



東大金融研究会

株式会社イーブックイニシアティブジャパン (3658)

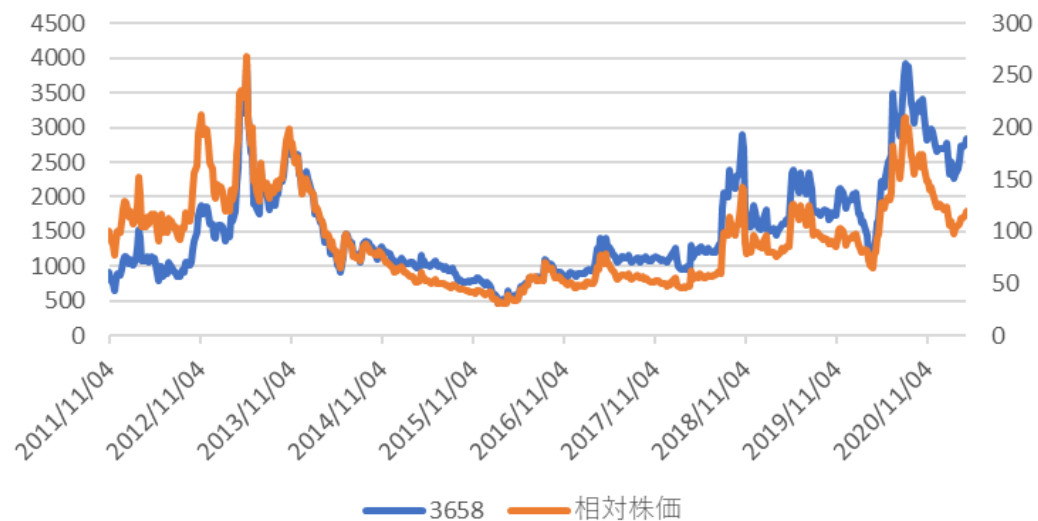


今回のポイント

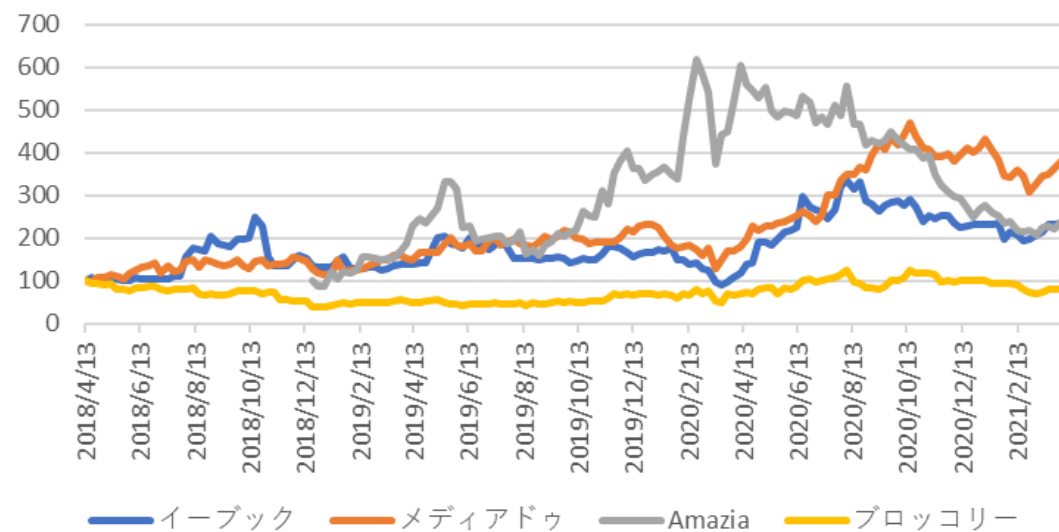
- 1 ; 電子書籍市場の加速度的な成長を受けて当社の業績も大きく伸長。売上、利益ともに大幅に増加。
- 2 ; 一方で、従来よりネットキャッシュであったバランスシートには現金が蓄積。これをどのように使うのか考えるべき局面にきている。
- 3 ; 株価は同業比で割安。特に、ネットキャッシュ調整後のバリュエーションでは割安さが目立つ。
- 4 ; 親会社のヤフーとの絡みがやや不透明。アカウントビリティの問題は残る。
- 5 ; 投資家層を拡大するには良いチャンスではある。特に、海外機関投資家へのアピールは欠かせない。

