

【Amazia (4424) : MAU 大幅増で好業績見込みの第1四半期決算】

すでに10年以上にわたって高成長を遂げてきた電子書籍市場であるが、依然、大幅な市場拡大が継続している。表は電子書店各社の四半期ごとの売上高推移を示したものであるが、直近の四半期（2019年7-9月）でも全社が二ケタ以上の売上成長を遂げている。

電子書店各社業績推移

(単位:百万円)

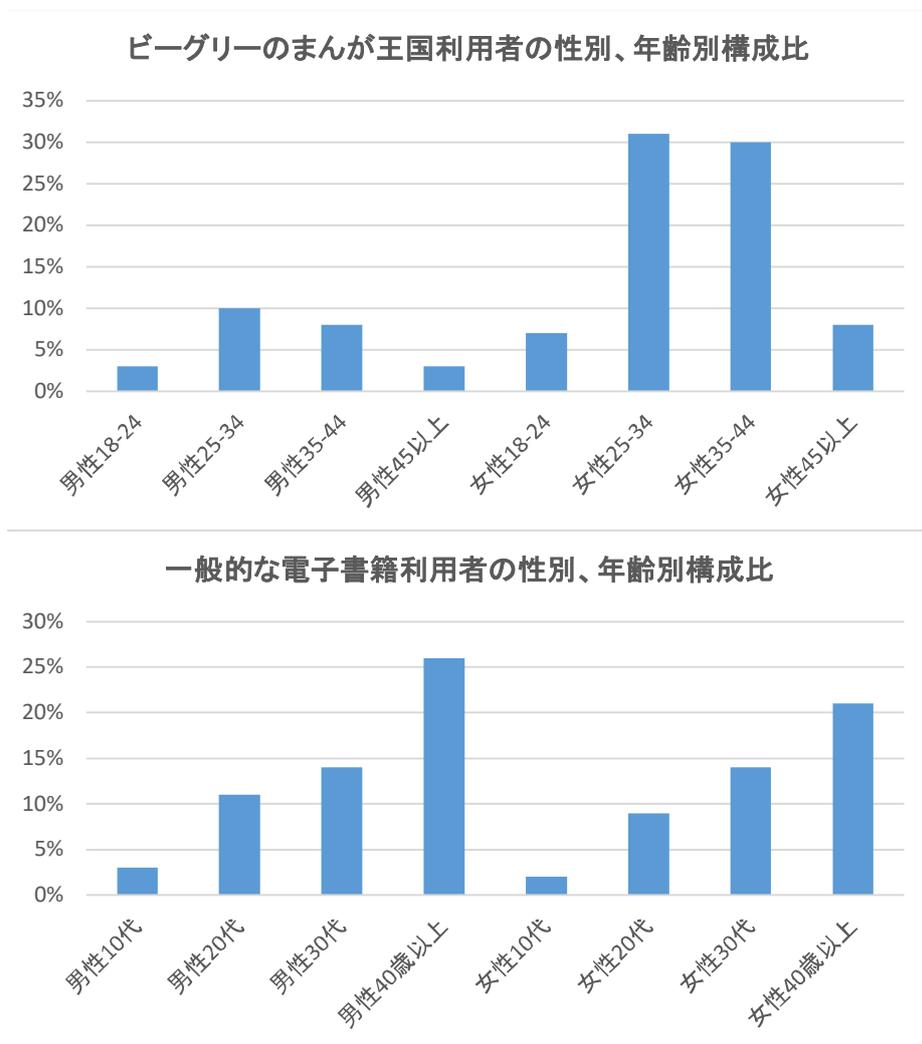
社名	期間	2018.1-3	2018.4-6	2018.7-9	2018.10-12	2019.1-3	2019.4-6	2019.7-9
LINE 3938 12月決算	決算期	2018/12 1Q	2018/12 2Q	2018/12 3Q	2018/12 4Q	2019/12 1Q	2019/12 2Q	2019/12 3Q
	売上高	2,780	3,560	4,930	5,330	6,000	6,300	6,200
	伸び率	2.2%	24.5%	60.1%	91.0%	118.1%	77.0%	25.8%
パピレス 3641 3月決算	決算期	2018/3 4Q	2019/3 1Q	2019/3 2Q	2019/3 3Q	2019/3 4Q	2020/3 1Q	2020/3 2Q
	売上高	3,976	4,244	4,866	4,840	5,212	5,561	5,839
	伸び率	3.9%	5.9%	16.1%	20.1%	31.1%	31.0%	20.0%
	営業利益	315	565	546	529	330	314	321
伸び率	9.4%	84.6%	90.9%	42.6%	4.8%	-44.4%	-41.2%	
イーブック 3658 3月決算	決算期	2018/3 4Q	2019/3 1Q	2019/3 2Q	2019/3 3Q	2019/3 4Q	2020/3 1Q	2020/3 2Q
	売上高	3,057	3,277	3,416	3,538	4,555	4,661	5,173
	伸び率	-	22.8%	15.4%	10.6%	49.0%	42.2%	51.4%
	営業利益	107	210	241	199	-67	186	179
伸び率	-	536.4%	162.0%	804.5%	赤転	-11.4%	-25.7%	
インフォコム 4348 3月決算	決算期	2018/3 4Q	2019/3 1Q	2019/3 2Q	2019/3 3Q	2019/3 4Q	2020/3 1Q	2020/3 2Q
	売上高	5,190	5,730	6,670	6,880	7,390	7,720	8,140
	伸び率	10.4%	17.9%	28.3%	38.2%	42.4%	34.7%	22.0%
	営業利益	780	950	1,230	1,080	1,130	1,060	1,470
伸び率	18.2%	20.3%	32.3%	25.6%	44.9%	11.6%	19.5%	
ビーグリー 3981 12月決算	決算期	2018-1Q	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q
	売上高	2,153	2,382	2,369	2,286	2,464	2,563	2,715
	伸び率	-3.2%	5.4%	1.5%	6.1%	14.4%	7.6%	14.6%
	営業利益	-79	-10	392	214	164	122	328
伸び率	赤転	赤転	15.3%	31.3%	黒転	黒転	-16.3%	
Amazia 4424 9月決算	決算期	2018-2Q	2018-3Q	2018-4Q	2019-1Q	2019-2Q	2019-3Q	2019-4Q
	売上高	253	370	459	575	739	992	1,080
	伸び率	-	-	-	95.6%	192.1%	168.1%	135.3%
	営業利益	-5	14	63	76	104	135	101
伸び率	-	-	-	985.7%	黒転	864.3%	60.3%	

