

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
2016年12月16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 20161213

JESCOホールディングス (1434 東証二部)

発行日: 2016/12/16

**創業 46 年の独立系の電気設備・電気通信工事会社
国内事業の回復とコストの削減により、17 年 8 月期以降の業績は回復へ**

> 要旨

◆ 創業 46 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 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サービスや、機器のレンタル、販売(総合メディア事業)も手掛けている。

◆ 16 年 8 月期決算は 4.8%増収、21.5%経常減益

- ・16/8 期決算は、4.8%増収、24.0%営業減益、21.5%経常減益であった。ベトナムでの ODA インフラ工事の拡大などにより売上高は増加したものの、総合メディア事業の採算悪化や一時的な費用の計上などにより、経常減益を余儀なくされた。

◆ 17 年 8 月期の会社計画は 12.9%増収、64.5%経常増益

- ・17/8 期について同社は、12.9%増収、82.9%営業増益、64.5%経常増益を計画している。国内 EPC 事業の増収率が高まることや、減価償却費や 16/8 期に発生した一時的な費用が減少することを前提に、大幅な経常増益を見込んでいる。
- ・証券リサーチセンター(以下、当センター)は、アセアン EPC 事業の売上高が一時的に伸び悩み見通しとなったことなどを受けて 17/8 期の業績予想を見直し、売上高は 9,551 百万円→9,210 百万円(前期比 9.4%増)に、営業利益は 519 百万円→468 百万円(同 71.2%増)に減額した。

◆ アセアン各国の大型インフラ投資の動向に注意したい

- ・当センターでは、アセアン EPC 事業をけん引役とした同社の成長シナリオに変化はないと見ているものの、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にも注意が必要と考えている。

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】

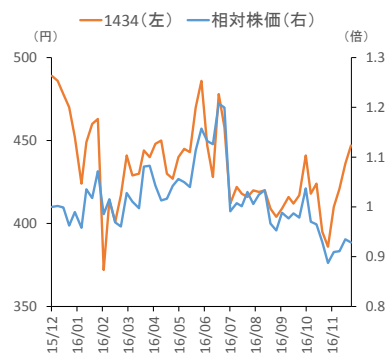
	2016/8/19
株価(円)	447
発行済株式数(株)	6,243,700
時価総額(百万円)	2,791

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	11.1	10.0	8.5
PBR(倍)	1.3	1.2	1.1
配当利回り(%)	1.8	2.0	2.2

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	3.5	8.5	-4.9
対TOPIX(%)	-0.3	-5.9	-3.5

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2015/12/11

【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)
2015/8	8,034	18.0	359	26.7	348	15.3	242	17.6	55.6	236.6	7.0
2016/8	8,416	4.8	273	-24.0	273	-21.5	247	2.2	40.2	333.3	8.0
2017/8 CE	9,500	12.9	500	82.9	450	64.5	300	21.0	48.1	—	9.0
2017/8 E	9,210	9.4	468	71.2	429	56.8	278	12.3	44.6	369.9	9.0
2018/8 E	9,855	7.0	557	19.0	525	22.4	329	18.3	52.7	413.6	10.0
2019/8 E	10,570	7.3	652	17.1	623	18.7	383	16.3	61.4	465.0	11.0

(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

2/17

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ず、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

◆ **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、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社(以下、CNS社)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社)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社)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社と合併したため、現在ではCNS社が国内EPC事業と総合メディア事業を担当している。

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

(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。

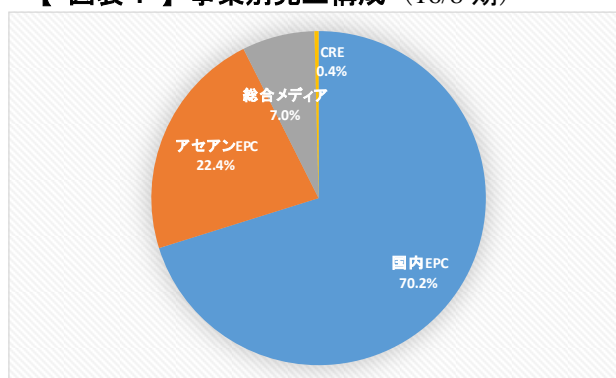
(注2)CRE(Corporate Real Estate)とは、企業が保有する不動産、または、その管理や運用に関する経営戦略を意味しており、同社においては賃貸不動産事業を示している。

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。また、セグメント情報においては、収入は「その他」セグメントの売上高に計上され、利益は「その他」セグメントのセグメント利益または損失の中に含まれている。

