

|| 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9月22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. 2017年12月期第2四半期決算は計画の線で着地。営業損失も計画どおり	01
2. 成長に向けた投資が着実に進捗	01
3. 2017年12月期は予定の線で着地見通し。2019年12月期に業績の飛躍を期待	01
■ 事業の概要	02
1. 沿革と事業体制	02
2. PIXTAの事業モデル	03
3. PIXTAの強み	06
4. PIXTAの事業環境	07
■ 業績動向	08
■ 中長期の成長戦略と進捗状況	10
1. 成長戦略の概要	10
2. 定額制販売強化の戦略と進捗状況	12
3. 海外展開の戦略と進捗状況	12
4. fotowa事業の戦略と進捗状況	14
5. Snapmart事業の戦略と進捗状況	15
6. 長期成長戦略『クリエイティブプラットフォーム』構想	16
■ 今後の見通し	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

2019年12月期の大幅成長に向けた先行投資は順調に進捗中。 長期戦略『クリエイティブプラットフォーム』構想を発表

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. 2017年12月期第2四半期決算は計画の線に着地。営業損失も計画どおり

同社の2017年12月期第2四半期は、売上高1,042百万円、営業損失5百万円となった。営業損失に陥った点は計画・想定範囲内であり、懸念は不要だ。2017年12月期は国内PIXTA事業から安定的に得られる収益を先行投資に投下する事業プランであるためだ。営業損失は計画どおりに投資が進んでいる表れと言えるだろう。一方、売上高は前年同期比22.3%増(同社は期中に連結決算に移行したため参考値)と、順調な成長が続いている。

2. 成長に向けた投資が着実に進捗

2017年12月期に取り組み中の先行投資は、国内PIXTA事業、fotowaをはじめとした新規事業及び海外事業の3つの領域で行われている。『PIXTA』では少量定額制を導入し、多様なニーズに対応することで顧客増を図っている。fotowa事業ではサービス地域を拡大したほか、写真撮影をプレゼントできる「ギフト券」の販売も新たに開始した。海外展開では韓国版PIXTAを新たにローンチし、素材点数の充実と認知度向上に努めているほか、既に展開している台湾・タイ市場の開拓も引き続き進めている。成長投資は全般に計画どおり順調に進捗しているとみられ、今後のKPIの変化が注目される。

3. 2017年12月期は予定の線に着地見通し。2019年12月期に業績の飛躍を期待

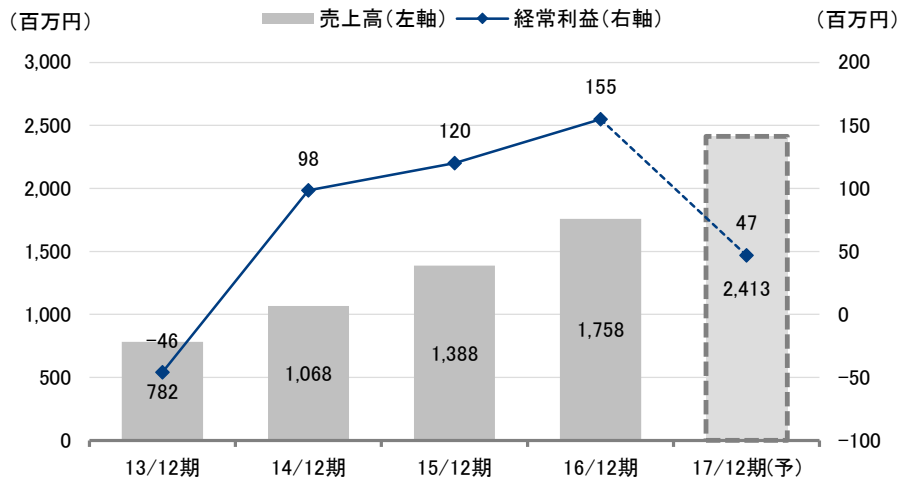
同社は2017年12月期の先行投資に対する“投資回収”の時期について2019年12月期を想定し、そこでの大幅な増益を計画している。2018年12月期については、今期の投資の進捗や新たな投資案件の出現等で大きく変動するため想定が難しい。弊社では売上高は前期並みの高い増収ペースが続くとみているが、利益については現状では横ばい圏と想定し、今後のKPIの推移を見ながら予想の精度を挙げていくのが妥当だと考えている。

Key Points

- ・ PIXTA事業は定額制販売を重視する体制にシフトし、新たなユーザー層の取り込み、拡販を狙う
- ・ fotowa事業は2年目に入って撮影件数が急増。サービス地域拡大と認知度向上で成長加速を目指す
- ・ 海外展開では韓国版PIXTAを7月にリリース。ローカルコンテンツの充実でシェア拡大を急ぐ

要約

業績推移



出所：決算短信よりフィスコ作成

■ 事業の概要

デジタル素材のマーケットプレイス『PIXTA』でスタートし、『fotowa』『Snapmart』に展開

1. 沿革と事業体制

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。PIXTA事業は同社の主力事業として収益の大半を稼ぎ出している。『PIXTA』によって順調に成長軌道を行ってきた同社は、インターネットビジネスの特長を生かして海外展開を視野に事業を成長させてきたが、2016年からは新規事業や海外展開を急加速させている。

新事業としては、2016年2月に出張撮影サービス『fotowa(フォトワ)』を開始した。また、2016年9月にはスマートフォンで撮影された写真のマーケットプレイス『Snapmart(スナップマート)』事業を開始した。

