

グループウェア拡張製品を展開

投資判断 (2/22)

rakumo (4060・マザーズ)

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)
966円 (2/22)	100株	55.0億円 (2/22)	2,520円 (21/2/15)	962円 (22/2/22)	28.9倍 (2/22)

継続的な増収増益、営業強化による中期成長力向上に期待

■ 21年12月期は営業利益 69.7%増

2月10日発表の21年12月期の連結業績は、売上高963百万円（前期比17.2%増）、営業利益は227百万円（同69.7%増）となった。SaaSサービスの売上高成長（同20.8%増）により、堅調な業績成長を続けている。また、利益水準全てにおいて予算を超過。

セクター別売上高では、主力のSaaS事業が821百万円（同20.8%増）と伸長。全売上高に占める割合は85.2%（20年12月期実績は82.6%）へ上昇した。新規顧客の増加や顧客当たりの単価が増加し堅調に推移した。ライセンスサービスに関する導入支援等を行うソリューションサービスは、45百万円（同0.2%減）、ITオフショア開発サービスは97百万円（同0.3%減）だった。

■ 業績成長ピッチ加速を評価、想定株価レンジは1,700～2,000円に設定

モーニングスターでは同社業績の中期的な成長力及び収益力が向上していることを評価する。前期は着実に売上高を伸ばしつつ、大幅増益を達成した。サブスクリプション型リカーリングモデルであるSaaSサービスが全体の成長を牽引する構図が続いており、安定的ながら高成長のビジネスモデルが本領を発揮している。

着実な売上高成長が続いているほか、営業利益率は前期実績の16.3%から23.6%へ上昇。営業費用は固定費が中心であるため、規模拡大に伴って売上原価率、販管費率はそれぞれ改善している。会社側では19年から利益創出フェーズ入りを明言しており、SaaSサービスを主体とした売上高の増加、営業利益の拡大が続いている。

新規顧客が着実に増加。20年9月のIPOを機に知名度、信用度が向上し、大企業向けにポジティブな効果が出ている。新型コロナへの対応でテレワークや在宅勤務環境整備が継続的に進んだことが業績拡大の追い風に。前期は大規模クライアントを複数獲得。特殊要因で大口顧客の離脱があったものの、当該案件は、クライアントの業績悪化が背景のレアケースであり、売上への影響は軽微であり、中期

業績動向 (2/22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)
20年12月期	実績	822	23.8	134	-	113	-	125	-	31.4
21年12月期	実績	963	17.2	227	69.4	221	95.6	188	50.4	33.7
22年12月期	会社予想	1,100	14.2	248	9.3	244	10.4	190	1.1	33.4
	MS予想	1,100	14.2	248	9.3	244	10.4	190	1.1	33.4
23年12月期	MS予想	1,350	22.7	310	25.0	300	23.0	250	31.6	44.0



的な趨勢に影響を与えるものではないと判断する。また、解約率も低下（月次平均0.73%）しており、同社サービスの積み上げモデルへの期待は高い。

成長性が評価されるサブスク関連銘柄としての評価及び同社の収益力の向上を加味すると現状の株式市場の株価下落は一時的なものであると判断し、PER60倍程度を意識した想定株価レンジ、1,700～2,000円に設定する。

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（4397）は22年8月期1Q業績が大幅な営業減益となった。営業活動支援のクラウドサービス提供のナレッジS（3999）は22年9月期1Q業績が黒字浮上を果たしている。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、ナレッジSは予想非開示のため算出不可。rakumoの22年12月期予想EPS33.42円ベースの予想PERは28.9倍。

SaaS関連はかつて、3ケタのPERも許容される業態だったが、全体市場の環境が悪化する中、新興市場銘柄の大幅な調整があり、それに連動して水準訂正が行われた。その中で、rakumoは業績の安定感などが評価され、想定的に底堅く推移した経緯がある。引き続き魅力的な株価水準にあり、投資判断は「Overweight」継続とする。

(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 (旧G Suite)」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。

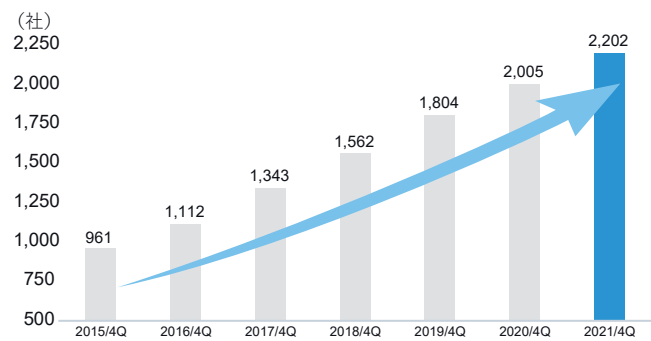
rakumoの手掛けるグループウェア拡張製品は導入コストが低く、短期間で導入できることが特徴。「Google Workspace」への関心の高まりを追い風とする。rakumoでは、導入後に追加サービスの導入を促す、またパックでの導入を進めていく方針。サービスの解約率は直近0.73%未満と低く、顧客満足度は高い。自社販売と100社以上の販売パートナーを通じて顧客を積み上げている点も特徴となっている。販売パートナーは、サービスへの魅力の高さから、パートナー側からのアプローチで増加している。

