

社会インフラの建設コンサルに強み

投資判断 (3/28)

E・ホールディングス (2153・東証2部)

新規 Overweight

株価	投資単位	時価総額	昨年来高値	昨年来安値	PER(予)
1,453円 (3/28)	100株	105.5億円 (3/28)	1,749円 (18/1/15)	949円 (17/1/4)	8.3倍 (3/28)

無電柱でトップシェア、年率7%の成長ステージに突入

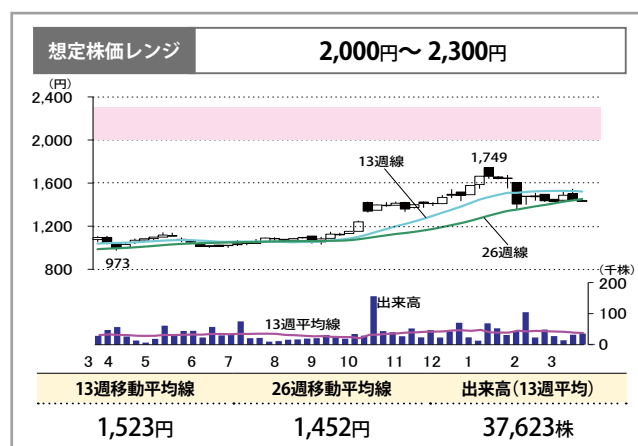
■18年5月期2Q累計は5割増収・粗利率大幅改善

18年5月期2Q累計(17年6-11月)の連結業績は、売上高5,523百万円(前年同期比49.7%増)、営業損益1,625百万円の赤字(前年同期は1,968百万円の赤字)で着地した。国交省をはじめとする官公庁や地方自治体が主要顧客で、年商の約7割が第4四半期(3-5月)に偏重することから、費用が先行する2Q累計は例年赤字傾向となるが、当2Q累計は粗利益率が22.3%(前年同期比4.7ポイント増)と大きく改善し、営業赤字縮小につながった。これは前17年5月期に受注していた大型案件の工期延伸等により増収となったことが大きい。

■堅調な受注残、補正予算も追い風

会社側の18年5月期の連結業績予想は、売上高25,000百万円(前期比8.8%増)、営業利益1,400百万円(同9.9%増)と期初計画据え置きとなっている。2Qまでに前年を上回る水準で受注残高が積み上がっている他、国土強靱化地域計画(大規模自然災害等の被害最小化や迅速な復旧復興を目指すプラン)の策定に基づく整備が全国各地で進展し建設コンサル需要が持続的に高まっているなど底固い受注環境にあるが、2Q累計でみられた大型案件の影響は一服するとみている。モーニングスター(MS)では18年5月期については会社計画を踏襲する。

17年7月に21年5月期を最終年度とする4カ年の中期経営計画(2P図参照)を策定しており、最終年度に売上高30,000百万円以上、経常利益2,100百万円以上、純利益1,400百万円以上(ROE8%以上)とする目標を掲げた。主力の国内建設コンサルタント領域、インフラマネジメント領域で収益性を高め、新規のインフラ開発案件が相次ぐ海外コンサルタント領域の売上を伸ばしていく構えだ。



前中計(15年5月期-17年5月期の3カ年)は年率1%強の売上成長にとどまったが、今中計では同7%弱と過去最大の成長加速を見込む。07年の持株会社設立以来、国内各地域の地方自治体の案件を受注できる基盤づくりを徐々に進めてきたが、今後は全国からの受注本格化していくことに加え、電線共同溝(無電柱化)の普及が一段と進むことなどを想定している。同社は国交省発注の無電柱案件の2割を受注し、トップシェアの実績を持つ。19年5月期については、中計に織り込まれていない17年度(平成29年度)補正予算の防災・減災策にかかる調査案件などが売上計上されるものとみられる。

株価は2Q決算後に上昇、1月15日には上場来高値1,749円を付けた。その後は利益確定売りや軟地合いに押され上値の重い展開となっている。ただ、27日時点の会社予想PERは8倍台、配当利回り2%台は、相対的に割安感がある。市場では東証1部入り期待もあり、評価余地は大きく残されている。MS想定株価は、19年5月期のMS予想EPS(1株利益)に業界平均PER12倍を乗じた2,300円近辺を上限とした。下限はフシ目の2,000円。投資判断は新規「Overweight」とする。(有村 孝浩)

業績動向 (3/28時点)

