

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: 2013/4/5
調査日: 2013/3/25
調査方法: 説明会等

電子書籍配信事業のパイオニア 前期は好決算。先行投資負担から今期増益率は鈍化局面へ

> 要旨

- ◆ **電子書籍市場は普及期に入り急拡大。同社業績は順調**
- ・独立系の電子書籍配信事業のパイオニア。カテゴリーキラーであるコミックの品揃えは業界最大規模で総合書籍 No.1 を目指す。
- ・大手企業の新規参入により、電子書籍事業は活性化。電子書籍を閲覧するデバイスの普及も追い風となり、本格的な成長期に入る。一方で、競争激化で自然淘汰と業界再編が予想される。

◆ 前 2013 年 1 月期は、会社及び当センター予想を上回る好決算

- ・前 2013 年 1 月期実績は、売上高 3,044 百万円(前期比 39.9%増)、営業利益 445 百万円(同 43.9%増)と、会社計画をそれぞれ約 3%、約 21% 上回った。コミック・一般図書の品揃えの強化、各種施策により増収効果が固定費の増加をカバーした。
- ・12 年 11 月、1:2 の株式分割を実施。加えて株主優待制度を拡充。無配継続中ながら、株主還元には前向き。

> 投資判断

◆ 今 14 年 1 月期は大幅増収を見込むが、営業増益率は小幅に

- ・今 14 年 1 月期の会社予想業績は、売上高 4,013 百万円(前期比 31.8%増)、営業利益 471 百万円(同 5.8%増)。無配継続へ。
- ・品揃えの強化、サービス・利便性の向上、会員数の増加と新デバイスの普及で主たる事業である電子書籍配信事業が順調に推移し、増収につながる見込み。一方で、著作権使用料率の上昇や先行投資負担から、営業増益率は鈍化する見込み。
- ・同社は、本格的な電子書籍市場の拡大の恩恵を享受すると思われ、経営基盤の強化のために先行投資が続き、当面年率 10%前後の利益成長にとどまる可能性を考慮し、当センターの中期見直しを変更した。

◆ 中期的な想定株価は、2,270 円～2,770 円

- ・現状の株価は、今来期の実質的な PER ではフェアバリューと考えられる。国内電子書籍市場がさらなる拡大期に入り、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し、PER を 18 倍から 22 倍と想定。17 年 1 月期の予想 EPS をベースに、中期的な想定株価は 2,270 円～2,770 円程度と考えられる。

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】	2013/3/29
株価(円)	2,190
発行済株式数(株)	4,340,200
時価総額(百万円)	9,505
上場日	2011/10/28
上場来パフォーマンス	98.6%

	前期	今期予想
PER(倍)	62.2	31.8
PBR(倍)	8.4	6.7
配当利回り	0.0%	0.0%
	σ	β 値
リスク指標	71.7%	0.32

【主要KPI(業績指標)】		
登録会員数	千人	前期比
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%
2013.1 期末	757	23.7%

【株価パフォーマンス】			
	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	52.7	53.0	103.7
対TOPIX(%)	46.7	32.7	82.6

