

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
2023年4月21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 202300418

ドラフト(5070 東証グロース)

発行日: 2023/4/21

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 23年12月期は前期の大幅減益からの利益回復が試される

> 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。

◆ 22年12月期決算

・22/12期は、売上高 8,287 百万円(前期比 3.2%増)、営業利益 108 百万円(同 88.7%減)となった。引き渡しが遅れた案件が発生して主力のオフィス領域が前期比 15.1%減収となったことと、オフィス移転も含めて積極的に費用を使ったことにより、大幅減益となった。

◆ 23年12月期業績予想

・23/12期業績について、同社は、売上高 10,000 百万円(前期比 20.7%増)、営業利益 480 百万円(同 4.4倍)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、23/12期について、会社計画とほぼ同水準の売上高 10,008 百万円(前期比 20.8%増)、営業利益 473 百万円(同 4.4倍)と予想した。オフィス領域でプロジェクト管理の精度が上がることによる増収ペースの回復と、注力しているオフィス以外の領域での拡大の継続を想定した。

◆ 今後の注目点

・当センターでは、24/12期は前期比 14.8%増収、25/12期は同 11.9%増収となり、売上高営業利益率は 24/12期 5.1%、25/12期 5.6%と予想した。
・同社は年 10~20%の売上成長を続け、30/12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は変わらない。需要は引き続き堅調と考えられるため、プロジェクト管理の精度向上と、オフィス以外の領域でのプロジェクトの受注動向に注目していきたい。

【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)
2021/12	8,032	-	955	-	947	-	574	-	62.0	299.3	5.0
2022/12	8,287	3.2	108	-88.7	87	-90.8	21	-96.3	2.1	296.8	5.0
2023/12 CE	10,000	20.7	480	4.4×	466	5.3×	300	14.2×	29.9	-	5.0
2023/12 E	10,008	20.8	473	4.4×	452	5.2×	291	13.8×	29.0	322.3	5.0
2024/12 E	11,491	14.8	582	22.9	563	24.5	362	24.5	36.1	353.5	5.0
2025/12 E	12,862	11.9	714	22.8	698	23.9	449	23.9	44.7	393.2	5.0

(注) 1. CE：会社予想、E：証券リサーチセンター予想

2. 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

3. 2020/12期は9か月決算のため、2020/12期と2021/12期の前期比はなし

4. 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】

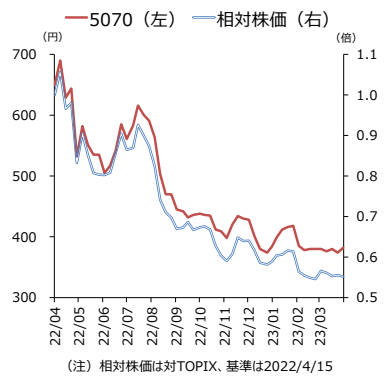
	2023/4/14
株価 (円)	382
発行済株式数 (株)	10,040,000
時価総額 (百万円)	3,835

	前期実績	今期予想	来期予想
PER (倍)	181.9	13.2	10.6
PBR (倍)	1.3	1.2	1.1
配当利回り (%)	1.3	1.3	1.3

【株価パフォーマンス】

	1か月	3か月	12か月
リターン (%)	0.5	-8.8	-39.3
対TOPIX (%)	-0.2	-10.8	-42.9

【株価チャート】



アップデート・レポート

2/20

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。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。

> 事業内容

◆ オフィスデザインの領域を開拓した先駆者だが、オフィス以外の領域への拡大志向を強める

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ル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、実績を積み上げてきた。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に留まらず、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デザインの領域、街区全体が対象の都市開発の領域でのデザイン・施工も積極的に手掛けるようになっていく。

◆ 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領域に売上高を分類してきた(図表1)。なお、22/12期からは、デザインの実態に合わせるために、「オフィス」と「商業施設・都市開発・環境設計・その他」の2領域の分類となった。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、商業施設・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											
	20/3期 20/12期 21/12期 22/12期				前期比				売上構成比			
	(9カ月)				(9カ月)				(9カ月)			
オフィス	4,016	2,753	5,150	4,372	26.5%	21.7%	14.3%	-15.1%	66.5%	63.8%	64.1%	52.8%
商業施設・都市開発・環境設計・その他 (22/12期以降の区分)	2,024	1,559	2,882	3,914	33.1%	60.0%	10.4%	35.8%	33.5%	36.2%	35.9%	47.2%
うち、商業施設 (21/12期までの区分)	326	160	429	-	-30.8%	-14.0%	43.2%	-	5.4%	3.7%	5.4%	-
うち、都市開発・環境設計・その他 (21/12期までの区分)	1,698	1,399	2,452	-	61.7%	77.5%	6.2%	-	28.1%	32.4%	30.5%	-
合計	6,041	4,313	8,032	8,287	28.6%	33.2%	12.9%	3.2%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

