

# ホリスティック企業レポート フォトクリエイト 6075 東証マザーズ

フル・レポート  
2014年3月31日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター  
審査委員会審査済20140326

要旨

1. 会社概要

- ・フォトクリエイト(以下、同社)は、スポーツイベント等の写真を撮影しネットで販売するインターネット写真サービス事業の他、結婚式場や写真館へ写真販売システムを提供するフォトクラウド事業も展開している。
- ・プロの撮影した思い出の写真をネット上で簡単に購入できる利便性等が、利用者の支持を受けて業績を拡大してきた。

アナリスト: 柴田 郁夫  
+81 (0) 3-6858-3216  
ishibata@stock-r.org

【主要指標】

	2014/3/20
株価(円)	1,525
発行済株式数(株)	1,264,000
時価総額(百万円)	1,928

2. 財務面の分析

- ・13/6 期決算は、各事業が順調に伸長したことで増収増益となった。スポーツイベントが好調であったことや、写真館との提携により園・学校向けを強化したことなどが業績拡大に貢献した。
- ・14/6 期業績について、証券リサーチセンター(以下、当センター)では増収減益を見込み、同社の予想と比べ利益面でやや保守的な水準としている。好調なフォトクラウド事業が増収に寄与するものの、足元で原価率の上昇が見られることなどから、上期の天候不良によるイベント中止の影響を下期では挽回できないと判断したことが主因である。

前期実績 今期予想 来期予想

PER(倍)	16.0	24.1	13.1
PBR(倍)	6.0	4.2	2.8
配当利回り(%)	0.0	0.0	0.0

【株価パフォーマンス】

	1カ月	3カ月	12カ月
リターン(%)	-14.1	-20.6	-
対TOPIX(%)	-19.8	-20.3	-

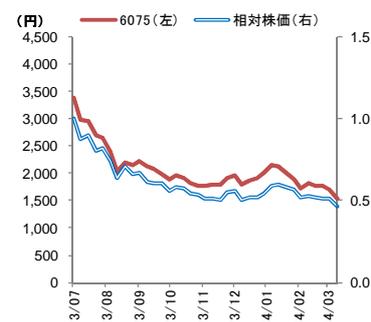
3. 非財務面の分析

- ・同社の価値創造の源泉は、ITを活用した革新的な事業モデルにより新たな需要を生み出したことや、業務効率化を実現したところにある。
- ・幅広いイベントを手掛けることによるスケールメリットやノウハウの蓄積、事業パートナーの囲い込み等が事業モデルを支えている。

4. 経営戦略

- ・同社の成長戦略は、主力のインターネット写真サービス事業の着実な成長と海外展開、フォトクラウド事業による成長の加速を図ることである。
- ・ストック型ビジネスであるフォトクラウド事業の強化は、スケールメリットの追求と収益基盤の安定を図るところに狙いがある。

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2013/7/8

5. アナリストの評価

- ・当センターでは16/6期までの成長率について、売上高は年率16.2%、営業利益は同26.2%を見込んでいる。
- ・利用者や提携先(写真館等)の便益を高めるフォトクラウド事業の順調な拡大が、同社の成長を牽引することを想定した。

【6075 フォトクリエイト 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)
2012/6	2,481	-	133	-	130	-	64	-	60.3	260.8	0.0
2013/6	2,836	14.3	179	34.2	175	34.3	102	58.3	95.4	356.2	0.0
2014/6 CE	3,230	13.9	193	7.6	183	4.6	106	4.1	85.8	-	0.0
2014/6 E	3,230	13.9	150	-16.2	140	-20.0	80	-21.6	63.3	364.7	0.0
2015/6 E	3,730	15.5	220	46.7	210	50.0	125	56.3	98.9	463.6	0.0
2016/6 E	4,450	19.3	360	63.6	350	66.7	210	68.0	166.1	629.7	0.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。

## 目次

### 1. 会社概要

- － 事業内容
- － ビジネスモデル
- － 市場構造とポジション
- － 沿革と経営理念

### 2. 財務面の分析

- － 過去の業績推移
- － 同業他社との比較
- － 今後の業績見通し
- － 中期業績見通し

### 3. 非財務面の分析

- － 知的資本分析
- － ESG 活動の分析

### 4. 経営戦略

- － 当面の課題と戦略
- － 中長期戦略

### 5. アナリストの評価

- － 強み・弱みの評価
- － 経営戦略の評価
- － 投資に際しての留意点

### 補. 本レポートの特徴

## 1. 会社概要

### > 事業内容

#### ◆ 撮影した写真をネットで販売するサービスを展開

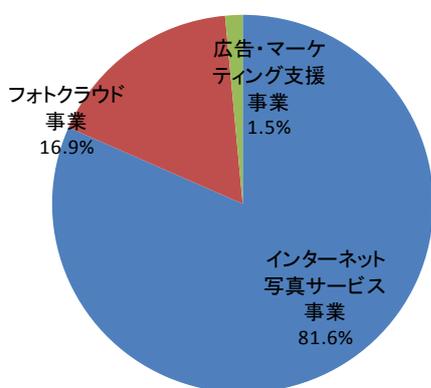
フォトクリエイト(以下、同社)は、スポーツイベントなどの写真を撮影しネットで販売するインターネット写真サービス事業を主力としている。また、結婚式場や地域の写真館等へ写真販売システムを提供するフォトクラウド事業も展開している。プロの撮影した思い出の写真をインターネット上で簡単に閲覧及び購入できる利便性が利用者からの支持を受けるとともに、業務効率化やサービスの充実を狙う結婚式場や写真館との提携拡大も同社の成長を牽引してきた。IT環境の進展や一眼デジタルカメラの出現等をはじめとする技術革新や、市民マラソンなどスポーツイベントブームが同社の追い風になったと考えられる。

イベントカテゴリーごとに全部で12サイトのHPを運営しているが、主力であるスポーツ写真販売サイト「オールスポーツコミュニティ」は、約70種目のスポーツイベント(年間約4,000大会)を撮影しており、月間訪問者数45万人の集客力を誇っている。また、登録カメラマン数は1,320人となっている(13/6期末現在)。

事業セグメントは、「インターネット写真サービス事業」、「フォトクラウド事業」、「広告・マーケティング支援事業」の3つに区分されている。その内、主力のインターネット写真サービス事業が売上高の81.6%を占めている(13/6期)

