

## ピクスタ

3416 東証マザーズ

<https://pixta.co.jp/ir>

2016年10月11日（火）

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

企業調査レポート  
執筆 客員アナリスト  
浅川 裕之

[企業情報はこちら >>>](#)

## ■「fotowa」や無料テンプレート素材等新たな取り組みが順調にスタート、新事業「Snapmart」にも注目

ピクスタ<3416>はデジタル素材（写真、動画、イラスト）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」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。

2016年12月期第2四半期決算は、売上高851百万円（前年同期比31.1%増）、営業利益114百万円（同53.4%増）と増収増益で着地した。サイトリニューアルやSEO対策が奏功し、単品販売月間購入者数や定額制契約数、素材点数などのKPI（重要経営指標）がいずれも順調に伸長した。

ストックフォト市場は、供給サイドにおけるデジタルカメラの高性能化や需要サイドにおけるインターネットメディアの台頭やアナログメディアのデジタル化といった追い風を受けて、拡大が続いている。そうしたなか同社は、供給者・利用者双方でプロ・アマチュアを問わず取り込むモデルが奏功し、日本関連素材での圧倒的な品ぞろえを差別化要因として、“素材点数の充実⇒リピーター利用者の増加⇒収益の安定化”という正の循環の確立に成功している。

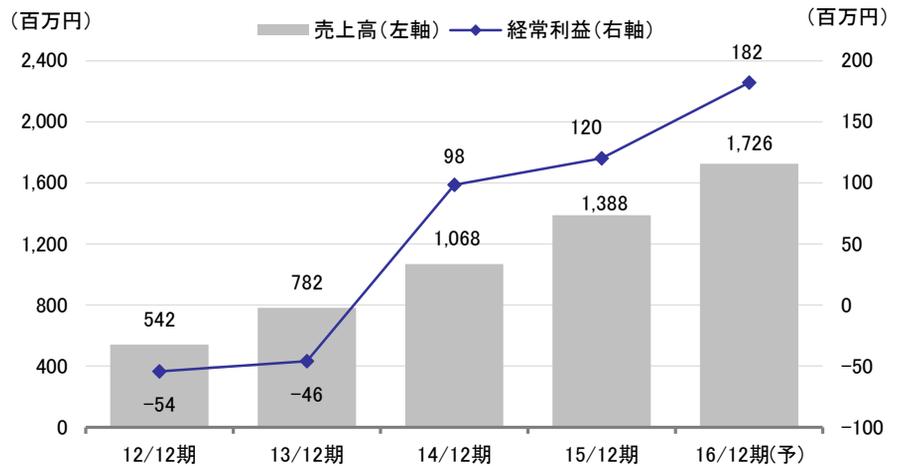
今第2四半期進捗としては、事業全体の安定的な成長に加え、「fotowa」や無料テンプレート素材などの新たな取り組みが順調にスタートを切ったことがある。これに加えて同社は、スマートフォンによる写真素材を対象とするマーケットプレイス Snapmart 事業に進出した。スマートフォンの写真素材は、「PIXTA」で扱うデジタル一眼レフカメラによる写真素材に比べて、“日常の自然な写真”という需要サイドのニーズにマッチした素材が多いとみられ、今後の成長が注目される。

2016年12月期通期については期初予想が維持されている。弊社では第2四半期の進捗からみて無理なく達成できるとみている。来期も今期同様の増収増益ペースが続くと考えている。同社の収益モデルはeコマース事業のそれであり、営業利益率で20%程度は無理なく実現できるとみている。当面は成長投資が続くため営業利益率の改善は緩やかなペースが続くとみているが、中期的成長ポテンシャルは高いと考えている。

## ■ Check Point

- ・16/12期も増収増益見込み、新規事業「fotowa」の拡大に期待
- ・2016年ベトナムに子会社を設立、開発スピード向上とコスト削減効果に期待
- ・「Snapmart」の今後の拡大に注目

業績推移



## ■ 2016年12月期第2四半期決算の分析

### 16/12期2Qは大幅な増収増益、進捗率も順調

#### (1) 決算概要

2016年12月期第2四半期決算は、売上高851百万円(前年同期比31.1%増)、営業利益114百万円(同53.4%増)、経常利益112百万円(同51.2%増)、四半期純利益86百万円(同24.9%増)と増収増益で着地した。

同社は期初に第2四半期予想を公表していないが、通期予想に対する進捗率は、売上高で49.3%、営業利益で63.1%などとなっており、今第2四半期は順調に進捗したと評価できる。同社の売上高には、四半期ごとに需要が積み上がるという傾向があることを考えれば、売上高の進捗率が49.4%というのは、実質的には50%を大きく超えていると言える。

#### 2016年12月期第2四半期決算の概要

(単位:百万円)

	15/12期		16/12期			
	2Q累計	通期	2Q累計	前年同期比	進捗率	通期(予)
売上高	649	1,388	851	31.1%	49.4%	1,726
営業利益	74	138	114	53.4%	63.1%	182
経常利益	74	120	112	51.2%	62.1%	182
四半期純利益	69	111	86	24.9%	74.5%	116

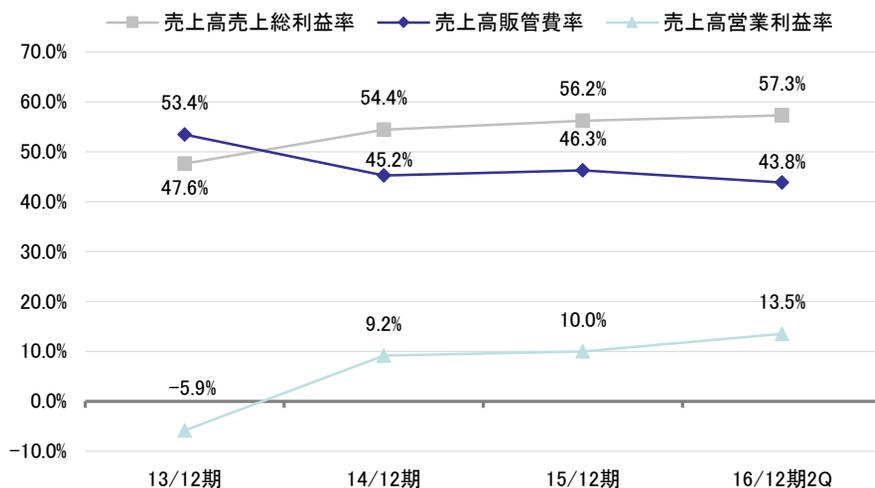
出所: 決算短信よりフィスコ作成

売上高では、マーケットプレイス「PIXTA」のサイトリニューアルを第1四半期に行い、SEO対策強化や検索機能の改善、素材の充実を図った。その結果、KPI(重要経営指標)である単品販売月間購入者数や定額制契約数が順調に拡大し、増収へとつながった。単品販売月間購入者数の第2四半期累計(6ヶ月間の合計値)は102,145人(前年同期比7.2%増)、第2四半期末時点での定額制契約数は842件(同93.6%増)となった。