(注) 1. 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

2. 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

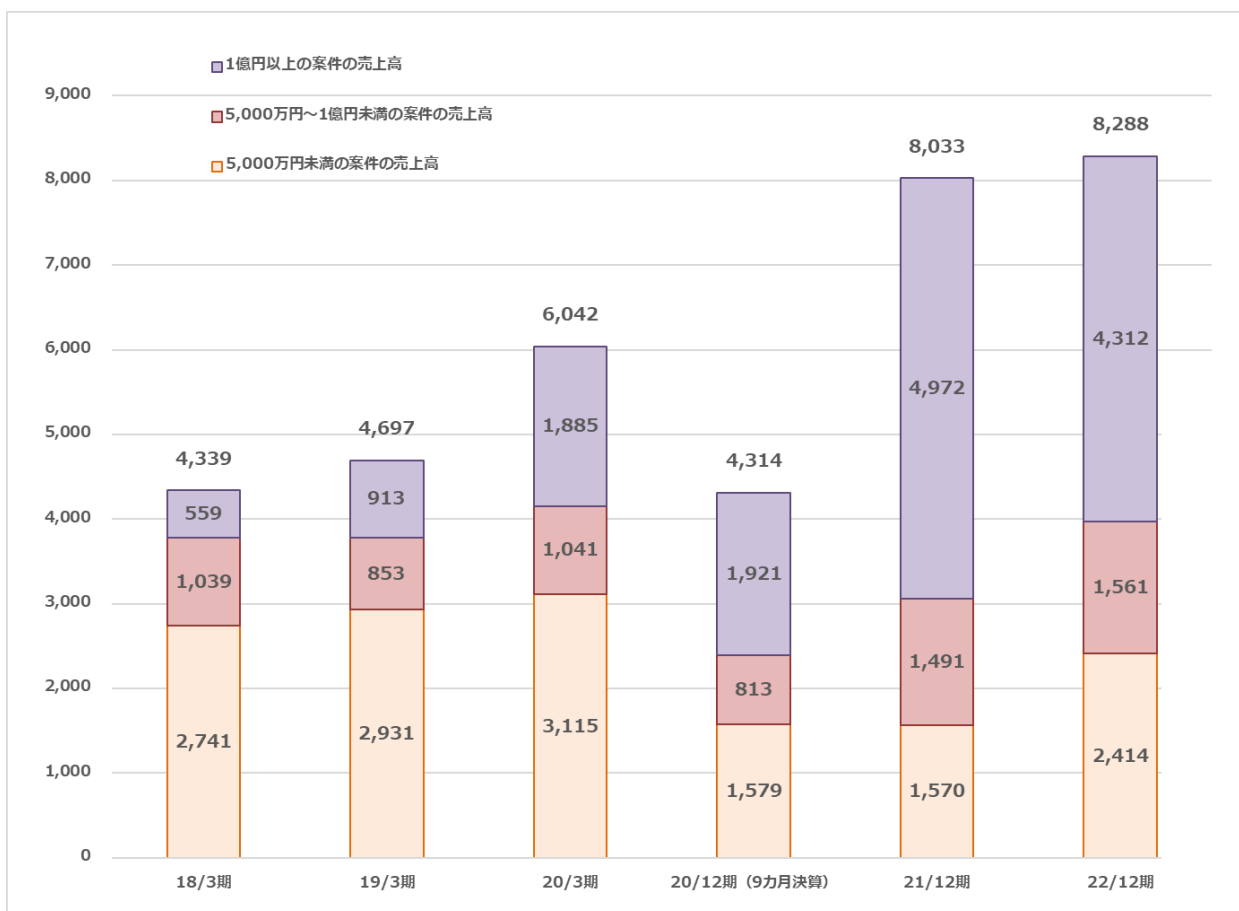
◆ ドラフトが手掛けるデザインの広がり

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て開拓してきた。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。

同社のデザインの対象は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に加えて、オフィスデザイン領域より規模が大きい都市開発や環境設計のプロジェクトが増えてきたことにより、プロジェクトは大型化の傾向にある。22/12 期は前期ほどではないにせよ、1 億円以上の案件の売上構成比は 52.0%、5,000 万円以上の案件の売上構成比は 70.8%となっている (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)

