

|| 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 >>>](#)

2019年3月19日(火)

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. 2018年12月期は大幅増収増益。PIXTA事業が順調に収益を拡大	01
2. 中長期的な成長に向けた準備が着々と進行	01
3. 2019年12月期も増収増益を計画。過去最高益を更新へ	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	07
■ 業績動向	07
● 2018年12月期決算の概要	07
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	10
1. 中長期の成長戦略の概要	10
2. 国内PIXTA事業	12
3. 海外PIXTA事業	15
4. fotowa事業	16
5. Snapmart事業	18
■ 今後の見通し	18
● 2019年12月期の業績見通し	18
■ 株主還元	21
■ 情報セキュリティへの対策について	21

■ 要約

主力の PIXTA 事業の順調な成長に加えて新規事業も着実に拡大。中長期的成長に向けた準備も着々と進む

ピクスタ <3416> はデジタル素材（写真、イラスト、動画、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・アマチュアのクリエイターから集めたスチル写真やイラスト、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. 2018年12月期は大幅増収増益。PIXTA 事業が順調に収益を拡大

同社の2018年12月期決算は、売上高2,514百万円（前期比12.7%増）、営業利益110百万円（同532.1%増）と大幅増収増益で着地した。主力のPIXTA事業では定額制販売へのシフトが順調に拡大し、2ケタ増収を維持した。利益面では先行投資が一段落したことで営業利益の大幅増益につながった。新規事業では最も先行する『fotowa（フォトワ）』の撮影件数が前期比1.8倍となり、収益貢献に着実に近づいたほか、『Snapmart（スナップマート）』もオンデマンドサービス等の収益モデルが固まり、本格拡大に向けた基盤が固まった。

2. 中長期的な成長に向けた準備が着々と進行

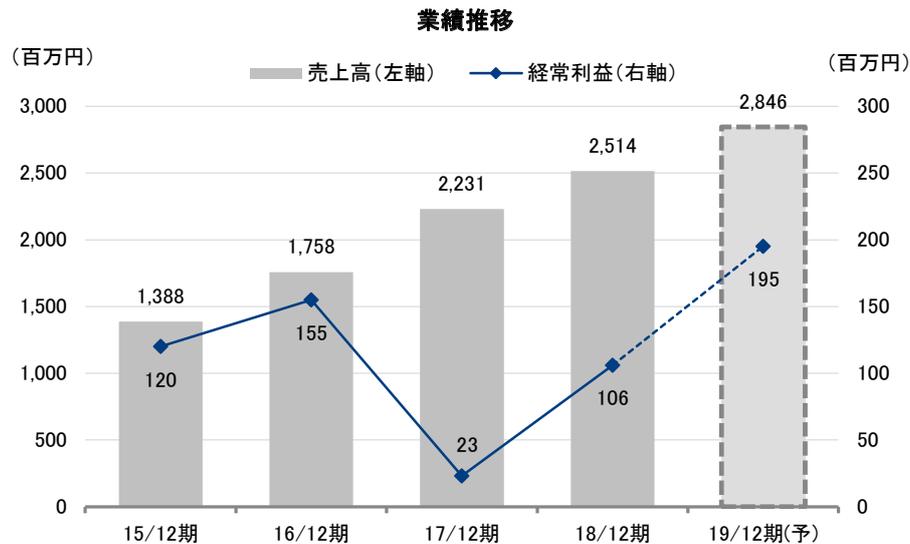
同社の中期的成長戦略のキーワードはタテ展開・ヨコ展開だ。タテ展開はPIXTA事業の国内外での拡大で、アジア全域での販売を目的としたパンアジアンコンテンツの制作を切り口として、国内外のPIXTA事業の一体性を高めて高効率で安定的な成長を目指している。ヨコ展開ではfotowa事業やSnapmart事業の早期の収益貢献を狙う方針だ。長期的にはPIXTA事業での派生型新サービスの展開や、クリエイティブプラットフォーム構想の実現を目指している。

3. 2019年12月期も増収増益を計画。過去最高益を更新へ

2019年12月期について同社は、売上高2,846百万円（前期比13.2%増）、営業利益200百万円（同81.1%増）と、前期に続いて大幅増収増益を予想している。達成されれば営業利益以下の各利益項目は過去最高を更新することになる。2019年12月期は引き続きPIXTA事業が成長のけん引役となる見通しだ。定額制プランを中心とした商品・価格の最適化に加えて、パンアジアンコンテンツなど売れ筋素材の充実が貢献すると期待される。fotowa事業やSnapmart事業の新規事業も、前期までの先行投資で事業基盤が固まったことに加えて、集客、営業の強化や機能・サービスの更なる向上を図り、成長実現につなげる計画だ。

Key Points

- ・国内外の PIXTA 事業の一体的成長の実現と、fotowa 事業・Snapmart 事業の早期収益化が中期成長のカギ
- ・PIXTA 事業では“パンアジアコンテンツ”が成長に向けた切り口の1つに浮上
- ・fotowa 事業ではニューボーンフォトが好調。これに続く新規ジャンルの確立を目指す



