

インタースペース (2122 東証マザーズ)

発行日: 2012/6/15
調査日: 2012/5/15
調査方法: 企業訪問

独立系のアフィリエイト広告大手で PC 向けに強み

> 要旨

◆ インターネット広告市場は B to C 市場の拡大などが追い風

- ・同社は成果報酬型広告のアフィリエイト広告大手。PC インターネットやモバイル向けの「アフィリエイト運営事業」を柱に、恋愛系ゲームや占い等のコンテンツを SNS 向けに提供する「メディア運営事業」を展開している。
- ・同社の属するインターネット広告業界にはフォローの風が吹いている。B to C 向け EC 市場(電子商取引市場)の拡大に加え、スマートフォンの本格普及期入りなどデバイスの多様化が進み、国内広告市場全体が伸び悩む中でも、インターネット広告市場は中長期的に成長が見込まれる有望市場と考えられる。

◆ 2012 年 9 月期第 2 四半期決算は期初計画を上回る着地

- ・2012 年 9 月期第 2 四半期決算は売上が前年同期比 24.7%増の 56.5 億円、営業利益は同 38.4%増の 2.8 億円、四半期純利益は税負担の正常化で同 53.7%減の 1.5 億円となった。これは期初の会社計画(売上高 48.6 億円、営業利益 1.9 億円、四半期純利益 1.0 億円)を上回るもので、通期計画に対する進捗率も売上が 55.0%、営業利益は 68.2%といずれも高い水準を示している。

> 投資判断

◆ 2012 年 9 月期は会社計画の上振れを予想

- ・同社は第 2 四半期決算が計画を上回る着地だったにもかかわらず、期初の通期計画を据え置いた。アナリストも同様に従来の業績予想を継続し、2012 年 9 月期は会社計画を上回る着地を予想する。

◆ 中長期的な適正株価水準は 91,200 円～130,400 円を想定

- ・同社のバリュエーション比較は、同業のバリューコマース並びにファンコミュニケーションズが妥当と考えられる。同業他社比較から、同社の株価水準は予想配当利回りが見劣りするものの、予想 PER などはほぼフェアバリューと考えられる。
- ・これらを基に業界の適正 PER 水準を 7 倍～10 倍と仮定すると、アナリストの 2015 年 9 月期予想 EPS13,035.9 円を基にした中長期的な適正株価水準は、91,200 円～130,400 円と考えられる。

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】	2012/6/8
株価(円)	70,400
発行済株式数(株)	34,366
時価総額(百万円)	2,419
上場日	2006/9/19
上場来パフォーマンス	-22.3%

	前期	今期予想
PER(倍)	5.3	9.1
PBR(倍)	1.1	1.0
配当利回り	0.9%	0.9%

	σ	β 値
リスク指標	77.1%	1.6

【主要KPI(業績指標)】	10/9期末	11/9期末
広告掲載サイト数 (千件)	263	303

【株価パフォーマンス】	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	0.6%	7.2%	-22.2%
対TOPIX	0.8%	27.5%	-8.0%

*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20120612

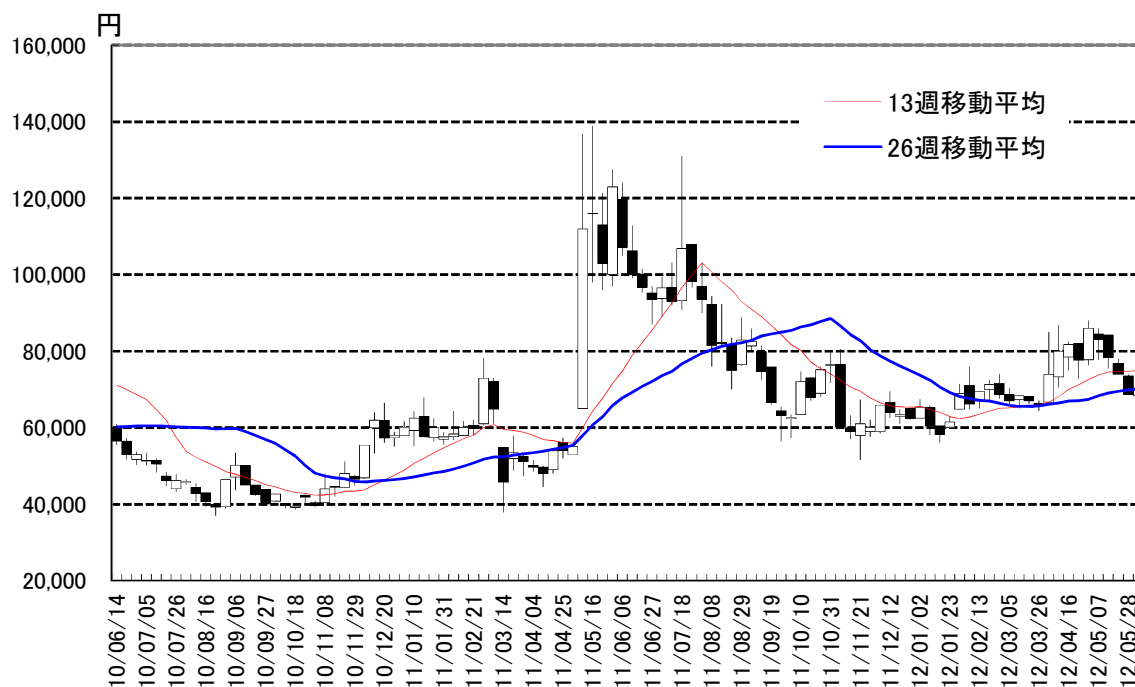
インタースペース (2122 東証マザーズ)

