

インタースペース

2122 東証マザーズ

2015年7月8日(水)

Important disclosures and disclaimers appear at the back of this document.

企業調査レポート
執筆 客員アナリスト
佐藤 譲

■ 不採算のソーシャルメディアを縮小、業績は下期より回復へ

インタースペース<2122>はアフィリエイト広告を中心としたインターネット広告事業とメディア運営事業を手掛けている。また、インドネシアやタイ、ベトナムなど東南アジアでアフィリエイトサービス事業を立ち上げており、今後は海外事業にも注力していく方針だ。

2015年9月期の第2四半期累計(2014年10月-2015年3月)の連結業績は、インターネット広告事業の拡大により、売上高が前年同期比15.6%増の9,106百万円と好調に推移したものの、人件費の増加や海外事業の立上げ負担増、ソーシャルメディア・アプリ事業の不振により、営業利益が同75.2%減の111百万円となった。

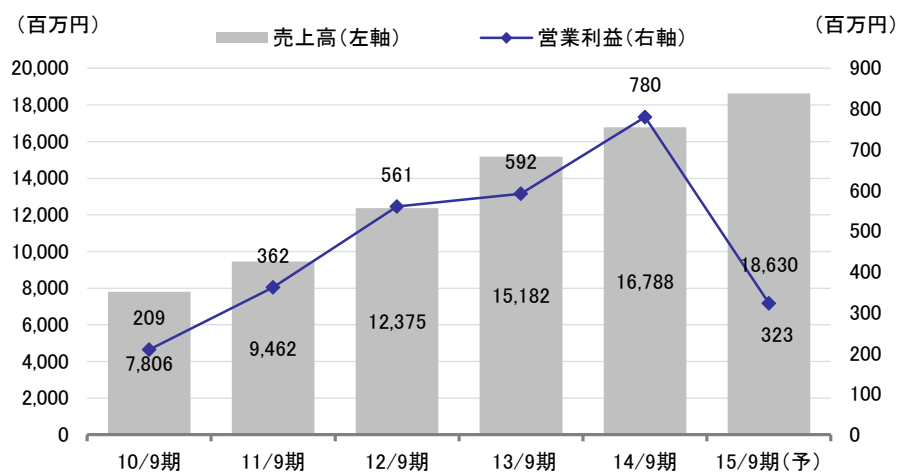
2015年9月期の通期業績は、売上高が前期比11.0%増の18,630百万円、営業利益が同58.5%減の323百万円を見込む。インターネット広告事業では、アフィリエイト広告の拡大に加えて、販売商材の拡充・クロスセルを強化することで利益率改善を進めていく。また、メディア運営事業においては不採算だったソーシャルメディア事業を縮小し、従業員の約半分に当たる30名の人員削減を行うなど、経営合理化による利益体質の改善を図っていく方針だ。

同社は中期計画として売上高25,000百万円、営業利益1,500百万円を目標に掲げている。国内インターネット広告事業では、アフィリエイト広告の拡大に加えて、ネイティブ広告など新規サービスの育成によって、年率2ケタ台の成長を見込む。一方、メディア運営事業は、ママ向け情報サイト「ママスタジアム」に続く新規メディアの開発に加えて、ゲーム開発事業の戦略転換により、黒字転換を進めていく。