16/8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70.2%、アセアンEPC事業22.4%、総合メディア事業7.0%、CRE0.4%であった(図表1)。

【図表1】事業別売上構成(16/8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16/8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28.6%、移動体通信が12.4%であり、これらを合計した電気通信工事全体では41.0%に達する。また、アミューズメント施設、商業施設が25.1%、太陽光発電設備が33.9%であり、これらを合わせた電気設備工事全体では59.0%を占めている。

10/8期から16/8期に掛けて、国内EPC事業の売上高は45~60億円、売上総利益率は10.5~12.2%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は成長ドライバーに位置付けられる

16/8期のアセアンEPC事業の工程別の売上高構成比は工事90.2%、設計・積算7.1%、調達2.7%であった。工事の施設別構成比は、住宅を主体としたベトナム国内インフラの50.1%に対し、空港やETC等のODAインフラが49.9%であった。

10/8期から13/8期までは、アセアンEPC事業の売上高は3億円前後、売上総利益率は16.8~25.1%で推移していた。14/8期にJHE社を買収したが、買収以降の売上総利益率は14/8期16.1%、15/8期11.7%、16/8期13.3%と買収前と比べると低い水準で推移しているものの、16/8期の売上高は約20億円の急拡大しており、今後も同社の成長ドライバーに位置付けられている。

◆ 業績の変動が激しい総合メディアは4期連続営業赤字

16/8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・ソリューションが約6割、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・オペレーションが約4割であった。

10/8期から16/8期までの総合メディア事業の売上高は4~9億円の範囲で変動している一方、過去4期間の売上総利益率は13/8期9.3%、14/8期6.1%、15/8期11.9%そして16/8期は3.2%となっており、不安定な収益構造が課題となっている。実際、同期間において、営業赤字が継続している。

◆ 唐澤副社長が新社長に就任

11月29日開催の株主総会において、柁本社長が代表取締役会長兼CEOに、唐澤光子副社長が代表取締役社長に就任する議案が承認された。特筆すべきは、創業者や、その親族でもない女性が上場企業の社長となった例は極めて乏しい中で、唐澤氏が上場企業の中でも数少ない女性社長となったことにある。

内閣府男女共同参画局の15年度時点での調べによると、同社は、女性が少ない建設業界において、女性取締役の人数(2人)が1位(他に同数3社)、女性取締役の比率(15.4%)が2位(他に同率1社)となっていたが、唐澤新社長の就任により、女性が活躍できる企業としての評価は一段と高くなるものと思われる。

> 決算概要

◆ 16年8月期は4.8%増収、24.0%営業減益、21.5%経常減益

16/8期決算は、前期比4.8%増収、24.0%営業減益、21.5%経常減益であった。これを上期(第2四半期累計期間)と下期に分けてみると、上期は前年同期比18.8%増収44.6%営業増益と好調であったものの、下期は同6.0%減収36.2%営業減益と急変した(図表2、なお15/8期上期の数値は監査証明を受けていないため、あくまでも上期と下期の前年同期比は参考数値である)。

【 図表 2 】 16 年 8 月期業績

(百万円)

	前期				16/8期					
	1Q	2Q	上期	増減率	3Q	4Q	下期	増減率	通期	増減率
売上高	1,757	2,373	4,130	18.8%	1,801	2,484	4,286	-6.0%	8,416	4.8%
売上総利益	170	290	460	22.8%	220	357	577	-13.6%	1,038	-0.5%
売上総利益率	9.7%	12.2%	11.2%	-	12.2%	14.4%	13.5%	-	12.3%	-
販売費及び一般管理費	208	173	382	19.1%	170	211	382	5.4%	764	11.8%
販管費率	11.9%	7.3%	9.3%	-	9.4%	8.5%	8.9%	-	9.1%	-
営業利益	-38	116	78	44.6%	49	145	194	-36.2%	273	-24.0%
営業利益率	-2.2%	4.9%	1.9%	-	2.7%	5.9%	4.5%	-	3.2%	-
経常利益	-37	91	54	8.9%	64	154	219	-26.5%	273	-21.5%
経常利益率	-2.1%	3.9%	1.3%	-	3.6%	6.2%	5.1%	-	3.3%	-
当期(四半期)純利益	-50	84	34	170.0%	33	179	213	-7.0%	247	2.2%