> 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	3,407
発行済株式数(株)	33,402	33,852	34,366	34,366	34,366	34,366	34,366
EPS(円)	2,007.9	13,367.9	6,714.3	7,743.8	9,627.5	11,242.0	13,035.9
配当(円)	0.0	650.0	-	650.0	900.0	1,100.0	1,200.0
BPS(円)	50,778.0	63,607.2	-	70,352.2	79,339.7	89,931.7	101,867.6
ROE	4.0%	23.3%	-	11.6%	12.9%	13.3%	13.6%
株価(円)	40,200	63,200	70,400	70,400	-	-	-
PER(倍)	20.0	4.7	10.5	9.1	7.3	6.3	5.4
配当利回り	0.0%	1.0%	0.0%	0.9%	1.3%	1.6%	1.7%
PBR(倍)	0.8	1.0	-	1.0	0.9	0.8	0.7

(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

インターネット広告市場は B to C 市場の拡大とデバイスの多様化で成長が見込まれる有望市場

◆ 独立系のアフィリエイト広告大手で PC 向けに強み

同社は成果報酬型広告のアフィリエイト広告大手。PC インターネットやモバイル向けの「アフィリエイト運営事業」を柱に、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) 向けに提供する「メディア運営事業」を展開している。

同社の属するインターネット広告業界にはフォローの風が吹いている。B to C 向け EC 市場 (電子商取引市場) の拡大に加え、スマートフォンの本格普及期入りなどデバイスの多様化が進み、国内広告市場全体が伸び悩む中でも、インターネット広告市場は中長期的に成長が見込まれる有望市場と考えられる。

これに対応すべく、同社は 2011 年 9 月期に不採算子会社の売却とソーシャルゲーム会社の M&A で事業ポートフォリオを再構築。2012 年 9 月期からはスマートフォン対策を強化するとともに、長期的な成長が見込まれる中国市場参入に向け現地調査を開始している。

> 決算概要

◆ 2012 年 9 月期第 2 四半期決算は期初計画を上回る着地

2012 年 9 月期第 2 四半期決算は売上高が前年同期比 24.7%増の 56.5 億円、営業利益は同 38.4%増の 2.8 億円、四半期純利益は税負担の正常化で同 53.7%減の 1.5 億円となった。これは期初の会社計画 (売上高 48.6 億円、営業利益 1.9 億円、四半期純利益 1.0 億円) を上回るもので、通期計画に対する進捗率も売上高が 55.0%、営業利益は 68.3%といずれも高い水準を示しており、下期に向け貯金を蓄えた格好である。

これ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 PC 向けの好調で売上高が前年同期比 22.2%増の 52.5 億円となるも、営業利益は戦略的な価格政策で同 2.3%減の 3.1 億円。一方、メディア運営事業はソーシャルゲームの新タイトル投入と M&A 効果で売上高が同 69.4%増の 3.9 億円、営業赤字は 0.2 億円 (前年同期は営業赤字 1.1 億円) まで改善した。

> 業績見通し

◆ 会社側は 2012 年 9 月期計画を据え置き

同社は第 2 四半期決算が計画を上回る着地だったにもかかわらず、期初の通期計画を据え置いた。これには大きく 2 つの理由が考えられ、一つは同社の保守的な意思表示、二つ目はインターネット広告業界の環境変化に対するリスク回避、などが挙げられる。

一つ目の理由として、上述したように第 2 四半期決算が通期計画に対して高い進捗率で推移したものの、2011 年 9 月期は利益面で未達に終わった反省から、同社は敢えて 2012 年 9 月期計画を保守的にアナ