連結子会社は存在しない。

【図表1】事業別の売上構成比率



【図表2】各事業の概要

インターネット写真サービス事業	各地で開催されるイベントに、カメラマンを手配して撮影し、撮影した写真を同社が運営するWebサイトにて販売する事業
フォトクラウド事業	園・学校を中心に撮影している写真館やウェディング事業者(結婚式場等)に対して、彼らが撮影した写真を販売するシステムをノウハウと併せて提供する事業
広告・マーケティング事業	同社サイトの広告枠の販売等により顧客企業の広告活動を支援する事業や、顧客の商品と当社が持つ資産(同社サイトの集客力やサービス利用者との接点等)を組み合わせたサービスを提供する事業(イベントタイアップ、リサーチ等)

(出所) 図表1、2ともに決算短信より証券リサーチセンター作成

> **ビジネスモデル**

◆ **IT 技術を駆使した事業モデルにより市場を創造**

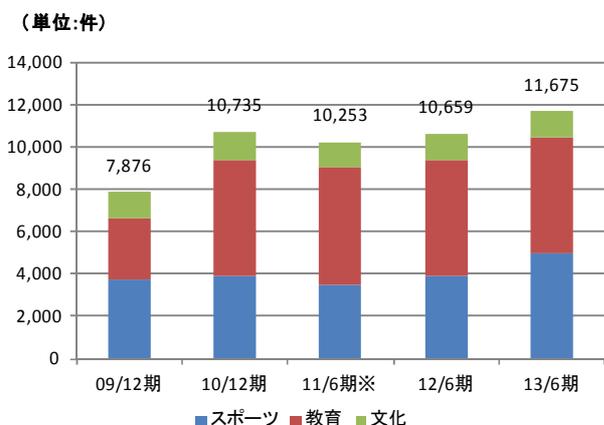
インターネット写真サービス事業は、イベント開催情報の収集、イベント主催者に対する折衝(撮影許可のとりつけ)、カメラマンの手配、撮影、Web サイトへの掲載、プリント及びダウンロード、発送及び決済の業務手順で成り立っている。プロのカメラマンと思い出を写真で残したいイベント参加者をとを IT 技術を駆使した事業モデルでマッチングさせ、利便性(24 時間ネットで閲覧・購入が可能、使いやすいユーザーインターフェイス等)や安全性(厳重なアクセス制限、決済機能の提供等)、クオリティ(プロによる撮影等)に優れた価値提供により新たな市場を創造したところに同社の特徴がある。

同社が成功した要因は、米国で普及していた事業モデルを他社に先駆けて日本に持ち込み、幅広いカテゴリーのイベントを数多く手掛けることにより、実績の積み上げやスケールメリットの追求、ノウハウの蓄積などを図ってきた点にある。

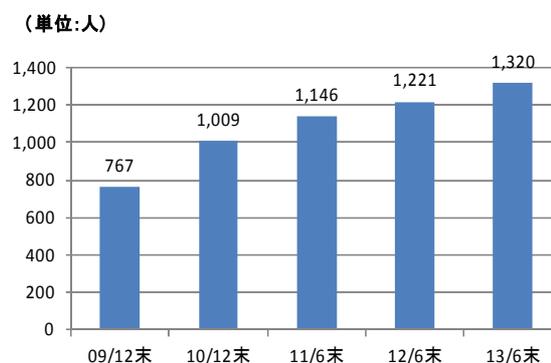
同社が得意とするスポーツ領域では、約 70 種類のスポーツイベント(年間約 4,000 大会)を手掛け、スポーツ写真販売サイト(オールスポーツコミュニティ)には月間約 45 万人(平均)が集まってくる。スポーツ領域以外では、教育領域(学校行事など)や文化領域(社交ダンスやお祭り、音楽イベントなど)にも対応しており、年間掲載イベント数は 11,675 件、運営するサイト数はカテゴリーごとに 12 サイトとなっている(13/6 期実績、図表 3)。

プロの契約カメラマンについても 13/6 期末時点で 1,320 名を確保している(図表 4)。厳しいクオリティチェックにも関わらず着実に増加する傾向にあり、安定的に仕事のある点が優秀なカメラマンを集めていると考えられる。

【図表 3】掲載イベント件数の推移



【図表 4】契約カメラマンの推移



(※) 11/6 期は決算期変更により 10/7~11/6 を集計した数値

(出所) 図表 3、4 とともにフォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 写真販売システムによるストック型ビジネスにも注力

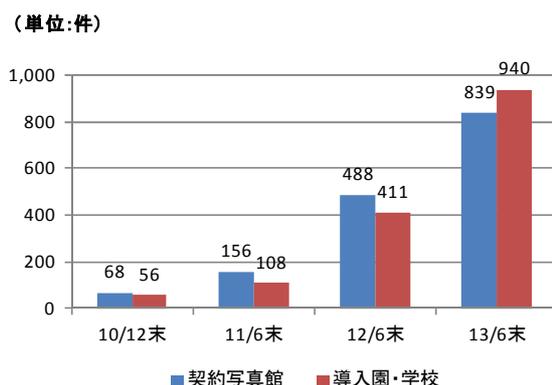
フォトクラウド事業は、提携する結婚式場や写真館に対して写真販売システムを提供することにより、Web サイトへ写真を掲載するところから、プリント及びダウンロード、発送及び決済の業務手順の一部を請け負うものであり、提携先の業務効率化やサービスの充実に貢献することで業績を伸ばしてきた。

インターネット写真サービス事業が、スポット的な要素（継続開催や継続受注の保証がない）が大きいという点、天候による影響などに左右されやすいことと比べて、フォトクラウド事業はストック型ビジネスであり、安定的かつスケールメリットをより発揮しやすいことから、今後の成長ドライバーとして注力している。現在はウェディングの比重が高いものの、今後は市場の大きな園・学校向けを強化する方針であり、学校行事を撮影している写真館を提携先として囲い込むとともに、まずは先行投資的に提携先の支援や育成に取り組んでいる。

【図表 5】掲載イベント件数の推移



【図表 6】契約写真館と導入園・学校数の推移



(※) 11/6 期は決算期変更により 10/7~11/6 を集計した数値

(出所) 図表 5、6 ともにフォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 掲載イベント数の拡大が業績を牽引する収益モデル

インターネット写真サービス事業の売上高は、各イベントの参加者が同社サイトにて購入する写真枚数によって決まる。従って、スポーツイベントなど大型イベントの受注は業績を左右する。一方、原価項目には、カメラマンの人件費（及び出張費）、プリント費用の他、各イベント主催者へ支払われる協賛金が含まれているところに特徴がある。

