

COMPANY RESEARCH AND ANALYSIS REPORT

|| 企業調査レポート ||

ピクスタ

3416 東証マザーズ

企業情報はこちら >>>

2018 年 10 月 1 日 (月)

執筆：客員アナリスト

浅川裕之

FISCO Ltd. Analyst **Hiroyuki Asakawa**



FISCO Ltd.

<http://www.fisco.co.jp>

目次

■ 要約	01
1. 先行投資の落ち着いたきで営業利益は黒字転換。PIXTA 事業や新規事業が堅調に推移	01
2. 先行投資の主眼は各事業の拡大構想の基盤づくり。 業績本格貢献は 2019 年 12 月期以降とみる	01
3. 2018 年 12 月期の業績は上振れで着地する可能性。第 2 次成長期を確信できるかに注目	01
■ 事業概要	02
1. 会社概要	02
2. 『PIXTA』の事業環境	03
3. 各事業の収益モデル	04
4. 『PIXTA』の強み	06
■ 業績動向	07
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	09
1. 成長戦略の概要	09
2. 国内 PIXTA 事業	10
3. fotowa 事業	12
4. 海外事業	14
5. Snapmart 事業	15
■ 今後の見通し	16
1. 2018 年 12 月期の業績見通し	16
2. 2019 年 12 月期の考え方	17
■ 株主還元	19
■ 情報セキュリティへの対策について	19

要約

2017 年 12 月期の先行投資を経て、 2019 年 12 月期の過去最高益更新とその後続く利益水準の ステージアップが視野に入ってきた

ピクスタ <3416> はデジタル素材（写真、動画、イラスト、音楽）のオンライン・マーケットプレイス運営企業。インターネット上でマーケットプレイス『PIXTA（ピクスタ）』を開設し、プロ・アマのクリエイターから集めたスチル写真や動画などのデジタル素材を、法人・個人向けに販売するサービスを提供している。

1. 先行投資の落ち着いたきで営業利益は黒字転換。PIXTA 事業や新規事業が堅調に推移

同社の 2018 年 12 月期第 2 四半期決算は、売上高 1,202 百万円（前年同期比 15.4% 増）、営業利益 68 百万円（前年同期は 5 百万円の損失）と、増収増益で着地した。同社は 2017 年 12 月期と 2018 年 12 月期の 2 年間で成長のための先行投資の 2 年間で位置付けているが、主要な投資は前期に予定どおり終了し、2018 年 12 月期は一部の投資を継続する一方、収益面では増収増益に転じる計画で臨んだ。2018 年 12 月期第 2 四半期は主力の PIXTA 事業で定額制シフトが順調に進んだほか、『fotowa（フォトワ）』や『Snapmart（スナップスマート）』といった新規事業及び海外事業がいずれも堅調に推移し、売上高は 2 ケタ増収となった。利益面では PIXTA の定額制シフトに伴い売上総利益率が改善し、先行投資の落ち着いたきもあって営業黒字転換を達成した。

2. 先行投資の主眼は各事業の拡大構想の基盤づくり。業績本格貢献は 2019 年 12 月期以降とみる

同社が展開する PIXTA、fotowa、Snapmart の各事業は、それぞれ、現在の事業モデルに限定されることなく、大きな発展可能性を秘めている点が最も魅力的な部分だ。今回の同社の先行投資は、現在の事業モデルにおける収益拡大よりも、事業モデルの拡大構想に基づいた基盤整備という要素が大きかったと弊社ではみている。先行投資の効果が業績拡大として具現化するのはいずれもこれからであり、2018 年 12 月期に増収増益基調を回復した後は、2019 年 12 月期には過去最高益を更新し、さらにその後は利益水準の一段向上という形で息の長い成長へとつながっていくと弊社では推測している。

3. 2018 年 12 月期の業績は上振れで着地する可能性。第 2 次成長期を確信できるかに注目

2018 年 12 月期通期について同社は、期初予想を維持して売上高 2,594 百万円（前期比 16.3% 増）、営業利益 91 百万円（同 421.9% 増）を予想している。前述のように、2018 年 12 月期第 2 四半期決算は先行投資負担が落ち着いたことで利益が予想以上に伸び、通期予想に対する進捗率が高くなった。その結果、予想に対して上振れで着地する可能性が高くなっている。注目ポイントは業績数値よりも、前述の息の長い第 2 次成長期を着実に実現できるかどうかの見極めだと弊社では考えている。具体的には、1) 定額制及び PIXTA 事業全体の成長率、2) fotowa 事業の撮影件数の伸び率、3) Snapmart 事業ではオンデマンドサービスの動向、4) 韓国における PIXTA 事業の動向、の 4 点について注目していきたい。

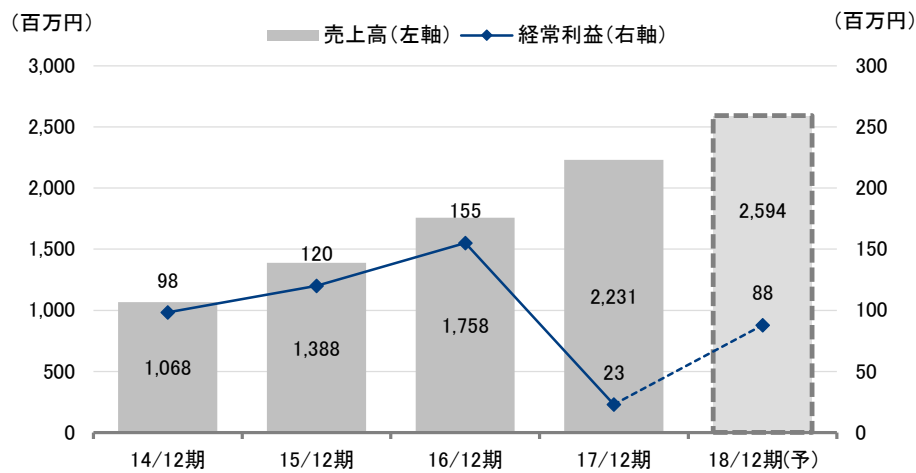
ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

要約

Key Points

- ・中長期の持続的成長に向けた PIXTA 事業の拡大構想が今後の注目点
- ・fotowa は出張撮影プラットフォームとしての価値が一段と上昇。出産・育児分野を飛び越えあらゆる出張撮影需要の取り込みを狙う
- ・Snapmart 事業ではオンデマンドサービスの販売が本格的にスタートへ

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

事業概要

デジタル素材マーケットプレイス『PIXTA』でスタート。
現在はタテ・ヨコに展開し、4つの事業で成長加速に挑む

1. 会社概要

同社は 2005 年に設立され、2006 年にデジタル素材のマーケットプレイス『PIXTA』をリリースして事業をスタートした。国内における PIXTA 事業は、広告、出版、テレビ、Web 制作等のクリエイティブ業界での活用はもちろん、折からのブログや SNS の普及をはじめ、ビジネス現場におけるプレゼンテーションのビジュアル化ニーズの高まりなどを追い風に、順調に業容を拡大し、現在では安定収益を稼ぐ基盤事業に成長を遂げている。

