

インターネットスペース (2122 東証マザーズ)

発行日: 2011/9/13
調査日: 2011/6/8
調査方法: 企業訪問

アフィリエイト広告大手で PC インターネット向けに強み

> 要旨

◆ 事業の柱は PC インターネット向けアフィリエイト広告

- ・当社はPCインターネットやモバイル向けの「アフィリエイト型(成果報酬型)」広告事業を柱とし、育児支援モバイルサイトの運営や SNS 等ソーシャルメディア向けに恋愛系ゲーム等のコンテンツ提供も行っている。
- ・事業別セグメントは「アフィリエイト運営事業」と「メディア運営事業」の 2 事業。メディア運営事業からの業績貢献はまだ小さい。

◆ アフィリエイト広告市場は成長分野

- ・広告主にとって費用対効果が明確なアフィリエイト広告は中長期的に拡大が見込まれる有望市場。景気の波にも影響を受けにくい。
- ・スマートフォンの普及により、モバイルサイトはPCの領域に近づくことが想定され、コンテンツの多機能化により、モバイル向けアフィリエイト広告は想定以上に拡大する可能性もある。

◆ アフィリエイト運営事業の拡大に加えメディア運営事業の黒字化にも目処

- ・アフィリエイト運営事業は金融・保険会社に依存していたが、eコマース事業者やモバイル向け着うた・占いなどのコンテンツ事業者の拡大で事業ポートフォリオが改善。
- ・赤字続きのメディア運営事業は、more games 社の子会社化とガールズオークション売却で来期以降の収益改善が見込まれる。
- ・中長期の課題は人材育成と経営管理体制の強化に加え、高いキャッシュポジションを活かした M&A 戦略や海外展開。

> 投資判断

◆ 来期以降もアフィリエイト広告とソーシャルアプリの拡大を見込む

- ・金融・保険事業者向けが中心だったアフィリエイト運営事業は、e コマース事業者やコンテンツ事業者向け売上の拡大でリスク分散と収益構造に厚みが増している点は評価できる。
- ・今期は震災影響による自粛ムードを未達リスクと捉えながらも、会社計画のモバイル向けアフィリエイト広告が保守的な見通しを前提にしていることから、今期業績は会社企画を上回る可能性が高いと予想。
- ・来期以降はアフィリエイト運営事業の伸張と、メディア運営事業のソーシャルアプリの拡大が予想され、PC インターネットの領域に近づくスマートフォン普及も追い風と認識。

◆ 中期的な株価水準は 129,000 円から 155,000 円のレンジを想定

- ・当社の株価水準は競合他社と比べ、税効果会計を考慮した今期予想 PER などの指標面で見ると特に割安感はない。
- ・我々の予想は中期的に 2 桁成長を見込んでおり、業績面での裏打ちが見えてくれば、株価は徐々に利益に沿った上昇が期待できる。なお、株主からの信頼を取り戻すには、上場以来無配という配当政策に変更が必要か。
- ・中期的な適正バリュエーションは PER10 倍から 12 倍と考えられ、これを 2014 年 9 月期予想 EPS12,827 円に当てはめると、妥当株価は 128,270 円から 153,920 円が想定される。

業種: サービス業
アナリスト: 馬目 俊一郎
Manome@holistic-r.org

【主要指標】	
株価(円)	83,400
発行済株式数	33,664
時価総額(百万円)	2,808
上場日	2006/9/19
上場来パフォーマンス	-22.7%

	前期	今期
PER(倍)	41.6	5.9
PBR(倍)	0.8	1.3
配当利回り	0.0%	0.0%

	σ	β 値
リスク指標	83.0%	1.67

【主要 KPI(業績指標)】		
	前々期末 (2009/9)	前1期末 (2010/9)
稼働サイト数	217,000	263,000

【株価パフォーマンス】			
	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	4.4	-7.8	107.5
対 TOPIX(%)	6.7	3.8	128.4

*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20110908

インタースペース (2122 東証マザーズ)

