

グループウェア拡張製品を展開

投資判断 (2/27)

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)
925円 (2/27)	100株	53.2億円 (2/27)	1,369円 (22/1/4)	820円 (22/6/23)	27.0倍 (2/27)

## 円安逆風のなか増収増益確保、販売パートナー強化進む

### ■ 22年12月期は営業利益過去最高益を更新

22年12月期の連結業績は、売上高1,096百万円（前期比13.8%増）、営業利益は232百万円（同1.9%増）となった。SaaSサービスの売上高が前期比17.0%増と成長を続けている。営業及びマーケティング分野への人材投資、M&A（企業の合併・買収）関連の一時費用増等もあるほか、ウクライナ侵攻に端を発する為替市場の急激な円安による仕入れコスト増などがあった中でも営業利益の過去最高益を更新した。

セクター別売上高では、主力のSaaSサービスが960百万円（同17.0%増）と伸長。全売上高に占める割合は88%（21年12月期実績は85%）と向上。ユニークユーザー数が四半期毎に着実に増加。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48百万円（同7.7%増）、ITオフショア開発サービスは87百万円（同10.1%減）だった。

### ■ 業績成長ピッチ加速を評価

同社業績の中期的な成長力を評価する。22年12月期は営業部門への先行投資、為替市場の円安による採算悪化があったものの、増益を確保。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。一時的な費用増はあったが、安定成長のビジネスモデルの強みを発揮している。営業利益率は前期実績の23.6%から21.2%へ一時的に下落。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は継続しており、今期は特殊要因含み。先行投資の負担増が後退することや、すでに円安対策を講じていることから、23年12月期からは利益率が前期実績程度まで改善する見込み。会社側では19年度から利益創出フェーズ入りを明言。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に回帰しそうだ。

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6月に導入100万ライセンスを突破し、順調に増加。コロナウイルス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を追い風としており、解約率も低水準（通期平均0.67%）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今期四半期毎に増加、クライアント数で2,300社、ユニーク



ユーザー数で50万の大台を突破している。同社サービスの積み上げモデルへの期待は高い。また、同社は新規プロダクトへ注力していることも明言しており、今後、当該プロダクトの追加クロスセルによる成長にも期待したい。なお、同社は、M&Aにも注力する方針とのことであり、gamba社に続くM&Aによる増収・増益にも期待したいところ。

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（4397）は22年8月期が営業赤字となった。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は今期予想非開示。rakumoの23年12月期予想EPS34.32円ベースの予想PERは27倍と出遅れ感（割安感）がある。

SaaS関連はかつて、3ケタのPERも許容される業態だったが、株式市場全体の環境が悪化する中、新興市場上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ている銘柄であり、引き続き魅力的な株価水準にある。投資判断は「Overweight」継続とする。（小泉 健太）

### 業績動向 (2/27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
MS 予想	1,246	13.7	291	25.6	285	26.4	197	6.9	34.3
24年12月期 MS 予想	1,450	16.4	370	27.1	370	29.8	250	26.9	43.6

■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0.67%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

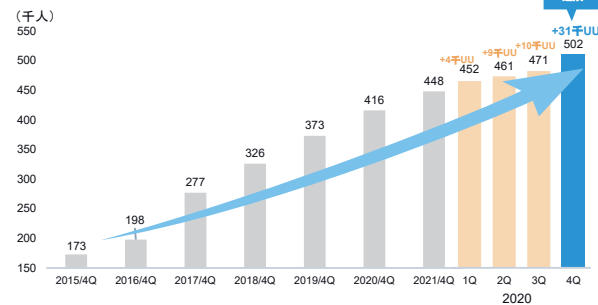
コロナウイルス感染拡大の兆候が見られた20年4月に、全国的に緊急事態宣言が発出され、大企業を中心として全社的なリモートワーク体制の整備が課題となった。PCの全社配布やネットワーク環境の整備、ビデオ会議システムの導入など基礎的なIT投資が優先され、その後SaaSなどへの投資が加速された。中小企業ではリモートワークを進めるための環境整備が進み、主にワークフローやボードといったサービスで旺盛な需要が発生。現在は、中堅・大企業のリードが相対的に増加。足元では営業部門への投資を実施し、主に、パートナーとの関係強化に力を注いでおり、成果が出始めている。

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。

ユニークユーザー (UU) ※数の推移：継続的に増加

- ・ユニークユーザー数は毎期堅調に増加し、50万UUに到達
- ・2022年4Qは大規模クライアントの受注もあり31千UU増(1Qは4千UU増、2Qは9千UU増、3Qは10千UU増)。四半期ごとにUU数は増加傾向となり、各種施策の効果が生じてきている状況

ユニークユーザー (UU) 数の推移



※「ユニークユーザー数」はユーザー数のカウントとなります。例えば、A氏がキンタイ、ワークフローの二つを使用している場合、1カウントとして算出します。一方、「ライセンス数」は、使用プロダクトの数でカウントし、このケースの場合、2カウントとして算出いたします。

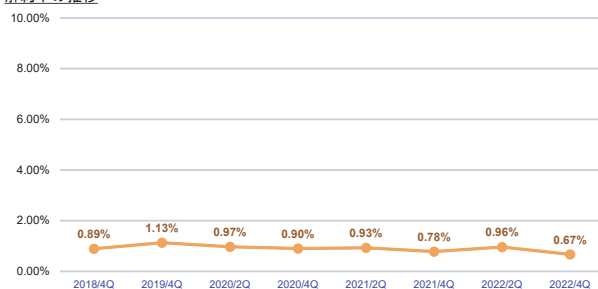
※上記算出においては、gamba社を含めておりません。

出所：会社資料

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%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

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。

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 (2/27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
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) (2/27時点)

	rakumo (4060・東証グロース)	ナレッジスイート (3999・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	925円	820円	348円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	92,500円	82,000円	34,800円
	決算月	12月	9月	8月
株価指標	PER(予)	<b>27.0倍</b>	—	—
	PBR(実)	4.6倍	4.1倍	<b>3.7倍</b>
	配当利回り(予)	0.0%	0.0%	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	13.7%	<b>22.2%</b>	15.8%
	営業利益成長率(予)	25.6%	<b>89.3%</b>	—
	EPS成長率(予)	<b>6.1%</b>	—	—
収益性	売上高営業利益率(予)	<b>23.4%</b>	5.8%	—
	自己資本当期純利益率(実)	<b>17.6%</b>	12.2%	—
	総資産経常利益率(実)	<b>13.7%</b>	3.2%	—
財務安定性	自己資本比率(実)	<b>64.9%</b>	29.8%	45.6%
	デット・エクイティ・レシオ(実)	4.3%	191.3%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>253.0%</b>	82.4%	154.1%

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S (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

22年12月期の連結業績は、売上高1,096百万円(前期比13.8%増)、営業利益は232百万円(同1.9%増)と増収増益を確保した。主力のSaaS事業が着実に成長。営業部門への先行投資を行う関係で販管費が増加し、営業利益増益率は低下しているが、これは一時的なもの。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。アップセル、クロスセルの強化に加え、HR系の新プロダクト投入も予定しており、成長力のさらなる強化が期待されている。

## ■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21.6%から改善する見込み。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。



# 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%以下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。