

## Gunosy(グノシー)(東 1:6047)

バリュエーション判断  
強気 → **強気**  
(2019.1.30)  
目標株価  
3,420 円 → **3,190 円**

取材:2019年4月16日

担当:澤田 遼太郎

| 【連結】                                  |    |        |    |       |     |       |     |       |     |     |     |
|---------------------------------------|----|--------|----|-------|-----|-------|-----|-------|-----|-----|-----|
| (百万円、%、円:会/会社計画、予/エース経済研究所予想、Q/四半期累計) |    |        |    |       |     |       |     |       |     |     |     |
| 決算期                                   |    | 売上高    | 伸率 | 営業利益  | 伸率  | 経常利益  | 伸率  | 当期利益  | 伸率  | EPS | 配当  |
| 2019/5                                | 3Q | 11,182 | 42 | 1,856 | 36  | 1,843 | 35  | 1,717 | 95  | 73  | -   |
| 2017/5                                |    | 7,739  | 68 | 1,517 | 170 | 1,516 | 168 | 1,126 | 86  | 47  | 0.0 |
| 2018/5                                |    | 11,201 | 45 | 1,938 | 28  | 1,939 | 28  | 501   | -56 | 22  | 0.0 |
| 2019/5                                | 会  | 14,770 | 32 | 2,101 | 8   | 2,081 | 7   | 1,870 | 273 | 80  | 0.0 |
| 2019/5                                | 予  | 14,900 | 33 | 2,140 | 10  | 2,140 | 10  | 1,900 | 279 | 81  | 0.0 |
| 2020/5                                | 予  | 19,400 | 30 | 2,270 | 6   | 2,270 | 6   | 1,700 | -11 | 72  | 0.0 |

| 【セグメント情報】 | 19/5期 3Q | 【PER】    | 【財務指標】     | 19/2末             |
|-----------|----------|----------|------------|-------------------|
| メディア事業    | 100%     | 17/5 40  | BPS 449円   | 株価(4/16終値) 1,882円 |
|           |          | 18/5 86  | 純資産 107億円  | 売買単位 100株         |
|           |          | 19/5予 23 | 総資産 133億円  | 発行株数 23.8百万株      |
|           |          | 20/5予 26 | 時価総額 448億円 | PBR 4.19倍         |

## &lt;注目ポイント&gt;

読みたいニュースを配信するニュースアプリ「グノシー」等を展開。自社メディアに広告を配信する「GunosyAds」及び、他社メディアへ広告配信を行う「ADNW」が収益の柱。

- ① 広告出稿基準の見直し、GunosyAds、ADNW の足かせとなった
- ② クーポンの施策が成功したため、『グノシー』を中心に広告宣伝費を積み増した
- ③ 上記の要因により、売上高を上方修正、営業利益を下方修正した

## 目標株価を 3190 円に引き下げるが、バリュエーション判断は強気を継続

エース経済研究所では、Gunosy Ads 及び ADNW 事業の成長が続くと予想している。

DCF 法に基づく再計算の結果、目標株価は 3420 円→3190 円に引き下げるが、現在の株価が目標株価を大きく下回っているため、バリュエーション判断は強気を継続する。目標株価の引き下げは、広告出稿基準の見直しによって収益ベースが低下したことが主な要因。

株価は下方修正を嫌気して下落しているが、エース経済研究所では、広告宣伝費の積み増しは将来的な企業価値に対してポジティブに作用し、広告出稿基準の見直しの影響も一過性に留まると見ている。

広告宣伝費の積み増しは、『グノシー』がクーポン施策により、アクティブユーザーの活性化に成功し、再成長フェーズに入っているため、先行きの収益拡大に繋がると見ている。

広告基準の見直しには前例があり、前期第 3Q にも GunosyAds が減収に転じたが、第 4Q の運用体制の変更と新メディアの寄与で復調した。株価も 4Q 決算発表と同時期に底を打ち、18 年 7 月安値 1294 円→12 月高値 3550 円へ上昇が見られている。

ただ注意点として、広告宣伝費の積み増しと有価証券売却益(約 4 億円)が無くなる影響で、来期計画は減益とする可能性がある。会社側では再来期(2021 年 5 月期)の大幅増益を目標としているが、実現可能性を示せない場合は、来期(2020 年 5 月期)の計画が嫌気されると見ている。

