

グループウェア拡張製品を展開

投資判断 (2/16)

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)
1,139円 (2/16)	100株	65.8億円 (2/16)	1,385円 (23/9/11)	853円 (23/1/5)	— (2/16)

## 4月から製品値上げ実施、中期的な収益力向上に期待高まる

### ■ 23年12月期は営業利益 30.9%増

23年12月期の連結業績は、売上高1,295百万円（前期比18.1%増）、営業利益は303百万円（同30.9%増）となった。SaaSサービスの売上高が前期比22.1%増となり、全体をけん引し続けている。EBITAは334百万円（同41.5%増）。主要KPIであるUU（ユニークユーザー）数、クライアント数が継続的に増加しており、解約率も過去最低水準で推移している。

セグメント別売上高では、主力のSaaSサービスが1,173百万円（同22.1%増）と伸長。売上高全体に占める割合は90.6%（前年同期実績は87.6%）へ向上した。ユニークユーザー数が四半期毎に着実に増加。SaaSサービスの強さを発揮している。一方でITオフショア開発サービスは、収益性が高く成長性もあるSaaSサービスへ経営資源を集中させた影響もあり、70百万円（同19.7%減）となった。最終四半期（10～12月）の連結売上高は、前四半期（7～9月）から若干減少したが、上記ITオフショアサービスの方針転換及びソリューションサービスにおけるサポート案件の影響から生じたものであり、継続収益モデルのSaaSサービスは引き続き堅調に伸びていることから、純粋な成長性に影響はない。

### ■ 業績成長ピッチ加速を評価

成長力の一層の高まりを評価する。23年12月期は、SaaSサービスの着実な拡大により、収益力が向上している。営業利益率は前期実績の21.2%から23.4%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、特に大型の契約が増加している状況である。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。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、原価率も改善が続いている。

24年4月から主要製品の価格改定を順次行っていく方針を明らかにした。収益性の大幅な向上が期待されているが、24年12月期業績予想は影響を考慮して非開示としている。既存業績動向 (2/16時点)



クライアントは契約更新時に価格改定を実施。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月期となる。23年12月期の解約率低下は、プロダクトマーケットフィットが進んだことによるものであると公表されており、また、業務に組み込まれているサービスの特性から、解約率は低水準を維持できると推察する。また、M&A（企業の合併・買収）にも注力する方針。去年はアイヴィジョン社を子会社化。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を行っており、新規顧客の獲得支援や価格改定に関する支援、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る。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ベースでPER40倍台を意識した想定株価レンジ、1,700～2,000円を継続する。なお、価格改定がフル寄与するのは、25年12月期であり今後の更なる株価の上昇も期待できよう。

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ット（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インシアティブ（5259、旧ナレッジS）は23年9月期業績が小幅黒字。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、

	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	—	—	—	—	—	—	—	—	—
24年12月期 WA 予想	1,550	19.7	400	32.0	400	35.1	280	42.9	42.1
25年12月期 WA 予想	1,850	19.4	600	50.0	600	50.0	420	50.0	73.1

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のウエルスアドバイザー予想ベースの24年12月期予想EPS42.1円で試算した予想PERは26.4倍で、今後の収益力向上見通し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

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、gamba!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。サービスの解約率は直近0.57%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の効果に加え、価格改定の効果による成長性の高まりが期待される。

### rakumo製品の価格改定

- 2024年4月1日より、「rakumo社一部製品の利用料金改定」を決定
- SaaSは積み上がりビジネスであり、過去にローンチした製品の販売数(ライセンス数)が比較的多くなる傾向あり。結果として、本価格改定は当社の売上増に大きく貢献
- 新規クライアントに関しても単価上昇を企図

従来の料金と改定後の新料金		改定後の新料金	
製品名	従来の料金 (ユーザライセンス別)	改定後の新料金 (ユーザライセンス別)	
rakumo カレンダー	100円	150円	
rakumo ボード	150円	200円	
rakumo コンタクト	50円	100円	
従来の料金		改定後の新料金	
rakumo Basic パック (rakumo カレンダー・ボード・コンタクト・クラウド)	390円	490円	
rakumo Suite パック (rakumo カレンダー・ボード・コンタクト・ワークフロー・オンラインイシュー)	780円	880円	

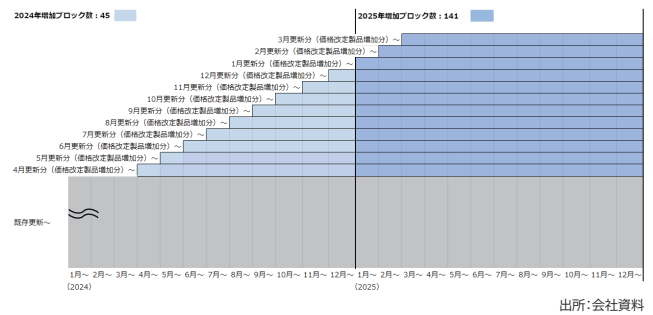
新料金の適用時期

2024年4月1日以降に新料金を適用する製品は、2024年3月31日以前にご契約の製品は従来料金を適用し、2024年4月1日以降にご契約の製品は新料金を適用する。また、2024年4月1日以降に契約更新する製品は、2024年3月31日以前にご契約の製品は従来料金を適用し、2024年4月1日以降にご契約の製品は新料金を適用する。

出所: 会社資料

### rakumo製品の価格改定(続き): 売上増加効果イメージ

- 2024年4月から、各既存クライアントの更新時において価格改定を実施
- 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ものと見込
- 現時点では、多くのクライアントからご理解をいただいている状況



### リスク要因

リスク要因としてはGoogle社、Salesforce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 (2/16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) (2/16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	1,139円	568円	388円
	投資単位	100株	100株	100株
	最低投資金額	113,900円	56,800円	38,800円
	決算月	2023/12	2023/09	2023/08
株価指標	PER(予)	—	10.4倍	—
	PBR(実)	4.8倍	<b>2.7倍</b>	4.6倍
	配当利回り(予)	0.0%	<b>1.9%</b>	0.0%
成長性	売上高成長率(予)	—	12.0%	<b>15.5%</b>
	営業利益成長率(予)	—	<b>18.2倍</b>	—
	EPS成長率(予)	—	<b>9.2倍</b>	—
収益性	売上高営業利益率(予)	—	<b>10.0%</b>	—
	自己資本当期純利益率(実)	<b>15.6%</b>	5.7%	—
	総資産経常利益率(実)	<b>13.4%</b>	0.6%	—
	自己資本比率(実)	<b>50.9%</b>	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%	<b>0.0%</b>
	流動比率(実)	<b>270.8%</b>	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

23年12月期の連結業績は、売上高1,295百万円（前期比18.1%増）、営業利益は303百万円（同30.9%増）と増収増益となった。主力のSaaS事業が着実に成長。前期までに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。価格改定を公表したことで、中期的な成長期待も高まっている。また、新規プロダクト及びM&A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。23年12月期の営業利益率は23.5%と、22年12月期の21.2%から向上。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（自己資本当期純利益率）は15.6%、ROA（総資産経常利益率）は13.4%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。