

グループウェア拡張製品を展開

投資判断 (8/28)

rakumo (4060・東証グロース)

Overweight 継続

株価	投資単位	時価総額	年初来高値	年初来安値	PER(予)
927円 (8/28)	100株	53.6億円 (8/28)	1,519円 (24/3/7)	697円 (24/8/5)	— (8/28)

製品値上げに着手、出足順調で中期成長シナリオへの確度高まる

■ 24年12月期第2四半期はEBITA 30.4%増

24年12月期第2四半期(1~6月)の連結業績は、売上高697百万円(前年同期比16.8%増)、EBITAは197百万円(同30.4%増)、営業利益は171百万円(同16.1%増)となった。

SaaSサービスの売上が前年同期比24.3%増となり、第2四半期における上場来最大の成長となった。セグメント別売上高では、主力のSaaSサービスが666百万円(同24.3%増)と伸長。売上高全体に占める割合は95.4%(前年同期実績は89.6%)へ上昇した。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などを意図的に縮小させたこともあり、比率が上昇している。ITオフショア開発サービスは上記の理由により、14百万円(同64.6%減)となった。前四半期比では、Googleの再販プログラム変更、Microsoft365への移行等による影響でUU数、クライアント数が一時的に減少したものの、製品値上げによる業績への影響は大きく、SaaSサービスの成長率は向上。収益力も高まっている。

■ 値上げ効果が早くも表面化

製品値上げが24年4月から開始しており、その効果が早くも表面化。中期的な成長力向上シナリオへの確度が高まっていることを評価する。24年12月期第2四半期は、SaaSサービスの成長率が高まり、収益力も向上。売上高が増加し、経費も一時的に増える中で営業利益率は24.5%(前期実績は24.6%)と高水準をキープした。営業費用は固定費が中心だが、第2四半期は営業部門への投資や研究開発活動への着手、円安の進行によるサーバー費用の増加等があり、一時的に増加している。会社側では19年度から利益創出フェーズ入りを明言しているが、そのシナリオに変化はない。SaaSサービスを主体とした売上高の増加、営業利益の拡大のトレンドが継続している。

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、原価率も改善を続けている。

24年12月期業績予想は製品値上げの影響、Googleの再販プログラム変更による影響等を考慮して非開示としているが、第

業績動向 (8/28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)
22年12月期 実績	1,096	13.8	232	1.9	225	1.8	184	▲2.2	32.3
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 会社予想	—	—	—	—	—	—	—	—	—
WA 予想	1,550	19.7	400	32.0	400	35.1	280	42.9	48.4
25年12月期 WA 予想	1,850	19.4	600	50.0	600	50.0	420	50.0	72.6



2四半期段階でSaaSサービスの売上が大きく伸びるなど、好影響が表面化。教育分野、自治体向けへの導入が好調で、24年12月期第2四半期は4,000IDを超える大型案件を含む複数の案件を獲得しており、下期についても複数の大型案件の獲得が見えてきている。

今後、値上げは段階的に効果が出てくる見込みで、影響が大きく寄与するのは25年12月期以降となる。24年12月期第2四半期の解約率は、Googleの再販プログラム変更の影響によりGoogle Workspaceの解約が進んだことを主因として一時的に上昇しているが、当該影響は落ち着きを見せており、今後は以前の1%以下の水準に回帰すると推察する。なお、rakumo製品における解約率は例年と概ね同水準となっており想定範囲内で推移。また、M&A(企業の合併・買収)にも注力する方針も継続。その他、同社は新規プロダクトに関しても外部パートナーとの連携を深め注力する方針ということであり、同社の販売代理店等網を活用することで中長期的な成長が期待できよう。

サブスク関連銘柄として成長性が評価される。価格改定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。今期業績予想は非開示だが、ウエルスアドバイザー予想EPSである48.4円をベースにPER30倍台を意識した、短期的な想定株価レンジは1,400~1,700円とする。

また、価格改定がフル寄与するのは25年12月期以降で、成長性への評価は今後、一層高まっていくため、25年12月期の予想EPSである72.6円をベースにPER30倍で試算すると、中・長期的な想定株価レンジは、2,200円程となり短期的な想定株価レンジを上回る評価も可能だろう。

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(4397)は23年8月期が営業赤字となり、24年8月期も赤字が継続する見込み。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23年9月期業績が小幅黒字で、24年9月期は大幅増益を計画する。競合2社の予想PERはチームスピリが赤字のため算出不可、BBDイニシアティブは14倍程度。rakumoのウエルスアドバイザー予想ベースの24年12月期予想EPS48.4円で試算した予想PERは19倍。競合に比べ、値上げによる収益力向上が今後、進むことを考慮すると評価余地は大きい。投資判断は「Overweight」継続。(小泉 健太)