(注) 15/8 期上期の数値は監査証明を受けていないため、上期と下期の増減率(前年同期比)は参考数値。

(出所) J E S C O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

期初計画に対する達成率は、売上高 93.5%、営業利益 60.2%、経常利益 59.2%、当期純利益 73.6%であった。

売上高未達の要因としては、1) 一部の携帯電話会社による設備投資の一時的な停滞(国内 EPC 営業)、2) 円高・ベトナムドン安による換算上の目減り(アセアン EPC 事業)、3) デジタルサイネージを利用した広告販売の不振(総合メディア事業)が挙げられる。

営業利益が計画に対して大幅に未達となったのは、国内 EPC 事業において、採算がやや低い工事の売上高構成比が高まったことや、総合メディア事業において、映像装置販売の採算悪化や、利益率が高い広告販売の低迷が見られたこと等が要因である。

営業利益は、前期比においても 24.0%の減少を余儀なくされた。国内 EPC 事業と総合メディア事業の売上総利益率が低下したため、全体の売上総利益率は、15/8 期の 13.0%から 12.3%に悪化した。更に、人件費や貸倒引当金繰入の増加や、上場関連費用や本社移転費用の発生によって、売上高に占める販売費及び一般管理費(以下、販管費)の比率が 15/8 期の 8.5%から 9.1%に上昇したためである。

なお、特別利益には役員退職慰労未払金戻入額 102 百万円が、特別損失には総合メディア事業の映像装置に対する減損損失 40 百万円が計上された。

◆ セグメント別には総合メディア事業の業績悪化が目立つ

セグメント別(セグメント間の内部売上高を含むベース)の業績は、国内 EPC 事業が前期比 1.5%増収・9.1%営業減益、アセアン EPC 事

業が同 14.6%増収・66.8%営業増益、総合メディア事業が同 11.4%増収・31 百万円の営業赤字拡大、CRE・その他(単体)が同 10.3%増収・赤字転落(75 百万円の営業減益)であった(図表 3)。

【図表 3】16 年 8 月期のセグメント別業績

(百万円)

	セグメント	15/8期							16/8期	増減率
		通期	1Q	2Q	上期	3Q	4Q	下期	通期	
売上高		8,034	1,757	2,373	4,130	1,801	2,484	4,286	8,416	4.8%
	国内EPC	5,878	1,181	1,781	2,963	1,182	1,824	3,006	5,969	1.5%
	アセアンEPC	1,761	429	528	958	454	605	1,060	2,018	14.6%
	総合メディア	611	198	175	373	205	101	307	681	11.4%
	CRE・その他	442	111	111	222	111	153	265	488	10.3%
	調整額	-659	-164	-224	-388	-152	-199	-352	-741	—
営業利益		359	-38	116	78	49	145	194	273	-24.0%
	営業利益率	4.5%	-2.2%	4.9%	1.9%	2.7%	5.9%	4.5%	3.2%	—
	国内EPC	174	-20	67	46	15	96	111	158	-9.1%
	営業利益率	3.0%	-1.7%	3.8%	1.6%	1.3%	5.3%	3.7%	2.7%	—
	アセアンEPC	51	2	13	16	22	46	69	86	66.8%
	営業利益率	2.9%	0.7%	2.5%	1.7%	5.0%	7.7%	6.6%	4.3%	—
	総合メディア	-0	-7	0	-8	-19	-3	-23	-32	—
	営業利益率	-0.1%	-4.0%	-0.4%	-2.3%	-9.5%	-3.8%	-7.6%	-4.7%	—
	CRE・その他	72	71	20	91	-78	-16	-94	-3	—
	調整額	61	-83	15	-67	109	22	131	63	—

(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

同社のセグメント情報では、持株会社単体の業績は「その他」(図表 3では「CRE・その他」と記載)セグメントとして、独立して表示されている。従来は、外部顧客への売上高はなく、子会社から受け取る経営指導料をセグメント間の内部売上高又は振替高に計上していたが、16/8期においては、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月から「その他」セグメントの外部顧客への売上高に計上区分を変更した。

よって、16/8期の実態ベースでの不動産賃貸の業績を推計してみると、不動産賃貸収入は、16年6月までの営業外収益計上分(98百万円)と7~8月の「その他」セグメントの外部顧客への売上高計上分(29百万円)の合計額127百万円(前期比25.3%増)となる。一方、不動産賃貸の利益は、営業外収支計上分である55百万円と「その他」のセグメント利益に含まれている17百万円の合計額73百万円(前期比20.4%増)となる。

また、総合メディア事業のセグメント間の内部売上高には、持株会社単体の広告をデジタルサイネージの広告枠が空いている時間に掲載している分が計上されている。16/8期において、総合メディア事業のセグメント間の内部売上高又は振替高が15/8期の48百万円から90百万円に増加しているのは、主として、同社(単体)が子会社への広告出稿を増やしたためと推測される。一方、同社単体の広告宣伝費(子会社以外への支出も含まれている)は、15/8期の6百万円から56百万円に大幅に増加しており、対応関係が認められる。

