

グループウェア拡張製品を展開

投資判断 (8/25)

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)
1,255円 (8/25)	100株	72.4億円 (8/25)	1,317円 (23/8/24)	853円 (23/1/5)	36.6倍 (8/25)

着実な高成長が継続、M&Aなど新たな成長ドライバーも

■ 23年12月期第2四半期は営業利益46.4%増

23年12月期第2四半期累計(23年1-6月)の連結業績は、売上高597百万円(前年同期比15.9%増)、営業利益は147百万円(同46.4%増)となった。SaaSサービスの売上高が前年同期比21.0%増と成長を続けている。調整後EBITAは151百万円(同50.4%増)。主要KPIであるUU(ユニークユーザー)数、利用社数が順調に拡大しており、解約率も6カ月ベースで過去最低水準となった。

セクター別売上高では、主力のSaaSサービスが535百万円(同21.0%増)と伸長。全売上高に占める割合は89.6%(前年同期実績は85.8%)と向上した。ユニークユーザー数は、四半期毎に着実に増加している。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21百万円(同16.9%減)、ITオフショア開発サービスは40百万円(同14.0%減)だった。

■ 業績成長ピッチ加速を評価

同社成長力の高さを評価している。23年12月期第2四半期は、前期にあった営業部門への先行投資、為替市場の円安進行による採算悪化の影響が後退しており、成長率が高まっている。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継続しており、引き続き安定成長のビジネスモデルの強みを発揮している。営業利益率は前年同期実績の19.5%から24.7%へ大幅に向上。EBITAマージンも25.3%となっている。営業費用は固定費が中心であるため、規模拡大に伴って利益率が向上するトレンドが継続している。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、その通りに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となっている。

新規顧客が着実に増加。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。クライアント数とユニークユーザー数はともに、販売体制強化の効果もあって増加。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。

業績動向 (8/25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)
21年12月期 実績	963	17.2	227	69.7	221	96.0	188	50.7	33.7
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 会社予想	1,246	13.7	291	25.6	285	26.4	197	6.9	34.3
23年12月期 WA予想	1,246	13.7	291	25.6	285	26.4	197	6.9	34.3
24年12月期 WA予想	1,550	24.4	400	37.5	400	40.4	280	42.1	48.7



M&A(企業の合併・買収)にも注力する方針で、gamba社に続き、今年5月にはアイヴィジョン社の子会社化も発表。M&Aによる収益押し上げも期待される。また、同じく5月に経営コンサルタントのアドバンテッジアドバイザーズ社と資本業務提携。ファンナンスを実施し、13億3,365万円を調達することを発表した。アドバンテッジアドバイザーズ社とは業務面でも、新規顧客の獲得支援や戦略的製品設計に関する支援、新規サービスの開発支援、M&A支援などについて推進していく。

成長性が評価されるサブスク関連銘柄であることに加え、同社収益力の向上を加味すると評価余地は大きいとみる。今期予想ベースでPER50倍程度を意識した想定株価レンジ、1,700~2,000円を継続する。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ット(4397)は22年8月期が営業赤字となり、23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、旧ナレッジスイート)は22年9月期業績が黒字浮上を果たしている。競合2社の予想PERはチームスピリットが赤字のため算出不可、BBDイニシアティブは特殊要因を除いた実質ベースでは30倍を超える。rakumoの23年12月期予想EPS34.3円ベースの予想PERは36.6倍で、これまでの着実な実績と、今後の成長性を考慮すると割安感がある。投資判断は「Overweight」継続。

(小泉 健太)

■会社概要

220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及びgamba!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。

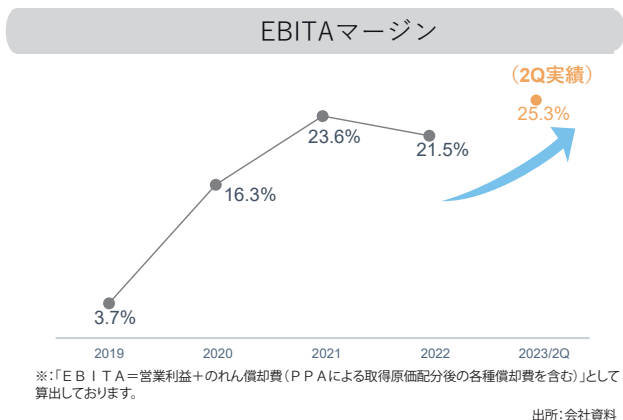
rakumoの手掛けるグループウェア拡張製品は導入コストが低く、短期間で導入できることが特徴。「Google Workspace」への関心の高まりを追い風とする。rakumoでは、導入後に追加サービスの導入を促すほか、パックでの導入を進めていく方針。サービスの解約率は直近0.65%と低く、顧客満足度は高い。自社販売と100社以上の販売パートナーを通じて顧客を積み上げている点も特徴となっている。販売パートナーは、サービスへの魅力の高さから、パートナー側からのアプローチにより増加している。