■ Check Point

- ・ 40万超のアフィリエイトパートナーが使用、金融・保険向けに強み
- ・ 営業利益15億円は3~4年後に達成か
- ・ 人材投資が差別化要因

業績の推移



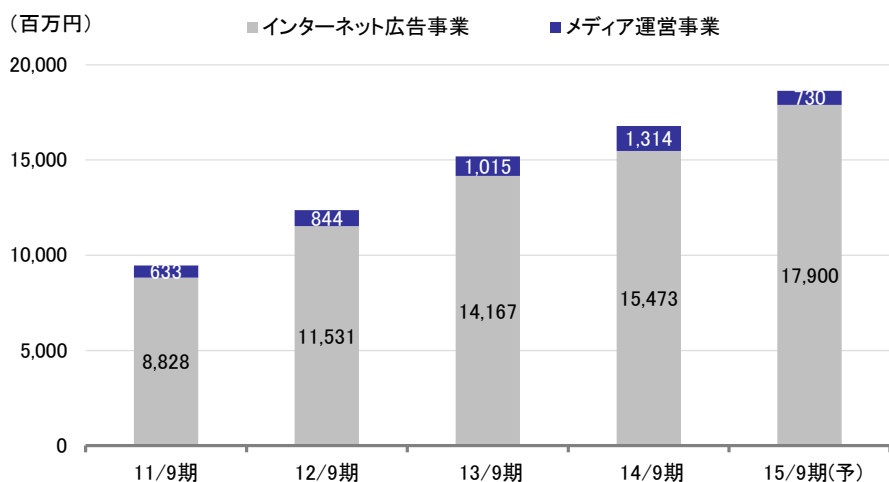
■ 事業概要

インターネット広告事業の黒字でメディア事業を育成

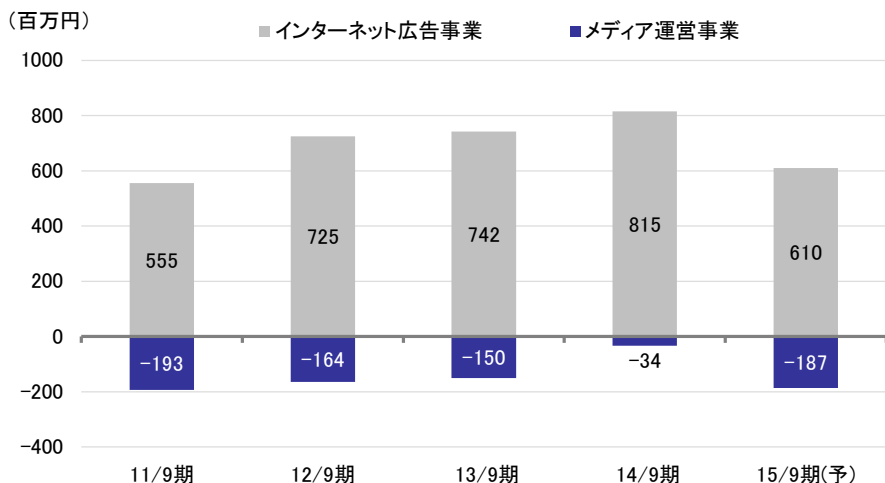
同社の事業はアフィリエイト広告を中心とするインターネット広告事業とメディア運営事業とに分けられる。直近のセグメント別売上高及び営業利益の推移を見ると、売上高ではインターネット広告事業が全体の9割超を占め、また、営業利益ではメディア運営事業の赤字をインターネット広告事業でカバーする構図が続いている。

グループ連結子会社は7社で、ソーシャルメディア・アプリ事業を行っている(株)more games(モア ゲームズ)が主要子会社であり、その他に広告事業に関連した子会社を国内に2社((株)電脳広告社、Ciagram(株))持っている。また、海外事業では、中国、インドネシア、タイにインターネット広告事業を手掛ける子会社を展開しているほか、2015年4月にはベトナムにも現地のインターネット広告会社と合弁会社(出資比率49%)を設立している。

事業別売上高



事業別営業利益



2015年7月8日（水）

※1 検索エンジン最適化（SEO）：検索エンジン経由での集客を増やすための施策。希望するキーワードでの検索結果において、より上位に表示されるようにWebサイトに施す対策、及びその技術を指す。

※2 DSP 広告：「Demand-Side Platform（デマンドサイドプラットフォーム）」の略。オンライン広告において、広告主側の広告効果の最大化を支援するツールのこと。

※3 ネイティブ広告：ニュースなどをまとめるキュレーションサイトやソーシャルメディアサイトで、記事などのフレームに自然（ネイティブ）に溶け込ませ、読者に抵抗感なく情報を届ける広告手法のこと。

40万超のアフィリエイトパートナーが使用、金融・保険向けに強み

(1) インターネット広告事業

インターネット広告事業では、アフィリエイト広告を中心に検索エンジン最適化（SEO※1）やリスティング広告、DSP 広告※2のほか、最近ではネイティブ広告※3なども手掛け始めている。売上高の大半はアフィリエイト広告による収入で、アフィリエイト運営事業者の中では大手の一角を占めている。

アフィリエイト広告とは成果報酬型のインターネット広告のことで、商品購入や資料請求などの最終成果が発生した件数に応じて、広告主が広告を掲載したWebサイト（パートナーサイト）やメールマガジンなどの運営者に対価を支払う形態のことを指す。広告主からこれら広告掲載者に至るまでの中間段階として、アフィリエイトプログラムを提供する同社のような運営業者が介在することになる。同社は広告主から得られる広告料を売上高として計上し、そのうちパートナーが受け取る報酬額を支払成果報酬として売上原価に計上している。

アフィリエイトの仕組み



出所：会社資料

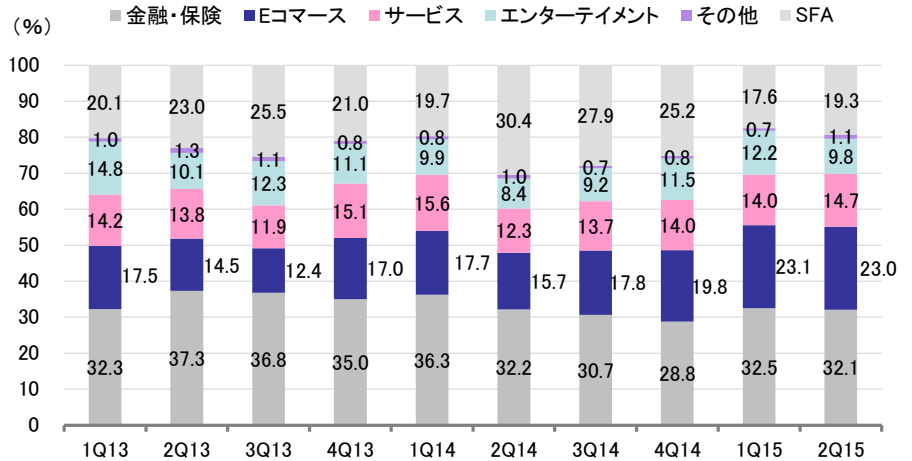
アフィリエイトプログラムとは、広告掲載者が自身のWebサイトに広告を掲載するためのツールであり、使い勝手の良いツールが各運営業者から提供されている。同社は2001年に「アクセストレード」を開発し、2015年3月末時点で40万を超えるパートナーサイトで使用されている。