また、フォトクラウド事業についても、ウェディングや学校行事等の参加者が同社サイトにて購入する写真枚数の多寡により売上高が左

右されるが、同社サービスを導入し、継続的に同社サービスを利用する結婚式場や園・学校数の拡大が業績を牽引するストック型ビジネスであり、提携先（結婚式場や写真館）との関係も重要となっている。

一方、原価項目には、システム費用やプリント費用の他、提携先とのレベニューシェア（売上高の分配）が含まれていることに注意を要する。証券リサーチセンター（以下、当センター）の推定によれば、売上高の50%~70%程度を提携先に支払っていると見られるが、それがフォトクラウド事業の原価率を高める要因となっている。

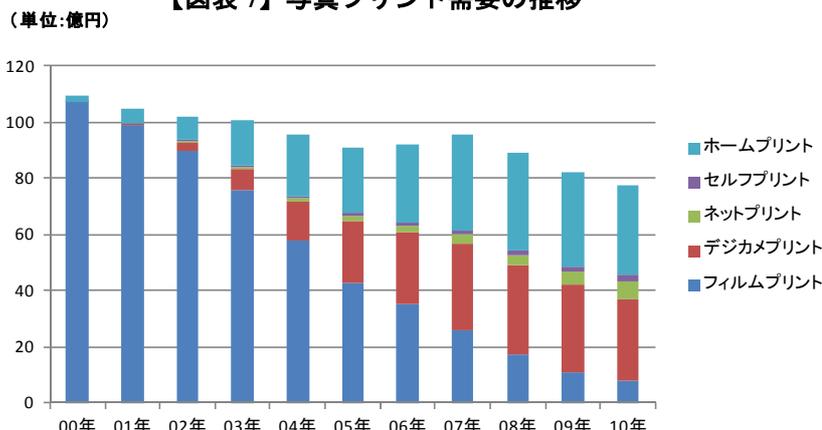
広告・マーケティング支援事業については、同社サイトの集客力を生かした送客や販促支援等であり、付随するコストの発生は少ないと見られる。

**> 市場構造とポジション**

**◆ 市場創造型の独自のポジショニング**

日本カラーラボ協会の統計情報によれば、写真プリント需要は縮小傾向にある。これは、写真を撮ってもプリントせずに画面上で鑑賞するといった楽しみ方の変化が影響していると考えられる。

**【図表 7】 写真プリント需要の推移**



(出所) 日本カラーラボ協会の統計情報より証券リサーチセンター作成

同社の場合は、独自の価値提供によりプリント需要を創出する事業モデルであることから、こういった傾向は当てはまらないものと言える。従って、同社の対象市場は、スポーツ、教育、文化等の領域で同社サービスの対象となるイベント数や結婚組数、園・学校数から類推するほうが適切と考えられる。同社資料によれば、同社サービスの対象となり得る市場は、現時点でスポーツ領域が 46 億円、文化領域が 42 億円、学校写真が 458 億円、ウェディングが 60 億円、合計 606 億円の規模を有するとの試算に立てば、同社は需要を取り込むことによる成長余地は大きいものと推察される。

競合状態については、各カテゴリーに特化して類似サービスを提供する事業者は存在するものの、同社のように幅広いカテゴリーを手掛けることで一定の規模を確保している企業は現時点で存在しない。手間や時間を要する割にニッチな市場であることから大手が参入しづらく、規模の小さい企業にとっては比較的参入しやすいものの、一定の規模を確保するためには、ノウハウの蓄積(時間的制約)やシステム投資(資金的制約)等が必要であることが、ボトルネックとなっている可能性がある。

## > 沿革と経営理念

### ◆ 沿革

同社は、2002年1月に写真プリント業等を目的として東京都杉並区下高井戸にて設立された。NTT からサイバーエージェントへ転職した白砂晃社長等が、日本におけるIT環境の進展を見据え、既に米国で普及していた現在の事業モデルを日本で展開するために創業を決意した。03年4月にイベント写真を販売するインターネット写真販売サイト「フォトチョイス」を開始すると、同年5月に社交ダンス写真販売サイト「ダンスライフ」、同年7月にアスリートのための写真販売サイト「オールスポーツコミュニティ」を独立させ、主力カテゴリーに育て上げた。05年には西日本支社(大阪府大阪市)を設置して全国展開を図った。

その後、学校等の年間行事を対象としたイベントスクールフォトサイト「スナップスナップ」をはじめ、お祭りや音楽イベントなど様々なカテゴリーのサイトを立ち上げ、掲載イベント数の拡大に伴って同社の業績が伸長した。ブロードバンド化などIT環境の進展やデジタルカメラの性能(一眼デジタルカメラの出現等)が向上したことも同社成長の追い風となった。また、07年に東京マラソン第一回大会のオフィシャルフォトサービスを受注したことが、同社の信頼性を高めるとともにノウハウの蓄積において大きなアドバンテージとなり、市民マラソンがブームとなる中で、同社の成長が加速する転機となった。

11年12月に「JAL ホノルルマラソン 2011」のオフィシャルフォトサービスにより初めて海外事業を手掛けると、12年10月には台湾版「オールスポーツコミュニティ」サービスも開始した。13年7月に東証マザーズに上場した。

### ◆ 経営理念

「感動をカタチにしてすべての人へ」という経営理念には、「人生の輝きの瞬間を写真というカタチにして皆様へお届けすることにより、感動が満ちあふれる社会を実現してまいります」という使命感が込められている。

## 2. 財務面の分析

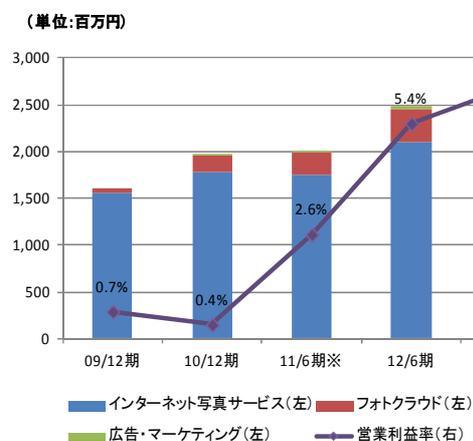
### > 過去の業績推移

#### ◆ インターネット写真サービス事業による成長を実現

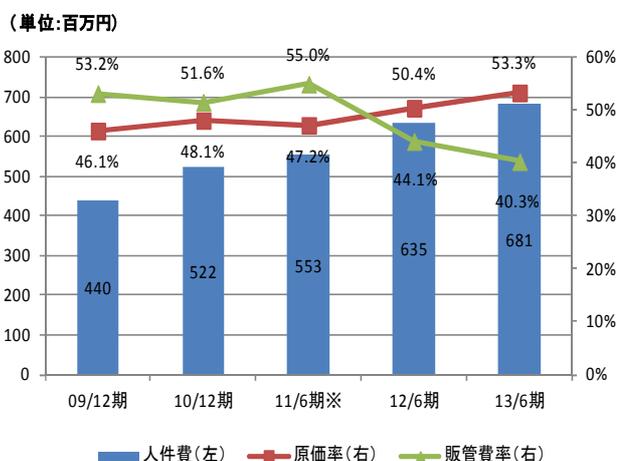
同社の過去5期分の業績を振り返ると、掲載イベント数の拡大とともにインターネット写真サービス事業が同社の業績を牽引してきた。また、最近では注力するフォトクラウド事業の伸び率が著しい。