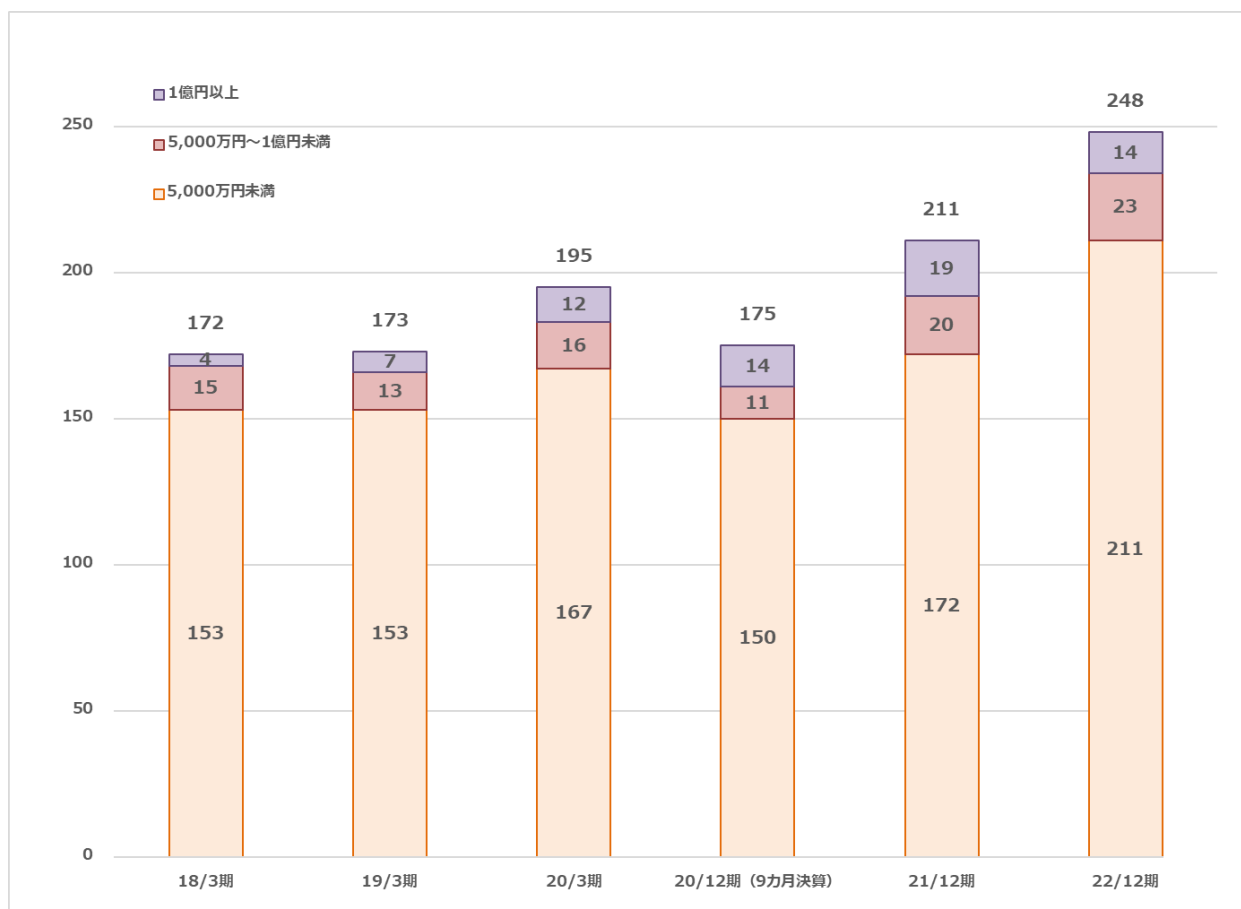


(出所) ドラフト有価証券報告書、決算説明会資料、ファクトシートより証券リサーチセンター作成

案件数は総じて増加傾向にあり、また、コンスタントに1億円以上の案件による売上があることがうかがえる(図表3)。また、全体の平均案件規模は22/12期で33.4百万円となっているが、1億円以上の案件の規模拡大が顕著である一方、5,000万円以上1億円未満の案件については直近は規模が縮小しており、ばらつきが見られる(図表4)。

【図表3】プロジェクト規模別案件数の推移

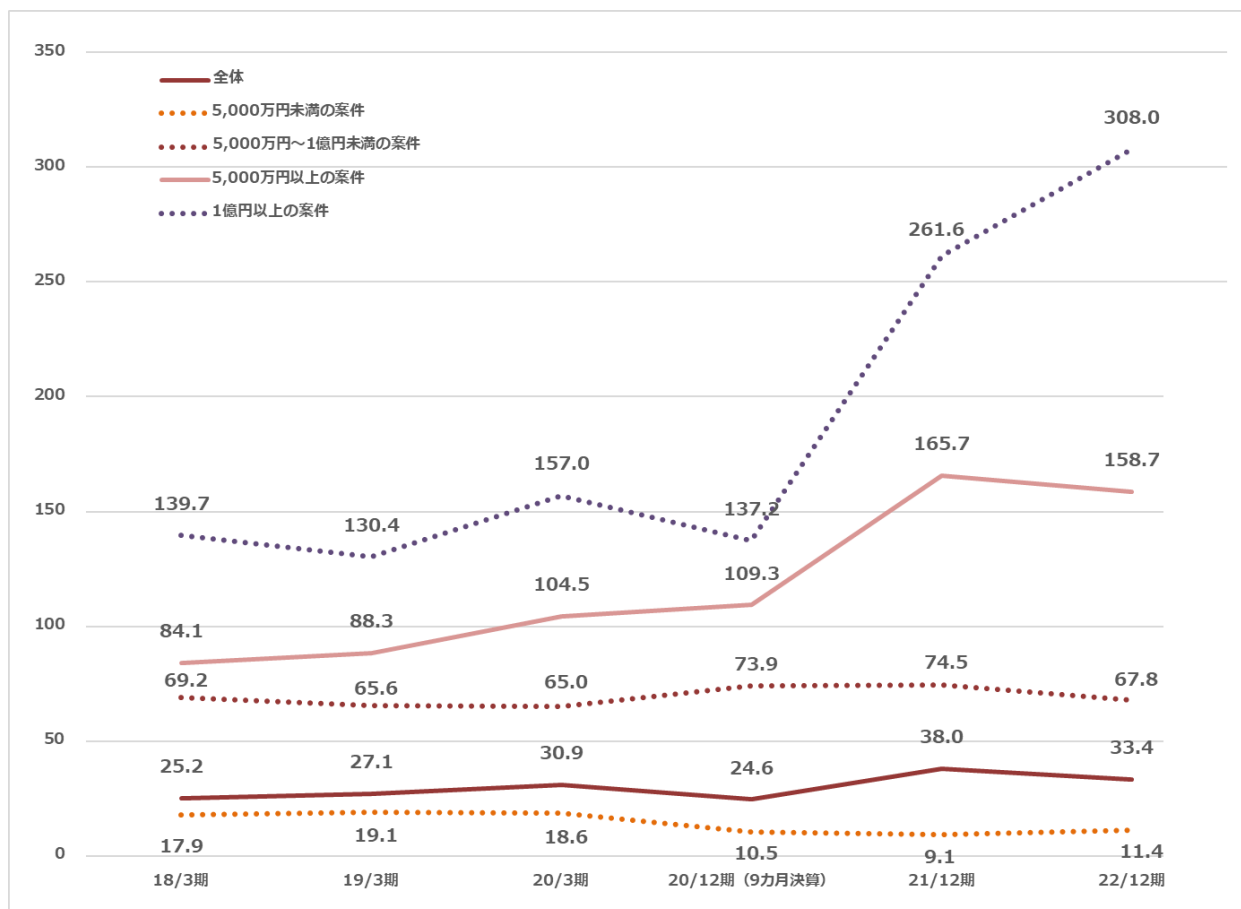
(単位:件)