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.(以下、Topic)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。

以上のような流れを経て2017年時点の同社は、PIXTA事業、fotowa事業、Snapmart事業の国内3事業と、韓国版PIXTA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。

事業の概要

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. を連結子会社化している。
出所：有価証券報告書より掲載

写真を中心とするデジタル素材を対象に、 クリエイターと需要家をつなぐマーケットプレイス

2. PIXTA の事業モデル

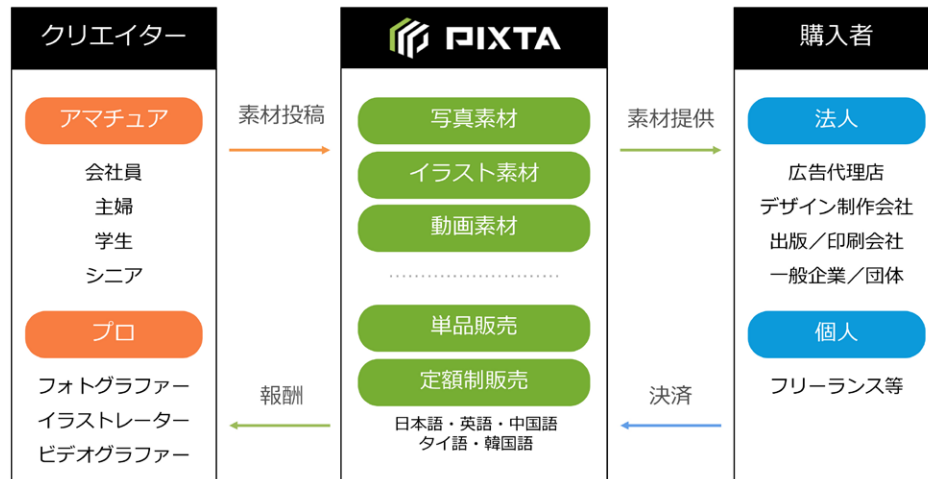
同社は、国内の PIXTA 事業で稼いだ収益を『fotowa』や『Snapmart』の新事業及び海外事業に投資して次代の成長事業として育成中だ。したがって、同社の将来を考える上で『PIXTA』の事業モデルについての理解は不可欠だ。また『Snapmart』や海外展開について理解するうえでも、基本となる『PIXTA』の事業モデルを理解することは極めて有用だろう。

『PIXTA』はインターネット上に開設された、デジタル素材（現状は写真、イラスト、動画だが、写真が圧倒的に多い）を対象とするマーケットプレイス（市場）だ。そこにクリエイター（素材提供者）が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）が購入するというものだ。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、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。

ピクスタ | 2017年9月22日(金)
 3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

事業の概要

『PIXTA』のビジネスモデル



出所：決算説明資料より掲載

(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			定額制	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		
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

(2) ユーザーと料金プラン

PIXTAのユーザー（素材の購入者）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。

事業の概要

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。定額制に関しては、既存の定額制プランではカバーできなかった、定期的に少量の素材を必要とするユーザーを念頭に、2017年5月から少量定額プランを開始している。今後の成長に重要な役割を果たすことが期待されている(詳細は後述)。

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		
L	3,240	A4印刷用	NTSC/PAL	5,400	SD向け	25ダウンロード/ 1年更新	356,400円/年
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	250ダウンロード/ 30日更新	58,320円/月

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。

アマチュアの積極活用により 23 万人超のクリエイター基盤を擁し、ローカルコンテンツ数で圧倒的ポジションを確立

3. PIXTA の強み

■ 23万人以上の強固なクリエイター基盤 (※)

- 国内外のクリエイターから毎日数万点のデジタル素材が投稿される
- メジャーからニッチジャンルまであらゆるコンテンツが揃う

■ 2,500万点以上の圧倒的なコンテンツ数 (※)

- 年間600万点以上のコンテンツが増加
- コンテンツが充実→顧客が増加→さらに投稿が活発化という好循環

■ 積み上げ型事業モデル

- 高いリピート性により、毎年顧客数が積み上がっていく
- 創業以来12期連続増収中

■ アジアの有力市場への展開

- 韓国・台湾・タイに拠点をもち、各国でNo.1を狙う
- 世界数十カ国以上からの投稿・購入

■ Web開発力・Webマーケティング力

- システムはすべて自社開発し、ユーザーファーストを徹底
- 圧倒的なSEO力による国内同業内で最大のアクセス数 (Similar Web調べ)

※2017年6月末時点

出所：決算説明資料より掲載

特に重要な点は、“23 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“2,500 万点以上” のコンテンツ数だ。『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使わなくとも、『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。従来の写真の商業利用はプロフェッショナル（投稿者としてはプロ写真家やプロのイラストレーターなど、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フリーランス等個人の利用も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。

事業の概要

素材点数については、2,500万点という数値もさることながら、日本に関する素材点数の圧倒的な充実度が『PIXTA』の強みだと言える。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。この点でもネットワーク外部性が働き、同社の圧倒的優位性につながっている。

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

4. PIXTAの事業環境

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、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。

