

# ホリスティック企業レポート ラクスル

## 4384 東証マザーズ

新規上場会社紹介レポート  
2018年6月5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 20180601

## ラクスル(4384 東証マザーズ)

発行日:2018/6/5

印刷 EC のシェアリングプラットフォーム「ラクスル」を運営  
18/7 期第 2 四半期に営業黒字に浮上し、今後の黒字定着を確認していく局面アナリスト:藤野 敬太 +81(0)3-6858-3216  
レポートについてのお問い合わせはこちら info@stock-r.org

## 【4384 ラクスル 業種:情報・通信業】

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)
2016/7	5,082	92.1	-1,434	-	-1,438	-	-1,448	-	-98.0	-126.4	0.0
2017/7	7,675	51.0	-1,145	-	-1,163	-	-1,175	-	-79.6	-205.9	0.0
2018/7 予	10,515	37.0	50	-	9	-	6	-	0.3	-	0.0

(注) 1. 単体ベース。2018/7期の予想は会社予想。

2. 18年2月1日付で1:100の株式分割を実施。1株当たり指標は遡って修正

【株式情報】	【会社基本情報】	【その他】
株価	2,222円 (2018年6月1日)	本店所在地 東京都品川区
発行済株式総数	27,517,000株	設立年月日 2009年9月1日
時価総額	61,142百万円	代表者 松本 恭暲
上場初値	1,645円 (2018年5月31日)	従業員数 147人 (2018年3月末)
公募・売出価格	1,500円	事業年度 毎年8月1日～翌年7月31日
1単元の株式数	100株	定時株主総会 毎事業年度末から3か月以内
		【主幹事証券会社】 大和証券
		三菱UFJモルガン・スタンレー証券
		【監査人】 新日本有限責任監査法人

## &gt; 事業内容

## ◆ 印刷 EC プラットフォーム「ラクスル」の運営が主力事業

ラクスル(以下、同社)は、業務の非効率性のある産業ごとのシェアリングプラットフォームを運営する企業である。現在は、印刷 EC<sup>注</sup>のシェアリングプラットフォーム「ラクスル」のほか、物流のシェアリングプラットフォームの「ハコベル」を展開している。

注) 印刷EC

印刷ECは、印刷通販、オンライン印刷、ネット通販と呼ばれることもある。当レポートでは、印刷ECに統一する。

同社の事業は、「ラクスル」の印刷事業と「ハコベル」の運送事業の2つの報告セグメント、及びその他から構成される(図表1)。印刷事業には、印刷ECサービスに加え、印刷物の配布を行う集客支援サービスが含まれる。印刷事業のうち、印刷 EC サービスが全体の売上の80%強を占める主力事業となっている。

【図表1】事業区分別売上高

事業区分	2017/7期			2018/7期 会社計画		
	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)	売上高 (百万円)	前期比 (%)	売上構成比 (%)
印刷事業	7,500	48.5	97.7	10,152	35.4	96.7
印刷ECサービス	6,312	43.1	82.2	8,450	33.9	80.5
集客支援サービス	1,187	87.3	15.5	1,702	43.3	16.2
運送事業	168	461.5	2.2	298	77.0	2.8
その他	6	50.9	0.1	64	1,058.8	0.6
合計	7,675	51.0	100.0	10,515	37.0	100.0

(出所) 届出目論見書、上場に伴う当社決算情報等のお知らせより証券リサーチセンター作成

#### ◆ 印刷事業～印刷 EC サービス

同社の主力プラットフォームである「ラクスル」は、印刷機を持つ提携印刷会社と、印刷物の作製を依頼したいユーザーとを結びつける仕組みと捉えられる。サービス開始は13年3月である。

ユーザーが「ラクスル」のウェブサイトから印刷物を注文すると、注文データが加工された上で、提携印刷会社に印刷が委託される。作製された印刷物は、提携印刷会社から直接ユーザーへ届けられる。