LINEはLINEマンガ売上高、インフォコムは電子コミック売上高とネットビジネス営業利益

一口に電子書店とは言うものの、企業ごとにより内容が異なり、大きく分けてもいくつかのパターンがある。電子書籍市場でまず大きく売上を伸ばしたのが、WEBサイトの電子書店であり、パピレス(3641)、イーブック(3658)、インフォコム(4348)、ビーグリー(3981)などがある。これらの書店は主に中小出版社の女性向けのややアダルト的な色彩のコンテンツが中心となっている。そのため、顧客のウエイトは女性中心である。

図は2018年12月期のビーグリーの顧客構成比と市場の構成比を比較したものであるが、ビーグリーが運営するマンガ王国では市場全体と比較して、30代、40代の女性の構成比がかなり高くなっている。各社ごとに若干状況は異なるものの、インフォコム、パピレスも似たような状況で、イーブックは若干男性のウエイトが他の3社より多いが、それでも女性

の方が多くなっている。



一方で、アプリで運営する Amazia (4424) とラインマンガは男性のウエイトがかなり高くなっている。これは、アプリの場合、広告主の目を意識するアップル、グーグルの監視があり、アダルト系は排除される傾向があるためだ。直近の7-9月で他社に比較してラインマンガの売上の前年同期比がそれまでと比較して急低下しているが、これは大手ゆえこれまで大目に見てもらっていたアダルト系のコンテンツに対してアップル、グーグルから注文がついたため、ライン側がコンテンツの整理及びアプリの広告宣伝の抑制を行ったためという見方がある。

