

# ホリスティック企業レポート

## 三機サービス

### 6044 東証一部

アップデート・レポート  
2017年9月8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 20170905

## 三機サービス(6044 東証一部)

発行日:2017/9/8

大型空調機器の保守と外食・小売店舗や施設のトータルメンテナンスを手掛ける  
 自社エンジニアの有効活用により長期的な収益性の改善が期待できる

### > 要旨

#### ◆ 大型空調機器の保守と外食・小売店舗等の一括保守を兼営

・三機サービス(以下、同社)は、パナソニックグループ製の大型空調機器の保守(空調機器メンテナンス事業)と、外食・小売店舗や各種施設等で使用される、空調、厨房、給排水、電気などの各種設備の一括保守(トータルメンテナンス事業)を兼営する独立系のサービス企業である。

#### ◆ 17年5月期決算は33%増収、37%営業増益

・17/5 期決算は、32.6%増収、36.7%営業増益であった。空調機器メンテナンス事業は計画並の一桁増益にとどまったものの、大口案件が寄与したトータルメンテナンス事業が計画を大幅に上回る急成長を果たしたため、全体でも会社計画を上回る好決算となった。

#### ◆ 18年5月期の会社計画は14%増収 17%営業増益

・18/5 期について同社は、16年10月に始まった大口案件が通期で貢献することなどから、13.9%増収、16.9%営業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、17/5 期実績が従来想定を下回った空調機器メンテナンス事業を中心に 18/5 期の業績予想を見直し、売上高は9,780百万円→9,682百万円(前期比 10.3%増)に、営業利益は695百万円→641百万円(同 19.0%増)にやや減額した。

#### ◆ 自社エンジニアの有効活用による収益性の改善が続く

・同社は 18/5 期より両事業に分かれていた自社のメンテナンス技術者の組織を統合し、内製率の向上による収益性の改善に取り組み始めた。当センターは、トータルメンテナンス事業が 17/5 期よりスケールメリットを発揮する局面に入ったと判断しているが、今後の内製化の推進も踏まえ、収益性の改善が長期的に継続すると予想している。

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】

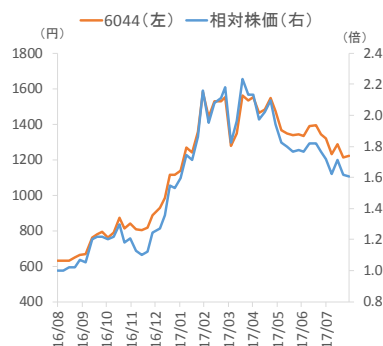
	2017/9/1
株価(円)	1,221
発行済株式数(株)	5,589,285
時価総額(百万円)	6,825

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	18.9	15.7	13.8
PBR(倍)	4.0	3.4	2.9
配当利回り(%)	1.6	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(%)	-8.2	-19.7	92.3
対TOPIX(%)	-8.2	-22.2	58.1

#### 【株価チャート】



(注)相対株価は対TOPIX、基準は2016/9/2

#### 【6044 三機サービス 業種：サービス業】

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)
2016/5	6,617	12.2	394	7.5	357	-0.4	251	17.8	45.9	254.5	15.0
2017/5	8,777	32.6	538	36.7	533	49.2	360	43.1	64.5	303.6	20.0
2018/5 CE	10,000	13.9	630	16.9	623	16.8	417	15.6	74.6	—	23.0
2018/5 E	9,682	10.3	641	19.0	640	20.0	434	20.3	77.7	361.2	24.0
2019/5 E	10,046	3.8	724	12.9	724	13.1	493	13.6	88.2	425.5	27.0
2020/5 E	10,411	3.6	841	16.2	841	16.2	574	16.4	102.7	501.2	31.0

(注)CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想。15年12月1日に普通株式1：3の株式分割を実施。過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮し修正。

#### 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

### ◆ 大型空調機器の保守と外食・小売店舗設備のメンテナンスを行う

三機サービス(以下、同社)は、パナソニック(6752 東証一部)グループ製の大型空調機器の保守(以下、空調機器メンテナンス事業)と、外食・小売店舗や各種施設等で使用される、空調、厨房、給排水、電気などの各種設備の一括保守(以下、トータルメンテナンス事業)を兼営する独立系のサービス企業である。

大型空調機器を始め、各種の設備機器のメンテナンス業務に精通する技術者集団であることが同社の最大の特徴と言える。17/5 期末において、連結従業員(304人)の約7割がメンテナンス業務を担う技術者となっている。

### ◆ 大型空調機器の保守が利益の柱

吸収式冷温水機<sup>注1</sup>を主体とする大型空調機器の国内保守市場は、各メーカーによって技術や機器の違いが大きいため、メーカー毎に縦割りのマーケットを形成している。具体的には、ユーザーは機器を購入したメーカーのグループ企業と保守契約を結び、地域によって異なる指定保守事業者(メーカーサービス指定店)が、実際の現場作業を行う構造となっている。

同社は、パナソニックグループ製の大型空調機器の保守業務をパナソニック産機システムズから受注しており、東名阪地域において、エンドユーザーに対してサービスを提供している。

同社が保守を行う大型空調機器はパナソニックグループ製に限定されるため、市場は大きくないものの、指定保守事業者の新規参入はほぼ皆無であり、収益性の高いニッチマーケットとなっている。

同社は、パナソニックグループ製の大型空調機器の保守で約2割のシェアを誇るトップ企業であり、空調機器メンテナンス事業は、17/5 期売上高の31.4%、営業利益の49.6%を占めている。

### ◆ 設備の一括メンテナンスが成長ドライバー

各種設備の一括保守市場は、大型空調機器の保守市場とは異なり、メーカーや設備による市場の棲み分けがないため競争が激しい。しかしながら、外食・小売チェーンにおいてメンテナンス業務を広域で一括してアウトソーシングする動きが広がっているため、市場が顕在化したここ15年ほどで急速に伸びている。