2016年10月11日（火）

利益面では、販管費においてベトナム子会社設立費用の増加などの要因はあったものの、広告費や人件費の伸びが少なかったことにより、前年同期比 28.2% 増と、売上高の増収率を下回った。その結果、売上高販管費率は、前年同期の 44.8% から今第 2 四半期は 43.8% に 1 ポイント低下した。売上総利益率も定額制契約数の順調な増加等による仕入原価率の改善と、サーバーの効率的運用および円高によるサーバーコストの低下によって、今第 2 四半期は前年同期に比べて 1 ポイント改善した。この結果、売上高営業利益率は前年同期の 11.5% から 2 ポイント改善して 13.5% となり、前年同期比 53.4% 増という高い増益率につながった。

売上総利益率、売上高販管費率及び売上高営業利益率の推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

## (2) 2016年12月期第2四半期中の主な進捗状況

同社は現在、主力の PIXTA 事業に加えて、新規事業「fotowa」の立ち上げなどに取り組んでいる。また第 2 四半期決算発表後の 8 月 23 日には子会社スナップマーケット（株）の設立と事業譲受けが発表された。これについては、成長戦略の項で詳述する。

### a) KPI（重要経営指標）

主力の PIXTA の事業モデルの詳細は後述するが、KPI としては前述の単品販売月間購入者数、定額制販売契約数、デジタル素材点数がある。これらはいずれも、今第 2 四半期において順調な拡大を示した。

単品販売月間購入者は月に 1 回以上購入した人数で、最も基本的な KPI の 1 つだ。四半期累計ベースで見ると、2016 年 12 月期は第 1・第 2 四半期ともに、50,000 人の大台を上回っており、第 2 四半期累計期間（6 ヶ月）では前年同期を 7.2% 上回っている。また、第 2 四半期の 1 人当たりの平均月間購入額については、大口売上等の影響を受けた第 1 四半期には及ばなかったが、購入単価と購入頻度の向上により前年同期比で上昇している。同社が今第 1 四半期において行ったサイトのリニューアルと SEO 対策などの効果がここに明確に現れたと言える。

2016 年 12 月期通期では 12 ヶ月累計で 23 万人超を目標としている。第 2 四半期累計までの進捗率は 44.3% で低く見えるが、需要期は年末需要を抱えた第 4 四半期であるため、これまでのところは順調に推移していると弊社では評価している。



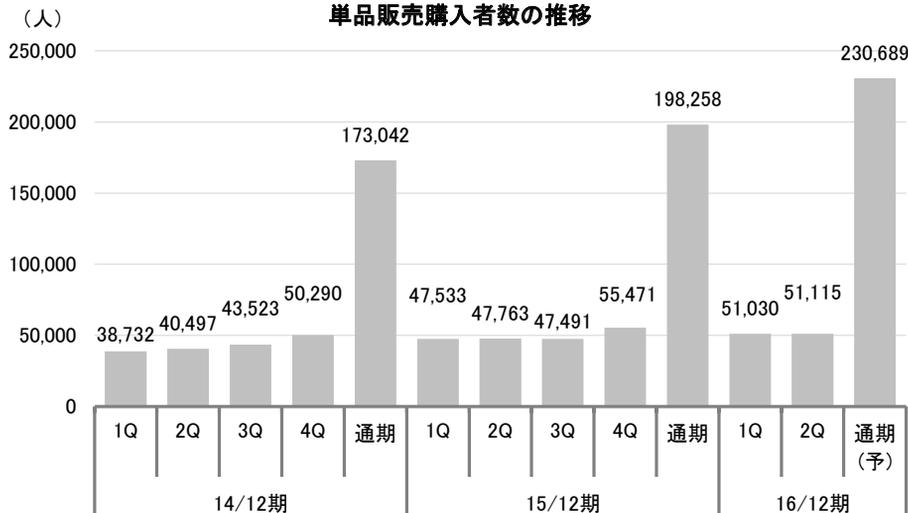
ピクスタ

3416 東証マザーズ

<https://pixta.co.jp/ir>

2016年10月11日（火）

単品販売購入者数の推移

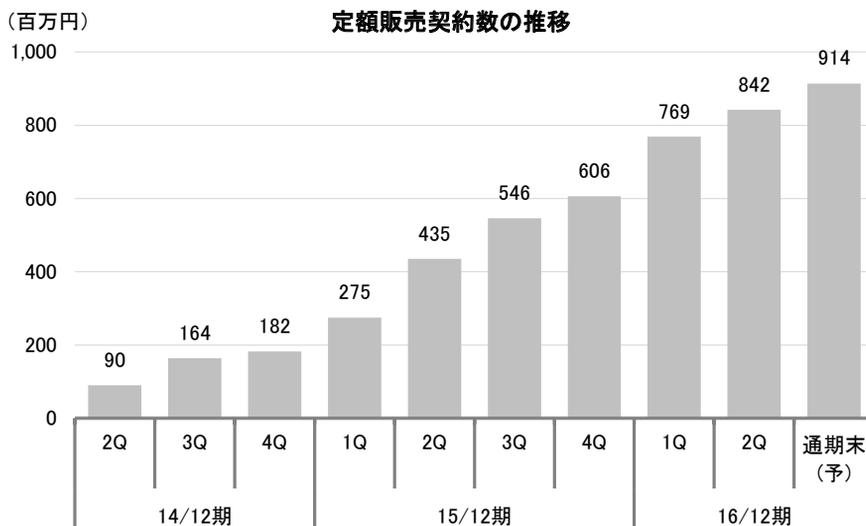


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

定額制販売契約数は、月次更新もしくは1年更新で、一定額で素材をダウンロードできる料金体系だ。ヘビーユーザーにとっては割安である一方、同社にとっても安定収入源の確保につながるため、契約数の拡大に努めている。2016年6月末では契約数が842件と1年前に比べて93.6%の増加となり、今期末時点の目標数914件の達成が十分手の届くところに来た。

今第2四半期は定額制の中のオプション契約とも言える“マルチシートライセンス”の拡大に努めたことが特徴的だ。これは、複数名で共有できる法人向けのライセンスプランで、1契約当たり売上高は大きくなるので同社にもメリットがある。同社は定額制/マルチシートライセンスについてアウトバウンドコールによる営業を行っているが、今第2四半期はWeb経由での申し込み数増加も目立った。これは今第2四半期に行ったサイト改善の効果であるとみられる。