一見すると、総合メディア事業が前期比11.4%増収(セグメント間の内部売上高を含むベース)、31百万円の営業赤字拡大である一方、CRE・その他(単体)は同10.3%増収、赤字転落(75百万円の営業減益)であるため、同社の業績悪化の主因は総合メディア事業よりもCRE・その他にあるように見える。

セグメント利益について、15/8期と同じベースで実質利益を推定してみると、CRE・その他は、16/8期の3百万円の赤字から、15/8期には含まれていなかった不動産賃貸の利益(17百万円)を控除し、子会社への出稿分と推測される広告宣伝費の増加額(40~50百万円)を戻し入れた金額は20~30百万円の黒字となり、前期比42~52百万円の減益と試算される。減益の主因は、本社移転費用と上場関連費用と推測されるため、同セグメントの損益悪化は同社グループの事業環境の悪化を意味しているわけではない。

一方、総合メディア事業は、16/8期の32百万円の赤字から同社(単体)に対する売上高の増加分(推定40~50百万円)を減じた金額は72~82百万円の赤字、前期比72~82百万円の減益と推定される(単体からの広告出稿に伴って計上したコストの影響は軽微と推測されるため、ここでは考慮していない)。よって、同事業の実態損益の悪化が同社グループの営業減益の主因であることは明確である。

なお、子会社が計上した単体からの売上高と利益は、連結決算において消去されているため、セグメント間の取引についての議論は全社ベースの業績に影響するものではない。しかしながら、同社のような事業構造を持つ企業においては、セグメント情報における表面的な数値の変化を見ても、各セグメントの実態が分かりにくいいため、証券リサーチセンター(以下、当センター)ではあえて細かい分析を行った。

◆ 上期に好調だった国内EPC事業は通期では小幅減益

国内EPC事業の業績は、上期は好調だったものの下期に失速したため、通期では増収ながら小幅減益となった。

国内 EPC 事業は、16/8 期の上期には太陽光発電設備工事の増加により、前年同期比 16.2%増収（外部顧客への売上高ベース）、36.8%営業増益と好調であったが、下期には、一転して同 9.9%減収、20.3%営業減益と落ち込んだ。

下期においては、携帯電話会社の設備投資が一時的に低迷した影響から売上高が減少したことに加えて、普段は移動体通信工事を担当する技術者が不慣れな他部門の工事を手掛けたことなどから採算が悪化したことや、太陽光発電設備工事においても利益率が低下したことが影響し、減益を余儀なくされた。

15/8 期と 16/8 期の事業分野別売上高構成比から推測した 16/8 期の売上高の増減率は、ETC・防災行政無線・監視カメラが前期比 9.0%減、移動体通信が同 13.8%減、アミューズメント施設・商業施設が同 1.2%減、太陽光発電設備が同 24.3%増と試算される。

同事業においては、売上総利益率は 10/8 期以降の最高水準であった 15/8 期の 12.2%から 11.2%に低下したものの、販管費が前期の 541 百万円から 511 百万円に減少したため、営業利益の減益幅は 15 百万円にとどまった。

◆ アセアン EPC 事業は上期同様に通期も大幅増益

アセアン EPC 事業の業績は、前年同期比 36.7%増収、営業損益黒字転換（15/8 期上期の 21 百万円の赤字から 16 百万円の黒字に転換）であった上期に対して、下期は同 0.8%増収 3.9%営業減益とやや伸び悩んだものの、通期でも大幅増益となった。

15/8 期と 16/8 期の事業分野別売上高構成比から推測した 16/8 期の売上高の増減率は、ベトナムインフラ工事が前期比 3.0%増、ODA インフラ工事が同 21.9%増、設計・積算が同 56.5%増、調達同 40.7%増と試算される。

会社別の売上高は、設計・積算、調達、ODA インフラ工事を手掛ける JA 社が 1,012 百万円（前期比 5.6%増）、住宅関連を中心にベトナム国内インフラ工事を手掛ける JHE 社が 1,006 百万円（同 25.4%増）であった。

アセアン EPC 事業においては、増収効果や利益率の高い設計・積算の売上高構成比の上昇などにより、売上総利益率は 10/8 期以降の最低水準であった 15/8 期の 11.7%から 13.3%に改善した。一方、貸倒引当金の繰入額の増加などから販管費が前期の 154 百万円から 182 百万円に拡大した。結果として、営業利益は前期比 34 百万円増加した。

