

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 >>>

2017 年 4 月 7 日 (金)

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. 2016 年 12 月期は事前予想を上回り、増収増益で着地	01
2. 2017 年 12 月期は成長のために、主に 4 つの分野で積極投資を断行	01
3. PIXTA 事業の知見を生かして成算の高い投資内容となる見通し	01
4. 2017 年 12 月期からの 2 年間はしゃがみ込み、2019 年 12 月期に大きく飛躍へ	01
■ 事業概要	02
1. 事業モデル	02
2. ピクスタの特長と強み	05
3. スtockフォト市場の状況	06
■ 業績動向	08
1. 2016 年 12 月期決算の概要	08
2. KPI（重要経営評価指標）の状況	10
■ 中長期の成長戦略	11
1. 成長戦略の概要	11
2. 成長戦略の 2 つの論点	13
3. 成長戦略：定額制販売の強化	14
4. 成長戦略：海外展開	15
5. 成長戦略；fotowa 事業の拡大	16
6. 成長戦略：Snapmart 事業の拡大	18
■ 今後の見通し	19
1. 2017 年 12 月期見通し	19
2. 2018 年 12 月期の考え方	21
■ 株主還元策	23

■ 要約

2019 年 12 月期の大きな飛躍に向けて、 2017 年 12 月期から先行投資を断行

ピクスタ <3416> はデジタル素材 (写真、イラスト、動画) 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. 2016 年 12 月期は事前予想を上回り、増収増益で着地

同社の 2016 年 12 月期は、前期比増収増益で、事前予想を上回って着地した。主力の PIXTA 事業では、単品販売において購入者数、平均単価ともに堅調に推移したほか、同社が注力する定額制販売でも契約企業数が期初計画を上回って増加した。原価面では定額制販売増の結果、仕入原価が減少し、売上総利益率は一段と改善した。人員増や本社移転等で販管費率が上昇したため営業利益率は低下したものの、利益額では前期比増益を達成した。

2. 2017 年 12 月期は成長のために、主に 4 つの分野で積極投資を断行

同社は 2017 年 12 月期において前期比減益を甘受して将来の成長のために積極投資を行う方針だ。内容は、PIXTA 事業の深耕・進化のタテ展開における定額制販売強化・海外展開強化に、新市場へのヨコ展開としての fotowa 事業・Snapmart 事業の強化を加えた計 4 分野だ。

3. PIXTA 事業の知見を生かして成算の高い投資内容となる見通し

同社の成長投資は、特に PIXTA 事業のタテ展開において PIXTA で得られた知見を活用できるため、成功可能性が高いと弊社では考えている。定額制販売では認知度が上昇するなか、料金メニューを拡充して契約の加速的増加を狙っている。海外展開では、2 月 24 日に韓国でストックフォト事業を手掛ける Topic の買収が発表された。

4. 2017 年 12 月期からの 2 年間はしゃがみ込み、2019 年 12 月期に大きく飛躍へ

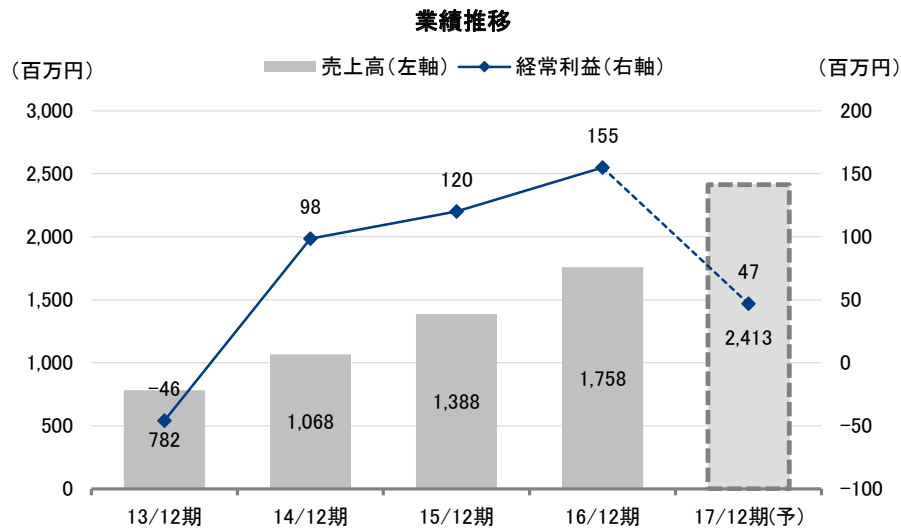
2017 年 12 月期は“種まき”年であり、積極投資による費用増加を反映して前期比で大幅増収・大幅減益の予想となっている。2018 年 12 月期は“育成”の時期に当たり、同期においても成長投資が続く可能性が高いと弊社では考えている。2019 年 12 月期は“収穫”の年になるとみられ、増収増益基調への回帰が期待される。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

要約

Key Points

- ・強みを生かして成長著しい国内ストックフォト市場で優位性を確立
- ・PIXTA 事業の深耕・進化のタテ展開と、新市場へのヨコ展開で成長を追求
- ・成長投資のタイミング及び成算の 2 つの点で妥当性・説得力があると評価



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』を運営

1. 事業モデル

同社の主たる事業は、“デジタル素材のマーケットプレイス『PIXTA』の運営”だ。PIXTA というインターネット上に開設された市場に、クリエイター（素材提供者）から多くのデジタル素材（写真、イラスト、動画）を集め、それらを必要としているユーザー（法人・個人）に販売するというものだ。同社は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報酬（コミッション）を支払う。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

事業概要

ピクスタの事業モデルの概念図



注：上記のほか、2017 年 3 月に韓国の Topic Images Inc. の株式を取得し連結子会社化している
出所：有価証券報告書より掲載

(1) 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。

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	40%
独占販売権設定	30 ～ 48%	-	-	0.25 ～ 0.4 クレジット	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) X コミッション率 (%) -				設定なし

出所：ホームページよりフィスコ作成

事業概要

(2) ユーザーと料金プラン

PTXTA のユーザーは法人がメインだが、広告代理店やデザイン制作会社、マスメディアから一般企業、フリーランスなどの個人まで幅広い。用途は、法人では広告制作 (Web、リアル) や商品デザイン、パンフレット、書籍、TV 番組などさまざま。個人はホームページやプレゼン資料等での利用のほか、毎年年末にかけて年賀状素材の利用も多くみられるという。