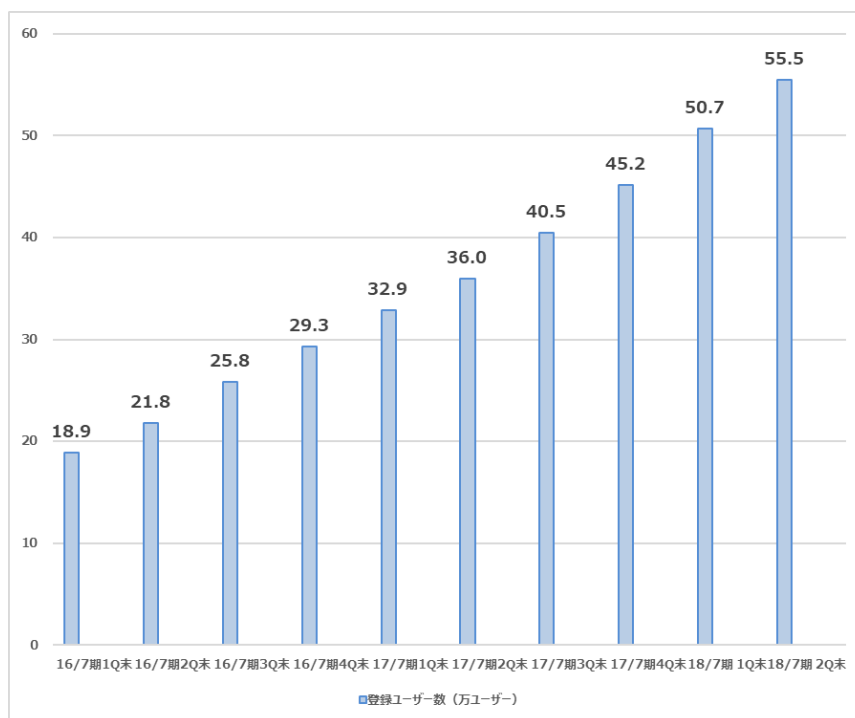
この一連の商流の特徴は、印刷会社が持つ印刷機の非稼働時間を利用する点にある。そのため、「ラクスル」のプラットフォームは、提携印刷会社に対し、印刷機の稼働率向上という付加価値を提供することとなる。

一方、印刷業の従来のビジネスモデルでは、営業やデザイン等、印刷に至るまでの前工程に人手がかかっていた。さらに、ボリュームディスカウントが効かないため、小ロットの印刷では1単位当たりのコストが割高となっていた。

「ラクスル」では、ユーザーがオンライン上で発注を行うため、ユーザーの要望の確認等の営業活動にかかる人手や拠点が不要であり、また、印刷機の非稼働時間を利用することで印刷コストを抑制できる。「ラクスル」のプラットフォームを利用するユーザーに対して提供されるのは、小ロットかつ低コストの印刷物という付加価値である。同時に、小ロットの印刷物を必要とする中小企業の利用機会の増加にもつながっている。

「ラクスル」のユーザーのほぼすべてが、印刷物を実際に必要とするエンドユーザーである。中小企業の利用機会の増加もあって、「ラクスル」の累計ユーザーは拡大を続け、18/8期第2四半期末の累計ユーザー数は55.5万ユーザーに達している(図表2)。

【 図表 2 】「ラクスル」の累計ユーザー数の推移 (単位: 万ユーザー)



(注) 累計ユーザー数には「ハコベル」のユーザーは含まない  
 (出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

◆ 印刷事業～集客支援サービス

ユーザーが注文する印刷物の用途の多くは、販売促進のためのものである。それらの印刷物は、ユーザーの顧客または潜在顧客へと配布されることとなる。こうした新聞折り込みやポスティング、ダイレクトメール等の印刷物の配布を行うのが、集客支援サービスである。「ラクスル」の一サービスとして、15年3月に開始された。

集客支援サービスでは、印刷ECサービスと同様、実際に配布作業を行う事業者をネットワーク化するとともに、ほとんどのプロセスをEC化することにより、人件費を中心とした営業費用を抑え、少量の配布でも利益が出る構造となっている。

集客支援サービスは印刷ECサービスの周辺事業であるため、同社にとっては、客単価の上昇、ユーザーとの関係性強化、注文件数増加、リピート率の上昇(ユーザーロイヤリティの向上)といったメリットがある。

◆ 物流事業

物流事業では、荷主と運送会社をつなぐ BtoB 向けのシェアリングプラットフォーム「ハコベル」を運営している。15年12月に開始された。

国内のトラック運送業界は多重下請け構造になっているため、荷主と実際に荷物を運ぶ運送会社が直接つながっていない。また、車両の手配等の業務プロセスが人力に依存している状況にある。「ハコベル」は、荷主による配送依頼、運送会社による受注、配送状況の管理・共有をオンライン上で完結する仕組みを有する。現在は都市内輸送とラストマイル配送が利用の中心であり、18年1月時点で約12,000ユーザーが登録している。

