

ホリスティック企業レポート インタースペース 2122 東証マザーズ

アップデート・レポート
2015年5月22日 発行

一般社団法人 証券リサーチセンター



証券リサーチセンター
審査委員会審査済 20150519

インタースペース (2122 東証マザーズ)

発行日:2015/5/22

独立系のアフィリエイト広告大手でストアフロントアフィリエイトに強み ゲーム部門縮小で構造転換を図るもアフィリエイト広告に次ぐ収益源の育成が課題

> 要旨

◆ 利益の大部分を稼ぎ出すインターネット広告事業がドライバー

- ・インタースペース(以下、同社)は、アフィリエイト広告を主力にソーシャルゲーム開発や自社メディア運営などを行っている。
- ・事業セグメントは「インターネット広告事業」と「メディア運営事業」で構成されるなか、インターネット広告事業が利益の大部分を稼ぎ出している。

◆ 上期はゲーム苦戦とメディア費用増などで75.2%営業減益

- ・15/9 期第 2 四半期累計(以下、上期)決算は、売上が前年同期比15.6%増の9,106 百万円、営業利益は同75.2%減の111 百万円であった。売上面ではインターネット広告事業が好調に推移したが、利益面ではゲーム部門が不振だったうえ、インターネット広告事業もセールスマックスの変化で利幅が縮小した。

◆ 15 年 9 月期は期初の会社計画を減額修正

- ・上期の状況から同社は通期計画を見直し、15/9 期は売上高 19,000 百万円→18,630 百万円(前期比 11.0%増)、営業利益 660 百万円→323 百万円(同 58.5%減)に修正した。下期は不振のゲーム部門縮小策により売上計画を減額し、セールスマックスの変化によるインターネット広告事業の利幅縮小やメディア運営事業の赤字拡大を見込み利益計画も減額した。

◆ 証券リサーチセンターも 15 年 9 月期の業績予想を減額修正

- ・証券リサーチセンターは、上期のメディア運営事業の苦戦とゲーム部門縮小策を受けて従来予想を見直し、15/9 期は売上高 18,950 百万円→18,820 百万円(前期比 12.1%増)、営業利益 690 百万円→310 百万円(同 60.3%減)に減額した。

【2122 インタースペース 業種: サービス業】

決算期	売上高 (百万円)	前期比 (%)	営業利益 (百万円)	前期比 (%)	経常利益 (百万円)	前期比 (%)	純利益 (百万円)	前期比 (%)	EPS (円)	BPS (円)	配当金 (円)	
2013/9	15,182	22.7	592	5.4	597	7.5	197	18.2	29.3	360.2	5.0	
2014/9	16,788	10.6	780	31.9	790	32.3	386	95.7	57.2	406.2	8.0	
2015/9	旧CE	19,000	13.2	660	-15.5	654	-17.2	284	-26.3	42.0	-	8.0
	新CE	18,630	11.0	323	-58.5	340	-57.0	69	-82.1	10.2	-	8.0
2015/9	旧E	18,950	12.9	690	-11.5	690	-12.7	310	-19.7	45.8	440.3	8.0
	新E	18,820	12.1	310	-60.3	330	-58.2	60	-84.5	8.8	403.5	8.0
2016/9	旧E	21,500	13.5	900	30.4	900	30.4	440	41.9	64.9	497.2	10.0
	新E	21,510	14.3	660	112.9	670	103.0	350	483.3	51.6	447.1	8.0
2017/9	旧E	24,100	12.1	1,060	17.8	1,060	17.8	510	15.9	75.2	562.4	12.0
	新E	24,230	12.6	800	21.2	810	20.9	430	22.9	63.4	502.5	10.0

(注) CE: 会社予想、E: 証券リサーチセンター予想

アップデート・レポート

2/9

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。

アナリスト: 馬目 俊一郎

+81(0)3-6858-3216

レポートについてのお問い合わせはこちら

info@stock-r.org

【主要指標】

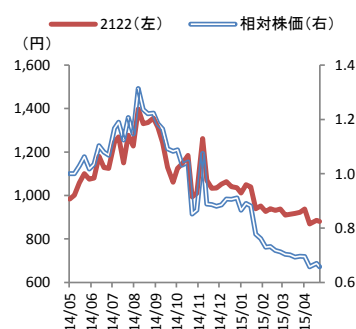
	2015/5/15
株価(円)	880
発行済株式数(千株)	6,967
時価総額(百万円)	6,131

