

# アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

発行日: 2011/12/26  
 調査日: 2011/11/10  
 調査方法: 企業訪問/電話

## モバイル向けアフィリエイト広告に強み

### > 要旨

#### ◆ モバイル向けアフィリエイト広告が成長ドライバー

- ・事業内容は国内と中国で PC やモバイル向けアフィリエイト広告を展開するほか、モバイル向けサイト運営やアプリケーションの開発も行う。
- ・売上高の6割超を占めるモバイル向けアフィリエイト広告は、グリーとの独占契約もあり売上高と収益を牽引。

#### ◆ スマートフォンへの対応を進める

- ・スマートフォン対応では大手 SNS 向けにアプリ提供を拡大するなど、従来のフィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替え対応を進める。
- ・中国子会社は 2011 年 3 月期に営業黒字に転換したうえ、中国大手ショッピングサイト向け商品販売データの解析サービスを提供している。
- ・今後もベトナムやフィリピンなど東南アジアでの事業展開を進める方針。

### > 投資判断

#### ◆ 2012 年 3 月期は会社計画を上回る着地を予想

- ・2012 年 3 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 10.9%増の 88.2 億円、営業利益は同 14.5%増の 5.6 億円、四半期純利益は同 30.6%増の 3.4 億円となった。売上面ではインターネット広告が震災影響を受けたものの、スマートフォン向け広告が拡大したほかゲームアプリも好調に推移。利益面では海外事業強化による人件費増や新規連結子会社増によるコスト増をモバイル広告売上高の伸びとゲームアプリの課金収入増でカバーした。
- ・2012 年 3 月期の会社計画は売上高が 11.0%増の 176.5 億円、営業利益は同 30.2%増の 11.2 億円、当期純利益は同 47.0%増の 6.9 億円を見込む。
- ・担当アナリストはこの会社計画に対し、インターネット広告事業が回復傾向にあることや、下半期も新作ゲームアプリ投入による増収が見込まれることから、2012 年 3 月期は会社計画を上回る着地が可能と予想している。担当アナリストの 2012 年 3 月期予想は売上高が前期比 12.1%増の 178.3 億円、営業利益は同 34.9%増の 11.6 億円を見込む。

#### ◆ 適正株価は 131,500 円から 197,000 円のレンジを想定

- ・当社は経常利益が 10 億円を超えた段階での初配と段階的に配当性向 10%~20%を目指すことを公言していることから、2012 年 3 月期にも初配の可能性が高まっている。担当アナリストは 2012 年 3 月期の初配 900 円を予想した。
- ・競合 3 社(バリューコマース、ファンコミュニケーションズ、インタースペース)との比較では、今期予想 PER 等のバリュエーション面での割安感が感じられない。しかしながら、競合との比較で業界のフェアバリューを PER10 倍から 15 倍と仮定すると、当社の 2015 年 3 月期予想 EPS13,148 円を前提に適正株価は 131,500 円から 197,000 円のレンジが想定される。

業種: 情報・通信業  
 アナリスト: 馬目 俊一郎  
 +81 (0)3-3239-2930  
 manome@holistic-r.org

【主要指標】	
株価(円)	154,100
発行済株式数	79,860
時価総額(百万円)	12,306
上場日	2006/6/20
上場来パフォーマンス	-10.03%

	前期	今期
PER(倍)	11.3	17.1
PBR(倍)	1.4	2.3
配当利回り	0%	0.6%

	σ	β 値
リスク指標	62.4%	1.30

【主要 KPI(業績指標)】		
決算期	PC メディア数(件)	モバイルメディア数(件)
08.3 期	142,105	55,221
09.3 期	166,412	78,145
10.3 期	189,212	97,783
11.3 期	202,611	118,852

【株価パフォーマンス】			
	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	19.8	25.5	65.2
対 TOPIX(%)	20.6	32.0	105.2

\*用語の説明は最終頁をご覧ください

証券リサーチセンター  
 審査委員会審査済20111220

# アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

## > 収益モデル

(単位:百万円)	2010/3 期 実績	2011/3 期 実績	2012/3 期 会社予想	2012/3 期 予想	2013/3 期 予想	2014/3 期 予想	2015/3 期 予想
売上高	13,157	15,907	17,650	17,830	20,530	23,030	25,530
前年比	58.5%	20.9%	11.0%	12.1%	15.1%	12.2%	10.9%
営業利益	688	860	1,120	1,160	1,410	1,610	1,810
前年比	211.3%	25.0%	30.2%	34.9%	21.6%	14.2%	12.4%
経常利益	664	864	1,150	1,190	1,420	1,620	1,820
前年比	185.0%	30.1%	33.1%	37.7%	19.3%	14.1%	12.3%
当期純利益	406	469	690	700	820	930	1,050
前年比	99.0%	15.5%	47.1%	49.3%	17.1%	13.4%	12.9%
期末株主資本	3,472	3,541	-	5,234	5,982	6,824	7,754
発行済株式数	79,855	79,855	79,860	79,860	79,860	79,860	79,860
EPS	5,111.79	5,909.26	8,993.13	9,030.74	10,267.97	11,645.38	13,148.01
配当	0	0	0	900	1,100	1,500	2,000
BPS	43,225.49	46,910.67	-	67,524.16	74,907.66	85,453.04	97,101.05
ROE	12.5%	13.4%	-	16.0%	14.6%	14.5%	14.4%
株価	120,600	66,700	154,100	154,100			
PER	23.6	11.3	17.1	17.1	15.0	13.2	11.7
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	0.7%	1.0%	1.3%
PBR	2.8	1.4	-	2.3	2.1	1.8	1.6