同社はまた、国内 PIXTA 事業での収益を活用し、2016 年頃から新規事業や、海外事業の本格展開に乗り出した。

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

事業概要

新事業としては、2016 年 2 月に出張撮影サービス fotowa を開始した。また、2016 年 8 月には M&A によりスマートフォン経由の写真のマーケットプレイス Snapmart 事業を開始した。これら 2 つの事業は、成長戦略において PIXTA 事業のヨコ展開として位置付けられている。

海外展開は 2013 年にシンガポール子会社を設立したのを皮切りに、2015 年の台湾支店設立、2016 年のタイとベトナムの子会社設立と、矢継ぎ早に手を打ってきた。さらに 2017 年 3 月には韓国の Topic Images Inc. を子会社化した（持分 80%）。またその間、PIXTA の外国語版を次々リリースしてきている。海外展開は国内 PIXTA 事業のタテ展開（深耕）という位置付けだ。

以上のような流れを経て 2018 年時点の同社は、PIXTA 事業、fotowa 事業、Snapmart 事業の国内 3 事業と、PIXTA 韓国語版に代表される海外事業の、大きく 4 つの事業を展開している。これらはいずれも、成長・拡大のシナリオが明確になったことで、同社は 2017 年 12 月期から成長のための先行投資に踏み切った。2018 年は先行投資が落ち着いて再び成長加速期を迎える、ターニングポイントに当たる。

ピクスタの事業展開の模式図

事業ドメイン	事業タイプ	地域	事業主体
デジタル素材マーケットプレイス	PIXTA	国内	ピクスタ
		韓国	Topic Images Inc.
		台湾	ピクスタ台湾支店
		タイ	PIXTA (THAILAND) CO., LTD.
	Snapmart	国内	スナップマート
出張撮影プラットフォーム	fotowa	国内	ピクスタ

出所：会社資料よりフィスコ作成

社会生活の変化でビジュアル素材へのニーズが飛躍的に増加し、市場が拡大中

2.『PIXTA』の事業環境

PIXTA で取り扱うデジタル素材の中で、現状は写真が圧倒的多数を占めている。写真市場は大きく 2 つに分けられる。1 つは、雑誌の表紙やカレンダーなど、特定の目的のためにプロが撮影を行う撮り下ろし市場だ。もう 1 つは目的を限定しないで撮影された写真素材の流通市場だ。こうした写真素材のことを“ストックフォト”と呼び、PIXTA はストックフォトのためのマーケットプレイスということだ。市場規模としては撮り下ろし市場がストックフォト市場よりも大きいとみられるが、流れとしては、徐々にストックフォト市場が撮り下ろし市場を代替しつつあるとみられる。これがすなわち、ストックフォト市場の成長の大きな原動力となっている。

ストックフォト市場が拡大している理由は、ビジュアル素材ニーズの急増だ。スマートフォンを中心とするデジタルデバイスの普及や、あらゆるプレゼンテーションのビジュアル化、SNS の普及とそれに伴う写真によるコミュニケーションの普及などが背景にある。一方でコンプライアンス意識の高まりにより、著作権問題をクリアにした上での写真素材の利用というニーズがある。PIXTA はこれらのニーズに応える機能を有しており、市場拡大の風を十分に取り込むことが可能なポジショニングにあると弊社では考えている。

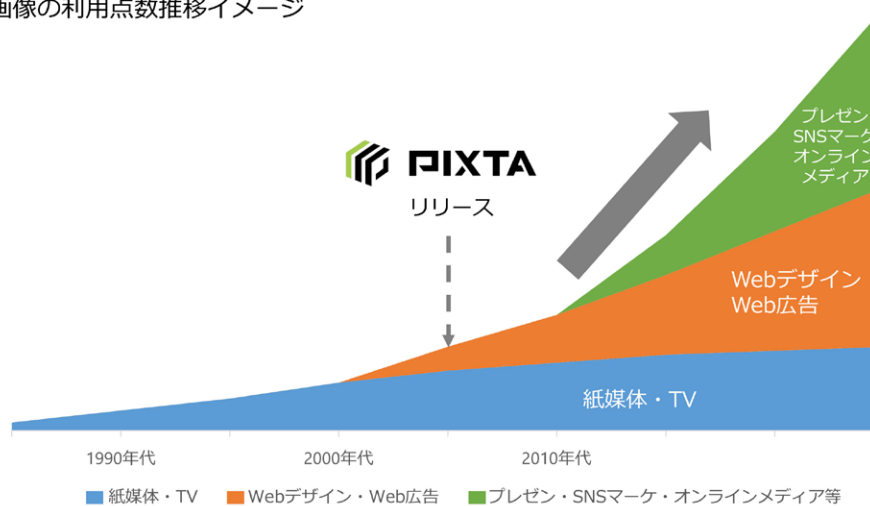
ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

事業概要

ビジュアル素材のニーズの高まり

利用用途の拡大によりビジュアル素材のニーズは飛躍的に増加傾向

画像の利用点数推移イメージ



出所：決算説明会資料より掲載

**各事業ともに、サイト運営費用と開発費が主要な原価で、
売上高が一定水準を超えると利益が急拡大する
オンライン・マーケットプレイス**

3. 各事業の収益モデル

(1) PIXTA 事業の収益モデル

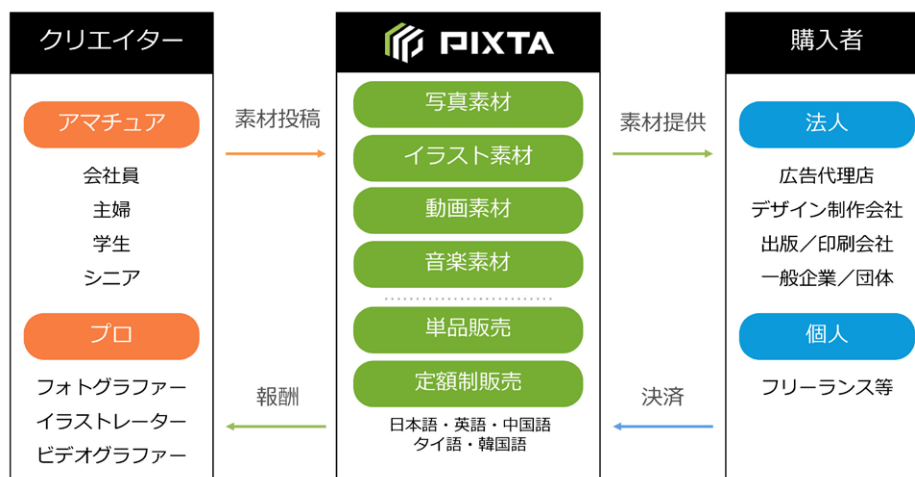
同社は PIXTA 事業を、日本国内をはじめとして、韓国（事業主体は Topic Images Inc.）、台湾（同社の台湾支店）、タイ（事業主体はピクスタ・タイランド）の各国で展開しているがその収益モデルは各国とも共通だ。

