

アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

発行日: 2012/7/5
調査日: 2012/6/8
調査方法: 企業訪問

アフィリエイト広告大手でアプリ開発とアジア展開を積極化

> 要旨

◆ アフィリエイト広告大手でモバイル広告とアプリ開発に強み

- ・インターネットで拡大しているアフィリエイト広告の国内大手。国内の広告市場全体が伸び悩む中、同社の属するインターネット広告業界にはフォローの風が吹いている。B to C 向け EC 市場やソーシャルゲーム市場の拡大で広告需要が高まっているほか、スマートフォン普及などデバイスの多様化で新たな広告手法が開発されるなど、インターネット広告市場は中長期的に成長が見込まれる有望分野と考えられる。
- ・同社はグリー社向けにモバイル広告の一種であるリワード広告を独占供給するほか、2013年3月期からはディー・エヌ・エー社にも当該広告の独占供給を開始。また、中国子会社でのソーシャルゲーム開発強化で国内大手 SNS 向けにゲーム提供を加速させるほか、中国などアジア地域での広告拡大を目指すなど、広告事業と海外事業に経営資源を投入している。

◆ 2012年3月期は広告事業と中国子会社が収益を牽引

- ・2012年3月期決算は売上高が前期比 13.0%増の 179.7 億円、営業利益は同 53.5%増の 13.2 億円、当期純利益は同 67.2%増の 7.8 億円となった。売上面では、フィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えに伴うモバイル広告の落ち込みを、スマートフォン広告と PC インターネット広告でオフセットしたほか、中国での広告並びにソーシャルゲーム開発が順調に拡大した。

> 投資判断

◆ 2013年3月期は投資先行で一時的に営業減益の見通し

- ・同社は 1) スマートフォン普及に伴うデバイス変化、2) ディー・エヌ・エー社向けリワード広告供給の業績寄与が不透明、3) アプリや海外並びに新規事業立ち上げに対する先行投資 15.2 億円の収益影響、などを理由に、2013年3月期会社計画の公表を先送りしている。これに対しアナリストの 13 年 3 月期予想は売上高が前期比 17.6%増の 211.3 億円、営業利益は同 52.3%減の 6.3 億円を見込む。

◆ 中長期的な適正株価水準は 82,000 円～11,700 円を想定

- ・2013年3月期の営業減益は一時的なものと予想されるものの、短期的な株価動向は値動きに乏しい展開が想定される。一方、アナリストは先行投資負担が軽くなる 14 年 3 月期以降の営業増益を予想し、16 年 3 月期には EPS11,679.4 円を見込むことから、同社の中長期的な適正株価水準は 82,000 円～11,700 円のレンジが想定される。

業種: サービス業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@holistic-r.org

【主要指標】	2012/6/29
株価(円)	82,000
発行済株式数(株)	79,970
時価総額(百万円)	6,558
上場日	2006/6/20
上場来パフォーマンス	-18.3%

	前期	今期予想
PER(倍)	8.0	17.1
PBR(倍)	1.3	1.3
配当利回り	1.3%	0.6%

	σ	β 値
リスク指標	84.7%	0.8

【主要KPI(業績指標)】

提携メディア数 (千件)	インターネット	モバイル
09/3期末	166	78
10/3期末	189	98
11/3期末	202	118
12/3期末	271	141

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	2.5%	-35.3%	-1.4%
対TOPIX	-4.2%	-28.3%	8.7%

