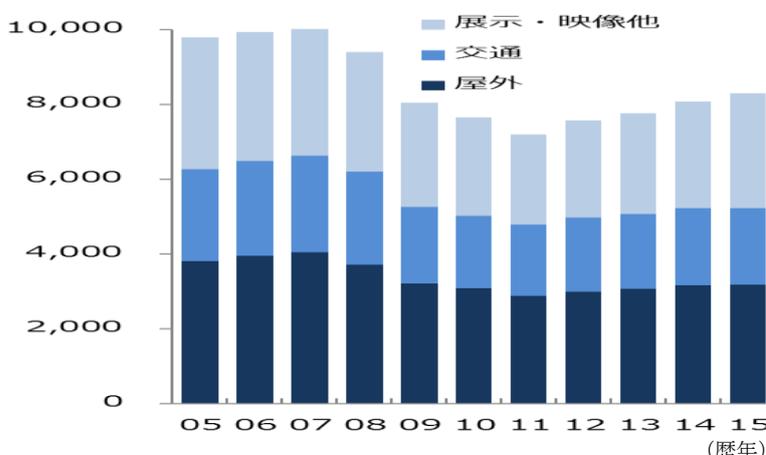
アジアで電気工事や電気通信工事を展開する企業としては、サンテックや住友電設が挙げられる。サンテックの 16/3 期の海外売上高 (外部顧客ベース) は、東南アジアが 14,376 百万円 (売上高構成比 32.1%)、中国、台湾などその他アジアが 1,043 百万円 (同 2.3%) であった。一方、住友電設の 16/3 期の海外売上高は、アジアが 31,224 百万円 (同 21.3%)、その他が 199 百万円 (同 0.1%) であった。

◆ デジタルサイネージ市場は回復傾向にある

デジタルサイネージ市場は、映像装置の販売、工事やレンタル、運用サービス、広告など様々な事業形態があるため、その対象を定義しにくい市場構造となっている。同社の総合メディア事業もトータルでサービスを展開している。

同社では、電通 (4324 東証一部) が毎年公表している「日本の広告費」を参考にして、デジタルサイネージ市場の市場規模を約 8 千億円と試算しているが、これは屋外広告 (15 年 3,188 億円)、交通広告 (同 2,044 億円)、展示・映像他 (同 3,062 億円) を合計したものである (図表 7)。

【図表 7】 デジタルサイネージ市場の推移 (単位: 億円)



(出所) 電通「日本の広告費 2005~2015」

この中には、デジタルサイネージではないもの(看板広告や鉄道車両内の中吊り広告など)が含まれている一方、デジタルサイネージの販売や工事、レンタル、運用サービスは含まれていないものと考えられる。同事業が対象とするサービスとの間に乖離があることには注意が必要であるものの、市場のトレンドを見る上では十分参考になると当センターでは判断した。

デジタルサイネージ市場は、08年のリーマンショック後、広告市場全体に連動して大幅に縮小したことに加え、東日本大震災後の節電対応の影響も受けて11年まで減り続けたものの、12年以降は展示・映像他を中心に回復基調にある。相対的に回復が鈍い屋外広告、交通広告に関しても媒体のデジタル化は進展しており、実質的な市場の伸びは3分野の合計数値の増加率よりは高いものと推測される。

20年の東京オリンピック開催に向けて、訪日外国人への情報提供のための新設需要が期待できるほか、以前に設置された大型ビジョンの更新需要も増加傾向にあるため、デジタルサイネージ市場の成長は続くと思われる。

同市場のプレイヤーとしては、ソニー(6758 東証一部)、三菱電機(6503 東証一部)、パナソニックなどの映像機器メーカーと、凸版印刷(7911 東証一部)、大日本印刷(7912 東証一部)、丹青社(9743 東証一部)などのサービス会社が挙げられる。機器メーカーは上場企業が中心となっているが、サービス会社は非上場企業を含めて規模が小さい企業も活躍しているようである。

> 沿革・経営理念・株主

◆ 裕本社長が70年に電気設備工事業を目的に設立

同社は、70年8月に現社長である裕本 俊洋(まつもと としひろ)氏が電気設備工事業を目的に設立した株式会社ジェスコを前身企業としている。

72年に東京電力(現在の東京電力ホールディングス 9501 東証一部)の第一福島原子力発電所を皮切りに、格納容器のリークテスト(放射能漏洩率試験)に進出した。その後10年ほどは同社の主力事業となっていたが、原発事故以降の全国的な原発の稼働停止により、現在、同事業の売上高はほとんどない。

79年からは、裕本社長の出身企業である日本無線が官公庁から受注した防災行政無線などの無線システム工事の下請けが始まり、電気設備工事、リークテストとの3本柱を確立した。

その後、売上高は順調に拡大し、95年度には40億円規模に達したものの、バブル崩壊に伴う国内建設市場の縮小に伴い、同社の売上高も減少に転じた。90年代後半からは、市場が拡大していた携帯電話の基地局工事などの電気通信工事へのシフトを進めた結果、00年以降、売上高は拡大傾向で推移している。

◆ 90年代後半からアジア展開を開始

同社では、アジアの成長可能性に早くから注目しており、97年には最初の海外拠点として、電気設備工事会社であるJESCO BINA社を合弁で設立した(04年に合弁を解消し、現在はマレーシアにグループの拠点は無い)。