なお、「ハコベル」に関連して、17年7月にヤマトホールディングス(9064 東証一部)との資本提携に至った。今後、ヤマトホールディングスの業務システムに「ハコベル」のテクノロジーを活用するほか、両社の強みを組み合わせた企業間物流のプラットフォームの構築を検討していくことになる予定である。

**◆ 生産プロセスの R&D ノウハウとマーケティング効果の蓄積が強い**  
印刷事業における同社の特色及び強みとして、(1) 自社保有の3台の印刷機を用いて最適な生産プロセスを自社で構築し、提携印刷会社へ横展開する R&D のノウハウ、(2) プロダクト開発に関わるエンジニアチームの存在、(3) 累計40億円以上の広告宣伝費を投入したマーケティング効果の蓄積が挙げられる。

印刷事業で培われた強みは、物流業界でのシェアリングプラットフォームの構築にも活かされている。その根底にあるのは、「産業ごとのプラットフォームを創出することで、各業界に残る非効率部分を解消する」という思考である。その思考をもとにした事業領域の設定の巧みさもまた、同社の強みの源泉となっている。

## > 事業環境

### ◆ 印刷 EC の市場規模

矢野経済研究所が13年に公表した「印刷通販市場に関する調査結果2013」によると、「ラクスル」の事業領域である印刷 EC の市場規模は12年度実績で489億円、13年度見込みで543億円とされている。17年度見込みは810億円、18年度見込みは920億円となり、12年度から18年度にかけての年平均成長率は11.1%と予測されている。

なお、18年度見込みの920億円に対し、国内商業及び事務用印刷の市場規模は約3兆円とされている。印刷市場における EC 化率は3.0%となるが、西欧の印刷業界や、国内の他の業界の EC 化率が10%を超えていることを考えると、国内の印刷市場での EC 化率の上昇が続くものと予想される。

### ◆ 印刷 EC の競合

印刷 EC のサービスを提供する企業は多いが、中でも約106万人(18年5

月時点)のユーザーを持つプリントパック(京都府向日市)、グラフィック(京都府京都市)が大手と言われている。ユーザー数で見ると、同社はこの2社に次ぐ3番手に位置づけられていると考えられる。

なお、同社は完全にエンドユーザーを対象としているが、プリントパックとグラフィックは、他の印刷会社を対象とした事業も行っていると言われている。そのため、一部で競合する部分はあるものの、ユーザーの取り合いにはなっていない模様である。

#### ◆ 物流の市場規模と競合

「ハコベル」の事業領域である国内トラック物流市場は、14兆円とされている。多重下請け構造となっているほか、特に配車のプロセスにおいてIT化が進んでいない業界とされている。

そのため、「ハコベル」に類似した、ITを用いたトラックのオンライン配車サービスが現れ始めている。Hacobu(東京都港区)が運営する「MOVO(ムーボ)」、CBcloud(東京都千代田区)が運営する「ピックゴー」がそれに該当する。しかし、全体の市場規模に対してまだ始まったばかりであることに加え、BtoBの物流を対象としている「ハコベル」に対して、他サービスはBtoCやCtoCの物流のマッチングサービスとしての性格が強いことから、今のところ、直接競合しているわけではないと推察される。