過去の株価推移

過去の株価推移



競合比株価推移





東大金融研究会

(株) イーブックイニシアティブジャパン

株価；2,854円（2021/4/12終値）
時価総額；162.8億円
EV；116.8億円

Valuation

FY21 EBITDA；9.3億円
FY21 EV/EBITDA；10.3x
Net Cash；46.0億円

FY21 EPS；114.0円
FY21 PER；25.0x

PBR；4.3x

2021/4/13

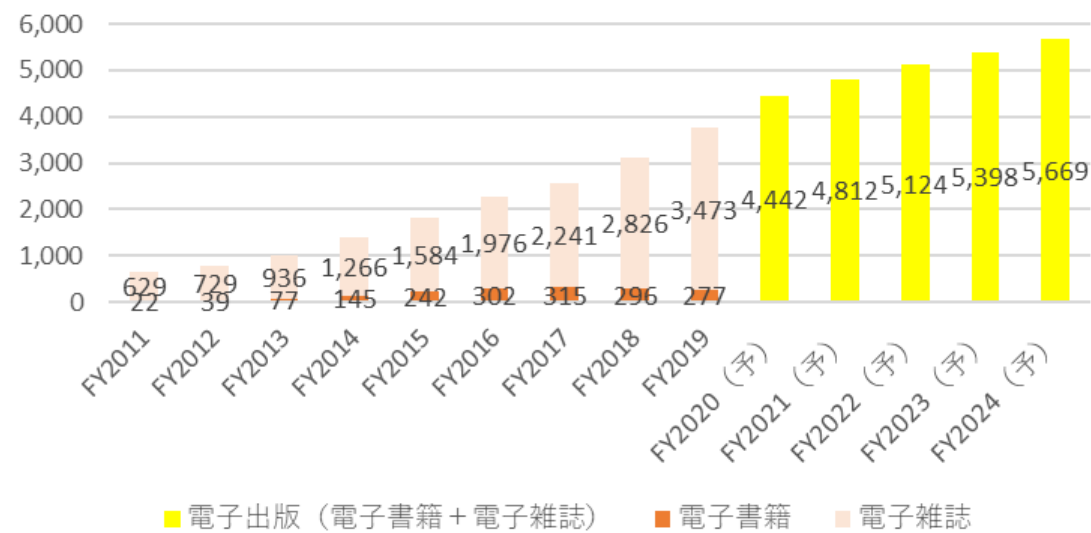
事業概要

スマートフォン・タブレット端末及びパソコン向けへの電子書籍の販売事業を行う。

漫画だけではなく、電子書籍サービスにおいても、小説、ビジネス書、ライトノベルなど文字ものも展開。ライトノベルが足元では非常に伸びている。

主力ターゲットは、ソフトバンクユーザー、ヤフープレミアム会員、PayPayユーザーであり、30代以上の顧客が多い。

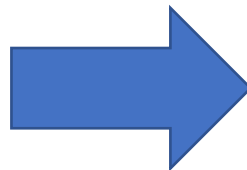
電子出版の市場規模



東大金融研究会

事業計画の考え方、見せ方

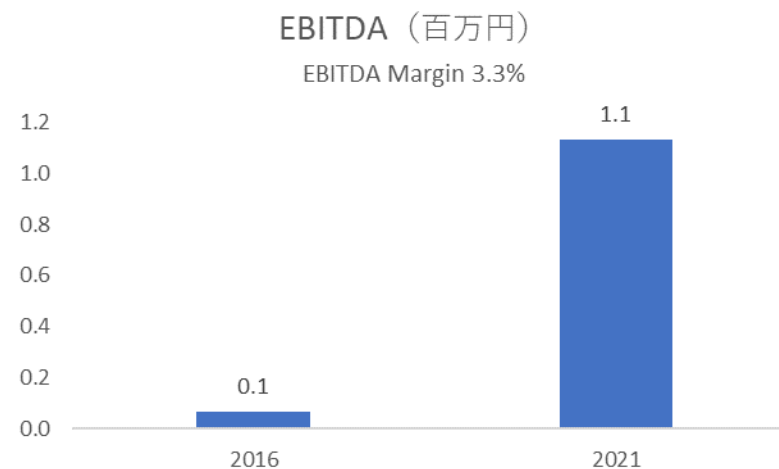
- 利益の変動要因の開示。
- セグメント別利益の開示。
- 現金の使途についての示唆。



- そもそも利益率の低いビジネスであることから、コストについてのより詳細な説明か、利益の変動要因を開示することが必要。特に、ヤフーとの取引についてはしっかり説明すべき。
- 電子書籍事業、クロスメディア事業での利益の開示があると受け入れやすい。
- 時価総額に占めるネットキャッシュは30%弱まで上昇。今後どのようにキャッシュを使っていくのか、それがどう利益に影響を及ぼしていくのか言及する時期に来ているのではないか。

