

## 日本空調サービス (Nippon air conditioning services)

特殊施設を管理する技術が、成長を長期化させる

アナリスト 堀 篤

東証1部 4658

株価 744円 (3月28日) 想定株価 846円

時価総額 266億円

単位 100株



株価	744円
PER	17.38倍
PBR	1.64倍
配当利回り	2.96%

ビルメンテナンス事業の中でも、病院、空港、研究所、水族館など特殊施設向けの施設管理を得意とし、600床以上の病院では11.8%のシェアを持つ。国内に90拠点、海外に子会社7社11拠点をもち、顧客の需要に随時、対応できる体制が構築されている。今後、さらに特殊施設からの受注及び、海外売上比率を向上させる方針。本社は名古屋市。

### 1. 施設・設備管理事業は「環境関連事業」として着実な収益となる

日本空調サービスは、名古屋に本社を置く施設・設備管理会社だが、日本では全国45都道府県に90拠点をもち、全国のクライアントにきめ細かいサービスを提供している。また、アジア7か国に11拠点を置き、海外へ進出した日系企業の施設管理を請負っている。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

施設・設備管理事業は従来、ビルメンテナンス事業の一部だ。ビルメンテナンス市場の中で、60%程度を占めるのが、「ビル清掃業」で、日本空調サービスが属する「施設・設備管理業」は同市場全体の18%程度を占める。

ビルメンテナンス市場全体は、決して成長市場とは言えないが、「設備管理」の分野は近時、環境関連として、今後の成長が期待される事業分野になりつつある。

その理由は、ビルディング全体の環境管理需要にある。

ここ数年の間に、「京都議定書」「パリ協定」といった、国際的な環境対策の枠組みが定められ、今では、世界中のオフィスや工場、病院などあらゆる施設で、CO2削減、省エネルギーの機運が高まっている。

ビルメン業界では、このような需要への対応が業務上、不可欠となり、今後は、特に省エネルギー提案力が、ビルメン企業の成長性を決めるようになってきたと言っても過言では無いだろう。

その中で、施設・設備管理は、施設全体のCO2削減、コスト削減を担う重要な役割を果たす。ビル施設の隅々まで仕組みを理解しているビルメンテナンス事業者が、その施設の電気代、水道代などエネルギー消費の節約法を最も適切に提案できるのがその理由だ。

日本空調サービスでは特に、通常のオフィスビルではなく、病院、研究施設、工場、水族館などの特殊施設の市場にターゲットを絞り、これらのクライアントで売上の72.5%（2017年3月）を占めている。

この基本戦略が功を奏し、直近3か年の業績は堅調に推移している。

2015年3月期以降の業績推移 単位百万円 会社資料より当社作成 2018年3月期予想は会社予想

	2015/3	売上比	2016/3	伸び率	売上比	2017/3	伸び率	売上比	2018/3(予)	伸び率	売上比
売上	41,275		42,579	3.2%		43,143	1.3%		44,000	2.0%	
売上総利益	6,983	16.9%	7,465	6.9%	17.5%	7,806	4.6%	18.1%	7,920	1.5%	18.0%
販売管理費	4,839	11.7%	5,142	6.3%	12.1%	5,411	5.2%	12.5%	5,520	2.0%	12.5%
減価償却費	342		344	0.6%		404	17.4%		420	4.0%	
暖簾償却	0		0			0			0		
営業利益	2,144	5.2%	2,323	8.3%	5.5%	2,394	3.1%	5.5%	2,400	0.3%	5.5%
経常利益	2,215		2,378	7.4%		2,482	4.4%		2,500	0.7%	
当期利益	1,187		918	-22.7%		1,497	63.1%		1,500	0.2%	
配当	25		30			22			22		

2017年3月期までの実績では、非常に手堅い数値を残してきている、というのが、同社のイメージだ。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

会社全体の粗利率を少しずつ上げ、その分、販売管理費を増やして、全国の拠点を充実させていこうとする手堅い手法は、名古屋らしい経営手法だとさえ言える。同社の粗利率は、2015年3月期から、16.9%、17.5%、18.1%と、着実な改善を見せている。

