

ホリスティック企業レポート ドラフト 5070 東証グロース

アップデート・レポート
2022年7月1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 20220628

ドラフト(5070 東証グロース)

発行日:2022/7/1

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
22年12月期は中期計画の達成に向けた積極投資の負担増で利益はほぼ横ばい

> 要旨

◆ 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。

◆ 21年12月期決算

・21/12期は、売上高8,032百万円(前期比12.9%増)、営業利益955百万円(同19.4%増)となった(前期比は20/3期第4四半期と決算期変更のため9カ月決算であった20/12期の合計額との比較)。主力のオフィス領域でプロジェクトの大型化が進み、同社がKPIとする直接利益の改善もあったことから、売上高営業利益率は計画を上回る11.9%まで上昇した。

◆ 22年12月期業績予想

・22/12期業績について、同社は、売上高10,000百万円(前期比24.5%増)、営業利益960百万円(同0.5%増)を計画している。
・証券リサーチセンター(以下、当センター)では、22/12期について、売上高は会社計画をやや下回る9,808百万円(前期比22.1%増)、営業利益は会社計画とほぼ同水準の958百万円(同0.3%増)と予想した。第1四半期の進捗の低さは気がかりだが、堅調な需要環境を背景にキャッチアップは可能と考える。その上で、先行投資の意味合いが強い費用を積極的に使っていくものとした。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、23/12期は前期比18.5%増収、24/12期は同16.9%増収となり、売上高営業利益率は23/12期9.8%、24/12期10.1%と予想した。
・同社は年15~20%成長を続け、28/12期を目途に売上高300億円を目指すとしている。従来からの受注型プロジェクトで収益を確保し、先鋭的なプロジェクトを手掛けることで業界を牽引していく方針である。この過程でプロジェクトの大型化がさらに進むことが想定されるが、大型化に伴う業績変動リスクには注意を払っておきたい。

【5070ドラフト 業種：建設業】

決算期		売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2020/12(9カ月)		4,313	-	384	-	354	-	240	-	26.6	210.5	4.0
2021/12		8,032	-	955	-	947	-	574	-	62.0	299.3	5.0
2022/12	CE	10,000	24.5	960	0.5	950	0.3	600	4.4	59.8	-	5.0
2022/12	E	9,808	22.1	958	0.3	941	-0.6	575	0.1	57.3	352.2	5.0
2023/12	E	11,618	18.5	1,137	18.6	1,122	19.2	685	19.2	68.2	415.5	5.0
2024/12	E	13,578	16.9	1,368	20.4	1,354	20.7	827	20.7	82.4	492.9	5.0

(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
2022/12期より新収益認識基準適用。2022/12期の前期比は新基準適用前の2021/12期の金額との比較
2021年12月に776,900株(オーバーアロットメントによる売出分の185,500株を含む)の公募増資を実施

アップデート・レポート

2/19

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。
一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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・間接の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ず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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

【主要指標】

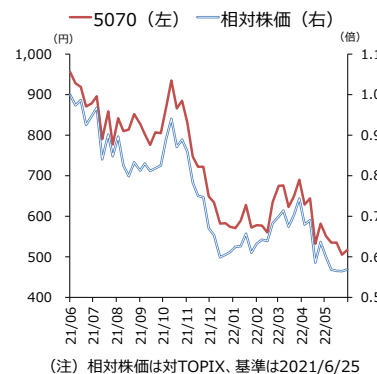
	2022/6/24
株価(円)	517
発行済株式数(株)	10,038,800
時価総額(百万円)	5,190

	前期実績	今期予想	来期予想
PER(倍)	8.3	9.0	7.6
PBR(倍)	1.7	1.5	1.2
配当利回り(%)	1.0	1.0	1.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-5.3	-23.9	-44.3
対TOPIX(%)	-1.4	-19.3	-41.1

【株価チャート】



> 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、デザイン事業(旧企画・デザイン・設計・デザインビルド事業)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が、プロジェクトの大型化を背景に、都市開発・環境設計・その他の売上構成比は上昇傾向にある。

【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	21/12期	前期比				売上構成比			
	(9ヵ月)				19/3期	20/3期	20/12期	21/12期	19/3期	20/3期	20/12期	21/12期
					(9ヵ月)				(9ヵ月)			
オフィス	3,174	4,016	2,753	5,150	2.9%	26.5%	21.7%	14.3%	67.6%	66.5%	63.8%	64.1%
商業施設	471	326	160	429	-26.4%	-30.8%	-14.0%	43.2%	10.0%	5.4%	3.7%	5.4%
都市開発・環境設計・その他	1,050	1,698	1,399	2,452	71.0%	61.7%	77.5%	6.2%	22.4%	28.1%	32.4%	30.5%
合計	4,696	6,041	4,313	8,032	8.2%	28.6%	33.2%	12.9%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 20/12期は9ヵ月決算のため、20/12期の前期比は20/3期第3四半期累計期間との比較。21/12期の前期比は20/3期第4四半期と20/12期の合計額との比較