PIXTA は、写真、イラスト、動画などのデジタル素材のマーケットプレイス、すなわち市場だ。クリエイターと呼ばれる素材提供者が PIXTA 上にデジタル素材を投稿し、それらを必要としているユーザー（法人・個人）が PIXTA を通じて購入している。同社は市場の運営者として、投稿された素材のうち実際に販売された素材について、購入者から集金し、当該素材を投稿したクリエイターに対して報酬（コミッション）を支払う。購入者の購入代金が同社の売上高に立ち、クリエイターへのコミッションが売上原価に立つという構図だ。

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

事業概要

『PIXTA』のビジネスモデル



出所：決算説明資料より掲載

購入者に対する料金メニューには大きく2つのタイプがある。1つは「単品販売」で、購入者が1点ごとに料金を支払うものだ。もう1つは「定額制」で、月次（30日）更新または1年更新の契約の中で、規定数以内なら自由にダウンロードが可能というものだ。同社は収益安定性増大の見地から定額制販売の拡大に注力しており、個人や新たなユーザー向けの少量定額制プランの導入や「繰り越し機能」の追加、サイトのモバイル対応強化などのサービス拡充策に取り組んでいる。その結果、定額制販売の増収率は単品販売のそれを圧倒しており、両者の差は着実に縮まりつつある。また、定額制販売は単品販売と比較して売上原価率が低いため、定額制販売の構成比上昇は利益率上昇につながると期待される。

『PIXTA』の定額制プラン価格

料金プラン	料金	契約条件
10点ダウンロード/30日	6,264円/30日	360日更新
	9,720円	30日更新
25点ダウンロード/1日	29,700円/月	1年更新
	37,800円	30日更新
250点ダウンロード/30日	58,320円	30日更新

※価格は税込み

※上記は1名利用の場合。複数名で利用できるマルチシートライセンスプランもある

出所：ホームページよりフィスコ作成

(2) Snapmart 事業の収益モデル

Snapmart は PIXTA 同様、デジタル素材のマーケットプレイスだ。異なるのは、スマートフォン経由で投稿される写真を専門に取り扱っている点だ。スマートフォンで撮影された写真が中心であるため写真愛好家などのハイアマチュア作家たちによる投稿が中心の PIXTA における写真とは、その世界観が大きく異なる。Snapmart の写真素材は日常的なテイストのものが多く、企業の広告や SNS では、そうした点が好まれることも多い。

Snapmart の収益モデルは 1) マーケットプレイス型と、2) オンデマンドサービスの 2 つに大別される。

本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレーマー）をお読みください。

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

事業概要

マーケットプレイス型は、基本的には PIXTA と同じモデルで、料金だけが異なっている。単品販売と定額制の 2 タイプある点も PIXTA と同様だ。

オンデマンドサービスは、写真の買い手側が能動的に働きかけて写真を購入するための仕組み全般を言う。潜在的に様々なパターンが考えられるが現状は、企業の SNS プロモーション支援を目的に、自社商品のサンプリングやクオリティの高いユーザー撮影による写真コンテンツの大量収集、ユーザー体験の拡散を同時に提供する「アンバサダープラン」と、トップインスタグラマーなど特定のクリエイターに撮影依頼をする「ブツ撮り出張サービス」の 2 つが中心となっている。オンデマンドサービスでは通常の写真販売とは異なり、サイト使用料や仲介手数料といった形での課金となるが、写真販売に比べて利益率が高いと弊社では推測している。

(3) fotowa 事業の収益モデル

fotowa とは、同社が展開する出張撮影プラットフォームのブランドだ。同社が運営する fotowa サイト上において、同社に登録したフォトグラファー（登録フォトグラファー）と個人利用者をマッチングさせて、利用者が希望する場所及びシチュエーションにおいて登録フォトグラファーが撮影するというサービスだ。

fotowa が狙うのは撮り下ろし市場の中でも、街中の写真館における撮影の市場だ。この市場は子供の成長やイベントにあわせた家族写真が主体のため「子供写真館市場」とも呼ばれている。この市場は少子化にもかかわらず右肩上がりが続いており、足元では約 700 億円の市場規模があると推定されている。

fotowa はこの市場に以下の 3 つのポイントで切り込んでいる。1 つ目は場所を自由に選べるのでナチュラルでおしゃれな写真が期待できることだ。写真館の撮影は画一的なテイストのフォーマルな写真であることがほとんどだ。2 つ目は料金だ。fotowa はわかりやすい一律料金（平日 19,800 円、土日祝日 23,800 円）となっており、登録フォトグラファー指名料、出張料込みのため、追加料金などは発生しない仕組みとなっている。3 つ目は写真データを受け取れることだ。枚数も原則 75 枚以上が保証されている。

収益モデルはごくシンプルで、同社は上記の撮影料の一部（現状は 35% に設定）をコミッションという形で受け取るものとなっている。fotowa 事業の売上高にはこのコミッション分が計上されている。したがって利益率が非常に高くなる潜在力がある。

アマチュアの取り込みでコンテンツを充実させ、顧客数増大⇒投稿増加の好循環を確立

4.『PIXTA』の強み

PIXTA は様々な強みを有する。特に重要な点は、26 万人以上のクリエイター数と、そこから生み出されてきた 3,500 万点超のコンテンツ数（数字はいずれも 2018 年 8 月末時点）だ。PIXTA の事業モデルにはネットワーク外部性（製品・サービスの利用者数や利用率が増えるに従い、その製品やサービスの質や利便性が向上すること）が存在するが、そうした特別な用語を用いずとも、PIXTA は“市場”である以上、商材がたくさん集まる市場はますます活性化して繁盛すると考えれば、上記の素材数とそれを支えるクリエイター数の重要性が理解できるだろう。これまでの同社の素材点数の成長と業績成長はきれいに重なっている。

事業概要

同社が創業以来急速に素材点数を蓄積できた要因として弊社が注目するのは、アマチュアの活用だ。これは売り手であるクリエイターと購入者の売り買い双方に通じている。かつては、写真の商業利用はプロフェッショナル（投稿者としてのプロ写真家、利用者としてクリエイティブ関連企業やマスメディアなど）限定だった。しかし PIXTA ではアマチュアによる投稿を積極的に受け入れ、利用者についても一般企業や個人の利用を想定した料金体系としている。同業他社にもアマチュアを対象としているところはあるが、アマチュアに対する取り組みに最も注力しているのが同社であり、そこが同社の強さの源泉となっているというのが弊社の理解だ。