(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 4 】プロジェクト規模別案件規模の推移

(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、ファクトシート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

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48%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。同社の従業員の約23%がPM部門かCM部門に属している。

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に使用する3Dイメージパース（建物の外観や室内の完成予定画像）は、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.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。

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。

注2) BIM

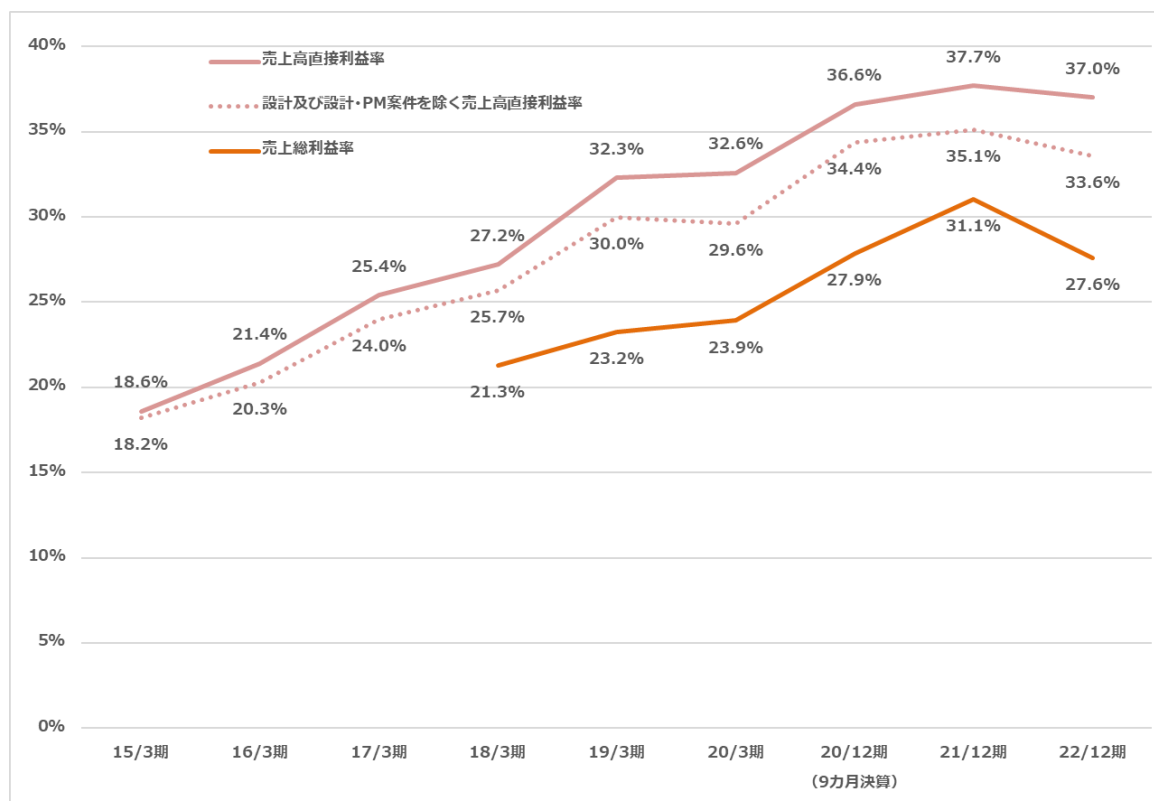
Business Information Modelingの略。
コンピュータ上に作成した3次元の建物のデジタルモデルに、部材、コスト、仕上げ等の様々な情報を紐づけて管理することで、設計、施工、維持管理等の全工程に関連するデータを連携させて、一括で管理する手法または概念のことをいう。

