

インタースペース (2122 東証マザーズ)

発行日: 2012/11/20
 調査日: 2012/11/7
 調査方法: 決算説明会

独立系のアフィリエイト広告大手で PC 向けとストアフロントに強み

> 要旨

◆ 独立系のアフィリエイト広告大手

- ・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。
- ・アフィリエイト広告業界は、大手ポータルサイトや商社の系列化が進むなか、同社は独立系の位置付け。独立系ゆえの特徴を生かしつつ、PC 向けや携帯販売店向けストアフロントアフィリエイトに強み。

◆ 12 年 9 月期の営業利益は期中増額修正を上回る着地

- ・2012 年 9 月期決算は売上高が前期比 30.8%増の 123.7 億円、営業利益は同 55.0%増の 5.6 億円、当期純利益はメディア運営事業のカードゲーム減損損失計上で同 61.7%減の 1.6 億円。
- ・これは期中の会社側増額修正値と、当センター予想営業利益水準で着地。その主な要因はアフィリエイト運営事業の PC 向けと、スマートフォン向けのストアフロントアフィリエイトが想定以上に好調だったため。

> 投資判断

◆ 13 年 9 月期の会社計画は営業利益 33.6%増を見込む

- ・2013 年 9 月期の会社計画は売上高が前期比 18.1%増の 146.1 億円、営業利益は同 33.6%増の 7.5 億円を見込む。アフィリエイト運営事業は、モバイル向けストアフロントアフィリエイトに加え、PC 向けも金融や人材、情報系エンターテインメントが拡大する見通し。
- ・当センターではアフィリエイト運営事業が想定以上に好調なことから、2012 年 9 月期実績をベースに前回レポートの中長期業績予想を増額修正した。13 年 9 月期は売上高 116.0 億円→147.2 億円、営業利益 5.8 億円→8.0 億円に修正した。

◆ 短期的な適正株価水準は 125,000 円～175,000 円を想定

- ・同業他社比較に基づく業界の妥当予想 PER 水準を 10 倍～14 倍と仮定。これを当センターの 13 年 9 月期予想 EPS に適用すると、短期的な適正株価水準は 125,000 円～175,000 円が想定される。同様に 16 年 9 月期予想 EPS に基づく長期的な適正株価水準は 200,000 円～280,000 円が導き出される。

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

【主要指標】	2012/11/9
株価(円)	103,700
発行済株式数(株)	34,464
時価総額(百万円)	3,564
上場日	2006/9/19
上場来パフォーマンス	-15.7%

	前期	今期予想
PER(倍)	20.8	8.3
PBR(倍)	1.5	1.3
配当利回り	0.8%	1.0%

	σ	β 値
リスク指標	73.6%	1.4

【主要KPI(業績指標)】

	11/9期末	12/9期末
広告掲載サイト数(千件)	303	334

【株価パフォーマンス】

	1ヶ月	3ヶ月	12ヶ月
リターン	11.3%	43.0%	76.1%
対TOPIX	13.0%	43.2%	75.5%

*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20121115

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)	2011/9期 実績	2012/9期 実績	2013/9期 会社予想	2013/9期 予想	2014/9期 予想	2015/9期 予想	2016/9期 予想
売上高	9,462	12,375	14,616	14,720	17,080	19,530	21,880
前年比	21.2%	30.8%	18.1%	18.9%	16.0%	14.3%	12.0%
営業利益	362	561	750	800	1,000	1,170	1,290
前年比	72.7%	55.0%	33.6%	42.6%	25.0%	17.0%	10.3%
経常利益	372	555	750	800	1,000	1,170	1,290
前年比	72.1%	49.2%	35.0%	44.1%	25.0%	17.0%	10.3%
当期純利益	435	166	366	420	505	617	670
前年比	569.4%	-61.7%	119.5%	153.0%	20.2%	22.2%	8.6%
期末株主資本	2,094	2,249	-	2,649	3,132	3,709	4,332
発行済株式数(株)	33,852	34,464	34,464	34,464	34,464	34,464	34,464
EPS(円)	13,367.9	4,995.1	10,919.2	12,520.9	15,054.9	18,393.8	19,973.8
配当(円)	650.0	800.0	1,000.0	1,000.0	1,200.0	1,400.0	1,600.0
BPS(円)	63,607.2	67,067.2	-	78,970.9	93,377.7	110,571.4	129,145.2
ROE	23.3%	7.7%	-	17.1%	17.5%	18.0%	16.7%
株価(円)	63,200	80,000	103,700	103,700	-	-	-
PER(倍)	4.7	16.0	9.5	8.3	6.9	5.6	5.2
配当利回り	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.2%	1.4%	1.5%
PBR(倍)	1.0	1.2	-	1.3	1.1	0.9	0.8

