

# ホリスティック企業レポート ドラフト 5070 東証マザーズ

ベーシック・レポート  
2021年10月22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 20211019

## オフィスや店舗の設計、商業施設やビルの環境設計等を手掛けるデザイン会社 強さの源泉は機能別分業体制等のデザイン業務に集中できる組織・環境にある

### 1. 会社概要

・ドラフト(以下、同社)は、オフィスや店舗の設計、ビルの環境設計等を手掛けるデザイン会社である。特にオフィスデザインは同社が開拓してきた領域であり、業界内では当該領域での先駆者と評価されている。

アナリスト:藤野敬太  
+81 (0)3-6812-2521  
レポートについてのお問い合わせはこちら  
info@stock-r.org

### 2. 財務面の分析

・15/3 期以降 20/3 期まで、プロジェクト数の増加と規模拡大により売上高は年率 23.5%のペースで拡大した。一方、管理体制強化のための費用増や会計処理変更等により 15/3 期と 17/3 期は経常赤字となったが、以降は経常増益が続いた。

・オフィスや商業施設等のデザインを手掛ける上場企業と比較すると、売上高営業利益率の高さと財務レバレッジの高さ(自己資本比率の低さ)により、自己資本利益率(ROE)が高い。

#### 【主要指標】

	2021/10/15
株価 (円)	807
発行済株式数 (株)	9,253,400
時価総額 (百万円)	7,467

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	30.3	16.5	12.1
PBR (倍)	3.8	3.2	2.5
配当利回り (%)	0.5	0.6	0.6

### 3. 非財務面の分析

・同社の知的資本の源泉として、創業者で代表取締役の山下泰樹氏が掲げるコンセプトと、デザイン業務に集中できる組織体制の2点が挙げられる。山下氏の掲げるコンセプトは顧客やデザイナーに支持され、デザイナー業務に集中できる環境をつくることで、デザインの付加価値を上げ、収益の増加につながっている。

#### 【株価パフォーマンス】

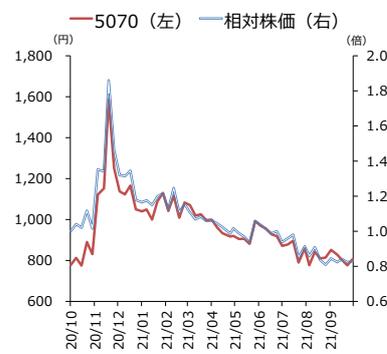
	1カ月	3カ月	12カ月
リターン (%)	-0.6	-9.9	4.1
対TOPIX (%)	-0.3	-15.4	-18.7

### 4. 経営戦略の分析

・対処すべき課題として、新型コロナウイルス禍による社会の変化への対応、人材の確保・育成、業務体制の進化、プロジェクトの大型化への対応が挙げられる。

・同社は成長加速に向け、人材確保、活動拠点拡大、デジタルテクノロジーの活用による業務効率化を続けていく方針である。中長期的には、総合的クリエイティブ提供体制の強化に向け、デザインの周辺領域であるブランディングサービスを拡充する方針である。

#### 【株価チャート】



### 5. アナリストの評価

・証券リサーチセンターでは、デザイナーがデザイン業務に集中できる機能別分業体制を同社が構築した点を評価している。今後、「食寝働分離」のような新たなコンセプトを打ち出してくることも考えられ、その内容と展開方法について注目していきたい。

#### 【5070 ドラフト 業種: 建設業】

決算期	売上高	前期比	営業利益	前期比	経常利益	前期比	純利益	前期比	EPS	BPS	配当金
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(円)	(円)	(円)
2020/3	6,041	28.6	478	25.5	464	26.9	297	14.1	39.4	193.7	4.0
2020/12 (9カ月)	4,313	-	384	-	354	-	240	-	26.6	210.5	4.0
2021/12 CE	8,300	-	700	-	680	-	440	-	47.6	-	4.5
2021/12 E	8,416	-	720	-	700	-	453	-	49.0	255.6	4.5
2022/12 E	9,962	18.4	976	35.5	952	36.0	616	36.0	66.6	317.7	5.0
2023/12 E	11,628	16.7	1,277	30.8	1,254	31.7	811	31.7	87.7	400.4	6.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想 2020/12期は9カ月決算のため、2020/12期と2021/12期の前期比はなし  
2020年12月15日付で1:2の株式分割を実施 過去のEPS、BPS、配当金は株式分割を考慮に入れて修正

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 業界環境と競合
- － 沿革・企業理念・株主

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 他社との比較

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略の分析

- － 対処すべき課題
- － 今後の事業戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 今後の業績見通し
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ オフィスデザインの領域を開拓した先駆者

ドラフト(以下、同社)は、オフィスや商業施設等の空間開発を手掛ける企業である。同社は創業来、オフィスをはじめとするデザインを中心に展開しているが、同社の最大の特徴である高いデザイン性をもって、企業のブランディングに資するオフィスや、そこで働くワーカーの満足度の高いオフィスをつくり上げることを得意としている。

同社のデザインの根底には、それまで単なるコストとしてしか認識されていなかったオフィスを、人材の採用やブランディングといった経営者が抱える課題を解決するためのオフィスとして再定義するというコンセプトが存在している。

こうしたコンセプトに基づくデザインは高い評価を受けており、新興企業を中心としたオフィスに多く採用され、実績を積み上げている。また、アワードの受賞や、国内外のメディアでの掲載も多く、デザイン業界における同社の知名度は高い。

その結果、現在はオフィスや店舗だけでなく、エントランスやロビー等のビルの共用部分を対象とする環境設計<sup>注1</sup>の領域、街区全体が対象の都市開発の領域でのデザイン・施工も手掛けるようになっている。

また、同社のデザインに調和し、オフィスでの新しい働き方に対応した「201° (NIHYAKU-ICHI-DO)」というブランドのオリジナルオフィス家具の企画・販売も行っている。

#### ◆ 売上高は3つのサービス対象領域で構成

同社は、企画・設計・施工事業の単一セグメントだが、サービスの対象領域別に、オフィス、商業施設、都市開発・環境設計・その他の3領域に分類される(図表1)。オフィスの売上構成比が最も高いものの、年々売上構成比が低下している。その一方、都市開発・環境設計・その他の売上構成比が上昇してきている。

注1) 環境設計

オフィスビルディングや商業施設等のエントランスロビー、エレベーターホール、植栽等共用スペース、建物各階の共用部分のコンセプト立案、設計、施工の業務のことをいう。c

【図表1】領域別売上高

(単位:百万円)

	売上高										
	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月)	21/12期 2Q累計	前期比			売上構成比			
					19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月)	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月)	21/12期 2Q累計
オフィス	3,174	4,016	2,753	1,958	2.9%	26.5%	21.7%	67.6%	66.5%	63.8%	55.1%
商業施設	471	326	160	117	-26.4%	-30.8%	-14.0%	10.0%	5.4%	3.7%	3.3%
都市開発・環境設計・その他	1,050	1,698	1,399	1,475	71.0%	61.7%	77.5%	22.4%	28.1%	32.4%	41.6%
合計	4,696	6,041	4,313	3,551	8.2%	28.6%	33.2%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 20/12期は9カ月決算のため、20/12期の前期比は20/3期第3四半期累計期間との比較

(出所) ドラフト有価証券届出書、有価証券報告書、ファクトシートより証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