同社は業界のフロントランナーの1社であり、00年の事業開始以来、トータルメンテナンス事業が成長ドライバーとなっている。同事業は、17/5 期において、売上高の68.6%、営業利益の50.4%を占めるまでに拡大し、初めて営業利益でも空調機器メンテナンス事業を上回った。

(注1) ビルなどの大きな建物の冷暖房を行う機械で、冷媒にフロンガスではなく水を使用しているため環境性に優れ、熱源については他の機械が排出した熱を使用することが出来る。

同事業は、北海道から沖縄まで全国で展開しているが、売上高の地域別構成をみると、関東が約 50%強、近畿が 15~20%、中部が 10~15%と、三大都市圏の比率が 8 割以上を占めている。

#### ◆ 中国子会社もトータルメンテナンス事業を展開

同社は 98 年に中国に進出し、空調機器メンテナンス事業を皮切りに、飲食店経営事業などにも進出したものの上手くいかなかったため、これらの事業からは既に撤退し、現在ではトータルメンテナンス事業のみを展開している。

連結子会社が中国子会社のみであるため、連結決算と単体決算の差額が中国事業に相当すると見て良いと思われる。中国事業は 15/5 期まで赤字が続いていたが、16/5 期は大型空調機器の更新工事の貢献もあり、黒字に転換した。17/5 期は、大口の工事が減少し、売上高は 218 百万円（前期比 12%減）、営業利益は 5 百万円（同 80%減）であったと、証券リサーチセンター（以下、当センター）では推測している。

## > ビジネスモデル

#### ◆ 空調機器メンテナンス事業はニッチ市場のストック型ビジネス

同社の利益の中核を占める空調機器メンテナンス事業は、エンドユーザーが空調機器を使い続ける限り、定期点検や修理が必要となるため、一種のストック型ビジネスとなっている。

対象とする機器がパナソニック製に限られ、展開する地域も棲み分けがなされていることから、典型的なニッチマーケットと言える。定期点検などの料金体系は、提携メーカー（パナソニック）の販売・施工・サービス担当会社であるパナソニック産機システムズが定めており、価格競争とは無縁であることから、利益率も安定している。

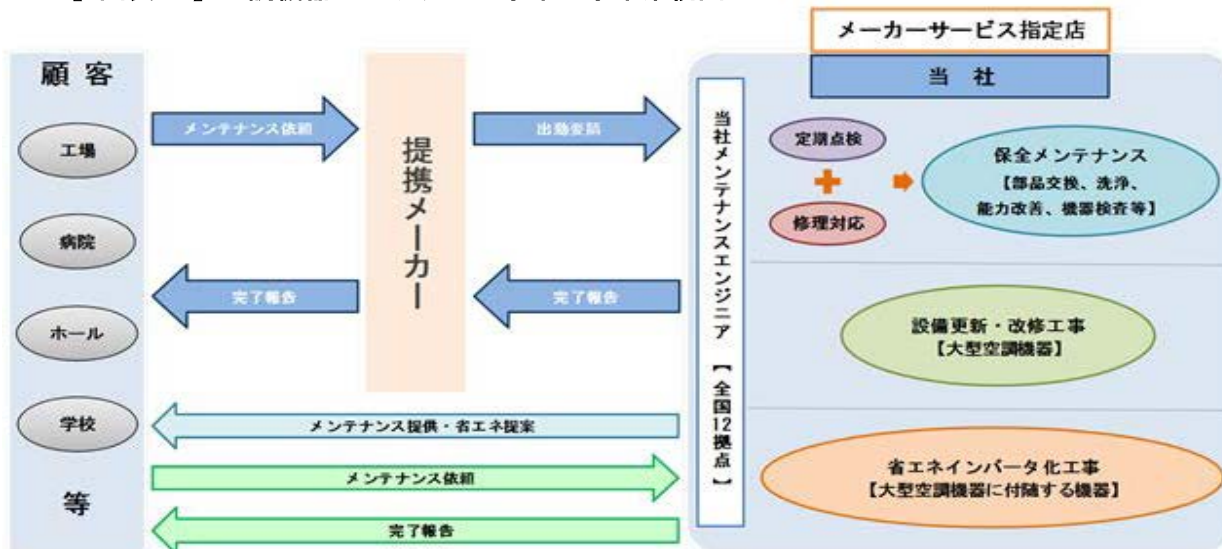
対応する機器がパナソニック製に限定されるため、技術者は社内で育成しやすく、定期点検や修理、保全メンテナンスなどについては、ほぼ全ての業務を全国 12 拠点に配属されている同社の技術者（17/5 期末 162 人）が担当している（図表 1）。

定期点検や修理、保全メンテナンス業務に関しては全て、パナソニックグループにおいて業務用設備機器・システムの販売、施工、サービスを担っているパナソニック産機システムズから受託して、エンドユーザーの施設（約 300 カ所）で作業を実施している。

一方、同社では新たな収益源を求めて、大型空調機器に付随する機器に対する省エネインバータ化工事及び大型空調機器を含む機器の更新工事などの工事案件の獲得に近年注力しており、エンドユーザーへ

の直接提案を積極化している。工事については、パナソニック産機システムズを経由して受注するケースとエンドユーザーから直接受注するケースの両方が存在している。

【 図表 1 】 空調機器メンテナンス事業の事業系統図



(出所) 三機サービス有価証券報告書

パナソニック産機システムズは同社最大の顧客であり、売上高は 17/5 期において 1,806 百万円（売上構成比は全売上高の 20.6%、空調機器メンテナンス事業の売上高の 65.5%）に達している。大型工事が計上された 16/5 期の売上高(1,925 百万円)からは減少を余儀なくされた。

空調機器メンテナンス事業の売上高を工事と工事以外に分けると、おおよそ 3 : 7 で、定期点検や修理、保全メンテナンスなどの工事以外が多い。拡大傾向にある工事では、自社技術者では対応できない案件について外注に頼るものの、同事業の内製率は 80~85%と高水準を維持している。工事は、定期点検や修理、保全メンテナンスなどに比べて利益率が低い傾向にあるが、省エネインバータ化工事に関しては、内製化が進んでおり、利益率が高くなっている模様である。

