

イーブックイニシアティブジャパン (3658 東証マザーズ)

発行日: 2012/4/4
調査日: 2012/3/27
調査方法: 企業訪問

電子書籍配信事業のパイオニア、さらなる成長ステージへ

> 要旨

◆ 電子書籍配信事業を行なう専門事業者

- ・成長著しい電子書籍業界では、独立系で国内最大手クラス
- ・特にキラーコンテンツのコミック分野の品揃えは業界最大規模
- ・創業約11年で東証マザーズ市場に上場し、社長が会長である創業者から事業を継承

◆ スマートフォン・タブレット端末の普及等で市場は拡大へ

- ・2010年から2015年にかけて、国内電子書籍市場規模は、650億円から2,000億円まで急拡大することが予想されている。書籍の品揃えの充実とともに、端末機器の進化とEコマースの普及、利便性の向上が成長を後押しする見込み
- ・一方で、成長市場だけに参入企業は多く、競争は厳しい。将来的にはプレーヤーは淘汰されていくことが予想される

◆ コミックの拡充に加え、小説なども含め総合書店化を進める方針へ

- ・コミックに加え一般書籍の品揃え強化で登録会員数を増やし、持続的な成長により業界ナンバーワンを目指す
- ・新規事業・サービスと海外展開は検討中だが、その具体化は中長期的な課題。当面は、国内電子書籍事業に経営資源を集中的に投入し専念

> 投資判断

◆ 今期も大幅増収、経常増益見込みだが、無配は継続へ

- ・2013年1月期の売上高を2960百万円(対前年、約+36%)、経常利益を350百万円(同約+19%)と会社は計画。税負担正常化から当期利益では45%の減益見込み
- ・コスト負担が重いものの、会員数の増加と新端末の普及で当社のメインビジネスである電子書籍配信事業の売上が拡大し、収益改善につながっていることが好調な背景。過去赤字を計上したが売上が損益分岐点を超え黒字が定着し、成長の加速が見込めるステージに入ってきた
- ・成長に向けた先行投資・内部留保を優先し、当面、無配を継続する予定

◆ 中期的な株価想定レンジは、2,900~3,500円を予想

- ・著作権使用料率の上昇、事業拡大に伴う先行投資負担が続き収益率は低下するが、スマートフォン・タブレット端末の普及、品揃えの強化により電子書籍の増収が継続し、今後3年程度は、年率約20~30%のEPS成長が見込まれる
- ・現状の株価は、今来期の予想PERでは割安感が乏しい。国内電子書籍市場が急拡大期に入り、中長期的な成長力や将来のバリュエーションを考慮し予想PERレンジを15倍から18倍と想定する。したがって中期的な妥当株価は2,900円~3,500円と思われ、現値に対して上値余地があると思われる

業種: 通信業
アナリスト: 松尾 十作
+81 (0)3-6858-3216
matsuo@holistic-r.org

【主要指標】	2012/3/30
株価(円)	2,150
発行済株式数(株)	2,108,300
時価総額(百万円)	4,533
上場日	2011/10/28
上場来パフォーマンス	---

	前期	今期予想
PER(倍)	10.7	21.1
PBR(倍)	5.5	4.4
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	---	---

【主要KPI(業績指標)】	千人	前期比
登録会員数		
2008.1期末	308	18.5%
2009.1期末	350	13.6%
2010.1期末	383	9.4%
2011.1期末	468	22.2%
2012.1期末	612	30.8%

【株価パフォーマンス】	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	-13.5	63.6	---
対TOPIX(%)	-15.7	46.3	---

*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20120330

イーブックイニシアティブジャパン (3658 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/1期	2012/1期	2013/1期	2013/1期	2014/1期	2015/1期	2016/1期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	1,193	2,176	2,960	2,900	3,700	4,500	5,500
前年比	21.5%	82.4%	36.0%	33.3%	27.6%	21.6%	22.2%
営業利益	95	309	350	350	400	500	650
前年比	353.9%	224.7%	13.2%	13.3%	14.3%	25.0%	30.0%
経常利益	95	295	350	350	400	500	650
前年比	350.5%	209.1%	18.6%	18.6%	14.3%	25.0%	30.0%
当期純利益	94	373	205	205	240	300	390
前年比	364.9%	296.8%	-45.0%	-45.0%	17.1%	25.0%	30.0%
期末株主資本	305	779	—	984	1,224	1,524	1,914
発行済株式数(株)	18,562	2,107,300	2,108,300	2,108,300	2,108,300	2,108,300	2,108,300
EPS(円)	5,073.5	201.1	102.4	102.1	119.5	149.4	194.2
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	16,441.5	388.1	—	490.0	609.5	758.9	953.0
ROE	36.5%	68.9%	—	23.3%	21.7%	21.8%	22.7%
株価(円)	—	2,191	2,150	2,150	—	—	—
PER(倍)	—	10.9	21.0	21.1	18.0	14.4	11.1
配当利回り	—	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	—	5.6	—	4.4	3.5	2.8	2.3

