

2012年7月19日（木）

Important disclosures
and disclaimers appear
at the back of this
document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
永田 昌寿

■コンストラクションマネジメントの先駆者

同社は、施主と契約して建築工事監理や工事入札代行を行うコンストラクションマネジメント（以下CM）事業において、国内における先駆者。公平性と透明性を経営理念とし、独立資本の強みと高い専門性、ワンストップのサービスを活かして、厳格な内部管理のもと効率的な工事受発注の代行や監理業務を提供している。

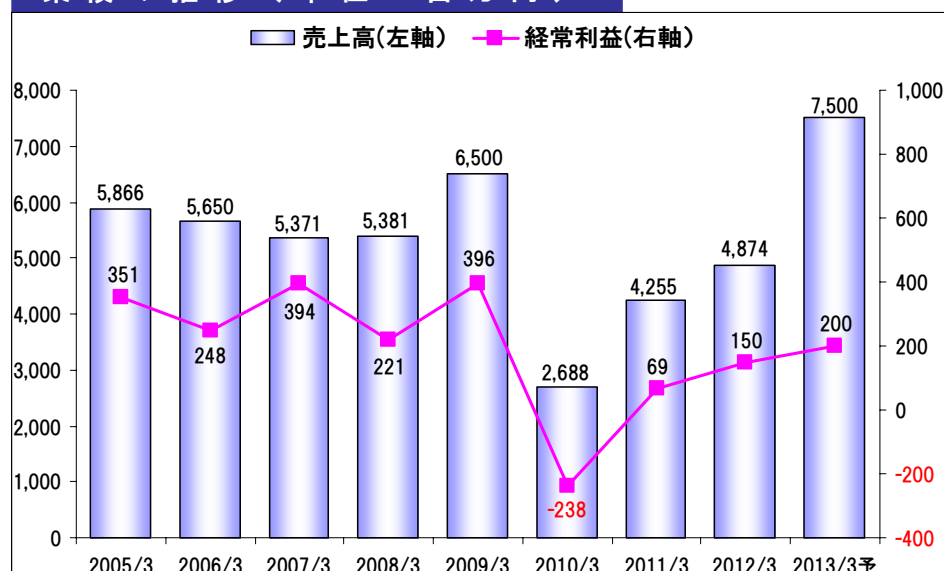
同社の強みは、生産性の高さに基づくコスト競争力に加え、CM事業として発注者と工事業者等との利害調整能力に優れている点にあると考えられる。設計変更や追加工事等の発生で紛争に発展しやすい建設業界で、現在までに訴訟に至ったケースがないことがその証左であろう。

業績は、リーマンショック後の建設不況局面を克服して、2013年3月期は3期連続の増収増益の見通し。売上高については、大型案件の受注増によって2012年3月期比で53.9%増の7,500百万円となる見込みである。

■Check Point

- ・発注プロセスとコストの可視化で全体工事代金を低減
- ・コスト競争力と高透明度かつ効率的な事業運営が強み
- ・潜在成長力の業績への反映で評価が上昇する可能性

業績の推移（単位：百万円）



沿革

発注者のコスト意識や構造変化が普及を後押し

米国などでは、コンストラクションマネジメント（CM）は1970年代頃から普及していたようだが、国内におけるCMは、1980年後半～1990年初頭より同社を含む事業者が登場した。1992年建設省大臣の諮問委員会である中央建設業審議会にて新発注方式として検討が提言されたことや、発注者のコスト意識の高まりがCM普及の直接的後押しとなった。また、建設不況から、業界の意識や従来構造にも変化が生じ、CM方式に呼応する業者が現れたことも支えとなった。

同社は、1989年とCM黎明期の早い段階で原価や管理費等の経費の顧客への開示のほか、手数料もマンアワー単価制（人時単価）を導入するなど、旧態依然とした業界体質が残る建設業界において、フィービジネスとしてのCMの先駆者と考えられる。海外展開については、2011年にCyril Sweett plcグループとの提携を締結、案件の相互紹介などで実績を上げつつある。

沿 革	
1980年 9月	米国製飛散防止等窓貼フィルムの輸入・販売を目的に、明豊産業（株）を資本金5百万円で設立。
1983年 4月	オフィス内装工事を開始。
1989年 4月	明朗会計方式（原価と同社利益を顧客へ開示する方法）を一部導入。
1990年 4月	明豊株式会社へ社名を変更。
1994年 4月	アットリスクCM（コンストラクションマネジメント）方式による設計&プロジェクトマネジメントサービスを、主に外資系企業向けに開始。
1994年11月	本社移転（東京新宿区本塩町8番地2へ）。
1995年 4月	顧客との情報共有システム「エクストラネットワーク」を稼働。同システムは、ウェブ上にてプロジェクト別のバーチャルプロジェクトルームで、工事進捗や入札状況を顧客等の関係者と情報共有が可能となった。
2001年 1月	本社移転（東京都千代田区麹町5丁目4番地へ）。
2001年 4月	明豊ファシリティワークス株式会社へ社名変更。
2002年10月	「ビジネスプロセスコラボレーション（BPC）」を稼働。情報発信専用機能の「エクストラネットワーク」に対して、BPCでは顧客との共同作業が可能となり、高機能化が実現。
2004年 2月	株式を日本証券業協会に店頭登録。
2004年11月	大阪市北区中ノ島へ大阪営業所を開設。
2004年12月	株式をジャスダック証券取引所に上場（日本証券業協会への店頭登録は廃止）。
2006年 2月	ISMS/BS799を認証取得。
2006年12月	大阪市西区江戸堀へ大阪営業所移転。
2007年 1月	国際規格「ISO27001」/国内規格「JISQ27001」を認証取得。
2010年 4月	ジャスダックと大阪証券取引所合併で大阪証券取引所JASDAQ（スタンダード）に上場。
2010年 6月	Cyril Sweett plc(本社：英国)とWindnell Ltd(本社：香港)（両社は現在合併してCryil Sweet plc)と業務提携。
2011年 4月	Cryil Sweet plcと業務提携に基づく合弁会社Meiho Sweettを香港に設立。
2011年 9月	本社移転（東京都千代田区平河町2丁目7番9号へ）。