注：2015年12月期は単体、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

■ 事業概要

デジタル素材のマーケットプレイス『PIXTA』の運営を中核に、出張撮影サービス『fotowa』や SNS に適する写真を提供する『snapmart』など新規事業を展開

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ぬ、折からのブログや SNS の普及、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年ごろから新規事業や、海外事業の本格展開に乗り出した。

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。情報開示においては、2018年12月期決算より、売上高の詳細内訳として、PIXTA事業(国内及び海外)、新規事業(fotowa事業、Snapmart事業、他)及び韓国既存事業(Topic社の既存事業)の3つに分けて開示している。

収益貢献という点では、国内のPIXTA事業が着実に収益を稼ぎ、それを海外PIXTA事業や新規事業の育成に投資するという構図だ。海外事業や新規事業は事業モデルのブラッシュアップを重ねながら着実に拡大し、成長・拡大のシナリオがかなり明確になってきている。こうした状況を受けて同社は、2017年と18年に成長のための先行投資を行い、2019年の現在はその回収に向かうタイミングにある。

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

スマートフォンやSNSの普及で写真を始めとする ビジュアル素材のニーズの高まりが成長の原動力

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。

ピクスタ | 2019年3月19日(火)
 3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

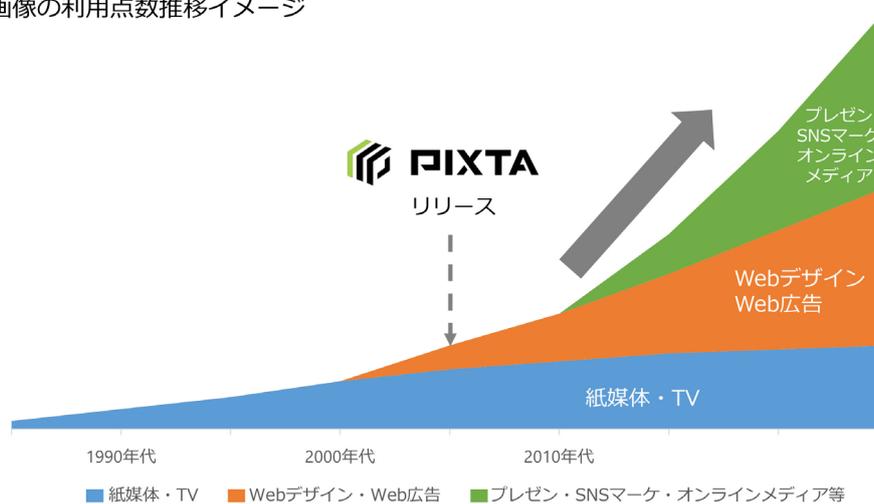
事業概要

スtock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で、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。

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

各事業ともサイト運営費用と開発費が主要原価。 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、日本国内を始めとして、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 PIXTA (THAILAND) CO., LTD.）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。

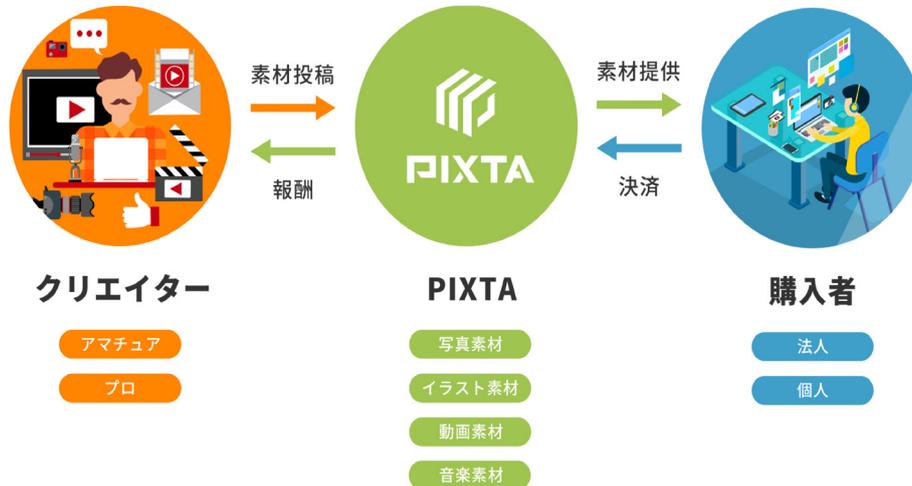
本資料のご利用については、必ず巻末の重要事項（ディスクレマー）をお読みください。

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

ピクスタ | 2019年3月19日(火)
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「定額制販売」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、個人やライト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、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) 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。

事業概要

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合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。詳細は後述するが、出張撮影のニーズは子供関連にとどまらず、成人からシニア層まで幅広く存在しており、掘り起こし方次第では fotowa の潜在市場規模は子供写真館市場の規模を大きく上回り数千億円に達するという見方もある。

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（税抜：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、同社は上述の撮影料の一部（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。

(3) 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。SNS に投稿されるような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 つがあり、現状の売上構成比はオンデマンドサービスがマーケットプレイスを上回っているとみられる。

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。単品販売と定額制販売の 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を依頼する「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う形での課金となるが、写真販売と比べて利益率が高いと弊社では推測している。