(出所) ドラフト有価証券報告書より証券リサーチセンター作成

> ビジネスモデル

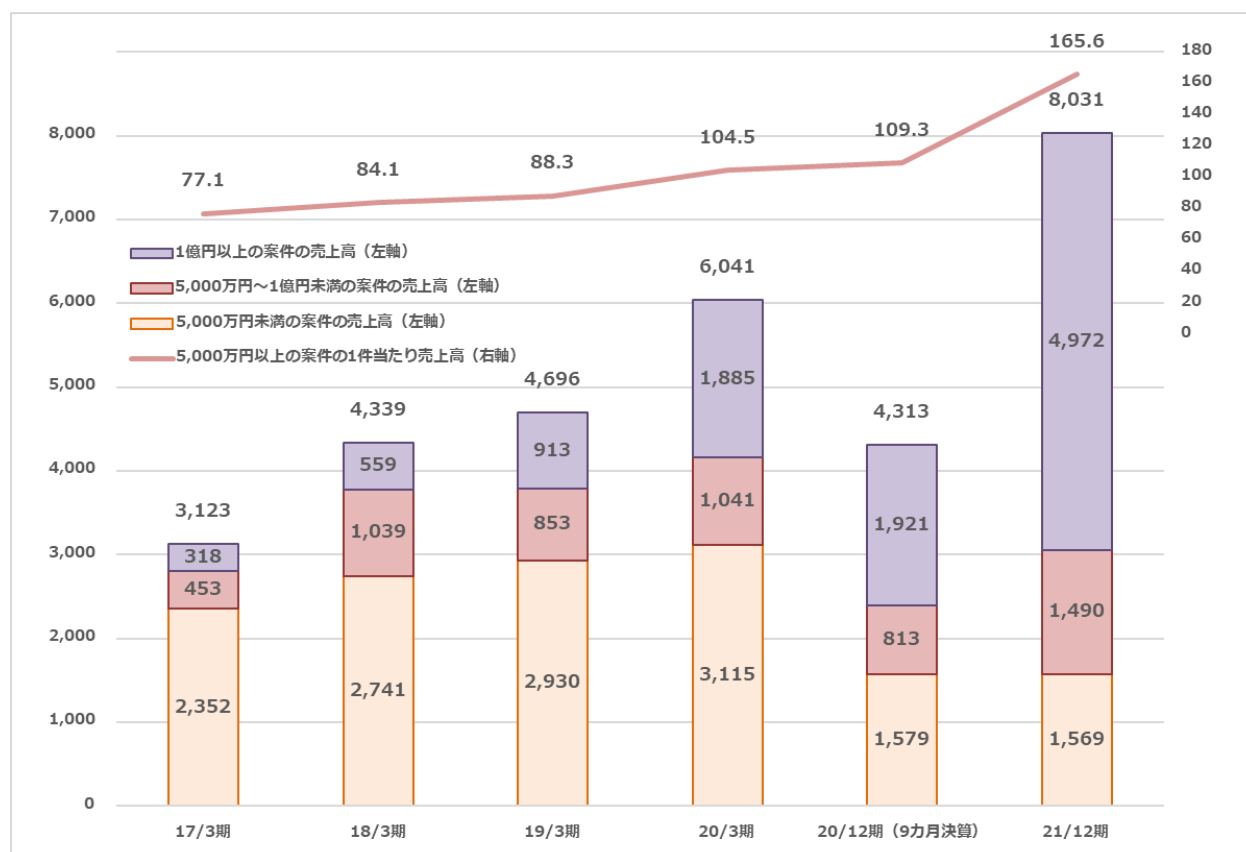
◆ ドラフトのオフィスデザインの広がり

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。直近 4 期間では、サンフロンティア不動産（8934 東証プライム）が同社の全売上高の 10%を超える上位顧客として名前が挙がっている（図表 3）。

【 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)	21/12期
売上高	335,482	711,590	852,188	647,719	1,318,121
売上構成比	7.7%	15.2%	14.1%	15.0%	16.4%

(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、業界内では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、同社の従業員の約 52%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。企画・設計と施工の両方を行う場合は、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、同社が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。デザイン業務に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. 及び 22 年 2 月にセルビアに設立した連結子会社 D-RAWRITE d.o.o. Beograd 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とセルビアに集約して 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、連結子会社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1) RPA

Robotic Process Automationの略。
人間がコンピュータの上で行っている定型作業を、ロボットにより自動化することをいう。

注2) BIM

Business Information Modelingの略。
コンピュータ上に作成した3次元の建物のデジタルモデルに、部材、コスト、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、維持管理等の全工程に関連する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。

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資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^{注1)}の技術と、多様なデータを一元化する BIM^{注2)}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。