	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
16年5月期 実績	22,470	▲1.2	1,250	▲19.3	1,293	▲20.6	943	▲32.5	164.5
17年5月期 実績	22,978	2.3	1,274	2.0	1,260	▲2.6	-293	赤転	-51.2
18年5月期 会社予想	25,000	8.8	1,400	9.9	1,450	15.1	1,000	黒転	174.2
MS 予想	25,000	8.8	1,400	9.9	1,450	15.1	1,000	黒転	174.2
19年5月期 MS 予想	26,500	6.0	1,600	14.3	1,650	13.8	1,115	11.5	194.3

※18年5月期会社予想ならびにMS予想、19年5月期MS予想EPSは株式会社573万9,791株(18年5月期第2四半期中平均株式数)で算定

■ 会社概要

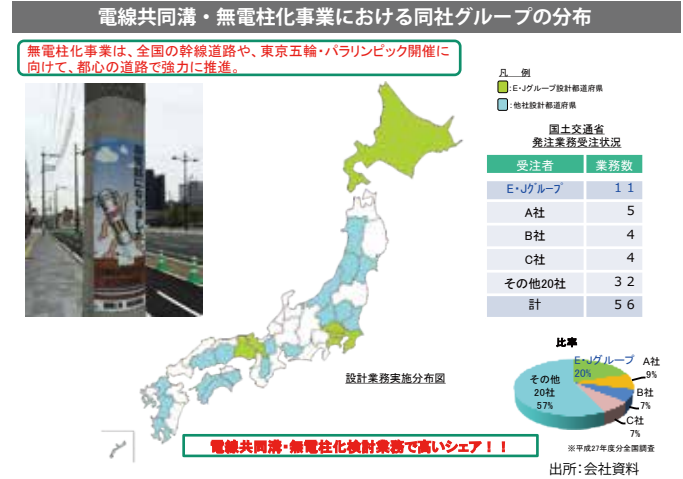
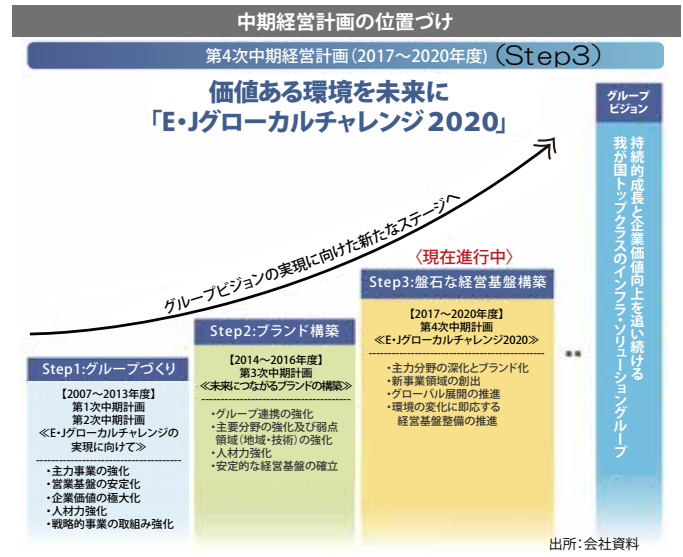
07年、建設コンサルタントを主要事業とするエイトコンサルタント（以下、E）と日本技術開発（以下、J）が共同株式移転により持株会社であるE・Jホールディングスを設立。社名の・（中黒）は地球をイメージし、企業理念である「地球環境にやさしい優れた技術と判断力で社会に貢献」の意を込めた。08年にEの計測機器レンタルなどを日本インフラマネジメントに承継。EとJは合併し、エイト日本技術開発となった。10年には東日本に強い顧客基盤を持つ近代設計が連結子会社に加わった。官公庁・地方自治体の受注が全体の8割以上を占めるなど公共案件に強いが、高速道路運営会社など民間も1割程度確保している。

港湾施設から道路、鉄道、ダムといった社会インフラ（図参照）の企画・構想から調査・設計、施工管理、運営管理、維持管理に至るまで総合建設コンサルタント業務をワンストップで提供する。橋梁、下水道処理など特化型の建設コンサル企業が多い中、同社グループは国土省の建設コンサルタント登録制度21業種部門うち19部門の登録を受けている。登録業種が網羅的であり、結果として建設関連予算および補正予算からくる案件の受け皿になりやすい面がある。

■ 事業環境と展望

国土省の開示データによると、13年3月時点で老朽化（建設後50年超）した道路橋、トンネル、河川管理施設はいずれも20%前後だったが、20年後には50%を超える見通しとなっている。同社が目下取り組んでいる中計は、こうした社会インフラの問題解決に沿っている。