アマチュアの取り込みでコンテンツ充実させ、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、28万人以上のクリエイター数と、そこから生み出されてきた約4,000万点のコンテンツ数（数字はいずれも2019年2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。

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目にするのは、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、2019年2月末では約4,000万点に達している。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）』という好循環が動き、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事業は前期比50%増収の定額制販売がけん引役となり順調に拡大。新規事業ではfotowa事業の撮影件数が前期比1.8倍高成長を維持

● 2018年12月期決算の概要

同社の2018年12月期決算は、売上高2,514百万円（前期比12.7%増）、営業利益110百万円（同532.1%増）、経常利益106百万円（同359.5%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・大幅増益で着地した。

業績動向

期初予想との比較では、売上高はわずかに未達となったが、営業利益と経常利益は期初予想を20%以上上回った。

2018年12月期決算の概要

(単位：百万円)

	17/12期			18/12期				前期比 伸び率	期初(予)比 伸び率
	2Q累計	下期	通期実績	2Q累計	下期	通期(予)	通期		
売上高	1,042	1,189	2,231	1,202	1,311	2,594	2,514	12.7%	-3.1%
営業利益	-5	23	17	68	41	91	110	532.1%	21.4%
経常利益	-4	27	23	62	44	88	106	359.5%	21.5%
親会社株主に帰属する 当期純利益	-15	9	-6	25	-5	20	20	-	-

出所：決算短信よりフィスコ作成

今通期より同社は売上高の内訳について、PIXTA事業（国内及び海外）と新規事業（fotowa、Snapmart等）、及び韓国既存事業の3分類へと開示区分を変更した。収益の中核となっているPIXTA事業（国内及び海外）の売上高は2,276百万円で前期比12.7%増となった。2017年12月期の全社ベースの売上高は伸び率が前期比26.9%だったため、伸び率が鈍化した印象を受けるが、2017年12月期は第2四半期から韓国のTopic Images Inc.の業績を含んでおり、これによって誇張されている部分が多い。PIXTA事業としての成長率としては年率15%程度で着実な成長が続いている。

四半期ベースの売上高推移（新区分）



※：2016年第4四半期より連結子会社であるスナップスマート株式会社の業績を含んでおり、また、2017年第2四半期より連結子会社であるTopic Images Inc.の業績を含んでおります。
 ※：fotowa事業の売上高は、取扱高からフォトグラファーへの支払を控除したネット上で計上しております。

出所：決算説明資料より掲載

PIXTA事業においては、販売方法として単品と定額制があるが、同社は定額制販売の拡大に力を入れている。定額制については、今第2四半期において少量定額プランに繰り越し機能を追加して価格を刷新した。また一方で、下期には定額制に関してクリエイターの報酬割合をアップさせて写真素材投稿のモチベーションの引き上げを図った。これらの施策が奏功して、定額制販売は順調な拡大が続き、2018年12月期通期では777百万円(前期比50.0%増)に達した。

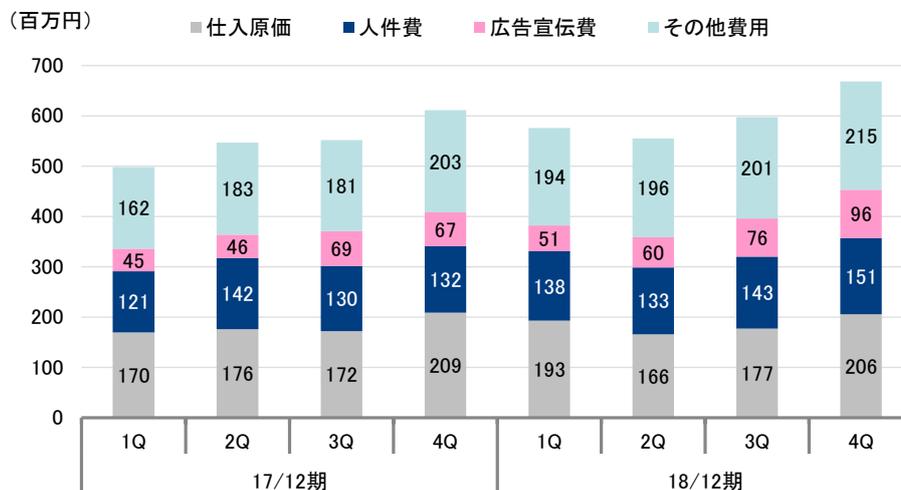
業績動向

新規事業の売上高は fotowa と Snapmart などから構成されるが、現状は fotowa の売上高がかなりの部分を占めているとみられる。その fotowa は、2018 年 12 月期の撮影件数が前期比 1.8 倍と大きく成長した。fotowa 事業の拡大の結果、新規事業全体の 2018 年 12 月期の売上高は 116 百万円（前期比 83.7% 増）となった。

韓国既存事業の売上高は前期比 18.1% 減収の 121 百万円となった。同社は 2017 年 12 月期に Topic Images Inc（以下、Topic）を子会社化したか、Topic は事業の軸足を PIXTA 韓国語版の運営に移している。韓国既存事業とは Topic が従来から手掛け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で、同社はこれを注力事業（事業ドメイン）から外している。それゆえ今後も減収基調をたどる方向にあると考えられる。