(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。予想の EPS、BPS は自社株控除

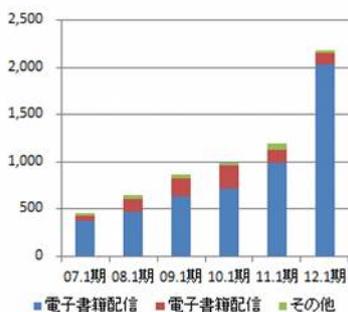
> 株価パフォーマンス



会社の概要

＜ 事業内容 ＞

＜業績推移＞



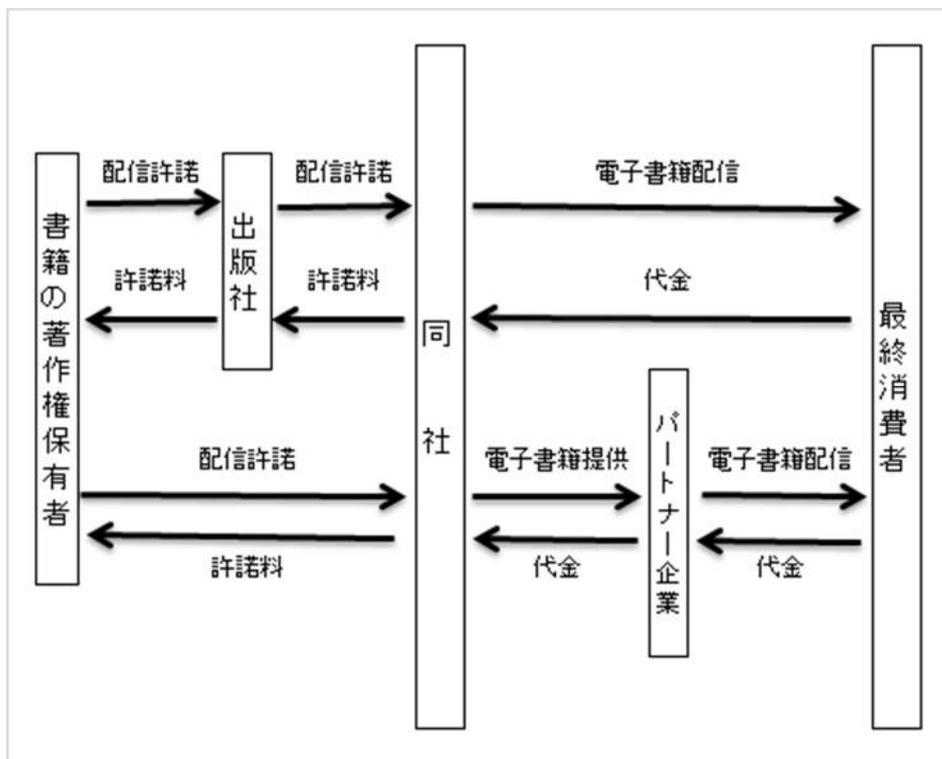
出所) 会社資料より作成

書籍を電子化し国内一般個人向けに提供する電子書籍配信事業を行なう専門大手。業界最大規模の品揃えを誇るコミックを中心に、一般分野の電子書籍に拡大中である。

同社のビジネスモデルは、①著者及び出版社から著作権の許諾を受け、②これを電子化し、③独自運営する書籍販売サイト「eBookJapan」、もしくは販売提携している主要ポータルサイトを通して、一般個人消費者向けに販売を行う。電子書籍配信事業と同提供事業及びその他(同社のプラットフォームを利用せずに電子化した画像データのみをパートナー企業へ提供する電子書籍提供事業など)のセグメントに大別できるが、2012年1月期売上高では90%以上を電子書籍配信事業が占める。

電子書籍のライセンスは、講談社、小学館、白泉社、秋田書店等コミック大手と、また、ソフト開発委託等はハドソンと契約を結んでいる。

＜同社ビジネス概要＞



出所) 短信より作成

キラーコンテンツのコミックでは圧倒的な強み

購入者(ユーザー)は会員登録後、好みに応じて同社が運営する電子書籍販売サイトで検索後、端末等に電子書籍をダウンロードし代金を支払うシステムである。好きな本を好きな時に即座に購入して読める利便性とPCや携帯端末など複数の機器に移動して読めるポータビリティ(MOVE技術)が強み。

<同社 HP の書籍販売サイトの一部>



出所) 同社 HP より

インターネットクラウド上で電子書籍を無料で預かる、他社にはない「トランクルーム」サービスも提供している。ユーザーのメリットとしては、パソコンの買換えや故障などで電子書籍が紛失することがなく、TPOに応じて読みたい端末で読める、端末のハードディスク空き容量を増やし快適な動作を保てるなどがあげられる。

配信購入形態は複数あるが、2011年度第3四半期以降、スマートフォン・タブレット端末経由の売上がパソコン経由の売上を上回ってきている。

電子書籍作品数は、2012年1月末現在、約56,000冊(2000年にスタートし、2005年1万冊→2009年3万冊→2011年に5万冊)、内コミックは48,000冊と全体の86%を占める。今後も、コミックを中心に保有冊数を毎年1万冊程度追加していく計画である。

登録会員数は約61万人(2012年1月末現在)。利用状況としては、毎月3~4万人が購入し、購入者1人当たりの平均購入月間冊数は、12~13冊、購入者1人当たりの平均月間購入金額は約5,000円程度、1冊当たりの平均単価は約400円である。ユーザー層は30代以上が7割を占め、リピート購入率(購入履歴のあるユーザーが購入に占める割合)は約8割となっている。