	前期	今期E	来期E
PER(倍)	15.4	100.0	17.1
PBR(倍)	2.2	2.2	2.0
配当利回り(%)	0.9	0.9	0.9

【株価パフォーマンス】

	1 カ月	3 カ月	12 カ月
リターン(%)	-6.6	-5.0	-12.1
対TOPIX(%)	-7.4	-9.9	-34.3

【株価チャート】



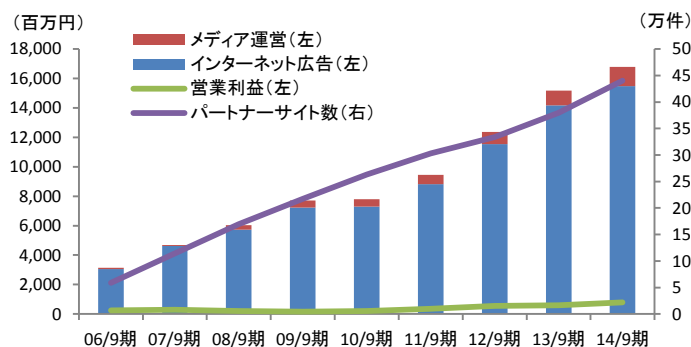
(注) 相対株価は対TOPIX、基準は2014/5/24

> 事業内容

◆ 利益の大部分を稼ぎ出すインターネット広告事業がドライバー
 インタースペース（以下、同社）は、PC やモバイル向けアフィリエイト広告を主力に、ソーシャルゲーム開発や育児支援の自社メディア運営なども行っている。事業セグメントはアフィリエイト広告等の「インターネット広告事業」と、ゲーム開発や自社メディア運営等の「メディア運営事業」の2事業で構成され、このうちインターネット広告事業が利益の大部分を稼ぎ出している。

◆ 市場拡大を追い風にパートナーサイトの積み上げで業容を拡大
 アフィリエイト広告業界は、大手ポータルサイトや商社などによる系列化が進むなか、同社は業界大手のなかで唯一の独立系である。これは広告主の獲得や掲載メディア確保の面で、ポータルサイト系の競合他社に及ばないものの、独立系であることを活かして系列の垣根を越えた幅広い広告主やメディアの確保が可能とも考えられる。

【 図表 1 】 売上高・営業利益・パートナー数の推移



(出所) 決算短信、インタースペース決算説明資料より証券リサーチセンター作成

アフィリエイト広告市場は、e コマース市場の拡大やスマートフォン普及などを背景に拡大が続いている。なかでも Wi-Fi 整備でネット環境が PC に近づいたスマートフォン並びにタブレット端末の普及は、ネットユーザーの隙間時間を広告ターゲットに取り込んだことで、アフィリエイト市場の成長スピードを加速させた。

また、モバイル端末の多様化が進むなか、同社はスマートフォンへの買い替え需要を好機と捉え、携帯電話販売店で広告アプリをインストールするストアフロントアフィリエイト（以下、SFA）に注力している。Web サイトなどのメディアに頼らず販売店をメディア代わりに活用できることから、SFA は独立系の同社にとって重要なメディア並びに販売チャネルと考えられる。

同社の業績動向を見ると、10/9 期はリーマンショックの影響を受けたものの、アフィリエイト広告市場の拡大とメディア（パートナーサイト）の積み上げを基盤に順調な売上高の成長を継続しており、今後もインターネット広告事業が同社の売上を牽引する見通しである。

> 決算概要

◆ 上期はゲーム苦戦とメディア費用増などで 75.2%営業減益

15/9 期第 2 四半期累計（以下、上期）決算は、売上高が前年同期比 15.6%増の 9,106 百万円、営業利益は同 75.2%減の 111 百万円、海外子会社の赤字で一時的に税負担が高まり純利益は 99.2%減の 1 百万円であった。

売上面ではインターネット広告事業の好調により二桁増収となったが、利益面ではメディア運営事業が不振だったほか、インターネット広告事業もセールスマックスの変化で利幅が縮小したうえ、先行投資的な人員拡充や 14/9 期の第 3 四半期から連結対象となった海外子会社のコスト負担などが利益を圧迫し、大幅減益となった。

事業セグメント別に見ると、インターネット広告事業は売上高が前年同期比 21.3%増の 8,731 百万円となるも、営業利益は同 60.0%減の 171 百万円だった。