■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、導入後に追加サービスの導入を促すほか、パックでの導入を進めていく方針。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。販売パートナーは、サービスへの魅力の高さから、パートナー側からのアプローチにより増加している。

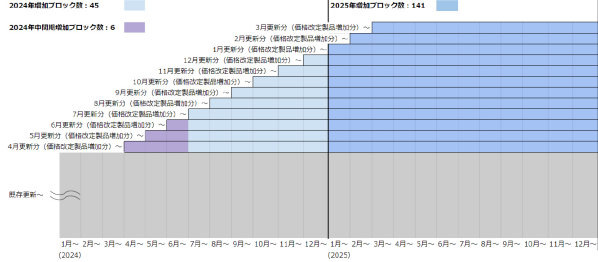
■事業環境と展望

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の提携効果、M&Aの効果に加え、価格改定の効果、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。

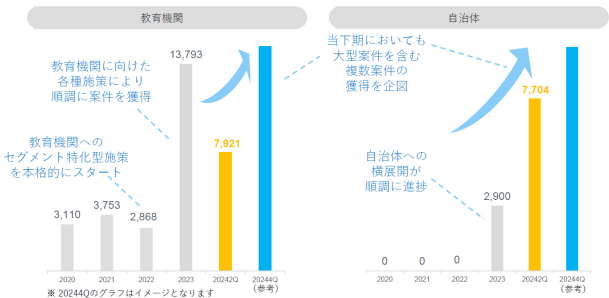
rakumo製品の価格改定：売上増加効果イメージ

- 2024年4月以降に更新の既存クライアントにおいて、順次価格改定が開始
- 既存クライアントの売上増加効果は、2025年度(価格改定による増加分)÷2024年度(価格改定による増加分)×3倍強となるイメージであり、価格改定プロジェクトは当社にとって中長期の重要な施策となる
- なお、4月～6月の価格改定及びGoogleの再販プログラム変更に対する対応状況を鑑みても、現時点では、それぞれの影響が不透明であり、中間期末時点においても合理的な業績予想の算出が困難であると判断したため、合理的な業績予想が算出可能となった時点で速やかに開示予定



教育機関及び自治体における導入が好調に推移

- 教育機関：当上期において4,000 IDを超える大型案件を含む複数の案件を獲得。また、当下期においても複数の案件のリードが見えてきている状況
- 自治体：当上期において1,000 IDを超える大型案件を含む複数の案件を獲得。また、当下期においても4,000 IDを超える案件を含む複数の自治体との契約が見えてきており、本施策の効果が出てきている状況
- 教育機関及び自治体におけるライセンス数の推移は以下の通り



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 (8/28時点)

■ 配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
22年12月期	実績	0円	0円	0円
23年12月期	実績	0円	0円	0円
24年12月期	会社予想	0円	0円	0円

■ 株主優待

無し

競合他社比較 (赤太字は競合他社に比べ優位な数値) (8/28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	927円	786円	387円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	92,700円	78,600円	38,700円
	決算月	12月	9月	8月
株価指標	PER(予)	—	14.3倍	—
	PBR(実)	3.9倍	3.8倍	4.6倍
	配当利回り(予)	0.0%	1.4%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	—	12.0%	15.5%
	営業利益成長率(予)	—	18.2倍	—
	EPS成長率(予)	—	9.2倍	—
収益性	売上高営業利益率(予)	—	10.0%	—
	自己資本当期純利益率(実)	15.6%	5.7%	—
	総資産経常利益率(実)	13.4%	0.6%	—
	自己資本比率(実)	50.9%	29.2%	39.6%
財務安定性	デット・エクイティ・レシオ(実)	37.6%	191.8%	0.0%
	流動比率(実)	270.8%	74.7%	135.4%

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。

※ rakumo は今期業績予想を非開示、チームスピリットは売上高予想のみ開示

■成長性

24年12月期第2四半期の連結業績は、売上高697百万円(前年同期比16.8%増)、営業利益は171百万円(同16.1%増)と2ケタの増収増益となった。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早くも表面化してきている。目先的には解約率の上昇などが警戒されているが、価格改定による中期的な成長加速シナリオは不変。新規プロダクト、M&A及び業界特化型セグメントマーケティングや営業部門への投資等の各種施策にも注力していくとのことであり、その観点からも中長期的な成長が期待できよう。

■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月期第2四半期の営業利益率は24.5%と、23年12月期第2四半期(24.6%)の水準を維持。業績予想は非開示だが、価格改定により24年12月期は一層の利益率向上が予想される。23年12月期のROE(株主資本利益率)は15.6%、ROA(総資産利益率)は13.4%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23年12月末時点で50.9%、デット・エクイティ・レシオが37.6%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。

ウエルスアドバイザー株式会社
株式分析部 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。