主力の国内建設コンサルタント領域で培った技術力はインフラマネジメント領域に展開している。日本で今後増える老朽化施設は補修・補強の対象だが、発注する行政担当者も個別の老朽施設については詳しくなく、同社が専門家として発注者を支援する業務をインフラマネジメント領域として請け負う。また、海外コンサルタント領域は経営戦略のカギを握る。老朽化施設の補修は建設当時を再現するのではなく、新工法を取り入れながら強度を高めていくことにある。日本はインフラが行き渡っているのに対し、新興国のインフラ需要はこれから本格化する。新工法や技術の最先端を押さえるためには新興国など海外案件を獲得する必要があり、その取り組みが技術総合力の引き上げにつながっている。



リスク要因

同社グループは、建設コンサルタント業務の一環としてインフラの設計を担当し、施工管理を一部行っている。同社グループの設計は成果品であり、成果品に瑕疵が認められれば業務の発注者に対し賠償責任を負う可能性がある。17年5月、発注者から提起された訴訟で傘下のエイト日本技術開発に1審判決で賠償命令が言い渡される事案があった。これを受け同社は17年5月期決算で訴訟損失引当金を計上、最終赤字につながった。エイト日本技術開発は1審判決を不服として控訴している。

株主還元 (3/28時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
16年5月期	実績	0円	26円	26円
17年5月期	実績	0円	26円	26円
18年5月期	会社予想	0円	30円	30円

※18年5月期は普通配当26円、創立10周年記念配当4円を予定

■ 株主優待

毎年11月末日(中間期末)の株主名簿に記載された株主が対象(年1回)。

● 優待内容

- 100株以上1,000株未満保有:500円分のクオカードを贈呈
- 1,000株以上5,000株未満保有:1,000円分のクオカードを贈呈
- 5,000株以上保有:2,000円分のクオカードを贈呈

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (3/28時点)

	E・Jホールディングス (2153・東証2部)	長大 (9624・東証1部)	いであ (9768・東証1部)	
基本事項	株価	1,453円	812円	1,041円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	145,300円	81,200円	104,100円
	決算月	5月	9月	12月
株価指標	PER(予)	8.3倍	11.9倍	8.6倍
	PBR(実)	0.6倍	0.6倍	0.5倍
	配当利回り(予)	2.1%	1.2%	1.7%
成長性	売上高成長率(予)	8.8%	2.4%	2.8%
	営業利益成長率(予)	9.9%	▲31.4%	11.2%
	EPS成長率(予)	▲440.4%	▲43.6%	7.7%
収益性	売上高営業利益率(予)	5.6%	3.8%	7.1%
	自己資本当期純利益率(実)	▲2.0%	9.1%	5.4%
	総資産経常利益率(実)	5.6%	7.8%	5.1%
財務安定性	自己資本比率(実)	63.0%	52.7%	62.1%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	7.1%	6.6%	18.3%
	流動比率(実)	311.1%	203.7%	181.2%

同社と同様に官公庁向け案件が多い長大(9624)、いであ(9768)を競合比較企業として選定した。

■ 成長性

売上高成長率は相対上位となっている。前17年5月期は成長率2.3%にとどまったが、一部で大型案件の工期延伸があり、18年5月期はこの延伸分が寄与することから、売上成長が加速するとみられる。競合2社は前期から売上が鈍化する見通し。

営業利益成長率は、いであに次ぐ相対中位だが、10%近辺の水準で比肩する。

EPS成長率は前期に一過性の特別損失を計上したことからのマイナスとなっているが、今期はその要因がはく落し、事業成長が加速することから大きく損益改善する見込みだ。

■ 収益性

営業利益率見通しは、主力の環境コンサルティング事業が堅調な、いであが相対上位となっている。同社は相対中位だが、人材育成・採用に重点を置き例年50名前後を採用している中で、今期も一定の利益水準を確保する見通しだ。

ROE(自己資本当期純利益率)は前期の最終赤字からマイナスとなっているが、ROA(総資産経常利益率)は長大に次ぐ相対中位と健闘している。

■ 財務安定性

比較3社とも財務安定性を測る3項目はおおむね高水準を維持している。こうした中、同社は自己資本比率および流動比率で相対優位となっており、安定感は際立つ。

モーニングスター株式会社
 プロダクト開発本部 株式分析部 アナリスト 有村 孝浩
 03-6229-0810 tarimura@morningstar.co.jp

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートの読み方

特徴

(1) 第三者機関として中立的な立場を重視

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスターが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。モーニングスターがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

(2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

(3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、モーニングスターの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

モーニングスターでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

(4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

項目説明

■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびモーニングスターの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債 / 自己資本 × 100）、流動比率（＝流動資産 / 流動負債 × 100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。