出所：有価証券報告書よりフィスコにて一部加筆・抜粋

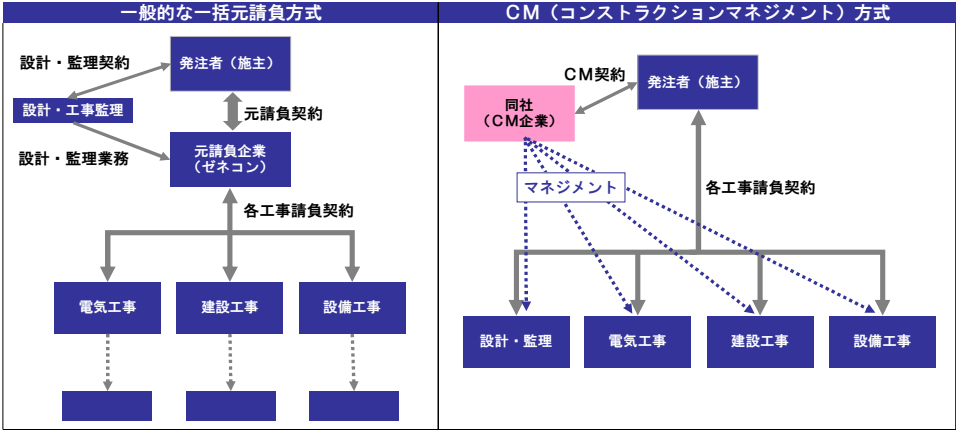
■事業概要

発注者の代行・補助者として各種マネジメント業務を行う

・コンストラクションマネジメント（CM）とは

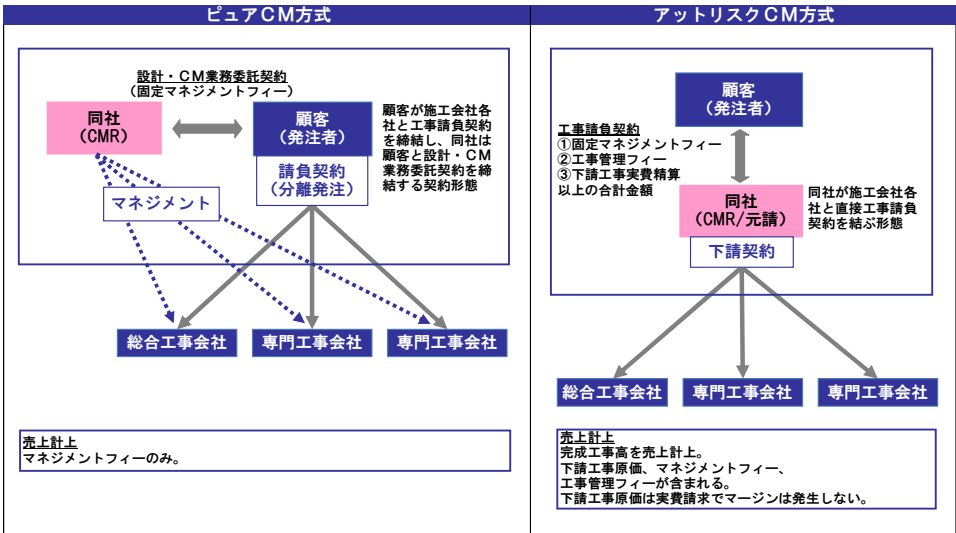
建設工事は、発注する際ゼネコン等が主体となる一括元請負方式が一般的である。一方、コンストラクションマネジメント（CM）方式とは、コンストラクションマネージャー（CMR）が、発注者の代行又は補助者としてサポートし、建築基本計画や設計の検討、工事発注方式の検討、工程管理、コスト管理など各種マネジメント業務を行う手法である（下図(上)参照）。同社は、純粋なピュアCMと顧客要請等で形式上元請となるアットリスクCMの2通りをサービスとして提供している（下図(下)を参照）。

建設工事の発注方法



出所：会社資料よりフィスコ作成

ピュアCM方式、アットリスクCM方式の関係図



出所：会社資料よりフィスコ作成



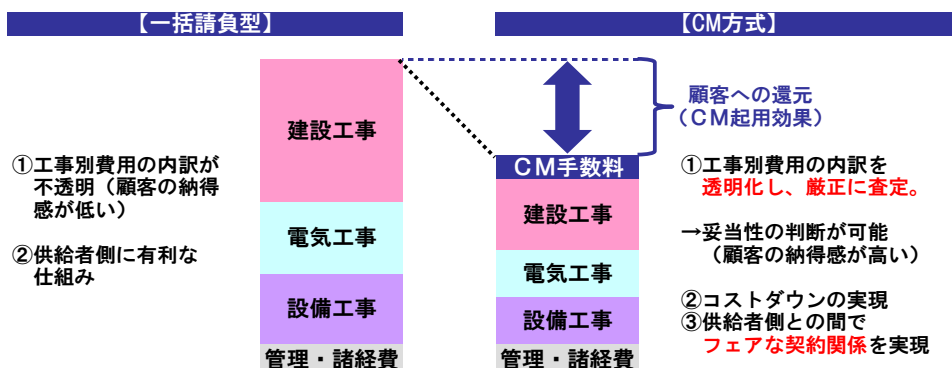
■事業概要

発注プロセスとコストの可視化で全体工事代金を低減

・CMの経済的な効果

CM方式では、一括請負型と比較して、発注プロセスと工事項目別コストの可視化を行うことで下記の様に全体工事代金が低減する効果が出る。国内で一般的に普及している一括元請方式だと、発注者と受注者との専門性及び情報の非対称性から、受注者側に有利な形態になりがちである。業界特有の多層構造となっており、元請から各工事が下請に、さらにその下請け（いわゆる孫請）に実際の工事が再発注されることが一般的である。各段階で企業がマージンを得るのに対して、CM方式であればコスト管理の専門家によって各項目別のコストの査定が行われており、場合によっては分離発注によって発注者から施工業者へ直接発注することも可能であり、取引構造が簡素化される分費用の低減に繋がる訳だ。ただし大型案件で求められるCM事業者は、基本設計からデザイン、構造設計、電気工事、設備工事から工事原価計算、その元になる資材価格情報の把握など幅広い専門能力と知識が必要となるほか、施工業者との交渉能力、工事施工後の発注者都合による設計変更等の費用請求など、各関係者の間での高い利害調整能力も必要となる。