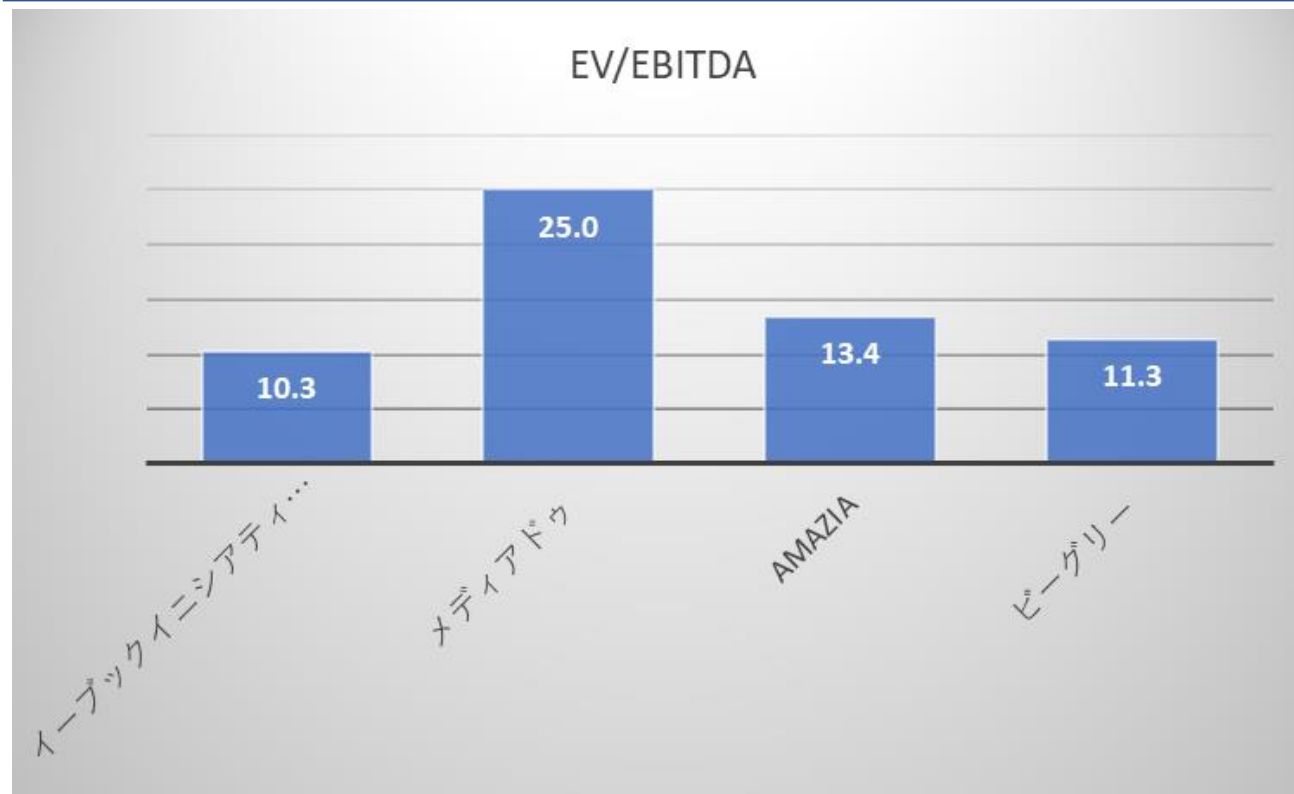
電子書籍サービス市場の成長は止まらず

2016年は海賊版による悪影響で営業利益が赤字に転落した状況であったが、その後の法規制の強化及び電子書籍市場の高成長により業績は非常に高い伸びを示した。過去3年で捉えても売上、EBITDAの年率平均成長率は45.2%、22.9%と高水準。



競合他社と比較してバリュエーションは割安

FY21 EV/EBITDAの競合比較



見かけ上のEV/EBITDAの水準は同業他社比較でも割安。

加えて、ビジネスの特性などを勘案するとこのバリュエーションには妙味があると考ええる。

今期の業績回復により収益性は大きく向上

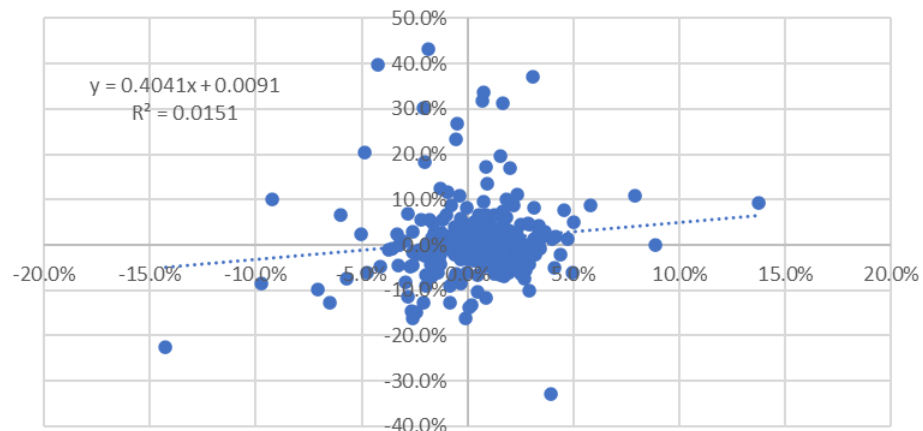
コロナの影響による押し上げ効果、PayPayの販促キャンペーンなどにより、今期の業績伸長は大きい。気なるのは同業他社比較でWACCが高いこと。それにはD/Eレシオの要因が大きい。

	イーブックイニシアティブジャパン		同業他社（メディアドゥ）		同業他社		評価
	前期(20/3)	今期計画	前期(20/2)	今期計画	前期	今期計画	
利益率							
売上総利益率	36.3%		10.2%		37.6%		普通
営業利益率	3.7%	3.4%	2.8%	3.3%	11.2%	22.1%	低い
EBITDAマージン	4.6%		3.3%		14.5%		低い
当期純利益率	2.6%	2.3%	1.3%	1.8%	6.9%	14.4%	低い
収益性					#DIV/0!		
ROIC	21.6%	15.9%	6.3%	10.9%	29.2%	3.3%	普通
WACC	3.9%	3.9%	2.0%	2.0%	3.3%	2.6%	高い
ROE	22.1%	15.9%	17.4%	24.3%	32.1%	9.0%	普通
CAPM	4.0%	4.0%	4.3%	4.3%	5.4%	6.7%	普通
財務安定性					#DIV/0!		
D/Eレシオ	1.36		4.83		1.75		低い
株主資本比率	42.0%		15.7%		41.4%		高い
自己資本比率	42.0%		17.0%		41.4%		普通
当座比率	136.8%		37.8%		111.5%		高い
流動比率	148.1%		117.3%		159.7%		普通
PBR	4.3		16.4		5.2		安い
投資有価証券比率	0.2%		8.7%		0.0%		低い
10%変動/OP	0.2%		#DIV/0!				