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、定額制販売は各社とも採用しているが、海外勢は複数素材のパ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、一般企業や個人などのライトユーザーにとっても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						定額制販売	
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	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	25 ダウンロード / 1 年更新	29,700 円 / 月 356,400 円 / 年
L	3,240	A4 印刷用	NTSC / PAL	5,400	SD 向け	250 ダウンロード / 30 日更新	58,320 円 / 月
XL	5,400	A3 ~印刷用	HD 720	7,560	ハイビジョン向け		
V	3,780	ベクター素材	HD 1080	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。

※：1 名利用の場合。別途、割安な価格で素材を複数名で共有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

(3) コスト構造

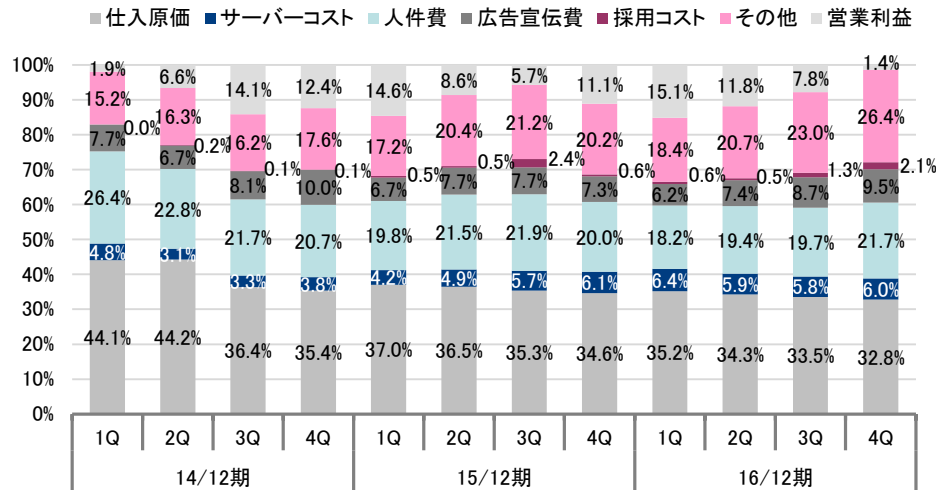
同社のコスト構造は、基本的には e コマース (EC) のそれだと弊社では理解している。すなわち、売上高の拡大に比べて費用の増加のペースは緩やかであり、売上高が一定のラインを超えると利益率が急速に拡大するという構造だ。

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。後述するように、同社は定額制販売の拡大を成長戦略の 1 つに位置付けている。

ピクスタ | 2017年4月7日(金)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

事業概要

四半期各費用項目と営業利益の対売上高比率の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

アマチュアの積極活用と日本をテーマにした素材の充実度に強み

2. ピクスタの特長と強み

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」とであると弊社では考えている。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。

(1)『圧倒的な国内素材点数』

同社は2,260万点超（2017年2月末時点）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（いわゆる“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。2017年2月末時点でのクリエイター数は約220,000人で、そのうちの約90%がアマチュアとみられる。同社は、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。

事業概要

(2) 『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、同社の顧客基盤の拡大がそれにあたると理解している。同社は素材を頻繁に利用する広告代理店やデザイン制作会社等のいわゆるヘビーユーザー層に加え、ライトユーザー（デザインを本業としない一般企業や個人）と呼ぶ非デザイナー層への素材利用の拡大を試みており、潜在顧客の掘り起こしに注力している。その一環として、2016 年にはデザインスキルがなくても簡単にチラシやポスターなどを作成できる「チラシテンプレート」素材を無料で提供するなどの施策を実施し、ライトユーザー層の会員登録増加につなげた。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”という流れがより強固に確立していくものとみられる。

(3) 『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、売れる素材の数的拡大に取り組んでいる。

具体的には、撮影技術向上のためのセミナー、ワークショップや撮影会を全国で開催している。また、同社のサイトにおいて売上げ上位の写真をランキング形式で表示し、クリエイターに対して“売れる写真”作りのインスパイア（啓発）を提供している。さらに踏み込んで「人物専属クリエイター」（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）の強化などにも注力している。これは、「売れ筋商品（売れるクリエイター）の囲い込み」戦略と言えるものだ。

こうした施策は、同社が有するデータとノウハウ活用の好例であり、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。弊社では PIXTA の事業モデルは、同社とクリエイターが Win-Win の関係を築くことができる点にも特長があると考えており、今後もこうしたデータとノウハウ活用の施策がさらに工夫されて実行されていくと期待している。

強みを生かして成長著しい国内ストックフォト市場で優位性を確立

3. スtockフォト市場の状況

(1) 市場の全体像

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 | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

事業概要

ストックフォト市場が拡大している背景には、供給側の要因として高性能のデジタルカメラの普及などが、需要側の要因として SNS やインターネットメディアの台頭、伝統的なアナログメディア（書籍、新聞など）のデジタル化などがある。

(2) 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 (ぴくすた)	amanaimages (あまないめーじず)	Shutterstock (しゃったーすとく)	gettyimages (げっていいめーじず) 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	1,758 百万円 (2016 年)	19,645 百万円 (2015 年)	425 百万ドル (2015 年)	-
営業利益	155 百万円 (2016 年)	-1,029 百万円 (2015 年)	41 百万ドル (2015 年)	-
取扱い素材	写真	○	○	○
	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	-
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	2,260 万点 日本関連素材中心 (2017 年 2 月末現在)	-	7,600 万点 欧米関連素材中心 (2016 年 2 月現在)	8,000 万点 欧米関連素材中心
料金体系	単品販売と定額制販売の 2 つの料金体系 (詳細は別表参照)	ロイヤリティフリー (RF) とライツマネージド (RM) に大別。どちらも 単品販売	定額制販売と、 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
アクティブユーザー	215,551 人 (2016 年)	-	1,460,000 人 (2015 年)	-
素材提供者数	約 220,000 人 (2017 年 2 月末現在)	-	約 95,000 人 (2015 年)	-
ダウンロード数	-	-	1 億 4,000 万回 (2015 年)	-

出所：各社ホームページ等よりフィスコ作成

事業概要

特長と強みの項で述べたように、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。それに対して競合他社はプロフェッショナルを基軸とし、アマチュアに徐々に広がっているといった印象を受ける。この違いが、各社の料金プランの違いとなっていると弊社では考えている。また、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。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ためには高度なノウハウと技術が必要なためだ。