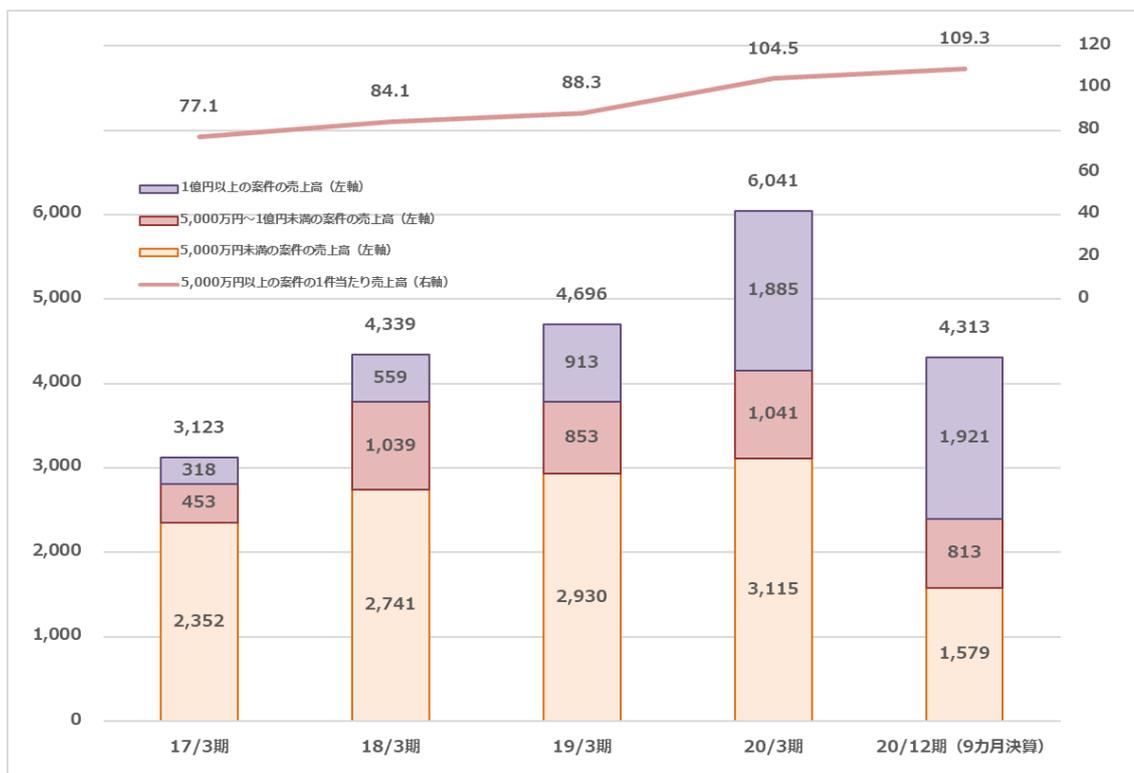
◆ ドラフトのオフィスデザインの広がり

同社はインテリアデザインからスタートした企業だが、まだ業界が注目していない時から主にオフィスデザイン領域に着目し、開拓してきた。同社が打ち出した、その場で過ごす人のことを第一に考えるデザインは、今では、新興企業のオフィスに留まらず、大企業のオフィスにも広まり始めている。

また、デザインの対象もオフィスに留まらず、都市開発や環境設計の領域にも広まりつつある。オフィスデザインの顧客企業に大企業が増えてきたことと、都市開発や環境設計といったオフィスデザインより規模が大きいプロジェクトが増えてきたことにより、同社のプロジェクトは大型化が進んでいる(図表2)。

【図表2】プロジェクト規模別売上高の推移

(単位:百万円)



(出所) ドラフト有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

また、近年は、不動産再生プロジェクトで協業することが増えてきている。サンフロンティア不動産(8934 東証一部)は同社の全売上高の10%を超える上位顧客として継続的に上がってくるようになっている(図表3)。また、20/3期はラサール不動産投資顧問が全売上高の10.6%を占めた。

【 図表 3 】サンフロンティア不動産向け売上高の推移

(単位:百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月)
売上高	335,482	711,590	852,188	647,719
売上構成比	7.7%	15.2%	14.1%	15.0%

(出所) ドラフト有価証券届出書、有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ デザインを中心に据えた機能別分業体制

プロジェクトは、顧客企業からの引き合いから引き渡しまで、以下のプロセスに沿って進行していく。

- ・コミュニケーション (ヒアリングや現地調査等)
- ・企画・設計 (デザイン)
- ・家具や内装材の選択
- ・施工
- ・検査

同社では、著名デザイナーがトップダウンでプロジェクトを統括するような体制は採用しておらず、上記のプロセスごとに異なるスタッフが担当する機能別分業体制を採っている。そのため、一部のデザイナーの力量に過度に依存することがない。大規模プロジェクトになると、社内だけで10名近くが関与することになる。このような体制を採っているのは、業界内でも珍しいとされている。

ひとつのプロジェクトが始まると、同社では、以下の3つの部門が関与することになる。

- ・デザイン部門
- ・プロジェクトマネジメント部門
- ・コンストラクションマネジメント部門

デザイン部門は、商環境設計、ワークプレイス・リテールデザイン、プロダクトの3セクションに分けられている。セクションごとに、コンセプトをつくるコミュニケーションプランナー、空間全体の設計を行うデザインコーディネーター、設計図等の作図を行うテクニカルデザイナーが置かれ、それぞれの専門性を発揮できる体制となっている。デザインに基軸を置いて事業を展開していることもあって、同社の従業員の53.9%がデザイン部門に属している。

プロジェクトマネジメント (以下、PM) 部門は、プロジェクトのコスト管理とスケジュール管理を、コンストラクションマネジメント (以下、CM) 部門は設計監理と工事管理を担当する。

同社のプロジェクトには、(1) 企画・設計のみを担当するプロジェクト、(2) 企画・設計と施工の両方を行うプロジェクトの2種類がある。施工については、同社の従業員が行うのは、元請けとしてのPM及びCMであり、工事自体は協力会社に外注している。

なお、主力とするオフィスのプロジェクトでは、デザインから施工までを一貫して行うプロジェクトが大半であり、企画・設計のみというプロジェクトは少ない。受注から引き渡しまで3~4カ月のプロジェクトが多くを占める模様である。

#### ◆ デザイン業務に集中できる仕組み

顧客企業に対してプレゼンテーションを行う際、3D イメージパース(建物の外観や室内の完成予定画像)を使用する。デザイン業務では欠かせないツールである。同社では、3D イメージパースを、フィリピンにある連結子会社 D-RAWRITE INC.で制作する体制を構築している。エンジニアをフィリピンに集約して3D イメージパースを内製することで、制作ノウハウの蓄積を進めるとともに、デザイン作業の生産性の向上も図っている。なお、D-RAWRITE INC.にかかる費用は連結業績の中では、販売費及び一般管理費(以下、販管費)として計上されている。

#### 注2) RPA

Robotic Process Automationの略。  
人間がコンピューター上で行っている定型作業を、ロボットで自動化することをいう。

同社はデジタルテクノロジーの活用にも積極的である。最たる例は、3D でスキャンした空間データから面積を測定して建築に必要な素材の数量を自動算出し、見積もり作成を行う仕組みである。この仕組みは、単純作業の自動化のためのRPA<sup>注2)</sup>の技術と、多様なデータを一元化するBIM<sup>注3)</sup>の技術を活用したものであり、この仕組みを使うことで、作業時間の短縮やデータの正確性向上を図っている。

#### 注3) BIM

Business Information Modelingの略。  
コンピューター上に作成した3次元の建物のデジタルモデルに、部材やコストや仕上げ等の様々な情報を紐づけて管理することで、設計、施工、維持管理の全工程の関連データを連携させて一括で管理する手法または概念のことをいう。

#### ◆ 収益構造とKPI

プロジェクトの売上高は、大まかには「坪単価×坪数」で表される。

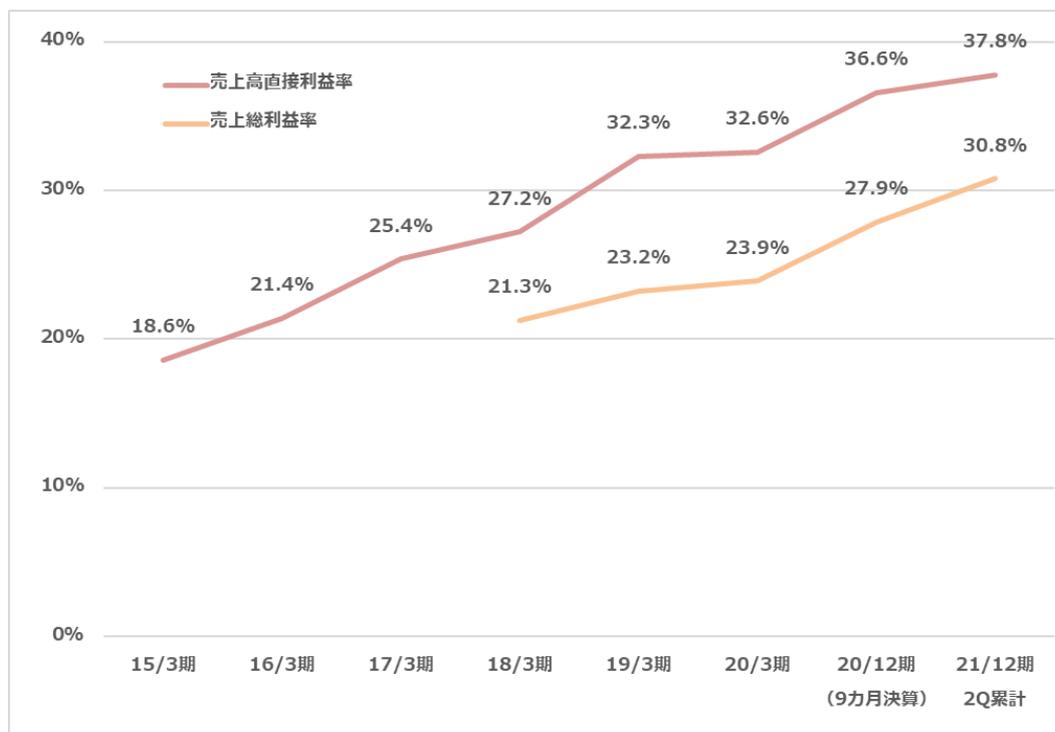
坪単価は、顧客企業のデザインへのこだわり方によっても大きく変わってくるが、総じて地価が高い地域の方がプロジェクトの坪単価が高くなりやすい傾向にあるようだ。