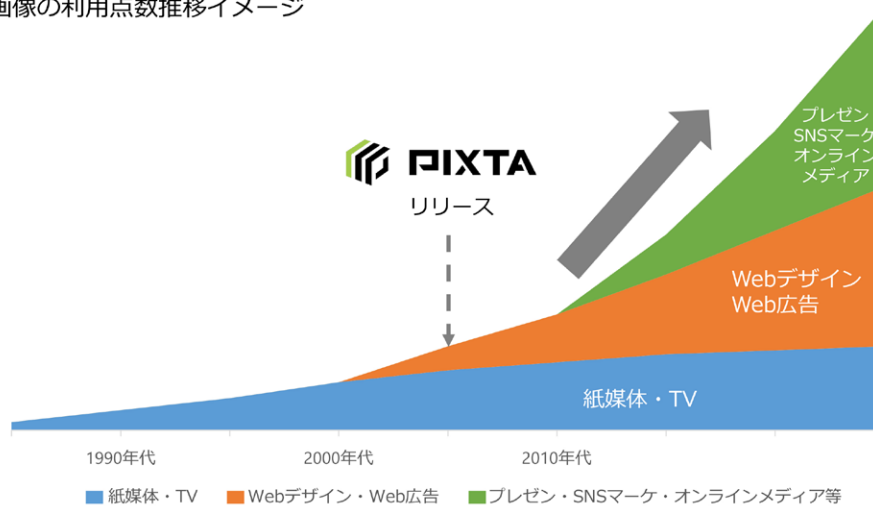
こうした市場環境を反映し、『PIXTA』における素材のダウンロード数は、2013年を起点に2016年までの3年間で6.4倍に増加した。

事業の概要

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：決算説明資料より掲載

業績動向

成長のための先行投資により大幅減益だが、売上高と KPI は順調に伸長が続く

同社の2017年12月期第2四半期の連結業績は、売上高1,042百万円、営業損失5百万円、経常損失4百万円、親会社株主に帰属する四半期純損失15百万円で着地した。同社は2016年12月期第3四半期累計期間から連結決算に移行したため、今第2四半期累計期間での前年同期比比較はない。

2017年12月期第2四半期決算の概要

(単位：百万円)

	16/12期		17/12期			
	2Q累計	通期実績	2Q累計	前年同期比(参考)	進捗率	通期予想
売上高	851	1,758	1,042	+22.3%	43.2%	2,413
営業利益	114	155	-5	-	-	48
経常利益	112	155	-4	-	-	47
親会社株主に帰属する四半期純利益	86	100	-15	-	-	4

注：同社は2016年12月期第3四半期から連結決算に移行したため、2017年12月期第2四半期の売上高の前年同期比伸び率は参考値。進捗率は通期予想に対する進捗率。

出所：決算短信よりフィスコ作成

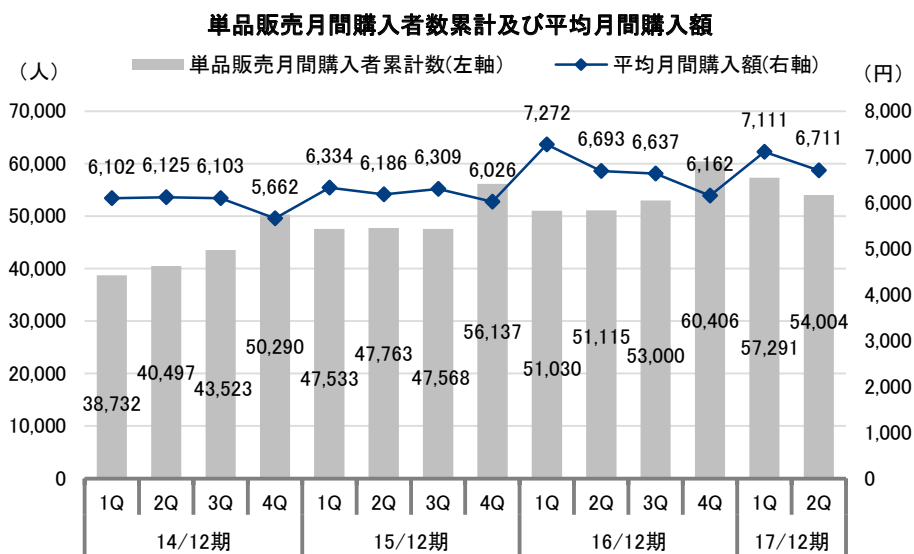
ピクスタ | 2017年9月22日(金)
 3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

業績動向

同社は2017年12月期を先行投資の1年と位置付け、大幅減益を計画している。今第2四半期の営業損失計上もその計画に沿ったものであり、懸念する必要はまったくないと弊社では考えている。減益よりも、PIXTA事業のKPI（重要経営評価指標）及び売上高が順調な伸長を続けている点を積極的に評価すべきだろう。

同社は売上高を「単品・その他」と「定額制」に分けて開示している。単品とは国内・海外PIXTAにおける単品販売による売上高だ。その他には新規事業（fotowa事業やSnapmart事業）が含まれている。2017年12月期第2四半期は「単品・その他」が前年同期比20.5%増、「定額制」が同59.8%増となり、第1四半期に引き続き、好調を持続している。