◆ **上期は改善傾向にあった総合メディア事業は下期に急降下**

総合メディア事業の業績は、人員シフトなどコスト削減効果などから、前年同期比 2.2%増収、営業赤字縮小（15/8 期上期の 53 百万円の赤字から 8 百万の赤字に縮小）と改善傾向にあった上期から一転、下期においては同 8.4%増収ながら、営業損益は前年同期の 52 百万円の黒字から 23 百万円の赤字に転落した。

下期の業績が悪化した背景は、利益率が高い広告売上が低迷した一方で、販売が回復した映像装置において採算が悪化したためであると当センターでは推測している。

総合メディア事業においては、16/8 期の販管費は前期の 73 百万円から 54 百万円に減少したものの、売上総利益率は 12/8 期以降の最高水準であった 15/8 期の 11.9%から 3.2%へと大幅に悪化したため、営業利益は前期比 31 百万円減少した。

◆ **上場時の公募増資と不動産の取得により財務内容は大幅に変化**

上場時の公募増資と 16 年 8 月の不動産の取得によって財務内容は大幅に変化した。

約 16 億円の賃貸オフィスビルを取得したことなどを背景に、16/8 期末の借入金・社債の合計額は 15/8 期末の 2,322 百万円から 3,326 百万円に増加した。また、不動産事業の本格展開に伴い、投資その他の資産に計上していた投資不動産（15/8 期末 1,268 百万円）を有形固定資産に振り替えたことにより、有形固定資産が 15/8 期末の 1,503 百万円から 16/8 期末には 4,161 百万円に増加した。

借入金の増加などにより負債が増えた一方、15 年 9 月の公募増資により資本金と資本剰余金が合わせて前期末比 913 百万円増加したため、自己資本比率は 15/8 期末の 14.8%から 16/8 期末には 24.0%に改善した。

> **業績見通し**

◆ **JESCO ホールディングスの 17 年 8 月期予想**

17/8 期業績について同社は、売上高 9,500 百万円（前期比 12.9%増）、営業利益 500 百万円（同 82.9%増）、経常利益 450 百万円（同 64.5%増）、当期純利益 300 百万円（同 21.0%増）を見込んでいる（図表 4）。

営業利益の予想増加額（226 百万円）の内訳として、売上総利益の増加が 174 百万円（売上総利益率は 16/8 期 12.3%→17/8 期計画 12.8%）、販管費の減少が 51 百万円と同社は想定している。販管費については、上場関連費用と本社移転費用が剥落すると共に、貸倒引当金繰入額が減少すると見込んでいる。

【 図表 4 】 過去の業績と 17 年 8 月期の会社計画

(百万円)

	セグメント	14/8期	15/8期	16/8期	17/8期	増減率
		実績	実績	実績	会社計画	
売上高		6,810	8,034	8,416	9,500	12.9%
	国内EPC	5,298	5,878	5,969	7,020	17.6%
	アセアンEPC	892	1,761	2,018	2,070	2.5%
	総合メディア	839	611	681	760	11.6%
	CRE・その他	390	442	488	751	53.8%
	調整額	-609	-659	-741	-1,101	—
売上総利益		823	1,043	1,038	1,213	16.8%
売上総利益率		12.1%	13.0%	12.3%	12.8%	—
販売費及び一般管理費		540	684	764	713	-6.8%
販管費率		7.9%	8.5%	9.1%	7.5%	—
営業利益		283	359	273	500	82.9%
営業利益率		4.2%	4.5%	3.2%	5.3%	—
	国内EPC	167	174	158	262	65.0%
営業利益率		3.2%	3.0%	2.7%	3.7%	—
	アセアンEPC	51	51	86	101	17.4%
営業利益率		5.8%	2.9%	4.3%	4.9%	—
	総合メディア	-50	-0	-32	89	—
営業利益率		-6.0%	-0.1%	-4.7%	11.7%	—
	CRE・その他	56	72	-3	127	—
	調整額	57	61	63	-79	—
経常利益		302	348	273	450	64.5%
経常利益率		4.4%	4.3%	3.3%	4.7%	—
当期純利益		206	242	247	300	21.0%

(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

(出所) J E S C O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

営業外収支は、16/8 期の 0 百万円から 50 百万円の赤字への悪化が見込まれている。不動産賃貸収入と同費用が売上高と売上原価に計上されることとなり、不動産賃貸利益が営業外収支から外れるためである。