(注) 将来予想における PER、配当利回り、PBR は、レポート作成時の株価を用いて算出。

## > 株価パフォーマンス

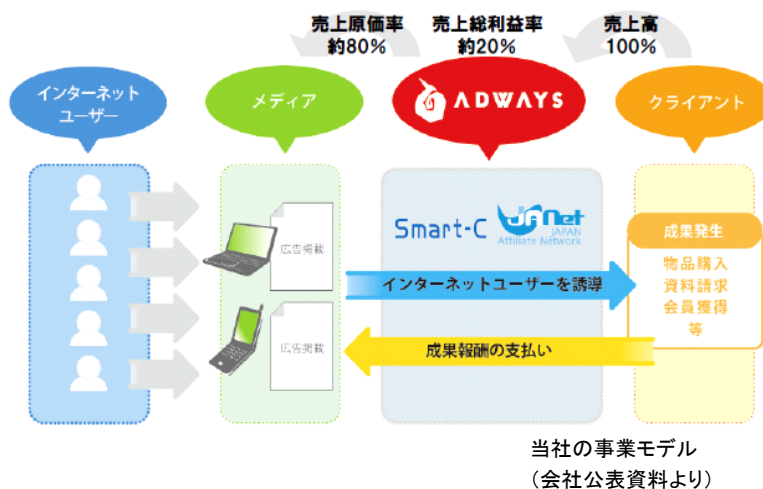


会社の概要

> 事業内容

◆ モバイル向けアフィリエイトが事業の柱

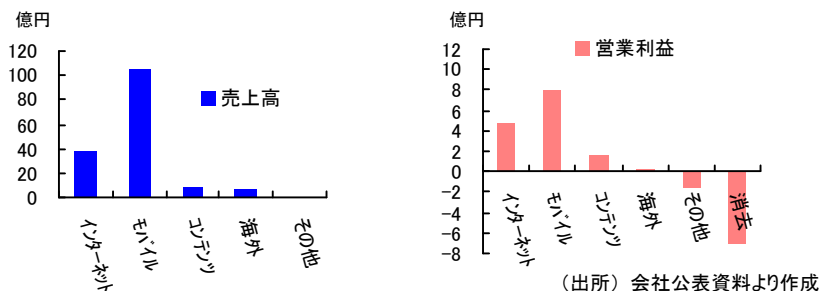
当社は PC やモバイル向けに成功報酬型広告のアフィリエイト広告を展開するほか、モバイル向けゲームアプリの制作も行う。事業セグメントは「インターネット広告事業」、「モバイル広告事業」、「コンテンツプロバイダ事業」、「海外事業」、「その他事業」の5事業で構成されており、なかでもモバイル広告は2011年3月期における売上高・営業利益の約6割超を稼ぎ出す主力事業である。



各事業セグメント別に見ると、インターネット広告事業は PC サイト向けにアフィリエイト広告を展開している。主なクライアント（広告主）は証券・保険などの金融やEコマース（電子商取引）サイトが大部分を占め、2011年3月期のクライアント数は1,411件、メディア（広告掲載サイト）数は209,534件に及ぶ。一般的に、クライアントとの契約期間は1年の自動更新だが、メディアとの契約は期間等で特段の定めはない模様。

モバイル広告事業はモバイルサイト向けアフィリエイト広告のほか、グリー（東証：3632）など大手 SNS（ソーシャル・ネットワーク・サービス）向けキーワード広告（※）を提供している。主なクライアントは SNS や金融、Eコマースサイトなどで、2011年3月期のクライアント数は3,108件、メディア数は132,598件に及び、クライアントやメディアとの契約はインターネット広告事業と同様の契約形態と推察される。

<2011/3 期 事業セグメント別売上高・営業利益の状況>



**モバイル向けアフィリエイトは、グリー向けリワード広告の独占供給で成長加速**

主力事業のモバイル広告事業は、グリー向けリワード広告の独占契約が成長の原動力と考えられる。2008年3月期のモバイル広告事業売上高は29.8億円だったが、2009年にグリー向けリワード広告の独占供給開始で2010年3月期は86.1億円、2011年3月期には104.8億円に拡大しており、グリーへのリワード広告独占供給が当社の売上高成長を加速させた要因の一つとなっている。