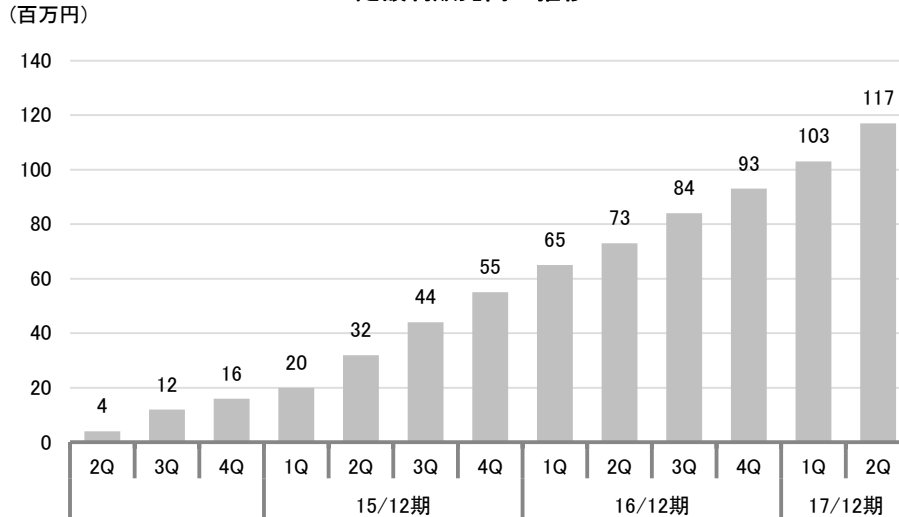
PIXTA事業では素材点数が今第2四半期末には約2,540万点と順調に拡大するなか、単品販売月間購入者数累計は、第2四半期において54,004人となり、前年同期比5.7%増となった。前四半期となる今第1四半期との対比では減少しているが、期中に新たにサービスを開始した少量定額制プランの影響もあり、同社では想定範囲内としている。



出所：決算説明資料よりフィスコ作成

定額制の拡大は同社の重要な経営戦略の1つだ。今第2四半期単独期間の売上高は117百万円と引き続き過去最高を更新した。前四半期からの伸び額も今第2四半期は14百万円となり、過去最高を記録した。4月に導入した少量定額制がユーザー数の増加をけん引した。しかし、実質的な開始は5月の連休明けだったことを考えると、少量定額制の収益貢献はむしろこれから本格化するとみられる。

業績動向

定額制販売高の推移


出所：決算説明資料よりフィスコ作成

今第2四半期は PIXTA 事業以外の新規事業、海外事業も順調な進捗を示したが、詳細は成長戦略の項で詳述する。

費用面では、仕入原価はダウンロード数の増加に伴い増加したが、定額制販売の伸長により売上高対比では比率は低下基調をたどっている。先行投資の関係で人件費とその他費用が増加した。人件費は採用積極化と子会社連結化に伴うものだ。また、その他費用は素材審査やシステム開発効率化のためのベトナム子会社（非連結）への外注費増が主な内容となっている。

■ 中長期の成長戦略と進捗状況

PIXTA の深耕・進化（海外展開・定額制販売強化）と新規事業（fotowa・Snapmart）で成長を狙う

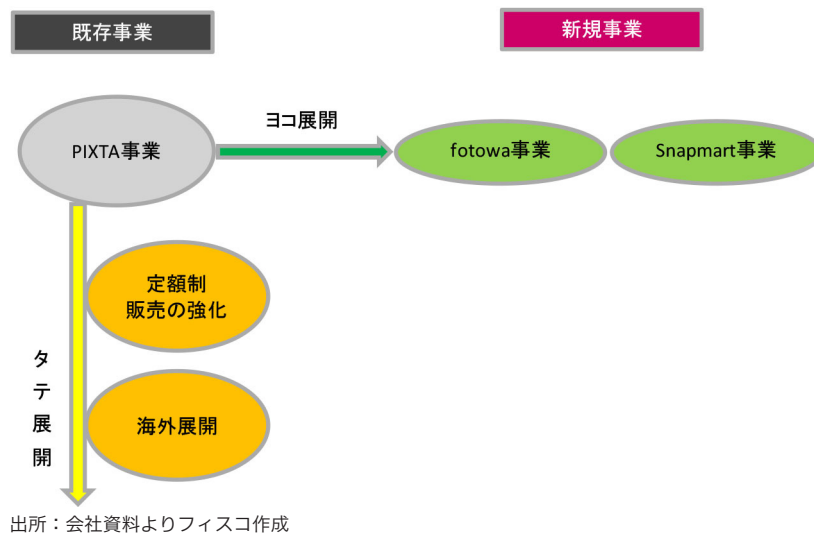
1. 成長戦略の概要

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」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、タイや台湾での市場参入や『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。

中長期の成長戦略と進捗状況

同社の成長戦略のイメージを見ると、同社は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、ここでは海外展開及び定額制販売強化の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事業とSnapmart事業がそれに当たる。このように、2017年12月期はこれら4分野に対して成長投資を行っており、第2四半期までにいくつかの進捗がみられている。それぞれの戦略の詳細と進捗状況は以下に詳述する。

ピクスタの成長戦略の全体像イメージ



これら成長投資は2017年12月期の1年間を原則としているが、状況によっては2018年12月期においても何らかの投資が行われる可能性はある。同社が所属するインターネット業界は変化の速い業界であり、2018年の投資計画については、外部環境の変化を見極めつつ柔軟に対応していく方針だ。現時点で方針として固まっていることは2019年12月期には再び増益体制を確立させるということで、国内PIXTA事業からの安定した収益に、新規事業及び海外事業の収益を上乗せして、収益を成長軌道に回帰させるという方針だ。国内PIXTA事業は自然体でいけば年間5億円程度の営業利益を稼ぐ力が付いていると弊社では推測しているが、そこにどの程度上積みされてくるのか見守りたい。