なお、日本では未上場でデータ開示もないため、表にはないが、Web で書店を運営しながら男性読者の構成比が高い大手企業としてアマゾンがある。アマゾンのコンテンツの傾向は他の書店とはかなり異なって、大手出版社のウエイトが高いと考えられる。

独自の道を歩む Amazia の勢いは続く

同じアプリ運営でも同社とラインマンガでも若干方法が異なる。同社のマンガ BANG! では、アプリをダウンロードすると、朝 7:00 と夜 7:00 にそれぞれメダルが 4 つ手に入る。メダル 1 つで登録されているマンガをどれでも 1 話読むことができる。つまり、1 日 8 話読むことができる。ただし、デバイスを変えればまた別にそれぞれ 1 日 8 メダルが手に入る。

同社では、出版社とタイトルごとに契約して、読者に無料で読ませることで、広告収入を得て、その広告収入を出版社とシェアしている。仮に二つのデバイスで朝晩合わせて 16 話読んでも 30 分もかからないので、もっと読みたい場合には、1 メダル 1 円で購入して読むことになる。直近では、この課金の伸びの方が高く、明確な開示はないが現状では、広告収入と課金収入のウエイトは 1:2 程度となっているようである。

一方、ラインマンガの方式は同じ無料モデルでも、1 日に 1 作品 1 話だけ何作品でも無料で読めるパターンである。その分、作品数も 1,000 作品が常に読める状況にある。一方で、同社方式では作品数が多すぎると読者が分散してしまうため、出版社にとっての魅力が落ちることから、一時期に読める作品数はかなり絞られている。しかも、一定期間が過ぎると、他の作品に入れ替わる。2019 年 9 月期では 100 作品ほどとなっている。

読者に無料で読ませる広告モデルでは、登録した読者にできるだけ毎日読んでもらえば広告収入が増える。そのため、同社では 1 話完結物より、すでに単行本が数十冊出ていて、かつ次が気になる続き物の作品を選んで登録している。一方で、1 日 1 話方式の場合、継続的に読む確率はだいぶ下がり、むしろ 1 話読んで面白いので、続きは課金で読むパターンが多くなるようで、ラインマンガの広告収入のウエイトは同社よりずっと低く、全売上の 5% 程度ではないかと考えられる。

なお、同じフリーミアムでの広告収入、課金収入が多いのは同社以外では出版社自らが運営するアプリが中心となる。ただし、出版社のアプリは、マンガ週刊誌的な位置づけであり、各作品、毎週 1 話ずつ読ませるパターンが多いようである。また、同社と異なって、当然、当該出版社の作品しか読めない。

同社はこの市場のパイオニアであって、当初は過去の作品といえども出版社は無料で読ませることに抵抗があったようである。しかし、従来の書店が得意としない男性読者の集客力があることや過去作品の収益化ができることなどが評価されて、最近では協力的な出版社も多くなっている。また、映画化される作品はその宣伝も兼ねて掲載したり、過去に発行した自らの作品をもっと世に知らしめたい作家が自ら希望する場合もあるようだ。

最近、同社の成功を模倣して同様のモデルを立ち上げる会社もあるが、本体が女性向け作品の会社では、なかなか男性向けの作品の許可は下りないようである。もともと、それらの書店は原価率が 30%程度の中小出版社の作品が中心であり、原価率が 50-60%になる大手出版社の作品の販売には熱心でなかったため、無料のコンテンツの主たる供給元である大手出版社との関係もそれほど深くはない。よって、同社のような、同一作品で 1 日複数話読めるパターンは少ないようである。

この辺りはかなりの意外感があるが、大手電子書店の 1 社であるパピレスの最近の資料によると、同社が集英社と契約したのは 2019 年 3 月期の第 3 四半期だというのはかなりの驚きであった。