◆ 収益構造と KPI

プロジェクトの案件規模は、大まかには「坪単価×坪数」で表されるが、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5)。

【図表5】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

◆ デザイン以外

デザイン以外では、同社はオリジナルオフィス家具の企画・販売を行っている。自社ブランドである「201° (NIHYAKU-ICHI-DO)」は、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することをコンセプトとしている。

> 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 6 のようにまとめられる。

【 図表 6 】 SWOT 分析

強み (Strengths)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 ・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 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 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 <ul style="list-style-type: none"> - 3Dイメージ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 <ul style="list-style-type: none"> - 社員の約半分がデザイナー部門 ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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特にデザイン面における依存度の高さ
機会 (Opportunities)	<ul style="list-style-type: none"> ・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)	<ul style="list-style-type: none"> ・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 <ul style="list-style-type: none"> - 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 7 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。さらに、デザインの対象がオフィスに留まらず、商業施設、環境設計、都市開発の領域に広がっていく機会にもつながっている。

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 7 】 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	211件	248件
		・プロジェクト1件当たり売上高	38.0百万円	33.4百万円
		・5,000万円以上のプロジェクトの数	39件	37件
		・5,000万円以上のプロジェクトの1件当たり売上高	165.7百万円	158.7百万円
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	-----
		・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	37.7%	37.0%
		・案件タイプ別の直接利益率	(今回追加)	設計デザイン96.8% 設計・デザインビルド33.6%
		・全社員に占めるデザイン部門の人数の割合	約52%	48% 別途、PM/CM部門23%
		・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14年経過	08年4月の創業から15年経過
		・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	D-School D-Gate Q会議等	-----
人的資本	経営陣 従業員 ・企業風土	・創業からの年数	08年4月の創業から14年経過	08年4月の創業から15年経過
		・従業員数	連結168名 単体140名	連結183名 単体144名
		・平均年齢	31.7歳 (単体)	31.0歳 (単体)
		・平均勤続年数	4.1年 (単体)	3.7年 (単体)
		・平均年間給与	526万円 (単体)	546万円 (単体)

(注) 1. KPIの数値は、特に記載がない場合、前回は21/12期または21/12期末、今回は22/12期または22/12期末のもの

2. 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、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成

> 決算概要**◆ 22年12月期はオフィス領域の減収と費用増で大幅減益**

22/12期は、売上高 8,287 百万円（前期比 3.2%増）、営業利益 108 百万円（同 88.7%減）、経常利益 87 百万円（同 90.8%減）、親会社株主に帰属する当期純利益 21 百万円（同 96.3%減）となった。

期初に公表された会社計画に対する達成率は、売上高は 82.9%、営業利益は 11.3%、経常利益は 9.3%、親会社株主に帰属する当期純利益は 3.5%であった。また、第3四半期決算の公表に先駆けて下方修正された計画に対する達成率は、売上高は 99.4%、営業利益 88.1%、経常利益は 77.5%、親会社株主に帰属する当期純利益は 81.2%に留まった。

対象領域別売上高は、オフィスが前期比 15.1%減、商業施設・都市開発・環境設計・その他が同 35.8%増となった。

同社の売上高の過半を占めるオフィス領域が減収となったのは、受注した案件のうち、そもそも 23/12 期以降の引き渡し案件が増えたことと、22/12 期の引き渡し予定が 23/12 期引き渡しへずれ込んだ案件が発生したことが要因である。同社では、目標管理スキームの精度の問題であり、需要そのものは堅調に推移していると認識している。一方、ビル 1 棟のリデザイン等の大型案件があった商業施設・都市開発・環境設計・その他は大幅増収となった。

案件規模別には、図表 2 に示した通り、1 億円以上のプロジェクトの売上高が前期より減少し、22/12 期の売上構成比は 52.0%となり、21/12 期の 61.9%から 9.9%ポイント低下した。ただし、これは案件数の減少によるもので、図表 4 にある通り、1 億円以上のプロジェクトの平均案件規模は拡大した。

売上総利益率は 27.6%となり、前期比 3.5%ポイント悪化した。大型プロジェクトの増加により、外注費・材料費の売上高に対する比率が上昇し、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同 0.7%ポイント低下の 37.0%となった（図表 5）。それ以上に労務費上昇の影響が大きく、直接利益と売上総利益の差額部分にあたる労務費等の売上高に対する比率は同 2.8%ポイント上昇の 9.4%となった。

販管費は前期比 41.5%増、売上高販管費率は同 7.1%ポイント上昇の 26.3%となった。人員増に伴う人件費の増加に加え、本社オフィス移転及び本社サテライトオフィス集約やフラッグシップストア新設のための費用増加、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。広告宣伝費は同 85.0%増の 430 百万円

となった。

これらの結果、22/12 期の売上高営業利益率は前期比 10.6%ポイント低下の 1.3%となった。

> 最近の変化

◆ 中期経営計画の更新

同社は 22/12 期より中期経営計画を公表している。22/12 期の期初時点では、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たが、現在は、年 10~20%成長を続けて 30/12 期を目途に売上高 300 億円とすることを数値目標としている。中期の売上高目標は、23/12 期 100 億円、24/12 期 115 億円、25/12 期 125 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