## 2. オフィスビルのメンテナンスフリー化と、特殊施設設備管理への注力

ただし、ビルメンテナンス業界に、「環境」と言う成長テーマが与えられているにも関わらず、そのことは、決してすべてのビルメン事業者にも有利になることばかりではない。それは、「メンテナンスフリー」、すなわちIoTの活用で、自動的にビルの施設管理を行うようなオフィスビル（スマートビルディング）が今後は主流となり、ビルメンテナンスの外注自体が減少する、という状況があるからだ。

2017年4月から、「建築物省エネ法」が施行され、2000平方メートル以上の床面積を持つビルには、空調、照明等設備の一次エネルギー消費量や外皮の省エネ性能に規制が設けられている。

これらの動向は、2015年12月に採択された「パリ協定」によるCO2削減目標の達成のための動きだ。日本では、2030年までに、2013年比で温室効果ガスを26%削減する、という目標を立てている。

また、パリ協定以前から、業界では「CASBEE（建築環境総合性能評価システム）」「BELS（建築物省エネルギー性能表示制度）」といった制度が運営されてきた。

こういったシステム・制度の運用は、今後更に積極化することが予想される。特に、今後の推進が注目される「スマートビルディング」では、省エネと快適性を両立させることが焦点になる。そこには「ZEB」＝ネットゼロエネルギーという概念が導入され、センシングされた高度なエネルギー管理の設備管理が要求される。

このように、新規に建設されるオフィスビルは、IoT技術を導入し、高度化することによって、メンテナンスフリー化が進んでいる。このメンテナンスフリー化の動きは、この分野に強い一部の事業者を除き、ビルメン事業者への需要を奪っている。

そこで、今後のビルメンテナンス事業者にとって重要なことは、より高度な技術を内製化し、付加価値が高い需要に応えることにあるだろう。スマートビルディ

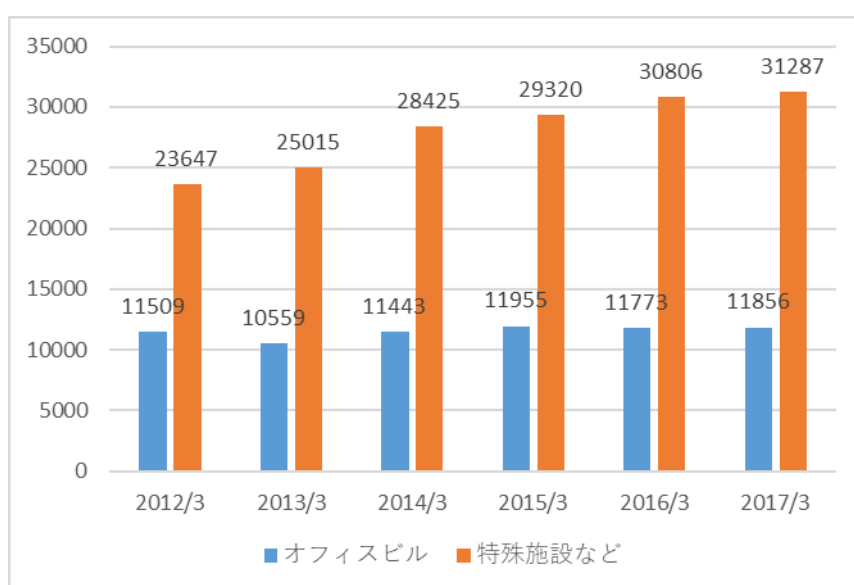
本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