同社は、コミック閲覧に適した端末画面の開発を進め、購入した電子書籍をあたかも本棚に収納しているような本棚画面や、また、コミッ

ク特有の画面を楽しむための縦画面と横画面切り替えを工夫し、迫力があり美しい読書画面の充実を図っている。また、小説などの総合図書化を図るために、本文中の文字検索機能を開発中である。

> 経営陣

同社の取締役は6名(うち社外取締役はゼロ)で構成されている。鈴木雄介会長は創業者。現社長の小出斉氏は、三菱重工業に入社後、経営コンサルティング会社勤務を経て、2009年12月に代表取締役副社長として入社。2010年4月に鈴木氏が代表取締役社長を辞任し、小出氏が後任社長に就任した。常務取締役の高嶋晃氏含め2名がシャープ出身(ともに創業メンバー)、1名がNEC出身と取締役の半数がメーカー出身者。取締役プロモーション部長の鈴木正則氏は会長と同じ小学館出身と、出版業とメーカーの出身者がおり多彩。監査役は3名で全員が社外監査役、うち常勤監査役が1名、非常勤監査役が2名となっている。

> 株主構成

大株主は下図表の通り。創業者である鈴木会長は、現在は同社の約4%を保有する第5位株主である。小出社長は第7位株主で約2.5%を保有。

上場前(2011年8月末)の上位株主はモバイル・インターネット第一号投資事業有限責任組(第1位株主約17%)、アント・リード1号投資事業有限責任組合(第2位株主約16%)などベンチャーキャピタルが名を連ねていたが、上場後の出来高から判断すると既に大半を売却し、株主構成が大きく変化すると推測される。

2012年1月末時点での筆頭株主である京セラコミュニケーションシステム(約10%保有)、第2位株主のソフトバンククリエイティブ(同約8%)、第3位株主の小学館(同約8%)は取引先であり政策的な投資であると思われる。信託銀行も上位株主として名を連ねており、実質的には機関投資家の投資と推測される。同時点で同社は自社株式を10万株(約5%相当)保有。ストックオプションによる希薄化は15%程度である。

上位株主名	持株数(株)	比率(%)
京セラコミュニケーションシステム株式会社	200,000	9.96
ソフトバンククリエイティブ株式会社	168,200	8.38
株式会社小学館	160,000	7.97
日本マスタートラスト信託銀行株式会社(信託口)	145,800	7.26
鈴木雄介	81,000	4.04
ステートストリートバンクアンドトラストカンパニー505041	74,000	3.69
小出斉	50,000	2.49
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社(信託口)	37,700	1.88
ノーザントラストカンパニーエイブイエフシー リ フィデリティファンズ	35,300	1.76
日本証券金融株式会社	31,700	1.58
(注) 持株比率は自己株式(100,000株)を控除して算出	上位10位合計	49.01

出所) 会社資料より作成

> 沿革・企業理念

◆沿革

現取締役会長の鈴木雄介氏が創業者。同氏は小学館に入社後、各種雑誌の編集長をつとめていた。1998年に「電子書籍コンソーシアム」に出版社、書店、通信キャリア、メーカーなど約150社とともに参画し、電子書籍の実証実験を行った。その後、事業推進のために小学館を退社し、この間培ったノウハウや人脈を活用して、2000年5月に電子書籍配信を行う目的で同社を設立、代表取締役社長に就任した。当初はパソコン向けを中心に配信したが、2009年から普及期にあったスマートフォン及びタブレット端末向け配信にも注力し、飛躍の礎を築いた。この間、2003年にYahoo!コミックへコンテンツの提供を開始し、2004年には講談社、2006年には小学館、2011年には白泉社など次々に大手出版社と契約を締結し、コミックを中心とする電子書籍配信事業を本格的に拡大した。

2011年10月には、東京証券取引所マザーズに上場。現在は同社が単体で事業を営む。「電子書籍業界でイニシアチブを取り、業界をリードし発展させたい」との思いから、現社名をつけた。

◆企業理念

同社の創業理念は「Save Trees!」。創業者が、大量に返品された本が裁断・焼却処分されるのを見て、地球環境の保護、資源の有効活用をはかるため、電子書籍の配信を思い立った。

また、同社は「電子書籍の普及を通じて、読者に新たな価値を提供すること、著作者に多くの著作発表機会と収益を提供すること、そしてそれらを通じて出版文化を発展させるとともに、地球環境保護にも資することを目指して事業を運営しています。」とのビジョンを掲げている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

