

ホリスティック企業レポート

アドウェイズ

2489 東証マザーズ

フォロー・レポート

2013年6月14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20130611

アドウェイズ (2489 東証マザーズ)

発行日: 2013/6/14

アフィリエイト広告大手でスマートフォン広告を軸にアジア展開を積極化

> 要旨

◆ アフィリエイト広告大手でメディア連携と海外展開を加速

・アドウェイズ(以下、同社)は伊藤忠商事系列のアフィリエイト広告大手。多くの会員数を抱える大手 SNS との連携強化で、クライアント数と出稿量拡大を目指すほか、長期的にはアジア地域でのスマートフォン広告 No.1 を目指すべくアジア展開を加速している。

◆ 13年3月期決算は先行投資負担増で大幅な営業減益

・13/3 期決算はアフィリエイト広告の拡大で売上高が前期比 26.0%増の 226.3 億円となるも、営業利益は海外事業等への先行投資負担増やソーシャルゲームの不振が響き同 68.7%減の 4.1 億円となった。

> 投資判断

◆ 会社は14年3月期予想を期初時点で公表せず

・同社は不確実性が大きい市場環境を考慮し、現時点で14/3 期業績予想の開示をしていない。
・証券リサーチセンターでは、広告事業が想定以上に拡大していることから前回レポートの業績予想を上方修正した。14/3 期の業績については売上高が前期比 22.8%増の 278.0 億円、営業利益は同 130.0%増の 9.5 億円と見込む。

◆ 中期的な適正株価水準は 230,000 円前後を想定

・現状の今期予想基準 PER13.8 倍を同社のフェアバリューと仮定すると、中期的な適正株価水準は、当センターの 16/3 期予想 EPS 16,817 円を当てはめた 230,000 円前後が想定される。

【2489 アドウェイズ 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)	
2012/3	17,972	13.0	1,320	53.5	1,334	54.4	785	67.2	10,225	61,571	1,080	
2013/3	22,639	26.0	413	-68.7	429	-67.8	304	-61.3	4,007	66,936	0	
2014/3 CE	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—	
2014/3	旧E	22,830	0.8	580	40.4	580	35.2	330	8.6	4,586	68,986	500
	新E	27,800	22.8	950	130.0	960	123.8	480	57.9	6,671	71,033	600
2015/3	旧E	24,830	8.8	750	29.3	750	29.3	420	27.3	5,837	74,323	600
	新E	32,000	15.1	1,500	57.9	1,510	57.3	810	68.8	11,258	81,691	1,100
2016/3	旧E	27,030	8.9	1,210	61.3	1,210	61.3	680	61.9	9,451	83,174	1,000
	新E	37,250	16.4	2,100	40.0	2,110	39.7	1,210	49.4	16,817	97,408	1,600

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想。会社側は14/3期業績予想を未公表。

アナリスト: 馬目 俊一郎
+81(0)3-6858-3216
manome@stock-r.org

【主要指標】

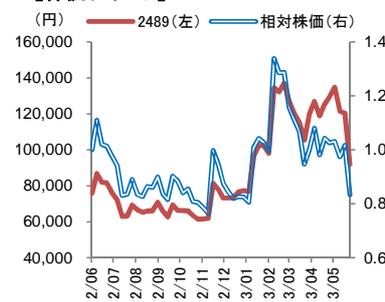
	2013/6/7
株価(円)	92,000
発行済株式数(株)	79,970
時価総額(百万円)	7,357

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	23.0	13.8	8.2
PBR(倍)	1.4	1.3	1.1
配当利回り(%)	0.0	0.7	1.2

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン (%)	-23.6	-20.2	12.2
対TOPIX (%)	-17.9	-21.9	-18.3

【株価チャート】



(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2012/6/11

フォロー・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。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、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

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広告を軸にアジア展開を積極化

◆ アフィリエイト広告大手でメディア連携と海外展開を加速

アドウェイズ(以下、同社)は伊藤忠商事(8001 東証一部)系列のアフィリエイト広告大手。事業セグメントはPCやモバイル向けにアフィリエイト広告を提供する「広告事業」を柱に、アプリ開発やコンテンツを配信する「アプリ・メディア事業」、アジアを中心にアフィリエイト広告を展開する「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。

