

インタースペース (2122 東証マザーズ)

発行日: 2012/1/18
調査日: 2011/11/11
調査方法: 取材

アフィリエイト広告大手で PC 向けに強み

> 決算サマリー

◆ 2011 年 9 月期決算は主力のアフィリエイト事業が牽引

- 2011 年 9 月期決算は売上高が前期比 21.2%増の 94.6 億円、営業利益は同 72.7%増の 3.6 億円、当期純利益は過去分法人税等の還付で同 6.7 倍増の 4.3 億円となった。2011 年 9 月期は会社計画に対して売上高が 4.0 億円上回ったものの、営業利益は期末に向けた販売促進費増で 0.3 億円の未達という内容。
- 事業セグメント別に見ると、アフィリエイト運営事業は売上高が前期比 20.8%増の 88.2 億円、営業利益は同 28.8%増 5.5 億円。売上面では主力の金融保険向けが微増にとどまるも、着うた・占いなどのコンテンツ向けの伸長でオフセット。利益面では営業強化に向けた人件費増、広告費増を売上高の伸びで吸収した。
- メディア運営事業は買収したソーシャルゲーム子会社の寄与で売上高が前期比 26.9%増の 6.3 億円、営業利益は不採算子会社の期中売却で 1.9 億円の赤字(前期は営業赤字 2.2 億円)に改善。
- 2011 年 9 月期は収益力強化に向けた事業再編成として、不採算子会社を売却するとともにソーシャルゲーム会社を買収。成長が見込まれる中国市場参入に向け、北京に駐在員事務所を開設して現地調査を開始している。
- 当社は株主総会決議を前提に、2011 年 9 月期の初配 1 株 650 円を取締役会で決定するなど、株主還元への取り組みも意識している。

業種: サービス業
アナリスト: 馬目 俊一郎
+81 (0)3-6858-3216
manome@holistic-r.org

【主要指標】

株価(1/6、円)	65.400
発行済株式数	33,852
時価総額(百万円)	2,214
上場日	2006/9/19
上場来パフォーマンス	-24.8%

	前期	今期
PER(倍)	4.7	8.3
PBR(倍)	1.0	0.9
配当利回り	1.0%	1.0%

	σ	β 値
リスク指標	77.8%	1.73

【主要 KPI (業績指標)】

	2010 年 9 月末	2011 年 9 月末
広告掲載サイト 数	263 千 サイト	303 千 サイト

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン(%)	5.1	-18.3	14.7
対 TOPIX(%)	5.0	-14.4	43.1

*用語の説明は最終頁をご覧ください

> 投資判断

◆ 2012 年 9 月期はスマートフォン対応が鍵に

- 2012 年 9 月期の会社計画は売上高が前期比 8.4%増の 102.5 億円、営業利益は同 15.8%増の 4.1 億円、当期純利益は税負担の平準化で同 49.3%減の 2.2 億円を見込む。この概要は、アフィリエイト運営事業がモバイル向けの一時的な成長鈍化と中国事業の先行投資などで収益性が鈍るものの、メディア運営事業の SNS 向けソーシャルゲーム投入でアフィリエイト運営事業の停滞をカバーする内容。
- 担当アナリストはモバイル向けアフィリエイトの端境期入りや、中国事業の本格展開に向けた先行投資などを考慮して従来の業績予想を修正し、2012 年 9 月期は売上高が 107.2 億円→105.8 億円、営業利益は 6.6 億円→4.8 億円に減額修正した。
- 担当アナリストは業績予想の修正に伴い、適正株価水準の前提となる予想 EPS を 2014 年 9 月期予想から 2015 年 9 月期予想に変更し、新たな適正株価水準として 132,000 円から 158,000 円を想定している。これは 2015 年 9 月期予想 EPS13,239 円の PER10 倍から 12 倍に相当する水準となる。