ウンスしているとも推察される。

二つ目の理由は、アフィリエイト運営事業の営業利益が第2四半期決算で減益に陥るなど、収益性が売上高の伸びに連動しておらず、インターネット広告業界における何らかの環境変化を否定できない。

> アナリストの戦略評価

**2012年9月期の会社計画は
保守的と判断。今後のスマート
フォン対策に期待**

◆ 2012年9月期は会社計画の上振れを予想

第2四半期決算の進捗率から、アナリストは従来の業績予想を継続し、2012年9月期は会社計画を上回る着地を予想する。

第2四半期決算は、フィーチャーフォンからスマートフォンへの切り替えでモバイル向けアフィリエイトが伸び悩むなか、PC向けアフィリエイトの大口広告主確保と、携帯販売店店頭でのリアル店舗型ネットワーク広告で売上高成長を継続。利益面ではアフィリエイト運営事業の収益性低下をメディア運営事業の赤字幅縮小で営業増益を確保した内容であった。

この動きは下期も継続可能と予想されることから、アナリストは12年9月期の下振れリスクは小さいと判断している。

◆ 中長期的にはスマートフォン対策がカギ

アフィリエイト運営事業は、スマートフォンの普及でPCサイトとモバイルサイトの垣根が低くなったとは言え、モバイル向けアフィリエイトのサービス拡大にはスマートフォンの画面サイズに適したサイトが欠かせない。同社はスマートフォン向けにアフィリエイト広告自動配信システムをリリースするなど、スマートフォン需要の取り込みを強化している。

また、グリー向けにソーシャルゲームを提供しているメディア運営事業は、自社タイトルの開発強化に加え他社タイトルとの協業を進め、リリースタイトル数の積み上げと提供プラットフォームの多角化を図る方針である。自社タイトルのソーシャルアプリに対する広告は、通常であれば外部メディアに支払うメディア費用を自社で取り込めることから高収益が期待される。したがって、メディア運営事業の収益性は、自社タイトルのダウンロード数に左右されるため、スマートフォンユーザー獲得のためにも自社開発体制並びに有力タイトルホルダーとの協業が急がれる。

なお、ソーシャルゲーム業界で懸案となったカードゲームのコンプ・ガチャ規制は、同社のカードゲーム売上規模が小さいため、業績への影響は軽微と考えられる。

投資判断

> 株主還元

◆ 2012年9月期は前期並みの650円配当を予想

同社は2011年9月期に初配650円を実施したが、12年9月期の配当予想は未だに公表されていない。しかしながら、12年3月末の自己資本比率54.0%やキャッシュフロー17.6億円を考慮すると、12年9月期も前期並みの650円配当が可能と推察される。アナリストは同社の中長期業績予想を基に、配当性向9%~10%程度の継続的な配当を想定している。

> 株価バリュエーション

◆ 同業他社比較から現在の株価水準はフェアバリューと認識

同社のバリュエーション比較は、同業のバリューコマース並びにファンコミュニケーションズが妥当と考えられる。下表を基にすると、同社の株価水準は予想配当利回りが見劣りするものの、予想PERなどはほぼフェアバリューと考えられる。

したがって、業界の適正PER水準を7倍~10倍と仮定すると、アナリストの2015年9月期予想EPS13,035.9円を基にした中長期的な適正株価水準は、91,200円~130,400円と考えられる。

同業他社とのバリュエーション比較

	インタースペース	バリューコマース	ファンコミュニケーションズ*
株価(円)	70,400	25,550	99,200
予想PER(倍)	9.1	9.4	7.0
実績PBR(倍)	1.1	1.1	1.9
実績ROE	23.3%	10.0%	21.7%
予想配当利回り	0.9%	2.9%	2.3%
時価総額(億円)	24.2	49.4	105.7

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

注) 株価は6/8終値

> 今後の株価見通し

下値リスクは小さいものの、
ブレイクスルーに乏しい事業
ポートフォリオ

◆ 中長期的な適正株価水準は91,200円~130,400円を想定

直近1年間における同社の株価は、60,000円~100,000円のボックス圏で推移している。これは、バリュエーション面で割安感に乏しいうえ、収益モメンタムの変化も想定内に収まっているためと推察される。一方、アナリストの業績予想を基にした適正株価水準は、中長期的に91,200円~130,400円と想定されることから、今後は業績動向を確認しながら下値を切り上げる動きが期待される。

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)

リターンのおぼ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なり、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、(株) 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、最新のものではありません。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場合があります。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