素材点数は着実に増加基調をたどっており、2018 年 8 月末では 3,500 万点を超えている。PIXTA の重要な特徴かつ強みの 1 つとして、日本に関する素材の圧倒的な充実度が挙げられる。日本市場において日本企業が日本人向けに何かを作成する際、あるいは、日本を題材にした資料を作る際、必要とされるのは日本や日本人を素材とした写真だ。現状は、『コンテンツが充実⇒顧客が増加⇒投稿数の増大（＝更なるコンテンツの充実）』という好循環が働き、同社の圧倒的優位性が日々強まるというステージにある。

業績動向

PIXTA における定額制シフトや新規事業が順調な拡大。 先行投資の落ち着きで 2 ケタ増収・営業利益黒字回復で着地

同社の 2018 年 12 月期第 2 四半期決算は、売上高 1,202 百万円（前年同期比 15.4% 増）、営業利益 68 百万円（前年同期は 5 百万円の損失）、経常利益 62 百万円（同 4 百万円の損失）、親会社株主に帰属する四半期純利益 25 百万円（同 15 百万円の損失）と、増収かつ各利益項目の黒字転換で着地した。

同社は通期ベースで業績を管理しているため第 2 四半期予想を公表していない。したがって正確な計画対比はできないものの、売上高、各利益の通期予想に対する進捗率から判断すると、計画を上回る決算だったものと弊社では推測している。

2018 年 12 月期第 2 四半期決算の概要

(単位：百万円)

	17/12 期			18/12 期				
	2Q 累計	下期	通期実績	2Q 累計	前年同期比伸び率	進捗率	通期予想	前期比
売上高	1,042	1,189	2,231	1,202	15.4%	46.4%	2,594	16.3%
営業利益	-5	22	17	68	-	75.2%	91	421.9%
経常利益	-4	27	23	62	-	71.1%	88	280.1%
親会社株主に帰属する 四半期純利益	-15	9	-6	25	-	129.6%	20	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

業績動向

売上高の内訳として、同社が注力している PIXTA 事業の中の定額制売上高は、前年同期比 63.6% 増収の 361 百万円となった。2017 年 12 月期通期の増収率が 63.7% と非常に高かったが、その勢いが 2018 年 12 月期第 2 四半期も継続した。一方、PIXTA 事業の中の単品売上高及びその他（新規事業全般と海外事業が含まれる）は同 2.4% 増の 841 百万円にとどまった。国内の新規事業は順調に伸びたものの、海外事業の中の韓国 Topic は従来からの一部事業を縮小しつつある影響で減収となったほか、国内 PIXTA の単品販売も定額制シフトの影響もあり、横ばい圏での推移となった。

売上高の販売形態別内訳推移

(単位：百万円)

	16/12 期 2Q	17/12 期 2Q	18/12 期 2Q	
	実績	実績	実績	前年同期比
単品・その他	713	821	841	2.4%
定額制	138	220	361	63.6%
売上高合計	851	1,042	1,202	15.4%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

費用面では、業容拡大に伴い実額ベースでは各費用項目とも前年同期比で増加した。しかしながら対売上高比率では、定額制シフトの進展により仕入原価の売上高比率が 3.3% ポイント低下したのを始めとして、各項目とも比率が低下している。唯一増加したのは広告宣伝費であるが、これは成長のための先行投資の一環として費用を増加させたことによる。全体的には、先行投資の絶対額は 2017 年 12 月期がピークで、2018 年 12 月期第 2 四半期は水準が下がったため、売上高の伸び（前年同期比 15.4% 増）に対して費用の伸びが抑えられた。その結果、営業利益率が改善し、2018 年 12 月期第 2 四半期は営業利益黒字転換（営業利益率 5.7%）を果たした。

営業利益及び費用の推移

(単位：百万円)

	17/12 期		18/12 期		
	2Q 累計	売上高比率	2Q 累計	前年同期比	売上高比率
仕入原価	346	33.2%	359	3.8%	29.9%
サーバーコスト	59	5.7%	65	10.2%	5.4%
人件費	248	23.8%	263	6.0%	21.9%
広告宣伝費	91	8.7%	111	22.0%	9.2%
採用コスト	14	1.3%	7	-50.0%	0.6%
その他	295	28.3%	323	9.5%	26.9%
営業利益	-5	-0.5%	68	-	5.7%

出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

先行投資は各事業で順調に進捗。
2019 年 12 月期の最高益更新と、その後の一段の収益拡大が視野に入る

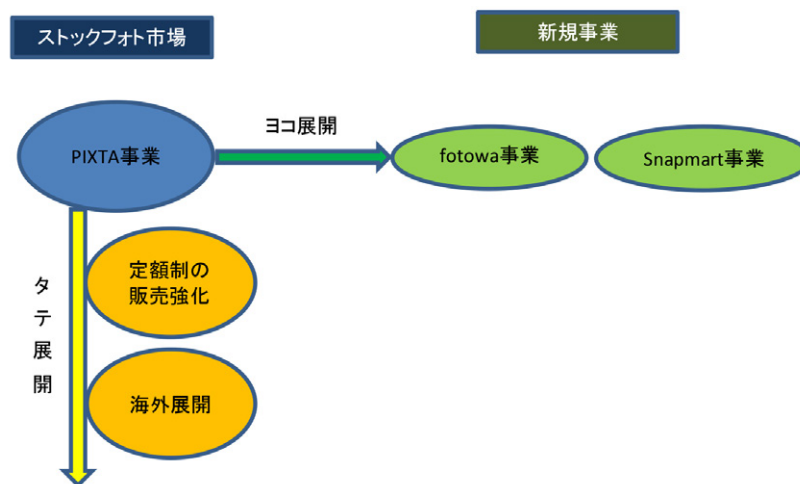
1. 成長戦略の概要

同社の成長戦略は、中核事業である PIXTA の深耕（タテ展開）と、周辺・関連領域へのヨコ展開で構成されている。

タテ展開の具体的テーマは、国内 PIXTA 事業における定額制へのシフトと、海外における PIXTA 事業の立ち上げだ。一方、ヨコ展開の内容は、fotowa 事業と Snapmart 事業の業容拡大及び収益化だ。この基本的構図は、従来から変わっていない。

また、PIXTA 事業本体においても、定額制シフトという収益構成の変革だけでなく、PIXTA の事業基盤を活かした新サービスの展開による成長を模索・研究している。

ピクスタの成長戦略の全体像イメージ



出所：会社資料よりフィスコ作成

同社はこのタテ・ヨコ展開による成長戦略を加速させるべく、2017 年 12 月期と 2018 年 12 月期の 2 年間で成長のための先行投資のための期間と位置付け、積極的に費用を投下した。先行投資の内容はそれぞれの事業によって異なるが、ポイントは成長加速のためのカタリスト（触媒）への投資ということだ。