■事業環境と展望

コロナウイルス感染拡大の兆候が見られた20年4月に、全国的に緊急事態宣言が発出され、大企業を中心として全社的なリモートワーク体制の整備が課題となった。PCの全社配布やネットワーク環境の整備、ビデオ会議システムの導入など基礎的なIT投資が優先され、SaaSなどへの投資は順延されるケースが増加。一方、中小企業ではリモートワークを進めるための環境整備が進み、主に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。足元では大企業の契約が増加している。

コロナウイルスの流行をきっかけに、企業のリモートワーク対応が広がっており、引き続き企業規模に関わらず生産性を向上させるための業務サービスに対して需要が継続する見通し。この傾向は、コロナウイルス感染拡大の増減に関わらず、国内企業が目指している生産性向上の観点から継続的に続くものと想定される。

クライアント数の推移：毎期増加



※「クライアント数」はrakumoのSaaSサービス関連製品を使用するクライアントの社数
出所:会社資料

■リスク要因

リスク要因としてはGoogle、セールスフォース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、設立から間もないベンチャーであるため、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 (2/22時点)

■配当の状況

1株当たり配当金

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
20年12月期	実績	0円	0円	0円
21年12月期	実績	0円	0円	0円
22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) (2/22時点)

	rakumo (4060・東証マザーズ)	ナレッジスイート (3999・東証マザーズ)	チームスピリット (4397・東証マザーズ)	
基本事項	株価	966円	742円	410円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	96,600円	74,200円	41,000円
	決算月	12月	9月	8月
株価指標	PER(予)	28.9倍	-	-
	PBR(実)	5.8倍	4.24倍	4.22倍
	配当利回り(予)	0.0%	0.0%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	14.2%	25.2%	14.8%
	営業利益成長率(予)	9.3%	黒転	赤転
	EPS成長率(予)	▲0.8%	未定	赤転
収益性	売上高営業利益率(予)	22.5%	4.0%	-
	自己資本当期純利益率(実)	22.6%	-	8.1%
	総資産経常利益率(実)	16.0%	-	5.8%
財務安定性	自己資本比率(実)	62.5%	27.6%	49.7%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	6.8%	215.2%	0.0%
	流動比率(実)	274.2%	89.8%	172.7%

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ナレッジスイート（3999）を競合と選定した。

※チームスピリット（4397）の予想業績はレンジの中央値

■成長性

21年12月期の連結業績は、売上高963百万円（前期比17.2%増）、営業利益は227百万円（同69.7%増）と拡大。主力のSaaS事業が着実に成長しており、大規模クライアントの獲得も続いている。今期は売上高1,100百万円、営業利益248百万円を計画。着実な増収増益トレンドは続く。営業部門への先行投資を行う関係で一時的に経費は増加するが、この投資によって中長期的な成長期待はむしろ高まっている。仮に、当該営業部門への投資が早期に効果を生み出せば、中期だけでなく、今期の売上高のアップサイド要因として考えることも可能であろう。また、文教分野等への進出も大学から高校・中学へと進んできているようであり、この点も期待される点であろう。

■収益性

もともと、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エートが低下して収益力が向上する。22年12月期の営業利益率は22.5%と、前期の23.6%から低下する見込みだが、これは先行投資の影響であり、実質的な高収益体質に変化はなく、来期以降は再度向上していくであろう。今期のROE（株主資本利益率）は22.6%、ROA（総資産利益率）は16%となっている。競合企業も高水準だが、ベンチャー企業故に企業ステージによってぶれが大きくなっている。

■財務安定性

自己資本比率は21年12月末時点で62.5%、デット・エクイティ・レシオが6.8%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。

モーニングスター株式会社
株式分析部 アナリスト 小泉 健太
03-6229-0078 kekoizumi@morningstar.co.jp

モーニングスター・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

モーニングスター・エクイティ・リサーチレポートは、モーニングスタ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。モーニングスタ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、モーニングスタ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%以上下回ると予測される場合

モーニングスタ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、およびモーニングスタ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。