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
2017年6月23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 20170620

Copyright© 2012 Stock Research Center. All Rights Reserved.　本レポートの権利は一般社団法人 証券リサーチセンターに属します。いかなる形でも無断での複写・転載・利用を禁じます

JESCO ホールディングス（1434 東証二部）

発行日：2017/6/23

創業 47 年の独立系の電気設備・電気通信工事会社
上期は大幅減益を余儀なくされたものの、17 年 8 月期下期以降は業績回復へ

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

＞ 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 月期上期決算は 24.4%減収、31.8%営業減益

・17/8 期第 2 四半期累計期間の決算は、前年同期比 24.4%減収、31.8%営業減益、43.5%経常減益であった。不動産事業の利益貢献が拡大したものの、工事の端境期となった国内 EPC 事業の売上高が大きく減少したため、大幅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%経常増益を維持

・17/8 期について、12.9%増収、82.9%営業増益、64.5%経常増益としている計画を、同社は据え置いた。セグメント別予想についても修正はない。

・証券リサーチセンター（以下、当センター）は、国内 EPC 事業と総合メディア事業の売上高が従来想定よりも伸び悩む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た。売上高を 9,210 百万円→9,058 百万円（前期比 7.6%増）に、営業利益を 468 百万円→405 百万円（同 48.2%増）に減額したものの、下期から業績は回復すると見ている。

◆ インフラ整備に対するベトナムの外資活用政策の進展に注目

・当センターでは、アセアン各国の中でも、同社にとって最重要市場であるベトナムのインフラ整備において、外資を活用する政策が導入される見通しとなったため、その進展に大いに注目している。

【主要指標】

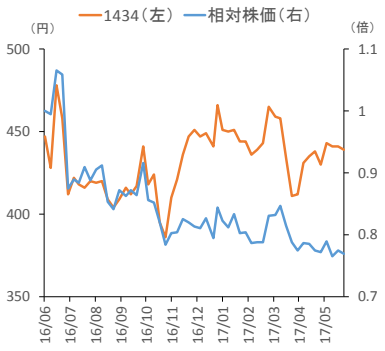
	2017/6/16
株価（円）	439
発行済株式数（株）	6,280,900
時価総額（百万円）	2,757

	前期実績	今期予想	来期予想
PER（倍）	10.9	12.1	9.5
PBR（倍）	1.3	1.2	1.1
配当利回り（%）	1.8	2.1	2.3

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン （%）	0.0	-4.1	-6.6
対TOPIX（%）	-1.7	-9.2	-27.1

【株価チャート】



（注）相対株価は対TOPIX、基準は2016/6/17

【 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	9,058	7.6	405	48.2	357	30.5	227	-8.3	36.2	360.9	9.0
2018/8	E	9,788	8.1	507	25.2	465	30.3	290	27.6	46.2	398.1	10.0
2019/8	E	10,538	7.7	597	17.8	558	20.0	340	17.3	54.2	442.2	11.0

(注) CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

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 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。

（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。

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。

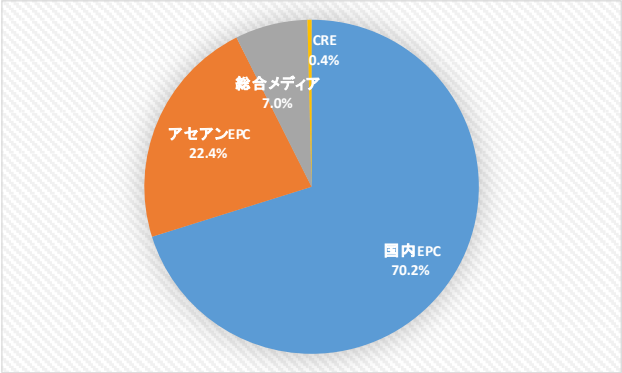
（注 2）CRE（Corporate Real Estate）とは、企業が保有する不動産、または、その管理や運用に関する経営戦略を意味しており、同社においては賃貸不動産事業を示している。