◆ 収益構造と KPI

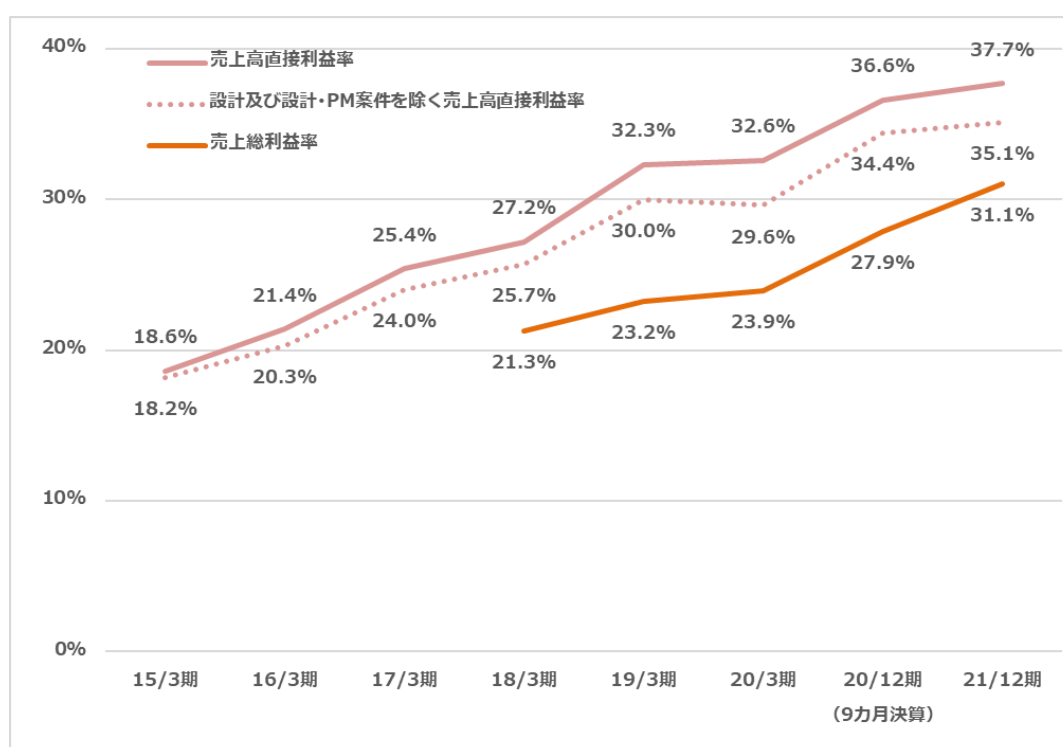
プロジェクトの売上高は、大まかには「坪単価×坪数」で表される。

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である。

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

> 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5のようにまとめられる。

先般公表された中期経営計画の内容を受け、創業者兼デザイナーである山下泰樹氏のデザインへのコミットメントが更に強まったと考え、「デザイナーである代表のデザイン力、業界での知名度、デザインの先取性を最大限活かした運営」を追加した。

【図表5】SWOT 分析

強み (Strengths)	・デザイナーである代表のデザイン力、業界での知名度、デザインの先取性を最大限活かした経営 ・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 ・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 - デザインで経営課題を解決するというコンセプト - 数多くのデザイン実績及び表彰歴 ・デザイン部門の機能別分業体制 - 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 - 多くのプロジェクトに対応できる体制 ・デザイン部門を支える仕組み - 3Dパース作成に特化したフィリピン子会社 - ITの活用（BIMや3Dスキャナー、RPA等） ・デザイナーの人数の多さ及び定着率の高さ - 社員の50%以上がデザイナー部門 ・オフィス家具の自社ブランド「201°（NIHYAKU-ICHI-DO）」の存在 ・少数精鋭の経営陣及び経営チーム
弱み (Weaknesses)	・建築業界、デザイン業界以外での知名度向上の余地 ・創業者である代表への依存度の高さ
機会 (Opportunities)	・オフィスデザインに対する堅調な需要 ・大企業の顧客の増加 ・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 ・展開地域の拡大 ・IT導入等による更なる業務改善の余地 ・新しいデザインコンセプト提案による需要創出 ・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 ・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
脅威 (Threats)	・顧客企業の経営環境が急速に悪化する可能性 ・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 ・競争の激化の可能性 ・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 ・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 - 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 ・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 ・M&Aで思ったような効果を得られない可能性 ・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

(出所) 証券リサーチセンター

> 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6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 6 】 知的資本の分析