*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20130402

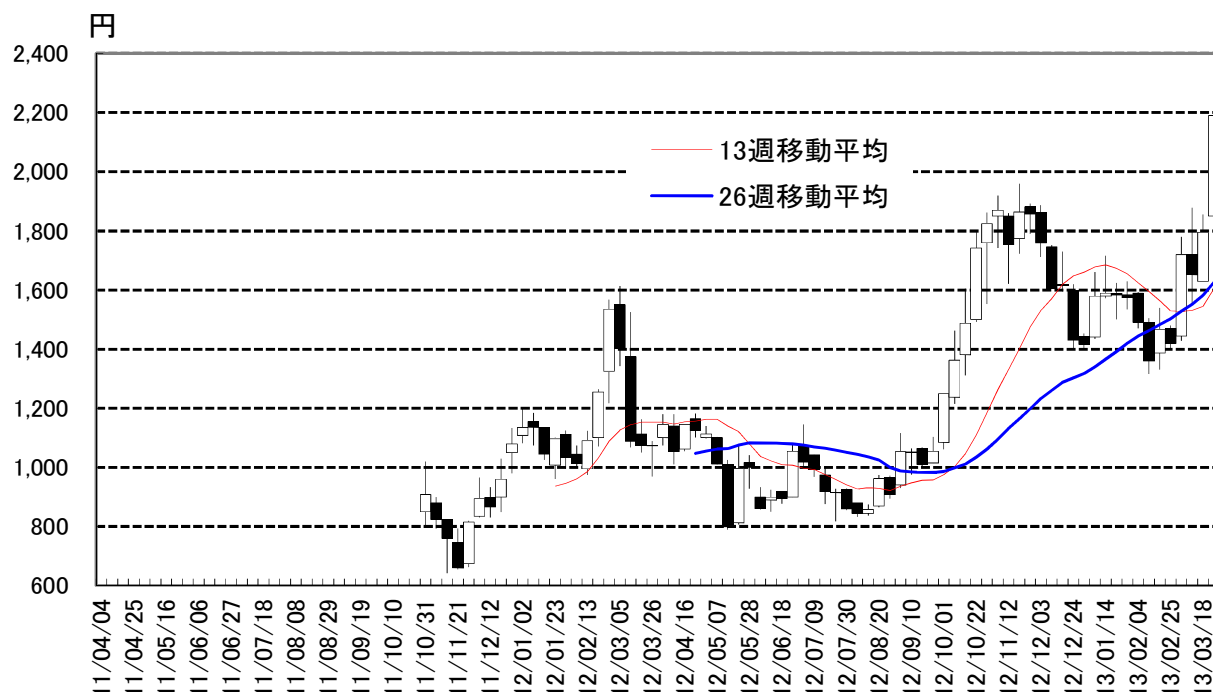
イーブックイニシアティブジャパン (3658 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2012/1期	2013/1期	2014/1期	2014/1期	2015/1期	2016/1期	2017/1期
	実績	実績	会社予想	予想	予想	予想	予想
売上高	2,176	3,044	4,013	4,030	5,000	6,000	7,200
前年比	82.4%	39.9%	31.8%	32.4%	24.1%	20.0%	20.0%
営業利益	309	445	471	475	550	650	900
前年比	224.7%	43.9%	5.8%	6.7%	15.8%	18.2%	38.5%
経常利益	295	445	471	475	550	650	900
前年比	209.1%	51.0%	5.6%	6.7%	15.8%	18.2%	38.5%
当期純利益	373	250	285	285	319	377	522
前年比	296.8%	-32.9%	13.9%	14.0%	11.9%	18.2%	38.5%
期末株主資本	779	1,075	—	1,362	1,396	1,773	2,295
発行済株式数(株)	4,214,600	4,317,200	4,340,200	4,340,200	4,340,200	4,340,200	4,340,200
EPS(円)	100.5	62.2	69.4	68.8	77.0	91.1	126.1
配当(円)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
BPS(円)	194.1	261.3	—	329.0	337.2	428.2	554.3
ROE	68.9%	27.0%	—	23.4%	23.1%	23.8%	25.7%
株価(円)	1,095	1,588	2,190	2,190	—	—	—
PER(倍)	20.1	25.5	31.6	31.8	28.4	24.1	17.4
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
PBR(倍)	5.6	6.1	—	6.7	6.5	5.1	4.0

(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。1株当たり指標・株価は株式分割考慮後。当センター予想の EPS、BPS は自社株控除後。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

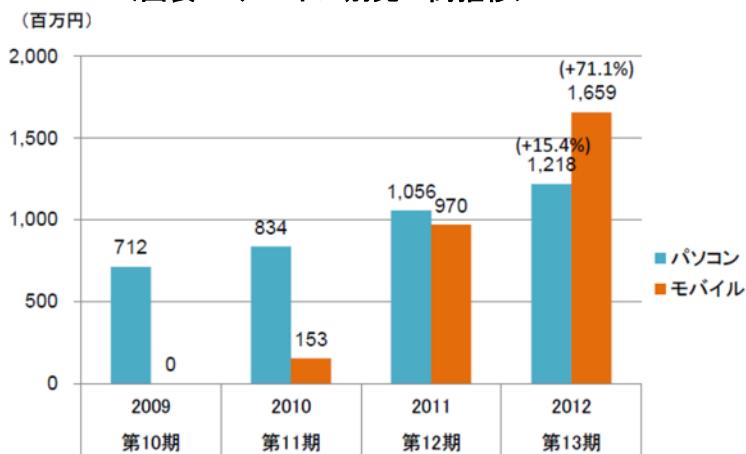
カテゴリーキラーのコミックでは圧倒的な強みを持続。

◆ 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。専業大手でパイオニア。取扱電子書籍は、業界最大規模の品揃えを誇るコミックを中心に一般書籍にも拡大し、総合電子書店 No. 1 を指向。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。