01年には、電気設備、通信設備設計、工事業を目的としてベトナムに現地法人JESCO SE VIETNAM社(12年にJESCO ASIA JOINT STOCK COMPANYに社名変更)を設立した(現在の出資比率はグループ全体で87.4%)。14年4月には前述したJHE社を設立し、アジアでの事業基盤は大幅に強化された。

◆ 04年に持株会社に移行

04年には会社分割すると共に、持株会社としてJESCOホールディングスに商号を変更した。

なお、社名にあるJESCOとは、Japan Electric Service Creative Offerの略称であるが、1)日本で設立したが、今後はグローバルに展開することを目指し、2)創業事業、かつ主力事業が電気に係る業務であり、3)社会と業務上のニーズに様々なサービスを提供し、4)創造的な発想と活動を行い、5)様々な能力を社会が求める条件に応じて提案・提供するという同社の想いに由来している。

◆ 柁本社長への依存度が高いが後継者育成に注力している

同社社長の柁本俊洋氏は、61年、日本無線に入社後、無線機の調整や検査、修理など担当していたが、起業を目指して67年に退職し、3年の準備期間を経て、日本無線の同僚と70年に同社を設立した。

同社は、一般電気工事から事業を開始したものの、リークテスト、防災行政無線工事、携帯電話基地局工事、ETC設置工事、太陽光発電施設工事などに対象工事・業務を広げただけではなく、現地調査、設計・積算、資材の調達という工事の川上分野やメンテナンスという川下分野に対象工程の拡大を図り、EPC事業というビジネス形態を確立した。その後、ベトナムを中心にアジア展開も進めている。

こうした事業領域の拡大は柁本社長が主導しており、同社の成長は柁本社長のリーダーシップに大きく依存している。同社では持株会社制を導入することで、柁本社長への依存を軽減すると共に、後継者育成も目指している。

◆ 経営理念

同社は、「安心して暮らせる豊かな社会づくりに貢献するため、あらゆる社会状況を注意深く洞察し、エレクトロニクスを基盤として培ってきた、知識、技術、経験を、若く真摯な人材によって生かし、さらに研究し、提言し実践するため、ここに「FOR SAFETY FOR SOCIETY」の理想を掲げ、目的の実現に向けて努力を続けます」を経営理念としている。

◆ 株主

16/8期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表8の通りである。

16年2月末時点で、代表取締役社長の柁本俊洋氏が筆頭株主である。その他の株主には、投資信託の管理会社、従業員持株会、取引先、金融機関、代表取締役副社長の唐澤光子氏などが名を連ね、大株主上位10名で53.9%の株式が保有されている。

なお、15年8月末時点で、同社グループの役職員らに付与された新株予約権による潜在株式は301,600株存在していたが、16/8期上期には権利行使がなかった。

【 図表 8 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	16年2月末時点			備考
	株数 (株)	割合	順位	
柁本俊洋	812,000	13.06%	1	代表取締役社長
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社 (信託口)	451,900	7.27%	2	
JESCO従業員持株会	426,067	6.85%	3	
京セラコミュニケーションシステム株式会社	400,000	6.43%	4	
日本コムシス株式会社	400,000	6.43%	4	
ヤマト電機株式会社	300,000	4.82%	6	
株式会社新川	200,000	3.22%	7	
西武信用金庫	130,000	2.09%	8	
金田孟洋	128,000	2.06%	8	
唐澤光子	102,000	1.64%	10	
(大株主上位10位)	3,349,967	53.87%	-	代表取締役副社長
発行済株式総数	6,218,700	100.00%	-	

(出所) JESCOホールディングス 16/8期第2四半期報告書より証券リサーチセンター作成

2. 財務面の分析

> 過去の業績推移

◆ 過去の業績

同社の業績は 10/8 期以降の数値が開示されているが、監査を受けた連結決算の開示は 13/8 期からとなっている。但し、監査を受けていないものの、会社計算規則に従って作成した 10/8 期から 12/8 期の連結決算を有価証券届出書の中で開示しているため、その期間を含めて 10/8 期～15/8 期の連結業績をみると、売上高は年平均 8.7% 増、経常利益は同 30.0% 増と順調に伸長した (図表 9)。

【 図表 9 】 JESCOホールディングスの業績推移

(単位：百万円)

	10/8期	11/8期	12/8期	13/8期	14/8期	15/8期
売上高	5,291	5,941	5,753	6,116	6,810	8,034
売上総利益	—	—	—	762	823	1,043
売上総利益率	—	—	—	12.5%	12.1%	13.0%
販売費及び一般管理費	—	—	—	550	540	684
販管費率	—	—	—	9.0%	7.9%	8.5%
営業利益	—	—	—	211	283	359
営業利益率	—	—	—	3.5%	4.2%	4.5%
経常利益	93	146	198	248	302	348
当期純利益	52	-1	43	-51	206	242
従業員数 (人)	—	—	—	292	406	439