項目		分析結果	KPI		
			項目	数値 (前回)	数値 (今回)
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)	211件
			・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)	38.0百万円
			・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)	39件
			・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)	165.7百万円
	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	決算説明会資料の掲載は6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	-----
	ネットワーク	・自社ブランド ・施工の時の外注先 (工事会社等)	・家具・インテリアの自社ブランド ・外注先の数	「201° (NIHYAKU-ICHI-DO)」 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)	37.7%
			・全社員に占めるデザイン部門の人数の割合	53.9%	約52%
	知的財産 ノウハウ	・展開エリアの拡大 ・デザインのノウハウや経営コンセプトの共有	・国内の拠点	東京 大阪	-----
			・創業からの年数 ・社内で継続的に学ぶまたは コミュニケーションをとる場	08年4月の創業から13年経過 D-School D-Gate Q会議等	08年4月の創業から14年経過 -----
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	08年4月の創業から14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)	連結168名 単体140名
			・平均年齢	31.3歳 (単体) (20/12期末)	31.7歳 (単体)
			・平均勤続年数	3.7年 (単体) (20/12期末)	4.1年 (単体)
			・平均年間給与	380万円 (単体) (20/12期) *9カ月決算	526万円 (単体)

(注) KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は21/12期上期または21/12期上期末、今回は21/12期または21/12期末のもの
前回と変更ないものは-----と表示

(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、ウェブサイト、会社ヒアリングより証券リサーチセンター作

> 決算概要**◆ 21 年 12 月期はプロジェクトの大型化が進み増収増益基調**

21/12 期は、売上高が 8,032 百万円、営業利益が 955 百万円、経常利益が 947 百万円、親会社株主に帰属する当期純利益が 574 百万円となった。

決算期の変更で 20/12 期が 9 カ月決算のため、20/3 期第 4 四半期と 20/12 期の単純合計と比較すると、売上高は前期比 12.9%増、営業利益は同 19.4%増、経常利益は同 27.5%増、親会社株主に帰属する当期純利益は同 18.5%増であった（以下、21/12 期の前期比は、20/3 期第 4 四半期と 20/12 期の単純合計との比較）。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 100.4%、営業利益は 147.0%、経常利益は 150.3%、親会社株主に帰属する当期純利益は 143.7%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 96.8%、営業利益 136.5%、経常利益は 139.3%、親会社株主に帰属する当期純利益は 130.6%となり、売上高は計画を下回ったものの、利益の達成率の高さが目立つ結果となった。

対象領域別売上高は、オフィスが前期比 14.3%増、商業施設が同 43.2%増、都市開発・環境設計・その他が同 6.2%増となった。

同社の売上高の過半を占めるオフィス領域においては、新型コロナウイルス禍の影響でオフィスの概念が「全員が集まって一斉に業務を行う場所」から「多様な働き方に対応したコミュニケーションの場」へと変わる需要を捉え、増収となった。また、図表 2 に示した通り、21/12 期はプロジェクトの大型化が進み、1 億円以上のプロジェクトの売上構成比は、20/3 期の約 31%、20/12 期の約 45%に対し、21/12 期は約 62%を占めるまでとなった。同社のプロジェクトの大型化には、オフィス領域のプロジェクトの大型化だけでなく、都市開発・環境設計・その他の領域でのビル全体のリニューアルや再開発のプロジェクトも貢献している。

売上総利益率は 31.1%となり、前期比 4.5%ポイント改善した。大型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 37.7%まで上昇した（図表 4）。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である。

販管費は前期比 40.7%増、売上高販管費率は同 3.8%ポイント上昇の 19.2%となった。人員増に伴う人件費の増加に加え、買収したサティスワンの吸収合併による費用増、知名度向上に向けたブランディング

のための広告宣伝費の増加が主な要因である。これらの結果、21/12期の売上高営業利益率は11.9%となり、20/3期第4四半期と20/12期の合計の11.2%より0.7%ポイント改善した。

> 最近の変化

◆ 中期経営計画

同社は中期経営計画を公表した。年15～20%成長を続け、28/12期を目途に売上高300億円とすることを長期の数値目標として掲げている。中期の売上高目標は、22/12期100億円、23/12期120億円、24/12期140億円としている。

◆ 中期経営計画におけるプロジェクトタイプの考え方

中期経営計画の策定にあたって、同社は、プロジェクトのタイプを以下の3つに分類している。

- (1) 従来通りの受注型の「レギュラープロジェクト」。オフィスデザインやリピートプロジェクトを確実に受注して、業績成長の基盤とする。
- (2) 同社自身が企画立案する、提案型の「プロポーザルプロジェクト」。同社自身でバランスシート上のリスクをとって顧客に提案するものであり、中目黒のW PROJECTや臨港パークプロジェクトが該当する。
- (3) 中長期の成長のために必要な「リーディングプロジェクト」。大規模な建築コンペや設計競技に参加して獲得を目指すもので、収益よりも、ブランディング強化や同社の設計技術の向上等を目的とする。愛知県幸田町スーパーシティ構想への参画等が該当する。

リーディングプロジェクト及びプロポーザルプロジェクトは、代表取締役の山下泰樹氏のデザインによる価値創造を主眼に置いており、社内に設けられた山下泰樹建築デザイン研究所が主導する形をとる。