ングの仕組みでは管理しきれない特殊施設や、施設内の変化にフレキシブルに対応できる技術などは、その一つだ。

同社の方向性は、まさにこの点にあり、工場や病院、研究施設などの特殊な環境にある施設の保守・運営、省エネルギー対策の市場を獲得することを基本的な戦略としている。

過去5年間では、同社のオフィスビル向け売上の成長率は、年間平均で0.6%に過ぎないが、特殊施設向け売上の伸びは、年平均6.5%となっている。

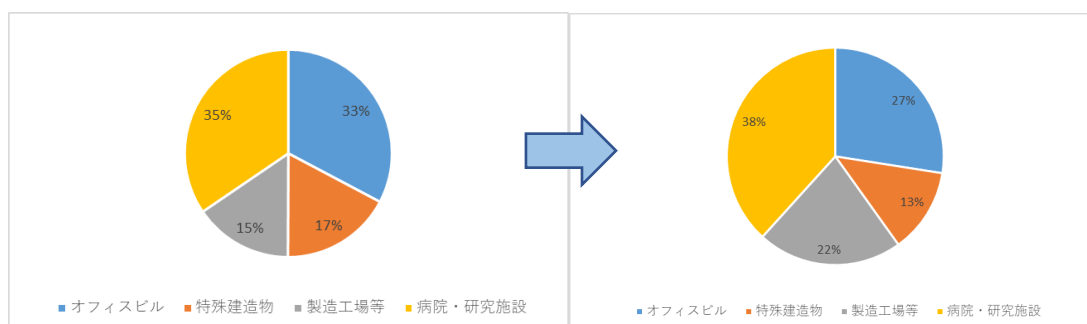
過去5年間の売上推移 単位：百万円



同社では、2018年3月期には、これら特殊な環境を有する施設の売上比率を75%にもっていくことを目標としている。

2012年3月期売上構成

2017年3月期売上構成



<過去5期で、病院など、オフィスビル以外の受注比率が高まった>

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切かつ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

同社には、病院・研究施設・バイオ施設などにおける無菌化、放射線量の計測管理など、他社では困難な施設管理の実績とノウハウが、蓄積されている。また、水族館では、生き物の生態や健康管理までを見極めた水温・環境管理を請負っており、これらの分野では、国内におけるリーディングカンパニーだと言えるだろう。

これら特殊施設の管理を、発注側から考える場合、同様の施設への実績が、重視されやすい。したがって、この実績は、同社にとって重要な無形資産そのものだと言える。

### 3. 第3四半期決算発表による進捗率の分析

前項で記載した業績推移の中で、2018年3月期の予想数値は、これまでの会社側のIR姿勢から見て保守的な数値と見て間違いはないだろう。

2月14日に発表された第3四半期業績の推移を、前回と比べて場合の数値と比べると以下のようなになる。

2017年3月期、2018年3月期、各第3四半期進捗状況比較

	2016/12	対売上	進捗率	2017/3	対売上		2017/12	対売上	進捗率	2018/3	対売上
売上	29,132		67.5%	43,143			31,806		72.3%	44,000	
売上総利益	5,297	18.2%	67.9%	7,806	18.1%		5,684	17.9%	71.8%	7,920	18.0%
販売管理費	3,848	13.2%	71.1%	5,411	12.5%		4,011	12.6%	72.7%	5,520	12.5%
営業利益	1,448	5.0%	60.5%	2,394	5.5%		1,672	5.3%	69.7%	2,400	5.5%
経常利益	1,532	5.3%	61.7%	2,482	5.8%		1,766	5.6%	70.6%	2,500	5.7%
当期利益	921	3.2%	61.5%	1,497	3.5%		1,080	3.4%	72.0%	1,500	3.4%

上記表を見ると、今第3四半期業績が、前年同期に比べ、進捗率が高いことがわかる。表中のオレンジ色で記載した数値が進捗率だが、売上で、対前年度比4.8%、営業利益で9.2%も高い。

もし第四四半期単体の進捗率が前年度と同じと仮定するなら、今期の営業利益は27億63百万円となり、現在の予想利益を15.1%上回り、当期利益は17億56百万円と、17.1%程度上回る計算となる。

### 4. 同社のポジションと中期計画

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

同社事業は、ビルメンテナンス事業に属する。ただし、国内ビルメンテナンス市場の 62%程度は、清掃業が占め、同社が行う「設備管理」事業は、ビルメンテナンス事業全体の 18%程度、約 6500 億円の市場だとされている。