コンテンツプロバイダ事業はアーティストのPC・モバイルサイト作成やSNS向けソーシャルアプリ(ゲーム)の提供、スマートフォン向けアプリの開発などを行っている。拡大が見込まれるゲームアプリは、グリーやミクシィ(マザーズ:2121)などの大手SNSのほかスマートフォン(iPhone、Android)向けに提供しており、2010年3月期からはゲーム課金収入とリワード広告収入の拡大で黒字化した。今後も自社開発に加え、有力コンテンツホルダーとの提携でゲームアプリの強化と新作投入が予定されていることから、コンテンツプロバイダ事業はモバイル広告事業とともに成長ドライバーとしての期待が高まっている。

海外事業は、中国子会社を拠点にPCサイト向けアフィリエイト広告やバナー広告のほか、ゲームアプリの開発などを行っている。そのほか、ベトナムにスマートフォン向けアプリの開発子会社を設立し、フィリピンではSI事業者を買収した。2011年11月には自己株式を伊藤忠商事に第三者割当で売却して関係強化を進め、伊藤忠商事グループの海外ネットワークを活用しながら、シンガポールやインドなどのアジア展開を加速する構えである。なお、ゲームアプリ子会社が制作した「カイブツクロニエル」の課金収入は海外事業に計上され、2012年3月期第2四半期から収益寄与が大きくなっている。

※リワード広告:アフィリエイト広告の一種で、アクセスした訪問者に広告料の一部を還元する広告。ゲームなどソーシャルアプリのポイント付与などが一般的。

## > 経営陣

岡村社長はアドウェイズを20歳で創業、26歳でマザーズに上場させた行動派

### ◆ 社長の岡村氏は20歳でアドウェイズを立ち上げ

当社の取締役は岡村社長以下5名のうち、1名は社外取締役。監査役は4名で、うち2名は社外監査役となっている。社長の岡村氏は中学卒業後、訪問販売会社を経て20歳でアドウェイズを創業し、26歳でマザーズ上場を果たす。他の取締役はIT系企業出身者で占められている。

なお、資本業務提携先の伊藤忠商事(東証:8001)からの役員受け入れは無いものの、当社の大手クライアントにとどまらずアジア展開などの成長戦略においても、良好なビジネス関係を築いている模様。

## > 株主構成

### <大株主上位>

岡村陽久	22.95%
伊藤忠商事	14.53%
NTTコミュニケーションズ	4.38%
松嶋良治	2.36%
STATE STREET BANK	2.00%

2011年3月末

### <所有別株式分布>

金融機関	6.63%
法人	20.41%
外国人	3.94%
個人その他	69.02%

2011年3月末

### ◆ 2011年11月に伊藤忠商事グループ傘下入り

2011年3月末の大株主状況は、取締役社長の岡村氏が22.95%の筆頭株主で、他の経営陣では取締役の松嶋氏が2.36%の第4位株主。法人では資本業務提携にある第2位株主の伊藤忠商事が14.53%の持株だったが、2011年11月に自己株式の第三者割当処分を受けて持株比率を20.40%に引き上げ、当社を持分法適応会社として傘下に収める見通し。そのほか、取引先ではNTTコミュニケーションズが4.38%の第3位株主。なお、インベスコ投資顧問が2011年1月に変更報告書(6.42%→2.94%)、2011年9月には大量保有報告書(5.91%)を提出している。

2011年3月末の所有者別状況では金融機関が6.63%、法人20.41%、外国人3.94%、個人その他69.02%となっており、株主数全体としては2010年3月末の3,296名から2011年3月末には4,126名に増加した。

## > 沿革・企業理念

### ◆ 岡村社長が26歳でマザーズ上場

当社は2000年に岡村社長が20歳で立ち上げたインターネットの広告配信会社が前身。2001年の株式会社化と同時にPC向けとモバイル向けにアフィリエイト広告システム「Adways Network」のサービスを開始した。

2003年に「Adways Network」をモバイル版「スマートクリック」、PC版「JANet」にそれぞれバージョンアップし、中国上海に100%子会社のシステム開発会社を設立。2004年には「スマートクリック」(モバイル版)のバージョンアップ版「Smart-C」を投入し、セブテーニHD社(JASDAQ:4293)から成果報酬型広告システムの全営業権を譲り受けた。

