

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: 2012/9/14
調査日: 2012/9/11
調査方法: 説明会等

電子書籍配信事業のパイオニア、成長加速。好決算。

> 要旨

◆ 新規参入もあり電子書籍市場が拡大。業容は順調に推移

- ・電子書籍配信事業のパイオニア。業界では独立系で国内最大手クラス。
- ・カテゴリーキラーのコミックの品揃えは業界最大規模で、総合書籍化・シェア No.1 を目指す。
- ・大手資本企業の参入により、電子書籍市場は活性化。今後、本格的な普及期に入ると予想される

◆ 2013年1月期第2四半期決算は、会社計画を上回る

- ・今 2013 年 1 月期第 2 四半期は、売上高 1,353 百万円(前年同期比 44.0%増)、営業利益 202 百万円(同 22.7%増)となり、会社の期初計画をそれぞれ、12 百万円、164 百万円上回った。
- ・この収益の上ブレは、人員採用の遅れに伴う人件費などのコストが、想定を下回ったことにある。

> 投資判断

◆ 今通期見通しは変わらず

- ・今 13 年 1 月期業績の会社予想は、期初予想である売上高 2,960 百万円(前期比 36.0%増)、経常利益 350 百万円(同 13.2%)を変更していない。無配も継続予定。
- ・今第2四半期の業績好調な背景は、電子書籍品揃えの強化、サービス・利便性の向上、会員数の増加と新端末の普及により、メインビジネスである電子書籍配信事業が順調に推移し、収益改善につながった。
- ・当センターの 13 年1月期業績予想は会社予想並みとの見通しは変えていない。下期には成長拡大戦略に伴うプロポーショナルコストを意図的に増やすことも十分に考えられる。したがって現時点では大幅な上方修正は予想していない。

◆ 中期的な想定株価は、2,330～2,910 円

- ・現状の株価は、今来期の PER ベースではフェアバリューと考えられる。同社の中長期的な成長力や将来のバリュエーションを考慮すると、今後 3 年程度のPERは 12 倍から 15 倍と想定される。従って、2016 年 1 月期の予想EPSを基準にすると中期的な想定株価は、2,330 円～2,910 円程度であり、現値に対して上値余地があると考えられる。

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

【主要指標】	2012/9/7
株価(円)	2,107
発行済株式数(株)	2,110,200
時価総額(百万円)	4,446
上場日	2011/10/28
上場来パフォーマンス	---

	前期	今期予想
PER(倍)	10.5	20.7
PBR(倍)	5.4	5.4
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	---	---

【主要KPI(業績指標)】	登録会員数	千人	前年同月末比
2010年1月末	383		9.4%
2011年1月末	468		22.2%
2012年1月末	612		30.8%
7月末	688		12.4%

【株価パフォーマンス】	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	16.1%	-9.2%	---
対TOPIX	15.6%	-4.6%	---