数値目標は変更されているが、基本的な成長戦略の考え方は大きく変わっておらず、中期経営計画の遂行にあたって、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、柏の葉スマートシティ内の創業支援オフィスビル「KOIL TERRACE」等がある。
- (3) 中長期の成長のために必要な、挑戦型の「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。横浜の臨港パークプロジェクト等が該当する。

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

◆ 23年12月期会社計画

23/12期の会社計画は、売上高 10,000 百万円（前期比 20.7%増）、営業利益 480 百万円（同 4.4 倍）、経常利益 466 百万円（同 5.3 倍）、親会社株主に帰属する当期純利益 300 百万円（同 14.2 倍）である（図表 8）。

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%とし、プロジェクトストックは 23/12 期初時点で 5,800 百万円（前期初時点は 5,300 百万円）、フォーキャストは、22/12 期第 4 四半期の週当たり平均引合い額をもとに算出される 4,200 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。なお、22/12 期業績を踏まえて目標管理スキームを厳格なものにした結果、期初時点のプロジェクトストックは、従来スキームを用いた時に比べて 10 億円減額されている。

費用面では、人員増による人件費の増加等を予定している。これらの結果、同社は、23/12 期の売上高営業利益率は前期比 3.5%ポイント改善の 4.8%を予想している。

23/12 期の 1 株当たり配当金は、22/12 期と同額の 5.0 円を計画している。配当性向は 16.7%となる見込みである。

【 図表 8 】 ドラフトの 23 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 実績	23/12期	
							会社計画	前期比
売上高	4,696	6,041	4,313	7,117	8,032	8,287	10,000	20.7%
オフィス	3,174	4,016	2,753	4,507	5,150	4,372	-	-
売上構成比	67.6%	66.5%	63.8%	63.3%	64.1%	52.8%	-	-
商業施設・都市開発・環境設計・その他 (22/12期への区分)	-	-	-	-	2,882	3,914	-	-
売上構成比	-	-	-	-	35.9%	47.2%	-	-
商業施設(21/12期までの区分)	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 (21/12期までの区分)	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	2,286	-	-
売上総利益率	23.2%	23.9%	27.9%	26.6%	31.1%	27.6%	-	-
販売費及び一般管理費	711	966	818	1,093	1,538	2,177	-	-
売上高販管費率	15.1%	16.0%	19.0%	15.4%	19.2%	26.3%	-	-
営業利益	380	478	384	800	955	108	480	4.4×
売上高営業利益率	8.1%	7.9%	8.9%	11.2%	11.9%	1.3%	4.8%	-
経常利益	365	464	354	742	947	87	466	5.3×
売上高経常利益率	7.8%	7.7%	8.2%	10.4%	11.8%	1.1%	4.7%	-
親会社株主に帰属する当期純利益	260	297	240	484	574	21	300	14.2×
売上高当期純利益率	5.6%	4.9%	5.6%	6.8%	7.2%	0.3%	3.0%	-

(注) 1. 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

2. 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

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：23 年 12 月期

証券リサーチセンター（以下、当センター）では、22/12 期の業績を踏まえ、23/12 期以降の業績予想は見直すとともに、25/12 期の業績予想を新たに策定した。

同社の 23/12 期業績について、売上高 10,008 百万円（前期比 20.8%増）、営業利益 473 万円（同 4.4 倍）、経常利益 452 百万円（同 5.2 倍）、親会社株主に帰属する当期純利益 291 百万円（同 13.8 倍）と、利益では会社計画を若干下回る水準での予想とした（図表 9）。

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。23/12 期末の単体従業員数は 22/12 期末比 9.0%増の 157 人と予想し、期中平均単体従業員数は 22/12 期比 6.0%増の 150.5 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 58.3 百万円に対して 66.5 百万円まで上昇すると予想した。

- (2) 領域別売上高は、オフィスが前期比 25.9%増、商業施設・都市開発・環境設計・その他が同 15.0%増とした。売上構成比ではオフィス 55.0%、商業施設・都市開発・環境設計・その他 45.0%とした。商業施設・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、商業施設・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 27.5%とした。売上高直接利益率は前期と同じ 37.0%を見込んだ。
- (4) 販管費は前期比 4.6%増、売上高販管費率は同 3.5%ポイント上昇の 22.8%とした。人員増による人件費の増加やブランディングのための広告宣伝費の増加等を織り込む一方、本社オフィス移転費用等がなくなるものとした。これらの結果、22/12 期の売上高営業利益率は同 3.4%ポイント上昇の 4.7%になるものと予想した(会社計画は 4.8%)。

◆ 証券リサーチセンターの業績予想：24年12月期以降

24/12 期以降について、24/12 期は前期比 14.8%、25/12 期は同 11.9%の増収を予想した。2 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、商業施設・都市開発・環境設計・その他が上昇していくものとした。