### 2019 年 5 月期第 3Q は増収増益だが、広告出稿基準の見直しが逆風に

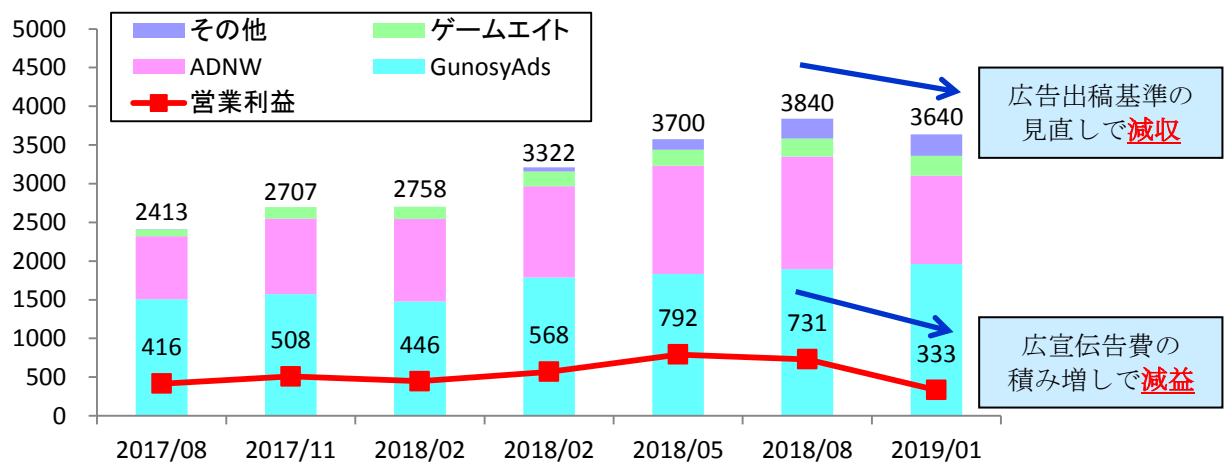
2019 年 5 月期第 3Q は増収増益。売上高 112 億円(前年同期比+42%)、営業利益 18.6 億円(同+36%)、経常利益 18.4 億円(同+35%)、当期利益 17.2 億円(同+95%)となった。GunosyAds、ADNW、ゲームエイトやその他事業が伸長した。

一方、第 3Q(12-2 月)は前四半期比で減収減益となった。売上高は 36.4 億円(前四半期比▲5%)、営業利益 3.3 億円(同▲54%)。

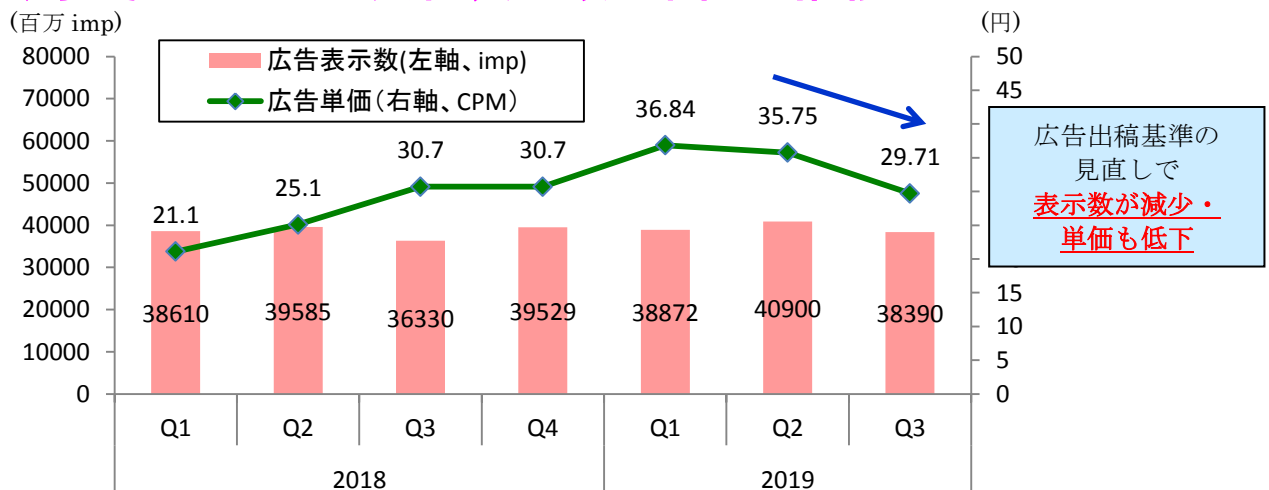
広告出稿基準の見直しを行い、一部の広告物が出稿できなくなったことで、より効果の低い広告に差し替えられたことや、これに伴う単価の下落が主な減収要因。

また、グノシーアプリの改善を受けて、約 3 億円の広告費を積み増したことも響いた。

### ◇四半期業績の推移と主な変動要因(単位:百万円、ARI 作成)



### ◇参考 ADNW の広告表示数と単価の推移(ARI 作成)



なお、広告出稿基準の見直しは、メディアの広告モラルに関する報道が相次いだことを受けたものであり、影響は一時的と見ている。今後は広告主による広告物の見直しや、大手広告主への営業を強めることで再び上昇トレンドに向かうと見ている。

ただ、広告費の積み増しは第 4Q も続く見通しで、引き続き営業利益の重石となる。

### 2019 年 5 月期の通期計画を修正




会社側は 2019 年 5 月期の通期計画を修正した。

売上高 145 億円→148 億円、営業利益 27.2 億円→21.0 億円、経常利益 27.2 億円→20.8 億円、当期利益 21.6 億円→18.7 億円。これまでの進捗を踏まえて、売上高を引き上げた一方で、広告費の積み増しを受けて営業利益を引き下げた。