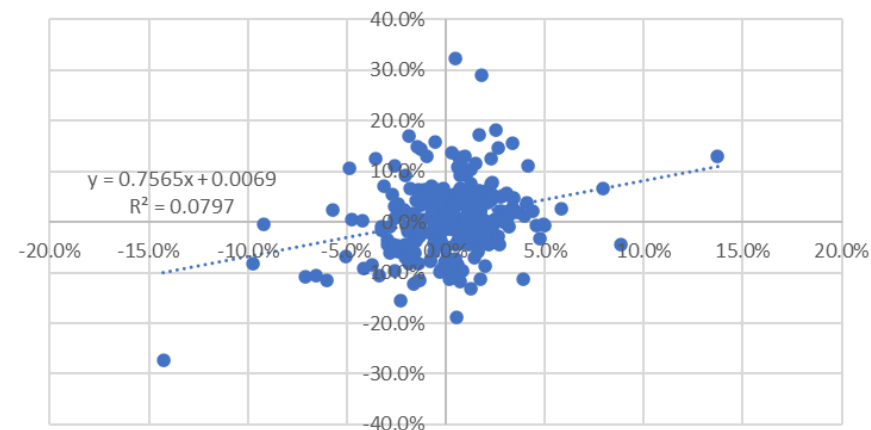
過去の株価の変動性はTopixに対して鈍感なことが多い

Bloombergベースでの株式 β は0.69。これはAmaziaと同水準。

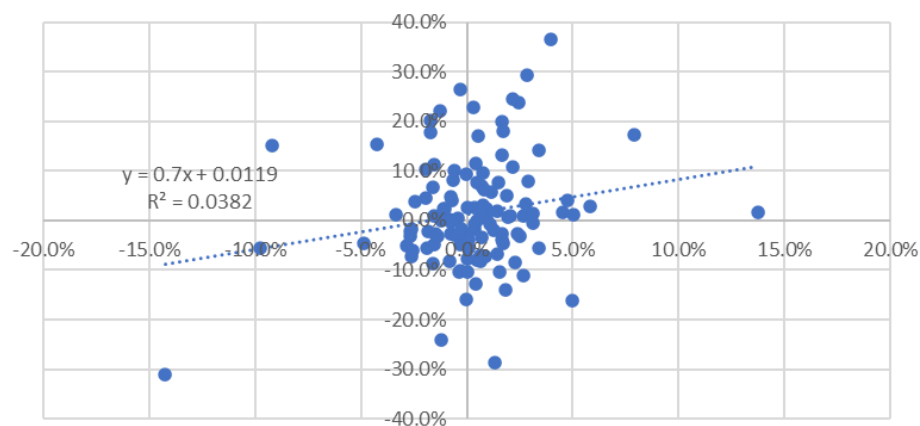
イーブック対Topix



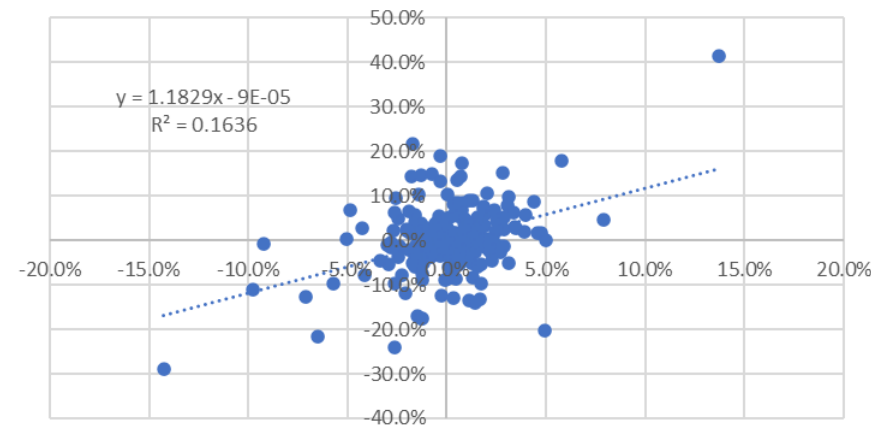
メディアドゥ対Topix



Amazia対Topix



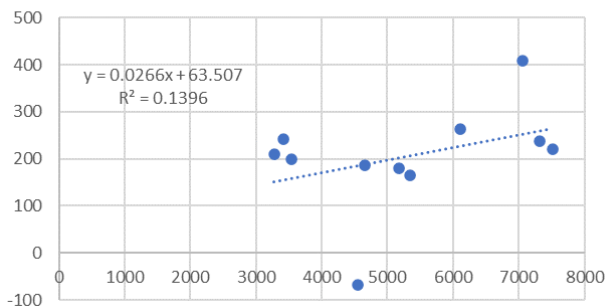
ブロッコリーFRI対Topix



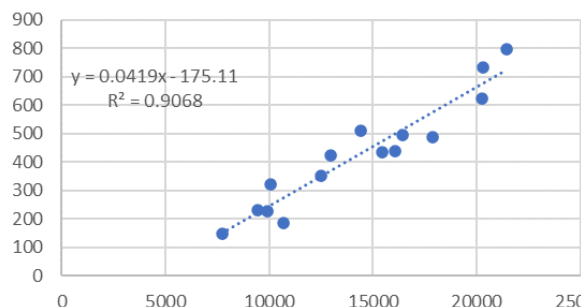
限界利益率の近似線の信頼度がバリュエーションの拡大に必要

販促コストなどの投下により売上-営業利益の関係性は薄い。これらを丁寧に資本市場に伝えることが大切。
目指すは修正営業利益ベースでのメディアドゥのような関係性。

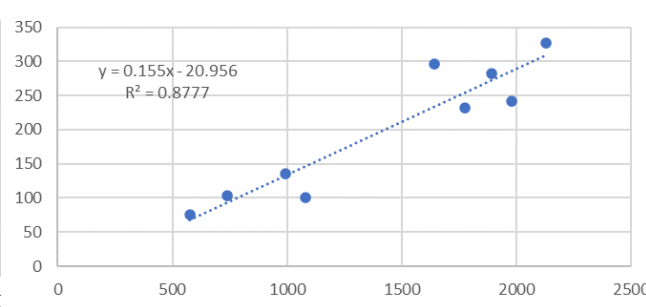
イーブックイニシアティブジャパン



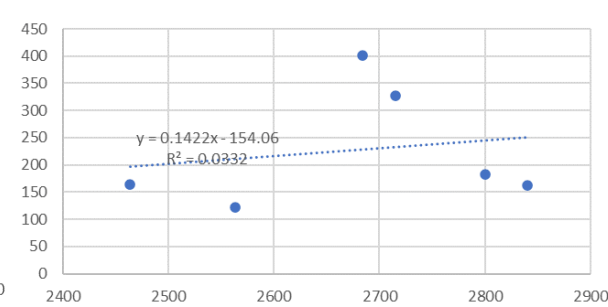
メディアドゥ



Amazia

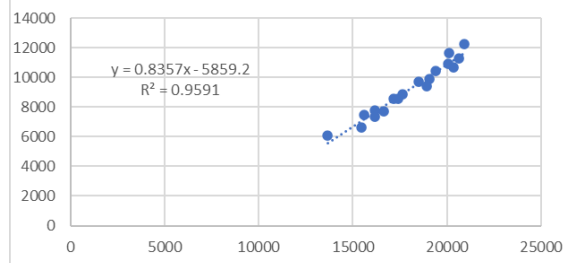


ビーグリー

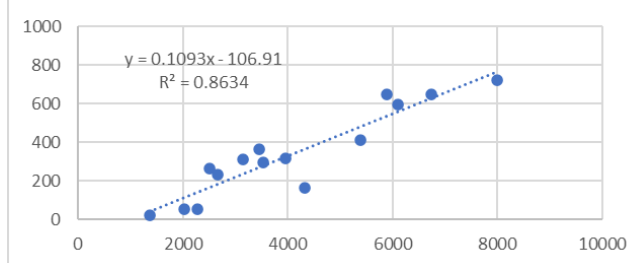


決定係数の高い銘柄としては以下のようなものがある。どれもバリュエーションは業界他社と比較して高い銘柄が多い。

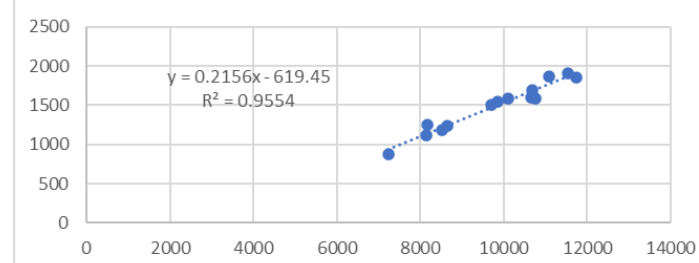
OBIC



Shift



Fullcast



ROEは利益質の上昇によって大きく改善。