この他、16/8 期に発生した特別利益・損失がそれぞれ大幅に減少すると想定していると共に、繰延税金資産に係る評価性引当額が減少したことに伴い、法人税等調整額がマイナスとなり、17.2%と低水準になった見掛け上の税率が、17/8 期は特殊要因がなくなり、大幅に上昇すると想定している。

セグメント別の計画をみると、国内 EPC 事業に関しては、前期比 17.6%増収（セグメント間の内部売上高を含むベース）、65.0%営業増益と見込んでいる。

16/8 期における同事業の受注高が 7,334 百万円（前期比 18.2%増）と好調であったものの、16/8 期下期の完工高が減少したため、期末受注残が 4,738 百万円（同 43.1%）と大幅に積み上がった（受注高と期末受注残については、セグメント間の内部売上高は消去されている）。17/8 期はアミューズメント施設・商業施設を中心に受注した工事の完工が進むことに加え、一時的に停滞していた移動体通信工事が回復に転じてきたことが増収に寄与すると見ている模様である。

営業利益が大幅に増加するのは、増収効果に加え、持株会社に支払う経営指導料と不動産賃借料が 16/8 期に比べ引き下げられる影響が含まれている。

アセアン EPC 事業については、同 2.5%増収、17.4%営業増益と見込んでいる。

16/8 期における同事業の受注は 2,285 百万円（同 16.3%増）、期末受注残は 2,029 百万円（同 24.3%増）と大幅に膨らんだものの、期末受注残の一部には工期が 18/8 期に及ぶものも含まれている。会社別では、JHE の売上高は 16/8 期の約 10.1 億円から約 12.9 億円に増加する見込みであるが、ODA インフラ工事が端境期にある JA の売上高が減少すると想定している。

営業利益の増加率が高いのは、貸倒引当金繰入額の減少による販管費率の改善が想定されているためである。

総合メディア事業に関しては、同 11.6%増収、営業損益黒字転換（32 百万円の赤字→89 百万円の黒字）と見込んでいる。

16/8 期における同事業の受注は 545 百万円（同 32.1%増）と回復した一方で、期末受注残は 235 百万円（同 16.1%減）と低迷したものの、商談状況からサイネージ・ソリューションの拡大を想定し、増収計画となっている。

営業利益の増加要因については、映像装置に対する減損損失の計上に伴う減価償却費の減少や、増収効果、持株会社に支払う経営指導料と不動産賃借料の減少などが挙げられる。

CRE・その他については、不動産賃貸事業の収益が通期で計上されるため、前期比 262 百万円の増収（外部顧客への売上高の増加分 187 百万円、セグメント間の内部売上高の増加分 76 百万円）と、同 130 百万円の営業利益の増加を見込んでいる。

セグメント間の内部売上高の増加は、子会社からの受取配当金をセグメント間の内部売上高に 17/8 期から計上する計画となっているためである。営業利益の増加は、ほぼ外部顧客への売上高（不動産賃貸収入）が増加するためである。セグメント間の内部売上高に対応する営業利益に関しては、配当金の計上による増益要因と経営指導料引き下げによる減益要因がほぼ拮抗している模様である。

調整額の売上高については、国内 EPC 事業、アセアン EPC 事業、CRE・その他事業の内部売上高の拡大を見込み、前期比 359 百万円の増加と見積もっている。

調整額に関する営業損益については、16/8 期の 63 百万円の黒字から 79 百万円の赤字に悪化すると想定している。

16/8 期（厳密には 16 年 6 月）までは、子会社に対する不動産賃貸取引に関し、収入は CRE・その他のセグメント間の内部売上高には計上されていなかった一方で、子会社側の各セグメントの費用には計上されており、その取引から生じる利益相当額が連結決算上は営業費用から控除されるため、調整額の営業損益がプラスの数値となっていた。

17/8 期については、不動産賃貸の売上高が、営業外収益への計上から CRE・その他の売上高への計上に変更されたため、子会社に対する不動産賃貸の利益も CRE・その他の営業利益にも含まれることになり、その分を調整額の項目でマイナスすることになる。加えて、CRE・その他に計上される子会社から受取配当金も調整額で相殺消去されることから、調整額の営業損益が大幅に悪化する計画となった。

◆ 証券リサーチセンターの 17 年 8 月期予想

当センターは、全体に亘って 17/8 期予想を見直した。主として、アセアン EPC 事業の売上高が従来予想に比べて伸び悩む見通しとなったことから、売上高を 9,551 百万円→9,210 百万円、営業利益を 519 百万円→468 百万円、経常利益を 620 百万円→429 百万円、当期純利益を 378 百万円→278 百万円に減額修正した。前期比では 10.5%増収、31.1%営業増益から、9.4%増収、71.2%営業増益へと修正した。