*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20120702

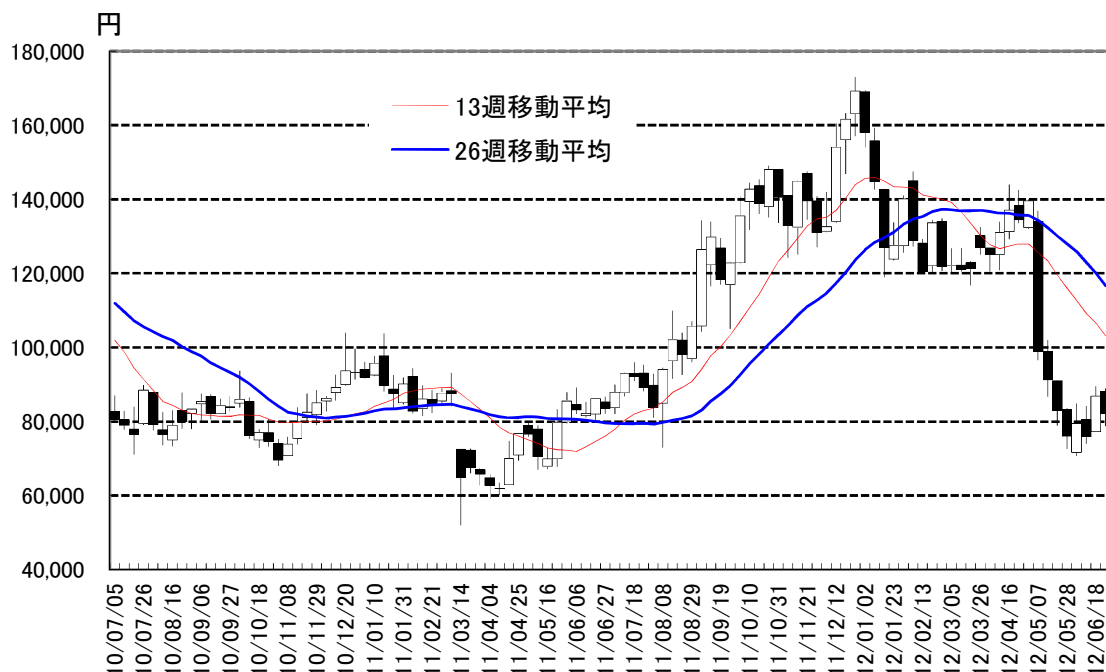
アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/3期 実績	2012/3期 実績	2013/3期 会社予想	2013/3期 予想	2014/3期 予想	2015/3期 予想	2016/3期 予想
売上高	15,907	17,972	-	21,130	22,830	24,830	27,030
前年比	20.9%	13.0%	-	17.6%	8.0%	8.8%	8.9%
営業利益	860	1,320	-	630	1,080	1,350	1,610
前年比	24.9%	53.5%	-	-52.3%	71.4%	25.0%	19.3%
経常利益	864	1,334	-	643	1,093	1,364	1,624
前年比	30.1%	54.4%	-	-51.8%	70.0%	24.8%	19.1%
当期純利益	469	785	-	383	643	784	934
前年比	15.5%	67.2%	-	-51.2%	67.9%	21.9%	19.1%
期末株主資本	3,541	4,924	-	5,221	5,824	6,544	7,398
発行済株式数(株)	79,855	79,970	79,970	79,970	79,970	79,970	79,970
EPS(円)	5,909.3	10,224.8	-	4,789.3	8,040.5	9,803.7	11,679.4
配当(円)	0.0	1,080.0	-	500.0	800.0	1,000.0	1,200.0
BPS(円)	46,910.7	61,570.8	-	65,282.4	72,822.9	81,826.6	92,506.0
ROE	13.5%	18.7%	-	7.6%	11.6%	12.7%	13.4%
株価(円)	66,700	126,800	82,000	82,000	-	-	-
PER(倍)	11.3	12.4	-	17.1	10.2	8.4	7.0
配当利回り	0.0%	0.9%	-	0.6%	1.0%	1.2%	1.5%
PBR(倍)	1.4	2.1	-	1.3	1.1	1.0	0.9

(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



決算サマリー

> 事業内容

アフィリエイト広告大手でスマートフォン対策強化とアジア展開を加速

◆ アフィリエイト広告大手で海外展開に注力

同社はインターネットで拡大しているアフィリエイト広告の国内大手。事業セグメントは、PC インターネットやモバイル、スマートフォン向けにアフィリエイト広告を提供する「広告事業」を柱に、モバイル向けにコンテンツを配信する「コンテンツプロバイダ事業」、中国を中心にインターネット広告やソーシャルゲーム開発を行う「海外事業」、新規事業等の「その他」など4事業で構成されている。

国内の広告市場全体が伸び悩む中、同社の属するインターネット広告業界にはフォローの風が吹いている。B to C 向け EC 市場（電子商取引市場）やソーシャルゲーム市場の拡大で広告需要が高まっているほか、スマートフォン普及などデバイスの多様化で新たな広告手法が開発されるなど、インターネット広告市場は中長期的に成長が見込まれる有望分野と考えられる。

同社はグリー社向けにモバイル広告の一種であるリワード広告を独占供給するほか、2013 年 3 月期からはディー・エヌ・エー社にも当該広告の独占供給を開始。また、中国子会社でのソーシャルゲーム開発強化で国内大手 SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）向けにゲーム提供を加速させるほか、中国などアジア地域での広告拡大を目指すなど、広告事業と海外事業に経営資源を投入している。

※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。

> 決算概要

◆ 2012 年 3 月期は広告事業と中国子会社が収益を牽引

2012 年 3 月期決算は売上高が前期比 13.0%増の 179.7 億円、営業利益は同 53.5%増の 13.2 億円、当期純利益は同 67.2%増の 7.8 億円となった。

売上面では、フィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えに伴うモバイル広告の落ち込みを、スマートフォン広告と PC インターネット広告でオフセットしたほか、中国での広告並びにソーシャルゲーム開発が順調に拡大した。

利益面では、スマートフォン対応と海外事業強化による先行投資的な費用増を、売上高の伸びと海外事業の採算改善で吸収した。

事業セグメント別の営業利益は、広告事業が前期比 5.9%増の 16.8 億円、コンテンツプロバイダ事業は同 44.0%増の 1.6 億円、海外事業は同 16.5 倍増の 5.4 億円となったことから、広告事業と海外事業が同社の収益を牽引している。