インターネット広告市場は、Eコマース市場やソーシャルゲーム市場の拡大に加え、スマートフォン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、中長期的に成長が見込まれる有望分野と考えられる。

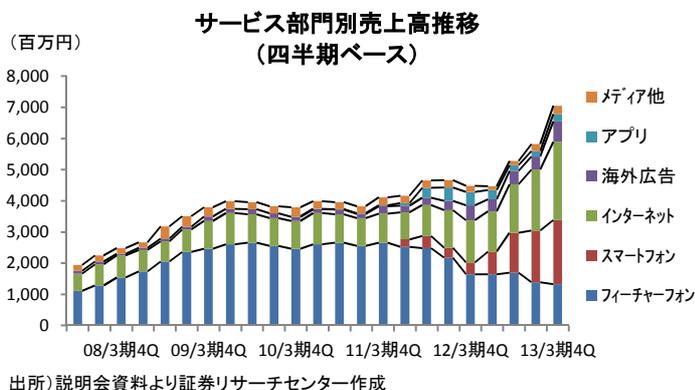
市場環境に追い風が吹くなか、同社はディー・エヌ・エー(2432 東証一部)との事業提携で、Mobage向けモバイル・リワード広告(アフィリエイト広告の一種)を13/3期から独占的に供給開始した。14/3期にはスマートフォンアプリ向け効果測定システムでFacebook®の認定パートナーに選定されるなど、多くの会員数を抱える大手SNSとの連携強化で、クライアント数と出稿量の拡大を目指す。

また、海外事業はアジアを中心に10カ国でアフィリエイト広告等を展開し、長期的にはアジア地域でのスマートフォン広告No.1を目指す方針である。

> 決算概要

◆ 13年3月期決算は先行投資負担増で大幅な営業減益

13/3期決算はアフィリエイト広告の拡大で売上高が前期比26.0%増の226.3億円となるも、営業利益は海外事業等への先行投資負担増やソーシャルゲームの不振が響き同68.7%減の4.1億円となった。これは12年7月に公表された会社予想(売上高185.0億円、営業利益4.0億円)に対し、売上高は同予想を大きく上回ったものの、営業利益は予想通りとなった。

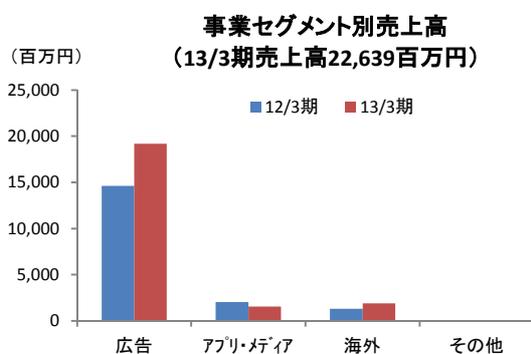


事業セグメント別に見ると、広告事業は売上高が前期比 31.2%増の 191.7 億円、セグメント利益は同 8.9%増の 17.6 億円。売上面ではフィーチャーフォン向けが端末減少の波に逆らえず縮小するも、スマートフォン向けは 12 年 5 月に開始したディー・エヌ・エー向けリワード広告が上乘せになったほか、PC 向けもスマートフォンからのアクセス増などで拡大した。利益面では売上高総利益率の低いスマートフォン比率の上昇や、人員拡充などの費用が先行したため、セグメントの売上高利益率は低下した。

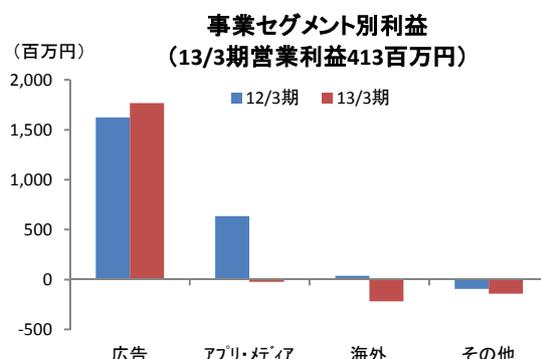
アプリ・メディア事業は売上高が前期比 22.8%減の 15.7 億円、セグメント損失は 0.2 億円となった(前期はセグメント利益 6.3 億円)。13/3 期は Mobage にもゲームを提供するなどプラットフォームの多様化に努めたが、リリースした新作の不振や既存作品の陳腐化などで売上高が落ち込んだうえ、開発要員の増加もありセグメント利益は赤字に転落した。