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。

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、16/8 期の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、利益は「その他」セグメントのセグメント利益または損失に計上された。

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。

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。

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 億円に急拡大しており、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。

＞ 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)	・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)	・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)	・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)	・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）。

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。

【 図表３ 】知的資本の分析

項目		分析結果	KPI 項目	KPI 数値（前回）	KPI 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、売上高上位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
			・上場からの経過年数	1年	2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。	・協力会社数（資材の仕入れ先を含む）	300社超	300社超
		・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。	・ヤマト電機からの仕入金額と仕入比率	897百万円、32.4%	831百万円、29.1%
組織資本	プロセス	・特定の元請事業者に依存しない受注姿勢を貫いている。	・最大顧客の売上高構成比	1割未満	1割未満
		・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。			
	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。	・会長の経営経験年数	46年	47年
		・取締役に女性と外国人を登用。	・取締役（監査役を含む）の中の女性比率と外国人比率	20%、10%	20%、10%
	従業員	・優秀なベトナム人エンジニアを積極採用。	・ベトナム人社員の構成比	56%（14/8期末）	60%（15/8期末）、63%（16/8期末）
		・建設セクターの中では高い女性比率を誇る。	・女性従業員の構成比	約2割	約2割
		・バランスの取れたインセンティブ制度	・従業員持株会	413千株（9.5%）	406千株（6.5%）
			・ストックオプション	301千株（6.9%）	267千株（4.3%）

（注）KPI の数値は、特に記載がない限り、前回は 15/8 期または 15/8 期末、今回は 16/8 期または 16/8 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、届出書、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

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

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。

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 月期上期は 24.4%増収、31.8%営業減益、43.5%経常減益

17/8 期第 2 四半期累計期間（以下、上期）の決算は、売上高 3,123 百万円（前年同期比 24.4%減）、営業利益 53 百万円（同 31.8%減）、経常利益 30 百万円（同 43.5%減）、四半期純利益 16 百万円（同 51.8%減）であった（図表 4）。

【 図表 4 】17 年 8 月期上期の業績 （単位：百万円）

	16/8期					17/8期			
	上期	3Q	4Q	下期	通期	1Q	2Q	上期	増減率
売上高	4,130	1,801	2,484	4,286	8,416	1,321	1,801	3,123	-24.4%
売上総利益	460	220	357	577	1,038	158	267	426	-7.5%
売上総利益率	11.2%	12.2%	14.4%	13.5%	12.3%	12.0%	14.9%	13.7%	―
販売費及び一般管理費	382	170	211	382	764	187	185	373	-2.5%
販管費率	9.3%	9.4%	8.5%	8.9%	9.1%	14.2%	10.3%	11.9%	―
営業利益	78	49	145	194	273	-29	82	53	-31.8%
営業利益率	1.9%	2.7%	5.9%	4.5%	3.2%	-2.2%	4.6%	1.7%	―
経常利益	54	64	154	219	273	-34	64	30	-43.5%
経常利益率	1.3%	3.6%	6.2%	5.1%	3.3%	-2.6%	3.6%	1.0%	―
当期（四半期）純利益	34	33	179	213	247	-28	44	16	-51.8%

（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

上期の実績は期初計画に対して、売上高は 9 百万円下回ったものの、営業利益は 47 百万円、経常利益は 53 百万円、四半期純利益は 35 百万円上回った。

売上高については、太陽光発電設備工事の着工が遅延したこと等により、国内 EPC 事業が計画未達となったほか、ディスプレイ・オペレーションなどの回復が遅れている総合メディア事業も計画に達しなかった。一方、アセアン EPC 事業が計画ほど減少しなかったことや、セグメント間の内部売上高の合計額である調整額については、増加する計画に反して実際には減少したことなどにより、全体では計画に対する未達幅は小幅にとどまった。

営業利益が計画を大幅に上回ったのは、アセアン EPC 事業において、JHE は増収効果により、JA は高採算である積算設計の売上高構成比の上昇により、営業利益率が想定以上に改善したことや、その他セグメントの損益悪化見通しが保守的過ぎたことによる。