同社資料によると、同業他社中では第 3 位の売上規模。シェアは、約 6.6%だということになる。

その中で、同社は全国展開をする独立系企業として、日本全国 90 か所、海外にも 11 拠点をもち、積極的な保守サービス網を構築している。

このように、全国をカバーする拠点網を築き、地域密着型のサービスを目指すことは、そのコストパフォーマンスの悪さとそれにかかる時間の量から、現代のようにスピード重視の経営、M&A 優先の経営手法から言えば、決して評価されることでは無いだろう。

しかし、日本空調サービス社が、これまでの間に、その犠牲をすでに払っており、この拠点網を構築している、という状況を考えれば。今後の展開は明るい。

また、同社戦略の中心は、「特殊施設向けサービス」に注力することにある。

同社資料中の「同業他社」とは異なるが、比較しやすい他の 3 社の PER (3 月 23 日現在) は、以下のような状況にある。

	銘柄コード	株価2/23	PER
アズビル	6845	4935	21.75
日本管財	9728	2079	16.62
三機サービス	6044	1816	24.3
平均			20.90

\* 日本空調サービス : 722 円 PER16.8 倍

ビルメンテナンス業界では、PER が高くなりにくい清掃業の比率が大きい企業が多く、単純な比較はできないが、比較しやすい 3 銘柄と見比べると、同社には割安感がある。

アズビルは、IoT 技術を使ったビル管理の自動化を進め、業績は絶好調の企業だ。日本管財は、総合ビルメンテナンス業界を代表する大手であり、三機サービスは、空調設備のメンテナンスを得意とし、IoT 技術を活用するサービスを展開している。

同社の現在の PER は、ビル清掃などを主力とする大手企業、日本管財と同水準であり、中期的な成長性を考慮すると、割安感がある。

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

また、同社では、2015年3月期より、2019年3月期に向けた中期経営計画を公表しているが、その数値を参考にした場合の2019年3月期までの業績推移は、以下のようになる。

日本空調サービス 中期経営計画数値 単位：千円

	2016	2017	2018	2019	平均成長率
売上	42,579	43,143	44,000	48,000	4.2%
営業利益	2,323	2,394	2,400	2,500	2.5%
当期利益	918	1,497	1,500	1,600	24.8%

## 5. テクニカル

環境関連が株価のテーマとなって以来、同社株価は安定した右肩上がりの基調にあり、直近3年間の間に、株価は約2倍になっている。

同社株価の癖としては、2回底を打った後（ダブルボトム）に上昇、というパターンを続けている、ということができそうだ。今回の下落では、720円に2度到達し、再びこのパターンが出現することが考えられる。一方、全体の市場動向の影響により、さらに下落をした場合は、前回の抵抗帯、680円～700円近辺が反発ラインとなるだろう。