同社の広告主の業種別売上高構成比はグラフのとおりで、直近の2015年9月期の第2四半期（2015年1月～3月期）で見ると金融・保険が3割強と最も大きく、次いでeコマースが2割強となっており、両業種で売上高の過半を占めている。その次に比率が高いのがSFA（ストアフロントアフィリエイト）で、約2割を占めている。

2015年7月8日(水)

SFAとはリアル店舗型のアフィリエイト広告サービスを指す。主に携帯電話販売店にてサービス提供を行っているもので、携帯電話の購入者に対して、広告主が提供するコンテンツアプリやサービスをショップ店員が勧め、ダウンロードやサービスを開始した段階で成果報酬がショップ側に発生する仕組みとなる。店員が直接、顧客に商品・サービスを提案することが可能であり、広告主にとっては費用対効果の高い広告サービスとなっている。同社サービスは、契約店舗数で約1.1万店舗と業界でもトップクラスのネットワークを形成している。なお、SFAの売上高に関しては、携帯電話の販売動向と相関性が高い傾向となっている。

アフィリエイト広告 業種別売上構成比

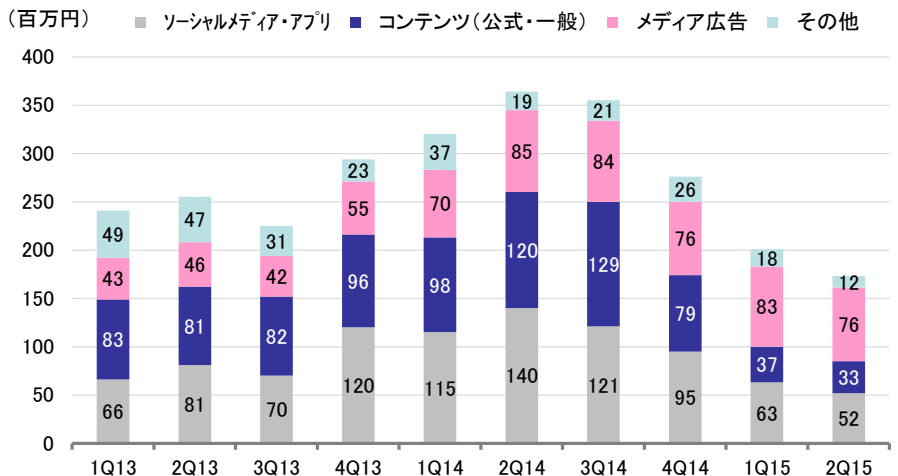


自社媒体「ママメディア」の運営やネイティブアプリの開発も展開

(2) メディア運営事業

メディア運営事業は、自社運営しているママ向けコミュニティサイト「ママスタジアム」の広告枠を販売するメディア広告事業と、子会社の more games が展開するソーシャルメディア・アプリ事業が中心となる。more games では、主に女性向けをターゲットとした恋愛シミュレーションゲームの開発のほか、通信キャリアの公式サイト向けゲームコンテンツや、ネイティブアプリの開発を行っている。

メディア事業の売上高内訳



業績動向

2Q は人員増強が影響、ソーシャルゲームの不振も下振れ要因

(1) 2015年9月期の第2四半期累計業績

5月12日に発表された2015年9月期の第2四半期累計(2014年10月-2015年3月)の連結業績は、売上高が前年同期比15.6%増の9,106百万円、営業利益が同75.2%減の111百万円、経常利益が同74.0%減の117百万円、四半期純利益が同99.2%減の1百万円と増収減益決算となった。

期初段階でも人員の増強に伴う人件費の増加や、広告宣伝費、開発費の増加を主因として減益見通しを立てていたが、インターネット広告事業においてパートナー報酬額が想定以上に上昇したことに加え、ソーシャルゲームの新規タイトル不振によりメディア運営事業の収益が悪化したことが下振れ要因となった。なお、四半期純利益の減益率が大きくなっているのは、同社が連結納税を行っていないため、子会社の赤字がそのまま四半期純利益に影響しているためである。

2015年9月期の第2四半期累計 連結業績

(単位:百万円)