ROE改善の主因は利益率の改善。同業他社と比較してレバレッジが低いので、ここに改善の余地がある。

当社のROEとデュポン分解

要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	NA	-4.1%	0.2%	3.2%	2.6%	6.7%
ROE	NA	-7.3%	0.4%	5.5%	5.1%	22.1%
売上高純利益率	3.6%	-2.3%	0.1%	1.4%	1.1%	2.6%
回転率	NA	1.79	2.56	2.30	2.35	2.63
レバレッジ	NA	1.79	1.76	1.69	1.93	2.27

メディアドゥのROEとデュポン分解

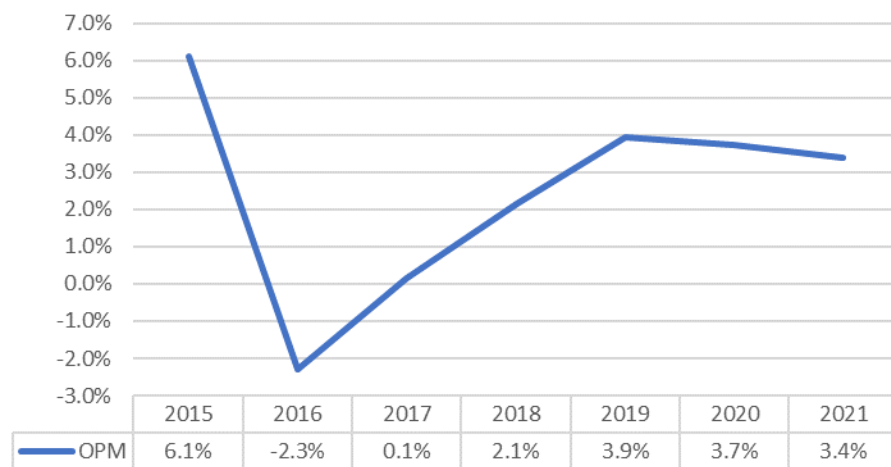
要因分析	2015	2016	2017	2018	2019	2020
ROA	11.6%	7.0%	5.9%	2.0%	-4.3%	2.7%
ROE	25.9%	16.4%	16.7%	10.5%	-29.4%	17.6%
売上高純利益率	3.0%	3.0%	2.7%	1.0%	-2.5%	1.4%
回転率	3.92	2.34	2.19	2.10	1.75	2.03
レバレッジ	2.22	2.35	2.86	5.19	6.81	6.40

(東大金融研究会作成)

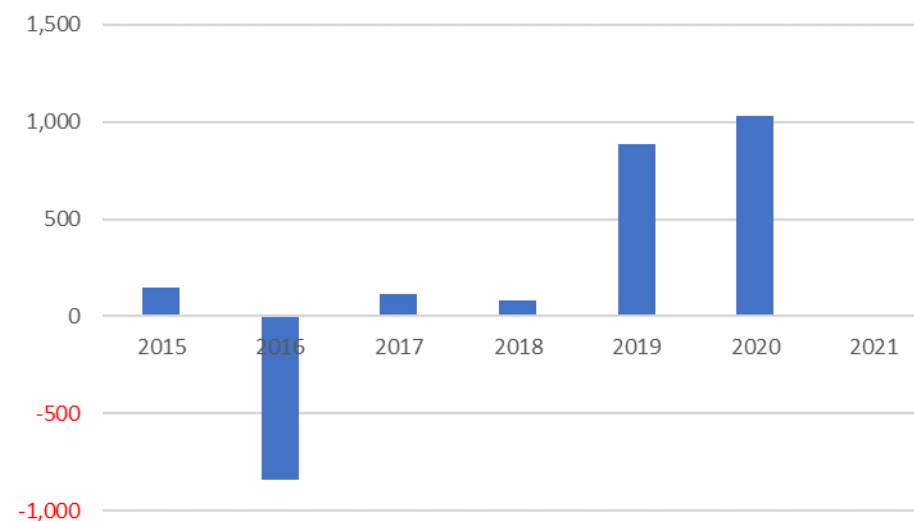
利益率安定局面へ

海賊版による悪影響を乗り越え利益率は3.0－4.0%で安定的に推移する局面か。特に、大きな投資もなくフリーキャッシュフローは安定してきており、今後もバランスシートにキャッシュが蓄積されていくことが想定される。より、ROEを高めるべく新規投資を行うのか、自社株買いをするのかなどキャッシュの使途について言及する必要もある。