*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20120911

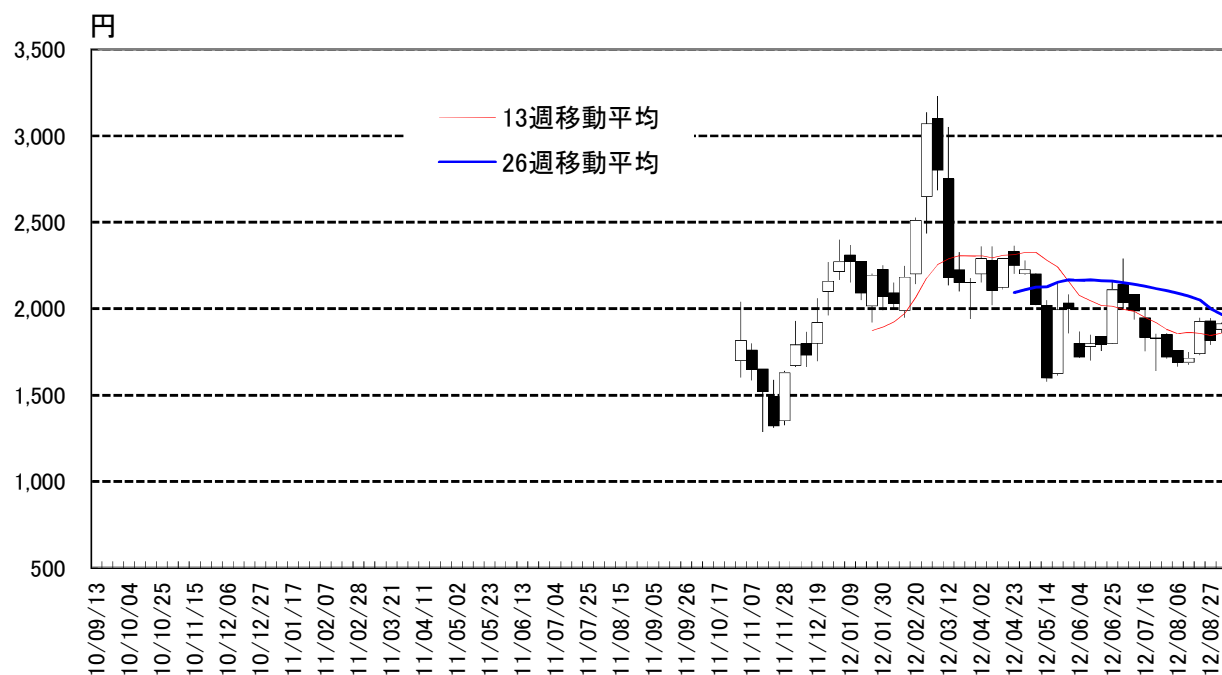
イーブックイニシアティブジャパン (3658 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2011/1期 実績	2012/1期 実績	2013/1期 会社計画	2013/1期 予想	2014/1期 予想	2015/1期 予想	2016/1期 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	—	779	1,019	1,319	1,709
発行済株式数(株)	18,562	2,107,300	2,110,200	2,110,200	2,110,200	2,110,200	2,110,200
EPS(円)	5,073.5	201.1	102.4	102.0	119.4	149.2	194.0
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	16,441.5	388.1	---	387.5	506.9	656.2	850.2
ROE	36.5%	68.9%	---	30.7%	26.7%	25.7%	25.8%
株価(円)	---	2,191	2,107	2,107	—	—	—
PER(倍)	---	10.9	20.6	20.7	17.6	14.1	10.9
配当利回り	---	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	---	5.6	—	5.4	4.2	3.2	2.5

(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
アナリスト予想の EPS、BPS は自社株控除

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

カテゴリーキラーのコミックでは圧倒的な強みを持続

◆ 電子書籍配信事業のパイオニア

書籍を電子化し、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、総合書店化し業界 No.1 シェア及びブランドの確立を目指す。コミックに加え一般分野の電子書籍にも急拡大中。

同社のビジネスモデルは、著作件者から著作権の許諾を受け、これを電子化し、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、一般個人の消費者向けに販売を行う。

購入者(ユーザー)は、同社運営の電子書籍販売サイトにおいて好みの電子書籍を端末にダウンロードし代金を支払うシステム。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でも読める(同時は不可)ポータビリティが強み。

インターネット販売のアマゾンジャパンが、近日中に電子書籍リーダーの「Kindle」(日本版)を発売すると発表。また楽天は「コボ(Kobo)・タッチ」を7月下旬に発売しており、今後電子書籍リーダーの本格的な普及により電子書籍業界の成長が加速化すると期待される。