同社は 16/5 期の決算説明会資料において、空調機器メンテナンス事業のコスト構造として、外注費が総コストの 15%、売上原価に計上されている人件費（技術者の労務費）が同 38%であったと開示した。その他の費用については、数値は具体的に示されていないものの公表されたグラフを見る限り、材料費（修理の部品代と工事の機器購入費）が約 15%、車両費や消耗品費などのその他の原価が約 11%で、売上原価全体が総コストの約 79%を占め、残りは販売費及び一般管理費（以下、販管費）に計上された人件費が約 5%、その他の販管費が約 16%であったと当センターでは推測している。

内製中心の事業であるため、原価と販管費に計上されている人件費合計の比率が高くなっており、労働集約型のビジネスである一方で、変動費である外注費や材料費の比率が低いことから、限界利益率が高い事業でもある点に特徴がある。

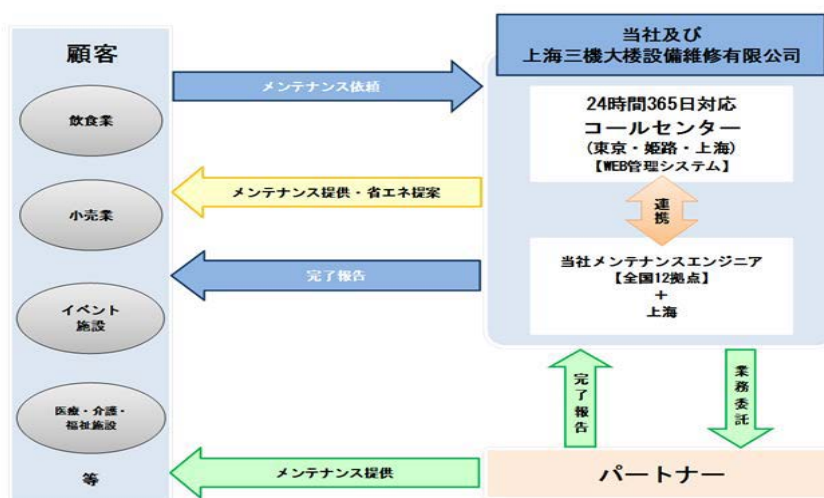
同事業の売上高営業利益率は、17/5 期で 9.7%となっている。工事売上比率の増減などにより、13/5 期以降では 9.0%~11.3%と多少の変動はあるものの、高い水準を維持している。

◆ トータルメンテナンス事業は拡大余地のあるフロー型ビジネス

一方、トータルメンテナンス事業に関しては、対象とする機器の種類やメーカーによって市場が細分化されていないことから、市場は大きい。365 日 24 時間対応でのトラブル受付体制、機器の一括管理能力、迅速なトラブル処理と報告体制、トラブルの未然防止への対応力などの観点から、外食・小売チェーンは店舗で使用する様々な機器(空調、厨房、冷凍・冷蔵、給排水、電気、消防など)のメンテナンス業務を一括して管理できる能力を持つ大手専門業者にアウトソーシングする傾向が強まっており、市場の成長も続いているものと推測される。

国内においては、契約施設からの問い合わせに 24 時間 365 日対応するコールセンターが東京と姫路にあり、パートを含めて約 80 人のスタッフを配置している。修理を求める電話連絡に対しては、日本全国 12 カ所のセンター・営業所に所属する自社のメンテナンス技術者(17/5 期末約 40 人)か、全国各地に点在する 2,000 社を超える協力業者(ローカルパートナー)の技術者を現場に派遣している(図表 2)。

【図表 2】 トータルメンテナンス事業の事業系統図



(出所) 三機サービス有価証券報告書

業務としては、緊急対応を中心とする修理に加え、定期点検や省エネ対応などの工事も実施している。トータルメンテナンス事業の売上構成は、工事その他が 20~25%、修理が 40~45%、定期点検が 30~35% と推定される。

同社では、コールセンターで受け付けた各種のトラブル等の内容を独自開発したウェブシステムに入力し、顧客の本部サイドでもその内容や状況をリアルタイムで把握できるようにしている。事前に機器・設備内容・図面などをシステムに登録しておくことにより、緊急修理にも迅速に対応できるほか、未然にトラブルを防ぐことを目的とした対策予防メンテナンスや、省エネ対応工事の提案にも繋がっている模様である。

料金体系としては、契約するチェーンストアに対し、1店舗当たり月 2,000 円のコールセンター利用料を徴収するほか、利用するサービス（緊急修理対応、定期メンテナンス、対策予防メンテナンス、衛生管理、清掃、部品・備品調達、工事など）に応じて課金する仕組みとなっている。コールセンターや定期メンテナンスの利用料はストック型の収入であるが、それ以外はフロー型の収入であり、事業全体としてはフロー型のビジネスと言えよう。

同事業の最大顧客は、16 年 4 月から取引が始まった食品スーパー大手のライフコーポレーション (8194 東証一部) であり、関西エリアの 60~70 店舗に対して、設備の修理・メンテナンスにとどまらず、清掃、警備などの事業を含めたファシリティマネジメント業務を一括受託している。17/5 期の売上高は 1,303 百万円 (売上構成比は全売上高の 14.8%、同事業の売上高の 21.6%) に達した。

セブン&アイ・ホールディングス (3382 東証一部) の中核子会社であるセブンイレブン・ジャパンに対し、16 年 10 月から全国店舗の空調機器に対する一括メンテナンスサービスを開始した。17/5 期の売上高への貢献は 8 カ月分にとどまったものの、売上高は 1,111 百万円 (売上構成比は全売上高の 12.7%、同事業の売上高の 18.5%) に達した。