同社は、レギュラープロジェクトで得られた収益を基盤として、リーディングプロジェクト及びプロポーザルプロジェクトを遂行し、リーディングプロジェクトでの先鋭的なデザインやプロポーザルプロジェクトでの新規提案が評価されることにより、レギュラープロジェクトの受注増につなげるという循環を描くことを目指している。

> 今後の業績見通し

◆ 22 年 12 月期会社計画

22/12 期の会社計画は、売上高 10,000 百万円（前期比 24.5%増）、営業利益 960 百万円（同 0.5%増）、経常利益 950 百万円（同 0.3%増、親会社株主に帰属する当期純利益 600 百万円（同 4.4%増）である（図表 7）。同社は 22/12 期より新収益認識基準を適用しているが、適用による収益認識の方法等の変更はない見込みである。前期比は旧基準での実績値との比較となる（以下、同じ）。

対象領域別売上高の詳細の開示はないが、同社では、以下の 2 つの合計を予想売上高としている。

- (1) 契約済みの受注残と、契約前の見込みプロジェクト×獲得率の合計値であるプロジェクトストック
- (2) 週当たり平均引合い額×39 週×獲得率で算出されるフォーキャスト（1 年 52 週のうち残り 13 週は翌期計上の見込みとしている）

獲得率は 70%（21/12 期実績は 70.6%）とし、プロジェクトストックは 22/12 期初時点で 5,300 百万円（前期初時点は 4,500 百万円）、フォーキャストは、21/12 期第 4 四半期の週当たり平均引合い額 172 百万円×39 週×獲得率 70%で算出される 4,695 百万円とし、その合計額から 10,000 百万円の売上高予想としている。

費用面では、通常の費用に加えて、新ブランドのフラッグシップショップのオープンや、セルビア拠点の新設等に向けた費用を予定している。これらの結果、同社は、22/12 期の売上高営業利益率は、前期比 2.3%ポイント低下の 9.6%を予想している。

貸借対照表に関連して、同社は従来固定資産に計上されていた、中目黒の W PROJECT に関する建物や土地を、流動資産の販売用不動産に振り替えた。これは、広報的な役割が一巡し、いつでも販売できるようにするための措置である。売却されれば、売上高及び費用が計上されることになる。ただし、22/12 期の会社計画には、この不動産の売却による売上高と利益は織り込まれていない。

22/12 期の 1 株当たり配当金は、21/12 期と同額の 5.0 円を計画している。配当性向は前期の 8.1%に対し、8.4%となる見込みである。

【図表7】ドラフトの22年12月期の連結業績計画

(単位:百万円)

	「収益認識に関する会計基準」適用前					「収益認識に関する会計基準」適用後	
	19/3期 実績	20/3期 実績	20/12期 実績 (9カ月)	20/12期 参考 (12カ月)	21/12期 実績	22/12期 会社計画	前期比
売上高	4,696	6,041	4,313	7,117	8,032	10,000	24.5%
オフィス	3,174	4,016	2,753	4,507	5,150	-	-
売上構成比	67.6%	66.5%	63.8%	63.3%	64.1%	-	-
商業施設	471	326	160	300	429	-	-
売上構成比	10.0%	5.4%	3.7%	4.2%	5.4%	-	-
都市開発・環境設計・その他	1,050	1,698	1,399	2,309	2,452	-	-
売上構成比	22.4%	28.1%	32.4%	32.4%	30.5%	-	-
売上総利益	1,091	1,445	1,202	1,893	2,494	-	-
売上総利益率	23.2%	23.9%	27.9%	26.6%	31.1%	-	-
販売費及び一般管理費	711	966	818	1,093	1,538	-	-
売上高販管費率	15.1%	16.0%	19.0%	15.4%	19.2%	-	-
営業利益	380	478	384	800	955	960	0.5%
売上高営業利益率	8.1%	7.9%	8.9%	11.2%	11.9%	9.6%	-
経常利益	365	464	354	742	947	950	0.3%
売上高経常利益率	7.8%	7.7%	8.2%	10.4%	11.8%	9.5%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	260	297	240	484	574	600	4.4%
売上高当期純利益率	5.6%	4.9%	5.6%	6.8%	7.2%	6.0%	-

(注) 22/12期より新収益認識基準適用。22/12期の前期比は新基準適用前の21/12期実績値との比較

20/12期は9カ月決算。20/12期の参考業績は、20/3期第4四半期と20/12期の合計

(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

◆ 22年12月期第1四半期決算

22/12期第1四半期は、売上高971百万円(前年同期比38.0%減)、営業損失167百万円(前年同期は176百万円の利益)、経常損失171百万円(同176百万円の利益)、親会社株主に帰属する四半期純損失129百万円(同115百万円の利益)であった。22/12期から新収益認識基準を適用しており、前年同期比は旧基準の前年同期の数値との比較となるが、適用に伴う財務諸表への大きな影響はない。