営業利益率



Free Cash Flow

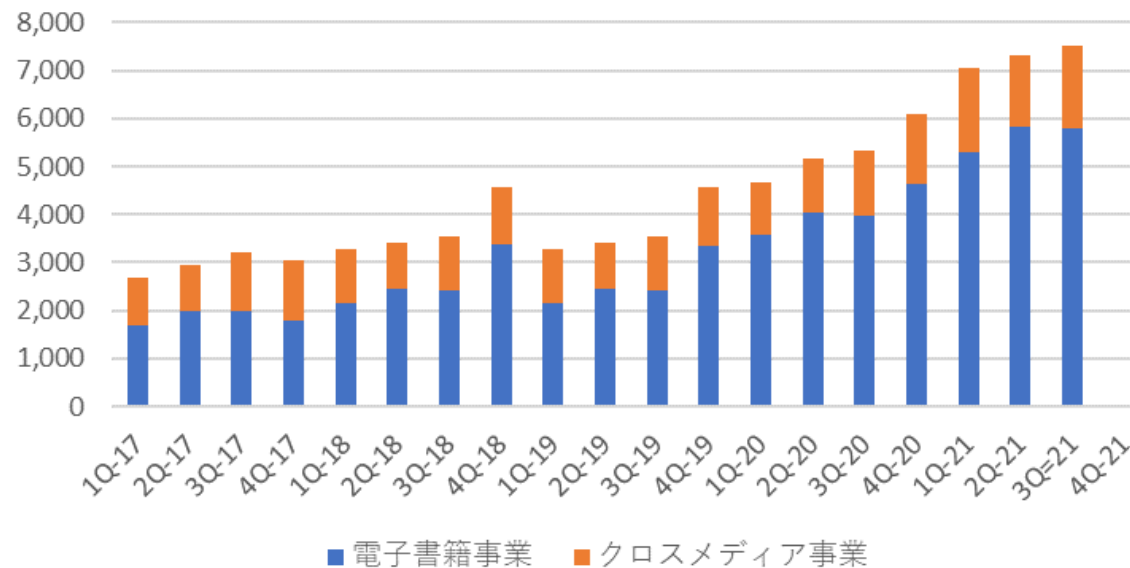


(会社資料より作成)

バランスの取れたポートフォリオ経営へ

電子書籍市場の堅調な伸びが業績を牽引している。市場全体が高水準で拡大していることも有り、現段階では競合を意識するというフェーズではないものの、ソフトバンクユーザー、ヤフープレミアム会員、PayPayユーザーなどターゲットとしての顧客層をしっかりと獲得していくことが大切。

セグメント別売上高



(会社資料より東大金融研究会作成)

これまでの業績推移

従来よりNetCashでバランスシートは健全。収益性も改善しており、同業他社比でも割安感が台頭するある。
過去数年FCFの黒字をしっかりと保ちながら着実な成長をあげてきた。

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Net Debt	-2,344	-1,699	-2,451	-2,539	-3,460	-4,347	-4,604
発行済み株式数（百万株）	5	5	6	6	6	6	6
株価	767	905	1,096	1,548	1,961	2,704	2,832
時価総額	3,689	4,845	6,052	8,590	11,005	15,424	16,154
EV	1,345	3,146	3,601	6,051	7,545	11,077	11,550
EBITDA	370	65	372	554	926	980	934
EBITDA margin	7.2%	0.9%	3.1%	4.7%	6.3%	4.6%	3.3%
EV/EBITDA(pre-tax based)	3.6	48.2	9.7	10.9	8.1	11.3	
EBITDA	365	64	371	546	915	977	1,134
EV/EBITDA(OP based)	3.7	49.4	9.7	11.1	8.2	11.3	10.2
EPS	38.2	-30.5	2.0	30.1	29.6	95.5	114.0
PER	20.1	-29.7	536.1	51.5	66.3	28.3	24.9
流動資産	3,100	3,166	3,784	4,082	5,705	7,551	
現金	2,430	2,088	2,691	2,719	3,580	4,407	4,604
受取手形							
売掛金	526	887	979	1,281	1,865	2,569	3,567
投資有価証券	29	30	21	23	20	16	0
流動負債	1,400	1,665	1,716	2,067	3,669	5,098	
買掛金	855	1,111	1,204	1,383	2,207	3,189	3,677
短期借入金	12						
1年以内返済長期借入	35	91	60	60	60	60	
長期借入	39	298	180	120	60	0	
株主資本	2,135	2,360	2,965	3,148	3,368	3,767	
その他包括利益	1	-1	-3	2	0	0	
自己資本	2,136	2,359	2,962	3,151	3,368	3,768	
純資産	2,162	2,460	3,003	3,183	3,400	3,801	
総資産	3,604	4,442	4,920	5,392	7,203	8,972	

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
売上高	5,129	7,184	11,983	11,882	14,786	21,281	28,000
粗利売上			66.8%	-0.8%	24.4%	43.9%	31.6%
売上総利益	2,206	2,876	4,287	4,031	4,778	7,727	
	43.0%	40.0%	35.8%	33.9%	32.3%	36.3%	
営業利益	313	-166	17	255	583	793	950
	6.1%	-2.3%	0.1%	2.1%	3.9%	3.7%	3.4%
支払利息	1	2	4	1	1	0	100
特別利益	0	0	109	0	5	0	
特別損失	0	0	157	6	289	0	
税前当期利益	317	-167	-34	255	309	796	650
親会社に帰属する利益	184	-163	11	167	166	545	
減価償却費	43	169	250	244	309	184	184
のれん償却	9	61	104	48	24	0	
金利		0.9%	1.1%	0.5%	0.5%	0.5%	
営業CF	428	-150	400	511	1,814	1,252	
投資CF	-279	-687	-286	-431	-929	-220	
FCF	149	-837	115	80	885	1,032	0
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
従業員数		85	147	155	157	145	
					1.3%	-7.6%	
1名当たり売上		85	82	77	94	147	