一方利益面では、売上原価が前期比 6.7% 増の 997 百万円と、伸び率が売上高のそれを下回った。これは、オンライン・マーケットプレイス型の収益構造を反映して売上高の伸びに比して原価の伸びが小さいという特性が現れたことや、売上に占める定額制の構成比の上昇によって仕入原価の伸びが抑制されたことなどが主因と弊社ではみている。この結果、売上総利益は前期比 219 百万円（16.9%）増益の 1,516 百万円となった。販管費は前期比 126 百万円（9.9%）増の 1,406 百万円となった。fotowa の広告拡大で広告宣伝費が増加したほか、エンジニアの採用拡大で人件費が増加したものの、販管費総額の伸び率は売上総利益のそれを下回った。その結果営業利益は前期比 92 百万円増の 110 百万円となった。

営業費用の四半期推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

タテ展開として国内外の PIXTA 事業の一体的成長を目指す一方、ヨコ展開では fotowa 事業・Snapmart 事業等の新規事業を早期収益化を図る

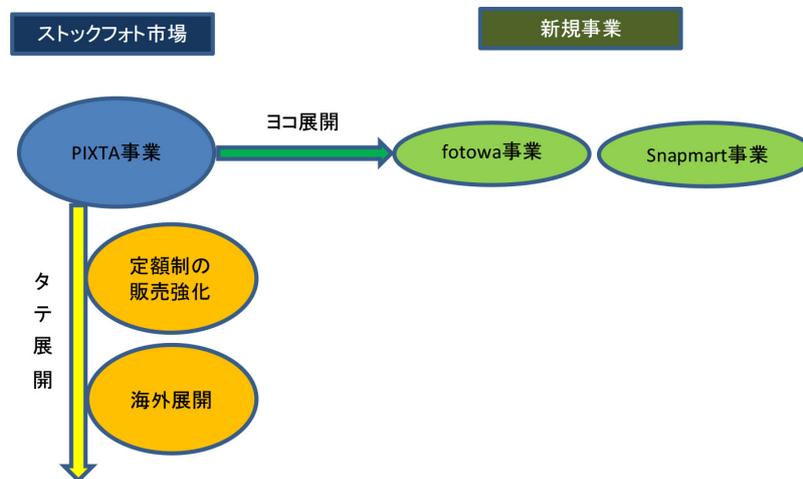
1. 中長期の成長戦略の概要

(1) 中期成長戦略

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。タテ展開の具体的なテーマは、国内 PIXTA 事業の安定成長と、海外 PIXTA 事業の立ち上げ・収益化だ。PIXTA 事業については、国内外で事業モデルが完全に同じである上、コンテンツの充実と販売の双方でポータレス化の流れにあるため、一体的に考えながらの事業展開が理に適っていると言えるだろう。

一方、ヨコ展開の内容は、fotowa 事業と Snapmart 事業などの新規事業の業容拡大及び収益化だ。PIXTA 事業と類似の事業モデル・収益構造となっていることを生かし、PIXTA 事業での知見をヨコ展開に活かすことで成長スピードの加速を狙っている。

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

この成長戦略を実現するための方法論が“PIXTA 成長の方程式”だ。これは国内の PIXTA 事業で実証した結果同社がたどり着いた、いわゆる“成功パターン”のことだ。具体的には、PIXTA の事業モデルは、1) コンテンツ、2) UI（ユーザーインターフェース）、UX（ユーザーエクスペリエンス）、3) トラフィックの3つの要素で構成されており、3要素の掛け算で売上高が決まる。それゆえ、それぞれの要素を最大化・最適化することが売上高の最大化へとつながるが、同社はそのノウハウを国内 PIXTA 事業で蓄積できているということだ。

中長期の成長戦略と進捗状況

もちろん現有のノウハウが究極的に完全無欠のものということではなく、国内 PIXTA 事業自体が成長余地を大きく残しており、その実現の過程では新たなノウハウの積み重ねが期待され、それらがまたタテ展開・ヨコ展開へと応用されていくという流れとなる。

『PIXTA 成長の方程式』



出所：決算説明資料より掲載

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年間を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。投資が特に重かった2017年12月期は一時的に利益が大きく落ち込んだが、2018年12月期は前述のように利益は大分回復した。2019年12月期以降は本格的な回収期へと向かうことになる。