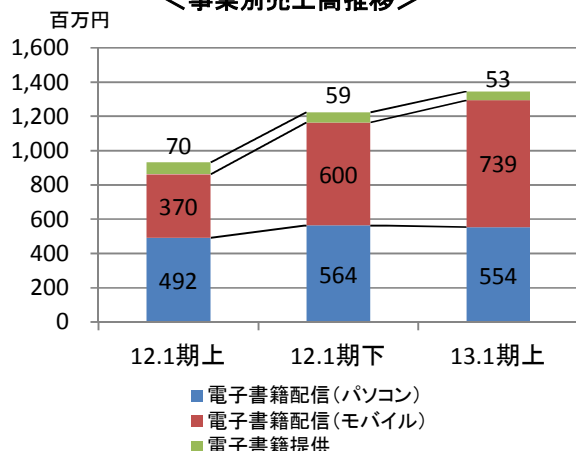
> 今期決算概要

モバイル向け配信が牽引

◆ 2013年1月期第2四半期決算

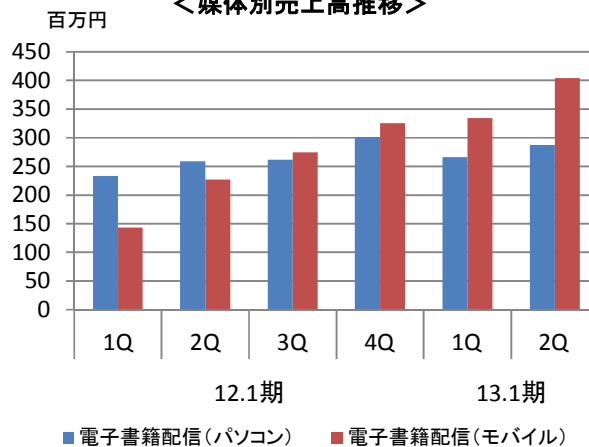
今2013年1月期第2四半期売上高は1,353百万円(前年同期比44.4%増)、営業利益202百万円(同22.7%増)と、会社の期初予想をそれぞれ12百万円、67百万円上回った。この収益の上ブレは、人員採用の遅れに伴う人件費などのコストが想定を下回ったことによる。売上高では下図表のように、主力の電子書籍配信事業がモバイル向け配信の拡大により1,293百万円(同50.0%増)と急増した。電子書

<事業別売上高推移>



出所)決算説明会資料より当センター作成

<媒体別売上高推移>

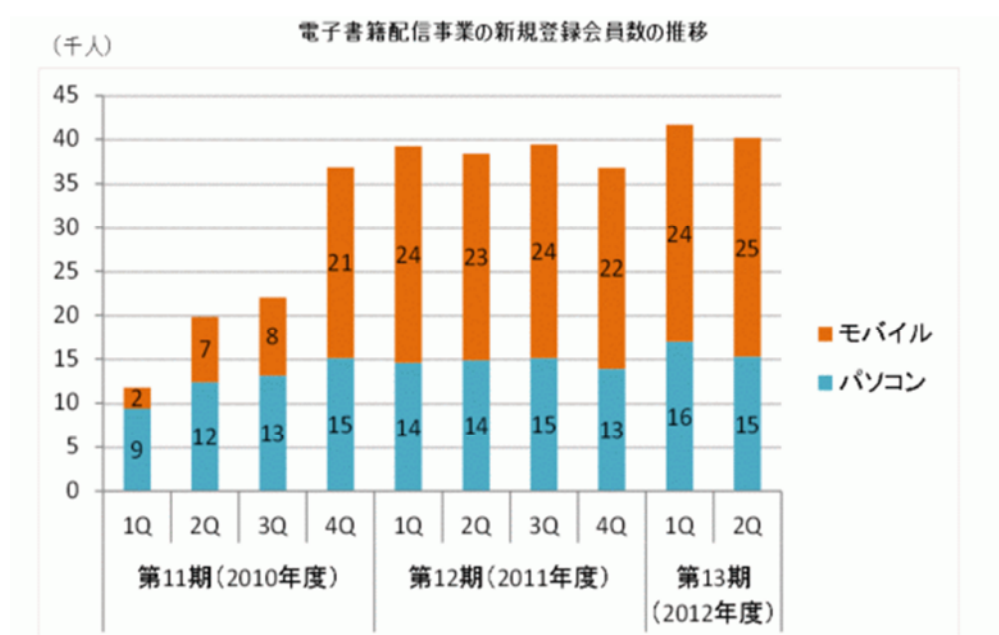


出所)決算説明会資料より当センター作成

籍のコンテンツ及びハードの普及、登録会員数の増加、商品の品揃えの充実、利便性・サービスの向上が背景にある。

電子書籍作品数は、2012年7月末現在、61,960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、2012年5.6万台:いずれも1月末数字)とラインナップを充実させてきた。この内コミック誌は5万冊と全体の86%を占め今日に至るまで、大きなドライバーとなっている。

KPIとして注目している登録会員数は、約69万人(2012年8月末)。毎四半期、35,000-40,000人が安定的に新規登録しており、販売の母対象となる(累積)登録会員数は堅調に伸びている。