なお、16/5 期売上高の 13.0% を占め、同事業の最大顧客であったプレナス (9945 東証一部) については、17/5 期には全売上高の 10% を下回ったことから、売上高の開示対象から除外された。

同事業のその他の主要顧客としては、テイクアンドグヴ・ニーズ (4331 東証一部)、レイズインターナショナル (非上場)、スポーツ用品チェーン (年商 2,300 億円)、大手不動産会社 (同 7,800 億円) などが挙げられる。

契約店舗数は、05年までは5,000店未満にとどまっていたが、06年に飛躍的に伸びて10,000店を突破し、その後は平均すると年間約4,000店のペースで増加し、16年1月末時点では約48,000店に達した。その後、大口顧客2社が加わった結果、17年1月末時点では約68,000店に拡大した模様である。

地域別の顧客店舗数としては、15年4月時点のものが開示されており、北海道1,211店、東北1,967店、関東21,807店、中部5,706店、近畿6,513店、中国1,163店、四国460店、九州2,221店、沖縄140店、合計41,188店となっている。

同社は、トータルメンテナンス事業のコスト構造(16/5期)についても、外注費が総コストの64%、売上原価の人件費(技術者の労務費)が同4%を占めたと開示した。その他の費用については、材料費(修理の部品代と工事の機器購入費)が約12%、車両費や消耗品費などのその他の原価が約1%で、売上原価全体で約81%、販管費の人件費が約10%、その他の販管費が約9%であったと当センターでは推測している。

トータルメンテナンス事業は、空調機器メンテナンス事業と異なり、自社で不特定多数の顧客への営業活動を行い、コールセンターも運営するため、販管費に計上される人件費の比率が高い。一方、ローカルパートナーに支払う外注費の比率が高い分、原価の人件費と材料費の比率が低くなっている。同事業の内製率は15~25%に過ぎず、変動費である外注費の比率が高いため、現状では限界利益率が低い事業である。

また、中国子会社も上海において24時間365日対応のコールセンターを使ってトータルメンテナンス事業を展開している。メンテナンス業務は現地のローカルパートナーと自社技術者(17/5期末10~20人)が行っており、日系大手コンビニチェーンの上海地区にある500店が主要顧客となっている。

同事業の売上高営業利益率は、17/5期で4.5%となっている。大手顧客との取引開始や契約店舗数の増加による業務効率の改善、採算の高い省エネ工事売上の増加などにより、13/5期の1.2%から大幅に向上している。



◆ 小売業向け売上高構成比が急拡大した

単体ベースの 17/5 期の顧客業種別売上高構成比をみると、トータルメンテナンス事業における大口新規顧客との取引拡大により、小売向けが 37.6%に急拡大した (図表 3)。

【 図表 3 】顧客業種別売上高構成比の推移 (単位: 百万円)

顧客業種	15/5期		16/5期		17/5期	
	売上高	構成比	売上高	構成比	売上高	構成比
小売	750	13.1%	946	14.9%	3,217	37.6%
設備管理・不動産	1,755	30.5%	1,888	29.7%	1,748	20.4%
飲食	1,747	30.4%	1,892	29.7%	1,653	19.3%
医療・介護・福祉	331	5.8%	194	3.0%	328	3.8%
イベント施設	76	1.3%	96	1.5%	48	0.6%
その他	1,087	18.9%	1,352	21.2%	1,565	18.3%
合計	5,745	100.0%	6,368	100.0%	8,559	100.0%

(注) 数値は単体ベース  
(出所) 三機サービス決算説明会資料を基に証券リサーチセンター作成

一方、顧客によるメンテナンスコストの抑制要求が強かった飲食向けや、16/5 期に増加した大型空調機器の更新工事が落ち込んだ設備管理・不動産向けの売上高は減少した。

> 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 4 のようにまとめられる。

【 図表 4 】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・パナソニック製大型空調機器メンテナンス市場でトップシェアを誇る</li> <li>・空調機器メンテナンス事業における技術力と省エネ工事などの提案力</li> <li>・トータルメンテナンス事業における全国緊急対応体制、独自システム、自社エンジニアとローカルパートナー併存体制</li> <li>・両事業における膨大な修理、メンテナンスデータの蓄積</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・パナソニック産機システムズなどの大口顧客に対する売上依存度の高さ</li> <li>・需要が集中する第4四半期に収益が偏重する季節性を有していること</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・内製率の向上やパートナーとの関係強化によるトータルメンテナンス事業における利益率の改善</li> <li>・大口顧客の獲得によるトータルメンテナンス事業の契約店舗数の増強</li> <li>・中国のトータルメンテナンス事業の拡大、その他のアジア市場への進出</li> <li>・パナソニック製品の販売強化による空調機器メンテナンス事業の主体的な顧客基盤の拡充</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・人口減少を背景とした産業用大型空調メンテナンス市場のピークアウト</li> <li>・トータルメンテナンス事業における大手流通グループ系企業との競争激化</li> <li>・小売、外食チェーン間の競争激化に伴う店舗閉鎖の急増</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

> 知的資本分析

◆ 知的資本の源泉は豊富な技術者と膨大なデータにある

同社は創業以来 40 年に亘ってパナソニック製の大型空調機器のメンテナンス業務を自社技術者で行っており、その経験やノウハウの蓄積は他の追随を許さない。00 年から始めたトータルメンテナンス事業においては、全国展開の外出チェーンをターゲットとしていたことから、主として協力業者に修理業務を外注することで事業拡大を急いだ。コールセンターと修理現場で得られた膨大なデータは同社のシステムに保存されており、業務の経験とノウハウは自社に蓄積される構造と言えよう。

修理やメンテナンスに関するデータは、トラブル発生の可能性に対する予測を通じて対策予防メンテナンスの提案活動に活かされている一方で、自社技術者が現場対応を行っていることから、インバータ機器の設置などの省エネ工事を顧客に働きかけることが可能となっており、収益源の多様化に繋がっている(図表 5)。