個々の事業の進捗状況は後に詳述するが、成長投資の実施と効果の発現はおおむね計画どおりで進捗しているとみられる。その結果として、同社の収益は 2018 年 12 月期から成長路線に回帰し、2019 年 12 月期には過去最高益を更新するという流れが見えてきたと弊社では考えている。2019 年 12 月期の過去最高益更新は、PIXTA 事業の収益が素直な形で PL（損益計算書）に反映されればおのずと達成されるものというのが弊社の理解だ。fotowa 事業や Snapmart 事業等の新規事業や韓国 PIXTA 事業などの海外展開の収益貢献が本格化するのは 2020 年 12 月期からになると弊社ではみており、これらと PIXTA 事業の収益がミックスされた段階では同社の収益水準は一段階ステージが上昇してくると考えている。大まかなイメージとしては、2019 年 12 月期は営業利益が 250 百万円を超えて過去最高を更新し、2020 年 12 月期には 400 百万円を超えてくるような成長スピードを想定している。

より長期的には、同社は今後 20 年間（～ 2037 年）の内には PIXTA 事業（国内・海外市場、及び派生サービスを含む）と新規事業（fotowa に加え、今後創出予定の新たなクリエイティブプラットフォームなどを想定）の 2 つをエンジンとして、飛躍的な成長を目指す長期構想を有している。

弊社では 20 年後の同社の姿について想像すらできないというのが正直なところであるが、その長期構想に連なる重要なステップとして、PIXTA 事業の派生サービスの早期具体化を当面の（3～5 年）の注目ポイントと考えている。

定額制シフトの進捗で高成長が続く。 中長期の持続的成長に向けた PIXTA 事業拡大構想が今後の注目点

2. 国内 PIXTA 事業

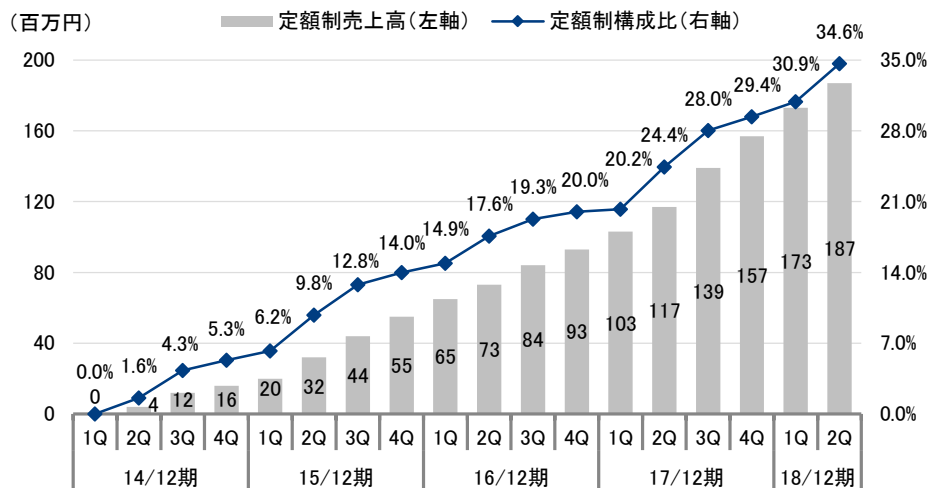
（1）定額制シフトの進捗状況

事業概要の項で述べたように、PIXTA の料金体系として単品販売と定額制の 2 つがある中で、同社は定額制へのシフトを進めている。定額制は同社にとって収益安定性の増大と、売上原価率の低下という 2 つのメリットがある。一方ユーザーにとっても単品販売に比べて割安に利用できるメリットがある。同社は定額制を 2014 年 12 月期から導入したが、シフトを進めるべく 2017 年 5 月からは少量定額制（10 点ダウンロード / 30 日のプラン）を導入したほか、2018 年 5 月からは繰り越し機能も追加して利便性向上を図っている。こうした施策が奏功して、2018 年 12 月期第 2 四半期（累計期間）の定額制売上高は、前年同期比 63.6% 増の 361 百万円に達し、PIXTA 売上高に占める構成比は 32.8% に達した（第 2 四半期単独期間の構成比は 34.6%）。

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

中長期の成長戦略と進捗状況

定額制売上高と売上構成比の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

同社は 2018 年 12 月期通期の定額制の売上高を 758 百万円（前期比 46.3% 増）と計画している。同社は定額制シフト推進について、新規顧客獲得、更新率向上及び顧客単価向上の 3 つの施策で臨む方針だ。顧客単価向上は既に実施されている。新規顧客獲得では、Web マーケティング強化に加え、API※導入拡大の効果も注目される。更新率に関してはサイトの機能サービス向上に取り組む方針だ。46.3% という増収率は決して低くはないが、まだ全体的な金額が大きくないため、十分達成可能だと弊社では考えている。

※ API とは Application Programming Interface の略称で、ソフトウェアの機能を教習することを言う。『PIXTA』のケースでは、既存の Web サービス企業やプラットフォーム提供企業において、画像をユーザーに（有償もしくは無償で）提供しようというニーズが生じたときに、同社に API 連携の打診が来ることになる。そこで話がまとまれば、必要な開発を行って『PIXTA』が相手先のサイトに組み込まれることになる。同社自身は相手先企業から料金を受け取るため、いわば販路拡大の効果がある。

(2) PIXTA 事業の拡大構想

国内の PIXTA 事業はコンテンツ数、クリエイター数が順調に増加し、販売形態についても、定額制シフトということで同社にとって質の高い販売方式を追求する段階にある。すなわち完全に軌道に乗ったということだ。

現在の PIXTA 事業も依然として高い成長性を有しているが、同社は成長スピードをさらに加速させるべく、派生サービスの追加も含めた、PIXTA 事業の拡大構想を描いている。20 年後を見据える長期構想の中では非常に重要な意味を持つと弊社では考えている。

現時点で同社がイメージするのは以下のようなものだ。現行の PIXTA 事業の基盤（クリエイター、ユーザー、コンテンツ）を生かして新たなサービスを展開するというのが方向性の大枠となっている。具体例として制作仲介クラウドソーシングやクリエイター制作支援ツールなどが想定されている。前者はクリエイターに対して直接、写真・イラスト等の素材の制作を発注することを仲介するサービスだ。後者はユーザーが素材を購入した後のフォローとして購入素材を使って（広告やパンフレットなどを）制作することをサポートすることや、クリエイターの素材制作やポートフォリオ作りを支援すること等が想定されている。デジタル素材の新ジャンルの開拓も重要なピースと言える。