> 収益モデル

(単位:百万円)	2009/9 期 実績	2010/9 期 実績	2011/9 期 会社予想	2011/9 期 予想	2012/9 期 予想	2013/9 期 予想	2014/9 期 予想
売上高	7,703	7,806	9,060	9,240	10,720	11,990	13,260
前年比	27.7%	1.3%	16.1%	18.4%	16.0%	11.8%	10.6%
営業利益	160	209	390	410	660	710	840
前年比	-18.4%	30.8%	85.9%	95.4%	61.0%	7.6%	18.3%
経常利益	162	216	390	413	660	710	840
前年比	-17.3%	33.5%	80.1%	90.8%	59.8%	7.6%	18.3%
当期純利益	-369	65	437	459	330	350	420
前年比	赤転	黒転	571.3%	605.1%	-28.1%	6.1%	20.0%
期末株主資本	1,579	1,649	—	2,114	2,444	2,794	3,149
発行済株式数	32,182	32,482	32,744	32,744	32,744	32,744	32,744
EPS	-11,517.58	2,004.03	13,345.96	14,017.84	10,078.18	10,688.98	12,826.78
配当	0	0	0	0	2,000	2,000	2,500
BPS	49,065.55	50,778.03	—	64,820.78	74,639.63	85,328.61	96,155.39
ROE	-21.0	4.0%	—	24.4%	14.5%	13.4%	14.1%
株価	48,200	40,200	83,400	83,400	83,400	83,400	83,400
PER	---	20.1	6.3	5.9	8.3	7.8	6.5
配当利回り	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.4%	2.4%	3.0%
PBR	1.0	0.8	—	1.3	1.1	1.0	0.9

(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 (83,400 円) を用いて算出。

> 株価パフォーマンス



会社の概要

> 事業内容

事業の柱はアフィリエイト広告の運営事業。メディア運営事業はまだ業績貢献は小さい。

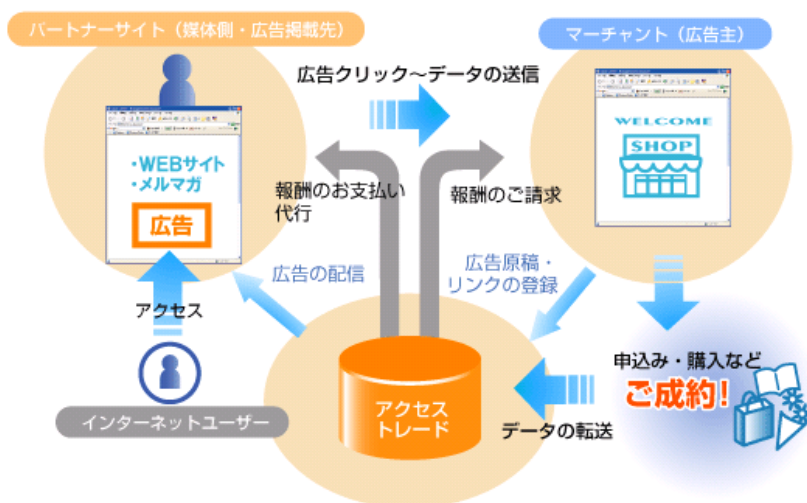
当社は PC インターネットやモバイル向けの「アフィリエイト型（成果報酬型）」広告事業を柱とし、また育児支援モバイルサイトの運営や SNS（ソーシャル・ネットワーキング・サービス）等ソーシャルメディア向けに恋愛系ゲーム等のコンテンツ提供も行っている。

事業別セグメントは「アフィリエイト運営事業」と「メディア運営事業」の 2 つで構成され、連結売上高（2010 年 9 月期）の 9 割以上はアフィリエイト運営事業が占めている。PC・モバイル向けアフィリエイト広告事業に加え、広告主に対するコンサルティング業務も行う。

アフィリエイト広告は通常の掲載型広告とは異なり、広告主が出稿した時点では広告料は発生しない。広告が掲載されたウェブサイト等で広告を見た消費者が購買や資料請求など行動を起こした時に成功報酬としての広告料が発生し、当社を経由して広告掲載サイトの運営者に支払われる。当社は広告主とサイト運営者との仲介者としての役割を担い、広告料の約 30%弱が手数料収入になる。また、広告事業に付随して初期導入費用や月次管理料等もなども当社の収入となる。

主な広告主は金融・保険業、着うた・占いサイト等のコンテンツ事業者、e コマース事業者などで、2011 年 3 月末の稼動広告主数は 5,554 件、また広告を掲載する登録サイト数は 282 千件に達する。

メディア運営事業は、過去 M&A などを通じて様々な事業を取り込んだが、収益への貢献は少なかった。現在は選択と集中により事業を再編し、育児支援サイト「ママスタジアム」の運営とソーシャルメディア向けに恋愛系ゲームなどのコンテンツ提供が中心となっている。



アフィリエイト広告の概要 (当社 HP より)