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。

営業利益は、前年同期比では 31.8%の減少を余儀なくされた。原価率が低い不動産（CRE）事業が新たに加わったことや、アセアン EPC 事業の原価率が低下したことなどにより、全体の売上総利益率は 16/8 期上期の 11.2%から 13.7%に改善したものの、売上高の大幅な減少をカバーしきれなかったためである。

営業外収支については、16/8 期上期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（53 百万円）及び不動産賃貸費用（26 百万円）が売上高と営業費用に振り替わった一方で、その他の営業外費用が 24 百万円、支払利息が 6 百万円減少したことなどにより、営業外収支の赤字幅は前年同期の 24 百万円から 22 百万円にやや縮小した。

◆ セグメント別には国内 EPC 事業の業績悪化が目立つ

主要セグメント（セグメント間の内部売上高を含むベース）の業績は、国内 EPC 事業が前年同期比 29.9%減収、営業赤字転落（46 百万円の黒字→37 百万円の赤字）、アセアン EPC 事業が同 24.7%減収、151.3%営業増益、総合メディア事業が同 19.7%減収、営業黒字転換（8 百万円の赤字→11 百万円の黒字）となり、国内 EPC 事業の業績悪化が目立った（図表 5）。

【 図表 5 】17 年 8 月期上期のセグメント別業績 （単位：百万円）

	セグメント	16/8期 上期	3Q	4Q	下期	通期	17/8期 1Q	2Q	上期	増減率
売上高		4,130	1,801	2,484	4,286	8,416	1,321	1,801	3,123	-24.4%
	国内EPC	2,963	1,182	1,824	3,006	5,969	774	1,302	2,076	-29.9%
	アセアンEPC	958	454	605	1,060	2,018	358	363	722	-24.7%
	総合メディア	373	205	101	307	681	189	110	300	-19.7%
	不動産（CRE）	―	―	―	―	―	62	66	128	―
	その他	222	111	153	265	488	105	102	207	-6.7%
	調整額	-388	-152	-199	-352	-741	-167	-144	-312	―
営業利益		78	49	145	194	273	-29	82	53	-31.8%
営業利益率		1.9%	2.7%	5.9%	4.5%	3.2%	-2.2%	4.6%	1.7%	―
	国内EPC	46	15	96	111	158	-56	18	-37	―
		1.6%	1.3%	5.3%	3.7%	2.7%	-7.2%	1.4%	-1.8%	―
	アセアンEPC	16	22	46	69	86	3	37	40	151.3%
		1.7%	5.0%	7.7%	6.6%	4.3%	1.0%	10.3%	5.7%	―
	総合メディア	-8	-19	-3	-23	-32	5	6	11	―
		-2.3%	-9.5%	-3.8%	-7.6%	-4.7%	2.7%	5.5%	3.7%	―
	不動産（CRE）	―	―	―	―	―	34	33	68	―
		―	―	―	―	―	54.9%	51.0%	52.8%	―
	その他	91	-78	-16	-94	-3	-16	-10	-26	―
	調整額	-67	109	22	131	63	0	-2	-2	―

（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

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。

◆ 国内 EPC 事業は売上高の大幅減少が赤字転落の主因

国内 EPC 事業の業績は、16/8 期末の受注残高が 4,738 百万円（前期末比 43.1%増）と高水準であったものの、太陽光発電設備工事を中心に、工期が 17/8 期下期以降のものが多かったことや、工事の着工が計画より遅延したことなどが影響したため、好調であった 16/8 期上期と比べて大幅な減収となり、赤字転落を余儀なくされた。

16/8 期下期において停滞していた移動体通信工事は回復に転じたが、まだ動きは弱い模様である。防災行政無線や商業施設などの工事は堅調であったと見られるが、太陽光発電設備工事の落ち込みを相殺するには力不足であったようである。