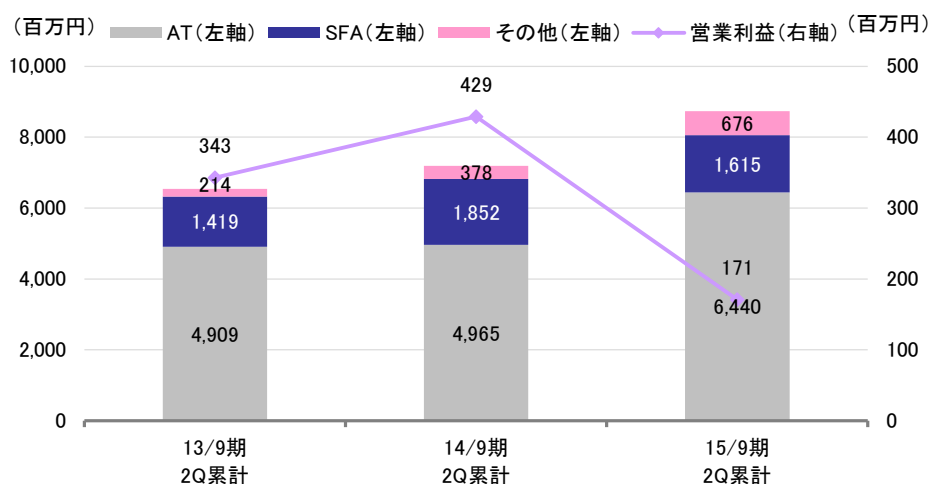
	14/9期2Q累計		15/9期2Q累計				
	実績	売上比	期初計画	実績	売上比	前年同期比	計画比
売上高	7,879	-	8,949	9,106	-	15.6%	1.8%
売上原価	6,242	79.2%	-	7,567	83.1%	21.2%	-
販管費	1,186	15.1%	-	1,427	15.7%	20.3%	-
営業利益	449	5.7%	219	111	1.2%	-75.2%	-49.3%
経常利益	450	5.7%	216	117	1.3%	-74.0%	-45.8%
特別損益	-2	-	-	-6	-	-	-
四半期純利益	254	3.2%	63	1	0.0%	-99.2%	-98.4%

(2) インターネット広告事業

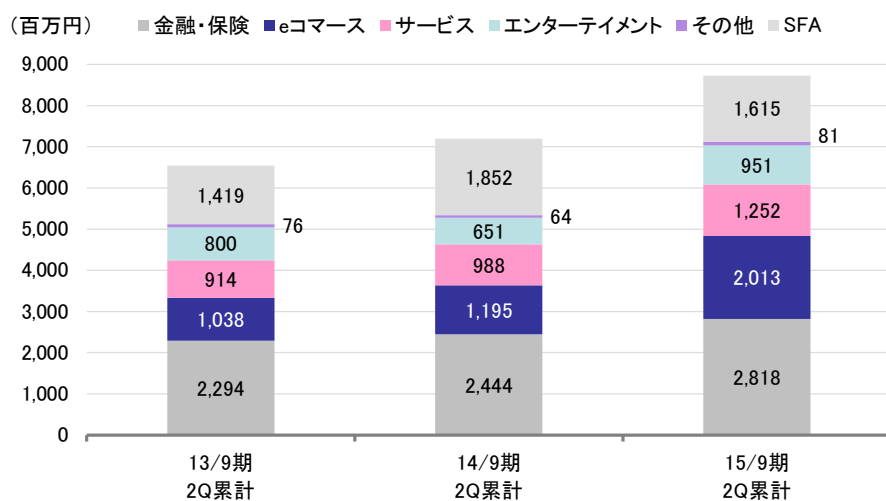
インターネット広告事業の売上高は前年同期比21.3%増の8,731百万円、営業利益は同60.0%減の171百万円となった。売上高に関しては、携帯電話の販売低調によりSFAが減収となったものの、主力のアフィリエイトサービスが、金融、eコマース業界向けを中心に好調に推移した。特に、eコマース分野では健康食品やコスメ、ファッション関連を中心に前年同期比で60%を超える大幅増収となった。また、その他広告サービスについても、アフィリエイトサービスとのクロスセルの推進やネイティブ広告の立ち上がりなどで好調に推移した。

一方、営業利益の減益要因は、人員体制の強化(国内+19名、海外+22名)による人件費、採用費の増加に加えて、パートナー報酬額が想定以上に増加したことが要因となっている。同社では今期、アフィリエイトサービスの規模拡大を図るため、金融向けを中心に媒体掲載のシェア拡大を進めてきたが、金融向けの有力提携サイトにおいて報酬額が増加し、その対応が遅れたことが響いた。また、前下期以降、連結対象に加えた海外事業も立ち上げ段階にあり、40百万円の営業損失となった。