前回のレポートにおいて、当センターは、同社の 15/8 期の決算説明会資料の開示内容と同様に、各セグメントの予想売上高を外部顧客への売上高ベースによって掲載していた。しかしながら、同社の 16/8

期の説明会資料においては、セグメント間の内部売上高を含むベースに変更されたため、当センターにおいても表示形式を変更した。そこで、セグメント別に関して本レポートでは、当センターの前回予想との比較ではなく、同社計画との比較について述べてみたい。

(1) 国内 EPC 事業

国内 EPC 事業は、同社の計画に対して、売上高が 260 百万円、営業利益が 22 百万円下回ると予想した。同事業の受注残が大幅に増加していることから大幅増収を予想する同社計画には一定の妥当性はあるものの、17/8 期上期の同社全体の計画が前年同期比 24.2%の減収となっていることを考慮すると、下期に偏重していると推測される同事業の売上高計画の達成にはややリスクがあると判断した。

(2) アセアン EPC 事業

アセアン EPC 事業は、同社の計画と同額と予想した。受注残の一部に 18/8 期の売上高となる分が含まれているものの、期中に受注し、期中に完工する工事の売上高について 16/8 期と同水準が見込めると考え、計画達成は可能と判断した。

(3) 総合メディア事業

総合メディア事業は、同社の計画に対して、売上高が 30 百万円、営業利益が 10 百万円下回ると予想した。同事業の受注残が減少していることや、広告などのディスプレイ・オペレーションの売上高の回復には時間がかかると見られることなどから、二桁増収を見込む同事業の計画の達成にはややリスクがあると判断した。

(4) CRE・その他、調整額

CRE・その他と調整額については、いくつかの項目でセグメント間の内部売上高や費用において、計上箇所が変更されたり、金額が大きく増減すると計画されたりしているため、期初の段階において、外部からその妥当性を検証することは困難と言える。よって、CRE・その他と調整額については、同社の計画と同額と予想した。

> 中期業績予想

◆ 証券リサーチセンターの中期見通し

当センターでは中期見通しについても、前回の 18/8 期業績予想を見直すと共に、19/8 期予想を新たに策定した (図表 5)。

18/8 期予想においては、売上高を 50 百万円、営業利益を 29 百万円、それぞれ減額し、前期比 7.0%増収、19.0%営業増益と予想した。

【 図表 5 】 中期業績予想

(百万円)

	16/8期	17/8期CE	旧17/8期E	17/8期E	旧18/8期E	18/8期E	19/8期E
売上高	8,416	9,500	9,551	9,210	9,905	9,855	10,570
前期比	4.8%	12.9%	10.5%	9.4%	3.7%	7.0%	7.3%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
国内EPC	5,969	7,020	6,060	6,760	6,160	6,860	7,060
アセアンEPC	2,018	2,070	2,995	2,070	3,250	2,605	3,110
総合メディア	681	760	850	730	900	790	850
CRE・その他	488	751	446	751	446	751	751
調整額	-741	-1,101	-800	-1,101	-851	-1,151	-1,201
営業利益	273	500	519	468	586	557	652
前期比	-24.0%	82.9%	31.1%	71.2%	12.9%	19.0%	17.1%
営業利益率	3.2%	5.3%	5.4%	5.1%	5.9%	5.7%	6.2%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-
国内EPC	158	262	181	240	188	245	255
アセアンEPC	86	101	200	101	230	170	240
総合メディア	-32	89	66	79	90	94	109
CRE・その他	-3	127	12	127	12	127	127
調整額	63	-79	60	-79	66	-79	-79
経常利益	273	450	620	429	693	525	623
前期比	-21.5%	64.5%	56.2%	56.8%	11.8%	22.4%	18.7%
経常利益率	3.3%	4.7%	6.5%	4.7%	7.0%	5.3%	5.9%
当期純利益	247	300	378	278	422	329	383
前期比	2.2%	21.0%	57.4%	12.3%	11.6%	18.3%	16.3%

(注) CE : J E S C O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) J E S C O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

セグメント別については、国内EPC事業を1.5%増収、2.1%営業増益、アセアンEPC事業を25.8%増収、68.3%営業増益、総合メディア事業を8.2%増収、19.0%営業増益と見込んでいる。

国内EPC事業の成長鈍化を予想したのは、17/8期の増益要因と予想される持株会社に支払う費用の減少効果が一巡するほか、売上面では、ETC・防災無線・監視カメラ工事が拡大するものの、太陽光発電設備工事が減少すると考えたためである。