◆ アセアン EPC 事業は減収ながら大幅増益

アセアン EPC 事業の業績は、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、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 の売上高の増加では補いきれず、大幅減収となった。

一方、JA において、採算が低い工事が減少し、好採算である設計・積算が増加したことに加え、JHE においても増収効果が生じたことから、アセアン EPC 事業の売上総利益率は大幅に改善した。結果、同事業の売上高が前年同期の 958 百万円から 722 百万円に大きく減ったものの、営業利益は前年同期の 16 百万円（営業利益率 1.7%）から 40 百万円（同 5.7%）へと増加した。

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 を経由する場合が多かったが、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年同期の 71 百万円から 20 百万円に減少しているが、設計・積算の売上高は増加していると同社は説明している。

◆ 総合メディア事業はコスト削減効果によって小幅な黒字に転換

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が減ったため、減収ながら小幅な営業黒字に転換した。

しかしながら、売上高が 42 百万円、営業利益が 9 百万円計画を下回っており、同事業の収益改善は想定通りには進んでいない。17/8 期上期において、浜名湖競艇場から大型 LED ビジョンを受注したものの、利益率が高い広告売上の低迷は続いている模様である。

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。

◆ 新設した不動産事業セグメントは実質大幅増収増益

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 月に持株会社単体の業績を示していた「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。

その後、同社は、利益的な重要性が増したため、17/8 期より「その他」セグメントから不動産（CRE）事業を分離した（「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）。

従って、当センターでは、実態ベースで不動産（CRE）事業の業績を前年同期と比較した。賃貸オフィスビルの取得によって、売上高は 16/8 期上期の不動産賃貸収入（営業外収益）である 53 百万円から 17/8 期上期の同事業の外部顧客への売上高である 103 百万円に増えており、前年同期比では 95.4%増加したと試算される。

同様に、同事業の利益は、16/8 期上期の 26 百万円（営業外収益と同費用に計上された不動産賃貸収入から同費用を控除して算出）から 17/8 期上期には 68 百万円に増えており、前年同期比では 157.4%増加した試算される。

◆ 事務所ビルの売却と売掛債権の減少により財務内容はやや改善

資産面では、356 百万円の事務所ビルを 17 年 1 月に売却したほか、売上高の縮小に伴い、受取手形・完成工事未収入金等が 16/8 期末に比べ 551 百万円減少したため、総資産は 637 百万円減少した。負債面では、16/8 期末に比べ、支払手形・工事未払金等が 174 百万円、短期借入金が 634 百万円、長期借入金が 87 百万円減少したため、負債合計は 727 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 17/8 期上期末には 26.4%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）を見込む期初予想を据え置いた（図表 6）。

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。

【 図表 6 】過去の業績と 17 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 会社計画	増減率
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%
	不動産（CRE）	—	—	—	265	—
	その他	390	442	488	486	-0.4%
	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%
		3.2%	3.0%	2.7%	3.7%	—
	アセアンEPC	51	51	86	101	17.4%
		5.8%	2.9%	4.3%	4.9%	—
	総合メディア	-50	-0	-32	89	—
		-6.0%	-0.1%	-4.7%	11.7%	—
	不動産（CRE）	—	—	—	149	—
		—	—	—	56.2%	—
	その他	56	72	-3	-22	—
	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）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

セグメント別の計画についても変更はなかった（但し、期初においては、不動産事業は CRE・その他セグメントの中に含まれていたが、今回、不動産事業とその他に分離した計画が開示された）。大幅増加予想に反して 17/8 期上期に減少した調整額の売上高など、期初の想定に対して乖離している状況も見られるが、同社のセグメント別の業績は複雑な構造となっているため、同社の計画について再確認しておきたい。

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%）、

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。

販売費及び一般管理費（以下、販管費）の減少が 51 百万円と同社は想定している。販管費は、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まれている。