業績動向

2016 年 12 月期は前期比増収増益で、予想に対しても超過達成で着地

1. 2016 年 12 月期決算の概要

同社の 2016 年 12 月期決算は、売上高 1,758 百万円（前期比 26.7% 増）、営業利益 155 百万円（同 12.4% 増）、経常利益 155 百万円（同 29.4% 増）、親会社株主に帰属する当期純利益 100 百万円（同 9.7% 減）で着地した。（同社は 2016 年 12 月期から連結決算期に移行したため、前期比伸び率は参考値）

同社は 2016 年 8 月に 100% 子会社スナップマート（株）を設立し子会社化したことに伴い、連結決算に移行した。また、本社移転費用として特別損失を計上することとなり、2016 年 12 月期の業績見通しを下方修正した。その修正予想との比較では、売上高及び各利益項目は超過達成となった。

2016 年 12 月期決算の概要

（単位：百万円）

	15/12 期	16/12 期				
	通期実績	通期期初予想 (単体)	通期修正予想 (連結)	通期実績 (連結)	前期比 伸び率 (参考)	修正予想比 伸び率
売上高	1,388	1,726	1,726	1,758	26.7%	1.9%
営業利益	138	182	142	155	12.4%	9.5%
経常利益	120	182	139	155	29.4%	12.1%
当期純利益	111	116	86	100	-9.7%	17.3%

注：2016 年 12 月期から連結決算に移行したため、前期比伸び率は参考値
出所：決算短信よりフィスコ作成

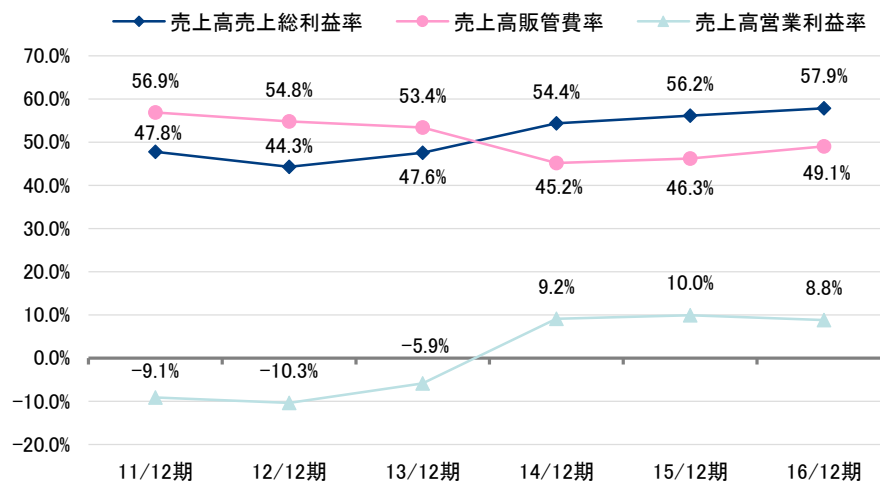
同社はサービスメニューの拡充を行っているが、現時点では主力の PIXTA 事業が圧倒的に収益の中核を占めているとみられる。同社は第 1 四半期にマーケットプレイス『PIXTA』のサイトリニューアルを行い、SEO 対策強化や検索機能の改善などに取り組むとともに、素材の充実を図った。こうした施策が PIXTA 事業の各種 KPI（重要経営評価指標）を押し上げ、売上高の増数へとつながった。（KPI の詳細は後述）

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

業績動向

これに対して原価面では、最大費目の仕入原価（素材提供者への支払いコミッション）の対売上高比率が、定額制販売の増加で低下基調をたどっている。この結果、2016 年 12 月期の売上高売上総利益率は 57.9% と前期の 56.2% から改善した。しかし販管費において業容拡大に伴って人件費や採用コストが増加したほか、第 4 四半期には本社移転の費用も加わり、通期の売上高販管費率は 49.1% と前期の 46.3% から上昇した。その結果、売上高営業利益率は、8.8% と前期の 10.0% から低下した。

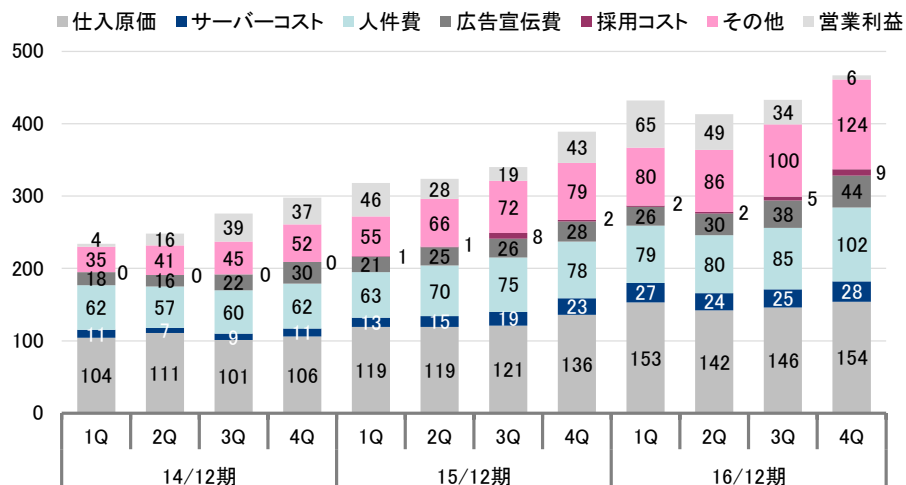
売上総利益率、売上高販管費率及び売上高営業利益率の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

四半期営業利益及び費用の推移

(百万円)