利益の増減要因については開示した方が良い

3658イーブックイ	FY2018	FY2019	FY2020
売上	11,882	14,786	21,281
売上原価	7,851	10,009	13,554
原材料費		5,599	9,216
労務費			
減価償却費			
粗利益	4,031	4,778	7,727
	33.9%	32.3%	36.3%
販管費	3,776	4,195	6,934
物流費	385	714	431
人件費	581	411	361
役員報酬			
給与手当	581	411	361
福利厚生			
採用教育費			
退職給付費用			
ポイント引当金	733	532	13
外注費	227	642	3,243
販促費		350	986
減価償却費	237	308	184
支払手数料	348	461	1,064
倉庫委託料			
営業利益	255	583	793
	2.1%	3.9%	3.7%

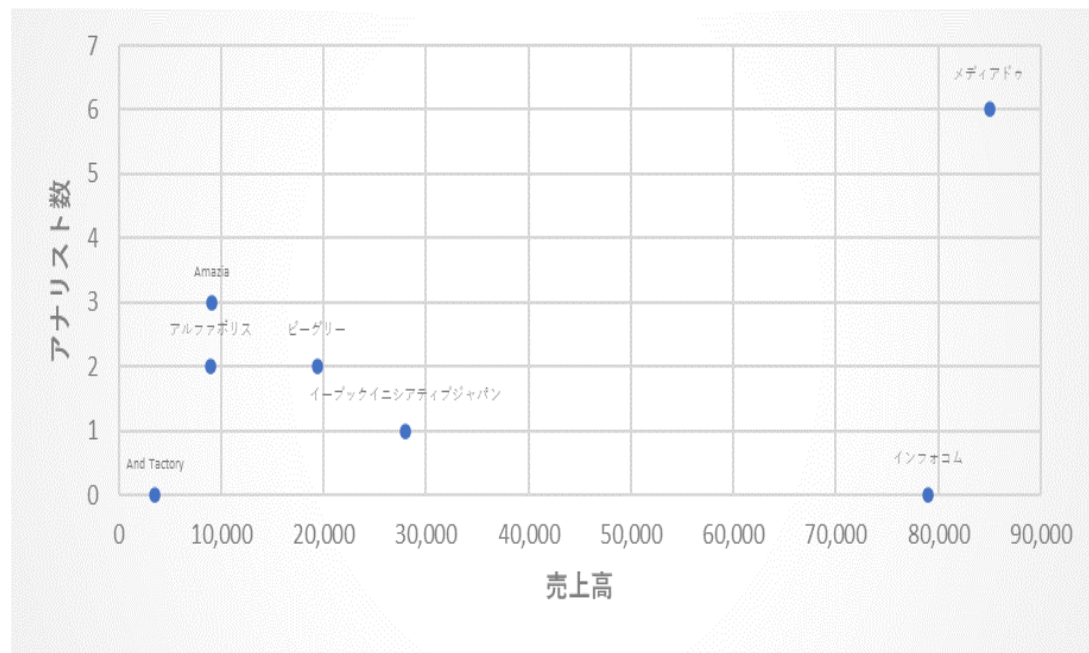
	FY2018	FY2019	FY2020
売上	100	100	100
売上原価	66	68	64
原材料費			
労務費			
減価償却費			
粗利益	34	32	36
販管費	32	28	33
広告宣伝費	3	5	2
人件費	5	3	2
役員報酬	0	0	0
給与手当	5	3	2
福利厚生	0	0	0
採用教育費	0	0	0
退職給付費用			
ポイント引当金	6	4	0
外注費	2	4	15
販促費	0	2	5
減価償却費	2	2	1
支払手数料	3	3	5
倉庫委託料	0	0	0
営業利益	2	4	4

ヤフーへの外注費

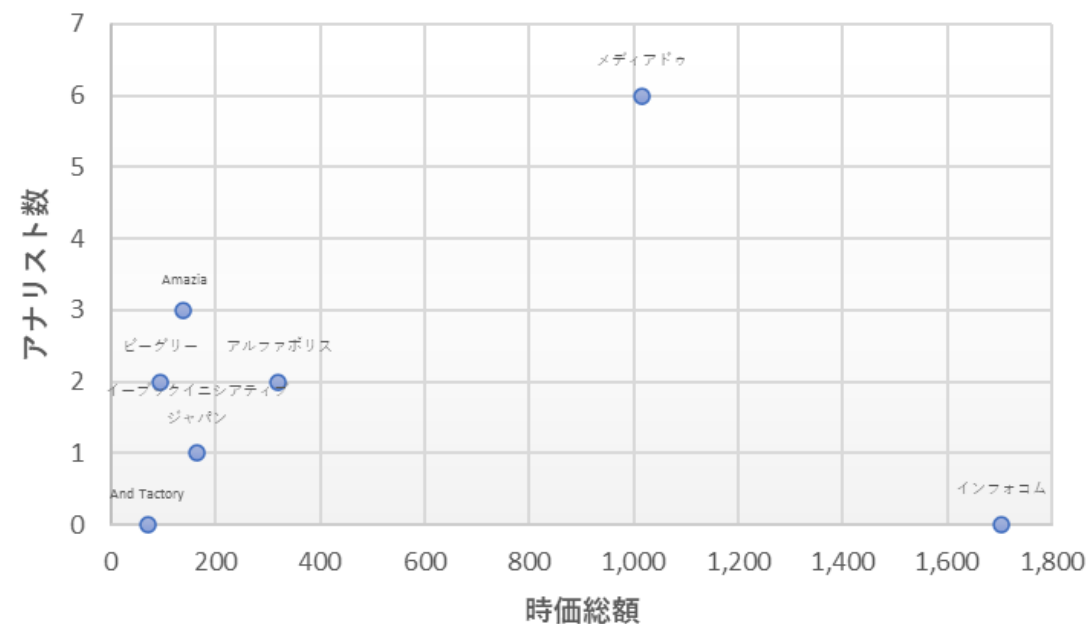
セルサイド・アナリストのカバレッジの可能性

引き続きセルサイドアナリストとの対話は重要。中長期的な目指すべき姿を提示できると良い。

(売上高とアナリストカバレッジ数)