**M&A でモバイル向けアフィリエイト広告の規模拡大と、ソーシャルゲームなどのモバイルコンテンツを強化**

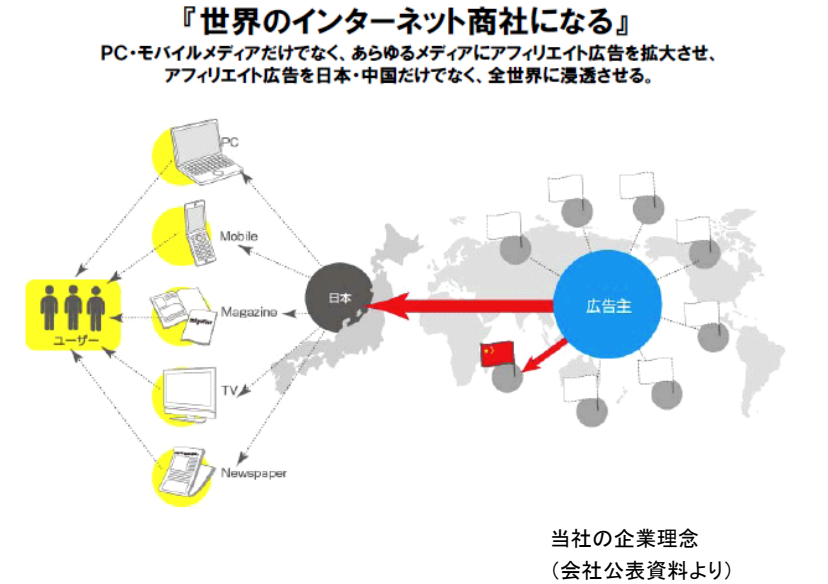
2006年に東証マザーズに上場。2007年には中国上海に100%子会社の営業拠点を設立し、伊藤忠商事と資本業務提携を締結。

2008年にモバイルコンテンツのトイビー・エンタテイメント社全株式を取得して子会社化し、ビバフリーク社からフリーペーパー事業の一部を譲り受けた。

2009年にはコスメ・美容出版のベルブックス社を子会社化しアドウェイズブックスに商号変更したが、2010年にアドウェイズブックスの全株式をスカイタウンHD社に売却。

2009年にプロデュース・アソシエーション社からモバイルコンテンツ事業を譲り受け、2011年にはアイ・エム・ジェイ (JQS : 4305) からモバイルアフィリエイト事業を譲り受けた。

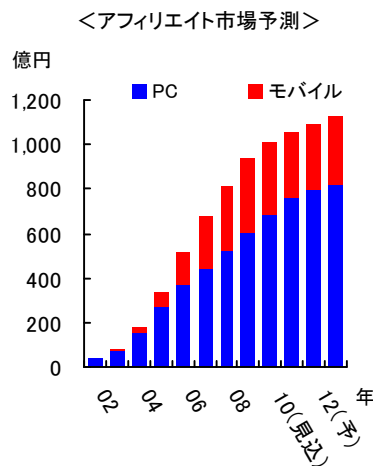
◆ 企業理念は「世界のインターネット商社」  
 当社は顧客満足度や情報保護、法令順守、情報公開、社会貢献活動、環境保護、反社会勢力への対応など8項目の「企業行動憲章」を制定し、経営陣は社員にこれを周知させることを記載している。  
 また、世界的に拡大が続くインターネット広告市場において、中国マーケットへの進出を足掛かりに、「世界のインターネット商社になる」ことを経営ビジョンに掲げている。



事業環境

▶ 業界環境・競合他社

アフィリエイト広告市場は成長が見込まれる有望市場



(出所) 矢野経済研究所「アフィリエイト市場の動向と展望 2011-2012」

◆ 業界は右肩上がりの成長トレンド

PC ブロードバンド環境の整備やEコマースの拡大に加え、モバイル定額パケット制の浸透による SNS 会員数増加などを背景に、クライアントにとって費用対効果が見込まれる重要なセールスツールのアフィリエイト広告は右肩上がりの成長が続いている。

矢野経済研究所によると、アフィリエイト広告の市場規模は 2002 年度の 36 億円 (PC33 億円、モバイル 3 億円) から 2010 年度には 1,000 億円 (PC689 億円、モバイル 320 億円) に達し、2013 年度には 1,125 億円 (PC818 億円、モバイル 306 億円) に拡大する見通しである。

アフィリエイト広告の特徴は、費用対効果の高さから景気変動の影響を受けにくいことが挙げられる。アフィリエイト広告は通常の広告と違って、クライアントが出稿した時点では広告料が発生しない。広告が掲載されたウェブサイト (メディア) 等で広告を見た消費者が、購買や資料請求などの行動を起こした時点で成功報酬としての広告料が発生する仕組み。

また、広告料は商品やサービスの違いで 1 件当たり数 10 円から数 10 万円と大きな開きがあり、アフィリエイト業者はクライアントから支払われた広告料の中から、消費者がアクセスしたメディアに媒体費を支払う仕組みとなっている。

市場が拡大するなか、アフィリエイト業者にとってはクライアントの確保はもちろんのこと、アクセス件数や大規模会員数を抱えるメディアの確保が成長性を左右する重要ファクターと考えられる。そのため業界では、PC とモバイルそれぞれの有力メディアをどれだけ多く囲い込むかで業界勢力図の色分けが進んでおり、市場拡大とともに M&A 等で上位業者による業界再編が進む可能性も考えられる。

