

環境管理センター (Environmental Control Center)

第二の成長期を迎える環境技術企業

アナリスト 堀 篤

東証 JQ 4657

株価 512 円 (4月9日)

想定株価 660 円～720 円

時価総額 24 億円

単位 100 株



株価	512 円
PER	15.97 倍
PBR	1.64 倍
配当利回り	0.98%

土壌、地下水の調査分析のほか、アスベスト・ダイオキシンなどの超微量分析を得意とする、老舗の環境調査会社。環境アセスメントの受託、環境工事、放射能測定も行う。

学界との関係が深く、研究活動も活発で、農業関連の自社試験場を持ち、センチュウ（害虫）診断も事業化している。

1. 環境調査の老舗企業、第2の成長ステージへ挑戦

同社は1971年創業の老舗環境関連企業。

近時、東京都の豊洲市場の地下水問題で話題になるなど、水質、土壌汚染の調査などで評価が高く、その他、アスベスト、騒音振動、ダイオキシンなど微量有機化合物の分析も得意とする。

同社の重要な無形資産は、これら調査研究の実績だと言えるだろう。同社社員に

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。

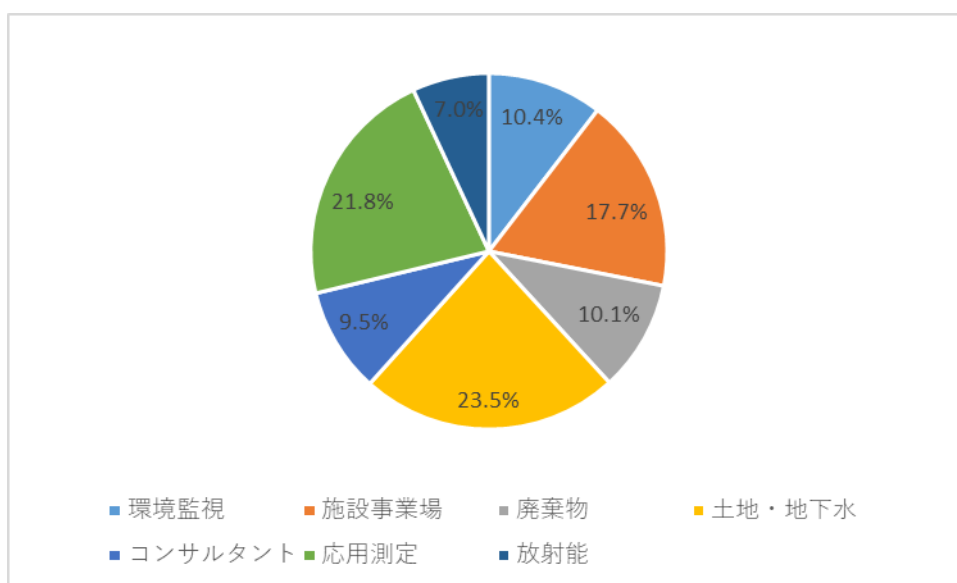
よる、環境関連の論文は、業界の評価も高いと言われる。

同社は、その着実な実績から、東日本大震災時の、東京電力福島第一原発における放射能漏れに伴う調査を受託するなど、ここ数年間は、放射能関連及び、豊洲市場関連調査が注目されてきた。

しかし、同社がこれまで得意としてきた、「公害型」「対災害型」の環境対策は、言い換えれば、企業や公共団体などが、「最低限の環境基準を維持する」ための調査であり、コンサルティングだ。また、放射能関連、地下水関連も、一時的な特需の影響下にあったことは否めない。

したがって、近時、株式市場でテーマ化されている「CO2削減」「温暖化対策」といった「環境関連銘柄」の範疇から外れている、ということが、同社株式を割安に放置している。