海外事業は売上高が前期比 43.9%増の 18.9 億円、セグメント損失は 2.1 億円(前期はセグメント利益 0.3 億円)となった。アジア展開を加速させるなか、13/3 期は台湾やタイ、インド、韓国、米国などで子会社を設立し、期末の海外拠点数は 10 カ国に及ぶ。エリア拡大で増収を確保するも、セグメント利益は人員拡充などの先行投資負担増で赤字に転落した。

その他は売上高が前期比 59.0%減の 0.05 億円、セグメント損失は 1.4 億円(前期はセグメント損失 0.9 億円)に拡大した。



出所)決算短信より証券リサーチセンター作成



出所)決算短信より証券リサーチセンター作成

> 業績見通し

◆ 会社は 14 年 3 月期予想を公表せず

同社は期初時点で 14/3 期業績予想の開示を控えた。スマートフォン市場とソーシャルメディア市場の変化が、どの程度同社の業績に影響を与えるのか不確実な要素が多く見通せないためとしている。13/3 期も期初時点での業績予想を開示せず、第 1 四半期決算発表時に通期予想だけを開示した。

◆ 証券リサーチセンターは従来の業績予想を増額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、広告事業が想定以上に拡大していることから、前回レポート(13年2月発行)の業績予想を増額修正した。

まず、売上面では広告事業のフィーチャーフォン向けを減額する一方で、想定以上に好調なスマートフォン及びPC向けを増額。アプリ・メディア事業はソーシャルゲーム市場の競争激化から新規タイトル並びに既存ゲームの伸長を保守的な予想に変更。海外事業はエリア拡大による増収トレンドを見込むものの、アプリ開発中国子会社をアプリ・メディア事業にセグメントを組み換えたこともあり減額修正とした。

利益面では売上高予想の修正に伴い、先行投資負担の重いアプリ・メディア事業と海外事業の利益予想を保守的に見直す一方、広告事業の利益は売上高予想の増額に伴い増額修正した。

これらの結果、当センターの14/3期業績予想は売上高が228.3億円→278.0億円(前期比22.8%増)、営業利益5.8億円→9.5億円(同130.0%増)に増額した。

事業セグメント別修正業績予想

(百万円)

	12/3期	13/3期	14/3期E		15/3期E		16/3期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高合計	17,972	22,639	22,830	27,800	24,830	32,000	27,030	37,250
広告	14,608	19,170	15,800	24,000	16,100	27,000	16,500	31,000
アプリ・メディア	2,037	1,571	1,500	1,300	1,700	1,500	2,000	1,750
海外	1,314	1,891	5,500	2,500	7,000	3,500	8,500	4,500
その他	12	5	30	0	30	0	30	0
営業利益	1,320	413	580	950	750	1,500	1,210	2,100
広告	1,623	1,768	1,700	2,200	1,900	2,500	2,100	2,900
アプリ・メディア	636	-24	170	0	180	100	190	200
海外	36	-218	0	-100	200	-50	500	0
その他	-94	-142	-200	-100	-200	-100	-200	-100
消去	-881	-968	-1,090	-1,050	-1,330	-950	-1,380	-900

出所) 決算短信より証券リサーチセンター作成、Eは証券リサーチセンター予想

投資判断

> 株主還元

◆ 14年3月期配当予想も未公表

同社は現時点で 14/3 期の業績予想と同様に配当予想を公表していない。同社の株主還元策は、将来の投資に備えた内部留保を充実させながら、業績に応じた適切な株主への利益還元を基本としている。13/3 期は先行投資による最終減益で無配となるも、自己株式取得 (5.0 億円相当) を実施した。当センターは先行投資一巡による 14/3 期の利益回復と復配を予想し、中期的には配当性向 10% 程度の配当が可能と考える。

