2019 年 1 月 4 日

H&L 企業研究クラブ

【はてな（3930）：極めて大きいサーバ監視システム「Mackerel」のポテンシャル】

受託開発を除いても大幅増となった売上高

はてな（3930）の 2019 年 7 月期第 1 四半期決算は 39.4%増収、営業利益 3.3 倍と売上、利益とも大幅な伸び率となった。ただし、同社の場合、テクノロジーソリューションの内、受託開発の売上が四半期ごとに大きくぶれ、それによって四半期ごとの売上及び業績のばらつきが大きくなる。そこで、業績のトレンドを把握するためには、受託開発の売上高を除いて考える必要がある。

銘柄名	はてな	コード	3930	2016.2.24マザーズ上場			
株価（2018年12月28日）	2,700 円		PBR(18/7実)	4.90 倍	ROE	22.5%	
株数	2,782 千株		配当利回り(19/7予)	0.0%			
配当	0 円		時価総額	75 億円			
発行済み株式数	2,782 千株		株主資本	1,533 百万円			
自己株式	0 千株		BPS	551 円			

決算期		売上高	伸率	営業利益	伸率	経常利益	伸率	純利益	伸率	EPS	PER
（非連結）		百万円	%	百万円	%	百万円	%	百万円	%	円	倍
2017/1上	実績	909	26.1	195	40.3	196	50.8	120	44.6	－	－
2017/7下	実績	981	17.1	157	38.9	155	47.6	113	85.2	－	－
2018/1上	実績	939	3.3	113	−42.1	125	−36.2	85	−29.2	－	－
2018/7下	実績	1,153	17.5	206	31.2	210	35.5	149	31.9	－	－
2019/1上	ARJ予	1,243	32.4	248	119.6	251	100.9	172	102.8	－	－
2016/7期	実績	1,559	42.5	252	46.5	235	43.3	144	161.8	51.8	52.2
2017/7期	実績	1,890	21.2	352	39.7	351	49.4	233	61.8	83.8	32.2
2018/7期	実績	2,092	10.7	319	−9.4	335	−4.6	234	0.4	84.1	32.1
2019/7期	会社予想初	2,522	20.6	354	11.0	353	5.4	243	3.8	87.3	30.9
	ARJ予	2,592	23.9	500	56.6	500	49.2	344	47.0	123.6	21.8
	ARJ予（旧）	2,507	19.9	407	27.5	407	21.4	280	19.6	100.6	26.8
2020/7期	ARJ予	3,079	18.8	700	40.1	700	40.1	482	40.1	173.2	15.6
	ARJ予（旧）	3,009	20.0	540	32.8	540	53.0	372	53.0	133.6	20.2
17/7 1Q	実績(3カ月)	467	12.5	96	−23.8	96	−22.6	59	−26.3	－	－
17/7 2Q	実績(3カ月)	442	44.4	99	661.5	100	1566.7	61	1933.3	－	－
17/7 3Q	実績(3カ月)	502	4.6	99	11.2	98	22.5	60	57.9	－	－
17/7 4Q	実績(3カ月)	479	33.8	58	141.7	57	128.0	53	130.4	－	－
18/7 1Q	実績(3カ月)	475	1.7	48	−50.0	66	−31.3	48	−18.6	－	－
18/7 2Q	実績(3カ月)	464	5.0	65	−34.3	59	−41.0	37	−39.3	－	－
18/7 3Q	実績(3カ月)	603	20.1	135	36.4	136	38.8	91	51.7	－	－
18/7 4Q	実績(3カ月)	550	14.8	71	22.4	74	29.8	58	9.4	－	－
19/7 1Q	実績(3カ月)	662	39.4	159	231.3	162	145.5	111	131.3	－	－
19/7 2Q	ARJ予(3カ月)	581	25.1	89	37.1	89	51.1	61	65.8	－	－
19/7 3Q	ARJ予(3カ月)	669	10.9	130	−3.5	130	−4.2	90	−1.5	－	－
19/7 4Q	ARJ予(3カ月)	680	23.7	121	70.8	121	63.9	84	44.0	－	－

なお、当レポートではサービス別の詳細な内容の解説は割愛している。各サービス内容に関しては 2018 年 11 月 22 日付のレポートを参照のこと。また、同社の開示は半期ごとのサービス別売上高にとどまり、各サービスの詳細は未開示である。よって、四半期ごとの各数値はヒアリング及び決算短信、決算説明会資料（年 2 回）に基づいた当クラブの推測値である。

また、部門別詳細のデータに関して、過去の当クラブにおけるレポートと数値が若干異なる場合がある。これは、その後の公表データや取材における追加情報によって、過去の推測値の整合性を検証し、推測数値をその都度修正していることによるものである。そのため、常に最新のレポートの数値が最も実態に近いものと考えている。

