

グループウェア拡張製品を展開

投資判断 (3/7)

## rakumo (4060・東証グロース)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	昨年来高値	昨年来安値	PER(予)
805円 (3/7)	100株	46.8億円 (3/7)	1,519円 (24/3/7)	697円 (24/8/5)	18.0倍 (3/7)

## 価格改定効果等によりSaaSサービスが大きく成長、中期経営計画発表で成長期待は維持

## ■ 24年12月期はEBITA30.4%増

24年12月期の連結業績は、売上高1,443百万円（前期比11.4%増）、調整後EBITAは436百万円（同30.4%増）、営業利益は383百万円（同26.1%増）となった。

SaaSサービスがけん引役となり、継続的な成長を実現。サービス別売上高では、主力のSaaSサービスが1,392百万円（同18.7%増）となり、一方でSaaSサービスに集中する経営方針に沿い、ITオフショア開発サービス及びソリューションサービスは縮小している。Google Workspaceの再販プログラム変更に伴う影響により、UU数及びクライアント数は年間を通して不安定な推移となったが、最終四半期に掛けてUU数及びクライアント数が増加しており、徐々にではあるものの回復傾向が見えている。

## ■ 製品値上げが順調に進捗

24年4月から開始した製品値上げが順調に進捗しており、1社当たりの販売額が55,286円となった（同14.7%増）。上場後初となる中期経営計画を発表し、中期的な成長シナリオを示している。25年12月期の増益率鈍化を警戒する向きもあるが、このタイミングで投資強化に踏み切り、次の成長シナリオを明示したことは高く評価できる。投資分を除けば、値上げの浸透による収益力向上も進んでいる。

クラウド型拡張ツール「rakumoシリーズ」は、労働生産性の向上を図れるツールとしてだけでなく、テレワークやハイブリッドワークなど、働き方の変化にも対応できるツールとして提供されており、解約率も通期で1.03%と低水準を維持している。Google Workspace導入企業、特に教育分野や自治体等の新規領域への展開等の各種施策の効果もあり、中大手を中心とした新規顧客の獲得が着実に進捗したことから、クライアント数とユニークユーザー数はともに増加している。大幅な円安の進行に伴うサーバー費用の増加影響はあるも、SaaS売上高の順調な成長と、固定費を中心とした売上原価構造により、原価率及び販管費率も改善を続けている。

25年12月期業績予想は売上高1,612百万円（前期比11.7%増）、営業利益は400百万円（同4.4%増）、調整後EBITAは500百万円（同14.7%増）を計画する。値上げ効果は前期より



も大きくなるが、新製品（HR領域）や新機能（AI関連）への投資、営業体制及びM&A体制の強化など、26年度以降の成長角度を一段上げるための投資を強化するため、一時的に利益の伸び率が鈍化する。決算発表と同時に発表された中期経営計画では、27年12月期に調整後EBITA1000百万円、営業利益700百万円を掲げ、これまでの「働き方改革支援」から、**企業の各組織が抱える課題を生成AIなどのテクノロジーで解決する「組織改革支援」へと進出する。**

価格改定、投資強化の効果で収益力が中期的に向上する見通しであることから期待感が大きい。PER35倍程度の評価は可能で想定株価レンジは1,400～1,700円を継続する。目的的には25年12月期の増益幅縮小をネガティブ視する展開となっているが、投資拡大の効果による成長性への評価は今後、一層高まっていくと考える。

同社競合で勤怠管理等業務ソフトを一体化したクラウドサービス提供するチームスピリット（4397）は25年8月期業績が黒字浮上する見込み。営業活動支援のクラウドサービス提供のBBDイニシアティブ（5259）は25年9月期業績で増益を計画。競合2社の予想PERはチームスピリットが65倍、BBDイニシアティブは29倍程度。rakumoの予想PERは18倍。競合に比べた割安感が強く、評価余地は大きい。投資判断は「Overweight」継続。

(小泉 健太)

## 業績動向 (3/7時点)

	売上高 (百万円)	前年比 (%)	営業利益 (百万円)	前年比 (%)	経常利益 (百万円)	前年比 (%)	純利益 (百万円)	前年比 (%)	EPS (円)
23年12月期 実績	1,295	18.1	303	30.9	296	31.6	196	6.4	34.1
24年12月期 実績	1,443	11.4	383	26.1	375	26.5	253	28.8	43.8
25年12月期 会社予想	1,612	11.7	400	4.4	396	5.4	259	2.5	44.6
25年12月期 WA予想	1,612	11.7	400	4.4	396	5.4	259	2.5	44.6
26年12月期 WA予想	1,900	17.9	550	37.5	550	38.9	355	37.1	61.1