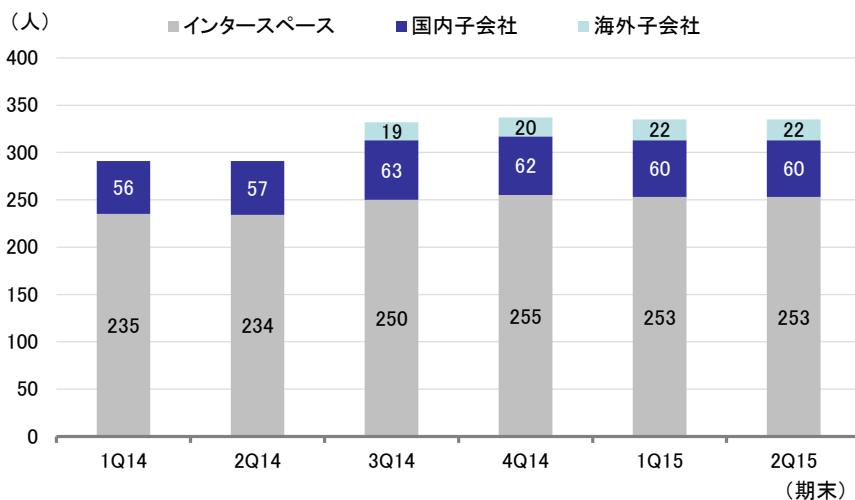
インターネット広告事業の業績



カテゴリー別売上高



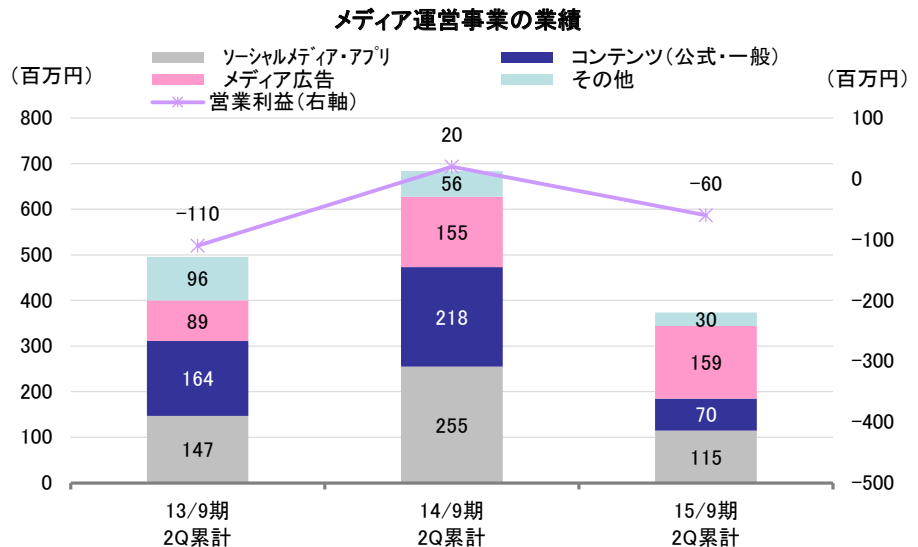
従業員数の推移



○メディア運営事業

メディア運営事業の売上高は前年同期比45.1%減の375百万円、営業損失は60百万円(前年同期は20百万円の営業利益)となった。売上高の内訳を見ると、「ママスタジアム」を中心としたメディア広告収入はアクセスユーザー数の増加もあって堅調に推移したものの、ソーシャルメディア・アプリ事業は2014年12月に投入したソーシャルゲームの新作タイトルが不振だったこと、公式コンテンツもauのスマートパス向けが減少したことから大幅減収となった。

同社ではソーシャルメディア・アプリ事業の収益悪化を受けて、同事業の収益改善を図るための合理化策を5月に発表した。子会社のmore gamesの人員の約半分に当たる30名を5月末に他社に移籍させることを決定し、ソーシャルゲームの開発から基本撤退することとした。通信キャリア向けの公式コンテンツやネイティブアプリの開発に関しては、開発費もさほどかからないことから継続する。なお、人員の削減効果は月間で約10百万円程度とみられる。



財務は健全な状態が継続

(3) 財務状況、経営指標について

2015年3月末の財務状況について見ると、総資産残高は前期末比168百万円増加の5,763百万円となった。主な増減要因としては、売上債権が278百万円、固定資産が212百万円増加した一方で、現預金が税金などの支払いにより327百万円減少した。

一方、負債は前期末比200百万円増加の2,960百万円となった。買掛金が352百万円増加し、未払い法人税が123百万円減少した。また、純資産については前期末比29百万円減少の2,717百万円となった。配当金の支払いによる利益剰余金の減少が主因となっている。

経営指標を見ると、安全性指標に関しては純資産が若干減少したことで、自己資本比率が49.1%から47.1%へ低下したが、現預金が2,143百万円と総資産の4割弱を占め、実質無借金でもあることから、財務状況は健全な状態が続いていると判断される。

貸借対照表(連結)

(単位:百万円)

	13/9期	14/9期	15/3期 2Q	増減額
流動資産	4,098	4,670	4,626	-44
(現預金)	2,387	2,471	2,143	-328
固定資産	810	924	1,137	213
総資産	4,908	5,595	5,763	168
流動負債	2,371	2,759	2,960	201
固定負債	104	88	85	-3
(有利子負債)	86	58	44	-14
負債合計	2,476	2,847	3,046	199
純資産	2,431	2,747	2,717	-30
主要経営指標 (安全性)				
流動比率	172.8%	169.3%	156.3%	
自己資本比率	49.5%	49.1%	47.1%	
有利子負債比率	3.5%	2.1%	1.6%	