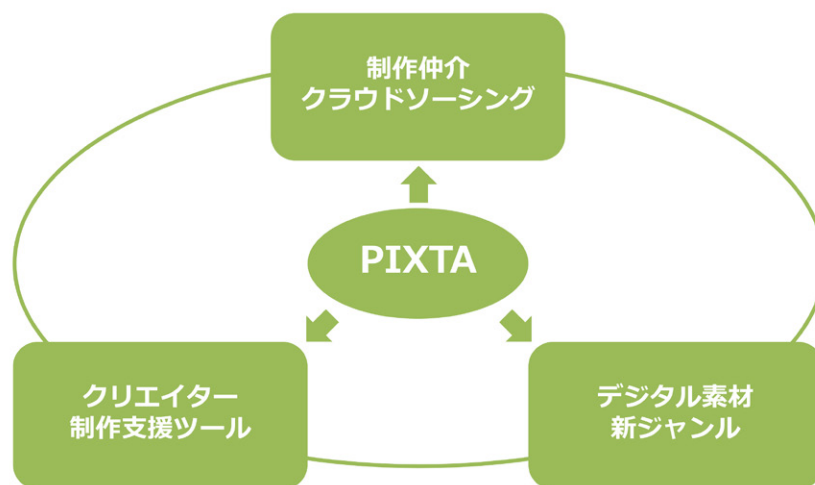
ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

中長期の成長戦略と進捗状況

PIXTA 事業の拡大構想が具体的に姿を現すのは、早くても 2019 年 12 月期以降と弊社ではみており、実体的に収益貢献が始まるのはさらにその後とみている。しかしながら、ここから先は fotowa 事業や海外事業などの本格貢献が期待でき、そこで産み出された収益を PIXTA 派生サービス群につぎ込む流れができることで、成長事業のパイプラインの充実につながる。事業リスクを取ることもある種の先行投資と言え、事業モデルが固まったものから順次、派生サービスが開始されるのを待ちたいと考えている。

PIXTA 事業の拡大構想のイメージ

PIXTA ユーザー向けに新たなサービスを展開



出所：決算説明会資料より掲載

全国制覇とフォトグラファー 1,000 人体制構築で、出張撮影プラットフォームとしての価値が一段と上昇。出産・育児分野を飛び越えあらゆる出張撮影需要の取り込みを狙う

3. fotowa 事業

fotowa 事業は今回の先行投資においてメインの投資領域の 1 つだった。同社は広告宣伝強化による認知度向上、全国展開、フォトグラファーの誘致・育成などに取り組み、出張撮影プラットフォームとしての価値向上を図ってきた。その上で 2018 年 12 月期は、定量目標として 15,000 件の年間撮影件数を掲げてスタートした。前期実績の 4,772 件から約 3 倍増という水準だ。

2018 年 12 月期第 2 四半期までの進捗は、第 2 四半期累計期間の撮影件数が 2,145 件と前年同期の 896 件の 2.4 倍となった。通年ベースでの約 3 倍増のペースからは遅れているように見えるが、現状は 11 月の七五三シーズンが圧倒的に多くなる強い季節性があるため、十分挽回は可能と弊社ではみている。

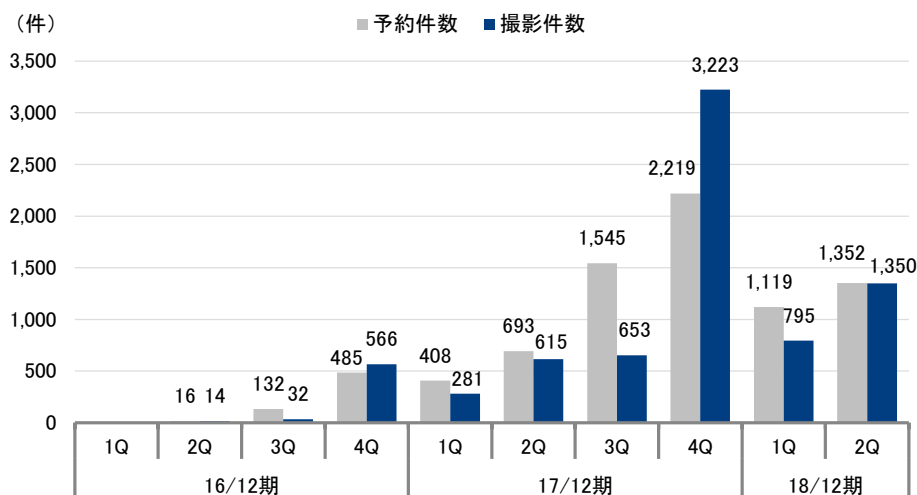
サービス提供地域も着実に拡大している。2018 年 6 月末時点で 29 都道府県だったものが 8 月末時点では 39 に増加し、年内には全国制覇を完了する予定となっている。

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

中長期の成長戦略と進捗状況

サービスを支えるフォトグラファーの誘致・育成も順調で、2018 年 6 月末時点で 740 人だったが 8 月末では 800 人を超えており、2018 年 12 月末には 1,000 人～1,200 人体制になる見通した。

『fotowa』の予約件数・撮影件数の推移



出所：決算説明会資料よりフィスコ作成

事業概要の項で述べたように、fotowa 事業は子供写真館市場（出産・育児分野）の代替を狙ってスタートした。そこでの主な対象はお宮参りや七五三、入学式・卒業式などだ。それに加えてニューボーンフォトと呼ばれる新生児を対象にした撮影件数も急激に伸びてきており、当初の目論見どおり、順調な拡大が続いている。

ここにきて注目される動きとして、結婚式や法人向け、シニア向けの出張撮影依頼が増えてきていることが挙げられる。fotowa の本質が出張撮影プラットフォームであることを考えれば当然とも言えるが、そうした出産・育児分野以外の分野への拡大が、当初の想定以上に早く進む可能性があるかと弊社ではみている。

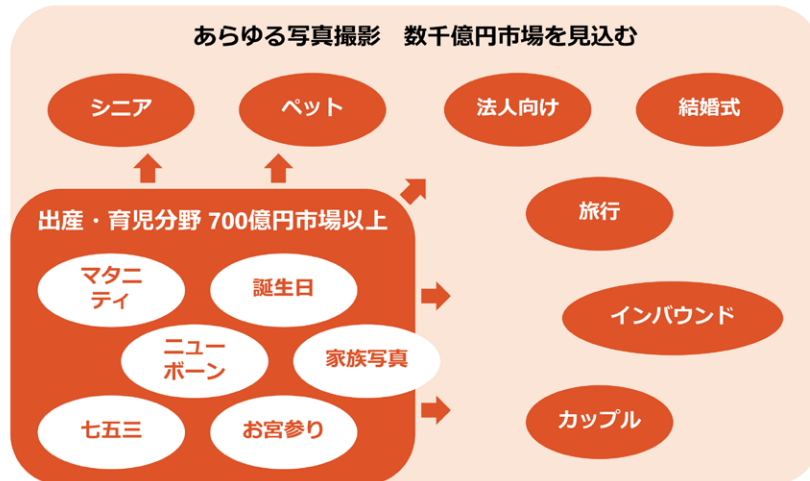
その市場規模について、正確な統計などは存在しないものの、あらゆる出張撮影の機会をすべて金額に換算すれば数千億円市場になると同社では推定している。様々な制約があるため、そのすべてにおいて fotowa が代替するチャンスがあるわけではないが、“子供写真館市場 700 億円”という当初のターゲットから比較すると潜在市場規模が数倍に拡大することになるため、同社にとって非常にポジティブであることは疑いない。