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

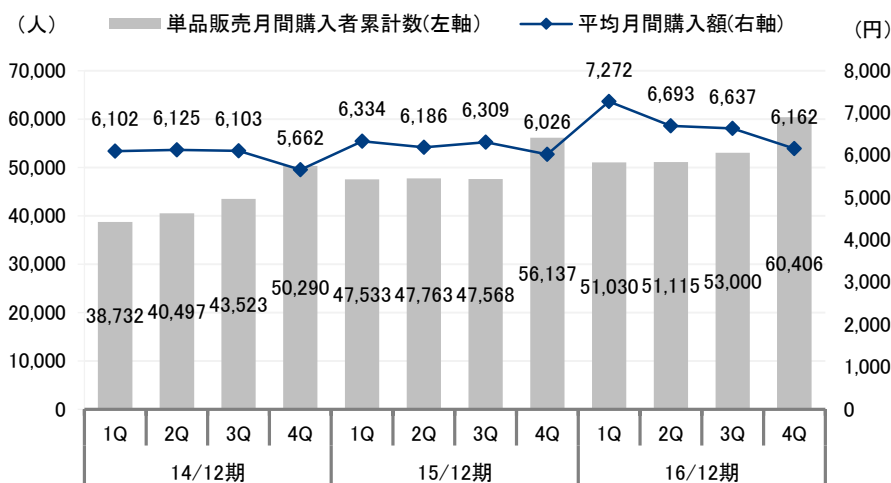
業績動向

主要 KPI は順調に伸長

2. KPI（重要経営評価指標）の状況

主要販売形態の単品販売においては月間購入者数（月に 1 回以上購入した人の数）と平均単価が KPI となる。2016 年 12 月期は月間購入者が順調に拡大したほか、平均販売単価も 6,000 円台を維持して好調に推移した。月間購入者の四半期累計では、第 4 四半期において 60,406 人の過去最高を記録し、年間累計でも前期比 8.3% 増の 215,551 人に達した。ただし年間目標としていた 230,689 人には未達だった。

単品販売月間購入者年間累計数と平均単価の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

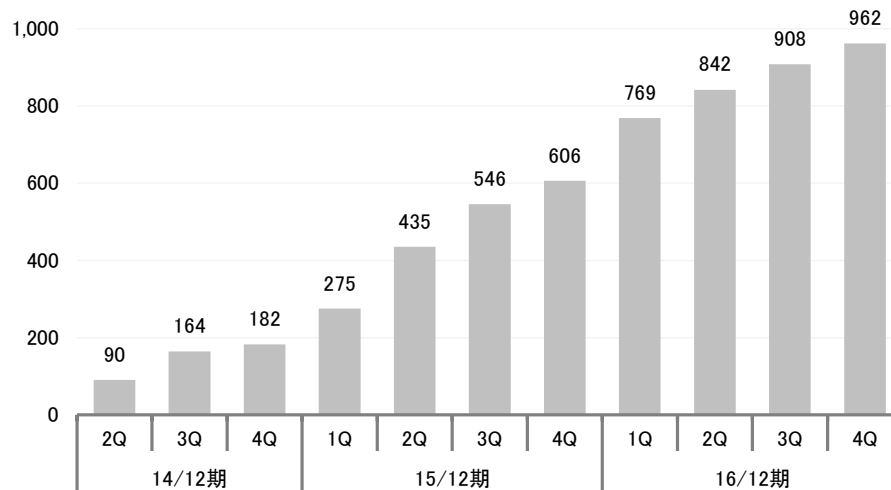
同社が拡大を急ぐ定額制販売では、その契約数が KPI だ。こちらも順調に拡大した。期末契約数 962 件と、1 年前の 606 件から 356 件、前四半期末から 54 件増大させて、期末の目標値であった 914 件を大きく上回った。Web サイト上での訴求強化や、マルチシートライセンス（※）の営業が奏功し契約増につながった。

※ 複数名で共有できる法人向けライセンス。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

業績動向

定額販売期末契約数



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

■ 中長期の成長戦略

PIXTA 事業の深耕・進化のタテ展開と、 新市場へのヨコ展開で成長を追求

1. 成長戦略の概要

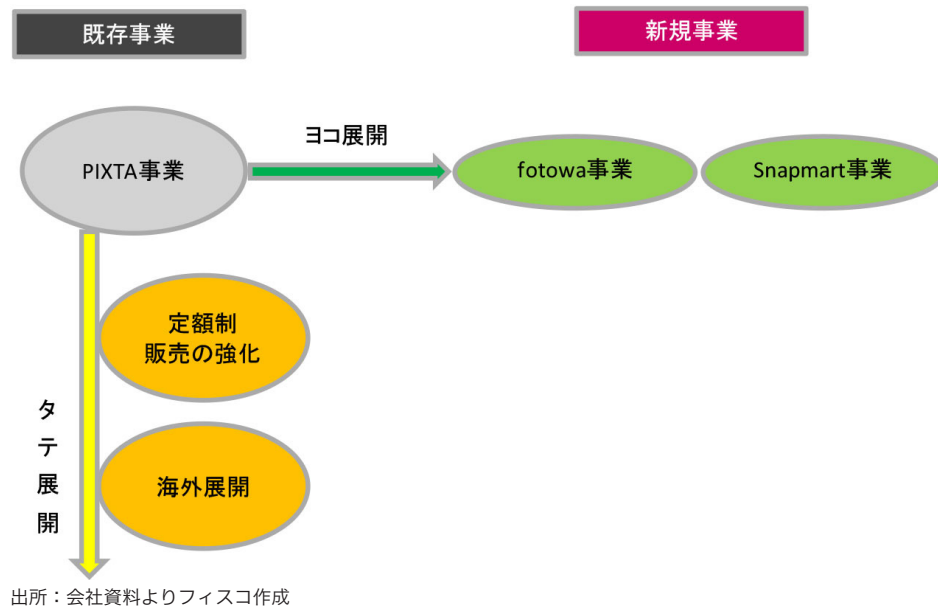
同社は、2017 年 12 月期を成長のための積極投資の 1 年と位置付け、これまで順調に続いてきた業績拡大が一時的に止まることを甘受してでも、将来の成長のために先行的に費用を投下することを決定した。同社の、将来成長に向けた布石は実は以前から打たれてきた。出張撮影サービス「fotowa」の開始やスマートフォン写真のマーケットプレイス「Snapmart」事業の譲受、『PIXTA』の多言語対応やタイ・台湾での市場参入などがそれに当たる。2017 年 12 月期においては、国内 PIXTA 事業からの安定的な収入を活用して投資を積極化させ、布石を果実に転化させようということだ。

同社の成長戦略を図で描くと、ストックフォトのマーケットプレイスである『PIXTA』を中心に、それを深耕・進化させることで成長を企図している。言わば事業のタテ展開で、ここでは定額販売強化及び海外展開の 2 点が投資のテーマとなっている。もう 1 つは『PIXTA』とは別の市場での事業展開、すなわちヨコ展開で、fotowa 事業、Snapmart 事業がそれに当たる。このように、2017 年 12 月期の成長投資は、主としてこの 4 分野に対して行われることになる見通しだ。この 4 つの投資テーマについては後に詳述する。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