エース経済研究所でも、広告出稿基準の見直しや広告宣伝費の積み増しを織り込み、2019 年 5 月期の業績予想を売上高 149 億円、営業利益 21.4 億円、経常利益 21.4 億円、当期利益 19.0 億円に修正する。

広告宣伝費の回収期間がおおよそ 2 年であるため、会社側では収穫期について 2 年後の再来期(2021 年 5 月期)を想定しており、このタイミングで大幅増益を目指す。今後のサービスの状況にもよるが、現時点では来期(2020 年 5 月期)も広告宣伝費の積み増しが、営業利益を圧迫する公算が高いと見ている。

### ◇参考 今～再来期のタイムスケジュール (ARI 作成)

| 変動要因      | 今期<br>(2019年5月期)  | 来期<br>(2020年5月期)  | 再来期<br>(2021年5月期)   |
|-----------|---|---|---|
| 戦略上の位置付け  | 投資期(広告宣伝費↑)   |   | 収穫期(広告宣伝費↓)   |
| 広告基準の見直し  | 見直し実施<br>広告出稿に悪影響<br>(-)  | 悪影響は一過性<br>広告見直し<br>(+)   | 悪影響は一過性<br>広告見直し<br>(+)   |
| 広告宣伝費積み増し | 増収に寄与するが<br>コスト負担が大きい<br>(-)  | 増収効果が大きくなるが<br>引き続きコストが重い<br>(-)  | 増収効果が最大化<br>広告宣伝が一巡(減少)<br>(++)   |
| 営業利益      |  |  |  |

(現在、ARIが想定している影響の推移イメージ、サービスの状況に応じて変更の可能性がある)

## 《アナリストによる宣言》

私、澤田遼太郎は本調査資料に表明された見解が、対象企業と証券に対する私個人の見解を正確に反映していることをここに証明します。  
また、私は本調査資料で特定の見解を表明することに対する直接的または間接的な報酬は、過去、現在共に得ておらず、将来においても得ないことを証明します。

## 《利益相反に関する開示事項》

- エース証券株式会社(以下、エース証券)及びグループ会社は、本資料に掲載された企業の売買あるいは当企業に対し、引受、その他のサービスを提供する場合があります。
- 株式会社エース経済研究所(以下、ARI)は、エース証券との契約に基づき、エース証券への資料提供を一定期間、継続的に行うことに対し包括的な対価をエース証券から得ておりますが、本資料に対して個別に対価を得ているものではありません。  
また、銘柄選定も ARI 独自の判断で行っており、エース証券を含む第三者からの銘柄の指定は一切受けておりません。
- 執筆担当者、ARI と本資料の対象企業との間には、重大な利益相反の関係はありません。

## 金融商品取引法に基づく表示事項

### ■本資料をお客様にご提供する金融商品取引業者名等

商号等: エース証券株式会社 金融商品取引業者 近畿財務局長(金商)第 6 号  
加入協会: 日本証券業協会  
指定紛争解決機関: 特定非営利活動法人 証券・金融商品あっせん相談センター

### ■手数料等及びリスクについて

●株式の売買には、約定代金に対して最大 1.242%の手数料(約定代金が 100 万円以下の場合、最低手数料 2,700 円)(税込み)が必要となります。●株式は、株価の変動により、損失を生じるおそれがあります。●上場有価証券等書面の内容をよくお読みください。●外国株式は、為替相場の変動等により、損失を生じるおそれがあります。●非上場債券(国債、地方債、政府保証債、社債)を当社が相手方となりお買い付けいただく場合は、購入対価のみお支払いいただきます。●債券は、金利水準の変動等により価格が上下し、損失を生じるおそれがあります。●外国債券は、為替相場の変動等により損失を生じるおそれがあります。●商品毎(投信・外債含む)に手数料等及びリスクは異なりますので、上場有価証券等書面、当該商品等の契約締結前交付書面や目録見書またはお客様向け資料をよくお読みください。

## エース証券及び ARI 免責事項等

- 当資料により株式・債券・その他金融商品(投信・外債含む)等の勧誘を行うことがあります。本資料で言及した銘柄や投資戦略は、投資に関するご経験や知識、財産の状況及び投資目的が異なるすべてのお客様に、一律に適合するとは限りません。また、株式・債券等の有価証券の投資には、「手数料等及びリスクについて」に記載のとおり、損失を生じるおそれがあります。投資判断の最終決定は、お客様ご自身の判断で行っていただきますようお願い致します。
- 本資料は、信頼できると考えられる情報に基づいて ARI が作成し、エース証券(以下、当社)がお客様にご提供いたしますが、当社及び ARI は、ARI が基にした情報及びそれに基づく要約または見解の正確性、完全性、適時性などを保証するものではありません。本資料に記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更することがあります。
- 本資料を利用した結果、お客様に何らかの損害が発生したとしても、当社及び ARI は何らの責任を負うものではありません。

※(著作権等)・・・本資料に関する一切の知的財産権は、原則として ARI に帰属します。  
電子的または機械的な方法を問わず、いかなる目的であれ、本資料の無断転用、複製等を行わないようお願い致します。