> 経営陣

証券会社出身の社長が1999年に創業。ネット系ベンチャーらしい若い経営陣が特徴

当社の取締役は4名(1名は社外取締役)で構成されている。社長の河端氏は大和証券からベンチャー支援会社を経て当社を創業した。創業当初からの取締役は社長と森川氏の2名で、渡部氏は楽天出身で、社外取締役の三原氏は弁護士で京都きもの友禅の監査役も兼務している。

河端社長は昭和45年生まれの40歳で、他の2名の社内取締役は30代と、若い経営者によって会社は運営されている。なお、昨年12月に管理担当の取締役が辞任している。また監査役会はビジネス経験のある3名の社外監査役で構成され、内1名が常勤監査役となっている。

当社の取締役は少数であり、実質的な経営権限は社長が掌握していると推察される。社長の経営判断をチェックする体制強化が求められるほか、監査役の実務が重要であるが、当社の中長期的な成長性は社長の経営判断に負うところが大きいと考えられる。

> 株主構成

＜株主構成＞	
河端伸一郎氏及び親族	65.0%
オプト	1.2%
自社株式	2.7%
＜所有者別状況＞	
金融機関	2.4%
法人	2.5%
外国法人	0.4%
個人	94.5%

(2010年9月末時点)
(出所)当社公表資料より

当社の株主構成(2010年9月期末)は、社長の河端氏が親族名義を含め65.0%を保有する支配株主。また、取引先の広告代理店オプト社が1.2%保有するほか、自己株式を2.7%保有する。株主数は1,112名で、ここ2~3年で大きな変化が見られない。所有者別では金融機関が2.4%、法人2.5%、外国法人0.4%、個人が94.5%となっている。

社長が発行済株式数の6割超を握っていることから、浮動株は少なく、株式出来高の振幅が大きい。今後の社長の持株比率の引下げに伴う株主作りや株式の流動性対策などが注目される。

> 沿革・企業理念

当社は1999年に設立され、2001年から基盤事業であるPCアフィリエイトサービス「アクセストレード」を開始。2003年に価格比較サイト「ベストプライス」を立ち上げ、2004年にはモバイルアフィリエイトサービス「アクセストレードモバイル」を開始した。

2006年9月に東証マザーズに上場。2007年に育児支援サイト「ママスタジアム」の事業を譲受け、オニオン新聞社の全株式も取得。2008年には携帯オークションサイト運営のワンステップフォワード社(後の「ガールズオークション」)の全株式を取得した。今年になりソーシャルアプリのmore games社の株式86%を取得して子会社化する一方、ガールズオークションとオニオン新聞社の全株式を譲渡している。

当社は経営理念として「Win-Winの輪を広げ、明日の社会を担う企業に成長する」ことを掲げている。また経営方針としては「価値創造」、「相互信頼」、「長期展望」、「社員の成長」、「社会的信用」をあげており、各グループ会社もそれぞれの事業領域に合わせた経営理念・経営方針を策定して事業活動を行っている。

事業環境

> 業界環境・競合他社

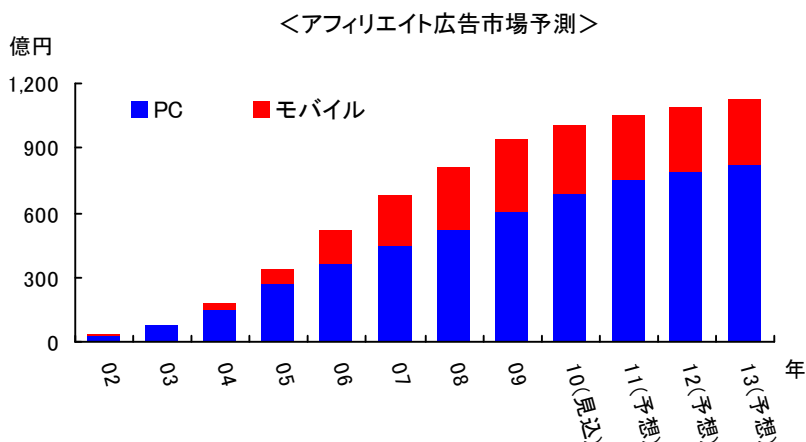
広告主にとって費用対効果が明確なアフィリエイト広告は中長期的に拡大が見込まれる有望市場

インターネットのブロードバンド環境の整備、定額パケット制の浸透によるモバイルインターネットの普及、さらに SNS の会員数増加などを背景に、インターネット上の媒体は多岐にわたっている。そのため、ネット向けの広告主にとって費用対効果が明確なアフィリエイト型の広告は重要なプロモーションツールとなっている。民間調査機関の調べによると、アフィリエイト広告の市場規模は 2002 年度の 36 億円 (PC33 億円、モバイル 3 億円) から 2010 年度には 1,000 億円 (PC689 億円、モバイル 320 億円) に達し、2013 年度には 1,125 億円 (PC818 億円、モバイル 306 億円) に拡大する見通しである。