中長期の成長戦略

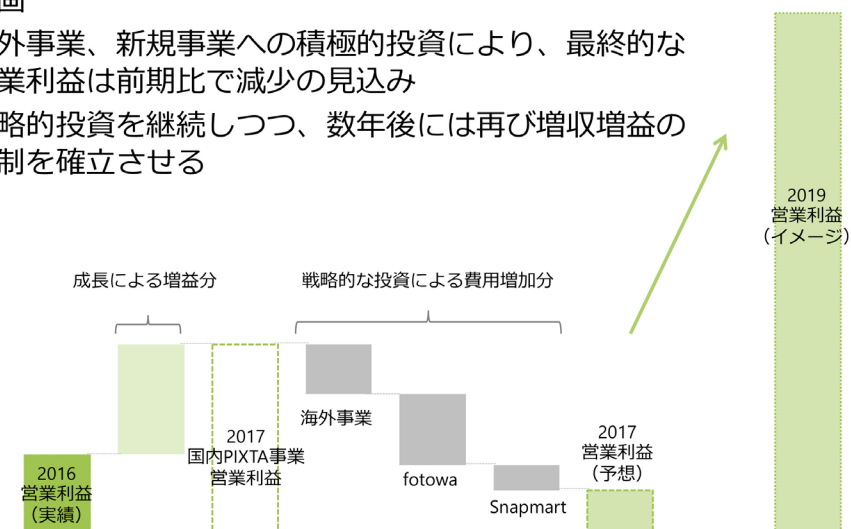
ピクスタの成長戦略の全体像イメージ



積極投資後の利益成長について、同社が描いたイメージ図からは、同社が 2019 年 12 月期に大きく利益を伸ばして成長軌道に回帰することを想定していることが読み取れる。こうした投資とリターンの関係から、今回同社が取り組む施策は 2017 年 12 月期 - 2019 年 12 月期の 3 ヶ年中期経営計画の一部だと言えるだろう。2018 年 12 月期については現状では詳しい言及がされていないが、これは 2017 年 12 月期の投資の進捗状況を見ながら対応していく方針のためとみられる。

今後の成長のイメージ

- 国内PIXTA事業は各種施策の継続により引き続き成長を計画
- 海外事業、新規事業への積極的投資により、最終的な営業利益は前期比で減少の見込み
- 戦略的投資を継続しつつ、数年後には再び増収増益の体制を確立させる



成長投資のタイミング及び成算の 2 つの点で 妥当性・説得力があると評価

2. 成長戦略の 2 つの論点

同社が成長投資に取り組むことについてまったく異論はない。しかしながら、いくつか押さえておかねばならないポイントがある。弊社では、以下の 2 点が特に重要なポイントと考え、経営陣とのディスカッション及び考察を行った。

(1) なぜ今なのか？

同社の主力事業の『PIXTA』は順調に成長を続けて収益が安定化してきているのは弊社も認識しているところだ。しかしながら、同社の収益規模は売上高が 2,000 百万円に届かず、営業利益率も 10% に達していない (2016 年 12 月期実績ベース)。ストックフォト市場では海外大手との競合もある。2017 年 12 月期が積極投資に打って出るベストのタイミングなのか？というのは弊社のみならず投資家・株主に共通の疑問だろう。

この点について同社は、少なくとも日本のストックフォト市場に関しては、『PIXTA』の事業基盤は強固なものとして確立したとの自信を示した。その大きな根拠として、日本をテーマにしたデジタル素材点数で圧倒的にライバルに差をつけていることを挙げている。

弊社では、この点は大いに説得力があると考えている。日本人が日本人向けに情報発信を行ううえでは、日本の風景や日本人の登場人物がより自然で違和感がないのは言うまでもない。日本をテーマにした素材の充実が『PIXTA』の強みであり、同社が急成長を遂げた主たる理由でもある。『PIXTA』からの安定収益を投資に充てることは充分正当化できると弊社では考えている。

同社はもう 1 つの理由として、ストックフォトのみならず広く“写真”を取り巻く環境変化の速さと、それに呼応する形で、上場企業としての同社に対する様々なアプローチの増加を挙げている。アプローチの中には提携や M&A 提案なども含まれる。

同社は、大きな変化が 5 年から 10 年の間隔で起こっており、それがだんだん早くなっていると認識している。他社の動きも活発化しているなかで、新市場・新ビジネスをリードする立場で参入していかないと、後発組として後からひっくり返すのは著しく困難だという考えを有している。具体例として、2016 年の『fotowa』の開始や Snapmart 事業の譲受の背景には、他社とのスピード勝負という側面が大きな要素としてあったとしている。

“スピード”が投資を決定する重要な動機であることも広く認識されている。問題はスピードと資金のどちらを優先して判断するかであるが、同社が PIXTA 事業の収益安定性を確認した上でスピードの観点から今回の積極投資を決断したと、弊社では理解している。この理解が正しいとするならば、投資のタイミングについての判断は妥当だと評価できると考えている。

“写真”を取り巻く環境変化

- a) フィルムからデジタルへの変化（限られたプロだけでなく、スキル・センスがあれば誰でも高品質な写真を撮影可能に）
- b) インターネット普及とそれに伴うネットメディア・SNS などの隆盛（デジタル画像が簡単に利用できるようになったことで、広告代理店や制作会社だけでなく一般企業などへも活用の裾野が広がる）
- c) デジタルデバイスの多様化（スマートフォン、デジタルサイネージ、電子書籍などでの画像素材のニーズ拡大）
- d) リッチメディア化にともなう素材のニーズ多様化（写真・イラストのみ→動画や音のニーズ増加）

(2) 2 年間で成果を本当に挙げ得るのか？

この点については同社経営陣も弊社も同じ考えであり、結論から言うと十分可能だということだ。同社の事業、特にマーケットプレイスである『PIXTA』事業の事業モデルで、最も重要なポイントは“ネットワーク外部性”だ。これは、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能が高まることを言う。

『PIXTA』の事業モデルにはネットワーク外部性が存在しており、『PIXTA』は日本をテーマにしたデジタル素材についてネットワーク外部性を実現できたことが急成長及び強固な事業基盤の確立につながったと言える。