■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、その後SaaSなどへの投資が加速された。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。現在は、中堅・大企業のリードが相対的に増加。昨年度においては営業部門への投資を実施し、主に、パートナーとの関係強化及び自社でのリード創出に力を注いでおり、成果が出始めている。

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。今後はアドバンテッジパートナーズ社との提携効果、M&Aの効果などによる成長性の高まりが期待される。

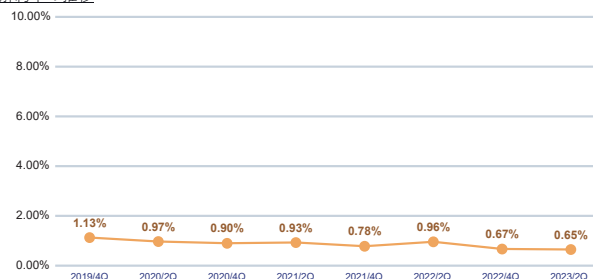
EBITA※：高いEBITAマージンを確保



解約率の推移：継続的な低水準

- ・業務の基盤ツールとして使用される製品という特性上、解約されにくい傾向があり、月間解約率は1%未満で安定的に推移している状況
- ・2022年12月期は各種施策を講じたこともあり、通期平均0.67%と過去最低水準の解約率（高い更新率）にて着地
- ・2023年2Q累計においても半期平均0.65%と過去最低水準（高い更新率）を更新

解約率の推移（注1・2）



注：
1. 月初販売額に対して解約された販売額の割合を解約率として、算出しております。
2. 上記において算出された解約率の平均値を用いて各通期累計の解約率を算出しております。
※上記算出においては、gamba社を含めておりません。
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 (8/25時点)

■配当の状況

		1株当たり配当金		
		中間期末	期末	年間
21年12月期	実績	0円	0円	0円
22年12月期	実績	0円	0円	0円
23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) (8/25時点)

	rakumo (4060・東証グロース)	チームスピリット (4397・東証グロース)	BBDイニシアティブ (5259・東証グロース)	
基本事項	株価	1,255円	460円	613円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	125,500円	46,000円	61,300円
	決算月	2022/12	8月	9月
株価指標	PER(予)	36.6倍	—	—
	PBR(実)	6.3倍	4.9倍	3.1倍
	配当利回り(予)	0.0%	0.0%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	13.7%	15.0%	18.6%
	営業利益成長率(予)	25.6%	—	74.6%
	EPS成長率(予)	6.0%	—	—
収益性	売上高営業利益率(予)	23.4%	—	5.6%
	自己資本当期純利益率(実)	17.6%	—	12.2%
	総資産経常利益率(実)	13.7%	—	3.2%
財務安定性	自己資本比率(実)	64.9%	45.6%	29.8%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	4.3%	0.0%	191.3%
	流動比率(実)	253.0%	154.1%	82.4%

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のチームスピリット（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。

※BBDイニシアティブの前期はナレッジスイートのもの

■成長性

23年12月期第2四半期累計の連結業績は、売上高597百万円（前年同期比15.9%増）、営業利益は147百万円（同46.4%増）と大幅な増収増益を確保した。主力のSaaS事業が着実に成長。前期までであった先行投資や為替市場の円安進行による影響が一巡し、成長性が高まっている。

■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。23年12月期の営業利益率は23.4%と、22年12月期の21.2%から向上する見込み。これは先行投資の影響が後退すること、為替市場の円安への対抗策を講じることで本来の高収益体質に近づくため。22年12月期のROE（自己資本当期純利益率）は17.6%、ROA（総資産経常利益率）は13.7%といずれも2ケタと高い収益性を誇るが、ベンチャー企業故にステージによってぶれが大きくなる傾向にある点は注意したい。

■財務安定性

自己資本比率は22年12月末時点で64.9%、デット・エクイティ・レシオが4.3%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。