アフィリエイト広告の特徴は、広告効果が可視化できるため、景気変動の影響を受けにくい。つまり、広告を見た消費者が何らかの消費行動を起こした時点で始めて広告料が発生するため、広告コストの無駄が省け、費用対効果が把握しやすく、マーケティング対象を絞り込んだ効果的なプロモーションがやりやすくなる。

アフィリエイト広告市場が拡大するなか、広告主の開拓はもちろんのこと大規模なアクセス件数や会員数を抱える広告掲載サイトの確保が、アフィリエイト事業者の競争力を左右する重要な要素になる。つまりこの業界では、PC とモバイルそれぞれの有力サイトをどれだけ多く取り込むかがポイントとなっており、今後は市場拡大とともに規模の拡大を狙った M&A 等で業界再編が進む可能性も考えられる。

またスマートフォンへの対応も重要である。2010 年から各通信キャリアは Android 機種を順次投入しており、これまで主流だったフィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えが進み、スマートフォンの普及により、モバイルサイトは PC の領域に近づくことが想定される。その結果、コンテンツの多機能化により、モバイル向けアフィリエイト広告は想定以上に拡大する可能性を秘めている。



(出所) 矢野経済研究所「アフィリエイト市場の動向と展望 2011-2012」

アフィリエイト広告業界は、成長市場だけに参入業者も多い。上場企業では、ヤフーの関連会社であるバリューコマース(マザーズ:2491)、ファンコミュニケーションズ(JASDAQ:2461)、ディー・エヌ・エー(東証:2432)、アドウェイズ(マザーズ:2489)、フルスピード(マザーズ:2159)などが競合先。非上場では楽天の関連会社のリンクシェア・ジャパンやNTT系のNTTコミュニケーションズなどがある。

当社の業界内でのポジションは、上場会社間では、アドウェイズ、ファンコミュニケーションに次ぐ3番手グループに位置する。これら競合企業にはそれぞれ特徴がある。当社はPC向けアフィリエイト広告の比重が高く、PCポータルサイト大手のヤフー系のバリューコマースや楽天の関連会社のリンクシェア・ジャパンなどと競合する。

これに対して、アドウェイズは、グリーのリワード広告(※)を独占契約していることから、モバイル向けアフィリエイト広告に強みを有しており、ディー・エヌ・エーは自社グループ内でモバイル向けアフィリエイト広告を展開している。

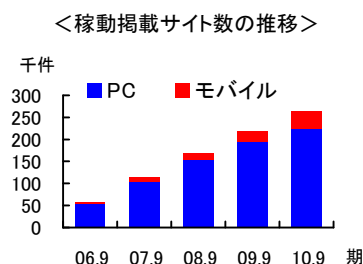
(※)リワード広告:アフィリエイト広告の一種で、アクセスした訪問者に広告料の一部を還元する広告。ゲームなどソーシャルアプリのポイント付与などが一般的。

> ビジネスサイクル

広告主との契約は、約半数(2011/3期48.2%)が広告代理店を窓口とするが、いずれも基本的に数か月から1年ごとの自動更新と推察される。しかし、アフィリエイト広告は、新規顧客層の取り込みを継続的に行うために実施することが多いため、契約は比較的長期にわたるものと考えられる。したがって、平均的なビジネスサイクルは1年~数年と想定される。尤も広告主の製品・サービスのライフサイクルや他社との競合もビジネスサイクルに影響を与えると考えられる。

また、広告を掲載するパートナーサイトとの関係では契約期間の定めが設けられていないことから、各サイトの属性にマッチした広告主の広告は、比較的長期のビジネスサイクルと考えられる。

> KPI(業績指標)



(出所)当社決算資料より

当社のKPIは広告掲載サイト数の推移が有効と考えられる。アフィリエイト広告は成功報酬型である以上、広告料は消費者やユーザーのアクションに左右される。そのため、人気のあるネットサイトや大規模会員組織を持つSNSは多くのページビュー(閲覧回数)が見込まれるため有望な広告媒体となる。

こうした媒体をパートナーとして確保することは、広告主からの出稿ニーズを高めることにつながり、代理店を通じた広告主の獲得にもプラスになるものと想定される。そこで、広告掲載サイト数の推移が当社の将来業績を見込む上で重要となろう。