多様化するニーズに合わせた料金プランの投入で 新たなユーザー層を取り込み、拡販を狙う

2. 定額制販売強化の戦略と進捗状況

同社が定額制販売を強化するのは、収益の安定性増大と、原価率低下の2つの経済的効果が期待できるためだ。また、音楽や映画、ビジネスソフトなど様々なサービスにおいて定額制が主流となってきているという社会的背景もある。ユーザーの様々なニーズに応えるために単品購入の料金メニューは今後も残す方針だが、定額制販売の強化は重要な経営課題の1つだ。

定額制販売強化のために同社が打ち出した施策が少量定額制の新料金メニューの導入だ。従来の定額制は、最も標準的なケースでは月間29,700円(1年プランの場合)の料金で1日25点(30日間で750点)の画像をダウンロード可能というものだ。これに対して少量定額制のプランは月間3,888円(360日プランの場合)の料金で月10点のダウンロードが可能というものだ。単品購入に比べて1点当たりの単価は安く、月間支払額は既存定額プランよりも大幅に安く設定されている。主に、デザイン・制作を専門としない一般企業やフリーランスの個人事業者、SNS等での個人利用を念頭に置いているとみられる。

前述のように、定額制の四半期ベースの売上高は2014年12月期第2四半期の開始以来、右肩上がり増収を続けており、今第2四半期は前四半期比増収額が過去最高を記録し、一段加速した。同社は少量定額制をてこに、2017年12月期通期の定額制売上高目標は589百万円と前期の316百万円からほぼ倍増を狙っている。また回収期と位置付ける2019年12月期においては、定額制の売上高が単品販売売上高を超え、50%超を占める状況を想定している。

今第2四半期累計期間の定額制販売の売上高は117百万円だった。少量定額制が利用者増に貢献できることは第2四半期において既に確認できている。第3四半期以降は少量定額制の認知度向上に投資をするとみられるため、利用者増に一段と拍車がかかると期待される。その結果として589百万円という今期の売上高目標は充分達成可能と弊社ではみている。

韓国版 PIXTA を7月にリリース。 ローカルコンテンツの充実でシェア拡大を急ぐ

3. 海外展開の戦略と進捗状況

海外展開は PIXTA 事業の海外市場での運営が基本的内容だ。同社は世界中とつながるインターネットの特性を生かして日本の PIXTA の多言語対応を進め、世界数十ヶ国のクリエイターからの投稿を集めるほか、利用者も世界中に散在している。

ピクスタ | 2017年9月22日(金)
3416 東証マザーズ | https://pixta.co.jp/ir

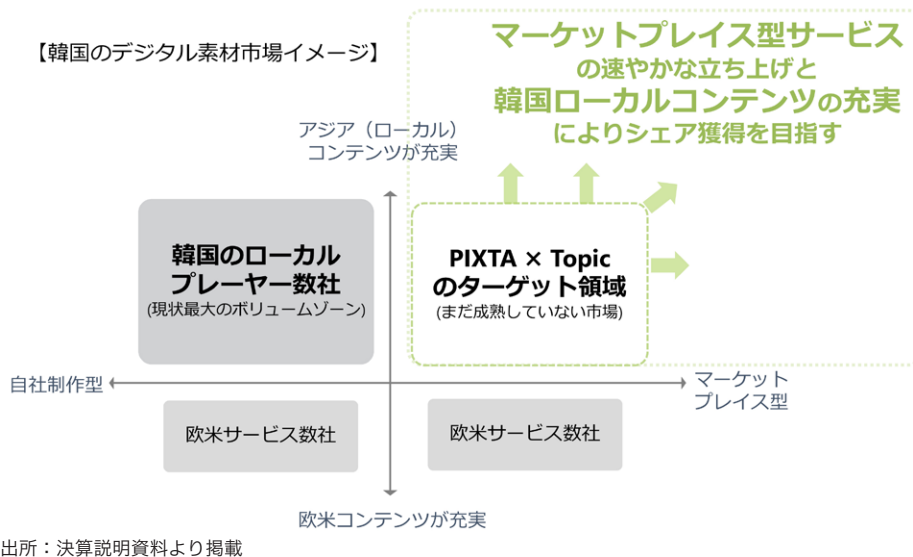
中長期の成長戦略と進捗状況

同社の海外展開は、日本の『PIXTA』に海外ユーザーを呼び込むのではなく、海外のローカルな『PIXTA』をローンチすることだ。これを行う理由は、ローカルコンテンツを充実させないと成長が難しい市場が存在するためだ。実は日本もそうした市場であり、同社が急成長を遂げた要因はここにある。同様な市場は韓国やタイ、インドネシアなどアジア地域に多くみられる。そうしたなか、同社が本格的海外展開の対象としたのが韓国だ。

同社は2017年3月に韓国のTopicを子会社化した。その後、急ピッチで開発を進める一方Topicの経営資源も生かして、2017年7月に韓国版PIXTAをリリースした。同社によれば、韓国でのマーケットプレイス型のデジタル素材サービスは、欧米系企業が一部展開しているにとどまっているもようだ。同社はそこでローカルコンテンツの充実を急ぎ、日本での成功パターンの再現を狙う方針だ。