利益面では、フォトクラウド事業の構成比の高まりが原価率の上昇を招くとともに、スタッフ増強により人件費が増えているが、コスト削減と増収による固定費吸収により営業利益率は年々向上している。

【図表 8】 業績推移



【図表 9】 費用構造の推移



(※) 11/6 期は決算期変更により 10/7~11/6 を集計した数値

(出所) 図表 8、9 とともに目論見書及びフォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 2013 年 6 月期の決算概要

13/6 期決算は、売上高 2,836 百万円 (前期比 14.3%増)、営業利益 179 百万円 (同 34.2%増)、経常利益 175 百万円 (同 34.3%増)、当期純利益 102 百万円 (同 58.3%増) と増収増益決算となった。会社予想に対する達成率は、売上高が 103.1%、営業利益が 91.3%と利益面で若干の未達となった。

事業別の売上高では、すべての事業が想定を上回って伸長した。インターネット写真サービスでは、好調なスポーツ領域を中心に掲載イベント数が拡大したことが増収に寄与した。注力分野であるフォトクラウド事業も、ウェディングと園・学校向けがそれぞれ掲載イベント数の拡大により大きく増収となった。なお、園・学校向けはまだ規模が小さいものの、写真館及び園・学校への働きかけに注力したことが業

績の伸長に繋がった。広告・マーケティング支援事業も、同社サイトの集客力を生かした送客(ネット広告)や販促支援が好調であった。

利益面では、原価率の高いフォトクラウド事業の構成比が高まったことや、各イベントへの協賛金支払が営業戦略上の理由で想定よりも大きくなったこと、小型イベントが増えたことが原価率の上昇を招いたことに加え、積極的なスタッフ増強で人件費が増加(46百万円増)したものの、地道なコスト削減努力や増収による固定費吸収等で営業利益率は大きく上昇した。

【図表 10】13年6月期決算の概要と前期比較

(単位:百万円)	12/6期 (実績)		13/6期 (実績)		増減		13/6期 (会社予想)	達成率
		構成比		構成比		増減率		
売上高	2,481		2,836		355	14.3%	2,751	103.1%
インターネット写真サービス	2,107	84.9%	2,314	81.6%	207	9.8%	2,266	102.1%
フォトクラウド	348	14.0%	479	16.9%	131	37.6%	459	104.4%
広告・マーケティング支援	24	1.0%	42	1.5%	18	69.8%	25	168.0%
売上原価	1,251	50.4%	1,512	53.3%	261	20.8%	-	-
撮影前原価	989	39.9%	1,219	43.0%	230	23.3%	-	-
製造原価	262	10.6%	292	10.3%	30	11.5%	-	-
販売費一般管理費	1,095	44.1%	1,144	40.3%	49	4.4%	-	-
営業利益	133	5.4%	179	6.3%	46	34.2%	196	91.3%
経常利益	130	5.2%	175	6.2%	45	34.3%	174	100.6%
純利益	64	2.6%	102	3.6%	38	58.3%	100	102.0%
インターネット写真サービス								
カメラマン数	1,221		1,320		99	8.1%		
掲載イベント数	10,659		11,675		1,016	9.5%		
フォトクラウド								
提携写真館数(累計)	488		839		351	71.9%		
導入園・学校数(累計)	411		940		529	128.7%		
掲載イベント数	29,684		33,405		3,721	12.5%		

(出所) フォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

> 同業他社との比較

◆ 成長志向の先行投資により利益率には改善の余地

比較対象企業として、写真プリント店をチェーン展開するプラザクリエイト (7502 東証 JQS)、スタジオ写真館を展開するスタジオアリス (2305 東証一部)、ネットを利用した個人写真集制作などを手掛けているアスカネット (2438 東証マザーズ) を選定した。

収益性

同社の営業利益率は、プラザクリエイトに勝るものの、スタジオアリスやアスカネットには劣位する。劣位する要因として、提携先とのレベニューシェアにより原価率が高いフォトクラウド事業の影響に加えて、販管費率の高さもあげられる。後者については、売上規模がまだ小さいうえに、先行投資的にスタッフ増員を行っているためと考えられる。従って、売上高の拡大及びスタッフ増員の一巡により、将来的に営業利益率が上昇する余地は十分あると考えられる。

成長性

同社の成長性は高い水準にある。写真プリント市場の縮小に直面するプラザクリエイトと、独自の事業モデルで新たな写真プリント需要を創出している会社とは対照的な状況と言える。

安定性

自己資本比率及び流動比率の水準から、同社の財務基盤の安定性や短期の支払い能力に懸念はない。

【図表 11】 主要な財務指標の他社比較

銘柄 証券コード 決算期	フォトクリエイト 6075 13/6期	プラザクリエイト 7502 13/3期	スタジオアリス 2305 13/12期	アスカネット 2438 13/4期
規模				
売上高(百万円)	2,836	18,633	35,366	4,533
営業利益(同上)	179	298	3,093	656
総資産(同上)	841	10,370	25,116	3,967
収益性				
自己資本利益率	30.9%	6.3%	7.7%	12.7%
総資産経常利益率	20.7%	2.9%	12.4%	17.2%
売上高営業利益率 (売上原価率)	6.3%	1.6%	8.7%	14.5%
(販管費率)	53.3%	54.3%	71.1%	47.9%
	40.3%	44.1%	20.2%	37.6%
成長性				
売上高(3年成長率)	13.0%	-3.4%	2.5%	-0.1%
経常利益(同上)	459.3%	-14.6%	-12.6%	1.9%
純資産(同上)	22.0%	-13.4%	10.0%	11.8%
安全性				
自己資本比率	45.3%	28.5%	65.2%	84.8%
流動比率	173.7%	114.7%	167.8%	387.2%
インタレスト・カバレッジレシオ(倍)	57.5	54.2	202.1	1,031.5