坪数については、同社は施工のプロセスではPMまたはCMを担当し、実際の工事の作業は外注に出すため、同社のデザイナーの手間は坪数の増加に比例して大きくなるようなことはない。そのため、プロジェクトが大型化するほど、プロジェクトの利益率は上昇する傾向にある。

同社は、売上高から直接外注費と材料費を差し引いたものを「直接利

益」と呼び、管理会計上の KPI のひとつとしている。デザイナーが提供する付加価値に近い数値と捉えられるが、売上高直接利益率は年々上昇している(図表4)。

【図表4】管理会計上の売上高直接利益率の推移



(注) 売上高直接利益率 (%) = (売上高-直接外注費-材料費) ÷ 売上高 × 100  
 (出所) ドラフト有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## > 業界環境と競合

### ◆ 東京 23 区における企業のオフィスニーズの動向

森ビル(東京都港区)が東京 23 区に本社がある資本金上位約 10,000 社を対象に、新型コロナウイルス禍の渦中にある 20 年 10 月~11 月にかけて実施した「2020 年東京 23 区オフィスニーズに関する調査」によると、新規賃借予定のある企業は 24%であり、そのうちの 33%が面積拡大を予定している。

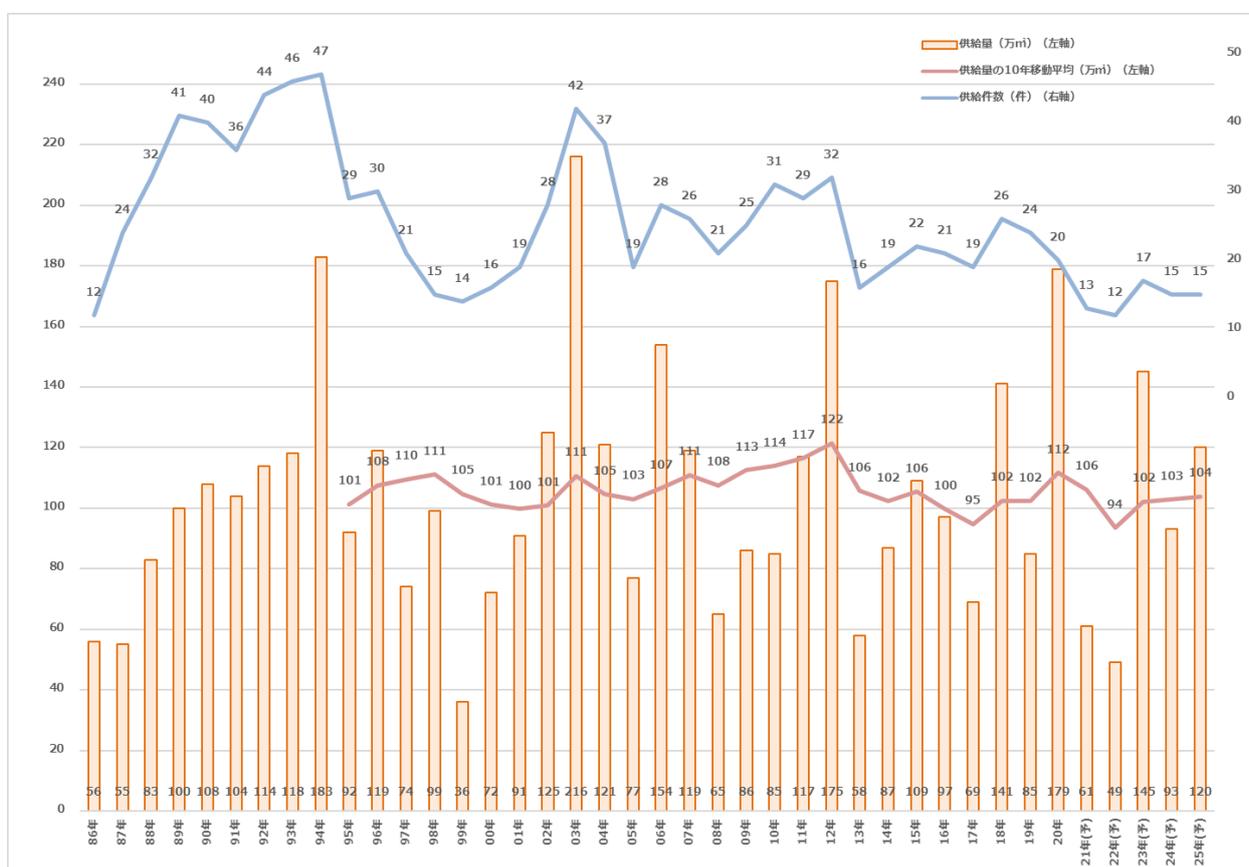
新規賃借する理由の 1 位が「賃料の安いビルに移りたい」で回答企業の 37%がこの理由を挙げており、前年調査の 19%から大きく上昇した。一方、前年の理由の 1 位であった「新部署設置、業容・人員拡大」の割合は前年の 44%から 14%まで大きく低下し、理由の 8 位となった。新型コロナウイルス禍により、人員拡大に伴う賃借需要はいったん休止した格好だが、「企業ステイタスの向上」が 10 位の 12% (前年と変わらず)、「イノベーティブなオフィス環境づくりのため」が

11位の12%(前年より1%ポイント上昇)となっており、デザイン性の高いオフィスに対する根強い需要があることを裏づけていると言える。

### ◆ 東京 23 区におけるオフィスビルの供給状況

森ビルの「東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査 2021」によると、20 年から 24 年までの 5 年間の東京 23 区における大規模オフィスビルの供給量は 514 万㎡と予測されている(図表 5)。新規供給に伴ってオフィスの移転が生じるため、オフィスの新規入居及びリニューアルの需要は当面堅調に推移するものと考えられる。

【 図表 5 】 東京 23 区における大規模オフィスビルの供給量の推移



(出所) 森ビル「東京 23 区の大規模オフィスビル市場動向調査 2021」より証券リサーチセンター作成

### ◆ 競合

オフィスデザインの領域では、個人事業レベルで運営されているデザイン事務所も多いが、大規模に展開している企業としては、経営課題をオフィスデザインで解決するコンサルティングを行うことをうた

っているフロンティアコンサルティング（東京都中央区）、元は建築測量事業に特化していた TRUST（東京都多摩市）、ヴィス（5071 東証二部）等が挙げられる。

商業施設デザインの領域では、乃村工藝社（9716 東証一部）や丹青社（9743 東証一部）、スペース（9622 東証一部）といった企業が競合先に挙げられる。しかし、プロジェクトによっては協業先にもなりうる。

都市開発に関係するデザインの領域では、大手ゼネコンの設計部門や、米国の M. Arthur Gensler Jr. & Associates, Inc.（ゲンスラー）等の外資系建築設計事務所が競合先となりえよう。前者については、同社は大手ゼネコンとともにプロジェクトを遂行することもあるため、協業先になることも考えられる。

## > 沿革・企業理念・株主

### ◆ 沿革 1： 現代表により 08 年に創業

デザイナーであり現代表取締役の山下泰樹氏は 00 年代後半、デザイナーとしてあるデザイン事務所で働いていた。当時は、空間をコストとしてしか認識していない、空間を提供する側の効率性のみを重視した商業施設やオフィスのデザインが主流であった。このことに常々疑問を抱いていた山下氏は、空間の中で過ごす人のことを第一に思い、空間が持つ機能までを考えたデザインを提唱した。しかし、周囲にはなかなか受け入れられなかったという。

そこで山下氏は、自身が提唱するデザインに基づく空間づくりを実現すべく、仲間とともに 08 年 4 月に同社を設立するとともに、デザイナーとして独立した。

### ◆ 沿革 2： 新興企業のオフィスを中心に山下代表のデザインが浸透

「過ごす人のことを考えたデザインによって、クリエイティブな空間をつくる」という山下代表のコンセプトに反応したのは、IT 関連を中心とした新興企業であった。

新興企業は、企業の成長に伴って積極的に採用を増やしていく局面にあるために、そもそも物理的な意味でのオフィス需要が強い。また、自社のブランディングの一環としてオフィスをデザインすることで、他社との差別化や知名度の向上につなげたいという潜在的な需要が存在していた。そして何よりも、新しいものを受け入れやすいという組織文化があった。