証券リサーチセンター
審査委員会審査済20120113

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)	2010/9 期 実績	2011/9 期 実績	2012/9 期 会社予想	2012/9 期 予想	2013/9 期 予想	2014/9 期 予想	2015/9 期 予想
売上高	7,806	9,462	10,258	10,580	11,600	12,620	13,640
前年比	1.3%	21.2%	8.4%	11.8%	9.6%	8.8%	8.1%
営業利益	209	362	419	480	580	680	770
前年比	30.8%	72.7%	15.8%	32.6%	20.8%	17.2%	13.2%
経常利益	216	372	410	481	581	681	771
前年比	33.5%	72.1%	10.3%	29.3%	20.8%	17.2%	13.2%
当期純利益	65	435	221	259	322	376	436
前年比	-	569.4%	-49.3%	-40.5%	24.3%	16.8%	16.0%
期末株主資本	1,649	2,094	-	2,353	2,654	3,008	3,408
発行済株式数	33,402	33,852	33,852	33,852	33,852	33,852	33,852
EPS(円)	2,007.89	13,367.88	6,714.32	7,864.69	9,777.72	11,417.47	13,239.40
配当(円)	0	650	650	650	900	1,100	1,200
BPS(円)	50,778.04	63,607.21	-	71,450.26	80,577.98	91,345.45	103,484.85
ROE	4.0%	23.3%	-	11.6%	12.9%	13.3%	13.6%
株価(円)	40,200	63,200	65,400	65,400			
PER(倍)	20.0	4.7	9.7	8.3	6.7	5.7	4.9
配当利回り	0.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.4%	1.7%	1.8%
PBR(倍)	0.8	1.0	-	0.9	0.8	0.7	0.6

(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。

> 株価パフォーマンス



決算サマリー

> 事業内容

◆ アフィリエイト広告大手でPC向けに強み

当社はPCインターネット向けやモバイル向けアフィリエイト広告(成果報酬型広告)のほか、子会社で恋愛系ゲームや占い等のコンテンツをSNS(ソーシャル・ネットワーキング・サービス)向けに提供している。

2011年9月期は収益力強化に向けた事業再編成として、不採算子会社を売却するとともに買収したソーシャルゲーム会社を子会社化。成長が見込まれる中国市場参入に向け、北京に駐在員事務所を開設して現地調査を開始している。

> 通期決算

2011年9月期はコンテンツ向けアフィリエイトが好調

◆ アフィリエイトの好調に加えコンテンツも新規子会社が寄与

2011年9月期決算は売上高が前期比21.2%増の94.6億円、営業利益は同72.7%増の3.6億円、当期純利益は過去分法人税等の還付で同6.7倍増の4.3億円となった。2011年9月期は会社計画に対して売上高が4.0億円上回ったものの、営業利益は期末に向けた販売促進費増で0.3億円の未達という内容だった。

2011年9月期決算を事業セグメント別に見ると、アフィリエイト運営事業は売上高が前期比20.8%増の88.2億円、営業利益は同28.7%増5.5億円だった。売上面では主力の金融保険向けが微増にとどまるも、着うた・占いなどのコンテンツ向けの伸長でカバー。利益面では営業強化に向けた人件費増、広告費増を売上高の伸びで吸収した格好である。

メディア運営事業は買収したソーシャルゲーム子会社の寄与で売上高が前期比26.7%増の6.3億円、営業利益は不採算子会社の期中売却で1.9億円の赤字(前期は営業赤字2.2億円)に改善した。

なお、2011年9月期決算は担当アナリスト予想に対し、売上高では2億円上回ったものの、営業利益は0.5億円下回った。この要因は、期末に向けた営業強化策で売上高を伸ばした反面、これが想定以上の販売促進費増につながり営業利益はアナリスト予想を下回る結果となった。

> 業績見通し

2012 年 9 月期はスマートフォン対応と中国先行投資負担で一時的に踊り場入り

◆ アフィリエイトはモバイル向けが端境期入り

2012 年 9 月期の会社計画は売上高が前期比 8.4%増の 102.5 億円、営業利益は同 15.8%増の 4.1 億円、当期純利益は税負担の平準化で同 49.3%減の 2.2 億円を見込む。

この会社計画を事業セグメント別に見ると、アフィリエイト運営事業は売上高が前期比 5.6%増の 93.1 億円、営業利益は同 31.5%減の 3.8 億円を見込む。メディア運営事業は売上高が同 48.5%増の 9.4 億円、不採算事業の売却で営業利益は 0.3 億円（前期は営業赤字 1.9 億円）を計画している。つまり、2012 年 9 月期計画の概要は、アフィリエイト運営事業がモバイル向けの一時的な成長鈍化と中国事業の先行投資などで収益性が鈍るものの、メディア運営事業の SNS 向けソーシャルゲーム投入でアフィリエイト事業の停滞をカバーする内容となっている。