(出所) 各社決算短信に基づき証券リサーチセンター作成

## > 今後の業績見通し

### ◆ 14年6月期のフォトクリエイト予想

14/6期について同社は、売上高 3,230 百万円（前期比 13.9%増）、営業利益 193 百万円（同 7.6%増）、経常利益 183 百万円（同 4.6%増）、当期純利益 106 百万円（同 4.1%増）と増収増益を見込んでいる。

事業別の売上高予想によると、主力のインターネット写真サービス事業の着実な伸びとともに、フォトクラウド事業が大きく伸長することが増収に寄与する計画となっている。利益面では、フォトクラウド事業の売上構成比が高まることによる原価率の上昇で、営業利益率は若干低下する見込みとなっている。また、人件費も積極的な人員増強により増加（56 百万円増）する計画である。

### ◆ 14年6月期上期の実績

14/6期第2四半期累計（以下、上期）決算の実績は、売上高 1,605 百万円（前年同期単体比 11.7%増）、営業利益 62 百万円（同 22.5%減）、経常利益 52 百万円（同 36.4%減）、純利益 31 百万円（同 36.8%減）と増収ながら減益となった。また、期初同社予想に対する達成率では、売上高 96.1%、営業利益 73.8%と、特に利益面で大きく未達となった。

事業別の売上高では、インターネット写真サービスが着実に伸長したものの、天候不良によるイベント中止や新規大型イベントの期ズレ等により、想定を下回る結果となったことが期初同社予想との差異要因となった。一方、フォトクラウド事業は想定を上回るペースで大きく伸長した。

利益面では、イベント中止の影響（一定の原価は発生）や、フォトクラウド事業の構成比が高まったことが原価率を想定以上に押し上げ、営業利益率の低下を招いた。

### ◆ 14年6月期の証券リサーチセンター予想

当センターでは、14/6期上期の実績や足元でフォトクラウド事業が伸長している状況等を踏まえ、14/6期の売上高予想は、同社予想と同じ水準を見込んでいる。一方、利益面では、同社予想よりも保守的な水準を予想している。下期においてもフォトクラウド事業の伸長に伴う原価率の上昇が見込まれることから、上期における落ち込み分（イベント中止による影響等）を補える可能性は低いと判断した。

【図表 12】 14 年 6 月期上期決算の概要と前年同期比較

(単位:百万円)	13/6期上期 (実績)		14/6期上期 (実績)		増減		14/6期上期 (会社予想)		達成率
		構成比		構成比		増減率		構成比	
売上高	1,437		1,605		168	11.7%	1,670		96.1%
インターネット写真サービス	1,164	81.0%	1,245	77.6%	81	7.0%	-	-	-
フォトクラウド	250	17.4%	330	20.6%	80	32.0%	-	-	-
広告・マーケティング支援	19	1.3%	27	1.7%	8	42.1%	-	-	-
売上原価	807	56.2%	941	58.6%	134	16.6%	-	-	-
撮影前原価	661	46.0%	784	48.8%	123	18.6%	-	-	-
製造原価	145	10.1%	156	9.7%	11	7.6%	-	-	-
販売費一般管理費	550	38.3%	602	37.5%	52	9.5%	-	-	-
営業利益	80	5.6%	62	3.9%	-18	-22.5%	84	5.0%	73.8%
経常利益	83	5.8%	52	3.3%	-31	-36.4%	75	4.5%	70.6%
純利益	50	3.5%	31	2.0%	-19	-36.8%	43	2.6%	73.0%

インターネット					
カメラマン数		1,266	1,397	131	10.3%
掲載イベント数		6,376	7,193	817	12.8%
フォトクラウド					
提携写真館数(累計)		586	1,037	451	77.0%
導入園・学校数(累計)		-	1,207	-	-
掲載イベント数		18,108	21,564	3,456	19.1%

(出所) フォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

【図表 13】 14 年 6 月期業績予想

(単位:百万円)	13/6期 (実績)		14/6期 (当センター予想)		増減率	14/6期 (会社予想)		増減率
		構成比		構成比			構成比	
売上高	2,836		3,230		13.9%	3,230		13.9%
インターネット写真サービス	2,314	81.6%	2,500	77.4%	8.0%	2,510	77.7%	8.5%
フォトクラウド	479	16.9%	670	20.7%	39.9%	653	20.2%	36.3%
広告・マーケティング支援	42	1.5%	60	1.9%	42.9%	66	2.0%	57.9%
売上原価	1,512	53.3%	1,850	57.3%	22.4%	-	-	-
撮影前原価	1,219	43.0%	-	-	-	-	-	-
製造原価	292	10.3%	-	-	-	-	-	-
販売費一般管理費	1,144	40.3%	1,230	38.1%	7.5%	1,255	38.9%	9.7%
営業利益	179	6.3%	150	4.6%	-16.2%	193	6.0%	7.6%
経常利益	175	6.2%	140	4.3%	-20.0%	183	5.7%	4.6%
純利益	102	3.6%	80	2.5%	-21.6%	106	3.3%	4.1%
インターネット								
カメラマン数		1,320				-		-
掲載イベント数		11,675				-		-
フォトクラウド								
提携写真館数(累計)		839				1,200		43.0%
導入園・学校数(累計)		940				1,775		88.8%
掲載イベント数(※)		33,960				43,600		28.4%

(※) フォトクラウド事業の掲載イベント数は、14/6 期 2 四半期より集計基準を変更している

(出所) フォトクリエイト決算説明会より証券リサーチセンター作成

> 中期業績見通し

◆ 中期経営計画

同社は、中期経営計画を公表している(図表14)。インターネット写真サービス事業の着実な成長と海外への展開、フォトクラウド事業の急拡大により成長を加速する計画となっており、16/6期までの成長率は、売上高が16.6%増、営業利益が27.4%増を見込んでいる。

同社の成長を牽引するフォトクラウド事業については、先行投資的な事業拡大(写真館の開拓及びその支援及び育成に伴う費用)が15/6期まで続くものの、16/6期には契約写真館の自立により写真館当たりの導入園・学校数を増やすことで効率性を高め、売上高、利益ともに大きく伸長するシナリオとなっている。