今回の同社の 4 つの投資テーマのうち 2 つは PIXTA 事業のタテ展開であることは前述のとおりだ。すなわち、PIXTA 事業（国内ストックフォト事業）のこれまでの経験やノウハウを活用することができるということだ。また、ヨコ展開の 1 つである Snapmart 事業についても、素材の充実が首尾よく実現できれば、それをマネタイズ（収益化）するノウハウは既に有しているため、収益貢献の時期は意外に早くなる可能性がある、というのが弊社の認識だ。素材の充実に向けた具体的な戦略などの詳細は各テーマの項で詳述するが、現状は順調に進んでいるものが多いという状況だ。

定額制販売の拡大は収益安定性増大と原価率低減に貢献と期待。 新たな料金メニューで新規契約増を目指す

3. 成長戦略：定額制販売の強化

定額制販売は、もともと素材を大量に低価格で使いたいヘビーユーザーを意識して 2014 年に開始された料金プランだ。同社が定額制販売の拡大を志向するのは、収入面での安定化に加え、原価率の低下につながるというメリットがあるためと考えられる。すなわち、売上総利益率の上昇につながるということだ。

現状は、前述のように実質的には 37,800 円 / 月（25 ダウンロード・1 ヶ月更新の場合。ダウンロード数、更新タイミングで料金プランの選択可能）のワンプライスメニューでの展開となっている。同社の契約は個人にアカウントを付与する方式であるため、法人顧客において複数の担当者がアカウントを保有して利用できるマルチアカウント契約もある。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

中長期の成長戦略

定額制販売については開始以降順調に契約数が伸びている一方で、現状提供されているメニュー以外に、もっと大量に素材を使いたい、逆にもっと小さなパッケージを販売してほしいといった顧客の要望が顕在化してきている。今後、こういったニーズに合わせて新たな料金プランを増やすことで顧客満足度を向上させつつ自社自身の収益増につなげていくというのが、定額制販売強化による成長戦略の骨格だ。

現時点では新料金プランを作成中であるため、詳細について開示はしていないが、ダウンロード数の少ない小さなプラン、ダウンロード数や利用規模の多い大きなプラン両方を充実させていく予定とのことだ。

弊社では、定額制販売の拡大は確実に収益性・安定性の増大につながるため、その強化方針にはまったく異論はない。気を付けるべきは料金プランが、顧客と社員の双方にとって Win-Win となるかどうかにあるとみている。『PIXTA』が日本をテーマとする素材で他社を圧倒するまでに成長した現状を生かして、1) そのアセット（資産）を安売りすることなく、かつ、顧客が定額制販売契約を採用・継続するインセンティブが感じられるような料金プランを打ち出せるかどうか、2) その結果として定額制販売売上高が計画どおりに拡大していくかどうか、の 2 点について注目していきたいと考えている。

定額制販売の強化：目標と施策

現状PIXTAで応えられているニーズはまだまだ一部

↓
多様化するニーズに合わせたプランの拡充、集客強化により、
まだ取り込めていないユーザー層の獲得を目指す

【2016年の売上イメージ】

【2019年の売上イメージ】



出所：決算説明資料より掲載

海外展開の成否のカギは現地化。 韓国でストックフォト事業を手掛ける企業を子会社化

4. 成長戦略：海外展開

海外展開について同社はこれまで『PIXTA』サイトの多言語対応（英語、中国語簡体字、繁体字、タイ語）を進め、台湾、タイに営業拠点を置いて販売・マーケティング活動を行ってきたが、2017 年 2 月 24 日、新たに韓国の Topic Images Inc. (Topic) の株式を 80% 取得し、子会社化することを発表した。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

中長期の成長戦略

Topic はニュース配信を手掛ける企業が親会社となっており、主な事業内容として、ライツマネージドと呼ばれる高価格帯の画像素材の販売を行っている。韓国のストックフォト市場では、『PIXTA』のようなクラウドソーシング型で低価格のデジタル素材を収集・販売するマーケットプレイス型サービスがほとんど普及しておらず、欧米の企業が数社進出しているに過ぎないという状況だ。そうしたなかで Topic の成長も停滞していたことが今回の M&A へとつながったと弊社ではみている。

弊社では今回の M&A をポジティブに評価している。前述のように、『PIXTA』が Shutterstock などの海外勢に対して優位性を確立できた要因は、日本をテーマとする素材の充実にある。同じことは海外展開にも当てはまり、それぞれの国で、国内をテーマにしたデジタル素材をいかに充実させ、販売においては各国の実情や商慣習に合わせた販売施策を取り入れることが成否のカギだと考えている。こうした事業のローカリゼーション（現地化）のためには、現地に物理的に進出する必要があると考えていることが、ポジティブに評価する理由だ。同社は既に、タイでは現法、台湾では支店という形で現地にスタッフを配置し、それぞれの国でローカリゼーションに取り組んでいる。韓国の場合には、Topic という格好の案件があったため M&A という形を取ったということだ。Topic は同社自身がストックフォト素材を制作・保有し販売しているが、そこに『PIXTA』のノウハウを加えてマーケットプレイス型サービスへと発展させることでシナジーが期待できると考えている。

ポジティブと考えるもう 1 つの理由は、韓国の市場規模が、同社が現状展開する東アジア・東南アジアにおいては、トップクラスに大きい市場であるという点だ。Topic の買収で、大規模市場を効率よく攻略できる足掛かりをつかんだことになる。

Topic の具体的戦略について同社は、韓国版 PIXTA を 2017 年 6 月をめどにリリースすることを目指すとしている。Topic を通じて同社で実践しているマーケットプレイス型サービスを韓国で立上げ、日本同様、韓国市場で圧倒的な地位を築くという戦略だ。Topic の経営には同社本体から PIXTA 事業に通じた人材が送り込まれており、『PIXTA』の成功体験が韓国版 PIXTA においても再現されることになることと期待される。

ヨコ展開の『fotowa』は 700 億円の“子供写真館市場”を狙う施策

5. 成長戦略：fotowa 事業の拡大

『fotowa』は同社が 2016 年 2 月にスタートした出張撮影マッチングサービスの名称だ。同社に登録しているフォトグラファー（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の望むシチュエーション（例えば七五三）において、登録フォトグラファーが撮影するというものだ。

このサービスは、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を対象としている。街中の写真館撮影は子供の成長に合わせた家族写真が主体であるため、“子供写真館市場”とも呼ばれている。この市場規模については、2016 年において 700 億円弱という調査結果が出されている。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