電子書籍市場全体は、2010 年代に大きく伸びたが、同社が顧客とする男性向けの市場は電子書籍全体の成長ステージと比較するとまだまだ若い市場であり、依然その拡大の勢いは落ちていないようである。このことは、出版社向けのアプリ運営を手掛ける Link-U (4446) でも同様の見方である。すでに述べたように、ラインマンガは独自の事情で 2019 年 7-9 月期の売上が前年同期比 25.8%増と急減速したが、同社の同時期の売上は 76.0%増であり、最近第 1 四半期決算 (2019 年 8-10 月) を公表した Link-U のリカーリングサービス全体の売上高も 75%増と高水準の伸びを示している。なお、Link-U の PL 上のリカーリングの売上は 45%増となっているが、これは一部の売上は現在大幅に増やしている広告費を控除した売上が計上されているためである。

増加継続中の MAU にけん引され、好業績が見込まれる第 1 四半期決算

同社の売上高は、 $MAU \times ((\text{広告 ARPU} \times \text{利用日数}) + (\text{決済率} \times \text{ARPPU}))$ で計算でき、この各項目それぞれが KPI となる。カッコ内の前半部分が広告収入で、後半部分が課金収入である。

ここで、

MAU (Monthly Active Users) : 1 か月間の同社サービスの利用者数

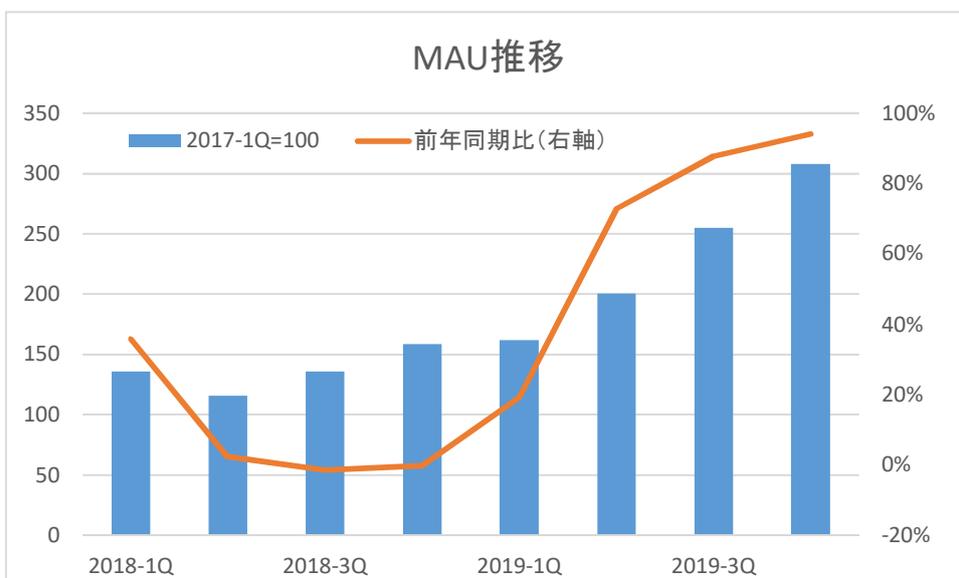
広告 ARPU (Average Revenue per User) : 1 日当たり、1 ユーザー当たりの広告収入