(注) 10/8 期から 12/8 期までは未監査。

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

同社の成長を支えたのは、国内 EPC 事業の売上拡大と収益性の改善であった。比較的採算の良い太陽光発電設備工事や ETC 工事が増収のけん引役となった。

15/8 期に売上高が大きく伸びた主因は、JHE 社の連結子会社化による増収寄与 (14/8 期は 3 カ月分で約 1.4 億円、15/8 期が約 8.0 億円) であるが、JHE 社の経常利益への寄与は 15/8 期において約 0.4 億円にとどまっている。

撤退した事業に係る商品在庫の評価損 (55 百万円) 及び廃棄損 (28 百万円)、投資有価証券評価損 (93 百万円) を計上したため、13/8 期は当期純損失を計上した。

◆ 15 年 8 月期決算は前期比 18.0%増収、26.7%営業増益

15/8 期は、売上高が前期比 18.0% 増の 8,034 百万円、営業利益が同 26.7% 増の 359 百万円、経常利益が同 15.3% 増の 348 百万円、当期純利益が同 17.6% 増の 242 百万円となった (図表 10)。

15年9月の上場時に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は105.0%、営業利益は125.1%、当期純利益は115.2%であった。

【 図表 10 】 15 年 8 月期の業績

(単位：百万円)

	セグメント	14/8期	15/8期		16/8期			
		通期	上期	下期	通期	前期比	上期	前期比
売上高		6,810	3,476	4,559	8,034	18.0%	4,130	18.8%
	国内EPC	5,238	2,514	3,316	5,830	11.3%	2,922	16.2%
	アセアンEPC	764	648	994	1,641	114.7%	886	36.7%
	総合メディア	806	314	249	562	-30.3%	321	2.2%
売上総利益		823	375	668	1,043	26.7%	460	22.8%
売上総利益率		12.1%	10.8%	14.7%	13.0%	-	11.2%	-
販売費及び一般管理費		540	321	363	684	26.7%	382	19.1%
販売管理費率		7.9%	9.2%	8.0%	8.5%	-	9.3%	-
営業利益		283	54	306	359	26.7%	78	44.6%
営業利益率		4.2%	1.6%	6.7%	4.5%	-	1.9%	-
	国内EPC	167	34	140	174	4.0%	46	36.8%
営業利益率		3.2%	1.4%	4.2%	3.0%	-	1.6%	-
	アセアンEPC	51	-21	72	51	-0.4%	16	-
営業利益率		6.8%	-3.3%	7.3%	3.1%	-	1.8%	-
	総合メディア	-50	-53	52	0	-	-8	-
営業利益率		-6.2%	-17.0%	21.1%	-0.1%	-	-2.7%	-
	その他・調整額	114	94	40	134	-	23	-
経常利益		302	49	299	348	15.3%	54	8.9%
経常利益率		4.4%	1.4%	6.6%	4.3%	-	1.3%	-
当期(四半期)純利益		206	12	231	242	17.6%	34	170.0%

(注) セグメント売上高は、外部顧客への売上高

(出所) JESCOホールディングス決算説明会資料、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

太陽光発電設備工事が好調だった国内 EPC 事業や、14/8 期に連結子会社化した JHE 社の通期寄与とベトナム・ノイバイ国際空港などの大型案件が寄与したアセアン EPC 事業が増収に貢献した。一方、人員配置の見直しなどの構造改革効果が寄与した総合メディア事業の損益改善が営業増益の原動力となった。

シンジケートローン手数料の計上 (30 百万円) や、その他の営業外費用の拡大 (前期比 22 百万円増) などにより、営業外収支が悪化したため、経常利益の伸びは抑制された。

◆ 16 年 8 月期上期決算は前期比 18.8%増収、44.6%営業増益

16/8 期第 2 四半期累計 (以下、上期) 決算は、前年度の数値は監査証明を受けていないため前年同期比は参考数値となるが、売上高 4,130 百万円 (前年同期比 18.8%増)、営業利益 78 百万円 (同 44.6%増)、経常利益 54 百万円 (同 8.9%増)、四半期純利益 34 百万円 (同 170.0%増) であった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 113.3%、営業利益は 125.8%、当期純利益は 79.1%であった。

セグメント別では、太陽光発電設備工事が好調だった国内 EPC 事業が前年同期比 16.2%増収、36.8%営業増益であった一方、JHE 社の工事売上高が大幅に伸びたアセアン EPC 事業は同 36.7%増収となり、営業損益は 15/8 期上期の 21 百万円の赤字から 16 百万円の黒字に改善した。総合メディア事業は同 2.2%増収ながら、人員配置の見直し効果が継続し、営業損失は 15/8 期上期の 53 百万円から 8 百万円に縮小した。その他・調整額の営業利益への影響額は、持株会社の利益減少や、JA 社と JESCO CNS 社の間での取引増加による調整額の拡大などにより、15/8 期上期の 94 百万円から 23 百万円に減少した。

> 競合他社との比較

◆ 設備工事業を営む建設セクターの企業と比較

同社と同様の事業構成を持つ上場企業は見当たらないため、建設セクター中でアジア展開をしている電気設備工事会社や、電気通信工事会社との比較が適切と判断し、比較対象として、サンテック、住友電設、コムシス HD、ミライト HD を選定した (図表 11)。