工事代金の構成図



理念厳守の姿勢と高い専門能力をワンストップで提供

・同社の強みは「企業理念」厳守の姿勢にあり

同社は創業来、企業理念として「フェアネス」と「透明性」を貫き、「お客様の側に立つプロフェッショナル」としてお客様のお役に立つ事、を掲げている。この理念を厳守する姿勢と、設計、施工、物件管理まで高度でかつ幅広い専門性能力をワンストップで提供できることが同社の強みとなっている。同社の理念厳守姿勢は、独立性を保つ株主構成、顧客への原価開示、マンアワー制の手数料体系、顧客との情報共有化、プロジェクト管理、労務管理から、顧客及び工事等の発注先との接待禁止、などと徹底している。結果的に、リピート受注の増加や過去から現在に至るまで訴訟案件のないことが、同社の顧客満足度の高さと利害調整能力に優れている証左と考えられる。

■事業概要

不況抵抗力向上につながると考えられるCREM事業

・事業セグメント

(1) オフィス事業 売上高構成56% セグメント利益構成50%

オフィスの移転・新設・改修に伴うプロジェクトマネジメント（PM）、ICT・データセンターの構築など、難易度の高いオフィス関連の運用に関わるあらゆるサポートをサービスとして提供している。売上高は、受注プロジェクトによって手数料のみを計上するピュアCM方式と、工事代金も含むアットリスク方式の両方がある。受注件数が他事業セグメントに比較して多いことに加えて、アットリスク方式の大型案件の消化によって、売上高が膨らむ傾向がある。

(2) CM事業 売上高構成24% セグメント利益構成 48%

ビル、学校、工場、医療施設、鉄道駅施設、商業施設、その他各種施設の建設・運用に関する業務をCM手法でサポートする。こちらも売上高は、受注プロジェクトによって手数料のみを計上するピュアCM方式と、工事代金も含むアットリスク方式の両方がある。売上高と比較して全体に占める利益構成が高いのは、大阪府立大学の学舎整備を除き、全てピュアCM方式で行っているためである。最近の傾向として、大型案件が受注するケースが増えており、売上高は2010年3月期の3億円から2012年3月期には11.6億円、2013年3月期はさらに増加する見通しである。

(3) CREM事業 売上高構成20% セグメント利益構成 2%

コーポレート・リアル・エステート・マネジメント（CREM）事業は、数多くの施設を保有する企業に対して効率的な運用管理をサポートする事業である。具体的には、顧客に対して運用や管理業務を行うほか、多拠点・統廃合業務を受注する。同社では、ASP方式（注2）で保有不動産や固定資産の管理システムを提供している。顧客側の管理業務と可視化と効率化に貢献するとともに、不動産物件や固定資産の個別特性に応じて改修、建替、滅却、設備更新等で適切な助言を行っている。当該事業は、売上高、利益貢献とも現段階で大きくないものの、戦略的には重要度が高いと考えられる。管理業務等にて顧客と継続的なコミュニケーションが取れることから、耐震診断、各種設備の代替、拠点統廃合、環境対応投資、最近では、改正省エネ法やBCP（注3）の観点から、自家発電設備導入、設備改修などの需要が見込めるためだ。こうした既存案件からの需要は、好不況のサイクルと新設建設循環との相関性が低いことから、同社の不況抵抗力向上につながると考えられる。

（注1）売上高構成、セグメント利益構成は2012年3月期実績

（注2）ASP方式とは、アプリケーションサービスプロバイダーの略で、ソフトやシステムをインターネット経由で貸し出すサービス。

（注3）BCPとは、事業継続計画（ビジネスコンティニティプラン）のこと。

■事業概要

外資系企業やＩＴ系企業のほか鉄道企業などでも採用

・サービスメニューとプロジェクト実績

以下に同社の提供サービス分類表（下表：サービスメニュー一覧）と過去のプロジェクト実績（会社公表一部抜粋）をまとめた。

ビル・建物、工場、駅舎、商業施設などの新築や改修では、ほぼすべてのジャンルを網羅できているほか、デザイン性能力が求められるケースが多いオフィス移転やリゾート案件等もカバーしている。企業保有の不動産や固定資産の管理・運用業務をアウトソーシング、環境や省エネに関する提案等取引の継続性のあるサービスの提供も行っている。

同社の従業員は176人（2012年3月末実績で役員、契約・派遣社員も含む、2011年3月期末比で20名増）であるが、各メニューに対応した専門人材を抱えている。設計やデザイン、工事費用見積もり等の積算、各種施工管理など、プロジェクト毎にチームを編成する仕組みとなっている。余談ではあるが、取材の際に、筆者は同社のオフィスを見学したが、各人が専用の机を持たないフリーアドレス制でノートPCを使って仕事を行い、フロア内には、間仕切りや書類もほとんどない環境であった。プロジェクト管理も、時間単位で業務内容とマンパワーを結び付けてシステムで正確に管理されており、その情報すら顧客と共有化が図られていた。会社の理念で謳い、ワークスタイル変革をサービスとして提供するだけに、透明性と効率性を重視したオフィスレイアウト環境であるとの印象を持った。

過去に同社が手掛けたプロジェクト実績からは、経済合理性を重視する外資系企業やＩＴ系企業のほか、鉄道企業などでも採用され、リピートされていることが確認できる。

サービスメニューの一覧

提供サービス項目	取扱対象	内 容
ビル・建物新築・改修	本社ビル、工場、病院、学校、商業施設、リゾート施設、ホテル等	ビル・建物の建設・運用に関するあらゆる業務をCM手法でのサポート。
オフィス移転・新設	オフィス（ビル/建物区分所有やテナント物件）	オフィス移転・運用に関するあらゆる業務のサポート。
ICT・データセンター構築	データセンター、オフィス内ITインフラ	データセンター構築をはじめ、ICTインフラの構築・運用に関するあらゆる業務のサポート。
環境・省エネサービス	オフィス、各種ビル・建物	CM手法を用いてオフィス・ビルの環境対策のサポート。
CRE・FMサポート	企業保有の不動産、固定資産	固定資産の管理・運用業務、多拠点統廃合業務をアウトソーサーとして最適化。
外資系企業サービス	オフィス、各種不動産、ICTインフラ	外資企業のオフィス移転・固定資産・ICTインフラの構築・運用のサポートを行う。
海外でのサービス	—	海外建設プロジェクトで、海外プロジェクトマネジメント提携企業とCMサービスを提供。
ワークスタイル変革	—	ワークスタイル変革のコンサルとビジネススキル育成の研修の提供。