今後の業界動向はスマートフォンへの対応が重要なポイントと考えられる。2010 年から通信キャリアが Android 機種を順次投入するなど、従来のフィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えが進み、PC 領域にまで踏み込んだ多様なコンテンツの登場が見込まれることから、モバイル向けアフィリエイト広告は予想以上に拡大する可能性を秘めている。

◆ 上場会社に競合が多数存在

アフィリエイト広告業界は成長市場だけに参入業者も多い。上場会社の競合企業はヤフー (東証: 4689) 傘下のバリューコマース (マザーズ: 2491) やファンコミュニケーションズ (JASDAQ: 2461)、ディー・エヌ・エー (東証: 2432)、インタースペース (マザーズ: 2122)、フルスピード (マザーズ: 2159) などが考えられ、非上場では楽天 (JQS: 4755) 関連会社のリンクシェア・ジャパンや NTT (東証: 9432) グループの NTT コミュニケーションズなどが挙げられる。

**モバイル向けアフィリエイト広告ではトップクラスの実力**

上場企業における業界内でのポジションは、売上高明細等のアフィリエイト広告売上高で比較する限り当社は売上高トップを誇り、次いでファンコミュニケーションやインタースペースが続いている。これら競合企業にはそれぞれ特徴を持ち合わせており、当社はグリーのリワード広告を独占契約していることからモバイル向けアフィリエイト広告に強みを有し、ディー・エヌ・エーは自社グループ内でモバイル向けアフィリエイト広告を展開している。これに対し、バリューコマースはPCポータルサイトを運営するヤフーとの協力関係でPC向けに強みを発揮し、楽天関連会社のリンクシェア・ジャパンも同様にPC向けアフィリエイトが主力と推察される。

**<競合企業とのバリュエーション比較>**

	アドウェイズ	インタースペース	バリューコマース	ファンコミュニケーションズ
株価(円)	154,100	64,000	23,080	97,000
PER(予想、倍)	17.1	9.5	10.1	9.6
PBR(実績、倍)	3.3	1.0	1.0	2.2
ROE(実績、%)	13.4	5.8	14.1	23.3
配当利回り(予想、%)	0.0	1.0	3.2	2.2
時価総額(億円)	123.1	21.7	44.6	103.4

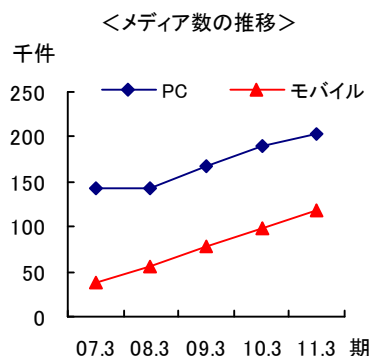
(注) アドウェイズはアナリスト予想、その他は会社計画。株価は 12/16 終値

**> ビジネスサイクル**

**クライアントとの契約期間は基本的に1年だが、解約が少なく長期のビジネスサイクルも可能**

◆ 解約が少ないことでビジネスサイクルの長期化も可能  
クライアントとの契約は基本的に1年ごとの自動更新だが、クライアントの初期費用が少ないアフィリエイト広告の特性上、解約に至るケースは少ない模様。したがって、契約期間によるビジネスサイクルは比較的長期に及ぶと考えられるものの、クライアントの製品・サービスのライフサイクルが当社のビジネスサイクルに影響を与えると推察される。  
また、メディアとの関係では契約期間の定めが設けられていないことから、各メディアの属性にマッチしたクライアントのアフィリエイト広告は、比較的長期のビジネスサイクルと考えられる。

**> KPI(業績指標)**



(出所) 会社公表資料より作成

◆ クライアントの出向意欲を掻き立てるメディア数の推移が有効  
KPIはメディア数の推移が有効であろうと考えられる。成功報酬型の広告である以上、アクセス数の多いサイトや大規模会員組織を持つSNSなどは有望な広告媒体と考えられる。有望なメディアにはクライアントの出稿意欲も高まると予想されることから、メディア数の推移がKPIとして有効と考えられる。  
一方、クライアントからの広告料は消費者やユーザーのアクションに左右されるため、クライアント数はKPIに馴染まないと考えられる。



## 経営戦略

### > 現状の課題と戦略

スマートフォンへの対応がポイント。

#### ◆ スマートフォンへの対応が鍵

現状の課題はスマートフォンへの対応と中国事業の拡大と考えられる。本格的な普及期を迎えているスマートフォンは、通信キャリアの課金決済対応の遅れもありフィーチャーフォンに比べて公式サイトのコンテンツが少ないため、スマートフォン向け売上高は想定以上に伸び悩んでいる印象を受ける。そのため、スマートフォンに対応可能なメディアが揃う前に、消費者・ユーザーのスマートフォンへの機種切り替えが想定以上に進んだ場合は、当社にとって機会ロスのリスクが高まると予想される。

これへの対応策として、当社は大手 SNS 向けにアプリ 9 タイトルを iPhone と Android 端末に投入するなど、スマートフォン向けに自社アプリ投入を進めている。