山下代表のデザインは、こうした新興企業のオフィスに受け入れられていき、同社は実績を積み上げていった。

**◆ 沿革 3：事業の幅の拡大**

創業当初より増収を続けてきた同社は、12年から13年にかけて、事業の幅を拡大する動きを見せた。

12年4月に大阪支社を設立して展開地域を広げるとともに、BtoC向けの家具やインテリア用品を販売する子会社としてディーパブリックを設立した。13年11月には、デザイン設計に活用する3D画像等の制作を行うD-RAWRITE INC.をフィリピンのセブ島に設立してデザイン作業の効率化を図り、また、13年12月には、中国に進出する企業の需要に対応するため、独到装飾芝木設計(上海)有限公司を設立した。

**◆ 沿革 4：知名度の向上**

16年に、世界的なオフィス家具メーカーであるハーマンミラー・アジアパシフィックが主催する「Liveable Office Award 2016」のスマールミディアムビジネス/コワーキングスペース賞で最優秀賞を受賞したのをはじめ、海外でのコンペティションやアワードで受賞する機会が増えた。それに伴い、メディアへの露出も増えていった。

また、同じく16年には、大阪初の超高層ビルである大阪国際ビルディングのリニューアルプロジェクトに参画し、エントランスや共有フロア、1階外装、ロゴマークや案内表示等のデザインを手掛けた。このリニューアルは、同社がオフィスのデザインだけでなく、ビルの共用部分を対象とする環境設計も行うことができることを示した象徴的なプロジェクトとなり、同社が手掛けるデザインの対象領域の拡大につながっていった。

さらに、17年には、オフィスづくりの過程から作り上げたプロダクトブランド「201° (NIHYAKU-ICHI-DO)」を立ち上げ、働く空間を快適にする家具の販売を開始した。

こうして、同社の知名度が上がっていくとともに、業界での存在感を増していった。

**◆ 沿革 5：体制の強化と上場**

18年以降、同社は組織体制を強化していった。グループ経営の面では、18年2月に独到装飾芝木設計(上海)有限公司を清算し、同年3月にはディーパブリックを吸収合併した。また、プロジェクト管理をより精緻に行うためのシステムを導入した。

こうして、事業規模の拡大に合わせて体制強化を進め、20年3月に東京証券取引所マザーズ市場への上場を果たした。

上場後も、21年4月にブランディングやプロモーションを手掛けるサテミスワンを買収するなど、空間デザインに留まらない総合的クリエイティブ提供体制の構築に向けて、事業領域の拡大を続けている。

#### ◆ 企業理念

同社は、「ALL HAPPY BY DESIGN」の経営理念のもと、デザインの方で世界にHAPPYの循環を作り出し、ヒューマンエクスペリエンスの向上によって社会に貢献することを目指している。

#### ◆ 株主

有価証券届出書と21/12期第2四半期報告書に記載されている株主の状況は図表6の通りである。

21年6月末時点で、筆頭株主は代表取締役社長の山下泰樹氏で49.44%を、第2位株主は山下泰樹氏の資産管理会社のTDAで21.61%を保有している。両者を合計すると71.05%となる。上場前はこの両者のみの保有であった。

山下泰樹氏以外の取締役の保有は、第8位の長谷川幸司氏の0.41%と、第10位の荒浪昌彦氏の0.32%である。後は、機関投資家または、同社の事業とは直接関係しない投資家による保有である。

【 図表 6 】 大株主の状況

株主 (敬称略)	上場前			21年6月末時点			備考
	株数 (千株)	割合	順位	株数 (千株)	割合	順位	
山下泰樹	2,750	73.33%	1	4,574	49.44%	1	代表取締役社長 上場時に460,000株売り出し (株式分割後株数ベースで920,000株相当)
TDA株式会社	1,000	26.67%	2	2,000	21.62%	2	代表取締役社長の資産管理会社
日本マスタートラスト信託銀行株式会社 (信託口)	0	0.00%	-	400	4.32%	3	
株式会社日本カストディ銀行 (信託口)	0	0.00%	-	262	2.84%	4	
野村信託銀行株式会社 (投信口)	0	0.00%	-	245	2.65%	5	
株式会社ジャパネットホールディングス	0	0.00%	-	60	0.65%	6	
武末 寛子	0	0.00%	-	44	0.48%	7	
長谷川 幸司	0	0.00%	-	38	0.41%	8	取締役
株式会社SBI証券	0	0.00%	-	32	0.35%	9	
荒浪 昌彦	0	0.00%	-	30	0.32%	10	取締役
(大株主上位10名)	3,750	100.00%	-	7,685	83.07%	-	
(新株予約権による潜在株式数)	184	4.91%	-	61	0.66%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含まず)	3,750	100.00%	-	9,251	100.00%	-	
発行済株式総数 (自己株式数含む)	3,750	-	-	9,251	-	-	
参考: 自己株式数	0	0.00%	-	0	0.00%	-	
*割合は自己株式数含む発行済株式総数に対する割合							

(注) 割合は自己株式を含まない発行済株式総数に対する割合

(出所) ドラフト有価証券届出書、四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 2. 財務面の分析

### > 過去の業績推移

#### ◆ 過去の業績

15/3 期からの業績が開示されている。18/3 期から連結業績も開示されているが、連結子会社は外部に対する売上高がないため、連結と単体の売上高は同額である。

15/3 期以降 20/3 期まで、プロジェクト数の増加と規模の拡大により、年率 23.5%のペースで増収を続けてきた。一方、利益については、15/3 期と 17/3 期に経常赤字となった。15/3 期は採用の増加に加えて管理体制の構築等に費用をかけたことが、17/3 期は会計処理の変更等に伴い引当金を計上したことが要因であった。経営体制が強化された 18/3 期以降は増益が続き、売上高経常利益率も 18/3 期 5.7%、19/3 期 7.8%、20/3 期 7.7%と推移した。

#### ◆ 20 年 12 月期は堅調な需要に支えられて増収増益

20/12 期は、売上高が 4,313 百万円、営業利益が 384 百万円、経常利益が 354 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が 240 百万円となった。

3 月決算から 12 月決算へ決算期が変更となり、20/12 期は 20 年 4 月～12 月の 9 カ月決算となったため、前期との比較はできない。参考までに、前年同期である 20/3 期第 3 四半期累計期間（19 年 4 月～12 月）と比較すると、売上高は前年同期比 33.2%増、営業利益は同 514.9%増、経常利益は同 366.0%増、親会社株主に帰属する当期純利益は同 352.5%増であった（以下、20/12 期の前年同期比は 20/3 期第 3 四半期累計期間との比較）。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 105.2%、営業利益は 327.1%、経常利益は 343.4%、親会社株主に帰属する当期純利益は 300.8%であった。また、第 2 四半期決算の公表に先駆けて上方修正された計画に対する達成率は、売上高は 100.3%、営業利益 120.1%、経常利益は 118.2%、親会社株主に帰属する当期純利益は 126.6%となり、利益の達成率の高さが目立った。

対象領域別売上高は、オフィスが前年同期比 21.7%増、商業施設が同 14.0%減、都市開発・環境設計・その他が同 77.5%増となった。

期初はちょうど新型コロナウイルス禍が広がった時期で、一部でプロジェクトの遅延も発生したが、一時的な影響でおさまった。その後、従来からのブランディング向上のためのオフィスデザインに対する需要が堅調に推移し、業績が伸長した。また、ビル全体のリニューアル業務等のプロジェクトが貢献して、都市開発・環境設計・その他の大

幅増収につながるるとともに、全般的にプロジェクトの大型化が進んだ。

売上総利益率は 27.9%となり、前年同期比 4.6%ポイント改善した。大型のプロジェクトの増加と発注業務の改善により、同社が KPI とする直接利益（売上高－直接外注費・材料費）の売上高に対する比率は、前期比 4.0%ポイント上昇の 36.6%となり、売上総利益率の改善の多くが直接利益率の改善によるものと言えよう。

販管費は前年同期比 18.2%増となった。人員増に伴う人件費の増加、サテライトオフィスの開設による地代家賃の増加が主な要因である。しかし、増収により売上高販管費率は同 2.4%ポイント低下の 19.0%となった。これらの結果、20/12 期の売上高営業利益率は 8.9%となり、20/3 期より 1.0%ポイント、20/3 期第 3 四半期累計期間より 7.0%ポイント改善した。

#### ◆ 上場時の公募増資で自己資本比率は改善

20 年 3 月の上場時に公募増資を行った結果、19/3 期末に 18.5%であった同社の自己資本比率は 20/3 期末には 37.9%へと改善した。

## > 他社との比較

#### ◆ オフィスや商業施設等のデザインを手掛ける企業と比較

オフィスや商業施設等のデザインを手掛ける上場企業と財務指標を比較した。比較対象企業は、オフィスデザインを行うヴィス、商業施設等の空間ディスプレイの企画、設計、施工を行う乃村工藝社と丹青社とした。また、デザインとは直接関係しないが、オフィス等の建設や移転の施工では CM を主体に行っている点が同社と共通しているため、参考として、明豊ファシリティワークス（1717 東証 JQS）も比較対象とした（図表 7）。