韓国市場への進出

- 韓国Topic社を子会社化、同社の経営資源を活かし韓国市場へ参入



韓国版 PIXTA はひとまず順調に立ちあがったが、次の課題は認知度の向上と市場の活性化だ。今後同社は主に Web 広告や SEO の強化に注力し、利用者数増加や認知度向上に取り組むとともに、投稿クリエイターの活性化に注力していくとみられる。

2年目に入って撮影件数が急増。サービス地域拡大と認知度向上で成長加速を目指す

4. fotowa 事業の戦略と進捗状況

『fotowa』は同社が2016年2月にローンチした出張撮影のマッチングサービスだ。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。

ピクスタ | 2017年9月22日(金)
 3416 東証マザーズ | <https://pixta.co.jp/ir>

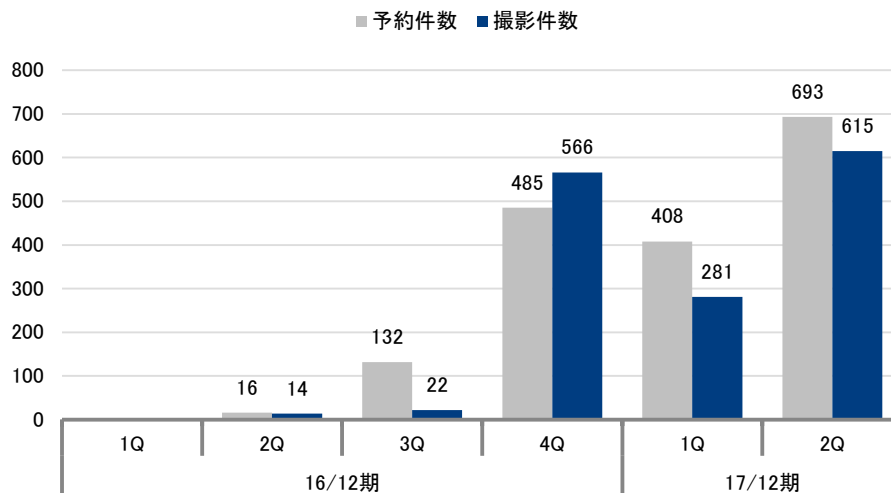
中長期の成長戦略と進捗状況

『fotowa』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700億円の市場規模に達したと推定されている。

『fotowa』がこの市場に切り込むポイントは3つだ。1つは場所・カメラマンを自由に選べるので、好みに合った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つ目は写真データそのものを受け取れることだ。既存の写真館ではプリントでの納品がほとんどで、データをその場でもらえなかったり、高額な追加料金が必要になるケースが多い。「fotowa」の場合、完全データ納品が基本であり、枚数も原則75枚以上が保証されている。

『fotowa』の開始初年度は、第1四半期から第3四半期までは認知度が低いこともあり、ややスローな立ち上がりとなったが、第4四半期の七五三の時期に需要が急増し、撮影件数が飛躍的に増大した。2年目に入った2017年は第1四半期から高水準でスタートし、第2四半期の撮影件数は需要期である昨年の第4四半期を上回った。

『fotowa』の予約件数・撮影件数の推移



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

2017年の先行投資では、『fotowa』に対する強い潜在需要を掘り起こすべく、登録フォトグラファーの確保、サービス地域の拡大、利用しやすい仕組みづくりに注力している。登録フォトグラフナー数は足元では約400人程とみられる。サービス地域は首都圏からスタートし、その後関西圏（大阪府、京都府、兵庫県、奈良県）および東海圏（愛知県・静岡県・岐阜県・三重県）、北関東（栃木県・群馬県・茨城県）、福岡県等順調にサービス地域を拡大している。利用しやすい仕組みづくりの一つとしては「fotowaギフト」の導入が挙げられる。これはオンライン上でギフトを購入してコードをメール等で贈ることで、受贈者が『fotowa』のサービスを利用できるというものだ。

中期の目標として同社は、『fotowa』の年間撮影件数10万件を目指すとしている。これは子供写真館市場の年間撮影件数が200万件～300万件ある現状に対して、3%～5%のシェアの獲得を意味する。仮に10万件に達した場合、現在の料金とフォトグラフナーへの報酬率（通常レートは60%）から計算すると、10万件×約20,000円×(1-60%)で800百万円の売上高となる。『fotowa』は、『PIXTA』とは異なりネット収入を売上計上する方式であるため、利益率が非常に高いとみられることも重要なポイントだ。

弊社では『fotowa』が事業として存在感のある規模に成長する可能性は高いとみている。第1の理由は、写真データの取扱いの差だ。写真館を利用した人の最大の不満はここにあると弊社では考えている。写真館で撮影した場合、データの取得が可能な場合でも、高額な追加料金が必要であったり、受け取りが1年後である等の受忍できない制約が課せられていることがほとんどだ。『fotowa』の利用機会の拡大もまた成長要因と期待される。現状は七五三が圧倒的だがニューボーンフォトと呼ばれる新生児の撮影、お宮参りやお誕生日イベント、家族の記念日や家族旅行などに利用機会が広がることで撮影件数は飛躍的に増大すると期待される。

『fotowa』のもう1つの成長機会はプリントだと弊社では考えている。利用者は写真データのみ受け取り、プリントは自分で行うことになる。同社の側からすればプリントに関してサービスを拡充することで写真館に対して劣位なポイントはほぼ解消できる。弊社では『fotowa』の事業モデルは、大手DPEチェーンやプロラボなどとWin-Winの関係を構築できるものだと考えている。同社にとってのメリットとしては効率的な集客が可能になるのではないかと考えている。同社自身もプリントの領域において新たなサービスなどを検討しているもようだ。今後の展開を見守りたい。