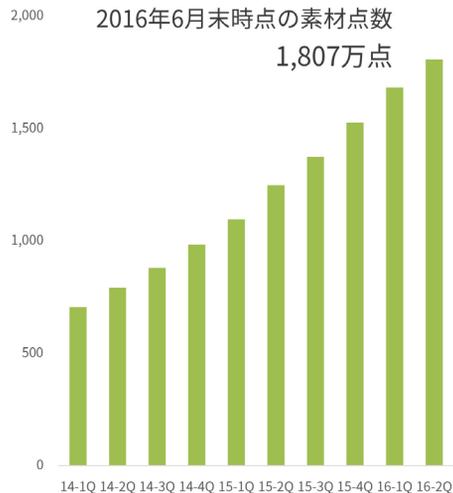
定額販売契約数の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

“品ぞろえ”に当たるデジタル素材点数も重要なKPIだ。2016年6月末時点では1,807万点に達し、こちらも順調に拡大した。同社はクリエイター（素材提供者）の活性化に注力しており、今第2四半期も全国で十数回にわたってセミナー、撮影会等のイベントを催した。また、クリエイター向けの情報サイトにおいて素材の売れ行きランキングや検索上位キーワード、撮影や制作ノウハウなど、クリエイターの創作意欲を高める情報を多数発信しており、そうした地道な工夫が素材点数の拡大につながっているとみられる。

#### 素材点数の四半期推移



(各四半期末時点における販売中の素材点数)

出所：決算説明資料より転載

#### b) 「fotowa（フォトワ）」

同社は、新規事業として個人向けの出張撮影マッチングサービスを2016年2月（実質的には3月初旬）から開始した。一般的な写真館での撮影に比べて、自宅や戸外等で自然な表情やスタイルを撮影できる点や料金や写真データの所有などの点でメリットがあるサービスだ。

同社は現在、登録フォトグラファーを厳選している段階で、着実に登録が増えてきている状況だ。同時に、フォトグラファーに対してセミナーなどを開催し、質の向上にも取り組んでいる最中だ。売上高の金額はまだ多くはないが、徐々に増えてきている状況だ。また、サービスの開始以降サイト改善やWeb広告・オウンドメディアやSNSによる集客にも注力している。同社が考える需要のピークは10月～11月の七五三とみており、それまでにしっかりと受け入れ体制を整える意向だ。将来の収益貢献を議論するのに十分なデータはいまだ積みあがっていないものの、一定の市場において確実な需要があるという手応えは感じており、サービスやサイトを磨き上げたうえでマーケティングをさらに強化していく意向だ。

弊社では、「fotowa」のビジネスモデルにおいてはフォトグラファーのコミュニケーション能力が非常に大事になると考えており、同社が登録フォトグラファーを厳選していることはポジティブであるとみている。潜在的ニーズが大きいと期待されるだけに、じっくり育てようという同社のスタンスは、中長期的にはより良い結果につながるものと弊社では考えている。

#### c) 無料チラシテンプレート素材

同社はライトユーザー（デザインを本業としていない個人やスモールビジネス事業者）獲得のための施策として2016年2月から無料チラシテンプレート素材の提供を開始した。2016年2月に200点のテンプレート素材でサービスを開始したところ、一定の効果が確認できたため、現段階では素材点数を1,000点に拡大した状況にある。2016年6月の新規登録ライトユーザーの数が1年前に比べて73%増加し、このうちの半分以上が無料テンプレート素材経由ということで、期待どおりの効果を挙げることができたものとみられる。

今第2四半期における明確な効果を受けて、同社は今後の展開を検討中だ。弊社では、このまま素材点数を拡大させて現状の流れをさらに太くしたり、他の素材のように投稿制にすることや有料素材の提供など、様々な施策があると考えている。今後の展開について、期待をもって見守りたい。

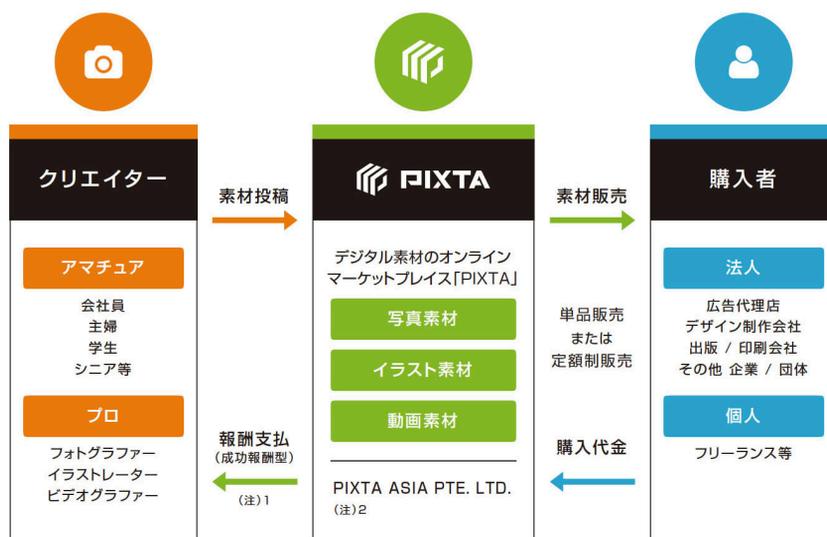
## ■ストックフォト事業の現況

### ライトユーザーにとっても利用しやすい価格・プラン設定

#### (1) 事業モデル

同社の事業は、デジタルマーケット素材のマーケットプレイス「PIXTA」の運営だ。インターネット上に開設したPIXTAという市場に、クリエイターから多くのデジタル素材（現状は写真、動画及びイラスト）を集め、それらを必要としているユーザー（個人・法人）に販売するというものだ。同社はPIXTAに投稿された素材のうち、実際に販売された素材について、クリエイターに対してコミッションを支払う。すなわち、素材の売上が同社の売上高となり、クリエイターへの支払コミッションが仕入原価という構造だ。

「PIXTA」の事業モデルの概念図



(注)

1. 当社は、クリエイターの投稿した素材が実際に売れた場合に、当該クリエイターに対し、販売価格と当社で定める「コミッション率」に応じた「獲得クレジット」を付与します。クリエイターは、保有する「獲得クレジット」が当社の定める最低支払基準額を超えた時点で、希望する金額を、希望するタイミングで換金申請することができます。

2. PIXTA ASIA PTE. LTD. は、アジアにおける素材調達支援を含めた海外展開支援業務を行っております。

出所：目論見書より掲載

#### a) デジタル素材の仕入とコミッション

商材であるデジタル素材は、プロフェッショナル及びアマチュアのクリエイターからの投稿によって成り立っている。同社がクリエイターに支払うコミッションは、クリエイターの登録状況や販売実績などによって、販売価格の22%～58%の範囲に設定されている。以上は単品販売の場合であり、定額制による販売の場合や、当該素材について購入者がエクストラライセンスで購入した場合には、別のコミッション率が適用される。