サービス別の売上高では、スマートフォンの普及を追い風に当該事業を牽引してきた SFA が、通信キャリアのスマートフォン販売キャンペーン一巡で前年同期比 12.8%減の 1,615 百万円に留まる一方、通常のアフィリエイト広告は FX などの金融カテゴリーや e コマースカテゴリーの拡大で同 29.7%増の 6,440 百万円と続伸したほか、Web サイトの記事と同じ体裁で表示される短文広告等のネイティブ広告が好調だったその後も同 78.8%増の 676 百万円となった。なお、海外子会社 3 社の売上寄与は殆ど無かったと推察される。

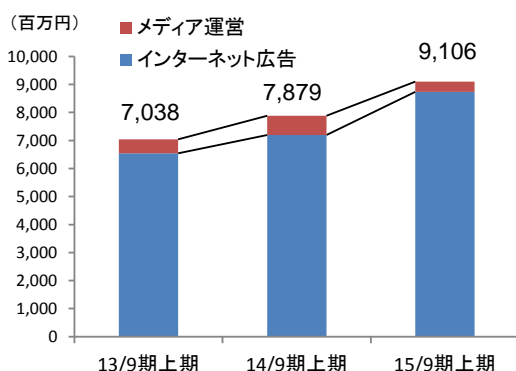
利益面では前下期から連結対象となった海外子会社 3 社（中国、インドネシア、タイ）のコスト負担や先行投資的な人員拡充に加え、金融カテゴリーの拡大で大手メディアへの広告掲載頻度が増したことでメディア費用が増加するなど、先行投資とセールスマックスの変化が利益を圧迫した。なお、上期は海外子会社 3 社合計で 40 百万円程度の営業赤字だった模様である。

メディア運営事業は売上高が前年同期比 45.1%減の 375 百万円、営業損失 60 百万円（前年同期は営業利益 20 百万円）と不振であった。この要因はソーシャルゲームと通信キャリアの公式コンテンツ受託が、大幅に減少したためである。

サービス別の売上高は、メディア広告が自社メディア「ママ・スタジオ」の稼働ユーザー数が高水準で推移したことで、広告収入が堅調に推移し前年同期比 2.6%増の 159 百万円となったものの、ソーシャルゲームは恋愛ゲームの新規 2 タイトルが不振だったうえ、既存タイトルの陳腐化で同 54.9%減の 115 百万円となった。コンテンツも通信キャリアの方針転換で公式コンテンツの受託制作が減少し同 67.9%減の 70 百万円となった。

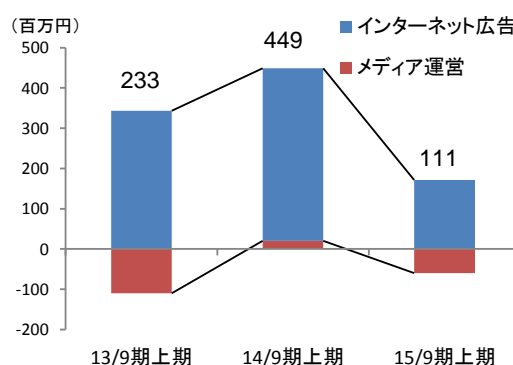
利益面では経費削減に努めたが、ソーシャルゲームとコンテンツの大幅な減収で固定費を賄いきれず赤字に転落した。

【 図表 2 】 事業セグメント別売上高



(出所) 図表 2 及び 3 とともに決算短信より証券リサーチセンター作成

【 図表 3 】 事業セグメント別利益



> 業績見通し

◆ 15年9月期は期初の会社計画を減額修正

15/9 期上期の状況から同社は通期計画を見直し、15/9 期は売上高 19,000 百万円→18,630 百万円 (前期比 11.0%増)、営業利益 660 百万円→323 百万円 (同 58.5%減) に修正した。

この主な要因は、売上面で金融・eコマースカテゴリーが好調なインターネット広告事業を増額する一方、メディア運営事業は上期の不振に加え、下期からは新規ゲーム制作から撤退するため大幅な減収が避けられず、これが全体の売上計画を減額修正につながっている。

利益面ではセールスマックスの変化によるインターネット広告事業の利幅縮小や、メディア運営事業の赤字拡大を見込んだ。なお、メディア運営事業は赤字が続くゲーム部門の事業縮小で対象人員 30 名を削減して止血に努める一方、広告収入が見込まれる自社メディアを新規に立ち上げるなどの事業再構築を進める方針である。