各社を比較すると、規模は企業統合が進んだ通信工事大手に対してだけでなく、中堅の電気工事会社に対しても、同社の規模の小ささは顕著である。

収益性は、自己資本利益率では同社が群を抜いて高い水準にあるものの、これは自己資本比率が低いためであり、売上高営業利益率や総資産経常利益率などを見れば、同社は平均的な水準にある。

安全性に関しては、投資不動産を所有していることもあり、全ての項目において、同社の数値が劣っている。15 年 9 月の新規上場時に実施した公募増資によって財務体質は 15/8 期末に対して改善したものの、他社に対する相対的なポジションは向上していない。

成長性は、同社の連結決算の開示期間に合わせて過去 2 年間の平均成長率で比較した。同社の成長性は JHE 社の連結子会社化の寄与を除いても、他社よりも優位にある。一方、通信工事 2 社については携帯電話会社の設備投資削減の影響で減収、減益となった。

全体的には、同社は同業他社と比べて規模と安全性では劣位にあるものの、成長性では魅力的な水準にあると言えよう。

【 図表 11 】 競合企業との財務指標比較

項目	銘柄	コード 直近決算期	JESCOHD	サンテック	住友電設	コムシスHD	ミライトHD
			1434 15/8期	1960 16/3期	1949 16/3期	1721 16/3期	1417 16/3期
規模	売上高	百万円	8,034	44,782	146,899	320,654	269,537
	経常利益	百万円	348	1,422	9,163	24,223	6,735
	総資産	百万円	6,966	45,148	111,442	266,066	194,978
収益性	自己資本利益率	%	26.9	4.0	9.9	7.9	3.0
	総資産経常利益率	%	5.3	3.2	8.2	9.1	3.5
	売上高営業利益率	%	4.5	2.8	5.9	7.4	2.3
成長性	売上高 (2年平均成長率)	%	14.6	8.5	-4.6	-1.6	-1.5
	経常利益 (同上)	%	18.3	-16.3	-6.9	-7.1	-25.9
	総資産 (同上)	%	15.8	5.0	-0.1	3.0	5.3
安全性	自己資本比率	%	14.8	65.9	46.6	73.4	63.1
	流動比率	%	133.7	202.6	172.6	254.1	247.0
	固定長期適合率	%	80.0	52.5	47.7	54.3	42.6

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその2期前との対比で算出

自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出
(出所) JESCO ホールディングス及び各社の有価証券報告書、有価証券届出書より証券リサーチセンター作成

3. 非財務面の分析

> 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

創業当初、同社は少数の顧客に特定の業務を提供する事業構造ながら比較的安定した業績を維持していたが、受注が確実視されていた案件で失注する出来事があった。このことをきっかけに、同社は、事業の分散と顧客の分散に乗り出した。

下請けの案件を受注しながらも、特定の元請業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た。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。

【 図表 12 】 知的資本の分析

項目	分析結果	KPI		
		項目	数値	
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、売上高上位10顧客の売上高構成比	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
	事業パートナー	・ 施工業務の外注先となる協力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。	・ 上場からの経過年数 ・ 協力会社数	1年 300社超
組織資本	プロセス	・ 特定の元請業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。	・ ヤマト電機からの仕入金額と仕入比率	897百万円、32.4%
	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。	・ 最大顧客の売上高構成比	1割未満
人的資本	経営陣	・ 社長は建設工事業界で豊富な経営経験を持つ。 ・ 取締役役に女性と外国人を登用。	・ 社長の経営経験年数	46年
	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。	・ 取締役役の中の女性比率と外国人比率	20%、10%
		・ バランスの取れたインセンティブ制度	・ ベトナム人社員の構成比 ・ 女性従業員の構成比	56% (14/8期末) 約2割
		・ 従業員持株会 ・ ストックオプション	413千株 (9.5%) 301千株 (6.9%)	

(注) KPI の数値は、特に記載がない場合は 15/8 期または 15/8 期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率。
(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、会社ヒアリングをもとに証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社は再生可能エネルギーである太陽光発電施設の施工を主要事業としているほか、所有するビルの屋上緑化や長野県蓼科での森林整備を通じた二酸化炭素の削減にも取り組んでいる。99年にはISO14001(環境マネジメントシステム)を取得し、環境負荷の少ない工事・製品の提供や、産業廃棄物の削減などに努めている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、「For safety, for society」「安心して暮らせる豊かな社会づくりに貢献する」との基本理念に基づき、労働安全、品質向上、環境改善、情報安全を企業の目的とし社会に貢献できる企業として活動している。具体的には、ISO14001 以外にも、ISO9001 (品質マネジメントシステム)、OHSAS18001 (労働安全衛生マネジメントシステム)、ISO27001 (情報セキュリティマネジメントシステム) の認証を取得したほか、年2回、協会会社と全社員による安全衛生大会を実施するなど、顧客を始めとするステークホルダーの信頼に応え得る J E S C Oブランドの確立に取り組んでいる。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は10名(うち、社外取締役は2名)で構成されている。

社外取締役の奥村 晴英氏は、ジャフコ (8595 東証一部) の常務取締役を歴任するなど、取締役や監査役の経験があり、15年11月から社外取締役に就任している。

もう一人の社外取締役のグエン ニャット リン氏は、ベトナムの女性経営者であり、15年11月から社外取締役に就任している。同氏は00年に DONG HUU CO.,LTD.を設立し、現在もその CEO を兼務している。