2016年10月11日(火)

写真・イラストのコミッション率の例

	写真・イラスト素材				動画・映像素材	
	一般クリエイター	専属クリエイター	人物専属クリエイター	定額制		
通常	22～42%	30～53%	42～58%	0.25～0.4クレジット	通常	40%
独占販売権設定	30～48%	-	-	0.25～0.4クレジット	独占販売権設定	50%
エクストラライセンス	(通常販売金額+エクストラライセンス金額)×コミッション率(%)			-	エクストラライセンス	設定なし

出所：同社 HP よりフィスコ作成

b) 販売先と販売代金

デジタル素材販売の料金プランは大きく2つだ。1つは“単品販売”で、利用者が1点ごとに購入する形式だ。もう1つは“定額制販売”で、月次(30日)更新と1年更新を選択でき、さらに最大購入(ダウンロード)数でも選択が可能となっている。

競合他社の例を見ると、定額制は各社とも採用しているが、海外勢は複数素材のバック料金を採用しているケースが多く単品販売のケースは少ない。価格水準では、全体的には同社が最も割安な水準にあると弊社では判断している。単品販売と併せて、個人や一般企業などのライトユーザーにとっては最も利用しやすい価格・プラン設定と言える。

素材の販売価格の例

単品販売			定額制				
写真・イラスト素材			映像素材			プラン	価格
サイズ	価格(円)	用途	サイズ	価格(円)	用途		
S	540	Web用	Web(S)	2,160	モバイルサイト向け	毎日25ダウンロード/30日更新	37,800円/月
M	1,620	はがき/A5印刷用	Web(L)	3,780	PCサイト向け	毎日25ダウンロード/1年更新	29,700円/月
L	3,240	A4印刷用	NTSC/PAL	5,400	SD向け		356,400円/年
XL	5,400	A3～印刷用	HD720	7,560	ハイビジョン向け	30日間250ダウンロード/30日更新	58,320円/月
V	3,780	ベクター素材	HD1080	9,720	フルハイビジョン向け		

注：価格は税込み。上記は料金プランの一例。

出所：同社 HP よりフィスコ作成

c) コスト構造

同社のコスト構造は、基本的にはeコマース(EC)のそれだ。すなわち、売上高の拡大に比べて費用の増加のペースは緩やかであり、売上高が一定のラインを超えると利益率が急速に拡大するという構造だ。弊社では、他のEC企業の例や同社のビジネスモデルの特性などに照らして、20%程度には無理なく到達できると考えている。ただし、現在、同社はまだ成長投資のステージにあるため、利益率改善について過度な期待をかけるのは避けるべきであろう。

同社の費用構造を見ると、仕入原価はクリエイターへのコミッションであり、これは変動費的性格を持つ。コミッション率が低下基調にある背景には、途中でコミッション率の改定を行ったことと、定額制利用者数が増加してきていることがある。コミッション率はクリエイターの投稿数にも影響するため、極端に絞り込むのは難しいと思われるが、定額制利用者数の増加が続けば、今後も仕入原価の構成比の低減基調は継続すると弊社ではみている。

サーバーコストは固定費と変動費の両方の性格を持っている。素材点数の増加によってこの費用も増加が予想されるが、直線状ではなく階段状に増加するイメージだ。



## ピクスタ

3416 東証マザーズ

<https://pixta.co.jp/ir>

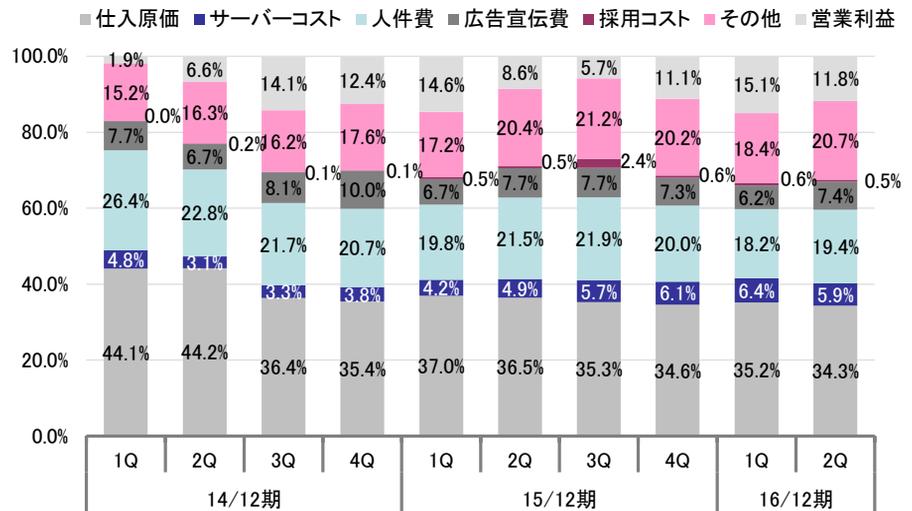
2016年10月11日（火）

人件費は固定費の性格が強いが、同社は人員増強を図っている段階にあるため、対売上高比率は当面は大きく下がらない見通しだ。現在主に増強しているのはエンジニアだ。人手不足ということもあって採用コストも無視できないレベルでかかるケースがある。同社は低コストで優秀なエンジニアの採用のためにベトナムに開発拠点を設立した。中長期的にはこうした施策も利益率アップに貢献してくると期待される。

広告宣伝費は変動費だ。過去の推移を見ると売上高の7%～8%程度で推移していることがわかる。媒体としてはインターネット広告が中心となっている。同社の特徴は、販売促進につながるSEO対策などを自社で行っている点だ。費用を抑えながら効率的なマーケティングを目指している。

“その他”の構成比が高くなっているが、この中には業務委託費や一過性の費用など、性格の異なる様々なものが含まれている。2016年12月期第2四半期においては、ベトナム子会社の設立および運営に関する費用もここに含まれている。

各費用項目と営業利益の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

## プロ限定だった市場にアマチュアを呼び込むことに成功、新たな市場を創り出した

### (2) ピクスタの特徴と強み

同社の強みの各ポイントは以下に詳述するが、重要な視点は「アマチュア」であると考えている。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。従来はプロ限定だった写真の商業利用について、同社は「PIXTA」という新たなマーケットプレイス（市場）を創出し、そこに売り買い双方においてアマチュアを呼び込むことに成功した。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。

#### a) 圧倒的な国内素材数

同社は1,807万点（2016年6月時点）の素材を有している。総点数では海外勢との比較で差があるのは否定できないが、特徴ある品ぞろえで強みを出している。それは日本関連の素材だ。ユーザーが日本人主体ということに加えて、日本の文化や自然に対する注目度合いが世界的に高い点も同社に有利と言える。マーケットプレイスという事業モデルでは、量（素材点数）の多寡が利用価値の高低に直結する（後述する“ネットワーク外部性”）ため、日本関連という限定された分野であっても、そこでトップの地位にあることは明確な強みと言える。