◆ 証券リサーチセンターも 15年9月期の業績予想を減額修正

証券リサーチセンター(以下、当センター)は、メディア運営事業の上期苦戦とゲーム部門縮小策の表明を受けて従来予想を見直し、15/9期は売上高18,950百万円→18,820百万円(前期比12.1%増)、営業利益690百万円→310百万円(同60.3%減)に減額した。

事業セグメント別では、インターネット広告事業は売上予想を増額する半面、利益予想は減額した。売上面ではスマートフォンの買換え一巡感からSFAの売上予想を減額する一方、金融並びにeコマースカテゴリーが好調なアフィリエイト広告とネイティブ広告が伸長しているその他部門を増額した。利益予想の減額はアフィリエイト広告におけるセールスマックスの変化が主な要因である。

メディア運営事業は、上期の状況からゲーム及びコンテンツの売上高と利益の予想を大幅に減額した。

16/9期以降については、売上面でゲーム及びコンテンツの縮小でメディア運営事業を減額修正する一方、インターネット広告事業のアフィリエイト広告とネイティブ広告の伸長を予想した。これによってメディア運営事業の減額分をインターネット広告事業の伸びで補い、全体としては従来予想と同水準の売上高を予想する。

利益面ではゲーム部門の人員削減でメディア運営事業の黒字化が可能と予想されるものの、インターネット広告事業は労働集約的なネイティブ広告の人員拡充が避けられないうえ、アフィリエイト広告もセールスマックスの変化による利幅縮小が想定されるため、営業利益は減額修正した。

【 図表 4 】 事業セグメント別修正業績予想

(単位：百万円)

	13/9期	14/9期	15/9期E		16/9期E		17/9期E	
			旧	新	旧	新	旧	新
売上高	15,182	16,788	18,950	18,820	21,500	21,510	24,100	24,230
インターネット広告事業	14,167	15,473	17,500	18,200	19,750	21,000	22,100	23,700
アフィリエイト	10,248	10,583	11,700	13,400	13,000	15,500	14,500	17,500
SFA	3,206	4,046	4,800	3,300	5,600	3,500	6,300	3,700
その他	712	844	1,000	1,500	1,150	2,000	1,300	2,500
メディア運営事業	1,015	1,314	1,450	620	1,750	510	2,000	530
ソーシャルゲーム	337	471	450	120	550	10	650	10
コンテンツ	341	426	450	120	500	100	550	100
メディア広告	186	315	450	320	600	340	700	360
その他	150	102	100	60	100	60	100	60
営業利益	592	780	690	310	900	660	1,060	800
インターネット広告事業	742	815	700	510	900	610	1,010	750
メディア運営事業	-150	-34	-10	-200	0	50	50	50

(注) Eは証券リサーチセンター予想

(出所) 証券リサーチセンター

> 投資に際しての留意点

◆ ゲームに代わるメディア運営事業のドライバー育成に注目

今後の注目点は、インターネット広告事業の売上成長はもちろんのこと、ゲーム部門に代わるメディア運営事業の成長ドライバー育成となるだろう。

同社はゲーム部門縮小後のメディア運営事業を売上規模に見合ったコスト構造に転換すべく、15/9 期下期中に固定費削減を完了させる方針である。このコスト削減策で、16/9 期以降のメディア運営事業は黒字化が見込まれるものの、売上成長はインターネット広告事業に頼らざるを得ず、リスク分散を図るためにも新たな収益源の早期育成が課題と考えられる。

証券リサーチセンターでは、同社を対象とするレポート発信を 11 年 9 月 13 日より開始いたしました。

初回レポートの発行から 3 年以上経過したことや、新興市場に新規上場した企業を中心に紹介してゆくという当センターの設立趣旨に則り、同社についてのレポート発信は、今回を以て終了とさせていただきます。

「ホリスティック企業レポートとは」

ホリスティック企業レポートとは、証券リサーチセンターが発行する企業調査レポートのことを指します。ホリスティック企業レポートは、企業側の開示資料及び企業への取材等を通じて収集した情報に基づき、企業価値創造活動の中長期の持続可能性及び株価評価などの統合的分析結果を提供するものです。

本レポートの特徴

■ 魅力ある上場企業を発掘

新興市場を中心に、アナリスト・カバーがなく、独自の製品・技術を保有している特徴的な企業を発掘します

■ 企業の隠れた強み・成長性を評価

本レポートは、財務分析に加え、知的資本の分析手法を用いて、企業の強みを評価し、企業の潜在的な成長性を伝えます。さらに、今後の成長を測る上で重要な KPI (業績指標) を掲載することで、広く投資判断の材料を提供します