## ■会社概要

20年9月にIPO。ITビジネスソリューション事業として、サブスクリプション型でGoogle版rakumo、Salesforce版rakumo、gambal及びSmartVision IRなどのサービスを提供している。「rakumo」はクラウド環境で動作する同社のオフィスツール製品群の総称で、Googleのクラウドコンピューティング生産性向上グループウェアツール「Google Workspace」の利用が拡大する中で、足りない機能を補うアプリケーションとして発展。Google版rakumoには共有カレンダー、共有アドレス帳、電子稟議（りんぎ）システム、電子掲示板、経費精算システム、勤怠管理システムなどのサービスがあり、「Google Workspace」と連携して利用できる。Salesforce版rakumoには共有カレンダー、カレンダー同期サービスなどがある。

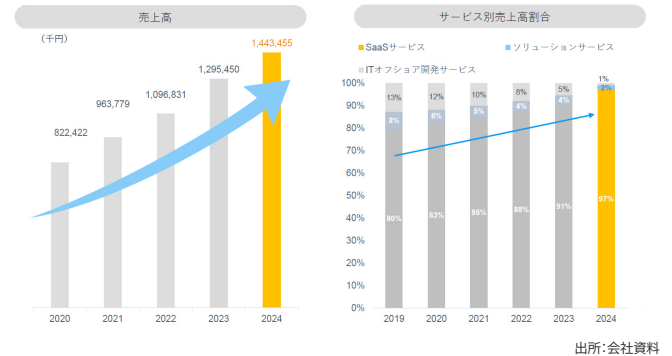
rakumoの手掛けるグループウェア拡張製品は導入コストが低く、短期間で導入できることが特徴。「Google Workspace」への関心の高まりを追い風とする。rakumoでは、導入後の追加サービスの導入促進（クロスセル）、パックでの導入の推進等による顧客単価の継続的な向上に加えて、新サービスや生成AI関連を含む新機能を継続的にリリースしていくことで、さらに成長率を高めていく方針。自社販売と100社以上の販売パートナーを通じて顧客を積み上げている点も特徴となっている。

## ■事業環境と展望

コロナウイルス感染拡大を受け、20年4月以降、ネットワーク環境の整備やビデオ会議システムの導入など基礎的なIT投資が行われ、SaaSなどへの投資が加速した。ワークフローやボードといったサービスで旺盛な需要が発生。その後もリモートワークは都市部を中心に定着しており、業務で利用するSaaSサービスへのニーズは継続。生産性向上を目的とした地方企業からのニーズも高まってきている。

インフレ圧力に対する費用対効果の高いSaaS投資への見直し及び生産性の向上対策を目的としたDXの進展等により、引き続き同社へのSaaS投資は進む見通し。今後もアドバンテッジアドバイザーズ社と連携した各種施策の実行により、価格改定の効果に加え、M&Aの効果、新規プロダクトのリリース、業界特化型セグメントマーケティングの推進による新規業界・業種への展開等での成長性の高まりが期待される。

## 売上高の推移及びサービス別売上高割合



## 中期経営計画エグゼクティブサマリー

**FY27までの数値コミットメント**

<b>ARR</b> 30 億円 ※ 24年度対比+179%	<b>調整後EBITA</b> 10 億円 ※ 27年度	<b>営業利益</b> 7 億円 ※ 27年度	<b>配当性向</b> 30 % ※ 27年度
--------------------------------------	------------------------------------	-------------------------------	-------------------------------

**中期経営計画の概要**

これまでの「働き方改革支援」から、企業の各組織が抱える課題を生成AIなどのテクノロジーで解決する「組織改革支援」へと進出します。

<b>戦略・方針</b> グループウェア・コラボレーションツールでのオフィスワーカーの働き方支援から、サービス領域の拡張（HRテックなど）、非営利領域の拡張（生成AIなど）に進出することで、組織改革支援を目指します（27年度末、200億円の市場規模の予測）。	<b>重点取り組みテーマ</b> 事業の成長を加速させるために、「既存SaaSプロダクトの継続的な成長」「新規領域（HRテックなど）でのプロダクト開発」「M&Aの加速」を重点取り組みテーマとして設定し、注力を行う方針。	<b>株主還元強化</b> 配当性向については、FY27年度までに30%以上に引き上げる見込み。株主還元方針は、今後3年間で100億円を目標とする中で、成長投資及び株主還元をバランスよく実行していくことを計画。	<b>新経営体制</b> 2025年12月期の経営体制については、現代表取締役社長の御手洗大祐が取締役会長となり、中長期の事業の成長戦略に関する知見や経験が豊富な現執行役員の高水孝志が代表取締役社長となる変更を案内（後日株主総会にて取締役選任予定）。
--	--	--	--