同社の直近期が 9 カ月変則決算であるために比較しづらい部分はあるが、9 カ月分の利益で算出しても他社より高い自己資本利益率に注目したい。その要因として、収益性指標である売上高営業利益率の高さと、財務レバレッジの高さ（安全性指標である自己資本比率の低さ）が挙げられる。特に、19/3 期以降、同社の売上高営業利益率は 7～8%台で推移しており、収益基盤が安定してきていることがうかがえる。

比較対象企業のうち、唯一、自己資本利益率が同社より高いのが明豊ファシリティワークスである。施工プロセスで CM を主体に行うというビジネスモデルによるところが大きい。同社も今後プロジェクトが大型化し、施工における CM を行う機会も増えてくると考えられることから、明豊ファシリティワークスの収益性指標は同社にとってもひとつの目安になりえよう。

【 図表 7 】 財務指標比較：オフィスや商業施設等のデザインを手掛ける企業

項目	銘柄	コード 直近決算期	ドラフト	ヴィス	乃村工藝社	丹青社	(参考) 明豊ファシリティ ワークス
			5070 20/12期(9カ月決算)	5071 21/3期	9716 21/2期	9743 21/1期	1717 21/3期
規模	売上高	百万円	4,313	8,075	107,736	69,225	4,240
	経常利益	百万円	354	510	5,010	5,266	910
	総資産	百万円	3,690	5,271	82,009	42,557	5,504
収益性	自己資本利益率	%	13.1	9.4	6.4	12.0	15.6
	総資産経常利益率	%	8.6	9.7	5.8	11.8	16.5
	売上高営業利益率	%	8.9	6.5	4.5	7.3	21.5
成長性	売上高(3年平均成長率)	%	-0.2	4.0	-2.4	-2.7	-11.3
	経常利益(同上)	%	14.1	-7.9	-15.7	3.6	14.2
	総資産(同上)	%	28.0	15.3	2.6	-1.1	1.6
安全性	自己資本比率	%	52.8	69.2	57.9	68.7	71.0
	流動比率	%	250.6	190.4	227.3	277.4	520.9
	固定長期適合率	%	40.7	60.1	29.6	23.8	18.0

(注) 数値は直近決算期実績、平均成長率は前期実績とその3期前との対比で算出(前期または3期前に連結がない場合は単体の数値を用いて算出)  
 自己資本利益率、総資産経常利益率については、期間利益を期初及び期末の自己資本ないし総資産の平均値で除して算出  
 流動比率は流動資産÷流動負債、固定長期適合率は固定資産÷(自己資本+固定負債)  
 ドラフトは20/12期が9カ月決算であるため、成長性指標は、2年9カ月の平均成長率を算出  
 (出所) 各社有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ オフィスデザインと経営課題の解決を結びつけたコンセプトと、デザイン業務に集中できる組織・環境づくりが知的資本の源泉

同社の競争力を知的資本の観点で分析した結果を図表 8 に示した。

同社の知的資本の源泉は 2 つある。ひとつは、人的資本の経営陣に属する「創業者である代表が掲げたコンセプト」にある。代表の山下泰樹氏は、創業当初より一貫して、デザインによって、その場で過ごす人にとって居心地の良い空間をつくることを目指していた。そして、この考え方が、オフィスデザインで顧客企業が抱える経営課題を解決するというコンセプトに昇華したことで、新興企業の経営者が、山下氏のコンセプトを支持するようになり、関係資本の顧客を増やしていくことになった。

山下氏のコンセプトを支持したのは、顧客企業だけではない。山下氏の考え方に賛同したデザイナーも集うようになった。デザイナーの増加で、より多くのプロジェクトに対応できるようになり、プロジェクトの実績が積み上がっていくことで評判が上がり、顧客及びプロジェクトが増えていくという好循環を形成するようになった。

知的資本の源泉のもうひとつは、早い段階から強化してきた、「デザイナーがデザイン業務に集中できる組織・環境づくり」である。機能別分業体制によるプロジェクト遂行、3D モデリング業務の子会社への集約が好例だが、それ以外にもノウハウを共有する仕組みも随所に設けられている。こうした環境を整えることで、デザインの質、デザイナーの付加価値を上げてきた。

これらの結果、デザイナーの人数の増加と、デザインの質の向上の両面から、収益性を高めることにつながっていると考えられる。

【 図表 8 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI	
			項目	数値
関係資本	顧客	プロジェクトの状況	プロジェクト案件の数	195件 (20/3期) 175件 (20/12期)
			プロジェクト1件当たり売上高	30.9百万円 (20/3期) 24.6百万円 (20/12期)
			5,000万円以上のプロジェクトの数	28件 (20/3期) 25件 (20/12期)
			5,000万円以上のプロジェクトの1件当たり売上高	104.5百万円 (20/3期) 109.3百万円 (20/12期)
	ブランド	業界における知名度	受賞	決算説明会資料の掲載は8賞
			メディアでの掲載や 講義・セミナー・イベントの登壇	掲載や登壇は多数
	自社ブランド	家具・インテリアの自社ブランド	「201° (NIHYAKU-ICHI-DO)」	
ネットワーク	施工の時の外注先 (工事会社等)	外注先の数	詳細の開示なし	
組織資本	プロセス	デザイン業務を中心にした体制	機能別分業体制	特になし
			3Dモデリング業務や 3Dイメージベース作成の集約	フィリピン子会社D-RAWRITE INC. (13年11月設立)
			デジタルテクノロジーの活用	3D空間データから見積もり作成を行うシステム (RPAやBIMを活用) 等
			デザイナーの付加価値を示す直接利益率	36.6% (20/12期) 37.8% (21/12期2Q累計)
			全社員に占めるデザイン部門の人数の割合	53.9%
	展開エリアの拡大	国内の拠点	東京 大阪	
	知的財産 ノウハウ	デザインのノウハウや経営コンセプトの共有	創業からの年数 08年4月の創業から13年経過 社内継続的に学ぶまたは コミュニケーションをとる場 D-School D-Gate Q会議等	
人的資本	経営陣	創業者である代表の存在	創業からの年数	08年4月の創業から13年経過
	従業員	企業風土	従業員数	連結152名 単体124名 (20/12期末)
			平均年齢	31.3歳 (単体) (20/12期末)
			平均勤続年数	3.7年 (単体) (20/12期末)
			平均年間給与	380万円 (単体) (20/12期) *9カ月決算

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合は21/12期第2四半期累計期間、または21/12期第2四半期末のものとする  
(出所) ドラフト有価証券報告書、四半期報告書、決算説明会資料、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作成

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社のIR資料等で環境対応に関する具体的な取り組みへの言及は確認できない。しかし、空間をデザインする際には環境への配慮がなされている。また、業務効率化の一環で実施している、外出を伴う全社員にiPadを支給してペーパーレスを図ることや、タイムマネジメントのために実施している22時完全消灯は、間接的ながらも環境対応になっている。

◆ 社会的責任 (Society)

同社はデザイン会社だからこそできる社会貢献を実施している。一般

的に言われている CSR (Corporate Social Responsibility、企業の社会的責任) を、DSR (Design Social Responsibility、デザインの社会的責任) と改め、デザインが持つ力を世の中に伝える活動を始めている。

その DSR プロジェクトの第一弾として、19 年 4 月に、フィリピン子会社の D-RAWRITE INC.にて、現地の子どもたちを対象としたインテリアデザインワークショップを開催した。今後も、このような、デザインを軸にした活動を続けていく方針である。

#### ◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は 4 名の取締役で構成され、うち 1 名が社外取締役である。

社外取締役の結城大輔氏は弁護士で、のぞみ総合法律事務所のパートナーである。現在は、EST の社外取締役、一般社団法人日本公認不正検査士協会の理事、一般社団法人リーガル・リスクマネジメント研究機構の代表理事、ZMP の社外取締役を兼任している。

同社の監査役会は常勤監査役 1 名を含む 4 名の監査役で構成される。4 名とも社外監査役である。

常勤監査役で社外監査役の平田満氏は、新日本製鉄(現日本製鉄、5401 東証一部) に長く務めた後、タウ技研(現ユビテック) の取締役、ナレッジクリエーションの取締役、ユビテック(6662 東証 JQS) の取締役や監査役、ユビテックソリューションズの取締役副社長を歴任した。