中長期の成長戦略

弊社では fotowa 事業が同社の収益源の一翼を担うまでに成長する可能性は大いにあると考えている。理由としては 1) 写真館内でのフォーマルなテイストの写真よりも、戸外などでのナチュラルなテイストの写真が好まれる傾向にあること、2) 依頼主は写真の撮影データを受け取れるため、焼き増しや SNS での利用が自由なこと、3) 写真館撮影よりも割安な価格でのサービス提供が可能なこと、などがその理由だ。特に、2) については、写真館利用に対する不満の最大のものと考えられ、この点だけでも写真館から『fotowa』に乗り換える十分な動機になると考えている。

2017 年 12 月期における『fotowa』への投資の内容は、サービスの認知度向上のための広告宣伝費の投下や、サービス提供地域の拡大（全国展開の推進）、登録フォトグラファーの教育・育成、の 3 点が主な内容となる見通しだ。また、プリント注文等の付加機能・サービスの充実も行われる見通しだ。

『fotowa』の 2017 年の強化ポイント

- 引き続き集客に注力、**月間最大撮影件数1,200件を目指す**
- 七五三、卒入学等の季節行事に加え、**季節を問わず**需要のあるマタニティやお宮参り、ハーフバースデー等の撮影にも注力
- サービスの**全国展開**に着手（1月に東海・関西地方へ進出）
→ PIXTA クリエイターのネットワークを活用しつつ、各地方で優良フォトグラファーの獲得に注力
- プリント注文等の**付加機能・サービスの充実**



出所：決算説明資料より掲載

スマートフォンの普及で Snapmart のポテンシャル市場は極めて大きくなる可能性

6. 成長戦略：Snapmart 事業の拡大

同社は 2016 年 9 月に（株）オプトインキュベートから事業を譲り受けて Snapmart 事業を開始した（受け皿は新規設立の 100% 子会社スナップマート）。Snapmart 事業は『PIXTA』と同じくストックフォトのマーケットプレイス「Snapmart」の運営だ。両者の違いは、Snapmart においてはスマートフォンで撮影されたデジタル画像素材に特化している点だ。『PIXTA』は主にデジタル一眼レフカメラにより撮影されたデジタル素材を扱っている。画質は言うまでもないが、撮影するうえでの世界観が一眼レフカメラとスマートフォンでは大きく異なっており、それぞれの素材においては利用目的やユーザー層も大きく異なる。スマートフォンで撮影された写真は、一眼レフカメラで撮影された写真に比べてリアルで自然な雰囲気の写真が多いことから、見る人により親近感を持ってもらえる写真素材を広告に使いたいという企業等のニーズに応えることが可能である。ハードウェアの普及台数（すなわちシャッター数）ではスマートフォンが一眼レフカメラを圧倒的に凌駕しており、この市場には大きな潜在成長性があると期待される。

事業開始後半年ほど経過した現状にあって、Snapmart に集積されたデジタル素材点数は、PIXTA 事業において開始後 3 年経過した時点での素材数を抜いており、極めて順調に素材の充実が進捗していると言える。

Snapmart における商取引も少しずつ増加してきている。顧客（ユーザー）の視点からは、1) 安くデジタル素材が買える（『PIXTA』の素材に比べて価格が数分の 1 以下）、2) 素材を大量に集められる、3) 個人の SNS 投稿等を通してプロモーション（販促）が可能であるなど、『PIXTA』の素材とは異なる利用法がある、といった特長が高い評価ポイントとなっているようだ。

収益化の時期について同社は詳細を明らかにしていないが、素材の充実のペースや過去の『PIXTA』での経験などに照らすと、2018 年 12 月期中には黒字転換する可能性があるという。また、前述したハード（スマートフォン）の台数の圧倒的な多さから考えると、長期的には価格差をカバーして、収益規模で『PIXTA』を凌駕するポテンシャルがあると弊社ではみている。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

中長期の成長戦略

Snapmart 事業の強化ポイント

- Android版対応など機能面の充実が最優先課題
- 企業へのAPI提供、外部CMSやアプリ等との連携によるユーザ・購入者増加に注力
- 企業やサービスのプロモーションおよび写真の収集のためのフォトコンテストを積極的に開催

【Snapmart API 概要】



出所：決算説明資料より掲載

今後の見通し

成長投資の断行で大幅増収ながら大幅減益となる見通し

1. 2017 年 12 月期見通し

同社は 2017 年 12 月期について、売上高 2,413 百万円（前期比 37.2% 増）、営業利益 48 百万円（同 69.1% 減）、経常利益 47 百万円（同 69.8% 減）、親会社株主に帰属する当期利益 4 百万円（同 96.0% 減）と大幅増収の一方で大幅減益を予想している

同社は 2016 年 12 月期の決算発表時点において、売上高 2,274 百万円（前期比 29.3% 増）、営業利益 84 百万円（同 45.8% 減）、経常利益 83 百万円（同 46.3% 減）、親会社株主に帰属する当期純利益 58 百万円（同 41.9% 減）の業績予想を公表したが、その後、2017 年 2 月 24 日に韓国の Topic 買収を発表したことに伴い、Topic への投資の影響を反映させて上述の業績予想に修正した。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

今後の見通し

2017 年 12 月期見通しの概要

(単位：百万円)

	15/12 期 (単体)	16/12 期 (連結)		17/12 期 (連結)	
	実績	実績	前期比	予想	前期比
売上高	1,388	1,758	26.7%	2,413	37.2%
営業利益	138	155	12.4%	48	-69.1%
経常利益	120	155	29.4%	47	-69.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	111	100	-9.7%	4	-96.0%