出所:会社資料

## リスク要因

リスク要因としてはGoogle社、セールスフォース社との関係が挙げられる。両社の方針変更により、同社グループの事業に影響が生じる可能性がある。ただ、現時点において両社が日本から撤退する予定はない。なお、この点は、逆説的にとらえると他社による参入障壁という側面も挙げられる点に注目したい。

このほか、企業規模の小ささも投資リスクにつながる。ただ、積み上げ型のサブスクモデルを構築している企業であるため、外部要因の影響を受けにくく、業績は今後も安定的な成長が見込まれている。

## 株主還元 (3/7時点)

### ■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
23年12月期	実績	0円	0円	0円
24年12月期	実績	0円	6円	6円
25年12月期	会社予想	0円	9円	9円

### ■ 株主優待

なし

**競合他社比較** (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (3/7時点)

	rakumo (4060・東証グロース)	BBDイニシアティブ (5259・東証グロース)	チームスピリット (4397・東証グロース)	
基本事項	株価	805円	1,189円	412円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	80,500円	118,900円	41,200円
	決算月	12月	9月	8月
株価指標	PER(予)	<b>18.0倍</b>	29.2倍	64.5倍
	PBR(実)	<b>2.9倍</b>	4.9倍	5.5倍
	配当利回り(予)	<b>1.1%</b>	0.0%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	11.7%	<b>13.9%</b>	13.1%
	営業利益成長率(予)	4.4%	<b>24.3%</b>	黒字転換
	EPS成長率(予)	2.0%	<b>30.5%</b>	黒字転換
収益性	売上高営業利益率(予)	<b>24.8%</b>	7.6%	3.0%
	自己資本当期純利益率(実)	<b>16.9%</b>	13.9%	—
	総資産経常利益率(実)	<b>13.2%</b>	6.8%	—
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>53.6%</b>	31.0%	33.3%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	30.7%	169.1%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>291.5%</b>	73.2%	126.8%

既上場で比較的類似サービスを展開する勤怠管理等業務ソフトを一体化したクラウドサービス提供するチームスピリット（4397）、営業活動支援のクラウドサービス提供のBBDイニシアティブ（5259）を選定した。

**■成長性**

24年12月期の連結業績は、売上高1,443百万円（前期比11.4%増）、営業利益は383百万円（同26.1%増）と増収増益となった。主力のSaaS事業の成長が加速。4月から着手した製品値上げの効果が表面化しており、あくまでも計算上ではあるが25年度は24年度の3倍強の影響を見込む。Google Workspaceのリセラーチェンジによる影響もあり、上期の解約率が1.35%と上昇した点が警戒されたが、下期における解約率は0.71%と落ち着きを見せており、今後は23年度の水準に落ち着いていくことが想定される。中期経営計画では、既存rakumoのグロース、新領域でのプロダクト展開及びM&Aの加速を重点取り組みテーマとしており、27年12月期の調整後EBITA1000百万円、営業利益700百万円を計画する。

**■収益性**

元来収益性の高いビジネスモデルであり、規模拡大とともに固定費のウェイトが低下して収益力が向上する。24年12月期営業利益率は24.8%と、23年12月期（23.5%）の水準を大きく上回る。24年12月期調整後EBITAマージンも30.2%と、23年12月期（25.8%）の水準を大きく上回った。24年12月期のROE（自己資本当期純利益率）は16.9%、ROA（総資産経常利益率）は13.2%といずれも2ケタと高い収益性を誇る。

**■財務安定性**

自己資本比率は24年12月末時点で53.6%、デット・エクイティ・レシオが30.7%となっており、財務体質は良好。若いベンチャー企業は投資が先行する例が多いが、すでにサブスク型のビジネスモデルを構築済みということもあり、人材や広告宣伝以外で大規模な投資を必要としないことから、今後も健全な財務体質をキープできそうだ。中期経営計画で、今後3カ年のキャピタルアロケーション方針も説明しており、3年間で10億円の株主還元（配当＋自己株式の取得）を掲げている点にも注目したい。