同社は創立後、短期間でデジタル素材を積み上げることに成功しているが、この背景にはアマチュアのクリエイターの存在がある。2016年6月時点でのクリエイター数は約205,000人で、そのうちの約90%がアマチュアとなっている。同社が、アマチュア・クリエイターからの投稿数増加と質の向上を目指して、セミナーや撮影会など様々な施策を恒常的に実施している。

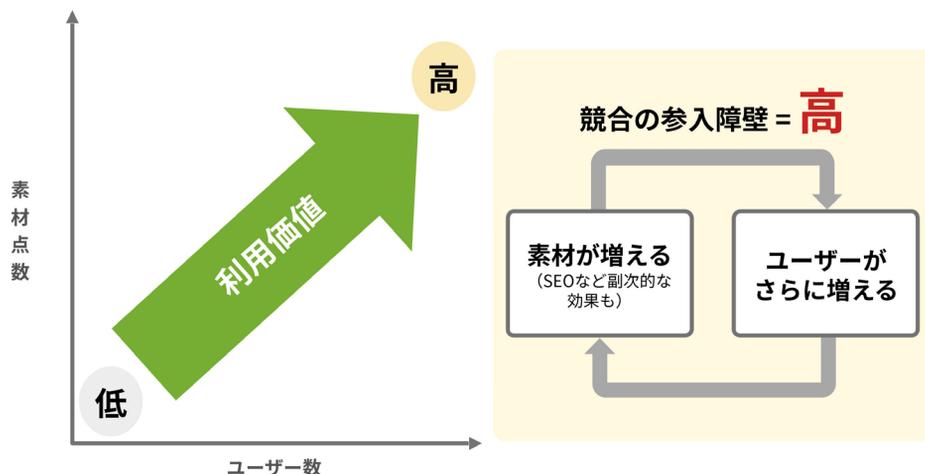
## ピクスタ

3416 東証マザーズ

<https://pixta.co.jp/ir>

2016年10月11日（火）

『圧倒的な国内素材数』のイメージ図



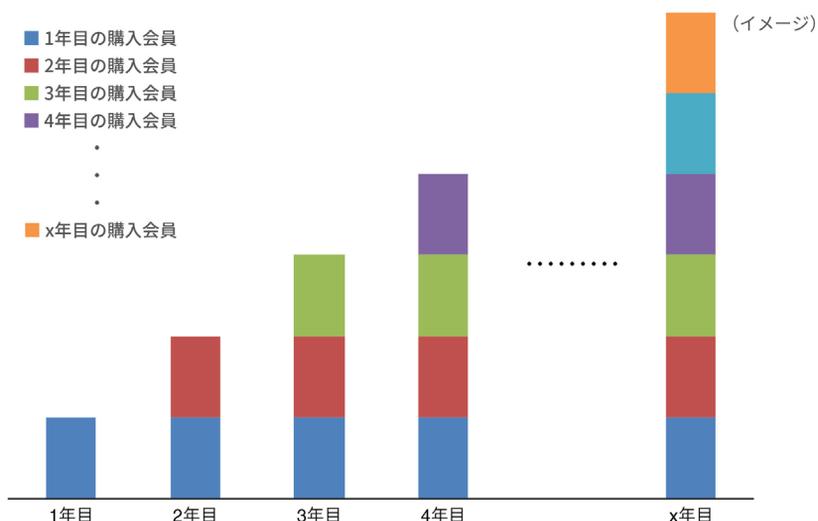
出所：成長可能性に関する資料より掲載

### b) 安定的な収益モデル

同社の事業モデルはリピート購入者が積み上がっていくことで安定的に収益が増加する積み上げ型収益モデルということだ。この収益モデルがワークするためには、前述したように、素材点数が継続して増えることが必要になるが、この点で同社が強みを有していることは前述のとおりだ。

素材点数の多さがリピーターの増加につながり安定収益をもたらすという循環を創り、継続するには、燃料や触媒が必要だ。弊社では、同社の顧客ターゲットとそれに合わせた料金体系がそれに当たると理解している。同社はライトユーザー（デザインを本業としない個人や一般企業）と呼ぶアマチュア層を重要な市場と位置付けており、その掘り起こしに注力している。これに合わせた料金プランが単品販売制で、ライトユーザーにとって使いやすく、また、競合他社に対する差別化要因ともなっている。こうした工夫の結果、“素材点数の充実⇒リピーター利用者の増加⇒収益の安定化”という流れを確立することに成功している。

リピート購入者による積み上げ型収益モデルのイメージ図



出所：成長可能性に関する資料より掲載

### c) 蓄積されたデータ・ノウハウの活用

同社は素材の販売動向などを分析し、そこから得られた“売れる”素材作りのノウハウをクリエイターに提供している。さらには情報提供にとどまらず、撮影技術向上のためのセミナーやワークショップや撮影会を全国で開催している。

同社の行なっている特徴的な取り組みとして、「人物専属クリエイター」の強化がある。これは人気のある人物写真を、「PIXTA」にエクスクルーシブ（専属）で投稿してくれるクリエイターのことだ。言わば「売れ筋商品（売れるクリエイター）の囲い込み」戦略と言えるだろう。また、同社のサイトにおいては売上上位の素材をランキング形式で表示している。購入者に対するアピールと、クリエイターに対する“売れる写真”作りのインスパイア（啓発）の2つの狙いが込められている。

こうした施策は、まさに同社が有するデータとノウハウによるものであり、こうした地道な努力が、前述の“素材点数の充実⇒リピーター利用者の増加⇒収益の安定化”という正の循環にも大きく貢献している。

### 『蓄積されたデータ・ノウハウの活用』のイメージ



出所：成長可能性に関する資料より掲載

### d) ネットワーク外部性

ネットワーク外部性とは、あるサービスの利用者が増加するほどそのサービスの利便性や効用が増加することを言う。ネットワーク外部性が存在する場合、新規加入者の便益は既存加入者数に依存するため、ある程度の加入者数が集まるまでは普及が遅々として進まないが、ある一定の水準を超えたところから急激に普及が進むという現象が見られる。上述の a) から c) で述べたように、同社のサービスにもこのネットワーク外部性が存在していると言える。“素材点数の充実⇒リピーター利用者の増加⇒収益の安定化”という正の循環は、ネットワーク外部性そのものと言える。同社は日本関連素材では、海外勢も含めた競合他社を大きく上回っている。他社が類似サービスを始めた場合、一定レベルのクリエイター及び写真素材数を集めるまでには相当の時間を要することが想像され、それが参入障壁として働くと考えられる。