2017年6月期売上構成比



環境監視： 主に官公庁委託の水域・大気の濃度計量証明業務

施設事業場：施設・工場などの排水・排ガス、臭気、騒音・振動などの分析

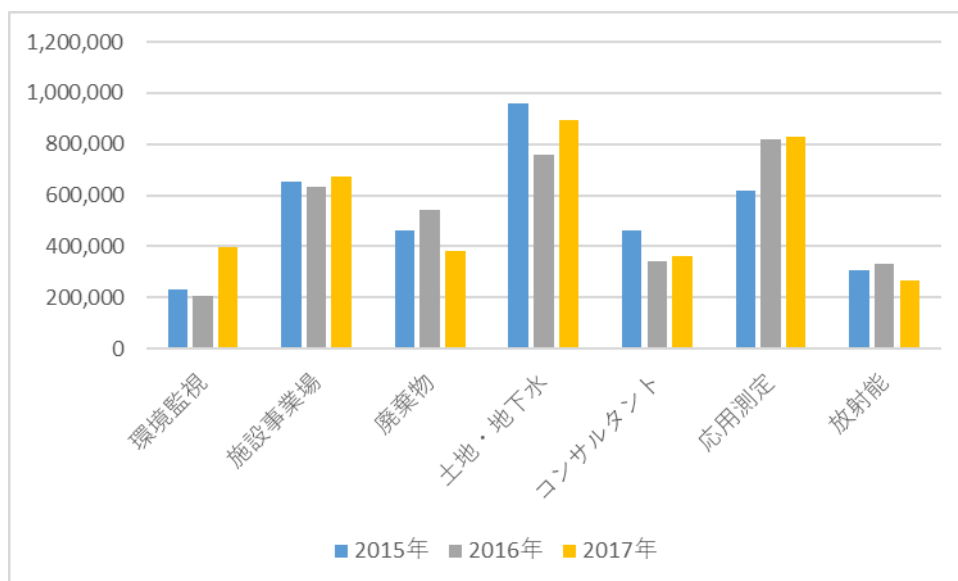
廃棄物： ダイオキシン、PCBの検査

応用測定： アスベストなどを含む環境測定

コンサルタント：環境影響評価（アセスメント）、環境調査など

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。

2015年6月期～2017年6月期の売上推移



しかし、近時進出した事業領域の中には、いくつか、同社の潜在成長率を伸ばすべきものが見られるようになり、以下の4点について、注目すべきだろう。

一つは、再生可能エネルギー設備に関する環境調査、維持の需要拡大だ。太陽光発電設備、バイオマス関連設備などの建設、維持の為に土壌調査、生態系への影響調査は、同社の得意とする分野となっているが、この分野は、同社がCO2削減による持続可能な社会の形成に寄与している事例だ。

二つ目は、アスベストに関する受注拡大が予想されることにある。昨年5月、環境省は、アスベストが建設用塗材に使用されていたとして、「石綿飛散防止対策について」という通知を発表、さらにそれに対するマニュアルも出され、改めて、アスベスト対策の困難さが知られることになった。

同社では、アスベスト調査の為に検査車両「ムービングラボ」を投入し、サンプル採取後20分で結果が出せる体制を整えている。

三つめは、今年4月から開始されたベトナムでの環境分析・調査、コンサルティングだ。アジアで経済の急成長と共に起きている公害は、深刻な場合が数多く報告されており、同社のノウハウを生かす需要は非常に多い。

ベトナムでの事業開始を手掛かりに、同社が今後、各国で環境関連事業に進出す

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。

る可能性は高く、期待が持てる分野でもある。

最後に、同社は農業支援のため、農薬の使用を最小限にした、病害虫に対する防除技術（土壌中のもの）を研究、実用化をしている。農業の再生は、日本経済の大きなテーマであり、IoTを活用したモニタリングシステムなどが市場でも材料視されることがあるが、実際の農作物生産に対するソリューション技術の開発は、このような地道な研究によるものに偏っており、成長性が期待できる分野だと言えるだろう。