本格的な成長期を迎える
国内電子書籍市場

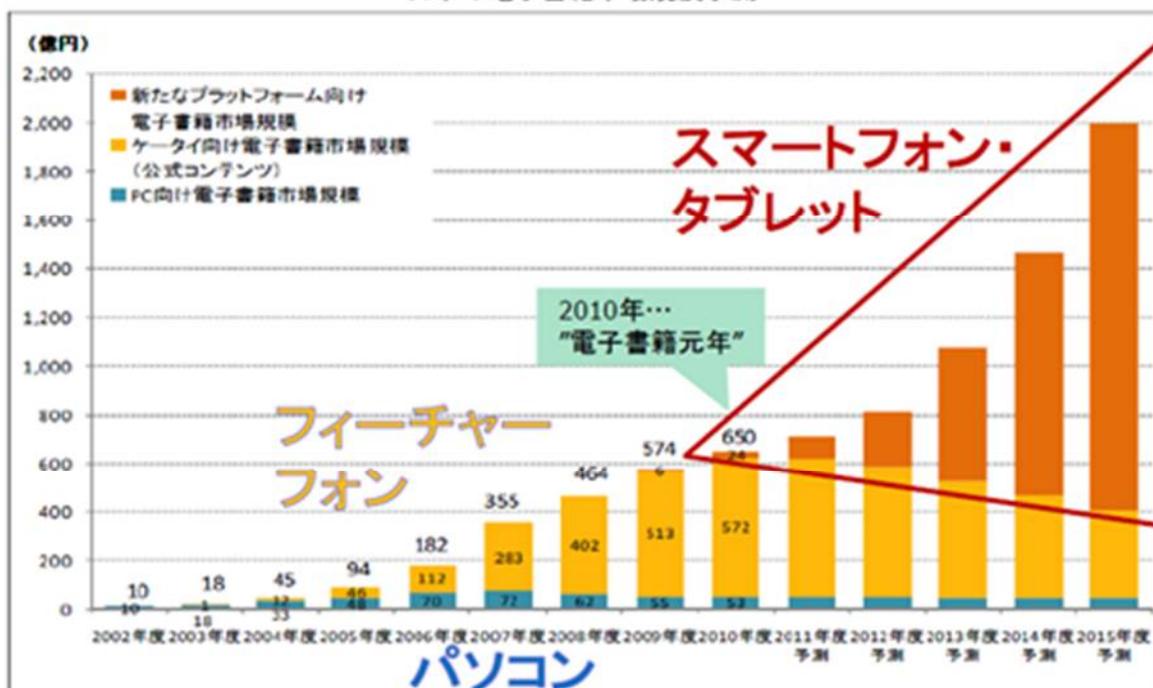
◆業界環境

国内のEコマース市場は順調に拡大する見込みであり、なかでも国内の電子書籍市場は伸率の加速化することが見込まれている。

下図表の通り、電子書籍等の調査会社であるインプレスR&Dによると、2010年度の日本の電子書籍の市場規模は、前年度比約13%増の約650億円となった。電子書籍市場を牽引しているのは依然として従来型携帯電話(フィーチャーフォン)向け電子書籍であり、全市場の88%(約572億円)を占める。

一方、パソコン向け配信売上は約53億円と2007年度の約72億円をピークに減少傾向をたどっている。対して、スマートフォン・タブレット等の新たなプラットフォーム向け市場は、前年比4倍の約24億円へと急拡大している。同社は、スマートフォン・タブレット向けに主に提供しており、市場の拡大の恩恵を受けやすいポジションにある。

日本の電子書籍市場規模予測



出所: インプレスR&D社 電子書籍ビジネス調査報告書2011

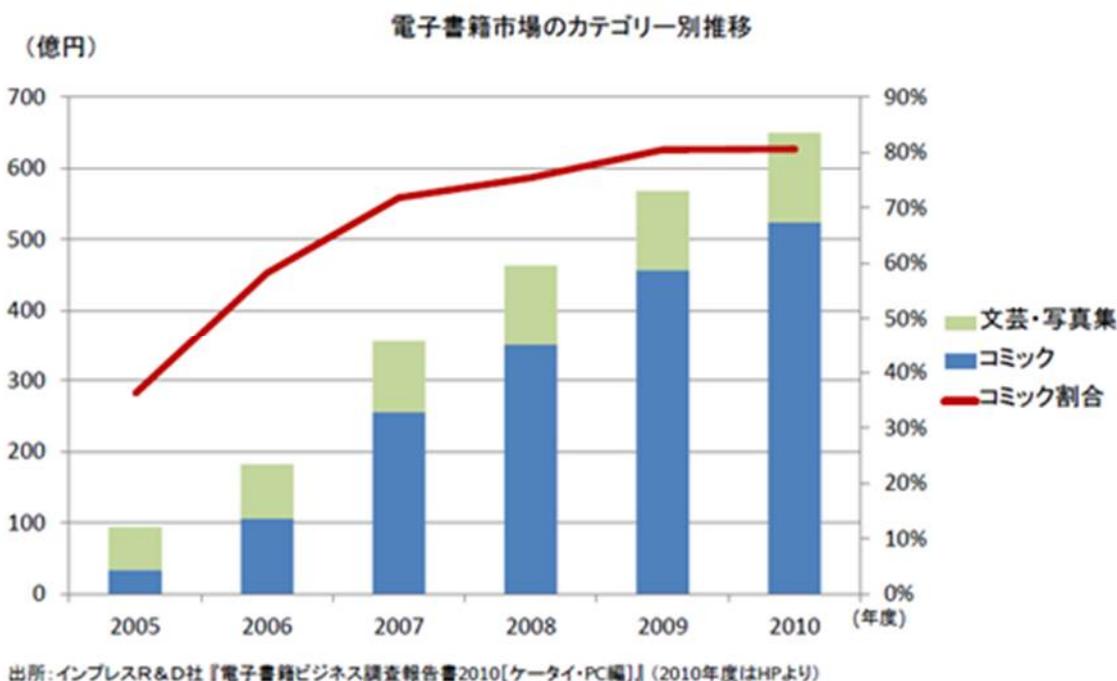
出所) 会社資料より

モバイルコンピューティング推進コンソーシアムによれば、2010年度のスマートフォンの出荷台数は410万台(前年比約48%増)、2011年度は614万台(同50%増)が見込まれている。2010年度と比較し2015年度には、約4.8倍のスマートフォンが出荷される見通しである。