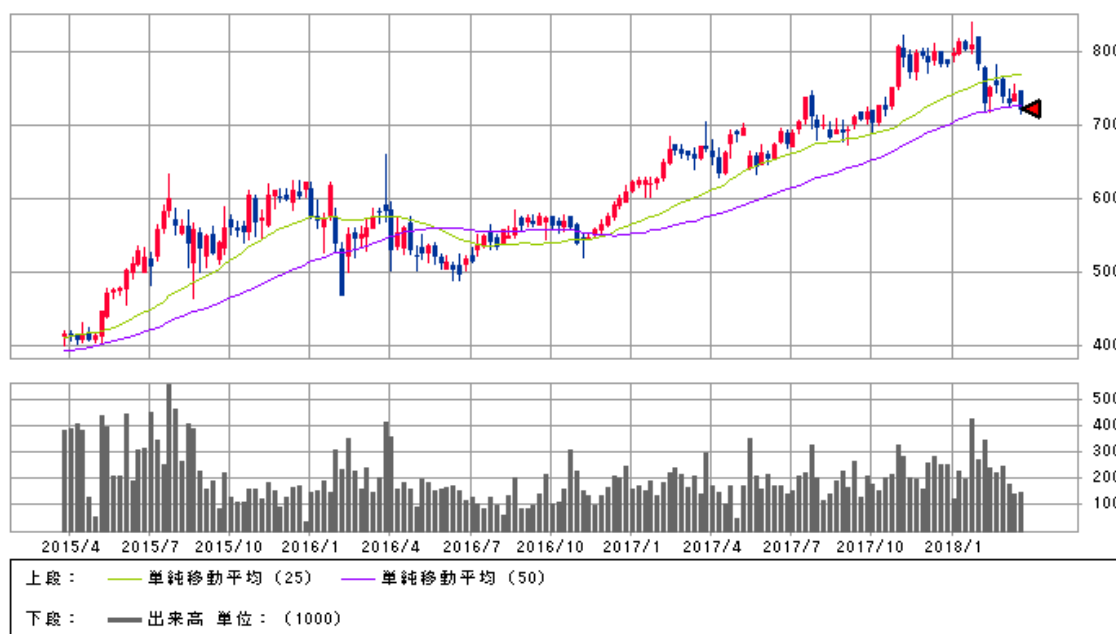
### 1年間週足



本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。

また、下の3年間週足を見ると、前回の上昇は、550円から800円まで、45%の上昇だった。そこで、700円から、同期間・同率の上昇を想定することは可能だろう。

## 3年間週足



それを前提とすると、中期的には、今後1年半程度の期間で、最大1015円までの上昇（700円に対して1.45倍の水準）が考えられる。短期的には、まず前回の高値842円が目標値となる。

## 6. 株価想定

同社のEPS、BPSの推移は以下の通り。

	2015	2016	2017	2018(予)
EPS	68.85	26.53	42.77	42.83
BPS	737.89	387.65	429.21	450.78

2. の進捗率で検討した通り、2018年3月期予想は、最大で、EPSは+17%=50.1円

それに対して、最大、同業他社平均PER=20倍

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。



$50.1 \times 20 = 1002$  円

EPS 予想=不変、PER=20 倍の場合

$42.83 \times 20$  倍=856 円

EPS 成長率は、過去 3 年間は平均 24.8%で、上記 PER は PEG=1 倍を割れており、割安に見えるが、今後 3 年間の中期成長率は、年率 10%程度とみられる。ただし、テーマ性、今後の地球規模の需要拡大を見込み、PEG は 2 倍程度まで評価しても良いだろう。ただし、現状では市場環境の不透明性を織り込み、10%ディスカウントの 1.5 倍を採用する。

EPS は、現状会社予想の 42.8 円と最大予想 50.1 円の間、46 円を中間的な数値として採用する。

EPS=46 円、中期成長率 10%、PEG1.5 倍として

$46 \times 10 \times 1.5 = 690$  円

想定株価レンジは、690 円～1002 円、想定株価は中間値の 846 円とする。

## 本レポートについて

1. 本レポートは、株式会社日本マネジコ（以下弊社）が、投資家への情報提供を目的としてのみ作成されたもので、証券売買の勧誘を目的としたものではありません。有価証券その他の取引に関する最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なってください。

2. 当資料に掲載されている内容の著作権は、原則として弊社に帰属いたします。本レポートにおいて提供される情報につきまして、弊社の承諾を得ずに当該資料の複製、販売、表示、配布、公表、頒布または営利目的の利用を行なう権利を有しません。

3. 本レポートは、弊社が信頼に足ると判断した資料、情報に基づき記載されたものですが、その正確性、完全性、適時性などに、投資者が依拠した結果として被る可能性のある直接的、間接的、付随的もしくは特別な損害またはその他の損害について、弊社が責任を負うものではありませんのでご了承ください。

---

本レポートに掲載された情報・見通し・意見などは、株式会社日本マネジコが信頼に足ると判断した資料、情報に基づき作成されていますが、その内容の完全性、正確性を保証するものではありません。本レポートに掲載された内容は、必ずしも適切且つ妥当なものとは限りません。投資に係る最終決定は、投資者ご自身の判断と責任で行なって下さい。また、注意事項の詳細につきましては最終ページをご参照ください。