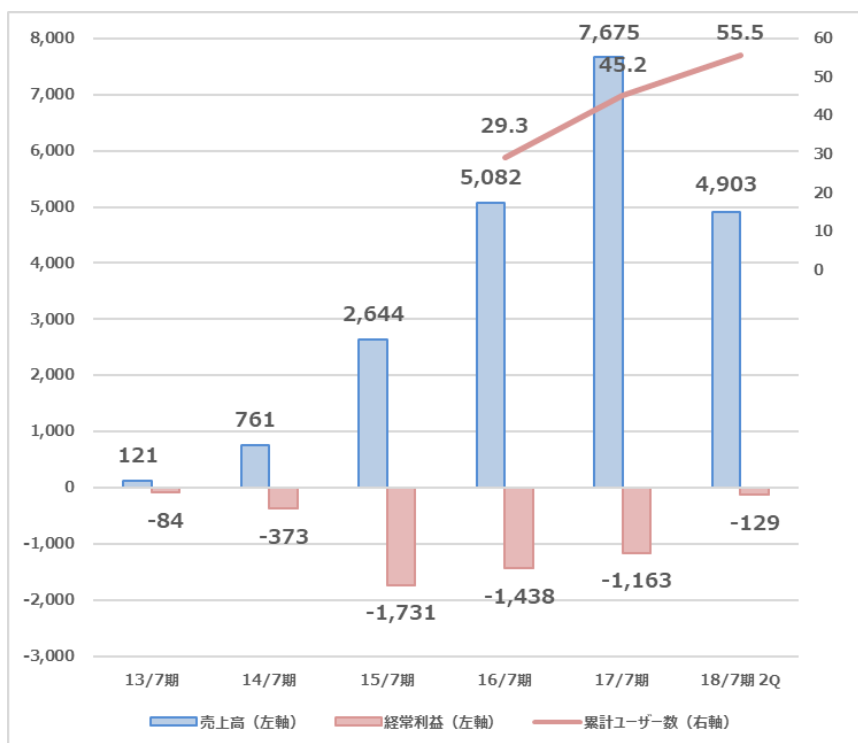
### > 業績

#### ◆ 過去の業績推移

届出目論見書には13/7期からの業績が記載されている。顧客基盤の構築に向け、同社は、テレビ広告を含めた知名度向上等のマーケティングを先行させる戦略を採用した。その戦略に則り、第三者割当増資による調達資金をマーケティング費用に投入し続けたことで、ユーザー数の増加による増収が続いたものの、17/7期まで経常赤字が続いてきた。それでも、経常赤字幅は15/7期を底に縮小を続けている(図表3)。

【 図表 3 】業績推移

(単位:百万円、万ユーザー)



(注) 累計ユーザー数は「ハコベル」のユーザーを含まない  
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

### ◆ 17年7月期決算

同社の17/7期業績は、売上高7,675百万円(前期比51.0%増)、営業損失1,145百万円(前期は1,434百万円の損失)、経常損失1,163百万円(同1,438百万円の損失)、当期純損失1,175百万円(同1,448百万円の損失)となった。

印刷事業は、前期比48.5%増収となった。KPIで分解すると、年間購入者数が同37.3%増、1人当たり注文回数は同2.9%増、1件当たり注文単価は同5.2%増であり、年間購入者数の増加が主な牽引役となった。

物流事業は、前期比461.5%増収となった。16/7期の途中の15年12月のサービス開始に対し、17/7期が通年でのサービス提供となったことも高い伸び率の要因のひとつだが、印刷事業同様、ユーザー数の増加が増収を牽引した。

売上総利益率は前期比4.9%ポイント改善の22.7%となった。自社保有印刷機を活用したプロセス改善等による提携印刷会社の生産性向上と、それに伴う仕入の増加の抑制、業務効率化による労務費等の伸びの抑制等が奏

功した。

販売費及び一般管理費(以下、販管費)は前期比 23.3%増となったが、売上高販管費率は 46.0%から 37.6%へ 8.4%ポイント低下した。販管費のうち大きなウェイトを占める広告宣伝費は前期比 22.5%増の 1,385 百万円となったものの、売上高広告宣伝費率は、22.2%から 18.0%へ 4.2%ポイント低下し、これが全体の売上高販管費率の低下につながった。それでも、売上高販管費率は売上総利益率を上回り、前期比で 289 百万円の営業損失が縮小したものの、17/7 期は 1,145 百万円の営業損失が残った。