同社の代表取締役副社長の唐澤 光子氏も女性であり、同社の女性取締役比率は20%となっている。

全従業員に占める女性の比率も2割程度であり、女性が少ない建設業界の中であって、同社は女性が働きやすい環境造りに取り組んでいる。

監査役会は、監査役3名(うち、社外監査役は2名)で構成されている。常勤監査役の鈴木 正明氏は社外監査役であり、公認会計士でもある。また、社外監査役の佐藤 精一氏は弁護士である。

4. 経営戦略の分析

> 対処すべき課題

◆ グループ間の連携強化

同社は、JESCO CNS 社と TMC 社との間での営業面、管理面の協力や、JESCO CNS 社と JA 社との間での技術面、営業面での連携強化を課題として認識している。確かに、TMC 社と JA 社の業績推移を見る限り、グループ間の連携効果が大きく出ているとは言い難い。当センターでは、セグメント間の内部売上高の動向をグループ間の連携度を見る上での指標のひとつと捉えており、その変動に注目している。

◆ 総合メディア事業における収益性の改善

連結セグメント情報が開示されている過去3期の決算において、総合メディア事業は営業赤字が続いている。同社は現在、人員配置の見直しなどの構造改革に取り組んでおり、赤字は縮小傾向にあるものの、16/8 期第3 四半期累計期間決算（以下、3Q 累計決算）においては依然として営業損失を計上している。

> 今後の事業戦略

◆ 増大するアジアのインフラ需要の取り込みを図る

同社では日本の建設市場は長期的には縮小すると考えており、今後インフラ整備の需要増大が期待されるアジア地域、中でも南アジアから東南アジアを対象に事業拡大を目指している。

22/8 期には、国内 EPC 事業とアセアン EPC 事業が売上高で並ぶという中期目標を掲げており、アセアン EPC 事業の拡大は同社の成長戦略の柱である。

人材面では、15/8 期末時点で 261 名であるアセアン EPC 事業の従業員を、18/8 期末には 450 名に増員し、設計、営業、施工体制を強化するとしている。

営業面では、日本政府の ODA 案件などの大型プロジェクトについて現在はベトナム中心となっているものの、今後はスリランカのバンダラナイケ国際空港の電気設備、マレーシアのジマ火力発電所灰処理設備、ベトナム・カンボジア間高速道路の ITS、などの工事案件での受注獲得を目指している。同社は、同事業の 20/8 期別売上高構成比として、日本向けの設計（セグメント間の内部売上高）10%、ベトナム 60%、その他アジア 30%を目標としている。

◆ 総合メディア事業における新たな営業施策

同社では、首都高速のロードサイドビジョン上での広告販売において、広告代理店への営業を主体とする従来の方式から、広告主への直接販売を目指す戦略へ転換することにより、収益性の向上に努めると共に、販売枠の柔軟な設定やネット広告とのメディアミックスなどに取り組み、稼働率と収益性の向上を目指すとしている。

大型ビジョンの販売については、公営競技施設や体育・文化施設、商業施設などに設置されている設備の老朽化が全国各地で進んでいることから、今後想定されるリニューアル需要に備えて、営業体制の強化を打ち出している。

5. アナリストの評価

> 強み・弱みの評価

◆ 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 13 のようにまとめられる。

【 図表 13 】 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"> ・競合企業に比べ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

> 経営戦略の評価

◆ アジアでの人員増強とベトナム域外の強化は妥当な戦略

同社は、ベトナムで採用した優秀な人材に対し、日本語教育や日本と同等レベルの品質・安全研修を実施しており、ベトナムの建設業界の中で高い信用力を得ていたが、現地企業から工事を積極的に受注するには人材が不足していた。

14年にJHE社を設立し、15年8月末で132名の人員を確保したことで供給面での制約が軽減し、アセアンEPC事業を本格的に展開する基盤が整備された。

実際、16/8期3Q累計決算は、同事業の売上高が前年同期比32.6%増加した一方、営業損益は前年同期の25百万円の赤字から39百万円の黒字に転換した。当センターでは、アジアにおける人員増強が同事業の長期的な成長には不可欠であると認識しており、その状況を注視していくつもりである。

同社が狙う大型プロジェクトはベトナム以外のアジア諸国においても目白押しであり、成長戦略としてだけではなく、顧客集中リスクやカントリーリスクを分散させるというリスク管理の観点からも、同社のベトナム域外へ積極的に展開するという方針は評価できる。

◆ 総合メディア事業の収益改善策の更なる推進が求められる

16/8 期 3Q 累計決算を見る限り、総合メディア事業の売上高が前年同期比 20.5%増加した一方で、営業損失は前年同期の 51 百万円から 28 百万円に縮小することとどまり、同社の収益改善策はまだ十分な成果を挙げていない。

また、広告以外でも、運用サービスやレンタルなどのサービス収入は、大型ビジョンの販売に比べて限界利益率が高いと推測されるため、運用サービスやレンタルの収入拡大策の強化も求められる。

同社の短期的な利益の変動は、総合メディア事業の売上高の増減やサービス別の売上高構成比の変化によっても左右されるため、当センターでは同事業での個々のサービスの展開状況を注意深くフォローしていくつもりである。