このアフィリエイト運営事業の一時的な成長鈍化は、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想定以上に進んでいることが主な要因と考えられる。従来のフィーチャーフォン向けアフィリエイト広告の減少が避けられない中、スマートフォン向けの Web サイトもまだ少ないうえ、アプリの無料お試し期間などによる単価下落が収益性を圧迫する見通し。

スマートフォンによって PC サイトとモバイルサイトの垣根が低くなったとはいえ、モバイル向けアフィリエイト広告のサービス拡大にはスマートフォンの画面サイズに適応したサイトの普及が欠かせない。当社はアフィリエイトを掲載するパートナーサイト向けにスマートフォン向けサイト構築支援や、スマートフォン向けの新たな広告手法を提供している。このようにモバイル端末のパラダイムシフトに対応しているが、モバイル向けアフィリエイト広告の成長トレンド回帰にはもう少し時間を要すると考えられる。

一方で、フィーチャーフォンで一般的だったコンテンツのキャリア決済が、2011 年 11 月からようやくスマートフォンでも可能となったことから、着うたや占いなどのコンテンツ事業者向けアフィリエイト広告にはプラス要因となろう。

中国先行投資負担増とモバイル向けアフィリエイトの端境期入りを見越し、中長期業績予想を減額修正

担当アナリストはモバイル向けアフィリエイト広告の端境期入りや、中国事業の本格展開に向けた先行投資などを考慮して、従来の業績予想を修正している。主な内容は、2012 年 9 月期が売上高 107.2 億円→105.8 億円、営業利益 6.6 億円→4.8 億円。2013 年 9 月期は売上高 119.9 億円→116.0 億円、営業利益 7.1 億円→5.8 億円。2014 年 9 月期が 132.6 億円→126.2 億円、営業利益 8.4 億円→6.8 億円にそれぞれ減額修正し、新たに 2015 年 9 月期予想として売上高 136.4 億円、営業利益 7.7 億円を見込む。

投資判断

> 株主還元

当社は2006年の上場以来、内部留保を優先して配当等の株主還元を見送ってきたが、2011年12月の株主総会決議を前提に、2011年9月期は1株650円の初配を取締役会で決定した。

2012年9月期以降も不採算子会社の売却や税引前利益の拡大などでキャッシュフローの積み上げが予想されることから、アナリストは配当性向10%前後の配当は継続可能と予想している。

> 今後の株価見通し

2011年9月期の初配公表が評価され、直近の株価は60,000円から70,000円のボックス圏で推移している。また、競合他社とのバリュエーション比較において、当社の株価水準には割高感が感じられないことから、株価のダウンサイドリスクは限定的と考えられる。

ただし、2012年9月期第2四半期決算は、中国事業の先行投資負担を吸収できずに営業減益が予想されるため、バリュエーション的に割高感が感じられないとは言え、短期的には株価の上値も限られると想定される。

> 株価バリュエーション比較

適正株価水準は担当アナリストの業績予想の修正に伴い変更している。従前は2014年9月期予想のPER10倍から12倍見当の128,270円から153,920円としていたが、今回のレポートでは2015年9月期の予想EPS13,239円に対するPER10倍から12倍見当の132,000円から158,000円を新たな適正株価水準に設定している。

適正株価水準の前提EPSを2014年9月期から2015年9月期に1年先送りにしたのは、中国事業等の先行投資負担で利益成長が前回予想よりも約1年遅れと予想されるため。

<競合企業とのバリュエーション比較>

	インタースペース	アトウェイズ	バリューコマース	ファンコミュニケーションズ
株価(円)	65,400	158,000	21,550	91,200
PER(予想、倍)	8.3	17.5	9.5	9.0
PBR(実績、倍)	1.0	3.4	1.0	2.1
ROE(実績、%)	5.8	13.4	14.1	23.3
配当利回り(予想、%)	1.0	0.0	3.5	2.3
時価総額(億円)	22.1	126.2	41.6	97.2

(注) 株価は、2012年1月6日の終値採用

(注) インタースペースはアナリスト予想、その他は会社計画を基に算出。

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 T O P I X）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、株式会社 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。特に記載のない限り、将来のパフォーマンスの予想はアナリストが適切に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、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