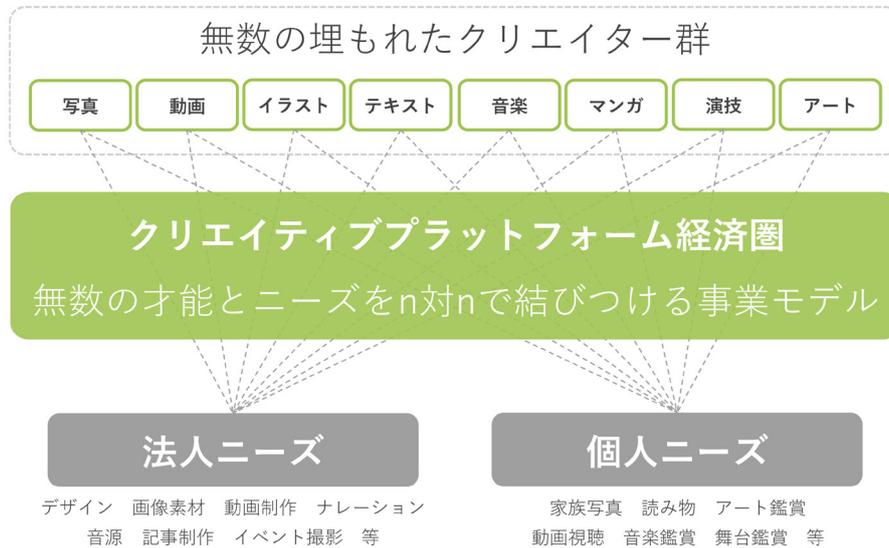
(2) 長期成長戦略

一方同社は、より長期的な成長戦略も有している。それが『クリエイティブプラットフォーム構想』だ。これは、“写真素材を対象としたマーケットプレイスにおいて無数の才能とニーズをn対nで結び付ける”というPIXTA事業の事業モデルの本質を、他のクリエイティブ商材にも拡大させようというものだ。

クリエイティブコンテンツとしては、イラスト、動画（これらはPIXTAの商材として既に取り込まれている）はもちろん、音楽、アート、マンガ、テキストなど様々なモノが想定されている。

中長期の成長戦略と進捗状況

クリエイティブプラットフォーム構想のイメージ



出所：決算説明資料より掲載

アートの中の例えば絵画を例に取ると、現在でも画廊が存在し、画家と買い手の間を取り持っている。しかし同社が想定するクリエイティブプラットフォームでは、既存画廊の役割を大きく超えた機能を果たすことになるのは間違いないとして、どういう方向に拡大していくのか、未知の部分も多い。例えば通常の画廊ではカバーしきれない無名の画家にまで範囲を広げるといった方向性が考えられる。また、絵画の売買だけでなく、現在 Snapmart 事業で展開するオンデマンドサービスのものを絵画の領域で展開するという方向性も考えられる。同社の中ではこのようなものは当然サービスメニューの一部として想定していることだろう。クリエイティブプラットフォーム構想（それはすなわち PIXTA 事業の本質でもあるが）の最大の特長は工夫やアイデア次第で多種多様な“マッチング”を生み出すことができ、それを収益事業化できるということだと弊社では考えている。まだ当面の話ではあるものの、クリエイティブプラットフォーム構想のポテンシャルは非常に大きいと弊社では考えている。

定額制シフトを軸に年率 10% 以上の安定成長を目指す一方、派生型新サービスの開始に向けて着々と準備が進む

2. 国内 PIXTA 事業

(1) 定額制シフトの進捗状況

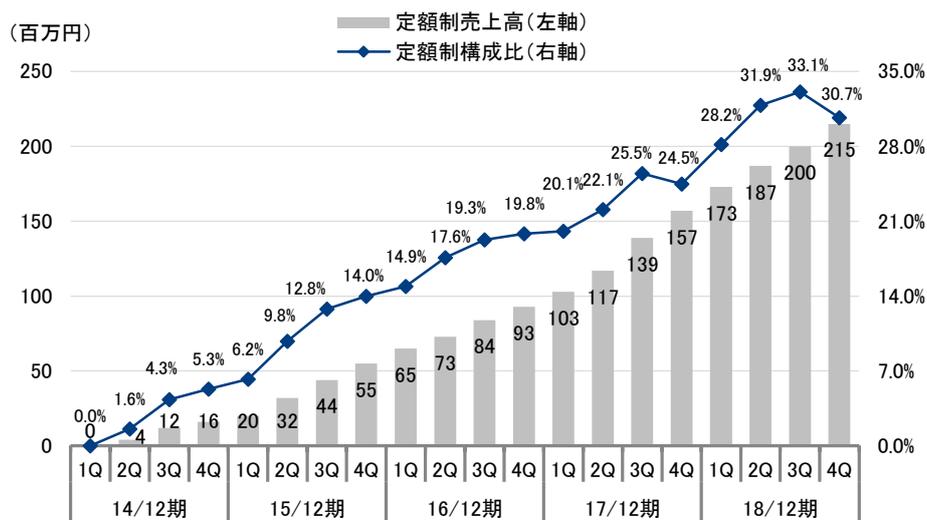
国内 PIXTA 事業では年率 10% 以上の安定成長を目指している。その実現に向けた様々な取り組みの中で、現在同社が特に注力するのが、定額制販売の強化だ。前述の『PIXTA 成長の方程式』においては、UI・UX の要素に該当する。

中長期の成長戦略と進捗状況

定額制は当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。当社は定額制を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。