利益面では、15/6期までは原価率の高いフォトクラウド事業の伸長が営業利益率の上昇を抑えるものの、16/6期からはフォトクラウド事業の収益性改善(効率的な事業拡大やスケールメリット効果等)から営業利益率が上昇する見込みとなっている。

【図表14】 フォトクリエイトの中期経営計画

(単位:百万円)	13/6期 実績	14/6期 計画	15/6期 計画	16/6期 計画	成長率
売上高 (伸び率)	2,836 14.3%	3,230 13.9%	3,734 15.6%	4,491 20.2%	16.6%
営業利益 (利益率)	179 6.3%	193 6.0%	223 6.0%	368 8.2%	27.2%
経常利益 (利益率)	175 6.2%	183 5.7%	218 5.8%	363 8.1%	27.5%
当期純利益 (利益率)	102 3.6%	106 3.3%	126 3.4%	211 4.7%	27.4%

(出所) フォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

◆ 証券リサーチセンターによる中期業績予想

当センターでは、14/6期の利益予想については、一時的な要因から会社予想よりも保守的な水準としたものの、15/6期以降については、売上高、営業利益ともに、同社の計画とほぼ同水準に推移するものと予想した。なお、主な前提条件は以下の通りとなっている。

- 1) インターネット写真サービスは、成長を持続するものの伸び率は徐々に鈍化することを想定した。
- 2) フォトクラウドは、写真館の支援及び育成効果の発現等から、加速度的に売上高が拡大することを想定した。

3) 広告・マーケティング支援は、様々な事業機会の可能性は考えられるものの、現時点で判断材料に欠けることから保守的に毎年約 20 百万円ずつ増加する想定とした。

一方、利益率についても、15/6 期以降、会社予想と同水準で推移するものと判断した。

【図表 15】当センターによる中期業績予想

(単位:百万円)		13/6期 実績	14/6期 予想	15/6期 予想	16/6期 予想	成長率
売上高 (伸び率)		2,836 14.3%	3,230 13.9%	3,730 15.5%	4,450 19.3%	16.2%
インターネット写真サービス (伸び率)		2,314 9.8%	2,500 8.0%	2,650 6.0%	2,750 3.8%	5.9%
フォトクラウド (伸び率)		479 37.6%	670 39.9%	1,000 49.3%	1,600 60.0%	49.5%
広告・マーケティング支援 (伸び率)		42 75.0%	60 42.9%	80 33.3%	100 25.0%	33.5%
営業利益 (利益率)		179 6.3%	150 4.6%	220 5.9%	360 8.1%	26.2%

(出所) 証券リサーチセンター

### 3. 非財務面の分析

#### > 知的資本分析

#### ◆ 革新的な事業モデルによる価値創造

同社の価値創造の源泉は、プロのカメラマンによる思い出の写真がネットで簡単に購入できる事業モデルに加えて、結婚式場や写真館の業務効率化に貢献する価値提供により、新たな市場を創造したことである。同社の優位性は、幅広いイベントを手掛けることによるスケールメリットとノウハウの蓄積にある。また、カメラマンを含め、結婚式場や写真館など、事業パートナー（提携先）を囲い込んだことが、ネットワーク外部性を働かせることで、他社が簡単には追いつけない要因になると考えられる。

【図表 16】 知的資本の状況

項目	分析結果	KPI	
		項目	数値
関係資本	顧客 ・各イベントの参加者(同社サイトの訪問者)	①HPの閲覧者数 ②主要イベントのパスワード解除率 (参加者がサイトを訪問する比率)	①月間45万人(オールスポーツコミュニティ) ②ほぼ100%(推定)
	ブランド ・業界No1の実績 ・上場企業としての知名度や信頼性	①ブランド認知度	①非開示
	事業パートナー ・各イベント主催者との関係 ・契約カメラマンとの関係 ・結婚式場との関係 ・地域の写真館との関係 ・園・学校との関係	①年間イベント数 ②カメラマン数 ③提携する結婚式場数 ④提携する写真館数 ⑤導入する園・学校数	①11,675件 ②1,320人 ③非開示 ④839館 ⑤940校
組織資本	プロセス ・ITを駆使した価値提供により新たな市場を創造する事業モデル(利便性、安全性、クオリティ、効率性による価値提供を実現) → イベント情報の収集 → カメラマンの手配 → 撮影 → Web掲載 → プリント・ダウンロード → 発送・決済	①参加者からの評価 ②契約継続率 ③提携先の業務効率改善率	①非開示 ②非開示 ③非開示
	知的財産・ノウハウ ・各イベントで高いパフォーマンス(満足度)を実現するノウハウ → カメラマンの撮影技術、最適な位置取りなど ・効率的な業務運営を行うノウハウ → カメラマンの効率的な手配 → 業務効率を高める基幹システム → 精度の高い採算管理 ・イベント主催者への折衝力 ・使いやすさと安全性を重視したユーザーインターフェースの開発	①購入率(訪問者が購入する比率) ②1人当たりの購入枚数 ③イベント毎の購入枚数 ④不採算案件の数 ⑤失注数	①非開示 ②非開示 ③非開示 ④非開示 ⑤非開示
人的資本	経営陣 ・時代の先を読む先見の明 ・新しい市場を切り開いてきた推進力	-	-
	従業員 ・積極的な人材の確保 ・自らの価値を意識させる社員教育	①過去3期間の社員増 ②採用計画	①16名増 ②非開示

(注) 開示データは 13/6 期末時点の実績

(出所) 証券リサーチセンター

> ESG活動の分析

◆ 環境対応 (Environment)

同社サービスは、販売する写真をプリントせずに、データにて提供することが可能であることから、無駄な用紙や化学薬品等の使用を抑制することで省資源化や環境保全に貢献している。

◆ 社会的責任 (Society)

同社は、スポーツや教育、文化領域における各イベントに対するサービスの提供や協賛金を通じて、イベント運営の支援を行うことで、スポーツや文化振興等に貢献している。

◆ 企業統治 (Governance)

同社の取締役会は5名(社外取締役1名)で構成される。社外取締役の徳山涼平氏は、野村證券出身で、デジタルガレージの取締役、カカクコム取締役を歴任した実績を有する。また、監査役会は3名(全員が社外監査役)で構成される。常勤の橋本純氏は臨床検査などを手掛けるエスアールエル出身者で、管理部門の経験が豊富である。また、関根正浩氏は関根会計事務所所長を務める税理士、中陳道夫氏は中陳法律事務所所長を務める弁護士である。なお、社外役員4名は同社と利害関係を有しない独立役員である。