> 業績見通し

◆ 事業環境の変化で2013年3月期会社計画の公表を先送り

同社は事業環境の変化を理由に、2013年3月期会社計画の公表を先送りしている。この事業環境の変化とは、1) スマートフォン普及に伴うデバイス変化、2) ディー・エヌ・エー社向けリワード広告供給の業績寄与が不透明、3) アプリや海外並びに新規事業立ち上げに対する先行投資 15.2 億円増の収益影響、などが挙げられる。

なかでもフィーチャーフォンからスマートフォンへのデバイス変化は、これまで同社の成長を牽引してきたグリー社向けリワード広告(モバイル広告)のピークアウトを意味しており、同社はこれを補うべくスマートフォン広告を強化する方針である。だが実際には、12年3月期はモバイル広告の16.5億円減収を、スマートフォン広告の13.2億円増収とPCインターネット広告の6.8億円増収でオフセットしたものの、13年3月期はモバイル広告の落ち込み幅拡大が予想されるため、これをスマートフォン広告とPCインターネット広告の伸長でカバー出来るか疑問が残る。また、ディー・エヌ・エー社との業務提携によって、12年5月から当該企業向けにリワード広告を提供するものの、当面は縮小トレンドにあるモバイル広告に限定される見通しから、ディー・エヌ・エー社との業務提携が13年3月期業績にどの程度寄与出来るか見通せない状況である。

中期的にはアプリ開発とスマートフォン広告を強化

以上から、モバイル広告のダウントrendが鮮明になるなか、同社はスマートフォン広告とソーシャルゲームなどのアプリ開発を強化して、これらをモバイル広告に代わる成長ドライバーに育成する方針である。特に自社タイトルのアプリに付随する広告は、通常であれば外部メディアに支払うメディア費用を自社で取り込めることから高収益が期待される。したがって、アプリ開発を担当する海外事業の収益性は、自社タイトルのダウンロード数に左右されるため、スマートフォンユーザー獲得のためにもアプリ開発体制強化と有力タイトルホルダーとの協業が求められるうえ、GREEやMobageなどのソーシャルゲームプラットフォームへの露出度アップが必須となる。

◆ 2013年3月期は投資先行で一時的に営業減益の見通し

同社は海外事業(アプリ開発、広告)とスマートフォン広告、並びに新規事業を育成すべく、13年3月期には人員拡充などの固定費を中心に15.2億円の先行投資を行う計画である。

売上面ではモバイル広告の落ち込みを、ディー・エヌ・エー社向けリワード広告やスマートフォン広告、海外事業の伸びでオフセット可能と予想されるも、利益面では先行投資15.2億円が収益を圧迫する見通し。アナリストの13年3月期予想は売上が前期比17.6%増の211.3億円、営業利益は同52.3%減の6.3億円を見込む。

投資判断

> 株主還元

◆ 会社側の 2013 年 3 月期配当計画は未定

同社は内部留保を充実させながら、株主への利益還元を重要な経営課題と認識し、業績に応じた株主還元を実施する方針である。2012 年 3 月期は配当性向 11.0%相当の初配 1,080 円を実施したが、13 年 3 月期については業績見通しと同様に配当計画の公表を先送りしている。アナリストは 12 年 3 月期末の株主資本比率 65.2%や 13 年 3 月期業績予想を基に、中期的に配当性向 10%程度の配当は継続可能と判断し、13 年 3 月期は 500 円配当を予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 短期的な株価バリュエーションは割安感に乏しい

同業他社との短期的な株価バリュエーション比較では、2013 年 3 月期の営業減益見通しが響き、業界の適正 PER 水準を 7 倍～10 倍と仮定すると、予想 PER などの面で同社の株価に割安感は感じられない。一方、アナリストは先行投資負担が軽くなる 14 年 3 月期以降の営業増益を予想し、16 年 3 月期には EPS11,679.4 円を見込むことから、同社の中長期的な適正株価水準は 82,000 円～11,700 円のレンジが想定される。

同業他社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)	82,000	75,500	25,500	104,200
予想PER(倍)	17.1	11.2	9.4	7.3
実績PBR(倍)	1.3	1.2	1.1	2.0
実績ROE	18.7%	23.3%	10.0%	21.7%
予想配当利回り	0.6%	—	2.9%	2.2%
時価総額(億円)	65.6	25.9	49.3	111.1

注) アドウェイズはアナリスト予想、その他は会社計画

注) 株価は6/29終値

> 今後の株価見通し

◆ 短期的には値動きに乏しい展開を想定

2013 年 3 月期の営業減益は一時的なものと予想されるものの、短期的な株価動向は値動きに乏しい展開が想定される。中期的にはスマートフォン広告や海外事業(アプリ開発、広告)の伸長で 14 年 3 月期以降の営業増益が予想され、株価は下値固めから徐々に上値を切り上げる展開が想定される。しかしながら、想定以上にモバイル広告が落ち込むなど、利益面でアナリスト予想を下回る場合には、株価調整が長引くリスクを否定できない。

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

■ σ (標準偏差)

リターンのおぼ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

■ β (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 T O P I X) の価格変動に比べ大きい小さいかを示す指標です。ベータ値 (β 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なり、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、最新のものではありません。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場合があります。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、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