> 今後の業績見通し

◆ 16 年 8 月期会社計画は 12.0%増収、26.2%営業増益を見込む

16/8 期の会社計画は、売上高 9,000 百万円 (前期比 12.0%増)、営業利益 454 百万円 (同 26.2%増)、経常利益 462 百万円 (同 32.6%増)、当期純利益 337 百万円 (同 38.9%増) である (図表 14)。3Q 累計決算は前年同期比 6.5%増収、27.5%営業減益と通期予想を下回るペースでの進捗となったものの、同社は期初の通期計画を据え置いた。

【 図表 14 】 JESCOホールディングスの 16 年 8 月期の業績計画

(単位: 百万円)

	セグメント	15/8期				16/8期				前期比
		上期	3Q	4Q	通期	上期	3Q	差引4Q計画	通期計画	
売上高		3,476	2,094	2,464	8,034	4,130	1,801	3,068	9,000	12.0%
	国内EPC	2,514	1,630	1,685	5,830	2,922	1,171	2,146	6,240	7.0%
	アセアンEPC	648	340	653	1,641	886	424	659	1,970	20.0%
	総合メディア	314	123	125	562	321	205	262	790	40.4%
売上総利益		375	304	364	1,043	460	220	519	1,200	15.0%
売上総利益率		10.8%	14.5%	14.8%	13.0%	11.2%	12.2%	16.9%	13.3%	-
販売費及び一般管理費		321	182	180	684	382	170	192	746	9.1%
販管費率		9.2%	8.7%	7.3%	8.5%	9.3%	9.4%	6.3%	8.3%	-
営業利益		54	122	183	359	78	49	326	454	26.2%
営業利益率		1.6%	5.8%	7.4%	4.5%	1.9%	2.7%	10.6%	5.0%	-
	国内EPC	34	97	43	174	46	15	160	223	27.7%
営業利益率		1.4%	5.9%	2.6%	3.0%	1.6%	1.3%	7.5%	3.6%	-
	アセアンEPC	-21	-4	76	51	16	22	48	88	70.6%
営業利益率		-3.3%	-1.2%	11.7%	3.1%	1.8%	5.4%	7.4%	4.5%	-
	総合メディア	-53	1	51	0	-8	-19	80	52	-
営業利益率		-17.0%	1.0%	40.8%	-0.1%	-2.7%	-9.5%	30.5%	6.6%	-
	その他・調整額	94	28	12	134	23	30	36	91	-32.2%
経常利益		49	133	166	348	54	64	343	462	32.6%
経常利益率		1.4%	6.3%	6.8%	4.3%	1.3%	3.6%	11.2%	5.1%	-
当期純利益		12	91	139	242	34	33	268	337	38.9%

(注) セグメント売上高は、外部顧客への売上高

(出所) J E S C Oホールディングス決算説明会資料、決算短信をもとに証券リサーチセンター作成

また、通期計画に対する 3Q 期での進捗率は、セグメント別ではバラツキが見られたものの、事業毎の通期計画に関しても修正はなかった。

セグメント別では、国内 EPC 事業が、売上高 6,240 百万円（前期比 7.0% 増）、営業利益 223 百万円（同 27.7% 増）、アセアン EC 事業が、売上高 1,970 百万円（同 20.0% 増）、営業利益 88 百万円（同 70.6% 増）、総合メディア事業が、売上高 790 百万円（同 40.4% 増）、営業利益 52 百万円（前年同期は 0 百万円の損失）と予想している。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想

当センターでは、同社の 16/8 期業績を、売上高 8,647 百万円（前期比 7.6% 増）、営業利益 396 百万円（同 10.1% 増）、経常利益 397 百万円（同 14.0% 増）、当期純利益 240 百万円（同 0.9% 減）と予想する（図表 15）。

セグメント別では、国内 EPC 事業においては、資材価格の上昇の影響などから、3Q 累計決算が前年同期比 1.2% 減収、52.2% 営業減益であったことを受けて、通期では、売上高 5,882 百万円（前期比 0.9% 増）、営業利益 174 百万円（同 0.4% 減）と予想した。

アセアン EPC 事業は、3Q 累計決算において、JHE 社の工事売上が拡大し、売上高が前年同期比 32.6% 増、営業損益が前年同期の 25 百万円の赤字から 39 百万円の黒字に転換したことから、通期では、売上高 2,055 百万円（前期比 25.2% 増）、営業利益 120 百万円（同 132.6% 増）と想定した。

総合メディア事業は、3Q 累計決算において、大型ビジョンのリニューアル案件の増加などから、売上高が前年同期比 20.5% 増、営業損失が前年同期の 51 百万円から 28 百万円の赤字に縮小したことから、通期では、売上高 710 百万円（前期比 26.2% 増）、営業損益は前年同期の 0 百万円から 42 百万円に増加すると見込んだ。

会社計画に対しては、売上高は 353 百万円、営業利益は 58 百万円下回ると見込んでいる。第 3 四半期までの進捗状況を考慮し、アセアン EPC 事業の売上高と営業利益を会社計画より高くみる一方、国内 EPC 事業と総合メディア事業の売上高と営業利益は会社想定を下回ると判断した。