経営戦略

> 現状の課題と戦略

赤字部門売却で課題だった
 メディ運営事業の黒字化に
 目処

現状の課題はアフィリエイト運営事業の裾野拡大とメディア運営事業の立て直しだと思われる。当社のアフィリエイト運営事業は金融・保険会社への依存度が高く、2009年9月期のセグメント内売上構成比は47%を占めていた。中でも消費者金融業者の依存度が高かったため、2010年9月期はモバイル向けアフィリエイト広告は伸張したものの、消費者金融業界における総量規制等の影響で金融・保険会社向け売上が減収になり、PCアフィリエイトは減少した。

そこで当社は拠点整備や人員拡充等でアフィリエイト広告の裾野拡大に努め、今2011年9月期はPC向けにeコマース事業者から、モバイル向けに着うた・占いなどのコンテンツ事業者からの収入を伸ばし、増収基調に転じている。

また、今期は赤字続きのメディア運営事業の改革に乗り出し、ソーシャルアプリのmore games社を子会社化する一方で、ガールズオークションとオニオン新聞を売却。これにより2012年9月期以降はメディア運営事業の収益改善が見込まれ、more games社のコンテンツ課金からの収益寄与が期待される。

<四半期毎の売上高推移>

単位:百万円	09.1Q	09.2Q	09.3Q	09.4Q	10.1Q	10.2Q	10.3Q	10.4Q	11.1Q	11.2Q
PC アフィリエイト	1,385	1,532	1,407	1,425	1,250	1,293	1,293	1,395	1,408	1,472
金融保険	795	938	823	856	683	684	654	697	673	711
サービス業	207	232	215	172	162	180	180	183	166	193
エンターテイメント	176	141	169	182	178	188	171	191	206	197
eコマース	149	159	153	182	207	209	252	289	329	325
その他	55	60	46	32	18	30	34	35	32	45
モバイルアフィリエイト	315	331	344	433	410	515	573	486	645	693
金融保険	75	95	93	94	81	78	85	60	65	84
サービス業	42	41	49	51	42	61	54	57	52	65
エンターテイメント	86	91	118	219	223	306	353	294	449	467
eコマース	49	61	61	59	59	63	66	71	63	72
その他	64	44	23	10	6	6	14	4	18	5
その他	6	9	13	251	23	22	18	30	40	37
アフィリエイト運営合計	1,706	1,872	1,764	1,879	1,683	1,830	1,884	1,911	2,094	2,203
コンテンツ課金	21	32	31	25	30	35	13	16	19	22
インターネット広告	11	17	12	13	9	12	6	8	6	7
フリーペーパー広告	73	80	76	78	86	95	93	89	89	89
メディア運営合計	111	129	119	116	125	142	112	113	114	119
売上高合計	1,817	2,001	1,883	1,995	1,808	1,972	1,996	2,024	2,208	2,322

(出所) 当社決算資料より

<事業セグメント別業績推移>

単位:百万円	06.9	07.9	08.9	09.9	10.9	11.9(予想)	12.9(予想)	13.9(予想)	14.9(予想)
売上高合計	3,131	4,697	6,034	7,703	7,806	9,240	10,720	11,990	13,260
PC アフィリエイト	-	-	4,870	5,749	5,231	5,870	6,550	7,150	7,750
モバイルアフィリエイト	-	-	847	1,423	1,983	2,710	3,420	3,990	4,560
その他	-	-	6	51	93	140	150	150	150
アフィリエイト運営	3,047	4,622	5,723	7,223	7,307	8,720	10,120	11,290	12,460
コンテンツ課金	-	-	-	116	94	100	150	200	250
インターネット広告	-	-	-	53	35	20	0	0	0
フリーペーパー広告	-	-	-	307	363	400	450	500	550
メディア運営	84	74	311	480	499	520	600	700	800
営業利益	246	290	196	160	209	410	660	710	840
アフィリエイト運営	-	-	321	453	431	510	660	660	790
メディア運営	-	-	-124	-293	-221	-100	0	50	50

(出所)当社決算資料より

(注)予想は担当アナリストの予想

> 中長期の課題と戦略

中長期の成長性は M&A と海外展開が鍵

中長期の課題は、人材育成と経営管理体制の強化、また高いキャッシュポジションを活かした M&A 戦略や海外展開となろう。

当社の従業員数は 2007 年 9 月末 109 名だったが、業容の拡大に伴い 2011 年 3 月末には 262 名に増加した。この間取締役は、1 名の辞任に伴い 5 名から 4 名体制になっている。支配株主である社長の経営判断が重視され、経営の一極集中的なリスクが高まっていることが考えられる。2010 年 10 月に執行役員制度を導入し、3 事業の部長を執行役員を選任し、経営監督機能と業務執行機能を分離しているが、成長過程において経営管理体制の強化は急務であり、人材の育成と権限委譲によるマネジメント力の強化とリスク管理は特に重要である。