非常勤監査役で社外監査役の佐田俊樹氏は、野村證券でキャリアを積み、野村アセットマネジメントの執行役員や、ジャフコ(現ジャフコグループ、8595 東証一部) の監査役を始めとした多くの会社の監査役を歴任してきた。現在は、グッドパッチ(7351 東証マザーズ)、レノバ(9519 東証一部)、ほぼ日(3560 東証 JQS)、三城ホールディングス(7455 東証一部) の監査役を兼任している。

非常勤監査役で社外監査役の大村尚子氏は公認会計士で、ヴォラーレ(現ナイル) の取締役(監査等委員) を兼任している。

非常勤監査役で社外監査役の三代まり子氏は米国公認会計士の資格を有し、新日本監査法人(現 EY 新日本有限責任監査法人) を経て、国際統合報告評議会テクニカル・マネージャーに就任した。現在は、早稲田大学商学大学院総合研究所 WBS 研究センター招聘研究員、自ら設立した RIDEAL の代表取締役、埼玉大学講師を兼任している。

20/12 期に 14 回開催された取締役会に、結城氏、平田氏、佐田氏、及び三代氏はすべてに、大村氏は 13 回出席した。9 回開催された監査役会には、平田氏、佐田氏、三代氏はすべてに、大村氏は 8 回出席した。こうしたことから、経営の監督体制は特段の問題がなく機能しているものと考えられる。

## 4. 経営戦略の分析

### > 対処すべき課題

#### ◆ 新型コロナウイルス禍による社会の変化への対応

同社は、新型コロナウイルス禍によって、社会が大きく変化していることを認識しており、その変化に対応していくことを課題としている。そのため、同社では、デザインで社会の課題を解決するという提案を強化しており、新たなライフスタイルの提案に踏み込むデザイン及び関連する事業に注力していくとしている。

#### ◆ 人材の確保・育成

事業拡大に向けて、プロジェクト数の増加とプロジェクトの大型化がさらに進むことが見込まれる。そのため、人材の確保と育成が欠かせない。同社では、引き続き、プロジェクトを遂行するデザイナーと、業務運営を支える人員の採用と教育を強化していくとしている。

#### ◆ 業務体制の進化

取り扱うデザインの領域がオフィスデザイン以外にも広がっている。その動きに対応していくため、個人に蓄積されていたデザインに関するスキルやノウハウを共有し、組織としてプロジェクトを遂行することができるよう、業務体制をさらに進化していく必要があると同社は認識している。そのために、業務インフラのIT化にも取り組んでいくとしている。

#### ◆ プロジェクトの大型化への対応

同社では大手不動産会社との協働プロジェクトの増加を見込んでいるが、プロジェクトによっては、共同事業者として資金を拠出することが必要となることも想定している。また、新規事業の中には、土地や建物の取得を必要とする可能性があるものもあり、資金を機動的に調達できるような体制を整える必要性を認識している。

### > 今後の事業戦略

#### ◆ 既存の領域での成長戦略

上場後、新型コロナウイルス禍があったものの、成長を加速していくという方針は変わっていない。プロジェクトの対象領域別には、以下のような見通しを立てている。

- (1) オフィスは従来通り主力領域として増収を続けていく。
- (2) 商業施設は他の領域に比べて競合先が多いため、収益性を大きく損なわない範囲でプロジェクトを受注していく。
- (3) 都市開発・環境設計・その他のうち、特に都市開発は設計に留まっているプロジェクトが中心であるため、施工までを同社で担えるようにしていく。これにより、増収のみならず、全体の利益率の改善にもつながる見込みである。

成長加速に向け、20/3 期以降実施してきた以下の取り組みは今後も継続していく方針である。

- (1) 事業拡大と適切な経営管理のための人材確保
- (2) 活動拠点の拡大
- (3) デジタルテクノロジーの取り込みによる新領域事業の開発と業務効率化の推進

なお、中長期的には環太平洋地域への展開も計画しているが、まずは日本国内の事業基盤を固めていくことが先決であると同社は認識している。

#### ◆ 総合的クリエイティブ提供体制の強化に向けたブランディングサービスの拡充

現在の同社にとっての新領域事業は、ブランディング領域に関する事業だと考えられる。

同社の大きな特徴のひとつは、デザインと経営戦略の解決を結びつけるというコンセプトを明確に示している点である。一方、デザインと企業のブランディングはそもそも密接に関係するものである。そのため、同社は、主にオフィスのデザインと企業のブランディングに包括的に取り組むことにより、顧客企業に提供するソリューションの幅を広げていくことを志向している。それが、同社が掲げる総合的クリエイティブ提供体制の強化である。

総合的クリエイティブ提供体制の強化に向けて、マーケティングや PR 戦略との連動、ブランディングの実績の蓄積を進めていく方針である。21 年 4 月のサティスワンの吸収合併は、まさにそのためのものである。具体的な効果がどのように発現していくかはこれからだが、今後も、このようなブランディング領域での動きが見られる可能性がある。

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ 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9のようにまとめられる。

【 図表 9 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オフィスデザイン領域を開拓してきたという先駆者としての業界ポジションと先行優位性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- デザインで経営課題を解決するというコンセプト</li> <li>- 数多くのデザイン実績及び表彰歴</li> </ul> </li> <li>・デザイン部門の機能別分業体制                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 特定のデザイナーのスキルに過度に依存せず、社内にノウハウが蓄積していく仕組み</li> <li>- 多くのプロジェクトに対応できる体制</li> </ul> </li> <li>・デザイン部門を支える仕組み                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 3Dパース作成に特化したフィリピン子会社</li> <li>- ITの活用（BIMや3Dスキャナー、RPA等）</li> </ul> </li> <li>・デザイナーの人数の多さ及び定着率の高さ                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- 社員の50%以上がデザイナー部門</li> </ul> </li> <li>・オフィス家具の自社ブランド「201°（NIHYAKU-ICHI-DO）」の存在</li> <li>・創業者である代表の経営及びデザインへのコミットメント</li> <li>・少数精鋭の経営陣及び経営チーム</li> </ul>
弱み (Weaknesses)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・建築業界、デザイン業界以外での知名度向上の余地</li> <li>・創業者である代表への依存度の高さ</li> </ul>
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・オフィスデザインに対する堅調な需要</li> <li>・大企業の顧客の増加</li> <li>・都市開発や環境設計領域の開拓とプロジェクトの大型化</li> <li>・展開地域の拡大</li> <li>・IT導入等による更なる業務改善の余地</li> <li>・新しいデザインコンセプト提案による需要創出</li> <li>・デザイン周辺領域（ブランディング、プロモーション）での展開の可能性</li> <li>・上場による知名度、信用度、従業員のモチベーションの向上</li> </ul>
脅威 (Threats)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・顧客企業の経営環境が急速に悪化する可能性</li> <li>・ライフスタイルや社会の変化にデザインが合わなくなってしまう可能性</li> <li>・競争の激化の可能性</li> <li>・比較的東京に集中していることによる、首都圏で有事が発生した時に影響が大きくなる可能性</li> <li>・人材（特にデザイナー）の採用、育成、定着が思うように進まない可能性                             <ul style="list-style-type: none"> <li>- または何かしらの理由で一度に多くのデザイナーが退職する可能性</li> </ul> </li> <li>・プロジェクトの大型化に伴い業績の変動が大きくなる可能性</li> <li>・M&amp;Aで思ったような効果を得られない可能性</li> <li>・新型コロナウイルス感染症の感染再拡大の可能性と、その影響による先行きの不透明さ</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ チーム・組織によるプロジェクト遂行へのこだわりを評価

デザイン事務所と言うと、個性が強いデザイナーの個人的力量に依存する経営スタイルを採る事務所が多い。比較的規模が大きい事務所

あっても、実質的には、有力なデザイナーとスタッフという小チームの集合体であるということはいくつも見られる。

同社の代表の山下泰樹氏も、デザインで経営戦略上の課題を解決するというコンセプトを掲げ、業界の中でオフィスデザインという一領域を確立してきてただけあって、個性は強いはずである。そのため、個人的力量に依存する形で経営していく方向に進むのは自然なことであろう。

しかし、同社は早い段階から、組織づくりに注力している。13年のフィリピン子会社の設立、14年のPM部門の立ち上げによる品質やコスト等の管理体制の改善、15年のPM部門とCM部門の分離というように、順次組織をつくってきた。一貫しているのは、「デザイナーがデザイン業務に集中できる環境をいかに作るか」という視点である。その結果、16年には、業界では珍しい機能別分業体制を確立したと見られるが、こうした組織づくりこそが、デザインの品質向上と大型プロジェクトへの対応力向上をもたらし、業績拡大につながっていったと評価している。