## 時代と共に取り下ろし市場からストックフォト市場へ

### (3) スtockフォト市場の状況

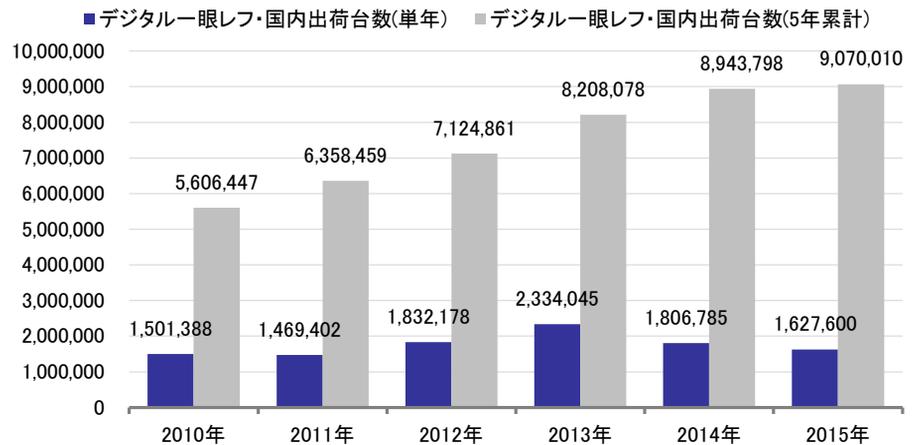
#### a) 市場の全体像

「PIXTA」では写真、イラストおよび動画を取り扱っている。中でも現在の中心は写真だ。写真市場は大きく2つある。1つは、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。言わば注文撮影市場といえる。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そのものを表象するデータは存在していないが、ストックフォト市場の拡大を説明する要因は比較的簡単に見つけられる。

供給側の要因の1つとして高性能のデジタルカメラの普及を挙げることができる。デジタル一眼レフカメラ（統計上はデジタルスチルカメラの“レンズ交換式”で集計）について、カメラの使用サイクルなども考えて直近5年間の累計出荷台数で見ると、2015年末の段階で907万台となった（日本向け出荷台数）。カメラの高性能化で誰もがクリエイターになれる状況が出来上がっており、「PIXTA」の登場でそれが一気に開花したと言えるかもしれない。

#### デジタル一眼レフカメラの出荷台数の推移（単年と、5年間累計）



出所：一般社団法人カメラ映像機器工業会の統計からフィスコ作成

出所：一般社団法人カメラ映像機器工業会の統計よりフィスコ作成

需要側にもストックフォト市場拡大を後押しする要因が数多く存在している。そもそも、文字だけで説明するよりも写真やイラストを活用したほうがメッセージ力は強まる。テクノロジーの発達により、インターネットメディアが台頭したほか、伝統的なアナログメディア（書籍、新聞など）もデジタル化が進んだ。デジタル化の最大のメリットは画像コンテンツを低コストで簡単に利用可能となったことにあり、ストックフォトに代表される「PIXTA」で取り扱うデジタル素材へのニーズは将来的にもますます高くなると考えられる。このことを示す具体的な数値としては、インターネット広告市場の推移や、SNSサービスの利用者数などのデータを援用できるだろう。

また、利用者の視点としては、画像・映像を扱う主体が、プロからアマチュアへと拡大したことも指摘できる。供給者についてはカメラのところで前述したが、需要家側においても、ソフトウェアなどの発達で、誰もが簡単に画像を目的に合わせて利用することが可能になっている。このように環境変化と利用者層拡大の2つの軸によって、ストックフォト市場が拡大している状況にある。

### b) 競合環境

同社と似た事業を手掛ける企業はほかにもある。ストックフォトの販売という意味では、世界的には米国の Getty Images や Shutterstock が大手に位置付けられるほか、国内企業としてはアマナ〈2402〉が存在している。ただし、Getty Images とアマナはプロによるストックフォト販売を主体としている点で、同社と異なるというのが弊社の理解だ。ストックフォト（及びその他のデジタル素材）市場では、ユーザー層のすそ野が大きく拡大しており、その結果、ニーズもまた多種多様であるため、各社がそれぞれの成長シナリオや事業戦略のもとで共存していくことは、十分可能だとみている。

### ピクスタと類似企業の比較

会社名	ピクスタ株式会社	株式会社アマナ	Shutterstock, Inc.	Getty Images
マーケットプレースのブランド	PIXTA (びくすた)	amanaimages (あまないいめーじず)	Shutterstock (しゃつたーすとつく)	gettyimages (げつていいめーじず) Thinkstock iStock
設立年	2005年	1979年	2003年	1995年
本社所在地	東京都渋谷区	東京都品川区	ニューヨーク, NY	シアトル, WA
上場市場	東証マザーズ	東証マザーズ	ニューヨーク証券取引所	未上場
コード	3416	2402	SSTK	-
上場年	2015年	2004年	-	-
決算期	12月	12月	12月	-
売上高	1,388百万円(2015年)	19,645百万円(2015年)	425百万ドル(2015年)	-
営業利益	138百万円(2015年)	-1,029百万円(2015年)	41百万ドル(2015年)	-
取扱い素材	静止画	○	○	○
	動画	○	○	○
	イラスト	○	○	-
	音素材	-	○	○
	その他	チラシテンプレート	フォント、筆文字	-
主な素材調達先	プロフェッショナル アマチュア	プロフェッショナル (一部アマチュア)	プロフェッショナル アマチュア	プロフェッショナル (一部アマチュア)
素材点数	1,807万点 日本関連素材中心 (2016年6月現在)	-	7,600万点 欧米関連素材中心 (2016年2月現在)	欧米関連素材中心 8,000万点
料金体系	単品販売と定額制の 2つの料金体系 (詳細は別表参照)	ロイヤルティフリー(RF)と ライツマネージド(RM) 大別。どちらも単品販売	定額制と、ワンタイムで 複数画像のバック料金	定額制と、ワンタイムで複 数画像のバック料金。 RMもあり
アクティブユーザー	198,258人(2015年)	-	1,300,000人(2016年現在)	-
素材提供者数	約205,000人(2016年6月)	-	約95,000人(2015年)	-
ダウンロード数	-	-	1億4,000万回(2015年)	-

出所:各社HPよりフィスコ作成

同社は、当初から「PIXTA」のメインプレイヤーとしてアマチュア（クリエイターとユーザーの双方）を想定していたのに対し、競合他社はプロフェッショナルを基本に、アマチュア（特に、“ハイアマチュア”や“セミプロ”の層）に一部門戸を広げているといった印象を受ける。これは各社の購入価格や購入プランの違いに着目すると理解できるだろう。アマチュアとプロのクリエイターの素材にはそれぞれに見合った需要が存在しているため、どちらが良いという議論はあまり意味がないだろう。現在は、アマチュア対応という点で同社の独自性が際立つ状況となっており、それが同社の安定的な収益拡大につながっていると弊社では考えている。