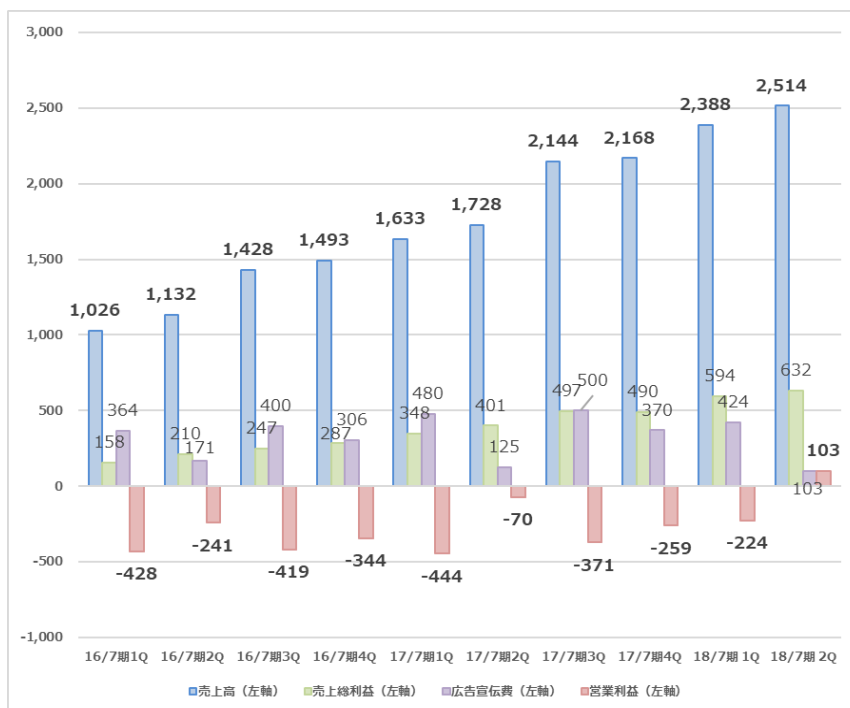
◆ 18 年 7 月期第 2 四半期累計期間決算

18/7 期第 2 四半期累計期間(以下、上期)の業績は、売上高 4,903 百万円、営業損失 121 百万円、経常損失 129 百万円、四半期純損失 132 百万円となった。後述する 18/7 期会社計画に対し、売上高の進捗率は 46.6%となった。

前年同期比の開示はないが、印刷事業での新規顧客の獲得が進み、リピート購入数も好調に推移したとしている。また、新規顧客の獲得効率が高まったことにより広告宣伝費が抑制された結果、第 1 四半期の営業赤字から、第 2 四半期には営業黒字に転じた(図表 4)。

【 図表 4 】 四半期業績推移(1)

(単位:百万円)



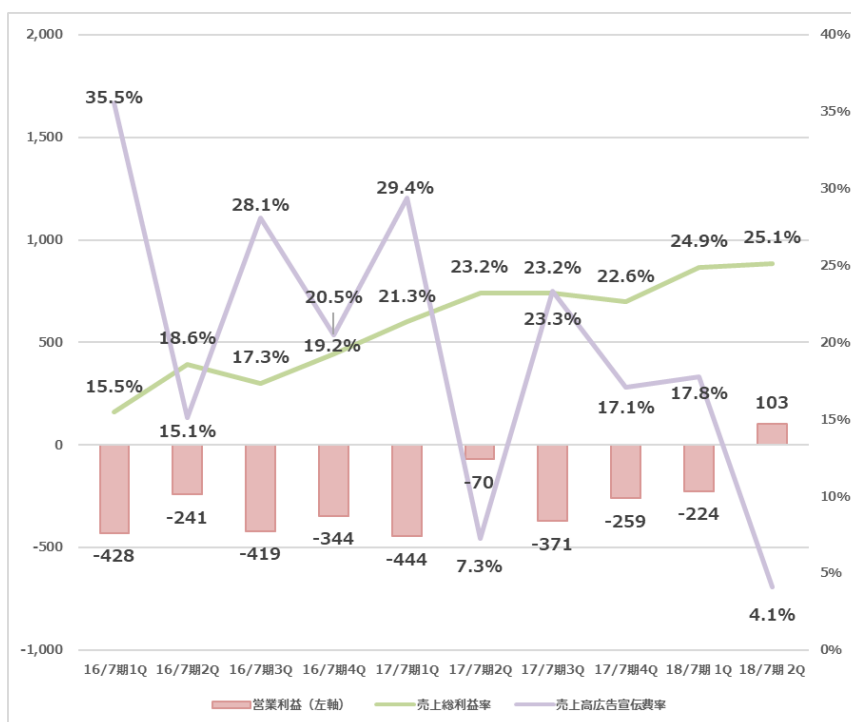
(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成



別の角度で見ると、増収だけでなく、売上総利益率の上昇と売上高広告宣伝費率の低下が営業黒字に転じた要因となっていることがうかがえる(図表5)