出所) 決算説明会資料より

◆ 2013年1月期会社予想

今13年1月期第2四半期累計業績では、予想以上に利益が出たものの一時的要因であることと、第3及び第4四半期に販売促進費・人員等を積極的に投入することから、売上高・利益とも期初予想を据え置いた。今1月期売上高2,960百万円(前期比36.0%増)、営業利益350百万円(同13.2%増)、当期利益205百万円(同45.0%減)を会社側は予想している。当期利益のみ見かけ上、減益となるのは前期までの繰越損失が一掃され、法人税等が課税されるためである。

また、成長に向けた先行投資、内部留保を優先し、今期も無配を継続する予定である。

◆ 2013年1月期当センター予想

今13年1月期の当センター予想業績は、会社とほぼ同等の数値を予想している。今上半期の収益は、採用の遅れから人件費などのコストが後ずれしたことが主要因であったが、下期には成長・拡大戦略、あるいは競合対策に伴うプロモーション・コストなどを意図的に増やすことも十分に考えられる。加えて、目先収益貢献度の薄い総合図書(漫画以外8,405冊)を7~8万冊まで増やす見通しで、関連システムの減価償却費が新たに発生する見込み。したがって、会社の通期予想業績は、コンサバティブであると思われるものの上記要素を勘案して現時点では大幅な上方修正は予想していない。

◆ 総合書店化を行い、業界トップを目指す

同社は現在約62,000冊を電子書籍化しているが、会社は中長期目標として、将来100万冊目標を掲げ、総合書店化・ブランド化によるNo.1シェアの地位を築きたいとしている。この際の売上高は5,000億円、経常利益は1,000億円を可能としている。(時期は未定)

> 中期見通し

◆ 当センター予想

前回の中期業績見通しも変更していない。本格的な電子書籍市場の拡大の恩恵を享受し、来期以降も年率約20~30%のEPS成長が見込まれ、増収増益の基調が継続するとの判断は変えていない。売上高増加により黒字が定着し、また成長の加速が見込めるステージに入っている。

電子書籍市場の急拡大とともに、既存の大手資本参入者であるソニー、シャープ、凸版印刷などに加え、楽天やアマゾンが参入してきており、競争は激化している。今後も新期参入が予想され、また既存業者との競争も一層厳しくなろう。同社も対抗上、商品のラインナップの充実や利便性・操作性の向上、新規会員獲得に向けたキャンペーンなどの各種の施策が不可欠となろう。

一方、日本においては著作権が原則、出版社でなく著者個人にあるため、電子書籍としての版權を契約するのは、大手資本を持つ企業といえども容易ではない。同社の高い著作権保護の技術力及び管理能力、長年の信頼性、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は差別化の一因になっている。

同社は総合書店化を図り認知度を高め、業界ナンバーワンの地位を築くという戦略は合理的な方向性であると考えられる。一方で、注力している非コミック電子書籍は、コミックに比べ売上及び収益の寄与度が低く、収益性の変化を注視する必要がある。

> 会社の施策と評価

コミックの品揃えが業界
で初めて5万冊超へ

◆ 会社の施策と進捗

今期の主要施策として同社は5つ挙げており、その進捗状況を以下にまとめた。

①コミックの磐石化

⇒13年1月期第2四半期末のコミック誌の品揃えが50,950冊(前期末比5,660冊増)と業界で初めて5万冊を超え、2位グループの同業他社(2.2~2.5万冊)に比べ優位性を引き続き保っている。

②文字ものの加速

⇒非コミック誌は同11,010冊(同1,440冊増)とコミック2位グループの同業他社(3.7~7.1万冊)に比べ少ない規模。早川書房の取扱を開始した。

③新刊同時発売

⇒一部の出版社からの紙書籍について、新刊同時発売を推進。

④キャリア決済導入

⇒auは前期導入、今期既にNTTドコモは導入、ソフトバンクは交渉中。

⑤読みやすさ改良

⇒Windows対応のプロGRESSIVEダウンロード(ストリーミングと同様にデータをダウンロードしながら再生)を導入し、読み始めるまでの待機時間を縮小させた。

⑥新規購入者獲得

⇒他社も含めた各種キャンペーンを利用することで、前述のように毎四半期、35,000-40,000人が安定的に新規加入の会員を確保。2012年7月末現在の登録会員数は688千人、前年同月末比12.4%増となった。