(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

独立系アフィリエイト大手で、PC向けとストアフロントアフィリエイトに強み

◆ 独立系のアフィリエイト広告大手

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。

アフィリエイト広告業界は、大手ポータルサイトや商社の系列化が進むなか、同社は独立系の位置付け。独立系ゆえの特徴を生かしつつ、PC 向けや携帯販売店向けストアフロントアフィリエイトに強みを持つ。

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で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。

> 決算概要

PC向けとストアフロントアフィリエイトの拡大で、営業利益は超過達成

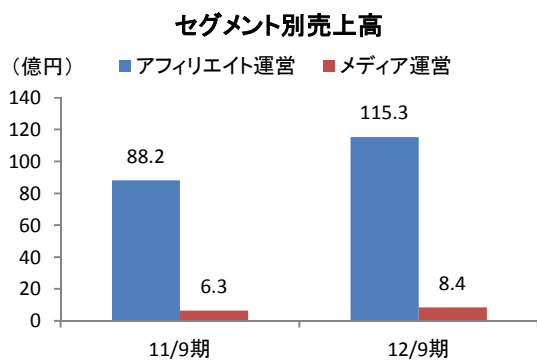
◆ 12年9月期の営業利益は期中増額修正を上回る着地

2012年9月期決算は売上高が前期比30.8%増の123.7億円、営業利益は同55.0%増の5.6億円、当期純利益はメディア運営事業のカードゲーム減損損失計上で同61.7%減の1.6億円となった。

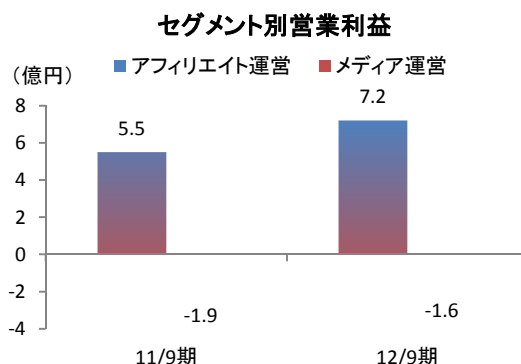
これは12年8月の会社側増額修正値(売上高117.6億円、営業利益5.1億円、当期純利益2.2億円)と、当センター予想(売上高105.8億円、営業利益4.8億円、当期純利益2.5億円)を上回る売上高及び営業利益水準で着地した。その主な要因はアフィリエイト運営事業のPC向けと、スマートフォン向けのストアフロントアフィリエイトが想定以上に好調だったため。

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30.6%増の115.3億円、営業利益は同30.6%増の7.2億円。PC向けは大口FX業者を獲得したほか、eコマース(通販)や人材、情報系エンターテインメントの出稿が増加。モバイル向けはスマートフォン普及の加速に伴い、販売店の店頭でアプリを勧誘するストアフロントアフィリエイトが大きく寄与した。また、現地調査を続けていた中国は、12年8月に現地法人を立ち上げ営業開始するも、短期的な業績寄与は乏しい模様。

一方、メディア運営事業はM&Aゲーム子会社の通年寄与で売上高が前期比33.2%増の8.4億円となるも、営業利益は1.6億円の赤字(前期は赤字1.9億円)となった。恋愛系や占い系ゲームを中心に提供プラットフォームの多角化戦略をとるも、新規カードゲーム不振で赤字継続。