同社のアマチュア活用戦略が結果的に“参入障壁”につながっている点も指摘しておきたい。アマチュア受け入れは、実は言うほど簡単ではない。写真の受け入れに際して審査を行う必要があり、不特定多数のアマチュア・クリエイターの膨大な投稿を、正確性と効率性を両立させながら処理するのは、ノウハウと技術が必要だ。新規参入業者が同社のレベルに達するまでには相当程度の時間と投資を要するだろう。

同社の分析では、足元の国内のストックフォト市場において、ストックフォト及びその中でのアマチュア層を意識した注力度合いにおいて、競合他社の注力度合いが減ってきている印象を受けるとのことだ。これが事実であれば、同社にとっては良好な市場環境になりつつあると言えるだろう。

## 子会社スナップマートを設立、新事業「Snapmart」を譲受け。 今後の展開に注目

### (4) 成長戦略

同社は成長戦略として「顧客基盤の拡大」、「動画素材市場への本格参入」及び「海外販売の強化」の3点を掲げている。顧客基盤の拡大に関しては、素材の品揃えの充実と新規顧客層の開拓によって単品ユーザー層をさらに拡大することと、より高単価でより継続性の高い定額制ユーザーの拡大が中心施策となっている。前述した「ネットワーク外部性」の正の循環が同社においてはワークしている状況にあるため、同社の思惑どおり顧客基盤は拡大していくと弊社ではみている。動画素材市場は前述のようにこれから最も成長率が高い分野と目されており、同社も素材調達と販売の双方で営業を強化するとみられる。海外については、対応言語を英語、中国語、タイ語へと順次拡大してマーケットとしての海外展開を行うほか、ベトナムに子会社を設立し、開発拠点としても海外展開を追求している。

上述の3つの基本戦略のもと、同社は具体的な取り組みを行っている。「fotowa」や無料テンプレートの現状については冒頭の第2四半期決算の項で述べたとおりだ。一方、今期において、注目すべき進展があった。子会社スナップマートの設立と事業譲り受けだ。

#### a) Snapmart 事業

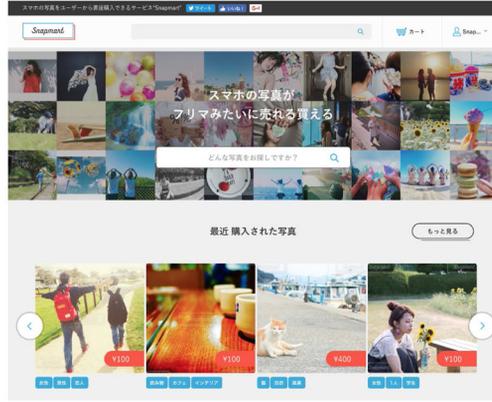
同社は2016年8月23日、子会社スナップマートの設立と、スマートフォンで撮影した写真を購入するサービスであるSnapmart事業を9月1日付で(株)オプトインキュベートから譲り受けることを発表した。

Snapmart事業はオプトインキュベート社内のベンチャー事業として2016年6月に立ち上がったばかりである。

デジタル一眼レフカメラで撮影されたものを対象とする「PIXTA」と、スマートフォンから投稿されたものを対象とする「Snapmart」とでは、想定されるユーザー層や利用目的、個々のデジタル素材に求められる要素や画質など、言わばビジネスとしての世界観において大きな差がある。それを踏まえて同社はSnapmart事業を「PIXTA」に吸収せずにスナップマートにおいて「Snapmart」ブランドで展開することを選択した。

弊社は、かねてよりスマートフォンにより撮影されたデジタル素材の取扱にもビジネスチャンスがあるのではないかと考えていたが、早くもそれが実現した形となった。スマートフォンとデジタル一眼レフカメラについて、日常的に持ち歩く人の数の違いは明白だ。それゆえ、画素数などで差はあっても、面白い写真や動画はスマートフォンの中にこそ数多く眠っていると考えられる。実質的な事業開始はこれからであり収益貢献を判断するに十分な材料はないが、中期的には一定の存在感のある収益規模に成長するポテンシャルはあると弊社では考えている。

Snapmart の概要

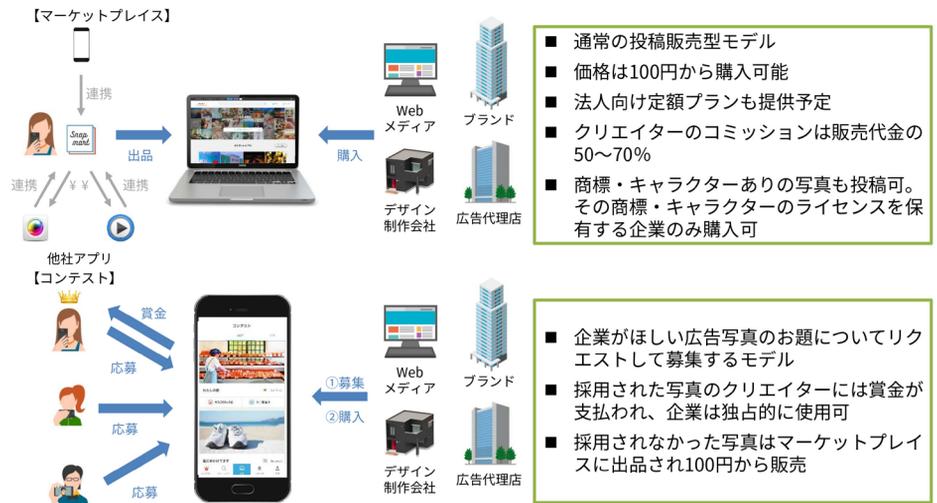


【Snapmart概要】

- サービス開始：2016年6月1日
  - URL：<https://snapmart.jp/>
  - 投稿写真数（8月20日時点）：193,602枚
  - 一般ユーザーがスマホで撮影した写真を出品し、企業に広告素材写真として販売できるマーケットプレイス
- 【サービス提供の背景】
- スマホによる写真投稿文化が定着した結果、各種写真共有アプリにおける写真投稿は日々数億枚を超えている状況
  - 一方で、企業は自社の広告素材として一般ユーザーが投稿した自然な写真を使用したニーズが増加

出所：ニュースリリースより転載

snapmart 事業の事業モデル



出所：ニュースリリースより転載

今後も成長のための様々な施策が生み出される可能性がある。それらは自社開発のほか、今回のような事業譲受・M&A や事業提携など、様々な手法が考えられる。特に事業提携のチャンスは豊富ではないかと考えている。そう考える大きな理由は、「PIXTA」がカメラを趣味とする人に対し、お金を稼ぐ仕組みを提供している点にある。カメラはどちらかと言えばお金を消費する趣味だが、「PIXTA」の登場で“実益を兼ねる”ことが誰にでも可能になった。このインパクトは大きいと弊社では考えている。