今後も、スマートフォンの普及及び新タブレット端末の投入が相次ぎ、日本の電子書籍市場は急成長することが期待される。インプレスR&Dによれば、2015年度は2010年度と比較し、その市場規模は約3.1倍の2,000億円程度が見込まれる。

長期的には、同社は紙媒体中心の現在約2兆円である出版市場に対して、その約半分に相当する1兆円まで電子書籍市場が拡大すると見込んでおり、成長余地が大きな有望市場と言える。

電子書籍市場のジャンル別では、下図表のように、市場全体に占める80%がコミックと圧倒的な売れ筋である。これは、現代社会のストレスと経済不安などから、安らぎを求めて安価にかつ手軽に楽しむということが背景にある。



出所) 会社資料より

成長市場だけに競争は熾烈、いずれ淘汰も

◆同業他社

競争先は多数存在し、今後も熾烈な競争が予想される。電子書籍配信の競争先は、上場専門企業ではパピレス (JQ 3641)、SmartEbook.com (JQ 2330)、大手企業系列では、電子書店名 Reader Store (ソニー系 booklista が運営、約 2 万タイトル)、BookLive! (凸版印刷系インテルブックライブ、約 2 万タイトル)、honto (大日本印刷系トゥ・ディファクト 3 万タイトル)、BookWalker (角川グループ系角川コンテンツゲート) 以外にも TSUTAYA、シャープ、SoftBank、KDDI、電通系列などの多数の企業が事業を展開している。将来的には、アマゾンなど米国大手企業の参入も予想される。

B to C 向けビジネスにあって、知名度と書籍ラインナップの豊富さは大きな差別化のポイントになる。同業他社は、売れ筋の品揃えが同社と比較して薄く、同社とはポジショニング・方針の違いがある。キラーコンテンツのコミックの品揃えが圧倒的に多いこと (2 番手企業の約 5 倍の品揃え)、端末画面などのノウハウ・技術を蓄積していること、国内最大級の登録会員数を持つことが同社のアドバンテージとなっている。

<同業他社比較>

	3658 東証マザーズ イーブックイニシアティブジャパン	3641 JQ パピレス
	2012/1期実績	2011/3期実績
売上高(百万円)	2,176	4,034
営業利益(百万円)	309	275
同利益率(%)	14.2	6.8
3年間売上成長率(%)	153.9	16.7
同営業利益成長率(%)	1,960.0	-20.7
実績ROE(%)	68.9	10.6

出所) 各種資料より作成

> ビジネスサイクル

著作権の契約期間は 1 年から 3 年で自動更新となっているが、期間中に変更することもあり、契約という意味では明確なビジネスサイクルは存在しない。出版社あるいは著作権者と著作物に対して包括的に契約するのではなく、コミックであれば電子化する巻数に至るまで許諾範囲を明確にする細かい契約となっている。

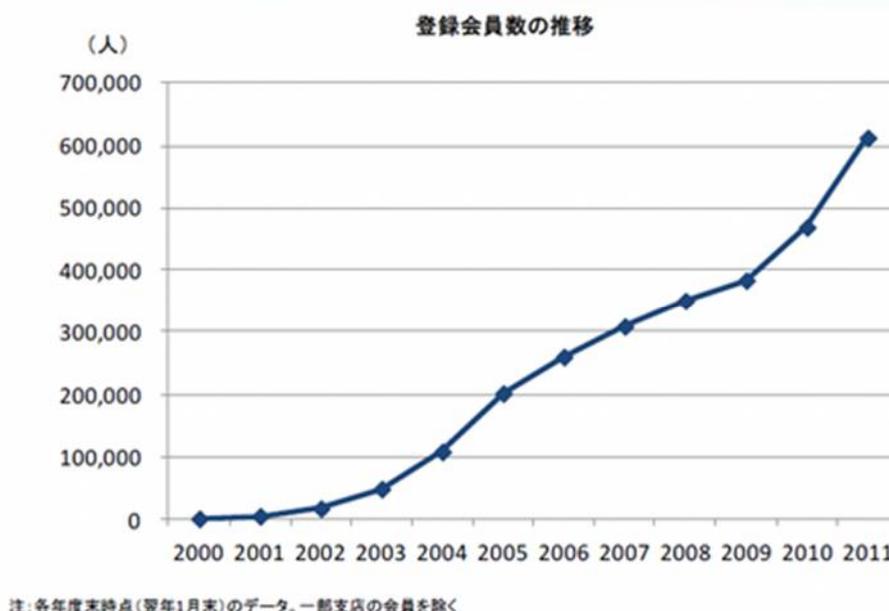
現在は、電子書籍の第 3 世代と呼ばれている。むしろ、インターネット技術の革新と新規端末の出現などに電子書籍市場のビジネスサイクルは依存する側面がある。フィーチャーフォン→パソコン→スマートフォン・タブレットと閲覧する端末機器の変化に伴い、電子書籍市場の成長も加速化してきている。これまでは、約 3 年から 7 年単位が一つのサイクルであったと思われ、今後も電子書籍市場が成長するしばらくの間は、端末機器の世代交代等に伴い、ビジネスサイクルの変化が想定される。