また、アセアン EPC 事業の利益を強く見たことで、非支配株主利益も会社想定を上回ると判断したことなどにより、当期純利益に関しては、会社計画を 97 百万円下回ると予想した。

17/8 期と 18/8 期については、アセアン EPC 事業と総合メディア事業をけん引役に年率 22% 前後の営業増益を予想している。

国内 EPC 事業は、太陽光発電設備工事が減少に転じると想定したものの、ETC・防災無線・監視カメラ工事の増加でカバーし、年率で2%増収、4%営業増益と予想した。

アセアン EPC 事業は、16年2月に受注したリバーゲートレジデンス新築工事(受注金額6.6億円)や同年5月に受注したチェソール高層アパートメント新築工事(同5.5億円)の貢献などを見込み、年率で21%増収、38%営業増益と想定した。

総合メディア事業は、大型ビジョンの販売がリニューアル案件と新規案件の両方で伸びるとみて、年率で7%増収、46%営業増益と予想した。

営業外収支では、16年8月に購入した賃貸オフィスビル(取得価額1,577百万円)の寄与を見込んでいる。

なお、18/8期のキャッシュ・フロー計算書の中の財務活動によるキャッシュ・フローのその他が、17/8期のマイナス68百万円からマイナス529百万円へと大幅に拡大するのは、社債(残高468百万円)が18年2月末に償還予定であるためである。

【 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)

	14/8期	15/8期	16/8期CE	16/8期E	17/8期E	18/8期E
損益計算書						
売上高	6,810	8,034	9,000	8,647	9,551	9,905
前期比	11.3%	18.0%	12.0%	7.6%	10.5%	3.7%
セグメント別(外部顧客への売上高)	-	-	-	-	-	-
国内EPC	5,238	5,830	6,240	5,882	5,981	6,080
アセアンEPC	764	1,641	1,970	2,055	2,810	3,015
総合メディア	806	562	790	710	760	810
営業利益	283	359	454	396	519	586
前期比	34.4%	26.7%	26.2%	10.1%	31.1%	12.9%
営業利益率	4.2%	4.5%	5.0%	4.6%	5.4%	5.9%
セグメント別	-	-	-	-	-	-
国内EPC	167	174	223	174	181	188
アセアンEPC	51	51	88	120	200	230
総合メディア	-50	0	52	42	66	90
その他・調整額	114	134	91	60	72	78
経常利益	302	348	462	397	620	693
前期比	21.4%	15.3%	32.6%	14.0%	56.2%	11.8%
経常利益率	4.4%	4.3%	5.1%	4.6%	6.5%	7.0%
当期純利益	206	242	337	240	378	422
前期比	-504.1%	17.6%	38.9%	-0.9%	57.4%	11.6%

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) JESCOホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料をもとに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)

	14/8期	15/8期	16/8期CE	16/8期E	17/8期E	18/8期E
貸借対照表						
現預金	618	1,169		1,164	1,392	1,281
受取手形・完成工事未収入金等	1,429	2,202		2,369	2,617	2,714
未成工事支出金	746	338		523	579	599
その他	163	187		151	144	141
流動資産	2,924	3,884		4,208	4,733	4,736
有形固定資産	1,747	1,503		956	877	798
無形固定資産	117	82		78	76	73
投資その他の資産	1,491	1,491		3,490	3,445	3,400
固定資産	3,356	3,077		4,525	4,398	4,272
繰延資産	7	5		2	0	0
資産合計	6,288	6,966		8,737	9,133	9,009
買掛金	1,376	1,629		1,755	1,938	2,010
短期借入金	570	177		356	356	356
1年内返済予定の長期借入金	486	251		227	195	163
未払法人税等	89	75		90	134	149
未成工事受入金	407	337		363	401	416
その他	294	433		440	905	407
流動負債	3,224	2,905		3,234	3,931	3,504
社債	468	468		468	0	0
長期借入金	698	1,425		1,756	1,561	1,397
その他	978	928		872	843	872
固定負債	2,145	2,821		3,097	2,404	2,270
純資産合計	917	1,239		2,405	2,796	3,234
(自己資本)	771	1,032		2,163	2,491	2,857
(非支配株主持分+新株予約権)	146	206		242	305	376
キャッシュ・フロー計算書						
税金等調整前当期純利益	289	397		397	620	693
減価償却費	160	154		157	170	170
売上債権の増減額 (-は増加)	86	-621		-167	-247	-97
棚卸資産の増減額 (-は増加)	-245	395		-184	-56	-20
仕入債務の増減額 (-は減少)	-27	186		126	183	71
その他	166	0		-44	-136	-140
法人税等の支払額	-63	-117		-106	-135	-183
営業活動によるキャッシュ・フロー	366	393		176	397	493
投資不動産の賃貸による収入	98	101		130	230	230
投資不動産の賃貸による支出	-22	-22		-25	-35	-35
固定資産の取得による支出	-335	-83		-1,595	-18	-18
その他	-13	164		-1	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-272	160		-1,491	176	176
短期借入金の純増減額 (-は減少)	-	-430		179	0	0
長期借入金の純増減額 (-は減少)	-96	491		307	-227	-195
株式発行による収入	-	-		920	0	0
配当金の支払額	0	0		-30	-49	-56
その他	-19	-87		-66	-68	-529
財務活動によるキャッシュ・フロー	125	-26		1,309	-345	-780
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	210	550		-4	227	-111
現金及び現金同等物の期首残高	305	515		1,066	1,061	1,289
現金及び現金同等物の期末残高	515	1,066		1,061	1,289	1,178