こういった挑戦が、「第二の創業期」を形成し、同社バリュエーションを高めていくことが期待される。

2. 2017年6月期、経常黒字化に成功、安定した業績推移へ

同社業績は、近年、段階的に改善されてきた。

福島第一原発の放射能漏れ、豊洲新市場の地下水問題などを機に、放射能調査、地下水の調査の重要性への認識が高まり、同社への需要も拡大してきたのがその要因の一つだ。

2016年6月期に営業利益は黒字化し、翌2017年6月期には、経常利益も黒字化した。

今期（2018年6月期）も引き続き好調な業績推移が予想されており、現状では、対前年比で、5.3%増収、20.8%営業増益が見込まれている。

2015年～2018年（予）業績推移 単位：千円

	2015/6	売上比	2016/6	伸び率	売上比	2017/6	伸び率	売上比	2018/6(予)	伸び率	売上比
売上	3,698,730		3,634,375	-1.7%		3,799,895	4.6%		4,000,000	5.3%	
売上総利益	746,629	20.2%	816,723	9.4%	22.5%	897,846	9.9%	23.6%	948,000	5.6%	23.7%
販売管理費	786,048	21.3%	738,395	-6.1%	20.3%	715,716	-3.1%	18.8%	728,000	1.7%	18.2%
減価償却費	242,779		244,463	0.7%		270,820	10.8%	7.1%	280,000	3.4%	7.0%
暖簾償却			0			0			0		
営業利益	-39,418	-1.1%	78,328	黒字化	2.2%	182,130	132.5%	4.8%	220,000	20.8%	5.5%
経常利益	-82,468		-17,651	-78.6%		171,198	黒字化	4.5%	200,000	16.8%	5.0%
当期利益	-96,194		12,360	-112.8%		144,120	1066.0%	3.8%	150,000	4.1%	3.8%

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。

2015年6月期以降の業績推移詳細（単位：千円）

配当						3			5	66.7%	
純資産	1,327,129	自己資本比率	1,337,759	0.8%	自己資本比率	1,688,780	26.2%	自己資本比率	1,816,174	7.5%	自己資本比率
除非支配・予約権	1,327,129	29.8%	1,337,759	0.8%	31.2%	1,681,645	25.7%	38.0%	1,809,039	7.6%	
平均			1,332,444			1,509,702	13.3%		1,745,342	15.6%	
総資産	4,448,141		4,286,159	-3.6%		4,429,776	3.4%			-100.0%	
平均		DEレシオ	4,367,150		DEレシオ	4,357,968	-0.2%	DEレシオ		-100.0%	DEレシオ
有利子負債	2,142,615	161.4%	2,061,869	-3.8%	154.1%	1,809,175	-12.3%	107.6%			0.0%
平均			2,102,242			1,935,522	-7.9%				
商品	210,416		235,925	12.1%		282,079					
現預金同等物	394,737		230,455	-41.6%		317,435					
売掛金・受取手形	549,934		551,175	0.2%		576,307					
買掛金・買掛手形	66,269		82,077			66,713					
運転資金	694,081		705,023	1.6%		791,673					
投資額	114,047		147,273	29.1%		340,183					
ROE	-7.00%		0.93%	7.93%		9.55%	8.62%		8.59%	-0.95%	
ROA	-1.80%		-0.40%	1.40%		3.93%	4.33%			-3.93%	
配当性向			0.0%			9.4%			15.1%		
発行済み株式数	4,208,270		4,208,270			4,678,270			4,678,270		
自己株	418		418			418			418		
平均	4,207,852		4,207,852			4,521,185			4,521,185		
EPS1(期末B)	-22.86		2.94			31.88	9.85		33.18	0.04	
BPS1(期末B)	315.39		317.89			359.49			386.72		

ただし、同社の株価を検証する場合、最も課題となるのは、今期業績予想の達成可能性だ。

同社の業績は、決算短信の定性情報によれば、毎年3月に、通期のほぼ3分の1の売上が発生するという。したがって、每期、第2四半期までの業績を見ても、予想達成の確率はほぼわからない、というのが現実だ。