> 株価バリュエーション

◆ 同業他社比較から現在の株価水準はフェアバリューと推察

アフィリエイト広告を主力事業とする同業他社比較から、同社の株価水準はほぼフェアバリューの範囲内と考えられる。今期予想基準 PER などでは他社に比較し低い水準にとどまっているが、同社は投資フェーズにあるため売上高営業利益率などが低く、同業他社比較でのバリュエーションはディスカウントが避けられないと判断する。

同業他社とのバリュエーション比較

	アドウェイズ	ファンコミュニケーションズ	バリューコマース	インタースペース
株価(円)	92,000	2,200	105,900	676
今期予想基準PER(倍)	13.8	22.8	21.9	12.4
実績基準PBR(倍)	1.4	6.7	4.2	2.0
今期予想営業利益率	3.4%	16.1%	10.3%	5.1%
今期予想基準配当利回り	0.7%	0.9%	1.4%	0.7%
時価総額(億円)	73.6	475.8	204.7	46.9

出所)各社決算短信より証券リサーチセンター作成

注)バリューコマースは現段階で13年7月予定の株式分割を考慮しない

注)アドウェイズの予想は証券リサーチセンター予想、他3社の予想は会社予想。株価は6/7終値

> 今後の株価見通し

◆ 中期的な適正株価水準は 230,000 円前後を想定

前述した内容から、現状の PER13.8 倍を同社のフェアバリューと仮定すると、中期的な適正株価水準はこれに当センターの 16/3 期予想 EPS 16,817 円を当てはめた 230,000 円前後が想定される。

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、さらに早稲田大学知的資本研究会がレポートを監修することで、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

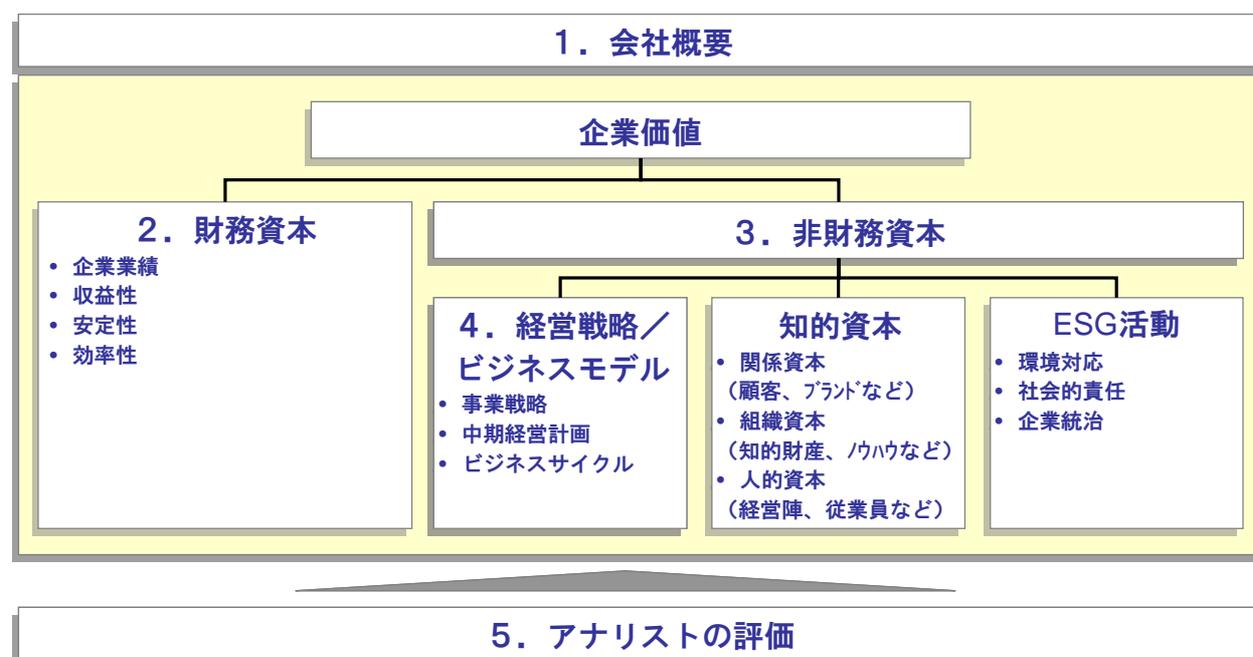
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

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)

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、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。