【 図表 5 】 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	・パナソニック産機システムズ (P社) が最大の顧客 ・空調機器メンテナンス事業のサービス提供先 ・全国展開するトータルメンテナンス事業のサービス提供先	・P社向け売上比率 ・エンドユーザー施設数 ・契約店舗数	29.1% 約300施設 16年1月末、約48,000店	20.6% 約300施設 17年1月末、約68,000店
	ブランド	・空調機器メンテナンス事業におけるパナソニックブランドの認知度は高く、同社の業歴も長い。 ・トータルメンテナンス事業における同社の業界での認知度は高いが、上場してから日が浅く、一般的な同社の知名度は高いとは言えない。	・同事業の業歴 ・同事業の業歴、上場経過年数	39年 16年、1年	40年 17年、2年
	事業パートナー	・トータルメンテナンス事業においては主に協力業者を通じてサービスを提供	・国内パートナー社数	1,000社超	2,000社超
組織資本	プロセス	・24時間365日対応のコールセンターで様々な機器のトラブルに全国で即応 ・空調機器メンテナンス事業においては主として自社技術者が対応 ・トータルメンテナンス事業においては一部の業務を自社技術者が対応 ・データベースを活用して、対策予防メンテナンスや省エネ工事を積極的に提案	・同事業の自社技術者数 ・同事業の自社技術者数	157人 40~50人	162人 50~60人
	知的財産 ノウハウ	・パナソニック製吸気式冷温水機に関する専門的な知識と技術を有する。 ・両事業における膨大な修理、メンテナンスデータの蓄積			
人的資本	経営陣	・社長は空調機器メンテナンス事業において豊富な経営経験を持つ。□ ・社長、社長の資産管理会社や親族による株式保有比率が高い。□	・社長の在籍年数 ・社長による実質株式保有比率	39年 2,653千株 (47.5%)	40年 2,655千株 (47.5%)
	従業員	・自社技術者の採用と育成に注力している。 ・インセンティブ制度	・連結従業員に占める技術者の比率 ・従業員持株会	約7割 426千株 (7.6%)	約7割 349千株 (6.3%)

(注) KPIの数値は、特に記載がない限り、前回は16/5期または16/5期末、今回は17/5期または17/5期末のもの。カッコ内は発行済株式数に対する比率

(出所) 三機サービス有価証券報告書、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

両事業のメンテナンスや修理に精通する豊富な技術者と膨大なデータは、同社の成長の原動力となっており、同社の知的資本の源泉を形成していると当センターでは評価している。

> ESG活動の分析

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は、取締役 6名(うち、社外取締役は 2名)で構成されている。これまでは取締役 7名体制であったが、8月末の株主総会をもって、大橋一彦氏と社外取締役の田村幸夫氏が退任した一方、桑田始氏が社外取締役に選任され、1名の減員となった。

新たに社外取締役となった桑田氏は、通商産業省(現経済産業省)で要職を歴任後、IHI(7013 東証一部)でグローバルビジネス部門のマネジメントを経験した。現在、IHIの顧問を兼務している。

17年5月期の株主総会招集通知によれば、17/5期に開催された13回の取締役会において、社外取締役の小田重廣氏と社外監査役の北岡昭氏は全13回、同じく社外監査役の荻野正和氏は12回、社外取締役の田村氏は16年8月の就任後に開催された取締役会の全10回に出席した。17/5期に開催された18回の監査役会においては、北岡監査役は17回、荻野監査役は16回に出席しており、経営監視体制は機能しているものと思われる。

> 決算概要

◆ 17年5月期は32.6%増収、36.7%営業増益

17/5期決算は、売上高 8,777 百万円(前期比 32.6%増)、営業利益 538 百万円(同 36.7%増)、経常利益 533 百万円(同 49.2%増)、当期純利益 360 百万円(同 43.1%増)であった(図表 6)。

【図表 6】17年5月期の業績

(単位:百万円)

	セグメント	16/5期		17/5期									
		通期	増減率	第1四半期	第2四半期	上期	増減率	第3四半期	第4四半期	下期	増減率	通期	増減率
売上高		6,617	12.2%	1,868	2,380	4,249	34.4%	2,136	2,392	4,528	31.0%	8,777	32.6%
	空調機器メンテナンス	2,609	13.6%	591	814	1,406	13.1%	598	752	1,350	-1.1%	2,757	5.7%
	トータルメンテナンス	4,008	11.7%	1,276	1,566	2,842	48.3%	1,538	1,639	3,177	52.0%	6,020	50.2%
売上総利益		1,543	15.2%	338	553	891	19.8%	411	574	986	23.5%	1,878	21.7%
	売上総利益率	23.3%	-	18.1%	23.2%	21.0%	-	19.3%	24.0%	21.8%	-	21.4%	-
販売費及び一般管理費		1,149	18.2%	312	307	620	9.9%	337	381	719	23.0%	1,339	16.6%
	販管費率	17.4%	-	16.7%	12.9%	14.6%	-	15.8%	15.9%	15.9%	-	15.3%	-
営業利益		394	7.5%	25	245	271	51.1%	74	193	267	24.7%	538	36.7%
	営業利益率	6.0%	-	1.4%	10.3%	6.4%	-	3.5%	8.1%	5.9%	-	6.1%	-
	空調機器メンテナンス	247	-4.3%	5	125	131	26.4%	29	106	135	-5.4%	267	8.0%
	トータルメンテナンス	146	33.8%	19	120	139	85.1%	44	87	131	85.3%	271	85.2%
経常利益		357	-0.4%	22	247	269	55.5%	73	190	263	43.2%	533	49.2%
	経常利益率	5.4%	-	1.2%	10.4%	6.4%	-	3.4%	8.0%	5.8%	-	6.1%	-
当期(四半期)純利益		251	17.8%	16	171	188	60.6%	50	122	172	28.0%	360	43.1%