■今後の見通し

今2Qを底にして業績は回復に向かう見込み

(1) 2015年9月期業績見通し

同社は2015年9月期の第2四半期(2015年1月-3月期)の決算発表と同時に、通期業績見通しの修正も行った。売上高は前期比11.0%増の18,630百万円、営業利益は同58.5%減の323百万円、経常利益は同57.0%減の340百万円、当期純利益は同82.1%減の69百万円とそれぞれ期初計画から下方修正している。ただ、半期ベースでは今上期を底にして下期は回復に向かう見通しとなっている。

2015年9月期の連結業績見通し

(単位:百万円)

	14/9期		15/9期				
	通期	売上比	期初計画	修正計画	売上比	前期比	期初比
売上高	16,788	100.0%	19,000	18,630	100.0%	11.0%	-1.9%
営業利益	780	4.7%	660	323	1.7%	-58.5%	-51.5%
経常利益	790	4.7%	654	340	1.8%	-57.0%	-48.0%
当期純利益	386	2.3%	284	69	0.4%	-82.1%	-75.7%

セグメント別売上高、利益

(単位:百万円)

	12/9期	13/9期	14/9期	15/9期 予	伸び率
セグメント別売上高					
インターネット広告	11,531	14,167	15,473	17,900	15.7%
メディア運営	844	1,015	1,314	730	-44.4%
合計	12,375	15,182	16,788	18,630	11.0%
セグメント別利益					
インターネット広告	725	742	815	610	-25.2%
国内事業	-	742	855	690	-19.3%
海外事業	-	-	-40	-80	-
メディア運営	-164	-150	-34	-180	-
合計	561	592	780	323	-58.5%

2015年7月8日（水）

(2) 事業セグメント別見通し

○インターネット広告事業

インターネット広告事業の売上高は前期比 15.7% 増の 17,900 百万円、営業利益は同 25.2% 減の 610 百万円を見込んでいる。このうち海外事業に関しては、下期も上期並みの損失が続く想定で、通期では 80 百万円の営業損失を見込んでいる。国内事業に関しては、売上高の拡大とともに営業利益率も上期の 2% 台から下期は 4% 台まで回復するとみている。

2014年3月期までの平均利益率が5～6%で推移していたことを考えると、依然低い水準にあるものの、今期は人材投資を積極的に行っていることや、提携サイトの報酬額増加などの要因があったことを考えると、妥当な水準と言えよう。なお、4月には22名の新入社員が加わっている。

通期業績を達成するための施策として、主力のアフィリエイトサービスでは好調が続くeコマース及びサービス業界向けの営業強化をさらに進めていくほか、販売商材の拡充により、クロスセルの強化を一層進めていくことで、収益の回復を見込んでいる。また、SFAに関しては獲得店舗での稼働率底上げを図っていくため、広告案件の単価アップや、教育体制の強化、新規ジャンルのチャンネル開拓に取り組んでいく。

また、今後成長が期待できる新規広告サービスとして、ネイティブ広告が挙げられる。同広告はキュレーションサイトやソーシャルメディアなどの媒体を中心に需要が拡大しているもので、特定のターゲット層に広告配信できることから、費用対効果の高い広告サービスとして注目されている広告サービスである。同社でも2014年3月期から取り組んでおり、2015年9月期は四半期ベースで100百万円程度の売上高規模にまで育っている。顧客数もeコマース分野を中心として増加している。

同社ではネイティブ広告の成長を加速するため、自社広告メディアの開発も同時に行っており、2015年9月期中にリリースする予定となっている。キュレーションサイトや写真系サイトとなる見込みで、アクセスするユーザーをある程度カテゴライズし、データベース化できるメディアとなる。今後は他社サイトとの連携も積極的に行いながらUU※1数を拡大し、ネイティブ広告の売上高増につなげていくほか、レコメンドエンジン※2と組み合わせることで、ターゲティング広告の販売も強化していく考えだ。ネイティブ広告の売上高に関しては、2016年9月期に800百万円以上と今期予想比2倍以上に急拡大するものと予想される。

○メディア運営事業

メディア運営事業の売上高は前期比 44.4% 減の 730 百万円、営業損失は 180 百万円（2014年9月期は34百万円の損失）となる見込み。前述したように、ソーシャルゲームの縮小や公式コンテンツの売上高減少が引き続き足かせ要因となる。

メディア広告事業については、「ママスタジアム」の月間UU数が4月280万、5月300万と引き続き拡大しているが、伸び率自体は鈍化傾向にある。このため、クオリティの高い新規コンテンツやイベントの導入によって、UU数の拡大に取り組んでいく方針だ。また、新規メディアの開発にも着手している。

ゲーム開発事業に関しては前述したように、ソーシャルメディア・アプリの事業縮小と人員削減を進め、下期以降に関してはネイティブアプリの開発と、公式コンテンツではau以外の大手通信キャリア向けの拡販に取り組んでいく方針だ。この下期も赤字が残る見込みだが、これらの施策により2016年9月期には黒字転換するものとみられる。

※1 ユニークユーザー（Unique User）の略。Web サイト、または Web サイト内の特定のページを訪問した人の数。

※2 ユーザーにオススメの商品を自動で提案できるようなシステムのこと。

2015年7月8日（水）

(3) 海外事業

海外事業の状況に関してはまだ、アフィリエイトサービスの立ち上げ段階であり、広告主に対するアフィリエイトサービスの認知度向上や、パートナーサイトの開拓に向けた取り組みを進めている。