アセアンEPC事業の成長加速を予想したのは、JHE社が増収増益を継続すると共に、JA社が大型案件の端境期を終え、業績回復局面に入ると想定したためである。

総合メディア事業の堅調な業績を予想したのは、リニューアル案件を中心としたサイネージ・ソリューションの売上高の増加や、減価償却費の減少が続くと考えたためである。

なお、同事業においては、大手広告代理店などと組んで、同社が保有する首都高速道路沿いのデジタルサイネージを使って、通過する車種に合わせて広告映像を切り替える実証実験を行っている。本格運用にはまだ時間を要する模様であるが、当センターは不振の広告販売に対するてこ入れ策として注目している。

19/8 期については、売上高 10,570 百万円（前期比 7.3%増）、営業利益 652 百万円（同 17.1%増）と予想した。同社は今回、19/8 期の売上高を 13,000 百万円、営業利益を 800 百万円とする中期経営計画を発表したが、当センターでは目標数値の達成は現時点においては難しいと見ている。

19/8 期の国内 EPC 事業は、ETC・防災無線・監視カメラ工事の好調が継続し、前期比 2.9%増収、4.1%営業増益と予想した。

アセアン EPC 事業は、連結子会社 2 社の成長が続き、同 19.4%増収、41.2%営業増益と予想した。同社の 19/8 期における海外売上高比率の計画（32%）から算出した売上高（4,160 百万円）に比べ、当センターの予想（3,110 百万円）は 1,050 百万円少ない。これは、主として当センターでは ODA インフラ工事の売上高の拡大を同社よりも慎重に見ているためと推測している。

総合メディア事業は、18/8 期と同様の要因により、同 7.6%増収、16.0%営業増益と予想した。

> 投資に際しての留意点

◆ 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

当センターでは、16 年 8 月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を投資に際しての留意点として指摘した。

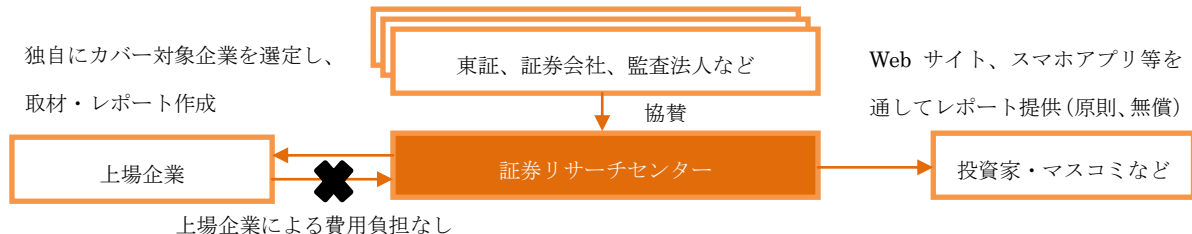
アセアン EPC 事業の主要ターゲットの一つである日本政府の ODA によるインフラ工事は、1 件当たりの規模が大きいことから、現地の政府による決定や手続きに時間がかかるほか、進行中の案件においても、プロジェクトの中止や延期、中断が生じることもある。当センターの

業績予想においては、ODA インフラ工事の貢献を保守的に見込んでいるものの、アセアン各国の政治情勢が全般的に不安定化してきていることや一部の加盟国の通貨が弱含んできていることを考慮すると、アセアン地域での大型インフラ投資の先行きに不透明感が強まってきていることは否めない。

アセアン各国の大型インフラ投資が想定ほど拡大しなければ、同社の業績拡大にブレーキがかかるだけでなく、株価の上昇余地が乏しくなる可能性も高くなると考えられるため、今回、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

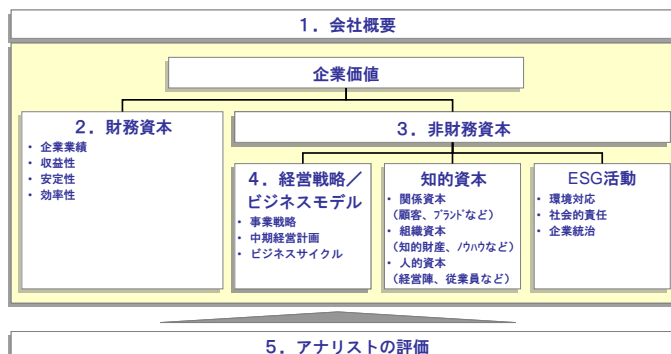
■ **第三者が中立的・客観的に分析**

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、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。