◆ アナリスト評価

①コミックの磐石化

⇒品揃えの豊富さは前述の通りだが、「ゴルゴ13」や「美味しんぼ」、「のだめカンタービレ」など定評の人気作品のほか、「テルマエ・ロマエ」や「ジパング」などの新しい作品を揃えている点が強みと思われる。

②文字ものの加速

⇒非コミック誌の購入層は、コミックに比べ裾野が広いと考えられ

デバイスを選ばない閲覧
サービスを推進

る。従来ではPCやiPadでしか見られなかった文春ウェブ文庫をAndoroido 端末やiPhoneで見られるようなサービスの提供(12年6月8日より)は顧客満足度上昇につながろう。今下期の新たなシステム稼働により、テキストフォーマットでの電子書籍化^(注)開始で非コミック分野の品揃えスピードが格段に高まるものと思われる。反面、一般書籍はコミック誌に比べ購読時間が長い点も憂慮されるが、同社購買層の広がることのメリットが優ろう。(注)紙書籍からの電子書籍化は画像取り込みだったが、出版社からの文字データ提供を活かして電子書籍化をする方法

③新刊同時発売

⇒電子書籍は新刊がないイメージだったが、新刊同時発売で話題の書籍配信は、品揃え冊数以上に顧客へのインパクトが大きいと思われる。前期より新刊同時を開始したものの、今期から本格的に出版社と取り組んでおり、今後の新刊同時発売書籍の拡大を期待したい。

④キャリア決済導入

⇒同社の主力購買層は30歳代だが、20歳前後の顧客層取り込みに重要な施策と思われる。

⑤読みやすさ改良

⇒端末がAndoroido 端末やiPhoneの場合、ランチタイムや新宿や渋谷の繁華街での待合せの時間など短い時間での利用の増えることが想定される。したがって、顧客の利用時間増が販売促進につながるものと思われる。

⑥新規購入者獲得

⇒新規購入者獲得のためのキャンペーン費用の投入度合いによるところもあり、収益見通しとのかじとりがポイントとなる。

投資判断

> 株主還元

無配継続へ

同社は、創業以来利益配当を実施していない。事業の拡大過程にあり内部留保の充実を優先する方針である。今後の配当実施については、現段階で未定であるとしている。

2012年1月より、100株以上を所有する株主に対し、同電子書籍販売サイト内で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、個人投資家の裾野を広げたい意向である。

> 株価バリュエーション

市場全体平均及び競合他社(パピレス JQ3641)との比較から、適正P/E水準を12倍~15倍とすると、短期的な業績予想を基にした現在の株価は、フェアバリュエーションの範囲内と考えられる。

<同業との株価バリュエーション比較>

(単位:百万円)	同社	パピレス
売上高	2,900	6,016
(営業利益率)	12.1 %	6.8 %
EPS	102.0	225.2
実績ROE	30.7 %	11.6 %
予想PER	20.7 倍	8.8 倍
実績PBR	5.4 倍	1.3 倍
配当利回り	0.0 %	0.5 %
株価	2,107 円	1,990 円
時価総額	4,446	2,569

(注1) 純資産、ROE、PBRは直近期ベース

(注2) 同社予想はアナリスト予想、パピレスは会社予想

> 今後の株価見通し

未契約である大手出版社との著作権交渉の正否が注目点

電子書籍業界の高い成長性と同社の強いポジショニングから判断し、同社の中期的な年率EPS成長率を約20~30%と見込んでいる。2016年1月期のEPSを約194円と予想しており、現時点の株価で計算する予想PERは10倍前後となる。妥当PERを12~15倍とすると中期の目標株価は、2,330円~2,910円と考えられる。

今後の電子書籍業界及び同社の業績動向、未契約であるコミック大手出版社や一般書籍での大手出版社(例えば集英社)との著作権交渉の成否が、投資家の注目点となろう。競合状況、経済局面、業績推移に留意しつつも、内需成長小型株としての長期保有も考えられよう。

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TOPIX)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