購入者(ユーザー)は、会員登録後に同社が運営する電子書籍販売サイトで検索、デバイス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物理的な保管スペースがいらないことがユーザーのメリット。電子書籍のライセンスは、手塚プロダクション、講談社、小学館、白泉社、秋田書店、集英社等コミック大手と結んでいる。但し、著作権については、同社にエクスクルーシビティ(排他的契約)はなく、著作権保有者は同社以外の他社にも提供できる。デバイス別の売上高だが、2011年度第3四半期会計期間以降、スマートフォン・タブレットデバイス経由の売上がパソコン経由の売上を上回っている。

<図表1 デバイス別売上高推移>



出所) 決算説明会資料

◆市場は急成長、大手の新規参入で競合は激化

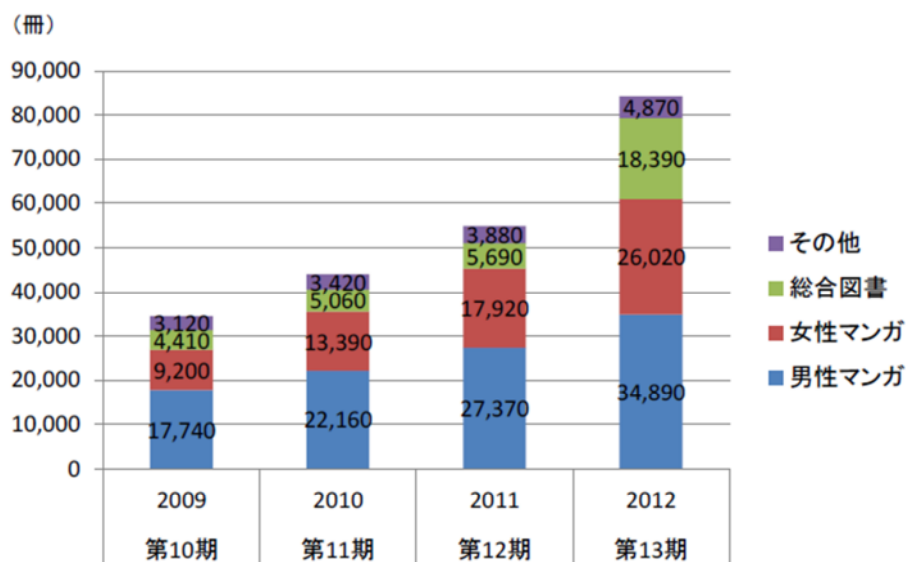
電子書籍の品揃えの充実とともに、スマートフォン・タブレットデバイス機器とEコマースの普及・進化、利便性の向上が電子書籍市場の成長を後押し、電子書籍市場は急拡大しつつある。インターネット販売のアマゾンジャパンが、電子書籍リーダーの「Kindle」(日本版)、

楽天は「コボ (K o b o) ・タッチ」を発売するなど、大手資本企業の本格的な参入で、電子書籍業界の成長が加速化しつつある。一方で、競争激化から自然淘汰と業界再編が進むと予想される。

◆電子書籍作品数は業界最大規模

同社の電子書籍作品数は、2013年1月末現在、約8.4万冊、内コミックは6.4万冊と全体の76%を占める。登録会員数は、13年1月末約75.7万人(12年1月末61万人)。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冊数は、毎月12~13冊、購入者1人当たり平均月間購入額は約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割を占める。

<図表2 ジャンル別取扱い冊数推移>



出所) 決算説明会資料

> 前期決算概要

◆ 前13年1月期決算

前13年1月期決算は売上高3,044百万円(前期比39.9%増)、営業利益445百万円(同43.9%増)と、会社計画をそれぞれ、約3%、約21%上回った。当期利益は250百万円と約33%減益となったが、税務上の繰越欠損金の解消により税負担が正常化したことによるもの。コミック・一般図書の品揃えの強化、各種施策により増収効果が固定費の増加をカバーした。

売上高営業利益率は、12年1月期の14.2%から13年1月期14.6%と逡増にとどまった。これは、著作権使用料率が高い出版社の売上構成比率が上昇したことや、競争激化による値下げで粗利益率が34.4%