費用面では、売上高直接利益率は 23/12 期と同じ 37.0%を維持しつつも、労務費等の比率が若干上昇して、売上総利益率は 23/12 期の 27.5%から年 0.1%ポイントずつ低下していくものとした。販管費は 24/12 期は前期比 12.6%増、25/12 期は同 9.0%増となり、売上高販管費率も 22%前後で推移するものとした結果、売上高営業利益率は 24/12 期 5.1%、25/12 期 5.6%と予想した。

【 図表 9 】 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)

	「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	20/3期	20/12期 (9カ月決算)	21/12期	22/12期	23/12期CE	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E (今回)	24/12期E (前回)	25/12期E
損益計算書											
売上高	4,696	6,041	4,313	8,032	8,287	10,000	10,008	11,618	11,491	13,578	12,862
前期比	8.2%	28.6%	-	-	3.2%	20.7%	20.8%	18.5%	14.8%	16.9%	11.9%
領域別											
オフィス	3,174	4,016	2,753	5,150	4,372	-	5,504	7,087	6,033	7,875	6,495
前期比	2.9%	26.5%	-	-	-15.1%	-	25.9%	11.2%	9.6%	11.1%	7.7%
売上構成比	67.6%	66.5%	63.8%	64.1%	52.8%	-	55.0%	61.0%	52.5%	58.0%	50.5%
商業施設・都市開発・環境設計・その他	1,521	2,024	1,559	2,882	3,914	-	4,503	-	5,458	-	6,366
前期比	21.2%	33.1%	-	-	35.8%	-	15.0%	-	21.2%	-	16.6%
売上構成比	32.4%	33.5%	36.2%	35.9%	47.2%	-	45.0%	-	47.5%	-	49.5%
うち、商業施設	471	326	160	429	-	-	-	813	-	950	-
前期比	-26.4%	-30.8%	-	-	-	-	-	18.5%	-	16.9%	-
売上構成比	10.0%	5.4%	3.7%	5.4%	-	-	-	7.0%	-	7.0%	-
うち、都市開発・環境設計・その他	1,050	1,698	1,399	2,452	-	-	-	3,718	-	4,752	-
前期比	71.0%	61.7%	-	-	-	-	-	35.4%	-	27.8%	-
売上構成比	22.4%	28.1%	32.4%	30.5%	-	-	-	32.0%	-	35.0%	-
直接利益(売上高-外注費・材料費)	1,517	1,969	1,578	3,028	3,066	-	3,703	4,438	4,251	5,214	4,759
前期比	28.5%	29.8%	-	-	1.3%	-	20.8%	19.1%	14.8%	17.5%	11.9%
売上高直接利益率	32.3%	32.6%	36.6%	37.7%	37.0%	-	37.0%	38.2%	37.0%	38.4%	37.0%
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	2,286	-	2,752	3,601	3,148	4,209	3,511
前期比	18.2%	32.3%	-	-	-8.4%	-	20.4%	18.5%	14.4%	16.9%	11.5%
売上総利益率	23.2%	23.9%	27.9%	31.1%	27.6%	-	27.5%	31.0%	27.4%	31.0%	27.3%
販売費及び一般管理費	711	966	818	1,538	2,177	-	2,278	2,464	2,566	2,840	2,796
前期比	6.3%	36.0%	-	-	41.5%	-	4.6%	18.4%	12.6%	15.3%	9.0%
売上高販管費率	15.1%	16.0%	19.0%	19.2%	26.3%	-	22.8%	21.2%	22.3%	20.9%	21.7%
営業利益	380	478	384	955	108	480	473	1,137	582	1,368	714
前期比	49.3%	25.5%	-	-	-88.7%	4.4x	4.4x	18.6%	22.9%	20.4%	22.8%
売上高営業利益率	8.1%	7.9%	8.9%	11.9%	1.3%	4.8%	4.7%	9.8%	5.1%	10.1%	5.6%
経常利益	365	464	354	947	87	466	452	1,122	563	1,354	698
前期比	48.1%	26.9%	-	-	-90.8%	5.3x	5.2x	19.2%	24.5%	20.7%	23.9%
売上高経常利益率	7.8%	7.7%	8.2%	11.8%	1.1%	4.7%	4.5%	9.7%	4.9%	10.0%	5.4%
親会社株主に帰属する当期純利益	260	297	240	574	21	300	291	685	362	827	449
前期比	50.7%	14.1%	-	-	-96.3%	14.2x	13.8x	19.2%	24.5%	20.7%	23.9%
売上高当期純利益率	5.6%	4.9%	5.6%	7.2%	0.3%	3.0%	2.9%	5.9%	3.2%	6.1%	3.5%

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 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 10 】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)