一方、株主構成は、創業者である白砂晃氏(同社取締役社長)と小松利彰氏(同社取締役)、田中大祐氏(現在は同社取締役を退任)の3人が上位を占めている(合計約36.4%)が、筆頭株主である白砂社長の保有比率は14.6%に過ぎない。また、上位集中度はさほど高くはないことから、個人株主を中心に小口分散されていると見られる。

【図表 17】大株主の状況(13/12末)

	(%)
白砂 晃	14.60
小松 利彰	11.39
田中 大祐	10.44
ルクレ	8.70
ドリームインキュベータ	6.86
山田 裕一	3.36
日本証券金融	2.47
大澤 朋陸	1.74
徳山 涼平	1.58
飯田 哲也	1.58
合計	62.75

(出所) 四半期報告書より証券リサーチセンター作成

## 4. 経営戦略

### > 当面の課題と戦略

#### ◆ フォトクラウド事業の育成が課題

同社にとって、次に掲げる成長戦略を軌道に乗せるための準備を行うことが当面の課題である。特に、将来の成長ドライバーとして注力するフォトクラウド事業の基礎固めとして、まずは契約写真館の囲い込みとその支援・育成を図ることで、市場の大きな園・学校向けサービスの事業拡大に取り組んでいる。

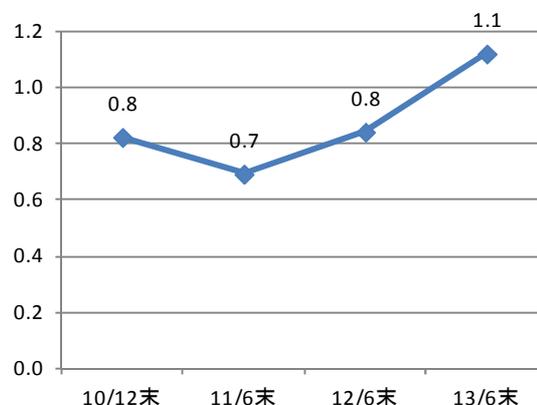
### > 中長期戦略

#### ◆ フォトクラウド事業の拡大により成長を加速する戦略

同社の成長戦略は、インターネット写真サービス事業の着実な成長と海外展開、及びフォトクラウド事業の急拡大により成長を加速する方針となっている。特に、天候による影響や各イベントの開催計画など外部要因に左右されがちなインターネット写真サービス事業にかかわって、安定的なストック型ビジネスであるフォトクラウド事業を今後の成長ドライバーとする計画であり、とりわけ市場の大きな園・学校向けを軸とした事業拡大を目指している。同社は、先行投資的に契約写真館の開拓及びその支援・育成に取り組んでいるが、2年～3年後には契約写真館自らが園・学校等へサービス導入を推進できる水準に自立を図ることで、効率的かつ加速度的な事業拡大が可能となると目論んでいる。なお、13/6 期末時点の契約写真館当たりの導入園・学校数は 1.11 校であるが、2年～3年後には 3 校（園）程度にまで増やす計画と推察される。

一方、インターネット写真サービス事業の海外展開としては、現在の台湾での事業展開を足掛かりとして、人口の多い中国への進出を目指しており、そのタイミングを検討している状況である。

【図表 18】 写真館当たりの導入園・学校数の推移



(出所) フォトクリエイト決算説明会資料より証券リサーチセンター作成

## 5. アナリストの評価

### > 強み・弱みの評価

#### ◆ スケールメリットやノウハウの蓄積など先行者利益を享受

同社の内部資源（強み・弱み）、及び外部環境（機会・脅威）の状況を整理すると以下のようにまとめられる。

【図表 19】 SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・幅広いイベントを手掛けることによる豊富な実績</li> <li>・スケールメリットやノウハウの蓄積など先行者利益を享受</li> <li>・上場会社としての知名度及び信頼</li> <li>・契約カメラマンの質と量</li> <li>・運営サイトの集客力の高さ</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・天候により業績が左右されるリスク</li> <li>・フォトクラウド事業の伸長により足元で原価率が上昇</li> <li>・イベントブームの一巡により成長が鈍化する可能性</li> <li>・模倣されるリスクを含め、競争が激しくなる可能性</li> </ul>
機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・スポーツ、音楽、お祭りなど当社が得意とするイベントの増加</li> <li>・結婚式場や写真館、園・学校等から同社サービスに対するニーズの拡大</li> <li>・海外での事業展開</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・出生率の低下、人口の減少など、人口動態の変化による市場縮小</li> <li>・事故やトラブル発生等により業界に対する信頼性の低下、及び規制の強化</li> <li>・新たな事業モデルの出現</li> </ul>

(出所) 証券リサーチセンター

### > 経営戦略の評価

#### ◆ フォトクラウド事業の進捗と収益構造の変化に注目

同社の成功要因は、日本の IT 環境の進化を見据えて、米国で普及していた事業モデルを他社に先駆けて日本に持ち込むとともに、幅広いカテゴリーを手掛けることにより規模拡大を図ったことにある。

プロのカメラマンとイベント参加者をマッチングさせるプラットフォームビジネスは、スケールメリットの追求が競争力を高める要因になるため、スピード感をもって業界 No1 の実績を積み上げたことが奏功したと言えよう。

一方、同社の抱える課題は、主力であるインターネット写真サービス事業が、スポット的な要素が強い（継続開催及び継続受注の保証はない）うえに、天候の影響を受けやすいなど、収益の安定性に欠ける点

にあると考えられる。したがって、同社が、フォトクラウド事業を今後の成長ドライバーとして注力しているのは合理的な戦略と言える。

フォトクラウド事業は、特に学校行事の場合、ストック型ビジネスとしてさらにスケールメリットが働きやすいうえに、学校や写真館をシステムで囲い込むことで、手続き的な部分も含めて利用者側のスイッチングコストが高い。写真館とのレベニューシェア（売上高の分配）による原価率の高さは気になるものの、これは会計処理（総額計上）の問題として見るべきであり、事業の収益性そのものに課題があるわけではないと考えられる。また、同社の計画通り、一度導入した写真館の経験則が蓄積されてくれば、加速度的な規模拡大に結びつくことが期待できる。そうなれば、同社の顧客開拓費用や写真館支援等に係る費用が軽減されるとともに、規模拡大による効果で収益性が向上する可能性は十分であろう。フォトクラウド事業の今後の進捗と収益構造の変化に注目したい。