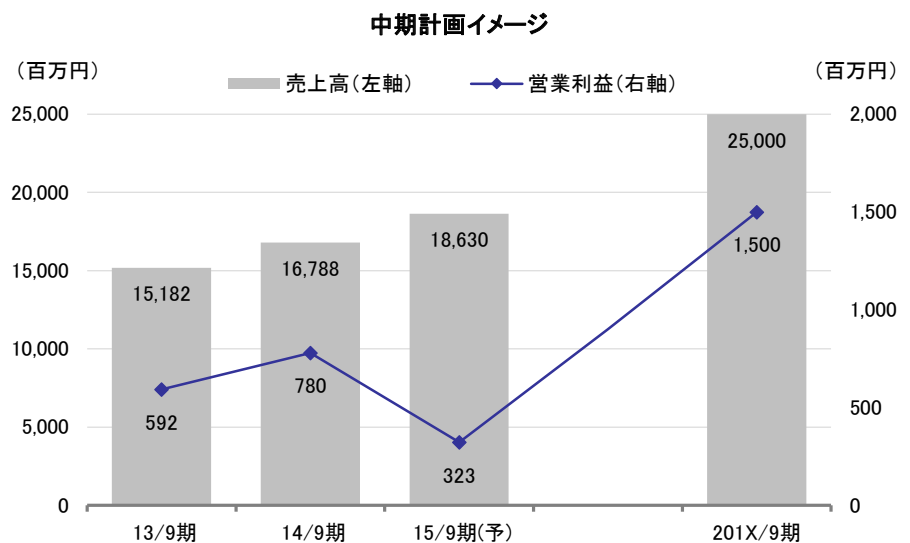
インドネシアにおいては現地の大手ポータルサイト「detik.com」を運営するPT. Agronet Multicitra Siberkomと業務提携し、同社のアフィリエイトサービスを提供しているほか、子会社で価格比較サイト「StarPrice」を運営し、同サイト上でアフィリエイト広告を提供している。現在、月間の売上高としては100万円弱程度まで増加してきており、順調にいけば2016年9月期中の単月黒字化も視野に入ってきている。一方、タイに関してはまだ認知度向上に向けた取り組みを進めている段階で、アフィリエイトサービスもこれからの状況となっている。現地子会社では金融ポータルサイト「Moneyhub」を運営し、アフィリエイト案件の獲得を進めている。

また、2015年4月にはベトナムで最大級の広告ネットワークを提供するMWORK社と合弁会社を設立した。（出資比率49%）MWORKはモバイル向けアフィリエイトネットワーク「mwork」を提供しており、現在約58,000人を超えるアフィリエイトターに利用されている。現在はスマートフォン用ゲームの課金決済サービスが主な収入源となっている。今回の合弁事業では、MWORKが持つネットワークに対して、同社のアフィリエイトシステム「アクセストレード」を提供していく格好となる。同社が保有する多様な業種の広告ノウハウとMWORKのネットワークを融合することで、ベトナムのアフィリエイト広告市場をさらに拡大し、同国内で最大のアフィリエイトサービスプロバイダーになることを目指している。

営業利益 15 億円は 3 ～ 4 年後に達成か

(4) 中期経営計画

同社は中期的な経営目標値として、連結売上高 25,000 百万円、営業利益 1,500 百万円を掲げている。今の成長ペースでいけば、3～4年後には達成できるものと考えられる。



2015年7月8日(水)

■今後の見通し

収益のけん引役となるのは、国内のインターネット広告事業で、営業強化によるアフィリエイトサービスのシェア拡大に加えて、ネイティブ広告や動画広告など新規サービスを強化していくことで事業規模の拡大を進めていく。また、メディア運営事業では「ママスタジアム」に加えて、新規メディアの立上げも進めながら安定した収益体質の構築を図っていく。

海外事業に関しては、今後アフィリエイトサービスを展開する各国で市場シェア No.1 の確立を目指していく考えで、3年内の黒字化を当面の目標としている。中長期的には同社の収益をけん引する事業に育つものと期待される。

■同業他社比較と株主還元策

人材投資が差別化要因

(1) 同業他社比較

アフィリエイト運営会社の大手は同社のほかファンコミュニケーションズ<2461>、アドウェイズ<2489>、バリューコマース<2491>、リンクシェア・ジャパン(未上場:楽天<4755>の子会社)の4社が挙げられ、売上高規模は100~400億円の間でひしめき合っている。同社も含めた5社合計の業界シェアは6割程度とみられる。

このうち、ファンコミュニケーションズは提携サイトが200万サイトを超え、業界最大となっている。中小企業向け広告ビジネスを長くやっており、eコマース向けの依存度が比較的高いのが特徴だ。アドウェイズはモバイル向け比率が約5割(対国内広告売上高)と高く、ゲーム系に強みを持つ。モバイル系の比率が高いため、利益率も相対的に低くなっている。バリューコマースはヤフー<4689>の子会社であり、パソコン向けの比率が約7割(件数ベース)と圧倒的に高く、eコマースに強いのが特徴で、ファンコミュニケーションに次ぐ収益性を維持している。