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。

当期純利益の伸びは経常利益の伸びよりも低く見積もっている。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共に、前期は特殊要因によって 17.2%と低水準であった見掛け上の税率が、17/8 期は通常水準に戻ることによ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、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残にある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）、受注残は 2,029 百万円（同 24.3%増）と大幅に膨らんだものの、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。

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。

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、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、16/8 期に映像装置を減損処理したことによる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。

不動産事業については、売上高が 265 百万円（うち、外部顧客への売上高が 216 百万円）、営業利益が 149 百万円と見込んでいる。

その他事業については、売上高は 16/8 期の 488 百万円から 486 百万円へと微減の計画となっているが、16/8 期の数値には不動産賃貸収入として外部顧客の売上高が 29 百万円含まれているため、セグメント間の内部売上高で比較すると、27 百万円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、経営指導料と不動産賃借料の引き下げによる減収額を、子会社からの受取配当金を 17/8 期からセグメント間の内部売上高に計上することによる増収額が上回る計画となっているためである。

その他事業の営業損失は、16/8 期の 3 百万円から 22 百万円に拡大すると見込んでいるが、16/8 期の損益には不動産事業の利益が 17 百万円含まれているため、セグメント間の内部売上高に対応する営業損失としては 20 百万円と試算される。

セグメント間の内部売上高に対応する営業損失がほぼ横ばいで計画されているのは、配当金の計上による増益要因と経営指導料などの引き下げによる減益要因がほぼ拮抗しているためと推測される。

調整額の売上高については、国内 EPC 事業、アセアン EPC 事業、不動産事業、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。

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。

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、収入はその他事業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不動産事業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不動産事業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、その他事業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と見込んでいる。

◆ 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、国内 EPC 事業と総合メディア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 9,210 百万円→9,058 百万円、営業利益を 468 百万円→405 百万円、経常利益を 429 百万円→357 百万円、当期純利益を 278 百万円→227 百万円に減額修正した。前期比では 9.4%増収、71.2%営業増益から、7.6%増収、48.2%営業増益へと修正した。

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、17/8 期上期の売上高が計画に対して 186 百万円下回ったことや、下期も太陽光発電設備工事の着工が遅れ気味であると見られることから、売上高を 510 百万円、営業利益を 50 百万円減額した。

（2） アセアン EPC 事業
アセアン EPC 事業は、17/8 期上期の売上高がほぼ計画通りであったため、売上高は前回予想を据え置いた。一方、営業利益については、好採算である設計・積算の売上高が想定以上に増えていると見られることから、17 百万円増額した。

（3） 総合メディア事業
総合メディア事業は、17/8 期上期の売上高が計画に対して 42 百万円下回ったことや、広告などのディスプレイ・オペレー

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。

ションの売上高の回復が従来想定以上に遅れていると見られることから、売上高を 50 百万円、営業利益を 30 百万円減額した。

（4） 不動産事業、その他事業、調整額
不動産事業は、ほぼ計画通りで進捗していると見られるため、売上高が 265 百万円、営業利益が 149 百万円と、同社の計画と同額と予想した。

その他事業についても、17/8 期上期において、売上高がほぼ計画通りであったことに加え、営業利益は計画ほどには悪化しなかったものの、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 486 百万円、営業損失が 22 百万円と、同社の計画と同額と予想した。

調整額については、売上高は、17/8 期上期の国内 EPC 事業とアセアン EPC 事業の内部売上高が想定以上に減少していたことから、1,101 百万円から 693 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、同社の計画及び当センターの前回予想と同額の 79 百万円の損失と予想した。

なお、当期純利益の伸び率が前期比 12.3%増から 8.3%減に悪化したのは、経常利益の予想を減額したことに加えて、アセアン EPC 事業の利益を増額したことに伴い、非支配株主に帰属する当期純利益の予想を 29 百万円から 36 百万円に増額したことが要因である。

＞ 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 期上期実績を踏まえ、18/8 期以降についても、前回の業績予想を見直した（図表 7）。