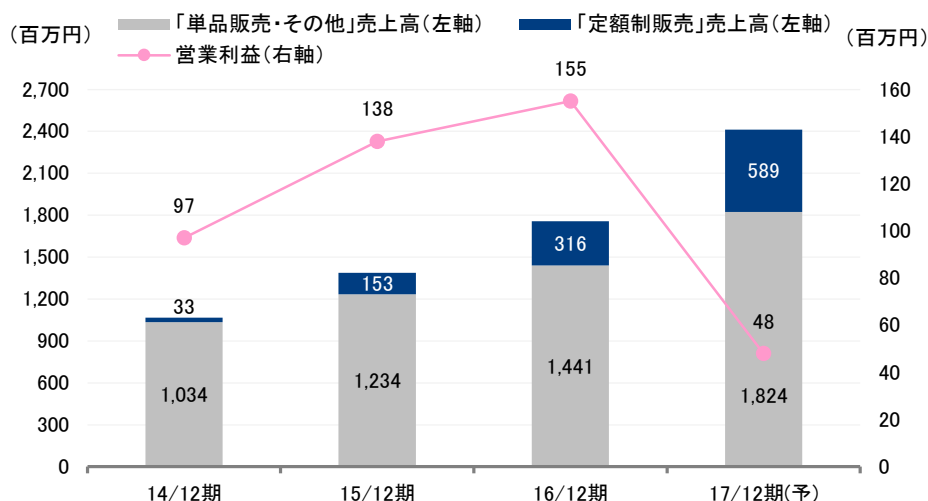
注：2016 年 12 月期から連結決算に移行したため、前期比伸び率は参考値

出所：決算短信よりフィスコ作成

2017 年 12 月期について増収減益を予想する理由は、前述したように、成長投資のための費用が先行的に発生するためだ。同社が計画する積極投資策は、PIXTA 事業がこれまで同様の高い増収を維持することが前提となっている。この点、同社は PIXTA 事業の KPI について以下のような想定をし、売上高の高成長持続に自信を見せている。結論から言えば、弊社ではその達成可能性は十分高いと考えている。

現状、同社がもっとも注力する定額制販売については、2017 年 12 月期は 589 百万円と前期実績の 316 百万円から 86.4% の大幅増収を計画している（前期までは契約件数での開示だったが、前述のとおり、今期よりプランの拡充に取り組むにあたり 1 契約あたりの単価に大きな幅が生じる可能性があることから、売上金額ベースでの開示へと変更した）。定額制販売については、同社は 2017 年度から様々な顧客ニーズに対応できるよう料金メニューを増やす方針だ。弊社では特に法人需要家において“PIXTA”の認知度が着実に高まってきていると感じており、同社のこうした対応が、定額制販売の一段の拡大につながる可能性は高いと考えている。

売上高の販売方式別内訳と営業利益の推移



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

もう 1 つの KPI である単品販売については、単品販売月間購入者の年間累計数を 241,724 人（前期比 12.1% 増）と想定している。単品販売ではモバイル対応とコンバージョン率向上策を進め、利用者数の拡大を見込んでいる。平均単価については、モバイル対応によるライトユーザーの構成比上昇や今期新たに販売開始を予定している音素材の顧客単価が他の素材と比較して低くなる見通しであることなどにより、前期比低下を想定している。弊社では、素材利用の裾野がライトユーザーへも広がっている現状に照らせば、これら同社の想定とそれに基づく収益予想には十分説得力があると考えている。

2018 年 12 月期も成長投資が続き、利益は横ばい圏と想定

2. 2018 年 12 月期の考え方

2017 年度を“種まき”（積極投資の実行投資）とすれば、2018 年 12 月期は“育成”の時期に当たり、最終年度の 2019 年 12 月期での“収穫”（増収増益基調への回帰）へとつながっていくと想定される。問題は 2018 年 12 月期の“育成”にどれほどの投資が必要になるのか読みにくいということだ。

弊社では、過度に楽観視するつもりはないが、これまでに実行してきた施策や 2017 年 12 月期に予定されている施策からみて、主要な 4 つの成長戦略に関し、打つべき手は 2017 年 12 月期中に打ち終わるものとみている。したがって 2018 年 12 月期は自然体で臨めば、2017 年 12 月期対比ではもちろん、2016 年 12 月期対比でも増収増益となってくるのは十分可能だと考えている。しかしながら、同社はあくまでここからの 2 年間はジャンプの前のしゃがみ込みの時期と位置付けているため、成長力を一段と高めるために 2018 年 12 月期においても追加的に投資を行う可能性が高い。したがって、2018 年 12 月期については、利益において前期比横ばい圏で推移するとみておくのが妥当だと考えている。

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
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)

	13/12 期	14/12 期	15/12 期	16/12 期	17/12 期 (予)
売上高	782	1,068	1,388	1,758	2,413
前期比	44.3%	36.6%	29.9%	26.7%	37.2%
売上総利益	372	581	780	1,017	-
売上高総利益率	47.6%	54.4%	56.2%	57.9%	-
販売費及び一般管理費	418	483	642	862	-
売上高販管費率	53.4%	45.2%	46.3%	49.1%	-
営業利益	-45	97	138	155	48
前期比	-	-	41.3%	12.4%	-69.1%
売上高営業利益率	-5.9%	9.2%	10.0%	8.8%	0.0%
経常利益	-46	98	120	155	47
前期比	-	-	22.3%	29.4%	-69.8%
親会社株主に帰属する当期純利益	-46	90	111	100	4
前期比	-	-	23.3%	-9.7%	-96.0%
分割調整後					
1 株当たり当期純利益 (円)	-25.52	46.87	53.75	45.22	1.79
1 株当たり純資産 (円)	-20.53	30.62	250.36	295.81	-
1 株当たり配当金 (円)	0	0	0	0	-

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
流動資産	430	937	1,074
現預金	259	671	689
売上債権	120	197	264
その他	50	67	120
固定資産	30	53	233
有形固定資産	4	9	32
無形固定資産	0	3	93
投資等	25	40	107
資産合計	460	990	1,307
流動負債	332	432	647
支払債務	200	227	275
その他	132	204	371
固定負債	6	-	-
長期借入金、社債	6	-	-
株主資本	120	558	659
資本金	146	309	309
資本剰余金	136	299	299
利益剰余金	-161	-50	50
純資産合計	120	558	659
負債・純資産合計	460	990	1,307

出所：決算短信よりフィスコ作成

ピクスタ | 2017 年 4 月 7 日 (金)
3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

今後の見通し

簡略化キャッシュ・フロー計算書

(単位：百万円)

	14/12 期	15/12 期	16/12 期
営業活動によるキャッシュ・フロー	133	149	245
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1	-26	-223
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	1	-0	-0
現預金増減	140	424	22
期首現預金残高	140	281	706
期末現預金残高	281	706	728

出所：決算短信よりフィスコ作成

株主還元策

成長投資が配当よりも株主リターン向上につながると期待

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が順調に拡大したものの、配当については無配を決定した。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。

そうしたなかで同社は 2017 年 12 月期において、将来の成長に向けて積極投資を行う方針を表明した。この結果 2017 年 12 月期は増収ながら大幅減益の業績予想となっており、配当については無配継続の見通しが公表されている。

弊社では同社の成長に向けた積極投資には十分成算があると考えており、配当よりも成長投資を優先するほうが投資家にとってもより高いリターンにつながると考えている。

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