これら上場企業の中で、インタースペースの利益率が低いのは、メディア運営事業の収益性が低いことに加えて、インターネット広告事業においても、提携サイトや広告主開拓のために人を多くかけており、売上高に占める人件費率が相対的に高いことが要因となっている。

2015年9月期においても売上高規模の拡大やサービス品質の維持向上を図るため、人材投資を積極的に行っており、減益要因の1つとなっているが、中期的にはこうした人材投資の効果が収益面でプラスになってくるものと考えられる。

同業他社比較

	決算期	売上高	伸び率	経常利益	伸び率	利益率	EPS	DPS	PER
インタースペース <2122>	14/9期	16,788	10.6	790	32.3	4.7	57.18	8.0	-
	15/9期会予	18,630	11.0	340	-57.0	1.8	10.19	8.0	88.6
ファンコミュニケーションズ <2461>	14/12期	31,990	40.8	5,948	44.2	18.6	47.14	15.0	-
	15/12期会予	38,700	21.0	7,170	20.5	18.5	59.45	17.0	17.7
アドウェイズ <2489>	15/3期	35,890	13.9	1,197	42.4	3.3	16.81	3.36	66.2
	16/3期会予					非開示			
バリューコマース <2491>	14/12期	13,373	11.3	1,647	8.3	12.3	28.86	11.0	-
	15/12期会予	15,900	18.9	1,590	-3.5	10.0	31.01	10.0	18.8

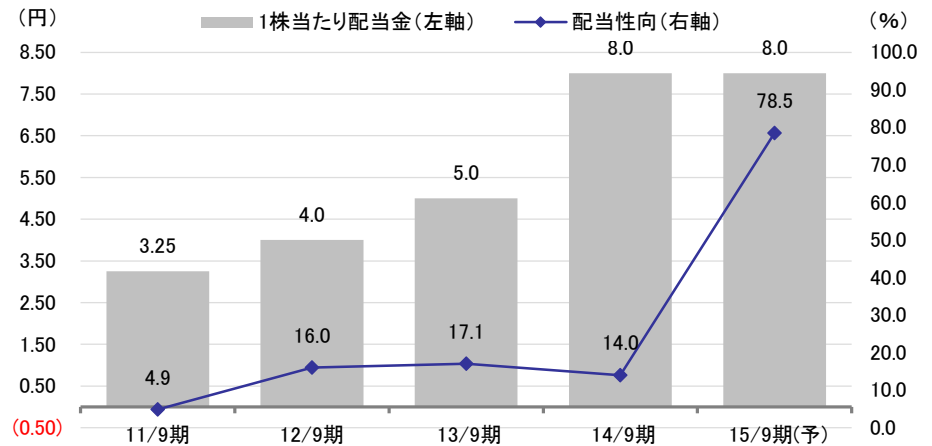
注: 予想 PER は 5 月 25 日終値を基に算出, アドウェイズは 15/3 期実績 PER ベース

東証 1 部指定に向けた施策に注目

(2) 株主還元策

配当金に関しては、業績動向や資金ニーズ、将来の事業展開のための内部留保などを総合的に勘案して決定するとしている。配当性向としては 20% 程度を目安として考えており、2015 年 9 月期は 2014 年 9 月期並みの 8.00 円を予定している。

配当金と配当性向



2015 年 7 月 8 日 (水)

ディスクレーマー（免責条項）

株式会社フィスコ（以下「フィスコ」という）は株価情報および指数情報の利用について東京証券取引所・大阪取引所・日本経済新聞社の承諾のもと提供しています。“JASDAQ INDEX”の指数値及び商標は、株式会社東京証券取引所の知的財産であり一切の権利は同社に帰属します。

本レポートはフィスコが信頼できると判断した情報をもとにフィスコが作成・表示したものです。その内容及び情報の正確性、完全性、適時性や、本レポートに記載された企業の発行する有価証券の価値を保証または承認するものではありません。本レポートは目的のいかんを問わず、投資者の判断と責任において使用されるようお願い致します。本レポートを使用した結果について、フィスコはいかなる責任を負うものではありません。また、本レポートは、あくまで情報提供を目的としたものであり、投資その他の行動を勧誘するものではありません。

本レポートは、対象となる企業の依頼に基づき、企業との電話取材等を通じて当該企業より情報提供を受けていますが、本レポートに含まれる仮説や結論その他全ての内容はフィスコの分析によるものです。本レポートに記載された内容は、資料作成時点におけるものであり、予告なく変更する場合があります。

本文およびデータ等の著作権を含む知的所有権はフィスコに帰属し、事前にフィスコへの書面による承諾を得ることなく本資料およびその複製物に修正・加工することは強く禁じられています。また、本資料およびその複製物を送信、複製および配布・譲渡することは強く禁じられています。

投資対象および銘柄の選択、売買価格などの投資にかかる最終決定は、お客様ご自身の判断でなさるようお願いいたします。

以上の点をご了承の上、ご利用ください。

株式会社フィスコ