次の表は四半期ごとのサービス別売上高及びテクノロジーソリューションの詳細の推測値を示したものである。

四半期ごとのサービス別売上高及びテクノロジーソリューションの詳細推移　（単位：百万円）

	17/7 1Q	17/7 2Q	17/7 3Q	17/7 4Q	18/7 1Q	18/7 2Q	18/7 3Q	18/7 4Q	19/7 1Q
全社売上	467	442	502	479	476	463	604	549	662
コンテンツプラットフォーム	135	132	152	159	159	125	137	153	167
コンテンツマーケティング	149	149	160	170	162	188	182	201	196
テクノロジーソリューション	183	161	190	149	155	148	285	197	298
前年同期比									
全社売上	12.5%	44.4%	4.4%	34.2%	1.9%	4.8%	20.3%	14.6%	39.1%
コンテンツプラットフォーム	10.7%	18.9%	27.7%	28.2%	18.0%	−5.5%	−10.0%	−3.6%	5.0%
コンテンツマーケティング	22.1%	24.2%	22.1%	22.3%	8.5%	26.4%	13.9%	18.1%	21.4%
テクノロジーソリューション	7.6%	111.8%	−17.7%	62.0%	−15.3%	−8.1%	50.0%	32.2%	92.5%
テクノリューション内訳									
サービス売上	183	161	190	149	155	148	285	197	298
内受託保守運用	40	45	45	45	58	61	52	55	64
内Mackerel	40	45	55	65	75	78	93	110	124
内受託開発	103	71	90	39	22	10	141	32	110
前年同期比									
サービス売上	7.6%	111.8%	−17.7%	62.0%	−15.3%	−8.1%	50.0%	32.2%	92.5%
内保守運用	14.3%	36.4%	28.6%	12.5%	46.2%	34.5%	14.6%	22.2%	9.8%
内Mackerel	166.7%	80.0%	83.3%	85.7%	87.5%	72.2%	68.3%	69.2%	65.0%
内受託開発	−14.2%	294.4%	−45.8%	129.4%	−79.1%	−86.0%	56.6%	−17.9%	413.2%
全社－テクノ	284	281	312	330	321	315	319	352	364
前年同期比	15.9%	22.2%	24.8%	24.5%	13.0%	12.1%	2.2%	6.7%	13.3%
全社－受託開発	364	371	412	440	454	453	463	517	552
前年同期比	23.4%	28.8%	30.8%	29.4%	24.9%	22.1%	12.4%	17.5%	21.4%
全社－受託開発－Meckerel	324	326	357	375	379	376	371	407	428
前年同期比	15.7%	24.0%	25.3%	23.0%	17.1%	15.2%	3.8%	8.5%	12.7%

ただし、同社の開示は半期ごとのサービス別売上高までで、サービスの詳細の開示はない。
つまりこの表は一部を除いてARJの推測に基づく表である。

2017 年 7 月期には高い成長を示していたコンテンツプラットフォームが 2018 年 7 月期には大幅に失速した。はてなサービスの登録ユーザー数は依然二ケタの伸びを継続しているが、2018 年 7 月期には主にアドフラウド問題による検索エンジンのアルゴリズム変更によってアクセス数が一旦大幅に低下した。しかし、一般的にアルゴリズムの変更は一気にアクセス数に現れるものの、その後はアルゴリズム変更に影響を受けない記事数増加に伴って伸びるパターンとなるが、同社の売上高（主に広告）も 2018 年 7 月期第 3 四半期以降は回復に転じている。2018 年 7 月期のコンテンツプラットフォームの売上高は 0.7%減であり、今期の会社計画は 7.5%増としているが、第 1 四半期はほぼそのトレンドに沿って回復した

模様である。

ブログ Media とその運用が中心となるコンテンツマーケティングは依然着実な伸びを示している。2018 年 7 月期に 16.7%増であったコンテンツマーケティングの今期の会社計画は 2.3%増と低い伸び率となっている。これはブログ Media の顧客開拓に注力するため、運用受託が減少する見込みのためであったが、顧客増に加え、運用受託も減っていない模様で 21.4%増と想定を大きく上回る増収となった。

一方、テクノロジーソリューションに関しては、2018 年 7 月期は受託開発が大幅に落ち込んだものの Mackerel の大幅増で、サービス全体として 14.9%増となり、2019 年 7 月期には Mackerel がこれまで同様大幅に伸びることに加え、受託開発が増収に転じることもあり、サービス全体として 47.1%増の見込みとなっている。それに対して今第 1 四半期は受託開発が大きく伸び、Mackerel も想定を上回る伸びとなり、サービス全体では 92.5%増となった。