出所：会社資料を参照にフィスコ作成

■事業概要

プロジェクト事例

オフィス事例	日付	会社/法人/団体名	プロジェクト（PJ）内容	提供サービス
	2012年	ITホールディングスグループ(株)	事業所の集約	デザイン設計、PM
	2012年	(株)アイ・ティ・フロンティア	本社移転	設計、PM
	2012年	(株)ディー・エヌ・エー	本社移転	デザイン設計、PM
	2011年	マーザ・アニメーションプラネット	本社移転	設計、PM
	2011年	岡三証券(株)	本社移転	設計、PM
	2010年	(株)リアルワールド	オフィス移転	設計、請負
	2009年	ポリコムジャパン(株)	本社増床・改修	デザイン設計、PM
	2009年	(株)ティーガイヤ	オフィス統合移転	デザイン設計、PM
ビル・建物業事例	日付	会社/法人/団体名	プロジェクト（PJ）内容	提供サービス
	2012年	(株)ルミネ	レストランフロアリニューアルプロジェクト	ビュアCM
	2012年	東日本旅客鉄道(株)	ホテルコンバージョンプロジェクト	ビュアCM
	2012年	(学)実践女子学園	校舎・体育館新築プロジェクト	基本計画&ビュアCM
	2012年	江戸川区	区内小学校改築	ビュアCM
	2011年	三菱商事フードテック(株)	工場移転に伴う改修PJ	ビュアCM
	2011年	さくらインターネット(株)	石狩データセンター構築PJ	ビュアCM
	2011年	栄和興産(株)	新築ビル構築PJ	ビュアCM
	2011年	某不動産ファンド	大型SCリニューアルPJ	ビュアCM
	2011年	(株)後藤学園	校舎新築PJ	ビュアCM
	2011年	(学)東京工芸大学	大学校舎新築プロジェクト	ビュアCM
	2011年	(株)星野リゾート・トマム	ホテル、レストラン、ザ・タワー客室、共用部改修工事	デザイン、ビュアCM
	2011年	(株)JR東日本リテールネット	東京駅構内商業施設開発PJ	ビュアCM
	2010年	東日本旅客鉄道(株)	複合施設（商業施設・工場）新築PJ	ビュアCM
	2010年	磐梯リゾート開発(株)	アルツ磐梯リゾートセンター改修工事	デザイン、ビュアCM
	2010年	(学)東京工芸大学	中野キャンパス 1号館1期工事	ビュアCM
	2010年	磐梯リゾート開発(株)	磐梯山温泉ホテル/レストランリニューアル工事	デザイン、ビュアCM
	2010年	東日本旅客鉄道(株)	リゾートホテルリニューアルPJ（千葉県館山）	ビュアCM
	2010年	(社会医法人)一陽会	デイケア施設新築プロジェクト	設計・ビュアCM

出所：会社HPより抜粋しフィスコ作成

(株)JR東日本リテールネット
東京駅構内
エキナカ商業施設



出所：会社HPより抜粋

さくらインターネット(株)
石狩データセンター



■事業概要

コスト競争力と高透明度かつ効率的な事業運営が強み

・SWOT分析

取材を元に同社の強みと弱みを簡易的にSWOT表にまとめたものが以下である。同社の経営を取り巻く外部環境と経営の現状とについて、SWOT分析で簡便表にて表した。なお、SWOT分析とは、強み「Strength」、弱み「Weakness」、機会「Opportunity」、脅威「Threat」の4つに区分して、組織のビジョンや戦略を企画立案する際に利用する、現状を分析する一般的な手法である。

SWOT分析表

	好影響		悪影響	
	<機会 (Opportunity) >		<脅威 (Threat) >	
外部環境	・ 対建設投資で品質とコストとスピードへの意識の高まり 内外からの企業モラル・コンプライアンス意識の高まり		・ 建設投資循環の影響を少なからず受けること	
	・ CMの普及拡大		・ 既存建設業者との競争激化	
内部環境	・ 顧客のリピート利用拡大		・ 急速な顧客企業の海外進出	
	<強み (Strength) >		<弱み (Weakness) >	
	・ 独立系で高透明度の経営		・ 受注処理能力が人的資源の量に依存	
	・ 効率的な事業運営		・ 大規模案件に運転資金など財務的な制約	
	・ コスト競争力		・ 同社の認知度がまだ低い点	

出所：取材などによりフィスコ作成

外部環境の「機会」では、対建設投資において品質とコストとスピードへの意識の高まりと、内外からの企業モラル・コンプライアンス意識の高まりがCMの普及を牽引することとなろう。CM手法のプロジェクトマネジメント（PM）は、元請負型のPMと比較すると、発注プロセスと工事項目別コストの可視化を行うことで、効率性が高まり建設費用の削減に貢献する。ただしCM事業者には、設計から工事入札、施工管理まで高度かつ全体を網羅する（ワンストップ）専門能力に加えて、発注者と工事業者との利害調整能力も必要になる。優良なCM事業者には顧客が特命で発注するケースも多く、リピート化することも機会拡大に資すると考えられる。外部環境の「脅威」は、建設投資の方向性と既存企業の競争、顧客企業などが急速に海外進出などで建設投資を海外主体に行う場合に、追従できないケースが想定される。

内部環境の「強み」では、コスト競争力が挙げられる。それを支えるのは、独立系であり、高透明度の経営かつ効率的な事業運営ができている点にあると考えられる。「弱み」は、専門能力が高い人材がプロジェクト数に比例して必要になるために、成長が人的な資源の制約を受けることと、アットリスクCMなどで運転資金を要する大型案件の受注には財務的な制約を受ける場合がある点と考えられる。