当社は上場来無配を継続しており、成長のために M&A 戦略も積極的に採用してきた。現在も資産に占める現預金比率は 43% (2011 年 3 月末) とキャッシュ比率は高く、今期もメディア運営事業の収益改善のために more games 社を子会社化した。しかしながら、ソーシャルアプリ向け事業は新規参入も多く競合も厳しいため、今後はスマートフォン の普及につれて市場の拡大は見込まれるものの、収益基盤を強固なものにするために、今後も魅力あるコンテンツを有する事業会社や事業部門の M&A を進めることが想定される。

また、今年の 5 月には初の海外拠点として中国北京に駐在事務所を開設し、7 月には現地の広告事業者 (Bolome 社) との業務提携に合意をした。当面は中国での市場調査が主な業務と考えられるが、中長期的には現地での事業展開も予想される。

> アナリストの戦略評価

アフィリエイト運営事業の裾野拡大とメディア運営事業の再構築を評価

アフィリエイト運営事業においては、金融・保険事業向けの売上高の減少を、e コマース事業者やモバイル向けコンテンツ事業者への売上拡大することによって、増益へと結びつけた。その結果、事業ポートフォリオも広がり、リスクも分散されており、収益構造において改善がみられている点は評価できよう。

一方、メディア運営事業は過去に育児支援サイトの事業の譲受けやオニオン新聞社、ガールズオークションや more games 社を子会社化するなど、積極的な M&A による事業強化を図ってきた。しかし、メディア運営事業のセグメント利益を見る限り、これまでの M&A 戦略は必ずしも成功しているとは言い難い。もっとも、赤字続きのガールズオークションとオニオン新聞の売却で、2012 年 9 月期以降はセグメント利益の改善が見込まれる。

なお、新たに買収した more games 社からの業績寄与については、コンテンツ開発要員増とのれん代の償却等の負担も考えられるため、今後の業績動向を確認する必要がある。

今後は、コンテンツ系の M&A が中心になっていく可能性が高いが、対象となるコンテンツジャンルの将来性に加えて、コンテンツとしての拡張性や保有コンテンツ同士の相乗効果など、当社の事業としての競争力や収益性を考え、それらのコンテンツを適切な価格で取得する必要がある。

海外事業に関しては、まだ調査段階だと思われるが、広告事業は地域性が高い事業であり、単独では進出しにくいものと想定される。また、国内での競争力をつけて成長市場でのシェアを確保していくことが着実な事業戦略と思われるため、今後の海外戦略の動向については静観していきたい。

会社の分析・評価

> 基礎的分析

スマートフォンの拡大はビジネスチャンス

◆ SWOT 分析

強み (Strength)	<ul style="list-style-type: none"> ・アフィリエイト広告プログラムの開発力 ・広告主ごとのカスタマイズ能力 ・金融・保険事業者向けアフィリエイト広告の実績
弱み (Weakness)	<ul style="list-style-type: none"> ・広告代理店への依存の高い営業体制 ・アフィリエイト運営事業に頼る収益構造 ・新興企業に共通した経営管理体制の脆弱性
ビジネス機会 (Opportunity)	<ul style="list-style-type: none"> ・スマートフォンなど新たなデバイスの登場 ・SNS などの新たな分野におけるコンテンツ市場の拡大
脅威 (Threat)	<ul style="list-style-type: none"> ・大手広告業者による寡占化 ・アフィリエイト広告に代わる新たな広告手法の登場 ・システム障害などシステムの安定性へ脅威

> Porter's 5 forces

◆ 競合内競争

アフィリエイト広告業界はプレーヤーが多く、広告主に提示する広告料体系も各事業者の戦略によって異なるため、価格競争による収益性の悪化がリスクと考えられる。だが、広告媒体としての掲載サイトと良好な関係を築き、魅力的なパートナーサイトの数的優位を保つことで、価格競争に陥るリスクは低減可能と思われる。

◆ 新規参入の脅威

アフィリエイト広告は大規模なシステム投資の必要が無いため、新規の参入障壁は低いものの、業界にはすでに多くの業者が参入していることから、今後は新規参入リスクは小さいものと考えられる。むしろ、体力に勝るポータルサイトや SNS 主導の M&A などによる業界再編の可能性が高いと考えられる。