前年同期の受託開発の売上は 80%ほど落ち込んでおり、その反動もあって今第 1 四半期は 5.1 倍となった。2 期前の売上は 103 百万円であったが、前期に 22 百万円となり、今期は 110 百万円となった。引き続きマンガビューアーの新規売上が立ち、また前期に検収予定であった大型開発案件が売り上げに立った影響も大きい。この案件は、同社が得意とする UGC サービスを用いた案件である。過去の受託開発案件事例を見ると、任天堂と共同開発で Nintendo Swich™ ソフト「スプラトゥーン 2」のゲーム連動サービス「イカリング 2」がある。これはゲームと連動した対戦成績の閲覧やソーシャルシェア、ゲーム情報のチェック、ゲーム内アイテムの入手などができるサイトである。

受託保守運用は、前年度の受託開発の売上が大幅減となったため、9.8%増と伸び悩んだが、再び受託開発の売上が増え始めていることから、今後の伸び率はやや高まろう。このところ大幅な伸びとなっている Mackerel は、65%増と想定を上回る大幅な伸びとなった。

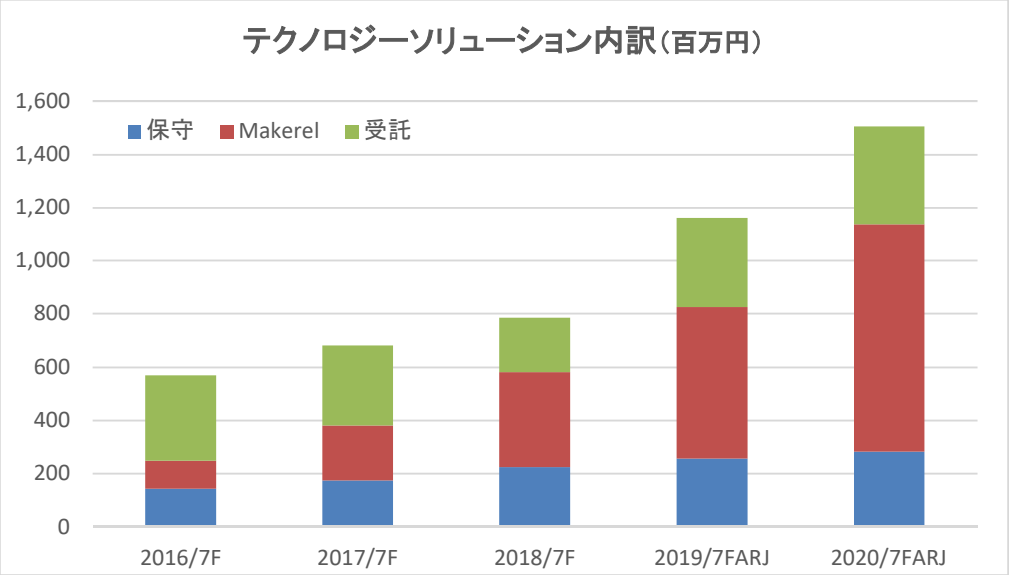
同社の四半期ごとの売上高の伸び率は、受託開発の多寡によって大きく影響を受ける。そこで、業績のトレンドを把握するには、この受託開発の売上を除いたトレンドを見る必要がある。全社売上高から受託開発の売上高を除いた値の四半期ごとの前年同期比は、2017 年 7 月期は第 1 四半期から 23.4%、28.8%、30.8%、29.4%と大きく伸びていたが、2018 年 7 月期になると第 1 四半期から 24.9%、22.1%、12.4%と第 3 四半期まで急減速した。この大きな背景は、アドフラウドによる検索エンジンのアルゴリズム変更によるコンテンツプラットフォームの落ち込みであった。Google の大規模なアルゴリズムの変更は 2017 年 12 月 6 日に行われているため、第 2 四半期から急速に落ち込んでいる。しかし、それも第 4 四

半期から立ち直りを見せて 17.5%増と伸び率が高まり、今第 1 四半期には 21.4%増と再び以前のような勢いを取り戻し始めている。

サーバ監視システムの Mackerel が最大の牽引役に

その中にあって、このところ急成長し、全社の売上拡大をけん引し始めているのが、サーバ監視システムの Mackerel である。全社売上に占める構成比は、2016 年 7 月期には 6.7%に過ぎなかったが、2017 年 7 月期に 10.8%、2018 年 7 月期に 17.0%と急速に構成比が高まり、今期はさらに 22.0%、来期には 27.8%と今後も構成比の急上昇が見込まれる。