(注) CE:会社予想 E:証券リサーチセンター予想

(出所) JESCOホールディングス有価証券報告書、決算説明会資料をもとに証券リサーチセンター作成

➤ 投資に際しての留意点

◆ 太陽光発電設備工事が想定以上に急減する可能性

太陽光発電設備工事は、国内 EPC 事業の 15/8 期売上高の 27.7%を占めており、近年の同社の成長をけん引した分野である。しかしながら、同社が手掛けている産業用発電施設の新設市場は既にピークアウトしており、当センターでは、17/8 期以降、同分野の売上高が減少すると予想している。

ただ、同分野の売上高が当センターの想定以上に急減し、他の分野の拡大で補うことも出来ない場合は、同社の業績は当センターの予想を下回る可能性があり、注意が必要である。

◆ 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

同社の連結業績において、アセアン EPC 事業の営業利益構成比（その他・調整額を含めたベース）は、15/8 期において 14.3%に過ぎず、現状では大きな貢献にはなっていない。しかしながら、今後の利益成長の原動力であると想定されるため、アセアン EPC 事業の中心であるベトナムにおいて政治情勢が混乱したり、景気が大幅に悪化したりすると、成長シナリオが崩れるという点において、同社の株価に影響を与える可能性があり、留意する必要がある。

◆ 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

国内 EPC 事業においては、工事の進捗や検収時期の集中によって、特定の四半期に収益が偏重する可能性がある。15/8 期については、第 1 四半期の売上高比率が小さかったことを除けば、特定の四半期に収益が偏重しなかったものの、14/8 期については、第 1 四半期の売上高比率が 5.7%であったのに対し、第 4 四半期の売上高比率は 38.3%にも達した（図表 17）。

【 図表 17 】 国内 EPC 事業の四半期売上高の推移

(単位：千円)

		1Q	2Q	3Q	4Q	通期
14/8期	売上高	300,099	1,705,469	1,264,521	2,028,214	5,298,305
	年度売上高に占める比率	5.6%	32.2%	23.9%	38.3%	100.0%
15/8期	売上高	1,038,380	1,520,141	1,613,061	1,707,270	5,878,854
	年度売上高に占める比率	17.7%	25.9%	27.4%	29.0%	100.0%

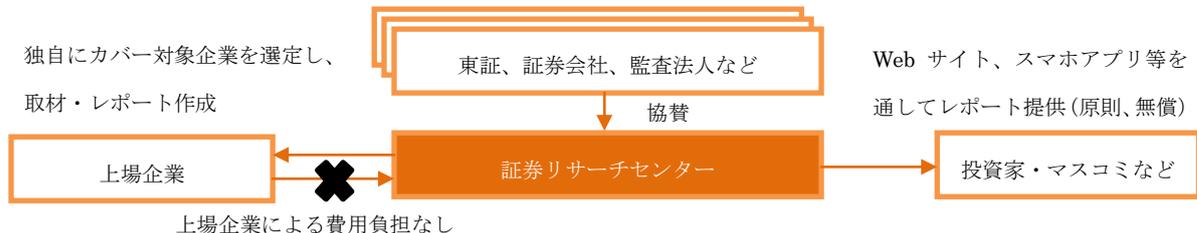
(注) セグメント間の内部売上高を含む

(出所) JESCOホールディングス決算短信、有価証券届出書をもとに証券リサーチセンター作成

よって、四半期の売上動向をみて一喜一憂するのは意味がなく、有価証券報告書で開示される年度受注高や期末受注残高を確認すると共に、期中の受注環境を分析する姿勢が必要であろう。

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)			
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
優成監査法人	株式会社 ICMG		
(準協賛)			
三優監査法人	太陽有限責任監査法人	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

本レポートの特徴

「ホリスティック企業レポートとは」
 ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです

■ **魅力ある上場企業を発掘**

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ **企業の隠れた強み・成長性を評価**

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

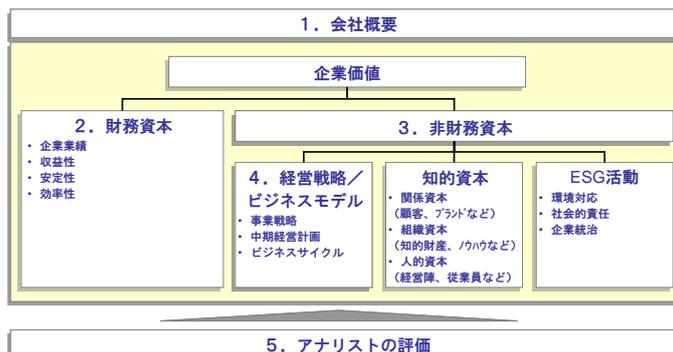
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

本レポートの構成

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。
 「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。
 それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略/ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。
 本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

■ ESG

Environment: 環境、Society: 社会、Governance: 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

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て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。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを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ので、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。