例えば、カメラの販売会社やカメラメーカーと提携し、「PIXTA」のクレジット（コミッション）をカメラの購入に活用するような仕組みが考えられる。また、同様の仕組みをDPE事業者や印刷業者との提携につなげることも可能であろう。同社が既に行っているAPI※導入策は「PIXTA」の写真購入者の増加目的としたものだが、弊社が想像するようなケースはクリエイターの増加に寄与する施策と言える。「PIXTA」事業にはネットワーク外部性が認められ、投稿素材点数と販売とが、車の両輪の関係で伸長していくという構造となっている。そのためには様々な形のアライアンスを積極的に行う必要があると弊社では考えている。

※ Application Programming Interface の略。外部サービスの中にPIXTAを組み込み、当該サービスのユーザーがそのサービスから直接PIXTAを利用できる仕組み。

## ■業績動向

### 16/12 期も増収増益見込み、新規事業の拡大にも期待

#### (1) 2016年12月期通期見通し

2016年12月期について同社は、売上高1,726百万円（前期比24.4%増）、営業利益182百万円（同31.6%増）、経常利益182百万円（同51.3%増）、当期純利益116百万円（同4.4%増）と予想している。これらの数値は、期初予想から変更はない。

前述のように今第2四半期の進捗が順調であり、今下期についても同様の事業環境が続き、通期の業績予想は無理なく達成される可能性が高いと弊社では考えている。今下期の注目点は以下のようなところだと考えている。

PIXTA 事業では、同社は引き続きサイトの内容を充実させて、クリエイターとユーザーの双方にとって魅力度を高めていく方針だ。一義的にはKPIの推移が注目点であるが、一段掘り下げたところでは定額制契約の中のマルチシートライセンスの普及度合いや、人物専属クリエイター（売れ筋の人物写真を「PIXTA」に専門に投稿するクリエイター）など売れ筋商品の囲い込みの進展などに注目していきたいと考えている。

新規事業では「fotowa」が今秋訪れる初の需要期（七五三シーズン）においてどのよう  
に需要を掘り起こせるかに注目している。この結果によって fotowa 事業の今後の事業展開のイメージがより明確になるとみられる。

さらには、「Snapmart」の展開も要注目点だ。スマートフォン写真によるストックフォト事業は、PIXTA 事業とは世界観が大きく異なるのは前述のとおりだ。一方で、手軽でより身近なスマートフォン写真を扱うため、「PIXTA」以上に浸透する可能性もある。同社がこの市場をどのように作り上げていくのか、期待をもって見守りたい。

### 具体的な数値目標は公表していないが、20%～30%の増収率は十分可能か

#### (2) 2017年12月期の考え方

ストックフォト事業の伸びや業界環境は2017年12月期も継続するとの前提に立てば、同社の収益もまた、これまでの延長線上に沿った成長が続くと期待することは、十分合理性があると弊社では考えている。同社自身は具体的な収益目標の数値は公表していないが、弊社では2016年12月期同様、20%～30%程度の増収率は十分可能だと考えている。

注目点として、これまで各KPI、fotowa及びSnapmart事業の進捗に加え、海外事業の進捗にも目を向けたいと考えている。同社は比較的早くから市場としての海外に目を向け、多言語対応を進めてきた。そうした市場としての海外展開に加え、開発拠点としても海外に目を向け、2016年にベトナムに子会社を設立した。今後の開発スピードの向上とコスト削減効果が期待される。

利益面では、業容拡大に応じて人員増加（それに合わせた本社移転も）などを進めており、費用の絶対値は増加基調にあるが、その増加率は売上高の増収率を下回っており、結果的に売上高営業利益率が拡大しつつある。このペースが狂う要因としては、「Snapmart」や「fotowa」などの新規事業での大型投資や、新たなM&Aを決断した場合などが考えられる。こうした不確定要素を除けば、2017年12月期においても基本的に利益率拡大傾向は続くと考えられ、増収と相まって利益面での大幅増益が継続する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		
			2Q 累計	下期 (予)	16/12期 (予)
売上高	1,068	1,388	851	875	1,726
前期比	36.6%	29.9%	31.1%	18.4%	24.4%
売上総利益	581	780	487	-	-
売上高売上総利益率	54.4%	56.2%	57.3%	-	-
販売費・一般管理費	483	642	372	-	-
売上高販管費率	45.2%	46.3%	43.8%	-	-
営業利益	97	138	114	68	182
前期比	-	41.3%	53.4%	5.8%	31.6%
売上高営業利益率	9.2%	10.0%	13.5%	7.8%	10.5%
経常利益	98	120	112	70	182
前期比	-	22.3%	51.2%	51.1%	51.3%
当期純利益	90	111	86	30	116
前期比	-	23.3%	24.9%	-30.3%	4.4%
分割調整後					
1株当たり利益(円)	46.87	53.75	38.73	13.54	52.26
1株当たり純資産(円)	30.62	250.36	-	-	-

## 簡略化貸借対照表

(単位:百万円)

	14/12期	15/12期	16/12期 2Q
流動資産	430	937	1,081
現預金	259	671	746
売上債権	120	197	232
その他	51	69	103
固定資産	30	53	77
有形固定資産	4	9	8
無形固定資産	0	3	25
投資等	25	40	43
資産合計	460	990	1,159
流動負債	332	432	513
支払債務	200	227	254
その他	132	205	259
固定負債	6	-	-
長期借入金、社債	6	-	-
株主資本	120	558	645
資本金	146	309	309
資本剰余金	136	299	299
利益剰余金	-161	-50	36
純資産合計	120	558	645
負債・純資産合計	460	990	1,159

## 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 2Q
営業活動によるキャッシュフロー	133	149	134
投資活動によるキャッシュフロー	-1	-26	-23
財務活動によるキャッシュフロー	7	300	0
現預金換算差額	2	2	-3
現預金増減	141	425	107
期首現預金残高	140	281	706
期末現預金残高	281	706	813

## ■ 株主還元

### 現状では成長投資に資金を投入

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、これまでのところは無配となっている。2016年12月期についても、業績の引き続いての順調な拡大を予想するものの、配当については無配の見通しを公表している。

同社は配当開始についての考え方として、将来における安定的かつ継続的な利益還元を行う前提として、事業基盤の整備状況、今後の事業展開、業績や財政状況などを総合的に勘案した上で配当を検討して行きたい、としている。

弊社では、PIXTA事業が順調に拡大していることで同社が配当を行う体力はできつつあるものの、Snapmart事業の事業譲受にみられるように、成長戦略案件も目白押しの状況であると認識している。したがって、当面は配当よりも成長投資に資金を投入することが、株主により寄与するものと考えている。

#### ディスクレーマー（免責条項）

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