定額制の伸びは極めて順調だ。2018年12月期通期について当社は758百万円(前期比46.3%増)と計画していたが、最終的には777百万円(前期比50.0%増)で着地した。前述の使い勝手改善に寄与する各種施策が奏功したと考えられる。当社は定額制プランも含めたPIXTA事業の料金体系については、今後も改善の余地が大きく、いまだ試行錯誤の最中にあるとしている。方向性としては単価アップも、価格引き下げによる数量拡大も、両方の方向性が考えられるとしている。またダウンロード数の区分などにも改良の余地がある模様だ。定額制が料金体系の1つとして有力なポジションを確立しつつあるのは疑いないが、細かなファインチューニングによって潜在的需要を具現化する余地はまだ残っており、それも成長のけん引役の1つになると期待される。

定額制売上高と売上構成比の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

(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当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。

当社はPIXTA事業の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。10～20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。

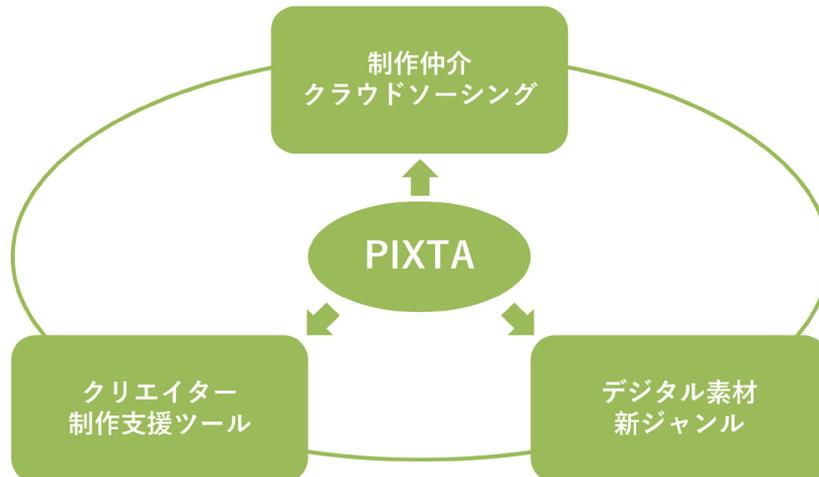
ピクスタ | 2019年3月19日(火)
 3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

中長期の成長戦略と進捗状況

その派生型新サービスの詳細はまだ明らかにされていないが、同社は PIXTA 事業の拡大構想について以下のようなイメージを示している。現行の PIXTA 事業の基盤（クリエイター、ユーザー、コンテンツ）を活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自己マーケティングのためのサイト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。こうした新サービスについて、早ければ2019年12月期から検討が開始される可能性があるかと弊社では推測している。

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：決算説明資料より掲載

パンアジアコンテンツの開発・拡充を柱に 日本の PIXTA 事業との一体感を高めて成長加速を目指す

3. 海外 PIXTA 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を通じた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。

韓国は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があり、同社が最も高い期待を寄せている。この市場を攻略すべく、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。当事業は Topic が運営主体となっているが、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拡大してきている模様だ。

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。また、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いる状況だ。

こうしたなかで、今後のアジア展開は、日本国内の PIXTA 事業とより一体的な運営を進め、国内外の枠を超えた、言わば“アジア PIXTA 事業”として成長を目指す形になっていくものと弊社では推測している。

この背景には、売れ筋のコンテンツとして、“パンアジアコンテンツ”、すなわち、日本や中国といった特定の国ではなく、西洋に対する“東洋”といった、アジア全体に共通するようなファッションやメイクの写真が人気化していることがある。現状はそのスタンダード的なポジションに韓国女性のファッションやメイクが位置しているようだが、韓国に特有なわけではなく、台湾やタイでも共通して見られる現象となっている。こうした現状に鑑み、同社はアジア全域のクリエイターに対してパンアジアコンテンツの制作の指導・教育を強化し、同時に、日本における拡販などを進めていく方針だ。

なお、Topic には PIXTA 韓国語版の運営事業のほかに、ライセンス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。2018年12月期決算から同社は売上高内訳の情報開示の区分けを一新したが、その中で「韓国既存事業」とされているのがこれだ。こちらは PIXTA 事業とは異なるモデルであり、現在、事業の縮小を進めている。2018年12月期から2019年12月期にかけては全社ベースの売上高の伸びを抑制する形となるため、注意が必要だ。

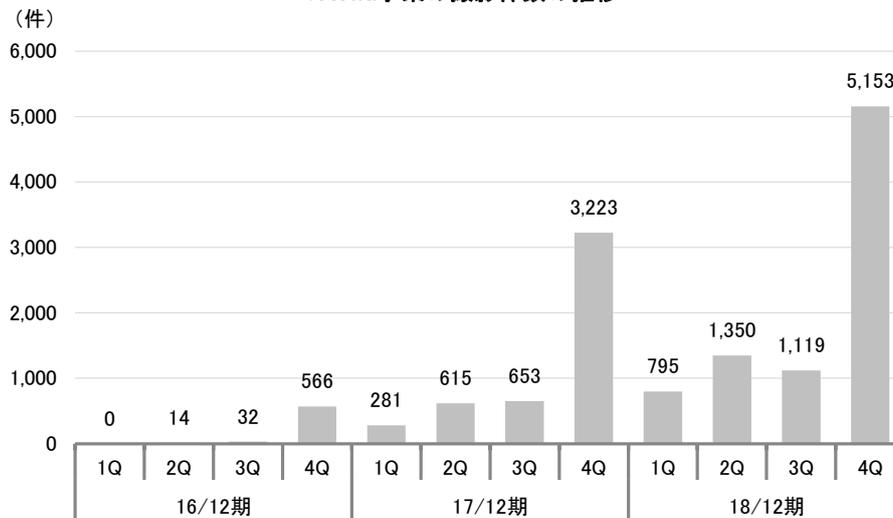
2018年の撮影件数はニューボーンフォトの好調もあり 前期比1.8倍で着地。2019年は新規ジャンルの確立にも注力