売上高の通期計画に対する進捗率は9.7%に留まった。対象領域別売上高は、オフィスが前年同期比11.9%減、商業施設が同50.0倍、都市開発・環境設計・その他が同80.4%減となった。ひとえに、前年同期にあった大型プロジェクトが当四半期になかったことによるものだが、同社では、3月と9月に売上高が集中する新型コロナウイルス禍前のパターンが崩れてきたことを要因として挙げている。

なお、第1四半期決算後も、同社は期初計画を変更していない。その根拠として、1～3月の週当たり平均引合い額が計画を上回っていることを挙げている。

売上総利益率は32.4%となり、前年同期比2.5%ポイント改善した。

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43.1%となった。前年同期の比率の開示はないが、21/12 期が 37.7%だったことから、直接利益の改善が貢献しているものと考えられる。

販管費は前年同期比 65.1%増、売上高販管費率は同 31.0%ポイント上昇の 49.6%となった。緊急事態宣言等の発令により企業活動が大きく制限されていた前年同期に比べると、当四半期は企業活動が活発となり、その分、旅費交通費や広告宣伝費等が増加し、その状況下で減収となったため、売上高販管費率は大幅上昇となった。これらの結果、22/12 期第 1 四半期は 167 百万円の営業損失となった。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想： 22 年 12 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、21/12 期及び 22/12 期第 1 四半期の業績を踏まえ、22/12 期以降の業績予想は見直すとともに、24/12 期の業績予想を新たに策定した。

同社の 22/12 期業績について、売上高 9,808 百万円（前期比 22.1%増）、営業利益 958 万円（同 0.3%増）、経常利益 941 百万円（同 0.6%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 575 百万円（同 0.1%増）と、会社計画をやや下回る水準での予想とした（図表 8）。

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。22/12 期末の単体従業員数は 21/12 期末比 10.7%増の 155 人と予想し、期中平均単体従業員数は 21/12 期比 11.7%増の 147.5 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 60.8 百万円に対して 66.5 百万円まで上昇すると予想した。
- (2) 領域別売上高では、オフィス 65.0%、商業施設 7.0%、都市開発・環境設計・その他 28.0%とした。都市開発・環境設計・その他の売上構成比は前期よりやや低下するものとしたが、都市開発・環境設計・その他を中心としたプロジェクトの大型化が進むという見方には変更ない。
- (3) 売上総利益率は、前期比 0.1%ポイント低下の 31.0%とした。直接利益率は同 0.3%ポイント改善の 38.0%を見込むが、改善分が労務費の増加に回るものと想定した。

- (4) 販管費は前期比 35.3%増、売上高販管費率は同 2.0%ポイント上昇の 21.2%とした。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、先行投資の増加、ブランディングのための広告宣伝費の増加等を織り込んだ。これらの結果、22/12 期の売上高営業利益率は同 2.1%ポイント低下の 9.8%になるものと予想した（会社計画は 9.6%）。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 12 月期以降

23/12 期以降について、23/12 期は前期比 18.5%、24/12 期は同 16.9%の増収を予想した。21/12 期から目立つようになった、プロジェクトの大型化が進むものとしている。領域別には 3 領域とも増収を想定しているが、プロジェクトの大型化に連動して、領域別売上構成比は、都市開発・環境設計・その他が上昇していくものとした。

プロジェクトの大型化とともに直接利益率も年 0.2%ポイントずつ上昇していくが、その分が労務費に回るものとしたことで、売上総利益率は 22/12 期と同じ 31.0%が続くものとした。販管費は 23/12 期は前期比 18.4%増、24/12 期は同 15.3%増となり、売上高販管費率も 21%前後で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 23/12 期 9.8%、24/12 期 10.1%と予想した。

【 図表 8 】 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)