とはいえ、一応、前年と進捗率を比較すると、以下のような結果になる。

	1,2Q	3,4Q	2017年6月期	1,2Q	3,4Q	2018年6月期
売上	1294241	2,505,654	3,799,895	1264222	2,735,778	4,000,000
営業利益	-97070	279,200	182,130	-175645	395,645	220,000

今期、下半期（3, 4Q）で、現在の業績予想を達成しようとする、売上で27億円、営業利益で395百万円が必要となる。前期の同時期が、売上25億円、営業利益で279百万円であったことを考えると、今期の予想達成が、多少難しい数値であることがわかる。

しかし一方で、同社事業が受注を中心に数値が固まることを考えると、受注状況で、予想数値の達成が難しいのであれば、すでに業績予想の修正が発表されてい

本レポートに掲載された情報・見直し・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。

でも不思議ではないだろう。
現時点では、会社予想数値の達成は可能とみる。

3. バリュエーションは割安

環境関連と言われる上場企業は多いが、主に土壌に関するものを主力に行っている事業者と、PER を比較してみると以下の通りとなる。

	コード	4/4PER	4/4終値	材料	
ダイセキ環境ソリューション	1712	18.8	997	リニア	
エンバイオ・ホールディングス	6092	33.8	1992	太陽光	中国
土木管理総合試験所	6171	33.5	576	東京五輪	ビッグデータ
環境管理センター	4657	15.2	490	農業	

上記土壌関連 4 社では、環境管理センターが、ダイセキ環境ソリューションと共に低い PER であることがわかる。

しかし、ダイセキ環境ソリューションは、親会社ダイセキが 53% を保有しており、流通株比率が低いことが、低 PER の原因になっているのに対し、環境管理センターにはそのような外形的理由は無い。

ただし、2017 年度、2018 年度の予想 EPS 成長率平均(会社四季報)は、エンバイオ: 92%、土木管理: 20.1% に対し、環境管理センターは、2.2% でしかない。この直近 2 年間の EPS 予想成長率が、現在の PER の差になっている、と言うことができるだろう。

しかし、これは数値の誤謬という面もある。環境管理センターも、1 年間時期をずらし、2016 年から 2 年間の EPS 成長率平均を見れば、49% になる。

いずれにしても、当期利益の水準が 1.5 億円(2019 年 6 月期環境管理センター)程度の水準では、利益変化率は過大過少になりすぎる傾向から免れられないことを考えると、短期的な利益予想よりも、技術力や実績など、中期的・定性的な企業の実力で、バリュエーションは判断すべきだろう。

同社株価は、現時点で割安度が強いと見る事が出来る。

4. テクニカル

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。

週足 3 年間



2016年10月からすでに1年半、ボックス圏の動きを続けている。
ゾーンとしては、400円～550円であり、現時点の株価はちょうどボックスの中間地点にある。
これまでの動きだけを見れば、買うべきゾーンは450円近辺だが、2016年6月期の黒字化以降、業績は伸びつつあるにも関わらず、ボックスの位置は変わっておらず、そろそろ、位置を変えてくるかもしれない。
ボックスの次のゾーンは500円から600円と考えるのが自然だろう。ただし、小型銘柄だけに、600円を超えたゾーンからは、1000円程度まで一気に抜ける可能性もある。

5. 株価想定

同業他社比較のPERでは、同社株価は割安に評価されすぎている。
ダイセキソリューションよりは上、PER=18～22倍程度が適正な水準だと言えるだろう。
一方、今期業績予想による150百万円の当期利益、EPS=33円は可能とすると、適正株価は以下の通り

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。

$33 \times 18 = 594$ 円

$33 \times 22 = 726$ 円

テクニカル分析から、移行後のボックス圏上限が 600 円とみられるが、このボックスを抜ける前提に立つことが可能だろう。

4 月 9 日 想定株価：660 円～720 円

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。