4. fotowa 事業

同社は2017年12月期からの先行投資計画において、fotowa事業を主たる強化対象事業の1つと位置付け、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。結果的に2018年12月期第4四半期に秋田・山形・佐賀・宮崎の4県が加わり47都道府県でのサービス提供体制が整った。また登録フォトグラファーも順調に増大した。

2018年12月期は期初に、撮影件数において前期比3倍増となる15,000件を打ち出して強気で臨んだが、実績としては前期比1.8倍の8,417件で着地した。弊社では、3倍増はともかく2倍増は十分達成可能とみていたが、夏場の猛暑によるお宮参り撮影の不調や台風・地震などの自然災害の影響もあって、想定を若干下回る事となった。

photowa事業の撮影件数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

fotowa事業の成長戦略で重要なことは、何か特別な施策よりも出張撮影ニーズの掘り起こしだと弊社では考えている。この点は同社自身も強く感じている模様で、いくつか当初はなかった需要の掘り起こしに成功している。その好例がニューボーンフォトだ。これは生後28日以内の赤ちゃんを撮影するもので、この時期の赤ちゃんは外出が難しいため、出張撮影とピタリとかみ合う。2018年12月期実績では、撮影件数が前年比で4.5倍に増加した。

また、カップルやペット、シニア、法人なども、当初の“子供写真館市場の代替”という狙いを飛び越えたニーズであるが、これらも着実に増加している。

中長期の成長戦略と進捗状況

こうしたニーズの多様化に応じて、料金メニューやサービスメニューの見直し（現行は七五三やお宮参りを念頭に料金や写真のカット数が設定されていると考えられるが、イベントの中身によって参加人数や要求度合い、撮影対象人数なども変わってくると考えられる）なども併せて行うことで、収益拡大につなげることができると弊社では考えている。

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：決算説明資料より掲載

2019年12月期について同社は、2018年12月期実績を踏まえて一段の集客強化に努めるほか、機能・サービスの向上に取り組む方針だ。

集客強化では、オフラインでのイベントや広報露出での認知度拡大、共同イベントやギフト券提携の拡大などに取り組む計画だ。

機能・サービスの向上ではプリント商品の追加でユーザー満足度と客単価を向上させるほか、友だち紹介機能の追加により口コミの拡大を狙う計画だ。

弊社では、これらの施策は非常に的を射たものと考えている。ギフト券連携など外部との提携は提携先の知名度・集客力を活用できるのが魅力だ。プリント商品の追加も重要で、fotowa 事業で唯一欠けていたピース（既存の写真館に負けていた部分）がここだった。ここを手当てすることで、写真館と fotowa を比較検討して最終的に写真館を選んだ層を取り込める可能性が出てきた。

同社の新規事業の中では fotowa 事業の収益貢献が最も近いと考えられる。仕組みづくりを終えれば追加費用はほとんどかからないため、売上高が一定ラインに達して一旦黒字化すれば、その後は安定的に収益貢献が期待できる。これまでの取材等の調査を通じて、弊社では2019年12月期中の単月黒字化は十分可能だと推測している。

事業モデルが確立し、業容拡大に向けた取り組みを本格化へ

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。その結果、マーケットプレイス事業とオンデマンド撮影サービスの2つの事業モデルがほぼ固まってきたこともあり、2019年12月期は一段の成長を目指す方針だ。

具体的な第1歩として、まずはクリエイター基盤の拡大に取り組む予定だ。現状は、スマートフォンのiPhone向けのアプリしかリリースしておらず、片肺飛行状態にあった。今期中にAndroid用アプリをリリースしてクリエイター基盤を拡大させ、またクリエイターコミュニティを強化して、Snapmartの知名度アップや活性化を図る方針だ。

販売面では、マーケットプレイス事業では定額制など料金プランのファインチューニング等を行って訴求力を高める方針だ。一方、オンデマンド撮影サービスでは撮影クリエイターの増大に合わせて、企業側に対する認知度向上の働きかけ（アウトバウンド営業の強化や代理店の開拓など）を進めることを計画している。

Snapmart 事業の成長に向けた施策がいよいよ本格的に動き出すということで、今後の進展が注目される。

■ 今後の見通し

先行投資が一段落する一方、国内 PIXTA 事業を中心に 新規事業・海外展開も着実に成長し、増収増益を予想

● 2019年12月期の業績見通し

2019年12月期について同社は、売上高2,846百万円（前期比13.2%増）、営業利益200百万円（同81.1%増）、経常利益195百万円（同83.1%増）、親会社株主に帰属する当期純利益112百万円（同436.4%増）と引き続き増収・大幅増益を予想している。