18/8 期予想においては、売上高を 67 百万円、営業利益を 50 百万円、それぞれ減額し、前期比 8.1%増収、25.2%営業増益と予想した。

国内 EPC 事業については、17/8 期上期の状況を踏まえ、従来想定よりも売上高の回復が緩やかになると考え、売上高を 310 百万円、営業利益を 20 百万円減額した。

アセアン EPC 事業については、17/8 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、工事の着工も従来の想定よりも遅延すると考え、売上高を 155 百万円、営業利益を 10 百万円減額した。

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。

総合メディア事業については、リニューアル案件を中心としたサイネージ・ソリューションの増収見通しは維持しつつも、17/8 期上期の状況を踏まえ、従来想定よりも売上高の回復が緩やかになると考え、売上高を 60 百万円、営業利益を 20 百万円減額した。

【 図表 7 】中期業績予想

（単位：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	旧19/8期E	19/8期E
売上高	8,416	9,500	9,210	9,058	9,855	9,788	10,570	10,538
前期比	4.8%	12.9%	9.4%	7.6%	7.0%	8.1%	7.3%	7.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
国内EPC	5,969	7,020	6,760	6,250	6,860	6,550	7,060	6,700
アセアンEPC	2,018	2,070	2,070	2,070	2,605	2,450	3,110	3,000
総合メディア	681	760	730	680	790	730	850	780
CRE・その他	488	751	751	751	751	751	751	751
うち不動産（CRE）	29	265	-	265	-	265	-	265
うちその他	458	486	-	486	-	486	-	486
調整額	-741	-1,101	-1,101	-693	-1,151	-693	-1,201	-693
営業利益	273	500	468	405	557	507	652	597
前期比	-24.0%	82.9%	71.2%	48.2%	19.0%	25.2%	17.1%	17.8%
営業利益率	3.2%	5.3%	5.1%	4.5%	5.7%	5.2%	6.2%	5.7%
セグメント別	-	-	-	-	-	-	-	-
国内EPC	158	262	240	190	245	225	255	230
アセアンEPC	86	101	101	118	170	160	240	230
総合メディア	-32	89	79	49	94	74	109	89
CRE・その他	-3	127	127	127	127	127	127	127
うち不動産（CRE）	-	149	-	149	-	149	-	149
うちその他	-3	-22	-	-22	-	-22	-	-22
調整額	63	-79	-79	-79	-79	-79	-79	-79
経常利益	273	450	429	357	525	465	623	558
前期比	-21.5%	64.5%	56.8%	30.5%	22.4%	30.3%	18.7%	20.0%
経常利益率	3.3%	4.7%	4.7%	3.9%	5.3%	4.8%	5.9%	5.3%
当期純利益	247	300	278	227	329	290	383	340
前期比	2.2%	21.0%	12.3%	-8.3%	18.3%	27.6%	16.3%	17.3%

（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

調整額の売上高は、17/8 期上期の状況を踏まえ、国内 EPC 事業とアセアン EPC 事業のセグメント間の内部売上高の予想を引き下げたことから、458 百万円減額した。

19/8 期予想においては、売上高を 32 百万円、営業利益を 55 百万円、それぞれ減額し、前期比 7.7%増収、17.8%営業増益と予想した。

国内 EPC 事業は、次世代の超高速無線通信である 5G 通信への投資が

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。

寄与してくると想定し、移動体通信工事の売上高を増額したものの、17/8 期上期の状況を踏まえて、その他の分野の売上高を減額したため、全体では、売上高を 360 百万円、営業利益を 25 百万円引き下げた。

アセアン EPC 事業は、18/8 期と同様の要因により、売上高を 110 百万円、10 百万円減額した。

総合メディア事業は、18/8 期と同様の要因により、売上高を 70 百万円、営業利益を 20 百万円減額した。

調整額の売上高は、17/8 期上期の状況を踏まえ、国内 EPC 事業とアセアン EPC 事業のセグメント間の内部売上高の予想を引き下げたことから、508 百万円減額した。