(出所) 三機サービス決算短信より証券リサーチセンター作成

売上総利益率は、前期の 23.3%から 21.4%に低下した。1) 相対的に売上総利益率が低いトータルメンテナンス事業の売上構成比が上昇したことや、2) 第 4 四半期に例年多く手掛けている好採算の空調機器のメンテナンス案件が前年同期よりも減少したこと、3) トータルメンテナンス事業において、警備や清掃など設備機器の修理や保守よりも採算がやや劣ると見られる業務の売上構成比が上昇したことなどが要因であると推測される。

一方、人件費などの固定費が中心である販管費の伸びは前期比 16.6%増にとどまり、販管費率は前期の 17.4%から 15.3%に低下した。結果、営業利益率は前期の 6.0%から 6.1%にやや改善した。

営業外費用の支払手数料が 16/5 期の 28 百万円(東証二部への市場変更)から 5 百万円(17 年 4 月に東証一部指定)に減少したことなどから、営業外収支の赤字幅は前期の 36 百万円から 5 百万円に縮小した。

期初計画に対しては、売上高 112.5%、営業利益 114.1%、経常利益 119.3%、当期純利益 121.0%の達成率となった。

セグメント別では、空調機器メンテナンス事業は、売上高 100.3%、営業利益 95.9%の達成率となった。例年、第 4 四半期に需要の山がある、利益率が高い大型空調機のメンテナンス案件が天候要因から想定ほどには受注できなかったため、営業利益は計画をやや下回った。

一方、トータルメンテナンス事業は、売上高 119.2%、営業利益 140.4%の達成率であった。10 月に開始されたセブン-イレブン・ジャパンに対する空調機器の大型保守案件が計画に入っていなかったことが高い達成率の主な要因と考えられる。

#### ◆ 空調機器メンテナンス事業は 5.7%増収、8.0%営業増益

空調機器メンテナンス事業は、前期比 5.7%増収、8.0%営業増益であった。第 2 四半期累計期間(以下、上期)は、スポット案件である大型空調機の更新工事やインバータ化などの省エネ工事が拡大し、前年同期比 13.1%増収、26.4%営業増益であったものの、天候要因から大型空調機のメンテナンス案件が低調だった下期は、同 1.1%減収、5.4%営業減益と停滞を余儀なくされた。

#### ◆ トータルメンテナンス事業は 50.2%増収 85.2%営業増益

トータルメンテナンス事業は、前期比 50.2%増収、85.2%営業増益であった。1) 16 年 4 月から取引が開始されたライフコーポレーション向けの案件が寄与したことや、2) 上期を中心に R22 冷媒<sup>注2</sup>対応空調

(注 2) R22 冷媒とは、オゾン層を破壊するとして、モントリオール議定書により 20 年以降に生産が全廃される空調機用の冷媒である。オゾン層を全く破壊しない新冷媒と、対応する空調機が開発されていたが、15 年までは R22 冷媒対応空調機から新冷媒対応空調機への更新需要が本格化していなかった。

機から新冷媒対応空調機への更新工事が急拡大したこと、3) セブン-イレブン・ジャパン向けの空調機器の大型保守案件が16年10月から始まったこと、4) 16/4 期末に人員を増強したコールセンターの稼働率向上による採算の改善などが大幅な増収増益の主な要因と見られる。

半期毎にみると、上期の売上高が2,842百万円(前年同期比48.3%増)、営業利益が139百万円(同85.1%増)、営業利益率4.9%であったのに対し、下期の売上高は3,177百万円(同52.0%増)、営業利益は131百万円(同85.3%増)、営業利益率は4.1%となった。セブン-イレブン・ジャパンとの取引が6カ月寄与した下期の売上高は上期を上回ったものの、下期にコールセンターのスタッフを増強したことや、第4四半期において、既存客に対する空調機器のメンテナンス営業が不十分になったことから、下期の営業利益率は上期を下回った。

セブン-イレブン・ジャパンとの取引は、トータルメンテナンス事業の他の案件とは異なり、店舗の設備機器を一括してメンテナンスする業務を受注しているわけではなく、相手先の要望により、空調機器のみを全国の店舗でメンテナンスする契約となっている。

メンテナンスの対象は空調機器だけであるものの、パナソニックグループ製の大型空調機器の保守とは異なる事業であるため、トータルメンテナンス事業に分類されている。同社の全国でのメンテナンスネットワークや、東京と姫路に拠点を持つコールセンターの2極体制、豊富なメンテナンスの実績・ノウハウが評価されたものと見られる。

## > 業績見通し

### ◆ 三機サービスの18年5月期予想

18/5 期の会社計画は、売上高10,000百万円(前期比13.9%増)、営業利益630百万円(同16.9%増)、経常利益623百万円(同16.8%増)、当期純利益417百万円(同15.6%増)である(図表7)。

17/5 期までの同社は、空調機器メンテナンス事業を担当するサービス本部と、トータルメンテナンス事業を担当するトータルメンテナンス本部のそれぞれが営業とメンテナンス機能を保有する事業本部制組織を採用していた。18/5 期から、メンテナンス業務を行う自社エンジニアの多能工化の推進による生産性及び内製率の向上や、営業効率の改善などを目的に、営業本部とメンテナンス本部によって構成される機能別組織に再編した。

組織再編の結果、単一セグメントとなったため、これまで公表されていた事業別計画の開示はなくなった。

【 図表 7 】 三機サービスの過去の業績と 18 年 5 月期の計画

(単位:百万円)