機能改善とユーザー獲得に取り組み中。 企業リクエストによるコンテストが人気化

5. Snapmart 事業の戦略と進捗状況

Snapmart 事業は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開始した事業だ（事業の主体は100%子会社のスナップマーケット（株））。この事業は基本的には『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。『PIXTA』との違いは、『Snapmart』はスマートフォンで撮影されたデジタル素材に特化している点だ（『PIXTA』は一瞬レフカメラで撮影された素材を取扱う）。

中長期の成長戦略と進捗状況

スマートフォンで撮影された写真は一眼レフで撮影されたものに比べてリアルで自然な雰囲気の写真が多いため、見る人に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のニーズに応えることが可能だ。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。

素材点数については、事業開始後半年ほど経過した時点で、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。これら多数の写真素材を『PIXTA』同様、単品販売と定額制の2種類の料金プランで販売している。

『Snapmart』は、スマートフォンによる撮影の特長（シャッター数の多さ、親近感のある写真、等）を生かし、『PIXTA』にはない収益モデル“写真リクエスト”を確立している点が注目される。それが企業によるコンテストの開催だ。これは、企業が自社で設定・リクエストしたテーマに沿った写真素材を集めるための仕組みだ。企業側はコンテストのテーマと賞金額を提示し、コンテスト期間終了後に集まった写真素材の中から採用作品を選定するという流れだ。企業側は低コスト（採用写真素材1枚につき500円以上が最低条件。「1枚当たりの単価×採用枚数」が賞金総額となる）で希望するテーマに沿った写真を集めることが可能になる。一方同社側は賞金の30%相当（外枠）を手数料として受け取り、これが通常の写真素材販売と合わせて売上高に計上されることになる。

Snapmart 事業の収益規模はまだスタートアップレベルとみられるが、シャッター数が多いので素材が集まりやすいことや、『PIXTA』に比べて安価で写真を利用できること、SNS用に向いていること等の理由でダウンロード数が今後増大していくと期待される。また、写真リクエストのように、『PIXTA』にはない新たな収益モデルを開発できる余地が多い点も注目ポイントと言える。

埋もれた才能と需要をマッチングさせ、感動を創造する仕組み『クリエイティブプラットフォーム』

6. 長期成長戦略『クリエイティブプラットフォーム』構想

同社は今第2四半期決算に際し、長期的な将来構想と新たな理念・ビジョンを初めて明らかにした。企業として『感動を創造する』ことが自社の存在価値であるとし、自社の立場を『クリエイティブプラットフォーム』としている。これは現在同社が行っている PIXTA 事業や fotowa 事業で蓄積したノウハウを他の分野にも適用し、埋もれた才能と需要を見出し、両者をマッチングさせ、質の向上と仕組みの確立を図りながら事業として成長させていくことを意図している。

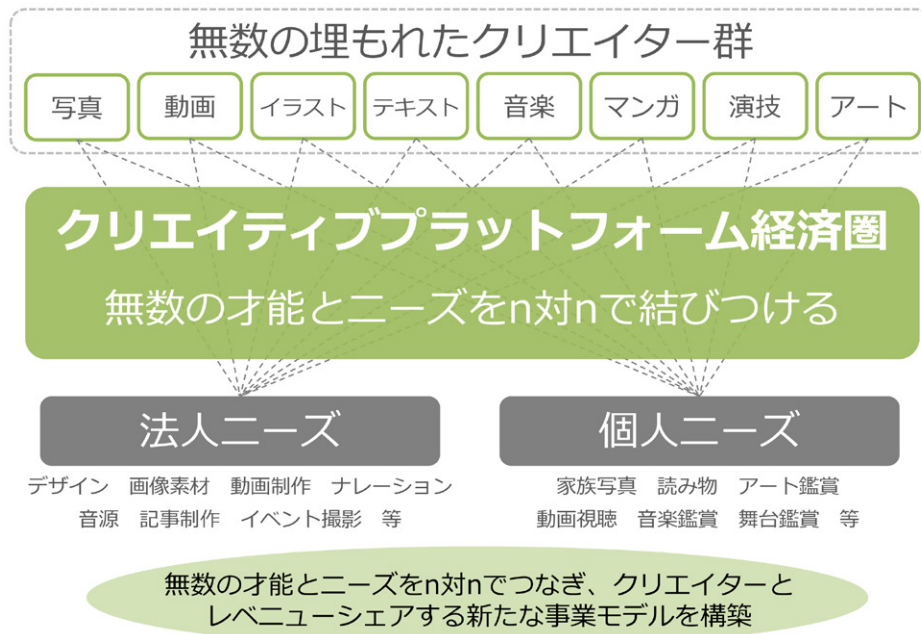
具体的には、『PIXTA』で取り扱う写真やイラストを、テキストや音楽、アートなどに拡大し、それらへの需要を掘り起こして事業化することをイメージしている。同社では同社主宰のクリエイティブプラットフォームにおける取扱高の総額として20年後に数千億円規模を目指す構想を掲げている。