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

中長期の成長戦略と進捗状況

fotowa 事業の拡大構想のイメージ

“出張撮影といえばfotowa”の状態を目指す



出所：決算説明会資料より掲載

出張撮影プラットフォームとして完成度の高い fotowa 事業ではあるが、唯一、プリントのところについてはサービスが足りていなかった。この点についても同社は、抜かりなく対応を進めているようだ。画像データ受領後のプリント需要について、ユーザーに利便性と高い満足度を提供しつつ同社自身にとっても収益機会となるような仕組みづくりに取り組んでいる模様で、詳細は 2018 年内に発表されるものとみられる。

最大市場の韓国はクリエイターやコンテンツの獲得が順調に進捗。台湾、タイも売上げの高成長が続く

4. 海外事業

同社の海外展開は、現状は PIXTA 事業によることを基本方針としている。PIXTA 事業は国内での事業運営の知見やノウハウの蓄積が進んでおり、それを海外市場において応用することで海外事業の成長スピードを上げる狙いがある。地域的には韓国、台湾、タイが当面のターゲット地域となっている。

3ヶ国のうちで最も期待が大きいのが韓国だ。ストックフォトの市場規模としては日本、中国に次いで第3位の潜在的市場規模を有している。同社は 2017 年 3 月に韓国の Topic Images Inc. を子会社化し、同年 7 月に PIXTA 韓国語版をリリースした。約 1 年が経過した時点では、韓国ローカルのクリエイターやコンテンツの獲得は順調に進捗している模様だ。ただし、コンテンツの絶対数がまだ少ないために、「コンテンツの充実⇒利用者増⇒コンテンツの増加・・・」という循環がまだ本格化していないとみられる。時間の経過とともにのびのびと解決されてくると弊社では考えているが、成長スピード加速に向けて追加投資を検討する余地はあるかもしれない。

PIXTA 韓国語版については、検索エンジン対応、すなわち SEO 対策も引き続き課題だ。韓国では日本とは異なる検索エンジンがデファクトとなっており、SEO 対策で日本での経験をそのままは生かせない。トラフィックの増大のためには SEO 対策は不可欠であり、この部分での早期の改善に取り組んでいる。

Topic には従来から行ってきたライツマネージドと呼ばれる高価格帯のコンテンツライセンス事業があるが、こちらは PIXTA 事業とは異なるビジネスモデルであり、事業縮小を進めている。2018 年 12 月期から 2019 年 12 月期にかけては PIXTA 事業の成長が既存事業の縮小で一部減殺され、Topic としての収益の伸びは小さくなる点には留意が必要だ。

台湾市場は、市場規模は韓国に比べて小さいものの事業基盤は確立できていることもあって、順調な成長が続いている。2017 年 12 月期下期から強化したプリペイド販売が好調なほか、定額制プランも順調に伸びている模様だ。

タイは市場規模が 3 ヶ国の中で最も小さい一方、将来の潜在的な市場規模は一定程度見込めるため、サイトやサービスのあり方、マーケティング戦略、コンテンツの充実などについて PDCA サイクルを回しながら進めてきた。そうしたなか、売上げは前年比倍増ペースでの成長となっている。

オンデマンドサービスの販売が本格的にスタートへ。 マーケットプレイスとの 2 本柱体制で成長を目指す

5. Snapmart 事業

Snapmart 事業についてはこれまで、あまり積極的なプロモーションはせず、試行錯誤を重ねてベストプラクティスを追求し、その上で事業モデルを確立するという方針で運営してきた。

Snapmart は PIXTA 同様、ストックフォトのマーケットプレイスであり、収益モデルも PIXTA と同じ構造だった。一方で SNS プロモーションに適したスマートフォン由来の写真のマーケットプレイスという特長を生かして、企業によるコンテストの実施や、トップインスタグラマーへのブツ撮り依頼といった PIXTA にはないサービスも展開してきた。2018 年 12 月期第 2 四半期はこうしたユーザーである企業が主導する形のオンデマンドサービスが非常に好調で、事業モデルとして確立するに至った。

こうした状況を受けて、2018 年 12 月期下期からは Snapmart 事業が新しいステージに歩を進めることになる。具体的には、これまではオンデマンドサービスについて、明確な料金プランがなく相対で決定されてきた。それゆえ積極的な宣伝広告も行っていなかったが、2018 年 12 月期下期からは、料金メニューを明示し、積極的に企業側に販売していく方針だ。

写真を撮るシャッター数では、既にスマートフォンがデジタルカメラを圧倒的に凌駕している。それゆえ Snapmart には極めて大きなポテンシャルがあると弊社では考えてきたが、いよいよプロアクティブなマーケティング活動がスタートするということで、今後の成長が大いに期待される。

■ 今後の見通し

第 2 四半期決算の高い進捗率と、各事業の順調な進捗に照らして、 通期は会社予想を上回る可能性

1. 2018 年 12 月期の業績見通し

2018 年 12 月期について同社は、売上高 2,594 百万円（前期比 16.3% 増）、営業利益 91 百万円（同 421.9% 増）、経常利益 88 百万円（同 280.1% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 20 百万円（前期は 6 百万円の損失）と、増収増益を予想している。これらの数値は期初予想から変更はない。

2018 年 12 月期業績見通しの概要

（単位：百万円）

	17/12 期			18/12 期				
	2Q 累計	下期	通期 実績	2Q 累計	下期 予想	前年同期比 伸び率	通期 予想	前期比 伸び率
売上高	1,042	1,189	2,231	1,202	1,392	17.0%	2,594	16.3%
営業利益	-5	22	17	68	23	-	91	421.9%
経常利益	-4	27	23	62	26	-3.7%	88	280.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-15	9	-6	25	-5	-	20	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

2018 年 12 月期第 2 四半期決算の進捗が高かった一方で、同社は通期見通しを据え置いた。その結果、通期予想の達成のために必要な下期の業績の水準は大きく低下し、営業利益、経常利益ともに第 2 四半期実績から半減以下の水準で十分達成可能という状況となっている。これは同社の収益が下期偏重の季節性を有することから照らすと考えるににくい状況であり、それゆえ、弊社では 2018 年 12 月期の着地は会社予想を上回る可能性が十分に高いと考えている。