ARPPU (Average Revenue per Account) : 課金 1 アカウント当たりの平均売上

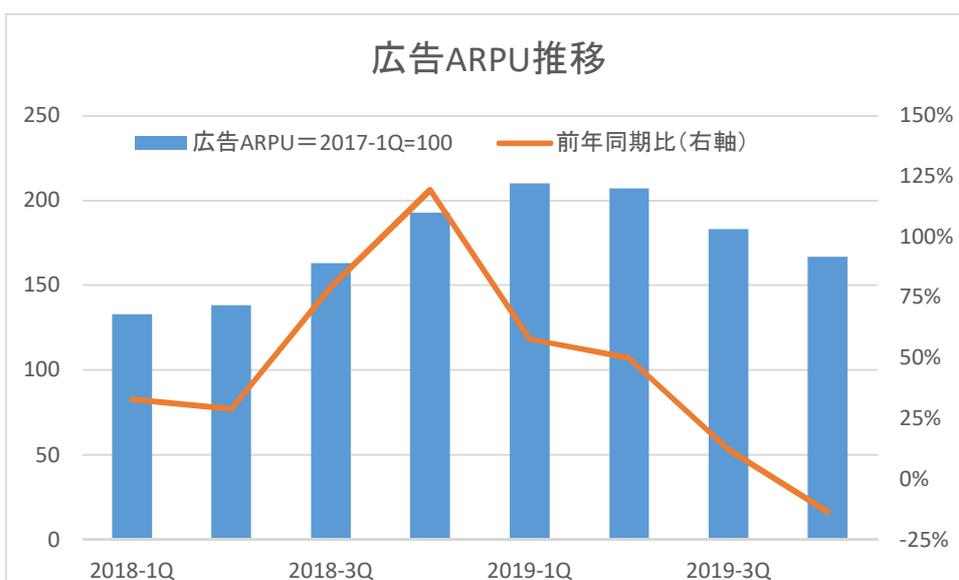
となる。

前年度第 4 四半期の MAU は 94%増と大幅な増加となった。この背景としては、従来から掲載実績のある大手出版社の集英社、講談社、白泉社の作品を 35 作品から 44 作品と増やすと同時に、新規出版社 (スクウェア・エニックス、秋田書店、少年画報社) との取引を開始し、新規に 36 作品を追加したことがある。

また、同社が中心とするメダル式に加え、ラインマンガと同様の1日1話無料で読めるコーナーも追加し、前期末時点で52作品を掲載している。さらに、作品の魅力を訴えるバナー制作などによって、新規ユーザーも順調に増えている。以上から、依然、MAUの増加トレンドに変化がないと考え、今第1四半期も大幅な増収が期待できよう。



一方、このところ低下気味で、2019年9月期4Qに前年同期比でマイナスに転じた広告ARPUであるが、前期中には下げ止まり感が出てきている模様である。ただし、そもそも広告ARPUはMAUとは異なって、右肩上がりに上がり続ける性格のものではない。



広告 ARPU は 2018 年 9 月期に、フェイスブックやツイッターなどがアドネットワークに新規に参入したことによって、前上期には大幅に伸びた。しかし、前下期になると広告主の中でゲーム業界が不振となり、出稿減となったため広告 ARPU が下落に転じた。それに対して、第 4 四半期には新たに Tik Tok がアドネットワークに参入したことで市場自体に下げ止まり感が出てきた。加えて、同社独自の事情として、マンガアプリを広告媒体としてグーグルが認め始めて、かつ同社がホワイトリストに載ったこともあり、やや上向き気味となっているようである。ただし、今第 1 四半期に関しては、前期比では上昇する可能性があるが、前年同期比では第 4 四半期よりマイナス幅は拡大しよう。

課金 ARPPU に関しては、前年度の 4Q には前年同期比 44%増と高水準であったものの、前年度の 1Q から急上昇していることもあって、今 1Q は 10%台の伸びにとどまろう。利用日数、決済率の開示はないが、前期中堅調に推移したことから、今 1Q も前 4Q 同様前年同期比微増と置いた。これらの KPI 値から 1Q の前年同期比増収率を算出すると、表記のように前年度 4Q 並の 2.35 倍と算出される。(なお、ここでは煩雑になるため、開示 KPI から、未開示 KPI の推計値を求める方程式、その方程式の解の求め方やそれらの推計値、今 1Q の予測値などは割愛したが、興味がある方は、別途お問い合わせください。)