	「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	20/3期	20/12期 (9カ月決算)	21/12期	22/12期	23/12期CE	23/12期E (今回)	23/12期E (前回)	24/12期E (今回)	24/12期E (前回)	25/12期E
貸借対照表											
現金及び預金	904	1,920	1,232	2,176	1,534	-	1,408	2,622	810	3,301	1,094
売掛金	726	2,120	1,117	1,903	2,179	-	2,632	2,753	3,022	3,218	3,382
商品・仕掛品	107	133	211	38	138	-	167	191	191	224	214
その他	63	56	51	189	406	-	406	391	406	391	406
流動資産	1,802	4,231	2,611	4,308	4,258	-	4,614	6,730	4,431	7,906	5,098
有形固定資産	126	101	865	910	617	-	757	142	1,425	138	1,359
無形固定資産	21	24	19	295	277	-	213	167	149	104	86
投資その他の資産	221	214	193	326	571	-	571	382	571	382	571
固定資産	369	340	1,078	1,532	1,466	-	1,542	692	2,147	624	2,017
資産合計	2,171	4,571	3,690	5,840	5,724	-	6,156	7,423	6,578	8,531	7,115
買掛金	399	1,322	567	1,281	1,159	-	1,401	1,859	1,608	2,172	1,800
未払法人税等	57	149	18	340	8	-	80	397	100	479	124
前受金(21/12期まで)	131	0	11	32	-	-	-	-	-	-	-
短期借入金	200	450	-	50	550	-	550	50	550	50	550
1年内返済予定の長期借入金	416	332	282	141	123	-	118	64	78	420	60
その他	213	261	162	424	605	-	605	456	605	456	605
流動負債	1,418	2,516	1,042	2,270	2,447	-	2,755	2,827	2,942	3,578	3,140
長期借入金	350	323	696	555	283	-	164	420	86	0	26
その他	-	-	4	5	-	-	0	5	0	5	0
固定負債	350	323	701	560	283	-	164	425	86	5	26
純資産合計	402	1,731	1,947	3,009	2,994	-	3,236	4,170	3,548	4,947	3,948
(自己資本)	402	1,731	1,947	3,003	2,979	-	3,221	4,164	3,533	4,941	3,933
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	77	-	452	1,122	563	1,354	698
減価償却費	45	52	41	67	80	-	73	40	76	41	104
のれん償却費	-	-	-	48	64	-	64	64	64	64	64
売上債権の増減額(ーは増加)	19	-1,399	997	-779	-271	-	-452	-428	-390	-464	-360
棚卸資産の増減額(ーは増加)	-12	-7	-79	76	724	-	-29	-29	-24	-32	-22
仕入債務の増減額(ーは減少)	-537	923	-754	711	-122	-	241	289	207	313	191
前受金の増減額(ーは減少)	110	-130	10	20	-25	-	-	-	-	-	-
法人税等の支払額	-106	-101	-219	-76	-508	-	-89	-372	-180	-444	-224
その他	6	92	-12	237	-228	-	0	0	0	0	0
営業活動によるキャッシュ・フロー	-106	-107	338	1,253	-207	-	261	684	316	832	450
有形固定資産の取得による支出	-74	-26	-843	-46	-243	-	-202	-25	-733	-25	-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	-62	-	-12	-12	-13	-13	-14
敷金及び保証金の差入による支出	-8	-16	-	-104	-282	-	0	0	0	0	0
合併による支出	-	-	-	-391	-	-	0	0	0	0	0
その他	-11	38	18	-4	0	-	0	0	0	0	0
投資活動によるキャッシュ・フロー	-112	-10	-829	-555	-587	-	-214	-37	-746	-38	-39
短期借入金の増減額(ーは減少)	200	250	-450	50	500	-	0	0	0	0	0
長期借入金の増減額(ーは減少)	316	-110	322	-282	-290	-	-123	-69	-118	-64	-78
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	0
配当金の支払額	-63	-15	-35	-37	-50	-	-50	-50	-50	-50	-50
その他	-	-	-18	-1	-7	-	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	152	-	-173	-120	-168	-115	-128
換算差額	4	0	0	0	0	-	0	0	0	0	0
現金及び現金同等物の増減額(ーは減少)	238	1,033	-668	944	-642	-	-125	527	-597	679	283
現金及び現金同等物の期首残高	589	828	1,862	1,193	2,138	-	1,495	2,055	1,369	2,583	771
現金及び現金同等物の期末残高	828	1,862	1,193	2,138	1,495	-	1,369	2,583	771	3,262	1,055

(注) 1. CE: 会社予想 E: 証券リサーチセンター予想

2. 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。

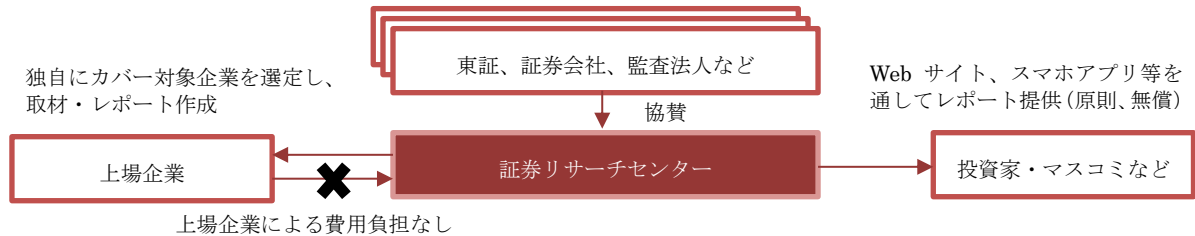
◆ 資材価格上昇の影響

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本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

SMB 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
いちよし証券株式会社
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SBI証券
Jトラストグローバル証券株式会社
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ICMG
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。