	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月決算)	21/12期	22/12期CE (期初)	22/12期E (今回)	22/12期E (前回)	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E
損益計算書										
売上高	4,696	6,041	4,313	8,032	10,000	9,808	9,962	11,618	11,628	13,578
前期比	8.2%	28.6%	-	-	24.5%	22.1%	18.4%	18.5%	16.7%	16.9%
領域別										
オフィス	3,174	4,016	2,753	5,150	-	6,375	5,180	7,087	5,814	7,875
前期比	2.9%	26.5%	-	-	-	23.8%	12.9%	11.2%	12.2%	11.1%
売上構成比	67.6%	66.5%	63.8%	64.1%	-	65.0%	52.0%	61.0%	50.0%	58.0%
商業施設	471	326	160	429	-	686	398	813	465	950
前期比	-26.4%	-30.8%	-	-	-	59.7%	35.3%	18.5%	16.7%	16.9%
売上構成比	10.0%	5.4%	3.7%	5.4%	-	7.0%	4.0%	7.0%	4.0%	7.0%
都市開発・環境設計・その他	1,050	1,698	1,399	2,452	-	2,746	4,383	3,718	5,348	4,752
前期比	71.0%	61.7%	-	-	-	12.0%	24.0%	35.4%	22.0%	27.8%
売上構成比	22.4%	28.1%	32.4%	30.5%	-	28.0%	44.0%	32.0%	46.0%	35.0%
直接利益(売上高-外注費・材料費)	1,517	1,969	1,578	3,028	-	3,727	-	4,438	-	5,214
前期比	28.5%	29.8%	-	-	-	23.1%	-	19.1%	-	17.5%
売上高直接利益率	32.3%	32.6%	36.6%	37.7%	-	38.0%	-	38.2%	-	38.4%
売上総利益(直接利益-労務費等・仕掛調整)	1,091	1,445	1,202	2,494	-	3,040	2,908	3,601	3,441	4,209
前期比	18.2%	32.3%	-	-	-	21.9%	20.0%	18.5%	18.3%	16.9%
売上総利益率	23.2%	23.9%	27.9%	31.1%	-	31.0%	29.2%	31.0%	29.6%	31.0%
販売費及び一般管理費	711	966	818	1,538	-	2,082	1,932	2,464	2,164	2,840
前期比	6.3%	36.0%	-	-	-	35.3%	13.4%	18.4%	12.0%	15.3%
売上高販管費率	15.1%	16.0%	19.0%	19.2%	-	21.2%	19.4%	21.2%	18.6%	20.9%
営業利益	380	478	384	955	960	958	976	1,137	1,277	1,368
前期比	49.3%	25.5%	-	-	0.5%	0.3%	35.5%	18.6%	30.8%	20.4%
売上高営業利益率	8.1%	7.9%	8.9%	11.9%	9.6%	9.8%	9.8%	9.8%	11.0%	10.1%
経常利益	365	464	354	947	950	941	952	1,122	1,254	1,354
前期比	48.1%	26.9%	-	-	0.3%	-0.6%	36.0%	19.2%	31.7%	20.7%
売上高経常利益率	7.8%	7.7%	8.2%	11.8%	9.5%	9.6%	9.6%	9.7%	10.8%	10.0%
親会社株主に帰属する当期純利益	260	297	240	574	600	575	616	685	811	827
前期比	50.7%	14.1%	-	-	4.4%	0.1%	36.0%	19.2%	31.7%	20.7%
売上高当期純利益率	5.6%	4.9%	5.6%	7.2%	6.0%	5.9%	6.2%	5.9%	7.0%	6.1%

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/12 期より新収益認識基準適用。22/12 期の前期比は新基準適用前の 21/12 実績値との比較

(出所) ドラフト有価証券報告書、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 9 】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)