> KPI(業績指標)

登録会員数が重要な事業指標

同社の KPI は、個人の登録会員数・購入者率・購入頻度・販売金額(冊数と単価)が売上高の構成要素となるが、一部を除き継続的には外部には非公表である。

本レポートでは、時系列的に開示している基礎的な重要指標(KPI)として、登録会員数の推移を掲載している。これまで同社は順調に登録会員数を伸ばしてきている。購入会員のリピート比率は高く、会員数のストックに依存するビジネスモデルである。今後も品ぞろえの強化、サービスの向上により登録会員数を増やし、ビジネスの拡大を狙う。



出所) 会社資料より

経営戦略

> 現状の課題と戦略

著作権の獲得とサービスの向上が課題

現状の課題として以下の3点があげられる。課題を克服し、新規登録者を獲得し、業績の向上につなげたい方針である。

① 揃えの強化

競合先を大きく引き離すために、既に業界一の書籍数を誇るコミックの品揃えを更に拡充し、その地位を盤石なものとする。このためには、未契約の大手出版社との契約の締結を目指す。加えて、文字物と呼ばれる(新旧)小説の許諾獲得スピードを加速する。特に、未許諾の優良作品を大量に獲得する戦略。新刊同時発売に対応するために、短期間に電子化するシステムを整備し構築していく。

② 使いやすさ・読みやすさの改善・改良

リーダーアプリの使いやすさを改善する。読み始めるまでのリードタイムを縮減するプログレッシブダウンロード方式を導入する。

③ サービス力の強化

クラウド的なトランクルームサービスの充実を図る。また、携帯電話料金に上乗せするシステムで決済を導入し利便性を高める(a uとNTTドコモは導入済み、ソフトバンクに対応する)。

> 中長期の課題と戦略

総合書店化を行い業界トップの維持を目指す

中長期の課題・戦略としては、①電子総合書店化・No.1、②新事業・サービスの展開及び海外展開の2点があげられる。

電子総合書店化、業界No.1

①総合書店化、業界ナンバーワンの地位の獲得が同社の重要な課題である。競合先との差別化を図り会員数の積み増しと規模の拡大を図るためにも、強みのあるコミック領域に加え、小説などの他のジャンルの書籍提供に事業領域を拡大する総合書店化を戦略としている。そのため今後は、著作権取得スピードを速め、サービスを積極的に向上していく方針である。「電子書籍ならイーブック」との認識を高め、集客力を強化し電子書籍の販売はもとより、許諾権を取得しやすくしたい意向である。

②新規事業及び海外展開

国内において電子書籍と親和性のあるコミックを中心に、音声や動画を取り込んだコンテンツ、ユーザーが操作を行うようなインタラクティブなコンテンツなど新規分野・事業も模索段階である。

欧米・アジアなど日本のコミックが読まれている海外での展開も、同社の長期的な検討課題の一つであるが、現状では、著作権許諾と市場規模の観点から優先度は高くはないと思われる。

> アナリストの戦略評価

業界 5 大コミック出版社の内、既に 4 社と契約を締結するなどコミック業界では随一の版權を持つ。版權の許諾にはエクスクルシビティ(排他的契約性)はないが、同社の著作権保護の技術力及び管理能力は高く、大きな差別化要因になっている。また、同社オリジナルのトランクルームサービス、独自フォーマットによる高解像度圧縮技術、購入したら半永久的に読める無期限サービスなど他社との差別化戦略も奏功している。市場自体が急成長途上にある中、総合書店化を図り、書籍購入者に対し電子書籍なら同社であるとの認知度を高め、業界ナンバーワンの地位を築く戦略は正鵠を得ていると考えられる。

一方で、市場の拡大とともに競合が一層激化し、中期的には淘汰の時代が訪れよう。当面は、上昇しつつある版權使用料率と売上とのバランスを考慮しながら、利益をコントロールしつつ、かつ「陣取り合戦」で有力な書籍を抑えるスピード力が、事業展開の鍵となるであろう。また、キラーコンテンツのコミックに加え小説などを取り扱う総合図書の電子化を目指しているが、コミックほどの収益性が見込めないと予想され、シェアアップのための拡大戦略から収益重視への戦略転換が、経営手腕として試される時期がこよう。業務領域の拡大や新規の EC 関連サービスへの進出などにより、成長の持続と収益構造の多角化を狙うことも必要となろう。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