■事業リスク

CREM事業の拡大など不況抵抗力向上に向けた取り組み

同社の事業リスクを有価証券報告書等に基づいて作成した。5つの要因のうち、顕在化しやすいリスクは、(1)の外部環境変動リスクであると考えられる。同リスクに対して、同社ではCREM事業の拡大など不況抵抗力向上に向けた取り組みがなされている。

(1) 外部環境変動リスクについて

同社は、オフィス構築や建物建設でCM手法でのプロジェクトマネジメント(PM)サービスの提供という事業属性から、建設循環の影響を少なからず受けるほか、既存建設業者との競合の影響を受ける可能性がある。

(2) ピュアCM方式への転換について

同社では、マネジメントフィーのみを売上計上するピュアCM方式への転換を図っている。転換に伴って、一時的な売上規模の縮小や運転資金減少を通じた資産の減少のほか、売上高利益率や総資本回転率など財務諸比率が変動する可能性がある。株主価値から見た場合、実質的な影響はないと考えられるが、全体に占めるCM方式の割合については留意する必要がある。

(3) フィービジネスの安定性について

フィービジネスでは、資材や設備等の材料費、外注費などのコストや物価変動等の外部要因による費用変動リスクがなく、受注したプロジェクトにて基本的に安定した収益を確保することができる。ただし、顧客との交渉にて事前に取り決めた単価の切り下げや、プロジェクトに従事する従業員の労働生産性低下を招いた場合は、安定性を確保できる可能性が低下するリスクがある。

(4) 情報共有システム障害について

同社では、独自のインターネットを通じた情報共有システム(BPC)を活用し、設計図書の作成・発注・施工の各工程の情報を開示、共有化することで顧客の信頼確保や意思決定支援、同社の業務効率改善に役立てている。当該情報共有システムにおいて、不具合やバグなどで運用に障害が生じた場合、業務効率低下でマンパワーの費用増を招く可能性がある。

(5) 業績予想変動リスク

同社の業績予想に対して、プロジェクトの進捗等で実績が変動するリスクがある。

■成長戦略について

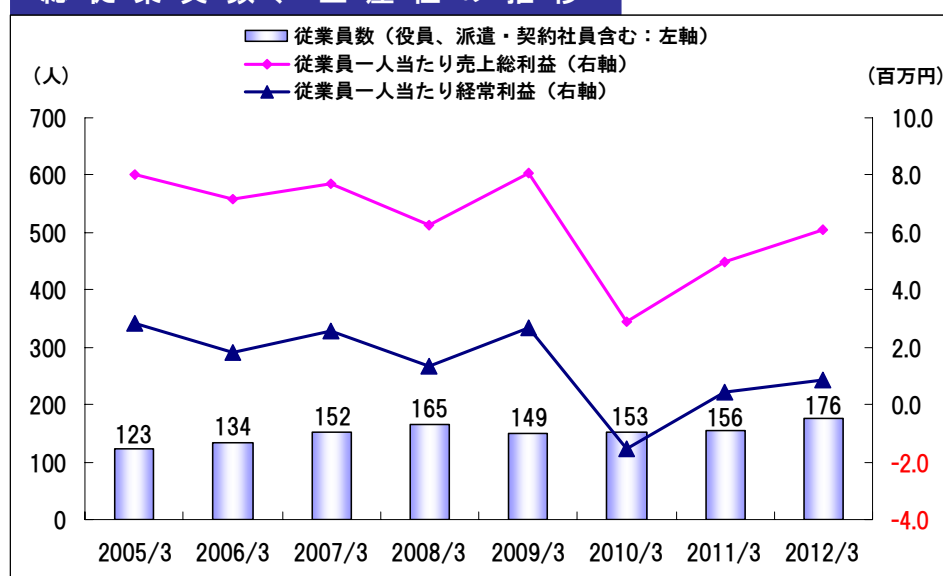
年率10～20%の潜在成長力の拡大に期待

国内建設市場45兆円（新設工事33兆円、維持修繕工事12兆円、出所：国土交通省「建設工事施工統計」）からすると同社の潜在成長力は大きい。CMの全体市場に対する普及率の明確な統計はないが、徐々に普及している中でおそらく1%に満たない状況であると考えられる。同社の過去の業績から、建設循環の影響を受けていることが確認できるが、CREM事業の拡大等で維持・修繕工事などの受注拡大によって、業績の安定度も増してくると予想される。

外部要因よりも重要度が高いと考えられるのが内部成長力である。内部成長力とは、受注能力を左右する従業員数と従業員生産性である。マンアワー単価×投入人数＝ピュアCM売上高の同社の収益モデルから、マンアワー単価とプロジェクト数とその投入人数が成長を決定する重要な変数となると考えられる。高難易度のプロジェクトは担当するメンバーのマンアワー（人時単価）の設定が高くなるために、単価上昇による生産性の向上も図ることができる。そのために、従業員採用と技能向上が成長を支える重要な要素となる。従業員の採用は、2012年3月期末の10%程度を基準として年間10～20名程度が目途となっており、それに生産性向上を考慮するとおよそ年率10～20%の潜在成長力拡大が期待できると考えられる。

現状は、まだ受注余力があるために、潜在的な内部成長を超える急拡大は可能と考えられる。下表は、同社の従業員数（役員及び派遣社員を含む）の推移と1人当たりの売上総利益、経常利益額といった生産性を示したものだ。補足であるが従業員の採用について、中途採用環境は良好であるが、高専門性と共に同社の経営理念や方針の遵守及び共有ができることを同社では重視している。

総従業員数、生産性の推移



■業績動向

前期は大型案件の貢献とオフィス事業が好調に推移

・2012年3月期の業績

2012年3月期の業績は、売上高4,874百万円（2011年3月期比14.6%増）、営業利益263百万円（同273.4%増）、経常利益150百万円（同116.0%増）、当期純利益53百万円（同54.7%増）となった。

売上高ではアットリスクCMで大型案件が貢献して3,000百万円超を確保した一方、ピュアCMも1,750百万円とオフィス事業が好調に推移したことで伸長した（下表及び下図参照）。大型案件は、大阪府立大学の2010年受注プロジェクト（843百万円）の一部が残っていた（大半は2011年3月期に売上を計上）ほか、2011年受注の同大学案件（期間2年で合計3,314百万円）でも519百万円の売上を計上した。なお、詳細は後述するが、営業利益と経常利益の差は、営業外費用にて大阪府立大学プロジェクトに絡む金利負担（売上債権売却損）106百万円を計上したため。