【図表5】四半期業績推移(2)

(単位:百万円)



(出所) 届出目論見書より証券リサーチセンター作成

#### ◆ 18年7月期会社計画

18/7期の会社計画は、売上高 10,515 百万円(前期比 37.0%増)、営業利益 50 百万円(前期は 1,145 百万円の損失)、経常利益 9 百万円(同 1,163 百万円の損失)、当期純利益 6 百万円(同 1,175 百万円の損失)である。

事業別には、印刷事業は前期比 35.4%増収(うち、主力の印刷 EC サービスは同 33.9%増収)、運送事業は同 77.0%増収をそれぞれ計画している。いずれもユーザーの増加が牽引する展開が想定されている。

売上総利益率は前期比 1.8%ポイント改善の 24.5%を想定している。原価の大きなウェイトを占める、印刷事業における提携印刷会社への生産委託費用について、商材ごとに生産コストの低い提携印刷会社への発注を行う等、継続的な原価改善が続くものとしている。

販管費は前期比 12.6%減となり、売上高販管費率も同 13.6%ポイントの低下が予想されている。印刷事業を中心にユーザー獲得の効率性が上がり、売上高広告宣伝費率の抑制が続くとされている。その結果、第2四半期での営業黒字化に続き、18/8期通期でも営業利益は黒字に転換すると同社は予想している。

#### ◆ 成長戦略

今後の成長戦略として、同社は、(1)これまでのマーケティング投資の蓄積を背景とした「ラクスル」の印刷 EC サービスの拡大の継続、(2)「ラクスル」のユーザー基盤による集客支援サービスの拡大、(3)「ハコベル」の本格的な立ち上がりを成長戦略の3軸として捉えている。

さらに中長期的には、印刷業界や運送業界とは別の業界でのシェアリングプラットフォームの構築を目指すとしている。

### > 経営課題/リスク

#### ◆ 競争について

印刷 EC、物流の両分野とも、類似のビジネスモデルで展開する企業が存在する。当面は市場拡大が続くことが見込まれるため、競争激化の影響は出にくいと考えられるが、何かの事情で同社の成長率が市場の成長率を下回った時に、競争激化等の市場の変調と見なされる可能性がある。

#### ◆ ネットワーク化された委託先について

同社のビジネスモデルの特徴は、印刷会社や運送会社をネットワーク化し、実際の作業を委託する点にある。このネットワークのキャパシティで需要に対応しきれない場合、または、ネットワークから委託先が離反する状況に陥った場合、同社の成長に影響を及ぼす可能性がある。

#### ◆ 広告宣伝費のかけ方について

18/8期第2四半期で営業黒字化した要因のひとつは、広告宣伝費の抑制にある。顧客獲得の効率上昇により、17/7期以降、同社は広告宣伝費の増加を抑制する方針に舵を切っているが、競争環境の変化等の理由により、再度広告宣伝費を増やす可能性もあり、その場合、利益の出方に影響を及ぼすことが考えられる。

#### ◆ 繰越欠損金・営業キャッシュフロー

これまで同社は、広告宣伝費をかけて知名度を上げることでユーザー数を拡大するマーケティング戦略を採用してきた。その結果、赤字が継続し、17/7期末時点で繰越欠損金が存在している。今後、繰越欠損金が解消した場合、通常の法人税率に戻り、当期純利益やキャッシュ・フローに影響が生じる可能性がある。

また、赤字の継続と同じ理由で、16/7 期は 1,315 百万円、17/7 期は 974 百万円の営業キャッシュ・フローの赤字が続いている。18/7 期第 2 四半期累計期間でも、縮小傾向にあるものの、211 百万円の赤字が残っている。

#### ◆ 配当について

同社では、株主に対する利益還元を重要な経営課題のひとつと位置づけている。しかし、現在は将来の成長に向けた資金の確保を優先するため、配当を実施していない。配当の実施及びその時期については現時点では未定である。