## ➤ 投資に際しての留意点

### ◆ 当面は無配継続の可能性が高い

同社は、株主に対する利益還元を重要課題の一つと位置付けているものの、現在は事業拡大過程にあることから、持続的な成長をしていくために必要な事業拡大のための投資及び財務体質の強化を図ることを優先させており、設立以来配当実績はない。同社の中期経営計画に基づけば、フォトクラウド事業を軸として成長を加速させていく方針であり、しばらくは配当という形での株主還元は見送られる可能性がある。

## 本レポートの特徴

### ■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

### ■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

### ■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

## 本レポートの構成

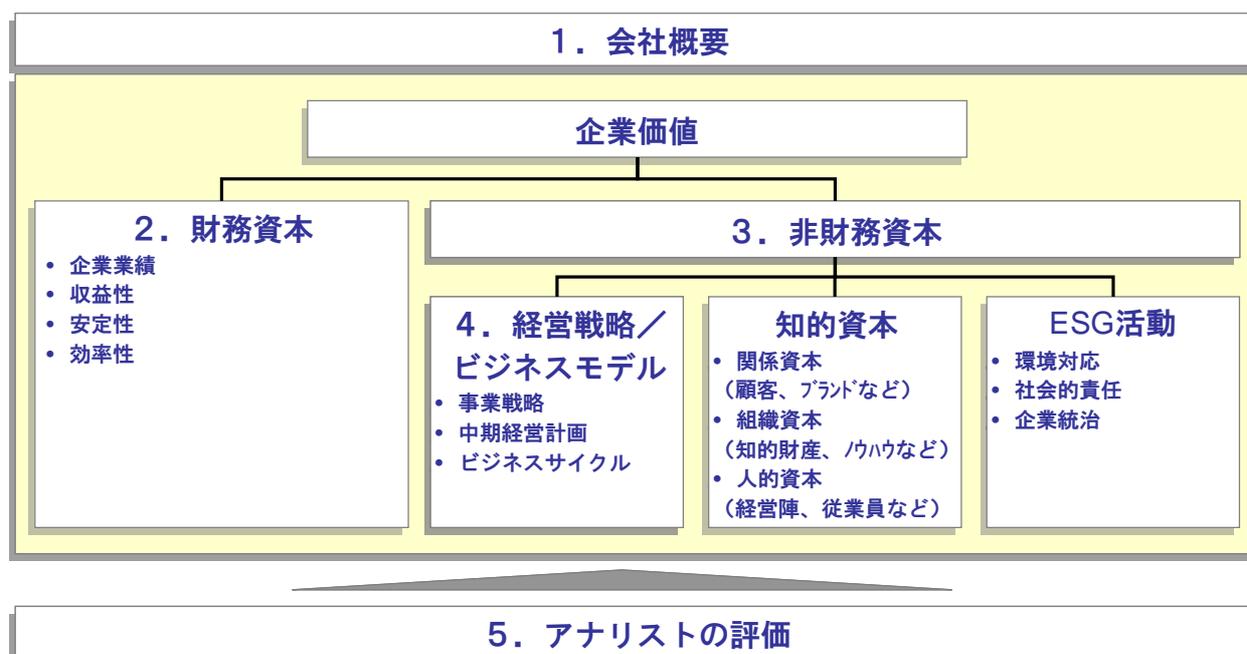
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



## 指標・分析用語の説明

### ■ PER (Price Earnings Ratio)

株価を1株当たり当期純利益で除したもので、株価が1株当たり当期純利益の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ PBR (Price Book Value Ratio)

株価を1株当たり純資産で除したもので、株価が1株当たり純資産の何倍まで買われているのかを示すものです

### ■ 配当利回り

1株当たりの年間配当金を、株価で除したもので、投資金額に対して、どれだけ配当を受け取ることができるかを示すものです

### ■ ESG

Environment : 環境、Society : 社会、Governance : 企業統治、に関する情報を指します。近年、環境問題への関心や企業の社会的責任の重要性の高まりを受けて、海外の年金基金を中心に、企業への投資判断材料として使われています

### ■ SWOT 分析

企業の強み (Strength)、弱み (Weakness)、機会 (Opportunity)、脅威 (Threat) の全体的な評価を SWOT 分析と言います

### ■ KPI (Key Performance Indicator)

企業の戦略目標の達成度を計るための評価指標 (ものさし) のことです

### ■ 知的資本

顧客関係や業務の仕組みや人材力などの、財務諸表には表れないが、財務業績を生み出す源泉となる「隠れた経営資源」を指します

### ■ 関係資本

顧客や取引先との関係、ブランド力など外部との関係性を示します

### ■ 組織資本

組織に内在する知財やノウハウ、業務プロセス、組織・風土などを示します

### ■ 人的資本

経営陣と従業員の人材力を示します

## 免責事項

- 本レポートは、一般社団法人 証券リサーチセンターに所属する証券アナリストが、広く投資家に株式投資の参考情報として閲覧されることを目的として作成したものであり、特定の証券又は金融商品の売買の推奨、勧誘を目的としたものではありません。
- 本レポートの内容・記述は、一般に入手可能な公開情報に基づき、アナリストの取材により必要な補充を加え作成されたものです。本レポートの作成者は、インサイダー情報の使用はもとより、当該情報を入手することも禁じられています。本レポートに含まれる情報は、正確かつ信頼できると考えられていますが、その正確性が客観的に検証されているものではありません。また、本レポートは投資家が必要とする全ての情報を含むことを意図したものではありません。
- 本レポートに含まれる情報は、金融市場や経済環境の変化等のために、最新のものではなくなる可能性があります。本レポート内で直接又は間接的に取り上げられている株式は、株価の変動や発行体の経営・財務状況の変化、金利・為替の変動等の要因により、投資元本を割り込むリスクがあります。過去のパフォーマンスは将来のパフォーマンスを示唆し、または保証するものではありません。特に記載のないかぎり、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切と判断した材料に基づくアナリストの予想であり、実際のパフォーマンスとは異なることがあります。したがって、将来のパフォーマンスについては明示又は黙示を問わずこれを保証するものではありません。
- 本レポート内で示す見解は予告なしに変更されることがあり、一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポート内に含まれる情報及び見解を更新する義務を負うものではありません。
- 一般社団法人 証券リサーチセンターは、投資家が本レポートを利用したこと又は本レポートに依拠したことによる直接・間接の損失や逸失利益及び損害を含むいかなる結果についても一切責任を負いません。最終投資判断は投資家個人においてなされなければならず、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。
- 本レポートの著作権は一般社団法人 証券リサーチセンターに帰属し、許可なく複製、転写、引用等を行うことを禁じます。