Mackerel 急成長の契機となったのが 2016 年 5 月にリリースした AWS(アマゾンウェブサービス)連携機能「AWS インテグレーション」であった。つまり、クラウドサービスで最大手のアマゾンに Mackerel が対応したことである。さらに、2017 年 9 月には、その AWS のパートナー制度「AWS パートナーコンピテンシープログラム」において、「AWS DevOps コンピテンシー」認定を、国内企業として初めて同社が取得したことで、さらに売上高が加速して伸びた。



さらに、2018 年 11 月には、Mackerel がクラスメソッド社の企業向け AWS 総合支援サービス「クラスメソッドメンバーズ」の監視オプションに採用されている。AWS はローコストでクラウドを含むあらゆるサーバ関連サービスを提供しているが、その分、ユーザーは技術に関する高度な知識が要求される。そのため、IT 技術者を大量に抱えるネット企業は別として、一般企業が AWS を使おうとする場合には、クラスメソッドのような支援サービス

業が必要となる。AWS の最上位コンサルティングパートナーであるクラスメソッドがサーバ監視システムとして同社の Mackerel を採用したことにより、今後より一段と売上貢献度が高まるものと考えられる。

今期は大幅な増額修正の可能性大

コンテンツプラットフォームの着実な回復、コンテンツマーケッティングの想定以上の伸び、受託開発の回復、Mackerel の大幅増から、今期の通期売上高は会社計画を若干上回る着地が見込まれる。もっとも、この文面通りに数字を作るとさらに増額修正となってしまうのであるが、会社計画の受託開発及び Mackerel の売上予想が不明であり、また受託開発は前年度も期ずれを起こしていることから、当クラブでは慎重な売上予想にとどめた。

第 1 四半期の営業利益が大幅に伸びたのは売上高が大きく伸びたことに加え、販管費＋原価＝トータルコストが想定を大きく下回ったこともある。通期の会社計画ではトータルコストが 22.4%増となる見込みであったが、第 1 四半期には 17.8%増にとどまった。特に通期で 12.0%増と見込んでいるデータセンター利用料が 4.8%増にとどまった。

同社では 2018 年 7 月期、2019 年 7 月期と創業期のサービスの大幅なリニューアルを行うため、データセンターを二重利用することで、データセンター利用料が大幅に増える見込みであった。一方で、継続的な技術開発によってデータセンターの利用料の低減にも取り組んでいる。そのため、期初に 58.5%増と見込んでいた 2018 年 7 月期のデータセンター利用料は 40.5%増にとどまった。今第 1 四半期にはサービスのリニューアルのめどが立ち始め、二重投資が徐々に解除され始めていると会社側では述べており、通期では場合によっては減少ということも十分考えられる。また、来期に関しても通常期よりデータセンター利用料の伸びは低めとなることが想定される。

一方、トータルコストの内、原価に関しては受託開発の売上に比例する部分が大きい。これは受託開発にかかった開発人員のコストであるが、受託開発売上の 30%ほどと推測される。今第 1 四半期は受託開発が大幅に伸びたため原価も大きく増加しているので、トータルコストから原価を除いた販管費は 11.3%増と低い伸びにとどまった。ここから DC 利用料を除いても 13.1%増であり、この増加は主に人件費と人員増による本社の増床費用である。

第 2 四半期以降は受託開発の伸びが第 1 四半期ほどは伸びないこと、データセンター利用料はむしろ減少する可能性もあることから、トータルコストの伸び率は低下するものと考えられる。

よって、通期の業績予想は特に利益面で会社計画を大きく上回って、23.9%増収、56.6%営業増益が見込まれる。

引き続き来期も Mackerel は 50%増収が見込まれることを主因として売上高は 20%近い伸びとなろう。一方、2 期間続いた投資期が一巡し、今期同様データセンター利用料は横ばい圏にとどまることで、トータルコストの伸びは 13.7%増と売上高の伸びを下回る予想である。よって、全社業績も 18.8%増収、40%営業増益と高水準が見込まれる。

投資判断

Mackerel にけん引されて当面高成長が続くことを評価して、レーティングは BUY 継続とする。

景気に対する不安感から株式市場は不安定な動きとなっている。そこで、同社のように外需の影響を受けず、景気の影響も受けにくく、しかも利益が大幅に伸びる企業に対する注目度はかなりの高まりが予想される。

現時点の当クラブの今期予想 EPS に対する PER は 21.8 倍と低くはないが、来期の利益成長率が 40%ほどであることを評価して、半年ほどで PER30 程度（3,710 円）の評価があってもおかしくはない。また、さ来期以降も同様の高い成長率が継続する可能性も高く、1 年ほどの期間では当クラブの来期予想 EPS に対して 30 倍（5,200 円）の評価も十分考えられる。

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。