◆ 代替品・代替サービスの脅威

インターネットは技術革新のスピードが速く、アフィリエイト広告に代わる広告手法が出現するリスクは絶えず付きまとう。新技術開発に限らず業界動向にも絶えず注意を払う必要がある。

◆ 買い手の競争力

広告主との契約条件は個別案件ごとに違うもののアフィリエイト広告は景気変動に左右されにくいいため、広告主の値下げ圧力は比較的小さいものと考えられる。但し、競争による値下げ圧力は無視できない。

◆ 供給者の価格支配力

広告掲載サイトは、広告に対する消費者やユーザーのアクションによって、当社から報酬を受け取る。当社における掲載サイトへの支払いはアフィリエイト運営事業売上高の約7割程度で3割が当社の手数料収入になる。そのため、有力サイトから報酬引き上げ等の要求があった場合は収益性が損なわれるリスクをはらんでいる。

> ESG活動・分析

企業統治は新興企業全体の課題でもある

◆ 環境対応 (Environment)

当社はサービス業のため、製造業のCO₂排出削減のように環境保護への直接的な配慮の必要性は低いと考えられる。そのため、経営理念や経営方針において環境対応は謳っていない。

◆ 社会的責任 (Society)

当社は経営理念のなかで「明日の社会を担う企業」を目指し、経営方針でも「社会的信用」を掲げている。また、東日本大震災では義援金プログラムで455万円の義援金を日本赤十字社に寄付するなど、社会的な貢献についても関心は高い。

◆ 企業統治 (Governance)

当社の取締役は支配株主の社長以下4名、監査役は3名で構成されている。社外取締役は1名いるが、弁護士であり経営者としての経験はないため、経営判断についての助言には限界があるものと想定される。したがって、当社の経営戦略については、社長自身の経営判断が色濃く反映されているものと推察される。

本業であるアフィリエイト運営事業は実績を積み上げているが、過去実施したM&Aは必ずしも成功しているとは言えない。成長過程の若い企業に有りがちな傾向ではあるが、トップの経営判断に対するチェック体制と経営上重要な管理体制を整備して、競争力とリスク回避能力を併せ持った会社として成長することが求められよう。

業績動向と今後の見通し

> 今期業績

今期は会社計画の上振れを予想

2011年9月期の会社計画は、売上高が前期比16.1%増の90.6億円、営業利益は同85.9%増の3.9億円、当期純利益は同6.7倍増の4.3億円を見込む。売上面では、アフィリエイト運営事業ではPC向け広告がeコマース業者を中心好調で、またモバイル向け広告は、着うたや占い系などコンテンツサイトからの売上伸張を見込む。また、メディア運営事業は、売却したガールズオークションの減収分を買収したmore gamesのソーシャルアプリ間連売上によってカバーして、上期の減収から下期には増収に転じるという計画である。

利益面ではアフィリエイト運営事業の拡大に加え、赤字であったガールズオークション売却により営業利益は約1.0億円前後改善する見通し。なお、当期純利益は、赤字で減損したガールズオークション売却による税効果により、今期の法人税は減額されるため、最終利益は押し上げられている。

これに対し、担当アナリストは、震災の影響による自粛ムードをリスクと捉えながらも、会社計画のモバイル向けアフィリエイト広告がやや保守的な見通しを前提にしていることから、今期の業績は会社計画を上回る可能性が高いと予想している。

> 来期以降の業績

中期的な利益成長を見込み、2014年9月期の営業利益は8.4億円を予想

来期は、アフィリエイト運営事業の伸張と、メディア運営事業のソーシャルアプリ間連売上の拡大が予想される。マクロ環境でも、震災の影響が薄らぐことで景気の緩やかな回復が期待でき、アフィリエイト広告の裾野拡大も見込まれる。また、通信キャリアのスマートフォン普及策も追い風と考えられる。なぜなら、スマートフォンの利用者はPCインターネットの領域へのアクセスが容易であり、PC向けアフィリエイト広告事業に強みを持つ当社にとってはビジネス機会が増えることにつながろう。当社は、ソーシャルメディア向けにスマートフォンアプリ対応の広告ツールを提供するなど、スマートフォン向けアフィリエイト広告への対応も積極的に進めている。

メディア運営事業では、買収したmore gamesの恋愛系・占い系のソーシャルアプリをグリーなどのSNS向けにリリースを開始しており、コンテンツ課金と同時にモバイル向けアフィリエイト広告とのシナジー効果も期待できそうだ。