コミック中心の品ぞろえが圧倒的な強み

Strength (強み)	<ul style="list-style-type: none"> 国内での高い知名度、市場シェア及び実績。品揃えはトップクラス。特に、コミック分野では、競合他社を圧倒する No. 1 の品揃え。 MOVE と呼ばれる独自通信技術や画像圧縮技術。 独自のトランクルームサービス 出版業界出身者が多く同業界との強いリレーション 実質無借金経営
Weakness (弱み)	<ul style="list-style-type: none"> 著作権使用料率が上昇していくリスク コミック以外の小説などの文字物の品揃え不足 フォーマット対応が不十分 従業員数・売上規模など相対的に小規模
Opportunity (ビジネス機会)	<ul style="list-style-type: none"> 紙から電子媒体へ書籍の移行の流れ スマートフォン・タブレット端末の普及と大手出版社が電子書籍への許諾に積極的になりつつあり、電子書籍市場全体の成長が見込まれる。 新事業・サービス(音声・動画など)や海外市場への展開
Threat (脅威)	<ul style="list-style-type: none"> 将来的に米国企業などが日本市場へ参入してくるリスクや国内大手との競合激化が懸念される。 同社技術の陳腐化やシステムのトラブルの発生 著作権取得が進まないリスク 価格競争

> Porter's 5 forces

◆業界内競争

ネット流通、取り次ぎ、書店、印刷、通信キャリア、メーカー、出版業界などからの電子書籍業界への参入者は多く、群雄割拠的な業界地図となっている。

取り扱う電子書籍の品揃えを増やすためには、著作権保護のシステム及び管理の厳格性を含めた信用力、出版社との人的なネットワークが不可欠であり、事業の拡大・継続には実質的には高いハードルとなる。当面の市場規模は急拡大するもののプレーヤーは合従連衡と淘汰など、いずれ生き残りかけた本格的な競合時代に突入する可能性が高い。提供する電子書籍の品揃え、電子書籍の販売力、画面などの操作性など非価格競争などにおいても差別化、付加価値提供が求められるであろう。同社は業界ナンバーワンの地位を確立し競争力を高める方針。

◆新規参入の脅威

成長市場であり、参入障壁が低いため、今後も国内、海外の同業種及び異業種大手企業からの本格的な参入が予想され、競合が一層激化することが予想される。

◆代替品・代替サービスの脅威

現在、書籍業界は紙媒体から電子媒体へと移行途中であり、当面、上記に該当するものは見当たらない。しかし、インターネット関連事業は、技術革新による変化が激しい領域であり、提供する端末やサービス形態の変化はもちろん、長期的には代替品・代替サービスの出現はあり得る。

◆買い手の競争力

同社の買い手は、一般個人である。市場シェアアップのために、購入金額の一定割合のポイント還元あるいは、まとめ買いやキャンペーンによるポイント還元率の積み増しなどのディスカウントを行うことはあるが、一般大衆向けの量販であるため、バイ・イングパワーは働きにくく、買い手による値引きは大きな脅威とはなっていない。

◆供給者の支配力

同社は、著作権を出版社及び著作権者と契約する必要があるため、競合上の理由などから供給者から直接的な価格支配を受けることがある。最近では、競合が激化し、書籍の電子化にともなう著作権使用料率が上昇傾向にある。今後も同様な傾向が続くと思われ、人気のある書籍の著作権の許諾をとるために、より高い著作権使用料率を支払うリスクも存在する。

> ESG活動・分析

◆Environment (環境対応)

現在、同社は環境方針を策定していない。同社が手がけている「電子書籍の提供」というビジネス自体が紙媒体を減らし、木材を使用しないという意味で環境対策に配慮した事業である。同社の試算によれば、累計1,400万冊以上を販売し、7万本以上の木を救ったことになる。

◆Society (社会的責任)

同社はビジョンを示しており、電子書籍を通じて出版文化を発展させることが、企業として社会的責任を果たしていると考えている。良質な本、価値ある本を在庫負担なく、また絶版にすることなく、資産として次世代に残すことが可能である。

◆Governance (ガバナンス)

取締役会で合議し最終意思決定は社長が行う。会長は出版業界の人脈が強く社外的な交渉等で経営をサポート。現在、取締役全員が社内取締役であり、コーポレートガバナンス強化の観点から今後社外取締役の就任を要請するべきか検討中である。

会長及び社長の持株比率が相対的に少なく、外部株主を意識する必要性がありガバナンス上はプラスに働くとも考えられる。

尚、買収防衛策は講じられていない。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

コスト負担重いものの今期も実質二桁の増収増益を予想

創業以来、売上高はほぼ順調に増加し、2009年1月期以降は継続して黒字を計上している。特に2010年1月期以降は、収益の伸びが加速化している。これまでの先行投資負担が奏功し、売上が損益分岐点を大きく上回ってきたためである。コスト負担(著作権使用料、IT投資、販促費等の増加)は重いものの、会員数の増加と新端末の普及で同社のメインビジネスである電子書籍配信事業売上が順調に推移し、収益改善につながってきていることが好調な背景となっている。過去赤字を計上してきたが売上の急増により黒字が定着し、成長の加速が見込めるステージに入ってきた。

2013年1月期の売上高を2,960百万円(対前年、約+36%)、経常利益を350百万円(同約+19%)と会社は計画しているものの、当期利益では対前年-45%の減益見込み。