【 図表 6 】 財務諸表

損益計算書	2016/7		2017/7		2018/7 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
売上高	5,082	100.0	7,675	100.0	4,903	100.0
売上原価	4,177	82.2	5,936	77.3	3,677	75.0
売上総利益	904	17.8	1,738	22.7	1,226	25.0
販売費及び一般管理費	2,338	46.0	2,883	37.6	1,348	27.5
営業利益	-1,434	-28.2	-1,145	-14.9	-121	-2.5
営業外収益	18	-	5	-	1	-
営業外費用	22	-	23	-	9	-
経常利益	-1,438	-28.3	-1,163	-15.2	-129	-2.6
税引前当期純利益	-1,444	-28.4	-1,173	-15.3	-129	-2.6
当期純利益	-1,448	-28.5	-1,175	-15.3	-132	-2.7

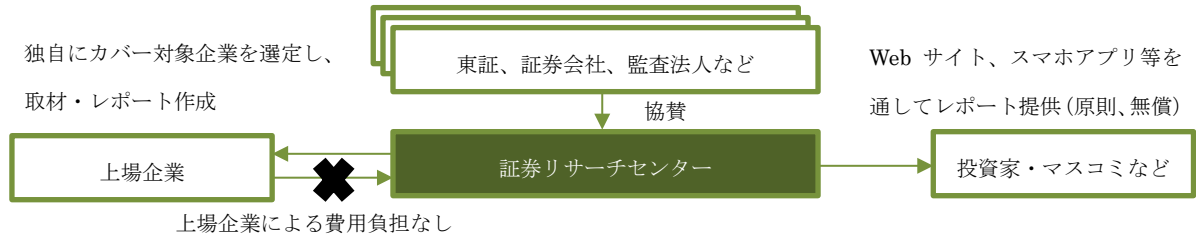
貸借対照表	2016/7		2017/7		2018/7 2Q	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
流動資産	2,491	70.5	3,832	78.7	3,580	74.7
現金及び預金	1,844	52.2	3,025	62.1	2,744	57.2
売上債権	484	13.7	728	15.0	751	15.7
棚卸資産	-	-	-	-	-	-
固定資産	1,043	29.5	1,037	21.3	1,214	25.3
有形固定資産	733	20.7	664	13.6	758	15.8
無形固定資産	18	0.5	66	1.4	58	1.2
投資その他の資産	291	8.2	306	6.3	397	8.3
総資産	3,535	100.0	4,869	100.0	4,794	100.0
流動負債	1,223	34.6	1,495	30.7	1,390	29.0
買入債務	462	13.1	597	12.3	607	12.7
固定負債	176	5.0	364	7.5	351	7.3
純資産	2,135	60.4	3,009	61.8	3,053	63.7
自己資本	2,132	60.3	3,007	61.8	3,052	63.7

キャッシュ・フロー計算書	2016/7		2017/7		2018/7 2Q累計	
	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)	(百万円)	(%)
営業キャッシュ・フロー	-1,315		-974		-211	
減価償却費	80		105		56	
投資キャッシュ・フロー	-561		-113		-131	
財務キャッシュ・フロー	362		2,268		61	
配当金の支払額	-		-		-	
現金及び現金同等物の増減額	-1,514		1,180		-280	
現金及び現金同等物の期末残高	1,844		3,025		2,744	

(出所) 届出目論見書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ついて

証券リサーチセンターは、株式市場の活性化に向けて、中立的な立場から、アナリスト・カバーが不十分な企業を中心にアナリスト・レポートを作成し、広く一般にレポートを公開する活動を展開しております。



### ■協賛会員

(協賛)

株式会社東京証券取引所  
みずほ証券株式会社  
株式会社 ICMG

SMBC 日興証券株式会社  
有限責任あずさ監査法人

大和証券株式会社  
有限責任監査法人トーマツ

野村證券株式会社  
新日本有限責任監査法人

(準協賛)

三優監査法人

太陽有限責任監査法人

株式会社 SBI 証券

(賛助)

日本証券業協会  
宝印刷株式会社

日本証券アナリスト協会  
株式会社プロネクサス

監査法人 A&A パートナーズ

いちよし証券株式会社

### アナリストによる証明

本レポートに記載されたアナリストは、本レポートに記載された内容が、ここで議論された全ての証券や発行企業に対するアナリスト個人の見解を正確に反映していることを表明します。また本レポートの執筆にあたり、アナリストの報酬が、直接的あるいは間接的にこのレポートで示した見解によって、現在、過去、未来にわたって一切の影響を受けないことを保証いたします。

### 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。
- ・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ないため、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。