#### ◆ 今後打ち出してくる新しいコンセプトの展開に注目

同社は既存領域での業績拡大を続けながら、新しいコンセプトを打ち出し、新たな需要を作り出そうとしている。

最近の動きとしては、「食寝働分離」の提唱がある。これは新型コロナウイルス禍の発生によって、自宅でのリモートワークの機会が増えたのを受け、自宅の中で食べる場所、寝る場所、働く場所を分ける間取りにしようというものである。そうしたコンセプトをもとに、「Record」ブランドでのサービスアパートメントのデザインの提供を視野に入れており、東京・中目黒に物件を取得して実験的に賃貸物件を展開している。

同社はこうした新しいコンセプトを時々打ち出してくると思われ、注目したい。一方で、中目黒の賃貸物件取得のように、従来とは異なる手法による展開がなされる可能性がある点には注意を払っておきたい。

## > 今後の業績見通し

#### ◆ 21年12月期会社計画

21/12期の会社計画は、売上高8,300百万円、営業利益700百万円、経常利益680百万円、親会社株主に帰属する当期純利益440百万円である(図表10)。なお、期初時点の21/12期の会社計画は、売上高8,000百万円、営業利益650百万円、経常利益630百万円、親会社株主に帰属する当期純利益440百万円である。

属する当期純利益 400 百万円であったが、第 1 四半期までの業績やプロジェクトの引き合い状況が好調との判断により、5 月 12 日に上方修正されたものである。

20/12 期が 9 カ月決算のため、前期との比較はできない。参考までに、20/3 期第 4 四半期と 20/12 期の業績を合算したものを前期と見なして比較すると、上方修正後の売上高は見なし前期比 16.6%増、営業利益は同 12.5%減、経常利益は同 8.4%減、親会社株主に帰属する当期純利益は同 19.2%減となる。

なお、期初計画及び修正計画に関して、対象領域別売上高や費用の詳細の開示はないが、21/12 期第 3 四半期以降に費用を積み増す見込みであり、21/12 期の売上高営業利益率は 8.4%となり、20/12 期の 8.9%からは 0.5%ポイント、見なし前期の 11.2%からは 2.8%ポイント、それぞれ低下すると同社は予想している。

また、1 株当たり配当金は、期初の時点では 20/12 期と同額の 4.0 円を計画していたが、4.5 円に増配となった。配当性向は前期の 15.0%に対し、増配後の配当性向は 9.5%となる計画である。

【 図表 10 】ドラフトの 21 年 12 月期の連結業績計画

(単位：百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月)	21/12期 会社計画	
					(期初)	(5月12日修正) 前期比(参考値)
売上高	4,340	4,696	6,041	4,313	8,000	8,300 16.6%
オフィス	3,085	3,174	4,016	2,753	-	- -
売上構成比	71.1%	67.6%	66.5%	63.8%	-	- -
商業施設	641	471	326	160	-	- -
売上構成比	14.8%	10.0%	5.4%	3.7%	-	- -
都市開発・環境設計・その他	614	1,050	1,698	1,399	-	- -
売上構成比	14.1%	22.4%	28.1%	32.4%	-	- -
売上総利益	923	1,091	1,445	1,202	-	- -
売上総利益率	21.3%	23.2%	23.9%	27.9%	-	- -
販売費及び一般管理費	668	711	966	818	-	- -
売上高販管費率	15.4%	15.1%	16.0%	19.0%	-	- -
営業利益	255	380	478	384	650	700 -12.5%
売上高営業利益率	5.9%	8.1%	7.9%	8.9%	8.1%	8.4% -
経常利益	247	365	464	354	630	680 -8.4%
売上高経常利益率	5.7%	7.8%	7.7%	8.2%	7.9%	8.2% -
親会社株主に帰属する当期純利益	172	260	297	240	400	440 -9.2%
売上高当期純利益率	4.0%	5.6%	4.9%	5.6%	5.0%	5.3% -

(注) 20/12 期は 9 カ月決算のため、21/12 期の前期比は 20/3 期第 4 四半期と 21/12 期の合算値と比較した参考値である  
(出所) ドラフト有価証券報告書、決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

**◆ 21年12月期第2四半期決算**

21/12期第2四半期累計期間は、売上高3,551百万円(前年同期比1.8%減)、営業利益458百万円(同31.9%増)、経常利益460百万円(同53.5%増)、親会社株主に帰属する四半期純利益282百万円(同58.0%増)であった(前年同期比は20/3期第4四半期業績と20/12期第1四半期業績の合計との比較)。5月12日に上方修正された通期計画に対する進捗率は、売上高が42.8%、営業利益が65.5%、経常利益が67.7%、親会社株主に帰属する四半期純利益が64.3%である。

20/3期第4四半期は、20/3期通期の売上高の約46%、営業利益の約87%が計上された極端な四半期であり、その四半期を含む前年同期と比較しても、1.8%の微減収に留まっていることから、直近の売上高は堅調だったと言えよう。また、費用については業務効率化が進んだことによる効果に加え、当初使う予定だった費用の一部が21/12期の第3四半期以降に繰り越されたこともあり、前年同期比で増益となった。

その結果、売上高営業利益率は12.9%となり、前年同期の9.6%から3.3%ポイント上昇した。

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想：21年12月期**

証券リサーチセンター(以下、当センター)では、同社の21/12期業績について、第2四半期までの状況を踏まえつつ、売上高8,416百万円、営業利益720百万円、経常利益700百万円、親会社株主に帰属する当期純利益453百万円と予想した(図表11)。

参考までに、20/3期第4四半期と20/12期の業績を合算したものを前期と見なして比較すると、売上高は見なし前期比18.2%増、営業利益は同9.9%減、経常利益は同5.7%減、親会社株主に帰属する当期純利益は同6.5%減となる。売上高、利益とも上方修正後の会社計画を上回る水準を予想した。

当センターでは、業績予想を策定する上で、以下の点に留意した。

- (1) 売上高は、期中平均単体従業員数と1人当たり売上高を予想し、それぞれを掛け合わせて算出した。21/12期末の単体従業員数は20/12期末比12.1%増の139人と予想し、期中平均単体従業員数は20/12期比9.6%増の131.5人とした。1人当たり売上高はプロジェクトの大型化が進むと想定し、前期の35.9百万円(12カ月換算にすると47.9百万円)に対して64.0百万円まで上昇すると予想した。

- (2) 都市開発・環境設計・その他の売上構成比が上昇すると予想したのは、主にプロジェクトの大型化によるものだが、期中に吸収合併したサティスワンの上乗せも考慮した。
- (3) 売上総利益率は、前期比 0.9 ポイント上昇の 28.8%とした(第2 四半期累計期間は 30.8%)。同社が KPI とする直接利益率の上昇が続くものとした。
- (4) 売上高販管費率は、人員増による人件費の増加、サテライトオフィス開設による地代家賃の増加、広告宣伝費の増加等を織り込み、前期比 1.2%ポイント上昇の 20.2%とした(第2 四半期累計期間は 17.9%)。これらの結果、21/12 期の売上高営業利益率は同 0.3%ポイント低下の 8.6%になるものと予想した(修正後会社計画では 8.4%、第2 四半期累計期間実績では 12.9%)。

**◆ 証券リサーチセンターの業績予想：22年12月期以降**

22/12 期以降について、22/12 期は前期比 18.4%、23/12 期は同 16.7%の増収を予想した。21/12 期からの流れが続き、プロジェクトの大型化が進むものとした。領域別売上構成比も、プロジェクト大型化に連動して都市開発・環境設計・その他が緩やかに上昇していくものとした。

なお、22/12 期より新収益認識基準が適用されるが、今回の業績予想にはその影響は加味していない。

プロジェクトの大型化とともに直接利益率も年 0.3%ポイントずつ上昇していくことで、売上総利益率も年 0.3~0.4%ポイントずつ上昇し、販管費も増収率を下回る伸び率に留まるものとした結果、売上高営業利益率は 23/12 期の 11.0%まで徐々に上昇していくものと予想した。