2018 年 12 月期下期の利益が第 2 四半期実績から大きく減少する可能性があるとするれば、同社が先行投資を増額するケースが考えられる。2018 年 12 月期も先行投資期間という位置付けである以上、そうしたことが起こる可能性もゼロではない。しかしながら、同社が 2017 年 12 月期において計画どおりに先行投資を実施したことや、その成果が 2018 年 12 月期第 2 四半期決算において着実に出ていること、下期についても一定の先行投資は当初から計画されていることなどを考えれば、下期に先行投資をさらに増額する可能性は小さいと弊社ではみている。

各事業別動向は前述のとおりだが、2018 年 12 月期下期の注目ポイントとして、1) 国内 PIXTA 事業では定額制売上高と PIXTA 事業全体の成長率、2) fotowa 事業では撮影件数とフォトグラファース数、3) Snapmart 事業ではオンデマンドサービスの料金プランの内容、4) 海外事業では PIXTA 韓国語版のコンテンツ数、の 4 点を挙げたい。

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

今後の見通し

営業利益が 250 百万円を超えるかどうかに注目。 国内 PIXTA 事業にその力は十分備わっているとみる

2. 2019 年 12 月期の考え方

2019 年 12 月期は前期に引き続き増収増益を目指してくると想定される。同社の過去最高営業利益は 2016 年 12 月期の 155 百万円であり、この更新を目指してくるのはほぼ間違いなく、見どころは営業利益が同社として初めて 250 百万円を超えるかどうかにある。なぜならば、その先にある 500 百万円～ 1,000 百万円レンジのステージに上がる前の重要なステップと位置付けられるためだ。

2019 年 12 月期の利益の構造としては、国内 PIXTA 事業が収益の主軸として過去のピークの利益率を回復する一方、fotowa 事業や Snapmart 事業、及び海外事業は全体として利益貢献はゼロか若干のマイナスとみている。同社の全社ベースの過去最高営業利益率は 2015 年 12 月期の 10.0% だ。この当時は国内 PIXTA 事業だけが収益源で、それ以外は育成事業としてマイナスの利益貢献だった。国内 PIXTA 事業の収益性はその後、着実に改善が続いていると考えられる。理由は定額制売上高の構成比が上昇してきているためだ。2019 年 12 月期の PIXTA 事業売上高は、現在のペースで順調に 2 ケタ成長が続けば 2,500 百万円を超えてくることになる。営業利益率が 10% を超えてくる可能性は十分にあり、PIXTA 事業だけで 250 百万円超の営業利益を稼ぎ出すことは充分可能だと弊社ではみている。

簡略化損益計算書

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期	18/12 期	
					2Q 累計	通期 (予)
売上高	1,068	1,388	1,758	2,231	1,202	2,594
前期比	36.6%	29.9%	26.7%	26.9%	15.4%	16.3%
売上総利益	581	780	1,017	1,296	722	-
売上高売上総利益率	54.4%	56.2%	57.9%	58.1%	60.0%	-
販管費	483	642	862	1,279	653	-
売上高販管費率	45.2%	46.3%	49.1%	57.3%	54.3%	-
営業利益	97	138	155	17	68	91
前期比	-	41.3%	12.4%	-88.8%	-	421.9%
売上高営業利益率	9.2%	10.0%	8.8%	0.8%	5.7%	3.5%
経常利益	98	120	155	23	62	88
前期比	-	22.3%	29.4%	-85.1%	-	280.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益※	90	111	100	-6	25	20
前期比	-	23.3%	-9.7%	-	-	-
分割調整後						
1 株当たり当期純利益 (円)	46.87	53.75	45.22	-2.70	11.64	8.98
1 株当たり純資産 (円)	30.62	250.36	295.81	295.45	-	-
1 株当たり配当金 (円)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

注：2015 年 12 月期まで単体、2016 年 12 月期以降は連結決算

※ 2015 年 12 月期までは当期純利益

出所：決算短信よりフィスコ作成

ピクスタ | 2018 年 10 月 1 日 (月)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

今後の見通し

簡略化貸借対照表

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期	18/12 期 2Q
流動資産	430	937	1,074	1,326	1,390
現預金	259	671	689	835	863
売上債権	120	197	264	406	386
固定資産	30	53	233	463	445
有形固定資産	4	9	32	31	31
無形固定資産	0	3	93	310	294
投資等	25	40	107	120	119
資産合計	460	990	1,307	1,790	1,835
流動負債	332	432	647	919	972
支払債務	200	227	275	377	352
固定負債	6	-	-	211	184
長期借入金	6	-	-	195	165
株主資本	120	558	659	653	679
資本金	146	309	309	309	309
資本剰余金	136	299	299	299	299
利益剰余金	-161	-50	50	44	70
その他の包括利益累計額	-	-	-	5	-1
純資産合計	120	558	659	659	679
負債・純資産合計	460	990	1,307	1,790	1,835

注：2015 年 12 月期まで単体、2016 年 12 月期以降は連結決算

出所：決算短信よりフィスコ作成

キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期	18/12 期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	133	149	245	84	137
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1	-26	-223	-193	-47
財務活動によるキャッシュ・フロー	7	300	0	256	-29
現預金換算差額	1	-0	-0	-0	-4
現預金増減	140	424	22	146	55
期首現預金残高	140	281	706	728	875
期末現預金残高	281	706	728	875	930

注：2015 年 12 月期まで単体、2016 年 12 月期以降は連結決算

出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 株主還元

中長期の成長のための投資を優先し無配を継続

同社は、株主に対する利益還元は重要な経営課題であると認識しているが、2017 年 12 月期については前期までと同様に無配であった。また、2018 年 12 月期についても引き続き無配の見通しを公表している。

弊社では、同社の国内外での PIXTA 事業や各種新規事業の成長ポテンシャルの高さに照らせば、現状は資金を配当するよりも本業に投資することが、最終的には株主リターンの最大化につながると考えている。2017 年 12 月期と 2018 年 12 月期は成長のための先行投資の期間という位置付けであり、無配継続は妥当な判断と考えている。

■ 情報セキュリティへの対策について

サイトの安全性向上とセキュリティポリシー策定の取り組みについて

同社は写真・イラスト・動画等のデジタル素材をオンライン上で販売するマーケットプレイスサイトの運営企業として、各種サイバー攻撃による脅威からそれら販売素材・顧客情報等の資産を守る取り組みを行っている。また、重要な情報資産の取り扱いや情報セキュリティに関わる法令、規制、規範等への対応を規定したセキュリティポリシーの策定のほか、社員に対し情報セキュリティの維持と改善のために必要とされる知識と技術の向上を図っている。

重要事項（ディスクレーマー）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