そこで、2012年9月期の営業利益はメディア運営事業の赤字解消もあり前期比61%増の6.6億円を予想する。また2014年9月期には営業利益8.4億円を見込む。ただし、2012年9月期の当期純利益は今期の税効果の消滅で表面上は減益の見通し。

投資判断

> 上場来パフォーマンス

当社は2006年9月、公募価格600,000円(分割調整後300,000円)に対し、投資家の成長期待が高く、初値1,200,000円(同600,000円)でマザーズに上場した。しかし、この初値が上場来最高値となり、その後は期待プレミアムの剥落とともに株価は2009年1月に24,080円の上場来安値をつけた。

2010年は40,000円から100,000円のボックス相場だったが、2011年5月に2011年9月期の増額修正を発表してから株価は100,000円を挟んだ揉み合いを続けている。

上場時の高過ぎた成長期待の剥落と無配継続により、上場来の株主パフォーマンスは-22.7%(年率)と厳しい数字になっている。

> 株主還元

株主還元策に課題

当社は創業以来、財務の安定性と成長のために内部留保を優先してきた。現在の配当政策も、株主還元を経営の重要事項に位置づけながら、事業規模や収益の安定成長段階に入るまで内部留保に注力するという方針を掲げている、なお、自社株買いも2007年9月期以降実施していない。

当社はすでに株主資本比率は54%(2010年9月期)を超え、なおかつ高いキャッシュポジションを維持している。M&A案件のための待機資金の必要性もある一方で、株価の低迷によって株主は不満を抱えていることが想定され、上場以来5年も無配を継続する理由は乏しいと思われる。主力事業の安定成長が見え始め、来期の業績も好調に推移することを前提に、配当性向20%程度の株主還元は必要と考え、期待も込めて2012年9月期から配当を実施するという予想を立てた。

> 今後の株価見通し

2006年9月に上場後、2008年9月期と2009年9月期に営業減益が続き、2010年9月期は営業増益に転じたものの利益水準は2007年9月期をまだ超えていない。こうした典型的な「IPO企業息切れ」がこれまでの株価低迷の要因と考えられる。しかし2011年9月期はアフィリエイト運営事業の伸張に加え、赤字であったメディア運営事業の部門売却等により、営業利益は上場来の最高益を更新することが可能と思われる。

こうした利益の回復は株価にとっても当然ポジティブであり、また我々の中期予想は毎年2桁台の成長を見込んでいる。したがって、今後は四半期決算などで当社の成長性に対する投資家の認知度が高まり、さらに配当による株主への還元姿勢も明らかになれば、株価も徐々に利益を適正に評価する動きが想定される。

> 株価バリュエーション比較

中期的な妥当株価は128,270円から153,920円のレンジを想定する。

当社の株価水準は、競合他社（アドウェイズ、バリューコマース、ファンコミュニケーションズ、フルスピード）と比べ、予想PERとROEでみると割安感があるが、税効果によるプラスを考慮すると、実質的なPERは2桁台であり、特に割安ではない。また、PBRで見る限り、同業他社と比べて中間的な評価となっている。

このように、同業他社との比較、及び事業ドメインの競争環境などから考えて、当社の適正バリュエーションは予想PERで10倍から12倍（株主資本コストで8～10%）と考えられる。これを2014年9月期予想EPS12,827円に当てはめると、妥当株価は128,270円から153,920円程度のレンジが想定される。

<競合他社とのバリュエーション比較>

	インタースペース	アドウェイズ	バリューコマース	ファンコミュニケーションズ [※]	フルスピード
株価(円)	83,400	118,000	19,990	122,100	34,800
PER(予想)	5.9倍	14.5倍	10.1倍	11.2倍	---
税効果考慮PER	11.5倍	-	-	-	-
PBR(実績)	1.6倍	2.5倍	0.9倍	2.8倍	4.3倍
配当利回り(予想)	0.0%	0.0%	0.9%	1.7%	0.0%
時価総額(百万円)	2,808	9,423	3,860	13,015	4,997

(注) 将来予想におけるPER、配当利回りは、レポート作成時の株価を用いて算出

インタースペースの予想は担当アナリスト予想

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。

■ 企業の知的資本(=隠れた強み)を読み手に伝える分析

本レポートは、株式会社アクセル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ております。これに基づき、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、また企業の知的資本の視点からも評価を行います。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、広く投資判断の情報を提供します。

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)

リターンのばら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、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、インテリジェンシャル・キャピタル・インターナショナル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