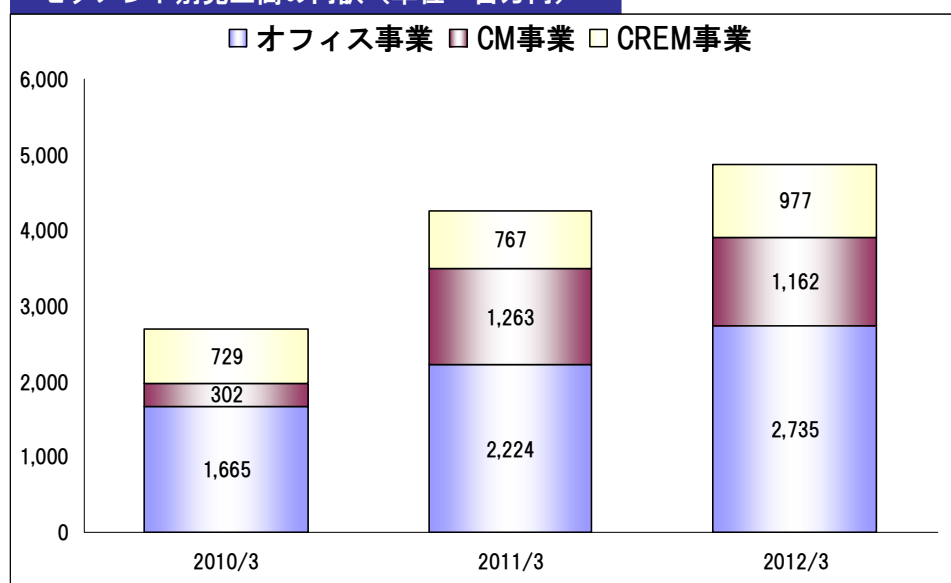
売上高（左）・受注残高（右）の推移

	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3
売上高	5,381	6,500	2,688	4,255	4,874
At risk CM他 (構成比)	3,683 68%	4,766 73%	1,421 53%	3,014 71%	3,117 64%
Pure CM (構成比)	1,698 32%	1,734 27%	1,267 47%	1,241 29%	1,757 36%
(対前期比)					
売上高		+20.8%	-58.6%	+58.3%	+14.5%
At risk CM他		+29%	-70%	+112%	+3%
Pure CM		+2%	-27%	-2%	+42%
売上総利益	1,029	1,204	441	779	1,075
売上総利益率	19.1%	18.5%	16.4%	18.3%	22.1%

	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3
半年以内	0.9	1.1	1.1	1.8
7カ月～1年以内	1.7	3.0	10.1	7.3
1年超	3.6	8.3	18.9	13.6

※受注残高は2004年度＝1とした粗利ベースの指数

セグメント別売上高の内訳（単位：百万円）



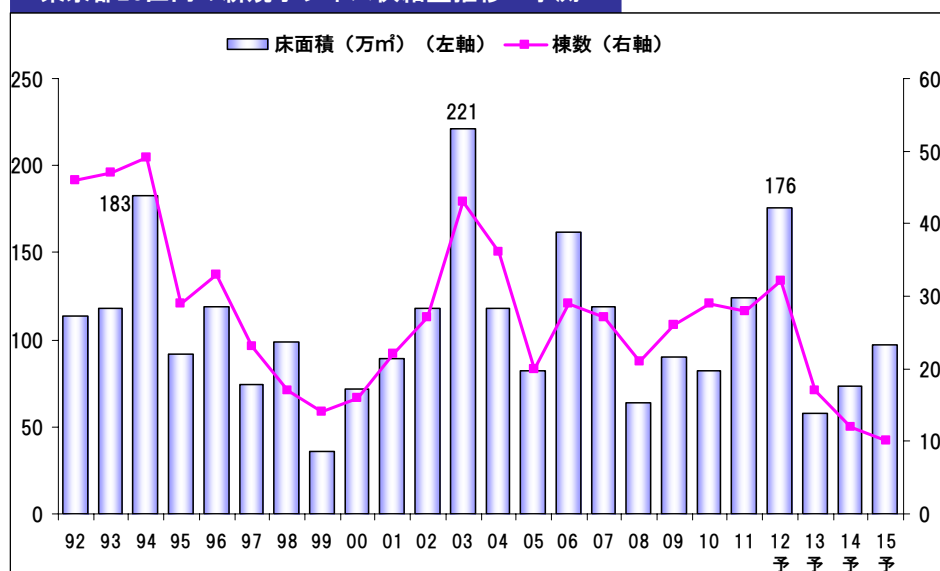
出所：決算短信

今期の売上高計画は大型案件を除いても約14%増

・2013年3月期の業績見通し

2013年の3月期の業績見通しは、売上高7,500百万円(2012年3月期比53.9%増)、営業利益470百万円(同78.5%増)、経常利益200百万円(同33.2%増)、当期利益120百万円(同124.8%増)となっている。2013年3月期の業績予想においては、2011年受注の大阪府立大学のプロジェクト完工(予定)の影響が大きく、売上高で約2,740百万円を計上する予定。同プロジェクトの金利負担270百万円を営業外費用に計上することから、営業利益と経常利益の増益幅に差異が出る見通しである。同案件を除いた売上高は、前期比で約14%増を見込んでいるようだ。建設投資環境は不透明ながらも、2012年は東京23区内のオフィスビル新規供給が過去10年で最大(下図を参照)となる見通しで、オフィス移転等の案件にて同社の受注にプラスの恩恵が期待される。

東京都23区内の新規オフィス供給量推移・予測



出所：森トラストグループ資料ほか

なお、大阪府立大学の案件については説明を要する。同大学の一般公募案件に対し、総合評価方式に基づいて同社がアットリスクCM方式で受注、資金調達についてはりそな銀行がバックアップするスキーム(仕組み)となっている。

2010年受注案件8.43億円：売上計上は2011年3月期90%、

2012年3月期10%

2011年受注案件33.14億円：売上計上は2012年3月期5.7億円、

2013年3月期27.4億円(予)