＞ 投資に際しての留意点

◆ インフラ整備に対するベトナムの外資活用政策の進展に注目

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を投資に際しての留意点として指摘した。

この中でも、2）と 4）の留意点に関しては、ベトナム事業の構成比が高い同社の希少性を表しており、リスクにもなるが、環境が良くなるとプラスの要因にも転じると当センターは認識している。

日本経済新聞によれば、ベトナム政府は、高速道路や空港などの大型インフラ整備に、海外の民間企業の資金やノウハウを活用する仕組みを導入する準備を進めている。具体的には、インフラや公共施設などの社会資本に対して、建設から維持管理、運営に至るまで包括的に民間に委託する PPP（官民パートナーシップ）制度と呼ばれる仕組みである。第 1 号案件としては、ハノイ・ホーチミン間の約 1,800 キロメートルを結ぶベトナム初の大型高速道路が予定されており、総事業費は 1.5 兆円を超えると試算されている。

ベトナムは過去のインフラ整備などによって巨額な公的債務を抱え、財政難に喘いでいた。16 年 11 月には日本とロシアに発注していた原子力発電所のプロジェクトを突然中止するなど、今後のインフラ整備の先行きに不透明感が漂っていた。

PPP 制度が導入されることでベトナムのインフラ整備市場が再拡大

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。

し、その担い手として大手ゼネンコンなどの日本企業が参画できれば、ベトナムに強固な地盤を持つ同社が得る恩恵は大きいと思われる。

当センターは、PPP 制度の開始時期や具体的なプロジェクトのスケジュールが明確になっていないため、今のところ、アセアン EPC 事業の業績予想において、PPP 制度の導入による影響を織り込んでいない。

しかしながら、アセアン各国の中でも、ベトナムは同社にとって最重要市場であり、同国インフラ整備における外資活用政策の進展は、業績とバリュエーションの両面で同社並びに同社株式に大きな影響を及ぼすと考えられるため、今回、投資に際しての留意点に加えることにしたい。

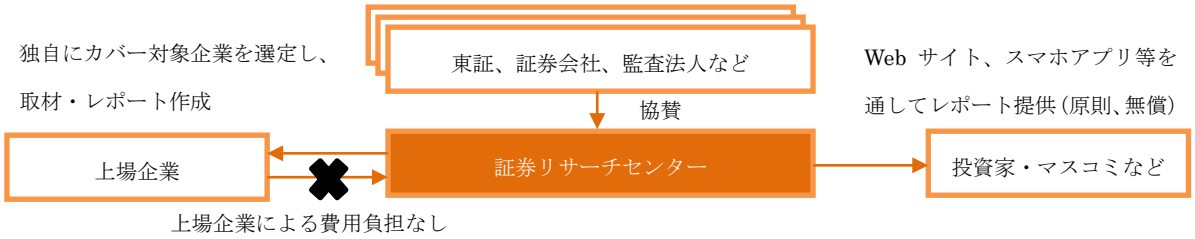
本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的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。

ホリスティック企業レポート（一般社団法人 証券リサーチセンター 発行）

JESCOホールディングス（1434 東証二部） 発行日：2017/6/23

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
宝印刷株式会社	株式会社プロネクサス		

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

本レポートの構成

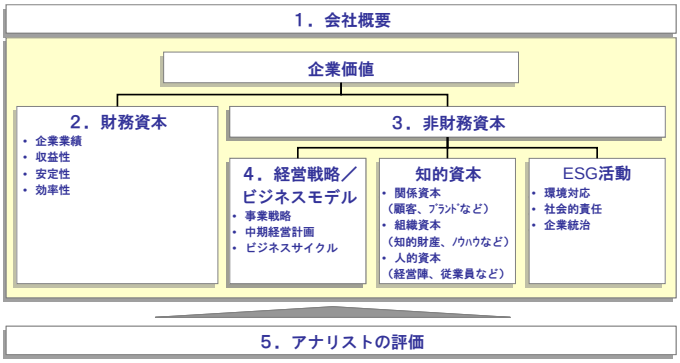
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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。

・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。