また、課題だった中国子会社の収益性は、現地のアフィリエイト広告の伸びに加え日系企業向けのバナー広告等が好調に推移したことから、2011年3月期に初めて営業黒字となった。

中国のアフィリエイト広告市場はこれから成長期に移行すると思われることから、当社は営業人員を投入して売上高成長を目指すとともに、2011年5月には中国最大のショッピングサイト「タオパオ」グループと商品販売データの分析で提携するなど、中国市場開拓も順調に進んでいると考えられる。

### > 中長期の課題と戦略

アジア展開で次世代の成長ドライバーを育成。

#### ◆ 伊藤忠商事との連携でアジア展開を加速

中長期的にはグリー以外の有力メディア開拓と、アジア展開の進捗が鍵となる。当社の成長を牽引しているモバイル向けアフィリエイトは、グリーとソーシャルゲーム向けリワード広告に関する独占契約を締結した2009年から売上高の伸びが顕著になっている。しかしながら、グリーの国内会員数がすでに2,500万人に達していることを踏まえると、グリーに頼るだけでは今後の中長期的な成長性が弱まるリスクを否定できない。そこで当社はミクシィなどグリー以外の大手 SNS へのソーシャルゲーム提供でメディアの拡大を進めている。

海外展開では中国に次いで2011年にベトナムにスマートフォン向けアプリ開発拠点を設け、フィリピンでは現地日系企業と取引実績のあるシステム会社を買収した。加えて、2011年11月には伊藤忠商事に自己株式を割り当てるとともに、伊藤忠商事グループの海外ネットワークを活用したアジア展開を加速させる方針である。

> アナリストの戦略評価

ソーシャルゲームとアジア展開が中長期的な成長性を左右

◆ 今後の注目点はソーシャルゲームアプリとアジア展開

当社は成長性が高い反面、競合も多いアフィリエイト広告業界にあって、グリーとの提携を契機にモバイル向けアフィリエイト広告でトップクラスの実力を身に付けるなど、大手 SNS との先見的な取り組みで成長を加速させた点は評価されよう。

また、モバイル向けアフィリエイトに次ぐ収益基盤として期待されるスマートフォン向けソーシャルゲームも、有料会員数の増加に伴う課金決済とリワード広告の拡大で、コンテンツプロバイダ事業の増益モメンタムが強まっており、今後予定されている有力コンテンツホルダーとの提携や、自社ソーシャルアプリの北米・アジア展開で成長加速の可能性も秘めている。加えて、伊藤忠商事グループ入りでアジアを基盤とした成長戦略の実現性が高まってきたと考えられる。

一方、課題としてはグリー依存度の高さと、ソーシャルゲームの開発力が考えられる。当社の成長はグリーへのリワード広告提供が大きな原動力として挙げられるが、換言するとモバイル向けアフィリエイトはグリーの業績に左右されるリスクを否定できない。

この軽減策として、当社はミクシィなどグリー以外の大手 SNS へのソーシャルゲーム提供のほか、スマートフォン向けゲームアプリ投入で課金収入とリワード広告収入の拡大を目論む。しかしながら、現在のコンテンツプロバイダ事業の利益水準はモバイル広告事業の 6 分の 1 程度に過ぎない。したがって、このグリー依存度軽減のためにも、ソーシャルゲームの開発力強化とアジア展開のスピードアップが求められよう。

今後のカギを握るソーシャルゲームの開発力強化に向けては、2012 年 3 月期は中国のアプリ開発子会社の人員を 2011 年 3 月期比で約 200 名増員するとともに、ベトナムにも開発拠点を設立している。これはゲームアプリのアジア展開に向けた多言語対応も兼ねているが、最大の狙いは人件費を抑制しながら、ゲームアプリ開発力強化に向けた施策である。

当社の事業構造は、短期的にモバイル向けアフィリエイトがグリーの業績動向から逃れられないものの、中長期的にはソーシャルゲームやゲームアプリのアジア展開でグリー依存度の軽減も可能と考えられ、今回の伊藤忠商事グループ入りによるアジア展開の加速に注目したい。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ グリーへのリワード広告独占契約</li> <li>・ モバイル向けアフィリエイト広告で業界トップクラスの実力</li> </ul>
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ グリーへのメディア依存度の高さ</li> <li>・ PC 向けアフィリエイトは有力メディアとの関係が薄く伸び悩み</li> </ul>
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ スマートフォンなど新たな通信デバイス登場による広告手法の開発</li> <li>・ 伊藤忠商事グループを活用した新たなクライアントやメディア獲得</li> </ul>
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> <li>・ グリーとの契約解除や信頼関係の毀損</li> <li>・ アフィリエイト広告に代わる新たな公告手法の出現</li> <li>・ ソーシャルゲームに関する規制</li> </ul>