【 図表 11 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (損益計算書) (単位:百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月決算)	21/12期CE (5月12日修正)	21/12期CE (期初)	21/12期E	22/12期E	23/12期E
<b>損益計算書</b>									
売上高	4,340	4,696	6,041	4,313	8,300	8,000	8,416	9,962	11,628
前期比	38.9%	8.2%	28.6%	-	-	-	-	18.4%	16.7%
<b>領域別</b>									
オフィス	3,085	3,174	4,016	2,753	-	-	4,586	5,180	5,814
前期比	-	2.9%	26.5%	-	-	-	-	12.9%	12.2%
売上構成比	71.1%	67.6%	66.5%	63.8%	-	-	54.5%	52.0%	50.0%
商業施設	641	471	326	160	-	-	294	398	465
前期比	-	-26.4%	-30.8%	-	-	-	-	35.3%	16.7%
売上構成比	14.8%	10.0%	5.4%	3.7%	-	-	3.5%	4.0%	4.0%
都市開発・環境設計・その他	614	1,050	1,698	1,399	-	-	3,534	4,383	5,348
前期比	-	71.0%	61.7%	-	-	-	-	24.0%	22.0%
売上構成比	14.1%	22.4%	28.1%	32.4%	-	-	42.0%	44.0%	46.0%
売上総利益	923	1,091	1,445	1,202	-	-	2,423	2,908	3,441
前期比	-	18.2%	32.3%	-	-	-	-	20.0%	18.3%
売上総利益率	21.3%	23.2%	23.9%	27.9%	-	-	28.8%	29.2%	29.6%
販売費及び一般管理費	668	711	966	818	-	-	1,703	1,932	2,164
前期比	-	6.3%	36.0%	-	-	-	-	13.4%	12.0%
売上高販管費率	15.4%	15.1%	16.0%	19.0%	-	-	20.2%	19.4%	18.6%
営業利益	255	380	478	384	700	650	720	976	1,277
前期比	-	49.3%	25.5%	-	-	-	-	35.5%	30.8%
売上高営業利益率	5.9%	8.1%	7.9%	8.9%	8.4%	8.1%	8.6%	9.8%	11.0%
経常利益	247	365	464	354	680	630	700	952	1,254
前期比	-	48.1%	26.9%	-	-	-	-	36.0%	31.7%
売上高経常利益率	5.7%	7.8%	7.7%	8.2%	8.2%	7.9%	8.3%	9.6%	10.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	172	260	297	240	440	400	453	616	811
前期比	-	50.7%	14.1%	-	-	-	-	36.0%	31.7%
売上高当期純利益率	4.0%	5.6%	4.9%	5.6%	5.3%	5.0%	5.4%	6.2%	7.0%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

20/12 期が9 カ月決算のため、20/12 期と 21/12 期の前期比はなし

(出所) ドラフト有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料、ファクトシートより証券リサーチセンター作成

【 図表 12 】証券リサーチセンターの連結業績予想 (貸借対照表/キャッシュ・フロー計算書) (単位:百万円)

	18/3期	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月決算)	21/12期CE (5月12日修正)	21/12期CE (期初)	21/12期E	22/12期E	23/12期E
<b>貸借対照表</b>									
現金及び預金	662	904	1,920	1,232	-	-	508	855	1,406
売掛金	730	726	2,120	1,117	-	-	2,104	2,490	2,907
商品・仕掛品	107	107	133	211	-	-	193	229	267
その他	34	63	56	51	-	-	96	96	96
流動資産	1,534	1,802	4,231	2,611	-	-	2,902	3,671	4,677
有形固定資産	102	126	101	865	-	-	851	785	764
無形固定資産	19	21	24	19	-	-	291	227	163
投資その他の資産	215	221	214	193	-	-	228	228	228
固定資産	337	369	340	1,078	-	-	1,371	1,241	1,156
資産合計	1,871	2,171	4,571	3,690	-	-	4,273	4,912	5,834
買掛金	936	399	1,322	567	-	-	841	996	1,162
未払法人税等	57	57	149	18	-	-	123	168	221
前受金	20	131	0	11	-	-	33	39	46
短期借入金	-	200	450	-	-	-	0	0	0
1年内返済予定の長期借入金	169	416	332	282	-	-	141	69	64
その他	206	213	261	162	-	-	207	207	207
流動負債	1,390	1,418	2,516	1,042	-	-	1,348	1,482	1,703
長期借入金	280	350	323	696	-	-	555	485	420
その他	-	-	-	4	-	-	5	5	5
固定負債	280	350	323	701	-	-	560	490	425
純資産合計 (自己資本)	200	402	1,731	1,947	-	-	2,364	2,939	3,704
200	402	1,731	1,947	-	-	2,363	2,938	3,703	
<b>キャッシュ・フロー計算書</b>									
税金等調整前当期純利益	242	366	464	354	-	-	700	952	1,254
減価償却費	36	45	52	41	-	-	86	95	97
のれん償却費	-	-	-	-	-	-	48	64	64
売上債権の増減額 (-は増加)	-210	19	-1,399	997	-	-	-986	-386	-416
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-84	-12	-7	-79	-	-	17	-35	-38
仕入債務の増減額 (-は減少)	377	-537	923	-754	-	-	274	154	166
前受金の増減額 (-は減少)	-2	110	-130	10	-	-	22	6	6
法人税等の支払額	-18	-106	-101	-219	-	-	-142	-291	-389
その他	98	6	92	-12	-	-	1	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	438	-106	-107	338	-	-	22	559	745
有形固定資産の取得による支出	-9	-74	-26	-843	-	-	-63	-20	-66
有形固定資産の売却による収入	-	1	-	-	-	-	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-6	-19	-6	-4	-	-	-5	-10	-12
敷金及び保証金の差入による支出	-15	-8	-16	-	-	-	-18	0	0
合併による支出	-	-	-	-	-	-	-391	0	0
その他	-13	-11	38	18	-	-	52	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-44	-112	-10	-829	-	-	-426	-30	-78
短期借入金の増減額 (-は減少)	-	200	250	-450	-	-	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	19	316	-110	322	-	-	-282	-141	-69
株式の発行による収入	-	-	1,036	-	-	-	0	0	0
株式公開費用の支出	-	-	-9	-6	-	-	0	0	0
自己株式の売却・取得による収支	-	-	-	-	-	-	0	0	0
新株予約権の行使による株式の発行による収入	-	-	-	9	-	-	0	0	0
配当金の支払額	-	-63	-15	-35	-	-	-37	-41	-46
その他	0	-	-	-18	-	-	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	19	453	1,151	-178	-	-	-319	-183	-116
換算差額	0	4	0	0	-	-	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	412	238	1,033	-668	-	-	-723	346	551
現金及び現金同等物の期首残高	176	589	828	1,862	-	-	1,193	469	816
現金及び現金同等物の期末残高	589	828	1,862	1,193	-	-	469	816	1,367

(注) CE : 会社予想 E : 証券リサーチセンター予想

(出所) ドラフト有価証券届出書、有価証券報告書、決算説明会資料、ファクトシートより証券リサーチセンター作成

## > 投資に際しての留意点

### ◆ 会計基準の変更による業績変動のリスク

新収益認識基準は22年12月期から適用される。現在、この会計基準の変更による開示される業績への影響度合いを、同社は評価している最中である。状況次第では、開示される業績に影響が及ぶ可能性がある。

### ◆ プロジェクトの大型化による業績変動が大きくなる可能性

プロジェクトが大型化していくと、ひとつのプロジェクトの遅延等により、全体の業績の変動が大きくなる可能性がある。

### ◆ 新型コロナウイルス感染症の再拡大の可能性

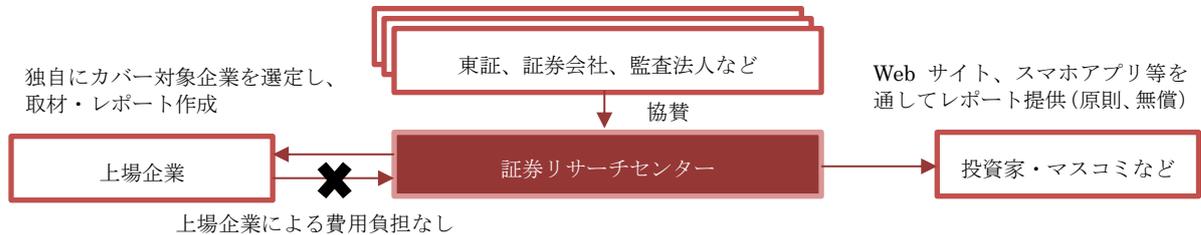
新型コロナウイルス感染症の拡大は、最初の頃こそ、一部プロジェクトの遅延等の影響があったが、一時的なものに留まった。

直近の陽性者数の減少から、感染第5波はおさまってきたが、このまま感染が収束するか、冬に向けて感染第6波がくるかは見通しづらい。仮に第6波が到来して陽性者が大きく増加するような場合、再度、緊急事態宣言が発出される可能性もありうる。その場合、同社の事業活動及び業績に影響が出ることも考えられる。

## 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。

※当センターのレポートは経済産業省の「価値協創のための統合的開示・対話ガイダンス」を参照しています。



### ■協賛会員

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ  
日本証券業協会  
監査法人 A&A パートナーズ

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人  
三優監査法人  
日本証券アナリスト協会  
宝印刷株式会社

大和証券株式会社  
EY 新日本有限責任監査法人  
太陽有限責任監査法人  
エイチ・エス証券株式会社  
株式会社プロネクサス

野村證券株式会社  
株式会社 ICMG  
株式会社 SBI 証券  
いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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・間接的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ため、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。