	セグメント	14/5期	15/5期	16/5期	17/5期	18/5期	前期比
		実績	実績	実績	実績	会社計画	
売上高		5,481	5,897	6,617	8,777	10,000	13.9%
	空調機器メンテナンス事業	2,007	2,296	2,609	2,757	-	-
	トータルメンテナンス事業	3,439	3,589	4,008	6,020	-	-
	その他事業	34	12	0	-	-	-
売上総利益		1,210	1,339	1,543	1,878	-	-
	売上総利益率	22.1%	22.7%	23.3%	21.4%	-	-
販売費及び一般管理費		914	972	1,149	1,339	-	-
	販管費率	16.7%	16.5%	17.4%	15.3%	-	-
営業利益		295	366	394	538	630	16.9%
	営業利益率	5.4%	6.2%	6.0%	6.1%	6.3%	-
	空調機器メンテナンス事業	191	258	247	267	-	-
	営業利益率	9.5%	11.3%	9.5%	9.7%	-	-
	トータルメンテナンス事業	107	109	146	271	-	-
	営業利益率	3.1%	3.1%	3.7%	4.5%	-	-
	その他事業	-3	-1	0	-	-	-
経常利益		289	359	357	533	623	16.8%
	経常利益率	5.3%	6.1%	5.4%	6.1%	6.2%	-
当期純利益		164	213	251	360	417	15.6%

(注) その他事業は 16/5 期に撤退済み

(出所) 三機サービス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

#### ◆ 証券リサーチセンターの 18 年 5 月期予想

当センターは、17/5 期実績を踏まえて 18/5 期予想を見直した結果、売上高を 9,780 万円→9,682 百万円、営業利益を 695 百万円→641 百万円、経常利益を 693 百万円→640 百万円、当期純利益を 469 百万円→434 百万円に減額した。前期比では 8.6%増収、11.2%営業増益から、10.3%増収、19.0%営業増益へと修正した(図表 8)。

組織再編の結果、単一セグメントとなったものの、両事業の売上高は明確に区別できることや、今後 3 期程度の収益構造に大きな変化はないと想定されることから、当センターでは本レポートにおいては従来のセグメント名称を用いて業績予想を行った。

前回予想からの主な修正点は、以下の通りである。

空調機器メンテナンス事業の売上高を 74 百万円、営業利益を 30 百万円引き下げた。17/5 期第 4 四半期の不振は天候要因が大きかったことから、通常の状態を前提に当第 4 四半期は反動増を見込むものの、天候に問題はなかった前期の第 3 四半期の増収率も当センターの想定を下回っていたことを考慮した。

【 図表 8 】 中期業績予想

(単位:百万円)

	セグメント	17/5期	18/5期CE	旧18/5期E	18/5期E	旧19/5期E	19/5期E	20/5期E
売上高		8,777	10,000	9,780	9,682	10,179	10,046	10,411
	前期比	32.6%	13.9%	8.6%	10.3%	4.1%	3.8%	3.6%
	空調機器メンテナンス事業	2,757	-	2,924	2,850	3,063	2,920	2,990
	トータルメンテナンス事業	6,020	-	6,856	6,832	7,116	7,126	7,421
営業利益		538	630	695	641	765	724	841
	前期比	36.7%	16.9%	11.2%	19.0%	10.1%	12.9%	16.2%
	営業利益率	6.1%	6.3%	7.1%	6.6%	7.5%	7.2%	8.1%
	空調機器メンテナンス事業	267	-	312	282	339	290	298
	トータルメンテナンス事業	271	-	383	359	426	434	543
	営業利益率	4.5%	5.6%	5.3%	6.0%	6.1%	7.3%	
経常利益		533	623	693	640	764	724	841
	前期比	49.2%	16.8%	14.0%	20.0%	10.2%	13.1%	16.2%
	経常利益率	6.1%	6.2%	7.1%	6.6%	7.5%	7.2%	8.1%
当期純利益		360	417	469	434	520	493	574
	前期比	43.1%	15.6%	14.4%	20.3%	10.9%	13.6%	16.4%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

(出所) 三機サービス決算短信を基に証券リサーチセンター作成

トータルメンテナンス事業については、売上高を 24 百万円、営業利益を 24 百万円引き下げた。売上高は従来予想を微修正したが、セブン-イレブン・ジャパン向けの売上高が通期で寄与することなど、前提条件に大きな変更はない。営業利益については、これまでの想定以上に同社がコールセンターのスタッフを増強する方針を持っていることから営業費用の予想をやや増額したものの、同事業の営業利益率は 17/5 期の 4.5% から 5.3% に改善すると予想した。

トータルメンテナンス事業は先行投資が必要となる半面、スケールメリットが期待できるビジネスである。今回の大口顧客の獲得により一定の事業規模に達したと見られることから、トータルメンテナンス事業の収益性は売上高の拡大に伴って今後も改善が期待できると当センターは考えている。

同社の組織再編によるメンテナンス本部の設立は、空調機器メンテナンス事業のエンジニアを研修によって多能工化し、トータルメンテナンス事業の案件も担当させることを目的としている。外注していた案件を社内に取り込むことで生産性と内製率が向上し、その面でも営業利益率が改善していくと当センターは想定している。

## > 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 17/5 期実績や同社の施策を踏まえ、前回の 19/5 期予想を見直すと共に、20/5 期予想を新たに策定した。

19/5 期予想においては、売上高を 133 百万円、営業利益を 41 百万円減額した。空調機器メンテナンス事業については、17/5 期下期の状況を踏まえると、工事、メンテナンス共に従来想定ほどには売上高が伸びないと考え、売上高を 143 百万円、営業利益を 49 百万円減額した。トータルメンテナンス事業については、微修正を行い、売上高を 10 百万円、営業利益を 8 百万円増額した。

前期比では、トータルメンテナンス事業において、大口新規顧客の寄与を想定しなかったため、4.3%増収、20.9%営業増益に伸び率が鈍化すると予想した。

新たに策定した 20/5 期については、前期比 3.6%増収、16.2%営業増益と予想した。

空調機器メンテナンス事業は、工事売上高を中心とした拡大を想定し、前期比 2.4%増収、2.8%営業増益を見込んだ。トータルメンテナンス事業は、大口新規顧客の寄与は見込んでいないものの、社内エンジニアによる内製率の向上により営業利益率の改善が進むと考え、前期比 4.1%増収、25.1%営業増益を見込んだ。