(時価総額とアナリストカバレッジ数)



(東大金融研究会作成)

ガバナンスの独立性は進んでいる

取締役会の独立性は進んでおり、独立した社外取締役比率は36%にのぼる。健全な状態ではある。

役職名		氏名
代表取締役	CEO	高橋将峰
代表取締役	COO	辻靖
取締役	CFO	阿部逸人
取締役		秀誠
取締役		大島薫
取締役		片岡裕
社外取締役		寺田航平
社外取締役		小林雅人
監査役		赤松万也
監査役		鬼塚ひろみ
監査役		高橋鉄

株式売買高は高水準

株式売買高は比較的多く流動性の観点では魅力的ではある。足元では日本株式及び小型株にも資金流入が続ていることから問題はないが、今のうちに流動性をしっかり担保することができると良い。

電子書籍		売買高/発行済株式数	売買金額（百万円）	90日平均出来高	発行済株式数
3658 jt equi	イーブックイニシアティブ	1.7%	267	94,746	5,711,500
3678 jt equi	メディアドゥ	0.7%	724	109,262	15,370,300
4424 jt equi	Amazia	1.4%	194	93,934	6,732,600
3981 jt equi	ビーグリー	3.0%	277	185,161	6,177,150
9467 jt equi	アルファポリス	0.7%	209	63,741	9,687,400
7035 jt equi	And Tactory	0.7%	47	65,468	9,827,120
4348 jt equi	インフォコム	0.3%	572	193,632	57,600,000
4446 jt equi	Link-U	1.6%	253	221,246	14,129,100

（東大金融研究会作成）

流動性に対する考え方

時価総額に対する制限は？

流動性に対する制限は？

5%の大口ルールへの対処は？

(LO) ファンドによって異なるが一般的には時価総額300－500億円が1つの基準となる。小型株ファンドは例外。

(HF)各PMにも寄るが、全体的には時価総額200－300億円は投資が制限されているケースが多い。

(LO) ファンドによって異なり、緩いところは出来高の30日分以上のポジションも許容される場合もある。一般的には平均出来高の1－2週間程度がMaxポジションとなるケースが多い。

(HF)各PMに寄るが、平均出来高の3－5日に制限されるところが多い。

(LO)基本は問題にはならない。

(HF)基本は5%ルールに抵触しないようにする。ファンド全体での報告義務がある。

株主保有状況

大口機関投資家は総じて持分を増加させている傾向がある。ヤフーとの絡みも含めて海外投資家にうまくアピールしていくことが今後は非常に大切になってくると思われる。

		保有比率	保有額	株数
ヤフー	関係会社	42.8%	6,873,846,800	2,443,600
みずほフィナンシャル	機関投資家	5.0%	807,049,700	286,900 ↑
JPモルガンチェース	機関投資家	3.6%	579,137,627	205,879 ↑
年金積立管理運用	機関投資家	3.0%	482,148,200	171,400
寺田航平	経営者	2.3%	364,564,800	129,600
SBIホールディングス	機関投資家	1.8%	285,800,800	101,600
野村ホールディングス	政策	1.7%	269,204,100	95,700
MSIP Client Securities	機関投資家	1.5%	246,134,687	87,499 ↑
メリルリンチ	機関投資家	-1.5%	-233,709,666	-83,082 ↑
イーブックイニシアティブジャパン	会社	1.4%	226,362,110	80,470
小学館	政策	1.4%	225,040,000	80,000
BNY GVM Client	機関投資家	1.4%	219,475,886	78,022 ↓
三井住友トラスト	機関投資家	1.3%	206,192,900	73,300
Ohnuki Tomohiro	個人	1.2%	198,035,200	70,400

(東大金融研究会作成)

東大金融研究会（以下、“当会”と言います）は本資料に掲載している情報の正確性について万全を期しておりますが、その内容について保証するものではありません。

筆者あるいは発行者は、本資料においては法務、会計、税務あるいはその他の専門的なアドバイスあるいはサービスを提供しているものではないという認識で、情報を提供しています。その為、本資料に掲載されている情報を、専門的な会計、税務、法務、その他の権限あるアドバイスの代用として用いるべきではありません。

本資料では、信頼できる情報源から得た情報を、正確に掲載するようあらゆる努力をしておりますが、本資料に掲載されている全ての情報はその時点の情報が掲載されており、完全性、正確性、時間の経過、あるいは情報の使用に起因して生じる結果について一切の責任を負わないものとします。また、あらゆる種類の保証、それが明示されているか示唆されているかにかかわらず、また業務執行、商品性、あるいは特定の目的への適合性への保証、また、これらに限定されない保証も含め、いかなることも保証するものではありません。

いかなる場合にも、当会、その関連するパートナーシップ、法人、パートナー、代理人、ならびに従業員は、本資料に掲載されている情報によって決定を下したり、あるいは行為を起こしたことにより、結果的に損害を受け、特別なあるいは同類の損害を被ったとしても、またその損害の可能性について言及していたとしても、一切の責任を負いません。

本資料で掲載されている外部サイトへのリンクは、第3社が運営しているもので、私どもは管理しておりません。また、当会はその正確性や第3社のサイトに掲載されている情報について内容の正確性を保証ないし推奨するものではありません。