今後の見通し

2019年12月期見通しの概要

(単位：百万円)

	18/12期			19/12期	
	2Q累計	下期	通期	通期(予)	前期比伸び率
売上高	1,202	1,311	2,514	2,846	13.2%
営業利益	68	41	110	200	81.1%
経常利益	62	44	106	195	83.1%
親会社株主に帰属する 当期純利益	25	-5	20	112	436.4%

出所：決算短信よりフィスコ作成

売上高の予想について、その内訳が開示されていないが、中核の PIXTA 事業についてはこれまで同様、10%以上の成長を計画している。主力市場である国内 PIXTA 事業については、これまで同様、定額制の普及拡大がけん引役となると考えられる。海外については、クリエイター基盤の充実と、パンアジアコンテンツなどの売れ筋コンテンツの拡充を図ることが第一だ。その上で、それぞれの国内での成長を狙うだけでなく、日本市場でのパンアジアコンテンツの拡販など、アジア全域での一体的な運営強化を通じて成長を目指す方針だ。

新規事業においては fotowa 事業が認知度向上や機能・サービスの強化で高成長が続くと期待される。前期同様、撮影件数で前期比倍増程度を目標としている可能性があるが、それが達成されれば利益の黒字転換も見えてくると弊社では考えている。Snapmart 事業は収益規模の絶対額が小さいため成長率は高くなっても収益貢献は限定的とみている。2019年12月期は Android アプリのリリースや営業強化・代理店開拓といった、事業拡大に向けた体制整備の進捗に注目している。

利益面では、営業利益について前期比 81.1% (90 百万円) 増の 200 百万円を予想している。売上高の増収額が 332 百万円であり、同社の収益モデルがオンライン・マーケットプレイス型で限界利益率が高いことを考えると、十分達成可能と弊社では考えている。期初の会社予想ベースの売上高営業利益率は 7.0% となっている。同社は PIXTA 事業では 20% の営業利益を狙えるとしており、先行投資が一段落した 2019年12月期は、一気に 20% の実現は難しいものの、7% の営業利益率を上回るとは十分あり得ると弊社では考えている。

ピクスタ | 2019年3月19日(火)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

今後の見通し

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	19/12期(予)
売上高	1,068	1,388	1,758	2,231	2,514	2,846
前期比	36.6%	29.9%	26.7%	26.9%	12.7%	13.2%
売上総利益	581	780	1,017	1,296	1,516	-
売上高粗利益率	54.4%	56.2%	57.9%	58.1%	60.3%	-
販売費・一般管理費	483	642	862	1,279	1,406	-
売上高販管費率	45.2%	46.3%	49.1%	57.3%	55.9%	-
営業利益	97	138	155	17	110	200
前期比	-	41.3%	12.4%	-88.8%	532.1%	81.1%
売上高営業利益率	9.2%	10.0%	8.8%	0.8%	4.4%	7.0%
経常利益	98	120	155	23	106	195
前期比	-	22.3%	29.4%	-85.1%	359.5%	83.1%
親会社株主に帰属する当期純利益	90	111	100	-6	20	112
前期比	-	23.3%	-9.7%	-	-	436.4%
分割調整後						
1株当たり当期純利益(円)	46.87	53.75	45.22	-2.70	9.36	50.22
1株当たり純資産(円)	30.62	250.36	295.81	295.45	302.11	-
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
出所：決算短信よりフィスコ作成

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
流動資産	430	937	1,074	1,326	1,485
現預金	259	671	689	835	927
売上債権	120	197	264	406	422
その他	51	69	121	85	136
固定資産	30	53	233	463	416
有形固定資産	4	9	32	31	30
無形固定資産	0	3	93	310	281
投資等	25	40	107	120	104
資産合計	460	990	1,307	1,790	1,901
流動負債	332	432	647	919	1,068
支払債務	200	227	275	377	388
その他	132	205	372	542	680
固定負債	6	0	-	211	157
長期借入金、社債	6	0	-	195	135
その他	0	0	-	16	22
株主資本	120	558	659	653	675
資本金	146	309	309	309	310
資本剰余金	136	299	299	299	300
利益剰余金	-161	-50	50	44	65
その他包括的利益累計額	-	-	-	5	-0
純資産合計	120	558	659	659	676
負債・純資産合計	460	990	1,307	1,790	1,901

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

今後の見通し

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
営業活動によるキャッシュ・フロー	133	149	245	84	287
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1	-26	-223	-193	-86
財務活動によるキャッシュ・フロー	7	300	0	256	-58
現預金換算差額	1	-0	-0	-0	-4
現預金増減	140	424	22	146	137
期首現預金残高	140	281	706	728	875
期末現預金残高	281	706	728	875	1,013

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、2018年12月期についても引き続き無配を決定した。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。

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、配当するよりも本業に投資することが、終局的には株主リターンの最大化につながると考えている。

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・動画等のマーケットプレイス運営企業として、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扱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・加工することは堅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・譲渡することは堅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