> Porter's 5 forces

◆ 競合内競争

アフィリエイト広告業界は参入業者が多く、クライアントに提示する広告料も各事業者の戦略によって異なるため、価格競争による収益性の悪化がリスクと考えられる。だが、広告媒体としてのメディアと良好な関係維持に努めながらメディア数の数的優位を保つことで、価格競争に陥るリスクは低減可能と予想される。

◆ 新規参入の脅威

アフィリエイト広告は大規模なシステム投資の必要が無いため、新規参入障壁は低いと推察されるものの、業界にはすでに多くの業者が参入していることから、異業種からの新規参入リスクは小さいと考えられる。むしろ、体力に勝るポータルサイトや SNS 主導の M&A などによる業界再編の可能性も考えられる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

インターネットは技術革新のスピードが速く、アフィリエイト広告に代わる広告手法の出現リスクは絶えず付きまとう。新技術開発に限らず業界動向にも絶えず注意を注ぐ必要がある。

◆ 買い手の競争力

広告料などクライアントとの契約条件は個別案件ごとに違うものの、アフィリエイト広告は景気変動に左右されにくいいため、クライアントの値下げ圧力等は発生しにくいと考えられる。

◆ 供給者の支配力

各メディアは自身のサイト趣旨に沿う広告やクライアントを選ぶことが可能であり、消費者やユーザーのアクションで当社から報酬を受け取る。当社におけるメディアへの支払いは売上高の約8割に達していることから、有力メディアからの報酬引き上げ等の要求があった場合は収益性が損なわれるリスクを含む。

> ESG活動・分析

4 月単体営業利益の 50%を  
東日本大震災の義援金に寄  
付

◆ 環境対応 (Environment)

当社はサービス業のため環境への直接的な関与は少ないと予想されるが、企業行動憲章のなかで地球環境問題・エコ社会への取り組みが人類共通の課題と認識されている。

◆ 社会的責任 (Society)

企業行動憲章の中で法令遵守と社会との共生を謳い、良き企業市民として社会貢献活動への配慮を掲げており、先般の東日本大震災では当社単体の4月度月次業績における営業利益の50%を義援金として寄付した模様。

◆ 企業統治 (Governance)

社長の持ち株比率が22.9%と過半数に達しないうえ、資本提携先である伊藤忠商事からの役員派遣も無いため、当社の取締役会は独立した意思決定機関として機能していると考えられる。ただし、当社は比較的短期間で業容を拡大しているため、事業規模に見合った人材育成が今後の課題とも考えられる。

## 業績動向と今後の見通し

### > 今期業績

2012年3月期は会社計画を上回る可能性が高いと予想

◆ 2012年3月期第2四半期決算はソーシャルゲームが好調  
2012年3月期第2四半期決算は売上高が前年同期比10.9%増の88.2億円、営業利益は同14.5%増の5.6億円、四半期純利益は同30.6%増の3.4億円となった。売上面ではスマートフォン向け広告が拡大したほかゲームアプリも好調に推移し、利益面では海外事業強化による人件費増や新規連結子会社増によるコスト増をモバイル広告売上高の伸びとゲームアプリの課金収入でカバーした。

これを事業セグメント別に見ると、インターネット広告事業は震災影響でクライアントの出稿が減り、売上高は前年同期比2.4%減の18.6億円、営業利益も同27.1%減の1.8億円。モバイル広告事業はフィーチャーフォン苦戦をスマートフォン向けで補い、売上高は同7.0%増の56.3億円、営業利益は同13.2%増の6.2億円。コンテンツプロバイダ事業はゲームアプリ子会社の新規連結で売上高が同24.6%増の5.4億円、営業利益は同9.0%増の0.8億円。海外事業は中国アフィリエイト子会社の事業拡大とゲームアプリの課金収入増で、売上高は同2.5倍の7.6億円、営業利益も同8.1倍増の1.3億円となった。

◆ 2012年3月期は会社計画の上振れを予想

当社は期初時点で東日本大震災の影響が不明確なことから、2012年3月期計画の公表を見合わせていたが、第2四半期決算を受けて通期計画を発表している。その内容は、売上高が11.0%増の176.5億円、営業利益は同30.2%増の11.2億円、当期純利益は同47.0%増の6.9億円を見込む。

担当アナリストはこの会社計画に対し、インターネット広告事業が回復傾向にあることや、下半期も新作ゲームアプリ投入で増収が見込まれることから、2012年3月期は会社計画を上回る着地が可能と予想している。担当アナリストの2012年3月期予想は売上高が前期比12.1%増の178.3億円、営業利益は同34.9%増の11.6億円を見込む。

### > 来期以降の業績

スマートフォン向けアフィリエイト広告と中国市場の拡大を予想

◆ 今後はスマートフォン向け広告と国内外のゲームアプリに注目  
来期以降はスマートフォン向けアフィリエイトと、国内とアジア向けゲームアプリが成長を牽引すると考えられる。まず、NTTドコモなど通信キャリアのスマートフォン向け公式サイトで、コンテンツに対するキャリア決済を2011年11月からスタートした。これにより、スマートフォン向けアフィリエイト広告の拡大が予想され、ゲームアプリも新作投入に加えアジアなどの地域拡大が、コンテンツプロバイダ事業ならびに中国アプリ開発子会社の課金収入増につながる見通しである。