出所) 決算短信より当センター作成



出所) 決算短信より当センター作成

> 業績見通し

◆ 13年9月期の会社計画は営業利益33.6%増を見込む

2013年9月期の会社計画は売上高が前期比18.1%増の146.1億円、営業利益は同33.6%増の7.5億円を見込む。アフィリエイト運営事業は、モバイル向けストアフロントアフィリエイトに加え、PC向けも金融や人材、情報系エンターテインメントが拡大する見通し。メディア運営事業は得意の恋愛系や占い系ゲームに絞り込み、積極投資による新規タイトル投入とマルチプラットフォーム展開で期末の黒字化を図る模様。

また、中国市場以外のアジアマーケット参入を計画し、「広告事業の多角化」と「メディア事業の成長」、「グローバル展開」が長期的な成長ドライバーを担う方針である。

◆ 当センターは中長期業績予想を増額修正

当センターではアフィリエイト運営事業が想定以上に好調なことから、2012年9月期実績をベースに前回レポート(2012年6月発行)の中長期業績予想を増額修正した。13年9月期は売上高116.0億円→147.2億円、営業利益5.8億円→8.0億円。14年9月期売上高126.2億円→170.8億円、営業利益6.8億円→10.0億円。15年9月期売上高136.4億円→195.3億円、営業利益7.7億円→11.7億円。新たに16年9月期は売上高218.8億円、営業利益12.9億円を提示した。この主な要因は、スマートフォンの普及加速によるストアフロントアフィリエイトの拡大が、想定以上のペースで進んでいるうえ、PC向け人材や情報系エンターテインメントなどの大型化が挙げられる。なかでもストアフロントアフィリエイトは、大手同業他社の参入が確認されず、適正価格により同社の短期的な成長を牽引すると考えられる。一方、収益性がゲームのヒットに左右されるメディア運営事業は、継続的な新タイトル投入と、マルチプラットフォームによる露出度アップが求められるため、投資先行で海外展開と同様に短期的な収益寄与は乏しいと予想される。

ストアフロントアフィリエイトが
短期的に同社の成長を牽引

投資判断

> 株主還元

◆ 継続的な利益還元を表明

同社は株主への利益還元を重要な経営課題と認識しつつ、成長投資に向けた内部留保と業績を鑑みながら、継続的な利益還元を基本に据えている。

配当は2011年9月期の初配650円に続き、12年9月期は800円配を予定しており、13年9月期は1,000円配を計画。当センターは配当性向8%程度を目途に継続的な増配を予想する。

> 株価バリュエーション

◆ 同業他社比較で割安感

同社の株価バリュエーションは、再評価余地が残されていると考えられる。同業他社の今期予想PERは、11倍～23倍まで開きがあるものの、業界の妥当予想PER水準を10倍～14倍と仮定すると、同社の今期予想PERは当センター予想で8.3倍に留まることから、株価水準の訂正が期待される。

同業他社とのバリュエーション比較

	インタースペース	バリュエーション	ファンコミュニケーションズ	アドウェイズ
株価(円)	103,700	43,700	171,400	61,400
今期予想PER(倍)	8.3	13.4	11.6	23.7
実績PBR(倍)	1.5	1.8	3.3	1.0
実績ROE	7.7%	10.0%	21.7%	18.7%
今期予想配当利回り	1.0%	2.5%	1.4%	-
時価総額(億円)	35.7	84.5	184.8	49.1

注)インタースペースは当センター予想、その他は会社計画

注)株価は11/9終値

> 今後の株価見通し

◆ 短期的な適正株価水準は125,000円～175,000円を想定

上記同業他社比較に基づき、業界の妥当予想PER水準を当センターの13年9月期予想EPSに適用すると、短期的な適正株価水準は125,000円～175,000円が想定される。同様に16年9月期予想EPSに基づく長期的な適正株価水準は200,000円～280,000円が導き出される。

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