銘柄名	Amazia		コード		4424					
株価(2019年12月30日)	5,770 円		PBR(19/9実)		19.82 倍		ROE		49.1%	
株数	3,314 千株		配当利回り(20/9予)		0.0%					
配当	0.00 円		時価総額		191 億円					
発行済み株式数	3,314 千株		自己資本		965 百万円					
自己株式	0 千株		BPS		291 円					
決算期 (非連結)	売上高 百万円	伸率 %	営業利益 百万円	伸率 %	経常利益 百万円	伸率 %	純利益 百万円	伸率 %	EPS 円	PER 倍
2019/3上 実績	1,314	140.2	180	8900.0	163	3975.0	126	12500.0	38.0	-
2019/9下 実績	2,072	149.9	236	206.5	233	219.2	177	88.3	53.4	-
2019/3上 会予初	2,760	110.0	287	59.4	283	73.6	193	53.2	58.2	-
2019/9下 会予初	2,962	125.4	317	76.3	317	94.7	216	71.1	65.0	-
2019/9下 ARJ予	3,097	49.5	260	10.2	259	11.2	175	-1.1	52.8	-
2019/9下 ARJ予	3,946	90.5	381	61.3	381	63.4	259	46.1	78.0	-
2017/9期 実績	1,171	201.0	-26	赤字	-27	赤字	-29	赤字	-	-
2018/9期 実績	1,376	17.5	79	黒転	77	黒転	95	黒転	28.7	201.3
2019/9期 実績	3,386	146.1	416	426.6	396	414.3	303	218.9	91.4	63.1
2020/9期 会予初	5,857	73.0	547	31.5	542	36.9	368	21.5	111.0	52.0
2020/9期 ARJ予	6,909	104.0	698	67.8	698	76.3	474	56.5	143.0	40.3
19/9 1Q 実績(3ヵ月)	575	95.6	76	985.7	62	675.0	53	783.3	-	-
19/9 2Q 実績(3ヵ月)	739	192.1	104	黒転	101	黒転	73	黒転	-	-
19/9 3Q 実績(3ヵ月)	992	168.1	135	864.3	133	923.1	93	675.0	-	-
19/9 4Q 実績(3ヵ月)	1,080	135.3	101	60.3	100	66.7	84	2.4	-	-
20/9 1Q ARJ予	1,351	134.9	141	85.9	141	127.9	96	81.0	-	-
20/9 2Q ARJ予	1,611	118.0	176	69.4	176	74.4	120	63.8	-	-
20/9 3Q ARJ予	1,905	92.0	190	41.1	190	43.2	129	39.0	-	-
20/9 4Q ARJ予	2,042	89.1	190	88.4	190	90.3	129	53.8	-	-

営業利益に関しては、前年度 4Q には、業績大幅達成もあって広告宣伝費を大幅に投入したため、営業利益の伸び率が低くなっているが、今 1Q には広告費を通常ベースに戻すこともあって、営業利益の前年同期比は前 4Q を大幅に上回ろう。なお、課金の利益率は広告の利

益率を下回っているため、恒常的に課金の伸び率が高い中では、営業利益率は低下傾向となる。

また、今下期には女性向けのマンガアプリではないアプリの開発とプロモーションのため、8,000万円ほどの赤字を見込んでいる。

投資判断

会社計画で PER は 52.0 倍、当クラブ予想でも 40 倍と絶対値で見た割安感はない。しかし、一見すると、各社が同じ土俵で競り合っているように見えて、同社は独自の市場で成長していることから、成長性を根拠にした場合は、依然割安と評価できよう。もちろん、ネット市場はある日突然思いもかけぬ逆風が起こることはあり、その局面での機敏な対応は不可欠ではある。つい、2年前には漫画村という違法サイトによって同社も業績が低迷したことがあった。それらのリスクを許容した上で、レーティングは BUY 継続とする。

週足・売買高チャート

Amazia (4424)



(C)QUICK Corp.

注意事項

当レポートの株式に関する記述は、投資の勧誘を目的としたものではありません。情報の内容も私の観測であり、不確定要素を多く含みます。当該情報に基づいて被ったいかなる損害についても、当社では一切の責任を負いません。投資判断はすべて自己責任にてお願い致します。