当該プロジェクトの工事代金は、期間10年での分割(割賦)支払が条件となっているために、2010年と2011年の両案件で10年分の金利相当額(合計約370百万円)が含まれている。同社が、完成工事債権をりそな銀行に譲渡することで工事代金を回収する一方、その際に10年分の金利相当額が割引かれる。同社に金利負担はないものの、会計上は当該金利相当額が売上債権売却損の科目で営業外費用として処理される形となる。2012年3月期に106百万円計上、2013年3月期に270百万円を営業外費用(売上債権売却損)計上する予定。

■ バランスシートに対する考察

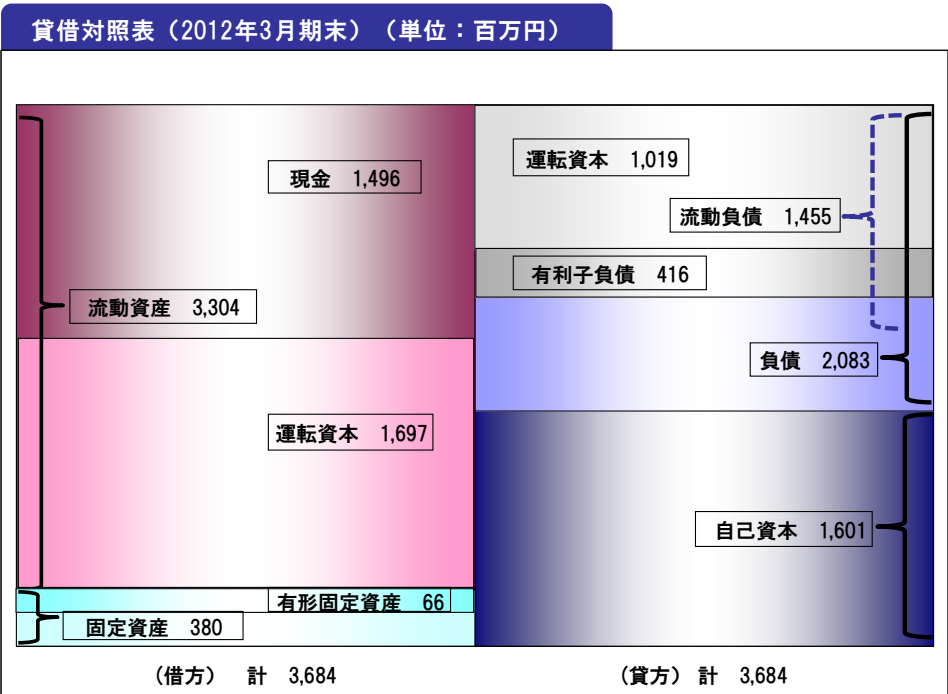
運転資金を要する大型案件は金融機関との共同受注で進行

同社の貸借対照表を簡易に図式化（下図を参照）した。自己資本比率42.7%の水準であり、資産構成は現金と運転資本（売掛金＋完成工事未収入金＋未収工事支出金）の合計で86.7%を占め、流動比率も227%と安全性は高い（いずれも2012年3月期末実績）。

売上高は工事進行基準で計上されており、CMに関わる手数料のほか、アットリスク方式のCMでは工事代金等も含まれるが、運転資本（売掛金＋完成工事未収入金＋未収工事支出金）の回収は、過去の実績からはほぼ6カ月以内となっている。

大阪府立大学プロジェクトのように運転資金を要する大型案件では、同社の方針として、自社にて長期に亘る資金負担をせずに金融機関との共同受注等で進めることが、今回の取材で確認できた。

ピュアCMは、手数料のみを計上するため、同事業の同社全体売上高に占める割合が高くなれば、運転資本の負担が軽減されることとなろう。ピュアCMの構成比の上昇は、結果として、同社の資産総額が減少することになるものの、資本効率が改善することにつながると考えられる。



損益計算書(単位:百万円)

	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3	2013/3予
売上高	5,371	5,381	6,500	2,688	4,255	4,874	7,500
売上原価	4,200	4,352	5,296	2,247	3,476	3,799	
売上総利益	1,171	1,029	1,204	441	779	1,075	
販管費	782	831	806	685	708	811	
営業利益	389	197	397	-243	70	263	470
営業外収益	7	31	3	8	2	5	
営業外費用	3	7	5	3	3	119	
(金融収益)	(2)	(4)	(2)	(1)	(1)	(0)	
(金融費用)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(106)	
経常利益	393	221	396	-238	69	150	200
特別利益	0	3	0	0	0	0	
特別損失	1	0	48	0	5	28	
税引前利益	393	224	348	-238	64	121	
法人税等	164	94	152	-87	29	68	
少数株主持分							
当期利益	229	130	195	-150	34	53	120
伸び率(%)、前年比)							
売上高	-4.9	+0	+21	-58.6	+58	+15	+54
営業利益	+53	-49.4	+102	—	—	+276	+79
経常利益	+58	-43.8	+79	—	—	+117	+33
当期利益	+56	-43.2	+50	—	—	+56	+126
マージン(%)							
売上総利益	21.8	19.1	18.5	16.4	18.3	22.1	-
販管費	14.6	15.4	12.4	25.5	16.6	16.6	-
営業利益	7.2	3.7	6.1	-9.0	1.6	5.4	6.3
経常利益	7.3	4.1	6.1	-8.9	1.6	3.1	2.7
当期利益	4.3	2.4	3.0	-5.6	0.8	1.1	1.6
税率	41.7	42.0	43.7	36.6	45.3	56.2	-
一株当たり指標(円)							
発行済株式数(百万株)	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7	12.7
当期利益	18.0	10.2	15.3	-11.8	2.7	4.2	9.4
株価(円): 2012/7/19							117
時価総額(百万円)							1,488
PER(x)							12.4
PBR(x)							0.9
予想配当利回り(%)							4.3%
ROE(%)	13.7	7.4	10.9	-8.8	2.1	3.3	
ROA(%)	13.6	6.5	13.6	-9.7	2.5	7.6	
フリーキャッシュフロー	16.8	-38.5	65.2	-12.7	-39.6	36.3	
株主資本	136.6	139.0	141.2	125.7	125.3	125.8	
配当金	5.5	5.0	5.0	4.0	4.0	5.0	5.0