ピクスタ | 2017年9月22日(金)
 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

今回明らかにされたのは、まさに長期構想であり、事業展開の具体的な在り方や収益規模等の数値的な面は不透明なままだ。それでも今回、このような長期構想を表明したことはいくつかの点で大きな意義があると弊社では考えている。1つは同社が短期的な収益を犠牲にして成長投資を断行中であることだ。減益決算と無配継続を甘受している株主にとって、こうした長期ビジョンは大きな励ましとなると考えられる。また、同社の事業領域が“写真”とその周辺にとどまらないということが示された点も意義があると言える。アートや演技、テキストなど具体的な領域が示されたことで、具体的な事業モデルは不透明ながらも同社の事業領域が拡大するというイメージや期待感を持てるようになったことは事実だ。これらの新領域が具体化するにはまだ時間を要するが、2019年12月期に投資回収が順調に進めば同社のリスク許容度が高まり、これら新領域への進出の動きも加速してくると弊社ではみている。

クリエイティブプラットフォームの将来構想



出所：決算説明資料より掲載

■ 今後の見通し

今半期も先行投資で減益見通し。 引き続き売上高と各 KPI の動きに注目

2017年12月期通期について同社は、売上高2,413百万円(前期比37.3%増)、営業利益48百万円(同68.6%減)、経常利益47百万円(同69.7%減)、親会社株主に帰属する当期純利益4百万円(同96.0%減)と増収減益を予想している。これらの業績予想値は2017年2月24日の修正予想から変更はない。

2017年12月期見通しの概要

(単位:百万円)

	16/12期			17/12期			通期予想	前期比
	2Q累計	下期	通期実績	2Q累計	下期(予)	前期比 (参考値)		
売上高	851	906	1,758	1,042	1,371	51.3%	2,413	37.3%
営業利益	114	40	155	-5	54	33.8%	48	-68.6%
経常利益	112	42	155	-4	51	21.5%	47	-69.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	86	14	100	-15	20	46.6%	4	-96.0%

出所:決算短信よりフィスコ作成

前述のように、2017年12月期は成長のための投資の1年ということで、増収ながら大幅減益の予想となっている。利益額は投資の進捗次第で上下に変動可能性がある。投資家の立場としては、今通期ベースにおいても、利益の数値よりもKPIの動きとそれに伴う売上高の動きに注目すべきだろう。

KPIの具体的なものとして、国内事業ではPIXTAにおける素材点数、定額制売上高、単品購入の月間累積数、fotowaの撮影件数などが挙げられる。海外事業では言うまでもなく韓国版PIXTAに関わるもので、素材点数やダウンロード数、ユーザー数などをトラックしていきたい。また、台湾・タイの両拠点においてもマーケティングとローカルコンテンツの調達を強化するとしており、その進捗も注目される。

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		
				2Q累計	下期(予)	通期(予)
売上高	1,068	1,388	1,758	1,042	1,370	2,413
前期比	36.6%	29.9%	26.7%	-	-	37.3%
売上総利益	581	780	1,017	597	-	-
売上高総利益率	54.4%	56.2%	57.9%	57.3%	-	-
販売費及び一般管理費	483	642	862	602	-	-
売上高販管費率	45.2%	46.3%	49.1%	57.8%	-	-
営業利益	97	138	155	-5	53	48
前期比	-	41.3%	12.4%	-	-	-68.6%
売上高営業利益率	9.2%	10.0%	8.8%	-	3.9%	2.0%
経常利益	98	120	155	-4	51	47
前期比	-	22.3%	29.4%	-	-	-69.7%
親会社株主に帰属する当期純利益	90	111	100	-15	19	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)	46.87	53.75	45.22	-7.16	8.95	1.79
1株当たり純資産(円)	30.62	250.36	295.81	-	-	-
1株当たり配当金(円)	0	0	0	0	0	0

注：16/12期第3四半期から連結決算に移行したため、17/12期2Q累計と下期(予)の前年同期比較はない

出所：決算短信よりフィスコ作成

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 2Q
流動資産	430	937	1,074	1,243
現預金	259	671	689	798
売上債権	120	197	264	322
固定資産	30	53	233	426
有形固定資産	4	9	32	32
無形固定資産	0	3	93	277
投資等	25	40	107	117
資産合計	460	990	1,307	1,670
流動負債	332	432	647	792
支払債務	200	227	275	330
固定負債	6	-	-	236
長期借入金、社債	6	-	-	225
株主資本	120	558	659	643
資本金	146	309	309	309
資本剰余金	136	299	299	299
利益剰余金	-161	-50	50	34
純資産合計	120	558	659	641
負債・純資産合計	460	990	1,307	1,670

出所：決算短信よりフィスコ作成

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	17/12期 2Q
営業活動によるキャッシュ・フロー	133	149	245	-7
投資活動によるキャッシュ・フロー	-1	-26	-223	-138
財務活動によるキャッシュ・フロー	7	300	0	286
現預金換算差額	1	-0	-0	-0
現預金増減	140	424	22	140
期首現預金残高	140	281	706	728
期末現預金残高	281	706	728	868

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、これまでのところは無配となっている。2017年12月期については先行投資の1年と位置付けて減益を予想していることもあり、前期までと同様、無配の見通しを公表している。

弊社では、同社のPIXTA事業や新規事業の成長ポテンシャルの高さに照らせば、積極的な事業展開に投資することが、終局的には株主リターンを最大化につながるものと考えている。今第2四半期までの進捗状況は2019年12月期からの成長軌道回帰を期待するに十分なものと評価しており、無配の判断は十分正当化され则认为している。

■ 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他、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