■ 第三者が中立的・客観的に分析

中立的な立場にあるアナリストが、企業調査及びレポートの作成を行い、質の高い客観的な企業情報を提供します

本レポートの構成

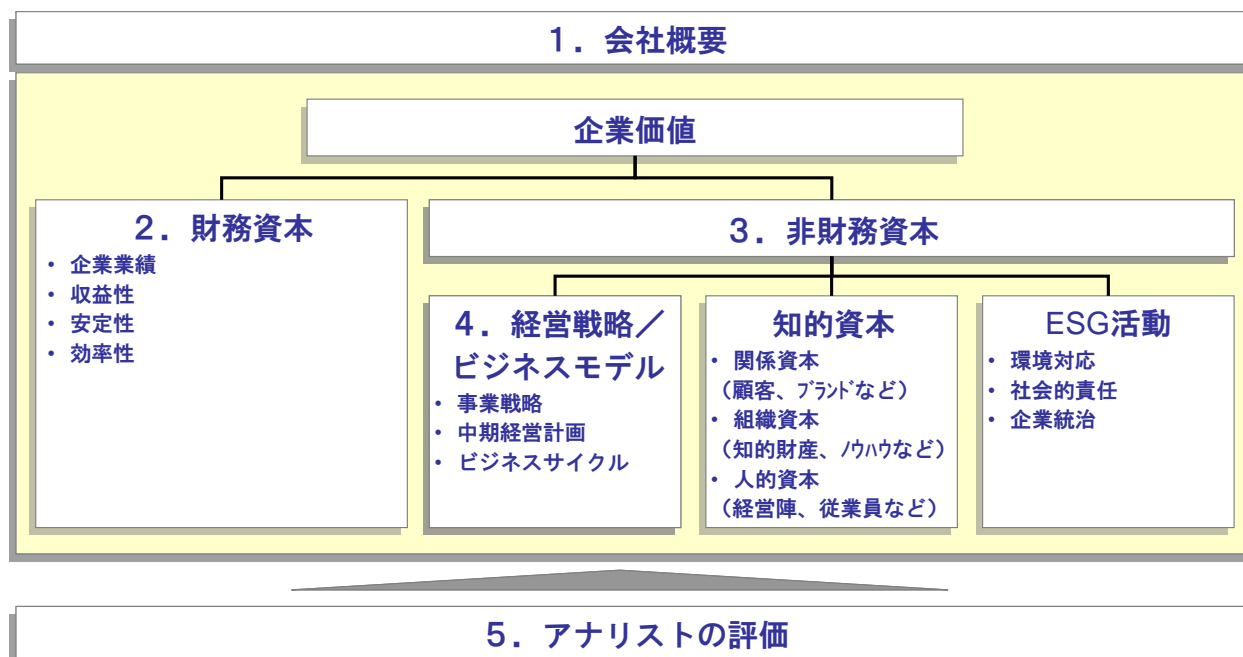
本レポートは、企業価値を「財務資本」と「非財務資本」の両側面から包括的に分析・評価しております

企業の価値は、「財務資本」と「非財務資本」から成ります。

「財務資本」とは、これまでに企業活動を通じて生み出したパフォーマンス、つまり財務諸表で表される過去の財務成果であり、目に見える企業の価値を指します。

それに対して、「非財務資本」とは、企業活動の幹となる「経営戦略／ビジネスモデル」、経営基盤や IT システムなどの業務プロセスや知的財産を含む「組織資本」、組織の文化や意欲ある人材や経営陣などの「人的資本」、顧客との関係性やブランドなどの「関係資本」、社会との共生としての環境対応や社会的責任などの「ESG 活動」を指し、いわば目に見えない企業の価値のことを言います。

本レポートは、目に見える価値である「財務資本」と目に見えない価値である「非財務資本」の両面に着目し、企業の真の成長性を包括的に分析・評価したものです。



指標・分析用語の説明

■ 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 Ratio)

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

■ 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

■ 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

■ 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

■ 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、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と、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。

アップデート・レポート

本レポートに掲載された内容は作成日における情報に基づくものであり、予告なしに変更される場合があります。本レポートに掲載された情報の正確性・信頼性・完全性・妥当性・適合性について、いかなる表明・保証をするものではなく、一切の責任又は義務を負わないものとします。一般社団法人 証券リサーチセンターは、本レポートの配信に関して閲覧し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と、投資に対する一切の責任は閲覧した投資家にあります。また、本件に関する知的所有権は一般社団法人 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。