	19/3期	20/3期	20/12期 (9カ月決算)	21/12期	22/12期CE (期初)	22/12期E	22/12期E	23/12期E	23/12期E	24/12期E
貸借対照表										
現金及び預金	904	1,920	1,232	2,176	-	2,094	855	2,622	1,406	3,301
売掛金	726	2,120	1,117	1,903	-	2,324	2,490	2,753	2,907	3,218
商品・仕掛品	107	133	211	131	-	161	229	191	267	224
その他	63	56	51	96	-	391	96	391	96	391
流動資産	1,802	4,231	2,611	4,308	-	5,743	3,671	6,730	4,677	7,906
有形固定資産	126	101	865	910	-	146	785	142	764	138
無形固定資産	21	24	19	295	-	231	227	167	163	104
投資その他の資産	221	214	193	326	-	382	228	382	228	382
固定資産	369	340	1,078	1,532	-	760	1,241	692	1,156	624
資産合計	2,171	4,571	3,690	5,840	-	6,504	4,912	7,423	5,834	8,531
買掛金	399	1,322	567	1,281	-	1,569	996	1,859	1,162	2,172
未払法人税等	57	149	18	340	-	333	168	397	221	479
前受金 (21/12期まで)	131	0	11	32	-	-	39	-	46	-
短期借入金	200	450	-	50	-	50	0	50	0	50
1年内返済予定の長期借入金	416	332	282	141	-	69	69	64	64	420
その他	213	261	162	424	-	456	207	456	207	456
流動負債	1,418	2,516	1,042	2,270	-	2,479	1,482	2,827	1,703	3,578
長期借入金	350	323	696	555	-	485	485	420	420	0
その他	-	-	4	5	-	5	5	5	5	5
固定負債	350	323	701	560	-	490	490	425	425	5
純資産合計	402	1,731	1,947	3,009	-	3,534	2,939	4,170	3,704	4,947
(自己資本)	402	1,731	1,947	3,003	-	3,528	2,938	4,164	3,703	4,941
キャッシュ・フロー計算書										
税金等調整前当期純利益	366	464	354	947	-	941	952	1,122	1,254	1,354
減価償却費	45	52	41	67	-	28	95	40	97	41
のれん償却費	-	-	-	48	-	64	64	64	64	64
売上債権の増減額 (-は増加)	19	-1,399	997	-779	-	-420	-386	-428	-416	-464
たな卸資産の増減額 (-は増加)	-12	-7	-79	76	-	-30	-35	-29	-38	-32
仕入債務の増減額 (-は減少)	-537	923	-754	711	-	287	154	289	166	313
前受金の増減額 (-は減少) (21/12期まで)	110	-130	10	20	-	-	6	-	6	-
法人税等の支払額	-106	-101	-219	-76	-	-373	-291	-372	-389	-444
その他	6	92	-12	237	-	-295	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-106	-107	338	1,253	-	201	559	684	745	832
有形固定資産の取得による支出	-74	-26	-843	-46	-	-25	-20	-25	-66	-25
有形固定資産の売却による収入	1	-	-	-	-	0	0	0	0	0
無形固定資産の取得による支出	-19	-6	-4	-7	-	-11	-10	-12	-12	-13
敷金及び保証金の差入による支出	-8	-16	-	-104	-	-5	0	0	0	0
合併による支出	-	-	-	-391	-	0	0	0	0	0
その他	-11	38	18	-4	-	-51	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-112	-10	-829	-555	-	-92	-30	-37	-78	-38
短期借入金の増減額 (-は減少)	200	250	-450	50	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額 (-は減少)	316	-110	322	-282	-	-141	-141	-69	-69	-64
株式の発行による収入	-	1,036	-	515	-	0	0	0	0	0
株式公開費用の支出	-	-9	-6	-	-	0	0	0	0	0
自己株式の売却・取得による収支	-	-	-	-	-	0	0	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	1	-	0	0	0	0	0
配当金の支払額	-63	-15	-35	-37	-	-50	-41	-50	-46	-50
その他	-	-	-18	-1	-	0	0	0	0	0
財務活動によるキャッシュ・フロー	453	1,151	-178	246	-	-191	-183	-120	-116	-115
換算差額	4	0	0	0	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額 (-は減少)	238	1,033	-668	944	-	-82	346	527	551	679
現金及び現金同等物の期首残高	589	828	1,862	1,193	-	2,138	469	2,055	816	2,583
現金及び現金同等物の期末残高	828	1,862	1,193	2,138	-	2,055	816	2,583	1,367	3,262

(注) CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

22/12 期より新収益認識基準適用。22/12 期の前期比は新基準適用前の 21/12 実績値との比較

(出所) ドラフト有価証券報告書、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

◆ 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

直近、プロジェクトの大型化が進んでいるが、その分、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高まることが考えられる。実際、21/12 期においては、期中に売上高が上方修正されたが、顧客都合によるプロジェクトの遅延のため、上方修正前の水準の売上高に留まったという先例がある。

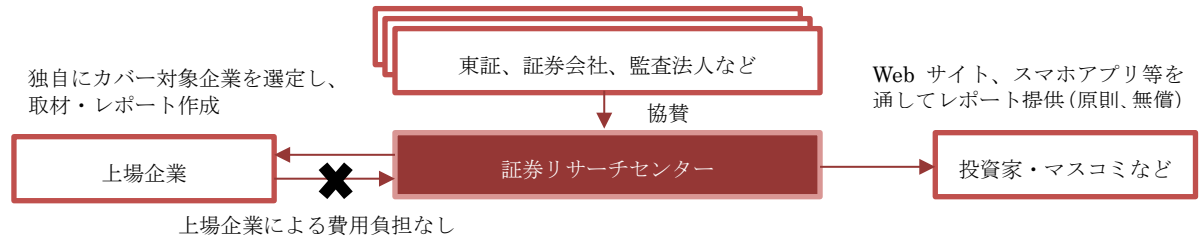
◆ 資材価格上昇の影響

直近までの業績には建築資材の価格上昇の影響は生じていない。しかし、今後価格がさらに上昇したり、上昇傾向が長期化したりすると、顧客側のプロジェクト遂行の意思決定に影響を及び、プロジェクトの遅延等の形で同社にも影響が及ぶ可能性がある。

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
太陽有限責任監査法人
PwC 京都監査法人
監査法人 A&A パートナーズ
株式会社プロネクサス

S M B C 日興証券株式会社
EY 新日本有限責任監査法人
有限責任監査法人トーマツ
エイチ・エス証券株式会社
仰星監査法人
日本証券業協会

大和証券株式会社
有限責任あずさ監査法人
株式会社 S B I 証券
いちよし証券株式会社
監査法人アヴァンティア
日本証券アナリスト協会

野村證券株式会社
株式会社 I C M G
三優監査法人
宝印刷株式会社

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・間接の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、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。