から 32.3%に 2.1%ポイント低下。また、広告宣伝費の積極的な投入、増員などを実施したことがその背景にある。

<図表3 前2013年1月期決算概要>

(百万円、%)	予想		実績	前期比
	会社	当センター		
売上高	2,960	2,900	3,044	39.9
営業利益	350	350	445	43.9
経常利益	350	350	445	51.0
当期純利益	205	205	250	-32.9

(出所) 短信等から当センター作成

売上構成は、電子書籍配信事業、電子書籍提供事業(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)、その他、の3つに分かれるが、13年1月期の売上高は約95%を電子書籍配信事業が占める。集英社・少年画報社との契約の提携などによりコミックの品揃えをさらに強化した上、ビューワーをテキストデータに対応させたことで一般書籍取り扱いの飛躍的増加が、同事業売上高前期比約42%増収となった要因である。この結果、図表2のように各ジャンルとも品揃え点数を順調に伸ばすことができた。

新規登録会員数は、競争の激化などにより従来と比較しその増加数は鈍化しているものの、登録会員数(累計)は、1年前と比較し15万人増加の約76万人まで増加している。電子書籍提供は、売上高130百万円(前年同期比0.6%増)と微増、その他事業はプロモーション活動等により売上高36百万円(前期比63%増)となった。

> 今期見通し

◆今14年1月期の会社予想業績

今14年1月期業績の会社予想は、売上高4,013百万円(前期比31.8%増)、営業利益471百万円(同5.8%増)、経常利益471百万円(同5.6%増)、純利益285百万円(同13.9%増)。大幅増収予想は、品揃えの強化(前期新規契約出版社のフル寄与)、サービス・利便性の向上、会員数の増加と新デバイスの普及でメインビジネスである電子書籍配信事業の順調な推移を見込んでいるため。

増収率に比べて営業利益以下の利益伸長率予想が見劣りするの、版權使用料率が高い出版社の売上構成比率上昇や、競争激化による値下げで粗利率が悪化する見込みのため。加えて、新規顧客の獲得のために広告宣伝費、ポイントキャンペーン費用の積み増し、人員増強(読み易さの改良・出版数量増への対応)、自然災害対策のためにオフィスを移転するなどの先行投資負担などが挙げられる。

◆今14年1月期の当センター予想業績

当センターの今期予想業績は、従来見通しを会社予想並みに見直した。すなわち、売上高4,030百万円(前期比32.4%増、前回予想37億円)、営業利益475百万円(同6.7%増、同4億円)、経常利益475百万円(同6.7%増、同4億円)、純利益285百万円(同14.0%増、同2.4億円)。新規登録会員数は現状の伸長を参考とした。他方、同社は先行投資負担からコスト面を厳しく予想していると推測され、収益はやや保守的と思われるが、同業他社状況を勘案しながらの会社側のコストコントロールに左右されよう。

今夏以降は、コミックの取扱い増に注力へ。

特に留意したいのは品揃え点数。前述のように前13年1月期末取扱い冊数は94,170冊、3月中旬時点で95,000冊を超えた模様。今夏以降にコミックの取扱い増に注力し、今期末予想の品揃えは200,000冊(前期末60,910冊)にまで拡大させたいようだ。新規取扱い冊数の増加は、売上高の増収要因となる一方で、販促費増要因ともなるため、今期第2四半期決算での業況説明に注目したい。

> 中期見通し

◆ 総合書店化と業界No1を目指す

同社は、中長期の課題・戦略として、以下の2段階を項目として掲げている。

第一段階： 電子書籍なら何でもある

第二段階： 全ての良質の本が電子書籍でも 手に入る

「電子書籍ならイーブック」との認識を高め、総合書店化、業界No.1の地位獲得が同社の重要な課題であるとしている。同社は、急成長する市場で最終的には業界No.1以外は生き残れない局面が到来すると考えており、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戦略である。

数値目標としては、時期は未定ながら、以下を掲げている。

- 1) 出版市場3兆円、電子書籍市場1兆円を前提にシェア50%の獲得
- 2) 売上5,000億円、利益1,000億円(利益率20%)、品揃え100万冊、顧客5,000万人

当面は、国内基盤を強化すべく、国内重視の戦略をとっていく方針で、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である。