出所: 有価証券報告書

※一株当たりの各数値は、現在発行済株式数ベースで遡及修正を行っている

キャッシュ・フロー計算書(単位:百万円)

	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3
営業キャッシュフロー	-337	313	-483	842	-163	-486	537
税金等調整前当期純利益	252	393	224	348	-238	64	121
減価償却費	13	16	17	17	16	11	19
未成工事支出金増減	-211	169	-140	150	99	-23	-6
仕入債務の増減額	-110	-255	393	-587	46	477	193
売上債権の増減額	-249	108	-791	993	50	-1,125	85
法人税等の支払額	-171	-105	-160	-143	-93	0	0
その他項目増減額	139	-13	-26	64	-43	110	125
投資キャッシュフロー	-14	-99	-7	-13	1	-18	-75
有形固定資産の取得による支出	-6	-36	-3	-9	-5	-4	-70
投資及び有価証券投資支出入差	-5	-25	-57	3	0	0	8
無形固定資産取得売却差	-1	-3	-2	-7	-2	-2	-2
その他項目増減額	-2	-35	55	0	8	-12	-11
財務キャッシュフロー	-51	-111	-106	-174	-55	252	75
長期借入金収支戻	0	0	0	0	0	298	119
割賦債務の支払い	0	0	0	0	0	0	0
株式の発行による収入/取得差	21	1	3	0	0	0	0
自己株式関連勘定	-11	-44	-42	-114	0	0	0
配当金の支払金額	-61	-68	-68	-60	-55	-44	-44
その他項目増減額	-0	0	0	0	0	-2	-0
現金及び現金同等物の増減額	-403	102	-597	655	-216	-252	536
現金及び現金同等物の期末残高	1,267	1,370	773	1,428	1,211	959	1,496

出所: 有価証券報告書

貸借対照表（単位：百万円）

	2006/3	2007/3	2008/3	2009/3	2010/3	2011/3	2012/3
流動資産	2,601	2,448	2,802	2,314	1,944	2,867	3,304
現・預金	1,267	474	671	1,428	1,211	959	1,496
売上債権	961	852	1,644	645	595	1,726	1,641
未成工事支出金	306	136	277	126	26	49	56
繰延税金資産	41	59	67	56	55	97	62
その他流動資産	26	927	143	59	57	36	49
固定資産	255	384	382	352	422	336	380
有形固定資産	25	48	40	31	25	21	66
無形固定資産	17	15	12	14	11	9	8
投資・その他資産	255	319	328	306	386	305	304
資産合計	2,899	2,833	3,184	2,666	2,366	3,204	3,684
流動負債	1,066	866	1,175	605	472	1,059	1,455
短期性有利子負債	0	0	0	0	0	68	114
工事未払金・買入債務	718	462	856	267	307	785	978
未払法人税等	42	131	89	99	2	4	23
その他流動負債	306	273	230	239	163	202	340
固定負債	215	229	241	263	294	551	628
長期借入金	0	0	0	0	0	229	302
退職給付引当金	81	78	80	89	109	137	135
その他固定負債	134	151	161	174	185	160	191
負債合計	1,281	1,095	1,416	869	767	1,610	2,083
株主資本	1,618	1,737	1,767	1,796	1,599	1,593	1,600
（自己株式）	-(10)	-(53)	-(94)	-(208)	-(208)	-(208)	-(208)
（利益剰余金）	(761)	(921)	(983)	(1,118)	(911)	(901)	(910)
負債・株主資本合計	2,899	2,833	3,184	2,666	2,366	3,204	3,684
有利子負債	0	0	0	0	0	297	416
（うち受取手形割引）	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
純負債（キャッシュ）	(1,267)	(474)	(671)	(1,428)	(1,211)	(662)	(1,080)
使用総資本	1,618	1,737	1,767	1,796	1,599	1,890	2,016

出所：有価証券報告書

（注）売上債権には完成工事支出金、売掛金の合計額を表示

短期性有利子負債は、短期借入金と1年内返済予定の長期借入金の合計額

純負債は有利子負債から現預金を控除した額で、マイナスは現金余剰状態を表す

■企業価値評価

潜在成長力の業績への反映で評価が上昇する可能性

CM専業企業の上場企業は同社以外になく、同業他社比較はできない。企業規模の格差や流動性などを考慮する必要があるため単純比較は難しいものの、類似企業比較として、商業施設ディスプレイの企画・施工事業を展開する乃村工藝社ほか4社を取り上げた（下表参照）。

PER、PBR面に企業間での格差はあまりないが、PBRで平均0.6倍とセクター自体の評価は高くない。これは、国内商業施設の市場拡大余力が小さいことが要因かと考えられる。同社のPBRは0.9倍とセクター平均よりもやや高めの値となっているものの、依然1倍割れの水準である。現状の同社の株価は、CMの普及の低さ、同社の過去の業績が建設市場循環の影響を受け低迷していたことなどから、成長企業としての認識が市場でまだなされていないと考えられる。この点、CMの普及とリピート受注やCREM事業の拡大等で業績の安定度が増し、潜在成長力が業績に反映されてくると、評価が上昇する可能性を秘めている。

他社との比較

企業名	上場	コード	株価 (円)	時価総額 (百万円)	予想PER (倍)	PBR (倍)	ROE	ROA
乃村工藝社	東証1	9716	250	14,987	15.9	0.6	3.8%	2.9%
丹青社	東証1	9743	222	5,513	5.9	0.6	9.5%	4.3%
スペース	東証2	9622	503	12,164	17.8	0.6	3.4%	8.1%
イチケン	東証1	1847	149	5,363	11.9	0.7	5.7%	2.4%
明豊ファシリティワークス	JQS	1717	117	1,488	12.4	0.9	7.5%	12.8%
5社累計、累計平均値				39,514	12.6	0.6	4.9%	4.2%

※株価は7/19の終値

(注) ROEは、今期の会社予想当期純利益を前期末株主資本で除して算出
ROAIは、営業利益を総資産で除して算出



ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ(以下「フィスコ」という)は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪証券取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社大阪証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との面会を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