ウエルスアドバイザー株式会社  
調査分析部 アナリスト 小泉 健太  
03-6229-0078 kekoizumi@wealthadvisor.co.jp

# ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートの読み方

## 特徴

### (1) 第三者機関として中立的な立場を重視

ウエルスアドバイザー・エクイティ・リサーチレポートは、ウエルスアドバイザーが位置する中立的な第三者としての立場を重要視し、客観的な比較・評価情報の提供に努めています。ウエルスアドバイザーがカバーする全銘柄に対し、アナリスト個人の見解に加え、複数のアナリストから成る銘柄評価委員会の意見を反映し、投資判断・想定株価レンジ・業績予想を決定しています。

### (2) カバー銘柄のユニバース

カバー銘柄は下記対象銘柄から銘柄評価委員会が選出しています。

#### 【銘柄選定基準】

- アナリストのカバー率が低い国内新興市場上場銘柄
- 個人投資家からの人気が高い銘柄（各オンライン証券のデータを参考）
- 時価総額を考慮（50億円程度以上を目安）
- 整理、監理銘柄や継続疑義、債務超過銘柄を除く

### (3) 3段階の投資判断

カバー銘柄に対する投資判断は、ウエルスアドバイザーの各アナリストによる調査・取材・分析を基に銘柄評価委員会の協議を経て決定しています。下記の基準を基に3段階（最上位から「Overweight」（オーバーウエート）、「Neutral」（ニュートラル）、「Underweight」（アンダーウエート））で予測しています。

#### Overweight（オーバーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以上上回ると予測される場合

#### Neutral（ニュートラル）

今後、半年間の株価推移が現値水準の-15%~+15%にとどまると予測される場合

#### Underweight（アンダーウエート）

今後、半年間の株価推移が現値水準を15%以下下回ると予測される場合

ウエルスアドバイザーでは業績見通しや財務状況、株価の値動きなどに関する見解の変更により、機動的に投資判断を変更します。ただし、影響力のある、新しい情報が明らかとなり、判断に時間を要する場合には投資判断を「Under Review」（保留）とする場合があります。また、取引時間中の投資判断の変更は行いません。アナリストが退職した場合などは投資判断をいったん「Suspension」（停止）とする可能性があります。

### (4) 中期的な想定株価レンジ

向こう半年間で想定される株価のレンジを示します。株価指標などを用いた適正株価水準のほか、チャートのフシ目や直近の高値・安値、トレンドライン、移動平均線などテクニカル面や価格帯別出来高なども考慮して、中期的な上値メド、下値メドを決定しています。

## 項目説明

### ■ アナリストコメント

直近の業績動向や事業環境について、取材に基づいた評価をコメントしています。投資判断の根拠や業績予想に対する見方、今後の事業展望などを記載し、株式投資をするうえで最も重要な情報を掲載しています。また、読みやすさを考慮してテーマごとに2~4つのパラグラフにまとめているほか、重要なポイントを太字で強調しております。

### ■ 業績動向

通期決算の実績2期分と会社予想、およびウエルスアドバイザーの独自予想を今期、来期の2期分掲載しております。各銘柄への取材に加え、四半期毎での過去の業績傾向やセグメント毎での分析に基づいて業績数値を予測しています。

### ■ 会社概要

各銘柄がどのようなビジネスを展開しているのか、どこに収益源があるのかなどを詳しく解説するほか、今後どの事業に力を入れていくのか、中期的にはどのような事業展開を図っていくのかなどの中期的な見通しも取材を踏まえて掲載します。

### ■ 事業環境と展望

各銘柄が属する業界について、足元の状況や将来の成長性などの観点から解説します。競合他社への取材も実施することで業界全体を多方面から捉えるほか、業界団体のデータなど具体的な数値も掲載します。

### ■ リスク要因

各銘柄が有するリスクを解説します。事業面でのリスクに加え、業績面や財務面、株式市場独自のリスクなども考慮して様々な角度から見たリスクを示します。

### ■ 成長性

今期会社計画の売上高成長率、営業利益成長率、EPS成長率を競合他社と比較するほか、過去の経緯や主力事業の成長力などを評価します。

### ■ 収益性

今期会社計画の売上高営業利益率と前期実績の自己資本当期純利益率、総資産経常利益率を競合他社と比較するほか、過去からの収益性の変動などを評価します。

### ■ 財務安定性

前期実績の自己資本比率、デット・エクイティ・レシオ（＝有利子負債/自己資本×100）、流動比率（＝流動資産/流動負債×100）を競合他社と比較するほか、現預金やキャッシュフローなどの観点から財務安定性を評価します。