担当アナリストは今後4年間の年平均成長率(CAGR)を売上高で12.7%、営業利益は16.0%を予想している。

## 投資判断

### > 上場来パフォーマンス

◆ 上場来パフォーマンスは-10.3%と不振

当社は2006年6月20日に公募価格1,400,000円(分割調整後280,000円)に対して初値1,470,000円(同294,000円)で上場した。その後、成長期待から高値3,530,000円(同706,000円)をつけるが、2006年9月の株式5分割や2008年3月期の営業赤字転落で株価は上場来安値の12,800円まで下落した。株価は2009年3月期の営業黒字転換で190,000円まで戻したが、2010年から2011年にかけては80,000円から150,000円のボックス圏の動きとなっている。上場来パフォーマンスは公募価格を下回っていることと、配当を行っていないこともあり-10.3%と冴えない。

### > 株主還元

2012年3月期にも初配の可能性高まる

◆ 経常利益10億円オーバーでの初配を明言

当社は2000年の創業以来、財務体質強化と将来の事業展開に備えた内部留保を優先するため配当を行っていないものの、有価証券報告書には事業規模や収益が安定成長に入った段階で経営成績や財務状況、内部留保とのバランスを勘案しながら配当による株主への利益還元を行うと記載されている。当社への取材では、経常利益が10億円を超えた段階で配当を行う方針で、段階的に配当性向10%~20%を目指すことから、2012年3月期にも初配の可能性が高まっている。担当アナリストは2012年3月期の初配900円を予想した。

### > 今後の株価見通し

◆ 更なる株価上昇には利益成長が不可欠

今後の株価はスマートフォン向け広告と、国内・アジアでのゲームアプリの成長性に左右されると考えられる。ただし、株価はこの3ヶ月で25%上昇していることから、2012年3月期の増益見通しは既に織り込まれているとも考えられる。もう一段の株価上昇には、2012年3月期の上振れ見通しや、中長期的な利益成長に対する裏付けが必要と考えられ、今後の四半期決算に注目したい。

### > 株価バリュエーション比較

競合との比較から業界のフェアバリュエーションをPER10倍から15倍と仮定

◆ 適正株価は131,500円から197,000円のレンジを想定

前述の競合3社(バリューコマース、ファンコミュニケーションズ、インタースペース)との比較では、今期予想PER等のバリュエーション面での割安感が感じられない。しかしながら、競合との比較で業界のフェアバリュエーションをPER10倍から15倍と仮定すると、当社の2015年3月期予想EPS13,148円を前提に適正株価は131,500円から197,000円のレンジが想定される。

## 本レポートの特徴

### ■ 中立・公平な情報を発信

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している中立的な立場にあるアナリスト経験者が企業調査及び株価評価を行い、その調査レポートを早稲田大学知的資本研究会が監修することで、国内資本市場の活性化に向けた質の高い客観的な投資情報を提供します。

### ■ 隠れた強みを持ちながらも、市場から着目されていない企業を選定しカバー

新興市場を中心に、企業の知的資本(隠れた強み)を評価する手法などを活用することで、株価が適正に評価されていない上場企業を発掘し、アナリストレポートを作成・公表することで、企業評価の改善を目的としています。

### ■ 企業の KPI と知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートの企業の分析・評価にあたっては、SWOT 分析や M. Porter の競争優位性分析など伝統的な手法を用いて企業の特徴を明らかにし、さらに、今後の成長を測る上で重要な業績指標(KPI)を掲載することで、幅広い投資判断情報を提供いたします。また、株式会社 ICMG が企業の知的資本を伝えるために体系化したフォーマットを採用し、これに基づいて、企業の隠れた強みを探る視点からも評価を試みております。

## 指標・分析用語の説明

### ■ 上場来パフォーマンス

新規上場時の公募価格をベースに算出した投資パフォーマンス(年率複利換算)を示すものです

### ■ 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)

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

### ■ $\sigma$ (標準偏差)

リターンのはらつき度合いを示す統計値です。値が大きいほどバラツキが大きくなります

### ■ $\beta$ (ベータ) 値

個別銘柄の株価変動の大きさが市場指数(例えばTOPIX)の価格変動に比べ大きいか小さいかを示す指標です。ベータ値( $\beta$ 値)が1であれば、市場指数と同じ動きをしたことを示し、1より大きければ市場指数より値動きが大きく、1より小さければ市場指数より値動きが小さかったことを示します

### ■ 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

### ■ 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

### ■ 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。本レポートにおけるカバー対象企業の選定では、(株)ICMGの知的資本評価手法を活用しております。

### ■ 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早稲田大学知的資本研究会の監修を受け、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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及び早稲田大学知的資本研究会は、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が、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