表面上、税引後当期利益が減益となるのは税務上の繰越欠損金がなくなくなるため、法人税などの支払いが生じ当期利益が正常化するためである。担当アナリストは、売上目標はやや意欲的な水準であるが、コスト面で会社側は厳しく見積もっており、現時点では目標利益は達成可能な水準であると判断している。

> 来期以降の業績

本格的な電子書籍市場の拡大で新たな成長ステージへ

同社は具体的な中期経営計画を公表していない。

時期は不明であるが、出版市場規模が2兆円を超え電子書籍事業が出版市場の半分の占率となった場合、電子書籍市場で50%のシェアを確保し、同社売上5,000億円、経常利益1,000億円を達成していきたい意向である。

来期以降も、今後数年間は、本格的な電子書籍市場の拡大を受け、増収増益が期待される。著作権使用料率の上昇や、事業拡大に伴う先行投資負担が続く収益性(売上高利益率)は継続的に低下していくことが予想される。一方で、スマートフォン・タブレット端末の普及や端末の技術開発により電子書籍の閲覧環境の大幅な改善、品揃えの一層の拡大により、電子書籍の売上が加速化し増収効果により、今後3年程度は、年率約20~30%のEPS成長が見込まれる。

中期的には、コミック、一般新刊書籍を含め読者ニーズに合った魅力あるコンテンツの獲得、品揃えの充実がさらに進めば、業績は一段と拡大する可能性はある。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

公募価格に対しては約 2.5 倍の株価水準にある

2011年10月28日東証マザーズ市場に上場。同社は公募価格 760 円に対して、初値 1,700 円をつけ好調なスタートとなった。2011年11月には上場来安値 1,286 円となったものの、業績の伸長と欧州債務危機の懸念が和らぎ市場環境が好転したこともあり、2012年3月には上場来最高値 3,230 円をつけた。その後、決算発表において、今期表面上の予想EPSが低下し、期待したほどの収益成長の見通しが会社側から発表されなかったことから、失望売りを招き株価は調整している。現在、株価は 2,000 円をはさんで揉み合いとなっているものの、これまでの株価推移は公募価格を常に大きく上回っている。

> 株主還元

同社の配当政策に関する基本的な考え方は、成長企業であるため「当面は無配の予定で、内部留保を優先し、財務体質の強化と積極的な事業展開に備える。業績向上により株主に報いる、成長率が鈍化した段階では配当を検討する」というものである。尚、2012年1月より、100株以上を所有する株主に対し一律的に、電子書籍販売サイト内で販売している電子書籍を購入できる電子図書券を贈呈する株主優待を開始した。同社は、約5%の自社株を保有しているが、自社株式の買入消却は考えておらず、今後の戦略的な提携、ストックオプションなどに活用していきたい考えである。

> 株価バリュエーション

同社は電子書籍配信事業者であり、同業者は多い。事業内容、規模、戦略などにおいて比較対象となる類似上場企業として先にあげたパピレス (JQ 3641) と比較してみた。

<株価バリュエーション同業比較>

	3658 東証マザーズ	3641 JQ
	同社	パピレス
株価(2012/3/27)	1,969	2,080
PER(今期予想、倍)	19.98	12.53
PBR(直近実績、倍)	4.16	1.51
配当利回り(予想、%)	0.00	0.00
時価総額(百万円)	4,149	2,685

イーブックイニシアティブジャパンのみアナリスト予想、他社は会社予想。

出所) 各種資料より作成

繰越損失を解消し法人税が発生する事から、表面上の当期利益及びEPSが低下する結果、今期の予想PERが前期に比べ上昇し、20倍台前後(税金を考慮した正常化したPER)となる。来期予想PERは、約17倍、PBR(実績)3~4倍、配当利回りは0%。同業のパピレスと比較すると、今期予想PERやPBRなどバリュエーション上、(両社とも無配)割安感はない。一方、東証一部平均予想PERが、今期で約22倍、来期で約15倍(5割増益と仮定)、PBR(実績)1倍、配当利回りは約2%であり、これと比較しても同社株は相対的に魅力的なバリュエーションとは言えない。短期的には、フェアバリューであると考えられる。

> 今期の株価見通し

担当アナリストは、電子書籍業界の今後の高い成長性と同社の強いポジショニングから判断し、今後3年程度は同社の当面のEPS成長を年率約20~30%と考えている。また、2015年1月期のEPSを約194円と見込んでおり、現時点の株価で計算すると予想PERは10倍前後となる。妥当PERを15~18倍のレンジとすると、今後3年程度の目標株価は、2,900円~3,500円と考えられる。

今後の同社の登録会員数の伸率、売上高利益率、及びコミック及びコミック以外の電子書籍への事業拡大による増収効果が、投資家の注目点となろう。特に、コミック大手では同社が未契約である出版社や一般書籍での大手出版社との交渉の正否が一つのイベントとなろう。

時価総額は約40億円と小さいが、上場来の出来高は厚く、マザーズ銘柄としては、ある程度の流動性はある。株価のボラティリティが大きい点には留意する必要がある。

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TOPIX)の価格変動に比べ大きいかわかりを示す指標です。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、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、最新のものではない可能性があります。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