なお、18/5 期の一株当たり年間配当金について、同社は配当性向 30%を目処に利益還元を行うという配当方針に基づいて、3 円増配の 23 円としているが、同社計画を上回る当期純利益を見込む当センターでは 24 円を予想する。19/5 期、20/5 期については、当センターの業績予想を前提に、27 円、31 円と見込んでいる。

### ◆ 三機サービスの中長期成長イメージ

同社は、決算説明会資料において、中長期成長イメージを公表した。しかしながら、資料に記載された内容はやや不明瞭な点があったため、同社へのヒアリングを行い、当センターでは以下の通り、内容をまとめ直してみた。

- 1) 時期は明確にしていないが、売上高 500 億円を目指す
- 2) 売上高 500 億円の時点では海外売上高比率 2 割を目標とする
- 3) トータルメンテナンス事業を主体とした成長により、今後数年で国内売上高 200 億円を目指す
- 4) 2018～19 年に ASEAN への進出を実現すると共に、中国でのエリア拡大を行い、海外ビジネスの本格展開を開始する



同社は 17/5 期中の中期経営計画の作成、公表を予定していたが、18/5 期に遅延している模様である。計画の詳細が明らかになるまでは、当センターは同社が発表した中長期成長イメージに対する論評を差し控えたい。

なお、当センターでは、中国事業の現状エリアでの展開についてだけを海外事業の業績予想に織り込んでいる。同社が今後発表する計画次第では、先行投資負担などが発生する可能性もあるため、注意が必要であると考えている。

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 第 4 四半期に収益が偏重する季節性は薄れていくと見られる

当センターでは、16 年 10 月に発行したレポートで、1) 第 4 四半期に収益が偏重する収益構造、2) 大口顧客の業績変動や方針変更が同社の業績に影響する可能性を投資に際しての留意点として指摘した。

1)の留意点について、17/5 期に関しては、第 4 四半期の売上高が 2,392 百万円（通期売上高に占める割合は 27.3%）と、四半期ベースでは最大であった一方、営業利益は 193 百万円（同 35.9%）と、第 2 四半期の 245 百万円（同 45.6%）を下回った。

17/5 期の第 4 四半期は、利益率が高い空調機器のメンテナンスが天候要因などから不振であったことや、コールセンターの人員強化などのコスト増があったことが影響しており、基本的な収益構造は変化していないと当センターでは考えている。しかしながら、季節性が強いのは空調機器メンテナンス事業であり、季節に左右されにくいトータルメンテナンス事業の売上高構成比の拡大が想定されるため、今後は季節性が薄れていくと見られる。

### ◆ 大口顧客の増加による顧客の分散はポジティブな傾向

2) の留意点については、17 年 2 月のレポートで当該リスクの度合いが低下傾向にあることを指摘したが、大口顧客の数が増えたことで、パナソニック産機システムズとプレナスに対する売上高の依存度が、16/5 期の 42.1%から 30%程度あるいは、それ以下へと低下した（プレナス向けが 10%未満となったため、正確な数値は不明）。

一方、16 年 4 月にライフコーポレーション、10 月にセブン・イレブン・ジャパンとの取引が始まり、パナソニック産機システムズを加えた大口顧客 3 社向けの 17/5 期の売上高構成比は 48.1%に達した。

大口顧客 3 社に対する依存度は高水準であり、その動向に注意が必要

であることには変わりはないが、大口顧客が増加したことで業績が拡大し、大口顧客の分散も図られたことはポジティブに評価できる。

空調機器メンテナンス事業においては、パナソニック製大型空調機器をエリア限定でメンテナンスするという事業特性であるため、新規の大口顧客を開拓することは困難である。一方、トータルメンテナンス事業においては、ローカルパートナーや自社エンジニアの増強を進め、サービスの供給体制を整備すれば、新しい大口顧客にサービスを提供することは可能である。当センターは、同事業の大口顧客の開拓を更に進めることで、同社の業績が特定の大口顧客の動向に左右されにくくなると考えており、引き続き同社の取り組みに注目している。

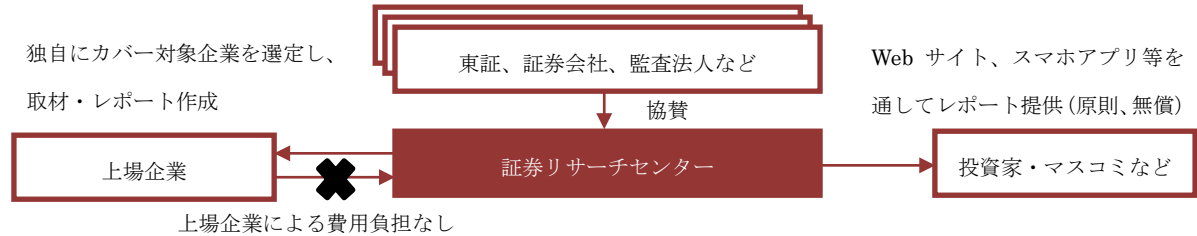
証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 16 年 10 月 7 日より開始いたしました。

同社は 17 年 4 月 27 日に東証一部に指定されました。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。

## 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)

### 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  
みずほ証券株式会社  
優成監査法人

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
株式会社 ICMG

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(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

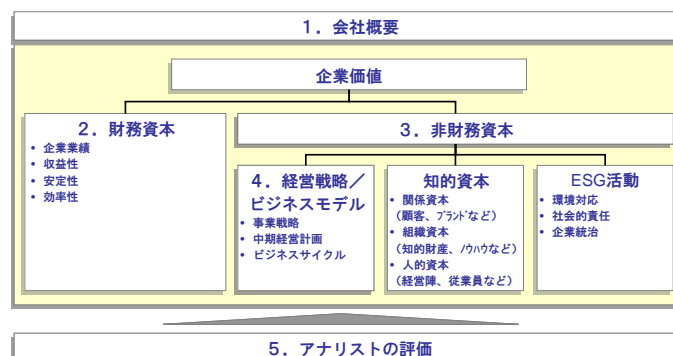
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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ないと、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。