➤ アナリストの評価

◆ コミックの磐石化

電子書籍市場の約8割を占めるコミックでは、他社に対して圧倒的な強みを持続していると思われる。それは、①業界随一の圧倒的なコミックの品揃え、ネームバリュー、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、同社の高い著作権保護の技術力及び管理能力が、他社との差別化要因になっていること、②同社しか扱いないコミックも多数ある上に週刊誌コミックもはじめるなど、業界2位以下を大きく引き離す顧客満足度を得るための施策が展開されていること、など。

今後も、国内外の大手資本による新期参入が予想され、また既存業者との競争が一層厳しくなり、同社も対抗上、値下げや商品のラインナップの充実、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等が不可欠になると推測され、今後も粗利益率の逡減が見込まれる。

◆ 中期業績見通しを概ね上方修正

当センターの中期業績予想は従来予想を見直し、概ね上方修正、新たに17年1月期予想を付け加えた。本格的な電子書籍市場の拡大の恩恵を享受し、コストコントロールを適正に行えば、中長期的には年率約20~30%のEPS成長が見込まれる。売上の急増によりスケールメリットが働き、本来は増益率が加速化する局面にさしかかっていると思われる。

他方、業界での盤石な基盤をつくりNo.1を目指すために、先行投資を続けていくと思われ、ここ数年は年率10%程度の成長に鈍化する可能性がある。シェアを大きく獲得すれば、利益成長が加速するステージもありえよう。業界環境、粗利益率(著作権使用料率)、先行投資負担(売上高販売管理費比率)に加えて、競合などにより新規登録会員数の増加率が鈍化しつつあり、売上高成長にも注目していきたい。

本格的な電子書籍市場の拡大の恩恵を享受するも、先行投資で増収率に見劣りする増益率へ。

＜図表4 中期業績予想推移＞

(単位:百万円)		13/1期	14/1期	15/1期	16/1期	17/1期
		予想/実績	予想	予想	予想	予想
前回 12年9月 時点	売上高	2,900	3,700	4,500	5,500	—
	営業利益	350	400	500	650	—
	経常利益	350	400	500	650	—
	当期純利益	205	240	300	390	—
今回	売上高	3,044	4,030	5,000	6,000	7,200
	営業利益	445	475	550	650	900
	経常利益	445	475	550	650	900
	当期純利益	250	285	319	377	522

(出所)担当アナリスト予想

投資判断

> 株主還元

◆無配継続も株主優待を拡充

同社は創業以来、無配を継続している。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り、今期も無配を予定している。一方で、株主優待制度を拡充。12年11月には、1:2の株式分割を実施した。12年1月より、100株以上を所有する株主に対し、同社の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たが、13年1月より所有株式数に応じて優待券の内容を変え(2,000株以上の所有に対し最大3,150円分を贈呈)、個人投資家の裾野を一層広げたい意向である。

> 株価バリュエーション

◆短期ではやや割高

市場全体の平均及び競合他社(パピレス JQ3641)とのPER・PBRの比較から、短期的な業績予想を基にした現在の株価は、足元の株価急騰もあり、やや割高と考えられる。内需成長小型株としての高い評価がその背景であると推測される。

<図表5 株価バリュエーション同業比較>

(単位:百万円、円)	3658 東証マザーズ	3641 JQ
	同社	パピレス
売上高(今期予想)	4,013	6,016
営業利益率	11.8%	6.8%
EPS(自社株控除後)	68.8	220.9
実績ROE	27.0%	11.6%
予想PER、倍	31.8	15.9
実績PBR、倍	6.66	2.36
予想配当利回り	0.0%	0.3%
株価(2013/3/29)	2,190	3,580
時価総額	7,754	4,621

(注)同社はアナリスト予想、他社は会社予想

(出所)当センター作成

> 今後の株価見通し

目先利益成長の鈍化が懸念されるが、中期的な成長性を勘案すると上値余地がある。

◆想定株価は2,270円~2,770円

当センターでは、加速化する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、同社の中長期的な年率EPS成長率を本来約20~30%と考えている。しかし、増収増益基調が継続するものの経営基盤の強化のために先行投資が続き、ある時期までは年率10%前後の利益成長にとどまるとの見通しに変えた。今回17年1月期の予想を付け加え、これに基づくEPSを約126円(自社株控除後)に加えて潜在株式調整後は約112円と予想した。現時点の株価で計算する同期の予想PERは17倍前後となる。妥当PERを18~22倍(東証1部及び2部の平均)とすると中期の想定株価は2,270円~2,770円と考えられる。

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

■ 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